

撰写日期: 2020年07月06日

证券研究报告—宏观策略月度报告

# 花开堪折直须折—继续把握现有美好时光

## 宏观策略月度报告

分析师: 杨宇

执业证书编号: S0890515060001

电话: 021-20321299

邮箱: yangyu@cnhbstock.com

分析师: 蔡梦苑

执业证书编号: S0890517120001

电话: 021-20321004

邮箱: caimengyuan@cnhbstock.com

分析师: 王震

执业证书编号: S0890517100001

电话: 021-20321005

邮箱: wangzhen@cnhbstock.com

分析师: 樊彬彬

执业证书编号: S0890520030001

电话: 021-20321296

邮箱: fanbinbin@cnhbstock.com

分析师: 张菁

执业证书编号: S0890519100001

电话: 021-20321070

邮箱: zhangjing@cnhbstock.com

销售服务电话:

021-20515355

### 相关研究报告

1、月度宏观策略报告《把握经济预期改善与政策持续友好的美好时光》2020.06.09

2、月度宏观策略报告《市场进入政策观察期,波动率有抬头风险》2020.05.14

3、月度宏观策略报告《疫情影响的不确定性与政策宽松的确定性》2020.04.16

### ◎ 投资要点:

◆ **海外疫情二次爆发导致医疗资源被挤兑的概率相对较小。**截止7月4日,美国疫情最严峻的四川州住院病床空置率尚在20%左右。考虑到目前美国已有22州强制推行居民佩戴口罩,以及新确诊病例中年轻人感染比例上升,预计医疗资源发生挤兑的概率较低,与今年3/4月份纽约州医疗资源挤兑情况不同。

◆ **海外三季度政策或将持续发力。**美国新一轮财政刺激政策或在三季度出台,叠加美联储明确的前瞻指引:维持高度宽松的货币政策境况。预计政策将托底美股,目前看待美股不必过于悲观。

◆ **国内经济继续保持渐进修复的态势,需求端的改善速度开始超过供给端,服务业的改善速度开始超过工业端。**目前工业生产已经恢复到正常水平,随着需求端的持续改善,经济的修复将逐渐步入平台期。

◆ **货币政策已经走出了危机模式,回归常态政策。**货币政策的边际“收敛”,但依然还没有到达“紧”的程度。当前,经济虽然在环比改善,但疫情对于经济带来的损伤依然有较大的不确定性,稳就业压力仍大。此外,国常会提出要通过一系列政策,推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。这些客观的环境,决定了货币政策不可能在中短期内明显收紧。预计未来货币政策依然是延续宽松的主基调,但边际上的放宽仍然以结构性宽松为主,同时可能会更多利用直达实体企业的创新型工具,“宽信用”是政策的侧重点。

◆ **债券市场:将大概率呈现震荡的格局。**短期来看,前期影响债市的三大利空因素进一步强化的概率较小,有边际弱化的可能。不过当前市场风险偏好明显提升,股市表现较好,将在一定程度上对债市有所冲击,可以把握债市超调的交易性机会。中长期来看,债市将大概率呈现震荡的格局,需要有新的驱动因素来打破震荡,要么是货币政策重新回到边际放松的状态,要么是经济基本面修复过程中出现平台期。策略上看,“宽信用”比较确定的背景下,可以选择中短久期+适当下沉信用资质的策略。

◆ **国内A股股票市场:板块轮动,低估值修复,居民财富与资金正反馈效应带来稳定资金流入,支撑后市行情。**短期来看,银行和房地产在当前的估值水平上,获取正收益率的概率及收益水平相对高一些,建议可以重点关注,而非银金融和电气设备由于已经获得较大的估值修复,建议适当关注,对于短线投资者,可以考虑适度把握这波行情的切换。长期来看,在经济转型变革发展的过程中,成长股的风格更符合主导产业更迭的规律,无论是融资成本、盈利能力依旧是成长股的风格占优,对拉动内需的消费升级、政策大力支持下的科技创新的成长风格板块长期配置。

