11 月大类资产月报：美国大选落地，拜登新政预期助推全球风险资产反弹

大类资产配置月报

评级：

标普 500 指数	3509.44
十年期美债收益率（%）	1.57
报告日期	2020-11-09

标普 500 指数与美国国债收益率(10Y)



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

10月主要大类资产表现回顾

所属市场	指数	10月回报率	所属市场	指数	10月回报率
发达国家股指	MSCI全球	-3.03%	商品：指数	高盛商品指数	-2.68%
	美国标普	-2.66%		CRB商品指数	-2.54%
	美国纳斯达克	-2.26%	商品：原油	原油 (WTI)	-11.01%
	欧洲stoxx50	-7.31%	商品：贵金属	金	-0.37%
	日本Nikkei225	-0.88%		银	1.81%
新兴市场股指	香港恒指	2.79%	商品：基本金属	铜	0.49%
	上证综指	0.20%		铝	-1.56%
	MSCI新兴市场	1.49%	商品：农产品	玉米	5.15%
美国债	美国10Y国债	18.97bp		大豆	2.82%
	美国投资级债	-0.18%		棉花	4.76%
	美国高收益债	0.51%	汇率	美元DXY指数	0.16%
欧洲债	德国10Y国债	-1bp		欧元	-0.63%
	欧洲投资级	-0.72%		日元	0.78%
	欧洲高收益	-0.34%		英镑	0.21%
新兴市场债	中资美元债	-0.08%		加元	0.02%
	中资美元投资级债	0.04%		澳元	-1.87%
	中资美元高收益债	-0.13%		在岸人民币	1.48%

数据来源：Bloomberg，云锋金融

11 月大类资产核心策略观点

1.经过一番波折后，美国大选结果逐步明朗化，拜登锁定美国第 46 届总统位置，最新投票显示参众两院归属维持现状，11 月最大的不确定性事件落地。

2.预计美国新一轮财政刺激法案将很快出台，美联储货币政策在较长的周期维持当前宽松状态，海外经济复苏方向未变，但复苏节奏受疫情及经济管控措施影响。

3.国内短周期经济复苏进入中后段，未来 2 个季度信用周期见顶概率较大。今年出口增速与贸易占比表现亮眼，这是国内本轮经济周期重要因素。

4.美国大选落地后，风险资产有望逐步转入相对低波动率状态。11 月股票相对占优；预计美债收益率上行仍有空间，期限利差继续走阔；黄金短期大概率继续震荡，长期仍有配置价值；原油偏弱；美元弱周期料持续。

风险提示

海外疫情超预期扩散；国内流动性超预期收紧；财政救助时间和规模不及预期；美国总统权力交接不确定性。

目录

前言：10 月大类资产表现回顾 3
一、美国大选落地，拜登锁定胜局 3
1.1 拜登锁定总统胜局，参众两院争夺继续胶着 3
1.2 大选前两党分歧巨大 4
1.3 选举结果深刻影响经未来政策走向 5
二、海外经济持续复苏，密切关注疫情发展 6
2.1 美欧经济前瞻有所分化 6
2.2 财政刺激与疫情发展决定美国经济复苏节奏 6
2.3 美欧新一波疫情或动摇复苏基础 7
三、美联储维持宽松货币格局，长端利率存在上行压力 8
3.1 美联储延续宽松货币政策 8
3.2 美债期限利差走阔，美元受避险情绪回落走弱 9
四、国内短周期逐步见顶，长周期发展方向明确 10
4.1 国内经济延续复苏趋势 10
4.2 三季度国内多数行业盈利增速转正 11
4.3 “十四五”规划定调未来发展方向 12
五、大类资产展望：不确定性事件落地，权益资产相对占优 12

前言：10月大类资产表现回顾

股票市场：以美国与欧洲为代表的海外股市回报率小幅下行，MSCI全球指数下跌3.03%；新兴市场表现偏强，MSCI新兴指数上涨1.49%，恒生指数上涨2.79%。

债券市场：美国长端利率继续上行，10Y美债利率上行18.97BP，中资美元债涨跌不一。欧洲投资级与高收益债均取得负回报。

商品市场：商品整体偏弱，CRB商品指数下跌2.54%，其中WTI原油大跌11.01%，白银与农产品偏强，黄金小幅下跌0.37%。

汇率市场：美元指数震荡为主，贬值速度有所下降，人民币维持升值趋势，在岸人民币兑美元升1.48%，澳元兑美元则贬1.87%。

10月，海外发达国家市场面临新冠疫情扩散及大选前的不确定性，以股票和原油为代表的风险资产出现一定下跌，疫情控制较好的亚洲股市则表现相对强势。受海外经济持续复苏预期与美联储货币政策不再过度宽松影响，美债长端利率继续上行。由于产业链完整优质并率先从疫情中恢复，中国资产吸引力有所增强，在美元整体震荡的背景下，人民币兑美元相对走强。

图 前言-1：十月大类资产表现回顾

所属市场	指数	10月回报率	所属市场	指数	10月回报率
发达国家股指	MSCI全球	-3.03%	商品：指数	高盛商品指数	-2.68%
	美国标普	-2.66%		CRB商品指数	-2.54%
	美国纳斯达克	-2.26%	商品：原油	原油 (WTI)	-11.01%
	欧洲stoxx50	-7.31%	商品：贵金属	金	-0.37%
	日本Nikkei225	-0.88%		银	1.81%
新兴市场股指	香港恒指	2.79%	商品：基本金属	铜	0.49%
	上证综指	0.20%		铝	-1.56%
	MSCI新兴市场	1.49%	商品：农产品	玉米	5.15%
美国债	美国10Y国债	18.97bp		大豆	2.82%
	美国投资级债	-0.18%		棉花	4.76%
	美国高收益债	0.51%	汇率	美元DXY指数	0.16%
欧洲债	德国10Y国债	-1bp		欧元	-0.63%
	欧洲投资级	-0.72%		日元	0.78%
	欧洲高收益	-0.34%		英镑	0.21%
新兴市场债	中资美元债	-0.08%		加元	0.02%
	中资美元投资级债	0.04%		澳元	-1.87%
	中资美元高收益债	-0.13%		在岸人民币	1.48%

