【民生研究】大类资产配置周报

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

2020年12月28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：印度能抢走中国制造业的生产份额吗？**
- **策略研究：资金博弈临近收尾，关注景气度触底而估值承压的板块**
- **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	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** **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	近期国内外几项宏观政策落地，基本符合市场预期。年末资金博弈迹象明显，对估值较高的方向追高要谨慎 （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，基本符合市场预期。 （2）在外资助力下，市场再次上攻区间上沿，但估值高位，资金博弈迹象明显，追高要谨慎。 （3）配置上，关注估值更为合理，且未受年末机构排名资金博弈影响的方向。
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

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（%）	年初至今表现（%）
上证综指	3396.56	0.05	1.02	5.50	14.00	36.20
深圳成指	14017.06	1.18	2.64	9.39	18.65	93.61
标普500	3703.06	-0.17	2.02	12.27	23.06	47.72
道琼斯工业指数	30199.87	0.07	1.10	11.14	20.72	29.46
纳斯达克指数	12804.73	0.38	5.87	17.33	31.23	92.98
德国DAX	13587.23	-0.32	2.24	8.97	12.39	28.68
日经225	26656.61	-0.40	1.37	14.88	18.41	33.18
MSCI全球	637.46	-0.37	2.73	14.81	23.58	39.89

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）	年初至今涨跌（BP）
中国10年期国债收益率	3.05	-0.02	-0.17	-0.26	-3.19	-0.12
美国10年期国债收益率	1.50	-0.02	-0.52	-0.64	-2.76	-1.16
德国10年期国债收益率	-0.72	-0.09	-0.31	-0.57	-0.17	-0.20
法国10年期国债收益率	-0.43	-0.06	0.18	-0.21	-0.58	-0.66
英国10年期国债收益率	0.48	-0.13	-0.13	-0.51	-0.89	-0.77

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（%）	年初至今表现（%）
美元指数	90.3331	0.46	-1.83	-4.50	-7.35	-5.98
CRB综合现货指数	387.15	-0.01	-0.04	-0.07	-0.06	-0.05
CRB食品现货指数	317.41	-0.03	-0.08	-0.10	-0.02	-0.02
CRB油脂现货指数	370.37	-0.02	-0.02	-0.01	0.01	0.04
CRB金属现货指数	734.62	0.00	-0.02	-0.08	-0.16	-0.11
CRB工业原料现货指数	443.98	-0.00	-0.01	-0.05	-0.09	-0.08
CRB纺织品现货指数	268.36	0.01	-0.02	-0.06	-0.08	-0.06

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

宏观：印度能抢走中国制造业的生产份额吗？

1. **印度制造业总体上与我国存在巨大差距。**从生产规模来看，印度制造业基础薄弱，工业生产能力与我国存在较大差距。从市场规模来看，印度市场需求较弱，消费增长率低于我国，与我国不具可比性。从竞争力角度来看，印度各方面竞争力均弱于我国，且两国差距呈现不断放大的态势。

2. **从吸引外资看，印度发展很快，对我国可能有一定影响。**印度FDI总体规模较小，但近年来增速相对较快。发达国家对印度FDI增幅较大，可能一定程度上挤出了我国的投资份额。与历史水平相比，印度吸收FDI最显著的三个部门分别是通信、酒店和旅游、商贸部门，但这三类产业对我国的挤出效应不明显。

3. **从出口结构看，印度在某些特定行业上具有较强优势。**我们将视角聚焦于印度出口结构，发现印度制成品部门的国际竞争力有所提高，其中化工制品、机械和运输设备竞争力显著增强，具体表现为有机化学品、医药产品、车辆机械、动力机械设备、纺织纱线部门的出口竞争力较强，需予以重视。

