

黄金还好，提防白银

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：

用一句话来总结近期贵金属与商品的行情，就是“前期通胀预期打的太满而实际需求恢复的太慢”，原油是实际需求恢复的一个综合性指标，调整的强度也是最为剧烈；在原油供给端无大故事的情况下，通胀预期就等于需求预期，之前通胀预期走的非常高，是大家觉得放了这么多钱，未来需求迟早要起来，未来会把商品价格给拉上去，加上资金利息成本很低，所以囤货的现象，在很多商品里面都会有发生；但是，需求的恢复如果迟迟不及预期，就会导致依靠通胀预期和囤货需求支撑的那部分价格受到重大打击，当前就处在这样的状态之中；对贵金属而言，调整的程度其实并不如有色等工业品，从实际利率的角度看，需求恢复慢拖累了通胀预期，但也因此会拖累美债的收益率，所以实际利率涨幅相对有限，白银因为工业属性的原因，表现要比黄金差一些。

后续走势来看，可能性分为两种，一种是经济基本面的恢复持续超预期，那么意味着存量的货币政策足以用来经济恢复，对应着通胀继续回升，通胀预期重拾上升动力，贵金属继续上行，第二种是经济基本面持续弱势，则意味着当前的货币政策不足以令经济快速恢复，那么通胀预期可能会有小幅下行，带动贵金属继续延续调整，直到联储表态继续加强货币政策的刺激，然后贵金属回到多头的方向中。

策略建议：

无论是第一种还是第二种还是两者的结合，对黄金来说短期影响有限，且中长期都是利好，因此我们认为这是逐步建立长线多单的机会，白银可能会受到工业品的短期拖累，因此操作上需要谨慎。

风险提示：

经济恢复严重不及预期，通胀预期大幅回落

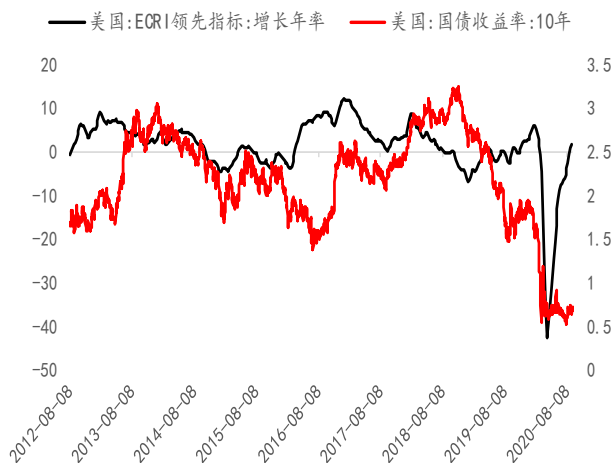


混沌天成研究院

一、名义利率

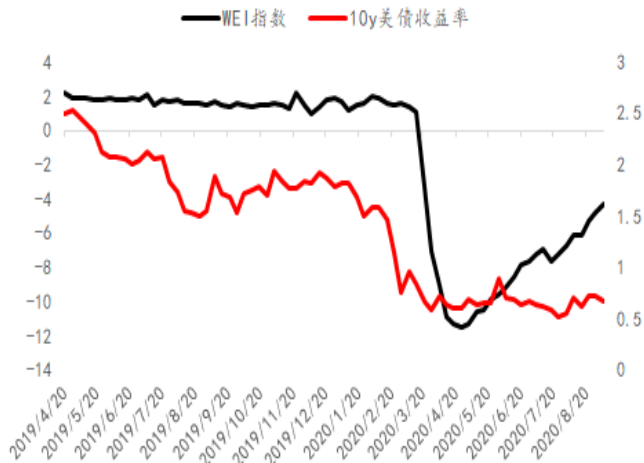
如果是从各类相关性指标来看，工业生产，还是消费，亦或是综合性的景气度指标，名义利率都有向上回升的动力；

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



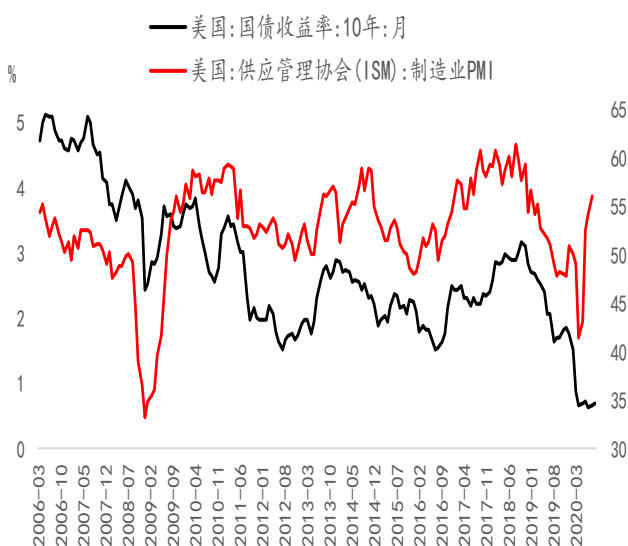
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：WEI 指数与美债收益率



