

经济环比上行，金银阶段下行

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

核心观点：

周一贵金属小幅高开，周中盘整走低，周五随着非农数据的大超预期，贵金属出现跳水。

中美关系随着特朗普嘴炮式的发布会之后市场对此担忧开始平息，我们判断大选之前特朗普激化矛盾的可能性并不大，而美国暴乱行为随着政府力量的介入，开始逐步收敛，因此在避险情绪上，我们认为目前暂未出现大幅度的驱动。

美债名义利率的角度上，在长达几个月的奇葩式横盘之后，终于开始有随着经济好转开启上行的动向，而如我们此前在周报中所说，疫情带来的对消费和投资能力以及信心的打击，使得商品与服务端的通胀短期内并无大幅上行的动力，因此从实际利率的角度，贵金属将可能迎来中线级别的调整期。

策略建议：

美债跌，道指涨，贵金属下行，会是未来一段时间的交易机会

风险提示：

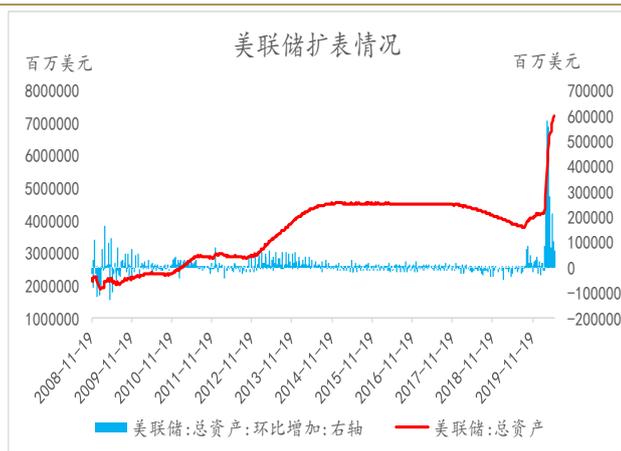
美国暴乱再度恶化，中美再生摩擦



一、名义利率

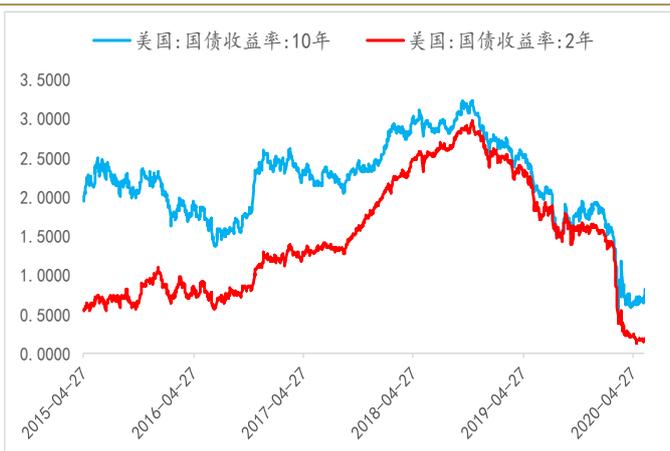
尽管负利率本身不是政策红线，但是美联储近期明确表态暂时不考虑负利率，市场对负利率的预期有所平息，名义利率短期内下行空间有限，美联储扩表速度开始明显放缓。

图表 1：美联储扩表速度开始放缓



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：美国债收益率

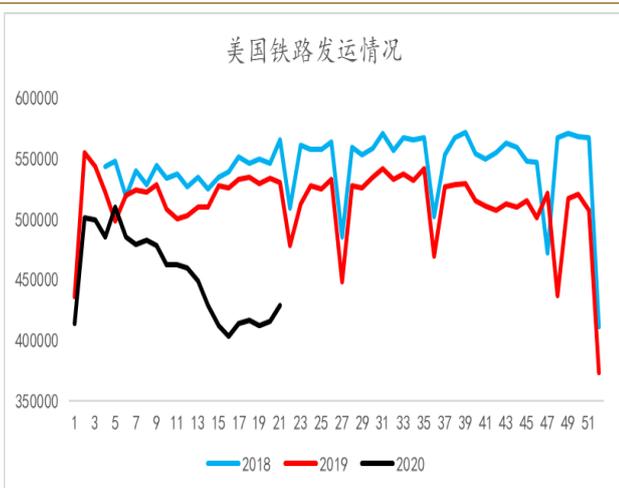


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

名义利率的中长期走势则与经济增长景气度相关，而随着复工复产的进行，欧美尤其是美国经济的景气度开始明显回升，从工业生产，交通发运，消费零售等角度的高频数据来看，随着解封政策的逐步推进，美国经济最悲观的时候已经过去，美国接下来将会重走中国 4-5 月份经济环比改善的逻辑。

