

类别
宏观策略月报

日期
2021年04月02日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbftures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbftures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbftures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩(量化)
021-60635726
chenhao@ccbftures.com
期货从业资格号：F3048622



疫情扩散速度再次抬头，中外地缘 政治风险升温

近期研究报告

《宏观专题-全球碳中和热潮对宏观市场影响》2021.3.25

《宏观专题-新冠疫苗与新冠疫情的赛跑进入第二阶段》2021.2.5

《贵金属专题-数字货币的技术基础与价格影响因素》2021.1.27

《宏观专题-拜登政府时代的中美关系和宏观市场展望》2020.11.13

《宏观专题-例外主义视角下的中美关系演进》2020.11.3

《贵金属专题-不畏浮云遮望眼，金银又到做多时》2020.10.14

观点摘要

- 美国国债利率相对于欧洲的利差扩大，以及海外疫情反复和中外地缘政治所带来的避险需求，推动3月份美元指数偏强反弹；虽然积极财政政策叠加宽松货币政策必定会在中长期内削弱美元的实际购买力，但中短期来看套利资金和避险资金仍然为美元汇率提供支撑。由于经济增长前景和货币金融环境差异，3月份欧美股市上涨而中港股市调整，由此带来的避险需求使得中国国债收益率小幅回落。全球疫情扩散速度抬头、中国回撤货币财政刺激以及美元指数偏强运行使得3月份工业商品偏弱调整，但全球经济同步复苏预期以及中国碳中和战略为工业商品价格提供底部支撑；避险需求推动下黄金价格小幅反弹，但美元强势之下黄金价格难有出色表现。
- 展望4月份，我们认为随着全球加快新冠疫苗接种进度，全球同步复苏形势将更加明显，这将削弱美元和贵金属的避险需求；拜登政府基建基础设施计划将遭遇更大阻力，积极财政政策对美债收益率和美元刺激力度边际递减，我们判断美债收益率由快速上升阶段转为高位盘整，下半年再重新开始上涨到2.3%附近，美元指数则偏弱调整构筑双底；随着美国国内政治风险上升，拜登政府将集中精力处理国内事务，暂时无暇联合盟友打压中国，同时拜登更加强调中美合作应对气候变化，中外地缘政治风险可能暂时缓解；外部压力减轻而且经济增长前景好转的情况下，中国将更加主动处置房地产违规贷款、遏制金融系统性风险，国内货币金融环境始终处于偏紧状态。在这种情况下，我们预计4月份仍然是大宗商品占优，股票和债券难分秋色，大宗商品中看好工业商品，股市中中小盘股好于大盘蓝筹股，债券中短端好于中长端。

目录

一、三月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 疫情与疫苗的赛跑陷入僵局	- 4 -
2.2 疫情反复无碍全球经济恢复	- 6 -
2.3 美联储无意打压美债利率	- 8 -
2.4 中国房地产调控殃及池鱼	- 10 -
2.5 中外地缘政治风险升温	- 11 -
三、资产市场分析	- 13 -
四、中期资产配置	- 15 -

