新时代证券 New Times Securities

美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选

——宏观经济周度观察

投资周报

中国国庆长假期间，海外发生了很多重要的经济事件，但抽丝剥茧会发现，美国财政刺激计划才是影响市场的关键。

10 月 1 日，特朗普助理希克斯新冠病毒检测结果呈阳性，特朗普感染风险较大，但这并没有引起市场恐慌，市场对财政刺激计划存在期待，美股小幅上涨。10 月 2 日，特朗普新冠病毒检验结果为阳性，市场出现较大幅度下跌。实际上在这之前，由于民主党提出的财政刺激方案被共和党否决，市场已经开始下跌。10 月 5 日，特朗普出院，美股报复性反弹。不过 10 月 6 日，特朗普表示暂停与民主党的财政刺激计划谈判，美股大幅跳水。然而 10 月 7 日，特朗普又表示将推出针对航空业及小型企业的小规模独立援助方案，美股再次由跌转涨。但是这遭到美国众议院议长佩洛西的反对，美国航空股纷纷转跌。10 月 9 日，中国国庆长假结束后的第一天，特朗普又改口说可以和民主党进行大规模财政刺激计划谈判，股市继续大涨。

财政刺激计划的重要性还体现在美债市场。10 月 1 日至 10 月 5 日，特朗普感染新冠病毒并没有使美债收益率下跌，美债收益率反而出现较大幅度上升，这主要是因为财政刺激方案谈判的窗口并未关闭，而且拜登民调领先扩大，市场开始计价未来财政刺激以及经济反弹。10 月 6 日特朗普暂停与民主党财政刺激计划谈判之后，美债收益率有所下跌。但是，在 10 月 7 日特朗普表示将推出小规模援助方案之后，美债收益率再次上升。市场对财政刺激充满期待，不管是谁当选，未来财政刺激必不可少，只是规模和时间问题。

财政刺激之所以很重要，原因是美联储面临零利率下限（ZLB）、有效利率下限（ELB）约束，货币政策空间受限。为了刺激经济，美联储煞费苦心，各种工具轮番尝试。9 月 23 日美联储主席鲍威尔表示“我们已经尽力了”，10 月 6 日鲍威尔再次呼吁国会迅速通过更多的财政刺激方案，10 月 7 日公布的 9 月 FOMC 议息会议纪要表达了同样的观点。美联储困境的本质在于自然利率比较低，货币政策利率无法低于自然利率就不能刺激经济。使货币政策有效的一个方式是，通过财政刺激提升自然利率。

从 9 月起，拜登胜率再次扩大，9 月 29 日辩论之后，胜率进一步扩大。拜登胜率领先那么多，市场不能不考虑拜登当选的后果。以前市场可能认为拜登当选是不利的，比如拜登的加税政策、行业管制政策、不干涉美联储的独立性。市场自有心理按摩大师，他们已经找到新的支撑逻辑。拜登不友好的税收政策或许不利于市场，但是市场认为拜登的贸易政策比特朗普温和，会对冲税收政策的不利影响，而且拜登还会推出财政刺激计划，拜登的政治、经济政策预期也比特朗普稳定，整体来看，拜登当选对市场仍是有利的。

美股、美债、A 股、人民币汇率等等资本市场似乎也是这么认为的。拜登胜率领先那么多，不确定性大幅下降，市场开始展望拜登当选后的经济政策。

- **风险提示：美国大选生变**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-10-9

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20

投资周报：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大
2020-9-13

投资周报：人民币汇率怎么看
2020-9-6

投资周报：企业盈利扩散
2020-8-30

投资周报：股票市场如何影响贫富差距
2020-8-23

投资周报：经济或将加快修复
2020-8-16

投资周报：出口增速超预期，经济修复再添新动力
2020-8-9

投资周报：经济修复动力依然充足
2020-8-2

目 录

1、 美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选.....3
2、 国庆假期间国内外主要经济事件.....4

图表目录

图 1: 美债计价通胀预期.....3
图 2: 拜登胜率增加.....4
图 3: 疫情早发国家疫情发展情况.....5
图 4: 美元指数先降后升.....6
图 5: 美债收益率上升.....6
图 6: 电影票房与往年“十一”同期.....7

