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。

◆ 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

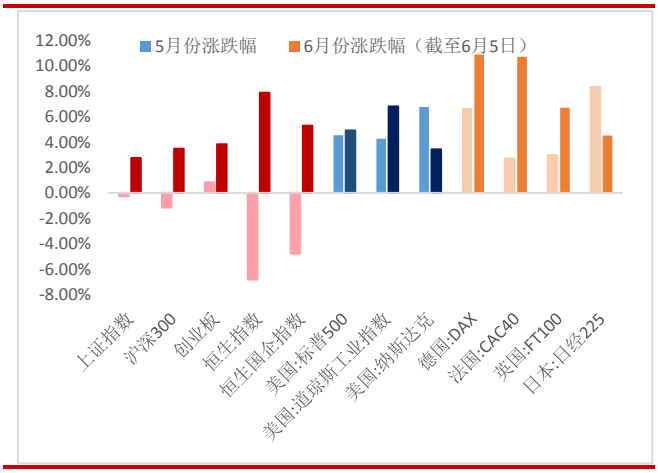
表 1：标普 500GSCI 分类下不同行业表现一览 16
表 2：美财政部五月已发行的中长期国债情况 19

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。**

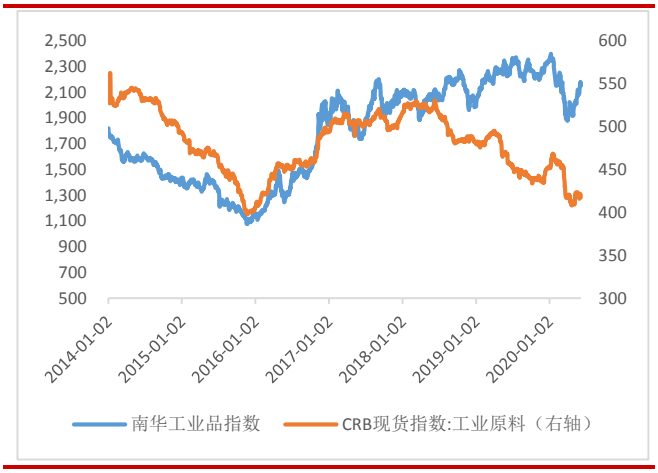
中国资产受流动性边际收紧、中美摩擦、涉港问题等因素的影响下，表现偏弱。A 股继续保持窄幅震荡的行情，板块分化严重；香港股市受涉港法案的影响出现了大幅的调整，但随着事情的尘埃落定，很快修复了之前的跌幅；国内债券市场受边际流动性收紧的影响出现了大幅调整。尽管国内的资本市场表现弱于海外发达国家，但当前整体的宏观环境相似，均是“经济恢复+政策友好”的组合，不同的是国内的经济恢复已经有了一段时间，恢复的效果亦比较明显，而西方发达国家则进入复工复产的初期；此外，政策层面上，国内的刺激政策相对更加克制，以“托底”为主，而主要发达国家的政策力度比较大而且还在持续加码。

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间的水平，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

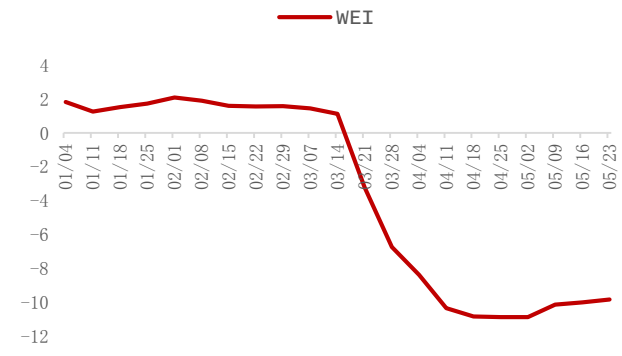
		24-Jan	31-Jan	7-Feb	14-Feb	21-Feb	28-Feb	6-Mar	13-Mar	20-Mar	27-Mar	3-Apr	10-Apr	17-Apr	24-Apr	1-May	8-May	15-May	22-May
Virus	New Covid-19 Cases[1]	2	5	4	2	2	45	202	1,917	17,094	82,384	173,710	221,168	203,171	205,652	198,423	180,148	159,259	158,063
	Lockdown Index[2]	0	0	6	6	6	6	20	30	67	73	73	75	75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

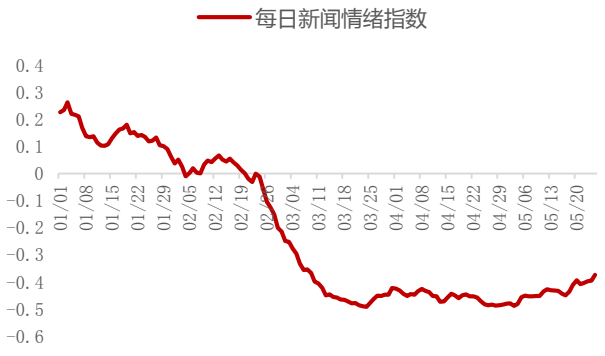
我们曾在报告《美国复工复产暂低于预期，关注后续财政政策表现》中详细介绍 WEI 指标和每日新闻情绪指数。**WEI 指标是高频数据中综合反映实体经济表现的高频指标，且 WEI 指标与一些重要的宏观经济总量指标吻合较好。高频经济指标 WEI 显示 5 月经济逐步好转**。每日新闻情绪指标可近似看作风险偏好中与盈利预期相关的部分。基于经济前景的情绪指标也开始逐步好转。

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

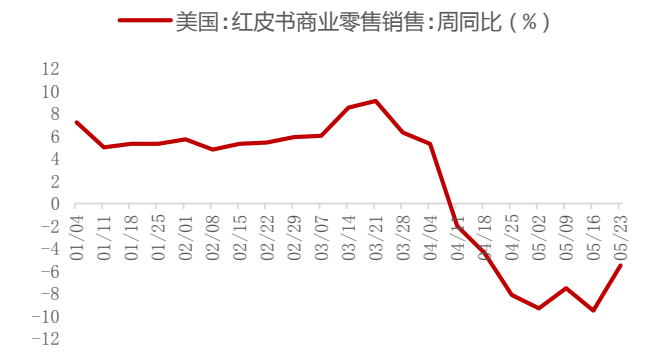


资料来源：旧金山联储，华宝证券研究创新部

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。

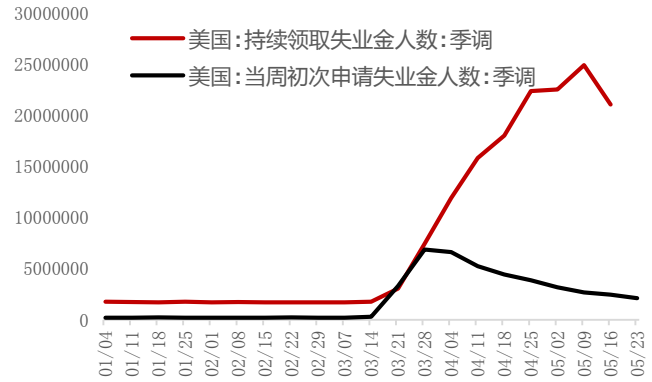
商店零售数据反弹一方面与持续申请失业金人数下降有关：5 月 28 日持续申请失业金人数较上期下降，且明显好于预期。另一方面，零售数据反弹也与美国全部州重启，实体零售店营业数量增加有关。

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

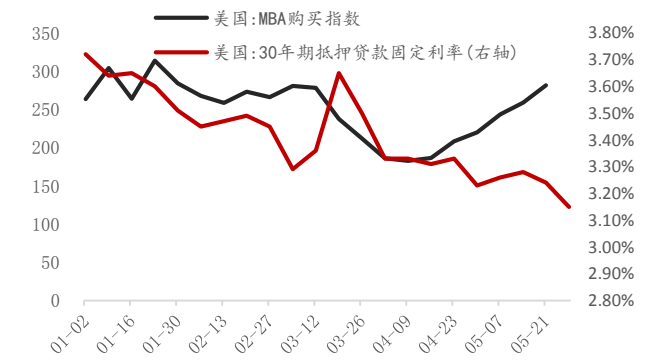
图 7：首次及持续申请失业金人数（单位：人）



资料来源：Unacast，华宝证券研究创新部

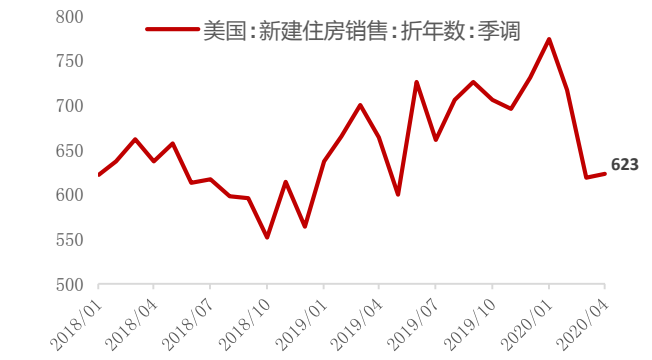
美国住房抵押贷款申请量持续好转，目前 MBA 购买指数已接近疫情冲击前水平。此外，美国新屋销售量 4 月数据超预期。住房市场好转一方面与美国抵押贷款利率创历史新低有关，另一方面，国会在 3 月通过的 2.2 万亿 CARES 法案，规定只要贷款人是从政府支持的房贷机构贷款，贷款机构必须允许受到新冠疫情影响的贷款人最长延期一年还款。叠加春季是传统的买房旺季，抵押贷款市场 MBA 购买指数大幅反弹。

