新华基金固定收益与平衡投资每周观察

2020 年 6 月 28 日

一、回顾与展望

回看 2020 年上半年，突如其来的疫情成为影响经济与大众生活的关键变量。疫情爆发至今的 5 个月时间里，股票、债券、大宗商品（尤其是原油）、黄金市场走势无不受其牵制。人们对疫情的恐惧在各国造成了不同程度的股灾以及债券牛市，而当疫情的边际恶化程度下降之后，为应对疫情冲击而实施的宽松的货币政策渐渐成为定价的首要影响因素，从底部回升的过程中，股市的涨幅和上涨速度均超出了市场预期。

现阶段，从基本面出发，股票市场没有走牛的根基。但任何市场中的价格都由供需边际力量的对比而决定（我们不赞成过度强调边际的力量，更不赞成通过判断边际力量来预测市场，脱离基本面的边际影响往往蕴含大的风险）。在陡然增加的低成本巨量货币投放下（央行资产负债表的扩张和资金价格的走低），有一定票息收入的政府债券必然是投资首选，但当收益向零靠近后，流动性必然有外溢的冲动。在此情况下，经济中的优秀公司和市场中的好股票变得相对稀缺。美股市场上，Facebook、Amazon、Microsoft、Apple、Google 等大市值科技公司，自 3 月份低点以来，上涨幅度基本都在 50%以上，且均创出了新高，相比之下，金融股（摩根大通、富国银行、高盛、美国银行等）、传统制造业（波音、卡特彼勒、福特、通用等）、传统消费（麦当劳、可口可乐、百事公司等）以及众多直接受损于疫情的航空、酒店、娱乐行业的公司，与疫情前的高点相距仍然较远。美国某专注于价值投资的新兴基金公司，由于同时持有价值类标的多头头寸和成长性公司的空头头寸，在两个方面均录得相对负收益。美国市场上，传统股票与新兴股票龙头之间的走势分化在不断挑战历史极限。这让很多投资者联想到 1998-2000 年的市场极端情况，或者更早的 20 世纪 60 年代开始的 NIFTY-FIFTY。或许现阶段的市场格局兼有两个时期的一些特征，但又都不尽相同。科网泡沫时期，大部分新兴公司不具备稳健经营的基础，少部分质地好的标的也处于成长初期，客户与受众在当时的环境下均只是少数群体。而 NIFTY-FIFTY 时期，市场热捧的公司代表着市场的主流并与经济增速密切相关，行业分布分散。自 20 世纪 50 年代以来，美国的货币政策从未当下这般宽松，特殊的货币环境也决定了特定的市场特征。上述既有较好的基本面、又有较好的市

场空间、短期内受疫情影响又比较有限的少数标的，成为市场追逐的焦点，也在情理之中。只要疫情的影响不消退，前述受损于疫情的行业和标的仍很难受到明显的增量资金的关照。极度宽松的流动性和特殊的经济条件，造就了股市里的二元结构，或者说是“平行世界”。虽然这个结构不会是未来的稳态，但现阶段过多押注强周期类标的或做空大市值科技股，风险仍然很大。

在货币政策尚未转向但总量边际变化变小的情况下，资产之间的跷跷板效应开始变得明显。本周（包括国内休市的两个工作日），美国股市下跌伴随着国债收益率的再度下行和黄金的上涨。Facebook 等通过广告业务与实体经济联系紧密的公司，股票跌幅明显。已经严重分化的股票市场可能面临进一步分化。国内市场中，近期债市在资金价格回升、特别国债市场化发行等事件影响下，走势偏弱；股票市场的赚钱效应不断放大，有自我强化的趋势。海外避险情绪可能会阶段性影响到股债的涨跌格局，但国内有两点显著不同于海外之处：疫情的控制水平和货币政策的定力。在没有过度流动性释放的情况下，国内经济的复苏进程可能是温和可控的，随着疫情影响的消退，随后又会转为温和可控式的降速，这将长期利好债市；而在阶段性供需错配过后，股市里所谓的“价值成长”股的热度也可能会明显降温，其中蕴含的风险需要重视。

二、宏观经济观察

海外宏观

IMF 预计，2020 年全球经济将萎缩 4.9%，此前预期萎缩 3%，美国经济萎缩 8%，欧元区经济萎缩 10.2%，中国经济增速为 1%，为全球主要经济中唯一增长的国家。2021 年全球经济增速为 5.4%，美国增速为 4.5%，中国增速为 8.2%。

世界贸易组织报告显示，预计第二季度全球货物贸易量同比降幅约为 18.5%，但全年整体表现有望避免世贸组织此前预期的最糟糕情况。

美联储、美国货币监理署和联邦存款保险公司批准了对沃尔克规则的修改，允许银行增加对风险投资基金的投资。货币监理署和联邦存款保险公司还取消了银行在与其关联机构交易衍生品时必须持有保证金的要求。美联储宣布，沃尔克规则的修订完成，将于 10 月 1 日生效。

