

海外宏观双周报

美股再次下行概率加大

■ 核心观点

第一，我们对美股前景保持谨慎主要有以下三点原因：市场的分歧与关注点在基本面、美股的估值反映了市场忽视了疫情带来中长期深远负面影响的可能性、疫情二次反弹的可能性提升。

第二，我们认为，美股在当下的窄幅震荡之后，随着疫情二次爆发、大选年“驴象之争”及其外溢性、疫情冲击深度超预期兑现，美股在未来一段时间可能重新开始震荡下行。

第三，4月的多项经济数据刷新历史记录已基本反映了这一波疫情对美国经济的冲击深度。短期，随着美国各州恢复经济过程的推进，就业、产出数据可能出现反弹，但消费的回升可能较缓；但疫情二次爆发的可能性将给未来美国经济的恢复带来较大的变数。

第四，资产配置方面，我们建议规避拉美、中东等疫情较严峻且财政压力较大的新兴经济体资产，关注美、欧、日等发达经济体与中国、东盟中的越南、柬埔寨等疫情控制较好、财政较为健康、经济基本面稳固的少数新兴经济体资产。

本周市场重点

■ 疫情对经济负面冲击可能超预期，美股恐迎来再次下行

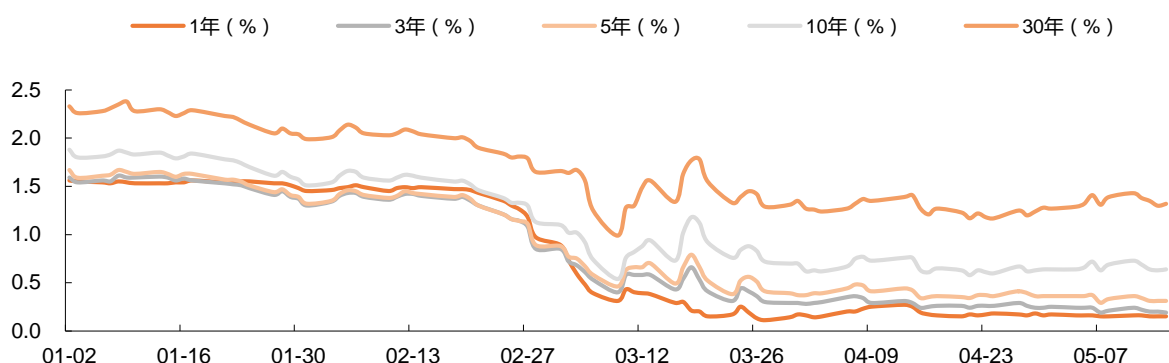
尽管3-4月的就业、消费等经济数据一再记录新低，但海外金融市场受到近两个月公布的低迷经济数据的负面影响并不显著，显示出当下的金融市场，特别是美股，已不是很关心近期经济下行的深度，将更多地关注点放在了正在逐步推进的经济活动恢复正常化上面。伴随着3-4月美联储所采取的超常货币政策与财政部计划推行的巨额财政，以及美国联邦政府及共和党掌控的州加快敦促复工，美股从3月23日的低位已反弹超过30%，并在4月29日至5月15日维持高位震荡。市场当下对于美股未来的走势关注度较高，且有较大分歧，既有偏乐观的投资者，认为美联储的极度宽松货币政策将继续支撑美股估值，随着全球疫情拐点来临，经济正常化的逐步推进，看好美股在当前的震荡后继续向上运行；也有部分偏谨慎的投资者，认为当下的经济损失需要未来3-5年来弥补，盈利端的损失无论是深度还是持续时间都极可能超预期，加上国际关系复杂程度加大，疫情在经济活动正常化推进的过程中也很可能出现二次爆发，进而拖动美股重新进入下行通道。

根据对当前全球金融市场的观察以及经济活动恢复初期的疫情发展迹象，我们的观点更偏向于后者——美股在当下的窄幅震荡之后，随着疫情二次爆发、大选年“驴象之争”及其外溢性、疫情冲击深度超预期兑现，美股在未来一段时间可能重新开始震荡下行。

我们对美股前景保持谨慎主要有以下三点原因：第一，经历了近1个月的时间，4月底，1年期-30年期的各期限美债收益率均出现明显的触底迹象，在5月上半月已维持在底部震荡，甚至还有所反弹，显示出当前的国际金融市场已基本吸收了美联储在3月-4月初的一系列超级宽松政策，未来一段时间，市场的分歧与关注点还是在基本面。第二，美股在3月23日

