靴子难落地

——策略周聚焦

2020 年 10 月 08 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005

核心结论：

■ ①十一期间，美国总统大选不确定性显著加大，海外疫情二次反复，全球资本市场整体宽幅震荡，风险溢价上行使得部分海外投资者减少包括 A 股在内的新兴市场配置。②预计北上资金仍可能有轻微的净流出，而今年公募四季度博弈对市场的冲击将显著强于往年，在这样的背景下 A 股可能呈现宽幅震荡格局。③四季度重视低估值的银行、地产及汽车、家电等板块。

正文摘要

■ **特朗普突发新冠肺炎，十一全球市场宽幅震荡。**①民调显示拜登在 9 月 29 日美国总统大选首场电视辩论后获得更高支持率，Bloomberg 最新民调显示，拜登获得 51%支持，领先特朗普 9 个百分点，相比 9 月份拜登领先优势 7 个百分点明显扩大。②10 月 2 日特朗普检测出患新冠肺炎，随后进入医疗中心接受治疗，10 月 5 日特朗普返回白宫。特朗普患病-入院-出院，使得本身就扑朔迷离的美总统大选不确定性再次增加。③受美大选冲击，十一期间全球资本市场整体波动加大，波动率 VIX 指数从 9 月底 26.4 上行至 29.5，股市宽幅震荡走平。

■ **美国大选对市场冲击将持续至 12 月，靴子难落地。**①突发黑天鹅事件的发生使得民调数据有效性大打折扣，目前的民调数据并未包含特朗普患病及出院的信息，且特朗普患病使得两方竞选策略均出现调整，更难预测两方获胜概率及对市场的冲击。②新冠疫情蔓延下，邮寄选票的比例激增，选举结果或延迟知晓。③避险情绪上升，不确定性下的市场宽幅震荡使得部分投资者选择离场观望，但疫情冲击叠加竞选白热化，这次靴子更难落地，由此对市场造成的冲击也比以往更大。

■ **警惕秋冬季疫情卷土重来。**①十一期间国内消费数据亮眼，餐饮和旅游出行方面都有所回暖。②海外在特朗普患病背后，未来一个季度需警惕秋冬季疫情的卷土重来。十一国内消费迅速回暖的同时，海外疫情也出现新高峰。但是本轮海外疫情重新扩散下，死亡率未见升高，全球新冠肺炎死亡率从 9 月中旬 3.15%降至 2.92%。③海外疫情限制措施加强一方面使得全球经济恢复继续放缓，经济增长不确定性增强，另一方面全球供需继续向中国倾斜，国内出口有望延续。

■ **四季度公募基金博弈显著强于往年，A 股宽幅震荡。**①美国大选的不确定性以及疫情卷土重来，部分海外投资者选择降低仓位，9 月外资大幅流出，全球投资者减少配置包括 A 股市场在内的新兴市场，预计 10-11 月，北上资金仍可能有轻微的净流出。②A 股定价权由过去两年的外资今年重新回到国内公募，这使得四季度传统公募博弈对市场的影响显著强于往年。③天量发行的公募博弈增强，边际增量资金掌握定价权，海外不确定性增强叠加公募基金博弈，A 股短期将呈现宽幅震荡格局，这样的市场环境下板块配置将成为重要胜负手。

■ **行业配置：关注银行地产、汽车、家电。**①无风险利率与风险溢价的抬升对股市尤其是成长股均有抑制，降低组合市盈率成为投资者普遍期望。②银行上半年疫情冲击和政策指引下二季报负增长，随着经济持续复苏，金融系统信用风险拐点可能已经出现。地产销量和居民中长贷的持续改善，下半年地产基本面与业绩稳定。③地产后周期相对低估的汽车、家电也值得关注

