【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11月30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年去杠杆压力并不大**
- **策略研究：风险偏好下移之际，多思考持股的安全垫**
- **大宗商品：基本金属短期有望维持强势**

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

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	市场风险重点关注下周信用风险事件进展，操作上顺周期板块继续持股待涨，但要多思考持股的安全边际，逢低建仓医药、消费电子、计算机 （1）市场处于情绪薄弱期，易受外部风险波动影响，导致大盘向区间下沿波动，重点关注近期信用风险事件后续处理情况。 （2）顺周期板块交易有向资源品蔓延的趋势，核心在于观察是否会出现超预期通胀，持仓上不宜过高，更不宜追高。 （3）配置上，顺周期板块以持股为主，逢低继续布局消费电子、医药、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，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	3408.31	0.91	4.25	0.13	19.49	18.15
399001.SZ	深圳成指	13690.88	-1.17	2.26	-1.16	27.40	41.76
SPX.GI	标普500	3638.35	2.27	11.23	3.72	19.51	17.62
DJI.GI	道琼斯工业指数	29910.37	2.21	12.78	4.39	17.84	8.75
IXIC.GI	纳斯达克指数	12205.85	2.96	10.91	4.36	28.62	43.25
GDAXI.GI	德国DAX	13335.68	1.51	15.36	2.32	15.09	2.67
N225.GI	日经225	26644.71	4.38	13.78	16.44	21.79	13.96
892400	MSCI全球	623.76	2.34	12.39	6.36	22.43	15.43

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
美国10年期国债收益率	0.00	-0.83	-0.79	-0.74	-0.65	-1.83
德国10年期国债收益率	-0.59	0.00	0.01	-0.19	-0.18	-0.30
法国10年期国债收益率	-0.35	-0.01	-0.02	-0.25	-0.27	-0.38
英国10年期国债收益率	0.00	-0.43	-0.30	-0.38	-0.23	-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	91.7845	-0.51	-1.78	-0.54	-6.59	-4.46
CRB综合现货指数	427.14	0.00	0.04	0.09	0.16	0.10
CRB食品现货指数	358.06	0.00	0.06	0.11	0.18	0.10
CRB油脂现货指数	392.26	0.02	0.04	0.04	0.12	0.14
CRB金属现货指数	423.93	0.00	0.01	0.14	0.23	0.17
CRB工业原料现货指数	819.09	0.00	0.05	0.09	0.23	0.14
CRB纺织品现货指数	482.37	0.00	0.03	0.07	0.15	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

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：2021年去杠杆压力并不大

1. **2020年三季度宏观杠杆率比无疫情情形累计提高17.1个百分点。**宏观杠杆率比无疫情情形累计提高17.1个百分点。在未发生疫情的情况下，假定2020年名义GDP和债务保持平稳增长，到2020年三季度宏观杠杆率为254.7%；疫情发生后，截至2020年三季度，宏观杠杆率为271.9%，累计比无疫情情形提高了17.1个百分点。

2. **GDP端是宏观杠杆率大幅上升主要原因。**对前三季度宏观杠杆率上升因子进行分解，可以发现，今年一季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高9.4个百分点，GDP端和债务端贡献分别为6.7个和2.6个百分点；今年二季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高14.7个百分点，GDP端和债务端贡献分别为8.9个和5.6个百分点；今年三季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高17.1个百分点，GDP端和债务端贡献分别为9.6个和7.2个百分点。

3. **在GDP加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。**从定义上看，宏观杠杆率等于债务余额与现价GDP的比值，分子和分母的变动都会引起宏观杠杆率的相应变动。考虑到未来债务余额增速将稳中有降、GDP增速将继续提高直到2021年一季度达到高点，这意味着2020年四季度和2021年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程（图11）。这对货币政策的含义是，尽管货币政策可能会出现一次性收紧，但2021年没有持续收紧的必要。

宏观：GDP端是宏观杠杆率大幅上升主要原因

民生证券 MINSHENG SECURITIES

图 今年疫情以来宏观杠杆率迅速上升

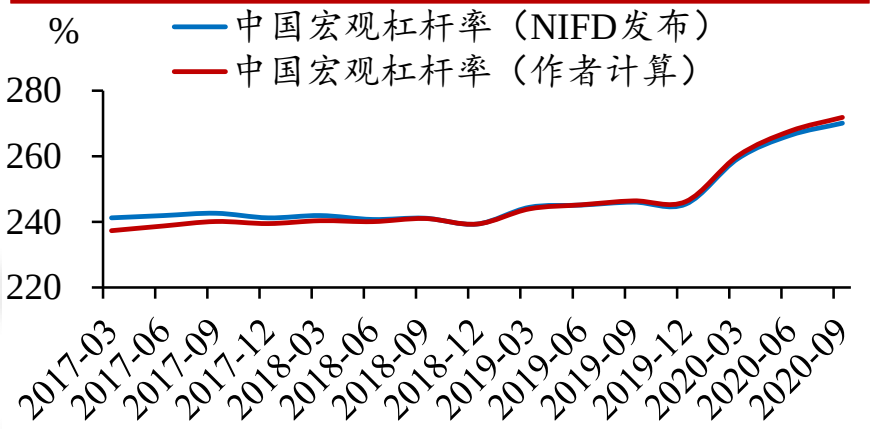


图 前三季度宏观杠杆率涨幅逐季下降

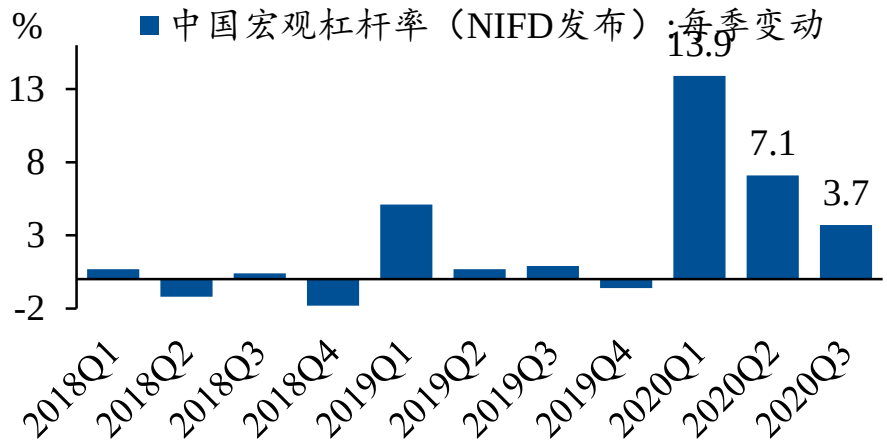


图 宏观杠杆率变动分解

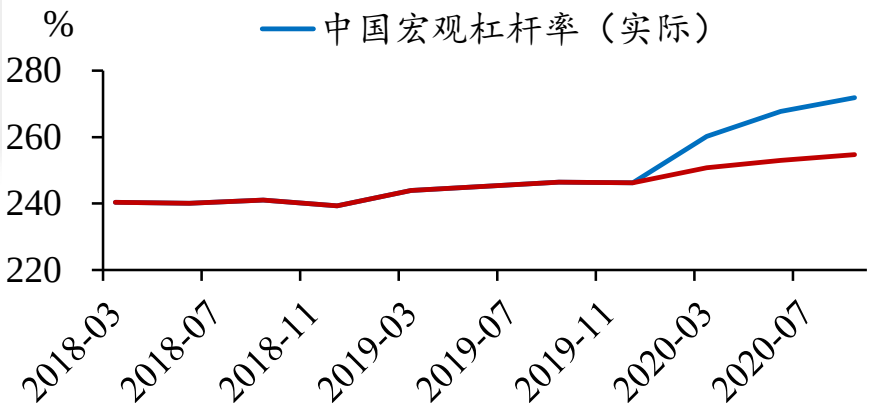
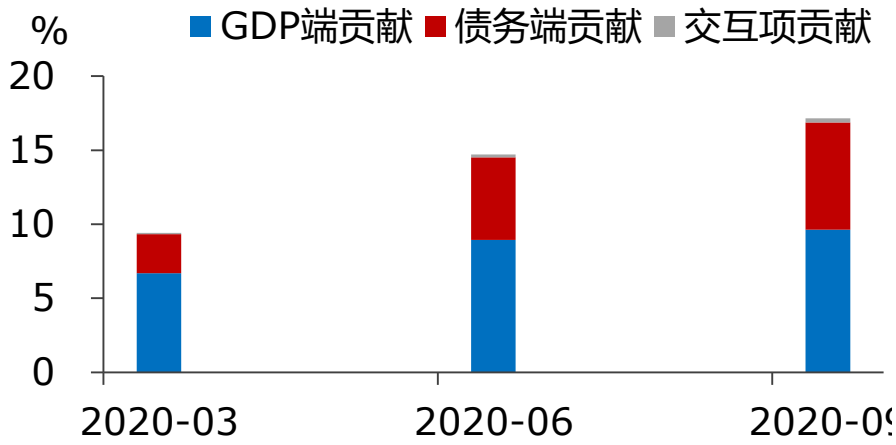


图 GDP端是宏观杠杆率大幅上升主要原因



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

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

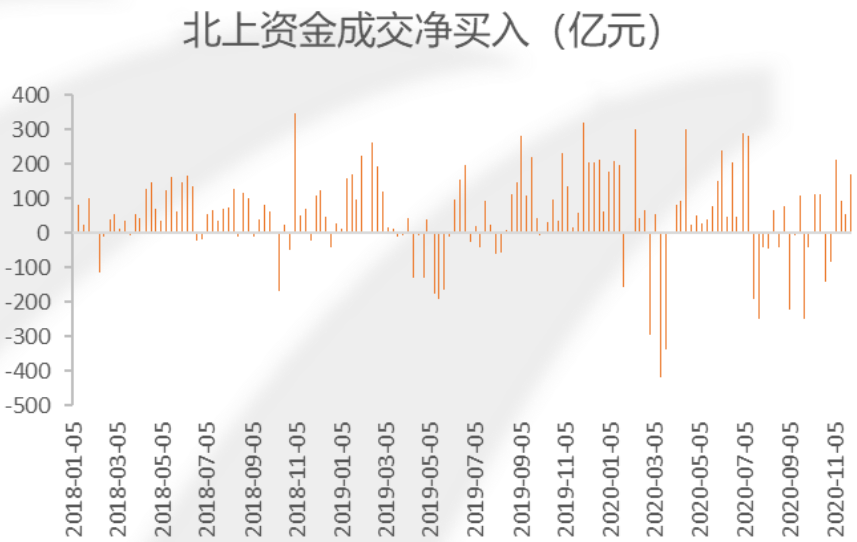
策略：风险偏好下移之际，多思考持股的安全垫

- **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，继续逢低布局医药、消费电子、计算机**
- **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。**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，谨防几个外部事件不及预期可能带来的波动。**市场临近区间上沿，甚至以上证50和沪深300为代表已经创了新高，回调的风险是存在的，但系统性杀估值的阶段应该还没有到来，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，逢低继续布局消费电子、医药、计算机。**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：风险偏好下移之际，多思考持股的安全垫

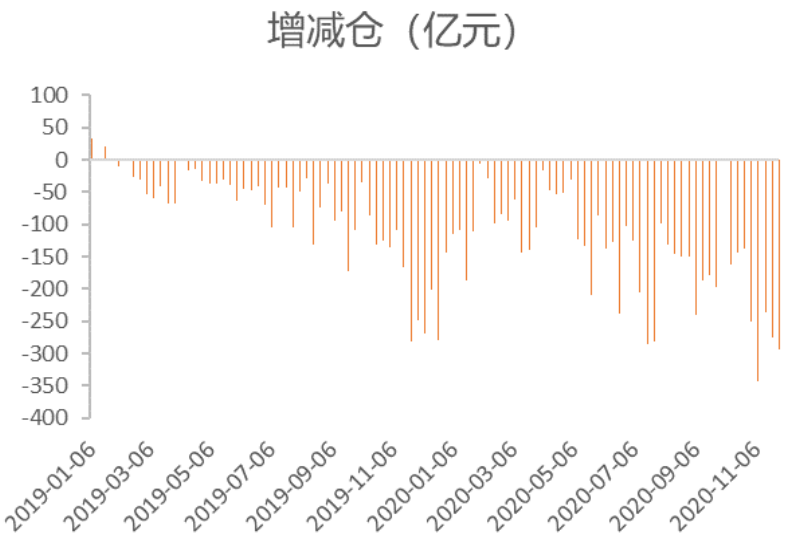
- 本周北上资金净流入168.5亿元。加仓规模较高的个股有格力电器、中国平安、恒瑞医药、东方财富、宁德时代等，减仓规模较高的个股有五粮液、海康威视、兴业银行、中航光电、三一重工等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有天齐锂业、科大讯飞、比亚迪、燕京啤酒、卓胜微等。

图 北上资金本周净流入168.5亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约293.5亿元



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：基本金属短期有望维持强势

- **基本金属：短期维持强势。**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：SMM数据显示社会库存（含保税区）58.87万吨，现货货源紧俏；11月线缆企业开工率96.83%环比增加2.15pct，同比增加3.99pct，废铜订单火爆，原料整体紧张，铜价短期维持强势。铝：电解铝库存降至59.6万吨，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2000元/吨以上。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属多数下跌。COMEX黄金下跌4.69%，伦敦现货黄金下跌5.14%，SHFE黄金下跌2.71%。COMEX白银下跌6.85%，伦敦银下跌4.26%，SHFE白银下跌2.19%。伦敦钯上涨1.16%，伦敦铂上涨0.21%。全球复苏预期走强，短期通胀预期抬头幅度或低于名义利率上行速度，黄金短期震荡。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，疫苗前景总体向好，激发对于石油需求迅速回升的希望，美国原油库存意外减少，美国政府开启有序交接，OPEC+料将讨论推迟增产计划，为油价提供支撑。需求端，第二波疫情导致需求疲软，油价仍然面临下行风险。EIA数据显示，截至11月25日当周EIA原油库存增加76.9万桶。汽油库存增加218万桶。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	56120.0	5.73	10.17	14.18	SHFE铜	92912	-3854	-3.98	-40.25	-31.20
铝	元/吨	16090.0	1.74	11.97	14.03	SHFE铝	220373	-11718	-5.05	-7.32	-18.62
锌	元/吨	21050.0	0.14	7.51	17.27	SHFE锌	56246	-4419	-7.28	-7.15	13.15
铅	元/吨	15270.0	2.28	6.19	1.46	SHFE铅	35903	1837	5.39	46.81	2.12
镍	元/吨	122850.0	4.99	5.02	9.56	SHFE镍	23406	-1944	-7.67	-22.57	-35.26
锡	元/吨	148300.0	0.98	3.91	9.65	SHFE锡	5005	66	1.34	16.80	40.95
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	7505.5	3.13	11.81	21.66	LME铜	150775	-6575	-4.18	-13.79	-28.27
铝	美元/吨	1997.5	0.23	8.09	10.79	LME铝	1378025	-21500.00	-1.54	-6.02	12.01
锌	美元/吨	2808.5	0.54	11.54	23.45	LME锌	221325	-1350	-0.61	0.39	270.11
铅	美元/吨	2107.0	4.59	16.28	9.57	LME铅	112675	-50	-0.04	-12.33	66.62
镍	美元/吨	16420.0	1.67	7.85	16.79	LME镍	241752	2088	0.87	1.35	257.93
锡	美元/吨	18975.0	0.96	7.17	10.71	LME锡	3880	-215	-5.25	-18.32	-39.98

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	1784.50	-4.69	-5.02	17.40	布伦特原油	美元/桶	48.25	0.86	27.44	-20.55
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	381.14	-2.71	-4.02	9.69	大商所铁矿石	元/吨	902.00	2.97	13.53	39.63
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	22.70	-6.85	-4.30	26.79	上期所螺纹钢	元/吨	3928.00	0.46	6.10	8.51
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4910.00	-2.19	-0.22	10.44	动力煤	元/吨	644.80	4.95	8.33	16.43

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。