

加息预期打的过快，贵金属陷入震荡

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：

贵金属方面，本周出来了一些重要官员讲话，鲍威尔表示，随着经济复苏和目标取得实质性进展，美联储将减少债券购买，跟此前一贯的态度差不多，部分解读会认为这是一种提前释放缩表的鹰派表态；美联储副主席克拉里达表示美国经济和就业市场需要一段时间才能恢复到危机前的峰值，实际的失业率接近10%，这算是一个比较鸽派的表态了。

行情上，我们觉得当下的市场节奏是，市场对于复苏的预期打的太快了，而终端的实际需求恢复尚未有匹配，联储此前3月份会议的意思是2023年底的时候还是零利率水平，市场觉得2年后的现在联储已经加息2次了，3年后的现在联储已经加息4-5次了（每次对应25bp，0.25%），加息预期基本对应着市场对复苏的预期，跑的太快的结果就是需要修正，所以在商品里面，最近修正的典型代表就是铜金比和油金比往下掉，金银比最近的上涨也是这种修正行情下的结果。

中长期的观点下，美国经济高增长高通胀的局面才刚刚开始，货币政策大方向上只会边际紧难以松，所以做多铜金比和油金比从中长期来看仍然是一个值得持有年度以上的头寸。

策略建议：

短期下，黄金可能会有小幅反弹，中期环境下，黄金的下跌局势还没结束。

风险提示：

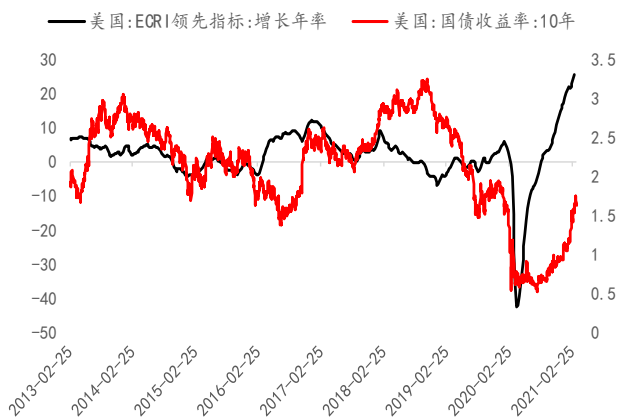
美国经济数据超预期改善，联储释放缩表预期



一、名义利率

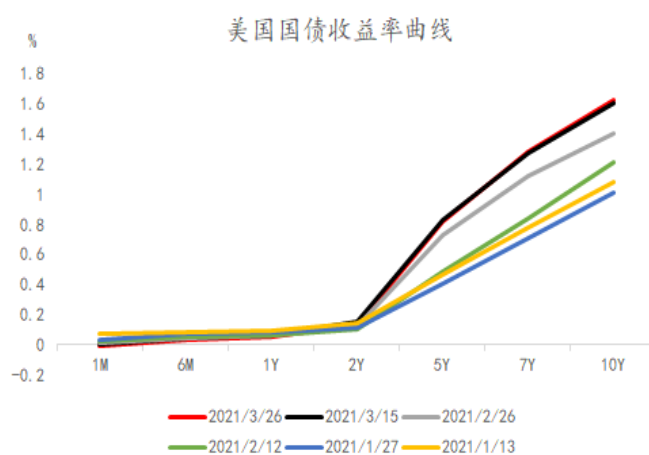
本周美债收益率小幅回落至 1.7% 以下，收益率曲线整体上仍然维持陡峭化，

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



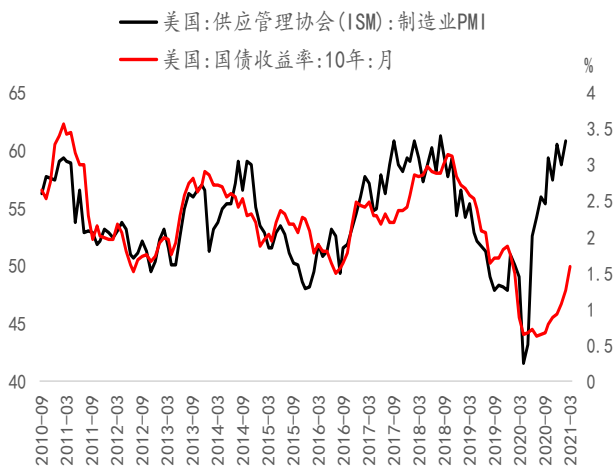
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 2: 美债收益率曲线



