

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

多头遇到了短暂交易滞胀的窗口期

核心观点：

市场的预期在发生了点变化，随着大宗商品的持续上涨，市场开始不太相信美联储“通胀是暂时的”这句话，因此开始去推长端的通胀预期，5Y-10Y 通胀预期差开始明显缩窄。但光靠通胀预期推黄金是不够的，因为通胀预期也会同步带动名义利率上行，尤其这种是美国自身经济基本面恢复带动的通胀预期。所以此时货币政策的态度就极为重要，而联储的货币政策态度现在关注就业，因此就业数据就成了市场的博弈点。

就业如果连续超预期改善，对联储加速收紧的预期会出来，那就是美元涨、黄金跌、美债利率上；如果不及预期，那这三个品种的走势就得反转，这也是本周五非农公布的时候这几类资产的动态，市场此前的普遍预期是接近 100 万的水平，实际上出来之后是 26.6 万，黄金随即暴涨。

通胀还在走高，就业改善不及预期的这个短暂的类似于滞胀的窗口期，美联储势必要保持耐心等待，这段时间正好会给黄金多头机会，至于白银，光伏板块的杀估值已经告一段落，故事又可以继续讲起来了，黄金能够走出一段震荡偏强的走势，白银可能会有更不错的表现。

策略建议：

短期押注的是交易滞胀的窗口期，中期押注的是美国经济强基本面，联储会提前收紧，所以短期多中期空。

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

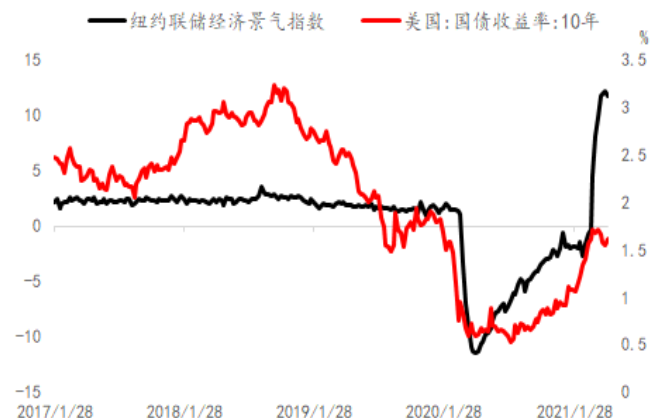
高频经济指标本周整体有点顶部钝化的迹象，长端美债收益率也没能继续上冲，目前仍然维持在 1.6% 以下，周五晚间非农数据公布后，一度下破 1.5%。

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



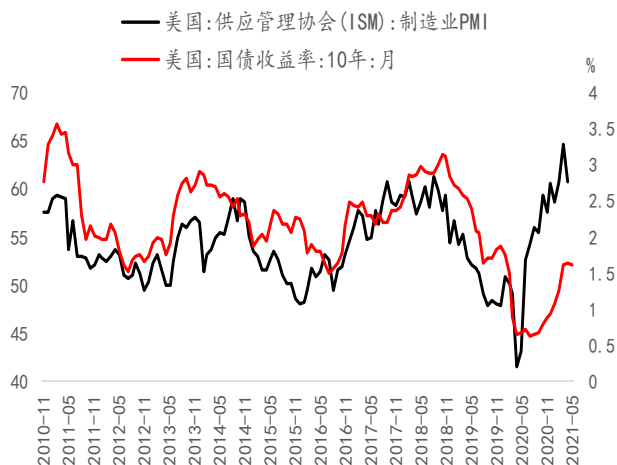
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：纽约联储经济景气指数与美债收益率



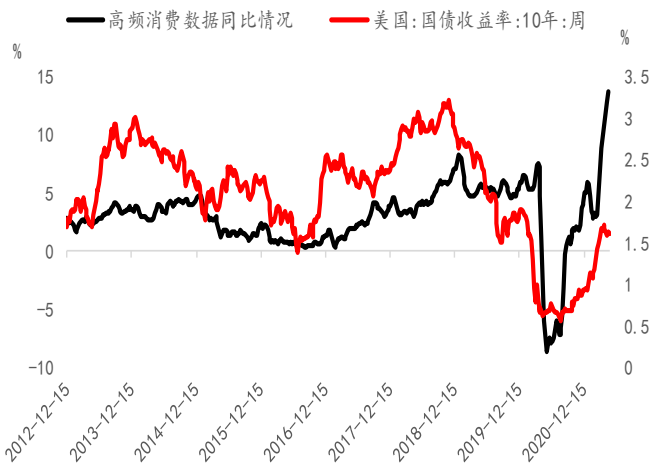
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

