类别

宏观策略周报

日期

2021 年 2 月 17 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



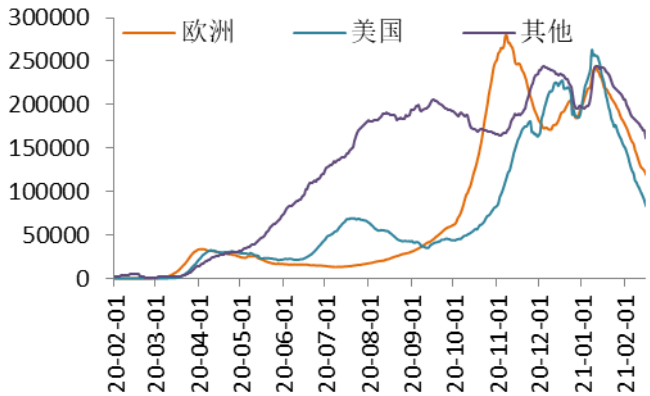
经济复苏预期推动风险资产价格上涨

一、宏观环境评述

1.1 新冠疫情扩散速度明显放缓

截至 2 月 16 日，全球累计确诊新冠病例 11002 万，总体感染率达到 1.41%；累计死亡病例 243 万，死亡率小幅上升至 2.21%。由于北半球假日因素的逐渐消除、英美各国强化防疫措施的起效以及全球接种疫苗进度的加快，全球新冠疫情扩散速度明显放缓，全球新增确诊病例（7 天移动平均）下降至 36.4 万，较 1 月 11 日峰值减少了 37.9 万，其中美国、欧洲以及其他地区减少幅度分别为 17.5 万、12.5 万和 8.3 万，确诊在诊数（衡量医疗系统压力大小）也自 2 月 4 日以来持续下降。日均新增确诊病例大于 1 万的有美国(83039)、巴西(45707)、法国(18413)、俄罗斯(14444)、西班牙(12979)、英国(12368)、意大利(12039)和印度(11258)等 8 个国家。由于在东北华北爆发零星疫情后及时采取措施，目前国内新冠疫情已经得到很好的控制，春节 6 日仅新增一例本土确诊病例。

图1：区域新冠疫情扩散速度



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：Wind，建信期货研投中心

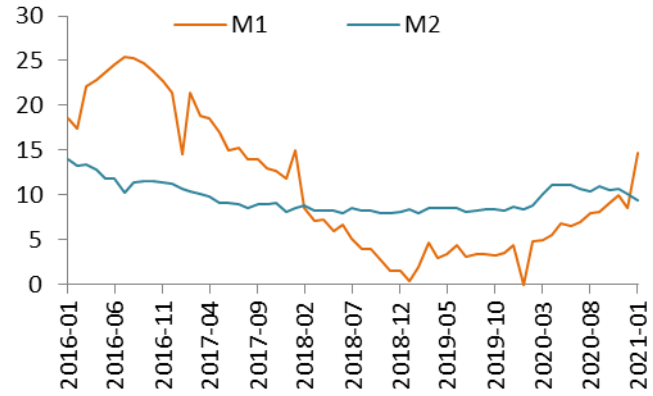
截止 2 月 16 日全球接种新冠疫苗 1.78 亿剂，日均（7 天移动平均）接种疫苗数量为 601 万剂；接种量居前的经济体有美国(5288 万剂)、中国(4052 万剂)、欧盟（2171 万剂）、英国（1584 万剂）和以色列（660 万剂）；全球疫苗接种率（百人中接种疫苗人数）达到 2.3%，其中以色列（76.3%）和阿联酋（51.4%）远远跑在其他国家前面。我们认为新冠疫苗与新冠疫情的赛跑已经进入第二阶段，新冠疫苗接种的推进将对新冠疫情产生越来越大的抑制作用，在这一时期内欧美发达经济体的新冠疫情将基本上得到控制，这些国家的经济活动将加速恢复到疫情前水平，而欧美国家的逆周期调节政策退出也将提上日程。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。

1.2 中国金融通胀数据表现良好

2021 年 1 月份中国社会融资规模同比增长 13%，增速较去年 12 月下滑 0.3 个百分点，市场对 1 月份社融增速放缓已有预期，主要源于 1 月份信贷规模管控、地方债发行后置等。尽管 1 月新增人民币贷款 35800 亿元，与市场预期的 35000 亿元大致相当，但 1 月社会融资规模高达 51700 亿元，明显高于市场预期的 44650 亿元。1 月份社融强劲主要体现在非标融资，尤其是表外票据大幅增长。从部门结构看 1 月份私人部门融资需求强劲而政府部门融资偏弱，1 月非金融企业中长期贷款新增 20400 亿元，同比多增 3800 亿元，较上月与去年同期均有大幅提升；居民贷款新增 12700 亿元，同比多增 6359 亿元，主要是年初楼市出现火热行情，居民房贷需求强劲；政府债券融资 2437 亿元，同比少增 5176 亿元。

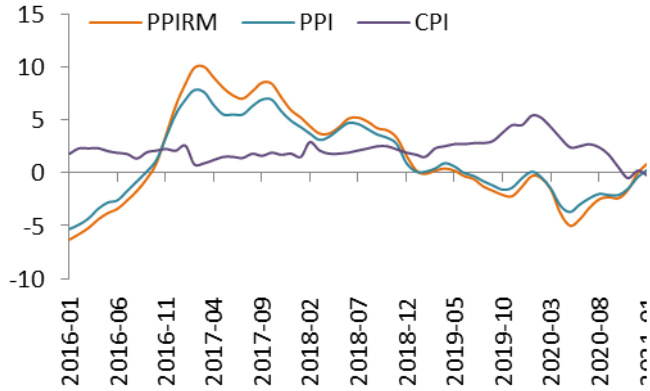
1 月份中国 M2 同比增长 9.4%，M1 同比 14.7%，这是 2018 年 2 月以来 M1-M2 剪刀差首次回正。M1 大增的主要原因是今年春节在 2 月中旬，企业留存了大量活期存款以发放年终奖，而去年春节在 1 月底，企业在 1 月发放奖金，导致今年 M1 基数偏低。从存款分项也可以看出，与去年同期相比居民存款同比少增 27600 亿元，企业存款同比多增 25584 亿元，数据具有一定对应关系。由此估计 2 月 M1 和 M2 增速大概率将收敛。

图3：中国货币供应增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2021 年 1 月份中国 CPI 同比萎缩 0.3%而 PPI 同比增长 0.3%，这是 2018 年 12 月以来 PPI 增速首次超过 CPI 增速。受节日临近、局部地区疫情和低温天气等因素影响，1 月份 CPI 环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。其中食品价格上涨 4.1%，涨幅扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.78 个百分点；非食品价格上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点。国内需求持续改善，原油、铁矿石等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动 1 月份 PPI 环比上涨 1.0%；调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 25 个，比上

月减少 1 个；下降的 10 个，增加 4 个；持平的 5 个，减少 3 个。

1.3 中美分歧初现

2021 年 2 月 11 日美国总统拜登与中国国家领导人通电话，这是自拜登 2020 年 11 月在美国总统大选中获胜以来双方首次通话；两国元首就中国牛年春节相互拜年，并就双边关系和重大国际及地区问题深入交换意见。中国国家领导人指出，中美合则两利、斗则俱伤，合作是双方唯一正确选择；两国应该共同努力、相向而行，，推动中美关系健康稳定发展，给两国人民带来更多实实在在的利益，为抗击新冠肺炎疫情、促进世界经济复苏和维护地区和平稳定作出应有贡献。

美国白宫在一份声明中指出，拜登总统重申了他保护美国人民的安全、繁荣、健康和生活方式，以及维护一个自由开放的印度太平洋地区的优先事项。拜登总统强调了他对北京胁迫和不公平的经济做法、在香港的镇压、新疆的侵犯人权行为以及包括对台湾在内的该地区日益强硬的行动的根本关切。两国领导人还就抗击新冠肺炎疫情、全球卫生安全、气候变化、防止武器扩散等共同挑战交换了意见。拜登总统承诺在促进美国人民和我们盟友的利益时，追求务实的、以结果为导向的接触。据路透社最新报道，美国总统拜登在一个电视活动上回应有关中国处理新疆穆斯林少数民族问题的提问时警告称，中国将为其侵犯人权的行为付出代价，美国将重新发挥其为人权发声的全球角色，与国际社会合作促使中国保护人权。

