

类别

宏观策略周报

日期

2021年11月12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



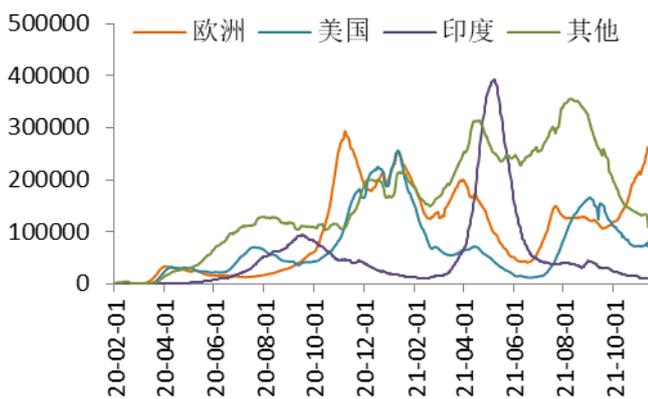
房地产政策放松推动股市反弹

一、宏观环境评述

1.1 警惕欧洲疫情是否持续恶化

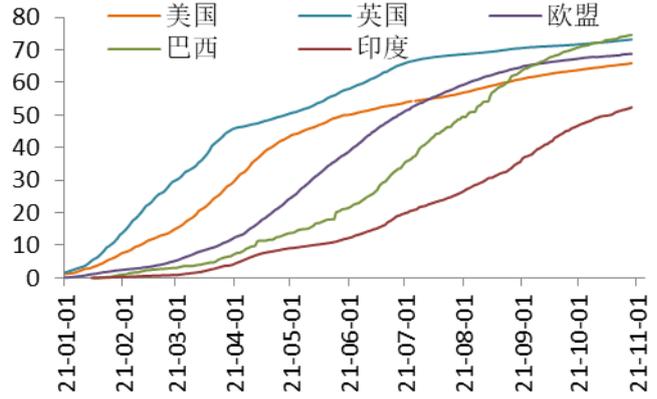
截至11月12日，全球累计确诊新冠病例25291万，总体感染率达到3.24%；累计死亡病例509万，死亡率小幅下降至2.01%。2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。由于全球持续推进新冠疫苗接种工作，8月底至9月份全球疫情持续缓和；但近期欧洲多国疫情呈现扩散趋势，10月份至今全球疫情扩散速度企稳小幅回升，需要警惕欧美地区放松防范措施后，其疫情是否会在冷冬背景和年底节日效应下重新恶化，贵金属价格已经开始反映由此带来的不确定性。截止11月12日，日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，79194）、俄罗斯（东欧，39714）、英国（西欧，35414）、德国（中欧，27517）、土耳其（中东，26437）、乌克兰（东欧，20734）、波兰（东欧，14179）、荷兰（中欧，13116）、印度（南亚，11490）、巴西（南美，11213）和捷克（东欧，10116）等11个。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：区域疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截止11月12日全球接种新冠疫苗74.5亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3110万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到40.6亿；接种量居前的经济体有中国（23.7亿剂）、印度（11.1亿剂）、美国（4.37亿剂）、巴西（2.94亿剂）和印尼（2.12亿剂）；全球疫苗接种率达到51.6%，其中葡萄牙（89%）、西班牙（82%）、韩国（82%）、加拿大（79%）和日本（79%）位居前列。目前欧美日韩发

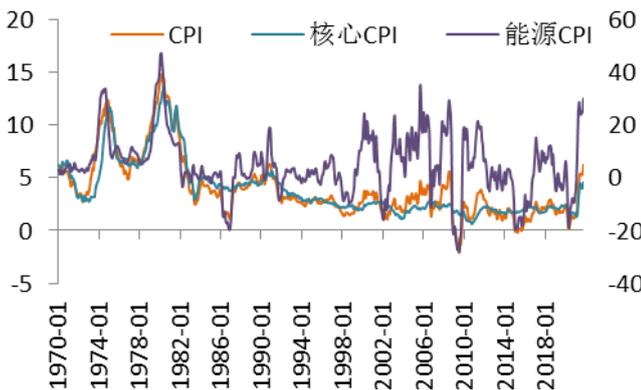
达经济体整体接种率达到 72.1%，已经达到群体免疫程度，已经有英国、挪威等欧洲国家陆续放开防疫措施。由于疫苗可得性以及财政因素，预计发展中国家整体需要到 2022 年上半年才能达到群体免疫程度。阶段性来说，由于接种疫苗的推进与防疫措施的放松同步进行，存在防疫措施放松后新冠疫情再度恶化的不确定性，再加上 2020 年冬春之交疫情扩散的经验教训，目前欧洲地区疫情扩散对贵金属价格有一定程度的阶段性支撑作用，本周美国疫情扩散速度已有上升迹象。

1.2 美国通胀爆表吓坏市场

11 月 10 日美国劳工部公布美国 10 月消费者物价数据，10 月美国 CPI 和核心 CPI 环比分别增长 0.9% 和 0.6%。同比增速则分别来到 6.2% 和 4.6%，上一次美国出现这么高的通胀压力还得追溯到 1990 年。美国 10 月通胀数据打破了美联储的“暂时性通胀”立场并引发市场恐慌，美股连续第二日调整，美债 10 年期收益率大涨 10BP。

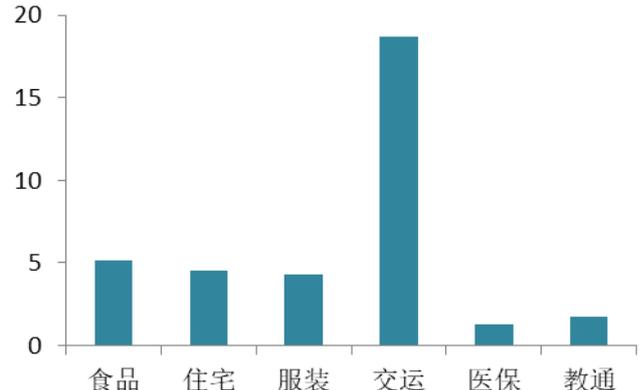
从分项数据看，10 月美国通胀数据爆棚，反映出来的仍然是供应链短缺造成的商品供需失衡。10 月份能源和交通运输 CPI 分别环比增长 2.86% 和 1.98%，与近期因全球经济重新开放、冷冬预期增强和绿色能源革命而引发的国际能源飙升有直接关系；10 月份食品和服装 CPI 分别环比增长 0.89% 和 0.74%，也与大宗商品的集体炒作氛围增强有关；而医疗保健和教育通讯 CPI 分别环比增长 0.52% 和 0.12%，则显示了仍受到新冠疫情影响的服务业物价较为稳定。

图3：美国CPI通胀形势



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：美国核心CPI构成



数据来源：Wind，建信期货研投中心

整体上看，虽然近期全球包括美国受供应链短缺和绿色能源革命等因素影响，大宗商品整体保持强势格局；但全球经济仍处于新冠疫情影响下的弱复苏阶段，需求复苏强度使得上游涨价压力不能快速传递到中下游，因此全面通胀的形势尚未形成。即便如此，在持续高企的通胀预期影响下，中下游产品的涨价只是时间

问题；而且随着新冠疫情的缓解和服务业的重新开放，商品和住房领域的涨价也会传递到服务业，因此 2022 年美国通胀压力不可能有根本性的缓解，美联储加息时间可能会提前到 2022 年中期。但另一方面，随着新冠疫情的缓解和供应链短缺问题的解决，大宗商品市场供求失衡形势的缓解，将会从成本上逐渐降低中下游的涨价压力，因此美联储定性本次通胀“暂时性”不无道理，只是新冠疫情的延续和上游领域的强势维持时间超出了美联储的预期，“暂时性”变成较长一段时间内的“持续性”。

1.3 有关部门双管齐下稳增长

11 月 8 日中国央行宣布推出碳减排支持工具，以稳步有序、精准直达方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。中国央行碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构，人民银行通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60% 提供资金支持，利率为 1.75%。为保障碳减排支持工具的精准性和直达性，人民银行要求金融机构公开披露发放碳减排贷款的情况以及贷款带动的碳减排数量等信息，并由第三方专业机构对这些信息进行核实验证，接受社会公众监督。

11 月 9 日中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，部分参会房企有计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具。业内人士表示，座谈会的召开意味着房地产企业境内发债的相关政策会有所松动，近期将会有房企在公开市场发债融资，同时银行等机构投资者也会通过债券投资等方式重新为房企“输血”，防止房企资金链进一步恶化。11 月 11 日市场消息，某股份银行布置落实房地产贷款相关工作，要求加大涉房贷款投放力度，增加房地产项目储备，加快投放按揭贷款，加强贷后管理，并购贷款不计入三道红线，对是否积极投放房地产行业贷款加强考核等。

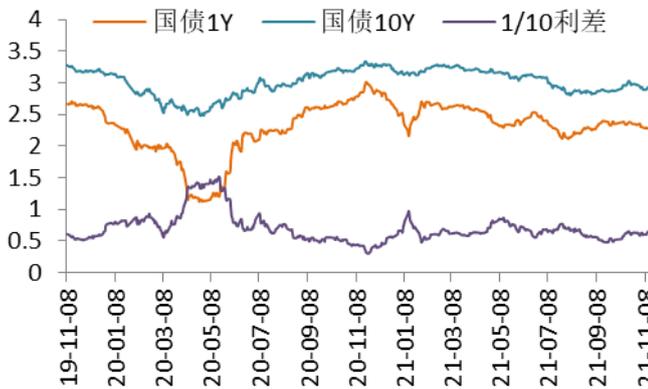
二、宏观市场分析

2020 年 11 月中旬，由永煤信用债违约引发的流动性风险将 10 年期国债利率推到 3.33% 的阶段高点，随后央行松动银根以安抚市场；但部分机构趁机加杠杆套作引起央行警惕，春节前央行出其不意地收紧银根，叠加拜登通胀交易引发的美债上升压力，共同使得 2021 年 2 月中旬 10 年期国债收益率上行至 2.29%。

此后虽然国际疫情错位扩散以及全球碳中和热潮导致的大宗商品价格上涨使得 PPI 涨幅持续上升，但监管层持续收紧房地产调控政策以及财政支出不断后延使得中国经济增长动能持续减弱，国债收益率再次震荡中回落，中国股市调整引发的避险需求也有助于增加国债的吸引力。5 月 7 日黑色产业链集体涨停，引发国家出手打压大宗商品涨价预期以及通胀预期，通胀预期的回落使得 10 年期国债利率加速回落但还保持在 3% 上方。

随着经济下行压力的增加，中国下半年宏观政策基调由去杠杆调整为稳增长，7 月 10 日央行决定全面降准 0.5 个百分点；货币政策宽松预期推动国债收益率曲线陡峭化下行，7 月份 10 年期国债收益率持续下行至 2.81%。尽管 8 月份以来中国经济下行风险进一步增大，但货币流动性并没有进一步宽松；在央行宽松预期破灭以及通胀压力进一步凸显之后，短端长端国债利率先后回升。我们认为尽管短期经济下行压力较大，但在潜在通胀压力居高不下以及美联储行将收紧货币政策的情况下，中国央行不会贸然宽松货币政策，进一步宽松的时点取决于通胀预期的回落以及美联储缩减 QE 靴子落地，预计在 11 月中旬之后以再次全面降准或结构性宽松形式实现。而在经济下行压力增加、通胀压力居高不下和货币政策调整预期等因素制约下，预计 10 年期国债收益率大概率在 2.8%-3% 的核心区间内波动。

图5：中国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2021 年 1 月至 3 月美元指数在 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，利差因素驱动跨境套利资金，为美元汇率提供基本面支撑。3 月至 5 月美元汇率持续下跌至 89.5 附近，因为美国拜登政府新推出的基础建设计划遭到各方反对，拜登通胀交易开始消退，而欧洲地区疫情逐步缓解以及欧洲经济恢复势头逐步赶上美国削弱了美元的基本面支撑。6 月份以来美元指数震荡上行至 95 附近，主要

是美联储紧缩预期的上升以及美元流动性的边际减少增强了美元的吸引力，而近期全球能源价格飙升也有利于作为能源净出口国的美国资产估值。虽然美联储缩减QE靴子落地后美元指数通常会有回调需求，但在美欧新冠疫情差异、美联储紧缩前景、美欧能源贸易结构差异等因素影响下，美元指数可能不调整而是继续上涨，如果美元指数顺利突破95关口下一步可看高至98。

年初至春节前A股大部分股票都因为节日因素以及流动性驱动而惯性冲高，但春节之后股市画风大变，美债利率上升引发全球高估值资产的调整压力。3月份至5月上旬中国股市底部震荡，着重抓住稳增长压力较小的有利窗口去杠杆和调结构的宏观政策基调，以及大宗商品涨价引发的通胀预期，使得股市风险偏好偏低。5月中旬至7月中旬中国当局打压商品市场，通胀预期的降温以及经济增长动能的减弱，使得市场预期央行将宽松货币政策以支持经济增长，股市债券开始双双走牛，7月上旬央行全面降准则兑现了市场预期。

7月份至今万得全A指数围绕5680点大幅波动而无明显趋势，原因在于中国经济增长动能在严厉调控房地产和紧缩财政支出的影响下趋弱，而阶段性的小范围局部性新冠疫情则加大了经济下行压力；另一方面供应链扰动和绿色能源革命导致全球均出现严重的通胀压力，而在通胀压力居高不下的情况下监管部门难以大幅调整经济政策来支持经济增长。因此股市面临经济增长动能减弱和通胀压力高企的双重压力，但监管部门也并非无所作为，而是寻找机会打压通胀预期，这样就给予市场持续的政策预期。在基本面恶化与政策预期支撑的正反因素影响下，我们预计下半年A股仍将继续以结构性行情为主，建议以中性仓位应对市场波动，更多从行业与风格角度出发把握机会；高景气预期的成长股仍将是中长期主线，但下半年也会存在消费核心资产和低估值蓝筹价值股的阶段性修复，注意在监管部门调控煤炭市场和美联储缩减QE靴子落地后中国央行宽松的可能性。

图7：中外股票指数

图8：国际重点商品

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_29449

