

美国大选临近，风险偏好下降

证券研究报告

2020年10月27日

10月第5周资产配置报告

10月第4周各类资产表现：

10月第4周，美股延续上周的调整态势。Wind全A回吐上周涨幅，收跌-2.39%，成交额3.4万亿，成交量也较上周有明显下降。一级行业中，银行、汽车和家电表现靠前，军工、农林牧渔和医药表现靠后。中证国债指数有所反弹，企业债指数继续回暖。

10月第5周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——美国大选临近，风险偏好下降

债券——流动性短期预期有小幅收紧，信用溢价处在低位

商品——工业价格回暖，但CPI继续高速回落，地产景气度或缓慢回落

汇率——人民币升值压力持续，短期拥挤度高

风险提示：美国大选前政治局势急剧恶化；美股再次暴跌引发流动性危机；国内货币政策收紧超预期；

作者

宋雪涛

分析师

SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦

联系人

linyan@tfzq.com

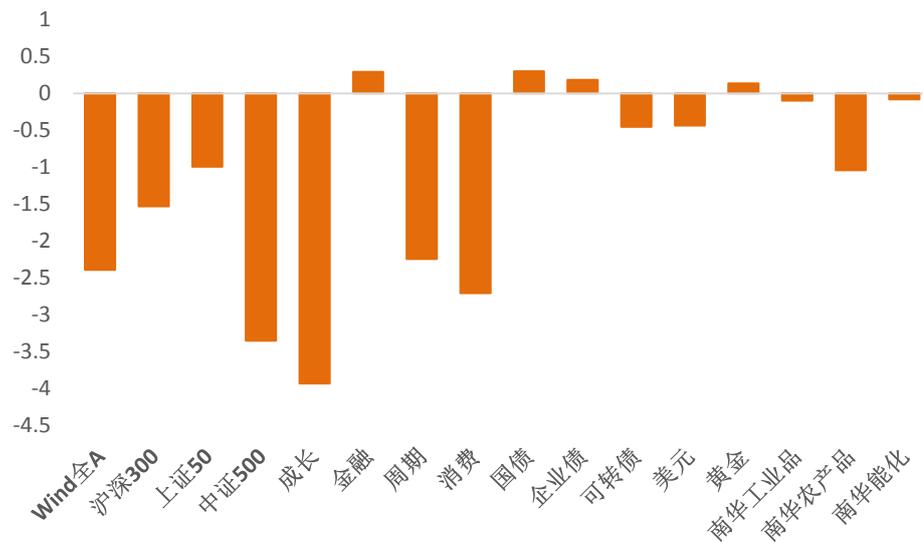
相关报告

1 《宏观报告：“三道红线”影响的定性分析和定量估算》 2020-10-26

2 《宏观报告：10月资产配置报告》 2020-10-18

3 《宏观报告：A股半年报里的中国经济》 2020-10-15

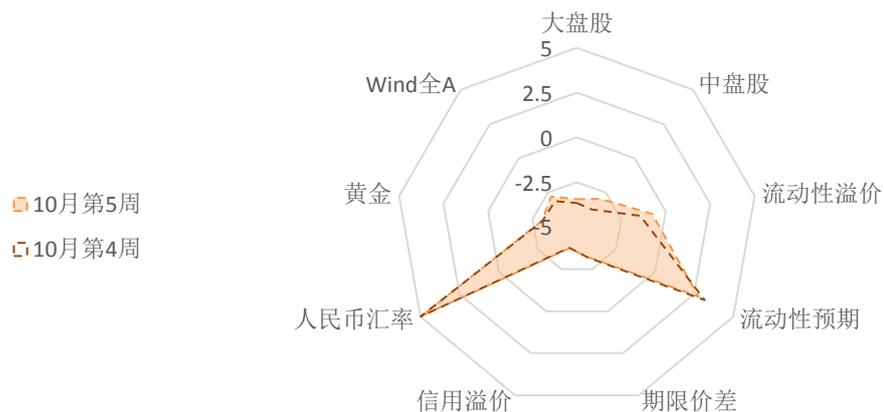
图 1: 10 月第 4 周各类资产收益率(%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

10 月第 5 周各大类资产性价比和交易机会评估

图 2: 各类资产/策略的风险溢价



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 权益风险溢价表示股票的风险收益比, 风险溢价越高代表风险收益比越高;

流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射;

流动性预期为市场对于远期流动性松紧程度的预期。

北京时间 10 月 23 日上午, 最后一轮美国总统候选人电视辩论结束, 本轮辩论较前轮辩论在政策讨论的数量和质量上都有所提升, 这也被认为是特朗普挽回颓势的最后机会。从结束之后的博彩赔率 (拜登领先 30.8%) 和总体民调 (+8.1%) 来看, 拜登依旧对特朗普相对占优, 但拜登在主要的战场州优势有所减弱 (+3.8%)。

据 U.S. Election Project 的统计, 在距离 11 月 3 日大选只有大约 10 天的时候, 超过 5600 万美国人已提前投票, 其中约有 3860 万人通过邮寄选票投出, 剩下约有 1750 万人亲自投票, 选民投票率已经达到了 2016 年大选的 40.6%。

2020 年在新冠疫情和黑命贵运动的催化下, 美国国内的基层政治环境比 2016 年更加撕裂对立, 民粹和反建制从幕后走到台前, 在这种情况下, 民主党想要在白宫和参议院“双赢”共和党的难度较大。尾部风险在大选结果接近或存争议引发的无序等待甚至混乱, 关

键摇摆州的邮寄选票比例激增和特朗普对此的批评都加大了这一可能性。2000 年小布什和戈尔的选举就因佛州计票纠纷，结果直到 12 月中才出炉，期间对风险偏好和资产表现都带来一定压力，标普 500 最多下跌 7.6%。

疫情方面，目前形势依旧严峻，继欧洲之后，美国也进入了疫情的第三波爆发期。10 月 25 日美国创下进入疫情以来新增确诊人数的新纪录，单日新增确诊超过 8.26 万例。目前来看，第三轮爆发的死亡率低于初次爆发，并且美国多名卫生官员宣称美国疫苗有望在今年内上市，明年 3 月底就可以准备足够所有美国人注射的剂量。因此本轮疫情的再次抬头的利空我们认为已经在基本在权益市场九月的回撤中反应充分。目前市场对于美国财政货币政策双宽松有很强的预期，大选之后两党能否在刺激法案上达成一致依旧是重要的风险路标。

回到国内，10 月 21 日易纲行长发表讲话，提出“需把好货币供应总闸门；宏观杠杆率将会更稳一些”，让市场重新担忧货币政策是否会进一步收紧。10 月第 4 周的流动性溢价较前期有小幅回升，整体位于历史中枢水平，货币政策已经回归常态化。三季度 GDP 增速小幅不及市场预期，经济复苏斜率走缓不支持货币政策进一步收紧，流动性大概率维持紧平衡状态。

同时，我们应该意识到信用扩张周期已经走到了拐点附近，信用溢价已经来到了很低的位置。未来的机会主要还是来自于经济复苏中的结构性机会，顺周期行业例如可选消费、消费服务、中游制造等将继续支撑经济复苏。

1. 权益：美国大选临近，风险偏好下降

10 月第 4 周，权益市场整体估值较贵。

经过漂移调整后的 Wind 全 A 风险溢价处在历史 22%分位，上证 50、沪深 300 和中证 500 的风险溢价较上周有小幅回升，但目前还处在历史较低水平（16%、23%、20%分位）。风格方面，周期和成长的风险溢价回归到中位数附近（49%与 48%分位），估值回到中性水平；消费的风险溢价处于 41%分位，属于估值中性偏贵的区间；金融的风险溢价与前期持平（34%），估值也中性略贵。

短期市场情绪指数依旧处于过去 4 个月的低位。沪深 300 的基差回落到中位数下方（41%分位），业绩爆雷指数收益率维持在 90%分位以上的高位。权益市场的短期策略拥挤度继续下降。从板块的拥挤度来看，消费（27%分位）偏保守，成长（38%分位）和周期（41%分位）中性偏保守，金融（48%分位）中性。10 月第 4 周的成交量较节后的第一周和第二周有明显降温。权益价量相关系数都处在较高位置，市场没有明显的资金合力。

2. 债券：流动性短期预期有小幅收紧，信用溢价处在低位

10 月第 4 周，流动性溢价回升到在 42%分位，流动性预期在 78%分位，短期流动性随着央行重提“总闸门”，市场预期有所收紧，长期流动性预期依然较紧。利率债的期限利差维持在低位（18%分位），信用溢价较上月进一步收紧（13%分位），债券市场对短期经济持续复苏和中期复苏斜率放缓的预期明确，定价合理充分，继续维持震荡。

10 月第 4 周，债券市场有所回暖。利率债的短期策略拥挤度回升（25%分位），市场情绪依旧保守。信用债的短期拥挤度回升至 44%分位左右，市场情绪中性。可转债跟随权益市场降温，拥挤度回落至 28%分位。

3. 商品：工业价格回暖，但 CPI 继续高速回落，地产景气度或缓慢回落

10 月第 4 周，螺纹钢和热轧卷板产量环比小幅回落，库存继续去化，表观消费量环比小幅回落，同比有所提升。工业品价格以上涨为主。南华螺纹钢指数环比下跌 0.4%，热轧卷板指数上涨 1.2%；焦煤、焦炭指数上涨 0.86%、0.76%；铜、锌分别上涨 0.89%、4.6%，铝下跌 0.07%；布油价格环比下跌 2.7%至 41.8 美元/桶，化工产品价格同环比上涨；水泥价格环比上涨但周内走势为微幅回落。

乘用车销售和出口集装箱运价指数依旧保持高景气。地产方面，随着疫情积压需求基本释放、货币政策和房地产政策回归常态化，商品房和土地市场景气度开始回落。未来预计商品房销售景气度见顶回落但斜率相对平缓。

当前能化品相对便宜，风险溢价维持 62%分位左右。工业品价格回暖，风险溢价重新下降到 26%分位。当前农产品估值中性偏贵，风险溢价维持在 36%附近。食品价格稳中有降，高基数下 CPI 同比开始快速回落，底部可能出现在明年年初。

4. 汇率：人民币升值压力持续，短期拥挤度高

根据 EPFR 数据，10 月第 4 周海外资金大幅净流入中国权益市场（包括 H 股和 A 股）和债券市场。10 月第 4 周，北向资金本周净流出 140.26 亿元。资金流向对短期人民币升值的影响相对中性。

10 月第 4 周，人民币汇率的性价比维持在历史区间中的绝对高位，人民币中期升值保持强劲动力。同时人民币的短期交易拥挤度连续几周保持在高位（97%分位），**短期拥挤度高**。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1836

