

# 波动率和板块配置显示回调风险上升

## 美国股市下半年走势展望

### 核心结论

**美国经济基本面有下行压力。**我们在近期的报告《美国经济拐点渐行渐近》中对美国经济做了深度的解读，从多个指标和分析来看，我们认为美国经济的基本面在走弱，经济已经渐渐步入晚周期，在今年下半年和明年有着不小的下行压力，其中最典型的指标，就是美国目前的制造业PMI指数。实际上，美国企业的盈利已经在走软，这对于美股接下来的扩张有着很大的压力。除了美国经济基本面之外，我们这一次选取了三个比较重要的维度对美股进行分析和观察，分别是波动率、板块配置和美股收益。



**后周期阶段市场波动率将不断上升。**自特朗普2017年1月上任以来，美国股市延续了牛市的格局，标普500指数全年录得了19.4%的涨幅。与此同时，美国股市的波动率在2017年下半年快速坍塌，2017年11月22日波动率指数录得8.56，为历史最低值。但是随着减税利好的兑现，以及中美贸易争端和全球经济放缓的影响，美国股市的波动率从2018年初开始显著上升，展现出了晚周期的特征。2018年2月和2018年12月，波动率指数在盘中分别达到了50.3和36.2的高点。市场的风险偏好显示避险需求不断在增加，美股投资者对于未来不确定性的担忧在加剧，下半年一系列政治经济不确定性会继续推高波动率，从而削弱风险资产（美股）的吸引力，给美股带来回调的风险。

**市场追逐避险板块。**从2018年10月至今的各个行业表现来看，防御性行业的表现要好于进攻性行业。不论是收益率还是波动率，公用事业和必选消费等晚周期板块都要优于成长板块和周期率板块，这也从另一个侧面论证了经济周期阶段的变化，投资者开始更多地配置带有避险属性的风险资产，风险耐受度的下降在未来会挤压股市的估值。

**短期市场上涨过快，警惕回调风险。**除了对经济的担忧以外，二级市场也逐渐进入超买区间。回溯历史，标普500每年的收益率与最大回撤之间存在着一定规律，当市场连续上涨超过20%时，会在当年或次年迎来一波超过10%的回调。截止至2019年7月19日，标普500指数今年已上涨20.7%，而今年指数的最大回撤仅6.84%，目前大盘上涨速度过快，也意味着获利盘较多，未来可能会对一些不确定的风险事件过度反应，形成较大的卖出压力。

风险提示：贸易争端恶化，降息决议出现反复。

### 分析师

 雒雅梅 S0800518080002  
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

 张育浩  
  zhangyuhao@research.xbmail.com.cn  
 邵泽来  
 021-38584268  
 shaozelai@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

宏观：《美联储的降息将会开启全球主要资产再定价过程——美联储料将释放降息信号，贸易争端或于G20缓和》 2019-6-17  
 宏观：《美国经济下行迫使特朗普改变强硬的贸易立场——中美月底 G20 的会晤结果预计会超出市场预期》 2019-6-19  
 宏观：《一周经济数据前瞻——G20 会晤成果正面，非农就业或确认美国经济拐点》 2019-7-01  
 宏观：《美国非农就业数据扰动市场，金价近期有走软压力》 2019-7-08  
 宏观：《下半年美国宏观经济展望——美国经济拐点渐行渐近》 2019-7-18  
 宏观：《美联储这次降息会走多远？——7月31日美联储利率决议前瞻》 2019-7-21

## 索引

### 内容目录

美国经济基本面有下行压力.....	3
后周期阶段市场波动率将不断上升.....	4
市场追逐避险板块.....	5
短期市场上涨过快，警惕回调风险.....	6

### 图表目录

图 1：ISM 制造业 PMI .....	3
图 2：IHS Markit 制造业 PMI .....	3
图 3：2018 年初以来波动率指数走高 .....	4
图 4：防御性行业在区间内跑赢进攻性行业.....	5
图 5：防御性行业表现较好 .....	5
图 6：进攻性行业波动较大 .....	5
图 7：市场获利盘快速积累 .....	6
图 8：标普 500 指数的超买/超卖区间 .....	7
图 9：横盘也是一种风险 .....	7

