

## 钱多，中美又紧张

混沌天成研究院

核心观点：

宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaoxc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

本周贵金属全面上行，白银表现强势，突破多年盘整区间。

黄金而言，基本面驱动较为清晰，如我们此前一再强调，经济复苏，需求恢复带动通胀预期的改善会是驱动贵金属中期走势的主要逻辑。尽管美货币政策存在边际放缓的迹象，但无论是美联储此前的表态，还是疫情期间政府与企业的加杠杆行为，都会压制名义利率的回升速度，美疫情期间对私人部门的救济政策使得居民的消费能力并没有明显的衰退，对应着居民可支配收入和储蓄总额在疫情期间不降反升，因此长端通胀预期恢复的空间会更大，另外，中美关系的紧张，也催动了黄金的持续上行。

白银的驱动则分为三个方面，除了与黄金相同的通胀预期上行和中美的推动以外，还有投资需求的积累爆发，以及矿端减产、欧美绿色产业刺激带来的工业需求预期。投资需求积累是白银暴涨的底气，矿端减产、绿色产业刺激、中美则是近期行情的催化剂。

策略建议：

继续看多

风险提示：

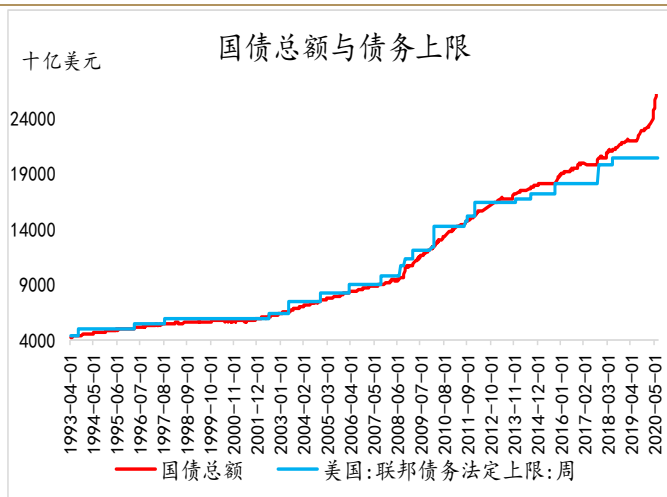
联储释放对于利率政策的乐观预期，中美缓和



## 一、名义利率

这一轮疫情带来的危机与以往不同，并没有实际的市场出清，政府和企业在这一轮危机中加杠杆的行为会使得疫情结束之后杠杆率创造出历史记录，这样的背景下，名义利率难以有大幅度的上升空间。

