

## 海外宏观双周报

# 疫情抬头加大美股下行压力

### ■ 核心观点

第一，美股自3月下旬的低位反弹至今超出市场此前预期，我们认为有三点原因：美联储紧急出台的极度宽松货币政策、美国疫情边际上得到控制的预期、经济封锁的逐步放开使得居民消费与企业生产也有所恢复。

第二，但上述三大因素正在出现变化：第一，美联储虽仍坚持释放宽松政策的口头信号，但实际上已经在收缩资产购买规模；第二，美国整体疫情出现抬头迹象，市场对美国疫情的担忧加深；第三，疫情的抬头加深了市场对美国经济的担忧。

第三，由于支撑美股反弹的三大因素均发生了变化，且美股的绝对位置与估值水平接近甚至超过了疫情前的水平，所以处于高位的美股在三大支撑因素显著弱化的背景下将难以继续强势，大概率将在未来一段时间筑顶回落，但在未来的这一波下行中不会走出像3月中下旬那样的极端行情，更可能出现震荡下行走势。

第四，展望未来一段时间，全球股市面临的下行压力将有所加大，其中，此前表现不及美股的欧日股市及A股、港股的表现可能逐渐强于美股，这既与疫情以来的涨幅低于美股有关，也与中、欧、日的疫情管控显著好于美国有关。

## 本周市场重点

### ■ 三大支撑因素有所转弱，美股高位恐迎下行压力

美股自3月下旬的低位反弹至今，无论是反弹的持续时长，还是涨幅，都超出了当时的市场预期。回顾美股近三个月的反弹，我们认为有以下三点原因导致了上述结果：第一，美联储紧急出台的极度宽松货币政策缓解了3月的流动性危机，并造成了市场流动性的充裕，带动无风险利率大幅下行与股市的企稳反弹；第二，美国的疫情虽一直处于平台期，但就日度新增确诊病例而言，在4月初就已出现停滞，并维持在1.5万-4.5万之间徘徊，进入了持续2个多月的平台震荡期，这给市场带来了疫情尚且可控的乐观预期，使得美股继续在4月延续反弹；第三，在美国联邦政府呼吁下，美国各州在5月陆续放开经济封锁，并逐步恢复了经济活动，随着经济封锁的逐步放开，居民消费与企业生产也有所恢复，在带动市场预期向好的同时，显著反弹的经济数据进一步提振了市场预期，使得美股在5-6月继续上涨。

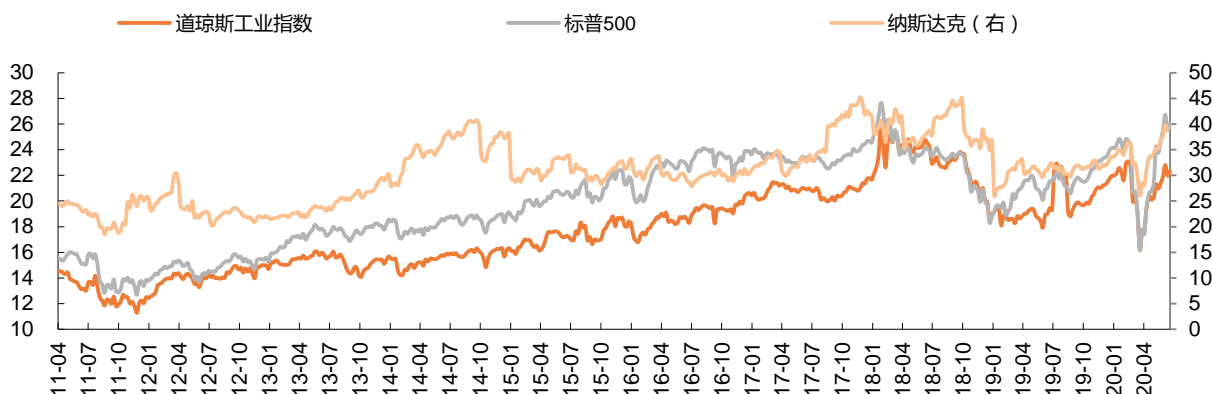
但是，上述三大因素正在出现变化：第一，美联储虽然仍在坚持释放宽松政策的口头信号，但实际上在资产购买方面，已经逐渐在收缩规模，其中美国国债购买规模从3月底的3600亿美元/周降至6月的200亿美元/周，抵押贷款支持债券(MBS)的购买规模从3月底的800亿美元/周降至6月的0，可见美联储的扩表速度显著放慢；第二，随着美国经济的逐步解封，以及反种族运动、大选集会等集聚活动的增加，美国多州疫情出现明显反弹，这也导致美国整体疫情出现抬头迹象，市场对美国疫情的担忧将逐渐压过此前的乐观预期；第三，尽管白宫相关人员表达了经济不会因疫情反复而再次封锁，但是我们认为这仅能表明美国政府对经济封锁的阈值高于3月底，所以随着疫情的抬头，市场对美国经济再次被封锁或受冲击的担忧将加深。

