

## 美债利率超预期下跌，拉低实际利率

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，最近美债收益率超预期的弱，直接导致实际利率又逼近-1%的位置，黄金又重新站上了 1800 美金。对于美债利率的下行，我们是这么看的，感觉有几个原因：1、由于过去 10 年欧日非常规货币政策的恶化程度，加重了本地的流动性泛滥，所以套息交易带来的国际资本流动非常频繁，这就使得美债收益率不仅仅是美国的经济景气问题，相当于是对应着欧美日的经济景气度了，欧洲日本最近疫情的抬头又引发了市场的担忧；2、此前不及预期的失业数据导致市场可能对联储的边际紧缩货币政策又有迟疑了；3、美国制造业消费似乎见顶，市场觉得美国复苏斜率最大的时候要过去了。

至少从当前看，辉瑞等仍然能实现 90%左右的住院保护，意味着能将死亡率降低一个数量级，那就直接是重型流感的死亡率水平了，我们觉得只要别极端变异，我们倾向于美国还是会经济过热，前提是疫情别恶化，只要疫情能不恶化，经济全面重启，消费者信心全面恢复，积压的几万亿的私人部门储蓄会把整个消费预期再推高，美国的消费里面的大头其实是服务业，而这一块相比疫情之前还有非常大的缺口；看好经济过热，也就是看好联储会继续超预期的紧缩，也就是美元涨黄金会跌的逻辑，我们倾向于黄金本轮大顶和反弹顶已经见到了，最近的反弹其实就是等机会布局空单了。

