类别

宏观策略周报

日期

2021 年 4 月 9 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



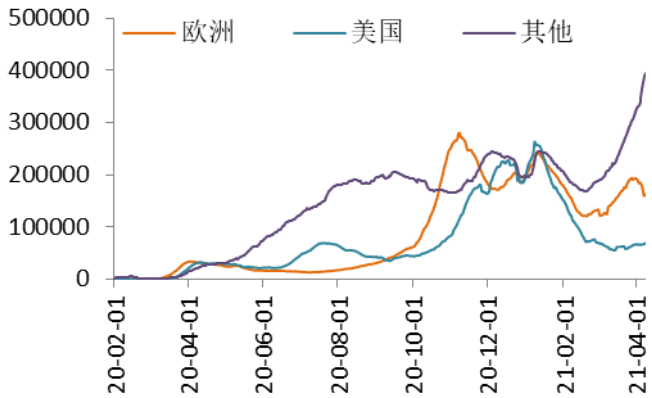
市场更关注经济复苏以外的因素

一、宏观环境评述

1.1 新兴经济体疫情严重扩散

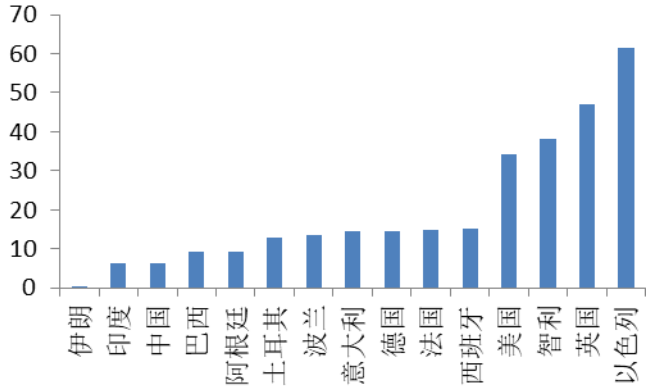
截至 4 月 9 日，全球累计确诊新冠病例 13524 万，总体感染率达到 1.74%；累计死亡病例 293 万，死亡率小幅下降至 2.16%。3 月份以来全球新冠疫情扩散速度持续加快，日均新增确诊病例从 37.9 万上升到 62.4 万，离 1 月 11 日的阶段性高点仅差 11.9 万。但不同区域情况有明显差异，其中欧洲疫情在收紧防疫措施并且加快疫苗接种之后出现缓解迹象；美国疫情接种速度远超欧洲，其疫情控制得比较好，但 3 月下半月以来美国疫情扩散速度也缓慢上升；令人担忧的是在疫情接种进度较为落后的新兴经济体，亚洲的印度、土耳其、伊朗和菲律宾等国以及南美洲的巴西、阿根廷、智利和哥伦比亚等国近期疫情扩散速度大幅上升。目前日均新增确诊病例大于 2 万的有印度（115951）、美国（69735）、巴西（66156）、土耳其（49337）、法国（34106）和波兰（20071）等 6 个国家。

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



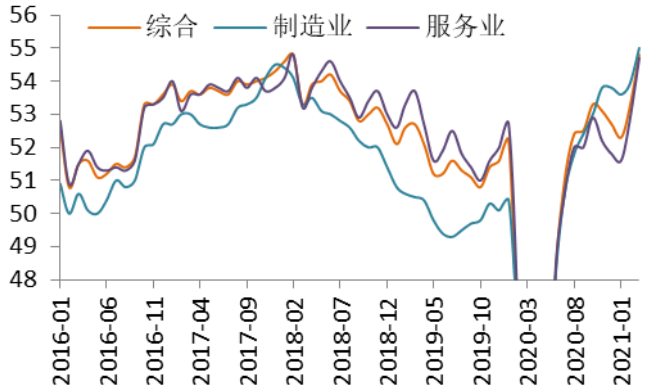
数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截止 4 月 9 日全球接种新冠疫苗 7.54 亿剂，日均接种疫苗数量（7 天移动平均）为 1616 万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到 4.2 亿；接种量居前的经济体有美国（17884 万剂）、中国（16112 万剂）、印度（9808 万剂）、英国（3844 万剂）和巴西(2574 万剂)；全球疫苗接种率达到 5.39%，其中以色列(61.3%)、英国(47%)、智利（38.1%）和美国(34.2%)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、英国和美国疫情扩散速度明显放缓，但靠近阿根廷的智利疫情继续恶化。由于全球各地接种疫苗进度差别很大，接种进度居前的国家有可能放松国内防疫措施而加强国际旅行管控，全球达到集体免疫时点取决于最晚达到集体免疫的国家。

1.2 全球经济加速复苏

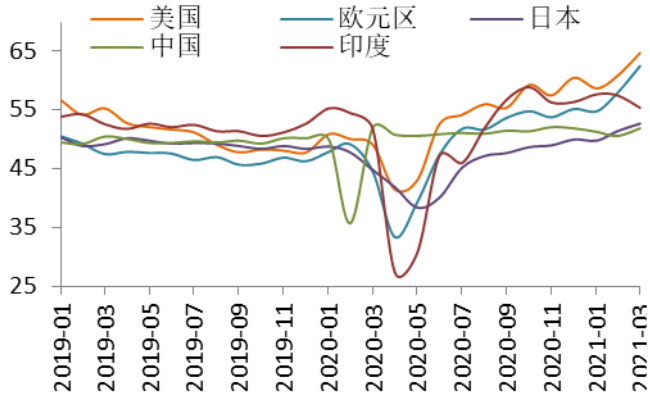
3月份摩根大通全球制造业PMI环比上升1.1个百分点至55%，为2011年4月份以来的新高；其中美国、欧元区和中国三大经济体制造业PMI均环比上升，疫情较为严重的印度和美国制造业PMI环比回落但仍高于荣枯分界线50%；相对来说美国近期的复苏势头依然位居世界前列，但欧元区有加速赶上的迹象。3月份摩根大通全球服务业PMI环比上升1.9个百分点至54.7%，主要得益于欧元区服务业的大幅改善，但疫情反复之下欧洲多国收紧防疫措施对服务业复苏产生一定程度的冲击。总体上看3月份全球PMI数据显示全球经济加速复苏，美国因积极财政政策和疫苗接种进度仍将对全球经济起到拉动作用，但在宽松货币政策和欧元汇率贬值的作用下欧洲复苏势头有加速赶上的可能性。

图3：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：主要经济体制造业PMI



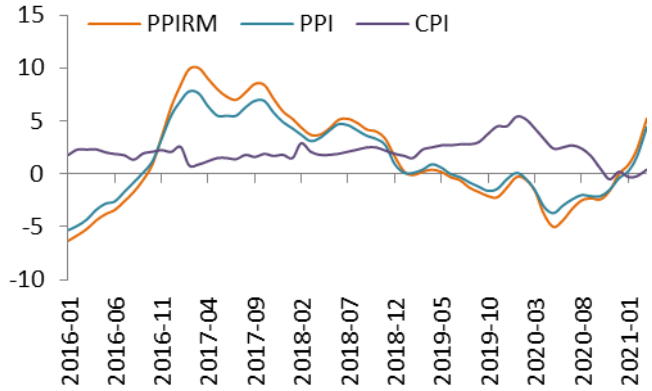
数据来源：Wind，建信期货研投中心

3月份中国CPI和PPI增速分别为0.4%和4.4%，双双超过市场预期，这意味着在国际大宗商品价格普遍上涨以及人民币汇率贬值的情况下，国内物价上涨压力有上升迹象。

从环比看，受春节后需求季节性回落影响，CPI由上月上涨0.6%转为下降0.5%。其中食品价格由上月上涨1.6%转为下降3.6%，影响CPI下降约0.71个百分点；食品中猪肉价格下跌10.9%，降幅比上月扩大7.8个百分点。非食品价格上涨0.2%，涨幅比上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.18个百分点；其中受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨6.6%和7.3%。

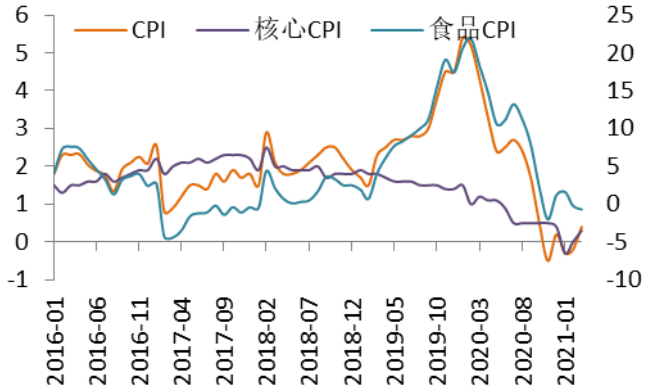
从环比看，受国际大宗商品价格上涨等因素影响，PPI上涨1.6%，涨幅比上月扩大0.8个百分点。其中生产资料价格上涨2.0%，涨幅扩大0.9个百分点；生活资料价格由上月持平转为上涨0.2%。调查的40个工业行业中，价格上涨的有30个，上涨面达75%，下降的6个，持平的4个。

图5：中国物价上涨压力



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：食品价格拖累CPI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

国际货币基金组织 IMF 在其 4 月份《世界经济展望》中将 2021 年全球经济增速由 1 月份预估的 5.5%上调至 6%，主要是疫苗接种进度以及积极财政政策使得发达国家呈现出更好地恢复势头。2021 年发达国家经济增长 5.1%，相对于 1 月份预估上调了 0.8 个百分点，其中美国经济增长上调 1.3 个百分点至 6.4%，欧元区经济增长上调 0.2 个百分点至 4.4%。2021 年发展中国家经济增长 6.7%，较 1 月份预估上调 0.4 个百分点，其中中国经济增长上调 0.3 个百分点至 8.4%。IMF 预计全球增速在中期放缓至 3.3%，这既反映了疫情对供给潜力造成的破坏，又体现了疫情暴发前已经存在的一些因素，包括发达经济体和部分新兴市场经济体人口老龄化导致的劳动力增长减缓等。

总体上看，由于海外宽松货币政策加上积极财政政策的刺激，全球经济同步复苏格局并没有变化，物价上涨压力也会持续存在。但不同地区的经济恢复势头会随疫苗接种进度和疫情控制程度有所差异，目前还是要关注南亚西亚和南美的疫情是否得到控制。

1.3 各国财经政策动向

2021 年以来中国持续传出严控楼市的信号。1 月下旬以来中国住住建部有关官员部赴深圳上海调研，三个月内住建部已调研督导或约谈了 13 个城市。4 月 8 日住建部副部长倪虹约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通 5 个城市政府负责人，要求切实提高政治站位，把思想和行动统一到党中央、国务院决策部署上来；城市政府要充分认识房地产市场平稳健康发展的重要性，牢牢把握房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，切实扛起城市主体责任，确保实现稳地价、稳房价、稳预期目标。在此之前住建部已先后派人到深圳、上海、北京、杭州、无锡、成都、西安、和南昌等地督导房地产调控工作。

相对于2015-2018年的全国房价普涨，本轮房地产周期体现在热点城市热点区域的突出性上涨，但就全国来说房价总体上涨幅度并不明显，大部分城市以及热点城市的部分地区房价甚至还在下跌。因此本轮房价上涨不是经济基本面好转带动的而是货币宽松环境刺激的，宽松的货币金融环境以及低利率信贷的易得性是本轮房价上涨的根源。而在内需复苏乏力、外部竞争加剧的情况下，央行也不太可能大幅度收紧货币信贷政策，在通胀预期高涨的情况下光靠政策指导恐怕无法抑制房价，最终央行可能要上调政策利率。

4月7日，美联储公布3月16-17日议息会议的纪要文件，纪要显示美联储将在美国经济出现明显好转前继续维持现有宽松货币措施。根据美联储新的以结果为基础的指导方针，美联储倾向于忽视目前高涨的通胀预期，而坚持现有宽松货币措施，直到经济朝着美联储双重目标取得实质性进展。鉴于目前美国就业市场还有大量冗余劳动力，以及美国核心PCE物价指数依然低于1.5%，预计美联储货币政策仍将在较长一段时间内保持宽松基调。这驱散了认为美联储可能因高涨的通胀预期而很快收紧货币政策的疑虑，亦与美联储主席鲍威尔本周在G20会议上的讲话精神相呼应，鲍威尔认为今年预期中的物价上涨可能是暂时的，并警告称确诊新冠病例数增加可能会减缓复苏。

由于美联储持续进行大幅度资产购买，商业银行储备金大幅增加，联邦基金有效利率因资金供过于求而出现下行压力。会议纪要显示美联储可能会在6月会议或之前调整超额准备金利率和隔夜逆回购利率，以缓解联邦基金有效利率的下行压力。这并不意味着美联储货币政策出现变化，但仍可能对市场造成一定程度的冲击。

4月7日G20召开财政部长和央行行长线上会议，会议支持IMF提出的新增6500亿美元SDR的建议，并承诺年中前就全球企业税负改革达成一项基于共识的解决方案。IMF提议新增6500亿美元特别提款权SDR，用于帮助发展中国家应对新冠疫情；新增SDR相当于低成本印钞，且大部分会分配给欧美等发达国家；欧美等发达国家或者可以自己使用，或者可以以高利率转借给发展中国家，因此欧美等国对此大力支持。

美国财政部长耶伦在G20会上提议设定21%的全球最低企业税率，这是为了防止拜登政府上调国内企业税后，企业将应税收入转移到海外低税收国家；也可借机强迫海外低税收国家提高企业税率，引流美国企业海外利润回国支持基础设施建设。美国此举获得德法等高税率国家的响应，但部分小型经济体经济发展主要靠低税率吸引国际投资，因此全球企业税率改革谈判难以一蹴而就。

1.4 全球地缘政治风险

4月7日美国参议院外交关系委员会两党领导人联合提出《2021年战略竞争法案》，要求拜登政府采取与中国的战略竞争政策，动员美国所有战略、经济和外交工具抵御中国日益扩大的全球影响力，以保护和促进美国的重要利益和价值观，该法案有导致中美关系朝着彻底竞争和完全对抗方向发展的风险。该法案主要内容包括：1、建议从2022财年到2026财年为该地区提供总计6.55亿美元的外国军事融资，为同期的印度太平洋海事安全计划及相关计划提供总计4.5亿美元的资金；扩大美国外国投资委员会CFIUS的范围，审查涉及到潜在的国家安全风险的金融交易；要求加强与台湾的伙伴关系，并说美国官员与台湾同行的互动不应受到任何限制。参议院外交关系委员会将于4月21日举行会议审核该法案，另外参议院商务委员会将于4月14日举行一次听证会，以讨论其两党措施“无尽边界法”，以支持美国半导体产业。

4月8日美国商务部发布公告称，已将7家中国实体列入所谓实体清单，称其涉嫌破坏军事现代化的稳定，并称其从事的活动违反美国国家安全或外交政策利益。涉及的7个实体包括：国家超级计算济南中心、国家超级计算深圳中心、国家超级计算无锡中心、国家超级计算郑州中心、上海高性能集成电路设计中心、深圳市信维微电子有限公司和天津飞腾信息技术有限公司。美商务部长雷蒙多在一份声明中宣称，超算能力对于许多现代武器和国家安全系统的发展至关重要，例如核武器和高超音速武器；美国商务部将充分利用其权力，阻止中国利用美国的技术来支持这些破坏稳定的军事现代化努力。美国将中国企业或者机构列入实体清单，意味着进入名单的企业无法与美国有着任何商业交易，截至目前进入美国实体清单的中国实体数量已达300家左右。

4月9日美国国务院公布最新对台交往准则，该准则强调台湾是一个充满活力的民主和重要的安全和经济伙伴，也是国际社会中的一股良善力量。在新的准则下，美国官员将能够定期在联邦政府大楼接待台湾官员。他们还将被允许在台湾的经济和文化办事处与台湾同行会面。美国官员还将能够参加在双橡园（Twin Oaks，驻美国台北经济文化代表处办公场所）举行的活动。新准则仍将有一些护栏，比如不允许美国官员在台湾重大节日期间参加在双橡园举行的活动。

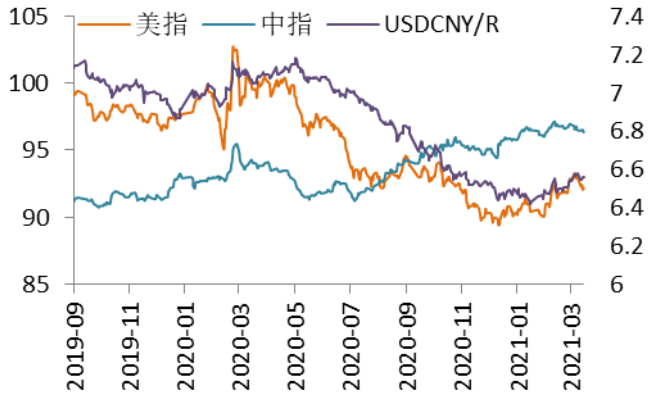
二、宏观市场分析

尽管经济数据显示全球经济同步复苏的迹象愈加明显，但中国股债和大宗商品市场更关注经济数据以外的新冠疫情、央行政策调整和地缘政治风险等因素，

总体上这反映了在过去一段时间内风险资产估值水平大幅上升后市场脆弱性随之增加的事实。尽管经济基本面对股票和工业商品等风险资产依然有利，但由于估值水平大幅上升使得风险资产性价比下降，全球新冠疫情出现新一轮的恶化，通胀压力可能导致中外央行收紧货币政策，后疫情时代中外地缘政治风险上升，因此市场情绪趋于谨慎，追高意愿明显下降；但由于经济基本面依然有利，货币流动性依然充沛，所以当风险资产价格回落到合适位置，市场投资者也会毫不犹疑地买入。对于避险资产则是完全相反的操作手法，总体上我们认为避险资产还没有调整到合适水平，逢高卖出黄金和国债等避险资产依然是主流交易思路。

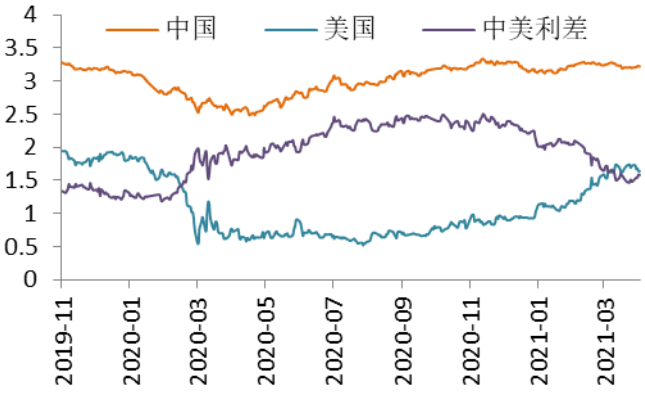
2021 年年初至 3 月底美元指数在 89 附近探底回升小幅反弹，美欧疫情防控差异以及美国拜登政府的积极财政政策，使得美国经济基本面好于欧洲同行，利差因素驱动跨境套利资金，为美元汇率提供基本面支撑。3 月底以来美元汇率逆转之前三个月的偏强反弹，4 月 6 日美元指数跌破自 2 月 25 日以来的上升趋势线，且随后在美国公布靓丽经济数据的情况下也无力反弹；我们认为多项指标显示美元汇率可能开始新一轮的下跌，虽然下跌幅度可能相对有限；其一是美国拜登政府新公布的基础设施建设方案遭到民主党内部、共和党和商业团体的多方反对，积极货币政策对美元汇率的提振作用边际趋弱；其二是近期欧洲新冠疫情出现缓解迹象而美国疫情扩散速度有所上升，新冠疫情对欧美经济影响差异将出现逆转；其三是前段时间欧元汇率贬值以及宽松的货币政策对欧洲经济起到积极推动作用，制造业 PMI 数据显示美国相对于欧洲的经济恢复优势有所减少。人民币兑美元汇率大致跟随美元指数反向波动，但在上周中外地缘政治风险恶化后，人民币汇率指数小幅走软，这种情况与 2018 年较为相似。

图7：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：中美10Y国债利率



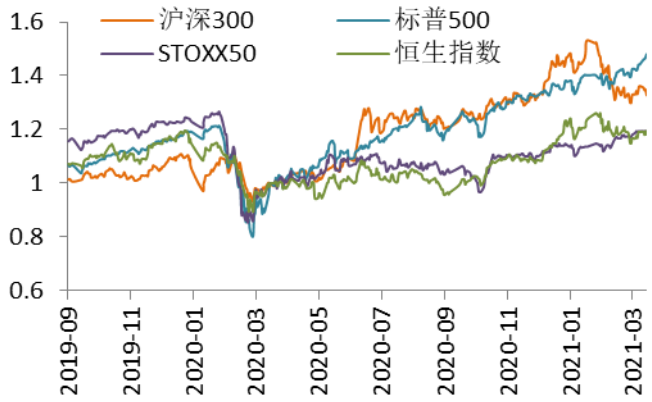
数据来源：Wind，建信期货研投中心

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、中国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。但未来一段时间，中国经济增长动能将重新增强，经济增长、PPI 上升压力以及利率债发行将使得长端利率承受下行压力，国债期限利差重新扩张，直到央行真正开始紧缩，国债收益率开始最后一段熊平过程。3 月份美国 10 年期国债利率上升 29BP 至 1.73%，美国经济复苏势头依然良好，但由于利差因素会刺激跨境套利资金，国债利率大幅上升之后配置力量也会有所增强，美国新的财政刺激方案大概率要到下半年才能正式落地，我们判断美债收益率快速上升阶段告一段落而转为区间震荡，波动区间小幅上移；但到下半年美国新的财政刺激方案出台，美联储也将在经济恢复和通胀压力之下开始讨论缩减 QE，届时美国国债曲线也会出现熊平走势。

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根本性转弱、央行货币政策基调维持中性偏紧的情景下，中国股市不具备进入全面性熊市的条件。目前大盘蓝筹股已经具备投资价值，但是由于缺乏新增资金推动，料反弹空间相对有限；但只要大盘蓝筹股不持续下跌，那么利润改善弹性更大的中小型股票在央行实质性收紧货币政策之前就可能迎来一次机会，但要警惕在房价和通胀压力上升情况下中国央行也不可能一直维持如此宽松的货币金融环境。由于欧美经济增长前景持续改善，而央行依然承诺宽松货币政策环境，因此 3 月份欧美股市偏强震荡，基本上消化掉美债利率上升的影响，我们预计欧美股市偏强运行的格局可延续到二季度。

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

由于近期全球新冠疫情扩散速度明显回升，中国逆周期调节政策回撤使得经济增长势头放缓，美元指数持续偏强运行，以及中美地缘政治风险上升抑制投资者风险偏好，上周工业商品价格大多偏弱调整。具体而言，全球新冠疫情形势明显恶化意味着终端需求恢复缓慢，伊朗核谈判重启意味着原油供应可能增加，而且 OPEC+决定从 5 月起逐步增产，因此原油供需面并不乐观，上周 WTI 原油下跌 3.1%；全球最大铜矿生产国智利宣布关闭国境 1 个月的消息有效提振铜价，但全球最大铜消费国的铜消费旺季迟迟未能启动，全球铜库存持续累积，上周铜价冲高回落全周上涨 1.4%；美元指数见顶回落以及美债收益率停止飙升刺激贵金属价格反弹，但全球经济同步复苏背景下贵金属反弹空间有限，上周金价冲高回落全周上涨 0.5%。

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