

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

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	13.13%
	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%		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: 贵金属	铜	12.24%
	上证综指	5.19%		铝	-7.70%
	MSCI新兴市场	7.71%		玉米	5.64%
美国债	美国10Y国债	-3.48bp	商品: 农产品	大豆	10.63%
	美国投资级债	2.79%		棉花	5.40%
	美国高收益债	3.96%		美元DXY指数	-2.31%
	德国10Y国债	-1bp		欧元	2.40%
欧洲债	欧洲投资级	-0.36%	汇率	日元	0.34%
	欧洲高收益	-3.99%		英镑	2.90%
	中资美元债	-0.61%		加元	-2.46%
新兴市场债	中资美元投资级债	-0.36%		澳元	1.50%
	中资美元高收益债	-1.62%		在岸人民币	1.71%

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, 预计通胀预期将进一步抬升, 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。

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

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

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	13.13%
	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
新兴市场股指	日本Nikkei225	15.05%	银	-4.28%	
	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%	玉米		5.64%	
美国债	美国10Y国债	-3.48bp	商品：农产品	大豆	10.63%
	美国投资级债	2.79%		棉花	3.40%
	美国高收益债	3.96%		美元DXY指数	-2.31%
欧洲债	德国10Y国债	-1bp	汇率	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	1.50%
	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Murphy 11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否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
美国驻联合国大使	Thomas-Greenfield	奥巴马时期的国务卿助理
气候变化问题特使	John Keny	奥巴马时代国务卿

数据来源：Foxnews，云锋金融

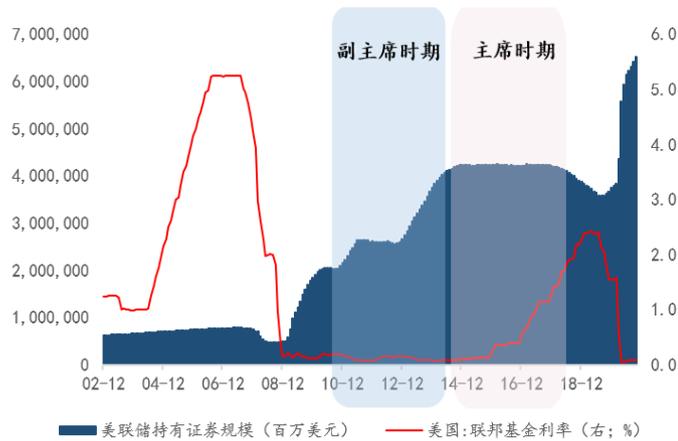
总统权力交接期间，拜登的主要任务是人事任选。美国政府内阁由副总统和15个执行部门的负责人以及几个少数关键职位组成，除了副总统Kamala Harris外，拜登已完成Antony Blinken担任国务卿、Janet Yellen担任财政部部长等人的提名。拜登的内阁提名中很大一部分人员在奥巴马时期政府中任居副职，性别、肤色等身份背景也比较多元化。从拜登此前公布的竞选纲领与内阁人选看，其上台后或推翻大部分在特朗普时期制定的政策。

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。

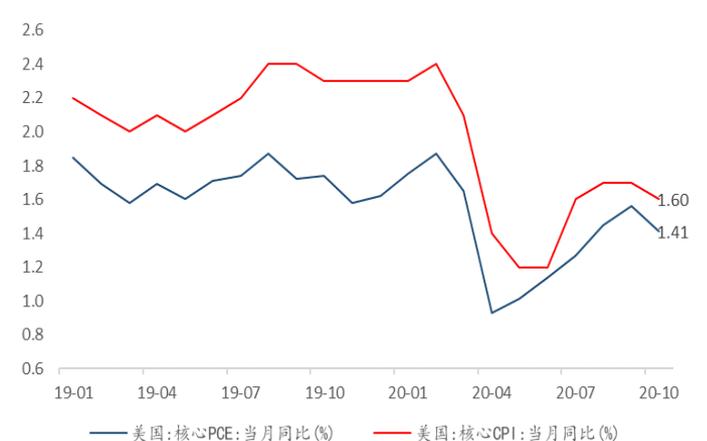
如果曾担任美联储主席的耶伦担任美国财政部部长，学院派的背景也使其财政政策更容易得到两党共同支持，前美联储主席的身份预示耶伦有能力与美联储展开更好的合作，将有利于新一轮财政刺激法案的落地及货币、财政政策之间的有效配合以支持抗疫，也将有效推动参议院选举落地前后民主党争取到新一轮更大规模的财政刺激法案。10月美国核心PCE同比增长1.4%，仍处于较低水平。对美联储而言，受未来更加“鸽派”的财长上台预期影响，对潜在的通胀上行忍耐度更高，宽松货币周期或维持更长时间。