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《市场仍将维持弱势震荡格局：市场仍将维持弱势震荡格局》2020-09-30
2、《东吴策略·行业风火轮——Q4 银行地产能否归来？》2020-09-25
3、《海外策略点评 20200924：历史上美国大选对证券市场的影响》2020-09-24
4、《东吴策略？市场温度计—公募风格离散，市场小幅回升》2020-09-22
5、《策略周聚焦——降组合估值：从一二线龙头到三四线，靠谱吗？》2020-09-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 美国大选不确定性增强，靴子难落地 4
2. A 股宽幅震荡，关注低估值板块 7
3. 风险提示 8

图表目录

图 1：十一全球主要指数涨跌幅&振幅 5
图 2：十一美元、黄金、原油涨跌幅&振幅 5
图 3：特朗普&拜登全国民调支持率 5
图 4：2016 美国大选全球主要指数涨跌幅&振幅 5
图 5：2016 美国大选美元、黄金、原油涨跌幅&振幅 5
图 6：全球新冠肺炎新增确诊病例&死亡率 6
图 7：各国新冠肺炎当日新增确诊病例 6
图 8：疫情以来出口持续快速回暖 6
图 9：疫情以来消费逐步回暖 6
图 10：银行四季度大概率获得绝对收益 8
图 11：地产四季度大概率获得绝对收益 8
图 12：银行四季度大概率获得超额收益 8
图 13：地产四季度大概率获得超额收益 8

十一期间，美国总统大选不确定性显著加大，海外疫情二次反复，全球资本市场整体宽幅震荡，风险溢价上行使得部分海外投资者减少包括 A 股在内的新兴市场配置，我们预计北上资金仍可能有轻微的净流出，而今年公募四季度博弈对市场的冲击将显著强于往年，在这样的背景下 A 股可能呈现宽幅震荡格局，四季度重视低估值的银行、地产及汽车、家电等板块。

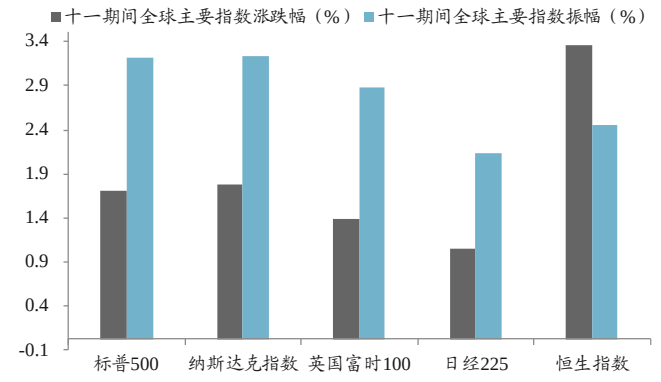
1. 美国大选不确定性增强，靴子难落地

特朗普突发新冠肺炎，十一全球市场宽幅震荡。9 月 29 日美国总统大选举行首场电视辩论，出乎国内投资者意料的是，民调显示拜登在电视辩论后获得更高支持率，10 月 6 日 Bloomberg 公布最新民调，拜登获得 51%支持，领先特朗普 9 个百分点，相比 9 月份拜登领先优势 7 个百分点明显扩大。需要注意的是此次民调是在首场总统辩论之后且宣布特朗普被确诊之前进行的。10 月 2 日特朗普检测出患新冠肺炎，随后进入医疗中心接受治疗，10 月 5 日特朗普返回白宫。特朗普患病-入院-出院，使得本身就扑朔迷离的美总统大选不确定性再次增加。按原计划第二、三场电视辩论将分别于 10 月 15 日和 22 日举行，但目前能否如期以及以何种方式举行，都成为很大问题，即便特朗普竞选团队表示特朗普已计划参加 15 日第二场电视辩论。受美大选冲击，十一期间（10/1-10/7）全球资本市场整体波动加大，波动率 VIX 指数从 9 月底 26.4 上行至 29.5，股市宽幅震荡走平（标普 500 涨幅 1.7&振幅 3.2%，纳斯达克涨幅 1.8&振幅 3.2%，英国富时 100 涨幅 1.4&振幅 2.9%、日经 225 涨幅 1.0&振幅 2.1%、恒生指数涨幅 3.3&振幅 2.4%）；黄金和美元震荡走平，COMEX 黄金期货涨幅-0.3%&振幅 2.6%，美元指数涨幅-0.2&振幅 0.7%；油价走高，布伦特原油期货涨幅-0.4&振幅 9.6%。

