

长端美债利率破 1.1%，贵金属暴跌

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：

贵金属本周走势先高后低，本来随着疫情变异的利空逐渐消化，贵金属在周初继续走强，但是随着民主党拿下参议院，市场对于更多财政刺激出炉驱动美国经济回升的预期开始上升，美债收益率上行突破 1%，而通胀预期在 2% 的关口似乎有些上行乏力，因此贵金属开始调整。

1% 是长端美债收益率重要的心理关口，周五晚间非农数据出来后长端美债收益率开始加速上行，最高突破 1.1%，引发贵金属暴跌。

现在问题的关键就在于美联储是不是会有压制长端债券收益率上行的意愿，如果看不到，那交易经济复苏叠加疫情期间的天量刺激政策只是应急的这种预期就没法证伪，而当下大通胀的预期尚未能得到证实，2% 的通胀预期明显有点上行乏力的迹象，毕竟过去 10 年 10Y 通胀预期最高也就到过 2.5% 的位置，而 10Y 美债收益率疫情之前到过 1.6% 的水平，美联储不压制长端利率，实际利率层面贵金属就很难看到拐头上涨的动力了。

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：

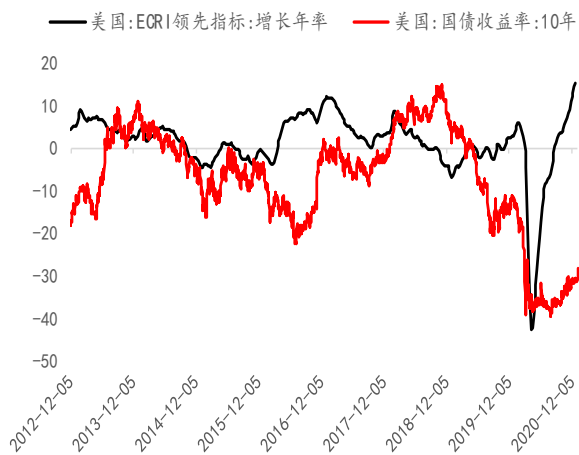
疫苗进展超预期



一、名义利率

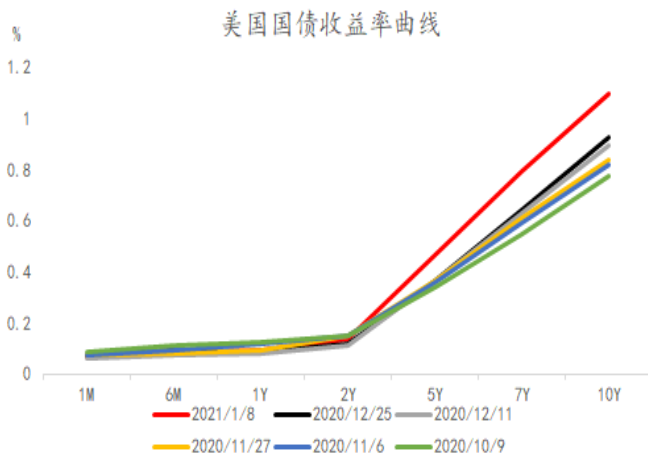
本周美债收益率开始出现异动，长端美债收益率突破 1.0% 重要关口之后迅速上行，最高触及 1.1% 的水平，疫情爆发之前美债利率处在 1.6% 的水平，距离 1.1% 还有不小的空间，如果市场开始交易天量刺激只是暂时的这种预期的话，那名义利率可能还会有较大的上升空间。

图表 1: ECR1 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



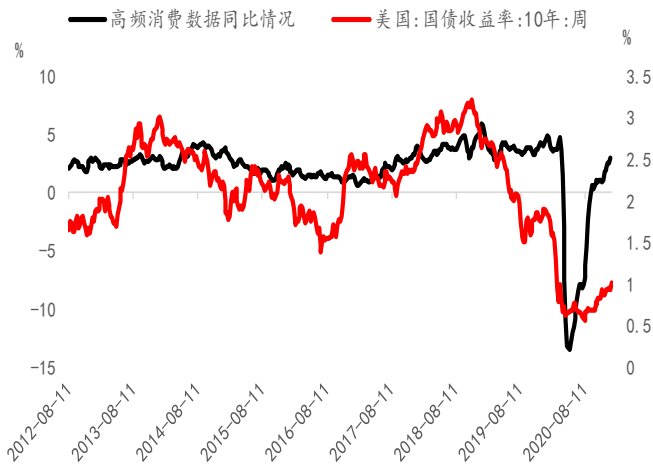
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

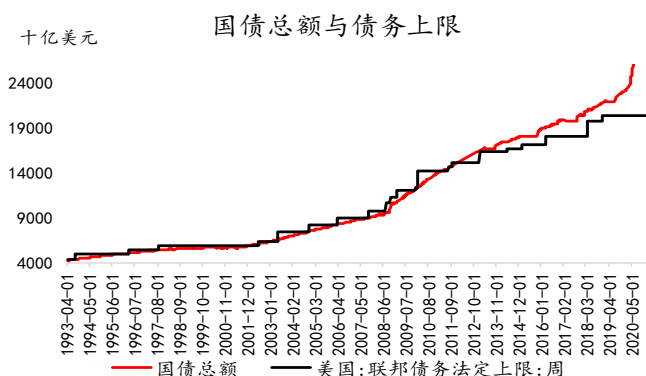
图表 4: 高频消费数据与美债名义利率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

