12月资产配置月报:经济复苏曲折前行，风险资产迎来战略配置窗口

大类资产配置月报

评级:

标普 500 指数最新收盘价	3691.96
十年期美债收益率（%）	0.94
报告日期	2020-12-08

11月主要大类资产表现回顾

所属市场	指数	11月回报率	所属市场	指数	11月回报率
发达国家股指	MSCI全球	12.01%	商品：指数	高盛商品指数	13.15%
	美国标普	10.95%		CRB商品指数	10.59%
	美国纳斯达克	11.91%	商品：原油	原油 (WTI)	26.68%
	欧洲stoxx50	18.09%	商品：贵金属	金	-5.42%
	日本Nikkei225	15.05%		银	-4.28%
新兴市场股指	香港恒指	9.38%	商品：基本金属	铜	12.24%
	上证综指	5.19%		铝	-7.70%
	MSCI新兴市场	7.77%	商品：农产品	玉米	5.64%
美国债	美国10Y国债	-3.48bp		大豆	10.63%
	美国投资级债	2.79%		棉花	3.40%
	美国高收益债	3.96%	汇率	美元DXY指数	-2.31%
欧洲债	德国10Y国债	-1bp		欧元	2.40%
	欧洲投资级	-0.36%		日元	0.34%
	欧洲高收益	-3.99%		英镑	2.90%
新兴市场债	中资美元债	-0.61%		加元	-2.46%
	中资美元投资级债	-0.36%		澳元	4.50%
	中资美元高收益债	-1.62%		在岸人民币	1.71%

标普 500 指数与美国国债收益率



研究员： 刘少杰
+86 010 8741 2914
Shaojie.Liu@yff.com

研究助理： 颜正野
+86 0755 3638 0372
Wesley.yan@yff.com

研究助理： 苏扬
+86 010 8741 2914
Yang.su@yff.com

12 月大类资产核心策略观点

- 大选后美国总统权力有序交接，佐治亚州联邦参议员二次选举将决定美国参议院最终归属情况。拜登提名的内阁人选多数为奥巴马时期民主党旧部，任期内大概率推翻特朗普现行政策。提名名单中财长耶伦广受市场关注，其“鸽派”美联储前主席的身份有望帮助拜登上台后财政政策的有效推行。
- 海外主要央行维持的宽松货币政策为再通胀埋下伏笔，财政政策和疫苗上市的进展扰动 12 月份通胀预期。首批疫苗授权审批期和集中交付将在 12 月开展，财政政策的推进也是市场 12 月份的关注点。如果疫苗该阶段进展的顺利，两党可能搁置在援助对象上的分歧，并在扶持小企业、扩大失业保险规模和资助疫苗分发抗疫支持措施上达成共识，预计通胀预计将进一步抬升，此前疫情导致的通胀结构分化将部分修复，美债收益率存在继续上行压力。
- 宏观杠杆率偏高制约下，国内长期需求受到抑制，疫情后经济增长波动收敛后继续向下寻找新的中枢。短期货币政策逐步回归中性，社融扩张已经进入顶部区域，市场转向关注以 PPI 衡量的企业盈利指标上行的持续性，重点关注出口与汽车消费的强度，明年二季度为重要时间点。此外，RCEP 协议的签订有望长期促进中国出口与产业链优化。
- 经济复苏逐步深化，12 月我们继续看好财政刺激预期与疫苗消息催化下的风险资产反弹，其中发达市场股票资产维持高配，大宗工业品次之。美债收益率仍有上行空间，债券在配置组合中仍处于低配状态。

风险提示

海外疫情超预期扩散；国内流动性超预期收紧；疫苗进展不及预期；通胀水平快速上升。

目录

1. 11 月大类资产表现回顾 3

2.关注拜登组阁和参议院归属，耶伦当选财长预期提振市场 3

2.1 共和党或继续控制参议院，拜登内阁名单浮出水面 3

2.2 耶伦当选财长有利于政策有效配合 4

3. 海外经济复苏边际放缓，美国新冠疫情不容乐观 5

3.1 复苏预期继续强化，新增就业边际转弱 5

3.2 美国疫情未到峰值，关注海外“双节”消费 6

4. 通胀预期聚焦财政协议进展与疫苗上市节奏 7

4.1 低利率环境与充裕的流动性为再通胀埋下伏笔 7

4.2 宽松货币政策与乐观预期抬头，通胀回暖迹象初显 8

5. 国内信用周期见顶，盈利关注出口与汽车 10

5.1 长期经济下行趋势未变，信用周期已处顶部区域 10

5.2 盈利周期强度关注出口链条与汽车链条 12

5.3 RCEP 协议签订长期利好出口 13

6. 大类资产展望：经济复苏深化，股票、工业品维持超配 14

1. 11月大类资产表现回顾

股票市场：11月全球股票市场普涨，发达国家股票市场表现更好于新兴市场，MSCI全球股票指数回报率达12.01%，MSCI新兴市场回报率达7.77%，恒生指数回报率达9.38%。

债券市场：美国十年期国债收益率震荡为主，全月下行3.48bp，美国投资、高收益债回报率分别为2.79%、3.96%，但欧洲与中资美元债券均取得负收益。

商品市场：与股票市场顺周期行业共振，工业品价格大涨。CRB商品指数上涨10.59%，其中WTI原油、LME铜回报率分别为26.68%、12.24%，黄金则下跌了5.42%。

汇率市场：美元指数延续偏弱走势，全月下跌2.31%，欧元兑美元上涨2.40%，在岸人民币对美元上涨1.71%。

11月全球经济复苏深化，美国大选落地与新冠疫苗的好消息推升投资者风险偏好。全球股票市场与工业品共振大涨，美元、贵金属等避险资产下跌。受益于持续优秀的疫情控制与强劲的出口增长数据，中国资产继续受到追捧，恒生指数、上证指数回报率分别达9.38%与5.19%，人民币兑美元汇率继续升值，海外资本持续流入中国市场。

图1：11月大类资产表现回顾

所属市场	指数	11月回报率	所属市场	指数	11月回报率
发达国家股指	MSCI全球	12.01%	商品：指数	高盛商品指数	13.15%
	美国标普	10.95%		CRB商品指数	10.59%
	美国纳斯达克	11.91%	商品：原油	原油 (WTI)	26.68%
	欧洲stoxx50	18.09%	商品：贵金属	金	-5.42%
	日本Nikkei225	15.05%		银	-4.28%
新兴市场股指	香港恒指	9.38%	商品：基本金属	铜	12.24%
	上证综指	5.19%		铝	-7.70%
	MSCI新兴市场	7.77%	商品：农产品	玉米	5.64%
美国债	美国10Y国债	-3.48bp		大豆	10.63%
	美国投资级债	2.79%		棉花	3.40%
	美国高收益债	3.96%	汇率	美元DXY指数	-2.31%
欧洲债	德国10Y国债	-1bp		欧元	2.40%
	欧洲投资级	-0.36%		日元	0.34%
	欧洲高收益	-3.99%		英镑	2.90%
新兴市场债	中资美元债	-0.61%		加元	-2.46%
	中资美元投资级债	-0.36%		澳元	4.50%
	中资美元高收益债	-1.62%		在岸人民币	1.71%

数据来源：Bloomberg，云锋金融

2.关注拜登组阁和参议院归属，耶伦当选财长预期提振市场

2.1 共和党或继续控制参议院，拜登内阁名单浮出水面

美国总统权力交接正在平稳进行。美国联邦总务署署长Murphy11月23日下午通知候任总统拜登，称已准备好启动正式过渡进程。26日现任总统特朗普表示，如果选举人团投票支持拜登，那么他将离开白宫。。国会归属方面，民主党继续成为众议院多数党，但席位占比优势下降。参议院选举最新结果为民主党、共和党分别获得48席、50席，由于佐治亚州双方参议员候选人均未获得超过50%的支持率，将于1月5日重新进行选举。如果共和党再拿下一席即可控制参议院，如果民主党拿下两席，则可凭借副总统作为参议院议长的关键票控制参议院。

佐治亚州参议院席位选情决定了未来国会是仍处于分裂状态还是被民主党完全控制。两个

席位分别将在民主党人Jon Ossoff与共和党人David Perdue、共和党人Kelly Loeffler与民主党人Raphael Warnock之间产生。

David Perdue与Kelly Loeffler是佐治亚州现任的共和党参议院，具有丰富的商界与政界经验，人脉背景丰富。而民主党候选人Jon Ossoff此前是一名记者，Raphael Warnock目前是一位牧师，都没有从政经验。从候选人情况与首轮投票结果来看，共和党在1月5日的重新选举中占有优势，即参众两院继续分裂概率较大。

图 2：佐治亚州参议员首轮投票结果

	Candidates	Votes(%)	
Seat 1	(D)Jon Ossoff	47.95	Runoff
	（R）David Perdue	49.73	Runoff
	（O）Shane Hazel	2.32	
Seat 2	（R）Kelly Loeffler	25.91	Runoff
	（D）Raphael Warnock	32.90	Runoff
	（R）Doug Collins	19.95	

数据来源：Foxnews，云锋金融

图 3：拜登（提名）部分内阁成员

主要职位	人选	背景
副总统	Kamala Harris	加州联邦参议员
国务卿	Antony Blinken	奥巴马时代副国务卿
财政部长	Janet Yellen	美联储前主席
国土安全部部长	Alejandro Mayorkas	奥巴马时代国土安全部副部长
美国驻联合国和大使	Thomas-Greenfield	奥巴马时期的国务卿助理
气候变化问题特使	John Kerry	奥巴马时代国务卿

数据来源：Foxnews，云锋金融

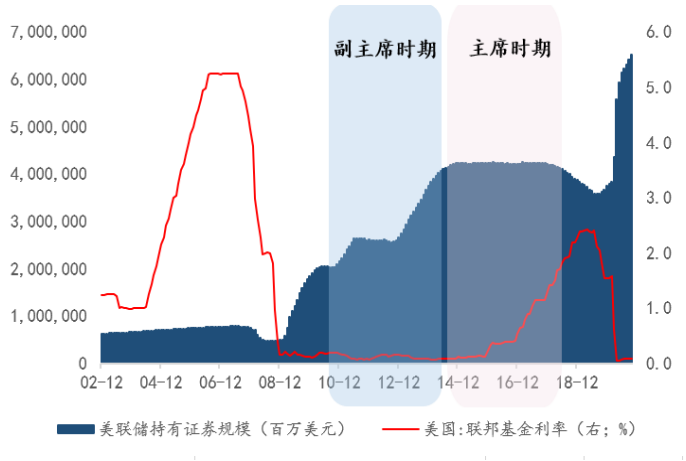
总统权力交接期间，拜登的主要任务是人事任选。美国政府内阁由副总统和15个执行部门的负责人以及几个少数关键职位组成，除了副总统Kamala Harris外，拜登已完成Antony Blinken担任国务卿、Janet Yellen担任财政部部长等人的提名。拜登的内阁提名中很大一部分人员在奥巴马时期政府中任居副职，性别、肤色等身份背景也比较多元化。从拜登此前公布的竞选纲领与内阁人选看，其上台后或推翻大部分在特朗普时期制定的政策。

2.2 耶伦当选财长有利于政策有效配合

市场普遍关注拜登内阁提名前美联储主席耶伦担任未来的财政部部长。耶伦曾在2010年至2018年间担任美联储副主席与主席，政策取向偏鸽派，对退出宽松政策态度相对温和。她对于美联储在新冠疫情期间的非常规货币政策持肯定态度，并曾多次呼吁财政政策应起到关键作用。

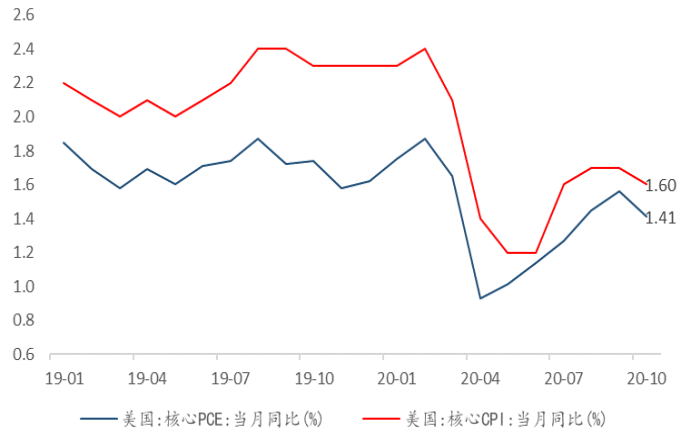
如果曾担任美联储主席的耶伦担任美国财政部部长，学院派的背景也使其财政政策更容易得到两党共同支持，前美联储主席的身份预示耶伦有能力与美联储展开更好的合作，将有利于新一轮财政刺激法案的落地及货币、财政政策之间的有效配合以支持抗疫，也将有效推动参议院选举落地前后民主党争取到新一轮更大规模的财政刺激法案。10月美国核心PCE同比增长1.4%，仍处于较低水平。对美联储而言，受未来更加“鸽派”的财长上台预期影响，对潜在的通胀上行忍耐度更高，宽松货币周期或维持更长时间。

图 4：耶伦任职期间美联储联邦基金利率与资产规模



数据来源：Wind，云锋金融

图 5：美国核心 PCE 与核心 CPI 同比



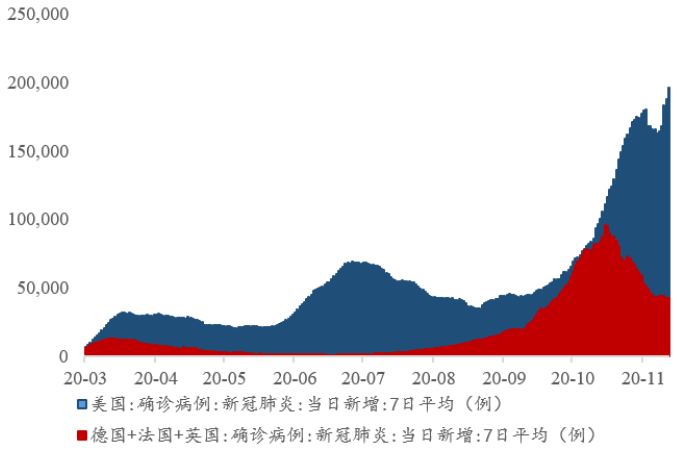
数据来源：Wind，云锋金融

3. 海外经济复苏边际放缓，美国新冠疫情不容乐观

3.1 复苏预期继续强化，新增就业边际转弱

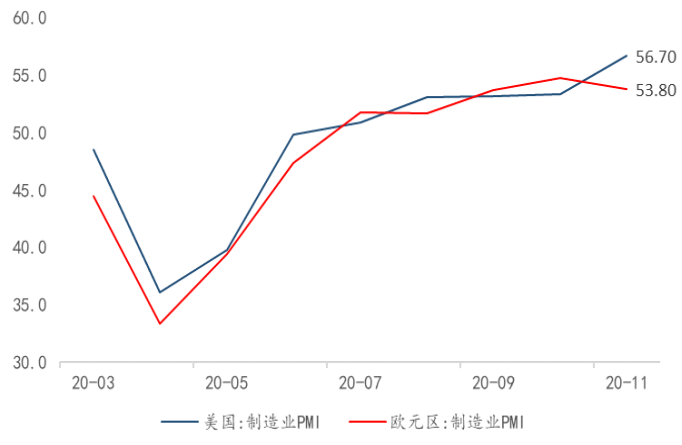
欧洲多国11月初开始执行居家办公、减少娱乐与宵禁等抗疫措施，已取得一定成效，德国、法国与英国合计日增加确诊人数下降至5万例以下。但是美国疫情仍不容乐观，单日确诊人数已超过20万例，且暂时未出现明显的下降趋势。虽然欧洲疫情缓解，但封禁措施对经济的负面影响也很明显，11月欧元区制造业PMI下行至53.8，服务业PMI降至41.3，连续三个月位于枯荣线以下。11月美国制造业PMI56.7，服务业PMI57.7，相对而言经济预期仍处于较好状态。