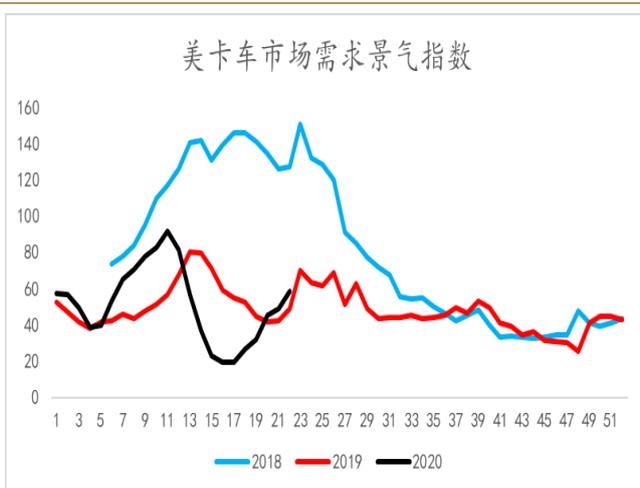
而中国在此期间经济环比变好，货币政策边际放缓正是对应着长债的大幅度下跌。

图表 3：美国铁路周度发运情况



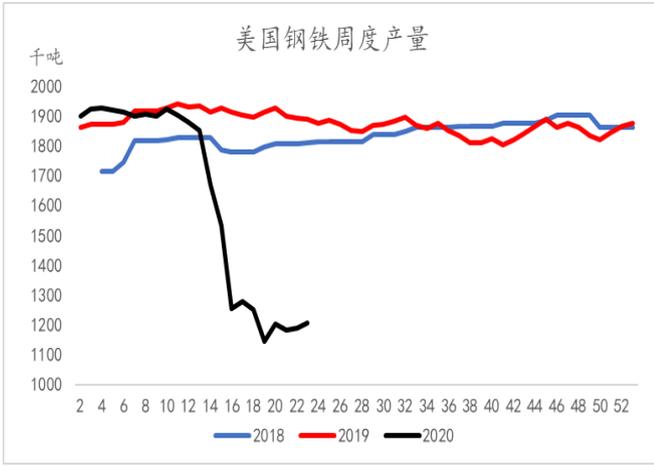
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 4：美卡车市场需求景气指数



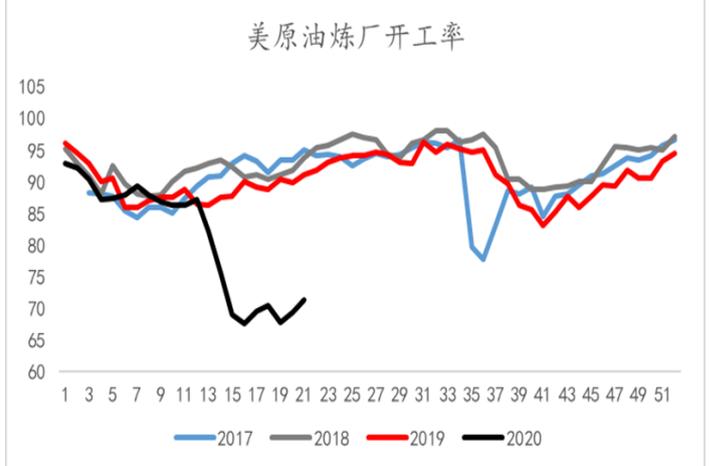
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 5：美粗钢生产情况



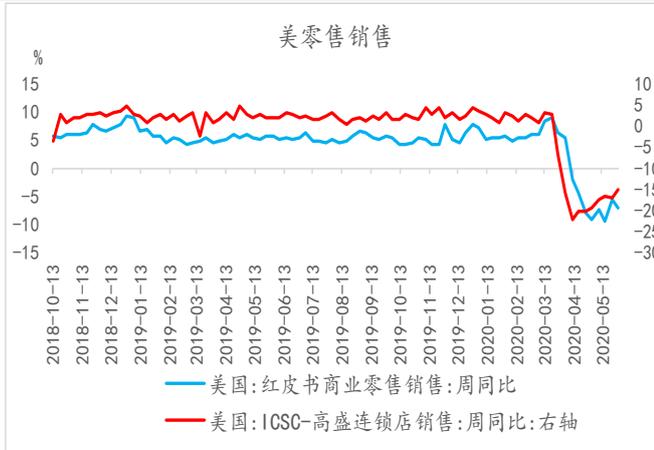
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美炼油厂开工情况