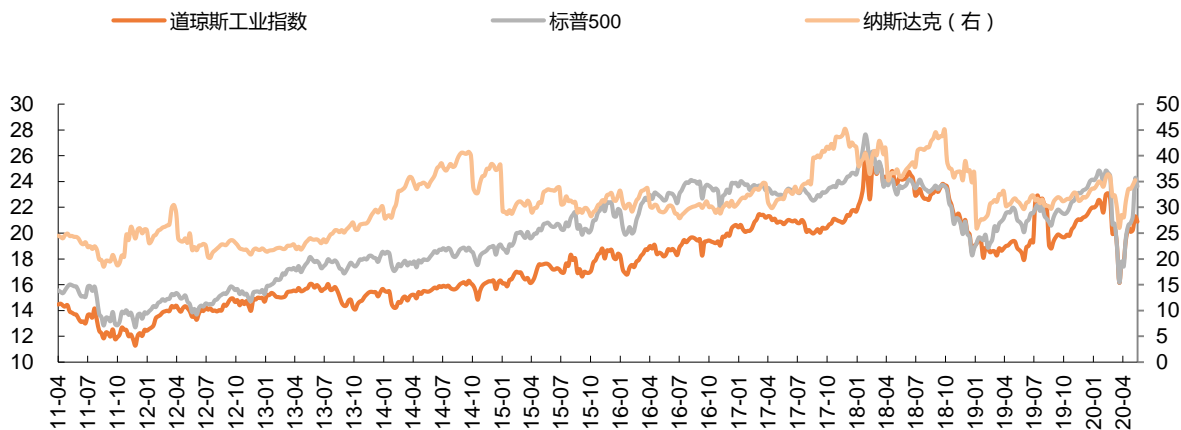
触底后，伴随着极度宽松的货币政策与扩张性财政政策的出台，以及白宫和部分州政府对经济恢复正常化的支持，开始了长达一个多月的反弹，反弹高度超过 30%，甚至进入所谓的“技术性牛市”，但是由于疫情的冲击并未完全体现在公司的盈利预期上，且当下美股的估值已达到疫情爆发前年初的水平，也就是说市场当下对美股的定价暗含了美股估值并不会受到疫情的负面冲击的信号，忽视了疫情带来中长期深远负面影响的可能性，这会在未来一段时间得到修正。第三，据雅虎新闻报导，美国佛罗里达州南部棕榈滩、加州圣伯纳迪诺、阿拉巴马州马歇尔三地伴随着经济重启不到一周，已出现疫情的显著反弹，疫情二次反弹的可能性提升，结合此前美国应对疫情的效率，如果疫情二次爆发，美国在检测不到位的情况下恐难以迅速控制疫情，可能不得不再次停摆经济，导致市场面临下行压力。

图表1 各期限美债收益率已触底企稳甚至有所反弹



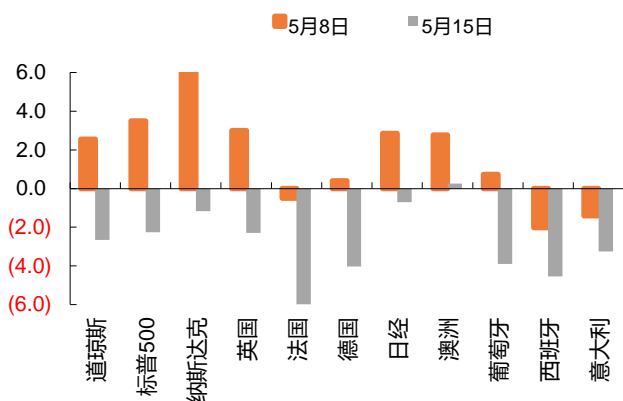
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 美股三大指数估值已回升至年初疫情爆发前的水平



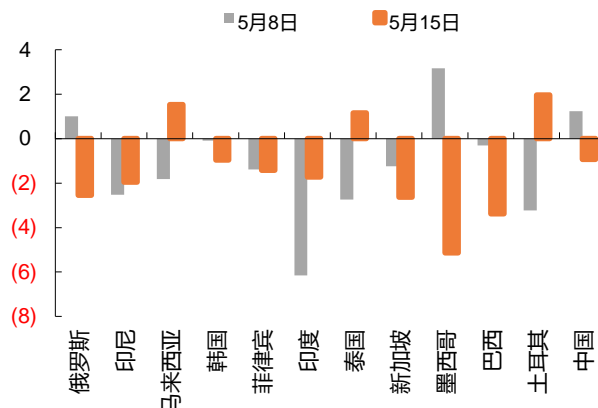
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 近两周国际发达市场股指先涨后跌(%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表4 近两周新兴市场股指整体下行(%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

