

类别

宏观策略半年报

日期

2021年7月5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@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



疫情缓解和经济复苏仍是主线，但
政策正常化加大市场波动

近期研究报告

《宏观专题-2013 年美联储缩减恐慌再现的可能性》2021. 4. 24

《宏观专题-拜登政府经济外交政策评估与美元前景展望》2021. 4. 13

《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

观点摘要

- 2020 年 11 月初全球首只新冠疫苗研制成功，始于 2019 年底的全球新冠疫情进入疫情与疫苗赛跑的第二阶段。欧洲疫情和印度疫情的先后爆发以及全球疫苗接种的 S 形进程，使得全球疫情发展和经济复苏异常复杂且充满不确定性；但总体上来说随着疫苗接种的推进，不确定性在逐渐减少而确定性是逐渐增多的。就一般的情况来说，因应疫情扩散和疫情控制的差异，全球各经济体的经济复苏呈现出次第复苏的特征，不用疫苗就能依靠彻底的社交隔离措施和疫情防范措施控制疫情的中国走在复苏的前列，依靠新冠疫苗控制新冠疫情的美国和英国等少数国家在复苏队列上略微落后，缺乏疫苗研发能力和政府财政能力的大多数欧洲国家在复苏队列上更为落后，而除中国外的广大发展中国家则在复苏队列上排在最后。复苏顺序的前后总体而言也意味着经济增长潜力的高低，但由于总体上而言发达国家复苏先于发展中国家，而发达国家的货币流动性对发展中国家的利率汇率以及金融市场有强大的溢出作用，这给疫情控制能力最弱的广大发展中国家的经济复苏带来压力。
- 随着新冠疫苗接种的持续推进和全球新冠疫情趋于缓和，我们预计全球经济次第复苏且消费国复苏对全球经济的正面溢出作用加大，美联储边际收紧货币政策但力度偏弱且会与市场充分沟通。由于疫情错位和次第复苏造成的大宗商品供求关系扭曲程度有所缓和但依然存在，下半年大宗商品整体高位震荡但部分商品有继续上涨潜力；经济增长动能回升和预防性储蓄下降有利于上游涨价更加顺畅地传递到中下游，下半年居民消费物价通胀压力抬升意味着狭义流动性的收紧，相应地不利于股票债券，但对债券的利空意味更浓。总体上看我们认为下半年大类资产表现排序是商品>股票>货币>债券，但货币流动性的收紧将使得所有资产的波动性均有所上升；建议超配与居民消费联系紧密的原油、农产品和消费股，低配利率债和贵金属。

目录

一、上半年宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 5 -
2.1 全球新冠疫情逐渐得到控制	- 5 -
2.2 全球经济呈现次第复苏现象	- 7 -
2.3 美国经济复苏未到转折期	- 8 -
2.4 中国增长无忧重心提升质量	- 10 -
2.5 中外经济政策正常化	- 15 -
三、大类资产市场分析	- 17 -
3.1 商品市场斜率放缓但慎言见顶	- 17 -
3.2 美元指数区间震荡缺乏趋势条件	- 18 -
3.3 中国国债利率阶段性回落接近尾声	- 19 -
3.4 中国股市继续震荡消化估值	- 21 -
四、下半年资产配置建议	- 22 -

