

## 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

## 存量的货币政策是否够用，是个问题

## 核心观点：

本周贵金属震荡走低，白银波动较大，基本回吐当周涨幅；

我们认为当前整体宏观上的逻辑发生了变化，在之前货币政策持续供给+经济环比持续恢复的情况下，虽然空头觉得经济同比仍然很差，但是多头可以说，经济越差货币政策越宽松，需求起来是迟早的事情，但是当下各个经济体货币政策都开始明显放缓的情况下，多头的理由就不那么充分了，需要有真实的需求起来才行。

也就是说，之前流动性把需求预期（通胀预期）推的太高，现在不继续大幅度宽松，那就是走需求预期的验证逻辑：需求数据持续不及预期，那就是要把需求预期推起来的那部分价格给打掉；需求的数据持续超预期，那就是会回到多头的逻辑里面，存量的货币政策足够经济恢复；需求数据喜忧参半，那大概率会先打掉一部分，然后进入震荡，继而等待进一步的需求数据验证；从中美的近期公布的宏观数据看，目前没到需求数据全面不及预期的时候，我们倾向于市场会走第三种逻辑，即先跌下来然后震荡，等待需求数据的验证之后再寻找下一波走势的方向。

周五晚上的非农数据小幅超预期，数据一公布贵金属和美元同时短线上涨，背后就是上述的道理，需求好则多头逻辑在，但是非农数据并不算特别强劲的表现，因此对于需求是否能持续强有力的回复仍然存在问题。

## 策略建议：

我们倾向于货币政策基本够用这个逻辑，所以商品以及贵金属整体的方向还是看多

## 风险提示：

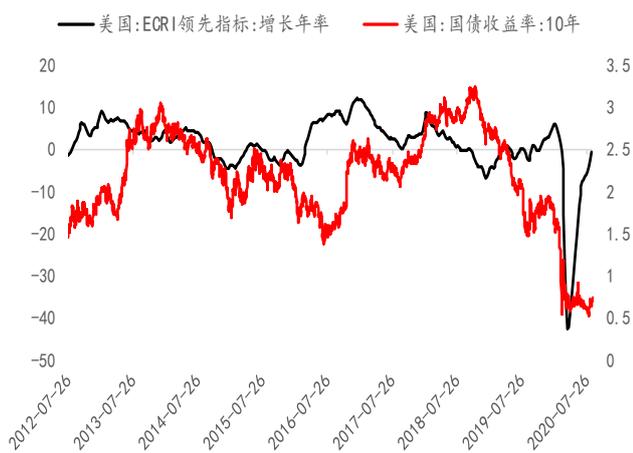
经济恢复不及预期，联储出现鹰派表态



## 一、名义利率

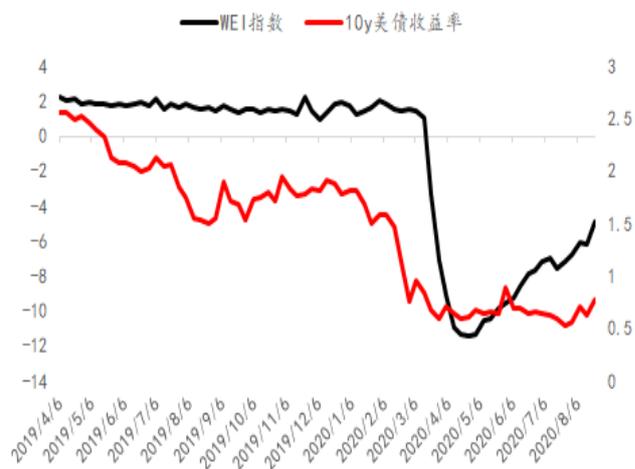
从各类相关性指标来看，无论是工业生产，还是消费，亦或是综合性的景气度指标，名义利率都有向上回升的动力；