◆ **风险提示:地缘政治摩擦进一步加大、宽松政策超预期提前退出**

## 内容目录

<b>1. 海外经济：二次疫情虽有冲击，但不改美国经济复苏态势</b> .....	<b>4</b>
1.1. 实体经济观察.....	4
1.2. 疫情二次爆发下，重点州医疗资源使用情况.....	6
<b>2. 国内宏观观察</b> .....	<b>8</b>
2.1. 国内经济：继续保持渐进修复的态势，生产端修复进入平台期.....	8
2.2. 货币政策：回归常态，重心是“宽信用”.....	11
<b>3. 市场结构观察</b> .....	<b>13</b>
3.1. 投资者行为变化：权益类基金配置比重提升.....	13
3.2. 基金发行节奏加速.....	13
<b>4. 市场策略展望</b> .....	<b>14</b>
4.1. 海外美股市场：政策托底，不必悲观.....	14
4.2. 海外美债市场：收益率控制预期较浓，十年期限窄幅区间震荡.....	15
4.3. 国内 A 股股票市场：板块行情轮动，低估值板块修复.....	16
4.4. 人民币债券市场：将大概率继续呈现震荡的格局.....	19

## 图表目录

图 1：高频经济指标显示美国经济持续复苏.....	5
图 2：投资者对经济乐观程度改善持续改善.....	5
图 3：制造业 PMI 中产出和新订单表现较为亮眼.....	5
图 4：铁路货运车辆及联运车辆数 6 月持续上升.....	5
图 5：美国餐饮在疫情二次爆发后小幅下降.....	6
图 6：影院收入受到疫情二次爆发影响.....	6
图 7：酒店入住率并未受疫情二次爆发的影响.....	6
图 8：疫情二次爆发下出行并未受影响.....	6
图 9：亚利桑那州医院 ICU 空置率仅余 10%.....	7
图 10：亚利桑那州住院病床空置率余 20%.....	7
图 11：亚利桑那州医院呼吸机资源较为充足.....	7
图 12：亚利桑那州急诊病床较为充足.....	7
图 13：加利福尼亚州 ICU 可用病床数.....	8
图 14：加州 ICU 病房内新冠检测阳性人数趋势.....	8
图 15：国内经济正在逐步恢复.....	9
图 16：PMI 数据各分项表现.....	9
图 17 5 月份以来日均耗煤量同比转正.....	10
图 18 4 月份以来建筑钢材的库存出现了明显的下降.....	10
图 19 水泥价格在 6 月份出现下跌.....	10
图 20 建筑业 PMI 与服务业 PMI.....	10
图 21 房地产交易 6 月份大幅上升.....	10
图 22 汽车销量在 6 月份有所走弱.....	10
图 23 企业融资环境持续改善.....	12
图 24 资金利率中枢水平已经回到政策利率水平.....	12
图 25：权益类基金发行份额（亿份）.....	14
图 26：权益类基金审批数量同比提升.....	14
图 27 美联储以购买中长期国债为主，趋势较缓慢.....	16

图 28 财政部在美联储存款上升速度很快 .....	16
图 29: 28 个申万一级行业估值 .....	16
图 30: 6 月各行业估值所在百分位变化 (变化幅度由高到低) .....	17
图 31: 货币、信用周期与风格轮动 .....	17
图 32: 债券收益率曲线变化情况 .....	20
图 33: 2020 年以来长端利率表现 .....	20
表 1: 疫情二次爆发较严重的四个州采取措施一览 .....	6
表 2: 佛罗里达州医疗资源占用及空置情况 (截止 7 月 4 日) .....	7
表 3: 德州目前医院医疗资源占用及空置情况 (截止 7 月 4 日) .....	8
表 4: 5 月中旬以来货币政策表述的变化 .....	12
表 5: 历史业绩表现 (基于当前估值所处历史分位) .....	17