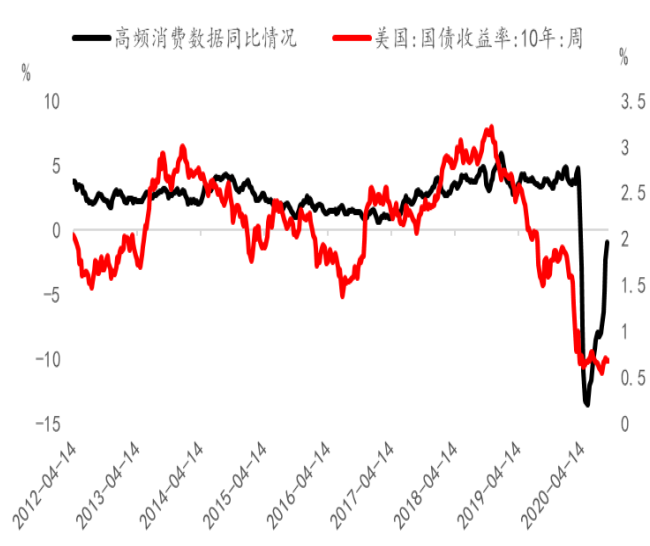
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

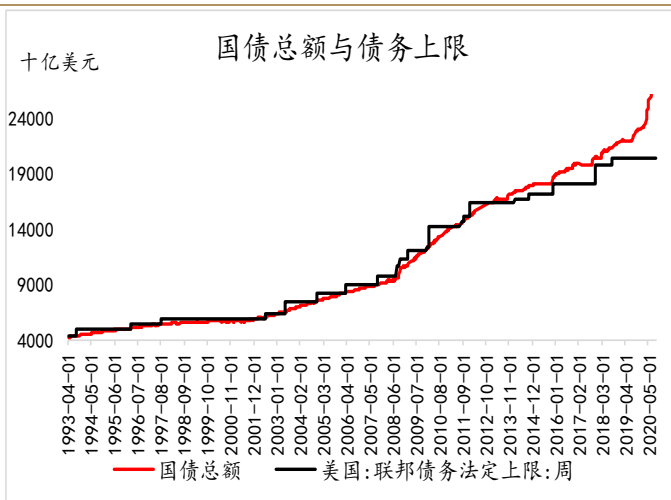
图表 4：高频消费数据与美债名义利率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

之所以没有涨，是因为美联储到目前货币政策上仍然没有收紧的意思，美联储对于通胀评估框架的偏鸽派表态，其实就是在传达在货币政策的角度上不会过早的采取行动，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，我们判断只要没有明显的加息和收紧举措，即便后期经济加速回升，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，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



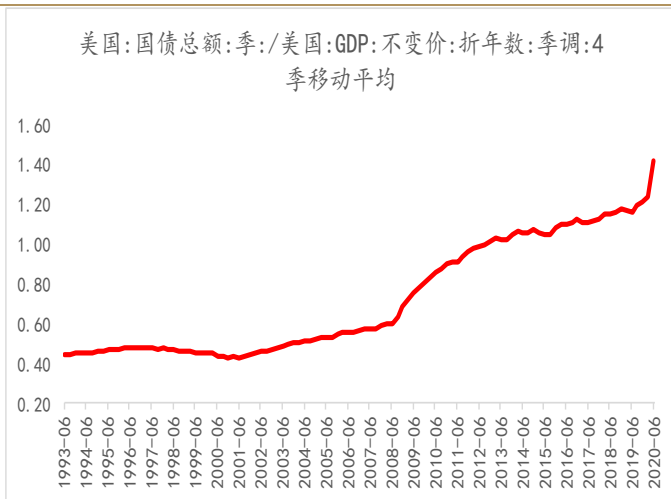
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门信贷



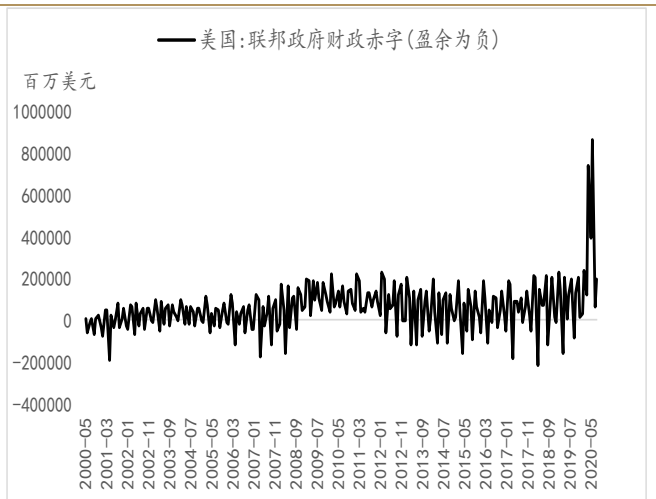
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



