【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21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：2021年社融增速预计回落**
- **策略研究：宏观政策符合预期，资金博弈迹象明显，谨慎追高**
- **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	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

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	年末震荡有所加剧，北向资金和处于上行修复通道的经济基本面会是重要的支撑力，整体下跌空间有限 （1）随着估值切换渐入尾声，行情走到目前的时点本身就容易下跌。 （2）系统性风险并不存在。市场要出现系统级别下跌，要么领涨板块啥业绩，要么有明确紧缩政策出现，目前来看这两点都没有。且外资本周继续流入。 （3）配置上，顺周期板块以持股为主，逢低继续布局科技、医药。
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（%）
000001.SH	上证综指	3394.90	1.43	1.42	1.70	14.40	36.13
399001.SZ	深圳成指	13854.12	2.21	1.43	4.60	18.73	91.36
SPX.GI	标普500	3709.41	1.25	3.97	11.75	19.75	47.97
DJI.GI	道琼斯工业指数	30179.05	0.44	2.52	9.12	16.65	29.37
IXIC.GI	纳斯达克指数	12755.64	3.05	8.08	18.18	28.25	92.24
GDAXI.GI	德国DAX	13630.51	3.94	3.25	3.92	10.54	29.09
N225.GI	日经225	26763.39	0.42	4.02	14.57	19.06	33.72
892400	MSCI全球	639.80	1.58	4.87	12.84	21.45	40.41

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	89.84	-1.03	-2.78	-3.41	-8.03	-6.49
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：2021年社融增速预计回落

1. **2021年人民币贷款增速预计回落至12%左右。**央行多次强调过：要避免出现政策断崖。因此作为社融稳定项的贷款增速明年预计不会大幅回落。虽然部分货币政策工具退出、房地产基建贷款或走弱，但考虑到制造业贷款可能发力，叠加明年非标压降背景下表外转表内趋势有望延续，人民币贷款增速难以大幅回落。预计2021年全年人民币贷款增速在12%左右，增量略高于2020年。

2. **第二，2021年社融增速预计高位回落。**由于非标压降速度提升、政府融资规模缩减、企业债净融资缩量等因素，叠加2020年高基数的原因，预计2021年社融增速将高位回落，预计将从2020年的13.4%左右降低至2021年的11%左右。

3. **第三，2021年利率债存在机会。**社融主要反映实体企业融资需求，M2主要反映金融机构货币供应量。根据历史经验，当M2和社融裂口收窄时，十年期国债利率一般走低，债市走牛，反之则反。根据我们预测的2021年社融增速和M2增速，预计2021年M2与社融裂口将从二季度开始逐渐回落，这预示着2021年利率债存在机会，历史上社融拐点之后往往也会迎来利率拐点。

4. **第四，2021年宏观杠杆率预计趋于稳定。**2020年宏观杠杆率大幅抬升，主要系名义GDP大幅缩水所致，随着经济逐渐恢复正常，预计2021年名义GDP将大幅增长，分母端的抬升有利于降低宏观杠杆率，预计到2021年二季度，宏观杠杆率将回落至260%左右，之后小幅抬升，但总体趋于稳定。

