

货币政策暂时不会收紧，牛市还有一波

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：

本周贵金属震荡走高，最重要的事情是美联储主席鲍威尔的讲话，行情也在讲话前后经历了一轮过山车。

鲍威尔在开始发言的时候兑现了此前市场一直讨论的联储打算修改货币政策评估框架的预期，即将会把通胀的容忍度提升到平均2%的水平，贵金属应声上涨，但随后鲍威尔在接受媒体采访的时候又表示，准备允许通胀率“适度”高于2%，以抵消疲弱期的影响。如果通货膨胀上升到“高于我们的目标水平”，美联储将“毫不犹豫地采取行动”，贵金属又转跌，回吐全部涨幅。

整个流程下来，鲍威尔的发言是偏宽松的，但是后续的表态给人的感觉是不想让市场觉得他过于宽松，所以造成了上述的行情波动。

对于后市的走势，美联储的这一发言，至少打消了市场对于联储可能会考虑收紧货币政策的担忧，释放的对通胀的容忍度提升也是给贵金属一定的上行机会，后续的贵金属的背景就是在经济回升的时候名义利率和通胀谁跑的更快的问题，我们觉得只要没有收紧的货币政策，这样的环境对贵金属形不成利空，牛市仍然没有结束，能涨到多少，就看通胀水平究竟会上升到什么位置，以及地缘紧张的局势下是否会有明显的恶化事件出现。

策略建议：

继续看多，步步为营

风险提示：

经济恢复超预期，联储出现鹰派表态

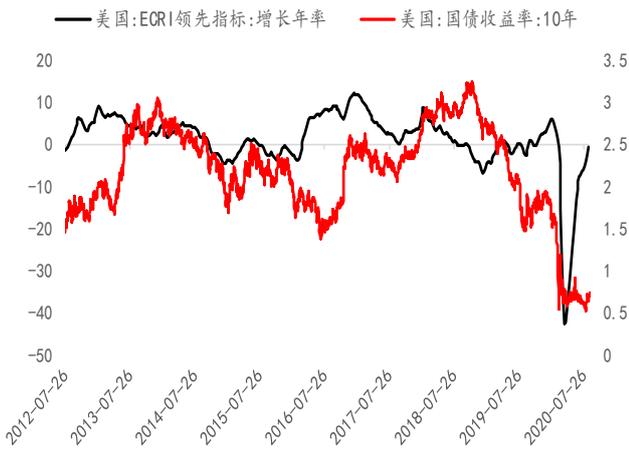


混沌天成研究院

一、名义利率

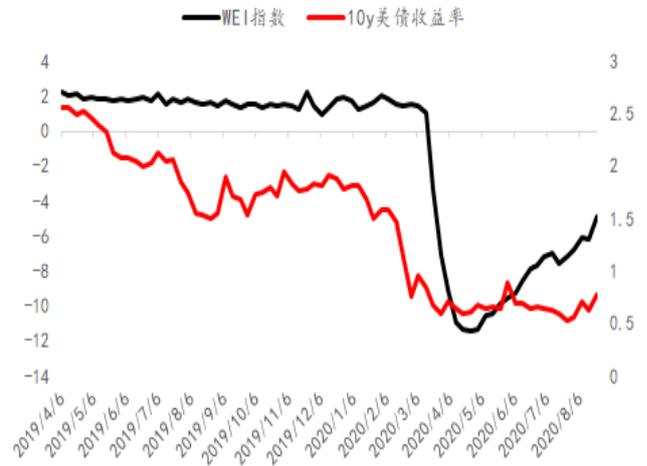
从各类相关性指标来看，无论是工业生产，还是消费，亦或是综合性的景气度指标，名义利率都有向上回升的动力；

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



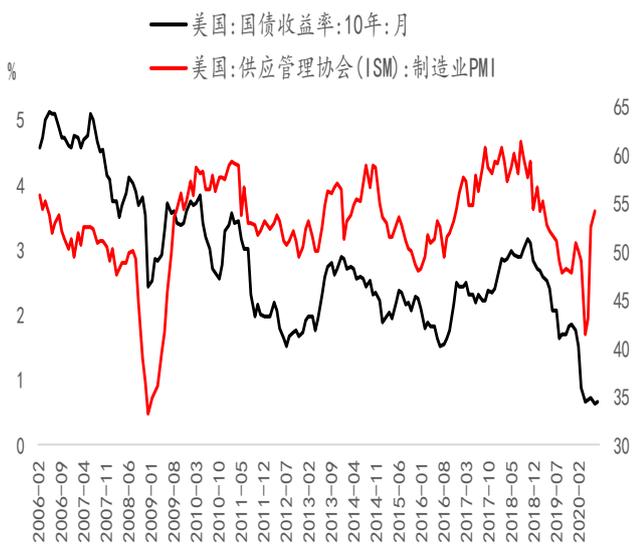
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

