【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10月26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：易行长金融街论坛讲话释放了哪些信号**
- **策略研究：市场回调反而是优质资产布局机会，不用过分担心**
- **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

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	市场情绪阶段性回落，配置上开始向布局景气度低位上行的板块倾泻。推荐大金融板块中的保险/券商，投资链中的建材/工程机械/涨价化工品种，受益于经济持续复苏中的酒店/旅游/超市/航空，前期回调充分的消费电子/医药。
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

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

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	3278.00	-1.75	-0.05	2.54	16.72	10.96
399001.SZ	深圳成指	13128.46	-2.99	0.14	1.49	25.95	34.71
SPX.GI	标普500	3465.39	-0.53	7.06	7.77	22.16	14.11
DJI.GI	道琼斯工业指数	28335.57	-0.95	5.88	7.05	19.18	4.67
IXIC.GI	纳斯达克指数	11548.28	-1.06	8.61	11.44	33.75	39.53
GDAXI.GI	德国DAX	12645.75	-2.04	0.02	-1.50	22.35	-2.27
N225.GI	日经225	23516.59	0.45	0.73	3.36	22.09	2.36
892400	MSCI全球	581.91	-0.21	5.42	6.21	23.12	8.91

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	0.87	0.11	0.19	0.28	0.27	-0.98
德国10年期国债收益率	-0.60	0.04	-0.06	-0.11	-0.14	-0.25
法国10年期国债收益率	-0.28	0.06	-0.05	-0.14	-0.31	-0.26
英国10年期国债收益率	0.00	-0.24	-0.26	-0.20	-0.32	-0.75

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	92.7367	-1.03	-1.73	-1.71	-7.49	-3.47
CRB综合现货指数	415.09	0.00	0.03	0.11	0.19	0.06
CRB食品现货指数	344.4	0.00	0.03	0.13	0.26	0.04
CRB油脂现货指数	376.85	0.00	0.00	0.06	0.19	0.06
CRB金属现货指数	419.17	-0.01	0.03	0.25	0.28	0.14
CRB工业原料现货指数	795.35	0.01	0.04	0.10	0.26	0.09
CRB纺织品现货指数	472.1	0.01	0.03	0.10	0.15	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：易行长金融街论坛讲话释放了哪些信号

1. **9月超储率大约在1.5%-1.6%之间。**总准备金率=法定准备金和超额准备金余额/准备金缴存范围，以此来计算9月我国总准备金率大约11.1%左右。而超储率=总准备金率-法定准备金率，其中法定准备金率根据央行官方披露5月份之后大约为9.4%(加权），因此9月我国超储率大约在1.5%-1.6%之间，相较8月有所改善，流动性偏紧的问题有所缓解。

2. **四季度结构性存款仍需压降2.5万亿元。**根据监管要求，银行体系内结构性存款要在2020年9月30日前压降至年初规模，并在年底前逐步压降至年初规模的三分之二。5个月以来结构性存款被压降了3万亿元左右，据此测算，预计四季度结构性存款仍要压降2.5万亿元。未来几个月银行体系内存款可能继续存在分流现象，中小银行可能继续面临存款荒问题。

3. **社融拐点更多取决于实体经济融资需求和银行资本金压力。**一、货币政策应更多考虑与潜在产出相匹配；二、四季度银行将为实体让利4000亿元左右；三、要保持正常的、向上倾斜的债券收益率曲线；四/随着名义GDP增速逐渐恢复，明年宏观杠杆率将会更稳一些；

宏观：易行长金融街论坛讲话释放了哪些信号

图 5月以来结构性存款累计压降了3万亿元左右

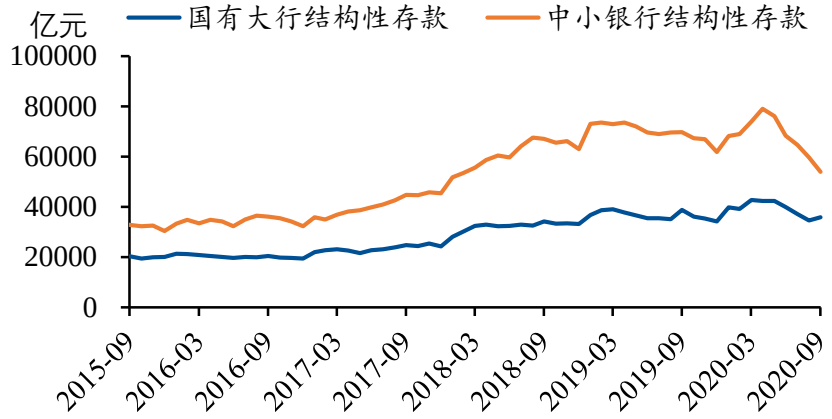


图 潜在产出增速逐年下滑

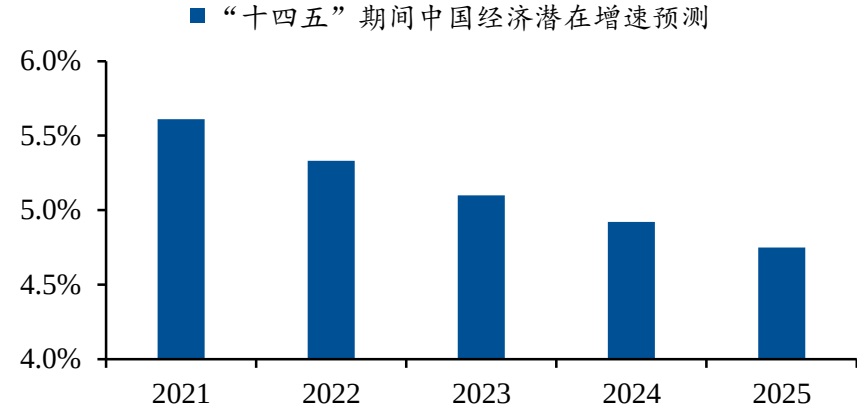
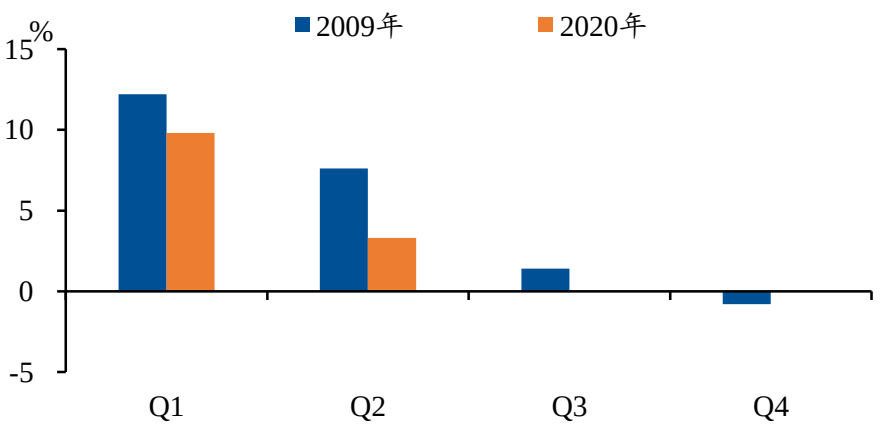


图 应避免收益率期限倒挂



图 09年宏观杠杆率先大幅上升后小幅下降



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

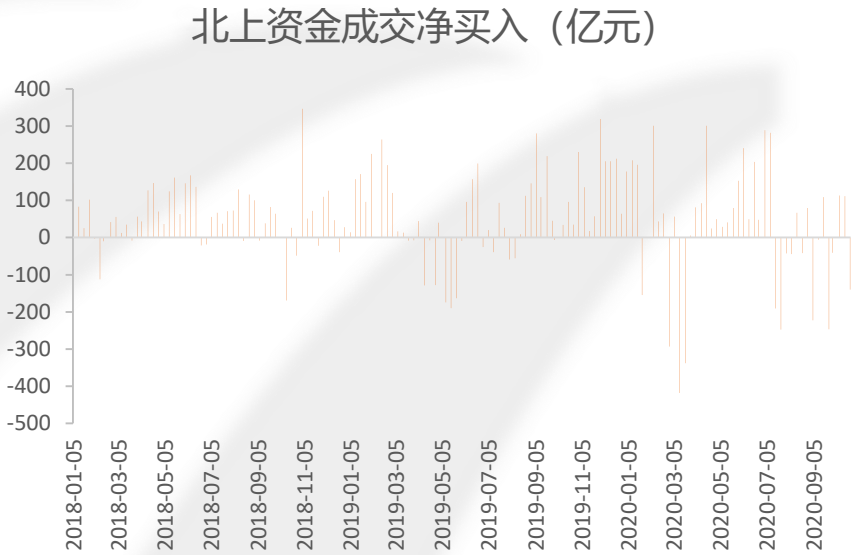
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

策略：市场回调反而是优质资产布局机会，不用过分担心

- **核心观点：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**
- **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。**本月的不确定性因素较其他月份仍然是较高的，负面因素主要有美国大选出现诸如不能如期公布等意外情况；另外，三季度季报披露期，尤其是前期机构资金收益比较高的情况下，资金的情绪波动比较大，节后频繁出现机构重仓股由于业绩小幅不及预期大幅下跌的情况，这一趋势在本周五演绎到极致。预计直到月底这一波动仍会延续，而随着美国大选逐渐临近，市场也将开始受美股波动影响。
- **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。**近两周市场经历了一轮快速的轮动，从主线光伏/锂电到汽车、家电，最后是大金融，随着光伏/锂电主线的走弱，叠加季报期市场资金情绪本就波动较大，两市在蚂蚁金服上市的助推下最终走弱。但对于大跌并不用过分担心，好的资产在当前全球经济缓慢复苏的背景下在长期仍是稀缺的，且整体随着估值切换向明年并不算太贵，回调到合理区间反而是买入机会。
- **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。**继续推荐四条线进行布局：一是前期回调较充分的消费电子，二是受益于消费和服务业回暖的家电/酒店/旅游/超市/航空，三是偏上游的建材/工程机械/化工，四是大金融板块内的保险/券商和优质银行个股。

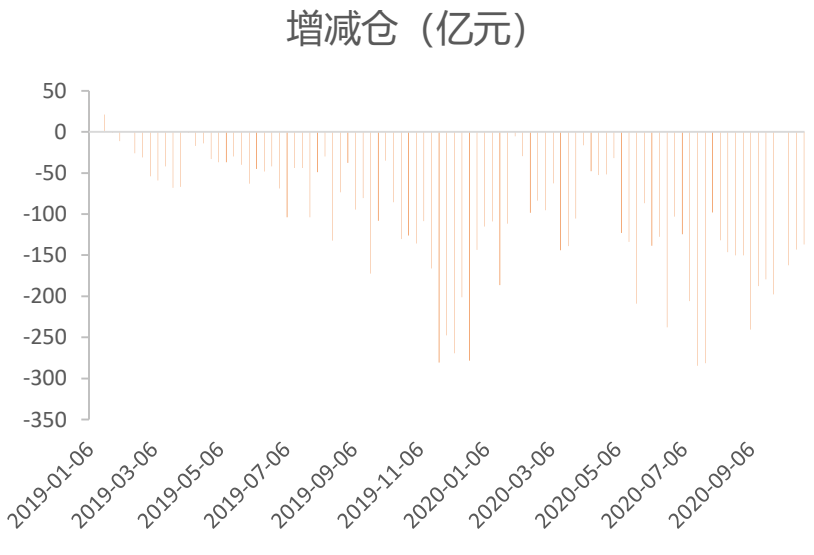
- 本周北上资金净流出140.26亿元。加仓规模较高的个股有中国平安、格力电器、中国太保、迈瑞医疗、东方财富等，减仓规模较高的个股有立讯精密、五粮液、恒瑞医药、洋河股份、比亚迪等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有鹏鼎控股、深信服、英科医疗、卓胜微、长电科技等。

图 北上资金本周净流出140.26亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约136.80亿元



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**

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

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、铅、铝和镍分别上涨0.91%、0.34%、3.95%、0.35%和1.07%；锡下跌0.18%。铜：南美劳工谈判带来的短期供给扰动结束；需求端，国内节后需求有所改善，SMM调研数据显示，铜杆企业订单有所回升，铜板带箔受益于汽车恢复订单较好，铜管订单基本持平，短期铜价震荡。铝：下游主流企业开工率小幅提升，板带消费尚可，型材、线缆环比减弱，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属价格涨跌分化。COMEX黄金下跌0.16%，伦敦现货金下跌0.07%，SHFE黄金下跌0.16%。COMEX白银上涨1.21%，伦敦现货银上涨1.64%，SHFE白银上涨2.00%。伦敦现货钯上涨1.33%，伦敦现货铂持平。美国财政刺激预期重启，但两党仍未达成共识，10月17日当周初请人数78.7万人，低于预期86万人，刷新3月以来新低，黄金在大选前缺乏持续上行动力，维持震荡，下周公布美国三季度GDP，黄金波动加剧。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，OPEC+承诺11月底前油价不会崩跌，这给油价强劲支撑，同时本周美国原油库存意外下滑也支撑了油价。需求端，本周欧美疫情二次爆发担忧继续升温，其欧美经济前景也被看淡，加上三大原油市场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21日当周EIA原油库存减少100.1万桶。汽油库存减少189.5万桶。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	51950.0	0.91	2.00	5.70	SHFE铜	155506	-2041	-1.30	-19.57	1.97
铝	元/吨	14725.0	0.34	4.10	4.36	SHFE铝	237777	-10188	-4.11	-4.50	-24.86
锌	元/吨	19870.0	3.95	3.03	10.70	SHFE锌	60580	-2325	-3.70	-3.06	-11.64
铅	元/吨	14480.0	0.35	-3.98	-3.79	SHFE铅	24455	764	3.22	-16.02	25.04
镍	元/吨	119840.0	1.07	7.29	6.88	SHFE镍	30227	395	1.32	-4.85	25.98
锡	元/吨	146110.0	-0.18	0.42	8.03	SHFE锡	4285	300	7.53	11.39	-6.42
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	6876.0	2.02	2.84	11.46	LME铜	180300	-4550	-2.46	133.32	-32.03
铝	美元/吨	1842.5	-1.50	4.51	2.19	LME铝	1479075	72500.00	5.15	-0.48	52.71
锌	美元/吨	2546.0	4.52	5.95	11.91	LME锌	219375	-400	-0.18	0.03	271.04
铅	美元/吨	1779.5	1.57	-2.60	-7.46	LME铅	128525	-1450	-1.12	-5.15	85.60
镍	美元/吨	15600.0	-0.33	7.81	10.95	LME镍	237630	240	0.10	0.56	197.78
锡	美元/吨	18410.0	0.49	5.50	7.41	LME锡	4955	-550	-9.99	-11.99	-25.66

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	1903.40	-0.16	0.66	25.22	布伦特原油	美元/桶	41.77	-2.41	-1.16	-32.25
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	403.58	-0.16	-0.62	16.14	大商所铁矿石	元/吨	771.50	-2.22	0.92	21.59
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	24.70	1.21	5.83	37.99	上期所螺纹钢	元/吨	3651.00	0.97	3.66	9.18
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5205.00	2.00	2.54	17.07	动力煤	元/吨	574.80	-2.58	-6.14	2.64

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。