美国考虑对价值 31 亿美元的欧盟和英国产品征收新关税。美国贸易代表办公室将发布新的关税目标清单，新关税目标包括英国，德国，西班牙和法国，征税目标商品包括杜松子酒，啤酒，土豆和卡车。

美国第一季度实际 GDP 年化季率终值为萎缩 5%，预期为萎缩 5%，初值为萎缩 5%；第一季度 GDP 平减指数终值为 1.4%，预期为 1.4%，初值为 1.4%。

美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.6,预期 48,前值 39.8;服务业 PMI 初值 46.7，预期 46.5，前值 37.5。

美国至 6 月 20 日当周初请失业金人数为 148 万人，连续第 12 周回落，预期为 130 万人，前值由 150.8 万人修正为 154 万人。

欧洲汽车制造商协会:预计欧盟 2020 年乘用车注册量降下降 25%,从 2019 年的 1280 万辆下滑至 960 万辆，创下 2013 年以来的最低水平；迫切需要提出汽车购买激励和报废计划；预计未来数月的汽车行业状况将有所好转。

欧元区 6 月制造业 PMI 初值 46.9，创 4 个月新高，预期 44.5，前值 39.4；6 月服务业 PMI 初值为 47.3,预期为 41,前值为 30.5;6 月综合 PMI 初值为 47.5,预期为 42.4，前值为 31.9。

英国 6 月制造业 PMI 为 50.1，创 2 月以来新高，预期 45，前值 40.7。

德国 6 月制造业 PMI 初值 44.6，预期 41.5，前值 36.6。

法国 6 月制造业 PMI 初值为 52.1，预期为 46，前值为 40.6。

新西兰联储维持利率在 0.25%不变，符合预期。

巴基斯坦将基准利率下调 100 个基点。土耳其央行将基准利率维持在 8.25%不变，此前市场预期降息 25 个基点。菲律宾央行将基准利率下调 50 个基点至 2.25%。菲律宾央行称，2020-2022 年，通胀目标将设定在 2%-4%内。

韩国政府敲定金融业税制改革大方向：将从 2023 年起扩大国内上市公司股票转让所得税的征税范围，大股东和散户均需就每年超过 2000 万韩元的股票收益缴税；将分阶段下调证券交易税。

国内经济

交通运输部：5 月当月交通固定资产投资完成 3433 亿元，同比增长 27%，1-5 月累计完成 10223 亿元，同比增长 0.9%，今年以来累计增速首次实现增长，表明疫情造成的交通投资缺口已初步补齐。

国内政策

国家领导人在北京以视频方式会见欧洲理事会主席米歇尔和欧盟委员会主席冯德莱恩时指出，中欧两大经济体应该发挥世界经济“双引擎”作用，拉动世界经济复苏，共同支持科学有序复工复产，加强宏观经济政策协调，维护全球产业链供应链稳定通畅。

双方要保持相互市场开放，加快推进中欧投资协定谈判。

国务院发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》，支持出口产品转内销，帮助外贸企业纾困，确保产业链供应链畅通运转，稳住外贸外资基本盘。发挥企业主体作用，坚持市场化运作，鼓励外贸企业拓展销售渠道，促进国内消费提质升级。

国务院：引导外贸企业精准对接国内市场消费升级需求，发挥质量、研发等优势，应用大数据、工业互联网等技术，培育和发展新的消费热点，推动消费回升；鼓励外贸企业充分利用网上销售、直播带货等新业态新模式，促进线上线下融合发展。

发改委组织召开县城城镇化补短板强弱项工作视频会议。各地区要聚力推进各项建设任务，提高项目谋划设计能力，促进公共服务设施提标扩面、环境卫生设施提级扩能、市政公用设施提挡升级、产业培育设施提质增效。

6 月 LPR 报价出炉：1 年期品种报 3.85%，上次为 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%，上次为 4.65%。

经济参考报头版刊文称，金融系统向实体经济让利要落到实处。我国金融业经过多年发展，体系完备，实力增强，有责任也有能力合理让利，与实体经济共克时艰。同时，应采取多方面措施，为金融系统让利提供支持，防范金融风险，维护金融稳定。

疫情相关

世卫组织：计划于 2021 年底前向世界提供 20 亿剂新冠肺炎疫苗；目前中国至少有四个候选疫苗正从二期临床试验进入三期临床试验，世卫组织已与多个中国疫苗研发团队就进一步的合作展开讨论，世卫组织将提供支持并协助开展临床试验。

中国工程院院士陈薇团队，发现首个靶向刺突蛋白 N 端结构域的高效中和单克隆抗体，这是新型冠状病毒抗体研究取得的重大突破。国际顶级学术期刊《科学》在线发表了该项研究结果。

中疾控：北京本次疫情流行的新冠病毒为 L 基因型欧洲家系分支 I，比当前欧洲流行同型毒株更“老”；可排除由动物病毒外溢传染人，也排除 4 月前武汉流行毒株的因素。

北京：各类农贸市场、餐饮、食堂、外卖、快递、物流等人员必须全面进行核酸检测，中高风险街乡医务人员、防疫一线人员和交通、商超、银行等服务领域人员必须全面进行核酸检测。

北京：自 6 月 23 日 0 时起，铁路部门实行严格的 7 日核酸检测阴性证明的查验工作，对无法提供 7 日内核酸检测阴性证明的旅客，一律劝阻登车。

北京商务部：加强对大型商场、连锁超市、餐饮门店、商业网红打卡地监测，指导企业做好限流、导流措施，避免人员聚集。取消人员聚集性促销活动。北京消费季线下促消费活动一律暂停，有序控制易引起快递配送环节人员聚集的线上促消费活动。

钟南山院士：在“今冬明春”交际时，预计新冠肺炎疫情仍不会消失，但不会像第一波疫情出现这么大的暴发。

总结分析

为维护半年末流动性平稳，本周三个交易日央行公开市场逆回购全部实现净投放，累计净投放规模达 5000 亿元。财政部 6 月 23 日宣布将招标续发 1700 亿元三期抗疫特别国债，其中 6 月 30 日发行 500 亿元 5 年期和 700 亿 10 年期特别国债，7 月 1 日发行 500 亿元 7 年期特别国债。6 月 24 日，财政部公告将于 7 月 2 日第二次续发 10 年期 2020 年抗疫特别国债，发行规模 700 亿元。下周抗疫特别国债发行规模合计 2400 亿元，累计将有 3400 亿元特别国债完成招标，剩余 6600 亿元在 7 月底前发完的话，则平均每周发行 1650 亿元左右。通过此前陆家嘴论坛多位领导的讲话我们可以看到央行对于货币政策进一步宽松保持相对审慎的态度，但是短期来看有两个较大的压力促使央行继续宽松：一方面国常会明确提到了降准，按照之前惯例央行一般会在国常会宣布后两周内实施降准操作；另一方面考虑到特别国债的密集发行，为配合财政政策且维护市场稳定，央行基于对冲目的进行宽松操作也是有必要的。近期债券市场调整幅度很大，长端利率债收益率水平直逼春节前疫情爆发前水平，这波调整很大一部分原因来自于市场对于货币政策的悲观预期和配置资金的存量转移。我们从基本面角度来看，当前我国宏观经济下行压力巨大：外部环境局势复杂，内部因为房地产红线和地方隐性债务红线导致政策刺激空间有限，另外疫情冲击导致的失业加剧消费能力下降，所谓形势比人强，因此当前较为宽松的货币政策转向风险较小，并且随着形势发展存在继续加码的可能。

新冠肺炎疫情蔓延趋势不断加剧，6 月 26 日国外疫情新增确诊达到 19.68 万人，又创下单日新高。随着疫情反弹形势日益严峻，美国多州开始考虑暂停重启，另外以巴西、印度为代表的的新兴市场国家正成为全球疫情中心。国际货币基金组织发出警告称，如果新冠肺炎疫情传播范围再次扩大、封锁措施重新实施或贸易紧张局势再次激增，股票和其他风险资产的市场可能会遭受第二次暴跌。市场对于疫情的变化迅速做出反应，周五美国三大股指跌幅均超 2.4%，金价飙升至 1770 美元/盎司有挑战历史高位的趋势，而 VIX 恐慌指数 6 月份以来一直维持在 30 以上高位，10 年期美债收益率周五跌 4.4 个基点报 0.647%，30 年期美债收益率跌 6.4 个基点报 1.373%。我们看到此前美联储资产负

债表经过三个月的创纪录增长，美股这波强劲的反弹恰好是随着美联储资产负债表扩张同步展开的，但是近期美联储的资产负债表自冠状疫情危机以来连续第二个星期下降，这可能也在告诉市场本轮美股反弹的节奏要缓一下。美国政府本轮救市的决心十分坚决，6 月 25 日美联储、美国货币监理署和联邦存款保险公司批准了对沃尔克规则的修改，允许银行增加对风险投资基金的投资，同时货币监理署和联邦存款保险公司还取消了银行在与其关联机构交易衍生品时必须持有保证金的要求。此次美国监管机构进一步放宽金融危机后的限制措施，将为华尔街银行创造更多盈利空间。作为全球风险资产的风向标，美股目前已出现脱离基本面的迹象，其更多反映了美联储主导的流动性宽松水平，鉴于此我们应该更为全面客观地看待本轮全球风险偏好的回升。

数据来源：wind　　数据截至：2020.06.28

供稿时间：2020.06.28

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。