

类别
宏观策略周报

日期
2021年12月24日



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



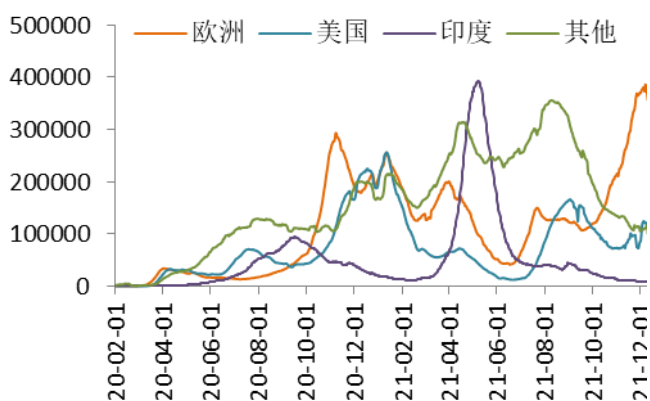
欧美疫情即将迎来最困难时刻

一、宏观环境评述

1.1 欧美疫情继续扩散

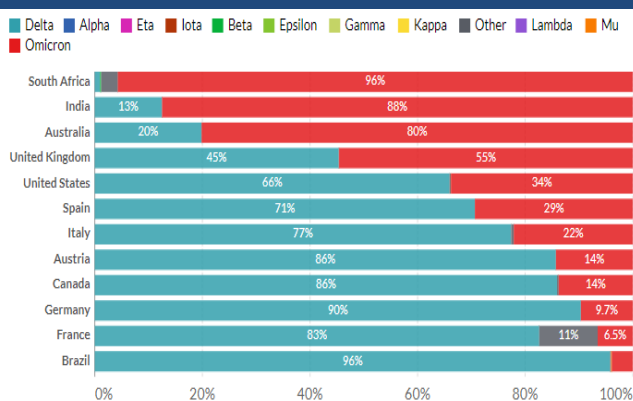
截至 12 月 25 日，全球累计确诊新冠病例 2.8 亿，总体感染率达到 3.59%；累计死亡病例 540.1 万，死亡率小幅下降至 1.93%。2019 年底至今全球爆发五轮新冠疫情，第一轮是从 2019 年底至 2020 年 9 月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 6 月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从 6 月下旬至 10 月上旬，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国；第五轮是从 10 月中旬开始，主要是欧美地区在疫苗接种之后放松防范措施，而南非新发现的 Omicron 毒株具有更强大的传染性和免疫逃逸特性。根据 2020 年的经验，由于年底节日聚集效应，2021 年圣诞节至 2022 年 1 月上旬欧美疫情将迎来最困难时刻。Omicron 变种的强传染性以及年底节日聚集效应，将使得接下来半个月欧美以及全球疫情进一步恶化。防疫措施的收紧有利于抑制疫情扩散速度，但不可避免地影响到经济活动，欧美 12 月 Markit PMI 预览数据较 11 月读数均有所回落。截止 12 月 24 日，日均新增确诊病例超过 1 万的国家地区有美国（北美，190080）、英国（西欧，70051）、法国（西欧，58055）、西班牙（南欧，37497）、意大利（南欧，36797）、德国（中欧，27825）、俄罗斯（东欧，25925）、土耳其（中东，18968）、波兰（中欧，14389）、荷兰（西欧，12630）和加拿大（北美，12149）等 11 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：新冠变种病例占比



数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

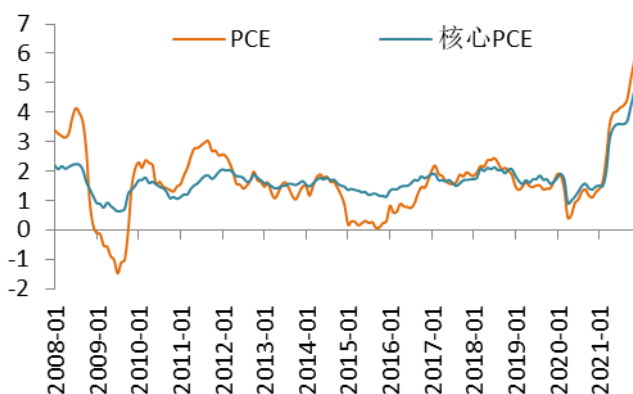
截止 12 月 24 日全球接种新冠疫苗 89.4 亿剂，日均接种疫苗数量（7 天移动平均）为 3597 万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到 45.1 亿；接种量居前的经

经济体有中国 (27.5 亿剂)、印度 (14 亿剂)、美国 (5 亿剂)、巴西 (3.28 亿剂) 和印尼 (2.65 亿剂); 全球疫苗接种率达到 57.3%, 其中葡萄牙 (90%)、中国 (85%)、韩国 (84%)、西班牙 (83%) 和加拿大 (83%) 位居前列。目前欧美日韩发达经济体整体接种率达到 75%, 已经达到群体免疫程度; 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。但由于新冠病毒持续变异, 以 70% 接种率来衡量群体免疫标准是否依然合适, 有待商榷。

1.2 美国经济仍处滞胀格局

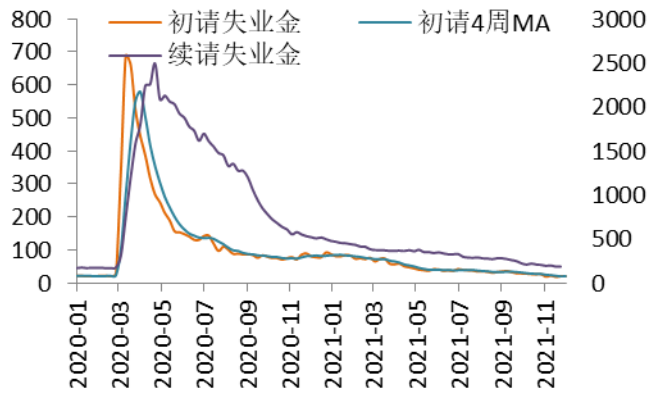
美国 11 月个人消费支出 PCE 物价指数同比增长 5.7%, 为 1982 年 6 月份以来的最高水平, 基本上跟随了 CPI 的走势。美联储最关注的通胀指标-剔除食品和能源的核心 PCE 物价指数在 11 月同比增长 4.7%, 较前值 4.1% 进一步上升且高于 4.5% 的主流预期, 为近 40 年来的最高水平。

图3: 美国PCE物价增速



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图4: 美国周度失业数据



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

12月18日当周美国初请失业金人数 20.5 万, 四周均值下降至 20.6 万, 恢复到疫情前水平; 12月11日当周美国续请失业金人数 185.9 万, 为连续第四周低于 200 万, 但仍略高于疫情前的 170 万左右水平。总体上看, 第五轮疫情对美国实体经济已经产生负面影响, 但暂时没有扩散到就业市场, 而美国通胀压力更为顽固, 美国整体上仍处于滞胀格局。

1.3 LPR 非对称下调

12月20日全国银行间同业拆借中心公布12月LPR, 1年期3.8%较前一月下调5BP, 5年期LPR4.65%连续21个月持平。今年两次降准使得银行体系共节约利息支出约280亿元, 本次一年期LPR下调总体符合市场预期。当前经济在需求收缩、供给冲击与预期转弱的三重压力下, 调降短期LPR压力可以有效降低企业融资成本帮助缓解企业经营压力; 同时维持与房地产贷款相关度更高的5年LPR利

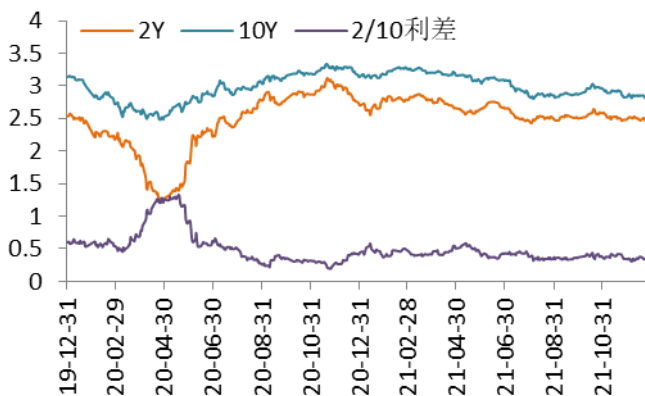
率不变也体现了坚持房住不炒总基调的决心，当前地产政策的边际放松更多减缓地产下行周期的速度而不是再次刺激房地产。

二、宏观市场分析

截止12月24日，2021年中国2年期和10年期国债收益率分别下行23BP和32BP，中国经济增长动能在紧信用控风险调结构政策取向和时不时爆发的点状面状疫情影响下趋弱，同时央行适当宽货币托底经济增长，促使国债收益率平坦化下行。展望2022年，我们判断新冠疫情将长期化流感化，新冠疫情对经济社会的冲击绵绵不绝但震荡趋弱，中国结构性货币宽松举措以及供给侧改革政策的协调有利于经济内生增长动能的增强，多目标制约下央行货币政策或大致保持在2021年底水平，大水漫漫或调整政策利率的可能性均较低。在2021年11月底的水平基础上，我们判断随着经济内生增长动能的增强以及消费物价上升趋势的确立，中国10年期国债收益率上升空间大于下跌空间，核心波动区间为[2.7%，3.2%]，风险来自于新冠疫情形势、农产品通胀冲击和中美地缘政治风险。

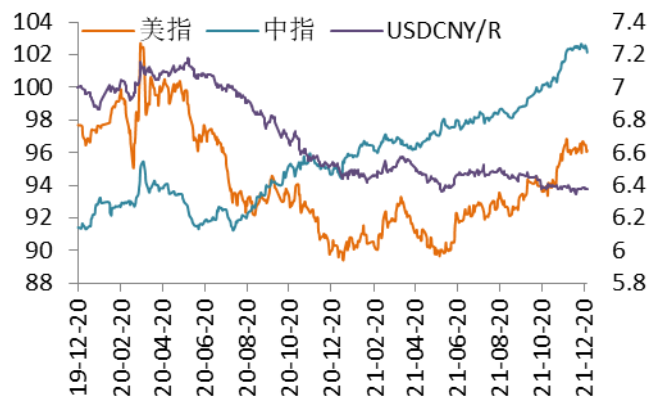
12月6日政治局会议以及2021年中央经济工作会议强调稳字当头，针对经济下行压力加大了稳增长力度，针对供给侧政策不确定性做了进一步的政策解读，这将有利于在新冠疫情发展不确定的情况下增强私人部门支出意愿和经济内生增长动力，相应地国债的避险需求减退；另外数据显示中国经济增长动能环比改善，猪肉价格企稳回升以及中上游涨价传递到下游，正在驱动中国消费物价加速上涨，两者均不利于无风险利率。但短期来说，由于国内货币流动性稳健偏松，12月1年期LPR下调5BP，同时Omicron毒株全球蔓延，短期全球经济活动受到影响，国债收益率暂时保持了低位震荡格局，提防央行收紧流动性打压债市加杠杆行为的可能性。

图5：中国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：美元与人民币汇率



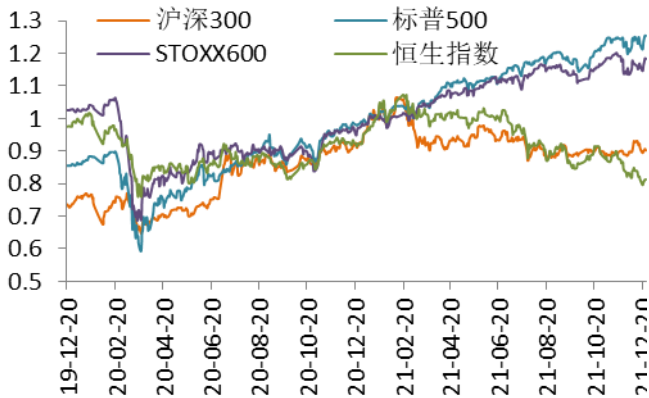
数据来源：Wind，建信期货研投中心

截止12月24日,2021年美元指数和人民币汇率指数分别上涨6.86%和7.91%,人民币兑美元汇率升值2%。年内美元指数分别在1月和5月构筑底部,然后在拜登政府积极财政政策前景和美联储紧缩前景的推动下反弹,触动因素则分别为美国佐治亚州联邦参议员席位的确定和美国4月份通胀数据的公布,而美国相对于欧英日的经济恢复前景和央行紧缩前景为主要影响因素。人民币汇率指数延续了自2020年7月份以来的上涨趋势,主要影响因素为中外疫情差异性以及中外经济阶段和经济政策所导致的内外需差异。由于美元指数和人民币汇率指数均偏强运行,年内人民币兑美元汇率偏强震荡,监管部门汇率政策、中美地缘政治风险以及中美贸易形势为主要影响因素。

展望2022年,我们预计美国在经济增长和央行紧缩方面仍然领先于欧英日同行,因此美元指数强势运行的基础得以维持;但从经济发展阶段差异性来看,2022年欧英日经济有望加速追赶美国(或者说美国受通胀压力的拖累大于欧英日);再加上2022年下半年美国国会中期选举所导致的政治风险,美元指数想要维持2021年的大幅上涨趋势也不太可能,因此我们判断2022年美元指数高位盘整,核心波动区间为[93, 99],近期关注美国新冠疫情和1.75万亿美元支出法案受阻情况,97附近或为美元指数短期顶部。由于2022年中外疫情趋同以及宽信用政策环境,贸易盈余对于人民币汇率的支撑作用将有所减弱,我们判断2022年人民币汇率指数不太可能延续2021年的强势上涨趋势,中国央行分别在5月和12月上调外汇存款准备金率说明6.35附近为监管层所认可的政策顶,近期人民币汇率指数已经有见顶迹象。

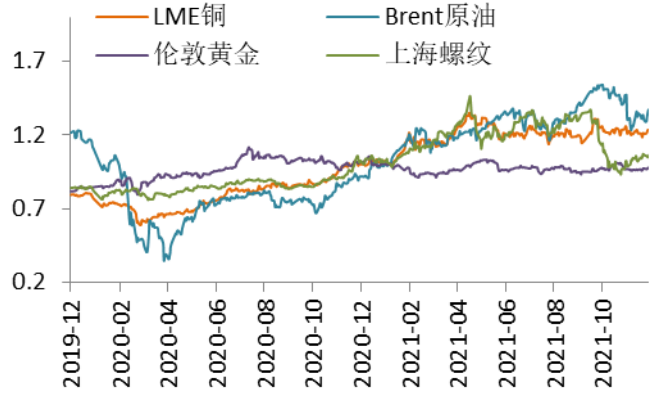
截止2021年12月底,中外股市总体表现是中弱外强,在A股内部同样展现出巨大的差异性。中外分化和内部分化的原因都可以归结为中外经济阶段和经济政策的差异性,国内控风险和紧信用环境导致经济下行压力增加,不利于大盘蓝筹股,但宽货币环境和供给侧改革政策以及国际复苏形势有利于中盘蓝筹股和创新高股。展望2022年,我们观察到A股整体市盈率虽然已经从2020年底的23.36倍下降至2021年12月底的19.8倍,但仍然处于2012年以来的较高水平区间,经济下行压力影响下中国央行保持较为宽松的货币流动性环境,是存量博弈阶段A股市盈率维持在高水平区间的关键。从盈利调整(基数效应,有限稳增长)和估值调整(无风险收益率上升)两方面看,我们认为2022年中国股市总体上维持宽幅震荡走势,上半年有稳增长和宽信用政策的利多但有新冠疫情和国际开放的冲击,下半年注意无风险利率上升和中美地缘政治风险的冲击,中期来看中盘蓝筹股和科技创新股仍将跑赢大盘蓝筹股。

图7：中外股票指数



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图8：国际重点商品



数据来源：Wind，建信期货研发中心

由于2021年全球经济继续自新冠疫情冲击中恢复，与此同时新冠疫情对大宗商品供应的限制仍然存在，2021年全球大宗商品延续了2020年4月份以来的上涨趋势；由于中外经济增长差异、绿色能源革命以及行政手段干预等因素，不同商品之间走势也出现明显分化。与市场主流判断相反，我们认为2022年大宗商品市场仍将延续自2020年4月份以来的牛市趋势。2022年大宗商品牛市有三个坚实基础：1、由于新冠疫情长期化流感化前景，央行在通胀压力下收紧货币政策的步伐慢于形势所需，大宗商品供求关系的扭曲难以在短期内消除；2、化石能源的投资生产因绿色能源革命受到严格限制，清洁能源的投资和生产受累于高成本和低效率，电气化转型则降低了化石能源的利用效率，因此绿色革命在中前期必然会推升化石能源价格；3、目前美国、澳大利亚和中国等气候监测部门均证实全球将出现拉尼娜天气状况，而这与一年前的拉尼娜组成罕见的双拉尼娜天气现象，农产品价格供应以及大宗商品价格运输恐会受到严重影响。

在坚持大宗商品整体延续牛市走势的判断之下，我们认为2022年能源化工走势仍将领先于其他商品，布伦特原油有望冲击100美元/桶，并从成本端支撑商品牛市。有色金属继续偏强运行，支撑来自于绿色能源革命以及欧美产业链补库。

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_35206