一、三月份宏观市场回顾

由于新冠疫苗研发成功消息使得人们放松防疫意识，3月份除美国外的大部分地区疫情扩散速度有所抬头，3月28日全球日均新增确诊病例数较2月底增加18万，其中欧洲和亚非拉地区分别增加7.2万和11.3万；由于全球加速接种新冠疫苗，而现有数据证明新冠疫苗对疫情的确起到抑制作用，我们预计本轮疫情反复幅度相对有限，但仍然会影响到金融市场风险偏好以及部分商品的供需关系。3月份中外地缘政治风险有所恶化，3月18至19日中美外交高管在美国阿拉斯加会晤，会上双方剑拔弩张针锋相对火药味甚浓，中美双方根本分歧进一步呈现出来；3月22日美国联合欧盟、英国和加拿大就虚假的新疆人权问题制裁中国若干个人和实体，中国第一时间强硬反击制裁美欧英加相应个人和实体；我们认为相对于美国特朗普政府，拜登政府会采取更加系统化并且联合盟友共同施压的方式应对中国崛起，但其可预测性较强因此对金融市场冲击力度较小。即使美国疫情防控情况较好并且经济恢复力度也好于欧洲同行，但美国拜登政府继续推出1.9万亿美元的新一轮疫情纾困法案，并且准备继续推出规模高达数万亿美元的基础设施建设计划，另一方面美联储出于就业市场远未恢复到充分就业水平的考虑承诺继续维持宽松货币政策环境，积极财政政策叠加宽松货币政策使得美国通胀预期和经济增长预期都明显改善，两者推动美国长端国债利率大幅上升。美国国债利率相对于欧洲的利差扩大，以及海外疫情反复和中外地缘政治所带来的避险需求，推动3月份美元指数偏强反弹；虽然积极财政政策叠加宽松货币政策必定会在中长期内削弱美元的实际购买力，但中短期来看套利资金和避险资金仍然为美元汇率提供支撑。由于经济增长前景和货币金融环境差异，3月份欧美股市上涨而中港股市调整，由此带来的避险需求使得中国国债收益率小幅回落。全球疫情扩散速度抬头、中国回缩货币财政刺激以及美元指数偏强运行使得3月份工业商品偏弱调整，但全球经济同步复苏预期以及中国碳中和战略为工业商品价格提供底部支撑；避险需求推动下黄金价格小幅反弹，但美元强势之下黄金价格难有出色表现。

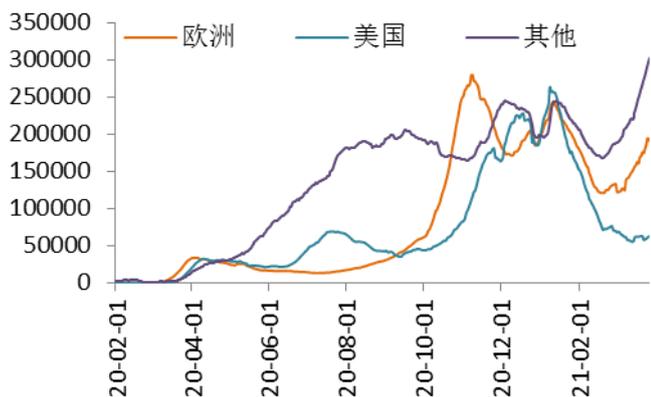
二、宏观环境评述

2.1 疫情与疫苗的赛跑陷入僵局

截至2021年3月28日全球累计确诊新冠病例达到12781万，总体感染率达到1.64%；累计死亡病例达到279.6万，总体死亡率2.19%。全球日均新增确诊病例在1月11日因北半球年底假日出行聚餐旺季而达到阶段性峰值74.3万，随后在强化防疫措施和加快新冠疫苗接种的帮助下快速下降到2月19日的35.9万，

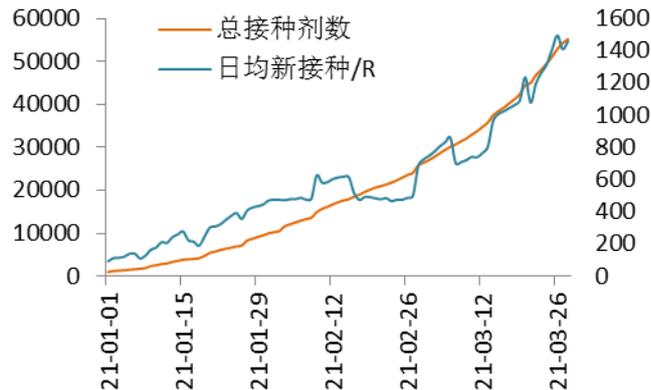
而2月下旬以来除美国外的其他地区疫情扩散速度均有抬头，截至3月28日全球日均新增确诊病例上升到55.9万，其中美国、欧洲和其他地区分别为6.3万、19.3万和30.2万。疫情反弹较为严重的国家有巴西、印度、法国、土耳其和波兰，而法国、意大利、波兰和德国等欧洲国家也重新收紧防疫隔离措施。我们认为新冠疫苗研发成功消息使得人们倾向于放松防疫警惕，进而导致了这次疫情反弹；但随着全球加速接种疫苗，预计本次疫情反弹的空间和时间都相对有限。

