

白银上行回落，补涨基本到位

混沌天成研究院

宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaoxc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

观点概述：

贵金属本周在白银带动下，开盘继续强势上行，但实际利率迟迟未有明显变化，周四贵金属价格开始明显回落。

尽管随着主要经济体复工复产的进行，白银的工业需求有所恢复，但是这并非白银上行突破的主要原因，主要交易所白银库存的常年高企，反映出的是白银的工业需求的长期萎靡不振，我们认为仅仅靠工业需求本身不足以带动白银的强势上涨。白银强势上涨的基本面原因主要是欧美天量宽松刺激下，带动的市场资金对于长期有可能抗通胀而当前价位并不高的资产的投资配置需求引发的白银的补涨，对应的是主要白银的ETF的历史上罕见的连续增持。而不仅仅是白银，此前价位一直处在近两年低位的比特币也得到了投资者的亲睐，主要的比特币投资信托和全球比特币场外交易活跃度显示，增量资金入场购买比特币的行为非常显著。

不过近期我们观察到市场对于黄金和比特币的抢购力量开始出现边际放缓，白银的补涨逻辑可能已经到位。白银的长期大方向看黄金，黄金的中长期走势则取决于实际利率，名义利率角度来看，美联储对负利率的持续拒绝表态使得市场暂时平复了对于负利率的预期，而疫情导致的消费和投资需求的低迷则继续压制通胀的回升，因此我们认为短期内贵金属并没有明显的实际利率层面的驱动，相应价格需维持震荡整理。

策略建议：

保持观望或轻仓布局远月黄金多头仓位

风险提示：

中美关系出现恶化

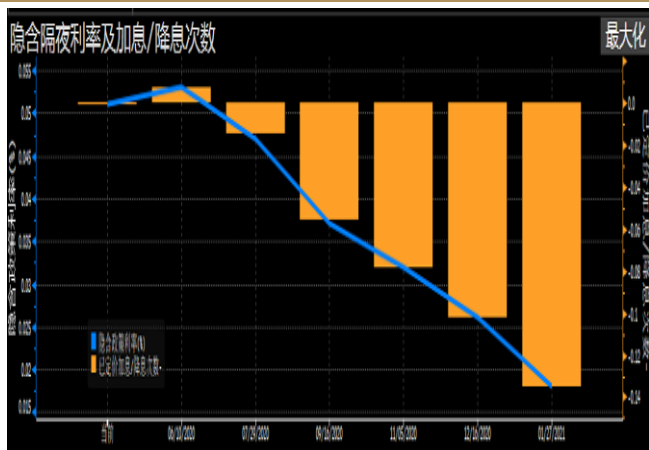


混沌天成研究院

一、名义利率

尽管负利率本身不是政策红线，但是美联储的连续对负利率的不支持的表态，暂时平复了市场对于负利率的预期，短期内名义利率下行空间不大。

图表 1：市场预期美联储降息次数



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

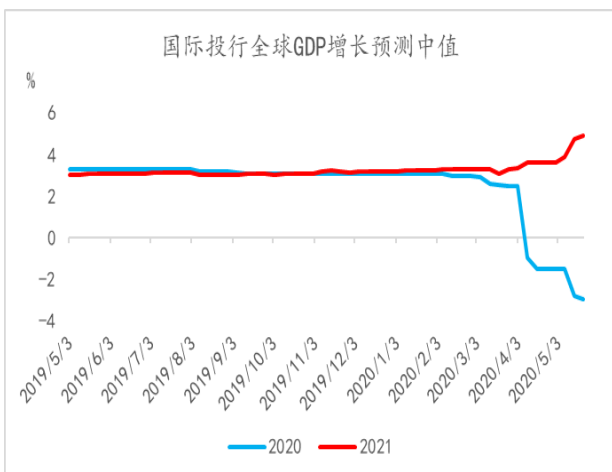
图表 2：美国债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

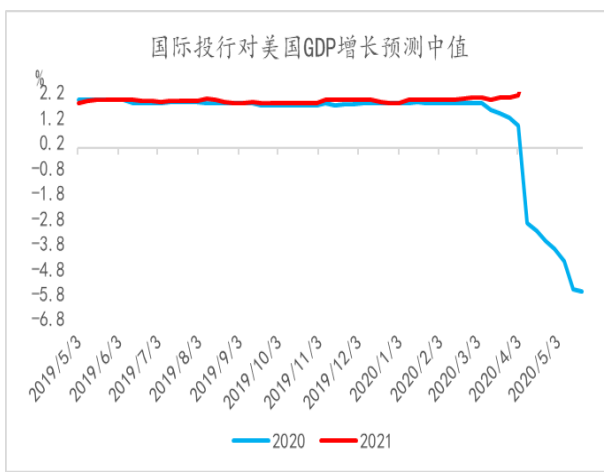
名义利率的长期走势则与经济增长景气度相关，而从目前国际各大机构对于经济增长的预期来看，对于本年度的主要国家的经济预测仍然处在持续悲观的状态，因此名义利率短期内无上升动力。

图表 3：全球经济增长预测



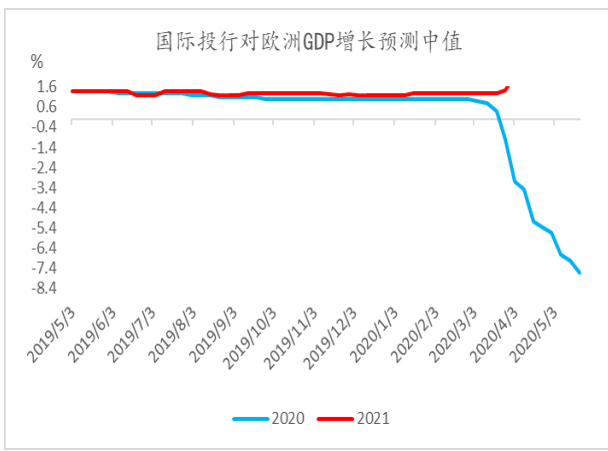
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 4：美国经济增长预测



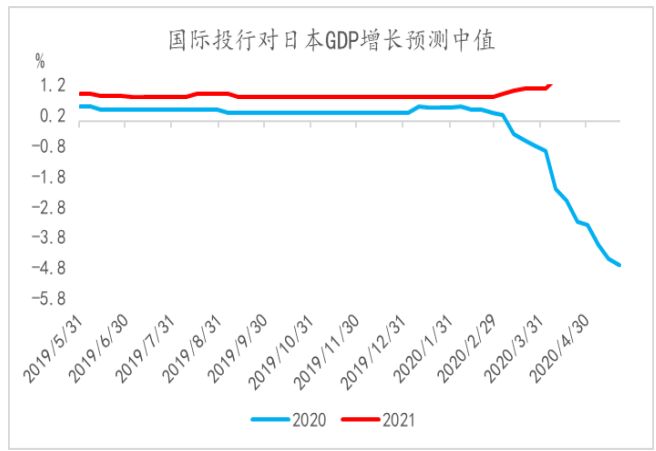
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 5: 欧洲经济增长预测



