

通胀略微超预期，黄金徘徊 1890 一线

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：

贵金属方面，本周公布了美国 5 月末季调 CPI 年率录得 5%，创 2008 年 8 月以来新高，美国 5 月末季调核心 CPI 年率录得 3.8%，创 1992 年以来新高。数据略微超预期，但是市场的反应却是分歧很大，贵金属先跌后涨，盘中一度跌破 1870 美元/盎司，后面又拉回 1900 附近。4 月份 CPI 数据公布的时候也是这个调调，空头的逻辑是通胀太高了，得收紧了；多头的逻辑是通胀是暂时的，美联储不会缩，而多头这个逻辑一时半会没法证伪，且美联储也强调是暂时的，这个就比较尴尬了，最终破局的方式要么是美联储来个一锤定音的表态，要么就是看就业数据超预期改善。美国各个州从 5 月底开始也陆续在调整失业补贴情况来鼓励民众出来就业，只要疫情不再恶化，我们觉得就业改善无非是七月还是八月的问题；所以我们倾向于是缩减表态会在 8 月份杰克逊霍尔年会前后出现。而随着美国 7 月份逐步全面开放，我们认为美国经济也会逐步进入通胀走高，就业改善的过热状态，这个复苏的高潮期叠加美联储紧缩，意味着美元走强和黄金走低。

上述逻辑有个意外，那就是疫情又控制不住了，可以看到英国作为欧美疫苗接种领先的国家，随着逐步开放，疫情又开始抬头了，不过死亡人数没抬头，所以市场恐慌性倒不大，如果美国也来这么一回，那黄金这个位置估计就一时半会下不来。

策略建议：

多单离场，逢高左侧适当开始布局空单。

风险提示：

美国疫情再次抬头

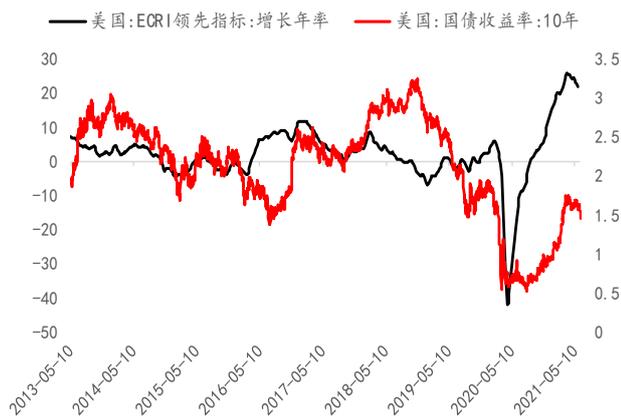


混沌天成研究院

一、名义利率

本周 10Y 国债收益率一度下坡 1.5%，各项高频经济指标显示，美国的经济复苏景气度虽然维持在高位，但是似乎有点阶段性触顶的迹象。

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



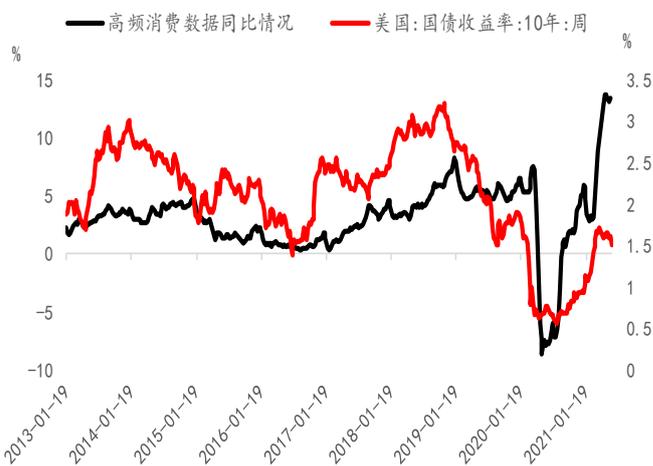
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

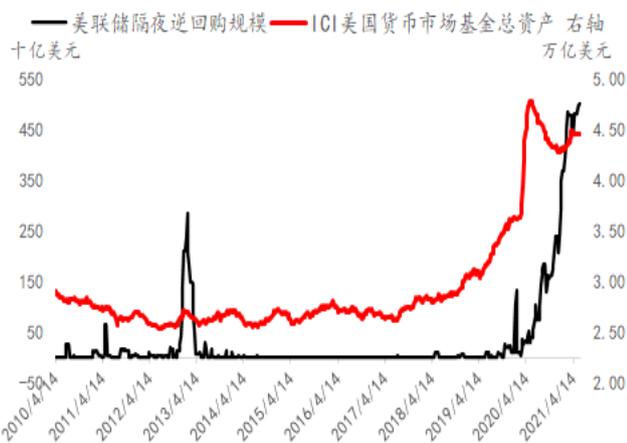
图表 4：高频消费数据与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

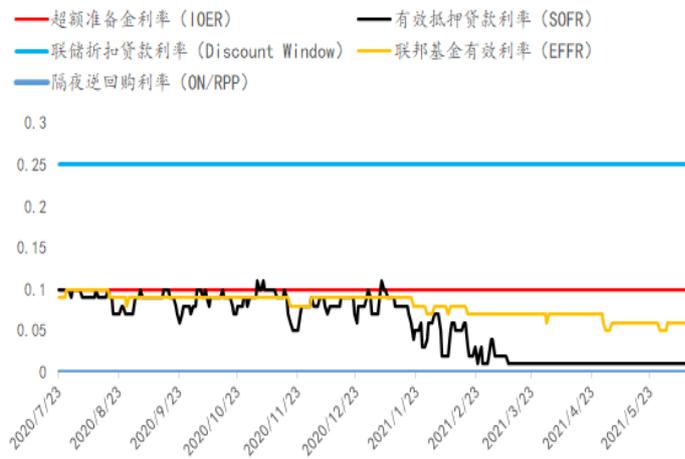
最近美债收益率的低迷有多方面的原因，一个是大宗商品整体的调整带动了通胀预期的回落；另外就是市场流动性过剩的现象导致了资金对于美债的购买和配置力量得到加强，近期美债拍卖数据均录得较为不错的表现，隔夜逆回购的使用规模也屡屡超出预期。

图表 5：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

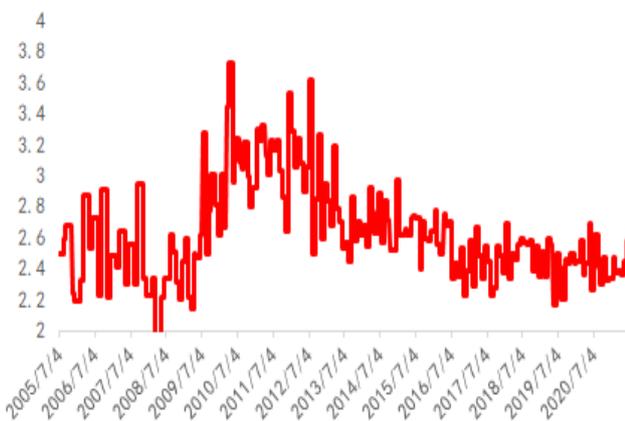
图表 6：美国抵押贷款利率已经几乎跌穿利率走廊



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：10Y 美债投标情况

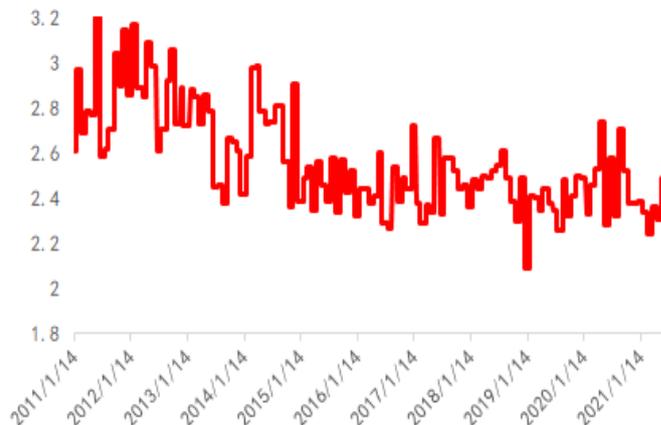
美国国债10Y投标倍数



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：5Y 美债投标情况

美国国债5Y投标倍数



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

纽约联储 4 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；相比较国内一堆动辄喊着 2%，3%的观点来说，这个才更能反应海外市场玩家们的主流看法。

图表 9：4 月份美一级交易商对于长端利率的预期

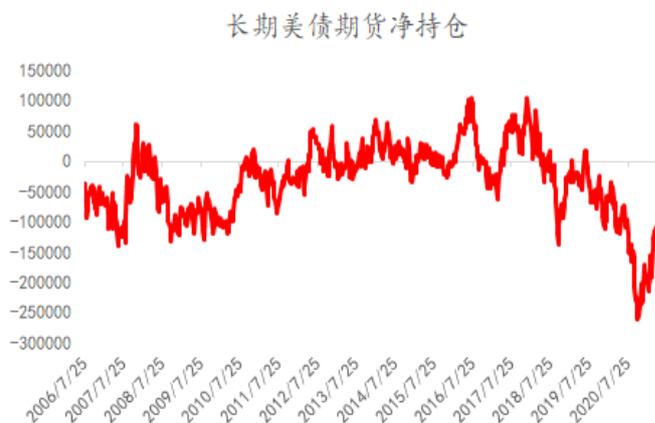
Please indicate the percent chance that you attach to the 10-year Treasury yield falling in each of the following ranges at the end of 2021 and 2022.

		Year-end 2021					
		0.00 -	0.51 -	1.01 -	1.51 -	2.01 -	≥ 2.51%
		< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
Average	0%	1%	4%	18%	39%	29%	8%

		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%
Average	0%	1%	3%	12%	26%	35%	23%

据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

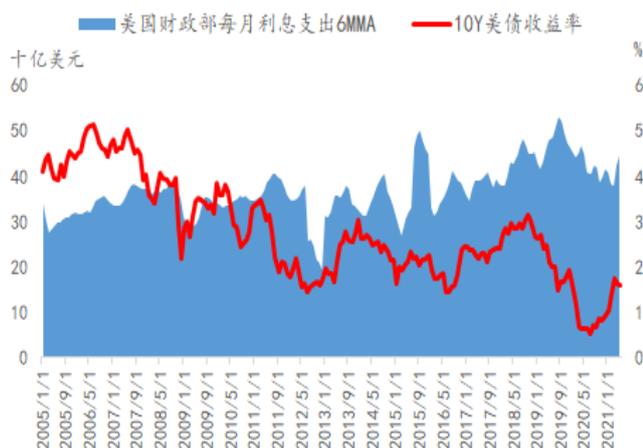
图表 10：长期美债期货净持仓



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

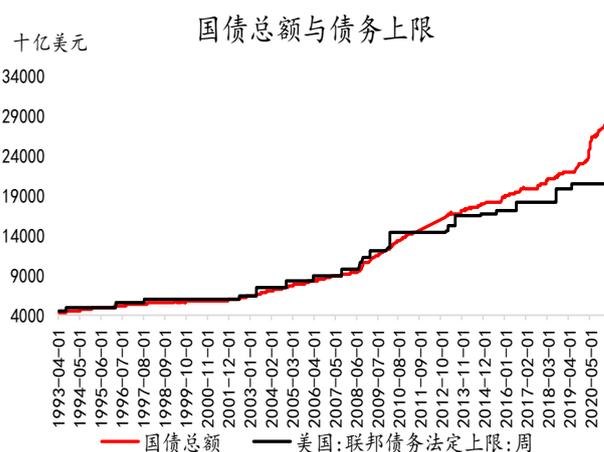
美国财政部的债务总量虽高，但是债务的久期不高，随着到期的债券逐步以更低的利率水平发行债务替换后，整体的利息成本甚至还会有所降低，美国财政部月度偿付利息水平过去 1 年整体还在走低，因此暂时财政部也不太需要美联储较为急切的保持低利率水平来控制债务成本，所以市场上一些观点认为美联储会考虑帮助财政部控制债务成本从而压低名义利率保持宽松政策的做多逻辑就当下而言，我们觉得逻辑还不够硬。年中的时候美国将会迎来新一轮债务上限的问题，如果两党撕破脸谈不拢，那可能会影响到市场对于美国经济复苏的预期，从而利多贵金属。

图表 11：美国财政利息支出



据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：美国国债总量

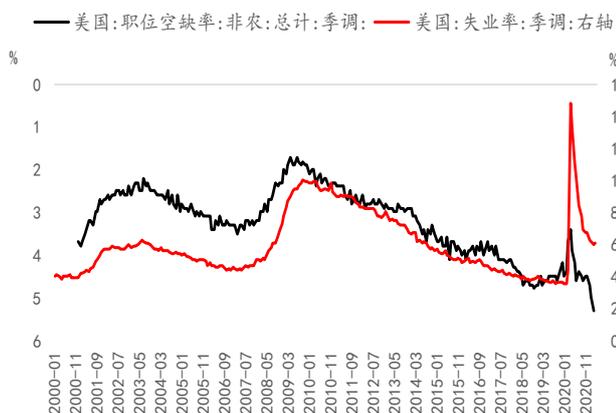


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

这里需要额外关注下美国的就业数据，4、5 月份美国不及预期的非农数据，限制了美联储缩减 QE 的手脚，这也导致 6 月份美联储提 taper 的可能性不高；但我们去观察结构性问题看，其实以往与失业率挂钩的同步指标，职位空缺率等在显示就业市场仍然是在持续改善，而且从企业破产数据来看，本轮危机明显没有上轮危机对经济造成的损伤大，所以我们认为只要后续随着疫情逐渐受

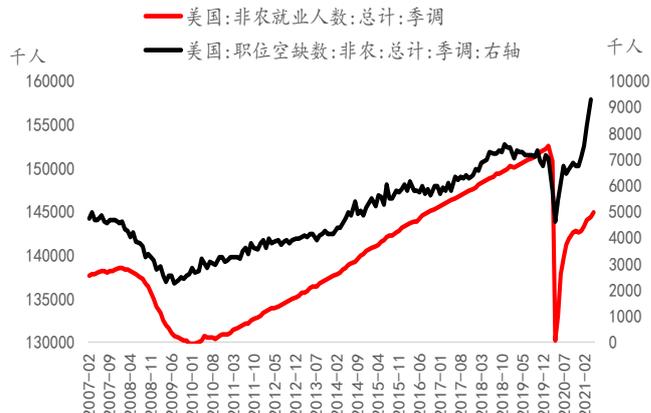
控，就业好转的确定性是很高的。如果去看总数的话非农就业跟疫情之前缺口有 700 多万，因为用工荒的问题，职位空缺水平比疫情之前多出来 200 多万个，美国各个州从 5 月底开始也陆续在调整失业补贴情况来鼓励民众出来就业，只要疫情不再恶化，我们觉得就业改善无非是七月还是八月的问题。

图表 13：美国职位空缺率与失业率



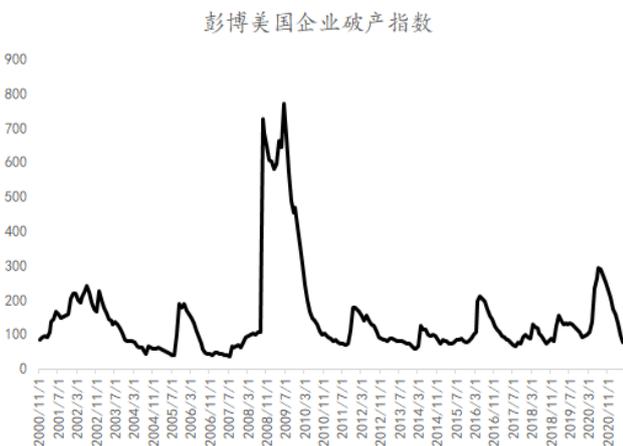
据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 14：非农就业总数与职位数



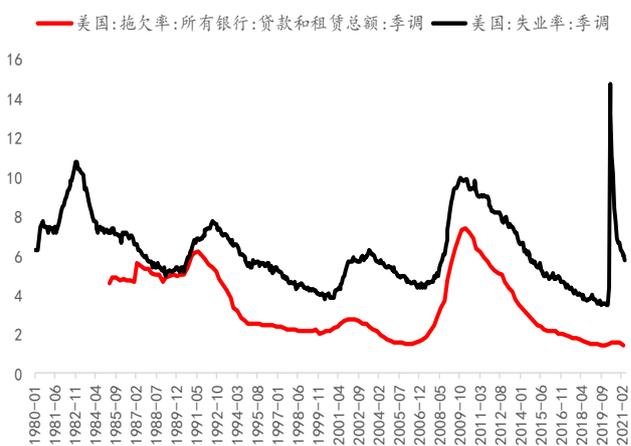
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 15：美国企业破产情况



据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 16：银行信贷违约情况



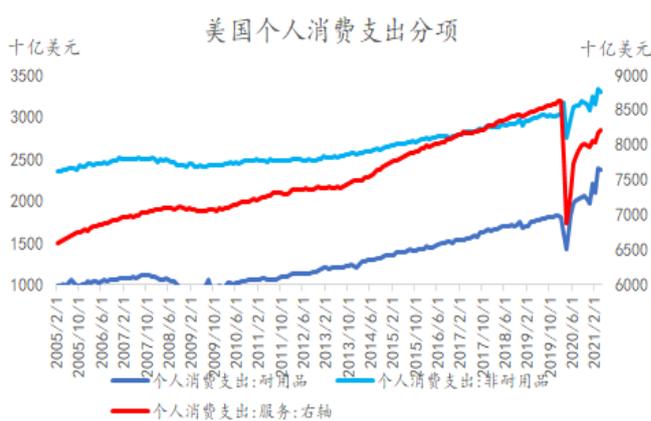
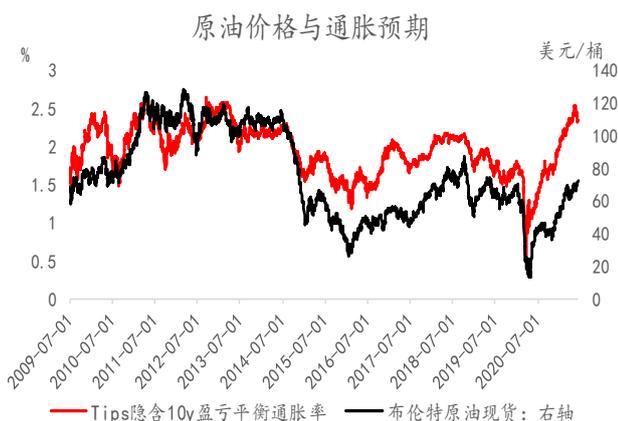
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

原油价格本周基本维持震荡走强，如果原油只是在需求的拉动下上行，而非供给端的推动的话，名义利率也是同步上的，如果出现了类似于 OPEC 超预期减产的事情，那才会是明显利空实际利率，利多贵金属的。

图表 17：原油价格与美国通胀预期

图表 18：只有服务业还有恢复缺口了



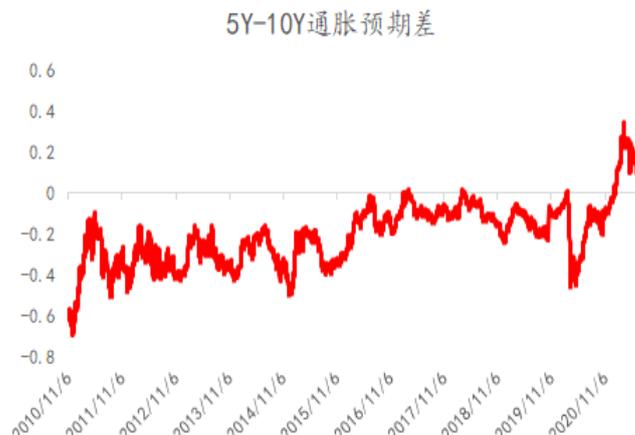
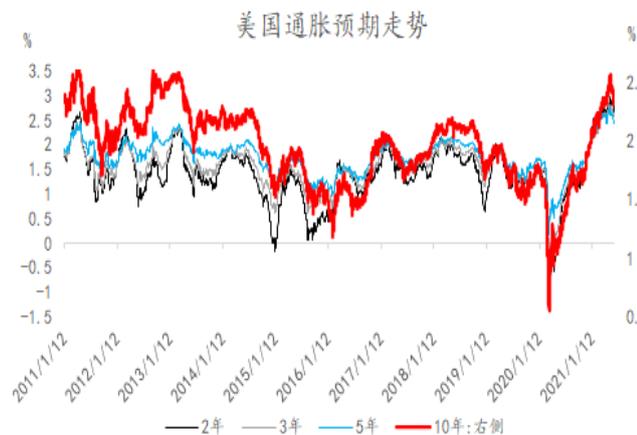
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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，但是市场随后又是回归到美联储“通胀是暂时的，美联储有充足工具应对”的叙事当中，所以贵金属盘中恐慌了又开始继续涨，月底 PCE 和核心 PCE 再度超出市场预期，这个时候市场倒已经不 care 了。5 月份 CPI 破 5%，但是联储由于进入了会议前的静默期，所以啊也不知道是个啥态度，市场还是往“通胀是暂时的”这个此前的联储表态上去交易，所以也并没有引起太大的恐慌。

图表 19：美国各期限通胀预期

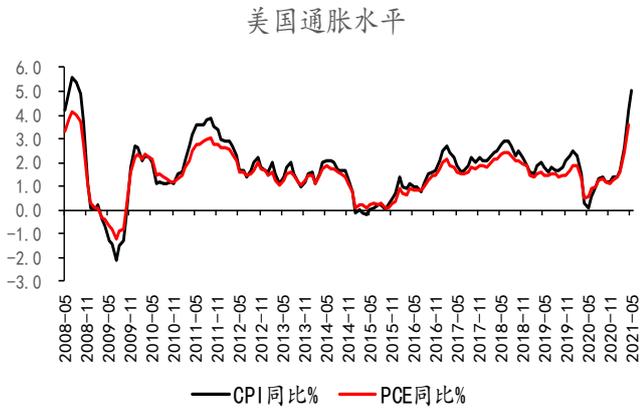
图表 20：美长短通胀预期差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

