中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

大选期间美股发生了什么：再通胀策略的失效

策略点评报告　　2020 年 11 月 7 日

摘要

- 选举日前（9 月-11 月），市场普遍预计民主党有较大概率可以“横扫”，一旦民主党控制白宫和参众两院，大规模的财政刺激计划大概率获得通过。这加强了经济复苏的预期，通胀预期也同步提升。受此影响，美国十年期国债收益率上行超过 20bp，美股价值风格大幅跑赢成长。
- 近期总统大选是市场关注的焦点，目前拜登当选的概率较大。但大选日前后参议院控制权的意外变动才是驱动市场风格剧烈切换的根本原因。
- 大选期间（11 月 3 日以来）美股上涨的一个重要的原因是再通胀策略（Reflation Trade）的失效，投资者对民主党“横扫”的预期落空致使通胀预期减弱，利率快速下滑，提振科技股估值。拜登主张的加税和反垄断调查等负面措施可能无法马上出台也对股市形成支撑。
- 中期来看无论白宫和参众两院由谁控制，疫情结束前美国财政货币政策大概率都将保持超常的宽松扩张状态，这将为美股形成支撑。
- 美股短期风险并未完全解除。我们一再强调 3 月以来欧美股市反弹依靠两个因素：超常的货币政策（估值）和经济的复苏（EPS）。经济的复苏得益于充沛的医疗资源保证新冠新增创新高与经济数据修复同步进行。
- 根据我们的检测体系，目前美国医疗资源已经受到挤兑，拜登在竞选过程中主张应对疫情应该更加积极，部分地区或进入封锁状态。这将对美国经济复苏造成扰动，EPS 向上的趋势中断或破坏 3 月以来美股的上行趋势，加大波动。
- 此外，拜登加税、反垄断调查、强化金融监管的主张对特定行业造成的负面影响可能仍未被市场反映。特朗普已经要求停止计票并提起诉讼，美国大选仍然有可能进入争议情形。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

截至美国时间 2020 年 11 月 6 日周五，纳斯达克指数五连阳，已累计上涨 9.01%。许多投资者认为这是由于美国大选“靴子落地”后风险偏好提振所导致的，但我们认为美股上涨的一个更重要的原因是再通胀策略（Reflation Trade）的失效，投资者对民主党“横扫”（Blue Sweep，即拜登获选总统并且民主党控制参众两院）的预期落空致使通胀预期减弱，利率快速下滑，提振科技股估值。拜登主张的加税和反垄断调查等负面措施可能无法马上出台也对股市形成支撑。

一、选举日前美国市场回顾——民主党“横扫”预期提升再通胀预期

民主党“横扫”意味着美国更加有希望出台一份总金额较大的财政刺激计划。目前众议院民主党提出的财政刺激计划总金额高达 2.4 万亿美元，而参议院共和党提出的金额仅有 5000 亿美元。如果民主党同时控制白宫、参众两院，美国大概率推出前所未有的大规模财政刺激方案。

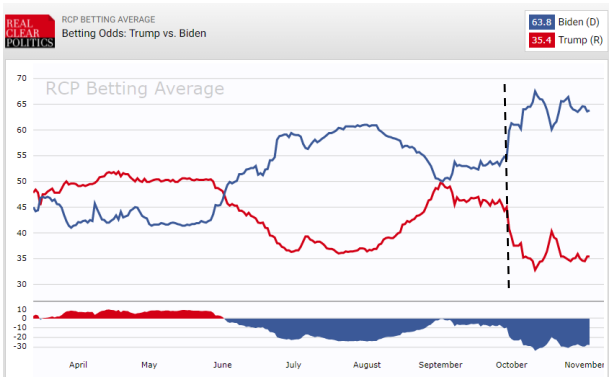
表 1：民主党和共和党财政刺激方案规模相差较大

板块	民主党财政刺激计划（十亿美元）	共和党财政刺激计划（十亿美元）
州和地方政府（税收，援助）	557	
失业	390	175
医疗健康（公共健康，健康保险）	208	50
住房	89	
企业	435	110
教育（补贴，学生贷款）	269	100
老人儿童	124	
运输	31	
电信网络	41	
其他	251	65
总规模	**2395**	**500**