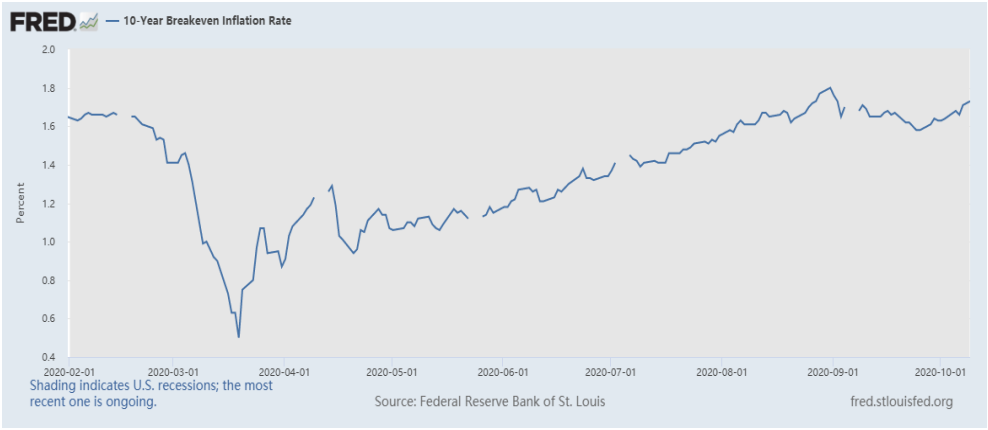
1、 美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选

中国国庆长假期间，海外发生了很多重要的经济事件，但抽丝剥茧会发现，美国财政刺激计划才是影响市场的关键。

10 月 1 日，特朗普助理希克斯新冠病毒检测结果呈阳性，特朗普感染风险较大，但这并没有引起市场恐慌，市场对财政刺激计划存在期待，美股小幅上涨。10 月 2 日，特朗普新冠病毒检验结果为阳性，市场出现较大幅度下跌。实际上在这之前，由于民主党提出的财政刺激方案被共和党否决，市场已经开始下跌。10 月 5 日，特朗普出院，美股报复性反弹。不过 10 月 6 日，特朗普表示暂停与民主党的财政刺激计划谈判，美股大幅跳水。然而 10 月 7 日，特朗普又表示将推出针对航空业及小型企业的小规模独立援助方案，美股再次由跌转涨。但是这遭到美国众议院议长佩洛西的反对，美国航空股纷纷转跌。10 月 9 日，中国国庆长假结束后的第一天，特朗普又改口说可以和民主党进行大规模财政刺激计划谈判，股市继续大涨。

财政刺激计划的重要性还体现在美债市场。10 月 1 日至 10 月 5 日，特朗普感染新冠病毒并没有使美债收益率下跌，美债收益率反而出现较大幅度上升，这主要是因为财政刺激方案谈判的窗口并未关闭，而且拜登民调领先扩大，市场开始计价未来财政刺激以及经济反弹。10 月 6 日特朗普暂停与民主党财政刺激计划谈判之后，美债收益率有所下跌。但是，在 10 月 7 日特朗普表示将推出小规模援助方案之后，美债收益率再次上升。市场对财政刺激充满期待，不管是谁当选，未来财政刺激必不可少，只是规模和时间问题。