### 策略建议：

开始考虑布局空单

### 风险提示：

美国疫情再次抬头

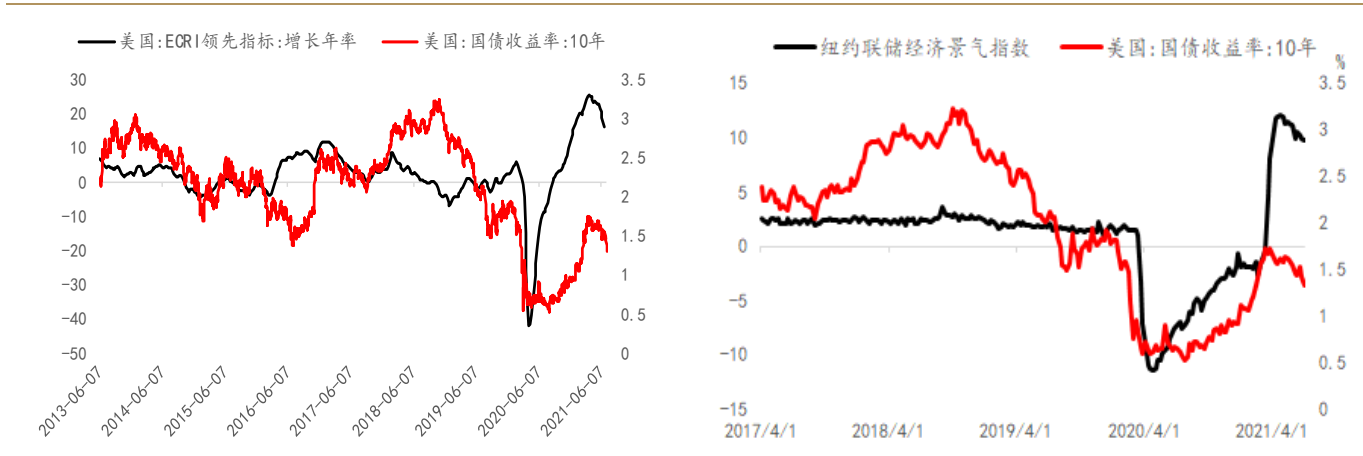


## 一、名义利率

美债收益率连续跌破 1.5%，1.4%，1.3%关口，连续超出市场预期。

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率

图表 2：纽约联储经济景气指数与美债收益率

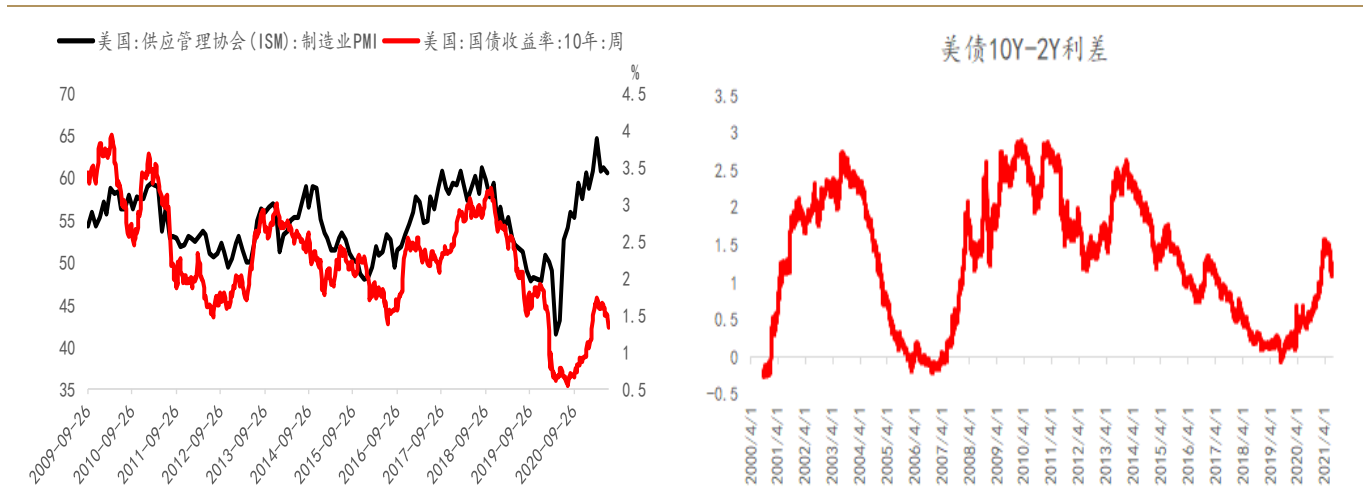


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

图表 4：美债长短利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

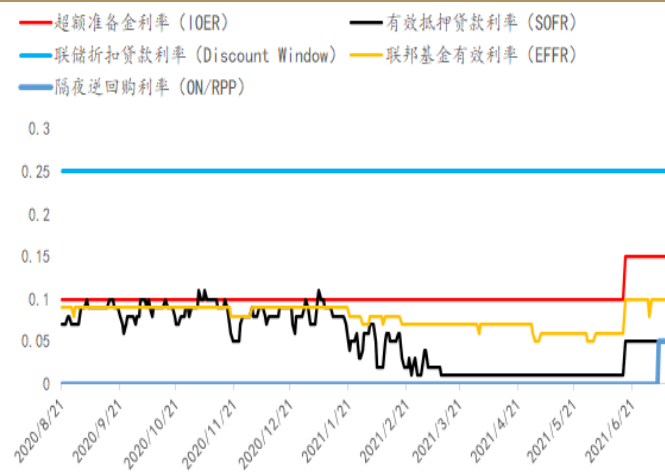
美联储提高了利率走廊进一步加速市场流动性的短期回收，美联储隔夜逆回购协议工具的使用量接连创出记录。

图表 5：隔夜逆回购规模



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美国利率走廊



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

纽约联储刚刚出炉的 6 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；其实跟 4 月份的调查结果相差不大，并不像当前市场价格反应的这么悲观。

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 8：6 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 -	2.51 -		
	< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	≥ 3.01%
Average	0%	1%	4%	18%	40%	28%	6%	3%

