

宽松放缓经济差，贵金属高位震荡

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：

本周贵金属高位大幅震荡，白银周中日内从涨停板一度跳水，周内行情主要逻辑如下，在原油价格盘整不前的情况下，通胀预期在持续不断的上行，这背后是市场对货币宽松推动通胀的预期在不断的走高，而周中极差的欧美的经济数据其实是在给这样的通胀预期快速上行泼了一盆冷水，光有货币宽松不见得就能推高通胀，欧美过去10年QE政策也未能摆脱低通胀的境地，需要需求恢复作为匹配，也就是经济数据的快速好转，以及原油价格在需求好转下持续上行作为印证，同时原油价格上升也能反过来强化通胀预期的走强。

在4、5月份的时候大家之所以无视极差的经济数据，是因为经济越差，刺激越多，放水越多。但现在的极差的经济数据，是在主要经济体宽松政策开始放缓走平的背景下。经济数据的持续不景气，叠加宽松政策的放缓，使得前期跑的太快的通胀预期跟着原油一起下跌，在实际利率层面给贵金属带来压力，白银前期过猛的涨幅也使得其调整的时候压力更大，这也是这周贵金属高位大幅震荡的原因。

后市看法，短期内，通胀预期应与原油联动，背后则是欧美的需求恢复进展，油不涨，金难动。长期来看，钱多，地缘偏紧仍是未来1-2年的大逻辑，每次回调都是长线投资者的布局机会

策略建议：

短线按震荡操作，长期投资者可逢低做多

风险提示：

中美紧张程度加剧，主要经济体疫情失控



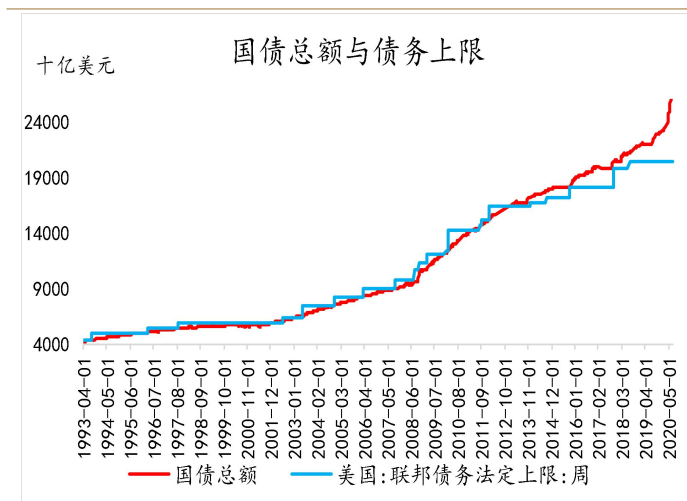
混沌天成研究院

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

图表 2：美企业部门信贷



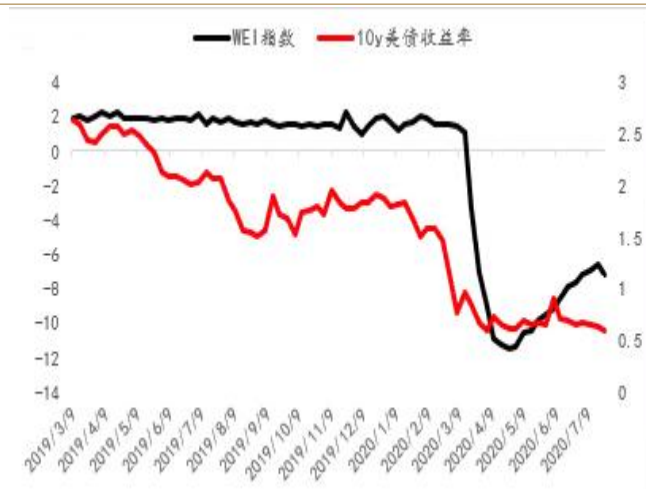
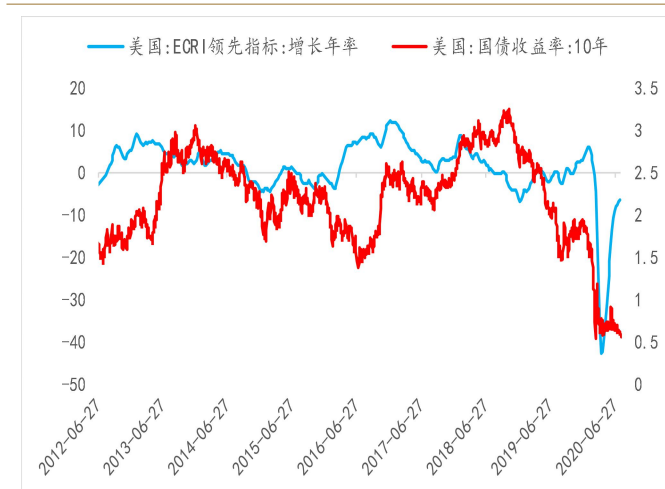
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

