

类别

宏观策略周报

日期

2021 年 8 月 27 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



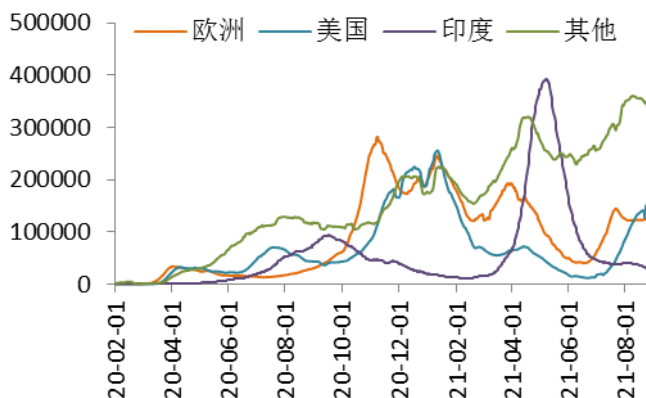
美联储并未在杰克逊霍尔会议上 宣布缩减 QE

一、宏观环境评述

1.1 新一轮疫情有缓和迹象

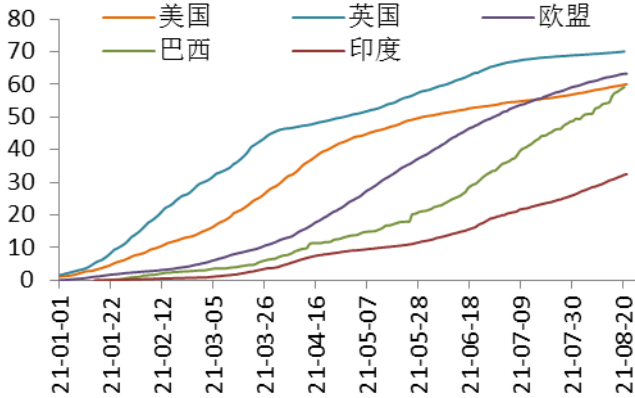
截至8月27日，全球累计确诊新冠病例21464万，总体感染率达到2.75%；累计死亡病例447.1万，死亡率小幅下降至2.1%。2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国，而现有疫苗对Delta毒株的有效性明显下降。截止8月27日全球日均新增确诊病例65.2万，较6月中低点回升29.4万；日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，154942）、伊朗（中东，34280）、印度（南亚，33838）、英国（西欧，33688）、巴西（南美，26759）、俄罗斯（东欧，20205）、法国（西欧，19993）、土耳其（中东，19318）、墨西哥（南美，16989）、印尼（东南亚，16941）和菲律宾（南亚，15228）等11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

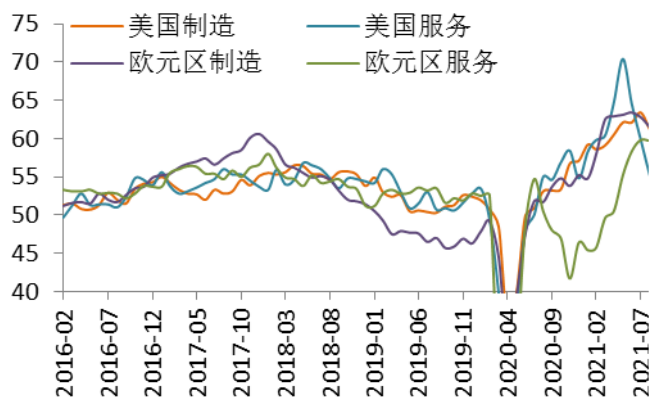
截止8月27日全球接种新冠疫苗50.8亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3376万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到25.7亿；接种量居前的经济体有中国（19.9亿剂）、印度（6亿剂）、美国（3.6亿剂）、巴西（1.8亿剂）和日本（1.2亿剂）；全球疫苗接种率达到33%，其中西班牙（85%）、法国（71%）、英国（70%）、意大利（69%）和德国（64%）位居前列。近期扩散到全球的新冠病毒德尔

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。但国内外主流疫苗对新冠病毒还是起到相当的预防作用，在新一轮疫情的威胁下各国都会加快疫苗接种进度，而不太会重新明显强化防疫措施。

