顺周期、低估值板块有望受益跨年行情

——12 月市场策略报告

日期：2020 年 12 月 01 日

投资要点：

- **11 月海外市场大幅上涨，A 股沪深 300 领涨：**11 月影响海外市场的主题是美国总统大选，随着拜登胜选的不确定性逐步降低，海外和香港市场风险偏好明显上扬，主要市场在科技股带动下强势上涨，多个股指月涨幅创新高。A 股在顺周期板块带动下整体表现延续上月回暖趋势。截至月末，上证综指上涨 5.19%，深证成指上涨 3.28%，沪深 300 上涨 5.64%，创业板指下跌 0.90%，科创 50 下跌 0.60%。

- **周期风格、大盘股领涨：**11 月按风格划分，各风格悉数上涨，周期（+8.79%）风格继续保持强势，由上月涨幅第二升至第一，最大，其他依次为金融（+8.15%）、稳定（+5.27%），本月涨幅最小的是上月领涨的消费（+0.14%）风格。11 月按规模划分，大盘（+5.08%）表现继续相对强势，优于中盘（+3.86%）和小盘（+2.99%）；11 月按业绩划分，微利股（+9.60%）表现优于亏损股（+4.23%），上月月表现最佳的绩优股（+0.77%）在本月表现垫底。11 月 A 股主要股指估值水平较 10 月环比出现分化。上证指数 11 月滚动市盈率环比 10 月有所上升，意味着近期上证指数上行更多是估值水平驱动；科技成长成分较高的创业板指的 11 月滚动市盈率环比 10 月有所降低。

- **投资建议：**随着市场普遍对今年四季度至明年内地经济修复速度持乐观态度，货币政策等从中长期角度出发存在恢复常态的需求。央行在月末发布第三季度中国货币政策执行报告称，今年我国实现全年经济正增长是大概率事件；未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。《报告》中提及“宏观杠杆率”，或致中长期流动性宽松形式边际趋紧，但短期来看宏观经济仍处于疫情后修复期，出现流动性骤然紧缩的信号概率较低。对 A 股来说，短期内高估值行业估值上行的压力或较大，建议关注估值较低、盈利能力和行业景气度处在修复上行通道的板块。行业配置方面可关注以下主线：1、关注低估值银行、保险等大金融和交通运输蓝筹；2、关注有色、化工、汽车等顺周期行业；3、关注数字货币、半导体、新能源及高端装备等“十四五”主线。

- **风险因素：**海外疫情反复，中美摩擦加剧，宏观经济超预期下行。

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20201109_策略专题报告_AAA_A 股 2020 年三季报业绩汇总
2. 万联证券研究所 20201101_策略专题报告_AAA_11 月市场策略
3. 万联证券研究所 20201002_策略专题报告_AAA_10 月市场策略

万联证券

目录

1、11 月市场表现 4
1.1 海外和香港市场表现：美国大选不确定性回落，市场风险偏好上扬 4
1.2 A 股市场表现：权重股领涨，市场偏好周期、大盘 4
1.3 A 股估值表现：盈利驱动指数上行，高 PE 行业估值回落 6
2、A 股市场交易情绪和流动性表现 8
2.1 A 股交易情绪：日均成交额回升，大盘换手率提高 8
2.2 A 股流动性：两融余额单月增超 500 亿元 8
2.3 资金面：维持紧平衡 10
3、宏观基本面 11
3.1 通胀指数：CPI 同比增速跌破“1”，PPI 或维持上行趋势 11
3.3 社会消费零售总额：修复速度小幅放缓 13
3.4 固定资产投资：增速延续修复，房地产投资维持高位 14
3.5 进出口贸易：修复速度超预期 14
3.6 人民币汇率：大幅走强 15
3.7 十年期国债：稳步上升 16
4、12 月投资建议 16
5、风险提示 16

图表 1：11 月主要国际指数表现（%） 4
图表 2：A 股指数 2020 年月度涨跌幅表现（%） 5
图表 3：2020 年 10 月申万一级行业指数涨跌幅表现（%） 5
图表 4：2020 年 A 股板块月度涨跌幅（%） 5
图表 5：上证指数 PE（TTM） 6
图表 6：创业板指 PE（TTM） 6
图表 7：2020 年申万一级行业 PE（TTM） 7
图表 8： A 股日成交额（亿元） 8
图表 9：A 股主要股指日换手率（%） 8
图表 10：两融年交易额（万亿元）和占 A 股成交额比（%） 9
图表 11：北向资金月度合计买卖总额（万亿元）和累计净买入（万亿元） 9
图表 12：2020 年月新成立偏股型基金份额（亿份） 10
图表 13：央行周公开市场货币净投放量（亿元） 10
图表 14：1 年期和 5 年期 LRP 利率（%） 11
图表 15：1 年期 MLF 利率（%） 11
图表 16：SHIBOR 利率走势（%） 11
图表 17：CPI 当月同比增速（%） 12
图表 18：PPI 当月同比增速（%） 13
图表 19：社会消费零售总额当月同比和实际增速（%） 14
图表 20：固定资产投资完成额累计同比增速（%） 14
图表 21：房地产投资完成额累计同比增速（%） 14
图表 22：以美元计价我国外贸进出口额单月同比增速（%） 15
图表 23：在岸人民币即期汇率 15
图表 24：离岸人民币即期汇率 15

图表 25：中债 10 年期国债到期收益率年（%） 16

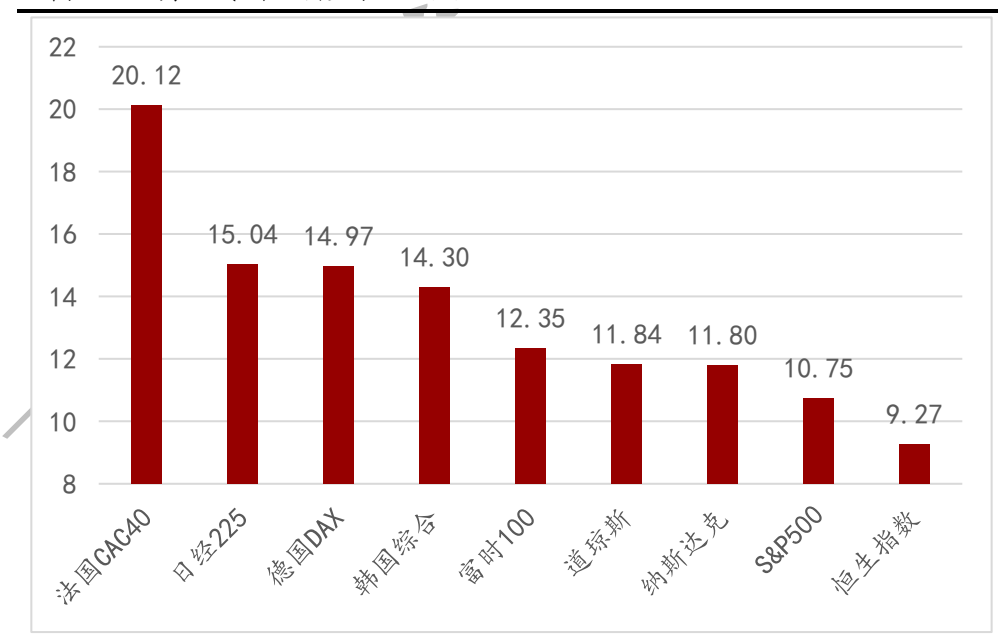
万联证券

1、11月市场表现

1.1 海外和香港市场表现：美国大选不确定性回落，市场风险偏好上扬

11月影响海外市场的主题是美国总统大选，随着拜登胜选的不确定性逐步降低，海外和香港市场风险偏好明显上扬，主要市场在科技股带动下强势上涨，多个股指月涨幅创新高。截至月末收盘：美股中道琼斯工业指数上涨11.84%创1987年以来最大月涨幅，纳斯达克指数上涨11.80%，标普500指数上涨10.75%；欧洲市场中德国DAX上涨14.97%，法国CAC40大涨20.12%创1988年以来最大月涨幅，英国富时100上涨12.35%；亚太市场中日经225上涨15.04%，韩国综合指数上涨14.30%，恒生指数上涨9.27%。

