类别

宏观策略周报

日期

2021 年 3 月 26 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

研究员：陈浩(量化)
021-60635726
chenhao@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3048622



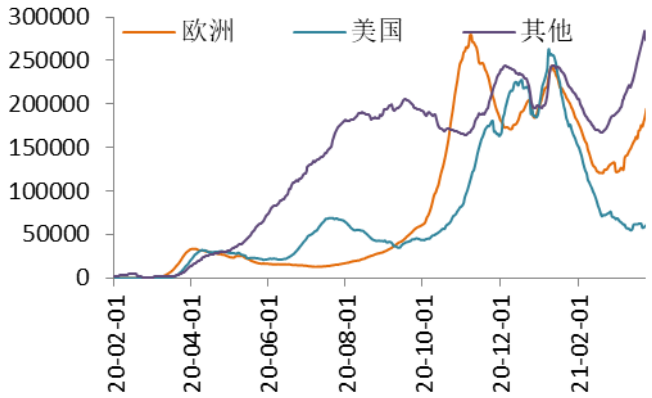
地缘政治风险升温，美债冲击力度减退

一、宏观环境评述

1.1 新冠疫情扩散速度略有抬头

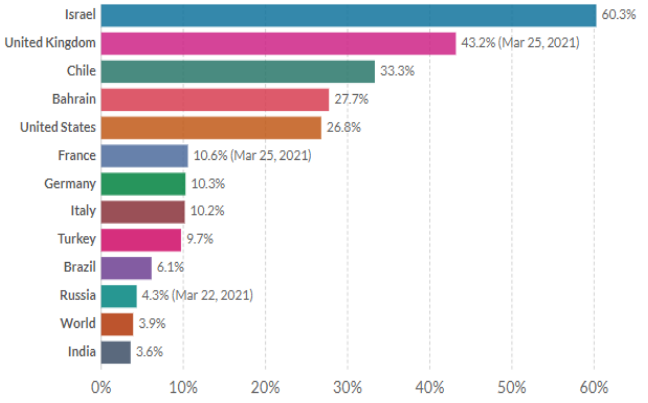
截至 3 月 27 日，全球累计确诊新冠病例 12666 万，总体感染率达到 1.62%；累计死亡病例 278 万，死亡率小幅下降至 2.2%。3 月份以来全球新冠疫情扩散速度有所反复，日均新增确诊病例从 37.9 万上升到 52.9 万；但不同区域情况有明显差异，其中美国疫情基本上维持缓解趋势，欧洲和发展中国家日均新增确诊病例分别增加 7.2 万和 8.4 万，西欧、东欧、亚洲和南美疫情均有恶化迹象，新兴经济体疫情扩散速度创下新高。目前日均新增确诊病例大于 1 万的有巴西(76146)、美国（61035）、印度（50497）、法国（40621）、波兰（25675）、土耳其（25352）、意大利（22314）、德国（15694）和乌克兰（13845）等 9 个国家。疫苗研发成功的消息可能使得人们放松警惕，从而出现短期反弹现象；为了应对新一轮疫情的快速蔓延，包括法国、意大利、保加利亚、波兰等一批欧洲国家，于近日宣布取消先前逐步放松的防疫措施，重新采取更为严厉的封城措施。

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

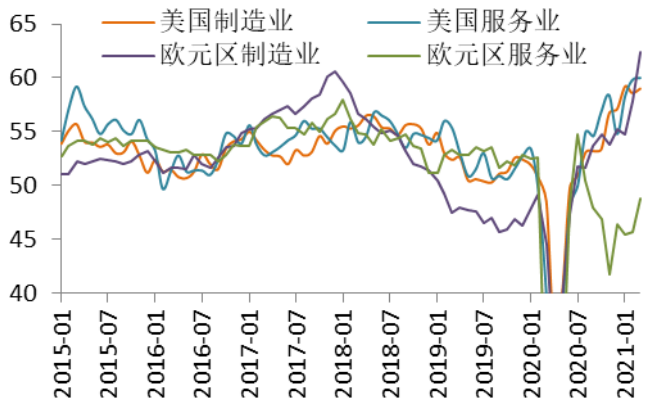
截止 3 月 19 日全球接种新冠疫苗 5.27 亿剂，日均接种疫苗数量（7 天移动平均）为 1471 万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到 3.03 亿；接种量居前的经济体有美国（13668 万剂）、中国（9747 万剂）、印度（5811 万剂）、英国（3233 万剂）和巴西（1703 万剂）；全球疫苗接种率达到 3.9%，其中以色列（60.3%）、英国(43.2%)和智利（33.3%）位居前列；数据显示新冠疫苗对新冠病毒扩散的确起到抑制作用，接种率居前的以色列、阿联酋、英国和美国疫情扩散速度明显放缓。我们认为新冠疫苗与新冠疫情的赛跑已经进入第二阶段，新冠疫苗接种的推进将对新冠疫情产生越来越大的抑制作用，在这一时期内欧美发达经济体的新冠疫情将基本上得到控制，这些国家的经济活动将加速恢复到疫情前水平；发展中

国家疫情扩散速度也有明显放缓，但由于疫情可得性的因素，这些国家的经济恢复进度可能略为落后。由于全球跨境工业品供应能力集中在发展中国家，而超额需求集中在发达国家，因此疫苗接种进度差异意味着工业品供不应求状况依然存在，全球仍然面临通货膨胀压力。

1.2 美欧经济复苏存差异

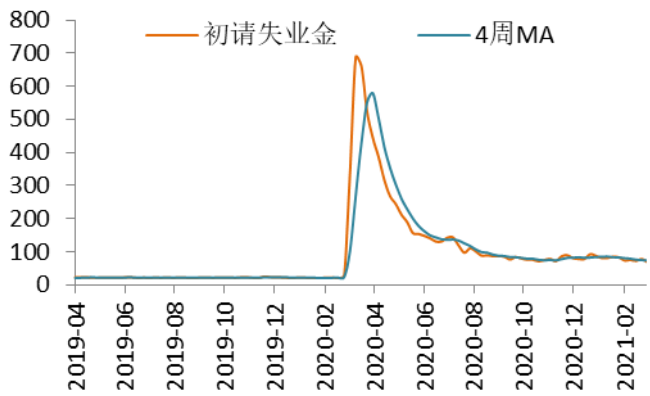
Markit PMI 预览数据显示 3 月份美欧经济延续复苏步伐但欧洲恢复速度快于美国，3 月份欧元区制造业 PMI 超过美国上升到 62.4%，服务业 PMI 也有明显改善但仍低于 50%荣枯分界点，综合 PMI 上升到 52.5%为 2019 年以来的次高水平，意味着欧元区经济在疫情影响下仍渐渐发力，后续欧元区经济恢复步伐在充裕流动性和低融资力量的支撑下有可能快于美国，支撑 2021 年美元指数偏强运行的基本面因素即将发生逆转。

图3：美欧PMI预览值



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：美国初请失业金人数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

3 月 20 日当周美国周度初请失业金人数下降至 68.4 万，为新冠疫情爆发以来的最低值，这也使得初请失业金人数四周移动均值下降至 73.6 万，较 2 月底减少 5.7 万；这意味着由于美国新冠疫情持续缓解，就业市场正在加速恢复到正常水平，下周公布的 4 月份非农就业有可能继续超市场预期。但上周公布的美国 2 月份 PCE 物价指数低于市场预期，说明美国通胀压力还不成为美联储收紧货币政策的理由。

1.3 政策动向和地缘政治

3 月 26 日银保监会、住建部和中国央行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理等方面，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入

房地产领域，同时联合开展一次经营用途贷款违规流入房地产问题专项排查。

美联储主席鲍威尔和财政部长在国会发表证词时称美国经济仍处于疫情引发的危机当中，美国经济复苏远未完成，美联储将继续为经济提供支撑，在等待实现就业和通胀目标方面美联储将表现出决心和耐心；即将到来的一轮物价上涨不会失控，不会导致一波具有破坏性的持续通胀；一旦经济再次强劲，美国政府可能通过征税为基础设施投资提供资金。

美国、欧盟、英国与加拿大以新疆问题为由对中国官员实施制裁，这是美国拜登政府上任以来西方国家首度针对北京采取这类协同行动。北京方面随即反击，对欧盟、英国、加拿大和美国采取惩罚性措施，制裁对象包括议会议员、外交官、机构与相关家属，并禁止他们所在的企业同中国进行贸易往来。之后欧洲议会取消了讨论中欧投资协议的会议，欧洲议会的第二大团体中左翼社会党和民主党表示中国解除制裁是就中欧全面投资协定进行谈判的条件；对此中国外交部发言人表示欧方不能指望一方面讲合作捞实利，一方面搞制裁，损害中方权益，这没有道理，也根本行不通。

美国国务卿布林肯和欧盟执委会副主席暨外交及安全政策高级代表博雷利发表声明称，美国和欧盟同意重启有关中国问题的双边对话，并将共同应对俄罗斯的挑战行为。美国证券交易委员会 SEC 采取措施，如果外国公司不遵守美国的审计标准，将被从美国证券交易所退市，并要求它们披露任何政府关联信息。

美国前国务卿基辛格在伦敦查塔姆社(Chatham House)的一项活动中表示，最终的问题是美国及其西方盟友能否与中国就全球新秩序达成谅解，如果西方国家不能就这一点与中国达成谅解，世界将进入犹如第一次世界大战前的危险时期。

在 400 米长的长赐号在苏伊士运河搁浅令航运受阻后，30 多艘集装箱船无法通行；目前相关各方正在努力让长赐号重新浮起，但参与救援的一家公司表示这可能需要数周时间。根据数据情报公司 Kpler 的数据，2020 年全球海运原油总量为 3,920 万桶/日，其中 174 万桶/日要经由苏伊士运河；此外每日有 154 万桶成品油通过这条运河，约占全球海运成品油贸易的 9%。受苏伊士运河航道堵塞的影响，成品油油轮的运费本周几乎翻了一番，几艘船被迫改道。

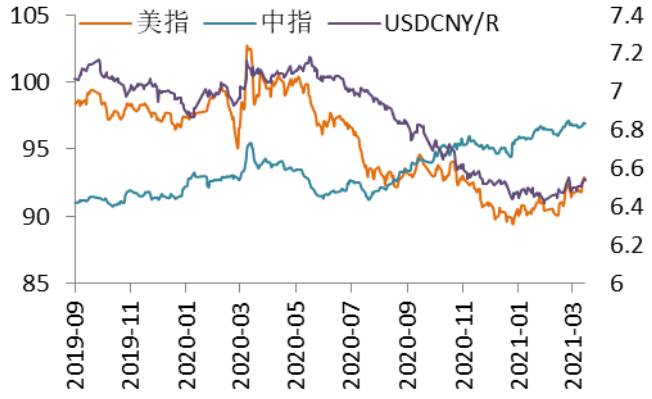
二、资本市场分析

上周欧洲和亚洲南美部分地区的新冠疫情继续恶化，但由于欧洲重新开始接种阿斯利康疫苗，以及欧洲 3 月份 PMI 预览数据表现良好，市场对新冠疫情的担

忧有所缓解。除了疫情之外，上周美联储主席鲍威尔的讲话“随着经济复苏和目标取得实质性进展，美联储将减少债券购买”把全球金融市场吓出一身冷汗；但随后多位美联储官员表示现在还不到紧缩的时候，即将到来的通胀幅度不会很大持续时间也较短，美联储将继续支持经济复苏直到工作真正圆满完成。美国联合欧盟、英国和加拿大就新疆问题制裁中国，中国第一时间宣布了反制措施；美国总统拜登表示不寻求与中国对抗，但会坚持要求中国遵守公平竞争、公平贸易及尊重人权等国际规则；我们认为拜登正在兑现其联合西方盟友制衡中国的竞选诺言，中美经济脱钩将从特朗普时期的预热进入正式推进的阶段。

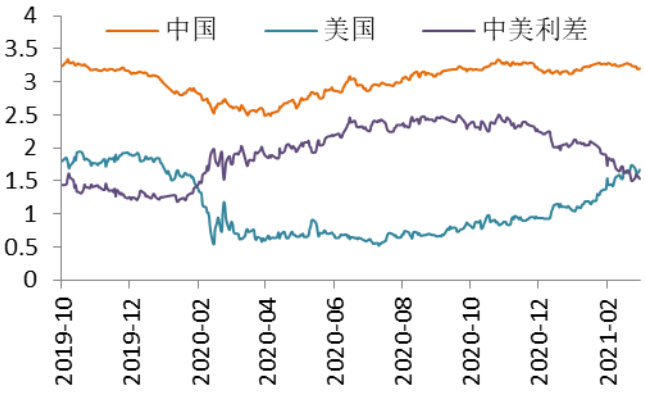
2021 年 1 月份以来美元指数在 89 附近探底回升小幅反弹，短期而言美元指数受到美欧经济增长前景差异、疫情防控成效以及利差因素的支撑而偏强运行，另一方面我们也应看到美债相对于欧日的利差已经修复到疫情前水平，而美国积极财政政策也会外溢到欧日从而带动全球经济同步复苏，而全球经济同步复苏将会在中期内削弱美元的避险需求，从这个角度看我们认为美元指数短期反弹空间有限，观察美元指数在 93 附近的压力力度。由于利差因素以及海外疫情所带来的替代性需求，2021 年以来人民币汇率指数总体上还是偏强运行的；只是由于美元汇率反弹的缘故，人民币兑美元汇率也小幅走弱；我们认为随着美元强势的结束，人民币汇率中期内会继续走高至 6.2 附近，但进一步的上升空间可能相对有限，考虑到替代性需求的逐渐减退以及中美地缘政治风险的重新回升。

图5：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：中美10Y国债利率



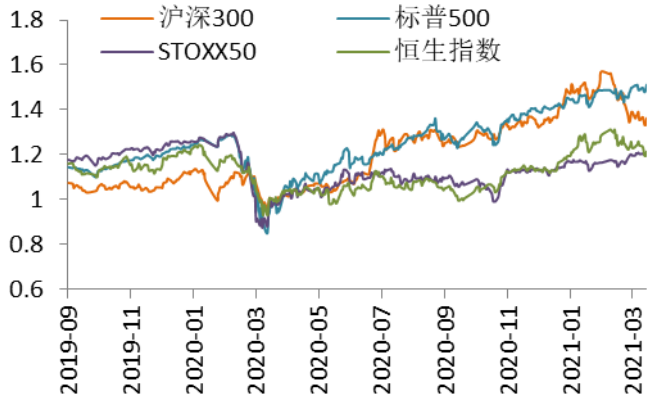
数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于中国央行收紧货币流动性、查处违规贷款流入房地产以抑制金融市场杠杆水平并化解金融系统性风险，3 月份中国短端国债利率区间内窄幅震荡；而由于紧缩政策对经济增长前景的抑制、股市大幅调整所带来的避险需求以及年初机构的配置需求，长端国债利率有较为明显的回落，国债曲线期限利差有所收窄；但这种情况可能接近尾声，一方面股市调整接近支撑区间，近期股市跌幅明显放

缓，另一方面两会结束后利率债发行进入高峰期，供给压力使得国债利率趋于上升；而另一方面目前中国经济增长势头有所疲软，央行在继续收紧货币政策方面不会有明显举动，因此未来一段时间国债期限利差可能小幅扩大，但中期熊平趋势还没有到根本性逆转的时候。美国经济复苏势头依然良好，但由于利差因素会刺激海外买盘，而股债性价比下降会增强债券配置力量，上周美债收益率涨势暂歇，我们判断美欧国债利率进入区间震荡期，但震荡过后美债利率大概率会继续上升到 2%附近。

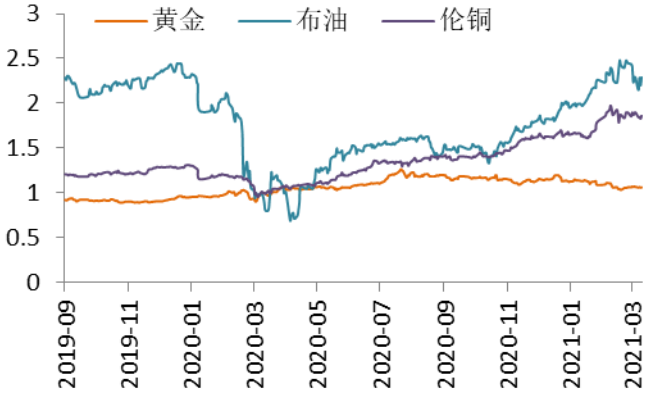
由于监管当局收紧货币流动性并严查违规信贷流入房地产市场，欧美国债收益率上升对全球高估值金融资产的打击影响到基金抱团股和中小型科技股，中外地缘政治恶化打击投资者情绪，中国农历新年过后股市跌跌不休；但在大部分股票都经过一轮调整后，在中国经济增长前景没有转弱、央行货币政策基调维持中性偏紧的情景下，中国股票短期内下跌幅度有限，上周五股市全线上涨意味着一轮反弹的开始，但由于内部逆周期政策的回撤以及外部地缘政治的恶化，股市反弹空间可能相对有限。由于欧美国债收益率大幅飙升所带来的的估值压力，2 月下半月至 3 月 4 日欧美股市也偏弱调整；但国债收益率上升的驱动因素是新冠疫情扩散速度明显放缓所带来的经济增长前景改善，而经济增长前景改善为欧美股市提供基本面支撑，因此欧美股市调控幅度并不大，在美债收益率停止飙升以及经济数据的提振下欧美股市持续回升。

图7：中外股票指数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：国际重点商品



数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于近期欧洲和新兴经济体疫情有所反复，中国逆周期调节政策回撤使得国内经济增长势头放缓，以及中美地缘政治风险上升抑制投资者风险偏好，近期工业商品价格有所调整，而贵金属在避险需求的支撑下也有小幅反弹。具体而言，由于近期欧洲多国新冠病例激增又出现阿斯利康疫苗副作用问题，意味着全球原油需求的恢复可能弱于市场预期；加上美国原油库存意外大幅增加，美联储暗示

不会抑制美债利率的上升，中国经济增长势头转弱，多重利空因素冲击下 WTI 原油主力一度下跌至 57 美元/桶附近；但苏伊士堵塞消息提振油价，同时市场也寄望于欧佩克在全球新冠疫情反复的情况下继续延长减产协定。中外地缘政治恶化以及国内需求旺季迟迟没有启动打击铜价，但上周五中国股市反弹也带动铜价小幅回升。由于近期欧洲多国新冠病例激增又出现阿斯利康疫苗副作用问题，避险需求支撑贵金属价格小幅反弹，但欧美经济数据向好限制贵金属涨幅。

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 020-38909340　　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

杭州营业部
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

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

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

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