

类别

宏观策略周报

日期

2021年6月18日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩(量化)

021-60635726

chenhao@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3048622



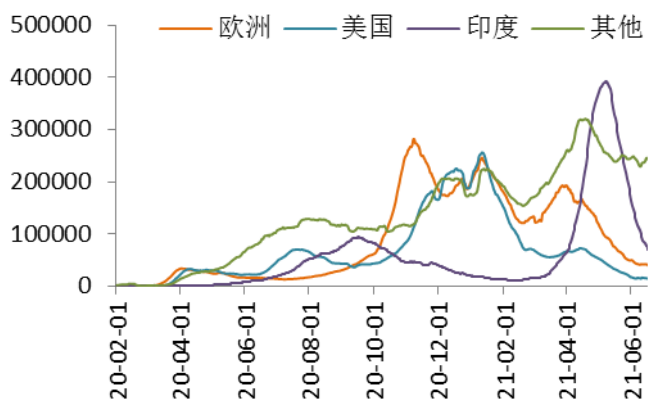
美联储首次明确货币政策基调 际收紧

一、宏观环境评述

1.1 全球疫情明显缓解

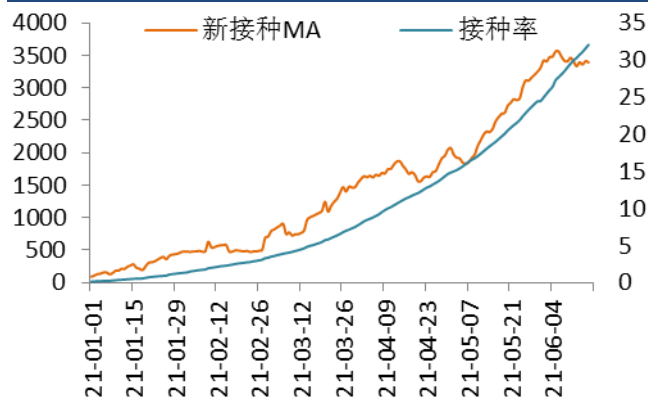
截至6月18日，全球累计确诊新冠病例17818万，总体感染率达到2.29%；累计死亡病例385.6万，死亡率小幅上升至2.16%。2月下旬至4月底全球爆发第三波新冠疫情，全球日均新增确诊病例最高上升到82.7万，其中以印度、巴西、土耳其等发展中国家疫情最为严重，欧洲国家在收紧隔离措施以及加快接种疫苗的帮助下较快地控制了疫情，而美国和英国等在疫苗接种方面位居世界前列的国家其疫情扩散速度基本上没有回升。5月初以来欧洲、美国以及其他发展中国家疫情扩散速度先后见顶回落，而5月中旬以来印度日均新增确诊病例也出现回落迹象，截止6月17日全球日均新增确诊病例36.6万，较4月底高点下降了46.1万。我们判断第三波疫情已经接近尾声，而且这很可能是最后一波；但由于印度疫情的外溢影响，之前疫情控制得比较好的全球制造业中心东亚和东南亚地区近期疫情扩散速度有所抬头，全球制造业复苏或受到轻微影响。截止6月17日日均新增确诊病例大于1万的有巴西（70439）、印度（69804）、哥伦比亚（27812）、阿根廷（22321）、美国（14544）和俄罗斯（13728）等6个国家。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：全球疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

截止6月17日全球接种新冠疫苗25亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3389万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到16.5亿；接种量居前的经济体有中国（94515万剂）、美国（31292万剂）、印度（25833万剂）、巴西（8154万剂）和英国（7246万剂）；全球疫苗接种率达到21.15%，其中加拿大（65.7%）、以色列（63.4%）、英国（61.9%）、美国（52.3%）和德国（49.2%）位居前列。数据显示新冠疫苗对新冠病毒扩散的确起到抑制作用，接种率居前的加拿大、英国和美国疫情扩散速度明显放缓。由于全球各地接种疫苗进度差别很大，接种进度居前的

