

## 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

## 流动性的逻辑结束了，通胀的逻辑还在

## 核心观点：

本周贵金属大幅度震荡，周初开始出现连续反弹，周中随着美联储7月份议息会议的纪要公布以后，市场对于联储宽松政策的表态的预期落空，贵金属出现大幅度调整，基本回吐前期涨幅。

7月议息会议纪要中，美联储官员对于收益率曲线控制的做法仍然表现冷淡，而市场在本次议息会议之前除了寄希望于收益率曲线控制给出更进一步的表态外，还希望美联储能够强化前瞻性指引和通胀目标，尤其从近期多位联储官员的发言里面发现，联储似乎对调整通胀目标较为热衷，然而，从议息会议的决议里面并没有找到更多支持此类宽松动向的有力线索，这也导致了市场的预期出现严重落空。

展望后市，我们认为随着美国疫情的逐步受控，联储继续扩大宽松的力度并不够，但是在经济未有明显的修复之前，美联储也难以会有收紧的动作，从通胀预期的角度来看，市场此前对于流动性的驱动寄予厚望，这也能解释为啥此前通胀预期与即期通胀偏离的如此之高，当前贵金属的暴跌反应的是流动性这一逻辑驱动的逐步消退。

经济复苏，名义利率与通胀一起回升，这个阶段只要没有收紧的货币政策，对贵金属其实是偏利好的，我们仍然认为这一轮牛市没有结束。

## 策略建议：

流动性的驱动结束了，通胀的逻辑仍然在，中长期仍然看多，投资者可逐步买入

## 风险提示：

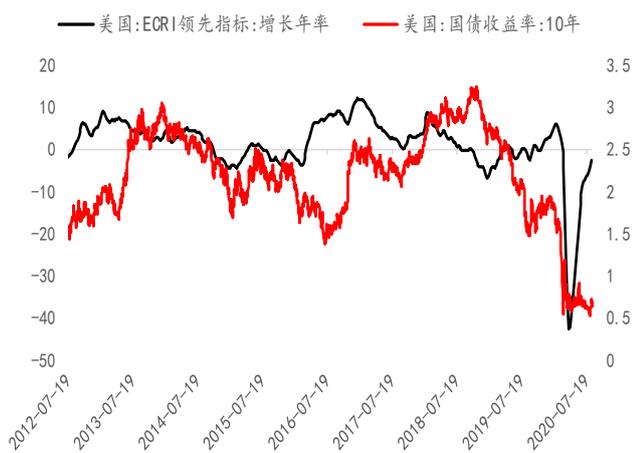


混沌天成研究院

## 一、名义利率

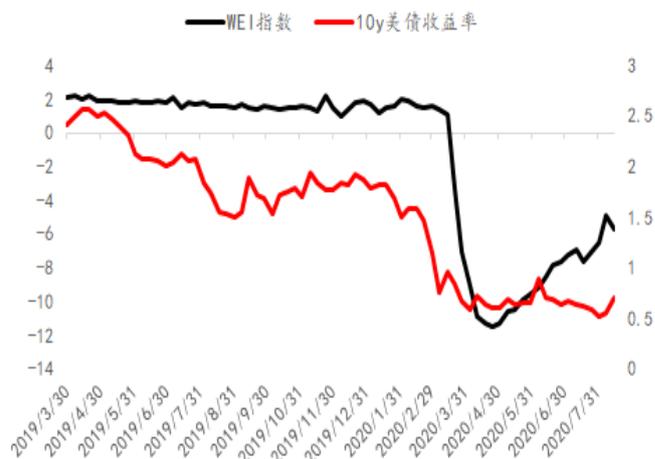
从各类相关性指标来看，无论是工业生产，还是消费，抑或是综合性的景气度指标，名义利率都有向上回升的动力；

