类别

宏观策略周报

日期

2021 年 1 月 15 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



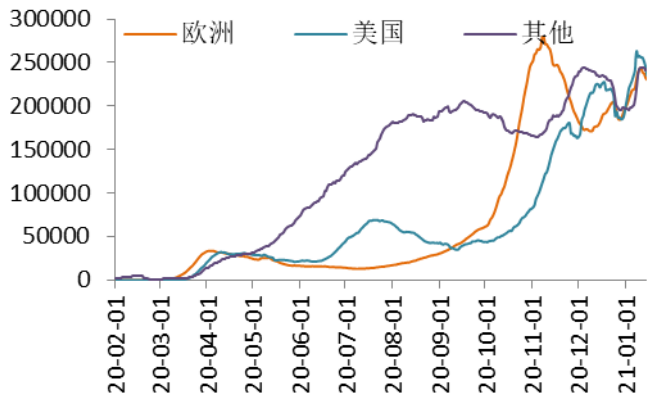
拜登交易推高利率施压金银

一、宏观环境评述

1.1 全球新冠疫情扩散状况

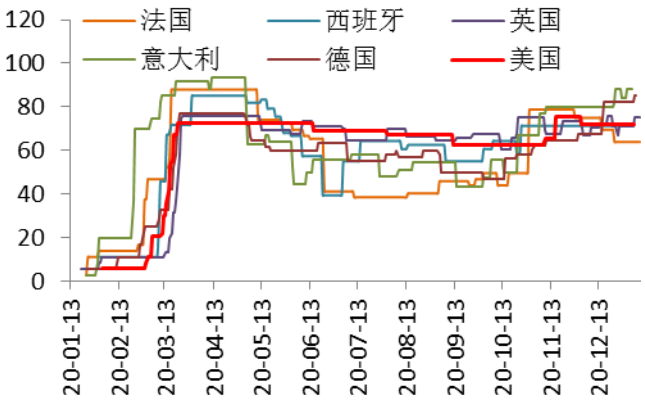
截至 1 月 15 日，全球累计确诊新冠病例 9439 万，总体感染率达到 1.22%；累计死亡病例 201 万，死亡率小幅下降至 2.14%。由于北半球年末节日出行聚餐旺季，以及英国南非传染性更强的变种新冠疫情传播，加上新冠疫苗消息使得人们倾向于放松警惕，近期全球新冠疫情扩散速度居高不下，。上周全球日均新增确诊病例 70.7 万，比前一周减少 0.7 万。目前看由于民众对新冠疫苗的不信任欧美疫苗接种进度低于预期，看在疫情和疫苗的赛跑中疫情还是泡在疫苗前面，短期内全球新冠疫情有继续恶化可能，新冠疫情对全球一季度负面冲击不可轻视。

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：欧美防疫措施严格程度



数据来源：牛津大学，建信期货研投中心

截至 1 月 15 日，全球共有美国（北美，2431 万）、印度（南亚，1056 万）、巴西（拉美，846 万）、俄罗斯（东欧，357 万）、英国（西欧，336 万）、法国（西欧，289 万）、土耳其（西亚，238 万）、意大利（南欧，237 万）、西班牙（南欧，225）和德国（中欧，204）等 10 个国家累积确诊新冠病例超过 200 万，另有哥伦比亚、阿根廷和墨西哥等 41 个国家累积确诊新冠病例在 20 万到 200 万之间。日均新增确诊病例超过 2 万的国家有美国、巴西、英国、西班牙、俄罗斯、德国和法国等 7 个国家，近期德国、英国和意大利等国家收紧防疫措施，法国和巴西等国家放松防疫措施，中国、美国和西班牙等国家防疫措施维持不变。

目前我国北方地区本地新冠病例时有出现，1 月 15 日 31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例 130 例，其中境外输入病例 15 例，本土病例 115 例（河北 90 例，黑龙江 23 例，北京 2 例）。新一波疫情来势汹汹，已经扩散到大半个中国。由于临近中国传统新年，一年一度的返乡潮来临。连日