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



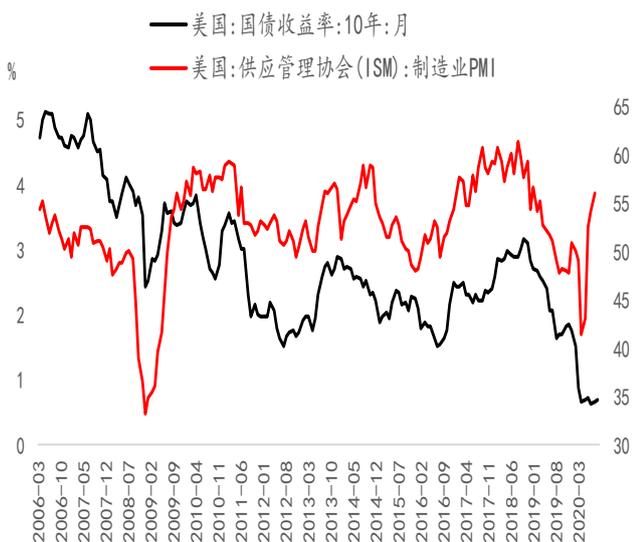
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

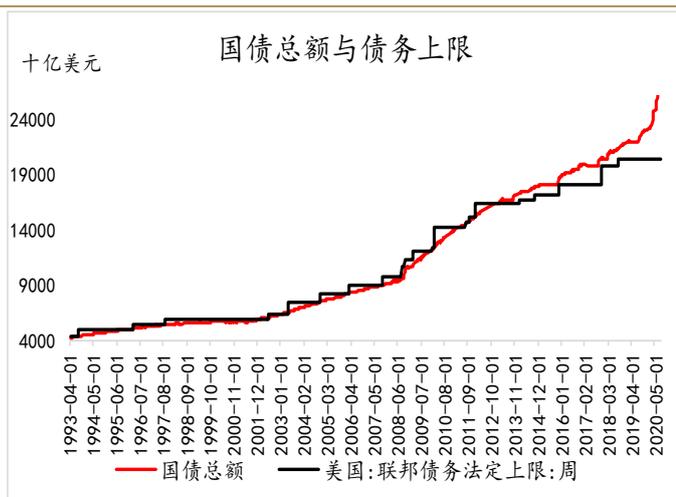
图表 4：高频消费数据与美债名义利率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

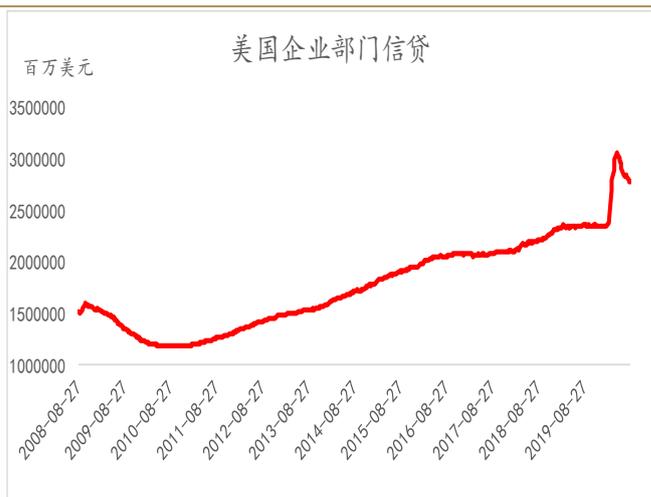
这一轮疫情带来的危机与以往不同，并没有实际的市场出清，政府和企业在这一轮危机中加杠杆的行为会使得疫情结束之后杠杆率创造出历史记录，这在客观上压制了名义利率的上升空间，从而导致在复苏的时候，如果没有货币政策的配合，名义利率的回升速度不见得会比通胀跑的快，美联储对于通胀评估框架的偏鸽派表态，其实就是在传达在货币政策的角度上不会过早的采取行动，只要没有明显的加息和收紧举措，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，十年期国债到期收益率1%左右可能会是阶段性的上限。

图表 5：美国债发行情况



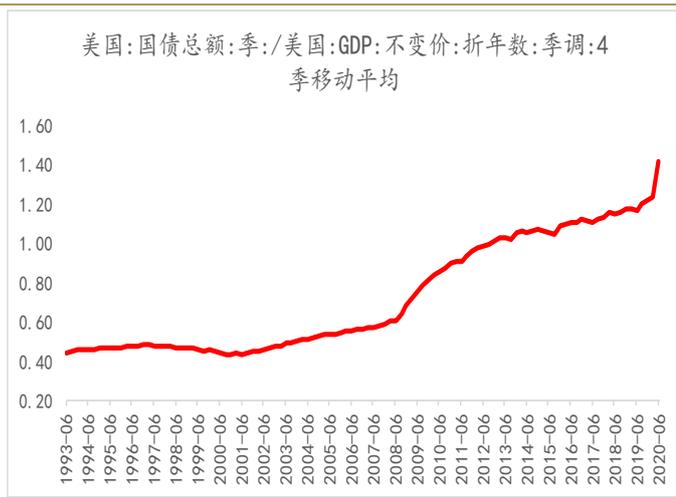
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门信贷