美债利率市场隐含的加息预期在非农数据公布后明显弱化，OIS 期货市场对 2 年后的联储加息次数预期降到了 2 次以下，这种收紧预期弱化使得在通胀预期上行的时候，美债收益率没能再继续上行。

图表 5：加息预期走强下实际利率易涨难跌



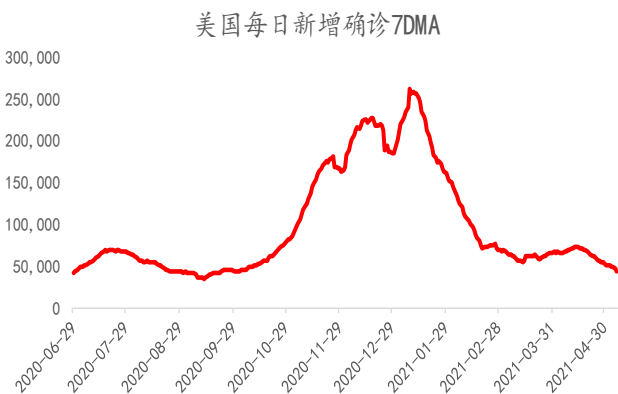
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：加息预期为正且走强的时候利空黄金



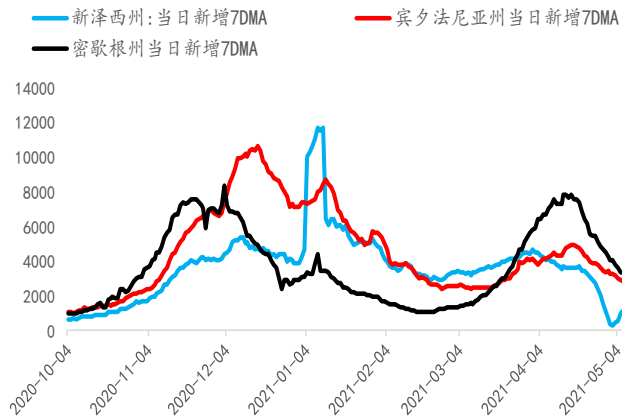
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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，市场看空情绪一度很浓烈，最近市场情绪开始平复很多，长期美债净持仓空头开始持续减持。

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，这种购买力量似乎更多的是补充回 3 月份财年末期减持的数量，最近两周，日本海外证券购买的力量开始明显弱化。

美债长短利差本周也小幅回落，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

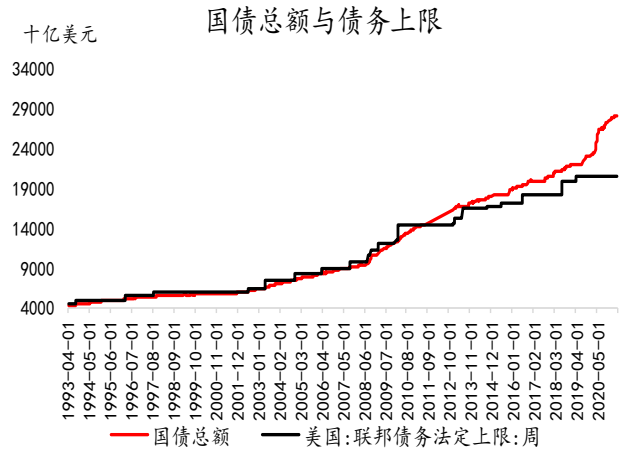
美国财政部的债务总量虽高，但是债务的久期不高，随着到期的债券逐步以更低的利率水平发行债务替换后，整体的利息成本甚至还会有所降低，美国财政部月度偿付利息水平过去 1 年整体还在走低，因此暂时财政部也不太需要美联储较为急切的保持低利率水平来控制债务成本。

