

宏观研究报告

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
021-20667920
XUEWEI092@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

“十月惊奇”下半场将如何演绎？

事项：

距离11月3日的大选只剩下20天，大选前的“十月惊奇”下半场将如何演绎，并影响全球金融市场是近期的重点关注问题。

平安观点：

■ 回顾：历次大选年的“十月惊奇”

从历史上看，“十月惊奇”效应的确显著。以 1992-2016 年共七次大选年为例，CBOE 波动率指数的七年各月平均值出现了显著的“十月惊奇”效应，而且会在之后的 11-12 月产生涟漪，这也导致大选年四季度市场波动率在全年会显著偏高。对于 2020 年来说，新冠疫情成为了 2020 年美国大选的一大热点话题，在“十月惊奇”的上半月，美国大选的候选人之一——共和党在任总统特朗普就经历了“确诊—就医—迅速康复”的过程，给全球金融市场带来了显著波动；未来 20 天，“十月惊奇”下半场又将如何演绎，并给全球市场带来什么新的冲击，是市场关注的重中之重。

■ 展望：2020 大选年的“十月惊奇”

2020 年大选注定将是历次美国大选中“最特殊的那一个”。就民调而言，拜登在 10 月再次拉开了优势，无论是全国民调，还是关键州民调，拜登均处于领先地位，且领先优势比较明显。民调以外，从近期金融市场与博彩数据的表现看，市场对拜登胜选的押注开始显现。但是，作为在任总统，特朗普虽然选情落后，但并非没有翻盘的希望，“十月惊奇”下半场的波动也许将显著强于上半场。

■ 全球金融市场“远景”：波动率提升难避免

中长期看，包括汇市、债市、股市、大宗在内的全球金融市场的波动率都将提升，背后有两大因素：第一，此次大选无论谁上台都可能会造成全球金融市场波动率的飙升；第二，美联储的新货币政策框架也可能在未来数年导致美国金融市场波动率的攀升。

■ 美国金融市场“近景”探寻

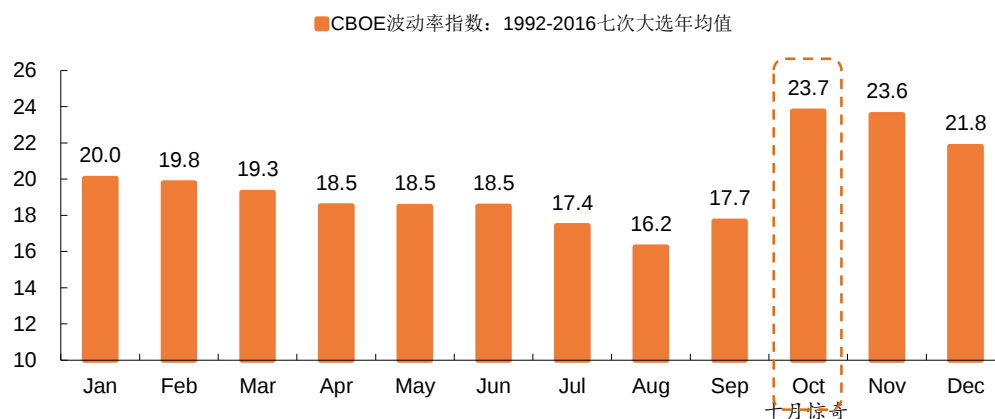
短期看，10 月下半月，美元指数震荡区间依然为 91-95，但进入 11 月后，美元指数可能会突破区间，但方向有较大变数；美股的潜在下跌风险正在累积；美债收益率仍将处于低位，这将提供一个相对宽松的国际金融环境。美国大选依然破朔迷离，金融市场正在酝酿变盘！

一、回顾：历次大选年的“十月惊奇”

距离 2020 年 11 月 3 日美国大选仅剩三周左右的时间，两位总统候选人也在进行最后的冲刺。在大选最后的冲刺阶段，两位候选人及其竞选团队往往会针对选情走势而采取最后的制胜或逆转策略，以期达到奠定胜局或逆转选情的目的。由于这一类“王牌策略”兼具意外性和爆炸性，在吸引选民关注的同时，也会给市场带来显著的波动，被称为“十月惊奇”。