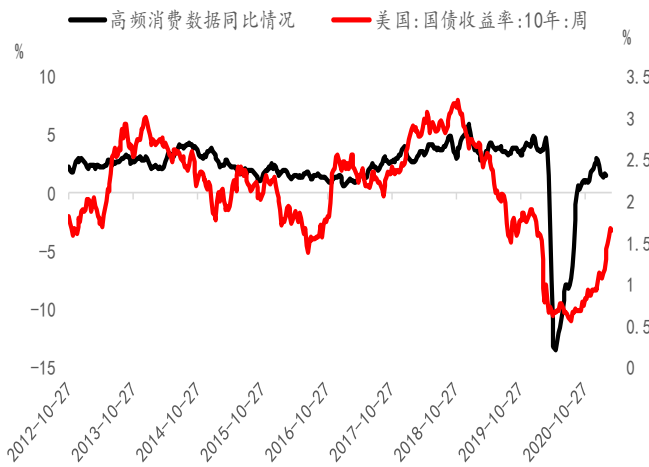
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

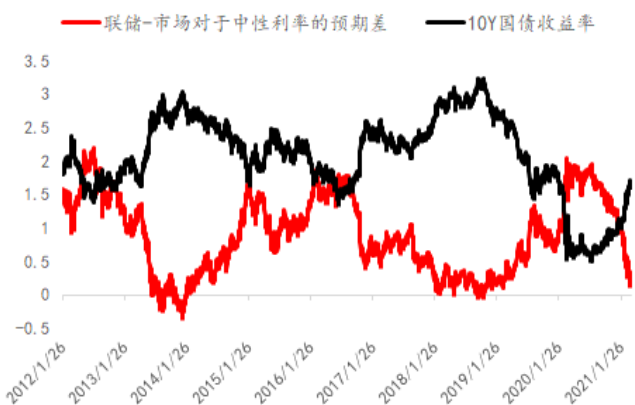
图表 4: 高频消费数据与美债名义利率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

联储的议息会议的结果显示市场现在已经把加息预期打在了美联储预期的前面，联储此前 3 月份议息会议的意思是 2023 年底的时候还是零利率水平，市场觉得 2 年后的现在联储已经加息 2 次了，3 年后的现在联储已经加息 4-5 次了（每次对应 25bp, 0.25%），美债收益率受到加息预期推动的驱动可能要弱化了，但是通胀预期的驱动还在，因此上行速度可能放缓但方向预计不会改变。

图表 5: 联储与市场对长期自然利率的预测



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

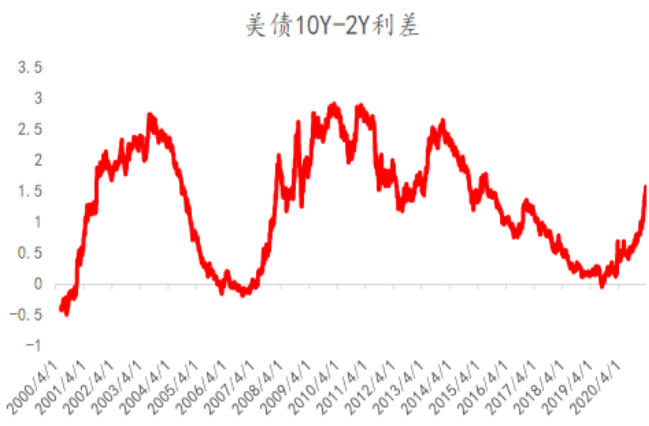
图表 6: OIS 远期市场对于加息情况的预测



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

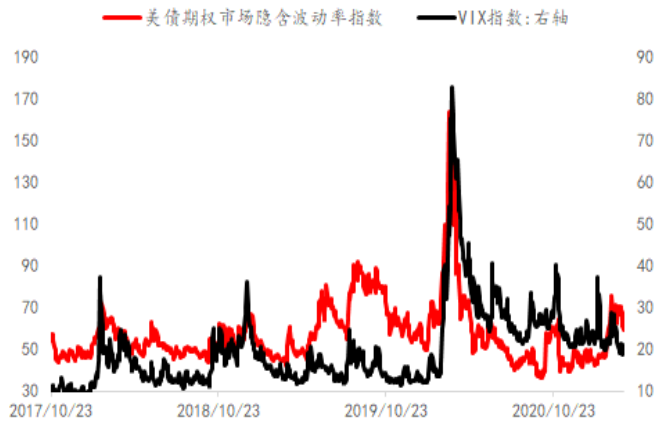
美债长短利差继续走阔, 目前大概是 1.5% 的水平, 按照历史经验来看, 经济复苏期长端利差 2%-2.5% 才会是极值区间, 这也意味着当下长端美债可能还是会冲到 2% 以上。不过美债期权市场隐含波动率持续下降, 在反映着长端利率快速上行的势头应该是放缓了, 美债上行的速度不至于像之前那么快。