图表1：11月主要国际指数表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2 A股市场表现：权重股领涨，市场偏好周期、大盘

海外市场消息面不确定性的回落叠加市场对中国今年四季度至明年经济增速修复的乐观，使得A股在顺周期板块带动下整体表现延续上月回暖趋势。截至月末，上证综指上涨5.19%，深证成指上涨3.28%，沪深300上涨5.64%，创业板指下跌0.90%，科创50下跌0.60%。

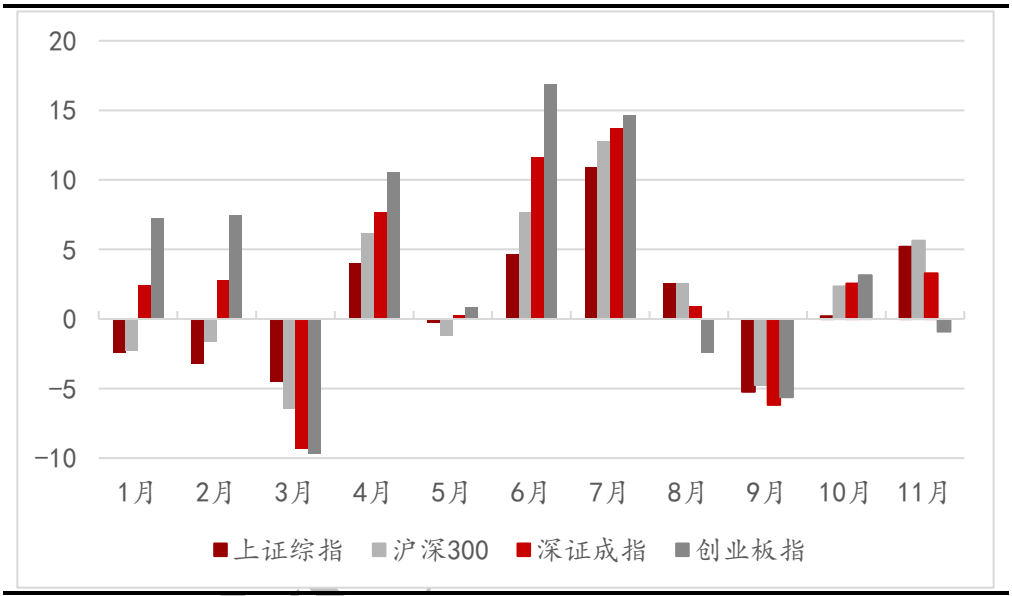
按申万一级行业划分，11月一级行业多数上涨。上涨的23个一级行业中，有色金属（+20.51%）、采掘（+15.01%）、钢铁（+10.91%）涨幅较多，均超过10%；下跌的5个一级行业中，医药生物（-6.63%）、计算机（-2.66%）、传媒（-2.09%）降幅较多，均超过2%。

11月按风格划分，各风格悉数上涨，周期（+8.79%）风格继续保持强势，由上月涨幅第二升至第一，最大，其他依次为金融（+8.15%）、稳定（+5.27%），本月涨幅最小的是上月领涨的消费（+0.14%）风格。

11月按规模划分，大盘（+5.08%）表现继续相对强势，优于中盘（+3.86%）和小盘（+2.99%）；

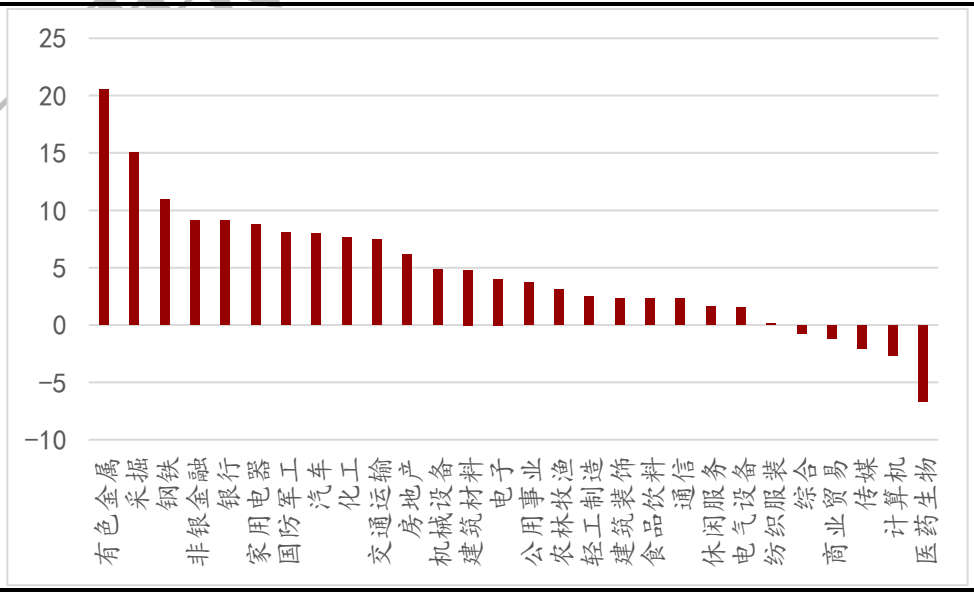
11月按业绩划分，微利股（+9.60%）表现优于亏损股（+4.23%），上月月表现最佳的绩优股（+0.77%）在本月表现垫底。

图表2：A股指数2020年月度涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：2020年10月申万一级行业指数涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：2020年A股板块月度涨跌幅（%）

分类	指数	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	趋势
风格	金融	-4.67	-4.46	-6.47	4.06	-3.09	3.30	9.83	2.66	-3.32	-0.15	8.15	
	周期	-1.58	-1.46	-4.77	2.37	-0.07	5.27	14.39	4.11	-5.44	2.33	8.79	
	消费	-1.78	-0.04	-0.07	6.03	4.81	11.32	13.58	3.71	-8.26	2.95	0.14	
	成长	5.59	5.60	-9.42	7.05	0.03	11.63	16.32	-0.33	-6.08	0.21	1.61	
	稳定	-4.69	-5.38	-1.99	3.11	-1.46	2.77	6.16	2.33	-5.69	-1.00	5.27	
规模	大盘指数	-1.95	-1.16	-6.34	6.64	-1.14	8.13	12.49	2.41	-4.30	3.22	5.08	
	中盘指数	1.33	1.15	-7.67	6.24	1.05	8.83	12.94	1.58	-7.18	-1.18	3.86	
	小盘指数	2.22	2.41	-7.55	5.10	2.02	8.80	12.88	0.90	-8.14	-1.32	2.99	
业绩	亏损股指数	-1.15	2.52	-6.63	1.33	-0.27	5.82	14.05	4.39	-6.38	-2.15	4.23	
	微利股指数	-1.27	-2.52	-7.39	-1.12	2.41	3.77	15.97	1.19	-6.44	-1.36	9.60	
	绩优股指数	-3.04	-2.33	-4.00	9.69	2.21	11.28	14.18	2.80	-6.26	2.49	0.77	

