

类别

宏观策略周报

日期

2021 年 10 月 15 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



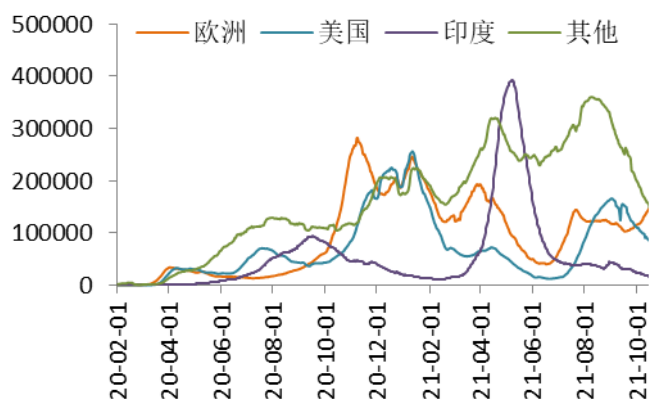
国际能源危机推动中美物价上涨

一、宏观环境评述

1.1 新一轮疫情持续缓和

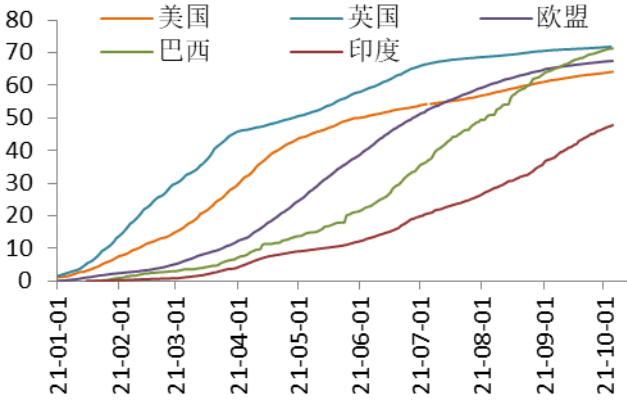
截至 10 月 15 日，全球累计确诊新冠病例 24099 万，总体感染率达到 3.09%；累计死亡病例 490 万，死亡率小幅下降至 2.03%。2019 年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从 2019 年底至 2020 年 9 月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 6 月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从 6 月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。由于全球持续推进新冠疫苗接种工作，8 月底以来全球疫情持续缓和，截止 10 月 15 日全球日均新增确诊病例 39.6 万，较 8 月底高点回落 26.1 万；日均新增确诊病例超过 1 万的国家地区有美国（北美，84995）、英国（西欧，40707）、土耳其（中东，30569）、俄罗斯（东欧，30238）、印度（南亚，16355）、罗马尼亚（东欧，14211）、乌克兰（东欧，13416）、伊朗（中东，11684）和巴西（南美，10221）等 9 个。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：区域疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

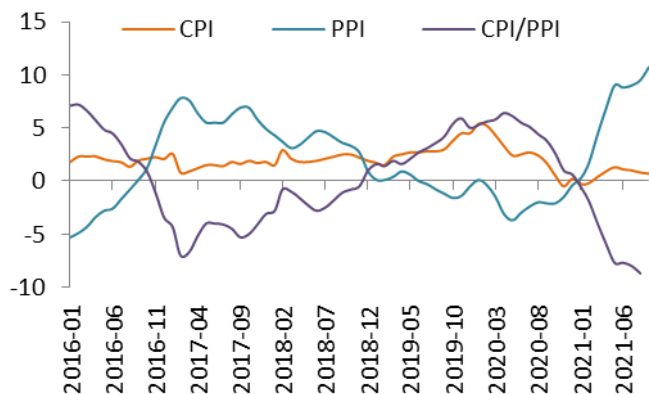
截止 10 月 15 日全球接种新冠疫苗 66.5 亿剂，日均接种疫苗数量（7 天移动平均）为 2043 万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到 37.4 亿；接种量居前的经济体有中国（22.3 亿剂）、印度（9.7 亿剂）、美国（4.1 亿剂）、巴西（2.6 亿剂）和印尼（1.7 亿剂）；全球疫苗接种率达到 47.5%，其中西班牙（81%）、中国（76%）、法国（75%）和英国（72%）位居前列。目前欧美发达经济体疫苗接种率基本上超过 65%，接近或超过集体免疫程度，丹麦挪威等欧洲国家开始全部取消防疫措施；但由于国家财力和疫苗可得性等原因，发展中国家要推迟到 2022 年上半年才能达到

集体免疫程度。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。

1.2 中美通胀数据爆表

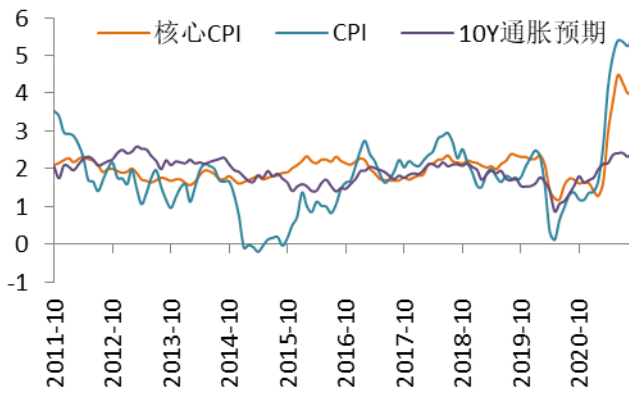
中国9月PPI环比上涨1.2%，涨幅比上月扩大0.5个百分点。其中生产资料价格上涨1.5%，涨幅扩大0.6个百分点，生活资料价格持平。受需求旺盛叠加供应持续偏紧影响，煤炭加工业价格上涨18.9%，煤炭开采和洗选业价格上涨12.1%，合计影响PPI上涨约0.50个百分点。部分高耗能行业生产受限，价格上涨较多，其中有色金属冶炼和压延加工业价格上涨2.9%，水泥等非金属矿物制品业价格上涨2.9%，化学原料和化学制品制造业价格上涨2.0%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.8%，合计影响PPI上涨约0.57个百分点。另外，进口天然气价格上涨等因素推动国内燃气生产和供应业价格上涨2.5%，国际铁矿石价格下降等因素带动国内黑色金属矿采选业价格下降8.7%。在9月份10.7%的PPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.8个百分点，新涨价影响约为8.9个百分点。

图3：中国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：美国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

中国9月CPI环比由上月上涨0.1%转为持平。其中食品价格由上月上涨0.8%转为下降0.7%，影响CPI下降约0.12个百分点；非食品价格由上月下降0.1%转为上涨0.2%，影响CPI上涨约0.16个百分点。非食品中，工业消费品价格由上月下降0.2%转为上涨0.3%。其中，受原材料价格上涨等因素影响，水泥、液化石油气和小汽车价格均有上涨，涨幅在0.6%—7.6%之间；冬装新品上市，服装价格上涨0.8%。服务价格由上月持平转为上涨0.1%。其中，新学期开学部分学校收费

上调,教育服务价格上涨 1.7%;暑期结束叠加散点疫情影响,飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 9.9%、3.3%和 2.2%。在 9 月份 0.7% 的 CPI 同比涨幅中,去年价格变动的翘尾影响约为 0,比上月回落 0.2 个百分点;新涨价影响约为 0.7 个百分点,比上月扩大 0.1 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%,涨幅与上月相同。

美国 9 月 CPI 同比增长 5.4%,高于预期 5.3%,连续 4 月保持在 5%以上的高位;核心 CPI 同比增长 4%,持平预期以及前值。环比方面,美国 9 月 CPI 环比增长 0.4%,高于前值 0.3%,仍位于历史同期均值水平以上;9 月核心 CPI 环比增长 0.2%,持平预期,高于前值 0.1%。主要分项中,除了二手车、服装等少数分项价格环比为负以外,绝大多数分项价格环比上涨。其中,燃油、燃气服务、肉禽鱼蛋类、新车等与居民家用及外出相关的分项价格,上涨动能依然强劲低于预期 0.5%、前值 0.6%。

美国商务部最新数据显示,美国 9 月零售额增长 0.7%,远超预期的下降 0.2%。扣除汽车销售的核心销售上个月增长了 0.8%,高于预期的 0.5%。该报告中扣除汽车、汽油、建材和食品服务的控制组也上涨了 0.8%,超过了 0.4%的预期。数据意外增长,反映出全面改善,暗示当月商品需求依然强劲。8、9 月份新增新冠肺炎确诊病例增加,抑制了对旅游和娱乐等服务的需求,导致美国人将支出转向商品。商品支出增加可能会给全球供应链带来更大压力,供应链一直在努力满足不断增长的需求。先后公布的通胀和消费数据,令到贵金属先是抗通胀需求推动下大涨,而后又在避险需求减弱的情况下大幅回落。

