【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16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：流动性收紧对大类资产有什么影响？
- 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

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	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，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	结构性行情不变，配置上向估值合理，景气度低位修复且有望延续到明年春季行情的板块倾斜 （1）高景气板块波动风险开始加剧，估值合理且有业绩支撑的板块配置价值更优。 （2）流动性方面重点关注美国大选落地后北向资金能否明显回流，资金生态的变化对后续行情演绎有较大影响。 （3）行业配置向景气度低位修复且有望延续到明年春季行情的板块倾斜，尤其是可选消费和服务业。
大宗商品	贵金属 基本金属 原油	短期震荡，中期震荡上行，长期上行 短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行 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	3310.10	-0.06	-0.92	-1.49	15.40	12.82
399001.SZ	深圳成指	13754.55	-0.61	0.46	1.97	25.44	39.08
SPX.GI	标普500	3585.15	2.16	2.77	6.29	25.19	14.90
DJI.GI	道琼斯工业指数	29479.81	4.08	3.39	5.55	24.46	5.53
IXIC.GI	纳斯达克指数	11829.29	-0.55	0.51	7.35	31.22	38.02
GDAXI.GI	德国DAX	13076.72	4.78	0.37	1.36	24.95	-1.09
N225.GI	日经225	25385.87	4.36	7.45	9.00	26.69	8.99
892400	MSCI全球	605.92	2.22	3.28	6.41	26.67	10.94

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	0.88	0.05	0.14	0.17	0.24	-0.93
德国10年期国债收益率	-0.51	0.14	0.05	-0.08	0.02	-0.19
法国10年期国债收益率	-0.29	0.06	0.00	-0.17	-0.27	-0.26
英国10年期国债收益率	0.00	-0.34	-0.29	-0.30	-0.28	-0.78

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	92.9706	0.41	-0.48	-0.14	-7.38	-3.23
CRB综合现货指数	414.95	-0.01	0.01	0.09	0.14	0.07
CRB食品现货指数	345.2	-0.01	0.01	0.13	0.16	0.05
CRB油脂现货指数	388.2	0.01	0.02	0.06	0.11	0.11
CRB金属现货指数	413.11	-0.01	-0.02	0.17	0.17	0.15
CRB工业原料现货指数	799	-0.01	0.02	0.09	0.22	0.11
CRB纺织品现货指数	471.08	-0.01	0.01	0.07	0.12	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：流动性收紧对大类资产有什么影响？

1. **信贷数据为何低于预期？**10月新增人民币贷款6898亿元，同比去年多增285亿元，但低于市场预期的7943亿元。分结构看，企业中长期贷款新增4113亿元，相比去年同期多增1897亿元，主要系基建配套贷款和制造业中长期贷款发力所致。居民中长期贷款新增4059亿元，相比去年同期多增472亿元，表现中规中矩，由于楼市销售有“金九银十”的规律，往年10月居民中长期贷款表现均较好。拖累因素主要是居民短期贷款和票据融资。拜登和特朗普的政策有很多分歧。

2. **社融数据为何符合预期？**10月社融增量为14200亿元，与市场预期的14055亿元基本接近。分结构来看，非标融资同比多增206亿元，成为社融拉动项，主要系新增委托贷款同比少减493亿元所致。但银行承兑汇票减少1089亿元，今年疫情以来大多数月份银行承兑汇票对社融保持正的贡献，但10月成为社融拖累项。10月新增政府债券4931亿元，同比多增3060亿元，继续成为社融拉动项。但随着今年地方专项债基本发行完毕，预计未来两个月新增政府债券规模将环比下降。

3. **流动性收紧、经济复苏对应于结构性行情。**随着新冠疫苗取得一定进展，根据高盛预测，明年全球经济可能逐步复苏，原油中枢或上升至60美元/桶左右。对中国而言，随着经济复苏进入下半场，货币政策恢复正常化，明年社融增速低于今年是合理的。这种宏观环境，意味着结构性行情将持续。在经济走强、流动性收紧的状态下银行净息差通常走阔，银行利润增厚。今年由于疫情原因银行向实体大幅让利，因此盈利削弱，估值压低。但随着让利阶段结束，银行可能会进入估值修复阶段。

