

## 【宏观专题】6月FOMC会议点评&疫世界资产观系列十一

# 美联储鸽派立场下的资产价格将如何演化？

### ❖ 6月FOMC会议主要内容：市场解读偏鸽派

#### 1、美联储维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变；

2、货币政策前瞻——前瞻指引：委员会维持 0%-0.25% 的目标区间，直到确信美国有望实现充分就业和物价稳定的目标。这一表述与 4 月会议保持一致。

点阵图：显示美联储将维持 0 利率直至 2022 年，而在新闻发布会中鲍威尔也明确表示美联储在 2022 年之前都不会考虑加息。

资产购买：为支持信贷流向家庭和企业，未来几个月美联储将至少以目前的速度增持美国国债和 MBS 数量（目前的购买速度为国债每月 800 亿美元，MBS 每月 400 亿美元）。

收益率曲线控制：鲍威尔表示将在未来的会议上进一步讨论该工具。

3、经济前瞻：美联储发布疫情以来第一份经济预测数据，显示美联储预期 2020 年 GDP 增速将下滑至 -6.5%，而在 2021、2022 年实现复苏，达到 5% 与 3.5%；预计 2020-2022 年失业率分别为 9.3%、6.5%、5.5%，核心 PCE 为 1%、1.5%、1.7%。鲍威尔在新闻发布会中不断强调经济存在极大的不确定性，不过如果疫情得以控制，FOMC 还是普遍预期下半年美国经济将实现复苏。

### ❖ 美股、美债：跨期定价经济复苏

1、美股美债在定价什么？美债来看，根据我们的十年期美债定价模型，隐含的 GDP 增速为 1.5%-2.4%。美股来看，若 EPS 回升至与当前股指水平相一致，则对应 EPS 需同比增长 27%。由此来看，当前的资产价格均在跨期定价经济复苏，且美股泡沫更大；因此近期股债呈现出跷跷板走势。

2、美债：收益率曲线的陡峭化提高了美联储实施 YCC 的预期。由于近期经济复苏预期提升，长端收益率走高，利率曲线变陡。但考虑到 2020 年财年美国国债发行压力与债务负担都将大幅提升，美联储对长端收益率上行的容忍度有限，因此提高了市场对美联储下一阶段实施收益率曲线控制的预期。而这也带来长债利率面临收益率上限的约束，大幅上行的空间不大。

### ❖ 3、美股：经济重启预期接替货币宽松推高股市。此轮美股反弹个人投资者持仓明显提升，机构投资者仍较为谨慎。两组数据可验证此轮美股上涨主要是个人投资者加仓：一方面，美国主要的股票 ETF 持有人结构变动中持仓显著增长的为投资顾问（即高净值散户），而对冲基金、券商的持仓占比则在大幅下降；另一方面，从个股走势来看，Robintrack（专业跟踪散户投资数据的平台）的数据也显示，近期散户投资资金的持仓量显著提升。

后续美股继续向上的动力：1、复工进展顺利，企业盈利修复，市场风险偏好进一步提升，带来机构投资者更多增量资金进入；2、美联储的持续放水。目前美国疫后经济处于第三阶段，这一阶段对风险资产的定价也转向了经济复苏的速度及幅度。因此若美国疫情不出现反复，经济不出现二次探底，随着后续机构增量资金的进入，美股或有持续上涨的动力，期间可能会有小幅回调而不会出现大幅下跌；而引发小回调的因素可能会是美联储货币政策的边际转向。不过鉴于美联储也反复强调未来经济具有极大的不确定性，美国经济复苏不及预期、甚至二次探底都会是这一阶段美股最大的风险点。

### ❖ 美元指数：短期面临下跌风险，全年大概率维持高位。短期美元指数在全球美元流动性需求下降+近期欧洲财政货币政策力度强于美国+欧洲疫情发展与复工进度优于美国这三因素影响下，面临下跌风险。不过全年看，考虑到后续不确定性仍大，美元作为避险资产大概率仍在高位震荡。

### ❖ 黄金：短期受制于实际利率，中长期上涨确定性较高。短期来看，由于经济幅度预期提高，黄金价格受制于名义利率的上行速度快于通胀预期。不过中长期看，全球价值链撕裂带来的长期通胀压力+美国财政贸易双赤字的扩大有望推高中长期金价上涨。

### ❖ 风险提示：美国经济下滑幅度超预期，疫情控制不及预期

## 华创证券研究所

### 证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

### 联系人：殷雯卿

电话：010-66500833

邮箱：yinwenqing@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创宏观】稳增长下，“旧改”的变与不变——扩内需系列五》

2020-05-18

《【华创宏观】新兴市场国家基本面风险全评估——疫后世界观·系列二》

2020-05-20

《【华创宏观】今年的财政是如何打算的？——扩内需系列六》

2020-06-01

《【华创宏观】唯一的海南，唯一的自贸港》

2020-06-06

《【华创宏观】10 年国债跌回疫情之初，2.8%错了吗？》

2020-06-10

## 投资主题

### 报告亮点

梳理了美联储目前已有的货币政策工具的使用情况与效果。同时针对近期美股大涨、十年期美债收益率回升、黄金与美元指数回调走势背后的逻辑进行回顾，并据此对后续资产价格进行展望。

### 投资逻辑

**首先就 6 月 FOMC 会议重点进行了分析**，认为美联储在此次会议中立场鸽派，且明确给出维持 0 利率至 2022 年的前瞻指引，较 4 月会议立场更为清晰，对市场预期引导也更有效。

**其次，就美联储已推出的货币政策工具进行了跟踪**。其中全球美元流动性回落带来央行美元流动性互换用量减少，金融资产价格稳定后金融市场流动性供给工具用量也开始收缩，目前主要的增量在于财政支持类工具，即薪资保障计划便利 PPPLF、主街贷款便利 MSLP 与市政流动性便利 MLF。

**最后，对近期美股、美债、美元与黄金等大类资产价格作出展望**。我们认为美债当前收益率隐含的 GDP 同比增速为 1.5%-2.4%、美股则隐含 EPS 同比回升 27%，资产均在跨期定价经济复苏。因此黄金、美元短期承压，美债在收益率曲线控制工具的预期下，预计收益率上限难以持续，而若经济复苏符合预期、未出现二次探底，美股则有望持续上行。

# 目录

一、6月 FOMC 会议主要内容 .....	5
(一) 政策利率: 维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变 .....	5
(二) 会议声明: 前瞻指引更为明确 .....	5
1、货币政策前瞻: 维持 0 利率直至 2022 年 .....	5
2、经济前瞻: 经济存在高度不确定性, 不过下半年有望实现复苏 .....	5
(三) 市场即期影响: 立场鸽派, 美股先涨后跌, 美债收益率下行, 美元下跌, 黄金上涨 .....	7
二、美联储货币政策执行进度与效果 .....	7
三、美股、美债: 跨期定价经济复苏 .....	10
(一) 美股美债在定价什么? .....	10
(二) 美债: 收益率曲线的陡峭化提高了美联储实施 YCC 的预期 .....	10
(三) 美股: 经济重启预期接替货币宽松推高股市 .....	11
四、美元指数: 短期面临下跌风险, 全年大概率维持高位 .....	13
五、黄金: 短期受制于实际利率, 中长期上涨确定性较高 .....	13