图1：区域新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：全球疫苗接种情况

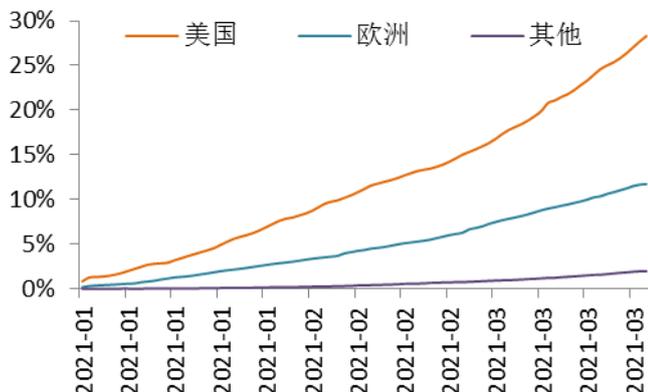


数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

截至3月28日全球共接种疫苗5.52亿剂，日均接种疫苗达到1458万剂，3月中旬以来接种疫苗速度有所加快；至少接种过一剂疫苗的人数达到3.15亿，占到全球总人口的4%。但是不同经济体之间的疫苗接种进度差异还是很大的，以色列接种率（至少接种一剂疫苗的人数在总人口中占比）达到60.3%，接近集体免疫的程度，英国和美国接种率分别达到44.4%和28%；2月下旬以来这三个国家都没有出现明显的疫情反复现象，说明接种新冠疫情的确可以对新冠疫情起到抑制作用。相比较而言，截至3月28日欧盟接种率才达到10.7%，法国、德国和意大利等欧盟国家接种率都是11%左右。这一方面是由于疫苗产能和供应问题，欧美主流新冠疫苗产家美国的莫德纳和辉瑞以及英国的阿斯利康，美英自然在疫苗供应上享受到地主之利，欧盟整体以及成员国之间都面临疫苗可得性和公平分配问题。另一方面是由于欧盟在接种阿斯利康疫苗后曾经出现过血栓等严重副作用，欧盟多个国家一度叫停阿斯利康疫苗接种，虽然后续世卫组织和欧洲药品监督局调查认为接种阿斯利康疫苗的潜在风险小于正面收益，欧盟恢复接种新冠疫苗，但毫无疑问的是血栓事件使得欧盟民众接种疫苗的意愿下降，疫苗可得性、公平分配问题以及民众接种意愿将继续使得欧盟接种进度显著落后于美国，我们判断美欧将分别于二季度和三季度达到集体免疫程度。而对于美欧之外的广大发展中国家而言，除了中国和印度等少数几个拥有新冠疫苗研发能力的国家以外，绝大部分发展中国家现阶段只能依赖联合国疫苗分配机制来获得非常少量的疫苗，它

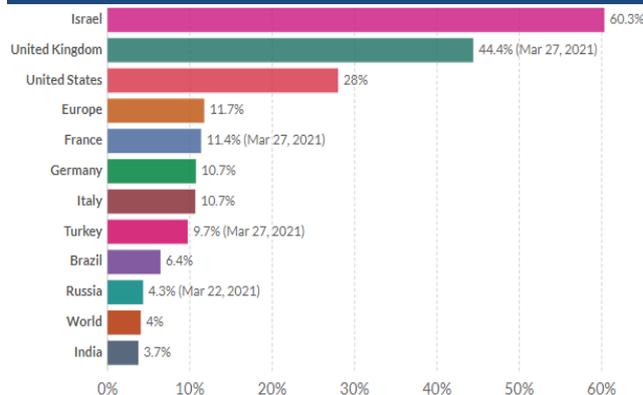
们大部分要到 2022 年才能达到集体免疫程度。

图3：区域疫苗接种情况



数据来源：Ourworldindata, 建信期货研报中心

图4：部分经济体疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata, 建信期货研报中心

总体而言，各个经济体接种疫苗进度不一使得全球新冠疫情更加分化，不依靠疫苗就能控制住疫情的中国当仁不让仍然处于第一梯队，美国和英国脱颖而出在疫苗接种进度和疫情防控上面处于第二梯队，欧盟等其他发达国家较为落后地处于第三梯队，除中国外的其他发展中国家位于第四梯队。疫情防控程度的不一自然对国家经济发展前景、逆周期调节政策以及利率汇率等基础金融变量产生重要影响。