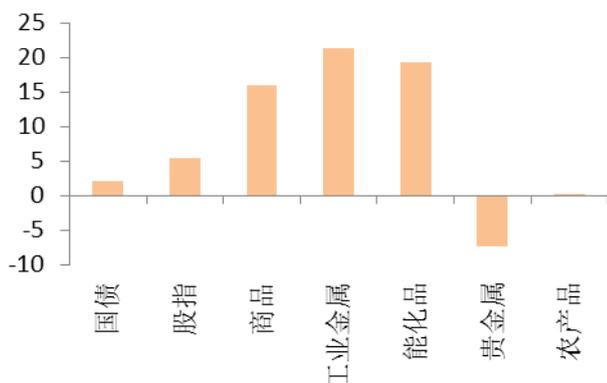
一、上半年宏观市场回顾

2020年11月初全球首只新冠疫苗研制成功(经过临床试验证明免疫有效性),始于2019年底的全球新冠疫情进入疫情与疫苗赛跑的第二阶段。欧洲疫情和印度疫情的先后爆发以及全球疫苗接种的S形进程,使得全球疫情发展和经济复苏异常复杂且充满不确定性;但总体上来说随着疫苗接种的推进,不确定性在逐渐减少,确定性是逐渐增多的。就一般的情况来说,因应疫情扩散和疫情控制的差异,全球各经济体的经济复苏呈现出次第复苏的特征,不用疫苗就能依靠彻底的社交隔离措施和疫情防范措施控制疫情的中国走在复苏的前列,依靠新冠疫苗控制新冠疫情的美国和英国等少数国家在复苏队列上略微落后,缺乏疫苗研发能力和政府财政能力的大多数欧洲国家在复苏队列上更为落后,而除中国外的广大发展中国家则在复苏队列上排在最后。复苏顺序的前后总体而言也意味着经济增长潜力的高低,但由于总体上而言发达国家复苏先于发展中国家,而发达国家的货币流动性对发展中国家的利率汇率以及金融市场有强大的溢出作用,这给疫情控制能力最弱的广大发展中国家的经济复苏带来压力。

疫情错位和次第复苏是影响2021年上半年宏观市场的主线,在疫情错位和次第复苏背景下全球金融市场对经济复苏质量、宏观经济政策和地缘政治风险进行充分博弈。在这个过程中由于中外疫情复苏进程差距较大,因此国内外资产价格波动的相关性也有所下降,甚至在全球定价的大宗商品价格上也是如此。由于中国在新冠疫情爆发短时间内即通过高强度的社交隔离措施和疫情防控措施控制住新冠疫情,随后更凭借世界工厂的地位和疫苗研发能力在疫情错位情况下抢占全球出口市场和防疫物质市场,中国经济自2020年3月份起就强劲复苏,从2020年3月份至2021年6月份中国官方制造业PMI持续保持在荣枯分界线50%上方。由于疫情错位和疫苗研发能力对出口的支持,欧美宽松货币政策和积极财政政策对中国外需的溢出效应,以及宽松货币政策对杠杆率和房地产价格的负面影响,中国早在2020年6月就边际收紧货币政策,并且在2021年开始加强房地产调控政策,这使得中国实际上进入了紧信用周期;而全球新冠疫情形势不稳定、经济下行风险依然存在以及国内居民物价通胀压力不高,客观上让央行缺乏紧货币的实施条件。在“中性货币、紧信用、中性财政”的政策组合以及国际新冠疫情影响下,中国内部需求偏弱(但不衰)而外部需求偏强,映射到资产价格上就是商品表现好于股票债券,而股票债券的相对表现具有阶段性。2021年上半年中国南华商品指数、万得全A指数和中债国债总财富指数分别上涨16%、5.4%和2.2%,强弱排序符合我们在2020年年报中所提出的观点;在商品中受益于全球经济复苏、碳中和热潮预期和中国房地产的工业金属和能源化工表现较好,农产品价格为国

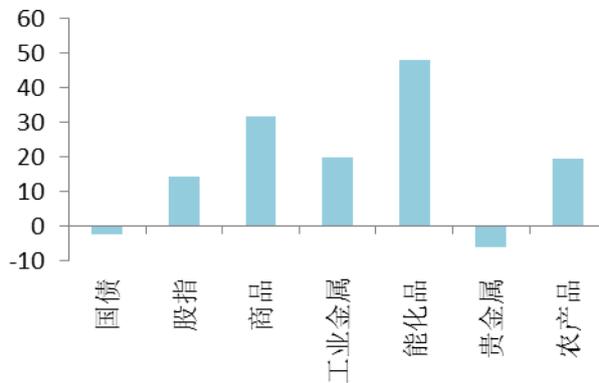
内需求疲软和猪周期所拖累，全球经济复苏背景下贵金属则录得负增长。

图1：2021年上半年中国大类商品表现



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：2021年上半年美国大类商品表现



数据来源：Wind，建信期货研发中心

与中国相比，2021年上半年美国通过接种疫苗在发达国家中领先控制疫情，再加上拜登政府的积极财政政策，美国的经济表现在发达国家当中相对较好；金融市场对此给予积极评价，2021年一季度美债利率和美元汇率双双上升，涌入美国的跨市套利资金也推升美国股市；但4月份至5月份由于拜等政府基建计划受阻，同时欧洲经济在疫情得到控制的基础上迎头追赶美国，市场焦点从美国转移到性价比更高的欧洲；6月份开始高涨的通胀压力以及缓解的疫情风险使得市场预期美联储货币政策调整的可能性，并且在美联储6月份议息会议上得到证实，美元指数再次探底回升。2021年上半年美国标普高盛商品指数和MSCI美国股票指数分别上涨31.4%和14.1%而富时美国国债指数下跌2.5%，大类资产强弱关系与中国一致但强弱表现更为显著，后疫情时代国际油价的稳健上涨推升美国通胀压力，美国国债利率虽然上行但还没有到大幅度影响美国股市风险偏好的程度，因此美国股市表现相对而言好于中国；在商品中能源指数上涨48%，工业金属和农产品均约上涨19.5%，而贵金属下跌6.4%，相对而言国际能源和农产品价格上涨幅度大于中国同类商品，而中国工业金属商品涨幅大于国际同类商品（这还是在5月份之后中国监管层强力打压工业金属价格的情况下），显示出工业国和消费国的物价变动差异性。

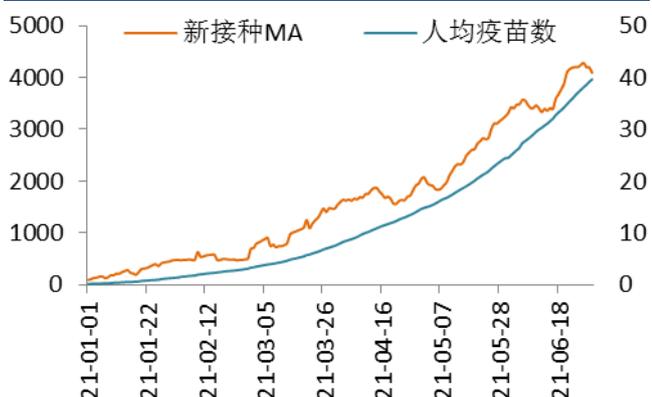
二、宏观环境评述

2.1 全球新冠疫情逐渐得到控制

新冠疫苗接种进程符合S形规律，刚开始的时候由于疫苗产能瓶颈、疫苗副作用担忧以及接种工作安排等问题，疫苗接种速度通常来说是比较慢的；而在以上障碍逐一得到克服之后，疫苗接种速度将有一个快速拉升的阶段；但在疫苗接

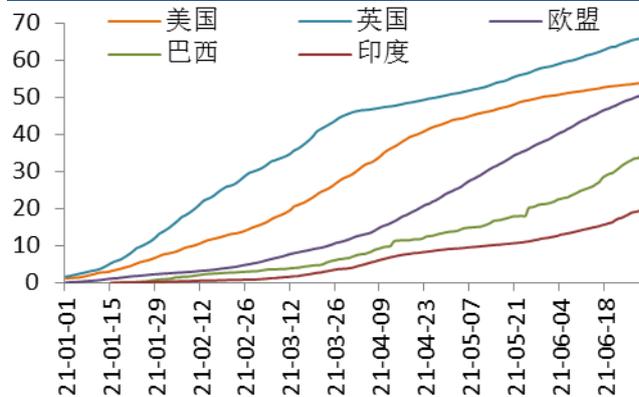
种率达到某一区间之后，疫苗接种速度又将放缓，这是因为还没接种的民众中有些是因身体状况不适合接种疫苗的，有些是企图不接种疫苗而搭便车的（如果其他人都接种疫苗了，那自身不接种疫苗问题也不大）。2020年12月至2021年3月份全球疫苗接种就处于第一阶段，疫苗接种速度和接种率都上升得比较慢，到3月底全球疫苗接种率（至少接种过一剂疫苗的人数占比）仅为4.4%，全球日均新接种疫苗剂数为1539万；但4月份之后全球疫苗接种进入加速期，到6月底全球疫苗接种率上升到23.5%或18.3亿人，全球日均新接种疫苗剂数为4106万，全球总接种疫苗剂数为30.4亿剂。假定全球疫苗接种速度维持在每日4106万剂，那么到2021年底全球接种疫苗数将新增73.9亿剂，按每人均接种两剂计算全球疫苗接种率将上升到70.7%，全球作为一个整体基本达到群体免疫的水平。

图3：全球新冠疫苗接种情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：区域新冠疫苗接种情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

但不同国家之间的接种进度天壤之别，由于新冠疫苗研发能力和生产能力基本上集中在发达国家手中，而这些国家凭借国家财力大幅度囤积新冠疫苗，因此发达国家在新冠疫苗接种方面走在前列；而除中国外的广大发展中国家既没有疫苗研发能力又缺乏财政能力，因此疫苗接种进度相当落后。截止到6月底美国、英国和欧盟接种率分别达到54%、66%和51%，美国已经进入疫苗接种S形的第三阶段；与之相比巴西和印度接种率分别为35%和20%，仍处于疫苗接种S形的第二阶段早期，中国累计接种新冠疫苗12.4亿剂次；而据世卫组织信息，因新冠疫苗短缺的情况越来越严重，90%的非洲国家都无法在9月份实现为10%最紧迫人群接种疫苗的目标。我们预计发达国家整体在2020年三季度可达到群体免疫(接种率达到70%)，但全球要达到群体免疫至少要到2022年一季度。由于新冠病毒的强感染性，这意味着先达到群体免疫的经济体仍需严格控制国际往来，并且在国内维持基础的防疫措施。新冠疫情对全球经济的负面冲击会趋于下降，但由疫情导致的经济下行风险依然存在，不可掉以轻心。

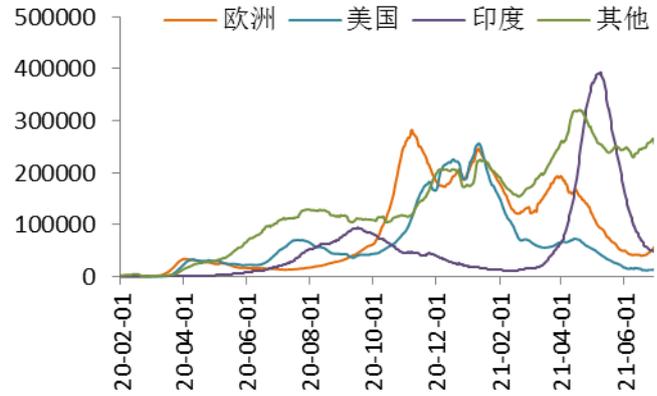
截止6月底全球累计确诊新冠病例数为1.83亿，总体感染率为2.35%；累计死亡病例数为396万，总体死亡率为2.17%。从新增确诊病例数看2019年12月至今全球新冠疫情可分为三个阶段，第一个阶段是从2019年12月至2020年9月份的全球扩散阶段，第二个阶段是从2020年10月份至2021年2月份的欧美大爆发阶段，第三个阶段是2021年3月份至2021年6月份的印度大爆发阶段。分区域看在第三个阶段中欧洲和北美的疫情扩散速度峰值明显减弱，但南美和亚洲疫情难以得到控制，我们认为这说明了新冠疫苗接种的确对防控新冠疫情起到一定作用。随着全球新冠疫苗接种的持续推进，我们倾向于认为新冠疫情最严重的时期已经过去，虽然说新冠疫情局部性爆发的风险难以避免，但新一轮全球性的大爆发可能性相当低。

图5：全球新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：区域新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

