

紧缩担忧放缓，金银走平

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，议息会议过后联储官员开始频繁出来讲话，点阵图上的7位要在22年加息的鹰派官员的面目逐渐浮出水面，圣路易斯联储主席布拉德、达拉斯联储主席卡普兰和亚特兰大联储主席博斯蒂克是目前亮明了态度的几位，其中布拉德这位联储大鸽对市场的冲击最大，相比最大的铁杆鸽派卡什卡利，布拉德明年是有投票权的，所以市场对其的态度反应还是比较大。联储官员讲话算是对议息会议的精神的传达，目前看倒是没有什么明显的大新闻，估计得等到8月份的杰克逊霍尔年会上才会有新的联储的货币政策动向出现。

在那之前市场可能要逐渐先把焦点转移到债务上限的问题上来，耶伦最近在听证会上表示希望国会在7月底之前提高或者暂停美国的债务上限，否则财政部可能最早在8月份发生债务违约，虽然有点危言耸听，但也不得不防，如果国会对债务上限问题谈崩了，贵金属大幅反弹一下还是可能的。

我们中期仍然维持美国复苏，美元走强，联储紧缩，金银承压的判断，如果因为债务上限问题使得贵金属短期内出现反弹，其实是加仓的机会。

策略建议：

若有因为债务上限等短期意外造成的反弹则是加仓空的机会

风险提示：

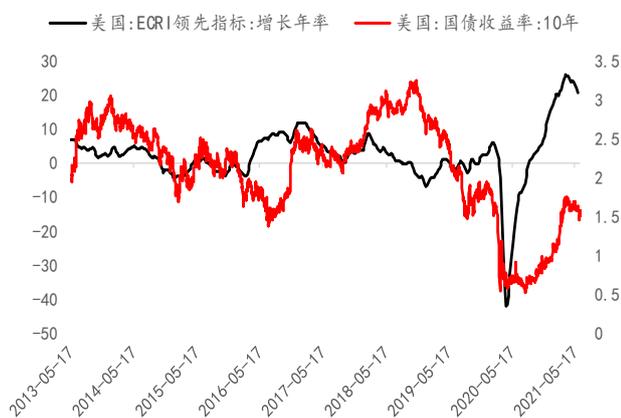
美国疫情再次抬头



一、名义利率

长债利率过去一周并没有随着紧缩担忧而快速上行，反倒是徘徊在 1.5%附近，我们认为主要有几个方面的原因，首先是紧缩预期和美元上涨打崩了商品，压制了通胀预期，那自然也会拖累美债利率；其次是美债利率其实不仅是美国名义经济景气度的反应，由于 carry trade 的存在，美债利率其实相当于是美欧日这些经济体的综合性名义经济景气度的反应，而最近英国的疫情又开始有抬头的迹象了，虽然疫苗还有效，死亡也没抬头，但日均新增连续过 10000 总归不是一个好事情；另外就是一些资金配置行为导致的了，比如隔夜逆回购帮助市场减缓了流动性过剩的现象，所以受制于 SLR 规则的美国的银行们明显降低了被动扩表的压力，因而在资产配置上比较的激进多配了些长久期的资产，比如最近美国的一级交易商们明显增加了对于中长期美债的配置；我们感觉第一个原因可能还是主要的。

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



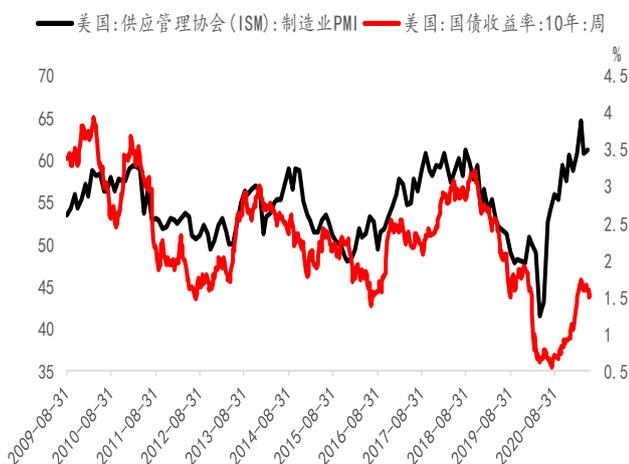
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 2: 纽约联储经济景气指数与美债收益率



