

新华基金固定收益与平衡投资

每周观察

2020年6月21日

一、回顾与展望

后疫情时代，政策基调在稳增长和防风险之间寻求平衡，一方面，仍会着力在经济尚未完全恢复阶段，施行逆周期调节；另一方面，监管层也反复强调，将货币政策的发力空间维持在合理水平，不搞零利率负利率。本周，李克强总理主持召开国务院常务会议时表示：“面对疫情冲击，我们出台政策要统筹兼顾好当前和长远。”“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。”刘鹤副总理参加陆家嘴论坛时表示：“在经济下行压力和各种不确定条件下，要增强预判性，理解市场心态，把握稳增长与防风险的有效平衡。”

在疫情对经济影响最为严重的 2-4 月份，明显更为宽松的货币政策并非常态，未来一段时间，只要疫情不再呈现大规模爆发，短端资金价格很难回到当时的水平。1%附近的隔夜回购利率，对于缓解流动性风险作用明显，但副作用也很明显，容易形成较大规模的资金套利行为。因此，在经济明显恢复后，尽快改变非常时期的非常政策，使资金价格回到正常化水平，是政策制定者的明智选择。但这并不意味着货币政策不再友好。经济恢复的过程中，货币政策仍然是所有政策的基石。

现阶段，市场高度关注二级导数的变化。例如，从 4 月份开始，经济的逐月恢复有望延续。这也被用来解释近期股票市场的持续回暖。对此，我们提示两方面风险：第一，部分标的过高的估值水平，按照 PE 和 DCF 估值，很多标的的估值已经无法解释；按照市值空间估值（牛市专属估值方法），多数即便基本面较好的标的也达不到预估的空间。第二，部分质地不佳的标的，也在跟随板块的强势上涨而出现补涨。相对第一类标的，基本面不佳的标的更容易引致永久性损失。

本周外围市场表现良好，截至周五标普 500 指数 PE-TTM 为 26 倍，处于 1990 年以来 90%分位水平，纳斯达克指数也进一步冲击新高。美股在疫情中止跌回升主要因为投资者对货币和财政政策带来的经济复苏有较大信心，同时大量流动性推动利率下降，

估值提升较多。国内权益市场各指数也出现普涨行情，创业板涨幅优势明显。受北京疫情影响，医药和新经济相关行业再度领涨，医药行业周成交量占全 A 的 15%，呈高位震荡态势。目前医疗保健和信息技术行业市值权重合计超过创业板指数 60%，相关板块的良好表现推动创业板指数创下年内新高。全球低利率、低增长、低通胀的环境中，投资者在追逐盈利稳定增长品种的同时，对估值的容忍度不断提升。

我们一直强调估值与基本面的动态匹配，这并非仅指估值与增速的匹配，而是未来可预期的盈利能力与当下估值水平的态的匹配。一方面，基本面好的标的，在利率中枢大幅降低的情况下，估值水平可以有明显提升；但标的基本面好，这一点并不能支撑过高估值。医药行业里面，100 倍 PE 的公司群体性出现，值得警惕（想想 400 年前，荷兰引入的郁金香并非无价值，而是具有极好的观赏价值）。另一方面，阶段性的供需错配会持续多久？虽然国内股市做空成本较高，但这并不意味着多空格局可以一直维持，随着估值进一步泡沫化，现有股东减持可能会成为明显的做空力量。

二、宏观经济观察

海外宏观

IMF 总裁格奥尔基耶娃：IMF 将进一步下调 2020 年全球经济增速预期。

亚洲开发银行：将亚洲发展中国家 2020 年的经济增长预期从 2.2% 下调至 0.1%，增速料创 1961 年以来的最低水平。

美联储主席鲍威尔在国会就半年货币政策报告作证词称，美国经济复苏的时间和强度存在很大不确定性，重申利率将维持在零附近，直至经济重回正轨；通胀仍可能在一段时间内低于目标；将在未来几个月至少以目前速度增持国债和机构抵押贷款支持证券；重申没有考虑过加息，基本认定负利率对美国“没有吸引力”。

美国 6 月纽约联储制造业指数为-0.2，预期-27.5，前值-48.5；就业指数为-3.5，前值-6.1；新订单指数为-0.6，前值-42.4；物价获得指数为-0.6，前值-7.4。

美国 5 月零售销售为 4855.45 亿美元，环比升 17.7%，创历史最大升幅，预期升 8%，前值降 16.4%；核心零售销售为 3869 亿美元，环比升 12.4%，预期升 5.4%，前值降 17.2%。

美国 5 月工业产出环比升 1.4%，预期升 2.9%，前值降 11.2%；产能利用率为 64.8%，预期 66.9%，前值 64.90%；制造业产出环比升 3.8%，预期升 4.6%，前值降 13.7%；制造业产能利用率为 64.8%，前值 61.1%。

美国 6 月 13 日当周初请失业金人数为 150.8 万人，预期 130 万人，前值 154.2 万人；四周均值为 177.35 万人，前值 200.2 万人；6 月 6 日当周续请失业金人数为 2054.4 万人，预期 1980 万人，前值 2092.9 万人。

欧元区 4 月季调后贸易帐顺差 12 亿欧元，前值顺差 235 亿欧元；未季调贸易帐顺差 29 亿欧元，前值顺差 282 亿欧元。

欧元区 5 月 CPI 终值同比升 0.1%，预期升 0.1%，初值升 0.1%；环比降 0.1%，预期降 0.1%，前值降 0.1%；核心 CPI 终值同比升 1.2%，预期升 1.1%，初值升 1.1%；环比持平，符合预期。

英国央行维持基准利率在 0.1% 不变，资产购买总规模增至 7450 亿英镑，均符合市场预期。

德国 5 月 CPI 终值环比降 0.1%，预期降 0.1%，初值降 0.1%；同比升 0.6%，预期升 0.6%，初值升 0.6%。5 月批发物价指数环比降 0.6%，前值降 1.4%；同比降 4.3%，前值降 3.5%。

德国 5 月 PPI 同比降 2.2%，预期降 2%，前值降 1.9%；环比降 0.4%，预期降 0.3%，前值降 0.7%。

俄罗斯央行降息 100 个基点至 4.5%，符合市场预期。俄罗斯央行预计，2020 年 GDP 将下降 4%-6%，二季度 GDP 萎缩程度可能会超过预期；2021 年 CPI 可能会大幅低于 4%。

瑞士央行维持基准利率在 -0.75% 不变；预计 2020 年 GDP 将萎缩 6%，仍愿意加大对外汇市场的干预力度。瑞士央行行长乔丹称，很可能将利率维持在现在的水平很长一段时间。

巴西央行将基准利率下调 75 个基点至 2.25%，符合市场预期。巴西央行：利率决议得到一致同意；经济刺激的措施与规模是合适的；预计 2020 年通胀水平为 2.0%，2021 年为 3.2%，预计美元兑巴西雷亚尔处于 4.95 水平；实行宽松措施的空间很小，且面临不确定性。

印尼央行将 7 天逆回购利率下调 25 个基点至 4.25%，将存款利率从 3.75% 下调至 3.5%。

日本央行维持基准利率 -0.1% 及 10 年期国债收益率目标不变。经济形势判断由“更加严峻”调整为“极度严峻”，将特别贷款计划规模由 75 万亿日元增加至 110 万亿日元（约合 1 万亿美元），下调通胀预期，将无上限提供日元、外汇基金拨备。

日本 5 月出口同比降 28.3%，创 2009 年 9 月以来最大同比降幅，预期降 26.1%，前值降 21.9%；进口降 26.2%，创 2009 年 10 月以来最大同比降幅，预期降 20.4%，前值降 7.1%。未季调贸易帐逆差 8334 亿日元，预期逆差 10132 亿日元。

日本 5 月核心 CPI 同比降 0.2%，预期降 0.1%，前值降 0.2%；全国 CPI 同比升 0.1%，预期升 0.2%，前值升 0.1%。

韩国央行会议纪要：将利率从 0.5% 水平进一步下调可能性很有限；应该继续考虑使用各种工具；韩国央行应该购买政府债券来稳定利率。

国内经济

中国 5 月规模以上工业增加值同比增 4.4%，预期增 4.9%，前值增 3.9%；1-5 月累计同比下降 2.8%，降幅较 1-4 月份收窄 2.1 个百分点。

中国 1-5 月固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，预期降 6.3%，1-4 月为降 10.3%；环比则增长 5.87%。其中，民间固定资产投资同比下降 9.6%，降幅收窄 3.7 个百分点。

中国 1-5 月房地产开发投资同比下降 0.3%，1-4 月为降 3.3%。其中，住宅投资同比持平，1-4 月份为下降 2.8%。1-5 月商品房销售面积同比降 12.3%，降幅比 1-4 月份收窄 7 个百分点，其中住宅销售面积下降 11.8%。

中国 5 月社会消费品零售总额同比降 2.8%，预期降 1.5%，前值降 7.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 3.5%。1-5 月全国网上零售额同比增长 4.5%，比 1-4 月提高 2.8 个百分点。

5 月全国城镇调查失业率为 5.9%，比 4 月份下降 0.1 个百分点；1-5 月全国城镇新增就业 460 万人，与上年同期相比少增 137 万人。

财政部：1-5 月全国一般公共预算收入 77672 亿元，同比下降 13.6%；其中证券交易印花税 817 亿元，增长 18.4%，国有土地使用权出让收入 21091 亿元，增长 0.9%；1-5 月一般公共预算支出 90281 亿元，下降 2.9%。

国内政策

国家领导人在中非团结抗疫特别峰会上发表主旨讲话称，中方支持非洲大陆自由贸易区建设，支持非洲加强互联互通和保障产业链供应链建设，愿同非方一道，共同拓展数字经济、5G 等新业态合作，促进非洲发展振兴。中方承诺，新冠疫苗研发完成并投入使用后，愿率先惠及非洲国家。

国务院副总理刘鹤：全国各类经济指标已经出现边际改善，要加强逆周期调节，坚

持总量政策适度，保持流动性合理充裕，着力打通货币传导的各种堵点；风险应对要走在市场曲线前面，要增强预判性，把握稳增长与防风险的有效平衡。国务院常务会议部署引导金融机构进一步向企业合理让利，助力稳住经济基本盘；要求加快降费政策落地见效，为市场主体减负。会议要求，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。

国务院常务会议提出，综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。完善资金直达企业的政策工具和相关机制，防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险。

发改委：当前生猪复产势头较好，下半年猪肉价格有望保持稳步回落的态势，我国粮食和食用油供应充足，食品价格总体将保持基本平稳的态势，预计今年后期 CPI 涨幅有望继续收窄，全年可能呈现前高后低态势。

央行行长易纲：下半年货币政策将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元；疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出；央行资产负债表规模这几年基本稳定在 36 万亿元左右，与目前国际上主要经济体央行资产负债表大幅扩张的机理不同。

央行党委书记郭树清：中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率；今年政策性银行安排信贷规模比去年多增加将近 1 万亿元，债券发行规模也将增加，国开行和进出口银行安排 1000 亿元专项纾困资金，新增 1000 多亿元转贷款规模，缓解小微企业融资难融资贵；保险机构要加大对企业中长期债券的投资，特别是电信、交通、新老基建等需要巨额中长期资金的行业。

疫情相关

世卫组织首席科学家表示，新冠疫苗可能于年底前研发成功。中国有几个候选疫苗，临床一期和二期试验结果显示出希望。

中国生物新冠灭活疫苗 I / II 期临床研究揭盲，疫苗接种后安全性好，无一例严重不良反应，不同程序、不同剂量接种后，疫苗组接种者均产生高滴度抗体，0，28 天程序接种两剂后，中和抗体阳转率达 100%。

国家卫健委：6 月 16 号后，持有离京前 7 日内核酸检测阴性证明，或能够出示

包括核酸检测阴性证明的健康码的离京人员，到目的地后体温测量正常，并做好个人防护的前提下，可以自由有序流动的，各地不应设限。

北京要求严控高风险人员离京，已经出京的要及时通报当地，防止疫情扩散。对有确诊病例的农贸市场、菜市场等周边小区严格封闭管理，对农贸市场、菜市场、餐饮场所、机关食堂进行防疫大检查，全面开展环境消杀。

北京市教委：全市中小幼各个阶段已经全部实现净校，学生居家在线学习；目前不调整中高考时间，本周六北京高考第二次英语听力机考如期举行；中小学暑假 7 月 11 日至 9 月 1 日时间不变；小学一二三年级不组织期末考试；做好下学期线上线下学习的双重准备。

中国疾控中心流行病学首席专家吴尊友：北京疫情已经控制住了，但并不意味着不再新增病例；从目前调查情况看，新发地水产类工作人员发病人数最多发病最早。

总结分析

本周新冠肺炎疫情仍在全球蔓延且有加剧之势，截止 6 月 19 日国外累计确诊人数为 867.4 万人，单日新增 17.6 万人，近期全球新增确诊人数屡创新高，背后原因一方面由于巴西、印度等人口大国推行复工复产，另一方面则由于欧美等国家的抗议游行等聚集活动不断增多。国内则由于北京疫情状况而重新引起关注，6 月 11 日至 19 日北京累计报告新冠肺炎确诊病例 205 例，同时 6 月 16 日起，北京突发公共卫生事件应急响应调整至二级，并调整了相应的防控策略。6 月 19 日世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示，由于一些国家未能控制疫情，其可能会经历第二个高峰，如果将疾病传播程度降低到一定程度，后续才有可能出现所谓的第二波疫情，也许是在秋天或是今年晚些时候，所以既有可能在第一波疫情中出现第二个高峰，也有可能出现第二波疫情。近期全球多国纷纷加大对于新冠药物的研发投入，而加快疫苗产品研发速度也将成为解决这一全球性灾难的关键途径，虽然不时传出疫苗研发取得进展的好消息，但在疫苗真正量产投入市场之前，人类需要适应与病毒长期共存的现实，全球经济可能会持续受到抑制，短期难以恢复至疫情前水平。

本周财政部公布 2020 年 5 月财政收支情况。2020 年 5 月一般公共预算收入同比下降 10%（前值-15%），其中税收收入同比下降 7.2%（前值-17.3%）；非税收入同比下降 26.6%（前值 4.4%）。预算收入 5 月降幅继续收窄，主要是税收收入降幅的大幅收窄，其中增值税向好的贡献最大，一方面是复产复工改善，另一方面是去年 5 月增值税减税使得 5 月基数下降；企业所得税、个人所得税降幅也进一步收窄；而消费税预计因

今年五一消费仍受限制而出现下滑；进口环节增值税和消费税受进口金额下降而降幅扩大。非税收入降幅较大主要因去年 5 月基数大幅走高，去年为弥补税收下降带来的收入缺口，中央和地方政府通过特定金融机构和国企上缴利润，以及多渠道盘活国有资源资产等方式增加非税收入，造成较高的基数（去年 5 月非税收入同比增长 43.5%）。

5 月一般公共预算支出同比下降 3.87%（前值 7.5%）。5 月财政支出增速的下滑一方面可能受收入减少影响，另一方面则由于地方政府对于两会明确财政扩张方向的观望态度所致。从分项来看 5 月社会保障和就业支出为 2343 亿元，增速仍有 20.4%；卫生健康支出约 1379 亿，增速达到 9.0%；农林水支出 1682 亿元，增速达到 12.1%，以上三项支出增速较高均显示财政支出投放倾向于“保民生”、“保就业”等“六保”方向。

1-5 月全国政府性基金预算收入累计同比下降 4.5%（前值-9.2%）。其中，地方政府性基金收入同比增长 16.0%，较上月加快 16.3 个百分点，主要原因是近期房地产市场持续回暖、融资环境好转，带动房企拿地热情，5 月土地出让金收入同比增速较上月加快 20.4 个百分点至 22.3%。

1-5 月全国政府性基金预算支出同比增长 14.4%（前值 14.9%），5 月当月政府性基金支出增速边际放缓，可能是由于 5 月虽为专项债发行高峰，但当月发行集中在下旬并且地方政府或因两会暂缓支出节奏，因此当月发行的专项债暂未大规模落地使用所致。

往后看，随着我国全面复工复产，经济增长动力会逐季改善，但基本面仍整体偏弱，并且由于减税降费力度加大等原因，财政收入负增长可能持续；财政支出方面由于专项债放量、特别国债以及特殊转移支付机制的共同发力，同时考虑到 6 月一般为传统支出大月，预计 6 月财政支出增速将有明显回升。

数据来源：wind 数据截至：2020.06.21

供稿时间：2020.06.21

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。