

结构性行情由流动性逐步转向业绩驱动



——2020年四季度宏观策略展望

HWABAO SECURITIES

／ 2020年9月24日

分析师：杨宇 （执业证书编号 S0890515060001）
分析师：蔡梦苑 （执业证书编号 S0890517120001）
分析师：王震 （执业证书编号 S0890517100001）
分析师：樊彬彬 （执业证书编号 S0890520030001）
分析师：张菁 （执业证书编号 S0890519100001）

► 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

- **美国经济复苏韧性强，但远非V型反转。**三条线索：一是地产量价齐升；二是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；三是美国小企业贷款指数疫情以来快速反弹。
- **美联储货币宽松持续时间将比预期更长。**目前焦灼的财政刺激计划仍在谈判中，但国会两党的分裂使得达成协议难度愈来愈大。基建成为两党施政的一致方向，但两党对基建的具体实施方案目前尚有分歧。
- **美股演绎由科技股向价值股的风格扩散逻辑，十年美债收益率目前处于底部区间。**美国经济韧性相对较强，一旦经济重回复苏趋势，力度可期，叠加流动性宽松，疫情受损的企业业绩会迎来修复，将带动由科技股向价值股的风格扩散。四季度美债上行区间不会太高，与基建是否推出、经济复苏情况、市场波动剧烈程度等相关。美债的波动性未来将逐步增大。
- **国内经济仍然延续持续修复的态势，尤其服务业开始出现明显好转。**生产端来看，增速趋于平稳。需求端来看，消费仍在改善，尤其服务业消费改善的速度开始加快；同时随着南方雨季的过去，基建和地产的赶工开始加快；外需继续好转。
- **货币政策偏中性，流动性呈偏紧格局。**引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行的操作方向未发生变化。随着疫情缓解，央行货币政策恢复正常化，短期利率上升至操作利率附近或上方，套利空间有效压缩，且当前仍处于经济恢复过程中，加息条件并不具备。预计下一阶段央行仍将保持流动性合理充裕，采取精细化操作维持资金面紧平衡的状态。针对当前长期资金缺口，预计央行将择机通过MLF投放进行熨平，同时也增强中期利率的指引作用。考虑到降准的信号作用，预计将根据经济情况考量作为备用工具。
- **股票市场：继续维持结构性的行情，短期来看低估价值板块相对占优区间。**宏观流动性边际收紧、经济基本面修复、增量资金入市的背景下，整体将继续维持结构性的行情，前期估值“泡沫化”比较严重的板块面临估值压缩的压力，短期来看低估价值板块相对占优，中长期来看，“内循环”受益相关的科技、医药、消费等板块估值消化之后仍是可能带来超额收益的板块。
- **债券市场：供需矛盾压力仍在，但已具备配置价值。**基本面缓慢修复，修复斜率继续放缓，预计这一过程仍将持续；货币政策方面，市场已经对中性的货币政策完成了重定价，后续货币政策仍将维持平稳，围绕政策利率窄幅波动。债市面临供需矛盾突出。估值来看，经历了8月份的利率上行后，收益率水平回到疫情之前，股债相对回报回归均衡，当前利率水平下债券配置价值有所凸显。短期超跌后，中短端利率会迎来修复行情，带来曲线走陡机会，中长端仍维持偏震荡看法。关注供给进度和银行负债端。
- **风险提示：**美国大选临近带来的地缘政治风险加剧、流动性超预期收紧、随着冬季的来临海外疫情二次大规模爆发。

