

宏观必看图表：贵金属市场情绪依然乐观 (2024/4/24)

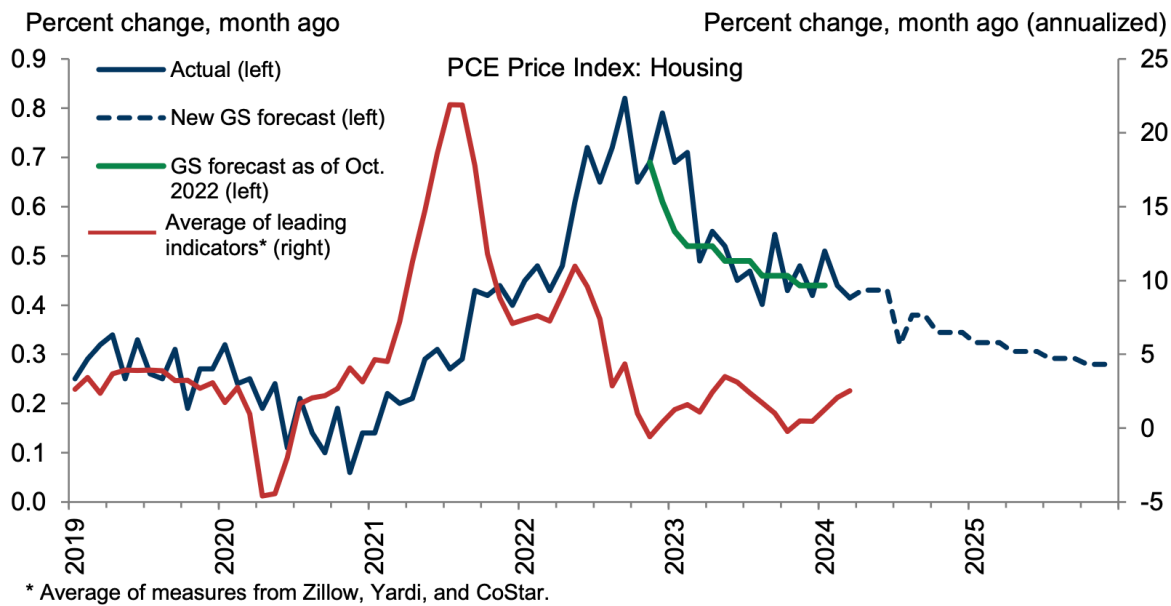
2024年04月24日 22:00

1. PCE住房通胀预期

高盛：尽管领先指标在过去18个月的平均年化增速为1.5%，但高盛官方住房衡量指标显示三月份年化增速 $>5\%$ 。

（由于现有租户支付的租金与新租户市场价格之间存在较大差距，官方住房通胀指标滞后于领先指标的时间比通常更长。我们在2022年末改进了我们的预测方法，以将这一差距纳入明确考量。）

Exhibit 1: The Official Measures of Shelter Inflation Have Lagged Leading Indicators by Much Longer Than Usual Because of the Large Gap Between Rents Paid by Existing Tenants and New Tenant Market Rates; We Adapted Our Forecasting Approach to Explicitly Account for That Gap in Late 2022



Note: March actual reflects GS mapping of CPI source data.

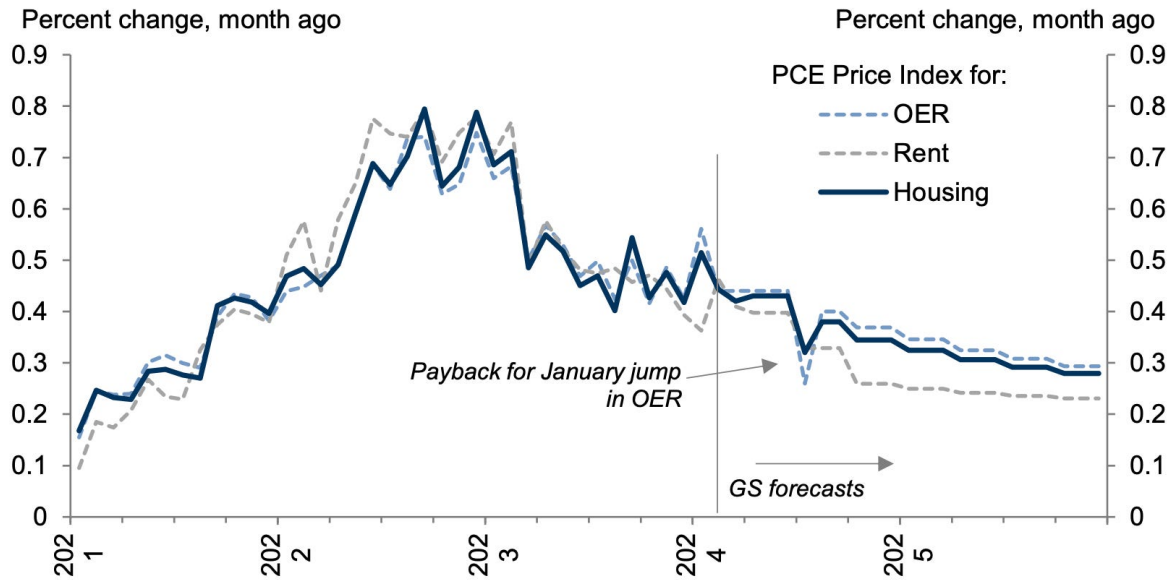
Source: Department of Commerce, Zillow, Yardi, CoStar, Goldman Sachs Global Investment Research