宏观：印度能抢走中国制造业的生产份额吗？

民生证券 MINSHENG SECURITIES

图 印度工业增加值年均增速比我国低3%

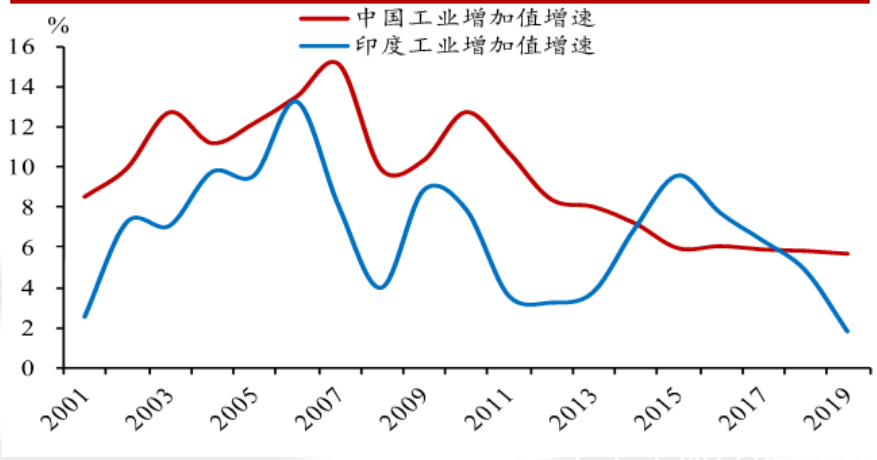


图 印度制造业基础薄弱，与我国差距较大

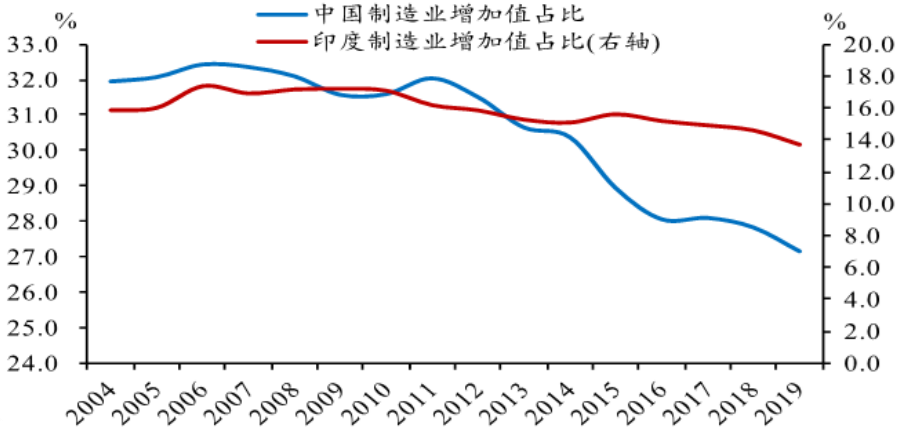


图 印度工业生产能力仅相当于我国一省

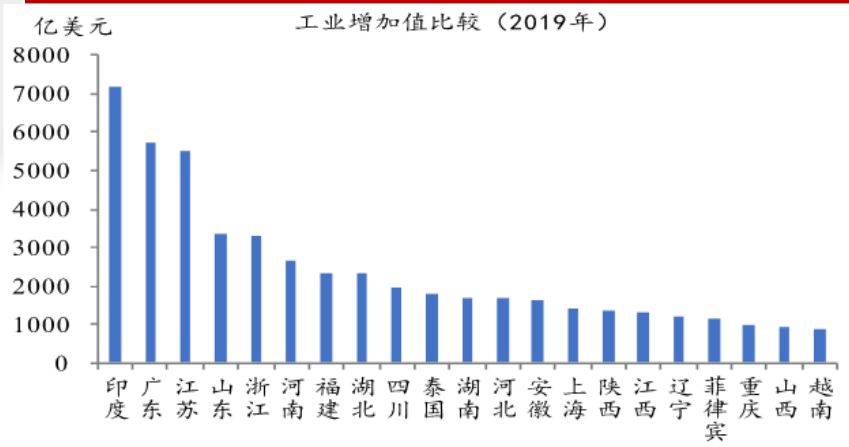
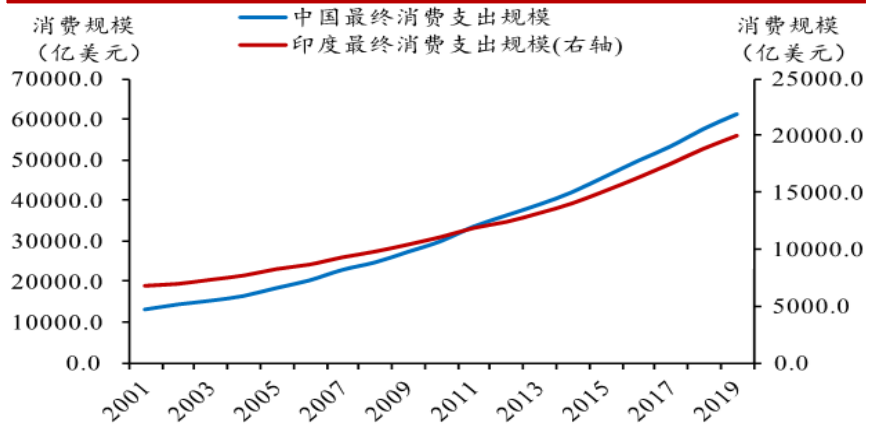


图 印度最终消费支出仅为我国体量的三分之一



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

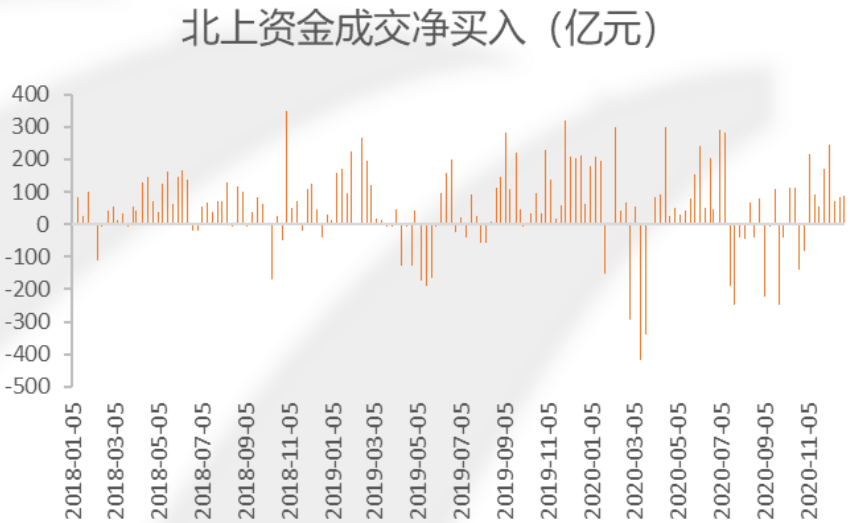
策略：资金博弈临近收尾，关注景气度触底而估值承压的板块

- **核心观点：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**
- **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，宽松在通胀回归之前仍将维持。
- **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。**海外疫情近期最大的变化来自于英国出现病毒新变种，英国卫生官员表示这一新的变异可能导致病毒具有更高的传染性，比目前的品种高出70%。从已有的信息来看，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，根据今年的经验，如果防疫措施升级，叠加年底开始疫苗生产开始加速，整体情况仍然是可控的，而且是局限在以英国为主的欧洲地区的。经济复苏的大方向目前来看没有变化，而一个潜在风险是新变种病毒是否会导致更高的死亡率和疫苗效果下降，如果出现则对明年经济复苏的节奏预期可能要相应进行调整。
- **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。**今年12月的资金博弈强度要高于往年，抱团越明显，明年初行情切换也会更明显，关注景气度触底而估值承压的计算机、通信、游戏、金融等方向。从标的上讲，合理的价格和优质的资产二者缺一不可，高确定性标的可以继续持有，或逢低加仓，中确定性标的如果涨幅明显，可以部分兑现盈利进行调仓。

策略：资金博弈临近收尾，关注景气度触底而估值承压的板块

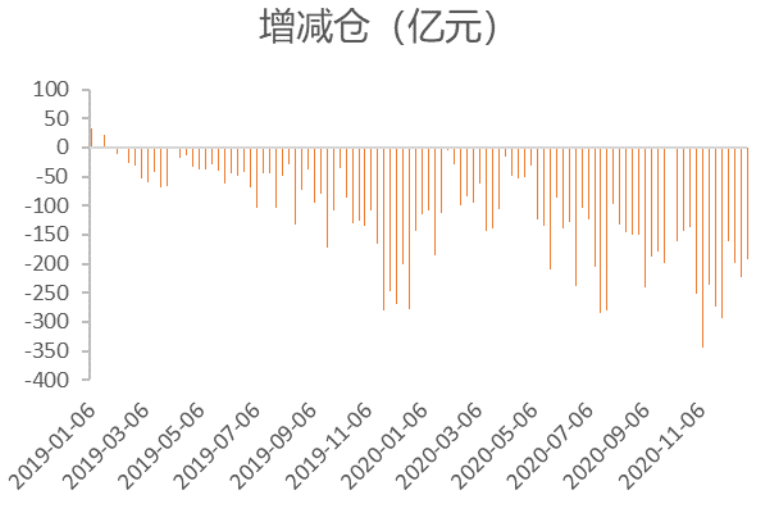
- 上周北上资金净流入86.14亿元。加仓规模较高的个股隆基股份、京东方A、贵州茅台、阳光电源、招商银行等，减仓规模较高的个股有海康威视、格力电器、海尔智家、沃森生物、TCL科技等。
- 上周产业资本减持规模较高的个股有闻泰科技、金山办公、绝味食品、光启技术、卓胜微等。

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192.37亿元



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**

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线下跌，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别下跌0.95%、4.62%、0.94%、1.05%、2.28%和0.95%。铜：SMM主流铜地区库存环比下降0.29万吨；12月24日，CSPT小组确定2021Q1铜精矿加工费地板价为53美元/吨，较2020Q4下降了5美元/吨。年末电缆订单减弱，短期铜价高位震荡。铝：电解铝库存降至58.6万吨，临近12月底，环保限产对下游开工的影响减弱，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**上周贵金属多数下跌。COMEX黄金下跌0.33%，伦敦现货黄金下跌0.25%，SHFE黄金上涨0.35%。COMEX白银下跌0.34%，伦敦现货银下跌0.14%，SHFE白银下跌0.04%。伦敦钯下跌0.04%，伦敦铂下跌2.79%。英国脱欧影响落地，美元走强，黄金被动走弱。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经逐步被消化，短期黄金有望反弹。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）+利率长期维持低位+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，EIA原油库存下降，英国达成脱欧协议，各国开始启动新冠疫苗接种工作，给油价提供支撑。需求端，国际油价主要受到英国新冠肺炎“新毒株”的打压，特朗普意外未能签署新冠纾困法案也对油价产生拖累，美原油一度跌至46.16附近，为近两周新低。EIA数据显示，截至12月23日当周EIA原油库存减少56.2万桶。汽油库存减少112.5万桶。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	58560.0	-0.95	1.53	19.15	SHFE铜	75149	927	1.25	-22.34	-41.78
铝	元/吨	15900.0	-4.62	-3.55	12.69	SHFE铝	225277	12532	5.89	-2.94	16.23
锌	元/吨	21715.0	-0.94	0.84	20.97	SHFE锌	32854	-8362	-20.29	-45.84	0.65
铅	元/吨	14670.0	-1.05	-5.54	-2.52	SHFE铅	47094	-5079	-9.73	38.24	6.18
镍	元/吨	127520.0	-2.28	4.56	13.73	SHFE镍	19032	-874	-4.39	-24.92	-49.19
锡	元/吨	153170.0	-0.95	2.65	13.25	SHFE锡	5475	124	2.32	10.85	35.92
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	7830.5	-1.93	3.50	26.93	LME铜	116100	-7300	-5.92	-24.20	-22.12
铝	美元/吨	2030.0	-1.29	-0.49	12.59	LME铝	1372350	5325.00	0.39	-1.15	-7.56
锌	美元/吨	2836.0	-1.27	2.07	24.66	LME锌	205900	-4050	-1.93	-7.38	296.72
铅	美元/吨	1990.0	-2.43	-3.56	3.48	LME铅	133850	1900	1.44	18.98	100.60
镍	美元/吨	16975.0	-2.91	5.73	20.73	LME镍	246654	2442	1.00	2.61	72.26
锡	美元/吨	20045.0	-0.07	7.31	16.95	LME锡	2105	-955	-31.21	-45.75	-71.40

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	1882.60	-0.33	5.76	23.86	布伦特原油	美元/桶	51.34	3.01	6.29	-23.16
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	395.00	0.35	6.37	13.68	大商所铁矿石	元/吨	1063.00	0.76	17.85	65.45
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	25.95	-0.34	14.19	44.94	上期所螺纹钢	元/吨	4274.00	-2.15	8.92	20.70
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5423.00	-0.04	15.73	21.97	动力煤	元/吨	681.40	1.34	4.96	23.31

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。