内容目录

01 海外经济与资本市场情况

02 国内宏观经济

03 国内货币政策与流动性

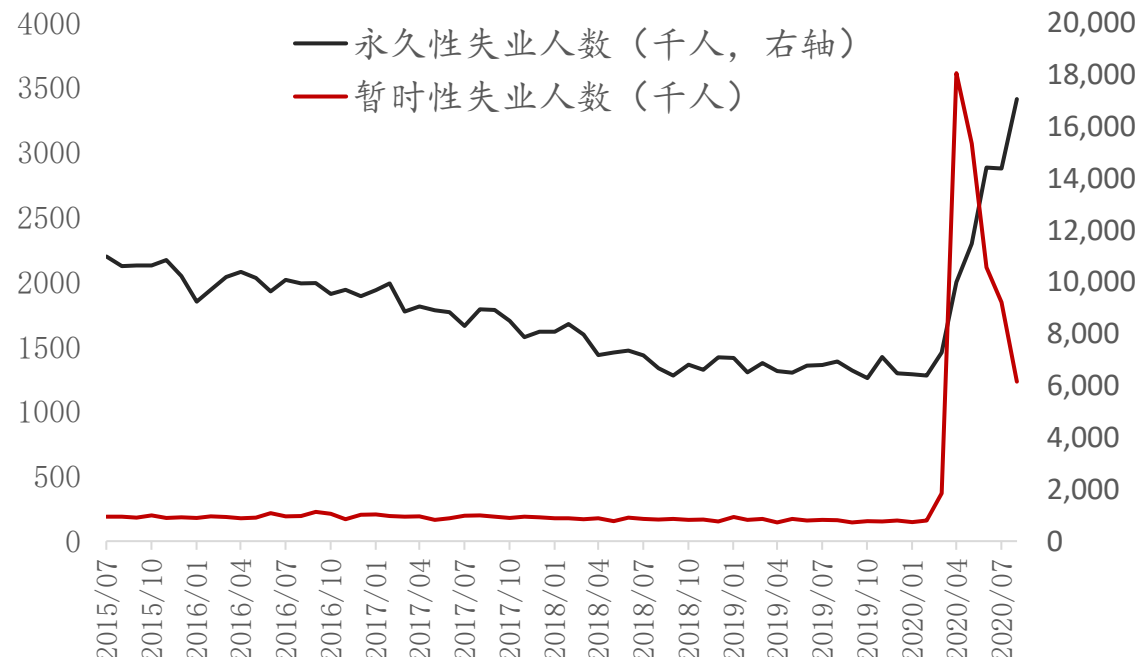
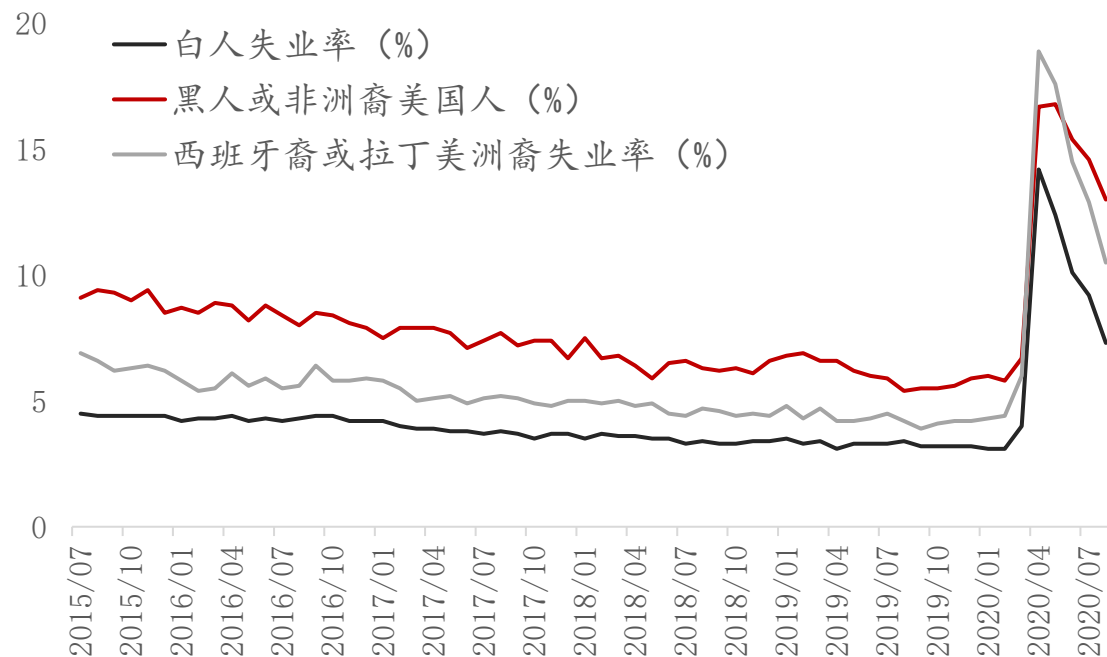
04 资本市场展望



