

新华基金固定收益与平衡投资

每周观察

2020年7月12日

一、回顾与展望

本周发布了6月通胀数据和金融数据。通胀数据符合预期；金融数据仍延续开年以来的高增长态势，中长期贷款的增幅与基建、地产的增速相呼应，票据融资有所收敛。经济数据仍处于环比改善阶段，政策面“宽信用”仍在路上，后续不论是货币政策还是财政政策都不大可能明显收紧。

周末银保监会发言人答记者问的文稿中，部分表述值得关注。关于一季度银行利润实现了6%的正增长，发言人表示一是由于会计和统计的时滞，“按照权责发生制会计原理，潜在风险贷款利息收入仍在利润核算中全额计入，而实际风险尚未全面反映”；二是“信贷投放同比大幅增加”；三是“一些机构拨备不达标”，如果补足缺口，则利润会受到明显影响。关于利润的使用上，发言人指出，应让利实体；填补拨备缺口；补充资本。“降低分红，不增加奖金，把有限的利润更多用于资本补充，提高风险抵御能力”。另外，发言人关于影子银行的表述值得重视：“一些高风险影子银行死灰复燃，有的以新形式新面目企图卷土重来。企业、住户等部门杠杆率上升。部分资金违规流入房市股市，推高资产泡沫。”

银行是货币和信用投放的主要渠道，预计下半年，银行在支持实体经济方面仍是排头兵。一方面，边际变弱的基本面，在财务报表上的显现较为有限，过去几年利润的明显正增长趋势仍在延续，不良率虽有抬头迹象但仍处于较低位置，前几年大量的不良核销使得资产中的“旧账”压力较轻。但作为首当其中的顺周期行业，在利润率仍处于较高位置、利润总量在上市公司中占比仍然巨大的情况下，银行业整体边际变差的概率在不断增大，变差的幅度也不宜低估。在此情况下，相比而言银行股整体极低的估值水平似乎也属合理。但从结构来看，部分质地较好的银行股估值并未处于“极低”状态：股价已经处于历史新高，PE、PB等指标也并不低。相较而言，对于钢铁、煤炭等周期性行业，即便是行业龙头，基本面和股价表现也要弱于银行。

经历了前两周的大盘上涨和风格轮动，A股市场整体估值中枢上移，估值水平的分化仍处于较为极端的水平。市场对成长性与业绩确定性赋予了非常高的溢价水平。成长

性好、业绩确定性高的股票，具有较强的类债属性。这类股票大幅提升估值，隐含着长期利率趋向于 0 的预期。

与此同时，债券市场继续明显调整，中等久期债券收益率上行幅度最大，但长久期上行也十分明显。表面上看，股债之间发生了“跷跷板效应”。所谓股债跷跷板，应该是经济基本面变化导致的股债的不同表现。更多地显示为长期债券与顺周期类股票之间的相反表现。而当下市场中，顺周期类股票表现一般，与长久期债券更为接近的确定性成长股表现最为抢眼。对于未来长期利率是否趋近于 0，股市和债市给出了不同的结论。在中国经济尚处于较高增速阶段（相较于欧美日，增速真的很高），长久期债券（10 年-50 年）仍有明显正收益，可见债市投资者并不确定未来利率走向。部分股票基于未来利率水平极低这一假设进行定价；现实中，这种定价来源于供需双方在边际上力量的暂时性失衡，其中可能蕴含较高风险。

二、宏观经济观察

海外宏观

标普下调 2020 年全球 GDP 预期至萎缩 3.8%，之前预计会萎缩 2.4%；全球经济将在 2021 年至 2023 年出现“合理的强劲反弹”，全球平均增长率料超过 4%，但此次大流行料导致永久性的产出损失。

高盛下调美国 GDP 预测，预计 2020 年萎缩 4.6%，此前预期为萎缩 4.2%；预计美国经济明年将增长 5.8%，目前预计今年年底失业率将达到 9%，低于此前 9.5% 的预期。

美国针对法国的税收争端发布新的关税清单，将对估计总值 13 亿美元的部分法国产品征收 25% 的额外关税；对法国的额外关税将暂停执行最多 180 天。

美国 6 月 Markit 服务业 PMI 终值 47.9，预期 47，初值 46.7；Markit 综合 PMI 终值为 47.9，初值为 46.8。

美国 6 月 ISM 非制造业 PMI 57.1，预期 50，前值 45.4。

美国国会预算办公室（CBO）：受新冠肺炎疫情爆发影响，美国联邦预算赤字于 2020 财年头九个月达到 2.7 万亿美元，创历史新高，上个财年同期赤字为 2 万亿美元。

美国 7 月 4 日当周初请失业金人数 131.4 万人，预期 137.5 万人，前值 142.7 万人修正为 141.3 万人；续请失业金人数 1806.2 万人，预期 1895 万人，前值 1929 万人。

美国 6 月 PPI 同比降 0.8%，预期降 0.2%，前值降 0.8%；环比降 0.2%，预期升 0.4%，前值升 0.4%；核心 PPI 同比升 0.1%，预期升 0.4%，前值升 0.3%；环比降 0.3%，预期升

0.1%，前值降 0.1%。

欧元区 5 月零售销售同比降 5.1%，预期降 7.5%，前值降 19.6%；环比升 17.8%，预期升 15%，前值自降 11.7%修正至降 12.1%。

德国 5 月季调后制造业订单环比升 10.4%，预期升 15%，前值自降 25.8%修正至降 26.2%。

德国 5 月季调后工业产出环比升 7.8%，预期升 10.0%，前值降 17.9%。

法国 5 月贸易帐逆差 70.5 亿欧元，创 2017 年 1 月以来最大逆差，预期逆差 55 亿欧元，前值逆差 50.21 亿欧元。

法国 5 月工业产出同比降 23.4%，预期降 24%，前值降 34.2%；环比升 19.6%，预期升 15.1%，前值降 20.1%。

澳洲联储维持基准利率 0.25%不变，符合预期。澳洲联储：澳经济正经历自上世纪 30 年代以来最大程度收缩，经济滑坡程度没有早些时候预期的严重；财政和货币政策支持可能需要维持一段时间，经济状况最近趋于稳定。

马来西亚央行降息 25 个基点至 1.75%。马来西亚央行：预计今年第二季度国内经济活动急剧萎缩，2020 年平均核心通胀料将跌至负值。

日本 5 月贸易帐逆差 5568 亿日元，预期逆差 6390 亿日元，前值逆差 9665 亿日元。

韩国政府推出楼市新政，上调多套房持有者房屋购置税、综合不动产税和转让所得税税率，严防房产投机，稳定房地产市场。多套房持有者将最高被课以 6%的综合不动产税，购置税率也最高上调至 12%。

国内经济

中国 6 月 CPI 同比涨 2.5%，预期涨 2.6%，前值涨 2.4%；其中，猪肉价格上涨 81.6%，影响 CPI 上涨约 2.05 个百分点。6 月 PPI 同比降 3%，预期降 3.1%，前值降 3.7%。上半年，全国 CPI 同比上涨 3.8%，PPI 同比下降 1.9%。6 月份市场运行总体平稳，CPI 环比下降 0.1%继续下降，同比涨幅略有扩大；6 月份国际大宗商品价格回暖，国内制造业稳步恢复，市场需求继续改善，PPI 环比由上月下降 0.4%转为上涨 0.4%，同比降幅收窄。

中国 6 月 M2 同比增长 11.1%，连续 3 个月增速持平，预期增 11.2%；新增人民币贷款 1.81 万亿元，预期 1.76 万亿元，前值 1.48 万亿元。6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，预期 2.8 万亿元，前值 3.19 万亿元。上半年社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元；上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元。

中国 6 月末外汇储备报 31123.3 亿美元，环比增加 106.38 亿美元，为连续 3 个月回升。6 月末黄金储备报 6264 万盎司（约 1948.32 吨），与上个月持平。

国内政策

国务院领导人赴贵州考察，要求加大新型基础设施建设支持，为大数据等新兴产业发展提供支撑。

国务院常务会议部署进一步做好防汛救灾工作、推进重大水利工程建设，确定持续优化营商环境激发市场主体活力的措施。会议要求，年内将工业产品生产许可证管理权限下放到省级，将商标注册平均审查周期压缩至 4 个月以内。完善对新业态包容审慎监管，引导平台企业降低佣金、条码支付手续费等，促进灵活就业。清理教育、医疗、体育等领域不合理准入条件。

发改委等 12 部门联合发文，支持民营企业参与交通基础设施建设运营，不得设置限制性门槛，并全面清理现有资质资格限制性规定。要吸引更多民营企业参与交通基础设施项目股改上市融资，支持符合条件的交通领域民企在科创板上市，支持符合条件的铁路企业实施债转股或资产股改上市融资。

国家防总决定于 7 月 7 日 16 时将防汛Ⅳ级应急响应提升至Ⅲ级，并已再派 9 个工作组分赴四川、重庆、湖南、江西等省（市）协助地方做好防汛抗洪抢险救灾工作。

央行联合银保监会召开金融支持稳企业保就业工作座谈会，要求各金融机构把支持稳企业保就业作为当前和今后一段时期工作的重中之重。要把握好信贷投放节奏，确保信贷资金平稳投向实体经济；要落实有扶有控的差异化信贷政策和中小微企业贷款延期还本付息政策，加大小微企业信用贷款支持力度。

经济参考报头版：业内指出，困难挑战越大，越要深化改革，破除体制机制障碍，激发内生发展动力。可以预见到，下半年国资国企等领域将迎来更大力度的改革。

经济参考报头版：公共卫生体系改革全面铺开。有业内人士透露，目前由深改组牵头的我国公共卫生体系建设的总体文件的制定初稿目前已完成，后续还会经过深改组讨论、各部门会签等多个环节。但从地方来看，各个地方已先行启动有关的各项改革。

经参头版：自贸区自贸港建设提速；目前多地都列出新一批制度创新清单，其中，进一步深化金融领域开放、便利跨境贸易投资资金流动、创新政府管理方式等领域成为突破重点。同时，相关部门也在酝酿更多举措，加大对自贸试验区、自由贸易港制度改革的支持。

疫情相关

世界卫生组织总干事谭德塞：在世界大部分地区，新冠肺炎疫情并没有得到控制，情况在恶化。

海关总署：在三家厄瓜多尔企业的冷冻南美白虾外包装中检测出新冠病毒核酸阳性，即日起暂停上述三家企业在华注册资格，暂停上述三家企业产品进口，对暂扣的货物采取退货销毁等处理措施；目前已经暂停德国、美国、巴西、英国等 23 家境外肉类生产企业产品的进口。

中国驻哈萨克斯坦大使馆发布提醒，要求在哈中国公民注意防范不明肺炎。当地媒体称，截至目前，阿特劳州三地已有近五百人感染、30 余人病危。上半年哈肺炎共导致 1772 人死亡，仅 6 月就有 628 人死亡，该病致死率远高于新冠肺炎。

今冬可能面临第二波新冠疫情挑战。张文宏表示，呼吸道传染病如果没有达到群体免疫，它的流行又没有被完全终止，到了冬天病毒复制程度增加，室内活动也增加，第二波反弹风险就会比较大。

总结分析

7 月 10 日央行发布 6 月份金融信贷数据，6 月新增人民币贷款 1.81 万亿，预期 1.76 万亿，前值 1.48 万亿；新增社融 3.43 万亿，预期 2.82 万亿，前值 3.19 万亿；M2 同比 11.1%，预期 11.2%，前值 11.1%。6 月新增信贷无论是居民端还是企业端均呈现出中长期贷款好于短贷的特征。具体来看，6 月居民中长贷 6349 亿元，同比多增 1491 亿元，环比多增 1687 亿元，同时我们看到 6 月 30 城商品房成交面积同比 9.4%，较 5 月回升 11.7 个百分点，这些数据均直接反映了当前房地产的需求端在持续恢复。企业中长期贷款同比多增 3595 亿元，延续 5 月趋势，中长贷同比多增量高于票据和短贷为主的短期融资，反映企业真实融资需求在恢复。

6 月新增社会融资总额 3.43 万亿，前值 3.19 万亿；社融存量同比增速 12.8%，前值 12.5%。具体来看，人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增约 2300 亿元。在监管部门打击资金空转套利的背景下，票据贴现利率提高、贴现难度加大，未贴现银行承兑汇票同比多增近 3500 亿元，因此未贴现票据的规模出现超季节性的上升。受 5 月以来债券市场大幅调整影响，6 月融资额虽环比多增 340 亿元至 3,311 亿元，但显著低于 3-4 月均值 9,587 亿元，企业债券融资整体较为低迷。6 月政府债券净融资额同比多增 533 亿元，环比回落 3,962 亿元，据《政府工作报告》的安排，预计今年下半年政府债券净融资额有望达到 3.7 万亿元，同比大幅多增约 1.4 万亿元，成为下半年社融的重要支撑因

素。

6月M2同比增速11.1%，已经连续4个月保持两位数增速。其中由于财政支出加快，6月财政存款减少6085亿元，高于去年同期5020亿元的降幅，财政存款同比增速从5月-2%回落至-4%。6月居民存款同比增长14.3%，较上月提高1.1个百分点，一定程度上体现了疫情后居民对未来收入的信心有所下降，居民预防性储蓄需求上升，居民消费意愿仍然不高。非银存款继续减少，可能与6月债券类资管产品的赎回压力加大有关。M2同比与贷款余额同比相关性高，随着信用扩张贷款投放保持较高增速，派生存款有望继续支撑M2同比在下半年整体维持较高水平。

7月9日国家统计局公布2020年6月物价数据。6月CPI同比2.5%，前值为2.4%，为今年1月以来首次止跌回升，这主要源于食品类CPI同比止跌回升，食品价格上涨11.1%，非食品价格上涨0.3%。食品CPI中的主要驱动项是猪价和菜价，猪价上涨主要是因为疫情反弹导致进口减少和季节性因素扰动，菜价上涨主要是因为疫情反弹和洪涝灾害导致供应受阻。年初以来的猪周期见顶回落主导了上半年食品CPI的回落，而6月食品CPI的小幅回升也在于猪价回升。往后看，猪肉供应在7、8月份将偏紧，但由于猪周期见顶，后续生猪出栏加速，猪肉供应在8月份迎来拐点，下半年至明年上半年猪价都将处在下行周期中。菜价方面，由于极端天气造成的蔬菜供应紧张为短期波动，汛期过后影响会消退，长期并不构成涨价风险。

6月PPI同比下降3%，降幅缩窄0.7个百分点；PPI环比上涨0.4%，较上月回升0.8个百分点。6月PPI同比改善一方面由于去年低基数所致，另一方面由于6月原油价格大幅反弹，分行业来看石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业等行业由降转升。具体来看，PPI分项中的上游工业品价格恢复速度快于下游消费品，5-6月黑色、有色产业链价格快速修复，但下游纺织业价格连续5个月为负，说明需求主导的下游消费仍弱于工业生产。往后看，在基建和地产等投资的带动下，工业品价格可能继续走高，预计下半年PPI同比会继续逐渐回升，但转正压力较大。

数据来源：wind 数据截至：2020.07.12

供稿时间：2020.07.12

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。