

类别

宏观策略周报

日期

2021年11月19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



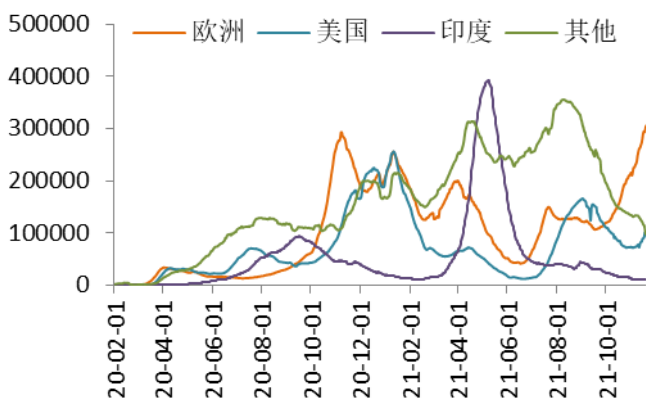
## 欧美疫情扩散速度明显回升

## 一、宏观环境评述

### 1.1 欧美疫情明显恶化

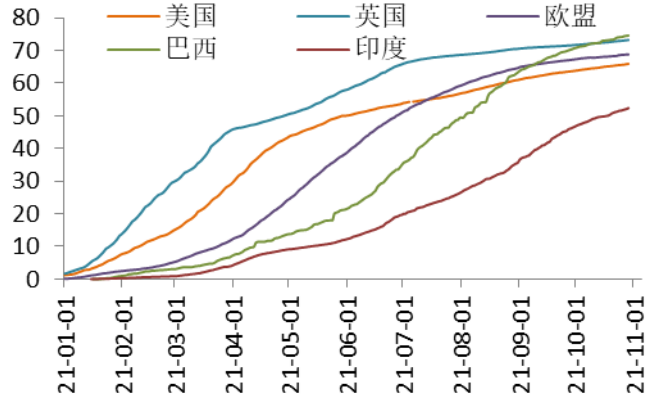
截至11月20日，全球累计确诊新冠病例25716万，总体感染率达到3.3%；累计死亡病例515.4万，死亡率小幅下降至2%。2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。由于全球持续推进新冠疫苗接种工作，8月底至9月份全球疫情持续缓和；但9月下旬以来欧洲疫情明显恶化，11月以来美国疫情也有恶化迹象，需要警惕欧美地区放松防范措施后，其疫情在冷冬背景和年底节日效应下重大幅度恶化的可能性，11月19日奥地利宣布实施全国封锁。截止11月20日，日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，95176）、德国（中欧，47455）、英国（西欧，40754）、俄罗斯（东欧，37477）、土耳其（中东，23405）、荷兰（中欧，19839）、乌克兰（东欧，19506）、波兰（东欧，19485）、法国（西欧，17153）、捷克（东欧，14984）、比利时（西欧，13827）和印度（南亚，10556）等12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11月20日全球接种新冠疫苗76.9亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为2688万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到41.9亿；接种量居前的经济体有中国（24.3亿剂）、印度（11.6亿剂）、美国（4.5亿剂）、巴西（2.98亿剂）和印尼（2.28亿剂）；全球疫苗接种率达到53.2%，其中葡萄牙（89%）、中国（85%）、韩国（82%）、西班牙（82%）和加拿大（79%）位居前列。目前欧美日韩发达

经济体整体接种率达到 72.9%，已经达到群体免疫程度，已经有英国、挪威等欧洲国家陆续放开防疫措施。由于疫苗可得性以及财政因素，预计发展中国家整体需要到 2022 年上半年才能达到群体免疫程度。阶段性来说，由于接种疫苗的推进与防疫措施的放松同步进行，存在防疫措施放松后新冠疫情再度恶化的不确定性，再加上 2020 年冬春之交疫情扩散的经验教训，目前欧洲地区疫情扩散对贵金属价格有一定程度的阶段性支撑作用，本周美国疫情扩散速度已有上升迹象。

