# “蓝潮”交易火热，但终将回归业绩

## ——海外宏观策略展望

HWABAO SECURITIES ／ 2020年11月

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890517120001）
分析师：樊彬彬（执业证书编号：S0890520030001）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

# 摘要—海外宏观

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **疫情：新增病例持续攀升，欧洲新增死亡病例抬头，且欧洲医疗资源使用量快速上升。**
  - ✓ 欧洲各国目前的疫情防控措施相比于3/4月时期相对较为宽松，对经济的影响也相对彼时更小。
  - ✓ 欧洲各国医疗资源占用量开始快速攀升，目前距离医疗资源挤兑尚有一定的距离。
  - ✓ 海外主要疫苗厂商将于11月底/12月披露临床三阶段的实验数据，并提交FDA审核，确认是否满足FDA标准。
- **经济：美国经济总体处于持续复苏状态，但结构性存在复苏错位，主要体现在服务业等密切接触的行业。**
- **政策：按照目前较大概率的大选结果推演，民主党入主白宫，共和党为参议院多数党、民主党为众议院多数党。**
  - ✓ 财政刺激或在2020年难以推出，规模也将缩水至1万亿左右。财政部目前融资计划也是按照1万亿左右的刺激规模融资。
  - ✓ 拜登提出的2.4万亿的基建和清洁能源计划，预计规模也将会打折。
  - ✓ 拜登方案中的加税举措，由于国会白宫分治，预计短期内推出的概率较低。
- **股票市场：四季度美股整体走势：不确定性依然较高，震荡较大。**
  - ✓ 目前美国大选仍有不确定性，不排除“大选周”拖成“大选月”。
  - ✓ 大选后市场在交易拜登“蓝潮” 的风险偏好情绪过高，但在假设参议院是共和党多数情况下，势必会对拜登的竞选战略的实施有较大不确定性影响。
  - ✓ **中长期来看，通胀成为支持股价上升的因素，业绩成为股市的主要驱动力。相对低估值的道指有望表现好于预期。**
- **债券市场：三因素相互制衡，十年美债收益率波动增加，预计波动区间或在0.7%-1%之间。**
  - ✓ 疫苗的预期以及FDA批准情况。

# 疫情：欧洲各主要国家针对二次疫情的防疫措施

华宝证券 HWABAO SECURITIES

下表是欧洲各主要国家的防疫时间、与3/4月第一次疫情大爆发时的区别、预计后续防疫政策变化。

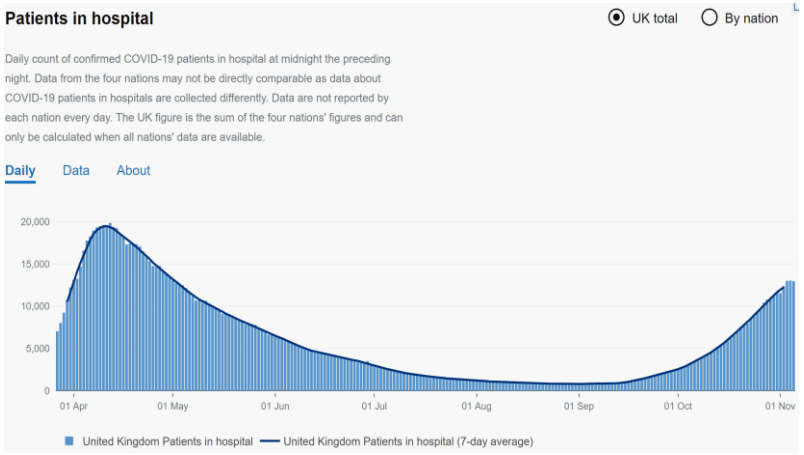
| 国家 | 类型 | 各国疫情防控的具体措施 |
|---|---|---|
| 英国 | 防控时间 | 为期一个月（11.02-12.02） |
| | 与第一次封城对比 | 相同点：避免非必要出行，关闭非必要商店，关闭娱乐及服务性场所 |
| | | 不同点：第二次封城政策总体较第一次宽松。学校、办公场所等保持开放 |
| | 预期后续政策变化 | 1、英国首相约翰逊表示有信心按计划结束本次封城，但具体是否延长还是取决于R值能否降到1以下。<br>2、若此次封城按预期时间结束，12月2号后英国将会重回之前的按地区分级管控的政策 |
| 法国 | 防控时间 | 为期一个月（10.30-12.01） |
| | 与第一次封城对比 | 相同点：避免非必要出行，关闭非必要商店，关闭娱乐及服务性场所 |
| | | 不同点：第二次封城政策总体较第一次宽松。学校保持开放、建造业可以继续生产等。 |
| | 预期后续政策变化 | 1、每两周回顾一次现行政策。若情况好转，会放松部分行业的管制。<br>2、是否延长现在的封城政策取决于法国的每日新增病例能否下降至5000人以下。 |
| 德国 | 防控时间 | 为期一个月（11.02-12.02） |
| | 与第一次封城对比 | 相同点：避免非必要出行，关闭非必要商店，关闭娱乐及服务性场所 |
| | | 不同点：第二次封城政策总体较第一次宽松。学校，教堂，零售商店等都可以在保证社交距离的基础上正常开放。 |
| | 预期后续政策变化 | 1、每2周回顾一次政策。<br>2、现阶段不保证1个月后不延长当前措施。 |
| 意大利 | 防控时间 | 为期一个月（10.25-11.24） |
| | 与第一次封城对比 | 相同点：全国实行宵禁（22：00-5：00） |
| | | 不同点：除宵禁外，其余政策只是区域性管控。根据风险等级，全国被分为三个区，只有高风险地区的非必要出行被叫停，娱乐及服务性场所和非必要商店被关闭。 |
| | 预期后续政策变化 | 根据疫情发展情况，可能升级为全国性封城，也可能会放松管控措施 |

