海外市场或迎经济修复区间

——海外年度策略

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ **预计 2021 年全球经济将出现复苏，但是过程将伴随着一定的不确定性。**全球主要经济体的经济增速基本在今年二季度出现同步触底，今年三季度经济增速出现明显的反弹趋势。预计明年全球复苏的进程仍然存在一定的不确定性，抗疫措施和新一轮大规模财政政策的实施、新冠病毒是否出现变种以及疫苗或特效药的发展都是影响全球经济复苏进程的重要因素。由于这次导致全球衰退的因素是疫情这种黑天鹅事件，和 08 年那次系统性金融风险所导致的经济衰退有着本质区别，预计明年全球的复苏将会是一个相对艰难曲折的过程，伴有一定的不确定性，并且不同的经济体复苏程度可能会由于疫情控制情况不同而差异较大。

❖ **疫情控制情况仍然是影响明年全球股市的重要因素。**今年 3 月底之后美股大幅反弹主要受到美联储流动性支撑较多。现阶段美股估值处于近 20 年除互联网泡沫破灭时期以外的历史最高区间，且美股盈利能力下降，叠加疫情出现了二次反弹，预计今年四季度美股的波动率仍然偏高。若今年年底之前美股震荡较为充分，并且明年疫情控制较好，美股或开启新一轮上涨行情。若今年四季度调整还不够充分，或者明年疫情控制仍较为不理想，不排除明年将延续一段震荡行情，美股开启新一轮上涨周期的时间将会延迟。此外，明年新一轮大规模财政刺激若能顺利出台或存在给美股带来暂时性提振的机会。可适当关注震荡行情中美国周期股的低吸机会。欧洲市场中，若明年疫情存在反复，经济复苏不及预期，在美股市场未企稳之前，预计欧洲市场难以走出稳中向上的行情。若明年欧洲疫情控制较好，经济复苏较为顺利，等美股企稳之后，欧股或开启新一轮上涨行情。从新兴市场来看，今年 4 月以来，不少新兴经济体的指数已经有所反弹，但是仍有一些指数跌幅仍然较大且估值偏低。若疫情控制较好，明年新兴市场依然有比较好的反弹机会。可以关注估值偏低且受疫情影响较小韧性较好的经济体的指数，如上证指数。同时，也可适当关注今年跌幅较大且估值较低指数的低吸机会，如富时新加坡海峡指数和墨西哥 MXX。

❖ **预计明年商品仍有较好的上涨机会。**由于疫情爆发，今年 2-4 月商品受冲击较大。今年 4 月之后，商品出现了一轮上涨行情。由于美联储释放了较大的流动性，且预计明年全球处于复苏周期，明年仍然看好商品的机会。考虑到美联储大概率延续低利率周期，以及后期疫情有望逐步好转促使需求恢复，预计明年贵金属中的白银、有色金属将会出现较好的上涨机会。

❖ **风险提示：**经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2020/11/12

分析师

陈 雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2020 年海外经济表现与 2021 年下半年展望..... 5
1.1 2020 年美国经济表现与 2021 年展望 5
1.2 2020 年欧洲、日本和新兴市场经济表现与 2021 年展望..... 8
二、2020 年全球股市和重要商品的走势与 2021 年展望..... 15
2.1 2020 年美股的走势以及 2021 年展望 15
2.2 2020 年欧洲和新兴市场的股市走势与 2021 年展望..... 18
2.3 2020 年重要商品的走势与 2021 年的展望..... 19

图表目录

图 1: 美国新冠疫情每日新增病例 6
图 2: 美国感染新冠疫情总人数 6
图 3: 美国 GDP 环比折年率（%） 6
图 4: 美国 CPI 当月同比增速（%） 7
图 5: 美国核心 CPI 当月同比增速（%） 7
图 6: 美国 MARKIT 制造业 PMI 7
图 7: 美国 MARKIT 服务业 PMI 7
图 8: 美国失业率（%） 8
图 9: 美国新增非农就业人数（千人） 8
图 10: 欧洲三国新冠疫情每日新增病例 9
图 11: 欧元区 GDP 季调环比增速（%） 9
图 12: 欧元区 HICP（调和 CPI）当月同比增速（%） 9
图 13: 欧元区 HICP（核心 CPI）当月同比增速（%） 9
图 14: 欧元区制造业 PMI 10
图 15: 欧元区服务业 PMI 10
图 16: 欧元区 MARKIT 综合 PMI 10
图 17: 日本新冠疫情每日新增病例 11
图 18: 日本 GDP 季调环比增速（%） 11
图 19: 日本 CPI 当月同比增速（%） 12
图 20: 日本核心 CPI 当月同比增速（%） 12
图 21: 日本制造业 PMI 12
图 22: 日本服务业 PMI 12
图 23: 印度新冠疫情每日新增病例 13
图 24: 印度 GDP 不变价季调环比增速（%） 13
图 25: 印度 CPI 全部同比增速（%） 13
图 26: 印度制造业 PMI 14
图 27: 印度服务业 PMI 14
图 28: 巴西新冠疫情每日新增病例 14
图 29: 巴西国民总收入环比增速（%） 15
图 30: 巴西广义消费指数 IPCA 同比增速（%） 15
图 31: 巴西制造业 PMI 15
图 32: 巴西服务业 PMI 15
图 33: 美股三大指数走势 16
图 34: 美股三大指数 PE 16
图 35: 美股三大指数 ROE(%) 16
图 36: 标普 500 信息技术指数走势和 PE 17
图 37: 标普 500 金融指数走势和 PE 17
图 38: 标普 500 能源指数走势和 PE 18
图 39: 今年年初以来欧洲和新兴市场主要指数表现（%） 19
图 40: 欧洲和新兴市场主要指数 PE 19
图 41: 路透 CRB 商品指数 20

图 42： 伦敦金现（美元/盎司）.....20
图 43： 10 年期美债收益率（%）.....21
图 44： 美国 10 年期通胀指数国债收益率（%）.....21
图 45： 伦敦银现（美元/盎司）.....21
图 46： LME 镍、LME 锡、LME 铜价格走势（美元/吨）.....22
图 47： LME 铅、LME 铝、LME 锌价格走势（美元/吨）.....22

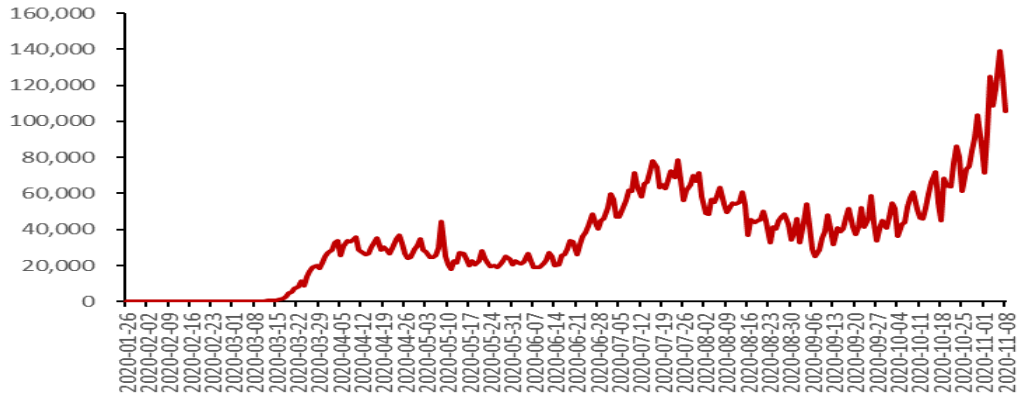
一、2020 年海外经济表现与 2021 年展望

全球主要经济体的经济增速基本在今年二季度出现同步触底，今年三季度经济增速出现明显的反弹趋势。其中，二次疫情是考验欧美四季度经济复苏进程的重要影响因素。预计明年全球复苏的进程仍然存在一定的不确定性，抗疫措施和新一轮大规模财政政策的实施、新冠病毒是否出现变种以及疫苗或特效药的发展都是影响全球经济复苏进程的重要因素。由于这次导致全球衰退的因素是疫情这种黑天鹅事件，和 08 年那次系统性金融风险所导致的经济衰退有着本质区别，预计明年全球的复苏将会是一个相对艰难曲折的过程，伴有一定的不确定性，并且不同的经济体复苏程度可能会由于疫情控制情况不同而差异较大。

