

混沌天成研究院

宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaexc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

美债收益率加速上行，贵金属承压

核心观点：

黄金本周继续下行，一度创下半年多来的新低，白银表现相对偏强，基本维持震荡走势。

金银走势有所分化，黄金走低，春节至今黄金价格下跌约5%，白银相较黄金要略强，整体变化不大。驱动上，黄金受实际利率拖累明显，尽管疫苗持续加速接种和原油价格在供需双重因素推动下持续上涨，通胀水平也维持在多年来的高位，但整体上并没有跑过名义利率的上行速度，10Y美债收益率最高已经上破1.5%的水平，实际利率从-1%左右回升至接近-0.6%附近，也带动了黄金创下过去半年来新低。白银方面，受益于市场对于光伏等新增工业需求的预期，继续维持着对黄金偏强的趋势。

周四晚间美国高频数据表现超出预期，同时美联储官员连续发声表示对收益率上行并不反感，美联储博斯蒂克表示不担心国债收益率上升，美联储布拉德表示美国国债收益率上升可能是一个“好迹象”，美联储乔治表示收益率的上升在很大程度上可能反映出对复苏力度的乐观情绪。这些表态丝毫没有提及压制长端利率的表态或者动作，这也使得当晚美债长端利率暴增突破1.5%。

美债收益率涨到什么时候，美联储会受不了开始出手压制：感觉要么是出现了企业的信用危机（类似于国内的永煤事件），要么是美股撑不住了。对黄金来说，看不到美联储压制长端利率上行的表态，黄金就飞不起来。

策略建议：

没看到联储明确的压制长端利率的表态或者动作，贵金属看震荡

风险提示：

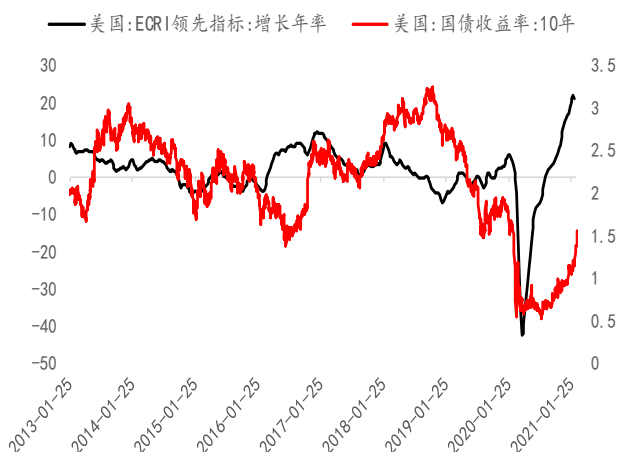
美联储不匹配财政刺激



一、名义利率

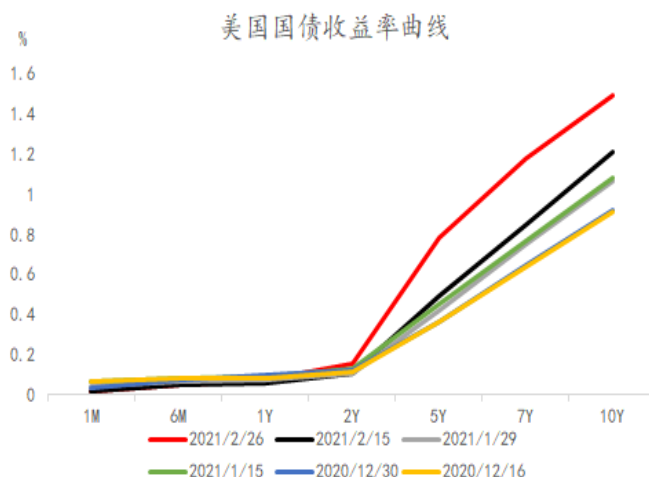
本周美债收益率上冲到 1.5% 的水平，收益率曲线整体上加速陡峭化，长端美债收益率会受益于通胀上行的驱动以及经济复苏的背景下货币政策只会紧不会松的预期，而即将到来的拜登的新一轮财政刺激可能会从供给端对名义利率带来提振，如果看不见美联储压制长端的动作，长端债券收益率将会继续上涨。

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



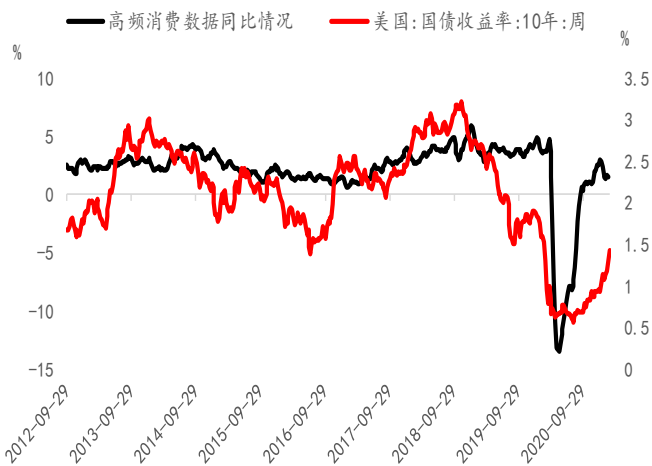
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

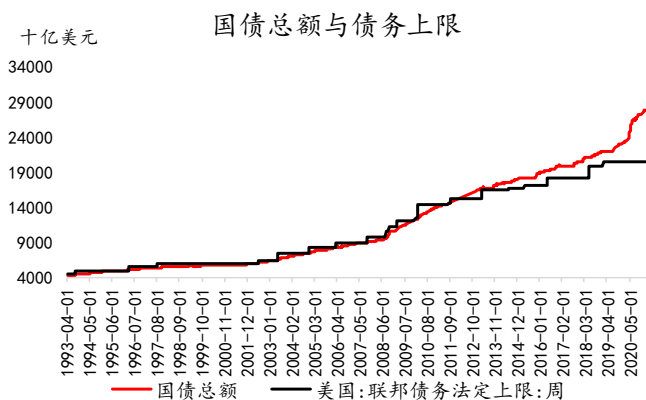


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

疫情期间，美国的政府的债务规模持续上升，因此从一个较长周期的角度上说，庞大的债务在

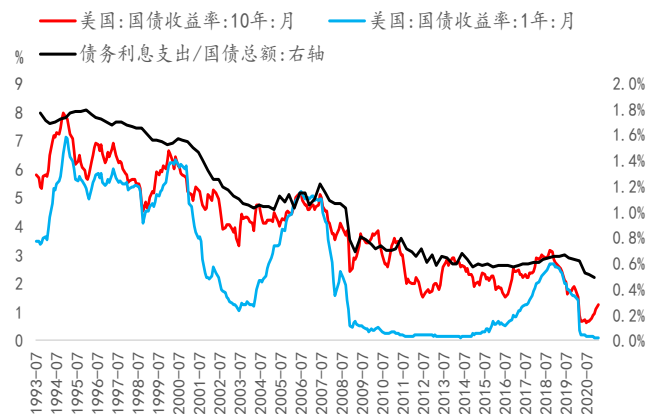
客观上需要联储压低名义利率来控制利息成本，同时可能需要较长周期的高通胀来化解相应的债务，不过这对贵金属来说是一个非常长期的逻辑，市场暂时还没有去交易这种逻辑，仍然需要等待一定的触发契机。感觉要么是出现了企业的信用危机（类似于国内的永煤事件），要么是美股撑不住了，才能看到美联储压制长端利率上行的表态。

