

新华基金固定收益与平衡投资

每周观察

2020年6月14日

一、回顾与展望

疫情爆发以来，经济数据的可预期性变差，季节性因素、周期性因素以及趋势性因素的影响均让位于疫情带来的负面影响。如果从未来某一时点回看，本次疫情对经济的负面影响大概率是一次性的，并不改变经济运行的长期趋势和内在结构。但从疫情爆发的范围、深度和持续时间等角度出发，本次疫情的负面影响至少将贯穿全年，甚至持续到明、后年。在资产定价过程中，对于这样的影响级别不能简单应对。本周末，北京再度出现新冠病例，本次病例集中出现，发生在疫情防控等级下调之后，这说明国内疫情防控工作仍然不能松懈。

近几个月经济处于什么状态？从累计同比看，大部分经济数据的读数为明显负值，例如工业数据、生产数据等。但数据环比改善非常明显，从PMI近两月连续处于扩张区间也能看出这一点。如果疫情不再大规模卷土重来，环比改善趋势将会持续到三季度，且可以预期，在低基数的作用下，明年一季度、第二季度的同比数据将表现为高增长。与此同时，货币与信贷数据的增长特征不同于上述基本面数据，也与2018、2019年明显不同，尤其是高增长的M2和社融增速。草根调研显示，银行自年初以来（疫情尚未发生之时）扩张资产负债表、抢占优质客户的动力非常强，疫情之后动力进一步增强，甚至给客户一定的套利空间。近期，结构性存款的高增长引起监管部门高度重视，预计在半年末时点前，银行体系可能会着力压降资产规模，届时可能会降低货币与信贷数据的增速。但在经济尚未完全恢复正常秩序之时，在间接金融占据主导地位的现状之下，货币当局维持银行体系的适度宽松的必要性仍然很强。

这些数据上的特征对于投资是否有指示作用？对于短期债券，在逐步改善的经济状况下，维持极低的资金价格的必要性在下降。对于长期债券，基于资金成本逻辑进行的加久期行为会适度退潮，而基于中长期基本面进行的长债投资逻辑并未被破坏。因此，如果半年末之前利率有大幅上行，则可能是较好的入场机会。对于信用债券，疫情的发生可能会暂缓违约发生，但疫情之下经营状况的分化，会导致抗风险能力差的融资主体进一步被边缘化，短期压制的信用风险可能会在未来加速释放。

股票市场是否在反映上述的经济特征？理论上讲，对于股票的估值，短期业绩不佳的因素在股票定价中不应有很高的占比。但现实中，市场还是给予疫情期间业绩受损较小的标的很高的估值溢价。这个特征的理性一面在于，疫情相当于一次压力测试，在压力测试中顺利过关的同学，在后面的压力测试中继续胜出的概率也可能较高。在受疫情影响较大的行业中，部分受损相对较小的标的表现也明显较好。从股票市场总体来看，部分科技类、消费类标的表现强势，估值水平已经高于历史 90%分位；而与此同时，部分低估值强周期标的估值水平已经接近历史新低。在 2017 年前，这种极端的估值对比将面临剧烈的修正。但现阶段，在长期低利率、中低增速被越来越多的投资者接受的背景下，股市的二元特征可能是经济和市场走向成熟的必然现象。部分基本面具有比较优势的企业，有望长期享受高估值；我们需要警惕的是，部分被错误地给予过高估值的部分个体或行业，基本面逻辑被证伪后跌落回低估值区间。

二、宏观经济观察

海外宏观

世界银行：受新冠肺炎疫情影响，预计 2020 年经济萎缩为 80 年来最严重，预计 2020 年全球经济萎缩 5.2%；发达经济体 2020 年经济将萎缩 7.0%，2021 年增长 3.9%；发展中国家将在 2020 年出现 2.5% 的经济萎缩，这是自 1960 年有总体数据以来的首次。

美联储联邦公开市场委员会（FOMC）将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变，符合市场预期；将超额准备金率（IOER）维持在 0.1% 不变；宣布至少维持当前速度增持国债与 MBS，以及大规模的隔夜回购操作。声明表示冠状病毒疫情带来很大的风险，承诺使用所有工具以支撑美国经济。美联储加息路径点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底。