图表 1：美国债发行情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

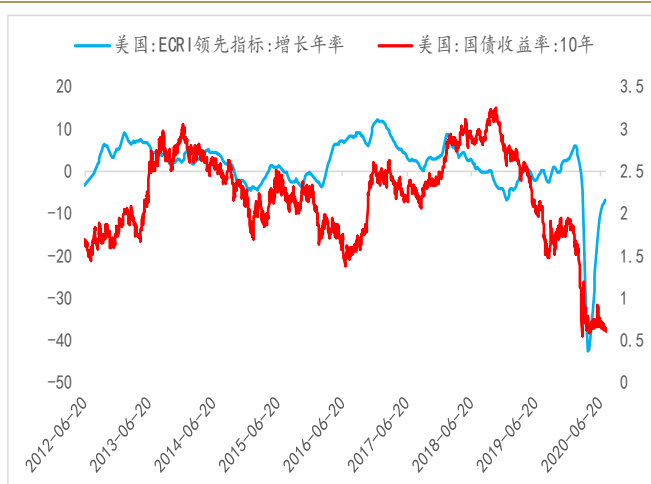
图表 2：美企业部门信贷



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

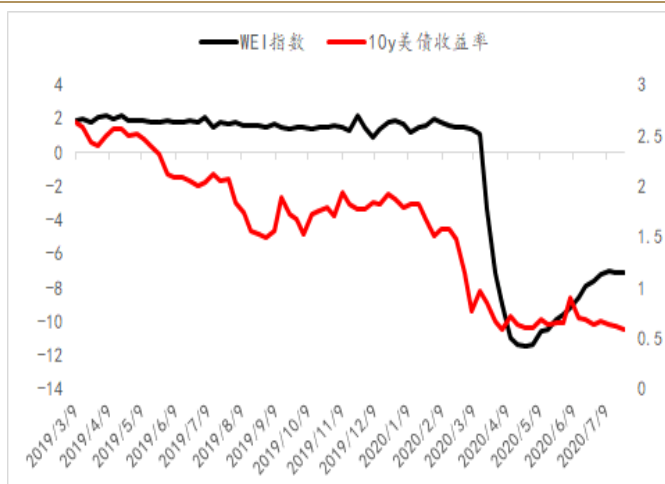
相应的风险则是美联储对市场的预期，一般而言，名义利率会与中长期经济的景气度相关，而从领先性指标来看，名义利率有上行修复的动力，之所以迟迟未能修复，一方面是在前面提及的客观上的加杠杆行为的压制，另一方面则是美联储此前释放的长期压制利率为 0 以及可能考虑收益率曲线控制。如果美联储开始释放对于缩表或者加息的预期，那么中长期的名义利率则可能有上行的动力。

图表 2：ECRI 增长年率与美债收益率



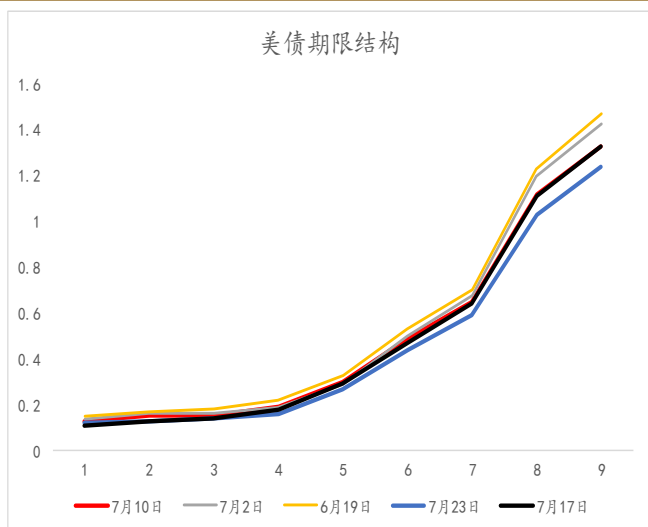
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 3：WEI 指数与美债收益率



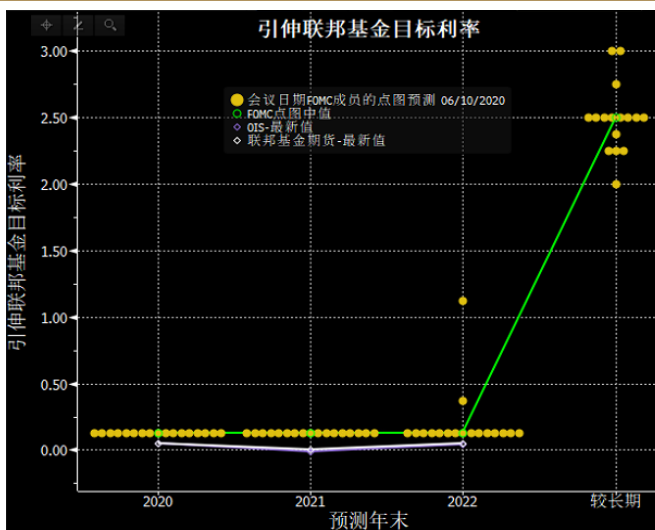
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 4：美债期限结构



