

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

黄金逐步抄底，白银暂时观望

核心观点：

白银本周暴跌，具体的驱动来看，宏观上，需求尤其是欧美的需求恢复的速度没有匹配上之前的通胀预期，所以导致了高估的预期被打下来，这种环境下，基本面越差的商品其实跌的会越多，白银的库存无论是国内和国外过去半年迅速高企，背后代表着是疫情下白银的消费和工业需求的低迷，这也是为啥白银能比黄金弱那么多。之所以需求如此低迷但前期白银暴涨的时候能比黄金强那么多，主要的原因我们认为来自于囤货需求。囤货需求加剧了白银的波动，使得涨的时候涨的很猛，高位下跌的时候会加剧囤货需求释放，令其跌的更凶。

说回欧美经济恢复情况，如果实际需求仍然迟迟不能改善，那么欧美央行势必没法坐视不理，进一步扩大货币政策刺激以及相应的财政继续发力势必又会成为重要选择，如果是这样的话，贵金属长线就还有空间；那如果之后需求恢复的好呢，那就意味着通胀之后会逐步起来，通胀预期会随着经济的恢复同步继续上行，美联储已经提升了通胀的容忍框架，因此这种环境也是利好贵金属的。长线的逻辑仍然是看多，那么问题就是，什么时候可以抄底。信号是要么需求明显差，或者是需求明显好，供给无故事下，国外的需求风向标是原油，在货币不继续大幅度宽松的力度下，经济基本面的参考方向可以是股市，所以，当欧美股市以及原油跌到进一步的刺激政策出来，或者欧美股市和原油弱势反转的时候，那个位置贵金属也会同步转折，会是较为安全的抄底位置。

策略建议：

长期看涨，短期驱动不强，内盘黄金400的位置可逐步买入，白银暂时观望

风险提示：

经济恢复严重不及预期，通胀预期大幅回落



一、名义利率

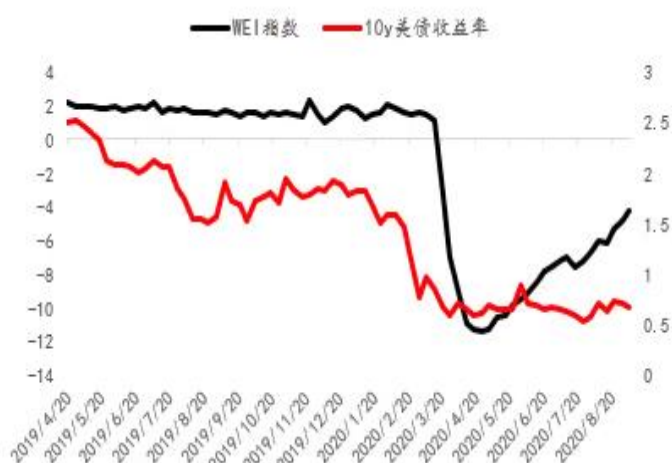
国债收益率短期内受到货币政策和流动性影响，中长期跟经济景气度相关，而无论是从工业生产还是消费等角度，美国的国债收益率其实都有上升的动力；

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



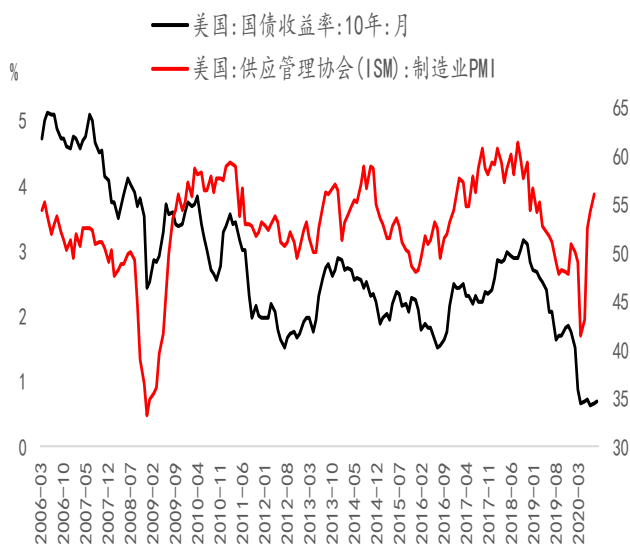
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

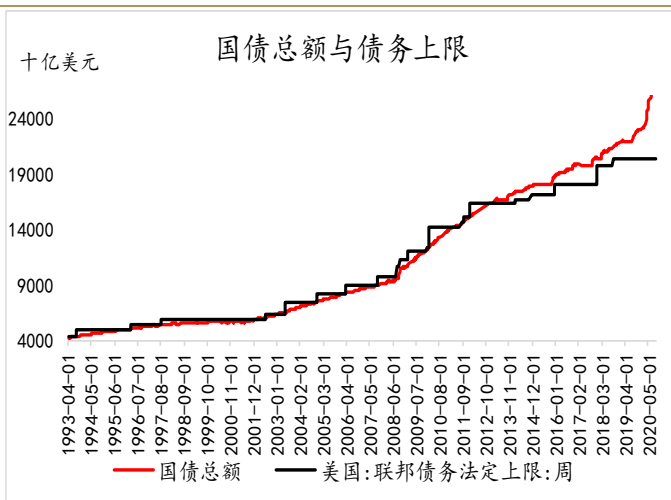
图表 4：高频消费数据与美债名义利率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

但是目前国债实际的收益率与经济景气度其实出现了历史上罕见的背离，这主要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



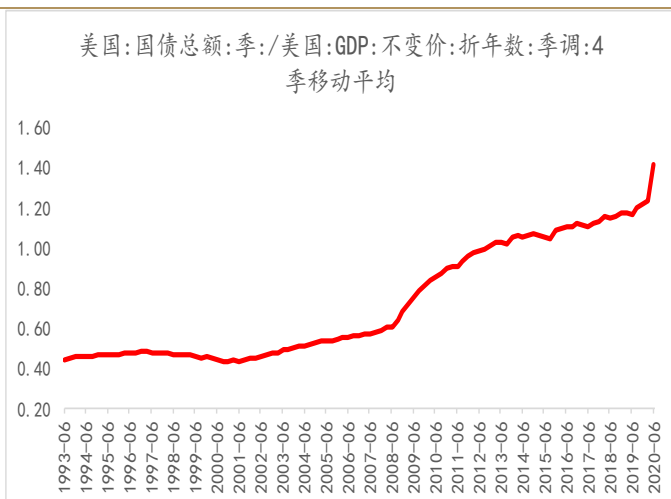
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门信贷



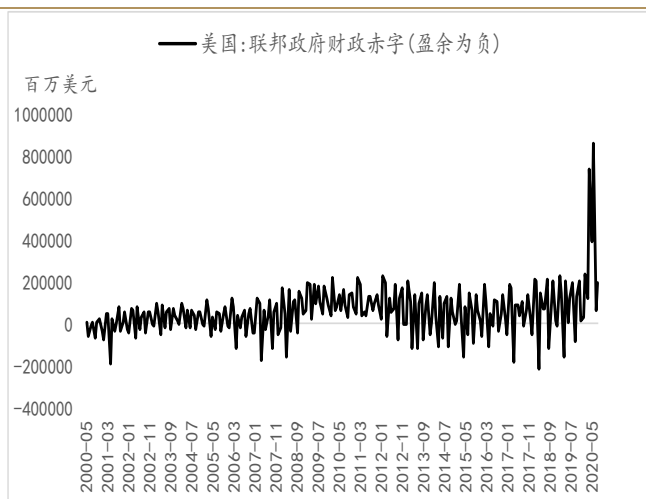
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



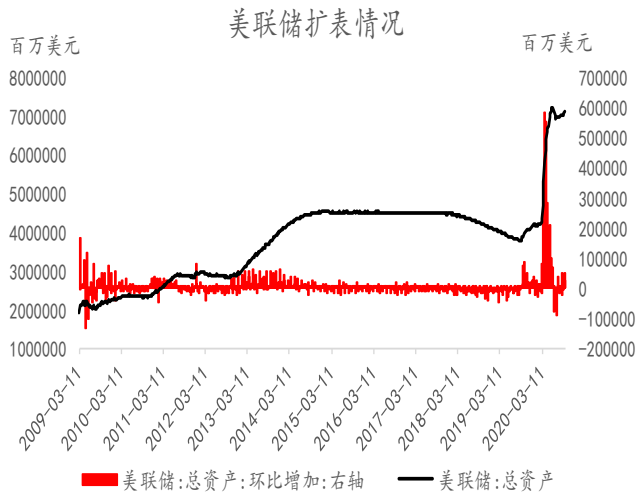
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



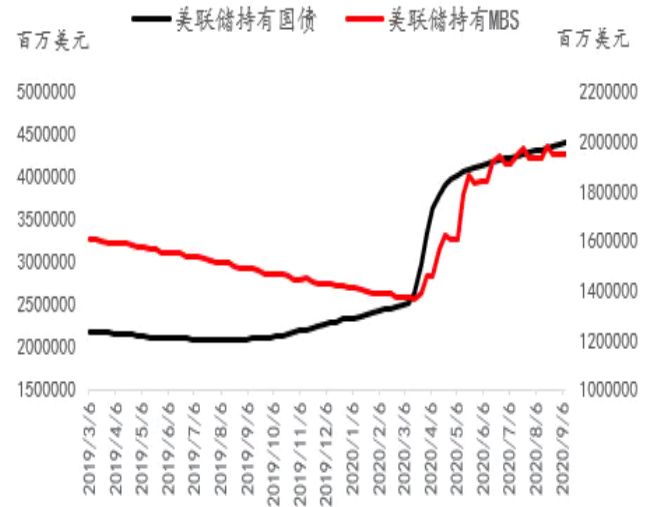
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



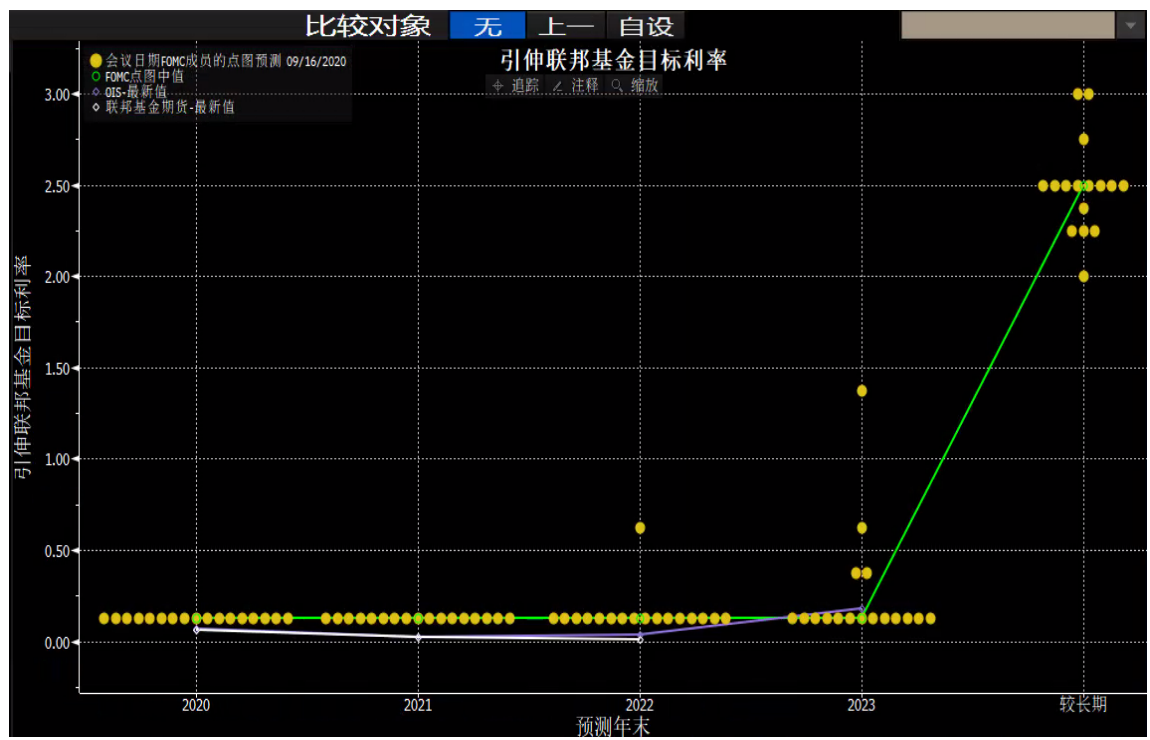
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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：美联储最新一期点阵图显示直到 2022 年才会考虑加息的操作

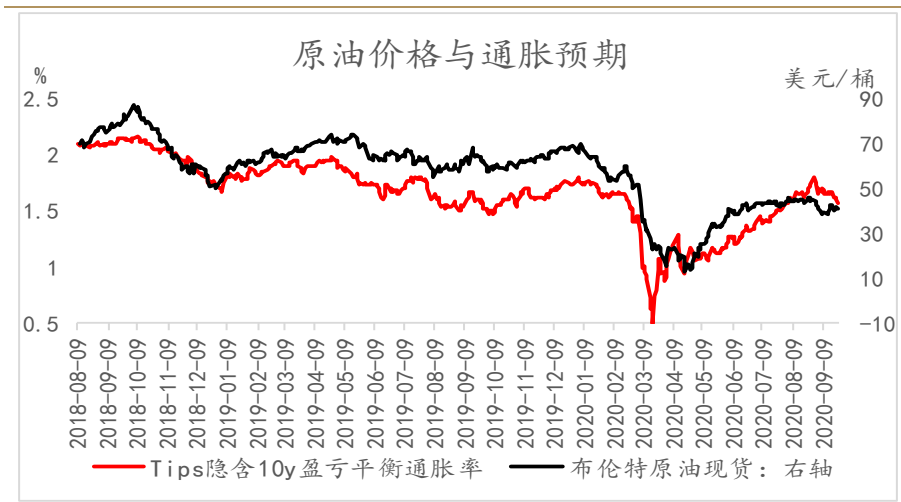


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

原油价格维持震荡，通胀预期本周快速回落；

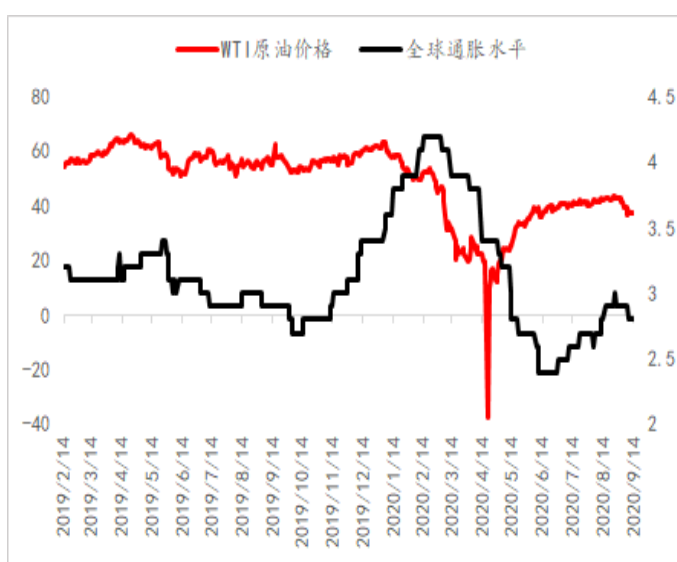
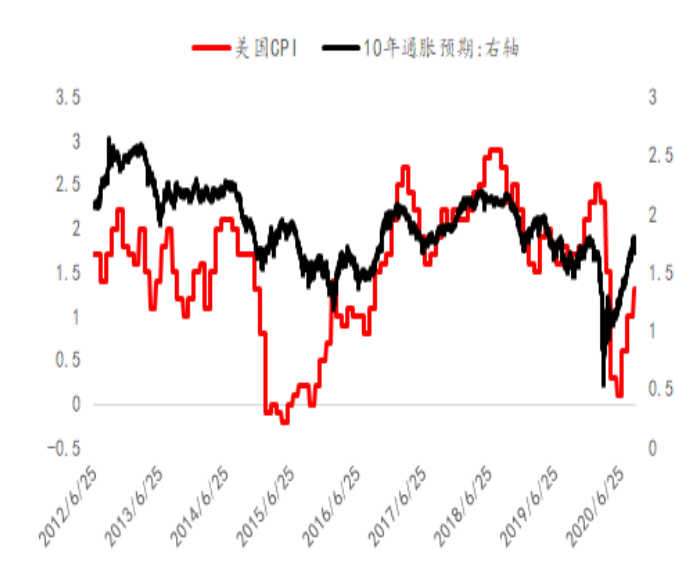
图表 12：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

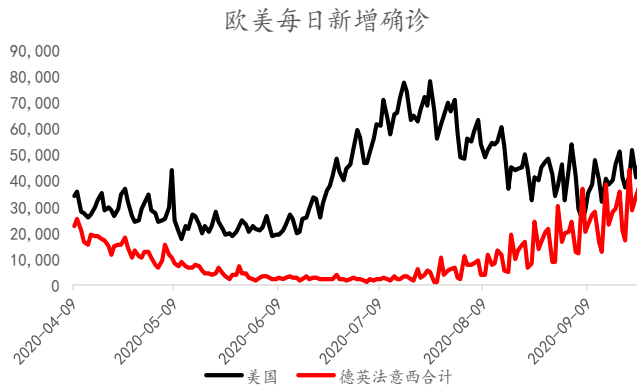


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

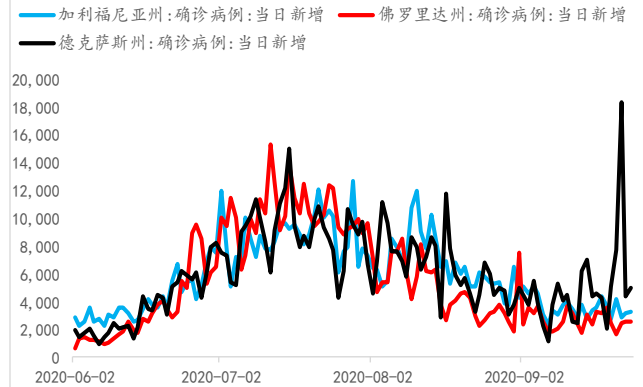
通胀是需求的一个综合性指标，经济的萎缩是疫情带来的，经济的环比复苏速度也是受着疫情的控制影响的，美国的疫情二次抬头已经明显好转，那么经济环比复苏也基本是确定的，不过近期随着财政刺激迟迟缺位各类高频指标显示环比改善的斜率开始放缓，无论是工业生产还是投资消费都有这个迹象，叠加欧洲市场疫情抬头，此前过高的通胀预期下杀带动商品和股市全面调整。

图表 15: 欧美每日新冠新增确诊



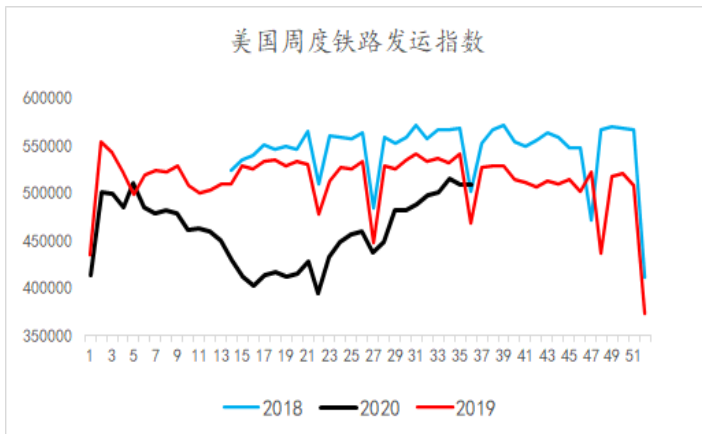
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 疫情严重州也已连续好转



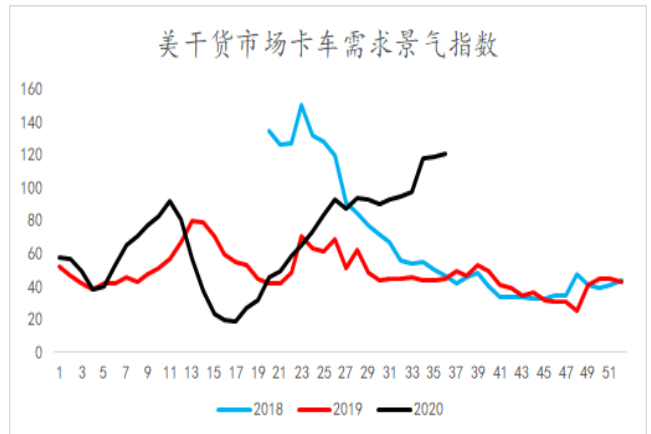
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美国铁路周度发运情况



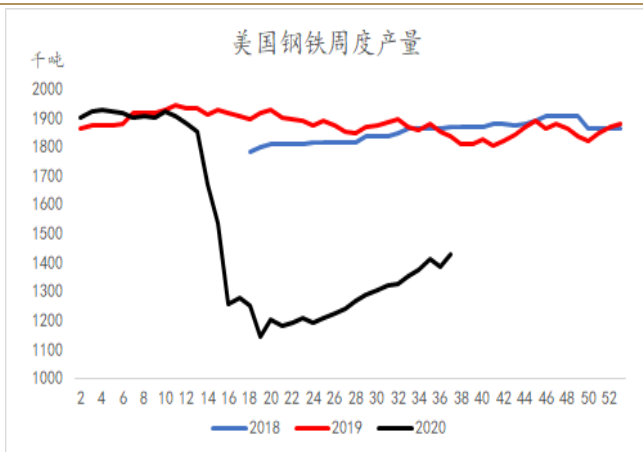
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美卡车市场需求景气指数



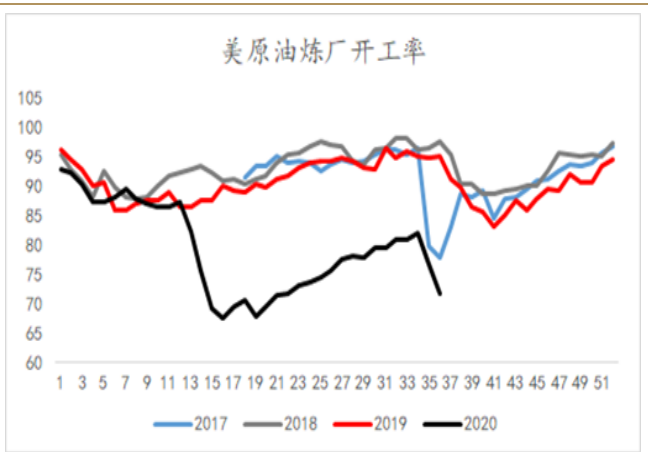
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 美粗钢生产情况



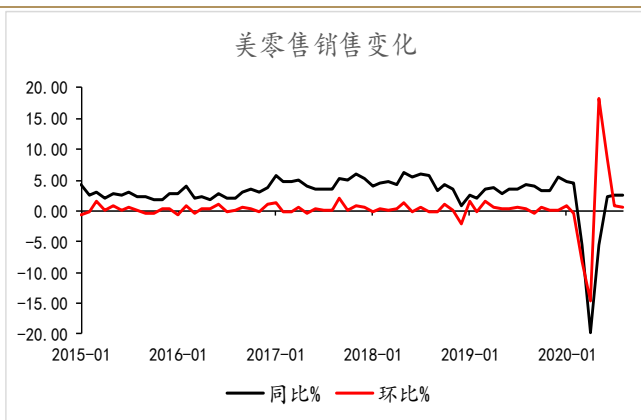
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美炼油厂开工情况



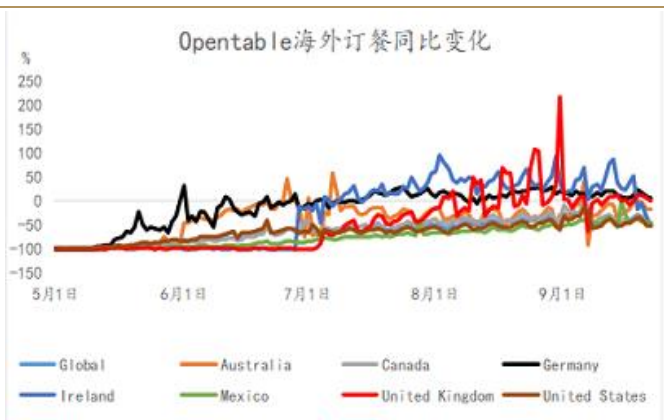
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美零售销售变化



