

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

Taper 影响弱化，贵金属小幅反弹

核心观点：

贵金属本周开盘后持续小幅走强，白银一度回到 26 美元每盎司以上，实际利率方面，美国 10Y 通胀预期盘中一度触及 2.17% 的水平，10Y 国债收益率则在 1.1% 附近小幅波动。

自从市场从美联储的议息会议纪要中解读中缩减购债指引之后，市场对于美联储正在讨论缩减货币政策的预期就开始升温了，悲观者最有力的依据就是 2013 年伯南克首次提出缩减购债（Taper）之后，美债长端收益率在之后的几个月狂飙 100Bp，贵金属期间暴跌。

但过去两周美联储多位官员和美联储主席陆续出来公开发言，大部分的言论都带有中性偏鸽派的含义，尽管并没有对市场预期产生决定性的扭转，但也舒缓了市场对于当下联储可能要开始收紧的恐慌，这也是贵金属这两周反弹的主要原因。

但长端美债收益率会受益于美联储缩减购债预期和通胀上行，而即将到来的拜登的新一轮财政刺激可能又会从供给端对名义利率带来提振，如果美联储没有重大的鸽派动作，实际利率整体上就会处于易涨难跌的阶段，贵金属就因此会比较麻烦。

市场需要的是美联储给出来一个确定性的信息，比如“美联储会匹配后续的财政刺激”，或者说“美联储不希望美债收益率上升过快”之类的，这样看多贵金属短期内才有明显的基本面的支撑。

策略建议：

看不到美联储压制长端利率上行的表态，贵金属保持观望。

风险提示：

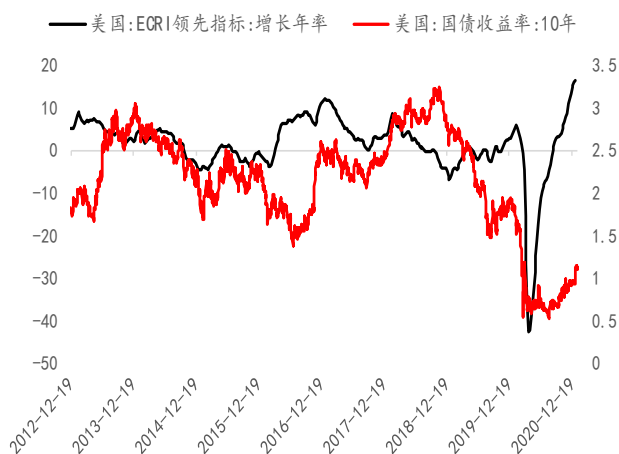
疫情变异，疫苗接种超预期



一、名义利率

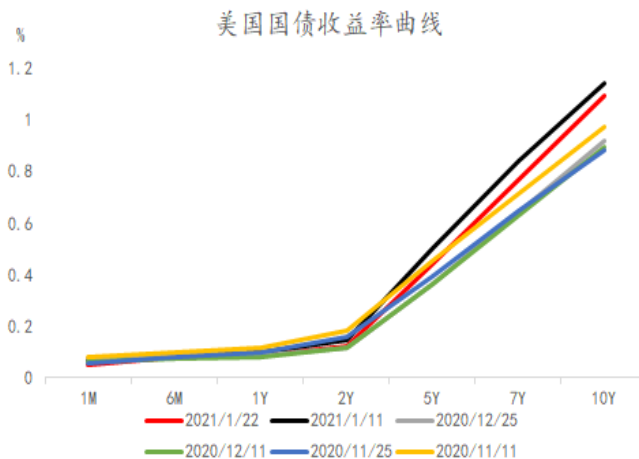
本周美债收益率维持在 1.1% 的水平上小幅震荡，收益率曲线整体上仍然呈现陡峭的状态，长端美债收益率会受益于美联储缩减购债预期和通胀上行，而即将到来的拜登的新一轮财政刺激可能又会从供给端对名义利率带来提振，如果看不见美联储压制长端的动作，长端债券收益率将会继续上涨。

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: 美债收益率曲线



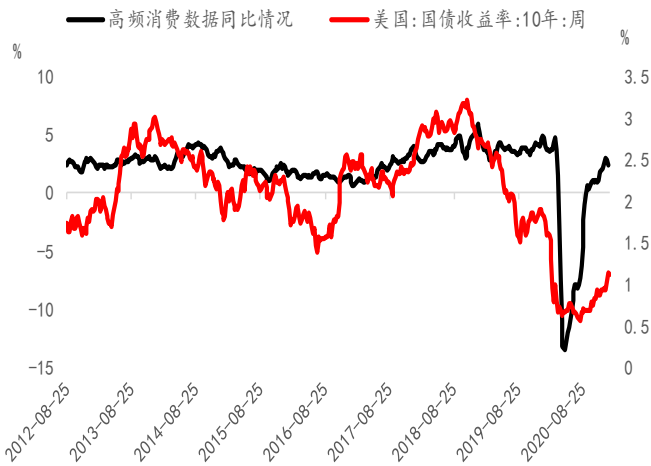
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

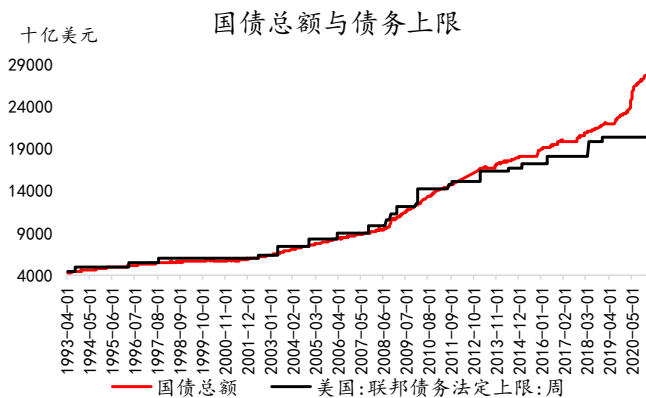
图表 4: 高频消费数据与美债名义利率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

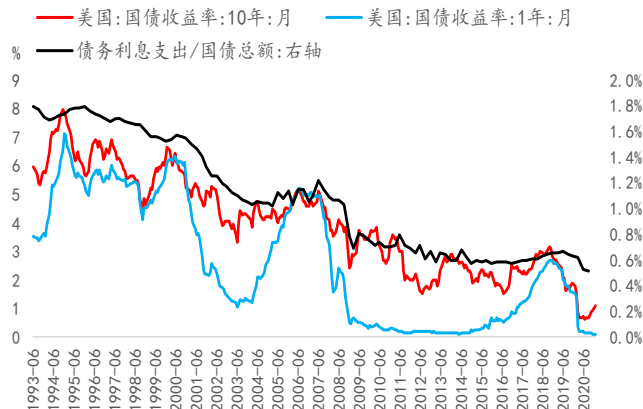
疫情期间，美国的政府的债务规模持续上升，庞大的债务在客观上需要联储压低名义利率来控制利息成本，同时可能需要较长周期的高通胀来化解相应的债务。

图表 5：美国债发行情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

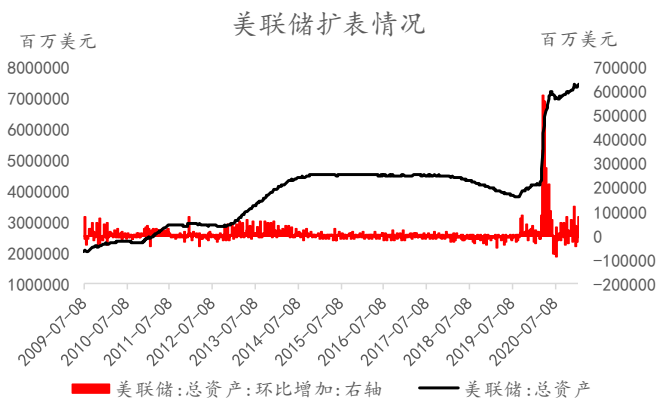
图表 6：政府利息支出水平和名义利率相关



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

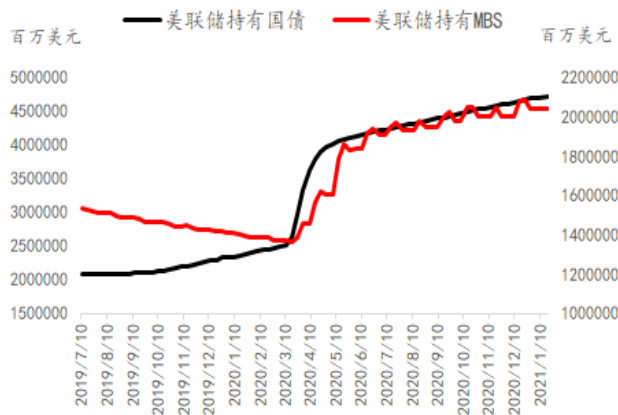
美联储当下仍然维持着每个月 1200 亿美元的资产购买速度，尚未由实质性的缩减购债行为。

图表 7：联储总资产



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：联储主要购买资产

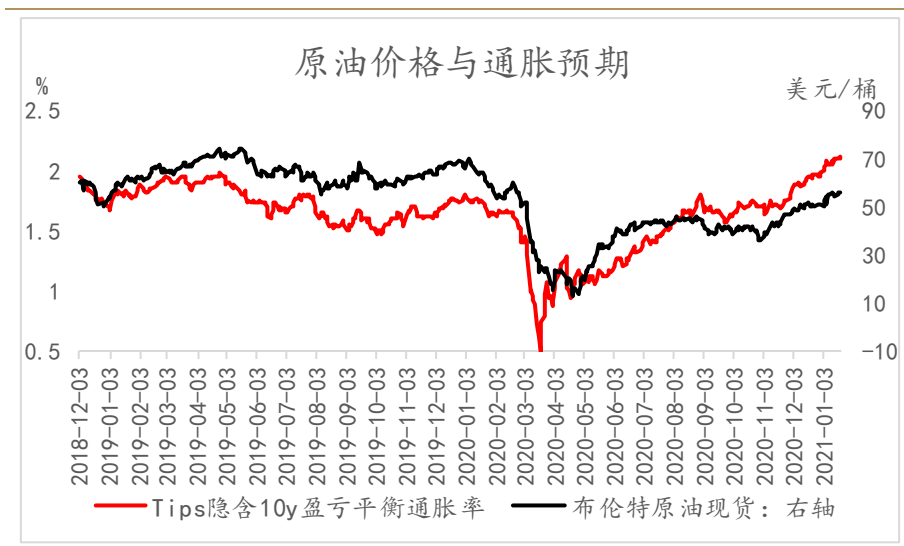


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

疫苗超预期这件事，最为确定性的影响是油价，原油价格本周维持高位震荡，布伦特原油已经突破 50 美元的大关，油价持续回升能够从供给端对通胀预期形成支撑。

图表 9：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

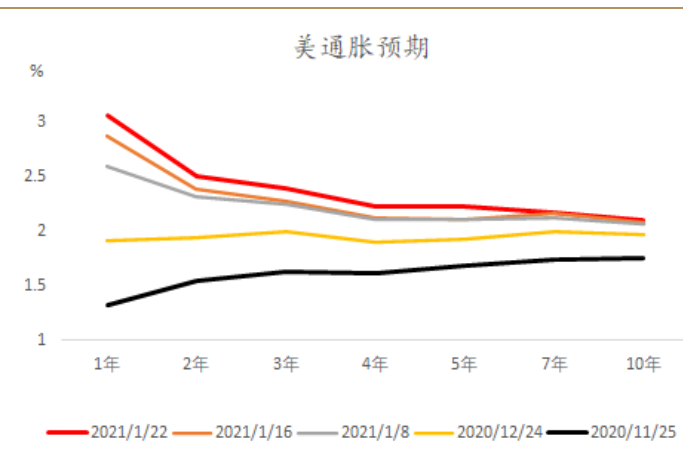
伴随着各类商品的持续上涨，其实短端的通胀预期已经突破了过去 10 年来的最高水平了，长端的通胀预期本周最高触及 2.17%，后又回落至 2.1% 附近，距离过去 10 年的历史最高水平仍然还有 40bp 的差距。

图表 10：美国各期限通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 11：通胀预期期限结构

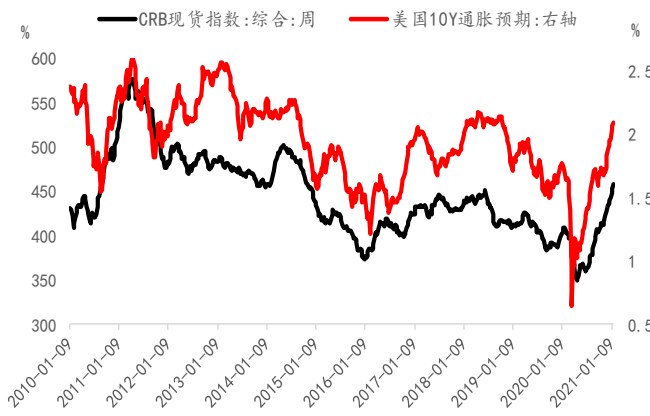


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

美国 12 月 CPI 数据小幅走高，但距离疫情之前仍然有较大的差距，不过过去一阵我们可以观察到各类大宗商品价格开始全面上涨，基础工业品的普涨迟早会传到到终端消费品上去。

图表 12: 美国通胀与通胀预期变化

图表 13: 商品价格与通胀预期



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

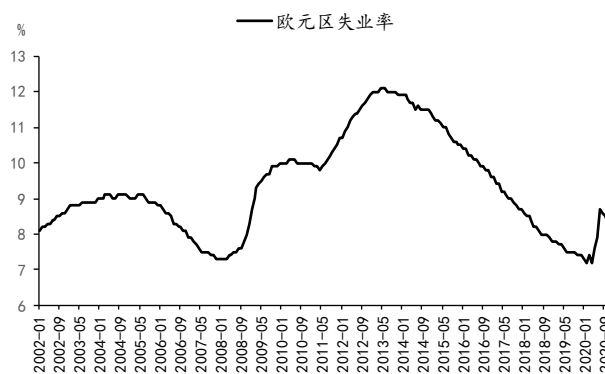
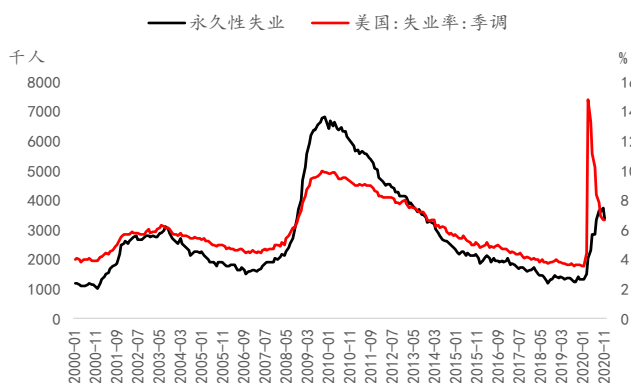
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

通胀水平未来的持续上升，还需要经济活动持续复苏的支持，美国政府对于防疫政策并不积极，工业生产和消费虽然延续复苏状态，但这种复苏在半封闭的状态下仍然十分有限，最近一期非农数据来看，美国 12 月季调后非农就业人口减少 14 万人，为去年 4 月以来首次录得减少；12 月美国零售数据不及预期，环比大幅下降，这跟财政刺激断档有很大关系。

这种在恢复但是恢复的又不是极为快的状态就使得当前的实际通胀水平一直上不来，不过未来对通胀的期待还是有，毕竟美国居民部门的消费能力还在，这一点欧美都一样，储蓄水平相比较往年仍有非常大的增长，而欧美工业生产企业疫情期间发生了快速的去库，未来的补库行为也会加快通胀水平的回升。此外拜登政府即将出台的新一轮财政刺激措施也有机会在未来进一步提升通胀，本周美国下任财政部长耶伦在讲话中也表示需要更多的财政刺激来对经济进行扶持。

图表 14: 美国就业情况

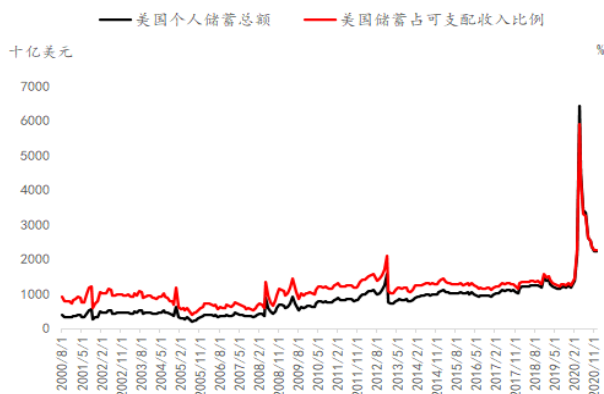
图表 15: 欧洲就业情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

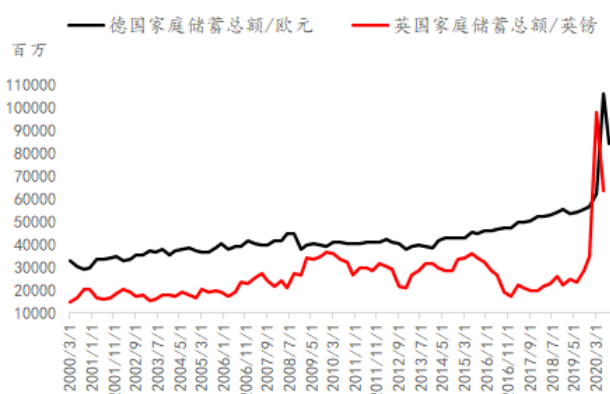
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 美国居民储蓄情况



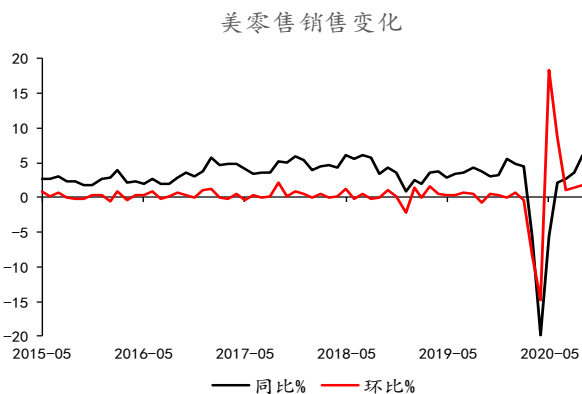
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 欧洲居民储蓄情况



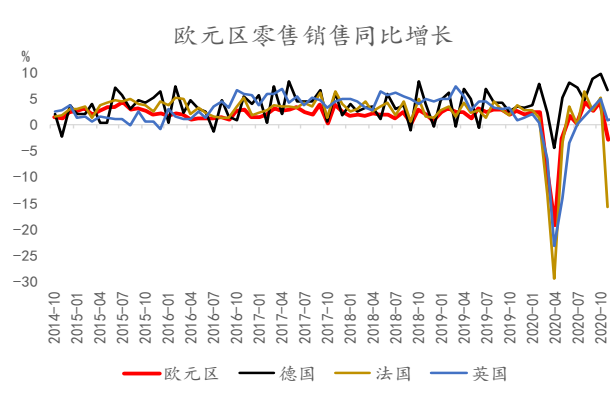
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美零售销售变化



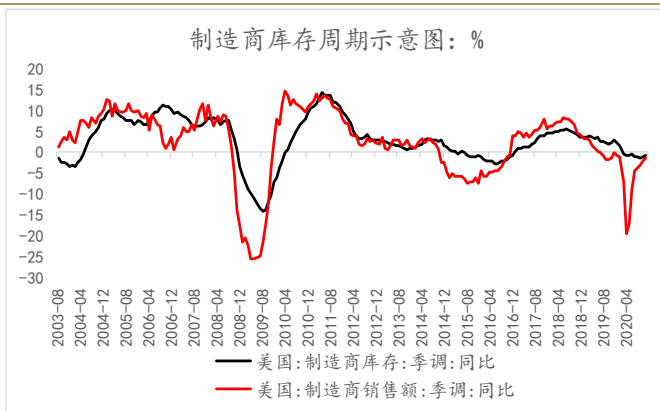
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 欧元区零售变化



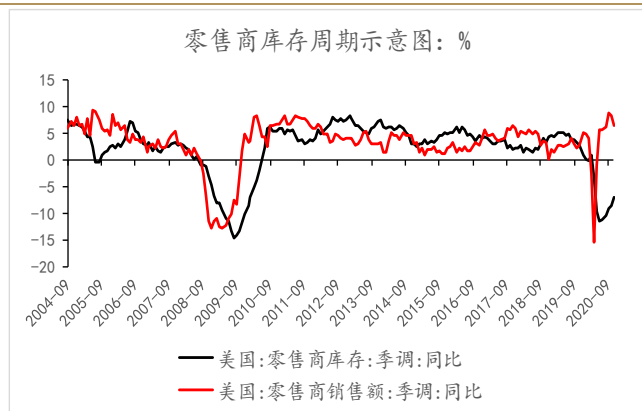
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美制造商库存情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美零售商库存情况

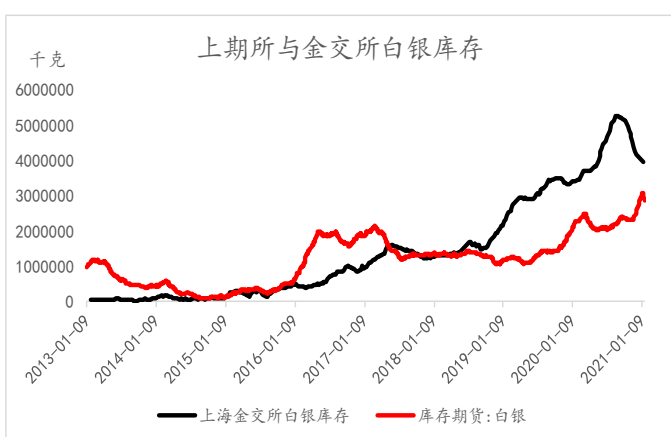


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

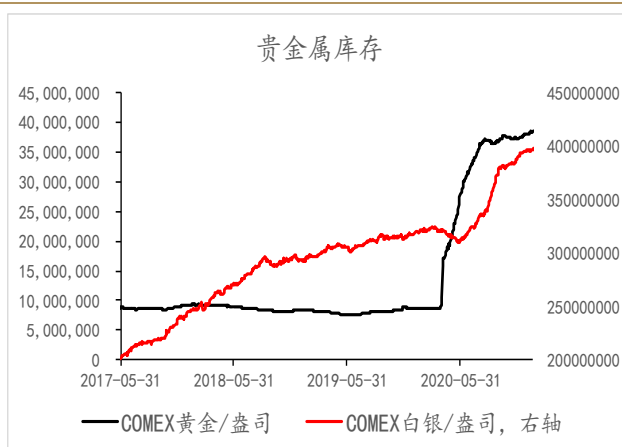
CFTC 持仓数据上，投机者持有的黄金投机性净多头增加 411 手合约，至 246638 手合约，表明投资者看多黄金的意愿升温；投机者持有的白银投机性净多头减少 790 手合约，至 52002 手合约，表明投资者看多白银的意愿降温。美元指数方面，投机者持有的美元投机性净空头增加 370 手合约，至 14277 手合约，表明投资者看空美元的意愿升温，随着市场对于美联储缩减购债的恐慌的舒缓，美元指数小幅走低。

图表 22：国内白银库存



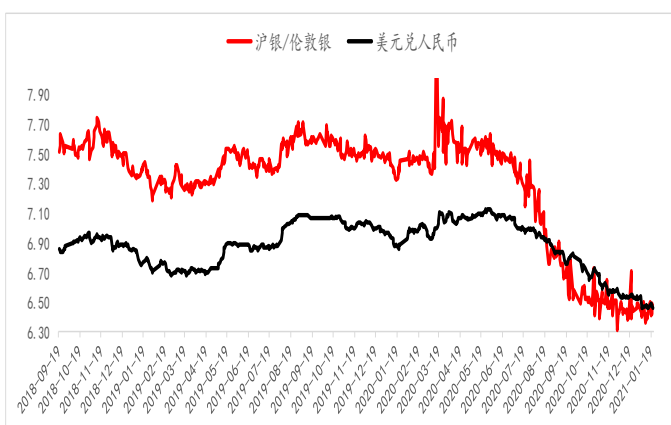
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：Comex 库存



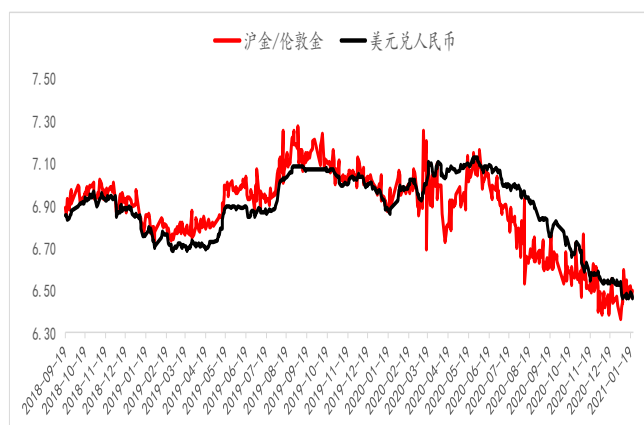
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：白银内外比价



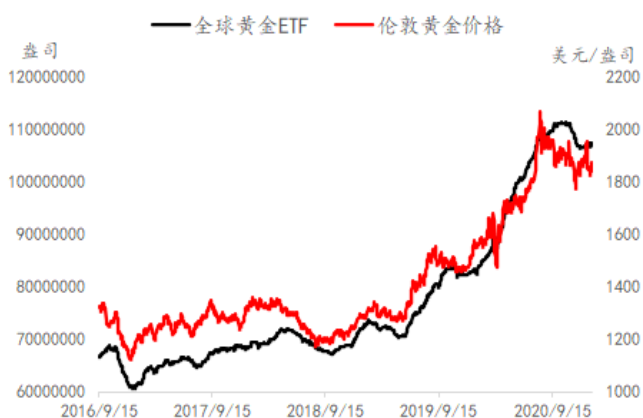
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25：黄金内外比价



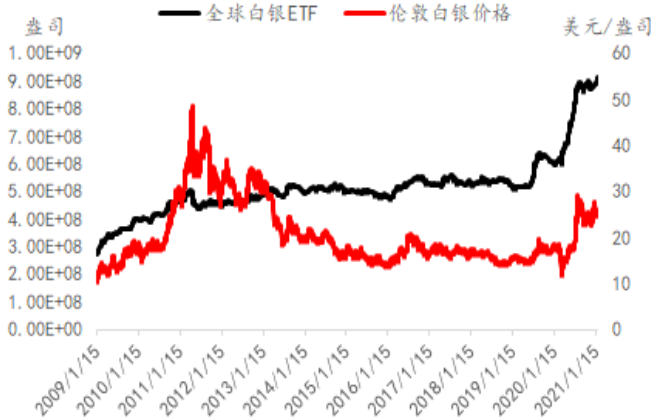
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 26: 黄金 ETF



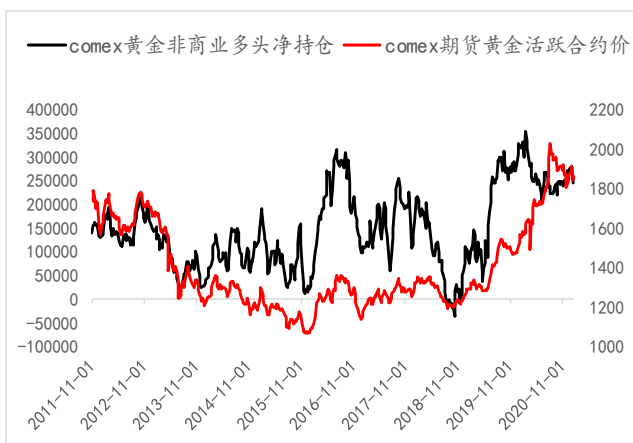
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 白银 ETF



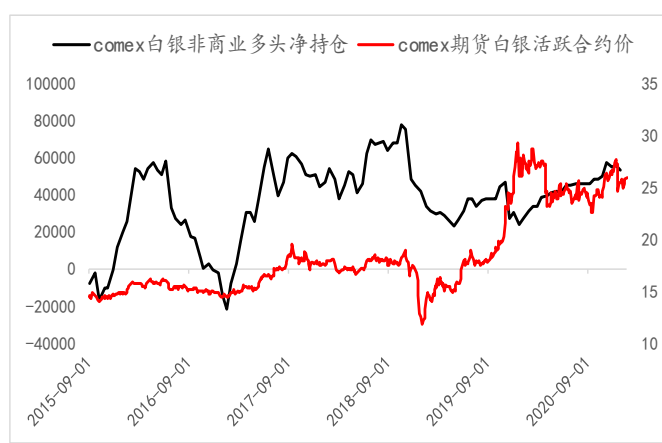
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 黄金投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 白银投机多头净持仓



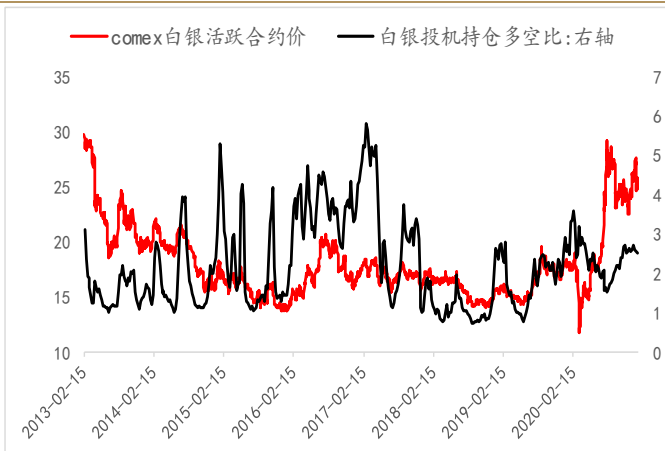
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 黄金多空比



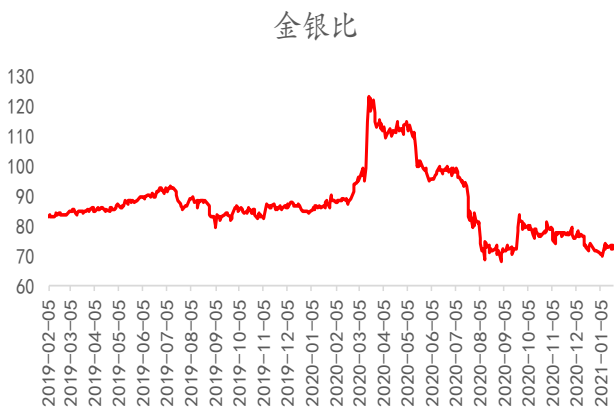
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 白银多空比



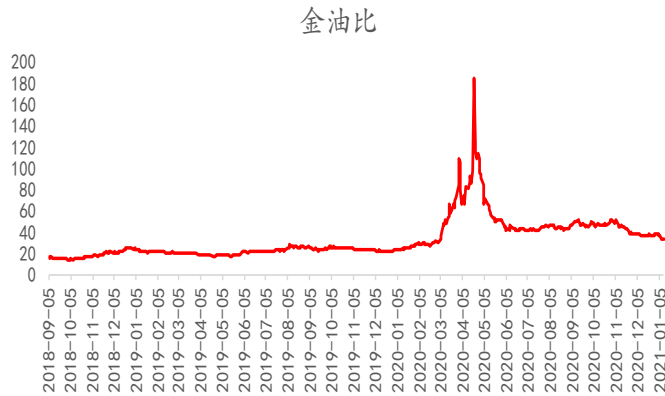
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32：伦敦现货金银比



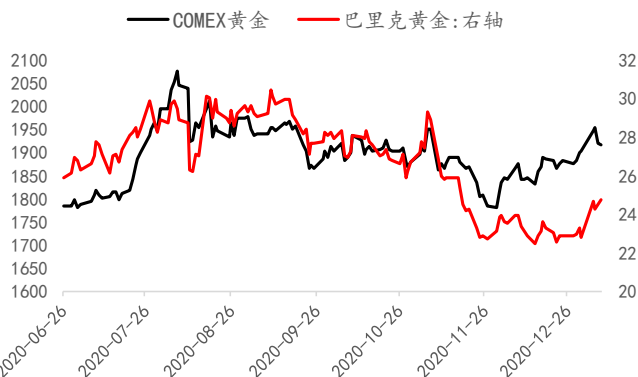
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 33：伦敦金与布伦特原油



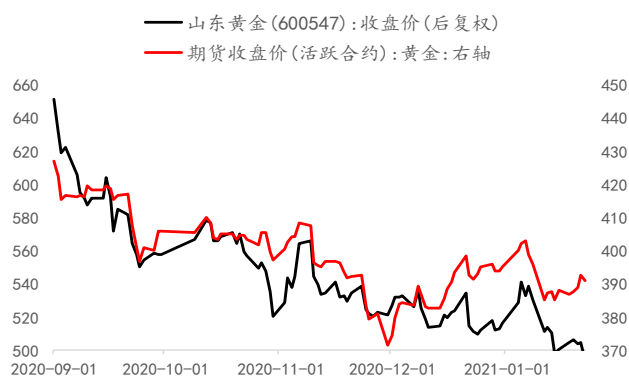
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 34：巴里克黄金价格



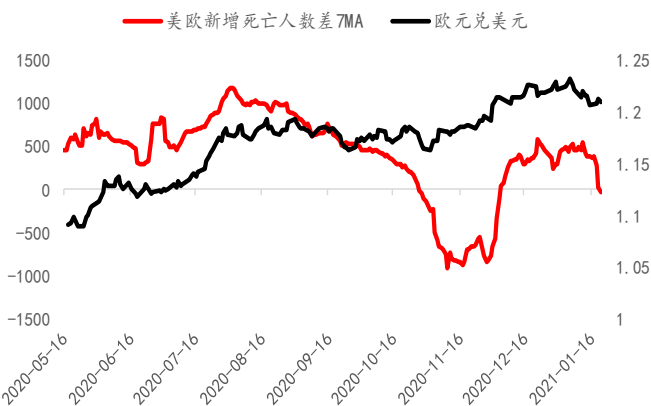
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 35：山东黄金价格



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 36：欧元与疫情死亡增速差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 37：美元指数与美德利差



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