【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23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：A股15年，风格轮动回顾**
- **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：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	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，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	市场核心矛盾转向流动性，展望未来之余也要多思考持股的安全垫。 （1）流动性对市场的影响已经从“模糊的退出预期”到“实质的风险担忧”。 （2）信用债市场风险整体可控，但流动性收紧预期会影响对企业未来盈利能力的判断。 （3）持仓上要开始重点关注持股的安全垫，即在明年较低的估值水平下，基于盈利预期，还有多少空间。
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	3377.73	2.04	1.59	-0.09	20.04	16.19
399001.SZ	深圳成指	13852.42	0.71	2.85	2.78	30.62	43.14
SPX.GI	标普500	3557.54	-0.77	3.55	4.72	20.37	13.28
DJI.GI	道琼斯工业指数	29263.48	-0.73	3.73	4.77	19.61	4.06
IXIC.GI	纳斯达克指数	11854.97	0.22	3.22	4.80	27.14	37.08
GDAXI.GI	德国DAX	13137.25	0.46	4.62	2.92	18.63	-0.75
N225.GI	日经225	25527.37	0.56	7.99	11.37	25.21	9.22
892400	MSCI全球	609.52	0.59	5.21	6.75	23.90	11.29

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	0.86	-0.03	0.05	0.22	0.20	-0.90
德国10年期国债收益率	-0.59	-0.04	0.05	-0.06	-0.11	-0.24
法国10年期国债收益率	-0.34	-0.03	-0.01	-0.14	-0.30	-0.30
英国10年期国债收益率	0.00	-0.40	-0.24	-0.30	-0.21	-0.74

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	92.2593	-0.77	-0.43	-1.02	-7.54	-3.97
CRB综合现货指数	423.53	0.01	0.02	0.10	0.16	0.09
CRB食品现货指数	357.92	0.02	0.04	0.14	0.20	0.11
CRB油脂现货指数	388.09	0.01	0.03	0.05	0.12	0.12
CRB金属现货指数	414.45	0.00	-0.01	0.13	0.16	0.15
CRB工业原料现货指数	813.33	0.00	0.02	0.09	0.24	0.12
CRB纺织品现货指数	475.62	0.00	0.01	0.06	0.13	0.09

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：A股15年，风格轮动回顾

1. **周期股走势主要取决于经济好坏。**当经济走强时，周期股通常上涨，当经济走弱时，周期股通常下跌。在2008年之前，由于我国处于工业化时代，周期股表现较为亮眼。但随着我国从工业化转向信息化、从投资驱动型转向消费驱动型、从第二产业主导转向第三产业主导，周期股表现逊色于其他板块，更多存在结构性机会。

2. **消费股，投资价值高，趋势长牛。**消费股具有较高投资价值。无论经济好坏，其表现都较为亮眼。行情好的时候消费股涨势不输给成长股，行情不好的时候消费股也因为避险属性最为抗跌。长期来看消费股收益远高于其他板块，且波动较小，长期投资价值较高。

3. **金融股走势取决于货币政策。**由于中国银行业兼具商业属性和政治属性，因此以银行为代表的金融股走势不仅取决于经济形势，也取决于政策方向。当经济处于过热阶段时，央行往往会上调银根以收缩需求，银行可以享受较高的净息差，且信贷增速较高，金融股表现往往较好。

4. **成长股走势取决于估值。**成长股往往短期盈利较弱，但由于前景较好所以未来可能会有较高的盈利能力，由于远期收益要考虑折现，因此对成长股来说估值非常重要。估值通常取决于无风险收益率和风险偏好，比如2014年-2015年的大牛市是因为无风险收益率大幅下行叠加风险偏好抬升带来的。近几年来看，中美关系和疫情对风险偏好有较大影响，中美关系缓和的时候，由于风险偏好修复成长股表现通常较好；中美关系恶化的时候成长股通常表现较差。

宏观：当前大类资产配置

图 经济复苏，流动性稳健，风险偏好抬升

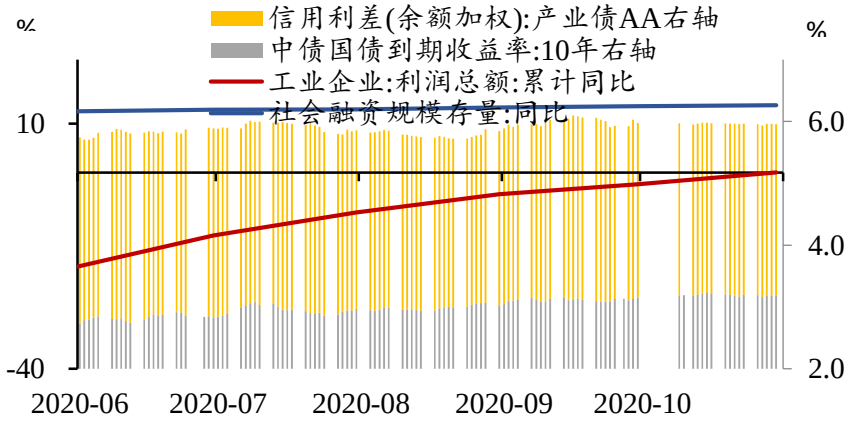


图 消费成长周期均有较大涨幅，金融表现一般

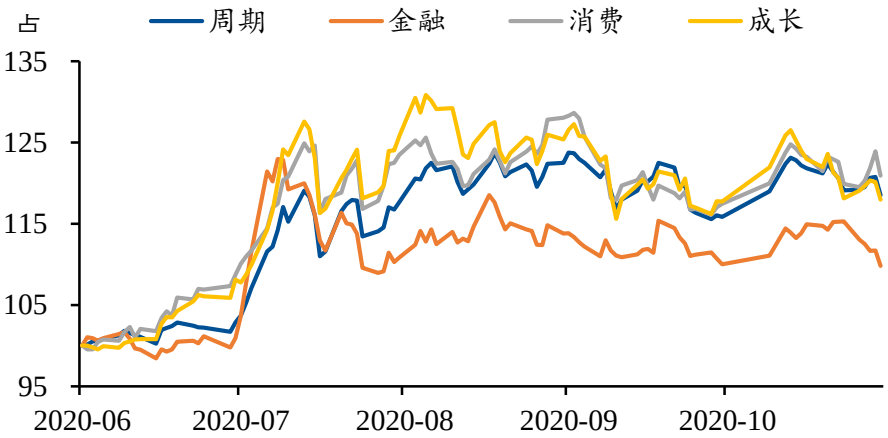


图 新能源类、消费、军工表现最好

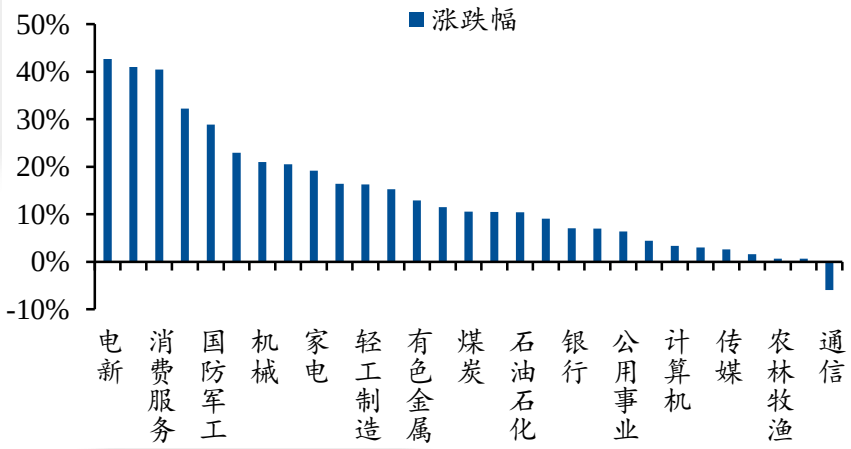
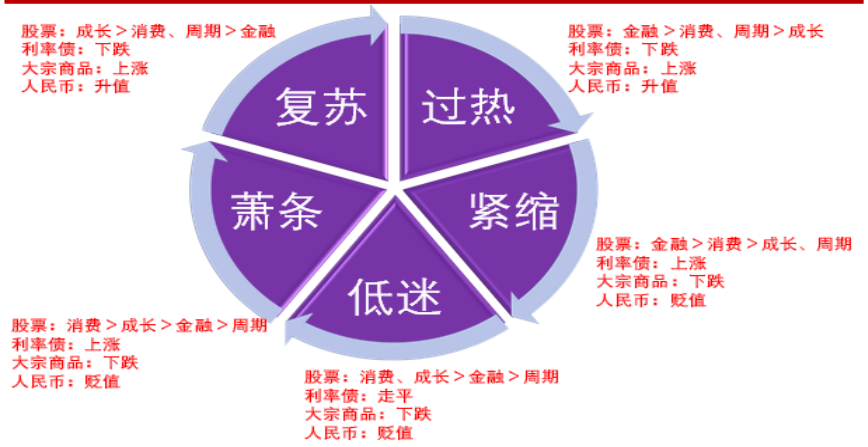


图 宏观周期轮动下的大类资产配置



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

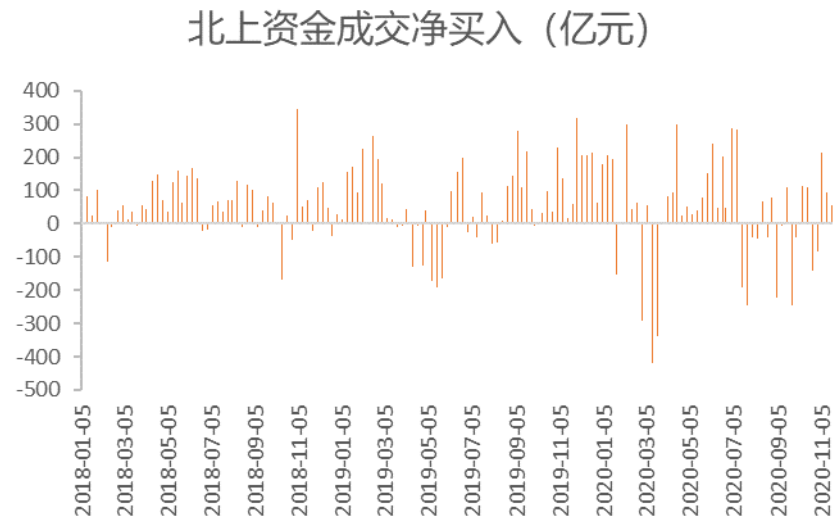
策略：风险偏好下移之际，多思考持股的安全垫

- **核心观点：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**
- **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。**近期债市下跌，10年期国债上行至3.31%，一年期存单上行至3.28%，催化上看是新发的两只国债利率比较高，但深层次原因还是永煤违约事件的后续影响，违约后可能涉及交叉保护条款，条款的宽限期会在11月24日到期，下周要重点关注信用风险事件后续的处理情况。我们在上周的点评中就着重提出，信用周期预期见顶，要多关注持股的安全边际，市场主线会加快轮动，走出板块级别趋势行情的概率也要开始明显小于上半年。
- **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。**今年受疫情影响，顺周期板块交易的预期普遍已经提前打满，估值展望也提前切换到了明年，除非有进一步超预期的刺激通胀因素的出现，否则股价很难持续性的推升。而部分资源品低估值是因为自身前景不好或资产质量问题，更多体现为板块内的补涨。通胀刺激因素方面的观察锚是美国财政政策刺激能否超预期，重点看一月初美国参众两院的选举情况。
- **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。**顺周期板块推荐四条线：一是明年才是业绩修复大年的服务业，二是景气度持续回升的汽车/家电（但要注意安全边际问题），三是目前处于业绩大底且估值占优的保险/优质银行个股，四是交易再通胀预期下的化工/有色。对涨幅较大，安全边际不足的顺周期持仓可以做一定获利了结，逢低建仓医药、消费电子、计算机。

策略：风险偏好下移之际，多思考持股的安全垫

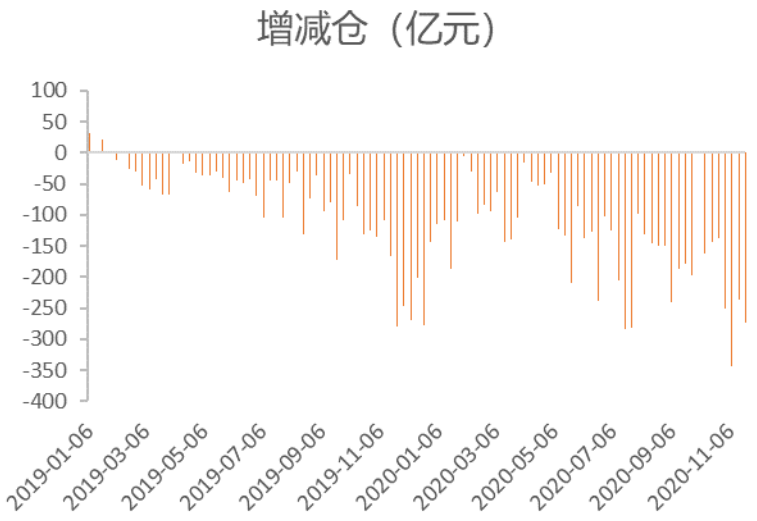
- 本周北上资金净流入55.1亿元。加仓规模较高的个股有上海机场、万科A、杰瑞股份、宁德时代、广发证券等，减仓规模较高的个股有三七互娱、阳光电源、汇川技术、泰格医药、美的集团等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有美的集团、青岛啤酒、宋城演艺、沃森生物、兆易创新等。

图 北上资金本周净流入55.10亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约274.40亿元



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。**本周国内基本金属除镍外全部上涨，国内阴极铜、铝、锌、铅、和锡分别上涨2.92%、3.37%、6.44%、3.70%和0.52%；镍下跌1.86%。铜：SMM数据显示社会库存（含保税区）58.87万吨，现货货源紧俏；线缆订单清淡，漆包线平稳，铜管订单旺盛，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61.5万吨，本周下游开工率增长0.1pct，主要源于汽车、光伏消费带来的板带箔增长，建筑型材、线缆开工有所放缓，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属多数下跌。COMEX黄金下跌0.88%，伦敦金下跌0.80%，SHFE黄金下跌1.02%。COMEX白银下跌2.22%，伦敦银下跌0.33%，SHFE白银下跌0.79%。伦敦钯下跌0.94%，伦敦铂上涨6.58%。多个疫苗临床进展良好，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；同时短期美元或难以走弱，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，受到良好的疫苗消息支撑，同时OPEC推迟增产的希望也给油价助力。需求端，由于美国财政刺激谈判无果，全球疫情依然严重，油价仍然面临下行风险。EIA数据显示，截至11月18日当周EIA原油库存增加76.8万桶。汽油库存增加261.10万桶。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	53520.0	2.92	5.06	8.89	SHFE铜	96766	-21183	-17.96	-38.58	-28.59
铝	元/吨	15960.0	3.37	11.06	13.11	SHFE铝	232091	-486	-0.21	-6.40	-17.59
锌	元/吨	21240.0	6.44	8.48	18.33	SHFE锌	60665	2365	4.06	-3.56	6.20
铅	元/吨	15280.0	3.70	6.26	1.53	SHFE铅	34066	109	0.32	43.79	-12.88
镍	元/吨	116900.0	-1.86	-0.07	4.25	SHFE镍	25350	-1746	-6.44	-15.02	-30.12
锡	元/吨	146750.0	0.52	2.82	8.50	SHFE锡	4939	433	9.61	23.94	29.02
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	7261.0	3.99	8.16	17.70	LME铜	157350	-7850	-4.75	-13.38	-29.15
铝	美元/吨	1989.0	2.95	7.63	10.32	LME铝	1399525	-15150.00	-1.07	-5.76	19.55
锌	美元/吨	2800.0	6.50	11.20	23.08	LME锌	222675	1625	0.74	1.32	275.19
铅	美元/吨	2030.0	7.24	12.03	5.56	LME铅	112725	700	0.62	-12.51	67.93
镍	美元/吨	16150.0	1.62	6.08	14.86	LME镍	239664	492	0.21	0.97	258.66
锡	美元/吨	18725.0	1.77	5.76	9.25	LME锡	4095	-145	-3.42	-21.70	-37.34

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	1869.60	-0.88	-0.49	23.00	布伦特原油	美元/桶	44.96	2.70	8.10	-28.08
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	392.18	-1.02	-1.24	12.86	大商所铁矿石	元/吨	887.50	3.80	15.04	36.43
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	24.23	-2.22	2.15	35.34	上期所螺纹钢	元/吨	3955.00	0.92	9.38	8.21
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5050.00	-0.79	2.62	13.59	动力煤	元/吨	604.00	-3.05	5.37	8.95

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。