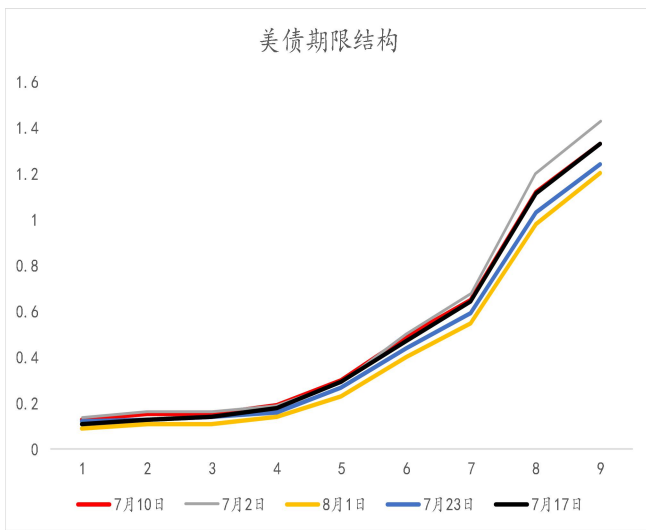
图表 3：WEI 指数与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

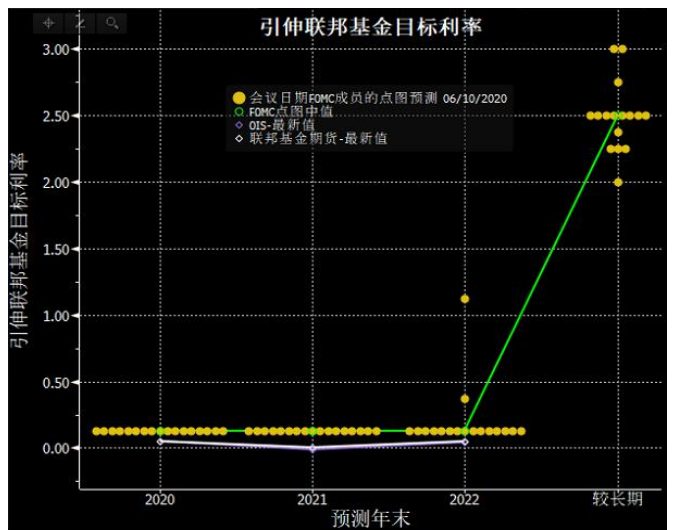
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 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