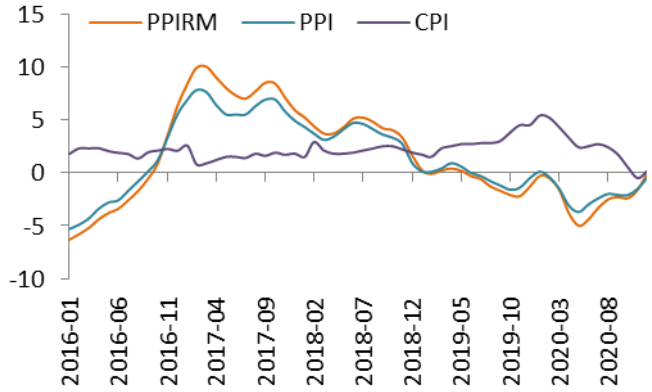
来，国家卫健委和多个省份纷纷发声，倡议在工作地过节、非必要不离开当地。

1.2 中国物价房价上行

根据国家统计局数据，2020年12月份CPI环比由上月下降0.6%转为上涨0.7%，其，食品价格由上月下降2.4%转为上涨2.8%，影响CPI上涨约0.62个百分点。食品中，受持续低温天气影响，鲜菜、鲜果的生产和储运成本增加，价格分别上涨8.5%和3.5%；随着元旦春节到来，消费需求季节性增加，同时饲料成本有所上升，猪肉价格由上月下降6.5%转为上涨6.5%，羊肉价格由上月持平转为上涨2.6%，鸡蛋价格由上月下降1.6%转为上涨2.9%。非食品价格由上月下降0.1%转为上涨0.1%，影响CPI上涨约0.11个百分点。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨5.2%、5.8%和3.0%，合计影响CPI上涨约0.10个百分点。

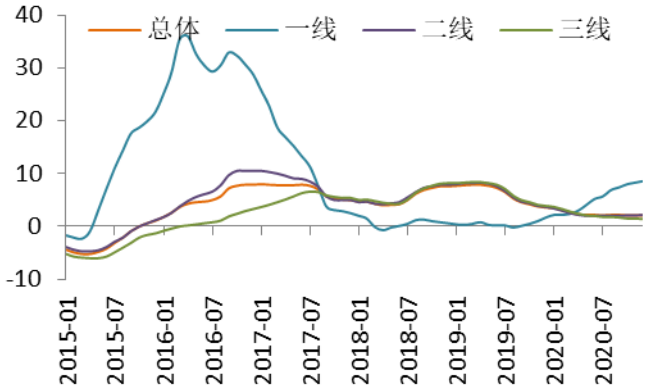
12月份PPI同比下降0.4%，降幅比上月收窄1.1个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨8.3%，扩大4.2个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨5.0%，扩大3.0个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降27.0%，收窄2.8个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降12.5%，收窄3.8个百分点。

图3：中国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国房价涨速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

初步测算，12月份4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.1个百分点；二手住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。31个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨0.1%，涨幅均与上月相同。35个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨0.1%和0.2%，涨幅均与上月相同。

据央行有关领导介绍，2020 年中国央行会同有关部门通过降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等措施，引导金融系统向实体经济让利 1.5 万亿元。其中一年期 LPR 累计下行 30 个基点，带动 2020 年全年贷款利率较 2019 年下降 0.5 个百分点，让利 5600 亿元；人民银行分三批次增加 1.8 万亿元再贷款再贴现，支持发放优惠利率贷款让利 460 亿元； 2020 年新发行国债、地方债、公司信用类债券利率较 2019 年低 0.47 个百分点，向债券发行人让利 1200 亿元；全年普惠小微企业贷款延期支持工具通过减少企业孳息支出、过桥费用等方式为企业让利 3580 亿元，银保监会通过督促银行减少收费、支持企业重组和债转股等方式引导银行让利，这部分让利预计约 4200 亿元。

1.3 拜登交易推高利率

1 月 14 日美国当选总统拜登公布了规模达 1.9 万亿美元的美国救援计划((American Rescue Plan))，其中包括：向大多数美国人直接支付 1400 美元，连同 12 月的 600 美元在内，救济总金额将达到 2000 美元；将联邦每周失业救济金提高到 400 美元，并延长到 9 月底；将联邦最低工资提高到每小时 15 美元，并拨款 3500 亿美元用于州政府和地方政府援助；拨款 1700 亿美元用于 K-12 学校和高等教育机构；拨款 500 亿美元用于新冠病毒检测；拨款 200 亿美元用于国家疫苗方案。美国众议院议长佩洛希和美国参议院民主党领袖舒默表示，国会将马上处理当选总统拜登的刺激计划。

拜登政府逐步兑现其积极财政承诺，市场预期积极财政将带来通胀压力，在中长期内也有利于美国经济竞争力的改善，因此美国中长期国债收益率承受上行压力，而美元汇率和美股估值短期内也得到了提振，佐治亚州参议员第二轮选举后美国 10 年期国债收益率最高上升至 1.15%。1 月 14 日美联储主席鲍威尔在普林斯顿大学的线上活动发表讲话。他强调美联储不会迅速加息，现在也不是谈论退出 QE 的时候。鲍威尔承诺在考虑缩减资产购买时会有充分的警告，美联储在 2008 金融危机之后得到了一个教训，那就是不要过早撤除对经济的支持。

美国国防部 2021 年 1 月 14 日发表声明称，再将 9 家中国公司列入其“与中国军方相关”的黑名单中。这 9 家公司分别是飞机制造商中国商飞、手机制造商小米、中关村发展集团、箩筐技术公司、中微半导体设备（上海）有限公司、广东高云半导体科技股份有限公司、大新华航空有限公司、中译语通科技股份有限公司以及中国航空集团有限公司。上述中企将受到美国一项新投资禁令约束，该禁令要求美国投资者 2021 年 11 月 11 日前，出售所持上述公司股份。截至 2020 年末，美国国防部已将 35 家中企列入“与中国军方相关”黑名单中，包括华为、

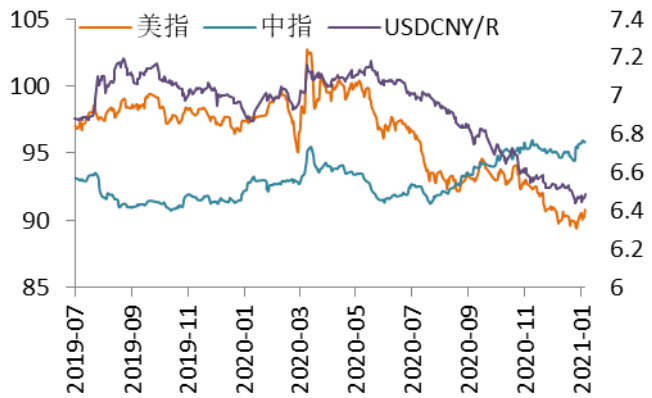
海康威视、中国电信、中芯国际、中海油等。国国务院 1 月 14 日也发表声明宣布在南海问题上采取更多行动，包括对与海洋纠纷有关联的中国国企高管和中共与中国海军官员实施签证限制，这些高管和官员的直系亲属也可能受到这些签证限制。这些政策的出台距离特朗普政府离任、拜登就职只有不到一周时间，很多政策都有赖新政府去落实。