数据来源：Bloomberg，《Heroes Act》，中航证券研究所

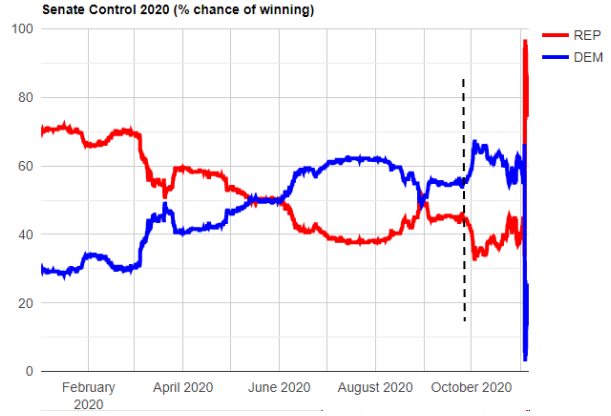
选举日前（9 月-11 月），市场普遍预计民主党有较大概率可以“横扫”，一旦民主党控制白宫和参众两院，大规模的财政刺激计划大概率获得通过。这加强了经济复苏的预期，通胀预期也同步提升。根据 RealClearPolitics 和 Election Betting Odds 两个网站的统计显示，拜登获选总统的概率和民主党控制参议院的概率在 9 月 29 日第一次总统候选人辩论之后开始扩大，代表着市场对于民主党“横扫”预期的升高（市场一直认为民主党或将大概率继续控制众议院），与此同时，市场上对于代表未来长期通货膨胀率预期的 10 年期盈亏平衡通胀率（10 Year Breakeven Rate，10 年期国债收益率与 TIPS 的利差）也随着两个概率的扩大开始呈现上涨的趋势。

图 1：拜登和特朗普获选总统的概率



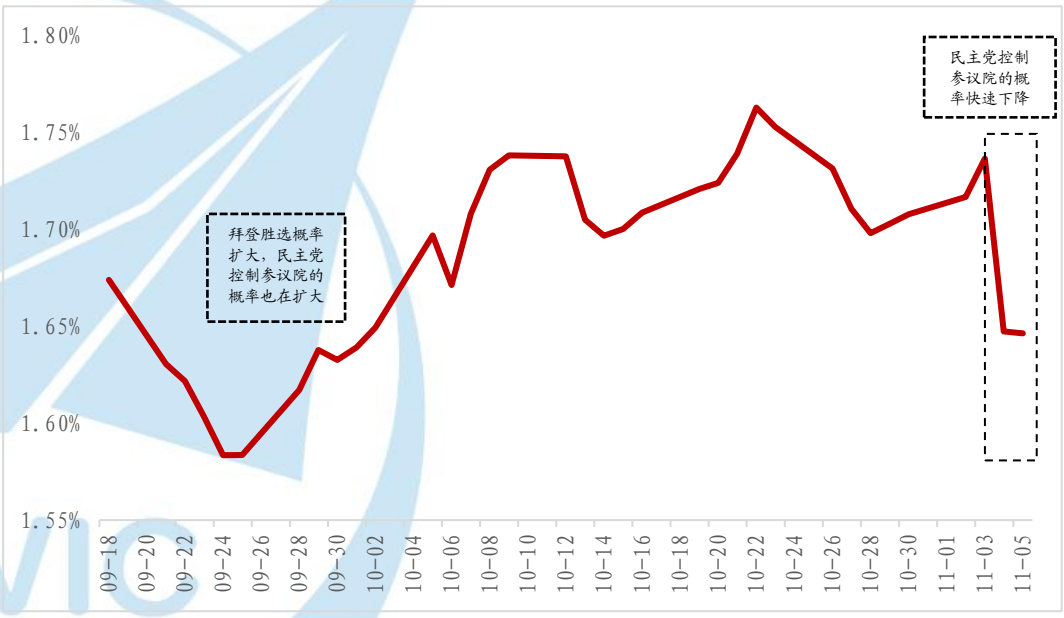
数据来源：RealClearPolitics，中航证券研究所整理

图 2：民主党和共和党控制参议院的概率



数据来源：Election Betting Odds，中航证券研究所整理

图 3：民主党“横扫”概率扩大后，美国 10 年期盈亏平衡通胀率呈上升趋势



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所

大规模刺激计划、经济复苏、通胀上升这一逻辑在债券和股票市场上均有体现：债券市场上，美国 10 年期国债收益率在 9 月 29 日前呈现横盘震荡的趋势，但在 29 日后开始突破上涨，从 9 月 28 日收盘价的 0.658%上升 23.8bp 至 11 月 3 日的 0.896%。