资料来源：Wind，万联证券研究所

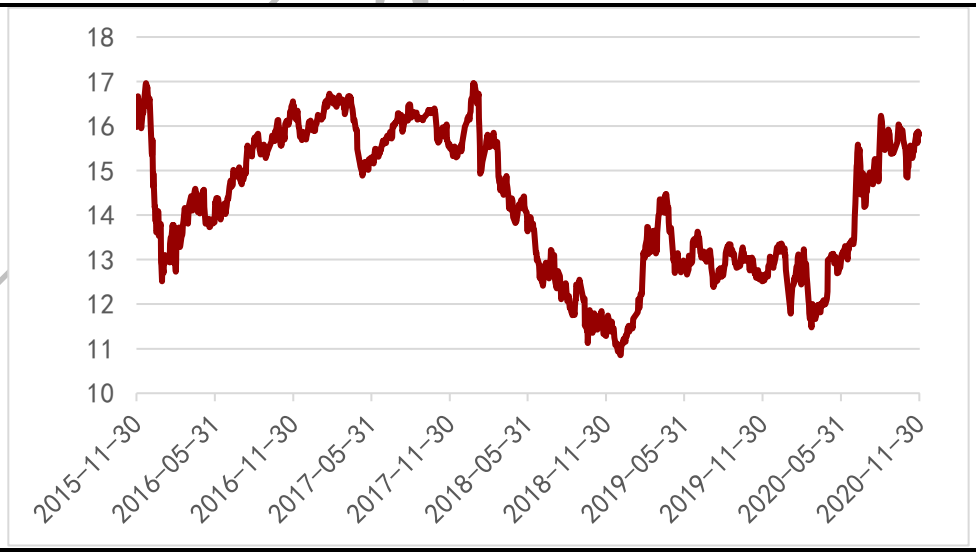
1.3 A股估值表现：低估值大盘权重滚动市盈率上行

11月A股主要股指估值水平较10月环比出现分化。其中上证指数11月滚动市盈率环比10月有所上升，意味着近期上证指数上行更多是估值水平驱动；科技成长成分较高的创业板指的11月滚动市盈率环比10月有所降低，体现在11月估值偏高的科技成长板块整体表现较弱。

截至11月底，申万一级行业中滚动市盈率有10个较上月底提高，其中商业贸易（+5.22X）、交通运输（+1.92X）、纺织服装（+1.90X）等受益于疫情防控形势边际向好而业绩改善的板块，和有色金属（+4.72X）等顺周期板块的滚动市盈率倍数提高幅度较大。

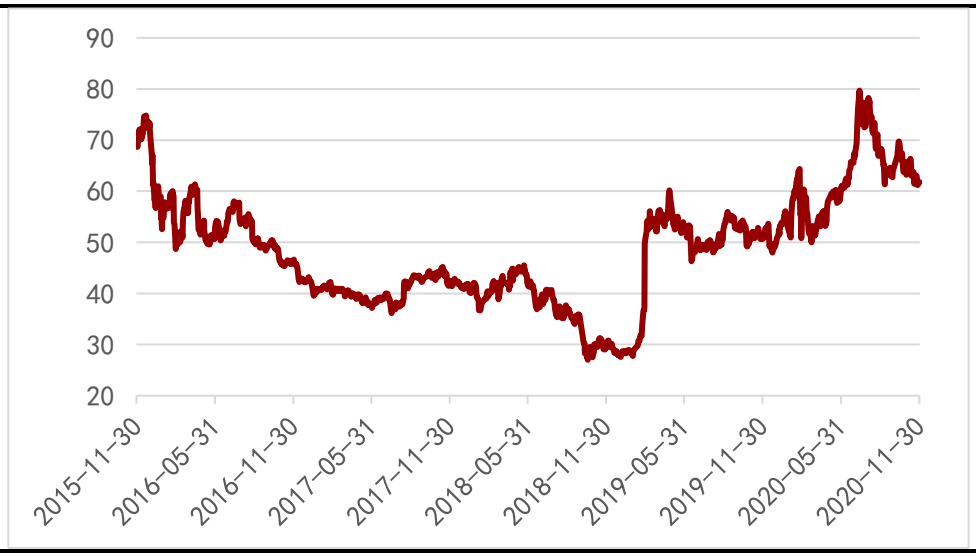
18个滚动市盈率下滑的一级行业中，休闲服务（-13.95X）、医药生物（-8.65X）、综合（-4.74X）、电气设备（-4.60X）这四个上月估值水平处在历史高位的行业本月滚动市盈率倍数下跌幅度最大。

图表5：上证指数PE（TTM）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：创业板指PE（TTM）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：2020年申万一级行业PE（TTM）

行业名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	趋势	11月-10月
商业贸易	14.31	13.75	14.37	17.54	22.24	25.04	27.84	26.32	24.54	24.26	29.48		5.22
有色金属	38.18	37.61	30.47	31.53	36.18	37.77	45.76	45.35	41.98	42.35	47.07		4.72
交通运输	17.09	15.92	15.50	16.05	20.45	20.97	22.60	23.13	23.20	22.75	24.67		1.92
纺织服装	24.88	25.84	24.54	23.66	29.64	30.62	32.40	33.36	35.49	36.18	38.08		1.90
采掘	12.37	11.52	11.03	11.46	12.50	12.43	14.02	14.15	14.73	14.66	16.36		1.70
家用电器	16.68	16.14	14.45	16.14	19.37	19.85	22.01	22.06	23.30	25.01	26.14		1.13
通信	38.24	43.60	38.94	41.06	42.03	45.44	47.17	46.58	39.61	38.73	39.70		0.97
银行	6.72	6.32	6.00	6.22	5.98	5.93	5.99	6.29	6.42	6.69	7.47		0.78
非银金融	15.21	15.00	13.60	13.98	14.77	15.61	19.20	19.66	18.85	18.43	19.02		0.59
房地产	9.26	9.05	8.42	8.45	8.58	9.05	9.64	9.79	9.30	8.89	9.25		0.36
建筑材料	12.31	13.29	13.02	13.77	14.32	14.05	17.43	17.78	15.08	14.79	14.74		-0.05
建筑装饰	9.31	9.17	8.99	9.40	9.66	9.59	10.68	10.98	9.86	9.84	9.65		-0.19
轻工制造	24.14	23.74	21.24	20.78	22.78	24.12	28.02	29.05	26.81	26.59	26.39		-0.20
钢铁	9.14	8.99	9.03	10.70	11.60	11.80	12.72	12.93	14.21	14.48	14.19		-0.29
机械设备	26.35	26.77	24.81	25.04	27.92	28.75	32.49	34.38	29.28	29.75	29.14		-0.61
食品饮料	30.66	29.95	30.98	33.69	36.64	39.93	47.04	52.26	44.15	46.15	45.43		-0.72
化工	21.64	21.65	19.26	20.33	22.99	24.63	29.18	30.49	29.67	30.58	29.77		-0.81
计算机	62.53	69.25	57.53	61.40	69.57	77.56	82.62	82.48	74.48	71.71	70.77		-0.94
汽车	19.83	20.38	18.55	19.02	23.06	25.35	29.04	30.50	28.17	31.96	31.00		-0.96
公用事业	18.38	17.95	17.98	18.85	19.81	20.52	22.33	23.18	20.04	19.99	18.69		-1.30
农林牧渔	30.71	29.92	32.78	23.51	18.65	19.81	22.86	24.36	17.49	17.13	15.60		-1.53
传媒	42.46	43.37	38.30	41.15	46.01	53.49	51.07	45.74	40.91	39.89	38.16		-1.73
电子	47.78	50.48	40.60	44.54	45.00	54.01	60.36	60.48	52.01	51.98	50.08		-1.90
国防军工	59.94	60.60	54.49	57.40	54.55	56.08	71.74	76.87	74.83	70.59	68.12		-2.47
电气设备	34.12	34.85	31.64	32.98	31.54	35.15	43.48	44.09	41.19	43.91	39.31		-4.60
综合	33.03	34.49	29.43	41.53	41.24	43.73	48.71	49.51	39.58	40.37	35.63		-4.74
医药生物	38.10	38.93	39.05	41.76	45.20	52.20	61.64	59.93	48.99	49.94	41.29		-8.65
休闲服务	31.31	30.34	27.15	34.26	67.20	84.33	119.73	108.23	161.08	145.05	131.10		-13.95

