

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

非农严重不及预期

核心观点：

本周重点是一场严重不及预期的非农，美国8月季调后非农23.5万人，预期则为75万。这个数据出来，美联储基本上在9月份宣布taper的可能性微乎其微了。

从初请和续请失业人数看，这次的非农应该不至于这么差的，尤其是大部分共和党州在7月份已经陆续停掉了失业金的发放，可能会倒逼中低端就业群体就业状况的改善；而8月下旬开始新学年校园首度重开，中小学复课也会带动之前滞留在家的女性就业状况的改善。以上，基本上是尽管最近疫情持续反弹，但是各大机构仍然对非农数据保有很大预期的原因。

8月份失业率数据继续下降，劳动参与率持平，工资环比继续上升，同时上修了7月份的数据，其实整体表现还可以，就是新增非农实在太拉胯。现状这么差，还有解释空间么？也有的，非农就业人数来自于劳工部对非农企业的薪资调查，受访对象涉及44万家企业和政府工作场所，样本涵盖了总体非农就业的三分之一，初始回复率约为60-70%，最终回复率约85%，小企业通常回复很慢，而他们的雇用和解雇往往最快，这也是非农数据经常进行大幅修正的一大原因，同时也是很多人认为非农数据只能反应月中时候就业水平的原因，因此我们还是可以期待这次非农数据会有比较大的统计误差，会在下个月出现大幅修正。

对于贵金属的影响上，这么差的非农数据出来，即便是有修正那也是下个月的事情了，接下来一个月除非是看到疫情明确的好转，否则贵金属易涨难跌了。

策略建议：

短期建议观望了，看到疫情好转才能布空

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



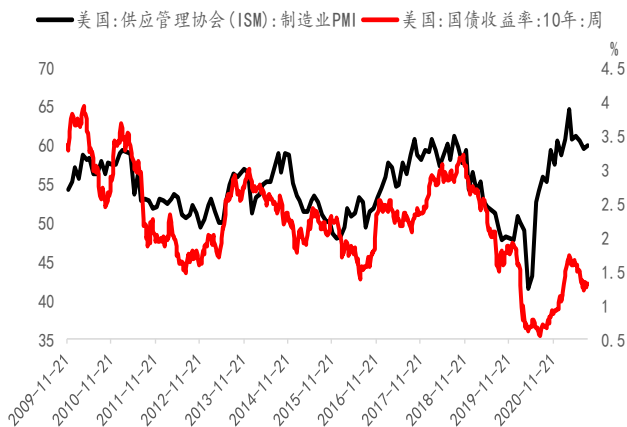
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：纽约联储经济景气指数与美债收益率



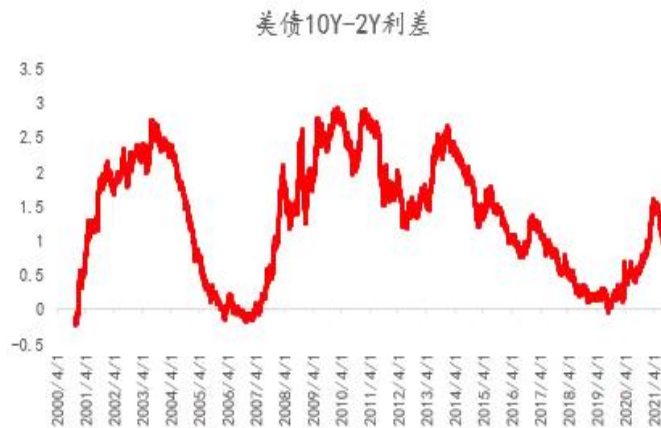
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

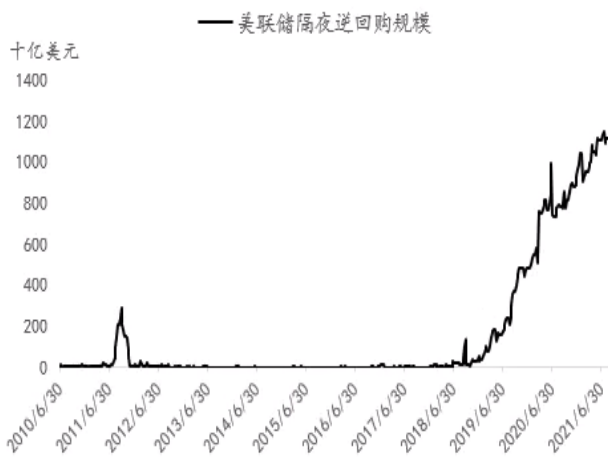
图表 4：美债长短利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