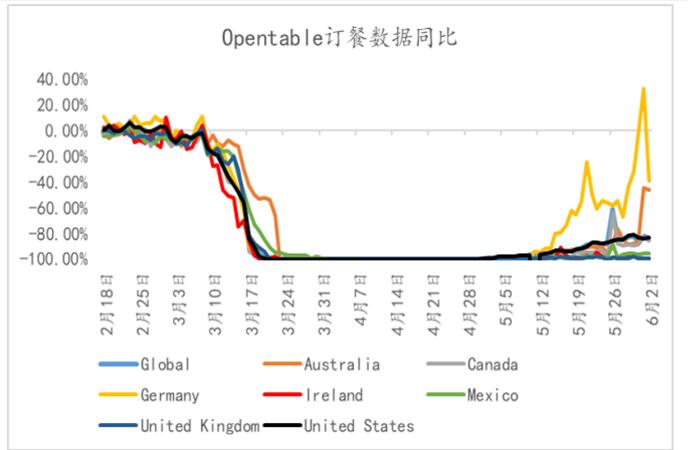
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美零售销售数据



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 8：海外订餐数据



数据来源：Opentable，混沌天成研究院

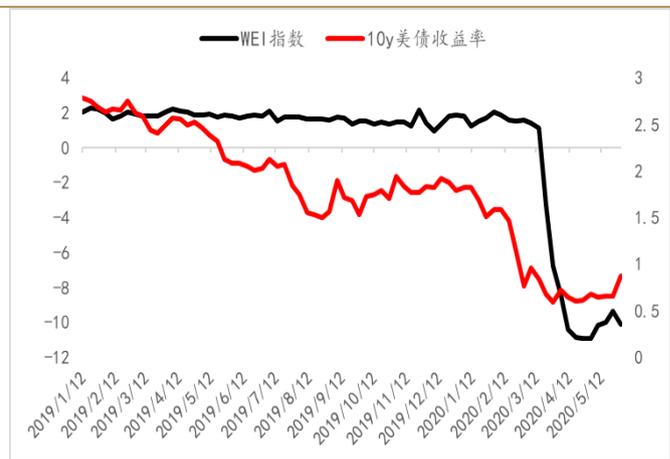
从综合性经济景气指标来看，名义利率有继续上行的基础。

图表 9：EGRI 增长年率与国债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 10：WEI 指数与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 11：中国国债期货走势



