

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

听鲍一席话，如听一席话

核心观点：

本周的重点是市场期待已久的杰克逊霍尔年会，在会议之前几天陆续出场的几位联储官员或多或少的释放了些偏鹰的看法，一度把市场的胃口给吊起来了；结果真到会上，鲍威尔又是连篇累牍的说了一番套话，基本没有吐露出啥关于 taper 的增量信息，他没有像其他美联储官员那样提出缩债的理由和时间，相反，他说他将继续关注德尔塔变异毒株和就业。美元应声大跌，贵金属和数字货币随即盘中上涨。

目前市场的分歧抽象来看属于短期驱动延续性和长期驱动生效点判断，美国疫情短期新增还在新高，但是终将会过去；美联储短期内还是偏鸽，但 taper 终将会到来；美国短期就业还是不好，但中长期会慢慢变好。这些分歧导致了当下对于黄金，多头更多集中在短期，空头更多集中在中长期。

这就衍生出了交易的策略，能够在基本上更好的判断短期驱动延续性的话，就去赚这个基本面研究优势的钱；如果没有这个短期优势，对长期驱动生效点能做出较为有效判断的话，那就去赚长期驱动的钱，方法就是依靠资金管理让自己能够扛到长期驱动生效的时间点。我们觉得指望判断下次非农数据的究竟是超预期还是不超预期或者下次议息会议究竟会超预期还是不超预期，除非你是鲍威尔本人，否则判断基本可以归结为不靠谱；但时间站在紧缩这一边吧，无非是早一点晚一点兑现的事情，所以选择的应对策略是这个位置开始逐步减空贵金属，同时留有余力保证仓位能够扛到短期的多头驱动逐渐褪去的时刻。

策略建议：

短期暂时略强，中长期仍然看空

风险提示：

美国疫情失控，美债违约

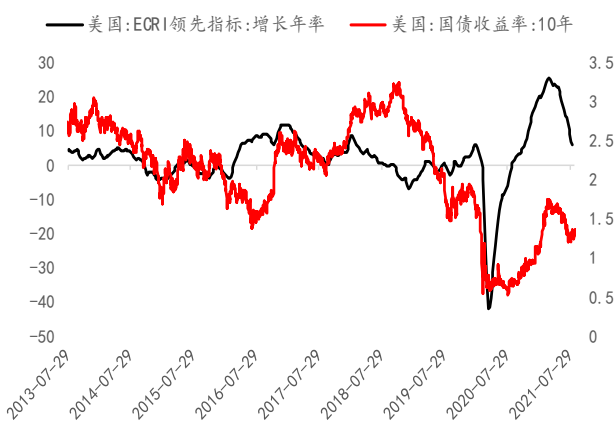


混沌天成研究院

一、名义利率

美债收益率逐渐显露触底回升的势头，开始稳定在 1.3% 以上的水平。

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



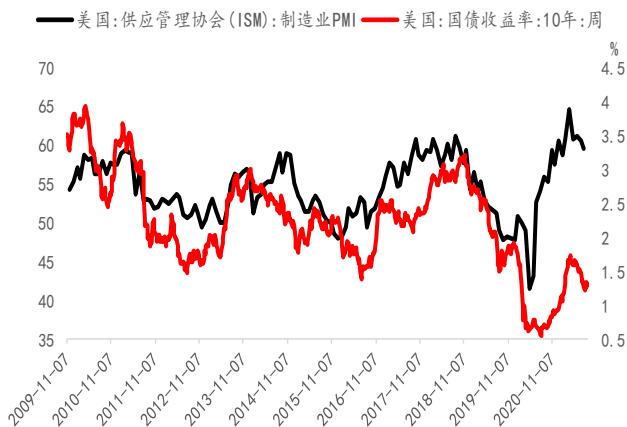
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：纽约联储经济景气指数与美债收益率



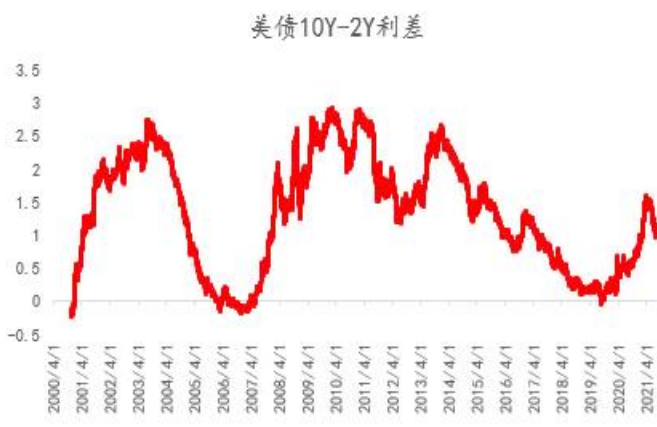
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