图表 5：美国债发行情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

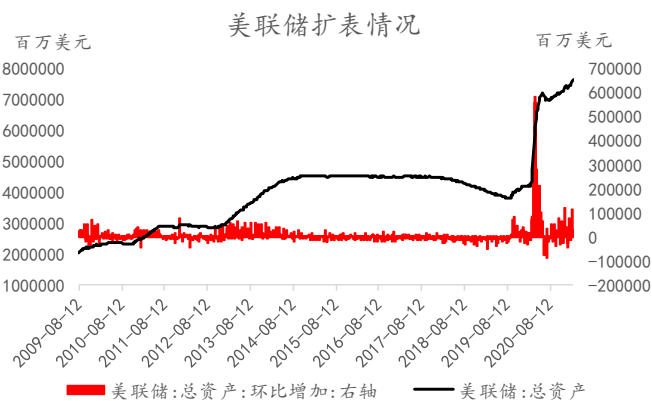
图表 6：政府利息支出水平和名义利率相关



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

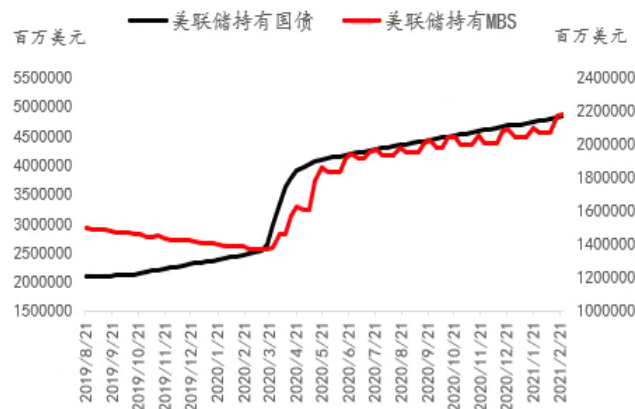
美联储当下仍然维持着每个月 1200 亿美元的资产购买速度，尚未有实质性的缩减购债行为，联储 1 月份议息会议的纪要中表示维持利率水平不变，维持购债速度不变，现在不是考虑缩减购债的时候，并且强调，当开始缩减购债的时候，会提前和市场沟通。

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

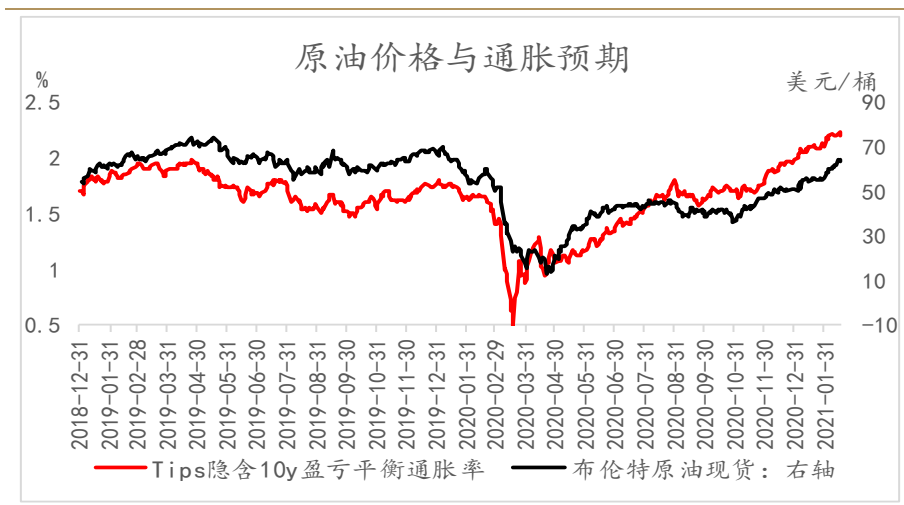


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

疫苗超预期这件事，最为确定性的影响是油价，原油价格本周继续走高，布伦特原油已经突破 60 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。不过本周通胀预期在商品上涨的环境下竟然走低，我们觉得可能有两方面的原因，一个是美联储相关官员连续出来表态认为不会有可持续性的通胀发生，另外是名义利率的上涨其实使得 TIPS 价格里面流动性溢价的影响加大，而我们通胀意义上计算的通胀预期其实包含了流动性溢价的部分，因此看起来走低了。

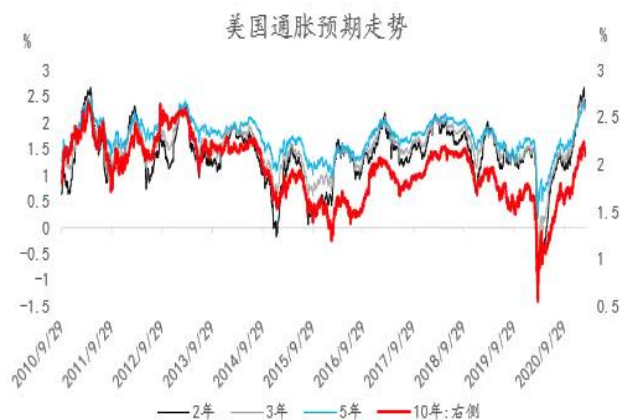
图表 9：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