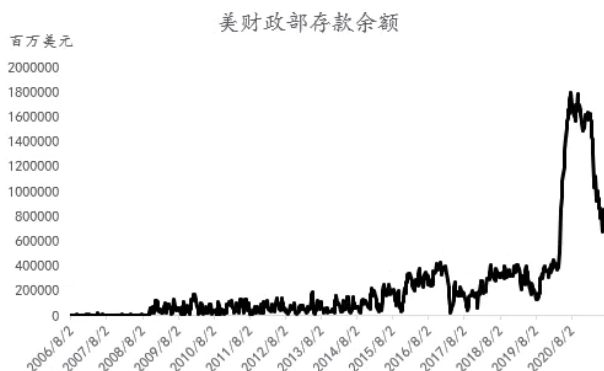
  

Year-end 2022								
	0.00 -	0.51 -	1.01 -	1.51 -	2.01 -	2.51 -		
	< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	≥ 3.01%
Average	0%	1%	3%	11%	24%	34%	21%	7%

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

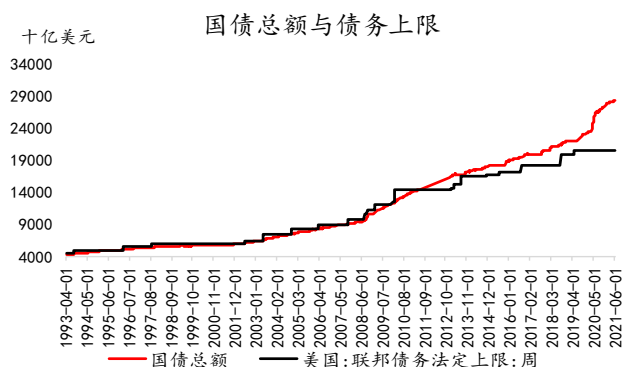
至于债务上限问题，TGA 账户上七月份结束后大概还有 4500 亿元，再叠加耶伦说的财政部可能采取的一些特殊措施凑个几千亿，总共估计能支持财政部三到四个月的开销，应该能为两党争取更多和解的时间，而且民主党可通过《304 法案》额外使用一次“预算和解”，使得国会以“一般多数” 51-50 的形式通过财政预算的立法程序。

图表 9：美财政部账户余额



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

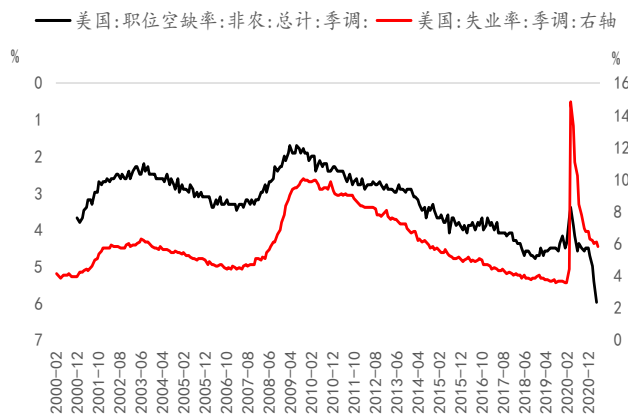
图表 10：美国国债总量



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

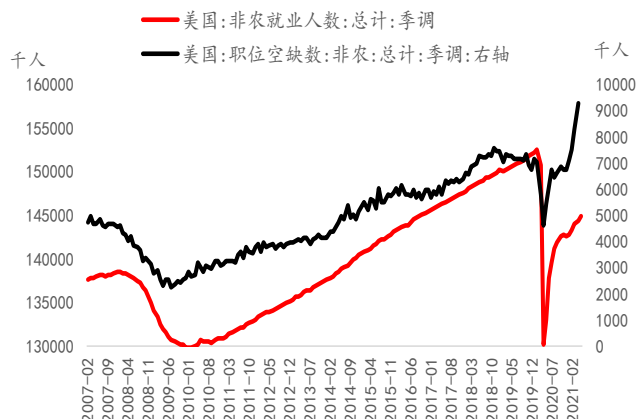
至于美国的就业景气度问题，我们仍然认为上个月的非农 5.9% 的数据只是暂时的扰动，从就业市场的结构数据来看，当前的就业紧缺程度仍然很高。

图表 11：美国职位空缺率与失业率



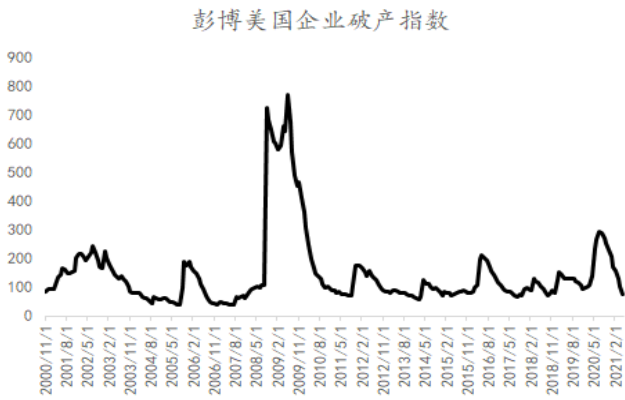
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：非农就业总数与职位数



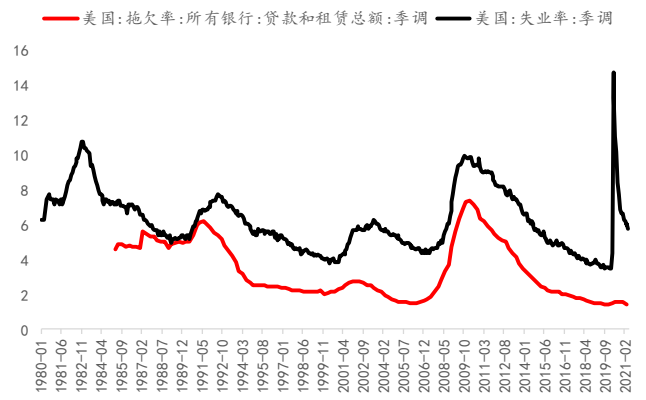
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 13: 美国企业破产情况



数据来源: 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

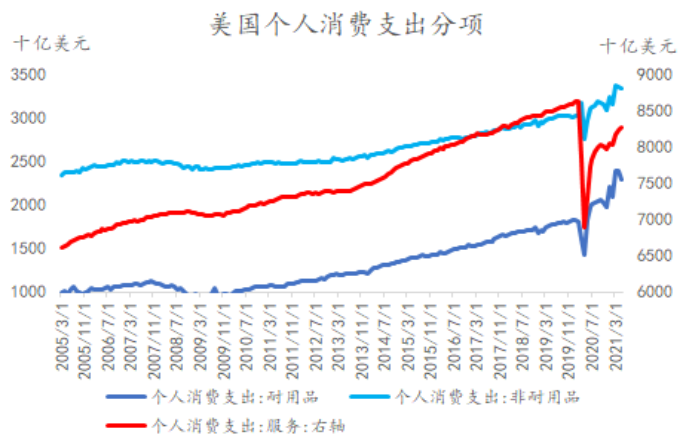
消费是美国经济的主要部分，消费里面服务业是主要部分，而现在服务业仍然有非常大的缺口需要弥补，服务业领域未来的恢复仍然是对美国 CPI 的重要支撑。