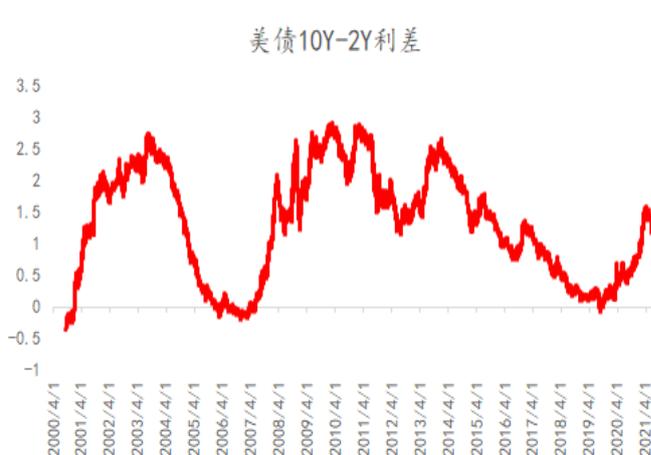
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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: 美债长短利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

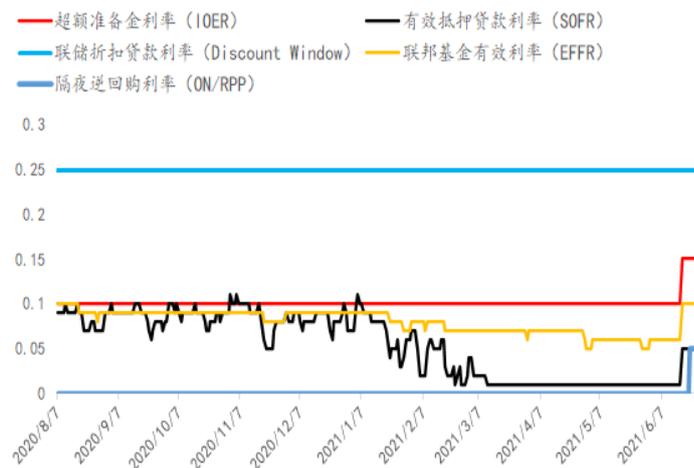
美联储提高了利率走廊进一步加速市场流动性的短期回收，美联储隔夜逆回购协议工具的使用量再创纪录，本周首次突破 8100 亿美元。

图表 5：隔夜逆回购规模创下去年 3 月份以来新高



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美国抵押贷款利率已经几乎跌穿利率走廊



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

纽约联储 4 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落在 1.5%-2%之间；相比较国内一堆动辄喊着 2%，3%的观点来说，这个才更能反应海外市场玩家们的主流看法。

图表 7：4 月份美一级交易商对于长端利率的预期

Please indicate the percent chance that you attach to the 10-year Treasury yield falling in each of the following ranges at the end of 2021 and 2022.

| | | Year-end 2021 | | | | | | |
|---------|--|---------------|--------|--------|--------|--------|---------------|----|
| | | 0.00 - | 0.51 - | 1.01 - | 1.51 - | 2.01 - | | |
| | | < 0.00% | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% | 2.50% ≥ 2.51% | |
| Average | | 0% | 1% | 4% | 18% | 39% | 29% | 8% |

| | | Year-end 2022 | | | | | | |
|---------|--|---------------|--------|--------|--------|--------|---------------|-----|
| | | 0.00 - | 0.51 - | 1.01 - | 1.51 - | 2.01 - | | |
| | | < 0.00% | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% | 2.50% ≥ 2.51% | |
| Average | | 0% | 1% | 3% | 12% | 26% | 35% | 23% |

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：长期美债期货净持仓

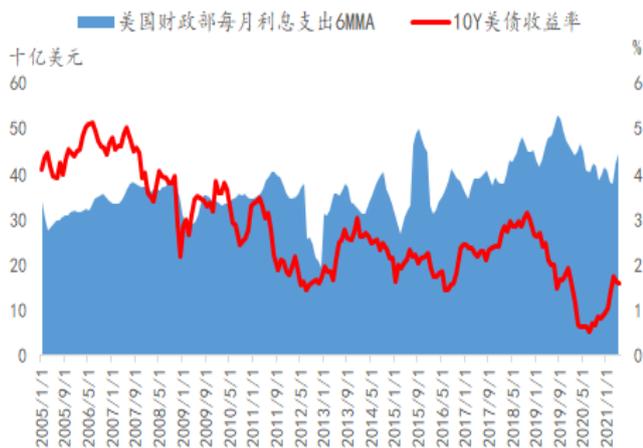


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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债务成本，所以市场

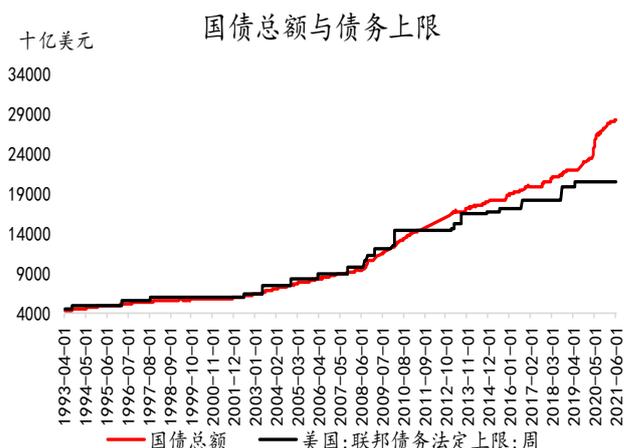
上一些观点认为美联储会考虑帮助财政部控制债务成本从而压低名义利率保持宽松政策的做多逻辑就当下而言，我们觉得逻辑还不够硬。年中的时候美国将会迎来新一轮债务上限的问题，如果两党撕破脸谈不拢，那可能会影响到市场对于美国经济复苏的预期，从而利多贵金属。

图表 9：美国财政利息支出



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 10：美国国债总量



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

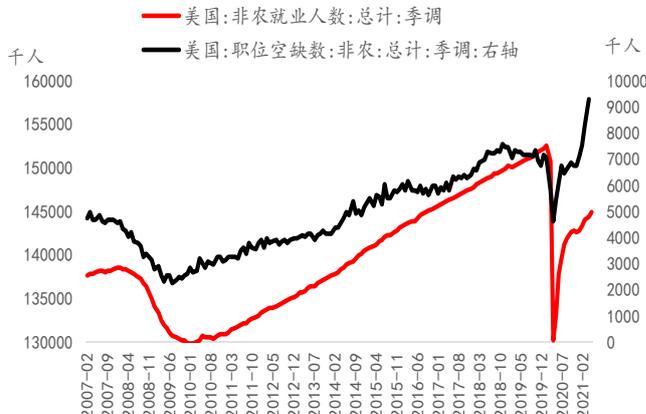
这里需要额外关注下美国的就业数据，4、5月份美国不及预期的非农数据，限制了美联储缩减QE的手脚，这也导致6月份美联储提taper的可能性不高；但我们去观察结构性问题看，其实以往与失业率挂钩的同步指标，职位空缺率等在显示就业市场仍然是在持续改善，而且从企业破产数据来看，这轮危机明显没有上轮危机对经济造成的损伤大，所以我们认为只要后续随着疫情逐渐受控，就业好转的确定性是很高的。如果去看总数的话非农就业跟疫情之前缺口有700多万，因为用工荒的问题，职位空缺水平比疫情之前多出来200多万个，美国各个州从5月底开始也陆续在调整失业补贴情况来鼓励民众出来就业，只要疫情不再恶化，我们觉得就业改善无非是七月还是八月的问题。

图表 11：美国职位空缺率与失业率



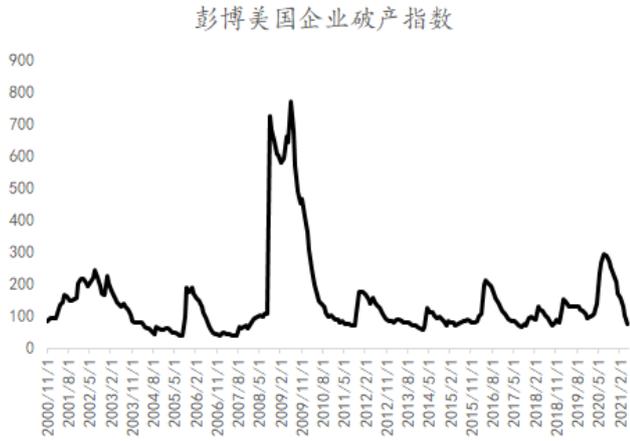
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：非农就业总数与职位数



