



中诚信托研究周报

战略研究部
2020 年第 41 期
总第 113 期
2020/11/12

热点研究

美国大选对资产配置组合的影响分析

目前，美国大选仍在进行中，从多家美国媒体统计的数据来看，民主党候选人已获得当选美国总统所需的多数选票。若民主党实现执政，宽财政和松货币作为短期政策组合可能性较高，有助于全球金融市场风险偏好的修复。从资产配置角度来看，短期内权益资产具有优异表现，长期需密切关注大宗商品价格表现。

一、美国大选影响全球资本市场政策预期

虽然民主党获得美国总统选举胜利近在咫尺，但大选的结果仍需按照美国的法律和程序确定。目前，市场对民主党执政后所实施的政策总结的已较为全面，主要包括应对疫情、财政政策、清洁能源、金融监管税收等几个方面。总的来看，若拜登就任美国总统，在清洁能源、金融监管、货币政策和税收政策等方面将与特朗普政府截然不同，而在财政政策、对华政策等方面也有所差别。

项目	政策措施
应对新冠疫情	首先宣布将组建抗疫专家组，积极应对疫情
财政政策	1.3 万亿美元的新基建投资
清洁能源	重返《巴黎协定》，在 2050 年之前，美国将实现 100% 的清洁能源
金融监管	严格金融监管，修改沃克尔规则，下调“系统性重要金融机构”门槛，实施金融交易税等
货币政策	尊重美联储独立性，美联储将重回旧轨
税收政策	强化二次分配
对华政策	重回奥巴马政府时期拉拢盟友在国际体系和多边框架下对抗中国的路径

数据来源：网络，中诚信托战略研究部整理

表 1：民主党竞选政策总结

除了美国总统选举，参众两院的选举也将是影响美国政府未来政策实施的重要变量。截至目前（11 月 11 日），美国参众两院选举仍然十分焦灼，在众议院选举中，民主党首先获得了多数席位 218 票，但控制力有所减弱；而在参议院选举中，共和党暂时领先民主党，离控制参议院仅差 1 票。若共和党拿下参议院，民主党也将成为“跛脚政府”，相关重要政策实施势必大打折扣。

短期来看，民主党若实现执政，宽财政和松货币作为短期政策组合的可能性较高。近期，美国新冠疫情不容乐观，连续多天单日新增新冠肺炎确诊病例超过 10 万例、累计确诊人数已超过 1020 万、住院和死亡人数不断攀升，各项数据均创历史新高。疫情和恢复经济是拜登就任美国总统后的首要任务，在严峻的形势下，拜登已宣布将组建抗疫专家组，并在自己就职后开始实施这一抗疫计划。短期内，迅速控制疫情，继续推动财政刺激计划落地，维持货币政策宽松，有助于加速社会经济秩序的恢复。

二、美国大选后的政策预期将对全球金融市场产生影响

随着外部不确定性因素的消退，宽财政和松货币组合将有助于全球金融市场风险偏好的修复。中长期来看，美国经济恢复程度将是美联储货币政策切换的信号。随着外部冲击风险因素的消退，国内货币政策将以我为主，重点防范金融风险。

（一）短期内全球金融市场风险偏好有望修复

鉴于目前巨大的政府债务压力及经济恢复压力，短期内保持低利率水平仍将是最佳选项。从美联储 11 月 5 日的利率决议来看，维持货币政策不变，基准利率保持在近零水平，资产购买规模也维持不变，宽松货币政策将支持美国经济重回正轨。这也将有助于全球风险偏好的修复。从中长期来看，拜登政府则希望通过“新基建”投资、新能源投资等拉动美国经济持续发展。拜登政府希望 10 年内在基础设施领域投资 1.3 万亿美元，4 年内在清洁能源领域投资 2 万亿美元。即使出现投资数额缩水的情况，这一计划也会尽快实施。随着拜登政府大规模财政支出计划，美国长短国债利率将出现大幅上行趋势。

（二）美国经济恢复程度是美联储货币政策切换的信号

特朗普政府时期，美联储的独立性受到较大的挑战，并通过修改《多德—弗兰克法案》等放松金融行业监管。若拜登就任美国总统，美联储将重回旧轨，美联储的独立性得以延续。在美联储 11 月 5 日的利率决议中，美联储主席鲍威尔也表示，危机过后，时间一到就会把应急政策措施放回工具箱；复苏情况已经超过美联储基线预期，但离目标还有很远的距离。这也就意味着美国经济恢复程度是美联储货币政策切换的信号。摩根士丹利（Morgan Stanley）等机构也分析认为，若大规模刺激政策落地，美联储的首次加息时间可能会从 2024-2025 年左右提前至 2023-2024 年。此外，现任美联储主席鲍威尔和另外两位副主席都将于 2022 年任期期满，这也使中期内的货币政策存在诸多的不确定性。

（三）美元走势持续分化将有助于对冲部分通胀压力

疫情以来，美元指数对发达经济体和除中国以外的新兴市场经济体总体呈分化的走势。从表现来看，在 3 月份美元流动性紧张局面缓解后，美元指数对发达经济体快速下行，虽然在 10 月份欧洲二次疫情爆发，美元指数有所上行，但整体仍呈下行趋势；但在对新兴经济体方面，美元指数仍保持相对强势。在疫情控制方面，欧洲已实施了更为严格的封锁措施，随着疫苗的陆续使用，和拜登抗疫政策的落地，欧美经济复苏将使美元指数对发达经济体进入相对稳态的波动区

间。但新兴市场在抗疫的能力和恢复经济方面将明显慢于发达国家，美元指数相对于除中国外的新兴市场经济体仍将保持强势。鉴于新兴经济体是全球重要的资源供给国，美元相对强势将在一定程度上对冲全球经济复苏引发大宗商品价格快速上涨的担忧。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 1：名义美元指数仍将呈分化走势

（四）国内货币政策仍将以稳定为主

国内情况相对较为乐观，外部冲击因素逐步消退，未来货币政策将以防风险为主。从数据来看，国内一季度 GDP 负增长，但得益于应对疫情相关政策得力，国内复工复产有序推进，二季度即实现转正达 3.20%。三季度更是比上年同期增长 4.9%，增速比二季度提高 1.7 个百分点，年内经济实现正增长问题不大。从通货膨胀数据来看，CPI 指数 1、2 月份上涨较多，3 月份开始回落，受高基数影响，10 月份仅为 0.5%。虽然 2020 年经济前高后低已成为一致预期，但高增长、低通胀，经济复苏过程中的掣肘压力不大。从 11 月 6 日央行发布《中国金融稳定报告(2020)》的内容来看，金融稳定将是未来我国货币政策的核心考量因素。在 10 月份，易纲行长两次提及“总闸门”措辞后，2021 年货币政策将可能出现“稳货币、紧信用”的组合。

三、未来一段时期资产配置组合的策略分析

鉴于上述分析，短期内，在全球经济复苏、通货膨胀未出现大幅上行的条件下，资产配置顺序为权益>商品>黄金>信用债>利率债；中长期内，若出现通胀大幅上行、货币政策收紧迹象，则商品表现强于权益资产表现。

（一）短期内权益资产将迎来一定提升空间

拜登曾在竞选时表示，如果当选美国总统将重新评估特朗普政府对从中国进口的商品征收的关税政策，因为这些关税实际上是对美国消费者和企业征税。在对外政策方面，拜登将颠覆特朗普的孤立主义政策，重回奥巴马政府时期拉拢盟友在国际体系和多边框架下对抗中国的路径。虽然长远来看，拜登当选不会改变

美国对华的遏制政策，可能给中国外交造成更为不利的国际处境，但金融市场受突发因素冲击的负面影响可能性将下降。伴随全球经济的复苏，即使通胀出现温和上行，权益资产也将有良好表现。

（二）密切关注大宗商品价格上行的信号

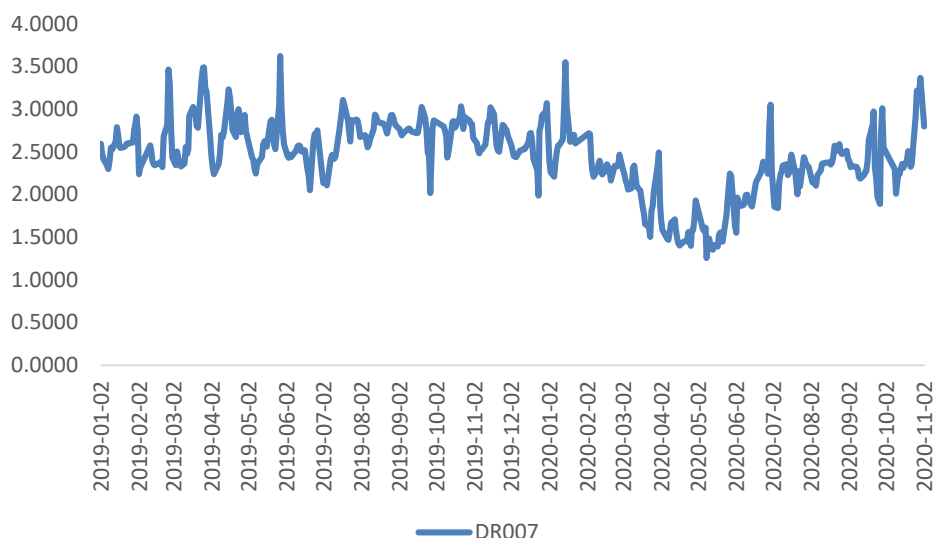
疫情发生以后，欧美等国均实施了大规模的货币投放，美国总共 4 轮的财政救助累计规模高达 3 万多亿美元。在全球经济复苏的情况下，资本市场最为担忧的既是通胀是否会出现大幅上行趋势。目前，美联储认为没有通胀大幅上升的风险。8 月，美联储目标通胀策略由通胀目标制（Inflation Targeting）过渡到平均通胀目标制（Average-inflation Targeting），也进一步减少了通胀对短期美联储低利率政策的制约。不过，一旦出现大宗商品价格走强、美国经济复苏超预期的迹象，叠加货币政策收紧和美元走强，新兴市场国家金融市场将出现动荡，因而大宗商品价格仍值得密切关注。

（三）黄金价格走势取决于美国实际利率

从黄金资产表现来看，近期震荡趋势仍在持续。COMEX 黄金在 8 月触及 2069.40/盎司的高位后，受欧洲疫情和美联储货币政策鸽派程度下降、美国经济数据有所好转等因素影响，一路震荡下行，跌破 1900/盎司点位。拜登获取领先优势后，COMEX 黄金曾一度回调至 1951.50 点，但随后受辉瑞制药新冠疫苗研发成功影响，11 月 9 日日内跌幅超过 4%。此次黄金价格下跌是由于市场避险需求下行引发的过度反应。未来，黄金价格走势仍取决于美国实际利率。在经济复苏的条件下，黄金仍有一定的上行空间。

（四）债券市场预计仍难有出色表现

从国内来看，短期利率 DR007 回升至 2% 左右区间，10 年期国债收益率保持在 3% 以上水平，长短期利率已回归正常。随着国内经济逐步恢复，货币政策大幅宽松的可能性较低，债券市场整体处于底部区间。从美国情况来看，随着经济复苏，避险需求的下降，中美国债利差也呈收窄趋势。在经济复苏的条件下，债券市场预计难有出色的表现。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 2：DR007 回归 2%左右区间

（五）组合投资可加大权益资产配置

目前，组合投资策略可采取积极的策略，保持 90%以上的仓位比重，加大权益资产配置比重，择机减持部分黄金资产。从配置行业来看，短期内，金融、顺周期、受出口影响的可选消费类和交通运输等受疫情影响较为严重的行业将随着疫情有效控制而逐步恢复；中长期来看，在 5G 建设、清洁能源、新能源汽车等中美可能出现联动机会的领域也值得关注。

执笔人：杨晓东

宏观形势

《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》正式印发

国务院办公厅正式印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，要求落实新能源汽车相关税收优惠政策，优化分类交通管理及金融服务等措施。推动充换电、加氢等基础设施科学布局、加快建设，对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持，助力新能源汽车产业发展。

10 月出口增长 11.4%

中国海关总署的数据显示，按美元计价，中国 10 月外贸进出口为 4159.2 亿美元，同比增长 8.4%。其中，出口增长 11.4%，进口增长 4.7%。

10 月财新服务业 PMI 为 56.8

中国 10 月财新服务业 PMI 为 56.8，预期 55，前值 54.8；综合 PMI 为 55.7，前值 54.5。服务业供需持续加速复苏，就业连续三个月保持扩张，企业家对经济前景极为乐观；两大行业 PMI 上升，推动财新中国综合 PMI 升至近十年来最高。

同业动态

集合信托募集规模下降，收益率反弹动力不足

经历了短期的回暖后，信托行业募集规模再次出现回落。11 月 8 日，据用益信托最新监测数据显示，上周集合信托市场回调，募集规模大幅回落，共有 202 款集合信托产品成立，环比减少 0.49%；募集资金 163.68 亿元，环比下滑 47.45%。各投资领域的集合信托产品规模增减不一，金融类集合信托募集资金 82.77 亿元，环比减少 40.06%；房地产类信托的募集规模 38.42 亿元，环比增加 20.51%；基础产业类信托募集资金 6.17 亿元，环比减少 71.12%；工商企业类信托募集资金 35.83 亿元，环比下滑 70.01%。

年内四家信托公司完成增资，增资总额超过 160 亿元

11 月 6 日，财信信托、国元信托同日发布增资完成公告。相关公告显示，通

过增资，财信信托、国元信托的注册资本分别已增至 43.8 亿元和 42 亿元，均处于行业中游水平。在此之前，建信信托、江苏信托均已完成增资，注册资本分别达到 105 亿元、87.6 亿元。以此计算，四家信托公司增资总额超过 160 亿元。

除此之外，今年还有五矿信托、陕国投也正在增资中。五矿信托增资或年内完成，注册资本有望突破百亿元。

首份信托公司竞争力指数报告发布

2020 年 11 月 6 日，普益标准和光大信托联合发布信托业界首份《中国信托公司综合竞争力指数研究报告（2020）》（以下简称《报告》）。《报告》旨在深化资管机构间的合作，推动信托公司重塑核心竞争力，助力信托业创新转型。

《报告》通过构建竞争力指数体系，一方面，可为信托公司和社会公众提供一套成体系的具有专业理论支撑和行业发展实践验证的参考标准，便于各方更全面地了解信托公司；另一方面，有助于信托公司对照自身发展经历和资源禀赋，调整和打造自身专属的核心竞争力。《报告》通过定量与定性的方式，全面展示了 2012 年到 2019 年间 68 家信托公司的综合竞争力变化情况及背后的驱动力。

招商银行发布首份中国家族信托报告

11 月 9 日，招商银行在京发布《2020 中国家族信托报告》，并推出该行家族信托业务两大创新功能。据了解，该报告基于数千份高净值人士调研问卷和近 200 人次深度访谈，深度剖析中国高净值人士最为关注的财富传承问题和中国家族信托行业发展趋势，是目前聚焦中国境内家族信托实务、信息最为详实的家族信托报告。

地产信息

上周房地产市场：楼市成交环比降同比升，土地市场整体供求环比走低

中指研究院报告显示，上周楼市整体成交环比降同比升。分城市来看，环比一线降幅高于二三线；同比仅二线代表城市上升。土地市场整体供求环比走低。

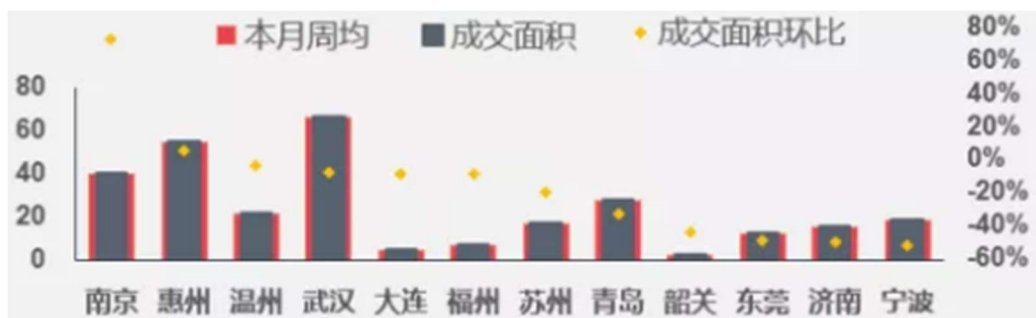
	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	-31.7%	-6.8%
二线城市	-16.7%	+25.7%
三线城市	-13.4%	-1.0%

上周，一线城市成交量整体环比下降 31.7%。分城市来看，上海降幅显著，约为 43%；北京次之，下降近四成；仅深圳小幅上升。同比来看，楼市整体成交小幅下滑，降幅为 6.8%。其中，广州降幅明显，约为 50%；另外，深圳和北京同比上升。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
北京	17.39	-38%	+40%
上海	24.95	-43%	-24%

广州	8.46	-19%	-50%
深圳	14.45	+8%	+85%

上周，二线代表城市成交环比下降 16.7%，同比上升 25.7%。其中宁波降幅较高，超五成；济南次之，下降 50.6%；温州降幅较小，降幅在 5% 以内。监测的代表城市中，南京升幅较大，为 73.0%。三线代表城市成交量环比下降 13.4%，其中东莞降幅较高，近 50%；仅惠州上升 5.4%。同比来看，三线代表城市整体下降 1.0%。



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 636 万平方米，环比减少 1%；成交面积 301 万平方米，环比减少 73%；整体出让金 247 亿元，环比减少 74%。

	上周	环比变化
推出面积	636 万平方米	+7%
成交面积	301 万平方米	-5%
出让金	247 亿元	-17%

中央定调“十四五”中国楼市发展规划

11 月 3 日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。关于房地产市场，《建议》中指出推进以人为核心得新型城镇化。其中提及坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房共计。总体上来看，《建议》为未来 5 年的楼市发展指明方向：一是“房住不炒”贯穿未来五年；二是减少房地产对金融资源的挤占；三是大力发展住房租赁；四是重视老旧小区改造；五是住房消费健康发展。

网络小额贷款不得用于买房炒股

11 月 2 日晚间，中国银保监会、中国人民银行就《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见。办法表示，小额贷款公司应与借款人明确约定贷款用途，并且按照合同约定监控贷款用途，贷款用途应符合法律法规、国家宏观调控和产业政策。网络小额贷款不得用于以下用途：从事债券、股票、金融衍生品、资产管理产品等投资；购房及偿还住房抵押贷款。

坚持农村土地农民集体所有制，坚持家庭承包关系

近日，国家主席习近平对推动农村土地制度改革、做好农村承包地管理工作作出重要指示强调，要坚持农村土地农民集体所有制不动摇，坚持家庭承包经营基础性地位不动摇。要运用农村承包地确权登记颁证成果，扎实推进第二轮土地承包到期后再延长 30 年工作，保持农村土地承包关系稳定并长久不变。

监管机构对房地产信托展开摸底排查

日前，银保监会信托部向各地银保监局下发《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》，要求继续严控房地产信托规模，强化房地产信托穿透监管，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道。据悉，此次专项排查主要针对房地产信托业务的持续合规监管情况、风险防范化解情况及落实整改问责情况，银保监会要求各银保监局于 11 月 30 日前将排查情况上报。

前 10 月房企债券融资破万亿，11 月迎来年内偿债最高峰

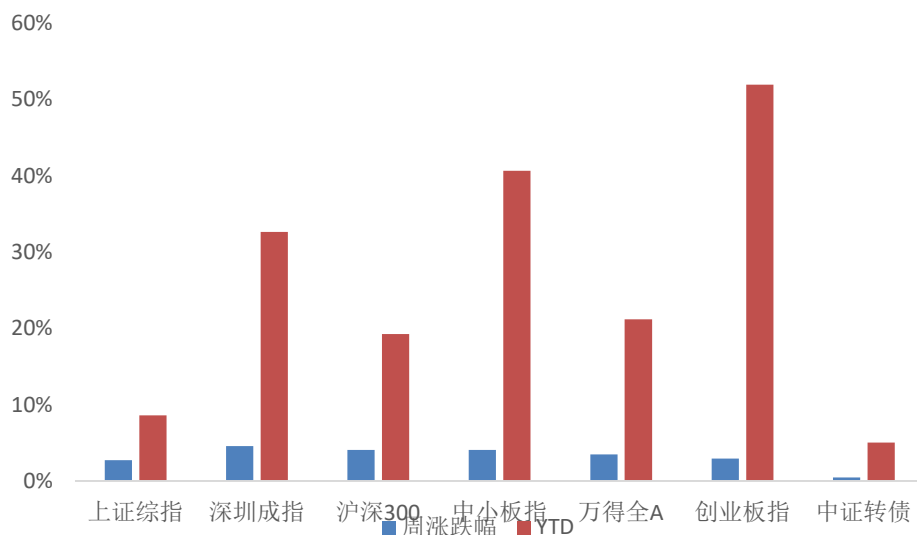
贝壳研究院统计整理数据显示，2020 年 1-10 月房企境内外债券融资累计约 10,283 亿元，融资规模突破万亿，同比微增 1%，增幅较 2019 年同期大幅收窄 20%。2020 年前 10 月融资规模占比 2019 年全年 87.1%，这也意味着，至年末，房企在金融监管升级的过渡期内将面临降负债与冲业绩的双重压力考验。另外，境内债市受黄金周影响发债规模下滑，境外债市继续维持不确定性预期，同时 10 月末出现短时波动性回暖。延续 9 月发债规模不及到期债务规模的趋势，房企短期资金流动性承压，11 月迎来年内偿债最高峰。

资本市场

股票市场

本周（11.2-11.6），市场回暖迹象明显，上证指数上涨 2.72%。具体来看，上证综指报收于 3312.16 点，上涨 2.72%；深证成指报收于 13838.42 点，上涨 4.55%；沪深 300 报收于 4885.72 点，上涨 4.05%；创业板指报收 2733.07 点，上涨 2.91%；中证转债指数报收于 367.43 点，上涨 0.43%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,312.16	2.72%	8.59%
深圳成指	13,838.42	4.55%	32.67%
沪深 300	4,885.72	4.05%	19.26%
中小板指	9,329.94	4.05%	40.67%
万得全 A	5,231.44	3.44%	21.20%
创业板指	2,733.07	2.91%	52.00%
中证转债	367.43	0.43%	5.01%



债券市场

本周，市场资金整体充裕，大部分资金价格下行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 1.7900，下跌 53.20BP；7 天 SHIBOR 报收 2.2150，下跌 24.90BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别下行 6.42BP、上行 0.33BP、下行 4.40BP 和 1.24BP、上行 0.23BP。3 个月短融和国债分别上行 3.61BP 和下行 1.34BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	2.3220	1.7900	-53.20
1 周	2.4640	2.2150	-24.90
CDAAA1M	2.5013	2.4371	-6.42
CDAAA3M	3.0382	3.0415	0.33
CDAAA6M	3.1475	3.1035	-4.40
CDAAA9M	3.2103	3.1979	-1.24
CDAAA1Y	3.2087	3.2110	0.23
短融 3 个月	3.0897	3.1258	3.61
国债 3 个月	2.6647	2.6513	-1.34
国债 1 年期	2.7525	2.7832	3.07
国债十年期	3.1785	3.2063	2.78

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 3200 亿元，无 MLF 投放；本周共有 5100 亿元逆回购到期，4000 亿元 MLF 到期，共实现资金净回笼 5900 亿元。

	上周（10.24-10.30）		本周（10.31-11.6）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	3200 亿元	5100 亿元	5100 亿元	3200 亿元
MLF			4000 亿元	
SLF				
SLO				
合计	净投放 1900 亿元		净回笼 5900 亿元	