

类别

宏观策略周报

日期

2022 年 2 月 18 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



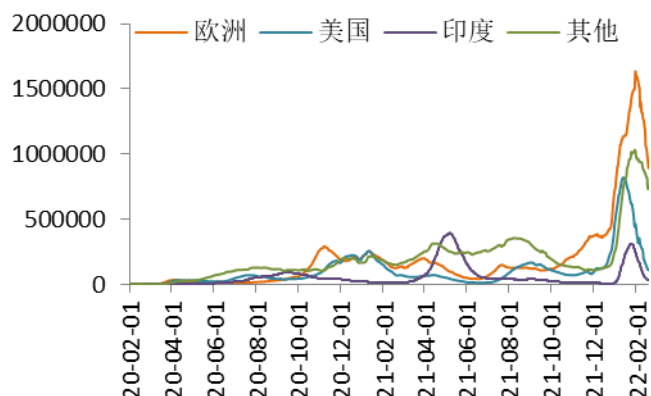
乌东地区战事爆发

一、宏观环境评述

1.1 全球第五轮疫情开始缓解

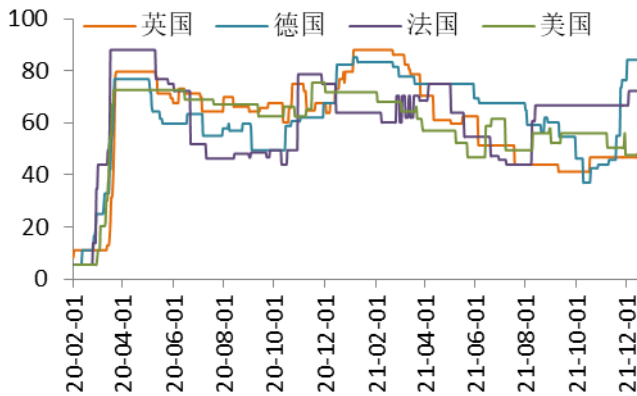
截至2月18日，全球累计确诊新冠病例4.23亿，总体感染率达到5.42%；累计死亡病例589万，死亡率小幅下降至1.4%。2019年底至今全球爆发五轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬至10月上旬，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。第五轮是从2021年10月中旬开始，主要是欧美地区在大规模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，再叠加年底节日聚集效应。随着节日效应的消退，全球第五轮疫情扩散速度呈现见顶回落迹象，2022年1月26日全球日均新增确诊病例创下338.2万的阶段性高点，到2月18日该指标已经下降至179万，基本上所有区域疫情都开始缓解。截止2月18日，日均新增确诊病例超过5万的国家地区有俄罗斯（东欧，180594）、德国（中欧，164802）、美国（北美，111234）、巴西（南美，105978）、法国（西欧，86509）、土耳其（中东，85657）、印尼（东南亚，55110）、意大利（南欧，53492）和荷兰（西欧，53205）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：防疫措施严格度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

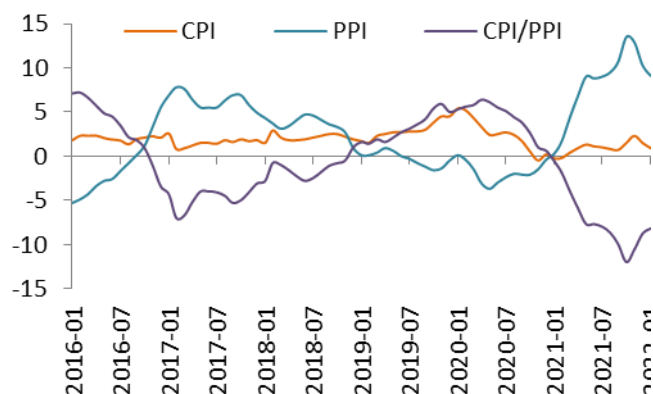
截止2月18日全球接种新冠疫苗105.3亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3204万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到49亿；全球疫苗接种率达到了62.2%，其中高收入与中高收入国家接种率已经超过78%，已经达到群体免疫程度，目前已经有丹麦、挪威等等欧洲国家陆续完全放开防疫措施。但鉴于新冠病

毒的高变异性，纯粹的疫苗防疫不足以构成群体免疫屏障，必须依靠自然免疫来弥补，这意味着群体免疫屏障形成的时点取决于疫苗接种速度与疫情扩散速度的加总，也与新冠病毒的变异和新冠疫苗的研发有一定关系，同时抗疫压力将从欧美转移到东亚。

1.2 中国通胀压力依然偏低

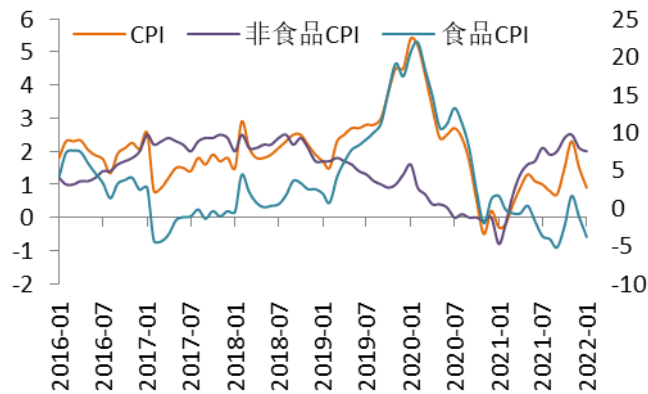
1 月份各地区各部门持续做好春节前重要民生商品市场供应，居民消费价格总体平稳。从环比看 CPI 由上月下降 0.3% 转为上涨 0.4%，其中食品价格由上月下降 0.6% 转为上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点；非食品价格由上月下降 0.2% 转为上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点。非食品中，工业消费品价格由上月下降 0.5% 转为持平，其中受国际能源价格上涨影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 2.2%、2.4% 和 1.5%。服务价格由上月持平转为上涨 0.3%，其，节前出行有所增加，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别上涨 12.4%、9.8% 和 5.2%；受部分城市务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务、母婴护理服务和美发等价格均有所上涨，涨幅在 2.6%—9.1% 之间。在 1 月份 0.9% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.5 个百分点，新涨价影响约为 0.4 个百分点。

图3：中国CPI/PPI裂口收窄



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国CPI受食品拖累



数据来源：Wind，建信期货研投中心

1 月份煤炭、钢材等行业价格走低，带动工业品价格整体继续回落。从环比看 PPI 下降 0.2%，降幅比上月收窄 1.0 个百分点。保供稳价政策有力推进，煤炭、钢材价格继续回落，煤炭开采和洗选业价格下降 3.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.9%。受国际原油价格回升影响，国内石油相关行业价格回暖。石油和天然气开采业价格由上月下降 6.9% 转为上涨 2.6%；化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业价格分别下降 1.3% 和 0.1%，降幅比上月分别收窄 0.8 和 3.0 个百分点。国际有色金属价格上行，带动国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨。

0.8%。在1月份9.1%的同比涨幅中,去年价格变动的翘尾影响约为9.3个百分点,新涨价影响约为-0.2个百分点。

总体而言,由于生猪价格供应依然充足,以及国内经济增长动能不足,尽管国际大宗商品价格持续走牛,但国内通胀压力在可预见的时间内将依然较为温和。即使随着时间的推移以及物价从上游向中下游传递,我们认为国内通胀压力将是温和的,不会对当前的宽松货币政策形成制约。

1.3 房地产政策开始松动

近日四大行下调菏泽市个人住房贷款首付款比例,“无房无贷”购房者首付比从之前最低30%降至最低20%,根据名下有无住房、有无住房贷款记录及贷款记录是否结清,最低首付比例分为25%、30%、40%。

根据央行和银监会2015年《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》(银发〔2015〕98号),“在不实施‘限购’措施的城市,居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款,原则上最低首付款比例为25%,各地可向下浮动5个百分点,对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房,最低首付款比例调整为不低于30%”。此次媒体报道菏泽市个人住房贷款首付比例调至20%-40%,符合98号文规定的首付比例各地浮动范围,属于因城施策下的局部合理调整。

结合去年下半年以来房地产方面中央定调及地方政策推进情况来看,当前各地房地产政策工具箱储备仍较丰富,此次菏泽市调整“无房无贷”购房者的首付比例标志着需求端政策优化的开启,后续各地需求端政策有望依据销售情况而“因城施策”推进,此外地产融资政策亦有调整优化空间。总体来看,解决前期地产信用问题的核心在于缓解当前流动性状况,需求端(对应销售回款)的购房者预期与融资端(对应持续融资)的金融机构意愿是地产政策的重要发力点,目前看上述方面的政策正在持续发力过程。

1.4 乌东地区爆发战事

上周乌东局势一波三折,最终还是爆发战事。上周二俄罗斯国防部发言人表示,俄罗斯南部和西部地区的军队已经开始返回基地,相关消息令风险资产市场的情绪升温,股市在连续数天下跌后反弹,债券、美元、黄金遭到抛售。然而很快地欧洲和美国官员纷纷表示,他们没有看到撤军的证据;美国称俄罗斯在已经驻扎在乌克兰边境15万军队的基础上又增加了7000人,拜登则称入侵仍然明显

有可能。与此同时，乌克兰国防部和武装部队的网站以及两家国有银行的在线服务因网络攻击而中断。

上周四和上周五，乌克兰东部民间武装指责乌克兰政府士兵向他们开枪，乌克兰否认炮击分离主义者的领土，并表明这可能是俄罗斯试图为即将入侵的借口打出的假旗。“顿涅茨克共和国”民兵理事会主席认为乌克兰正计划攻击这个分裂国家，并表示他将于周五开始将公民大规模撤离到俄罗斯的罗斯托夫州，“顿涅茨克共和国”也宣布了类似的计划。乌克兰亲西方政府强烈否认这一说法，并表示尽管周四和周五来自叛军控制地区的猛烈炮击，但乌克兰政府表现得很克制。

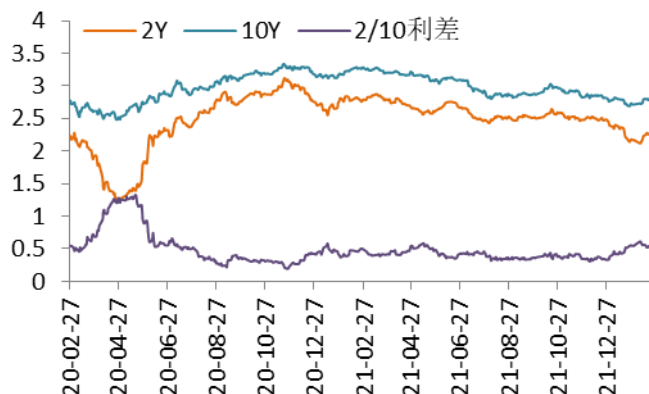
上周五普京下令，要求紧急情况部代理部长立即前往罗斯托夫州，为接收乌克兰东部难民提供保障，并要求有关部门向每位进入罗斯托夫州的乌克兰东部难民发放 1 万卢布救助金。

上周六 2 月 19 日乌克兰总统泽连斯基在第 58 届慕尼黑安全会议上，要求北约对于乌克兰能否加入给个准信，并呼吁西方国家停止对俄罗斯的所有绥靖政策。对此北约表示北约的大门向乌克兰敞开，但目前不允许加入。这是俄罗斯自 1991 年以来首次缺席慕尼黑安全会议，俄罗斯外交部发言人表示这一论坛丧失了包容性和客观性，同一天俄罗斯启动战略威慑力量演习，期间发射长途弹道导弹。

二、宏观市场分析

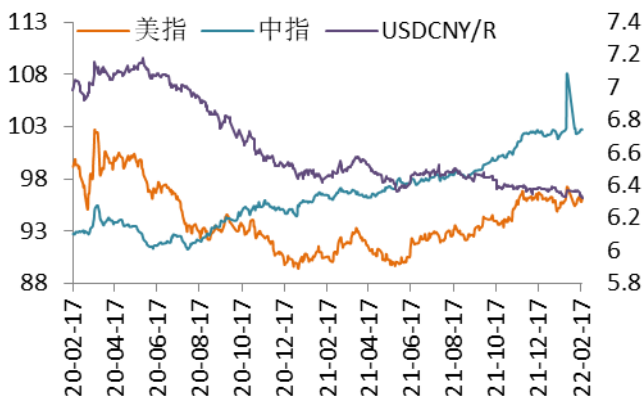
2021 年中央经济工作会议定调 2022 年经济工作基调为稳增长，各部委也积极表态并出台支持性经济政策，2021 年中国经济疲软态势在年末得到逆转，2021 年 11 月份至今中国制造业 PMI 保持在扩张区间。但 2021 年结构调整政策用力过度，民间资本信心受到打击，即使政策信号转向，民间投资消费亦需要较长时间才能恢复；疫情影响下财政收入连年低增长但财政支出刚性增长，政府部门债台高筑使得财政支出难以明显扩张；新冠疫情长期化流感化以及海外以自然免疫弥补疫苗免疫的做法，对我国“零容忍”防疫方案形成严峻挑战。以上三点因素使得稳增长难度较以往情况明显增加，并且事实上意味着稳增长重任落在中国央行肩上，2021 年 10 月份以来中国货币流动性明显增加，推动国债曲线陡峭化下行，2022 年 1 月份中国 1 年期和 10 年期国债利率分别下行 26BP 和 5BP。往前看上述三点利多因素依然存在，国债收益率曲线易下难上；但在稳增长基调下中国经济增长势头难有明显恶化，1 月份金融数据显示稳增长措施正在起效；而且通胀压力全年将温和上行，国债利率进一步下行空间相当有限，上周一年期国债利率回升了 9BP；当前建议债券边涨边卖，配置型资金可采取橄榄形战术。

图5：中国国债期限利差



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

受美联储紧缩预期、美国经济数据表现以及俄乌冲突影响，2022 年开年至今美元指数基本在去年底水平基础上窄幅震荡；美联储紧缩预期一方面支撑美元指数短期表现，另一方面通过美国经济衰退预期削弱美元的中期前景；美国经济表现出就业好通胀高但整体经济平稳的非典型特征，而俄乌冲突加剧则提升美元的避险需求。我们认为今年美元指数先磨顶后调整，美联储的激进紧缩政策将在初期为美元指数提供支撑，但美国经济衰退前景将最终压低美元指数，同时美国国内政治风险也将施压美元指数。二月份美元指数大概率还是处于磨顶阶段，关注美联储紧缩预期、俄乌冲突进展以及美欧经济状况对比。尽管中国央行持续宽松而欧美央行加快货币政策正常化，中外国债利率大幅度收窄，但在巨额贸易盈余以及结汇压力下，中国汇率指数仍然偏强运行，上周人民币对美元离岸汇率一度冲破 6.32 关口。我们预计随着替代性需求的减弱以及衰退型盈余的减少，中国汇率最终面临贬值压力，但强弱转折的时间取决于新冠疫情发展，而且中国金融市场开放对外资的吸引将在一定程度上持续利多人民币汇率。

2022 年一月份中外股市绝大多数陷入调整，主导原因有两个，其一是美联储频频加强将要加快紧缩的信号，欧美国债收益率大幅上升，这对全球股市特别是

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_37784