宏观：流动性收紧对大类资产有什么影响？

图　10月份企业中长期贷款放量

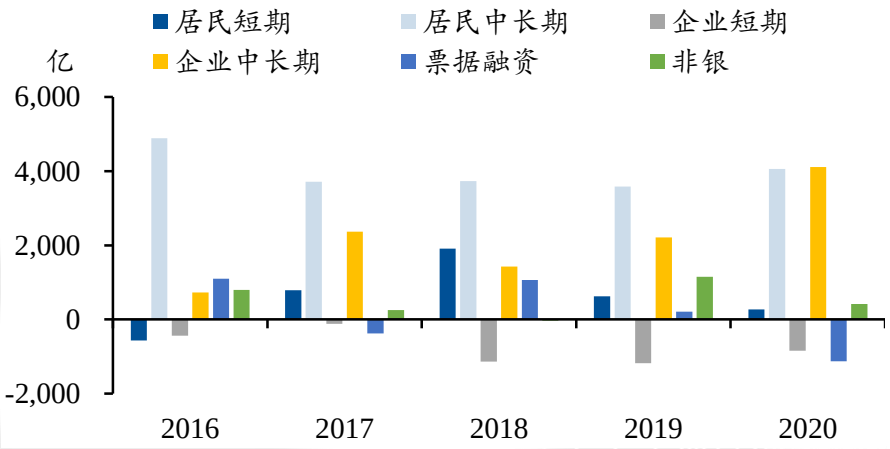


图　10月份委托贷款压降幅度下降

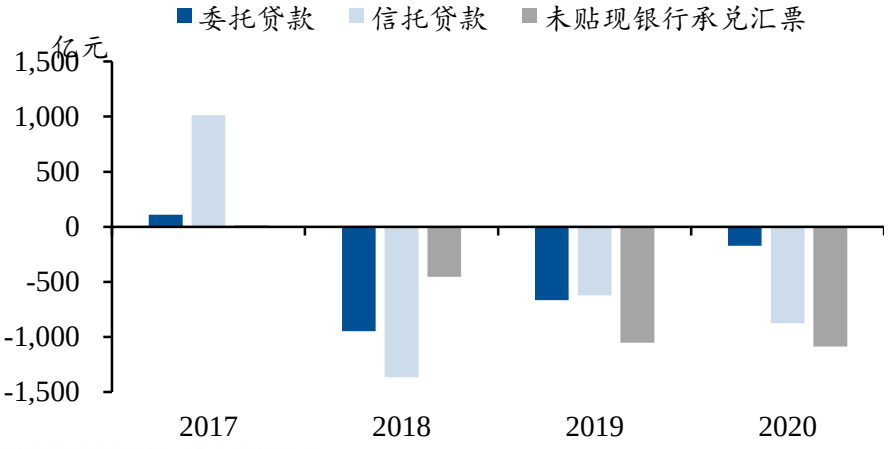


图　10月份政府债券融资继续拉动社融增长

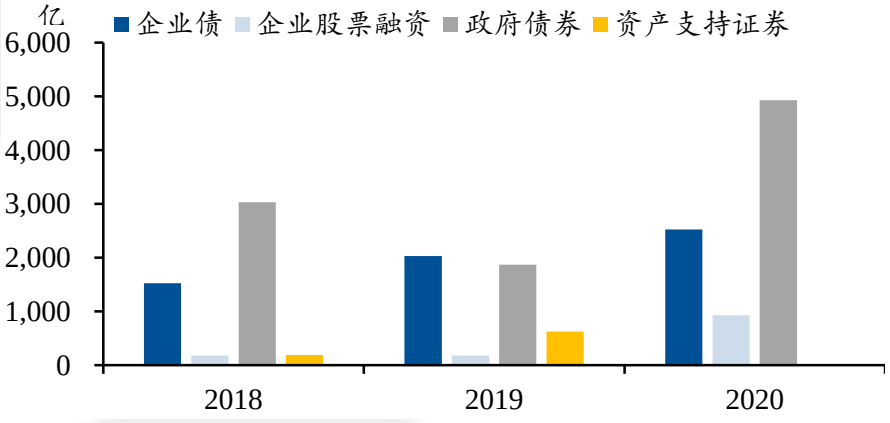
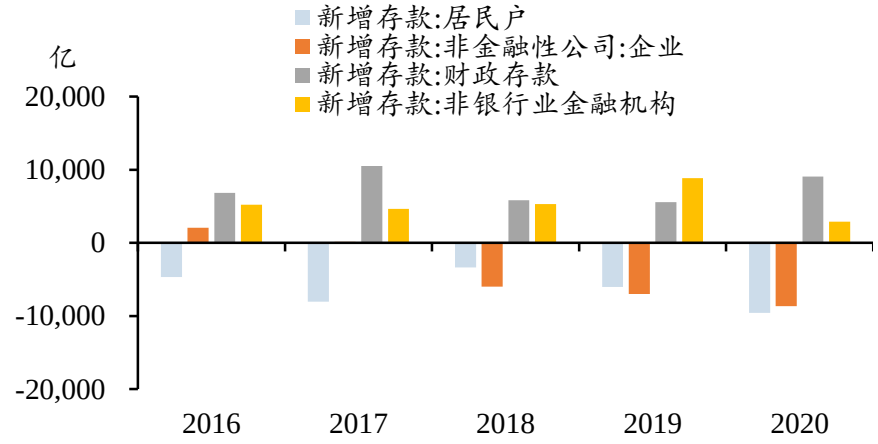