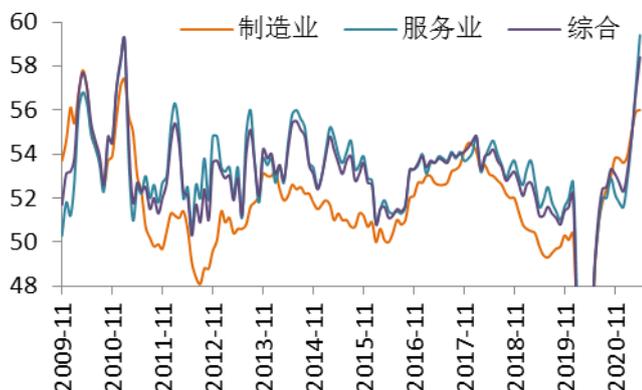
但首次发现于印度的德尔塔毒株由于携带 E484Q 和 L452R 突变，这些突变的综合效应使病毒能部分避开一些中和抗体，因此具有较强的传染性并可能导致免疫逃逸，6月下旬以来包括英国和俄罗斯在内的部分国家新增病例出现剧增现象。在这种情况下，一方面全球药厂需要时间去改进新冠疫苗的普适性，另一方面已经接种疫苗的民众也需继续做好疫情防控措施，这必然会使得全球经济复苏的步伐有所放缓。截止6月底日均新增确诊病例大于1万的有巴西（55484）、印度（46915）、哥伦比亚（30567）、俄罗斯（20869）、印尼（20693）、阿根廷（20610）、英国（19047）、美国（13120）和伊朗（10880）等9个国家。

2.2 全球经济呈现次第复苏现象

随着全球逐渐从黑天鹅新冠疫情的冲击中稳定下来并在做好防疫措施的情况下恢复生产，2020年7月份起全球经济初步回归到开始于2019年四季度但为新冠疫情所中断的加库存周期；而在2020年11月至2021年1月份为第二轮新冠疫情短暂影响后，2021年2月份起全球经济进入更加猛烈的恢复期，2021年5月份

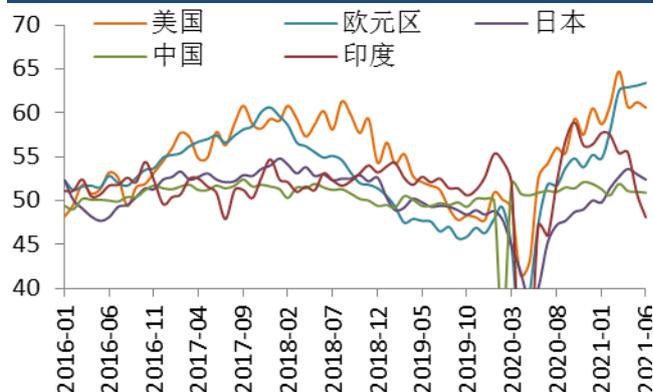
摩根大通全球综合 PMI 上升到 58.4%，连续 3 个月超过上一轮景气期的顶点。全球疫情错位使得全球经济复苏之路更缓但持续时间也会更长。

图7：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图8：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

我们预计在新冠疫苗接种的支持下，全球经济仍将继续处于复苏通道，但会呈现出一些新的特征。其一是复苏势头会有所放缓，原因是率先进入复苏轨道的中美两国的财政货币政策已经或将要调整，因此对经济的刺激力度在边际下降，而其他国家的复苏后劲虽然存在，但它们的经济体量和财政能力不如中美两国。其二是随着经济复苏向纵深推进，之前受疫情影响较大的服务业的服务后劲将大于制造业，这意味着同等强度的经济复苏对大宗商品的需求将有所下降，由疫情错位导致的大宗商品牛市接近尾声；但随着经济复苏更均衡进行以及居民消费意愿的提升，上游物价上涨将能够更加顺畅地向中下游传递，因此居民消费通胀压力并不低，PPI/CPI 剪刀差有望收窄。

2.3 美国经济复苏未到转折期

6 月份美国新增非农就业 85 万，好于市场预期的 71 万；美国连续两个月新增非农就业超过 50 万，说明在美国政府调整政策削弱由积极财政政策带来的供给

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_20537



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn