类别

宏观策略周报

日期

2021 年 1 月 8 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



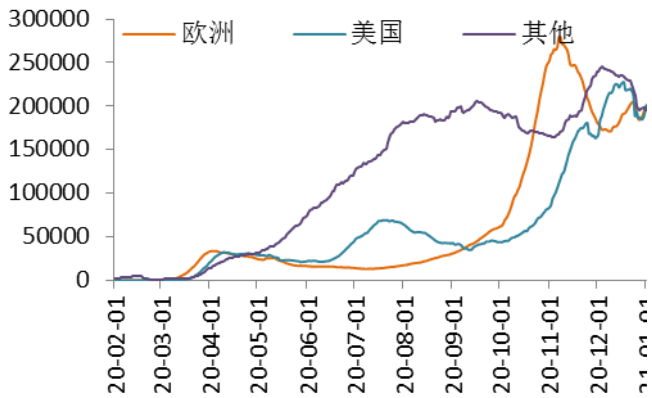
蓝色风暴席卷美国大选

一、宏观环境评述

1.1 全球新冠疫情愈加严重

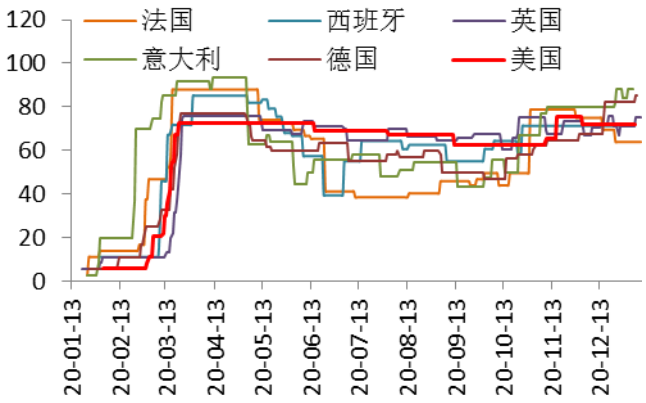
截至 1 月 8 日，全球累计确诊新冠病例 8941 万，总体感染率达到 1.16%；累计死亡病例 192 万，死亡率小幅下降至 2.15%。由于北半球年末节日出行聚餐旺季，以及英国南非传染性更强的变种新冠疫情传播，加上新冠疫苗消息使得人们倾向于放松警惕，近期全球新冠疫情扩散速度再次上升。上周全球日均新增确诊病例 71.3 万，比前一周增加 11.7 万。目前看由于民众对新冠疫苗的不信任欧美疫苗接种进度低于预期，看在疫情和疫苗的赛跑中疫情还是泡在疫苗前面，短期内全球新冠疫情有继续恶化可能，新冠疫情对全球一季度负面冲击不可轻视。

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 8 日，全球共有美国（北美，2270 万）、印度（南亚，1045 万）、巴西（拉美，808 万）、俄罗斯（东欧，338 万）、英国（西欧，302 万）、法国（西欧，277 万）、土耳其（西亚，232 万）、意大利（南欧，226 万）和西班牙（南欧，205 万）等 9 个国家累积确诊新冠病例超过 200 万，另有德国、哥伦比亚和阿根廷等 42 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、英国、巴西、俄罗斯、西班牙、德国和南非等 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。

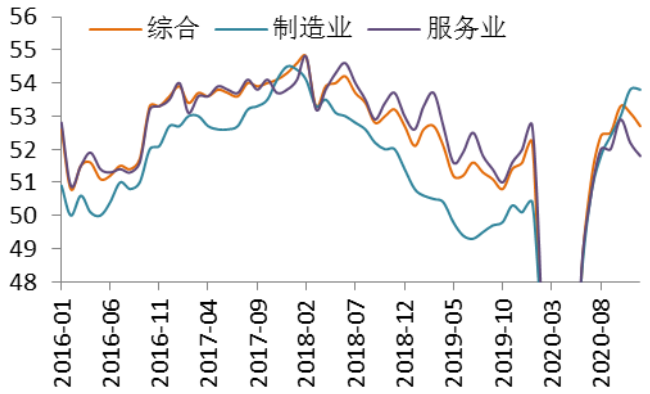
目前我国国内北京及周边河北辽宁地区新冠病例时有出现，1 月 9 日新增本土病例 48 例。国务院联防联控机制要求抓好各项防控举措，尽快阻断疫情传播，拱卫首都公共卫生安全，巩固全国来之不易的防控成果。据介绍迄今为止我国针对高风险人群和重点人群的新冠疫苗接种累积 900 多万剂次，居民接种新冠病毒

疫苗所产生的疫苗费用和接种服务费用，将由医保基金和财政共同负担，个人不负担。

1.2 全球经济活动偏弱

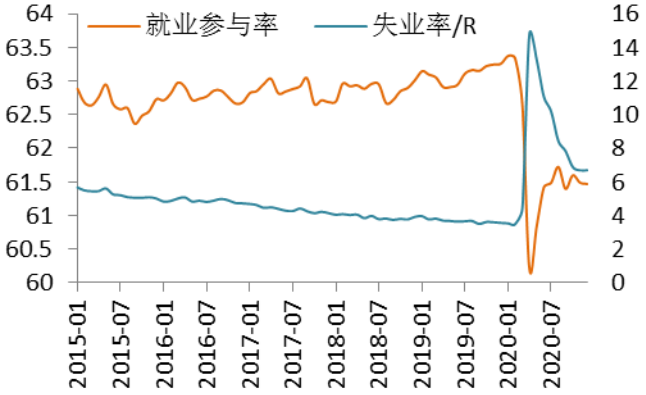
2020 年 12 月摩根大通全球制造业 PMI 维持在 53.8%的水平，但是服务业 PMI 则是连续第二个月回落，但服务业 PMI 和综合 PMI 都继续维持在扩张区间。说明在愈加严重的新冠疫情和部分国家收紧防疫措施的影响下，全球经济仍处于复苏通道，只是复苏斜率有所放缓。12 月美国、欧元区、日本和印度的制造业 PMI 环比上升，中国和巴西则环比小幅回落，欧元区和日本服务业 PMI 维持在荣枯分界线下方，而美国服务业则加速扩张。

图3：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：美国就业市场



数据来源：FX168，建信期货研投中心

2020 年 12 月美国非农就业减少 14 万，为 2002 年 5 月份以来的首次环比下降，说明在新冠疫情冲击下美国就业市场有所恶化。其中商品生产业新增就业 9.3 万，服务业减少就业 23.3 万（包括政府部门所减少的 4.5 万）。粗略来看，新冠疫情对制造业的冲击程度已经愈加减轻，但对服务业的冲击还是较为严重。由于就业参与率的下降，12 月美国失业率维持在 6.7%。由于 2021 年伊始美欧新冠疫情均环比恶化，我们预计欧美就业市场继续受到影响，美国失业人数可能上升，这要求美联储继续维持宽松货币政策环境。

1 月 8 日中国人民银行行长就 2021 年金融领域热点问题，接受了新华社记者采访。他表示 2021 年货币政策要稳字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；在总量方面综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；在结构方面，发挥好货币政策工具精准滴灌作用，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持；深化利率汇率市场化改革，巩固贷款实际利率下降成果，增强人民币汇率弹性；

要从宏观上稳住杠杆率，预计今年宏观杠杆率可以回到基本稳定的轨道。

1.3 蓝色风暴席卷美国大选

随着 2021 年 1 月 5 日美国佐治亚州联邦参议院第二轮选举结束，民主党 Ossoff 和 Warnock 分别战胜共和党对手，2020 年美国大选（包括总统选举、众议院全部议员改选和参议院 1/3 议员改选）终于落下帷幕。

在总统选举中，民主党拜登和共和党特朗普分别获得 8127 万和 7422 万张普选票，分别占到全部普选票数的 51.3%和 46.9%；两党的普选票数和占比均较 2016 年有所增加，但民主党上升幅度更大。在选举人票方面，民主党拜登和共和党特朗普分别获得 306 和 232 张选举人票，有密歇根、威斯康辛、宾夕法尼亚、亚利桑那、佐治亚等 5 个州从 2016 年支持共和党转向 2020 年支持民主党。值得注意的是 2000 年以来六场总统选举中，虽然共和党赢得三场选举，但在普选票得票率方面共和党只有在 2004 年超过民主党；随着来自拉美和亚洲的移民数量不断增加以及欧裔白人占比的持续下降，如果共和党不改变策略争取拉美裔和亚裔选民，共和党的选民基础必然是不断收缩。

民主党和共和党在 2020 年众议院改选中分别赢得 222 和 211 个席位（纽约州有一场议员选举结果仍存在争议，路易斯安那州有一个席位空缺，因共和党当选议员 Luke 感染新冠后死亡），民主党继 2018 年众议院改选以来继续保持多数党地位，但其席位数比 2018 年改选减少 13 个席位，而共和党席位数则增加 11 个。2021 年 1 月 3 日众议院多数党领袖佩洛西在与少数党领袖麦卡锡的对决中以 216 票对 209 票当选为众议院议长，《华尔街日报》评论称她的微弱多数优势意味着众议院民主党人要在新一届国会中通过立法面临一定程度的困难。

佐治亚州参议员第二轮选举结束后，民主党和共和党在 2020 年参议院改选后分别赢得 48 和 50 个席位，民主党席位数比上一届多 1 个而共和党少 1 个。虽然共和党名义上仍然是参议院多数党，但由于两个非党派参议院自入院以来都参与民主党党团会议，他们的投票结果在大多数情况下也与民主党主流保持一致，而且当选副总统民主党哈里斯兼任参议院议长，因此在实质投票权方面是民主党 51 票对共和党 50 票，这样拜登政府在政府官员提名和推动法案落地方面能得到参议院的支持。

根据目前的公开资料，拜登政府的经济政策包括以下方面：1、通过增加对公司和高收入个人的税收在 10 年内增加联邦收入 3.3 万亿美元，其中包括对年收入超过 40 万美元的人征收 12.4%的社会保障税，废除特朗普税改新政对高收入个人

的减税政策，将公司税率提高到 28%，按照 39.6%的所得税率对长期资本收益和超过 100 万美元的股息收入征税；2、增加联邦政府对各阶段教育经费的支出，从幼儿园到大学；3、在重建基础设施方面投资 2 万亿美元，注重推广清洁能源在交通系统中的使用；4、在 10 年内支出 6400 亿美元以提供负担得起的安全住房，包括新建住房和租房补贴等；5、免费提供新冠测试和疫苗，争取在短时间内控制新冠疫情；6、通过 4000 亿美元国货购买计划和 3000 亿美元关键技术研发支持创造 500 万个工作岗位，与盟友合作以在与中国的贸易纷争中表现出统一战线。

若拜登政府的上述政策纲领完全得以实现，美国的经济竞争力以及通胀预期都会随之上升，美联储货币政策由宽松转向收紧的转折点也会提前，美国国债收益率先陡峭化然后进入熊平格局；美国股市先受到积极财政政策的提振后受到市场利率上升的制约，美元汇率先由于实际购买力下降而贬值后因为相对竞争力增强而升值，对美国海外经济而言大致也是先利多后利空的顺序。但我们预计拜登积极财政政策也会受到美国债务压力和华尔街大金主的制约，在实际推行的时候肯定会有所调整。

随着民主党在 2020 年美国大选中陆续在总统职位、众议院改选以及参议院改选中取得胜利，市场对于拜登政府积极财政政策的预期也达到顶峰。金融市场已经在此预期指引下有所表现，2020 年 11 月以来美元指数累积贬值 4.9%，美国 10 年期国债收益率累积上升 16BP，美国标普 500 指数累积上涨 14.6%。在佐治亚州参议院第二轮选举结果明确后，有关 2020 年美国大选的不确定性也都消散。一方面我们认为在拜登财政政策正式遇到制约之前，拜登交易（美元偏弱美股偏强美债利率上升）还会延续下去，但短期内我们也要提防买预期卖现实的可能性。

1 月 6 日在美国国会投票决定 2020 年总统大选结果期间，特朗普支持者冲击国会大楼，造成包括一名国会警察在内的 5 人死亡，事件说明美国的政治分裂已经到了触目惊心的程度。随后国会重新召开会议，正式确认拜登当选。事后包括推特、facebook 等社交媒体以煽动暴力风险为由禁封了特朗普的账号，谷歌 APP 商店也宣布下架聚集了大批特朗普支持者的社交平台 Parler，Parler 的 CEO 周五向路透社表示，如 Parler 不肯对其一贯以来的发言规则作出修改，苹果商店将对这款 APP 做下架处理。

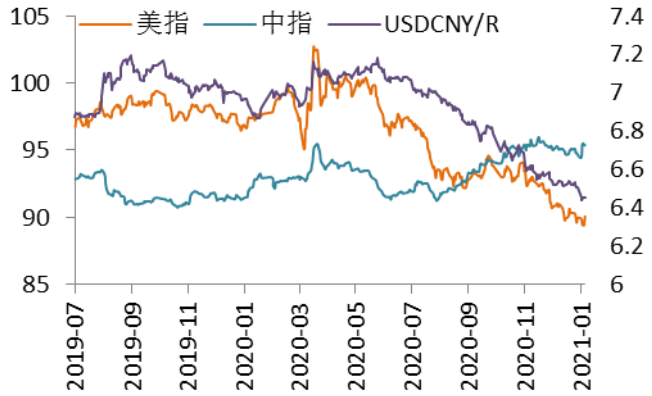
二、资本市场分析

新年第一周国际金融市场风险资产高歌猛进，而美债和贵金属等避险资产则遭到抛售。首先是元旦节日期间比特币等数字货币大涨引发通胀预期，带动交易

所开盘后贵金属和工业金属借力上涨。而后民主党在佐治亚州联邦参议员第二轮选举中全取两个席位，使得参议院实质投票权实现民主党对共和党 51：50(两个独立参议员倾向于民主党，而副总统为参议院当然议长)，这样民主党包揽总统职位和国会两院多数席位，拜登政府推进其积极财政政策就会较少受到国会的阻挠，事实上上周拜登宣称将在下周四提出数万亿美元的财政刺激计划。这对美国中短期经济将起到利多作用，美联储货币政策正常化时点也会因此而提前。1 月初的 OPEC+维持原油产量大致不变(允许俄罗斯和哈萨克斯坦在 2 月和 3 月合计增产 7.5 万桶/日)，而沙特则资源在 2 月和 3 月减产 100 万桶/日，该消息对原油价格形成强烈支撑。

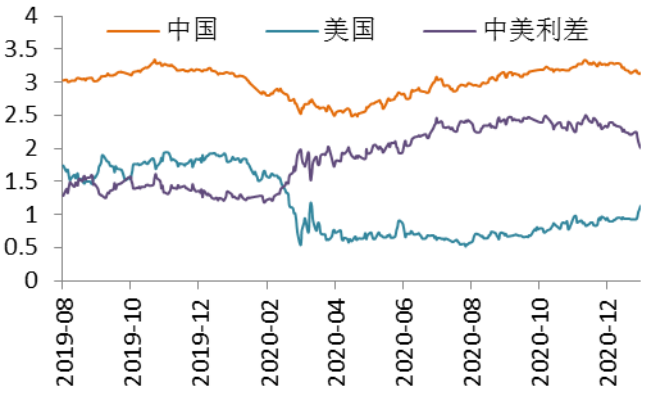
上周美元指数探底回升，美国政府换届交接基本确定，民主党包揽总统职位和国会两院多数席位，意味着美国国内政治风险趋于下降；而拜登政府的积极财政政策预期则推动美债收益率回升，利差因素为美元指数提供部分支撑；但积极财政政策同样意味着美元实际购买力的下降，而且美国现在新冠疫情还是非常严重，2020 年 12 月美国非农就业减少 14 万人，因此我们判断美元指数只是短期企稳中期方向依然偏弱。上周中国央行调整人民币指数构成(调低美元权重调高欧元权重)，加之前半周美元指数偏弱调整，人民币对美元汇率以及人民币汇率指数双双走强；然后央行将企业跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1（之前 2020 年 12 月上旬央行已经将金融机构跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1），这再次体现了央行遏制热钱流入的意图，再加上后半周美元指数企稳，人民币对美元汇率也有小幅反弹。

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



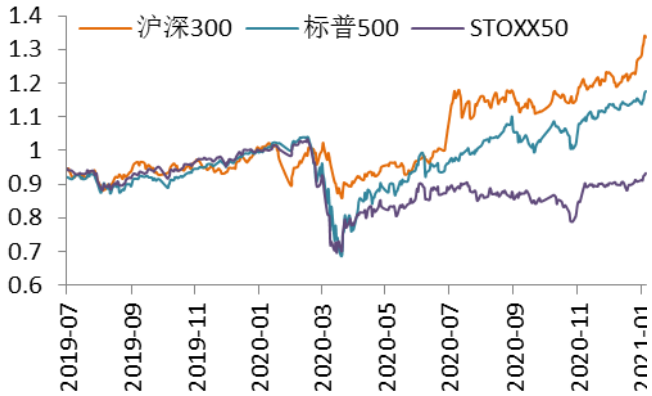
数据来源：Wind，建信期货研投中心

上周中国国债收益率中短端下滑长端企稳，央行呵护流动性银行压降结构性存款压力也减轻，货币市场流动性宽松程度回到 4 月份水平，隔夜拆借回购利率低于 1%，利差因素使得机构积极加杠杆套作短债；而中国经济复苏势头不改，股

市工业品大涨施压债券估值，长债缺乏趋势性下跌机会。然而肆意加杠杆行为也是央行极端厌恶的，我们认为充裕的市场流动性难以持久，但尚不明确的是央行在春节前收紧还是春节后，观察下周央行如何续作 MLF。国内政治风险下降，又面临拜登政府积极财政政策预期，上周美国国债收益率全线上行，10 年期实际利率一周上涨 13BP，2/10 国债期限利差从 80BP 扩大至 99BP，而中美 10 年期国债利差则从 225BP 收窄到 201BP。

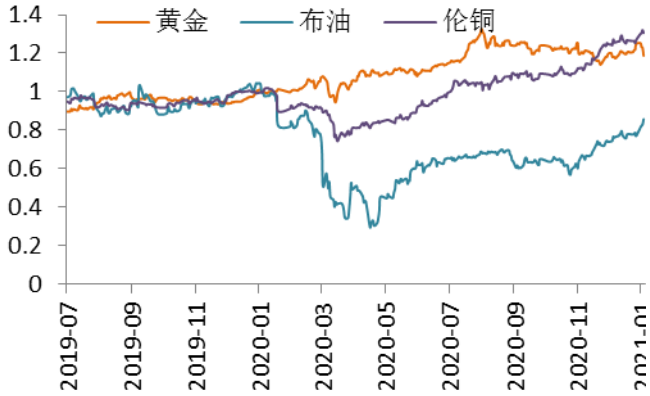
上周全球股市联袂上涨但内部有分化，节后机构调仓，机构抱团股大幅上涨但其他股票下跌，市场二八分化严重，投资者赚指数不赚股票。在缺乏估值优势的情况下，货币金融环境宽松的结果是市场配置进入有确定性业绩的绩优蓝筹股而非弹性大的中小盘股甚至垃圾股，这种情况可能短期内会延续下去。欧美股市上涨幅度较小，美国政府换届选举基本结束消除市场的不确定性，拜登政府的大规模财政政策预期则提升了市场的风险偏好；但同时欧美债券收益率攀升，而新冠疫情依然肆虐，因此市场心态略有谨慎。

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

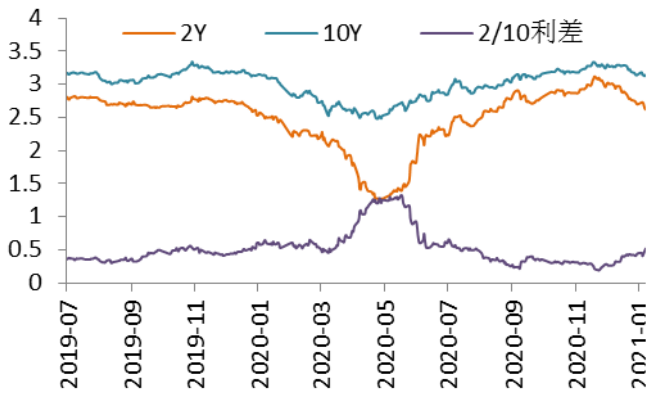
上周商品市场总体上涨内有分化，周初数字货币带动的通胀预期推动所有商品上涨，OPEC+会议维持减产产量规模基本平衡而沙特额外减产 100 万桶/日的消息进一步推高原油价格。蓝色风暴席卷美国积极财政政策预期推高美债利率，无收益补偿的贵金属成为最大受害者，上周伦敦金银分别下跌 2.6%和 3.6%。新冠疫情肆虐、美国 12 月非农就业减少 14 万人说明经济复苏步伐有所放缓，上周五工业金属普遍下跌。

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，12 月份美国非农就业减少 14 万人，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。

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

上海宣化路营业部
地址：上海市宣化路 157 号
电话：021-63097530/62522298　邮编：200050

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