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，休闲服务业新增 120 万人，其中，食品和酒吧新增 140 万人，超过本次非农新增人数的 50%以上。其他行业来看，建筑新增 46.4 万人，教育和健康服务新增 42.4 万人（其中，健康服务新增 31.2 万人），商贸零售新增 36.8 万人，制造业新增 22.5 万人，政府部门新增下降 58.5 万人。

5 月非农就业数据大幅超预期，并不意味着就业市场景气度较大程度的改善。而是由于经济刚解封时带动存量的失业人员转向就业人员、相关政策工具对就业市场的影响（如 PPP）以及疫情造成部分数据“失真”等。因此，我们认为美国经济并不会是“V 型”反转。

3. 国内市场观察

3.1. 国内经济：恢复进一步深化，需求端的恢复开始加快

从 5 月份的 PMI 数据来看，5 月制造业是一个需求改善、价格上升、生产平稳、库存下降、就业偏弱的过程。显示企业对未来的预期偏弱，生产备货意愿趋弱，有主动去库存的迹象。新出口订单依然让人很担心，海外经济强行重启，因为疫情没有得到有效控制，外需仍有一定的不确定性。去库存压力仍在。由于需求端复苏相对滞后于生产端，疫情风险的存在进一步增强了经济修复过程中的不确定性，因此工业企业依然需要一定的时间来进行库存的消耗。

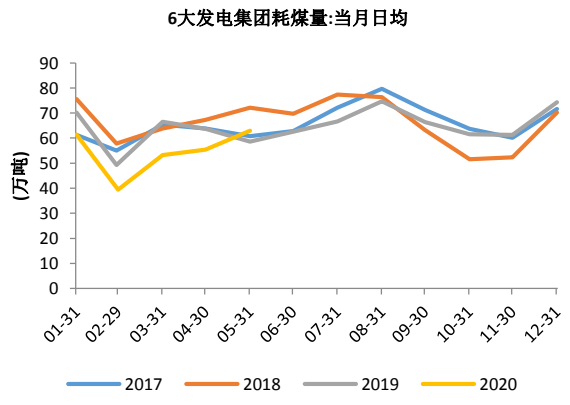
图 10：PMI 数据各分项表现

日期	PMI	PMI:生产	PMI:新订单	PMI:新出口订单	PMI:原材料库存	PMI:产成品库存	PMI:主要原材料购进价格	PMI:出厂价格	PMI:从业人员	PMI:生产经营活动预期
2020-05	50.60	53.20	50.90	35.30	47.30	47.30	51.60	48.70	49.40	57.90
2020-04	50.80	53.70	50.20	33.50	48.20	49.30	42.50	42.20	50.20	54.00
2020-03	52.00	54.10	52.00	46.40	49.00	49.10	45.50	43.80	50.90	54.40
2020-02	35.70	27.80	29.30	28.70	33.90	46.10	51.40	44.30	31.80	41.80
2020-01	50.00	51.30	51.40	48.70	47.10	46.00	53.80	49.00	47.50	57.90

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

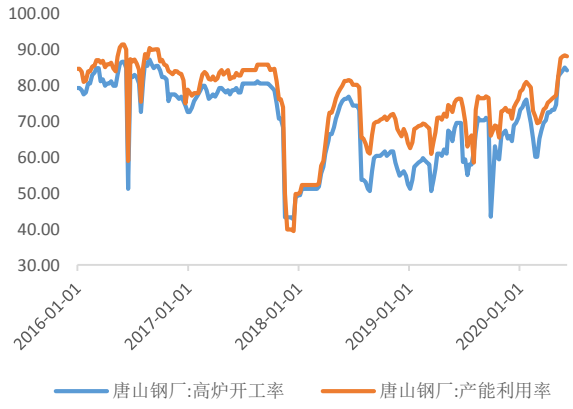
工业生产已经基本恢复到正常状态。4 月份工业增长值同比 3.9%，已经转正。而从高频数据来看，6 大发电集团日均耗煤量在 5 月份的数据已经超过了 2019 年和 2017 年的同期数据。此外，唐山钢厂高炉开工率和产能利用率从 3 月初开始回升并从 4 月中旬开始加速上行，目前这两项指标已经创 2018 年以来的新高。另外，6 月 6 日工信部相关负责人表示，当前全国规上工业企业平均开工率和员工复岗率分别达到 99.1%和 95.4%。多项数据的验证下，目前可以断定工业生产已经基本恢复到了正常状态，或者说已经达到了一个平台期。

图 11 5 月份的日均耗煤量已经超过 2019 年的同期



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

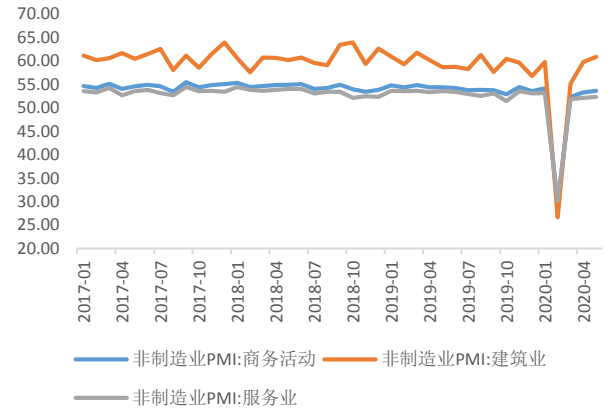
图 12 高炉开工率以及产能利用率创近三年新高



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

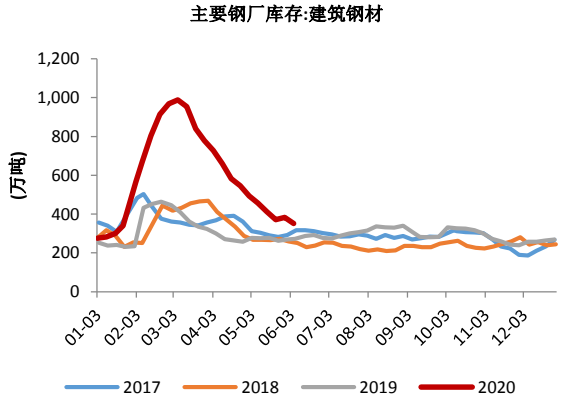
需求端基建和地产改善明显，带动建筑业链条的景气度大幅回升。建筑业 5 月 PMI 进一步回升至 60.8%，主要钢厂的建筑钢厂库存开始回落，目前已近接近 2017 年和 2018 年同期水平。建筑业需求旺盛，背后反映的是基建开工提速和地产开工施工恢复正常。前期基建项目审批大幅提速，5-6 月份进入施工高峰，推动建筑业景气度回升；地产销售大幅反弹，带动地产投资转正，施工和竣工逐渐提速，也一定程度上推动了建筑业的回暖。

图 13 建筑业景气度明显改善



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 14 建筑钢材库存已经回落至正常状态下的水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