数据来源：欧洲各国家的卫生部等

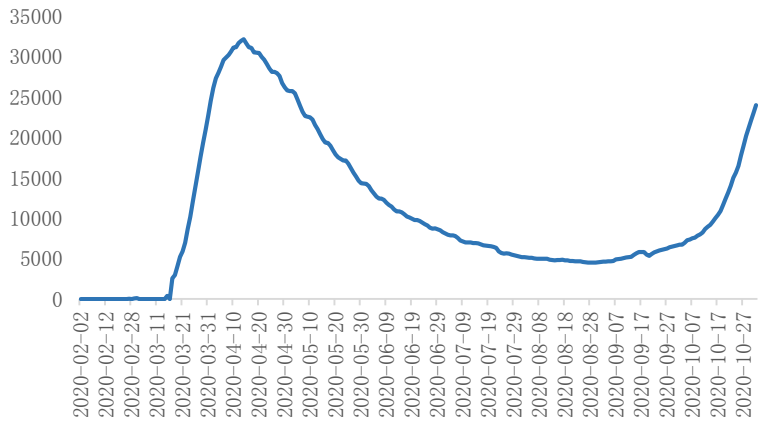
# 欧洲因COVID-19导致医疗资源占用量上升较快

华宝证券 HWABAO SECURITIES

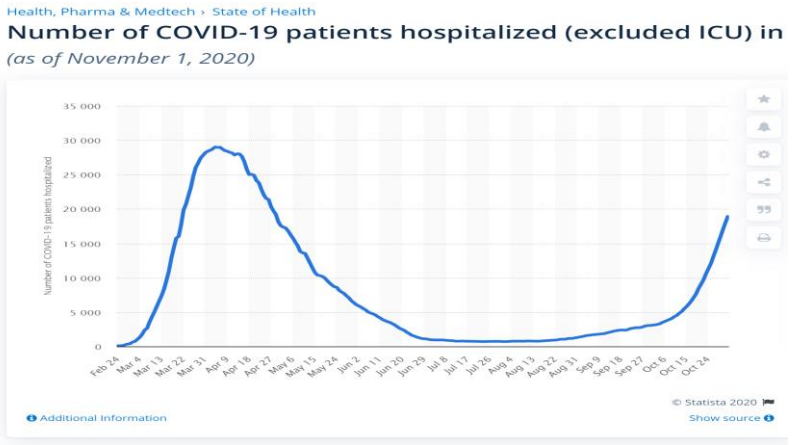
## 英国新冠病人住院人数（非ICU）



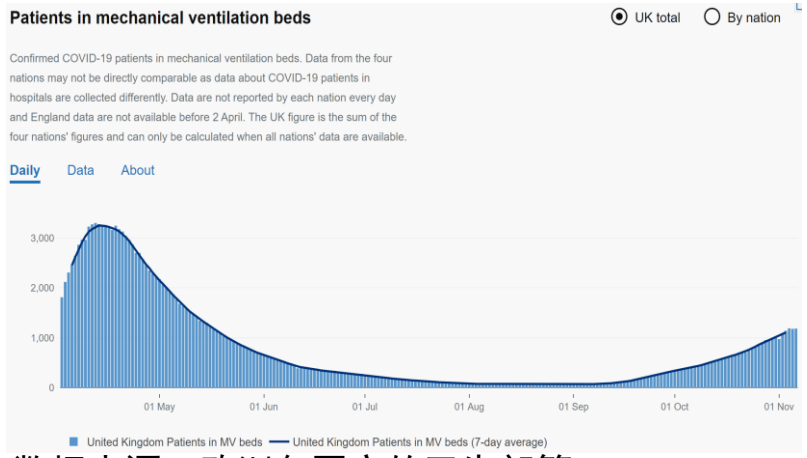

## 法国新冠病人住院人数（非ICU）



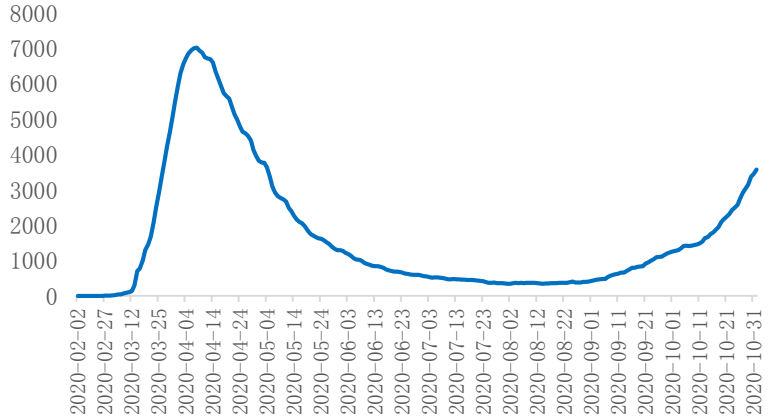

## 意大利新冠病人住院人数（非ICU）



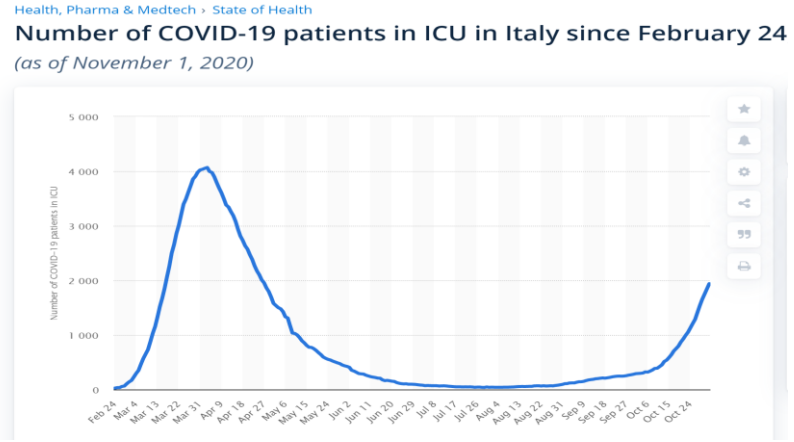

## 英国病人使用呼吸机床位数量




## 法国因新冠使用ICU病床的人数




## 意大利因新冠使用ICU病床的人数




数据来源：欧洲各国家的卫生部等

# 疫苗：有望于12月完成临床三阶段测试

我们预计疫苗或在在2020年底至2021年1月结束临床三阶段测试，但大规模分发使用或在**2021年2季度**左右。

**6月**

美政府公布 “Operation Warp Speed”计划，承诺提供数十亿美元资金支持疫苗研发企业。当时预计10月交付第一批疫苗。

**8月**

- ✓ 特朗普向民众承诺政府最快将在10月大规模分发疫苗。
- ✓ FDA局长表示：愿意绕过正常批准程序，尽快授权一种新冠疫苗。

**9月**

阿斯利康-牛津合作研发的疫苗因受试者遭受严重神经问题而暂停，截至目前已恢复。

**10月**

- ✓ FDA宣布：**在批准任何疫苗之前，他们需要看到志愿者接种第二剂新冠疫苗后两个月的随访数据。导致疫苗上市时间延长。**
- ✓ 强生公司的疫苗都因接种者出现了不明原因的疾病风险而暂停临床试验。
- ✓ 辉瑞宣布：预计将在11月底发布新冠疫苗大规模后期临床试验数据

截至11月7日，各主要国家疫苗进入临床三阶段的情况

| 序号 | 公司 | 国别 | 阶段 | 三阶段启动时间 | 预计批准上市时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Moderna/NIAID | 美国 | III | 2020年7月 | 预期于2020年底可知疫苗是否满足FDA的标准。 |
| 2 | Novavax | 美国 | III | 2020年10月 | 预期最早2021年上市第一季度上市 |
| 3 | 康希诺-中国军事生物研究院 | 中国 | III | 2020年9月 | 已于6月25日获批，**被允许用于军队** |
| 4 | 国药集团 | 中国 | III | 2020年7月 | 已在阿联酋获批，**仅供医护人员使用** |
| 5 | 科兴集团 | 中国 | III | 2020年7月 | 于7月在中国获批，仅允许被有限使用。**预期2021年可供全世界各国使用** |
| 6 | BioNTech/Fosun Pharma/Pfizer（辉瑞） | 德国、美国、中国 | II、III | 2020年4月 | 预期2021年底可生产13亿支 |
| 7 | 强生疫苗/Beth Israel Lahey Health | 美国、以色列 | III | 2020年9月 | 预期于2020年底可知疫苗是否满足FDA的标准 |
| 8 | 阿斯利康-牛津疫苗 | 英国、瑞典 | III | 2020年8月 | 目前项目在巴西、美国的实验已经恢复运行 |

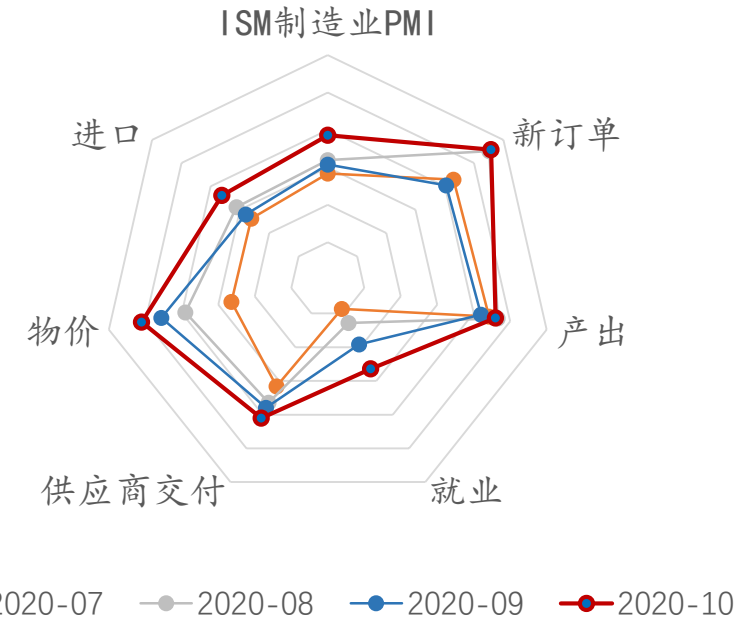
数据来源：New York Times，公开资料整理等

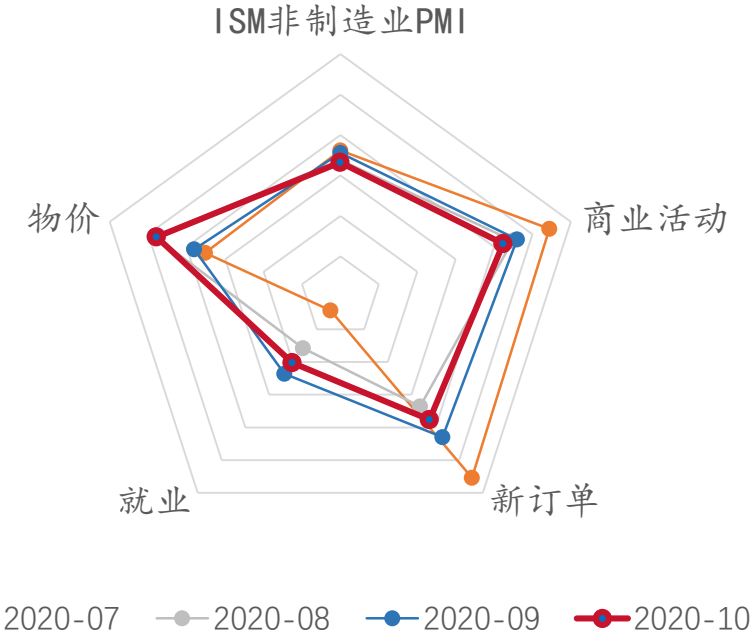
# 美国经济整体情况：总体持续复苏，结构性存在复苏错位

华宝证券 HWABAO SECURITIES

## PMI是表征经济活动的孤岛指标。

- 美国制造业PMI10月59.3，得益于需求端持续改善，新订单加速扩张，产出持续增加，物价环比持续扩张，就业首次站上扩张荣枯线，PMI就业分项10月上升至53.2。
- 美国非制造业PMI10月56.6，商业活动和服务业订单仍处于大幅扩张区间，非制造业就业分项为50.1，仍处于荣枯线上方。非制造业恢复速度相对慢于制造业。



