

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

美债利率快速上行近尾声，贵金属趋于震荡

核心观点：

贵金属方面，目前市场的主要矛盾仍然是美联储对于高涨的利率无动于衷，名义利率受益于通胀预期和货币政策提前收紧的预期跑的比通胀预期快，所以此前黄金一路阴跌。不过近日市场传来利好消息，美国财政部拍卖 580 亿美元三年期国债投标倍数 2.69，此前投标倍数为 2.39，拍卖 380 亿美元 10 年期国债，得标利率 1.523%，投标倍数 2.38，仅比预发行交易利率 1.513% 小幅上升，上月投标倍数为 2.37，拍卖 240 亿美元 30 年期国债，得标利率 2.295%，投标倍数 2.28，上月投标倍数为 2.18；相比较此前大跌眼镜的 7 年期国债拍卖，这些已经是非常超预期的结果，美债利率快速上行的趋势似乎得到了缓解。美国 2 月份的预算赤字为 3109 亿美元，2021 财年前 5 个月的预算赤字达到 1.05 万亿美元，创下了历史同期新高，拜登新的大规模刺激方案料将使预算赤字进一步扩大，压制名义利率和匹配财政的必要性对美联储来说在提高。

美联储 3 月份议息会议结果对贵金属至关重要，对贵金属来说，看不到美联储压制长端利率的动作，就难以看到明显的趋势反转的驱动，一时的国债拍卖结果预计对市场构不成持续的提振；如果联储表态或者出手类似于 OT 的操作，实际利率才有重新向下的驱动，贵金属才有上涨的机会。

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，贵金属保持观望。

风险提示：

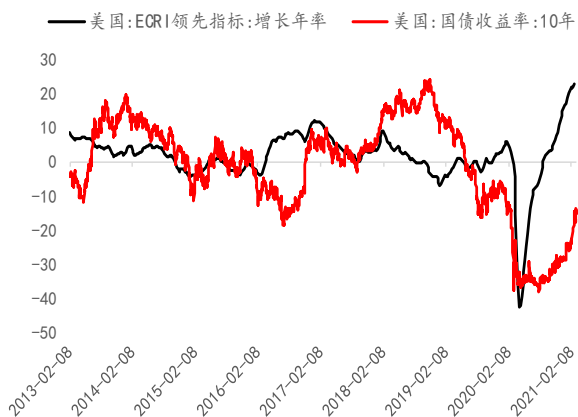
美联储继续无动于衷



一、名义利率

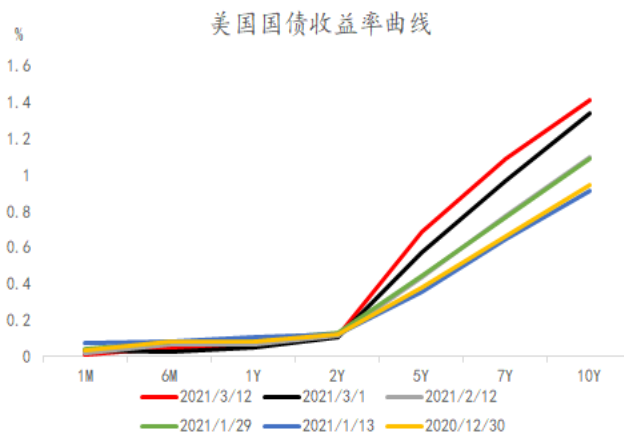
本周美债收益率再度上冲到 1.6% 的水平，收益率曲线整体上继续陡峭化，长端美债收益率会受益于通胀上行的驱动以及经济复苏的背景下货币政策只会紧不会松的预期，除非联储出来有压制收益率上行的动作，否则美债收益率上行趋势很难止步。