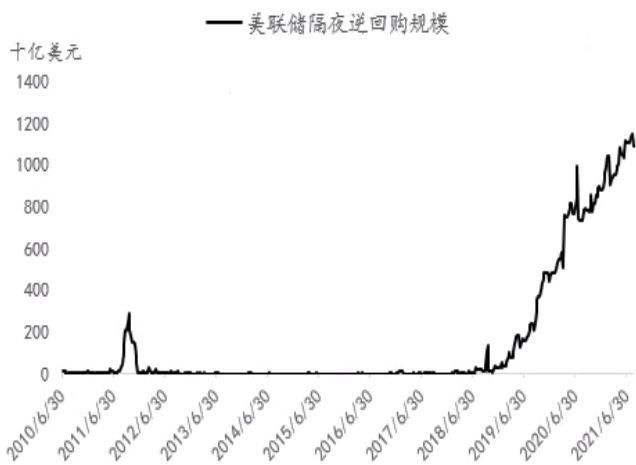
图表 4：美债长短利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

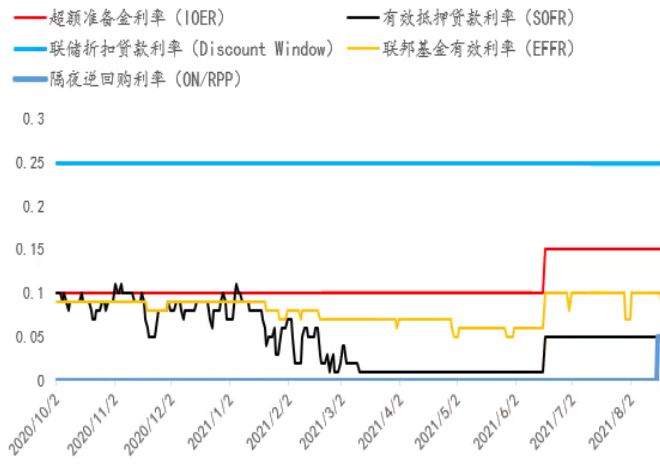
流动性泛滥情况仍然比较重，隔夜逆回购的使用规模仍然维持在每天一万亿左右的市场规模，本周继续创出历史新高水平，即便是 Taper 恐怕也缓解不了这个局面，除非财政加速发债或者美联储强力 Taper。

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 7 月份对一级交易商们做的问卷调查显示，乐观程度相比 6 月份要弱化，但是一级交易商对年底 10Y 国债收益率的预期中值仍然落在 1.5%-2% 之间，相比目前的位置仍然有 20bp 以上的空间。

图表 7：6 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

图表 8：7 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. (23 responses)

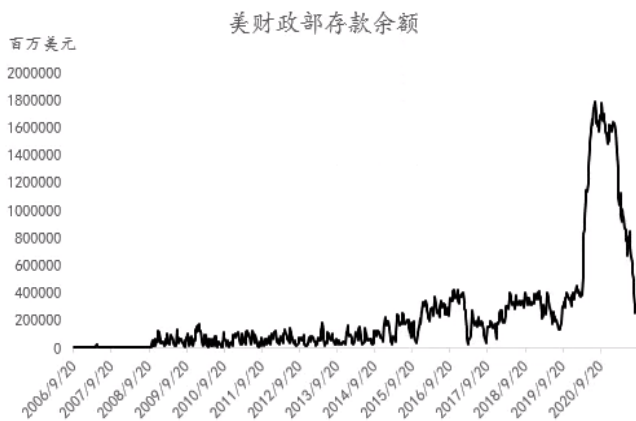
Year-end 2021								
	0.00 -	0.51 -	1.01 -	1.51 -	2.01 -	2.51 -		
	< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	≥ 3.01%
Average	0%	1%	6%	25%	42%	20%	4%	2%

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%	13%	27%	35%	16%	5%

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

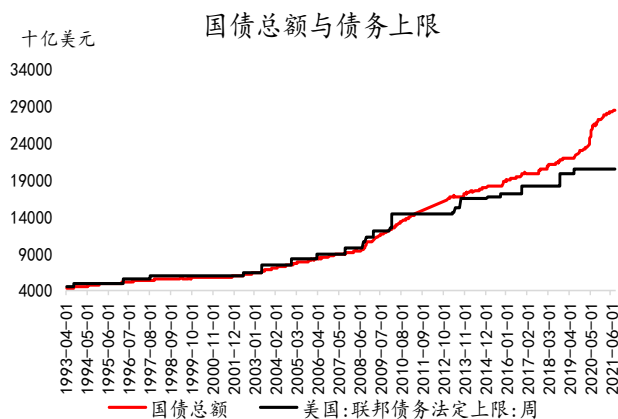
至于债务上限问题，TGA 部分的流动性投放基本接近尾声，但是由于债务上限的问题财政部不能发行新的债券，市场的资产荒、流动性过剩局面仍然存在，这一点上也会施压名义利率。

图表 9：美财政部账户余额



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

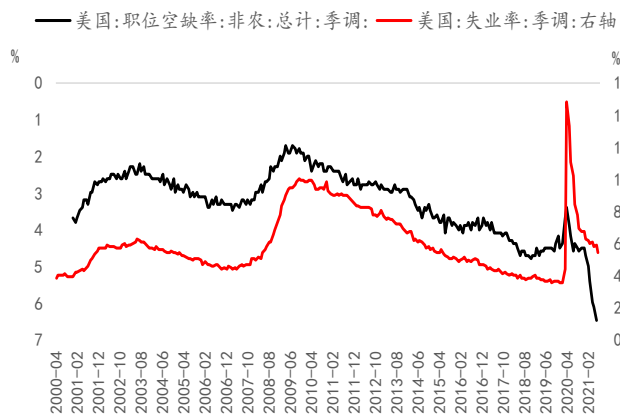
图表 10：美国国债总量



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

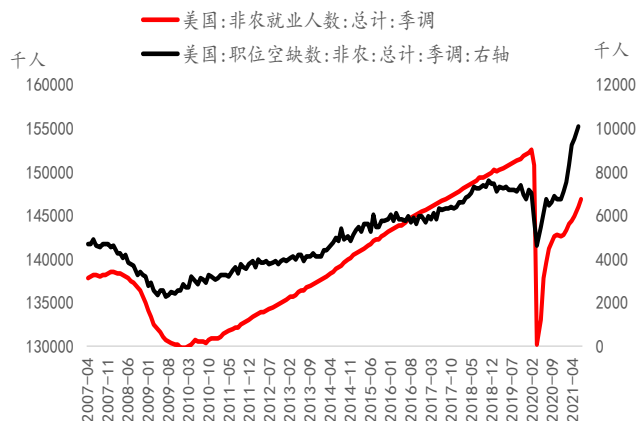
从就业的相关性指标上看，美国的就业市场的景气度正处于极端过热的状态，非农的持续超预期改善是一个可以期待的事情。

图表 11：美国职位空缺率与失业率



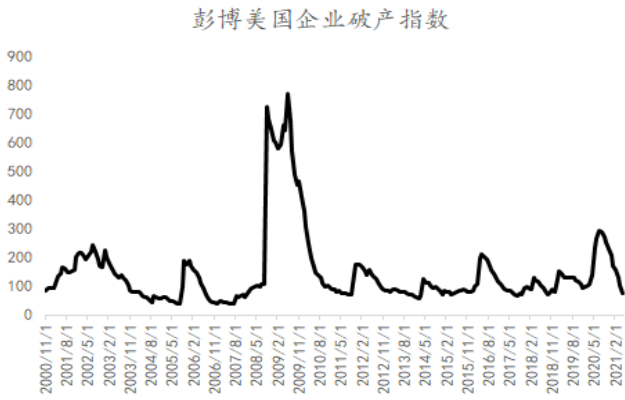
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：非农就业总数与职位数



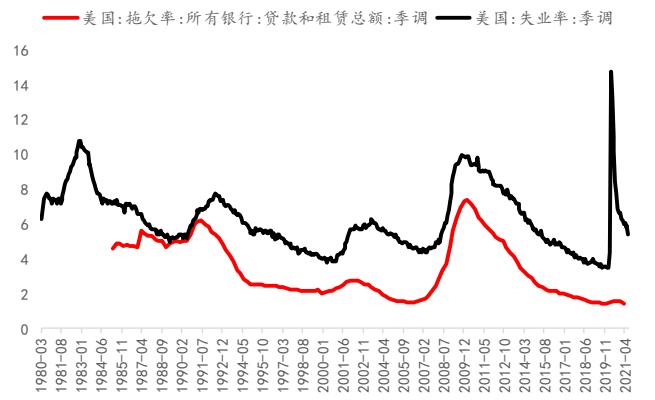
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

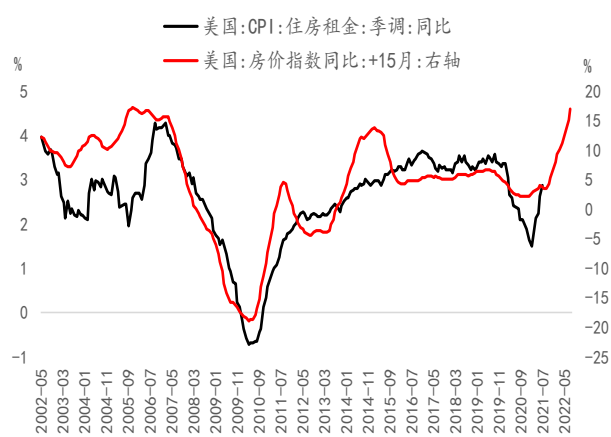
原油价格本周有所反弹，对通胀预期形成了支撑。

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

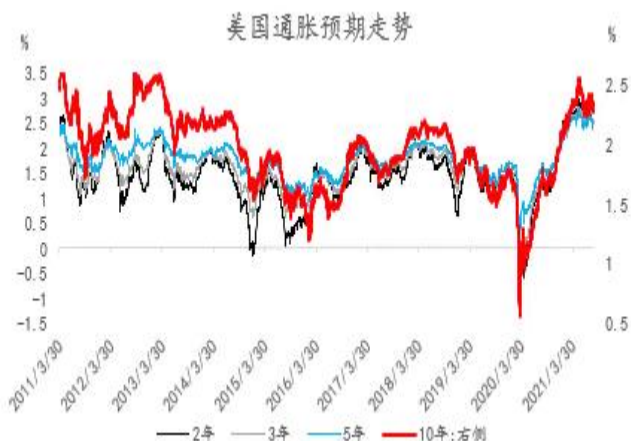
图表 16：CPI 还有租金作为支撑



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

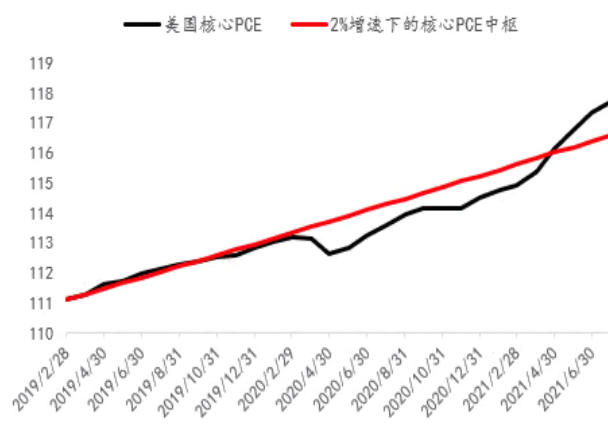
本周公布的美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 3.6%，创 1991 年 5 月以来新高。从核心 PCE 增长的绝对值来看，经过了过去半年一年的纵容，其实物价水平基本已经回归到了联储 19 年以来的平均 2% 的中枢线上，这个时候再过度的纵容通胀上升其实也是不太合适的了。美联储也有多位官员表示当前的通胀水平已经有所超调了。

图表 17：美国各期限通胀预期



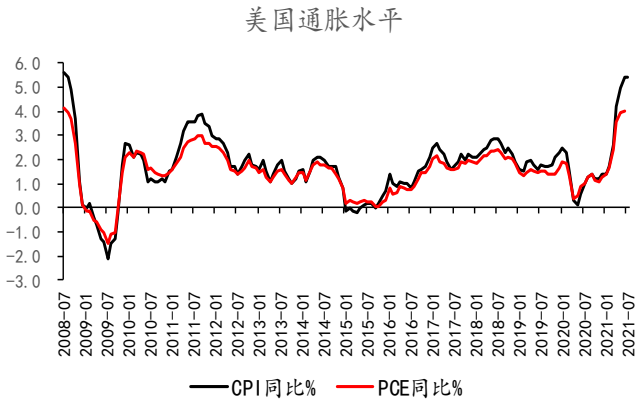
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：核心 PCE 与联储合意中枢水平



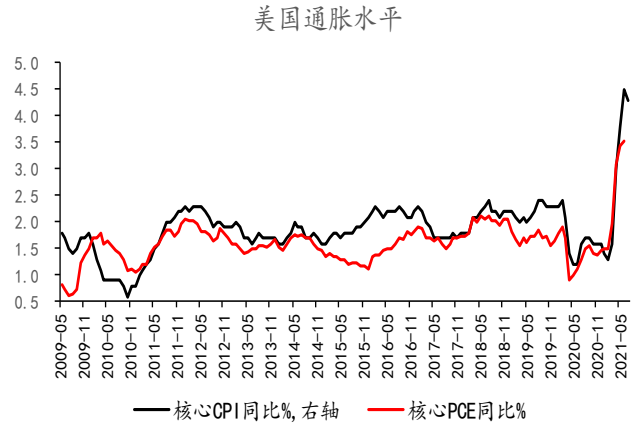
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

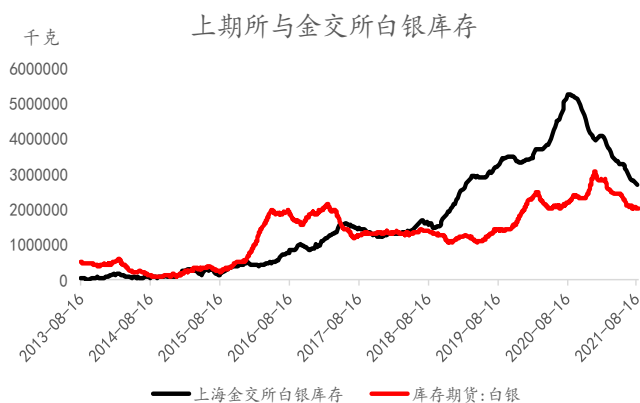


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

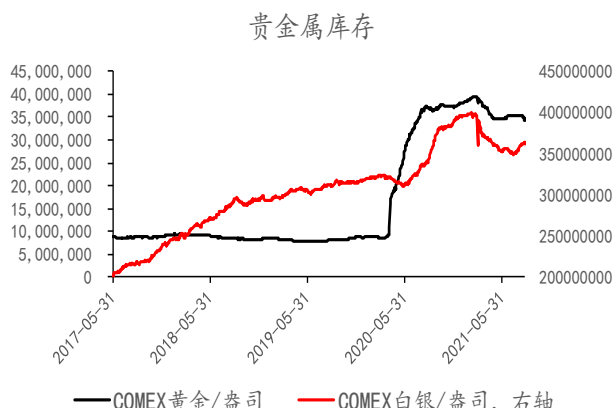
白银之所以能比黄金弱那么多，除了我们之前说的，货币属性转向之后，工业属性的预期是不足以长久支撑的因素外，较真一点的话还有一个原因，就是光伏电池里面的 HJT 技术领域内的突破也在降低光伏用银的需求预期，其所用到的银包铜和 SMBB 技术在最近几个月连续传出利好消息，有助于明显的降低 HJT 的用银需求，所以结合货币属性整体转向，此前白银讲的光伏的故事就有点崩了的味道。

图表 21：国内白银库存



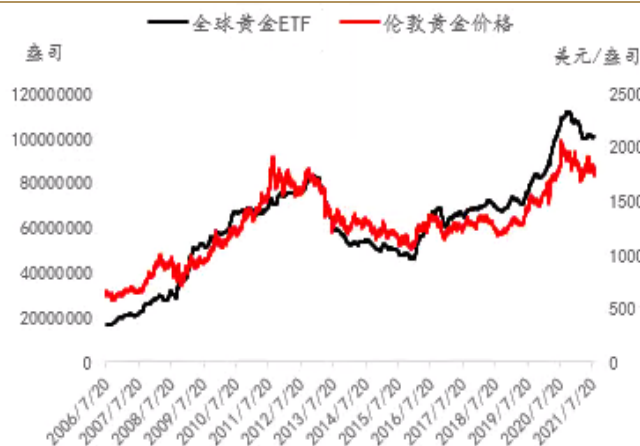
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：Comex 库存



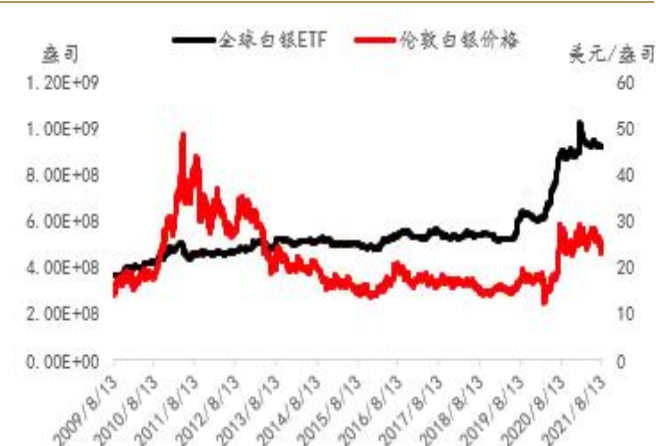
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：黄金 ETF



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

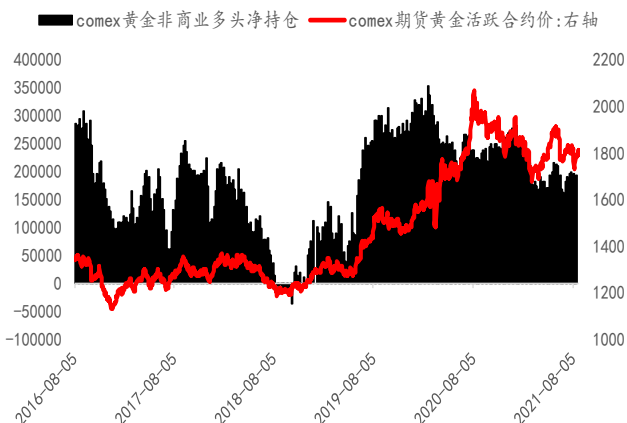
图表 24：白银 ETF



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

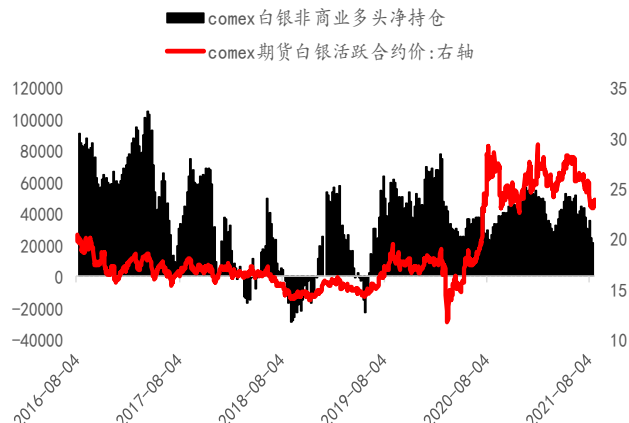
图表 25：黄金投机多头净持仓

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



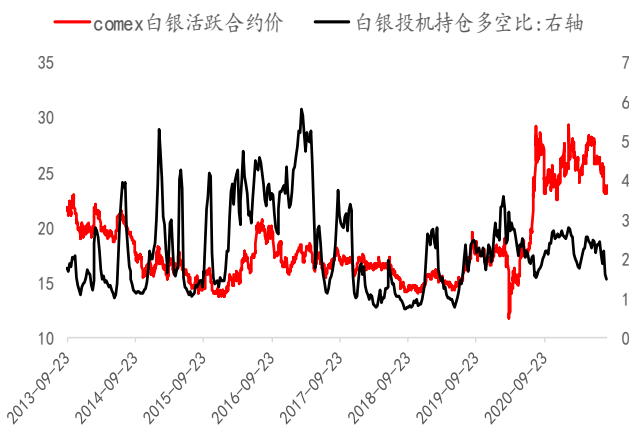
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