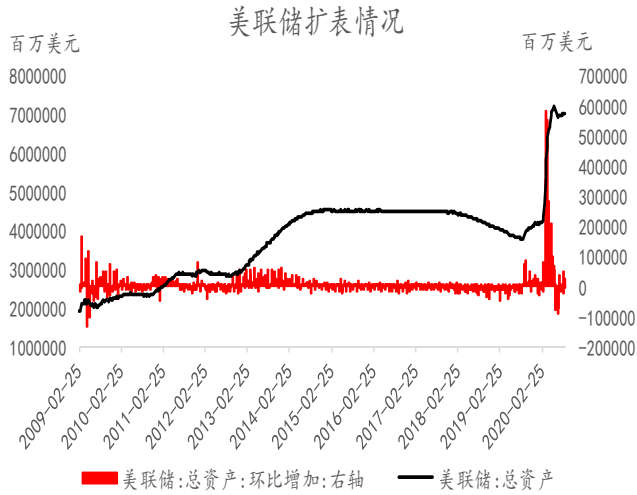
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



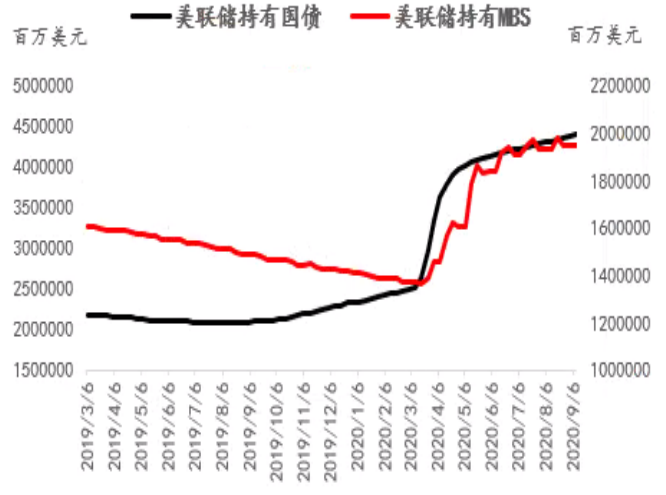
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



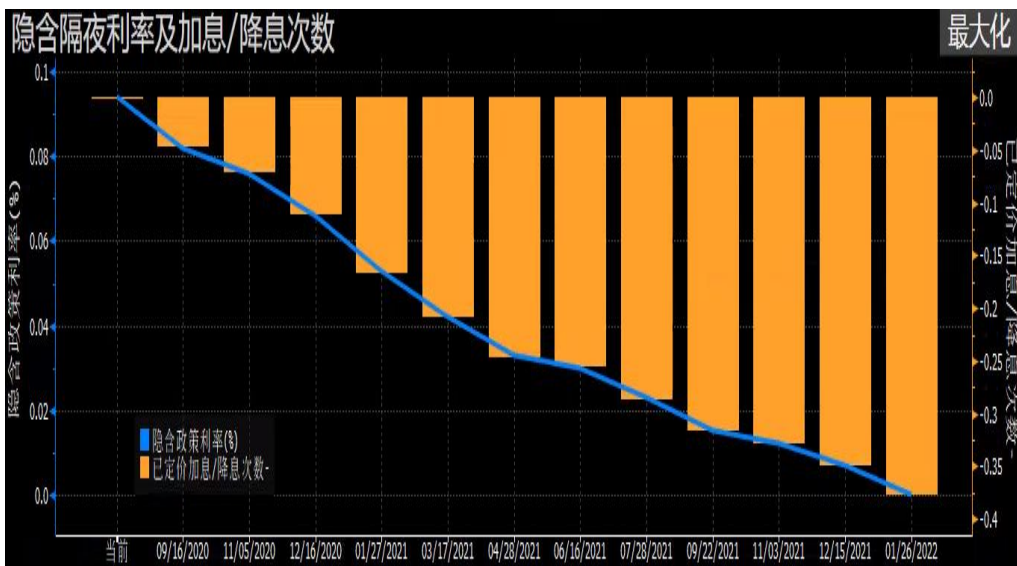
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 10：但资产购买还在继续



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 11：利率期货市场预计美联储直到 2022 年才可能会有加息动作

