【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9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：拜登胜选有什么影响？
- 策略研究：高景气板块波动加大，优选可选消费和服务业布局
- 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	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

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	维持结构性行情判断，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 （1）经济整体向好趋势不变，结构上看可选消费、服务业、金融后续景气度修复弹性更好。 （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	短期震荡上行，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	3312.16	2.72	2.92	-1.25	14.40	13.63
399001.SZ	深圳成指	13838.42	4.55	7.21	1.39	25.79	43.10
SPX.GI	标普500	3509.44	7.32	2.63	4.72	19.78	13.51
DJI.GI	道琼斯工业指数	28323.40	6.87	0.07	3.24	16.41	2.28
IXIC.GI	纳斯达克指数	11895.23	9.01	4.67	8.03	30.41	40.17
GDAXI.GI	德国DAX	12480.02	7.95	-3.47	-1.54	14.45	-6.05
N225.GI	日经225	24325.23	5.87	3.85	8.94	20.55	3.42
892400	MSCI全球	592.76	7.58	2.97	5.24	20.91	9.17

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	0.79	-0.09	0.03	0.22	0.10	0.79
德国10年期国债收益率	-0.66	-0.03	-0.13	-0.10	-0.11	-0.39
法国10年期国债收益率	-0.36	-0.02	-0.12	-0.15	-0.33	-0.41
英国10年期国债收益率	0.00	-0.31	-0.36	-0.23	0.00	-0.82

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	92.5905	-1.52	-1.12	-0.88	-7.18	-3.63
CRB综合现货指数	414.98	0.01	0.02	0.10	0.15	0.06
CRB食品现货指数	345.7	0.03	0.02	0.13	0.19	0.05
CRB油脂现货指数	383.62	0.02	0.03	0.05	0.15	0.09
CRB金属现货指数	417.73	0.01	0.00	0.21	0.18	0.16
CRB工业原料现货指数	789.98	0.01	0.02	0.08	0.21	0.08
CRB纺织品现货指数	470.66	0.01	0.02	0.07	0.12	0.07

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：拜登胜选有什么影响？

1. **民主党和共和党的分歧有很深的历史渊源。**民主党的纲领继承杰斐逊主义，更重视民主与平等，经济上崇尚大政府主义，强调政府干预和监管，支持适度税率以避免贫富分化，认为政府应该承担社会救济责任。支持自由贸易。外交上更重视意识形态，认为美国应该在世界上扮演重要角色。共和党的纲领继承汉密尔顿主义，更重视法治与自由，经济上崇尚小政府主义，主张自由经济和宽松监管，支持减税以使经济保持活力，更崇尚勤劳致富的美国传统价值观。在外贸上信奉幼稚产业保护理论，历史上多次开展贸易保护行为。外交上则有孤立主义传统。

2. **拜登和特朗普的政策有很多分歧。**拜登代表民主党建制派，特朗普代表共和党激进派，二者在执政策略上有很大分歧。经济上，拜登主张更大的财政救济计划，支持加税，更关注新基建领域特别是新能源行业；特朗普则主张较小的财政刺激计划，支持减税，更关注传统基建领域，更关心传统能源行业。金融监管方面拜登支持《多德-弗兰克法案》，支持严监管；特朗普则反对该法案，主张放松金融监管。拜登在移民政策方面更为宽松，上任后或放松H-B1签证申请难度，特朗普则对非法移民持严重反对态度。拜登支持奥巴马医改，并主张严格防疫，特朗普则反对奥巴马医改，更看重就业。在外贸方面，拜登主张自由贸易，上台后或削减对华关税，并放松对中国科技公司在供应链方面的限制，但要求中国“尊重”知识产权；特朗普则持贸易保护主义，在关税和科技封锁方面对中国持强硬态度。