资料来源：Wind，万联证券研究所

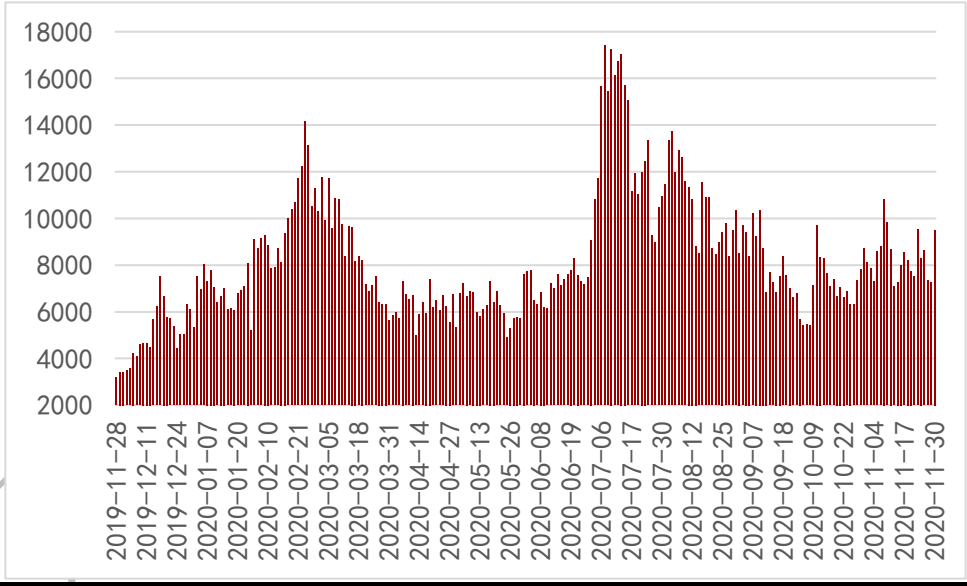
2、A股市场交易情绪和流动性表现

2.1 A股交易情绪：日均成交额回升，大盘换手率提高

随着五中全会胜利落幕，“十四五”规划和2035远景目标建议出炉，叠加海外美国总统大选不确定性回落，11月A股交易情绪环比明显改善，沪深两市日均成交额8330.31亿元，较10月提升近900亿元。

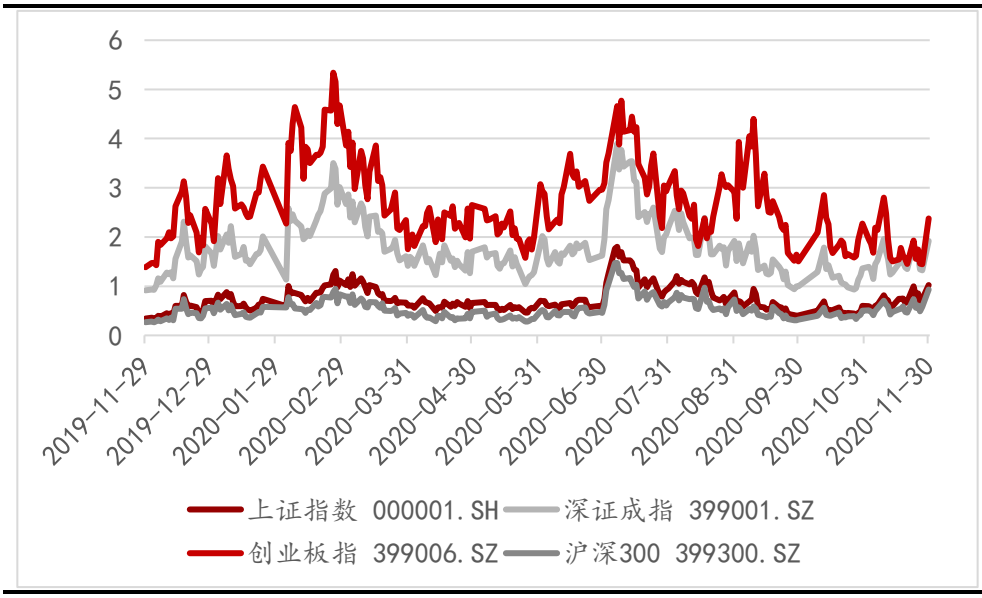
主要股指板块换手率在11月稳步上升，上证指数、深证成指和沪深300的换手率较10月提升幅度相比创业板指更大。

图表8： A股日成交额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9：A股主要股指日换手率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 A股流动性：两融余额单月增超500亿元

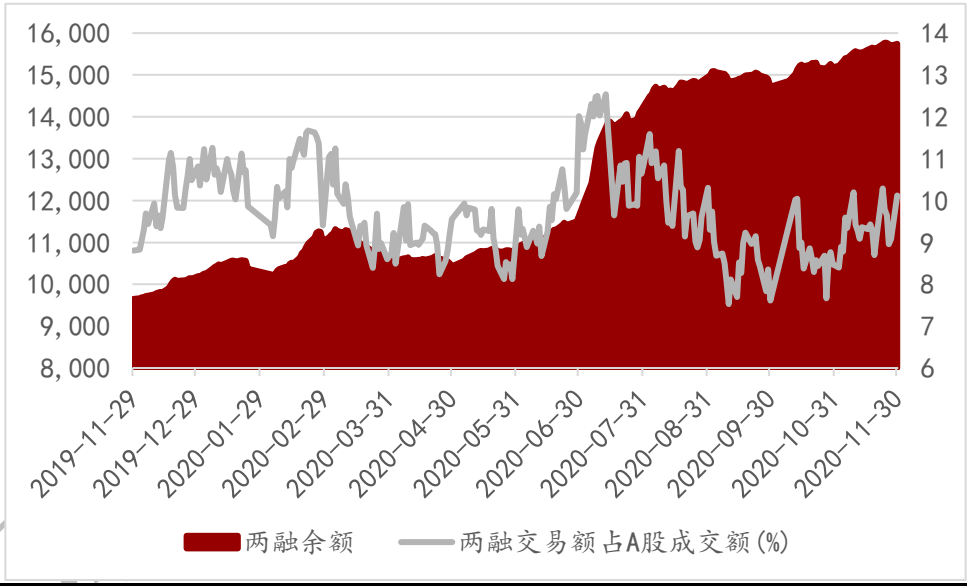
截至11月底，融资融券总余额15,746.77亿元，环比上月末多增561.34亿元，单月

增幅有所扩大；11 月两融交易额占 A 股日成交额比例平均值为 9.34%，较 10 月环比提高 0.55 个百分点，两融交易情绪持续上升。

北向资金截至 11 月底累计净流入 11,451.70 亿元，11 月单月净流入 579.29 亿元，单月净流入额创年内新高，已连续两个月净流入；11 月当月北向资金买卖合计总额 20,588.47 亿元，创最近三个月新高。

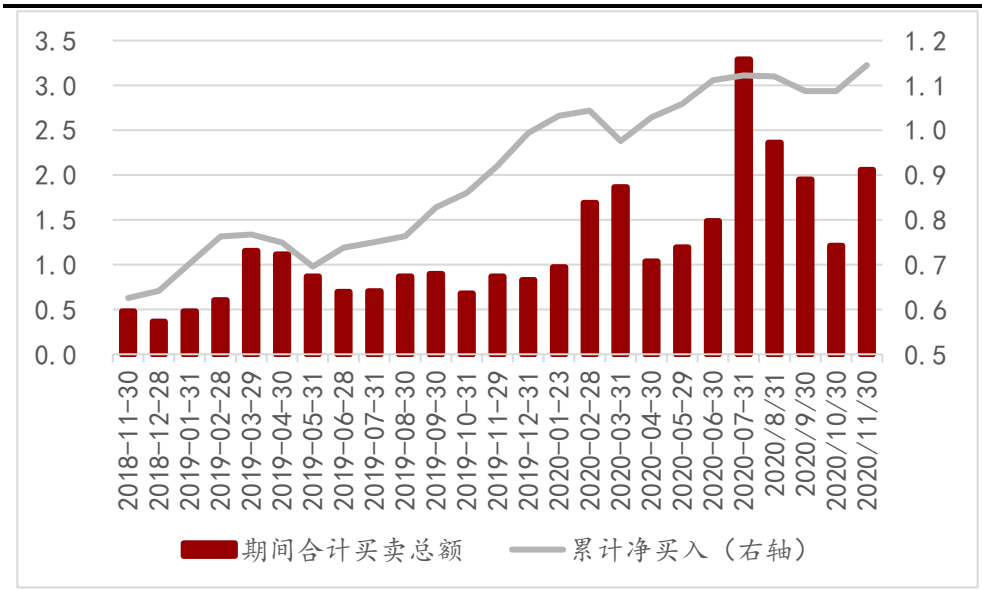
公募基金截至 11 月 27 日单月新成立偏股型基金份额 1955.81 亿份，环比 10 月多增近 400 亿份，结束此前连续四个月环比下降的趋势。

图表10：两融年交易额（万亿元）和占A股成交额比（%）



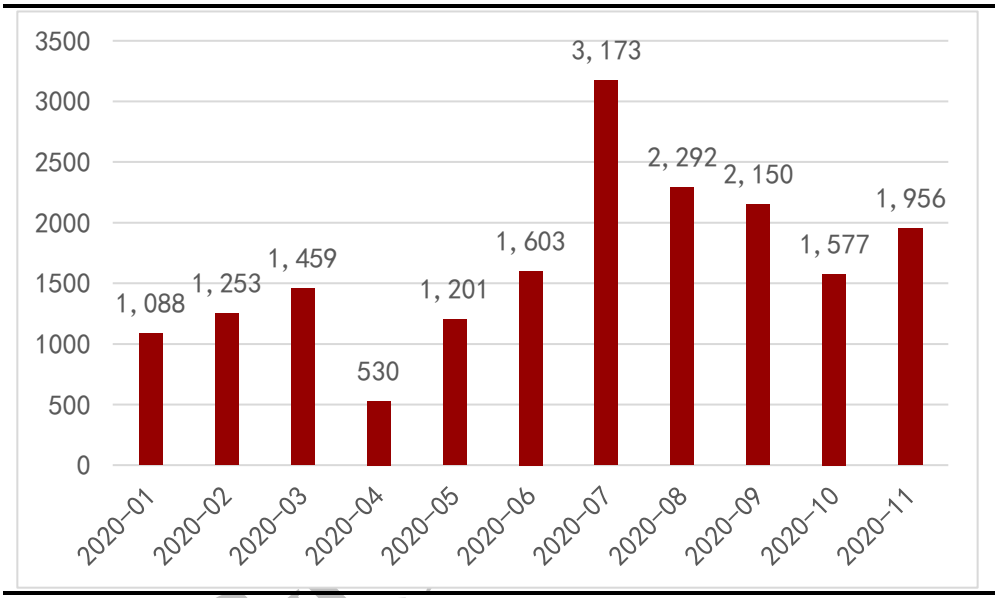
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：北向资金月度合计买卖总额（万亿元）和累计净买入（万亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：2020年月新成立偏股型基金份额（亿份）