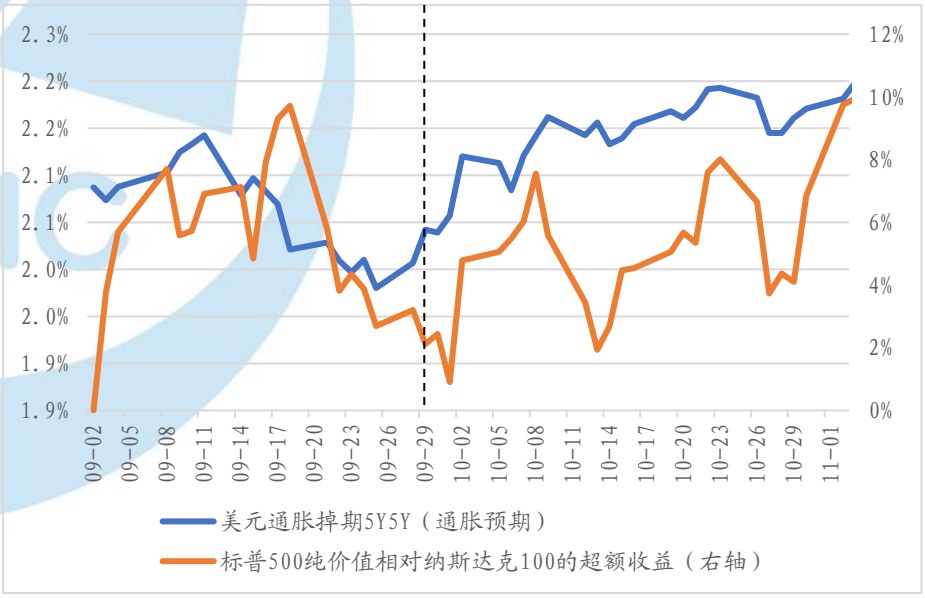
图 4：美国十年期国债收益率（%）在 11 月 4 日前一直呈上涨趋势，但在 11 月 4 日当日大幅下跌



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所

美股层面，我们观测到了明显的再通胀策略（Reflation Trade）。9 月 29 日以后，由于通胀预期上升带动利率的上行，对贴现率更加不敏感的价值风格开始跑赢成长风格。我们以标普 500 纯价值指数代表价值型风格，以纳斯达克 100 指数代表成长型风格，以美元通胀掉期 5Y5Y 代表美国长期通胀预期。截至 11 月 2 日，价值风格相对成长风格的超额收益一直跟随通胀预期的上升而上升。

图 5：通胀预期上行催化价值风格跑赢成长风格



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所

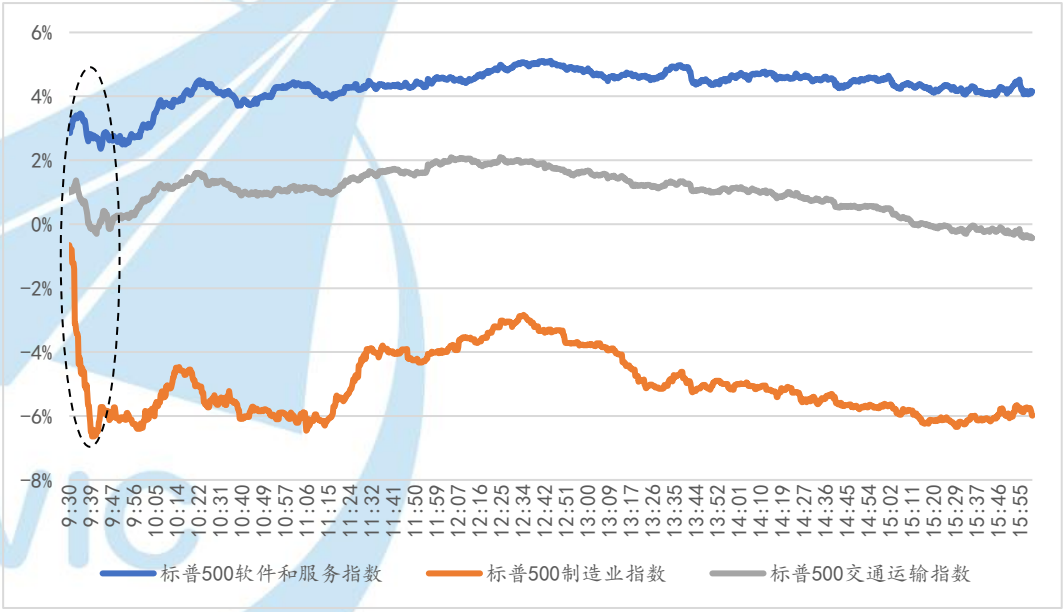
二、11 月 4 日的逆转——民主党“横扫”预期发生质变

近期总统大选是市场关注的焦点，目前拜登当选的概率较大。**但大选日前后参议院控制权的意外变动才是驱动市场风格剧烈切换的根本原因。**民主党控制参议院的概率跳水（如图 2 尾部所示），致使市场对于民主党“横扫”的预期落空。根据 Election Betting Odds 数据显示，11 月 4 日共和党控制参议院的概率高达 96.4%，而民主党控制参议院的概率则降低到 3.5%，虽然 11 月 5 日概率差有所收窄，但依旧是 2019 年以来的最大差值。

民主党“横扫”的落空使得大规模刺激计划难以出台，致使经济复苏的预期下降，通胀预期减弱，大选前的再通胀策略失效。11 月 4 日，美元 5 年期通胀掉期利率单日下跌超 11bp 至 2.088%，10 年期盈亏平衡通胀率单日下跌近 9bp 至 1.6474%（图 3 黑框内所示）。

民主党“横扫”预期的落空也反应在了债、股两市之上。债券市场上，十年期国债收益率 11 月 4 日单日下挫 15.7bp 至 0.771%（图 4）。股票市场上，对于未来通胀预期反转式的下降使价值型股票和成长型股票再次被重新定价。我们可以看到，11 月 4 日当天，受益于利率下降且具备逆周期属性的标普 500 软件和服务指数上涨近 4.16%。而顺周期属性的标普 500 制造业指数则在开盘后快速下跌，当天收盘时下跌近 6%。

图 6：11 月 4 日，价值型指数和成长型指数开盘即出现分化



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所

三、美股的短期风险并未完全解除，波动可能加大

中期来看无论白宫和参众两院由谁控制，疫情结束前美国财政货币政策大概率都将保持超常的宽松扩张状态，这将为美股形成支撑。

但美股短期风险并未完全解除。我们一再强调 3 月以来欧美股市反弹依靠两个因素：超常的货币政策（估值）和经济的复苏（EPS）。经济的复苏得益于充沛的医疗资源保证新冠新增创新高与经济数据修复同

步进行。

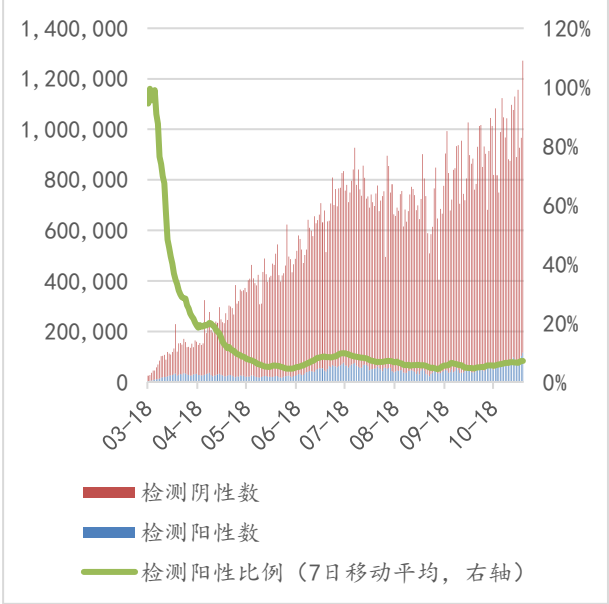
近期美国新冠新增不断创历史新高，已经进入第三波疫情。我们在 7 月 26 日发布的研究报告《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》中提出了三个以监测美国是否因新冠疫情发生医疗资源挤兑的指标，分别为当日监测阳性率（警戒值 14%-34%）、ICU 病床利用率（警戒值 70%-80%）和病床利用率（警戒值 15%-30%）。当日监测阳性率和病床利用率虽然在美国近期第三波疫情阶段有所提升，但距离我们所设定的警戒值仍旧较远。值得我们警惕的是 ICU 病床利用率。

图 7：美国已进入第三波疫情阶段



数据来源：WHO，中航证券研究所整理

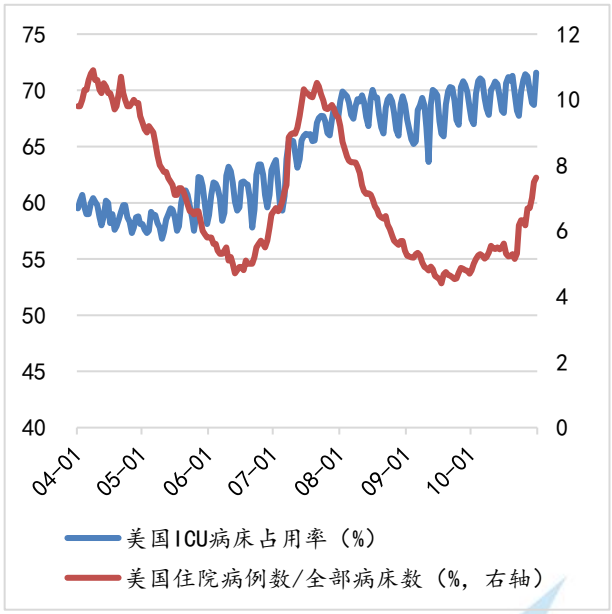
图 8：检测阳性率近期再次有所提高



数据来源：约翰霍普金斯大学，中航证券研究所整理

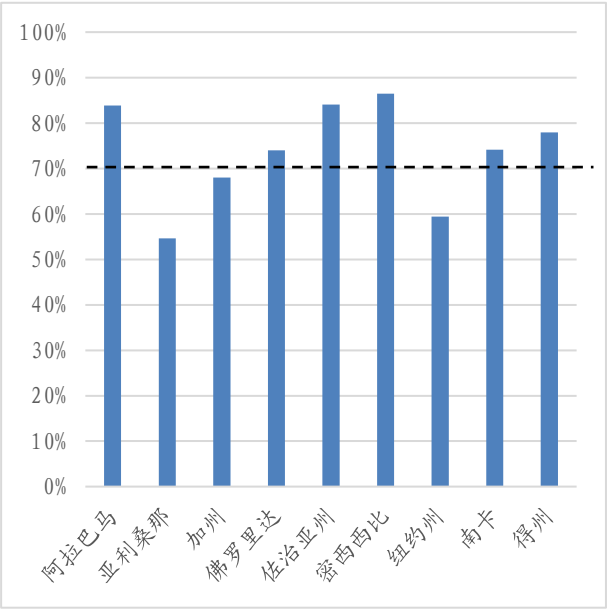
美国全国 ICU 病床利用率则自 9 月 13 日左右便开始在 70%警戒值上下徘徊，而其中部分州 ICU 病床利用率的 14 日平均值已经超过警戒值。根据我们的检测体系，目前美国医疗资源已经受到挤兑，拜登在竞选过程中主张应对疫情应该更加积极，部分地区或进入封锁状态。这将对美国经济复苏造成扰动，EPS 向上的趋势中断或破坏 3 月以来美股的上行趋势，加大或波动。

图 9：ICU 病床占有率已超过 70%



数据来源：美国疾控中心，中航证券研究所整理

图 10：部分州 ICU 病床占有率 14 日平均值



数据来源：约翰霍普金斯大学，中航证券研究所整理

此外，拜登加税、反垄断调查、强化金融监管的主张对特定行业造成的负面影响可能仍未被市场反映。特朗普已经要求停止计票并提起诉讼，美国大选仍然有可能进入争议情形。

风险提示：白宫和参众两院选举结果与预期不符。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。