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 6: 日本经济增长预测

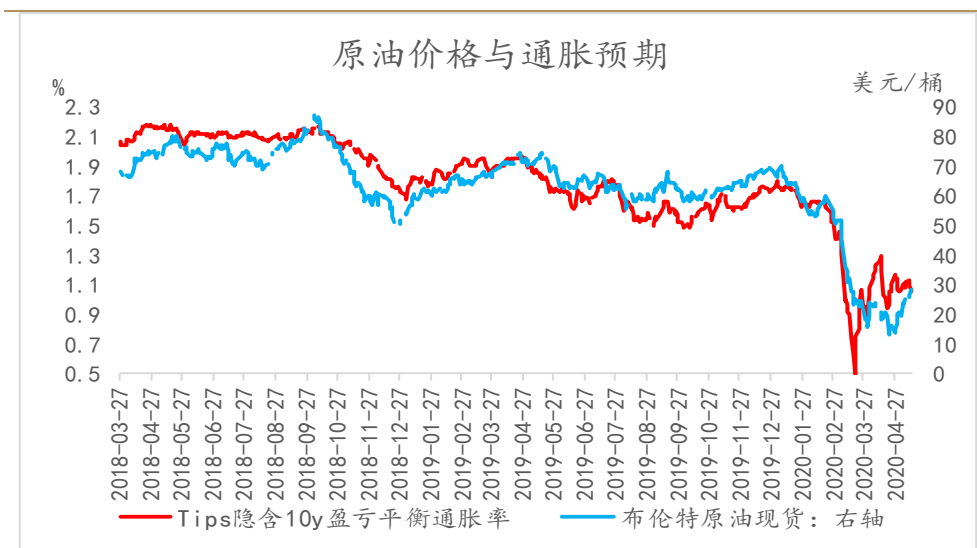


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

二、通胀

原油价格开始出现企稳回升的迹象，供给一端带来的通缩的最悲观时期已经过去。

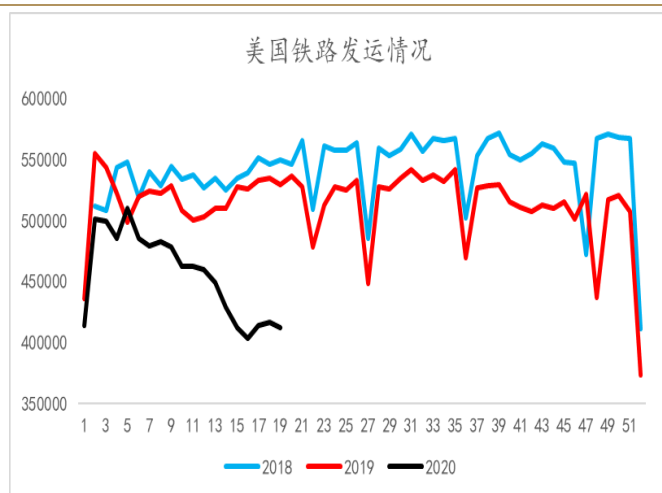
图表 7：原油价格逐渐企稳



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

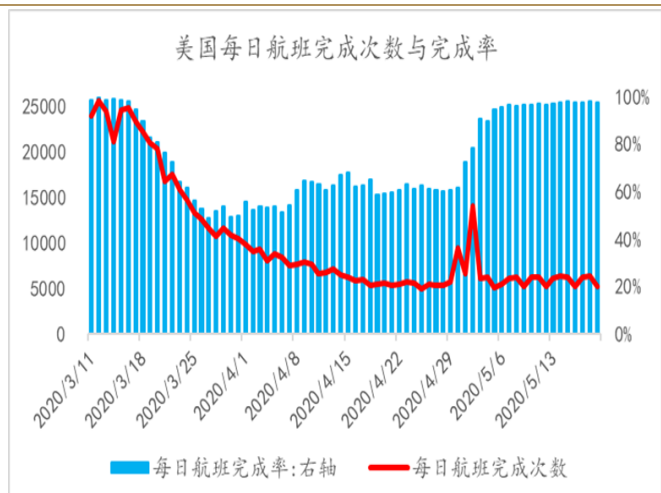
随着欧美疫情的受控，当前欧美的复工状况是关注重点。综合来看，反应经济活动景气度的各类指标基本均开始出现回暖的迹象，其中工业产生恢复的速度略强于餐饮消费等服务业，背后的逻辑则是劳动密集程度较低，机械化程度较高的产业，相应的防控力度在优先放松，随着需求的逐渐恢复我们认为通缩最悲观的时期已经过去了。

图表 8：美国铁路周度发运情况



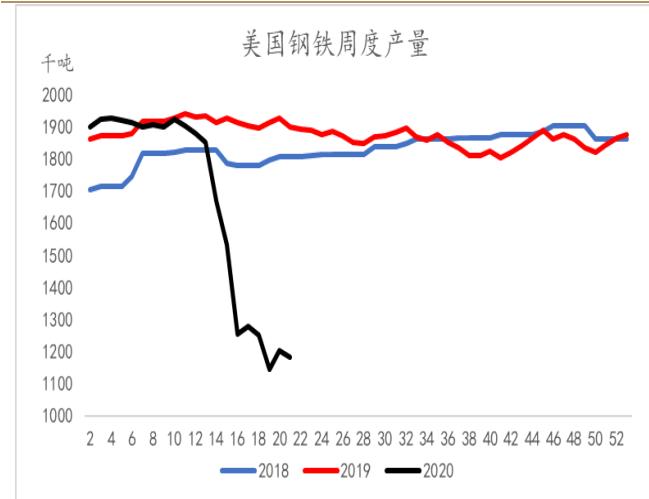
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：美航班完成数据



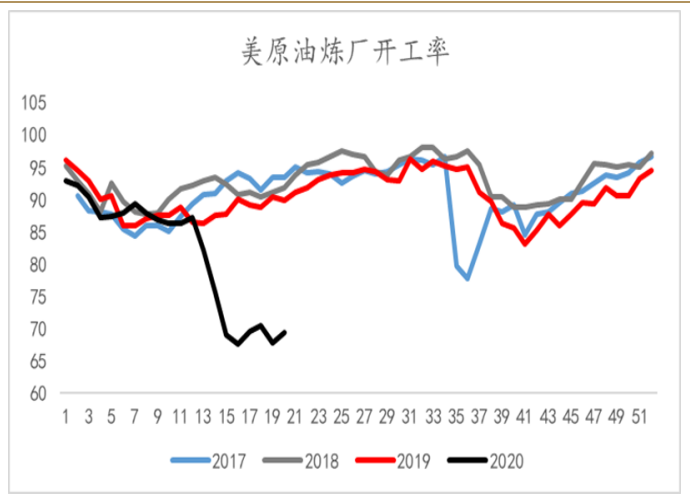
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 10: 美粗钢生产情况



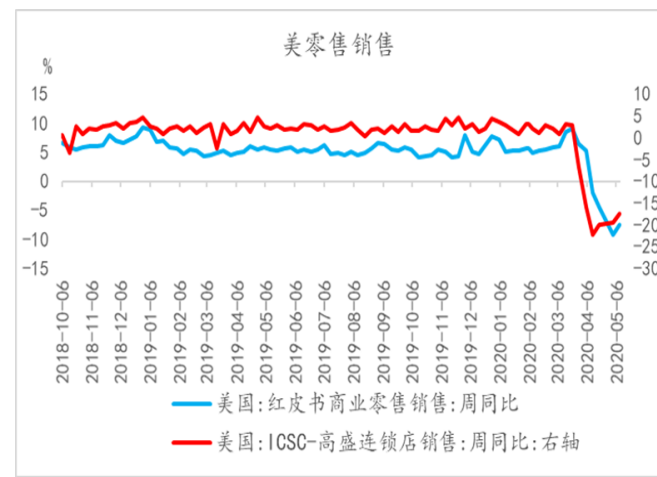
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 11: 美炼油厂开工情况



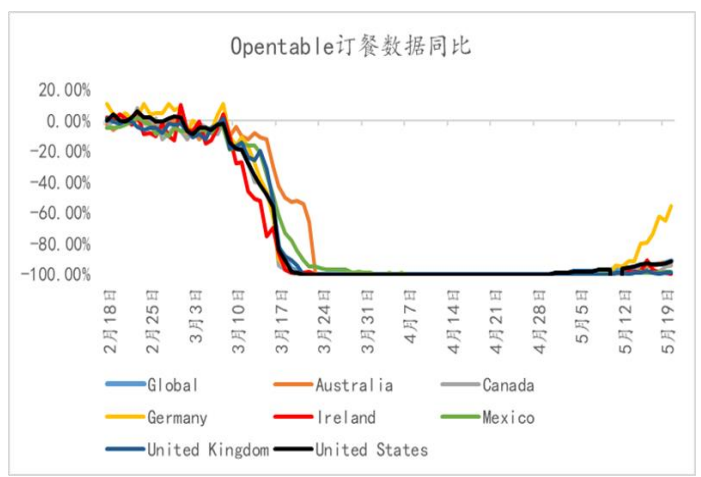
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 12: 美零售销售数据



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

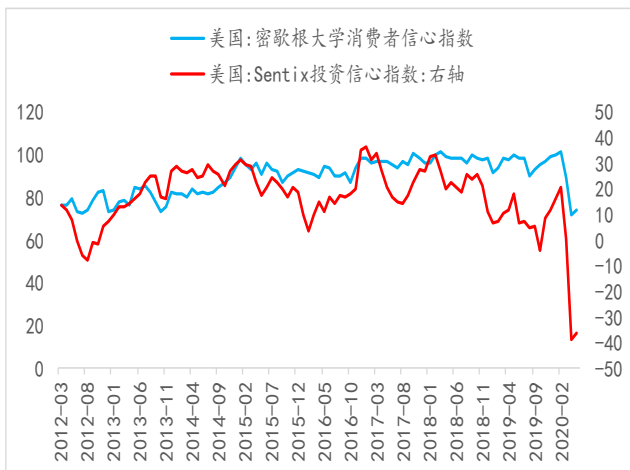
图表 13: 海外订餐数据



数据来源: Opentable, 混沌天成研究院

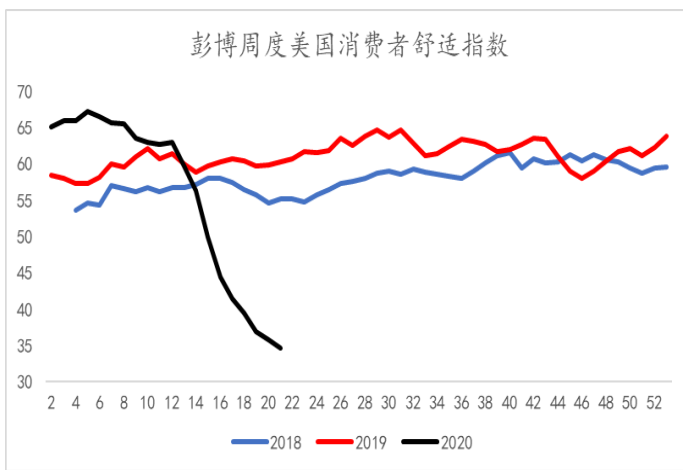
但疫情对消费者企业带来的创伤仍在, 尽管美联储于美国政府进行了史上最大规模的救市政策, 市场信心的修复仍然需要时间。

图表 14: 美国消费与投资信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

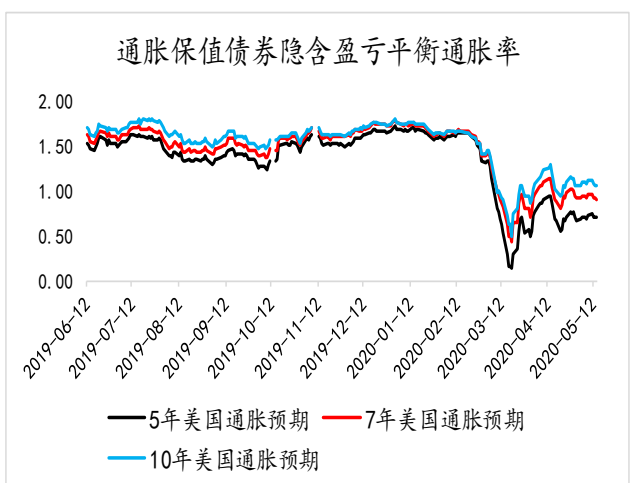
图表 15: 美彭博消费者信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

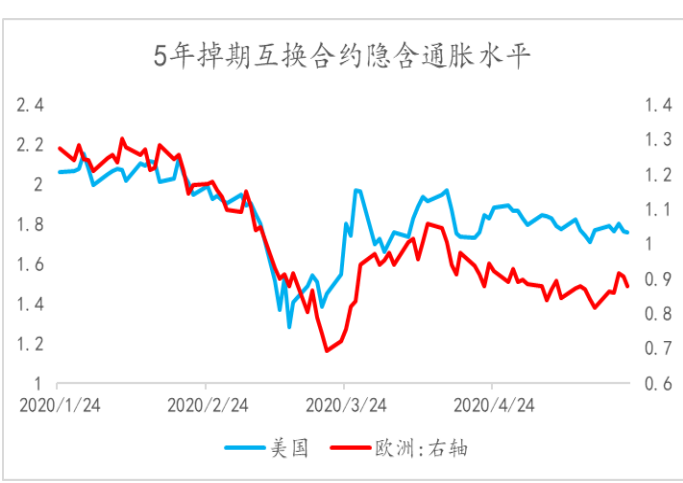
与原油价格企稳、疫情受控、政策刺激等同步的是, 美国的通胀预期水平在触底之后有了明显的回升, 仅略低于疫情之前, 但在疫情对于需求和消费及投资信心的压制下, 我们认为短期内通胀无大幅度上行的动力。

