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

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：

◆ 海外疫情的变化依然是决定经济基本面最核心的变量。疫情并不会导致美国医疗资源的挤兑，但疫情的持续蔓延会带来更多州的暂停重启或者逆转重启的进度。目前约有 50%的州暂停重启或者发生重启进程倒退情况。

◆ 经济虽然短期受疫情压制，但中长期韧性足、复苏动能强。本轮经济重启以来，地产复苏力度强。地产表现是此轮疫情危机与 2008 年金融危机下经济复苏的不同。2008 年经济恢复的速度较慢，其中的原因之一是房地产市场复苏很缓慢，而再往前的经济周期中，当经济复苏时，地产都会很快回到常态，地产复苏是整个复苏过程中的重要组成部分。其中的原因之二是小型企业很难获得信贷。本轮疫情冲击下，小企业贷款指数呈现 V 型反弹。

◆ 货币政策将长期保持宽松。即便疫苗问世，疫情危机解除，官网机构表态经济走出衰退期，也并不代表美联储会立刻进行政策转向。经济走出衰退期不代表经济已经达到自然增长状态，只是代表经济不再紧缩，重新回到增长轨道。因此，预计美联储的持续宽松政策可能会持续到 2022 年底。

◆ 新一轮财政政策大概率能够落地，刺激力度有待观察。

◆ 美股短期走势取决于二次疫情是否会愈演愈烈以及疫苗是否超预期。若疫情筑顶趋势扎实，各州恢复复工推动进程，那么经济再次重回复苏通道预期强，价值风格将不涨，道指表现好于纳指。

◆ 风险提示：全球疫情失控、疫情引发地缘政治摩擦加剧

内容目录

1. 海外宏观观察 3
1.1. 疫情：二次爆发下，多州暂停或逆转经济重启 3
1.2. 经济：短期暂时受疫情压制，中长期复苏韧性强 4
1.3. 政策：货币宽松长期持续，财政有望本周出台 5
1.3.1. 货币政策：长期持续宽松路径不变 5
1.3.2. 财政政策：新一轮财政刺激大概率能够落地 7
2. 海外市场八月策略展望 8
2.1. 8 月美股：震荡加大、小幅上行 8
2.1.1. 如何看待美股风格切换？ 8
2.1.2. 需注意的风险点 9
2.2. 债市：十年美债 0.6%-0.8%震荡 9

图表目录

图 1 美国各州经济重启情况一览 3
图 2 疫情下，住房自有率大幅上升 4
图 3 与 08 年危机不同，NAHB 房产指数 V 型反转 4
图 4 NAR 美国待完成房屋销售指数大幅攀升 5
图 5 美国成屋新建和销售数量攀升明显（单位：千套） 5
图 6 小型企业贷款指数”V 型”反弹 5
图 7 美联储贴现窗口贷款使用量（单位：百万美元） 6
图 8 IOER 实际上是联邦基金利率的上沿 6
图 9 财政部发债吸收大量的超额准备金（单位：百万） 7
图 10 19 年 9 月回购市场经历了大幅波动 7
图 11 美财政部资金来源和使用对账表（单位：十亿） 7
图 12 科技股回购激增 9
图 13 受年轻一代喜好的罗宾汉二季度业绩表现 9
图 14 美国国债波动率基准指数（ICE 美银 MOVE 指数）已达历史最低 10