新加坡智库东南亚研究所进行的一项年度调查显示，在拜登(Joe Biden)赢得美国总统大选后，东南亚国家对美国的支持有所增加。上周发布的东南亚国家调查(State of Southeast Asia)发现，如果该地区被迫选边站队，61.5%的受访者支持美国，而不是中国；在一年前的同一项调查中，53.6%的受访者选择了美国，而不是中国。尽管如此，最大比例的受访者认为中国是东南亚最有影响力的国家，而不是美国、东盟和其他国家。约 76.3%的受访者认为中国是最具影响力的经济大国，49.1%的受访者认为中国是最具影响力的政治和战略大国。

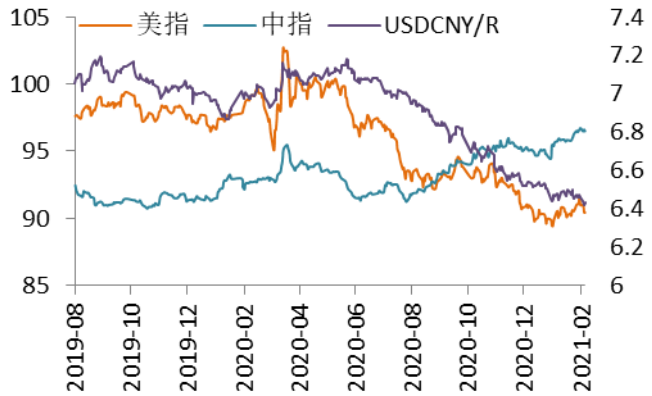
二、资本市场分析

随着北半球假日因素的逐渐消除、英美各国强化防疫措施的起效以及全球接种疫苗进度的加快，近期全球新冠疫情扩散速度明显放缓，这意味着新冠疫情对全球经济社会的负面冲击将进一步减轻，全球经济复苏前景更加乐观；而且由于美国拜登政府采取了行之有效的一揽子防疫措施，美国疫情缓解程度好于欧洲等其他发达经济体，这意味着美国经济恢复前景更加乐观，而美国政府积极财政和

宽松货币压力随之下降。在这样一个宏观环境的影响下，2 月份全球股市和工业商品等风险资产价格偏强运行，而贵金属和主权债券等避险资产则缺少避险需求的支撑，美元汇率也在利差因素的作用下有所企稳反弹。

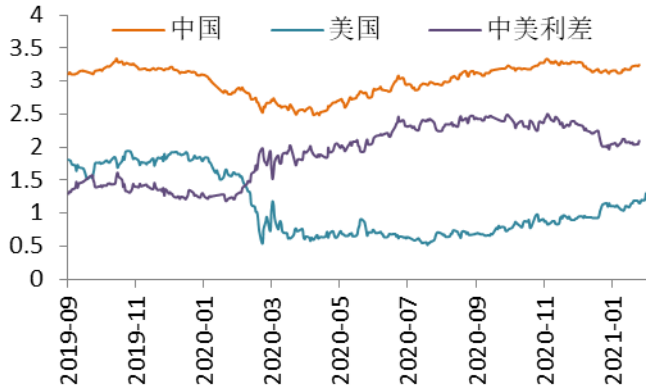
2021 年 1 月份以来美元指数在 89 附近探底回升，但反弹势头在 91.5 附近遇阻而转为偏强震荡。短期而言美元指数受到两个作用方向相反因素的制约，美国疫情控制好于欧洲以及美国经济恢复前景好于欧洲为美元指数提供基本面支撑，这使得美元指数短期偏强而没有延续自 2020 年 3 月下旬以来的下跌趋势，实际上目前美元指数正在挑战下跌趋势上轨线，如果挑战成功则意味着美元指数中级下跌趋势的逆转。但我们认为这个可能性不大，因为同时间还有一个利空因素在影响美元汇率，那就是随着全球新冠疫情的减退和全球复苏预期的升温，美元指数的避险需求也将减弱，这使得美元指数在中周期尺度上依然是偏弱运行的，我们认为美元指数本轮反弹高度不太可能超越 92。对于人民币汇率而言，由于疫情错位导致的替代性出口依然存在，以及美元指数中期偏弱运行，我们判断人民币兑美元汇率还有升值空间。