由于支撑美股反弹的三大因素均发生了变化，且美股的绝对位置与估值水平接近甚至超过了疫情前的水平，所以处于高位的美股在三大支撑因素显著弱化的背景下将难以继续强势，大概率将在未来一段时间筑顶回落。

考虑当前的美国社会与经济活动对疫情的警惕性高于3月的水平，所以疫情蔓延的速度大概率会低于3月，加上美联储此前已给市场释放了天量的流动性，这决定了美股在未来的这一波下行中不会走出像3月中下旬那样的极端行情，更可能出现震荡下行的走势。

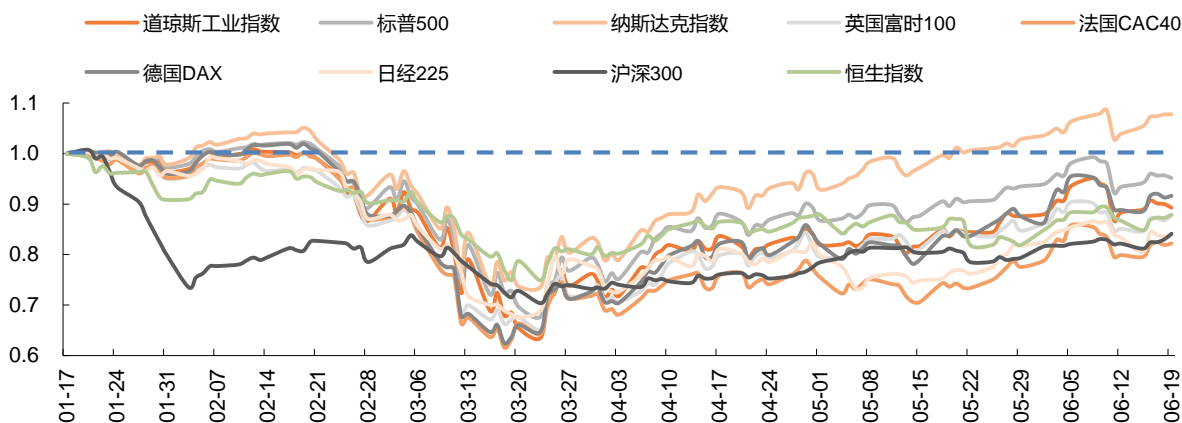
展望未来一段时间，全球股市面临的下行压力将有所加大，其中，此前表现不及美股的欧日股市及A股、港股的表现可能逐渐强于美股，这既与疫情以来的涨幅低于美股有关，也与中、欧、日的疫情管控显著好于美国有关。

图表1 美股估值已回到甚至超过疫情前的水平



资料来源：WIND，平安证券研究所

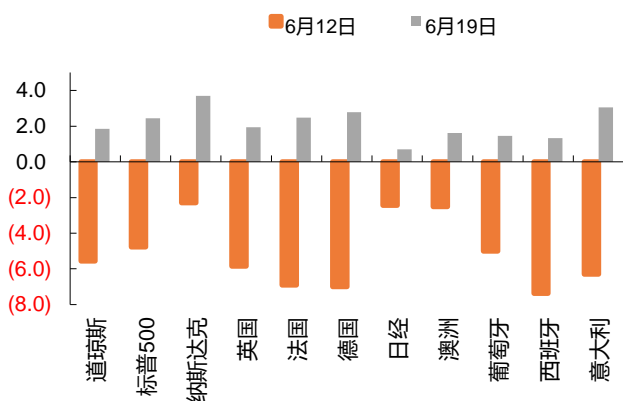
图表2 自疫情出现以来，美股表现强于其他主要股市



资料来源：WIND，平安证券研究所

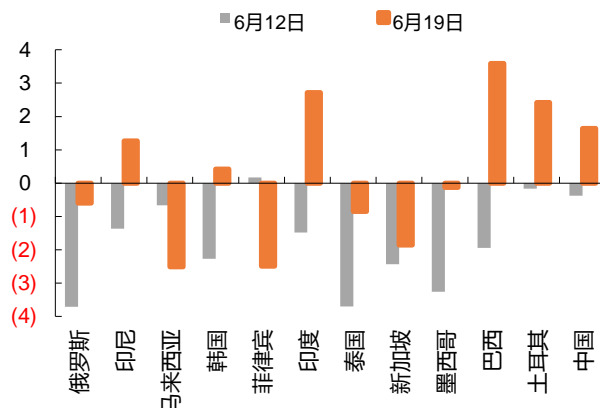
注：图中股指走势为将各股指在2020年1月17日的收盘价为1后的走势

图表3 近两周国际发达市场股指先跌后涨 (%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表4 近两周新兴市场股指跌多涨少 (%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

■ 5月海外经济数据集体反弹, 美国零售环比大涨超17%

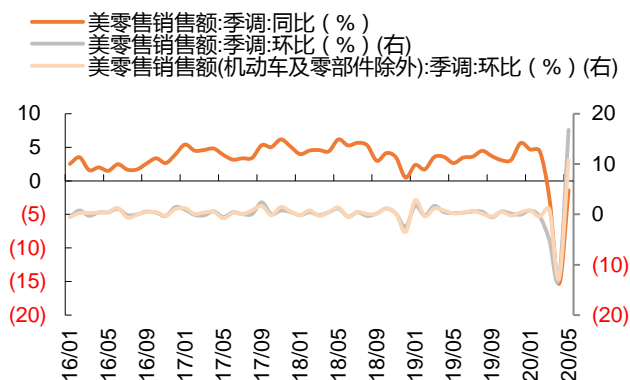
尽管4月的海外经济数据在3月之后继续刷新历史最差纪录, 但伴随着经济封锁行动的逐步解除, 5月的海外经济数据出现大幅反弹。美国方面, 5月美国零售销售环比大涨17.7%, 大幅高于预期值8.0%与修正后前值-16.4%, 刷新了该数据1992年开始追踪至今的历史最高水平; 其中, 服装服饰、家具装饰、文体娱乐、电子电器、机动车辆及零部件、餐厅酒吧分项的零售销售环比均高于20%, 其中, 服装服饰销售环比为188.0%, 家具装饰销售环比为89.7%, 文体娱乐销售环比为88.2%, 电子电器销售环比为50.5%, 机动车辆及零部件销售环比为44.1%, 酒吧餐厅销售环比为29.1%; 另外, 5月工业产出环比1.4%, 大幅高于修正后前值-12.5%; 5月工业产出同比略微反弹至-15.3%, 略微高于前值-16.3%的水平。5月通胀与核心通胀均继续回落, 其中通胀下行至0.1%; 核心通胀下行至1.2%的水平。

我们认为, 5月的多项经济数据大幅反弹反映了经济逐步解封后消费、生产等经济活动的适度修复。但是, 随着美国各州经济解封的持续, 以及大选、游行等聚集活动的增加, 疫情的抬头迹象愈发明显。考虑到当前美国政府对封锁经济的阈值较高, 所以在疫情尚未达到前高的情况下, 经济恢复过程仍将继续, 但是随疫情的继续反弹, 市场对经济恢复的乐观预期将受到疫情数据的打压, 居民的消费、企业的生产也会受到相应的烦扰, 料6月的环比数据将有所回落。

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。

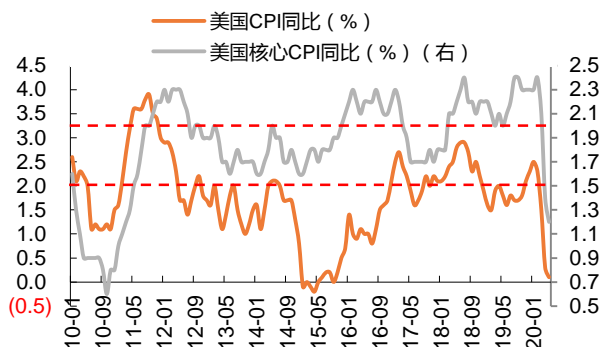
对于未来一段时间的资产配置, 我们建议关注美、欧、日等发达经济体与中国、东盟中的越南等疫情控制较好、财政较为健康、经济基本面稳固的少数新兴经济体资产。相较美股, A股与港股的估值有一定优势, 相对而言也更具配置价值。

图表5 美国5月零售销售环比创历史最高



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表6 美国5月通胀率降至0.1%



资料来源：WIND,平安证券研究所

## 海外经济跟踪

### ■ 鲍威尔打压复苏预期，敦促延续财政支持

当地时间6月16-17日，鲍威尔先后向参议院参议院银行委员会与众议院金融服务委员会作证词，表达了经济复苏需要等待更长时间的判断。

点评：鲍威尔表态在新冠病毒大流行得到遏制之前，美国经济全面复苏是遥不可及的，并表示美联储将使用“全方位的工具”来为家庭和企业提供缓冲，这显著打压了市场此前对经济复苏的过度乐观预期。在公司支持方面，鲍威尔表示“随着时间的推移，我们将会逐渐远离交易所交易基金，转而购买单笔债券，这是支持流动性和市场运作的更好工具。”但是，公司债的评级需要满足“截至3月22日，发行人必须拥有BBB-或Baa3的评级”的要求。在金融监管方面，鲍威尔表示可以采取暂时灵活放松监管的行动，他表态支持修改多德-弗兰克法案中为银行设定了最低资本标准的柯林斯修正案（Collins Amendment）。另外，鲍威尔也表示经济衰退对美国人造成了不平等的伤害，非洲裔美国人和其他少数族裔受到了最严重的损失，这也是他呼吁财政支持应当延续的理由，作为货币政策，并无法做到调整结构，缓解不平等的效果，这更加依赖于财政政策。可以预见，美联储仍将继续维持经济运行的稳定，并不惜采取一切措施。但就目前而言，由于经济已处于缓慢恢复过程中，所以短期美联储更加重视的是此前出台的新工具的落地与观察，而非继续出台新式工具。

### ■ 特朗普整体选情落后，但关键州结果仍然胶着

截至当地时间6月21日，美国大选民调数据显示，特朗普在全国民调中落后拜登6%-12%的水平。

点评：自新冠疫情爆发之后，无论是防控内部疫情扩散，还是在国际防疫合作上，特朗普政府都没有做到一个高效政府应当做到的水平，导致本已分化的美国社会与政坛显著割裂；另外，这个期间还爆发了反种族主义运动，致使美国社会与政坛割裂加剧。映射到大选上，则是明显的两极分化——支持特朗普的选民仍然高调表态支持，这与其高度完成竞选承诺有较大关联；而反对特朗普的选民则表现出更为激烈的抵触与反对情绪。由于美国东西海岸年轻人与少数族裔占多数，且人口密集，所以在民调中加州、纽约州这些传统支持民主党的州民调中，拜登的优势更为明显；而在中部和南部的传统支持共和党的州，民调也多为支持特朗普；而五大湖周边的宾州、密歇根州、威斯康星州等关键州的民调则是拜登小幅领先，领先程度在3%以内。由于美国大选实行的是特殊的选举人团制度，这决定了全国民调即使结果精确，也难以成为大选胜负的前瞻性指标，因为可能存在全民选举获胜而大选落败的可能（2016年大选即是如此），关键州民调

的前瞻性更强。所以，特朗普的选情并没有全国民调显示的那么糟糕，由于在任总统的主动权和相对优势的演讲能力，2020年大选的前景仍然胶着，作为在任者的特朗普，相对而言主动权更强。

## 海外市场跟踪

图表7 海外金融市场跟踪

	最新值 (2020.6.19)	分位数	本周均值 (2020.6.15-6.19)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	25871.5	94.6%	26024.86	1.04%	1.92%	-9.35%
标普 500 指数	3097.7	98.4%	3103.58	1.86%	1.76%	-4.12%
纳斯达克指数	9946.1	100.0%	9884.32	3.73%	4.81%	10.85%
富时 100 指数	6292.6	62.1%	6215.48	3.07%	3.55%	-17.01%
CAC40 指数	4979.5	68.2%	4940.47	2.90%	6.05%	-16.70%
DAX 指数	12330.8	91.9%	12244.29	3.19%	6.42%	-6.93%
恒生指数	24643.9	81.3%	24342.26	1.41%	7.33%	-11.58%
美元指数	97.68	75.6%	97.17	0.60%	-0.59%	1.28%
欧元兑美元	1.12	29.0%	1.12	-0.59%	0.72%	-0.36%
英镑兑美元	1.24	2.3%	1.25	-1.36%	0.30%	-6.88%
美元兑日元	106.87	39.6%	107.10	-0.46%	-0.84%	-1.66%
美元兑人民币 (离岸)	7.08	58.4%	7.08	-0.07%	-0.80%	1.66%
美国十年期国债利率	0.70%	0.7%	0.72%	-1.0bp	5.0bp	-122.0bp
英国十年期国债利率	0.23%	0.2%	0.23%	-6.5bp	0.4bp	-65.6bp
法国十年期国债利率	-0.09%	1.9%	-0.06%	-5.0bp	-1.0bp	-21.0bp
德国十年期国债利率	-0.42%	2.3%	-0.43%	2.2bp	-0.6bp	-25.6bp
意大利十年期国债利率	1.32%	3.7%	1.36%	-9.5bp	-16.8bp	-10.4bp
布伦特原油现货	41.47	26.6%	40.34	6.72%	19.72%	-38.14%
WTI 原油现货	38.84	25.0%	38.08	7.12%	9.44%	-36.39%
伦敦现货黄金	1734.75	98.1%	1721.78	0.07%	0.35%	13.90%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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\\_4368](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4368)