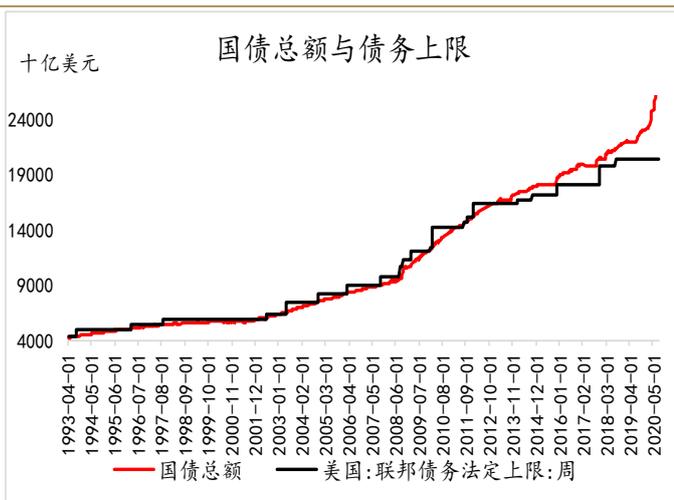
图表 4: 高频消费数据与美债名义利率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

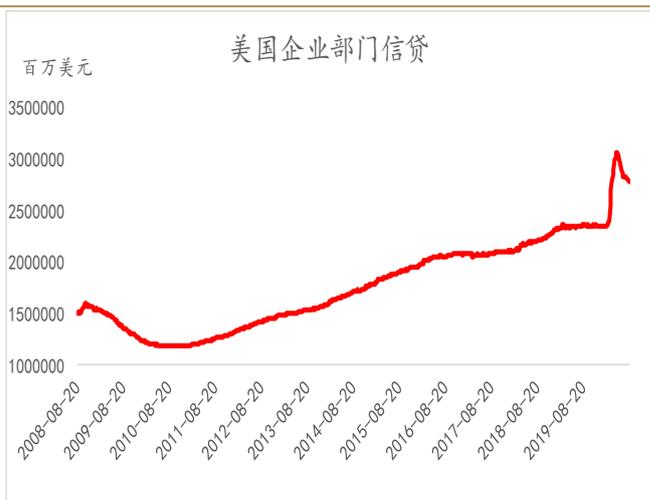
这一轮疫情带来的危机与以往不同，并没有实际的市场出清，政府和企业在这一轮危机中加杠杆的行为会使得疫情结束之后杠杆率创造出历史记录，这在客观上压制了名义利率的上升空间，从而导致在复苏的时候，如果没有货币政策的配合，名义利率的回升速度不见得会比通胀跑的快，美联储对于通胀评估框架的偏鸽派表态，其实就是在传达在货币政策的角度上不会过早的采取行动，只要没有明显的加息和收紧举措，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，十年期国债到期收益率1%左右可能会是阶段性的上限。

图表 5：美国债发行情况



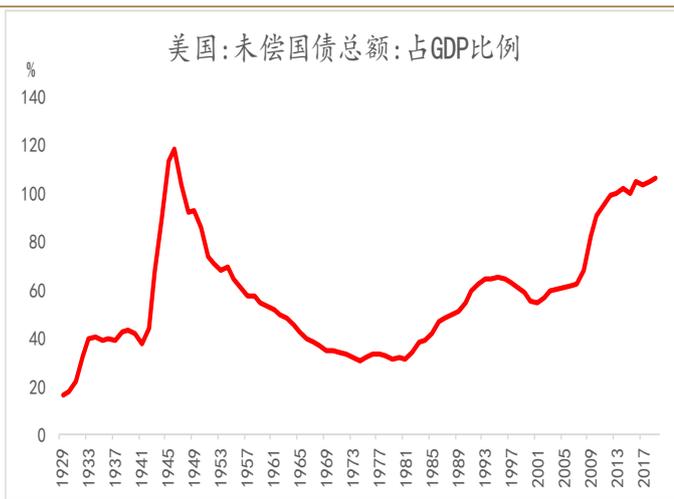
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门信贷