表 1 全球疫苗进入临床第三阶段最新情况一览 4

1. 海外宏观观察

1.1. 疫情：二次爆发下，多州暂停或逆转经济重启

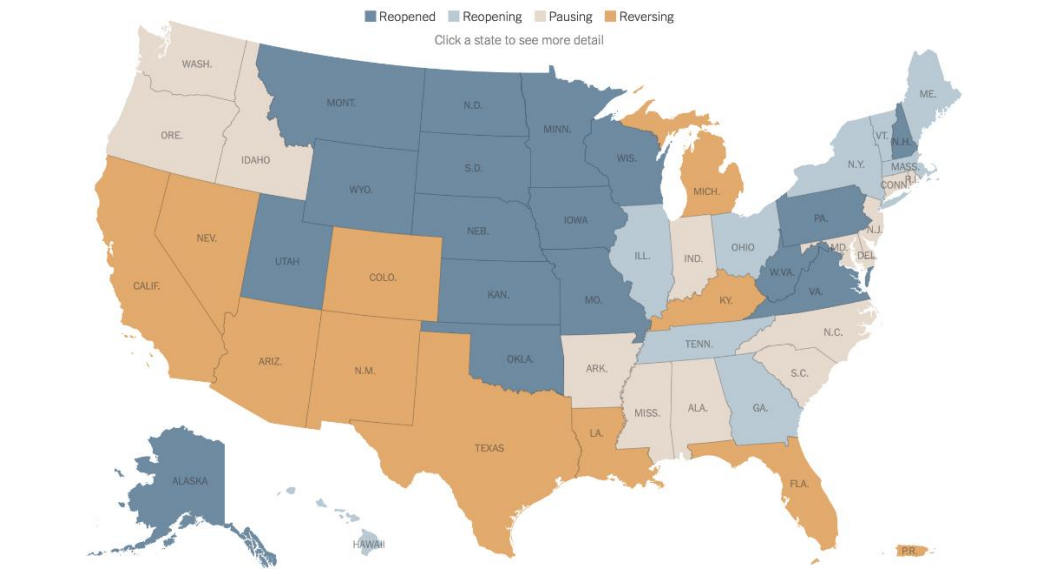
目前，疫情的二次爆发对美国经济的复苏趋势冲击较大，尤其是对消费服务业领域。我们在之前的月报中曾指出，二次疫情的爆发不会造成医疗资源挤兑，详见《花开堪折直须折—持续把握现有美好时光》。截止目前，疫情在整个七月愈演愈烈的情况下，美国南部疫情最严重的州（以佛罗里达、加利福尼亚、德克萨斯、亚利桑那为代表）的医疗资源未出现挤兑情况。未来，我们认为疫情造成医疗资源被挤兑的概率依然较小。

而经济/市场对疫情的关心重点在于两方面：

1）在疫情持续高位的情况下，部分州开始暂停经济重启或者逆转经济重启进程：截止 7 月 31 日，美国有接近 50%的州暂停重启或者发生重启进程倒退情况（14 个州暂停重启，10 个州重启进程倒退）。那么**未来，若疫情进一步扩张，不排除有更多的州加入暂停或者逆转经济重启行列。**

2）**新增疫情病例的持续高位，对部分低收入人群打击较大**。目前该部分人群依赖州政府和联邦政府补贴生存。考虑到低收入人群依赖的每周 600 美元的联邦政府补贴已经结束，若国会未通过新一轮财政政策刺激，将对近 2500 万美国人（数据来自公开资料）的生活造成影响。另外，根据 Cares 法案实施的疫情期间暂停租房驱逐令在 7 月 25 日结束（涉及 20-30 个州左右），若驱逐令恢复，会造成部分人群到政府救急收容所、公共设施以及车内安家，或借宿父母和亲属家。这些情况均有可能造成进一步的人口流动和聚集性交叉感染。

图 1 美国各州经济重启情况一览



资料来源：NY times，华宝证券研究创新部

截止 8 月 2 日，美国目前新增疫情病例约为 4.7 万人，大幅低于七月美新增病例的平均数。若未来新增病例下降趋势能够延续，那么预计目前占全美 50%的州的暂停重启或者逆转重启的局面将得到缓解，整体经济复苏进程将继续推动。但若 8 月每日新增病例与 7 月相当或者高于 7 月，那么不排除美国更多的州会暂停经济重启或者进一步逆转重启进度。

疫苗方面好消息不断，目前全球已有六家机构疫苗研发进入临床第三期，具体如下图所示。其中，英国牛津大学与瑞典阿斯利康合作研发的疫苗，预计最早可于 2020 年 10 月交付紧急疫