美国大选对市场冲击将持续至 12 月，靴子难落地。2020 年大选可能是近 40 年来最“激烈”的比拼竞选，目前投资者担心的突发黑天鹅事件正在发生，这就使得民调数据有效性大打折扣，目前的民调数据并未包含特朗普患病及出院的信息，且特朗普患病使得两方竞选策略均出现调整，更难预测两方获胜概率及对市场的冲击。而新冠疫情蔓延下，邮寄选票的比例激增，选举结果或延迟知晓。2016 年全国有 20%的人选择邮寄投票，今年可能增至 39%。全美 25 个州规定，投票只要在 11 月 3 日前盖上邮戳，于特定日期前到底即为有效。这个截止日期由各州确定，最晚的华盛顿州设为 11 月 23 日。这二十五个州的投票席位占据选举人团 65%的席位。邮寄投票所需的计票流程更复杂，时间更久。因此，今届大选结果或要到 12 月初才见分晓。此外邮寄选票的结果还可能受到两党质疑，若最终重新计票，诉诸法律程序，会僵持更久。美国大选不确定性增强，市场风险溢价提升，对市场冲击的表现为波动加大，但波动不等于风险。2016 年美国大选期间全球大类资产波动明显加大，从 9/26 电视辩论到 11/9 选举初步结果揭晓，标普 500 涨幅-0.1&振幅 4.2%，纳斯达克涨幅-1.0&振幅 5.8%，COMEX 黄金涨幅-4.7&振幅 7.7%、美元指数涨幅 3.3&振幅 4.2%、布伦特原油期货涨幅 0.0&振幅 20.1%。避险情绪

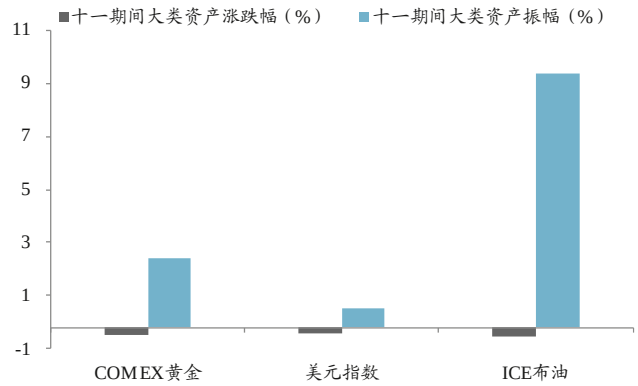
上升，不确定性下的市场宽幅震荡使得部分投资者选择离场观望，但疫情冲击叠加竞选白热化，这次靴子更难落地，由此对市场造成的冲击也比以往更大。