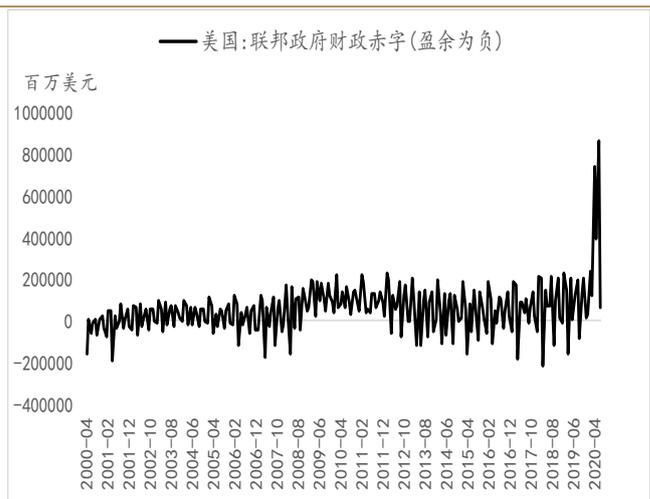
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

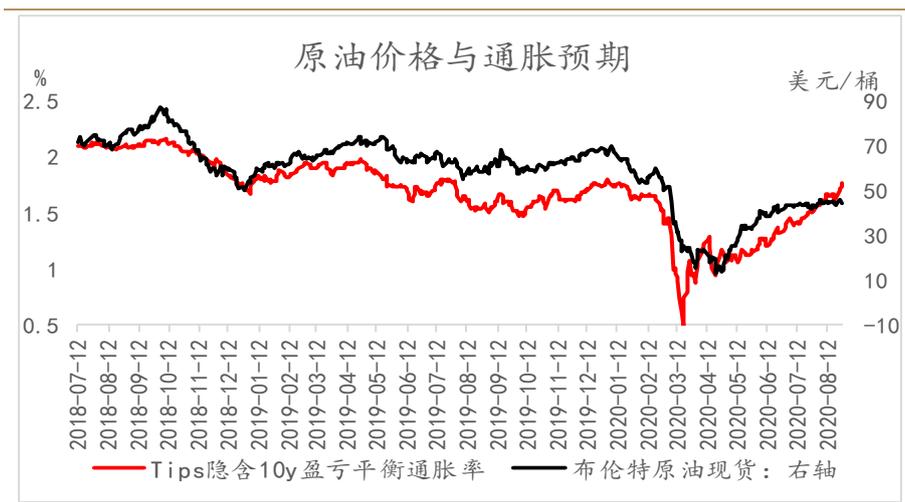


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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；

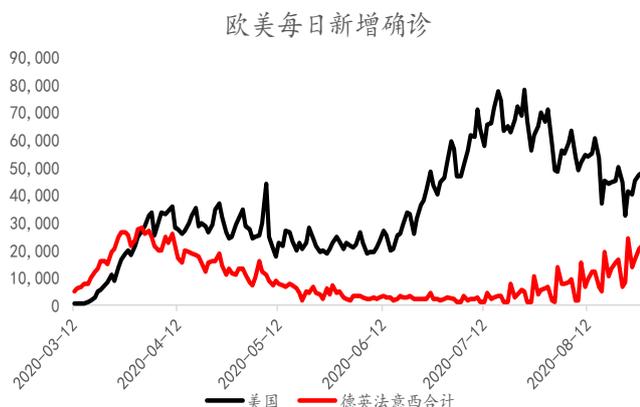
图表 9：原油价格逐并没匹配通胀预期的上行



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

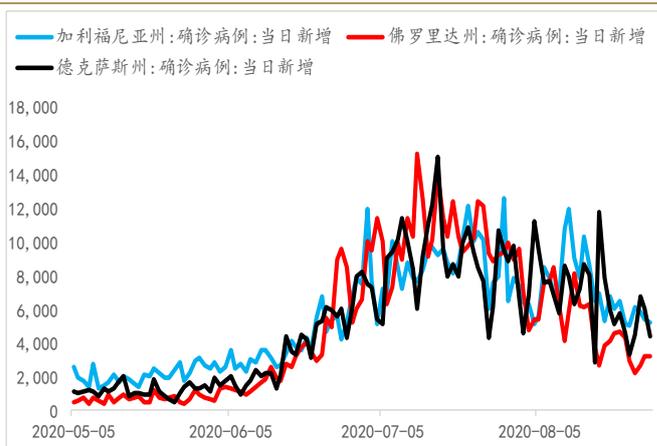
通胀的驱动来源除了原油一端带来的供给因素外，另外的主要驱动力则是经济复苏的时候，需求一端带来的拉动力，经济的萎缩是疫情带来的，经济的环比复苏速度也是受着疫情的控制影响的，美国的疫情二次抬头已经明显好转，那么经济环比复苏也基本是确定的，不确定的只是复苏的斜率能达到多少；

图表 10：欧美每日新冠新增确诊



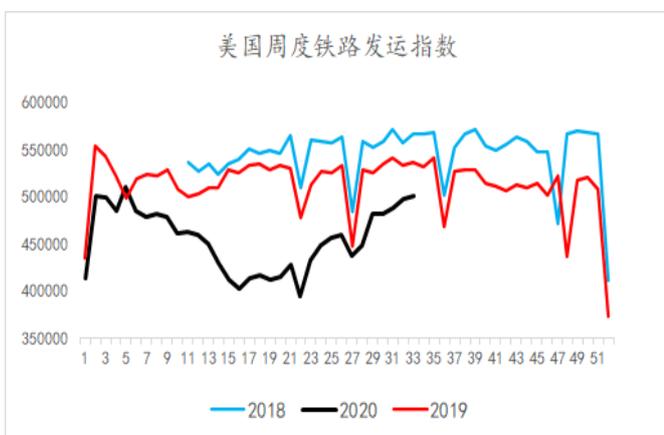
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 11：疫情严重州也已连续好转



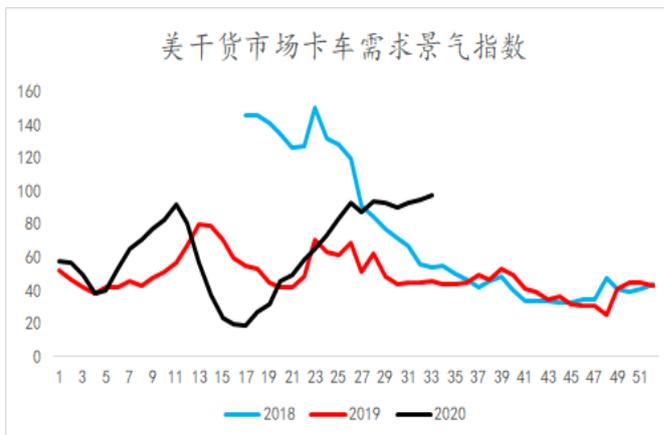
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12: 美国铁路周度发运情况



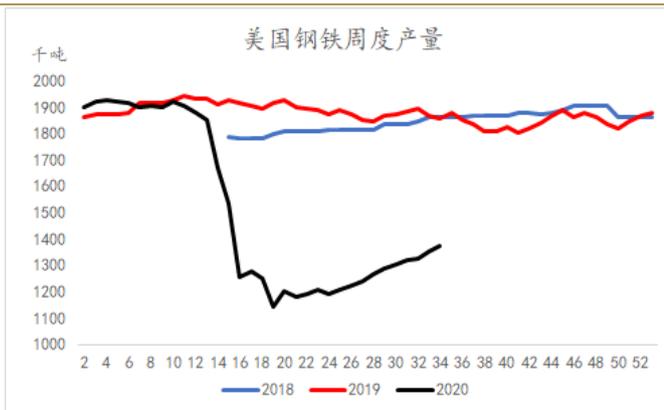
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 13: 美卡车市场需求景气指数



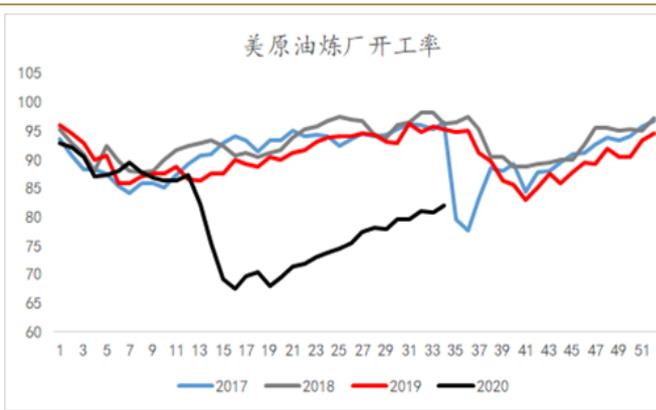
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 14: 美粗钢生产情况



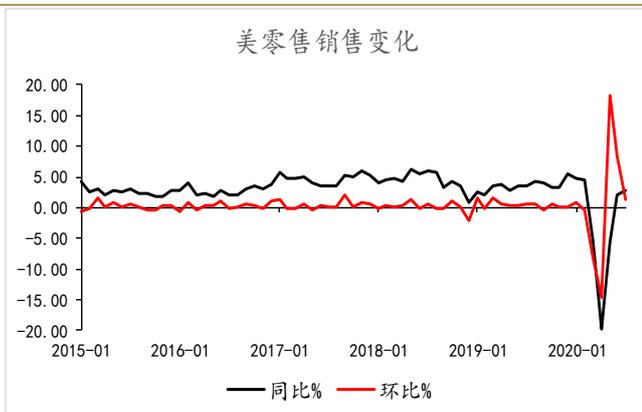
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 15: 美炼油厂开工情况



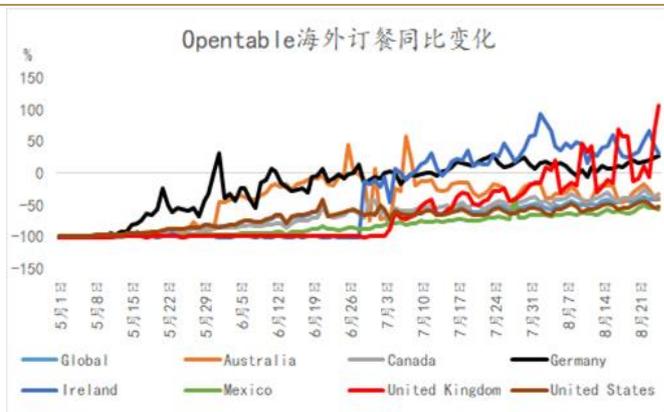
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 美零售销售变化



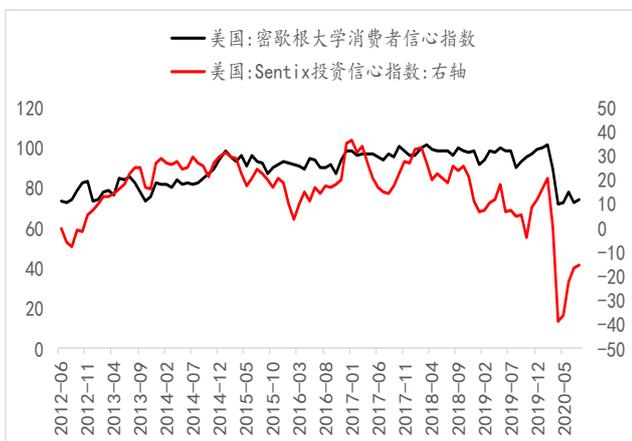
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美海外订餐情况



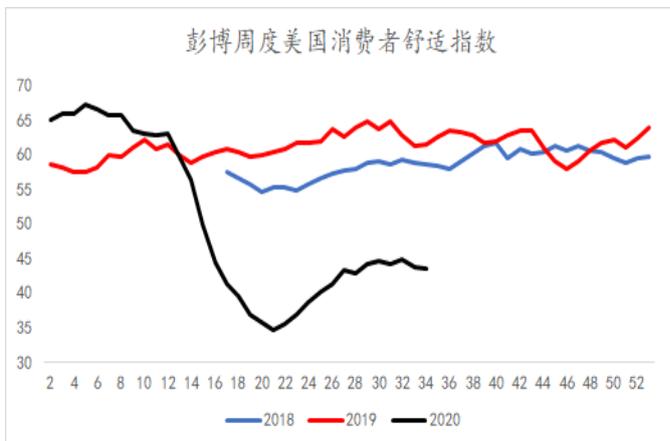
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

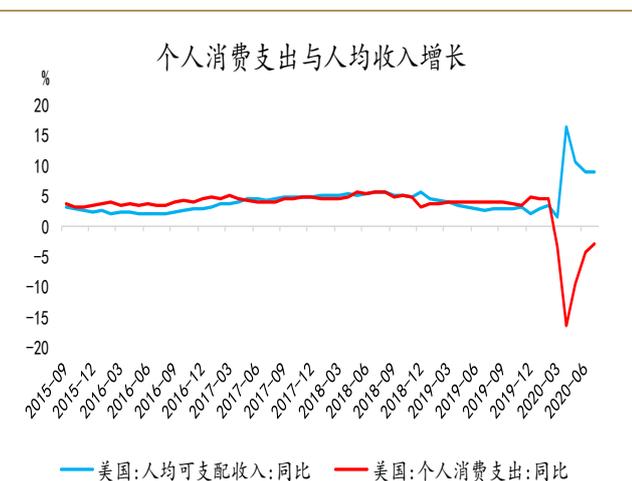
图表 19: 美彭博消费者信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

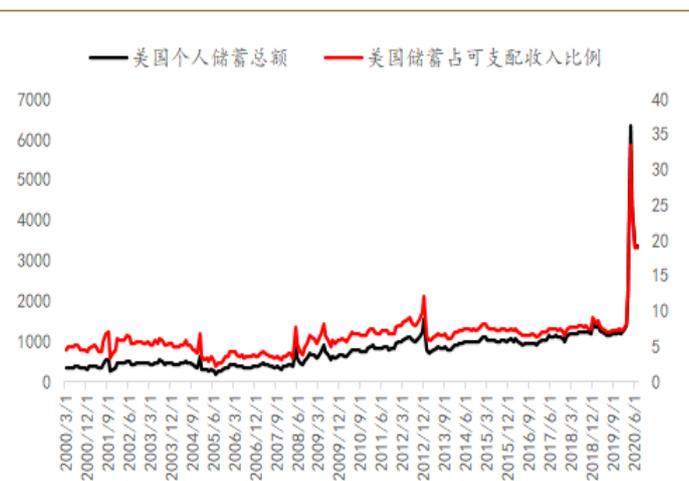
且受益于财政救济政策, 美国居民的人均可支配收入和储蓄总额在疫情期间均有所改善, 这意味着, 一旦疫情受控, 笼罩的悲观情绪消退, 则需求端可能会出现超预期的现象, 对应着通胀水平在疫情受控之后会有快速修复的可能。不过最近新一轮财政刺激迟迟未能出台, 对于需求的恢复会是一个隐患, 预计 8 月份的消费零售数据并不会特别好看, 这也会拉低需求端恢复的斜率。

图表 19: 美国人均可支配收入



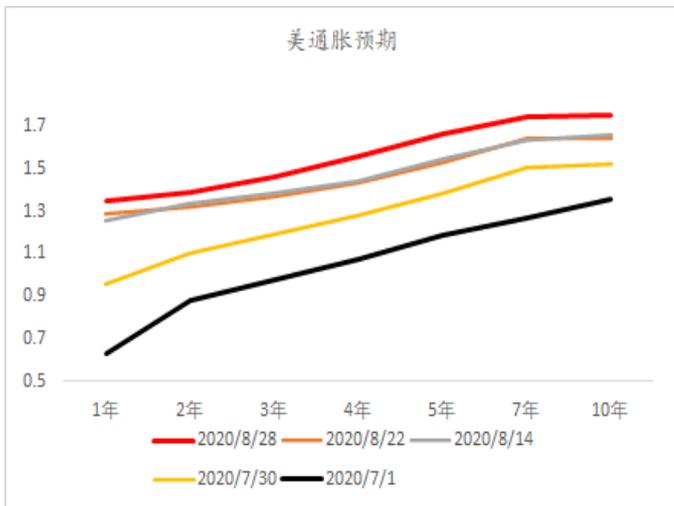
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

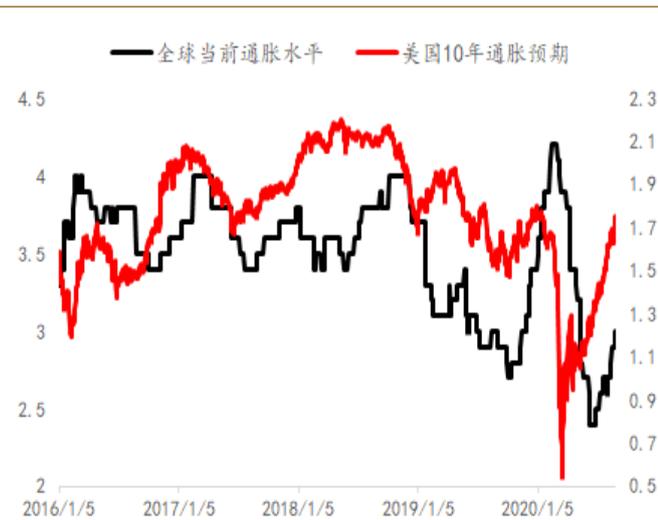
图表 22：外汇掉期隐含通胀水平



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



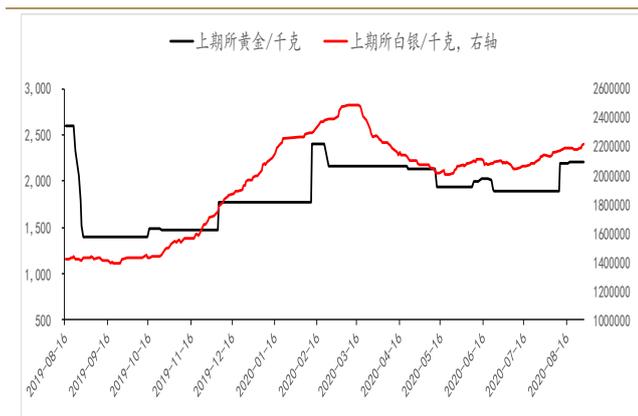
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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；

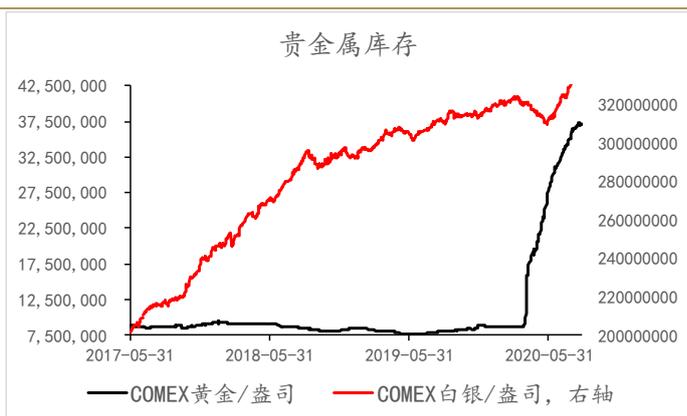
而随着贵金属的调整，CFTC 的持仓数据却显示主力开始进行抄底的布局。

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



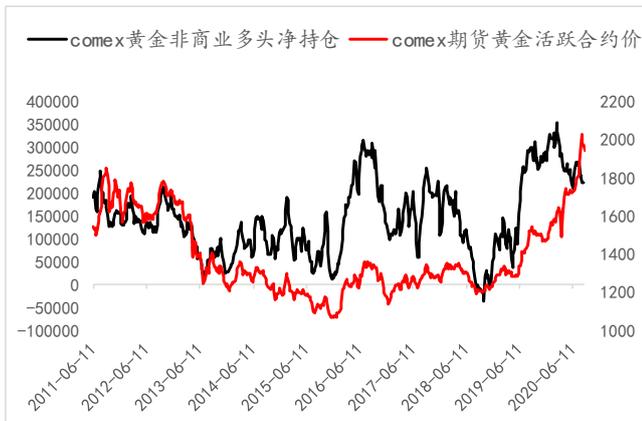
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



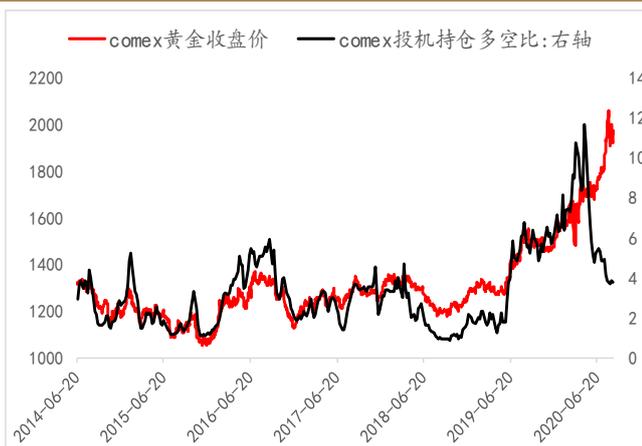
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 白银投机多头净持仓