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：国内银行间市场情况

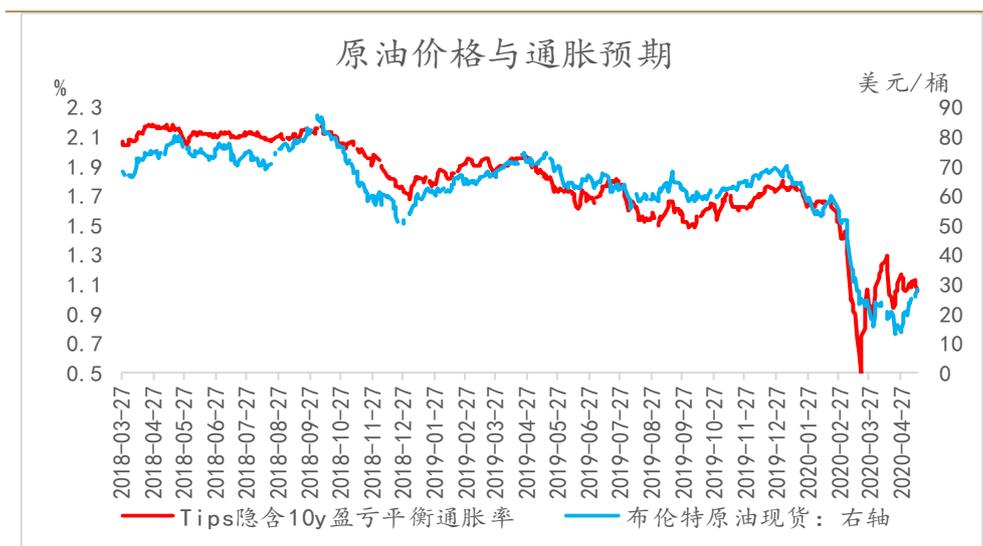


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀

原油供给端暂无极端利多事件，油价暂时大幅度上升的可能性并不大，因此从供给端对通胀的拉升有限。

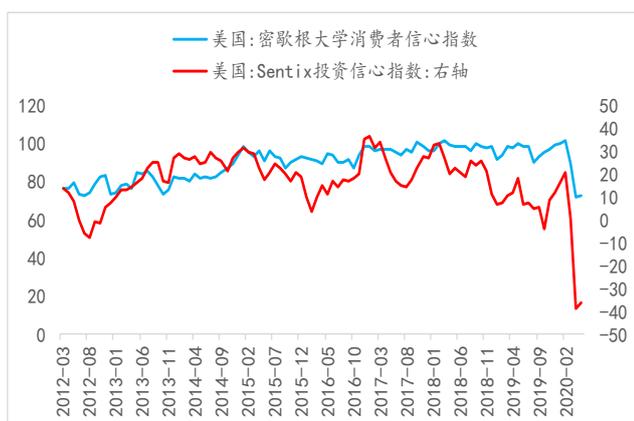
图表 13：原油价格逐渐企稳



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

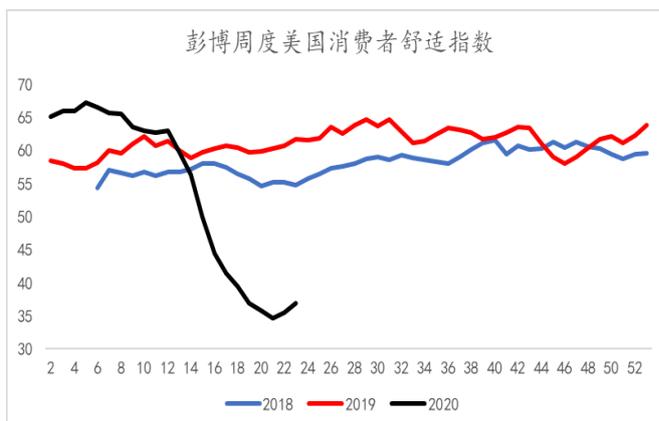
疫情对消费者企业带来的创伤仍在，尽管美联储于美国政府进行了史上最大规模的救市政策，市场信心的修复仍然需要时间，报复性消费和投资出现可能性不大，因此需求端对通胀拉动有限。