从6月上半月美国经济复苏的节奏来看，生产端和消费端的表现均较为不俗。在**现有财政刺激和货币宽松政策条件下，美国经济底部向上复苏是较为有力的**。在6月下旬疫情二次爆发后，以近距离接触为主的消费受到一定程度的冲击（如餐饮、影院），但**民众出行和零售受影响相对较少，这是与3/4月较大的不同，反映民众对于疫情的认知在进化**。与今年3/4月份纽约州医疗资源被挤兑的情况不同，本次疫情二次爆发演进至今，美国疫情最严峻的四川住院病床空置率尚在20%左右（截至7月4日），医疗资源被挤兑的概率相对较低。部分州经济重启可以按下暂停键，但**全美复工复产按下撤回键的概率较低**。对于海外经济，我们认为：**二次疫情虽有冲击，但不改美国经济复苏趋势**。

国内经济继续保持渐进修复的态势，需求端的改善速度开始超过供给端，服务业的改善速度开始超过工业端。供给端的修复阶段性趋缓，而需求端的修复则处于加速阶段，尽管5月中国经济修复力度可观，但距离恢复正增长仍有明显差距，考察后续经济修复的动能，对基建和房地产的依赖度较高，工业生产和出口还存在后继乏力的问题，制造业投资和消费前景不容乐观。6月份的PMI数据显示制造业的总体修复的较好，但仍有隐忧，6月份小型企业PMI为48.9%，滑入收缩区间，同时也是连续3个月下滑，小型企业的压力较大。从业人员指数尚未明显改善，制造业PMI中从业人员分项和服务业PMI中从业人员分项分别为49.1%和47.1%，尚处于收缩区间，且连续三个月没有出现明显改善，就业问题仍然是重中之重。总体上看，**当前经济仍处于疫情之后的恢复期，目前工业生产已经恢复到正常水平，随着需求端的持续改善，经济的修复将逐渐步入平台期**。

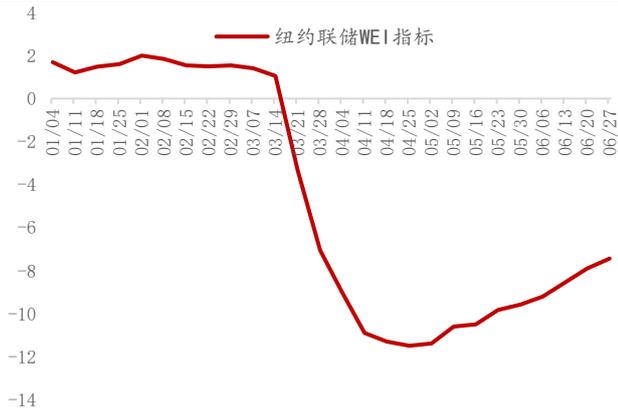
**货币政策已经走出了危机模式，回归常态政策**。货币政策的边际“收敛”，但依然还没有到达“紧”的程度。当前，经济虽然在环比改善，但疫情对于经济带来的损伤依然有较大的不确定性，稳就业压力仍大。此外，国常会提出要通过一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元，在商业银行息差已经明显压缩的情况下，降低资产端利率必然要求货币政策维持银行负债端成本的稳定。这些客观的环境，决定了货币政策不可能在中短期内明显收紧。“适时退出”并不意味着“急踩刹车”收紧货币，目的是为了“退空转”，更好服务实体经济。后续来看，在多重目标的制约下，央行的政策只能是稳中推进，预计未来货币政策依然是延续宽松的主基调，但边际上的放宽仍然以结构性宽松为主，同时可能会更多利用直达实体企业的创新型工具，“宽信用”是政策的侧重点。

