

珍惜短暂的滞胀交易窗口

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：

随着大宗商品的持续上涨，市场开始不太相信美联储“通胀是暂时的”这句话，因此开始去推长端的通胀预期，5Y-10Y 通胀预期差开始明显缩窄。但光靠通胀预期推黄金是不够的，因为通胀预期也会同步带动名义利率上行，尤其这种是美国自身经济基本面恢复带动的通胀预期，所以此时货币政策的态度就极为重要，

市场仍然觉得联储的态度需要同时在乎通胀和就业，因此本周的通胀超预期表现之后，盘中贵金属经过过山车的博弈之后，最后收跌；但联储的货币政策态度现在更关注就业，4月份非农数据的不及预期明显限制住了联储的手脚，起码在下一次明显超预期的就业数据出来之前，联储很难有明显的收紧的表态，这就给了贵金属多头短暂的滞胀交易窗口。

这种短暂的时间段，预计不会持续太久，毕竟美国的就业数据尽管不及预期，可是用工荒的情况也在各地延续，只要疫情能够持续受控，就业数据改善的情况预计就能继续下去，贵金属随时可能会迎来联储转向这一大利空。

策略建议：

短期押注的是交易滞胀的窗口期，中期押注的是美国经济强基本面，联储会提前收紧，所以短期多中期空，或者干脆放弃短期做多的机会，等待合适的点位做空也行。

风险提示：

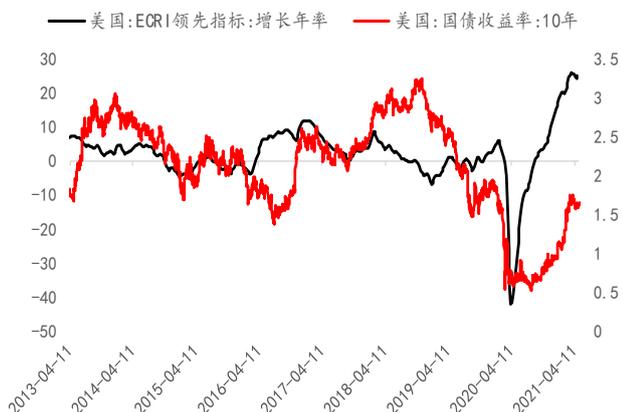
美国的疫情再度恶化，年中债务上限两党产生争执导致后续财政支持力度受限



一、名义利率

随着本周通胀数据的超预期，10Y 美债收益率一度上行突破 1.7%。

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

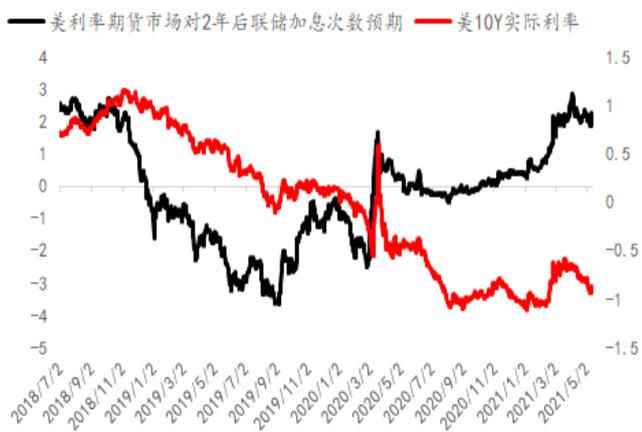
图表 4: 高频消费数据与美债收益率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

