看好美股疫情受损企业的后续表现—海外市场九月策略报告

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：樊彬彬
执业证书编号：S0890520030001
电话：021-20321296
邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

投资要点：

◆ 美国经济复苏韧性强，一旦疫情压制的不确定性减弱，经济复苏的弹性将较为充足。美国经济环比持续改善是亮点。

◆ 就业是美国经济的综合指标。未来，美联储将更多的参考就业结构性改善的持续情况考虑是否进行货币政策调整。也就是说，美联储也不会依据失业率达到自然失业率而调整货币政策。近期美联储表示将在共识声明中不再提及来自 SEP 的自然失业率预估。这是因为一方面实时预估结果有高度不确定性，更重要的，美联储认为失业率不能充分反映劳动力市场的完整情况。

◆ 平坦的菲利普斯曲线、低基础通胀和低中性利率的组合，会导致资产价格出现更大的周期性波动。在长期低利率预期下，将提高投资者风险偏好，追求收益和杠杆激励的行为。伴随经济扩张，这将加剧金融失衡。美联储将会更加重视金融稳定的程度，其将宏观审慎作为第一道防线非常有必要，以便让货币政策继续专注在实现最大就业和 2%的平均通胀目标。

◆ 美股相对更看好疫情受损企业后续的表现，科技股需要重视美国政府的反垄断调查风险。美债十年期收益率四季度下有底，大致维持在 0.6%左右。

◆ 风险提示：美国大选不确定性增加、英国硬脱欧的风险、地缘政治摩擦加剧

内容目录

1. 海外宏观观察 3
1.1. 经济：经济复苏韧性虽强，但远非 V 型反转 3
1.2. 政策：货币宽松托底，美联储提高对金融稳定的重视程度 5
2. 海外市场策略展望 6
2.1. 美股：震荡加大，但不是单边下跌 6
2.2. 债市：十年美债收益率下有底 0.6% 6

图表目录

图 1 不同种族的失业率差异明显（单位：%） 3
图 2 永久性失业持续攀升（单位：千人） 3
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 持续转好 4
图 4 美国 ISM 非制造业 PMI 就业环比改善明显 4
图 5 地产行业 V 型复苏反转（单位：千套） 4
图 6 零售数据同比已大幅转正 4
图 7 小型企业贷款指数"V 型"反弹 4
图 8 消费者信心指数具有强烈的顺周期属性 5

1. 海外宏观观察

1.1. 经济：经济复苏韧性虽强，但远非 V 型反转

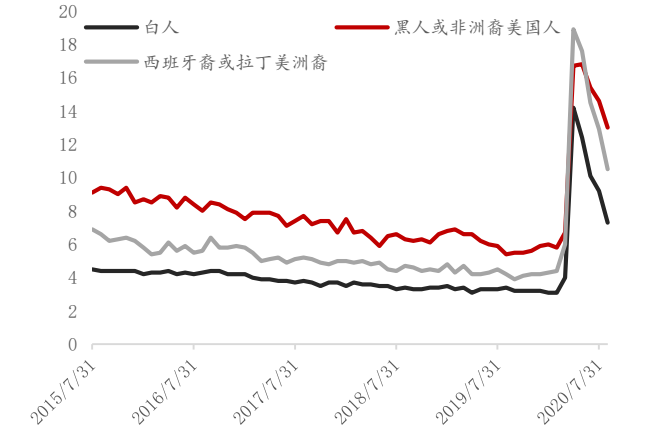
整体上，美国目前经济复苏恢复弹性相对较为不错，体现在数据上即为就业的大幅改善。就业是美国经济的综合指标，从美联储货币政策框架的变更表述也可以看出——充分就业是基础广泛且具有包容性的目标。未来，我们认为：**在美联储的双重使命中，美联储将赋予就业相对更重要的权重，而且，美联储将更多根据就业结构性持续改善的情况下，通胀的表现来考虑是否进行货币政策调整。**

目前就业市场恢复情况呈现的格局是：总体数据恢复较好，结构性矛盾继续凸显。

美国 8 月新增非农就业人数 137.1 万人，预期 135 万人，前值 173.4 万人，失业率降至 8.4%，预期 9.8%，前值 10.2%。**新增就业人数继续超预期，整体就业恢复较好，美联储主席鲍威尔公开表态肯定 8 月就业报告表现不错。**

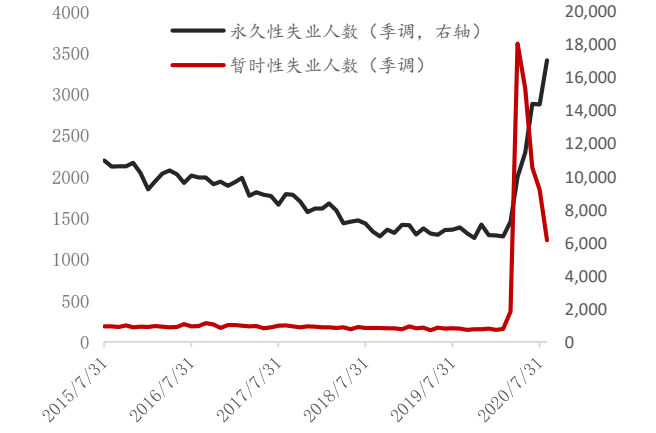
但就业市场结构性矛盾尚未得到有效改善。主要体现在不同种族的失业率差异明显，以及不同收入人群的失业率差异明显。**未来，美联储也不会依据失业率达到自然失业率而调整货币政策。近期美联储表示将在共识声明中不再提及来自 SEP 的自然失业率预估。这是因为一方面实时预估结果有高度不确定性，更重要的，美联储认为失业率不能充分反映劳动力市场的完整情况。**

图 1 不同种族的失业率差异明显（单位：%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2 永久性失业持续攀升（单位：千人）

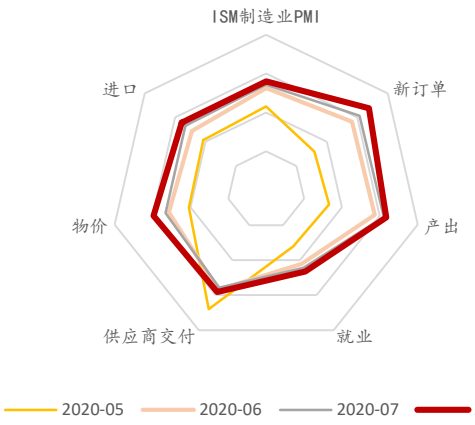


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在美国经济的韧性层面，我们一直认为经济韧性是比较强的。一旦疫情的压制缓解，经济复苏的动能是较为充足的。可参考我们之前的策略报告《疫情变化依然是短期经济的主要矛盾—海外市场八月策略报告》、《花开堪折直须折—持续把握现有美好时光》等。

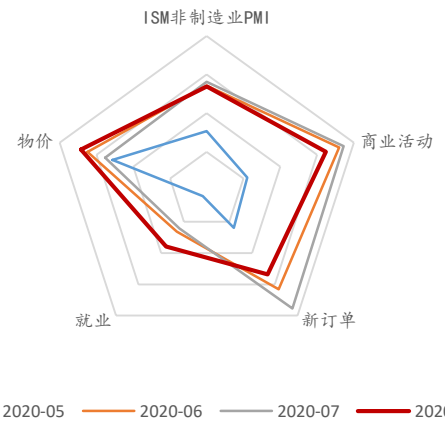
目前，经济在投资方面和消费方面均有比较好的亮点，尤其是在前期我们提示的地产、零售、中小企业信贷等方面。制造业在美国疫情二次爆发下几乎未受冲击，体现在制造业在 6/7/8 三个月持续复苏。

图 3 美国 ISM 制造业 PMI 持续转好



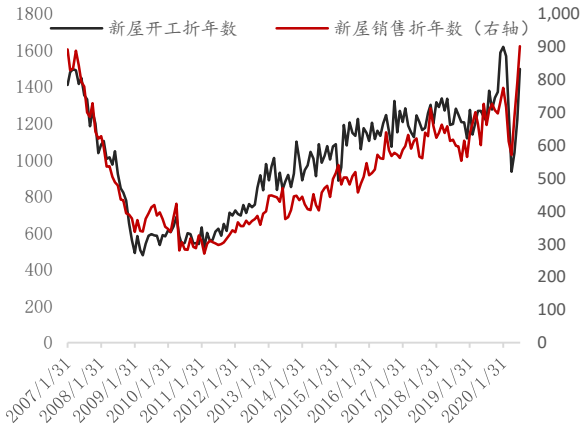
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4 美国 ISM 非制造业 PMI 就业环比改善明显



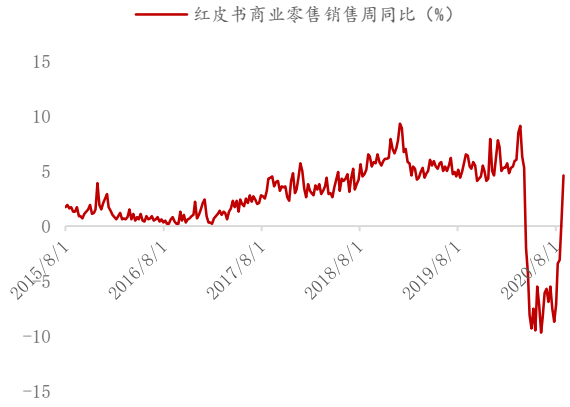
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5 地产行业 V 型复苏反转（单位：千套）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6 零售数据同比已大幅转正



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7 小型企业贷款指数"V 型"反弹



资料来源：Paynet，华宝证券研究创新部

我们如何看待服务业以及消费者信心的不足？

服务业相比制造业受疫情冲击影响更大，而且复苏也较为缓慢。目前餐饮恢复至疫情前的

六成、出行基本恢复至疫情前水平、航空恢复至疫情前的三成、影院恢复程度不到疫情前的一成。

服务业恢复缓慢主要由三方面原因：

1）各个州出于疫情防控考虑对复工的限制。

2）居民就业不足以及财政刺激尚在扯皮，居民对未来信心不足。

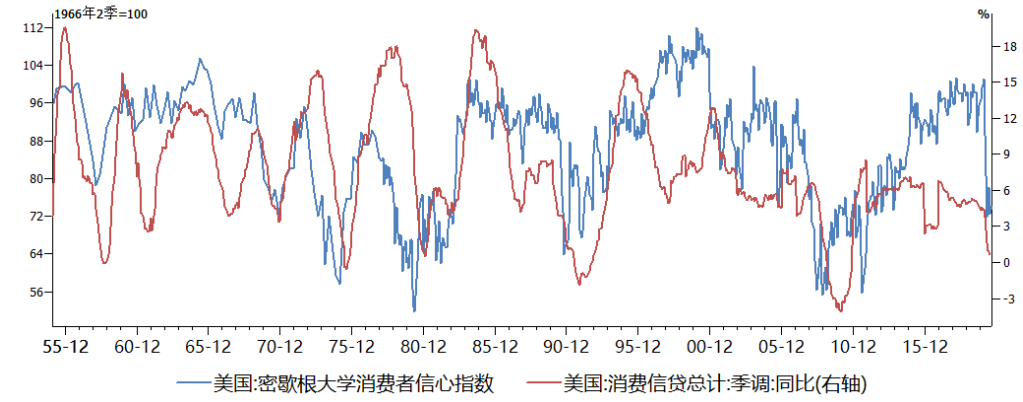
3）居民自发的减少出入密闭空间场所，如影院、航空、公共交通出行等。

目前随着二次疫情逐步趋于稳定，各个州对疫情的防控有所缓和，复工逆转州和暂停复工州均剩下 11 个，有 3 个州开始重启复工。若四季度疫苗出来且效果较好，叠加财政刺激出台的话，服务业会迎来一轮复苏弹性。若两者均比较难达成的话，服务业或维持现有缓慢复苏趋势，复苏斜率变化不大。

消费者信心指数近期表现不及预期。实际上，消费者信心指数是有强烈的顺周期属性的，并且相对于经济周期有一定的滞后性。也就是说，在经济由衰退转向复苏的过程中，消费者信心是相对较弱的。而当经济有复苏转向繁荣时，消费者信心会逐步增强。因此，用消费者信心指数是无法表征美国经济从衰退走向复苏这一阶段的实际情况的。

消费者信心的逻辑链条是：居民部门就业数据好，结构性失业率低，居民小时薪资增加，消费者信心好，消费者贷款水平强。

图 8 消费者信心指数具有强烈的顺周期属性



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2. 政策：货币宽松托底，美联储提高对金融稳定的重视程度

近期重要的美联储观点更新梳理：

1）美联储更加重视就业情况，并且将就业视为可以全面反映经济情况的综合指标。

美联储将就业放在比通胀更重要的位置上，致力于实现最大化就业程度。并且该就业率并不是仅仅由失业率这一数字决定。美联储不会因为失业率这一数字下降而提高利率，因为美联储认为：失业率并不能充分反映劳动力市场的完整情况，未来美联储更多关注结构性失业率的改善，如中低收入人群或不同种族人群就业情况。

这一转变代表美联储未来加息之路更加遥远。即使在 19 年疫情前失业率数字非常低的情况下，有色人种失业率依然显著高于白人，且显著高于 U3 失业率。

2）美联储货币政策框架针对通胀采取灵活的平均通胀目标（FAIT）方式

美联储致力于将通胀推回到可持续的目标水平。近期美联储宣布将货币政策框架针对通胀的目标修改为灵活平均通胀目标（FAIT）方式，但并没有 FAIT 实施的时间范围，具体美联储关注多久的 FAIT，还需持续跟踪。

3）金融稳定是美联储实现充分就业和稳定物价的关键

长期低利率以及长期低利率的预期，将提高投资者风险偏好，追求收益和杠杆激励的行为。而伴随经济扩张，这可能会加剧金融失衡。低中性利率、平坦的菲利普斯曲线和低基础通胀组合，会导致资产价格出现更大的周期性波动。

金融稳定风险与商业周期联系更加紧密，因此美联储认为将宏观审慎作为第一道防线非常有必要，以便让货币政策继续专注在实现最大就业和 2%的平均通胀目标。

4）其他方面的变化

收益率曲线控制（YCC）相比于负利率更容易被美联储接受。目前美联储内部对实施 YCC 尚未形成统一意见，未来或会将 YCC 纳入工具箱，根据经济情况变化考虑是否实施，短期内实施的概率不大。

财政政策方面：九月对财政来说是关键的月份。一方面，久悬未决的新一轮财政刺激是否能够达成协议是市场关注的焦点。另一方面，美国政府新一轮财年即将从 10 月 1 日开始，国会两院领导人目前初步达成同意临时拨款措施，以避免政府在大选前关门。

基建方面，众议院早在 7 月初即批准了规模为 1.5 万亿美元的基建立法议案，但白宫和参议院已表示不同意该项议案。虽然两党都有推出基建措施的意图，但具体实施方案差距较大，大选前或难以看到基建法案顺利通过。

2. 海外市场策略展望

2.1. 美股：震荡加大，但不是单边下跌

我们在 8 月策略报告《疫情变化依然是短期经济的主要矛盾—海外市场八月策略报告》看多道指的表现。主要逻辑是：美股经济韧性比较强，一旦疫情对经济的压制作用减弱，那么经济复苏的力度可期，疫情受损的企业业绩会迎来修复，叠加流动性宽松，相对低估值的道指表现有望好于预期。**我们目前依然维持现有逻辑和观点，即美股演绎由科技股向价值股的风格扩散逻辑。**

之前我们曾提醒需要注意对科技巨头的垄断调查风险，见 8 月策略报告《疫情变化依然是短期经济的主要矛盾—海外市场八月策略报告》。在美国，反垄断法的实施由联邦贸易委员会和司法部共同负责。其中，联邦贸易委员会负责监管亚马逊和 Facebook，司法部负责监管苹果和谷歌。9 月 3 日，一直对谷歌进行反垄断调查的美国司法部，表示计划将于 9 月正式对谷歌提起反垄断诉讼。而这可能是造成科技股近期大跌的“导火索”。反垄断调查将是美国科技股巨头的“达摩克利斯之剑”，目前继续参与科技股行情意义不大。

2.2. 债市：十年美债收益率下有底 0.6%

8 月十年美债的表现同我们的判断类似，即在 0.6%-0.8%之间震荡。未来展望四季度，我们认为：美债收益率下有底，而上行的幅度需要取决于若干条件。

目前疫情对经济的压制作用逐渐减弱，疫苗的研发也有望在四季度推出。因此，即使四季度美国出现疫情再次反复的情况，疫情对经济、市场的边际影响逐步减弱。四季度美国经济大概率延续环比改善，继续修复疫情带来的损失这一趋势。在这种情况下，长期限美债如十年期，其收益率下有底，大概率在 0.6%左右。

美债四季度的上行幅度取决于以下因素的未来变化趋势:

1）四季度基建方案是否可以推出。若国会能够通过基建方案，财政部就需要巨量融资来支持基建方案，这需要美联储的配合，压制长期限债券的收益率，降低融资成本。而基建将会支持美联储达到充分就业和通胀目标的双重使命，也即美联储有动力和财政部打配合。美联储可能会在 9 月议息会议上将 YCC 纳入工具箱。这种情况下，美债上也有顶。

2）美联储货币政策框架调整为 FAIT 方式，提高未来对通胀的容忍度。这将打开美债长期上行的空间。但短期来看，一方面美联储并没有提及要在多久期间内的平均通胀目标，而是采取相机决策，灵活实施的策略，但这对市场预期是有扰动的，美债利率也会随之变化。

3）美国经济的环比持续复苏，将逐步带动实际收益率的上行，也会带来美债名义收益率的上行。

上述三个因素，第一个因素基建根据前文分析，四季度大概率难以推出；第二个因素美联储关于 FAIT，如何灵活实施，需要后续不断观察验证。第三个经济环比持续复苏最为确定。

风险提示及免责声明

★ 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。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。