

美债收益率飙升下的金银配置机会

-3 月美联储议息会议后的投资策略

推荐对象：买方投资机构

综述：从一季度贵金属走势表现来看，金银当前仍然处于震荡走弱态势。特别是春节以后，美国长端国债收益率持续拉升（盖过了通胀预期），是贵金属承压下行的主要驱动因素。后疫情时代，美联储的货币宽松政策维持不变，再加码预期降低，市场交投转向货币边际收缩趋势（加息预期抬高）。因全球投资者对美国经济复苏前景和拜登政府推进 1.9 万亿美元财政刺激计划的成功落地，有望刺激居民消费，推升了市场风险偏好。而欧美疫苗接种的快速推进，则令市场恐慌情绪大幅放缓，投资市场转向 reopening 主题，权益市场高涨，对金银形成间接利空。白银受欧美经济复苏，工业属性加持下，表现好于黄金（弱于有色）；2 月伦敦银价创出了年内新高，白银呈现了抗跌性，不过 2 月下旬在黄金的拖累下，转为弱势调整，整体上银价受黄金走势联动影响为主。

二季度研判：对于贵金属，我们认为 3 月底前维持偏空，但二季度起贵金属或有一至两波反弹行情。伴随美债收益率的持续上升，市场也愈发担忧无风险收益率的飙升对金融市场的冲击影响，受美元触底反弹人民币汇率转贬，国内金银价格 3 月以来下跌幅度好于外盘。当下美国长端债券收益率的上涨空间和目标，是金银反弹受挫的主要驱动因素。

在当前金银价格水平位置，国际金价不排除仍有下破 1700 美元整数关口可能，但是时间换空间，伴随二季度经济持续复苏提振，上游企业原材料通胀传导下的终端通胀压力只会迟到不会不来，况且拜登政府为了刺激经济，已计划推出万亿计量的基建计划，美国通胀抬高只是时间问题，贵金属尤其白银的中长期上行空间依然大于下跌，在经历反复回踩后不排除开启第二波牛市行情。

金银比价，短期我们预计比价会出现止跌反弹的走势，因美债收益率的持续上涨引发大类资产的共振，引发波动率 VIX 的急速拉升，催生市场避险情绪抬高，市场普遍预期美债收益率会达到 2% 附近，以迫使美联储进场干预。中长期而言，待美国二季度通胀数据同比抬升，且金银比价触及 85 或以上，可以逐步考虑反手做空金银比值，赌市场通胀加速，而美债收益率冲高回落，黄金虽先于白银启动但因白银的（高波动率）特性，中期目标或看到 65 或以下。

事件背景：

受美联储议息会议及鲍威尔偏鸽派的言论，美债收益率短暂回调后隔夜继续拉升，其中美国 10 年期国债收益率最高触及 1.75%，创去年 1 月以来新高；同期，美国 30 年期国债收益率升至了 2.5% 上方。受此影响国际金银价格承压下行，国际金价再度跌至 1700 美元附近；国际银价盘中险破 26 美元。受美债收益率抬升，美元指数走强，国际油价重挫，美股高开低走。

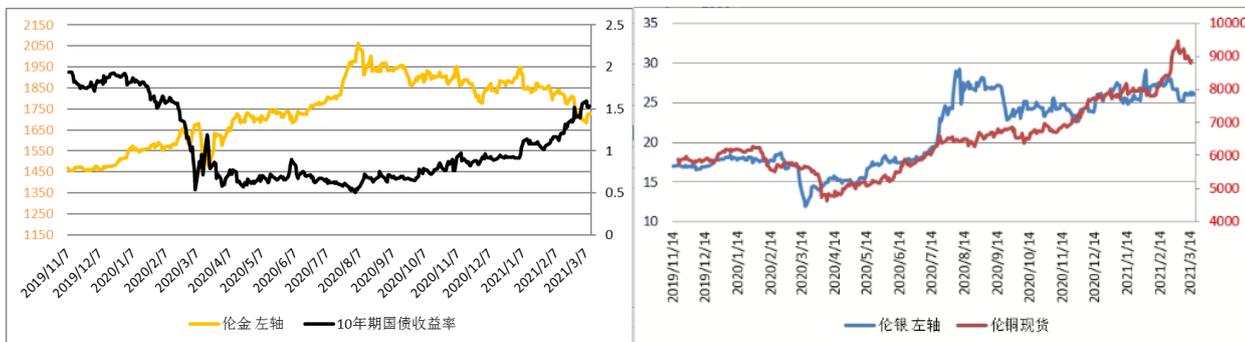
美债收益率持续飙升，一方面是美联储政策报告上调了今年的经济增长预期和美国后疫情时代经济面的持续复苏共识，另一方面是美联储最新会议仍热未对美债上涨过快的担忧；美联储继续压低短端融资利率，并将加息时点至 2023 年底前，市场继续做空美债长端，令美债收益率曲线继续陡峭，