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



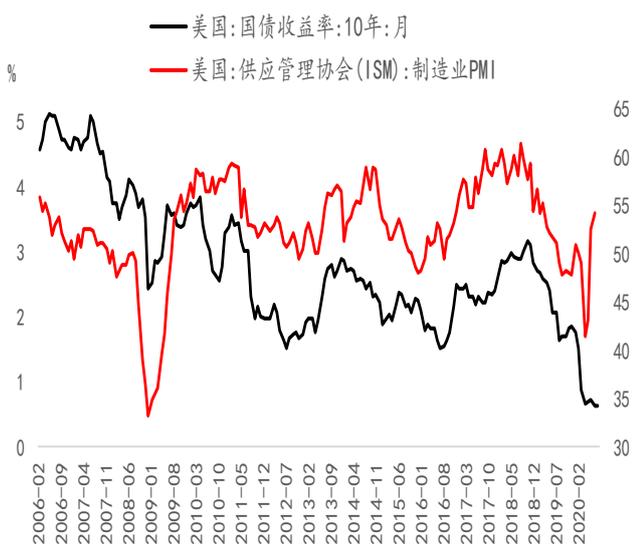
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 2: WEI 指数与美债收益率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 3: 制造业 PMI 与美债收益率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

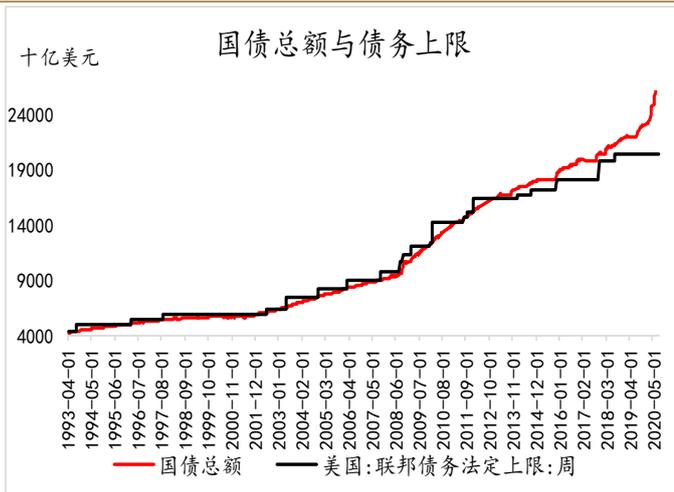
图表 4: 高频消费数据与美债名义利率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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，从而导致在复苏的时候，如果没有货币政策的配合，名义利率的回升速度不见得会比通胀跑的快，十年期国债到期收益率1%左右可能会是阶段性的上限。

图表 5：美国债发行情况



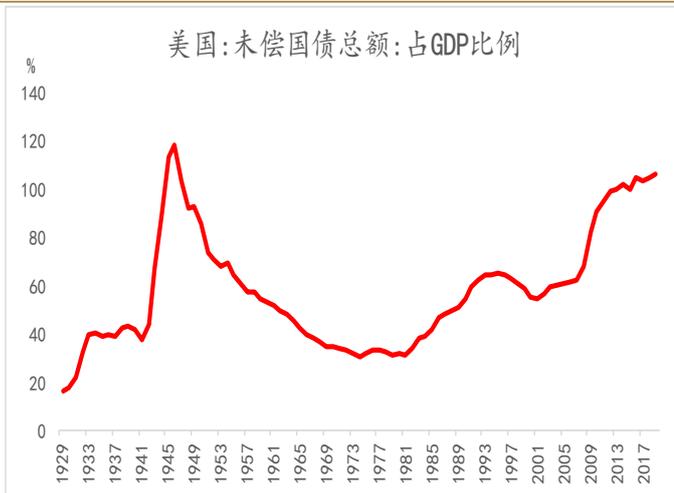
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门信贷



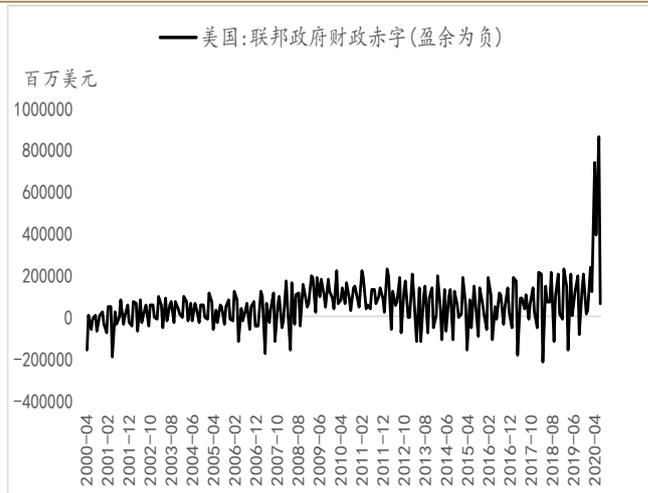
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



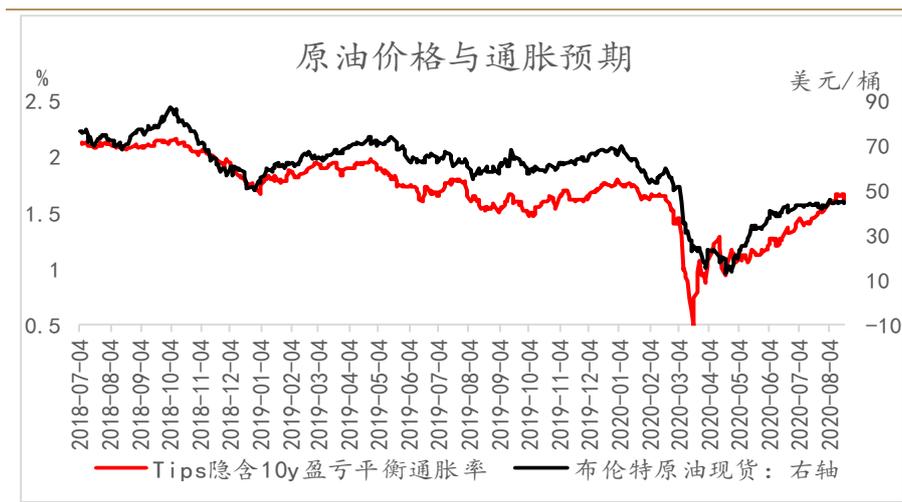
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

货币政策方面，需要关注 9 月份联储议息会议的表态，近期从诸多联储官员的表态来看，联储的表态仍然偏鸽，尚未出现大幅度转向的迹象，如达拉斯联储行长卡普兰（Robert Kaplan）周五表示，如果美国过去的通胀率持续低于 2%，美国可能现在允许通胀率提高到 2% 以上，以保持通胀率 2% 的目标。不出意外的情况下，货币政策持平的可能性最大，对于加息也没有考虑。

## 二、通胀

经济复苏除了名义利率上行外，通胀也是往上走的，原油是通胀上行的印证指标，原油的跟进也会强化通胀上行的速度；

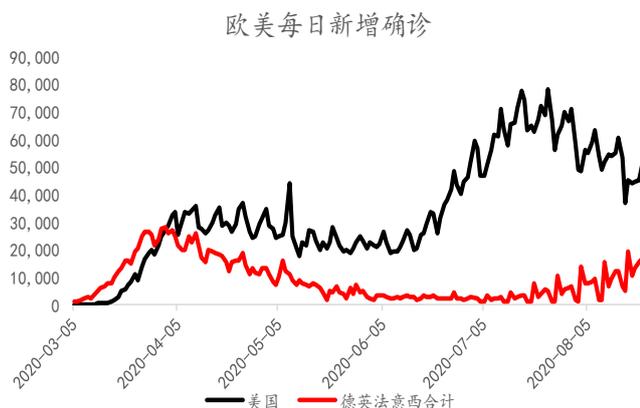
图表 9：原油价格逐并没匹配通胀预期的上行



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

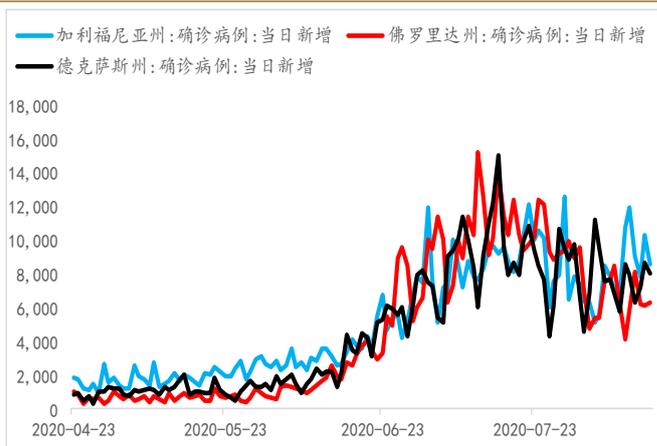
通胀的驱动来源除了原油一端带来的供给因素外，另外的主要驱动力则是经济复苏的时候，需求一端带来的拉动力，经济的萎缩是疫情带来的，经济的环比复苏速度也是受着疫情的控制影响的，美国的疫情二次抬头已经明显好转，那么经济环比复苏也基本是确定的，不确定的只是复苏的斜率能达到多少；

