

类别

宏观策略月报

日期

2021年09月02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



货币政策预期主导市场波动

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-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

观点摘要

- 8 月份全球新冠疫情继续扩散但扩散速度已经开始缓和，但新一轮疫情对全球经济的负面冲击进一步显现，8 月份中国官方 PMI 和欧美 Markit PMI 初值均环比回落。虽然中国经济下行压力因面状疫情和天气灾害而有所加大，但央行货币政策相对克制，OMO、MLF 以及 LPR 等政策利率均维持不变，稳增长政策由货币政策独力当担转为以财政为主货币为辅，央行宽松预期的持续落空使得 8 月中国股债均陷入区间震荡；而重塑中国经济增长模式的行业监管调整依然继续，股市行情的结构性特征更加明显。美国通胀增速略有回落但仍处于高水平区间，虽然 7 月非农就业大幅增加，但在新一轮疫情的潜在威胁下，美联储迟迟未能下决心缩减 QE，美联储的暧昧态度使得美国股市炒作氛围愈加高涨，美债收益率在货币政策稳定、新冠疫情影响和风险偏好回归的综合影响下区间震荡，美元指数偏强运行但上涨动能有所衰弱，因新冠疫情扩散而大幅调整的大宗商品价格则有所反弹。

- 综合经济基本面和政策信号分析，我们认为 9 月份大类资产可能延续 8 月份的区间震荡走势但是蕴含趋势转折可能性，债券基本面依然偏多，但目前国债期限利差和信用利差都已经下降到极低水平，收益率进一步下探的空间非常有限；股市基本面偏弱，但充裕的货币流动性提供估值支撑，股市成长价值风格的转变可能要等到一轮普跌后才能实现，触发事件是美债收益率上升引发新一轮全球市场波动；全球经济复苏格局与欧美积极财政政策支撑大宗商品价格，但是供应压力缓解以及美联储紧缩前景削弱大宗商品上涨动能，因此大宗商品整体上也呈现高位震荡态势。建议 9 月份股债商均衡配置，债券配置可在收益率下降过程中逐步降低仓位，大宗商品依然是高配原油低配黄金，股市仓位保持中性但配置重心逐步转向大盘蓝筹股。

目录

一、八月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 新一轮疫情有见顶迹象	- 4 -
2.2 全球经济疲软态势进一步显现	- 5 -
2.3 中美经济政策保持稳定	- 7 -
三、资产市场分析	- 8 -
四、中期资产配置	- 12 -

一、八月份宏观市场回顾

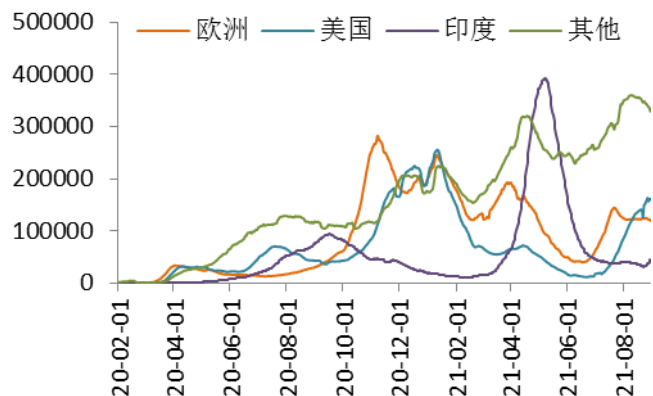
8月份全球新冠疫情继续扩散但扩散速度已经开始缓和，但新一轮疫情对全球经济的负面冲击进一步显现，8月份中国官方PMI和欧美Markit PMI初值均环比回落。虽然中国经济下行压力因面状疫情和天气灾害而有所加大，但央行货币政策相对克制，OMO、MLF以及LPR等政策利率均维持不变，稳增长政策由货币政策独力当担转为以财政为主货币为辅，央行宽松预期的持续落空使得8月中国股债均陷入区间震荡；而重塑中国经济增长模式的行业监管调整依然继续，股市行情的结构性特征更加明显。美国通胀增速略有回落但仍处于高水平区间，虽然7月非农就业大幅增加，但在新一轮疫情的潜在威胁下，美联储迟迟未能下决心缩减QE，美联储的暧昧态度使得美国股市炒作氛围愈加高涨，美债收益率在货币政策稳定、新冠疫情影响和风险偏好回归的综合影响下区间震荡，美元指数偏强运行但上涨动能有所衰弱，因新冠疫情扩散而大幅调整的大宗商品价格则有所反弹。

