

类别
宏观策略周报

日期
2021年8月20日



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



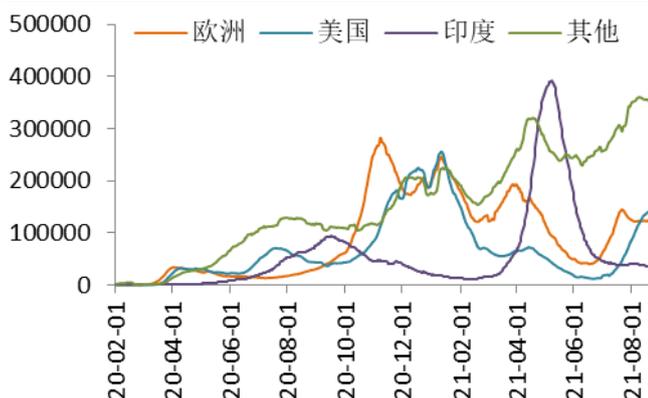
中国7月经济数据明显低于市场预期

一、宏观环境评述

1.1 新一轮疫情有缓和迹象

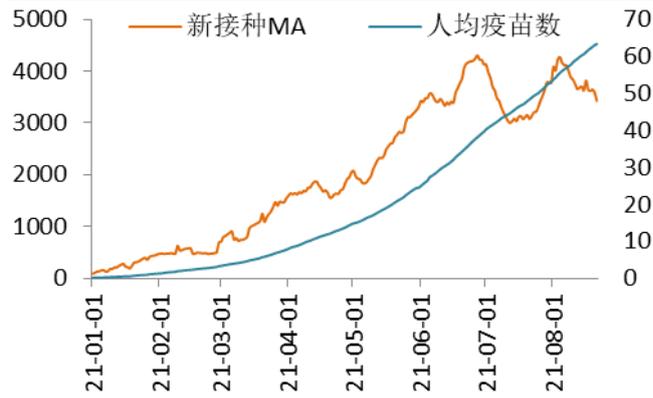
截至8月21日，全球累计确诊新冠病例21197万，总体感染率达到2.72%；累计死亡病例443.2万，死亡率小幅下降至2.1%。2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国，而现有疫苗对Delta毒株的有效性明显下降。截止8月21日全球日均新增确诊病例62.7万，较6月中低点回升26.9万；日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，138227）、伊朗（中东，35944）、印度（南亚，33085）、英国（西欧，31551）、巴西（南美，29478）、法国（西欧，21778）、俄罗斯（东欧，21044）、土耳其（中东，19605）、印尼（东南亚，19072）、墨西哥（南美，17921）、菲律宾（南亚，13819）和西班牙（南欧，10988）等12个。从数据上看除北美外其他地区疫情均有所缓和，如果本轮疫情就此迎来转折，那么8月下旬开始全球经济活动将有所恢复。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：区域疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

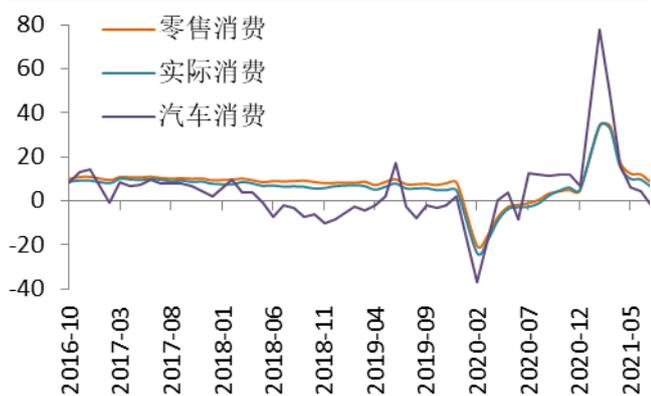
截止8月21日全球接种新冠疫苗49.3亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3425万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到25.3亿；接种量居前的经济体有中国（19.4亿剂）、印度（5.7亿剂）、美国（3.6亿剂）、巴西（1.7亿剂）和日本（1.2亿剂）；全球疫苗接种率达到了32.4%，其中葡萄牙（79%）、西班牙（76%）、加拿大（73%）、英国（70%）和意大利（69%）位居前列。近期扩散到全球的