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



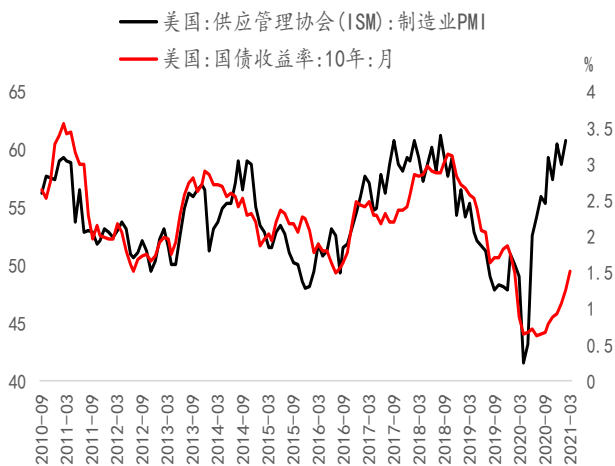
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：美债收益率曲线



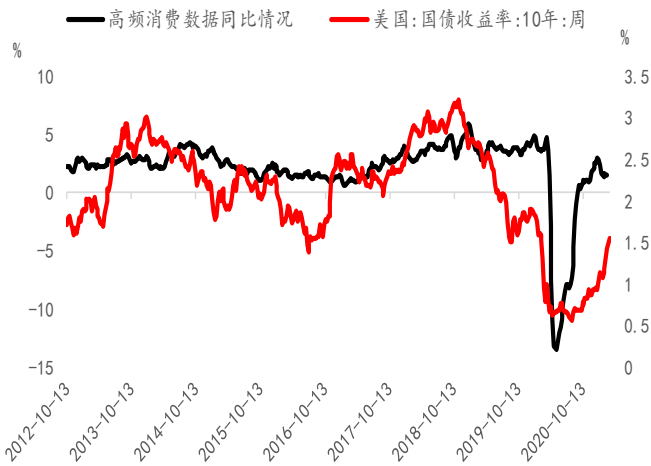
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

美债收益率快速上行的结果是，市场上投标美债的意愿降低了，此前美国财政部拍卖 620 亿美元的 7 年期国债，但衡量需求的认购倍数创历史新低，仅为 2.04，不过最近这个状况明显有所缓解，市场对于通胀和货币政策提前收紧的预期似乎较大程度已经有所定价。但财政部接下来还要发行大量的债券，耶伦又表态对中长期债券的热衷，如果利率上行过快，等于是在抬高财政部的债

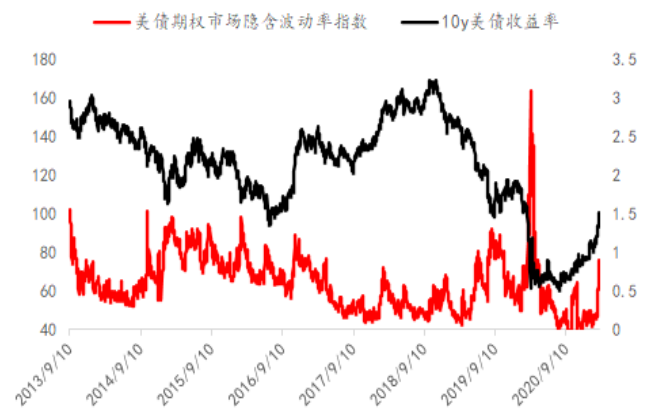
务成本。目前美债市场的期权隐含波动率已经很高了，市场的恐慌情绪很浓。接下来就是观察美联储什么时候开始出手了。

图表 5：美国债发行计划/十亿美元

	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Nov-20	56	54	57	56	41	27	27	24
Dec-20	58	56	59	59	38	24	24	24
Jan-21	60	58	61	62	38	24	24	28
Feb-21	60	58	61	62	41	27	27	26
Mar-21	60	58	61	62	38	24	24	26
Apr-21	60	58	61	62	38	24	24	28

