

类别

宏观策略周报

日期

2021 年 12 月 31 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



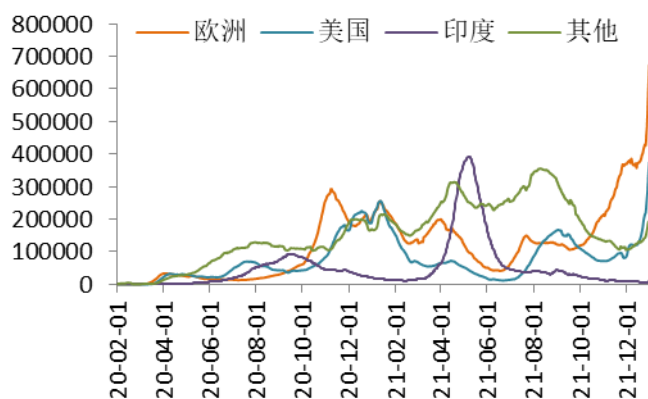
欧美新增确诊病例爆炸式上升

一、宏观环境评述

1.1 欧美疫情继续扩散

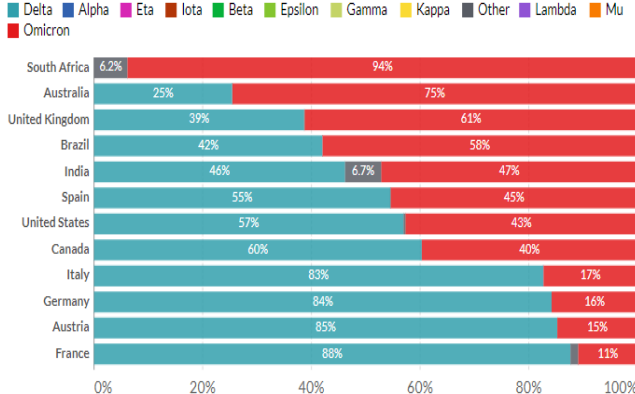
截至 12 月 31 日，全球累计确诊新冠病例 2.88 亿，总体感染率达到 3.69%；累计死亡病例 544.4 万，死亡率小幅下降至 1.89%。2019 年底至今全球爆发五轮新冠疫情，第一轮是从 2019 年底至 2020 年 9 月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 6 月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从 6 月下旬至 10 月上旬，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒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；由于确诊病例爆炸式增长给医疗系统带来的压力，欧美国家非但没有大规模收紧防疫措施反而是降低确诊病例的隔离措施，这使得本轮疫情达峰后的缓解速度更为缓慢。截止 12 月 31 日，日均新增确诊病例超过 1 万的国家地区有美国（北美，374269）、英国（西欧，151594）、法国（西欧，141291）、西班牙（南欧，82391）、意大利（南欧，79720）、加拿大（北美，32352）、土耳其（中东，30862）、阿根廷（南美，29882）、德国（中欧，26034）、俄罗斯（东欧，22376）、葡萄牙（南欧，17658）、荷兰（西欧，14086）、爱尔兰（西欧，13857）瑞士（中欧，12254）和波兰（东欧，10774）等 15 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

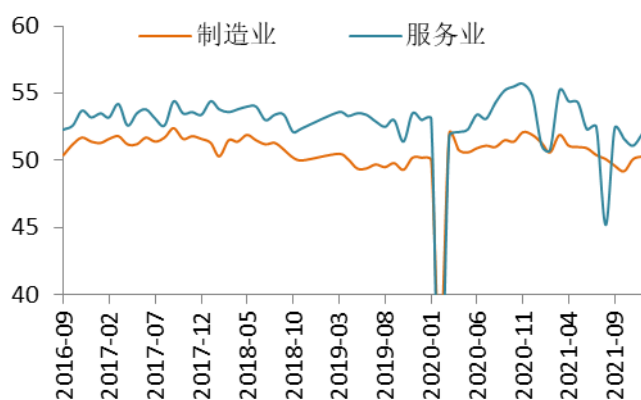
截止 12 月 31 日全球接种新冠疫苗 91.5 亿剂，日均接种疫苗数量（7 天移动平均）为 3209 万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到 45.8 亿；接种量居前的经济体有中国（28.2 亿剂）、印度（14.4 亿剂）、美国（5.1 亿剂）、巴西（3.3 亿剂）和印尼（2.7 亿剂）；全球疫苗接种率达到 58.2%，其中葡萄牙（90%）、中国（87%）、加拿大（83%）、日本（80%）和英国（76%）位居前列。目前欧美日韩发达经济体整体接种率达到 77%，已经达到群体免疫程度；由于疫苗可得性以及财政因素，预计发展中国家整体需要到 2022 年上半年才能达到群体免疫程度。但由于新冠病毒持续变异，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 中国经济延续边际改善

12 月份中国官方制造业 PMI 和非制造业 PMI 分别为 50.3% 和 52.7%，比上月上升 0.2 和 0.4 个百分点；综合 PMI 产出指数持平于上月的 52.2%，三大指数均位于扩张区间，中国经济在稳增长措施的支持下延续边际改善趋势。

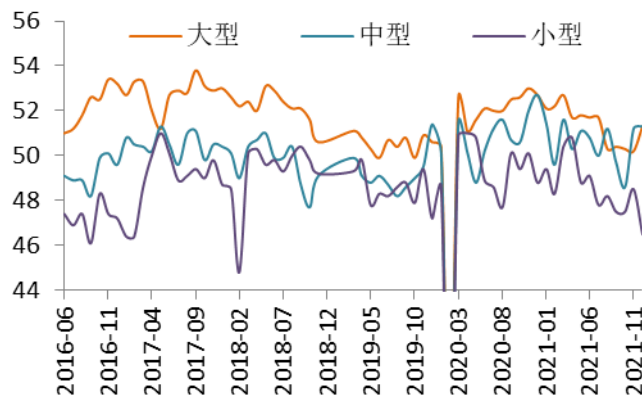
随着一系列保供稳价和助企纾困等稳定经济发展政策力度加大，部分大宗商品价格回落明显，企业成本压力有所缓解，制造业景气水平连续两个月回升。本月主要特点一是生产保持扩张，生产指数 51.4%，虽比上月下降 0.6 个百分点但高于临界点，反映制造业生产继续保持增长；二是需求有所改善，新订单指数为 49.7%，高于上月 0.3 个百分点，连续两个月回升；三是价格指数继续回落，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 48.1% 和 45.5%，低于上月 4.8 和 3.4 个百分点，连续两个月回落，均降至 2020 年 5 月份以来低点；四是高技术制造业保持较快增长，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 54.0%、51.6% 和 51.1%，均继续高于临界点，行业保持扩张。

图3：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：不同企业制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

12 月份非制造业商务活动指数为 52.7%，比上月上升 0.4 个百分点，连续 4

个月高于临界点，非制造业景气水平总体有所回升。其中航空运输、餐饮、文化体育娱乐等上月受疫情影响较大的行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所提升；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业保持在 60.0%以上高位景气区间，业务总量继续快速增长。但从市场需求看，新订单指数为 48.2%，连续 7 个月位于临界点以下，表明服务业恢复基础尚不牢固，企业对市场走势预期较为谨慎。受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，建筑业商务活动指数为 56.3%，比上月下降 2.8 个百分点，反映建筑业生产扩张有所放缓。近期保供稳价政策不断显效，建筑业投入品价格指数为 48.1%，连续两个月低于临界点，企业成本压力得到一定程度缓解。

1.3 严控疫情稳增长

12 月 29 日国务院常务会议要求完善和抓实春运疫情防控，加强科学精准防控防止一刀切；同时针对经济下行压力较大的情况，国常会延长个人所得税和上市公司股权激励税收优惠政策时限，预计一年可为企业居民减税 1100 亿元。目前 Omicron 新冠变种肆虐欧美，国内即将迎来春节长假，疫情防控压力明显上升；但在经济下行压力仍然较大的情况下，大幅度收紧防疫隔离措施会对服务业甚至整体经济运行造成更大的冲击。国常会要求精准防控疫情防止一刀切，防疫措施一方面要有针对性，针对不同疫情风险地区制定不同的出行规定；另一方面也要针对春运特殊情况加强应对措施，比如引导企业和高校错峰安排放假和返岗返校、旅游景区限量预约错峰接待等；最后是常规性的防疫措施要认真严格落实，比如公共场所消毒、体温检测和戴口罩等。另外国常会延续之前的减费降税措施缓解经济下行压力，有利于增加居民和企业可支配收入，从而在春节和春季等敏感时点拉动居民消费和企业投资，达到对冲疫情影响和平滑经济增长的目的。

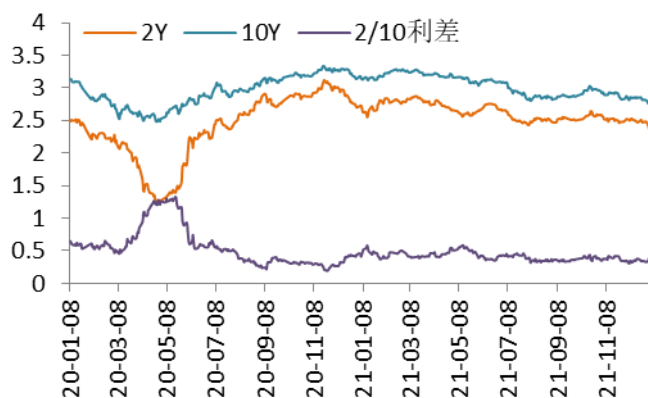
二、宏观市场分析

截止 12 月 31 日，2021 年中国 2 年期和 10 年期国债收益率分别下行 31BP 和 37BP，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。

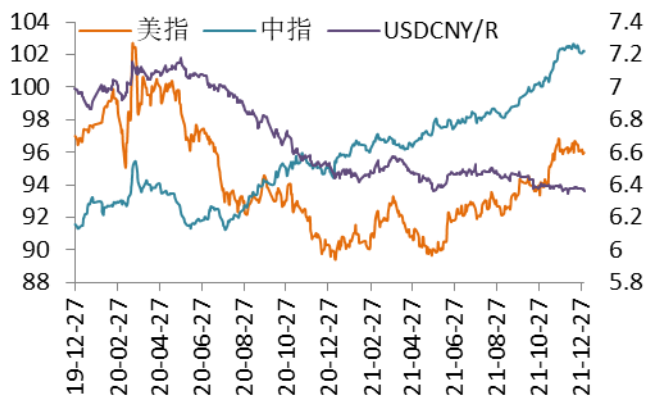
12月6日政治局会议以及2021年中央经济工作会议强调稳字当头，针对经济下行压力加大了稳增长力度，针对供给侧政策不确定性做了进一步的政策解读，这将有利于在新冠疫情发展不确定的情况下增强私人部门支出意愿和经济内生增长动力，相应地国债的避险需求减退；另外数据显示中国经济增长动能环比改善，猪肉价格企稳回升以及中上游涨价传递到下游，正在驱动中国消费物价加速上涨，两者均不利于无风险利率。但短期来说，由于国内货币流动性稳健偏松，12月1年期LPR下调5BP，同时Omicron毒株全球蔓延，短期全球经济活动受到影响，国债收益率暂时保持了低位震荡格局，上周10年期国债收益率年内首次跌破2.8%关口。

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

截止12月31日，2021年美元指数和人民币汇率指数分别上涨6.68%和7.97%，人民币兑美元汇率升值2.13%。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

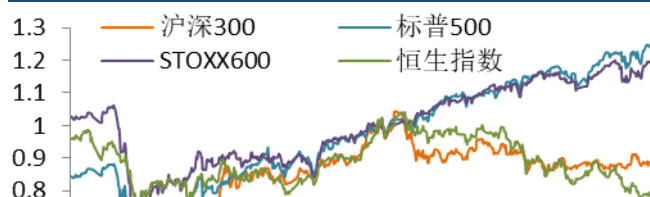
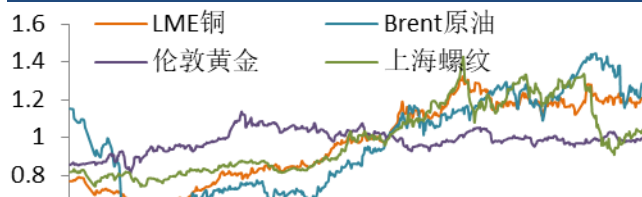


图8: 国际重点商品



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_35480