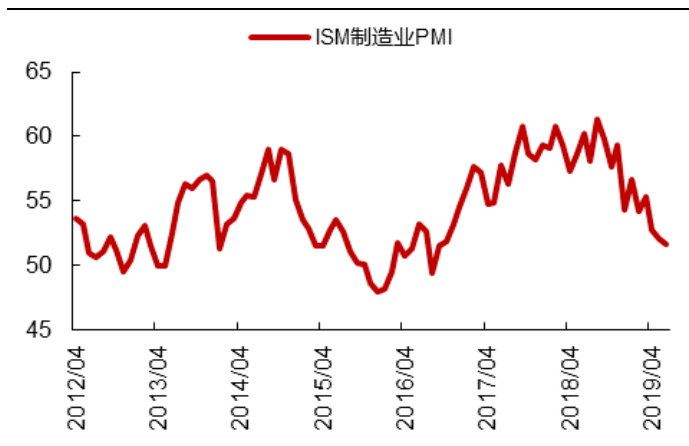
作为全球风险资产的风向标，美国股市的走势和全球股市的表现有着非常强的联动性。另外，美国股市的表现对于美联储接下来的政策选择，以及特朗普政府在贸易问题上的立场都有着不小的影响。

截止 2019 年 7 月底，美国三大股指连创历史新高，延续了自 2009 年 3 月以来的牛市。在这个时点，非常有必要对美股下半年的走势进行研究和分析。

## 美国经济基本面有下行压力

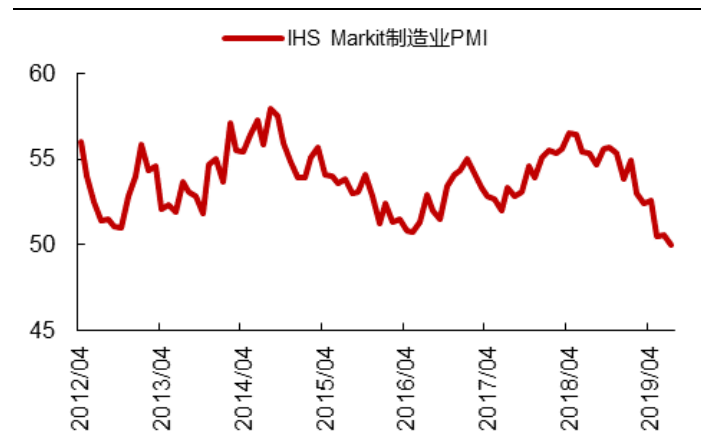
一般来说，观察美股有不少的维度（包括技术分析），其中最重要的维度就是美国经济的基本面。对于美国经济的基本面，我们在近期的报告《美国经济拐点渐行渐近》中做了深度的解读。总的来说，从多个指标和分析来看，我们认为美国经济的基本面在走弱，经济已经渐渐步入晚周期。我们认为美国经济在今年下半年和明年有着不小的下行压力。其中最典型的指标，就是美国目前的制造业 PMI 指数。总的来说，对于美股来说，美国经济的基本面是一个不小的负面因素。实际上，美国企业的盈利实际上已经在走软，这对于美股接下来的扩张有着很大的压力。

图 1: ISM 制造业 PMI



资料来源: Wind 资讯, 西部证券研发中心

图 2: IHS Markit 制造业 PMI



资料来源: Wind 资讯, 西部证券研发中心

除了美国经济基本面之外，我们这一次选取了三个比较重要的维度对美股进行分析和观察。第一个维度是波动率。在美国资本市场上，波动率受到的关注程度非常高，能够对市场情绪和风险偏好程度进行很好的度量。第二个维度是板块配置。从 2018 年 10 月至今，防御性板块的表现远优于大盘和进攻板块，显示投资者开始更多地配置带有避险属性的风险资产，是风险耐受度在下降的表现，也是较明显的晚周期现象。最后一个维度是对美股今年上半年的收益进行了回顾。从这个角度看，美股今年前 7 个月积累的涨幅可能会导致在下半年出现获利了结的情况。

## 后周期阶段市场波动率将不断上升

自从特朗普 2017 年 1 月上任以来，美国股市延续了牛市的格局。尤其是自 2017 年下半年开始的全球同步增长（Global synchronized growth），叠加美国自身的减税利好，使得美国股市在 2017 年走出了非常亮眼的行情。标普 500 指数全年录得了 20.7% 的涨幅。与此同时，美国股市的波动率在 2017 年下半年快速坍塌，在 2017 年感恩节假期之后一天（2017 年 11 月 22 日），波动率指数录得 8.56，为历史最低值。但是随着减税利好的兑现，以及中美贸易争端和全球经济放缓的影响，美国股市的波动率从 2018 年初开始显著上升，展现出了晚周期的特征。具体来说，2018 年 2 月和 2018 年 12 月波动率指数在盘中分别达到了 50.3 和 36.2 的高点。

图 3：2018 年初以来波动率指数走高



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

对于美股在今年下半年的走势来说，我们需要判断市场目前的风险偏好。现在看来，市场的风险偏好显示避险需求不断在增加。具体来说，即使美股在近期连创新高（主要受益于美联储的宽松政策预期），但是波动率指数以及波动率的期货价格一直在比较高的水平徘徊。例如在 7 月 30 日，即使美股已经是历史新高附近，但是波动率指数仍有 12.8（2017 年下半年曾长期在 10 左右徘徊），同时波动率指数的期货价格在 9、10、11 和 12 月都超过了 15，而且基本都是风险升水的状态。

波动率指数居高不下的主要原因是美股投资者对于未来不确定性的担忧。对于今年下半年来说，还有非常多的政治经济不确定因素，例如英国“硬脱欧”，中美贸易争端可能恶化，美联储降息幅度不及市场预期以及全球经济增长的不确定性。展望今年下半年，我们认为这些不确定因素会不断发酵（尤其是英国“硬脱欧”以及全球经济增长的不确定性增加），从而推高波动率，削弱风险资产（美股）的吸引力，从而给美股带来回调的风险。

## 市场追逐避险板块

在去年10月初，标普500指数达到阶段性高点。在随后的近10个月里，美股经历了一次比较大的回调，但在今年7月又写下了历史新高。但是需要注意的是，从去年10月到今年7月的走势中，板块分化的现象比较严重。这个现象能够说明机构投资者对后市的态度。我们选择去年10月进行基准比较有两个原因。首先是标普500指数在去年10月达到了当年的最高点，同时也是当时的历史新高。这个点位本身有很强的指标意义。其次，从去年第四季度开始，资本市场对美联储的政策预期逐渐开始转向，表明经济基本面开始出现一定的变化。

具体来说，我们分析了2018年10月至今的各个行业表现，发现防御性行业的表现要好于进攻性行业。不论是收益率还是波动率，公用事业和必选消费等晚周期板块都要优于成长板块和周期率板块，这也从另一个侧面论证了经济周期阶段的变化，因为公用事业和必选消费受经济下行的影响要小很多。另外需要说明的是，防御性板块中的医疗行业走势比较差的原因是由于民主党2020年不少总统提名参选人都支持全民医保（Medicare for all）。资本市场普遍认为全民医保会压低医疗企业的利润，从而压缩相关个股和行业的估值。

图4：防御性行业在区间内跑赢进攻性行业

2018.10-2019.07	公用事业	必选消费	通信	医疗	标普500
区间收益率	14.16%	12.48%	7.49%	-3.52%	3.43%
区间波动率	0.89%	0.83%	1.28%	1.09%	1.05%

2018.10-2019.07	信息技术	金融	原材料	工业	标普500
区间收益率	8.74%	2.67%	1.19%	-1.20%	3.43%
区间波动率	1.53%	1.14%	1.22%	1.22%	1.05%

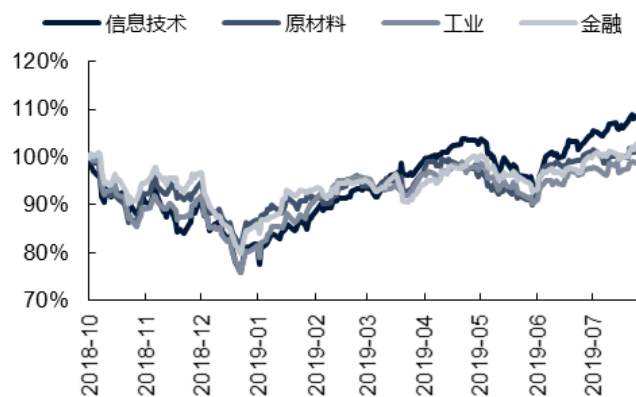
资料来源：Bloomberg 资讯，西部证券研发中心

图5：防御性行业表现较好



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图6：进攻性行业波动较大



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

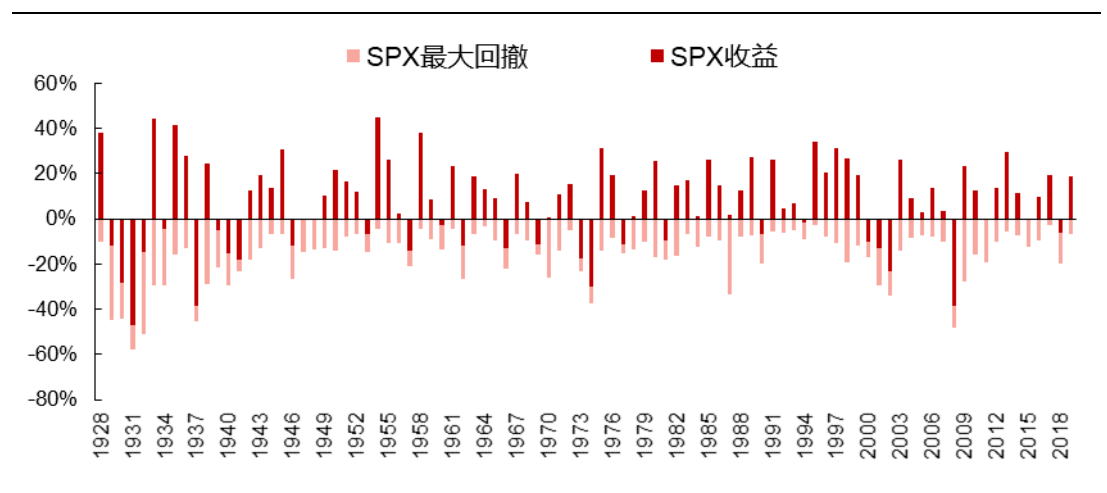
正如我们之前提到的，公共事业和必选消费的相对强劲表现说明了资本市场逐渐开始接受经济步入晚周期阶段的判断，投资者开始更多地配置带有避险属性的风险资产，是风险耐受度在下降的表现。从目前来看，这个趋势还没有反转的迹象。风险耐受度的下降在未来会挤压股市的估值。

## 短期市场上涨过快，警惕回调风险

除了对经济的担忧以外，二级市场也逐渐进入超买区间。回溯美股近 90 年的历史，标普 500 指数每年的收益率与最大回撤之间通常存在着一定规律，没有经历过调整的单边上涨行情会积累越来越多的浮盈，一个风险事件都有可能导致一次大幅度的下行风险。一般来说，当市场连续上涨超过 20% 时，会在当年或次年迎来一波超过 10% 的回调。

截止至 2019 年 7 月 26 日，标普 500 指数今年已上涨 20.7%，而今年指数的最大回撤仅 6.84%，目前大盘上涨速度过快，也意味着获利盘较多，未来可能会对一些不确定的风险事件过度反应，形成较大的卖出压力。

图 7：市场获利盘快速积累



资料来源：Wind，数据 西部证券研发中心

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\\_11056](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11056)