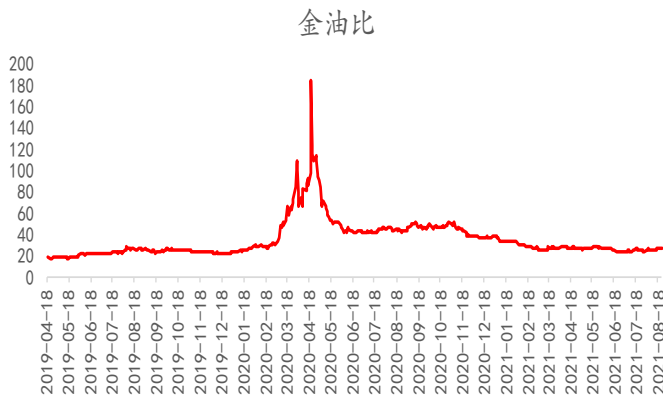
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：伦敦金与布伦特原油



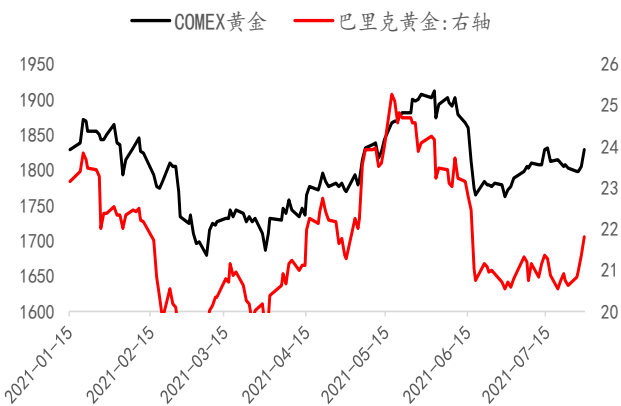
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31：巴里克黄金价格

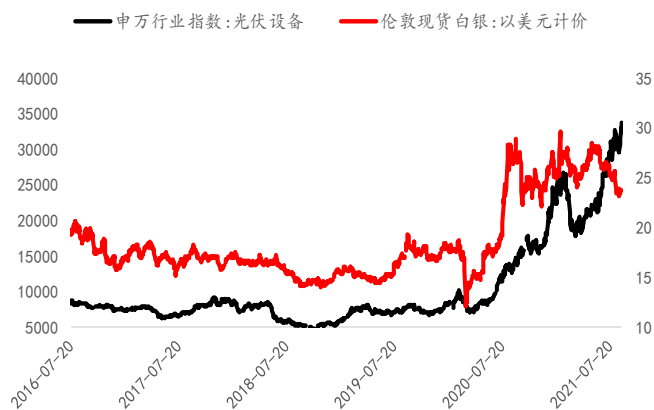


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 32：白银与光伏



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院



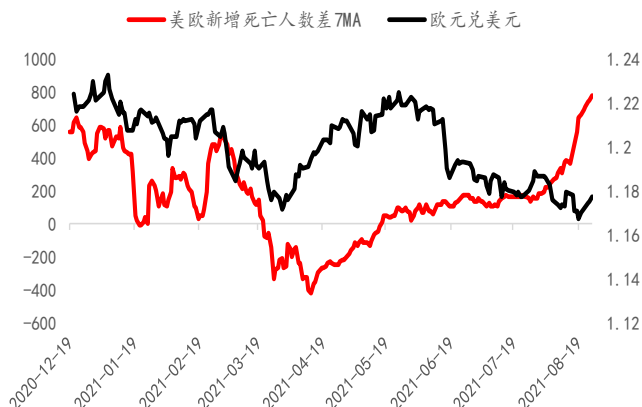
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 美元指数净持仓情况



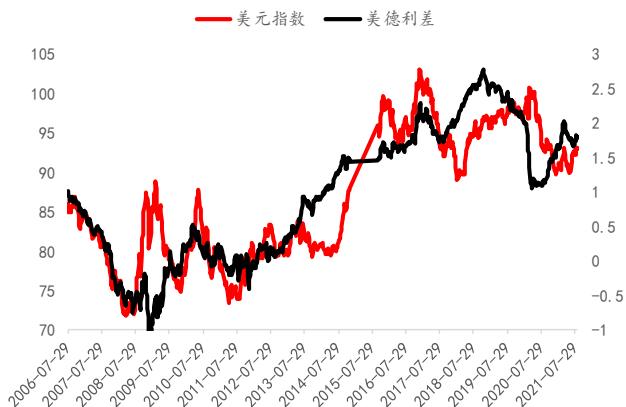
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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