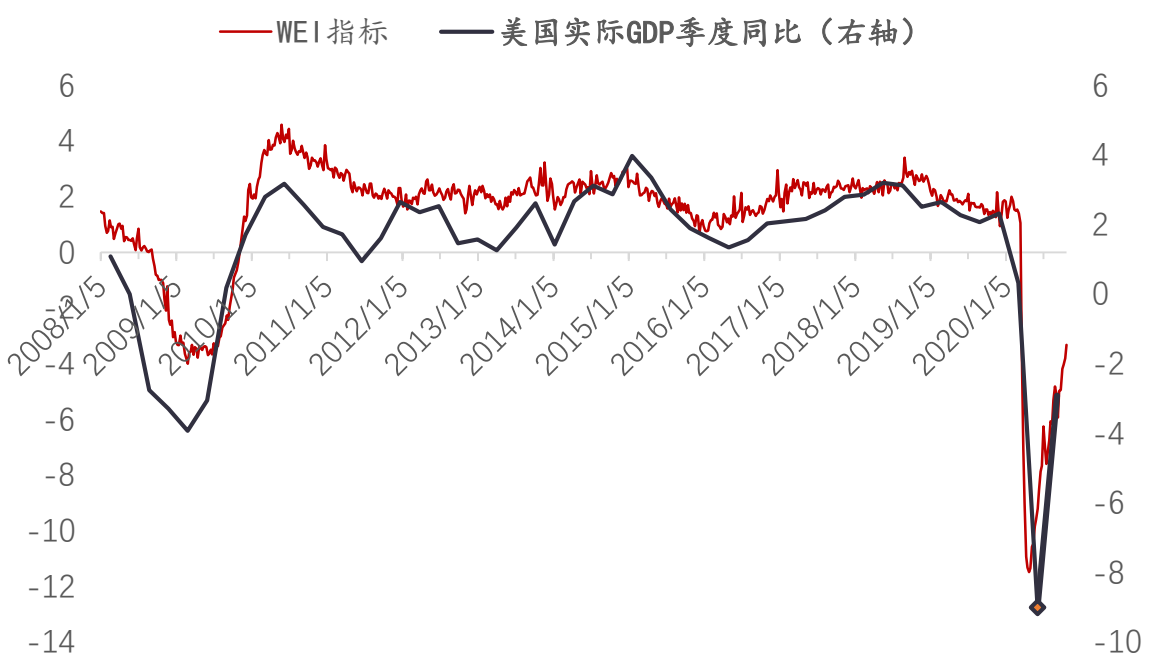

数据来源：wind

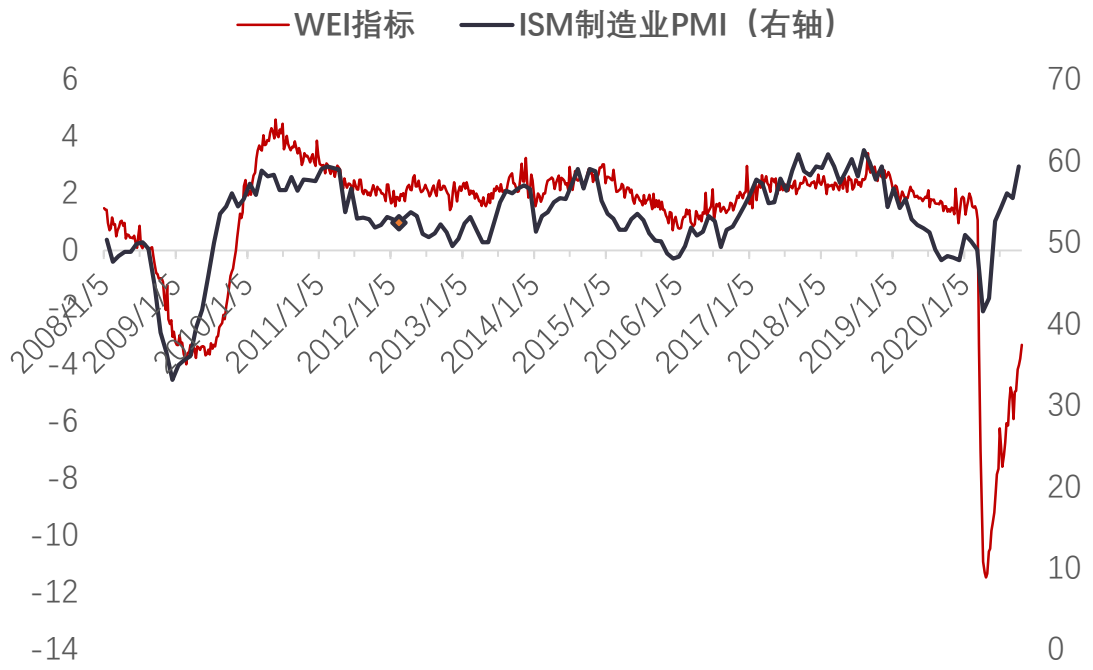
# 美国经济整体情况：总体持续复苏，结构性存在复苏错位

华宝证券 HWABAO SECURITIES

**纽约联储周度公布的WEI指标是反映经济情况的高频综合指标。**

- **长周期角度来看，WEI（周度经济指标）与实际GDP一致性较高，**WEI指标能够较好表征经济运行的总体情况。
- 长周期角度来看，WEI与制造业PMI的长期趋势也是一致的。
- 目前WEI指数呈现持续复苏的态势。



