

撰写日期：2020年06月07日

证券研究报告—宏观策略专题报告

# 把握经济预期改善与政策持续友好的美好时光

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：021-20321005

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

## □ 投资要点：

◆ 当前时点来看，随着海外的复工复产，国内经济可能将迎来内外需求的复苏共振期，同时伴随着的是“积极宽信用+宽货币”的友好政策环境，整体上的宏观环境有利于金融市场风险偏好的抬升。我们应该积极把握当前的美好时光。

◆ 一个可能会超预期的风险是：随着美国复工复产和国内游行的平息，美国经济压力和政治压力逐步缓解，在“抗疫”和应对“示威游行”上失分的特朗普，可能会重新将矛头指向中国，中美之间的摩擦可能会加剧。

◆ 我们对大类资产的看法如下：

✓ **A股**：平衡配置，不宜大幅追高。短期来说，复工复产的逻辑主要看内需，内需拉动重点在新基建。宽松环境下，托底经济的政策基调和不断修复的经济基本面是市场不会大幅下跌的主要支撑，因此向下调整的空间有限，但向上增长的动力也略显不足，存在短期获利了结的压力，建议仍是平衡配置，不宜大幅追高。关注景气度向上的版块，优选结构的逻辑不变，包括疫苗创新药等生物医药版块、基建领域的工程机械、5G等版块。

✓ **债市**：短期调整接近尾声，后续市场将回归震荡状态。从资金面、政策面和收益率绝对水平来看，我们认为本轮债市的调整已经接近尾声。当然不排除受市场情绪的影响，收益率会继续冲高，但从交易层面上讲，此时正是建仓的好时机。后续来看，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，“宽信用”比较确定的背景下，可以选择短久期+适当下沉信用资质。

✓ **美股**：美股大幅下跌的概率较小，但波动性将增大。财政刺激的有力举措配合货币政策宽松刺激，美股大幅下跌的概率较小。考虑到美联储重新加码QE，提高金融市场流动性的概率较低，股票PE继续抬升动能有限，以上原因使我们判断美股未来波动性将加大。

✓ **美债**：QE加码可能性小，长债延续震荡趋势。我们认为短期内美联储大概率不会加码QE工具。6月财政部长债供给增加叠加复工复产推进，市场环境整体对长债利多有限，但考虑到财政部发债的绝对约束和财政赤字等成本考量，我们认为美债不会出现熊陡情形，预计美国10年长债收益率区间在0.6%-0.8%之间宽幅震荡。

◆ 风险提示：经济改善的“斜率”不及预期，中美之间的摩擦加大

## 内容目录

1. 本期宏观逻辑：把握经济预期改善与政策持续友好的美好时光 .....	4
2. 美国经济观察：消费及住房领域率先复苏，非农数据大超预期 .....	5
2.1. 美国经济：高频经济指标逐步缓慢的出现好转 .....	5
2.2. 非农指标虽大超预期，但并不意味经济 V 型反转 .....	7
3. 国内市场观察 .....	9
3.1. 国内经济：恢复进一步深化，需求端的恢复开始加快 .....	9
3.2. 货币政策：宽松基调未变，“宽信用”是主要发力方向。 .....	11
4. 市场策略展望 .....	12
4.1. 股票市场：结构进一步分化，平衡配置 .....	12
4.1.1. A 股市场表现：结构分化进一步加剧 .....	12
4.1.2. A 股市场策略：平衡配置，不宜大幅追高 .....	14
4.2. 债券市场：短期调整接近尾声，市场将回归震荡状态 .....	15
4.3. 海外资产展望 .....	16
4.3.1. 美股：犹疑中创新高，后续波动加大 .....	16
4.3.2. 美债：QE 加码可能性小，长债延续震荡趋势 .....	19

## 图表目录

图 1: 5 月份以来主要股指表现 .....	4
图 2: 5 月份以来工业品价格开始上涨 .....	4
图 3: 美国疫情、实体经济及金融市场高频指标 .....	6
图 4: 纽约联储周度经济指数（单位：%） .....	6
图 5: 旧金山联储每日新闻情绪指数 .....	6
图 6: 红皮书商业零售反弹明显 .....	7
图 7: 首次及持续申请失业金人数（单位：人） .....	7
图 8: 住房抵押贷款购买接近疫情前水平 .....	7
图 9: 美国新建住房销售量反弹超预期 .....	7
图 10: PMI 数据各分项表现 .....	9
图 11 5 月份的日均耗煤量已经超过 2019 年的同期 .....	9
图 12 高炉开工率以及产能利用率创近三年新高 .....	9
图 13 建筑业景气度明显改善 .....	10
图 14 建筑钢材库存已经回落至正常状态下的水平 .....	10
图 15 汽车销量超季节性回升 .....	10
图 16 房地产销量恢复到正常水平 .....	10
图 17 5 月份以来央行货币净投放情况 .....	12
图 18 5 月份开始资金利率开始大幅抬升 .....	12
图 19 A 股主要股指表现 .....	12
图 20 不同风格分类个股市场表现 .....	12
图 21 成长风格占优 .....	13
图 22 大盘表现占优 .....	13
图 23: 2019 年以来核心资产指数累计涨跌幅 .....	13
图 24: 28 个申万一级行业估值 .....	14
图 25: 债券收益率曲线变化情况 .....	15
图 26: 5 月份以来不同期限的国债表现 .....	15

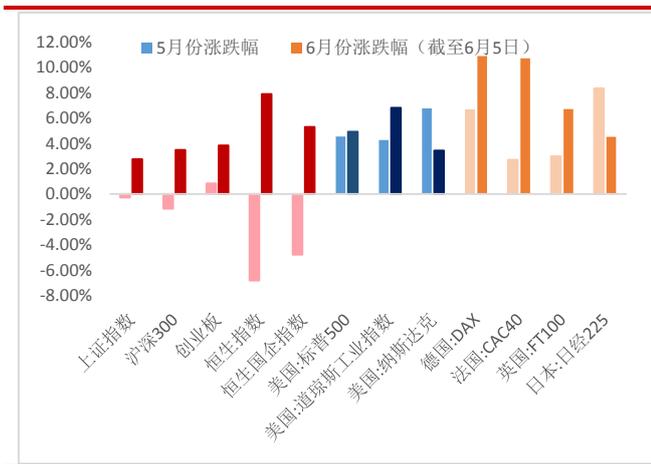
图 27: 目前市场资金利率接近政策利率中枢水平.....	16
图 28: 2020 年以来标普表现最好的行业指数股价.....	17
图 29: 标普股价反弹最好的行业 PE .....	17
图 30: 2020 年以来标普表现一般的行业指数股价.....	17
图 31: 标普股价反弹居中的行业 PE .....	17
图 32: 2020 年以来标普表现较差的行业指数股价.....	17
图 33: 标普股价反弹较差的行业 PE .....	17
图 34: 疫情期间经纪商开户数量大幅上升 .....	18
图 35: 年收入较低的账户更倾向于将补助用于股票交易.....	18
图 36: 消费贷款数据改善较微弱 .....	19
图 37: 欧央行资产负债表 (单位: 百万欧元) .....	19
图 38: PPP 贷款发放金额及贷款数量.....	19
图 39: 美联储 PPPLF 工具使用情况 (单位: 百万) .....	19
图 40: 美国商业银行存款及贷款情况 (单位: 十亿) .....	20
图 41: 美国商业银行存款增幅创历史新高 .....	20
图 42: 短期国债 6 月到期量较大 (单位: 十亿) .....	20
图 43: 5 月短期国债发行量下降明显 (单位: 十亿) .....	20
图 44: 中长期国债今年到期量分布 (单位: 十亿) .....	21
图 45: 5 月中长期国债发行量维持高位 (单位: 十亿) .....	21
图 46: 财政部 TGA 账户 5 月存款持续攀升 (单位: 十亿) .....	21
图 47: 美联储 5 月购买国债速度大幅放缓 (单位: 十亿) .....	21
表 1: 标普 500GSCI 分类下不同行业表现一览.....	16
表 2: 美财政部五月已发行的中长期国债情况 .....	19

## 1. 本期宏观逻辑：把握经济预期改善与政策持续友好的美好时光

5 月份以来，随着欧美国家疫情筑顶，复工复产持续推进，积极的财政政策和宽松的货币政策持续发力，需求回暖的预期大幅上升，市场风险偏好明显抬升，同时一些好于市场预期的经济数据的发布，进一步推升市场对经济恢复的预期和风险偏好，发达国家股票、原油、高收益债涨幅明显，同时铜、铝等工业原材料的价格也在持续修复。发达国家市场的资本市场表现与“经济恢复预期向好+政策友好”的宏观背景相一致。