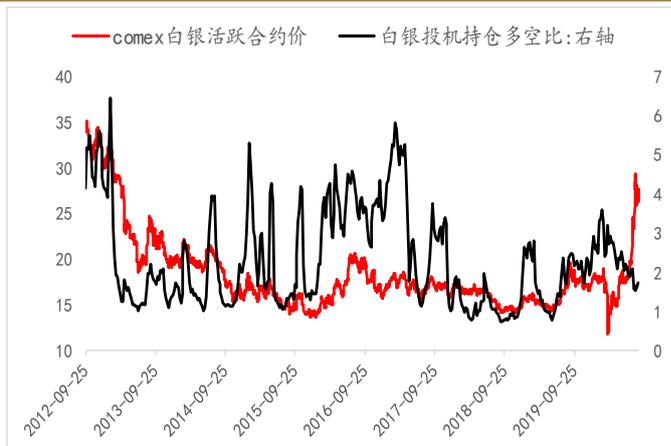
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



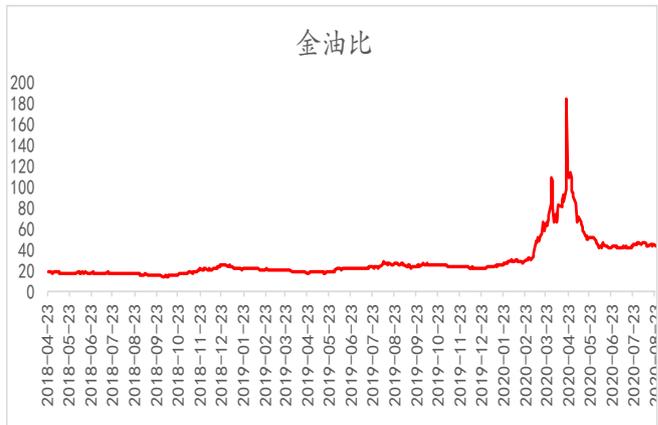
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 伦敦现货金银比



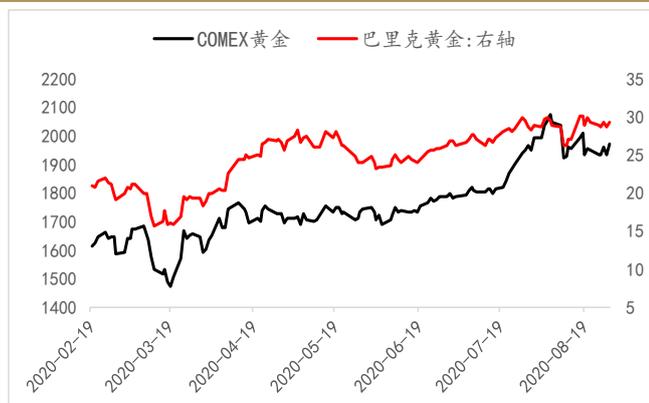
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 伦敦金与布伦特原油



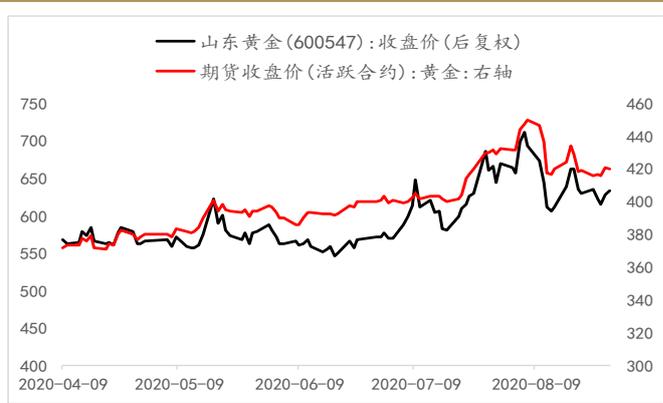
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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