图表 10：欧美每日新冠新增确诊



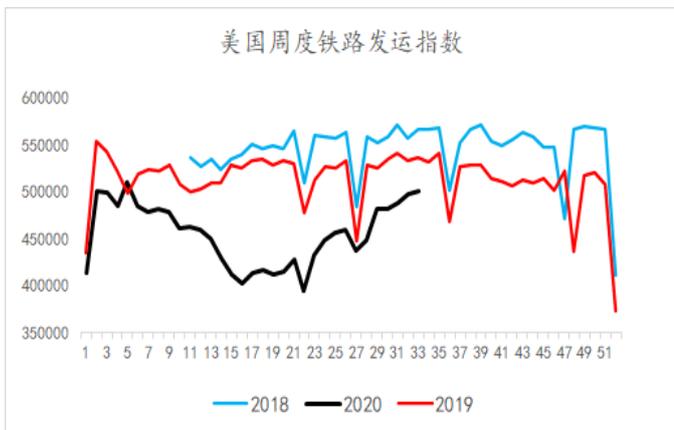
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 11：疫情严重州也已连续好转



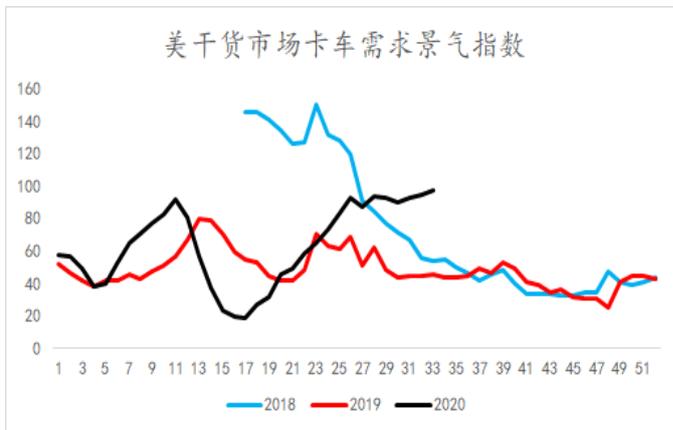
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12: 美国铁路周度发运情况



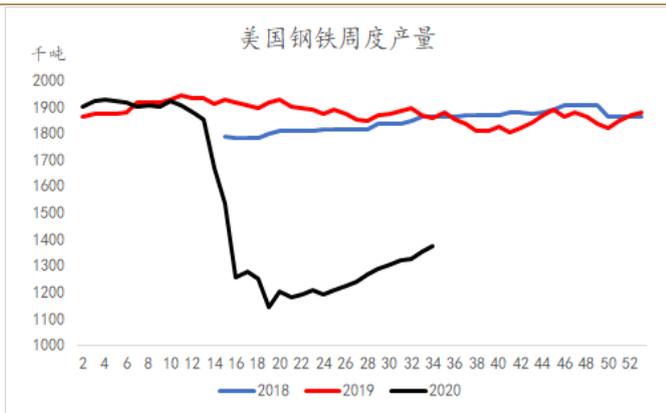
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 13: 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 14: 美粗钢生产情况



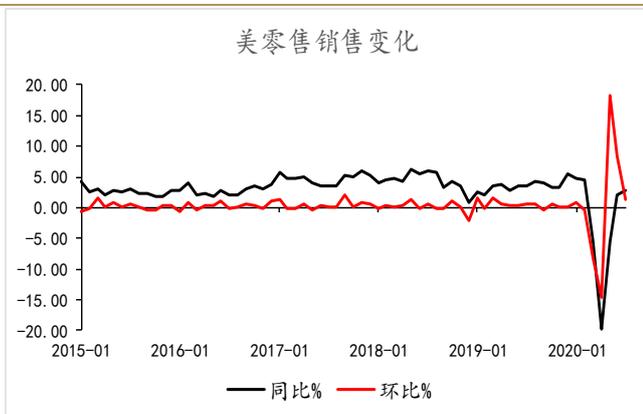
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 15: 美炼油厂开工情况



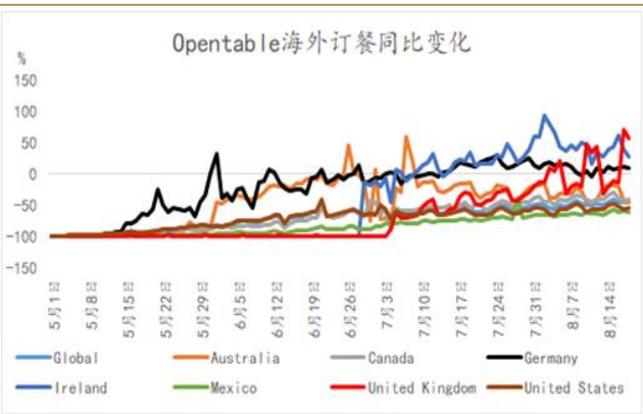
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 美零售销售变化



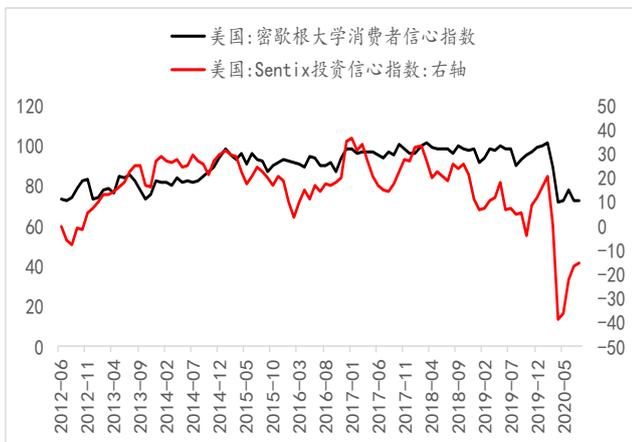
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美海外订餐情况



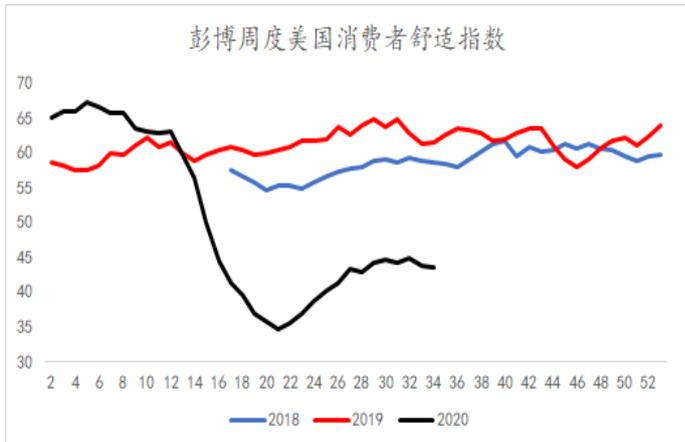
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美国消费与投资信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

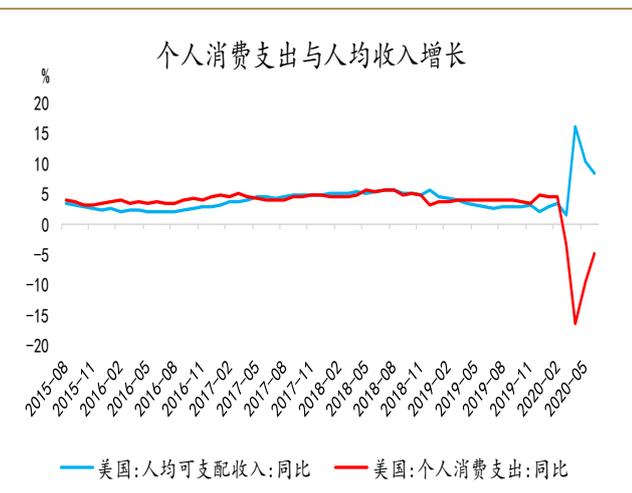
图表 19: 美彭博消费者信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

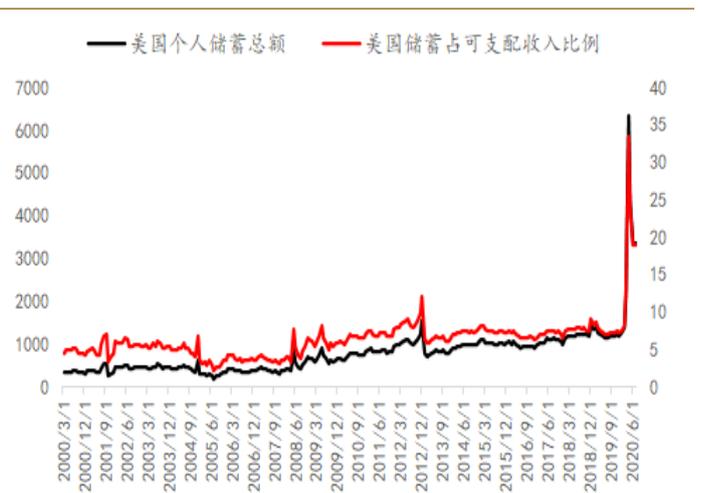
且受益于财政救济政策, 美国居民的人均可支配收入和储蓄总额在疫情期间均有所改善, 这意味着, 一旦疫情受控, 笼罩的悲观情绪消退, 则需求端可能会出现超预期的现象, 对应着通胀水平在疫情受控之后会有快速修复的可能。不过最近新一轮财政刺激迟迟未能出台, 对于需求的恢复会是一个隐患, 预计 8 月份的消费零售数据并不会特别好看, 这也会拉低需求端恢复的斜率。

图表 19: 美国人均可支配收入



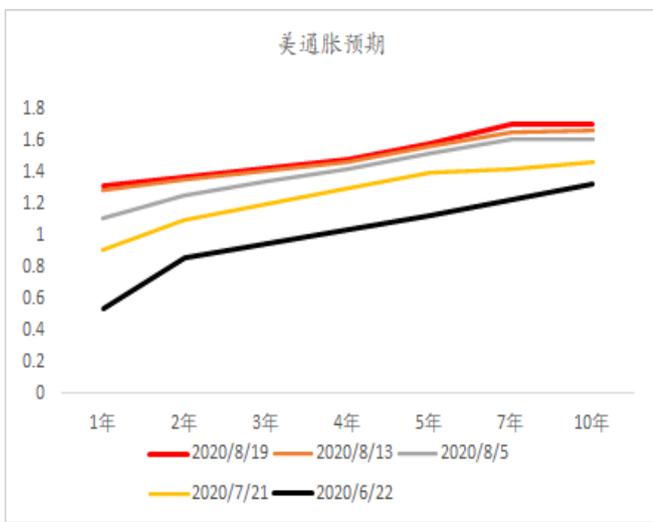
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

通胀上行的环境下，通胀预期的表现也不至于太差，这种环境只要没有收紧的货币政策，对于贵金属的驱动是偏强的。

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



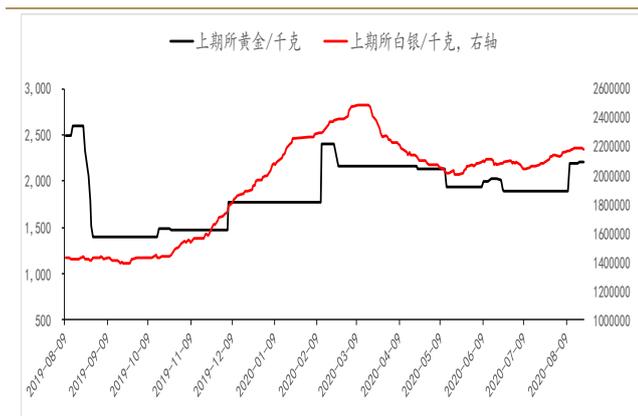
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

### 三、其他数据监控

白银的交易所库存在持续累库，无论是国内还是 COMEX，这反映的是此前的暴涨更多的是投资需求所推动，对应的是全球白银 ETF 的持仓量的暴涨；

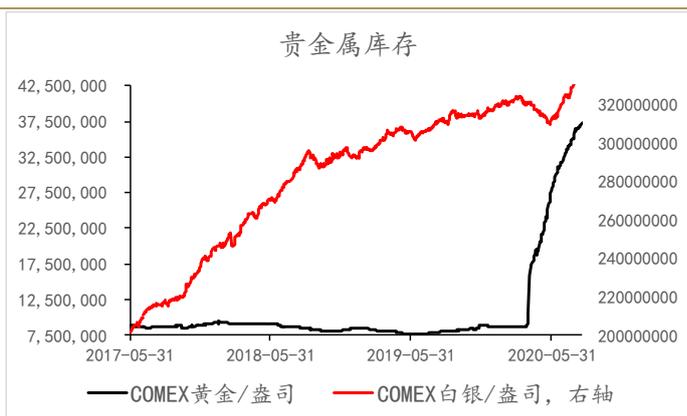
而随着贵金属的调整，CFTC 的持仓数据却显示主力开始进行抄底的布局。

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



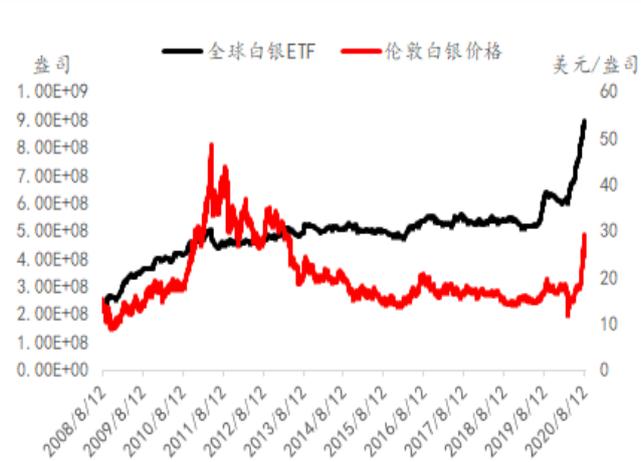
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 27：黄金 ETF



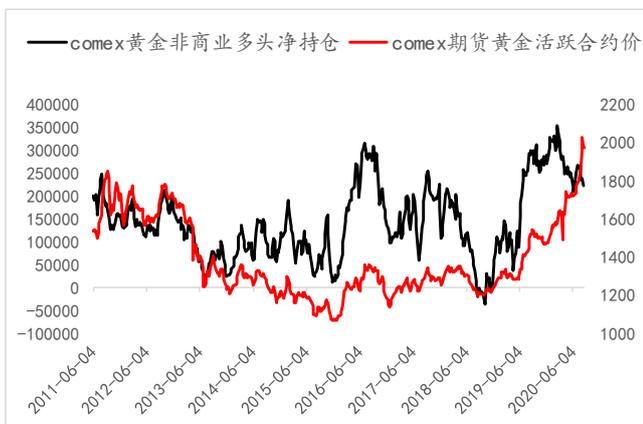
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：白银 ETF



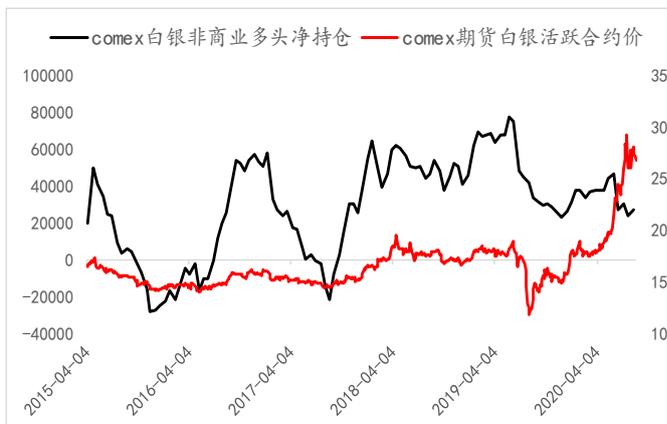
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29: 黄金投机多头净持仓



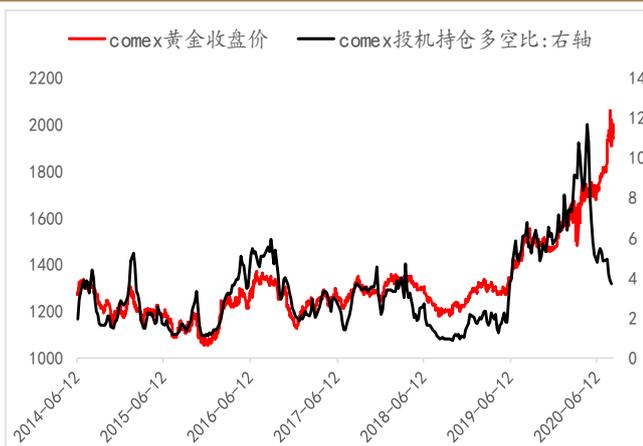
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 白银投机多头净持仓



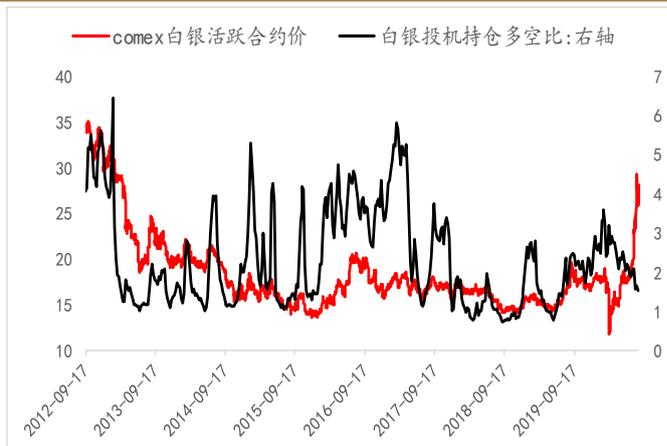
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 黄金多空比



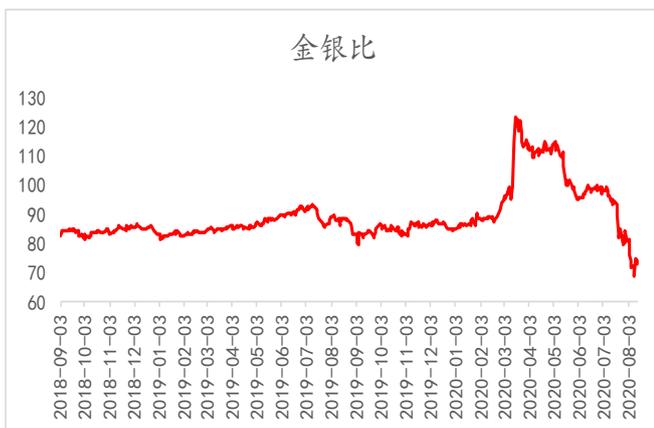
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银多空比



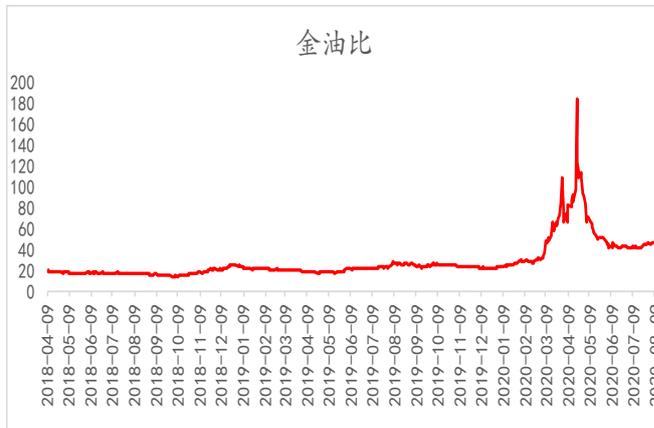
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 伦敦现货金银比



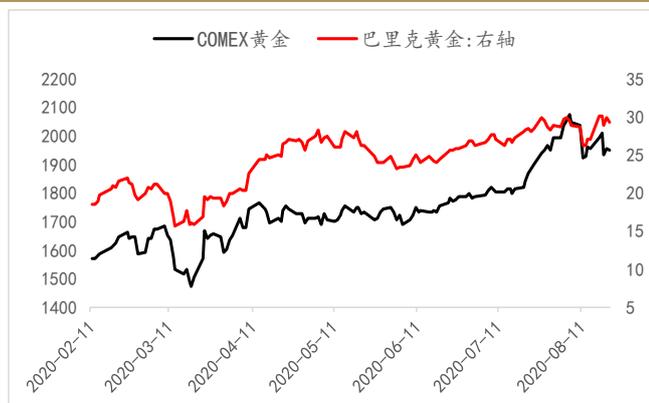
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 伦敦金与布伦特原油



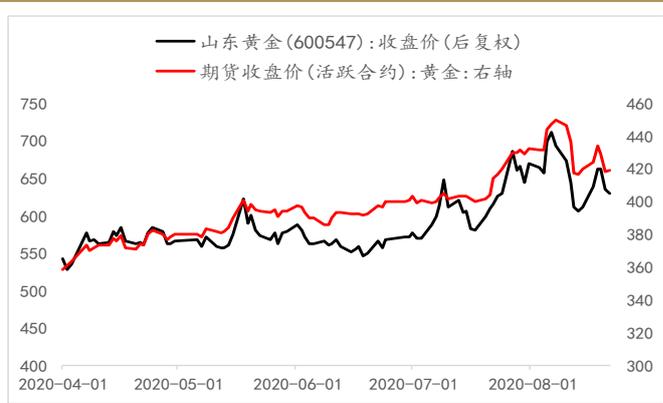
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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