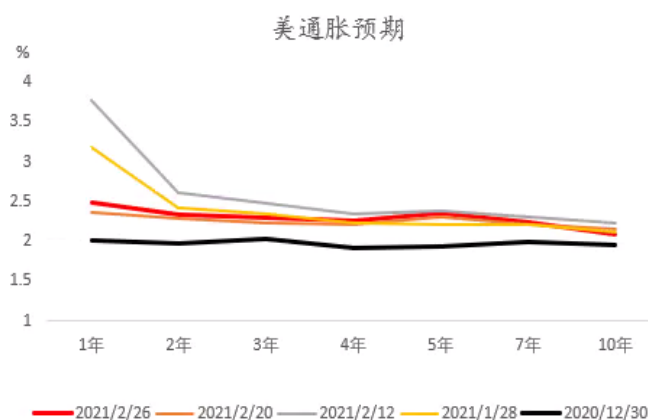
伴随着各类商品的持续上涨，其实短端的通胀预期已经突破了过去 10 年来的最高水平了，长端的通胀预期本周触底回升至 2.1% 的水平，距离过去 10 年的历史最高水平仍然还有约 40bp 的差距，有这 40 个 bp 打底，我们觉得贵金属不至于出现流畅下跌。

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

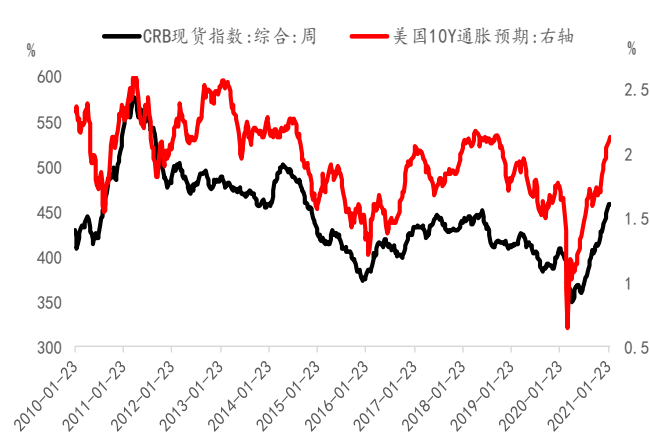
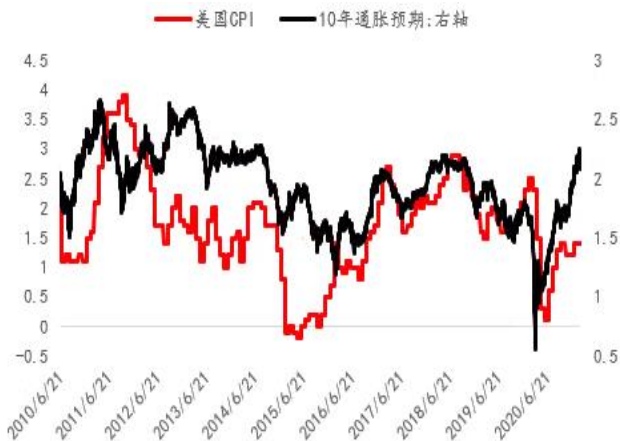


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

美国 1 月 CPI 数据同比走平，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



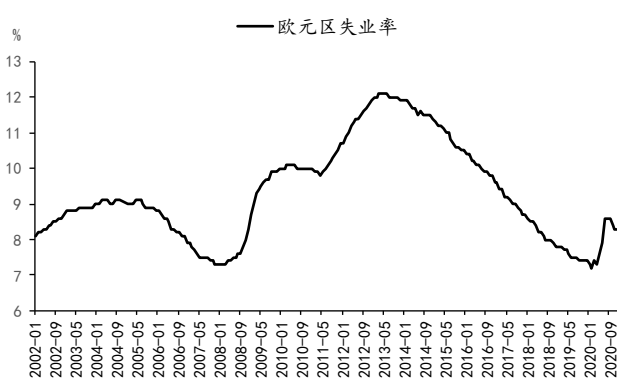
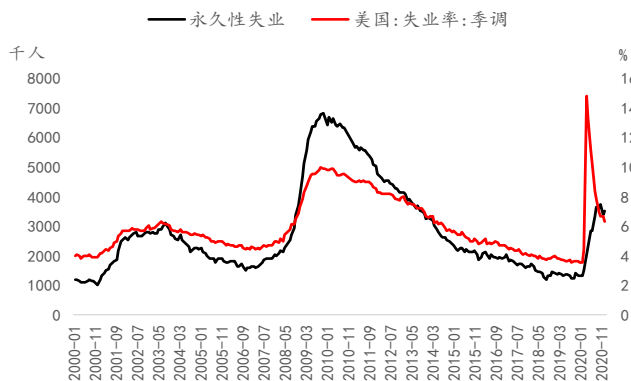
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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，同时美国现在疫苗接种速度全球第一，乐观估计的话，到二季度尾声，美国可能能够实现全体免疫的接种水平，届时经济大概率可以实现重启，利好通胀回升。而美联储的货币政策本身又是有纵容通胀的嫌疑，未来通胀上行的走势可能会超出市场的预期。

