



中诚信托研究周报

战略研究部
2020 年第 35 期
总第 107 期
2020/9/15

热点研究

近期美股震荡难以对 A 股造成实质性风险

9 月份以来，美股出现了一定的震荡调整，但重现三月份暴跌行情的可能性不大。随着国内资本市场对外开放力度的提升，中美股市同步性有所提高。不过，鉴于中美在经济基本面、货币政策和市场估值方面的差异，美股下跌会对 A 股造成扰动，但不会产生实质性风险。在内外双循环的新格局下，这种现象将愈发明显。美股下跌扰动是 A 股权益资产投资时机，可重点关注随着经济好转受益的金融、可选消费和周期类标的。

一、近期美股再次上演震荡行情

9 月份以来，美股出现了一定程度的震荡调整，避险情绪有所抬升。不过，在美联储新的货币政策框架下，宽松货币政策不会马上退出，美股重现三月份暴跌行情的可能性不大。

（一）美国三大股指大幅震荡

9 月 8 日，美股收盘再次上演暴跌行情，三大指数大幅下挫。其中，纳斯达克指数报收 10847.69 点，下跌 4.11%；道琼斯指数报收 27500.89 点，下跌 2.25%；标普 500 指数报收 3331.84 点，下跌 2.78%。从个股表现来看，大型科技股全线走低，苹果下跌 6.73%，市值跌破 2 万亿美元，亚马逊、微软等分别下跌 4.39% 和 5.41%。此外，特斯拉未能入选标普 500 成分股，收跌超 21%，创历史最大单日跌幅。本周以来，美股虽有所回暖，但在新一轮纾困法案难以达成等因素共同影响下，美股仍有下行压力。

（二）避险情绪推动中长期美债收益率下行

从其他资产情况来看，布伦特 11 月原油期货收跌 2.23 美元，跌幅 5.31%，报 39.78 美元/桶；黄金再度出现过山车行情，伦敦现货黄金一度下跌至 1906 后，多头强势拉起，苦苦支撑；受避险情绪推动，中长期美债收益率全线下跌。5 年期、10 年期和 30 年期美债收益率报收 0.272%、0.682% 和 1.423%，分别下跌 3.2、3.9 和 5.1 个基点。

（三）美股重现三月份暴跌行情的可能性不大

目前，美股高位震荡可能基于以下几个原因：一是美股快速上行后进入调整期。3 月份以来，受美联储一系列刺激政策的影响，在 FAANG 等热门科技公司的强劲反弹带领下，美股无视经济基本面快速上行，标普 500 成份股公司的市值就已达 30 万亿美元，相当于 GDP 的 150%。随着泡沫的集聚，市场进入震荡调整。

二是美联储资产负债表短期出现收缩。受疫情影响，美联储采取零利率、无

限 QE 及其他政策措施，资产负债表规模快速扩张，扩表规模超过 3 万亿美元，创历史记录。不过，在流动性危机解除条件下，美联储资产负债表 6 月 10 达到历史高峰的 7.17 万亿美元后，出现了不同程度的收缩。此外，8 月份联储会议纪要显示鸽派程度有所下降，流动性预期变化对市场产生了一定的扰动。

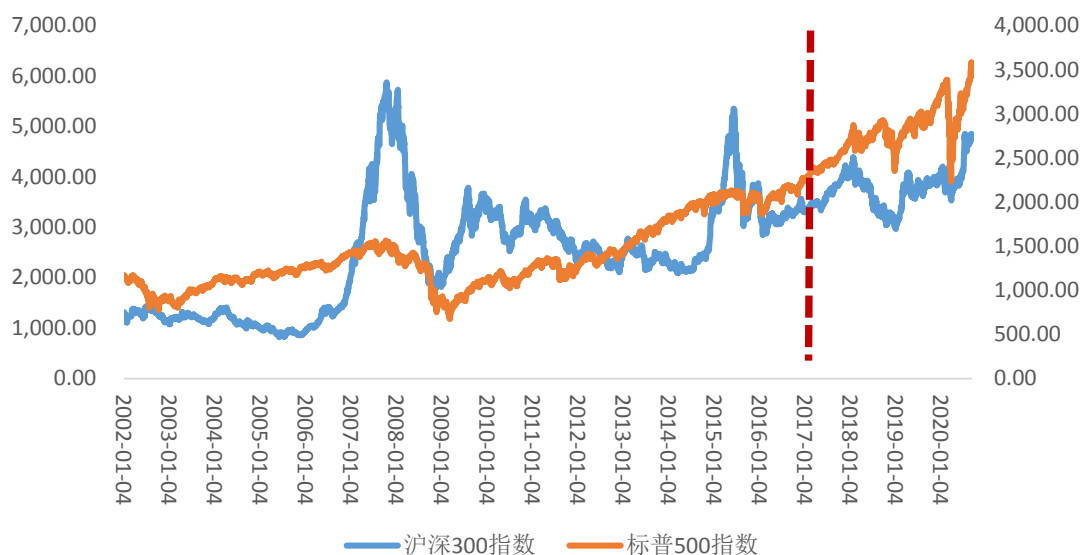
三是美国大选对市场的扰动。随着美国总统大选的临近，市场对大选结果较为敏感。从市场隐含波动性 VIX 指数情况看，随着特朗普在六月后的支持率明显上升后，VIX 指数明显下行。近期虽然美股震荡，但 VIX 指数并未快速攀升。在美联储修改货币政策框架的情况下，宽松周期不会快速结束，再不发生黑天鹅事件的情况下，美股重现三月份暴跌行情的可能性不大。

二、近年来中美股市同步性增强

中国资本市场对外开放主要经历了 1992 年-2000 年的探索期、2001 年-2012 年的开放期和 2013 年以来的深化期等几个阶段。2014 年后，沪港通、深港通的相继实施，以及 QFII 和 RQFII 大扩容使中国资本市场国际化程度进一步提高，中美股市同步性也进一步增强。

（一）同步性增强的基本面-中美经济联系紧密

根据世界银行在《2019 年全球价值链发展报告》中的分类，从需求的角度，2017 年美国、中国和德国为各自区域的需求中心，美国则具有举足轻重的地位，是世界需求的中心。长期的国际分工和产业转移形成了目前“中国生产、美国消费”的格局。从美国商务部统计的数据来看，2020 年上半年中美两国双边货物贸易累计总额为 2393.96 亿美元，中国是美国的第三大贸易伙伴。其中，美国对中国货物出口总额为 494.91 亿美元，来自中国的货物进口总额为 1899.05 亿美元。中国依旧是美国第一大货物进口来源地，占美国货物进口总额的 17.11%。

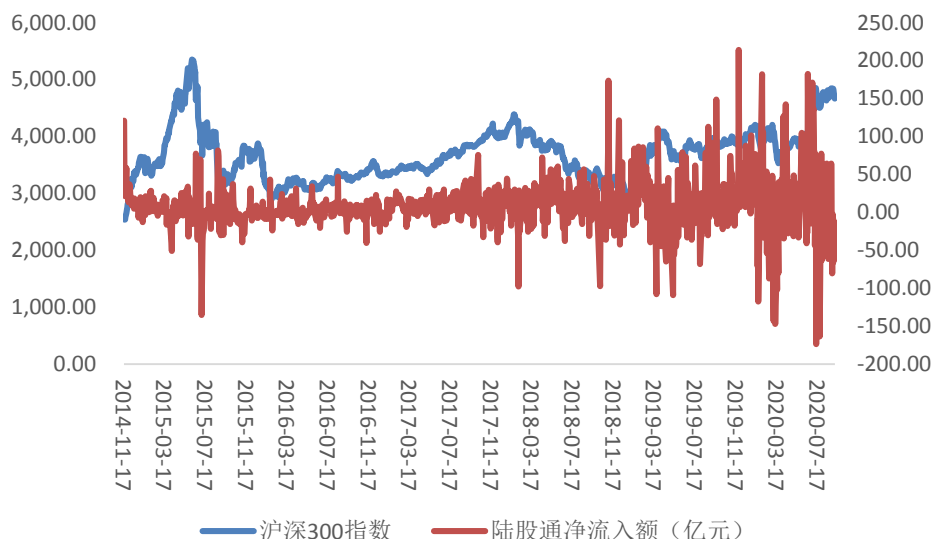


数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 1：中美股市同步性增强

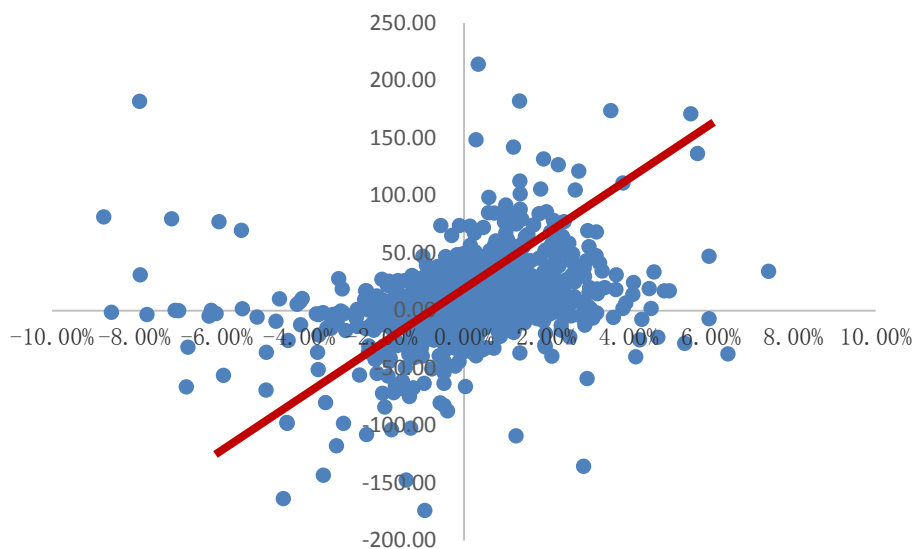
（二）同步性增强的市场面-中国资本市场持续扩大开放

随着资本市场对外开放力度的增加，境外资金流动更加频繁。2019 年至今（9 月 8 日），陆股通累计净流入资金超过 4500 亿元，峰值曾一度超过 2014-2018 年陆股通净流入总额（5732 亿元）。境外资金流动情况对 A 股市场能够迅速反应，具有较好的信号作用，A 股指数日内波动呈现明显的正相关关系。同时，随着境外资金流动的增加，A 股市场波动也有所加大，容易形成内外市场共同震荡的局面。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 2：外资流动更加频繁



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 3：外资流动与 A 股波动呈正相关关系

（三）同步性增强的博弈面-外资以美国市场为基础的资产配置策略

虽然国内资本市场对外开放力度不断增强，但仍处于起步阶段。从国际大型投资机构的资产配置策略制定来看，权益市场仍是以美国市场为主，美元是唯一的避险资产。在资产配置过程中，宏观经济环境是权益、固收、商品等资产配置

的基础，若宏观环境恶化，权益类配置整体规模缩减，由避险需求推动的美元升值将导致境外资金流出国内资本市场。因此，大型资管机构配置策略也会导致美股与 A 股出现一定的共振，而非此消彼长的关系。

三、美股震荡难以对 A 股造成实质性风险

疫情以来，中美在经济基本面、货币政策，以及市场估值方面均存在一定的差异，美股震荡会对 A 股造成扰动，但不会产生实质性风险。在内外双循环的新格局下，这种现象将愈发明显。

（一）中美经济基本面存在差异

疫情以来，由于国内控制得力，复工复产稳步推进。二季度国内生产总值同比增长 3.2%，由一季度下降 6.8% 转负为正；出口数据表现强劲，防疫物资、电子产品等处于高速区间，出口产业链景气度持续改善。而美国二季度国内生产总值按年率计算下滑 31.7%，为有记录以来最大季度降幅。令人担忧的是，美国疫情仍在蔓延，确诊人数超过 600 万人，经济复苏仍面临较大的不确定性。在内外双循环的格局下，中国经济韧性更足。

（二）中美货币政策存在差异

为应对新冠疫情对实体经济的冲击，中国人民银行通过数量型货币政策，扩大总量供给，以解决企业融资难、融资贵的问题。通过三次降低存款准备金率、增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度、出台小微企业信用贷款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息等政策，满足了银行间市场特殊时期的流动性需求。随着国内生产的恢复，特殊的、阶段性的货币政策工具逐步退出，国内货币政策将逐步回归常态化。反观美联储，为应对流动性危机，采取零利率、无限 QE 以及各类创新工具等措施，扩表规模超过 3 万亿美元，扩表规模创记录。在扩表速度上同样也令人震惊，自宣布 QE 后，13 周内就达 2.9 万亿美元。在 QE1 高峰时期，同样时间仅为 1.3 万亿美元。在美联储新的货币政策框架下，宽松政策很难马上退出。

（三）中美股票市场估值存在差异

从估值水平来看，A 股以 2010 年 1 月为起点，上证指数、深圳成指、沪深 300 和创业板指数的 PE 值分别处于 74.96%、88.17%、85.29% 和 87.26% 分位。剔除金融股全 A 的 PE 在 40 倍左右。不过从行业上来看，食品饮料、医药生物、家用电器等行业处于历史分位数高位，房地产、钢铁、建筑材料等行业处于历史分位数低位，分化较为明显；美股以 2003 年 1 月为起点，标普 500 指数、纳斯达克指数和道琼斯指数的 PE 值分别处于 99.65%、99.68% 和 99.77% 分位，均处于高位。

（四）美股下跌扰动是权益资产投资时机

9 月以来，随着美股震荡，A 股也出现了一定的调整。具体来看，一是由于海外资金风险偏好下降，交易型资金流动更加频繁的扰动。根据国盛证券的统计，交易性资金近期外流加大，仅 8 月 31 日至 9 月 4 日累计净流出超过 200 亿元，是近期离场的主力；二是在创业板指数实施注册制和 20% 涨跌幅后，部分资金非

理性炒作低价股的影响，对市场产生的冲击。总的来看，在美国大选前，不确定性因素仍将持续扰动市场，但外围市场震荡对 A 股的影响是噪声，而非实质性风险。美股下跌扰动是 A 股权益资产投资时机，可重点关注随着经济好转受益的金融、可选消费和周期类标的。

执笔人：杨晓东

宏观形势

8 月 CPI 同比上涨 2.4%

国家统计局数据显示，8 月 CPI 同比上涨 2.4%，预期涨 2.4%，前值涨 2.7%；其中，猪肉供给有所改善，价格同比涨幅回落 33.1 个百分点。8 月 PPI 同比下降 2%，预期降 2%，前值降 2.4%。

8 月 M2 同比增 10.4%

央行数据显示，8 月 M2 同比增 10.4%，预期 10.8%，前值增 10.7%。新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。社会融资规模增量为 3.58 万亿元，预期 2.66 万亿元，前值 1.69 万亿元。

中国 8 月出口（以人民币计）同比增 11.6%

中国 8 月出口（以人民币计）同比增 11.6%，预期增 12.4%，前值增 10.4%；进口同比降 0.5%，预期增 6.1%，前值增 1.6%。其中，出口增速自 5 月份以来连续刷新年内新高，反映中国外贸正在走出疫情后最黑暗的时期。

同业动态

金融监管蓝皮书：治乱象与促合规是信托业监管主题

2020 年 9 月 11 日，中国社会科学院金融研究所、国家金融与发展实验室、社会科学文献出版社共同发布了《金融监管蓝皮书：中国金融监管报告(2020)》。

蓝皮书指出，就监管政策的影响程度而言，信托业从 2018 年开始进入了久违的严监管周期。2019 年是信托业进入严监管周期的第二年。近两年的信托业监管实践表明，治理风险和合规问题可能是一个复杂艰巨且漫长的过程。具体到信托业务领域，今后仍将严控银信通道类业务，防止违规资金进入房地产、地方政府以及产业政策限制的融资领域。监管精神将更加重视精准有效地防范化解风险问题，同时监管政策也可能更加规范透明。2020 年受宏观形势影响的严监管仍将持续下去，执行口径也仍可能动态调整。

中国信托业协会公布《2020 年 2 季度末信托公司主要业务数据》

9 月 11 日，中国信托业协会公布《2020 年 2 季度末信托公司主要业务数据》，根据数据显示，截至 2020 年 2 季度末，信托资产规模为 21.28 万亿元，同比下降 5.56%，比年初减少 3250.48 亿元；环比下降 0.22%，降幅收窄。这是自 2017

年 4 季度以来信托业管理资产规模连续 10 个季度下降。上半年信托业整体实现经营收入 550.52 亿元，同比 2019 年 2 季度末 522.95 亿元增长 5.27%，上半年利润 341.02 亿元同比（374.96 亿元）下降 9.05%。另外，截至 2020 年 2 季度末，信托赔偿准备金为 296.01 亿元，同比 2019 年 2 季度末 266.38 亿元增长 11.12%，环比 1 季度末 295.39 亿元增长 0.21%。信托赔偿准备金占所有者权益比例从 2019 年 2 季度末 4.45% 提高到 2020 年 2 季度末 4.56%。

北京银保监局发文禁止暴力催收、严控外包风险等问题

9 月 8 日，北京银保监局发布《关于进一步规范信托公司个人信托贷款业务的通知》（下称《通知》）。《通知》显示，北京银保监局明确了信托公司以贷款方式管理运用信托财产属于《信托公司管理办法》规定的特许经营范围，信托公司应参照《个人贷款管理暂行办法》审慎开展个人信托贷款业务。《通知》针对当前部分信托公司在个人信托贷款业务调查、审批、协议签订、放款、收费、催收等多个环节存在的突出问题明确监管要求，重点从履行贷款人义务、改进业务模式、规范合作机构管理和保护消费者权益等四方面针对性加强监管，旨在深入整治市场乱象，引导辖内信托公司个人信托贷款业务回归业务本源，切实防范化解金融风险，促进业务平稳健康发展，更好保护金融消费者权益。

民生信托家族信托业务单笔交付资产过亿

2020 年 9 月 10 日，中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”或“公司”）首单以家庭为单位交付资产规模过亿的项目成功设立，刷新了公司在家族信托业务交付规模上的新纪录。

地产信息

上周房地产市场：楼市整体成交环比下行，土地供求环比走低

中指研究院报告显示，上周楼市整体成交环比下行，各线代表城市均不同程度下滑；同比来看，上周楼市整体成交有所提升，二线城市升幅较小。

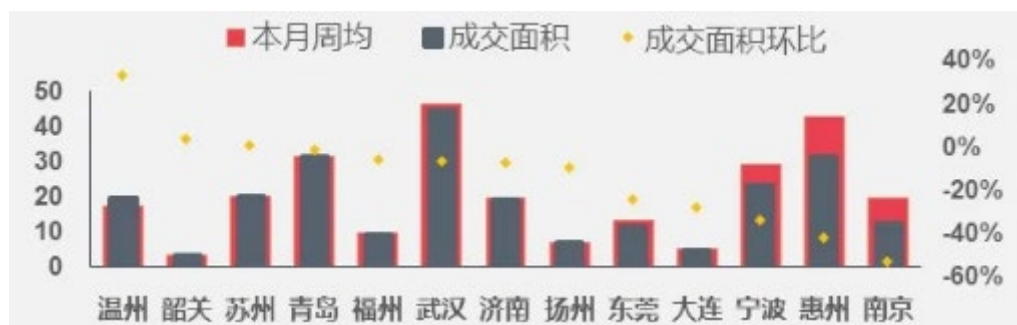
	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	-11.8%	+30.9%
二线城市	-13.4%	+5.7%
三线城市	-34.1%	+30.7%

上周，一线城市成交量整体环比下滑 11.8%。其中，上海降幅显著，为 42%；深圳升幅较大，约 50%。同比来看，楼市整体成交持续上升，升幅为 30.9%。其中，深圳升幅明显，为 158%；另外，北京稳中有升，升幅约为 25%。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
北京	17.04	+23%	+25%
上海	21.80	-42%	-13%
广州	22.34	-9%	+69%

深圳	13.55	+50%	+158%
----	-------	------	-------

上周二线代表城市成交环比下降 13.4%，同比上升 5.7%。其中南京降幅较高，超五成；宁波和大连次之，降幅在 30% 左右。监测的代表城市中，仅温州和苏州环比上升，其中温州升幅超 30%。三线代表城市成交量环比下降 34.1%，其中惠州降幅较高，为 42.4%；东莞次之；另外，仅韶关稍有上升。同比来看，三线代表城市整体上升 30.7%。



图：上周二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，上周全国 40 大中城市推出面积 551 万平方米，环比减少 11%；成交面积 504 万平方米，环比减少 19%；整体出让金 386 亿元，环比减少 37%；溢价率 11%，环同提升 3 个百分点。

	上周	环比变化
推出面积	551 万平方米	-11%
成交面积	504 万平方米	-19%
出让金	386 亿元	-37%
溢价率	11%	+3 个百分点

《住房租赁条例（征求意见稿）》发布

9 月 7 日，住建部发布《住房租赁条例（征求意见稿）》，这是住房租赁领域首部条例性文件，其中值得关注的几点内容如下：**（1）稳租金为监管核心。**条例第三十六条明确，直辖市、设区的市级人民政府应当建立住房租赁指导价格发布制度，定期公布不同区域、不同类型租赁住房的市场租金水平信息。对于租金上涨过快的，可以采取必要措施稳定租金水平；**（2）租赁备案制。**条例第十六条规定，出租人和承租人签订住房租赁合同的，应当通过房屋网签备案系统进行备案。住房租赁企业租赁住房或者房地产经纪机构促成住房租赁的，由住房租赁企业或者房地产经纪机构办理住房租赁合同网签备案；**（3）“高进低出”、“长收短付”受管控。**条例第三十八条明确，住房租赁企业存在支付房屋权利人租金高于收取承租人租金、收取承租人租金周期长于给付房屋权利人租金周期等高风险经营行为的，房产管理等部门应当将其列入经营异常名录，加强对租金、押金使用等经营情况的监管。

河南省全面取消郑州市中心城区之外的落户限制

近日，《2020 年河南省新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》正式下

发，其中在深入推进户籍制度改革方面，《重点任务》提出要全面取消除郑州市中心城区之外的其他市县和省辖市落户限制。推动郑州中心城区落实在城镇稳定就业生活的新生代农民工和建档立卡农村贫困人口、在城镇就业生活 5 年以上和举家迁徙的农业转移人口、农村学生升学和参军进城的人口等重点群体“零门槛”落户政策。

沈阳发布楼市新政稳定房地产市场

9 月 6 日，沈阳市房产局等 9 部门发布《关于进一步促进我市房地产市场稳定健康发展的通知》，内容主要包括：（1）提高二套首付比例，严格执行个人购买首套商品住房首付比例不低于 30% 规定，第二套商品住房首付比例提高到 50%。首付款须一次性支付，禁止分期支付和“首付贷”；（2）调整增值税政策，将个人住房转让增值税免征年限由 2 年调整到 5 年。

北京将编制各区房地产调控目标

9 月 13 日，北京市住建委发布《北京住房和城乡建设发展白皮书（2020）》显示，2019 年，北京保持房地产调控政策稳定性，不加码、不放松，全年房地产市场总体运行平稳。《白皮书》指出，要继续做好房地产市场调控，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。注重调控精细化，做好根据形势发展预调微调的政策储备。加快推动北京市房地产市场平稳健康发展长效机制工作方案落地，落实属地主体责任，按照全市统筹、因区施策原则，编制各区长效机制方案和调控目标。

深圳将建立婚姻信息查询机制，完善住房贷款管理

9 月 10 日，中国人民银行深圳中心支行、深圳银保监局、深圳市住房和建设局联合下发通知，将建立婚姻信息查询机制，完善个人住房贷款管理。此次政策主要内容为：深圳市住建局将进一步完善房地产信息平台功能，通过省数据共享机制为商业银行提供购房人婚姻登记信息的查询便利；商业银行办理个人住房贷款业务，应通过房地产信息平台，查询借款人婚姻状况和购房家庭成员名下在深圳市拥有的住房套数，作为贷款审核依据。

近两三年中国房价将维持高位盘整态势

9 月 7 日，中国社会科学院生态文明研究所与社会科学文献出版社联合发布《房地产蓝皮书：中国房地产发展报告 No. 17（2020）》，指出综合各种相关因素分析，近两三年内中国房价总体上将维持高位盘整态势。除少数三、四线城市和个别地段、个别楼盘外，整体上的房价大涨大落都是小概率事件。新冠肺炎疫情对 2020 年住房交易会有短期影响，对房价总体走势影响则是极小概率。

常州调控房地产市场

9 月 12 日，常州市正式开始执行《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》。在土地市场调控方面，《通知》明确常州市在年初公布计划规

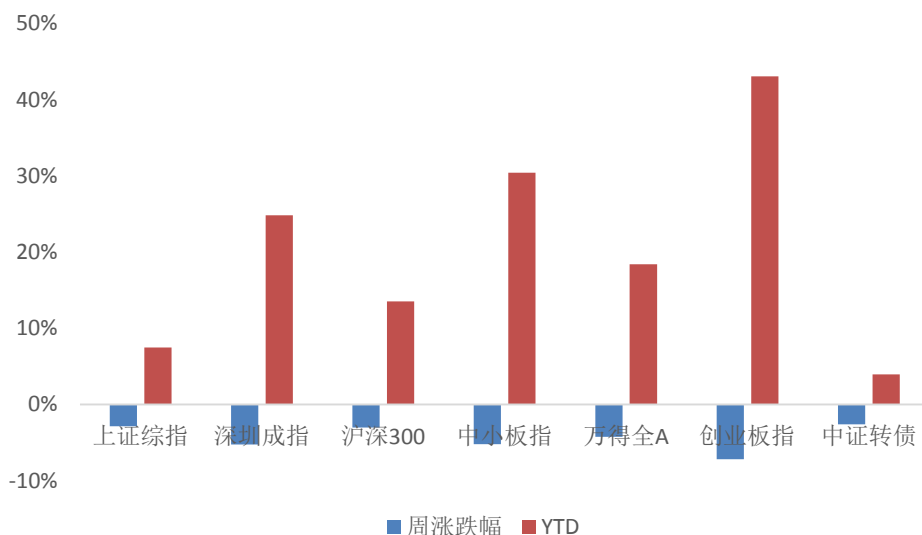
模的基础上将进一步增加普通住宅用地的供应量，优化供应结构。在限购限贷方面，凡在《通知》施行后新购买常州市区（不含金坛区）商品住房的，自取得不动产权证后满 4 年方可上市交易，新购买商品住房的时间以商品房合同网签备案时间为准；已拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房最低首付比例调整为不低于 60%。

资本市场

股票市场

本周（8.31-9.4），上证指数下跌 2.83%，连跌两周。具体来看，上证综指报收于 3260.35 点，下跌 2.83%；深圳成指报收于 12942.95 点，下跌 5.23%；沪深 300 报收于 4627.28 点，下跌 3.00%；创业板指报收 2536.62 点，下跌 7.16%；中证转债指数报收于 362.95 点，下跌 2.59%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,260.35	-2.83%	7.50%
深圳成指	12,942.95	-5.23%	24.84%
沪深 300	4,627.28	-3.00%	13.53%
中小板指	8,613.31	-5.19%	30.43%
万得全 A	5,063.85	-4.25%	18.40%
创业板指	2,536.62	-7.16%	43.07%
中证转债	362.95	-2.59%	3.95%



债券市场

本周，市场短期资金收紧态势缓解，隔夜资金价格大幅下行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 1.4640，下跌 62.40BP；7 天 SHIBOR 报收 2.1620，下跌 3.80BP。同业存单收盘到期收益率 (AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 30.16BP、0.55BP、

7. 07BP 和 4. 81BP、4. 84BP。3 个月短融和国债分别上行 2. 67BP 和下行 5. 25BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	2.0880	1.4640	-62.40
1 周	2.2000	2.1620	-3.80
CDAAA1M	2.3215	2.6231	30.16
CDAAA3M	2.6952	2.7007	0.55
CDAAA6M	2.9388	3.0095	7.07
CDAAA9M	2.9994	3.0475	4.81
CDAAA1Y	3.0000	3.0484	4.84
短融 3 个月	2.7965	2.8232	2.67
国债 3 个月	2.3757	2.3232	-5.25
国债 1 年期	2.6151	2.5964	-1.87
国债十年期	3.1454	3.1346	-1.08

央行公开市场操作情况

根据央行公告, 本周累计开展公开市场逆回购操作 6200 亿元, 无 MLF 投放; 本周共有 3900 亿元逆回购到期, 无 MLF 到期, 共实现资金净投放 2300 亿元。

	上周 (8.29-9.4)		本周 (9.5-9.11)	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	7500 亿元	2800 亿元	3900 亿元	6200 亿元
MLF				
SLF				
SLO				
合计	净回笼 4700 亿元		净投放 2300 亿元	