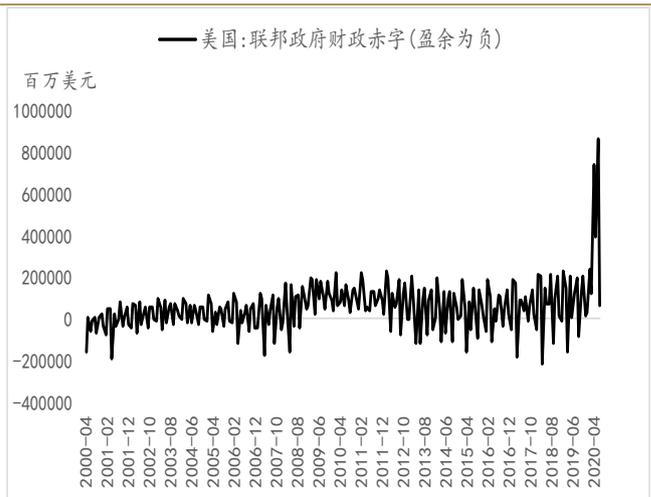
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

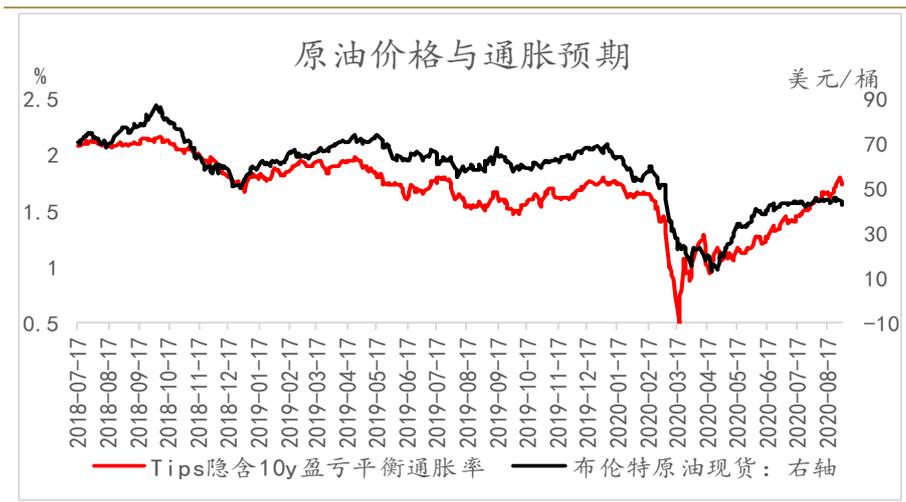


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

## 二、通胀预期

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，不过近期原油的上升势头逐步减弱，通胀预期也有裹足不前的迹象。

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

此前迅速走高的通胀预期，其实是在天量放水的刺激下产生的，但随着欧美的货币政策整体上处在一个趋缓的状态，这个时候流动性对于通胀预期的推动力要明显下降，这个时候就得看真实需求带来的即期通胀配合才行，真实的需求数据恢复的好，即期通胀水平继续走高，才能推动通胀预期进一步上行。

图表 10：通胀与通胀预期变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

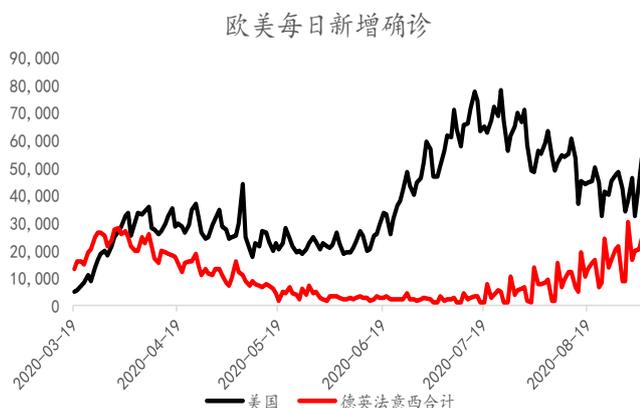
图表 11：全球通胀水平与原油价格变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

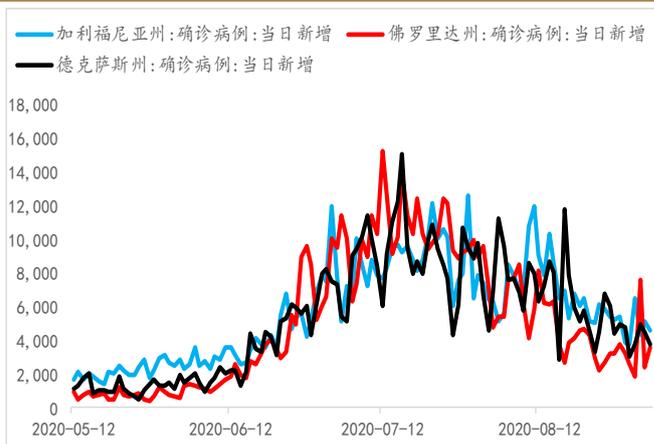
经济的萎缩是疫情带来的，经济的环比复苏速度也是受着疫情的控制影响的，美国的疫情二次抬头已经明显好转，那么经济环比复苏也基本是确定的，不过近期环比改善的斜率开始放缓，无论是工业生产还是投资消费都有这个迹象，所以这也产生了市场对于需求是否能快速恢复的疑问；

图表 12：欧美每日新冠新增确诊



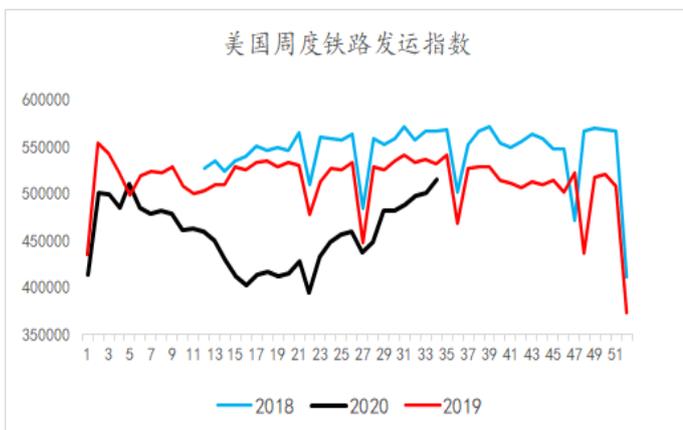
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 13：疫情严重州也已连续好转



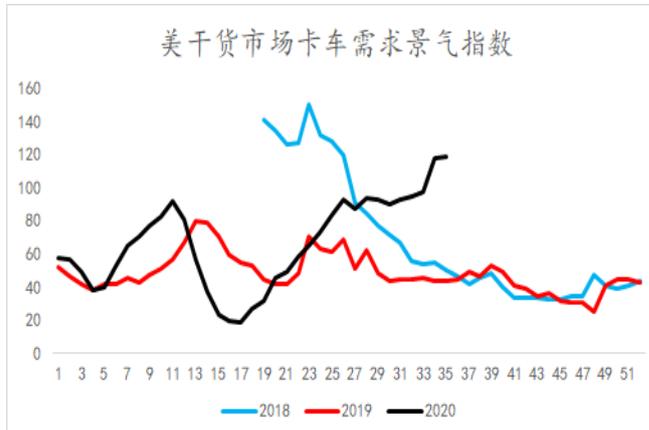
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 14：美国铁路周度发运情况



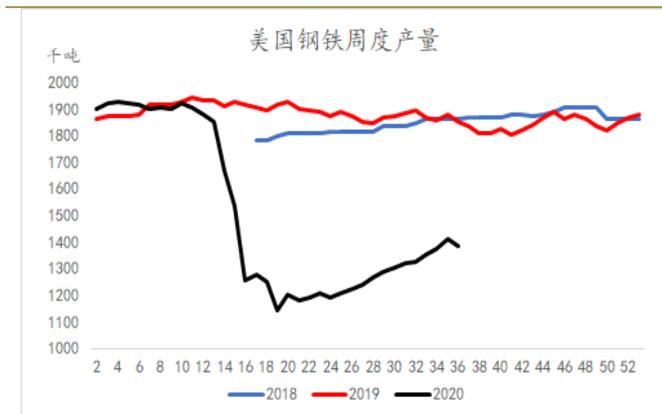
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 15：美卡车市场需求景气指数