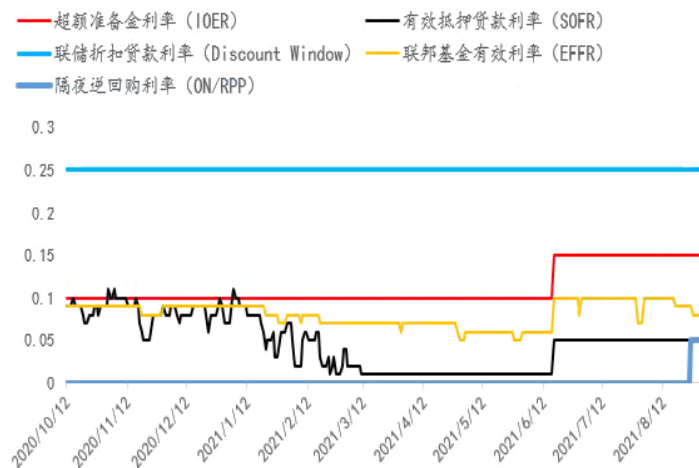
流动性泛滥情况仍然比较重，隔夜逆回购的使用规模仍然维持在每天一万亿左右的市场规模，即便是 Taper 恐怕也缓解不了这个局面，除非财政加速发债或者美联储强力 Taper。

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)

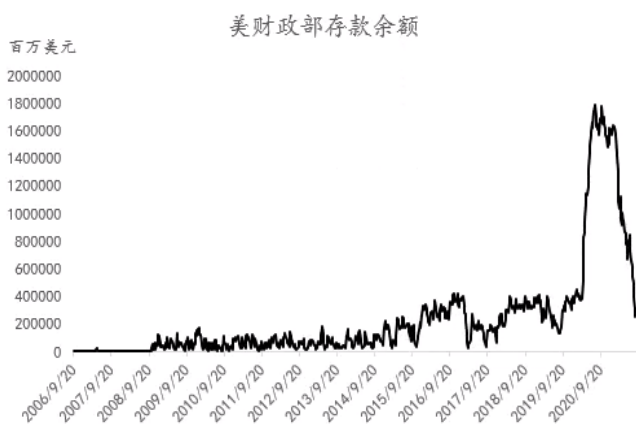
Year-end 2021								
	0.00 -	0.51 -	1.01 -	1.51 -	2.01 -	2.51 -		
	< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	≥ 3.01%
Average	0%	1%	6%	25%	42%	20%	4%	2%

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

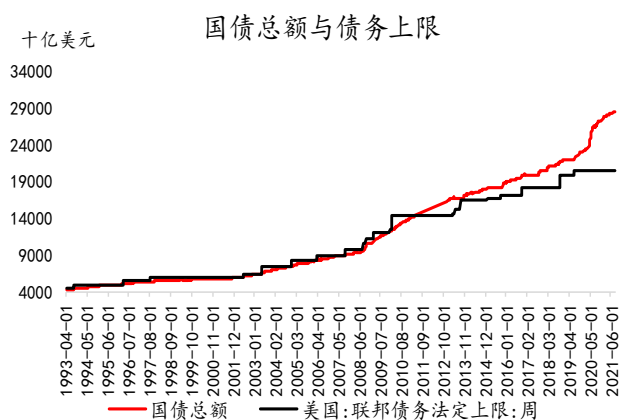
至于债务上限问题，TGA 部分的流动性投放基本接近尾声，但是由于债务上限的问题财政部不能发行新的债券，市场的资产荒、流动性过剩局面仍然存在，这一点上也会施压名义利率。