图表 14：美国就业情况

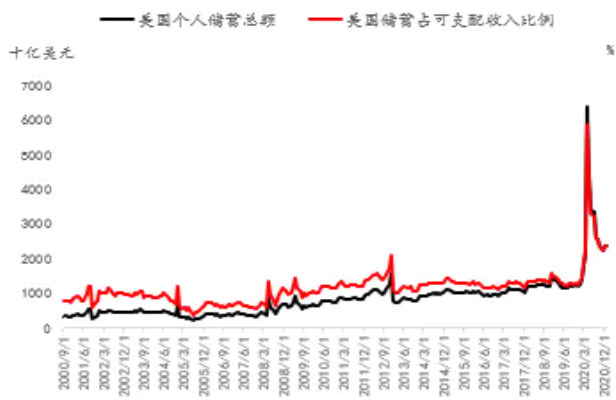
图表 15：欧洲就业情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

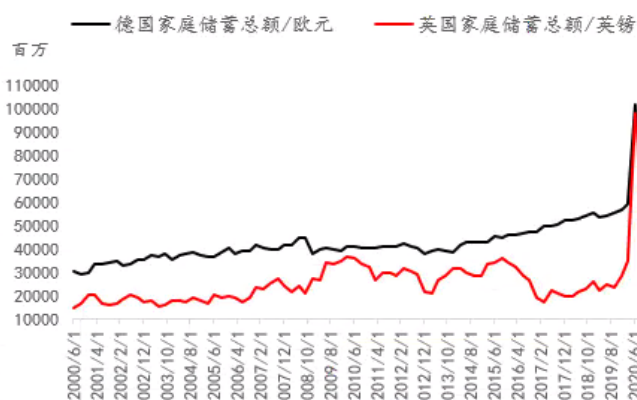
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 16: 美国居民储蓄情况



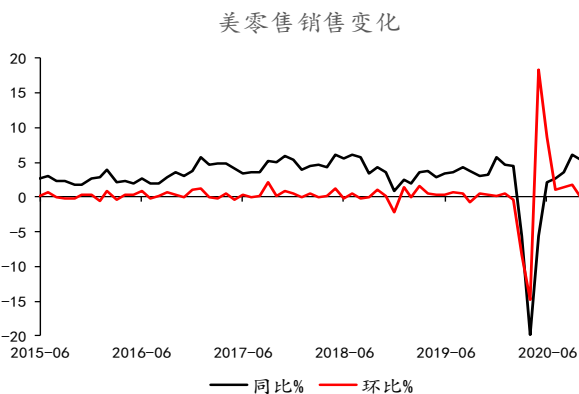
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 欧洲居民储蓄情况



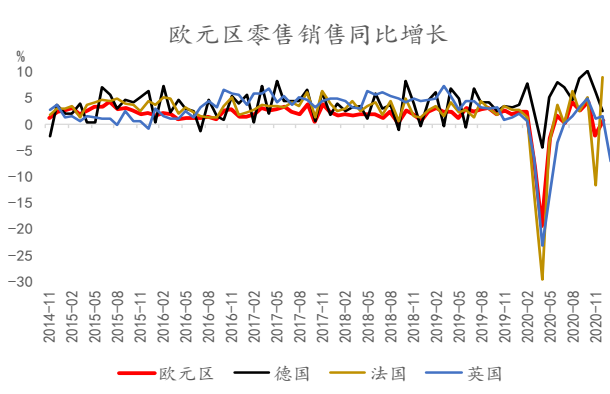
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美零售销售变化



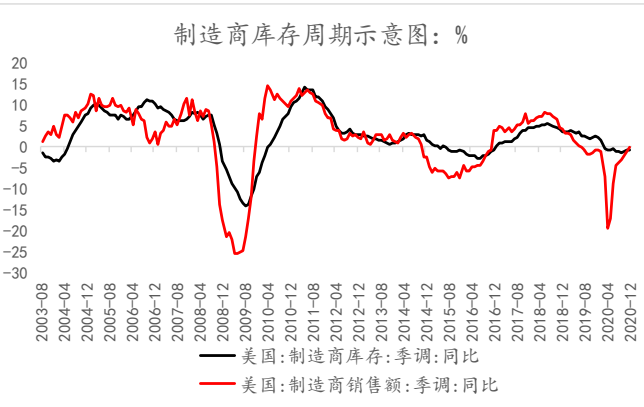
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 欧元区零售变化



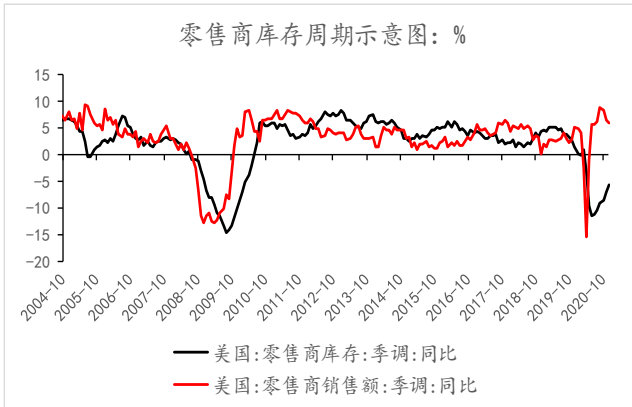
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

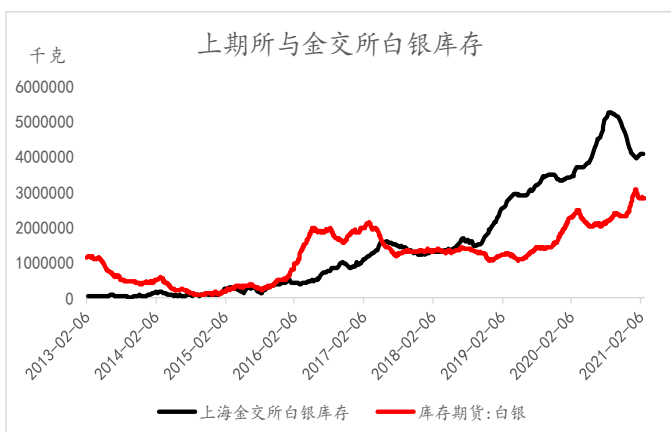


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

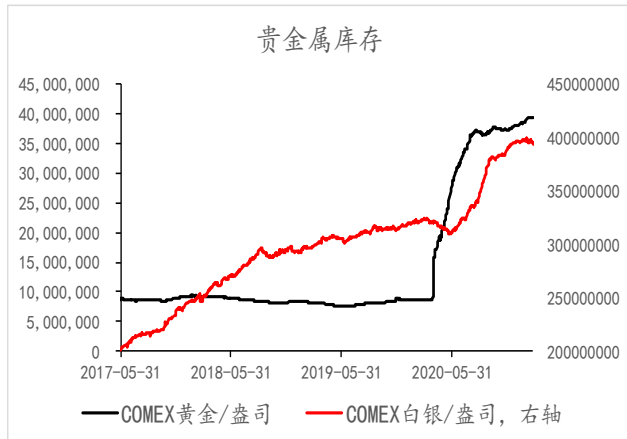
截至 2 月 23 日当周，CFTC 投机者持有的黄金投机性净多头减少 19236 手合约，至 215733 手合约，表明投资者看多黄金的意愿降温；投机者持有的白银投机性净多头减少 2181 手合约，至 47643 手合约，表明投资者看多白银的意愿降温。CFTC 黄金、白银非商业性净持仓均为净多头，但净持仓均录得减少，表明资金对后市行情的看涨情绪继续下降。

图表 22：国内白银库存



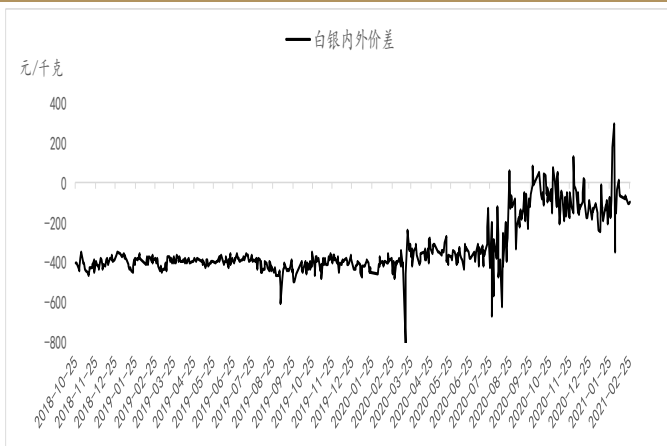
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：Comex 库存



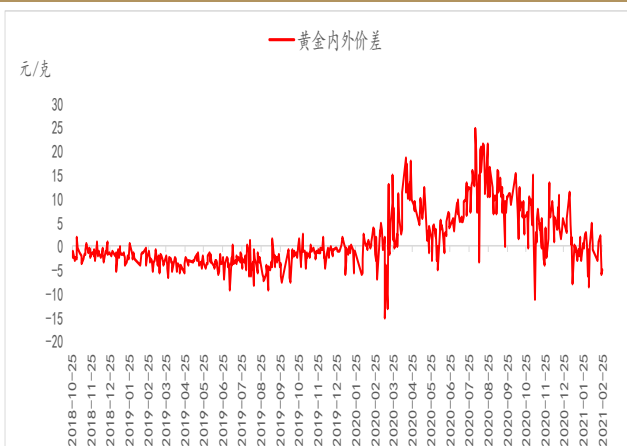
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：白银内外价差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25：黄金内外价差



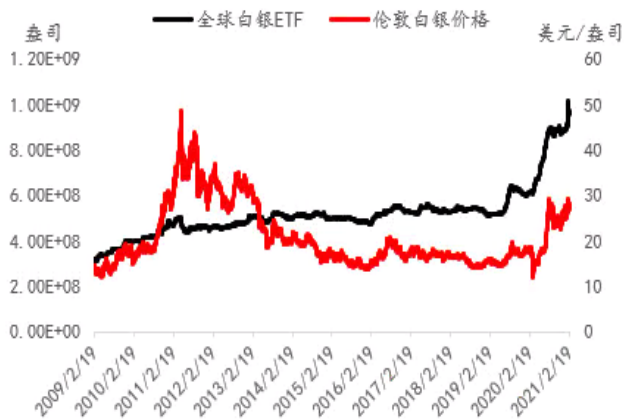
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 26: 黄金 ETF



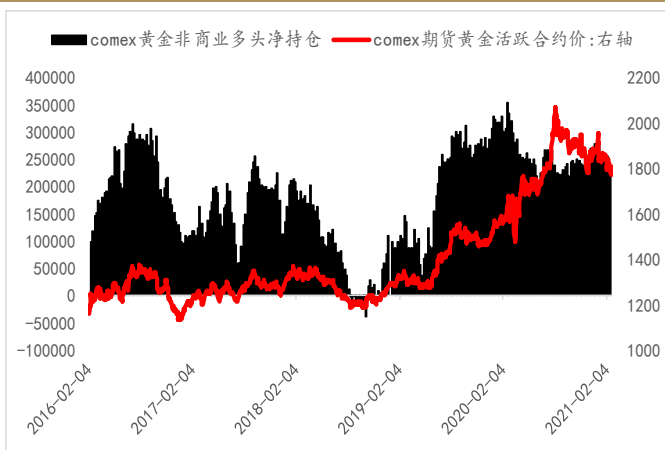
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 白银 ETF



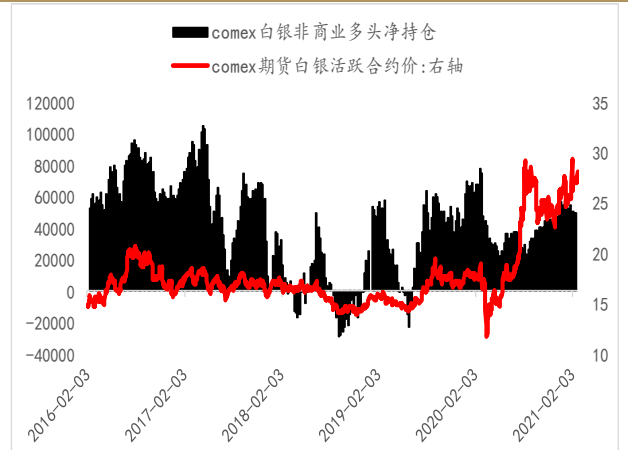
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



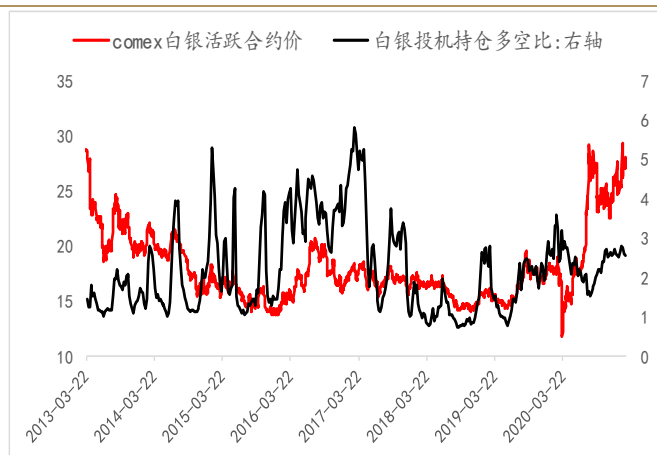
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



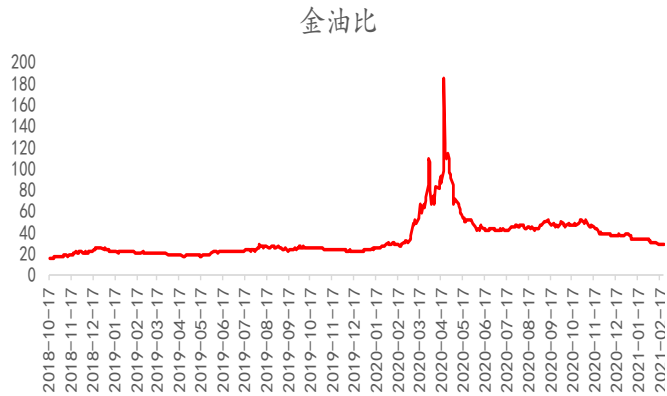
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 伦敦现货金银比



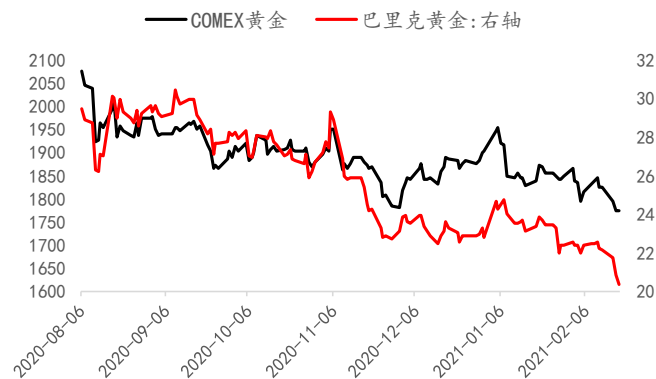
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 伦敦金与布伦特原油



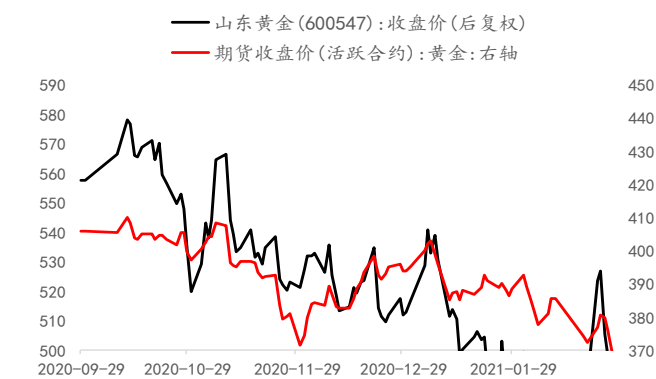
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 巴里克黄金价格



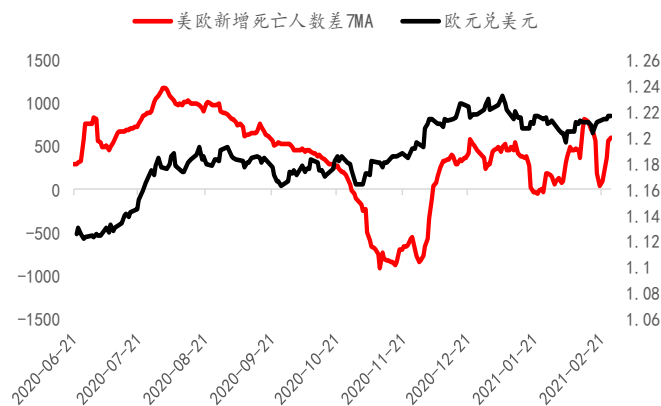
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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