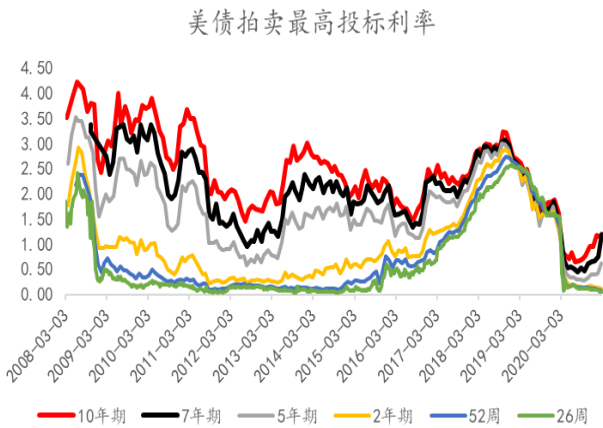
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美债期权隐含波动率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国国债发行最高竞标利率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美国国债发行认购倍数

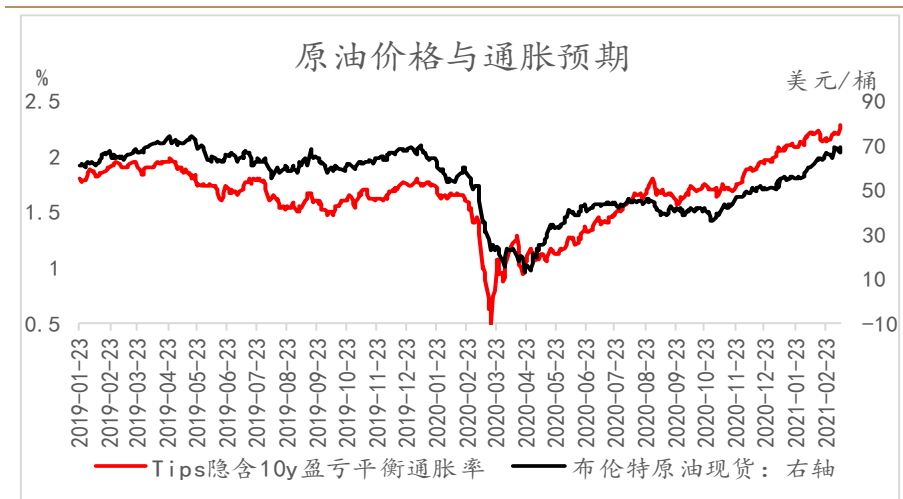


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

原油价格本周继续走高，布伦特原油已经接近 70 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。

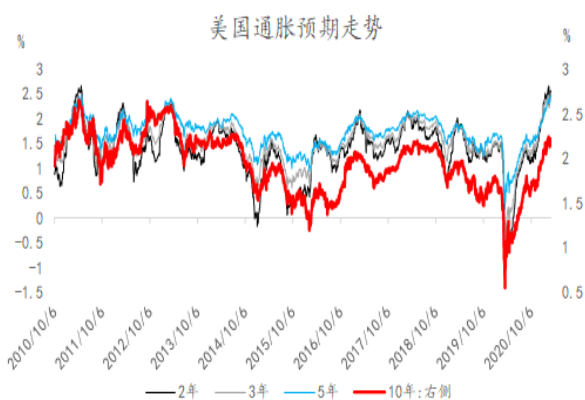
图表 9：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

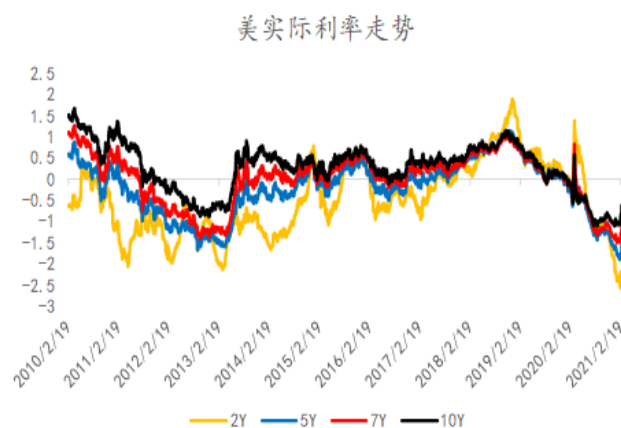
短端的通胀预期已经突破了过去 10 年来的最高水平了，5 年的通胀预期水平已经到了 2008 年以来的新高，长端的通胀预期本周触底回升至 2.3% 的水平，距离过去 10 年的历史最高水平仍然还有约 20bp 的差距。