1.3 美联储收紧银根在即

美联储公布 9 月会议纪要显示,与会官员普遍认为,如果整体经济复苏仍在正轨上,在明年中左右结束循序渐进的缩减购债可能是合适的。如果在下次(11 月 3 日)利率会议上决定开始缩减购债,可能会从 11 月中旬或 12 月中旬开始启动。美联储可能会从每个月减少 100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS 开始,并将在明年年中或稍晚左右结束,这是美联储首次在会议纪要中提到明确的缩减购债时间表。

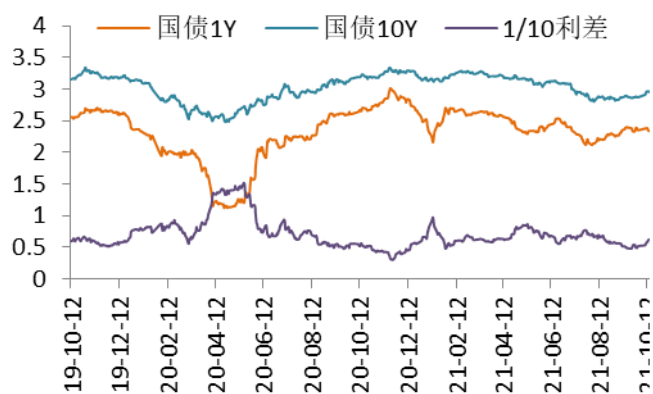
二、宏观市场分析

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。

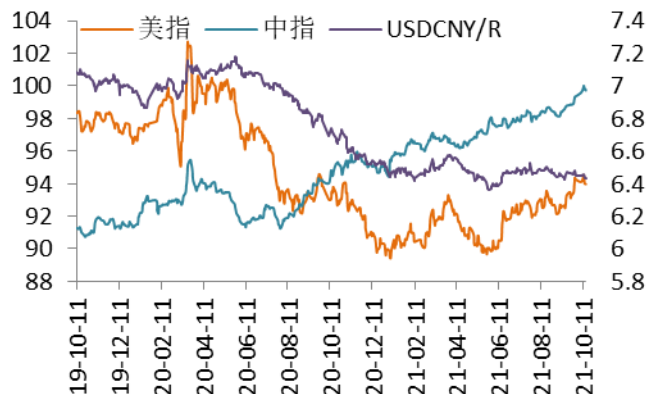
随着经济下行压力的增加，中国宏观政策基调由去杠杆调整为稳增长；7 月 7 日国常会要求适时降准以降低实体经济综合融资成本，7 月 10 日央行决定全面降准 0.5 个百分点；7 月 30 日中央政治局会议要求稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，积极的财政政策要提升政策效能。货币政策宽松预期推动国债收益率曲线陡峭化下行，多项行业监管政策的调整进一步增添了国债的避险需求，7 月份 10 年期国债收益率持续下行至 2.81%。尽管 8 月份以来中国经济下行风险进一步增大，但货币流动性并没有进一步宽松，OMO、MLF 和 LPR 等各种政策利率保持稳定，在央行宽松预期破灭以及通胀压力进一步凸显之后，短端长端国债利率先后回升。我们认为在潜在通胀压力居高不下的情况下，全面性货币政策宽松的空间不大，稳增长主要是以区域性货币政策加上针对性更强的财政政策，着重将已经核定的财政支出预算有序实现，稳货币宽信用的政策组合对国债利率而言短多长空。

图5：中国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月份以来美元指数震荡上行至94.5附近，主要是美联储紧缩预期的上升以及美元流动性的边际减少增强了美元的吸引力，而近期全球能源价格飙升也有利于作为能源净出口国的美国资产估值。预计10月份美元指数继续偏强运行，但根据2013年的历史经验，美联储削减QE的利多靴子落地后，美元指数或有调整需要。

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

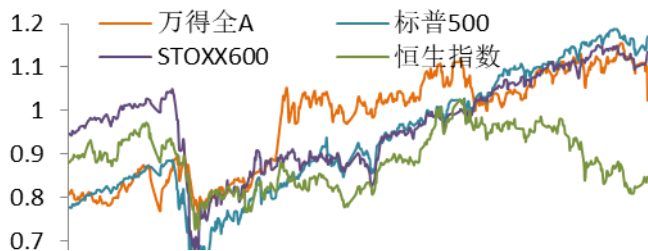


图9：国际重点商品



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_27988