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



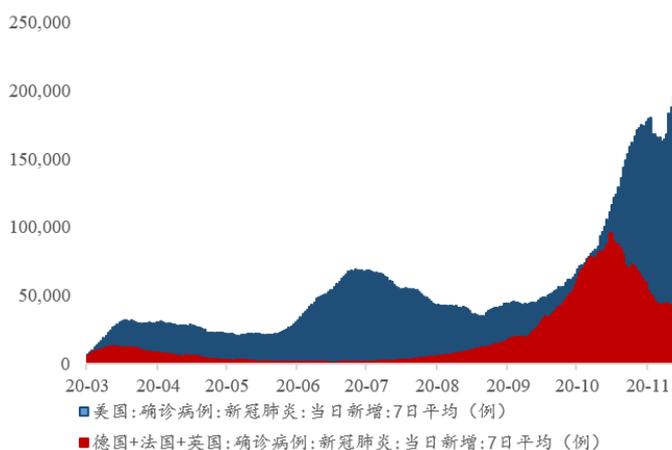
数据来源: Wind, 云锋金融

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

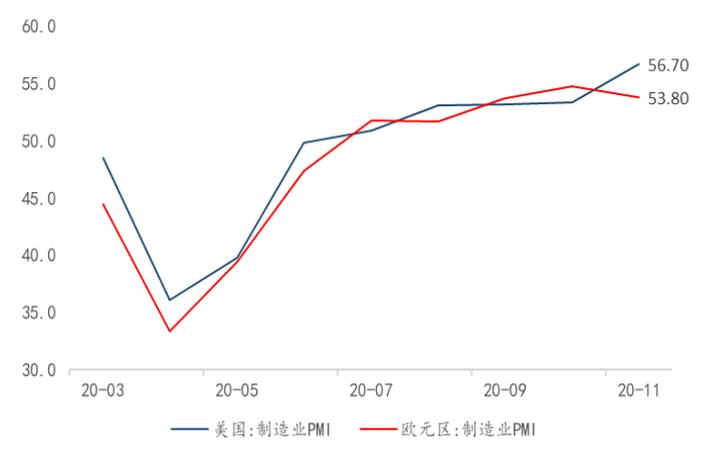
欧洲多国11月初开始执行居家办公、减少娱乐与宵禁等抗疫措施，已取得一定成效，德国、法国与英国合计日增加确诊人数下降至5万例以下。但是美国疫情仍不容乐观，单日确诊人数已超过20万例，且暂时未出现明显的下降趋势。虽然欧洲疫情缓解，但封禁措施对经济的负面影响也很明显，11月欧元区制造业PMI下行至53.8，服务业PMI降至41.3，连续三个月位于枯荣线以下。11月美国制造业PMI56.7，服务业PMI57.7，相对而言经济预期仍处于较好状态。

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

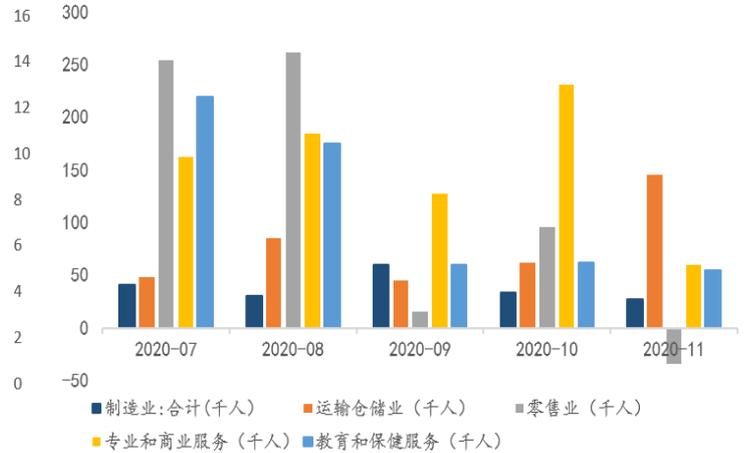
但劳动参与率为61.5%，相对前值的61.7%下行0.2个百分点。美国就业市场的修复边际放缓，反映财政刺激缺位的情况下，经济自我修复的力度下降。数据公布后，美国众议院议长佩洛西表示“非农数据显示就业市场放缓，为两党达成新一轮刺激法案提供新动力”。就市场偏好而言，虽然就业数据边际转弱，但市场对财政刺激与货币宽松的预期仍然比较乐观。