美国经济：经济复苏韧性较强，但远非V型反转

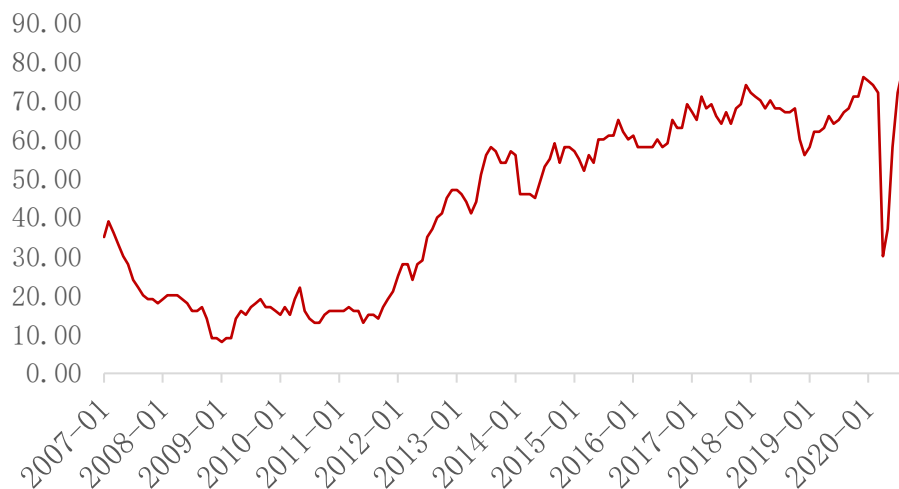
就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标。

- 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。
 - ✓ 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%；
 - ✓ 美联储主席鲍威尔公开表态：8月就业表现不错。
 - ✓ 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、永久性失业人数尚在增加。