## 1. 海外经济：二次疫情虽有冲击，但不改美国经济复苏态势

### 1.1. 实体经济观察

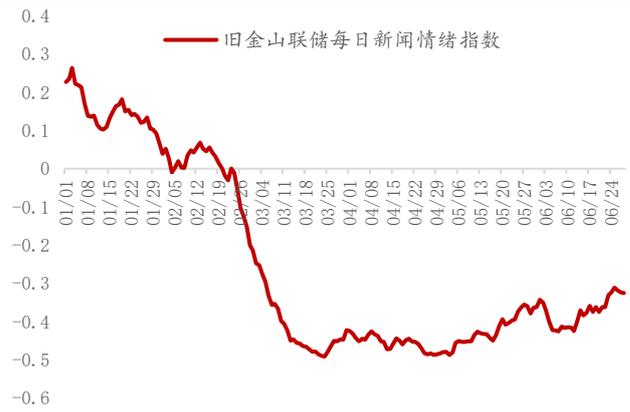
整体来看，美国经济环比改善较为明显。无论是反映经济的高频指标（WEI指数），还是反映投资者对经济情绪指数的高频指标（旧金山联储每日新闻情绪指数），均显示出经济持续复苏的特征。

图 1: 高频经济指标显示美国经济持续复苏



资料来源: 纽约联储, 华宝证券研究创新部

图 2: 投资者对经济乐观程度改善持续改善

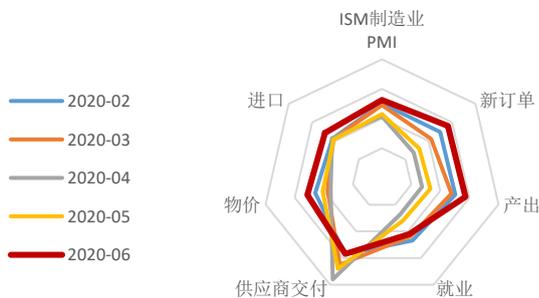


资料来源: 旧金山联储, 华宝证券研究创新部

6月ISM制造业PMI为52.6,虽然其中供应商交付由于疫情原因依然处于相对高位(56.9),但制造业产出(57.3)及新订单(56.4)等数据有所超预期,这反映了美国经济生产端在现有政策及市场环境下依然较为有活力。

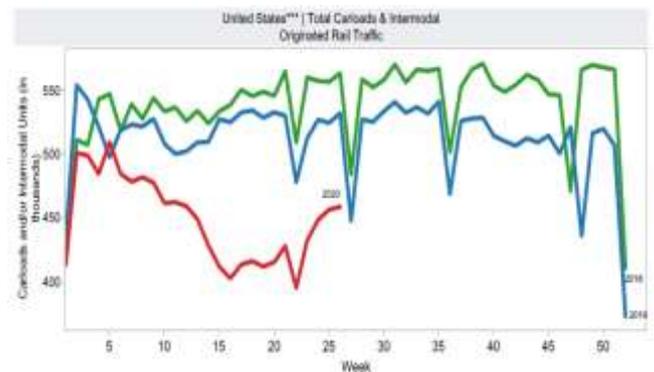
制造业周度高频数据显示,发电量、铁路货运量上升较为明显,粗钢生产量、炼油厂产能利用率持续复苏。值得注意的是,虽然新增疫情病例在6月中下旬开始攀升,但部分州暂停重启举措基本在6月下旬至7月初颁布,而且暂停重启基本集中在服务业,生产端暂停重启的举措较少。但并不意味生产端在二次疫情冲击下能够独善其身,仍需继续观察生产端后续表现。

图 3: 制造业 PMI 中产出和新订单表现较为亮眼



资料来源: WIND, 华宝证券研究创新部

图 4: 铁路货运车辆及联运车辆数 6 月持续上升



资料来源: AAR, 华宝证券研究创新部

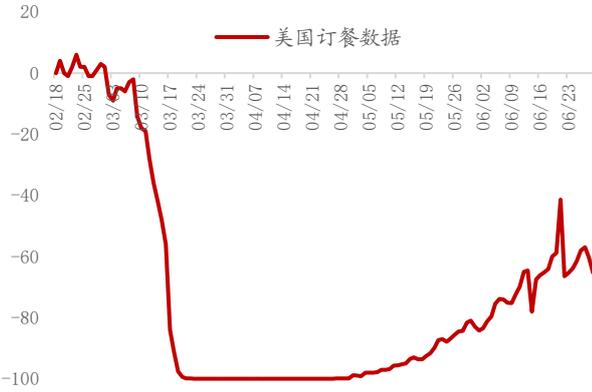
从消费端来看,6月公布的美国核心零售销售环比数据大幅好于预期,密歇根大学消费者信心指数表现也不错。消费数据环比的改善一方面与经济持续重启有关,但另一方面,也与政府持续“发钱”(相对低收入者每人1200美元,申领失业金补贴每周600美元)有关。

为什么在当前消费数据不错的情况下,新增消费贷款环比改善不明显?我们认为:消费贷款相对经济周期属于较滞后的数据,而是强烈的顺周期指标。经济复苏依始的时候,消费者内心对衰退期的认知感较强,加杠杆消费意愿较弱。因此,消费端复苏时期参考消费贷款的增量意义不大,尤其是在确认经济不是“V型”反转后。

耐用消费品方面,成屋销售数据环比大幅改善(5月环比改善44.3%);汽车销量缓慢上升(6月297万辆,同比-45%)。成屋销售数据的大幅改善受到美国抵押贷款利率持续创新低的影响(目前30年抵押贷款利率为3.07%)。

服务业方面, 餐饮及影院收入在疫情二次爆发后小幅下降, 但出行并未受影响, 包括 apple 统计的驾车数据、航班等依然在持续逐步上升。酒店入住率也在逐步上升。

图 5: 美国餐饮在疫情二次爆发后小幅下降



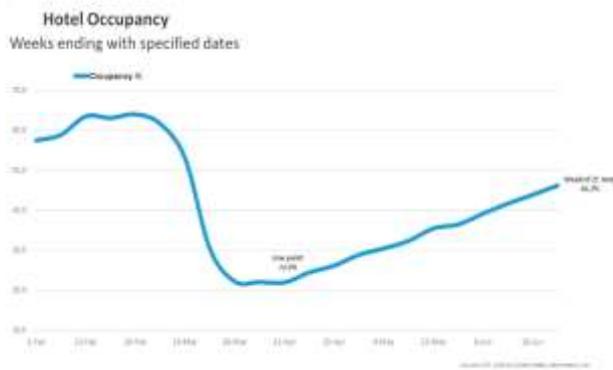
资料来源: Opentable, 华宝证券研究创新部

图 6: 影院收入受到疫情二次爆发影响



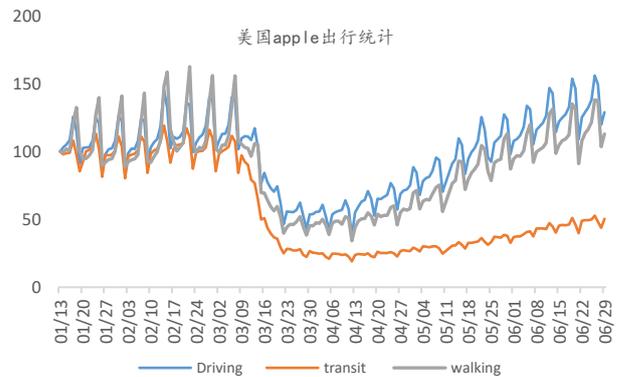
资料来源: Box office Mojo, 华宝证券研究创新部

图 7: 酒店入住率并未受疫情二次爆发的影响



资料来源: STR, 华宝证券研究创新部

图 8: 疫情二次爆发下出行并未受影响



资料来源: Apple, 华宝证券研究创新部

## 1.2. 疫情二次爆发下, 重点州医疗资源使用情况

目前美国疫情二次爆发最严重的四个州分别是: 佛罗里达、德克萨斯、加利福尼亚和亚利桑那州。四州每日新增确诊病例占全美境内 50% 左右。下面以二次爆发形势较为严峻的四州为代表, 分析针对疫情相应的政策举措以及医疗资源占用情况。

下表是四州针对二次爆发的疫情采取的措施。截止 7 月 3 日, 四州均已强制要求民众在公共场所佩戴口罩。目前美已经有 22 个州强制要求民众佩戴口罩。

表 1: 疫情二次爆发较严重的四个州采取措施一览

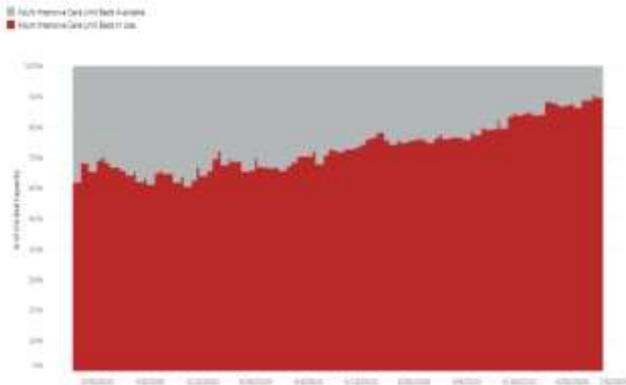
	时间	针对疫情二次爆发的政策
佛罗里达	2020/6/26	迈阿密宣布, 民众需要佩戴面部遮盖物, 不佩戴面部遮盖物将会触犯民事法规。
	2020/7/1	迈阿密将暂停每天午夜至每天早上 6 点在餐厅的现场用餐, 此举立即生效。
德克萨斯	2020/6/26	得克萨斯州暂停重新开放的任何其他阶段。
	2020/7/3	德克萨斯州强制要求民众佩戴口罩, 否则罚 250 美元。
亚利桑那	2020/6/30	亚利桑那州下令酒吧, 室内体育馆, 室内电影院, 水上乐园等暂停运营, 并鼓励居民佩戴口罩。

	2020/7/3	亚利桑那州强制要求民众佩戴口罩。
加利福尼亚	2020/6/18	加利福尼亚州强制要求居民外出佩戴口罩。
	2020/6/30	洛杉矶海滩将于7月4日关闭。
	2020/7/1	加利福尼亚州下令关闭包括洛杉矶县在内的多个县的酒吧，期限至少为其三周。

资料来源：根据新闻整理，华宝证券研究创新部

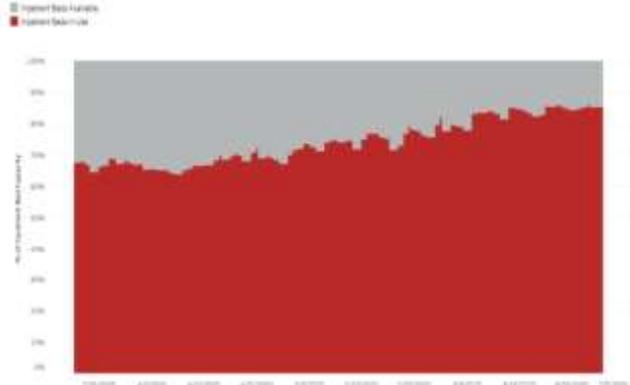
关于医疗资源使用情况，亚利桑那州数据最为充分。可看出，目前急诊住院病床空置率较高，尚有一半以上的急诊病床空置。但住院病床空置率已下降至 20% 左右，而 ICU 空置率仅为 10%，乐观消息是呼吸机资源依然较为充足。

图 9：亚利桑那州医院 ICU 空置率仅余 10%



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 10：亚利桑那州住院病床空置率余 20%



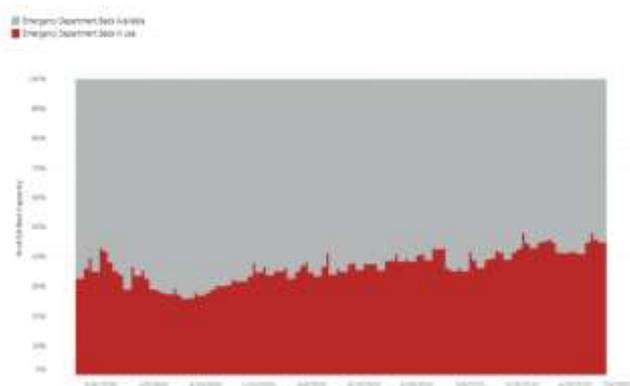
资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 11：亚利桑那州医院呼吸机资源较为充足



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 12：亚利桑那州急诊病床较为充足



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

佛罗里达州目前住院床位数空置率约 25%，ICU 空置率为 20%。相比于亚利桑那州，佛罗里达州医疗资源空置率相对较宽裕。

表 2：佛罗里达州医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 4 日）

ICU	Adult ICU Census	Available Adult ICU	Available Adult ICU%
		4,831	1,246
住院床位数	Bed Census	Available	Available Capacity
		43,968	14,945

资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

德州目前住院床位数空置率约 22.5%，ICU 病床 1270 个，呼吸机空置 5479 台。

表 3: 德州目前医院医疗资源占用及空置情况 (截止 7 月 4 日)

Hospital data	Count
Lab Confirmed COVID-19 Patients Currently in Texas Hospitals	7,890
Total Texas Staffed Hospital Beds	57,159
Available Texas Hospital Beds	12,907
Available Texas ICU Beds	1,270
Available Texas Ventilators	5,479

资料来源: 相关州官网, 华宝证券研究创新部

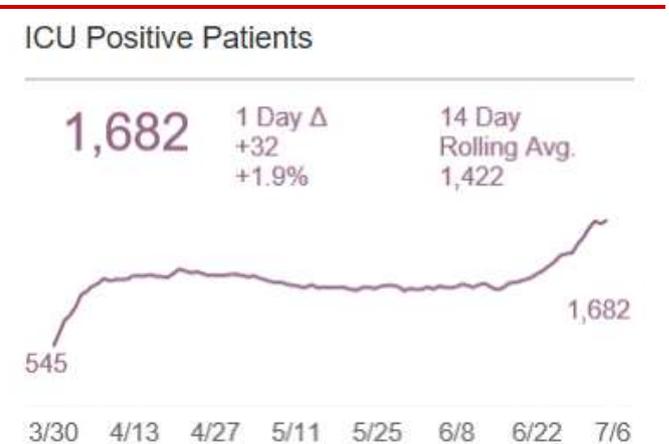
加州 ICU 可用病床数略有下降, 相应的因新冠肺炎入 ICU 病房的人数有所上升, 但相对于新冠确诊总人数比例较小。

图 13: 加利福尼亚州 ICU 可用病床数



资料来源: 相关州官网, 华宝证券研究创新部

图 14: 加州 ICU 病房内新冠检测阳性人数趋势



资料来源: 相关州官网, 华宝证券研究创新部

总体来看, 目前各州医疗资源尚未到挤兑程度, 仅有亚利桑那州 ICU 空置率较低, 在 10% 左右。考虑到亚利桑那州疫情较其他三州新增确诊人数少, 因此, 总体我们判断, 目前各州医疗资源相对还可以, 叠加目前美国年轻人感染新冠比例的上升, 以及各州强制推行居民佩戴口罩举措, 居民重视度的增加, 预计这四州医疗资源紧张至发生挤兑的可能性较低, 远非今年 3 至 4 月纽约州医疗资源挤兑的情况。

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\\_4089](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4089)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>