

海外半月谈（第2期）

美股筑顶完毕

■ 核心观点

第一，“疫情飙升-经济下滑-美股下行”这个逻辑在过去几个月的失效并非逻辑本身存在谬误，而是美国消极应对疫情带来的时滞效应所致；随着7月多州暂停经济开放，上述逻辑的有效性将会提升。

第二，5-6月美国经济在解封过程中获得了历史罕见的快速修复，相应的，美国5-6月就业数据与零售数据均创纪录新高；但是6月美国数据的超预期并不意味着7月经济数据能延续强势，在6月底至今的疫情飙升下，美国7月经济数据恐表现低迷。

第三，股市展望：未来一段时间，美股面临的下行压力将有所加大；欧洲股市在疫情控制较好的基础上，表现突出；日本股市的表现可能介于美股与欧股之间。近期，新兴市场股市整体表现不错，但波动明显加剧，我们还是需要警惕严峻疫情带来的拉美、中东、非洲、南亚和部分东南亚国家的资本市场波动，中国、越南等疫情得到控制的经济体股市值得高看一眼；A股近期波动较大，可等待波动率回落至常态后再进行中长线布局，港股的性价比优势仍然明显。

第四，大宗展望：黄金仍是优选品种，农产品中的油脂、粕类也有较好的投资价值，能源化工、有色黑色等品种也将受益全球经济的缓慢复苏。

本周市场重点

■ 6月美国数据强势难阻7月低迷，美股筑顶后或将加速下行

美股自3月下旬的低位反弹至今已有三个半月，且纳指已超越疫情前高位，屡创历史新高；道琼斯工业与标普500距离疫情前高位也仅仅一步之遥。可以说，是在美联储极度宽松的货币政策环境下，5-6月美国经济逐渐解封带来的市场乐观预期发酵导致了美股的这一轮上涨远超3月的市场主流预期。

从经济数据上可以明显看出解封给经济活动带来的提振效果。在经历了3-4月经济数据的全面“崩盘”之后，5-6月经济解封的进行导致美国经济数据全面好转；就业方面的非农数据从4月的战后最差记录水平飙升至5-6月的战后最高记录水平，零售数据也从1992年有统计数据以来的最差水平升至最高水平。尽管6月非农数据存在高估嫌疑（具体见我们在7月5日发布的《宏观周报-海外半月谈（第1期）：非农大增的逻辑谬误》），但不可否认，5-6月美国经济在解封过程中获得了历史罕见的快速修复，这是除却美联储季度宽松货币环境之外，美股大涨最重要的基本面逻辑。

其实，伴随着美股的持续上行，市场并不乏质疑之声，特别是在4月美股大幅反弹的阶段，市场中关于“美股二次探底”的声音并不小，包括我们也对美股当时的强劲表现表示过短期质疑。但是，市场显然高估了疫情数据对美股的直接冲击，忽视了就业、消费等经济基本面因素的显著好转带来的提振效应。时至当下，市场中虽然仍有美股表现脱离基本面的声音，但相

较4月已显著减少，市场对于“疫情飙升-经济下滑-美股下行”这个在过去几个月被“证伪”的“旧”逻辑的兴趣程度明显大幅降低。

在我们看来，“疫情飙升-经济下滑-美股下行”这个逻辑在过去几个月的失效并非逻辑线本身的问题，而是这个逻辑对于“疫情-经济”这一环节的推导过于简单直白，未考虑美国应对疫情的实际应对情况，才导致这个看似清楚明白的逻辑在应用时被屡屡证伪。我们认为，在“疫情-经济”这一环节存在明显的时滞，这其中既有联邦政府与州政府商讨制定政策的决策时滞，也有人们在政策出台后的适应时滞。正是时滞的存在导致疫情飙升并不能立马体现为经济活动的下滑；也只有考虑了时滞效应，才能更好的运用上述逻辑。