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

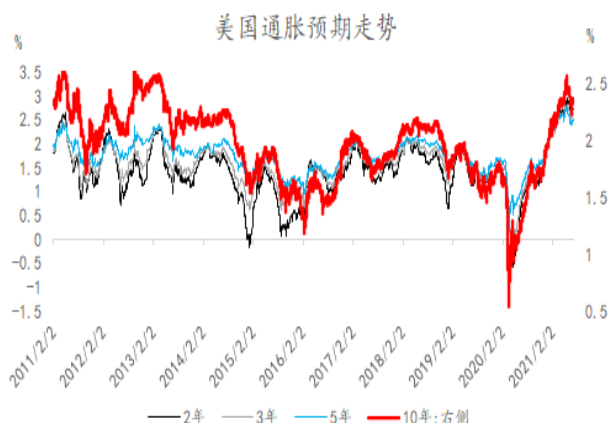
图表 16：只有服务业还有恢复缺口了



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

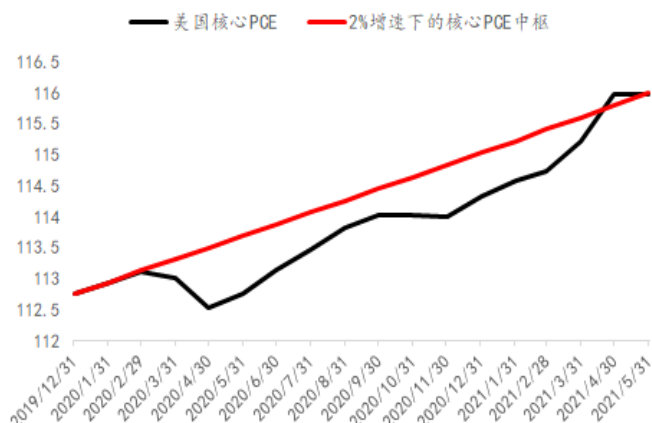
5 月 CPI 破 5%，PCE 录得 3.4%符合预期；美联储议息会议上联储官员们也倒开始对通胀是暂时的事情有点迟疑，不过鲍威尔此前倒是表态说 5%的通胀是不可接受的，似乎是在强调联储捍卫物价的决心。从核心 PCE 增长的绝对值来看，经过了过去半年的适当纵容，其实物价水平基本已经回归到了联储平均 2%的中枢线上，这个时候再过度的纵容通胀上升其实也是不太合适的了。

图表 17：美国各期限通胀预期



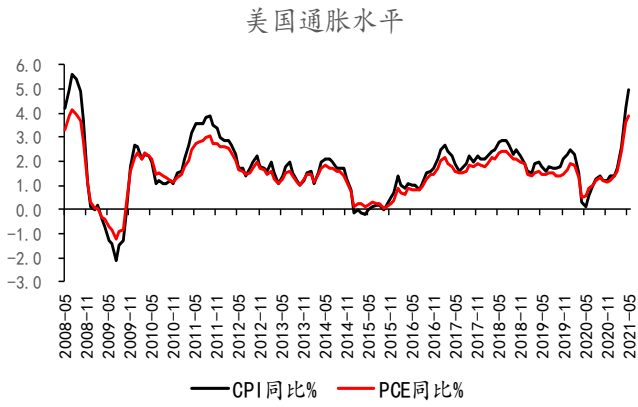
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：核心 PCE 与联储合意中枢水平



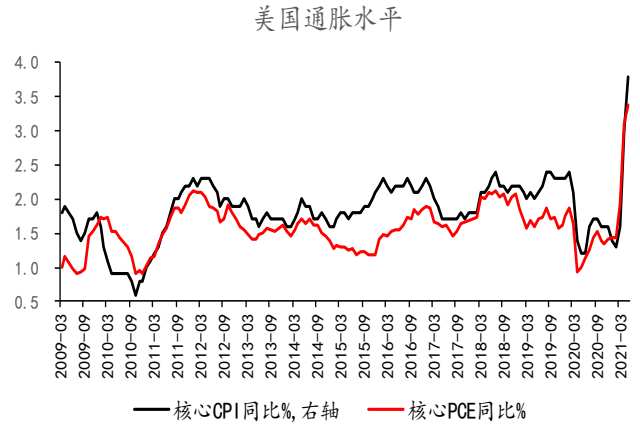
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