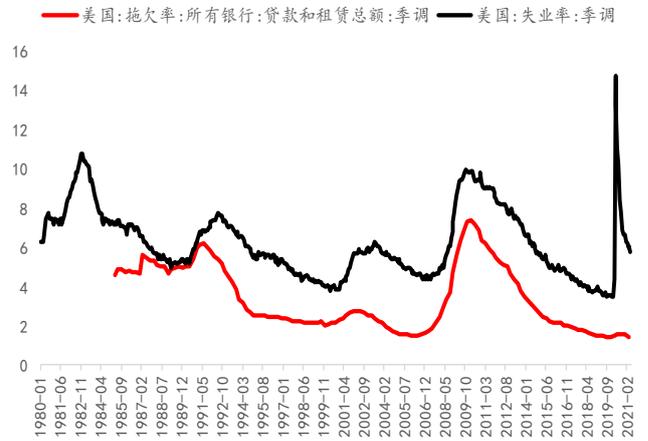
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 13: 美国企业破产情况



据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 14: 银行信贷违约情况

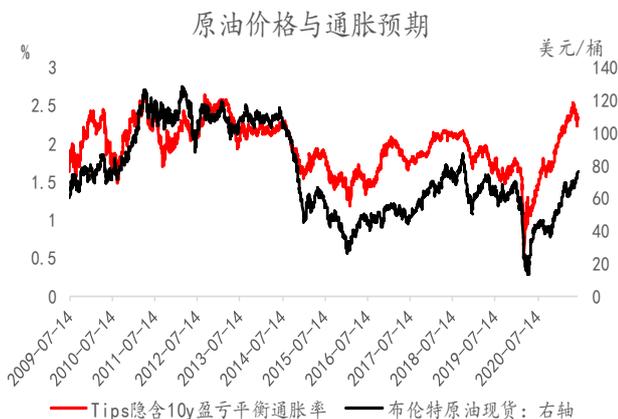


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

二、通胀预期

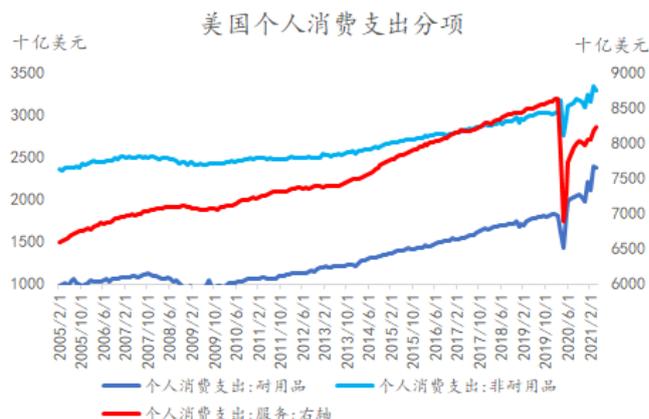
通胀预期开始跟原油价格产生了小幅的背离，主要还是受到此前紧缩担忧的影响。

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

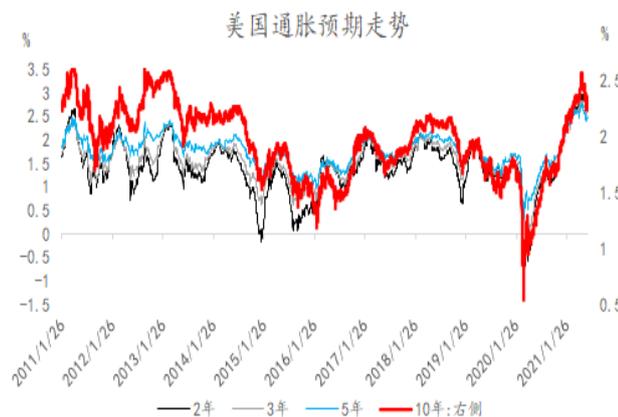
图表 16：只有服务业还有恢复缺口了



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

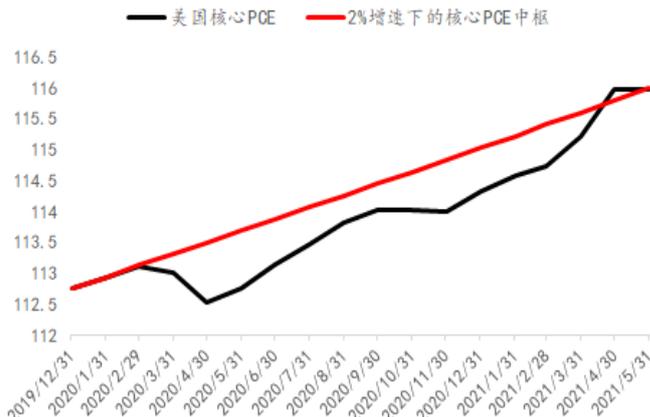
5月CPI破5%，PCE录得3.4%符合预期；美联储议息会议上联储官员们也倒开始对通胀是暂时的事情有点迟疑，不过鲍威尔本周倒是表态说5%的通胀是不可接受的，似乎是在强调联储捍卫物价的决心。从核心PCE增长的绝对值来看，经过了过去半年的适当纵容，其实物价水平基本已经回归到了联储平均2%的中枢线上，这个时候再过度的纵容通胀上升其实也是不太合适的了。

图表 17：美国各期限通胀预期



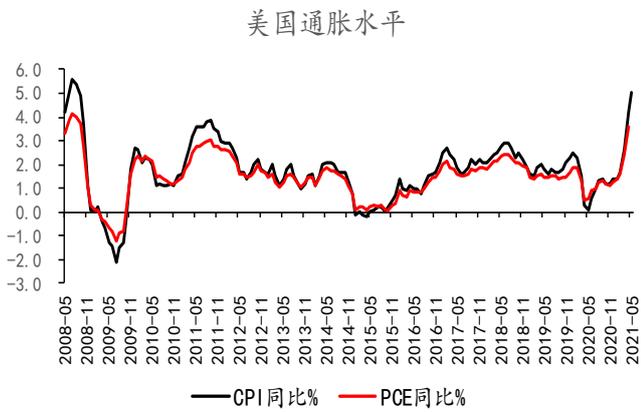
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：核心PCE与联储合意中枢水平



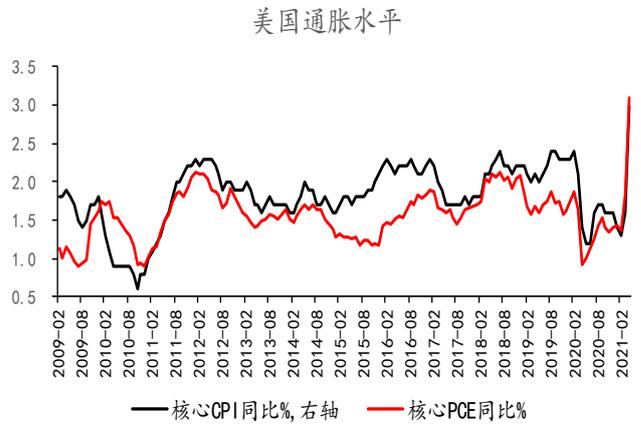
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 19: 通胀水平



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

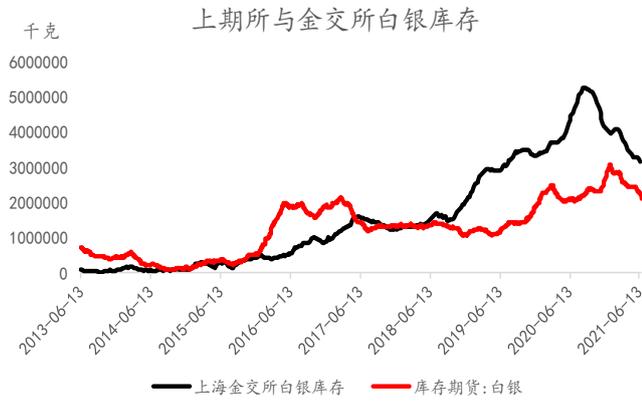
图表 20: 核心通胀水平



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

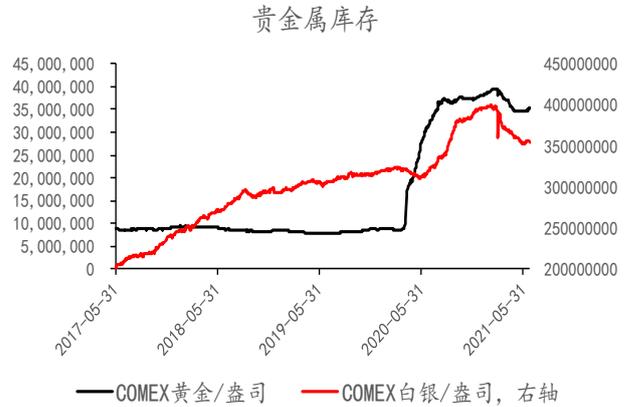
三、其他数据监控

图表 21：国内白银库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：Comex 库存



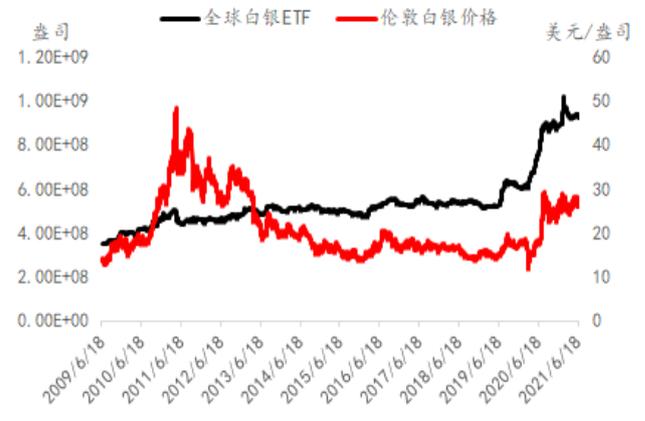
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：黄金 ETF



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：白银 ETF



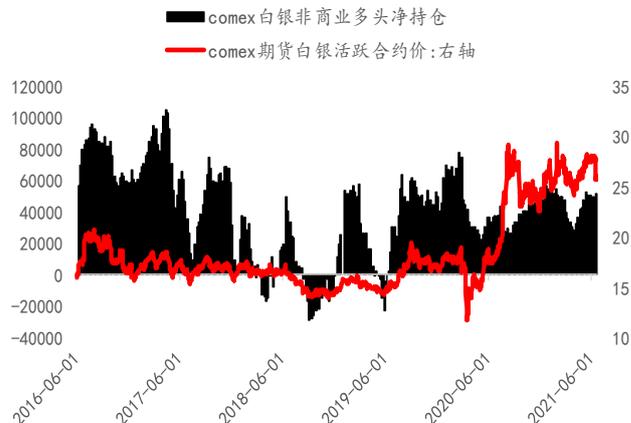
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25: 黄金投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 白银投机多头净持仓



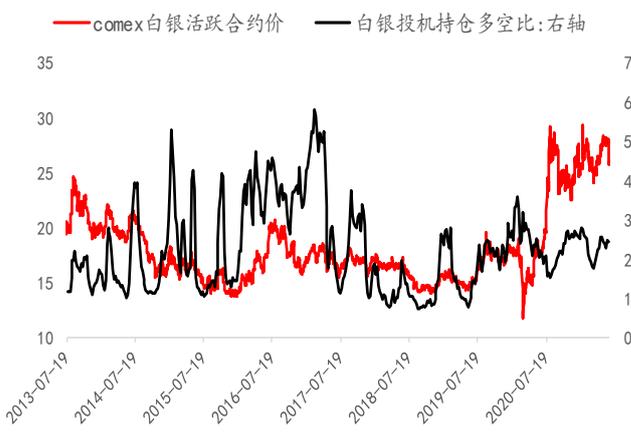
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 黄金多空比



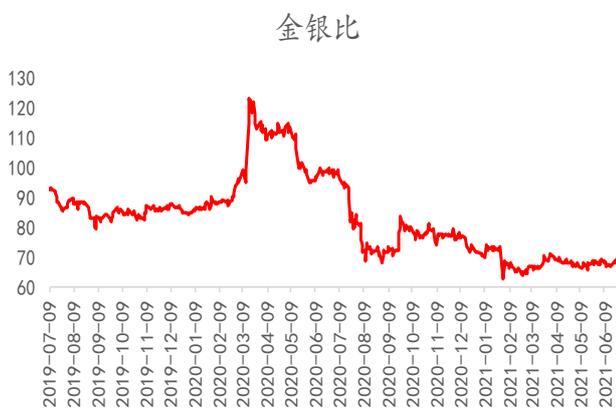
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 白银多空比



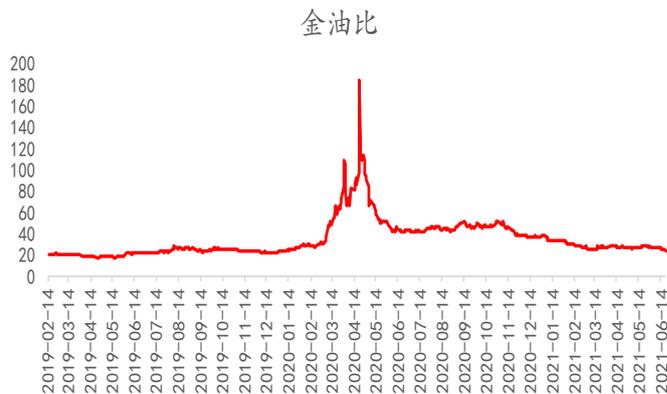
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦现货金银比



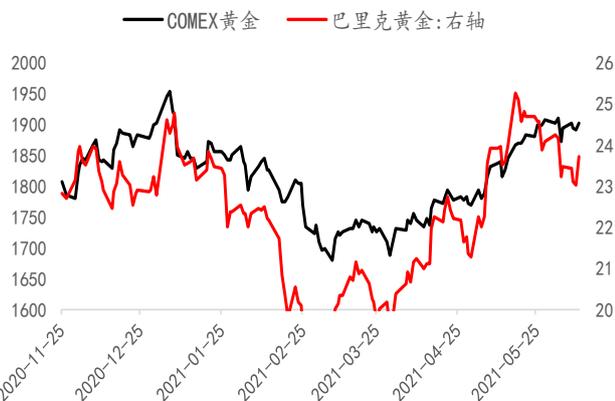
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 伦敦金与布伦特原油



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 巴里克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银与光伏



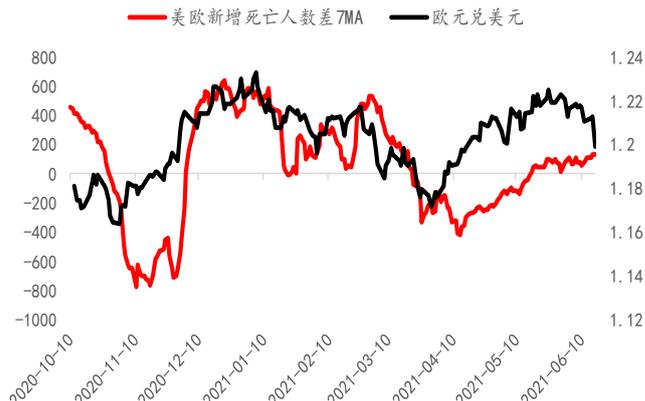
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 美元指数净持仓情况



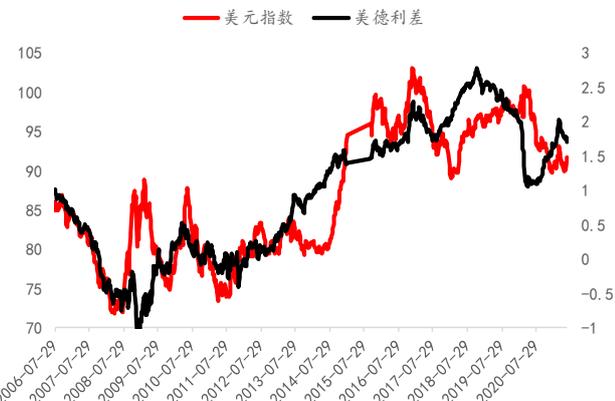
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 美元指数与疫情



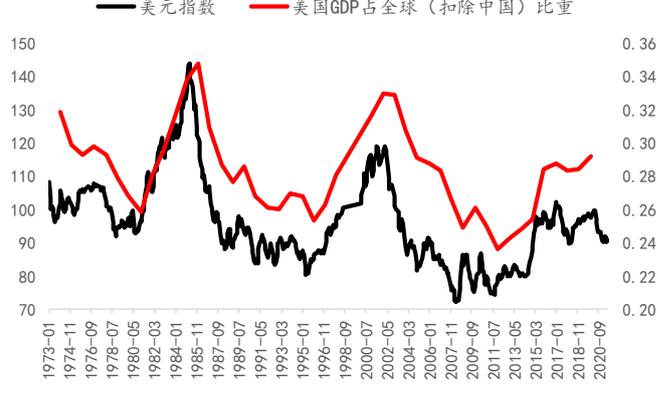
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 美元指数与美德利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 美元指数与美国 GDP 占全球比重



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