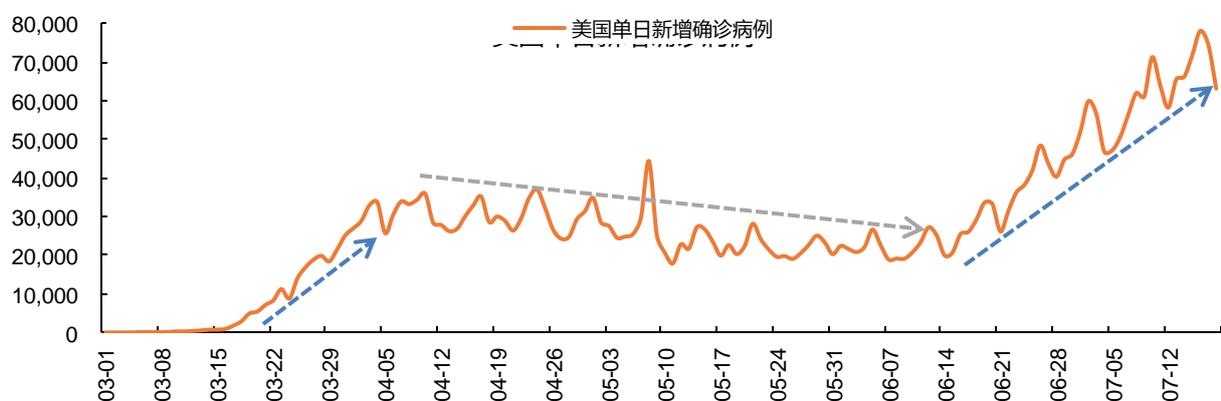
从疫情本身发展看，美国疫情在4月初-6月中进入平台期，在6月下旬脱离平台期向上，并在6月底至今屡屡创出单日新增确诊病例的历史新高。但是，与之相对应的，美国各州应对疫情的节奏明显偏慢，甚至慢于3月的第一轮经济封锁，疫情最为严峻的加州直至7月11日才叫停酒吧、餐厅等场所的室内活动；疫情同样严峻的德州、亚利桑那州、田纳西州、佛罗里达州等均只是暂停了经济活动的继续放开，并未采取相应加强防控的手段。这既有美国经济与金融体系难以承受二次封锁带来冲击的因素，也与美国大选压力下共和党特朗普政府更重视经济以获得更多选票的诉求有关。联邦政府除了在近期同意提倡佩戴口罩这一建议之外，并未做出其他有建设性的防控工作。

尽管各州重新加强封锁的阈值已明显高于3月，但随着美国越来越多的州疫情出现飙升，美国经济放慢重启将是预期的大概率事件。在该背景下，美国7月的经济恢复将显著慢于5-6月，加上6月的非农数据存在明显高估，我们预计7月美国经济数据将出现显著滑坡，这将打击美股此前持续上行过程中的乐观预期。加上美联储的货币政策空间与边际效应都难以与3月相提并论，美股在近期筑顶后，可能在未来一段时间出现加速下行走势。

从近期全球股市表现看，欧日等非美发达经济体的股市表现突出，显示出疫情得到缓和之后，经济修复的预期逐渐提振了市场情绪。未来几个月，在欧日疫情控制良好的前提下，欧日等非美发达经济体股市表现料将好于美国。但是，从近期疫情数据看，日本疫情出现加剧现象，欧洲疫情仍在良好控制之中；若欧日疫情再次出现加剧，并导致经济活动受到冲击，那么欧日股市也将面临较大的回落风险。

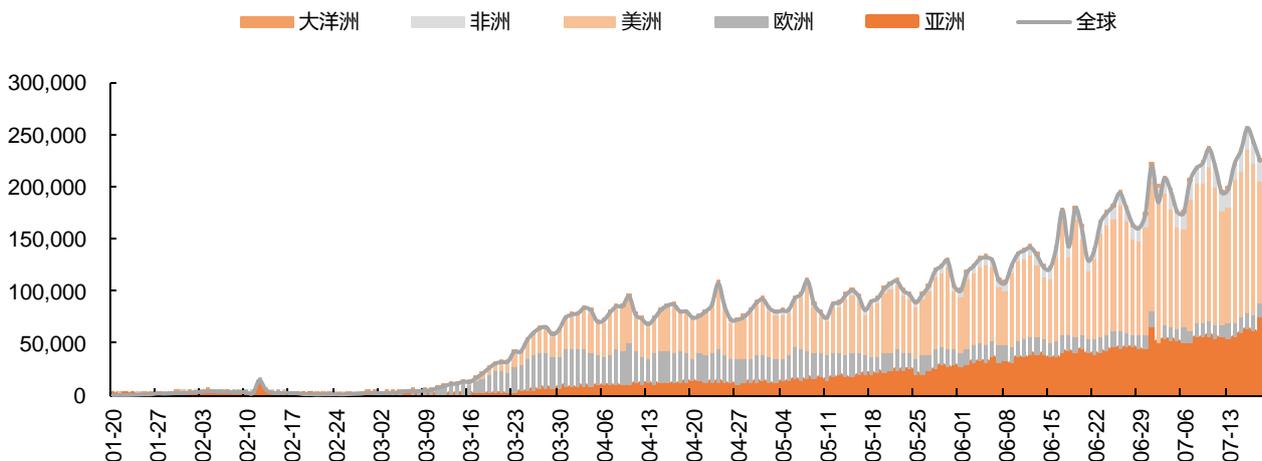
展望未来一段时间，经过了持续一个季度左右的强势表现，美股面临的下行压力将有所加大；欧洲股市在疫情控制较好的基础上，表现突出；日本股市的表现可能介于美股与欧股之间。近期，新兴市场股市整体表现不错，但波动明显加剧，我们还是保持警惕严峻疫情带来的拉美、中东、非洲、南亚和部分东南亚国家的资本市场波动，中国、越南等疫情得到控制的经济体股市值得高看一线；A股近期波动较大，可等待波动率回落至常态后再进行中长线布局，港股的性价比优势仍然明显。大宗方面，黄金仍是优选品种，农产品中的油脂、粕类也有较好的投资价值，能源化工、有色黑色等品种也将受益全球经济的缓慢复苏。

图表1 美国单日新增确诊病例数从6月下旬开始再次激增



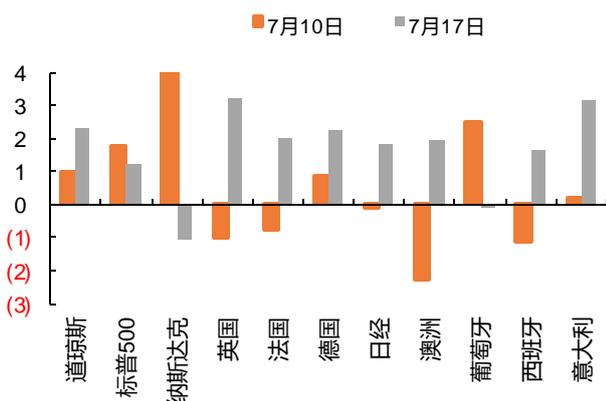
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 全球各大洲单日新增病例数统计



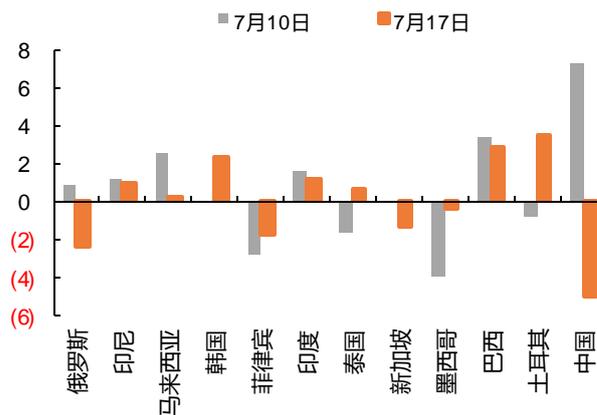
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 近两周国际发达市场股指大多上涨 (%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表4 近两周新兴市场股指涨多跌少 (%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