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

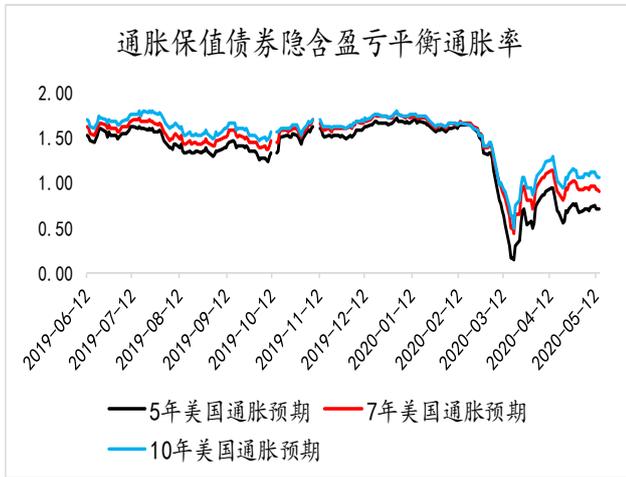


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

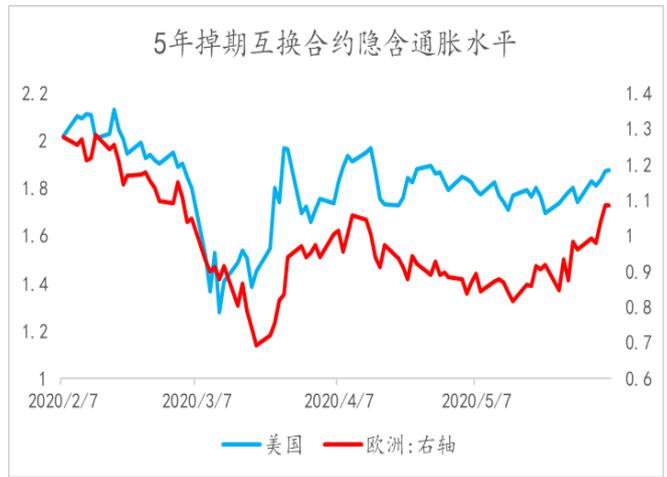
无大幅度上行的动力。

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

三、流动性

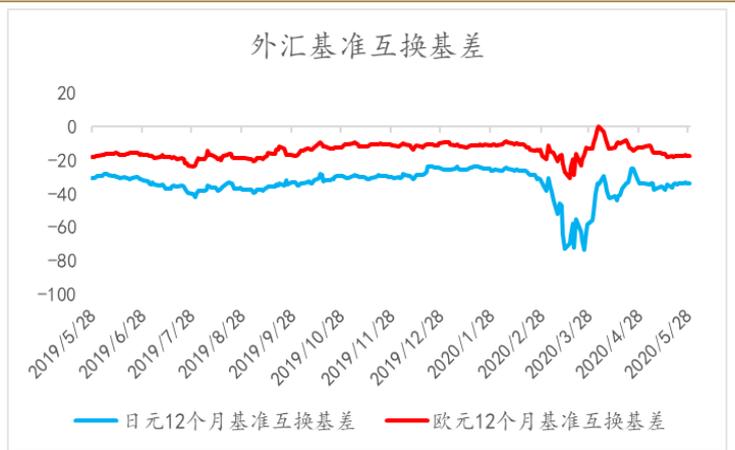
流动性问题，长期站在央行的一边，美联储表现出了足够强的兜底经济的决心，各类流动性指标也随着宽松政策的出台，目前来看基本都已经基本得到解决，再次发生流动性危机的可能性不大。

图表 18：离岸美元利差



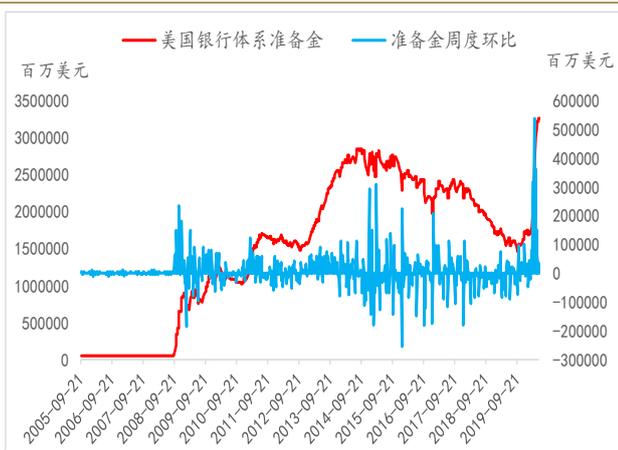
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 19：外汇互换基差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 20：美国银行准备金水平



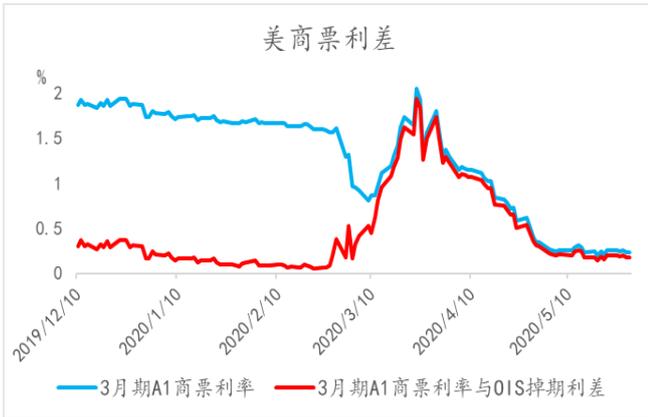
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 21：隔夜市场认购情况



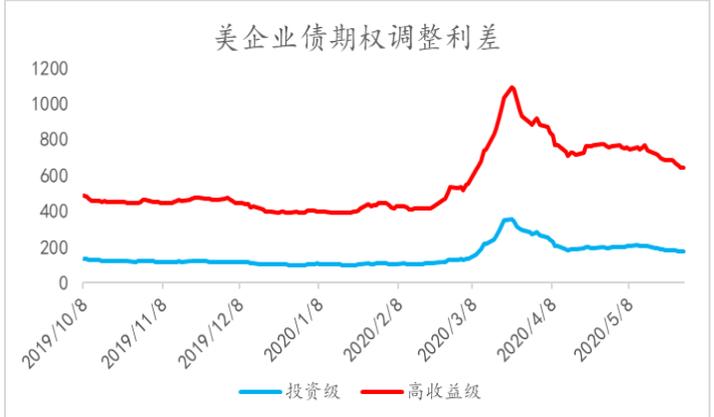
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22: 商业票据利差



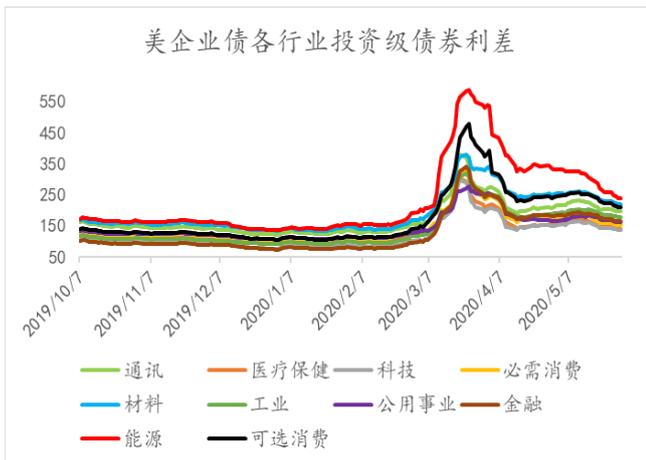
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 企业债综合利差



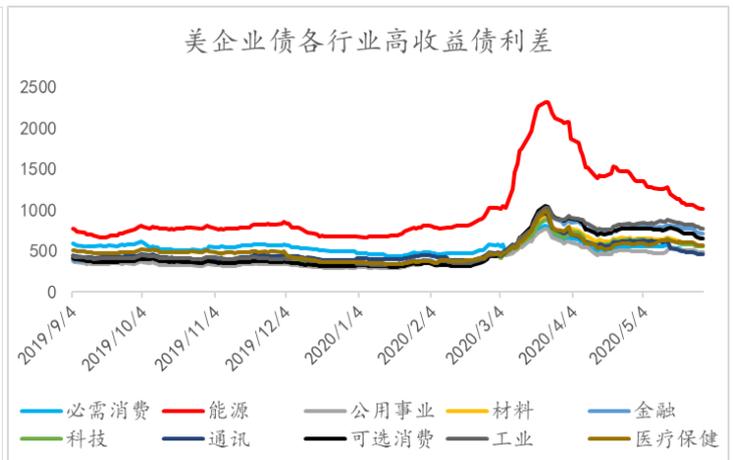
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 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 25: 分行业高收益企业债利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

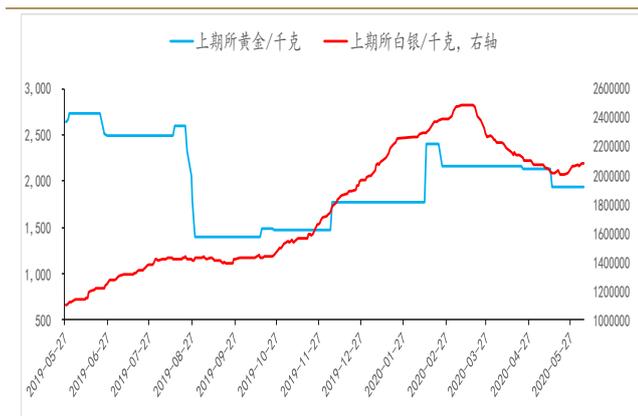
四、其他数据监控

其他数据方面，白银的交易所库存开始出现明显的反弹，意味着需求层面，或是工业或是投资，开始出现边际弱化。

而与黄金自三月份以来整体呈现上行趋势不同，CFTC的持仓数据显示，投机多头净持仓是在持续下降，意味着大户的看多力量其实是开始出现分化。

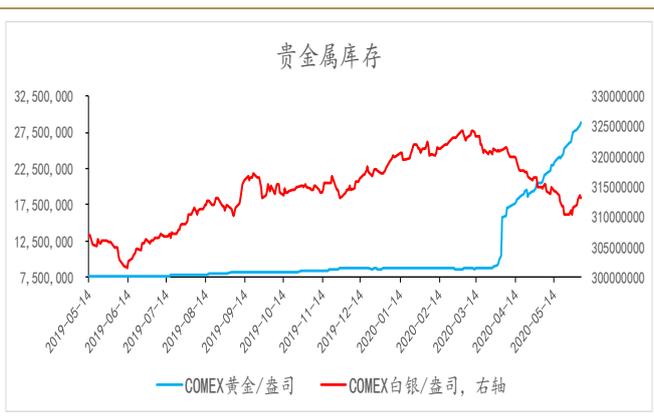
以上，均利空贵金属。

图表 26：上期所库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 27：Comex 库存



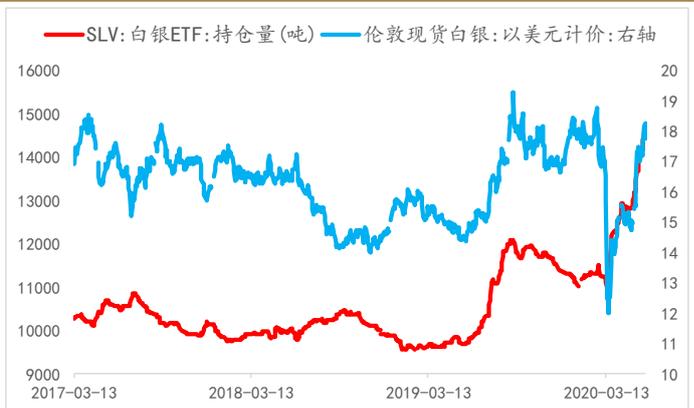
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：黄金 ETF



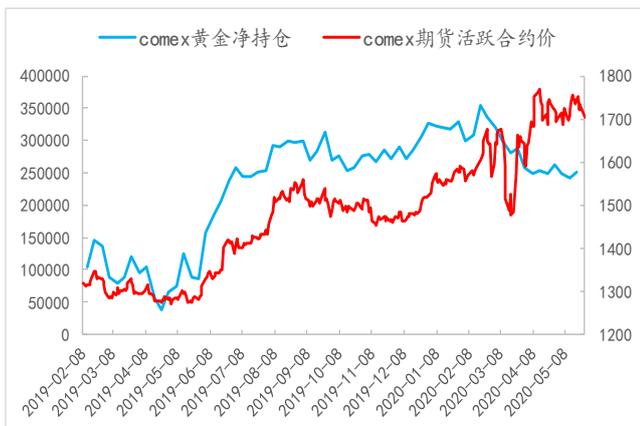
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29：白银 ETF



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30: 黄金投机多头净持仓



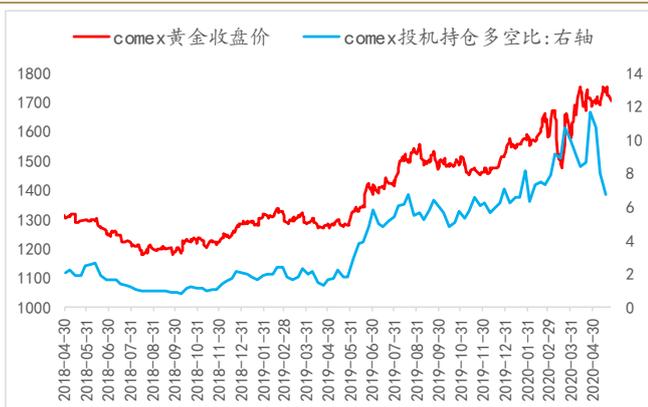
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 白银投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 白银多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 比特币价格



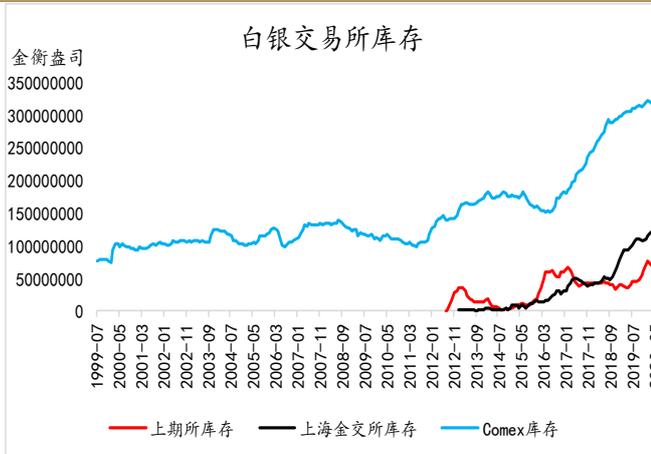
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 美元兑日元



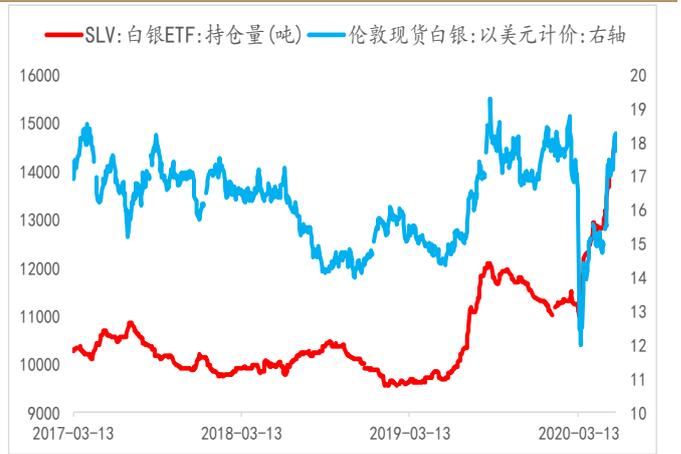
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 白银库存情况



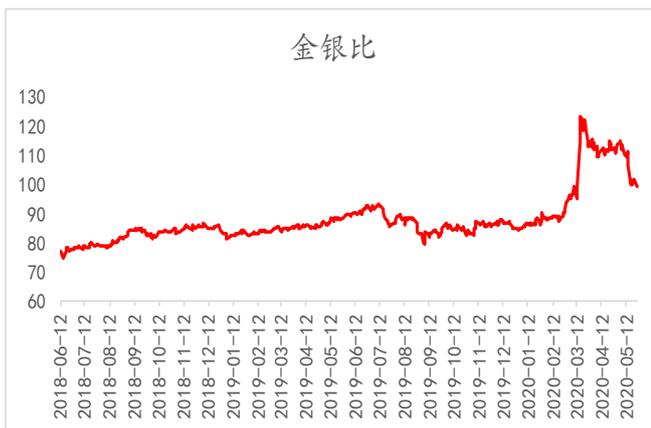
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 白银库存与价格