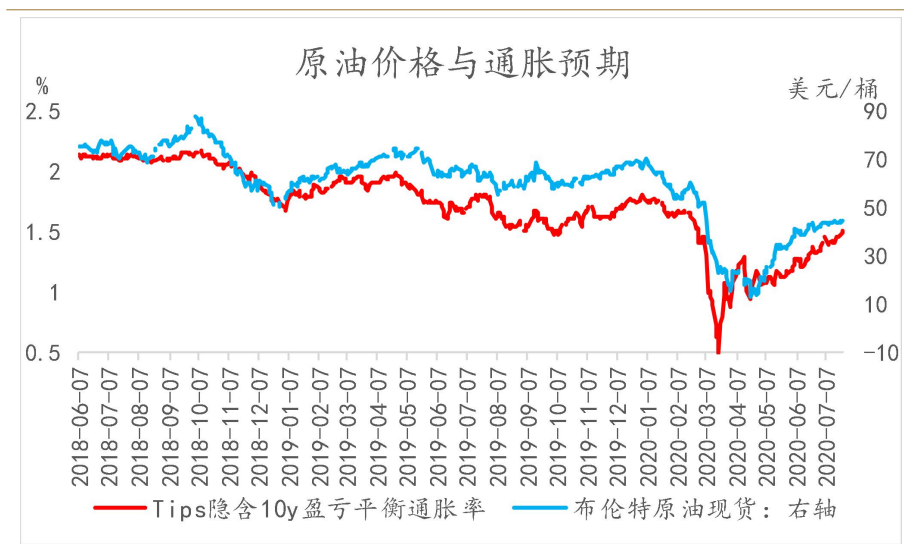


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀

原油价格缓慢上升，对通胀一端形成支撑，但整体上原油价格的恢复速度相对于通胀预期的上行略有滞后。

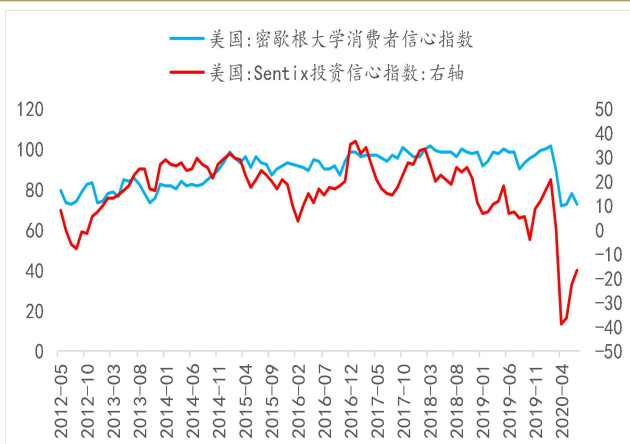
图表 6：原油价格逐并没匹配通胀预期的上行



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

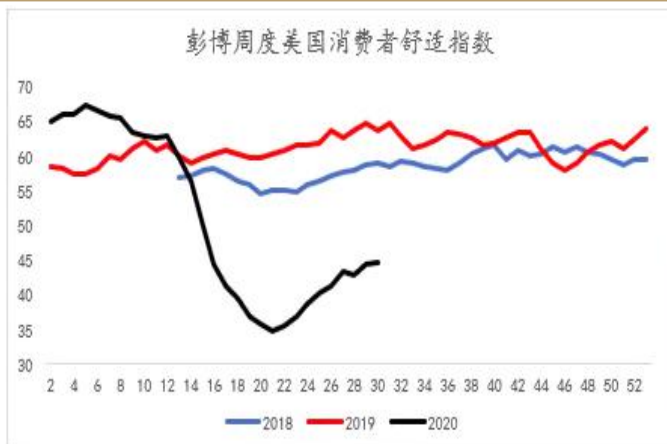
需求层面，短期来看，美联储与美国政府进行了史上最大规模的救市政策，市场对于投资以及消费信心的修复仍然需要时间，且美部分州的疫情二次抬头的迹象也将会对需求恢复施加压力。

图表 7：美国消费与投资信心指数



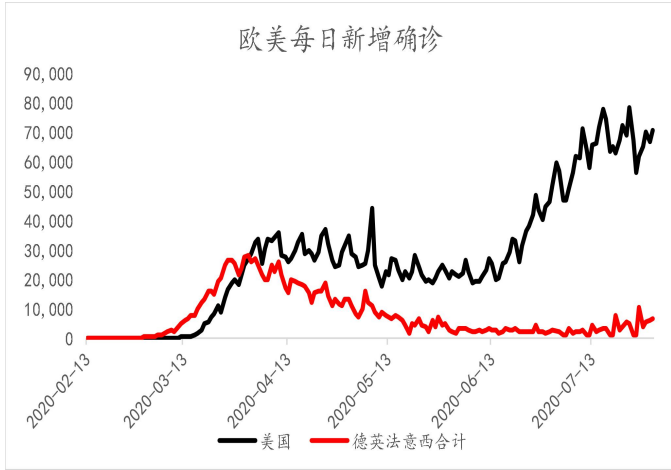
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美彭博消费者信心指数