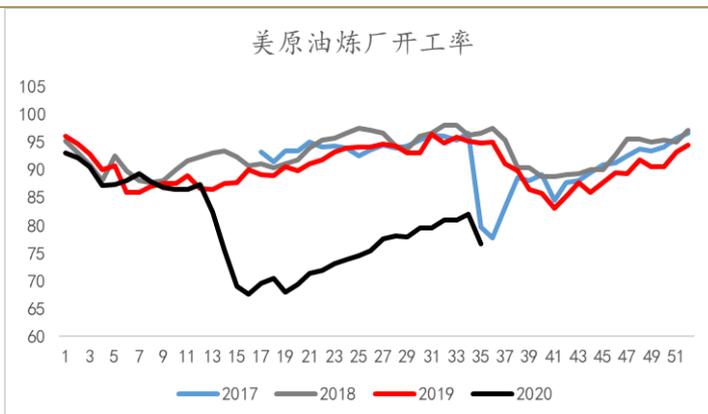
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 16: 美粗钢生产情况



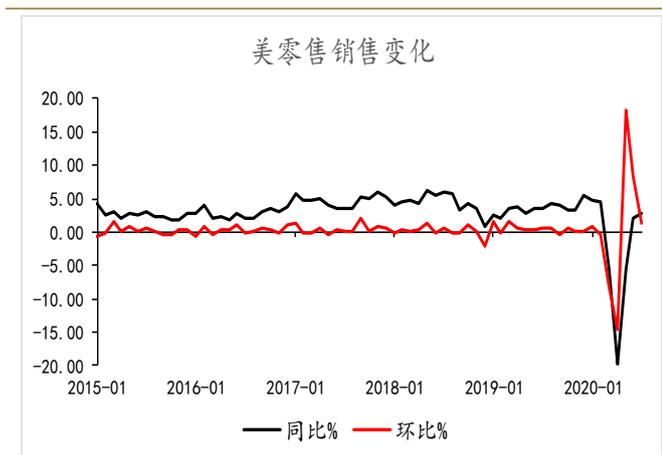
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美炼油厂开工情况



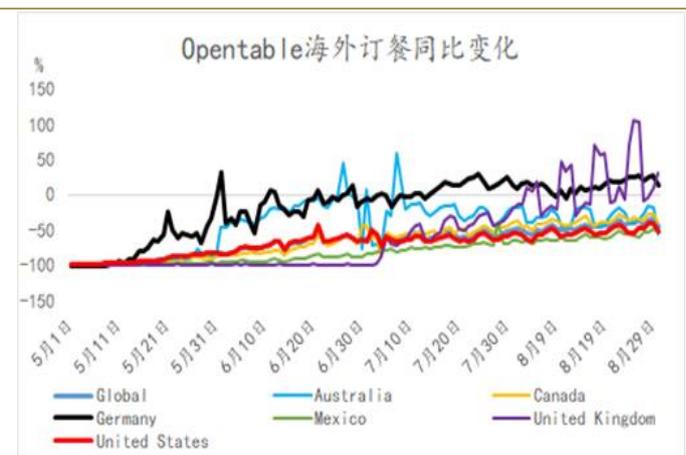
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美零售销售变化



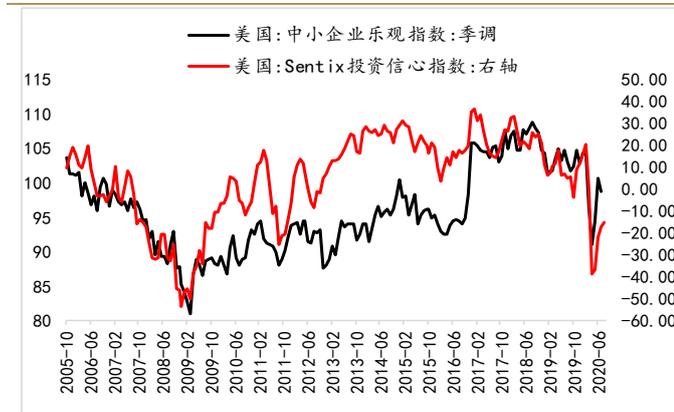
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 美海外订餐情况



