

类别

宏观策略周报

日期

2022 年 1 月 14 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



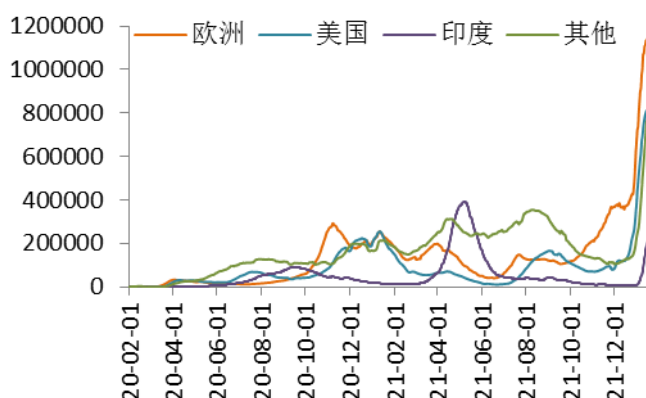
第五轮新冠疫情接近顶峰

一、宏观环境评述

1.1 第五轮疫情接近峰值

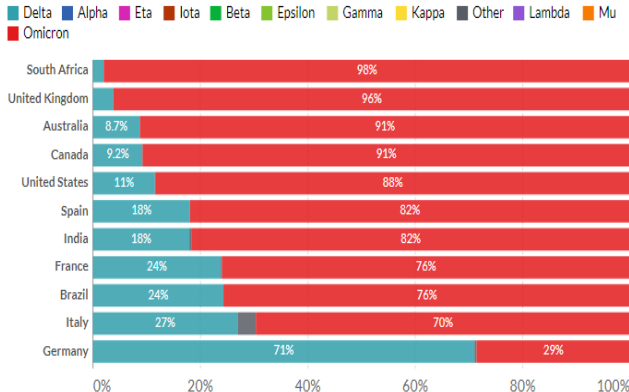
截至1月15日，全球累计确诊新冠病例3.26亿，总体感染率达到4.18%；累计死亡病例554.4万，死亡率小幅下降至1.7%。2019年底至今全球爆发五轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬至10月上旬，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。第五轮是从10月中旬开始，主要是欧美地区在疫苗接种之后放松防范措施，而南非新发现的Omicron毒株具有更强大的传染性和免疫逃逸特性，叠加年底节日聚集效应；而且新冠疫情接种的持续推进，以及担忧社会医疗系统受到的压力，使得欧美诸国大多不愿过度收紧防疫隔离措施。截止1月15日，日均新增确诊病例超过2万的国家地区有美国（北美，760073）、法国（西欧，297019）、印度（南亚，211799）、意大利（南欧，181165）、西班牙（南欧，132590）、英国（西欧，117533）、阿根廷（南美，113157）、土耳其（中东，69477）、巴西（南美，68028）、德国（中欧，63760）、葡萄牙（南欧，34182）、墨西哥（南美，33628）、荷兰（西欧，33360）、菲律宾（东南亚，33072）、加拿大（北美，32230）、哥伦比亚（南美，30207）、秘鲁（南美，29121）、瑞士（中欧，26099）和比利时（西欧，25578）等19个，全球日均新增确诊病例数279.8万，远超前几轮疫情最严重的时期的新增确诊病例数。鉴于年底聚集效应随时间推移而消退，我们预计本轮疫情顶峰将于1月中下旬到来，但其随后的缓解速度相对较慢。

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：新冠变种病例占比



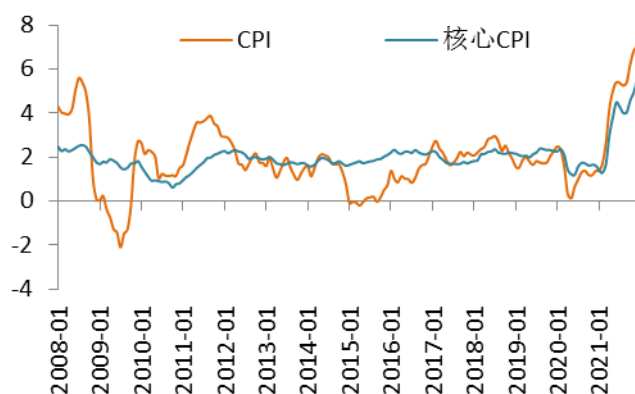
数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截止1月15日全球接种新冠疫苗96.5亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为3396万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到47.1亿；接种量居前的经济体有中国（29.3亿剂）、印度（15.7亿剂）、美国（5.27亿剂）、巴西（3.4亿剂）和印尼（2.95亿剂）；全球疫苗接种率达到59.9%，其中葡萄牙（94%）、中国（88%）、加拿大（84%）、意大利（82%）和日本（80%）位居前列。目前欧美日韩发达经济体整体接种率达到76.9%，已经达到群体免疫程度；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。但由于新冠病毒持续变异，以70%接种率来衡量群体免疫门槛的旧有标准是否依然合适，有待商榷。

1.2 中美物价走势短期背离

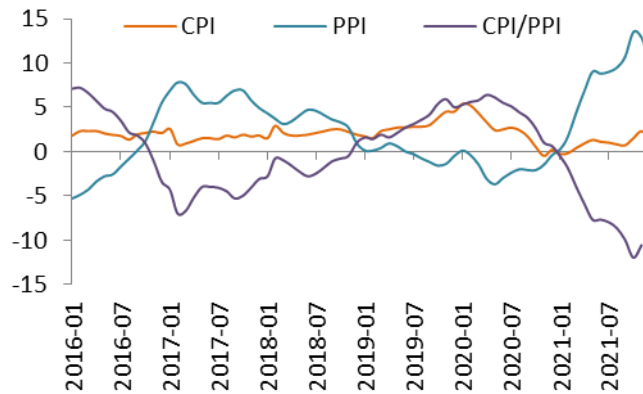
美国2021年12月CPI同比增长7%，创下自1982年6月份以来的最高水平，12月扣除食品和能源的核心CPI同比增长5.5%，为1991年2月份以来新高。12月CPI环比增幅主要有住房、二手车和食品项贡献，而能源项转负。尽管供应链短缺现象有望逐步得到解决，但高涨的房价正在驱动美国住房租金、服务业CPI以及雇员薪资上涨，而绿色能源革命将在中短期推动全球传统能源价格上涨，因此美国的高通胀压力仍将持续一段时间。

图3：美国CPI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国物价



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2021年12月中国CPI和PPI同比增速均有所回落。12月中国CPI同比增长1.5%环比下降0.3%，其中食品价格环比由上月上涨2.4%转为下降0.6%，影响CPI下降约0.10个百分点；非食品价格由上月持平转为下降0.2%，影响CPI下降约0.17个百分点。非食品中，工业消费品价格由上月上涨0.3%转为下降0.5%，其中受国际原油价格下行影响，汽油和柴油价格分别下降5.4%和5.8%；服务价格由上月下降0.3%转为持平，其中家政服务价格因春节临近而上涨1.3%，宾馆住宿价格因疫情扩散而下降0.8%。

1.3 中国当局力推稳增长

1月10日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署加快推进“十四五”规划《纲要》和专项规划确定的重大项目，扩大有效投资。2021年中央经济工作会议明确指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前。国常会在稳增长方面作出积极部署，强调要有针对性扩大最终消费和有效投资，确保首季和上半年经济平稳运行。会议提出扩大有效投资的三项举措，包括加快实施“十四五”规划《纲要》102项重大工程项目和专项规划重点项目、抓紧发行今年已下达的专项债及深化投资审批制度改革。相关举措料将有助提振基建投资，助力稳增长。

1月11日，国务院发布《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》，从挖掘进出口潜力、保障外贸产业链供应链稳定畅通、稳市场主体保订单、加强组织实施等四个方面提出要求。《意见》提出15条政策措施。主要内容包括：一是加强财税金融政策支持；二是进一步鼓励外贸新业态发展；三是缓解国际物流等外贸供应链压力；四是支持重点产业重点企业。预计2022年出口将面临前高后低、逐季回落的趋势。国内外商品价格变化的错位已经使得我国贸易顺差在2021年内首度回落，11月贸易顺差回落至717.1亿美元。展望未来，随着国内保供稳价政策持续推进，工业品价格持续回落，涨价因素对我国出口的贡献或将逐渐减弱，未来出口增长逻辑将从价格主导回归到数量主导。

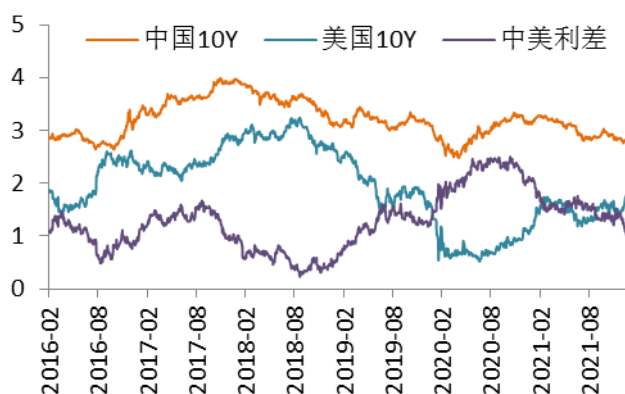
二、宏观市场分析

2021年中国2年期和10年期国债收益率分别下行31BP和37BP，中国经济增长动能在紧信用控风险调结构政策取向和时不时爆发的点状面状疫情影响下趋弱，同时央行适当宽货币托底经济增长，促使国债收益率平坦化下行。展望2022年，我们判断新冠疫情将长期化流感化，新冠疫情对经济社会的冲击绵绵不绝但震荡趋弱，中国结构性货币宽松举措以及供给侧改革政策的协调有利于经济内生增长动能的增强，多目标制约下央行货币政策或大致保持在2021年底水平，大水漫漫或调整政策利率的可能性均较低。在2021年11月底的水平基础上，我们判断随着经济内生增长动能的增强以及消费物价上升趋势的确立，中国10年期国债收益率上升空间大于下跌空间，核心波动区间为[2.7%，3.2%]，风险来自于新冠疫情形势、农产品通胀冲击和中美地缘政治风险。

12月6日政治局会议以及2021年中央经济工作会议强调稳字当头，针对经济下行压力加大了稳增长力度，针对供给侧政策不确定性做了进一步的政策解读，

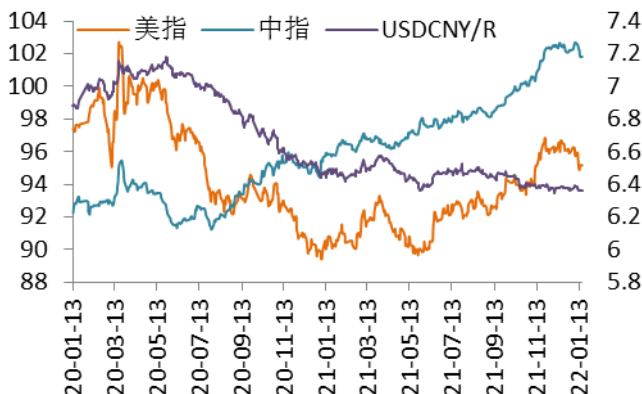
这将有利于在新冠疫情发展不确定的情况下增强私人部门支出意愿和经济内生增长动力,相应地国债的避险需求减退;另外数据显示中国经济增长动能环比改善,猪肉价格企稳回升以及中上游涨价传递到下游,正在驱动中国消费物价加速上涨,两者均不利于无风险利率。但短期来说,由于国内货币流动性稳健偏松,12月1年期LPR下调5BP,同时Omicron毒株全球蔓延,短期全球经济活动受到影响,国债收益率暂时保持了低位震荡格局,但美债收益率上涨料将通过汇率和跨境资金流动因素限制中债利率下行空间。

图5: 中美国债利率



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图6: 美元与人民币汇率



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

2021年美元指数和人民币汇率指数分别上涨6.68%和7.97%,人民币兑美元汇率升值2.13%。年内美元指数分别在1月和5月构筑底部,然后在拜登政府积极财政政策前景和美联储紧缩前景的推动下反弹,触动因素则分别为美国佐治亚州联邦参议员席位的确定和美国4月份通胀数据的公布,而美国相对于欧英日的经济恢复前景和央行紧缩前景为主要影响因素。人民币汇率指数延续了自2020年7月份以来的上涨趋势,主要影响因素为中外疫情差异性以及中外经济阶段和经济政策所导致的内外需差异。由于美元指数和人民币汇率指数均偏强运行,年内人民币兑美元汇率偏强震荡,监管部门汇率政策、中美地缘政治风险以及中美贸易形势为主要影响因素。

展望2022年,我们预计美国在经济增长和央行紧缩方面仍然领先于欧英日同行,因此美元指数强势运行的基础得以维持;但从经济发展阶段差异性来看,2022年欧英日经济有望加速追赶美国(或者说美国受通胀压力的拖累大于欧英日);再加上2022年下半年美国国会中期选举所导致的政治风险,美元指数想要维持2021年的大幅上涨趋势也不太可能,因此我们判断2022年美元指数高位盘整,核心波动区间为[93, 99],近期关注美国新冠疫情和1.75万亿美元支出法案受阻情况,97附近或为美元指数短期顶部,上周美元汇率已经显著脱离2021年11月中旬以来

的高位区域。由于 2022 年中外疫情趋同以及宽信用政策环境，贸易盈余对于人民币汇率的支撑作用将有所减弱，我们判断 2022 年人民币汇率指数不太可能延续 2021 年的强势上涨趋势，中国央行分别在 5 月和 12 月上调外汇存款准备金率说明 6.35 附近为监管层所认可的政策顶。

2021 年中外股市总体表现是中弱外强，在 A 股内部同样展现出巨大的差异性。中外分化和内部分化的原因都可以归结为中外经济阶段和经济政策的差异性，国内控风险和紧信用环境导致经济下行压力增加，不利于大盘蓝筹股，但宽货币环境和供给侧改革政策以及国际复苏形势有利于中盘蓝筹股和创新股。展望 2022 年，我们观察到 A 股整体市盈率虽然已经从 2020 年底的 23.36 倍下降至 2021 年底的 19.8 倍，但仍然处于 2012 年以来的较高水平区间，经济下行压力影响下中国央行保持较为宽松的货币流动性环境，是存量博弈阶段 A 股市盈率维持在高水平区间的关键。从盈利调整（基数效应，有限稳增长）和估值调整（无风险收益率上升）两方面看，我们认为 2022 年中国股市总体上维持宽幅震荡走势，上半年有稳增长和宽信用政策的利多但有新冠疫情和国际开放的冲击，下半年注意无风险利率上升和中美地缘政治风险的冲击，中期来看中盘蓝筹股和科技创新股仍将跑赢大盘蓝筹股。

图7：中外股票指数

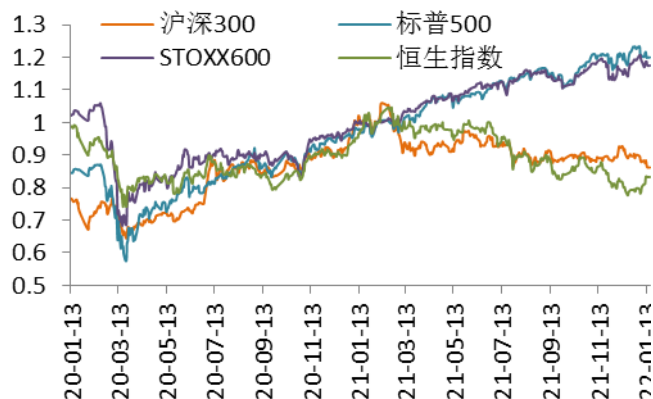
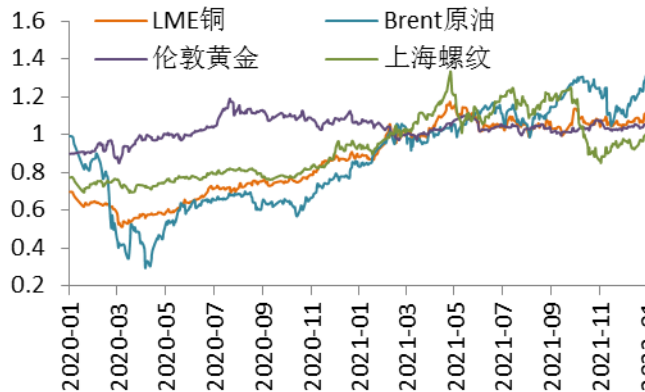


图8：国际重点商品



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_36244

