【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7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：目前讲经济过热还为时尚早**
- **策略研究：弱化风格判断，重要的是核心资产性价比**
- **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	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

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，继续逢低布局医药、消费电子、计算机 （1）顺周期板块估值切换所带来的补涨已经接近完成，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、医药可能迎来修复机会。 （2）市场处于区间上沿，叠加财报空窗期，谨防几个外部事件不及预期可能带来的波动。 （3）配置上，顺周期板块继续持股待涨，注意个股的安全边际，逢低建仓医药、消费电子、计算机。
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	**短期震荡上行，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	3444.58	1.06	5.10	2.66	17.53	18.07
399001.SZ	深圳成指	14026.66	2.45	2.69	2.71	25.46	41.46
SPX.GI	标普500	3699.12	1.67	7.43	7.94	15.82	18.09
DJI.GI	道琼斯工业指数	30218.26	1.03	8.51	7.41	11.46	8.38
IXIC.GI	纳斯达克指数	12464.23	2.12	7.54	10.17	27.00	44.66
GDAXI.GI	德国DAX	13298.96	-0.28	7.91	3.55	3.51	1.75
N225.GI	日经225	26751.24	0.40	12.90	15.28	17.00	14.27
892400	MSCI全球	633.09	1.50	9.36	10.48	17.46	15.80

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	3.34	0.01	0.14	0.22	0.43	0.11
美国10年期国债收益率	0.92	0.08	0.02	0.20	0.01	-0.91
德国10年期国债收益率	-0.54	0.05	0.09	-0.05	-0.25	-0.24
法国10年期国债收益率	-0.31	0.03	0.03	-0.14	-0.34	-0.33
英国10年期国债收益率	0.00	-0.37	-0.34	-0.30	-0.39	-0.81

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	90.696	-1.19	-2.94	-2.29	-6.44	-5.60
CRB综合现货指数	427.3	0.00	0.03	0.07	0.16	0.08
CRB食品现货指数	356.12	-0.01	0.03	0.09	0.16	0.09
CRB油脂现货指数	401.72	0.03	0.05	0.06	0.12	0.13
CRB金属现货指数	423.82	0.00	0.01	0.12	0.28	0.13
CRB工业原料现货指数	834.59	0.01	0.06	0.06	0.23	0.11
CRB纺织品现货指数	484.48	0.00	0.03	0.06	0.15	0.08

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

宏观：目前讲经济过热还为时尚早

1. **好久不见PMI五个分项指数全面向好了。**市场再次见证了中国经济数据又一次超预期，11月制造业PMI和非制造业PMI双双好于市场预期。尤其难得的是，构成制造业PMI的五个分项指数全面向好。此外，大、中、小型企业景气也全面向好。这些情况表明，这一轮复苏是均衡的复苏、可持续的复苏。

2. **在强劲需求的带动下，工业品价格加快上升，补库存周期开启。**企业生产、采购活动加快，11月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。两大库存指数也都在回升，显示企业已开始着手主动补库存。经济复苏形势好，产需两旺，企业家信心进入高位景气区间。

3. **经济复苏态势挺好，但目前讲经济过热还为时尚早。**经济是否过热需要依据标准判定，不能信口开河。我们以为，经济过热的标准应该是经济资源充分利用乃至过载后出现全面通胀。目前CPI处于零区间、PPI还处于负区间，经济资源远没有达到充分利用的程度，就拿就业来说，就没有达到充分就业的程度，何来经济过热?