美债利率市场隐含的加息预期在非农数据公布后明显弱化，不过本周随着通胀数据的公布，再度体现出走强的迹象。

图表 5：加息预期走强下实际利率易涨难跌



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

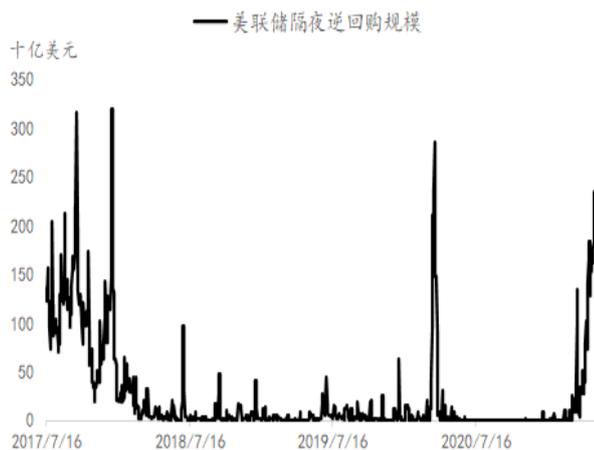
图表 6：加息预期为正且走强的时候利空黄金



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

按照上图显示的市场加息预期情况，基本已经是在预期 2022 年 12 月或者 2023 年 1 月美联储就要开始加息；要想预期进一步收紧的话，也是有很多方式，比如可以加速 QE 的退出速度，或者在当下做一些技术性加息的动作，比如提高超额准备金率或者隔夜逆回购的利率，毕竟眼下，短端美元流动性极度充裕，隔夜逆回购的规模正在创下去年 3 月份以来的新高。

图表 7：隔夜逆回购规模创下去年 3 月份以来新高



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美国抵押贷款利率已经几乎跌穿利率走廊



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

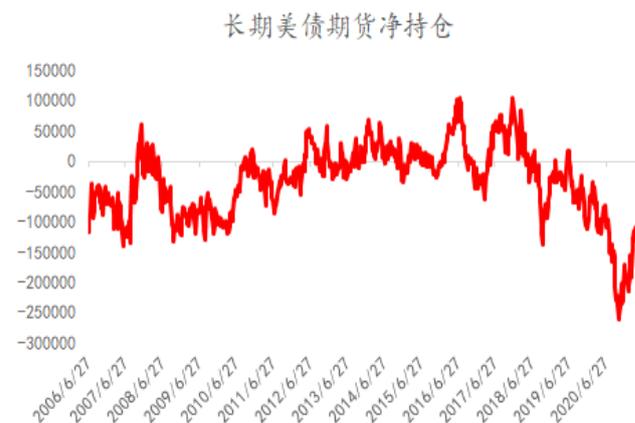
纽约联储 3 月份对一级交易商们做的问卷调查显示，一级交易商对年底 10Y 国债收益率的预期中值水平是 1.8% 左右，这个属于比较的保守的点位了，长期美债的空头仓位经过一段时间的调整之后，也开始趋缓，长端美债收益率的看涨情绪目前来说不算是太拥挤。

图表 9：3 月份美一级交易商对于长端利率的预期

	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4
25th Pctl	1.47%	1.50%	1.60%	1.70%
Median	1.50%	1.55%	1.73%	1.81%
75th Pctl	1.55%	1.70%	1.85%	2.00%
# of Responses	22	23	22	22

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

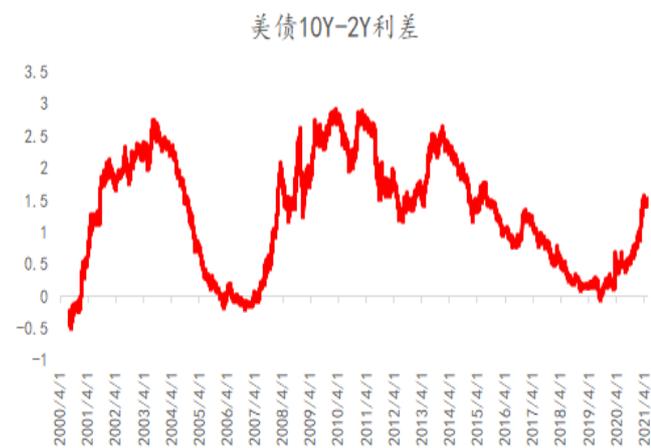
图表 10：长期美债期货净持仓



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

4 月份新财年以来，日本机构投资者明显加大了对海外证券的购买，其作为配置盘也起到了拉低美债利率上行速度的作用，这种购买力量似乎更多的是补充回 3 月份财年末期减持的数量，最近两周，日本海外证券购买的力量开始明显弱化。美债长短利差本周小幅上升，目前大概是 1.4% 的水平，按照历史经验来看，经济复苏期长短利差 2%-2.5% 才会是极值区间，这也意味着未来长端美债可能还是会冲到 2% 以上。

图表 11：美债长短利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：日本对美债的购买力量在弱化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