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

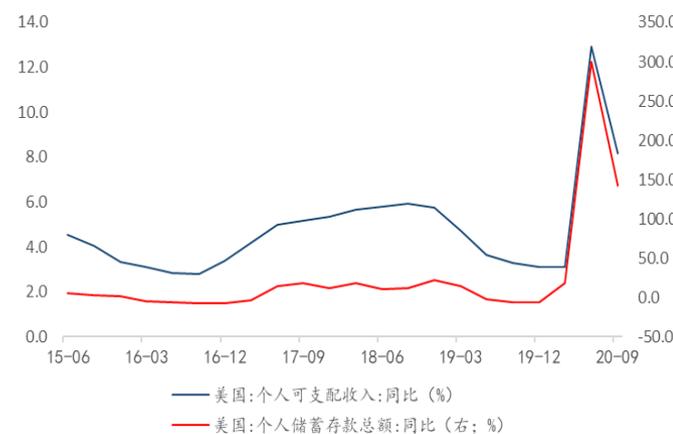


数据来源：Wind，云锋金融

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月密歇根大学消费者信心指数回落至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



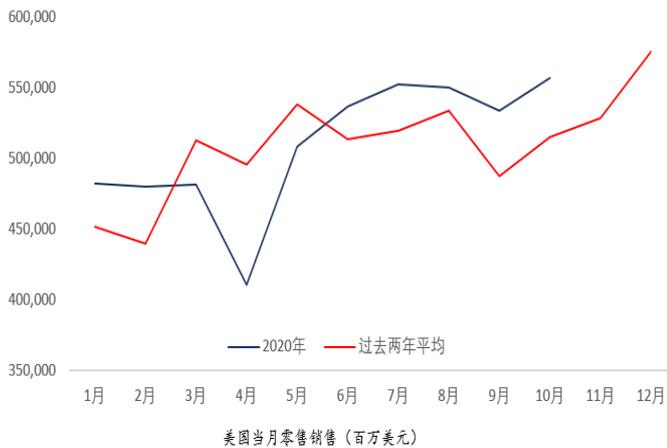
数据来源：Wind，云锋金融

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

请务必阅读末页的免责声明

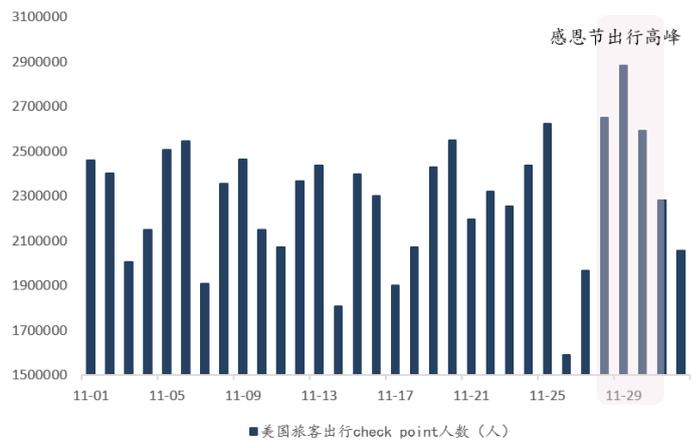
去年暴跌了52%。虽然消费方式从线下转为线上，但是感恩节期间美国部分民众还是选择了集中出行，这将不利于疫情控制，圣诞节也将于三周后到来，目前大概率未到美国疫情确诊的峰值。