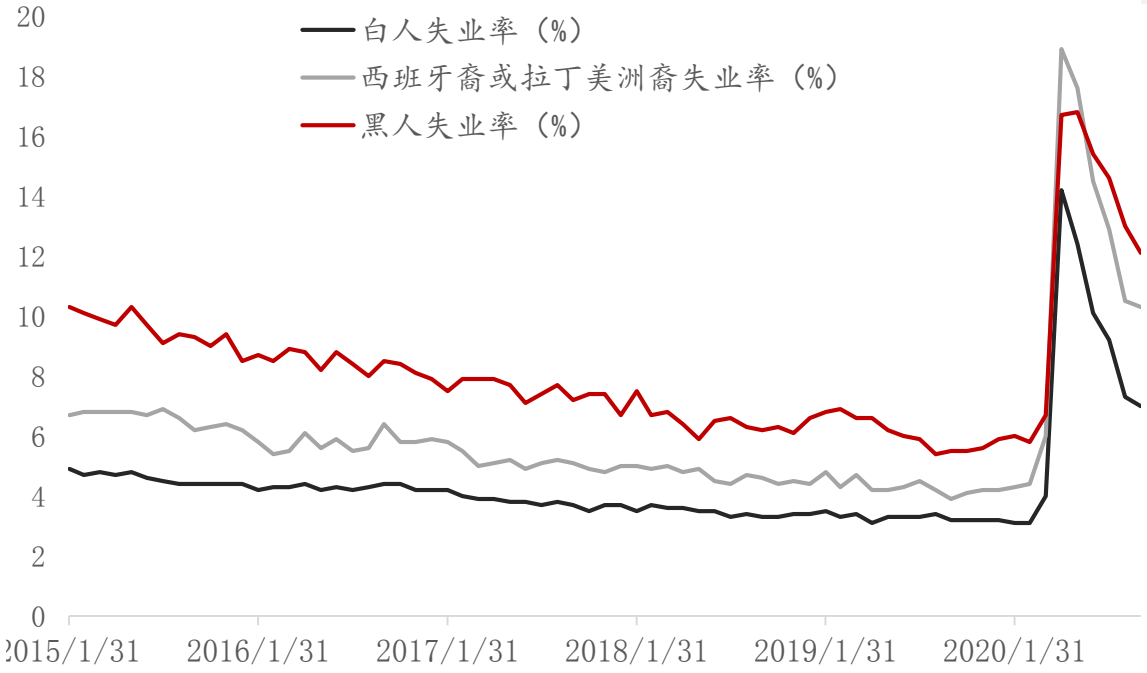

数据来源：wind、纽约联储

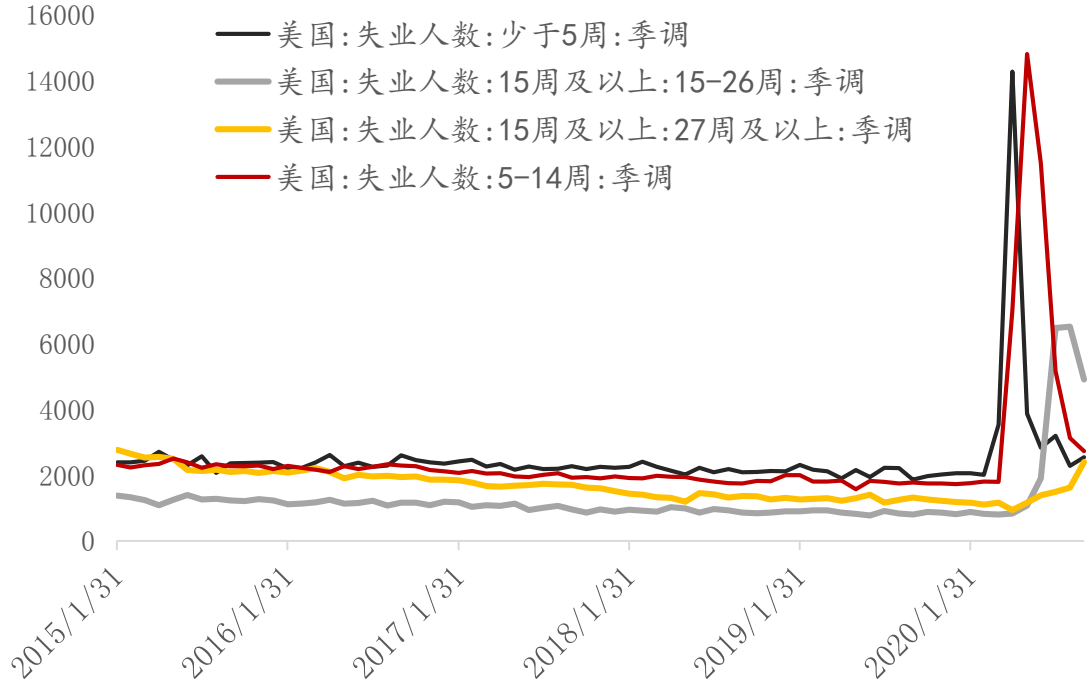
# 美国经济整体情况：总体持续复苏，结构性存在复苏错位

华宝证券 HWABAO SECURITIES

**就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标。**

- **就业市场恢复格局：总体数据恢复较好，结构性矛盾继续凸显。**
  - ✓ 10月新增非农就业人数63.8万人，前值66.1万人，失业率降至6.9%，前值7.9%；
  - ✓ 10月私人部门新增非农就业人数79.5万人，
  - ✓ 结构性矛盾继续凸显：主要体现在**不同种族的失业率差异明显**、**不同收入人群的失业率差异明显**（美联储比较关心的指标）



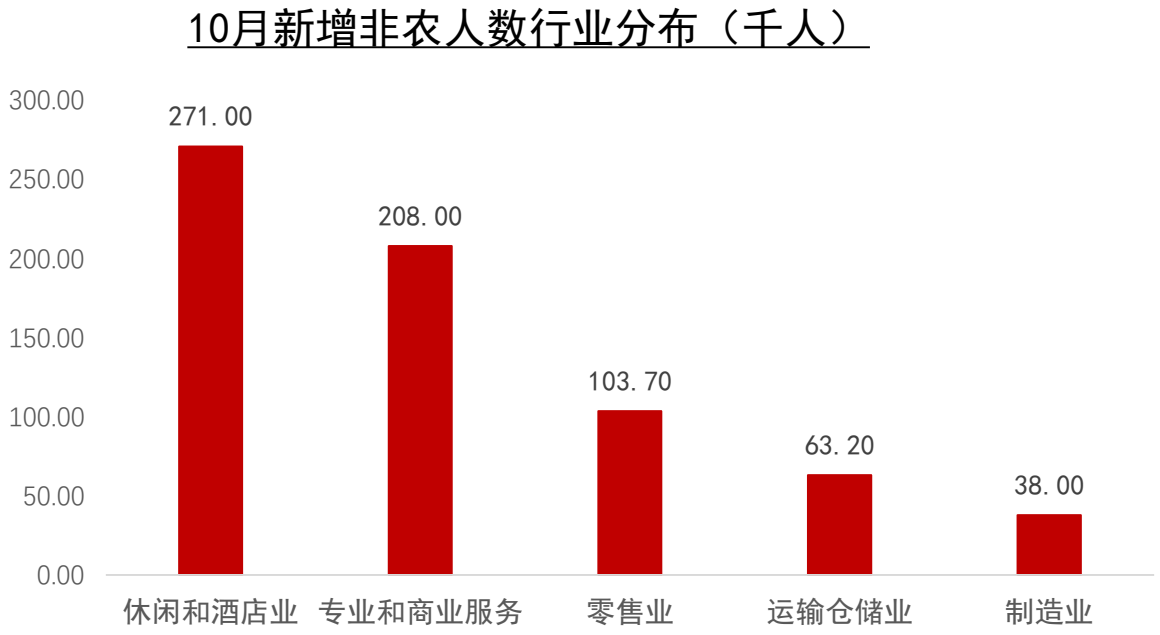

数据来源：wind

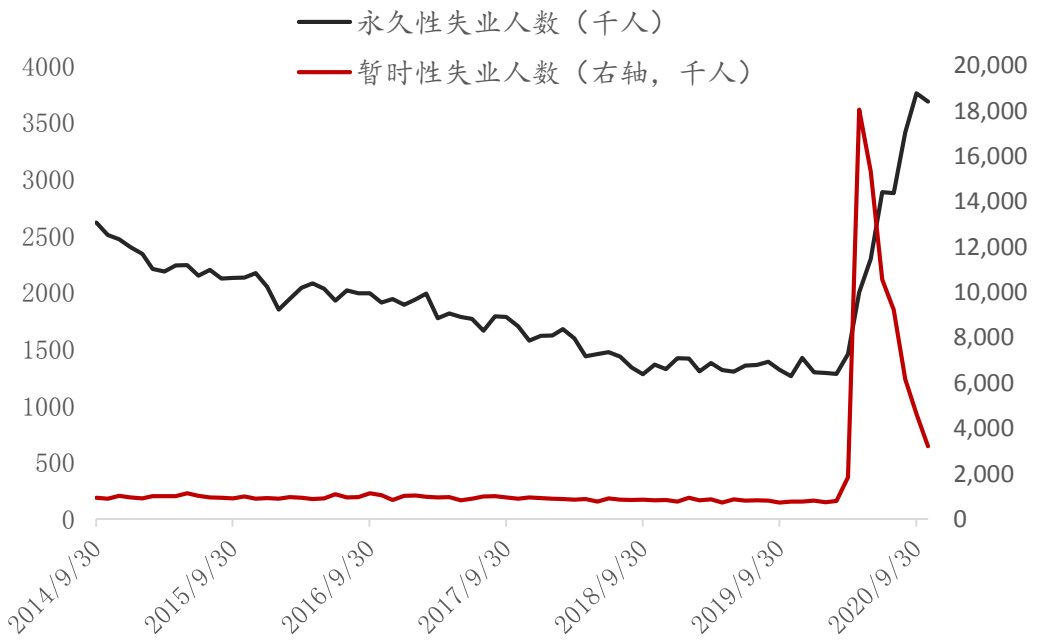
# 美国经济整体情况：总体持续复苏，结构性存在复苏错位

华宝证券 HWABAO SECURITIES

**就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标。**

- **就业市场恢复格局：总体数据恢复较好，结构性矛盾继续凸显。**
  - ✓ 9月新增非农行业中，休闲和住宿行业新增人数占总非农新增人数**50%**左右。其次专业和商业领域、零售、运输仓储行业、制造业等新增就业人数较多。
  - ✓ 就业质量方面，9月永久性失业人数**首次下降**，暂时性失业人数继续下降，且小于永久性失业人数。



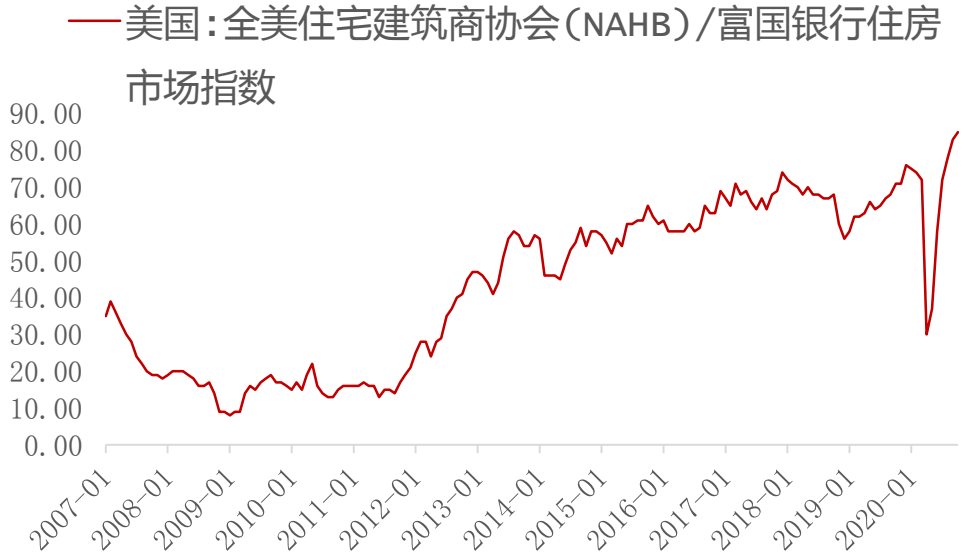




数据来源：wind、Bloomberg

# 经济复苏韧性强体现之一：地产量价齐升将高位维持

华宝证券 HWABAO SECURITIES

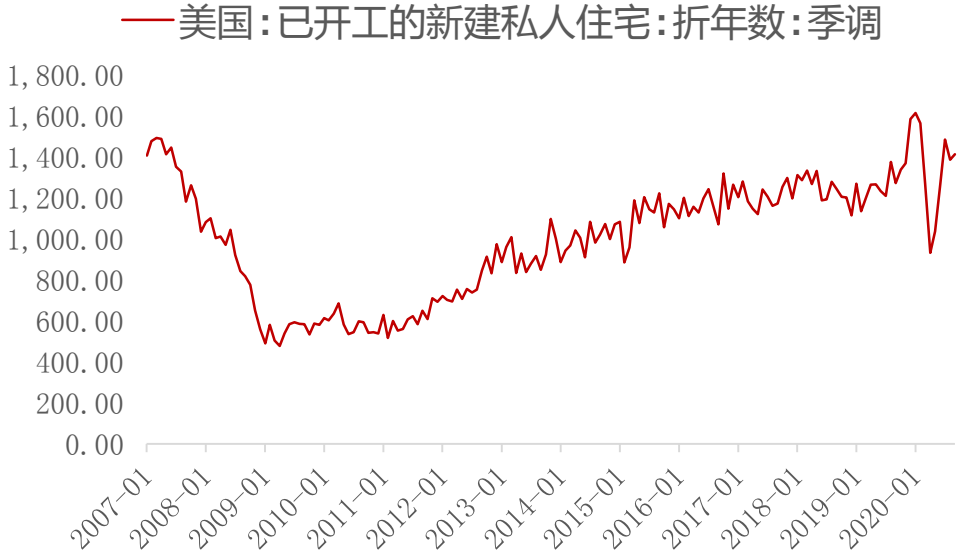
- 地产方面，无论销量或房价，无论新房或二手房，均在疫情后周期**呈现迅速反转复苏**的趋势。
- 展望四季度至明年上半年，**预计地产能够高位维持现有趋势**，将对地产产业链上下游带来一定的提振作用。
- 地产是支撑我们判断美国经济内生性较好，韧性比较强的一大重要理由。即便未来会受疫情多次爆发的扰动，美国经济或会暂时收缩或停滞，但**疫情有所好转或者疫苗问世，美国经济恢复的弹性将较好。**









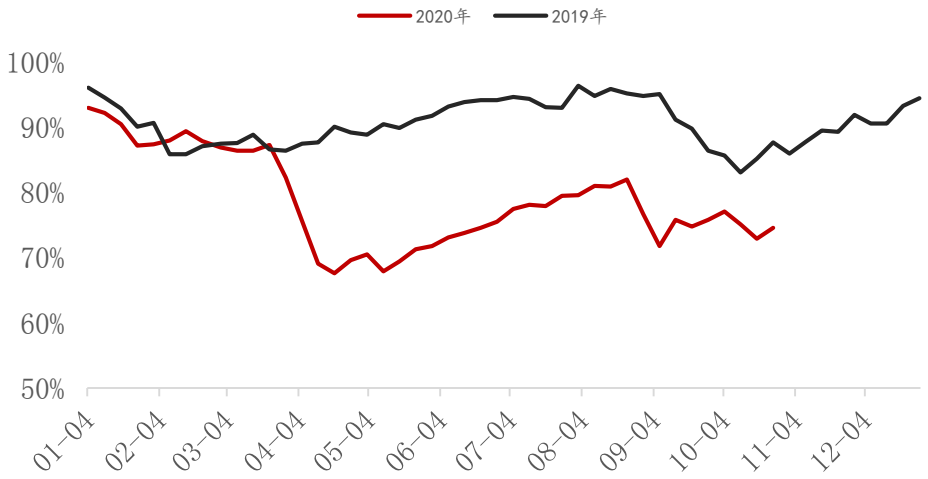




数据来源：wind

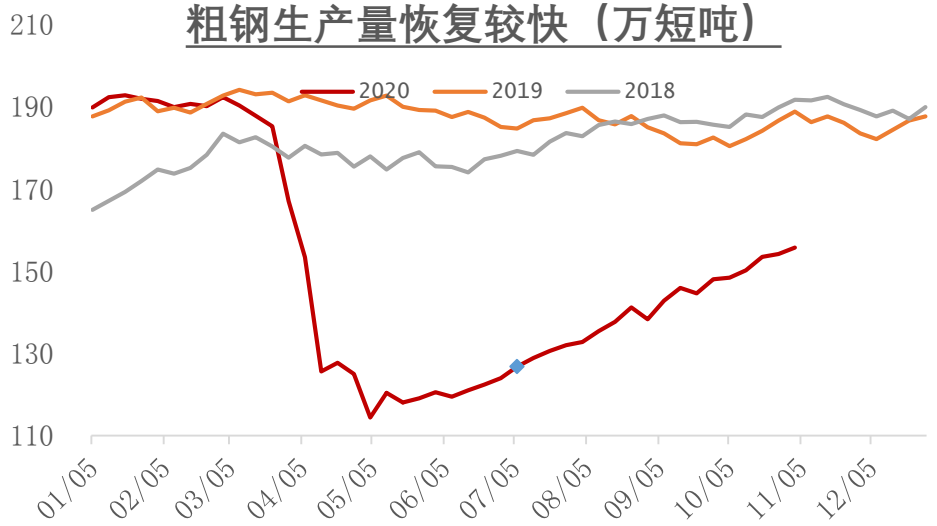
# 经济复苏韧性强体现之二：制造业将持续复苏

- 制造业在美国疫情多次爆发下几乎未受冲击。目前制造业在6/7/8/9/10五个月持续复苏。
- 目前炼油厂开工率恢复至**七成**以上；粗钢产量恢复至**八成**以上；发电量在疫情严重时期稍有所下降，自七月份以来**基本恢复**至去年同期水平。铁路货运量已**基本恢复**。
- 总体来看，企业新订单持续扩张、产出量持续扩张。企业原材料量价齐升，进口量及物价持续扩张。

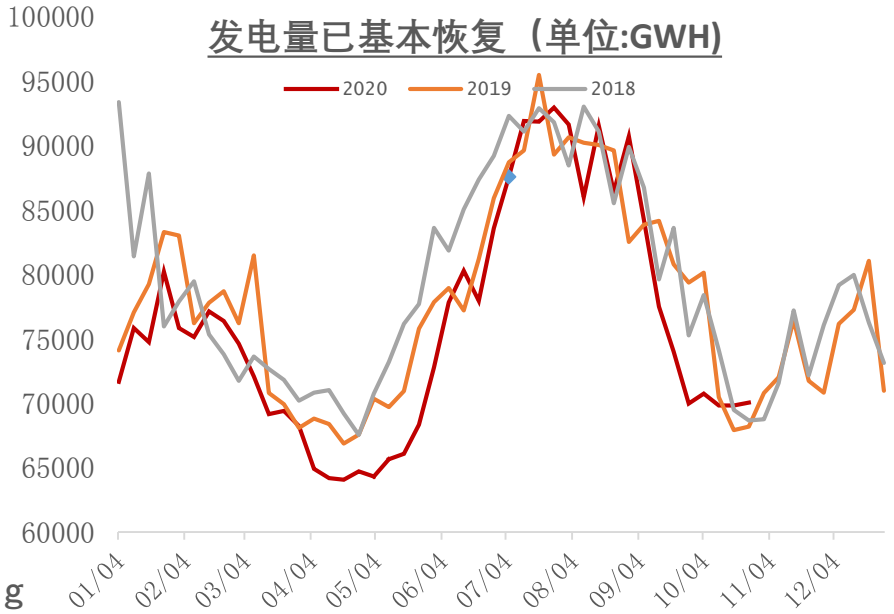
炼油厂开工率持续上升



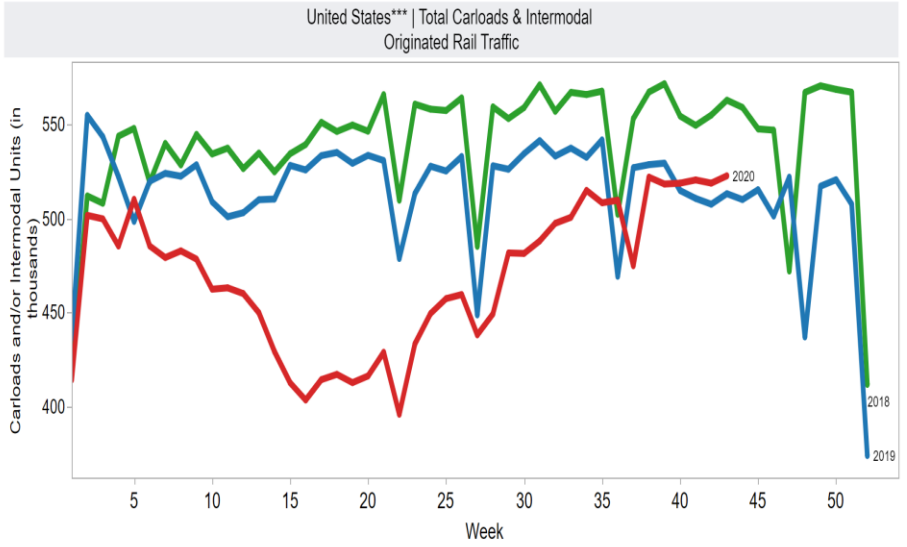

粗钢生产量恢复较快（万短吨）




发电量已基本恢复（单位:GWH)




铁路货运量已基本恢复

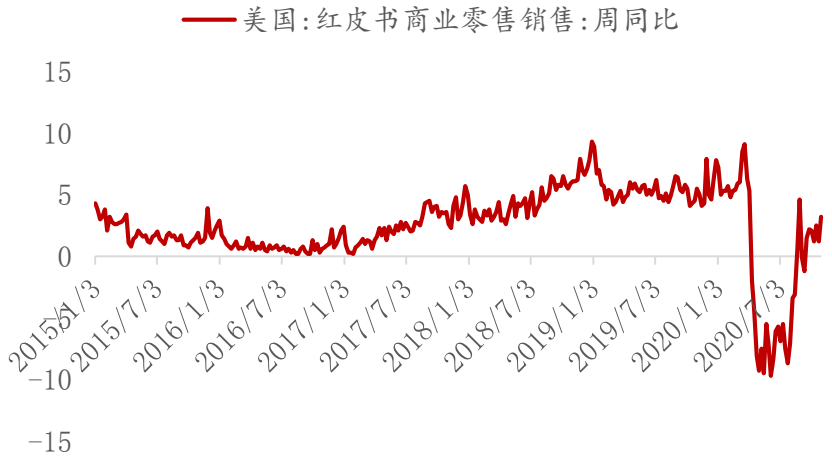


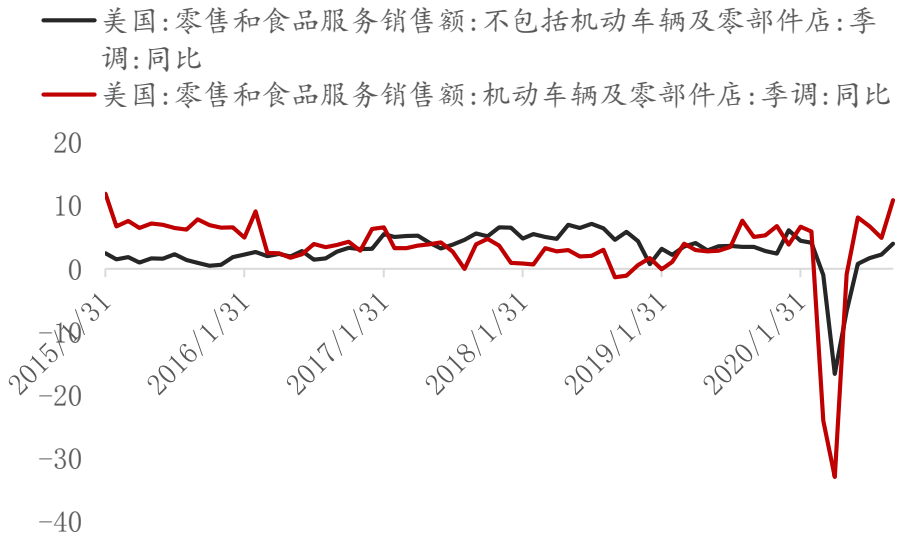

数据来源：wind、AAR、Bloomberg

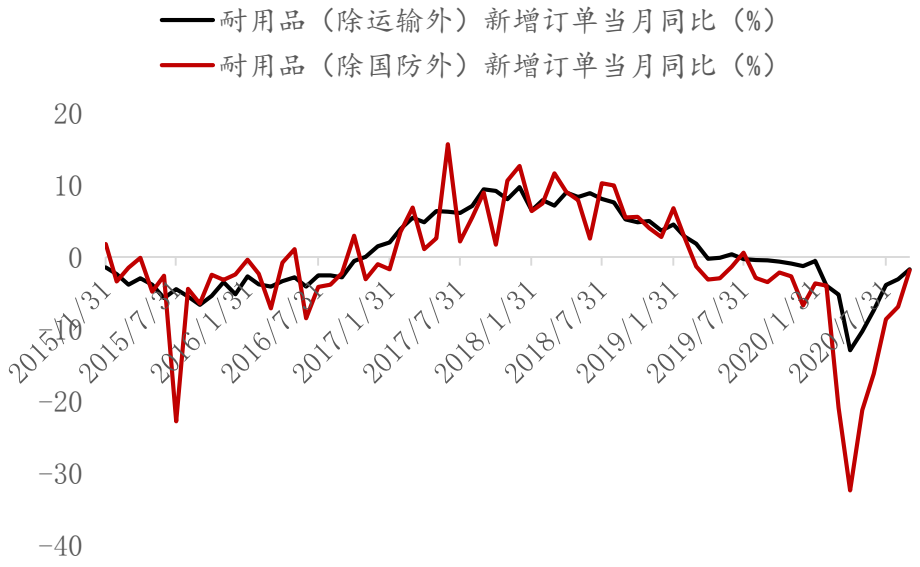
# 经济复苏韧性强体现之三：亮眼的零售表现预计可持续

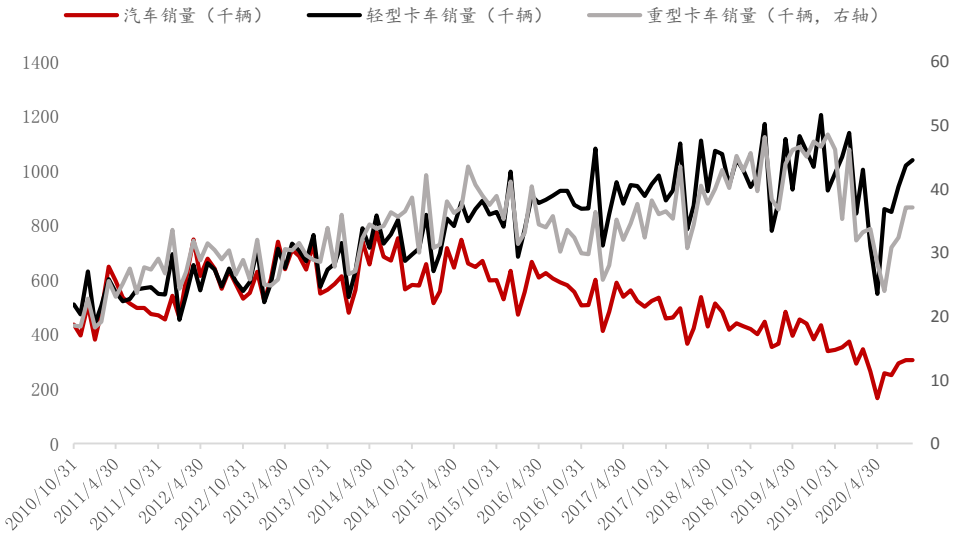
- 零售是消费端表现最好的行业之一。
- 一是因为受疫情干扰下，州政府仅是针对密切接触的部分服务业进行限制，而并没有针对零售行业进行限制。
- 二是因为低利率且预期长期持续下，对可选消费品的需求增加，带动汽车行业的销量上升。
- 预计四季度零售将高位维持。

红皮书商业零售同比持续向好



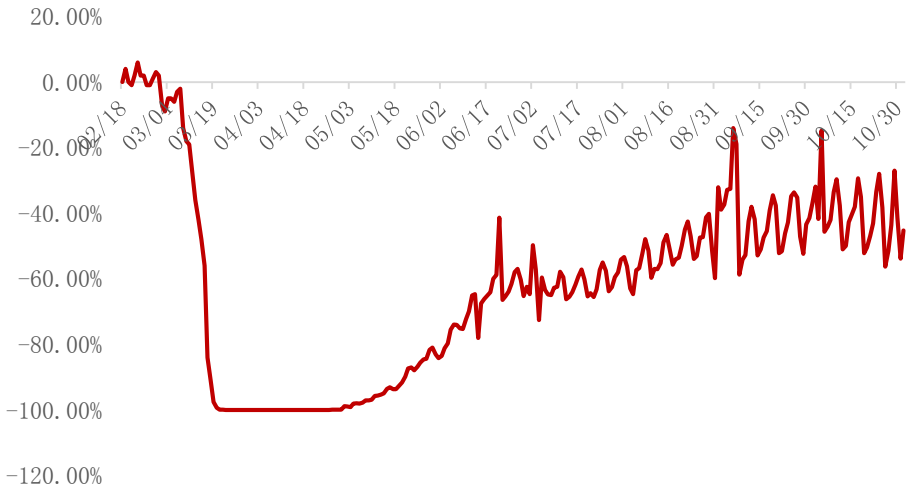

数据来源：wind

# 经济复苏存在错位：受制于疫情，服务业表现暂缓

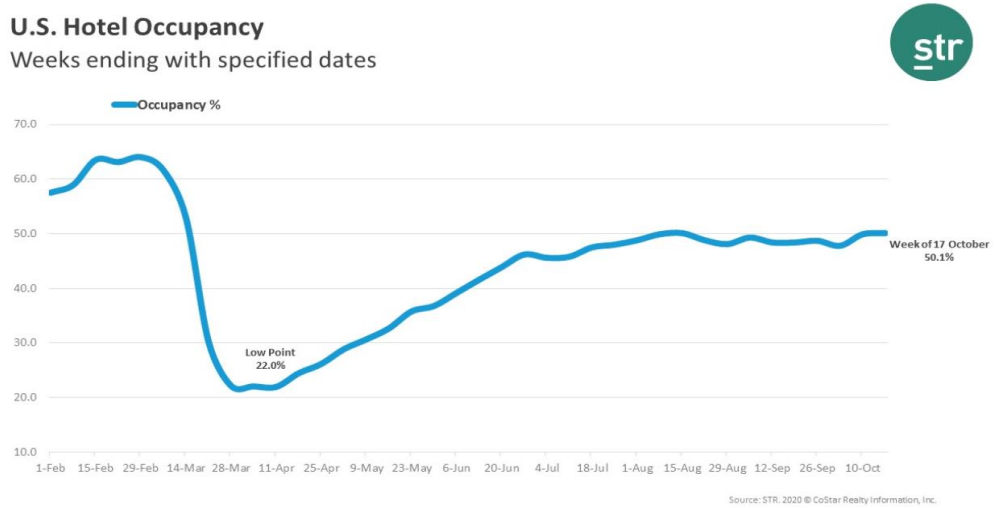
华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 服务业受制于疫情和防控措施等影响，复苏相对其他行业较为缓慢。
- 影院、航空等密闭服务场所恢复相对最慢。
- 影院恢复情况最弱；航空恢复至去年同期四成左右；酒店住宿恢复至去年八成左右；餐饮行业恢复至去年同期七成左右。

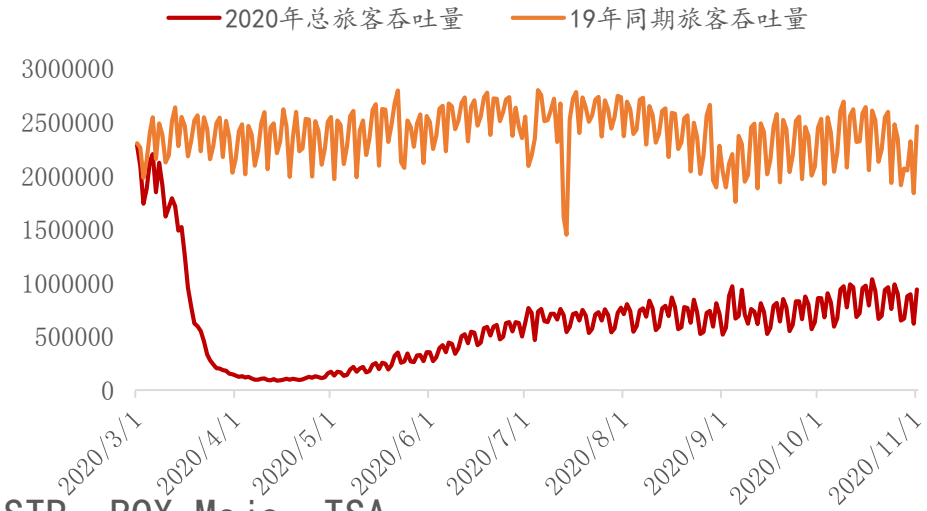
餐饮行业用餐同比下滑约40%



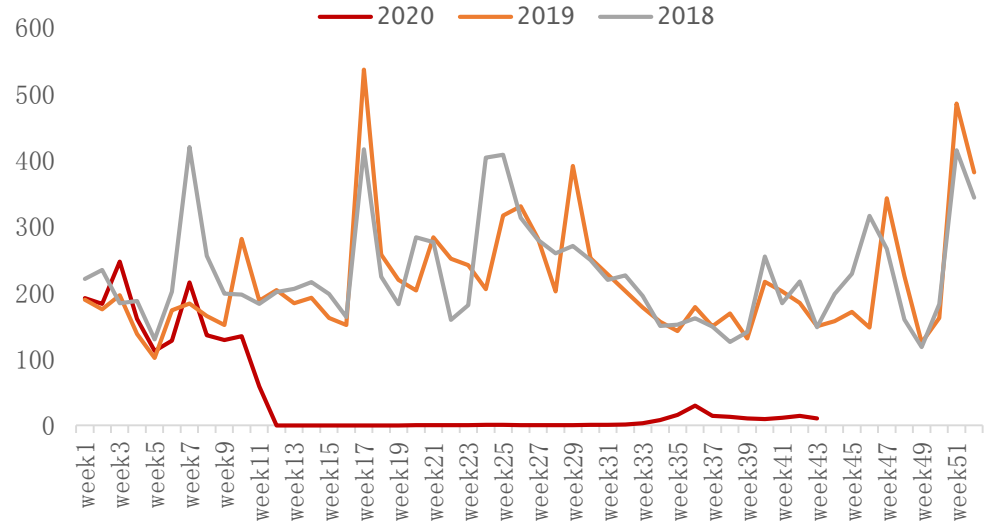

酒店住宿率自8月以来持续徘徊在50%左右




TSA机场旅客吞吐量远未达到去年同期水平




疫情后期影院票房收入增长缓慢（单位：百万）



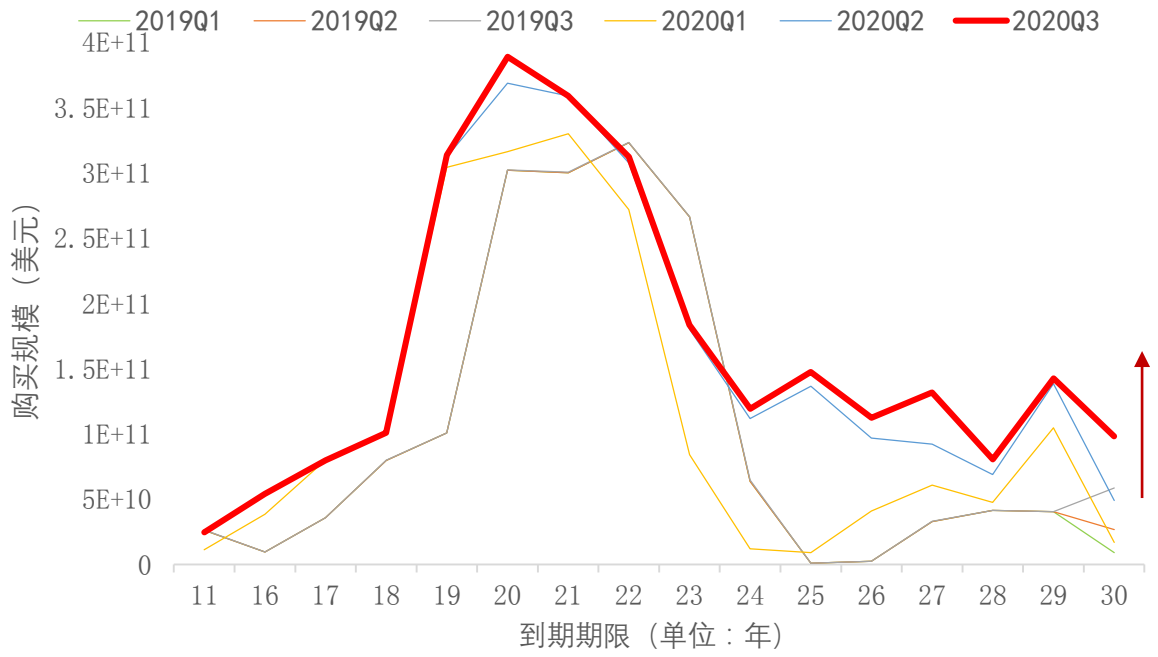

数据来源：Opentable、STR、BOX Mojo、TSA

# 货币政策：现有宽松将持续，更多变化在微调

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 目前美联储的货币政策处于观望阶段，更多的操作在微调方面。
  - ✓ QE虽然量保持不变，但购债的久期在缓慢逐步拉长（下面左图）。
  - ✓ 美联储在三月打出的非常规货币政策工具，预计到期后将会延长工具的适用日期（下面右图）。
  - ✓ 美联储逐步调整部分非常规货币政策工具的范围，如MSLP（主街贷款计划），以适应小企业的需求。

    eg:2020年10月30日，美联储将MSLP（主街贷款计划）规模由25万美元下调到10万美元。




| 非常规货币政策工具 | 到期时间 |
|---|---|
| PDCF | 2020年12月31日 |
| MMLF | 2020年12月31日 |
| PMCCF、SMCCF | 2020年12月31日 |
| PPPLF | 2020年12月31日 |
| MSLP | 2020年12月31日 |
| MLF | 2020年12月31日 |
| TALF | 2020年12月31日 |
| CPFF | 2021年3月17日 |
| FIMA回购 | 2021年3月31日 |

数据来源：美联储网站

# 大选&财政政策：展望新一届总统的政策主张

华宝证券 HWABAO SECURITIES

**以民主党入主白宫，共和党为参议院多数党、民主党为众议院多数党方案推演。**

- **首要任务是防控疫情。**
  - ✓ 增加口罩等个人防护用品的生产，通过敦促州长和地方立法者执行命令来鼓励全民普遍使用口罩 。
  - ✓ 将美国的新冠病毒测试点增加一倍；加大对快速检测试剂的投资。
  - ✓ 与CDC合作，为试图重新开放的企业、学校和其他设施制定明确的指导方针，同时为企业、学校、州和地方政府提供政府资金。
  - ✓ 投资250亿美元用于疫苗生产和分配计划，确保民众免费公平获得疫苗。
- **第二：实施新一轮的财政刺激政策：**
  - ✓ 推出时间点：**今年（2020年）或难以推出**，更大概率是在拜登入主白宫后推动。
  - ✓ 刺激规模：或明显小于目前众议院的2.2万亿规模。预计规模可能在**1万亿**左右。
- **第三：基建和能源计划：2.4万亿包括清洁能源计划，预计在2050年使美国进入“碳中和” 阶段。**
  - ✓ 建设新的、环保的基础设施，范围包括交通、能源、汽车等。
  - ✓ 鼓励汽车厂商生产更多的新能源汽车，将建设50万个电动汽车充电站。
  - ✓ 鼓励升级400万幢建筑物，以提高能源使用效率；推动削减对化石燃料使用的公司的税收补贴。禁止在联邦土地上开采化石燃料。

