

类别
宏观策略周报

日期
2022年7月22日



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



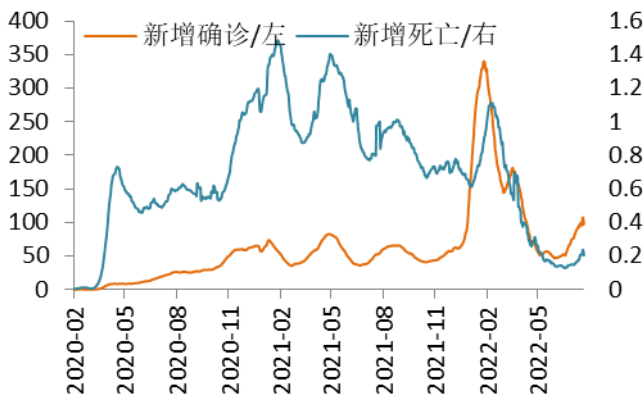
欧洲央行开启紧缩进程

一、宏观环境评述

1.1 全球第五轮疫情扩散

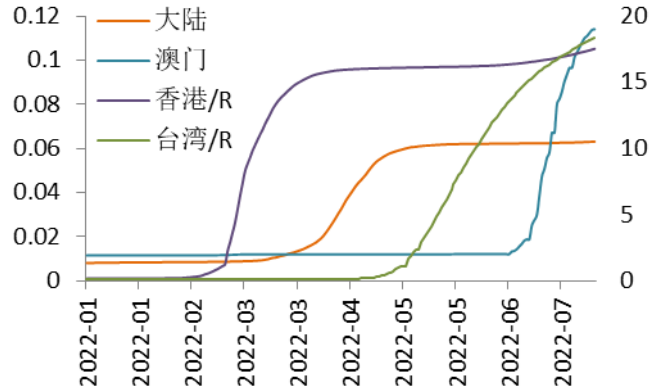
截至7月22日，全球累计确诊新冠病例5.67亿，总体感染率达到7.27%；累计死亡病例639.7万，死亡率小幅下降至1.13%。2019年底以来全球经历了五轮新冠疫情。第一轮是从2019年12月至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到29.3万，主要流行毒株为原始株SARS-CoV-2；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化，日均新增确诊病例最高去到74.5万，主要流行毒株为Alpha、beta和Gamma；第三轮是从2021年2月下旬到10月上旬，主要是首发于印度的具有较强传染性的Delta毒株扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到82.7万；第四轮是从2021年10月中旬至2022年5月，主要是首发于南非的具有更强传染性的Omicron毒株在欧美消极防疫影响下肆虐全球，日均新增确诊病例最高去到343.7万。第五轮是从2022年6月份至今，主要是多国放松疫情防控措施导致疫情新一轮扩散，同时Omicron变种出现更厉害的变异，7月22日全球日均新增病例数上升到97.6万；在为了稳增长而调整疫情防控措施之后，中国内地疫情也出现多点并发现象。截止7月22日，日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国(北美，139324)、日本(东亚，127564)、德国(中欧，91163)、法国(西欧，84971)、意大利(南欧，79077)、韩国(东亚，60681)、巴西(南美，43630)、土耳其(中东，32362)、墨西哥(南美，25773)、中国台湾(东亚，24441)、英国(西欧，19883)、印度(南亚，19577)、西班牙(南欧，16341)、哥伦比亚(南美，12702)和罗马尼亚(中欧，11925)等15个。

图1：全球疫情扩散



数据来源：OWID，建信期货研投中心

图2：大中华区累积感染率



数据来源：OWID，建信期货研投中心

截止7月22日全球接种新冠疫苗122.8亿剂，日均接种疫苗数量(7天移动

平均)为611.2万剂,至少接种过一剂疫苗的人数达到52.9亿;全球疫苗接种率已达到66.91%,其中高收入与中高收入国家接种率已经超过80%,已经达到通常意义上所说的群体免疫门槛。但鉴于新冠病毒的高变异性,群体免疫屏障是否有效存在疑问,欧美国家近期疫情因Omicron变种BA.5而迅猛反弹。在这种情况下,新增确诊病例数据已经不太适合用来判断全球已经扩散情况。而随着越来越多国家决定躺平,取消戴口罩、核酸检测以及隔离救治防疫措施,全球新冠疫情暗潮涌动,坚持动态清零策略的国家地区必然面临更大的防疫压力。

1.2 美国房地产市场降温

美国房屋建筑商的信心在7月骤降至新冠疫情大流行初期以来的最低水平,高通胀和十多年来最高的房贷成本让客户流量几乎陷入停滞。全美住宅建筑商协会(NAHB)公布,7月NAHB/富国房屋市场指数(HMI)连续第七个月下降,从6月的67降至55,创2020年5月以来最低。

全美不动产协会(NAR)公布,美国6月成屋销售较前月下降5.4%,季节性调整后年率为512万户,为2020年6月以来的最低水平。成屋销售同比下降14.2%。这一降幅使6月份的销售率低于疫情之前的2019年的速度。由于快速上升的利率和房屋销售价格处于纪录高位,买房对越来越多的美国家庭来说难以负担。

欧元区7月消费者信心指数较6月下3.2,创下纪录新低。欧盟执委会表示,7月欧元区消费者信心指数降至负27,接受路透调查的经济学家此前预测为负24.9,6月修正后负23.8。

中国信息通信研究院发布报告称,6月中国国内市场手机出货量2,801.7万部,同比增长9.2%;其中5G手机出货量2,302.7万部,同比增长16.3%。该机构此前公布数据显示,5月中国市场手机出货量2,080.5万部,5G手机1,773.9万部。由此测算,6月中国市场手机出货量及5G手机出货量分别环比增34.7%和29.8%。

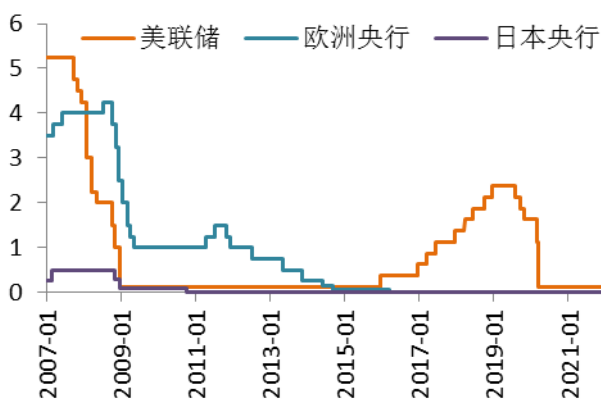
1.3 日本央行按兵不动欧洲央行超预期

7月21日日本央行议息会议继续将短期利率维持在负0.1%的水平,并通过购买长期国债,使长期利率维持在零左右,符合市场主流预期。同一天欧洲央行议息会议宣布加息50BP,高于市场主流预期的25BP;欧洲央行同时宣布推出传导保护工具TPI,允许欧元体系在二级市场购买融资条件恶化且没有得到国家基本面保障的经济体所发行的国债。

由于分别受到疫情防控和乌克兰战争的影响，同时又缺少美国般大规模财政的刺激，后疫情时期日本和欧元区经济恢复势头弱于美国。经济恢复势头差异以及央行紧缩预期引发跨境资金流入美国，2021年以来美元对日元和欧元持续升值。2021年至今日元和欧元分别对美元贬值24.9%和16.4%，日元和欧元对美元汇率也均达到2003年以来的新低。新冠疫情对全球供应链的扰动、货币泛滥带来的流动性溢价、乌克兰战争对大宗商品生产贸易的阻碍再加上本币贬值带来的输入性通胀压力，使得日本和欧元区在内生经济增长动能不强的情况下，依然面临严重的通胀压力。2022年6月份日本整体CPI和核心CPI增速分别达到2.4%和2.2%，均为2009年以来的高点（除开2014年消费税改革引发的非常规时期）；2022年6月份欧元区整体CPI和核心CPI增速分别达到8.6%和3.7%，更是1997年有记录以来的欧元区最高通胀增速。

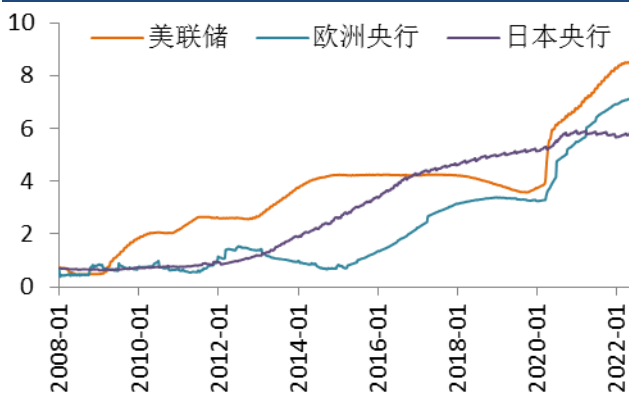
由于美联储、英国央行、加拿大央行等主要发达国家央行均在通胀压力下大幅度加息，即使日本和欧元区经济恢复势头偏弱，其央行也都承受紧缩货币政策的压力。7月22日欧洲央行加息50BP，超过市场预期，即是这种压力的具体表现。从资产负债表规模看欧洲央行已经开始小幅缩表，这比已经宣布缩表但资产负债表保持稳定的美联储更为激进。我们预计欧洲央行在运用TPI工具买入外围脆弱国家国债的同时，会同步减少核心稳健国家的国家，以保持资产负债表规模的基本稳定并使得货币政策在欧元体系所有经济体得到更好得贯彻。

图3：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图4：美欧日央行QE账户规模



数据来源：Wind，建信期货研报中心

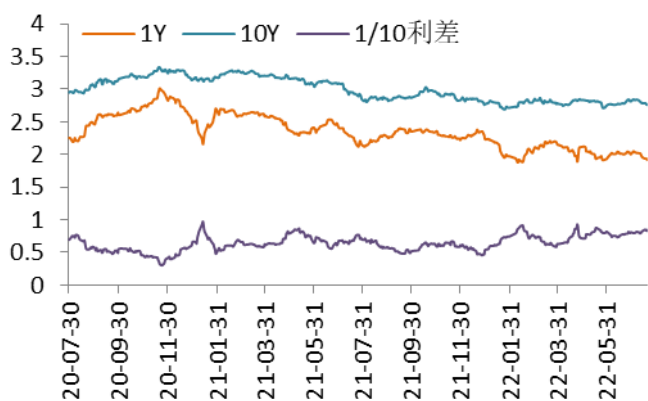
欧洲央行开启紧缩进程推高社会融资利率，必然使得欧洲经济衰退风险进一步抬升；但TPI工具的推出使得欧元体系爆发系统性风险的可能性较欧债危机时期明显下降，我们认为外围国家国债相对核心国家的利差将控制在可承受范围之内。考虑到美欧经济增长势头差异，我们预计欧洲央行紧缩步伐慢于美联储，在美国经济出现明显衰退苗头之前，美元对欧元汇率仍将继续偏强运行。

尽管在通胀压力相对不高的情况下，日本央行在政策利率方面按兵不动且购买国债以压低长债利率；但如果在欧美央行普遍进入紧缩进程之后日本央行继续维持极度宽松状态，日元相对其他货币或有更大幅度的贬值。日元贬值预期一方面促使国际投资者抛售日本股票债券从而引发金融系统性风险，一方面也带来发达国家央行协调利率的顾虑，因此对日本央行来说持续按兵不动可能并不是最佳选择。

二、宏观市场分析

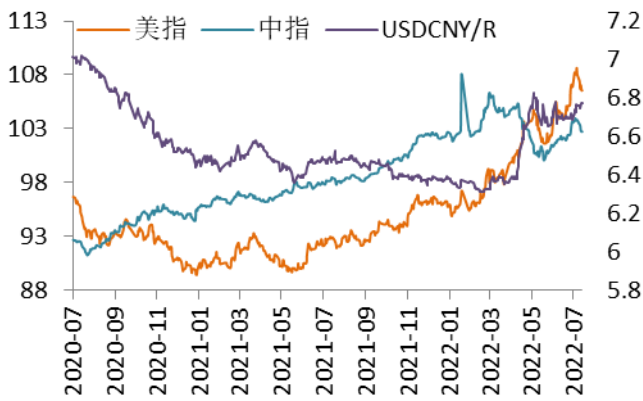
2022 年上半年中国 10 年期国债收益率在 2.69%至 2.86%的窄幅区间内波动，短端利率在年初有一定程度的下行但 1 月中旬之后也进入窄幅波动区间。在经济增长势头偏弱和新冠疫情影响下，中国央行货币政策偏宽松，经济基本面偏弱给予国债坚定的支持；但美联储快速紧缩中美利率倒挂使得中国债券对外资的吸引力下降，内外抗疫压力逆转人民币汇率贬值影响下输入性通胀压力上升，这使得央行在宽松稳增长的同时注意把控货币总闸门，因此债券利率的下行空间也非常有限。展望下半年，我们预计衰退预期下美债上升空间有限美债不构成中债制约，中国稳增长力度有限中债利率上升空间不大，但经济增长势头环比好转以及通胀压力趋于上升两方面影响下，中国国债大概率偏弱调整。我们预计中国 10 年期国债收益率核心波动区间为[2.7%, 2.9%]，3%将构成中国 10 年期国债收益率的中期天花板。

图5：中国国债期限利差



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

2022 年上半年美元指数延续了 2021 年 6 月份以来的偏强运行态势，主要驱动力为美联储在通胀压力下持续加快紧缩步伐，而欧日英央行在自身经济恢复程度上较为落后的情况下不若美联储激进。展望下半年，我们认为美联储继续紧缩支持美元汇率偏强运行，地缘政治格局也相对地有利于美国经济增长，因此我们

判断美元指数继续偏强运行，7月14日美元指数最高到达109.3，关注美国通胀和美联储紧缩步伐的转折点。由于国内外防疫形势逆转以及国内稳增长需要，中国经常项目盈余将趋势性回落，而且中美利率倒挂也使得人民币资产的性价比下降，因此人民币汇率还将继续偏弱运行；但考虑到美国和全球经济衰退前景下，中国稳定的政经体系对外资有中长期的吸引力，因此人民币汇率贬值空间相对有限，特别地人民币兑美元汇率在7.2附近有较强支撑。

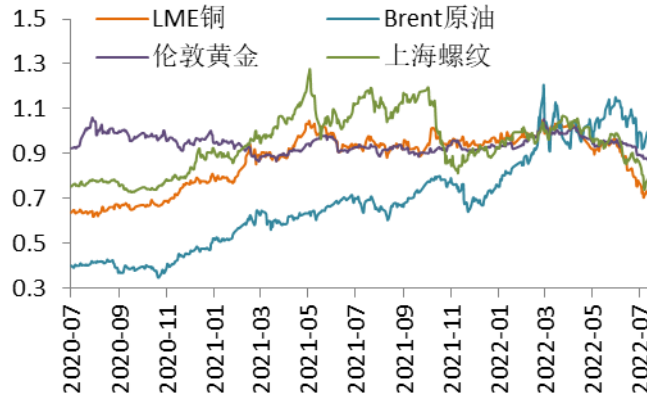
2022年初至4月份全球股市在美联储超预期紧缩和乌克兰战争的双重影响下偏弱调整，由于3月份至5月份中国内地沿海经济发达地区爆发较大规模疫情，因此中国股市调整幅度更大。在反弹过后中国股市估值水平已经回到正常水平，由于美联储加快紧缩导致美国甚至全球经济衰退的风险还没被全球股票市场充分消化，中国下半年汇率贬值预期和生猪价格上涨也将使得通胀压力温和上升，中国经济下行势头得到逆转以及通胀压力上升意味着货币流动性不会持续保持在超宽松状态。综合考虑我们认为全球股票市场面临的调整风险并未消除，美国标普500指数有望进一步调整至3500甚至3200；中国股市在政策呵护下呈现出一定程度的韧性，但全球经济衰退前景以及海外股市调整影响下中国股市有二次探底的可能性，目前中国股市整体估值处于四年均值水平，关注海外股市调整风险和国内稳增长力度预期差。

图7：中外股票指数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：重点商品价格



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2020年4月份至2022年6月上旬大宗商品持续上涨，根本原因在于全球新冠疫情扩散以及防范疫情所必需的社交隔离措施阻碍全球供应链(物品与劳动力)正常运行，而全球政府为对冲新冠疫情影响而实施宽松货币政策和积极财政政策使得总需求维持在较高水平并向经济体注入大量货币流动性，供不应求的大宗商品在流动性溢价作用下大幅上涨，而今年上半年爆发的乌克兰战争则通过供应链扰动和地缘政治风险两个途径为大宗商品火上加油。但6月中旬以来，美联储持

续紧缩以及不惜一切代价控制通货膨胀的表态引发市场关于美国经济衰退的担忧，大宗商品市场出现普遍调整。展望下半年，虽然新冠疫情和乌克兰战争对商品市场的利多作用继续存在，做疫后复苏对工业商品有一定程度的拉动作用，但美联储等欧美央行持续紧缩对美国甚至全球经济增长前景的抑制作用逐步积累并成为影响商品市场的最大利空因素，我们认为商品市场已经从结构性牛市转为结构性熊市，对大宗商品总的操作思路应从寻找机会做多转为寻找机会做空，关注美元指数阶段性弱势带来的做空机会。

三、宏观对冲策略

由于“对冲盈”期货投资咨询产品已经正式上线，出于风控考虑我们不再在本系列报告中发布宏观对冲策略，欲了解该产品详情的投资者请联系产品经理何卓乔：18665641296（微信同号）。

【建信期货研报中心】

宏观金融研究团队 021-60635739 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

免责声明：本报告仅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“建信期货研报中心”，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

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
 电话：021-62528592 邮编：200122

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

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

浙江分公司

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

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

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【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