【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14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：逐句解读12.11政治局会议通稿**
- **策略研究：年末市场波动加剧，但下跌空间预计整体有限**
- **大宗商品：主要品种短期震荡**

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

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

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	顺周期板块行情进一步演绎需要等待更多的催化，继续逢低布局科技、医药 （1）顺周期板块估值切换所带来的补涨已经接近完成，现阶段盈利回升的预期基本打满，需要等待基本面进一步的催化，前期回调较多的科技、医药迎来修复机会。 （2）市场处于区间上沿，叠加财报空窗期，存量资金博弈下，谨防几个外部事件不及预期可能带来的波动。 （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（%）	360日表现（%）
000001.SH	上证综指	3347.19	-2.83	0.15	2.66	14.64	10.75
399001.SZ	深圳成指	13555.14	-3.36	-1.20	4.73	20.47	31.53
SPX.GI	标普500	3663.46	-0.96	2.54	9.65	20.46	14.75
DJI.GI	道琼斯工业指数	30046.37	-0.57	2.21	8.61	17.34	6.29
IXIC.GI	纳斯达克指数	12377.87	-0.69	5.02	14.04	29.09	40.29
GDAXI.GI	德国DAX	13114.30	-1.39	-0.77	-0.67	9.75	-1.31
N225.GI	日经225	26652.52	-0.37	5.14	13.87	19.49	10.75
892400	MSCI全球	629.83	-0.51	4.09	11.29	21.93	12.49

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	3.31	-0.02	0.05	0.21	0.52	0.09
美国10年期国债收益率	0.92	-0.05	-0.06	0.25	0.21	-0.97
德国10年期国债收益率	-0.63	-0.07	-0.13	-0.15	-0.23	-0.33
法国10年期国债收益率	-0.37	-0.06	-0.12	-0.18	-0.33	-0.39
英国10年期国债收益率	0.00	-0.41	-0.47	-0.24	-0.30	-0.90

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	90.7758	0.09	-2.40	-2.65	-6.51	-5.51
CRB综合现货指数	433.94	0.00	0.05	0.08	0.19	0.09
CRB食品现货指数	351.56	-0.01	0.02	0.06	0.18	0.06
CRB油脂现货指数	404.12	0.00	0.04	0.07	0.15	0.11
CRB金属现货指数	422.15	0.00	0.02	0.09	0.32	0.12
CRB工业原料现货指数	895.37	0.01	0.12	0.15	0.32	0.18
CRB纺织品现货指数	501.75	0.01	0.07	0.09	0.20	0.11

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：逐句解读12.11政治局会议通稿

1. **12月政治局会议和中央经济工作会议都很重要。**每年12月有两个重要会议，先开政治局会议，后开中央经济工作会议，会期相距一周左右。都涉及经济工作，但侧重点不同。政治局会议更加务虚一些，主要是定原则和把方向，中央经济工作会议更加务实一些，会提很多具体的思路。这次政治局会议有不少新提法，值得关注。当然，这次会议没有提到的内容，也不代表就不重要，可能会在稍后的中央经济工作会议上提到。还需持续关注。

2. **第二，中央对今年经济工作高度满意，但也强调仍存在诸多不确定性。**“交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷”。确实，今年中国经济绝对是领秀全球，前三季度GDP累计增长0.7%，提前锁定正增长，四季度当季如果达到6%，全年增速就可以达到2.2%。实际上，考虑到中国经济超预期表现还在延续，我们测算10月当月GDP增速已经达到6.8%，若四季度维持这一速度，全年增速将达到2.4%。居安思危，中央也强调，疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，要强化机遇意识、风险意识。

3. **第三，首次提出“需求侧改革”。**“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”。从前一个阶段的供给侧改革为主，到新阶段的供给侧改革和需求侧改革并举。这可以看作“坚持系统观念”（十四五规划建议中首次提出，本次会议也有强调）的具体体现，毕竟，供给和需求属于一个系统。按照十四五规划建议，需求侧改革的具体措施，包括打破行业垄断和地方保护、破除妨碍生产要素市场化配置和商品服务流通的体制机制障碍、降低全社会交易成本等。

宏观：逐句解读12.11政治局会议通稿

图 经济领先指标向好

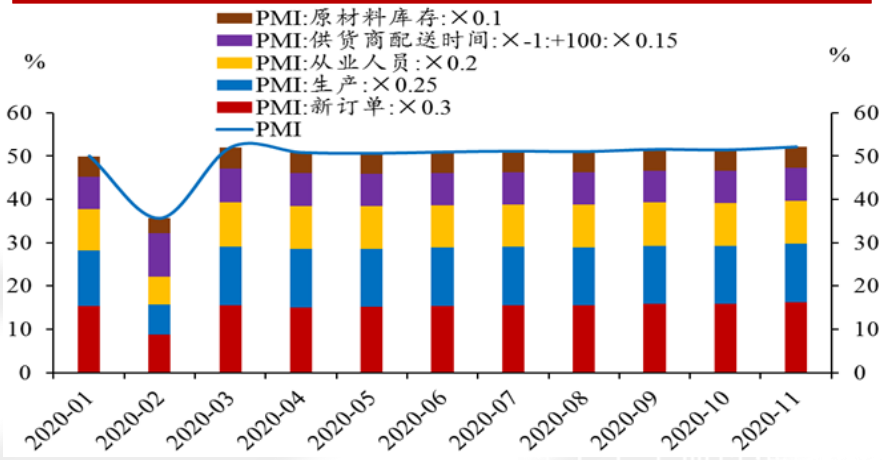


图 企业全面复苏

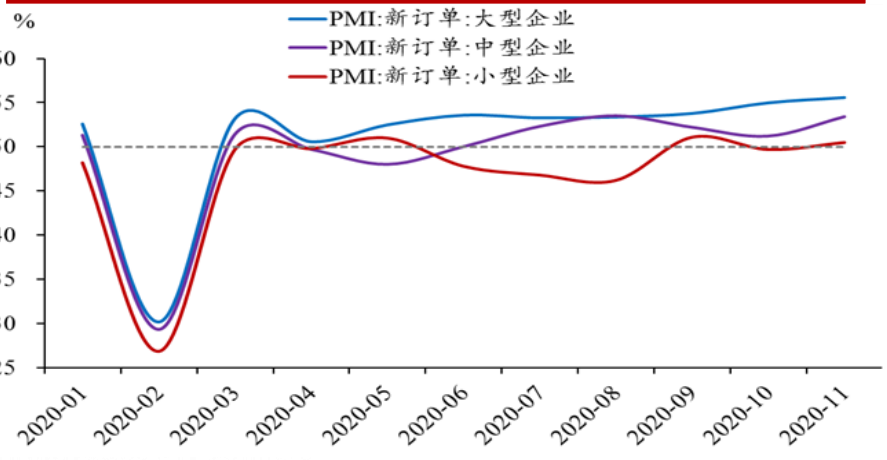


图 需求有所发力

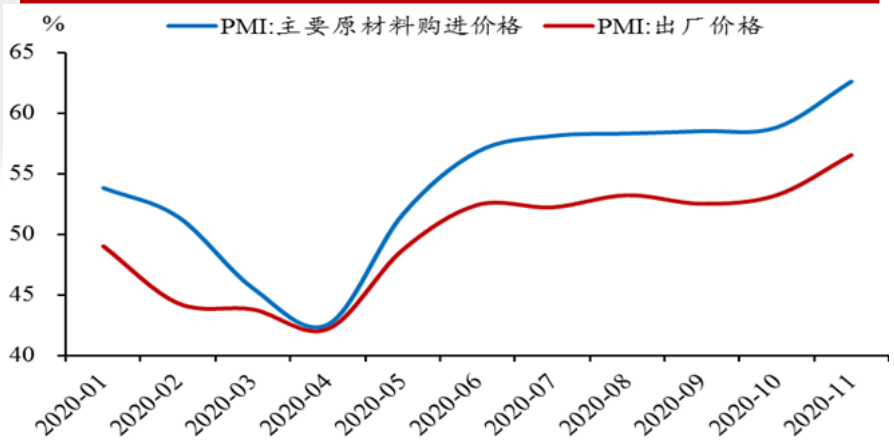
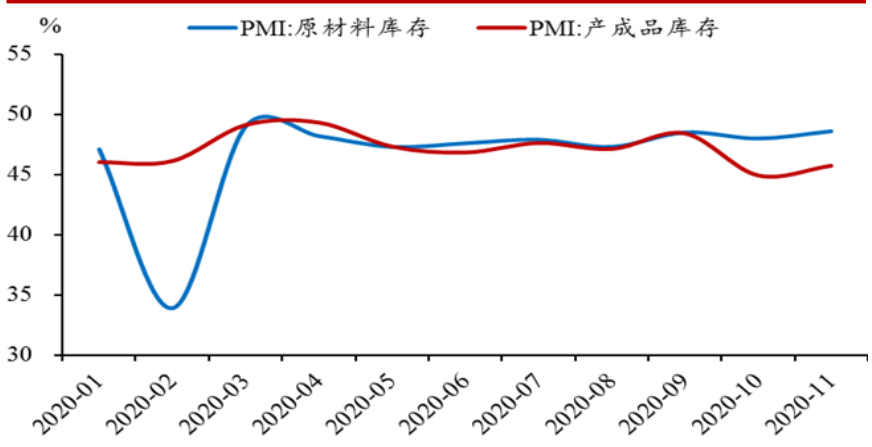


图 补库存有望开启



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

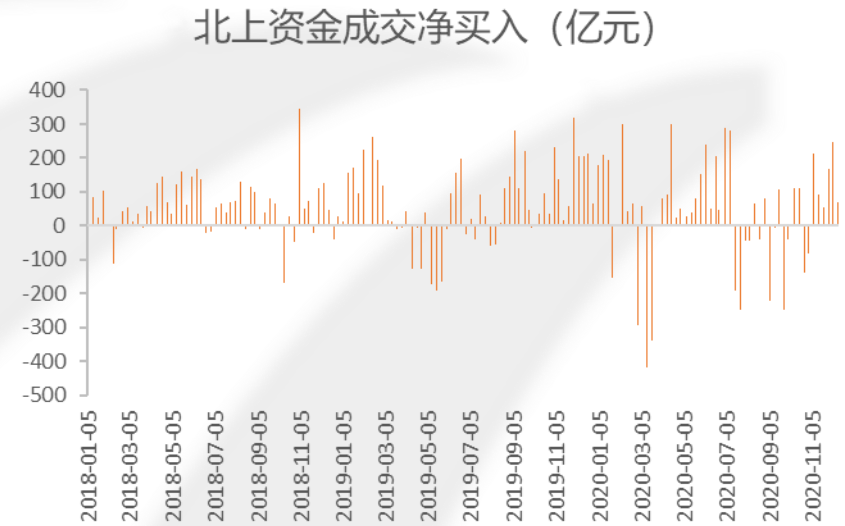
策略：年末市场波动加剧，但下跌空间预计整体有限

- **核心观点：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**
- **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。**目前的行情体现出三大特点：1、好赛道里的高确定性个股，如果景气度仍然不错会一直在估值中枢以上波动，回调买入的机会几乎没有；2、中确定性个股即使受资金面博弈影响，有回调到估值中枢的时候，但买入的时间窗口也很短，很快就会重新涨回高点；3、前期增长逻辑受损的个股会明显跌回估值中枢以下。这体现了市场根据业绩增长和确定性对个股进行了明确的分层，明显区别于三季度之前全市场都有beta行情机会的时候。好标的没有买点，赔率好的标的没有找到新的增长逻辑，市场很容易在此时下跌，尤其还叠加了见拐点的最新社融数据。
- **但是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。另外一点可以观察到，外资在本周仍然是明显流入的，国内政策正常化和国外放水形成了鲜明的对比，继续跌只会出现外资持续买，这会和较不错的基本面一起封杀下跌的空间。外资作为目前市场流动性的绝对重要补充，接下来要重点跟踪美股的风险，月中美联储会议宽松能否及预期，美国财政刺激是否会不及预期将是接下来十二月份系统性风险里重点需要关注的。如果美股出现回调，外资也会随之撤出，进而不利于A股。
- **配置上，顺周期板块以持股为主，逢低继续布局科技、医药。**顺周期板块景气度仍将继续提升，可以继续持有。逢低继续加仓前期回调较充分的科技、医药方向板块。

策略：年末市场波动加剧，但下跌空间预计整体有限

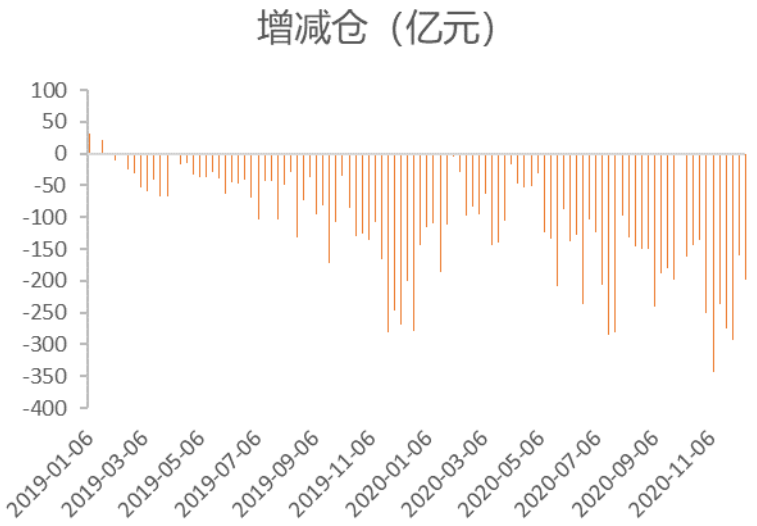
- 本周北上资金净流入69.59亿元。加仓规模较高的个股有贵州茅台、隆基股份、恒生电子、东方财富、宁德时代等，减仓规模较高的个股有万科A、TCL科技、海康威视、京东方A、洋河股份等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有环旭电子、闻泰科技、传音控股、安井食品、兴业证券等。

图 北上资金本周净流入69.59亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约199.37亿元



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。**上周国内基本金属多数上涨，铜、锌、镍和锡分别上涨1.14%、2.70%、9.93%、2.09%，铝和铅分别下跌0.43%和0.90%。铜：SMM数据显示主流市场库存环比下降0.83万吨；出口线需求持续强势，漆包线需求旺盛，11月漆包线开工率为79.05%，环比增加1.1%，铜管、铜棒订单回暖，当前铜价已消化大部分预期，长单加工费谈判确定前铜价仍以震荡为主。铝：电解铝库存降至59.6万吨，环比下降0.4万吨，上周下游开工率环比下滑0.7pct，主要源于需求减弱和环保限产，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**上周贵金属涨跌不一。COMEX黄金上涨0.19%，伦敦现货金下跌0.05%，SHFE黄金下跌0.15%。COMEX白银下跌0.73%，伦敦现货银下跌1.69%，SHFE白银下跌0.56%。伦敦钯上涨0.51%，伦敦铂下跌4.81%。经济复苏是短期全球主基调，黄金短期缺乏系统性上行机会，短期仍以震荡为主。但依然看好2021H1通胀上行带来的金价上行，重视下跌带来的配置机会。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；全球印钞模式开启，维持贵金属长期上行判断。
- **原油：短期震荡。**供给端，市场对于新冠疫苗推出之后，对未来原油市场消费前景抱有乐观预期，同时全球央行的宽松措施也刺激包括油价在内的大宗商品走高。需求端，美国疫情严峻的形势仍然对短期油价需求前景带来打压，同时当周美国原油库存意外暴增也给油价短期走势带来压力。EIA数据显示，截至12月9日当周EIA原油库存增加1500.19万桶。汽油库存增加422.2万桶。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	57830.0	1.14	0.26	17.66	SHFE铜	82092	-15691	-16.05	-37.49	-27.14
铝	元/吨	16110.0	-0.43	-1.61	1.47	SHFE铝	214620	288	0.13	-7.38	-8.24
锌	元/吨	21525.0	2.70	1.50	-9.32	SHFE锌	46681	-8829	-15.91	-23.32	25.76
铅	元/吨	14805.0	-0.90	-0.12	-6.37	SHFE铅	44539	5417	13.85	67.69	20.46
镍	元/吨	129250.0	9.93	-0.42	55.44	SHFE镍	19941	-1588	-7.38	-27.91	-46.64
锡	元/吨	149980.0	2.09	1.00	-5.09	SHFE锡	4863	-142	-2.84	14.75	23.68
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	7768.5	0.10	1.60	-1.84	LME铜	146325	-3350	-2.24	-12.81	-16.78
铝	美元/吨	2032.0	-0.59	0.20	-7.07	LME铝	1329600	-23750.00	-1.75	-6.32	-1.06
锌	美元/吨	2784.5	1.00	2.54	-1.26	LME锌	214875	-4450	-2.03	-3.05	278.97
铅	美元/吨	2057.0	1.45	2.16	8.28	LME铅	109825	-1400	-1.26	-3.11	63.01
镍	美元/吨	19530.0	5.71	2.37	64.63	LME镍	243180	618	0.25	1.58	99.23
锡	美元/吨	17335.0	3.03	4.65	-14.49	LME锡	3420	-155	-4.34	-20.83	-47.06

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	1843.50	0.19	1.03	16.25	布伦特原油	美元/桶	49.97	2.29	17.22	-21.95
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	382.78	-0.15	0.23	20.15	大商所铁矿石	元/吨	989.50	8.50	18.86	51.42
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	23.82	-0.73	3.14	12.92	上期所螺纹钢	元/吨	4108.00	4.96	6.98	16.61
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5013.00	-0.56	1.87	17.70	动力煤	元/吨	760.80	8.25	24.03	41.83

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。