# 图表目录

图表 1	经济预测调整不大，上调 2019 年 GDP 增速与失业率 .....	5
图表 2	点阵图显示美联储将维持 0 利率直至 2022 年 .....	6
图表 3	会后市场对美联储下半年加息的预期有所回落 .....	6
图表 4	2019 年 12 月以来 FOMC 会议的主要内容摘要 .....	6
图表 5	美联储资产负债表扩张速度出现放缓 .....	7
图表 6	美联储目前已采取的各类货币政策梳理 .....	8
图表 7	美元互换需求下降，商业票据、公司债、财政类工具（薪资保障、主街贷款便利）的用量提升 .....	9
图表 8	货币市场流动性便利与一级交易商信贷便利用量下降 .....	9
图表 9	5 月下旬以来政府型基金呈资金净流出，优先型基金则呈净流入 .....	9
图表 10	美国高收益与投资级公司债信用利差显著回落，但仍未达到正常区间 .....	9
图表 11	CP 与 OIS 利差基本已回落至正常区间 .....	9
图表 12	市政债收益率回落至接近 0 附近 .....	9
图表 13	当前美债收益率定价 GDP 同比增速将回升至 1.5%-2.4% .....	10
图表 14	美股当前点位隐含 EPS 同比改善 27% .....	10
图表 15	美债收益率曲线陡峭化程度提升 .....	11
图表 16	美国财政部 5 月起中长期国债发行量提升 .....	11
图表 17	美国政府杠杆率处于全球主要国家较高水平 .....	11
图表 18	预计 FY2020 美国财政赤字将达 3.7 万亿美元 .....	11
图表 19	美国主要 ETF 的持有人结构变动（对比基期为 2020 年 3 月 15 日） .....	12
图表 20	散户多购买即将申请破产或前期因业绩大幅下滑而定价极低的个股（单位：美元） .....	12
图表 21	美股期货投机性头寸为净空头，情绪仍谨慎，但后续空头回补或带来美股继续上涨 .....	12
图表 22	6 月以来标普 500 价值股指数上涨幅度大于成长股指数（标准化基期为 2020 年 3 月 23 日） .....	12
图表 23	近期评级被下调的公司数量显著提升 .....	13
图表 24	美联储货币政策的边际弱化或转向会冲击美股走势 .....	13
图表 25	欧洲国家疫情控制较美国更好 .....	13
图表 26	德国、法国居民出行恢复状况较美国更好 .....	13
图表 27	近期名义利率上行速度快速通胀预期上行 .....	14
图表 28	黄金价格与美国双赤字呈明显负相关关系 .....	14

## 一、6月FOMC会议主要内容

### (一) 政策利率：维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变

美联储维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变，符合市场预期。维持超额存款准备金利率 0.1% 不变，维持隔夜逆回购利率 0% 不变。此次议息会议未作出任何政策调整，会议决议获得公开市场委员会一致同意。

### (二) 会议声明：前瞻指引更为明确

#### 1、货币政策前瞻：维持 0 利率直至 2022 年

此次议息会议未做出政策上的调整，但在会议声明中强化了对宽松货币政策立场的指引，表态全程鸽派，对引导市场预期效果较好。美联储给出的货币政策方面的指引包括：

**1) 前瞻指引：**委员会将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和物价稳定的目标。这一表述与 4 月议息会议保持一致。

**2) 点阵图：**显示美联储将维持 0 利率直至 2022 年，而在新闻发布会中鲍威尔也明确表示美联储在 2022 年之前都不会考虑加息。相比 4 月议息会议对维持 0 利率期限的模糊表态，此次会议明确了期限将维持到 2022 年，给予了市场明确的利率前瞻指引；另外美联储也表示不会锚定资产价格，不会因为近期资产价格过高而停止货币政策对经济的支撑，因此会后市场对年内剩余议息会议加息的预期也显著回落。

**3) 资产购买：**为支持信贷流向家庭和企业，未来几个月美联储将至少以目前的速度增持美国国债和 MBS 数量（目前的购买速度为国债每月 800 亿美元，MBS 每月 400 亿美元）。另外，将继续提供大规模的隔夜和定期回购操作。

**4) 收益率曲线控制：**鲍威尔表示将在未来的会议上进一步讨论该工具，目前已听取了有关收益率曲线控制的研究。

**5) 主街贷款计划流动性便利：**正在考虑进一步将 MSLP 的适用范围扩大至非盈利组织，并根据需要延长贷款期限。

#### 2、经济前瞻：经济存在高度不确定性，不过下半年有望实现复苏

美联储发布疫情以来第一份经济预测数据，显示美联储预期 2020 年 GDP 增速将下滑至 -6.5%，而在 2021、2022 年实现复苏，达到 5% 与 3.5%；预计 2020-2022 年失业率分别为 9.3%、6.5%、5.5%，核心 PCE 为 1%、1.5%、1.7%。鲍威尔在新闻发布会中不断强调经济存在极大的不确定性，认为暂时无法判断 5 月经济数据，尤其是就业数据是否已经触底。不过鲍威尔也表示，如果疫情得以控制，FOMC 还是普遍预期下半年美国经济将实现复苏。

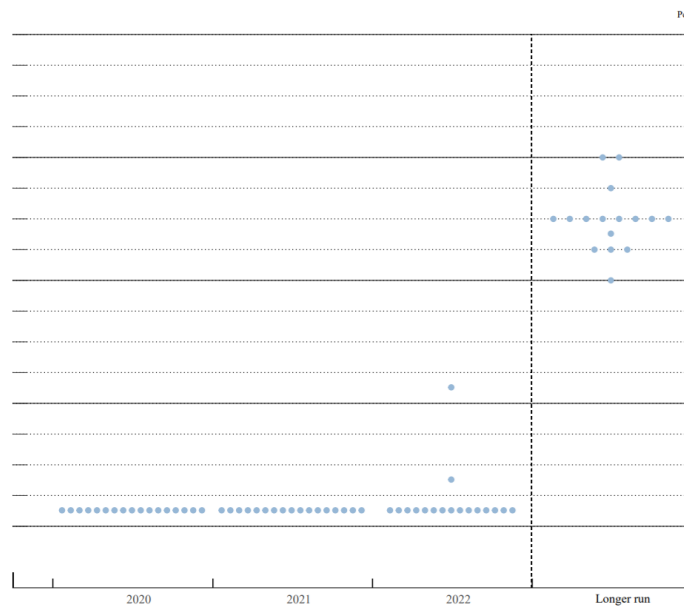
图表 1 经济预测调整不大，上调 2019 年 GDP 增速与失业率

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	-6.5	5.0	3.5	1.8	-7.6--5.5	4.5-6.0	3.0-4.5	1.7-2.0	-10.0--4.2	-1.0-7.0	2.0-6.0	1.6-2.2
December projection	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.3	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
Unemployment rate	9.3	6.5	5.5	4.1	9.0-10.0	5.9-7.5	4.8-6.1	4.0-4.3	7.0-14.0	4.5-12.0	4.0-8.0	3.5-4.7
December projection	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5-3.7	3.5-3.9	3.5-4.0	3.9-4.3	3.3-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.5-4.5
PCE inflation	0.8	1.6	1.7	2.0	0.6-1.0	1.4-1.7	1.6-1.8	2.0	0.5-1.2	1.1-2.0	1.4-2.2	2.0
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.2	2.0	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	1.0	1.5	1.7		0.9-1.1	1.4-1.7	1.6-1.8		0.7-1.3	1.2-2.0	1.2-2.2	
December projection	1.9	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.2		1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-1.1	2.0-3.0
December projection	1.6	1.9	2.1	2.5	1.6-1.9	1.6-2.1	1.9-2.6	2.4-2.8	1.6-1.9	1.6-2.4	1.6-2.9	2.0-3.3

资料来源：美联储，华创证券

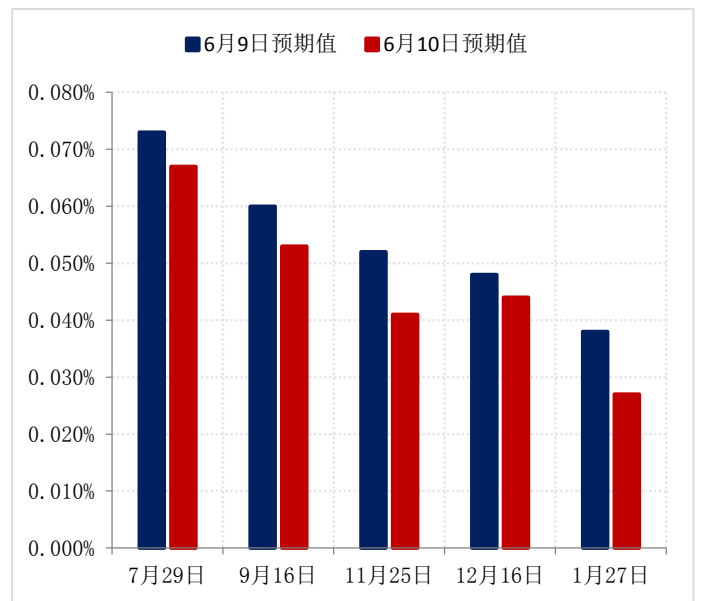


图表 2 点阵图显示美联储将维持 0 利率直至 2022 年



资料来源：美联储，华创证券

图表 3 会后市场对美联储下半年加息的预期有所回落



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 4 2019 年 12 月以来 FOMC 会议的主要内容摘要

		2020.4 会议	2020.01 会议	2019.12 会议
经济回顾	经济活动	冠状病毒的爆发在美国和全世界造成了巨大的经济困难	经济活动已经以适中的 (moderate)速度上升	经济活动已经以适中的 (moderate)速度上升
	劳动力市场	疫情和防疫措施导致经济活动的急剧下降和失业人数的激增	劳动力市场持续表现强劲，近几个月平均就业增长稳健，失业率仍然很低	劳动力市场持续表现强劲，近几个月平均就业增长稳健，失业率仍然很低
	家庭消费和企业投资	金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	家庭消费一直 <strong>强劲温和</strong> 增长 企业投资和出口：依旧疲弱	家庭消费一直 <strong>强劲</strong> 增长 企业投资和出口：依旧疲弱
	通货膨胀	需求疲软和油价大幅下跌抑制了通胀水平	整体通货膨胀和核心通货膨胀均低于 2%	整体通货膨胀和核心通货膨胀均低于 2%
对经济增长及通胀看法		目前的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。	委员会认为当前的货币政策状态对支持经济活动的扩张、维持劳动力市场强劲以及 <strong>接近回归</strong> 2% 目标的通货膨胀是适当的	委员会认为当前的货币政策状态对支持经济活动的扩张、维持劳动力市场强劲以及接近 2% 目标的通货膨胀是适当的
利率		联邦基金目标利率区间维持在 0%-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 1.5%-1.75%	联邦基金目标利率区间维持在 1.5%-1.75%
对未来利率调整的前瞻指引		委员会将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和物价稳定的目标。	委员会将继续监测新发布的信息对经济前景的影响，包括全球增长与趋缓的通胀压力。	委员会将 <strong>继续监测</strong> 新发布的信息对经济前景的影响，包括全球增长与趋缓的通胀压力。

	美联储将使用各种工具来支持美国经济，从而促进经济实现最大就业和价格稳定的目标。	美联储将使用各种工具来支持美国经济，从而促进经济实现最大就业和价格稳定的目标。		
资产负债表规模决议	为支持信贷流向家庭和企业，未来几个月美联储将至少以目前的速度增加其持有的美国国债和MBS数量。另外，将继续提供大规模的隔夜和定期回购操作。	继续以需要的规模购买国债和 MBS 以支持市场平稳运行，另外，将继续提供大规模的隔夜和定期回购操作。	延长回购操作至 2020 年 4 月	未提及
投票情况	10-0	10-0	10-0	10-0

资料来源：美联储，华创证券

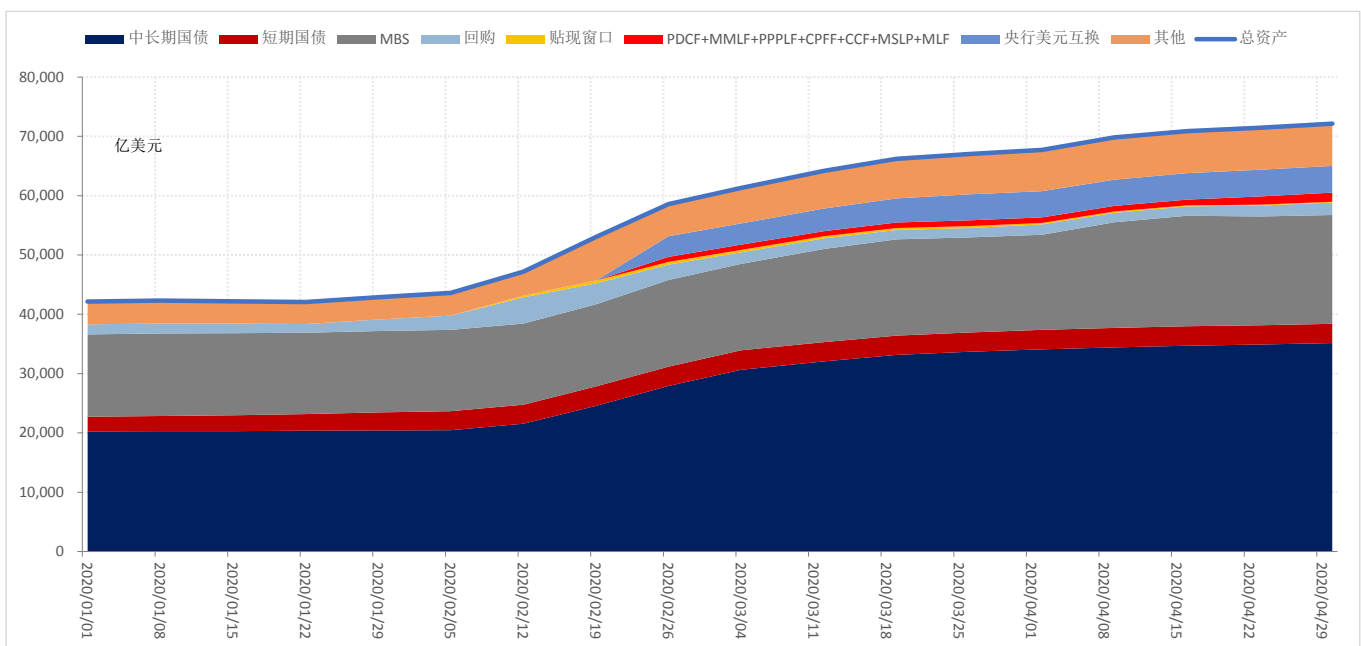
### （三）市场即期影响：立场鸽派，美股先涨后跌，美债收益率下行，美元下跌，黄金上涨

美股先涨后跌，美债收益率下行，美元下跌，黄金上涨：降息决议公布之后四个小时窗口看，美元指数由 99.6257 下跌 0.22% 至 96.0626，道琼斯指数/纳斯达克指数/标普 500 指数先涨后跌收盘分别-0.41%/0.27%/-0.15%，美国 10 年期基准国债收益率由 0.835% 下行 10.5bps 至 0.73%，COMEX 黄金由 1719.2 美元/盎司上涨 1.7% 至 1748.6 美元/盎司。

## 二、美联储货币政策执行进度与效果

从总量来看，美联储资产负债表已扩张至 7.21 万亿美元，不过 5 月下旬起扩表速度开始放缓，由 3-4 月的每周扩表 3000-5000 亿美元下降至 600-700 亿美元左右。从结构来看，5 月以来扩表的资产类别以中长期国债、回购与疫情以来的定向流动性便利工具为主。具体来看每一项货币政策工具的使用情况：

图表 5 美联储资产负债表扩张速度出现放缓



资料来源：美联储，华创证券

图表 6 美联储目前已采取的各类货币政策梳理

	3月15日	3月17日	3月18日	3月19日	3月23日	3月31日	4月9日	4月27日	4月30日	6月3日	6月8日
QE4	启动量化宽松，规模为5000亿美元（2009年QE1、QE2、QE3）				启动无限QE，不设购债上限						
央行美元互换	与加、英、日、欧、日央行开展美元互换			美元互换国家扩展至澳、韩等共16个国家							
商业票据融资便利CPFF		推出，由SPV购买无抵押和资产支持商业票据			扩大抵押品范围，将高质量、免缴CP纳入，并调低利率						
一级交易商信贷便利PDCF		推出，扩大对一级交易商提供融资的抵押品类别									
货币市场共同基金流动性便利MMLF			推出，将货币市场共同基金资产纳入抵押品		扩大抵押品范围，将市政债和银行存款纳入抵押品						
一级市场公司信贷便利PMCCF					推出，由SPV向投资企业提供融资		扩大PMCCF、SMCCF规模至7500亿美元，并计划为各1000亿美元；并扩大抵押品范围				
二级市场公司信贷便利SMCCF					推出，由SPV向投资企业发行的企业债和资产支持证券提供融资						
定期资产支持证券融资便利TALF					推出，由SPV向AAA级ABS持有者提供贷款		扩大抵押品范围，将商业抵押贷款支持证券和新发行的CDO的AAA级部分纳入；并扩大购买规模至1000亿美元				
临时回购便利FIMA						允许海外央行以美国国债为抵押向美联储开展美元回购					
薪资保障计划流动性便利PPPLF						允许银行以PPP贷款作为抵押品向美联储融资			将PPP的参与机构扩大至所有美国小企业管理局（SBA）批准的PPP贷款方，主要是将非存款机构纳入；并将PPP的抵押品范围扩大至全部PPP贷款		
主街贷款计划流动性便利MSLP						允许银行以向符合条件的小型企业提供贷款作为抵押品转售给美联储			扩大了MSLP的范围，将允许雇员人数不超过1.5万人，年收入不超过50亿美元的企业申请，而在此前符合申请条件企业雇员人数不超过1万人，年收入不超过2.5亿美元。		扩大MSLP的适用范围，降低最低贷款额（由50万\$降至25万\$），提高最高贷款额（由2亿\$提高至3亿\$），并将每种贷款选择的期限由4年延长至5年，本金偿还期限由1年延长至2年，MSLP的购买比例由85%提高至95%
市政流动性便利MLF						直接从美国各州购买地方政府发行的至多5000亿美元短期票据	扩大MLF范围和期限，降低了使用该工具的人口门槛，从而扩大了适用的城市范围，并购买期限由24个月延长至36个月		扩大有资格使用MLF的实体数量，允许所有州都至少有两个市具有资格使用MLF，每个州可以指定2个发行人使用MLF		

资料来源：美联储，华创证券

## 1、一级交易商信贷便利 PDCF&货币市场共同基金流动性便利 MMLF

这两类工具主要针对货币市场的流动性危机，为一级交易商与货币基金提供流动性支持。由于此轮危机中一级交易商的流动性缺口本就不大，因此 PDCF 工具自推出以来用量就持续下降；MMLF 工具则针对货币市场基金的流动性，由于危机初期货币基金持有的商业票据、市政债等资产价格大跌，货币基金大量被赎回，美联储通过购买货币基金持有的急于出售但缺乏流动性的资产，为货币基金提供流动性，不过随着美联储对各类资产价格的支持，货币基金流动性很快恢复正常。根据 ICI 的数据，在 3 月优先型基金遭大规模资金流出后，资金大量流入美国政府型基金（以国债、政府支持债为投资标的，相当于无风险资产），而随着各类资产价格企稳，资金又重新流入优先型基金，而 5 月下旬起政府型基金呈现资金净流出，也反映了市场开始降低低收益无风险资产的配置需求，转向高收益资产。

## 2、商业票据融资便利 CPFF&公司债支持便利 CCF

这两类工具以对金融资产价格的支持为主要目的，推出后带来公司债信用利差与 CP-OIS 利差显著收窄。不过由于经济衰退对企业盈利与评级都产生影响，目前公司债利差尚未完全恢复到正常区间，因此 CCF 工具的用量仍在呈现正向增长，而 CPFF 工具的用量则基本无新增。

## 3、薪资保障计划便利 PPPLF、主街贷款便利 MSLP 与市政流动性便利 MLF

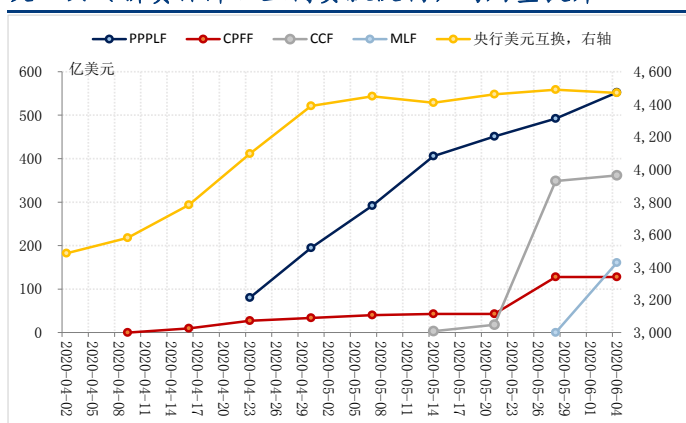
这三类工具为财政支持类工具，为企业部门与地方政府融资提供支持。4 月议息会议后美联储对货币政策工具的微调主要集中在这三类工具上，扩大其适用范围、并放松部分条款。MLF 工具推出后，美国市政债收益率回落至 0 附近，改善了地方政府融资环境。随着薪资保障计划规模的扩大，PPPLF 用量也持续提升。目前主街贷款便利尚未正式实施，不过美联储近期进一步扩大了 MSLP 适用的企业范围，并提高贷款额度、延长还款期限；在此次议息会议中，鲍威尔也表示正在考虑进一步将 MSLP 的适用范围扩大至非盈利组织，并根据需要延长贷款期限。