图表 16: 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 17: 外汇掉期隐含通胀水平

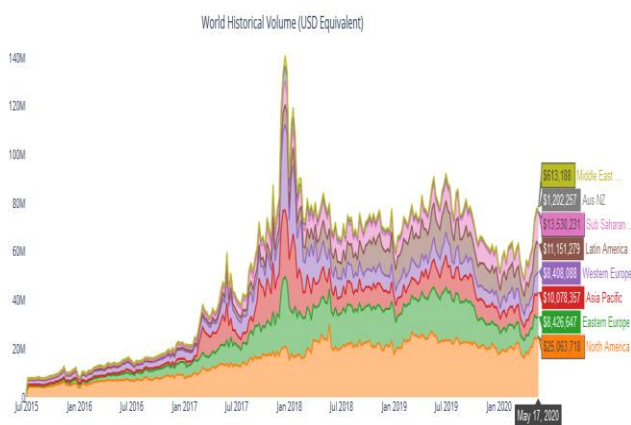


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

此前两周白银的暴涨，主要的驱动来自于市场对于长期有能力抗通胀，且目前价位并不高的资产的配置，我们观察到近期货币出现崩溃的新兴市场国家，天量放水的发达经济体，都出现了机构以及个人快速购买比特币的现象，反应白银的需求变化的交易所库存近期也处在持续下滑的状态，ETF 白银持有量则在持续攀升。

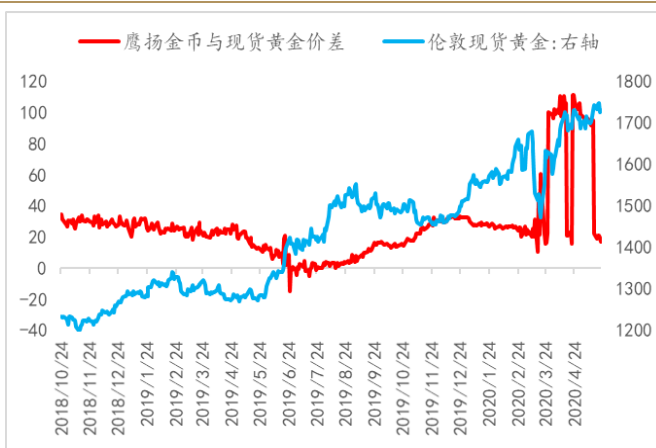
不过近期随着白银和比特币的上涨，我们观察到相应的配置力量开始出现了变化，比特币的场外交易活跃度开始下降，黄金的现货端抢购热度也开始出现了下滑，因此我们认为白银的库存去化和 ETF 持仓力量的放缓也会是即将到来的事情，短期内白银的暴涨可能已经结束。

图表 18: 比特币市场外交易活跃度



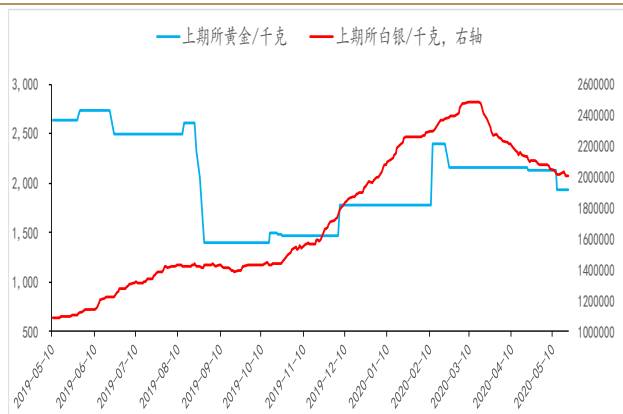
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 美国鹰扬金币与现货黄金价差



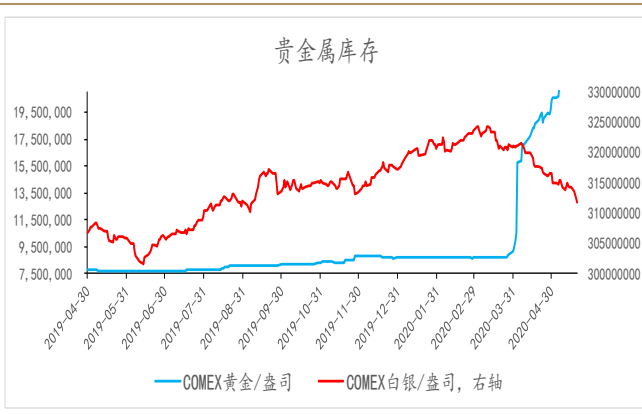
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 上期所库存



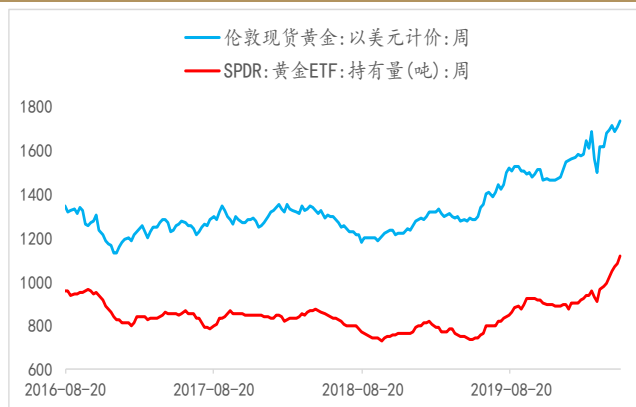
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: Comex 库存



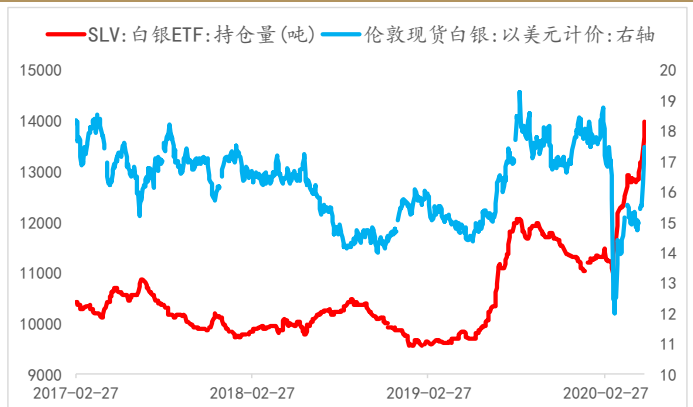
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 黄金 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 白银 ETF

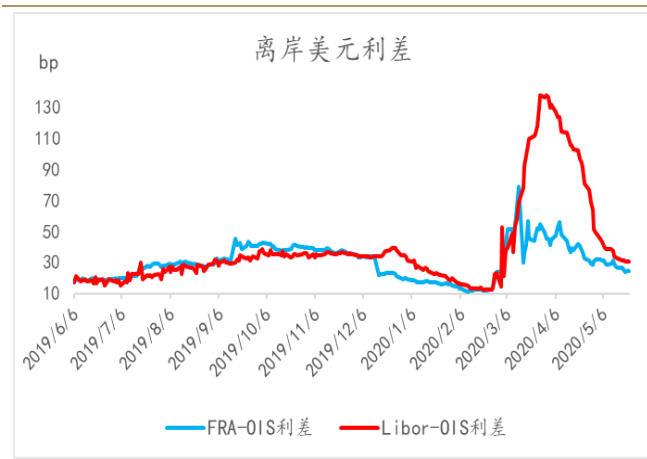


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、流动性

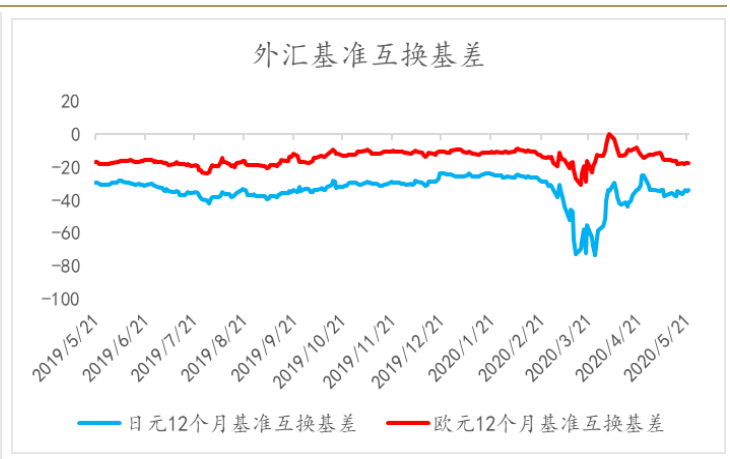
流动性问题，长期站在央行的一边，美联储表现出了足够强的兜底经济的决心，各类流动性指标也随着宽松政策的出台，已经有了明显的缓解，本周美股和贵金属开始呈现出反向的波动，也宣示着流动性问题基本对市场的冲击阶段性告一段落。

图表 24：离岸美元利差



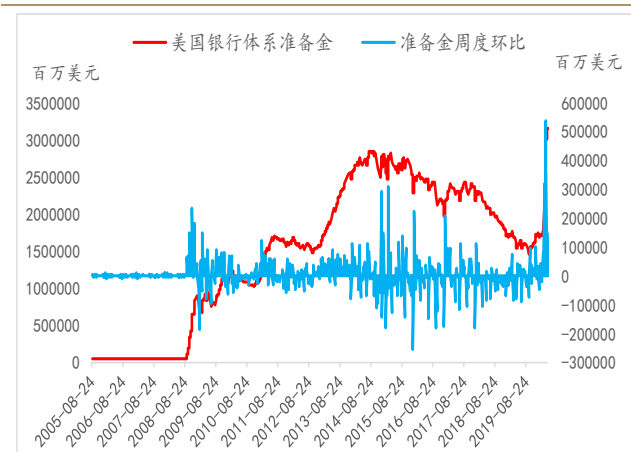
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25：外汇互换基差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 26：美国银行准备金水平



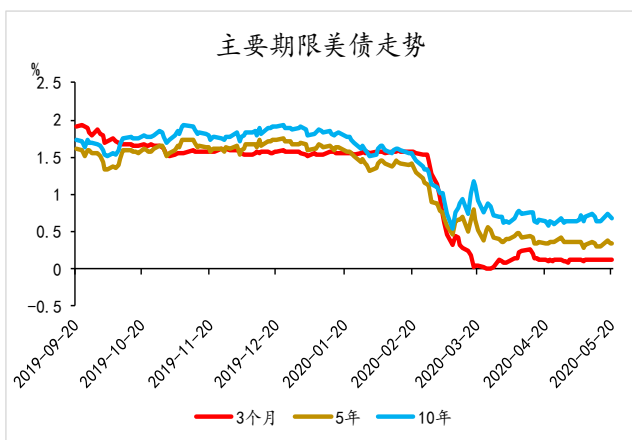
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 27：隔夜市场认购情况



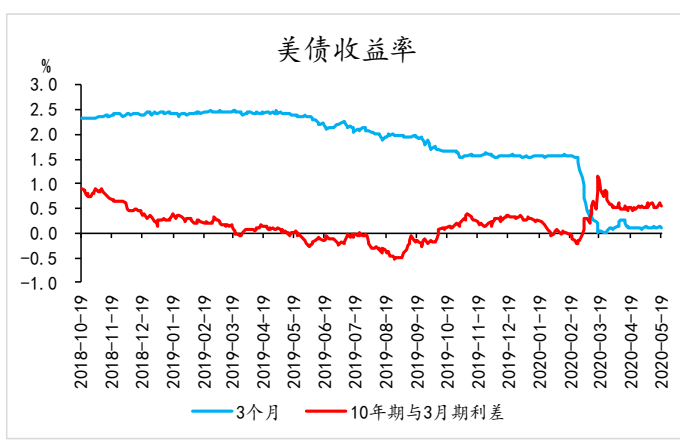
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28: 主要期限美债走势



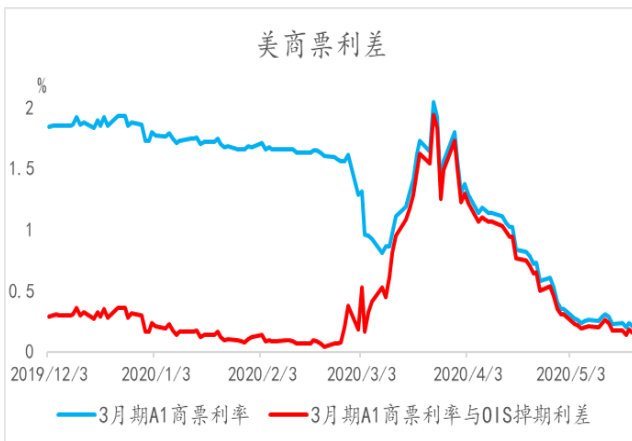
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 10y 与 3 月美债利差



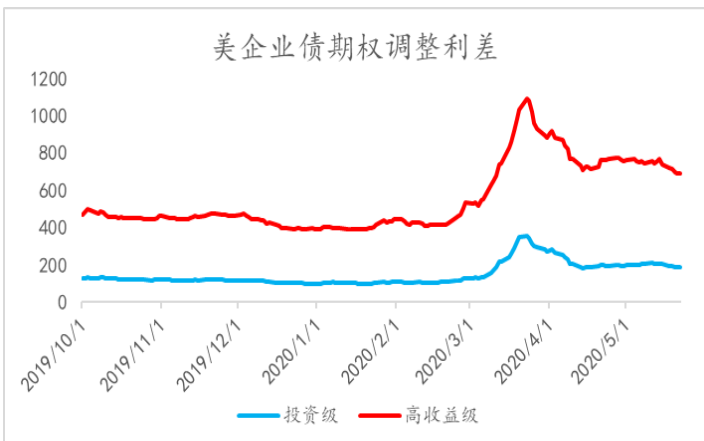
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 商业票据利差



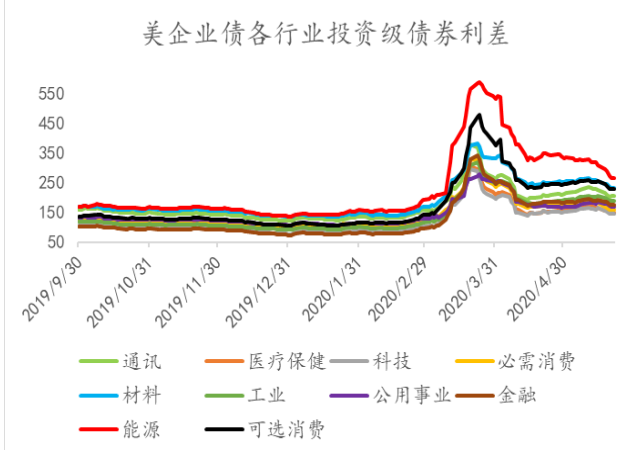
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 企业债综合利差



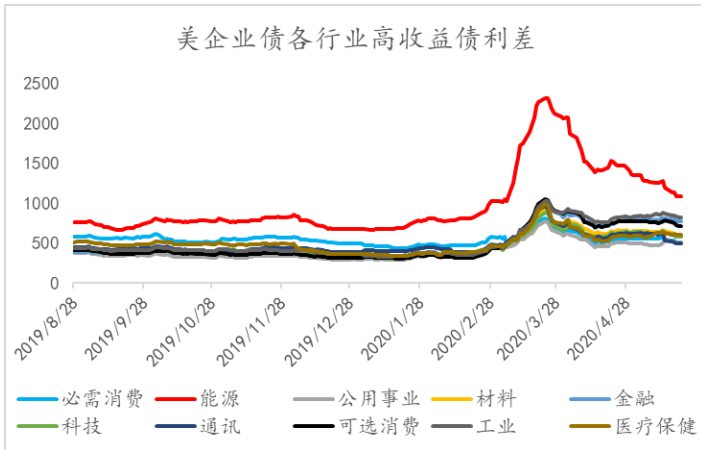
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 分行业投资级企业债利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

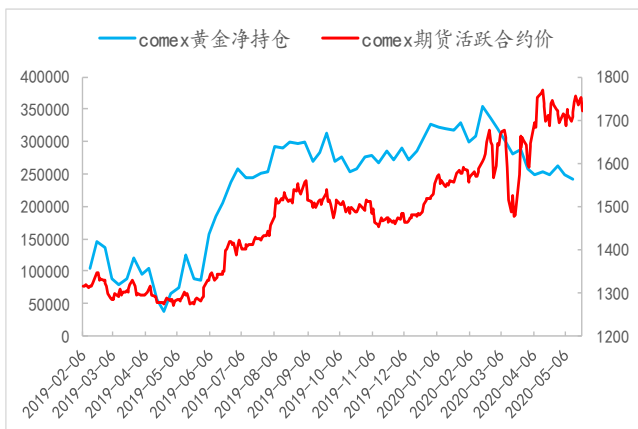
图表 33: 分行业高收益企业债利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

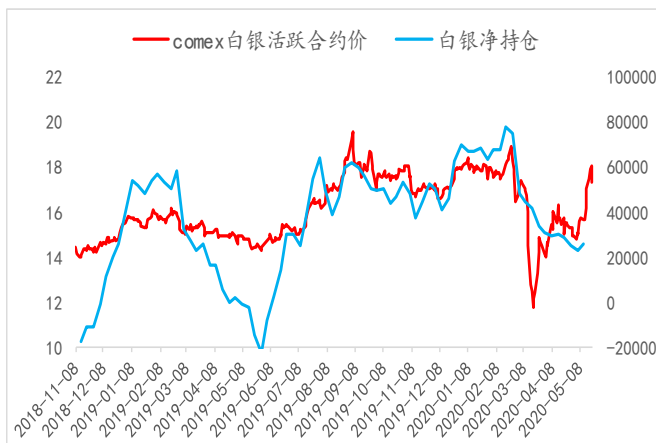
四、其他数据监控

图表 34: 黄金多头净持仓



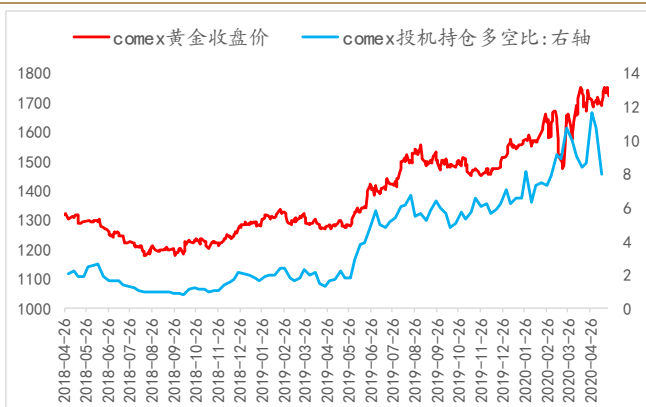
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 白银多头净持仓



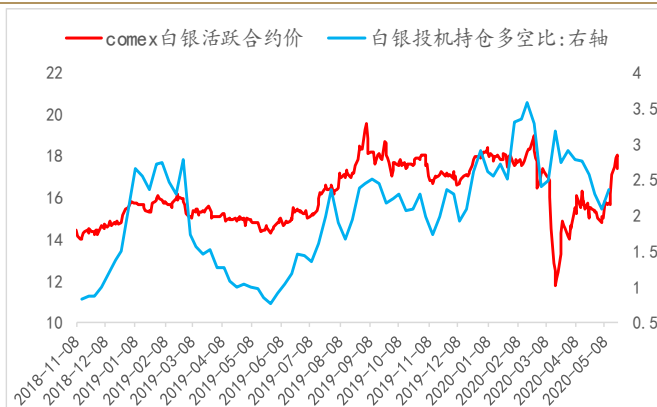
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 白银多空比



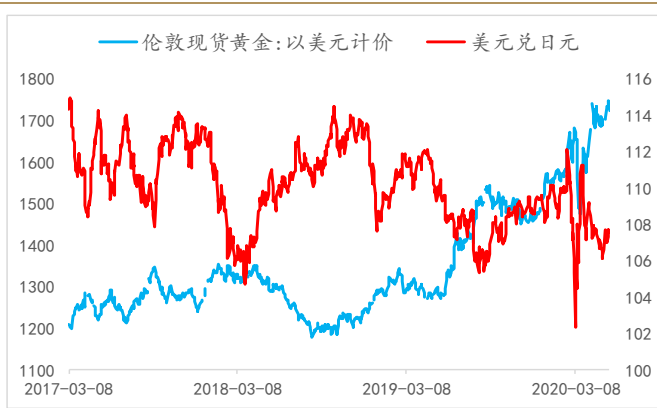
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 比特币价格