美联储半年度货币政策报告：未来经济充满不确定性；新冠肺炎大流行的未来进展仍高度不确定，再次爆发疫情是一个重大风险；一些小型企业和高杠杆率的公司可能不得不永久关闭或宣布破产；持续疲弱的消费者和强劲的需求，可能令中长期通胀预期远低于美联储的目标；自 3 月以来的经济和金融冲击给家庭和企业资产负债表带来的压力，可能会造成持续的脆弱性，金融机构可能因此而承受压力。

美国劳工部公布的数据显示，美国 5 月非农就业人口增加 250.9 万人，失业率从 4 月的 14.7% 下降到 13.3%。劳工部的统计数据存在“错误分类误差”，5 月美国的真实失业率将达到约 16.4%，比官方当天公布的 13.3% 要高 3.1%。

美国 5 月未季调 CPI 同比升 0.1%，预期升 0.2%，前值升 0.3%；季调后环比降 0.1%，预期持平，前值降 0.8%；未季调核心 CPI 同比升 1.2%，预期升 1.3%，前值升 1.4%；环比降 0.1%，预期持平，前值降 0.4%；实际收入环比升 0.5%，前值升 5.8%。

美国 5 月 PPI 环比增 0.4%，预期增 0.1%，前值降 1.3%；同比降 0.8%，预期降 1.2%，前值降 1.2%。

美国 5 月进口物价指数同比降 6.0%，预期降 6.3%，前值降 6.8%；环比升 0.1%，为 3 个月以来首次录得正值，预期升 0.6%，前值降 2.6%；出口物价指数同比降 6.0%，前值降 7.0%；环比升 0.5%，预期升 0.6%，前值降 3.3%。

美国 6 月 6 日当周初请失业金人数为 154.2 万人，预期 155 万人，前值 187.7 万人；四周均值为 200.2 万人，前值 228.4 万人；5 月 30 日当周续请失业金人数为 2092.9 万人，预期 2000 万人，前值 2148.7 万人。

欧元区第一季度 GDP 终值同比降 3.1%，预期降 3.2%，修正值降 3.2%；环比降 3.6%，预期降 3.8%，修正值降 3.8%。

欧元区 4 月工业产出同比降 28%，预期降 29.5%，前值降 12.9%；环比降 17.1%，预期降 20.0%，前值自降 11.3%修正至降 11.9%。

英国 4 月 GDP 环比减 20.4%，降幅为有史以来最大，预期减 18.4%，前值减 5.8%；同比减 24.5%，预期减 22.6%，前值减 5.7%；至 4 月三个月 GDP 环比减 10.4%，预期减 10%，前值增 0.1%。

英国 4 月工业产出环比减 20.3%，预期减 15%，前值减 4.2%；同比减 24.4%，预期减 19.3%，前值减 8.2%。4 月制造业产出环比减 24.3%，预期减 15.8%，前值减 4.6%；同比减 28.5%，预期减 19.9%，前值减 9.7%。

德国 4 月季调后工业产出环比减 17.9%，预期减 16.5%，前值减 9.2%。

德国 4 月季调后进口环比减 16.5%，预期减 16%，前值由减 5.1%修正为减 5%；4 月季调后出口环比减 24%，预期减 15.6%，前值由减 11.8%修正为减 11.7%。

法国 4 月贸易帐逆差 50.2 亿欧元，预期逆差 30 亿欧元，前值逆差 33.43 亿欧元。

法国 4 月工业产出环比减少 20.1%，预期减 20%，前值减 16.2%；同比减 34.2%，预期减 33.1%，前值减 17.3%。4 月制造业产出同比减 37.1%，预期减 35.3%；环比减 21.9%，预期减 18.1%。

法国 5 月 CPI 环比升 0.1%，预期持平，前值持平；同比升 0.4%，预期升 0.2%，前值升 0.2%。法国 5 月调和 CPI 环比升 0.2%，预期持平，前值持平；同比升 0.4%，预期

升 0.2%，前值升 0.2%。

日本议会通过规模创纪录的 31.9 万亿日元（2980 亿美元）追加预算案，将为在困境中挣扎的企业提供融资支持，并为就业和医疗体系提供急需的资助。日本央行将企业支持计划扩大至逾 100 万亿日元。

国内经济

中国 5 月外贸进出口 2.47 万亿元，同比下降 4.9%；其中，出口增长 1.4%，进口下降 12.7%，贸易顺差 4427.5 亿元，增加 60.6%。按美元计价，5 月外贸进出口 3507 亿美元，下降 9.3%；其中，出口下降 3.3%，进口下降 16.7%，贸易顺差 629.3 亿美元，增加 52.9%。

中国 5 月 CPI 同比上涨 2.4%，预期 2.7%，前值 3.3%，涨幅连续四个月收窄，且为近 14 个月最低；其中猪肉价格同比上涨 81.7%，影响 CPI 上涨约 1.98 个百分点；环比继续下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。5 月 PPI 同比降 3.7%，预期降 3.2%，降幅连续 4 个月扩大，且为 2016 年 4 月以来最大；环比下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点。

中国 5 月 M2 同比增长 11.1%，预期 11.2%，前值 11.1%。5 月新增人民币贷款 14800 亿元，预期 14192 亿元，前值 17000 亿元。5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，预期 2.83 万亿元，前值 3.09 万亿元。5 月份跨境贸易人民币结算业务发生 5275 亿元，直接投资人民币结算业务发生 2842 亿元。

国内政策

国家主席习近平在宁夏考察时强调，要把减轻企业税费负担政策落实兑现到位，把扩大内需各项政策举措落到实处，把重大项目投资带动作用发挥出来，及时解决企业恢复生产经营面临的各种问题。要把握扩大内需这一战略基点，以供给侧结构性改革为主线，着力打通生产、分配、流通、消费各个环节。要坚决打赢脱贫攻坚战，确保如期实现脱贫目标。

下半年政策出台时间表确定，国务院发布落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，提出要综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。明确改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场由证监会牵头，6 月底前出台相关政策，年内落地。实施国企改革三年行动，10 月底前出台相关政策。

国务院印发《生态环境领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》，将国

家生态环境规划、跨区域生态环境规划、重点流域海域生态环境规划、影响较大的重点区域生态环境规划和国家应对气候变化规划制定，确认为中央财政事权，由中央承担支出责任。

发改委介绍《海南自由贸易港建设总体方案》：对货物贸易，实行以“零关税”为基本特征的自由化便利化制度安排；对服务贸易，实行以“既准入又准营”为基本特征的自由化便利化政策举措。关于海南自由贸易港建设的制度设计的主要内容可概括为“6+1+4”。“6”就是贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利、数据安全有序流动。“1”就是构建现代产业体系。“4”就是加强税收、社会治理、法治、风险防控等四个方面的制度建设。

发改委印发《推动老工业城市工业遗产保护利用实施方案》提出：建立工业遗产分级保护机制，支持设立重要工业遗产博物馆等，发展工业文化旅游新模式，加快城市滨水地区港口和传统工业区的转型升级和用地更新。

教育部进一步严格国际学生申请资格：自2021年起，具有外国国籍、父母双方或一方为中国公民的学生，须满足最近4年之内有在外国实际居住2年以上的记录。

监管部门出台措施“围剿”资金空转套利。一家股份行相关人士证实，监管部门本周窗口指导部分股份制银行，要求在年底前大幅压降结构性存款规模。

央行公告，为加强预期管理，促进公开市场操作时间与金融市场运行时间更好衔接，6月12日起将每日开展公开市场操作时间从工作日上午9:15-9:45调整为9:00-9:20，9:20披露操作结果。如当日不开展操作，则将在9:00发布公告说明相关情况。

疫情相关

世卫组织专家：在南亚，包括印度、孟加拉国以及巴基斯坦等人口稠密的其他国家，疫情增长很快，但是目前尚未进入疫情大暴发的情况，不过大暴发的风险一直存在。

国务院应对新冠肺炎疫情联防联控机制综合组发布《关于发挥医疗机构哨点作用做好常态化疫情防控工作的通知》称，对于所有到发热门诊就诊的患者，必须扫“健康码”，并进行核酸检测。

教育部发布2020年第1号留学预警：全球新冠肺炎疫情扩散蔓延势头没有得到有效控制，国际旅行和开放校园存在风险；疫情期间，澳大利亚发生多起针对亚裔的歧视性事件；教育部提醒广大留学人员做好风险评估，当前谨慎选择赴澳或返澳学习。

连续56天无本地报告新增新冠肺炎确诊病例后，北京市6月11日出现一例本土确诊病例，两名密切接触者首次核酸检测结果均为阴性。西城区正对患者进行严密的流

行病学调查，进一步追根溯源。

北京 6 月 11 日新增确诊病例密切接触者之一为小学四年级学生；受此影响，原定于 6 月 15 日复学的小学一至三年级学生，将继续延期复学。

北京连续两日出现新冠肺炎新增病例。北京防控工作领导小组会议要求，从严从快开展新冠肺炎病例流调溯源，坚决切断传播渠道，电影院、KTV 等密闭式娱乐场所暂不开放。抓好出租车、网约车的防疫和安全运营。

吉林市 6 月 7 日起将丰满区风险等级由高风险调整为低风险，将吉林市昌邑区、船营区风险等级由中风险调整为低风险。至此，全国所有县域风险等级均调整为低风险。吉林市新冠肺炎现有确诊病例清零。

钟南山院士认为，自然免疫要一个国家 60-70% 的人感染以后，大概会造成 3000-4000 万人死亡，代价太大！ 所以解决办法还是要靠大规模疫苗接种，新冠疫苗最早在今年秋天或年底可作为应急使用，中国大陆已有 6 种疫苗在临床试验中。

总结分析

本周央行公布了 5 月份金融数据：5 月份新增信贷 1.48 万亿（前值 1.7 万亿）；新增社会融资总额 3.19 万亿（前值 3.09 万亿）；社融存量同比增速 12.5%（前值 12.0%）；M2 同比增速 11.1%（前值 11.1%）。

具体来看，5 月各项贷款余额增速继续回升 0.1 个百分点至 13.2%，连续第 3 个月回升。新增人民币贷款 1.48 万亿，略高于预期，同比多增 3000 亿。其中，企业中长贷同比多增 2781 亿元，占同比增量的绝大部分，居民短贷和中长贷、企业短贷和票据融资都同比变动不大。

5 月社融存量增速继续回升 0.5 个百分点至 12.5%，延续了疫情后的快速增长势头，增速创过去两年新高。5 月新增社融 3.19 万亿，略高于预期，同比多增 1.48 万亿，其中政府债券同比多增 7500 亿，占比超过一半，其中地方专项债融资同比多 7600 亿。

5 月 M2 增速 11.1%，与 4 月持平，数据显示由于地方专项债集中发行导致 5 月新增财政存款达 1.31 万亿，创有数据以来之最，另外由于银行对非银机构贷款减弱导致 5 月非银机构存款减少 6736 亿元。5 月 M1 同比增速回升至 6.8%，前值 5.5%，一方面可能源于生产和投资的边际回暖，另一方面可能很大程度上来自地产销售的短期回升。过去十多年，我国 M1 增速与房地产销售增速高度相关，反映房地产是驱动经济融资需求的主要力量。而从高频数据来看，地产销售环比回暖，5 月 30 大中城市商品房销售面积基本恢复至去年同期的水平，和 M1 增速的回升也是相印证的。不过整体水平来

看，M1 同比仍在低位，也说明企业经营活动依旧偏弱，地产周期仍处于下行阶段。

国家统计局 6 月 10 日发布了 5 月份全国 CPI 和 PPI 数据。具体来看，5 月 CPI 环比下降 0.8%，同比回落至 2.4%。其中食品和居住分项对 CPI 回落的影响较大。从食品分项来看，农产品供应增加但餐饮消费疲弱，导致食品价格跌幅扩大；从居住分项来看，就业压力影响了租房需求和租客的购买力，导致 2020 年房租 CPI 环比显著弱于历史同期。展望未来，猪肉和鲜菜价格已经出现企稳甚至回升的迹象，6 月 CPI 环比降幅可能收窄，但由于下半年 CPI 同比基数偏高，CPI 同比将延续回落的趋势。

5 月 PPI 环比降幅收窄至 0.4%，但由于去年基数较高，同比降幅扩大至 3.7%。具体行业来看，受国际原油价格变动的影 响，油气开采、燃料加工和化学原料制品行业价格环比继续下降，但降幅有所收窄。展望年内，工业企业和 PMI 数据均显示当前工业已进入被动去库存的阶段，工业品价格下降的压力减轻，PPI 同比或已触底。

数据来源：wind 数据截至：2020.06.14

供稿时间：2020.06.14

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。