

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001

邮箱

ZHONGZHENGSHENG934@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席宏观点评 虚幻的低波动率

事项：

9月21日以来，以美股为代表的国际市场波动明显加剧，这带来了市场对波动率抬升的关注。

平安观点：

■ 2020Q3 以来美国金融市场波动率显著回落

2020 年过去将近四分之三，在新冠疫情的肆虐之下，全球经济经历了深度收缩，金融市场也发生了剧烈动荡。但进入三季度以来，随着对新冠疫情的逐渐“适应”以及经济活动的逐渐修复，金融市场也似乎告别了一二季度的惊涛骇浪，逐渐回归到层层涟漪的“常态”。尽管欧洲疫情反复、美国几大银行涉嫌洗钱导致近日市场波动率提升，但并不改变三季度以来波动率回落的特征。这也是 2020 年美国金融市场迄今为止最大特征。

■ 但低波动率可能是个“幻觉”，未来仍有冲高可能

当前，美国市场的低波动率显示市场已从一二季度之交的“惊涛骇浪”中走了出来，但这绝不意味着未来的美国金融市场将彻底回归到“风平浪静”的疫情前状态。当下的市场低波动率更有可能是“暗流汹涌”式的假象。需要警惕美国总统大选或其他事件给市场带来的“情理之中但却意料之外”的冲击。一旦市场受到上述冲击，当下低波动率将迅速飙升，大类资产配置的方向也将重新锚定。特别是，当前市场对美国大选等事件的前景都处在迷雾之中，无论是预期，还是判断，都缺乏足够的落脚与支撑，只是大家都预感到有什么大事要发生，但都在等“靴子落地”而已！因此，当下的波动率低迷可以说是“虚幻”的。首先，从大选角度看，特朗普与拜登两位候选人无论谁上台都可能会造成美国金融市场波动率的飙升。除大选之外，美联储的新货币政策框架也可能在未来数年带来导致美国金融市场波动率的攀升。

■ 低波动率下的美国金融市场“近景”

美元：后续以横盘震荡为主，风险资产可能面临波动加剧的状态，对资金的吸引力也将逐渐下降。

美股：在基本面修复难证伪、科技龙头盈利向好、TINA (there is no alternative) 的综合影响下，美股可能仍处于“跌一跌更健康”的状态，短期并不存在大幅下行的基础。

美债：短期内美债收益率仍将维持低位，对中国货币政策就没有那么急迫的压力，从中美利差角度看对人民币汇率也是一个支撑。

一、2020Q3 以来美国金融市场波动率显著回落

2020 年过去将近四分之三，在新冠疫情的肆虐之下，全球经济经历了深度收缩，金融市场也发生了剧烈动荡。但进入三季度以来，随着社会对新冠疫情的逐渐“适应”以及经济活动的逐渐修复，金融市场也似乎告别了一二季度的惊涛骇浪，逐渐回归到层层涟漪的“常态”。尽管欧洲疫情反复、美国几大银行涉嫌洗钱导致近日市场波动率提升，但并不改变三季度以来波动率回落的特征。

图表1 2020 年 CBOE 波动率指数三季度以来呈现回落趋势

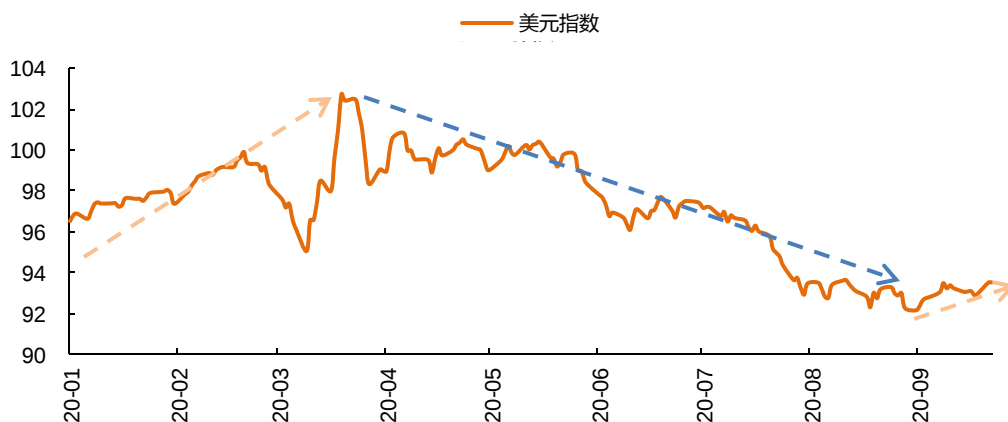


资料来源：WIND，平安证券研究所

首先，我们来看全球金融市场最重要的指标——美元指数。2020Q1，美元指数受美国经济相对强势与中美达成第一阶段经贸协定的刺激，从年初的 96.5 开始震荡上行，并在 2 月 20 日达到 99.9 的阶段高位；之后受新冠疫情的冲击，中美第一阶段经贸协定对美元指数的利好有所消减，美元指数迅速回落至 3 月 9 日的 95.1；但是进入 3 月中旬，美欧及全球各大洲都相继爆发聚集性疫情，全球市场进入美元“流动性危机”，美元指数特有的反周期性与避险性助力美元指数在短短十天内飙升至 3 月 19 日 103 的高位。之后，美元指数进入收敛回落轨道，波动率衰减的同时，美元也进入了持续贬值通道，近期虽有所反弹，但仍处于 93-94 之间的水平。

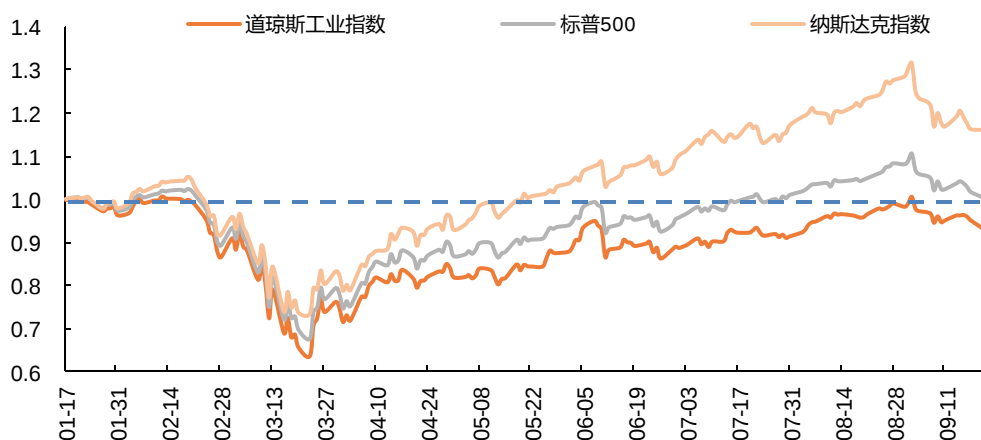
接着，我们来看美股。年初至 2 月 20 日之间，美股一直维持高位震荡走势，这与当时市场对美国经济乐观的预期以及中美第一阶段协议的达成带来的刺激有关。但是，随着新冠疫情逐步蔓延至全球，且美国疫情迅速蔓延，导致美股迅速下行，在短短一个月内下跌幅度达到 30%-40%，且连续四次熔断（在此之前，美股历史上仅经历过一次熔断）。但是，随着市场悲观情绪到达极致时，美股在 3 月 23 日触底并开始持续半年的回升，且高点均突破年初水平。近期，美股虽有调整，但仍处高位。

图表2 2020年美元指数在Q1震荡上行，之后持续下行，近期略微反弹



资料来源: WIND, 平安证券研究所

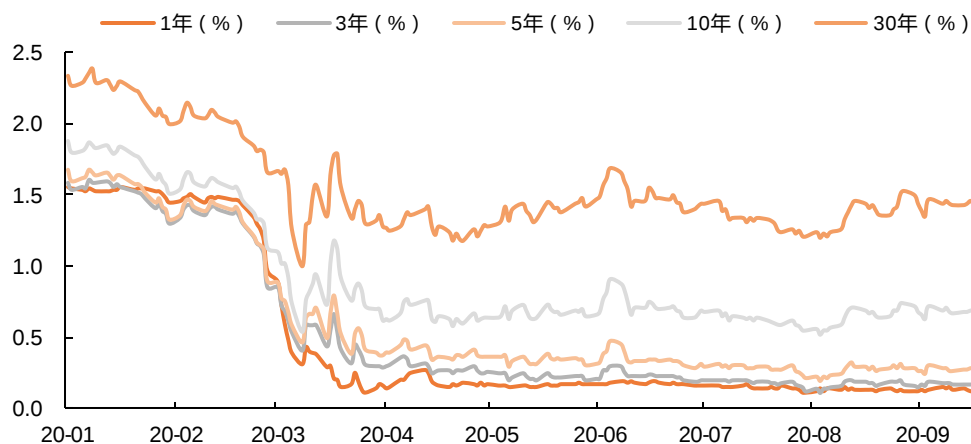
图表3 2020年美股在3月下旬触底后开始震荡上行，近期有所回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

然后，我们把视角移到美债。美债收益率在年初前两个月一直维持窄幅波动，但随着新冠疫情的蔓延，市场对美国经济未来增速的预期显著下降，美债收益率开始迅速回落，直到3月下旬见底。之后，受美联储极度宽松的货币政策与财政部的大额纾困政策刺激，市场对美国经济未来的预期才逐渐稳定，美债收益率开始企稳，并维持在底部震荡。由于三季度以来美国经济总体上处于平稳恢复的轨迹，这带来较长期美债收益率在近期略有回升的迹象。

图表4 2020年美债收益率在3月下旬触底后维持底部窄幅震荡



资料来源: WIND, 平安证券研究所

从美元、美股、美债任何一类资产价格走势看，今年前三季度，美国金融市场都有一个波动率冲高回落的过程。这也是2020年美国金融市场迄今为止最大的特征。

二、但低波动率可能是个“幻觉”，未来仍有冲高可能

当前，美国市场的低波动率显示市场已从一二季度之交的“惊涛骇浪”中走了出来，但这绝不意味着未来的美国金融市场将彻底回归到“风平浪静”的疫情前状态。当下的市场低波动率更有可能是“暗流汹涌”式的假象。需要警惕美国总统大选或其他事件给市场带来的“情理之中但却意料之外”的冲击。一旦市场受到上述冲击，当下低波动率将迅速飙升，大类资产配置的方向也将重新锚定。特别是，当前市场对美国大选等事件的前景都处在迷雾之中，无论是预期，还是判断，都缺乏足够的落脚与支撑，只是大家都预感到有什么大事要发生，但都在等“靴子落地”而已！因此，当下的波动率低迷可以说是“虚幻”的。

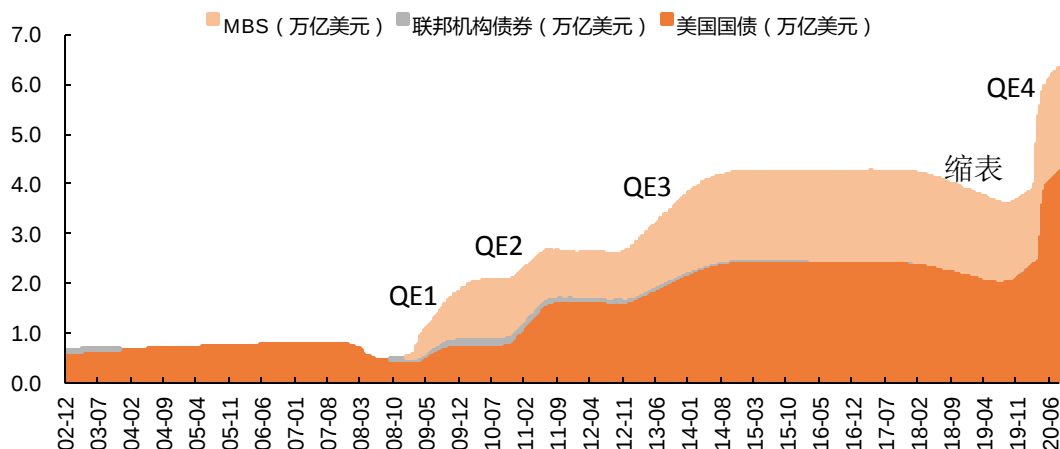
首先，从大选角度看，特朗普与拜登两位候选人无论谁上台都可能会造成美国金融市场波动率的飙升。事实上，最令华尔街投资者担心的是，一旦大选结果出现一方获胜、另一方拒不承认的僵局，漫长的争端解决程序势必将给金融市场带来极端的不确定性。

若特朗普连任，其激进的对内对外政策将导致国际政经形势进一步紊乱。对内，种族矛盾、贫富分化等社会问题解决无望，财政赤字和贸易赤字也将可能继续飙升，最终导致不得不促成 MMT 政策的进一步落实，美国金融信用体系的必将进一步承压。对外，特朗普强硬的对外战略将导致国际形势可能出现更为剧烈的变化与波动，国际治理体系和规则框架也将遭到进一步的破坏。这这反映到美国金融市场上，势必将带来波动率的飙升。

若拜登胜选，其对内对外政策虽然可能相较特朗普偏缓和，但其一直以来坚持的对大型科技公司的垄断调查与拆分意向，将显著利空以 FAAMNG 为首的科技股，科技股的大幅调整势必导致美股整体下挫，动荡也将迅速从美股蔓延至美债与美元市场，美国金融市场整体的波动率上升难以避免。

除大选之外，美联储的新货币政策框架也可能会在未来数年带来导致美国金融市场波动率的攀升。

图表5 美联储在3月份开启的QE4规模远超前三次



资料来源：WIND，平安证券研究所

美联储的新货币政策框架可能面临一个潜在风险就是，如何应对通胀开始上行而失业率仍较高的形势，也就是我们所熟知的“滞胀”。目前来看，疫情冲击给消费和投资信心带来的影响是深远的，美国就业市场恢复势必是个缓慢的过程；而逆全球化、自主可控潮流推升中长期通胀，基数效应与大宗出口国疫情缓慢恢复带来中短期通胀的前景，似乎不能断然排除（虽然天量货币宽松下，通胀迟迟不来，亦是困扰西方发达经济体央行的一个未解之谜）。一旦步入“滞胀”之境，按美联储新货币政策框架的设定，失业率高企，决定了美联储货币宽松的取向；而宽松货币政策可能刺激通胀继续上行，从略高于目标水平的位置上行至更高水平。这最终可能不得不再次采用沃尔克式的加息策略来遏制通胀。

可见，随着美联储新货币政策框架的实施，在惯性宽松带来的利好与新框架带来新问题的担忧相互交织的背景下，投资者对未来的预期可能出现混乱，如此全球金融市场波动率飙升的概率不容低估。

二 低波动率下的美国金融市场“折皇”

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_2392