中国资产受流动性边际收紧、中美摩擦、涉港问题等因素的影响下，表现偏弱。A 股继续保持窄幅震荡的行情，板块分化严重；香港股市受涉港法案的影响出现了大幅的调整，但随着事情的尘埃落定，很快修复了之前的跌幅；国内债券市场受边际流动性收紧的影响出现了大幅调整。尽管国内的资本市场表现弱于海外发达国家，但当前整体的宏观环境相似，均是“经济恢复+政策友好”的组合，不同的是国内的经济恢复已经有了一段时间，恢复的效果亦比较明显，而西方发达国家则进入复工复产的初期；此外，政策层面上，国内的刺激政策相对更加克制，以“托底”为主，而主要发达国家的政策力度比较大而且还在持续加码。

图 1: 5 月份以来主要股指表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2: 5 月份以来工业品价格开始上涨



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

短期来看，后续无论是国内还是海外，面临的宏观环境仍是“经济恢复+政策友好”的宏观背景。对于经济的恢复，有这么两个问题需要思考：一是经济的恢复速度有多快；一个是经济能否恢复到疫情之前的水平，本轮疫情的冲击下可能对经济结构带来了一些损害，经济增长的中枢下降了。

对于这两个问题的思考的切入点是本次疫情冲击之后的修复与正常的经济衰退周期之后的修复有什么不同。与正常的经济衰退周期相比较，疫情的冲击非常突然，各国的政策行动也非常迅速，保市场主体，没有发生大规模的企业破产，生产端没有遭到破坏，所以一旦复工复产，整个社会开始正常运转，社会的生产能力会很快恢复，而正常的经济周期下由衰退到复苏再到正常状态则需要伴随着产能的扩张，因此本次疫情之后经济的恢复速度大概率是要快于正常的经济周期中复苏。而从恢复的幅度来看，正是因为生产端没有破坏，没有去产能也就没有产能扩张，因此也不会出现正常周期中“产能扩张+需求回升”的共振，很难出现正常周期中的“过热”阶段。此外，疫情也会对整个经济带来结构性的损害，例如防疫常态化之后经济体的整个流通速度会下来，全球的贸易增速会下降，这种对经济体结构性的永久损失能否被当前的刺激政策所对冲尚未可知。因此，大概率疫情之后经济很难恢复到疫情之前的增长中枢。

目前，国内经济的恢复进入深化阶段，而海外主要经济体复工复产不久，即将进入经济恢

复的初步阶段，一段时间内市场将会继续交易经济基本面的环比改善，尤其恢复的“斜率”超预期的话，更加会刺激市场风险偏好的抬升。此外，正是由于对疫情对经济的深远影响的不确定，无论国内还是国外，政策层面会继续保持友好，目前我们看到欧美国家仍在寻求出台新的刺激政策，国内政策相对克制，但“六稳”、“六保”的底线思维下，积极友好的政策环境仍将持续。后续，随着经济的恢复不断接近平台期，市场可能将会重新审视疫情到底对经济带来的结构性损伤有多大，刺激的政策是不是到了应该逐步退出的时候。

因此，当前时点来看，随着海外的复工复产，国内经济可能将迎来内外需求的复苏共振期，同时伴随着的是“积极宽信用+宽货币”的友好政策环境，整体上的宏观环境有利于金融市场风险偏好的抬升。我们应该积极把握当前的美好时光。

一个可能会超预期的风险是：随着美国复工复产和国内游行的平息，美国经济压力和政治压力逐步缓解，在“抗疫”和应对“示威游行”上失分的特朗普，可能会重新将矛头指向中国，中美之间的摩擦可能会加剧。

基于上述分析，我们对大类资产的看法如下：

**A股：平衡配置，不宜大幅追高。**短期来说，复工复产的逻辑主要看内需，内需拉动重点在新基建。宽松环境下，托底经济的政策基调和不断修复的经济基本面是市场不会大幅下跌的主要支撑，因此向下调整的空间有限，但向上增长的动力也略显不足，存在短期获利了结的压力，建议仍是平衡配置，不宜大幅追高。关注景气度向上的板块，优选结构的逻辑不变，包括疫苗创新药等生物医药板块、基建领域的工程机械、5G等板块。

**债市：短期调整接近尾声，后续市场将回归震荡状态。**从资金面、政策面和收益率绝对水平来看，我们认为本轮债市的调整已经接近尾声。当然不排除受市场情绪的影响，收益率会继续冲高，但从交易层面上讲，此时正是建仓的好时机。后续来看，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，“宽信用”比较确定的背景下，可以选择短久期+适当下沉信用资质。

**美股：美股大幅下跌的概率较小，但波动性将增大。**财政刺激的有力举措配合货币政策宽松刺激，美股大幅下跌的概率较小。考虑到美联储重新加码QE，提高金融市场流动性的概率较低，股票PE继续抬升动能有限，以上原因使我们判断美股未来波动性将加大。

**美债：QE加码可能性小，长债延续震荡趋势。**我们认为短期内美联储大概率不会加码QE工具。6月财政部长债供给增加叠加复工复产推进，市场环境整体对长债利多有限，但考虑到财政部发债的绝对约束和财政赤字等成本考量，我们认为美债不会出现熊陡情形，预计美国10年长债收益率区间在0.6%-0.8%之间宽幅震荡。

## 2. 美国经济观察：消费及住房领域率先复苏，非农数据大超预期

### 2.1. 美国经济：高频经济指标逐步缓慢的出现好转

美国在五月经济重启以来，covid-19每日新增感染人数在2万左右。实体经济高频指标逐步缓慢的出现好转。初次申请失业金人数下降明显，且消费领域和住房领域相对恢复较快。高频全景指标如下图所示：

图 3: 美国疫情、实体经济及金融市场高频指标

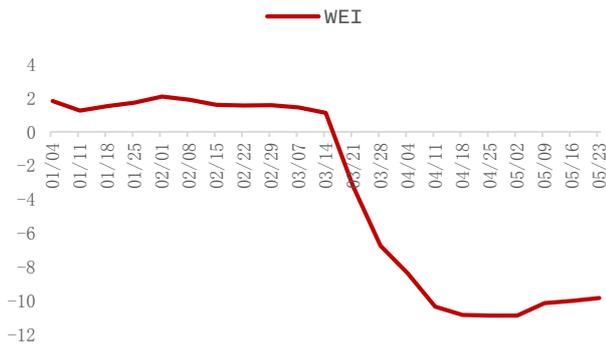
		24-Jan	31-Jan	7-Feb	14-Feb	21-Feb	28-Feb	6-Mar	13-Mar	20-Mar	27-Mar	3-Apr	10-Apr	17-Apr	24-Apr	1-May	8-May	15-May	22-May
Virus	New Covid-19 Cases <sup>(1)</sup>	2	5	4	2	2	45	202	1,917	17,094	82,384	173,710	221,168	203,171	205,652	198,423	180,148	159,259	158,063
	Lockdown Index <sup>(2)</sup>	0	0	6	6	6	6	20	30	67	73	73	75	75	73	73	73	73	
	Jobless Claims <sup>(3)</sup>	212	201	204	215	220	217	211	282	3307	6867	6615	5237	4442	3867	3176	2687	2438	
	Public Transport Usage <sup>(4)</sup>	1	3	3	3	4	5	4	-1	-36	-62	-68	-72	-73	-71	-71	-69	-68	-66
Real Economy	Airline Passengers <sup>(5)</sup>							2052	1814	1030	322	151	108	95	104	131	164	202	254
	Mortgage Applications <sup>(6)</sup>	11	0	-6	-9	-4	-6	-1	-2	-16	-25	-34	-36	-34	-27	-22	-14	-9	
	Consumer Comfort <sup>(7)</sup>	67	67	66	66	64	63	63	63	60	56	50	45	41	40	37	36	35	
	Johnson Redbook Same Store Sales <sup>(8)</sup>	5	5	5	5	5	5	6	7	8	8	7	-2	-4	-6	-7	-8	-9	
	Restaurant Bookings <sup>(9)</sup>					-1	1	-6	-36	-99	-100	-100	-100	-100	-100	-99	-97	-94	-87
	Oil Rigs <sup>(10)</sup>	2	2	2	2	2	3	3	0	-6	-15	-24	-34	-43	-51	-56	-61	-64	
	Steel Production <sup>(11)</sup>	0	0	-1	0	0	1	0	-2	-3	-13	-20	-34	-33	-35	-40	-37	-38	
	Electricity demand <sup>(12)</sup>	0	1	-1	0	1	0	0	0	-1	-3	-6	-8	-7	-8	-8	-7	-8	-8
Financial Markets	S&P 500 <sup>(13)</sup>	2	0	2	4	4	-5	-6	-16	-26	-24	-22	-16	-13	-14	-11	-11	-12	-9
	Financial Cond. Index <sup>(14)</sup>	1	0	1	1	1	-1	-2	-4	-6	-6	-5	-3	-3	-3	-2	-1	-1	-1

Notes: 1. Weekly new Covid-19 cases based on data from Bloomberg News and Johns Hopkins. 2. Oxford COVID-19 Government Response Tracker based on a zero to 100 scale. 3. Jobless claims are in thousands. 4. Public Transport Use from Moovit, [https://moovitapp.com/insights/en/Moovit\\_Insights\\_Public\\_Transit\\_Index-country](https://moovitapp.com/insights/en/Moovit_Insights_Public_Transit_Index-country) (average of New York area, Chicago and Los Angeles) 5. Airline passengers are in thousands. 6. Mortgage applications are percent changes from the average of the first two weeks in January. 7. Bloomberg Consumer Comfort index levels. 8. Redbook sales (%YoY) 9. Restaurant bookings (%YoY) from OpenTable; 10, 11, 13. Oil rigs, steel production and S&P 500 are percent changes from the average of the first two weeks in January. 12. Difference between actual daily load and business-as-usual expectation, weekly rolling average (%) 14. Bloomberg Financial Conditions Index.

资料来源: Bloomberg, 华宝证券研究创新部

我们曾在报告《美国复工复产暂低于预期, 关注后续财政政策表现》中详细介绍 WEI 指标和每日新闻情绪指数。WEI 指标是高频数据中综合反映实体经济表现的高频指标, 且 WEI 指标与一些重要的宏观经济总量指标吻合较好。高频经济指标 WEI 显示 5 月经济逐步好转。每日新闻情绪指标可近似看作风险偏好中与盈利预期相关的部分。基于经济前景的情绪指标也开始逐步好转。

图 4: 纽约联储周度经济指数 (单位: %)



资料来源: 纽约联储, 华宝证券研究创新部

图 5: 旧金山联储每日新闻情绪指数



资料来源: 旧金山联储, 华宝证券研究创新部

复苏较超预期的两类高频指标是: 商店零售数据反弹强劲, 以及住房抵押贷款购买指数已接近疫情前水平。

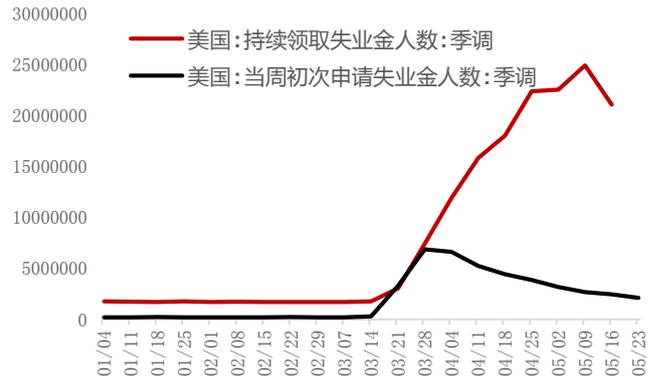
商店零售数据反弹一方面与持续申请失业金人数下降有关: 5 月 28 日持续申请失业金人数较上期下降, 且明显好于预期。另一方面, 零售数据反弹也与美国全部州重启, 实体零售店营业数量增加有关。

图 6：红皮书商业零售反弹明显



资料来源：纽约联储，Wind，华宝证券研究创新部

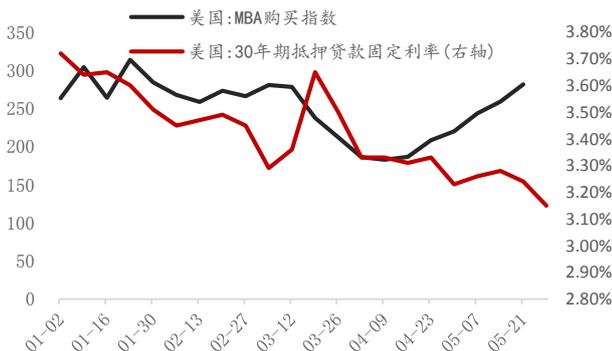
图 7：首次及持续申请失业金人数（单位：人）



资料来源：Unacast，华宝证券研究创新部

美国住房抵押贷款申请量持续好转，目前 MBA 购买指数已接近疫情冲击前水平。此外，美国新屋销售量 4 月数据超预期。住房市场好转一方面与美国抵押贷款利率创历史新低有关，另一方面，国会在 3 月通过的 2.2 万亿 CARES 法案，规定只要贷款人是从政府支持的房贷机构贷款，贷款机构必须允许受到疫情影响的贷款人最长延期一年还款。叠加春季是传统的买房旺季，抵押贷款市场 MBA 购买指数大幅反弹。