此外，下游的终端需求也有明显改善的信号：

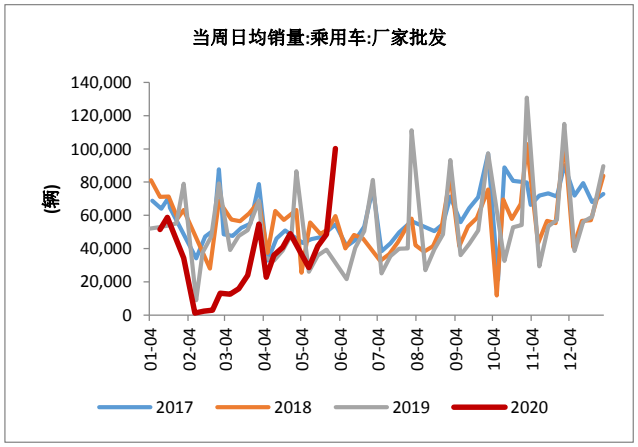
第一，房地产销量放量。数据显示，在房企促销宣传、地方调控刺激、市场流动性趋松等多重因素推动下，房企 5 月销售业绩持续回暖。5 月百强房企实现全口径销售金额 10915.4 亿元，环比增长 21.3%，同比增速显著提升至 12.2%。高频数据中，5 月份 30 大中城市房地产成交面积已经回到了 2019 年的水平。

第二，汽车销量超季节性反弹。根据中国汽车工业协会统计的重点企业销量快报情况，5 月汽车行业销量预计完成 213.6 万辆，环比增长 3.2%，同比增长 11.7%。

第三，消费市场出现明显回暖。根据商务部监测，截至 6 月 1 日，零售各业态限额以上企业复工率超过 95%，商务部确定的 11 条改造提升试点步行街店铺开业率达到了 94.5%，客流量和营业额分别恢复到去年同期的 80.3%和 81.6%；5 月下旬，重点监测零售企业日均销售额比 5 月中旬增长 4.8%。另据国家统计局数据，5 月份零售业、餐饮业商务活动指数保持在 55%以上，其中，零售业商务活动指数连续三个月在 50%的荣枯线以上，餐饮业连续两个月在荣枯线以上，显示消费市场保持回暖复苏的良好态势。

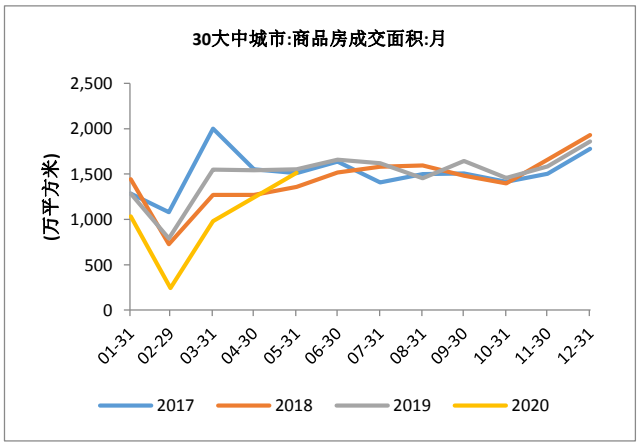
第四，服务业也在持续改善。5 月份服务业 PMI 为 52.3%，处于扩张区间，且较上个月有所提高。

图 15 汽车销量超季节性回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 16 房地产销量恢复到正常水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2. 货币政策：宽松基调未变，“宽信用”是主要发力方向

“两会”工作报告定调“更加灵活适度”的货币政策基调，更加重视向实体的传导。引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，考虑到今年的名义 GDP 大概率是要低于去年不少，“宽信用”仍是后续的重要目标，“宽货币”会继续保持。同时，也提出了“创新直达实体经济的货币政策工具”，预计后续货币政策将会更加精准，结构化的宽松会比较常见，提高传导效率，防止资金在金融市场“空转”。

5 月份以来货币政策边际上的收紧主要是为了扭转此前货币市场极度宽松的不正常的状态，防止出现资金的“空转”。4 月 7 日央行调降 IOER，市场对于降息的预期大幅上升，普遍认为调降 IOER 打开了资金利率下限，隔夜资金利率一度下行低至 0.54%，远远低于当时的 7 天逆回购公开市场操作利率。极地的资金利率以及对于降息的强烈预期下，资金“空转”的苗头有抬升的迹象。典型的一个现象是结构性存款的规模出现了明显的上升：有企业用贷款和发债买理财，买结构性存款，反过来继续认购债券，压低债券市场利率。事实上，央行从 4 月份就开始逐步回收流动性，首先是在 4 月份连续暂停逆回购操作，4 月份 24 日缩量续作 MLF，5 月份继续暂停逆回购操作直到月底，此时资金价格已经有了明显的提升。当前隔夜资金利率已经回到了 1.8%-2.0%区间，属于围绕着政策利率中枢正常波动的范围之内。央行继续抬升资金利率的可能性较小。6 月 8 日，央行未续作当日到期的 MLF，但在公告中说明了会在 6 月 15 日前续作，这个信号也说明了央行认为当前的资金利率已经处于合适水平，不希望资金利率继续大幅抬升。

在不搞大水漫灌式宽松的同时，央行继续开展结构性宽松，央行在 6 月初创设了两个新工具——普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠 小微企业信用贷款支持计划，以重点支持中小企业融资：

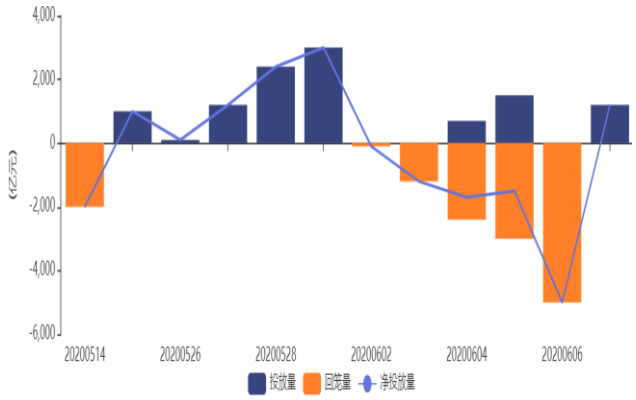
1）普惠小微企业贷款延期支持工具：实质是央行进行利率互换 鼓励（激励约为延期贷款本金的 100bps）地方银行对小微企 业贷款延期（最长至 2021 年 3 月）。

2） 普惠小微企业信用贷款支持计划：为央行通过创设 SPV“购买”（时长 1 年）40%的小微信用贷款。由于商业银行需要承担风 险且不能出表，相当于央行提供了一笔为期 1 年的无息贷款 以支持小微信贷业务。

从具体细节中不难看出，这两个工具与 QE 有本质区别，债权并未发生转移，且未能出表，本质上依然是商业银行在承担信用风险。其实，这两个新工具也进一步佐证了央行不搞大水漫款式宽松，但延续结构性宽松继续支持中小企业融资的宽松思路。

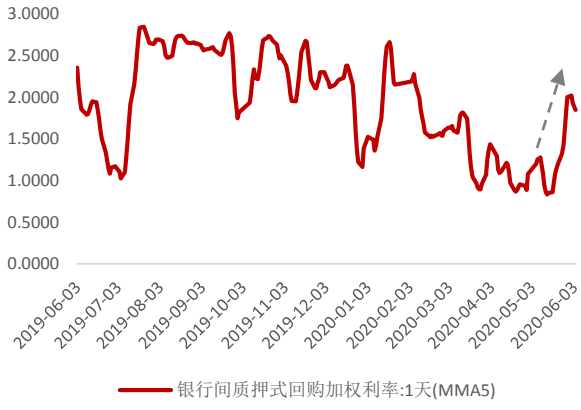
后续来看，中国央行需要兼顾多重目标，既需要防风险，维护市场稳定，又需要兼顾增长、就业、通胀、汇率稳定等多重目标。在多重目标的制约下，央行的政策只能是稳中推进，预计未来货币政策依然是延续宽松的主基调，但边际上的放宽仍然以结构性宽松为主。目前货币、财政的政策工具都仍然较多，未来不会过度单一依赖于货币或者财政。

图 17 5 月份以来央行货币净投放情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 18 5 月份开始资金利率开始大幅抬升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 市场策略展望

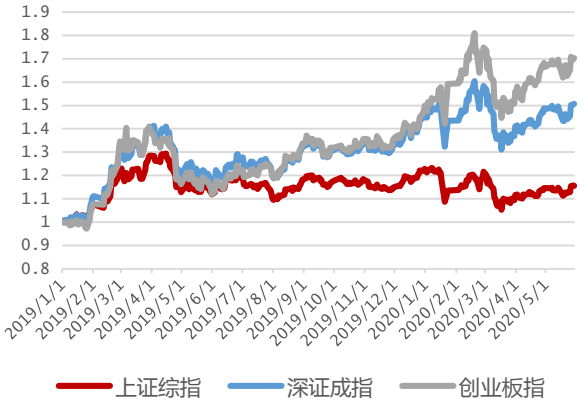
4.1. 股票市场：结构进一步分化，平衡配置

4.1.1. A 股市场表现：结构分化进一步加剧

大盘表现方面，5 月上证综指、深证成指、创业板指环比涨跌幅为-0.27%、0.23%和 0.83%。5.20-5.28 两会期间，政府工作报告内容隐去经济增长目标，稳就业、保民生成为核心主题，提出城镇新增就业 900 万人、CPI 同比增长 3.5%左右、调查失业率控制线为 6%的经济发展目标。两会前财政赤字货币化的相关讨论拉高了市场对与财政刺激的预期，但此次政府工作报告并未给出更大的财政刺激，服务于“六保”、“六稳”属于托底之策，因此我们在 5 月策略报告时提示需要警惕市场因政策不及预期回调，建议谨慎为主，在两会前期降低仓位。从不同风格个股表现看，消费、成长风格表现超预期持续上涨。

成交额方面，5 月以来，受五一国庆假期影响，月成交额 11.20 万亿元，较 4 月 13.16 万亿元减少 2 万亿元，日均成交额 6220 亿元，处于相对活跃的位置。

图 19 A 股主要股指表现



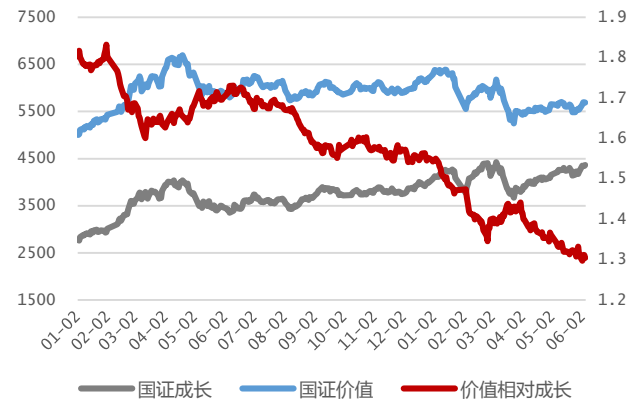
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 20 不同风格分类个股市场表现



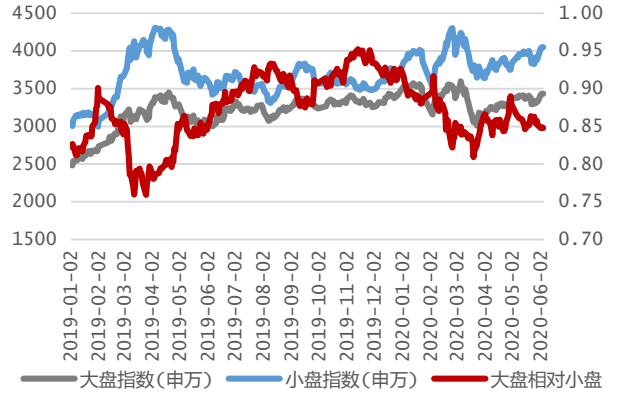
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 21 成长风格占优



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

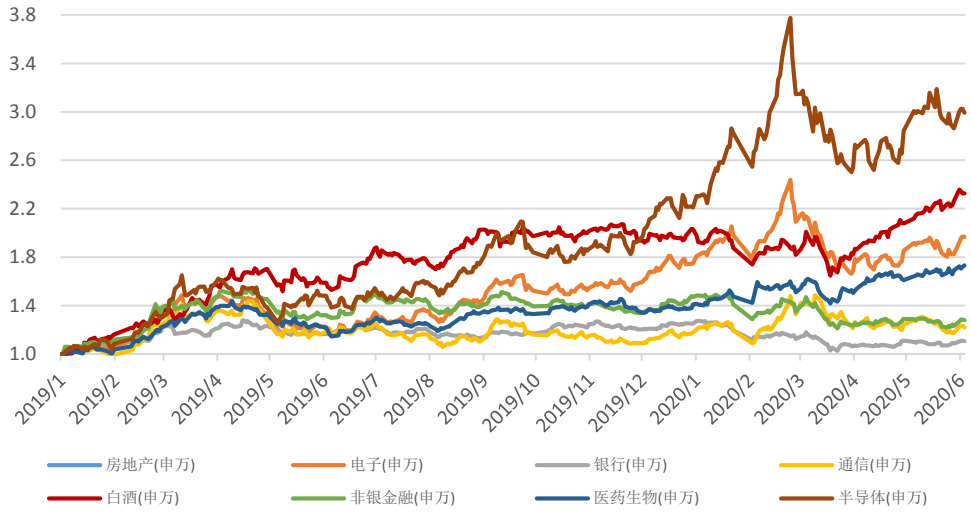
图 22 大盘表现占优



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

核心资产表现分化，消费科技热度不减。自 2019 年以来，在中国 A 股市场公认的核心资产是消费、医药、科技和金融四类拥有“长牛特征”的板块，核心资产既包括“剩者为王”类，即传统行业竞争格局大分化带来的优质蓝筹龙头，也包括“赢家通吃”类，即科技创新、产业升级领域最优质成长股龙头。在经济下行通道和内外部环境承压的背景下，核心资产表现也出现分化：景气度向上、品牌优势突出、基本面稳健、主要依靠内生增长的核心资产显示出更强的核心优势。

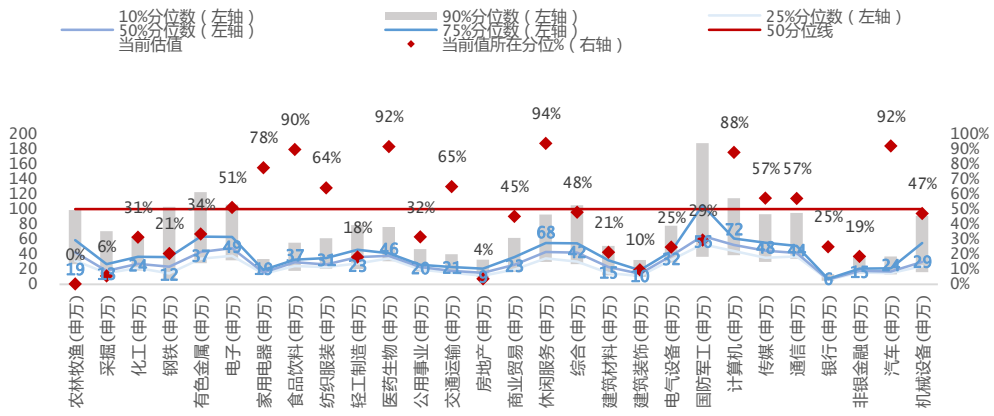
图 23：2019 年以来核心资产指数累计涨跌幅



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

估值方面，5 月估值抬升最多的行业有食品饮料、休闲服务、医药、家电，可选消费和必选消费相较另一高估值科技版块的热度更高。

图 24：28 个申万一级行业估值



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

近期主要关注的逻辑：

淡化总量刺激，强调底线思维，流动性边际宽松力度减弱。从两会的政策定调看，稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，创新直达实体经济的货币政策工具，推动利率持续下行。疫情所需的特殊货币政策时期已过去，货币政策需要在货币政策价格稳定、经济增长、保障就业等多方面平衡，未来流动性边际宽松的力度较弱，但不排除存在降准可能，流动性驱动的估值上涨空间有限。

艰难环境下改革成本较低，直接融资结构改革促进权益市场发展。回顾我国过去多次改革，往往出现在较为艰难的时期，这是因为当经济增长处于高位时，制度改革让位于经济增长，只有当经济增长面临瓶颈的时候，制度改革的推进意愿更明显，尤其是在经济下行周期内，相关产业盈利较差，推进改革面临的成本相对最低。进入 2020 年，经济供给侧改革、金融供给侧改革和资本市场深化改革都进入深水期，内外部经济环境不容乐观，此刻各项政策的推进和出台提速，尤其在直接融资市场制度建设方面，政策基础设施和各项资本要素的改革加速有望进一步改善市场情绪，提升风险偏好，但需要把握节奏。

中美关系走向仍是市场整体风险偏好最大的风向标。外需受疫情影响，虽海外多数国家已经开始推进复工复工，但国际间大规模、常规化的经济商贸往来短期较难恢复常态。年末美国总统大选，叠加疫情和动乱行为影响，美国经济自身不确定性上升，中美关系也从过去的以和为贵的双赢模式向各诉立场的零和模式转变。

业绩真空期，风格极端分化下行情演绎的顶部在哪？经济暂未完全恢复的情况下，部分个股已创历史新高，其主要驱动因素主要是流动性和情绪面刺激。5-6 月处于业绩真空期，从历史经验看 A 股市场一般表现相对较为弱势，但今年的特殊性使得资金再次拥挤在有业绩支撑、产业集中度提升与有政策扶持的个股内，相较于 7-8 月的业绩兑现期，对于企业盈利水平的定价已经 price-in，上半年业绩预喜集中的元器件与半导体相关、医疗保健以及食品行业热度不减，值得注意的是，在这样的市场环境下由于投资逻辑分化较小，如有政策面的进一步推动，市场情绪升温下热度有望继续保持。

4.1.2. A 股市场策略：平衡配置，不宜大幅追高

短期来说，外需出口承压，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

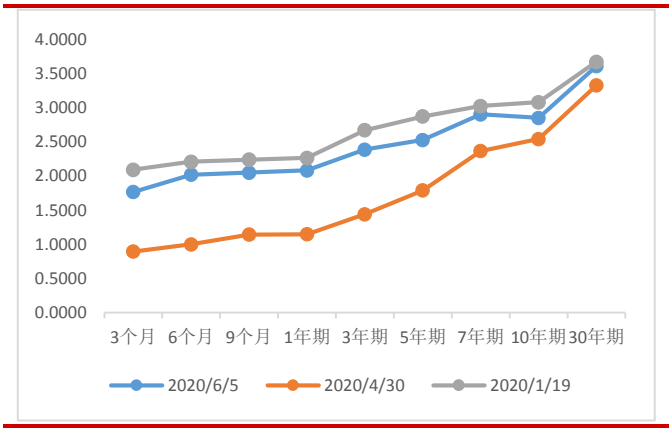
下调整的空间有限，但向上增长的动力也略显不足，存在短期获利了结的压力，建议仍是平衡配置，不宜大幅追高。

中长期看，我们认为 A 股仍具战略配置价值，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 等板块。

4.2. 债券市场：短期调整接近尾声，市场将回归震荡状态

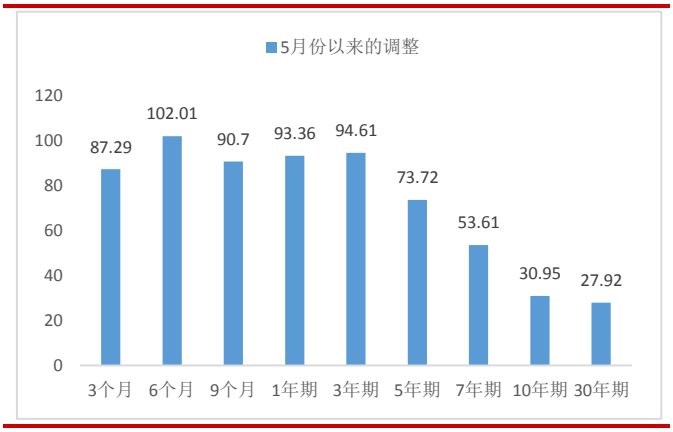
5 月份以来，债券市场出现了猛烈的调整，之前异常陡峭化的收益率曲线有所修复。4 月份收益率下行较大的中短久期品种自 5 月份以来（截至 6 月 5 日）的调整幅度较大，1 年期和 3 年期国债的收益率分别上行 93bp 和 94bp，5 年期国债收益率上行 74bp，10 年国债的收益率上行 31bp。本轮收益率曲线的调整就像是 4 月份收益率曲线变化的“镜像”，一定程度上反映的市场对于货币政策进一步宽松预期落空后的大幅回调。

图 25：债券收益率曲线变化情况



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

图 26：5 月份以来不同期限的国债表现



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

目前市场对于债市的面临的利空因素的认知已经非常一致，主要包括：1）监管层整治资金“空转”，货币政策阶段性会出现边际收紧，资金价格整体上台阶；2）随着国内外复工复产的推进，经济基本面在持续改善。从目前的调整力度来看，我们认为当前的市场对于这两个主要的利空因素已经有了充分的反应。主要原因如下：

第一，从资金面来看，当前的资金利率已经接近政策利率水平，7 年逆回购利率在 6 月 2 日达到阶段性高点 2.01%后有所回落，目前 7 天逆回购利率中枢水平在 1.9%左右，距离 7 年逆回购操作利率 2.2%不远，从过去的经验来看，市场利率一般围绕着政策利率上下波动，目前的货币市场利率水平属于正常波动范围以内。

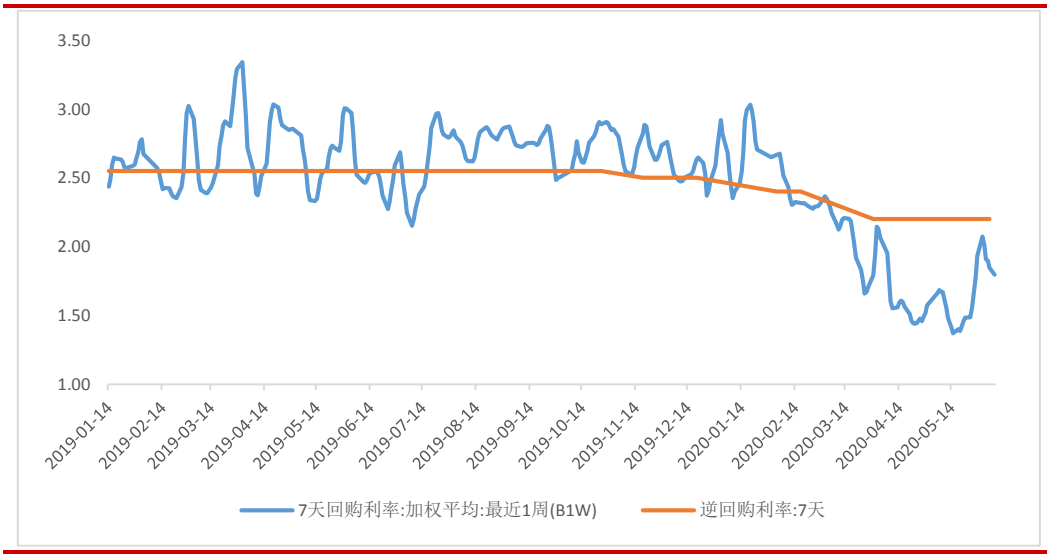
第二，从政策面来看，我们认为货币政策阶段性的边际收紧并不代表着货币政策的转向。央行阶段性地边际收紧货币，主要是针对此前出现的过度投机和“资金空转”苗头的纠偏。目前经济虽然正在逐步恢复，但是能够恢复到什么水平目前尚未可知，后续面临的不确定性仍大，两会定调经济“托底”思路，债市仍承担着较重的融资任务，继续抬升资金利率中枢与政策总基调不相符合。同时，“宽信用”也需要“宽货币”的支撑。此外，央行之所以在经济尚未完全恢复的时候边际收紧货币，抬高资金利率，来打击“资金空转”的行为，也是在疏通流动性传导路径，为后续的宽松做好准备。

第三，从债券收益率的当前的绝对水平来看，当前的 10 年国债收益率为 2.85%，与疫情爆发前的 1 月 19 日（1 月 20 日，钟南山明确了新冠存在人传人的可能）相比只下降了 23bp，而在疫情爆发了，政策利率下调了 30bp；而 30 年期国债的收益率已经回到了疫情前的水平。结合当前的资金面和政策面，当前的收益率水平似乎已经有所超调。

总体上看，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。

策略上看，“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。

图 27：目前市场资金利率接近政策利率中枢水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.3. 海外资产展望

4.3.1. 美股：犹疑中创新高，后续波动加大

美国股市自 3 月 23 日见底以来至今，持续创新高。以标普 500GSCI 一级分类来看，各行业自 3 月 23 日反弹幅度及 2020 年以来的涨跌幅如下：

表 1：标普 500GSCI 分类下不同行业表现一览

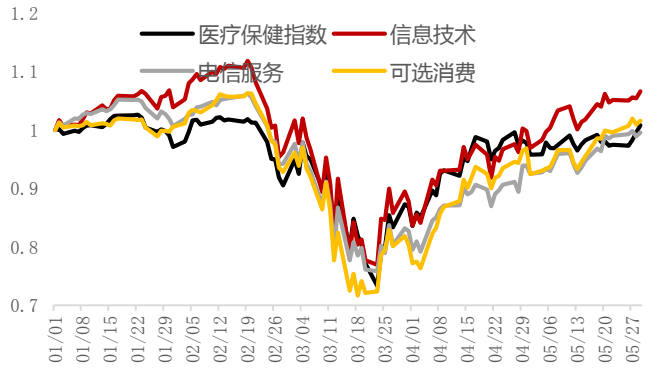
序号	分类	标普 500 权重	自 3 月 23 日以来涨跌幅	2020 年以来涨跌幅
1	信息技术	26.11%	34.79%	**4.84%**
2	医疗保健指数	15.02%	33.24%	0.65%
3	电信服务	11.01%	28.55%	-1.71%
4	可选消费	10.59%	35.44%	0.33%
5	金融	10.52%	30.88%	-24.93%
6	必需消费	7.15%	19.82%	-5.59%
7	工业指数	7.95%	35.06%	-18.56%
8	公用事业	3.26%	30.89%	-6.72%
9	地产指数	2.89%	32.64%	-9.64%
10	能源	2.96%	**52.56%**	-36.66%
11	材料指数	2.54%	38.91%	-8.58%

资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

信息技术、医疗保健、电信服务、可选消费和金融五个行业权重约占标普 500 的四分之三。此轮反弹，虽然能源行业反弹最多（+52.56%），但能源行业今年以来跌幅居各行业榜首（-36.66%）。

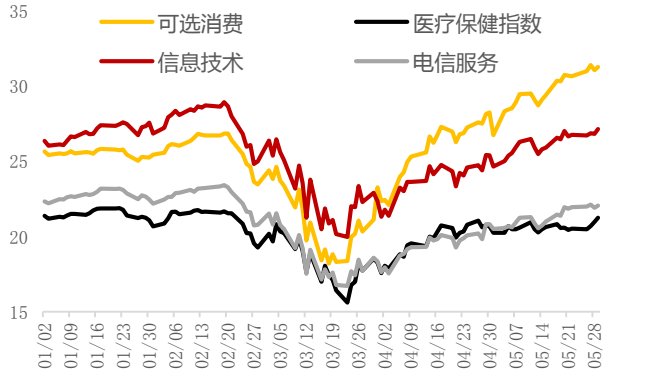
2020 年以来标普表现最好的四个行业指数股价及 PE 如下图所示：

图 28：2020 年以来标普表现最好的行业指数股价



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 29：标普股价反弹最好的行业 PE

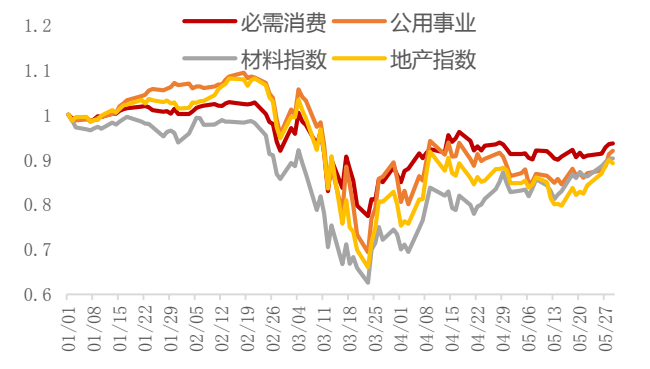


资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

信息技术、医疗保健、可选消费和电信服务四类行业 2020 年表现最好。其中信息技术行业已超过年初水平。四类行业均受益于 PE 估值的提升。其中，可选消费估值变化最大，PE 从 3 月 23 日以来提升最明显。

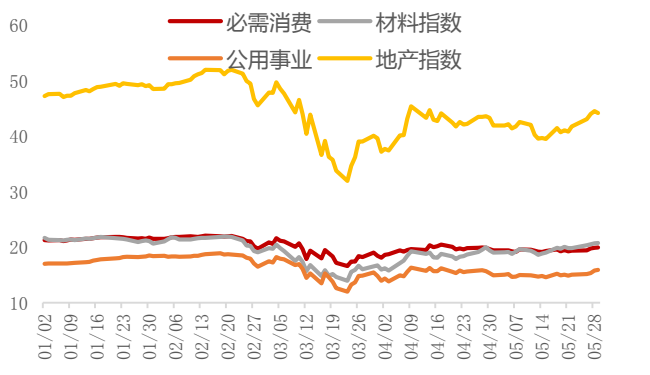
2020 年以来标普表现一般的四个行业指数股价及 PE 如下图所示：

图 30：2020 年以来标普表现一般的行业指数股价



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

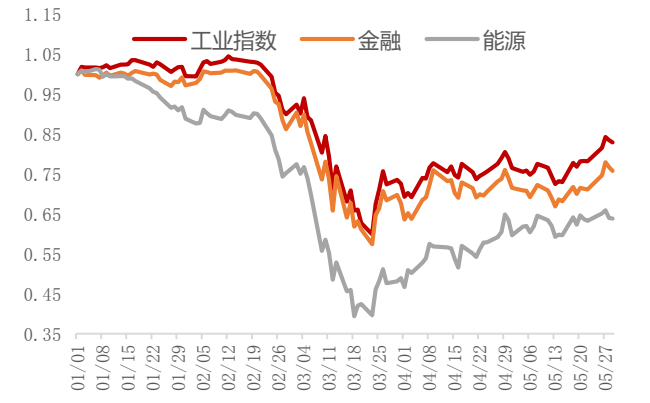
图 31：标普股价反弹居中的行业 PE



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

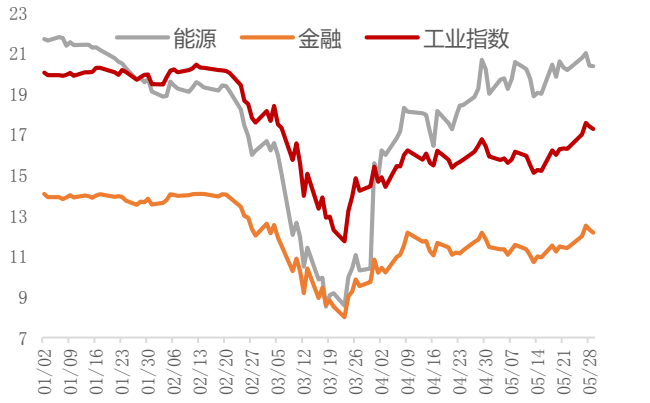
2020 年以来标普表现较差的三个行业指数股价及 PE 如下图所示：

图 32：2020 年以来标普表现较差的行业指数股价



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 33：标普股价反弹较差的行业 PE



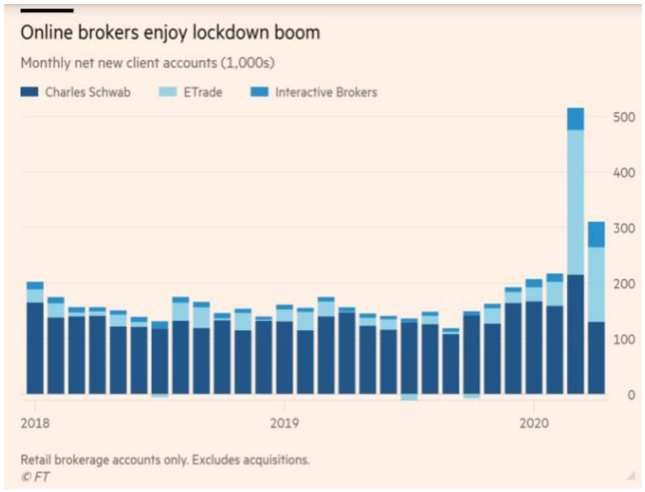
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

自 5 月中旬以来，强周期行业（工业、能源、地产、材料和金融等）开始领跑美国股市，反映市场对全球经济复苏、复工复产趋势向好的看法。另一方面，市场尚未对疫情二次爆发进行定价。**也即：目前美股表现反映的两个逻辑分别是全球经济复苏、复工复产向好和疫情不会二次爆发的逻辑。**

此外，美国近两个月大级别的反弹，也与个人投资者进场有关。一方面，居家时间变长让更多人有精力关注股票市场。另一方面，股市的赚钱效应，也让个人投资者趋之若鹜。Schwab 披露一季度新开账户达到了创纪录的 60 万 9 千例；Robinhood 数据显示，其 20 年一季度日均股票交易量比去年四季度暴增 300%，而且其中一半都是新用户；Wealthsimple Trade 在美股暴跌的 3 月，新用户增加了 54%，交易总额上升 43%，且新增用户中，超过一半的用户不到 34 岁（数据来源于新闻报道）。

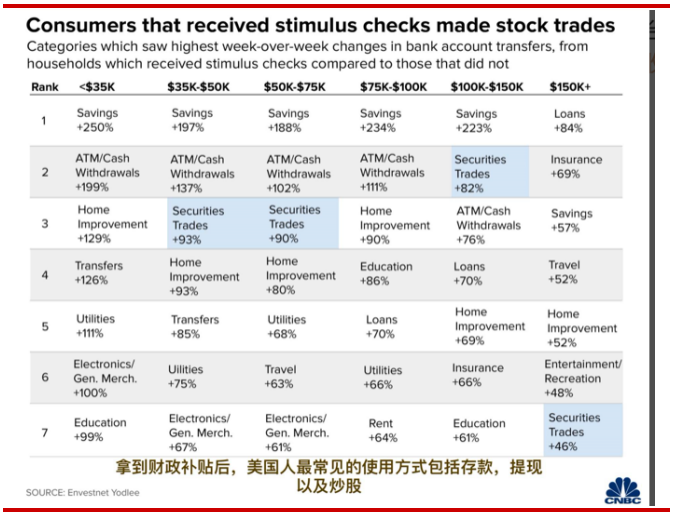
在资金来源方面，个人投资者拿到政府补助后，除了存钱和提现，最常用于股票交易。根据美国国税局披露，CARES 法案中对个人的直接补助包括：年收入 7 万 5 千美元以下的个人补贴 1,200 美元，年收入 15 万以下的补贴 2,400 美元。数据公司 Envestne Yodlee 追踪了 250 万拿到财政部补贴的银行账户数据，如下右图所示。收入越低的账户，更倾向于将政府补助用于股票交易。

图 34：疫情期间经纪商开户数量大幅上升



资料来源：金融时报，华宝证券研究创新部

图 35：年收入较低的账户更倾向于将补助用于股票交易

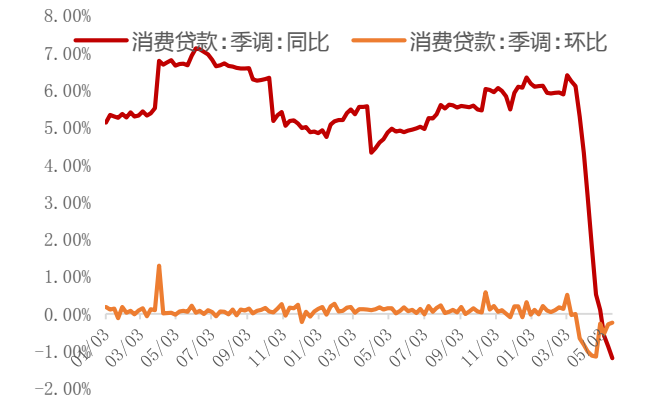


资料来源：Envestne Yodlee，华宝证券研究创新部

展望六月，我们维持之前五月的观点，即美股波动性将增大。一方面，疫情对民众思想观念和生活方式的冲击或短期内不会消退。这体现在消费贷款同比数据尚未出现拐点，环比数据在 0 以下。疫情常态化下，全球影院、酒店、航空等消费项数据预计恢复较慢，该类密集型场所短期内恢复到疫情前经营水平较困难，复工复产推进程度或不及金融市场的乐观预期。另一方面，随着全球复工复产全面启动，个人投资者在家时间大幅缩减，带动部分增量资金和风险偏好高的个人投资者退出市场。同时考虑到美国大选临近，叠加疫情和动乱行为影响，不确定性逐步上升。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。

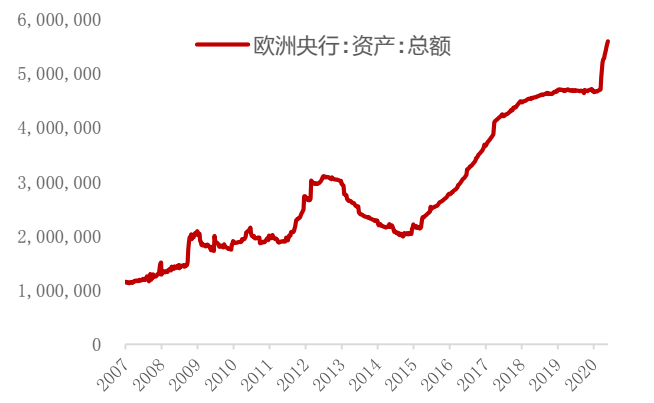
为什么我们不认为六月美股会出现大幅下行？一方面，主街贷款计划（MSLP）和市政贷款便利工具（MLF）将在 6 月执行，预计将进一步提振实体经济。另一方面，全球主要发达经济体财政刺激政策持续出台，如：欧央行将于 6 月 4 日公布 6 月议息会议决议，此前，欧央行表示经济 V 型复苏已不可能，预计此次会议将新增紧急抗疫贷款计划（PEPP）5000 亿欧元，并延续至 2021 年中期。英国政府正准备 7 月份公布一项经济刺激方案，以加大力度缓解由疫情引起的经济衰退。**财政刺激的有力举措配合货币政策宽松刺激，美股大幅下跌的概率较小。**

图 36：消费贷款数据改善较微弱



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 37：欧央行资产负债表（单位：百万欧元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.3.2. 美债：QE 加码可能性小，长债延续震荡趋势

十年美债 5 月在 0.6%-0. 8%之间震荡。预计 6 月美债延续震荡趋势。

五月市场资金面相对较为宽裕。供给层面，从 5 月财政部国债发行量及市场认购度来看，目前市场对国债认购度较为积极。投标倍数在 2.5 倍左右，市场资金面较为宽裕。下表是财政部自五月份以来新发的中长期国债情况。其中投标量是指竞争性投标量，不包含非竞争性投标以及美联储公开市场操作账户认购的国债。竞争性投标的主要机构有：一级交易商、直接出价机构和间接出价机构。

表 2：美财政部五月已发行的中长期国债情况

类型	期限	拍卖日期	竞标最高收益率	中标收益率	拟发行规模（十亿）	投标规模（十亿）	投标倍率
Note	3-Year	05/11/2020	0.23%	0.13%	42.00	106.84	2.54
Note	10-Year	05/12/2020	0.70%	0.63%	32.00	85.95	2.69
Bond	30-Year	05/13/2020	1.34%	1.25%	22.00	50.62	2.30
Bond	20-Year	05/20/2020	1.22%	1.13%	20.00	50.62	2.53
Note	2-Year	05/26/2020	0.178%	0.125%	44.00	117.84	2.68
Note	5-Year	05/27/2020	0.334%	0.25%	45.00	102.77	2.28
Note	7-Year	05/28/2020	0.553%	0.50%	38.00	96.80	2.55

资料来源：Treasury，华宝证券研究创新部

市场资金面较为宽裕这点也可以在 PPP 贷款中看出。根据小企业管理局数据，截至 5 月 30 日，美国银行已批准 5100 亿美元的薪资保障计划（PPP）贷款申请。但银行仅从美联储的 PPPLF 工具获得 492 亿美元的流动性。

图 38：PPP 贷款发放金额及贷款数量

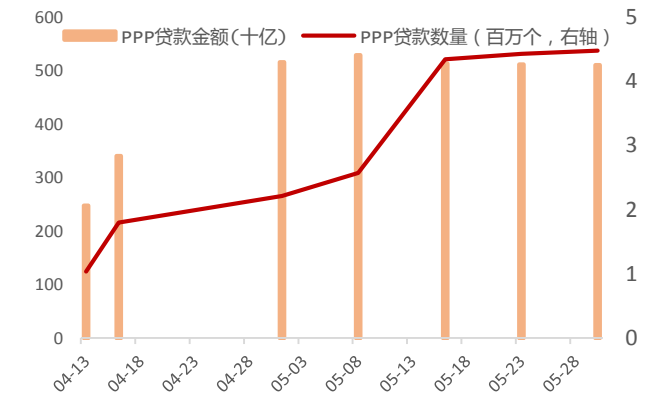
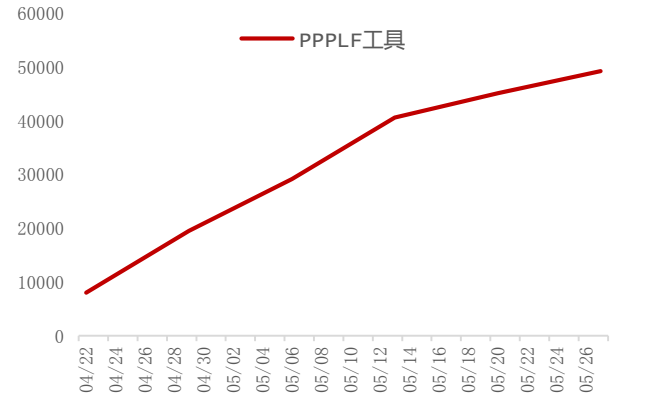