二、宏观环境评述

2.1 新一轮疫情有见顶迹象

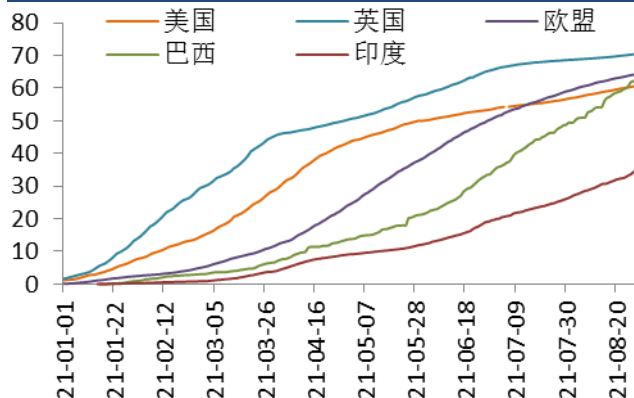
2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始至今，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国，而现有疫苗对Delta毒株的有效性明显下降，并且疫苗接种也使得人们警惕性有所下降。截止8月31日全球日均新增确诊病例65.4万，较6月中低点回升29.6万；日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，161730）、印度（南亚，43924）、伊朗（中东，34996）、英国（西欧，33396）、巴西（南美，24041）、俄罗斯（东欧，19230）、土耳其（中东，18845）、法国（西欧，17358）、菲律宾（南亚，16937）、墨西哥（南美，15664）和印尼（东南亚，12887）等11个。截止8月31日全球累计确诊新冠病例数为2.18亿，总体感染率为2.75%；全球累计死亡病例数为451.9万，总体死亡率为2.08%。

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：区域新冠疫苗接种率



数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

截至8月31日全球共接种疫苗52.9亿剂，日均接种疫苗达到4110万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到31.1亿，占到全球总人口的39.5%。不同国家之间疫苗接种进度因疫苗可得性、疫苗接种安排等原因而存在较大差异，发达国家接种率达到63%而发展中国家接种率仅为36%；目前发达国家基本上接近群体免疫程度，接种进度已经开始有所放缓；但由于新一轮疫情爆发的原因，疫苗分配依然倾向于发达国家，大部分发展中国家继续受累于疫苗可得性。我们判断发达国家整体将在2021年三季度末达到集体免疫程度，但发展中国家要推迟到2022年上半年。由于新冠疫苗接种的持续推进，全球国家普遍没有因新一轮疫情而重新收紧防疫措施，因此新一轮疫情对经济社会的影响将小于前几轮疫情，但这样也使得本轮疫情得到控制的时点后延；而从更长期来看，由于新冠病毒的传染性强和死亡率高等特点，人类社会将在较长时间内与新冠病毒共存，这意味着新冠疫情对社会经济的影响将长期存在，而宏观市场的分析逻辑也会相应地有所调整。

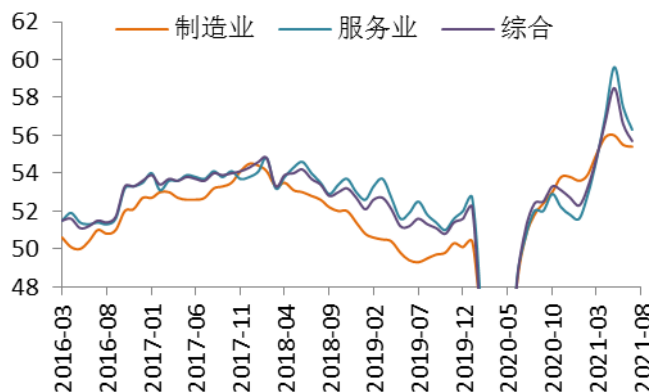
2.2 全球经济疲软态势进一步显现

2021年7月份摩根大通全球制造业和服务业PMI分别从6月份的55.5%和57.5%回落到55.4%和56.3%，为连续第二个月环比回落，但依然维持在荣枯分界线上方且处于高水平区间。我们认为7月份全球PMI传达了两个信息，一是全球经济在后疫情时代的快速恢复阶段之后，将进入一个复苏势头放缓但整体上仍然持续复苏、且复苏从部分领先国家扩散到大部分国家、从制造业扩散到服务业的较长阶段，体现为制造业PMI和服务业PMI双双回落。二是全球经济短期内受到新冠疫情的影响，体现为服务业PMI回落幅度大于制造业PMI。从我们对本轮疫情的判断来看，本轮疫情对经济社会的影响还将持续，但强度可能逐渐减轻。

由于受到以江苏为中心的面状疫情的影响，中国8月份制造业PMI和服务业PMI分别从7月份的50.4%和52.5%下降至50.1%和45.2%，制造业PMI 堪堪守在

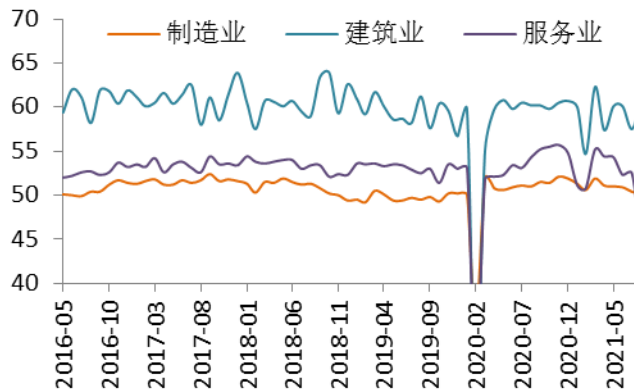
荣枯分界线上方，而服务业 PMI 则是直接掉到 2020 年 3 月份以来的新低，只有建筑业 PMI 是环比改善的。从结构上看，8 月份大型企业制造业 PMI 回落幅度较大，但中小型企业制造业 PMI 反而是环比改善的，这说明 7 月份之后经济政策基调由去杠杆调整到稳增长，的确对中国经济活力起到促进作用。基于这个逻辑，由于中国在 8 月下半月已经较好地控制了新冠疫情，我们认为在现有稳增长措施基础上，9 月份起中国经济下行压力将逐步缓解。

图3：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：中国官方PMI

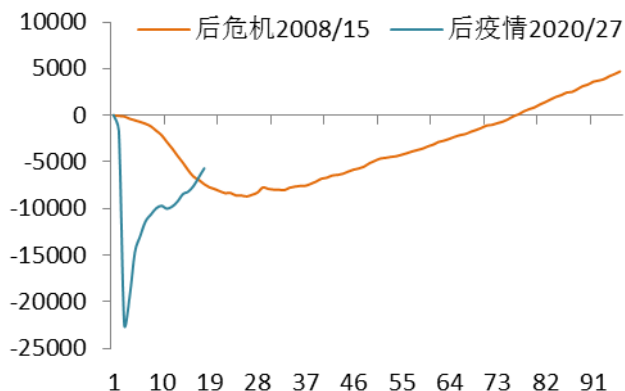


数据来源：Wind，建信期货研发中心

美国 7 月新增非农就业 94.3 万，超过市场主流预期（87 万），前两个月数据也向上修正。7 月新增非农数据与稍早前公布的 ADP 就业数据出现分歧，但与美国 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 中的就业分项走势是一致的，显示美国就业市场暂时还没有受到新一轮疫情的影响。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%，以每月新增 100 万非农就业计算，美国就业市场修复程度将在 10 月超过 87.4%。美国 7 月份失业率从上月的 5.9% 大幅下降至 5.4%，但就业参与率只是小幅从 61.6% 上升到 61.7%，离疫情前水平还有相当距离。7 月份雇员时薪同比增长 3.98%，比 6 月份提高了 0.3 个百分点，反映了美国社会通胀压力向薪资的传递。总体看 7 月份非农就业报告凸显了美国就业市场的稳健性，并增强了美联储缩减 QE 的信心，相信会有更多官员支持年内缩减 QE。

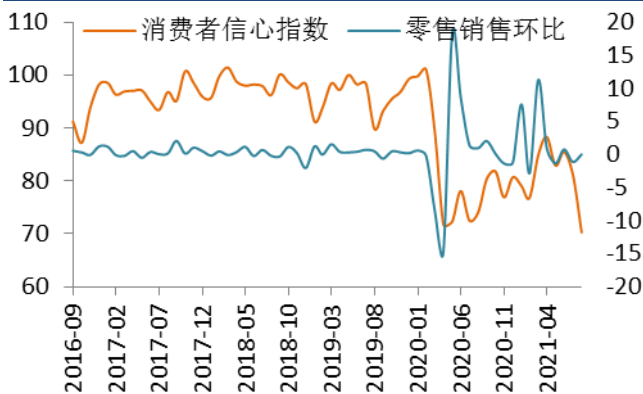
美国 7 月 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 5.4% 和 4.3%，其中核心 CPI 增速较 6 月份回落 0.2 个百分点，另外 7 月份进口物价增速较 6 月份回落 1 个百分点。由于基数效应的逐步减退，我们认为美国 CPI 同比增速将见顶回落；但随着服务业的恢复以及通胀压力从上游大宗商品传递到下游制成品、服务业价格以及雇员薪资，美国通胀压力将在较长一段时间内维持在较高水平，其核心影响因素是美国庞大的抗疫成本必然要通过征收通胀税来抵消。

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：美国居民消费疲软初现



数据来源：Wind，建信期货研发中心

一个令人不安的现象是随着美国财政救济措施的逐步到期，美国居民消费意愿也在下降，8月份密歇根大学消费者信心指数出现断崖式下滑，下滑幅度不能仅仅归于新一轮疫情的影响。由于居民消费占到美国GDP总量的2/3，因此居民消费意愿的下降将对美国经济前景产生重大影响。但该数据的可持续性还有待观察，毕竟低于疫情高发期的消费者信心读数从逻辑上看是不可思议的。

2.3 中美经济政策保持稳定

由于中国通过超严格隔离措施控制住新冠疫情，中国得以在全球主要经济体中率先复苏，但应对疫情的稳增长措施也引发了资产价格泡沫问题并增加了金融系统性风险；2020年11月新冠疫苗成功研发，全球有望在疫苗帮助下逐步控制住新冠疫情，而欧美经济复苏有助于中国外需恢复。在这种情况下2021年上半年中国宏观政策重心是抓住稳增长压力较小的有利窗口期，着重推进供给侧改革以控制系统性风险并推动经济增长模式调整。但一方面新冠疫情反复使得私人部门支出恢复缓慢，另一方面海外供给能力修复使得外需面临回落风险，因此在5月份国家出手打压大宗商品通胀预期之后，开始逐步调整经济政策以稳定经济增长。7月7日国常会定调下半年货币政策延续中性偏松基调，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。

在7月份大幅调整之后，8月份中国宏观经济政策总体上保持克制，货币流动性和政策利率均没有进一步的宽松。原因在于目前全球范围内的通胀压力依然较高，过于充裕的货币流动性会引发更加激烈的金融资产泡沫。目前中国经济下行风险主要是中国当局在全球疫情反复背景下过快去杠杆导致，化解经济下行风险也应主要由财政政策和行业政策来应对。另外美联储在就业通胀疫情等形势影响下，即将开始缩减量化宽松，美元流动性的边际收紧将使得人民币汇率承压，

相应地增大国内输入性通胀压力,这从另一方面限制了中国货币政策的宽松空间。我们判断中国当局会在国内疫情平息之后,先观察一两个月的经济数据,然后再做进一步的决定,短时间内不太可能实施进一步的货币宽松。

8月23日中国央行召开金融机构信贷形势分析座谈会,会议指出全球疫情仍在持续演变,外部环境更趋严峻复杂,国内经济恢复仍然不稳固不均衡,保持信贷平稳增长仍需努力。行长易纲表示要继续做好跨周期设计,衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作,加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度,增强信贷总量增长的稳定性,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配;要促进实际贷款利率下行,小微企业综合融资成本稳中有降。尽管本次会议令宽信用预期升温,但在房地产调控以及化解地方隐性债务、控制平台公司融资等防风险政策大背景下,全面宽信用难期,定向结构性政策仍是主导。这也意味着货币宽松依旧难唱主角,仍是配合性的以及克制的。

在7月底举行的杰克逊霍尔(Jackson Hole)全球央行会议上,美联储主席鲍威尔称美国在实现最大就业方面已经取得了明显进展,如果美国经济总体上如预期发展,那么今年开始放缓购买资产步伐将是合适的,但缩减购债规模的时机和步伐不应被视为政策利率何时开始上升的信号。鲍威尔讲话基本上延续了其过去的一贯观点,但由于现在离9月22日美联储下次议息会议仅有三周时间,而美联储承诺在缩减QE之前会与市场充分沟通,因此美联储在9月份会议上宣布缩减QE的可能性已经微乎其微,这实际上是化解了市场关于美联储很快缩减QE的担忧,因此鲍威尔发言后美元汇率下跌美股和大宗商品上涨。我们认为如果美国每月新增非农就业维持在100万附近的水平,那么美联储最有可能在11月3日议息会议宣布缩减QE(概率60%),其次是12月15日会议(概率30%)和9月22日会议(概率10%)。

三、资产市场分析

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_26195