图　10月居民存款和企业存款有所下降



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**

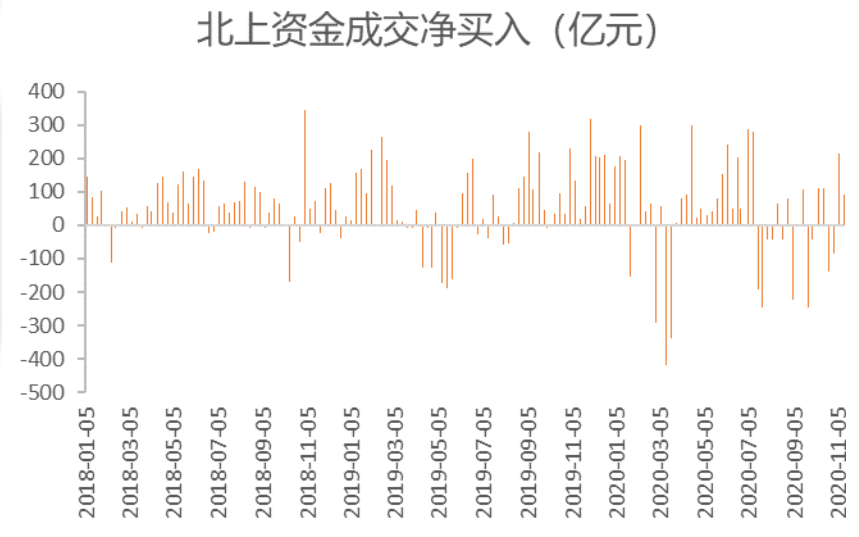
4 大宗商品

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

- **核心观点：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**
- **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”。**11月的行情经历了三次系统级别的波动，首先是美国大选落地引发全球避险资金回流，在此带动下Wind全A上扬至5342点，达到7月以来区间震荡的上沿。其次是美国疫苗研发进展超预期，引发了全球市场对政策退出的担忧，避险资金回流开始产生明显的结构性分化，传统经济板块胜于科技板块。第三是国内信用债市场发生违约风险，风险偏好回落引发市场波动进一步加剧。在这样一个脉络中，基本可以清晰的看出，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”。尤其是当前市场整体处于区间上沿，部分板块处于估值高位，利空因素很容易被放大演绎，导致波动加剧。
- **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。**今年是三大攻坚战收官之年，监管层肯定会协调，一方面会协调发行人兑付，另一方面央行也会提供流动性支持，对冲流动性冲击。对股市而言，市场在10月份社融数据出炉后已经有了信用扩张见顶的担忧，目前的违约风险进一步加深了这一负面情绪，社融所表征的信用周期一般领先经济周期5个月左右，自然会影响对企业远期盈利能力的判断，至少明年企业的估值中枢需要相应下移。
- **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。**推荐三条线，一是后续业绩修复弹性更好的服务业（酒店/航空/旅游）、大金融（保险/优质银行个股）、消费电子，二是高景气延续的板块逢低加仓（锂电/汽车/光伏/家电），三是关注医药板块受集采影响极度悲观情绪下带来的年底布局机会。

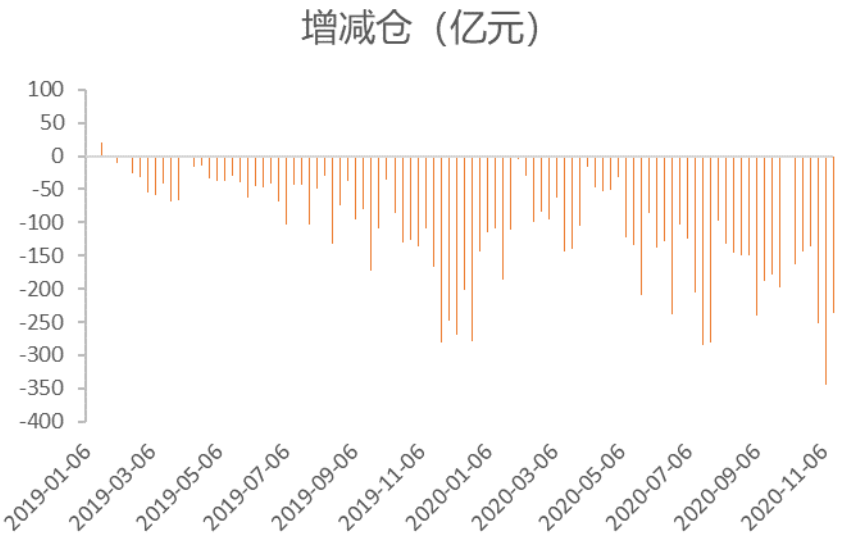
- 本周北上资金净流入92.13亿元。加仓规模较高的个股有上海机场、万科A、杰瑞股份、宁德时代、广发证券等，减仓规模较高的个股有三七互娱、阳光电源、汇川技术、泰格医药、美的集团等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有康龙化成、海康威视、迈瑞医疗、药明康德、华大基因等。

图 北上资金本周净流入214.16亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约235.78亿元



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。**本周国内基本金属全线上涨，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别上涨1.36%、4.83%、0.58%、3.10%、1.52%和0.03%。铜：需求平稳，铜杆消费不佳、铜管订单增长，板带箔加工11月订单环比增长，关注河南环保政策对下游开工率的影响，铜价短期震荡。铝：需求平稳，电解铝库存降至62.9万吨，10月铝板带开工率72.46%，环比9月下滑0.74pct（假日影响），预计11月环比改善，铝价短期震荡，氧化铝价格弱势，铝企利润修复明显。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属全线下跌。COMEX黄金下跌3.25%，伦敦金下跌2.57%，SHFE黄金下跌2.71%。COMEX白银下跌3.51%，伦敦银下跌5.95%，SHFE白银下跌3.76%。伦敦钯下跌4.16%，伦敦铂下跌1.54%。辉瑞疫苗III期数据亮眼或使得全球复苏预期走强，市场对财政刺激加码和货币政策宽松时长存疑虑，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，拜登胜选提振风险偏好，且辉瑞新冠疫苗取得重大进展，为油价提供支撑。需求端，全球疫情形势愈加严峻，同时疫苗的效应可能短期并不能推动需求复苏，因此油市先扬后抑。EIA数据显示，截至11月4日当周EIA原油库存增加427.80万桶。汽油库存减少230.90万桶。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	52180.0	1.36	2.43	6.16	SHFE铜	117949	-13372	-10.18	-24.61	-20.67
铝	元/吨	15530.0	4.83	8.07	10.06	SHFE铝	232577	861	0.37	2.04	-15.93
锌	元/吨	20020.0	0.58	2.25	11.53	SHFE锌	58300	-2574	-4.23	18.09	-8.62
铅	元/吨	14785.0	3.10	2.82	-1.76	SHFE铅	33957	7396	27.85	102.08	17.70
镍	元/吨	118580.0	1.52	1.37	5.75	SHFE镍	27096	-565	-2.04	-7.09	-12.11
锡	元/吨	146440.0	0.03	2.61	8.27	SHFE锡	4506	268	6.32	52.64	2.11
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	7000.0	0.77	4.28	13.47	LME铜	165200	-7250	-4.20	-2.78	-25.49
铝	美元/吨	1934.5	1.74	4.68	7.29	LME铝	1414675	-23000.00	-1.60	0.18	38.56
锌	美元/吨	2640.0	0.21	4.85	16.04	LME锌	221050	3250	1.49	1.40	320.25
铅	美元/吨	1908.5	3.58	5.33	-0.75	LME铅	112025	-8400	-6.98	-14.58	67.08
镍	美元/吨	15945.0	3.80	4.73	13.41	LME镍	239172	342	0.14	0.85	272.68
锡	美元/吨	18425.0	0.35	4.07	7.50	LME锡	4240	-245	-5.46	-20.08	-36.14

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	1888.20	-3.25	0.50	24.22	布伦特原油	美元/桶	42.78	-2.88	-0.16	-32.58
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	396.88	-2.71	-0.06	14.22	大商所铁矿石	元/吨	832.50	0.85	5.98	32.46
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	24.76	-3.51	4.41	38.32	上期所螺纹钢	元/吨	3833.00	0.18	5.53	8.12
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5089.00	-3.76	3.41	14.46	动力煤	元/吨	608.20	1.33	2.56	9.78

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。