

## 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

## 地缘紧张，疫情反弹，配置盘发力，美债利率回落

## 核心观点：

贵金属方面，此前海外宏观的主要叙事是美国经济的超预期增长，驱动来自于疫苗接种超预期，财政支出意愿超预期，且这是有经济数据在佐证的，就业在不断改善，生产在迅速恢复，拜登还在不断搞新刺激；带来的资产上的反应是啥呢，美元涨，大行们开始陆续唱多美元；美债利率上行，市场对联储提前加息的预期持续增加，这个宏观叙事还在延续，因为经济数据一直在改善，除非不及预期不然很难反转，这就导致黄金在中期仍然承压，在将联储紧缩这个预期这个交易完之前，黄金很难有大的上涨行情。

短期黄金存在利好，欧洲资金在美欧利差高企的情况下，有配美债的需要，日本新财年来了，又开始恢复对美债的购买力量，市场对美国加息预期阶段性跑的太快，OIS 2年远期显示2年后美联储已经加息3次了，这抢跑似乎有点多了，美国开始对俄罗斯实施新制裁，美国的疫情在疫苗持续接种下，确诊数据却未能继续回落，这些因素会造成名义利率的持续回落，短期内会利好黄金；当看到美国确诊数据的拐头，或者连续的出色经济数据，市场可能又会回到前面说的主线叙事当中来，也就是贵金属中线偏空的逻辑中来。

## 策略建议：

短期下黄金内会延续反弹，当疫情好转，经济继续复苏，黄金又会回到交易货币政策继续收紧的方向中来。

## 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

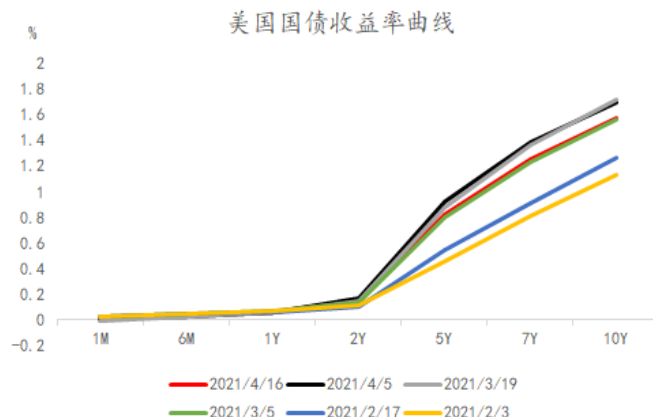
在美国疫情拐头，美日配置盘的发力下，本周美债收益率小幅回落至 1.6% 以下。

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



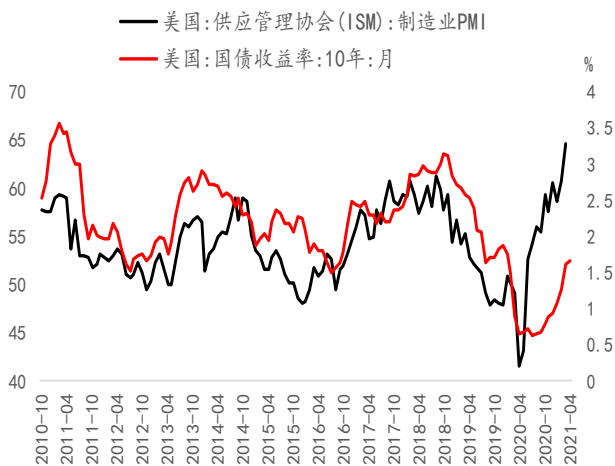
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 2: 美债收益率曲线



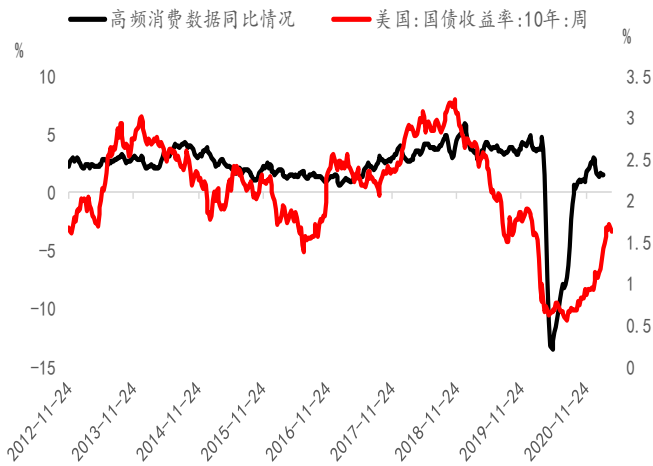
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