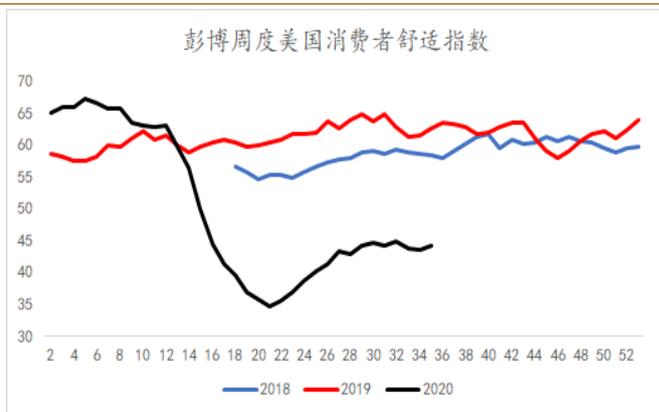
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美国消费与投资信心指数



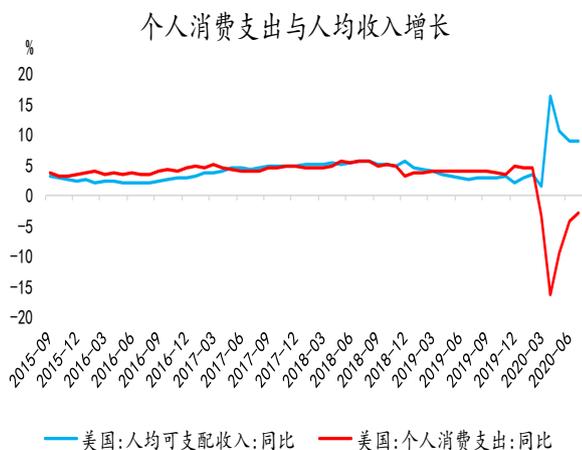
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美彭博消费者信心指数



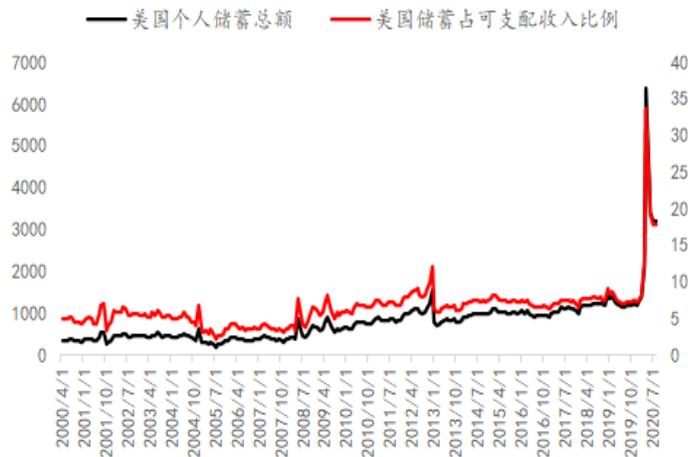
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22：美国人均可支配收入



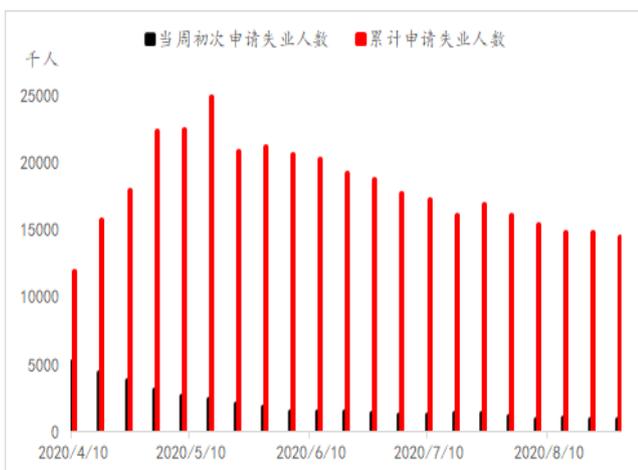
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：美国居民储蓄情况



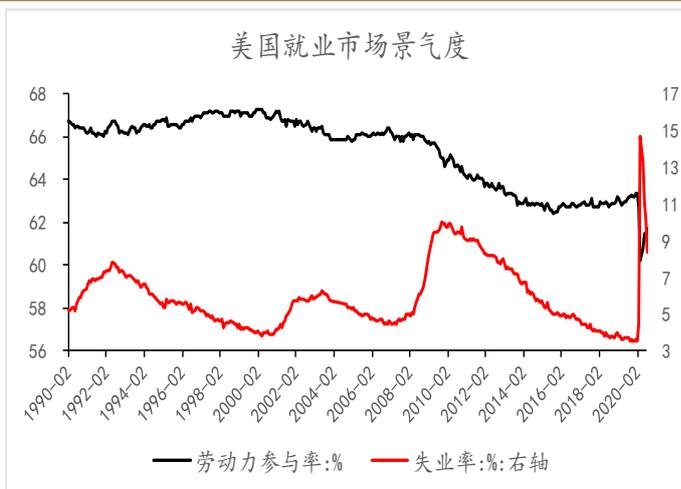
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：美国失业高频数据