1.1 2020 年美国经济表现与 2021 年展望

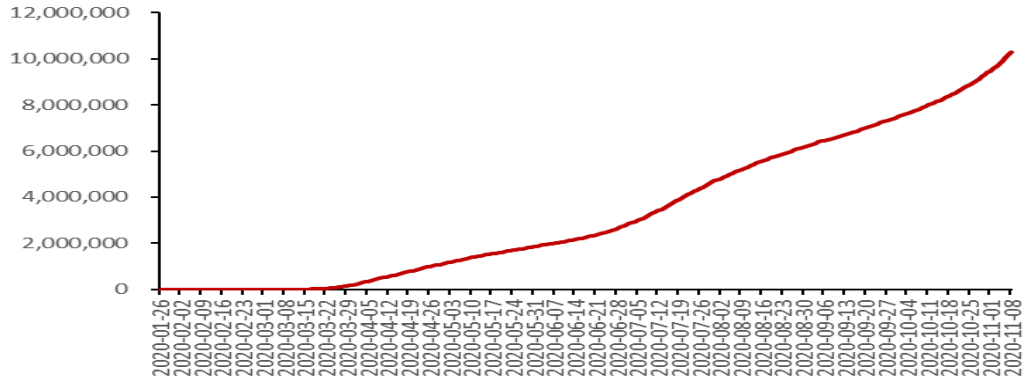
今年受新冠疫情的影响，美国经济陷入衰退，并且在今年二季度出现了触底。2020 年第一季度美国 GDP 环比增速为-5%，2020 年第二季度美国 GDP 环比增速为-31.4%；今年三季度美国 GDP 环比增速为 33.1%，但同比仍萎缩 2.9%。今年 10 月以来美国疫情出现了明显反弹，今年 11 月美国单日新增最高已经突破 13 万，现阶段单日新增峰值超过第一轮疫情时期。和第一波疫情不一样的是，这一波疫情甚至在美国中西部农村地区蔓延，美国超过一半的州都出现疫情反弹。虽然美国在疫情加剧时仍然强行重启经济，但是美国在今年四季度的经济复苏进程或受到一定影响。另一方面，当前美国民主党候选人拜登在美国大选中票数占优，如果其顺利执政，有一定可能会颁布较特朗普更严格的管控措施，因而疫情的蔓延有望得到控制。抗疫医疗手段方面，今年 11 月 8 日，辉瑞医药公布辉瑞和 BioNTech 合作研发的新冠疫苗在第三阶段有效性达到 90%，如果未来疫苗实验继续向好且疫苗被有效地大规模投入市场使用，明年美国经济增速或进一步加快；考虑到疫情的反复性以及病毒是否出现变种，明年的复苏存在一定的不确定性。若美国疫情明年能出现阶段性好转，或抗疫医疗措施出现较的突破，明年美国 GDP 有机会全年能达到一个正增长的水平，甚至出现一个超过 3%的反弹。但如果疫情控制不及预期或病毒出现变种，或是出现其他黑天鹅事件，美国 GDP 增速在明年或存在复苏不达预期的情况。

图 1： 美国新冠疫情每日新增病例



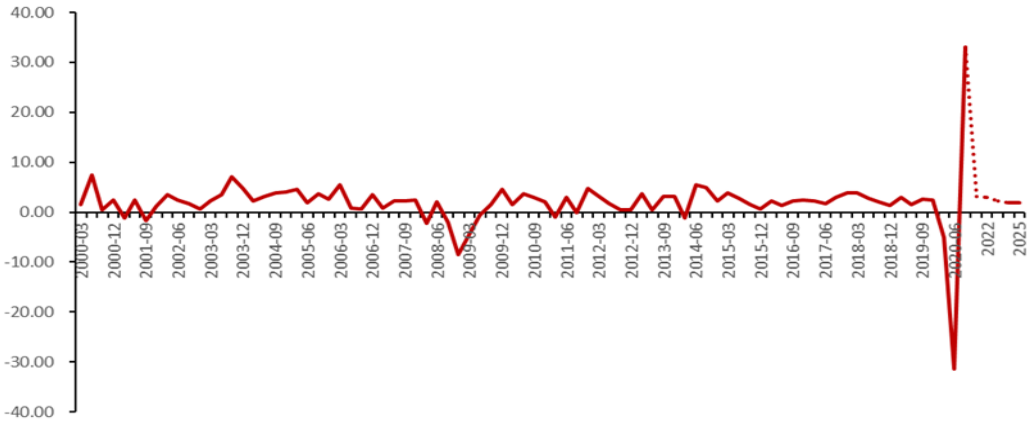
资料来源：wind，川财证券研究所

图 2： 美国感染新冠疫情总人数



资料来源：wind，川财证券研究所

图 3： 美国 GDP 环比折年率（%）



资料来源：wind，川财证券研究所

注：虚线部分为 IMF 在 2020 年 10 月 14 日的预测。

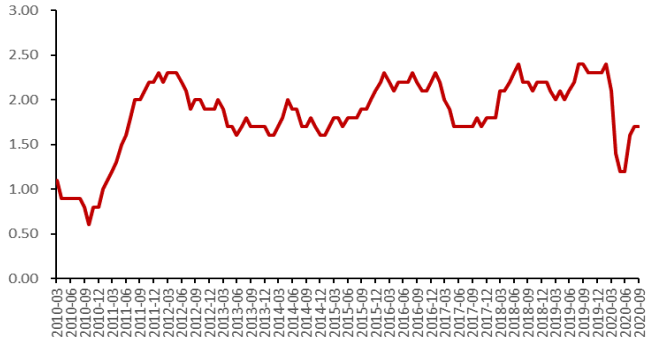
受中东石油问题和疫情影响，2020 年 2 月之后美国 CPI 增速明显下降。到 2020 年 5 月美国 CPI 增速出现触底，美国 CPI 在 5 月当月同比增速仅为 0.1%，之后出现比较明显的回升；今年 9 月，美国 CPI 当月同比增速回升至 1.4%；核心 CPI 当月同比增速在今年 5 月和 6 月触底，仅仅为 1.2%，后出现一定回升。2020 年 9 月核心 CPI 当月同比增速回升至 1.7%。考虑到美联储今年释放了较大的流动性，整体通胀势头将会比较明显，明年美国 CPI 增速还将继续上行。

图 4：　美国 CPI 当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

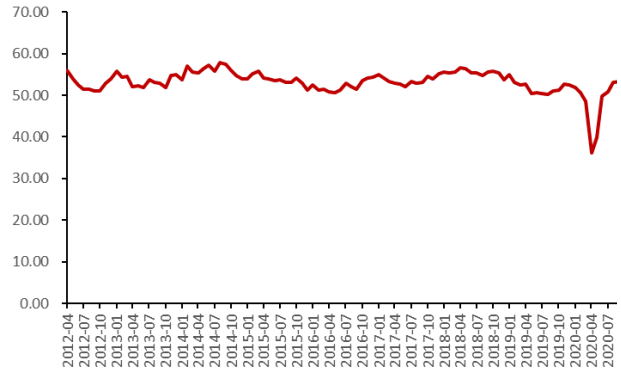
图 5：　美国核心 CPI 当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

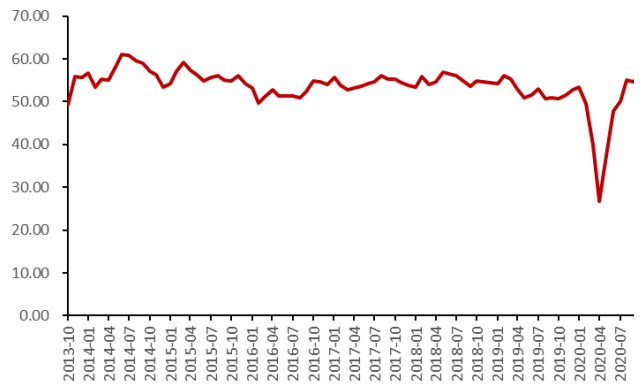
从制造业和服务业来看，由于在今年美国曾一度因为疫情实施了封闭措施，所以制造业和服务业数据在今年 4 月出现了一个明显触底。今年 4 月，美国制造业和服务业 PMI 分别降到 36.1 和 26.7 的低位。后由于美国强制重启经济，美国制造业和服务业数据较之前疫情导致的封闭期出现了明显回升。今年 10 月美国制造业和服务业 PMI 分别回升至 54 和 56.9。若未来一年美国疫情得到一定缓解，或是政府在即使疫情出现反复时仍实施强行重启经济的政策，美国制造业和服务业 PMI 或能基本保持在高于 50 的区间。

图 6：　美国 Markit 制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

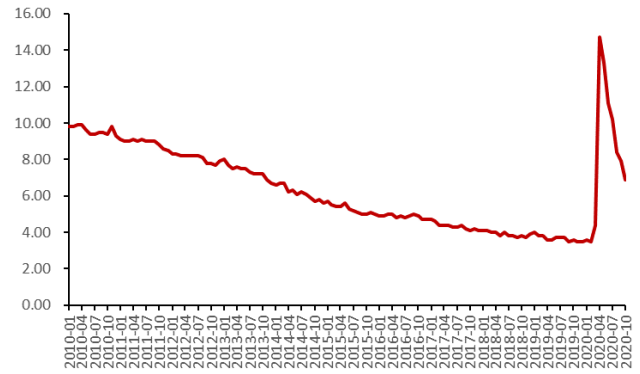
图 7：　美国 Markit 服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

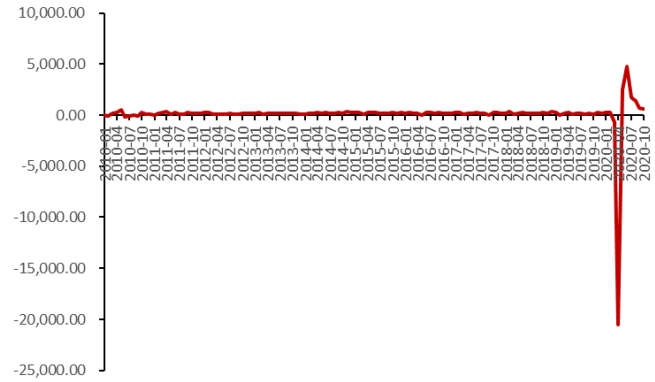
今年二季度，美国就业受疫情冲击严重。今年 4 月美国失业率飙升至 14.7%，后来由于重启经济，美国失业率出现一定下降。今年 10 月失业率下降到了 6.9%，好于前值 7.9%和预期 7.7%，为连续五个月录得下滑。从非农就业人数来看，美国现阶段就业恢复仍然不是非常乐观。今年 4 月非农就业人数减少 2050 万人，创下有纪录以来最差水平。今年 10 月美国的非农就业人数增加 63.8 万，高于预期 60 万人。然而到了 10 月底，疫情期间失去的工作只恢复了大约一半的工作岗位。如果疫情能得到控制，预计明年美国就业能出现进一步回暖。但由于疫情使得美国一部分行业处于停摆状态，再加上一些行业出现永久性的失业，预计明年来看，美国就业要较快恢复到疫情前的强劲水平仍存在一定困难。如果疫情控制较为理想，明年美国失业率有机会恢复到 4-5%左右。

图 8： 美国失业率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 美国新增非农就业人数（千人）

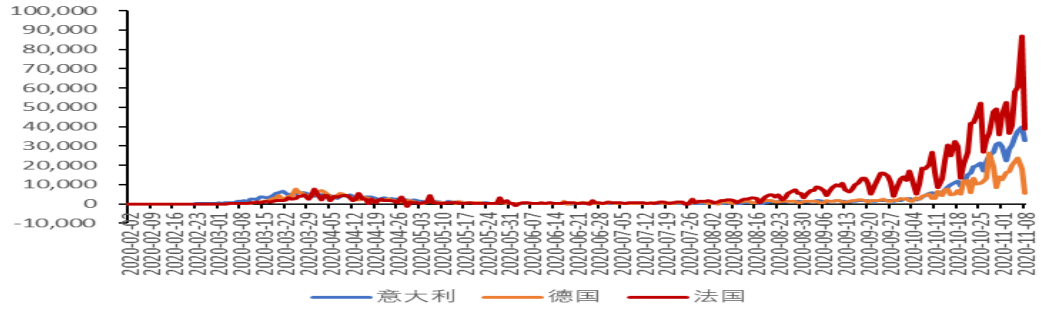


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 2020 年欧洲、日本和新兴市场经济表现与 2021 年展望

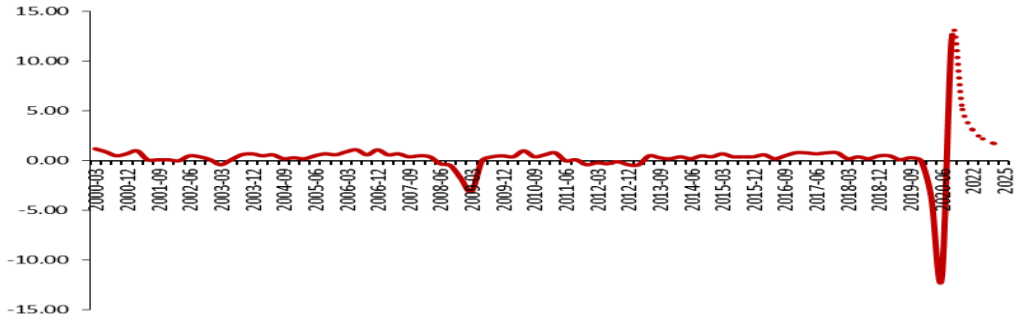
受疫情影响，今年欧洲经济增速在今年二季度出现了明显的触底。2020 年一季度欧元区 GDP 环比增速为-3.7%，二季度下跌至-11.8%。今年三季度欧洲经济增速出现了明显反弹，今年三季度欧元区 GDP 季调环比增速达到 12.7%。现阶段欧洲疫情的二次爆发是影响欧洲经济复苏进程的重要因素。今年秋冬以来，欧洲二次疫情蔓延明显加剧。法国、英国、德国、意大利等国在今年 11 月单日新增峰值均高于第一波疫情的峰值时期，今年 11 月法国单日新增最高超过 6 万，德国单日新增最高超过 2 万，意大利单日新增最高超过 3.9 万人。现阶段欧洲的管控措施不断趋严，多国已经进入封锁状态。预计四季度欧洲经济复苏速度进度将有所放缓，且期间欧洲服务业受疫情影响较大。若明年欧洲疫情得到了较好的控制，预计明年欧元区经济增速将会出现反弹，明年欧元区 GDP 增速或有望高于 5%。

图 10： 欧洲三国新冠疫情每日新增病例



资料来源：wind，川财证券研究所

图 11： 欧元区 GDP 季调环比增速（%）

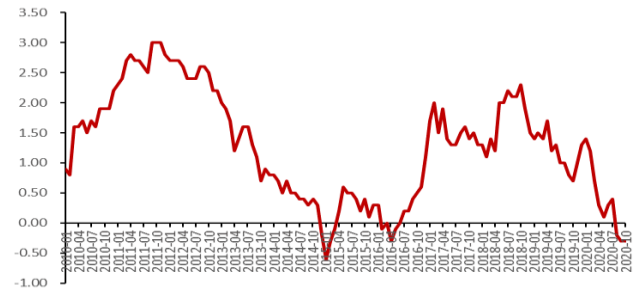


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：虚线部分为 IMF 在 2020 年 10 月 14 日的预测。

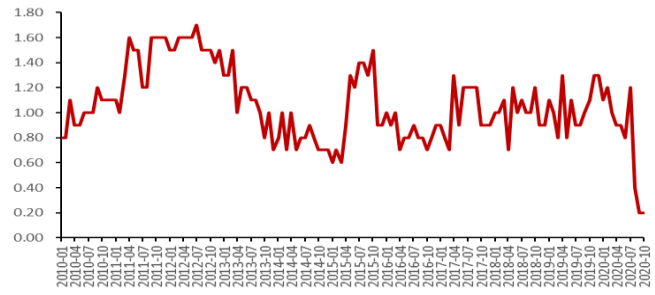
从通胀来看，由于今年欧洲央行应对疫情没有像美国那样释放巨额流动性，欧元区通胀今年以来均处于下行区间中，2020 年 10 月欧元区 HICP（调和 CPI）当月同比增速下滑至-0.3%；2020 年 10 月欧元区核心 HICP（核心 CPI）当月同比增速下降到 0.2%。考虑到欧洲央行采取偏宽松的货币政策，若疫情能得到一定控制，预计明年欧洲通胀将会得到一定恢复。

图 12： 欧元区 HICP（调和 CPI）当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

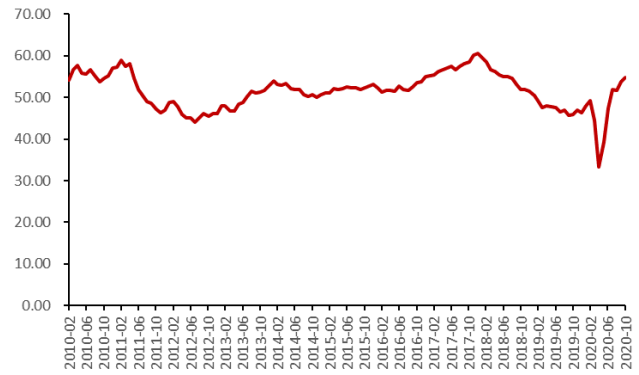
图 13： 欧元区 HICP（核心 CPI）当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