图1： 美债计价通胀预期



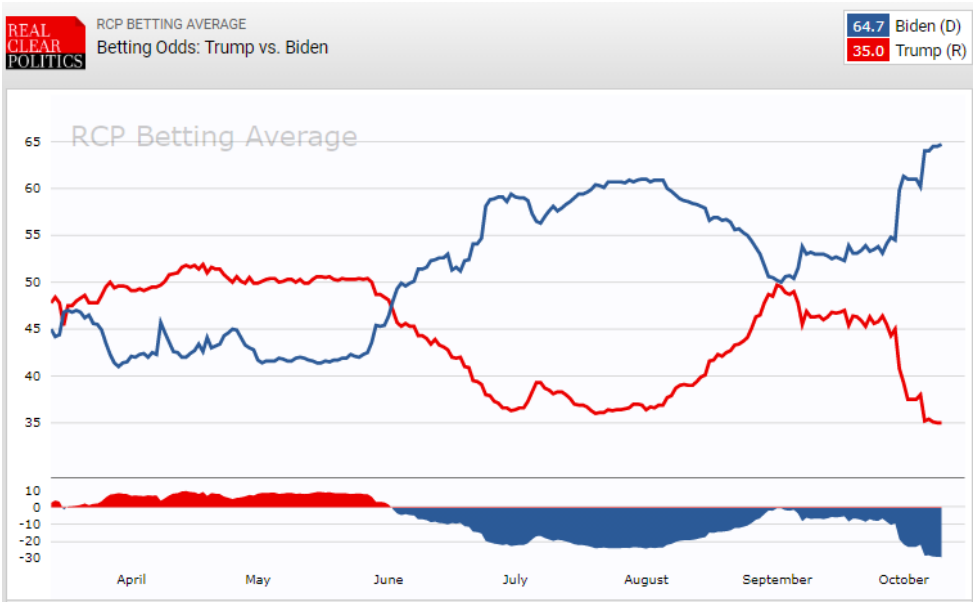
资料来源：FRED，新时代证券研究所

财政刺激之所以很重要，原因是美联储面临零利率下限（ZLB）、有效利率下限（ELB）约束，货币政策空间受限。为了刺激经济，美联储煞费苦心，各种工具轮番尝试。9 月 23 日美联储主席鲍威尔表示“我们已经尽力了”，10 月 6 日鲍威尔再次呼吁国会迅速通过更多的财政刺激方案，10 月 7 日公布的 9 月 FOMC 议息会议纪要表达了同样的观点。美联储困境的本质在于自然利率比较低，货币政策利率无法低于自然利率就不能刺激经济。使货币政策有效的一个方式是，通过财政刺激提升自然利率。

从 9 月起，拜登胜率再次扩大，9 月 29 日辩论之后，胜率进一步扩大。拜登胜率领先那么多，市场不能不考虑拜登当选的后果。以前市场可能认为拜登当选是不利的，比如拜登的加税政策、行业管制政策、不干涉美联储的独立性。市场自有心理按摩大师，他们已经找到新的支撑逻辑。拜登不友好的税收政策或许不利于市场，但是市场认为拜登的贸易政策比特朗普温和，会对冲税收政策的不利影响，而且拜登还会推出财政刺激计划，拜登的政治、经济政策预期也比特朗普稳定，整体来看，拜登当选对市场仍是有利的。

美股、美债、A 股、人民币汇率等等资本市场似乎也是这么认为的。拜登胜率领先那么多，不确定性大幅下降，市场开始展望拜登当选后的经济政策。

图2： 拜登胜率增加



资料来源：realclearpolitics.com，新时代证券研究所

2、 国庆假期间国内外主要经济事件

美国大选辩论，拜登民调领先幅度扩大。美国时间 9 月 30 日晚进行了美国总统大选的第一场辩论，两党候选人就最高法院大法官提名、新冠疫情、经济与医保、种族与暴力、气候变化与能源，以及选举公正等问题展开辩论。民主党候选人拜登临场反应的表现好于市场预期。辩论结束后，根据 CBB 的即时民调，60%的观众认为拜登赢得了辩论，28%的观众认为特朗普引得了辩论。根据 CNBC 与民调机构“Change Research”的民调，在美国六个核心摇摆州（亚利桑那州、佛罗里达州、密歇根州、北卡罗来纳州、宾夕法尼亚州和威斯康星州），拜登全部占有领先优势，在 6 个州的总体支持率为 50%，特朗普的支持率为 45%。

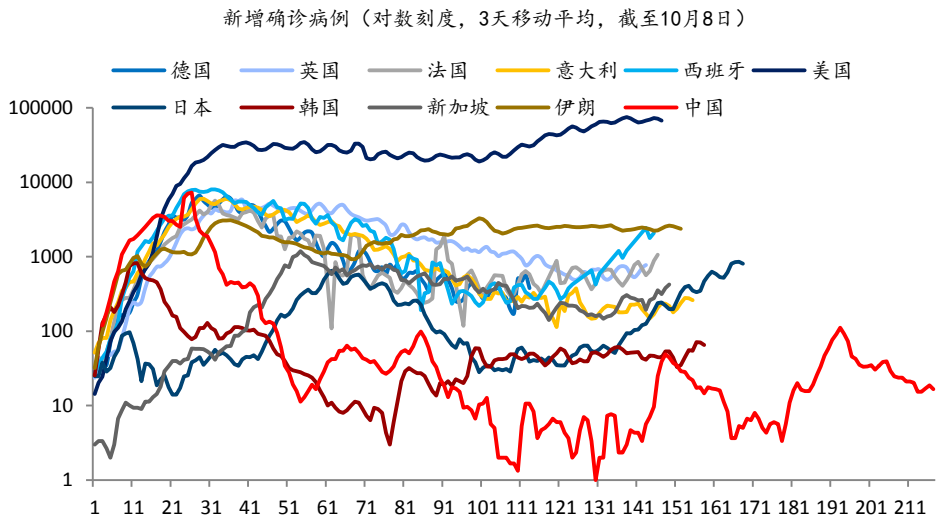
特朗普感染新冠肺炎病毒。美国时间 10 月 1 日，特朗普的核心助理之一霍普·希克斯新冠病毒检测结果呈阳性，当晚，特朗普和第一夫人梅拉尼娅开始自我隔离。10 月 2 日，特朗普宣布自己新冠病毒检测结果呈阳性并开始接受隔离治疗。10 月 5 日，特朗普离开沃尔特·里德医疗中心返回白宫，白宫医生肖恩·康利称特朗普满足各项出院条件，但尚未痊愈。10 月 7 日，肖恩·康利发布关于特朗普健康状况的简报，称特朗普已有 24 小时没有症状。但是特朗普感染新冠将影响其竞选行

程。此外，与白宫相关的新冠病毒感染人数陆续上升。截至 10 月 8 日，有超过 30 位白宫工作人员及其接触者感染，特朗普竞选团队也受到影响。据民调和赔率显示，特朗普感染新冠之后，拜登赢得选举的概率上升。

美国财政刺激计划一波三折。新冠疫情在美国爆发后，美国国会于 3 月底通过约 2.2 万亿美元财政刺激法案，后又在 4 月通过约 4840 亿美元的救助法案。救助法案中的额外失业金政策已于 7 月底到期，近两个月失业救助力度减弱，在疫情持续背景下，市场面临财政刺激断档。8 月以来，新一轮财政刺激方案谈判艰难进行。10 月 1 日众议院通过民主党提出的 2.2 万亿美元刺激法案，遭到共和党否决。10 月 6 日，特朗普表示暂停与民主党的财政刺激计划谈判。然而 10 月 7 日特朗普又表示将推出针对航空业及小型企业的规模较小的独立援助方案，美股再次由跌转涨。但是这遭到美国众议院议长佩洛西的反对。10 月 9 日，特朗普又改口说可以和民主党进行大规模财政刺激计划谈判。

欧洲第二波疫情反弹，美国第三波震荡。欧洲疫情出现反弹，西班牙、法国、意大利和英国反弹明显，部分国家再度开启局部封锁措施，包括宵禁、关闭酒吧、增强隔离措施等。美国疫情持续未见好转，自 7 月的二次反弹后，又出现第三波震荡。

图3： 疫情早发国家疫情发展情况



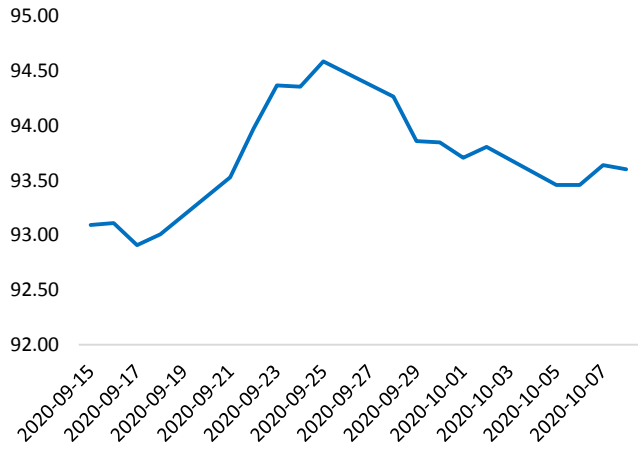
资料来源：Wind，新时代证券研究所

欧美经济数据好转。美国 9 月 PMI 维持在高位，其中 Markit 制造业 PMI 为 53.2%，前值 53.5%，预期 53.5%；ISM 制造业 PMI 为 55.4%，预期 56.4%，前值 56.0%。欧元区 9 月 ISM 制造业 PMI 终值为 53.7%，与预期一致，高于前值 51.7%，疫情虽然有所反弹但其对欧洲制造业影响在减弱。9 月美国新增非农就业人数 66.1 万人，不及预期，但 8 月新增非农就业人数上修 11.8 万人。美国 9 月失业率由前值 8.4%降至 7.9%，好于预期的 8.2%，但主要是由于失业人员退出劳动力市场、劳动力参与率下降导致的。9 月美国劳动力参与率下降 0.3 个百分点至 61.4%。由于美国对失业的财政救助逐渐到期，劳动力市场面临压力增大。

资本市场不确定性下降。虽然特朗普感染新冠肺炎病毒，但欧美经济数据良好，

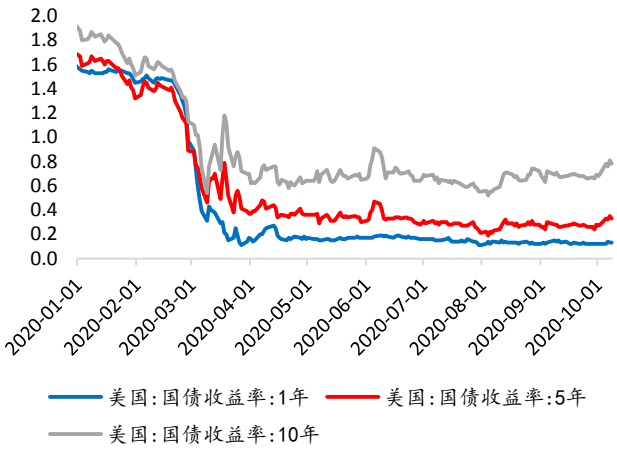
财政刺激计划又有转机，市场逐渐计价拜登当选，市场不确定性先上升后下降，美股上涨，美债收益率上升，美元指数先降后升，富时中国 A50 期货上涨，离岸人民币汇率走强。其中，美国标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克综合指数 10 月 1-8 日分别上涨了 2.5%、2.3%、和 2.3%。

图4： 美元指数先降后升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美债收益率上升

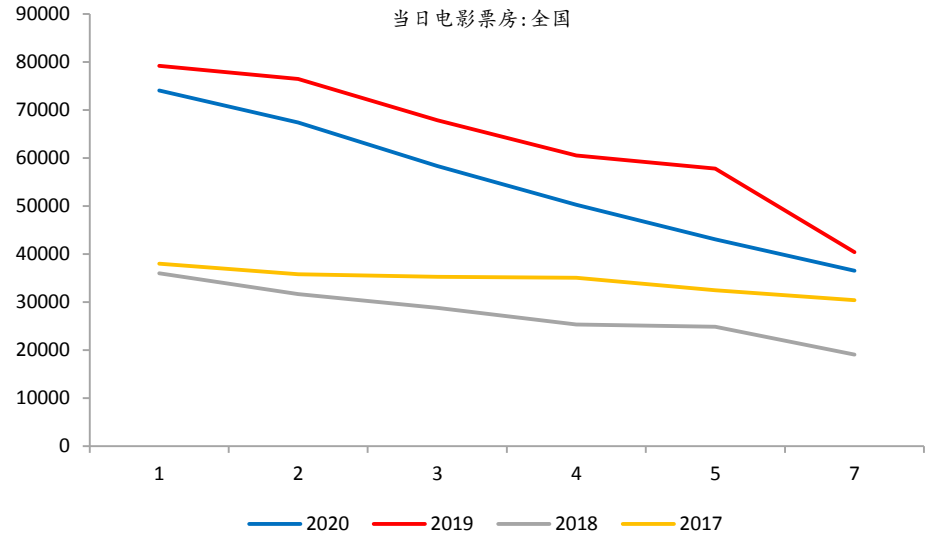


资料来源：Wind，新时代证券研究所

国内消费恢复较好，但没有超预期。根据交通部数据，10 月 1-7 日全国高速公路日均车流量为 4860.58 万辆，去年同期日均为 5001.39 万辆，高速公路车流量已恢复至接近去年同期水平，此外 10 月 1 日当天车流量为 5301.58 万辆，同比增长 0.85%。根据文化和旅游部数据中心测算，中秋国庆八天长假期间，全国共接待国内游客 6.37 亿人次，按可比口径为去年同期游客量 79.0%，实现国内旅游收入 4665.6 亿元，为去年可比同期的 69.9%。假期间旅游业恢复，但仍较去年同期有所下降，主要原因是，一方面，此次国庆假期学生放假时间短，另一方面，仍存在旅行限制。此外，不同区域旅游业恢复程度也存在差异，“西部游”火热、江西和湖南省接待游客和营业收入恢复至去年同期 80%以上。

根据商务部检测，八天长假期间全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额较去年“十一”黄金周增长 4.9%。根据国家电影资金办数据，10 月 1-7 日电影票房总计 36.86 亿元，虽然不及去年“十一”，但是考虑到去年为国庆 70 周年以及今年“十一”仍对电影院上座率有所限制，电影院恢复良好。此次国庆假期叠加中秋假期，呈现出的消费、旅游和餐饮修复良好，但若与往年国庆和中秋两个假期合并相比，仍然在修复进程中。

图6： 电影票房与往年“十一”同期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/