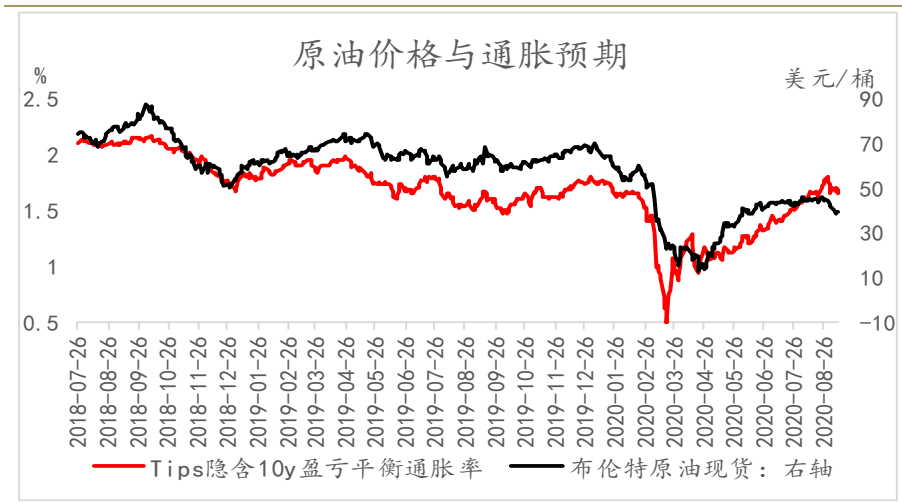


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

原油跳水，会强化对通胀预期的拖累。

图表 12：原油价格与美国通胀预期

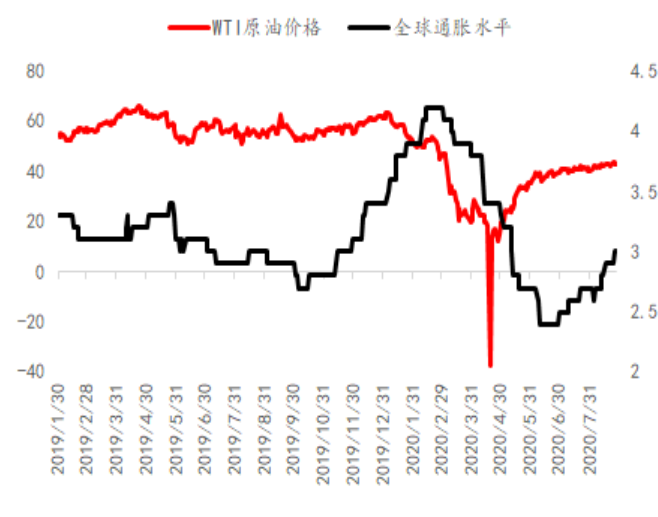


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

通胀预期已经回到了疫情之前，即期通胀水平才修复三分之一。

图表 13：通胀与通胀预期变化

图表 14：全球通胀水平与原油价格变化

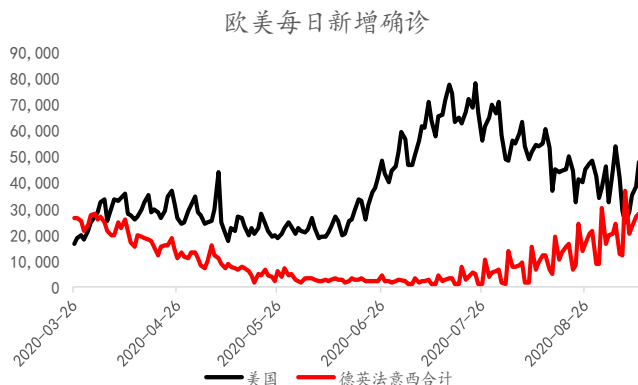


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

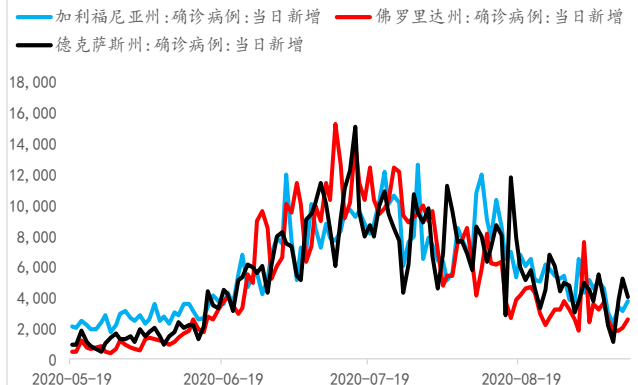
通胀是需求的一个综合性指标，经济的萎缩是疫情带来的，经济的环比复苏速度也是受着疫情的控制影响的，美国的疫情二次抬头已经明显好转，那么经济环比复苏也基本是确定的，不过近期各类高频指标显示环比改善的斜率开始放缓，无论是工业生产还是投资消费都有这个迹象。

图表 15: 欧美每日新冠新增确诊



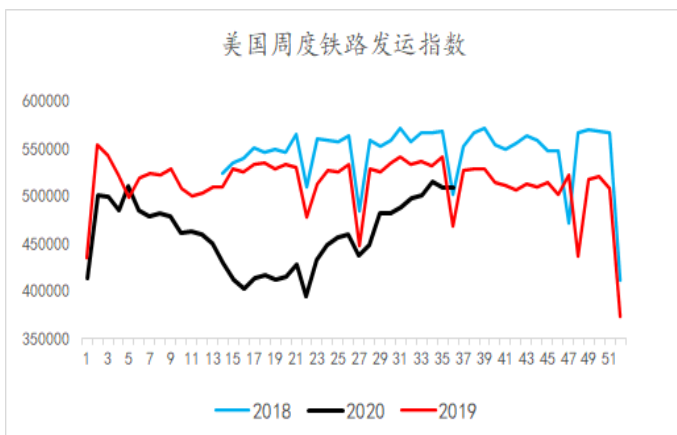
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 疫情严重州也已连续好转



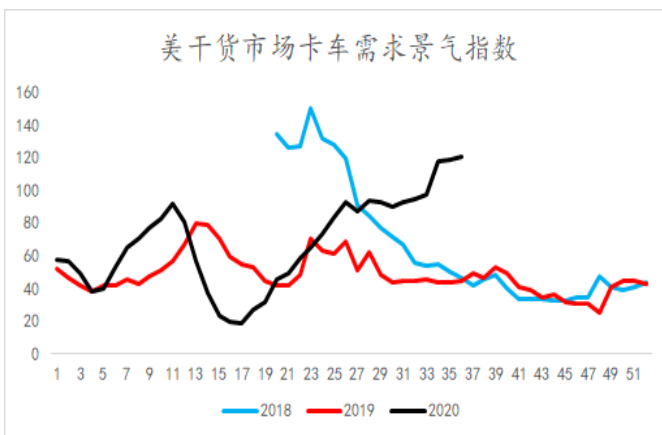
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美国铁路周度发运情况



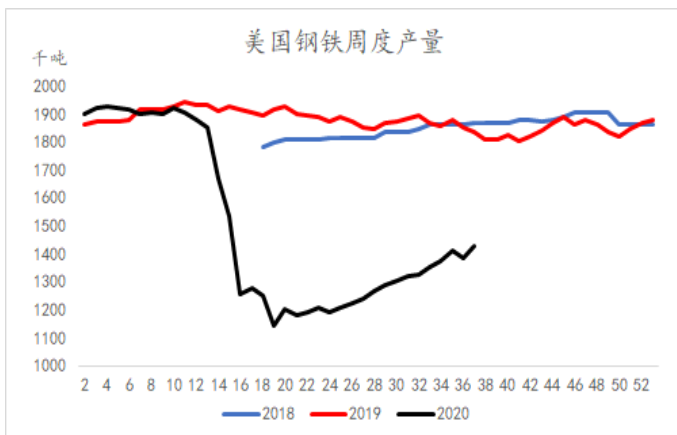
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美卡车市场需求景气指数



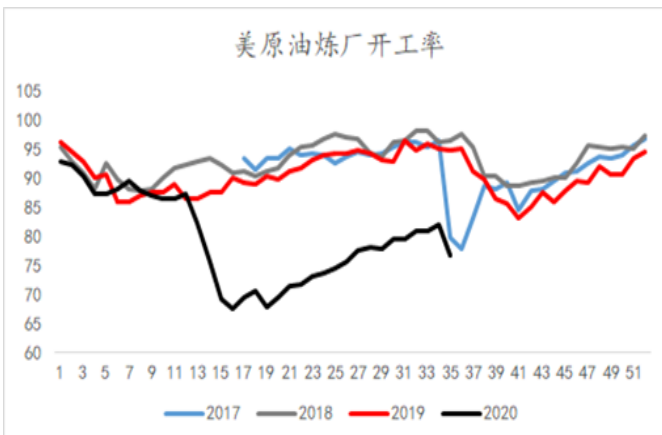
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 美粗钢生产情况



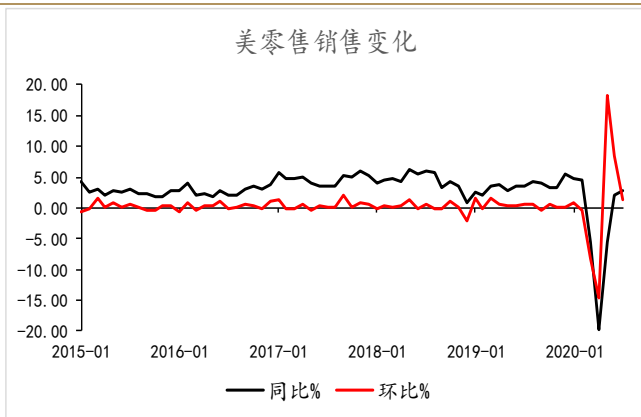
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美炼油厂开工情况



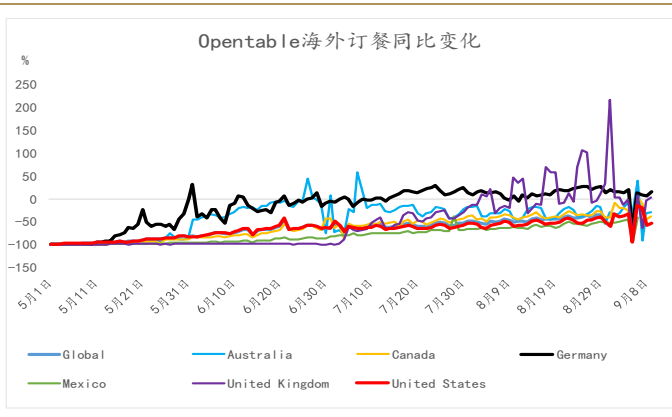
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美零售销售变化