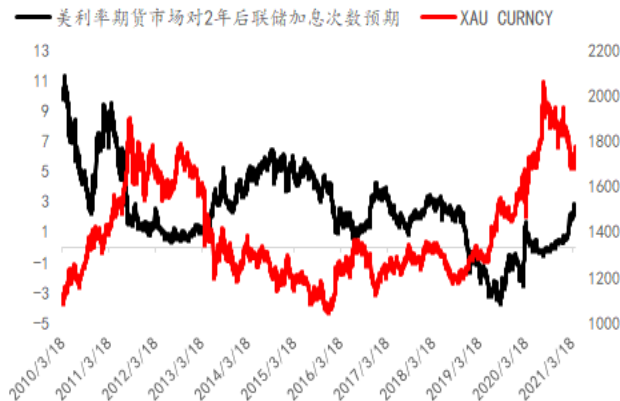
联储的议息会议的结果显示市场现在已经把加息预期打在了美联储预期的前面，联储此前 3 月份议息会议的意思是 2023 年底的时候还是零利率水平，市场觉得 2 年后的现在联储已经加息 3 次了（每次对应 25bp, 0.25%），这抢跑的挺多了，意味着美债收益率受到加息预期推动的驱动可能要弱化了，但是通胀预期的驱动还在，因此上行速度可能放缓但方向预计不会改变。最近受到疫情反弹的拖累，加息预期有所回落，美债利率也受到了影响。

图表 5：加息预期走强下实际利率易涨难跌



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

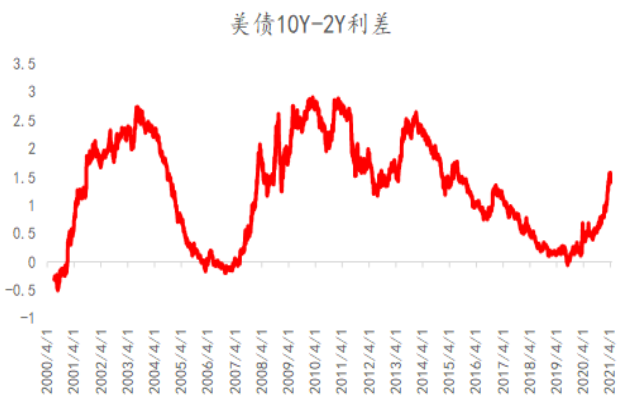
图表 6：美利率期货市场于加息情况的预测



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

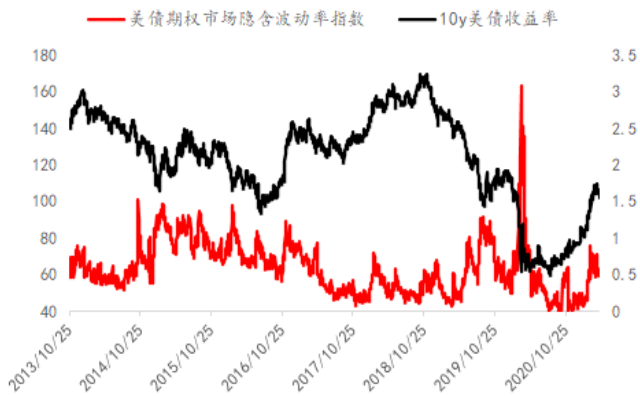
美债长短利差继续走阔，目前大概是 1.4% 的水平，按照历史经验来看，经济复苏期长端利差 2%-2.5% 才会是极值区间，这也意味着当下长端美债可能还是会冲到 2% 以上。不过美债期权市场隐含波动率持续下降，在反映着长端利率快速上行的势头应该是放缓了，美债上行的速度不至于像之前那么快。