苗。

表 1 全球疫苗进入临床第三阶段最新情况一览

序号	公司	国别	临床阶段	最新临床阶段开始时间	预计疫苗上市时间
1	Moderna & National Institutes of Health	美国	第三阶段	2020 年 7 月	N/A
2	BioNTech & Pfizer & Fosun Pharma	德国、美国、中国	第二/三阶段	2020 年 7 月	2020 年 12 月
3	Astra Zeneca & University of Oxford	英国、瑞典	第二/三阶段	2020 年 7 月	2020 年 10 月 可交付紧急疫苗
4	武汉生物制品研究所有限责任公司	中国	第三阶段	2020 年 7 月	2020 年底
5	科兴生物	中国	第三阶段	2020 年 7 月	N/A
6	Murdoch Children's research Institute	澳大利亚	第三阶段	2020 年 7 月	N/A

资料来源：WHO，华宝证券研究创新部

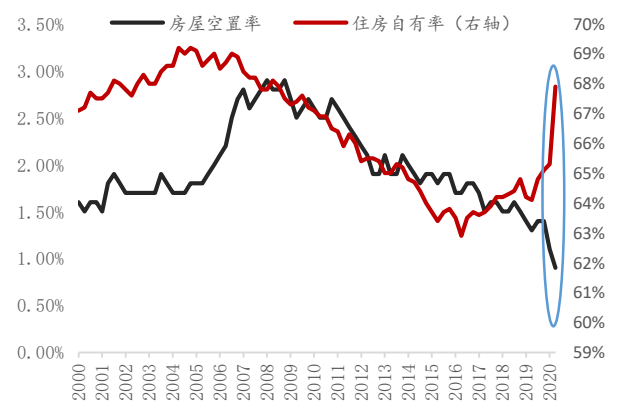
1.2. 经济：短期暂时受疫情压制，中长期复苏韧性强

根据我们跟踪的高频经济数据，疫情对消费服务业（如餐饮、酒吧、酒店、影院等）影响相对较大，而对制造业领域影响较小（如 7 月制造业 PMI 超预期，粗钢生产、炼厂、铁路货运量等持续恢复，受影响较小）。

另外，**值得关注的是，美国地产行业的超预期表现。这也是支持我们得出下面判断的论据之一：即目前美国经济复苏暂时受疫情压制，一旦疫情有好转迹象或者疫苗超预期表现，那么美国经济复苏的动能是比较强的。**

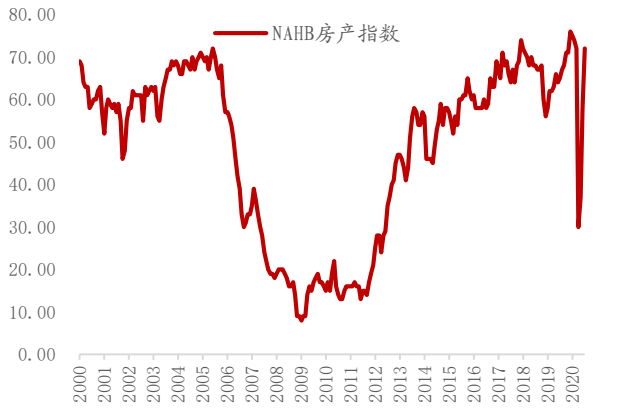
全国住宅建筑商协会（NAHB）房地产市场指数（又称美国 NAHB 房价指数）是通过对协会的 900 多家住宅建筑商的调查编制的指数，指数由每个开发商对当前房屋出售情况打分，包括未来六个月内出售房屋情况和未来潜在顾客数量的综合打分等。该指数反映了开发商对未来六个月市场形势的预期。

图 2 疫情下，住房自有率大幅上升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3 与 08 年危机不同，NAHB 房产指数 V 型反转