1. PCE住房通胀预期 ii

高盛预计，到2024年12月，PCE住房通胀将降至环比 $+0.34\%$ （意味着同比增长 4.9% ），到2025年12月将降至环比 $+0.28\%$ （同比增长

3.7%)。

Exhibit 11: We Expect PCE Shelter Inflation to Fall From a Monthly Pace of +0.43% in March to +0.34% by December 2024 and +0.28% by December 2025, Reflecting a Sharper Slowdown in Rent Than OER



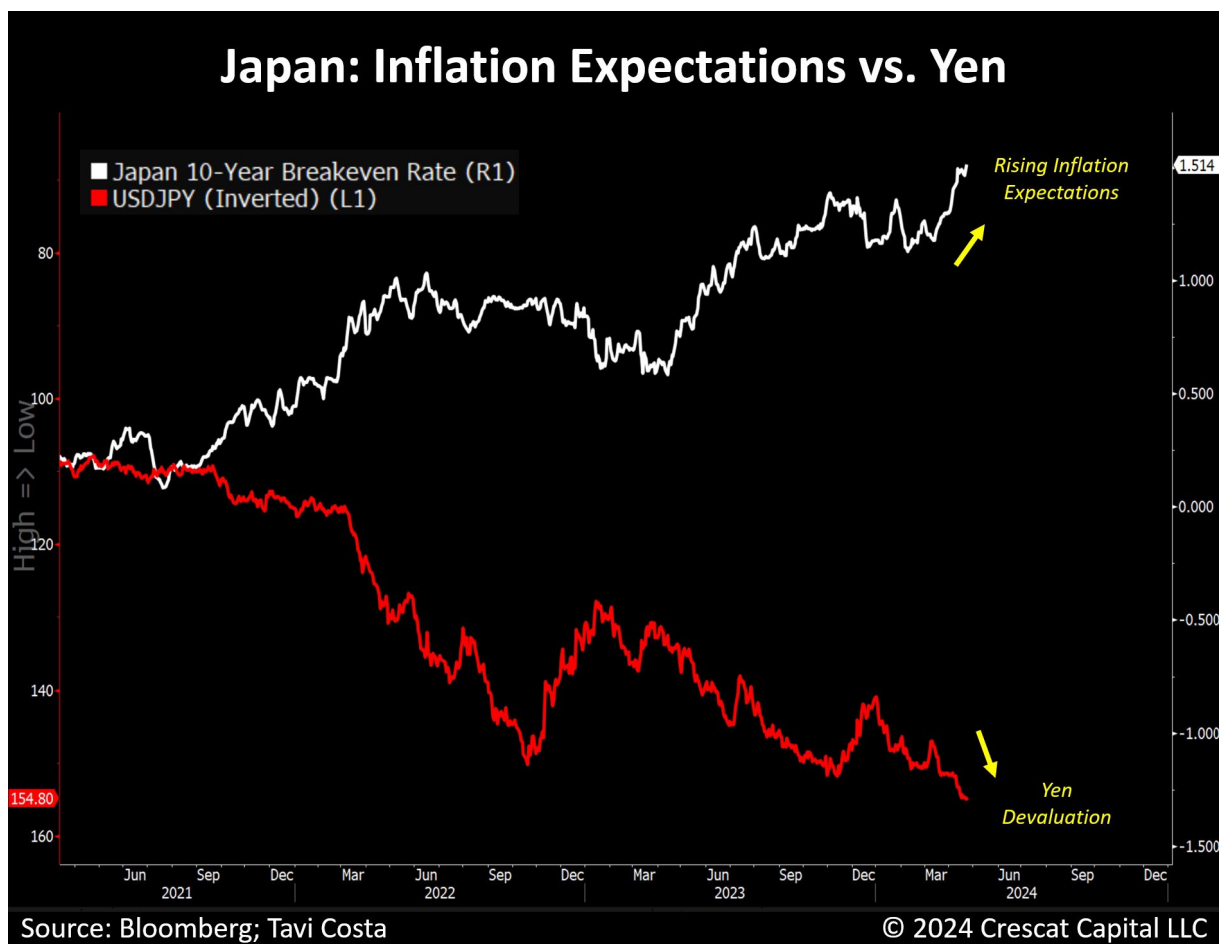
Source: Department of Commerce, Goldman Sachs Global Investment Research

1. BOJ

一张图解释了日本央行的困境。红色为美日走势，白色为日本10年期通胀预期。

日本正在经历通胀预期上升，同时日元持续贬值，呈现出几乎完美的负相关关系。这反映了一个两难境地，即经济承受着过多的债务负担，必须在结构性通胀压力面前持续实施宽松的货币政策。

这种情况在日本可能更为明显，但这一趋势实际反映了全球货币贬值现象。



1. 市场情绪

实际上，尽管出现了中期周期已经见顶的警告信号，市场对于贵金属的情绪仍然在很乐观的水平。下图黑色为白银价格，蓝色为 silver optix，一种反映白银市场情绪的指标。

