

即期通胀不见顶，贵金属不看空

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：

本周贵金属继续大幅上涨，白银延续此前强势表现，原油价格也开始突破此前盘整区间，出现隐隐向上的迹象，周五在非农数据小幅超出预期的表现之后，贵金属出现高位调整，这与我们此前所解读的经济复苏通胀预期走强，会快于名义利率的恢复速度，从而支撑贵金属价格的中期逻辑似乎有所背离；

我们对此的解释是这样，贵金属价格与通胀预期更加相关，而此前原油价格一直盘整的状态下，通胀其实并没有跟随强势上行的通胀预期有同步的表现，对应的美债名义利率也一直维持在低位，非农数据的小幅超预期表现，使得通胀预期走势并没有明显的变动，反而经济景气度提升抬高名义利率，叠加美元的反弹，倒是给贵金属造成了压力；

后市看法，回顾08年那一轮经验，经济复苏之后通胀抬升且比名义利率的回升速度更快会是黄金的主要推动力，通胀预期的上限市场会存在争议，但只要即期通胀水平一直上行，放水推动通胀的逻辑就没有办法证伪，通胀预期就不见得会有太差的表现，即期通胀不见顶，对应的贵金属价格就继续看多。

策略建议：

长期投资者可逢回调买入

风险提示：

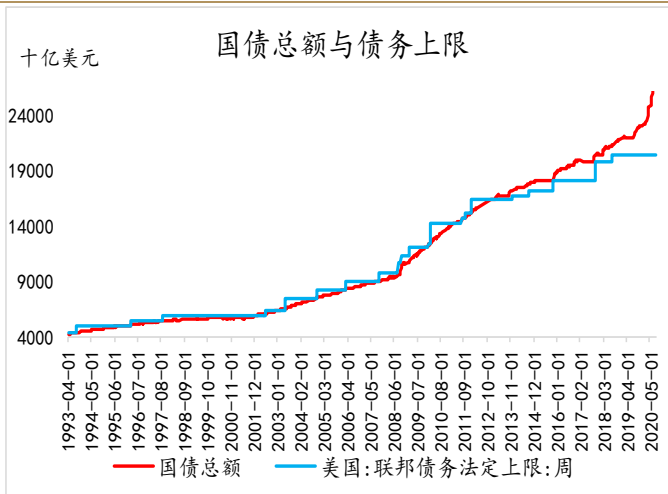
中美紧张程度加剧，主要经济体疫情失控



一、名义利率

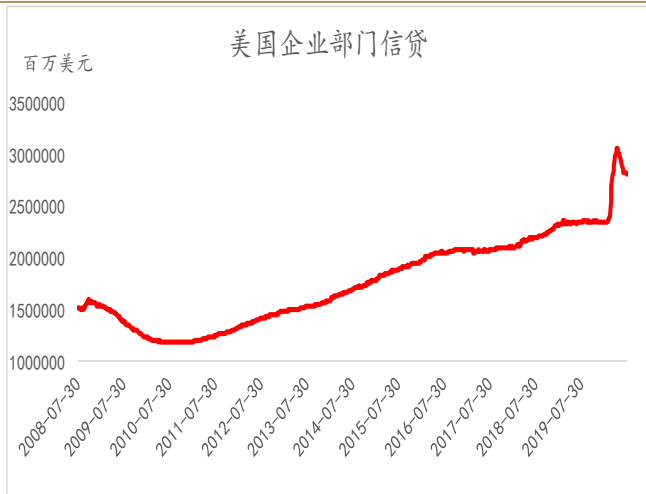
这一轮疫情带来的危机与以往不同，并没有实际的市场出清，政府和企业在这一轮危机中加杠杆的行为会使得疫情结束之后杠杆率创造出历史记录，这在客观上压制了名义利率的上升空间；

图表 1：美国债发行情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

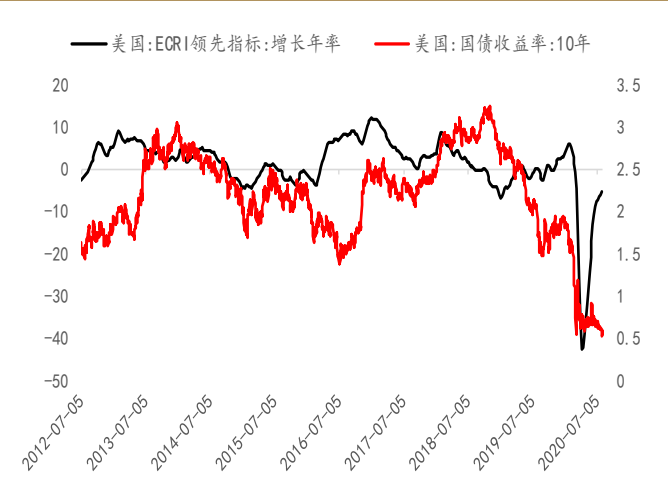
图表 2：美企业部门信贷



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

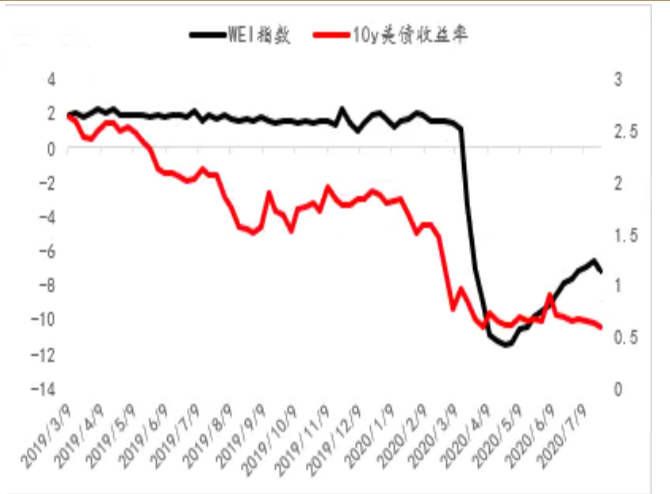
不过随着经济的逐步企稳，从各类景气度指标来看，无论是工业生产，还是消费数据，还是诸多综合性景气度指标，美债名义利率确实是有上升的动力。

图表 2：ECRI 增长年率与美债收益率



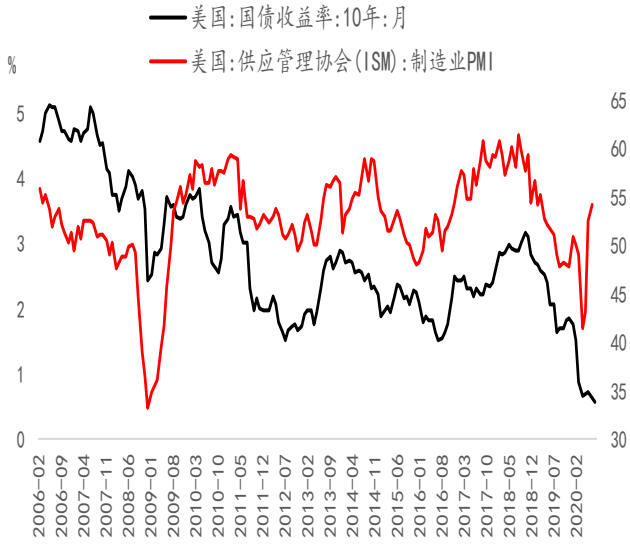
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 3：WEI 指数与美债收益率



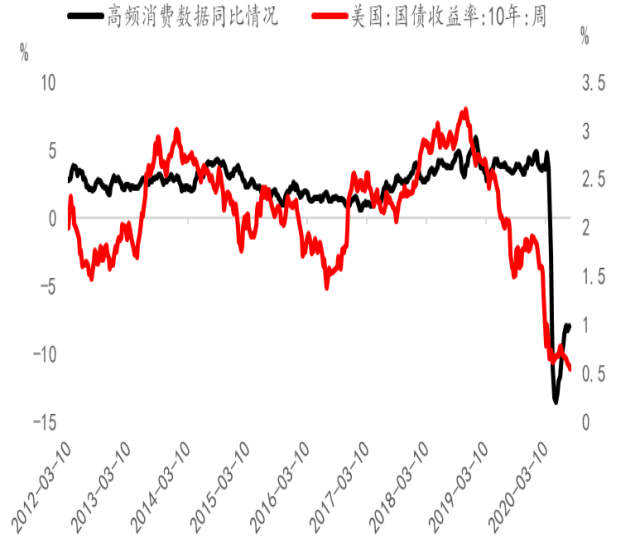
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 4：制造业 PMI 与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 5：高频消费数据与美债名义利率

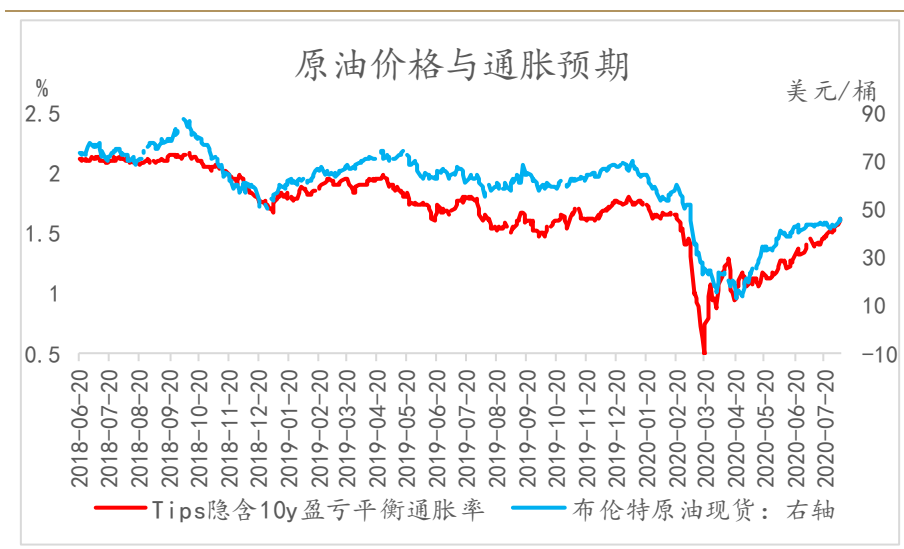


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀

原油价格是一个即期通胀水平的领先指标，原油价格的稳步上行，会强化即期通胀和通胀预期。

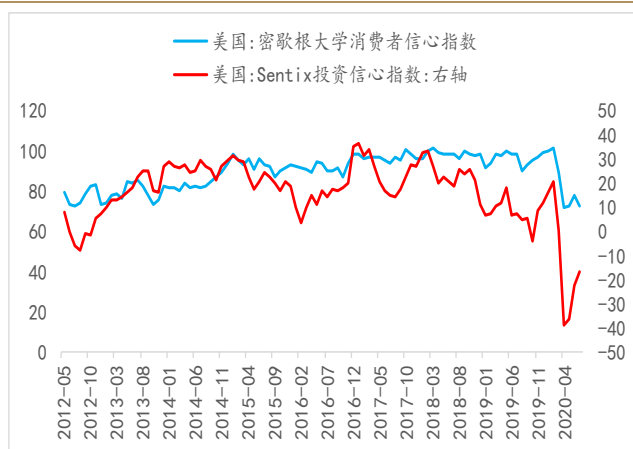
图表 6：原油价格逐并没匹配通胀预期的上行



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

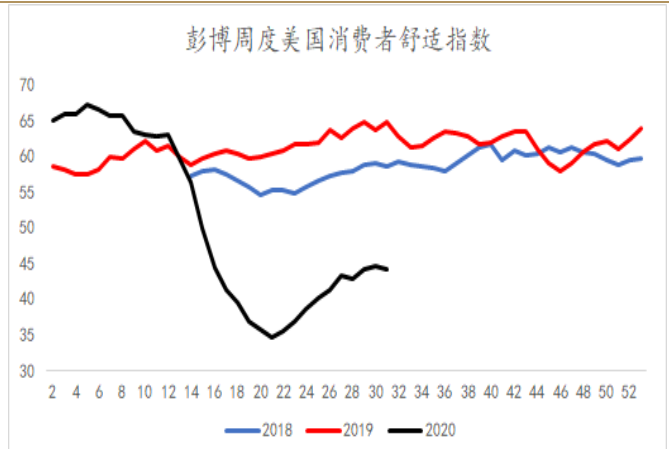
需求层面，短期来看，美联储与美国政府进行了史上最大规模的救市政策，市场对于投资以及消费信心的修复仍然需要时间，且美部分州的疫情二次抬头的迹象也将会对需求恢复施加压力。

图表 7：美国消费与投资信心指数



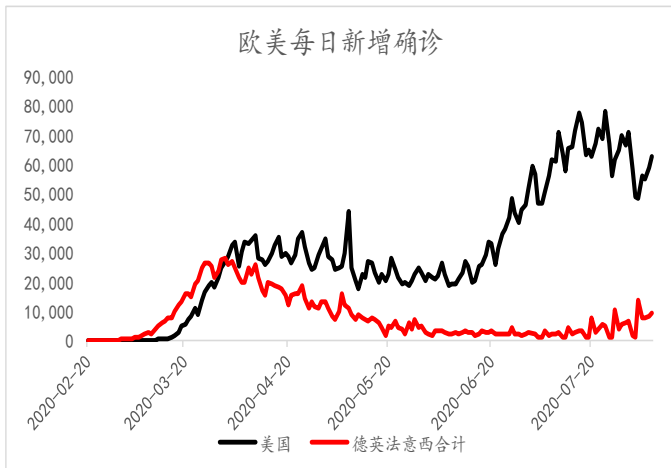
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美彭博消费者信心指数