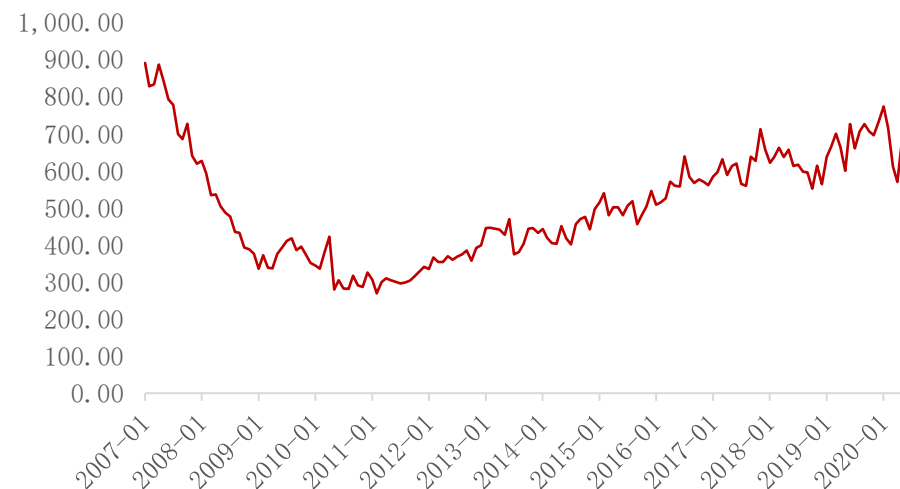


经济复苏韧性体现之一：地产量价齐升

—— 美国: 全美住宅建筑商协会 (NAHB) / 富国银行住房市场指数

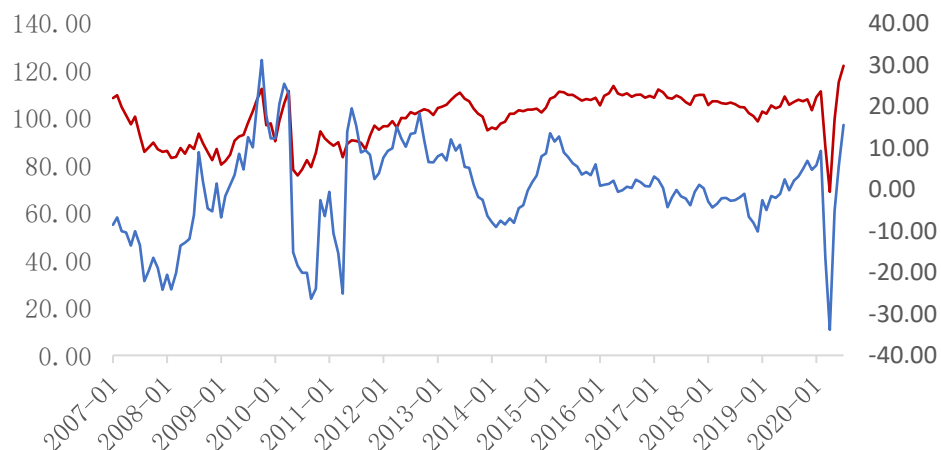


—— 美国: 新建住房销售: 折年数: 季调

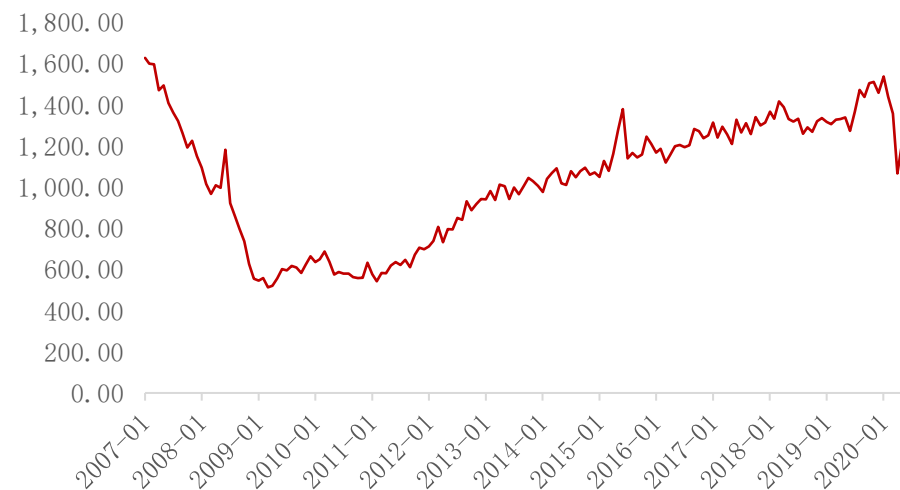


—— 美国: 成屋签约销售指数: 折年数

—— 美国: 成屋签约销售指数: 同比: 季调



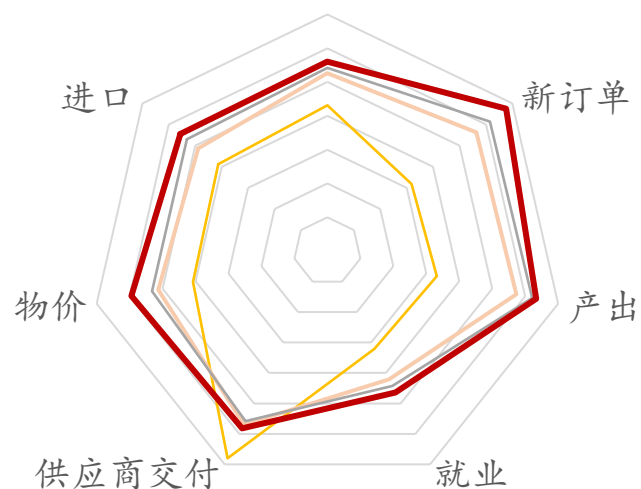
—— 美国: 已获得批准的新建私人住宅: 折年数



经济复苏韧性体现之二：制造业持续复苏

- 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。
 - ✓ 制造业PMI 8月为56，预期值54.5，前值54.2。大幅好于预期。
 - ✓ 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。
 - ✓ 铁路货运量未受二次疫情爆发影响，稳步持续上升。