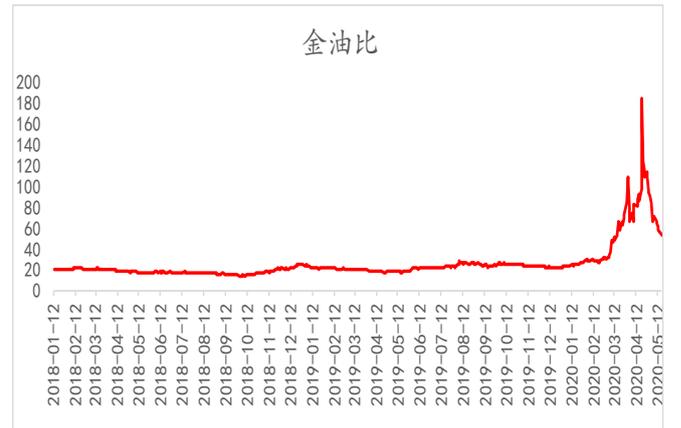
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 伦敦现货金银比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 伦敦金与布伦特原油



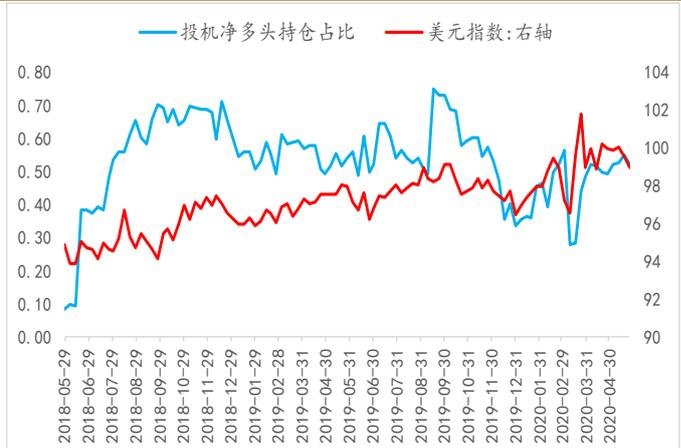
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 美元指数投机多头净持仓



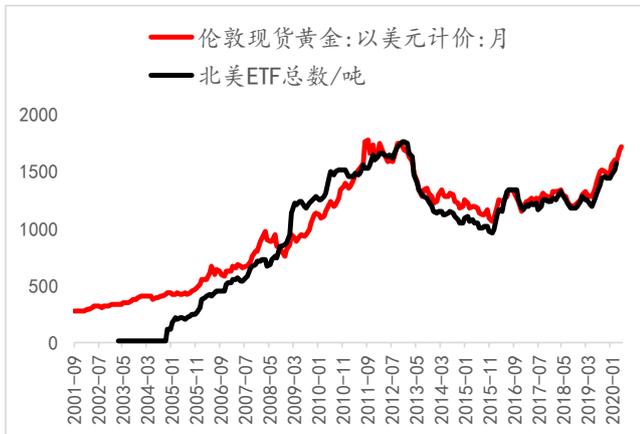
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 41: 美元指数投机多头持仓占比



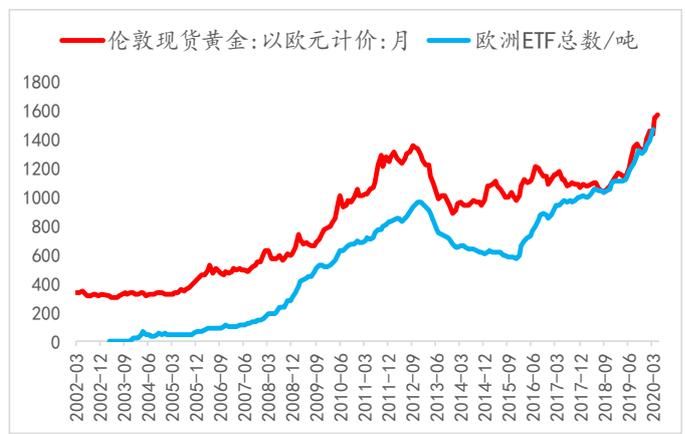
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 42: 北美黄金 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 43: 欧洲黄金 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 44: 巴里克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 45: 山东黄金价格



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