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 5：6月议息会议点阵图

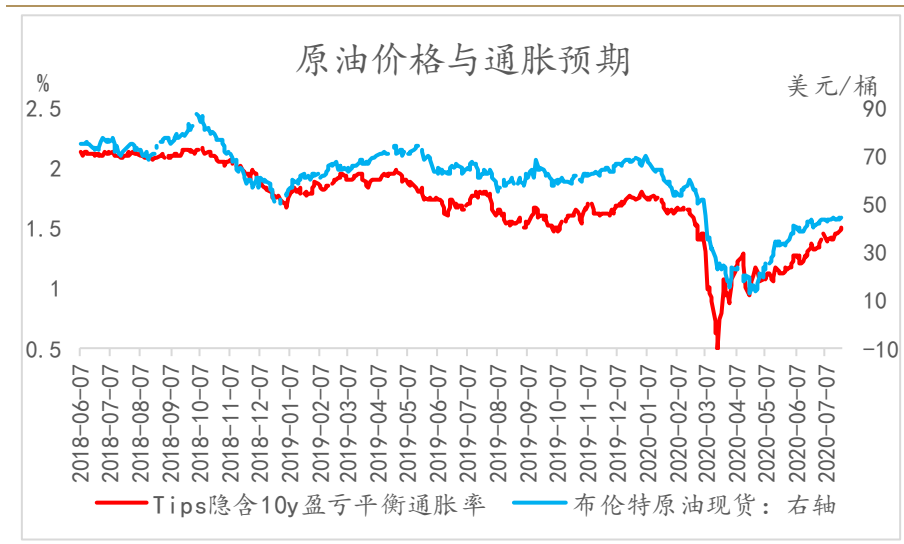


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

## 二、通胀

原油价格缓慢上升，对通胀一端形成支撑。

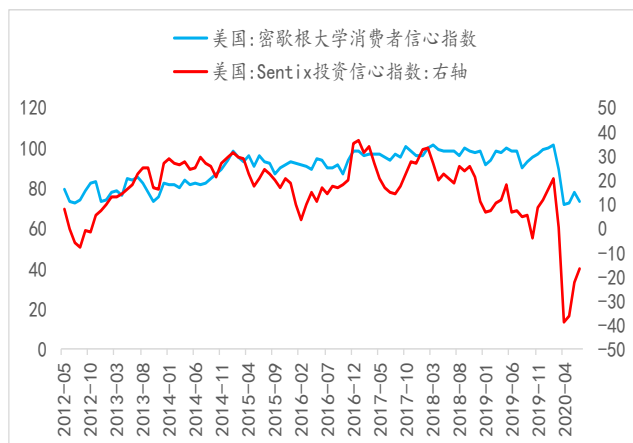
图表 6：原油价格逐渐企稳



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

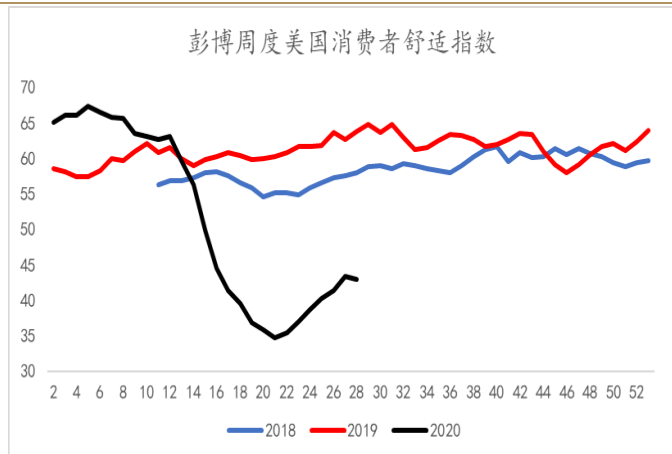
需求层面，短期来看，美联储与美国政府进行了史上最大规模的救市政策，市场对于投资以及消费信心的修复仍然需要时间，且美部分州的疫情二次抬头的迹象也将会对需求恢复施加压力。

图表 7：美国消费与投资信心指数



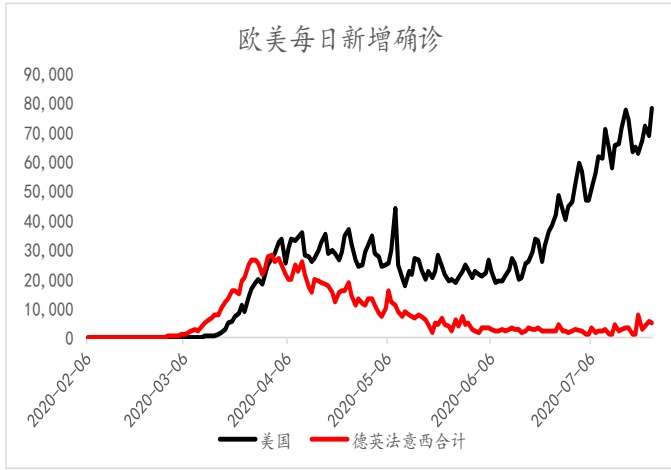
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美彭博消费者信心指数



