

美元走强，金银暴跌

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，本周美联储进行了6月份议息会议，会后公告显示联储态度明显转鹰，首次加息时间被提前，点阵图显示到23年底之前美联储将加息2次，且有7名委员认为将会在22年就开始加息，对2023年的利率预期也有所扩散，体现出联储内部的分歧，竟然有两位委员认为在2023年联储的政策利率将达到1.5%-1.75%的区间，对应6次25bps的加息。同时为了管理市场过剩的流动性，联储还提高了隔夜逆回购与超额准备金利率，贵金属闻讯大跌，美元大涨。

从经济预测看，联储对经济复苏进一步乐观，对通胀的态度相比较之前的佛系也开始有所转变，这意味着美国复苏，联储紧缩的方向进一步确认，那就是黄金见顶美元见底了。

联储紧缩，美元上行的叙事才开始讲，贵金属没有意外就是逢高空的节奏了。要说这个意外吧，英国的疫情是个重点，英国作为欧美国家疫苗接种最快的经济体，随着经济开放，疫情又反弹了，而且死亡人数也开始略有抬头，而美国七八月份也是要开始全面开放，要疫情再爆发，那就尴尬了。

策略建议：

急跌过快，待反弹继续加仓空单

风险提示：

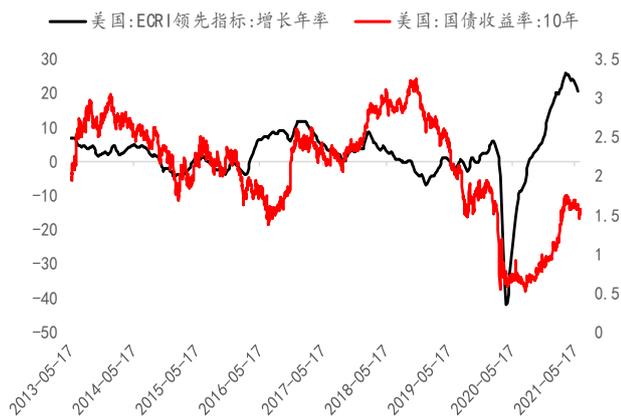
美国疫情再次抬头



一、名义利率

商品整体也受到紧缩预期和美元走强的影响大跌，这反而导致了通胀预期的下降，拖累了美债利率，本周在议息会议之后，美债利率仍然维持在 1.5% 附近。

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



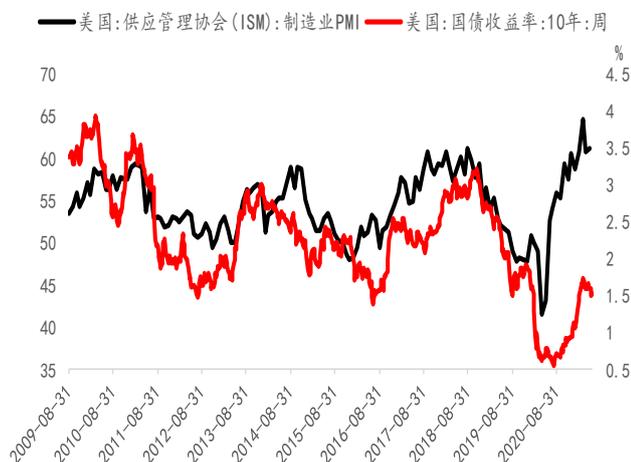
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

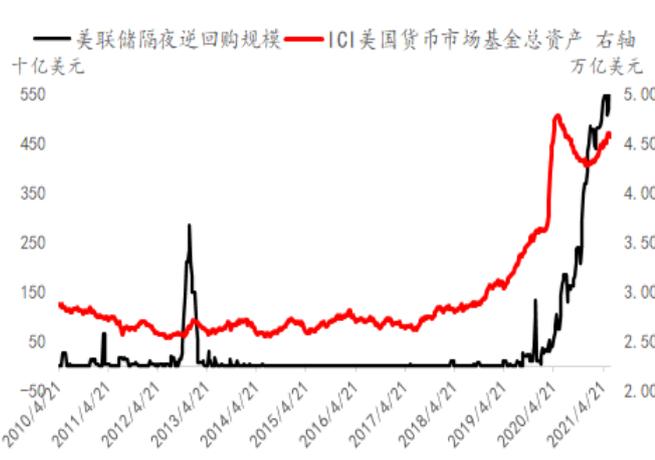
图表 4: 高频消费数据与美债收益率



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

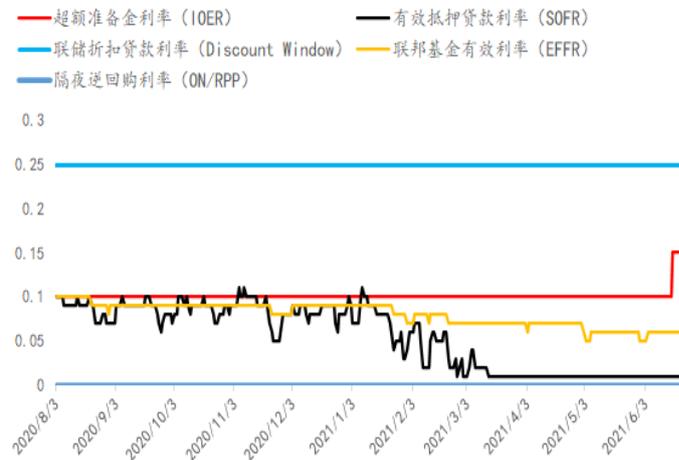
美联储提高了利率走廊进一步加速市场流动性的短期回收，本周四有 68 家对手方通过隔夜逆回购工具将 7560 亿美元资金放到美联储，刷新了 5840 亿美元的纪录高位。

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

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 7：4 月份美一级交易商对于长端利率的预期

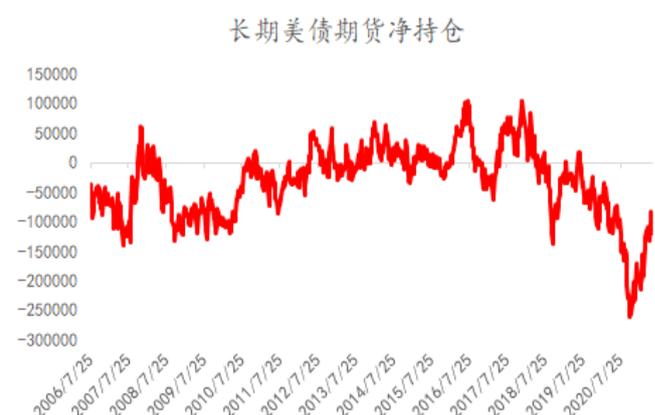
Please indicate the percent chance that you attach to the 10-year Treasury yield falling in each of the following ranges at the end of 2021 and 2022.

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

		Year-end 2022					
		0.00 -	0.51 -	1.01 -	1.51 -	2.01 -	
		< 0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	≥ 2.51%
Average		0%	1%	3%	12%	26%	35%

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：长期美债期货净持仓

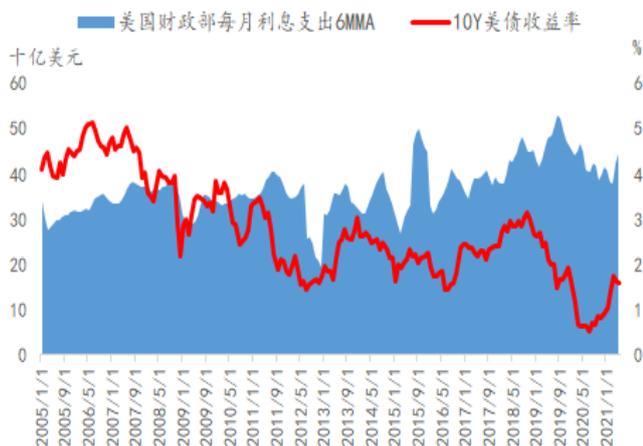


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

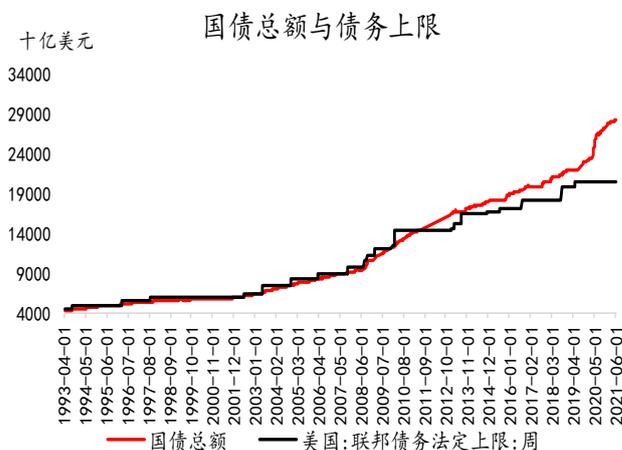
党撕破脸谈不拢，那可能会影响到市场对于美国经济复苏的预期，从而利多贵金属。

图表 9：美国财政利息支出



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

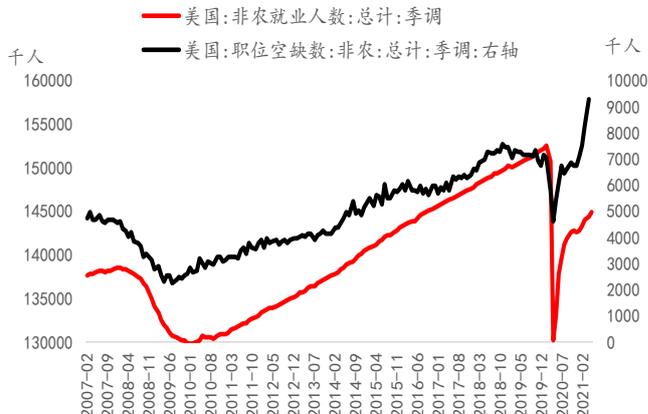
这里需要额外关注下美国的就业数据，4、5月份美国不及预期的非农数据，限制了美联储缩减QE的手脚，这也导致6月份美联储提taper的可能性不高；但我们去观察结构性问题看，其实以往与失业率挂钩的同步指标，职位空缺率等在显示就业市场仍然是在持续改善，而且从企业破产数据来看，这轮危机明显没有上轮危机对经济造成的损伤大，所以我们认为只要后续随着疫情逐渐受控，就业好转的确定性是很高的。如果去看总数的话非农就业跟疫情之前缺口有700多万，因为用工荒的问题，职位空缺水平比疫情之前多出来200多万个，美国各个州从5月底开始也陆续在调整失业补贴情况来鼓励民众出来就业，只要疫情不再恶化，我们觉得就业改善无非是七月还是八月的问题。

图表 11：美国职位空缺率与失业率



据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 12：非农就业总数与职位数



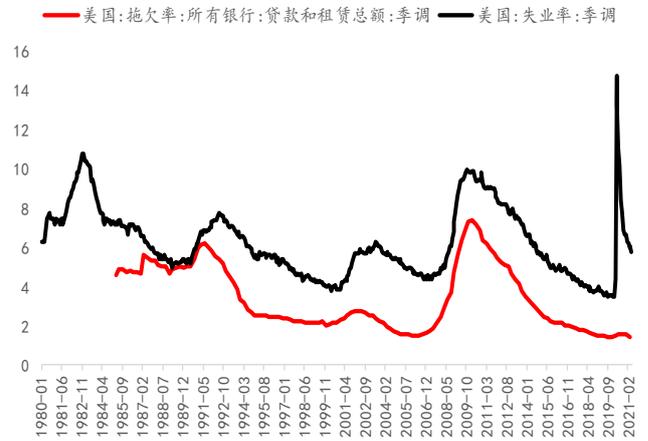
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

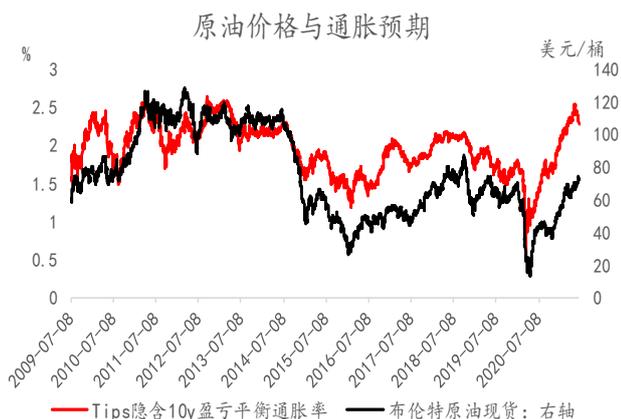


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

二、通胀预期

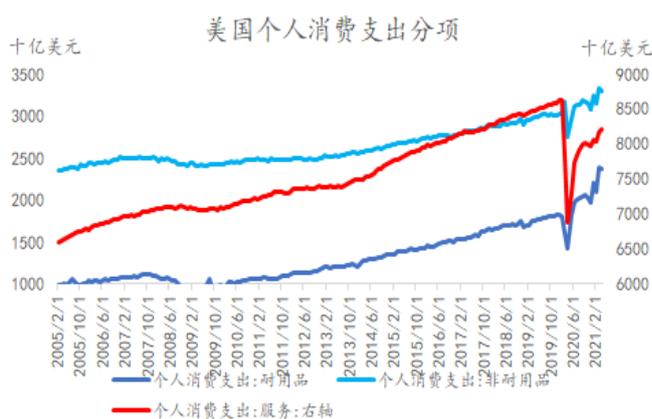
商品价格本周也受到了美元走强和联储紧缩预期的影响，录得明显下跌，这也对通胀预期形成了明显的压制。

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

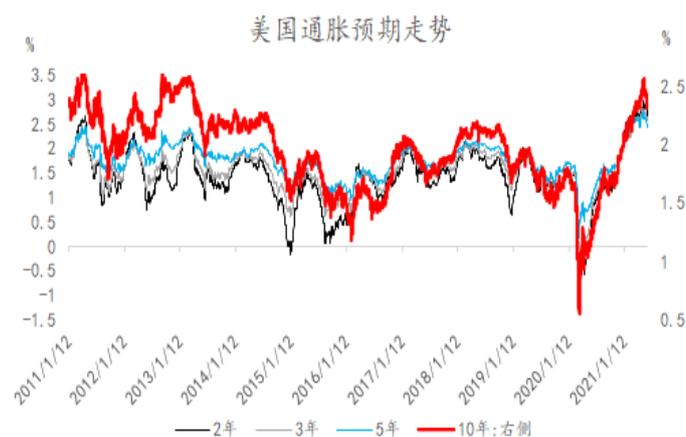
图表 16：只有服务业还有恢复缺口了



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

关于通胀问题，随着 CPI 录得 5%，美联储对于通胀的态度也在开始有着边际上的变化，鲍威尔承认“通胀最终可能比美联储预期的更高更持久”，不过他们仍然表示“如果通胀持续高位运行，美联储也会动用工具来进行压制”。

图表 17：美国各期限通胀预期



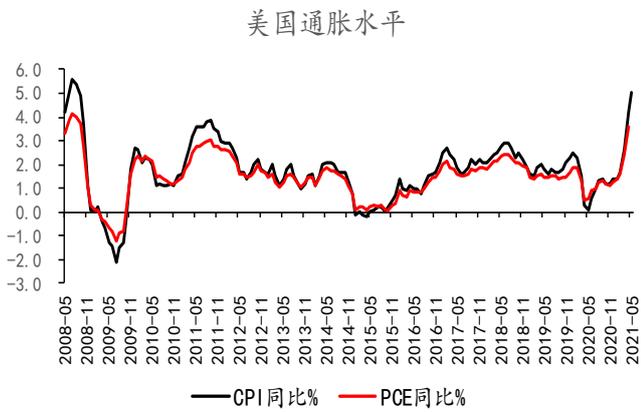
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：美长短通胀预期差



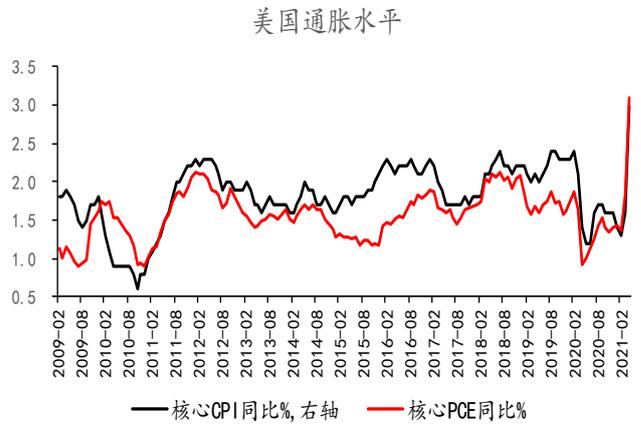
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



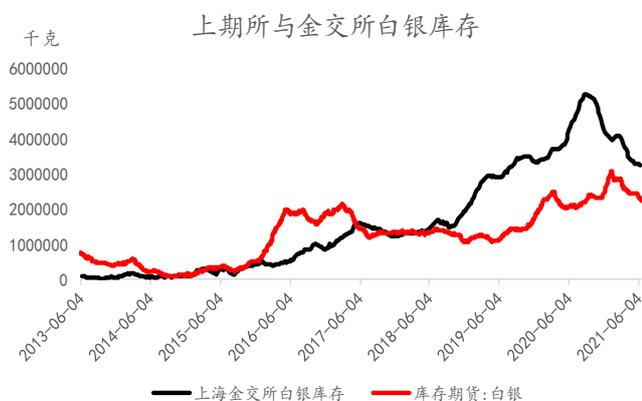
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

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怼白银，怼的逻辑就是金银比回归，不过当下这种黄金见顶，联储转向紧缩的环境，那白银就没啥机会了，反倒会跌的更多。

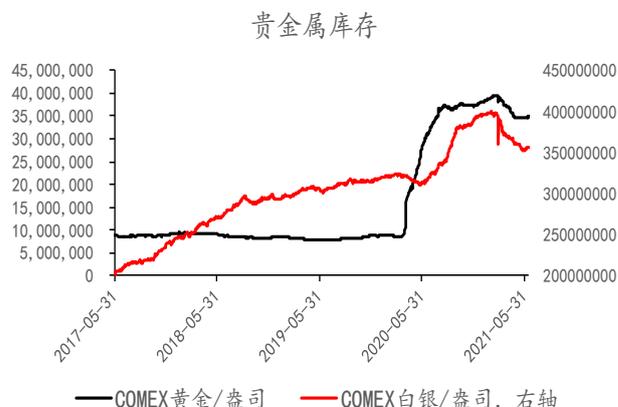
至于美元方面，现在是美国贸易赤字几十年最大的时候，现在是美国财政赤字几十年来最大的水平；由于联储没有TAPER和财政投放的原因，过去几个月市场的流动性现状是在变的继续宽松的，从各类流动性检测指数来看，现在是美元流动性最泛滥的时候；物极必反，边际上上述几个因素都在走强了；制造业的持续扩张会开始修复贸易赤字，未来加税和高名义增长会开始修复财政赤字；taper开启只是9月和12月的问题，我们觉得美元最差的时候就是现在，不会再差到哪去了，后面的美元强势归来会是下半年全球宏观的主线。

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



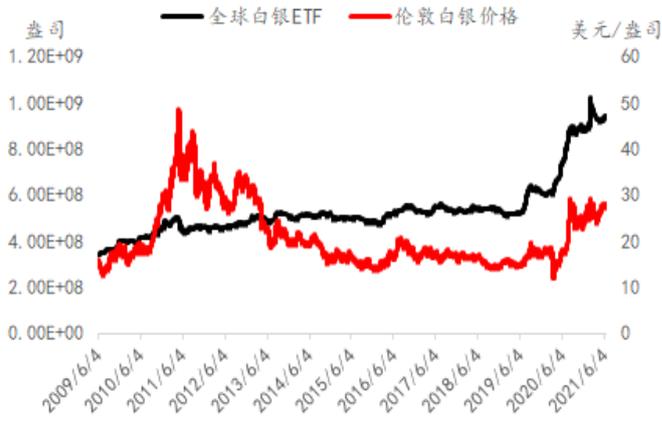
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23: 黄金 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 白银 ETF



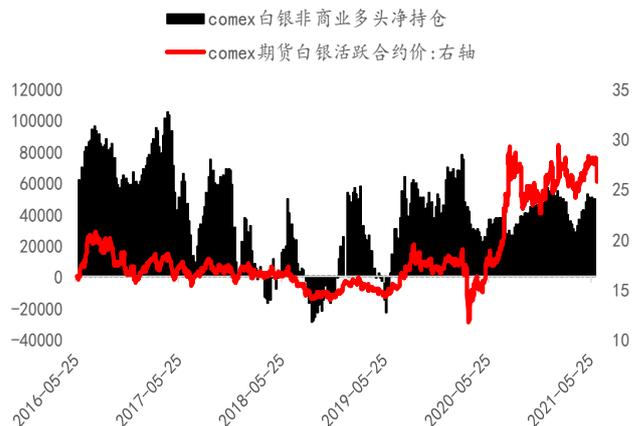
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 黄金投机多头净持仓



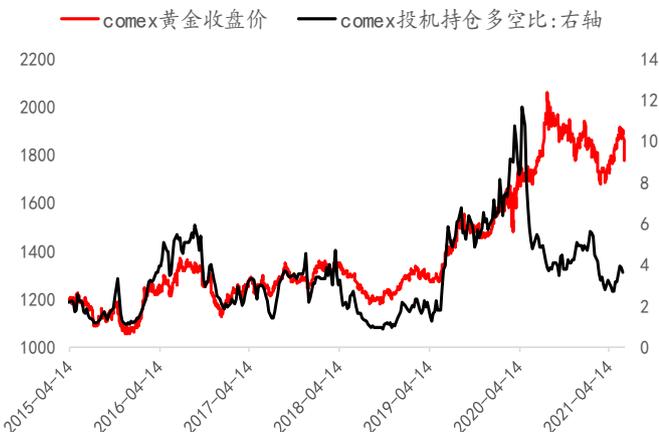
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 白银投机多头净持仓



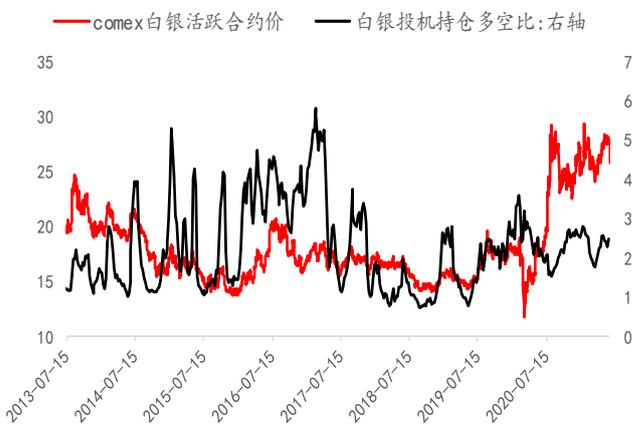
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 黄金多空比



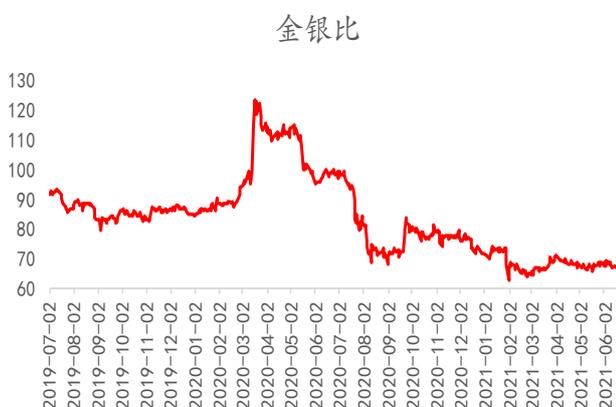
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 白银多空比



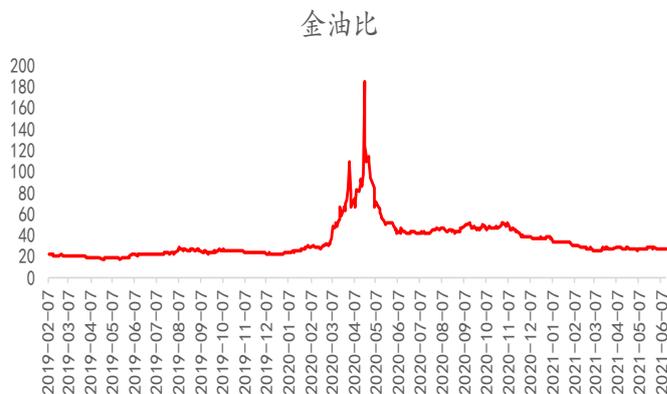
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29：伦敦现货金银比



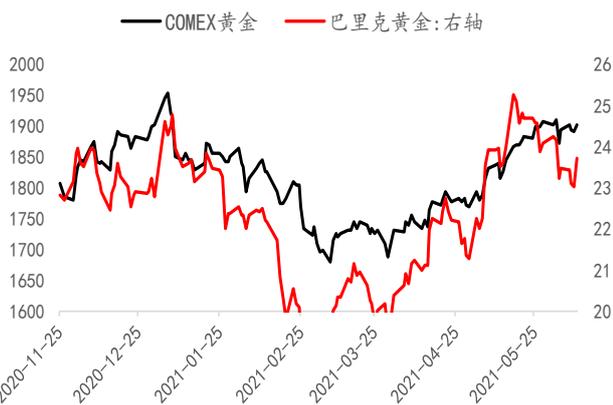
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



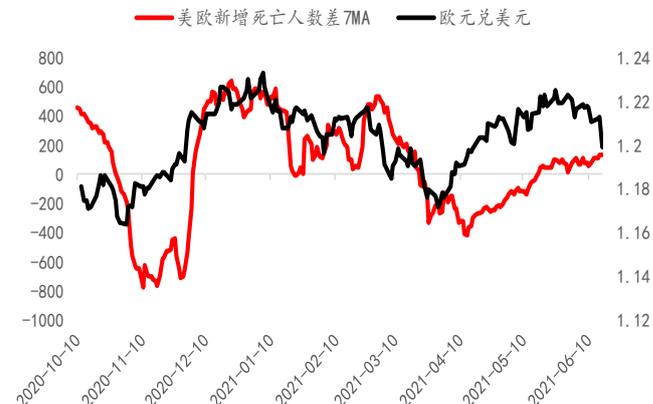
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 33：美元指数净持仓情况



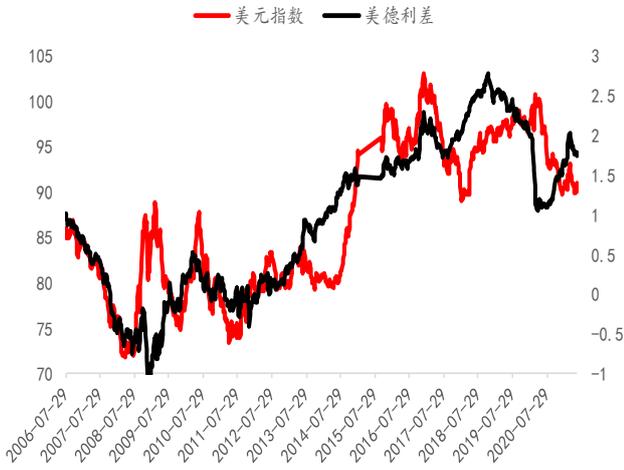
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 34：美元指数与疫情



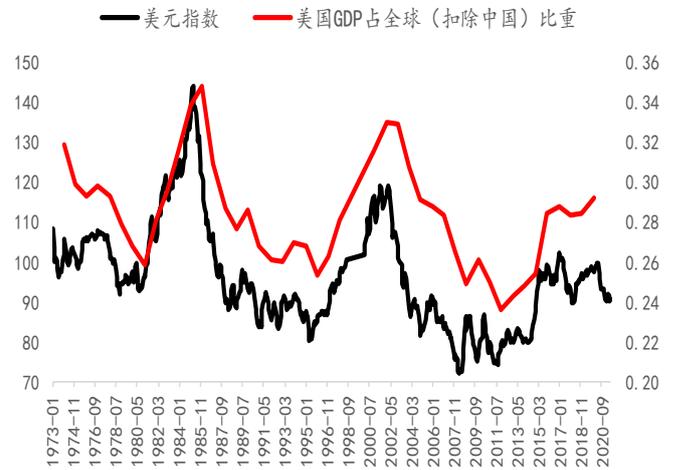
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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