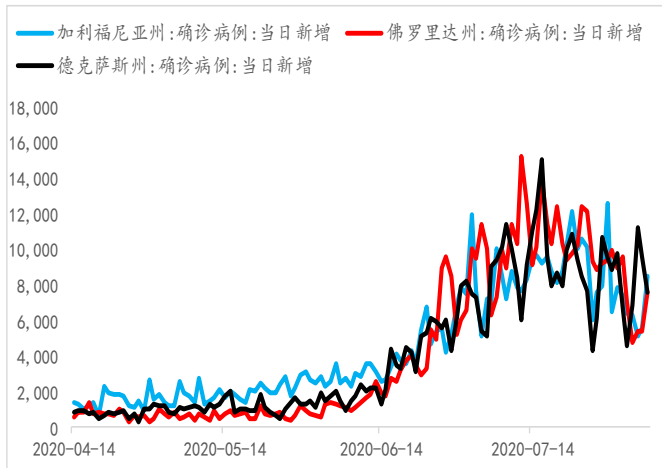
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

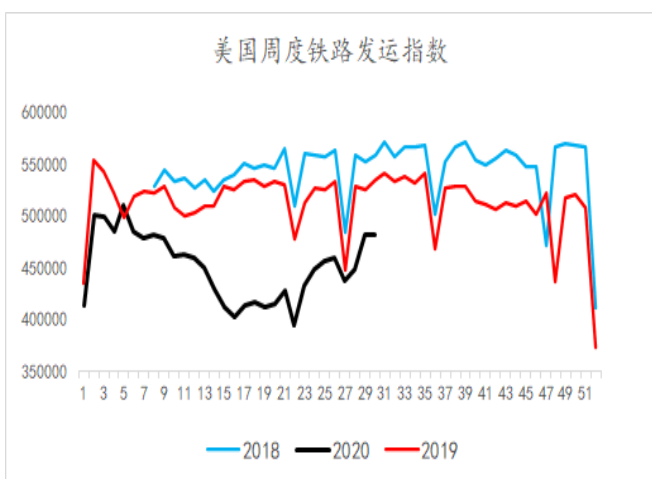
图表 10: 美部分州疫情二次抬头



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

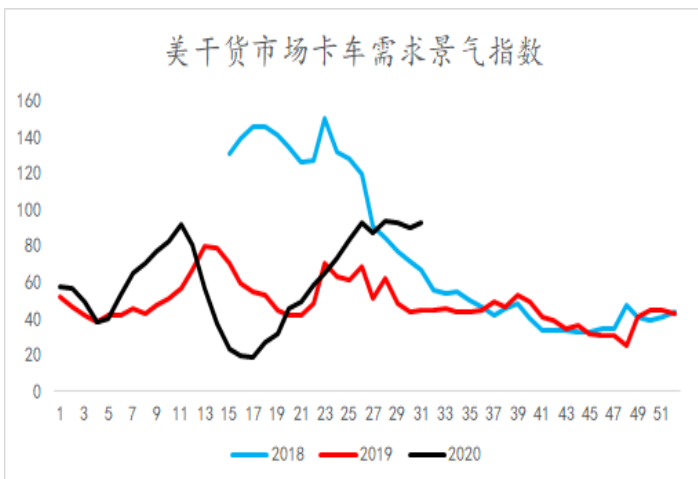
但是疫情的抬头只是压制了需求恢复的斜率, 并没有改变需求恢复的方向, 工业生产和消费各类高频指标来看, 美国的经济环比复苏尽管缓慢, 但是仍然没有停止。

图表 11: 美国铁路周度发运情况



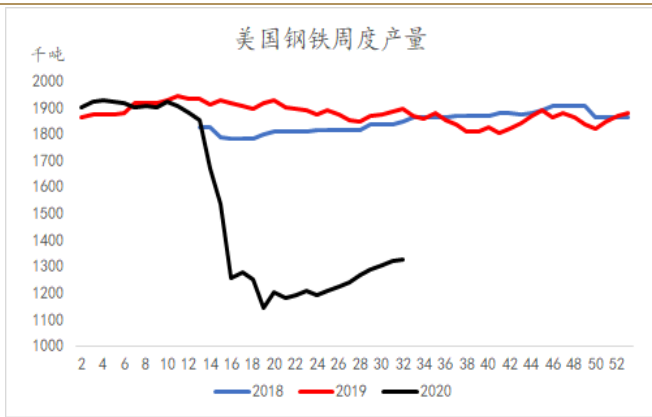
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 12: 美卡车市场需求景气指数



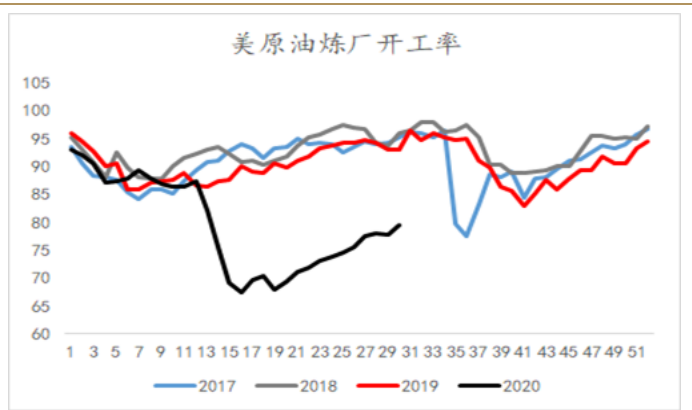
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 13: 美粗钢生产情况



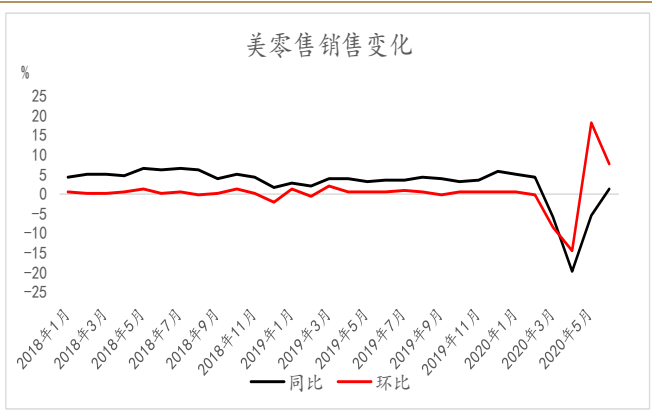
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 14: 美炼油厂开工情况



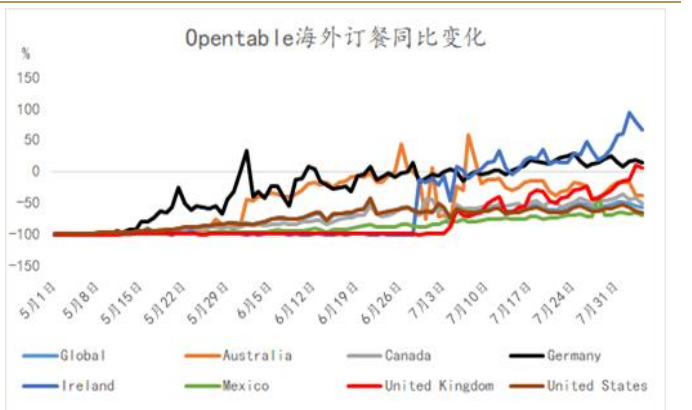
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 15: 美零售销售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

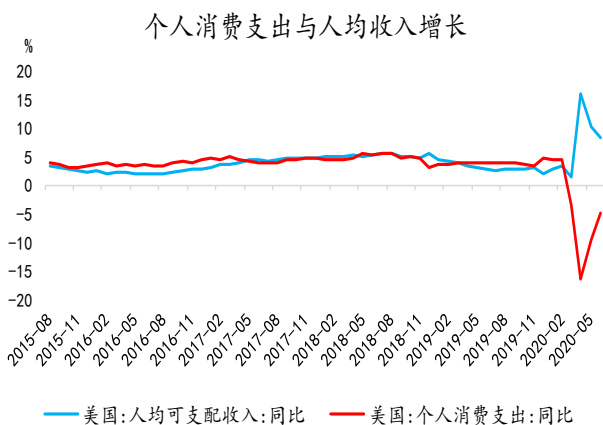
图表 16: 美海外订餐情况



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，对应着通胀水平在疫情受控之后会有快速修复的表现。

图表 19：美国人均可支配收入



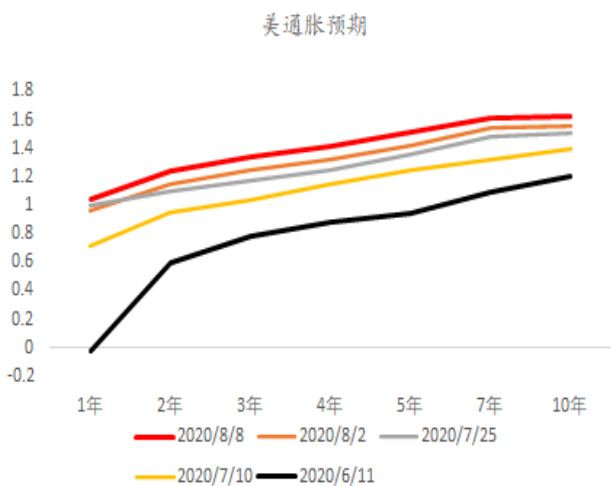
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 20：美国居民储蓄情况



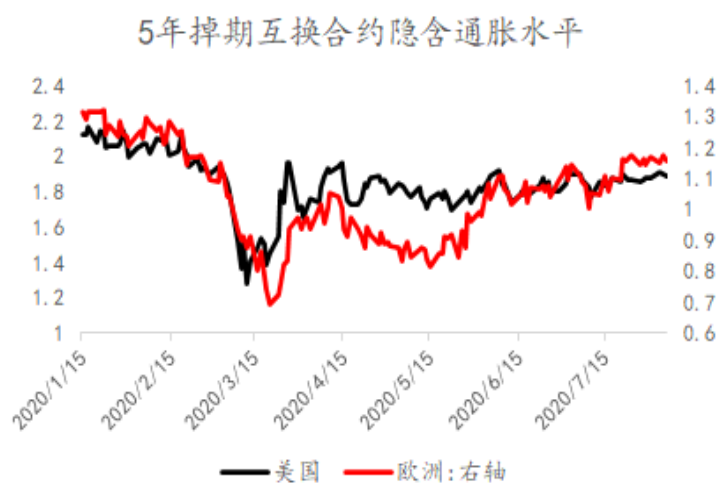
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

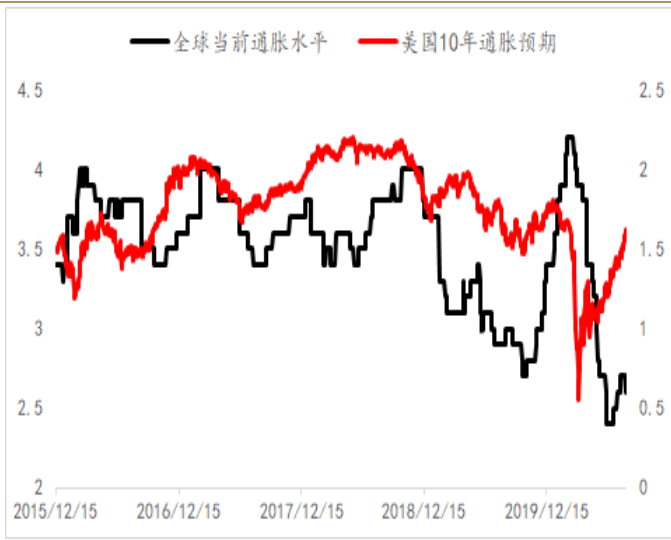


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

经济复苏的时候通胀会比名义利率跑的快，但是本周非农数据出来之后贵金属却有调整，我们对此的解释是，通胀预期已经过多的定价了复苏之后的通胀水平，而此前原油价格一直盘整的状态下，通胀其实并没有跟随强势上行的通胀预期有同步的表现，对应的美债名义利率也一直维持在低

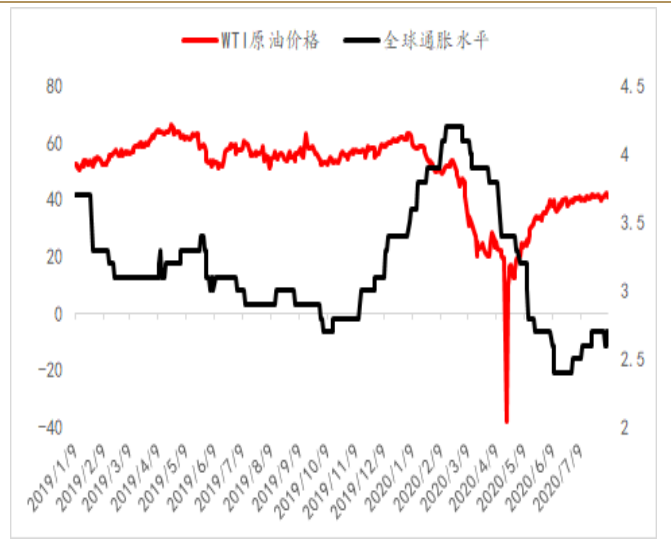
位，非农数据的小幅超预期表现，使得通胀预期走势并没有明显的变动，反而经济景气度提升抬高名义利率，叠加美元的反弹，倒是给贵金属造成了压力；

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

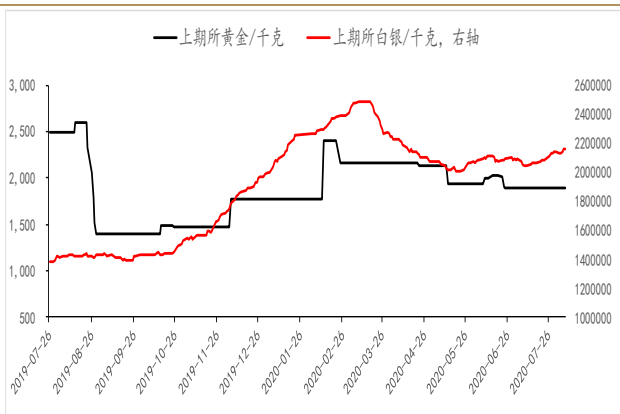
CFTC 持仓数据显示，黄金的净多头占比长期维持在历史高位，白银交易拥挤状况相对来说并没有那么严重。

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。

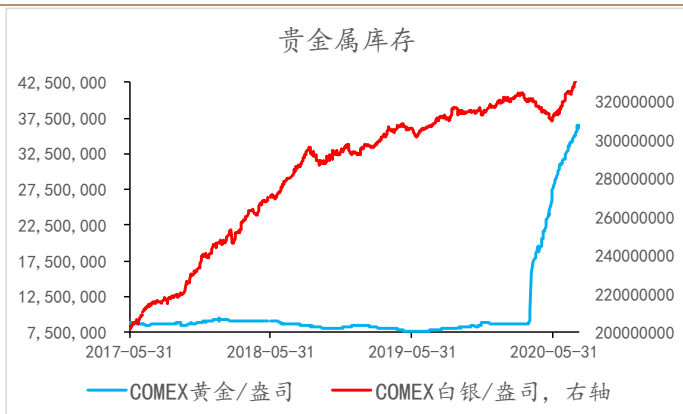
投资需求的积累我们认为是本轮白银暴涨的底气，矿端的减产，交易不拥挤等因素是白银爆发的催化剂。

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



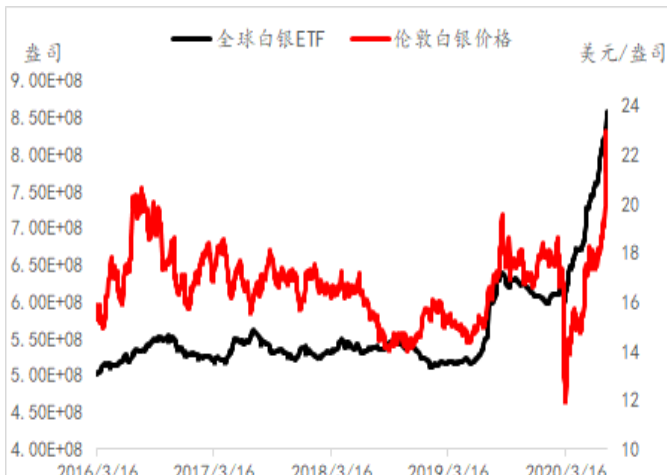
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 27：黄金 ETF



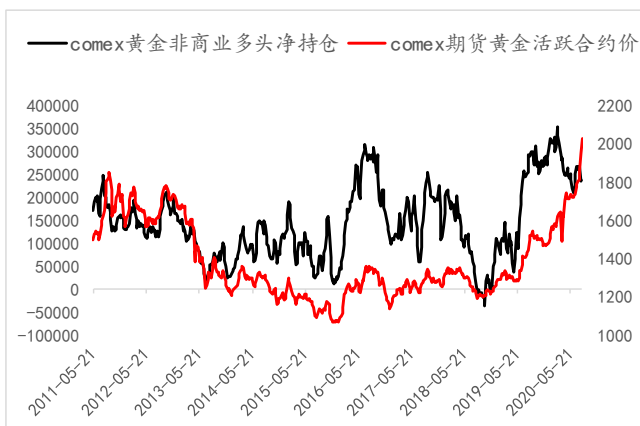
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：白银 ETF



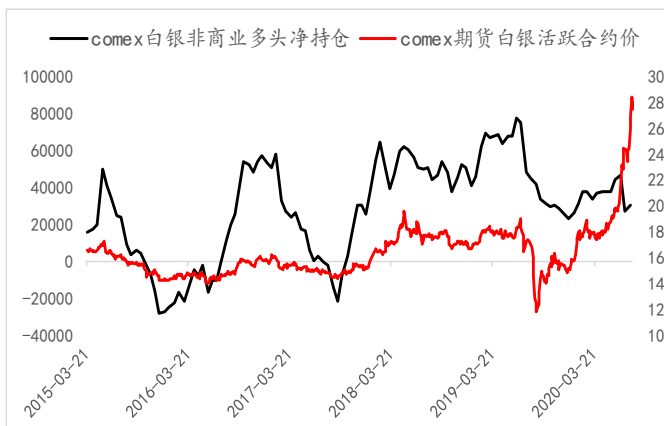
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29: 黄金投机多头净持仓



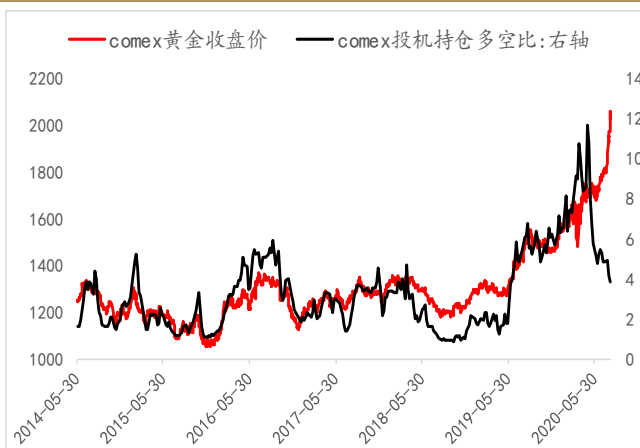
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 白银投机多头净持仓



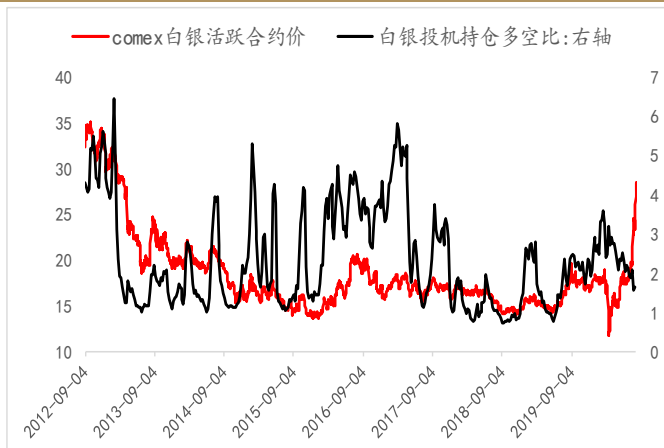
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



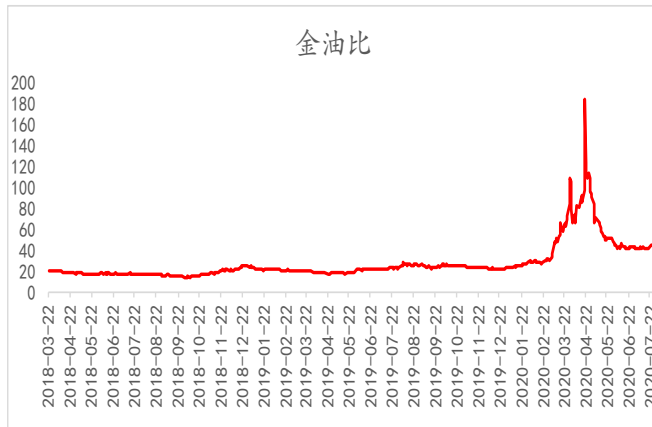
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 伦敦现货金银比



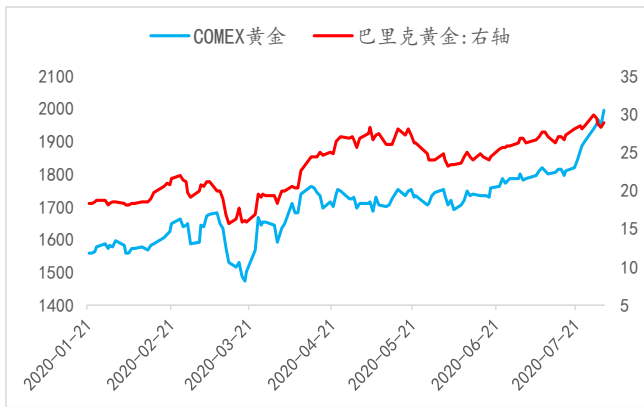
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 伦敦金与布伦特原油



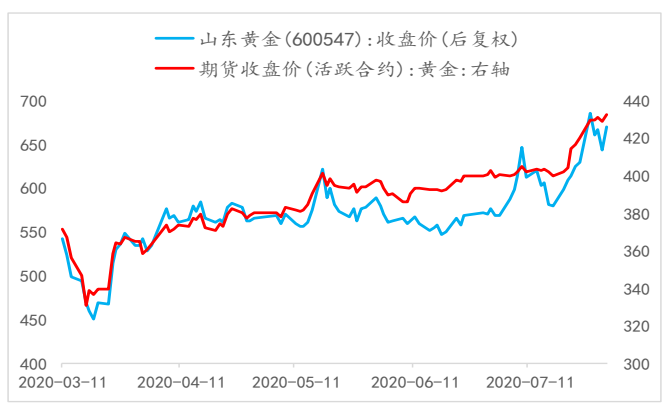
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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