图 1：十一全球主要指数涨跌幅&振幅



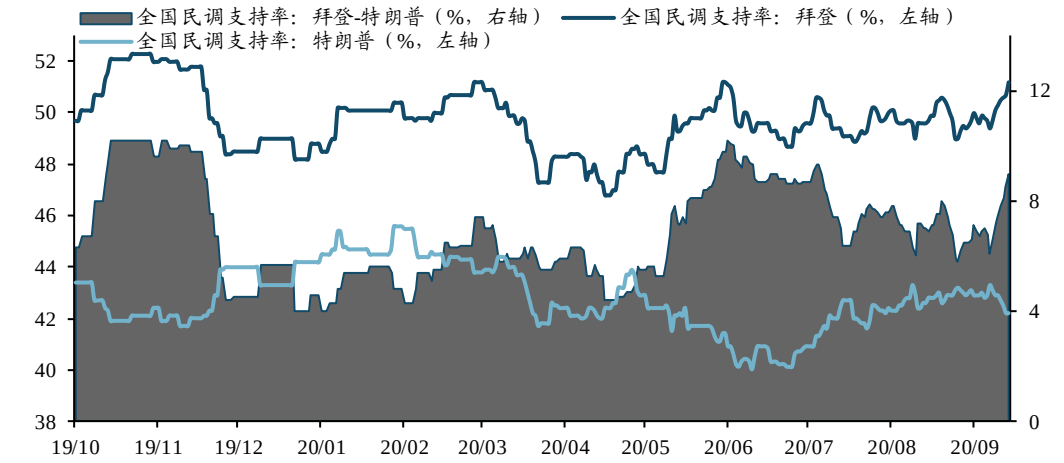
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：十一美元、黄金、原油涨跌幅&振幅



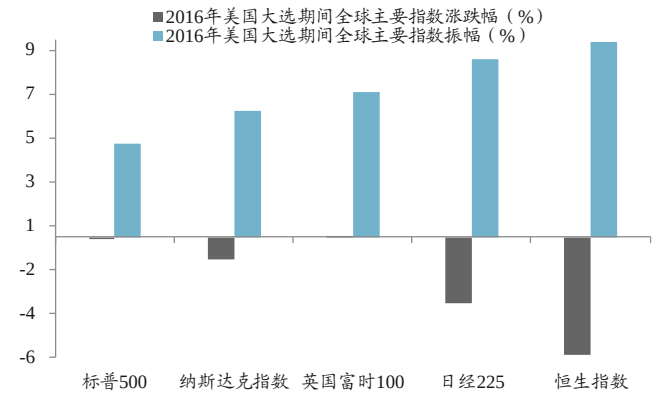
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：特朗普&拜登全国民调支持率



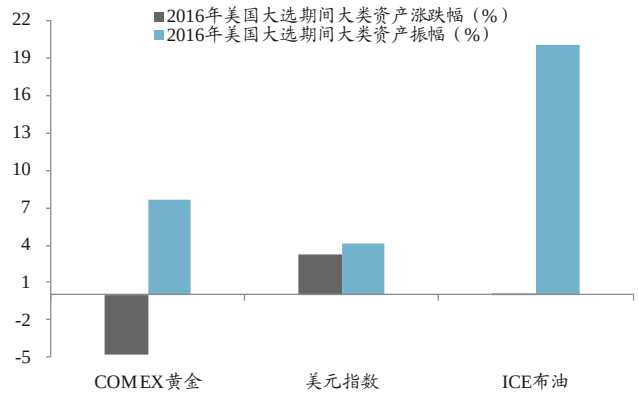
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2016 美国大选全球主要指数涨跌幅&振幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2016 美国大选美元、黄金、原油涨跌幅&振幅