图表 9: 美财政部账户余额



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

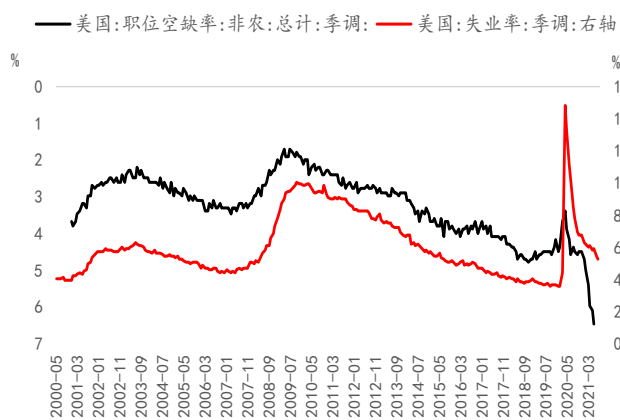
图表 10: 美国国债总量



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

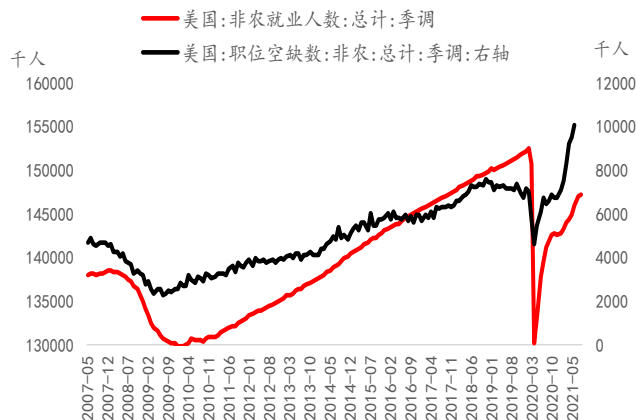
从就业的相关性指标上看, 美国的就业市场的景气度正处于极端过热的状态, 只要疫情能够逐步好转, 一两次的就业数据不及预期应该只是扰动。

图表 11: 美国职位空缺率与失业率



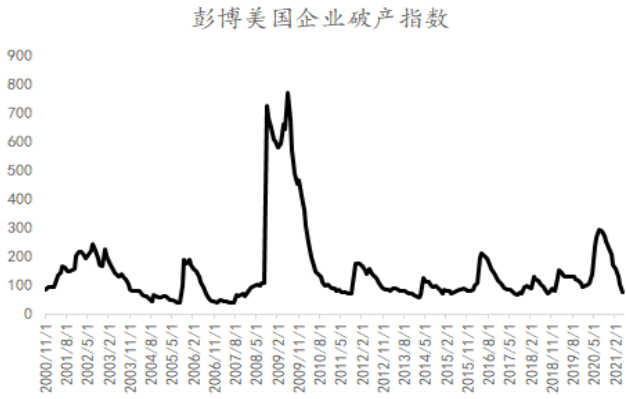
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 12: 非农就业总数与职位数



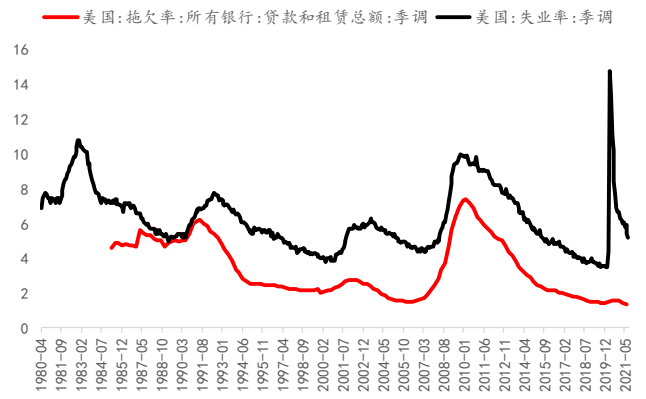
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