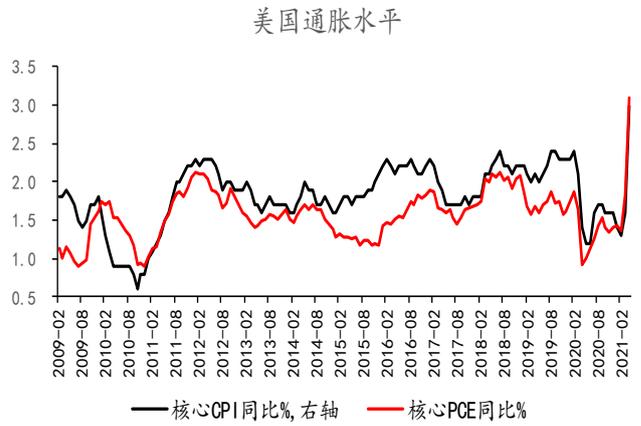
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 21: 通胀水平



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 核心通胀水平



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

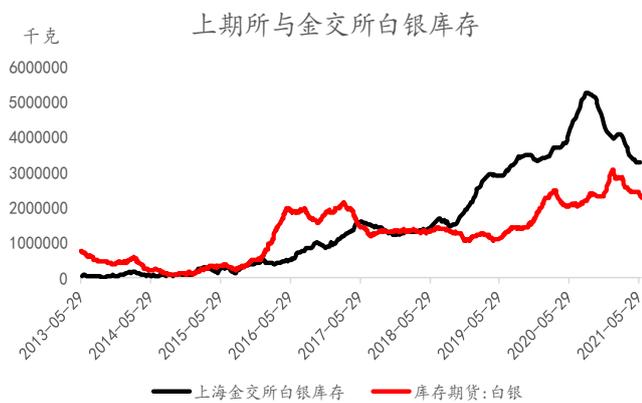
三、其他数据监控

值得注意的是，国内外的白银库存近期都在持续下降，而且 A 股的光伏板块指数也开始企稳上升，这代表着白银终端消费随着经济复苏和光伏产业的发展对白银的支撑开始有明显的改善，。

不过白银是一个货币属性很差，供给严重过剩的品种，所以这个品种一般都是长时间不涨，然后给你来一波暴涨，暴涨的背景都是资金在一个确定性的环境下疯狂往上推，确定性的环境是什么，“黄金看涨情绪热烈，黄金开始加速且黄金在接下来一段时间内看不到啥明显的风险”，这个时候资金就会放心怂白银，怂的逻辑就是金银比回归，现在的纠结地方是在于美国的生产恢复如火如荼，就业数据改善不及预期，因此实际利率陷入到两难的境地。如果就业迟迟不改善，黄金持续逼近新高，那白银就要补涨一个大的；如果就业很快改善，联储转向紧缩，那白银就没啥机会了，反倒会跌的更多。

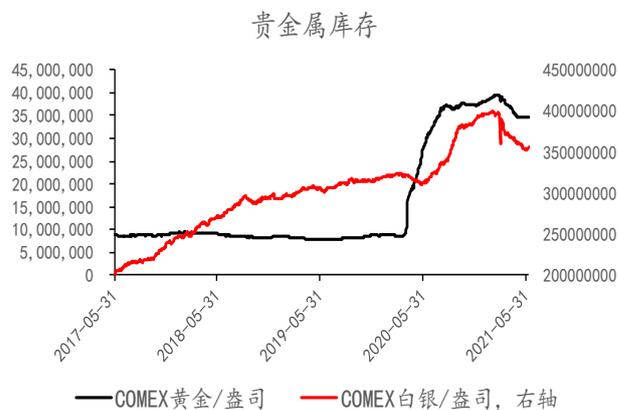
至于美元方面，现在是美国贸易赤字几十年最大的时候，现在是美国财政赤字几十年来最大的水平；由于联储没有 TAPER 和财政投放的原因，过去几个月市场的流动性现状是在变的继续宽松的，从各类流动性检测指数来看，现在是美元流动性最泛滥的时候；这也是美元最近弱势的原因，但物极必反，边际上上述几个因素都在走强了；制造业的持续扩张会开始修复贸易赤字，未来加税和高名义增长会开始修复财政赤字；taper 开启只是 9 月和 12 月的问题，我们觉得美元最差的时候就是现在，不会再差到哪去了。

图表 23：国内白银库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：Comex 库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25: 黄金 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 白银 ETF



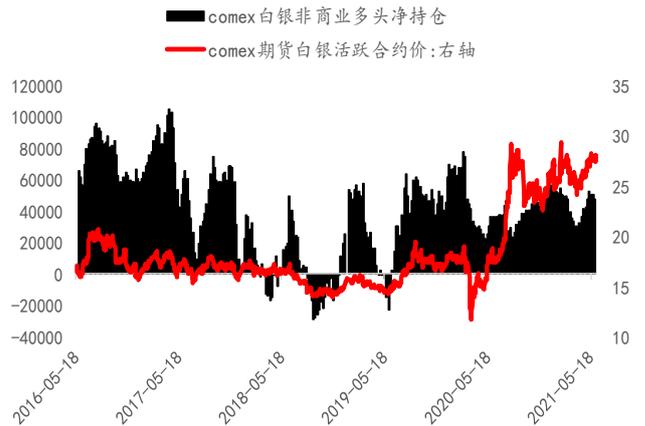
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 黄金投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 白银投机多头净持仓



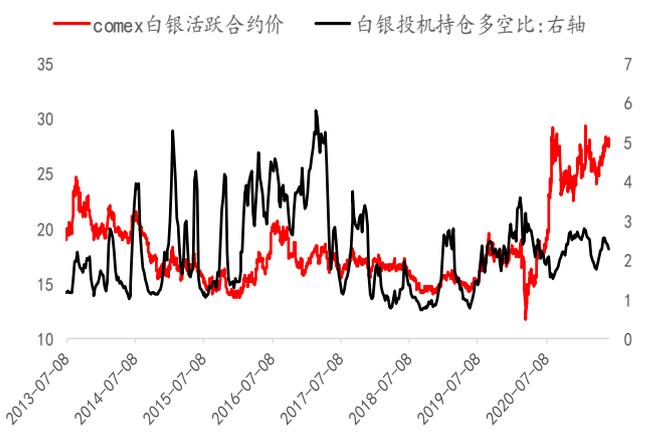
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 黄金多空比



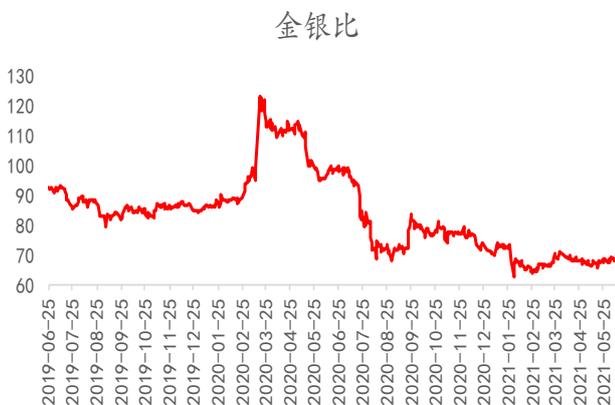
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 白银多空比



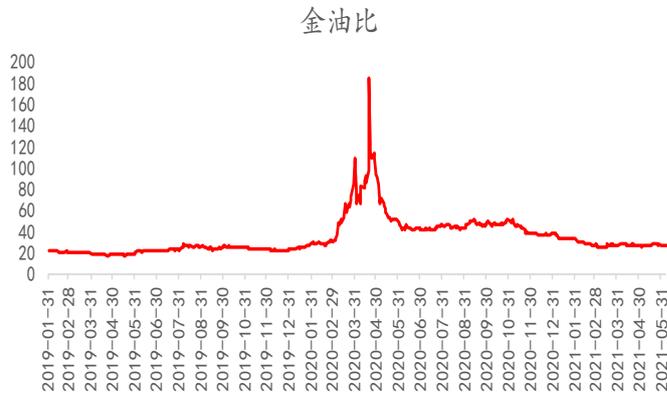
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31：伦敦现货金银比



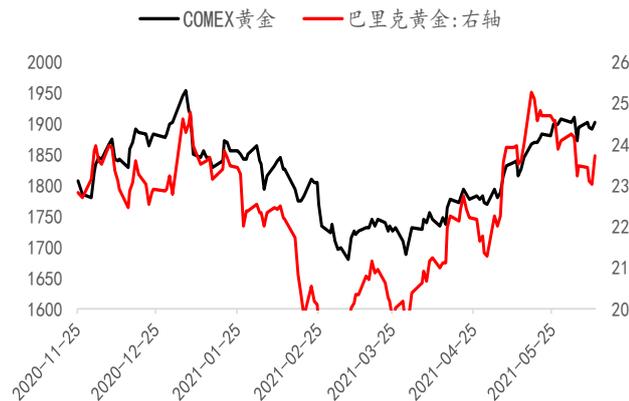
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 32：伦敦金与布伦特原油



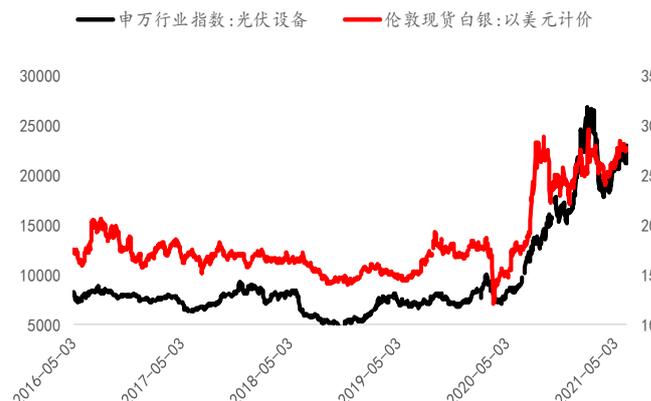
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 33：巴里克黄金价格



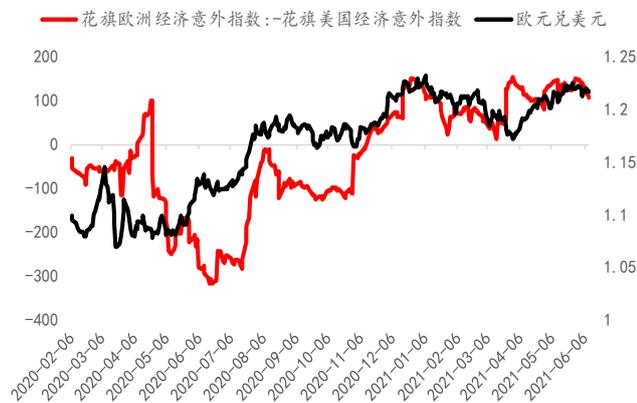
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 34：白银与光伏

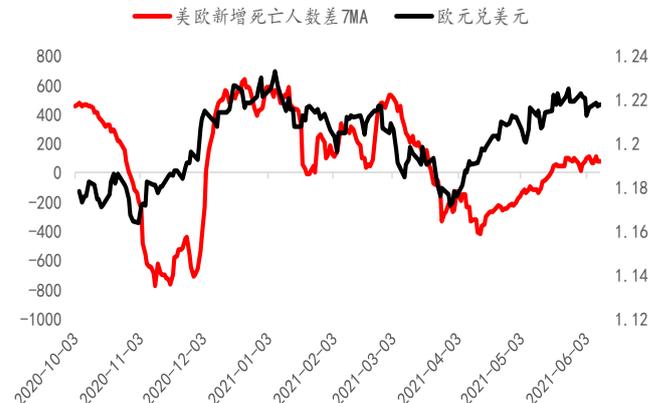


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 35：美元指数净持仓情况



图表 36：美元指数与疫情

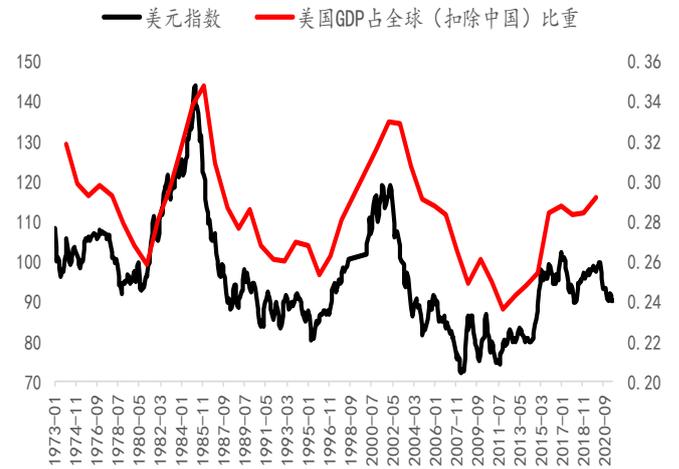
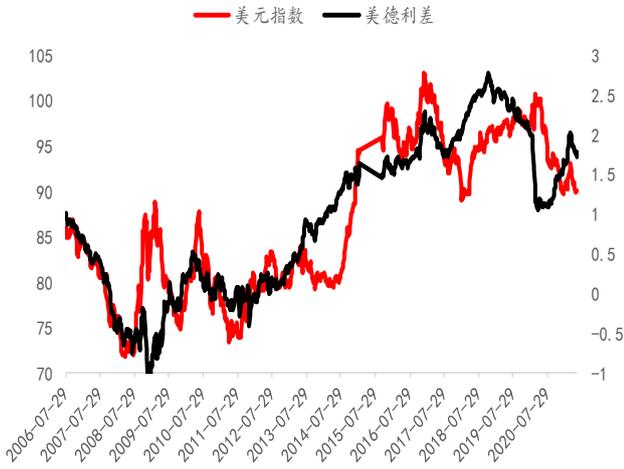


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 37：美元指数与美德利差

图表 38：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