■ 4月海外经济数据续创新低,美国零售环比大降超16%

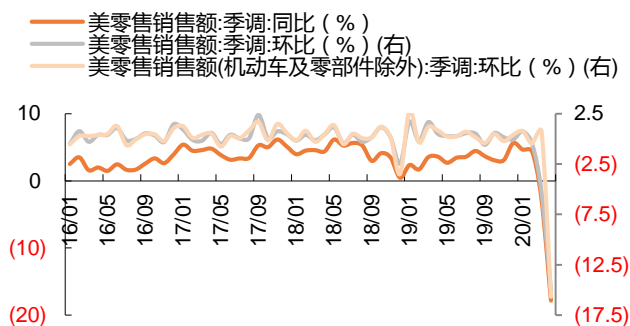
继3月的海外宏观数据创造多项历史记录之后,4月的海外数据如期继续刷新历史最差纪录。美国方面,4月美国零售销售环比大降16.4%,大幅低于修正后前值-8.3%,刷新了该数据1992年开始追踪至今的历史最低水平;其中,服装服饰、电子电器、家具装饰、文体娱乐、酒吧餐厅、加油站、杂货店、日用品零售销售环比均低于-20%,其中,服装服饰销售环比为-78.9%,电子电器销售环比为-60.6%,家具装饰销售环比为-58.7%,文体娱乐销售环比为-38.0%,酒吧餐厅销售环比为-29.5%,加油站销售环比为-28.8%,杂货店销售环比为-24.7%,日用品销售环比为-20.8%。另外,4月工业产出环比-11.3%,大幅低于修正后前值-4.5%,刷新二战以来最低水平;4月工业产出同比也降至-15.0%,大幅低于前值-4.9%的水平。4月通胀与核心通胀均继续回落,其中通胀下行幅度更大,跌至0.3%;核心通胀也下行至1.4%的水平。

我们认为,4月的多项经济数据刷新历史记录已基本反映了这一波疫情对美国经济的冲击。短期,随着美国各州恢复经济过程的推进,就业、产出数据可能出现反弹,但消费的回升可能较缓,且根据最近疫情发展情况可以看出,经济恢复过程有可能导致疫情的二次爆发,这将给未来美国经济的恢复带来较大的变数。

另外,由于各国在应对疫情的过程中均出台了大规模的货币、财政刺激政策,对于美欧日等发达经济体来说,中短期的财政压力尚能应付,但对于大多新兴经济体而言,政府的公共财政压力可能在近期凸显。除阿根廷之外,未来将有更多的新兴经济体可能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。

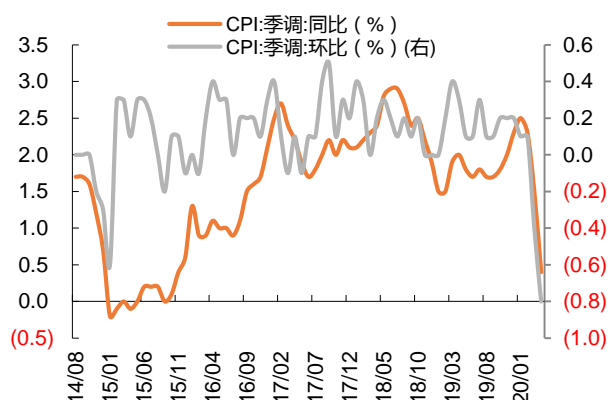
对于未来的资产配置,我们建议规避拉美、中东、非洲、南亚等疫情较严峻且财政压力较大的新兴经济体资产,关注美、欧、日等发达经济体与中国、东盟中的越南、柬埔寨等疫情控制较好、财政较为健康、经济基本面稳固的少数新兴经济体资产。随着宽松预期逐渐被市场吸收,且美联储中短期难以实施“负利率”政策,所以发达市场的利率债的配置价值可能下滑,中国的利率债可能更具优势;而相较美股,A股与港股的估值有一定优势,相对而言也更具配置价值。

图表5 美国4月零售销售环比创历史最低



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表6 美国4月通胀率降至0.4%



资料来源: WIND,平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 鲍威尔明确反对“负利率”，市场仍存相关预期