历史上看，“十月惊奇”效应的确显著。以 1992-2016 年共七个美国大选年为例，CBOE 波动率指数月度均值出现显著的“十月惊奇”效应。十月市场的波动率水平明显高于其他月份，且大选月 11 月位居波动率第二高，选举人投票的 12 月位居第三。可见，“十月惊奇”不仅存在，而且会在之后的 11-12 月产生涟漪，这也导致总统大选年四季度的市场波动率在全年四个季度中会显著偏高。

图表1 过去七个大选年，CBOE 波动率指数月度均值显示“十月惊奇”对市场影响显著



资料来源：WIND，平安证券研究所

将历次大选年 CBOE 波动率指数的各月均值进行比较，可以发现大选年市场波动率最高的月份并不总是 10 月。过去七个大选年中，仅有 1992 年与 2008 年 10 月的波动率位居当年第二高，且与最高水平相差无几。不过，若与 9 月进行比较，则可以发现除了 1996 年 10 月波动率略低于 9 月之外，其余大选年 10 月的市场波动率均显著高于 9 月；与 11 月相比则相差不大，7 个大选年中的 3 年，10 月波动率大于 11 月，另外四个则是 11 月的波动率更大。可见，“十月惊奇”对市场冲击有较大概率延续至大选月。

图表2 1992-2020 年历次大选年 CBOE 波动率指数各月均值

	1992	1996	2000	2004	2008	2012	2016	2020
Jan	17.68	13.47	23.20	16.10	25.82	20.23	23.72	13.94
Feb	17.48	15.03	23.60	16.00	25.46	18.42	22.52	19.63
Mar	17.52	17.76	22.72	17.69	27.10	16.17	15.85	57.74
Apr	16.56	16.58	27.16	15.70	21.56	17.82	14.30	41.45
May	15.08	16.15	26.37	17.71	18.30	21.00	14.85	30.90
Jun	15.20	16.40	21.54	15.36	22.11	21.13	17.77	31.12

Jul	13.60	17.98	19.89	15.50	24.32	17.57	13.16	26.84
Aug	14.42	15.76	18.09	16.68	20.70	15.69	12.40	22.89
Sep	13.70	16.58	19.69	14.08	30.24	15.28	14.22	27.65
Oct	17.64	16.38	25.20	14.97	61.18	16.28	14.59	—
Nov	14.42	16.00	26.38	13.58	62.64	16.70	15.24	—
Dec	12.19	19.26	26.53	12.46	52.41	17.31	12.47	—

资料来源：WIND，平安证券研究所

另外，美国大选年往往也是全球经济金融市场出现较大变化的一年。1992年是1990年代初期经济危机与新经济周期的交替之年；2000年则吹响了“科网泡沫”破裂的前奏；2008年爆发了仅次于“大萧条”的全球金融危机；2012年是欧债危机深化发酵的一年；2016年则是全球政经大环境变幻的开端。

2020年，新冠疫情爆发带来了最大的冲击波，从年初爆发开始，就成为全球金融市场的核心变量，一度引发了全球金融市场在3月的大崩溃，与美联储紧随其后的创历史规模的货币宽松，全球经济也随之经历了“封闭—放开—再收紧”的波折。在疫苗与特效药仍未形成大规模有效覆盖的背景下，新冠疫情在当下的影响仍在发酵，这也导致新冠疫情成为2020年美国大选的一大热点话题。在“十月惊奇”的上半月，美国大选的候选人之一——共和党在任总统特朗普经历了“确诊—就医—迅速康复”的过程，给全球金融市场带来显著波动；未来20天，“十月惊奇”又将如何演绎，并给全球市场带来什么新的冲击，是市场关注的重中之重。

二、展望：2020大选年的“十月惊奇”

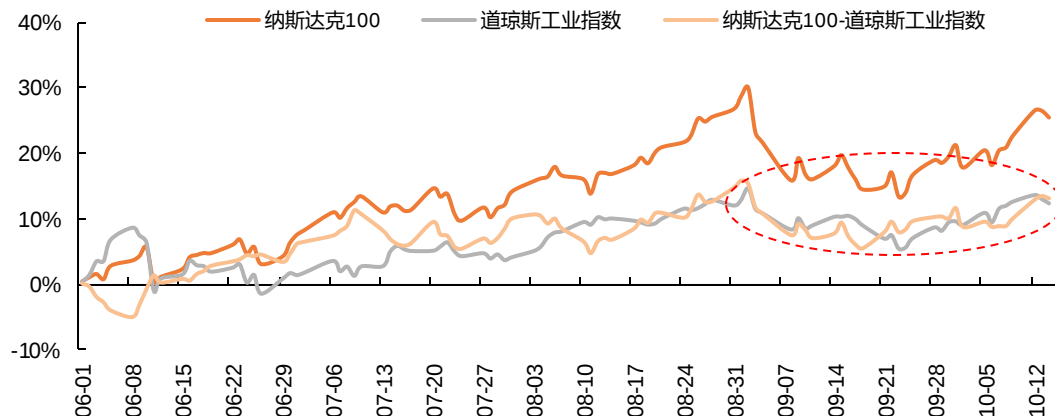
2020年美国大选注定是美国历次大选中“最特殊的那一个”，而2020年爆发的新冠疫情更是给这次大选增加了诡异的气氛和纷乱的话题。

民调来看，拜登在10月再次拉开了领先特朗普的优势，这与2016年同期希拉里领先特朗普的程度基本相当。由于2016年大选已经验证了在选举人团制度下，总体选票占优并不意味着最终胜选，宾州、密歇根、佛罗里达、爱荷华、威斯康星、俄亥俄等关键摇摆州的选票流向更为关键。从各州民调数据看，除了佛罗里达、爱荷华州与俄亥俄州两位候选人民调基本持平外，拜登在其他3个关键州的民调均处于领先，且领先幅度均高于5个百分点。因此，从民调来看，无论是全国民调，还是关键州民调，拜登均处于领先地位，且领先优势比较明显。

民调以外，从近期金融市场与博彩数据的表现看，市场对拜登胜选的押注开始显现。从9月以来的市场走势可以明显看出，美股的上涨已经从以纳斯达克上市的科技等成长板块为主演变为更为均衡的上涨，周期股的表现逐渐追上了成长，中小盘股得到的关注度也逐渐压过了大盘股，这被国际市场称为“Blue Wave”，即为拜登胜选预期下对科技龙头与行业寡头加税、拆分预期的反映。从债市看，10年期美债收益率近期有所攀升，也体现出市场对拜登胜选后的押注。

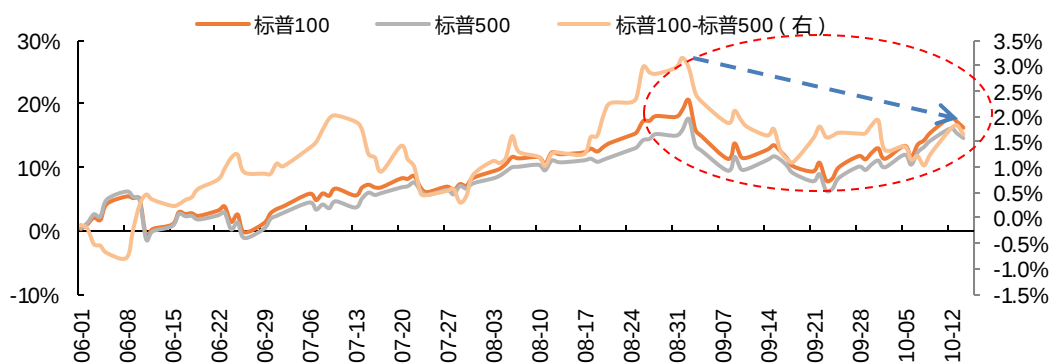
就金融市场而言，虽然特朗普确诊就医之后迅速恢复带来了显著波动，但美元指数的再度回落与全球股市的强劲上涨显示，市场并未因为十月特朗普的患病与康复而改变押注拜登的行为，甚至加大了对拜登胜选的押注。

图表3 美股9月份以来出现了成长表现弱于周期的情形



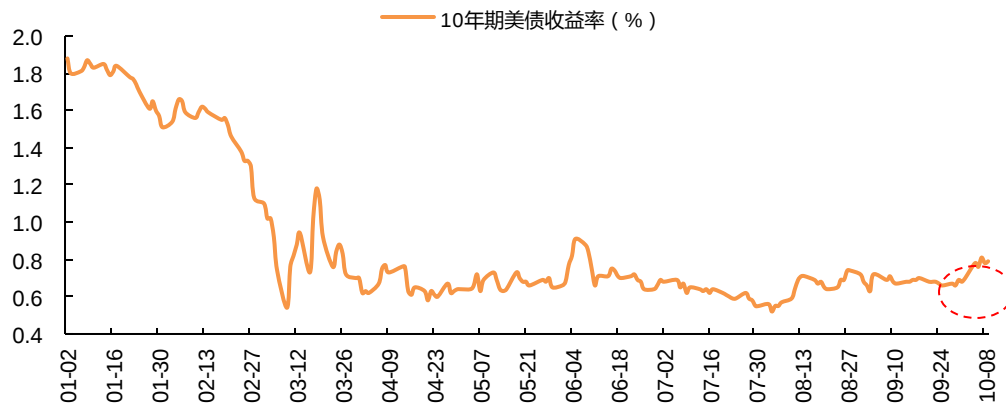
资料来源：WIND，平安证券研究所 注：图中指标均为6月1日以来的累计涨跌幅

图表4 美股9月份以来出现了中小板块表现强于大盘股的情形



资料来源：WIND，平安证券研究所 注：图中指标均为6月1日以来的累计涨跌幅

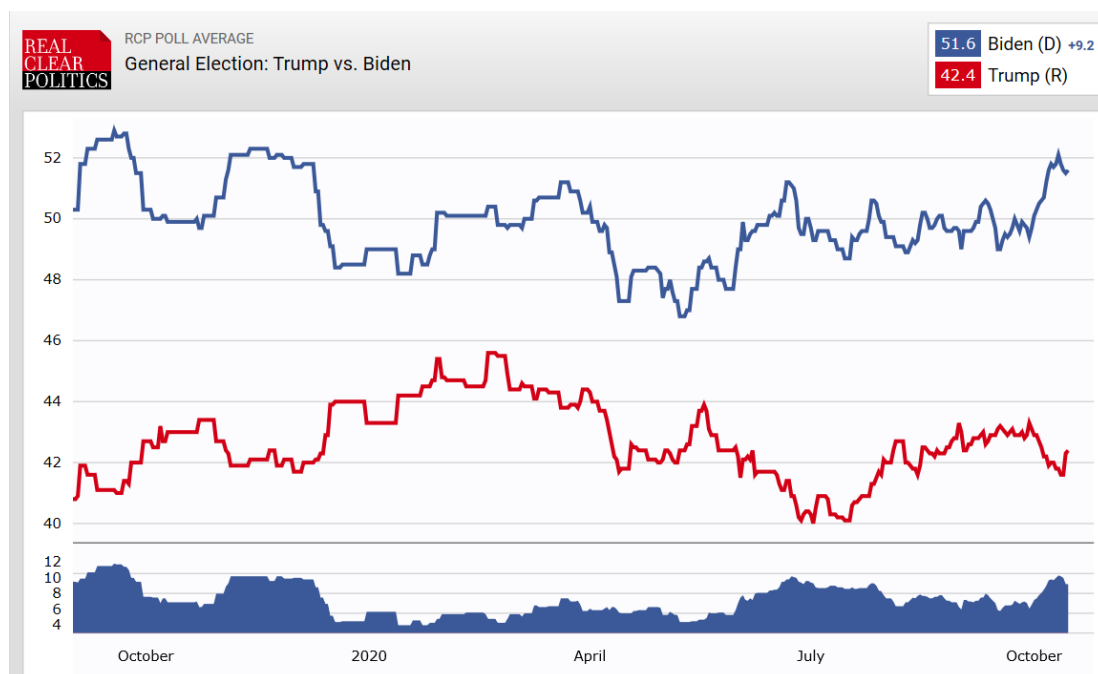
图表5 十年期美债收益率近期出现反弹



资料来源：WIND，平安证券研究所

但是，特朗普仍会在接下来的时间里进行冲刺，从其迅速回归竞选活动就可以看出这一点。**作为在任总统，特朗普虽然选情落后，但并非没有翻盘的可能。**首先，从 1992 年克林顿上任以来，尚未有在任总统连任失败的记录。无论是共和党的小布什，还是民主党的克林顿、奥巴马，均顺利成功连任；其次，特朗普作为在任总统，虽然进一步的财政刺激计划受民主党控制的众议院所阻，但在临时的对内政策与对外战略上仍有主动权。近期，其针对财政计划不断变化的说辞，以及针对民主党内部部分高层的法律“恫吓”，便是例证。再次，尽管首轮辩论拜登依靠沉着理性的表达获得了更多中间选民的青睐，优于特朗普的过激情绪与频繁插话，但在历次大选的三轮辩论中，首轮结果并不具有决定意义，在首轮辩论获胜而在后两轮辩论中落败并最终败选的不乏其例。考虑到第二轮辩论已经取消，10 月 22 日在纳什维尔举行的第三轮辩论将至关重要。在这一轮辩论中，拜登能否延续压制特朗普的优异表现还是具有不确定性的，并非“不出错就获胜”那么简单。一旦拜登出现低于预期的表现或者选情不及预期，“十月惊奇”下半场的波动必将显著强于上半场。

图表6 全美民调显示，拜登的领先优势有所扩大



资料来源: RCP, 平安证券研究所

有特殊情况亦值得警惕。2020 年大选受疫情影响，预计会有大部分选票通过邮寄投递，这就带来投票周期过长、计票过程拖沓的问题。且由于存在肯尼迪与尼克松竞争大选时的先例，邮寄选票也存在被质疑的可能（特朗普对邮寄投票频加指责，并“紧急”任命最高法院大法官就让我们看到不良的苗头）。一旦关于邮寄选票的质疑发生，将会给市场造成比以往“十月惊奇”更大的波动。

除了总统大选，美国两会选举也值得重视。若大选胜选者所在党派与国会两院占优的党派一致，类似特朗普在 2016 年大选后的格局，那么无论谁当选，在美国国内推行新的法律或财政计划的阻力会显著下降；而一旦大选胜选者所在党派与国会两院占优党派不一致，那么新任总统在美国国内推行新的计划将举步维艰；若两党分掌两院，情况则处于上述两种之间，新任总统在美国国内推行计划的效率虽会降低，但也不至于寸步难行。目前，民主党在部分摇摆州对参议院席位的争夺来势汹汹。如果拜登胜选且参议院“变蓝”（即由民主党占据多数），那么“拜登经济学”将逐渐由热议阶段进入实施阶段，目前大类资产配置上的一些转向“苗头”也将进一步成型。

三、全球金融市场“远景”：波动率提升难避免

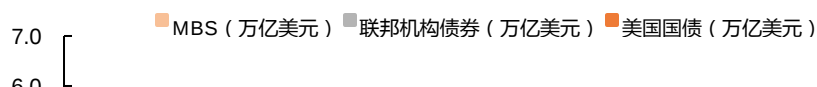
首先，特朗普与拜登两位候选人无论谁上台，均可能造成全球金融市场波动率的飙升。若特朗普连任，对内对外政策可能更加激进，并导致国际与美国国内的政经形势继续混乱。对内，两党博弈将有增无减，种族、贫富等社会阶层之间的分化也将更为严重，财政、贸易双赤字将继续飙升，最终导致美国金融信用体系的进一步承压。对外，特朗普强硬的对外政策将导致国际治理体系和规则框架遭到进一步破坏，这也势必给全球金融市场带来更大波动。

若拜登胜选，其对内对外政策虽然可能较特朗普偏缓和、偏框架导向，但其一直以来倡导的对富人加税的倾向，以及对大型科技公司的垄断调查、拆分，势必对美股是个利空。应该说，当前美股盛行着也许是这样一种权衡：一旦拜登当选，虽会对富人加税，但也会加大环境支出；虽会“敲打”以 FAAMNG 为首的大型科技公司，但也会事实上极大地减少不确定性（而这正是市场最畏惧的）。但若这一权衡是“一厢情愿的”，则全球金融市场的波动率必将大幅提升。

其次，美联储的新货币政策框架也可能会在未来带来美国金融市场波动率的攀升。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然较高的形势，也就是我们所熟知的“滞胀”。饶有趣味的是，这也是针对现代货币理论（MMT）的一个主要抨击。

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、自主可控潮流可能推升中长期通胀的前景，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，而这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“铁腕”加息策略来遏制通胀。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。

图表7 美联储在3月份开启的QE4规模远超前三次



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_2046

