【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2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：为什么PMI小幅回落，却好于市场预期？**
- **策略研究：结构性行情延续，重视可选消费/服务业布局机会**
- **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	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**	**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	市场回调不用过分担心，对重回合理估值区间、业绩确定性高的成长龙头反而是布局机会 （1）10月的月度策略中我们认为市场将倾向于区间震荡，配置上两条腿走路，一是继续持有景气度高位延续的板块，二是为四季度和来年布局景气度低位上行的板块，整体上维持这一观点不变。 （2）本周边际变化上最重要的特点是市场避险情绪进一步增加，但对于下跌并不用过分担心。 （3）配置上向布局景气度低位回升板块倾斜，高景气度板块持仓向明年业绩更有确定性的个股集中，关注估值重回合理区间的成长龙头的机会。
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	3224.53	-1.63	0.20	-2.58	12.74	7.79
399001.SZ	深圳成指	13236.60	0.82	2.55	-2.94	23.46	33.18
SPX.GI	标普500	3269.96	-5.64	-2.77	-0.04	15.52	6.35
DJI.GI	道琼斯工业指数	26501.60	-6.47	-4.61	0.28	11.71	-3.60
IXIC.GI	纳斯达克指数	10911.59	-5.51	-2.29	1.55	26.81	29.37
GDAXI.GI	德国DAX	11556.48	-8.61	-9.44	-6.15	6.40	-12.11
N225.GI	日经225	22977.13	-2.29	-0.90	5.84	17.11	-1.18
892400	MSCI全球	551.00	-5.31	-2.50	-0.16	15.14	1.73

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	0.85	0.00	0.19	0.30	0.21	-0.94
德国10年期国债收益率	-0.63	-0.05	-0.07	-0.06	-0.63	-0.26
法国10年期国债收益率	-0.35	-0.06	-0.08	-0.15	-0.24	-0.31
英国10年期国债收益率	0.00	-0.33	-0.22	-0.17	-0.33	-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	94.0175	1.38	0.18	0.57	-5.08	-2.14
CRB综合现货指数	410.59	-0.01	0.02	0.09	0.17	0.06
CRB食品现货指数	339.38	-0.02	0.00	0.11	0.21	0.04
CRB油脂现货指数	377.24	-0.01	0.00	0.07	0.17	0.06
CRB金属现货指数	418.5	0.00	0.01	0.23	0.23	0.15
CRB工业原料现货指数	780.53	-0.01	0.03	0.07	0.25	0.08
CRB纺织品现货指数	468.22	0.00	0.03	0.07	0.14	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：为什么PMI小幅回落，却好于市场预期？

1. **10月制造业PMI小幅回落属正常现象，关键是看好于季节性还是差于季节性。**由于节假日较多、工作日较少的缘故，10月是传统上的制造业小月。制造业PMI虽是季节调整后的数据，但仍有季节性现象的残留，历史上10月制造业PMI大都环比下降。今年10月需求和生产都好于季节性，这是PMI超预期的主要来源。

2. **在强劲需求的带动下，价格回升，库存去化，企业家信心持续增强。**从价格看，10月出厂价格和购进价格双双走高，市场活跃度有所提升；从库存看，产成品库存指数降幅明显大于季节性，这恰好是需求好于季节性的镜像表现，需求好于企业预期，才使得库存被动下降；从信心看，企业家信心不断增强。

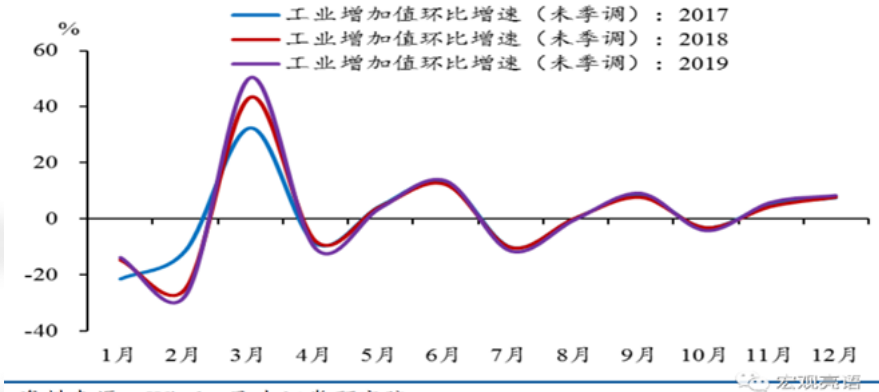
3. **数据显示，目前有两个问题值得关注。**一是大型企业和小型企业需求冷热不均，小型企业市场需求不足；二是大型企业和小型企业用工也冷热不均，小型企业用工持续偏弱。这两个问题，其实都反映，疫情影响具有类似“供给侧改革”的效应，大型企业市场份额提高，小型企业生存压力加大。

4. **工业增加值增速有望继续提高，四季度GDP增速回到6%可以期待。**10月制造业PMI好于季节性，指向10月工业增加值环比增速可能好于去年同期，意味着同比增速有望继续提高。9月单月GDP增速已达到5.9%，工业和服务业持续复苏，四季度实现6%的增长是完全有可能的。

宏观：易行长金融街论坛讲话释放了哪些信号

图 10月是传统上的制造业小月

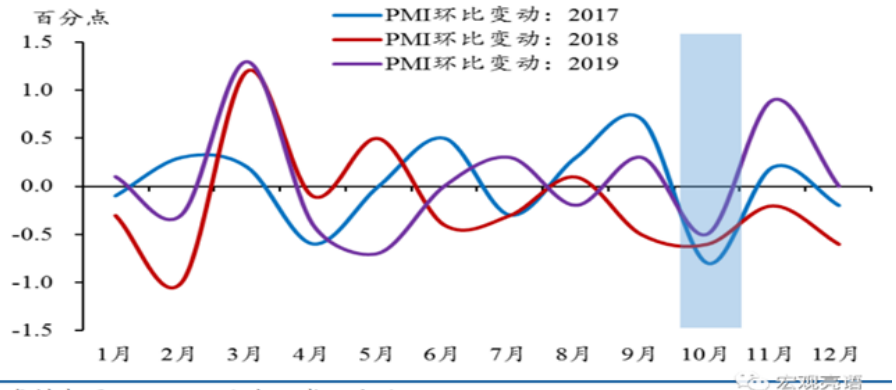
图 1：10 月是传统上的制造业小月



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 历史上10月制造业PMI大多环比下降

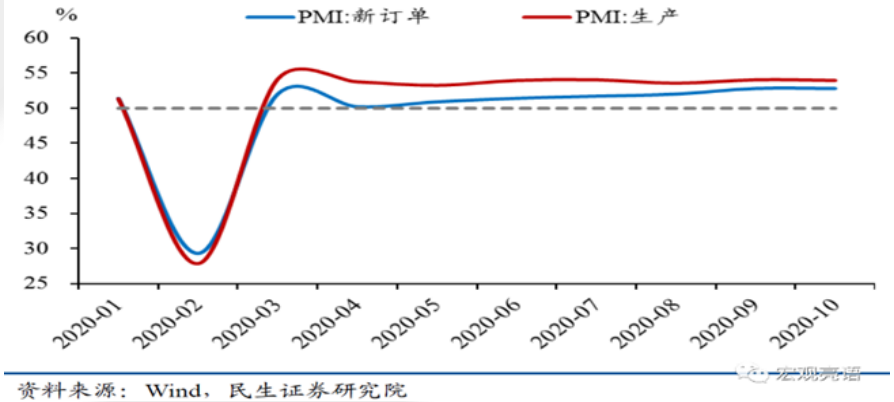
图 2：历史上 10 月制造业 PMI 大都环比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10月制造业需求和生产都好于季节性

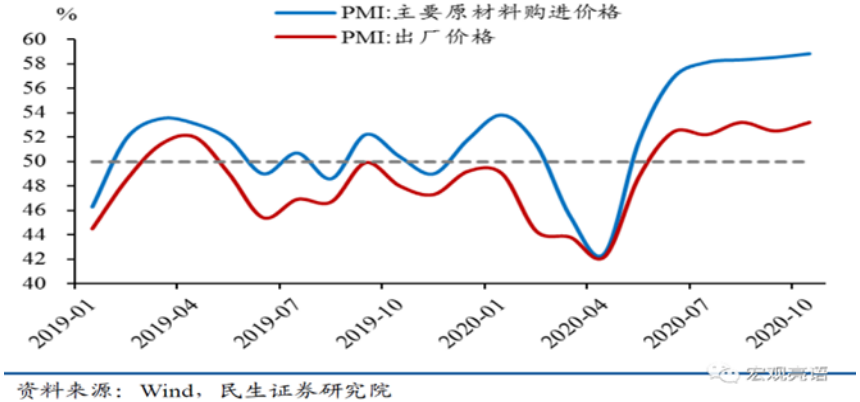
图 3：10 月制造业需求和生产都好于季节性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 需求拉动下出厂和购进价格双双走高

图 4：在需求的强力拉动下，出厂价格和购进价格双双走高



资料来源：Wind，民生证券研究院

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

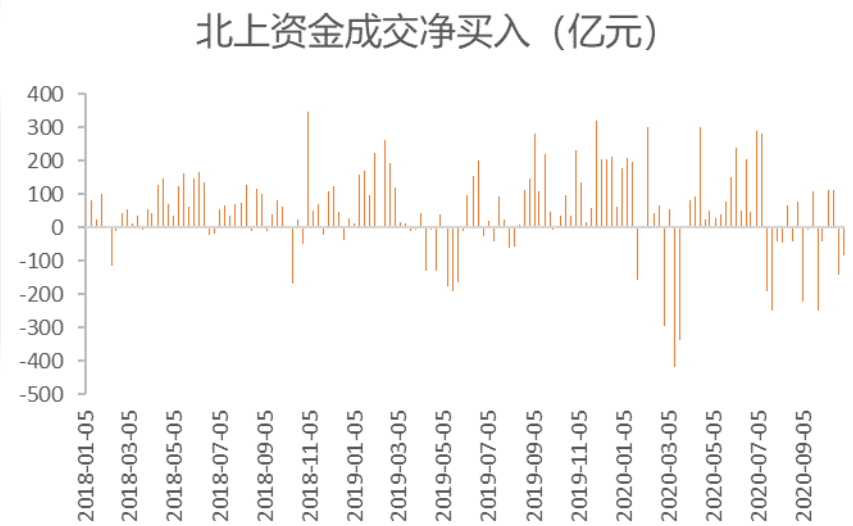
策略：结构性行情延续，重视可选消费/服务业布局机会

- **核心观点：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**
- **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。**从10月份数据来看，企业对于销售和利润的预期均好于9月，投资和招工前瞻指数再度上升，持续性上有保证。结构上，结合9月份工业企业经营数据和已公布的三季报来看，大消费板块内休闲食品、乳制品、二线白酒、白电、厨电、化妆品景气度明显回升，酒店、旅游、航空仍在低位。科技板块里汽车（包括锂电）、光伏继续明显改善，消费电子分化明显，但普遍预计四季度会有所改善。周期板块中，家居、建材、银行触底明显，保险距离转正仍有距离。
- **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。**综合考虑估值情况，推荐：一是可选消费里的家电、整车，二是服务业里的酒店、旅游、超市、航空，三是前期调整较为充分的消费电子，四是大金融板块里的保险、优质银行和券商个股。对于前期涨幅较大的高景气板块，持仓要向明年上半年业绩增速仍有保证，且确定性更高的龙头集中。

策略：结构性行情延续，重视可选消费/服务业布局机会

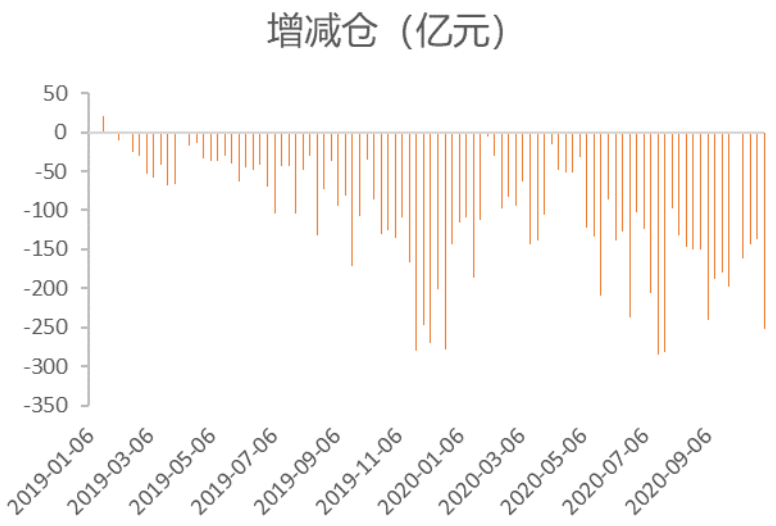
- 本周北上资金净流出83.38亿元。加仓规模较高的个股有格力电器、招商银行、平安银行、均胜电子、科大讯飞等，减仓规模较高的个股有中国平安、宁德时代、美的集团、立讯精密、贵州茅台等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有宁德时代、宁波银行、紫光国微、韦尔股份、三安光电等。

图 北上资金本周净流出83.38亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约251.35亿元



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下跌，国内阴极铜、铝、锌、铅、铝、镍和锡分别下跌2.25%、2.38%、1.39%、0.76%、2.30%和2.29%。海外疫情二次爆发，金属价格回落明显。铜：SMM全国主流铜地区库存27.48万吨（10月30日），环比上周减少1.75万吨。10月电线电缆企业开工率94.68%，环比下滑1.35pct，同比增长1.42pct；看好11月国网订单回升，铜价有望震荡向上。铝：下游加工企业开工率78.6%环比上周抬升0.3pct，工业型材、板带稳定，建筑型材、线缆环比减弱，关注疫情对出口影响，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属全部下跌。COMEX黄金下跌1.39%，伦敦黄金下跌1.15%，SHFE黄金下跌1.42%；COMEX白银下跌3.89%，伦敦银下跌4.58%，SHFE白银下跌5.55%；伦敦钯下跌7.85%，伦敦铂下跌6.22%。欧洲疫情反弹幅度超预期，叠加美国大选前财政刺激无法出台，黄金下跌，美元走强。大选落地以后，看好风险偏好回升，黄金反弹。贵金属长期逻辑不变，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；全球印钞模式开启，纸币信用遭考验，维持贵金属长期上行判断。
- **原油：短期震荡。**供给端，OPEC10月石油产量连续第四个月上升，因利比亚重启更多石油设施，且伊拉克出口增加，抵消了其他成员国全面履行OPEC主导的减产协议的影响。需求端，美欧疫情再度急剧恶化，美国刺激计划谈判搁浅，经济前景转向暗淡。OPEC和IEA报告都显示，全球原油需求前景低迷，这些因素都给油价沉重的压力。EIA数据显示，截至10月28日当周EIA原油库存增加432万桶。汽油库存减少89.2万桶。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	50940.0	-2.25	0.02	3.64	SHFE铜	139657	-15849	-10.19	-9.94	-2.34
铝	元/吨	14370.0	-2.38	1.59	1.84	SHFE铝	233346	-4431	-1.86	4.57	-20.86
锌	元/吨	19580.0	-1.39	1.53	9.08	SHFE锌	60388	-192	-0.32	25.95	-5.75
铅	元/吨	14380.0	-0.76	-4.64	-4.45	SHFE铅	24931	476	1.95	48.36	36.09
镍	元/吨	116980.0	-2.30	4.73	4.33	SHFE镍	29528	-699	-2.31	1.24	19.81
锡	元/吨	142720.0	-2.29	-1.91	5.52	SHFE锡	4188	-97	-2.26	41.87	-8.16
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	6713.0	-2.25	0.40	8.82	LME铜	171300	-9000	-4.99	3.44	-34.97
铝	美元/吨	1848.0	0.30	4.82	2.50	LME铝	1462925	-16150.00	-1.09	0.28	52.54
锌	美元/吨	2518.0	-1.58	4.79	10.68	LME锌	219925	550	0.25	2.71	298.23
铅	美元/吨	1812.0	1.46	-0.82	-5.77	LME铅	125800	-2725	-2.12	-8.51	79.46
镍	美元/吨	15225.0	-3.10	5.22	8.29	LME镍	239016	1386	0.58	1.12	256.79
锡	美元/吨	17705.0	-3.80	1.46	3.30	LME锡	4555	-400	-8.07	-18.00	-26.23

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	1878.80	-1.39	-0.64	23.61	布伦特原油	美元/桶	37.94	-7.69	-2.47	-38.36
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	397.10	-1.42	-2.22	14.28	大商所铁矿石	元/吨	794.50	3.45	-1.79	27.02
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	23.72	-3.89	1.61	32.49	上期所螺纹钢	元/吨	3687.00	1.96	3.57	9.08
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4921.00	-5.55	-3.05	10.68	动力煤	元/吨	592.20	1.72	-3.61	9.26

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。