宏观：2021年社融增速预计回落

图 2021年下半年利率债或迎来牛市



图 2021年M2增速预计高位回落

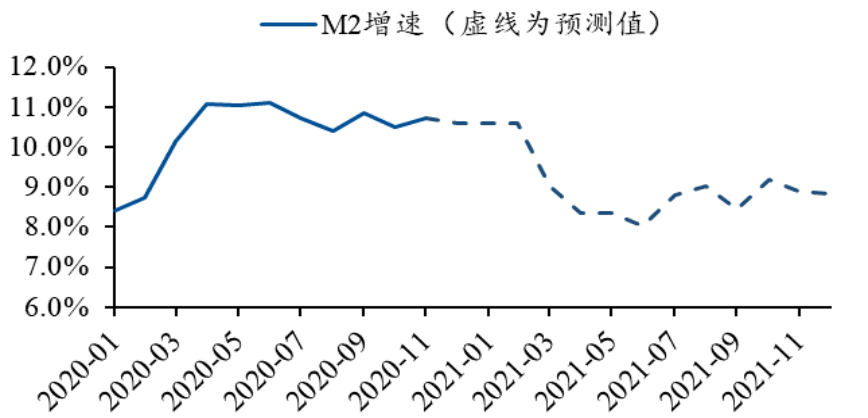


图 2021年人民币贷款增速预计回落至12%

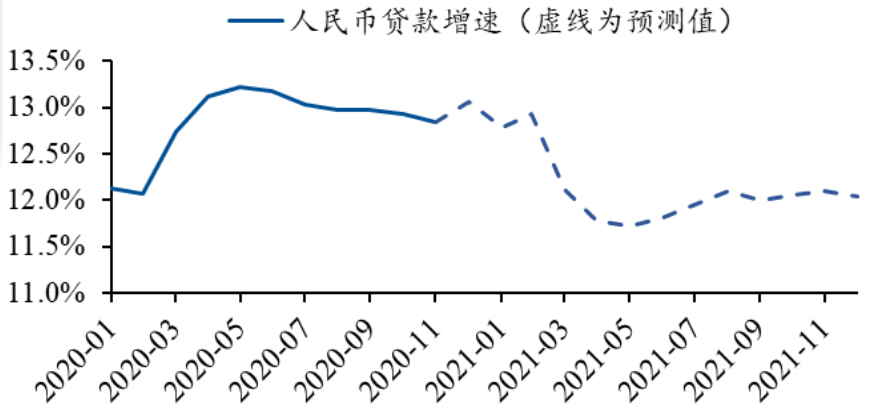
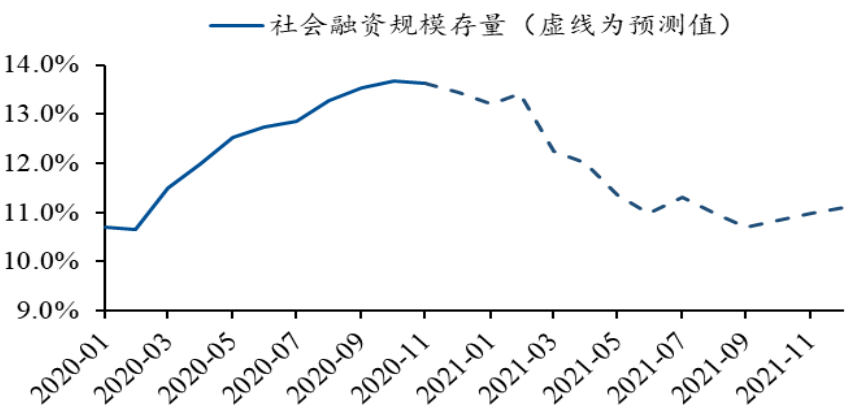


图 2021年社融增速预计高位回落



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

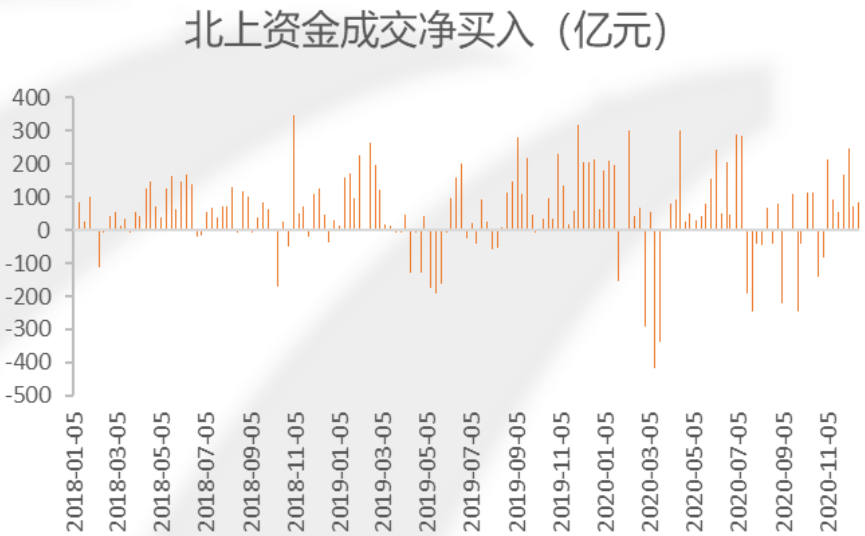
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

策略：宏观政策符合预期，资金博弈迹象明显，谨慎追高

- **核心观点：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**
- **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。**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，宽松仍将维持，明年的主要的宏观风险在通胀超预期导致政策转向防通胀。
- **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。**近期在外资持续加码的助力下，各大板块包括有色、钢铁等周期品种，白酒、调味品等消费品种，还有医药、非银、家电等轮番上涨，体现了市场做多意愿再次提升。但估值高企又主要是机构重仓股，年末机构排名带来的资金博弈迹象明显，因此对涨幅明显的方向要谨慎追高。年底博弈氛围越浓厚的地方，明年初行情切换的可能就更大。
- **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。**合理的价格大于优质的资产，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。

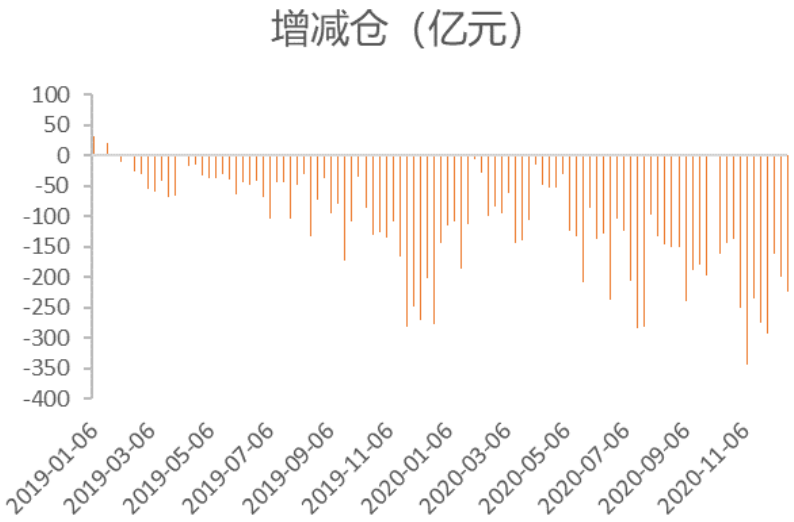
- 本周北上资金净流入84.84亿元。加仓规模较高的个股有恒瑞医药、万华化学、分众传媒、立讯精密、隆基股份等，减仓规模较高的个股有格力电器、海康威视、东方财富、洋河股份、宁波银行等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有隆基股份、闻泰科技、长春高新、韦尔股份、传音控股等。

图 北上资金本周净流入84.84亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约223.55亿元



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。**上周国内基本金属多数上涨，铜、铝、锌、镍和锡分别上涨1.91%、2.41%、1.08%、2.10%和2.51%，铅下跌0.17%。铜：LME铜库存为12.77万吨，为9月以来最低；上期所铜库存为8.21万吨，为2014年以来最低；12月16日纽交所铜库存降至7.81万吨，为6月以来最低。上周精铜制杆、再生铜制杆消费均出现下滑，主因线缆用杆需求减弱，短期铜价高位震荡。铝：电解铝库存降至58.9万吨，上周铝下游企业开工再度增长0.2个百分点，主要系大型企业开工率提升，环保限产或影响下游开工，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**上周贵金属多数下跌COMEX黄金上涨2.34%，伦敦现货黄金上涨2.05%，SHFE黄金上涨2.46%。COMEX白银上涨7.92%，伦敦现货银上涨8.40%，SHFE白银上涨7.29%。伦敦现货钯下跌0.30%，伦敦现货铂上涨3.57%。美联储12月维持0利率不变，疫苗推出带来的经济复苏预期和名义利率小幅上行已经消化，短期金价有反弹预期，依然看好2021H1通胀上行带来的金价上行。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，新冠疫苗接种范围进一步扩大，美国库存下滑和美元大跌对油价形成了支撑。需求端，虽然亚洲炼油厂需求强劲，但激增的新冠病例仍然对短期燃料需求前景带来打压力，且美国国会无法在最后期限前就9000亿美元的新救助计划达成一致，可能将会限制油价涨势。EIA数据显示，截至12月16日当周EIA原油库存减少313.5万桶。汽油库存增加102万桶。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	59260.0	1.91	2.74	20.57	SHFE铜	74222	-7870	-9.59	-37.07	-36.69
铝	元/吨	16780.0	2.41	1.79	18.92	SHFE铝	212745	-1875	-0.87	-8.53	-2.57
锌	元/吨	21950.0	1.08	1.93	22.28	SHFE锌	41216	-5465	-11.71	-29.30	21.78
铅	元/吨	14975.0	-0.17	-3.57	-0.50	SHFE铅	52173	7634	17.14	53.64	13.60
镍	元/吨	131530.0	2.10	7.85	17.30	SHFE镍	19906	-35	-0.18	-26.54	-47.12
锡	元/吨	154750.0	2.51	3.71	14.42	SHFE锡	5351	488	10.03	18.75	35.57
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	7995.5	2.87	5.68	29.61	LME铜	123400	-22925	-15.67	-22.97	-21.65
铝	美元/吨	2055.0	1.61	0.74	13.98	LME铝	1367025	37425.00	2.81	-3.02	-8.09
锌	美元/吨	2858.0	2.25	2.86	25.63	LME锌	209950	-4925	-2.29	-4.70	292.25
铅	美元/吨	2030.0	-1.58	-1.62	5.56	LME铅	131950	22125	20.15	16.77	96.21
镍	美元/吨	17480.0	1.13	8.88	24.32	LME镍	244212	1032	0.42	2.19	78.56
锡	美元/吨	20080.0	3.37	7.49	17.15	LME锡	3060	-360	-10.53	-25.64	-56.81

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	1886.80	2.34	6.00	24.13	布伦特原油	美元/桶	52.26	3.10	15.52	-19.91
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	393.58	2.46	5.99	13.27	大商所铁矿石	元/吨	1073.50	8.00	20.96	69.06
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	26.00	7.92	14.44	45.25	上期所螺纹钢	元/吨	4248.00	4.30	6.81	21.13
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5414.00	7.29	15.54	21.77	动力煤	元/吨	704.60	-2.27	16.97	27.74

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。