

类别

宏观策略周报

日期

2021 年 9 月 10 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



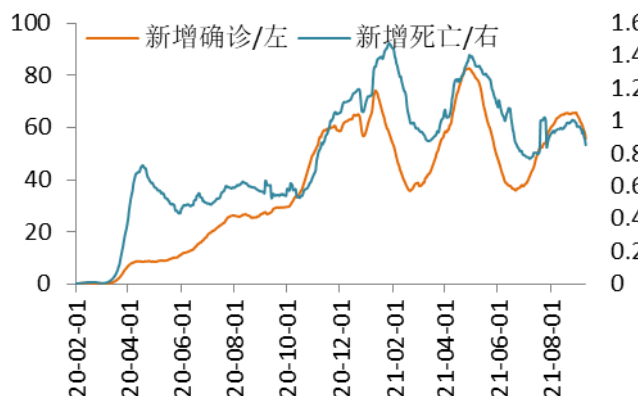
中国股市单边突进

一、宏观环境评述

1.1 新一轮疫情有缓和迹象

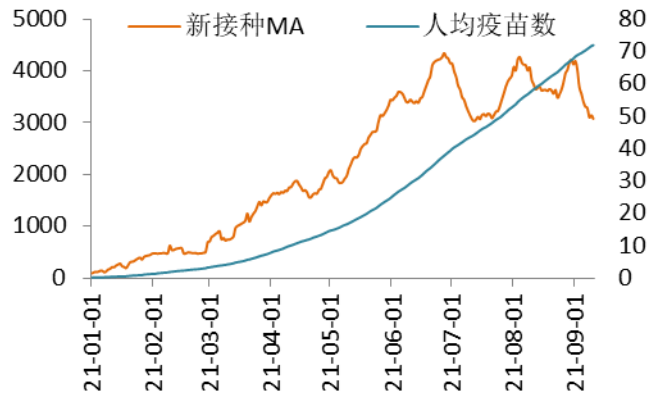
截至9月10日，全球累计确诊新冠病例22447万，总体感染率达到2.88%；累计死亡病例462.4万，死亡率小幅下降至2.1%。2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国，而现有疫苗对Delta毒株的有效性明显下降，从数据上看本轮疫情见顶回落迹象较为明显。截止9月10日全球日均新增确诊病例55.8万，较6月中低点回升19.9万；日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，146923）、英国（西欧，37849）、印度（南亚，36598）、伊朗（中东，25111）、土耳其（中东，22192）、菲律宾（东南亚，19886）、俄罗斯（东欧，17846）、巴西（南美，16970）、墨西哥（南美，12705）、法国（西欧，10772）和德国（中欧，10708）等11个。

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

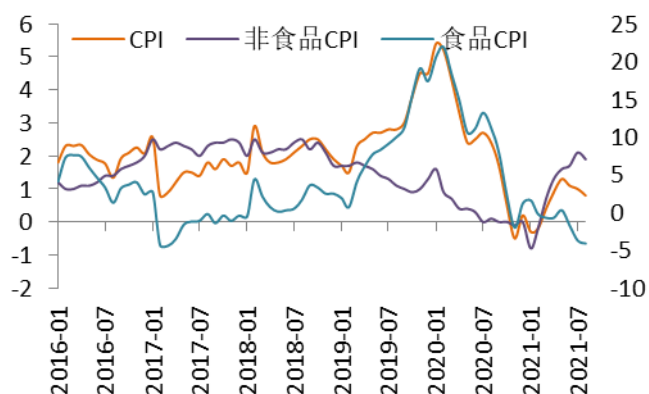
截止9月10日全球接种新冠疫苗56.6亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3077万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到32.8亿；接种量居前的经济体有中国（21.4亿剂）、印度（7.2亿剂）、美国（3.7亿剂）、巴西（2.1亿剂）和日本（1.4亿剂）；全球疫苗接种率达到41.7%，其中葡萄牙（87%）、西班牙（79%）、中国（76%）、加拿大（74%）和法国（73%）位居前列。近期扩散到全球的新冠病毒德尔塔毒株具有传染力更强和免疫逃逸特点，但现有新冠疫苗对新冠病毒的

预防作用依然存在，持续存在的新冠疫情反而会促使各国政府加快疫苗接种，且疫苗厂商也在开发效果更好地疫苗。因此在新一轮疫情中几乎没有国家收紧防疫措施，这会使得本轮疫情持续更长时间，但对经济的负面冲击峰值也更小，人类社会正在逐步学会如何与新冠病毒长期共存。

1.2 中国8月PPI增速回升

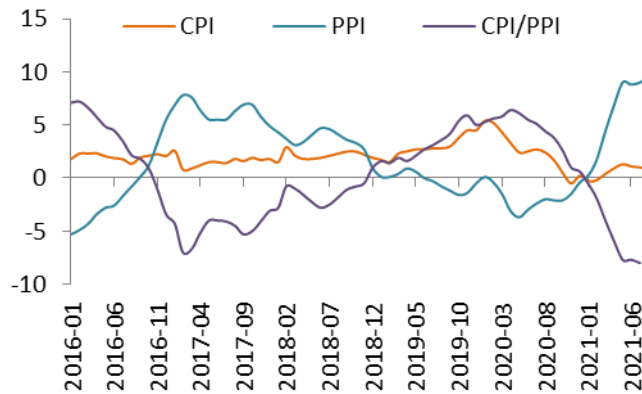
中国8月CPI环比上涨0.1%，涨幅比上月回落0.2个百分点。其中食品价格由上月下降0.4%转为上涨0.8%，影响CPI上涨约0.14个百分点；受多地散发疫情、强降雨及高温天气影响，鲜菜和鸡蛋价格分别上涨8.6%和8.4%，涨幅比上月分别扩大7.3和7.4个百分点；猪肉供给持续增加，价格继续下降1.4%，降幅比上月收窄0.5个百分点；水产品大量上市，淡水鱼和虾蟹类价格分别下降3.3%和4.0%。非食品价格由上月上涨0.5%转为下降0.1%，影响CPI下降约0.05个百分点；工业消费品价格由上月上涨0.4%转为下降0.2%，主要是受国际原油价格下降影响，汽油和柴油价格由涨转降带动；服务价格由上月上涨0.6%转为持平，主要是受疫情影响，飞机票和宾馆住宿等出行类服务消费受到抑制，价格由涨转降。在8月份0.8%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.2个百分点，比上月回落0.3个百分点；新涨价影响约为0.6个百分点，比上月扩大0.1个百分点。

图3：中国CPI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国CPI与PPI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

中国8月PPI环比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。其中生产资料价格上涨0.9%，涨幅扩大0.3个百分点；生活资料价格持平。从主要行业看，受需求旺盛叠加供应整体偏紧影响，煤炭开采和洗选业价格上涨6.5%；前期原油、煤炭等价格上涨较多，推动国内中下游行业价格继续上涨，其中化学原料和化学制品制造业价格上涨1.9%，涨幅扩大1.1个百分点；受近期进口天然气价格快速上涨带动，国内燃气生产和供应业价格上涨1.7%，涨幅扩大1.5个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格均由降转涨，分别上涨

2.2%和1.4%。在8月份9.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.8个百分点，比上月回落0.3个百分点；新涨价影响约为7.7个百分点，扩大0.8个百分点。

1.3 各国财经政策动向

上周五公布的美国8月新增非农数据大幅低于市场预期，但本周公布的美国周度初请失业金人数下降至18个月以来新低，这说明就业增长受到劳动力短缺的阻碍，而不是因为对劳工的需求降温。本周多位美联储官员表态倾向于年内开始缩减QE；周三纽约联储主席威廉姆斯表示，如果美国经济继续改善，美联储在今年晚些时候开始放缓资产购买步伐可能是合适的；亚特兰大联储主席博斯蒂克表示近期疲弱的数据可能推迟了紧缩计划的开始，但今年缩减债券购买规模的大门仍然敞开，不过他预计本月FOMC不会提出逐步缩减资产购买；达拉斯联储主席卡普兰的观点更加激进，他希望美联储在9月会议上宣布一项调整购债规模的计划，并支持从10月份开始缩减购债规模。

上周的欧洲央行议息会议维持主要政策利率不变，但小幅下降了每月购债幅度；在过去两个季度欧洲央行每月购买800亿欧元资产，未来一个季度的月度公债购买目标在600-700亿欧元之间，保持根据市场状况增加或减少购债的灵活性。欧洲央行行长拉加德表示这并不是缩减购债，而是校准紧急抗疫购债计划(PEPP)；欧洲央行为未来三个月重新调整了刺激计划，但还没讨论下一步计划，将在未来几个月做好准备，在12月份进行讨论。

在20国集团(G20)领导人峰会将于10月召开前夕，中美两国元首9月10日再度通话。中国领导人指出，一段时间以来美国采取的对华政策致使中美关系遭遇严重困难，这不符合两国人民根本利益和世界各国共同利益。中美分别是最大的发展中国家和最大的发达国家，中美能否处理好彼此关系，攸关世界前途命运，是两国必须回答好的世纪之问。中美合作，两国和世界都会受益；中美对抗，两国和世界都会遭殃。中美关系不是一道是否搞好的选择题，而是一道如何搞好的必答题。

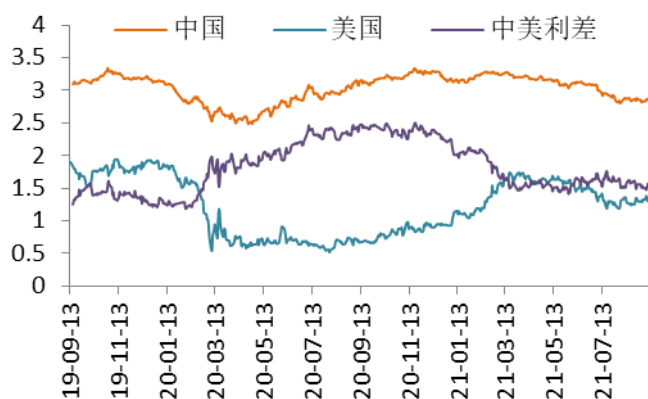
二、宏观市场分析

2020年11月中旬，由永煤信用债违约引发的流动性风险将10年期国债利率推到3.33%的阶段高点，随后央行松动银根以安抚市场；但部分机构趁机加杠杆套作引起央行警惕，春节前央行出其不意地收紧银根，叠加拜登通胀交易引发的美债上升压力，共同使得2021年2月中旬10年期国债收益率上行至2.29%。

此后虽然国际疫情错位扩散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动能持续减弱，国债收益率再次震荡中回落，中国股市调整引发的避险需求也有助于增加国债的吸引力。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。

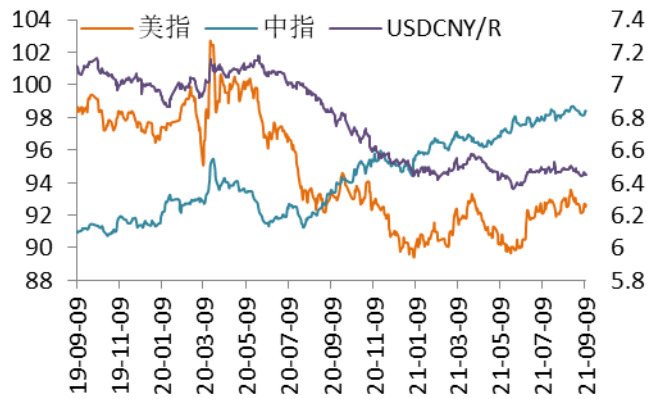
随着经济下行压力的增加，中国宏观政策基调由去杠杆调整为稳增长，7 月 7 日国常会要求适时降准以降低实体经济综合融资成本，7 月 10 日央行决定全面降准 0.5 个百分点，7 月份多项行业监管政策收紧进一步增添了国债的避险需求，10 年期国债收益率持续下行至 2.81%。7 月 30 日中央政治局会议要求稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，积极的财政政策要提升政策效能；尽管 8 月份中国经济下行风险进一步增大，但货币流动性并没有进一步宽松，OMO、MLF 和 LPR 等各种政策利率保持稳定，10 年期国债收益率则在 2.8%-2.9% 之间震荡。我们认为稳增长重心由货币政策当担转向以财政政策为主货币政策为辅，着重将已经核定的财政支出预算有序实现，这有利于化解中国经济下行压力，对债券市场则是短多长空，预计 10 年期国债收益率将在 2.75% 上方企稳。

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 月起通胀压力使得美联储紧缩预期高涨，而且美国就业市场也持续改善，虽然新一轮疫情使得美联储难以下决心缩减 QE，但

美联储紧缩预期下美元指数大致维持了偏强反弹格局。我们认为新冠疫情对美元汇率存在两方面作用，若新冠疫情缓和，则美联储紧缩预期就可能加强，但新冠疫情缓和同样也会削弱美元的避险需求；若新冠疫情恶化，则美联储不太可能紧缩货币，但美元的避险需求将得到加强。在这样一个正反因素的影响下，美元汇率的走势可能偏震荡而非明显的单边走势，再加上欧洲经济复苏后劲好于美国，大体上我们判断9月份美元指数继续偏强运行但反弹空间有限，关注新一轮疫情对美联储紧缩预期的影响。

年初至春节前A股大部分股票都因为节日因素以及流动性驱动而惯性冲高，但春节之后股市画风大变，美债利率上升引发全球高估值资产的调整压力。3月份至5月上旬中国股市底部震荡，着重抓住稳增长压力较小的有利窗口去杠杆和调结构的宏观政策基调，以及大宗商品涨价引发的通胀预期，使得股市风险偏好偏低。5月中旬至7月中旬中国当局打压商品市场，通胀预期的降温以及经济增长动能的减弱，使得市场预期央行将宽松货币政策以支持经济增长，股市债券开始双双走牛，7月上旬央行全面降准则兑现了市场预期。7月下旬至今A股大幅波动，原因是中国当局在行业监管方面的雷霆改革使得市场风险偏好大幅下降，而且央行货币政策在7月全面降准之后保持稳定，市场关于央行进一步宽松以支持经济增长的预期不断落空。我们认为宏观政策重心由去杠杆调整到稳增长有利于经济下行风险的化解，但美联储紧缩预期将制约中国央行货币政策宽松空间，下半年A股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

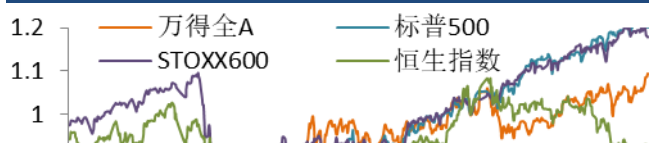
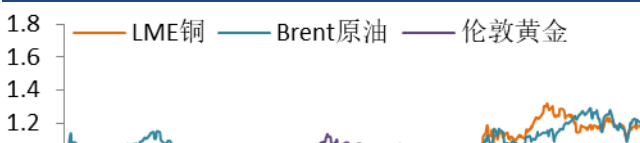


图8：国际重点商品



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_26559

