

新华基金固定收益与平衡投资

每周观察

2020 年 5 月 31 日

一、回顾与展望

近期，相较于美债和美股，国内债市和股市相对弱势。资金面的边际收紧是直接触发因素，与此同时，对于通胀和经济复苏的担忧也开始抬头。对此，直接的证据是 M2 和社融的走高。而回顾过去十年，M2 和社融走高往往对应着一轮扩张周期的开始。货币的持续放松必然会影响到实体经济，为此我们需要持续观察宽松的持续性。在货币政策宽松到一定程度后，通胀一定会抬头。在国外，降息、量化宽松、负利率、直升机撒钱等释放流动性的措施已经开始并用，如果政策的步伐过快力度过猛，确实可能有超预期通胀发生。如果通胀没起来，说明以货币代表的实际购买力仍没有大过总供给水平，而并不是证伪了“通胀是一种货币现象”。现阶段，非常规的流动性释放措施仍可看做是应对疫情的“非常举措”，而不是今后的常规措施，随着供给和需求的修复，政策应进入退坡期。对于国内亦是如此。长期看，在货币的信用发行机制下，货币的实际购买力下降是难以避免的，但科技进步导致的生产效率的提高会与之形成部分对冲，效率的变化虽然并非线性但也不会停滞。所谓的“逆全球化”可能会阶段性影响世界分工格局，但不大可能会构成根性影响。因此，民众对于货币购买力下降的感知并不一定会有明显变化。决定利率水平的首要因素，可能仍然在于资金价格不敏感部门的融资需求的变化。如果类似于政府融资平台等融资主体再度大举借贷，则利率水平难以维持低位；相反，如果利率水平反映真实的借贷供需，则无需过度担忧。

今年两会政府工作报告在货币政策中提出了“支持企业扩大债券融资”和“大幅拓展政府性融资担保覆盖面”，此举意在提升企业融资便利和降低企业融资成本，结合近期市场上的各种讨论，债券市场的两个方向预计会得到更多的政策支持和引导。一个是 5 月 21 日沪深交易所发布通知，明确开展公开发行短期公司债券试点，这一举措不但填补了交易所的产品线，同时也迎合了目前的政策导向。参考银行间市场短融、超短融发行的火爆程度，预计公募短期公司债也会成为发行人和投资者青睐的品种。另一个是未来有可能引导国有背景融资担保公司加大债券担保力度，提升资质较弱发行人的债券信用，从而达到其债券的成功发行以及融资成本下降。在目前的经济情况和政策导向

下，以上两种措施均是适时的选择，不过对于投资者而言，需要提防后续债券发行人债务短期化加剧带来的集中兑付风险，同时也需要关注未来担保公司代偿风险上升的可能性。

中欧美日等主要经济体基本上都已复工，本周海外各大指数涨幅较大。国内权益市场以震荡反弹为主，整体盘面变化不大，大部分指数表现较为平稳。政策环境整体有利，央行重启逆回购释放流动性，再度展现宽松姿态。不过近期中美关系问题使得市场心态整体较为纠结，领涨的仍然是内需相关板块，如旅游酒店、轻工、商贸零售等。在全球低利率、低增长环境下，有确定性成长的优质龙头享有了一定的市场溢价，因此消费相关的纯内需和进口替代主线的科技板块年初至今显著跑赢市场，估值也有所提升。

在周期式稳态慢慢消失后，真正具有内生盈利能力的公司得到了更多的关注。部分消费相关行业个股呈现缩量上涨，经历了疫情期间的剧烈震荡，这些标的中的存量资金较为稳定，少量资金入场即可带来股价的大幅上涨；赚钱效应的形成，又在不断强化已经形成的上涨趋势。短期内，“投票机”的作用发挥得非常明显，但现阶段需要警惕投票者的群体性非理性行为导致的局部泡沫累积。

二、宏观经济观察

海外宏观

IMF 总裁格奥尔基耶娃：国际货币基金组织预计，2020 年世界经济萎缩幅度将高于 3% 的预期；新兴经济体在 4 月和 5 月发债约 770 亿美元，主要由投资级主权债推动；迄今为止，国际货币基金组织向 60 个国家提供了 220 亿美元的紧急大流行融资，并提供了贷款。

惠誉评级：进一步下调经济预测，但全球衰退已见底；预测 2020 年全球 GDP 将下滑 4.6%，欧元区 GDP 将下滑 8.2%；对印度 GDP 预测下调幅度最大，预计印度本财年 GDP 将下降 5%；预计 2021 年全球 GDP 增速将达 5.1%。

美联储 4 月贴现利率政策会议纪要：所有 12 家地区联储银行的董事们在 4 月份投票支持将央行的贴现率维持在 0.25% 不变，并呼吁政府提供更多支持，以帮助遭受冠状病毒大流行打击的经济；大多数董事评论说，需要财政政策、货币政策和贷款计划来提供持续的宽松政策以支持经济。

美国一季度实际 GDP 年化季率修正值下降 5%，降幅大于初值。此前数据显示，美国一季度实际 GDP 年化季率初值下滑 4.8%，创 2009 年以来最大季度跌幅，亦为 2008 年第

四季度金融危机以来最低水平。

美国 5 月 23 日当周初请失业金人数为 212.3 万人，预期为 210 万人，前值为 243.8 万人。

欧元区 5 月工业景气指数为-27.5，预期为-27；服务业景气指数为-43.6，预期为-28.6；经济景气指数为 67.5，预期为 70.3。

欧元区 5 月消费者信心指数终值为-18.8，预期为-18.8，初值由-18.8 修正为-22。

德国第一季度末季调 GDP 终值同比降 1.9%，预期降 1.9%，初值降 1.9%；环比降 2.2%，预期降 2.2%，初值降 2.2%。

德国 5 月 CPI 初值环比降 0.1%，预期降 0.1%，前值升 0.4%；同比升 0.6%，预期升 0.6%，前值升 0.9%。

意大利第一季度 GDP 终值同比降 5.4%，预期降 4.8%，初值降 4.8%；环比降 5.3%，预期降 4.7%，初值降 4.7%。

日本 3 月领先指标终值为 84.7，初值 83.8；环比降 7.2%，初值降 8.1%；同比指数终值为 90.2，初值 90.5；环比降 5.2%，初值降 4.9%。

韩国 4 月出口量同比减少 12.6%，出口额减少 22.8%，双双创下近 11 年来的最大减幅。4 月进口量减幅为 1.5%，进口额下滑 15.5%。

韩国央行降息 25 个基点至 0.5%，为纪录最低水平。韩国央行：预计 2020 年 GDP 将萎缩 0.2%，为 1998 年以来首次预期 GDP 出现萎缩，此前预期为增长 2.1%；2020 年 CPI 为 0.3%，此前为 1%；2021 年 GDP 增速为 3.1%，2 月预期为 2.4%；2021 年 CPI 为 1.1%，此前为 1.3%。

国内经济

统计局：4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 4781.4 亿元，同比下降 4.3%，降幅比 3 月份收窄 30.6 个百分点；4 月末，规模以上工业企业资产总计 117.69 万亿元，同比增长 6.3%；负债合计 66.80 万亿元，增长 6.2%，资产负债率为 56.8%，同比持平。

国内政策

习近平：让市场在资源配置中起决定性作用，决不能不克服市场的盲目性，也不能回到计划经济的老路上去，要努力将市场的作用和政府的作用结合得更好一些。积极引导全社会特别是各类市场主体增强信心，巩固我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势，巩固农业基础性地位，确保完成决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。

国务院领导人出席记者会时表示，今年没有确定 GDP 增长的量化指标，是实事求是；

实现了“六保”的任务，就会实现今年中国经济正增长，发展还是解决中国一切问题的关键和基础。一定要稳住当前经济，稳定前行；如果经济方面或其他方面再出现大的变化，还留有政策空间，不管是财政、金融、社保，都有政策储备，可以及时出台新的政策，而且不会犹豫。推出的规模性政策不依赖基建项目，70%左右资金比较直接地去支撑居民收入，这样做就可以促进消费、带动市场；扩大消费并不是说不要投资，要扩大有效投资，两万亿国债支持“两新一重”建设，即新型基础设施、新型城镇化和涉及国计民生的重大项目。

国务院领导人回应“是否会出台更大规模经济刺激计划”：现出台的政策已有力度，要放水养鱼，没有足够的水养不了鱼，但水多了会泛滥形成泡沫，甚至会有人从中套利，鱼也养不成，还有人会浑水摸鱼。所以采取的措施要有针对性。不论是筹钱或者说钱从哪里来，用到哪里去，都要走新路。

国务院常务会议确定《政府工作报告》重点任务分工，要求跟踪全球疫情和经济形势新变化，及时完善政策，根据需要推出必要新举措，稳住经济基本盘，实现经济增长，完成全年经济社会发展目标任务。会议强调，抓紧做好纾困和激发市场活力的规模性政策实施，该拨的钱尽快下拨、该发的债加快发行、该出的配套措施抓紧出台。

发改委透露，促消费、稳外资、国企改革等领域将有大动作，其中包括：加快布局支持新型消费的5G网络等新型基础设施；出台2020年版外资准入负面清单、鼓励外商投资产业目录；研究制定深化国企混改实施意见，打造混改政策升级版等。

金融委办公室将于近期推出11条金融改革措施，包括出台《中小银行深化改革和补充资本工作方案》、《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》等，进一步推动中小银行深化改革，加快中小银行补充资本。

央行行长易纲：我国经济韧性强，内需市场广阔，经济持续向好的基本面不会改变；下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度，综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速明显高于去年；将继续深化LPR改革，疏通货币市场利率向贷款利率的传导渠道，推动降低贷款实际利率，同时有序推进存量贷款基准转换。

《政府工作报告》起草组成员、国务院研究室党组成员孙国君表示，GDP增速指标是很重要的综合性基础性指标。每年是否设GDP增速指标，要根据当年情况来确定，不能简单地一概而论一定要设或者一定不设，而是要根据形势变化来调整。

疫情相关

世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示，有一些关于 T 细胞的证据显示，如果之前感染过冠状病毒，也许会对新冠肺炎产生更迅速的反应，但没有证据显示其可以保护曾经感染过冠状病毒的人，免于感染新冠肺炎。

世卫组织：不应假设新冠肺炎具有“季节性”特点；新冠肺炎疫情有可能在任何时候突然上升，不能假设其持续下降，有可能出现第二个高峰。

世界卫生组织暂停羟氯喹试验，等待安全数据，将研究羟氯喹的潜在危害和益处。

据一财，由美国国立卫生研究院下属国立过敏和传染病研究所主导的一项针对 1063 例患者的瑞德西韦双盲、随机、安慰剂对照多中心临床试验 ACCT-1，初步结果在《新英格兰医学杂志》的网站上发表。尽管研究结果表明瑞德西韦治疗组患者恢复更快，但在降低病死率方面并没有显著效果。

据日本放送协会，日本政府决定于 5 月 25 日解除国家紧急状态。

总结分析

本周外汇市场和债券市场均波动较大。人民币汇率近期快速大幅贬值引起市场高度关注，尤其是 5 月 27 日离岸人民币兑美元汇率当日贬值 0.42%，盘中一度触及 7.1954 的高点，接近 2019 年 9 月美国宣称对中国输美商品全面加征关税和将中国列为汇率操纵国恐慌时的汇率水平，本次人民币大幅贬值主要源于市场对美国政府可能因香港问题对中国采取报复措施的过度担心。5 月 29 日特朗普宣布将取消给予香港的特别待遇政策豁免权利，此外并没有更多更激烈的举措，市场信心有所恢复，离岸人民币汇率当日大幅升值 0.51% 至 7.1337。近期债券收益率上升，债市调整幅度较大，一方面是由于随着复工复产推进，国内经济阶段性出现企稳回升信号导致市场担心货币政策转向，另一方面是由于随着国债和地方债发行上量，市场担心供需格局恶化，当然探究本轮调整背后根本原因还是由于此前市场对于货币政策宽松过于乐观所致，后面由于政策预期落空，大量获利盘止盈冲动较强也加剧了本轮债市调整的速度和深度。往后看，制约货币政策的关键因素应该还是经济基本面，汇率的波动幅度和容忍度不断扩大，通胀水平持续回落，国际外部环境愈加复杂，国内民生和就业问题仍比较严峻，财政政策发力也需要货币政策积极配合，因此短期内央行货币政策转向的风险仍比较低。

近期中美双方针对香港国安法、赴美留学生禁止入境、华为断供和 WHO 话语权等多个问题展开争论，背后既有意识形态领域美国政府麦卡锡主义抬头的因素，也有美国打压中国崛起的大国博弈因素。对于中国来讲，复杂的外部环境可能会成为以后的常态，

美国对于中国科技、经济和外交领域的打压形式会越来越简单粗暴甚至突破底线，中国如何适应这种新形势可能是未来的重中之重。本周两会闭幕，从《政府工作报告》到《总理答记者问》我们可以看到中央对于形势的判断还是比较冷静客观的，首先不设定具体的 GDP 增长指标，同时确定了保居民就业、基本民生、市场主体等‘六保’的目标任务，以“放水养鱼”代替“大水漫灌”等，各项表述均实事求是有的放矢。大国和小国主要区别在于大国的内生因素往往起主导作用，小国则往往受制于外部因素。近期中美两个大国之间龃龉不断，美国国内的种族主义和民粹主义蔓延会导致对华鹰派声音变大，但也会反噬其国内社会的安定和团结；中国国内稳步推进复工复产，力保就业从而社会安定，外部压力也能逐步吸收化解。

数据来源：wind 数据截至：2020.05.31

供稿时间：2020.05.31

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。