新冠病毒德尔塔毒株具有传染力更强和免疫逃逸特点，5月份以来中国因德尔塔毒株也分别发生了以广州和江苏为中心的两起疫情，欧美国家主流疫苗辉瑞疫苗对德尔塔毒株的有效性下降到65%左右。一方面德尔塔毒株对中国防疫模式的冲击较大，特别是在欧美国家采取群体免疫策略的情况下，中外国际往来或在较长一段时间内都会维持在较低水平；另一方面新冠疫苗对德尔塔毒株还是起到相当的预防作用，近期欧盟疫苗接种率开始超过美国，欧盟疫情已经见顶回落但美国疫情加速扩散，这意味着后期欧盟经济增长势头将超过美国，而且美联储缩减QE的讨论也会受到美国疫情的影响。

1.2 中国7月经济数据明显弱于市场预期

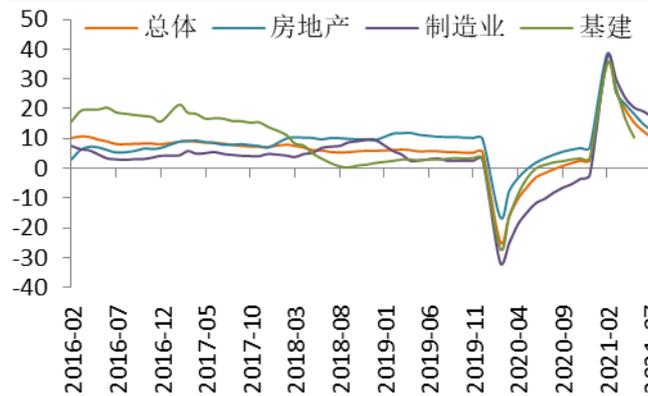
7月国内经济数据全面弱于市场预期，基本面回落趋势进一步明朗，外需高位回落、地产监管影响进一步显现、国内疫情再起是影响基本面走弱的三大主要因素。向后看，下半年海外经济体应将逐渐减弱刺激并恢复经济开放，而国内继续坚持严控金融风险，那么出口和投资（特别是房地产）的持续回落是大概率事件，在这二者的拖累下，我们认为下半年国内经济将呈现进一步下行的趋势。对于消费来说，虽然疫情应该只是短期扰动，但在国内经济整体下行的背景下，收入增长预期较弱预计很难带动居民消费支出意愿实现较大恢复。因此整体看基本面向下行趋势愈发明显，下半年逆周期对冲政策还需要进一步发力。

图3：中国居民消费增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

7月工业生产弱于历史同期。规模以上工业增加值当月环比增长0.3%，弱于往年同期0.4%的平均增速。同比增长6.4%较上月回落1.9个百分点，排除基数影响的两年复合同比增速为5.6%较上月下滑0.9个百分点，两个口径的跌幅均较前期进一步扩大。三大门类中仅公用事业增速有所回升，采矿业和制造业同比增速进一步下滑，从两年复合增速口径来看，采矿业同比少增1%较上月回落2.2个百分点，跌幅大于制造业，这可能说明上游原材料的供给紧张大概还将进一步延续，

需关注工业品通胀对制造业成本端的持续冲击。而制造业生产则受韧性较强的外需所支撑，细分行业中以医药制造、计算机电子制造和电气机械器材制造增速较高。

7月疫情再起导致消费显著放缓。7月当月社零实际增长6.4%较上月大幅放缓3.4个百分点，环比增速显著弱于往年同期，限额以上消费同比增8.5%较上月大幅回落4.7个百分点，其中商品消费同比增7.7%较上月回落4.6个百分点，餐饮消费同比增20.7%较上月回落7.9个百分点，显示7月中下旬受德尔塔病毒影响而显著发酵的国内疫情对消费的恢复造成较大冲击。从消费商品结构来看，汽车、地产链和服装纺织这几个最主要的品种环比增速均显著弱于往年同期，消费的恢复依旧较弱。