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

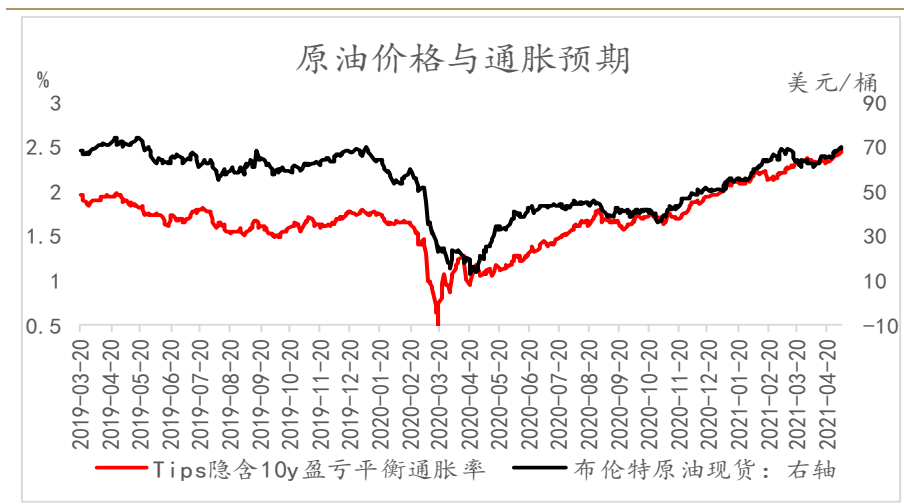


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

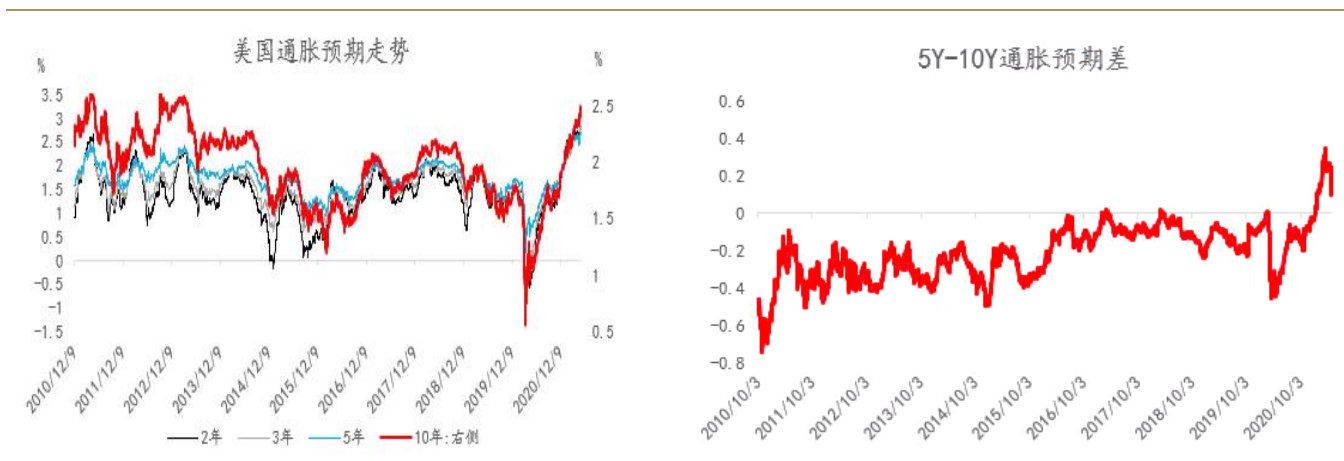


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

短端的通胀预期已经突破了过去 10 年来的最高水平了，10Y 通胀预期开始上升到 2.5% 的过去 10 年来的最高水平，实际利率本周回落至 -0.92% 左右，尽管美联储一直在安抚市场说，通胀是短期的，但是市场似乎开始不太相信这句话，在推高了中短期的通胀预期后，市场开始去推长端的通胀预期了。

图表 16：美国各期限通胀预期

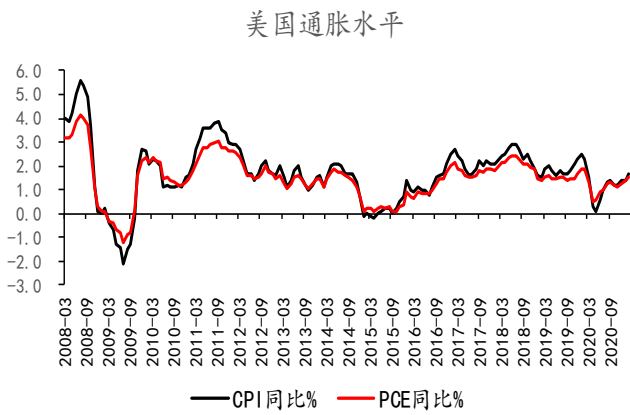
图表 17：美长短通胀预期差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

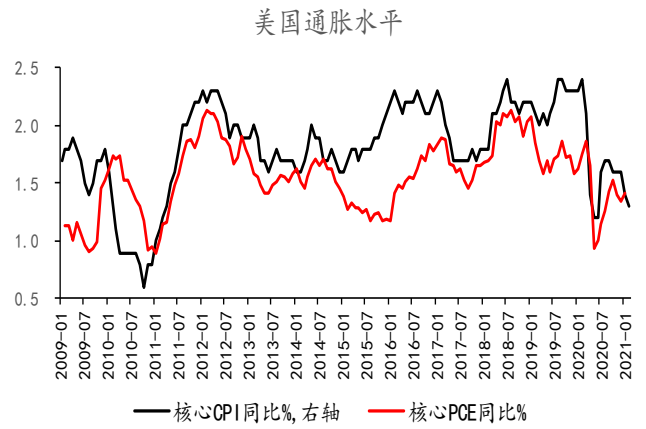
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 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

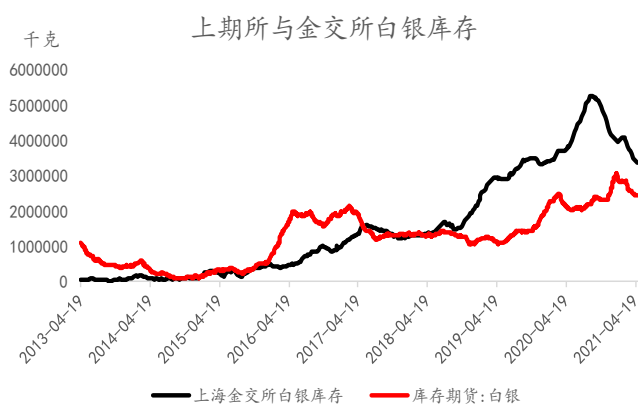


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

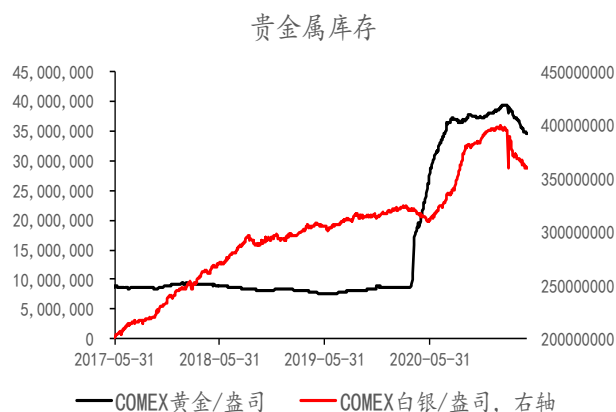
美国商品期货交易委员会（CFTC）：截至5月4日当周，COMEX黄金期货投机性净多头头寸增加2979手至66133手，截至5月4日当周，COMEX白银期货投机性净多头头寸增加6097手至43426手。投机者持有的美元投机性净多头减少691手合约，至2055手合约，表明投资者看多美元的意愿降温。

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



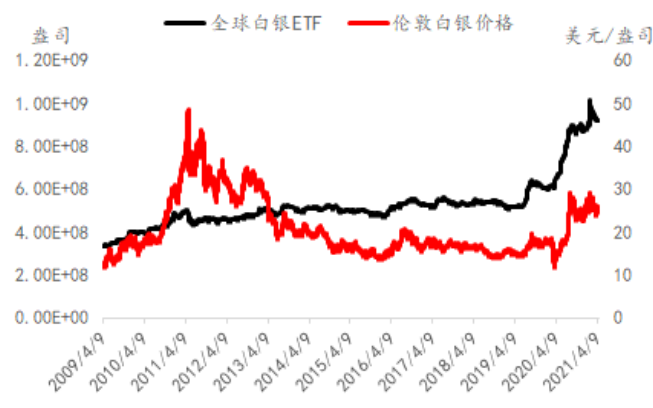
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：黄金 ETF



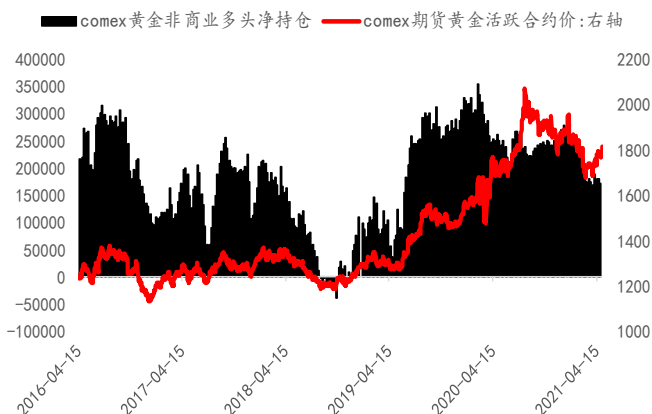
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：白银 ETF



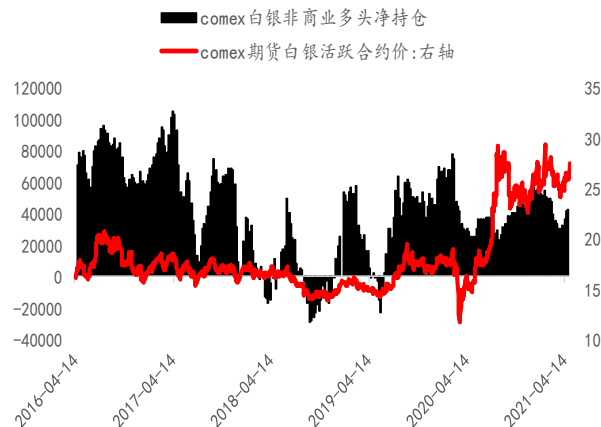
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24: 黄金投机多头净持仓



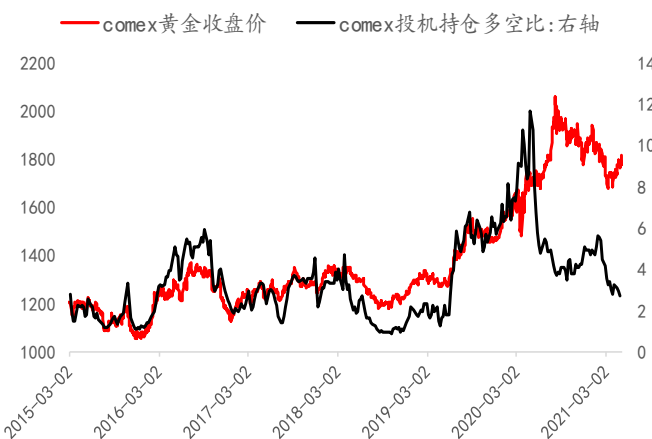
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 白银投机多头净持仓



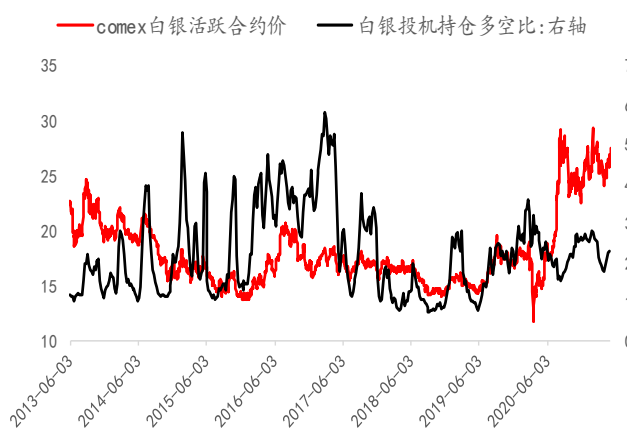
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 黄金多空比



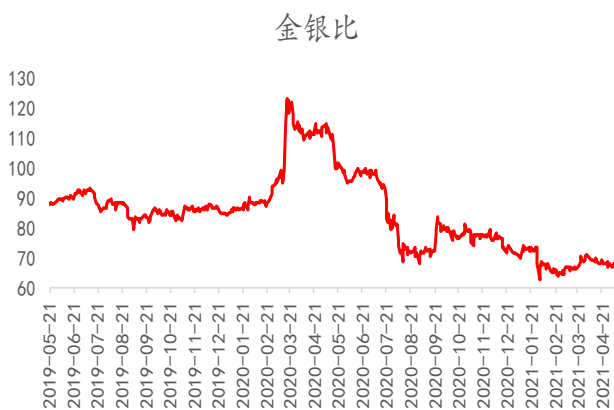
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 白银多空比



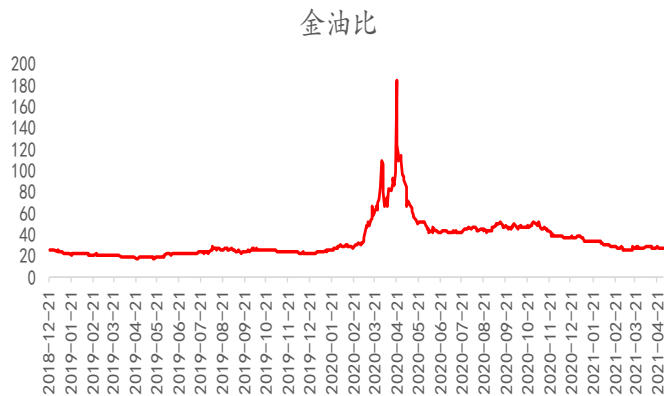
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 伦敦现货金银比



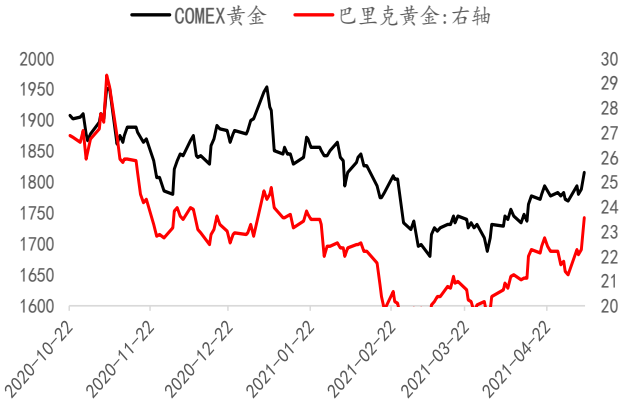
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦金与布伦特原油



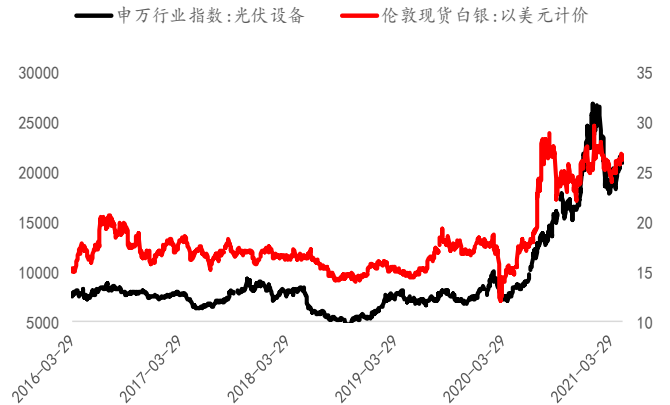
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 巴里克黄金价格



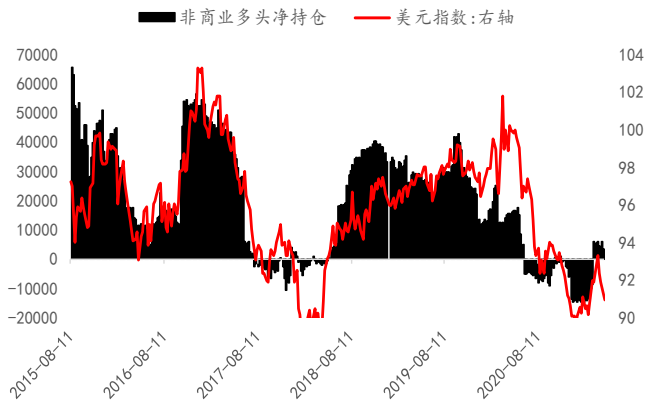
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 白银与光伏



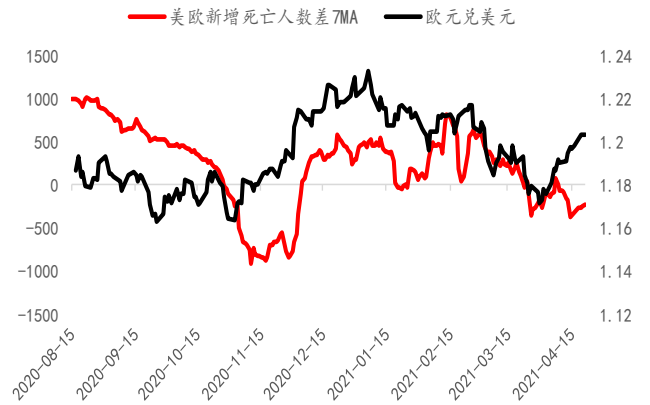
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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