

类别  
宏观策略周报

日期  
2022年1月7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



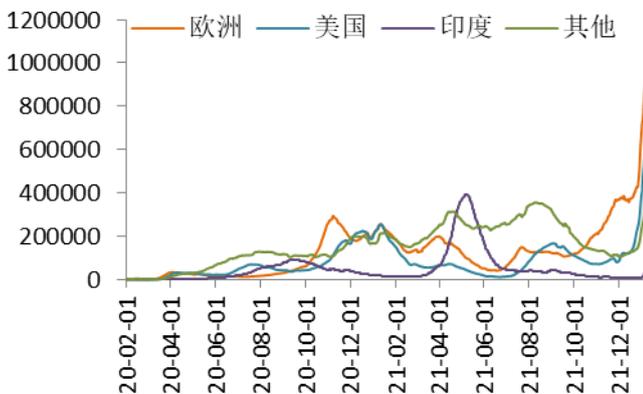
## 超鹰派美联储力压疲软非农

## 一、宏观环境评述

### 1.1 第五轮疫情尚未见顶

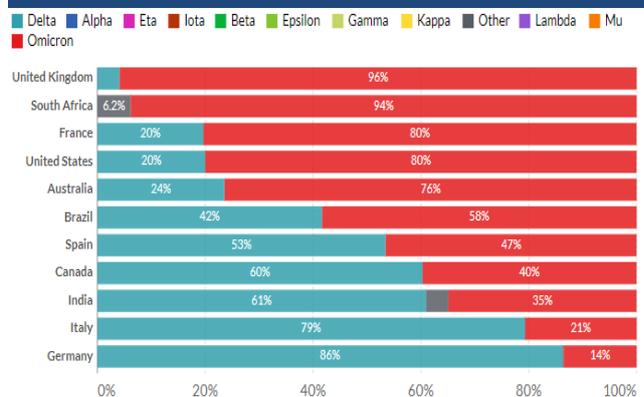
截至1月8日，全球累计确诊新冠病例3.05亿，总体感染率达到3.91%；累计死亡病例549.4万，死亡率小幅下降至1.8%。2019年底至今全球爆发五轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬至10月上旬，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。第五轮是从10月中旬开始，主要是欧美地区在疫苗接种之后放松防范措施，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，叠加年底节日聚集效应；而且新冠疫情接种的持续推进，以及担忧社会医疗系统受到的压力，使得欧美诸国大多不愿过度收紧防疫隔离措施。截止1月8日，日均新增确诊病例超过2万的国家地区有美国（北美，667824）、法国（西欧，231885）、英国（西欧，177603）、意大利（南欧，144908）、西班牙（南欧，124309）、阿根廷（南美，80442）、印度（南亚，72399）、土耳其（中东，56778）、德国（中欧，43442）、加拿大（北美，42133）、巴西（南美，29177）、葡萄牙（南欧，28642）、荷兰（西欧，25195）、俄罗斯（东欧，24189）和爱尔兰（西欧，20697）等15个，全球日均新增确诊病例数218.4万，远超前几轮疫情最严重的时期的新增确诊病例数。我们预计本轮疫情顶峰将于1月中下旬到来，但其随后的缓解速度相对较慢。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图2：新冠变种病例占比



数据来源：Ourworldindata，建信期货研报中心

截止1月8日全球接种新冠疫苗94.2亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平

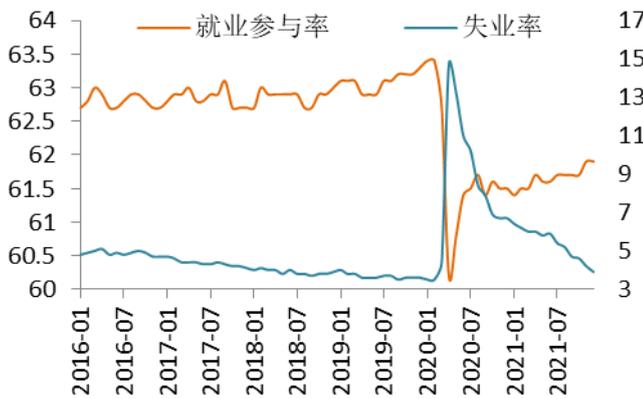
均)为 2915 万剂,至少接种过一剂疫苗的人数达到 46.6 亿;接种量居前的经济体有中国(28.9 亿剂)、印度(15.1 亿剂)、美国(5.18 亿剂)、巴西(3.34 亿剂)和印尼(2.86 亿剂);全球疫苗接种率达到 59.2%,其中葡萄牙(90%)、中国(87%)、加拿大(83%)、日本(80%)和英国(76%)位居前列。目前欧美日韩发达经济体整体接种率达到 76.3%,已经达到群体免疫程度;由于疫苗可得性以及财政因素,预计发展中国家整体需要到 2022 年上半年才能达到群体免疫程度。但由于新冠病毒持续变异,以 70%接种率来衡量群体免疫门槛的旧有标准是否依然合适,有待商榷。

### 1.2 美国非农数据爆冷

2021 年 12 月美国仅新增非农就业 14.9 万,远低于市场主流预期的 40 万,也与 ADP 新增私人就业 80.7 万相悖。分行业看零售行业和政府服务业就业均连续两个月减少,是拉低新增非农就业的主要原因。截止 2021 年 12 月,美国非农就业岗位较疫情前仍减少 367.2 万。

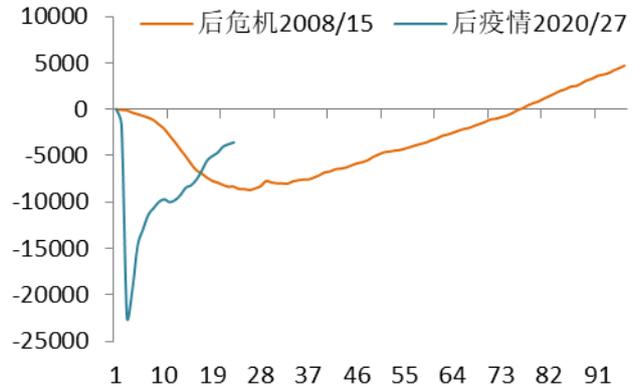
但其他一些数据显示美国就业市场大致仍处于健康发展的趋势。美国 12 月失业率下降至 3.9%,距离疫情前的低点 3.5%仅有一步之差;12 月就业参与率维持在上月的 61.9%,雇员薪资环比增长 0.6%,显示美国就业市场依然较为紧张。

图3: 美国失业率和就业参与率



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图4: 美国就业市场恢复程度



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

美国就业市场并非一边倒的数据,未能影响到高涨的美联储紧缩预期。数据公布后,市场认为美联储仍有充足理由加快紧缩步伐。美债收益率继续攀升,美国股市继续调整;美国波动率上升削弱美元吸引力,美元指数再次跌破 96 关口;偏弱美元汇率提振大宗商品价格,上周五伦敦黄金上涨 0.29%,初步摆脱全周偏弱下行的态势。

### 1.3 议息会议纪要强化紧缩信号

1月5日美联储公布2021年12月议息会议的纪要文件显示，美联储开始讨论与货币政策立场最终正常化相关的一系列主题，其中提到美联储将会以更快的速度推进升息和缩表。由于这是在会议声明外新增的紧缩信号，纪要公布后美元指数探底回升、黄金冲高回落，而美债收益率大涨、美国股市大跌。

与会者普遍认为与上一次货币政策正常化的背景相比，目前美国经济前景更强、通胀率更高、就业市场更紧张、美联储资产负债表相对GDP更庞大，这些因素支持美联储以更快的速度推进货币政策正常化，包括比之前预期的更早更快上调联邦基金利率，以及在开始上调联邦基金利率后相对较短的时间内开始缩减资产负债表。在推进货币政策正常化之前，美联储会公布货币政策正常化的原则和计划，这将有利于增强公众的理解和政策的有效性，同时也会保留根据经济和金融发展状况调整正常化细节的灵活性。

在经济增长方面，美联储认为随着经济的重新开放和大多数行业供应限制的解决，未来两年美国实际GDP水平仍将远高于潜在水平；尽管Omicron变种蔓延将给冬春经济增长带来短暂逆风，而货币政策收紧也会给经济带来持续压力；但Omicron变种不会从根本上改变美国经济复苏的路径，这种判断给予美联储加快紧缩对抗通胀的信心。我们认为美联储的判断是基于新冠疫情将随着新冠疫苗接种的推进逐步消失的预判，但如果新冠疫情长期化流感化，新冠疫情对经济的冲击持续存在且维持较高烈度，那么货币政策过快收紧或会使美国新一轮衰退更快。美联储对就业市场的评论有两点值得关注。第一点是近期非裔美国人和西班牙裔美国人的失业率下降，以及壮年就业人口比例的种族和族裔差距缩小，表明劳动力市场复苏更具包容性，这其实说明美联储以宽松货币政策促进社会公平的目的已经达到。第二点是尽管美国就业岗位较疫情前水平还少了300多万个，但考虑到新冠疫情导致的退休和其他人员离开就业市场，美国就业市场将很快接近充分就业水平，接近记录高位的离职率和职位空缺率以及工资增长的显著回升均支持这一判断，这也是支持美联储加快紧缩步伐的另一个理由。

在通胀方面，尽管与会者普遍认为随着供应限制的缓解，美国通胀将在2022年期间大幅下降；但鉴于住房成本和租金的上涨，劳动力短缺推动的工资增长更加广泛，以及全球供应方摩擦更加持久，他们已经显著上调了2022年甚至2023年的通胀预测。此外一些与会者讨论了近期通胀水平升高可能会将公众对通胀的长期预期提高到高于与委员会长期通胀目标一致的水平风险，他们指出这种发展可能会使委员会更难实现2%的长期通胀。因此美联储急于紧缩货币政策，不

仅仅是在中期内打击通胀压力，还着眼于在短期内压低通胀预期；因为一旦高通胀成为普遍预期，人人依照高通胀预期行事，那么高通胀现实会随之而来。

总体来说，相较之上一轮货币政策正常化的经济背景，美联储认为当下美国经济增长前景更强劲、就业市场更加紧张、通胀压力更高、美联储资产负债表更庞大。绵绵不断的新冠疫情、挥之不去的供应瓶颈以及逐步趋紧的就业市场，使得美联储认为高通胀压力将持续更长时间，而更强劲的经济前景和更紧张的就业市场使得美联储认为集中精力应对通胀。会议纪要中对经济增长、就业市场和通货膨胀的评论，说明美联储最近几周采取行动应对高通胀得到广泛认同，不仅仅是加快缩减QE步伐，还要加快升息节奏和缩表时间表，2022年全球金融市场都将受到美联储加快紧缩的持续压力。但是我们还需仔细观察货币政策紧缩对美国经济和金融市场的影响，是否会超出美联储的预测范围，因为这会导致美联储货币政策正常化路径的调整。

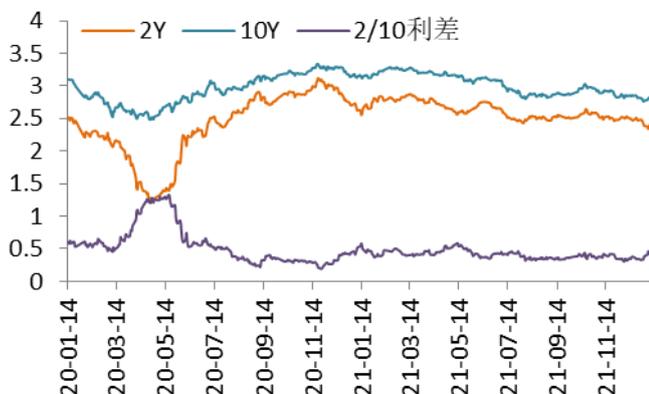
## 二、宏观市场分析

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。上周中央财经委副主任在《瞭望》新闻周刊2022年第1期撰文《稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题》，文中强

调 2022 年各地区各部门都要以高度的政治意识担负起稳定宏观经济责任，这进一步化解市场对于 2022 年中国经济的担忧，10 年期国债收益率有所回升。

图5：中国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图6：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

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

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\\_35805](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35805)