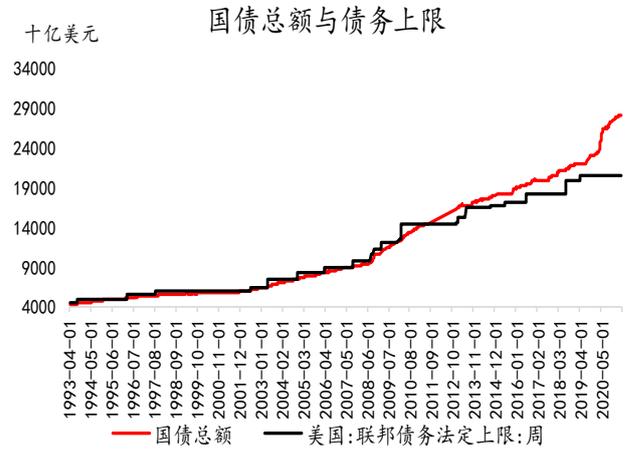
美国财政部的债务总量虽高，但是债务的久期不高，随着到期的债券逐步以更低的利率水平发行债务替换后，整体的利息成本甚至还会有所降低，美国财政部月度偿付利息水平过去 1 年整体还在走低，因此暂时财政部也不太需要美联储较为急切的保持低利率水平来控制债务成本。

图表 13: 美国财政利息支出



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 14: 美国国债总量



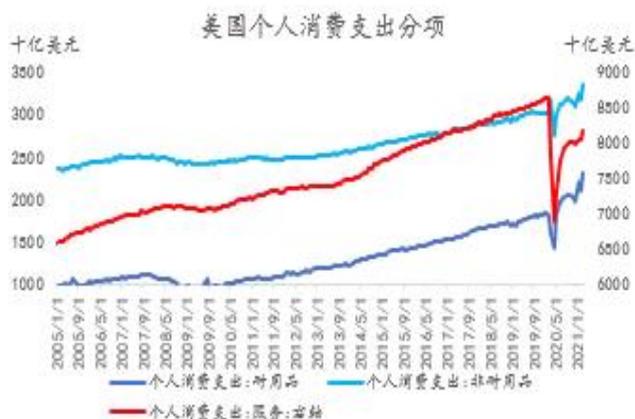
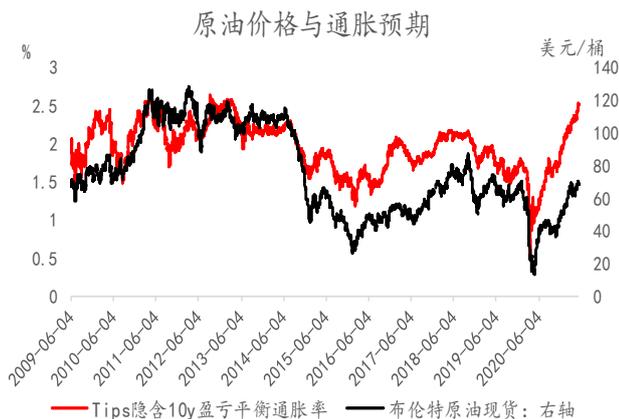
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

二、通胀预期

原油价格本周基本维持震荡走势，在美欧经济复苏势头仍然在延续的情况下，原油价格高位仍然有所支撑，相比起其他的工业品，原油的涨幅只能算一般般，毕竟欧美的服务和出行行业复苏明显弱于其他领域，而等到原油开始随着出行和服务行业一起开始动的时候，可能才是通胀预期的最高峰。

图表 15：原油价格与美国通胀预期

图表 16：只有服务业还有恢复缺口了



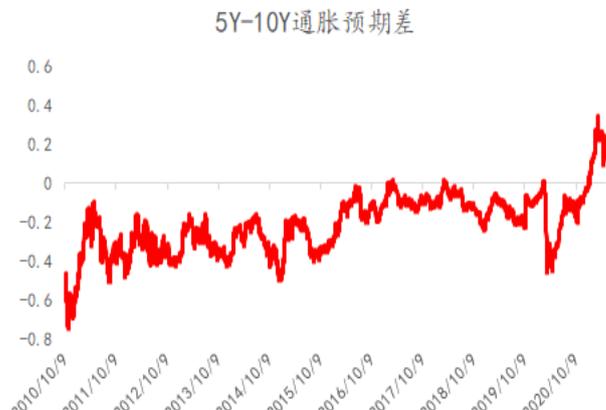
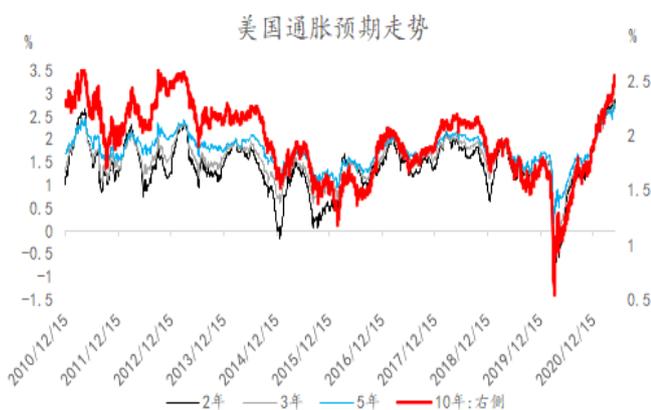
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

