

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

紧缩会一波三折，下跌也会一波三折

核心观点：

贵金属方面，对于紧缩的恐慌经过了非农数据的发酵之后，周一又宣泄了一波，除非再来个百万级的非农新增，暂时已经不至于再引起一轮暴跌了。尽管中长期我们还是看空，毕竟紧缩这个事情还没开始，但我们仍然认为复苏会一波三折，紧缩会一波三者，下跌也会一波三折，黄金不适合追空。

在就业数据改善和紧缩恐慌之际，债务上限的问题和疫情的抬头造成的利多其实是在积累的，周三参议院46名共和党议员联名表示不会支持上调债务上限，决心要把债务扩大的锅丢给民主党来背，民主党倒是可以用预算调整程序来去调整债务上限，但这么大一个锅拜登政府和民主党起码要掂量掂量吧，毕竟上台以来守着疫苗的红利，抗疫仍然是稀烂，再背上放任债务糜烂的锅，中期选举怕是会有很大的压力，所以两党起码得对这个问题好好的较真一下，观察11年那次债务上限的危机，这种事情对于黄金还是算是一个不小的利多，毕竟债务问题涉及到美元信用，美元信用直接关系黄金。

所以总结下来，对于长期投资者来说，如果可以完全不在乎中短期的波动，那最近的反弹是继续做空的机会，起码可以拿到紧缩行将结束的时候，做好中间可能扛单的准备就是了；对于短线投资者来说，怼一波情绪宣泄过后的反弹也是可以的，但是注意避开重要经济数据和接下来月底杰克逊霍尔年会这个时间点，不可久持。

策略建议：

短期属于情绪宣泄后的反弹，中长期仍然看空

风险提示：

美国疫情失控，美债违约

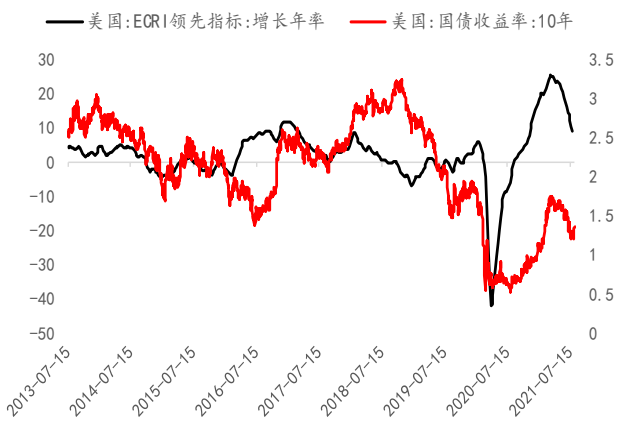


一、名义利率

美债收益率有筑底回升的迹象，本周在非农数据出来之后回升至接近 1.4% 的水平。

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

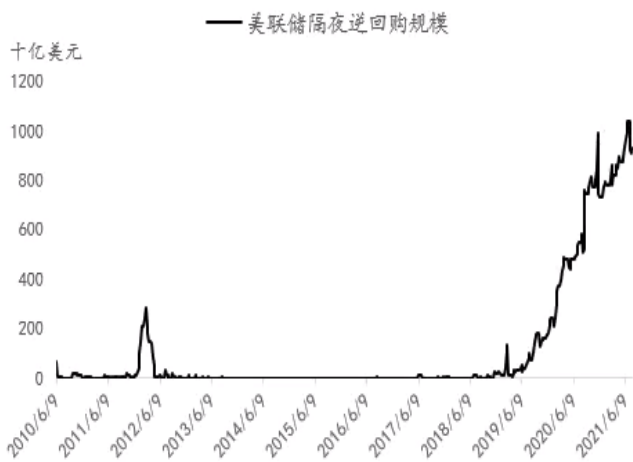


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

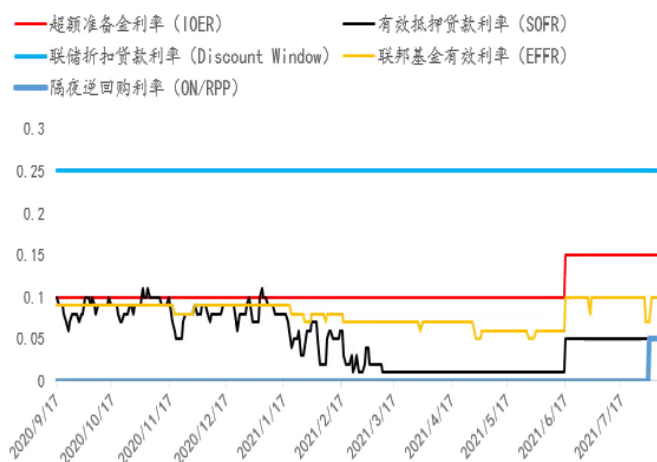
流动性泛滥情况仍然比较重，隔夜逆回购的使用规模仍然维持在每天一万亿左右的市场规模，本周继续创出历史新高水平。联储 7 月会议上提供的两个回购支持工具不太可能是为了现在继续投放流动性准备的，更像是为了之后 Taper 所做的应急储备。

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多，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.

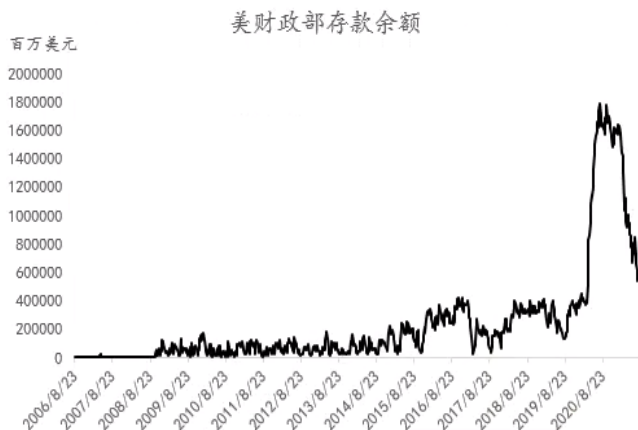
Year-end 2021							
	0.00 -	0.51 -	1.01 -	1.51 -	2.01 -	2.51 -	
	< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	≥ 3.01%
Average	0%	1%	4%	18%	40%	28%	3%

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%	≥ 3.01%
Average	0%	1%	3%	11%	24%	34%	7%

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

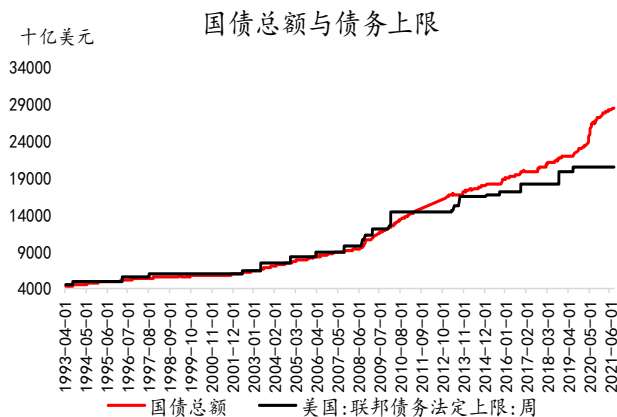
至于债务上限问题，TGA 账户上七月份结束后大概还有 4500 亿元，再叠加耶伦说的财政部可能采取的一些特殊措施凑个几千亿，总共估计起码能支持财政部二到三个月的开销，应该能为两党争取更多和解的时间，而且民主党可通过《304 法案》额外使用一次“预算和解”，使得国会以“一般多数” 51-50 的形式通过财政预算的立法程序，所以债务上限问题属于隐忧，但不会是大患，更何况，两党也不至于真会闹到让政府违约的程度。

图表 9：美财政部账户余额



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

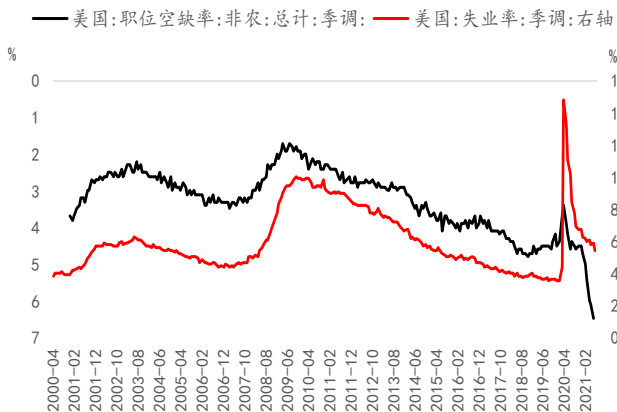
图表 10：美国国债总量



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

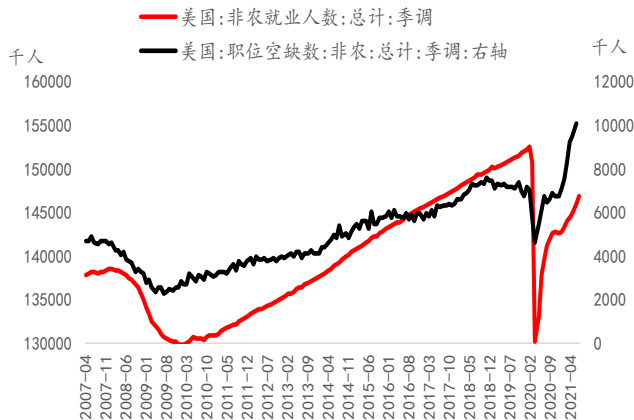
从就业的相关性指标上看，美国的就业市场的景气度正处于极端过热的状态，非农的持续超预期改善是一个可以期待的事情。

图表 11：美国职位空缺率与失业率



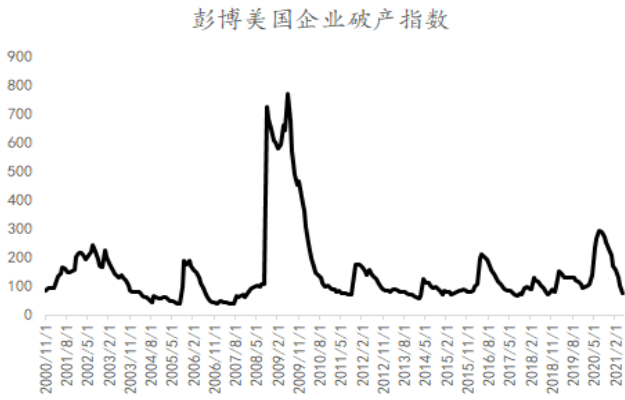
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：非农就业总数与职位数



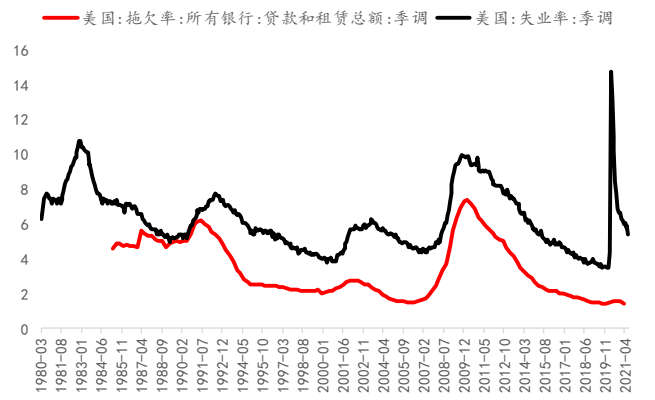
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

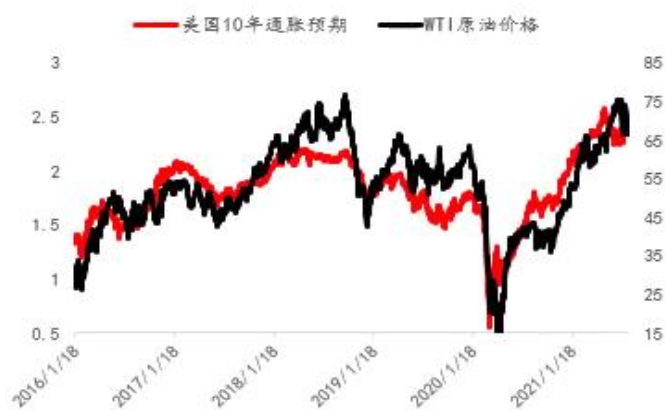


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

二、通胀预期

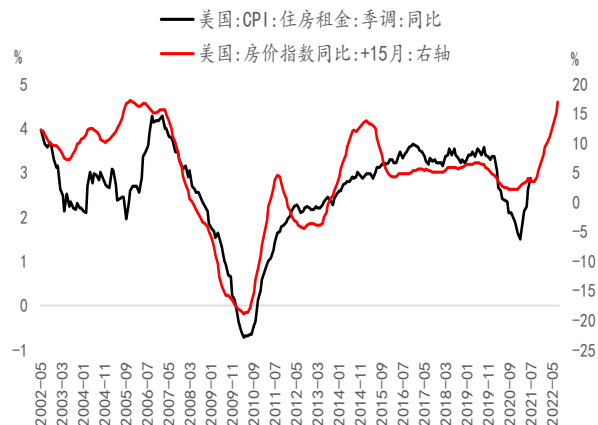
原油价格继续维持高位盘整，仍对通胀预期形成支撑。

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

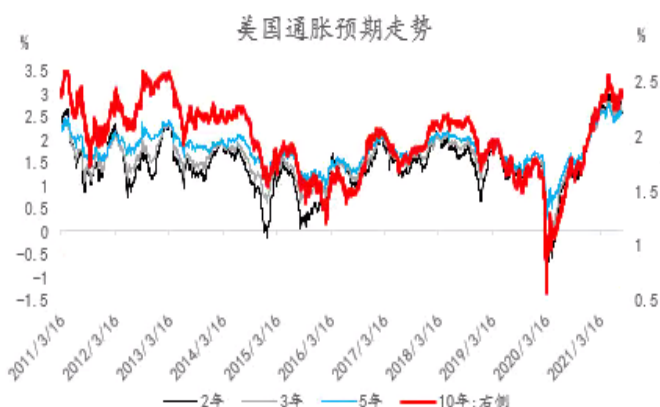
图表 16：CPI 还有租金作为支撑



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

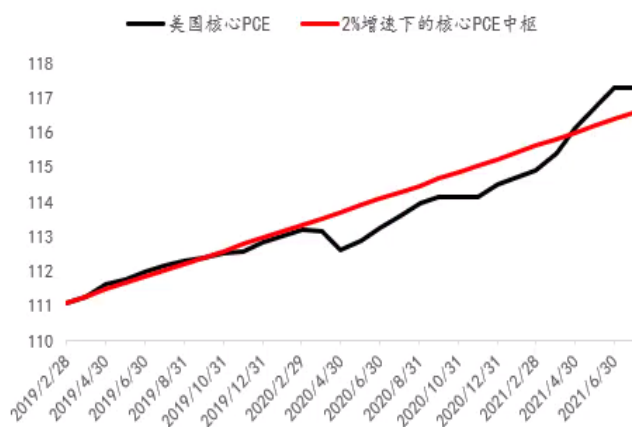
从核心 PCE 增长的绝对值来看，经过了过去半年一年的纵容，其实物价水平基本已经回归到了联储 19 年以来的平均 2% 的中枢线上，这个时候再过度的纵容通胀上升其实也是不太合适的了。美联储副主席在今年的演讲当中提及她自己观察通胀水平的视角是 24 个月，其实也反映了当前通胀已经在合意水平以上

图表 17：美国各期限通胀预期



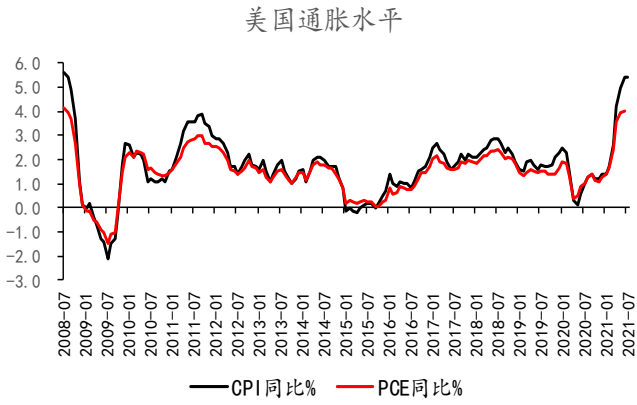
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：核心 PCE 与联储合意中枢水平



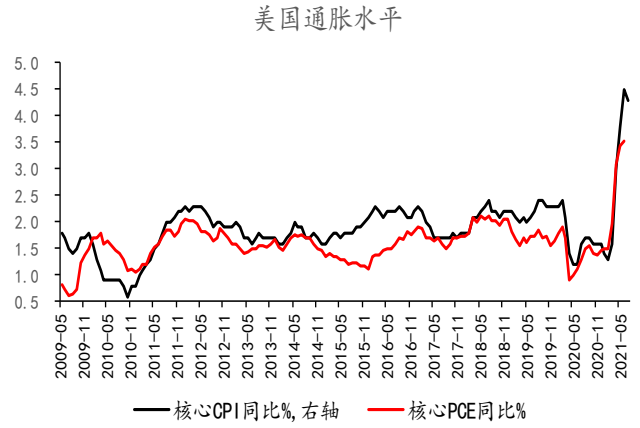
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



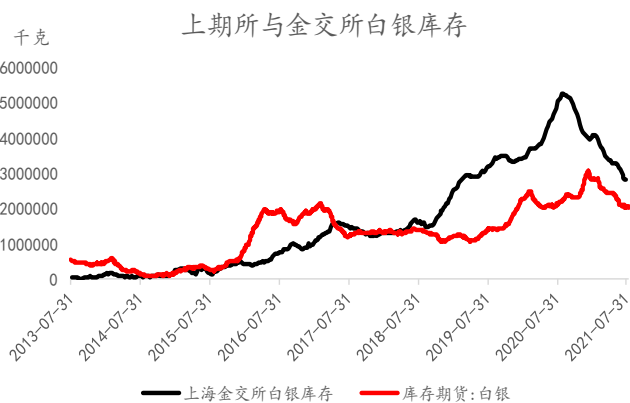
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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持续表现强势，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。

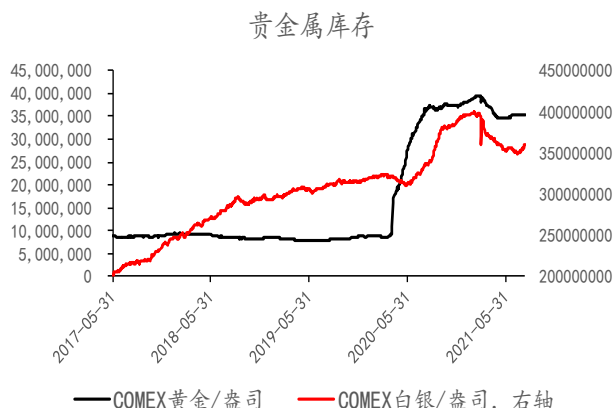
从 3 月份那波黄金反弹以来，SPDR 黄金 ETF 的持仓却基本没跟，其实也是在说明资金其实对黄金的长期观点并不乐观，全球黄金 ETF 的持仓量在这段期间也没啥提升，黄金 ETF 持仓代表了资金配置黄金的意愿，黄金所用的实际利率估值框架只有在资金认同的情况下才会与黄金价格一致，最近 ETF 持仓徘徊不前，就可以解释为啥实际利率历史最低，黄金仍然不怎么大涨。

图表 21：国内白银库存



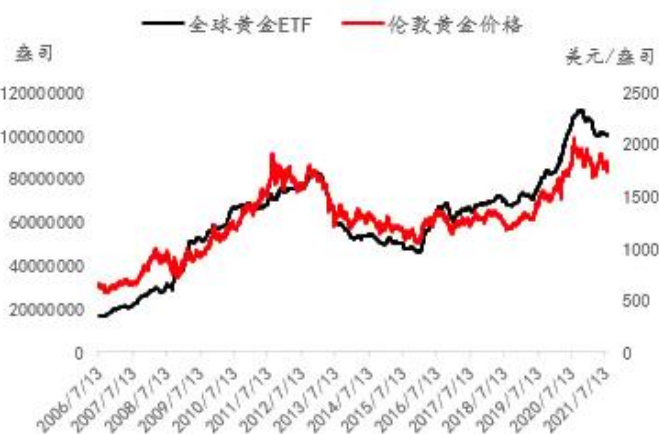
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：Comex 库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：黄金 ETF



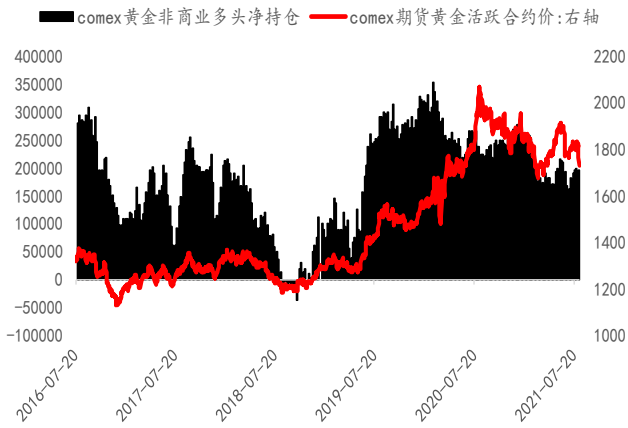
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：白银 ETF



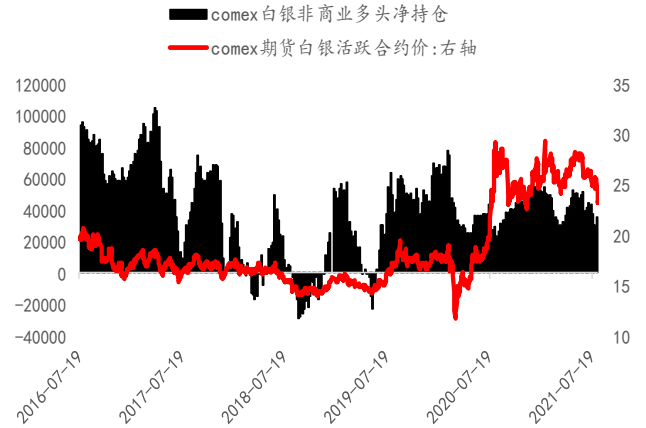
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



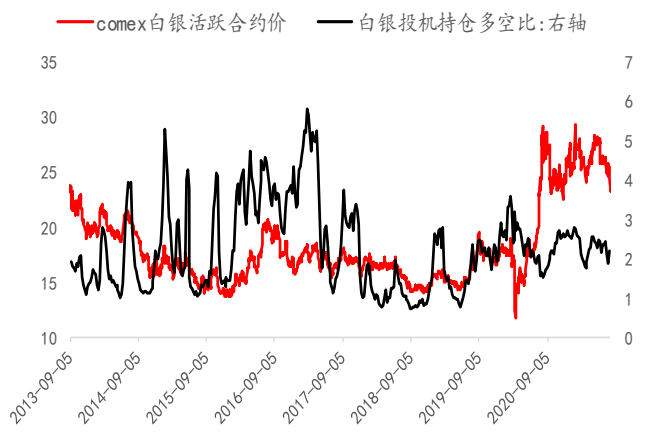
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 黄金多空比



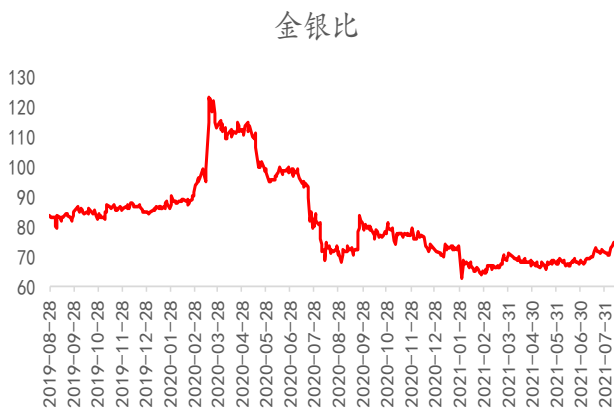
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 白银多空比



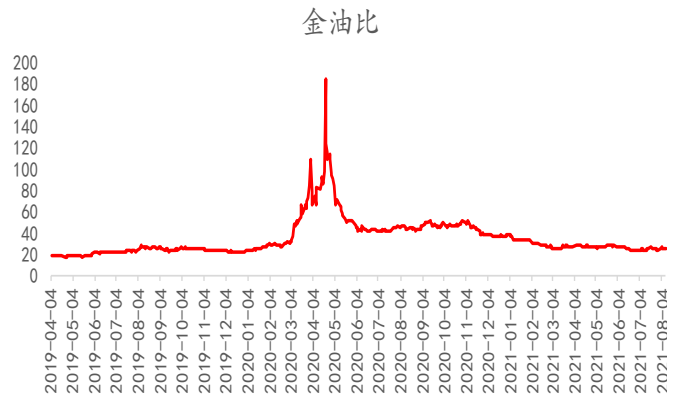
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦现货金银比



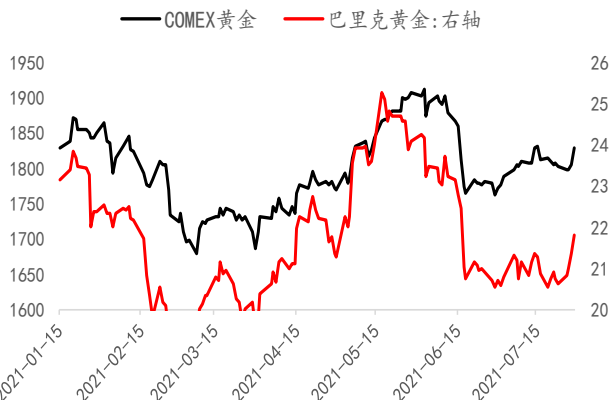
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 伦敦金与布伦特原油



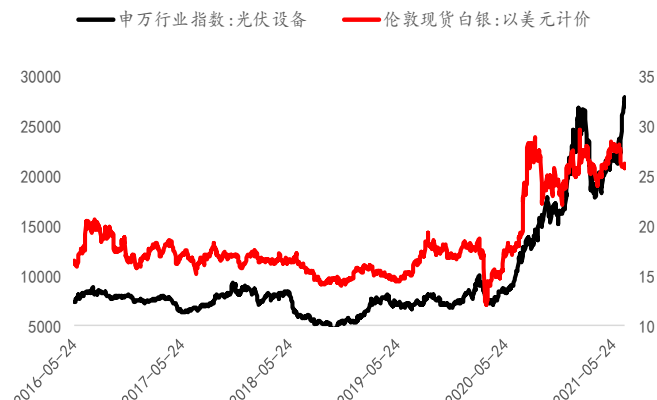
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



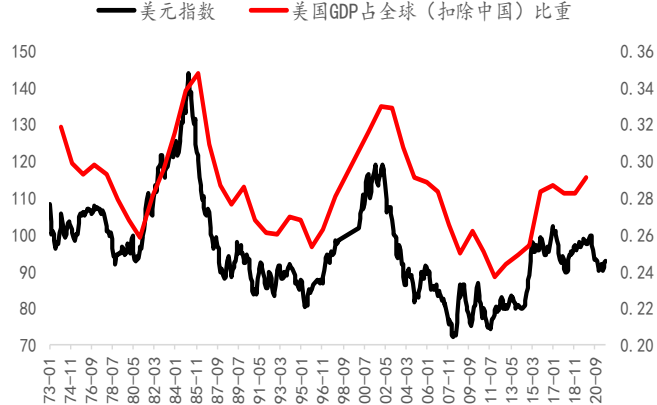
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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