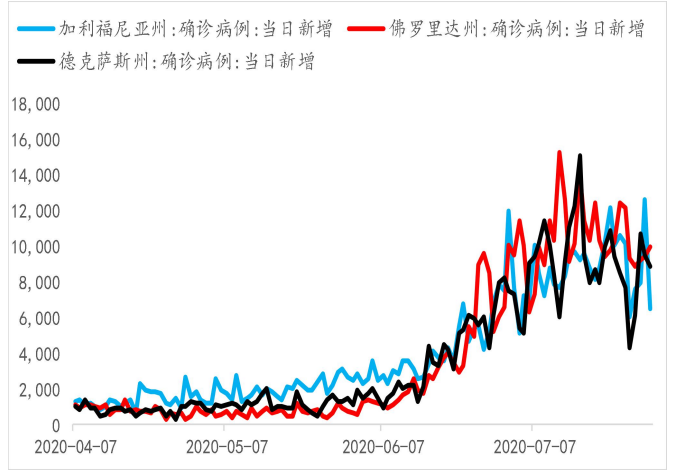
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

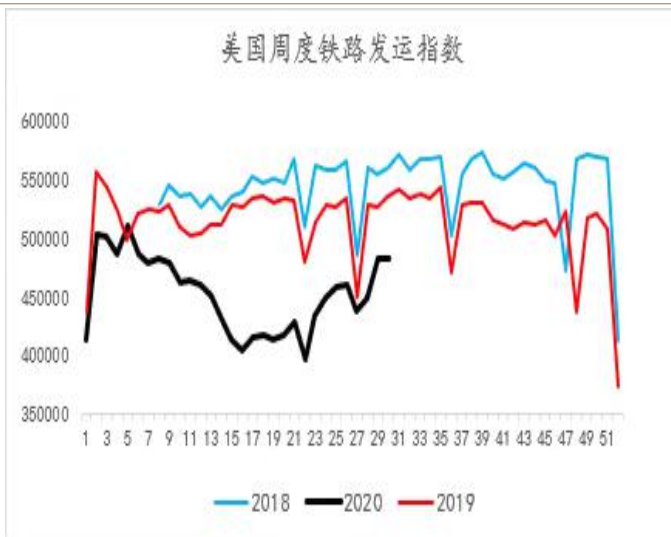
图表 10：美部分州疫情二次抬头



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

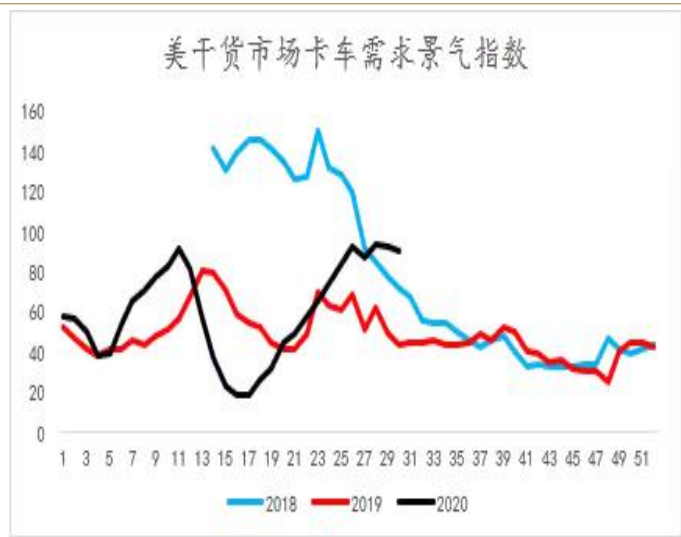
疫情的抬头使得从各类高频指标来看，美经济环比复苏的势头有所放缓，不过疫情不休，刺激政策不止，财政救济与联储扩表的行为就不会停下来，对于长期通胀预期的支撑就会更强，待疫情恢复之后，通胀大幅度上升的可能性也就越大，而周五美众议院通过了总额超 1 万亿的新一轮的财政刺激法案，这也是对上述逻辑的一个印证。

图表 11：美国铁路周度发运情况



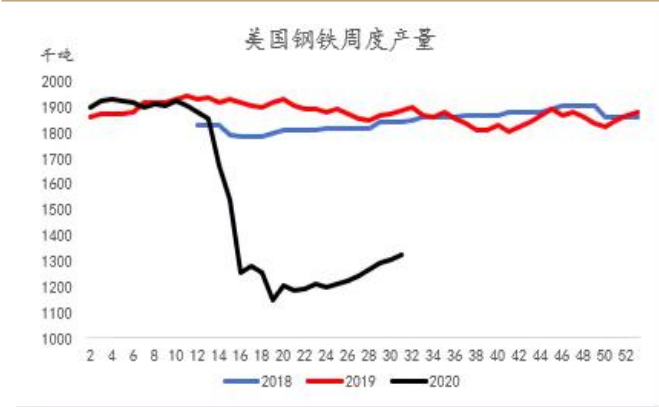
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



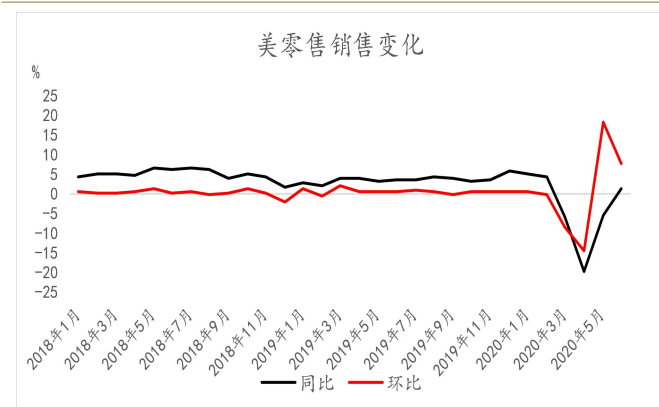
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 14: 美炼油厂开工情况



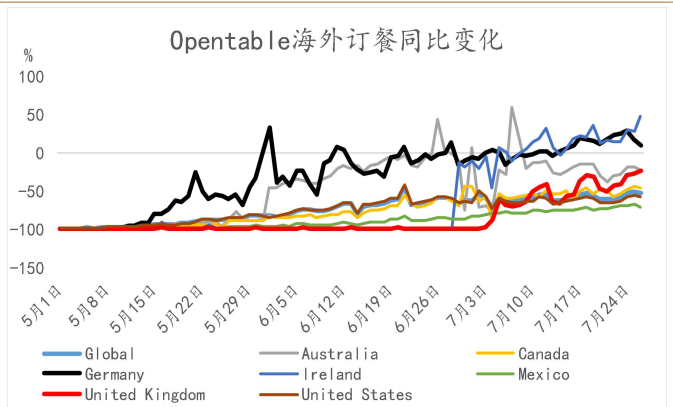
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 15: 美零售销售变化



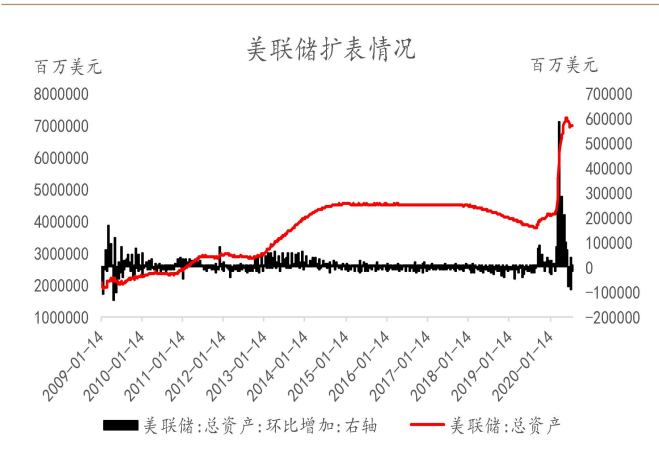
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 美海外订餐情况



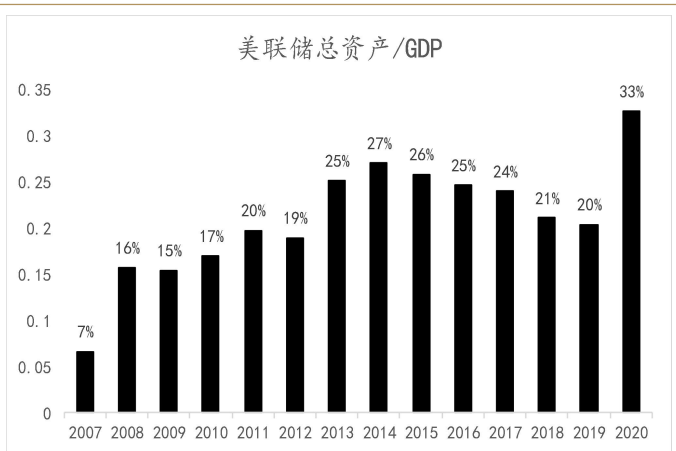
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美零售销售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

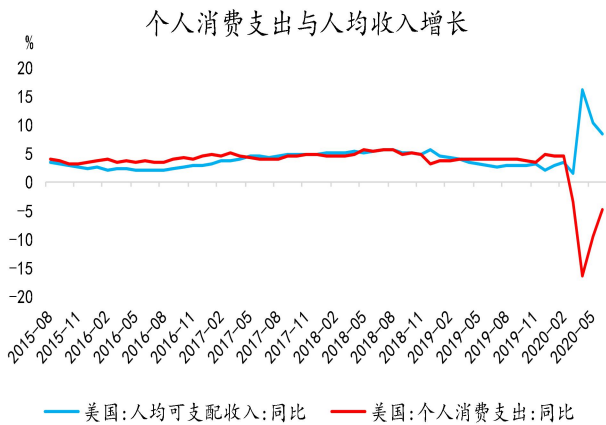
图表 18: 美海外订餐情况



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 19：美国人均可支配收入



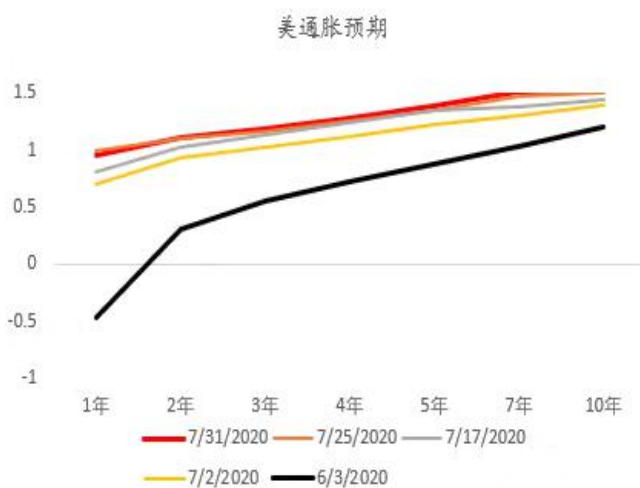
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 20：美国居民储蓄情况



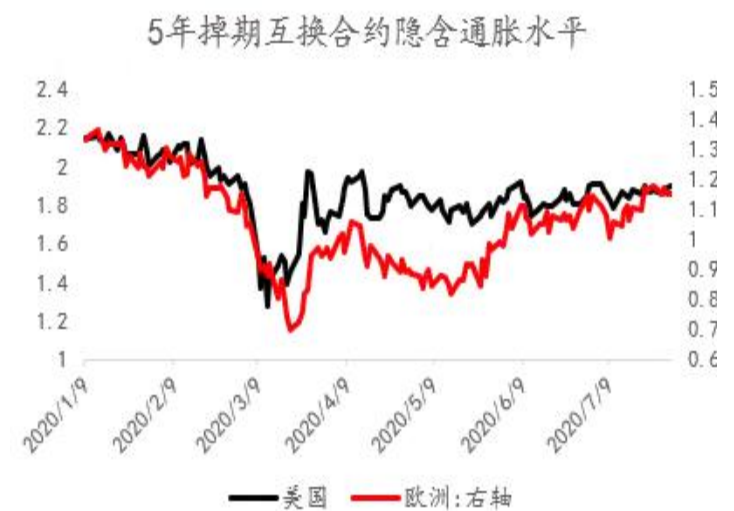
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 21：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 22：外汇掉期隐含通胀水平



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

本周贵金属的调整，主要原因是前期天量宽松刺激导致通胀预期快速上行，但是经济数据并没有匹配相应的通胀预期恢复情况，导致了贵金属的高位大幅度震荡。通胀预期的上行是我们认为的

实际利率层面中期贵金属的主要驱动力，这个角度下，需要有经济数据的走好，消费和投资需求的恢复来配合，同时我们还要能看到需求恢复带动原油价格上行作为印证。

图表 23: 通胀与通胀预期变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 全球通胀水平与原油价格变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

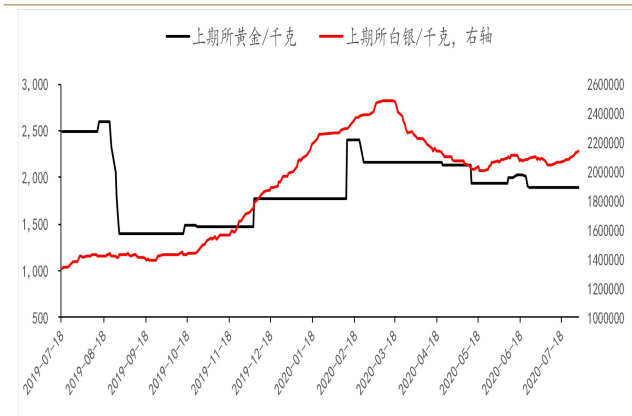
CFTC 持仓数据显示，黄金的净多头占比长期维持在历史高位，白银交易拥挤状况相对来说并没有那么严重。

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。

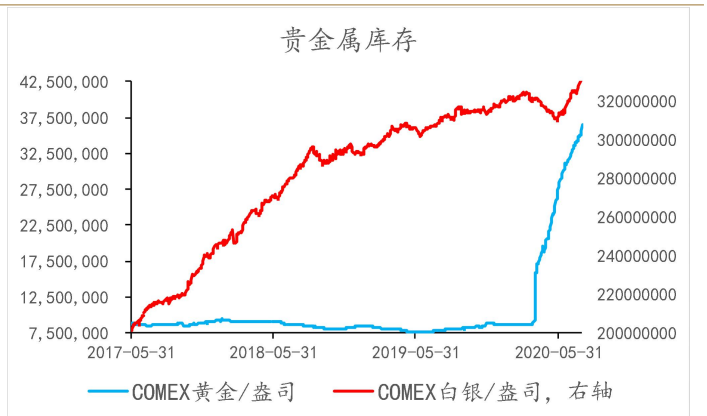
投资需求的积累我们认为是本轮白银暴涨的底气，矿端的减产，交易不拥挤等因素是白银爆发的催化剂。

图表 25：上期所库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 26：Comex 库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 27：黄金 ETF



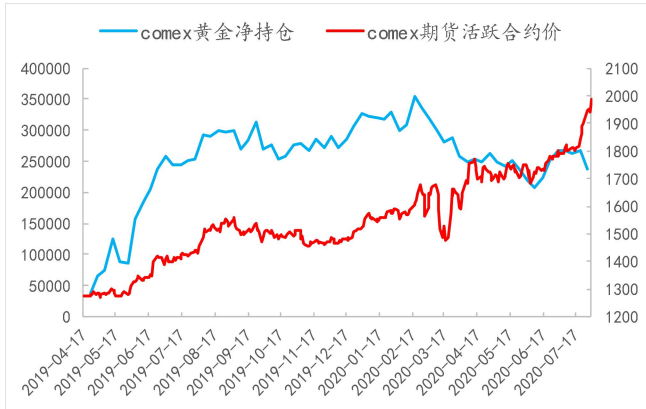
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：白银 ETF



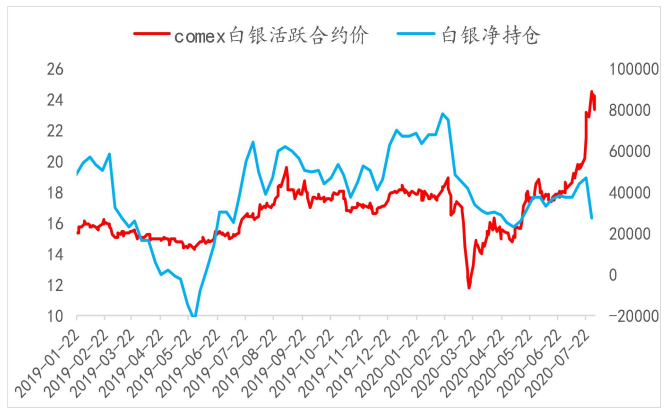
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29: 黄金投机多头净持仓