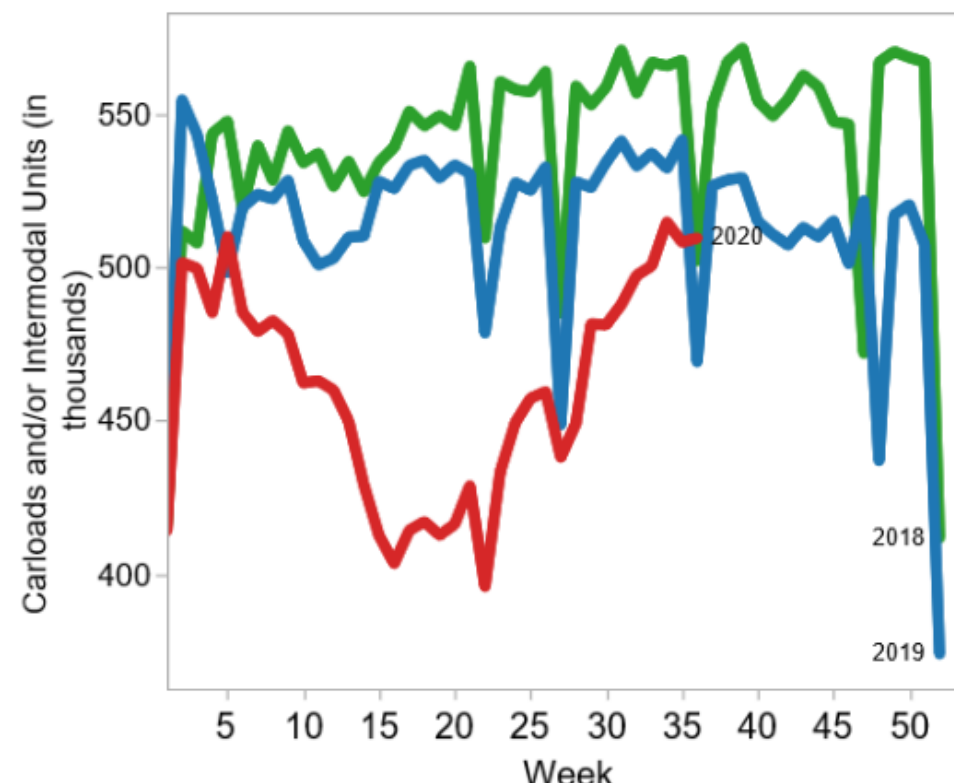
ISM制造业PMI



— 2020-05 — 2020-06 — 2020-07 — 2020-08

资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

美国铁路货运量同比转正



经济复苏韧性强体现之三：小企业获得贷款渠道通畅

美国小企业贷款指数疫情以来快速反弹



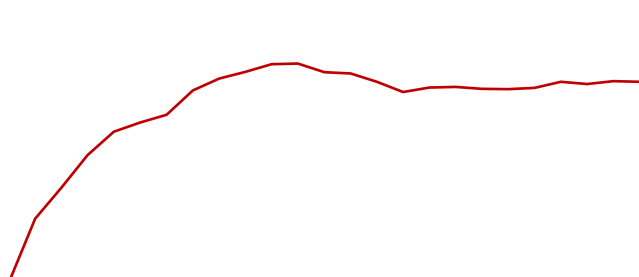
政策：美联储货币宽松持续时间将比预期更长

政策展望

- 美联储货币宽松持续时间将比市场预期的更长。
- 目前焦灼的财政刺激计划仍在谈判中，但国会两党的分裂使得达成协议难度愈来愈大。
- 基建成为两党施政的一致方向，但两党对基建的具体实施方案目前尚有分歧。

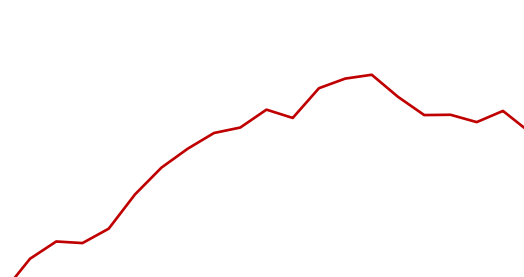
— 美联储资产负债表规模（单位：百万美元）

7500000
7000000
6500000
6000000
5500000



— 美国财政部TGA账户（单位：百万美元）

2000000
1800000
1600000
1400000
1200000
1000000



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_2364