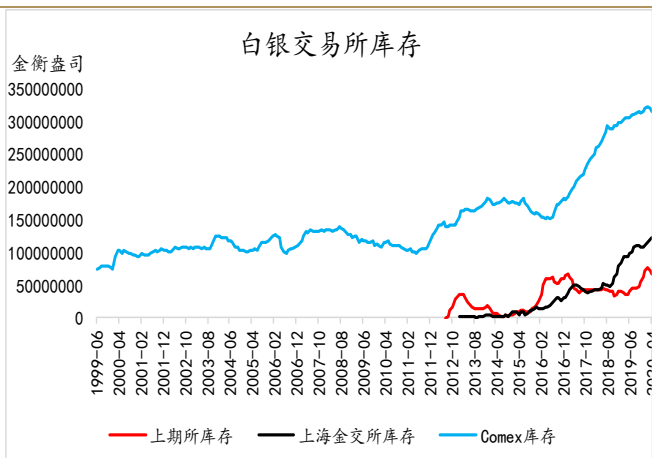
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 美元兑日元



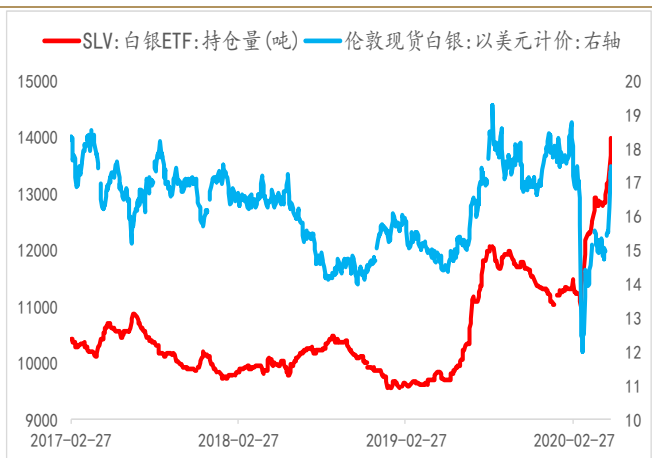
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 白银库存情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 41: 白银库存与价格



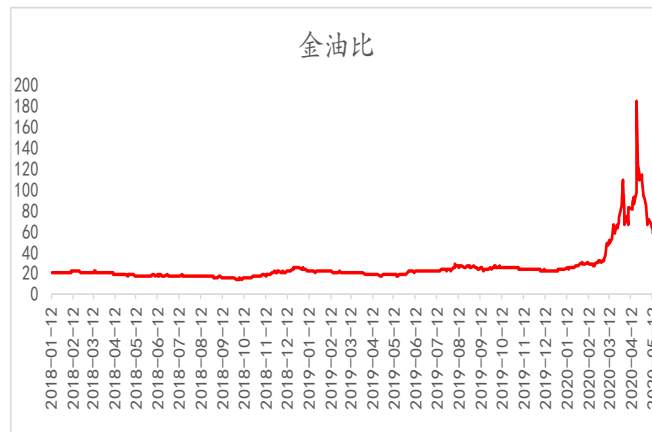
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 42: 伦敦现货金银比



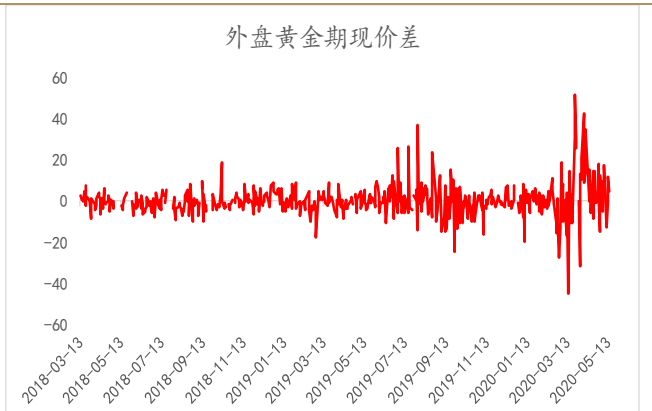
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 43: 伦敦金与布伦特原油



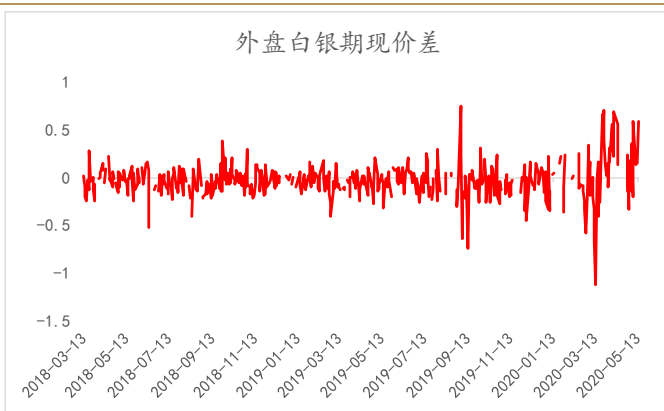
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 44: 外盘黄金期现价差



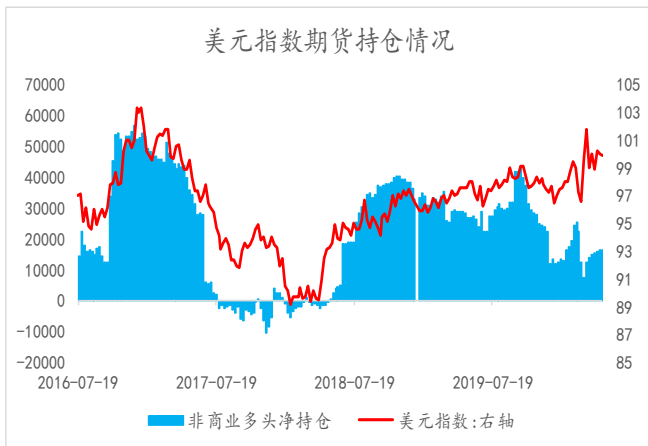
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 45: 外盘白银期现价差



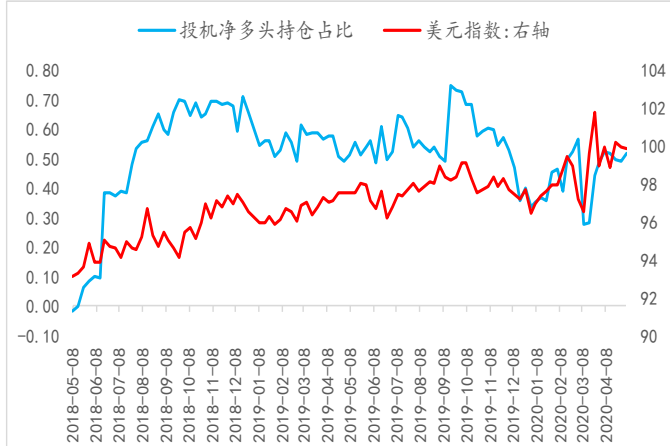
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 46: 美元指数投机多头净持仓



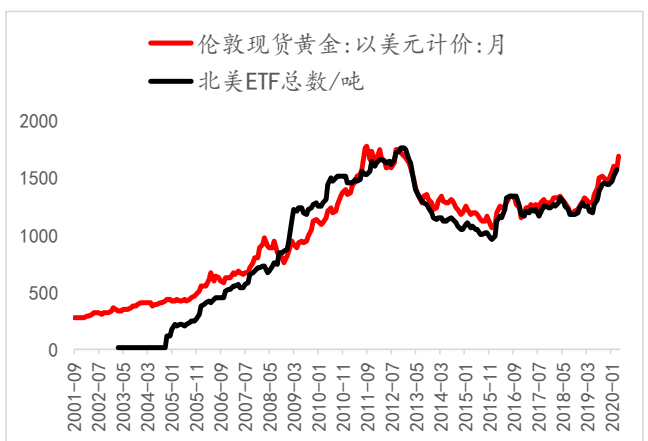
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 47: 美元指数投机多头持仓占比



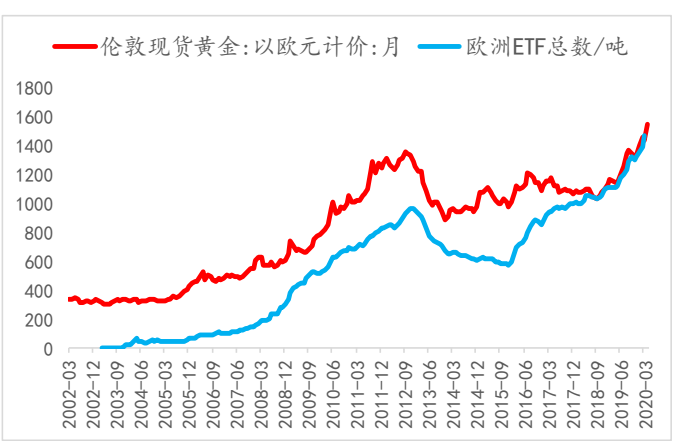
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 48: 北美黄金 ETF



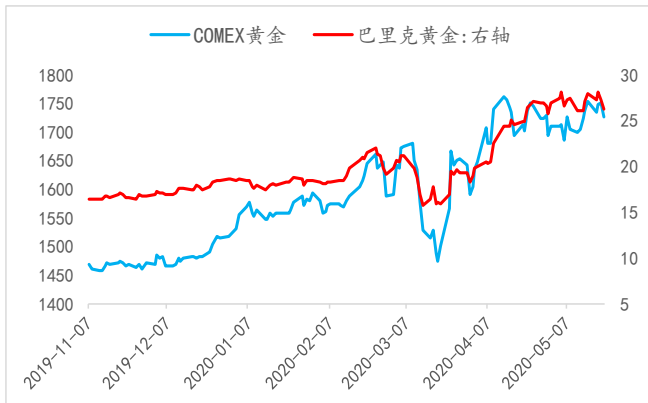
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 49: 欧洲黄金 ETF



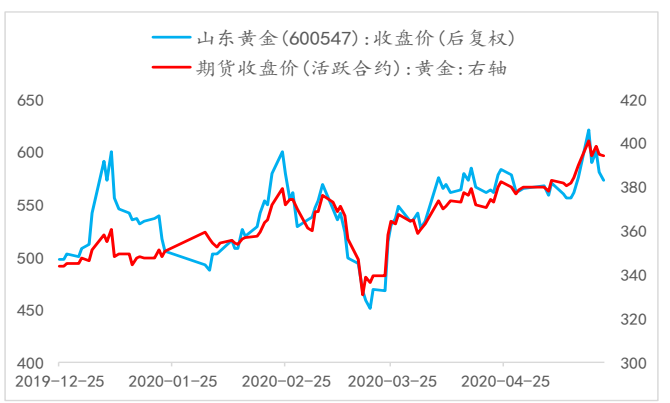
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 50: 巴里克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 51: 山东黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 52：海外机构黄金价格预测

海外机构黄金价格预测/美元盎司							
公司	截至日期	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21
花旗集团	2020/5/20	1710	1675	1750			
西太平洋银行公司	2020/5/12	1715	1707	1710	1703	1683	1658
德国商业银行股份有限公司	2020/4/23	1750	1800	1800	1800	1750	1750
联合圣保罗银行股份有限公司	2020/4/22	1600	1600	1600			
德意志银行	2020/4/21	1680	1740	1800	1750	1750	1750
花旗集团	2020/4/20	1600	1675	1700			
荷兰银行股份有限公司	2020/4/17	1628	1613	1675	1713	1738	1763
市场风险咨询有限公司	2020/4/9	1650	1675	1700	1650	1600	1550
资本经济有限公司	2020/4/6	1635	1675	1625	1600	1600	1600
法国巴黎银行	2020/3/19	1675	1610	1550	1510	1505	1530
巴登-符腾堡州立银行	2020/3/19	1600	1625	1625	1625	1600	
阿联酋国民银行有限公司	2020/3/18	1500	1450	1450			
联昌国际银行	2020/3/13	1540	1550	1590	1620		
西太平洋银行公司	2020/3/13	1657	1663	1633	1608	1612	1629
MPS资本服务银行公司	2020/3/6	1625	1650	1700	1750		
法国兴业银行股份有限公司	2020/1/15	1625	1625	1650	1675		

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 53：海外机构白银价格预测

海外机构白银价格预测/美元盎司							
公司	截至	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21
花旗集团	2020/5/20	16.6	17	18.5			
西太平洋银行公司	2020/5/12	15.43	16.17	16.82	18.32	17.93	17.55
德国商业银行股份有限公司	2020/4/23	16	17	18	18	18.5	19
联合圣保罗银行股份有限公司	2020/4/20	15	15	17			
花旗集团	2020/4/20	13	14	15			
荷兰银行股份有限公司	2020/4/17	14.65	14.5	15.5	16.3	16.8	17.3
市场风险咨询有限公司	2020/4/9	15	15.25	15.45	15.75	15.25	15.5
资本经济有限公司	2020/4/6	13.985	14.5	16	17.25	17.5	17.5
法国巴黎银行	2020/3/19	17.8	18	17.65	17.7	17.8	18
巴登-符腾堡州立银行	2020/3/19	14	14	14.5	14.5	14.5	
阿联酋国民银行有限公司	2020/3/18	13.5	14	15			
西太平洋银行公司	2020/3/13	18.78	18.96	18.68	18.55	18.53	18.76
MPS资本服务银行公司	2020/3/13	16	17	18	21		
那提西银行	2020/1/15	16.2	15.8	15.5	15.4	15.3	15.1

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。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院