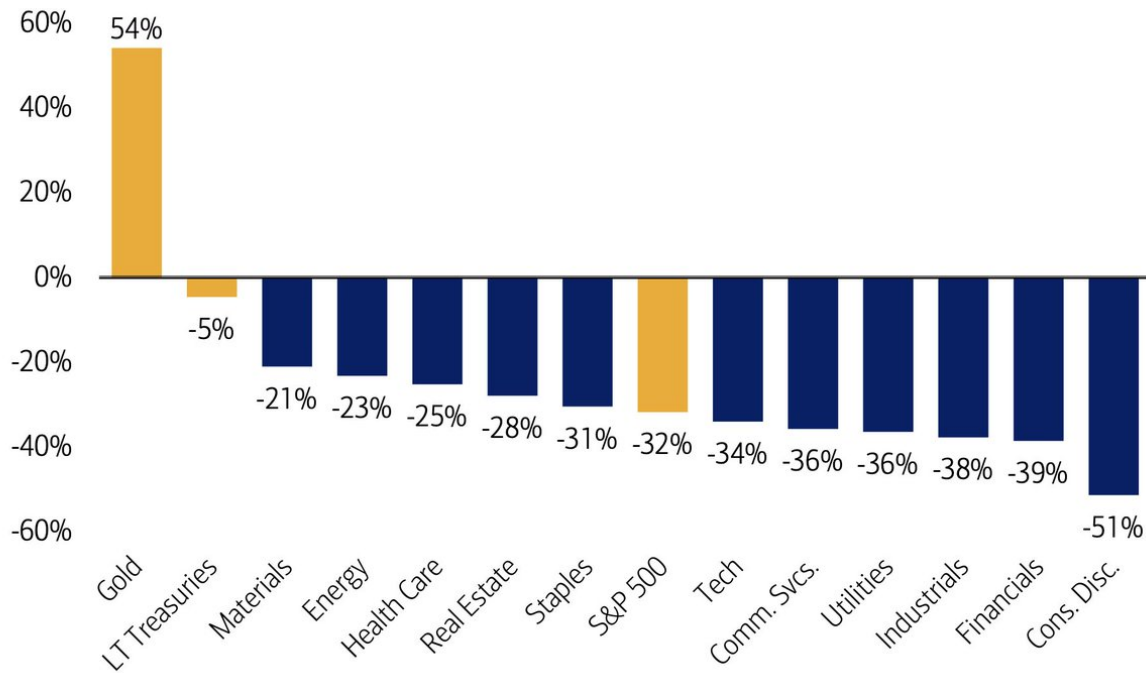


1. 历史回溯

在赎罪日战争（1973年）和能源通胀峰值（1973年9月-1974年7月）之间，标普500指数下跌了32%，所有11个板块都下跌。其中材料和能源表现最好，而消费者必需品表现最差。黄金涨幅达到54%，而长期国债下跌了5%。

Exhibit 4: All 11 sectors in the S&P 500 fell during the oil shock in 1973-74. Gold was the best performing asset.

Performance between the Yom Kippur War and peak energy inflation (9/1973-10/1974)



Source: BofA US Equity & Quant Strategy, Bloomberg, Global Financial Data
Blue bars = S&P 500 sectors

BofA GLOBAL RESEARCH

1. 消费者信心 vs 住房需求

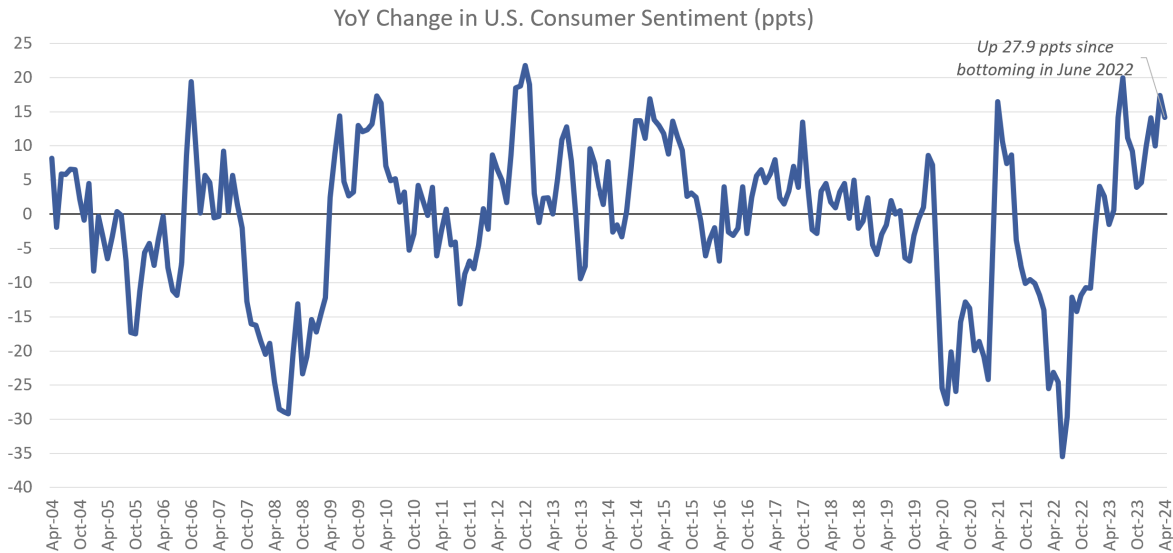
密歇根大学消费者信心指数显示，美国消费者信心继续反弹，连续12个月同比增长，自2022年夏季触底以来已上升27.9个百分点。尽管总体情绪仍低于疫情前水平，但这种反弹相当令人鼓舞，而且这与租房需求的复苏相一致。