图 8：住房抵押贷款购买接近疫情前水平



资料来源：纽约联储，Wind，华宝证券研究创新部

图 9：美国新建住房销售量反弹超预期



资料来源：Unacast，华宝证券研究创新部

然而，近期美国社会爆发的动乱则为经济复苏前景增添了更多的不确定性。短期冲突可能会加剧，但特朗普表态要在全国部署国民警卫队，这意味着美国政府将会采取严厉的控制手段，动乱冲突或会被镇压和控制。而造成冲突爆发的“族裔问题”，在经济衰退及疫情冲击下被无限放大，且长期难解，将对本次总统大选及之后施政方针带来的长远影响。

## 2.2. 非农指标虽大超预期，但并不意味经济 V 型反转

5 月非农数据统计期间为：5 月 10 日-5 月 16 日。截至 5 月 16 日，全美共有 31 个州完全重启，基于此时间区间统计的非农数据大超市场预期。我们认为：这显示了美国经济复苏势头稍好，但并不意味美国经济 V 型反转。理由如下：

### 1、数据部分失真。这体现在两个方面：

- 1) 疫情期间非农数据收集回收率与疫情前有差异。一般情况下，调查员进行非农数据收集是通过面对面或电话采访的方式收集，但在疫情期间，数据收集均是通过电话调研方式。这对样本回收量造成一定的影响。如家庭部门调查 (the household survey) 5 月数据回收率为 67%，而在疫情前

调查时样本数据回收量大约在 82%。相比疫情前，家庭部门调查数据回收量下降了 15%。企业部门调查(the establishment survey)5 月数据回收率为 69%，也同样低于疫情前的数据回收率。

- 2) 失业人员与就业人员的统计分类出现了某些错误。正常情况下，在非农调查涵盖时间范围内，如果劳动者没有工作，并且劳动者期望回到工作岗位，那么这部分劳动者将被定义为临时失业。在此定义下，因与疫情相关的商业被迫关闭导致缺席工作的劳动者应该被定义为临时失业人员。但是劳工部和统计局发现并不是所有的工人都是这样分类的。也就是说：有一部分工人本应该归类为失业人员，但由于某些错误（相关部门正在调查这种错误的原因以及探讨如何解决），被记录为已就业人员。如果将这部分人员重新分类为失业人员，那么预计失业率大约会比现有失业率高 3%左右，即大约 16.3%（非季调数据）。

2、 PPP 贷款在四月中下旬，对 5 月就业人数增长形成提振。

PPP 贷款计划向小企业提供可免除的贷款，使雇员能持续获得八周的工资。如果企业保留或者重新雇佣员工，贷款将转化为救助金。PPP 贷款在 4 月中下旬增速较快，一定程度上提振 5 月就业人数的增长。但 5 月中下旬之后，PPP 贷款新增量显著下降。

- 3、 非农细分项数据观察：暂时性失业人数下降，兼职就业人员增加，但失业人员中较长时间失业人数增加。从暂时性失业和永久性失业角度来看，5 月暂时性失业人数下降 270 万人，但永久性失业增加 29.5 万人；从全职和兼职工作角度来看，5 月全职就业员工增加 220 万人，兼职就业员工增加 160 万人，兼职员工占就业人数增加超过 40%。因经济不景气原因做兼职的员工人数为 1060 万人，相比四月非农数据，该数据变化较小。但是相比 2 月，由于经济不景气选择做兼职的员工上升 630 万人；从失业时间来看，失业少于 5 周的失业人员人数下降 1040 万人，至 390 万人，占总失业人口的 18.5%。失业时间在 5-14 周的失业人数却大幅上升 780 万人，至 1480 万人，占总失业人口的 70.8%。长期失业人数（27 周以上）大幅上升 22.5 万人，至 120 万人，占总失业人口的 5.6%。失业时间越长，工人重新返回工作的难度越大。从 U6 失业率来看，5 月 U6 失业率虽然较 4 月(22.8%)小幅下降，但依然高达 21.2%，而 3 月这一数值为 8.7%。U6 失业率相比疫情前仍处高位，但工人失业时间在延长，就业质量中兼职工作占比较多，全职工作比较难寻找。

- 4、 食品和酒吧的新增人数占本次非农新增 50%以上。行业新增非农人数来看，

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\\_4649](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4649)

