类别

宏观策略周报

日期

2020 年 12 月 11 日

建信期货 CCB Futures

宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇、股指）
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



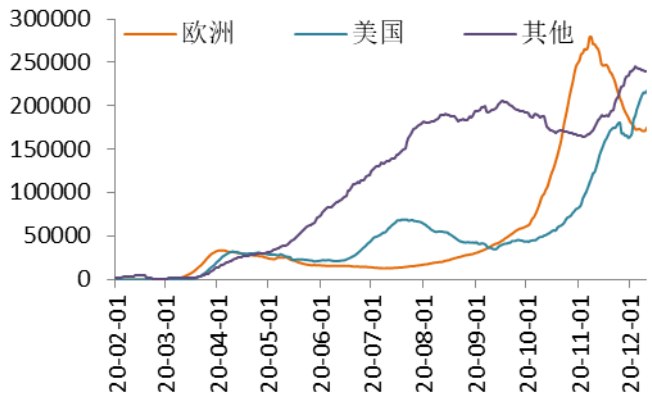
新冠疫情与新冠疫苗的赛跑

一、宏观环境评述

1.1 美国疫情扩散速度继续上升

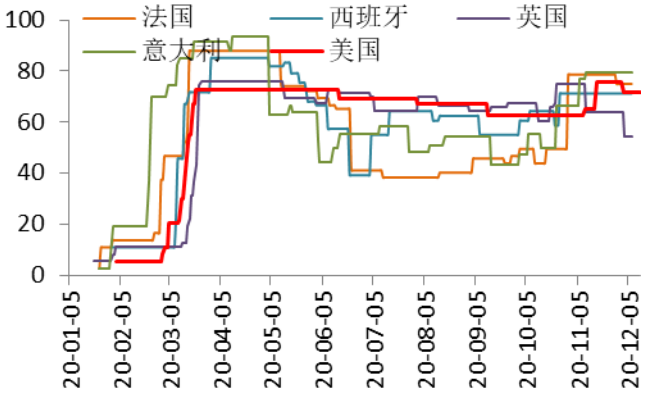
截至 12 月 11 日全球累计确诊新冠病例 7150 万，总体感染率达到 92.7%%；累计死亡病例 160 万，死亡率小幅下降至 2.24%。虽然在重新收紧防疫措施后欧洲新冠疫情扩散速度有所下降；但由于近期若干欧洲国家开始放松防疫措施，欧洲新冠疫情扩散速度有重新回升迹象，德国和俄罗斯日均新增确诊病例接近 3 万。美国新冠疫情持续恶化，日均新增确诊病例接近 22 万，而且马上就到圣诞假期。其他国家中巴西、土耳其、墨西哥、南非和墨西哥的疫情也在恶化，上周全球日均新增确诊病例 63.2 万，比前一周增加 2.55 万。目前美国、法国和英国等国家尝试逐步放松防疫措施，也有德国和巴西等国家继续收紧防疫措施。总体上看新冠疫苗的好消息使得人们倾向于放松警惕，加上北半球年末假期的来临，全球新冠疫情扩散速度还将继续上升，我们预计四季度全球经济复苏步伐有所放缓。

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 12 月 11 日，全球共有美国（北美，1655 万）、印度（南亚，986 万）、巴西（拉美，688 万）、俄罗斯（东欧，263 万）、法国（西欧，237 万）、英国（西欧，183 万）、意大利（南欧，183 万）、土耳其（西亚，181 万）、西班牙（南欧，174 万）、阿根廷（拉美，149 万）、哥伦比亚（拉美，142 万）、德国（中欧，132 万）、墨西哥（拉美，124 万）、波兰（东欧，113 万）和伊朗（西亚，110 万）等 15 个国家累积确诊新冠病例超过 100 万，另有秘鲁、乌克兰和南非等 56 个国家累积确诊新冠病例在 10 万到 100 万之间。日均新增确诊病例超过 2 万的国家有美国、巴西、印度、土耳其、德国、俄罗斯和英国等 7 个国家。

在新冠疫苗方面，12 月 2 日英国药品和保健产品监管局(MHRA)批准辉瑞

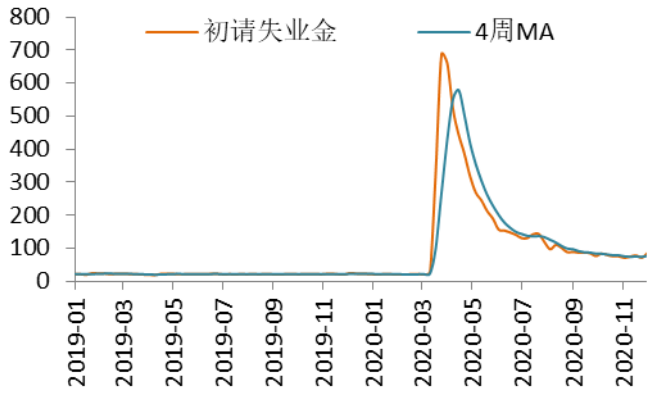
-BioNTech 新冠疫苗上市使用的紧急授权，12 月 11 日美国食品药品监督管理局（FDA）批准授权辉瑞-BioNTech 新冠疫苗在 16 岁及以上人群中紧急使用。至此辉瑞疫苗已经在巴林、加拿大、沙特、墨西哥和美国等六个国家获得试用许可，新冠疫苗进入分发应用阶段，后期市场将关注疫苗有效性和安全性是否如试验结果那样，目前英国已有疫苗接种者出现严重不良反应，当地监管机构现在建议有严重过敏史的人不要接种疫苗。

1.2 美国就业市场继续恶化

根据美国劳工部数据，截止 12 月 5 日当周美国周度初请失业金人数为 85.3 万，较前一周增加 13.7 万且为 10 月份以来新高，这意味着迅速扩散的新冠疫情以及逐渐收紧的防疫措施，将在 11 月份后继续影响欧美就业市场，新冠疫苗的分发使用恐无法在短期内遏制新冠疫情的扩散，新冠疫情将继续影响到四季度全球经济；一旦新冠疫苗在应用过程中出现有效率不足、副作用明显和产能问题，由新冠疫苗乐观展望所带来的市场躁动就有可能结束。

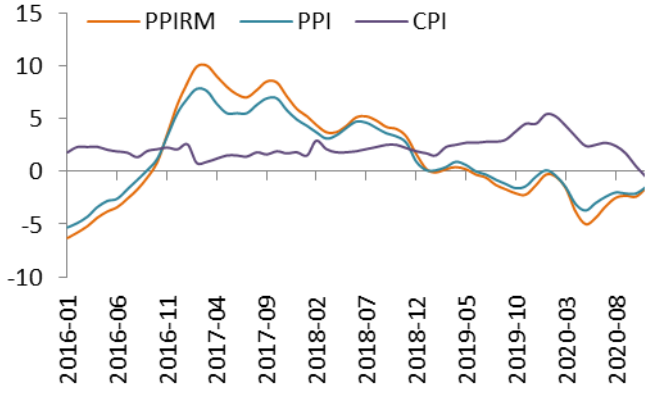
中国 11 月 CPI 同比下降 0.5%,较 10 月回落 1 个百分点;PPI 同比下降 1.5%,较 10 月回升 0.6 个百分点。虽说猪价是拉低 CPI 的关键因素，油价上涨尚未提现到 CPI 上面（统计数据采集滞后）；但核心通胀尚未走出筑底期，也说明总需求还未恢复至理想状态，预计明年上半年进入温和再通胀阶段。PPI 生产资料价格齐步上扬，而下游生活资料表现乏力；预计未来半年 PPI 继续回升，伴随上游企业盈利持续改善。

图3：美国周度失业数据



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研投中心

随着各地区各部门持续推进六稳六保工作，猪肉等重要民生商品价格继续回落。从环比看 11 月 CPI 下降 0.6%，其中食品价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点。食品中，随着生猪生产不断恢复，猪肉价格继续下降 6.5%，降幅收窄

0.5个百分点；鲜菜和鸡蛋供应充足，价格分别下降5.7%和1.6%。非食品价格由上月上涨0.1%转为下降0.1%，影响CPI下降约0.09个百分点；其中旅游淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降15.6%、4.4%和3.4%；冬装新品上市，服装价格上涨0.4%。

由于工业生产稳定恢复，市场需求持续回暖，工业品价格继续回升。从环比看11月PPI由上月持平转为上涨0.5%，其中生产资料价格上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.6个百分点；生活资料价格由上月下降0.1%转为上涨0.1%。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有24个，比上月增加12个，上涨面达六成。受国际原油价格上涨等因素影响，化学原料和化学制品制造业价格上涨2.2%，化学纤维制造业价格上涨1.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨1.7%，石油和天然气开采业价格上涨0.9%。供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格分别上涨2.8%和2.2%。金属相关行业价格由降转涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.5%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.1%。此外，非金属矿物制品业、造纸和纸制品业、纺织业价格分别上涨0.7%、0.5%和0.5%，涨幅均有所扩大。

1.3 美国刺激计划谈判陷入僵局

上周美国新一轮防疫刺激计划谈判陷入僵局，近期通过财政刺激的概率正在下降。包括参议院多数党派领袖麦康奈尔在内的一些参议院共和党议员对上周参院两党部分议员提出的9080亿美元提议持反对态度，双方主要分歧集中在企业责任保护以及对州和地方政府援助的范围等；另一方面，包括美国众议院议长佩洛西和参议院少数党派领袖舒默在内的民主党领导人也反对白宫提出的9160亿美元计划，两份计划之间的不同之处在于是否提供每周300美元的补充失业救济金。由于美国失业救济金即将于12月26日到期，而且近期美国就业市场也有所恶化，假如新刺激计划未能及时出台，美国经济恢复可能失去动能。

12月11日中共中央政治局召开会议，分析研究2021年经济工作。会议重点提出下面三点要求：1、要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能；2、要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，强化反垄断和防止资本无序扩张；3、要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接，抓好各种存量风险化解和增量风险防范。

1.4 英国脱欧谈判困难重重

当地时间 13 日，英国谈判代表佛罗斯特和欧盟谈判代表米歇尔·巴尼耶将在比利时布鲁塞尔展开会谈，英国首相约翰逊和欧盟委员会主席冯德莱恩也将举行会谈。英国 2020 年 1 月 31 日正式脱欧，随后进入为期 11 个月的过渡期。双方 3 月启动以贸易协议为核心的未来关系谈判，期待在过渡期内达成协议。若未达成协议，双方贸易自 2021 年起将回到世界贸易组织框架下，重新实施边检和关税等安排。约翰逊警告称 “非常有可能”无协议脱欧，英国应该准备好以全球自由贸易的单纯原则为基础，与欧盟达成类似其与澳大利亚之间的协议。

美国最高法院驳回了由得克萨斯州发起并得到特朗普总统支持的一项诉讼，该申诉试图挑战拜登在宾夕法尼亚、密歇根、威斯康星和佐治亚州等关键摇摆州的选举胜利，最高法院认为该动议缺乏根据宪法第三条提起诉讼的理由。拜登在这四个州的胜利使他超过了 270 张选举人票的门槛，由于这四个州总共有 62 张选举人票，如果取消这些州的选举结果，实际上就等于取消拜登的胜选。

美国众议院筹款委员会负责人、民主党人理查德·尼尔抨击特朗普总统对中国野心的“不成熟回应”，并呼吁美国对政策进行重大调整。尼尔敦促拜登政府制定一套计划和投资来制衡中国，包括重新激活与欧洲盟友的合作。在尼尔发表上述言论的一天前，拜登提名台湾裔律师凯瑟琳·戴(Katherine Tai)为美国贸易代表，戴在敦促特朗普政府在美墨加贸易协议中加入更强有力的劳工和环境条款方面发挥了关键作用。

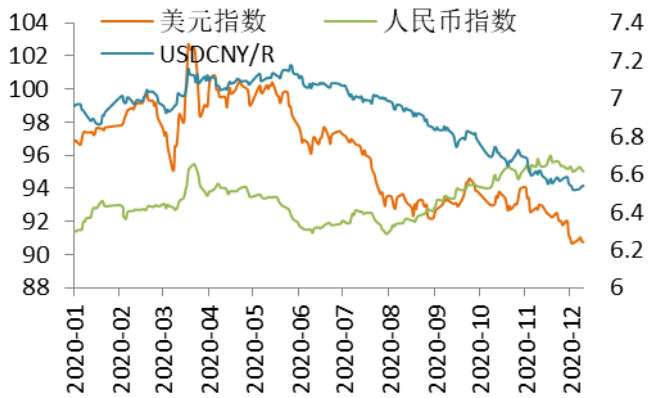
二、资本市场分析

上周国际新冠疫情形势依然严峻，美国新冠疫情扩散速度继续上升，欧洲疫情扩散速度有止跌回升迹象，全球日均新增确诊病例突破 60 万关口；与此同时新冠疫苗在全球的分发使用也争分夺秒地展开，并为全球金融市场的乐观情绪提供支撑。但由于短期内新冠疫情扩散是确定的，并且已经影响到欧美实体经济，欧洲四季度大概率二次衰退，美国就业市场形势严峻；假如新冠疫苗投入使用后发现有效率不如预期，或者出现严重的副作用，又或者是产能跟不上，那么全球金融市场风险偏好将受到打击。美国国会重启新一轮疫情救助计划谈判，但两党仍存在关键分歧；一旦新计划无法在 12 月内达成，那么美国居民收入将受到严重影响。英国脱欧贸易谈判仍在进行，虽然英国首相表示达成共识的可能性较低，但市场也逐渐接受了这一可能性。下周美联储召开议息会议，中国也将举行中央经济工作会议，金融市场或继续震荡等待会议结果，但中国将公布的 11 月经济数据

将显示经济继续好转。

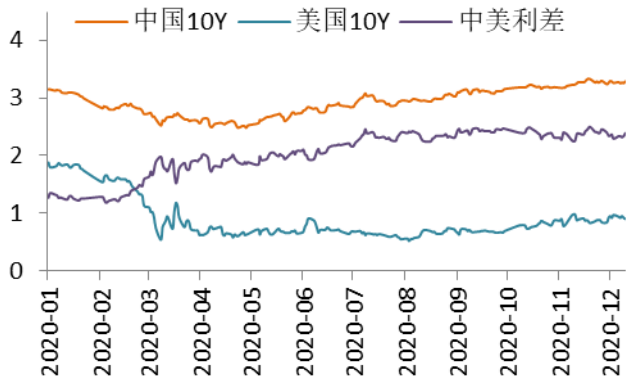
由于新冠疫苗快速投入分发使用，全球经济恢复前景持续改善，以及市场预期美国拜登政府将加大财政刺激规模，市场预期美元指数将延续下跌趋势。但另一方面短期内全球新冠疫情扩散速度继续上升，新冠疫苗分发速度能否赶上疫情扩散速度存在不确定性，而且英国脱欧贸易协议达成概率渺茫，美国经济增长前景好于欧洲，这些因素使得上周美元指数在 90.5 上方获得一定支撑。由于美元指数短期陷入震荡，上周人民币兑美元离岸汇率在短期升破 6.5 关口后也有所企稳。上周央行下调跨境融资宏观审慎调节参数，限制金融机构海外低成本融资行为，是继央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0、在人民币对美元中间价报价模型中淡出使用逆周期因子后，央行遏制外资流入平稳人民币汇率波动的第三个措施，政策意图非常明显。

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



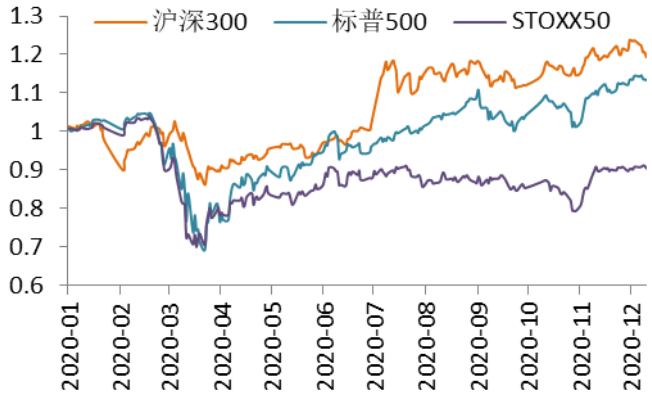
数据来源：Wind，建信期货研投中心

上周中国国债收益率整体持稳，高等级信用债违约风暴对金融市场流动性的冲击逐步减退，但近期大宗商品价格暴涨意味着通胀预期上升，市场担忧央行正式收紧货币政策，而且央行数据显示三季度金融机构贷款利率有所上升，因此尽管 11 月 CPI 同比下跌 0.5%且股市持续调整，上周债券收益率也没有下行动力，但我们认为年初机构配置行为所带来的短线交易机会还会到来。由于美国两党新一轮疫情救助计划谈判陷入僵局，而且经济数据显示持续扩散的新冠疫情正在对美国经济产生冲击，上周美国债券收益率有所回落，主要体现在实际利率方面，通胀预期则维持在 1.9%附近。

上周中国股市持续调整，富时罗素公司和标普道琼斯公司在其指数产品中删除若干家被美国制裁的中国蓝筹公司证券，意味着中美关系已经恶化到金融领域，抑制市场风险偏好；而近期大宗商品大涨意味着通胀预期上升，市场担忧央行正

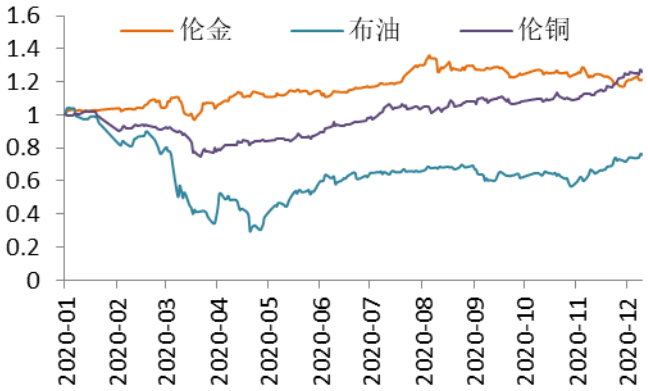
式收紧货币政策，因此上周股债齐跌；但中国和全球经济仍处于恢复通道，企业收益率改善仍将为股市提供支撑，因此我们预计股市跌幅相对有限。上周欧美股市同样偏弱，主要是美国新一轮疫情救助计划谈判陷入僵局，英国脱欧贸易谈判大概率无功而返，而近期新冠疫情扩散对经济的影响愈加明显。

图7：中外股票指数(2019年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：国际重点商品(2019年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

全球新冠疫苗频传好消息以及全球经济增长前景改善，带动大宗商品投资热潮，上周 Wind 商品指数上涨 2.3%。但随着新冠疫苗正式投入使用，以及近期新冠疫情持续恶化，再加上交易所不断为投资热潮降温，大宗商品市场风险偏好有回落迹象。上周 LME 铜价冲高回落全周微张 0.1%，OPEC+延长减产计划刺激油价继续上涨 2.1%。虽然美债实际利率下降，以及季节性消费旺季来临；但在新冠疫苗消息冲击下，以及市场焦点转向数字货币，贵金属仍未展现出企稳回升的明显迹象。

三、宏观交易策略

新冠疫苗对新冠疫情的抑制作用以及对全球经济恢复前景的提振已经充分被金融市场消化，而在新冠疫苗投入实际使用后更有可能出现效果不如预期的情况；加上目前全球新冠疫情扩散速度依然维持高位，11 月 PMI 数据和美国就业数据已经显示出短期全球经济的脆弱性。在这种情况下我们建议多黄金空原油和多白银空黄金两组宏观对冲策略，首先是贵金属的季节性需求旺季最终还是会体现在价格上，其次要考虑到目前全球新冠疫情的恶化和新冠疫苗的不确定性；另外假如全球经济继续复苏使得原油走势强于黄金，工业需求以及目前过高的金银比也会使得白银走势强于黄金，从而降低整体损失。另外由于下周即将公布强劲的中国 11 月经济数据，以及股债比已经有明显回落，我们建议建议多股指空十债以及多十债空五债两组宏观对冲策略，两者均基于对中国经济继续恢复的预期。

图9：沪深300与10年期国债比值



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：伦敦黄金与WTI原油差值



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