租房需求下降与消费者信心下降不谋而合，而且随着消费者信心的反弹，需求也在复苏。事实上，第一季度公寓需求达到了20多年来所有第一季度的最高水平。

是什么推动了这一切？即使就业市场保持健康、工资增速近5%——尤其是在更有可能成为租户的年轻人中，但通胀正在降温。当使用实时住房数据而不是CPI的滞后版本时，通胀已经回到了约2%左右，而不考虑住房的CPI也表现出了相同的情况。大多数商品并没有变得更便宜，但也不再飙升。

消费者信心是影响住房需求最被低估的变量。人们对世界的感受以及他们在其中的位置对于签订租赁协议或购买房屋的决定产生了巨大影响。消费者信心的持续改善将是公寓和独栋房屋需求未来强劲的动力。

U.S. Consumer Sentiment Continues to Rebound at Impressive Clip



Source: University of Michigan Consumer Sentiment Index

1. 经济增长 vs 高利率

尽管利率持续在较高水平，但欧元区和英国的经济增长仍在加速。大多数人预计货币政策的收紧会随着时间推移而减缓增长，但最近美国、英国和欧元区的增长表明，初期的利率上调确实会对增长产生拖累，但随后增长可以在更高水平的利率下恢复。

这表明，市场最初的利率调整可能对经济的冲击更大，因为它导致了在接近零利率情况下合理的一些边际活动突然终止。此外，利率上涨压制了资产价格，从而影响了需求。

如果这种冲击不足以引发自我加剧的向下动态，经济体在经历了一段较弱增长后，可以适应更高的利率环境。以美国银行业贷款为例。随着利率上行，银行贷款大幅放缓，对经济增长造成了负面冲击。但目前银行贷款正在以适度的增速稳定下来，不再对GDP产生拖累。

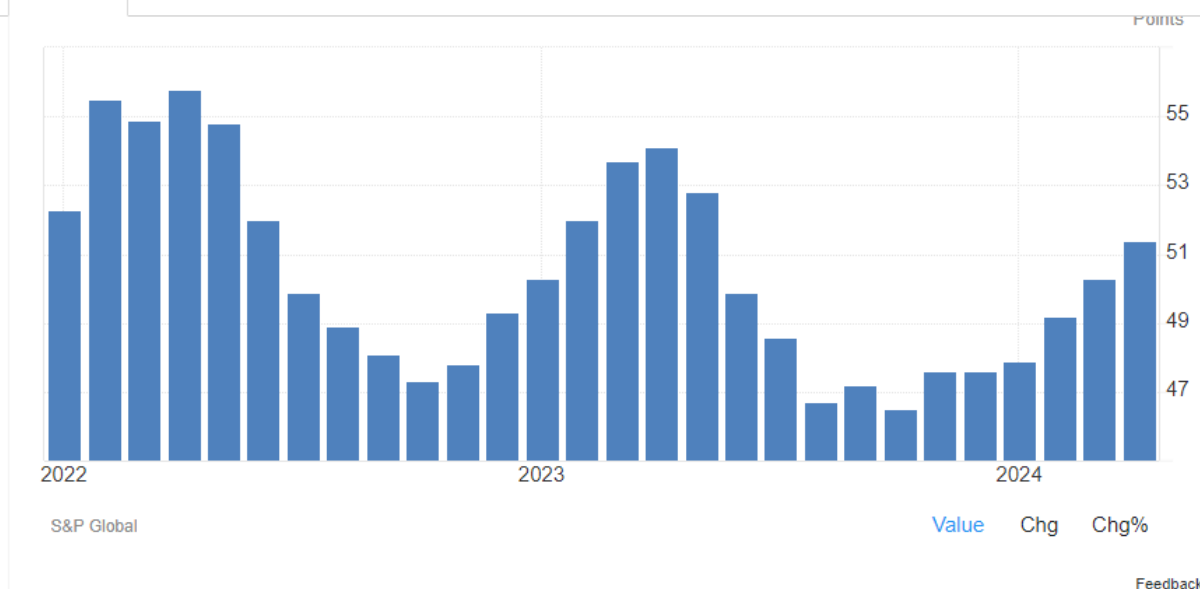
欧洲央行的研究显示，之前的加息可能对经济产生了一些缓和的影响。我觉得这个说法可能有点夸张，但总的来说，它指出了24

年的收紧影响比23年小一些。

欧洲央行仍有望在今年降息3-4次。英国央行预计在2024年底前降息1-2次。如果在当前利率水平下经济增长没有减弱，更不用说近期还看到了改善，那么进一步降息的紧迫性就很小了。

