

新华基金固定收益与平衡投资

每周观察

2020年4月26日

一、回顾与展望

本周 LPR 报价下调，货币政策宽松的基调进一步强化，债券的收益率水平继续下行。国内的政策组合拳更倾向于依仗货币政策-商业银行-实体经济的传导路径，辅以减少、消费券等宽松措施，但主角依然是货币政策。这与欧美等发达国家的政策组合不同。欧美在政策利率已经处于极低水平、货币政策已经接近失效的情况下，主要通过财政货币化的方式向经济注入流动性，试图将货币直接注入实体经济。金融危机以来，美欧日等经济体通过量化宽松措施，致使央行资产负债表迅速膨胀，但截至本次疫情前，进入实体经济的资金量相对有限。3月以来，在疫情的影响下，为了对抗总需求的急速下滑，海外经济体的救助政策表现出了更多的直升机撒钱的倾向。直观感受是，短期的激进政策如果不会过度对冲疫情的不利影响，则副作用不大；在失业率已经蹿升到极高水平时，推出这样的政策也可以理解。但猛药毕竟是猛药，政府直接发钱、美联储直接买高收益债，这些措施的力度很难把控。资源错配、需求非线性增长，这些都是可能的后果。如果在某些领域导致需求过剩而供给不足，则很容易催生通胀率的抬升。过去十年的低增长、高资产价格的组合，一旦遭遇通胀率的系统性抬升，则资产定价的逻辑将会改变。过去十年，发达经济体货币发行没有导致通胀，是因为货币没有直接形成实体经济中的购买力，老龄化、贫富差距等长期因素并不是主因。后续如果路径打通，负面影响可能会超预期显现。

转回国内，货币放松能不能导致经济回暖，甚至后续的滞胀？虽然国内各期限利率水平平均处于历史新低附近，目前还较难看到宽货币向宽信用的顺利传导，后续基建及可选消费刺激力度需要密切关注。短期内，流动性宽松是主导债券市场的重要力量，陡峭的收益率曲线、足够宽的中美利差，这些都是做多的理由。但此时我们不能忽略，国内的经济基本面状况与欧美日均明显不同，我们的潜在增速仍然显著高于发达经济体。如果疫情能够在一两年过去，陡峭的收益率曲线就具有合理性。

过去一周原油期货市场的变化再次创造历史。WTI 原油 5 月合约负的结算价格使得多头损失惨重。如果基于历史数据，原油价格低于 20 美元具有较好的性价比，如果持

有时间足够长，盈利的概率和空间都不错。但现实中，没有特别好的能够在中长期做多原油的金融工具。很多投资者都在基于中长期展望而做多短期工具。5月合约交割临近，仓储不足问题严重性远超市场预期，导致多头履约困难。这提醒我们，第一，控制好总敞口，哪怕是极小概率的敞口；第二，放宽常识的边界，历史的基本面和价格走势并不是当下和未来的常识。

近期欧美新增疫情有见顶趋势，主要市场权益波动较前期有所减小。新兴市场的疫情仍在升级，但从对全球经济的贡献上看，因其经济体量较小，总体影响相对较小。由于新冠病毒的强传染性，全球疫情的控制实际上取决于“木桶最短板”，疫苗出现之前都需要警惕全球疫情反复带来的波动。从国内情况来看，疫情冲击最严重的阶段已过，复工复产仍然在不断推进深化，财政政策发力的具体细化举措待后续公布，纯内需相关行业基本面最差的阶段可能已经过去。

二、宏观经济观察

海外宏观

惠誉：预计2020年全球GDP下降3.9%，预计2020年欧元区GDP下滑7%，美国GDP下滑5.6%，英国GDP下滑6.3%。

特朗普正式签署总额为4840亿美元的小企业援助法案。这是过去两个月来特朗普政府与国会两党议员商议达成的第四项与新冠疫情相关的支出法案。根据这项法案，美国国会将向小企业薪水保护计划增拨超过3100亿美元资金，以帮助受疫情影响的小企业申请贷款支付员工薪资。