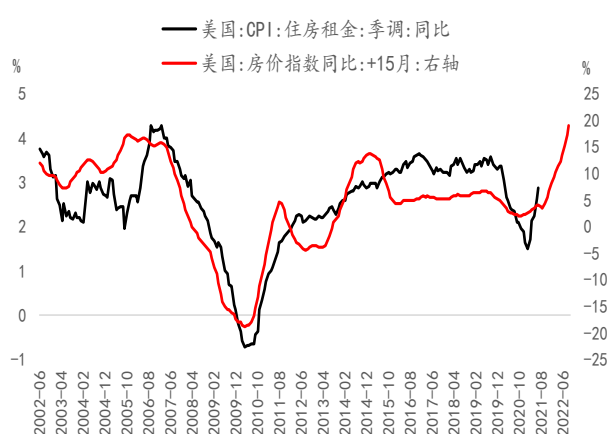
原油价格本周延续反弹，对通胀预期形成了支撑。

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

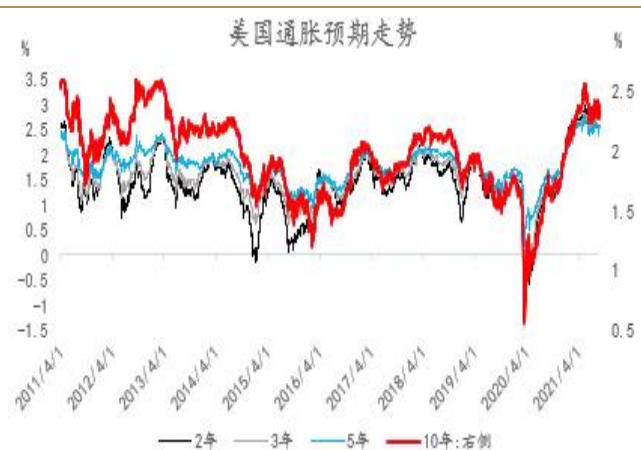
图表 16：CPI 还有租金作为支撑



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

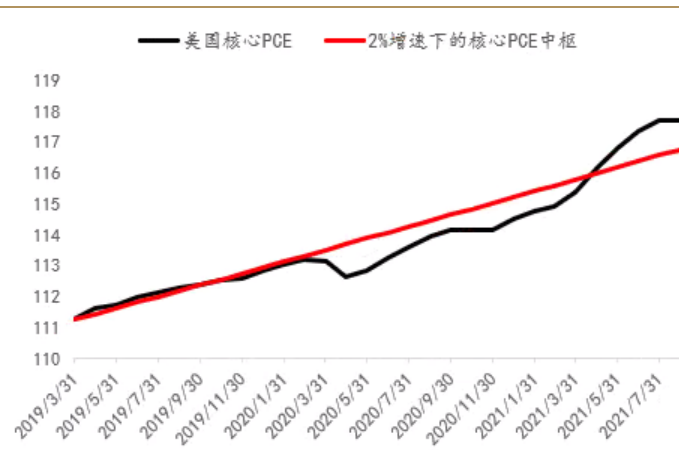
美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 3.6%，创 1991 年 5 月以来新高。从核心 PCE 增长的绝对值来看，经过了过去一年的纵容，其实物价水平基本已经回归到了联储 19 年以来的平均 2% 的中枢线上，这个时候再过度的纵容通胀上升其实也是不太合适的了。美联储也有多位官员表示当前的通胀水平已经有所超调了。所以如果我们能够看到就业数据迅速恢复，结合当下所处的高水平通胀，美联储仍然会有进行超强紧缩的可能。

图表 17：美国各期限通胀预期



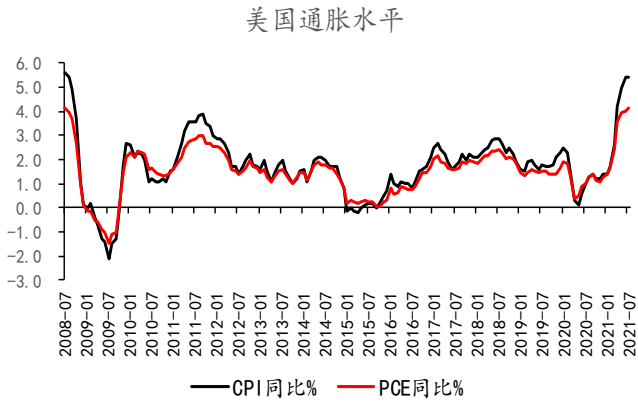
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：核心 PCE 与联储合意中枢水平



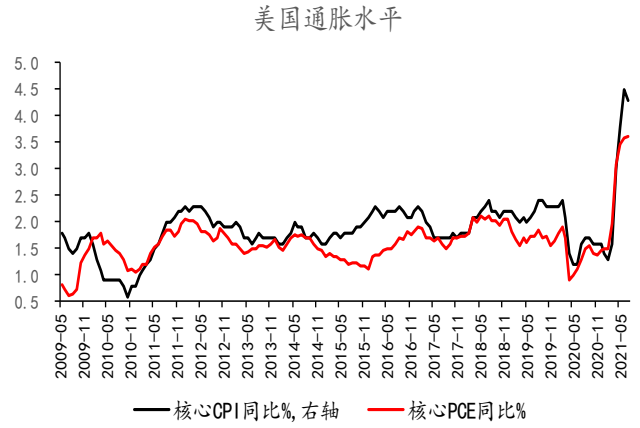
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

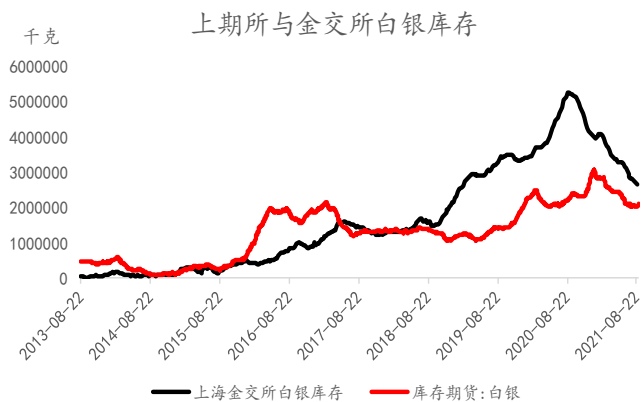


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

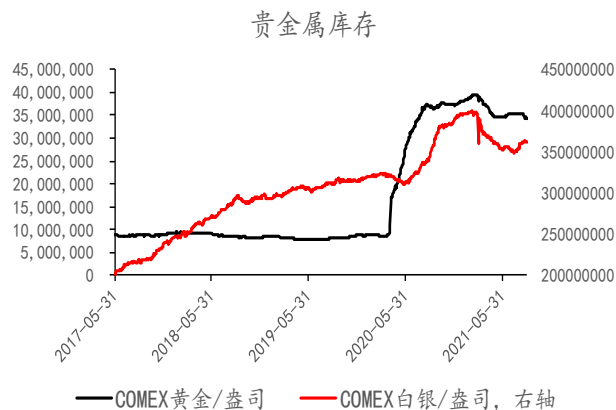
国内白银库存过去1年下降了有一半，但是伦敦和纽约的白银库存高达5万吨，除非看到这两个地方出现明显去库的现象，否则光伏之于白银只是一个锦上添花的效果而已。

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



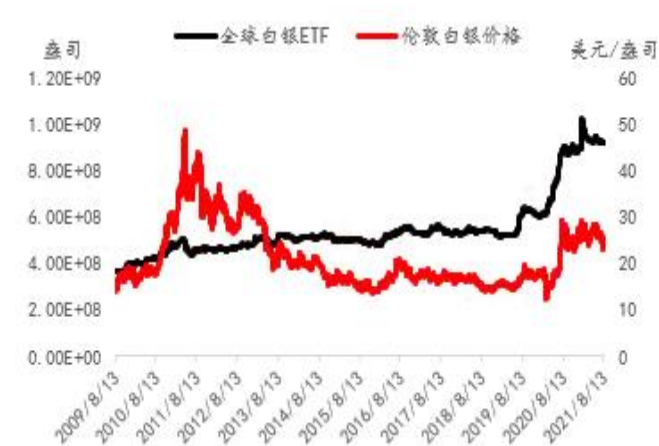
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：黄金 ETF



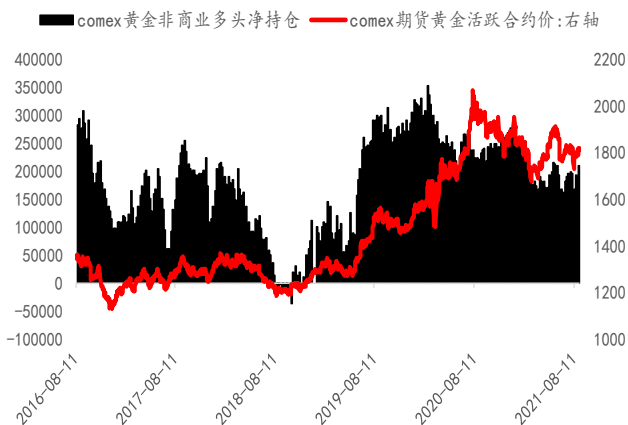
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：白银 ETF



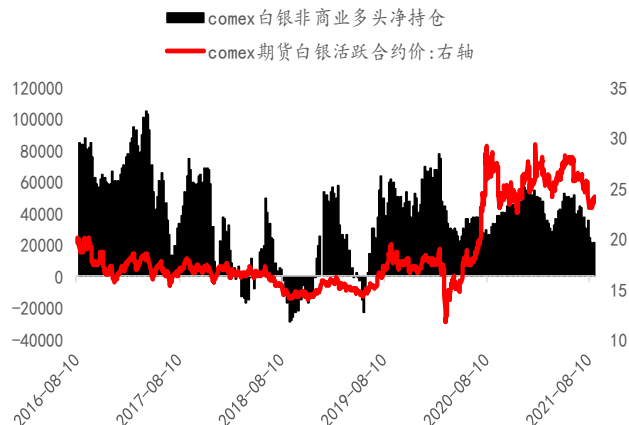
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25: 黄金投机多头净持仓



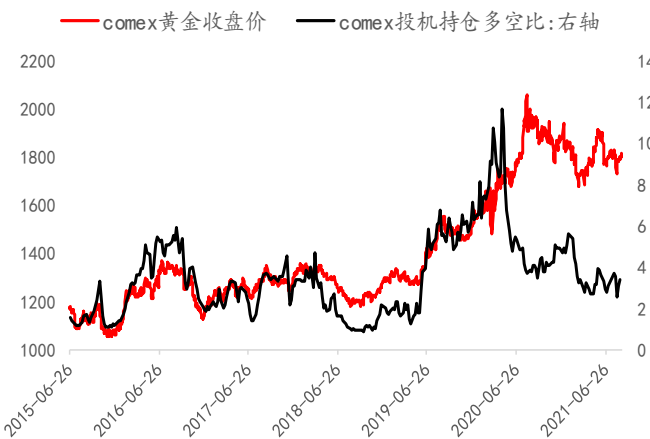
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 白银投机多头净持仓



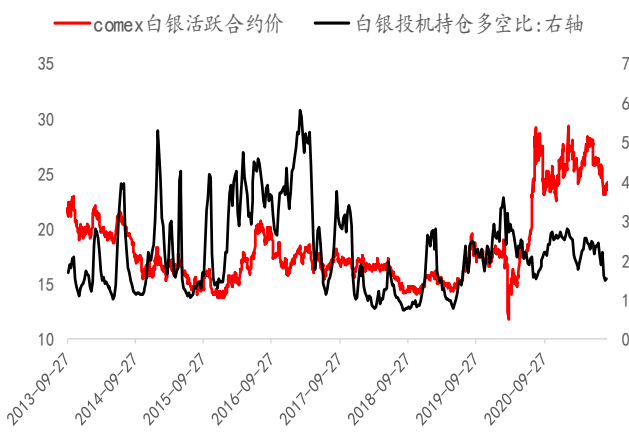
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



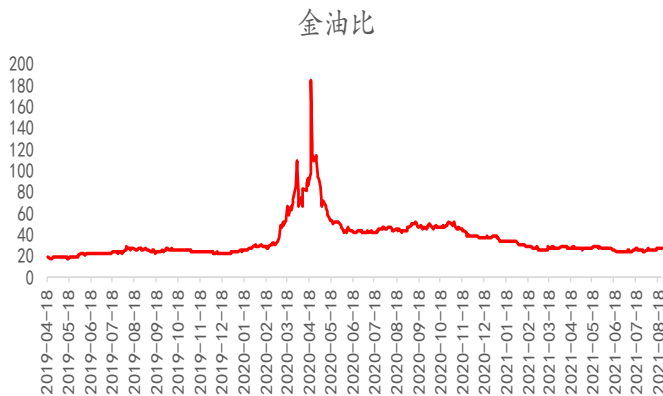
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦现货金银比



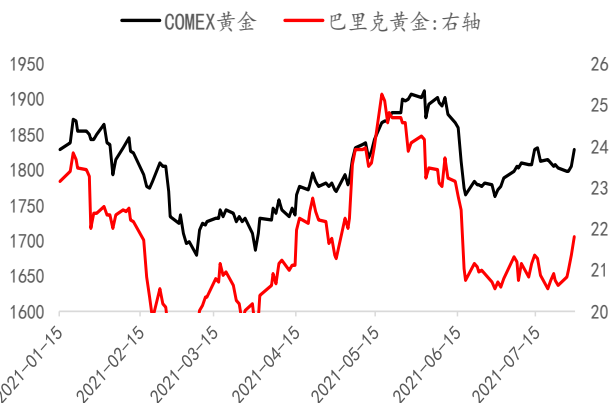
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 伦敦金与布伦特原油



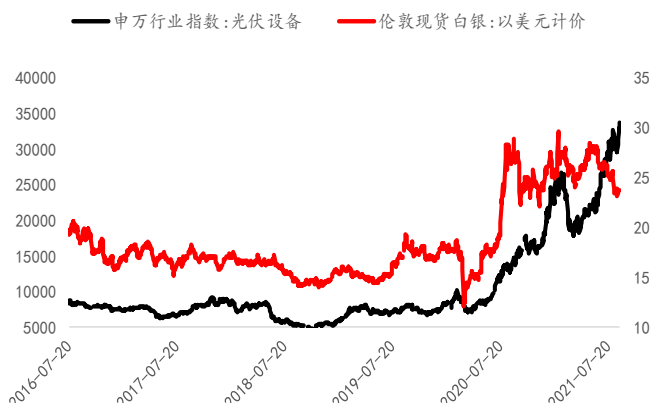
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



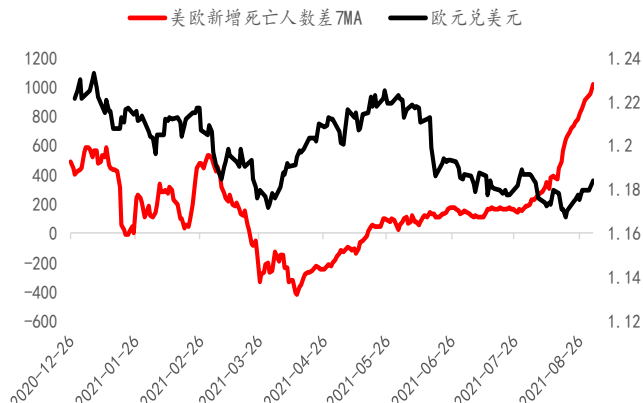
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 美元指数净持仓情况



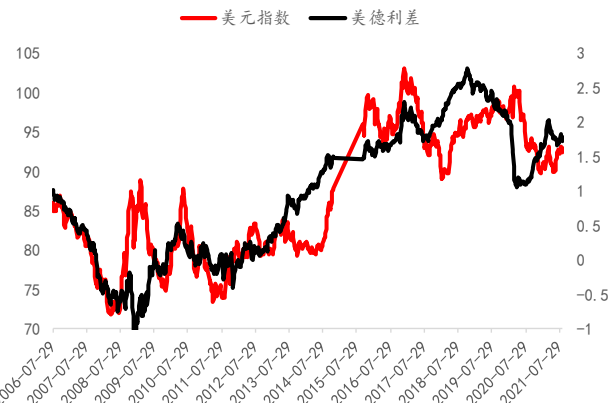
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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