数据来源：Bloomberg，云锋金融整理

一、美国大选落地，拜登锁定胜局

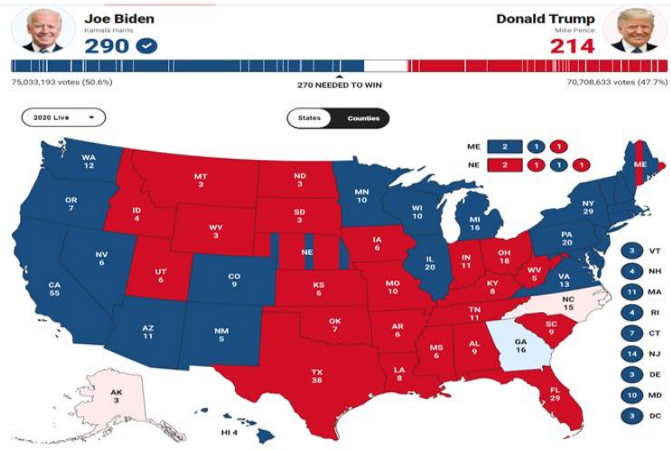
1.1 拜登锁定总统胜局，参众两院争夺继续胶着

截止北京时间11月8日中午，据FoxNews的统计数据显示，拜登已获得290张选举人票，足以取得美国第46届总统位置（图1.1）。北京时间7日中午，拜登发表演讲称“将赢得这场竞选”，并透露他的团队“已经开始在疫情应对等方面展开了过渡性工作”，北京时间8日凌晨在社交媒体上确认当选并随后在特拉华州威尔明顿以美国总统身份向全美发表讲话。

与总统大选同时进行的参众两院争夺结果也已逐步清晰。大选前，参众两院分别由共和党与民主党控制，此次选举参议院改选35个席位，众议院席位全部改选。民调和市场预期众议院继续

归属民主党，参议院归属尚有悬念。从最新投票结果来看，民主党继续控制众议院，共和党继续控制参议院概率较大（图1-2）。

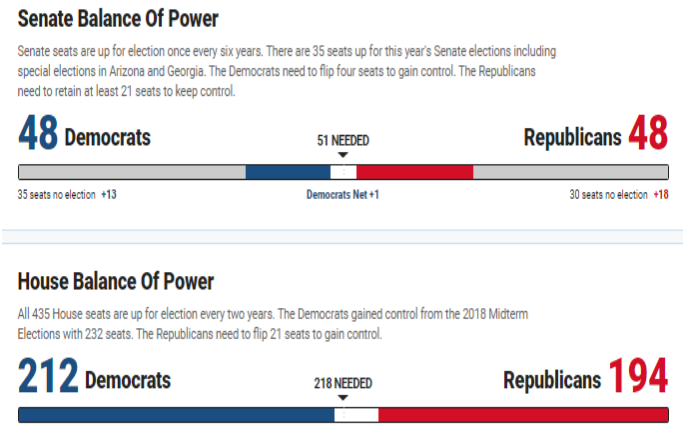
图 1-1：候选人及美国各州选票情况



数据来源：Foxnews，云锋金融

备注：数据截止 2020.11.08

图 1-2：参众两院中两党派目前获得席位数对比



数据来源：Foxnews，云锋金融

备注：数据截止 2020.11.08

1.2 大选前两党分歧巨大

美国大选是今年全球政治、经济与资本市场的焦点。共和党候选人、现任总统唐纳德·特朗普与民主党候选人、前副总统约瑟夫·拜登在多个领域存在明显分歧。两党围绕总统选举及参众两院归属展开的反复博弈给全球资本市场带了来极大的不确定性。

在经济、财政、能源、医保、科技、外交与抗疫等方面，特朗普与拜登大多持有不同观点（表1.1），集中反映美国社会阶层之间极端撕裂的现状。

表1.1：特朗普与拜登主张简要对比

	特朗普及共和党	拜登及民主党
经济政策	减税；创造新工作机会	增税：提高最低工资
新一轮财政刺激政策	积极推动较小规模的财政刺激法案	提出更大规模的刺激方案
能源政策	支持传统能源基建	加强清洁能源建设
医保政策	减少医保开支；反对全民医保	加大医保支出；支持全民医保
科技企业政策（相同）	支持反垄断调查	支持反垄断调查
外交及对华政策	抵制全球化；制造业回流；打压中国	维护全球化；与中国为竞争关系
抗疫政策	宣传抗疫成功；主张复工；疫苗尽快上市	强调现政府抗疫不力；疫情控制是复工前提

数据来源：云锋金融

1.3 选举结果深刻影响经未来政策走向

拜登当选美国总统，参众两院维持分立。整体而言这样的结果对全球经济政治格局与资本市场意味着不确定性的消除，但相比美国现有政治经济格局，未来在具体的政策方向上将有较大不同。

货币政策方面，美联储对大选结果采取观望态度，并维持宽松货币政策，美联储长期施行低利率环境与宽松预期管理。2018年年中以后，估值提升是美股走强的重要基础（图1-3），未来宽松的流动性将继续推升全球权益资产的上行。

财政政策方面，资本市场关注新一轮财政刺激方案的落地。大选之前，民主党主导的众议院与共和党主导的参议院多次就方案展开讨论并互相指责。共和党希望在大选前通过法案以影响选情，两党围绕大选在刺激法案的总规模、方式等方面展开博弈；大选之后，两党博弈的基础减弱，财政刺激对仍处于疫情快速扩散过程中美国十分重要。拜登竞选纲要中包含更大规模医保支出，对财政刺激规模有更大诉求，我们预计新一轮的财政刺激法案将很快出台。对于拜登上台后的可能的增税政策，暂不是市场关注的焦点。

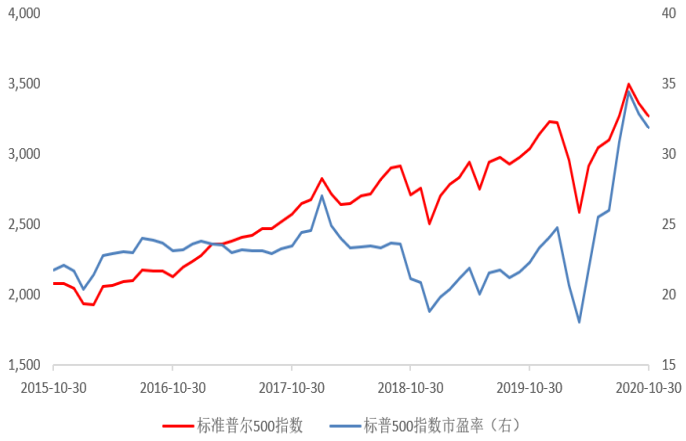
产业政策方面，拜登对新能源建设较为重视而特朗普的政策正好相反。拜登当选后，原油需求预期或再受打击，考虑到拜登当选后可能在伊核谈判上有所突破，远期原油供给也存在增加可能。与此同时，全球新能源产业将再受支撑。拜登同样支持对科技行业施行反垄断调查，但后续政策落实需更多信息。

对华政策方面，拜登倾向于维护现有全球化的格局，对华关系或有阶段性缓和，此前国内受打击较为严重的科技行业有一定受益。弱美元背景下，人民币相对美元仍有升值空间，以A股为代表的的人民币资产或有重估。

抗疫政策方面，拜登强调疫情控制，并在大选结果落地后的第一时间透露他的团队“已经开始在疫情应对等方面展开了过渡性工作”。在疫情不断扩散的背景下，不排除美国在今年冬天再启封锁。

宾夕法尼亚州与佐治亚州等少数摇摆州的票选结果极为接近，州内有重新计票的可能并最终结果决定于法院。10月26日，美国国会参议院以极快速度完成对巴雷特的联邦最高法院大法官提名，并进行最终确认投票。至此美国联邦最高法院保守派大法官与自由派大法官人数比例变成6:3（表1-2）。短期，争议的结果给经济与资本市场带来不确定性；长期，美国“三权分立”的政治制度下，掌握司法权的联邦最高法院完全倒向保守派对美国政治影响又是极为深远的。

图 1-3：标普 500 指数与市盈率



数据来源：Wind，云锋金融

备注：数据为月度频率

表 1-2：美国联邦大法官提名总统党派对比

法官	提名总统党派
Stephen G. Breyer	民主党
Clarence Thomas	共和党
John G. Roberts,	共和党
Ruth Bader Ginsburg	共和党
Samuel A. Alito	共和党
Neil M. Gorsuch	共和党
Sonia Sotomayor	民主党
Elena Kagan	民主党
Brett M. Kavanaugh	共和党（10 月新任）

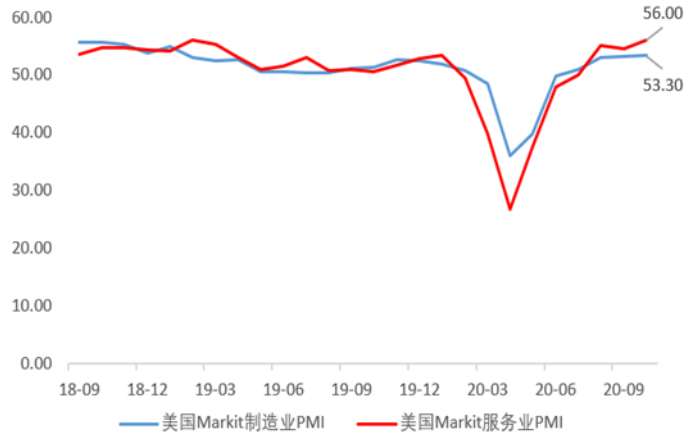
数据来源：supreme court，云锋金融

二、海外经济持续复苏，密切关注疫情发展

2.1 美欧经济前瞻有所分化

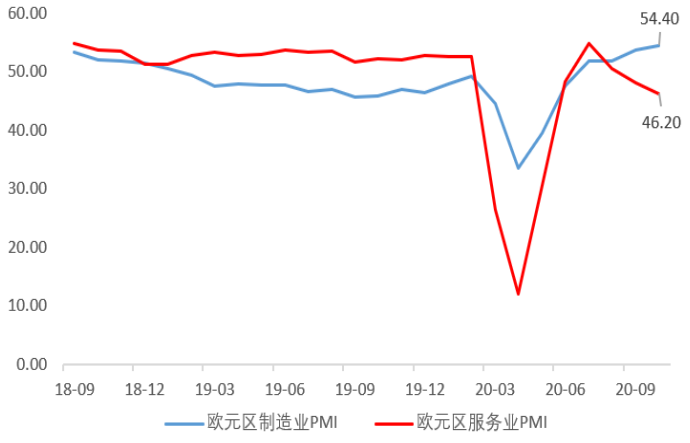
美国10月Markit制造业PMI53.3，服务业PMI56.0，相对于9月均有一定回升（图2-1），美国经济仍处于持续复苏的状态。欧元区10月制造业PMI54.4，高于9月53.1，但服务业PMI46.2，低于9月的48.0，已连续两个月位于荣枯线以下（图2-2）。面对新冠疫情，欧元区管控措施升级，经济复苏进程出现结构分化，受损较大的服务业再度衰退。

图 2-1：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



数据来源：Wind，云锋金融

图 2-2：欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：Wind，云锋金融

2.2 财政刺激与疫情发展决定美国经济复苏节奏

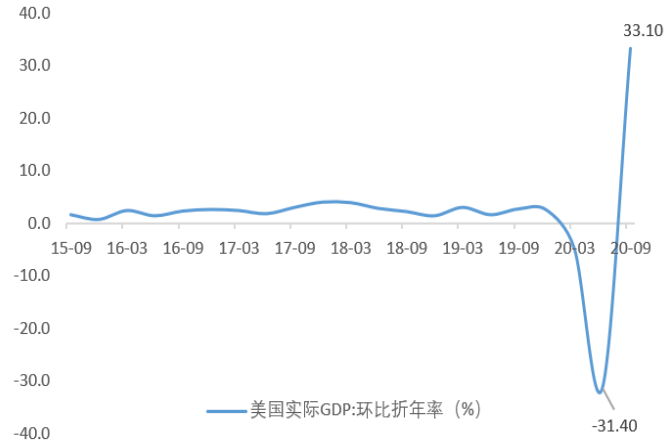
美国三季度GDP环比年率+33.1%（图2-3），相对于二季度的-31.4%有较大回升，并超出此前市场预期。10月失业率也维持下降趋势至6.9%，新增非农就业63.8万人，但新增绝对量相比上

月的67.2万有所放缓（图2-4），时薪同比+4.5%，环比有所下降，劳动参与率61.7%，相比正常的62%-63%区间仍一定空间。

结构上，10月服务部门的就业回升是主要力量（图2-5），而其中休闲服务、零售等分项贡献了绝大部分新增量。这意味着当前美国就业市场的回升主要来自于复工后接触性服务行业的改善，与疫情有较大关系。此外，与中国在复工后生产端强，消费端弱的结构不同，美国的消费端复苏速度更快、幅度更大（图2-6）。原因在于疫情发生后美国在实行快速降息和天量资产购买计划的同时，又通过4轮财政刺激，将大量现金发放给了企业与民众，微观个体收到现金后购买商品与服务推动零售端的强劲复苏。

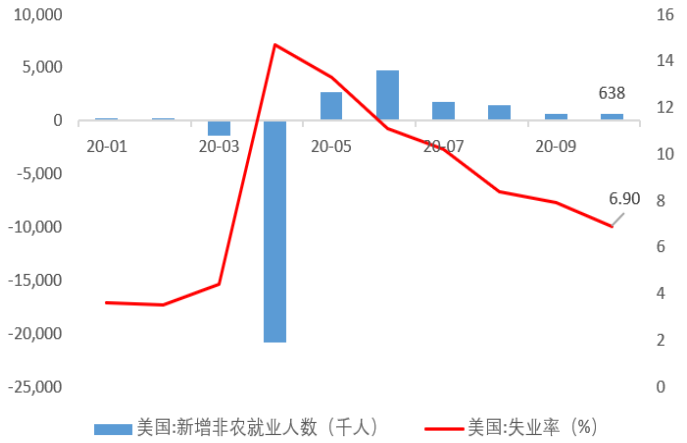
美国就业市场与消费端复苏的结构特点决定了美国经济继续复苏节奏，一方面受新一轮财政刺激的力度与方式影响，另一方面取决于美国疫情的扩散的情况。

图 2-3：美国实际 GDP 环比折年率



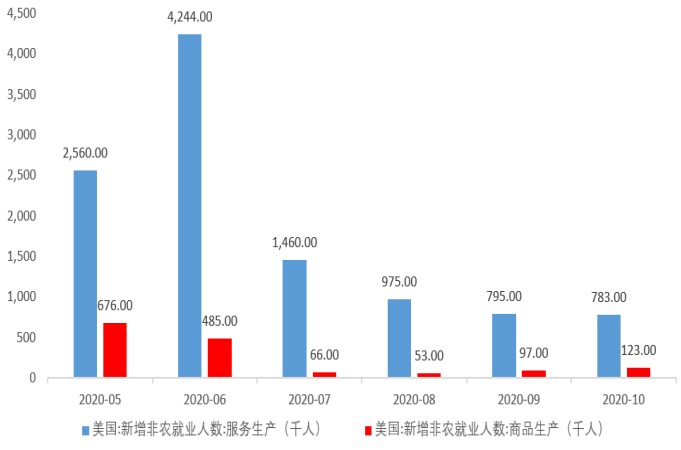
数据来源：Wind，云锋金融

图 2-4：美国当月新增非农就业与失业率



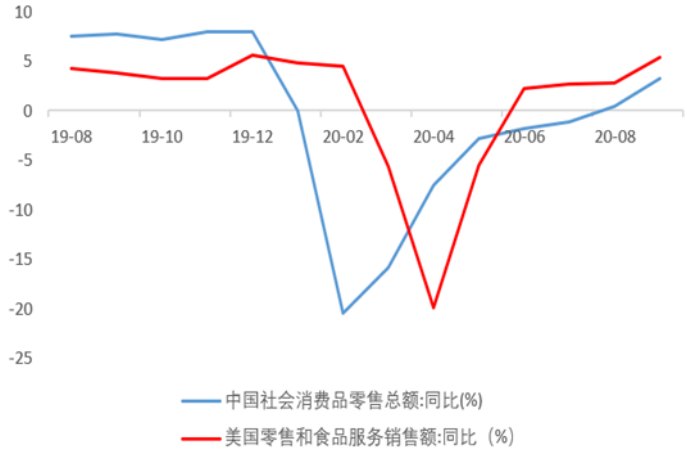
数据来源：Wind，云锋金融

图 2-5：美国新增非农商品生产与服务生产分项



数据来源：Wind，云锋金融

图 2-6：复工后美国消费复苏明显快于于中国



数据来源：Wind，云锋金融

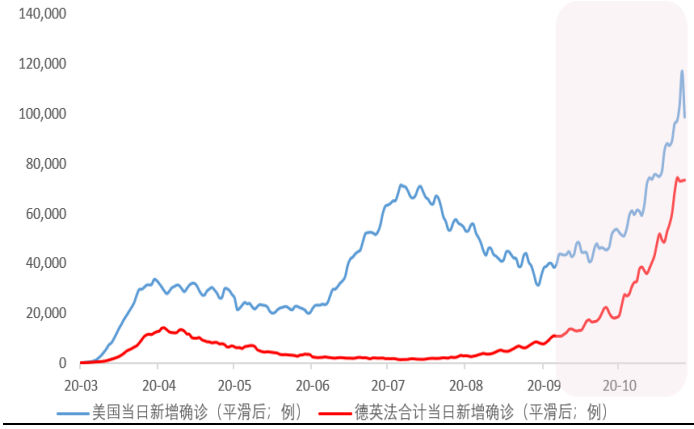
2.3 美欧新一波疫情或动摇复苏基础

随着北半球进入冬季，作为呼吸道疾病的新冠肺炎愈发活跃起来。事实上，美国第三波疫情

来势极为凶猛，当日新增确诊病例峰值已经远超上一波爆发期高点。欧洲第二波疫情也不容乐观（图2-7），德国、英国与法国三国合计当日新增确诊病例已接近美国，如果美国及欧洲主要国家在今年冬季再度进入大规模的封锁与社交限制状态，将对年底双节消费旺季带来巨大打击。海外疫情的全面好转只能寄希望于疫苗，但疫苗在短期内无法普及。从疫苗所处的阶段来看，全球有33家公司处于疫苗研究第一阶段，15家公司位于疫苗研究第二阶段，11家公司位于第三阶段，6家早期批准。根据专家张文宏的预测，完成大规模接种预计还需要1-2年。

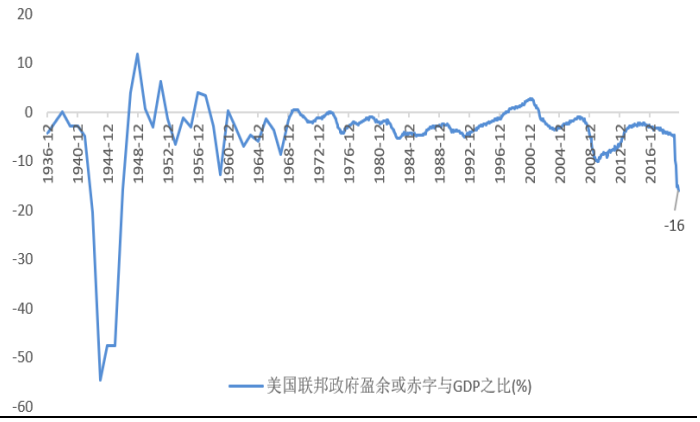
疫情不可避免的导致经济永久性的负面变化。宏观层面，9月美国联邦政府财政赤字占GDP比重已经超过16%（图2-8），为二战以后的最高水平。政府部门高杠杆率导致宏观经济不稳定性上升，美元信用过度被透支，美国国际影响力受损；微观层面，风险承受能力较小企业永久退出市场竞争，行业份额加速向头部公司集中，个人失业与高负债或引发美国社会阶层间进一步撕裂。

图2-7：美国、欧洲新一波疫情来势凶猛



数据来源：Wind，云锋金融

图2-8：美国联邦政府盈余或赤字与GDP之比



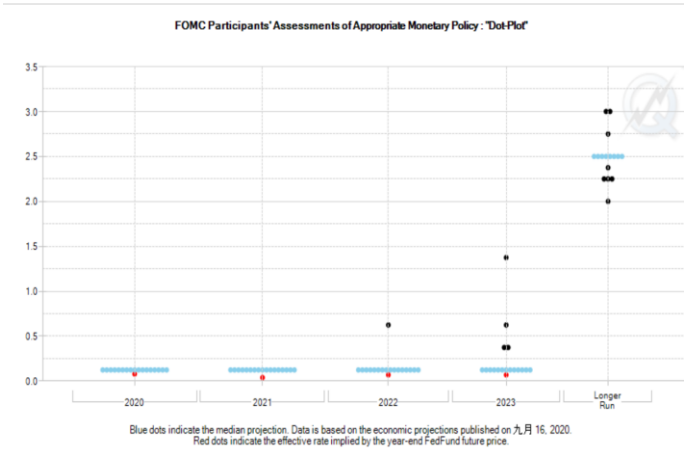
数据来源：Bloomberg，云锋金融

三、美联储维持宽松货币格局，长端利率存在上行压力

3.1 美联储延续宽松货币政策

考虑到疫情反复和就业市场前期总体恢复缓慢，以及大选计票过程仍在进行，美联储总体上继续维持了货币宽松的态度（图3-1）。在11月美联储议息会议中，美联储强调货币政策工具并未枯竭，如果疫情恶化，会研究出台更多的政策工具。随后的新闻发布会中，鲍威尔提出未来进一步对资产购买计划作出调整的可能性。11月份的议息会议中美联储表示对财政政策发力的期望，实际上间接暗示了对负利率持负面态度，而可能继续推动收益率曲线控制（图3-2）。目前市场普遍预期联邦基金利率继续保持稳定，美联储继续保持当前的资产购买速度和规模。

图 3-1：联邦基金利率点阵图



数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 3-2： 11 月 FOMC 会议表述变化

不同方面	2020.11议息会议表述	2020.09议息会议表述
劳动力市场	近几个月的经济活动和就业持续复苏，但仍远低于年初的水平	**在急剧下降之后，**近几个月的经济活动和就业有所回升，但仍远低于年初的水平
金融状况	整体金融状况**保持宽松**，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	**整体金融状况有所改善**，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动
通胀预期	需求疲软和**前期**油价的下跌抑制了通胀水平	需求疲软和油价大幅下跌抑制了通胀水平

数据来源：Foxnews，云锋金融

3.2 美债期限利差走阔，美元受避险情绪回落走弱

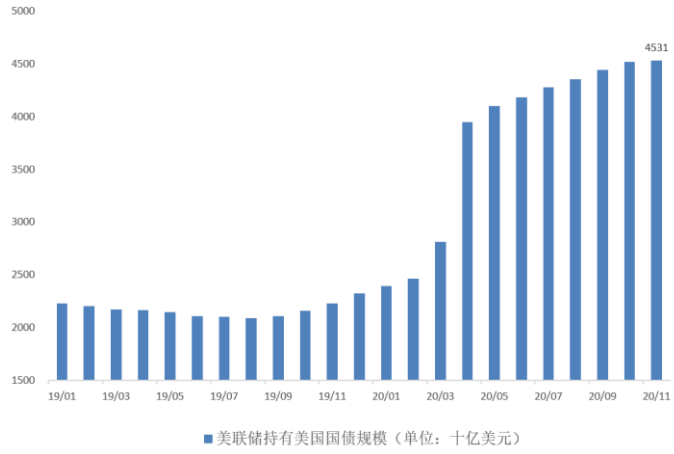
美债收益率曲线从8月份的底部反弹，长短端利差扩大。截至10月底，十年期国债上涨36.68bp至0.87%，两年期国债上涨4.52bp至0.15%。

美债供给预期持续增加。净发行量上，财政部计划在10月至12月间，净发行6170亿美元债券，比7-9月政府借款的4540亿美元增长35.9%。此外，财政部预计在11月9日单周的季度退税拍卖中发行1220亿美元债券，发行规模连续第三个季度刷新纪录。期限结构上，11月国债发行以短期为主。根据公开国债招标安排，11月份1年期以内国债拍卖21次，占比达70%，中长期债券合计7次，占比24%。拜登当选后，预计财政刺激法案落地速度将加快，国债发行规模将继续增加。

避险情绪回落导致美元走弱，美债配置需求减弱。美联储方面，美联储保持每月800亿美元的美国国债购买，期限以中长期为主。截至11月4日，美联储持有美国国债规模4.53万亿美元，比9月末上涨2.1%（图3-3）。受中国持续减持美债影响，全球持有美债前十国家合计持有规模8月环比下降0.46%至4.58万亿美元（图3-4）。随着大选结果不确定性下降提振全球风险情绪，美债等避险资产配置需求将会下降，美元也出现继续走弱迹象。如果美国经济继续缓慢复苏以及疫情爆发趋势得到控制，美债长端利率将继续上行，长短端利差将可能继续走阔。

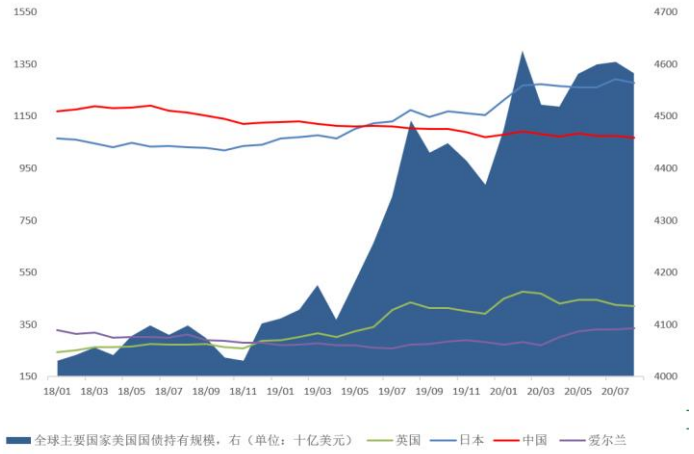
整体而言，11月在美联储维持货币宽松的节奏和力度前提下，大选不确定性逐步消除和美债供需结构变化可能短期推动收益率曲线继续抬升，美债期限利差将进一步扩大（图3-5、图3-6）。

图 3-3：美联储持有美国国债规模



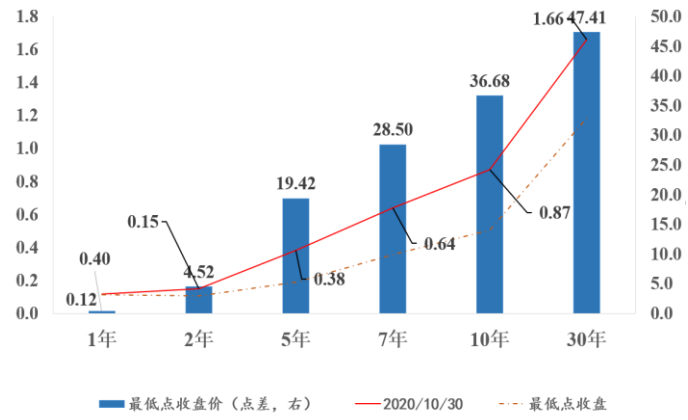
数据来源：Bloomberg，云锋金融

图 3-4：主要国家持有美国国债规模



数据来源：Bloomberg，云锋金融

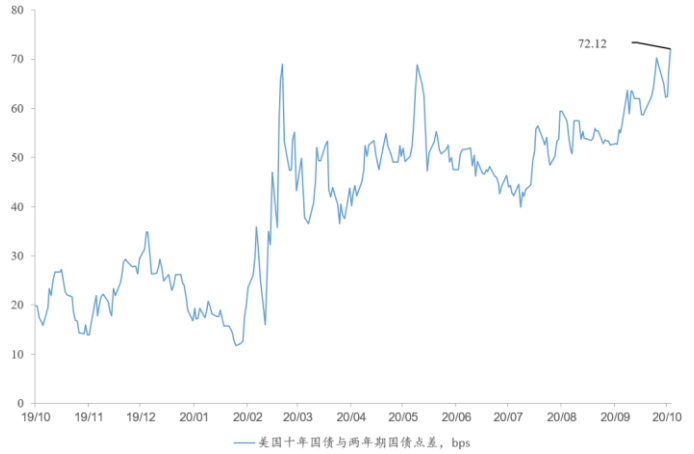
图 3-5：美国国债收益率曲线



数据来源：Bloomberg，云锋金融

备注：数据截至 2020.10.30

图 3-6：美国国债十年与两年期限利差



数据来源：Bloomberg，云锋金融

备注：数据截至 2020.10.30

四、国内短周期逐步见顶，长周期发展方向明确

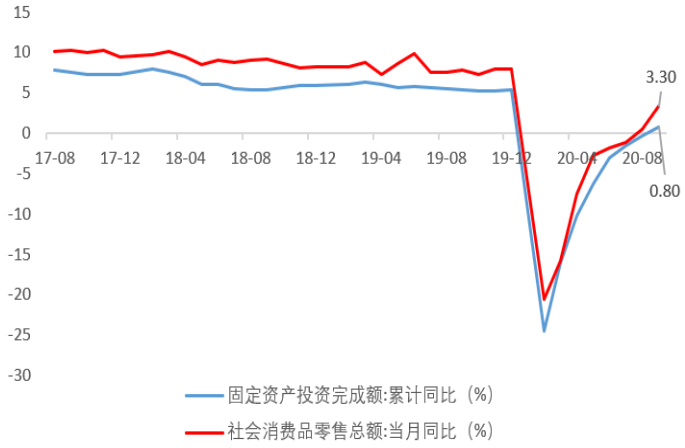
4.1 国内经济延续复苏趋势

9月中国固定资产投资累计同比+0.8%，社会消费品零售总额当月同比+3.3%，相对于上月增速均有所加快，反映国内经济仍处于恢复阶段（图4-1）。此外今年年初国内开启新一轮信用宽松周期，政府部门成为新的信用宽松载体，9月存量社融同比达+13.5%（图4-2）。但随着国内疫情受到常态化的有效控制，今年地方债发行接近尾声，20Q4-21Q1大概率出现本轮信用周期的顶点。

中国对外出口的韧性成为今年经济的最大亮点，除了医疗相关的产品出口高增长外，在全球贸易萎缩的背景下，完善的产业链叠加海外低库存助力国内制造业产品出口维持高增长（图4-3）。预计在内需稳定的同时，出口高增长与贸易高占比是维持本轮国内经济周期主要力量。年底是海外消费需求的传统旺季，而需求的释放需关注疫情的发展。

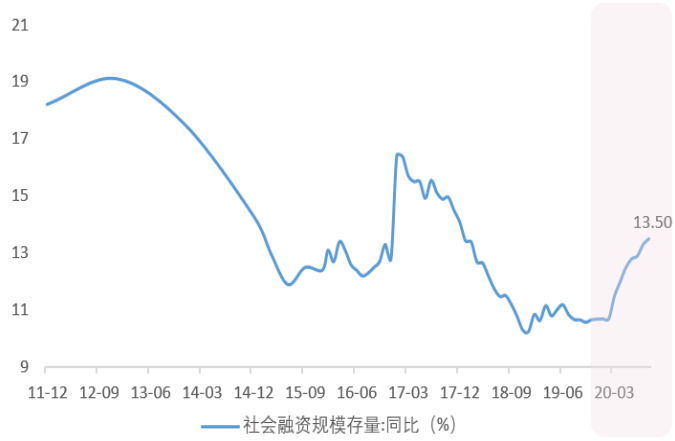
今年Q1-Q2，人民银行通过降息、降超储率等多种手段维持了极低的银行间资金利率（图4-4）以支持经济复苏，而随着疫情得到有效控制，过度宽松的资金利率必要性不足，央行也有意回收流动性。10月21日易纲行长发表讲话，再提“货币政策总闸门”，释放出货币政策回归中性和稳杠杆的信号。叠加年末金融市场流动性偏紧的事实，关注来自于资金面冲击对主要资产的扰动。

图 4-1：中国固定资产投资与社会消费品零售增速



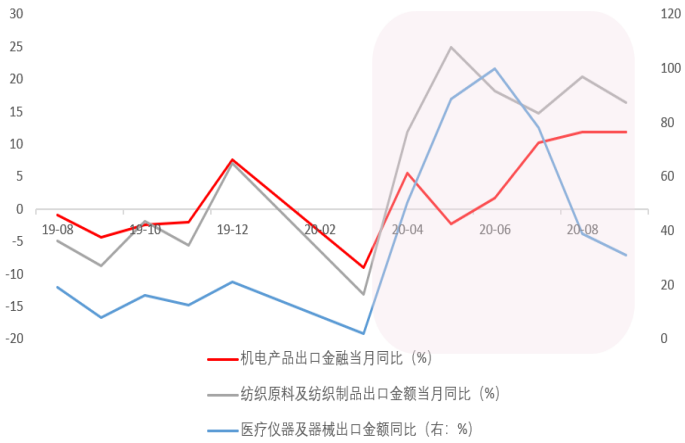
数据来源：Wind，云锋金融

图 4-2：社会融资规模存量同比



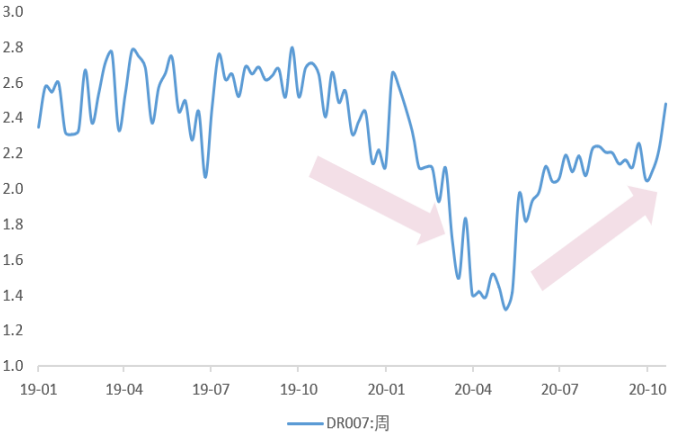
数据来源：Wind，云锋金融

图 4-3：机电、纺织与医疗器械分项出口金额当月同比



数据来源：Wind，云锋金融

图 4-4：DR007 周度平均



数据来源：Wind，云锋金融

4.2 三季度国内多数行业盈利增速转正

2020年Q3，A股（剔除金融石油石化）收入累计同比增长2.83%，Q2同比下降1.55%，净利润合计累计同比下降3.50%，Q2同比下降14.82%；三季度当季收入同比增长11.09%，利润同比增长22.31%，相对于二季度当季显著加快。上市公司数据进一步印证三季度国内宏观经济持续复苏的事实。

分行业看，三季度大部分行业营收与净利润的同比增速转正，且呈现出上游复苏向中下游扩散的特征。结构上看，上游行业的恢复仍在途中，但行业间出现一定分化，且中上游行业的恢复已经偏后期；中游行业制造业整体较为稳健；服务业中受疫情影响较为深远的交通运输、休闲服

务的等行业单季收入、利润同比增速仍不甚理想，但环比出现大幅回升，显示服务性消费行业复苏仍有空间（图4-5）。

图 4-5：A 股上市公司三季度报告收入、利润变动情况

上/中/下游	申万一级行业	2020Q3营业总收入同比增长率：单季度	2020Q3营业总收入环比增长率：单季度	2020Q3营业总收入同比增长率：累计值	2020Q3净利润同比增长率：单季度	2020Q3净利润环比增长率：单季度	2020Q3净利润同比增长率：累计值
上游	有色金属	15.48%	6.89%	13.06%	49.86%	45.40%	-6.61%
	钢铁	2.84%	7.13%	-1.88%	46.18%	24.86%	-9.70%
	化工	-16.00%	4.92%	-19.22%	98.67%	163.75%	-4.08%
	采掘	-12.11%	9.66%	-14.13%	52.92%	248.07%	-28.87%
	公用事业	3.05%	7.24%	-1.46%	37.60%	12.38%	18.87%
	建筑材料	17.56%	0.82%	5.17%	16.50%	-11.64%	9.51%
中游	轻工制造	11.79%	20.00%	-0.35%	13.91%	37.49%	-3.58%
	机械设备	19.21%	-3.99%	6.62%	46.65%	-18.80%	23.90%
	电气设备	24.60%	3.00%	13.14%	76.27%	9.54%	45.90%
	国防军工	13.08%	-6.53%	1.51%	83.22%	-9.42%	25.29%
	建筑装饰	21.96%	-3.75%	11.42%	21.04%	-15.57%	3.39%
下游科技类	电子	11.35%	16.04%	6.36%	42.61%	24.07%	30.55%
	传媒	-9.68%	6.32%	-13.61%	10.14%	25.54%	-22.47%
	计算机	4.87%	0.74%	1.95%	-3.02%	-24.34%	-29.99%
	通信	7.84%	-1.36%	2.21%	9.52%	8.45%	296.83%
下游消费类	农林牧渔	34.53%	16.13%	27.42%	82.10%	40.52%	130.79%
	交通运输	2.14%	12.77%	-3.35%	-29.56%	193.24%	-71.24%
	家用电器	13.32%	8.59%	-3.27%	10.07%	17.90%	-11.93%
	食品饮料	11.01%	6.47%	7.65%	17.54%	4.78%	16.55%
	汽车	14.88%	8.75%	-4.03%	52.39%	9.14%	0.59%
	医药生物	10.92%	8.45%	2.44%	50.87%	-2.56%	30.21%
	商业贸易	5.26%	6.12%	-2.65%	-48.97%	-14.57%	-46.07%
	休闲服务	-25.94%	45.93%	-38.40%	-27.80%	411.63%	-86.00%
	纺织服装	-9.93%	9.29%	-17.33%	13.02%	-35.43%	-27.46%
金融/地产/综合	非银金融	15.42%	2.97%	9.37%	32.96%	113.11%	-2.03%
	房地产	15.47%	-5.65%	6.91%	9.85%	-26.90%	-9.41%
	银行	3.08%	-0.42%	5.23%	-4.23%	16.48%	-4.16%
	综合	5.63%	13.70%	0.64%	176.65%	21.22%	47.03%

数据来源：Wind，云锋金融，选取 SW 一级行业作为研究对象

4.3 “十四五”规划定调未来发展方向

去年年底爆发的新冠疫情短期造成全球经济大幅波动，并加速了经济格局的变化，我国发展的外部环境面临深刻复杂变化，不稳定性明显增加，但总体而言当前和今后一个时期，仍然处于重要的发展战略机遇期。第十九届五中全会审议通过了《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2035年远景目标的建议》，定调中长期的发展方向。

科技创新再被重点提及。随着中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，淡化GDP目标，提升研发、环保等结构性目标成为政策重点，“十四五规划”将创新驱动发展战略提升到前所未有的高度。“内外双循环”成为主线。当前海外逆全球化加剧、疫情下全球贸易受阻，未来国际分工将趋向区域化或本土化。一方面，科技创新是疏通国内大循环和国内国际双循环的关键；另一方面，改变过去倚重房地产的模式，向新型服务性消费转移对于当前内需的结构影响十分深远。

经过长期的高速增长，传统的劳动力投入与资本投资对中国经济带来的边际贡献已经很小。科技创新着力于改善生产效率，提高资源的配置效率，对于已经越过高速发展阶段的中国尤为重要。外部冲击不仅加速了核心技术的突破，也倒逼更深入的体制机制改革，以释放更多发展潜力。

未来一段时间是“十四五”规划细节落地以及配套政策出台的密集时期。对经济与资本市场，更大程度市场化、高质量的城镇化以及更加开放的市场政策值得期待。

五、大类资产展望：不确定性事件落地，权益资产相对占优

股票：美国大选落地后全球政治经济的不确定性降低，新一轮财政刺激法案也将有实质性推动。预计在未来较长时间内，美联储货币政策将维持宽松。基于以上判断，11月股票的配置相对

占优，其中受益于全球经济共振复苏与大选不确定性消除后的美股或表现最好，拜登当选后对华政策缓和预期下，港股及A股料也有较好表现。若特朗普迅速承认失败，则风险资产乐观情绪将持续至12月。

债券：美联储货币政策不再过度放松，海外经济复苏仍在途中，宏观环境支持美债收益率上行。债券供给方面，拜登当选总统后，财政刺激法案落地速度将加快，国债发行规模将继续增加；需求方面，避险情绪消退后美债、美元需求减弱。预计美债收益率和期限利差将进一步走高。中国稍有不同，经济复苏节奏快于美国，虽今年地方债发行已接近尾声，供给压力减小，但信用扩张末期长端国债利率仍有上行空间，或出现国内货币政策实质收紧后的利率恐慌性上行。

黄金：黄金价格一方面取决于美国实际利率水平，另一方面取决于市场的避险情绪。短期名义利率推动实际利率上升的背景下，黄金短期受到一定压制。但是大选落地后大规模财政政策刺激法案将进一步透支美元信用，弱美元周期持续，黄金基本面多空交织短期震荡为主。长期，美联储采取新的平均通胀目标制，意味着利率较低位水平将长期保持，美国经济产出缺口令长端美债收益率反弹受到压制，通胀预期应有所修复，黄金的中期上涨逻辑存在。

原油：一方面，全球宏观经济波动决定长周期原油的需求波动；另一方面，中东传统产油国的产能变动对短期价格影响较大，而这又与地缘政治局势紧密相关。美国页岩气革命后，原油的供给变得更加复杂。拜登的政策纲领倾向于支持新能源而现总统特朗普更看重传统能源建设，即原油需求预期存在一定压力。基本面看，近期库存及浮仓整体有所下降，反映前期减产带来的影响。近期原油波动主要来源于大选带来的美股及美指波动的情绪影响。

整体而言，11月我们看好美国大选落地后风险偏好回暖带来的风险资产反弹，其中股票市场占优，大宗工业品次之，黄金再次之。美债中债面临宏观周期背景稍有不同，但短期在避险情绪消退的影响下，收益率均有一定上行压力。

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。”