二、资本市场分析

拜登政府积极财政政策带来的通胀预期继续对全球金融市场产生影响，上周美债收益率继续上升，直到美联储主席鲍威尔称不急于撤走现有的宽松货币措施。另一方面新冠疫情在与新冠疫苗的赛跑中依然跑在前面，新冠疫苗接种进度因运输保存、民众疑虑等因素而落后于预期，而假日出行聚餐旺季导致的疫情扩散短期内难以缓解。新冠疫情对经济的负面影响继续呈现，上周公布的美国周度失业数据和月度销售数据不如预期，在美债收益率飙升的影响下，市场逐步从拜登交易的热潮中冷静下来，正视近期新冠疫情对经济活动的抑制。而在充裕流动性重新推动杠杆交易后，上周中国央行缩量续作 MLF 表明中国货币金融环境可能边际收紧，这对股票债券估值水平均带来压力，但春节前债券收益率上升空间相对有限。

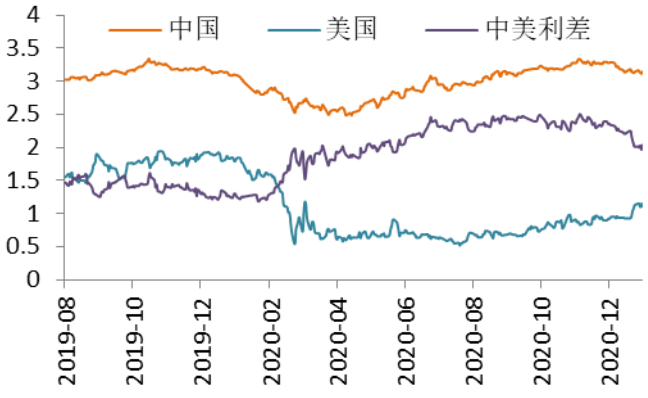
上周美元指数震荡攀升源于两个驱动因素，其一是拜登政府积极财政带来的通胀预期推高美国债券利率，其二是全球新冠疫情恶化对经济增长前景的侵蚀带来避险需求；鉴于美联储主席鲍威尔发言安抚市场，全球新冠疫情扩散速度有所企稳，我们预计美元汇率在 91 附近有较大阻力，中短期趋势依然偏弱。由于美元指数短线反弹，上周人民币兑美元汇率从 6.4 校服反弹至 6.5，由汇率篮子权重调整带来的人民币指数升值趋势也接近尾声。

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

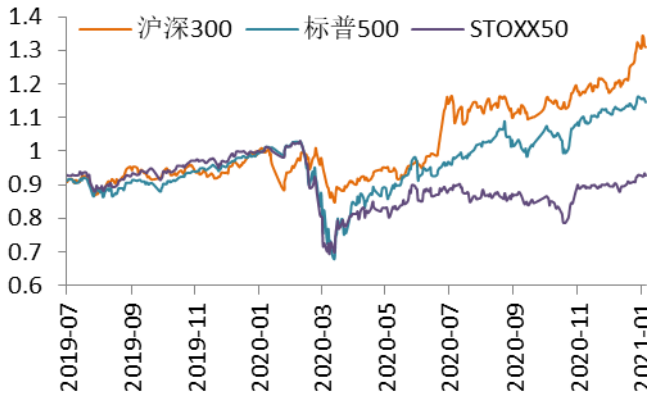


数据来源：Wind，建信期货研投中心

上周中国央行缩量续作 MLF 以及近期的系列地量逆回购操作说明央行认为市场流动性过于充裕，虽然现金需求季节性旺季使得央行不会在春节前大幅回收流动性，但充裕流动性带来的杠杆交易热潮也使得央行发出紧缩信号，这起码会警告肆意加杠杆套作的金融机构，上周国债收益率长端企稳中短端上行，但春节前上升空间相对有限，观察年初例行实施普惠性定向降准后利率走势。上周周初由拜登财政政策带来的通胀预期继续推高美债利率，直到美联储主席鲍威尔安抚市场，以及新冠疫情恶化对经济的冲击也逐步为市场所认识。

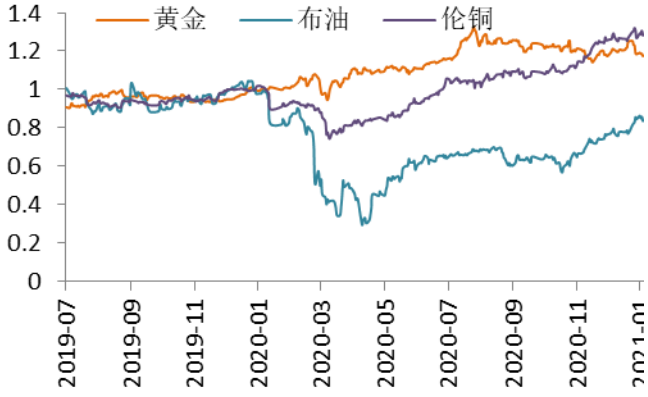
上周中国股市结束节后强拉态势，其一是后续资金乏力，机构抱团股纷纷瓦解；其二是中国央行发出信号，充裕流动性环境即将结束，我们判断市场重返 8 月至 11 月价值股超越成长股的情况，整体股市区间震荡而内有分化。拜登交易对美股而言是互相矛盾的两方面，一方面积极财政政策改善经济增长前景和企业盈利，另一方面推高美债利率压低股市估值水平，近期美股涨势放缓。相对而言，由于英国欧盟达成贸易合作协议，长期笼罩在欧洲的不确定性消退，近期欧洲股市走势更为积极。

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



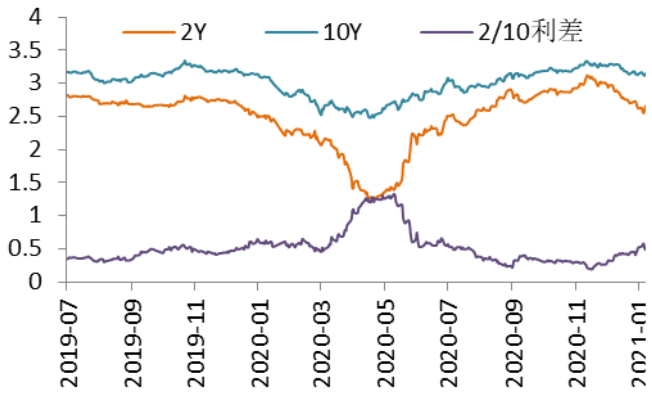
数据来源：Wind，建信期货研投中心

美债收益率上升以及全球新冠疫情恶化推动美元指数反弹，以美元计价的全球商品价格均因此承压。新冠疫情对全球经济的负面冲击愈加明显，虽然有拜登积极财政政策引导中长期走势，但短期内工业品上涨动能欠缺，上周 Brent 原油和伦敦铜价分别下跌 2.4%和 1.9%。美国政治不确定性逐渐消退，美债收益率上升减弱了无利息补偿的贵金属的吸引力，而美元指数反弹则进一步施压贵金属，上周伦敦金银冲高回落，整体仍呈弱势，观察伦敦黄金在 1820 美元/盎司附近能否企稳。

三、宏观交易策略

异常宽松的货币流动性已经达到2020年4月份水平并且引发大规模加杠杆套作行为，我们认为这种情况难以持续下去，货币流动性收紧将导致国债期限利差收窄，因此我们推荐多十债空二债对冲策略。积极政策预期和美债实际利率攀升使得贵金属大幅下跌，金银比随之攀升；我们认为年内美债实际利率上升是大概率事件，但从中短期来说美国新冠疫情依然非常严重，美国周度初请失业金人数上升到98万，美债收益率上升空间相对有限，贵金属作为对冲尾部风险的资产配置仍有必要，因此我们建议做空金银比，一方面是认为中短期内贵金属依然维持区间震荡模式，另一方面是看好白银的工业需求，而且目前上海金银比高于伦敦金银比，这是较为罕见的情况。

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