宏观：拜登胜选有什么影响？

图 欧美疫情再度爆发

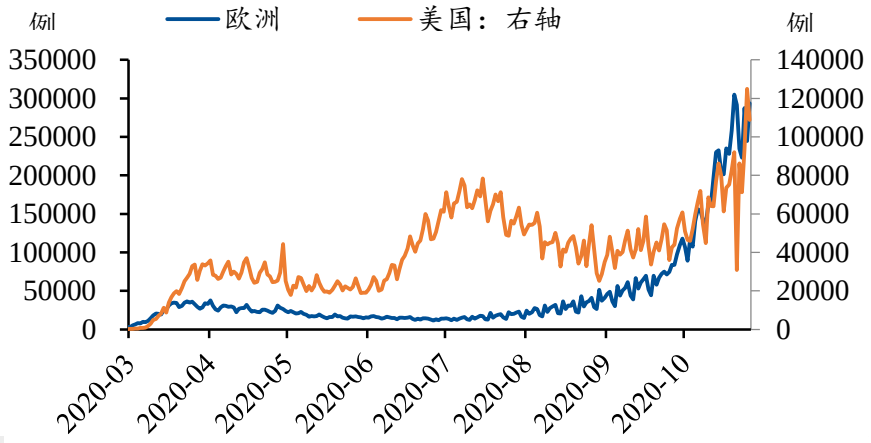


图 美国有望进入补库存阶段

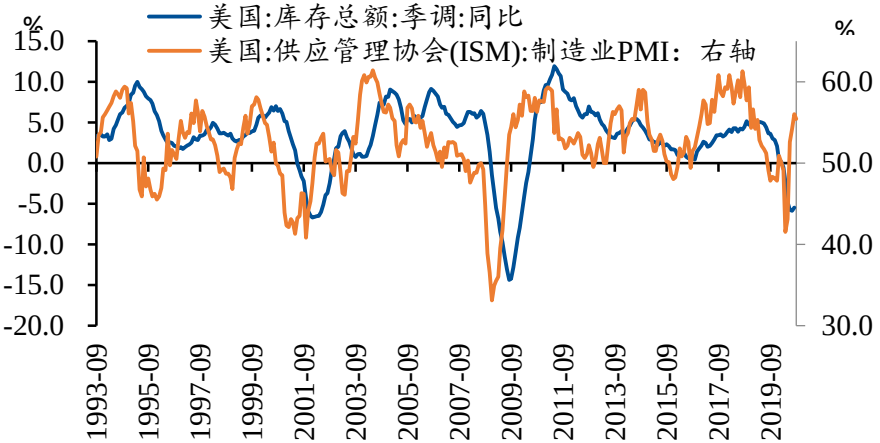


图 10月制造业需求和生产都好于季节性

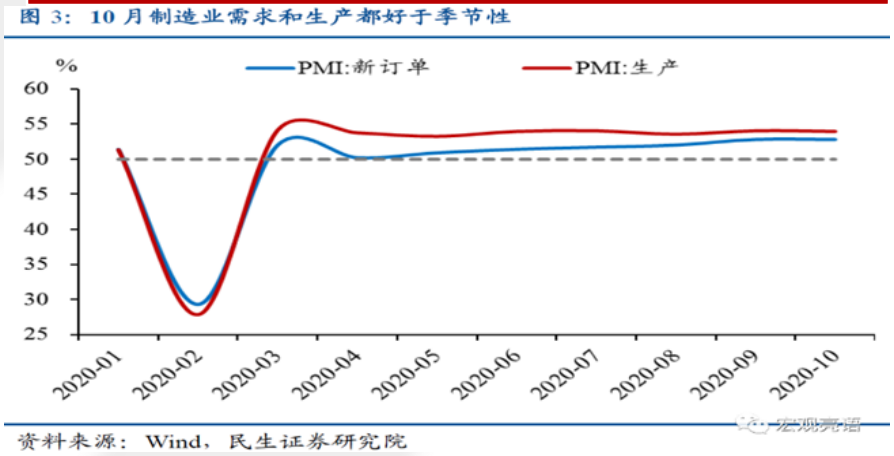
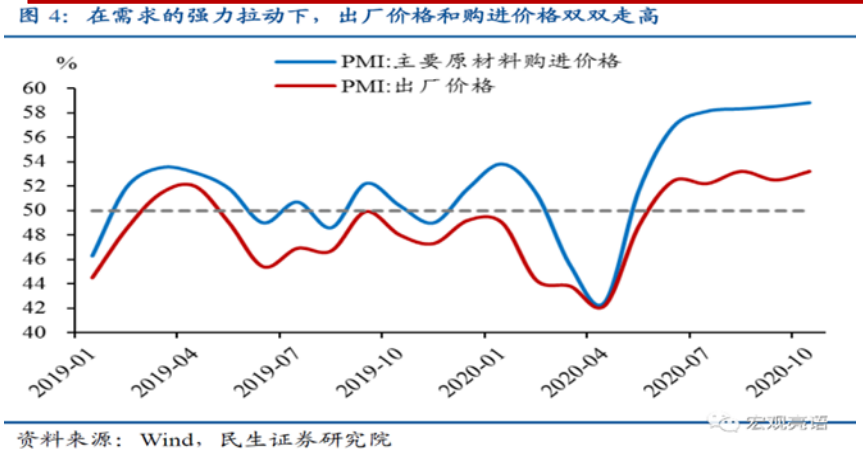


图 需求拉动下出厂和购进价格双双走高



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

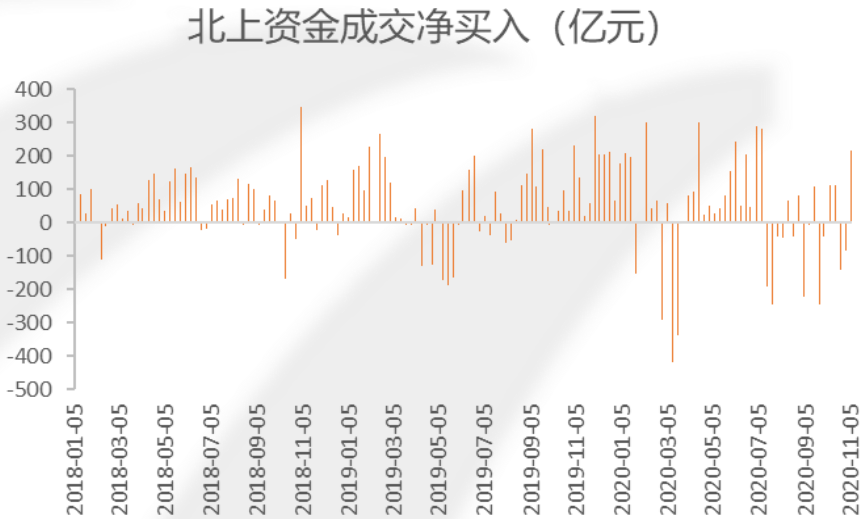
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

策略：高景气板块波动加大，优选可选消费和服务业布局

- **核心观点：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**
- **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。**从周二开始市场的涨跌格局就出现了明显变化，十月份强势的光伏、锂电开始高位震荡，龙头股表现弱于二三线品种，前期杀估值较长时间的计算机、通信等板块明显反弹。对于前期反复演绎的高景气板块，锂电、光伏在拜登上台的利好之下进一步受到推动，但龙头股已经在9月份左右完成估值切换，更多的机会在尚未完成估值切换的偏上游材料、设备股上。汽车板块除了部分零部件和新能源整车商，大多是周期股逻辑，难以打开估值进一步上行的空间，因此持有价值大于进一步加仓。家电也是同样道理。
- **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。**今年以来北向资金仅流入不到1000亿元。公募基金赛道投资的策略痕迹非常明显，从我们统计的基金三季报持仓来看，这一结构仍在持续。北向资金如能顺利回流，影响有二：一是北向资金相比赛道投资更偏好买入稳健龙头，板块内估值分化会进一步加剧；二是低估值且业绩修复有望延续到明年春季行情的板块会进一步受到关注，北向资金的到来会进一步助推。
- **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。**高景气板块里可以向光伏锂电的二三线龙头方向寻找估值切换的机会。汽车、家电可以继续持有，其它估值合理，且景气度改善迹象明显的可选消费和服务业可以进一步布局，金融板块景气度确定底部，股价仍有支撑。另外也可以挖掘前期估值回调较久，但景气度仍然较好的板块新的增长逻辑，或者预期改变带来的反转机会，比如通信和游戏板块。

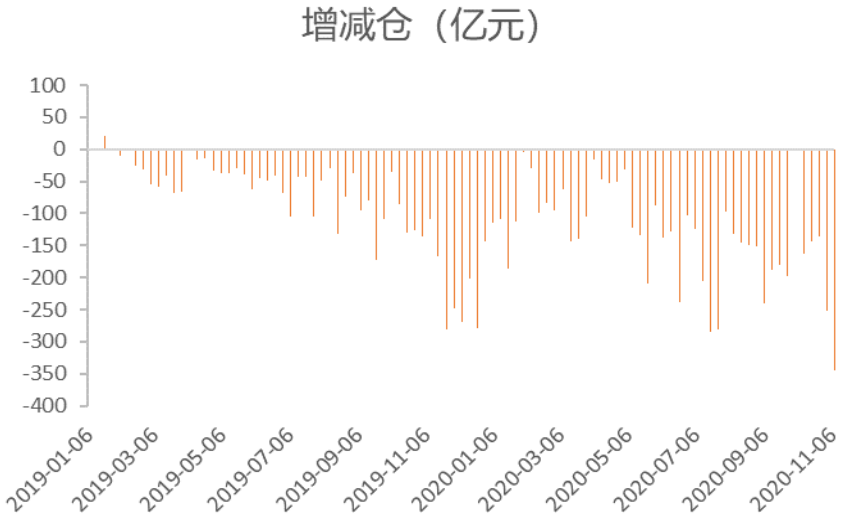
- 本周北上资金净流入214.16亿元。加仓规模较高的个股有格力电器、立讯精密、招商银行、中国中免、隆基股份等，减仓规模较高的个股有海尔智家、美的集团、光环新网、宁德时代、顺丰控股等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有宁德时代、海康威视、东方财富、亿纬锂能、药明康德等。

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343.84亿元



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。**本周国内基本金属多数上涨，铜、铝、锌和锡分别上涨0.49%、3.09%、1.78%、和2.54%；铅和镍分别下跌1.28%和2.28%。铜：铜精矿现货整体偏紧，TC价格下跌至，47.7美元/吨，但需求整体平稳，铜价短期震荡。铝：电解铝库存降至65.4万吨，持续去库，工业型材、板带稳定，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属价格全部上涨。COMEX黄金3.81%，伦敦金上涨3.13%，SHFE黄金上涨2.74%。COMEX白银上涨8.71%，伦敦银上涨9.12%，SHFE白银上涨8.52%。伦敦钯上涨7.90%，伦敦铂上涨5.28%。美联储如期维持利率不变，但在资产购买上更加偏鸽，继续强调财政政策重要性。大选不确定性消除，风险偏好提升，财政政策有望加速出台，美元贬值和通胀上行为支撑黄金上行。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，OPEC成员国阿尔及利亚支持延后增产，同时俄罗斯能源部长也与该国石油生产商提及这点，为油价提供支撑。需求端，继英国、法国等地之后，意大利、挪威、匈牙利也收紧防疫限制，在加上美国大选的乱局令人对进一步大规模刺激产生怀疑，美国疫情也再度恶化，原油需求前景蒙尘。EIA数据显示，截至11月4日当周EIA原油库存减少799.8万桶。汽油库存减少154.1万桶。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	51430.0	0.49	0.96	4.64	SHFE铜	131321	-8336	-5.97	-15.32	-12.40
铝	元/吨	14845.0	3.09	3.31	5.21	SHFE铝	231716	-1630	-0.70	3.84	-16.87
锌	元/吨	19975.0	1.78	2.02	11.28	SHFE锌	60874	486	0.80	26.96	-1.50
铅	元/吨	14280.0	-1.28	-0.70	-5.12	SHFE铅	26561	1630	6.54	58.06	24.05
镍	元/吨	115960.0	-2.28	-0.87	3.42	SHFE镍	27661	-1867	-6.32	-5.16	0.45
锡	元/吨	146740.0	2.54	2.82	8.50	SHFE锡	4238	50	1.19	43.56	-8.70
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	6947.0	3.40	3.49	12.61	LME铜	172450	1150	0.67	10.97	-27.71
铝	美元/吨	1901.0	2.84	2.87	5.44	LME铝	1437675	-25250.00	-1.73	0.64	52.06
锌	美元/吨	2637.0	4.52	4.73	15.91	LME锌	217800	-2125	-0.97	-0.27	319.86
铅	美元/吨	1833.0	0.71	1.16	-4.68	LME铅	120425	-5375	-4.27	-10.46	72.16
镍	美元/吨	15345.0	1.25	0.79	9.14	LME镍	238830	-186	-0.08	1.17	259.28
锡	美元/吨	18385.0	3.72	3.84	7.26	LME锡	4485	-70	-1.54	-17.33	-31.42

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	1951.50	3.81	3.87	28.39	布伦特原油	美元/桶	39.45	-1.77	-7.87	-36.99
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	408.30	2.74	2.82	17.50	大商所铁矿石	元/吨	789.50	0.32	-4.88	31.58
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	25.71	8.71	8.39	43.60	上期所螺纹钢	元/吨	3773.00	1.75	3.85	10.58
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5335.00	8.52	8.41	20.00	动力煤	元/吨	602.80	0.33	-1.89	9.08

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。