## 4、央行美元流动性互换

美元流动性互换工具余额开始下降。美元流动性互换工具是这一轮美联储流动性支持工具中使用规模最大的工具，目前余额达到 4500 亿美元左右。6 月 4 日当周，美元流动性互换工具余额环比出现下降，全球对美元流动性的需求出现边际回落。

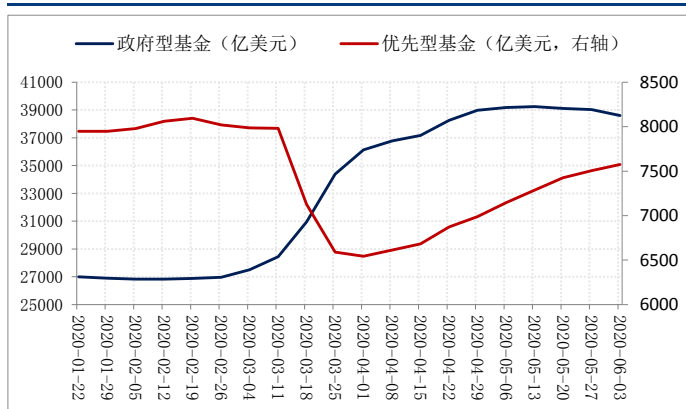


图表 7 美元互换需求下降，商业票据、公司债、财政工具（薪资保障、主街贷款便利）的用量提升



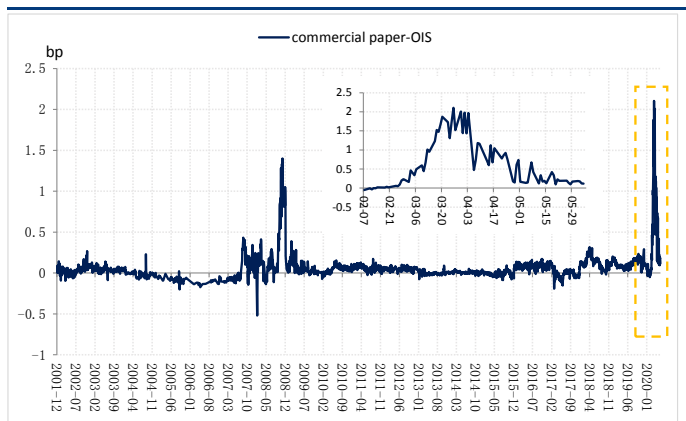
资料来源：美联储，华创证券

图表 9 5月下旬以来政府型基金呈资金净流出，优先型基金则呈净流入



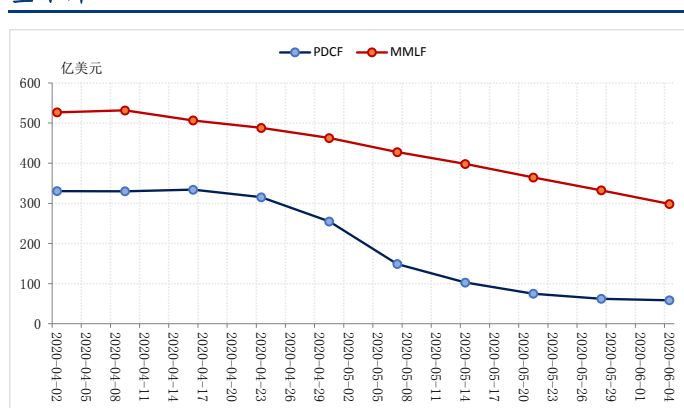
资料来源：ICI，华创证券

图表 11 CP 与 OIS 利差基本已回落至正常区间



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 8 货币市场流动性便利与一级交易商信贷便利用量下降



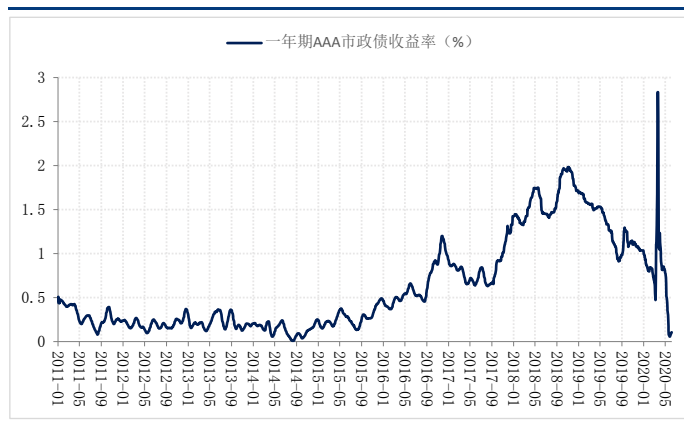
资料来源：美联储，华创证券

图表 10 美国高收益与投资级公司债信用利差显著回落，但仍未达到正常区间



资料来源：美联储，华创证券

图表 12 市政债收益率回落至接近 0 附近



资料来源：纽约联储，华创证券

### 三、美股、美债：跨期定价经济复苏

#### （一）美股美债在定价什么？

美债来看，根据我们的十年期美债定价模型（十年期美债收益率=0.279\*实际 GDP 增速+0.487CPI 增速+1.443 风险偏好+1.135），在当前的市场风险偏好下（取值为纽约联储发布的 AMCTP 数据），调整对 CPI 增速的预测值，则模型隐含的 GDP 增速为 1.5%-2.4%。

美股来看，标普 500 指数与标普 500 EPS 的标准化值走势咬合度较高，即股指变动与 EPS 变动趋势一致。4 月以来美股的反弹幅度显著偏离 EPS 水平，若 EPS 回升至与当前股指水平相一致，则对应 EPS 需同比增长 27%。

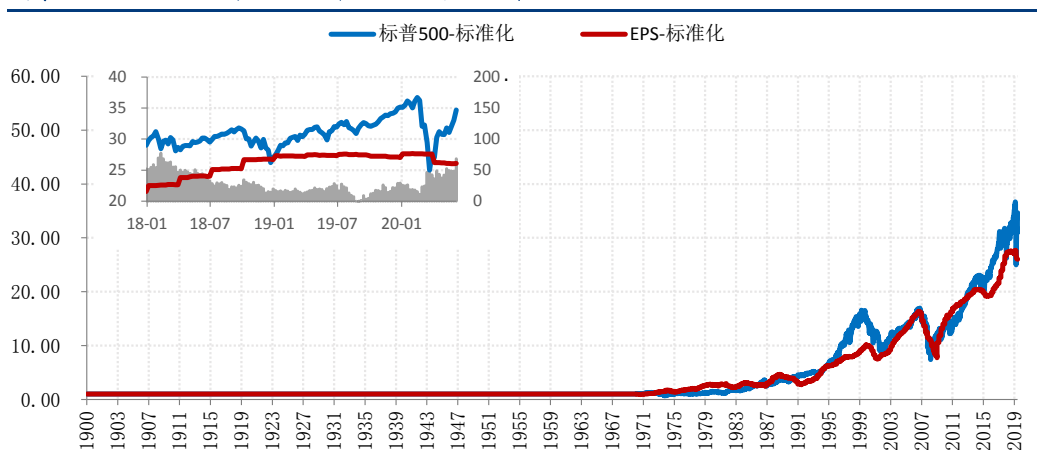
由此来看，当前的资产价格均在跨期定价经济复苏，且美股泡沫更大；因此近期股债呈现出跷跷板走势。我们在《美国就业数据最差的时候过去了吗？》提出：目前对美欧经济的跟踪可从四个阶段来看，经济数据一阶导恶化→经济数据绝对值恶化峰值→经济转为复苏一阶导改善→经济复苏绝对值峰值。而四个阶段对应的资产价格表现上，第一阶段是风险资产下行最快的时期，第二阶段随着预期的改善，风险资产开始上涨，第三阶段是预期改善的证真/证伪时期，这一时期最大的风险是经济改善不及预期、以及财政货币政策的转向。

图表 13 当前美债收益率定价 GDP 同比增速将回升至 1.5%-2.4%

	实际 GDP 增速	CPI 增速预期	风险偏好（AMCTP）	十年期美债利率
取 2020Q2 以来的数据均值，CPI 取 2020Q2 预测值	2.2	0.4	-0.87	0.68
取 6 月收益率大幅上行后的最高值	2.4	0.4	-0.76	0.91
取 2020Q2 以来的数据均值，CPI 取 2020 年全年预测值	1.5	0.8	-0.87	0.68

资料来源：Bloomberg，纽约联储，华创证券测算

图表 14 美股当前点位隐含 EPS 同比改善 27%



资料来源：Bloomberg，华创证券

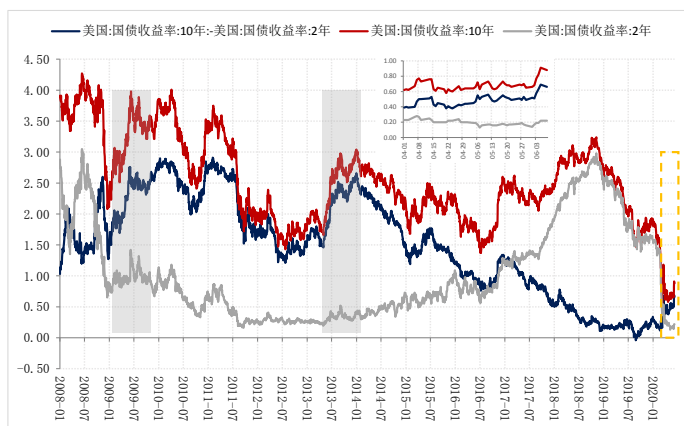
#### （二）美债：收益率曲线的陡峭化提高了美联储实施 YCC 的预期

短端由于政策利率维持在 0，短端国债（2 年期）始终维持在 0.2 中枢窄幅波动；而长端在经济复苏预期与财政部增加长期债券供应的压力下走高，造成近期收益率曲线的陡峭化。

收益率曲线的陡峭化提高了美联储实施收益率曲线控制（YCC）的预期，预计十年期美债收益率持续上行概率不大。

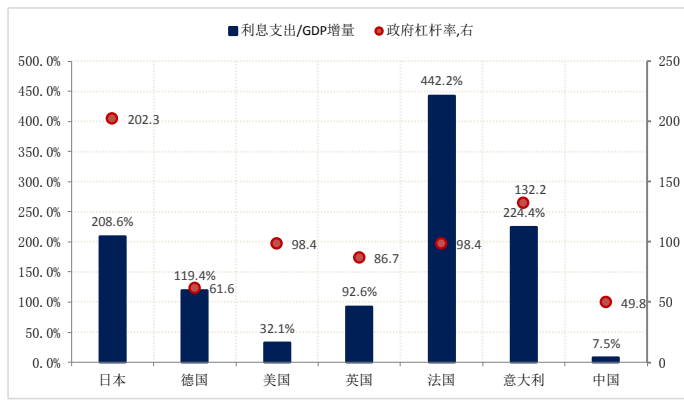
考虑到目前美国联邦政府已公布了约 2.6 万亿美元的财政刺激计划，目前两党对于下一轮财政刺激方案也正在酝酿中，因此 2020 年财年美国国债发行压力与债务负担都将大幅提升。根据 CBO 的预测，2020-2021 财年，美国联邦财政赤字将达到至 3.7、2.1 万亿<sup>1</sup>，为历史最高值；而在此背景下，美联储又在放缓国债购买量，减弱了压低长端利率的能力。在巨大的债务负担下，美联储难放任长端收益率持续上行，因此提高了市场对美联储下一阶段实施收益率曲线控制的预期。而若美联储在下半年启动收益率曲线控制工具，则长债利率也将面临收益率上限的约束，大幅上涨的空间不大。

图表 15 美债收益率曲线陡峭化程度提升



资料来源: wind, 华创证券

图表 17 美国政府杠杆率处于全球主要国家较高水平



资料来源: wind, 华创证券

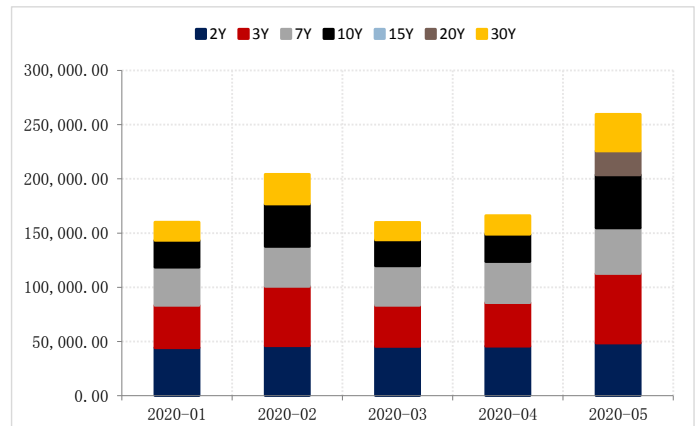
### (三) 美股: 经济重启预期接替货币宽松推高股市

此轮美股反弹个人投资者持仓明显提升，机构投资者仍较为谨慎。此轮美股反弹以来，主要的仓位变化以散户投资者入市有关：一方面，观察美国主要的股票ETF持有人结构变动，相较于3月15日，持仓显著增长的为投资顾问（即高净值散户），而对冲基金、券商的持仓占比则在大幅下降；另一方面，从个股走势来看，Robintrack（专业跟踪散户投资数据的平台）的数据也显示，近期散户投资资金的持仓量显著提升，且多购买即将申请破产或前期因业绩大幅下滑而定价极低的个股<sup>2</sup>。因此前期市场上涨带有较大的估值泡沫。而相比个人投资者，机构投资者的态度则较为

<sup>1</sup> <https://www.cbo.gov/publication/56388#section1>

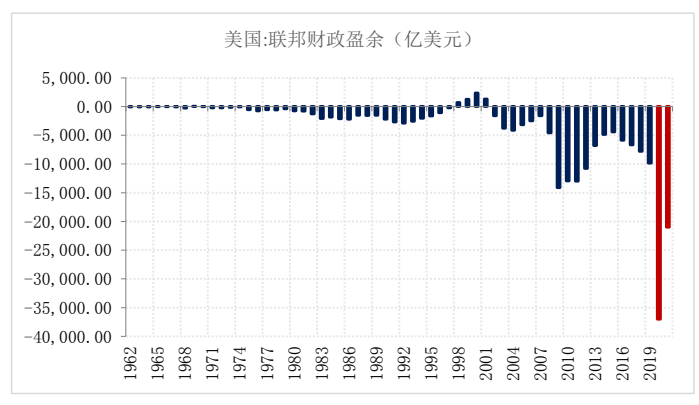
<sup>2</sup> 赫兹（HTZ）：汽车租赁公司，于5月22日申请破产；美国航空集团（AAL）：受疫情影响国内航班计划同比下降55%，预计2020年7月裁员30%；达美航空（DAL）：受疫情影响即将大规模裁员