美国3月成屋销售年化总数为527万户，年化环比降8.5%，创2015年11月以来最大降幅，预期为530万户。全美地产经纪商协会首席经济学家预计，销售活动在未来几个月内将下降多达30%甚至40%。

美国3月新屋销售年化总数为62.7万户，年化环比降幅创2013年7月以来最大，预期为64.5万户，前值为74.1万户。

美国3月耐用品订单环比减少14%，预期减11.9%，前值增1.2%；扣除国防的耐用品订单环比减15.8%，前值减0.2%。

美国至4月18日当周初请失业金人数达442.7万人，录得连续第三周下降，但五周累计领取失业金人数达到2650万人，为大萧条以来美国劳动力市场最严重的衰退。

欧元区2月末季调经常帐盈余338.42亿欧元，前值盈余87亿欧元；季调后经常帐

盈余 401.62 亿欧元，前值盈余 350 亿欧元。

欧元区 4 月制造业 PMI 初值 33.6，创 2009 年 2 月以来新低，预期 39.2，前值 44.5；4 月服务业 PMI 初值 11.7，创历史新低，预期 23.8，前值 26.4；4 月综合 PMI 初值 13.5，创历史新低，预期 25.7，前值 29.7。

英国 3 月 CPI 环比持平，符合预期，前值增 0.4%。英国 3 月零售物价指数环比增 0.2%，预期降 0.2%，前值增 0.5%。

英国 4 月制造业 PMI 降至 32.9，预期 42，前值 47.8；英国 4 月服务业 PMI 降至 12.3，预期 29，前值 34.5；英国 4 月综合 PMI 为 12.9，预期 31.4，前值 36。上述三项数据均录得纪录低位。

英国 3 月季调后零售销售环比降 5.1%，创纪录低位，预期降 4%，前值降 0.3%；同比降 5.8%，预期降 4.7%，前值持平；核心零售销售环比降 3.7%，预期降 3.5%，前值降 0.5%；同比降 4.1%，预期降 4.7%，前值升 0.5%。

德国 3 月 PPI 同比降 0.8%，预期降 0.8%，前值降 0.1%；环比降 0.8%，预期降 0.7%，前值降 0.4%。

德国 4 月制造业 PMI 初值为 34.4，创逾 11 年以来低位，预期 39，前值 45.4；综合 PMI 初值为 17.1，创纪录低位，预期 31，前值 35；服务业 PMI 初值为 15.9，预期 28.5，前值 31.7。

法国 4 月制造业 PMI 初值为 31.5，创纪录低位，预期 37.5，前值 43.2；综合 PMI 初值为 11.2，创 1998 年以来低位，预期 26，前值 28.9；服务业 PMI 初值为 10.4，预期 25，前值 27.4。

俄罗斯央行将基准利率从 6% 下调至 5.5%；预计 2020 年 GDP 增速下滑 4%-6%，通胀率将达到 3.8%-4.8%。

土耳其央行：将基准利率从 9.75% 下调至 8.75%。土耳其央行：要使通胀下降过程与目标路径保持一致，就需要继续保持谨慎的货币立场。

受汽车、船舶出口下降影响，日本 3 月出口额同比下降 11.7%，为连续 16 个月同比下降，且降幅明显扩大，预期降 9.4%，前值降 1%。日本 3 月进口降 5%，预期降 8.7%，前值降 13.9%；3 月经调整贸易逆差 1900.3 亿日元，预期逆差 885 亿日元，前值顺差 4982.6 亿日元。

日本 2 月领先指标终值为 91.7，初值 92.1；同步指标终值 95.5，初值 95.8。

日本 3 月份核心 CPI 同比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.6%；CPI 同比升 0.4%，

预期升 0.4%，前值升 0.4%。

国内经济

财政部：1-3 月全国一般公共预算收入 45984 亿元，同比下降 14.3%，其中证券交易印花税 453 亿元，同比增长 14.1%；一般公共预算支出 55284 亿元，同比下降 5.7%，其中，卫生健康支出 4976 亿元，同比增长 4.8%。