图表 7: 美债长短利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

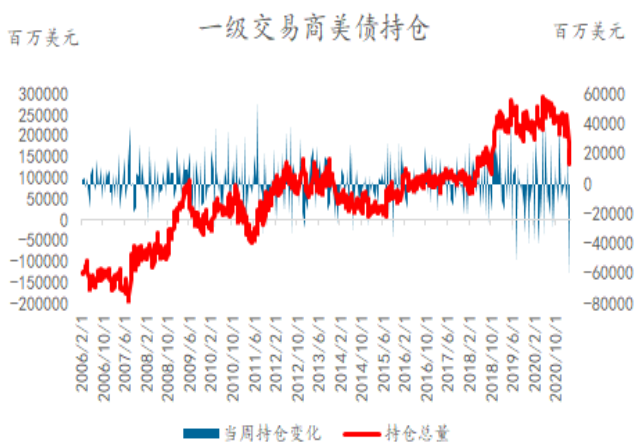
图表 8: 美债期权隐含波动率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

月底到期的 SLR 没有继续续作, 对美债仍然有影响, 一级交易商的美债持仓继续下降, 不过市场强烈看空的情绪已经有所缓解。

图表 9：美国一级交易商美债持仓变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

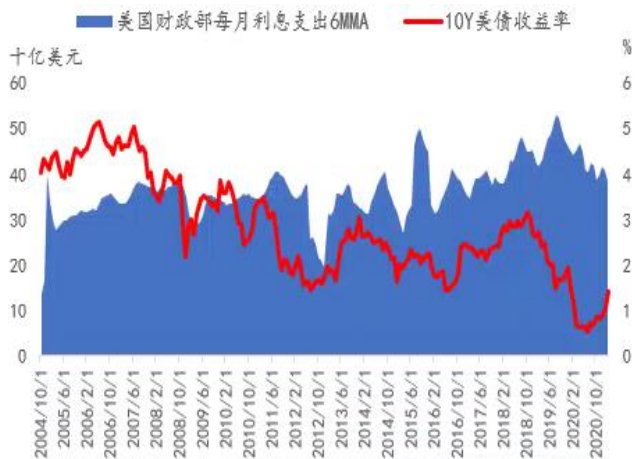
图表 10：长期美债期货净持仓



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

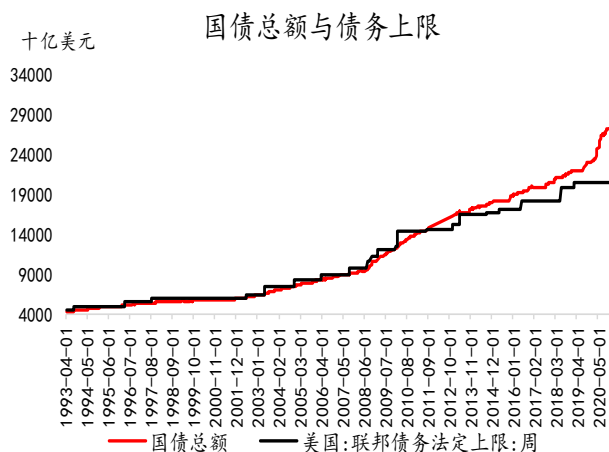
美国财政部的债务总量虽高，但是债务的久期不高，随着到期的债券逐步以更低的利率水平发行债务替换后，整体的利息成本甚至还会有所降低，美国财政部月度偿付利息水平过去 1 年整体还在走低，因此暂时财政部也不太需要美联储较为急切的保持低利率水平来控制利息成本。