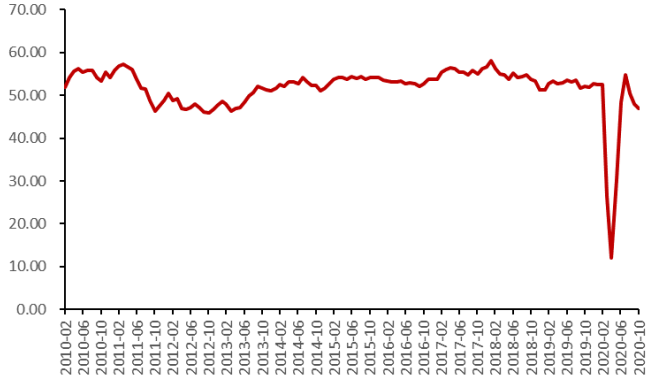
今年欧洲疫情爆发后，由于欧洲采取了严格的管控措施，所以欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI 在今年 4 月出现了明显触底，分别回落至 33.4 和 12 的低位。而后二季度由于欧洲疫情控制较好，且逐步开始解封，欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI 出现了回升。今年 10 月欧元区制造业 PMI 回升至 54.8；服务业 PMI 在今年 7 月达到 54.7 之后，由于欧洲疫情二次反弹，欧洲加强了管控，欧元区服务业 PMI 开始有所回落，今年 10 月降至 46.9。四季度来看，欧洲服务业数据可能会进一步下滑。若明年欧洲疫情得到进一步控制，欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI 有望回升，或出现高于 50 荣枯线的水平。

图 14： 欧元区制造业 PMI



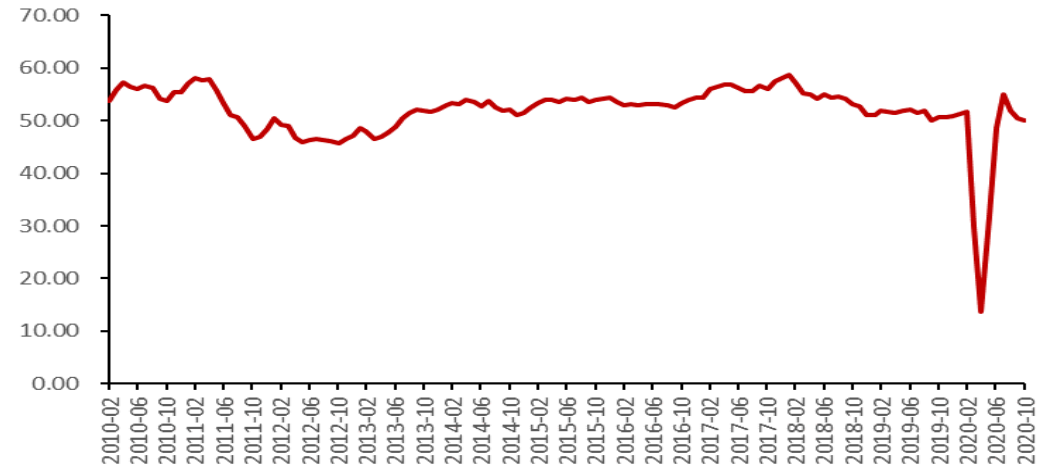
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15： 欧元区服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16： 欧元区 Markit 综合 PMI

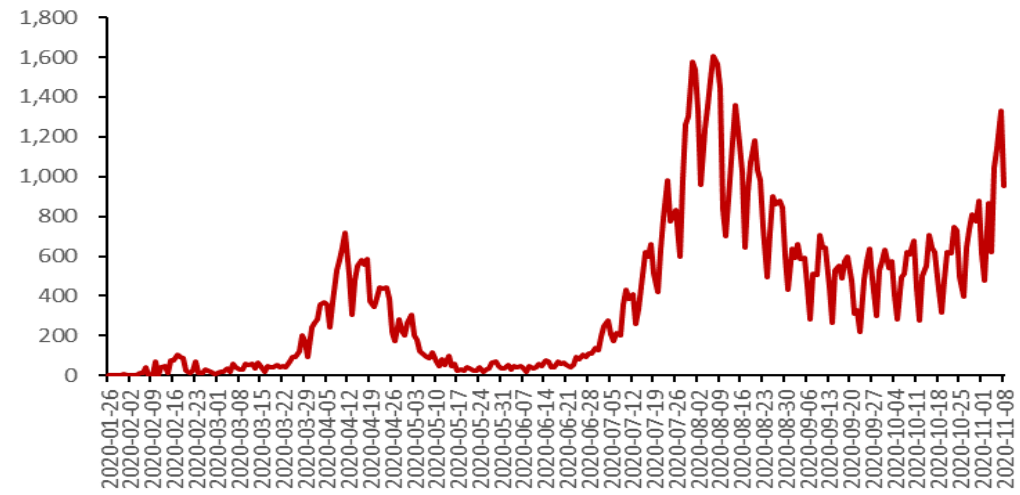


资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年一季度日本 GDP 环比萎缩 0.6%。今年二季度实际 GDP 环比萎缩 7.9%，创下自 1955 年有记录以来最严重的萎缩，这是日本经济连续第三个季度萎缩。预计今年三季度日本经济增速将会有所回暖。虽然日本现阶段疫情控制相对欧

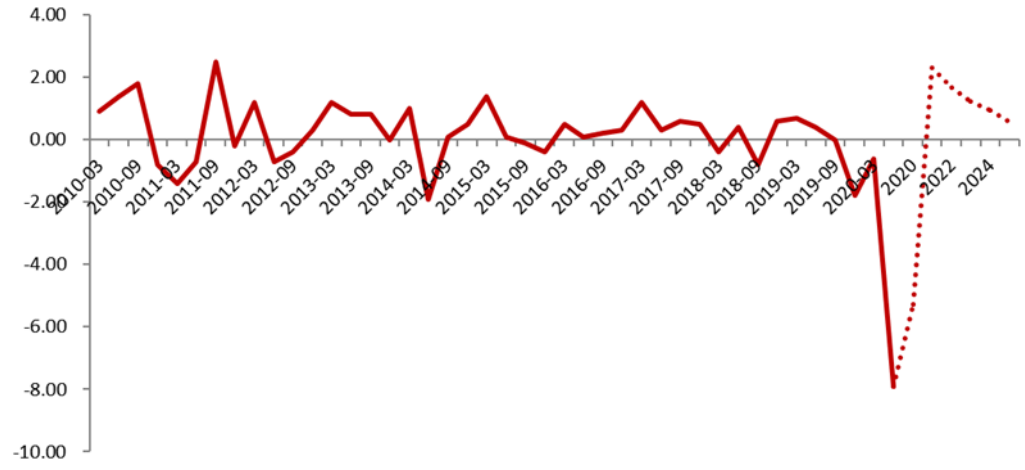
美国家较好，但是进入 11 月以来，日本新冠疫情感染形势有所反弹，日本单日新增新冠疫情最高超过 1000 例，其中北海道札幌市发生聚集性群体感染。另一方面，长期以来日本经济增长的内生动力仍然不足，因此日本经济的恢复进程还受其长期以来的经济增长动能影响。如果明年日本疫情仍然控制较好，明年日本 GDP 增速或有望高于 2%的水平。

图 17： 日本新冠疫情每日新增病例



资料来源：wind，川财证券研究所

图 18： 日本 GDP 季调环比增速（%）



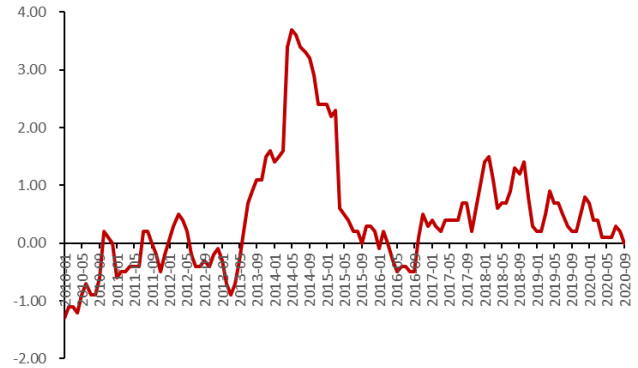
资料来源：Wind，川财证券研究所

注：虚线部分为 IMF 在 2020 年 10 月 14 日的预测。

从通胀来看，自今年 1 月以来，日本 CPI 增速明显回落。日本 CPI 当月同比增速从 2020 年 1 月的 0.7%回落至 9 月的 0%。日本核心 CPI 当月同比增速从

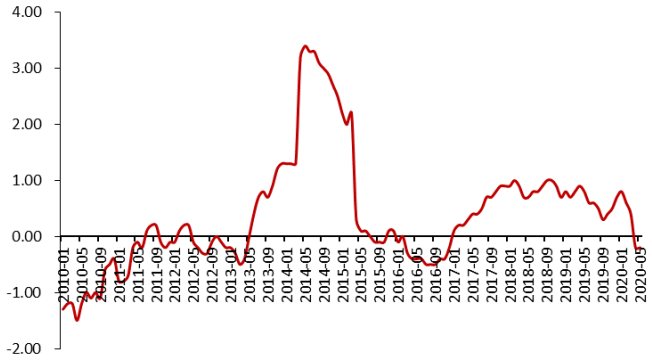
2020 年 1 月为 0.8%回落至 9 月的-0.3%。日本核心 CPI 已经连续两个月为负值，某种程度来说，日本陷入通缩状态。若明年日本疫情控制较好，经济出现一定复苏，通缩情况或有望扭转。

图 19： 日本 CPI 当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

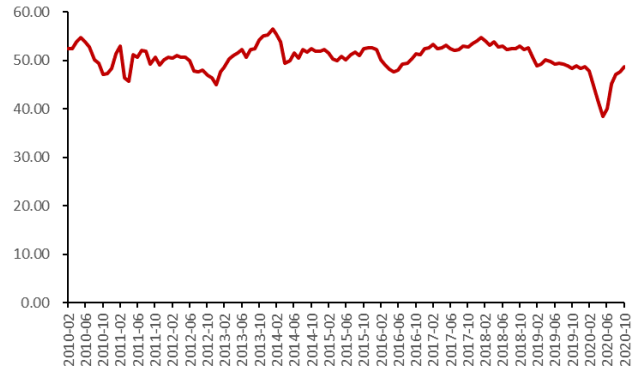
图 20： 日本核心 CPI 当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

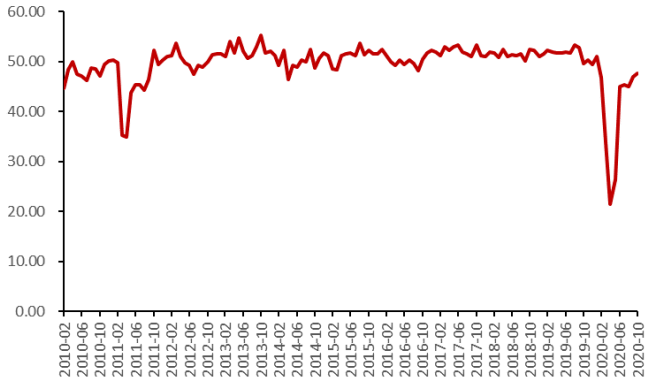
受疫情影响，日本制造业 PMI 在今年 5 月触底，仅仅为 38.4，10 月回升至 48.7；今年日本服务业 PMI 在今年 4 月降 21.5 的历史新低，后出现回升，10 月回升至 47.7。若日本明年疫情持续出现改善，制造业和服务业 PMI 有望继续回升，或能出现高于 50 的区间。

图 21： 日本制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22： 日本服务业 PMI

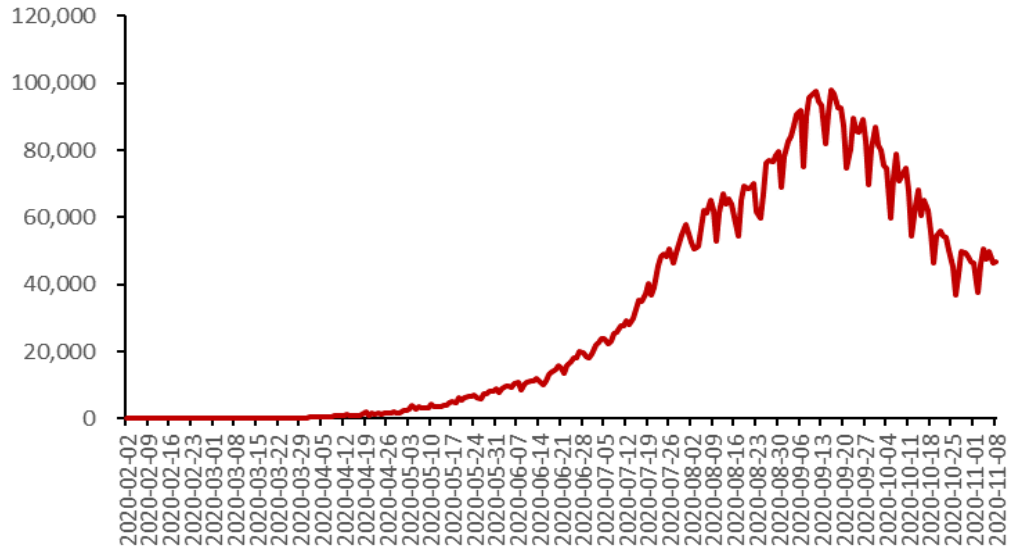


资料来源：Wind，川财证券研究所

今年疫情爆发以来，由于医疗水平限制和疫情防控问题，不少新兴经济体疫情蔓延较快，经济受到冲击较大（如印度和巴西）。印度新增疫情在今年 9 月中旬突破 9.7 万之后，开始出现回落态势。2020 年一季度印度 GDP 环比增速为 0.66%，二季度降至-25.25%。若明年疫情能继续出现向好态势，预计印度 GDP

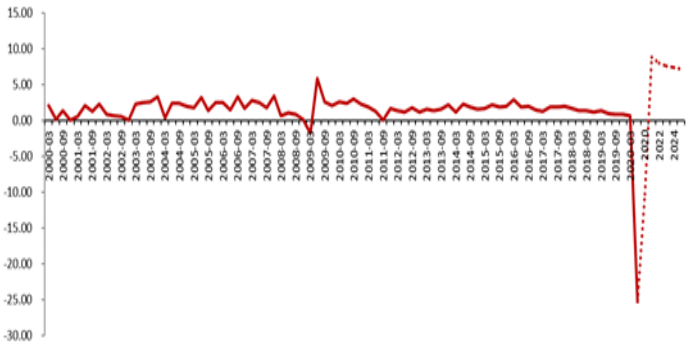
增速将会出现反弹。理想的话明年印度 GDP 增速或高于 8%。由于印度现阶段实施宽松的货币政策，今年依然维持较高的通胀水平，今年 9 月 CPI 同比增速达到 7.34%，比起今年 1 月的峰值 8.84%，并没有出现明显降低。考虑到明年印度维持宽松的货币政策，预计明年印度通胀水平仍然偏高。

图 23： 印度新冠疫情每日新增病例



资料来源：wind，川财证券研究所

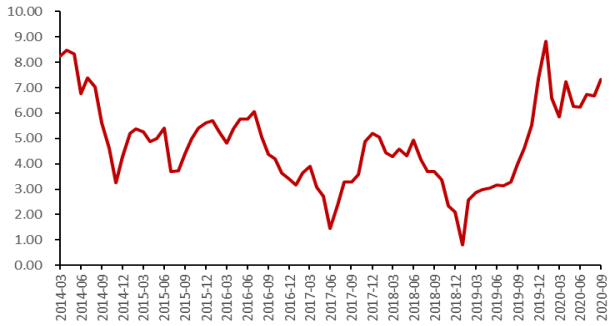
图 24： 印度 GDP 不变价季调环比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：虚线部分为 IMF 在 2020 年 10 月 14 日的预测。

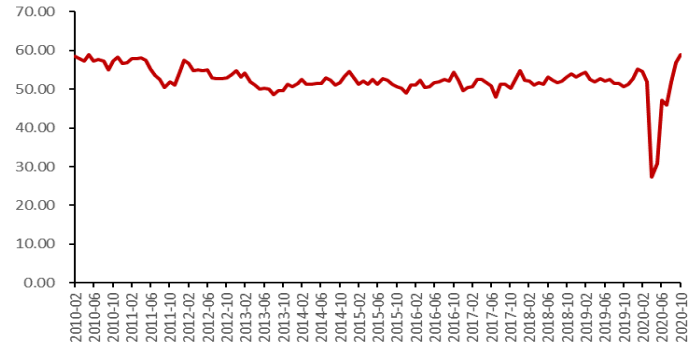
图 25： 印度 CPI 全部同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

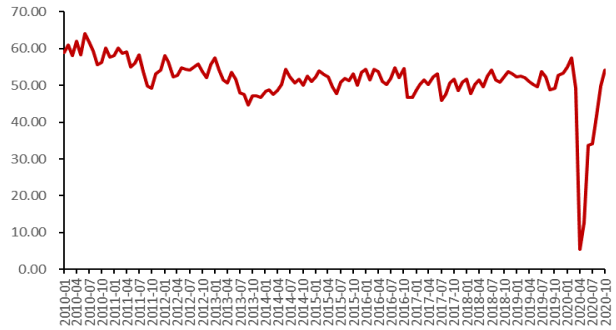
从制造业和服务业来看，今年 4 月印度制造业 PMI 和服务业 PMI 降到了历史新低水平，分别为 27.4 和 5.4，后经济强行重启，印度制造业 PMI 和服务业 PMI 在今年 10 月分别回升至 58.9 和 54.1。若明年疫情控制较好，预计制造业和服务业 PMI 能基本维持在 50 荣枯线以上。

图 26： 印度制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

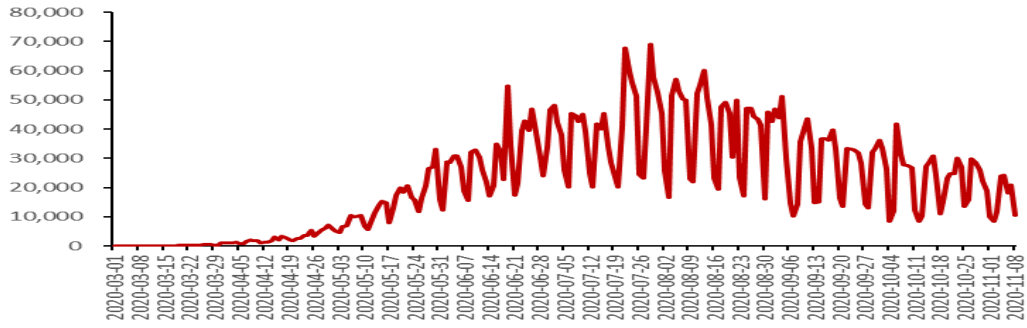
图 27： 印度服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

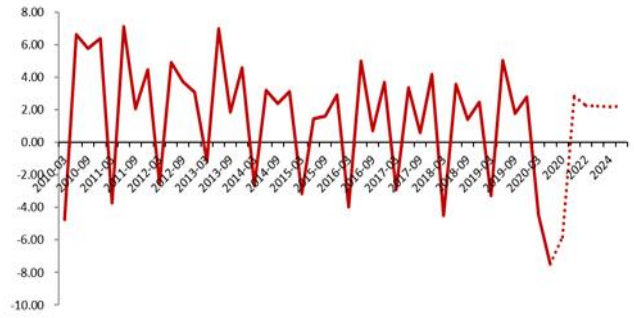
2020 年一季度巴西国民总收入环比萎缩 4.45%，二季度环比萎缩 7.46%。由于巴西单日新增疫情在今年 6 月底达到 6.9 万峰值之后出现下降，现阶段日新增主要在 1-2 万左右波动，若明年巴西疫情持续向好，预计经济增速将会出现反弹，明年 GDP 增速或高于 2%。通胀方面，今年 5 月巴西的全国消费者物价指数 IPCA 同比增速下降至 1.88%的低位，之后出现反弹，今年 10 月巴西的全国消费者物价指数 IPCA 同比增速回升至 3.92%。考虑到巴西今年多次降息，且利率维持在较低水平，预计明年巴西的通胀水平仍然较高。从制造业和服务业来看，今年巴西制造业 PMI 在 4 月降至 36 的低位；今年 4 月巴西服务业 PMI 降至 27.4 的历史低位水平。之后由于强行重启经济，巴西制造业和服务业 PMI 分别出现回升。今年 10 月巴西制造业 PMI 和服务业 PMI 分别反弹至 66.7 和 52.3。若明年疫情持续向好，预计明年制造业和服务业 PMI 能基本维持在 50 荣枯线以上。

图 28： 巴西新冠疫情每日新增病例



资料来源：wind，川财证券研究所

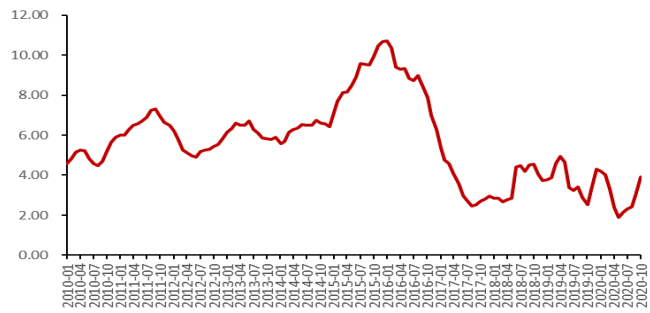
图 29： 巴西国民总收入环比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

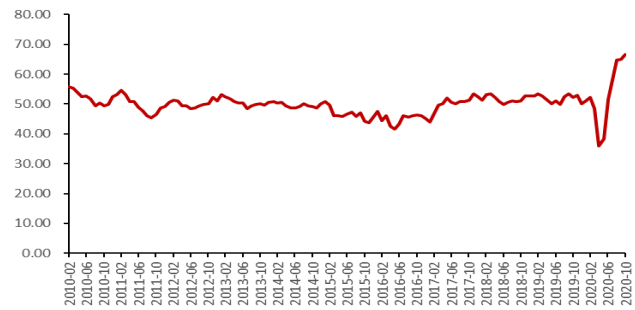
注：虚线部分为 IMF 在 2020 年 10 月 14 日的预测。

图 30： 巴西广义消费指数 IPCA 同比增速（%）



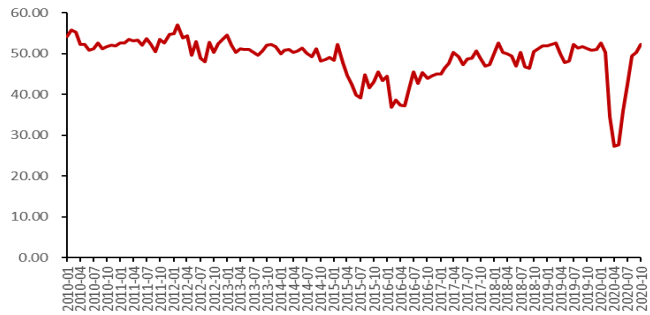
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31： 巴西制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32： 巴西服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

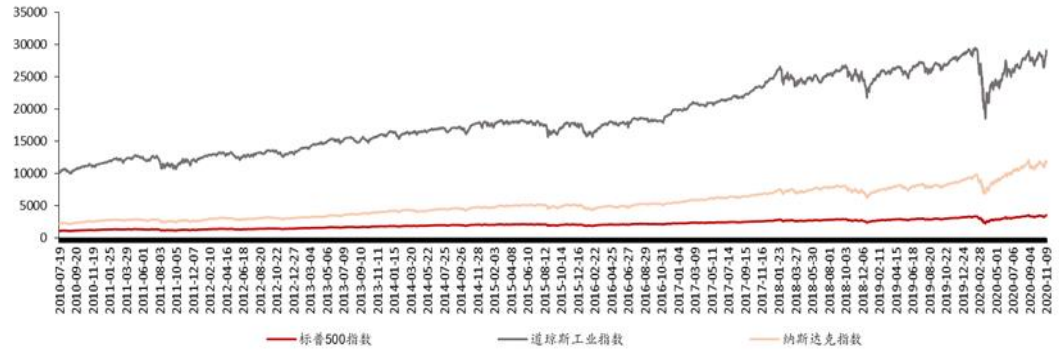
二、2020 年全球股市和重要商品的走势与 2021 年展望

2.1 2020 年美股的走势以及 2021 年展望

由于疫情以及中东石油问题对美国经济冲击较为明显，且美股在过去超过十年的时间里涨幅较大且估值较高，美股在今年 2-3 月出现大幅下跌。由于美国迅速采取了规模空前的货币政策和财政刺激，今年 3 月底至 8 月，美股反弹幅度较大。由于大选带来的美国政治不确定性的上升，以及美股估值较高，今年 9-10 月美股市场出现了明显回调。随着大选结果的公布，美国政治确定性有所上升，美股在 11 月初曾一度出现反弹，随后震荡和波动开始加大。今年 3 月底之后美股的反弹力度较大，主要受到美联储流动性支撑较多，受美国经济基本面支撑较少。现阶段标普 500、道琼斯工业指数和纳斯达克指数的 PE 处于近 20 年除互联网泡沫破灭时期以外的历史最高区间，且美股盈利能力下降，叠加疫情并出现了二次反弹，预计未来一段时间美股的波动率仍然偏高。若今年年

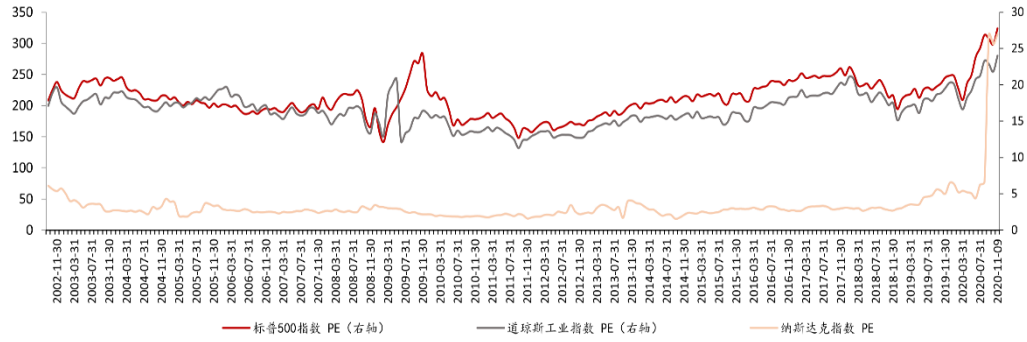
底之前美股震荡较为充分，并且明年疫情控制较好，美股或开启新一轮上涨行情。若今年四季度调整还不够充分，或者明年疫情控制仍较为不理想，不排除明年将延续一段震荡行情，开启新一轮上涨周期的时间将会延迟。此外，明年新一轮大规模财政刺激若能顺利出台或存在给美股带来暂时性提振的机会。

图 33： 美股三大指数走势



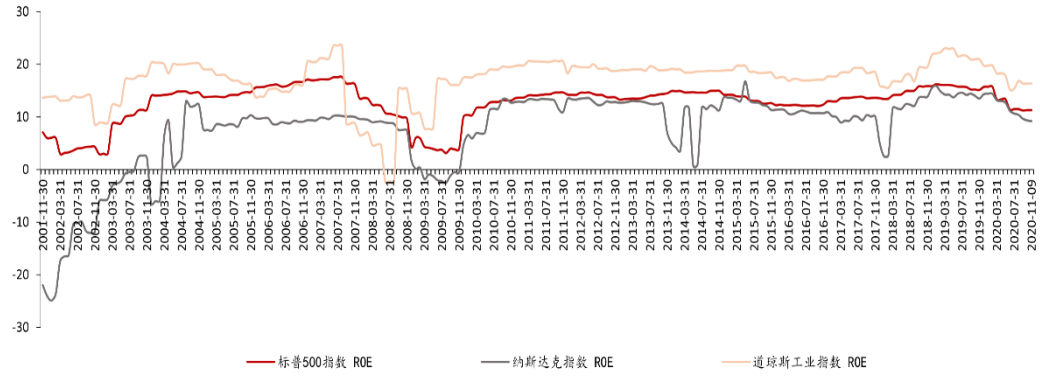
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 美股三大指数 PE



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

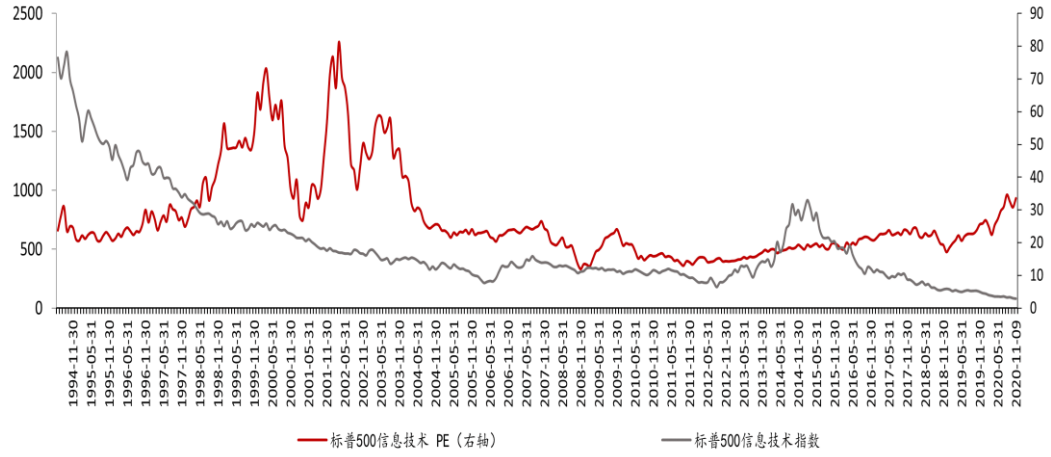
图 35： 美股三大指数 ROE(%)



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

值得注意的是，现阶段科技板块现阶段已经处于涨幅较大且估值较高位置。此外，若拜登顺利执政，拜登对一些大型科技公司的反垄断态度或对科技公司的股价构成一定考验。带动美股过去十年上涨的科技板块现阶段的承压将会一定程度影响美股的走势。

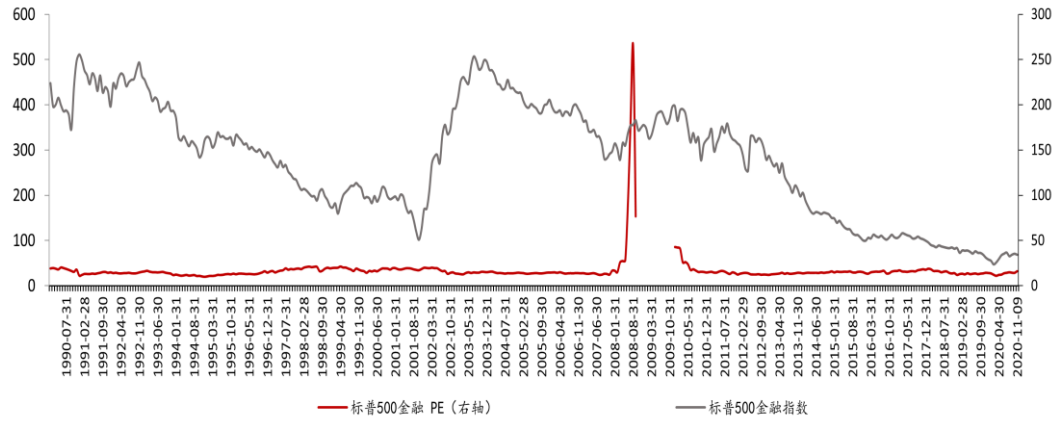
图 36： 标普 500 信息技术指数走势和 PE



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

考虑到现阶段抗疫医疗措施的发展出现一定进展，且预计全球未来一年或处于复苏周期之中，美国周期股仍将会存在一定的低吸机会，如金融和能源板块。考虑到美股的高波动期尚未结束，但是周期板块对疫情以及经济冲击相对较为敏感，建议在震荡中采取分批低吸的方式进行美股周期板块的投资（需注意能源板块或存在受到新任总统能源政策影响的可能性）。

图 37： 标普 500 金融指数走势和 PE



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 38： 标普 500 能源指数走势和 PE

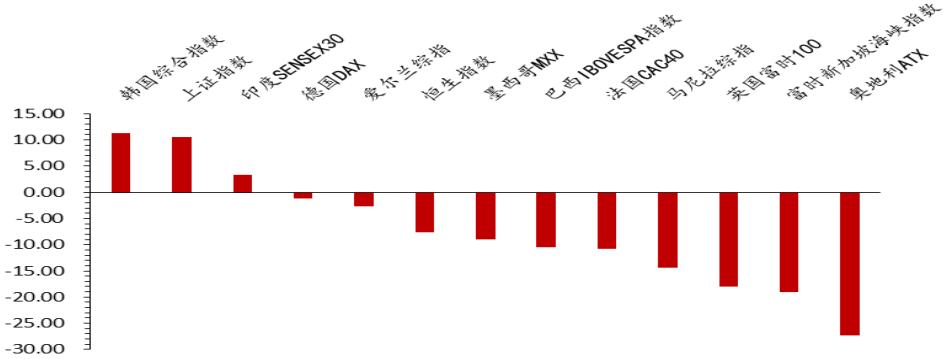


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

2.2 2020 年欧洲和新兴市场的股市走势与 2021 年展望

受疫情的冲击，欧洲和新兴经济体的多个市场在今年 2-3 月出现了大幅回撤，今年 3 月底以后普遍出现一些反弹。从今年年初截至 2020 年 11 月 9 日，上证指数和韩国综合指数韧性较好，分别上涨 10.61%和 11.35%，其他一些主要的欧洲和新兴市场的股市今年以来基本是下跌的，德国 DAX、爱尔兰综指、恒生指数、墨西哥 MXX、巴西 IBOVESPA 指数、法国 CAC40、马尼拉综指、英国富时 100、富时新加坡海峡指数和奥地利 ATX 分别下跌 1.16%、2.65%、7.71%、8.93%、10.49%、10.73%、14.45%、17.98%、19.04% 和 27.3%。欧洲市场方面，由于欧洲央行在这次疫情引发的经济衰退中，释放的流动性没有像美联储那么大，所以今年 4-10 月以来欧洲市场反弹幅度没有像美股那么大。今年 11 月受到美国大选结果逐步落地以及疫苗研发进展的提振，欧股市场出现较为明显的反弹。从欧洲市场来看，欧洲股市存在一定的价格优势，但是欧洲疫情大幅蔓延导致的封锁措施，以及美股波动的联动性或一定程度影响欧股走势。欧洲市场中，若明年疫情存在反复，经济复苏不及预期，且欧洲市场受美股市场影响较大，在美股市场未企稳之前，预计欧洲市场难以走出稳中向上的行情。若明年欧洲疫情控制较好，经济复苏较为顺利，等美股企稳之后，欧股或开启新一轮上涨行情，在这种情况下，明年可以关注今年一些跌幅较大的指数在震荡后的低吸机会，如奥地利 ATX，英国富时 100 和法国 CAC40。

图 39： 今年年初以来欧洲和新兴市场主要指数表现（%）

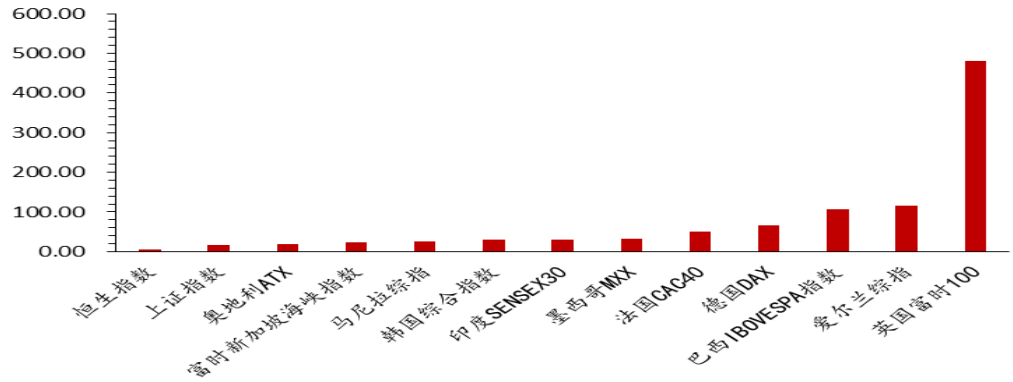


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 11 月 9 日。

从新兴市场来看，今年 4 月以来，不少新兴经济体的指数已经有所反弹，但是仍有一些指数跌幅仍然较大且估值偏低。若疫情控制较好，明年新兴市场依然有比较好反弹的机会。可以关注估值偏低且受疫情影响较小韧性较好的经济体的指数，如上证指数。同时，也可适当关注今年跌幅较大且低估值指数的低吸机会，如富时新加坡海峡指数和墨西哥 MXX。

图 40： 欧洲和新兴市场主要指数 PE



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3 2020 年重要商品的走势与 2021 年的展望

由于疫情爆发，今年 2-4 月商品受冲击较大。路透 CRB 商品指数在今年 2-4 月出现大幅下跌，期间最高跌去 39.48%。受美联储流动性释放等因素，今年 4 月以后，商品开始出现新一轮的上涨行情，从今年 4 月的最低点到今年 11 月 9

日，路透 CRB 商品指数已经上涨 44.49%。

图 41： 路透 CRB 商品指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 11 月 9 日。

今年商品中，今年贵金属和有色金属表现较好。由于疫情对经济的冲击较大，且美联储开启了史无前例的货币宽松政策，截至 2020 年 8 月，伦敦金最高已经冲破 2075 美元/盎司，突破 2011 年的高位。此外，今年一些有色金属（如铜铝锡等）在 4 月以后也走出了一轮上涨行情。

图 42： 伦敦金现（美元/盎司）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 11 月 9 日。

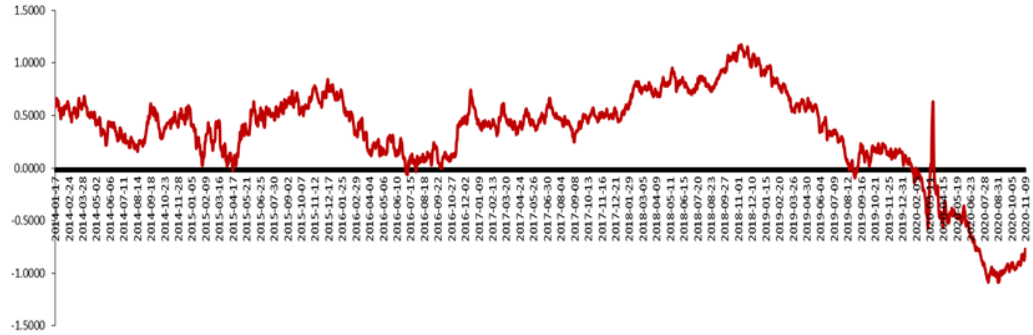
图 43： 10 年期美债收益率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 11 月 9 日。

图 44： 美国 10 年期通胀指数国债收益率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 11 月 9 日。

由于美联储释放了较大的流动性，且预计明年全球处于复苏周期，明年仍然看好商品的机会。考虑到美联储延续低利率周期，以及后期疫情逐步好转促使需求恢复，预计明年贵金属中的白银、有色金属将会出现较好的上涨机会。

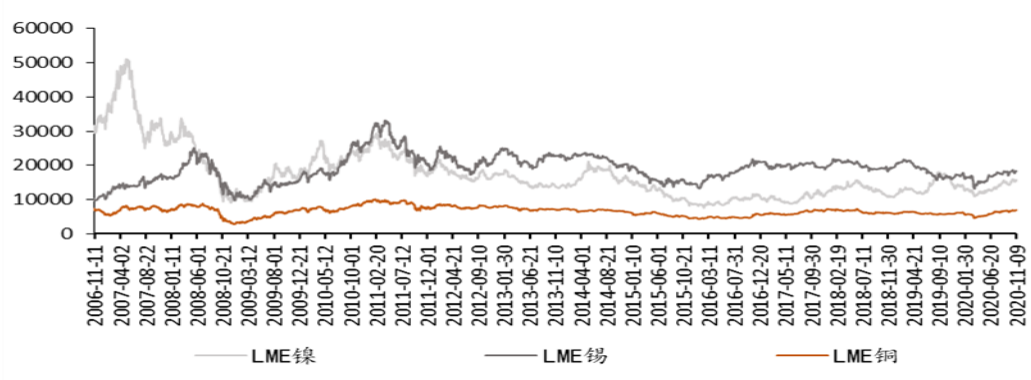
图 45： 伦敦银现（美元/盎司）



资料来源：Wind，川财证券研究所

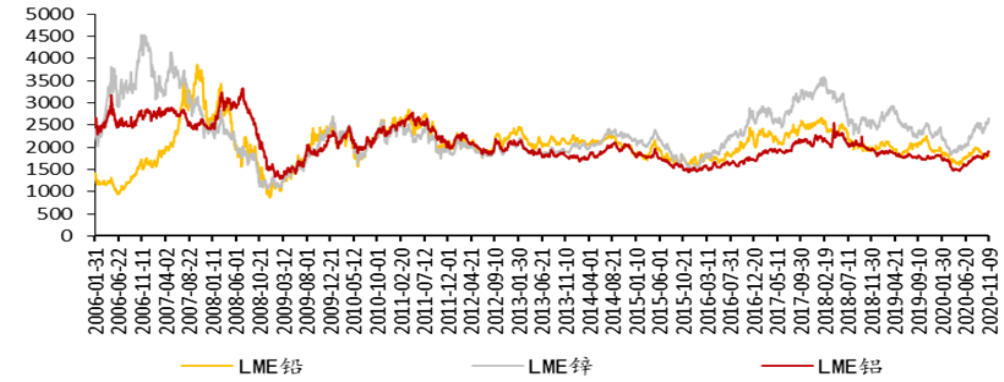
注：统计时间截至 2020 年 11 月 9 日。

图 46： LME 镍、LME 锡、LME 铜价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47： LME 铅、LME 铝、LME 锌价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围内黑天鹅事件。

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399