【民生研究】大类资产配置周报

守正出新 民生在勤

分析师：解运亮
执业证号：S0100519040001
分析师：方驭涛
执业证号：S0100519070001



风险提示：经济下行压力超预期，数据和模型存在局限性

2021年1月4日

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

本周大类资产观点汇总

- 宏观经济：原材料购进价格明显上涨——12月PMI点评
- 策略研究：疫苗接种率明显提高前，风格仍将较为均衡
- 大宗商品：主要品种短期震荡

本周大类资产观点汇总

表　细分资产类别具体观点整理

资产类别	细分类别	观点
股市	A股	核心观点：经济复苏的大方向没有改变，疫苗接种率明显提高前，风格仍将较为均衡 （1）近期落地的美联储12月份会议和国内中央经济工作会议预示接下来政策环境仍将偏向宽松。 （2）短期疫情反弹会对经济有所制约，但复苏的大方向目前看没有变化。 （3）现阶段在疫苗接种率明显提高前，风格上仍将较为均衡。
大宗商品	贵金属 基本金属 原油	短期震荡，中期震荡上行，长期上行 短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行 短期震荡，长期震荡

资料来源：Wind，民生证券研究院

目 录

1 上周观点回溯及资产表现

2 宏观经济

3 策略研究

4 大宗商品

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

上周观点回溯及资产表现

表 上周观点及回测

资产类别	细分类别	观点
股市	A股	年末资金博弈和海外疫情变化扰动市场风险偏好，关注景气度触底而估值承压的板块方向 （1）近期落地的美联储12月份会议和国内中央经济工作会议预示接下来政策环境仍将偏向宽松。 （2）海外疫情变化对经济的冲击预计有限，经济复苏的大方向目前看没有变化。 （3）配置上，估值合理更为重要，年末资金博弈临近收尾，关注景气度触底而估值承压的板块的机会。
大宗商品	贵金属	短期震荡，中期震荡上行，长期上行
	基本金属	短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行
	原油	短期震荡，长期震荡

资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

上周观点回溯及资产表现

民生证券 MINSHENG SECURITIES

表　权益资产上周表现

指数	现价	上周表现（%）	30日表现（%）	90日表现（%）	180日表现（%）	360日表现（%）
上证综指	3473.07	2.25	0.69	7.92	10.16	11.86
深圳成指	14470.68	3.24	3.65	12.11	16.39	33.63
标普500	3756.07	1.43	2.37	12.17	20.00	16.03
道琼斯工业指数	30606.48	1.35	2.42	10.56	18.50	7.08
纳斯达克指数	12888.28	0.65	4.36	16.37	26.26	42.12
德国DAX	13718.78	0.97	3.05	8.12	9.50	3.72
日经225	27444.17	2.95	2.40	19.17	23.03	16.41
MSCI全球	646.30	1.39	3.20	14.57	21.37	14.16

表　全球主要国家10年期国债收益率变化

指数	现价	上周涨跌（BP）	30日涨跌（BP）	90日涨跌（BP）	180日涨跌（BP）	360日涨跌（BP）
中国10年期国债收益率	3.22	-0.08	-0.10	3.22	0.33	0.03
美国10年期国债收益率	0.93	0.93	0.01	0.23	0.93	-0.88
德国10年期国债收益率	0.00	0.00	0.56	0.56	0.46	0.28
法国10年期国债收益率	-0.34	-0.04	-0.06	-0.08	-0.24	-0.36
英国10年期国债收益率	0.00	0.00	-0.42	-0.32	-0.24	-0.79

表　美元指数与主要大宗商品指数上周表现

指数	现价	上周表现（%）	30日表现（%）	90日表现（%）	180日表现（%）	360日表现（%）
美元指数	89.9583	-0.41	-1.16	-4.10	-7.44	-6.37
CRB综合现货指数	443.81	0.01	0.04	0.10	0.23	0.10
CRB食品现货指数	362.06	0.01	0.02	0.07	0.24	0.08
CRB油脂现货指数	423.55	0.00	0.05	0.13	0.26	0.17
CRB金属现货指数	429.47	0.00	0.01	0.04	0.42	0.10
CRB工业原料现货指数	903.49	0.00	0.08	0.18	0.31	0.19
CRB纺织品现货指数	510.72	0.00	0.05	0.12	0.22	0.12

