类别

宏观策略周报

日期

2021 年 9 月 21 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



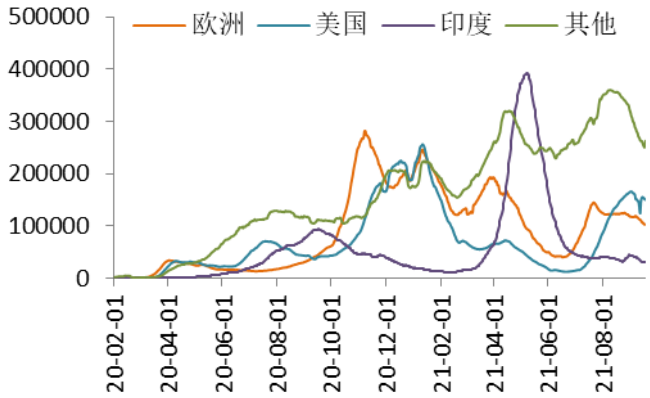
美联储缩减 QE 时点愈加临近

一、宏观环境评述

1.1 新一轮疫情有缓和迹象

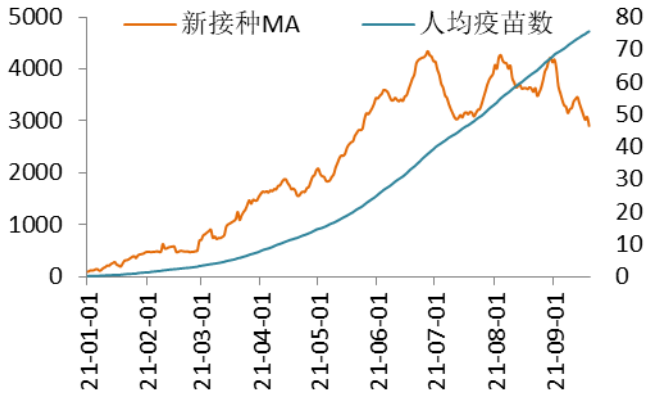
截至 9 月 19 日，全球累计确诊新冠病例 22912 万，总体感染率达到 2.94%；累计死亡病例 470 万，死亡率小幅下降至 2.05%。2019 年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从 2019 年底至 2020 年 9 月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 6 月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从 6 月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国，而现有疫苗对 Delta 毒株的有效性明显下降，从数据上看本轮疫情见顶回落迹象较为明显。截止 9 月 19 日全球日均新增确诊病例 53.6 万，较 8 月底低点回落 12.1 万；日均新增确诊病例超过 1 万的国家地区有美国（北美，149649）、巴西（南美，34266）、印度（南亚，30611）、英国（西欧，29291）、土耳其（中东，27001）、菲律宾（东南亚，19912）、俄罗斯（东欧，19265）和伊朗（中东，18436）等 8 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：全球疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截止 9 月 19 日全球接种新冠疫苗 59.5 亿剂，日均接种疫苗数量（7 天移动平均）为 2905 万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到 34.1 亿；接种量居前的经济体有中国（21.8 亿剂）、印度（8.05 亿剂）、美国（3.86 亿剂）、巴西（2.22 亿万剂）和日本（1.5 亿剂）；全球疫苗接种率达到 43.3%，其中葡萄牙(87%)、西班牙(80%)、中国(76%)、法国(74%)和英国(71%)位居前列。近期扩散到全球的新冠病毒德尔塔毒株具有传染力更强和免疫逃逸特点，但现有新冠疫苗对新冠病毒的预防作用依然存在，持续存在的新冠疫情反而会促使各国政府加快疫苗接种，

且疫苗厂商也在开发效果更好地疫苗。因此在新一轮疫情中几乎没有国家收紧防疫措施，这会使得本轮疫情持续更长时间，但对经济的负面冲击峰值也更小，人类社会正在逐步学会如何与新冠病毒长期共存。

1.2 多因素叠加下中国 8 月经济明显走弱

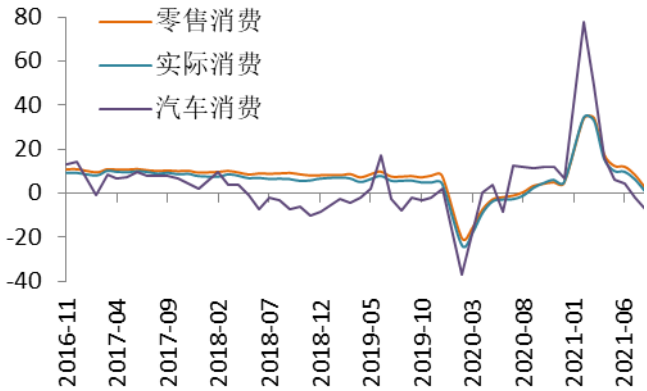
8 月中国经济活动明显放缓，工业、服务业、消费、投资、地产、出口等六大口径数据中，只有前期公布的出口偏强，其余指标在同比增速上均出现不同程度回落。主要原因有三点，其一是以江苏为中心的面状疫情爆发，多地区收紧防疫措施，8 月份服务业 PMI 大幅度下行，第三产业用电量历史上首次在 8 月份出现环比负增长；其二是 8 月 12 日发改委下发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，在能耗双控背景下部分省市出现限产限电现象；其三是持续收紧的房地产贷款限制传递到房地产销售，而房地产销售放缓对产业链预期产生较大影响。展望后期，海外经济体景气多数已经见顶开始回落，加上年末各主要经济体央行大概将开始收缩刺激力度，预计外需也将逐渐放缓，出口可能难以继续维持较高速的增长，经济整体面临的下行压力在加大。考虑 7 月政治局会议已经释放出明显的稳增长信号，关注后期财政政策发力后内需的改善情况，但目前地方发债和财政支出的节奏依然偏慢，预计内需和信用将继续在短期收缩，货币环境难改宽松趋势

8 月规模以上工业增加值当月环比增长 0.31%，显著低于 17~19 年同期 0.47%的平均增速。同比增长 5.3%较上月回落 1.1 个百分点，排除基数影响的两年复合同比增速为 5.45%较上月下滑 0.15 个百分点,两个口径的跌幅均较上月有所收窄。三大门类中采矿业同比增速止跌回升，但制造业增速进一步放缓。从制造业细分行业来看，中游制造行业增速多数进一步加快，其中电器机械器材制造业和金属制品业的增速最快，分别为同比复合增长 12.92%和 10.22%，但下游制造业增速较前期有所放缓，其中计算机通信电子设备和汽车制造业增速跌幅较大，可能主要是受到芯片供应紧缺的影响。整体来看，制造业复合同比增速自 5 月至今持续回落，拖累工业增速走低，与需求见顶回落相互印证。

消费大幅走弱，但应该不会持续显著恶化。8 月社会消费品零售总额出现较大回落，其中限额以上餐饮消费同比增速由正转负，较上月回落 24.9 个百分点，跌幅远大于商品消费，显示 8 月疫情对消费端的影响较大，不过这种短期冲击消退后，线下消费应该会有所反弹而不会持续显著恶化。但从商品消费来看，目前内需依然较为疲弱，占比较大的汽车、服装鞋帽、日用品以及地产链的家电消费增速在 8 月转负，其余多数商品消费增速也有所回落，预计后期消费依然很难在

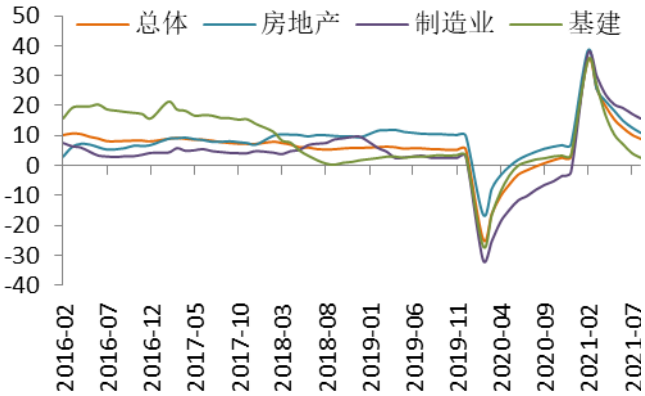
短期出现明显的起色。

图3：中国居民消费增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

基建投资依然疲弱。8 月城镇固定资产投资增速累计同比增速 8.9%，排除基数效应后的两年复合累计同比增速为 4.2%，较上月加快 0.02 个百分点，主要受制造业投资回升的支撑，大概是受到出口延续韧性的影响，制造业整体的生产经营和投资预期保持积极。房地产投资则继续下行，目前土地成交和商品房销售增速继续放缓，后期地产投资大概保持下行趋势。基建投资进一步放缓，8 月的两年复合累计同比增速为 2.3%，较上月放缓 0.38 个百分点，目前地方债发行和支出管理依然严格，基建投资可能继续偏弱。

1.3 各国财经政策动向

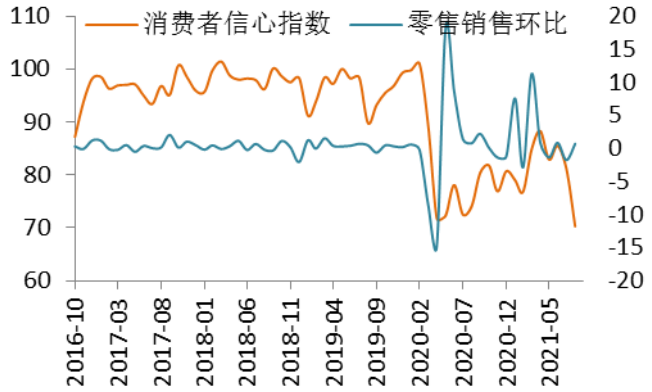
9 月 16 日美国 8 月零售销售环比增长 0.7%，与市场主流预期的-0.7%和 8 月份密歇根大学消费者信心指数相差较大。该数据说明自 6 月下旬以来的新一轮疫情对美国经济社会的影响低于市场预期，这有利于增强美联储年内缩减 QE 的信心。数据出来后美元指数和美债利率上涨，贵金属大跌而风险资产震荡。

在 9 月 3 日糟糕的 8 月非农数据公布之后，市场一度认为美联储年内无望缩减 QE。但随后多位美联储官员发表谈话，认为 8 月就业数据并不能改变就业市场整体好转的趋势，美元指数也在 92 附近企稳回升。然而 9 月 12 日公布的 8 月物价数据显示美国 8 月 CPI 和核心 CPI 环比涨幅均下降至年内最低，通胀压力的缓和似乎正在验证美联储主席鲍威尔关于“暂时性通胀”的判断，因此 8 月就业数据与通胀数据一度令到美联储缩减 QE 预期降温。

在就业、通胀和销售数据相互冲突的情况下，我们如何寻找美联储缩减 QE 的线索呢？我们认为数据噪音只是经济体内部运行状况的外显，而并不是经济体

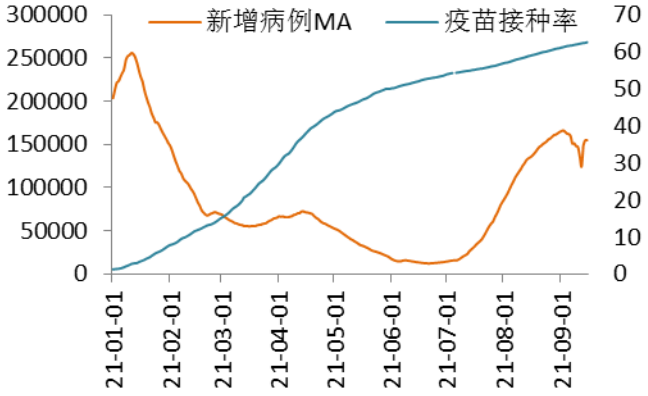
运行状况本身；正如十年前债务危机演化决定了美国经济运行状况一样，目前新冠疫情发展才是决定美国经济运行状况的核心驱动力，也是美联储缩减 QE 的潜在决定因素，而新冠疫情发展又与新冠疫苗接种有密切关系。数据显示 5 月份至今美国疫苗接种速度开始放缓，截止 9 月 15 日美国接种率为 62.6%，低于欧盟的 66%和英国的 71%，甚至低于巴西的 67.3%。由于美国本身是疫苗研发和生产大国，因此接种速度的放缓与疫苗供给无关，更多地取决于美国社会习俗（中下层低智化、抵抗疫苗、盲目乐观等）和政府管理体制。疫苗接种率不足、民众盲目乐观叠加 Delta 毒株的强传染性，使得美国在 6 月下旬以来的新一轮疫情中恶化程度最严重。虽然 8 月下旬以来本轮疫情有缓和迹象，而美国疫情扩散速度似乎也在筑顶，但鉴于全球大部分经济体在本轮疫情中都没有收紧防疫措施，甚至在逐渐地向群体免疫（取消防疫措施）转变，因此本轮疫情的缓和也将是缓慢的。

图5：美国消费者信心与零售销售



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：美国疫情扩散与疫苗接种率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

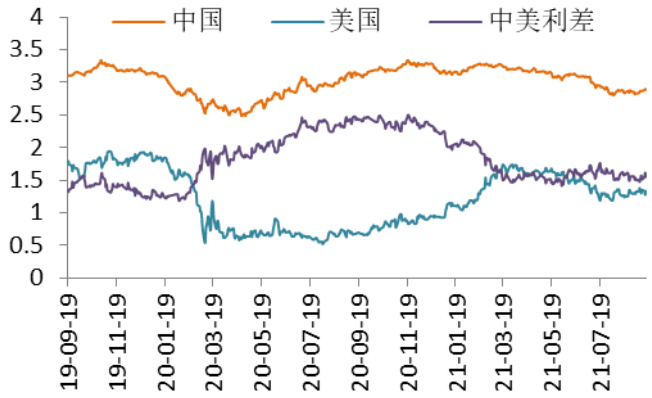
因此本轮疫情与前几轮疫情的一个明显区别是除中国外的主要经济体大多没有收紧防疫措施，而主要靠疫苗接种来抵御病毒扩散；这样本轮疫情对经济的冲击系数下降，但疫情对经济冲击的时间又有所拉长。美国略低的就业市场修复程度和较高的通胀压力，对美联储缩减 QE 的影响可以相互抵消，从而使得新冠疫情对美联储缩减 QE 的影响更加突出。9 月 9 日美国拜登政府宣布了加快疫苗接种进度的六步计划，这有助于在中期内控制美国新冠疫情，并使得美联储有能力在年内开始缩减 QE。总体上我们认为美联储将大概率在 9 月 22 日议息会议上对缩减 QE 作进一步的阐述，在 11 月 3 日议息会议上正式宣布开始缩减 QE，9 月下旬至 11 月上旬为美联储缩减 QE 预期逐步升温并最终落地的阶段，金融市场波动性在这个阶段也将明显上升。

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%的阶段性高点，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。

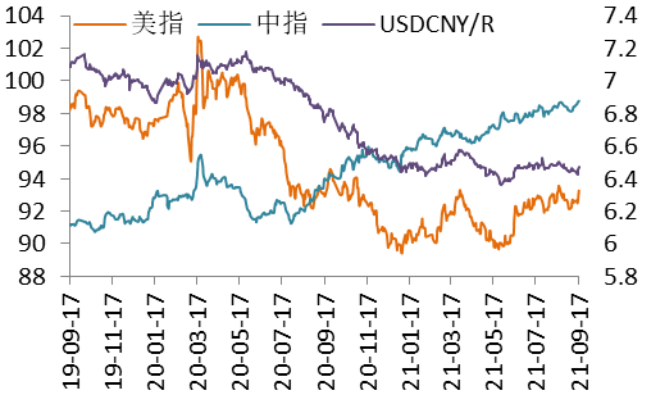
随着经济下行压力的增加，中国宏观政策基调由去杠杆调整为稳增长，7 月 7 日国常会要求适时降准以降低实体经济综合融资成本，7 月 10 日央行决定全面降准 0.5 个百分点，7 月份多项行业监管政策收紧进一步增添了国债的避险需求，10 年期国债收益率持续下行至 2.81%。7 月 30 日中央政治局会议要求稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，积极的财政政策要提升政策效能；尽管 8 月份中国经济下行风险进一步增大，但货币流动性并没有进一步宽松，OMO、MLF 和 LPR 等各种政策利率保持稳定，10 年期国债收益率则在 2.8%-2.9%之间震荡。我们认为稳增长重心由货币政策当担转向以财政政策为主货币政策为辅，着重将已经核定的财政支出预算有序实现，这有利于化解中国经济下行压力，对债券市场则是短多长空，预计 10 年期国债收益率将在 2.75%上方企稳，短期内债券市场将在中国经济疲软和美联储 Taper 预期的多空因素影响下窄幅波动。

图7：中美10Y国债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

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 月起通胀压力使得美联储紧缩预期高涨，而且美国就业市场也持续改善，虽然新一轮疫情使得美联储难以下决心缩减 QE，但美联储紧缩预期下美元指数大致维持了偏强反弹格局。我们认为新冠疫情对美元汇率存在两方面作用，若新冠疫情缓和，则美联储紧缩预期就可能加强，但新冠疫情缓和同样也会削弱美元的避险需求；若新冠疫情恶化，则美联储不太可能紧缩货币，但美元的避险需求将得到加强。在这样一个正反因素的影响下，美元汇率的走势可能偏震荡而非明显的单边走势，再加上欧洲经济复苏后劲好于美国，大体上我们判断在美联储缩减 QE 预期逐步增强并最终落地的影响下，9 月份美元指数将继续偏强运行但反弹空间有限，关注美联储 9 月议息会议对缩减 QE 和经济通胀前景的表态。

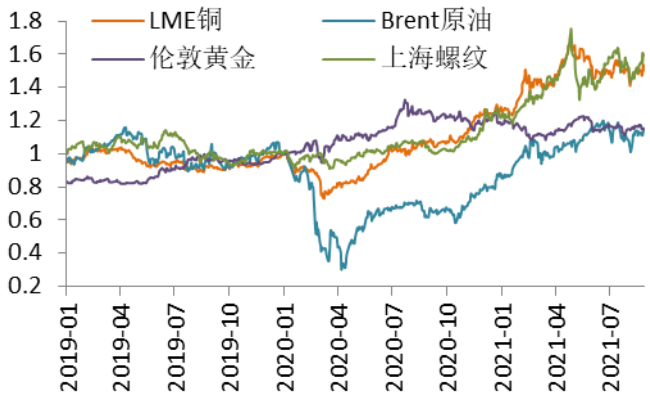
年初至春节前 A 股大部分股票都因为节日因素以及流动性驱动而惯性冲高，但春节之后股市画风大变，美债利率上升引发全球高估值资产的调整压力。3 月份至 5 月上旬中国股市底部震荡，着重抓住稳增长压力较小的有利窗口去杠杆和调结构的宏观政策基调，以及大宗商品涨价引发的通胀预期，使得股市风险偏好偏低。5 月中旬至 7 月中旬中国当局打压商品市场，通胀预期的降温以及经济增长动能的减弱，使得市场预期央行将宽松货币政策以支持经济增长，股市债券开始双双走牛，7 月上旬央行全面降准则兑现了市场预期。7 月下旬至今 A 股大幅波动，原因是中国当局在行业监管方面的雷霆改革使得市场风险偏好大幅下降，而且央行货币政策在 7 月全面降准之后保持稳定，市场关于央行进一步宽松以支持经济增长的预期不断落空。我们认为宏观政策重心由去杠杆调整到稳增长有利于经济下行风险的化解，但美联储紧缩预期将制约中国央行货币政策宽松空间，下半年 A 股仍将继续以结构性行情为主，建议以中性仓位应对市场波动，更多从行业与风格角度出发把握机会；高景气预期的成长股仍将是中长期主线，但下半年也会存在消费核心资产和低估值蓝筹价值股的阶段性修复。

图9：中外股票指数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：国际重点商品



数据来源：Wind，建信期货研投中心

疫情错位造成的全球大宗商品供需失衡、全球央行宽松货币政策和美国政府积极财政政策对商品供需失衡的进一步扭曲、全球新冠疫情扩散引发的地缘政治风险以及全球碳中和热潮所带来的的大宗商品牛市于5月上旬达到顶峰，5月10日黑色系集体涨停终于引来中国监管层出手打压，除能源化工外的大宗商品价格开始调整。展望下半年，我们认为随着新冠疫情震荡好转、供给能力逐步恢复以及经济复苏由制造业扩散到服务业，大宗商品价格上涨斜率放缓的概率非常大，大宗商品整体上由持续上涨转为高位盘整格局，但目前就断言大宗商品见顶为时尚早，而且某些商品还有明显上涨的潜力。

从供求关系上看，由于消费国率先复苏而资源国落后，欧盟的7000亿欧元欧洲复苏基金将进入实操阶段，美国拜登政府基建计划必定推出，因此大宗商品价格供不应求的状况即使有所缓解但还会继续存在，这就注定了大宗商品不存在趋势性下跌的动力。从货币流动性上看，即使美联储开始缩减QE规模，那也是货币流动性从过度泛滥到合理充裕，远未到流动性紧缩的地步，更不用说各国央行政策利率大多保持在历史低位，因此货币政策对商品价格的支撑可以继续期待。

具体来看，我们判断工业金属大概率维持高位震荡态势，因为工业金属的供应弹性随着疫情缓和迅速恢复，而全球经济的次第复苏则有力支撑了工业金属的需求；随着全球疫情缓和和交通的恢复，能化商品价格有继续冲高的潜力，风险在于伊朗核协议谈判和伊朗原油出口的冲击、高油价下OPEC+继续减产限产的决心以及美国页岩油的复产进度；随着美国经济复苏和美债实际利率的回升，我们预计贵金属还有调整空间，但积极财政政策带来的中长期通胀预期以及时不时爆发的新冠疫情贵金属提供底部支撑。

三、宏观对冲策略

由于“对冲盈”期货投资咨询产品已经正式上线，出于风控考虑我们不再在本系列报告中发布宏观对冲策略，欲了解该产品详情的投资者请联系产品经理何卓乔：18665641296（微信同号）。

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739　　有色金属研究团队 021-60635734　　黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738　　农业产品研究团队 021-60635732　　量化策略研究团队 021-60635726

免责申明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
电话：021-60635548　邮编：200120

深圳分公司
地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269　邮编：518038

山东分公司
地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761　邮编：250014

上海浦电路营业部
地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
电话：021-62528592　邮编：200122

北京营业部
地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360　邮编：100031

福清营业部
地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193　邮编：350300

郑州营业部
地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455　邮编：450008

宁波营业部
地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932　邮编：315000

总部专业机构投资者事业部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
电话：021-60636327　邮编：200120

西北分公司
地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275　邮编：710075

浙江分公司
地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081　邮编：310003

上海杨树浦路营业部
地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021- 63097527　邮编：200082

广州营业部
地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
电话：020-38909805　邮编：510620

泉州营业部
地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988　邮编：362000

厦门营业部
地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888　邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
邮编：200120　　全国客服电话：400-90-95533
邮箱：service@ccbfutures.com　　网址：http://www.ccbfutures.com