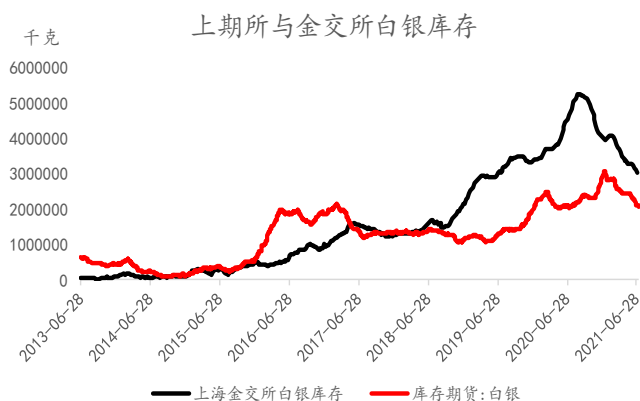


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

### 三、其他数据监控

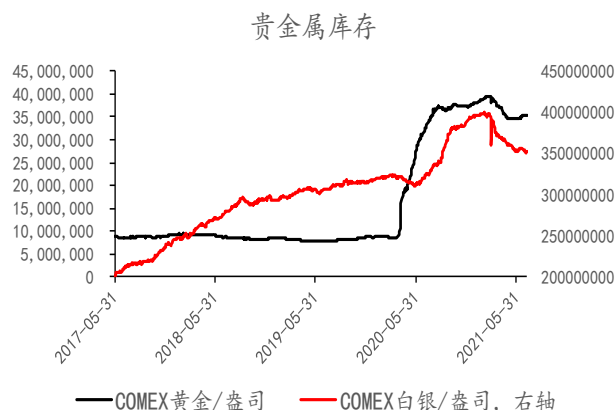
除了伦敦金库的库存外，国内和 COMEX 的白银库存都在下降，对白银供需会产生影响的光伏板块近期持续上行，要不是黄金太废了，白银其实这轮有机会被光伏给顶到天上去。

图表 21：国内白银库存



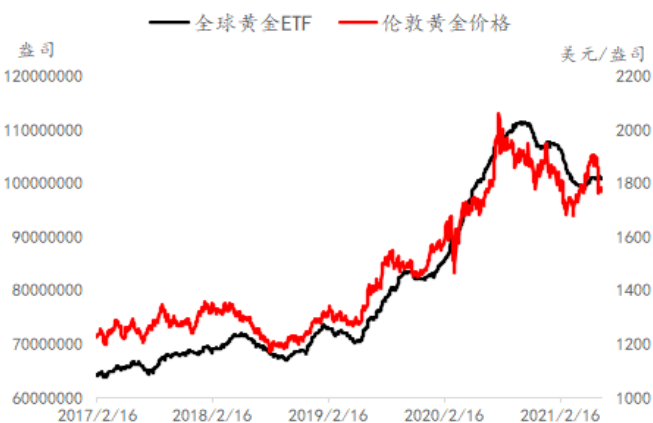
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：Comex 库存



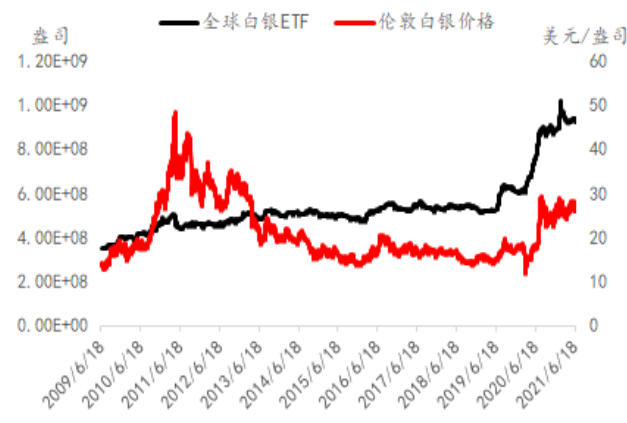
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

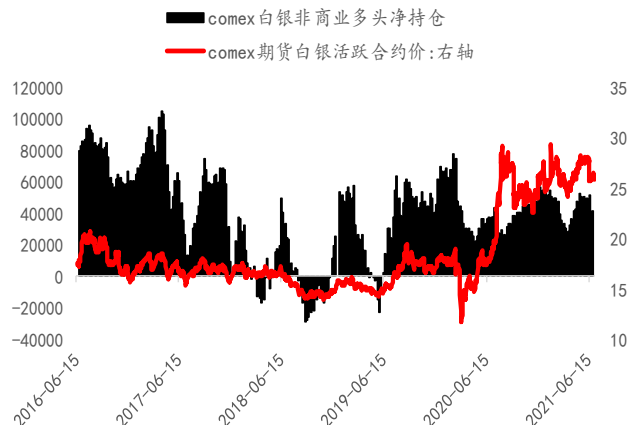


图表 25: 黄金投机多头净持仓



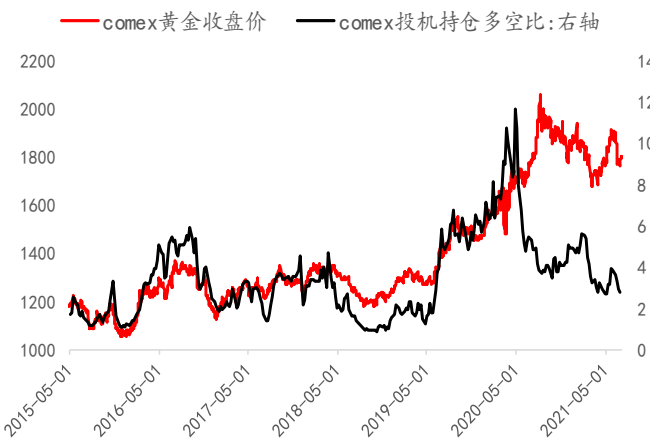
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 白银投机多头净持仓



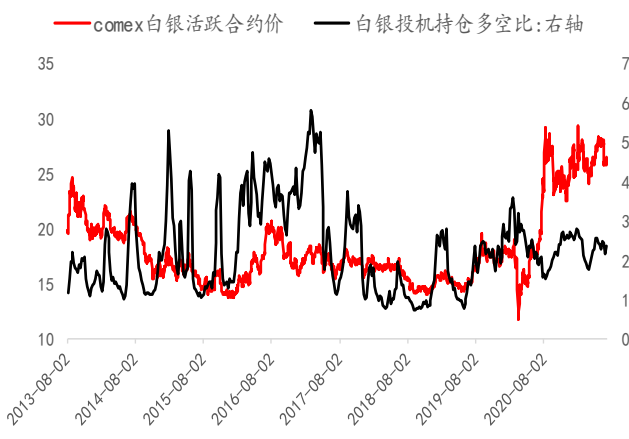
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 黄金多空比



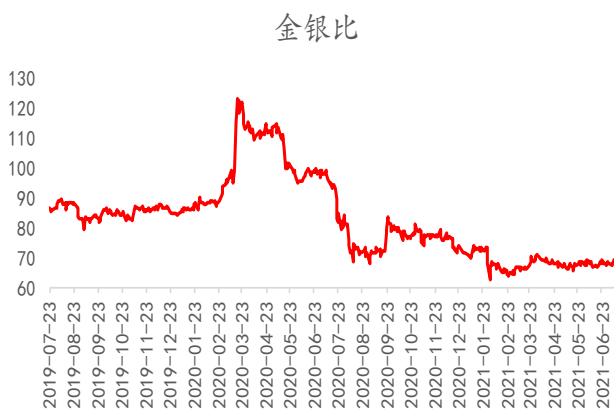
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 白银多空比



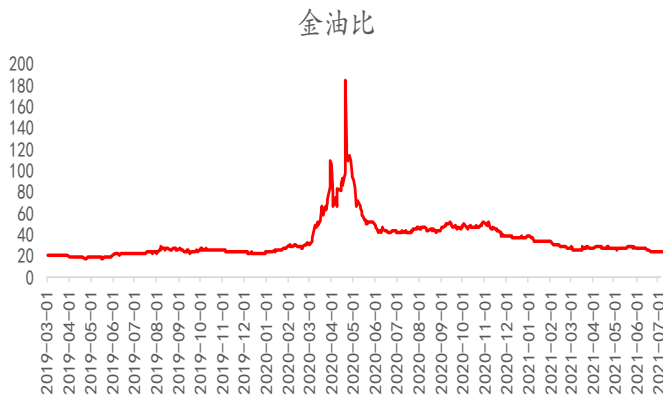
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦现货金银比



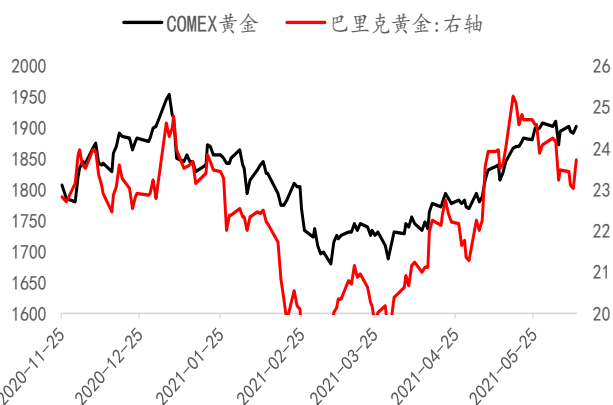
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 伦敦金与布伦特原油