图 6：美国及欧洲主要国家新冠疫情



数据来源：Wind，云锋金融

图 7：美国与欧元区制造业 PMI

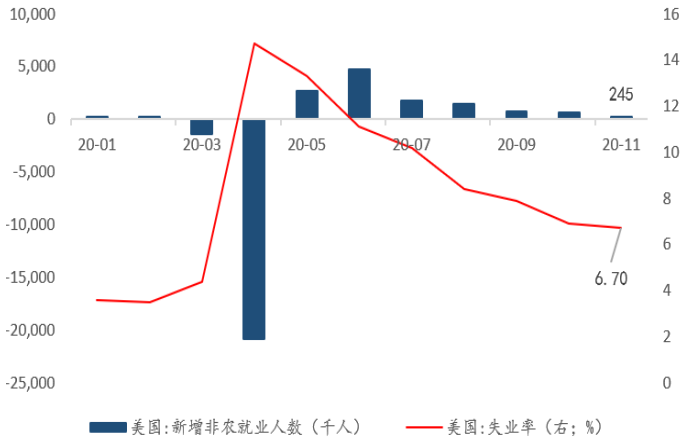


数据来源：Wind，云锋金融

美国11月新增非农就业24.5万人，远低于预期的46.9万人，9月至11月非农新增就业人数分别为66.1万人、63.8万人和24.5万人，新增人数连续减少。从结构上看，11月运输仓储业新增就业较多，可能与感恩节购物有关，但此前一向表现较好零售业出现负增长，专业与商业服务、教育与保健服务新增就业量也有所下降。失业率6.7%，低于预期6.8%、前值6.9%，失业率虽继续下降

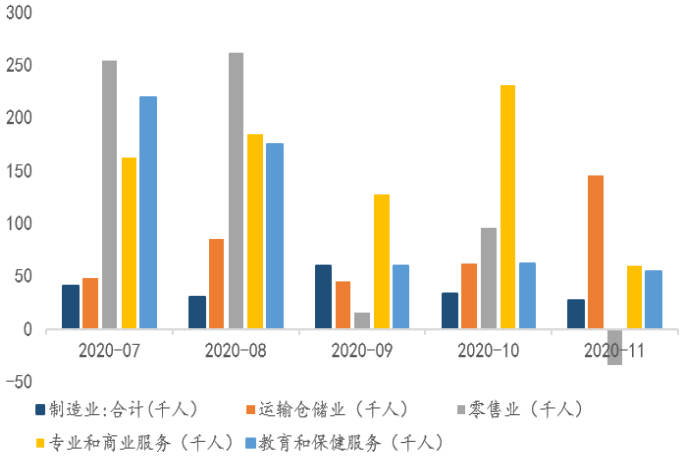
但劳动参与率为61.5%，相对前值的61.7%下行0.2百分点。美国就业市场的修复边际放缓，反映财政刺激缺位的情况下，经济自我修复的力度下降。数据公布后，美国众议院议长佩洛西表示“非农数据显示就业市场放缓，为两党达成新一轮刺激法案提供新动力”。就市场偏好而言，虽然就业数据边际转弱，但市场对财政刺激与货币宽松的预期仍然比较乐观。

图 8：美国新增就业与失业率



数据来源：Wind，云锋金融

图 9：美国非农新增就业结构

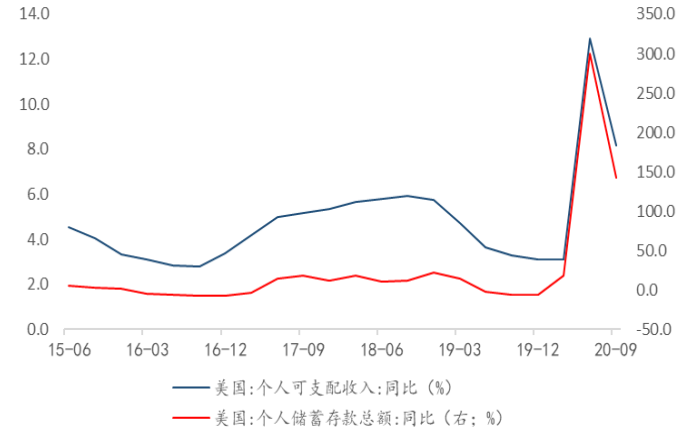


数据来源：Wind，云锋金融

3.2 美国疫情未到峰值，关注海外“双节”消费

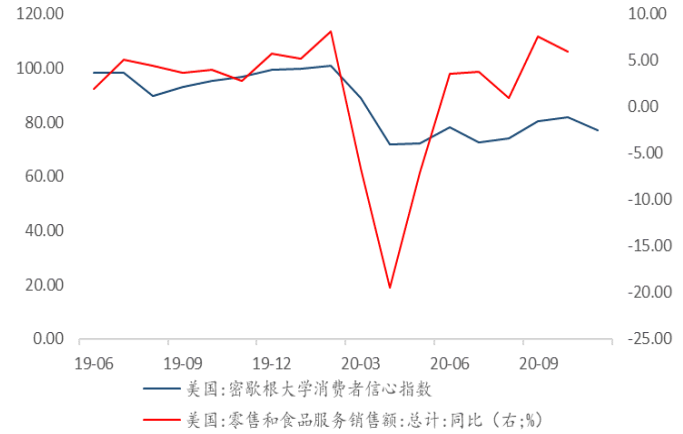
疫情爆发后，美国政府通过发放现金、提高失业救助金等方式增加居民部门的转移支付收入，个人收入与储蓄水平大幅上升，这也是美国经济复苏结构中消费端远强于生产端的主要原因。但是两党持续博弈，新一轮财政刺激方案迟迟无法落地，现金发放和货币刺激效应消退，此前一向表现强势的美国消费端数据开始转弱，11月密歇根大学消费信心指数回落至76.9，10月零售销售同比回落至6.0%。

图 10：美国个人可支配收入、储蓄存款同比



数据来源：Wind，云锋金融

图 11：美国消费信心指数与零售销售同比

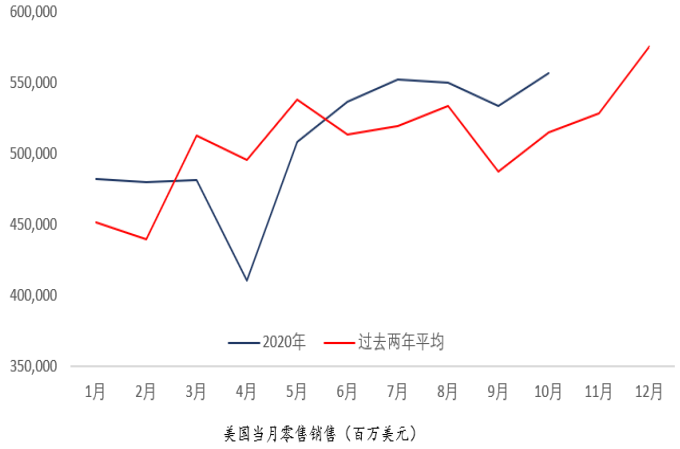


数据来源：Wind，云锋金融

年底的感恩节、圣诞节的是欧美国家重要的“双节”消费旺季，消费总金额占全年30%左右。疫情改变了民众的消费习惯，据Adobe Analytics统计，今年美国感恩节在线消费者支出达51亿美元，同比增长了近22%。另据Sensormatic Solutions统计，“黑色星期五”当天，外出购物人数比

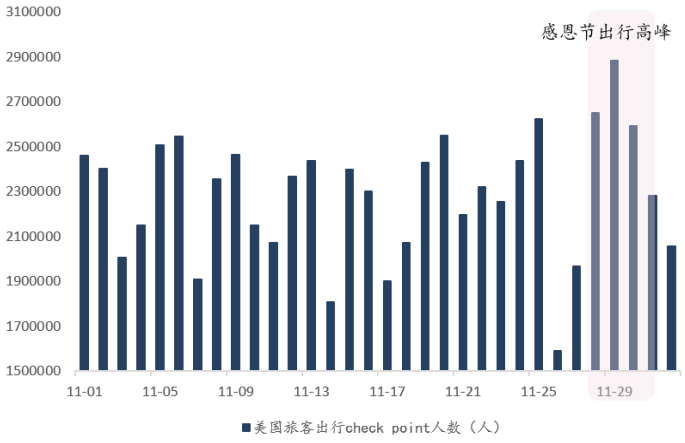
去年暴跌了52%。虽然消费方式从线下转为线上，但是感恩节期间美国部分民众还是选择了集中出行，这将不利于疫情控制，圣诞节也将于三周后到来，目前大概率未到美国疫情确诊的峰值。

图 12：美国零售销售数据的季节性分布



数据来源：Wind，云锋金融

图 13：美国 check point 口径下出行人数



数据来源：TSA，云锋金融

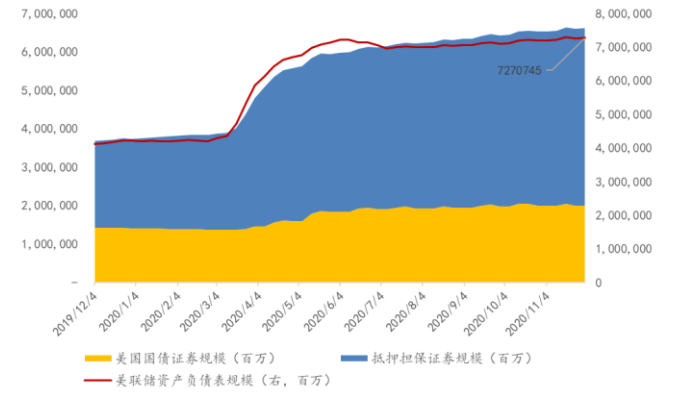
4. 通胀预期聚焦财政协议进展与疫苗上市节奏

4.1 低利率环境与充裕的流动性为再通胀埋下伏笔

基于就业修复的长期性和疫情新增趋势的严重性，11月份主要发达国家央行保持货币政策宽松态度。近期G4央行的发布动态表明，各国央行均表示保持目前的低利率水平长期不变，其中美联储最新的点阵图表明在2023之前，联邦基金利率大概率保持在0-0.25%水平。

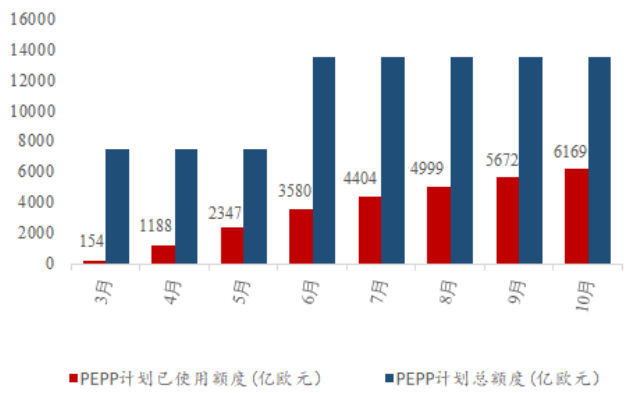
各国央行为市场充裕的流动性提供支持。11月份，美联储将多个紧急贷款计划延长至2021年3月并在披露的联邦公开市场委员议息会议中预示QE至少在2021年底保持目前每月800亿美元国债和400亿美元MBS购买规模不变。就结构和频率而言，美联储公开委员会成员普遍认为保持目前量化宽松的节奏是合适的。欧央行方面，欧元区经济数据和欧洲央行最新表态预示欧洲央行在12月加码货币宽松的可能性较大，市场预计欧洲央行将宣布增加至少5000亿欧元的购债额度以及其他货币工具。各国央行保持货币宽松为市场提供充盈的流动性，从隔夜回购利率来看，美元借贷成本保持低位，11月份美元指数下降2.17至91.87，保持在下行区间。

图 14：美联储资产负债表持续膨胀



数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 15：欧央行 PEPP 计划逐步实现

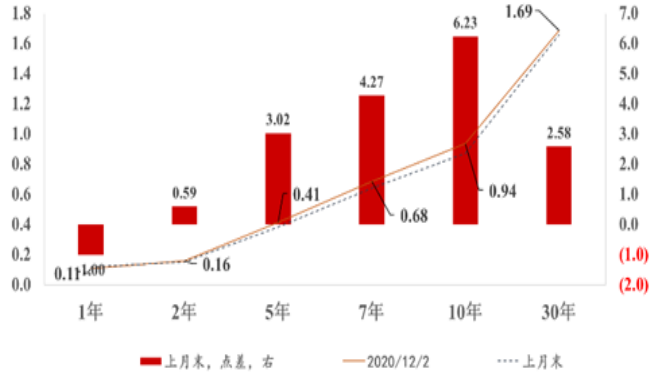


数据来源：Wind，云锋金融

4.2 宽松货币政策与乐观预期抬头，通胀回暖迹象初显

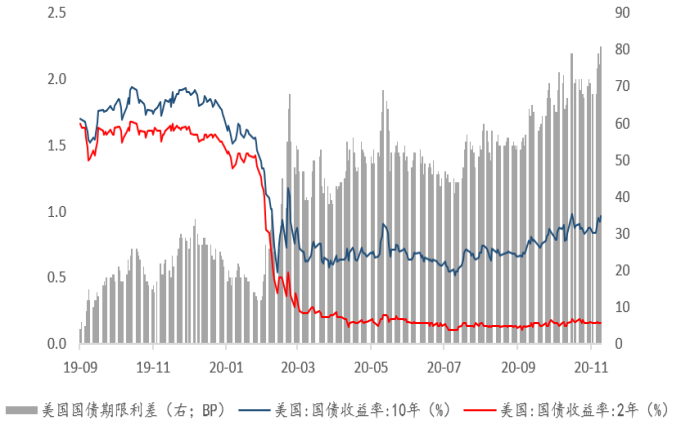
在前期的疫情冲击下，美国企业部门的库存已降至历史低位。防疫需求驱使下，食品以及清洁用品遭到抢购，对应价格同比保持高位，而交通运输行业与服装行业受出行活动下降影响同比增速保持低迷。11月份，海外疫苗研制进展出现较大突破，而上游资源品价格在供需矛盾凸显的背景下开始快速反弹。具体而言，11月份10年美债收益率持续上行，长短端利差持续扩大。美国服务业、制造业PMI指数走高预且企业新增订单量明显回升。美国PPI价格同比由4月份的-1.5%逐步回暖到10月份的0.5%水平。11月的CRB商品指数上涨9.698%至160.06美元，铜价上涨12.707%至7566美元/吨，铝价上涨10.39%至2040美元/吨。从原油价格看，Brent原油价格持续回升，当月油价上涨27.076%至47.59美元/桶，WTI原油价格上涨26.148%至45.06美元/桶。

图 16：美国国债收益率曲线



数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 17：美国十年期国债与两年期国债利差



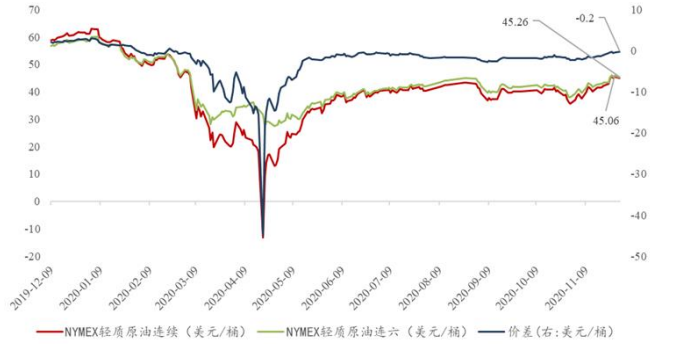
数据来源：Wind，云锋金融

图 18：基本金属价格持续上行



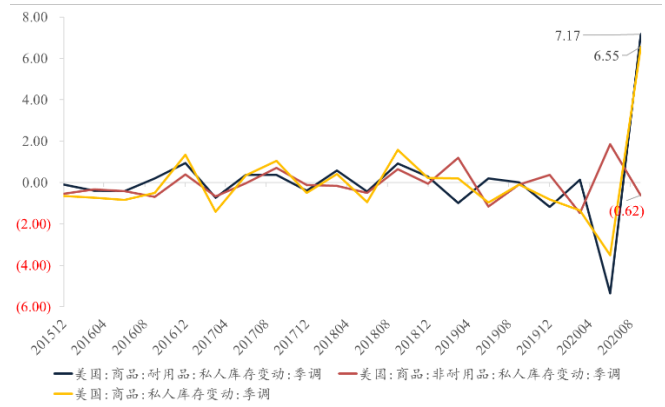
数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 19：原油价格逐步回暖



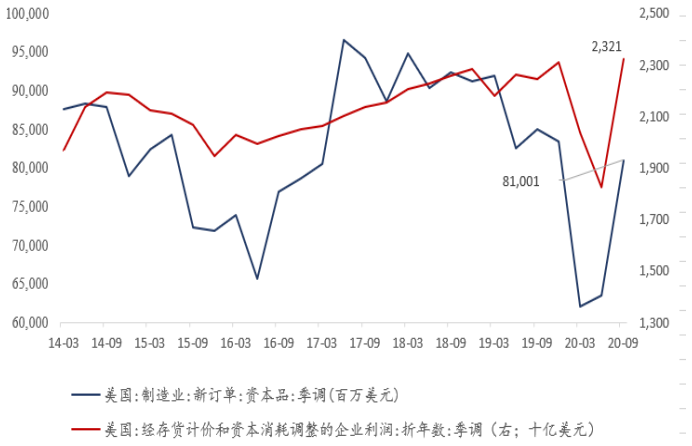
数据来源：Wind，云锋金融

图 20：库存周期开始回暖



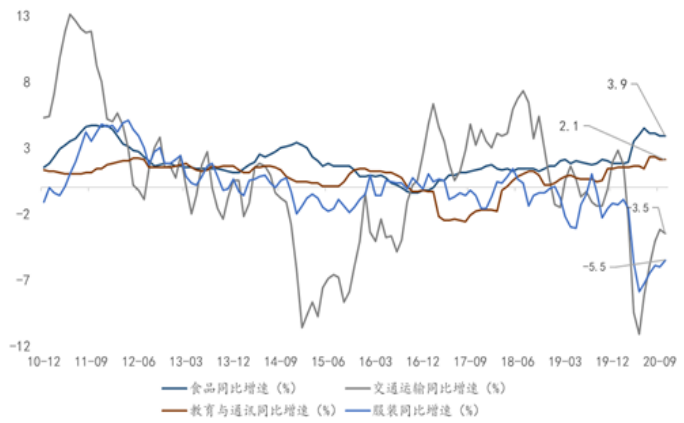
数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 21：美国新增订单量止跌反弹



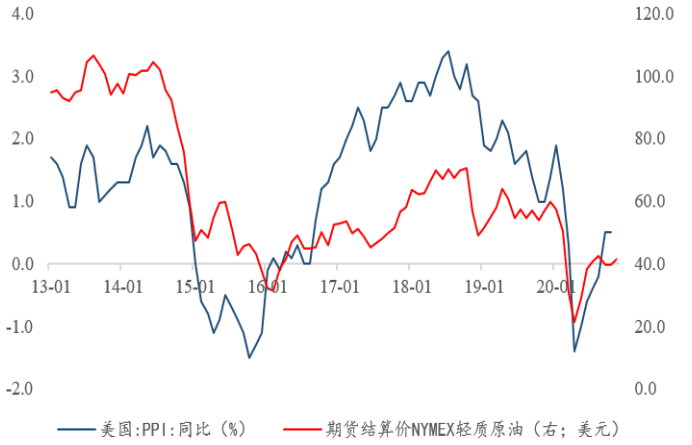
数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 22：不同 CPI 分项出现分化



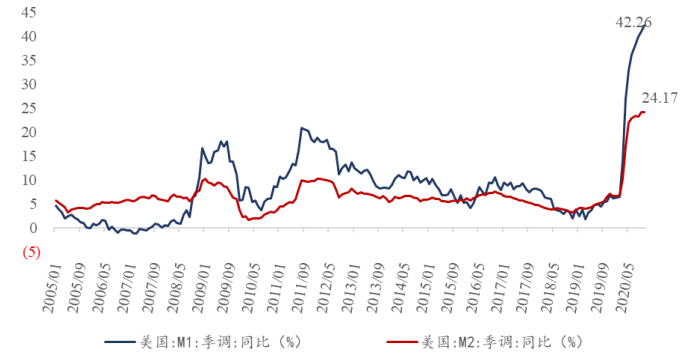
数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 23：美原油期货价格与美国 PPI 同比



数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 24：美国货币投放量激增



数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 25：消费者信心指数逐步回暖



数据来源：Bloomberg，云锋金融

美国12月份“双节”集中出行的背景下，人口活动半径和接触程度的增加为疫情的传播提供“杠杆”，疫情爆发风险上升，但辉瑞与Moderna疫苗三期临床的利好结果显著提振了市场乐观情绪。财政政策方面，11月份，民主党推出的8090亿美元的新冠纾困方案未能取得共和党的同意。

12月8日，在与参议院多数党领袖麦康奈尔商谈后，美国财长又姆努钦向众议院议长佩洛西提出了规模9160亿美元的新刺激计划。

12月份疫苗与美国财政政策的进展主导市场的通胀预期。首批疫苗授权审批期和集中交付将在12月开展，财政政策的推进也是市场12月份的关注点。如果疫苗该阶段进展的顺利，两党可能搁置在援助对象上的分歧，并在扶持小企业，扩大失业保险规模，资助疫苗分发等抗疫支持措施上达成共识。

图 26：海外新冠疫苗领头企业研发进展

covid-19疫苗研发进程								
制药企业	国家	研制阶段	2020/11/18	2020/12/1	2020/12/10	2020/12/15	2020/12/17	2020/12/22
BioNTech/Pfizer	欧洲/美国	等待FDA授权、交付	III期	申请紧急使用	FDA讨论授权	第一批新冠疫苗交付		
Moderna/NIAID	美国	等待FDA授权、交付		申请紧急使用			FDA讨论授权	第一批疫苗交付

数据来源：Bloomberg，云锋金融

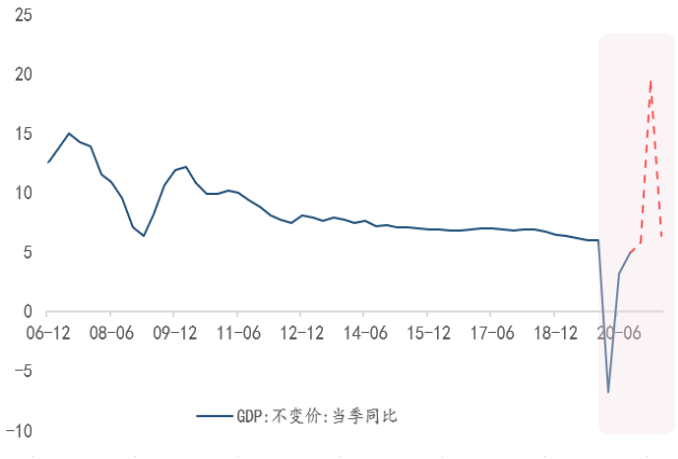
备注：统计日期截至 2020.11.30

5. 国内信用周期见顶，盈利关注出口与汽车

5.1 长期经济下行趋势未变，信用周期已处顶部区域

新冠疫情对中国经济增长的影响体现为一段比较大的波动，随着疫情受控，刺激政策退出，经济波动逐步收敛。长期来看，一方面，疫情期间宽松的货币政策并没有带来总需求的正向扩张，并且可能在未来体现为资产的价格上涨或商品的通胀。在另一面，制约需求增长的高债务问题不但没有缓解，反而继续恶化。截止20Q3，政府、居民与非金融企业部门宏观杠杆率同比19Q3分别上升6.3pct、6.3pct与11.5pct，上升速度与次贷危机爆发后的09年接近。受高债务问题制约，疫情扰动的因素消除后，实际GDP增长率大概率继续寻找新的中枢平台。

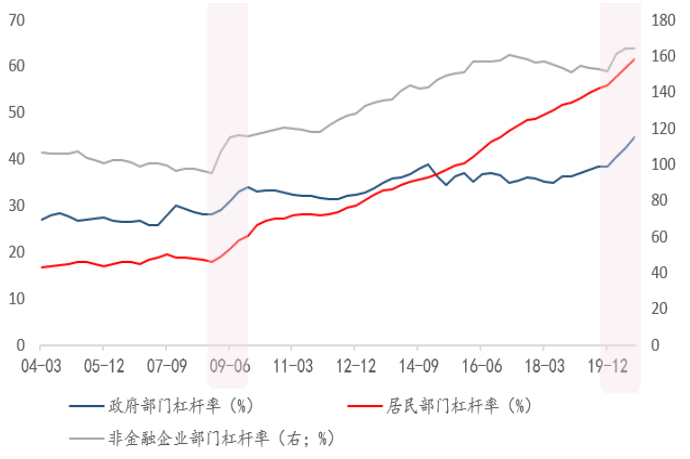
图 27：中国实际 GDP 同比（%）



数据来源：Wind，云锋金融

备注：红色虚线部分为 Wind 一致预期

图 28：政府、居民与非金融企业部门宏观杠杆率



数据来源：Wind，云锋金融

货币供应端，10月M2同比增长10.5%，二季度触及高点后已步入下行趋势，银行间7天回购利率稳定在2%以上。11月26日央行公布《2020年第三季度中国货币政策执行报告》，确认经济增长好于预期，继10月易纲行长讲话释放出货币政策回归中性和稳杠杆的信号后，在报告中正式提出“把握好货币供应总闸门”的表述。事实上，除了货币市场短端资金利率明显上行外，9月平均贷款加权利率上升6bp，为2019年3月以来的首次上行，反映央行对货币流动性已经有一定收紧。

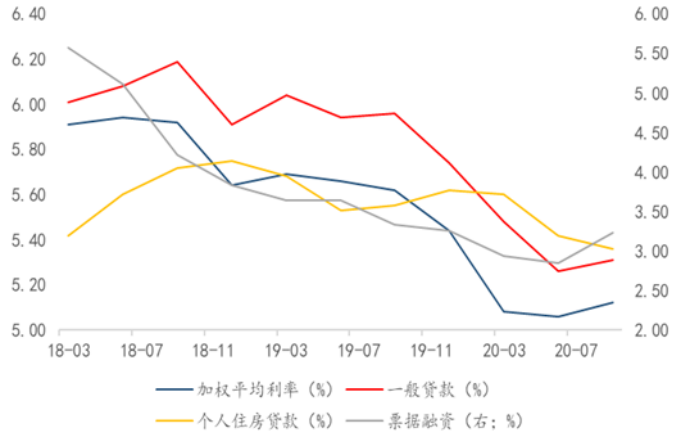
低基数效应下，明年GDP大概率高增长，央行提到“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，提及潜在产出意味着货币政策不会因为基数变化导致的GDP跳升而大幅收紧货币。但在疫情消退、经济回升的背景下与“尽可能长时间实施正常货币政策”的思路下，相对于美联储等海外央行，中国央行货币过度宽松的必要性已经不足，转而缓慢收紧货币流动性的趋势较为确定。

图 29：M2 同比与 DR007



数据来源：Wind，云锋金融

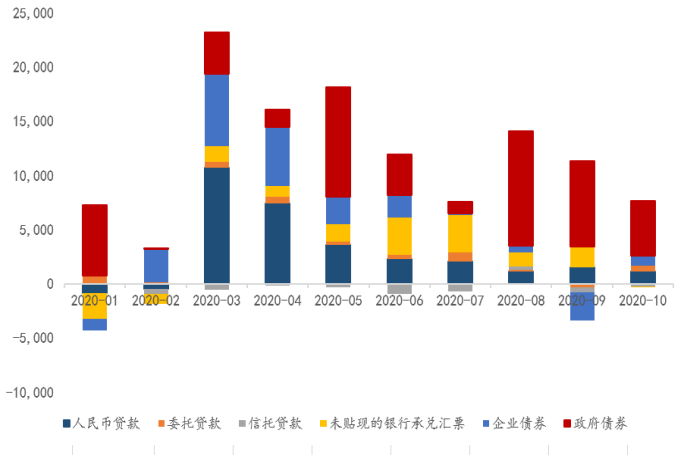
图 30：人民币加权贷款利率



数据来源：Wind，云锋金融

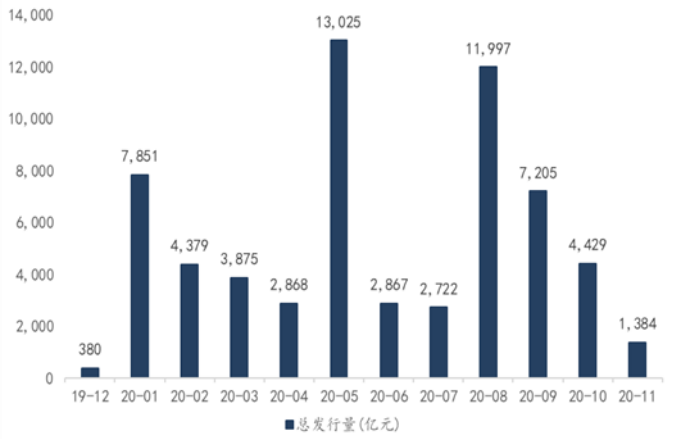
10月社融存量同比增长13.7%，相对于9月的13.5%继续扩张，但已经处于顶部区间。人民币贷款、企业债券与政府债券贡献了今年的社融主要的增量，尤其是7月份财政部发文要求加快专项债发行以后，政府债券融资成为社融的主要新增贡献量。疫情影响下，宏观逆周期调节政策力度加大，地方政府债券成为重要的财政刺激工具，反映本轮信用扩张以政府部门为主要载体。

图 31：社融同比多增量分项结构（亿元）



数据来源：Wind，云锋金融

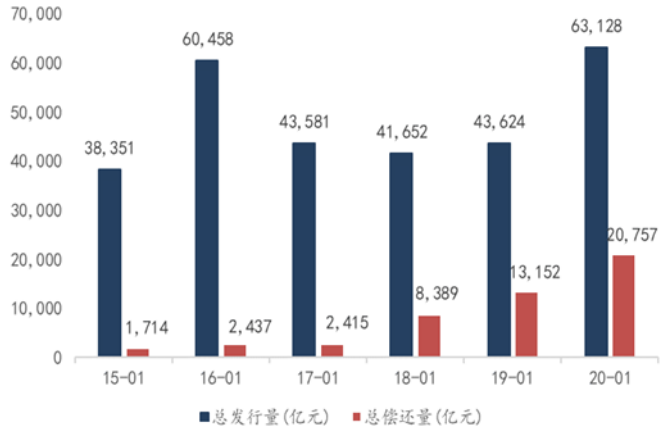
图 32：地方政府债券月度发行规模



数据来源：Wind，云锋金融

11月地方政府债券发行量为1384亿元，已经明显下降，累计已经完成今年新增额度的95%。2017-2019年，地方政府债券发行量分别为4.4万亿、4.2万亿与4.4万亿，而2020年前11个月已经达6.3万亿，总偿还压力也上升至逾2万亿。随着国内疫情得到控制、经济有效恢复，大力度宏观对冲的必要性下降。近期将公布2021年地方债发行额度，预计相对今年有明显下降，社融规模衡量的本轮信用周期见顶回落概率较大。

图 33：地方政府债券年度发行/偿还规模

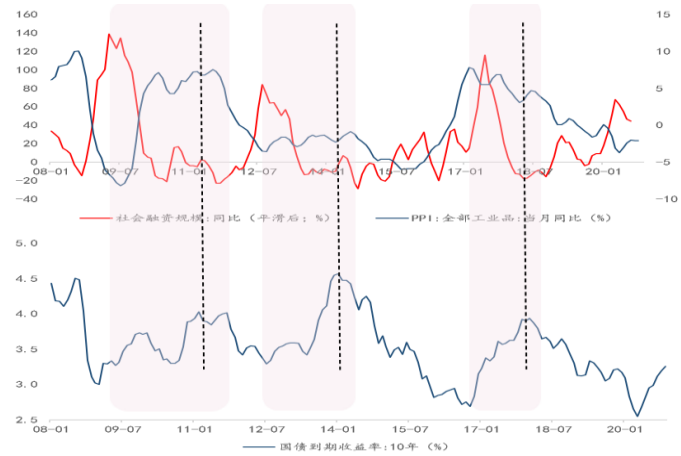


数据来源：Wind，云锋金融

5.2 盈利周期强度关注出口链条与汽车链条

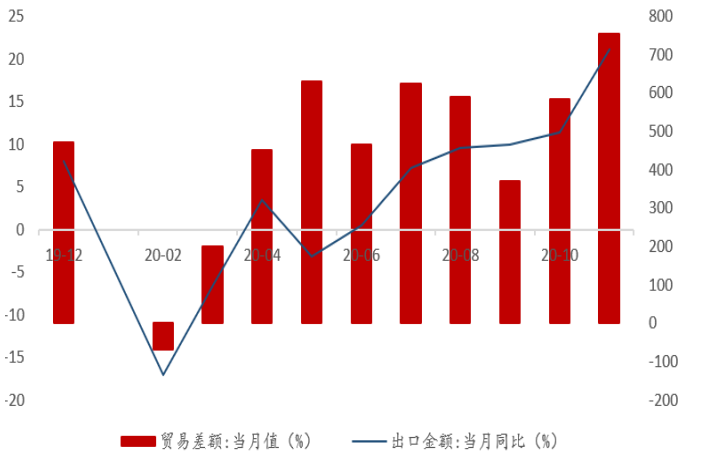
一般情况下，企业盈利增速往往在信用周期见顶后1-2个季度进入顶部区域，国债收益率也随之见顶回落。用PPI代表实体企业盈利能力，10月PPI同比-2.1%，仍处于底部向上区间。我们把社融增速、PPI同比与国债收益率均下行看做经济开始全面进入下行周期，疫情后的工业生产端偏强，主导这一轮企业盈利上行。在社融已见顶的判断下，决定本轮周期强度的核心指标转向企业盈利，在需求端对应于经济复苏中表现突出的出口链条和汽车链条。

图 34：社会融资规模、PPI 同比与国债收益率（%）



数据来源：Wind，云锋金融

图 35：中国出口金额当月同比与贸易差额



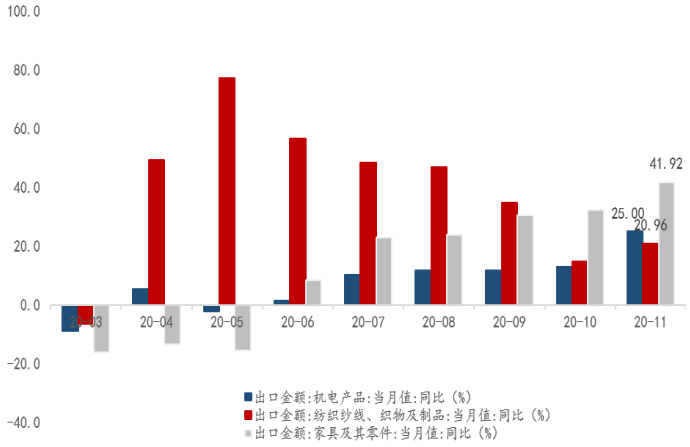
数据来源：Wind，云锋金融

10月中国出口同比增长11.4%，维持高增长。全球疫情爆发后，中国出口有效补充了全球供给不足，在中国出口高增长的同时，美国与欧洲等国出口份额下降明显。具体来看，体现在纺织棉纱、织物及制品口径下的医疗用品高增长带动二季度出口增速由负转正，但医疗用品出口增长

已经开始逐步回落。进入三季度后，代表制造业的机电产品、代表海外消费的家具、玩具类出口开始发力。疫情加速了海外订单流入中国，不同于抗疫产品的临时性需求，受益于完整的产业链与成本优势，在海外疫情完全受控前，以机电产品为主的优势产业订单加速转向中国趋势未变。

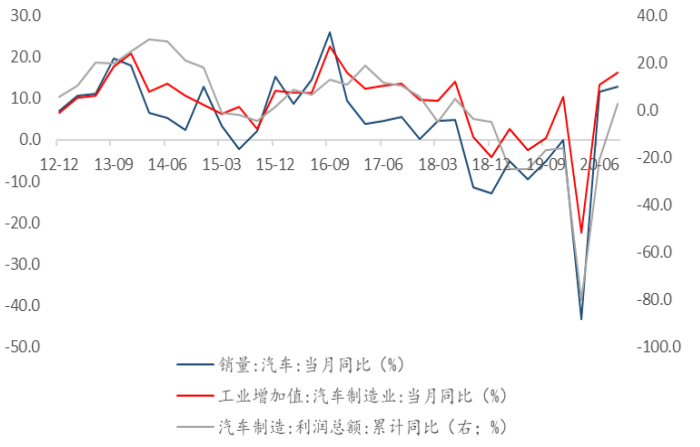
相对其他消费品，今年中国汽车销量持续走高，成为经济亮点之一。由消费端带动，汽车生产与利润也有较好表现。其原因在于：一是货币宽松与汽车消费政策刺激了终端需求；二是疫情改变了人们的出行方式，购车人数增加；三是新能源车的技术进步催生了置换需求。汽车行业利润占工业企业利润8%左右，限额以上批发零售业口径下汽车销售占比30%，虽不及房地产对内需的拉动力度，但在“房住不炒”背景下，汽车链条有望持续成为政策的发力点。

图 36：机电、纺织与家具产品出口金额同比



数据来源：Wind，云锋金融

图 37：汽车销量、生产与利润同比



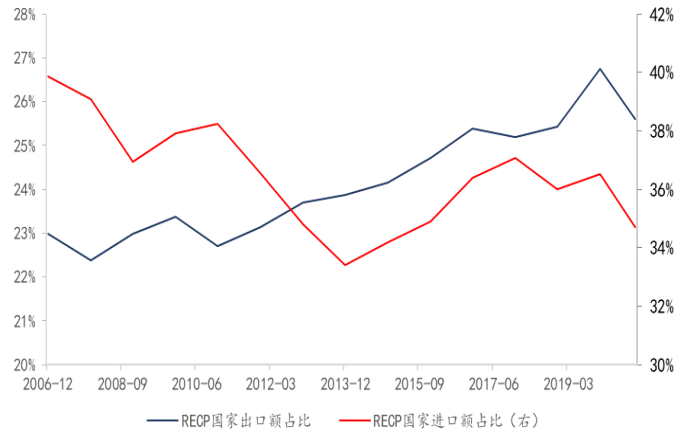
数据来源：Wind，云锋金融

政府融资主导下的本轮国内信用周期大概率已处于顶部区域，市场关注点转向企业盈利增速的上行空间，信用周期见顶后企业盈利至少还有1-2个季度才触及顶部。目前看来，贸易占比提升带来的出口提振短期有望持续，置换需求带动的汽车消费持续性对政策比较敏感，时间拐点关注明年二季度。

5.3 RCEP 协议签订长期利好出口

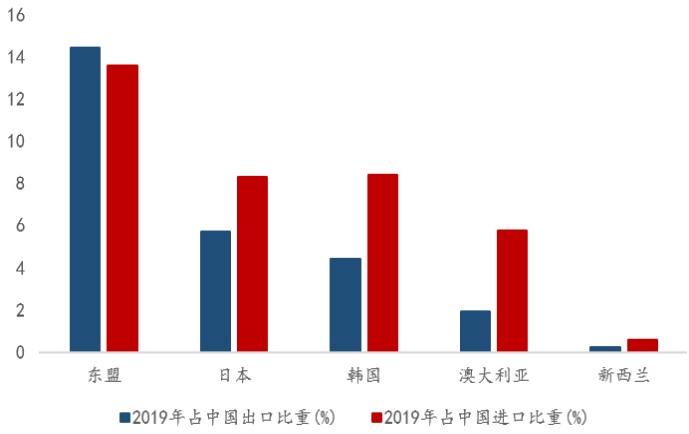
11月15日，中国、东盟十国、日本、韩国、澳大利亚和新西兰的贸易部长共同签署了《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）。RCEP是当前全球最大的自贸协定，旨在通过削减关税及非关税壁垒，推动实现区域内高水平贸易自由化，促进经济发展。15个成员国的总人口、经济体量、贸易总额均占全球总量30%左右。主要成员国已成为我国在进口和出口方面都非常重要的贸易伙伴，且占比呈上升趋势。

图 38：RCEP 国家出口与进口金额占比



数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 39：RCEP 经济体占中国出口/进口比重



数据来源：Bloomberg，云锋金融

中国和日本首次达成的双边关税减让安排是一次历史性的突破，中日贸易关税预计有大幅下降。RCEP的签订扩大了中国对外贸易的空间、加快了对外贸易的进程，促进国内国际双循环的进一步发展，也可以一定程度上对冲美国对中国提高关税带来的负面影响，有利于降低贸易成本。疫情爆发以来，中国凭借良好的疫情控制与完善的产业链，出口端保持强势。长期来看，这次协议的签订可以深化中国与其他贸易国的合作，促进自身产业链的优化，一定程度上推动明年全球经济复苏进程。

6. 大类资产展望：经济复苏深化，股票、工业品维持超配

股票资产：12月战略层面继续保持高配发达市场股票，战术层面积极应对权益市场波动。大选后美国总统权力交接有序进行，耶伦当选财长的预期意味着美联储货币政策与新一轮财政政策配合度提升。虽然美国新冠疫情发展现状并不乐观，但预计本月海外新冠疫苗的推动将有实质进展。经济复苏向纵深扩散，乐观情绪延续，12月股票维持高配仓位，随着周期金融与消费科技之间的估值差异收敛，预计不同风格之间的表现逐步趋于平衡。

债券资产：债券维持低配。随着全球风险情绪回暖，美债配置需求有望进一步下降。更进一步，如果疫苗顺利上市以及两党对财政刺激计划取得进展，市场乐观情绪有望进一步被释放，美债长端利率可能将超预期上行，且长短端利差将继续走阔，低配美债。中资美元债方面，美债曲线抬升将使中资美元投资级债券走势承压，而高收益债受国内经济修复、经营正常化以及违约恐慌消退的影响，具有配置性价比。

工业品：工业品维持高配。周期股与工业品共振上涨，原油与铜价格均表现不俗。随着中美经济共振复苏，市场预期先于经济一步，从交易复苏逻辑逐步转向交易通胀逻辑。相对于美国，国内经济周期位置更加靠前，信用周期进入顶部区域后，以PPI衡量的企业盈利周期迎来上升最快的阶段。叠加供应端偏向正面影响的事实，以原油、铜为主的工业配置上仍然占优。

黄金：黄金继续保持低配，等待中期配置信号出现。经济复苏深化，名义利率上行，但是当前通胀并未延续上行趋势，美国实际利率易上难下。虽然11月美元指数下跌1.45%，但在基本面与风险偏好提升的多重利空下，黄金仍明显走弱。中期来看，债务问题制约经济增长，耶伦当选财长与未来美联储“平均通胀”的预期下，通胀水平应有所修复，黄金的中期上涨逻辑存在。

配置顺序：股票＞商品（工业品）＞债券＞商品（黄金）

评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%-20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%-5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%-10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

联络公司	云锋金融集团有限公司
地址	香港中环康乐广场 8 号交易广场 1 座 3201-3204 室
联系电话	+852 2843 1488

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

其他声明

本研究报告由云锋证券有限公司或其附属机构制作。

法律主体声明

香港特区:本研究报告在香港由云锋证券有限公司（受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号: AYT670）分发。

对于本研究报告所评论的证券及金融工具，云锋证券有限公司及其附属机构, (i)没有需要披露的财务权益;(ii)没有在过去的 12 个月内就企业融资服务曾收到任何补偿或委托;(iii)没有雇员担任高级人员; (iv)没有未进行的做市活动。

一般性声明

供指明的接收者之用 - 不供分发

投资涉及风险

敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌

过往的表现不一定可以预示日后的表现

本报告由云锋证券有限公司或其关联机构制作。本报告在香港由云锋证券有限公司（受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号: AYT670）分发。任何使用本报告和查阅内容的人士，均有责任自行遵守其有关司法管辖区的所有适用法例及规例。如对本报告或内容有任何疑问，阁下应咨询其律师、会计师或其他专业顾问。

本报告可能以若干假设为基础，仅供参考之用途，会因经济、市场及其他情况而随时更改而毋须另行通知。因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法，本报告可与云锋证券有限公司或其它业务部门、单位或关联机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。云锋证券有限公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。云锋证券有限公司通过信息隔离墙控制云锋证券有限公司内部一个或多个领域的信息向云锋证券有限公司其他领域、单位、集团及其他关联机构的流动。本报告并不用作投资的一般指南，或作为任何具体投资建议的来源，及不视作任何暗示或明确的建议。此报告的每位接收者同意将此报告视为保密。尽管为确保本报告提供的数据之准确性作出合理的努力，但由于本报告所提供的数据报含或并入由第三方提供或撰写的信息、数据或文件（包括意见、数字、数据或其他文件），我们不会就本报告所载任何资料、预测及／或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测及／或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺而负责或承担法律责任。本报告中如有类似前瞻性陈述之内容，此等内容或陈述不得视为对任何将来表现之保证，且应注意实际情况或发展可能与该等陈述有重大落差。本报告并不应被诠释为邀请或游说购买或销售任何证券、任何投资产品或投资决策之依据，亦不应被诠释为专业意见。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。阅览本报告的人士或在作出任何投资决策前，应完全了解其风险以及有关法律、赋税及会计的特点及后果，并根据个人的情况独立地决定投资是否切合个人的投资目标，以及能否承担有关风险，必要时应寻求适当的专业意见。”