Euro Area Composite PMI

Summary Stats Forecast Alerts



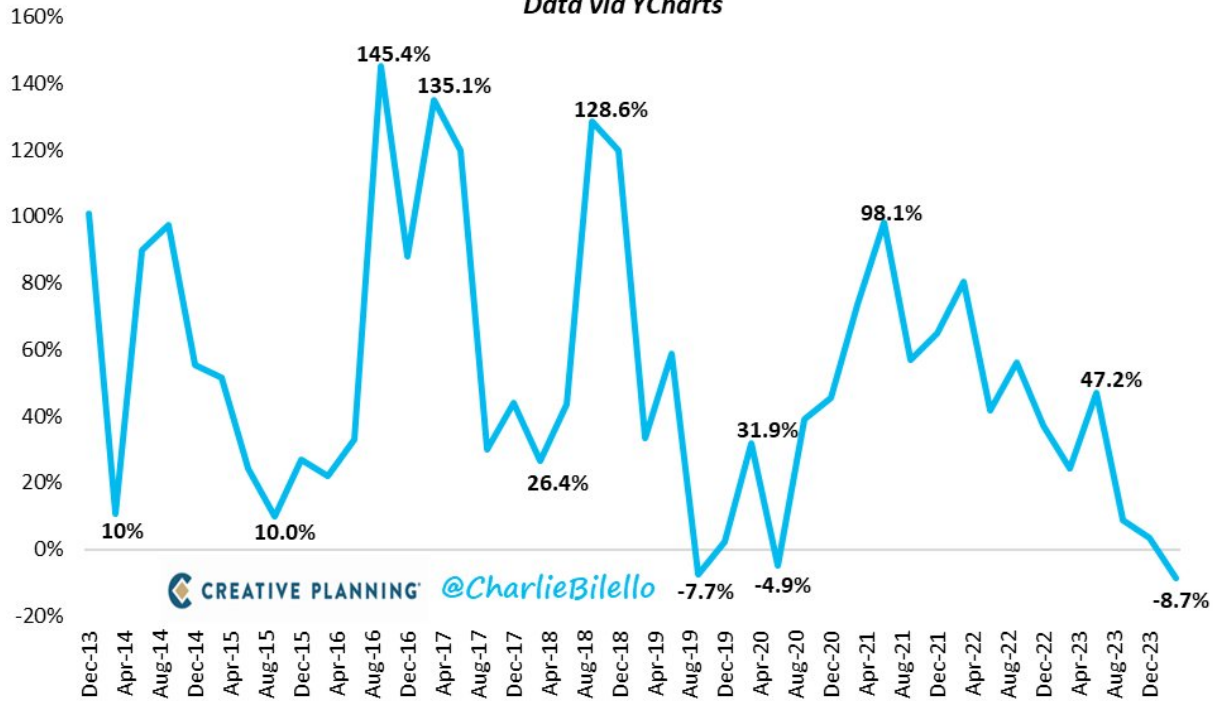
1. 特斯拉

特斯拉第一季度营收同比下降了8.7%，是自2012年以来最大的降幅。净利同比下降了55%至11亿美元，毛利从去年的19.3%下降到第一季度的17.4%，两年前为29.1%。

与此同时，其股价在盘后交易中上涨了13%。市场中，预期才是一切。

Tesla Revenue Growth, Quarterly YoY (%)

Data via YCharts



1. 消费 vs 薪资

也许美国消费支出强劲是因为就业收入增长也强劲。截至4月前四周，根据联邦所得税和FICA预扣，就业收入增长了6%。

US TREASURY - FEDERAL EMPLOYMENT TAX RECEIPTS (in millions)										
2023-2024 TTM					2022-2023 TTM					
Period End Date	Employment		Withheld Income & Employment Taxes		Growth Rate vs LY	Period End Date	Employment		Withheld Income & Employment Taxes	
	Taxes	Days	(Daily Avg)				Taxes	Days	(Daily Avg)	
26-May-23	\$ 234,839	20	\$ 11,742	6.1%	27-May-22	\$ 221,357	20	\$ 11,068		
30-Jun-23	\$ 290,208	25	\$ 11,608	-1.8%	01-Jul-22	\$ 295,652	25	\$ 11,826		
28-Jul-23	\$ 229,465	20	\$ 11,473	14.6%	29-Jul-22	\$ 200,239	20	\$ 10,012		
25-Aug-23	\$ 234,266	20	\$ 11,713	6.5%	26-Aug-22	\$ 220,054	20	\$ 11,003		
29-Sep-23	\$ 286,961	25	\$ 11,478	6.1%	30-Sep-22	\$ 270,392	25	\$ 10,816		
27-Oct-23	\$ 235,333	20	\$ 11,767	6.1%	28-Oct-22	\$ 221,890	20	\$ 11,095		
24-Nov-23	\$ 239,972	20	\$ 11,999	5.3%	25-Nov-22	\$ 227,945	20	\$ 11,397		
29-Dec-23	\$ 342,418	25	\$ 13,697	-8.6%	30-Dec-22	\$ 374,707	25	\$ 14,988		
26-Jan-24	\$ 263,882	20	\$ 13,194	1.4%	27-Jan-23	\$ 260,122	20	\$ 13,006		
23-Feb-24	\$ 279,547	20	\$ 13,977	6.1%	24-Feb-23	\$ 263,433	20	\$ 13,172		
29-Mar-24	\$ 383,418	25	\$ 15,337	7.3%	31-Mar-23	\$ 357,490	25	\$ 14,300		
19-Apr-24	\$ 209,339	15	\$ 13,956	6.0%	21-Apr-23	\$ 197,488	15	\$ 13,166		
DAILY AVG:	\$ 3,229,648	255	\$ 12,665	3.8%	DAILY AVG:	\$ 3,110,769	255	\$ 12,199		