国内政策

国家领导人在陕西考察时强调，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变。要推进 5G、物联网、人工智能、工业互联网等新型基建投资，加大交通、水利、能源等领域投资力度。要加快形成面向中亚南亚西亚国家的通道、商贸物流枢纽、重要产业和人文交流基地。做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业工作。

国务院领导人主持召开部分省市经济形势视频座谈会，要求稳住经济基本盘，促进经济恢复增长；通过加大宏观政策调节的力度，切实做到“六保”，努力实现“六稳”；加快全面复工复产，保住更多就业岗位；坚定实施扩大内需战略，扩大有效投资，用好地方政府专项债等政策；积极发展先进制造业和新兴产业。

国务院常务会议决定，将普惠金融考核权重提升至 10%以上，同时降低中小银行拨备覆盖率 20 个百分点。部署加大对贫困人口、低保人员和失业人员的帮扶保障力度，并明确帮助服务业小微企业和个体工商户缓解房租压力的措施。

发改委：促进消费方面，重点是积极稳定汽车、家电等居民传统大宗消费，适当增加公共消费；同时大力培育绿色消费、信息消费、数字消费、智能消费、康养消费等新兴消费增长点，推动线上消费乘势成长，促进线下消费加快回补。

发改委：在扩大有效投资方面，重点是聚焦短板领域，加快公共卫生防控和应急医疗救治能力建设，实施城镇老旧小区改造，大力推动以县城为重要载体的新型城镇化建设，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造提升，扩大战略性新兴产业投资。

商务部要求抓紧完善与常态化疫情防控相匹配的消费促进方案，大力促进汽车消费，积极促进绿色节能家电、家具消费，着力恢复扩大餐饮等服务消费，加快培育发展新型消费。

央行公布 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告：户均总资产 317.9 万元，家庭资产以实物资产为主，住房占比近七成，住房拥有率达 96%；金融资产占比较低，仅为 20.4%，居民家庭更偏好无风险金融资产；城镇居民家庭负债参与率为 56.5%，

房贷是家庭负债的主要构成，占家庭总负债的 75.9%，居民家庭债务风险总体可控。

4 月 LPR 报价出炉：1 年期品种报 3.85%，上次为 4.05%，5 年期以上品种报 4.65%，上次为 4.75%。数据显示，4 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 报价降幅均为去年 8 月 LPR 改革以来降幅最大的一次。

央行 4 月 24 日对当日到期的 2674 亿元定向中期借贷便利（TMLF）进行了续做，续做金额为 561 亿元，中标利率 2.95%，上次 3.15%。

据 21 世纪经济报道，日前多地已开始谋划通过专项债的方式为新基建项目融资，其中一些专项债已处于待发行状态。新基建内涵丰富，但能使用专项债的项目并不多。在实际运作中，一要防止专项债用于市场化的新基建项目，增加财政负担；二要关注新基建专项债项目收益能否覆盖融资。

疫情相关

世卫组织总干事谭德塞：新冠肺炎病毒将长期存在，大部分国家仍处于流行初期。

世卫组织总干事谭德塞与法国总统马克龙、欧盟委员会主席冯德莱恩、盖茨基金会共同发起全球合作计划，旨在加速研发生产并公平分配新冠肺炎疫苗、诊断工具 and 治疗方法。

国家移民管理局：国际航运船舶原则上不允许外籍船员登陆；对于已经在海上航行超过 14 天，且健康状况正常的，经过入境检疫没有问题的中国籍船员允许入境；对于在海上航行不满 14 天的中国籍船员，入境后要按照港口所在地防控疫情要求进行隔离观察，补足 14 天期限。

北京发布做好复工复产疫情防控常态化工作通告。通知称，除国家和本市根据防疫情况公布的复工复产限制措施外，对复工复产不设置前置审批审核，各单位在遵守防控要求的情况下，可以自主决定复工复产。满足员工办公间距不少于 1 米、每人使用面积不少于 2.5 平方米要求的单位，在做好对人员数量较大的单一空间防疫管理的前提下，可以正常安排员工返岗复工。