国家有可能放松国内防疫措施而加强国际旅行管控，全球达到集体免疫时点取决于最晚达到集体免疫的国家。

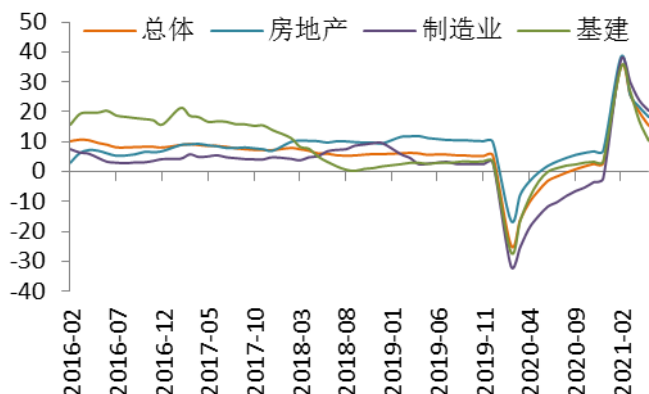
1.2 5月份中国经济整体平稳

5月份中国出口与地产增速边际下滑，但居民消费和制造业投资小幅加快，需求侧动力由地产加内需逐步转为消费加制造，而生产端则保持平稳态势。在财政后置和海外疫情缓解的双重影响下，我们预计下半年中国经济依然保持平稳态势，货币政策因应人民币汇率贬值和输入性通胀压力或有所收紧，变量在于国内需求回暖或使得上游物价压力传递到下游更加顺畅。

5月份全国规模以上工业增加值同比增长8.8%，增速较上月回落1.0个百分点；与2019年同月相比，规上工业增加值增长13.6%，两年平均增长6.6%（以2019年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算），较上月回落0.2个百分点；1-5月份两年平均增长7.0%，与1-4月份持平，延续稳定恢复态势。从三大门类看，采矿业，电力、热力、燃气及水生产和供应业分别增长3.2%和11.0%，两年平均分别增长2.1%、7.2%，增速均较上月有所加快；制造业增长9.0%，两年平均增长7.1%，保持较快增长。

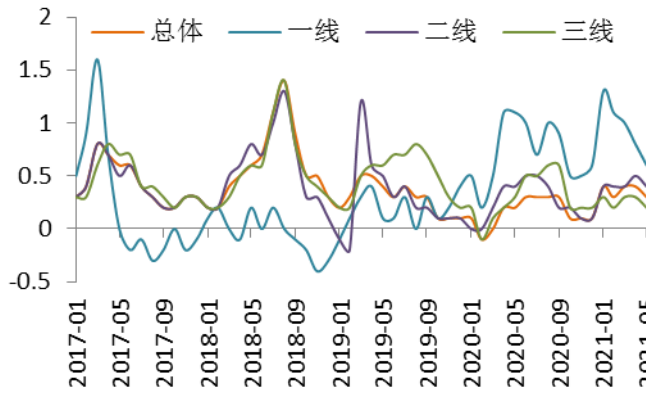
2021年1-5月份全国固定资产投资（不含农户）稳定恢复，同比增长15.4%；以2019年1-5月份为基期，两年平均增速为4.2%，比1-4月份提高0.3个百分点。1-5月份制造业投资同比增长20.4%，高于全部投资5.0个百分点；两年平均增速为0.6%，1-4月份为下降0.4%。基础设施投资同比增长11.8%，两年平均增速为2.6%，比1-4月份提高0.2个百分点。房地产开发投资同比增长18.3%，两年平均增速8.6%，比1-4月份提高0.2个百分点。

图3：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：二手住宅房价环比



数据来源：Wind，建信期货研投中心

5 月份社会消费品零售总额同比增长 12.4%，主要受同期基数变动因素影响，增速比 4 月份回落 5.3 个百分点。与 2019 年同期相比，社会消费品零售总额增长 9.3%，增速比 4 月份加快 0.5 个百分点；从环比看 5 月份社会消费品零售总额环比增长 0.81%，增速比上月加快 0.56 个百分点。1-5 月份，社会消费品零售总额同比增长 25.7%；两年平均增长 4.3%，比 1-4 月份提高 0.1 个百分点。

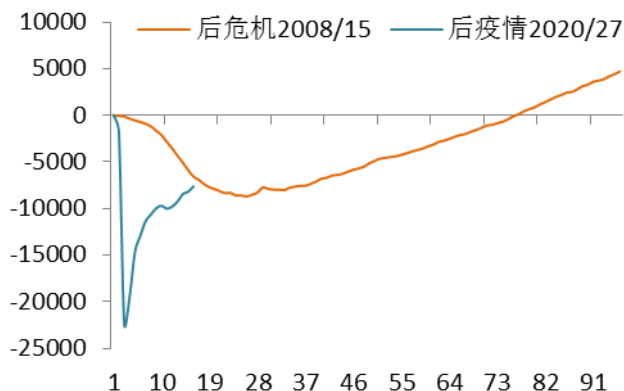
5 月份 4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.7%，涨幅比上月微扩 0.1 个百分点；同比上涨 6.0%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。一线城市二手住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。31 个二线城市和 35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比分别上涨 0.6% 和 0.4%，涨幅均与上月相同；二手住宅销售价格环比分别上涨 0.4% 和 0.2%，涨幅比上月均回落 0.1 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 5.0% 和 3.5%，涨幅比上月均微扩 0.1 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.8%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.6%，涨幅比上月微扩 0.1 个百分点。

1.3 各国财经政策动向

美联储 6 月 16 日议息会议维持联邦基金利率目标区间和现有 QE 购买步伐不变，将隔夜逆回购利率和超额准备金利率分别提高 5BP，并且与会官员大部分预期美联储 2023 年加息两次。

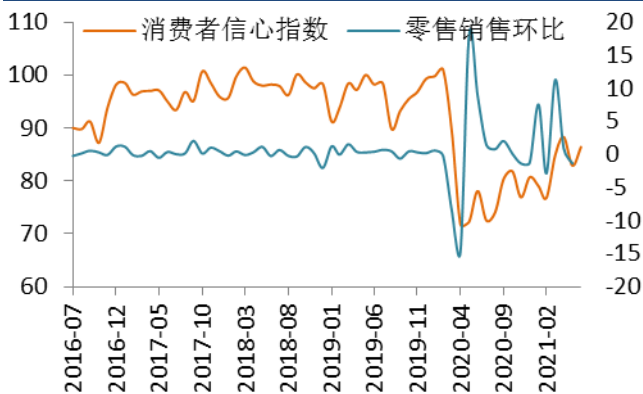
由于在 4 月会议与本次会议之间美国所公布的经济数据良莠不齐，就业数据回归正常，居民消费数据偏弱，通胀数据爆表，因此美联储在本次会议中维持联邦基金利率目标区间不变，并且维持现有的每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的资产购买步伐，这意味着美联储的现有宽松货币政策大体上得以维持，美联储将继续为美国经济复苏提供支持。美国 5 月新增非农就业 55.9 万，前月数据也修正为 27.8 万，总体上看美国就业市场正逐步消化美国政府积极财政政策所造成的负面冲击而回归到正常状态，但一个月的数据并不能给美联储提供高置信度的支持；截止到 2021 年 5 月美国就业市场从新冠疫情冲击中恢复的程度达到 65.9%，而 2013 年 5 月份美联储开始讨论缩减 QE 时美国就业市场从金融危机冲击中恢复的程度为 68.7%，如果 6 月份美国非农就业能继续有 60 万以上的增量的话，美联储很可能从 7 月议息会议起讨论缩减 QE。美国 5 月零售销售环比下降 1.3%，虽然 6 月份密歇根大学消费者信心指数有所回升，但由于通胀预期的制约，美国居民消费的修复可能会有所放缓。

图5：美国累计新增非农就业



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美国消费者信心与零售销售



数据来源：Wind，建信期货研发中心

在持续加快的新冠疫苗接种的支持下，5月份以来全球各区域的新冠疫情都在缓解，截止6月15日全球日均新增确诊病例37.9万，较4月29日的高峰值82.7万减少了44.8万；美国日均新增确诊病例1.6万，较1月10日的高峰值25.3万减少了23.7万，因此新冠疫情为美国经济带来的潜在下行风险明显下降了；但由于新冠疫苗全球分配严重不均，而全球新冠疫情何时达到群体免疫程度取决于最落后国家，因此目前也不宜过于乐观。美联储在议息会议声明中提到“疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在”。在通货膨胀方面，美联储继续坚持暂时因素的说法，以为维持现有宽松货币政策提供理由；但面对持续超预期的通胀数据，美联储主席鲍威尔也不得不承认通胀压力可能会比美联储预期得更高更持久。

尽管美联储继续维持现有的宽松货币政策不变，但利率点阵图则透露了美联储的真实想法。具体而言，认为美联储应该在2022年加息的与会官员数量从3月会议的4位增加到6位，但令市场震惊的是认为美联储应该在2023年加息的与会官员数量从3月会议的7位增加到13位，形势完全逆转（与会官员一共有18位），并且对2023年底联邦基金利率目标区间的中位预测为[0.5%，0.75%]，亦即美联储会在2023年以0.25%的幅度加息2次。从前次紧缩的情况来看，美联储在2013年5月发出缩减QE信号，从2014年初开始缩减QE，从2015年底开始加息，按此节奏美联储可能最早从2021年10月最晚从2022年初开始缩减QE。

另外，由于美联储宽松货币政策和美国政府积极财政政策造成美元流动性泛滥，近期美联储隔夜逆回购操作量剧增，在隔夜逆回购利率为0的情况下这相当于美联储被动回收流动性，也说明美联储继续维持大规模QE实在没必要。因此在本次会议上美联储将隔夜逆回购利率O/N RRR和超额存款准备金利率IOER分别提高了5BP，从而开始主动回收流动性。

总体而言，由于全球新冠疫情有所缓解但未根除，美国经济持续复苏但复苏势头有所放缓，通货膨胀压力高企且可能更加持久，宽松货币政策对美国经济市场的扭曲效应更加明显，美联储认为有必要释放逆转货币政策基调的信号，但并不准备马上显著收紧货币政策。我们预计假如美国6月新增非农就业继续在50万以上，那么美联储很可能从7月议息会议开始讨论缩减QE，并在8月份Jackson Hole全球央行会议上对紧缩路径做完整阐述，最终从今年10月份或者明年初开始缩减QE。由于充裕的美元流动性是全球金融资产估值高企的根本性支撑，美元流动性紧缩将施压金融资产估值，并使得金融市场波动性上升。

二、宏观市场分析

由于地方债发行节奏加快，而中国央行货币政策基调保持稳定，因此5月份货币流动性先松后紧，1年期国债收益率环比上升4BP；另一方面，由于经济增长势头有所放缓，同时监管层出手打压通胀预期，缓解了央行因通货膨胀被迫收紧货币政策的压力，因此10年期国债收益率环比大幅下降10BP，国债收益率曲线明显平坦化。6月份以来，由于地方债发行节奏继续加快，而央行货币政策保持稳定，因此短端国债利率继续上行；长端国债收益率一方面跟随短端利率上行，另一方面也受到美联储边际收紧货币政策金融市场波动性上升所带来的避险需求利好支撑。往前看，美联储边际收紧货币政策将推动美元汇率升值，并因此给中国带来输入项通胀压力，而欧美服务业加快复苏将使得国内上下游通胀传递更加顺畅，再加上今年财政后置对下半年经济的刺激作用，下半年国内经济通胀大概率温和回升，因此下半年中国国债收益率将跟随美债走高，但上行幅度将低于美债，而国债收益率曲线大概率小幅陡峭化。

图7：美元与人民币汇率

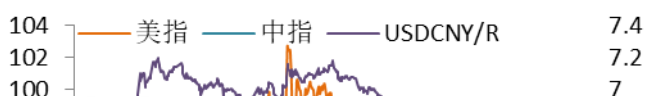


图8：中美10Y国债利率



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_20271