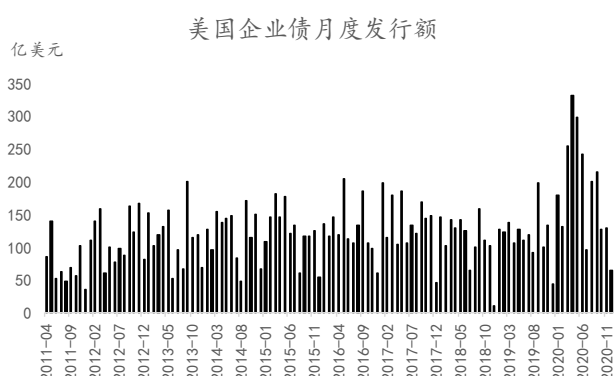
我们倾向于会有压制长端利率的动作出现，从长期来看，美国政府和企业在这一轮危机中加杠杆的行为会使得疫情结束之后杠杆率创造出历史记录，这在客观上压制了未来名义利率的上升空间，名义利率每上行 100bp，光美国财政部就要多付出 2400 亿美元每年的利息，债务问题可能会倒逼美联储采取一定程度上控制美债收益率的措施。

图表 5：美国债发行情况



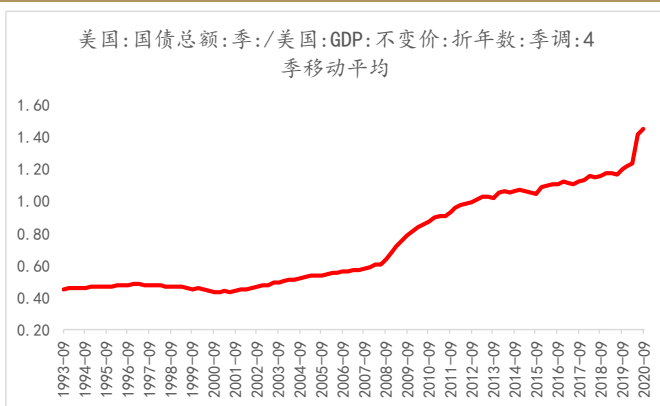
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门月度债券发行情况



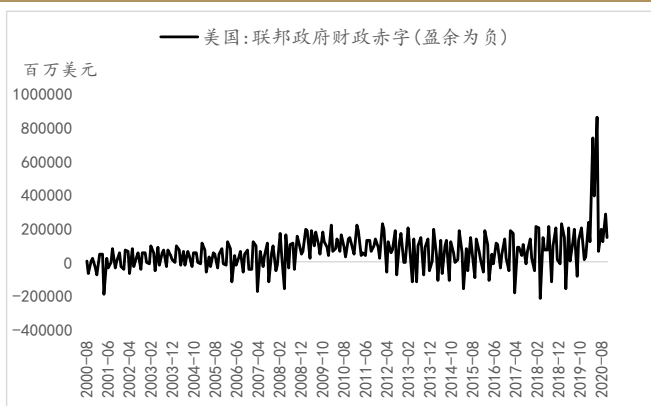
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



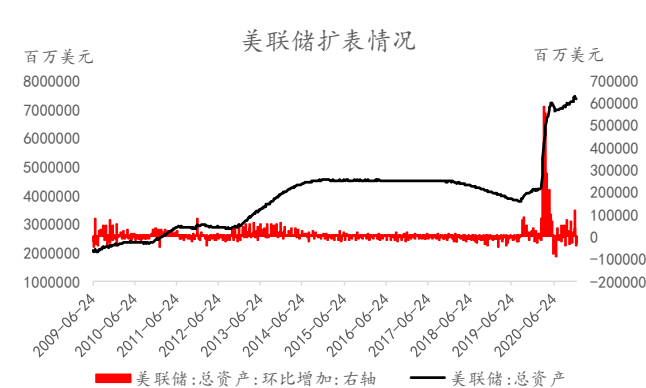
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



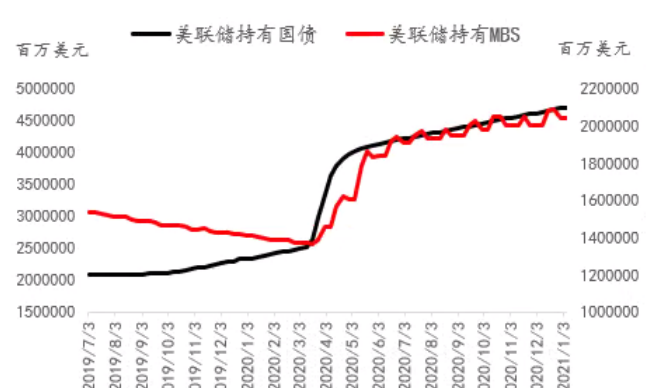
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

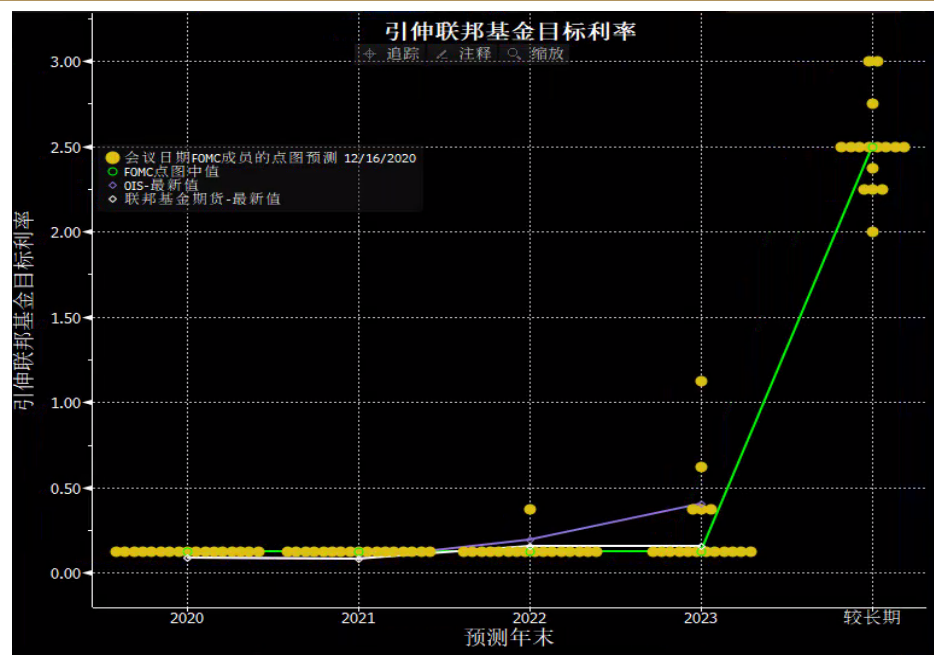
图表 10：但资产购买还在继续



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

12 月份美联储议息会议延续了按兵不动的操作，点阵图上显示，FOMC 票委们对于货币政策的态度与此前基本相同，仅有一名委员认为会在 2022 年加息，其他的都以为会在 2023 年甚至更久。

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

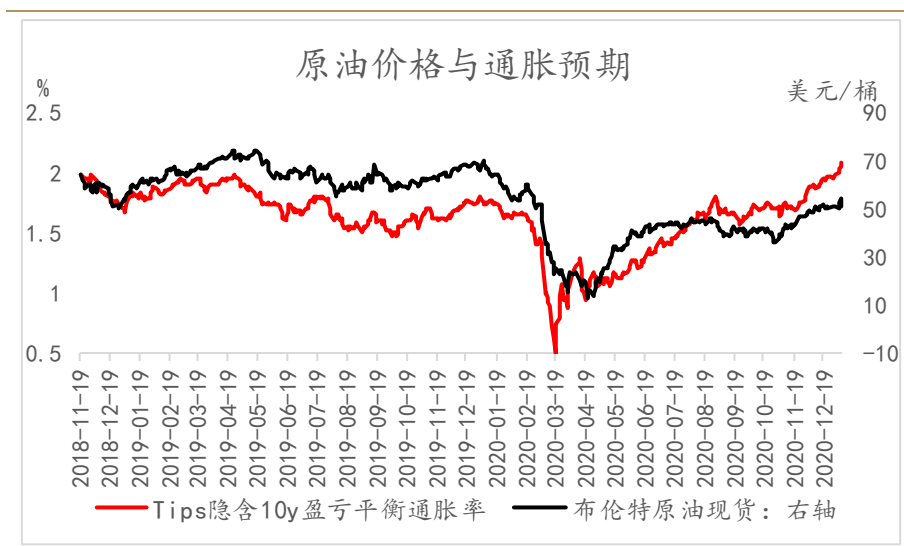


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

疫苗超预期这件事，最为确定性的影响是油价，原油价格本周继续小幅上行，布伦特原油已经触及 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。

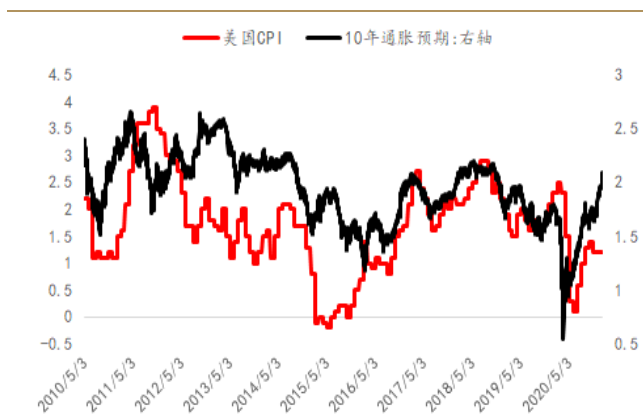
图表 12：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

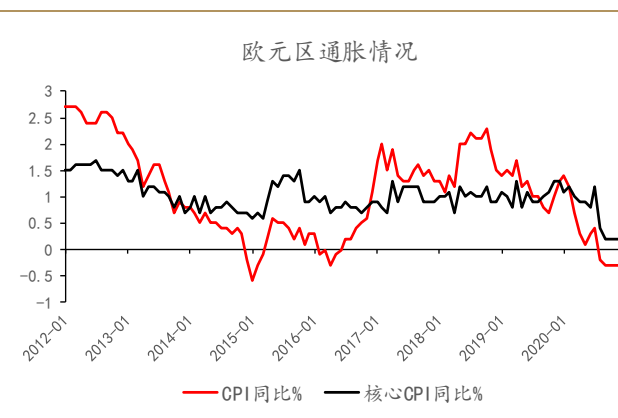
美国 11 月 CPI 数据持平于前值，在通胀预期已经恢复至疫情之前水准的情况下，实际通胀还距离疫情之前有较大缺口，实际通胀无法快速上行，通胀预期难有大的上涨动力，欧洲方面受制于封禁以及汇率升值，继续处在通缩状态当中。不过近期我们可以观察到各类大宗商品价格开始全面全面上涨，基础工业品的普涨迟早会传到到终端消费品上去，而那个时候也会是看到即期通胀水平回升的时候，而当即期通胀水平快速回升，通胀预期也将会开始继续上行。

图表 13：美国通胀与通胀预期变化



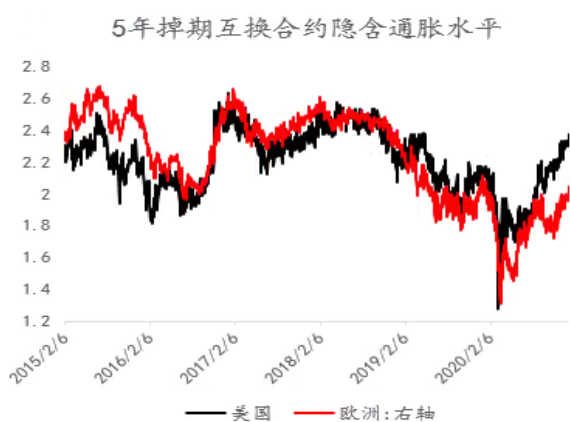
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 14：欧元区通胀水平



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 15: 掉期互换合约隐含通胀



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 掉期互换合约隐含通胀



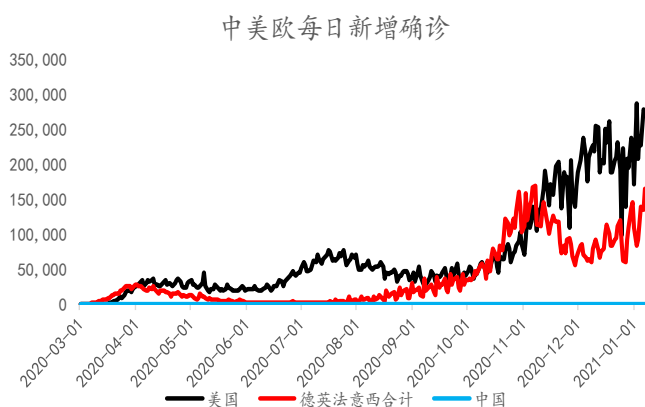
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

实际通胀水平未来的恢复, 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, 所以工业生产和消费继续延续复苏状态, 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, 不过永久失业人口由 372 万下降至 337 万, 且 10 月份非农新增就业人数从 61 万人修正至 65.4 万人; 11 月份非农新增就业人数从 24.5 万人修正至 33.6 万人。

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在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。

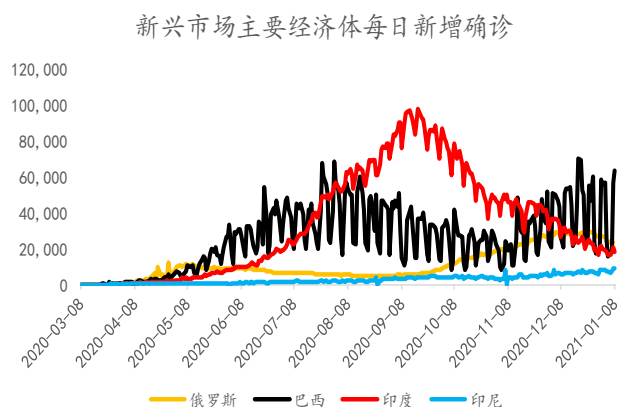
欧洲方面, 封禁确实一度引发了衰退的担忧, 服务业和交通出行景气受到了严重影响, 但随着疫情的逐渐受控, 经济活动也开始有触底回升的迹象。

图表 17: 欧美每日新冠新增确诊



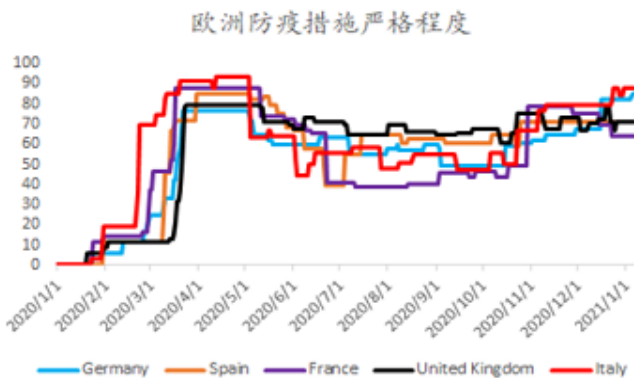
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 新兴市场每日新增确诊



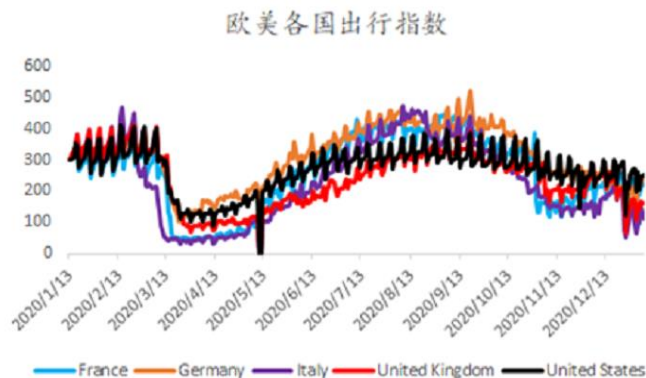
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19：欧洲防疫严格程度



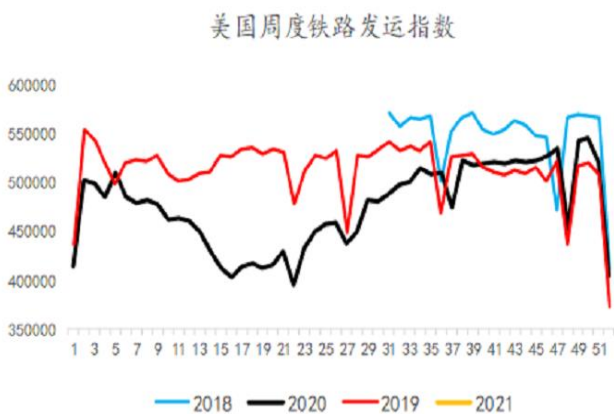
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 20：欧美各国出行指数



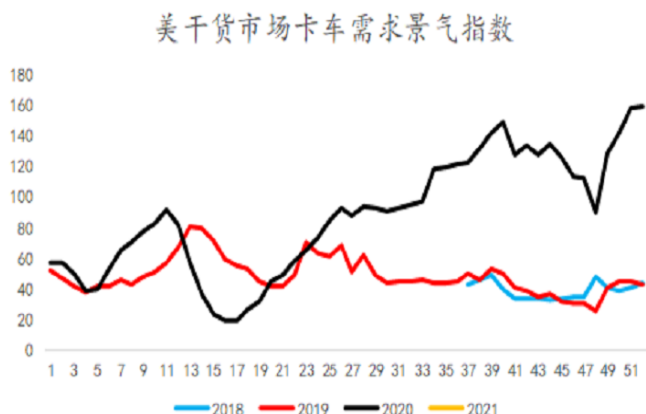
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 21：美国铁路周度发运情况



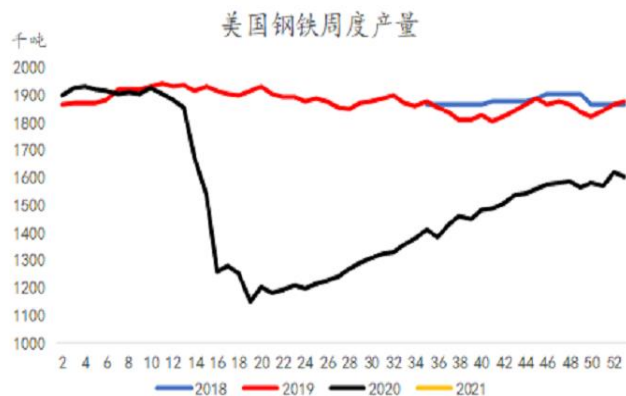
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：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 23：美粗钢生产情况



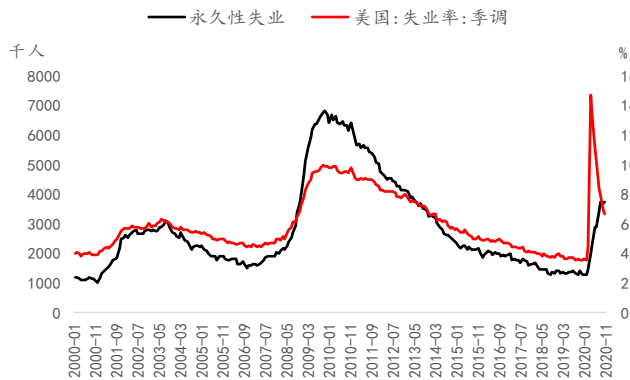
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：美炼油厂开工情况



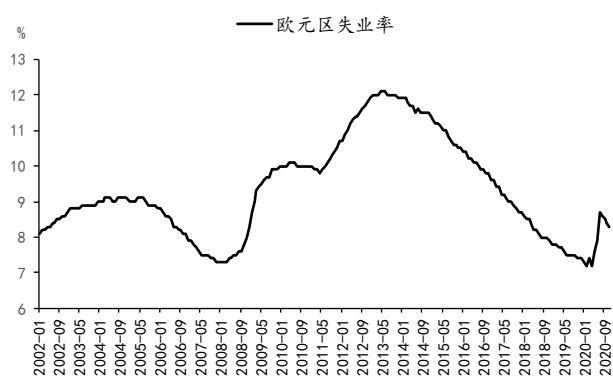
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25: 美国就业情况



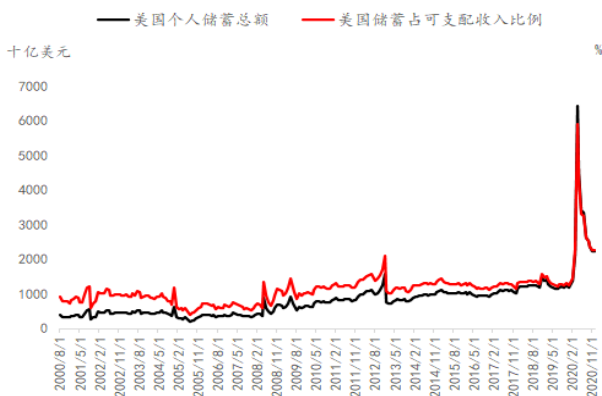
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 欧洲就业情况



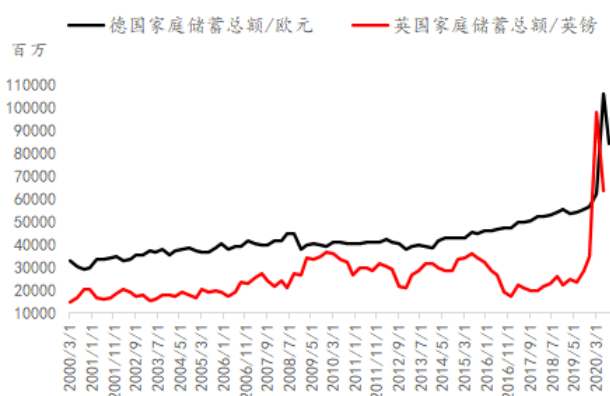
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 美国居民储蓄情况



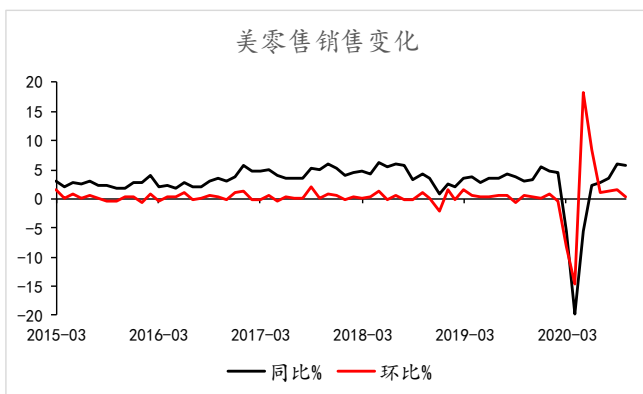
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 欧洲居民储蓄情况



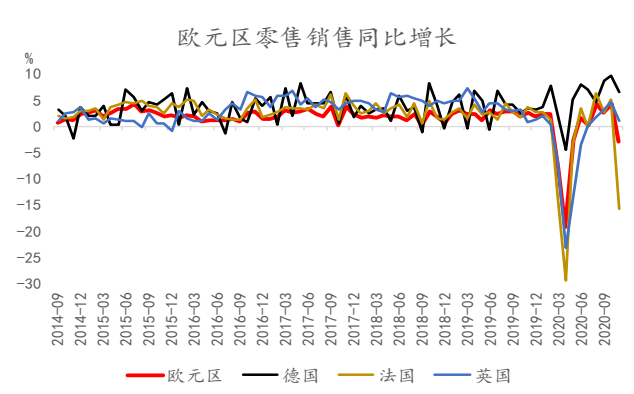
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 美零售销售变化



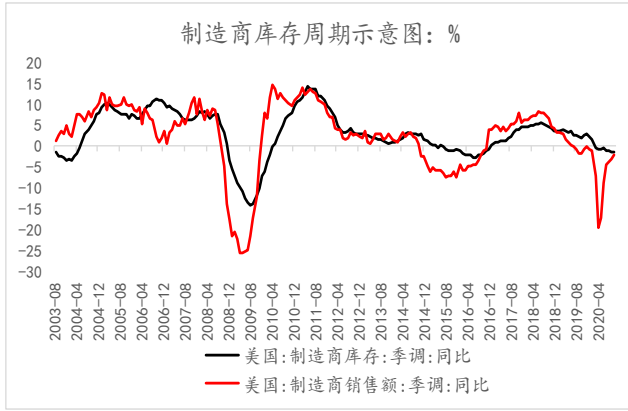
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 欧元区零售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31：美制造商库存情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 32：美零售商库存情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

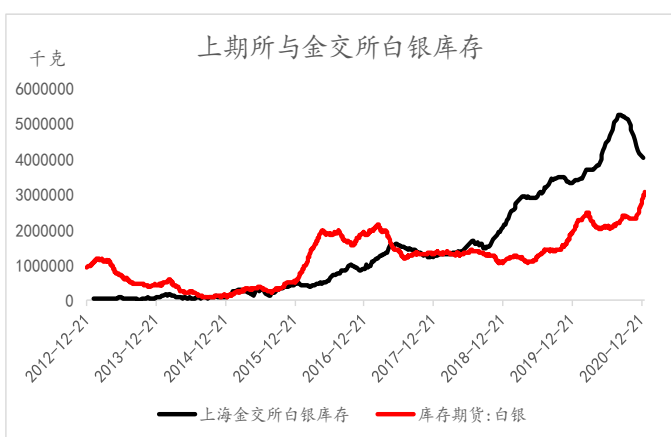
三、其他数据监控

白银的库存水平上，COMEX 仍然维持小幅上涨的状态，内盘由于近期期货升水较高，上期所的白银库存开始持续增加。

CFTC 的持仓数据显示，白银的净多头仓位上周小幅回落，不过整体上仍然维持增加的态势，老外的多头对于白银的信心仍然没有被白银持续数月的暴跌所干扰，这也是白银近期相比黄金略显强势的地方，白银会受益于光伏和工业品通胀的逻辑。

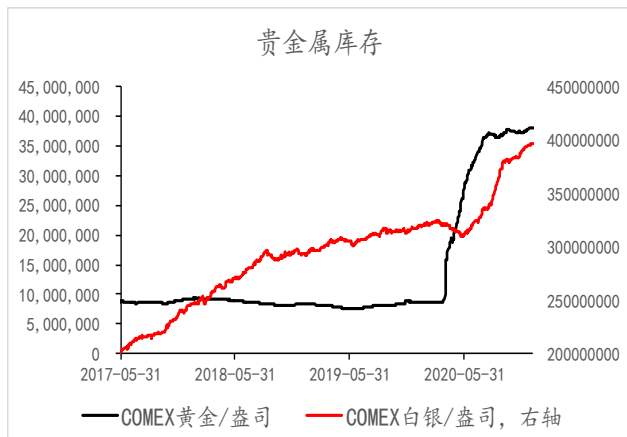
美元指数方面，民主党上台带动更多财政刺激驱动美国经济率先回升的预期，美元指数本周开始出现明显反弹。

图表 33：国内白银库存



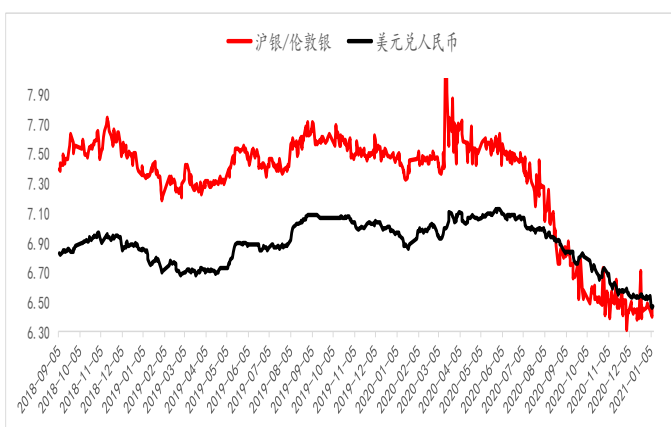
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 34：Comex 库存



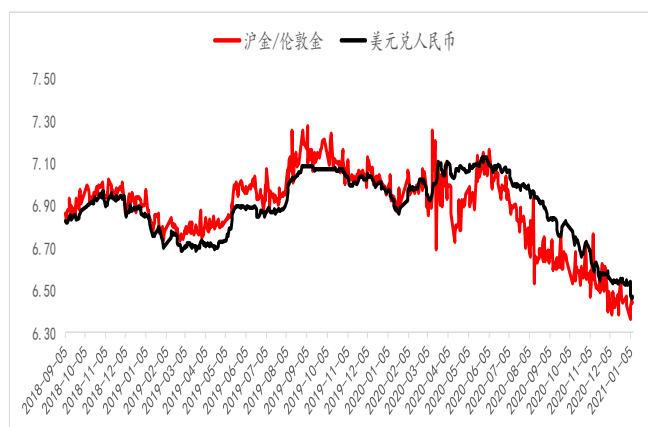
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 35：白银内外比价



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 36：黄金内外比价



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 37: 黄金 ETF



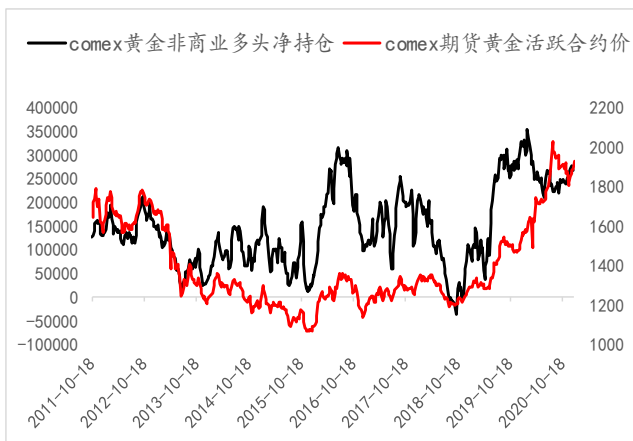
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 白银 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 黄金投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 白银投机多头净持仓



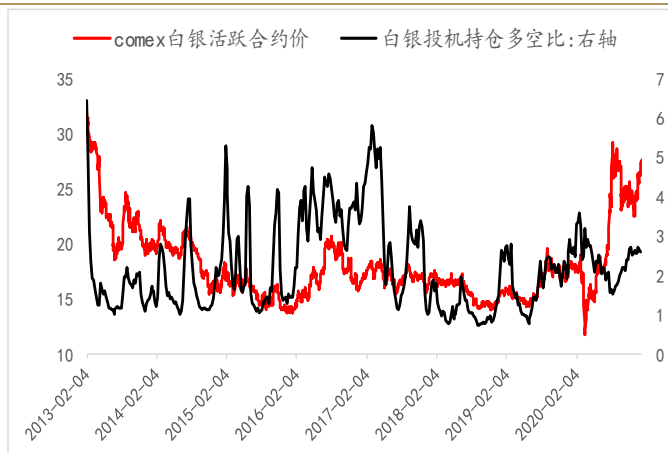
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 41: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 42: 白银多空比



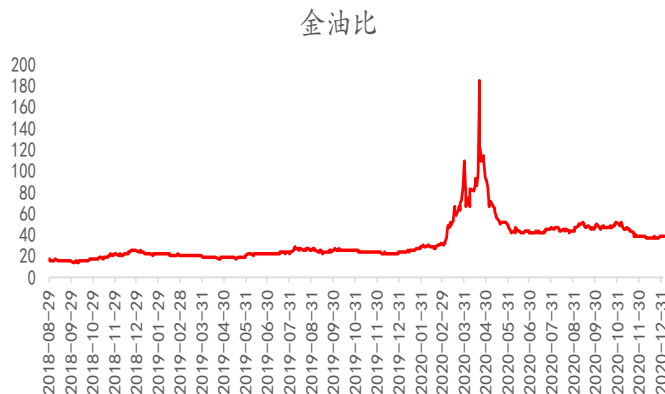
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 43: 伦敦现货金银比



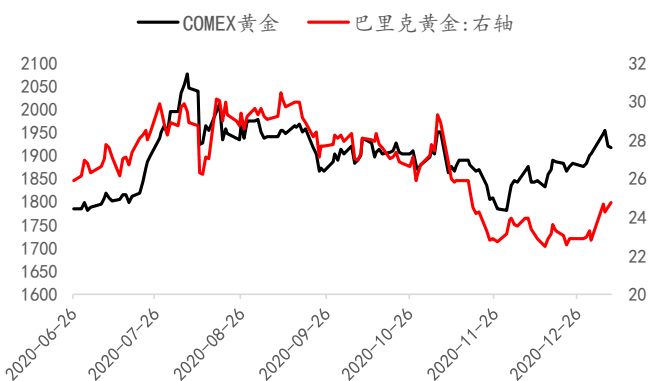
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 44: 伦敦金与布伦特原油



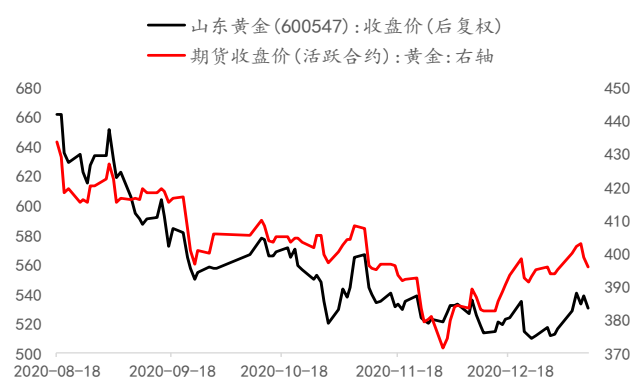
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 45: 巴里克黄金价格



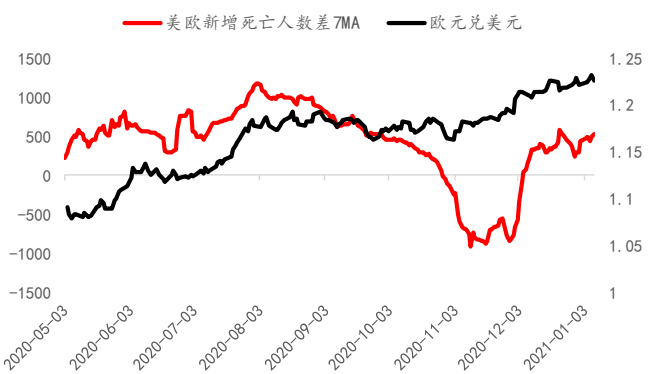
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 46: 山东黄金价格



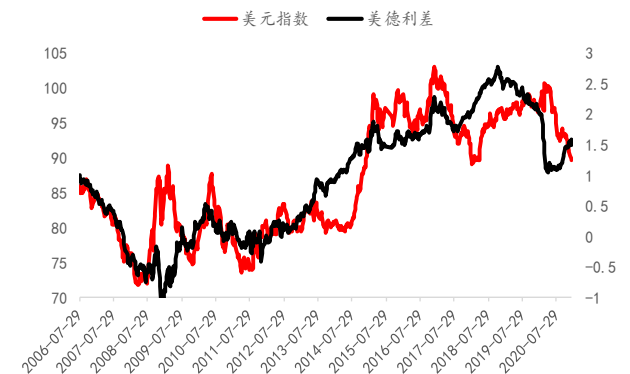
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 47: 欧元与疫情死亡增速差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 48: 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