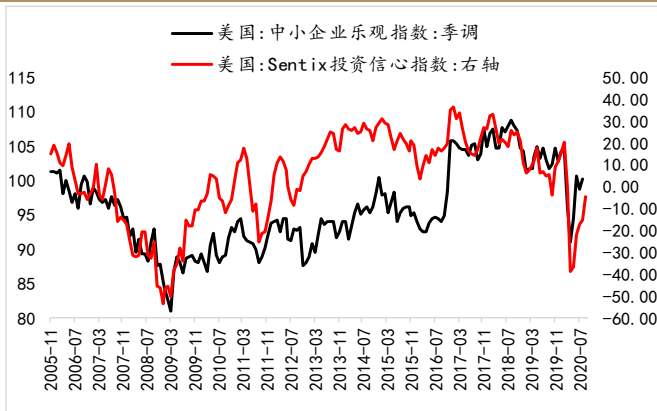
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 海外线上订餐情况



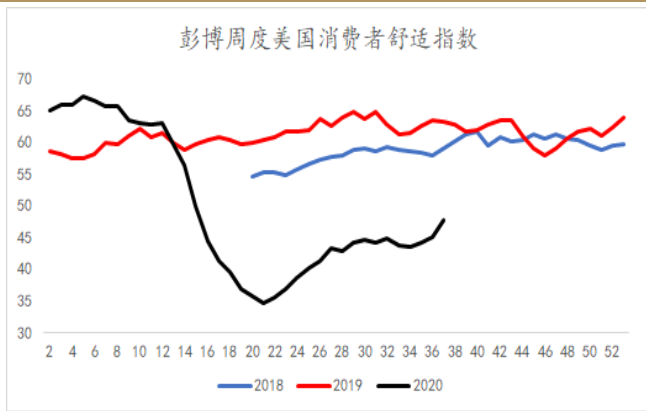
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 美国消费与投资信心指数



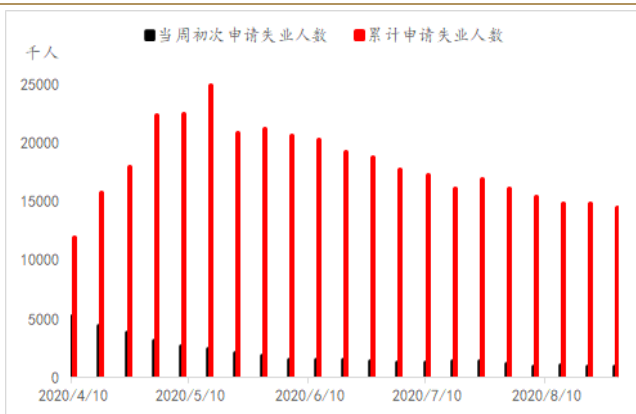
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 美彭博消费者信心指数



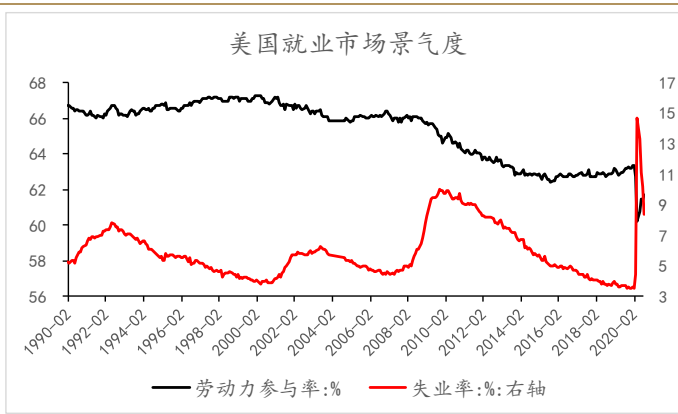
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 美国失业高频数据



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 美国劳动市场景气度



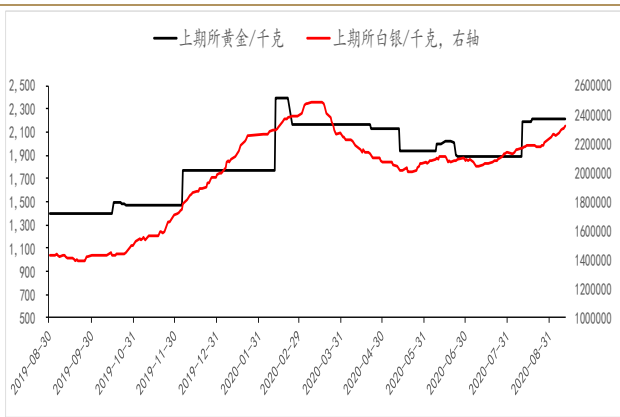
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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；

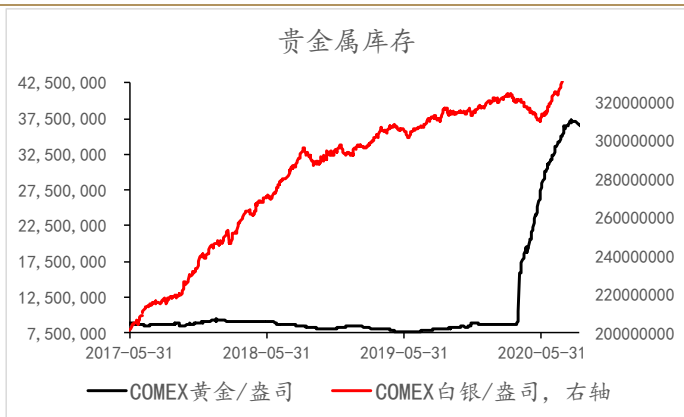
而随着贵金属的调整，CFTC 的持仓数据却显示主力持仓此前减持的迹象开始明显放缓，甚至开始出现了加持的现象；

图表 27：上期所库存



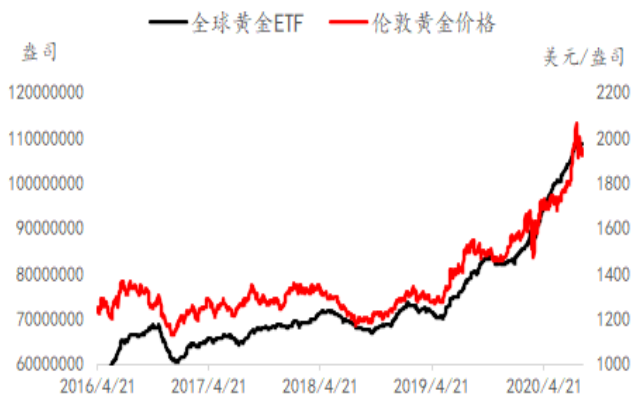
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：Comex 库存



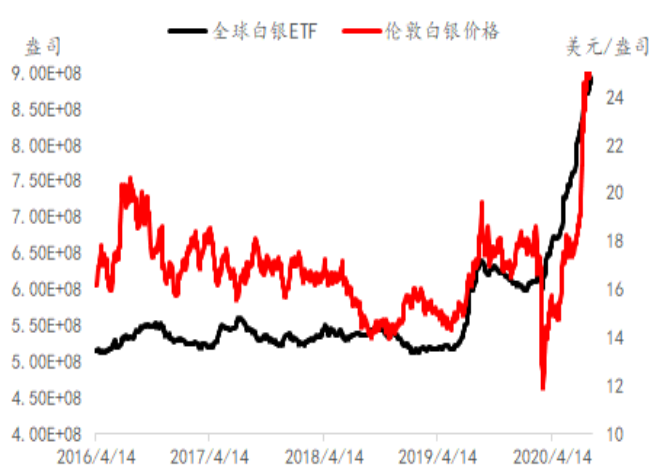
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29：黄金 ETF



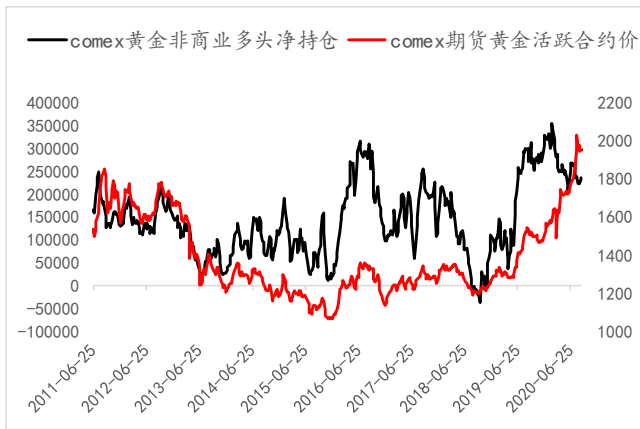
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：白银 ETF



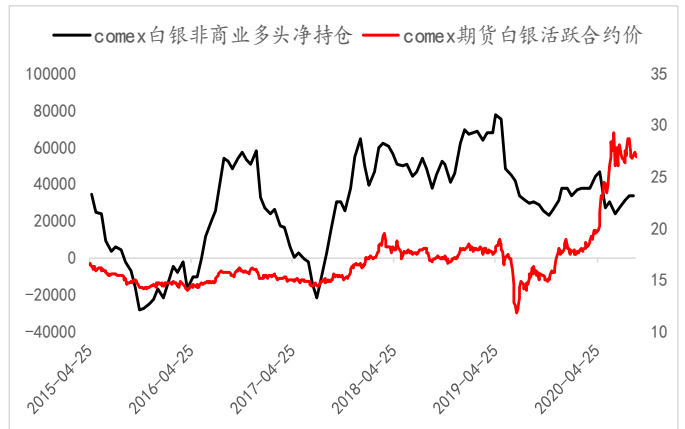
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31: 黄金投机多头净持仓