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：美各期限实际利率走势

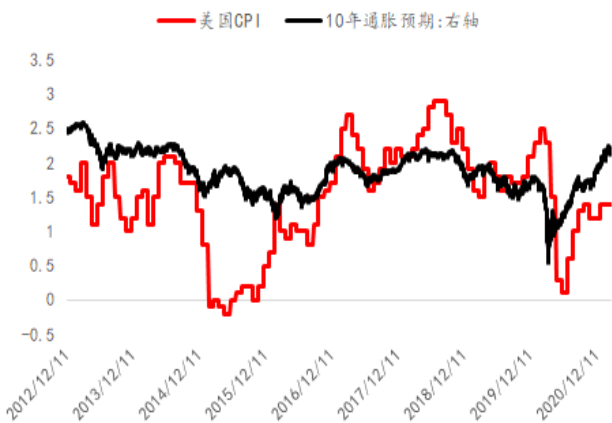


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

美国目前 CPI 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



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

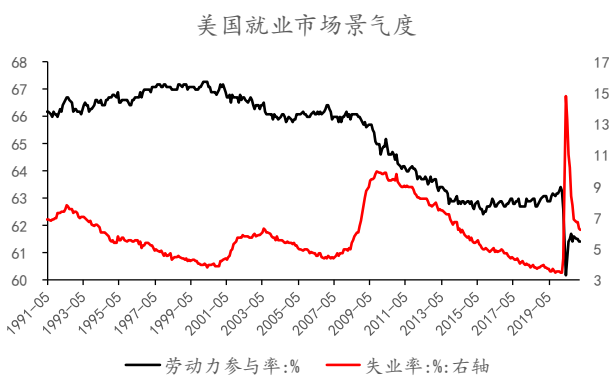
图表 13: 商品价格与通胀预期



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，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，美国可能就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，新一轮财政刺激的投放会进一步刺激美国消费需求的增长，利好通胀上行，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



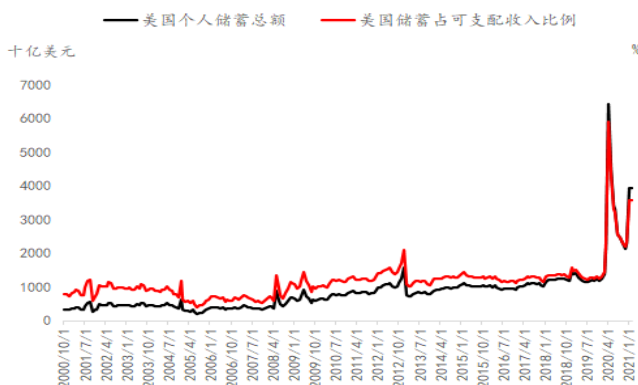
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 15: 欧洲就业情况



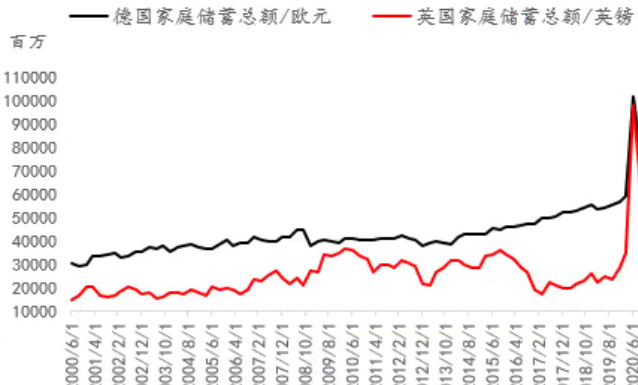
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 美国居民储蓄情况



