

类别
宏观策略月报

日期
2021 年 02 月 01 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



央行收紧银根打压债市和房地产 投机热潮

请阅读正文后的声明

近期研究报告

《贵金属专题-数字货币的技术基础与价格影响因素》2021. 1. 27

《宏观专题-拜登政府时代的中美关系和宏观市场展望》2020. 11. 13

《宏观专题-例外主义视角下的中美关系演进》2020. 11. 3

《贵金属专题-不畏浮云遮望眼，金银又到做多时》2020. 10. 14

《宏观专题-美国总统大选机制以及建国以来政治生态流变》
2020. 8. 29

《宏观专题-新冠疫情与金融危机对宏观经济冲击的比较分析》
2020. 6. 21

观点摘要

- 由于北半球年末假日出行聚餐旺季的副作用，以及英国南非传染性更强的变种新冠病毒，2021 年 1 月上旬全球新冠疫情扩散速度继续加快，日均新增确诊病例最高升至 74.3 万；而随着欧美各国收紧防疫措施，以及新冠疫苗接种的推进，1 月中旬以来各区域新冠疫情扩散速度均有所放缓，全球日均新增确诊病例下降至 52.5；而在中国东北、华北和上海，本土新冠病例分散出现，由于临近中国春节返乡旺季，监管机构要求提高疫情防控力度并鼓励就地过年。经济方面，受到收紧防疫措施影响，中国欧洲一月份经济活动有所放缓，欧元大概率遭遇二次衰退，新一轮疫情救助计划助力美国经济继续复苏。政策方面，美国拜登政府力推新一轮 1.9 万亿美元疫情救助计划，美联储维持现有货币宽松措施并强调经济回到正轨之前不会收紧货币，中国央行收紧货币和信贷措施以遏制债市和房地产杠杆。市场方面，由于拜登政府积极财政政策预期以及中国央行收紧货币举措，中美国债收益率大体上升，金融市场风险偏好和资产估值水平平均有所下降，中国新冠疫情小幅恶化以及收紧防疫措施也使得工业商品价格短期偏弱，美欧利差因素以及避险需求支撑美元指数企稳小幅反弹，贵金属冲高回落。
- 2021 年 1 月份全球金融市场风险资产和避险资产除了原油外基本上都是偏弱运行或者冲高回落，这其实也预示了 2021 年全球金融市场走势将不会像 2020 年 4 月份至年底那样一帆风顺。根本的因素在于随着新冠疫苗的接种和新冠疫情的平息，全球逆周期调节政策的撤出也会提上日程，因此股票债券的估值水平必定会有所回落；而新冠疫情的平息将会缓解大宗商品的供需矛盾，因此 2020 年刺激大宗商品价格上涨的核心因素也会有所调整。总体看 2021 年各类资产价格走势将更为复杂，大类资产配置调整频率也要相应提高。展望 2 月份，我们预计流动性将略微宽松，这对中国股债而言都是个好消息；而新冠疫情对全球的负面冲击也会减轻，忧虑在于美债实际利率重启上升趋势。在这个基准判断下我们建议中短期内超配蓝筹股、信用债和原油，标配小盘股和利率债，低配黄金和货币。

目录

一、一月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 全球新冠疫情得到初步控制	- 4 -
2.2 全球经济复苏步伐有所放缓	- 5 -
2.3 美国货币政策短期稳定中期偏紧	- 7 -
2.4 美国政府正式换届	- 8 -
三、资产市场分析	- 10 -
四、中期资产配置	- 12 -

一、一月份宏观市场回顾

由于北半球年末假日出行聚餐旺季的副作用，以及英国南非传染性更强的变异新冠病毒，2021年1月上旬全球新冠疫情扩散速度继续加快，日均新增确诊病例最高升至74.3万；而随着欧美各国收紧防疫措施，以及新冠疫苗接种的推进，1月中旬以来各区域新冠疫情扩散速度均有所放缓，全球日均新增确诊病例下降至52.5；而在中国东北、华北和上海，本土新冠病例分散出现，由于临近中国春节返乡旺季，监管机构要求提高疫情防控力度并鼓励就地过年。经济方面，受到收紧防疫措施影响，中国欧洲一月份经济活动有所放缓，欧元大概率遭遇二次衰退，新一轮疫情救助计划助力美国经济继续复苏。政策方面，美国拜登政府力推新一轮1.9万亿美元疫情救助计划，美联储维持现有货币宽松措施并强调经济回到正轨之前不会收紧货币，中国央行收紧货币和信贷措施以遏制债市和房地产杠杆。市场方面，由于拜登政府积极财政政策预期以及中国央行收紧货币举措，中美国债收益率大体上升，金融市场风险偏好和资产估值水平均有所下降，中国新冠疫情小幅恶化以及收紧防疫措施也使得工业商品价格短期偏弱，美欧利差因素以及避险需求支撑美元指数企稳小幅反弹，贵金属冲高回落。

二、宏观环境评述

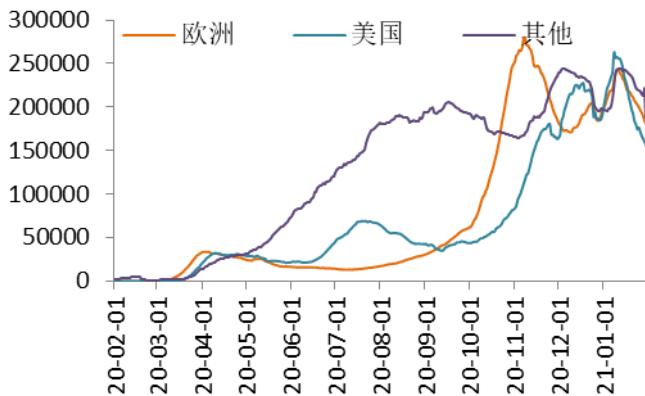
2.1 全球新冠疫情得到初步控制

截至2021年1月30日全球累计确诊新冠病例达到10296万，较2020年底增加1908万，总体感染率达到1.33%；累计死亡病例达到222.6万，总体死亡率2.16%。全球日均新增确诊病例从2020年底的58.5万先是上升到74.3万然后下降至52.5万，1月中旬以来欧洲、美国以及其他地区新冠疫情均有所缓解，特别是美国日均新增确诊病例从最高峰的25.8万下降至15.6万。截止1月30日日均新增确诊病例超过2万的国家还有巴西、西班牙、法国和英国。1月份中国、巴西、英国和德国等国收紧防疫措施力度，而意大利和西班牙等国放松防疫措施力度。

截至1月30日全球新冠疫苗累计接种9414万剂，在接种数量方面领先的国家有美国（2958万剂）、中国（2400万剂）、英国（886万剂）、以色列（473万剂）和印度（374万剂）；全球平均接种率（接种人数/总人口）达到1.21%，在接种率方面领先的国家有以色列（54.7%）、阿联酋（31.5%）、英国（13.1%）、巴林（10%）和美国（8.9%）。总体上看，欧美发达国家和中东石油富国要么有钱要么有疫苗研发能力，本身疫情又较为严重，因此它们往往提前预定了大量疫苗，故在疫苗接种方面走在世界前列；而除中国外的广大发展中国家既没钱有没有疫苗研发能力，

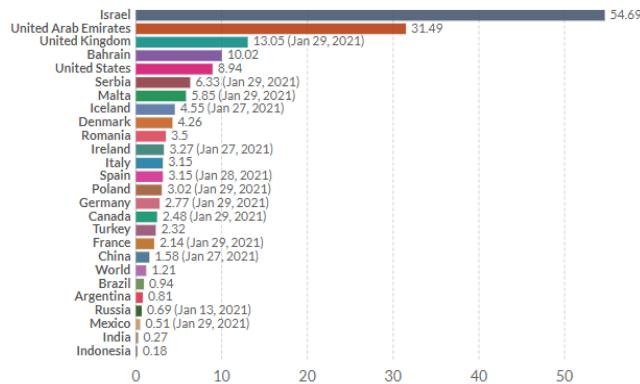
它们只能通过世界卫生组织 COVEX 机制获取有限的疫苗，故而在疫苗接种方面落后于欧美中东国家。

图1：全球新冠疫情扩散情况



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图2：全球新冠疫苗接种情况



数据来源: Ourworldindata, 建信期货研投中心

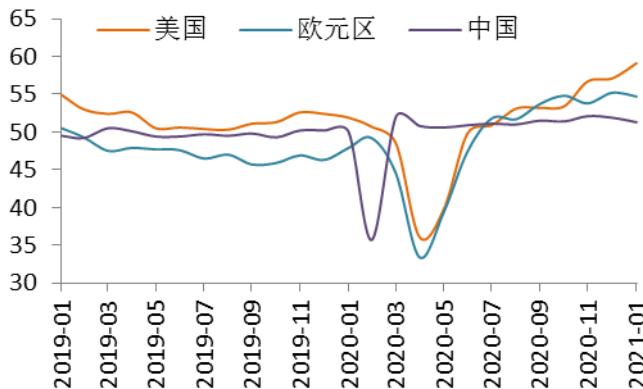
尽管全球新冠疫苗接种速度正在加快，但目前来说除了以色列和阿联酋等若干小国外，绝大部分国家要想达到群体免疫水平还需要较长时间。因此新冠疫情较为严重的国家，还需要继续坚持佩戴口罩、减少人群聚集等防疫措施，以降低公共卫生系统面临的压力。目前全球处于新冠疫情和新冠疫苗赛跑的第二阶段，人类面对新冠疫情不再是被动防控而是主动接种疫苗，新冠疫情发展的不确定性明显下降；另一方面新冠疫苗接种进度远没达到群体免疫程度，而且新冠疫苗本身的有效性还没得到充分的证明，因此还不能说人类已经战胜新冠病毒。综合而言，欧美央行仍需保持宽松货币政策基调以修复新冠疫情对经济社会的冲击，中短期内全球风险资产价格仍有支撑。但随着新冠疫苗加快接种、新冠疫情得到控制和经济增长前景好转，欧美国债利率回升速度必然快于后金融危机时期，国债利率上升将对大部分金融资产特别是贵金属带来冲击。

2.2 全球经济复苏步伐有所放缓

因应冬春季新冠疫情爆发以及部分经济体收紧防疫措施的冲击，2021年1月份全球大部分经济体经济活动有所放缓，中国和欧元区的制造业PMI 和服务业PMI 均有所回落，预计中国经济复苏步伐有所放缓，而欧元区大概率经历二次衰退；美国经济增长温和扩张，但就业市场出现扰动，周度初请失业金人数四周移动均值从2020年12月底的83.6万上升到86.8万。总体而言我们认为2021年1月全球经济活动将延续自2020年11月份以来的放缓趋势，但整体上仍处于复苏格局当中；而且随着新冠疫苗的接种推进以及新冠疫情的逐步缓解，我们预计全球经济复苏力度将很快得以提升。

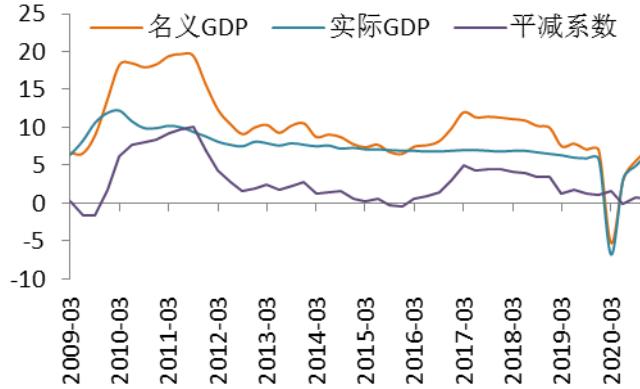
月度报告

图3：美欧中制造业PMI



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图4：中国经济增长状况

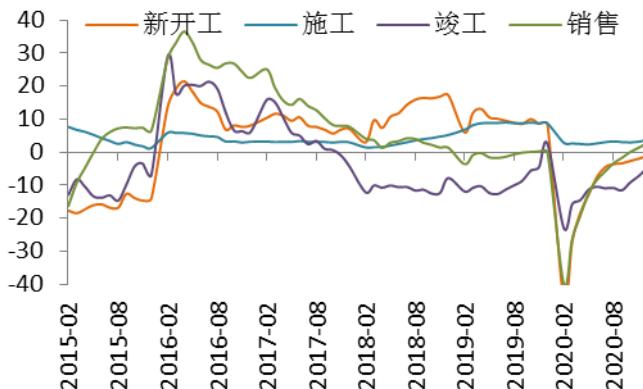


数据来源: Wind, 建信期货研投中心

中国2020年四季度实际GDP同比增长6.5%，增速较三季度提升1.6个百分点；2020年全年实际GDP同比增长2.3%，为世界上唯一一个实现正增长的大型经济体；2020年累积名义GDP达到101.6万亿元，为首次突破百万亿元关口。我们预计随着全球新冠疫情的平息和全球经济增长前景的改善，以及国内逆周期调节政策的效用减退，2021年中国GDP季度同比增长大概率前高后低，全年同比增长8%左右，内部消费以及制造业投资支撑中国经济增长，而房地产以及外部需求对中国经济的拉动力度下降。

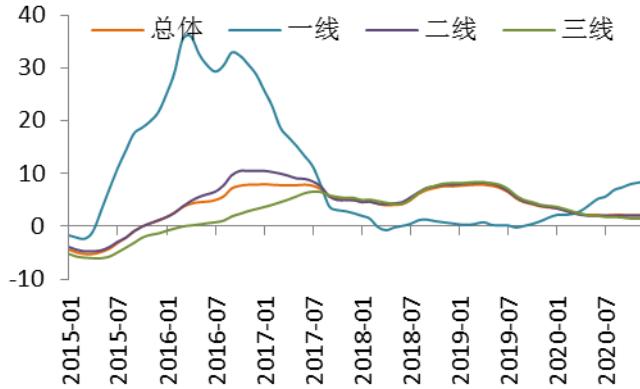
由于在新冠疫情冲击下中国央行保持了较为宽松的货币金融环境，房地产需求对低利率环境较为敏感，而新冠疫情又使得房地产供应端略为受限，2020年房地产竣工面积同比减少4.9%而销售面积同比增长2.6%。供需矛盾带来房价上涨预期，2020年在二三线城市房价总体持稳的情况下，一线城市房价出现较大幅度的上涨；在整体经济增速大幅下滑、居民消费持续疲软的背景下，热点城市房价的大幅上涨引来监管层的高度关注。

图5：中国房地产供需



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图6：中国房价涨速



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

在 2020 年 8 月份出台房企融资三道红线政策、2020 年 12 月出台房地产贷款集中度政策之后，2021 年热点城市陆续加强房地产调控，北京银保监局严查个人消费贷款和个人经营性贷款违规流入房地产市场，住建部门多次约谈和持续检查房地产中介机构；上海银保监局对上海辖内商业银行就差别化住房信贷政策执行、住房信贷管理等工作提出要求，建立房地产市场管理与执法联动机制加大力度整顿规范市场秩序；广州深圳银行提高房地产贷款利率，杭州市从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控，宁波允许闲置商业、办公、工业用房改建为租赁住房，郑州拟调整土地出让收入分成提高土地出让效率，国家住建部副部长倪虹带队赴上海、深圳等地调研督导房地产市场情况。

2.3 美国货币政策短期稳定中期偏紧

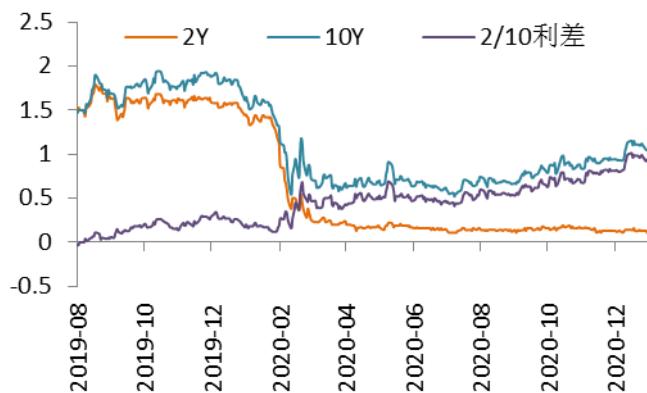
美联储一月议息会议保持联邦基金利率目标区间（0-0.25%）和量化宽松力度（每月 800 亿美元国债+400 亿美元 MBS）不变，符合市场预期。

由于新冠疫情的持续恶化，近几个月美国经济活动和就业复苏步伐有所放缓，经济疲软信号集中在受疫情影响最严重的酒店航空等部门。经济发展前景在很大程度上取决于新冠疫苗接种进度和新冠疫情发展过程，目前来看新冠疫情将继续影响经济活动，并对经济前景构成相当大的风险；但新冠疫情的发展具有很大不确定性，因为美国已经大规模展开新冠疫苗接种，而且拜登政府推动美国民众佩戴口罩。假如新冠疫苗接种较为顺利，新冠疫情如期得到缓解，那么在前期财政货币政策的支持下，2021 年下半年美国经济表现将较为强劲。总体而言，美联储在判定近期经济疲软的同时，对中期经济活动并不悲观。

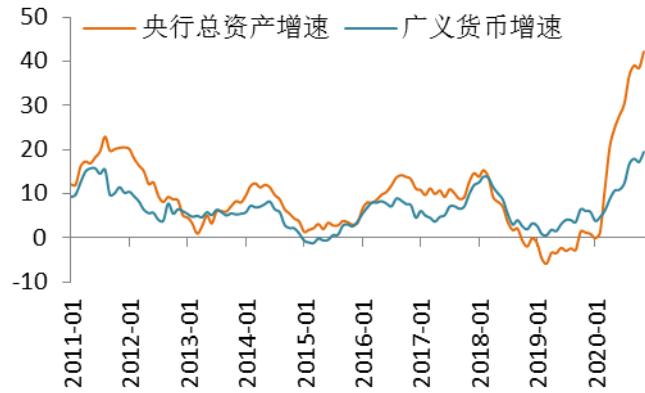
鉴于以上经济活动判断，美联储是次会议决定将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%，并延续每月 1200 亿美元资产购买计划，直到劳动力市场状况已经达到符合委员会评估的充分就业水平，通胀率达到 2% 且在一段时间内适度超过 2%。在议息会议后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示目前最重要的工作是帮助经济恢复，目前还没有到讨论削减宽松力度的时机。如果需要削减宽松力度，美联储会提前跟市场沟通，并且采取渐进的可预见性的方式，避免给市场带来扰动。

总体而言，美联储在短期内将对货币政策保持耐心，目前无需担忧美联储削减宽松力度；但如果美国疫苗接种顺利，新冠疫情如期缓解，经济活动就业通胀恢复到美联储合意水平，那么下半年美联储可能会开始讨论削减宽松力度。尽管实际削减 QE 规模会晚一些（我们预计四季度之前不会削减 QE），但即使是讨论本

身也会给金融市场估值水平带来压力。

图7：美国国债收益率大致持平


数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图8：美欧中日货币金融环境


数据来源: Wind, 建信期货研投中心

美联储在承认近期经济活动表现疲软的同时，出于新冠疫苗接种将明显改善中期经济增长前景的预期，以及现有货币财政政策足以应对短期冲击的判断，没有对近期经济疲软态势做出积极响应（仅仅是维持现有措施），更暗示中期货币政策趋于收紧的倾向。这是一个中性偏鹰派的政策声明，昨天美元汇率和美债短期利率因此而有所提振，美国股市和贵金属偏弱调整，美债长期利率在金融市场波动性上升带来的避险需求影响下小幅回落。

但是从中短期角度看，在新冠疫情明显减退、美国经济活动增强以及就业市场回到疫情前水平之前，美联储将继续维持现有宽松货币政策力度；而欧洲情况比美国更为糟糕，欧洲央行收紧货币政策时点肯定会晚于美联储。这意味着中短期内全球货币金融环境仍然极度宽松，2020年11月美欧中日四大经济体合计央行资产和广义货币增速均创下2011年以来的新高。宽松货币金融环境以及新冠疫苗逐步接种，将使得全球经济继续处于复苏通道，短期避险需求减退后美元汇率有望延续下跌趋势，环球股市和工业金属等风险资产价格仍有基本面支撑，贵金属维持区间震荡格局。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18238