长短期的通胀预期基本都是过去 10 年来的最高值了，而且市场明显开始有不信美联储“通胀是暂时性”的话了，开始去推长端的通胀预期了。4 月美国的 CPI 和核心 CPI 数据大幅度超预期，一度引发市场开始对美联储提前收紧的担忧，关注月底核心 PCE 的情况，目前市场主流预期其会超过 2.5%。

图表 17：美国各期限通胀预期

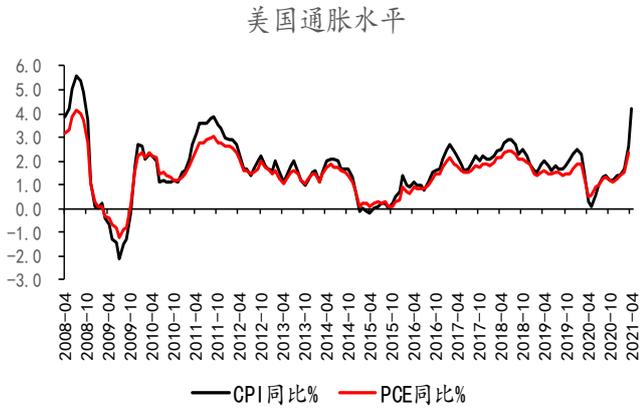
图表 18：美长短通胀预期差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

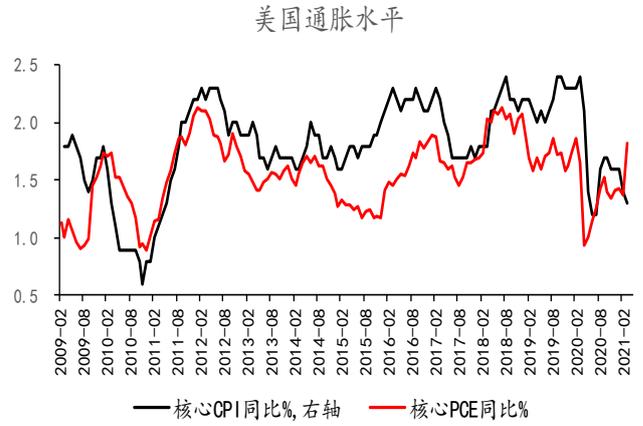
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

美国商品期货交易委员会(CFTC)周五(5月14日)发布的报告显示,截止至5月5日至5月11日当周:黄金看多意愿升温;黄金投机性净多头增加21514手合约,至192255手合约,表明投资者看多黄金的意愿升温。投机者持有的白银投机性净多头增加4976手合约,至52843手合约,表明投资者看多白银的意愿升温。

值得注意的是,国内外的白银库存近期都在持续下降,这代表着白银终端消费随着经济复苏和光伏产业的发展开始有明显的改善。

图表 21: 国内白银库存



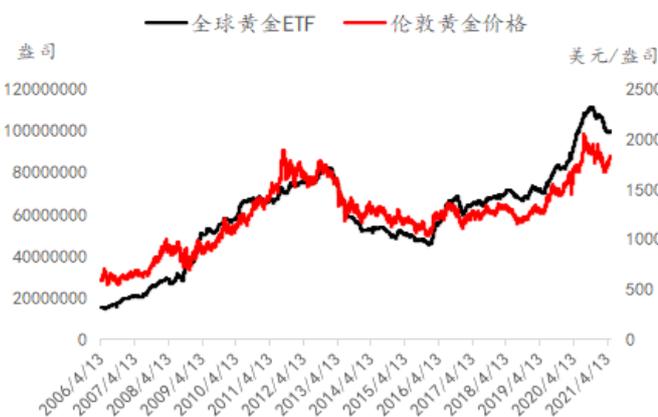
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: Comex 库存