图表 16 美国财政部5月起中长期国债发行量提升



资料来源: wind, 华创证券

图表 18 预计 FY2020 美国财政赤字将达 3.7 万亿美元



资料来源: CBO, wind, 华创证券

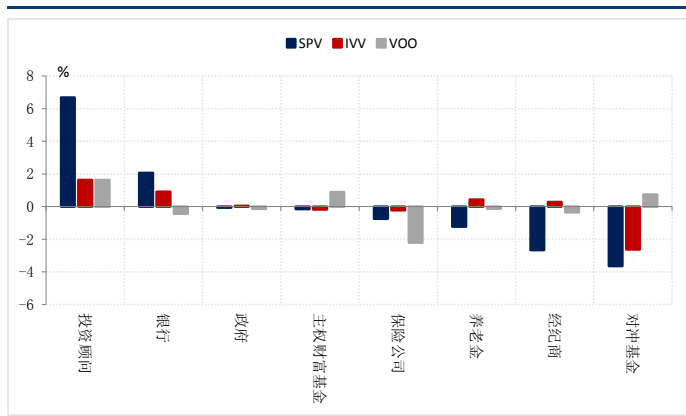
谨慎，标普 500 期货投机性头寸仍为净空头。

6 月以来，随着各项公布的经济数据环比 4 月出现改善，美股市场对经济复苏的预期进一步提升，从近期上涨的板块来看，前期涨幅相对较小的价值股开始反超成长股，这也反映了市场中投资者对经济复苏的预期开始提升。

**后续美股继续向上的动力：1、复工进展顺利，企业盈利修复，市场风险偏好进一步提升，带来机构投资者更多增量资金进入；2、美联储的持续放水。**目前美国疫后经济处于第三阶段，即经济数据由恶化的峰值开始转向加速复苏，因此对风险资产的定价也转向了经济复苏的速度及幅度，目前来看，美国目前所有州均已重启经济，居民消费与出行恢复良好，工业生产出现反弹，复工进展顺利（详见《消费与出行显著回暖，但工业生产修复仍有限——5 月海外复工进度跟踪&海外周报第 10 期》），若美国疫情不出现反复，经济不出现二次探底，随着后续机构增量资金的进入，美股或有持续上涨的动力，期间可能会有小幅回调而不会出现大幅下跌。而导致小幅回调的因素可能是美联储货币政策的转向，随着复工的顺利推进与金融市场的稳定，美联储已放缓购债速度，因此货币政策的边际弱化也可能带来短期上涨动力的不足，回顾金融危机后美联储数次货币政策的调整都带来了美股的阶段性回调。

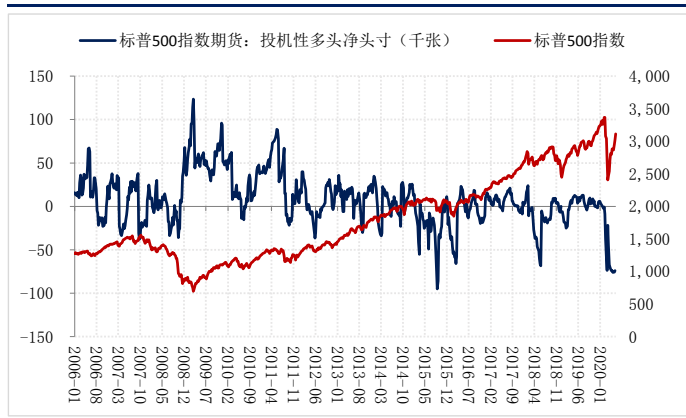
**另外需要警惕的是，美国经济复苏不及预期、甚至二次探底都会是这一阶段美股最大的风险点。**目前美国并未完全摆脱经济二次下滑的风险：疫情的再次发酵、美国企业部门高杠杆，在经济衰退期出现大规模违约风险等都是经济中尚存在的隐患，鲍威尔在新闻发布会中也反复强调经济存在的不确定性，因此仍需谨慎对待美股走势。

图表 19 美国主要 ETF 的持有人结构变动（对比基期为 2020 年 3 月 15 日）



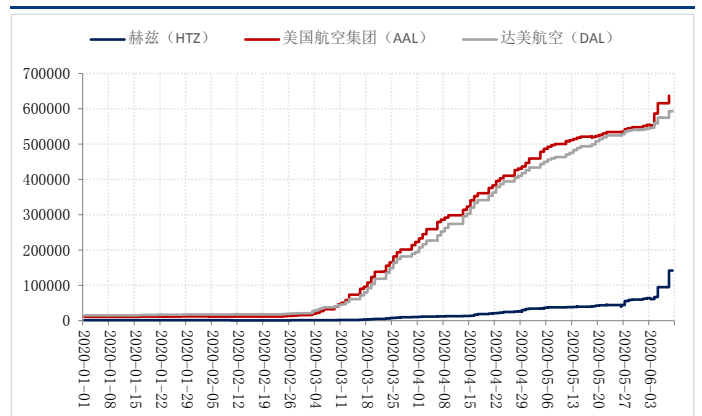
资料来源：wind, ICI, 华创证券

图表 21 美股期货投机性头寸为净空头，情绪仍谨慎，但后续空头回补或带来美股继续上涨



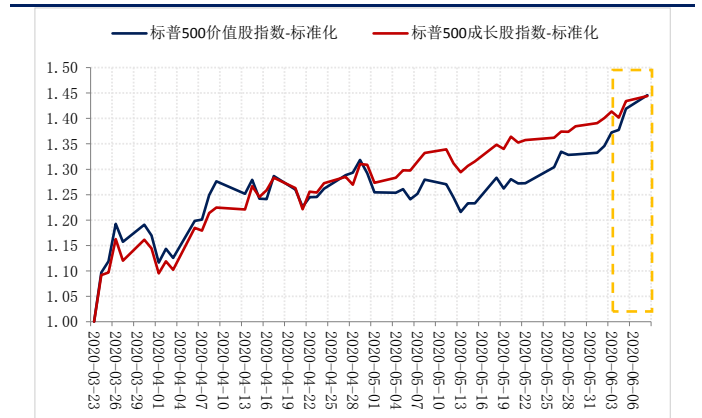
资料来源：wind, 华创证券

图表 20 散户多购买即将申请破产或前期因业绩大幅下滑而定价极低的个股（单位：美元）



资料来源：Robintrack, 华创证券

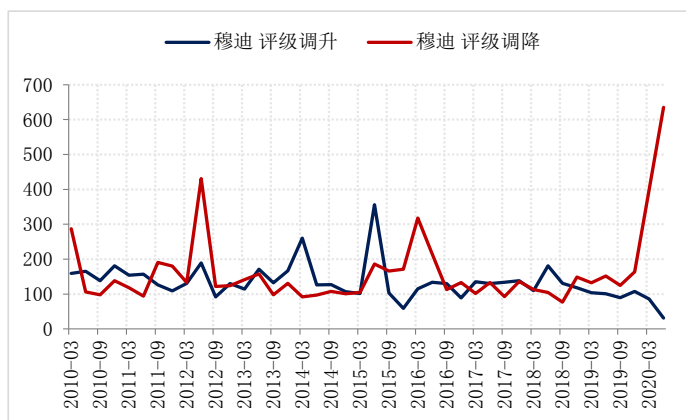
图表 22 6 月以来标普 500 价值股指数上涨幅度大于成长股指数（标准化基期为 2020 年 3 月 23 日）



资料来源：Bloomberg, 华创证券

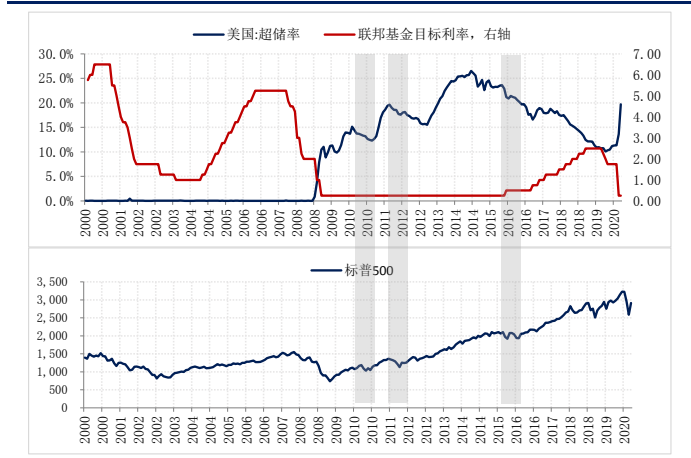


图表 23 近期评级被下调的公司数量显著提升



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 24 美联储货币政策的边际弱化或转向会冲击美股走势



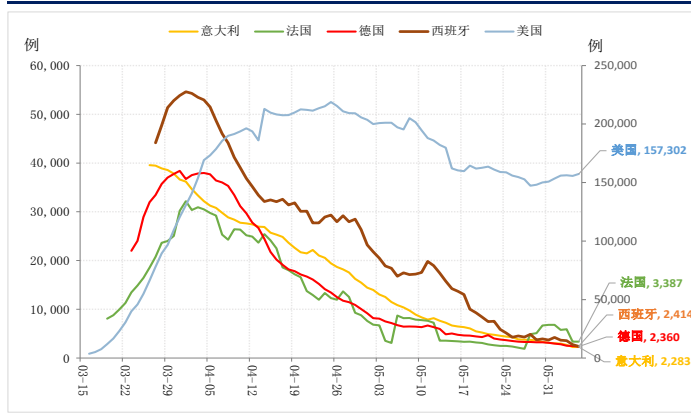
资料来源: FRED, wind, 华创证券

#### 四、美元指数: 短期面临下跌风险, 全年大概率维持高位

近期来看, 美元指数面临一定下跌风险, 主要原因在于: 1、美联储央行美元互换工具余额开始下降, 反映美元流动性紧张问题已缓和, 市场对美元的需求边际减弱。2、近期美国财政与货币政策均进入政策平稳期, 多为前期政策的执行; 而欧洲财政货币政策则持续发力, 欧元区扩大 PEPP 规模以呵护欧元区尾部国家主权信用风险, 同时欧盟委员会计划推出 7500 亿欧元抗疫复苏法案, 向财政协同迈出重要一步, 德国也推出了 1300 亿欧元的刺激计划。欧洲政策力度相较美国更强, 也推高了欧元走势。3、疫情发展与复工进展来看, 欧洲都优于美国, 欧洲新增病例显著下行, 疫情蔓延基本得到控制, 而美国新增病例下降至平台期后未出现进一步放缓; 复工方面, 美国居民出行、餐饮等活动的修复程度也较美国更快。

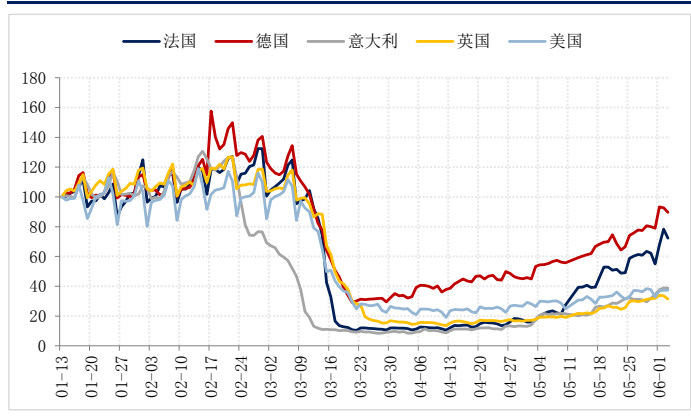
而全年视角来看, 美元大概率仍将在高位震荡, 后续英国与欧盟的脱欧协议谈判、疫情后续发展以及经济复苏进展都存在较大不确定性, 美元作为避险资产仍会有较大的配置需求。

图表 25 欧洲国家疫情控制较美国更好



资料来源: wind, 华创证券

图表 26 德国、法国居民出行恢复状况较美国更好



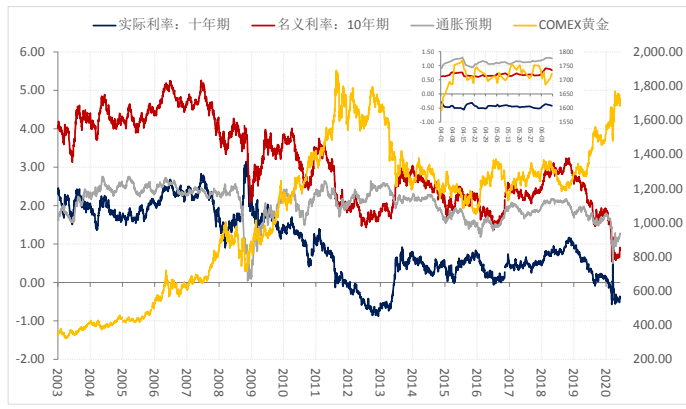
资料来源: Apple Maps, 华创证券

#### 五、黄金: 短期受制于实际利率, 中长期上涨确定性较高

短期来看, 由于经济复苏预期提高, 黄金价格受制于名义利率的上行, 且近期通胀预期并未明显抬升, 名义利率上行速度快于通胀预期, 导致实际利率下行受阻, 制约了黄金价格上行, 短期金价或有所回调。中长期来看, 黄金中

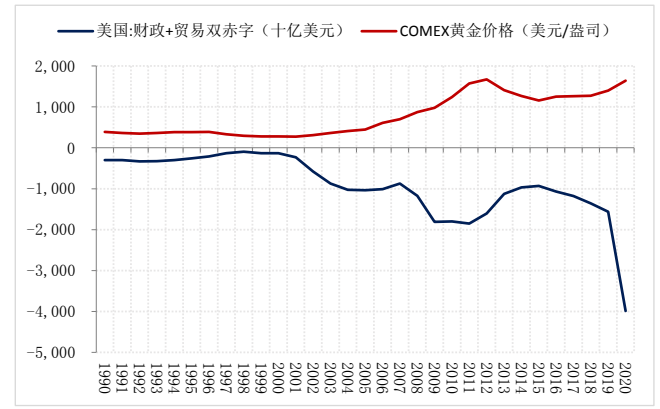
**长期牛市的确定性较大：**一方面全球价值链的撕裂或带来长期通胀压力，另一方面黄金价格与美国财政+贸易双赤字呈负相关关系，今年在美国财政刺激政策下美国财政赤字大概率创下历史最高值，也有望推高金价持续上涨。

图表 27 近期名义利率上行速度快通胀预期上行



资料来源：wind，华创证券

图表 28 黄金价格与美国双赤字呈明显负相关关系



资料来源：FRED，wind，华创证券

## 宏观组团队介绍

### 组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

### 研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500