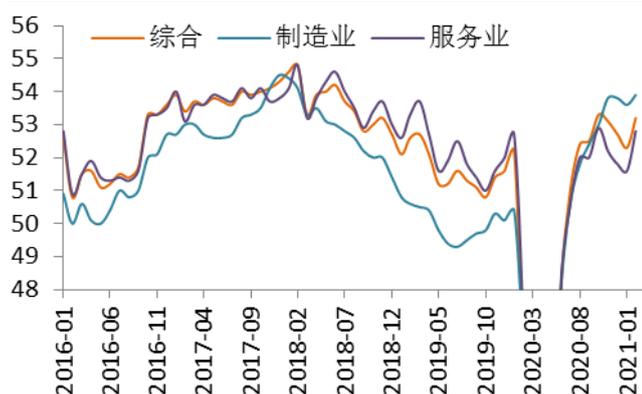
2.2 疫情反复无碍全球经济恢复

2021年2月份摩根大通综合PMI实现自2020年11月份以来首次环比回升，1月中旬至2月中旬新冠疫情扩散速度明显放缓后全球经济活动有重新加速恢复迹象。2月份摩根大通全球制造业PMI录得53.9%，实现自2020年11月份以来首次环比回升，且为2018年3月份以来的高点，其中美国、欧元区、印度和巴西的制造业PMI均环比回升且远高于荣枯分界线50%，中国制造业PMI则是连续第12个月位于扩张区间，全球经济同步复苏势头进一步明确。

虽然2月下旬至今欧洲地区新冠疫情扩散速度明显回升，也有法国、意大利、德国等多个国家收紧防疫措施，但最新公布的3月份Markit PMI预览数据显示疫情反复暂时没有影响到实体经济，欧元区经济恢复势头在宽松货币政策和欧元汇率贬值的支撑下反而好于美国。3月份欧元区和美国制造业PMI预览分别为62.4%和59%，欧元区制造业PMI是从2020年11月以来首次超越美国；3月份欧元区和美国服务业PMI预览分别为48.8%和60%，由于服务业与疫情防控措施宽松程度明显正相关，因此在服务业方面欧元区还是落后于美国；3月份欧元区综合PMI上升到52.5%，为2020年8月份以来最高值。我们认为在新冠疫苗接种和积极财政

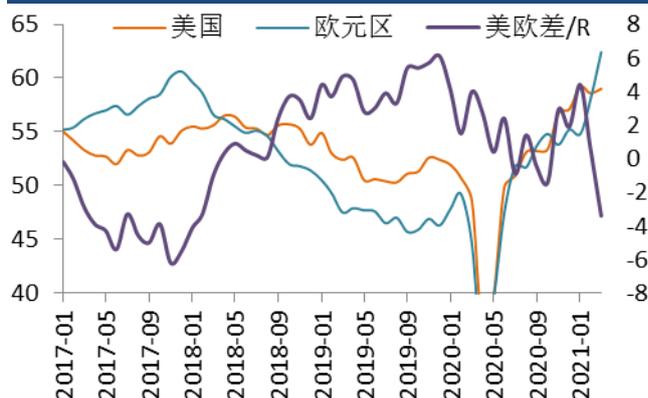
政策的刺激下，美国经济增长势头继续表现良好；但其他国家将从较低水平上加速赶上，美国相对欧洲同行的经济增长差异将会缩小，这意味着支撑美元指数强劲反弹的基本面将受到挑战；一旦美国拜登政府的基础设施建设计划受到阻碍，基本面弱化叠加市场风险偏好转变，持续了三个月的美元指数反弹就有可能告一段落。