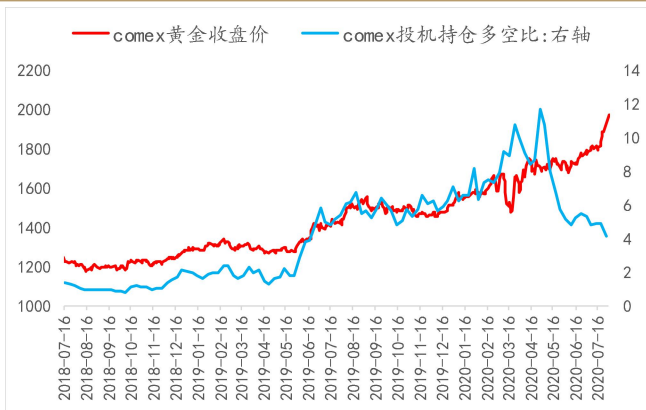
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 白银投机多头净持仓



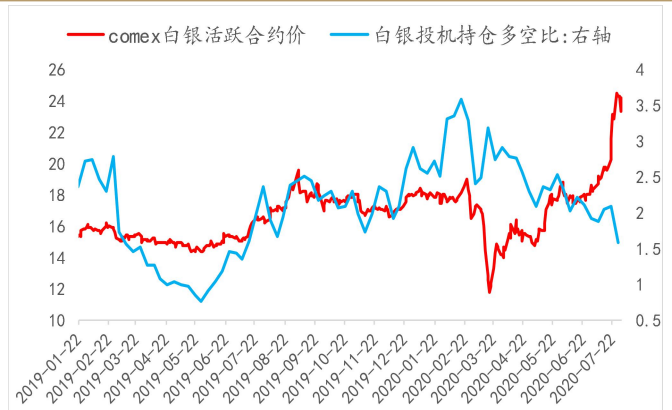
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银多空比



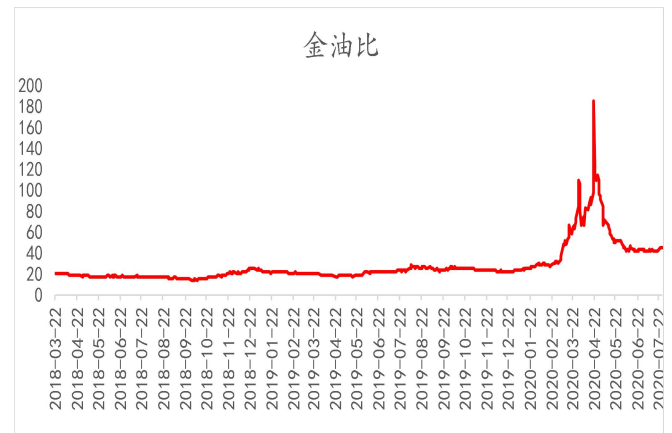
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 伦敦现货金银比



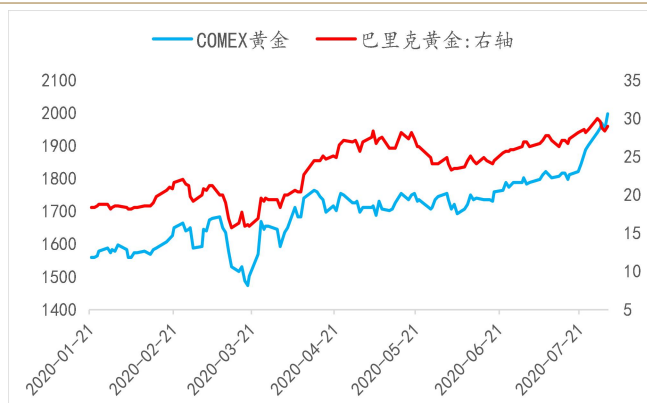
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 伦敦金与布伦特原油



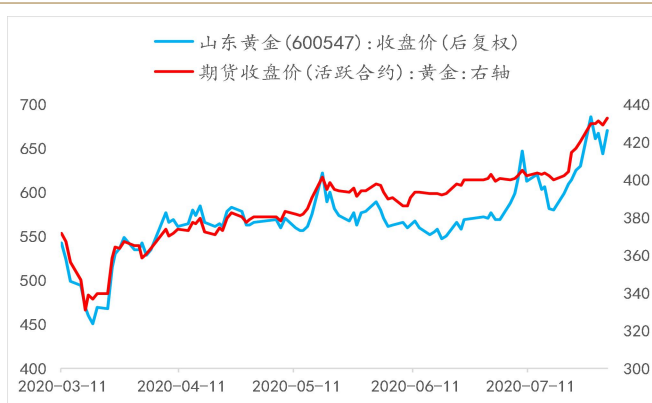
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 巴里克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 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