图表 11：美国财政利息支出



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：美国国债总量

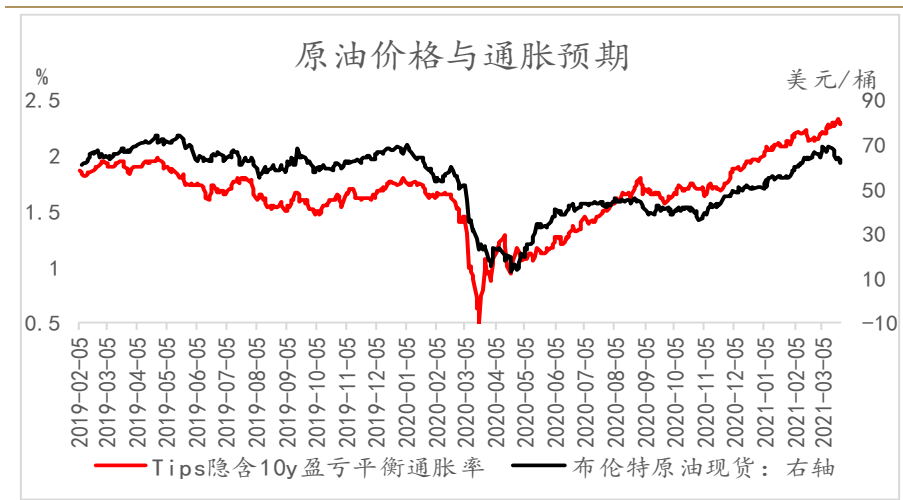


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

原油价格本周较大调整，不过整体经济复苏的势头仍然在延续，油价继续上行的动力仍然存在。

图表 13：原油价格与美国通胀预期

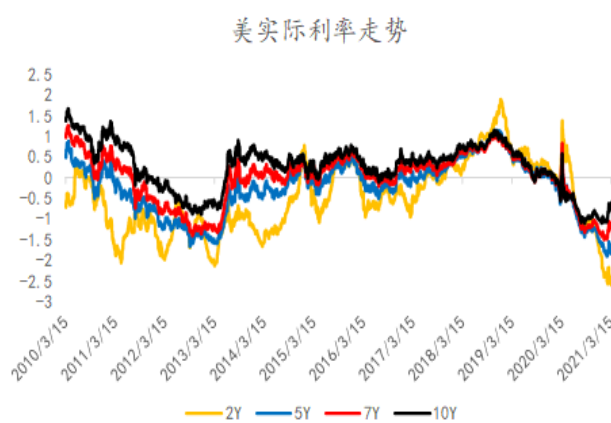
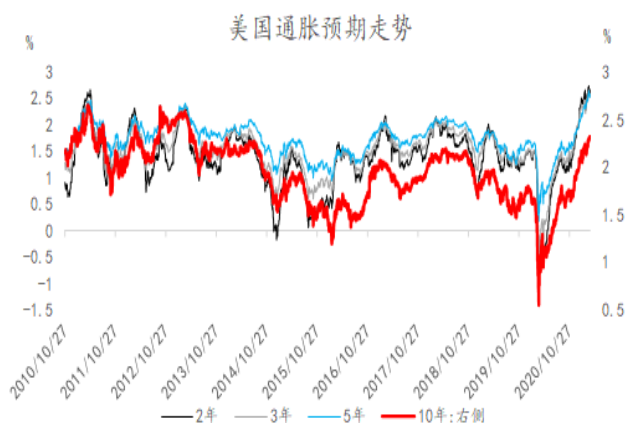


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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维持在 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，实际利率本周维持在 -0.6% 到 -0.7% 的水平。本周公布的核心 PCE 1.4% 略低于预期，PCE 1.6%，持平预期，3、4 月份将会迎来同比数据的高潮期。