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

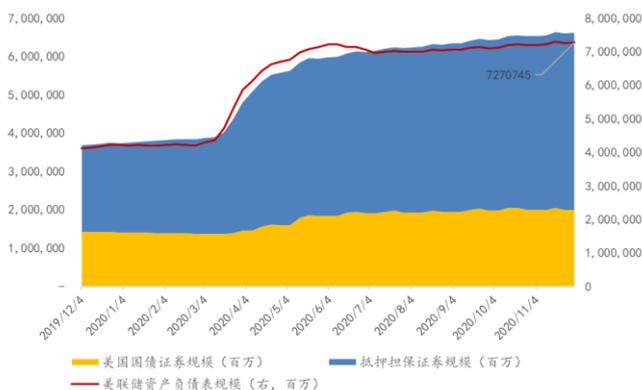
4. 通胀预期聚焦财政协议进展与疫苗上市节奏

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。

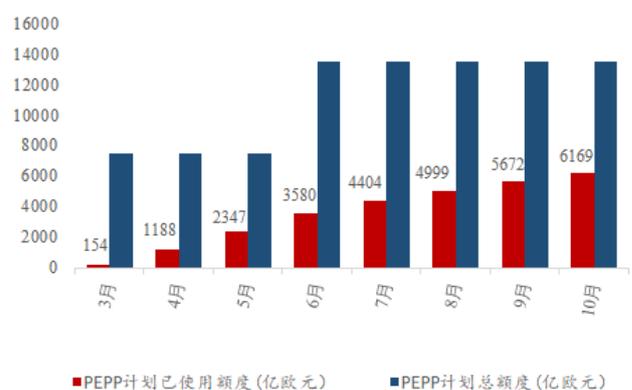
各国央行为市场充裕的流动性提供支持。11月份，美联储将多个紧急贷款计划延长至2021年3月并在披露的联邦公开市场委员议息会议中预示QE至少在2021年底保持目前每月800亿美元国债和400亿美元MBS购买规模不变。就结构和频率而言，美联储公开委员会成员普遍认为保持目前量化宽松的节奏是合适的。欧央行方面，欧元区经济数据和欧洲央行最新表态预示欧洲央行在12月加码货币宽松的可能性较大，市场预计欧洲央行将宣布增加至少5000亿欧元的购债额度以及其他货币工具。各国央行保持货币宽松为市场提供充盈的流动性，从隔夜回购利率来看，美元借贷成本保持低位，11月份美元指数下降2.17至91.87，保持在下行区间。

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

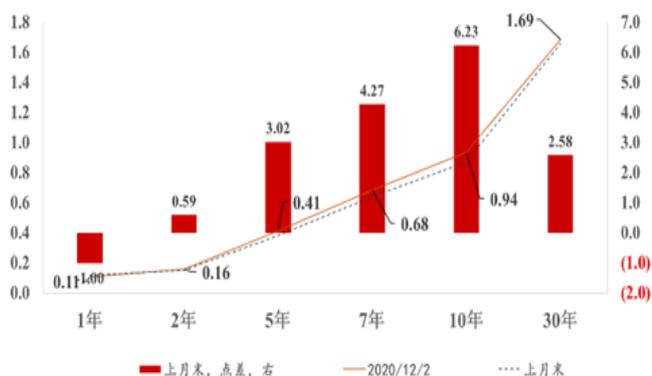
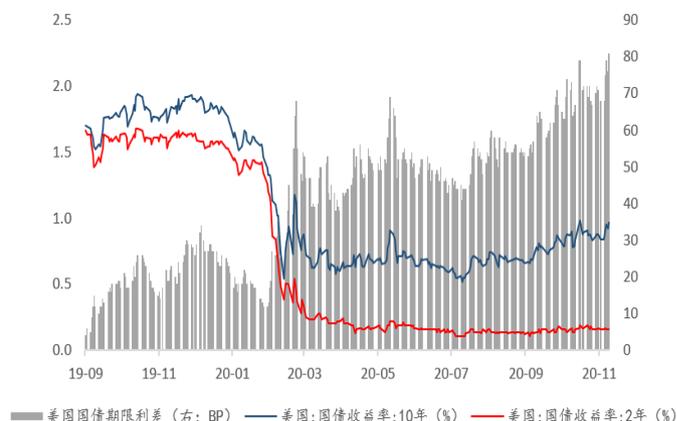


图 17：美国十年期国债与两年期国债利差



数据来源：Bloomberg，云锋金融

数据来源：Wind，云锋金融

图 18：基本金属价格持续上行

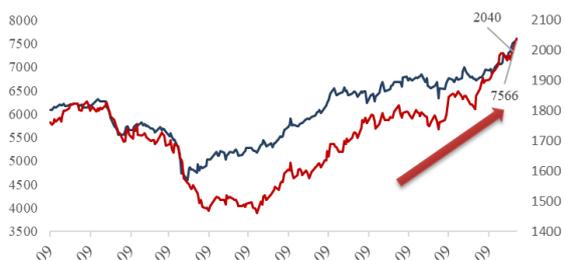
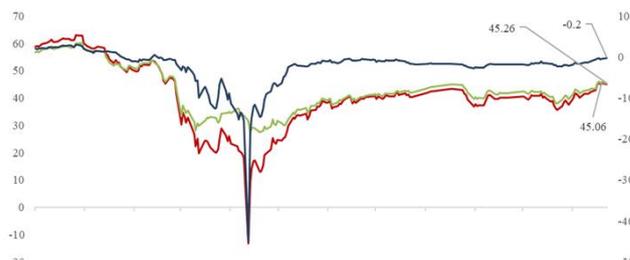


图 19：原油价格逐步回暖



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_935