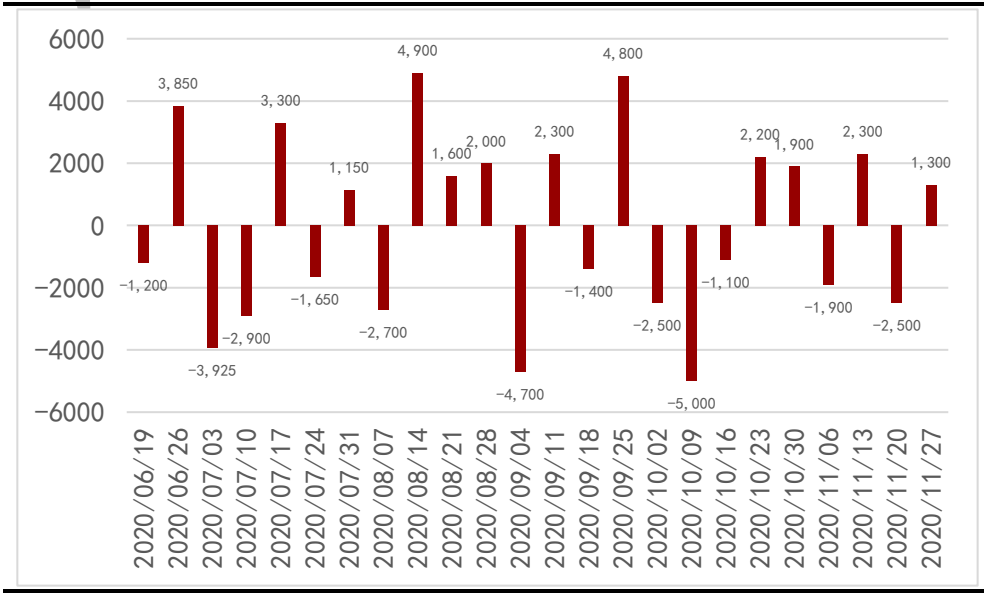


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3 资金面：维持紧平衡

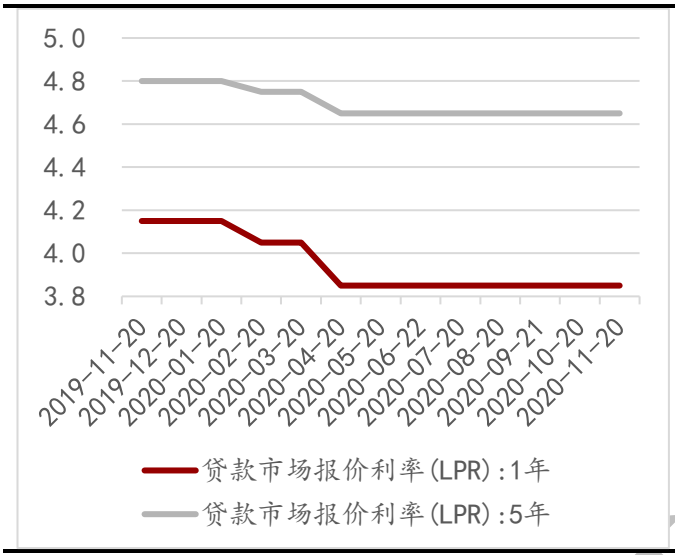
11月资金面在面临“低超储+财政压力+结构性存款压降”的三重压力下，本月1年期、5年期LPR和一年期MLF报价均符合预期不变，短期流动性宽松状态未发生重大改变，中长期流动性仍处于紧平衡状态。

图表13：央行周公开市场货币净投放量（亿元）



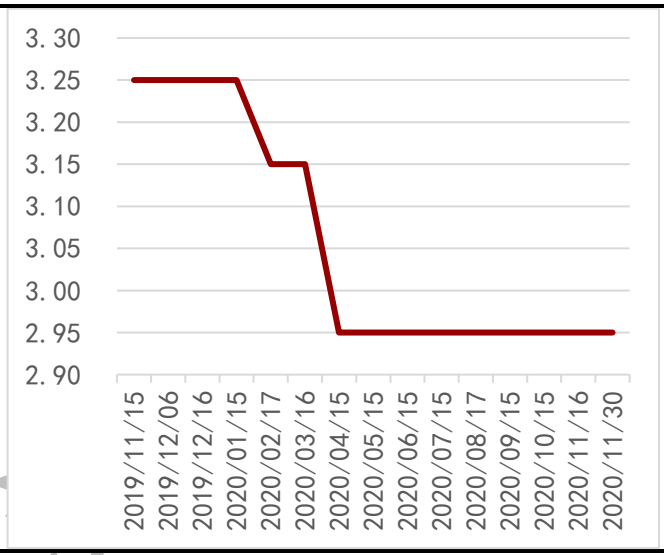
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：1年期和5年期LRP利率（%）



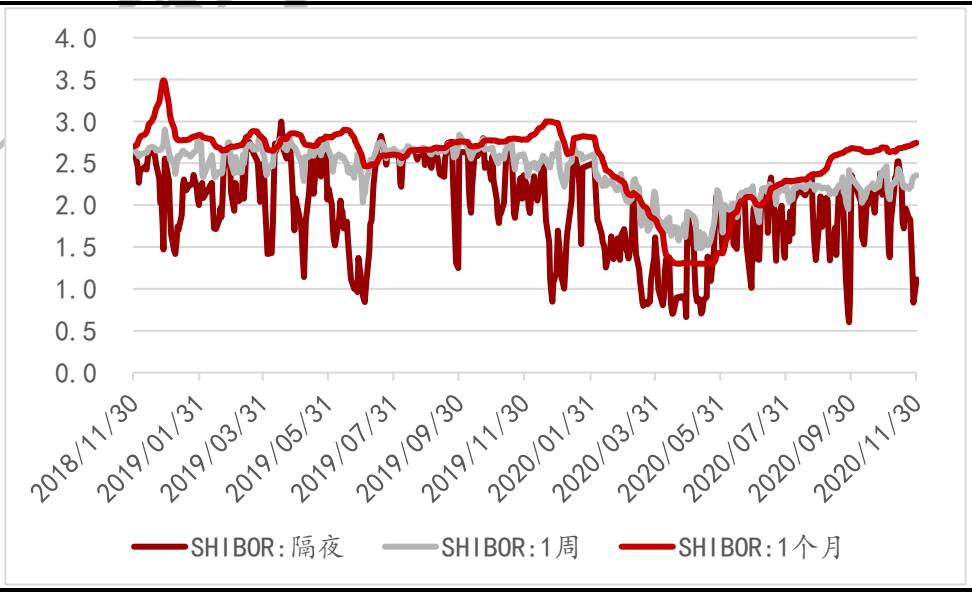
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表15：1年期MLF利率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：SHIBOR利率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年10月29日

3、宏观基本面

3.1 通胀指数：CPI同比增速跌破“1”，PPI或维持上行趋势

2020年10月CPI同比增速0.5%，较上月下降1.2个百分点，市场预期0.8%，环比下行-0.3%，1-10月CPI累计同比3%。PPI同比增速-2.1%，与上月持平，市场预期-2.1%，环比持平。

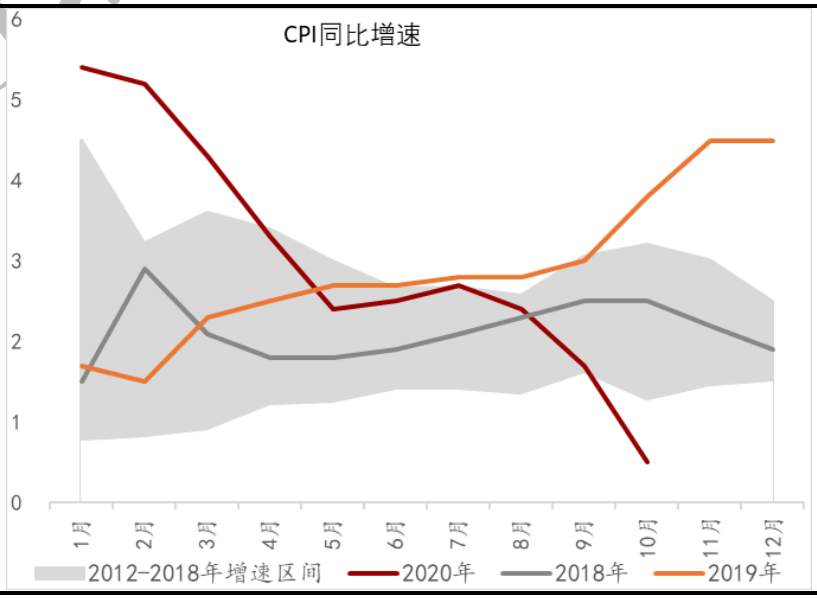
CPI同比大幅回落，食品项受高基数叠加价格环比下跌影响，下行速度加快。10月CPI同比增速大幅回落1.2个百分点至0.5%，降至2009年11月以来新低，环比下行-0.3%，核心CPI同比增速持平于0.5%，环比上行0.1%。CPI食品项同比增速由上月的7.9%快速回落至2.2%，影响CPI上涨约0.49个百分点，主要受去年同期基数较高影

响，翘尾因素减少；非食品项持平于0%，依然相对偏弱。CPI服务项同比由9月的0.2%小幅上行至0.3%，消费品则继续回落2个百分点至0.6%。

猪肉价格进入回落区间，水果价格尚有所支撑。食品项细分来看，猪肉价格快速回落，2019年同期猪肉价格处于阶段高位，高基数叠加当前价格快速回落导致猪肉同比增速大幅下滑，而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也随之下滑。随着生猪产能持续恢复，猪肉供给的持续改善，猪肉价格下降到趋势预期将持续到年底，食品项增速预期仍将继续下滑。部分地区苹果、梨等新果上市，鲜果价格同比环比增速均有所上行。从季节性来看，蔬菜、鲜果价格将在冬季趋势上行，但2019年蔬菜价格处于相对高位，蔬菜同比增速对CPI拉动有限。

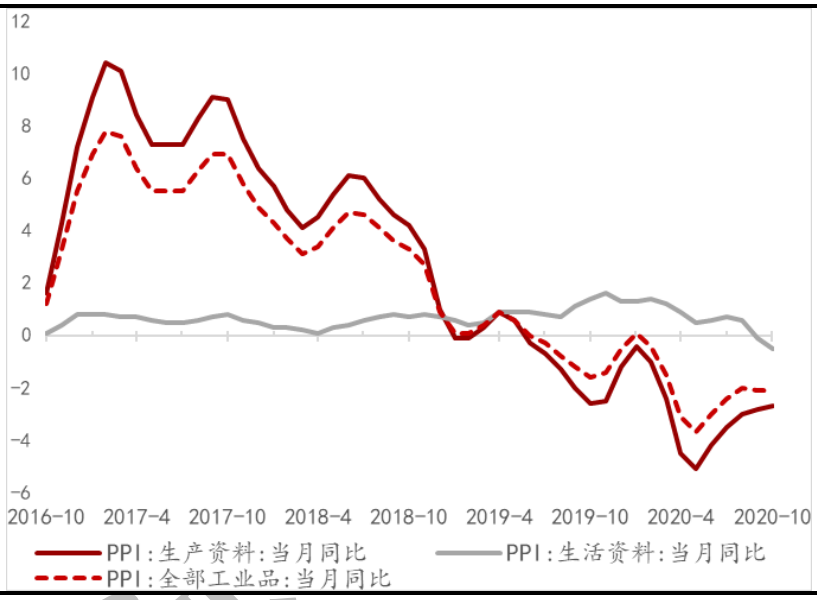
PPI同、环比数据均与上月持平，工业企业利润仍在修复。具体数据来看，PPI同比持平于-2.1%，环比持平。生产资料小幅上行0.1个百分点至-2.7%，环比上行0.1%，其中，原材料工业和加工工业同比分别由9月的-6.2%、-1.3%小幅上行至-6%和-1.2%，而采掘工业小幅上行0.1个百分点至-2.7%。PPI生活资料继续下行0.4个百分点至-0.5%，环比下行-0.1%；其中，食品类同比由2.1%下行至0.8%。PPI生活资料同比下行，主要是食品类的拉动。生产资料同比小幅提升，主要是加工工业和原材料工业增速上行的拉动，采掘工业有所下滑。加工工业和原材料工业的差值基本持平，加工企业的价格仍在稳步上行，工业企业利润预期将继续修复。从PPIRM来看，黑色、建筑、纺织原料类购进价格同环比仍在逐步修复，纺织、建材、汽车等行业需求仍在继续上行。

图表17：CPI当月同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：PPI当月同比增速（%）



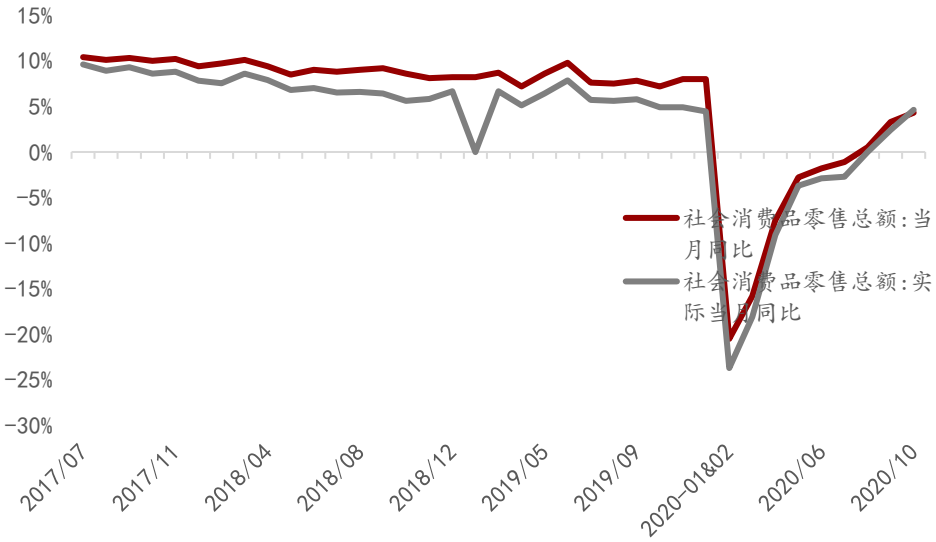
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3 社会消费零售总额：修复速度小幅放缓

2020年10月我国社会消费品零售总额实现38576亿元，当月同比增长4.3%（扣除价格因素实际增长4.61%，以下均为名义增长），**增幅较上月扩大1.0个pct，回暖节奏较9月有所放缓。**其中，除汽车以外的消费品零售额34868亿元，增长3.6%。1—10月份，社会消费品零售总额311901亿元，同比下降5.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额281428亿元，下降6.0%。

按消费类型分类：化妆品类、饮料类、金银珠宝类、烟酒类增速表现亮眼。10月份，商品零售34204亿元，同比增长4.8%，增速比9月份提高0.7个pct；其中，餐饮收入4372亿元，同比+0.8%，增速由负转正。按商品零售细分品类来看，化妆品类(18.3%)、饮料类（16.9%)、金银珠宝类（16.7%)、烟酒类（15.1%）表现亮眼，另外服装鞋帽、针纺织品类类(12.2%)、汽车类(12.0%)、日用品类(11.7%)、文化办公用品类(11.7%)和中西药品类（10.80%）等亦实现了10%以上的增速。**10月同比增速较9月增加幅度最大的是通讯器材类、化妆品类、服装鞋帽针纺织品类，分别增加12.7、4.6、3.9个pct，其中通讯器材类（同比+8.1%）同比增速由负转正，复苏态势较强。**此外，家用电器和音像器材类（2.70%)、家具类（1.30%）增速也由负转正。石油及制品类同比仍下降但跌幅小幅收窄，其余类别同比都实现了正增长。

图表19：社会消费零售总额当月同比和实际增速（%）



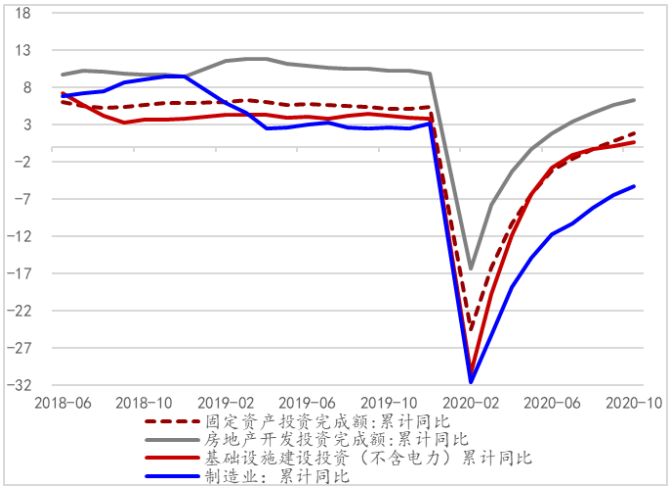
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.4 固定资产投资：增速延续修复，房地产投资维持高位

1-10月固定资产投资累计增速较上月上行1个百分点至1.8%，房地产开发投资累计同比增速上行0.7个百分点至6.3%，基建累计同比增速上行0.6个百分点至3.01%，制造业继续修复1.2个百分点至-5.3%。民间固定资产投资上行0.8个百分点至-0.7%。中部地区虽然累计增速仍为负，但增速修复速度最快。

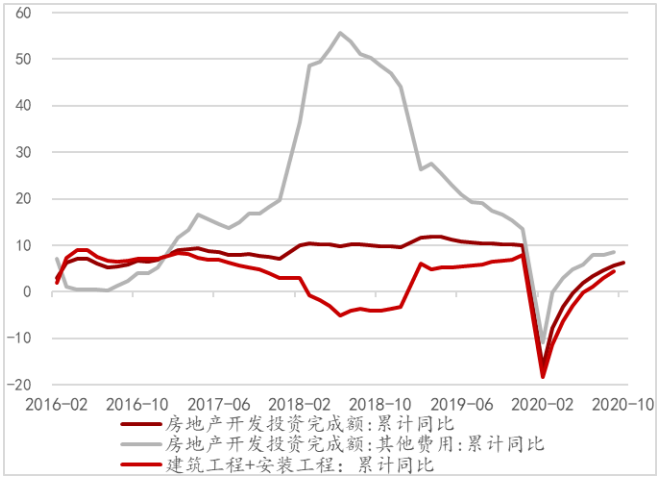
房地产投资增速继续上行，依然为固定资产投资的主要支撑项。房屋新开工面积增速明显反弹0.8个百分点至-2.6%，竣工面积也明显上行2.4个百分点至-9.2%。房地产四季度仍将维持增长状态。

图表20：固定资产投资完成额累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表21：房地产投资完成额累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

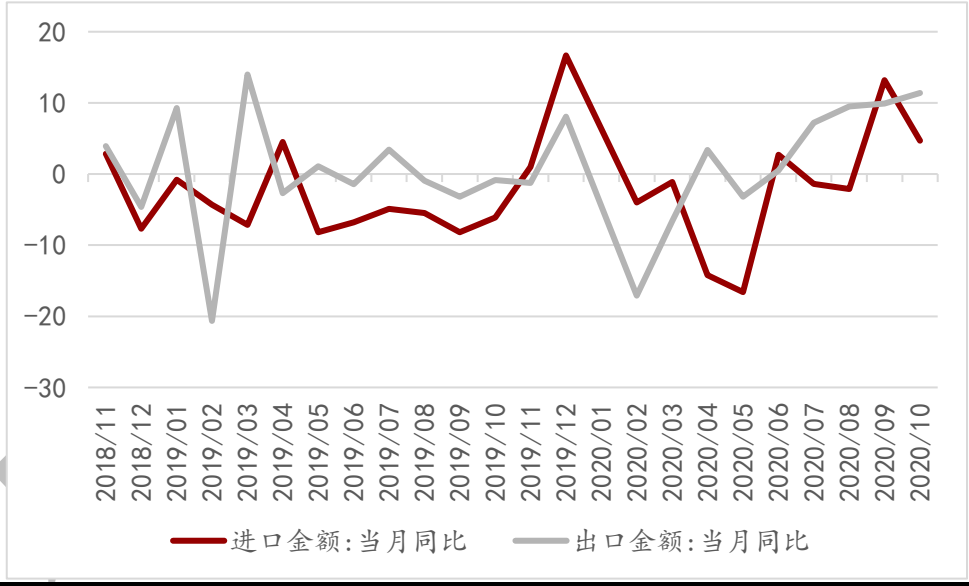
3.5 进出口贸易：修复速度超预期

2020年10月，按美元计价，我国出口2371.8亿美元，同比11.4%，前值9.9%；进口1787.4亿美元，同比4.7%，前值13.2%；贸易顺差584.4亿美元，前值370亿美元。

10月出口增速进一步加速，继续超出市场预期。按美元计价，10月出口同比增速继续上行1.5个百分点至11.4%，好于市场预期10.2%；按人民币计价，10月出口同比增速下行1.1个百分点至7.6%。由于人民币持续升值，美元持续走弱，人民币计价的出口增速明显放缓。从PMI数据来看，10月PMI新出口订单继续上行0.2个百分点至51%，新出口订单维持旺盛。

进口增速有所回落，大宗商品进口仍在改善。10月，按美元计价，我国进口1787.4亿美元，同比4.7%，前值13.2%；按人民币计价进口同比0.9%，前值11.6%，增速有所回落。我国从美国进口金额依然继续上行，且对我国进口拉动最大。

图表22：以美元计价我国外贸进出口额单月同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.6 人民币汇率：大幅走强

11月欧美疫情防控形势持续严峻，海外市场对美元未来宽松抱有普遍预期，美元指数低位震荡，11月人民币延续走强趋势。截至11月底，人民币兑美元在岸价/离岸价为6.5827/6.5846，较上月底分别大涨1175/1118个点，均向下突破“6.6”大关。

图表23：在岸人民币即期汇率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表24：离岸人民币即期汇率



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.7 十年期国债：稳步上升

随着内地经济持续修复，主要经济指标逐步恢复常态，十年期国债收益率稳步上升，11月中旬一度突破3.3%，截至11月底十年期国债收益率为3.2500%，较上月底上涨6.9个基点。

图表25：中债10年期国债到期收益率年（%）



资料来源：中债估值中心，万联证券研究所

4、12月投资建议

11月内，备受关注的美国总统大选结果出炉，支持环境保护、新能源、主张和盟友加强协作的民主党候选人拜登击败现任总统特朗普当选美国下任总统。在竞选结果逐渐明朗后，拜登计划任命上一次金融危机期间支持大规模财政刺激计划的前美联储主席耶伦为候选财政部部长，市场对于换届后短期内政府出台新一轮财政刺激法案的预期强烈，欧美和亚太主要股指均大幅上涨，部分股指涨幅创阶段性新高。

国内方面，随着市场普遍对今年四季度至明年内地经济修复速度持乐观态度，货币政策和财政政策从中长期角度出发存在恢复常态的需求。央行在月末发布第三季度中国货币政策执行报告称，今年我国实现全年经济正增长是大概率事件；未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。《报告》中提及“宏观杠杆率”，或致中长期流动性宽松形式边际趋紧，但短期来看宏观经济仍处于疫情后修复期，海外特别是美国疫情仍较为严重，出现流动性骤然紧缩的信号概率较低。

内地资本市场改革的措施持续不断：1）沪深港交易所就扩大沪深港通股票范围达成共识。2）新三板精选层公司向科创板、创业板转板上市制度出炉。对A股来说，短期内高估值行业估值上行的压力或较大，建议关注估值较低、盈利能力和行业景气度处在修复上行通道的板块。

行业配置方面可关注以下主线：1、关注低估值银行、保险等大金融和交通运输蓝筹；2、关注有色、化工、汽车等顺周期行业；3、关注数字货币、半导体、新能源及高端装备等“十四五”主线。

5、风险提示

海外新冠疫情反复，中美摩擦加剧，宏观经济超预期下滑。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场