北京市人员已实现赴津冀地区通行无障碍，北京也明确“居住在河北省廊坊市北三县等环京地区的在京工作人员，上下班往返属于日常通行，不做硬性要求，但进出京要接受例行检查”。

总结分析

4 月 20 日，全球原油市场出现了历史性的事件，NYMEX WTI 原油期货 5 月合约跌破 0 美元，结算价收报-37.63 美元/桶，首次收于负值，下跌 55.9 美元/桶，跌幅 305.97%。

国际市场常用的原油价格基准包括布伦特原油和 WTI 原油，其中布伦特原油出产于北大西洋北海布伦特地区，全球 65%以上的现货原油挂靠布伦特原油定价；WTI 原油出产于美国西得克萨斯，美国出产和消费的原油往往挂靠 WTI 定价。4 月 20 日下跌至负值的只是 WTI 原油，布伦特原油 4 月 20 日只是从前一日的 31.7 美元/桶下跌至 29.7 美元/桶。原油期货价格出现负值的极端现象背后原因一方面是全球疫情影响下的减产协议不达预期、需求弱和库存高的基本面因素，另一方面 4 月 21 日是 WTI 原油期货最后交易日，投资者由于储油问题无法接受实物交货从而被迫集中平仓的交易面因素。未来一段时间全球经济面临严峻的衰退风险，原油需求疲弱仍将延续，如果库容问题未能得到根本性解决，投资者仍可能会面临类似 5 月份合约的困境。作为原油进口大国，我国未来一段时间通胀水平可能受到抑制，主要是由于 PPI 和 CPI 当中非食品项都与油价相关度很高，通胀数据回落则对央行货币政策的进一步宽松打开了空间。

本周一 4 月 LPR 报价出炉，1 年期品种报 3.85%，上次为 4.05%，下降 20BP 并创去年 8 月份启动以来单次最大降幅；5 年期以上品种报 4.65%，上次为 4.75%，这是自去年 8 月新 LPR 亮相以来第三次下调。此前央行 7 天期逆回购利率及 MLF 利率接连下调，本次 LPR 报价下行符合市场预期。本次 1 年期 LPR 报价下行幅度达到 20 个基点，比 2 月的上次下调加大 10 个基点，与 MLF 降息幅度相同，贷款成本下降将有助于激发企业信贷需求，贯彻货币政策逆周期调节力度加大意图，预计二季度人民币信贷余额增速仍会维持较高水平。主要针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价也下调 10 个基点，尽管有“房住不炒”的政策红线，但是从稳房价、控制系统性金融风险角度出发，下调房贷利率也有助于支持住房刚性需求和拉动经济带动就业，这也与中央提出的“六保”精神一致。当前国内疫情已基本得到控制，但海外疫情仍处高发期，外需对国内经济的拖累作用已逐步显现，中央提倡内需拉动经济，而内需核心则是消费和投资。海外经济体普遍采取直升机撒钱的方式来刺激经济，我国央行极力避免财政赤字货币化，但是货币政策进一步宽松来为经济复苏保驾护航已经取得共识，因此可以预期央行 OMO 利率仍有下调空间，LPR 也会随之继续下行，银行体系向实体经济让利的趋势也将延续。

数据来源：wind 数据截至：2020.04.26

供稿时间：2020.04.26

风险提示：

本基金管理人本着勤勉尽责的原则管理基金，但不保证基金一定赢利，也不保证最低收益。投资有风险，本公司旗下基金过往业绩并不预示其未来表现。请在投资前仔细

阅读《基金合同》和《招募说明书》。文中所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。文中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本文中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。

市场有风险，基金亦有风险，投资须谨慎。本公司充分重视投资者教育工作，以保障投资者利益为己任，特此提醒广大投资者正确认识投资基金所存在的风险，慎重考虑、谨慎决策，选择与自身风险承受能力相匹配的产品。