

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

反弹可能接近尾声了

核心观点：

我们此前强调的黄金反弹的三个逻辑，其一是美国加息预期抢跑遇到疫情反弹；其二是日本新财年开始加大对美债的配置拖低美债利率；其三是地缘冲突。第一点，美国过去一周疫情开始有所回落，重灾区密歇根州新增回落较为明显；其二日本的配置属于影响美债运行节奏，难以改变中长期方向，这一块配置力量的影响会随着时间逐渐弱化；其三，4月22日俄防长下令从俄乌边境撤军，地缘冲突开始有所缓和（但武器还留在乌克兰附近），直观上看这三层驱动其实都在边际走弱。

而回归到美国经济的基本面来看，无论是综合性的指标如 ECRI、WEI 指数，还是细分的生产、消费、就业、地产等重要数据，都处在一个改善的势头中，除非出现重要的经济数据不及预期否则货币政策没有明显边际宽松的可能性。而接下来由欧美需求继续恢复推动的通胀预期上行也会同步拉着美债利率往上走，这意味着实际利率其实并没有多大的下行空间，反倒是如果连续再出现几次超预期的经济数据，市场对于联储要开启 TAPER 的预期势必又会增加，那也就再回到一季度美元涨，美债利率上、贵金属跌的这样子的看多美国经济会过热的宏观叙事当中，这种叙事对于贵金属仍然是一个利空的格局。

上述逻辑的风险点在于疫情，从印度、巴西的角度来看，似乎变异病毒的状况愈演愈烈，如果一旦出现可能大幅度降低疫苗防护的变异出现，那市场对于复苏的强烈乐观预期可能就要产生变化了。

策略建议：

支撑反弹的驱动在弱化，多单可以考虑离场了

风险提示：

美国的疫情再度恶化，年中债务上限两党产生争执导致后续财政支持力度受限



一、名义利率

美债收益率本周继续在消化此前过快的涨幅，仍然保持在 1.6% 的水平以下，收益率曲线陡峭的情况继续小幅走缓。

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



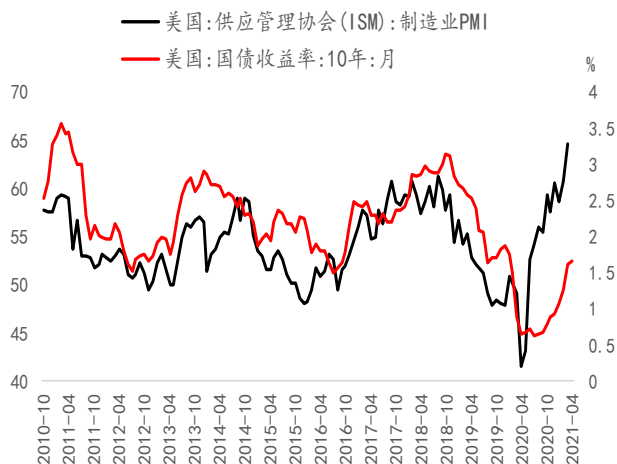
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：纽约联储经济景气指数与美债收益率



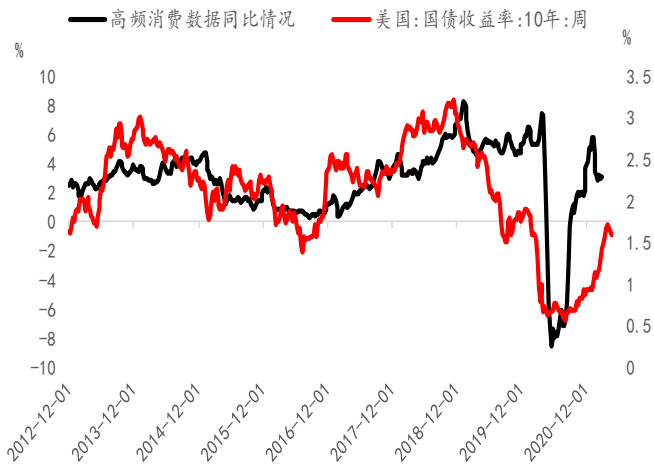
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

此前受到疫情反弹的拖累，市场加息预期有所回落，美债利率也受到了影响，美利率期货市场显示 3 年后的加息次数预期从接近 3 次回落到 2 次；不过最近美国的疫情又开始持续回落了，其中重灾区，密歇根州回落较为明显，需要关注这种回落是否具有持续性。从印度、巴西的角度来看，似乎变异病毒的状况愈演愈烈，而虽然现在变异病毒并没有明确的证据能对疫苗破防，但能降低疫苗的防护效果的观点倒是不少，而且变异病种有很多，疫苗对其的防护并没有穷尽所有毒株，且病

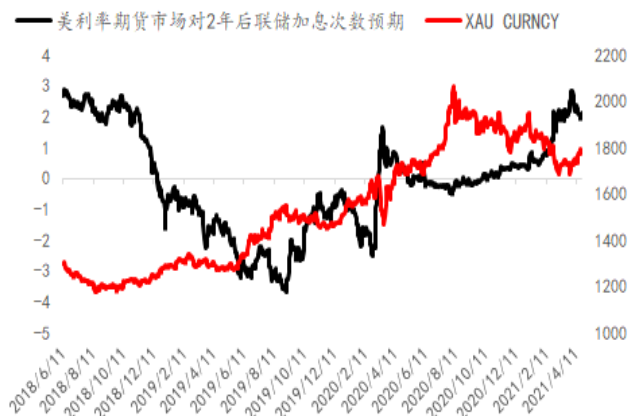
毒还在一直变异，如果一旦出现可能大幅度降低疫苗防护的变异出现，那此前对于复苏的强烈乐观预期可能就要产生变化了，这是目前一个需要值得密切关注的点。

图表 5：加息预期走强下实际利率易涨难跌



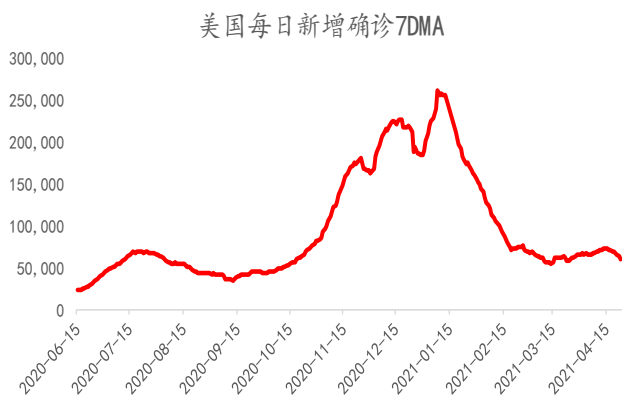
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：加息预期为正且走强的时候利空黄金



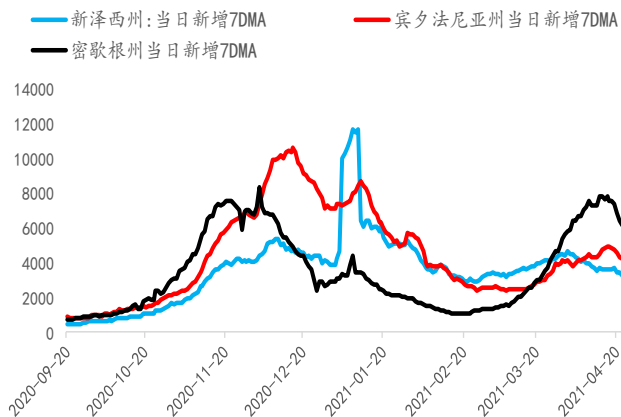
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国疫情状况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美国主要州疫情情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

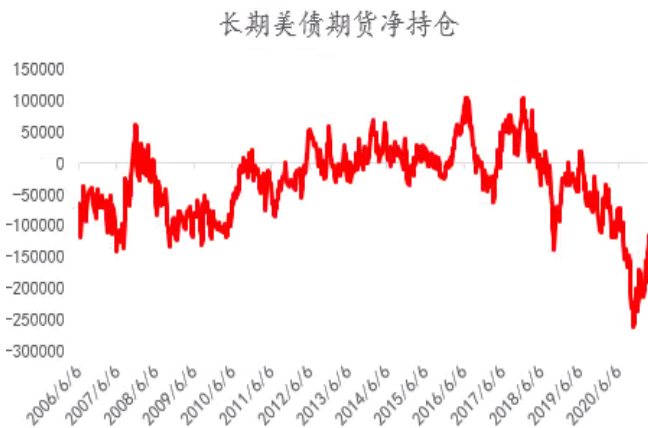
纽约联储 3 月份对一级交易商们做的问卷调查显示，一级交易商对年底 10Y 国债收益率的预期中值水平是 1.8%左右，倒是比较的中性，这其实也是在反应此前 10Y 收益率涨幅有点过快了，对应着长期美债净持仓空头开始明显减持。

图表 9：美一级交易商对于长端利率的预期

	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4
25th Pctl	1.47%	1.50%	1.60%	1.70%
Median	1.50%	1.55%	1.73%	1.81%
75th Pctl	1.55%	1.70%	1.85%	2.00%
# of Responses	22	23	22	22

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

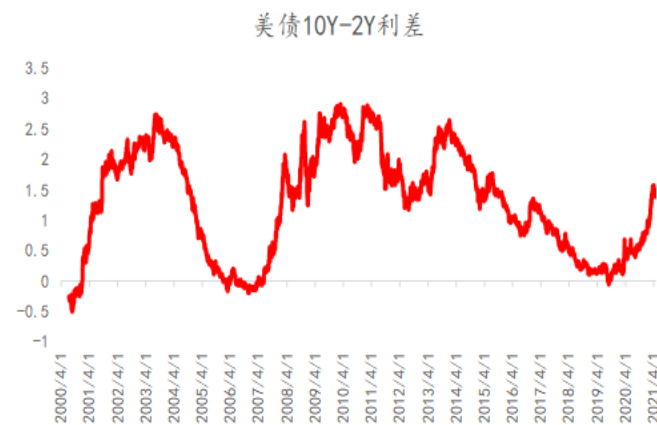
图表 10：长期美债期货净持仓



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

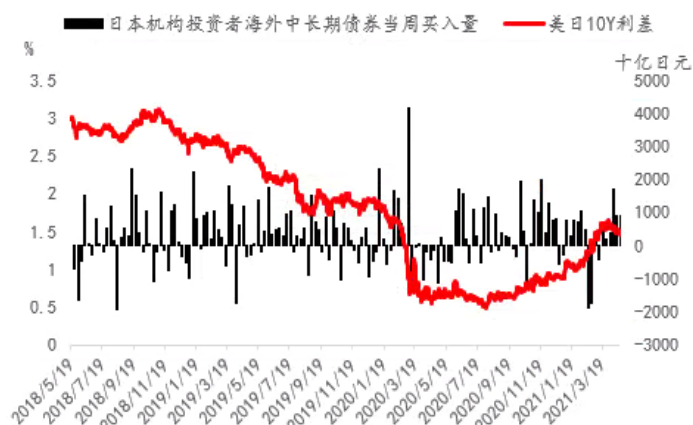
4 月份新财年以来，日本机构投资者明显加大了对海外证券的购买，其作为配置盘也起到了拉低美债利率上行速度的作用。美债长短利差也小幅回落，目前大概是 1.4% 的水平，按照历史经验来看，经济复苏期长短利差 2%-2.5% 才会是极值区间，这也意味着未来长端美债可能还是会冲到 2% 以上。

图表 11：美债长短利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

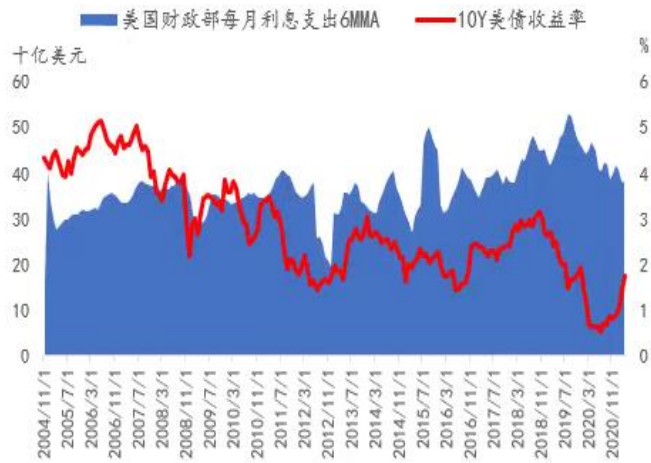
图表 12：日本 4 月份新财年恢复了对美债的购买



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

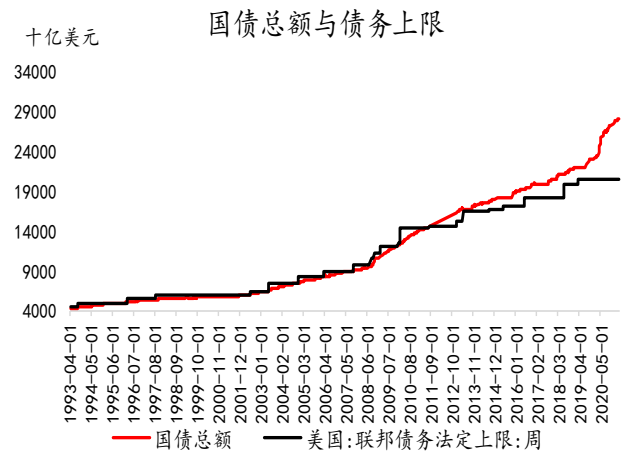
美国财政部的债务总量虽高，但是债务的久期不高，随着到期的债券逐步以更低的利率水平发行债务替换后，整体的利息成本甚至还会有所降低，美国财政部月度偿付利息水平过去 1 年整体还在走低，因此暂时财政部也不太需要美联储较为急切的保持低利率水平来控制债务成本。

图表 13: 美国财政利息支出



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 14: 美国国债总量

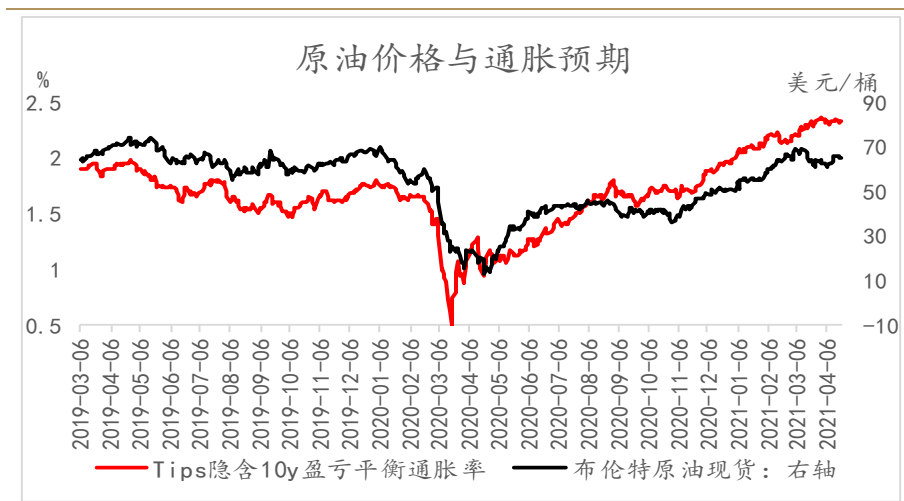


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

二、通胀预期

原油价格本周基本维持震荡走势，在美欧经济复苏势头仍然在延续的情况下，原油价格高位仍然有所支撑。

图表 15：原油价格与美国通胀预期

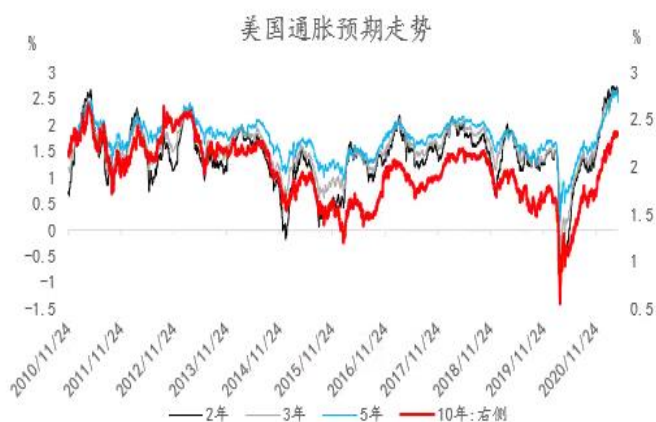


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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，本周随着美债利率继续延续调整，实际利率维持在 -0.78% 的位置。

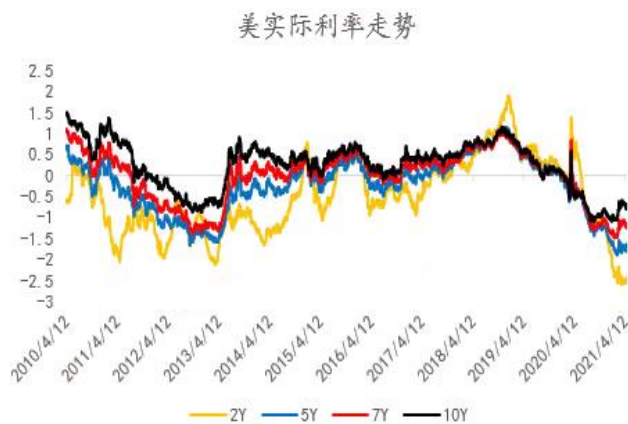
这个中短期的通胀预期其实很高了，除非市场有通胀接近失控的看法，不然继续上冲的空间不是很大。

图表 16：美国各期限通胀预期



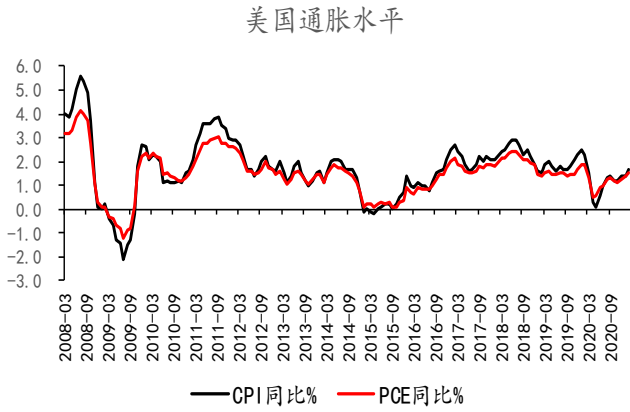
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 17：美各期限实际利率走势



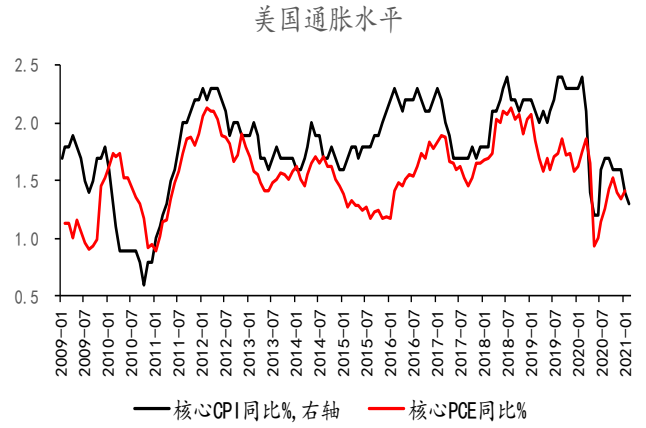
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：通胀水平



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 19：核心通胀水平



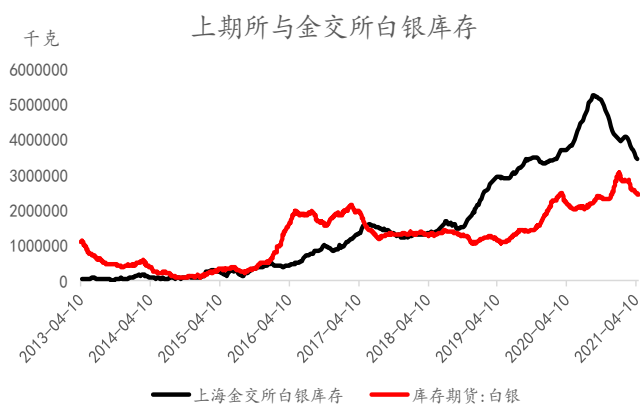
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

三、其他数据监控

美国商品期货交易委员会 (CFTC)：截至 4 月 20 日当周，COMEX 黄金期货投机性净多头头寸增加 4534 手至 69300 手；截至 4 月 20 日当周，COMEX 白银期货投机性净多头头寸增加 5520 手至 34405 手，市场看多贵金属的声音略有升温。

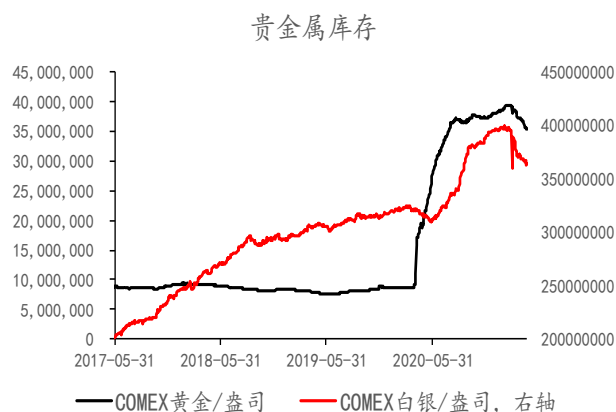
美元指数方面，其最多的组成是欧元币对，而近期随着欧洲地区的疫苗的接种加速，市场对于欧洲地区的复苏预期开始升温，可以看到近期欧元兑美元明显要相较其他非美货币要强势很多，这种美元指数被动走低的情况，对贵金属的利好支撑较为有限。

图表 20：国内白银库存



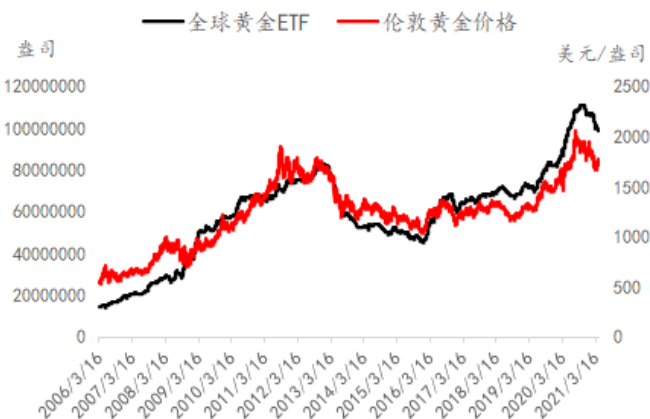
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 21：Comex 库存



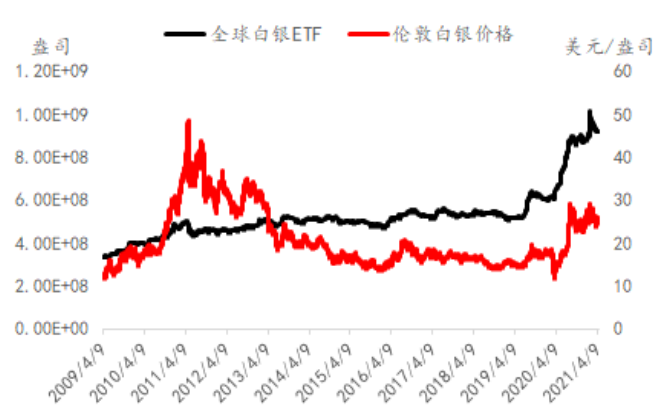
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：黄金 ETF



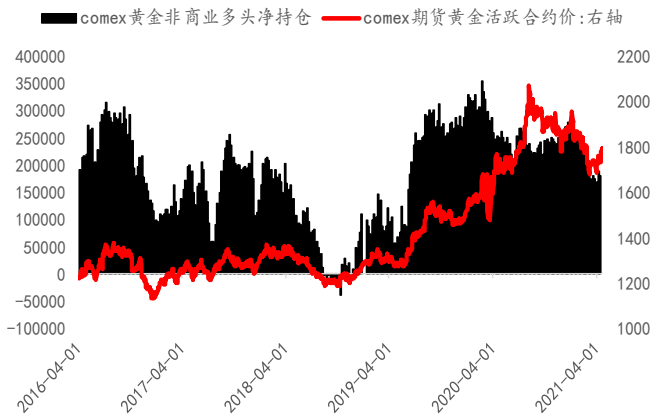
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：白银 ETF



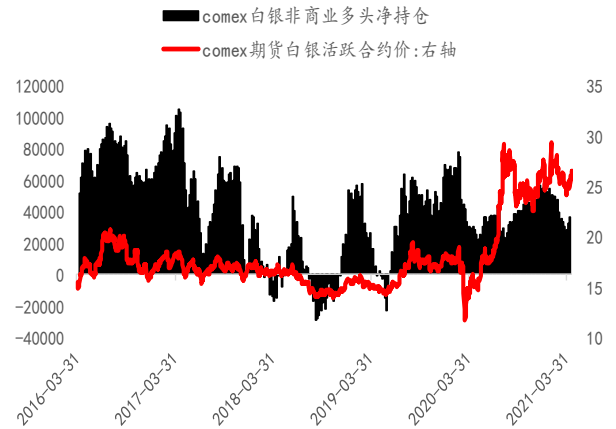
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24: 黄金投机多头净持仓



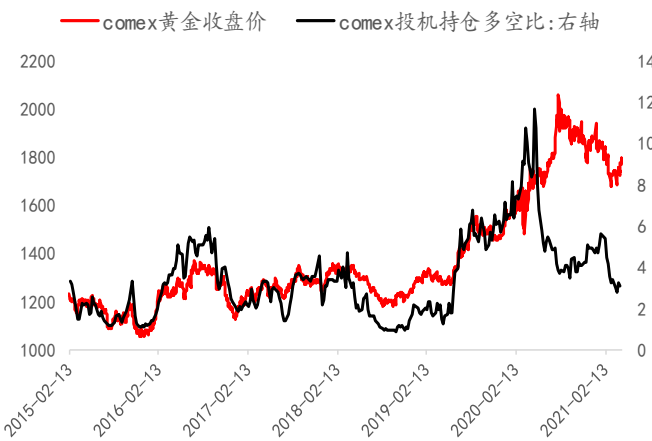
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 白银投机多头净持仓



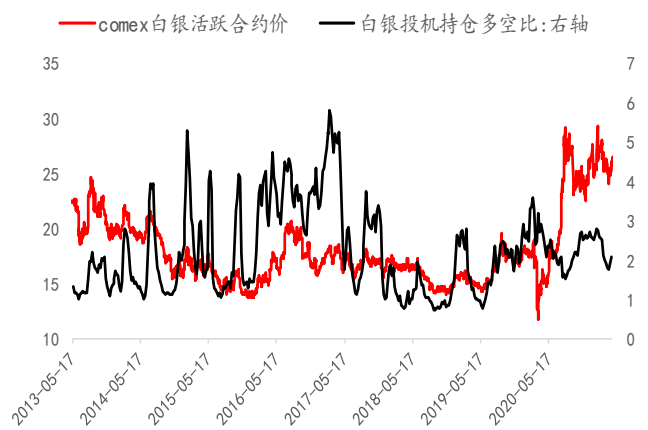
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 黄金多空比



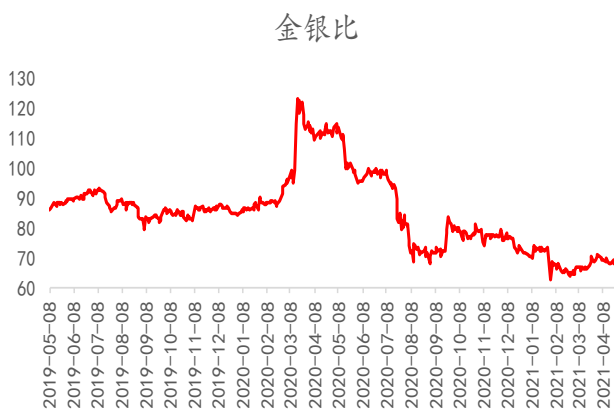
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 白银多空比



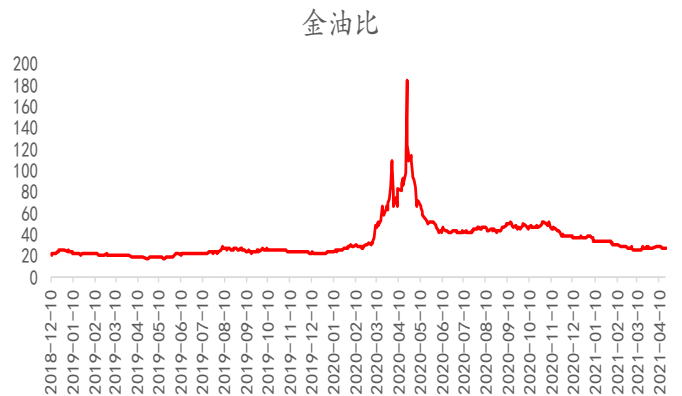
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 伦敦现货金银比



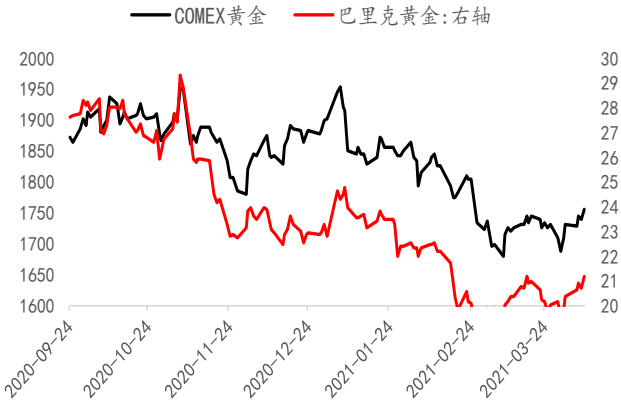
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦金与布伦特原油



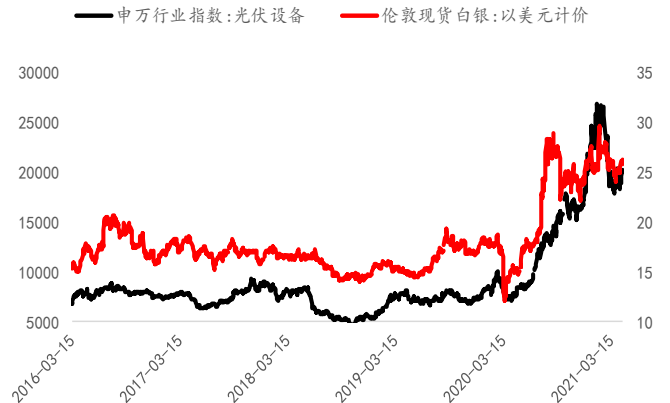
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 巴里克黄金价格



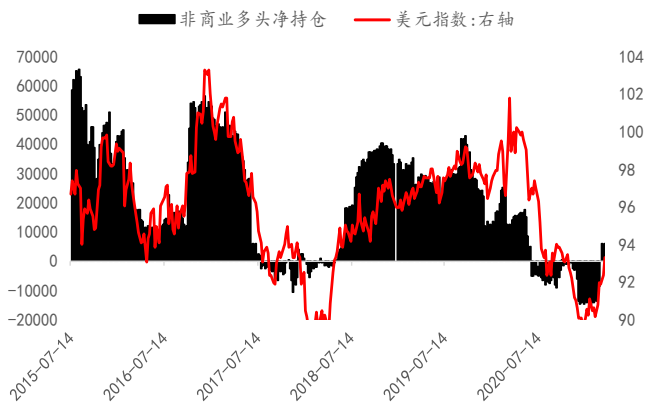
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 白银与光伏



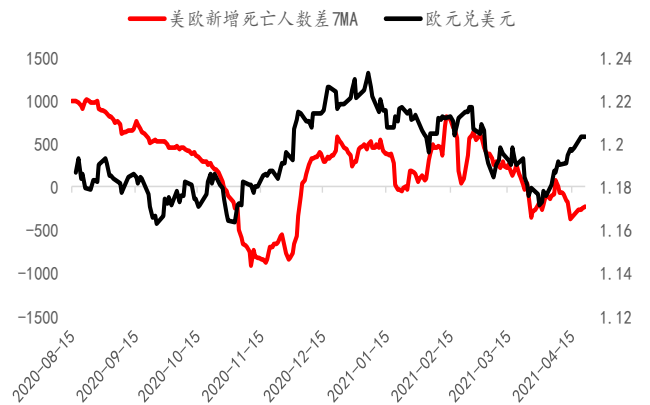
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 美元指数净持仓情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 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