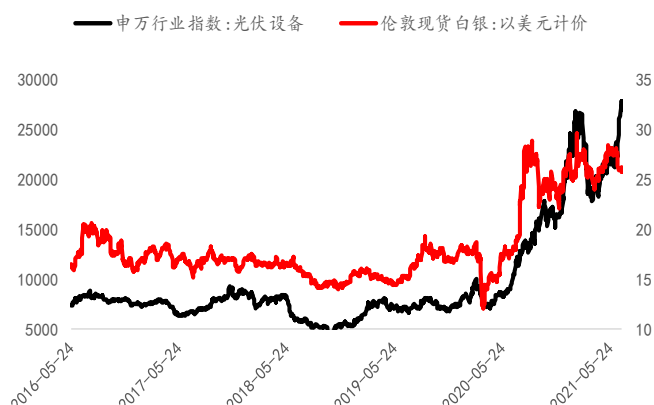
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



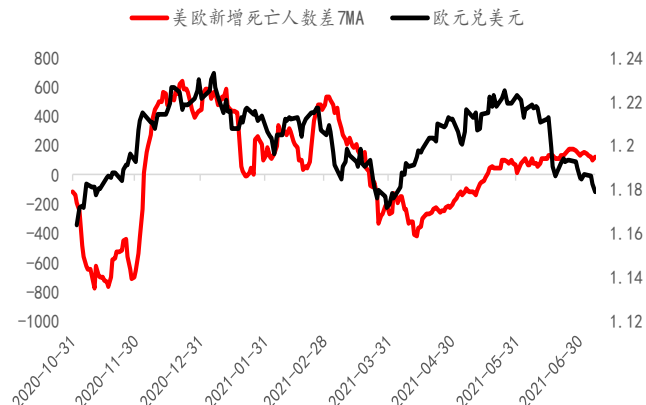
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 美元指数净持仓情况



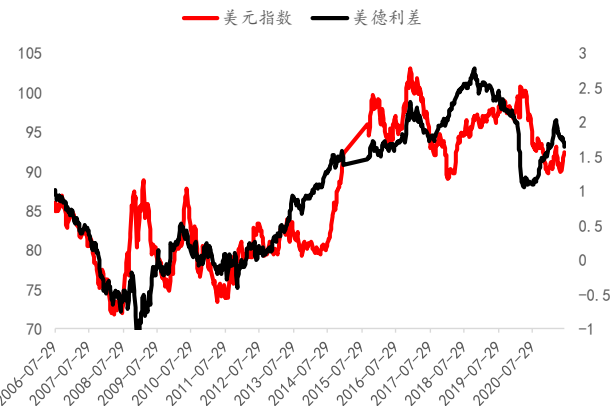
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 美元指数与疫情



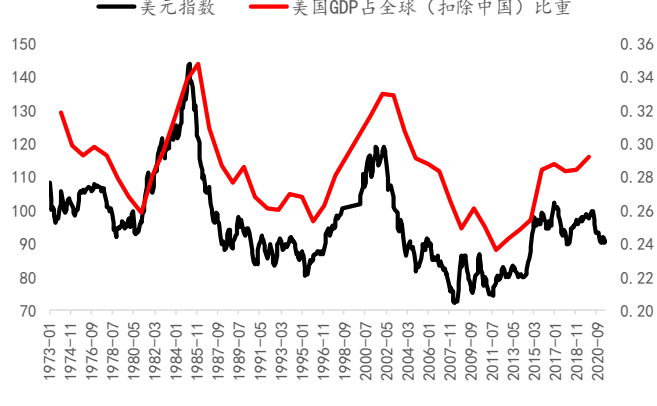
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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