图 39：美联储 PPPLF 工具使用情况（单位：百万）



资料来源：SBA，华宝证券研究创新部

资料来源：美联储，华宝证券研究创新部

这在很大程度上是因为银行资金面较为充裕，疫情以来，新的存款大幅涌入银行，同比增幅为历史可比数据以来最高。自 3 月以来，有超过 1.8 万亿美元的新存款流入放贷机构，是自 1973 年有可比数据以来最大的同比增幅。而存款成本也在相应下降，据了解，一季度摩根大通的计息存款成本为 0.52%。美国四大银行无息账户占所有存款的 30%（Wisburg）。**存款的大幅增加叠加存款利息的下降，使得银行没有动力使用美联储的 PPPLF 工具融资。**此外，部分银行不希望被列入借款人名单，以免留下政府支持银行业的印象。

图 40：美国商业银行存款及贷款情况（单位：十亿）

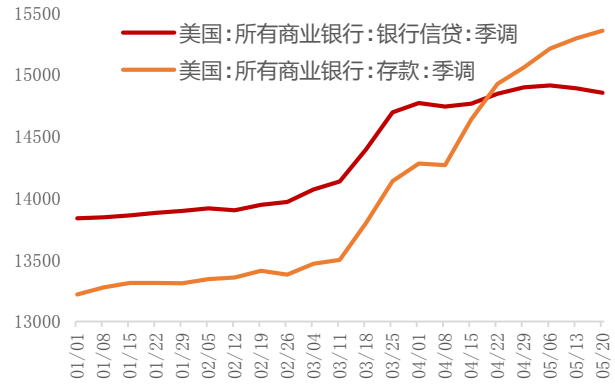
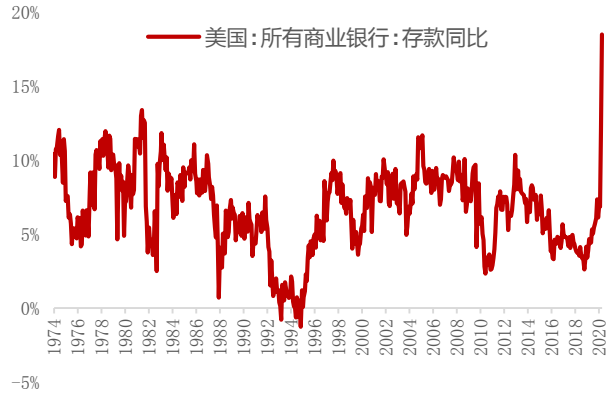


图 41：美国商业银行存款增幅创历史新高



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

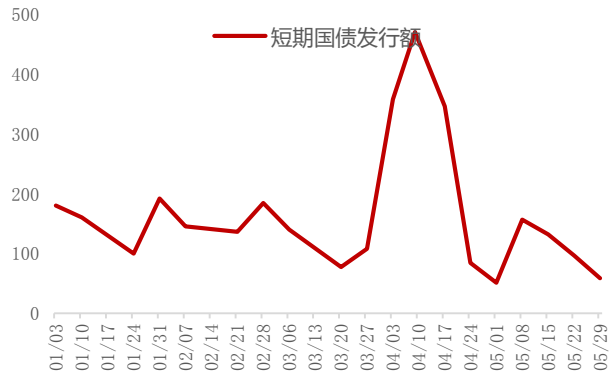
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

虽然资金面较为充裕，但 6 月国债到期量较 5 月上升明显，财政部短债置换长债意愿明显，预计 6 月长债供应量较 5 月增加。目前短期国债 6 月有 13290 亿美元到期，中长期国债到期量相对较少，约 240 亿到期。在美联储短期不实行负利率的情况下，中长期国债目前利率，对于财政部发债较为有利。预计财政部将部分到期短债置换为长债，6 月长债供应量较 5 月将增加。

图 42：短期国债 6 月到期量较大（单位：十亿）



图 43：5 月短期国债发行量下降明显（单位：十亿）



资料来源：SBA，华宝证券研究创新部

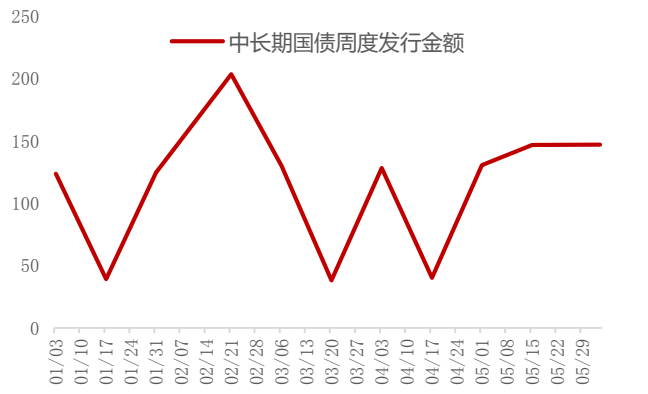
资料来源：美联储，华宝证券研究创新部

图 44：中长期国债今年到期量分布（单位：十亿）



资料来源：SBA，华宝证券研究创新部

图 45：5 月中长期国债发行量维持高位（单位：十亿）



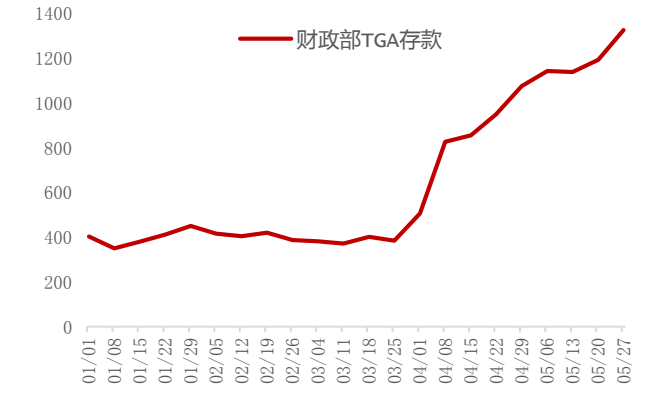
资料来源：美联储，华宝证券研究创新部

考虑到未来新的财政刺激政策继续推出的必要，预计财政部 TGA 存款账户余额将继续攀升。目前该账户余额 5 月增加 2500 亿左右。但同期美联储购买国债速度大幅放缓，5 月美联储国债购买量仅有 1380 亿元。**天量短期债务的到期，叠加新的财政刺激政策推出，如何满足财政部发债的缺口，美联储是否会提高国债购买额度，以支持财政部融资需求？**

我们认为短期内美联储大概率不会加码 QE 工具。一方面 QE 的操作对象是一级交易商，比如美国四大银行，而一级交易商目前流动性较为充裕，此时加码 QE 必要性不高。另一方面，**美联储目前更倾向于通过前瞻指引方式引导市场长期利率维持在其合意区间。**5 月美联储会议表示：将细化前瞻指引，考虑基于结果或基于日期的前瞻指引，引导市场利率运行在合理水平。基于结果的前瞻指引是：在决定加息前，瞄准特定宏观经济数据，如失业率水平或通胀水平。无论是基于结果的前瞻指引还是基于日历的前瞻指引，均能够更清晰的传达美联储对利率的预期。

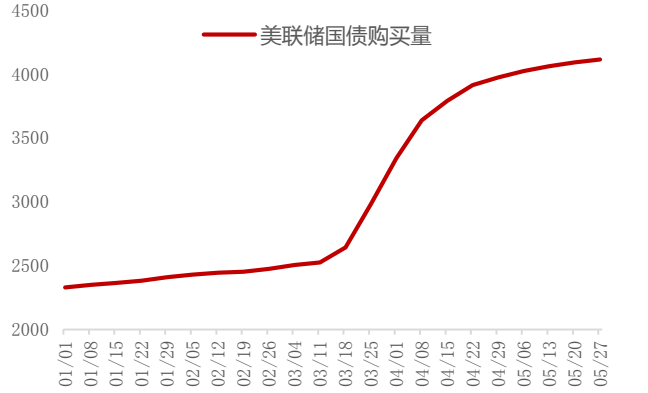
虽然非农数据表现亮眼，但我们认为在 6 月 FOMC 会议上，美联储大概率维持现有判断，短期内不会提及加息等字眼。6 月财政部长债供给增加叠加复工复产推进，市场环境整体对长债利多有限，但考虑到财政部发债的绝对约束和财政赤字等成本考量，我们认为美债不会出现熊陡情形，预计美国 10 年长债收益率区间在 0.6%-0.8%之间宽幅震荡。

图 46：财政部 TGA 账户 5 月存款持续攀升（单位：十亿）



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 47：美联储 5 月购买国债速度大幅放缓（单位：十亿）



资料来源：美联储，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。