■ 美国 6 月零售环比继续超预期，通胀低位出现小幅反弹

美国 6 月零售销售环比大涨 7.5%，大幅高于预期值 5.0%，但低于修正后前值 18.2%；其中，服装服饰、电子电器、家具装饰、文体娱乐、餐厅酒吧分项的零售销售环比均高于 20%，其中，服装服饰销售环比为 105.1%，电子电器销售环比为 37.4%，家具装饰销售环比为 32.5%，文体娱乐销售环比为 26.5%，酒吧餐厅销售环比为 20.0%；另外，6 月工业产出环比 5.4%，大幅高于前值 1.4%；6 月工业产出同比略微反弹至 -10.8%，略微高于前值 -15.4% 的水平。6 月通胀与核心通胀触底后小幅反弹，其中通胀反弹至 0.6%；核心通胀维持在 1.2% 的水平。

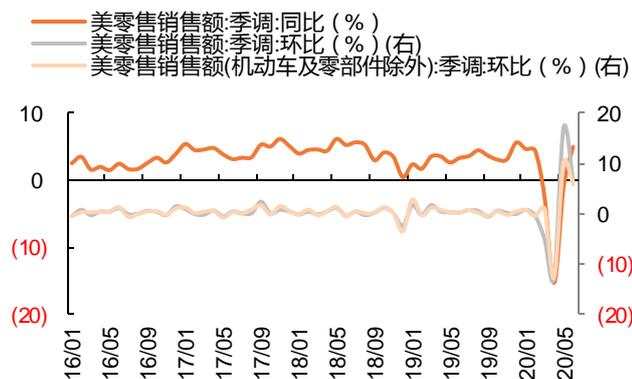
我们认为，6 月的多项经济数据继续超预期反映了经济逐步解封后消费、生产等经济活动的修复速度快于市场预期。但是，随着美国各州疫情的抬头迹象愈发明显，加州重新加强了防控措施，多州也暂停了经济活动的继续开放，料 7 月的环比数据将有所回落，可能不及市场预期。

另外，各国仍在应对疫情的过程中，且在出台了大规模的货币、财政刺激政策基础上仍在加码政策刺激，虽然美欧日等发达经济体尚能应付中短期的财政压力，但大多新兴经济体的公共财政压力将愈发凸显。下半年预计将有一些新兴经济

体寻求主权债务的重整与违约，这将给全球金融市场带来新的变数，与新兴市场主权债务关联度较高的欧洲银行业及其发行的金融债也可能会遭遇评级下调和剧烈的波动。

对于未来一段时间的资产配置，我们建议关注美、欧、日等发达经济体与中国、东盟中的越南等疫情控制较好、财政较为健康、经济基本面稳固的少数新兴经济体资产。相较美股，欧股短期的配置机会更好；A股与港股的估值有一定优势，相对而言也更具中长期配置价值。

图表5 美国6月零售销售仍维持高增长



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表6 美国6月通胀率反弹至0.6%



资料来源: WIND,平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 拜登民调领先优势扩大，特朗普竞选压力增加

截至当地时间7月18日，美国大选的全国民调显示拜登领先特朗普10个百分点左右，关键州民调拜登也明显领先。

点评：拜登在全国民调的领先程度依然显著，大致位于10%左右，即使是偏向共和党的民调机构 Rasmussen Reports 统计的结果，拜登在全国民调中也领先特朗普达3个百分点。对于采取选举人团制度的美国大选来说，关键州民调的参考价值显著高于全国民调。在2020年大选关键州——宾夕法尼亚州、威斯康星州、密歇根州、佛罗里达州、缅因州、俄亥俄州与爱荷华州的民调中，特朗普仅在爱荷华州民调中领先，且领先优势仅为1.5个百分点；而拜登在其他所有关键州民调中均领先，且领先优势均在2个百分点以上。从上述关键州民调看，拜登在近期民调中的优势有所扩大，特朗普则受制于美国疫情加剧，不仅支持率大幅下行，而且民调数据也全面落后拜登。当前，市场主流观点均更看好拜登能够赢得最终大选胜利，但我们认为当下判断拜登大选获胜恐还为时尚早。首先，特朗普近期的落后主要是受疫情反弹冲击，若大选前疫情得到控制或相关疫苗、特效药问世，当下拜登的领先优势恐会缩小；其次，美国大选的三轮电视辩论对大选结果的走向影响很大，拜登口才薄弱，可能成为特朗普翻盘的抓手；再次，特朗普作为在任总统，无论是拜登的乌克兰贪腐案把柄，还是针对经济金融的政策，均处于主动一方，这是其争取连任的优势所在。我们认为，尽管疫情反弹导致特朗普连任难度增大，但也不能低估特朗普在未来3个多月逆转取胜的可能性。

■ 中美博弈有所升温，大选前趋势恐将延续

近期，美国针对华为、香港等升级了与华博弈，甚至有将博弈引向地缘、金融等领域的迹象。

点评：美国对华战略在2018年初就发生了显著变化，自那时起，美国对华的战略打压就日趋明显，所以当下美国计划的种种制裁是存在战略上的考量的；但是，我们也应当明白，在美国大选的关键时期，无论是在任者特朗普，还是竞争者拜登，都会将对华强作为自身标签，以获得极端选民的支持。所以，近期美国的种种言行既有战略上的中长期考量，

也有针对大选的中短期博弈成分。我们认为，美国针对华为的制裁更多是出于战略上的考量，毕竟科技领域是中美未来竞争的关键领域，5G 也是中国目前能够挑战美国的几个尖端领域之一，且关系到未来若干年的经济、战略利益，所以美国针对华为的打击可能不大会受大选结果的影响；而针对香港以及其他中国内部事务的言行，虽然有战略打压的考量在，但更主要的可能还是在于大选前期的博弈。毕竟，针对香港的金融制裁不仅会给中国带来伤害，也会给美国带来反噬；而其他一些问题（类似限制党员及家属赴美等）则几乎不会给中国带来什么伤害，反而会导致美国经济利益出现损失。展望未来，美国近期的一些出格言行可能不会完全落地，但中美博弈升温的趋势在大选前恐将延续。

海外市场跟踪

图表7 海外金融市场跟踪

	最新值 (2020.7.17)	分位数	本周均值 (2020.7.13-7.17)	周涨跌	月涨跌 (2020.7.1-7.17)	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	26672.0	97.1%	26601.03	2.29%	3.33%	-6.54%
标普 500 指数	3224.7	99.2%	3203.92	1.25%	4.01%	-0.19%
纳斯达克指数	10503.2	99.9%	10481.39	-1.08%	4.42%	17.06%
富时 100 指数	6290.3	62.1%	6237.92	3.20%	1.95%	-17.04%
CAC40 指数	5069.4	71.0%	5065.47	1.99%	2.70%	-15.20%
DAX 指数	12919.6	96.6%	12844.58	2.26%	4.94%	-2.49%
恒生指数	25089.2	82.5%	25358.29	-2.48%	2.71%	-9.98%
美元指数	96.01	67.0%	96.23	-0.68%	-1.41%	-0.45%
欧元兑美元	1.14	37.4%	1.14	0.98%	1.70%	1.79%
英镑兑美元	1.26	5.1%	1.26	-0.68%	1.61%	-5.28%
美元兑日元	107.03	40.3%	107.15	0.24%	-0.69%	-1.51%
美元兑人民币（离岸）	6.99	55.7%	7.00	-0.11%	-1.05%	0.42%
美国十年期国债利率	0.64%	0.3%	0.63%	-1.0bp	-2.0bp	-128.0bp
英国十年期国债利率	0.17%	0.1%	0.16%	2.0bp	-0.5bp	-72.2bp
法国十年期国债利率	-0.14%	1.6%	-0.13%	0.3bp	-2.3bp	-26.4bp
德国十年期国债利率	-0.45%	2.0%	-0.47%	4.8bp	4.8bp	-29.2bp
意大利十年期国债利率	1.23%	2.3%	1.27%	-5.7bp	-9.6bp	-19.6bp
布伦特原油现货	44.57	29.9%	44.14	3.12%	6.50%	-33.52%
WTI 原油现货	40.75	26.3%	40.59	0.49%	3.77%	-33.26%

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_3792