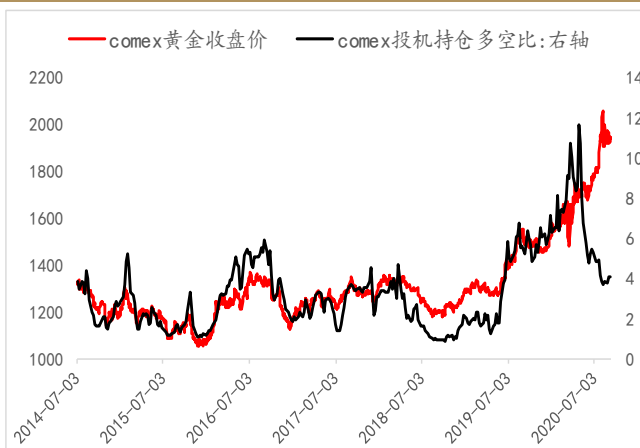
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银投机多头净持仓



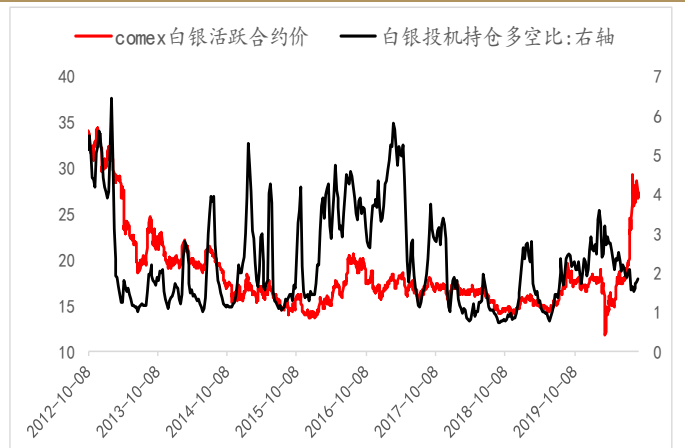
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 白银多空比



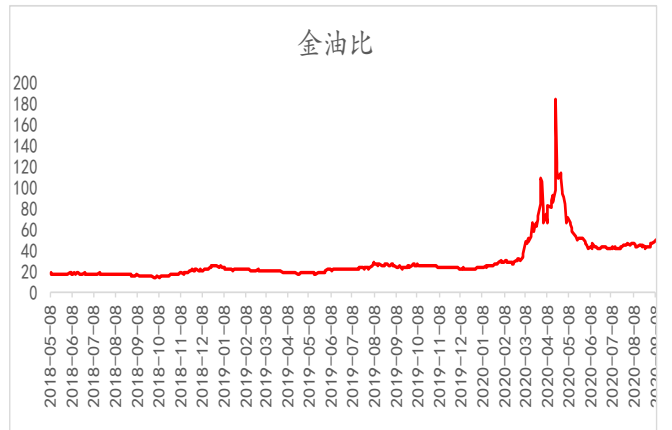
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 伦敦现货金银比



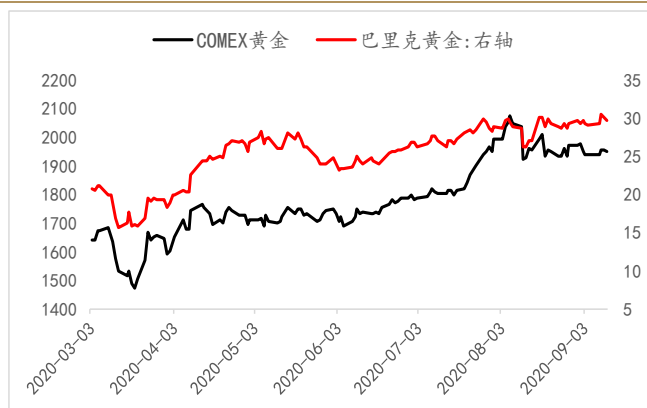
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 伦敦金与布伦特原油



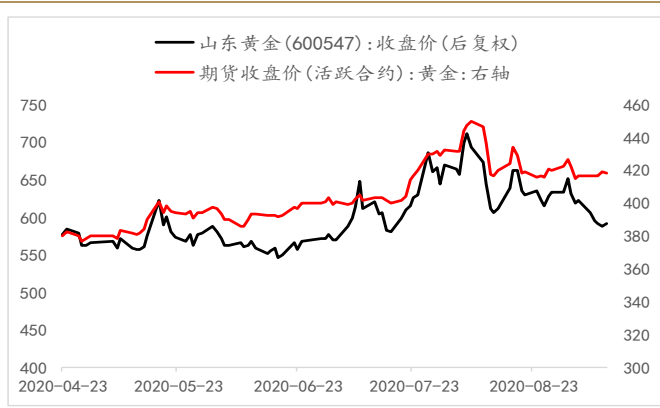
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 巴里克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 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