影响因素：

今年以来，对贵金属的影响主要来自美国长端债券收益率的陡升，引发了市场对于美国经济复苏前景和财政刺激的乐观情绪，而美联储维持现状并有意延长加息时点的措辞，也令美债收益率曲线进一步陡峭化。伴随美欧经济复工复产，经济复苏也催生了通胀预期升温，白银的工业品属性凸出，在年初以来受到基本金属的强劲拉升下，与黄金价格短期出现了分化现象。

图：伦敦金与美债 10 年期收益率走势

图：国际银价与伦铜价格走势



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

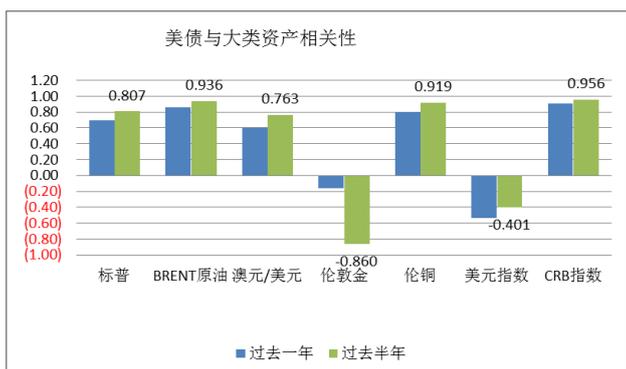
基本分析

美国十年期国债收益率作为美国金融资产收益率的标尺，无时无刻影响到大类资产的收益情况。过去一年甚至至最近半年时间，对比美债收益率相关性发现，除了黄金与债券利率呈现明显的负相关性（美元指数弱负相关），其他大类资产均与债券收益率高度正相关。

而将美国债券长端按不同期限到期收益率比较，金银价格走势也出现了不同程度的分化。过去一年，除了2年期债券，金银与之呈现负相关，其他中长期债券到期收益率，黄金与之呈现弱负相关，而白银则出现了弱正相关，而且十年期和二十年期这种同步性愈加明显。