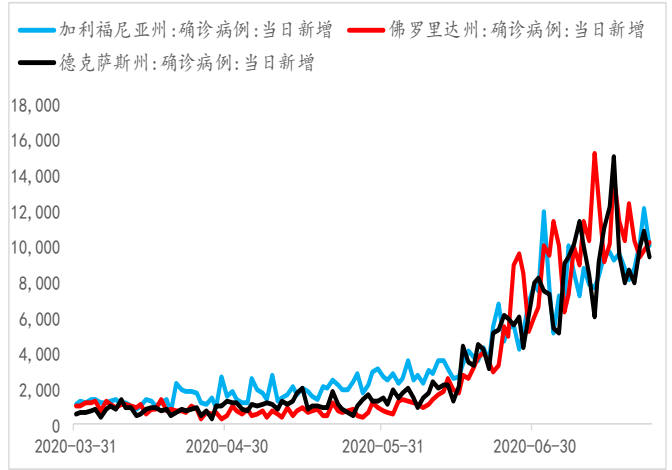
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9: 美欧新冠每日新增情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

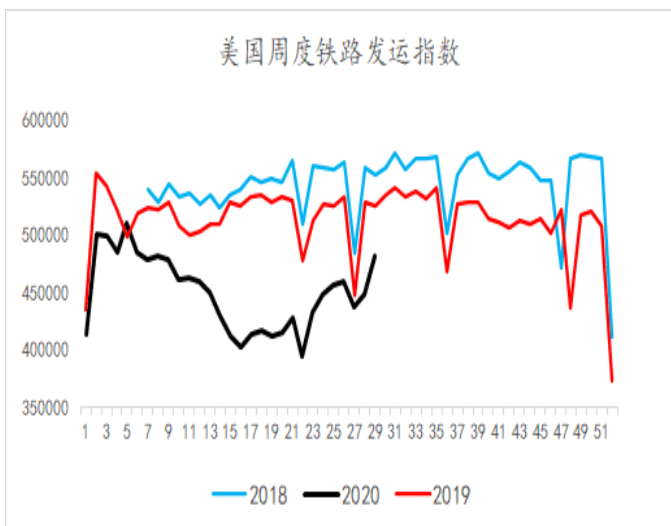
图表 10: 美部分州疫情二次抬头



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

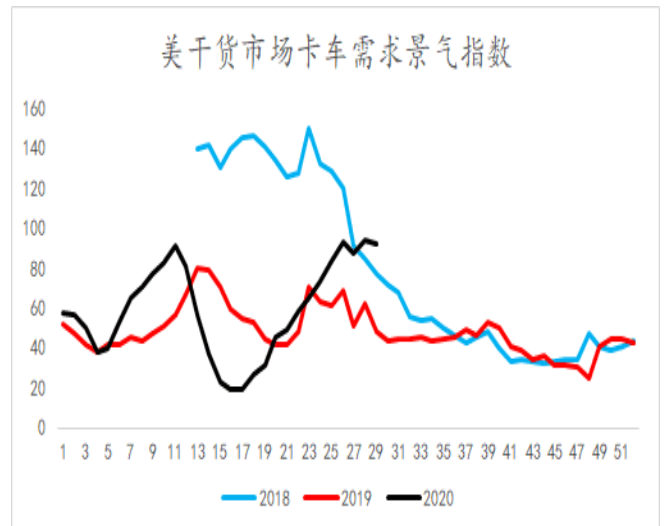
尽管从各类高频指标来看, 美经济环比复苏的势头有所放缓, 不过疫情不休, 刺激政策不止, 财政救济与联储扩表的行为就不会停下来, 对于长期通胀预期的支撑就会更强, 待疫情恢复之后, 通胀大幅度上升的可能性也就越大。

图表 11: 美国铁路周度发运情况



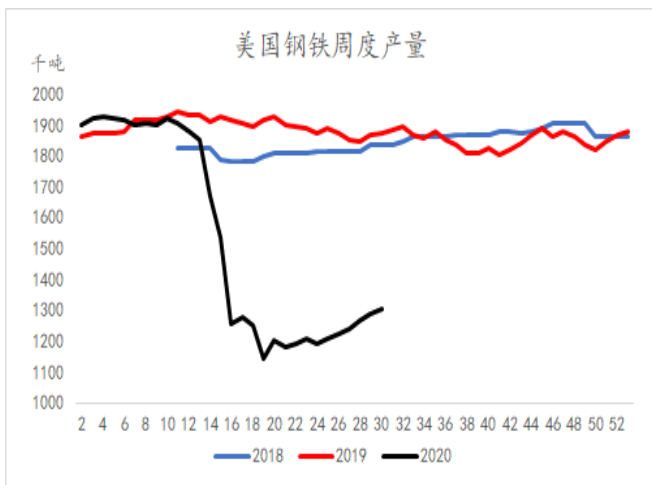
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 12: 美卡车市场需求景气指数



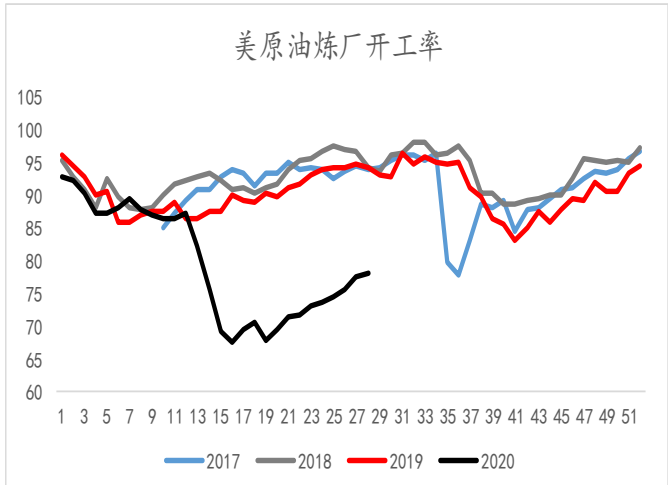
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 13: 美粗钢生产情况



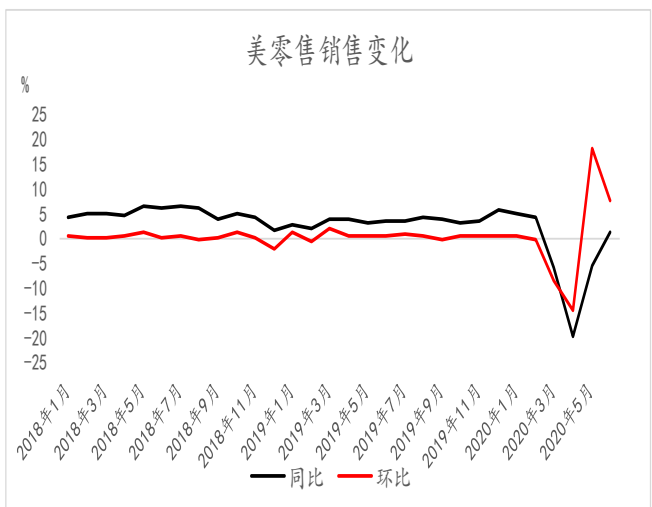
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 14: 美炼油厂开工情况



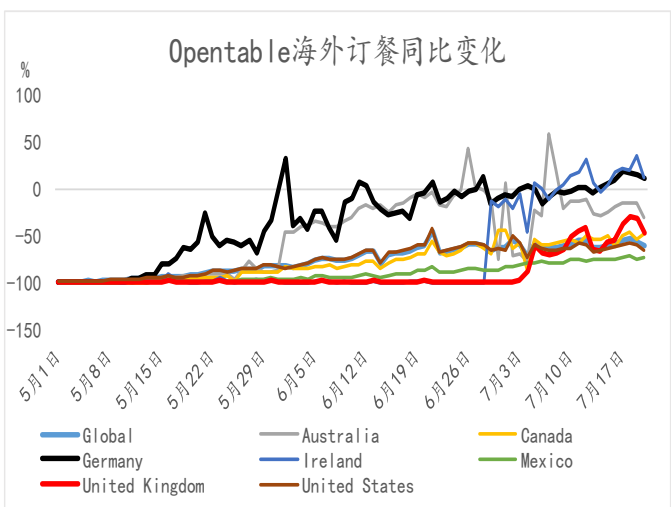
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 15: 美零售销售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

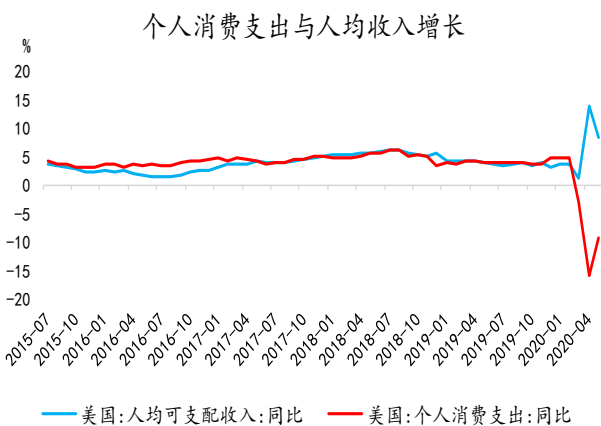
图表 16: 美海外订餐情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

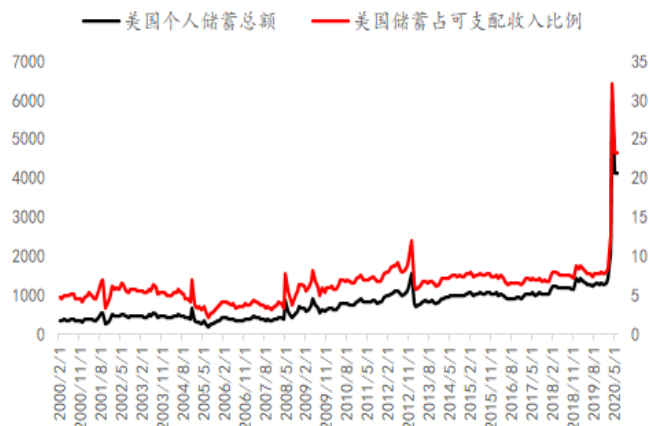
且受益于财政救济政策, 美国居民的人均可支配收入和储蓄总额在疫情期间均有所改善, 这意味着, 一旦疫情受控, 笼罩的悲观情绪消退, 则需求端可能会出现超预期的现象, 对应着通胀预期可能会有快速修复的表现。

图表 17: 美国人均可支配收入



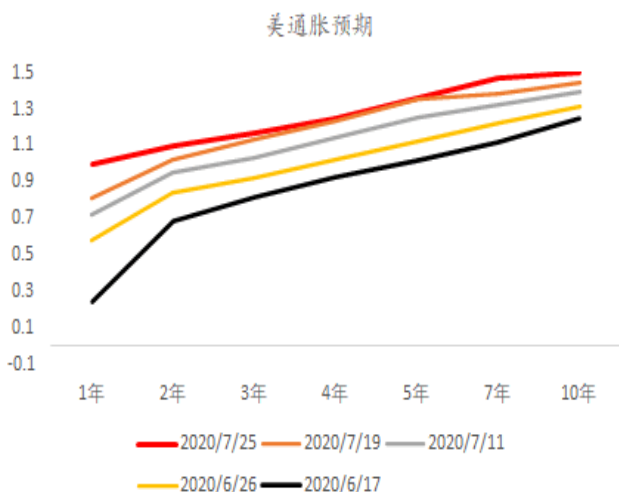
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美国居民储蓄情况



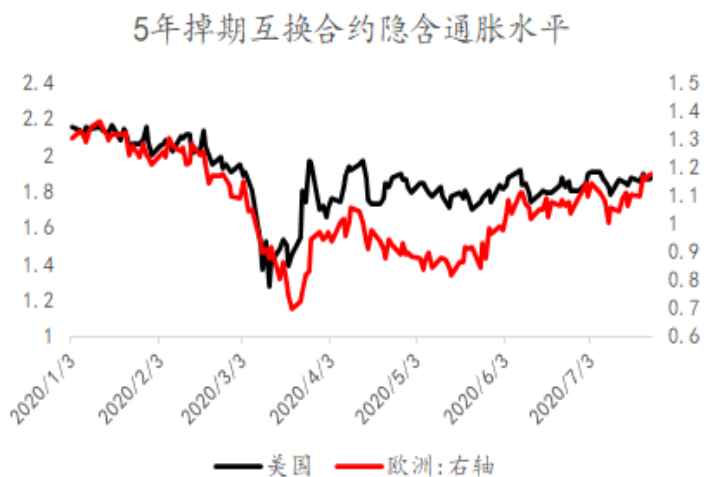
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 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 20: 外汇掉期隐含通胀水平



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

### 三、其他数据监控

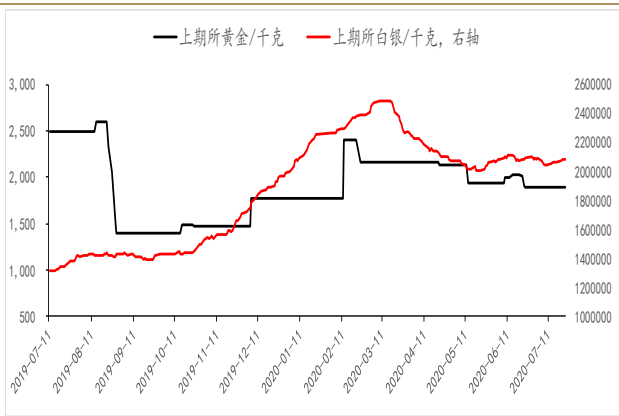
CFTC 持仓数据显示，黄金的净多头占比长期维持在历史高位，白银交易拥挤状况相对来说并没有那么严重。

全球白银 ETF 的数据显示，3 月份以来全球白银 ETF 的增持超 50%，4 个月时间增持了近 3 亿盎司，目前全球白银 ETF 的规模相对于 13 年的峰值上涨了 60%，市场对于白银 ETF 的增持速度明显要超出黄金。

近期拉美地区的疫情打乱了矿端减产的节奏，作为全球第二大产银国的秘鲁出现两家矿场关停，尽管量级并不大，但整体上仍是一个助推的因素。

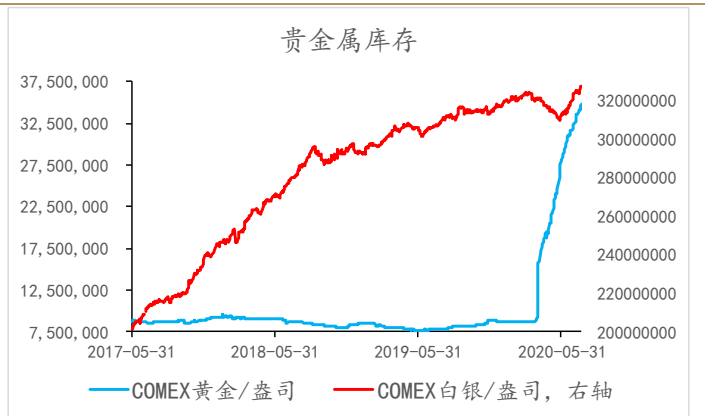
投资需求的积累我们认为是白银暴涨的底气，矿端的减产，交易不拥挤等因素是白银爆发的催化剂。

图表 21：上期所库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：Comex 库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院



图表 23: 黄金 ETF



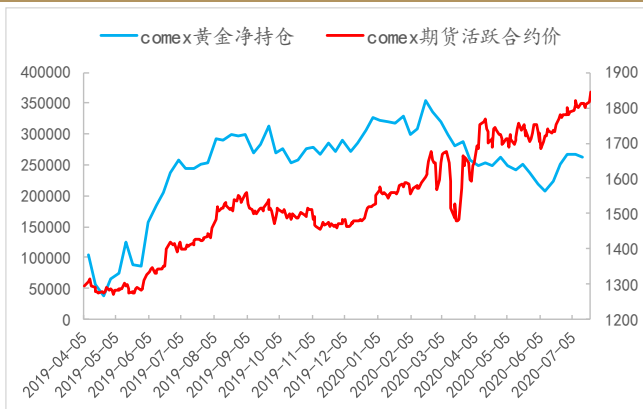
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 白银 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 黄金投机多头净持仓



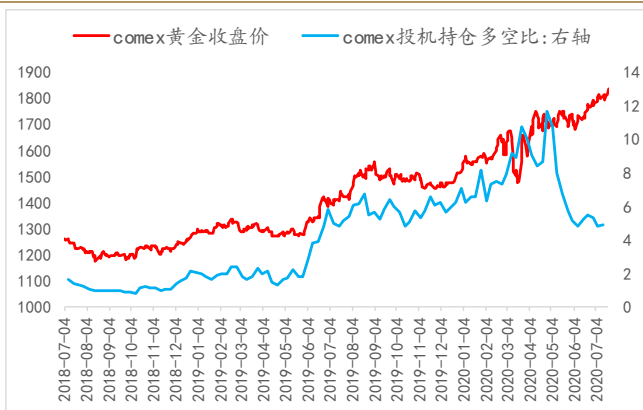
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 白银投机多头净持仓



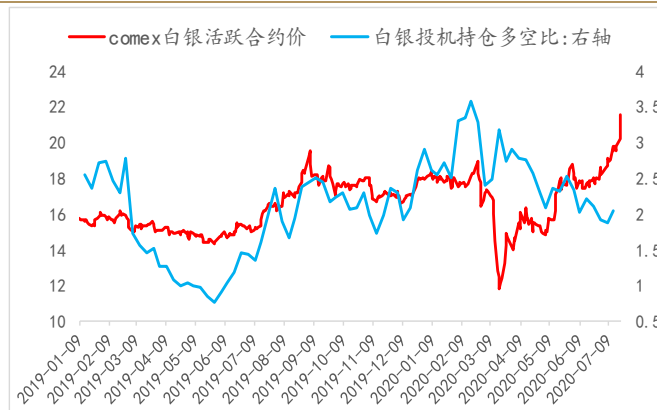
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 白银多空比



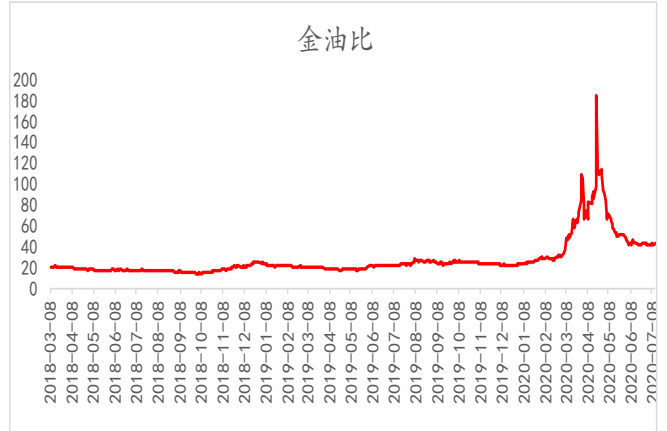
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29：伦敦现货金银比



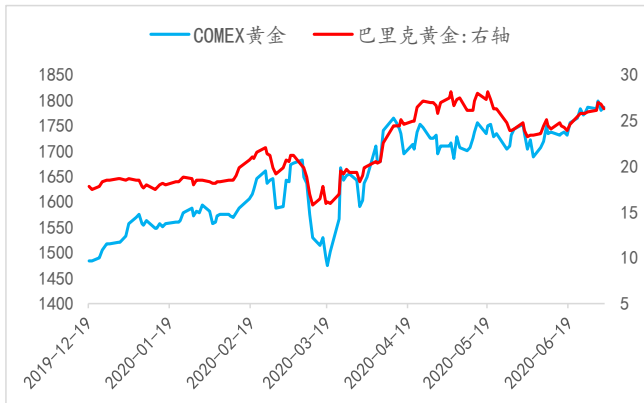
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：伦敦金与布伦特原油



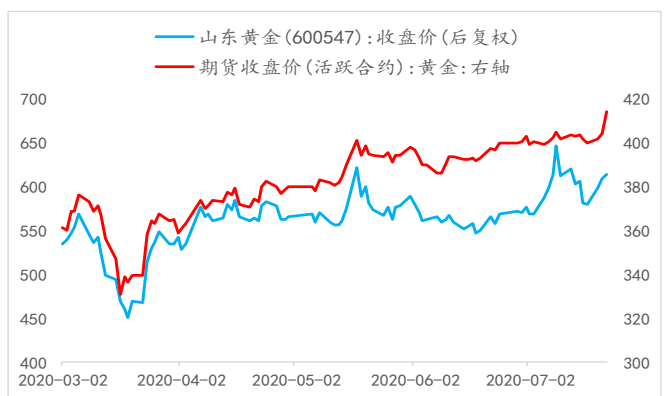
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31：巴里克黄金价格



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 32：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