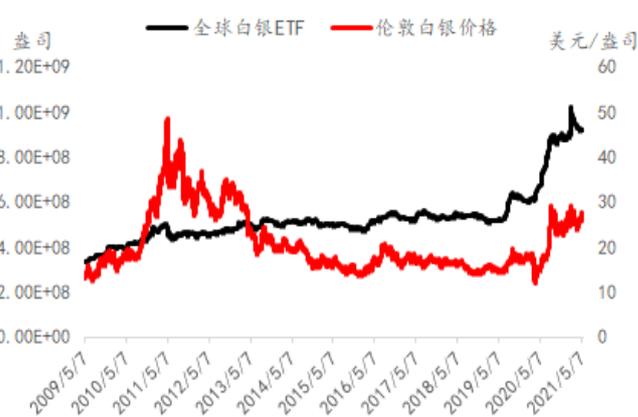
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 黄金 ETF



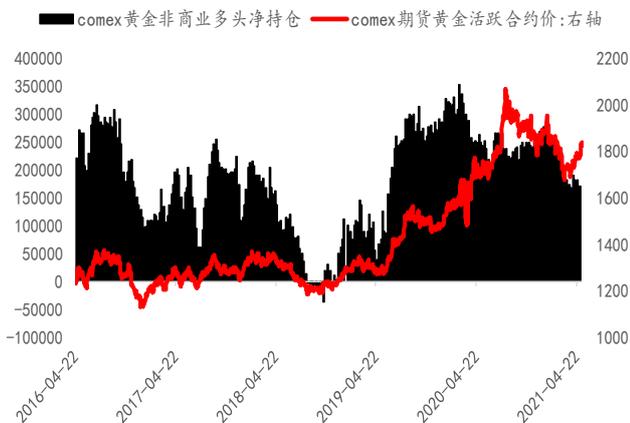
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 白银 ETF



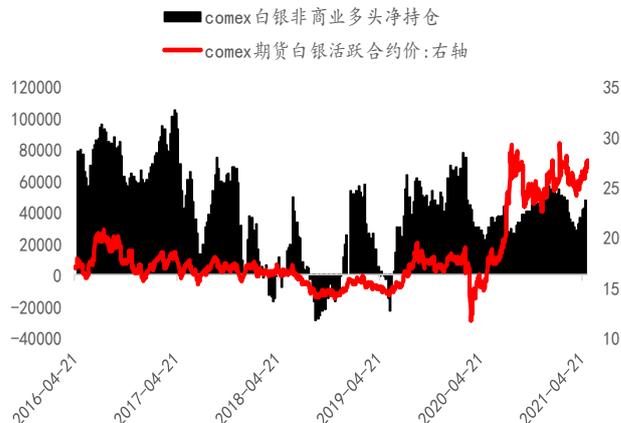
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 黄金投机多头净持仓



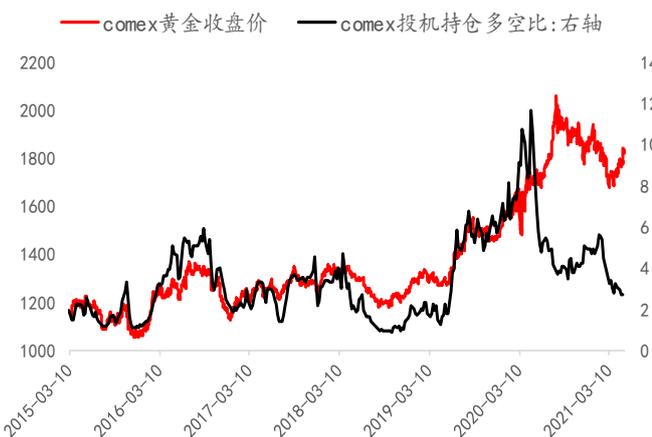
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 白银投机多头净持仓