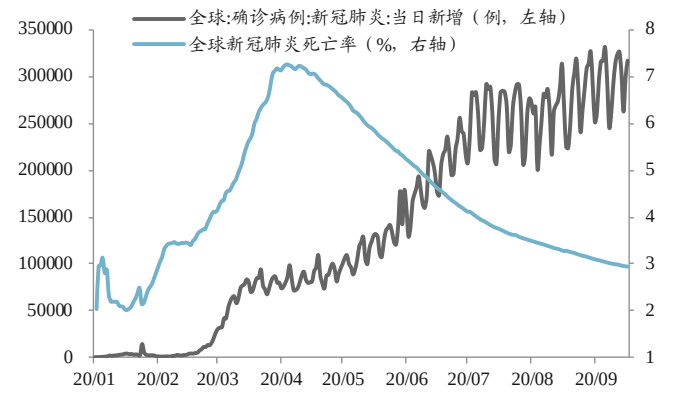


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

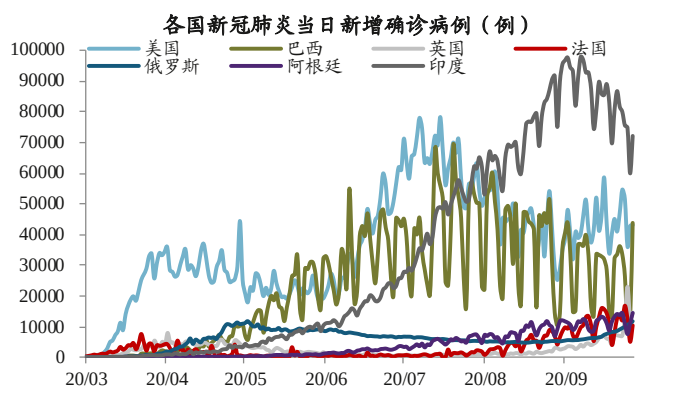
警惕秋冬季疫情卷土重来。十一期间国内消费数据亮眼，餐饮方面，本周营业门店数同比+9.7%，账单数同比时隔三周再度转正至 10.1%，黄金周对居民消费的刺激作用得以凸显。旅游出行方面，据文旅部，国庆黄金周前四天全国接待游客 4.25 亿人次/同比-21.6%/较五一假期+308.7%，旅游收入 3120.2 亿元/同比-31.1%/较五一假期+621.9%。但海外在特朗普患病背后，未来一个季度需警惕秋冬季疫情的卷土重来。8 月下旬开始，法国、西班牙新冠肺炎新增病例持续上行，且迅速超过 4 月高峰，十一国内消费迅速回暖的同时，海外疫情也出现新高峰。10/1 全球新增确诊病例 32 万人，创历史新高，10/1-10/6 全球累计新增确诊病例 184 万人，其中巴西（新增 16 万人）、俄罗斯（6 万）、阿根廷（7 万）、法国（7 万）、英国（8 万）十一期间均创出新高。不同点是本轮海外疫情重新扩散下，死亡率未见升高，全球新冠肺炎死亡率从 9 月中旬 3.15%降至 2.92%，重现春季医疗资源挤兑的概率在下降，但各国及地区会推出新的限制社交距离政策。德国柏林晚上 11 点开始限制酒吧、餐馆、集会等活动，中国香港限制社交距离措施延长至 10 月 15 日。海外疫情限制措施加强一方面使得全球经济恢复继续放缓，经济增长不确定性增强，另一方面全球供需继续向中国倾斜，国内出口有望延续。需警惕的是如果国内疫情出现二次反复，同样的社交距离限制政策将对消费及经济复苏造成较大冲击。

图 6：全球新冠肺炎新增确诊病例&死亡率



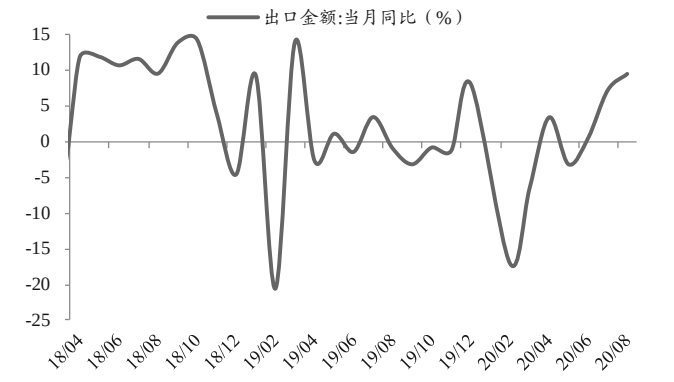
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：各国新冠肺炎当日新增确诊病例



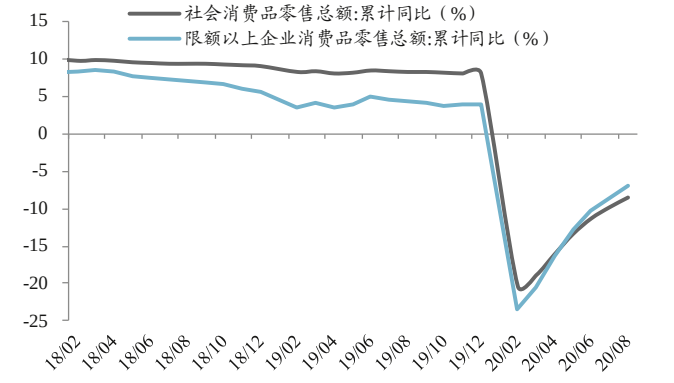
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：疫情以来出口持续快速回暖



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：疫情以来消费逐步回暖



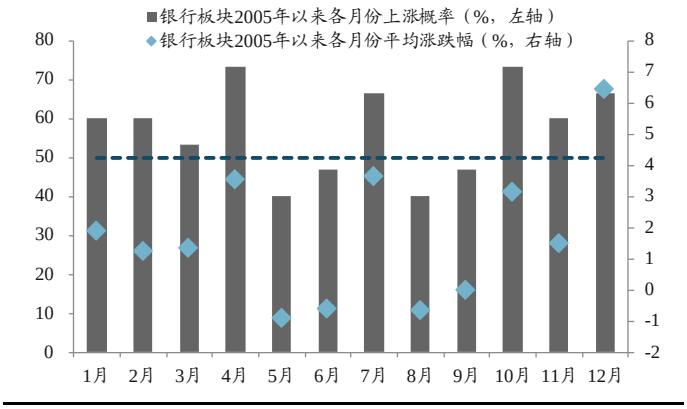
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. A 股宽幅震荡，关注低估值板块

四季度公募基金博弈显著强于往年，A 股宽幅震荡。美国大选的不确定性以及疫情卷土重来，部分海外投资者选择降低仓位，9 月外资大幅流出，陆港通北上资金净卖出 328 亿元，截至 9 月底陆港通北上资金净流入仅 937 亿元，避险情绪上升，全球投资者减少配置包括 A 股市场在内的新兴市场，我们预计 10-11 月，北上资金仍可能有轻微的净流出。而截至 9 月底国内股票及偏股型基金发行已达 10000 亿元，我们前期报告《2020 年基金发行真的“大爆发”吗？》分析过，考虑到基金赎旧买新，实际净流入在 7000 亿元左右。内资对比的结论是，A 股定价权由过去两年的外资今年重新回到国内公募，这使得四季度传统公募博弈对市场的影响显著强于往年。且经过三季度市场调整，公募前三季度业绩差明显收窄，使得四季度弯道超车的可能性加大。虽然四季度外资仍可能轻微净流出，但天量发行的公募博弈增强，边际增量资金掌握定价权，我们认为海外不确定性增强叠加公募基金博弈，A 股短期将呈现宽幅震荡格局，这样的市场环境下板块配置将成为重要胜负手。

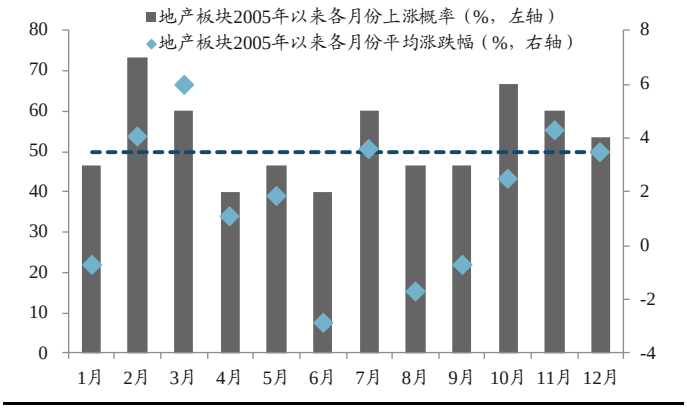
行业配置：关注银行地产、汽车、家电。我们前期报告《低估值策略为何失效？能否逆袭？-20200902》已提出下半年成长风格略输价值。无风险利率与风险溢价的抬升对股市尤其是成长股均有抑制，降低组合市盈率成为投资者普遍期望。《降组合估值，从一二线龙头到三四线，靠谱吗？》进一步指出若采用从高估值一二线龙头切换至三四线龙头，来降低组合市盈率，向上向下均有一定风险，所以基金三、四季报很可能看到这样的组合：“最便宜的行业+最贵的公司”。最便宜的行业是 3 个月价值风格的体现，最贵的公司是成长赛道里最好的公司。近期报告《Q4 银行地产能否归来？》分析过，统计效应看 05 年至今银行地产四季度有 60-70%概率能获得绝对和相对收益，且四季度银行地产大涨年份，往往前三季度都靠后，目前银行地产涨幅垫底。而从基本面看，银行上半年疫情冲击和政策指引下二季报负增长，随着经济持续复苏，往后看 3-5 年，目前应该就是银行基本面最低点，金融系统信用风险拐点可能已经出现。而地产销量和居民中长贷的持续改善，下半年地产基本面与业绩稳定，而地产融资的三道红线制约房企融资规划的同时，也使得行业格局进一步向龙头公司倾斜。同时地产后周期相对低估的汽车、家电也值得关注，汽车板块 Q1/Q2 净利润单季同比-81%/30%，三季度狭义乘用车销量当月同比持续回暖，7、8 月当月同比分别为 7.9、9%。家电板块 Q1/Q2 净利润单季同比-52%/-16%，7、8 月空调、洗衣机、冰箱当月同比分别为 15.2%/2.8%、-8.3%/-2.7%、20.3%/22.0%，地产销量回暖下，家电景气度有望继续提升。中长期我们继续看好成长赛道中的优质公司以及制造业回暖下的价值成长股投资机会。

图 10：银行四季度大概率获得绝对收益



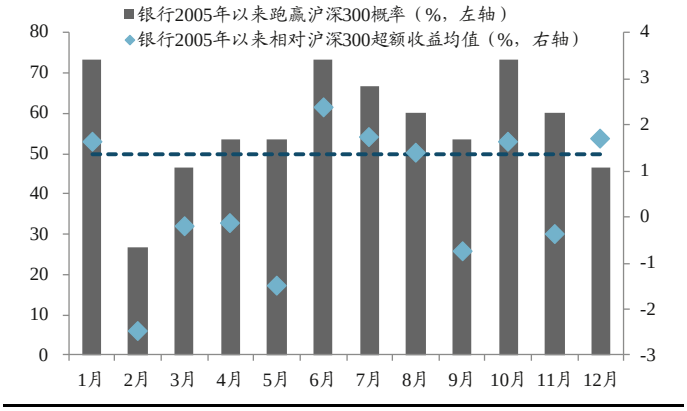
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：地产四季度大概率获得绝对收益



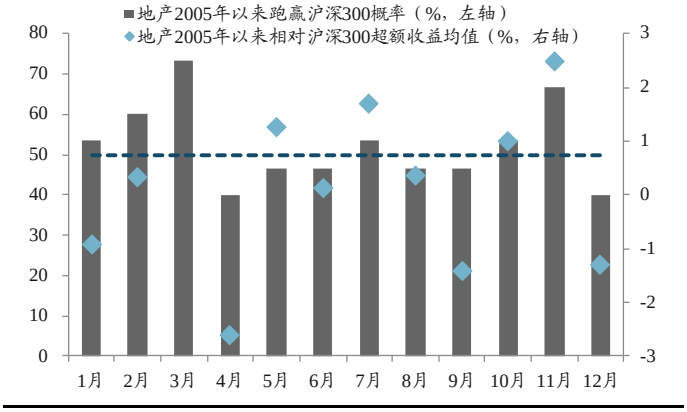
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：银行四季度大概率获得超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：地产四季度大概率获得超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