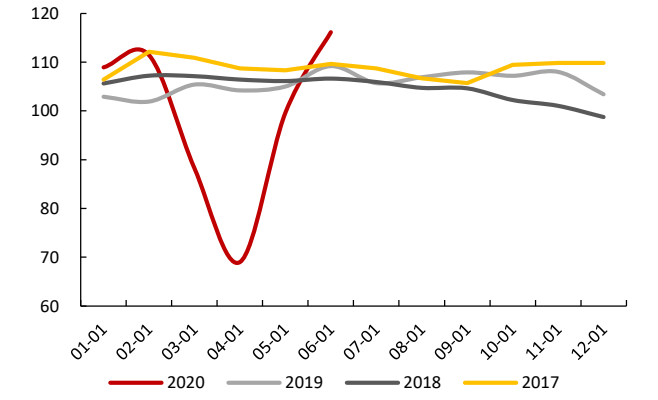


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

美国待完成房屋销售指数主要追踪美国尚未完成的房屋销售合同交易情况，因为成屋待完

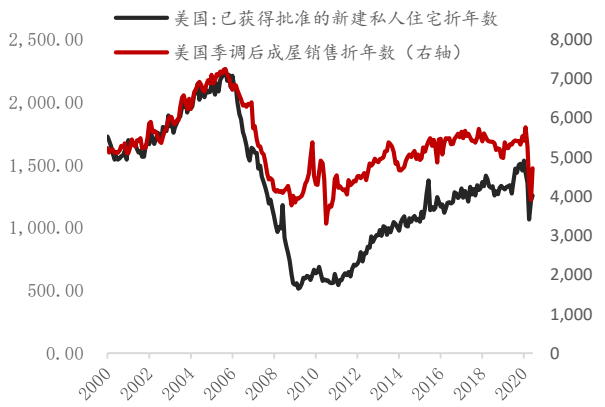
成销售将在几个月后成为成屋销售，所以，待完成房屋销售指数可被用作衡量美国住房市场活动的领先指标。

图 4 NAR 美国待完成房屋销售指数大幅攀升



资料来源：NAR，华宝证券研究创新部

图 5 美国成屋新建和销售数量攀升明显（单位：千套）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

地产表现是此轮疫情危机与 2008 年金融危机下经济复苏的不同。2008 年经济恢复的速度比较慢，其中的原因之一是房地产市场复苏很缓慢，而再往前之前的经济周期中，当经济复苏时，地产都会很快回到常态，地产复苏是整个复苏过程中的重要组成部分。其中的原因之二是小企业很难获得信贷。本轮疫情冲击下，小企业贷款指数呈现 V 型反弹。

基于上述分析，我们认为美国中长期复苏动能和韧性均较强，短期会暂时受疫情持续蔓延的压制。

图 6 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

1.3. 政策：货币宽松长期持续，财政有望本周出台

1.3.1. 货币政策：长期持续宽松路径不变

美联储的货币政策将持续长期宽松，近期美联储部分官员的表态，现有货币政策以及联邦基金利率可能会持续至 2022 年底。根据我们对美联储的跟踪观察发现，**美联储即便表态经济已经走出衰退期，这也不代表美联储会立刻进行政策转向。经济走出衰退期不代表经济已经达**

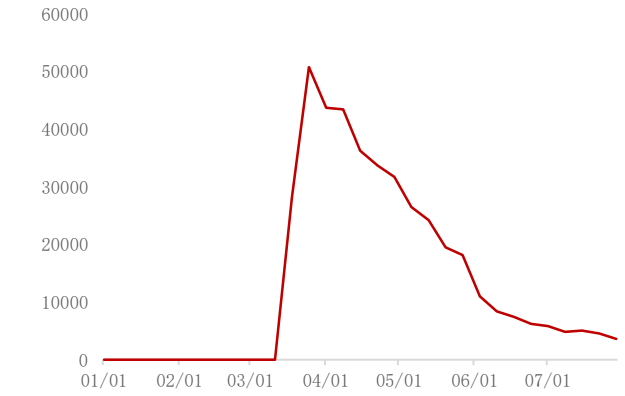
到自然增长状态，只是代表经济不再紧缩，重新回到增长的轨道。所以，下半年即便发生疫苗问世、美国国家经济研究局（NBER）认定经济衰退结束的最好局面，也不必对货币政策开始转向进行恐慌。我们依然维持美联储货币政策至少在年维度上的宽松格局不变。

除 QE 以外，美联储实际上的宽松体现在许多方面，具体如下：

1）IOER 超额准备金利率

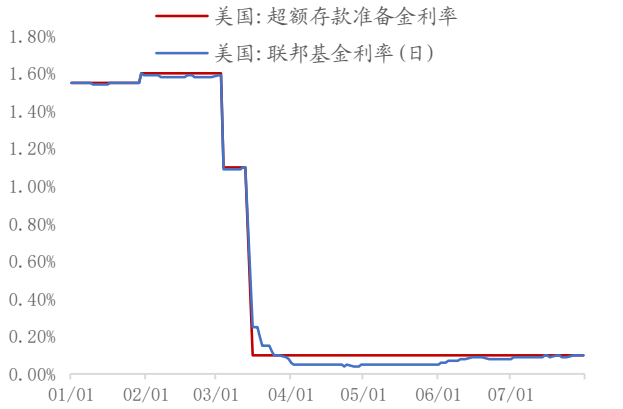
自从 3 月 15 日美联储紧急降息 100bp 以来，IOER 一直维持在 0.1%，贴现窗口贷款利率为 0.25%。在 3 月流动性危机期间，贴现窗口贷款利率代替 IOER 作为联邦基金利率实际的上沿。但目前，贴现窗口贷款使用量相较危机时期已非常少。IOER 再次成为联邦基金利率的实际上沿。

图 7 美联储贴现窗口贷款使用量（单位：百万美元）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 8 IOER 实际上是联邦基金利率的上沿



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

考虑到美国本土银行需要为自己的担保存款向美国联邦存款保险公司（FDIC）支付平均费率大约为 0.07%的费用，**所以实际上美国本土银行在银行超额准备金上拿到的利差只有 3bp，为历史最低值。美联储在此次 7 月的 FOMC 会议上并没有技术性上调 IOER 的利率。一方面是担心上调会导致市场解读货币政策收紧。另一方面，也反映了美联储希望银行更多的利用准备金放贷，而不是将流动性锁在美联储的资产负债表内。**

2）框架审查（Framework Review）

美联储在 18 年下半年开始对货币政策框架审查。在 20 年 7 月的 FOMC 会议中，美联储主席表示计划结束因疫情推迟的框架审查，**预计框架审查结论可能即将在 9 月 FOMC 会议上推出。**

美联储推出框架审查的原因主要有三方面：

a) 之前的货币政策框架有一些问题，如随着时间的推移，可能会导致平均通胀率过低。这点表现在金融危机之后通胀率迟迟未达到美联储期待的通胀目标。**美联储担忧由于货币政策的限制导致低通胀更频繁地出现。**

b) 金融危机后，政策利率有可能会触及到有效利率下沿（ELB）。一旦触及到下沿，美联储若需要继续宽松，就必须借助于量化宽松或者前瞻指引等工具。美联储工具箱是否可以采纳其他更好的工具？

c) 定期审查货币政策的制定框架，是对货币政策策略的长期思考，以尽可能一致和稳健地达到并保持美联储的政策目标。

目前市场预期在 9 月的 FOMC 会议上，美联储可能会将目标制度从价格水平目标（Price-level targeting）转变为平均通胀目标（Average inflation targeting）。**FOMC 有可能最终采用模糊的 AIT，也就是在一段时间内设定为平均 2%的通胀率，但在实际操作中设定略高的目标，即在经济扩张期间达到 2.25%左右，这将更进一步降低加息的可能性。**

1.3.2. 财政政策：新一轮财政刺激大概率能够落地

货币政策虽然是强有力的工具，但无法解决结构性问题、财政问题等。并且货币政策类似于“钝器”，会对所有资产价格和整体经济产生影响。解决现有矛盾更多依赖新一轮财政政策的推出。包括美联储主席鲍威尔在内的多名美联储官员呼吁国会采取更多的协同努力。

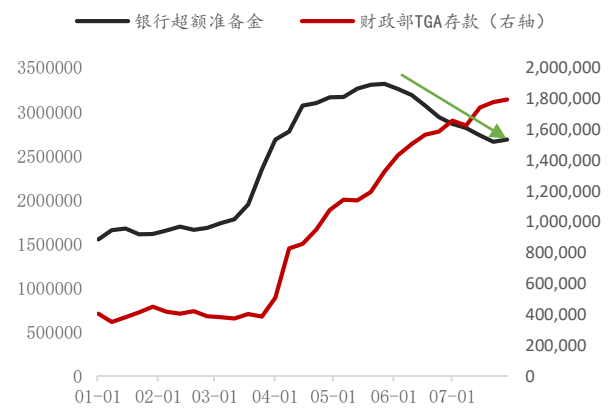
目前来看，新一轮财政刺激大概率可以落地，刺激程度拭目以待。截至 8 月 5 日，新一轮财政政策的情况是：

1）美国两党同意新一轮 1200 美元支票的支付。

2）失业金补助虽然尚未达成一致。但目前白宫和民主党均希望在 8 月 5 日这周达成共识，并于下周起草完毕并通过。

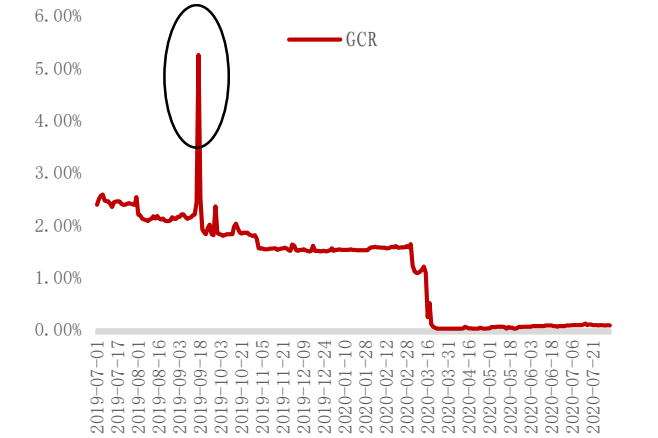
另外，市场需要关注的重要问题是财政部 TGA 账户存款的波动以及影响。

图 9 财政部发债吸收大量的超额准备金(单位：百万)



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 10 19 年 9 月回购市场经历了大幅波动



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

目前财政部 TGA 账户存款已达到 1.8 万亿的水平。现有体量下，TGA 账户的波动对银行超额准备金账户的影响非常大，因此关注 TGA 账户的波动非常有必要。

图 11 美财政部资金来源和使用对账表（单位：十亿）

Sources and Uses Reconciliation Table

Quarter	Announcement Date	Financing Need (1)	Financing: Marketable Borrowing (2)	Financing: All Other Sources (3)	Financing: Total (4) = (2) + (3)	Change in Cash Balance (5) = (4) - (1)	End-Of-Quarter Cash Balance (6)	Memo: SOMA Redemptions (7)
Apr - Jun 2020	May 4, 2020	2627	2999	(87)	2911	0	800	0
	Actual	1,526	2,753	(20)	2,733	1207	1722	0
	Forecast Revisions	(1,101)	(246)	67	(179)	922	922	0
Jul - Sep 2020	May 4, 2020	663	677	(14)	663	0	800	0
	August 3, 2020	1803	947	(66)	881	(922)	800	0
	Forecast Revisions	1,140	270	(52)	218	(922)	0	0
Oct - Dec 2020	August 3, 2020	1209	1216	(7)	1209	(0)	800	0

资料来源：US Treasury，华宝证券研究创新部

根据财政部最新声明，预计财政部三季度总开支将达到 18030 亿元，需要发行 9470 亿美元债券来融资，三季度结束时 TGA 账户结余现金只留 8000 亿美元。**TGA 增加即为从市场抽走流动性，反之 TGA 下降则为向市场释放流动性。需要注意的是，财政部 8 月 3 日对三季度的预测是针对 7 月-9 月的，目前财政部 TGA 账户规模超 1.8 万亿。**

财政部一方面需要大量的发债（9470 亿美元），另一方面要大规模花钱（三季度末 TGA 账户余额从现有 1.8 万亿降至 8000 亿）。**先花钱还是先发债的顺序决定了银行超额储备金的规模变动，进一步决定了市场资金面的紧张或是宽松。**如果先花钱后发债，那么银行超额准备金是先增加后减少，相对来说市场流动性不会很紧张。如果是先发债后花钱，那么银行超额准别金将进一步下降，再叠加 9 月缴税因素，市场资金面将会比较紧张。参考 19 年 9 月美国回购市场动荡时，银行超额准备金跌到 1.5 万亿以下，考虑今年美联储的宽松规模，预估银行超额准备金跌到 2 万亿以下时市场或会动荡，而美联储此时不会放任市场动荡，此种情形下，美联储或会提高资产购买和回购量以支持货币市场平稳度过。

2. 海外市场八月策略展望

2.1. 8 月美股：震荡加大、小幅上行

我们认为股市短期（1-2 个月）的走势取决于二次疫情是否会愈演愈烈以及疫苗是否会超预期表现。下面分两个情形来考虑：

1）情形一：若疫情持续升温，且疫苗未能超预期。

此种情形下，美国或有更多的州加入暂停重启或者逆转重启行列。相应的，失业人数会进一步增加，叠加此轮可能出台的财政政策不及 CARES 法案力度，这将对中低收入者打击更大。对中小企业而言，工资保障计划（PPP）已进行一轮延期，此轮延期到 8 月 8 日结束，中小企业只能通过降薪/裁员/或者彻底关闭以应对危机。企业和个人两端的沉重打击将造成本已疲弱的经济雪上加霜。

此种情况下，一方面，高层将采取更大力度措施呼吁各州加强对疫情的重视。另一方面，美联储和国会参众两院大概率会继续出手救助。

我们判断股市在这样的假设情形下可能会走出 U 型，政策进一步救助时即为拐点出现时，此过程将伴随波动率的抬升。

2）情形二：若疫情可以有所缓解，或疫苗进展超预期。

当出现此种情况时，股市会走出震荡向上格局。因为七月是完整暴露在疫情二次爆发的阴影下，因此 8 月发布的经济数据相对大概率会不及之前的复苏趋势。

2.1.1. 如何看待美股风格切换？

在上述分析后，我们进一步尝试分析美股风格切换问题。**风格是否切换，核心取决于业绩和估值。**

在上述情形一的假设下，美股在 8 月大概率依然是纳斯达克指数强于道琼斯指数的格局不变。理由如下：

1）流动性持续宽松，边际不会收紧，流动性方面大概率不会刺破以 FAANG 为代表的科技股现有估值。

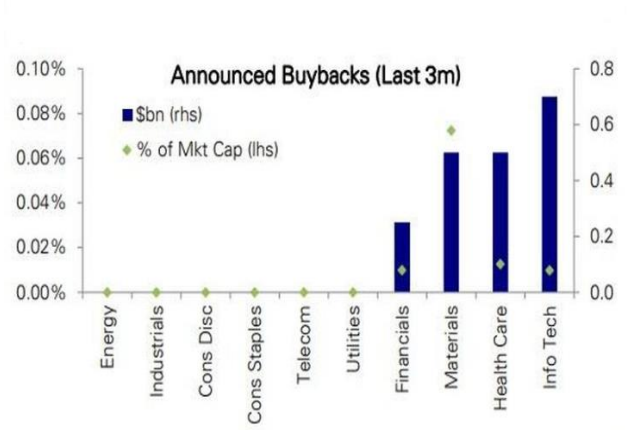
2）亚马逊、Facebook、苹果等中报超预期（二季度营收同比增长分别是 40%、10.7%、11%）。

3）疫情越严重，美股个人投资者活跃度越高，而且年轻一代更偏好成长类股票。

4）受益于科技股回购量的激增。

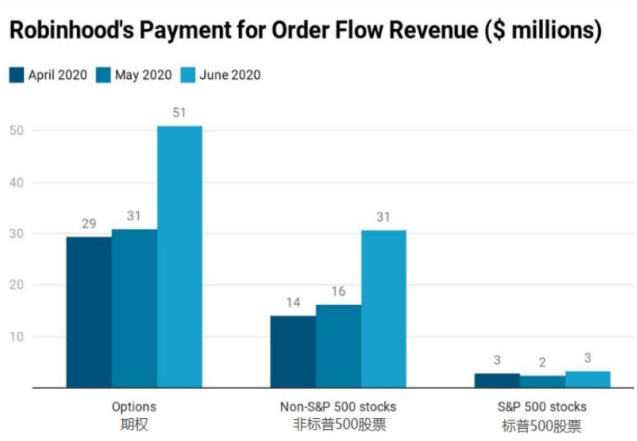
综上，预计纳指表现好于道指。

图 12 科技股回购激增



资料来源：瑞士信贷、网上公开资料，华宝证券研究创新部

图 13 受年轻一代喜好的罗宾汉二季度业绩表现



资料来源：Robinhood，华宝证券研究创新部

在上述情形二的假设下，疫情筑顶趋势扎实，各州继续推动复工进展，经济再次重回复苏通道预期强，价值风格将补涨，道指好于纳指。理由如下：

美股经济韧性是比较强的，一旦经济再次重回复苏上升趋势，那么复苏的力度是可期的。此种环境下，疫情受损的企业业绩会迎来修复，叠加流动性的宽松，相对低估值的道指有望表现好于预期。重演类似 5 月中下旬市场风格道指风格的情形。

2.1.2. 需注意的风险点

此轮众议院对科技巨头的垄断调查早在 19 年中已经开始，目的是印证数字市场存在的竞争情况以及调查支配地位企业的反竞争行为，并评估现行的反垄断法、竞争政策和执法水平是否足以解决相关问题。7 月 29 日的听证会是此轮系列听证会的第六部分。未来不排除会有针对科技垄断巨头的相关限制措施等，将打压科技股的股价。

2.2. 债市：十年美债 0.6%-0.8%震荡

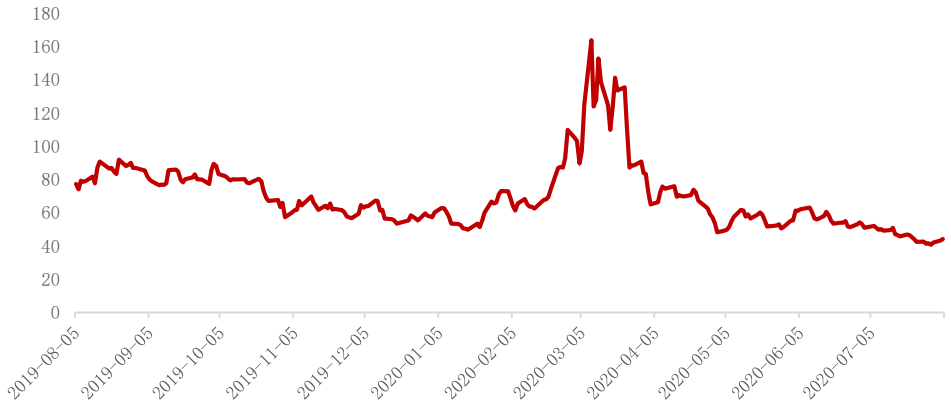
本月我们债市观点同上月，依然维持十年美债 0.6%-0.8%区间震荡。逻辑同上期类似。需要指出的是，债市的观点判断来自于上文我们对疫情情形二的判断。未来若疫情持续恶化，那么不排除十年美债可能会进一步跌破 0.5%。

7 月底至 8 月初以来美债跌破 0.6%我们预判的下沿，在中性假设下，我们认为未来美债的利率大概率会回升至 0.6%左右。理由如下：

1）预计新一轮财政政策会推出，考虑到财政部三季度计划发债 1 万亿左右，且其中 9000 亿均是中长期债券，美债尤其是中长期债的供给将会大大增加。若财政部先发债后花钱（详细见上文我们对财政部的分析），则会造成银行体系流动性一定程度的紧张。

2）目前美国国债的波动性已降到接近历史记录的最低水平。波动率具有显著的均值回归特性，未来波动率回升可能性变大。

图 14 美国国债波动率基准指数（ICE 美银 MOVE 指数）已达历史最低



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

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。