1.2 新一轮疫情对经济影响开始呈现

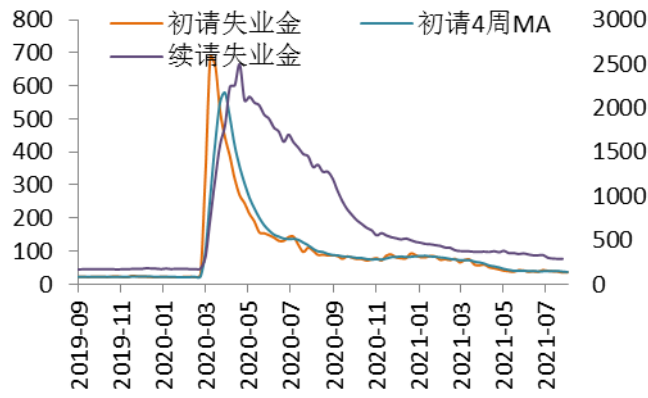
根据最新公布的Markit8月PMI预览数据，欧美8月份制造业PMI分别从7月份的62.8%和63.4%回落至61.5%和61.2%，8月份服务业PMI分别从7月份的59.8%和59.5%回落至59.7%和55.2%。首先发现于印度的德尔塔变种新冠病毒，自6月下旬起在全球引发新一轮疫情，欧美的新冠疫情扩散速度均明显回升；由于美国疫苗接种进度落后于欧盟，而美国民众乐观心态也强于欧盟，因此美国本轮疫情恶化程度也高于欧盟，8月份PMI数据显示美国经济放缓程度高于欧盟。虽然在新冠疫苗的支持下本轮疫情中鲜有国家明显收紧防疫措施，本轮疫情依然对经济产生一定程度上的负面影响，并体现在8月份欧美PMI预览数据上。从数据看本轮疫情有缓和迹象，但由于缺乏防疫措施的支持，本轮疫情缓解可能比较慢，相应地对经济的负面影响也更为持久。由于美国经济放缓程度较大，我们预计美联储宣布缩减QE的时点会适当后延。

图3：美欧Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：美国周度失业数据



数据来源：Wind，建信期货研发中心

8月21日当周美国周度初请失业金人数35.3万人，较前一周的34.9万人小幅上升0.4万人，整体而言还是处于疫情后的低水平区间，续请失业金人数则小幅回落至286.2万人。不出意外的话，美国8月份新增非农就业将继续处于80-100万之间，可能会有更多美联储官员支持9月份议息会议宣布缩减QE，但美联储主席鲍威尔也将综合考虑近期美国新冠疫情所导致的经济下行风险。

1.3 各国财经政策动向

据外媒报道，美国证券交易委员会 SEC 向意欲赴美 IPO 的中国企业提出新的信息披露要求，其中包括使用可变利益实体 VIE 公司结构对投资价值 and 风险的影响，以及中国监管部门干预企业数据安全政策的风险评估。出于避税和规避监管等考虑，中国赴美 IPO 企业大多采取 VIE 结构，而采取这种结构的上市企业的信批要求相对较宽，因此会使得投资者难以全面评估公司运营风险。随着信息技术对人类社会的影响愈加深入，作为信息技术基础的数据安全性被提到前所未有的重要地位，2018 年美国 and 欧盟分别通过《澄清境外数据的合法使用法案》和《通用数据保护条例》加强数据保护，而中国今年 6 月份发布的《数据安全法》和 7 月份发布的《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》，也对数据安全和数据处理企业海外 IPO 做出明确规定。预计新的信批要求将使得中国企业赴美 IPO 意愿下降，这些企业更有可能转向香港证券市场。

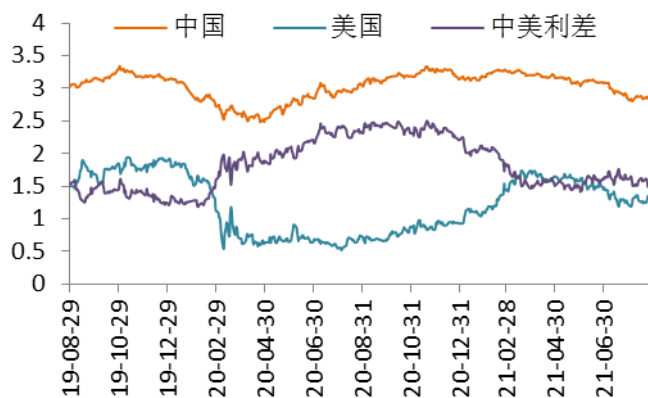
中国央行召开金融机构信贷形势分析座谈会，会议指出全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固不均衡，保持信贷平稳增长仍需努力。行长易纲表示要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。尽管本次会议令宽信用预期升温，但在房地产调控以及化解地方隐性债务、控制平台公司融资等防风险政策大背景下，全面宽信用难期，定向结构性政策仍是主导。这也意味着货币宽松依旧难唱主角，仍是配合性的以及克制的。

在上周举行的杰克逊霍尔（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%）。

二、宏观市场分析

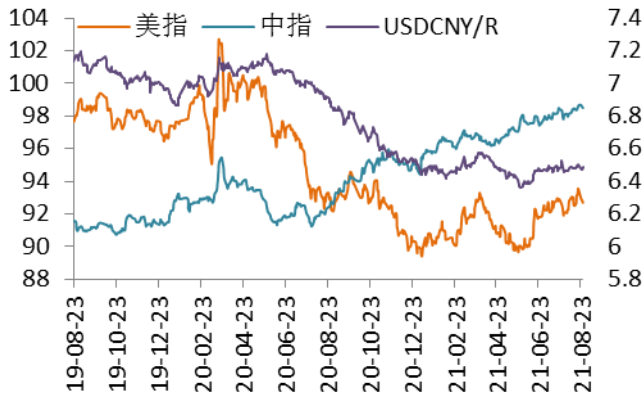
2021 年 3 月份以来，虽然国际疫情错位发展以及全球碳中和热潮导致的大宗商品价格上涨使得 PPI 涨幅持续上升，但监管层持续收紧房地产调控政策以及财政支出不断后延使得中国经济增长压力偏弱，国债收益率震荡中回落；5 月 7 日黑色产业链集体涨停，引发国家出手打压大宗商品涨价预期以及通胀预期，通胀预期的回落使得 10 年期国债利率加速回落但还保持在 3% 上方。以房地产调控和财政支出缓慢为代表的去杠杆政策，叠加全球疫情反复导致的私人部门预防性储蓄，共同使得 7 月份之后经济下行压力愈加明显，经济政策重心由去杠杆调整至稳增长；7 月 15 日央行全面降准 0.5 个百分点，7 月 30 日中央政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，建信期货研发中心

图6：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

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以及新一轮疫情所带来的避险需求，利空因素为欧洲疫情控制好于美国以及美国疫情所带来的美国经济下行风险。我们认为在美联储率先收紧货币政策预期以及欧洲经济复苏后劲好于美国这两方面因素的影响下，下半年美元指数很可能维持 89-94.5 之间的区间震荡而不是单边上涨。

2021 年上半年中国万得全 A 指数上涨 5.45%，涨幅大于债券而小于大宗商品；但不同类型股票之间走势差异较大，基本上呈现出大盘蓝筹股走势较弱而中小盘股走势偏强的特征，上证 50 指数下跌 3.9% 而创业板指数上涨 14.13%。整体而言，年初至春节前所有股票都因为节日因素以及流动性驱动而惯性冲高；春节之后股市画风大变，美债利率上升引发高估值资产调整压力；3 月份至 6 月份中国股市结构性反弹，中小盘股票震荡上涨甚至创下 2018 年底反弹以来新高，而大盘蓝筹股底部震荡消化估值压力。

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 15 日央行全面降准 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。经济政策重心的转变有利于缓解经济下行风险和改善股票基本面，但持续的行业监管政策使得股市风险偏好明显下降，8 月份股市大幅波动。我们认为下半年市场仍将继续以结构性行情为主，建议以中性仓位应对市场波动，更多从行业与风格角度出发把握机会；高景气预期的成长股仍将是中长期主线，但下半年也会存在消费核心资产和低估值蓝筹价值股的阶段性修复。

图7：中外股票指数

1.2 | — 万得全A — 标普500

图8：国际重点商品

1.8 | — LME铜 — Brent原油 — 伦敦黄金

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_26414