图表 7：美债长短利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

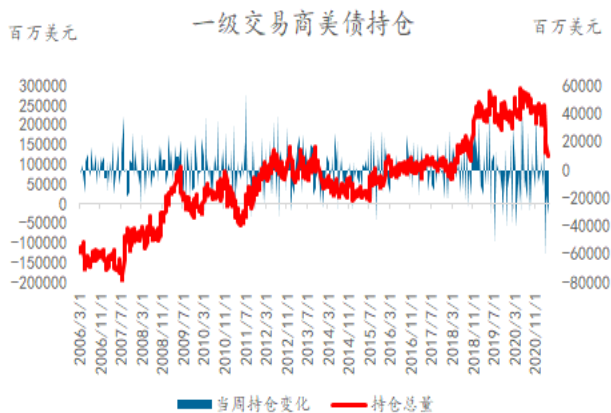
图表 8：美债期权隐含波动率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

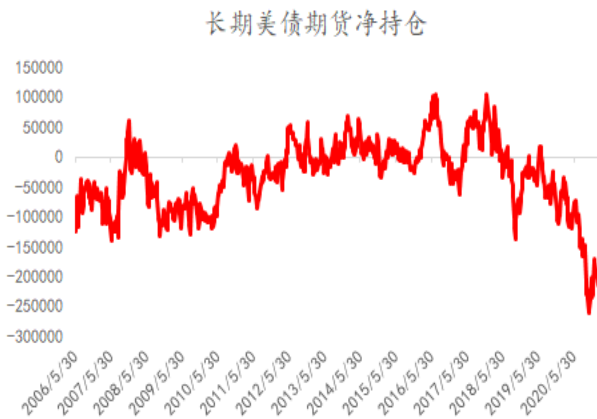
3 月底到期的 SLR 没有继续续作，对美债的影响开始钝化，一级交易商的美债持仓下降速度放缓，从美债的净持仓来看，对长债的看空热情已经在放缓。

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

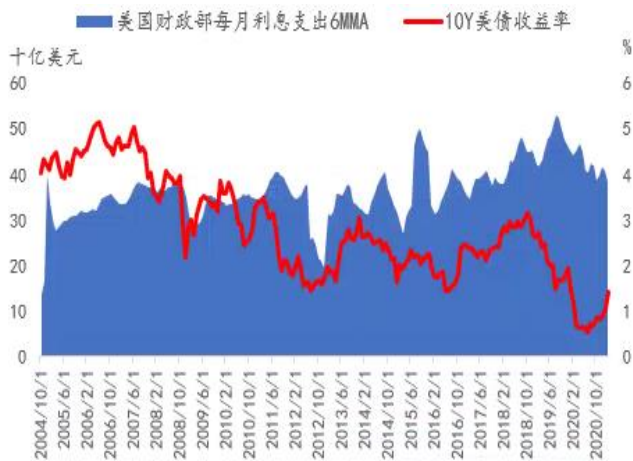
图表 10：长期美债期货净持仓



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

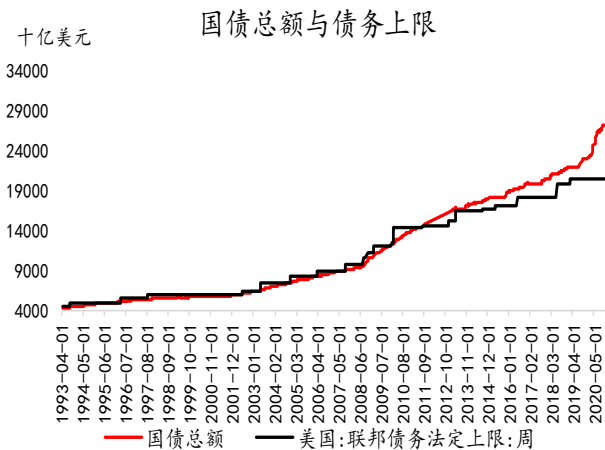
美国财政部的债务总量虽高，但是债务的久期不高，随着到期的债券逐步以更低的利率水平发行债务替换后，整体的利息成本甚至还会有所降低，美国财政部月度偿付利息水平过去 1 年整体还在走低，因此暂时财政部也不太需要美联储较为急切的保持低利率水平来控制利息成本。

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

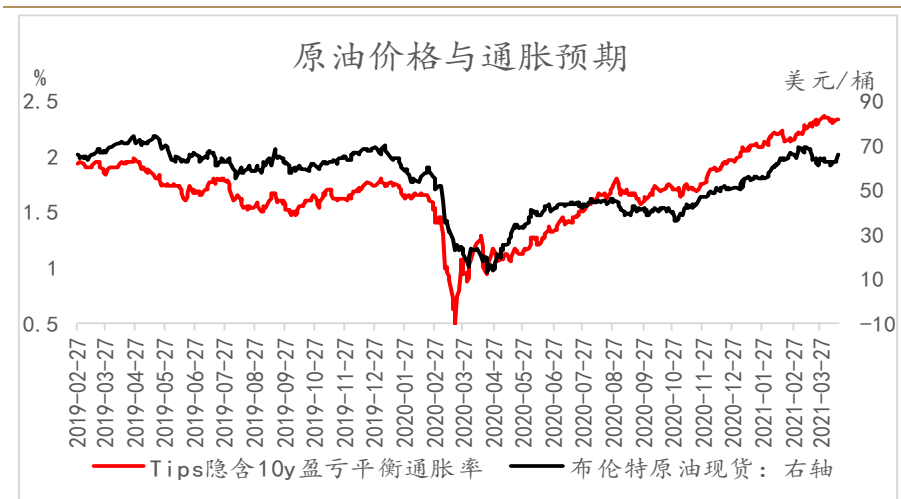


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

## 二、通胀预期

原油价格本周延续调整，不过整体全球服务业和消费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

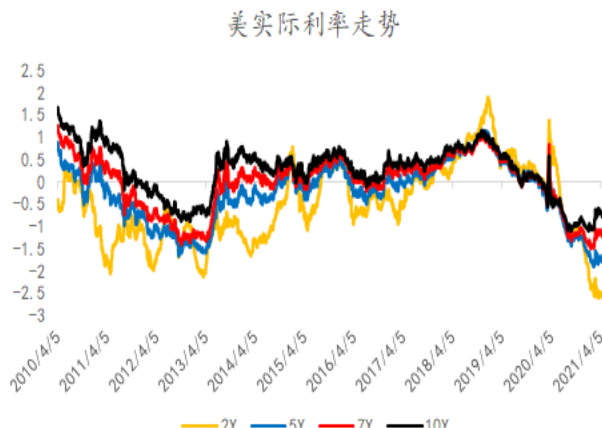
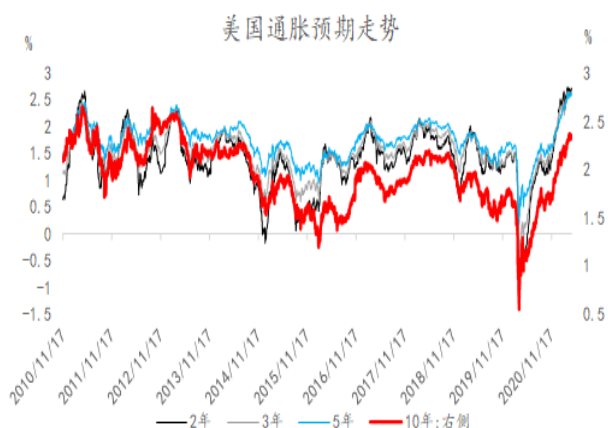


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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 2.35% 的水平，距离过去 10 年的历史最高水平仅仅有约 15bp 的差距，实际利率本周跌落到 -0.78% 的位置。

图表 14：美国各期限通胀预期

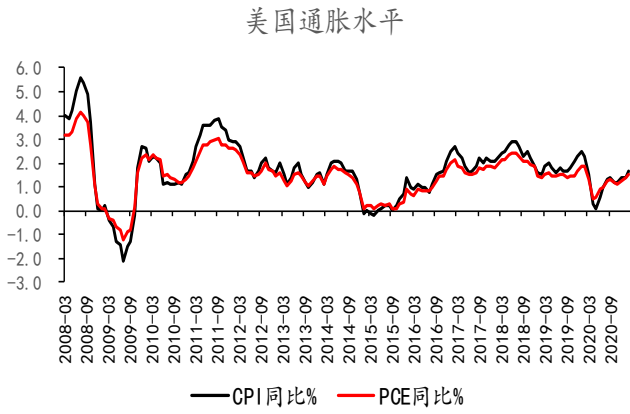
图表 15：美各期限实际利率走势



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

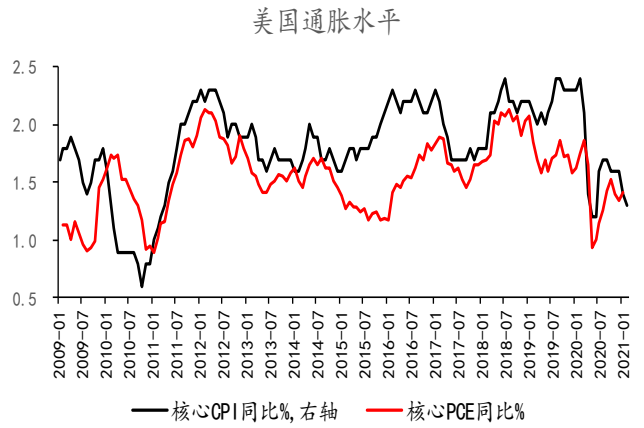
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



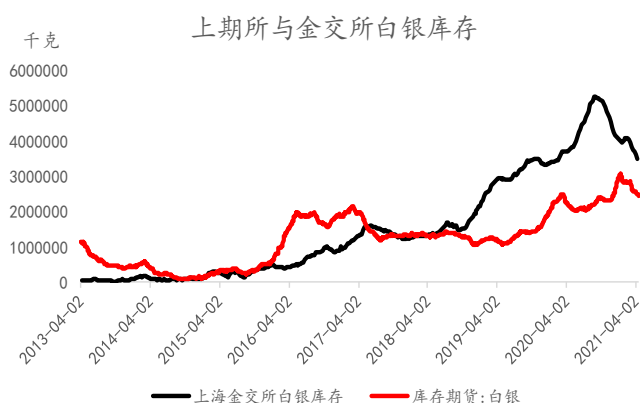
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

### 三、其他数据监控

美国商品期货交易委员会(CFTC)周五(4月16日)发布的报告显示,截止至4月7日至4月13日当周:黄金投机性净多头减少8635手合约,至180874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增加4019手合约,至36424手合约,表明投资者看多白银的意愿升温。

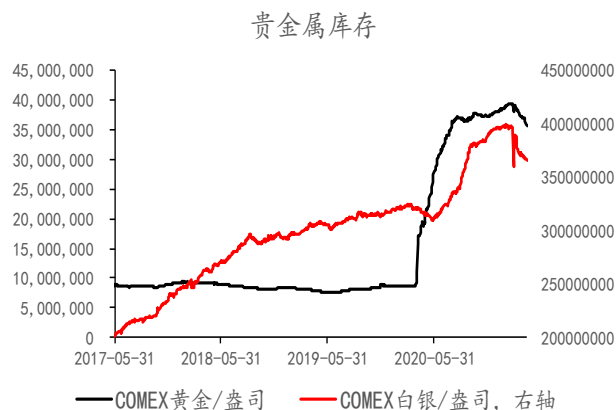
投机者持有的美元投机性净多头增加1504手合约,至5953手合约,表明投资者看多美元的意愿升温。

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

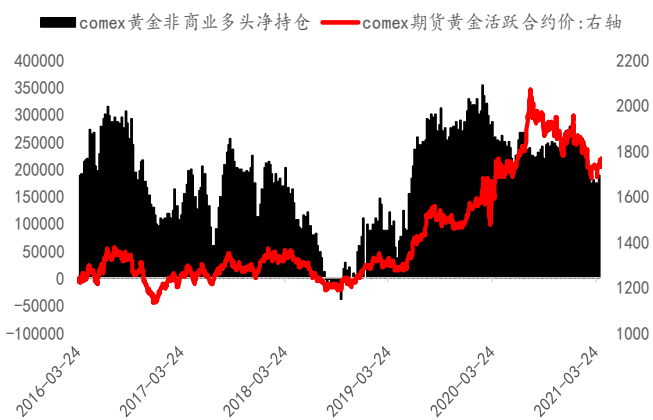
图表 21: 白银 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

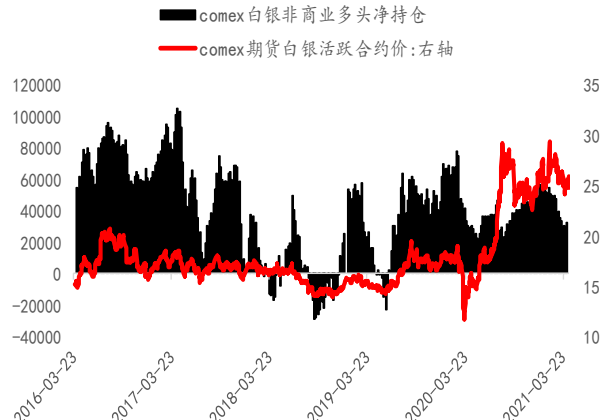
图表 22: 黄金投机多头净持仓

图表 23: 白银投机多头净持仓



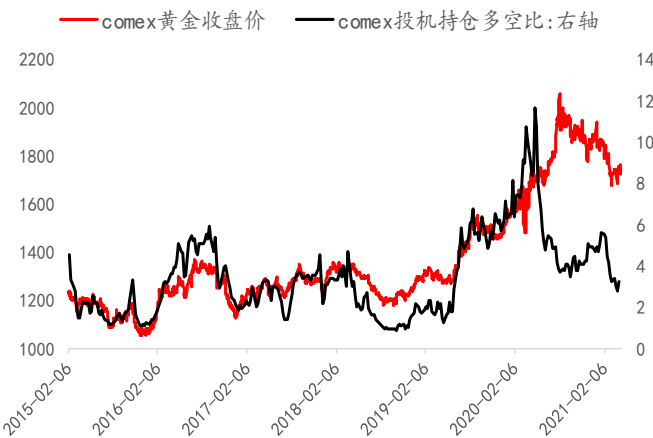
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 黄金多空比



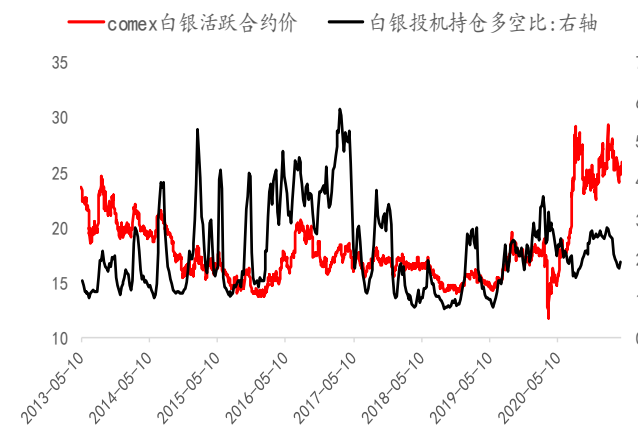
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 白银多空比



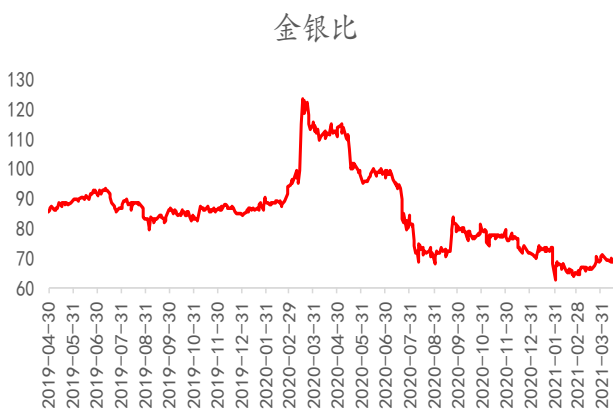
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 伦敦现货金银比



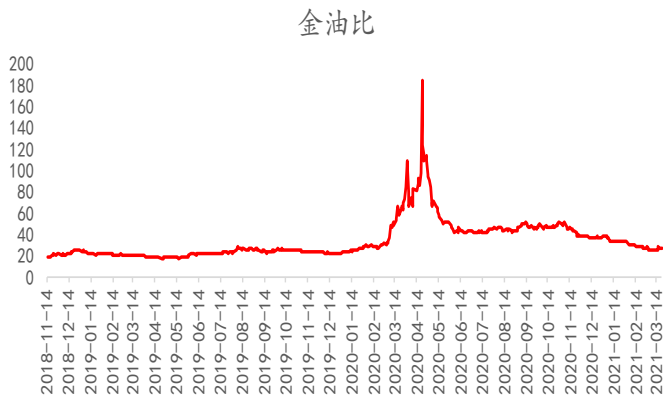
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 伦敦金与布伦特原油



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

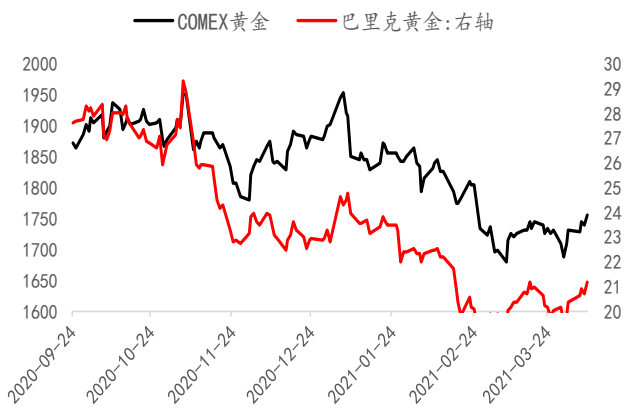
图表 28: 巴里克黄金价格



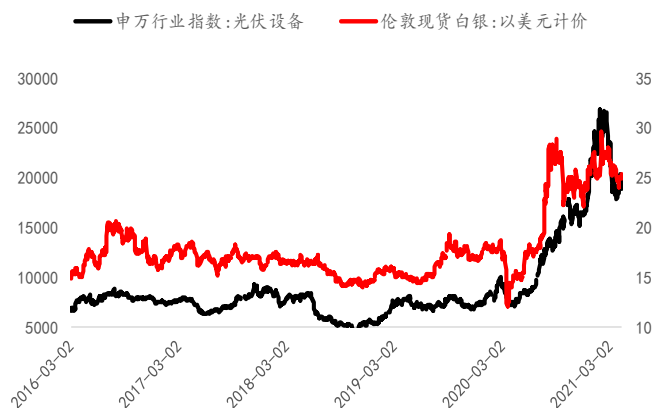
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 白银与光伏



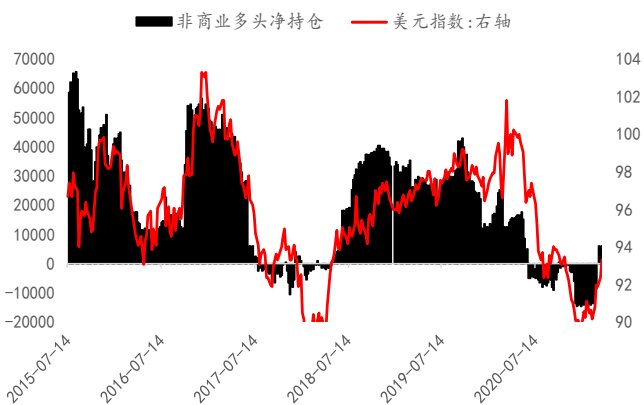


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院



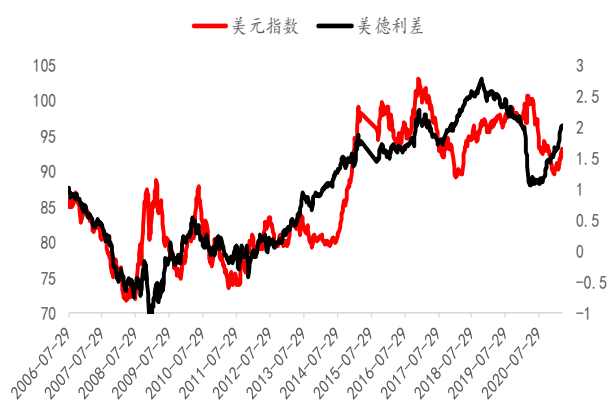
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 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