## 1.2 中国经济增长环比好转

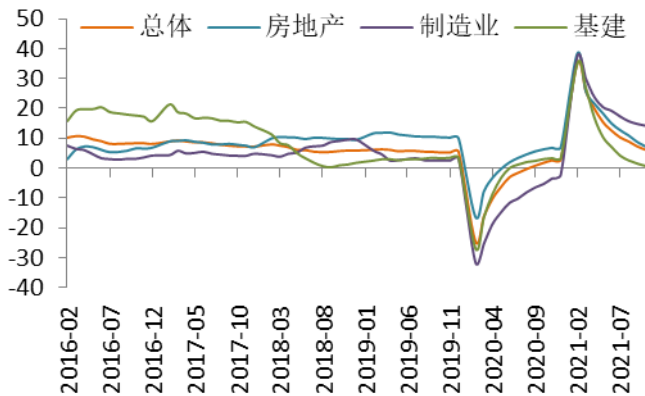
由于政府部门采取强有力手段调控煤炭市场，同时适度放松房地产调控政策，并且财政支出进度也有所加快，由于国庆节旅游引起的面状疫情有缓解迹象，10 月中国经济数据环比有所好转，经济下行压力有所减轻。

随着国家能源保供稳价政策的有力推进，10 月份工业生产增速出现回升。10 月份全国规模以上工业增加值同比增长 3.5%，两年平均增长 5.2%，增速较上月分别加快 0.4、0.2 个百分点，分别为年内和 5 月份以来首次回升。分门类看，采矿业、电力热力燃气及水生产和供应业得益于能源保供政策发力、优质煤炭产能加速释放，增加值分别增长 6.0%、11.1%，较上月分别加快 2.8、1.4 个百分点；制造业增长 2.5%，增速稳中有升。半数行业和产品增速回升。

1-10 月份全国固定资产投资同比增长 6.1%，两年平均增长 3.8%，与前值持平。三大领域延续结构分化，一是制造业投资加速上升，主要驱动力来自高技术制造业投资，例如计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资较快。二是基建投资恢复，单月的两年平均增速为同比增长 1.05%，较前值 0.01% 的水平明显提高，随着专项债资金加快到位和“两新一重”等项目建设推进，将在岁末年初快速形成实物工作量，支撑基建投资向上修复。三是房地产行业继续探底，开发投资、销售、拿地等数据指标仍在下行，不过近期地产管控力度和节奏有所调整，预计监管方向不变但会更注重避免次生风险，维护房地产市场健康发展。

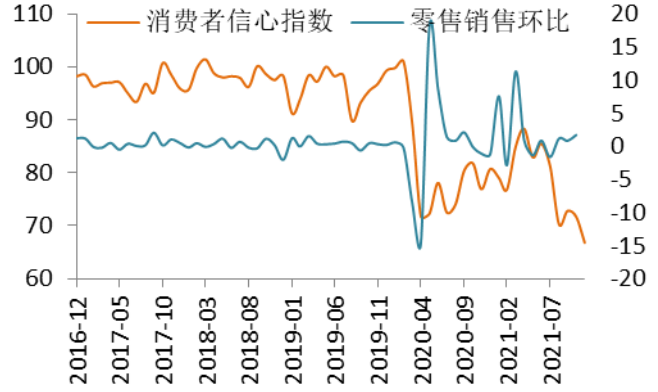
10 月单月社会消费品零售总额为 40454 亿元，同比增速为 4.9%，两年复合增速为 4.6%，较 9 月抬升了 0.8 个百分点，恢复至今年 5 月份的增速水平。10 月份消费显著超出市场预期增速较 9 月继续抬升，一方面受益于居民就业收入的持续改善带来的对消费的支撑，另外一方面也主要受到价格、产品周期等短期因素的提振。

图3：中国固定资产投资增速



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图4：美国居民消费



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

美国 10 月零售销售环比增长 1.7%，从汽车到体育用品等多个行业都表现强劲，网上销售同比增长 10.2%，与此同时 10 月份工业生产环比增长 1.6%，产出销售数据均好于预期。尽管本周公布的强劲零售数据显示，通胀上升迄今尚未抑制经济成长，但投资者担心，物价进一步上涨可能损及经济成长，并迫使美联储提前收紧政策。

### 1.3 美联储基调偏鹰派

随着通胀继续飙升和经济提速，美联储决策高层正在考虑更早加息的可能性。芝加哥联储主席埃文斯表示，与六个月前相比，他对明年加息“持更开放的态度”；如果通胀继续居高不下，2022 年加息可能是合适的。亚特兰大联储博斯蒂克表示，基于就业前景的考虑，他认为美联储可能在明年年中开始加息。美联储理事沃勒称，如果高通胀的压力和就业增长的趋势持续下去，美联储应该考虑加快缩减 QE 的步伐，以便为更早的加息留有更多的空间。与此同时美联储副主席克拉里达也表态表示考虑支持：我将密切关注从现在到 12 月的政策制定者会议期间得到的数据，在那次会议上讨论提高我们减少资产购买的速度很可能是合适的。

即使欧洲通胀压力持续上升，欧洲央行仍试图降温加息预期。11 月 19 日欧洲央行行长拉加德在法兰克福欧洲银行大会称 2022 年欧元区不太可能满足加息的条件，欧洲央行决不能过早收紧货币政策。

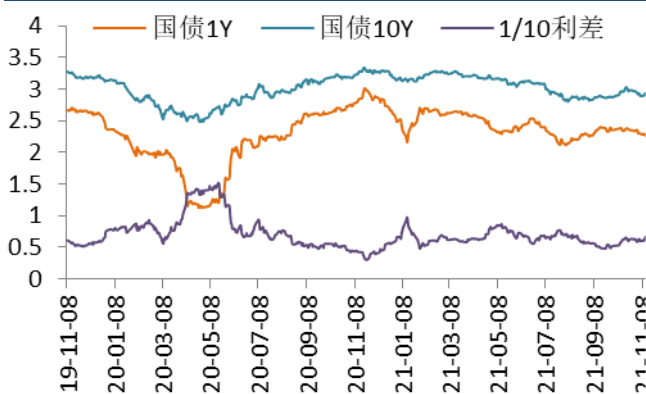
美国总统拜登与印度、日本等主要原油买家讨论一起联合释放原油储备，11 月 18 日白宫发言人普萨基表示，美国已与中国和其他许多国家讨论了联手释出石油储备的可能性。11 月 20 日据《朝日新闻》，日本政府正在考虑释放其战略石油储备 (SPR)。其中一个选择是出售部分石油储备，作为遏制油价上涨的补贴；另一个是考虑降低原油储备量。

## 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。

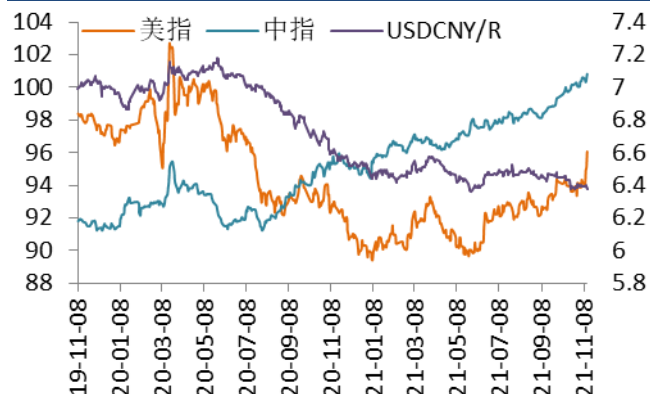
随着经济下行压力的增加，中国下半年宏观政策基调由去杠杆调整为稳增长，7月10日央行决定全面降准0.5个百分点；货币政策宽松预期推动国债收益率曲线陡峭化下行，7月份10年期国债收益率持续下行至2.81%。尽管8月份以来中国经济下行风险进一步增大，但货币流动性并没有进一步宽松；在央行宽松预期破灭以及通胀压力进一步凸显之后，短端长端国债利率先后回升。我们认为尽管短期经济下行压力较大，但在潜在通胀压力居高不下以及美联储持续收紧货币政策的情况下，中国政府部门不会以宽松货币政策为主稳增长，而是综合房地产政策微调、结构性货币政策以及基建投资等全面性工具。在悲观现实与乐观预期的双重影响下，我们预计10年期国债收益率上下两难，大概率在2.8%-3%的核心区间内波动。

图5：中国国债利率



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95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，而欧美疫情差异也提振了美元的避险需求。但要注意美国疫情也有恶化迹象，而拜登政府联手打压油价不利于美元，因此近期美元指数可能有所调整。

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月份至今万得全A指数围绕5680点大幅波动而无明显趋势，原因在于中国经济增长动能在严厉调控房地产和紧缩财政支出的影响下趋弱，而阶段性的小范围局部性新冠疫情则加大了经济下行压力；另一方面供应链扰动和绿色能源革命导致全球均出现严重的通胀压力，而在通胀压力居高不下的情况下监管部门难以大幅调整经济政策来支持经济增长。因此股市面临经济增长动能减弱和通胀压力高企的双重压力，但监管部门也并非无所作为，而是寻找机会打压通胀预期，并且化解抑制经济增长的因素。近期政策组合：整顿煤炭市场、适度放松房地产调控政策以及结构性货币政策，均有利于股市的短期走好。

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\\_29939](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29939)