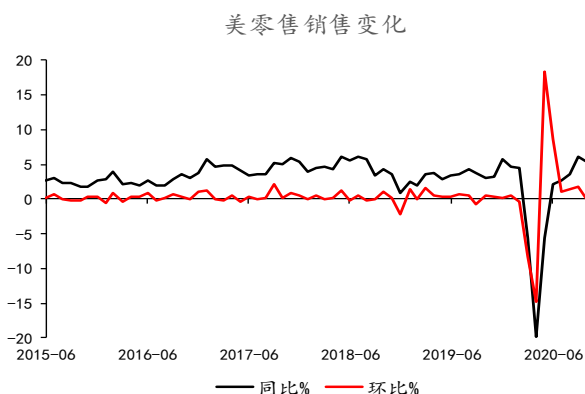
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 欧洲居民储蓄情况



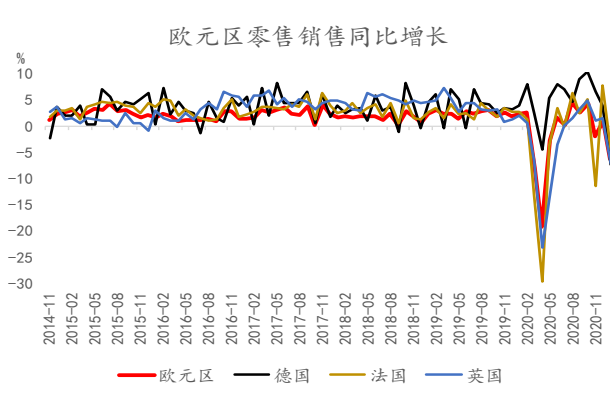
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美零售销售变化



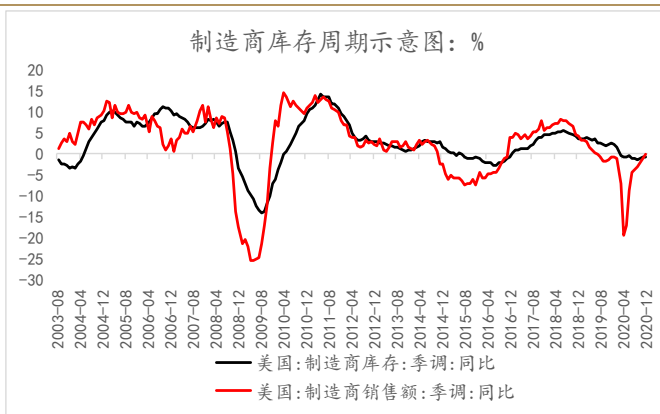
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 欧元区零售变化



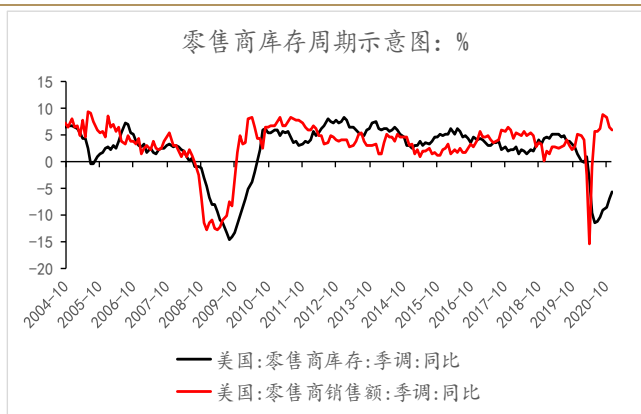
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

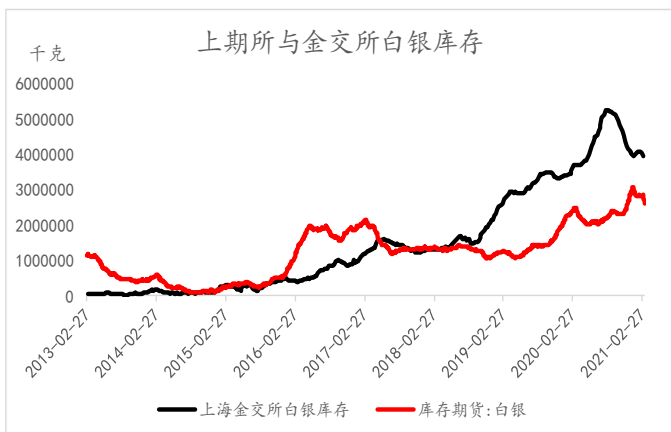


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

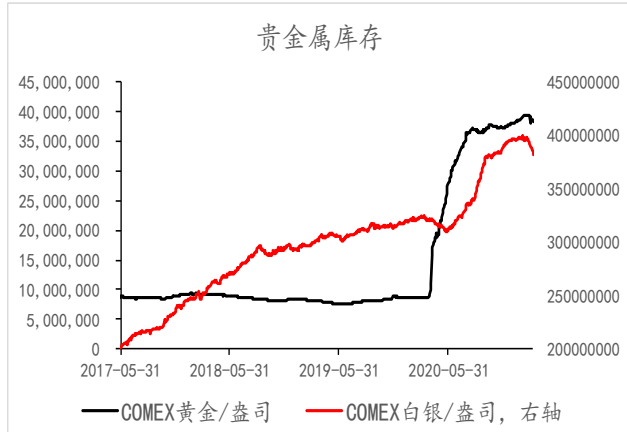
美国商品期货交易委员会（CFTC）：截至3月9日当周，COMEX黄金期货投机性净多头头寸减少15961手至41896手；截至3月9日当周，COMEX白银期货投机性净多头头寸减少3829手至27677手。

图表 22：国内白银库存



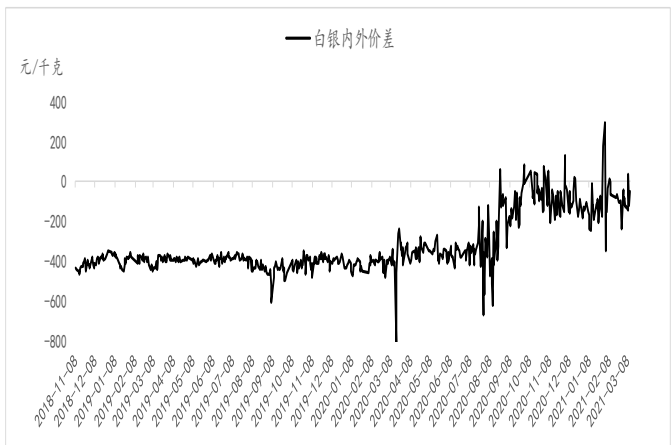
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：Comex 库存



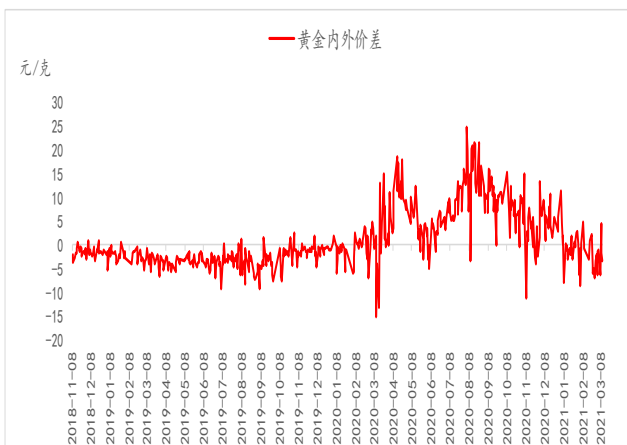
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



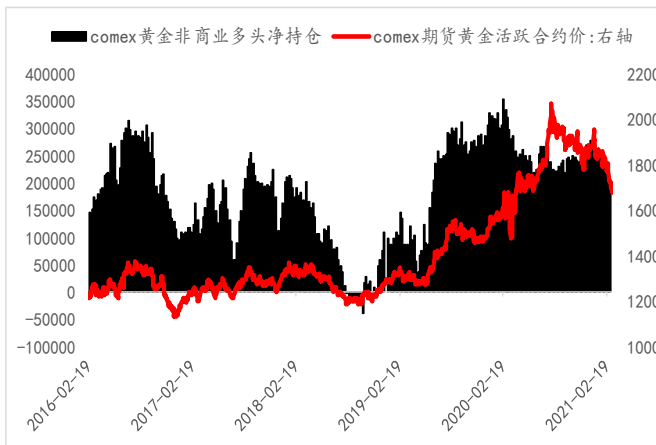
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 白银 ETF



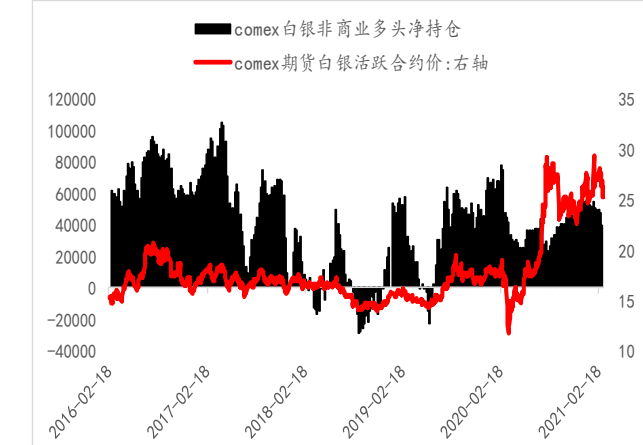
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 黄金投机多头净持仓



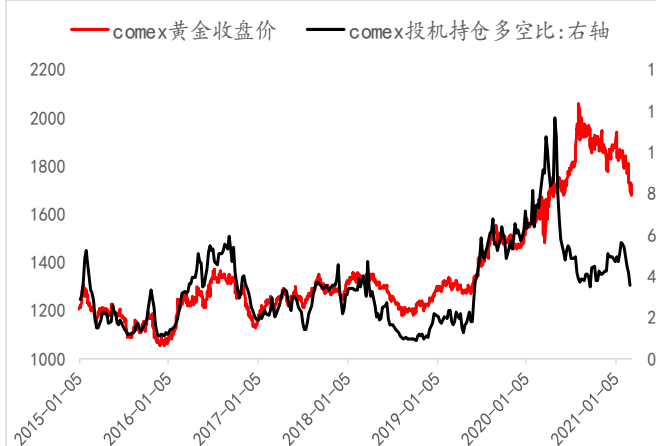
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 白银投机多头净持仓



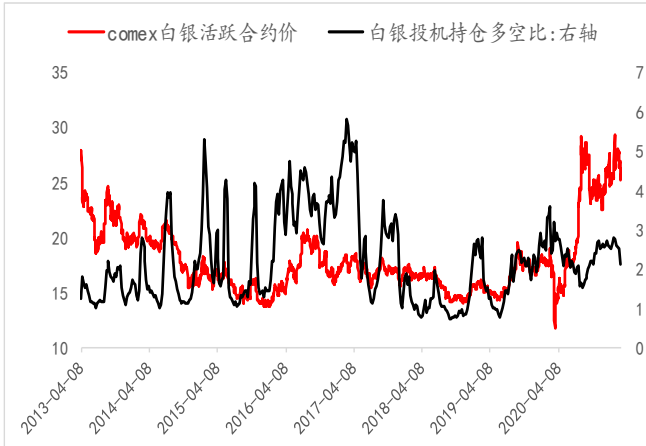
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



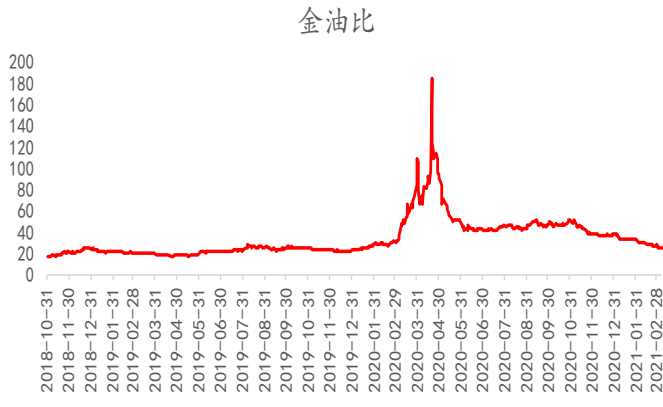
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 伦敦现货金银比



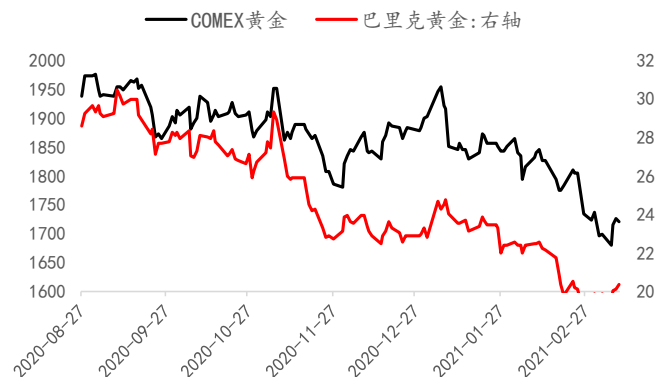
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 伦敦金与布伦特原油



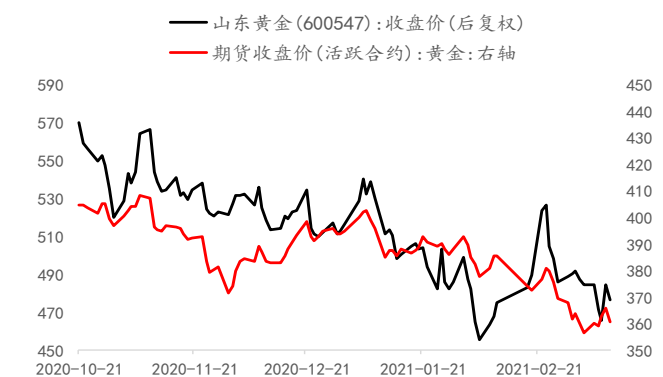
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 巴里克黄金价格



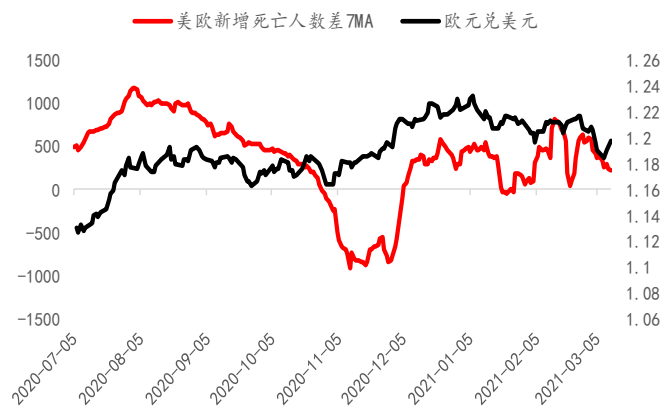
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 山东黄金价格



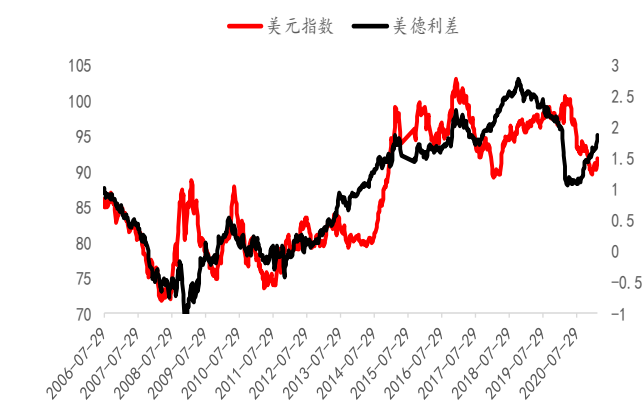
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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