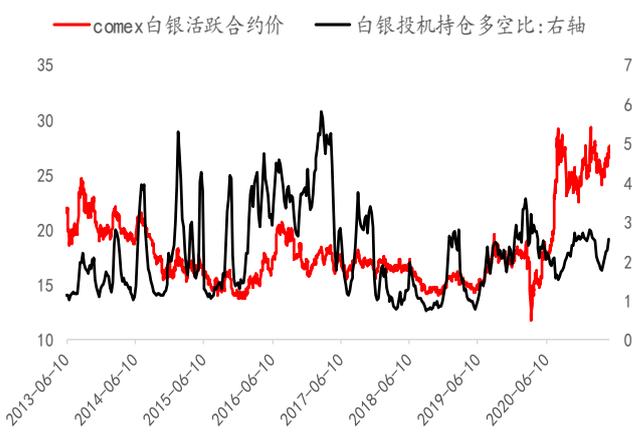
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 黄金多空比



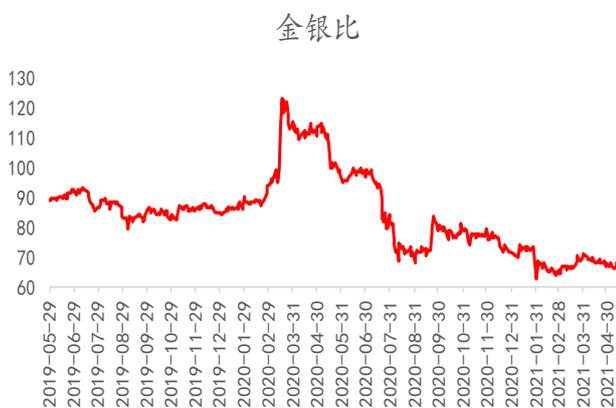
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 白银多空比



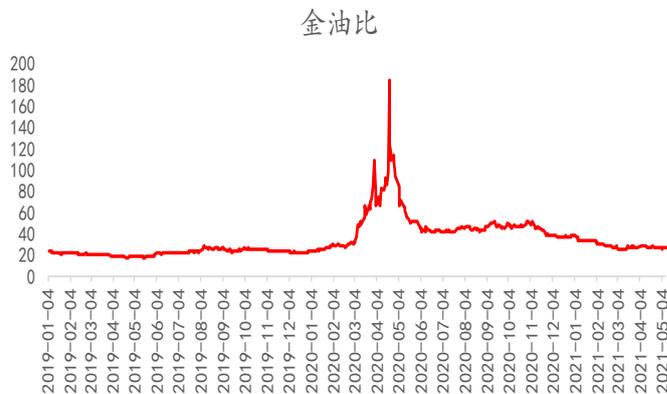
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 伦敦现货金银比



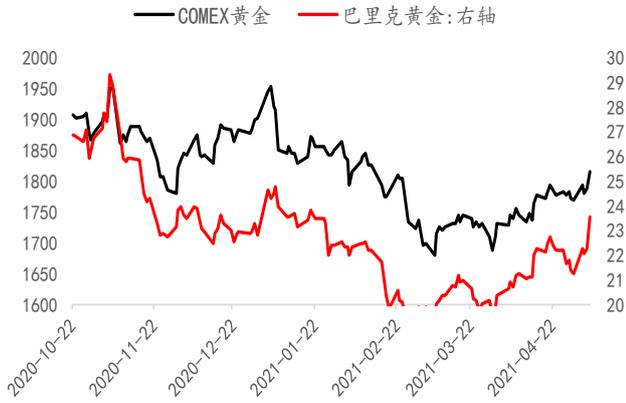
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



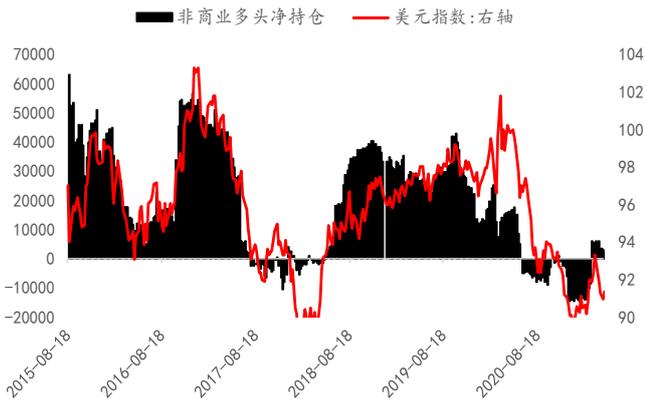
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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: 美元指数与美德利差



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