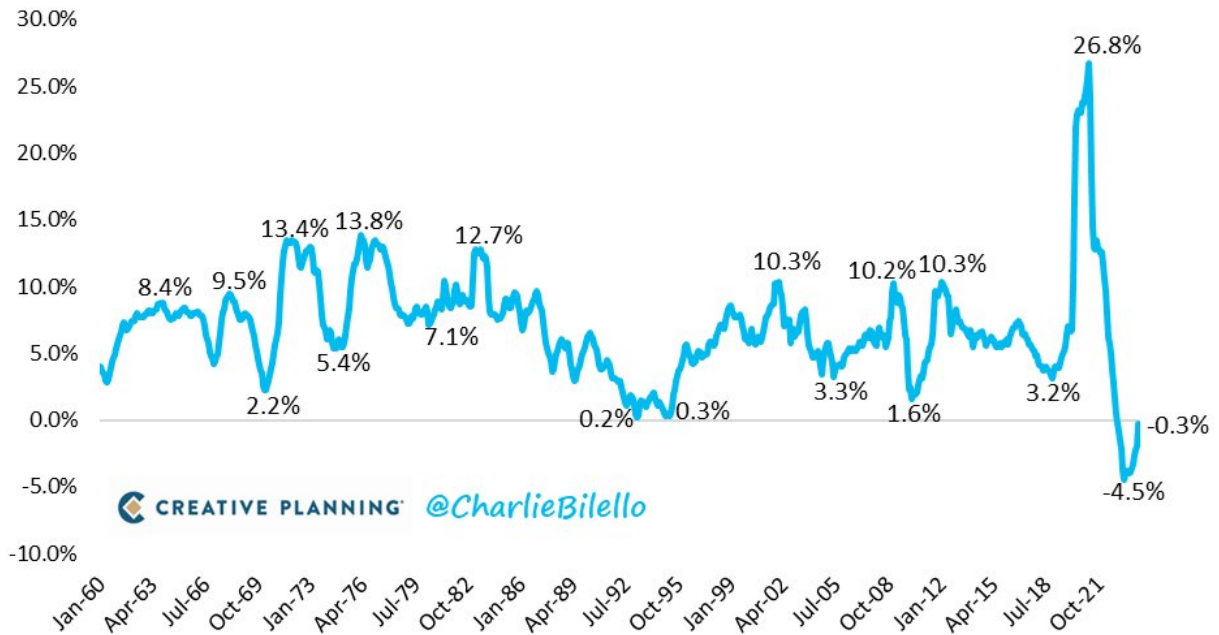
Source: US Treasury Daily Statements

1. 印钱模式

美国M2货币供应相比一年之前下降了0.3%，创下了连续16个月同比下降的记录。但这也是过去16个月中同比下降幅度最小的一

次，看起来下个月很可能再次转为正增长。印钱模式的回归？

**US M2 Money Supply: 1-Year % Change
(Jan 1960 - Mar 2024 - Seasonally Adjusted)**

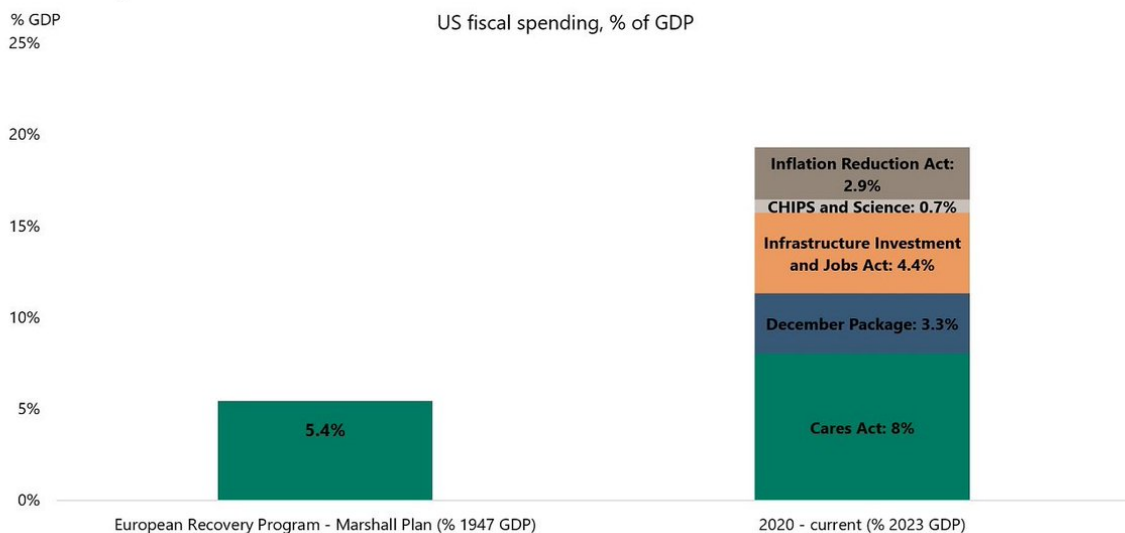


1. 印钱模式 ii

Torsten Sløk: 美国在新冠疫情期间的财政刺激规模，是当初马歇尔计划（欧洲复兴计划）的四倍之多。

Marshall Plan was 5% of 1947 US GDP.
Covid response was 20% of 2023 US GDP.

APOLLO



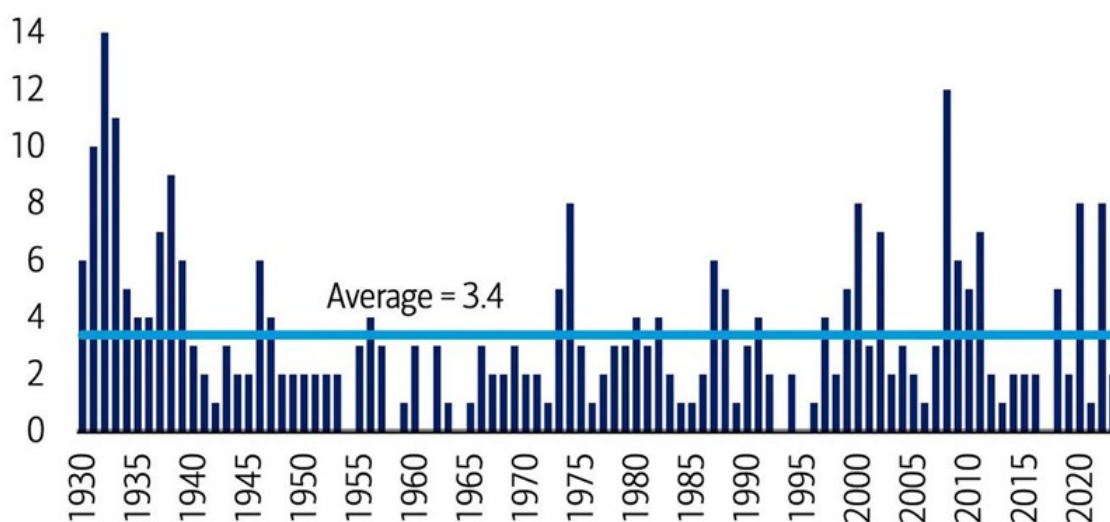
1. 回调结束了没？

在过去的100年里，标普500指数每年至少平均出现三次、至少5%的回调。在2023年，出现了两次至少5%的回调，2022年发生过八次，而2008年金融危机经历了十二次5%以上的回调。

上周标普500指数触及了5%的回调阈值，已从低点上涨约3%，并于昨日结束了六连跌。这次回调已经结束了吗？

Exhibit 10: 5% pullbacks in the S&P 500 have occurred 3x per year

Frequency of 5% pullbacks since 1930

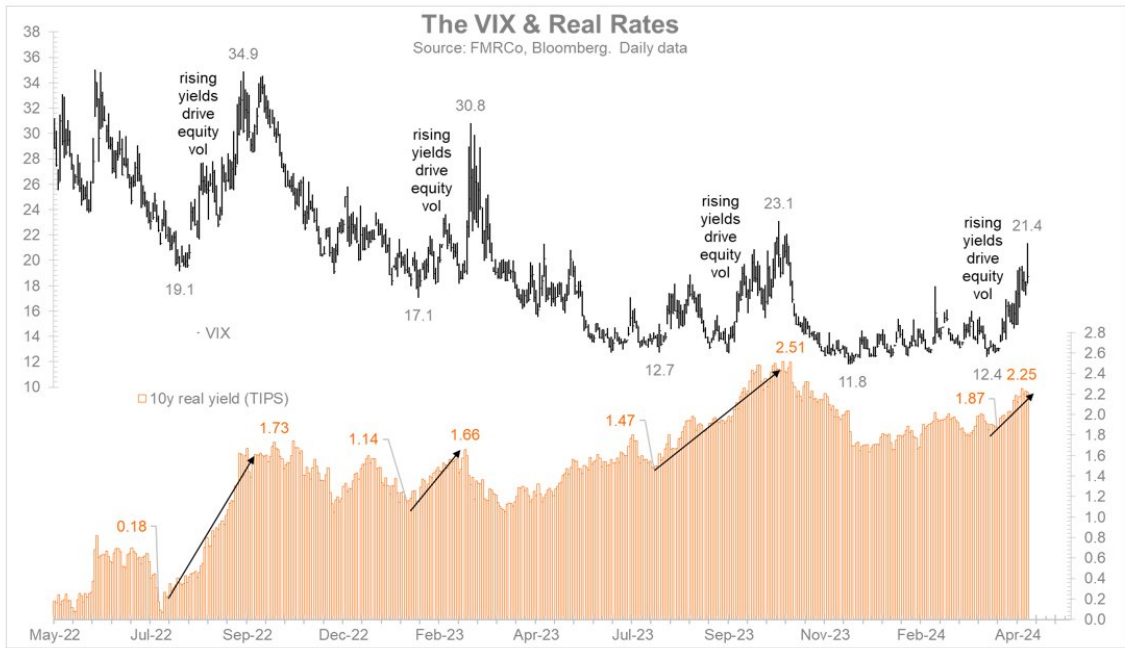


Source: Bloomberg, BofA US Equity & US Quant Strategy

@KOBESSILETTER
BofA GLOBAL RESEARCH

1. 抛售

S&P 500的抛售可能主要是因为黏性通胀和实际利率上升的情况同时存在。我们可以观察到自2022年初以来，市场波动增加与实际利率相关。在其他条件相同的情况下，实际资本成本的提高意味着市盈率降低。



Data source: FMRCo, Bloomberg, Haver Analytics, FactSet. Data as of 04/21/2024. Past performance is no guarantee of future results.



1. 牛市幻觉？

如果我们将标普500指数的表现除以自金融危机以来美联储资产负债表的变化，结果会是一条几乎平直的线。这意味着自2008年以来，股价基本上没有真正增长，唯一的上涨是由于印钞。

央行量化宽松与股指价格之间的相关系数接近1。

美联储印制的货币，由于公开市场操作的结构，直接注入国债市场，然后流入股票和衍生品市场。这主要使资产所有者、金融机构和富裕精英受益，他们本来就手握大部分股市。

整个牛市都是一个幻觉，一场由美联储提供资金、并通过量化宽松来维持的幻觉。在黑暗的金融空间里，许多事物并非看上去那样。



1. 谈过的军费支出问题

2023年全球经济增长率只有2.9%，但全球军费支出却高达6.8%，说明整军备战的年代到了。军费增速远高于经济增速，高速增长的军费都来自于家庭身上的税赋，决定了很多地区的民众生活水平在下降。

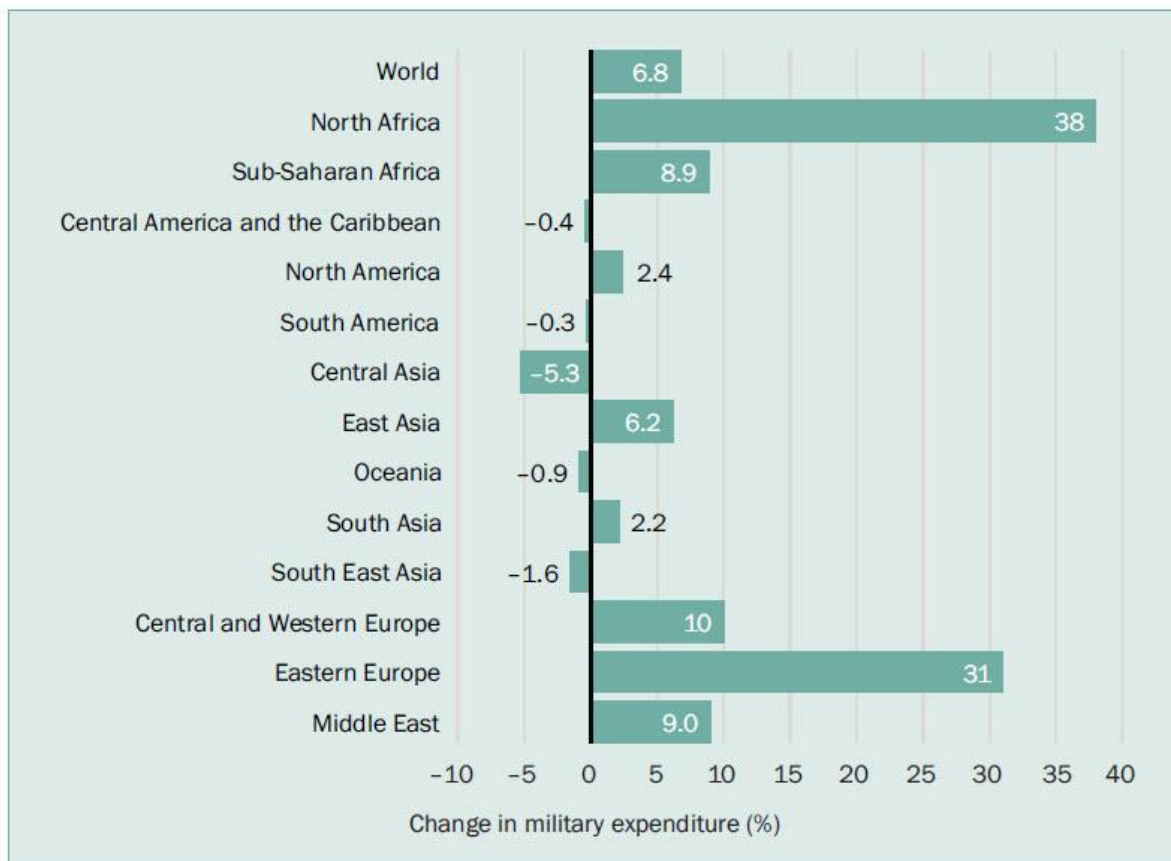


Figure 3. Changes in military expenditure, by subregion, 2022–23

Source: SIPRI Military Expenditure Database, Apr. 2024.