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

出于就地过年减少现金需求以及抑制房地产和债券市场杠杆交易的考虑，节前央行货币政策基调大致保持了紧平衡倾向，这使得国债收益率曲线均承受流动性估值压力，而长端利率因为全球同步复苏预期带来的风险偏好上升而承受额外压力，2 月份中国 10 年期国债和 1 年期国债利率分别上涨 7BP 和 2BP，国债 1/10 利差因此扩大至 47.5BP。我们认为这种情况还会持续一段时间，直到中国货币政策环境实质性收紧，但国债期限利差可能先行收窄。由于全球新冠疫情扩散速度的放缓以及全球同步复苏预期的增强，2 月份欧美主权债券利率纷纷上行，美国 10 年期国债收益率从 1.09%上升到 1.3%，德法英日等国国债收益率也有不同程度的上涨；但总体而言，国债收益率的上涨目前还是体现在通胀预期的上行，而实

际利率暂时保持在较低水平。

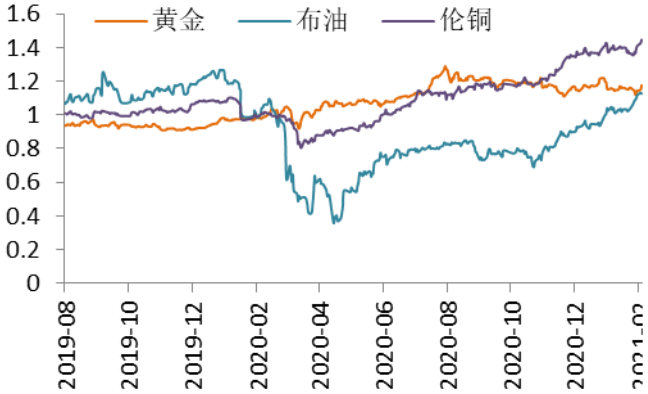
由于全球新冠疫情扩散速度的放缓以及全球同步复苏预期的增强，2 月份全球股市纷纷上涨，2 月份中国万得全 A 指数上涨 5.26%，但分化较为严重。我们认为短期内全球股市继续处于复苏交易情景当中，但要当心中国央行收紧货币流动性以及欧美削减逆周期措施力度等政策冲击。此外全球股市对经济复苏的预期已经体现得较为充分，这意味着股市结构的内在不稳定性正在增强，对政策冲击的反应也会较为激烈。

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

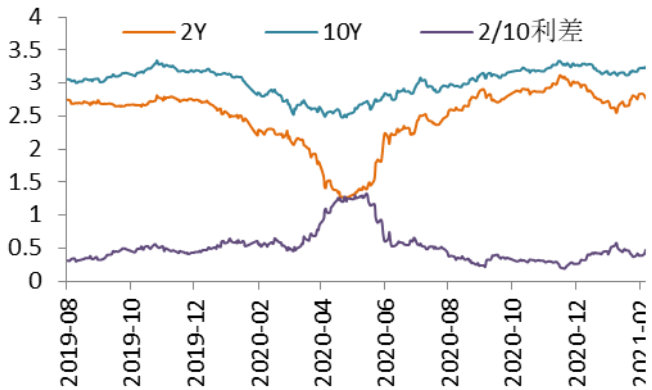
与股市一样，工业商品也受益于全球新冠疫情扩散速度的放缓以及全球同步复苏预期的增强，而且还不用担心央行货币政策对风险偏好的冲击，因此 2 月份工业商品走势总体而言强于股市，但其中由于供需基本面差异不同商品之间表现也有所差异，以原油价格为代表的能化商品表现好于工业金属。而在避险需求减退和工业需求增强的影响下，2 月份贵金属整体表现疲软，白银价格走势好于黄金但仍弱于其他金属。

三、宏观交易策略

出于就地过年减少现金需求以及抑制房地产和债券市场杠杆交易的考虑，节前央行货币政策基调大致保持了紧平衡倾向，但并没有实质性收紧货币政策行为，而长端利率因为全球同步复苏预期带来的风险偏好上升而承受额外压力，因此国债收益率曲线呈现熊陡的异常走势，我们认为这不具备可持续性，因此建议谨慎介入多十债空二债对冲策略。由于全球新冠疫情扩散速度明显缓和和全球同步复苏预期升温，贵金属避险需求的减退和白银工业需求的增强，使得在贵金属整体偏弱运行的同时白银价格持续强于黄金，而这也不具备可持续性，在贵金属偏弱调整阶段白银跌幅最终会大于黄金。但基于对美元汇率还有最后一跌的判断，我

们认为金银比也还有继续下跌的空间，因此建议谨慎参与空黄金多白银策略。

图9：国债2/10期限利差



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：沪伦金银比值



数据来源：Wind，建信期货研投中心

【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