这也客观解释了最近一个季度以来，伴随美债长端收益率的陡升，黄金与之出现了下跌，而白银则呈现了“抗跌性”。

图：美十国债收益率与主要大类资产的相关性



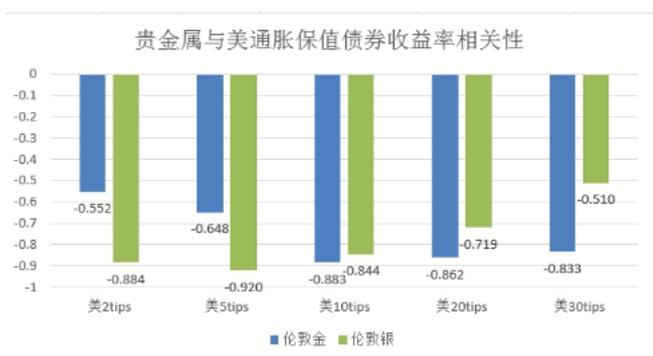
图：美10债收益率对贵金属的影响



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

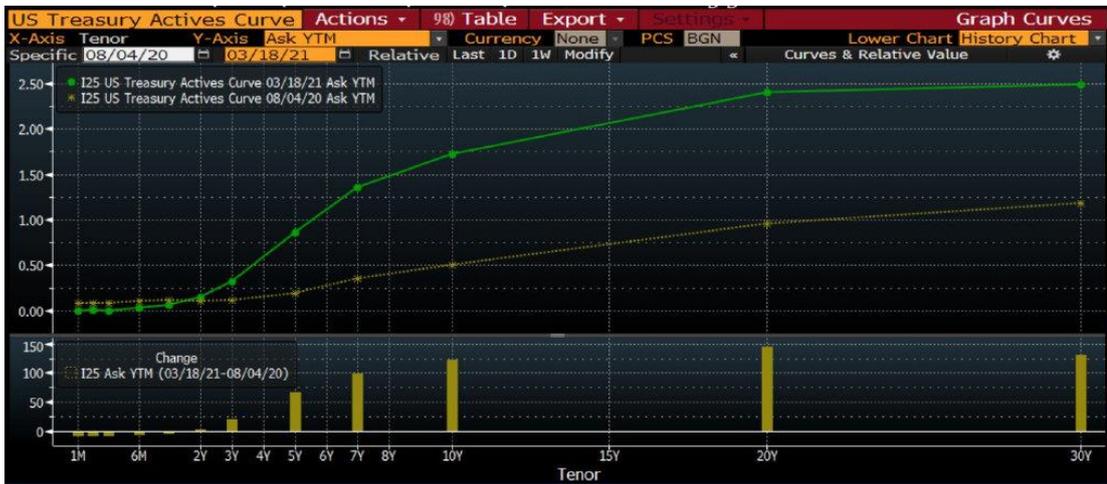
美债长端收益率攀升既包含了市场对该国经济增长的期望值，也包含了市场对于美国通胀预期的压力。我们讲贵金属与美元通胀保值债券（美元实际投资回报率）和美国通胀预期值分别作了相关性分析。

过去一年以来，不论黄金还是白银均与美TIPS收益率保持了高度的负相关性，其中，10年期TIPS与黄金负相关性最高，白银则是与5年期TIPS高度负相关性（-0.92）；实际利率期限越长，黄金的负相关性相比白银更为明显。与此对应，如将美国通胀预期指标作相关性比较，金银均呈现正相关性，但是白银相比黄金相关性更强，且不同期限其均保持了高度的正相关。根据不同类别和期限的债券收益率对应的变化，可以帮助我们更好定性金银品种的差异化。



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

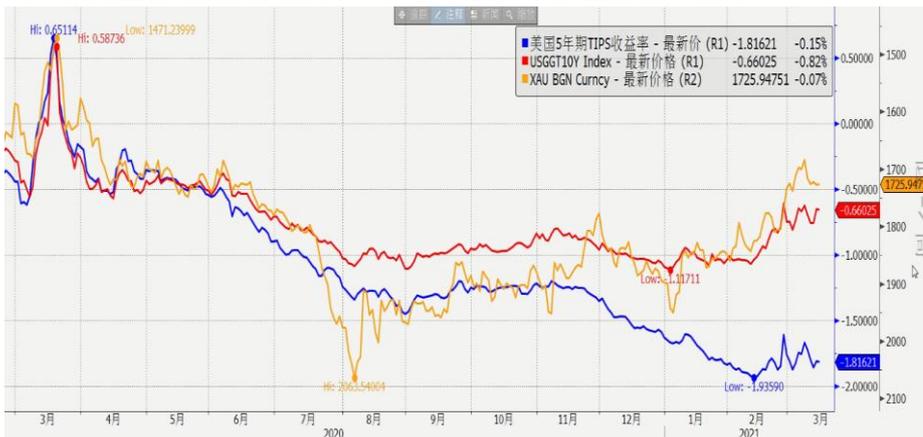
图：美债收益率曲线期限比较



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

我们从美联储利率政策变化及经济数据公布，均能在美债收益率曲线的期限结构变化得以体现。最新的美债收益率曲线（绿色）与去年 8 月时相比，长端债券到期收益率明显陡升，从同期限利差图显示，20 年期期限升幅最大、30 年期其次、10 年期第三，而短端收益率增幅有限。1 年期国债收益率及以下，则出现了不增反降的势头，美联储刻意容忍长端收益率抬升，而有意压低短端利率变动，使得整个利率曲线更趋于陡峭化。

图：国际金价与美国实际收益率价格走势关系 金价格（倒序）



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

反应到金价走势方面，美元实际利率的变动驱动着金价走向。虽然，美国十年期和五年期的 tips 利率仍处于负值的区间，但是中期限开始止跌回升，与前面的相关性指标对照，实际利率期限越长，与黄金的相关性越明显。

而白银虽然受黄金价格主导，但是今年表现出来的抗跌性则是基于固有的工业品属性凸显。下图展示的是美国通胀预期的金融指标（而非通胀指标）。美债长端收益率的攀升，同样隐含了通胀预期的同步上涨，美国 5 年期和 10 年期通胀盈亏平衡指标显示，从 2021 年起已经突破了 2% 的水平，其中 5 年期上涨至 2.5%，大幅超过了美国核心通胀指标。根据前面的相关性比较，美国通胀预期指标不同期限，白银均有高度的正相关性。因此，白银在年初以来的表现整体要好于黄金走势。

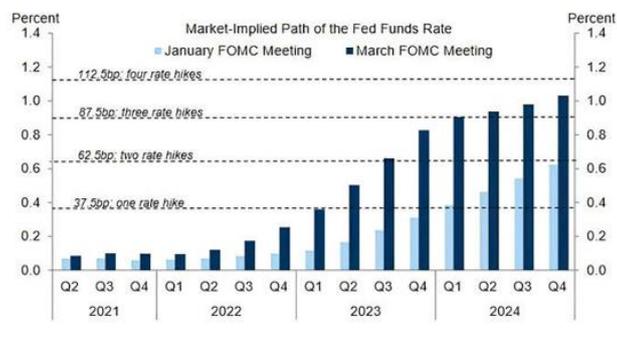
图：美国通胀预期与原油价格走势



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

接下来，如果判断贵金属走势，美债利率走势趋势依然是市场关注的指引。3月份召开的美联储利率决议释放了鸽派信号，基准利率维持不变，每月购债至少1200亿美元直至充分就业和物价稳定取得进展，目前不会考虑taper，加息要延后到2023年底前，一定程度安抚了之前敏刚的市场。不过大幅上调了对今年的经济预期，小幅上调了明后两年的预期（经济预测上调，失业率预测下调，通胀预测上调）。

图：联邦基金利率期货显示市场预期美联储会加快升息

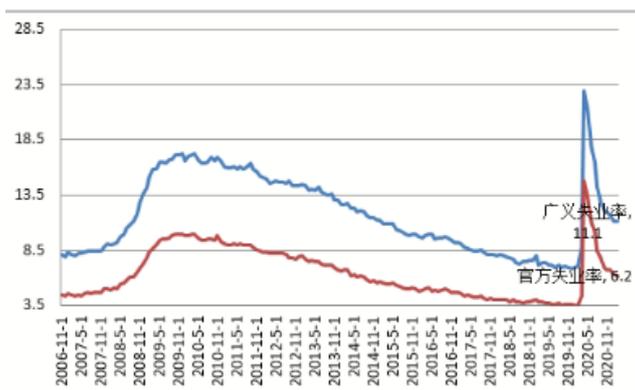


数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

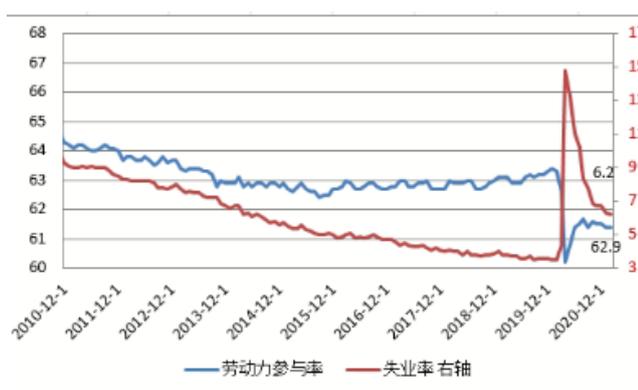
根据最新的利率期货市场预期指标显示，3月美联储利率决议后，市场隐含的联邦基金利率走势相比1月份会议时加息提速，市场先于美联储最快于2023年开启加息通道，美联储会议则是2023年底前不考虑加息，并且加息的次数和时点分别是上半年和下半年预计各一次。

美联储货币政策制度框架再度依然经济数据，就业问题置于通胀率前。鲍威尔认为，正在进行的疫苗接种为恢复正常生活提高了希望和新兴，但经济发展程度很大程度取决于疫情的发展，目前美国失业率仍处于相对高位，劳动参与率虽触底反弹，但是仍就处于历史相对低位。而且，美国受疫情灾害以后，长期失业人口一直处于攀升阶段，且失业人口占适龄劳动力比例逐步贴近08年次贷危机的峰值（45%）。

图：美国官方和广义失业率指标



图：美国劳动参与率仍低于疫情前的水平



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

这也部分说明了美国市场复苏依然充满了波折和艰难，美联储对经济复苏依然保持了谨慎乐观的态度。不难理解，拜登政府上台后没多久，就公布了美国第三轮救助计划，虽然总额1.9万亿，不及第一轮特朗普签署的2.3万亿规

模，但是每月 1400 亿的纾困金额以及每周增加 300 美元的失业救济金，则是超过了第一次援助计划。美国的服务产业依然处于复苏阶段，对于联邦政府依然举步维艰，后续政府仍将继续靠举债维持经济持续动力。

图：美国长期失业人口继续攀升



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

至于通胀率水平，美联储认为物价的一次性上涨只会对 CPI 产生短暂的影响。根据过去十年的美国核心通胀同比数据显示，PCE 在 2018 年度曾经有过上破 2%，仅维持了数月再度回落目标位下方，目前依然处于温和状态。不过，图：欧美日制造业 PMI 继续上行

图：美国核心通胀率距离 2%目标差距



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

工业制造的复苏提振了全球经济复苏的积极预期。中国 PMI 先于发达经济体于四季度中期达到反弹高点（后回落），而欧美 PMI 制造业数据继去年三季度以来持续攀升，已回到 2018 年的水平。制造业先于服务业重回疫情灾害前的正常水平。这也是推动去年工业品价格开启上涨浪潮的基本面支撑。至于上游产业原料价格上涨能否顺利传导至下游终端，还是取决于疫情控制后的经济复苏程度，这也是今年美国资本市场 reopening 的投资主题。

考虑到 3 月起，财政补贴到居民家庭后，预计二季度的消费开支数据或有显著反馈。这也是贵金属利用通胀因素扰动，抓反弹的机会。至于通胀能否达到目标或持续时间长短，取决于美国联邦政府下一步的刺激方案和计划。我们继续跟踪 3/4 月经济数据陆续出台后的延续性。

投资展望：

到本月底前，伴随美债收益率的持续攀升，市场或通过急涨急跌来窥探美联储对于美债利率的“心理”价位。在 2 月份，美债收益率达到 1.5%，美股出现了急速的下挫，当前，美债收益率突破了 1.6%，向着 1.8%挺进。如果说美债利率曲线陡升及美实际利率上升是由经济增长驱动的，而非 FED 干预，那么市场会继续按照基本面趋势向上。

图：美国 10 年期国债收益率走势



数据来源：Bloomberg，东吴期货研究所

如果美联储强行干预，则能短期改变利率陡峭度，但是，在发布会记者问到 OT（扭曲操作）时，鲍威尔仅仅回应这工具可以有，但是没必要。因此，我们认为美债收益率只是基于疫情后的修复过程，目前尚未回到年初的水平。因此，本轮美债收益率的上行顶部区域至少要达到贴近去年以来的区间 1.9-2.0，这个位置以上对于政府债务偿付和信用市场都是压力测试，对于美股则进一步加大 VIX 的释放，唯有达到接近 2% 的水平以上，美联储或许会采取应对工具来安抚市场。

交易策略：

对应贵金属走势而言，本月下旬市场价格波动或有所加大。战略投资者可以提前埋伏，等待美债收益率达到警戒值后，如 FED 采取工具介入，这有助于提振金银，可采取多笔逢低试多交易。目前，黄金在 1700 美元上方，白银在 26 美元关口反复

市场预警：

- 1、美债收益率大幅飙升突破 2%，引发金融市场巨震
- 2、拜登政府大幅加税带来的不确定
- 3、3 月底补充杠杆率（SLR）减免到期不延期
- 4、新冠病毒变异引发新疫情的不确定