

多头拥挤状况仍在，贵金属仍待调整

观点概述：

混沌天成研究院

外盘贵金属本周低开高走，周五完全收回此前跌幅，受原油大幅度波动影响，通胀预期的变动是本周贵金属价格的主要驱动

混沌天成宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaoxc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

从美失业、零售、航空、钢铁、铁路发运等高频数据来看，当前的经济下滑程度远超08年。尽管当前欧美均在加大宽松力度，但宽松政策难以带来免疫力，宽松政策对于消费者和企业来说，更主要是为了维持生存以及应对潜在的风险，短期内大幅度拉动消费和投资的可能性不大，因此通胀继续回升力度不会太强。

外盘黄金投机多头持仓占比处在历史极值附近，呈现出明显的拥挤交易的迹象，流动性宽松带来的通胀预期提升利好贵金属的效应存在充分定价的可能。

策略建议：

尽管从长期角度来看，美元的持续弱势以及天量流动性投放将会导致的疫情之后的通胀抬升都将会利多黄金，但是短期内疫情导致的经济活动低迷，以及对消费信心和投资信心的损伤将会压制需求端对通胀的带动，我们认为当前市场已经充分计价了通胀提升对贵金属的利好，贵金属短期内仍需维持震荡调整趋势。

风险提示：

欧美复工节奏超预期，东北亚地缘危机出现。

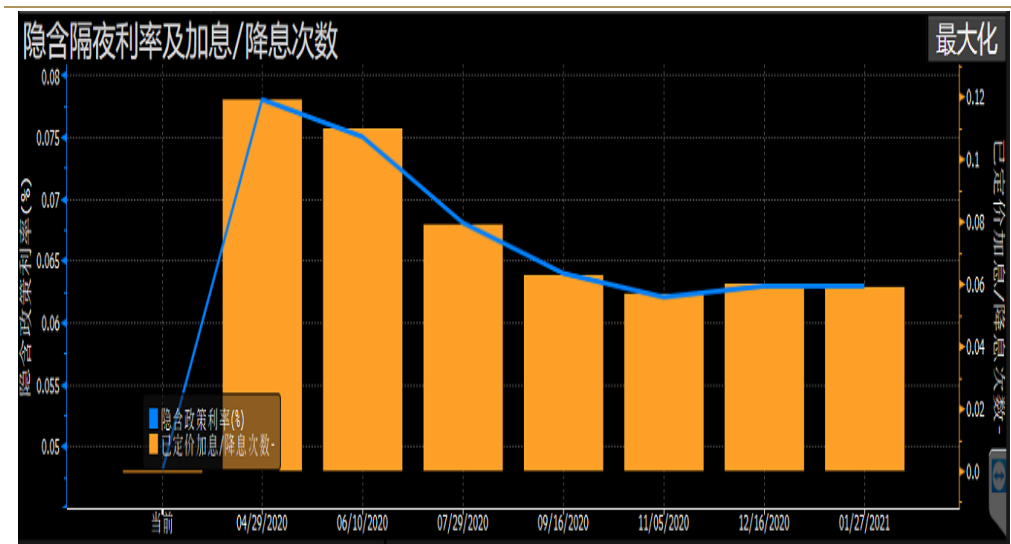
混沌天成期货研究院



一、名义利率

美联储一步到位降息至 0，而美联储主席表态并不支持负利率，后续继续降息的可能性不大，目前彭博计算利率期货市场隐含的降息情况显示，到 2020 年底美国基本不会再进行降息操作。

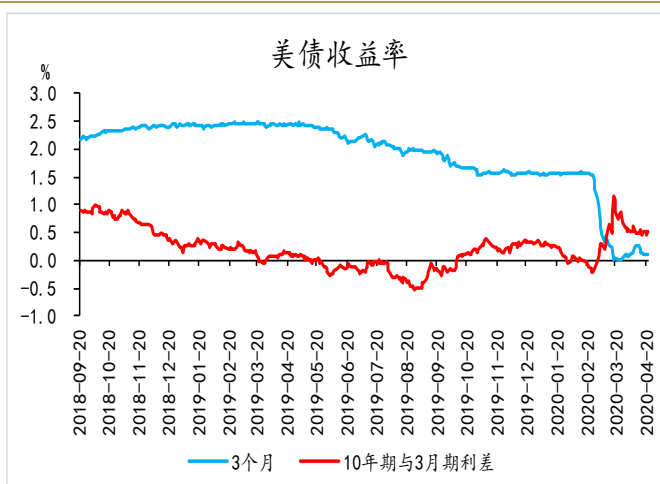
图表 1：美联储降息概率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

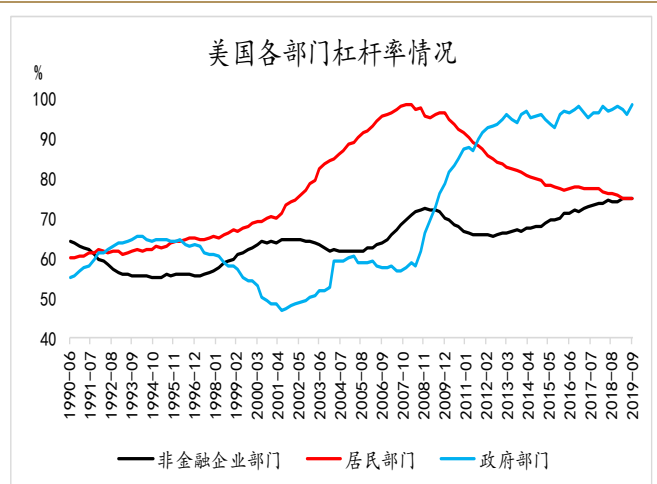
此前 10 年期美债的收益率则经历了先回升后下跌的情况，这并不是代表市场对于未来的名义利率的上行预期，而主要是受限于流动性紧张引发的抛售美债现象所导致，随着美联储加码回购和 QE 等刺激措施，美债收益率也开始保持稳定，而美国政府以及企业债务的持续扩张也将会压制名义利率的回升，我们认为名义利率中短期内保持稳定的可能性较大。

图表 2：主要期限美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 3：美国各部门杠杆率

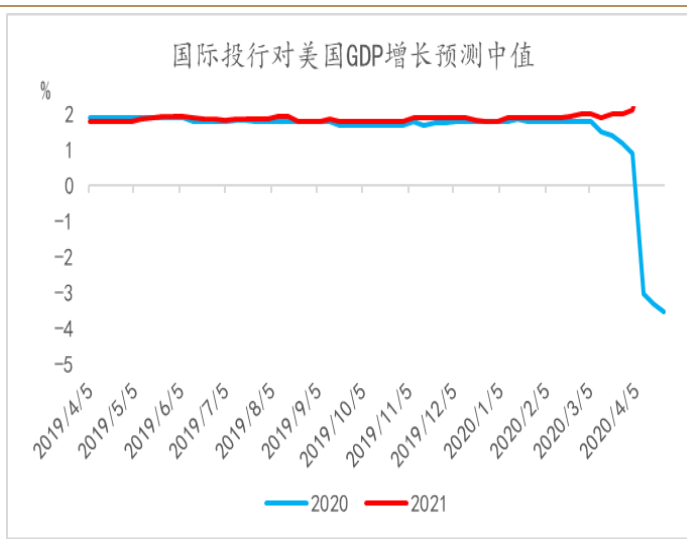
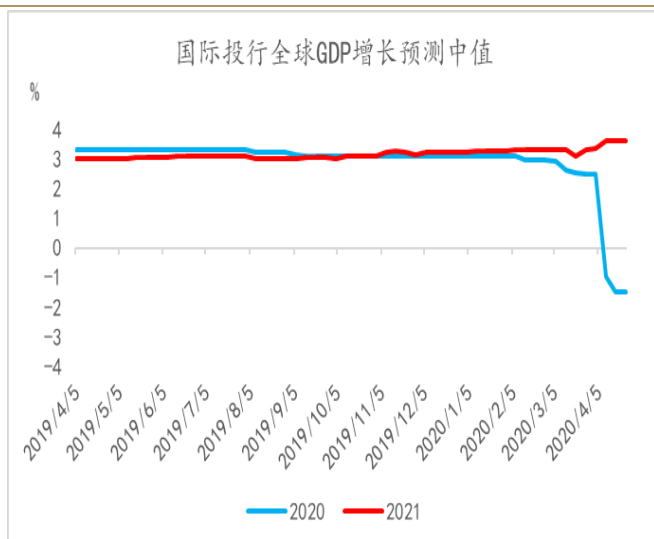


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

名义利率的长期走势则与经济增长景气度相关，而从目前国际各大机构对于经济增长的预期来看，对于本年度的经济预测处在持续悲观的状态，本周国际投行继续下调对欧美日 2020 年度的增长预期，因此当前名义利率中期内无明显上行的驱动。

图表 4：全球经济增长预测

图表 5：美国经济增长预测

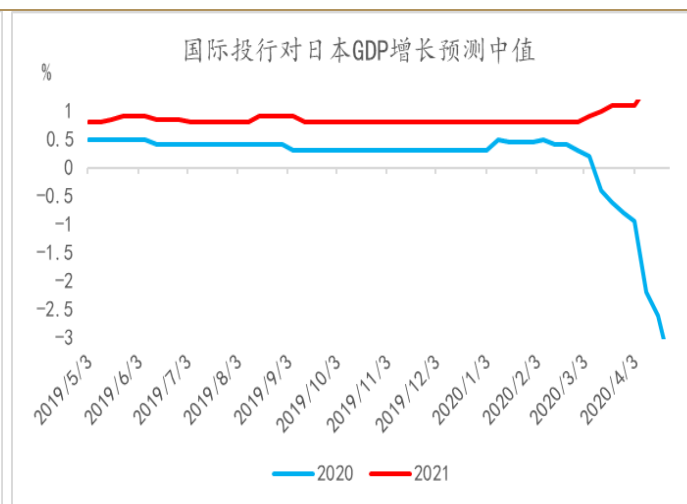
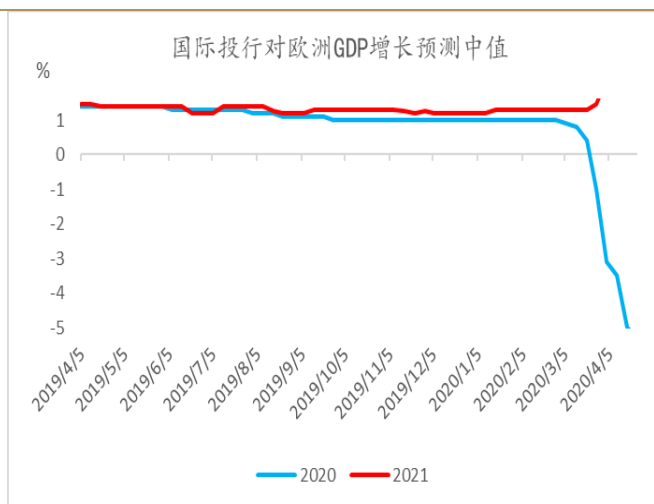


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：欧洲经济增长预测

图表 7：日本经济增长预测



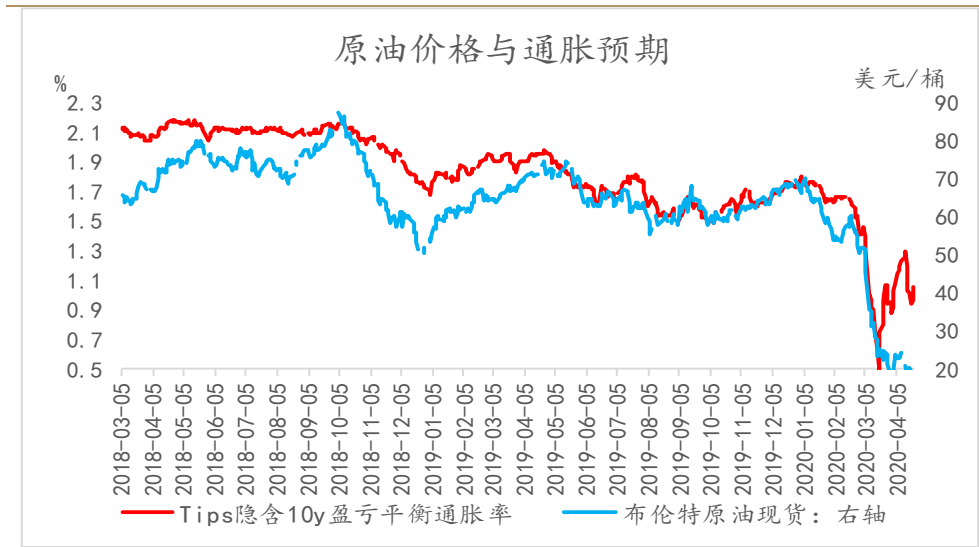
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀

原油减产协议达成后，尽管受逼仓影响，价格仍然有反复，但是整体上看，供给端导致的通缩风险边际放缓。

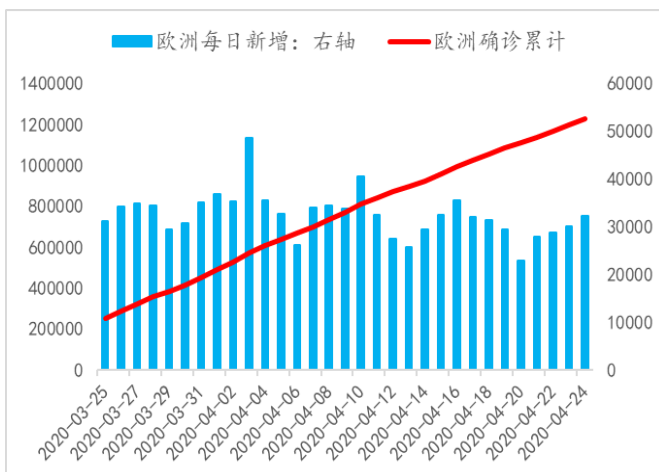
图表 8：原油价格与通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

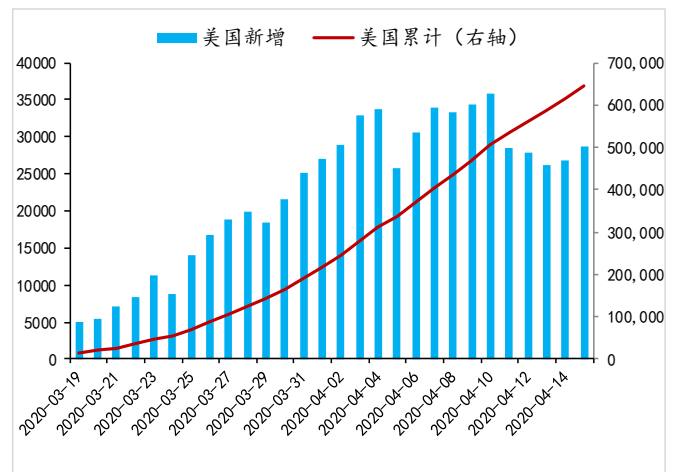
通胀预期供给端看原油，需求端看居民消费与企业投资情况，后者则受到疫情的冲击。截至 4 月 25 日海外累计确诊已近 300 万，但欧美地区疫情已基本见顶，尽管确诊数据仍有反复，但是检测确诊率相对平缓，后续欧美地区的关注重点当在其复工进展情况。

图表 9：欧洲确诊累计开始走平



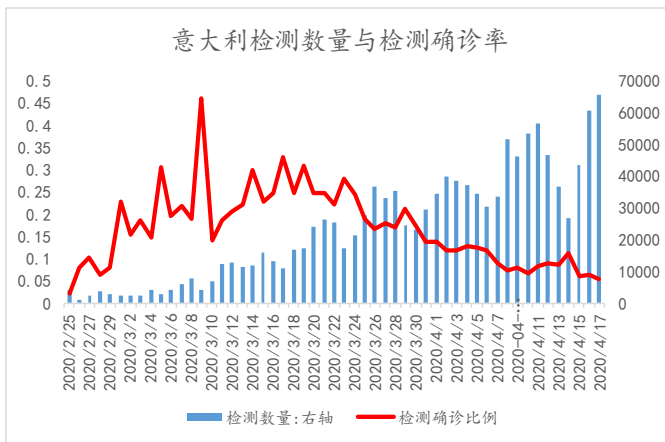
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 10：美国新增还有待观察



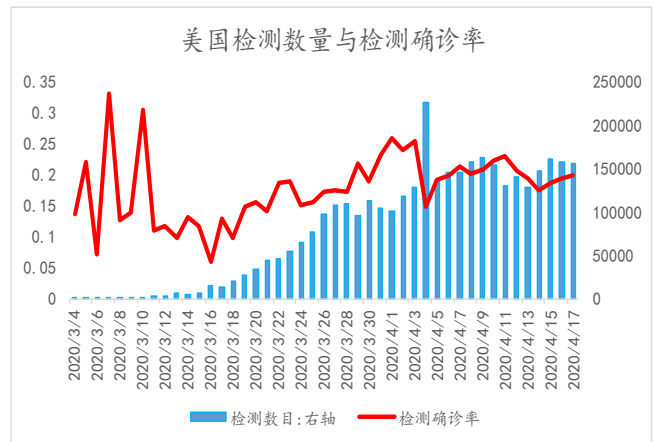
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 11: 意大利检测确诊率持续下降



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

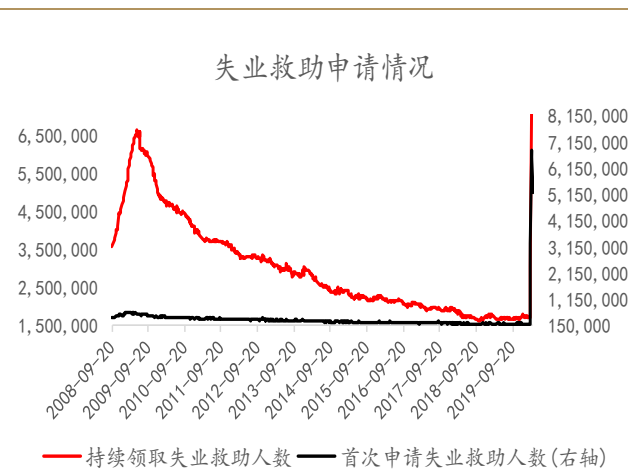
图表 12: 美国检测确诊率整体走平



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

尽管欧美的疫情已经出现拐点, 但是经济活动的低迷仍在延续, 本周美初请失业金人数约为 442.7 万人, 连续三周下降, 当周连续申请失业人数 1597 万人, 继续刷新历史新高。3 月份以来美国申请失业救济金的人数已超过 2000 万, 按照 1.65 亿劳动人口数量估算, 当前美国实际失业率水平预计已经超过 20%, 远超 08 年的峰值 10%。

图表 13: 失业救助申请情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

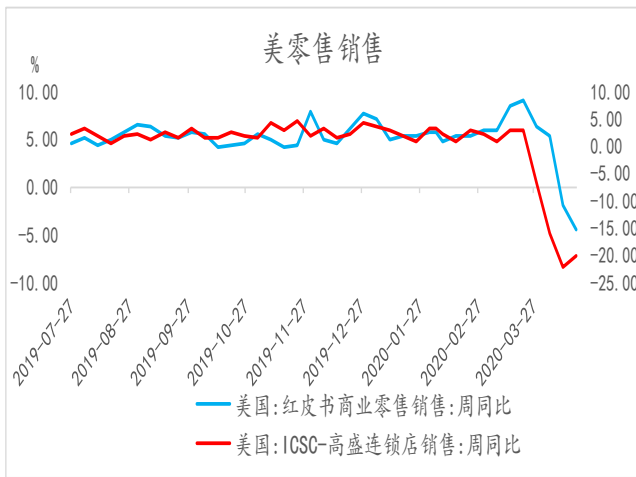
图表 14: 失业率与月薪增长情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

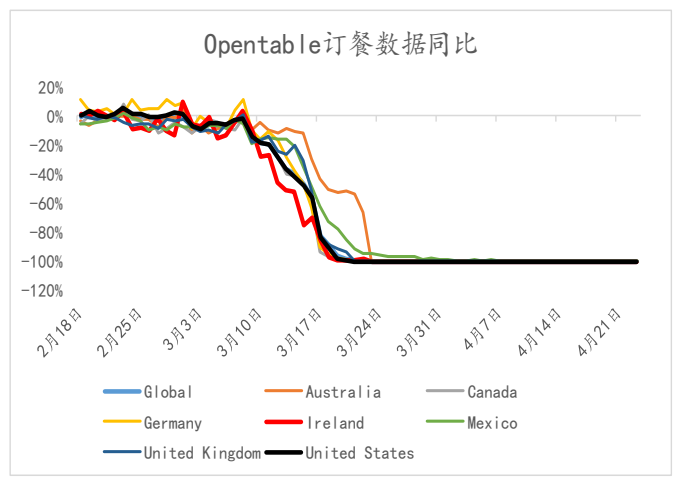
消费数据来看, 美零售销售数据降幅有所放缓, 但仍处于历史极低水平; Opentable 显示海外订餐数据来看仍处在归零状态。

图表 15: 美零售销售数据



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

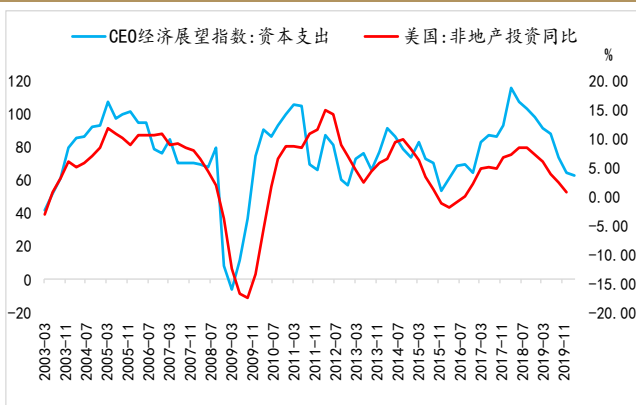
图表 16: 海外订餐数据



数据来源: Opentable, 混沌天成研究院

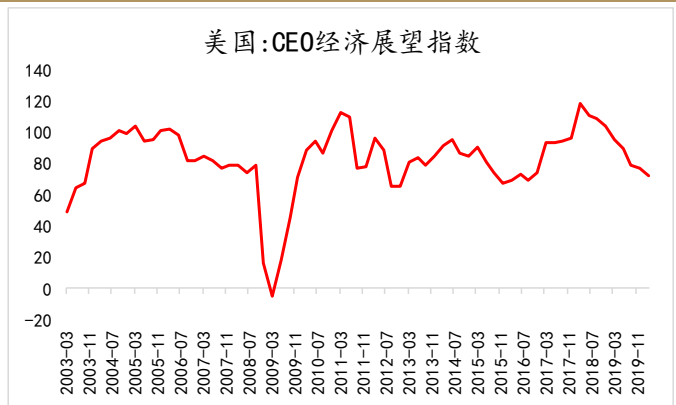
疫情的扩散也使得企业经营状况承压, 尤其对于博彩、旅游、航空等行业, 因此企业债务市场面临极大压力, 不仅仅是美国, 欧洲地区的投资者信心指数也受到了影响。从一些领先指标来看, 疫情的扩散导致经济活动明显下降, 企业收入锐减, 大量企业债务评级遭到下调, 直接影响企业的融资能力, 且企业债券市场利差飙升, 企业融资成本抬高, 导致对未来投资信心的下降这也将会压制通胀的上行。

图表 16: 非地产投资受投资信心影响



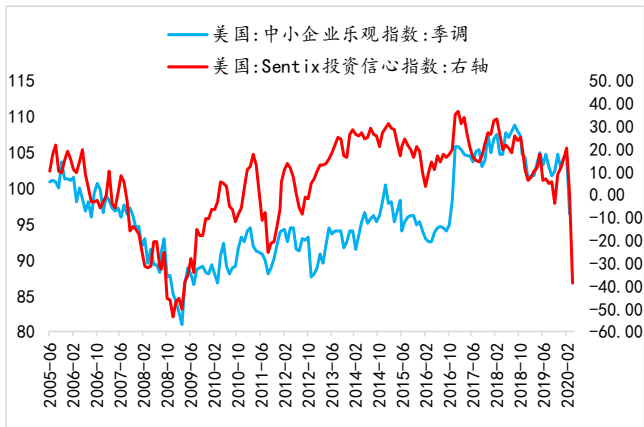
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: CEO 经济展望指数



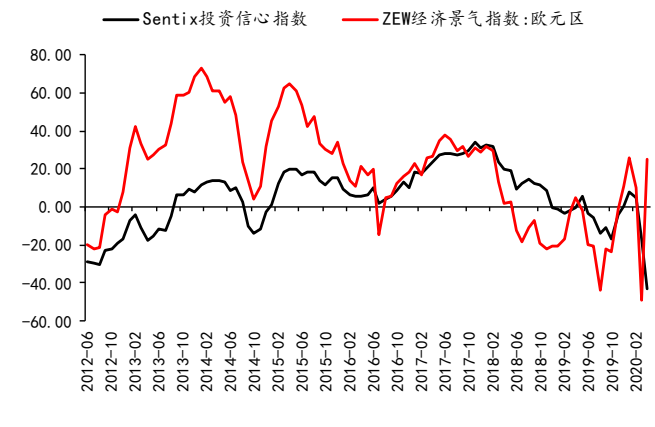
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美国 Sentix 投资者信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

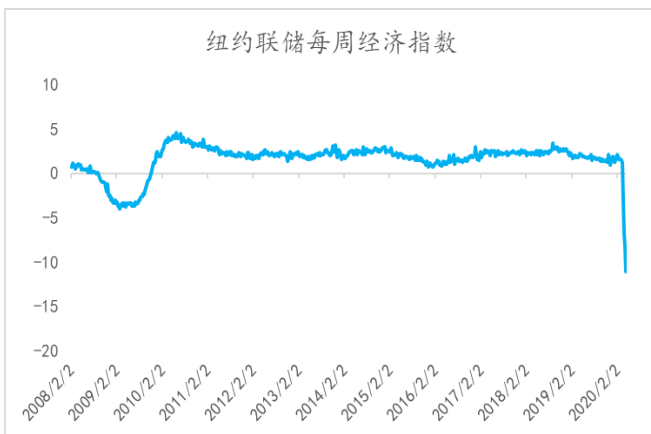
图表 19: 欧元区投资者信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

从衡量经济活动景气度的高频指标纽约联储每周经济指数和 ECRI 增长年率来看, 最新一期数据显示美国的经济活动景气度仍然在持续下滑, 尚未有明显的好转迹象, 严重程度已经超过 2008 年金融危机。

图表 20: 纽约联储每周经济指数



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

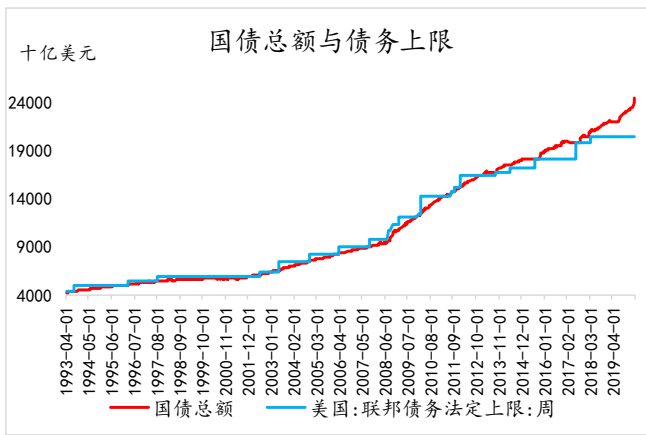
图表 21: ECRI 领先指标增长年率



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

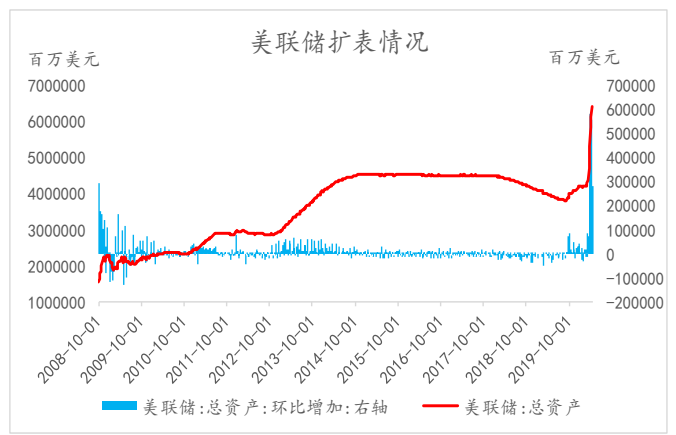
面对疫情的冲击, 欧美主要经济体迅速开启天量的货币以及财政刺激措施, 目前美联储的每周扩表速度已经是 08 年以来最大。

图表 22：美国债发行情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

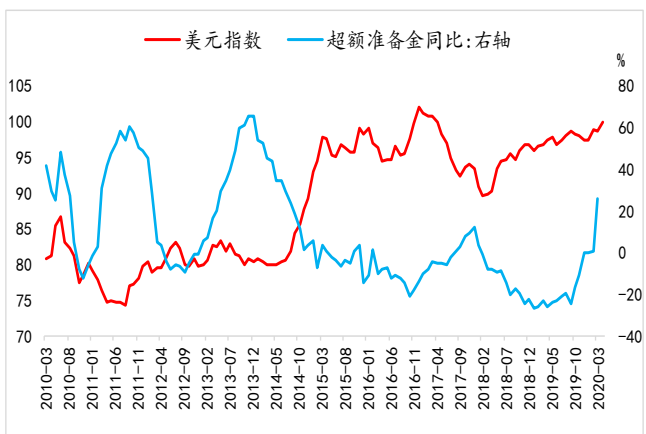
图表 23：美联储扩表情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

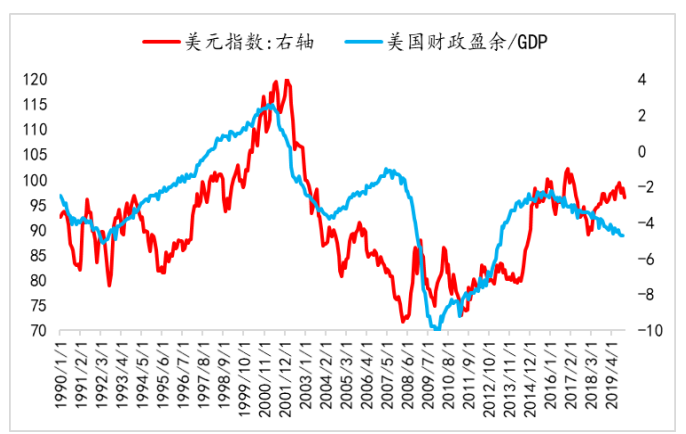
美联储持续的扩表以及巨额的财政赤字扩张，从中长期来看，利空美元，利多美元计价的贵金属。

图表 24：宽松政策利空美元



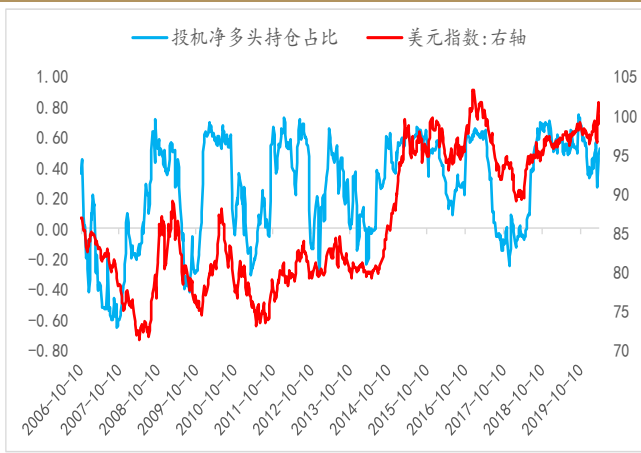
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25：财政赤字利空美元



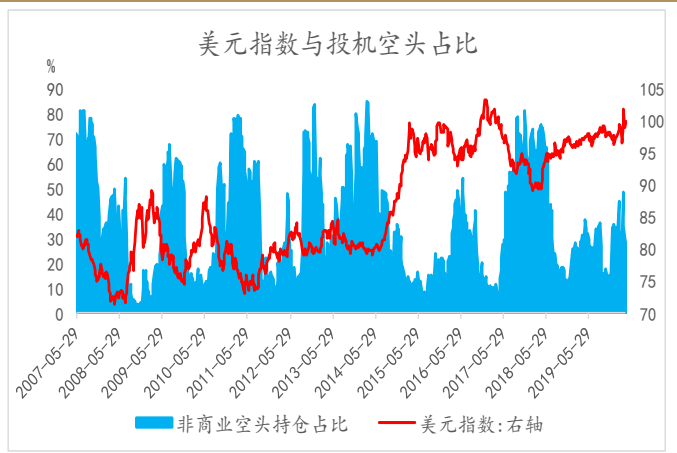
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 26: 美元多头拥挤



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

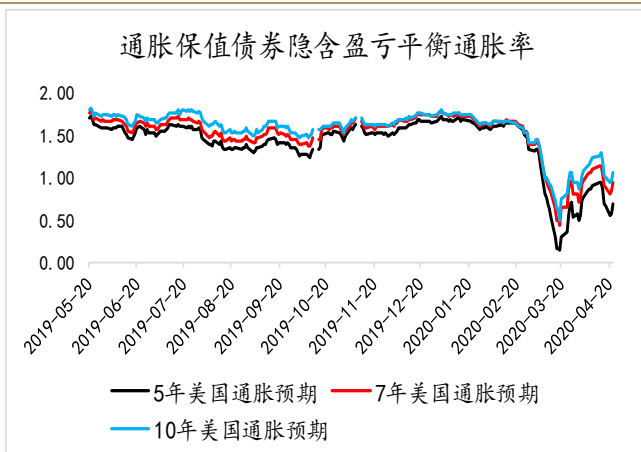
图表 27: 但空头情绪尚未悲观到极值



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

尽管从长期角度来看,美元的持续弱势已经天量流动性投放将会导致的疫情之后的通胀抬升都将会利多黄金,但是短期内疫情导致的经济活动低迷,以及对消费信心和投资信心的损伤将会压制需求端对通胀的带动,而从美元掉期互换数据显示,在油价仅有疫情之前一半水平的情况下,通胀预期基本恢复至疫情之前的水准,且从持仓角度来看,目前市场看多情绪浓厚,我们认为流动性宽松导致的通胀预期上升已经反应在当前的贵金属价格当中。

图表 28: 美通胀保值债券隐含通胀率



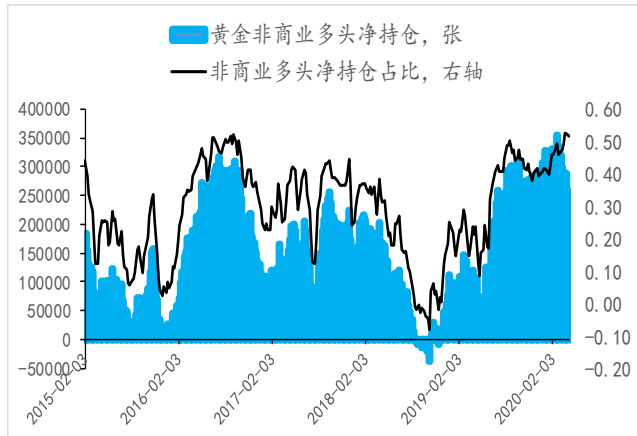
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 外汇掉期隐含通胀水平



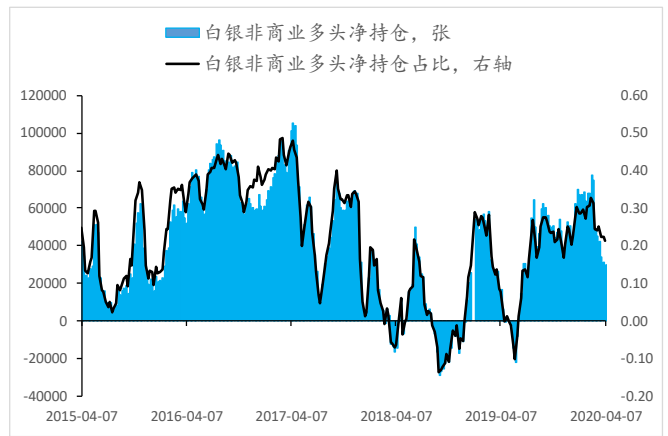
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 黄金多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 白银多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、流动性

美元流动性紧张问题也使得贵金属这一类避险资产在极端行情下失去了避险功能，在流动性紧缺的时候，现金的需求要大于任何一类资产，这也是此前美元指数持续飙升的原因，而随着美联储在过去几周加码刺激措施之后，目前各个市场的流动性危机都有了较为明显的缓解，我们认为接下来的关注点应该回到疫情对经济基本面自身的影响上来。

图表 32：美元指数



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

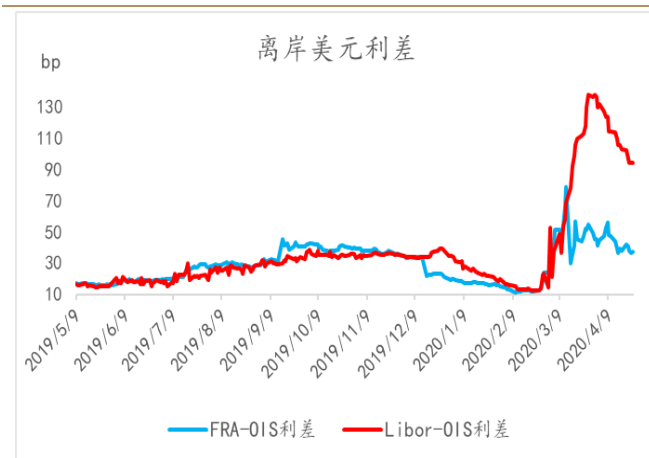
图表 33：VIX 与标准普尔指数



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

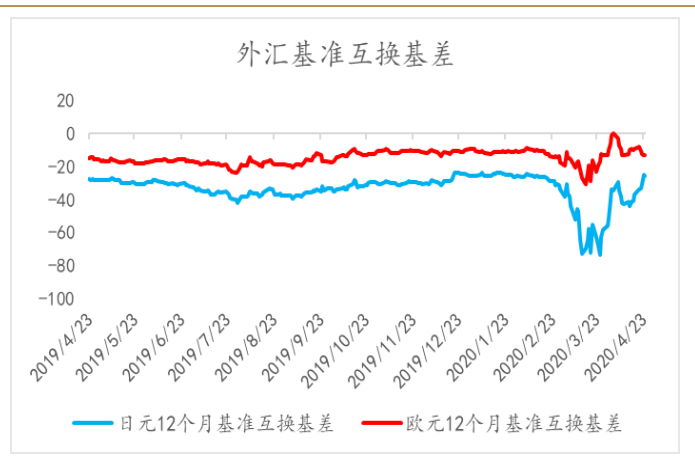
而美联储在过去几周陆续宣布将会加码与海外发达国家和新兴市场国家的央行的货币互换操作，从外汇市场的互换基差数据 (Swap Basis) 来看，离岸美元流动性紧张的情况基本恢复至疫情之前的水平。Libor-OIS 利差一直居高不下，其中主要原因在于市场对私人部门的债务问题仍然存在担忧，所以通过做空欧洲美元期货的方式来对冲相应的债务违约风险，从而抬高了 Libor 利差。

图表 34：离岸美元利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

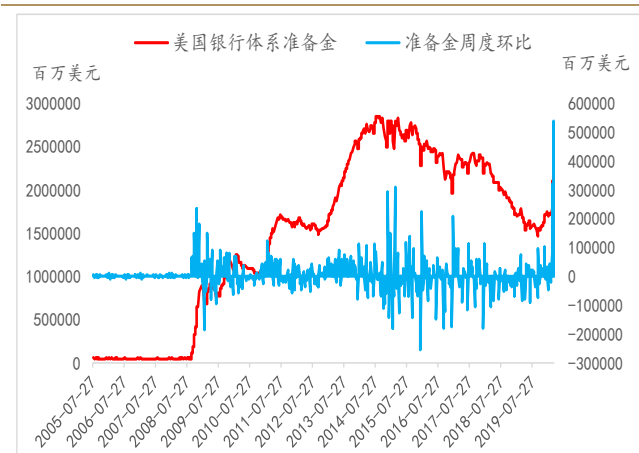
图表 35：外汇互换基差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

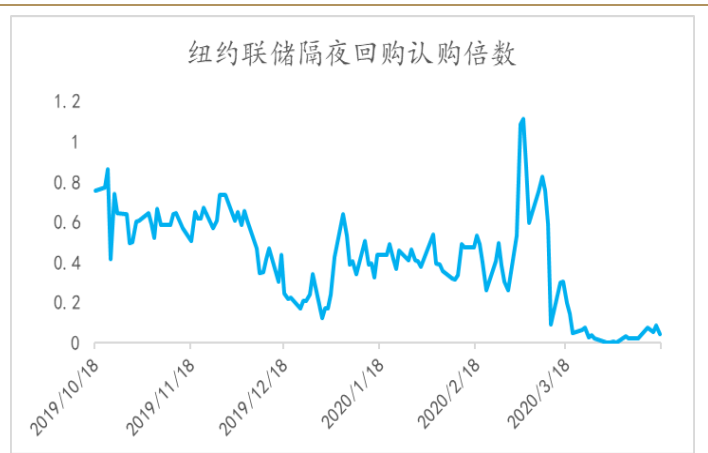
而在银行间市场来看，随着纽约联储天量流动性的投放，目前银行间市场流动性相对充裕，纽约联储隔夜回购市场认购率大幅回落。

图表 36：美国银行准备金水平



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

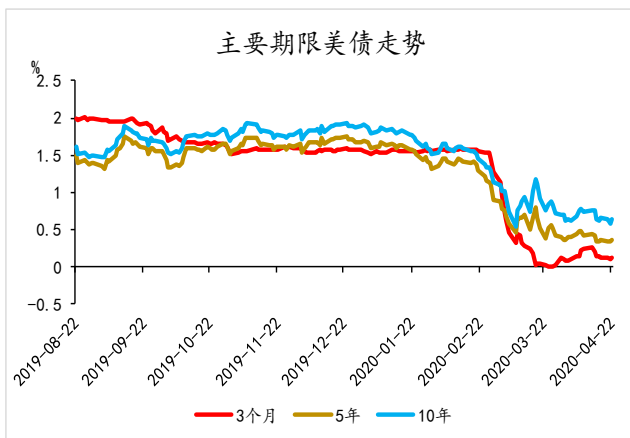
图表 37：隔夜市场认购情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

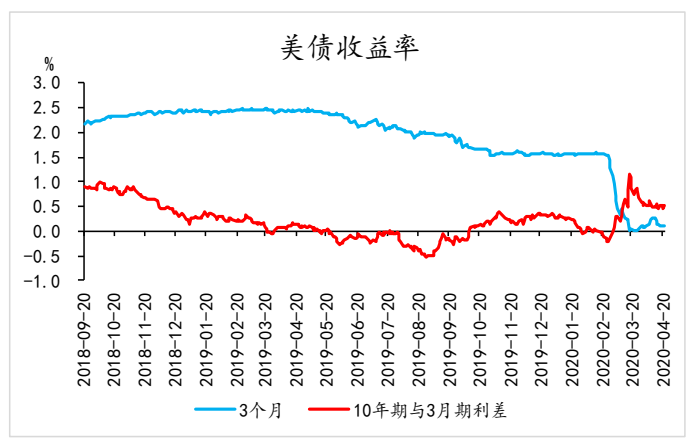
从国债市场来看，随着美联储的 QE 措施的出台，市场抛售美债换取流动性的行为开始放缓，市场对于更接近于现金的短期国债的追捧也逐渐缓解，美债长短期利差开始走平。

图表 38：主要期限美债走势



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

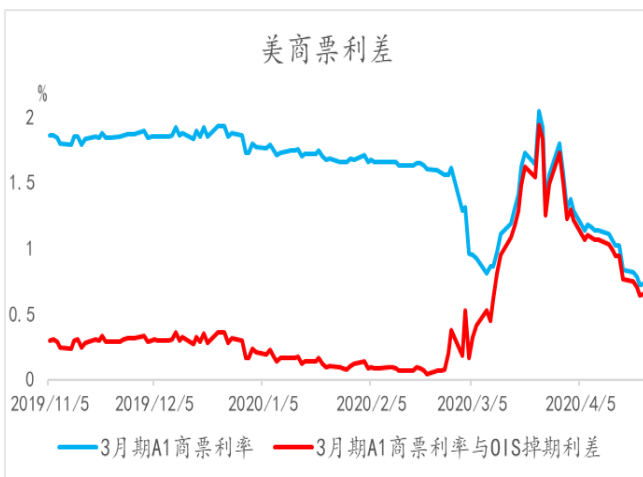
图表 39：10y 与 3 月美债利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

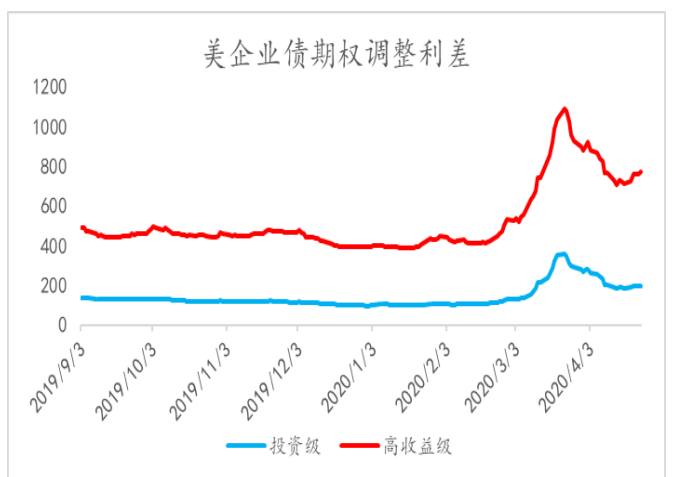
从企业债市场来看，4月9日，美联储继续采取行动，考虑向市场提供高达2.3万亿美元支持，以帮助私人和企业部门以及州和地方政府来应对疫情冲击，同时增加对垃圾债和垃圾债ETF的购买支持，目前企业债券市场的流动性紧张情况也有明显缓解。

图表 40：商业票据利差



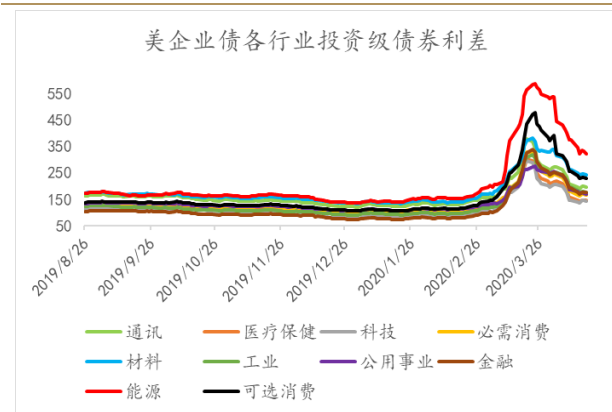
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 41：企业债综合利差



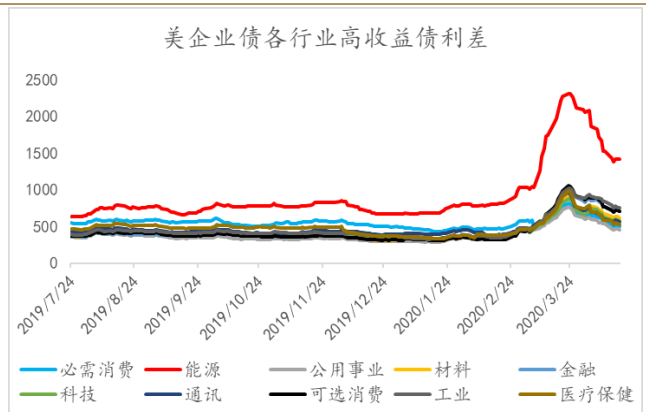
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 42：分行业投资级企业债利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

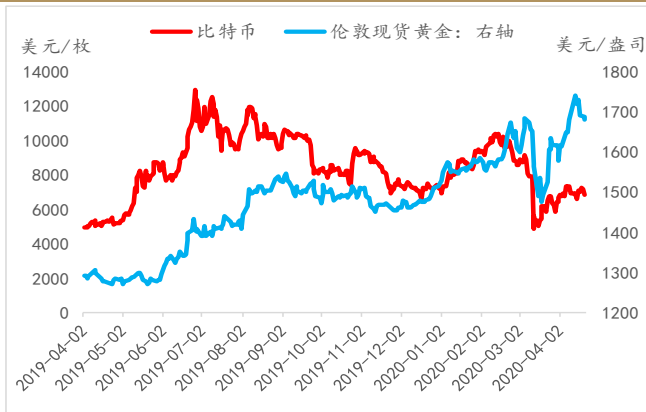
图表 43：分行业高收益企业债利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

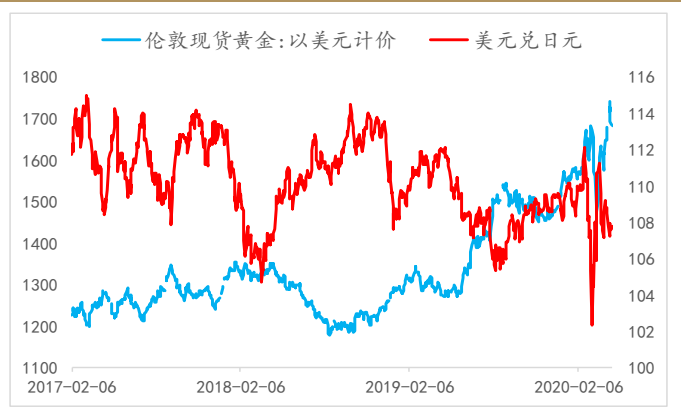
四、其他数据监控

图表 44: 比特币价格



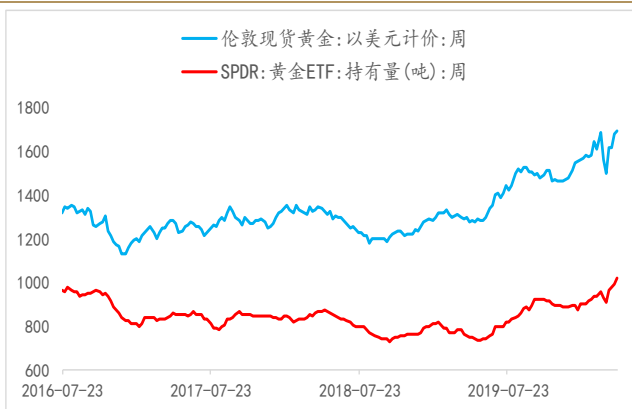
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 45: 美元兑日元



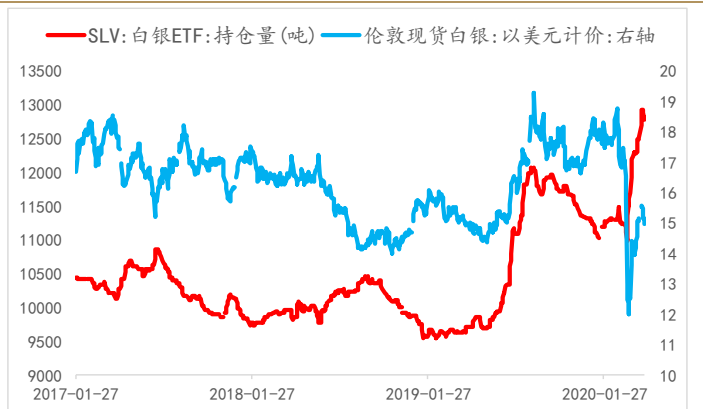
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 46: 黄金 ETF



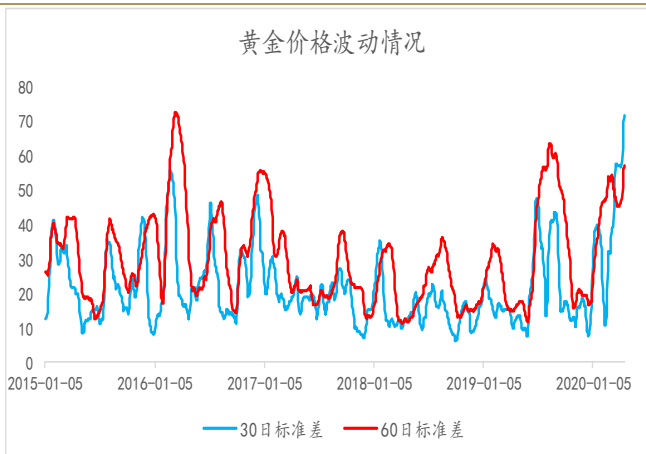
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 47: 白银 ETF



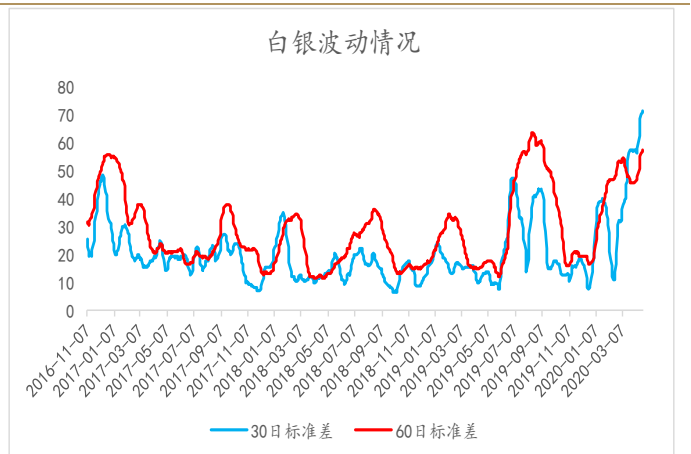
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 48: 黄金价格波动



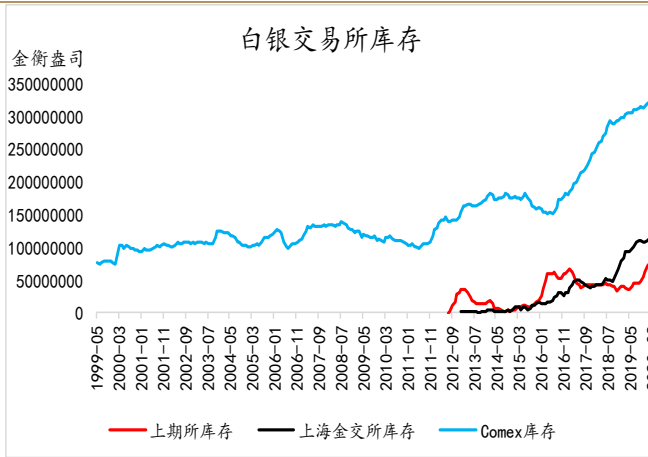
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 49: 白银价格波动



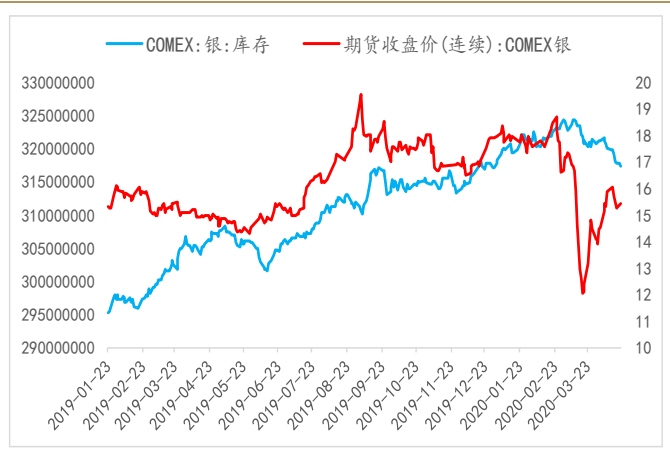
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 50: 白银库存情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 51: 白银库存与价格



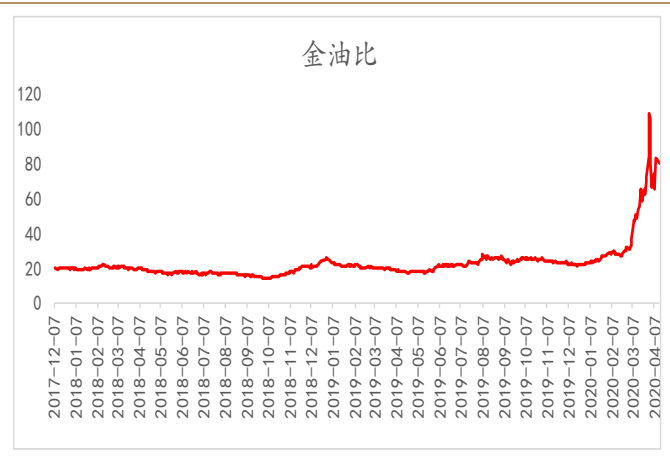
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 52: 伦敦现货金银比



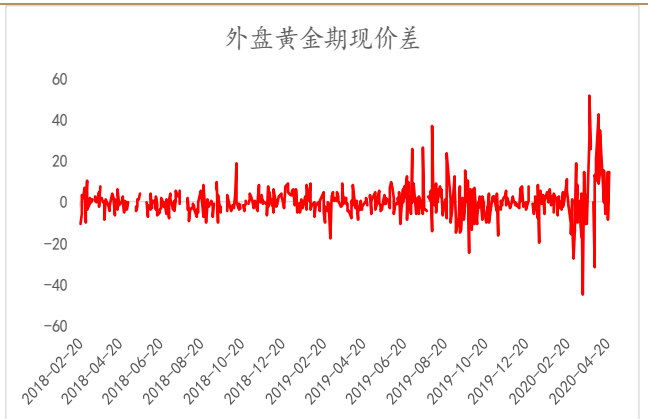
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 53: 伦敦金与布伦特原油



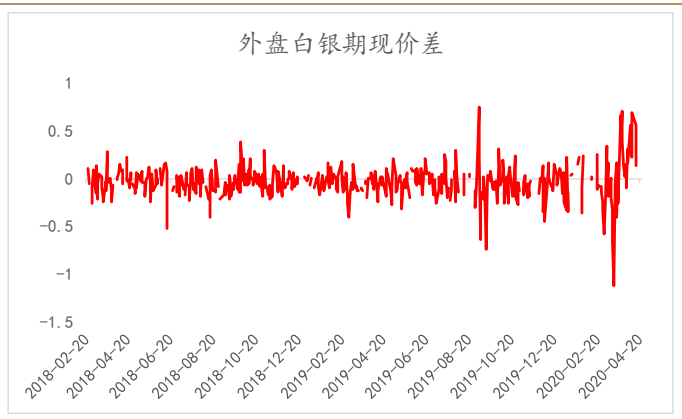
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 54: 外盘黄金期现价差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 55: 外盘白银期现价差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：0755-23998230

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

北京分公司

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100979

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层(5)办号

联系电话：027-85610809

四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际2002/2003

联系电话：028-83221309

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道826号904室

联系电话：021-61063216

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1500号东方大厦1002c-2室

联系电话：021-58810170

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200