当地时间5月13日，在彼得森国际经济研究所主办的一个活动上，鲍威尔发言称当前并不会考虑负利率政策，意图打消近期市场存在的负利率预期，但效果欠佳。

点评：鲍威尔表态“即使存在经济下行风险，美联储仍不支持负利率”的理由主要是当前的美国货币市场与金融机构并未对“负利率”的到来做好充足准备，在仓促之间推出“负利率”带来的成本将非常巨大，且从预期收益的角度看，当前已实施“负利率”的欧、日等经济体的经济并未受益于政策的推行而出现显著改观，所以在成本巨大且预期收益不明朗的情况下，实施“负利率”并不是明智之举。虽然上述理由比较充分，但金融市场仍有未来几年美联储推出“负利率”政策的预期，特朗普也屡次表态欢迎“负利率”政策的到来。此次美联储反对“负利率”是全员一致通过的，这种一致性在鲍威尔上台后的美联储决议上很少看到，可见中短期，美联储的确难以推出“负利率”政策。市场之所以仍对此有押注，主因在于近年来美联储在白宫施压下，其独立性逐渐减弱，且白宫对“负利率”表示欢迎，这可能增加美联储放弃自身原则迎合白宫的概率；另外，若未来美国经济下行压力进一步加大，美联储剩余的前瞻指引与资产购买对市场的提振效果可能并不及“负利率”，所以在美国经济可能伴随着二次疫情爆发而再次出现下行时，美联储实施“负利率”也是有一定可能性的。我们认为，在未来1-2年，美国金融体系对“负利率”的准备尚不充分，所以“负利率”推出的概率并不大；但放长时间看，“负利率”政策仍可能是美联储在别无他法的情况下的一个潜在“大招”。

■ 美国加大限制对华为出口，大选外溢性正在酝酿

当地时间5月15日，美国商务部发布声明称，全面限制华为购买采用美国软件和技术生产的半导体，包括那些处于美国以外，但被列为美国商务管制清单中的生产设备，要为华为和海思生产代工前，都需要获得美国政府的许可证。

点评：针对“美国商务部全面限制华为购买采用美国软件和技术生产的半导体”事件，华为回应称：“没有伤痕累累，哪来皮糙肉厚，英雄自古多磨难。回头看，崎岖坎坷；向前看，永不言弃。”华为再次遭受美国“黑手”，显示出美国对华态度在疫情爆发后的转变。此前双方达成第一阶段经贸协定后的短暂缓和可能将重新迎来波折。考虑到美国大选的背景以及拜登、特朗普目前仍难解难分的选情，美国可能会在未来一段时间进一步加大对华的言论攻击与恐吓，以此获转移疫情矛盾的目的。在这种背景下，金融市场也会受其影响而加剧波动。在二三季度，美国大选的外溢性仍将持续发酵。

海外市场跟踪

图表7 海外金融市场跟踪

	最新值 (2020.5.15)	分位数	本周均值 (2020.5.11-5.15)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	23685.4	88.8%	23709.10	-2.65%	-2.71%	-17.01%
标普 500 指数	2863.7	95.0%	2867.33	-2.26%	-1.67%	-11.36%
纳斯达克指数	9014.6	99.2%	9003.27	-1.17%	1.41%	0.47%
富时 100 指数	5799.8	42.8%	5875.97	-2.29%	-1.72%	-23.51%
CAC40 指数	4277.6	44.4%	4371.69	-5.98%	-6.44%	-28.44%
DAX 指数	10465.2	78.6%	10597.87	-4.03%	-3.65%	-21.01%
恒生指数	23797.5	76.4%	24131.05	-1.79%	-3.43%	-14.62%
美元指数	100.38	83.0%	100.21	0.63%	1.37%	4.07%
欧元兑美元	1.08	19.1%	1.08	-0.32%	-1.05%	-3.63%
英镑兑美元	1.21	0.2%	1.22	-2.69%	-3.97%	-8.79%
美元兑日元	107.03	40.5%	107.23	0.50%	0.08%	-1.51%
美元兑人民币(离岸)	7.13	59.7%	7.11	0.86%	1.02%	2.47%
美国十年期国债利率	0.64%	0.3%	0.67%	-5.0bp	0.0bp	-128.0bp
英国十年期国债利率	0.28%	0.2%	0.27%	1.0bp	-4.2bp	-60.7bp
法国十年期国债利率	-0.03%	2.7%	-0.03%	0.7bp	7.7bp	-15.0bp
德国十年期国债利率	-0.52%	1.2%	-0.51%	2.6bp	-2.4bp	-36.4bp
意大利十年期国债利率	1.79%	13.1%	1.79%	6.6bp	7.8bp	42.8bp
布伦特原油现货	28.61	17.4%	28.36	11.24%	43.91%	-57.32%
WTI 原油现货	27.56	15.6%	26.51	11.40%	46.28%	-54.86%
伦敦现货黄金	1735.35	98.2%	1716.10	1.91%	1.91%	13.94%

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_5102

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn