

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

联储暧昧，贵金属反弹

核心观点：

本周重点是7月份联储的议息会议，对于市场的关注的 taper，鲍威尔和联储仍然在延续此前的措辞“经济还未达到“进一步实质性进展”（SFP），所以仍然没有到正式提出 taper 的时候”，这也是资产表现反应联储整体偏鸽派的主要原因；但是美联储仍然表现出来了对经济复苏的信心，这次议息会议新增的措辞是“经济已经取得进展”。这种似鸽实鹰，似鹰实鸽的薛定谔状态叠加债务上限问题临近其实反倒是给了黄金的一小把助推。

对于贵金属来说，现在其实要考虑的一个重要问题是，Taper 这个事情是否已经交易的差不多了，毕竟已经喊了大半年的狼来了，市场也基本都有心理预期了，是不是真有 taper，对黄金来说反倒算是利空出尽？我们是这么看的，如果某个驱动只是未来发生在一两天内的那种短期的事件，那只要有相对足够长的时间提前知道，那市场基本上就会消化在价格里面了；如果一个未来发生的事情，可能要持续半年，甚至1年以上，那么指望在这个事情还没发生的时候就能通过预期全部定价其影响，有点不太现实，宏观经济那么复杂连美联储在年报里都在承认自己对未来预测能力有限，谁能知道未来1年 taper 进行的时候，市场流动性逐渐从史诗性的宽松转向的时候，经济和市场究竟会产生什么样的冲击？就像是无限 QE 这种事情是去年3月份就发生了，5月份就已经是人尽皆知了，那5月份就能说放水的行情交易完了？

策略建议：

大格局偏空，短期会受限于联储暧昧表态和债务上限问题表现偏强，外盘黄金 1860 位置是关键位置；

风险提示：

美国疫情再次抬头

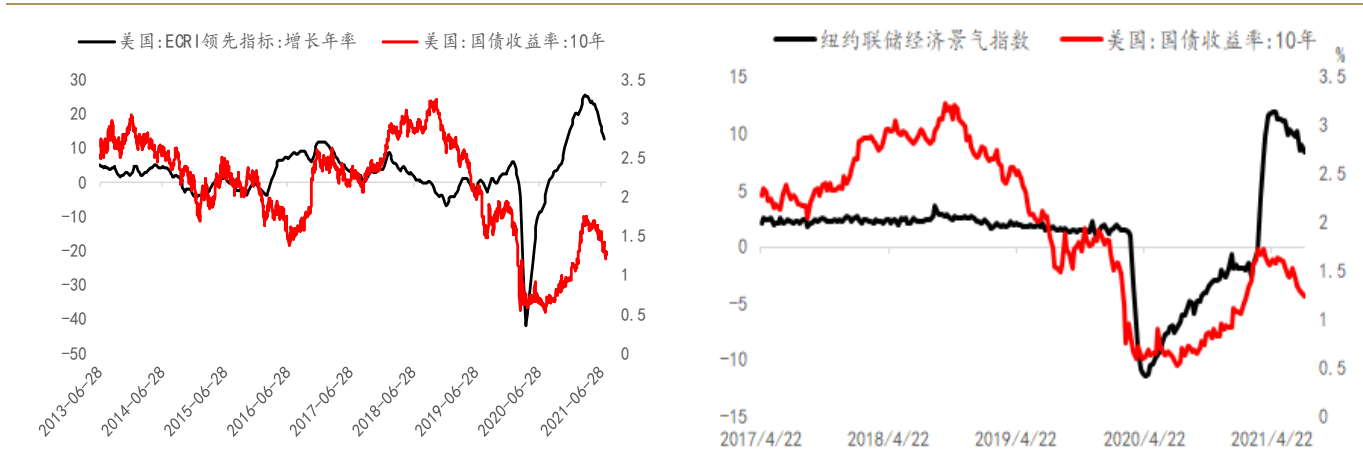


一、名义利率

美债收益率继续低迷，仍然维持在不足 1.3% 的水平，实际利率也基本处在历史最低附近。

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

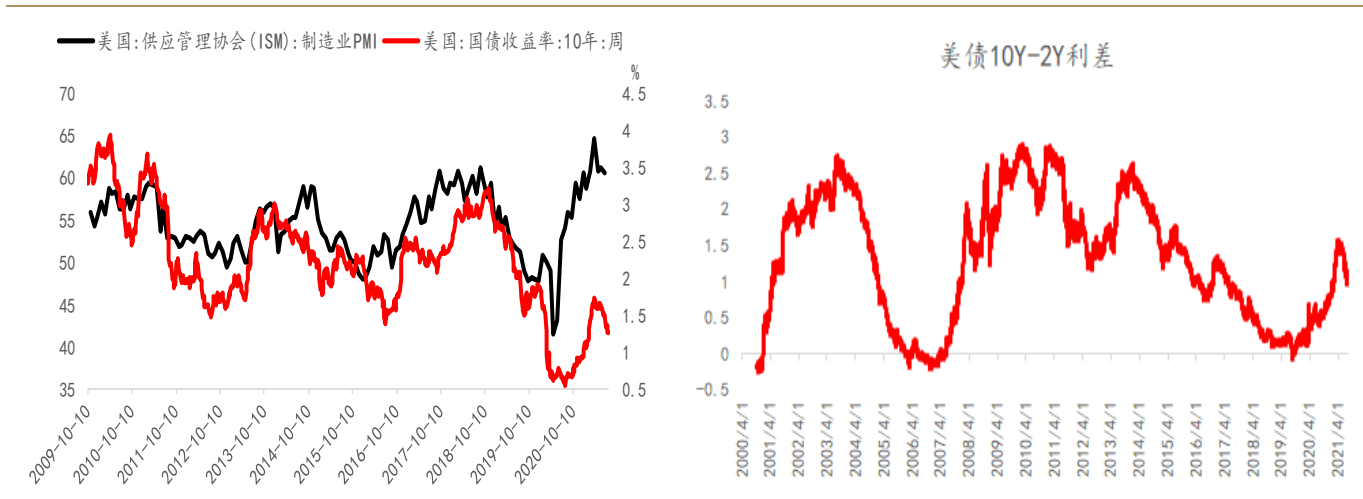


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

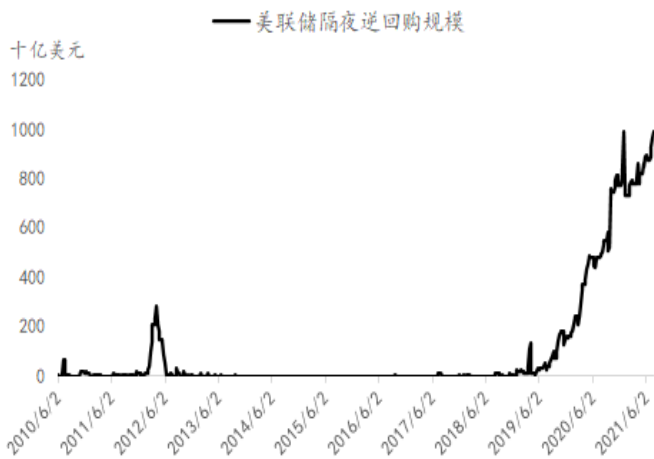


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

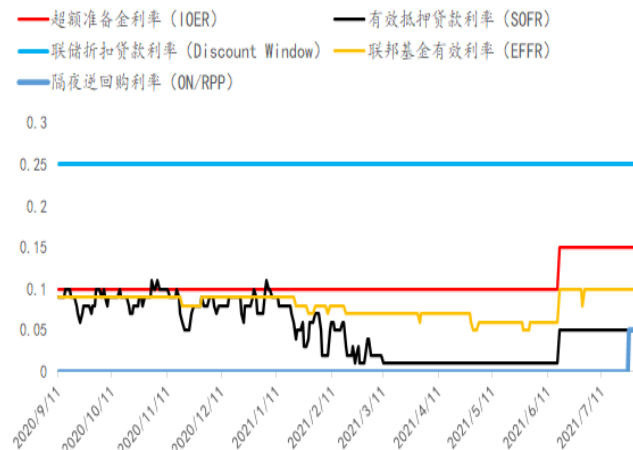
流动性泛滥情况仍然比较重，隔夜逆回购的使用规模仍然维持在每天一万亿左右的市场规模。联储会议上提供的两个回购支持工具不太可能是为了现在继续投放流动性准备的，更像是为了之后 Taper 所做的应急储备。

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

纽约联储做的 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.

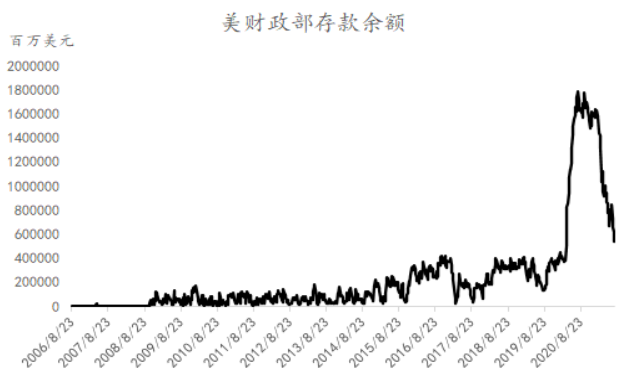
Year-end 2021								
	0.00 -	0.51 -	1.01 -	1.51 -	2.01 -	2.51 -		
	< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	≥ 3.01%
Average	0%	1%	4%	18%	40%	28%	6%	3%

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

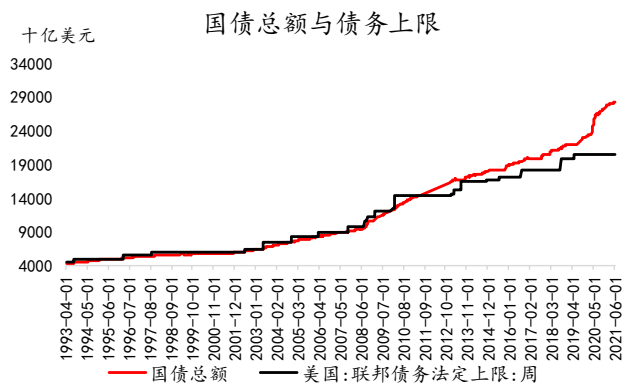
至于债务上限问题，TGA 账户上七月份结束后大概还有 4500 亿元，再叠加耶伦说的财政部可能采取的一些特殊措施凑个几千亿，总共估计起码能支持财政部二到三个月的开销，应该能为两党争取更多和解的时间，而且民主党可通过《304 法案》额外使用一次“预算和解”，使得国会以“一般多数” 51-50 的形式通过财政预算的立法程序，所以债务上限问题属于隐忧，但不会是大患，更何况，两党也不至于真会闹到让政府违约的程度。

图表 9：美财政部账户余额



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

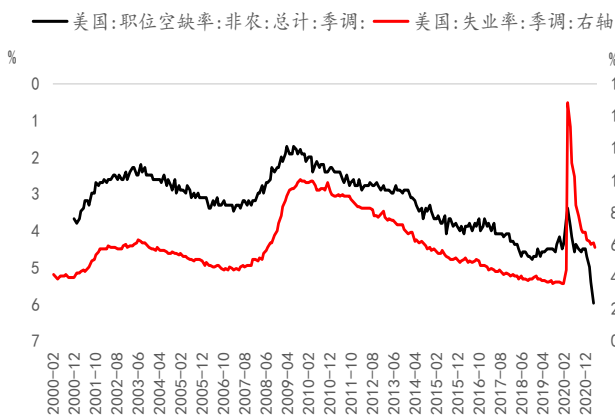
图表 10：美国国债总量



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

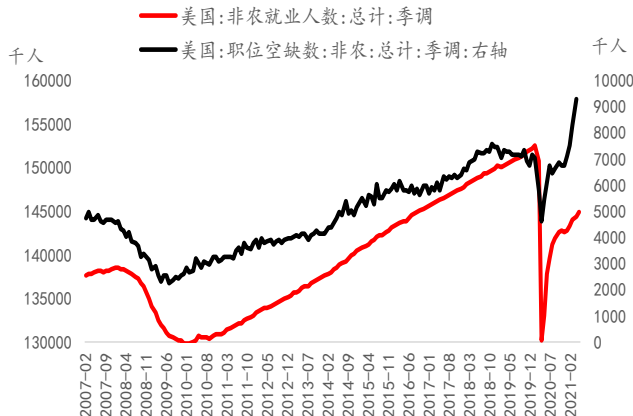
至于美国的就业景气度问题，我们仍然认为上个月的非农 5.9% 的数据只是暂时的扰动，从就业市场的结构数据来看，当前的就业紧缺程度仍然很高。

图表 11：美国职位空缺率与失业率



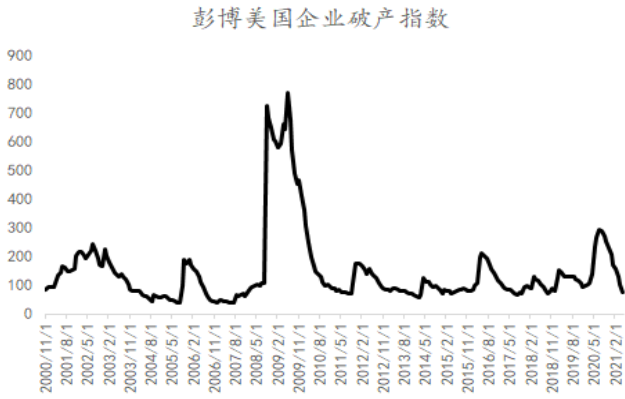
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：非农就业总数与职位数



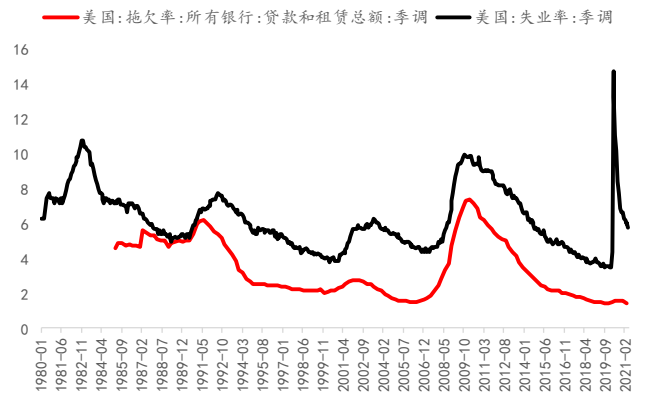
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

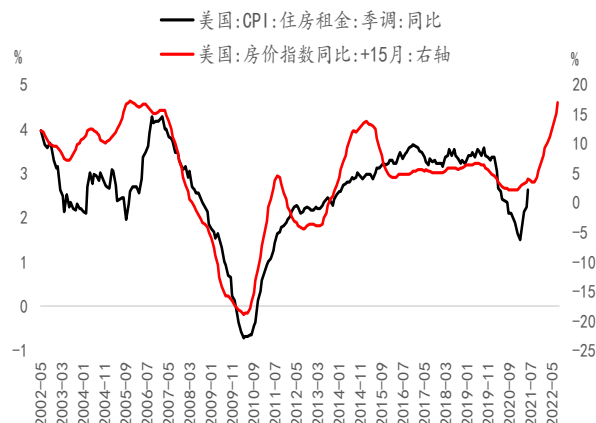
原油价格继续维持高位盘整，仍对通胀预期形成支撑。

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：CPI 还有租金作为支撑



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

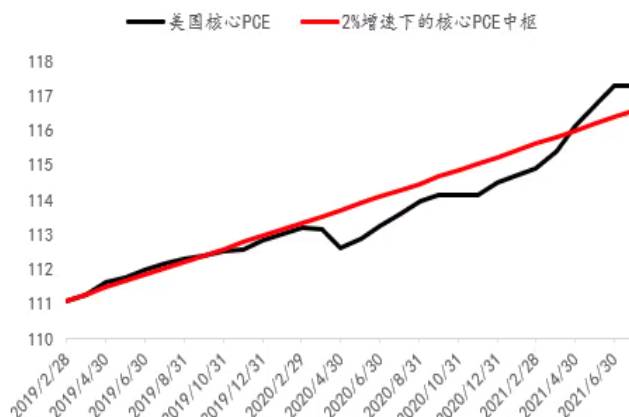
从核心 PCE 增长的绝对值来看，经过了过去半年的适当纵容，其实物价水平基本已经回归到了联储 19 年以来的平均 2% 的中枢线上，这个时候再过度的纵容通胀上升其实也是不太合适的了。

图表 17：美国各期限通胀预期



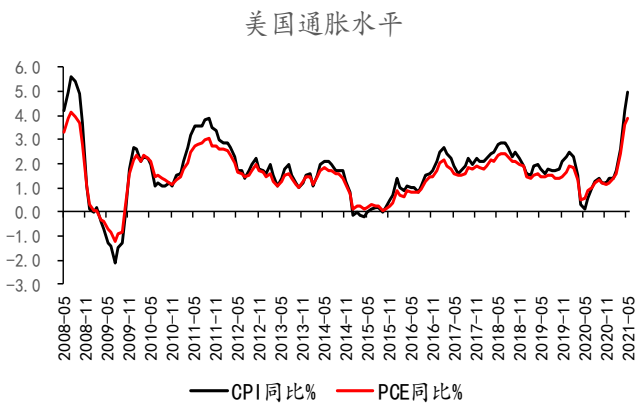
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：核心 PCE 与联储合意中枢水平



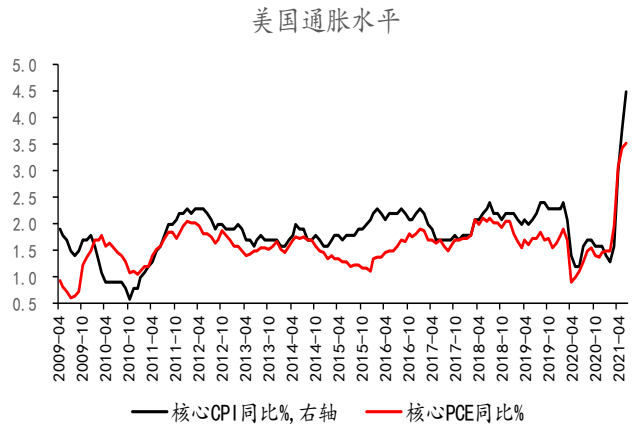
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



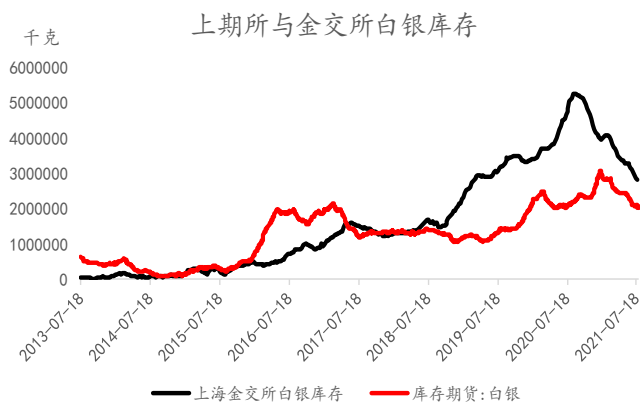
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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表现强势，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。

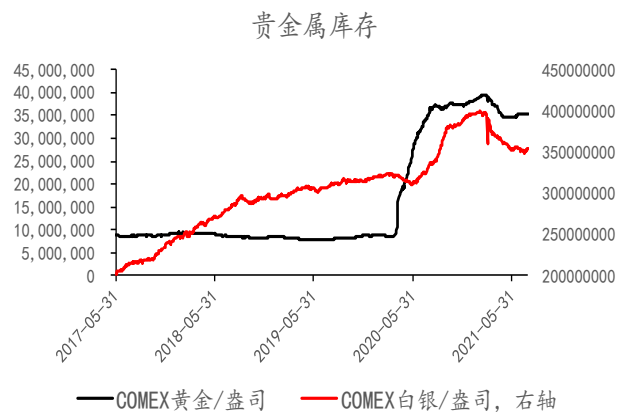
从 3 月份那波黄金反弹以来，SPDR 黄金 ETF 的持仓却基本没跟，其实也是在说明资金其实对黄金的长期观点并不乐观，全球黄金 ETF 的持仓量在这段期间也没啥提升。

图表 21：国内白银库存



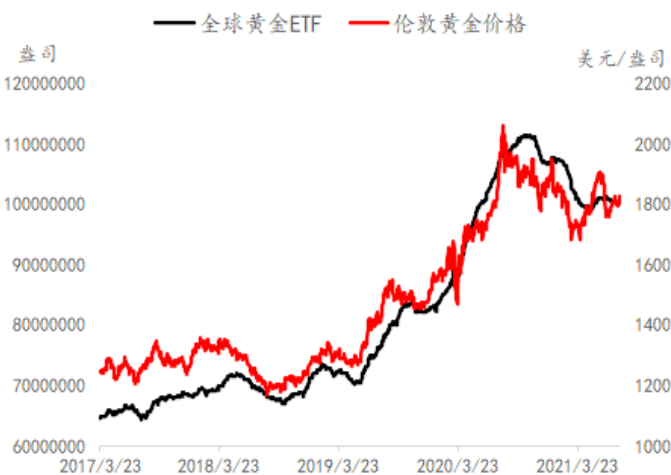
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：Comex 库存



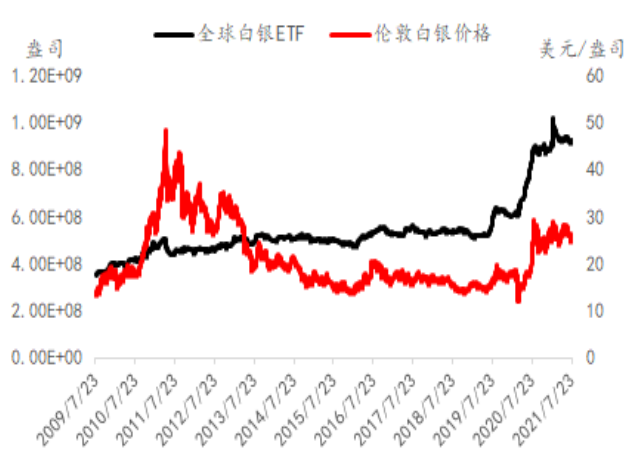
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：黄金 ETF



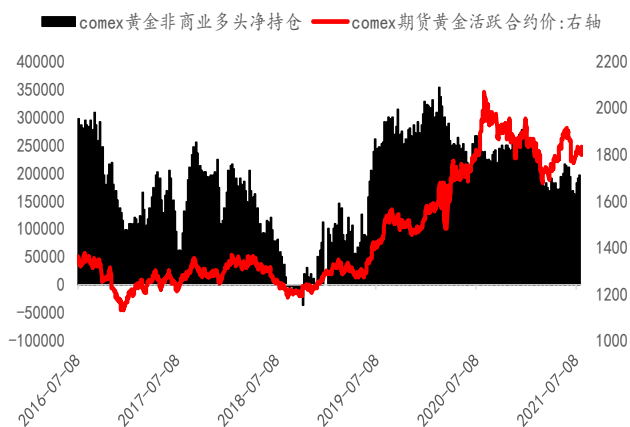
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：白银 ETF



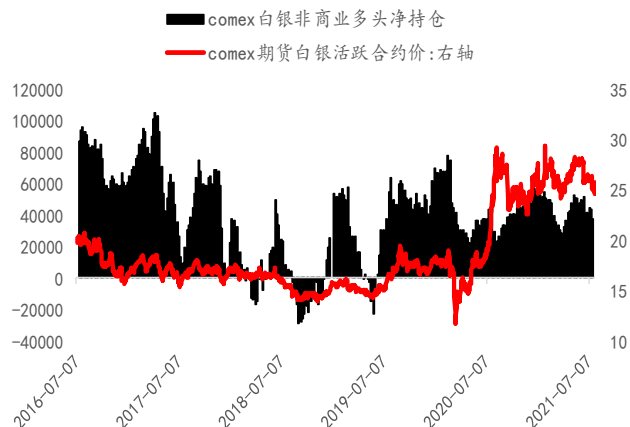
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



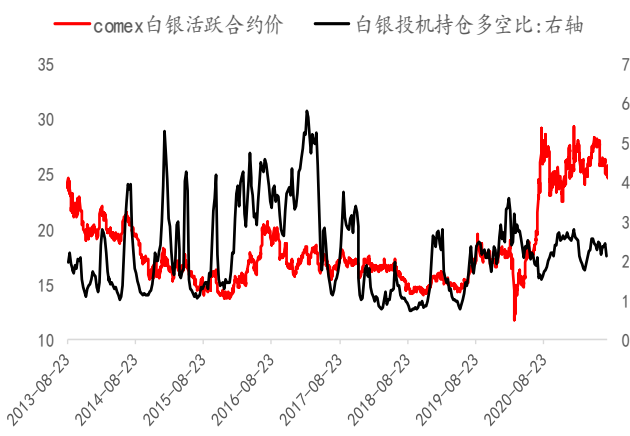
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



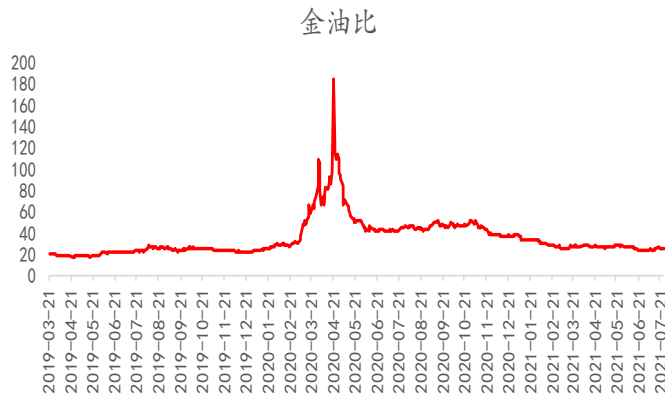
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦现货金银比



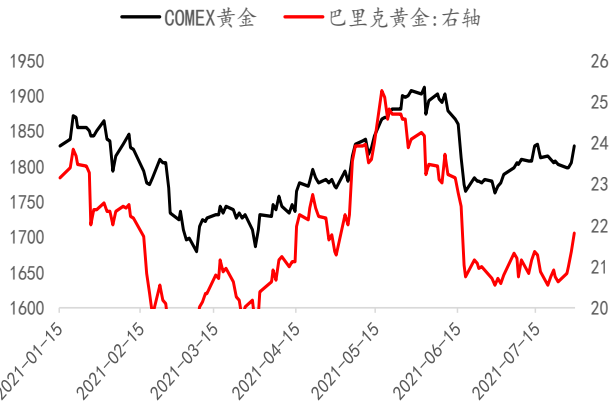
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 伦敦金与布伦特原油



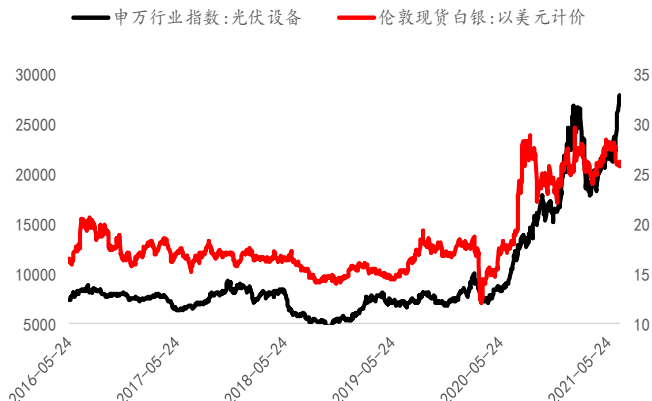
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



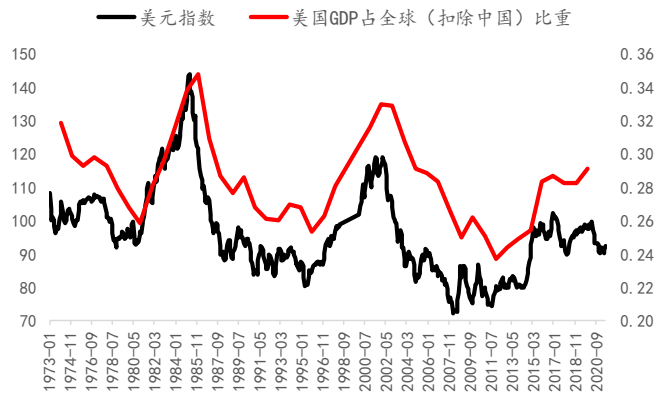
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 美元指数与美德利差



请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

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