

东吴证券宏观策略中期资本市场展望 市场的下行风险在哪里？

证券分析师：陈李

执业证书编号：S0600518120001

联系邮箱：yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理：冯涵若

fenghr@dwzq.com.cn

研究助理：张家琦

zhangjq@dwzq.com.cn

二零二零年七月九日

➤ 海外：复工和救市政策带来短期上行动力

- 1) 新增病例数量重新上升不会明显阻碍美国复工。从目前的情况来看，美国不会重新封城，而是更可能加强防疫管控。虽然新增病例不断上升，但检测能力也已显著上升，且重症率和死亡率在不断下滑。
- 2) 美国财政政策高度有效。虽然失业率创造有史以来最高纪录，但是美国居民收入情况没有恶化。财政支出保证了居民消费的增长。
- 3) 美国货币政策四两拨千斤。自3月23日美联储宣布开放式的资产购买计划起，高收益债信用利差明显收窄。

➤ 国内：经济快速回升带来短期上行动力

- 1) 下半年经济增速目标。中央对于2020年的经济增长不抱有很大希望，下半年季度增速回到6%就已经符合目标。
- 2) 国内经济微观数据。从6大发电厂日均耗煤量、各行业开工率等数据来看，都有较大程度的回升，绝大部分已经恢复到疫情之前的水准。
- 3) 消费和出口强势回升。4月出口同比正增长，5月出口同比增速仅下滑3.3%，在欧美大面积复工的6、7月份出口有望超预期。
- 4) 基建政策友好。增发的1.6万亿专项债和1万亿抗疫特别国债的融资。后续项目审批落地将为地方基建提供强有力的支持。
- 5) 对6-9月基建持乐观态度。随着地方预决算追加，基建在未来2-3个月有比较强力的支持。

➤ 四季度的下行风险

- 海外：1) 美国大选风险逐渐显现，无论谁当选，企业税率都可能被抬升。这将对2021年美股盈利产生严重负面影响。2) 美联储将资产负债表从4.4万亿美元扩张到了7万亿美元以上，之后是否可以保持快速的扩张节奏，存在不确定性。
- 国内：1) 7月解禁市值将创下近10年以来第四高水平。2) 8月以后当经济回到正轨，月度工业增加值回到7%以上，央行可能会把7天、14天的回购利率上调5个BP。3) 预计6-12月新增社融将负增长，新增人民币贷款增速将回落至12%左右。4) 第三世界疫情导致的债务状况的恶化将使得新兴市场基金份额面临巨额赎回。5) 部分行业的估值处于历史最高水平。

➤ 行业配置

出口相关：电动车、光伏、新能源、消费电子行业，三季度业绩上调的可能性较大

地方政府基建投资相关：建材、机械、通讯。

➤ 风险提示

- 美国因为二次疫情而再次封城，导致海外需求不足，经济展望再度黯淡。市场出现调整。一旦国内货币政策不再宽松，股票估值可能开始下降。



- 海外：复工和救市政策带来短期上行动力
- 国内：经济快速回升带来短期上行动力
- 四季度的下行风险
- 风险提示

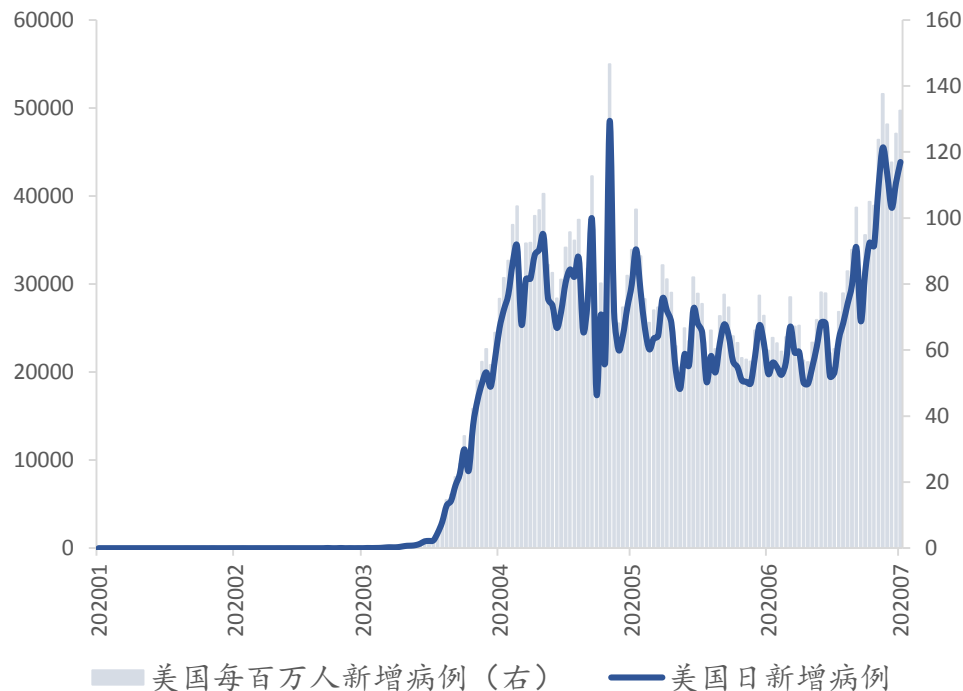


海外：复工和救市政策带来短期上行动力

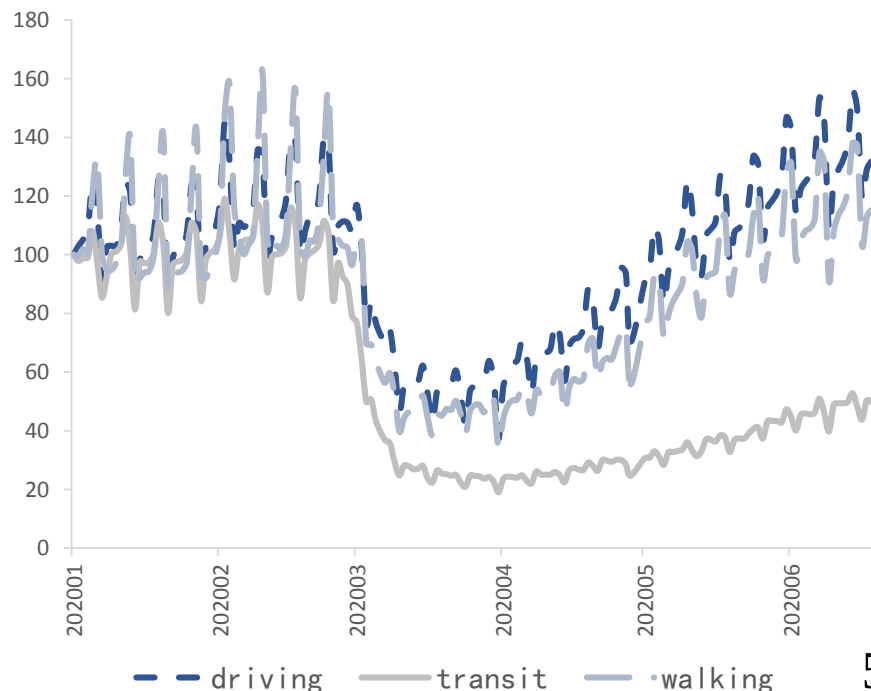
1.1. 新增病例数量重新上升不会明显阻碍美国复工

- 美国复工复产仍在进行：即使最近以来出现疫情反复，从目前的情况来看，美国不会重新封城，而是更可能加强防疫管控，采取餐厅就餐保持间距、强制戴口罩等措施来降低新增病患数量。
- 各州在开放程度上存在较大差异，但不会重新封城：阿拉巴马、阿肯色、特拉华等州暂停或推迟了进一步开放的计划，但之前开放的活动仍然保持开放；疫情最为严重的加州、科罗拉多、佛罗里达等州重新关闭了部分商业活动，但此前开放的餐厅、零售仍然可以开放，而酒吧、赌场等娱乐场所处于关闭状态。

美国日新增病例数量二次上升



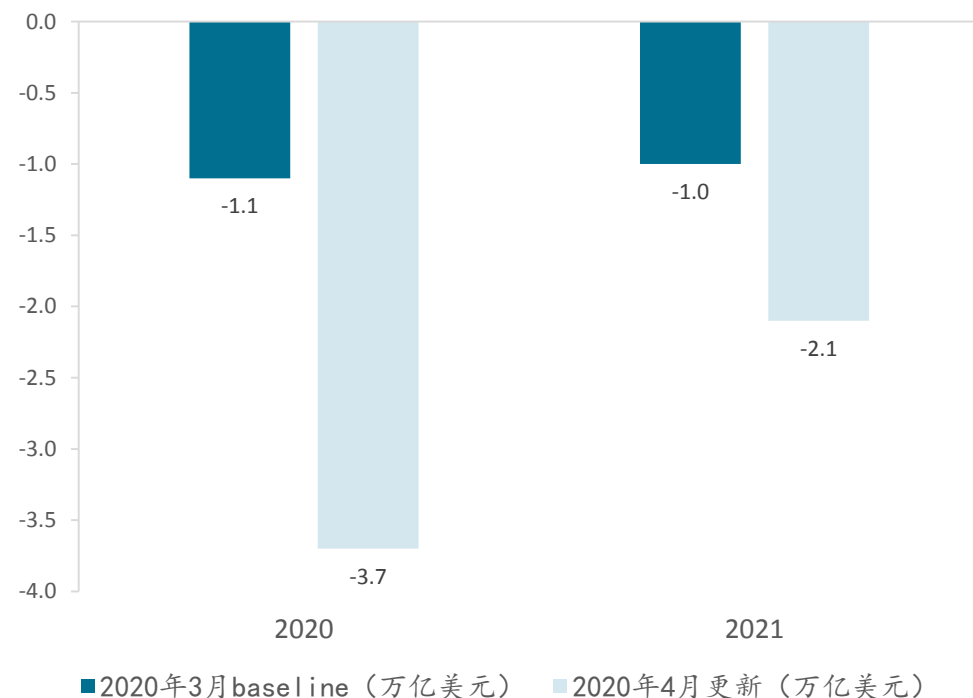
苹果地图公布的美国民众出行逐渐回升（截至7.2）



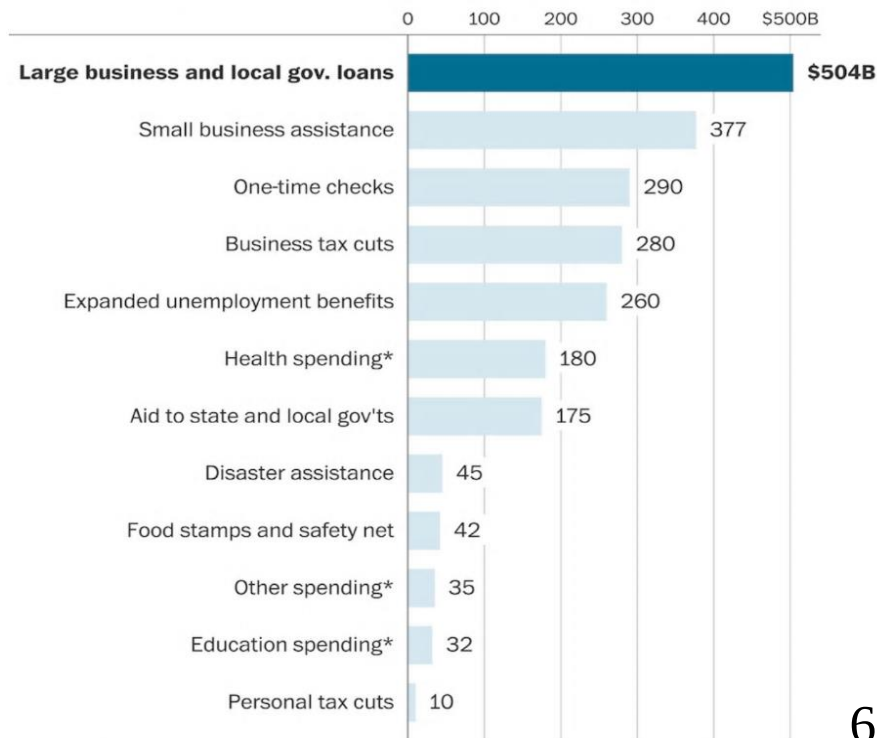
1.1. 新增病例数量重新上升不会明显阻碍美国复工

- **封闭期间的花销难以承受：**根据美国国税局统计，截至6月26日，政府已将2660亿美元支付给1.58亿个家庭，平均每个家庭支付1676.84美元。封闭期间，已经推出2.2万亿美元的CARES Act纾困基金；财政刺激合计规模约3万亿美元。美国国会预算办公室（CBO）预计2020财年联邦赤字将达到约3.7万亿美元，明年为2.1万亿美元。

CBO预计联邦财政赤字显著提升



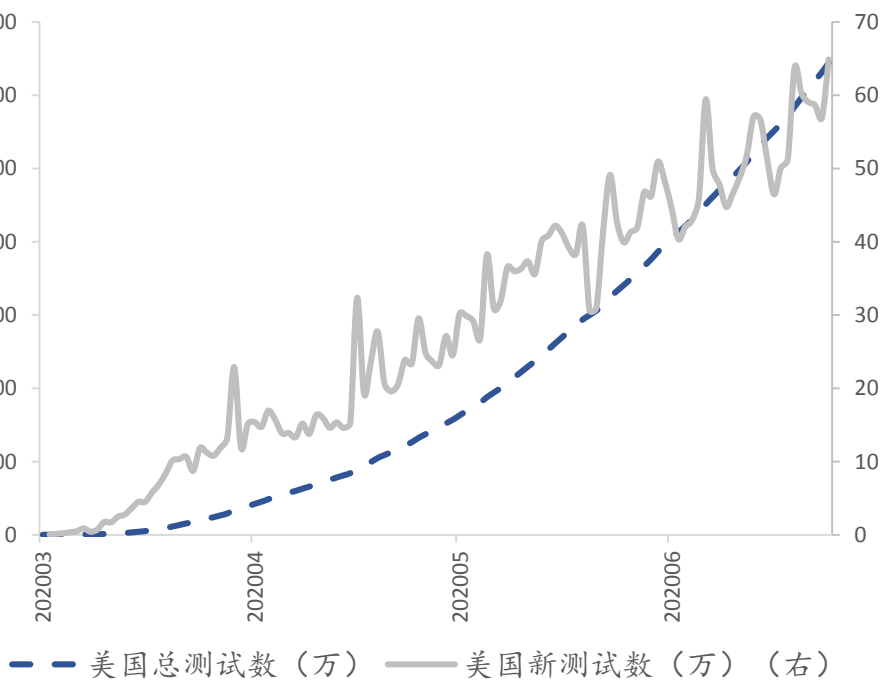
美国2万亿刺激计划拆分



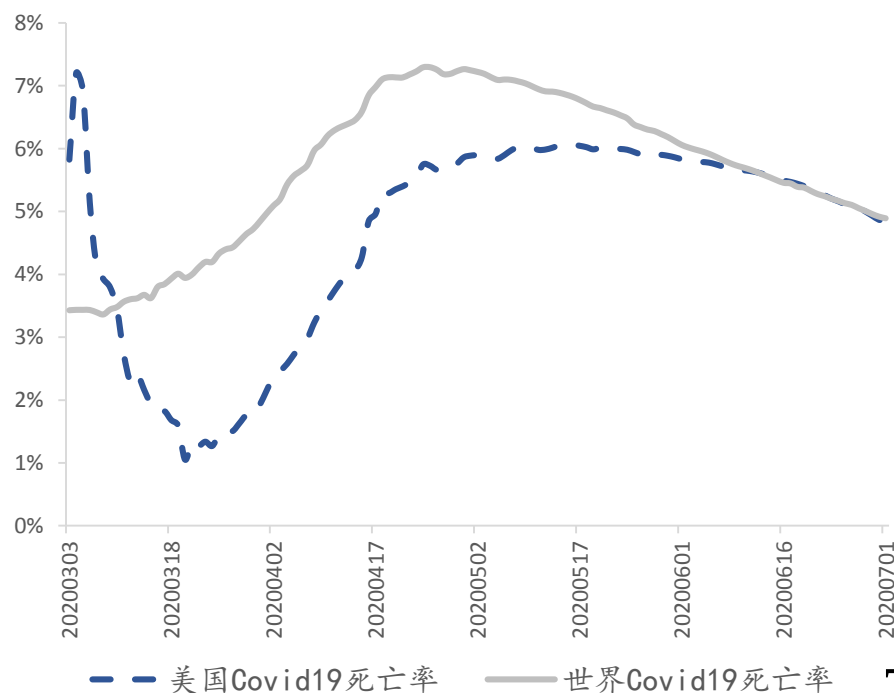
1.1. 新增病例数量重新上升不会明显阻碍美国复工

- 美国的民众拒绝封城：4月末密西根州曾考虑延长封闭期，遭到民众持枪在州政府示威，要求不希望继续封闭。
- 检测能力提高：虽然新增病例不断上升，但检测能力也已显著上升，且重症率和死亡率在不断下滑。大多数地区的复工复产是在大规模检测下实现的。

美国检测能力不断上升（截至7.2）



美国新冠死亡率回落（截至7.2）



1.2. 美国财政政策高度有效

- 虽然失业率创造有史以来最高纪录，但是美国居民收入情况没有恶化： 尽管4月失业人数达到超4200万人的新高，但是政府的救济补贴远远超过了失业前的工资收入。联邦政府+州政府+市政府每人每月的救济资金约为4200-4300美元。大多数企业的中低端劳动力月薪为3600-3700美金。
- 财政支出保证了居民消费的增长： 美国五月零售环比增长17.7%。由于2020年是大选年，预计直接发放纾困资金的方式可能会持续到9-10月。

美国人均可支配收入同比大幅上升

16%
14%
12%
10%
8%
6%



尽管失业率创新高，但消费环比回升明显

20%
15%
10%
5%
0%
-5%

16%
14%
12%
10%
8%
6%



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_4011