图5：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美国和欧元区制造业PMI



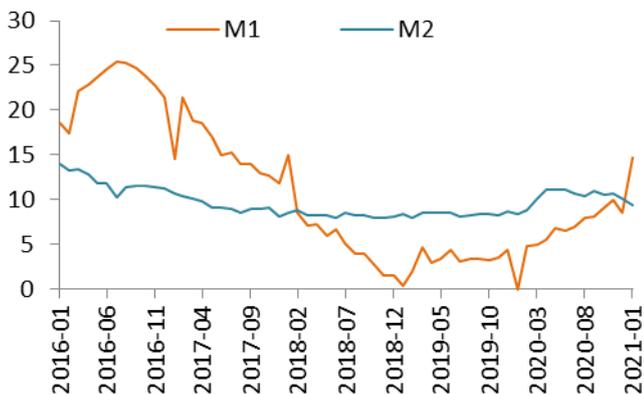
数据来源：Wind，建信期货研发中心

3月份中国制造业PMI环比上升1.3个百分点至51.9%，高于市场主流预期的51.2%。3月份制造业PMI有如下特点：一是供需两端同步回升，生产指数和新订单指数分别为53.9%和53.6%，高于上月2.0和2.1个百分点；二是进出口重返景气区间，春节过后国内市场产需加快释放，加之世界主要经济体经济继续复苏，本月新出口订单指数和进口指数分别为51.2%和51.1%，高于上月2.4和1.5个百分点；三是大中小型企业景气度均有所回升，大、中、小型企业PMI为52.7%、51.6%和50.4%，分别高于上月0.5、2.0和2.1个百分点；四是新动能引领态势良好，高技术制造业和装备制造业PMI分别为53.9%和52.9%，高于制造业总体2.0和1.0个百分点；五是价格指数升至近年高点，受国际大宗商品价格持续高位运行等影响，本月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为69.4%和59.8%，高于上月2.7和1.3个百分点。随着疫情防控成果巩固，消费需求不断释放，服务业加快恢复，3月份服务业商务活动指数为55.2%，高于上月4.4个百分点；3月份天气转暖，企业集中开工，建筑业施工进度加快，建筑业商务活动指数环比上升7.6个百分点至62.3%。

2021年2月份美国新增非农就业37.9万，远超市场预期的19.7万，1月份新增非农就业也从初值4.9万上调至16.6万。从2020年3月份到2021年2月份，新冠疫情给美国累积造成1188万就业损失（考虑到正常情况下月均新增20万非农就业），我们估计美国经济要到2023年底才能恢复到疫情前水平，这与美联储

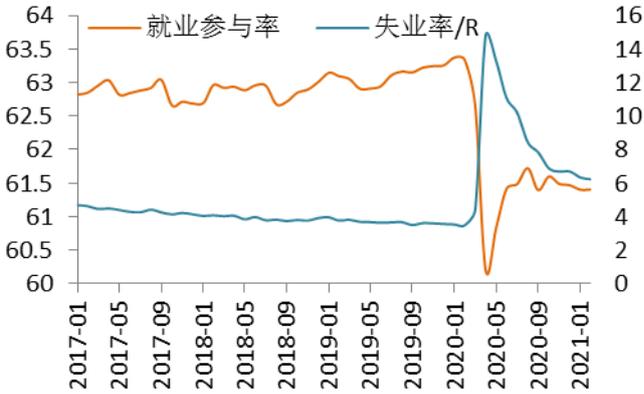
预估 2023 年前不会加息是一致的。2 月份美国商品生产业减少就业 4.8 万人，为 1 月份以来的第二次减员，这与高涨的美国制造业 PMI 就业指数相悖，警惕是短期数据质量问题还是长期隐患。2 月份美国失业率环比回落 0.1 个百分点至 6.2%，就业参与率则维持在 61.4% 的较低水平。

图7：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：美国就业市场情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

总体上看，虽然全球新冠疫情扩散速度有所抬头，而且中国逆周期调节政策明显回撤，但得益于欧美宽松货币政策和拜登政府积极财政政策，全球经济同步复苏格局得以延续。我们预计随着新冠疫苗接种进度的加快、新冠疫情的逐渐消退以及预防性储蓄的下降，二季度全球经济同步复苏趋势将更加明显，作为世界工厂的中国也将得益于全球经济的同步复苏，这使得逆周期调节政策回撤的同时中国经济增长的韧性增强，从基本上利多股票和工业商品等风险资产。

2.3 美联储无意打压美债利率

随着拜登政府新防疫措施的起效以及新冠疫苗接种进度的加快，美国新冠疫情扩散速度明显下降，日均新增确诊病例数从 2021 年 1 月 10 日的峰值 25.8 万下降至 3 月 28 日的 6.3 万，降幅达到 19.4 万且远高于全球平均水平。疫情扩散得

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19066