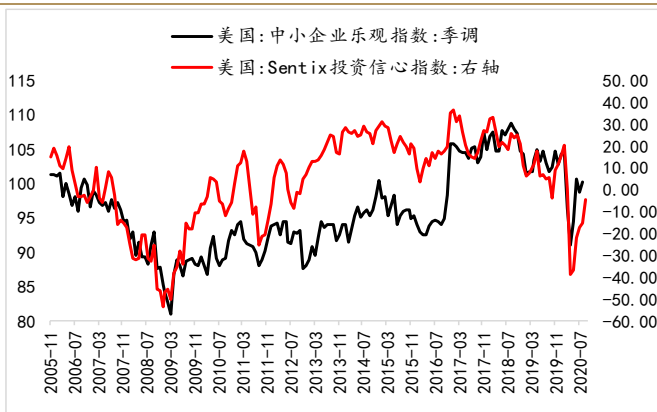
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 海外线上订餐情况



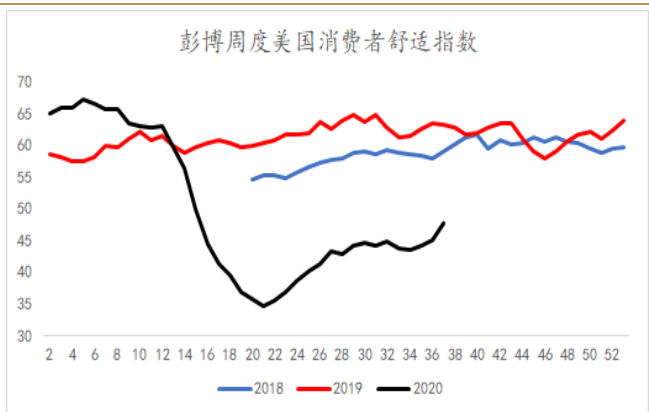
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 美国消费与投资信心指数



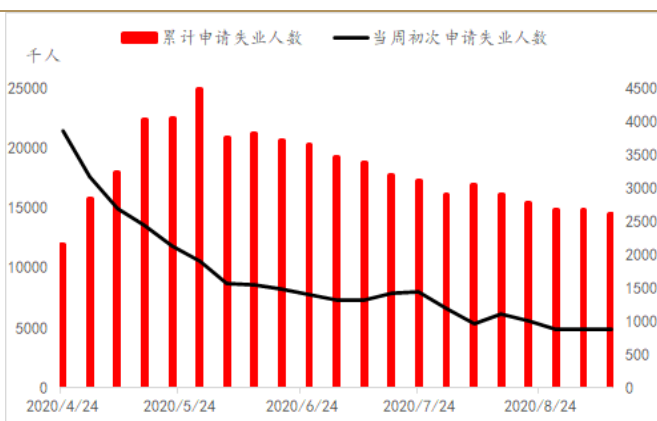
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 美彭博消费者信心指数



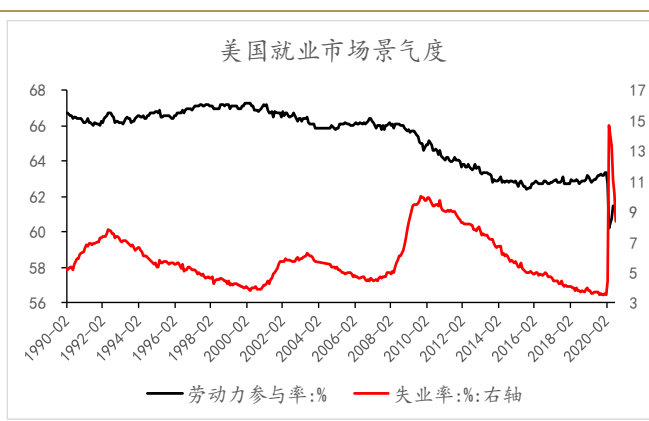
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



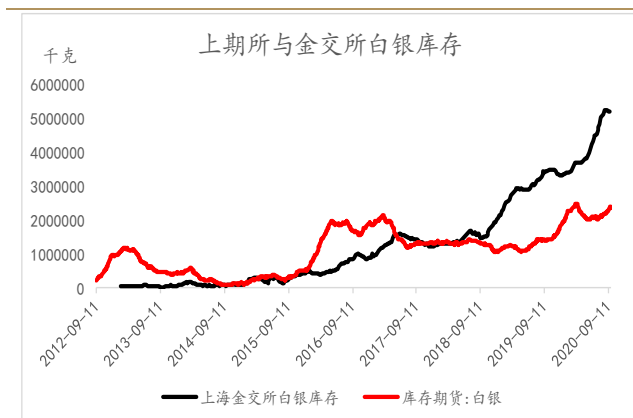
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

白银的交易所库存在持续累库，国内库存在最近几个月快速走高，原因是疫情导致国内需求以及出口量大幅受损，而生产基本能够维持正常运转；

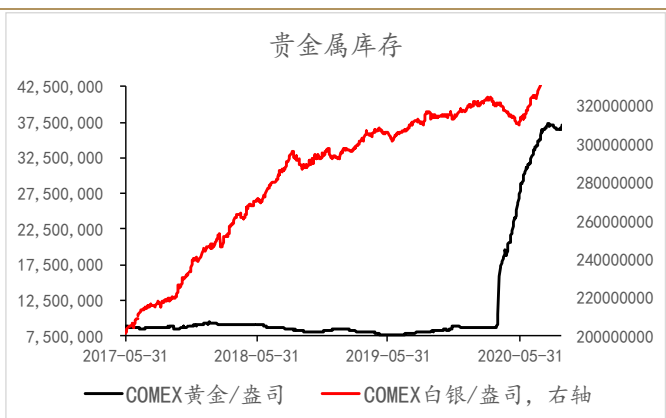
随着贵金属的调整，CFTC的持仓数据却显示主力持仓此前减持的迹象开始明显放缓，甚至开始出现了加持的现象，CFTC主力持仓一般会与贵金属走势强相关，甚至部分时候会有领先的可能；反应投资需求强弱的贵金属ETF随着价格回调有小幅回落，但整体并不明显。

图表 27：国内白银库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：Comex 库存



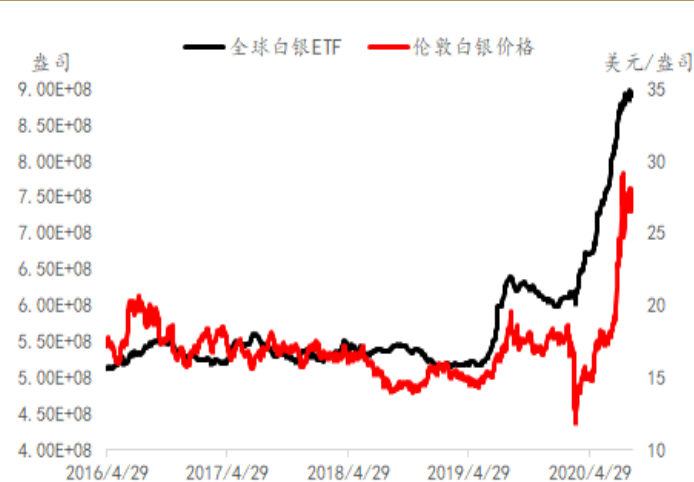
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29：黄金 ETF



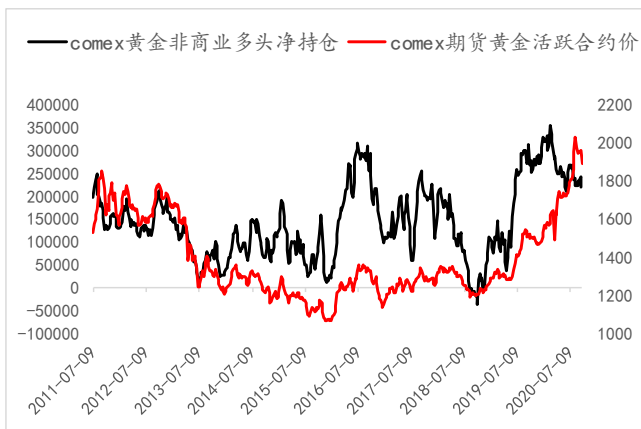
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：白银 ETF



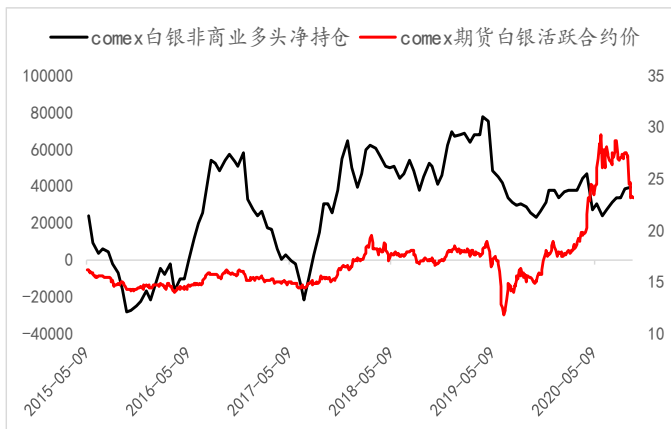
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31：黄金投机多头净持仓



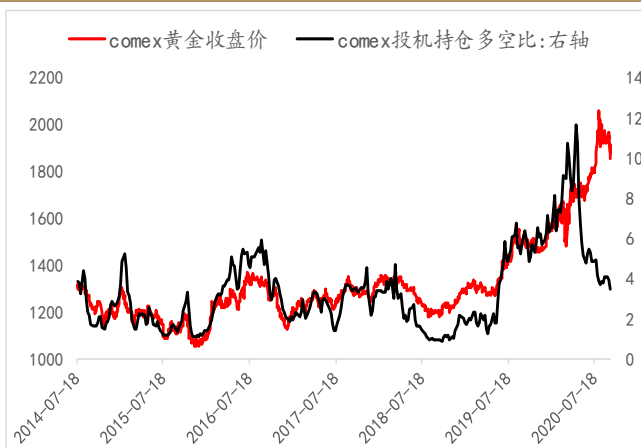
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 32：白银投机多头净持仓



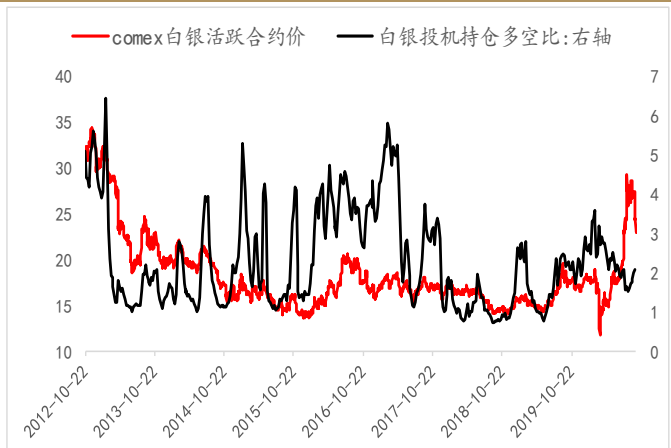
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 33：黄金多空比



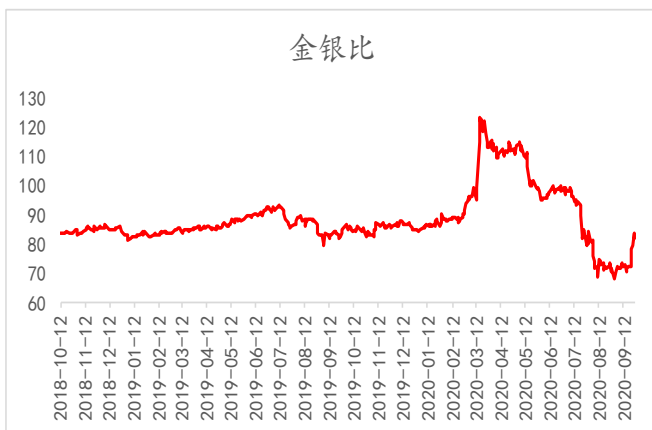
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 34：白银多空比



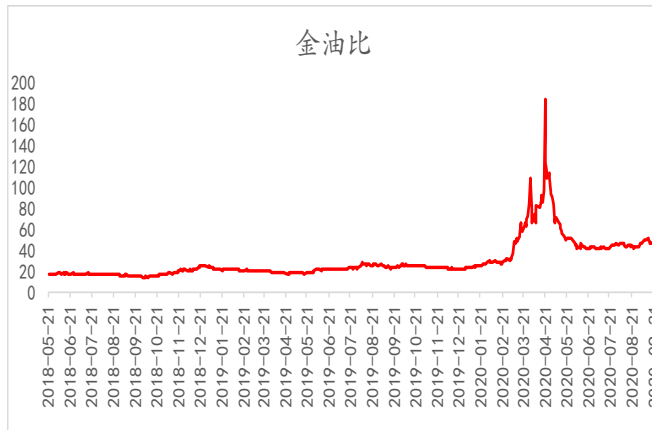
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 35：伦敦现货金银比



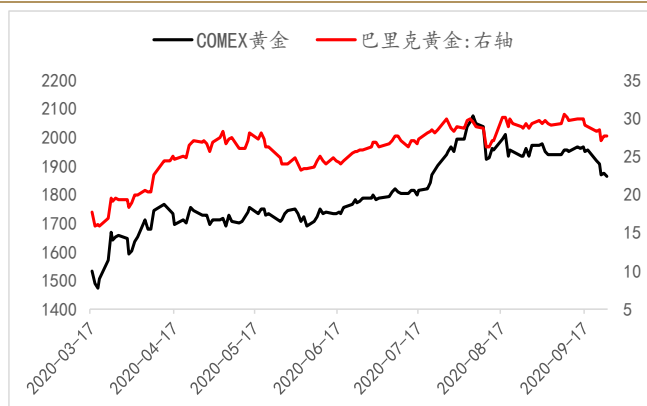
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 36：伦敦金与布伦特原油



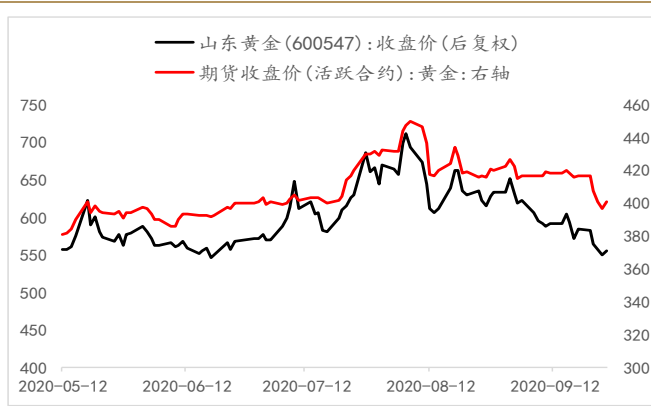
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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