资料来源：Wind，民生证券研究院

目录

1 上周观点回溯及资产表现

2 **宏观经济**

3 策略研究

4 大宗商品

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1. **12月制造业PMI环比回落0.2。**12月制造业PMI为51.9%，比上月回落0.2个百分点，连续10个月位于临界点以上。其中变化量较大的是PMI原材料购进价格和PMI出厂价格，环比分别上涨5.4和2.4，反映出年底大宗商品价格大幅抬升的事实。以煤炭为例，工业生产快速反弹、气候寒冷导致居民用电量增加、环保、进口减少等因素均导致煤价明显抬升。

2. **12月生产需求双双恢复，需求恢复快于生产恢复。**12月PMI生产为54.2，环比下降0.5；PMI新订单为53.6，环比下降0.3，反映需求端的新订单与反映供给端的生产差值进一步缩小。可以看到，2020年4月以来，PMI生产一直高于PMI新订单，但随着需求逐渐恢复，二者差值逐渐缩小，产出缺口收窄，对应着5月以来货币政策逐渐退出宽松的过程。

3. **制造业企业主动补库存。**12月PMI产成品库存为46.2，环比上升0.5；PMI原材料库存为48.6，环比持平。10月由于需求旺盛，企业出现被动去库存，产成品库存一度大幅回落，跌至2020年最低水平。11月和12月制造业企业库存有所回补，出现主动补库存现象。但当前来看产成品库存仍处于较低位置，与原材料库存有较大差距，预计未来企业仍有补库存的动力。

宏观：原材料购进价格明显上涨

图　需求逐渐恢复，产出缺口收窄

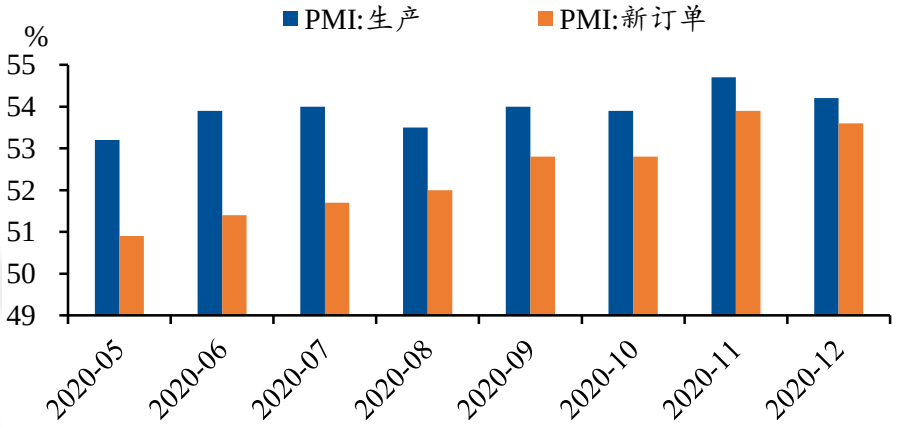


图　PMI产成品库存仍有回补空间

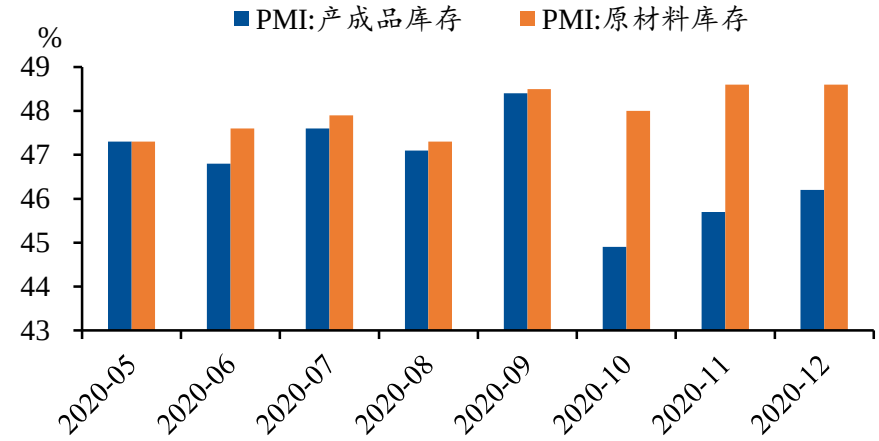


图　出口继续反弹

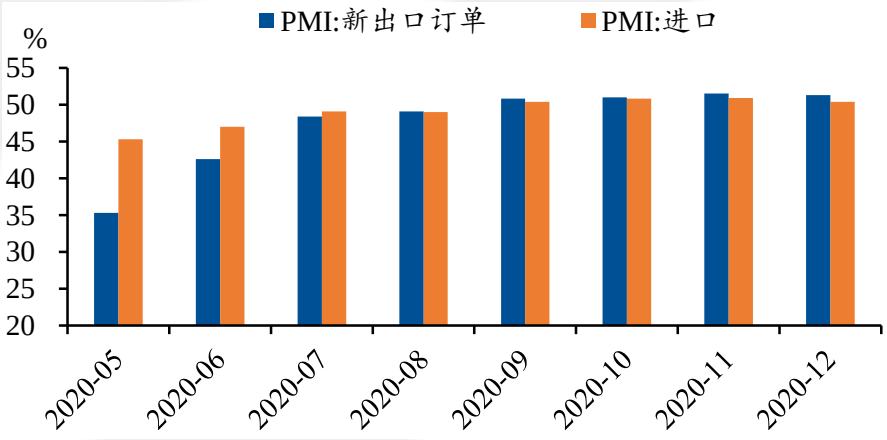
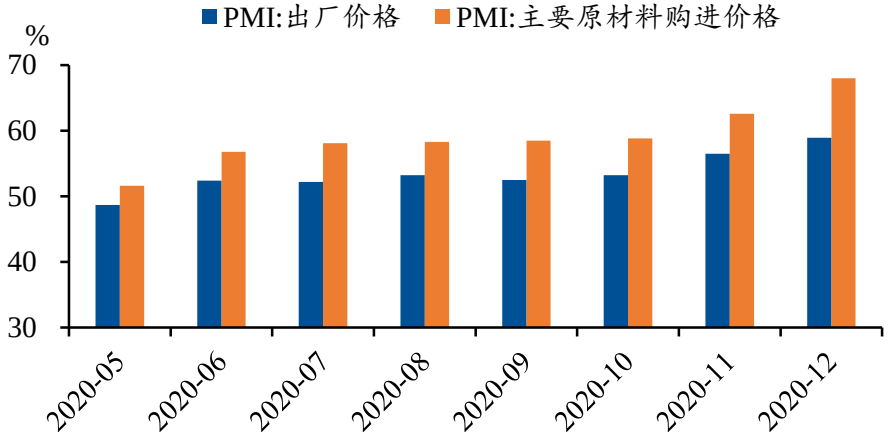


图　原材料价格明显上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

目录

1 上周观点回溯及资产表现

2 宏观经济

3 **策略研究**

4 大宗商品

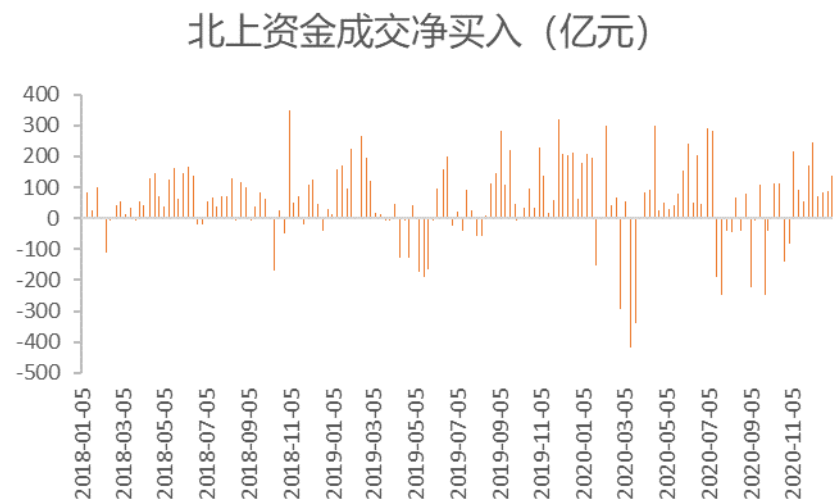
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

策略：疫苗接种率明显提高前，风格仍将较为均衡

- **核心观点：经济复苏的大方向没有改变，疫苗接种率明显提高前，风格仍将较为均衡**
- **近期落地的美联储12月份会议和国内中央经济工作会议预示接下来政策环境仍将偏向宽松。**美联储12月会议继续延续现有的低利率政策，但前期市场预期的扭曲操作并未出现，预示着度过目前疫情对经济强力冲击是主要政策目标，但中长期对疫情结束比较乐观，没有必要加码宽松。国内中央经济工作会议确定要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，则意味着与海外国家同步，短期内政策不会出现急转弯。这与我们在年度策略中提出的观点一致，在通胀回归之前仍将维持宽松。
- **短期疫情反弹会对经济有所制约，但复苏的大方向目前看没有变化。**12月的经济从BCI、PMI等数据来看有环比增速放缓的迹象，而且临近春运，疫情的小幅反弹也使得防控措施升级，进而抑制相关线下消费。对于英国新出现的病毒变种，从相关海外研究已有的信息来看，病毒的新变种仅仅是传播速度变化，进而带来确诊人数增加，并没有导致更高的死亡率和疫苗效果下降。但中长期随着疫苗的逐步落地，海内外经济共振复苏的趋势已经越发清晰，复苏的大方向目前看暂时没有变化，甚至反而需要担心通胀超预期引发政策调整的可能性。
- **现阶段在疫苗接种率明显提高前，风格上仍将较为均衡。**配置上关注三个方向：一是受益复苏预期和通胀预期的金融、化工、有色；二是景气度见底、前期估值受压的通信、计算机、游戏；三是在机构和外资持续入场下，核心“赛道”龙头仍将具有明显超额收益，继续持有白酒、医药、电新等核心“赛道”龙头标的。

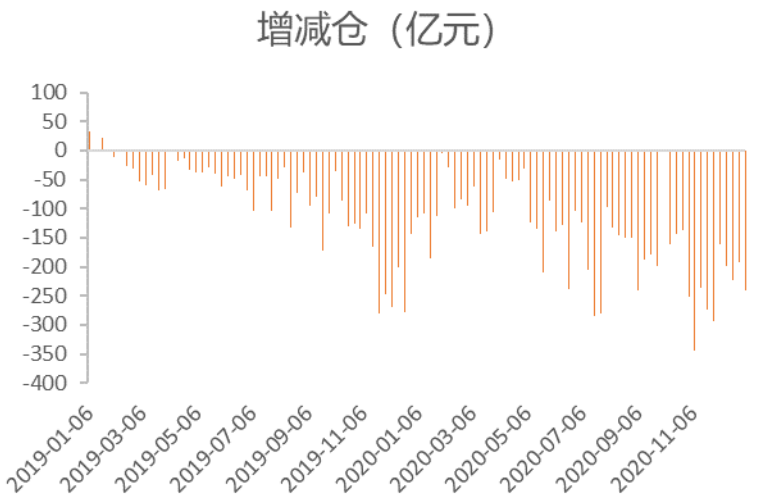
- 上周北上资金净流入86.14亿元。加仓规模较高的个股东方财富、贵州茅台、宁德时代、比亚迪、隆基股份等，减仓规模较高的个股有海康威视、中国中免、恒瑞医药、华友钴业、三环集团等。
- 上周产业资本减持规模较高的个股有隆基股份、金山办公、海康威视、绝味食品、迈瑞医疗等。

图 北上资金本周净流入86.14亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约240.40亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

目 录

1 上周观点回溯及资产表现

2 宏观经济

3 策略研究

4 **大宗商品**

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

大宗商品：主要品种短期震荡

- **基本金属：短期震荡。**上周国内基本金属全部下跌，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别下跌0.86%、2.92%、4.35%、0.10%、2.30%和1.09%。铜：智利11月铜产量同比下滑2.1%，SMM主流铜地区库存环比增加0.03万吨，年末电缆订单减弱（12月电缆企业开工率91.02%，环比下降5.81pct，同比减少0.02pct），短期铜价震荡。铝：本周电解铝库存微增2.7万吨至61.3万吨；本周铝加工企业开工下滑0.3pct，主要系环保限产，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**上周贵金属多数上涨。COMEX黄金上涨0.98%，伦敦金上涨0.67%，SHFE黄金上涨0.45%。COMEX白银上涨2.38%，伦敦银上涨2.73%，SHFE白银上涨3.41%。美国单日新增26.76万新冠病例，美元走弱，黄金走强。疫苗推出带来的经济复苏预期和名义利率小幅上行对金价的压制已被消化，短期黄金延续反弹。依然看好2021H1通胀上行带来的金价上行，中期看多金价。美元长期弱势（美国经济相对优势减弱、美元超发）+利率长期低位+通胀预期上行逻辑不变，维持贵金属长期上行判断。
- **原油：短期震荡。**供给端，OPEC+下周料将上调原油产量，使油价承压。需求端，虽然新冠疫情继续恶化，但API和EIA原油库存双双下降，美国原油出口也连续三周增加，略微缓解了市场对需求前景的担忧，为油价提供支撑。EIA数据显示，截至12月30日当周EIA原油库存减少606.5万桶。汽油库存减少119.2万桶。油价短期维持震荡。疫情持续扩散带来的全球经济增速下滑导致需求放缓对油价仍构成长期利空，油价长期震荡。

主要金属品种、原油价格及库存

民生证券 MINSHENG SECURITIES

表 主要金属品种价格及库存、原油价格

品种	单位	收盘价	周涨跌幅（%）	月涨跌幅（%）	年涨跌幅（%）	品种	库存（吨）	周变动值	周变动（%）	月变动（%）	年变动（%）
阴极铜	元/吨	57750.0	-0.86	0.12	17.50	SHFE铜	86679	12457	16.78	-6.71	-29.90
铝	元/吨	15460.0	-2.92	-6.22	9.57	SHFE铝	224235	11490	5.40	1.75	21.12
锌	元/吨	20675.0	-4.35	-3.99	15.18	SHFE锌	28581	-12635	-30.66	-49.19	1.88
铅	元/吨	14625.0	-0.10	-5.83	-2.82	SHFE铅	45863	-6310	-12.09	27.74	2.92
镍	元/吨	123580.0	-2.30	1.33	10.21	SHFE镍	18111	-1795	-9.02	-22.62	-51.58
锡	元/吨	151170.0	-1.09	1.31	11.77	SHFE锡	5475	124	2.32	9.39	2.32
品种	单位	收盘价	周涨跌幅（%）	月涨跌幅（%）	年涨跌幅（%）	品种	库存（吨）	周变动值	周变动（%）	月变动（%）	年变动（%）
铜	美元/吨	7753.5	-0.44	2.48	25.68	LME铜	107950	-8150	-7.02	-28.00	-25.91
铝	美元/吨	1980.5	-2.44	-2.92	9.84	LME铝	1345800	-26550.00	-1.93	-1.63	-8.76
锌	美元/吨	2749.0	-3.29	-1.06	20.84	LME锌	202225	-3675	-1.78	-8.29	294.78
铅	美元/吨	1988.5	0.91	-3.63	3.41	LME铅	133475	-375	-0.28	18.43	101.24
镍	美元/吨	20350.0	-2.49	3.21	17.85	LME镍	246708	54	0.02	2.16	63.72
锡	美元/吨	16570.0	0.82	8.94	18.73	LME锡	1890	-215	-10.21	-50.33	-73.42

品种	单位	价格	周涨跌幅（%）	月涨跌幅（%）	年涨跌幅（%）	品种	单位	价格	周涨跌幅（%）	月涨跌幅（%）	年涨跌幅（%）
COMEX黄金（活跃合约）	美元/盎司	1901.60	0.98	6.83	25.11	布伦特原油	美元/桶	51.80	0.99	5.65	-24.60
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	394.98	0.45	6.37	13.67	大商所铁矿石	元/吨	996.00	-1.43	2.47	49.55
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	26.49	2.38	16.75	48.18	上期所螺纹钢	元/吨	4306.00	1.70	10.41	21.54
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5586.00	3.41	19.21	25.64	动力煤	元/吨	671.40	0.66	-3.62	21.59

资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师简介

- 解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。
- 方驭涛，民生证券有色金属行业分析师，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

分析师承诺:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明:

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院:

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。