宏观：目前讲经济过热还为时尚早

民生证券 MINSHENG SECURITIES

图 构成制造业PMI的五个分项指数全面向好

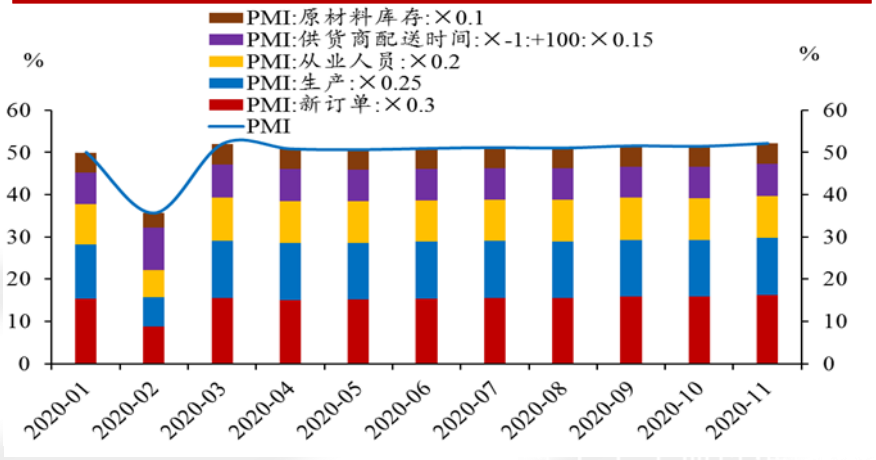


图 大、中、小型企业景气也全面向好

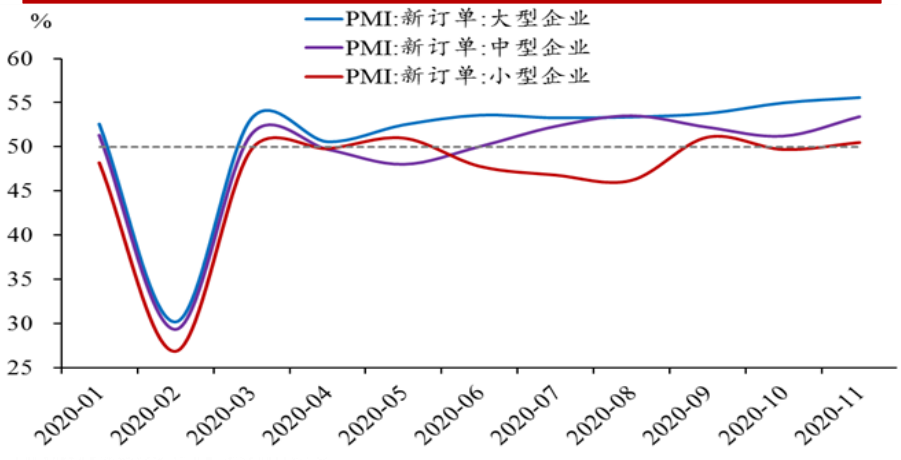


图 工业品价格出现了加快上升的迹象

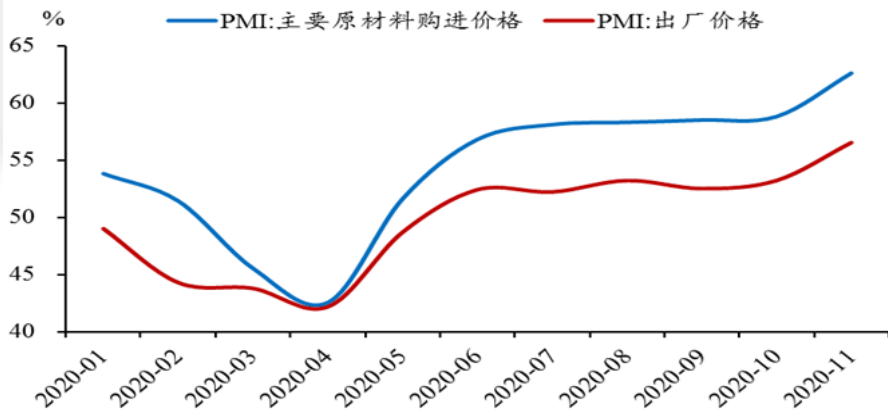
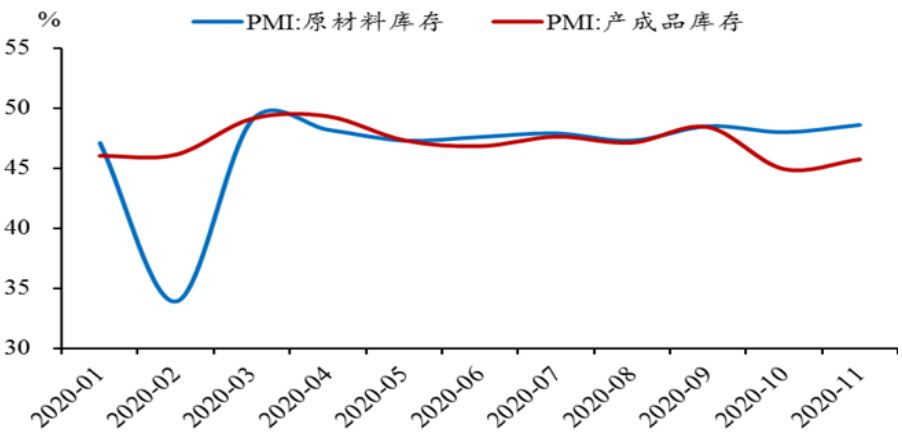


图 两大库存指数都在回升



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

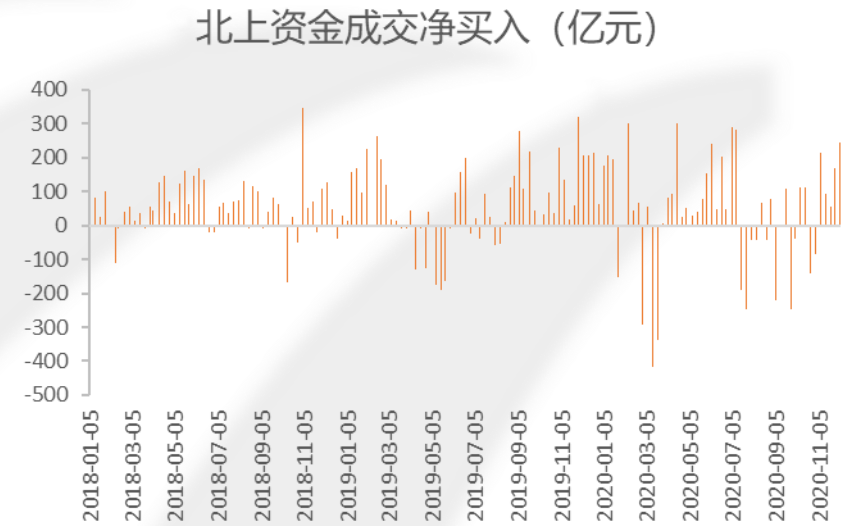
策略：弱化风格判断，重要的是核心资产性价比

- **核心观点：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**
- **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。**顺周期板块在盈利预期打满，而整体拔估值较困难的背景下，行情能否继续演绎就主要取决于基本面修复能否超预期。随着新冠疫苗的利好已经被充分计价，基本面最近的催化就主要看明年初美国财政刺激的最新进展以及宏观指标的验证。在接下来十二月这一相对的空窗期内，叠加机构资金博弈四季度排名逐渐结束，顺周期板块持续上涨的阻力可能较大，相反前期不论是在空间还是时间上回调较充分的科技、医药板块里逻辑依然顺畅的个股，在本月可能会在利空充分消化或者新增订单的催化下迎来修复的机会。
- **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。**统计九月份以来A股全部个股的表现，近2800只个股是下跌的，其中跌幅大于20%的有445只，体现的是流动性趋紧环境里存量资金的博弈，但十月份良好的工业企业利润数据和最新货币政策表态进一步夯实了市场区间下沿的有效性。概率较小但较重大的风险可能是：1、疫苗发放进展出现利空，2、十二月中旬美联储议息会议和后续美国财政刺激双双不及预期，相关事件我们将持续关注。
- **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，因此行情会反复演绎，但现阶段建议以持股为主，弹性较高但持续性不好的个股也可以做一定的获利了结，逢低继续布局前期在时间和空间上回调较充分的消费电子、医药、计算机。

策略：弱化风格判断，重要的是核心资产性价比

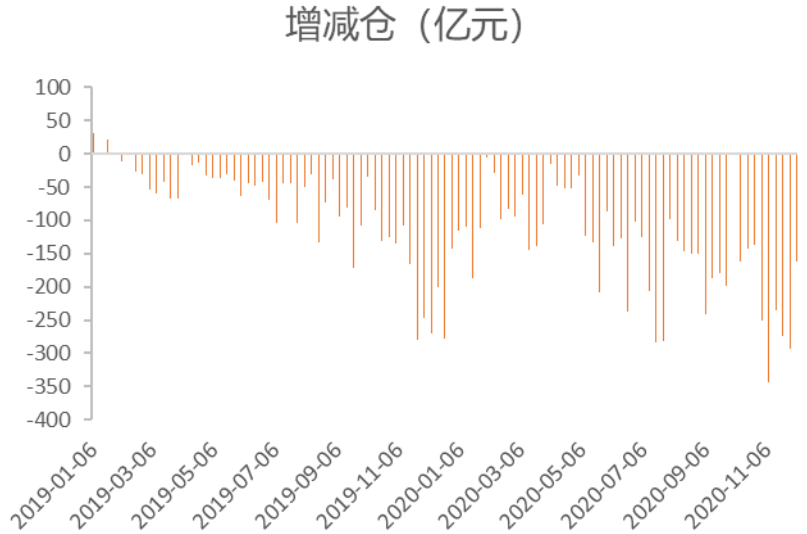
- 本周北上资金净流入245.4亿元。加仓规模较高的个股有隆基股份、恒生电子、东方财富、韦尔股份、东山精密等，减仓规模较高的个股有格力电器、海康威视、五粮液、三七互娱、万科A等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有同仁堂、韦尔股份、天风证券、大参林、天融信等。

图 北上资金本周净流入245.4亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约161.1亿元



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。**本周基本金属全线上涨，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别上涨5.73%、1.74%、0.14%、2.28%、4.99%、0.98%。铜：本周SMM主流铜地区库存环比增加0.15万吨；铜加工订单稳定，空调等家电出口强势，铜管开工率走高，铜棒、板带开工率在85%以上；铜价短期震荡。铝：截至3日电解铝库存为60万吨，较上周抬升0.4万吨，下游消费整体稳定，铝价短期震荡，氧化铝价格持续低迷，吨铝利润维持在2500元/吨以上。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属全线上涨。COMEX黄金上涨3.37%，伦敦金上涨3.58%，SHFE黄金上涨0.96%。COMEX白银上涨7.83%，伦敦银上涨4.71%，SHFE白银上涨3.87%。伦敦钯上涨1.52%，伦敦铂上涨11.70%。黄金本周反弹主要系1）超跌，2）初请失业金人数降幅高于预期，市场炒作美国经济恢复不及预期，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，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，一方面OPEC+努力维持限产措施，同意从1月起减产幅度缩小50万桶/日，将每月开会决定后续政策，在供给面给油价提供上涨动能。需求端，疫苗的积极消息和对美国刺激计划的乐观进展，提升了经济复苏前景和原油需求前景，给油价提供支撑。不过美国原油钻机数据持续增加，创5月15日当周以来新高，海外疫情仍然严峻，油价仍然面临下行风险。EIA数据显示，截至11月25日当周EIA原油库存减少67.9万桶。汽油库存增加349.1万桶。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	57450.0	3.31	-0.40	16.89	SHFE铜	97783	4871	5.24	-29.98	-18.64
铝	元/吨	16350.0	2.09	-1.61	1.47	SHFE铝	214332	-6041	-2.74	-8.15	-12.81
锌	元/吨	21060.0	0.60	1.50	-9.32	SHFE锌	55510	-736	-1.31	-8.08	21.28
铅	元/吨	14975.0	-2.12	-0.12	-6.37	SHFE铅	39122	3219	8.97	56.92	5.98
镍	元/吨	117750.0	-3.17	-0.42	55.44	SHFE镍	21529	-1877	-8.02	-27.09	-40.25
锡	元/吨	147940.0	0.30	1.00	-5.09	SHFE锡	5005	0	0.00	19.51	36.60
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	7758.0	3.45	1.60	-1.84	LME铜	149675	-1100	-0.73	-15.27	-24.57
铝	美元/吨	2041.0	2.13	0.20	-7.07	LME铝	1353350	-24675.00	-1.79	-6.67	5.30
锌	美元/吨	2741.0	-1.93	2.54	-1.26	LME锌	219325	-2000	-0.90	0.50	273.00
铅	美元/吨	2032.5	-3.17	2.16	8.28	LME铅	111225	-1450	-1.29	-9.96	65.70
镍	美元/吨	18995.0	-0.67	2.37	64.63	LME镍	242562	810	0.34	1.51	251.94
锡	美元/吨	16345.0	0.44	4.65	-14.49	LME锡	3575	-305	-7.86	-20.38	-45.17

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	1842.00	3.37	1.03	16.25	布伦特原油	美元/桶	48.71	3.09	23.01	-24.21
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	384.46	0.96	0.23	20.15	大商所铁矿石	元/吨	972.00	6.99	23.12	56.65
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	24.23	7.83	3.14	12.92	上期所螺纹钢	元/吨	3881.00	-0.28	2.62	12.92
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5104.00	3.87	1.87	17.70	动力煤	元/吨	688.60	1.98	14.31	24.57

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。