# 大选&财政政策：展望新一届总统的政策主张

华宝证券 HWABAO SECURITIES

**以民主党入主白宫，共和党为参议院多数党、民主党为众议院多数党方案推演。**

- **第四：提高公司所得税，由于参议院为共和党执掌，短期内提高的可能性非常低。**
  - ✓ 对大公司征税，让大公司负责任，帮助小企业。
  - ✓ 对收入最高的1%人群征收个人所得税，同时对中低收入家庭实施税收减免。
- **第五：推行平价医保法案**
  - ✓ 降低医保费，并允许联邦医疗保险与保险公司谈判药品价格。
  - ✓ 进行大规模的免费检测，并迫使保险公司承担预防和治疗的全部费用。
- **第六：科技监管。**
  - ✓ 加强对大型科技公司的监管是两党的共识，但采取何种形式目前依然有分歧。
  - ✓ 重点在于反垄断和隐私数据的监管。
- **第七：贸易和外交。总统在对外贸易和外交政策的制定方面有广泛的权利。**
  - ✓ 短期内可能维持之前的关税。
  - ✓ 实施“恢复美国领导地位的计划”，推行多边主义。处理好美国与盟友的关系将成为他的第一要务。
- **第八：其他，包括支持合法移民等。**

# 大选&财政政策：财政部四季度融资规模有所下降

华宝证券 HWABAO SECURITIES

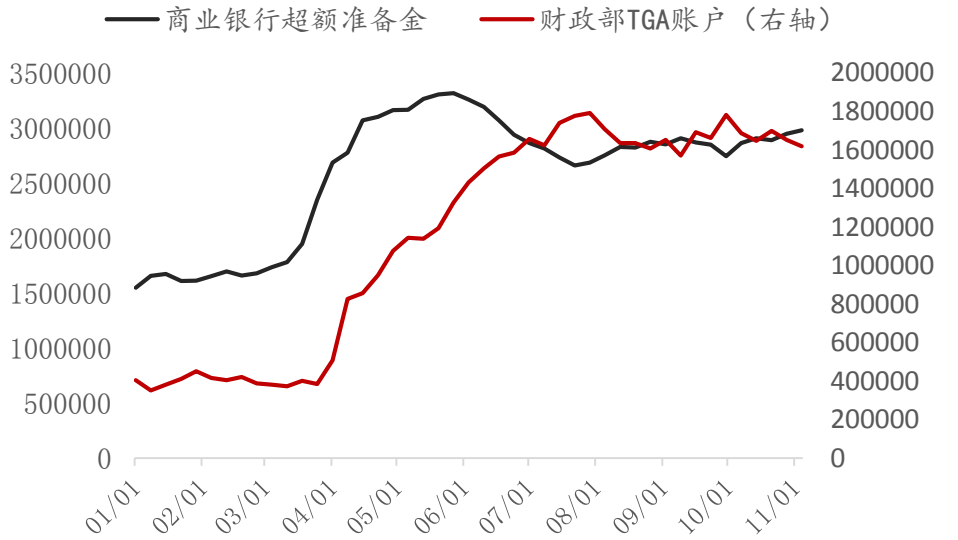
- **财政部融资计划（11月最新发布）：**
  - ✓ 财政部按照**1万亿的财政刺激**预估规模 考虑需要净发行的国债规模。
  - ✓ 最新预计四季度需要净融资6170亿元，2021年一季度融资11270亿元（我们预计明年一季度融资计划将下修）。
  - ✓ 预计到四季度结束，财政部预留现金为8000亿，目前财政部TGA账户约为1.6万亿。也就是财政部估计将在四季度花掉8000亿。

单位：十亿

**Sources and Uses Reconciliation Table**

| Quarter | Announcement Date | Financing Need | Financing: Marketable Borrowing | Financing: All Other Sources | Financing: Total | Change in Cash Balance | End-Of-Quarter Cash Balance | Memo: SOMA Redemptions |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | (1) | (2) | (3) | (4) = (2) + (3) | (5) = (4) - (1) | (6) | (7) |
| Jul - Sep 2020 | August 3, 2020 | 1803 | 947 | (66) | 881 | (922) | 800 | 0 |
| | Actual | 401 | 454 | 7 | 461 | 60 | 1782 | 0 |
| | Forecast Revisions | (1,402) | (493) | 73 | (420) | 982 | 982 | 0 |
| Oct - Dec 2020 | August 3, 2020 | 1209 | 1216 | (7) | 1209 | 0 | 800 | 0 |
| | November 2, 2020 | 1546 | 617 | (53) | 565 | (982) | 800 | 0 |
| | Forecast Revisions | 337 | (599) | (45) | (645) | (982) | 0 | 0 |
| Jan - Mar 2021 | November 2, 2020 | 1123 | 1127 | (4) | 1123 | 0 | 800 | 0 |

三季度商业银行超储和财政部存款变化不大（单位：百万）

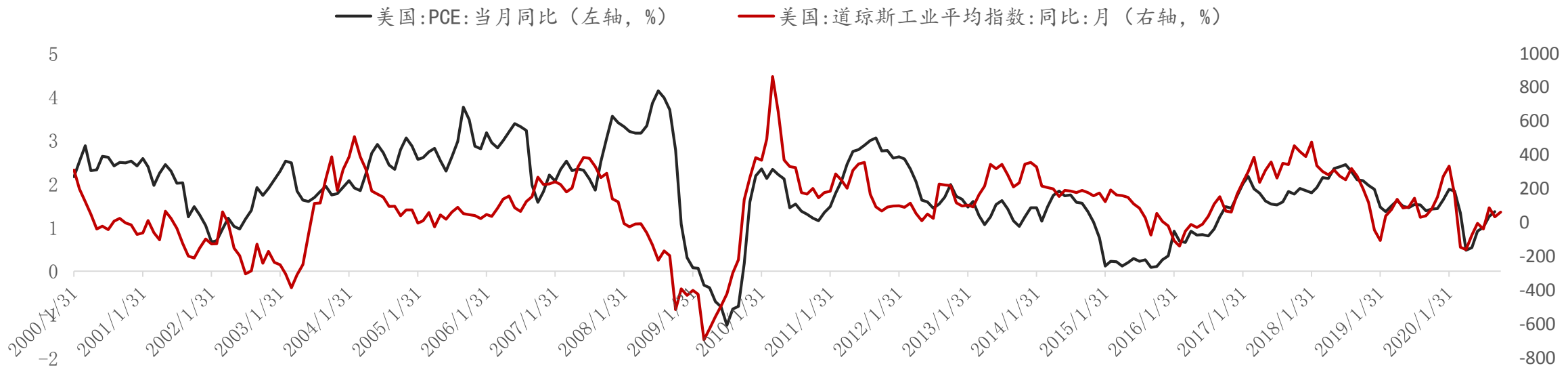



数据来源：财政部、wind

# 美股：四季度波动仍然较高，警惕大选的不确定性

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **四季度美股整体走势：不确定性依然较高，震荡较大。**
  - ✓ 目前美国大选仍有不确定性，不排除“大选周”拖成“大选月”。
  - ✓ 11月初的几个交易日涨幅目前交易拜登“蓝潮” 情绪过高，我们认为主要是风险偏好引致，但在参议院是共和党把控情况下，势必会对拜登的竞选战略的实施有较大不确定性影响。
- 中长期来看，**通胀成为支持股价上升的因素，业绩成为股市的主要驱动力。**
  - ✓ 通胀温和回升逻辑：疫苗、疫情导致的财政刺激方案、基建和清洁能源建设等。
- 我们相对更看好疫情受损行业的价值修复，即：**低估值的价值股企业，其业绩将会迎来修复。**




数据来源：wind

# 美债：三因素相互制衡，十年美债收益率波动增加

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 未来一到两个季度，美债利率的变化主要取决于三个因素：
  - ✓ **疫苗的预期以及FDA批准情况**。辉瑞于11月底披露临床三阶段数据、强生和Moderna于12月底可知是否满足FDA标准。在疫苗研发较为顺利的情况下，预计疫苗大规模分发的时间点或在**2021年Q2**阶段。
  - ✓ **财政政策和基建的规模**。在参议院由共和党把控情况下，一方面2020年底财政刺激政策出炉的概率很小。另一方面，财政刺激规模或不超过1个亿。

财政刺激规模大幅缩水 → 财政部的国债拍卖处于过度融资状态 → 2021年债券的供给压力下降，尤其是短期国债。财政部的中长期国债发行速度将放缓。

  - ✓ **美联储QE的购债规模和购债久期变化**。
- **以上三个因素，疫苗的推出时间以及临床三阶段的效果等相对影响美债最大，其次是财政政策和基建规模的推出时间和推出规模，美联储QE我们预计大概率维持现状，已计入市场预期中。**
- **综上，我们预计未来一个季度，十年美债或在0.7%-1%之间波动**。较上期预计区间的底部上调10bp。

# 风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 市场有风险，投资须谨慎。
- 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

# 谢谢！

敬请扫描二维码

**关注微信公众号「华宝财富魔方」**

华宝证券
HWABAO SECURITIES