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25：美国劳动市场景气度



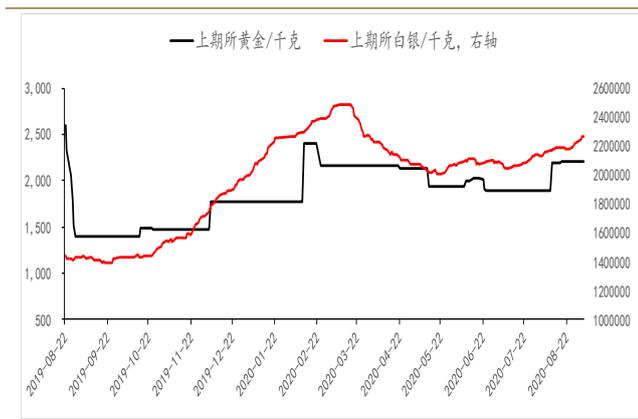
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

### 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，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；

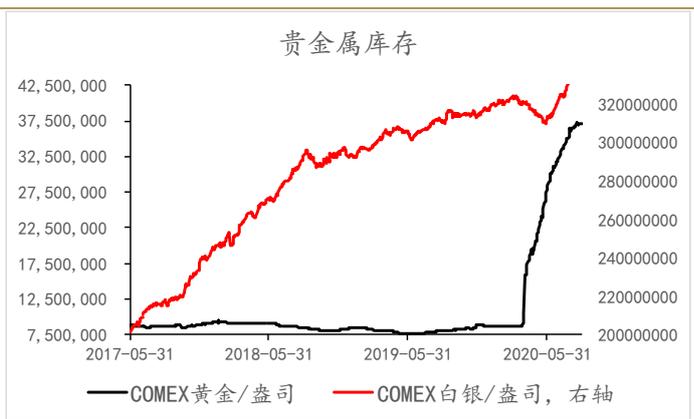
而随着贵金属的调整，CFTC 的持仓数据却显示主力持仓此前减持的迹象开始明显放缓，甚至开始出现了加持的现象；

图表 26：上期所库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 27：Comex 库存



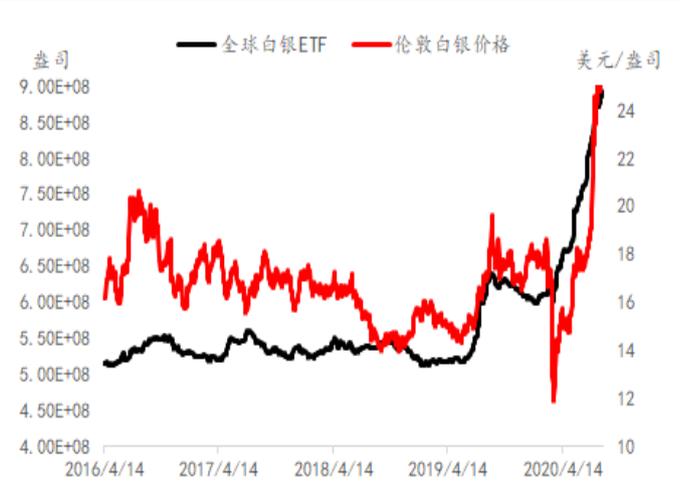
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：黄金 ETF



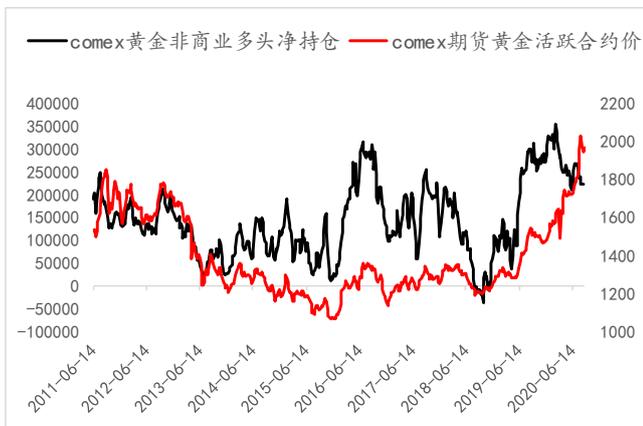
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29：白银 ETF



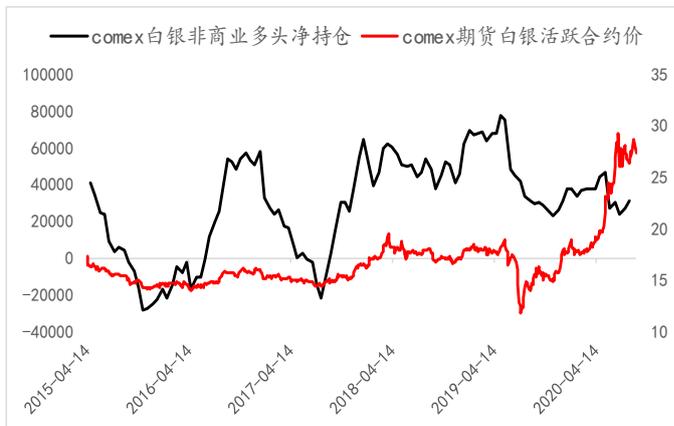
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30: 黄金投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 白银投机多头净持仓



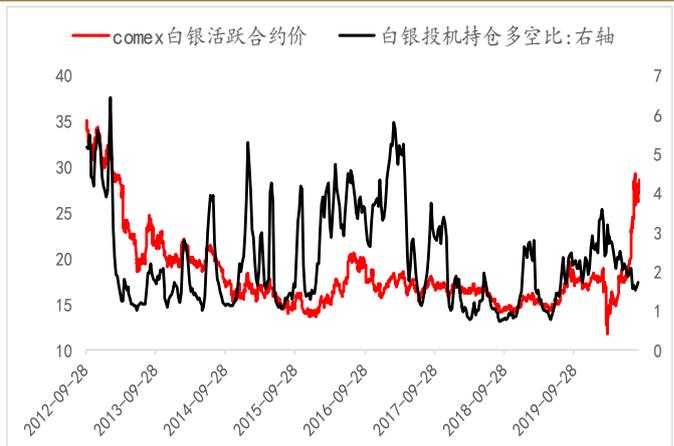
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 白银多空比



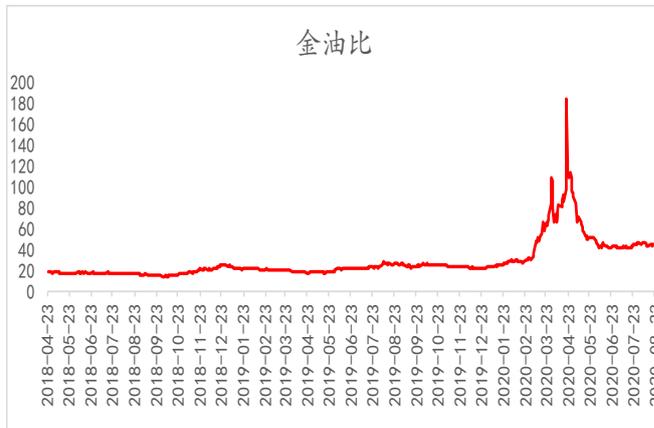
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 伦敦现货金银比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 伦敦金与布伦特原油



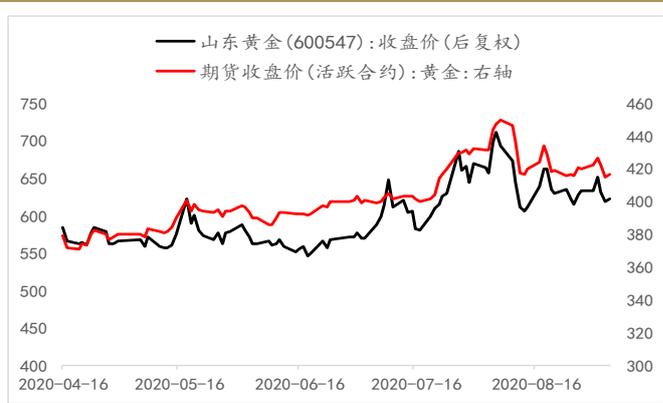
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 巴里克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 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