基建投资依然疲弱，对冲力度有限。城镇固定资产投资增速当月同比少增2.05%，排除基数效应后的两年复合增速为当月同比少增3.22%，跌幅较上月明显收窄，其中制造业投资增速开始放缓，地产投资增速进一步下行但展现一定韧性，本就疲弱的基建投资进一步走弱是主要拖累。向后看，在外需回落和地产严监管背景下，制造业和地产投资可能会继续维持回落趋势，但出口可能具有较强韧性，加上7月政治局会议再提“稳房价”或释放稳地产信号，这二者的投资应该不会大幅下行，但目前地方债发行较慢、基建项目管理较严，可能导致基建投资的增速依然较弱，难以对冲经济的下行，下半年逆周期对冲政策还有进一步发力的空间。

1.3 各国财经政策动向

8月17日，中央财经委员会召开第十次会议，研究促进共同富裕的问题。会议强调，在高质量发展中促进共同富裕，正确处理效率和公平的关系，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排，加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性，扩大中等收入群体比重，增加低收入群体收入，形成中间大、两头小的橄榄型分配结构。要加强对高收入的规范和调节，依法保护合法收入，合理调节过高收入，鼓励高收入人群和企业更多回报社会。要清理规范不合理收入，整顿收入分配秩序，坚决取缔非法收入。会议强调，要处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头，以经济高质量发展化解系统性金融风险，防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。

8月18日美联储公布了7月28日议息会议的纪要，纪要显示与会官员普遍认为目前美国就业市场还没有达到美联储设定的“实质性的进一步进展”基准，但如果美国经济与就业在接下来的几个月继续取得良好发展，那么今年开始缩减

QE 就是合适的。我们在点评美国 7 月非农就业数据时提到，截止 2021 年 7 月份美国就业市场因新冠疫情而产生的累计失业人数为 570.2 万，美国就业市场自新冠疫情冲击中修复的程度为 74.5%，而 2013 年 12 月美联储在上一轮决定缩减 QE 时美国就业市场自金融危机冲击中修复的程度为 87.4%。以每月新增 100 万非农就业计算，美国就业市场修复程度将分别在 9 月和 10 月达到 83.4%和 87.9%。因此我们判断美联储最有可能宣布缩债的时点是 11 月 3 日会议（概率为 60%），其次为 12 月 15 日会议（概率为 30%）和 9 月 22 日会议（概率为 10%）。

尽管目前新冠疫情尚未对美国就业市场产生重大影响，但鉴于新冠疫情发展的不确定性，部分与会官员认为不能轻视新冠疫情所带来的经济下行风险，这使得美联储内部难以就缩债计划达成一致观点，包括开始缩债的日期和缩债步伐。他们指出“Delta 变种病毒传播引发的病例上升可能导致工人延迟返岗、学生延迟返校，从而打击经济复苏的风险。”在 6 月下旬开始的新一轮疫情中，美国的疫情恶化晚扩散快规模大，截止 8 月 17 日美国日均新增确诊病例 14.3 万，较 6 月中旬的阶段低点增加了 12.5 万。其主要原因是美国疫苗接种进度和美国社会风俗。虽然美国疫苗接种进度一度快于欧盟，但美国大量低收入群体对接种疫苗存在抵触情绪或没有时间去接种疫苗，目前欧盟疫苗接种速度已经快于美国，而欧盟疫情控制情况也好于美国，欧盟本轮疫情已有放缓迹象而美国疫情扩散速度继续加快。我们认为新冠疫情将继续成为影响美联储缩债决定的关键因素，鉴于疫情发展的高度不确定性以及潜在的经济下行风险，在新冠疫情明显缓和之前，即使美国经济数据表现良好，美联储也不会贸然宣布缩减 QE。

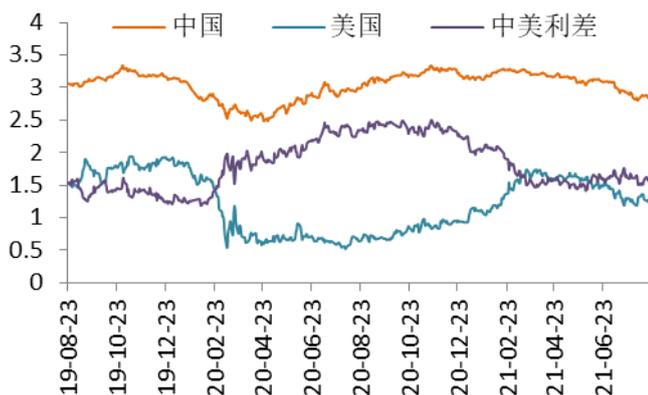
二、宏观市场分析

2021 年 3 月份以来，虽然国际疫情错位发展以及全球碳中和热潮导致的大宗商品价格上涨使得 PPI 涨幅持续上升，但监管层持续收紧房地产调控政策以及财政支出不断后延使得中国经济增长压力偏弱，国债收益率震荡中回落；5 月 7 日黑色产业链集体涨停，引发国家出手打压大宗商品涨价预期以及通胀预期，通胀预期的回落使得 10 年期国债利率加速回落但还保持在 3%上方。以房地产调控和财政支出缓慢为代表的去杠杆政策，叠加全球疫情反复导致的私人部门预防性储蓄，共同使得 7 月份之后经济下行压力愈加明显，经济政策重心由去杠杆调整至稳增长。

7 月 7 日国常会要求适时降准以降低实体经济综合融资成本，7 月 10 日央行决定于 7 月 15 日实施全面降准 0.5 个百分点，7 月 30 日中央政治局会议要求稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，积极的财政政策要提升政策效能。这些经

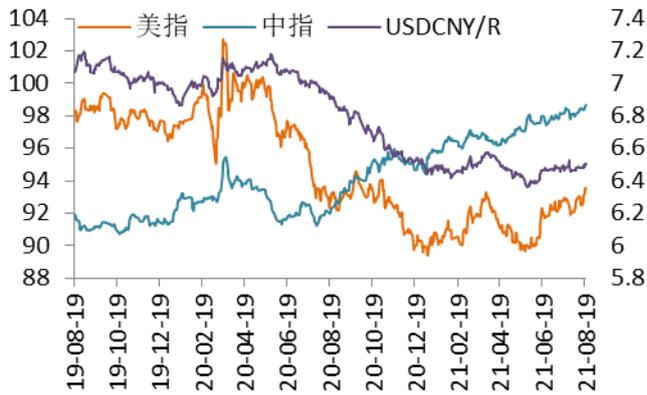
济政策措施对债券而言短多长空，加上 10 年期国债收益率已经达到 2.8%，接近 2020 年疫情冲击高峰期的 2.5%，在货币流动性没有明显放松的情况下十债进一步下行的空间有限；但经济基本面偏弱使得债券收益率短期内易跌难升，而且近期众多行业监管政策的出台引发股票市场大幅波动，这也增加了国债的避险需求。我们预计 10 年期国债收益率将在 2.75% 上方企稳，短期内关注中国监管政策和美联储货币政策转向带来的避险需求。

图5：中美10Y国债利率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图6：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

2021 年 1 月至 3 月美元指数在 89.2 附近探底回升至 93.5 附近，美欧疫情防控差异以及美国拜登政府的积极财政政策，使得美国经济基本面好于欧洲同行，利差因素驱动跨境套利资金，为美元汇率提供基本面支撑。3 月至 5 月美元汇率持续下跌至 89.5 附近，因为美国拜登政府新推出的基础建设计划遭到各方反对，拜登通胀交易开始消退，而欧洲地区疫情逐步缓解以及欧洲经济恢复势头逐步赶上美国削弱了美元的基本面支撑。6 月 16 日美联储议息会议决定上调隔夜逆回购利率和超额准备金利率，点阵图显示多数与会官员认为美联储 2023 年将加息两次，这实际上是美联储首次明确货币政策边际收紧，美元指数大幅反弹至 92.4 附近。6 月下旬至今美元指数在 91.5-93.8 之间偏强震荡，利多因素为美联储紧缩预期

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_25799



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn