

类别

宏观策略周报

日期

2021 年 6 月 11 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



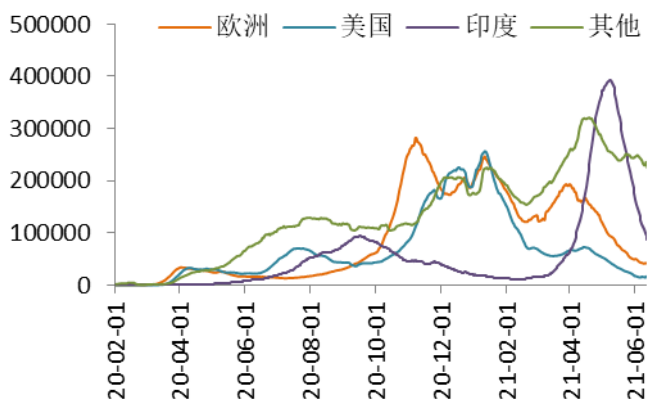
美联储逆回购操作量激增

一、宏观环境评述

1.1 全球疫情明显缓解

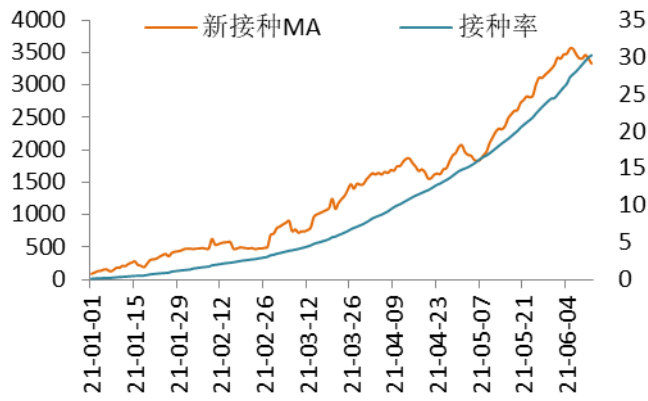
截至6月12日，全球累计确诊新冠病例17631万，总体感染率达到2.26%；累计死亡病例380.7万，死亡率小幅上升至2.16%。2月下旬至4月底全球爆发第三波新冠疫情，全球日均新增确诊病例最高上升到82.7万，其中以印度、巴西、土耳其等发展中国家疫情最为严重，欧洲国家在收紧隔离措施以及加快接种疫苗的帮助下较快地控制了疫情，而美国和英国等在疫苗接种方面位居世界前列的国家其疫情扩散速度基本上没有回升。5月初以来欧洲、美国以及其他发展中国家疫情扩散速度先后见顶回落，而5月中旬以来印度日均新增确诊病例也出现回落迹象，截止6月12日全球日均新增确诊病例37万，较4月底高点下降了45.7万。我们判断第三波疫情已经接近尾声，而且这很可能是最后一波；但由于印度疫情的外溢影响，之前疫情控制得比较好的全球制造业中心东亚和东南亚地区近期疫情扩散速度有所抬头，全球制造业复苏或受到影响。截止6月12日日均新增确诊病例大于1万的有印度（87948）、巴西（67082）、哥伦比亚（25384）、阿根廷（24589）、美国（15928）和俄罗斯（10956）等6个国家。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：全球疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

截止6月12日全球接种新冠疫苗23.6亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3330万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到9.76亿；接种量居前的经济体有中国（87852万剂）、美国（30811万剂）、印度（24619万剂）、巴西（7676万剂）和英国（7074万剂）；全球疫苗接种率达到12.52%，其中加拿大（64.4%）、以色列（63.3%）、英国（60.8%）、美国（51.9%）和德国（47.8%）位居前列。数据显示新冠疫苗对新冠病毒扩散的确起到抑制作用，接种率居前的加拿大、英国和美国疫情扩散速度明显放缓。由于全球各地接种疫苗进度差别很大，接种进度居前的

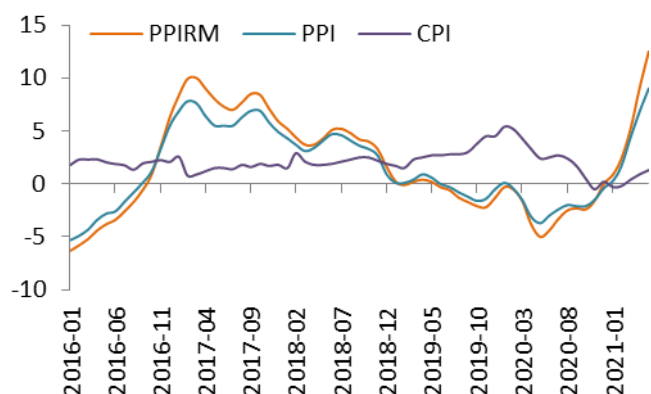
国家有可能放松国内防疫措施而加强国际旅行管控，全球达到集体免疫时点取决于最晚达到集体免疫的国家。

1.2 中美通胀压力明显上升

5 月份中国 CPI 环比下降 0.2%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。其中食品价格环比下降 1.7%，降幅收窄 0.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.31 个百分点；食品中生猪生产不断恢复，猪肉供给持续增加，价格继续下降 11.0%；鲜菜和鲜果供应充足，价格分别下降 5.6% 和 2.7%；受供给减少、需求增加及饲料成本上涨等因素影响，淡水鱼价格继续上涨 9.9%；受蛋鸡存栏量下降、饲料成本上涨及气温升高产蛋率下降等因素影响，鸡蛋价格上涨 3.3%。非食品价格环比上涨 0.2%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点；非食品中国际原油价格上涨，国内汽油和柴油价格分别上涨 1.7% 和 1.9%；受原材料价格上涨影响，电冰箱、电视机、台式计算机和住房装潢材料等工业消费品价格均有上涨，涨幅在 0.3% 至 1.2% 之间；夏装新品上市，服装价格上涨 0.3%。在 5 月份 1.3% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.7 个百分点，比上月扩大 0.6 个百分点；新涨价影响约为 0.6 个百分点，比上月回落 0.2 个百分点。

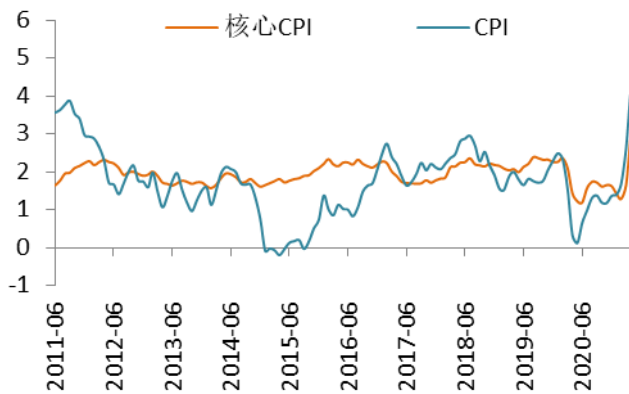
5 月份中国 PPI 环比上涨 1.6%，涨幅较上月扩大 0.7 个百分点。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 1.7%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 4.4%；受火电厂“迎峰度夏、增加储备”影响，动力煤需求较旺，拉动煤炭开采和洗选业价格上涨 10.6%；受铁矿石、焦炭等原材料成本上升影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 6.4%；国际市场铜、铝等有色金属价格上涨较多，影响国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 4.4%；电气机械和器材制造业价格上涨 1.3%。

图3：中国通货膨胀增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：美国CPI增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

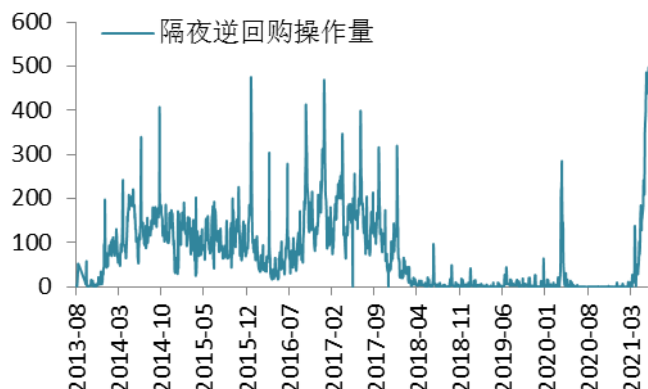
5月份美国CPI和核心CPI同比分别上涨5%和3.8%，均达到近十年的新高。虽然其中有基数效应的因素，但在美联储宽松货币政策和美国政府积极财政政策影响下，美国供需矛盾持续恶化，下半年通胀压力可能不会明显缓解。

其他数据方面，4月份JOLTS职位空缺数从3月份的830万上升到930万，意味着美国就业市场依然紧俏；美国周度初请失业金人数从前周的38.5万下降至37.6万，6月份密歇根大学消费者信心指数初值从5月份的82.9小幅上升至86.4，几个数据均指向美国经济和就业好转。

1.3 各国财经政策动向

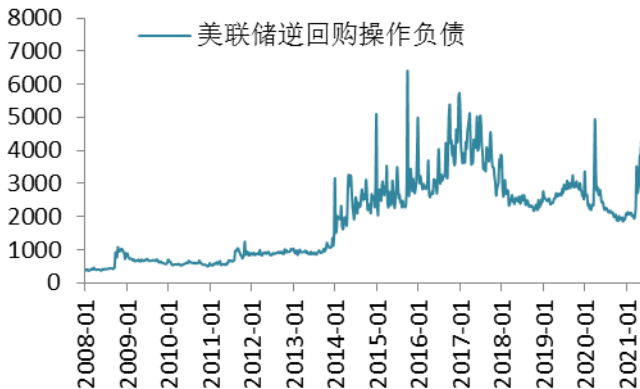
根据纽约联储的公开市场操作数据，5月份以来美联储隔夜逆回购（O/NRR）操作量持续上升，特别是5月25日以来隔夜逆回购操作量均超过4000亿美元，6月9日隔夜逆回购操作量为历史上首次超过5000亿美元。与此同时美联储因逆回购操作而形成的负债也创下历史新高，从2月24日的2000亿美元快速上升到6月2日的6729亿美元。

图5：美联储隔夜回购操作量



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：因逆回购操作而形成的美联储负债



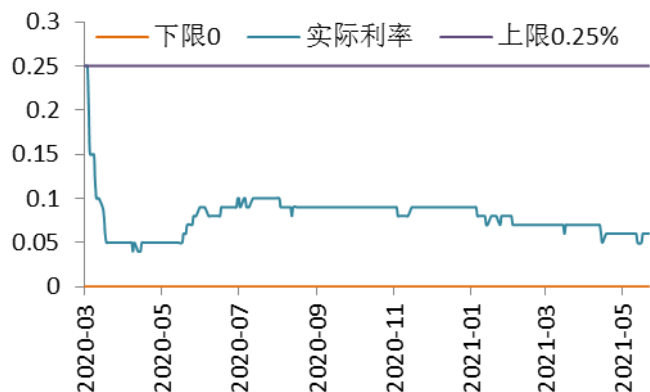
数据来源：Wind，建信期货研发中心

美国货币市场一级经纪商通过隔夜逆回购工具，可以把现金以隔夜逆回购利率（O/N RRR）“卖给”美联储，同时从美联储取得一定数量的质押品。隔夜逆回购操作量大幅增加，说明经纪商的现金储备超过自身需要，或者是应付监管机构的定期检查，通常出现在季末时段。目前美联储隔夜逆回购利率为零，而隔夜逆回购操作量持续创历史新高，背后原因是美联储宽松货币政策和美国政府积极财政政策使得美元流动性泛滥，并且这些流动性已经远远超过实体经济和金融系统所需，金融机构为处理过量流动性大伤脑筋，不得已以零收益把这些过量流动性还给美联储，实际上说明美联储的宽松货币政策并没有取得预期中的效果。2021年以来联邦基金实际利率持续低于美联储目标区间[0, 0.25%]的中值水平，目前

联邦基金实际利率仅为 0.06%，反应的也是美联储持续大规模购买资产造成美元流动性泛滥。

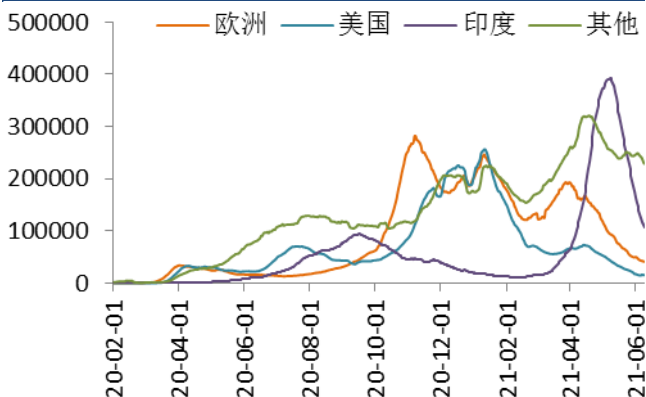
美联储的宽松货币政策不但没有带来预期中的刺激作用，反而与美国政府的积极财政政策一道，产生了金融资产价格泡沫、金融系统性风险增加和通货膨胀压力上升等副作用，造成了市场配置资源的扭曲。再加上目前全球新冠疫情明显缓解、美国接近群体免疫程度、美国就业市场持续改善和通货膨胀压力高企，我们认为美联储已经到了调整货币政策的关口。第一步可能是提高隔夜逆回购利率和超额准备金利率 IOER，回收市场上的过量流动性；然后公开讨论缩减 QE 并与市场沟通，年底或 2022 年初正式缩减 QE。

图7：美国联邦基金利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：区域新冠疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研投中心

充裕的美元流动性是全球金融市场资产估值高企的基本支撑，美联储主动回收美元流动性无疑会打压高估值资产，并造成金融市场波动性上升。具体来看，我们认为美债利率将结束震荡回落阶段而开始新一轮的上升，并且美债利率上升主要由实际利率上升带动；美债利率的上升无疑会刺激美元汇率的走强，但由于欧洲经济复苏后劲大于美国，因此中短期看美元汇率的上升空间相对有限，美元指数大致维持 88.5-93.5 之间的区间震荡。美债利率上升和美元利率走强对商品商品价格产生普遍的制约作用，预计全球大宗商品价格中短期调整仍将延续，贵金属价格可见明显的下行走势。

6月10日欧洲央行议息会议维持政策利率不变，即边际贷款工具和存款工具的利率分别保持在 0.00%、0.25%和-0.50%；欧洲央行表示维持 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划 PEPP 不变，但欧洲央行行长拉加德在会后表示不一定要用完 PEPP 额度。欧洲央行上调了 2021 年和 2022 年的经济增长预期，从 3 月预测的 4.0% 和 4.1%上调至 4.6%和 4.7%，均上调了 0.6 个百分点，表明欧央行对欧洲的经济

恢复更加乐观；欧洲央行也上调了 2021 年和 2022 年的通胀预期，2021 年通胀预期上调至 1.9%，较 3 月预测提高了 0.4 个百分点。由于欧洲没有强有力的财政刺激，因此欧洲通胀压力比美国低很多。

2021 年 6 月 9 日国家发改委等多部门联合发布了《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》，《预案》要求完善生猪行业和猪肉市场监测预警机制，重点跟踪分析猪粮比价、能繁母猪存栏量变化率、36 个大中城市精瘦肉平均零售价格等指标变化。能繁母猪存栏量变化率采用农业农村部定点监测的能繁母猪存栏量月度同比及环比变化率数据；猪粮比价采用国家发改委监测统计的每周生猪出场价格与全国主要批发市场二等玉米平均批发价格的比值，根据近年生产成本数据测算，对应生猪生产盈亏平衡点的猪粮比价约为 7；36 个大中城市精瘦肉平均零售价格采用国家发展改革委监测的每日 36 个大中城市主要超市、集贸市场精瘦肉平均零售价格。《预案》要求研究编制生猪养殖成本收益指数，适时纳入监测预警指标体系。

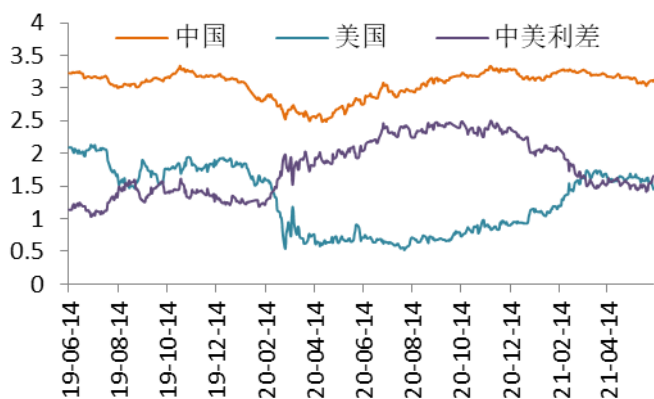
《预案》根据预警指标设定预警区间，预警区间分为过度下跌情形预警分级和过度上涨情形预警分级。在过度下跌情形重点引导养殖户平稳有序减栏，避免恐慌性集中出栏；当猪粮比价低于 6 时发布三级预警；当猪粮比价连续 3 周处于 5 到 6 之间，或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到 5%，或能繁母猪存栏量连续 3 个月累计降幅在 5%~10%时，发布二级预警；当猪粮比价低于 5，或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到 10%，或能繁母猪存栏量连续 3 个月累计降幅超过 10%时，发布一级预警。在过度上涨情形点引导养殖户有序扩产，避免非理性过度补栏；当猪粮比价高于 9 时发布三级预警；当猪粮比价连续 2 周处于 10 至 12 之间，或 36 个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅在 30%~40%之间时，发布二级预警；当猪粮比价高于 12，或 36 个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅超过 40%时，发布一级预警。

《预案》根据预警信号启动储备投放和临时储备收储响应措施。当生猪大范围恐慌性出栏、生猪和猪肉价格大幅下跌时，实施临时储备收储，以有效“托市”。过度下跌三级预警发布时暂不启动临时储备收储，二级预警发布时视情况启动，一级预警发布时必定启动临时储备收储。当生猪及猪肉市场供应紧张、价格明显上涨时，投放政府猪肉储备，及时增加市场供应，稳定市场价格。在市场周期性波动情形下，过度上涨二级预警发布时启动储备投放；一级预警发布时加大投放力度。出现重大动物疫情风险等特殊情形，提高价格涨幅容忍度，发布一级预警后，主要在重点时段集中组织投放。

二、宏观市场分析

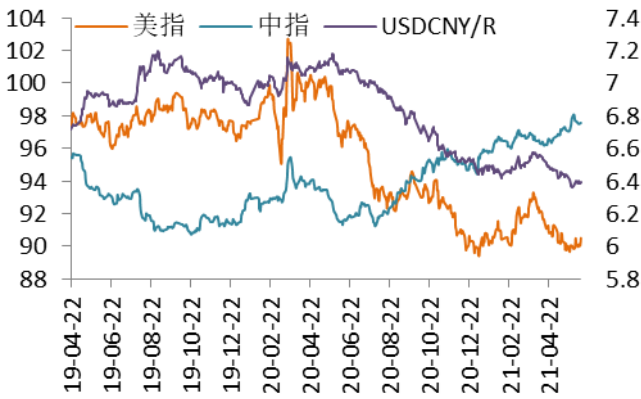
由于地方债发行节奏加快，而中国央行货币政策基调保持稳定，因此5月份货币流动性先松后紧，1年期国债收益率环比上升4BP；另一方面，由于经济增长势头有所放缓，同时监管层出手打压通胀预期，缓解了央行因通货膨胀被迫收紧货币政策的压力，因此10年期国债收益率环比大幅下降10BP，国债收益率曲线明显平坦化。6月份以来地方债发行明显提速，短端国债利率继续上升；但由于人民币汇率大幅升值不利于出口和资产价格稳定，同时国内通货膨胀略有上升整体温和，因此央行层面货币政策维持不变，预计短端国债利率围绕政策利率中枢波动。长端国债利率一方面受到短端国债利率的牵引，另一方面国内增长势头温和回落，监管层出手打压通胀预期，因此10年期国债利率上升幅度相对有限。但财政后置以及海外疫情缓解，意味着下半年经济增长势头有可能回升，同时通胀压力不会明显缓解，因此国债收益率曲线大概率会继续上行。

图9：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：中美10Y国债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2021年1月至3月底美元指数在89.2附近探底回升至93.5附近，美欧疫情防控差异以及美国拜登政府的积极财政政策，使得美国经济基本面好于欧洲同行，利差因素驱动跨墙套利资金 为美元汇率提供基本面支撑 而海外疫情也为美元

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_20192