图表 14：美国各期限通胀预期

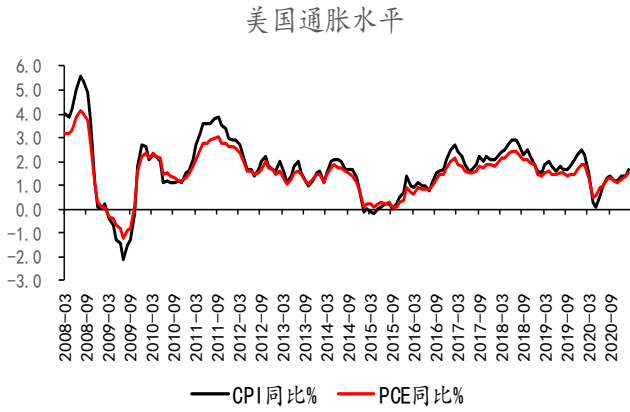
图表 15：美各期限实际利率走势



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

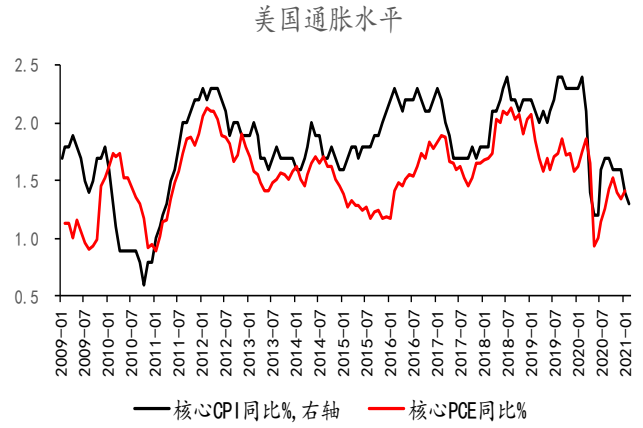
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 16: 通胀水平



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 核心通胀水平



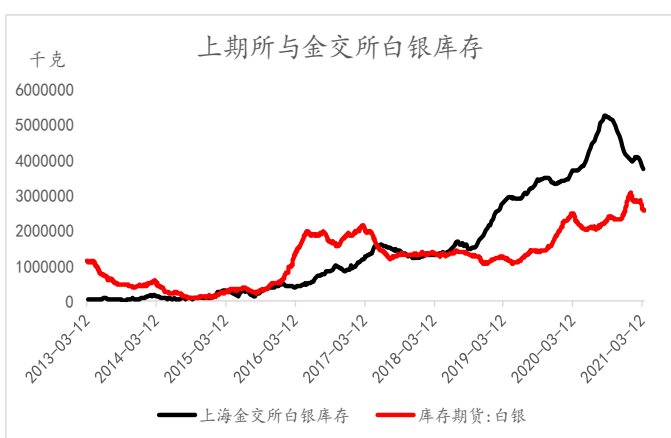
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

美国商品期货交易委员会(CFTC)3月26日发布的报告显示,截止至3月17日至3月23日当周:黄金看多意愿降温;黄金投机性净多头减少6129手合约,至174067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2530手合约,至31079手合约,表明投资者看多白银的意愿降温。

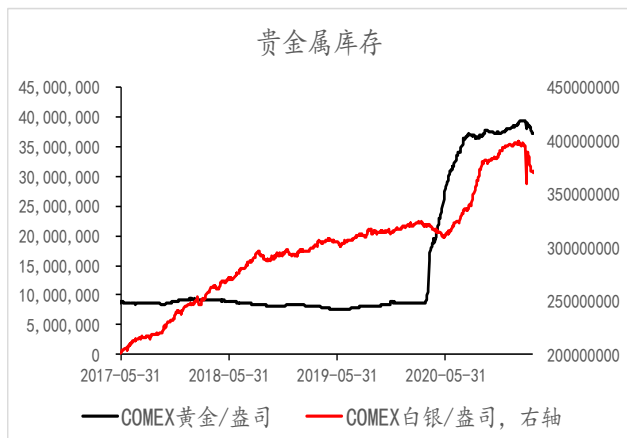
美元指数本周继续维持强势,在欧洲疫苗接种不利,继续加码宽松的环境下,美元指数继续上行的势头暂时难以扭转,美元偏强,美债收益率上行,这种环境,是不利于贵金属的。

图表 18: 国内白银库存



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: Comex 库存



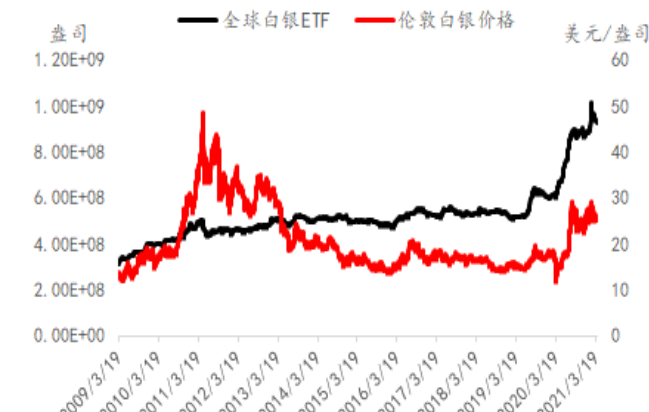
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 黄金 ETF



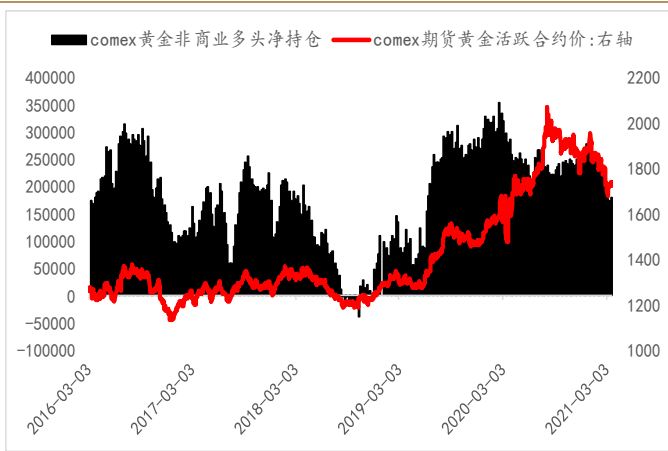
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 白银 ETF



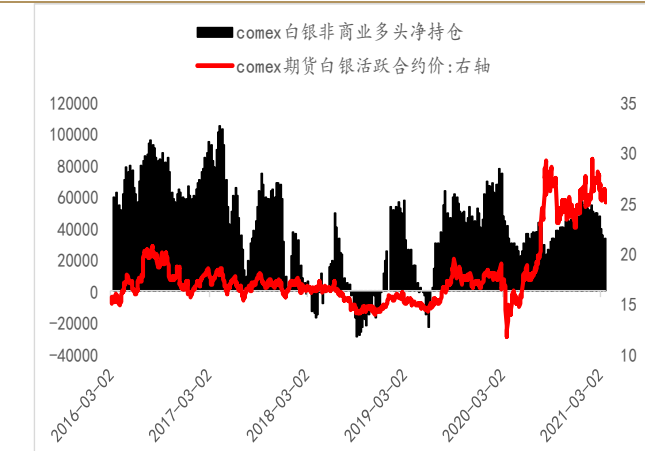
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 黄金投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 白银投机多头净持仓



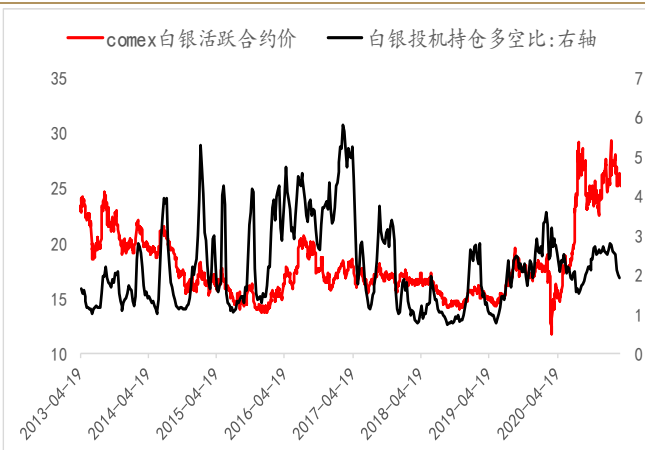
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 黄金多空比



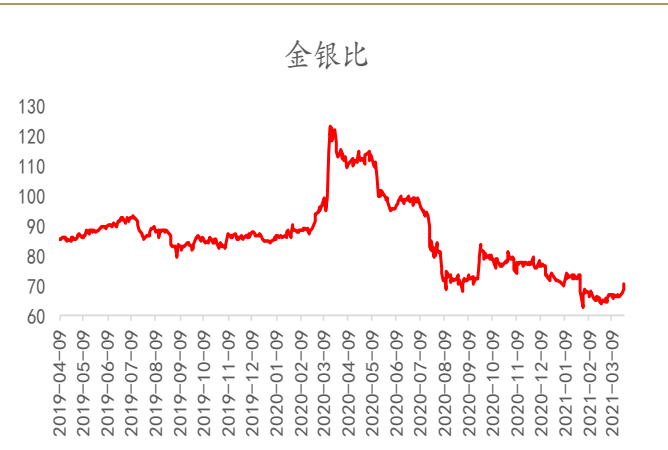
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 白银多空比



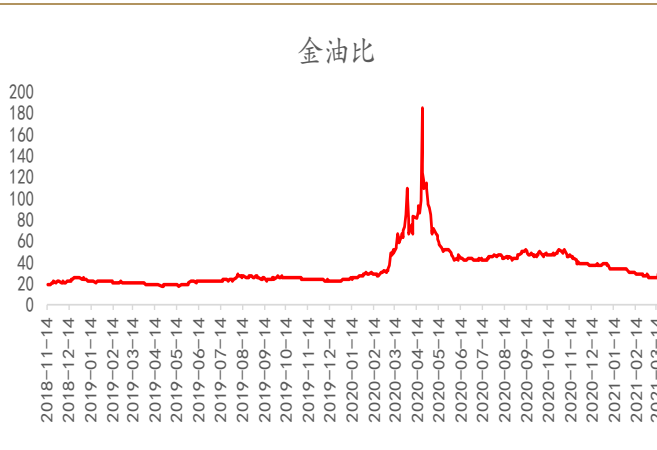
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 伦敦现货金银比



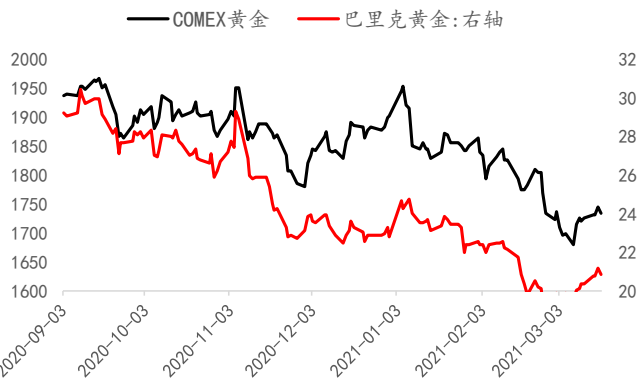
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 伦敦金与布伦特原油



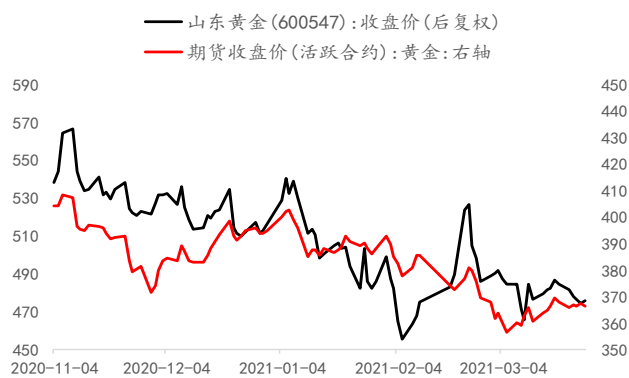
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28：巴里克黄金价格



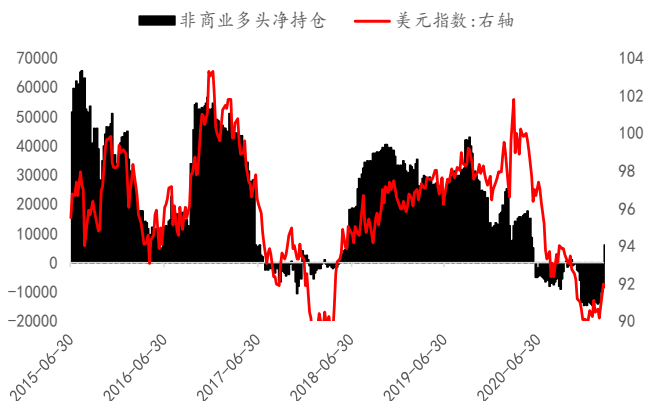
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29：山东黄金价格



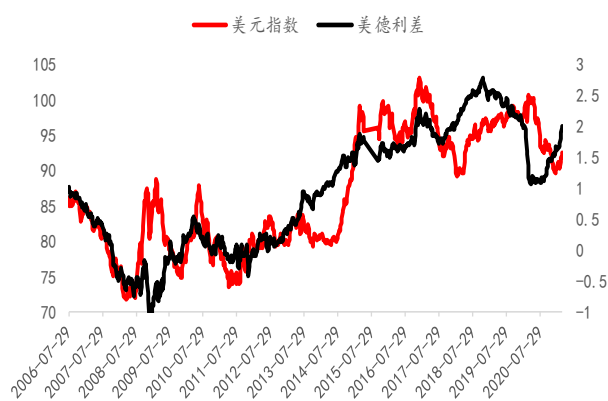
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：美元指数净持仓情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31：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