民生证券
MINSHENG SECURITIES

【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19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

民生证券 MINSHENG SECURITIES

- **宏观经济：实体经济融资需求爆发**
- **策略研究：市场情绪阶段性回落，结构行情延续**
- **大宗商品：主要品种短期震荡**

本周大类资产观点汇总

民生证券 MINSHENG SECURITIES

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斜。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

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

上周观点回溯及资产表现

民生证券 MINSHENG SECURITIES

表 上周观点及回测

资产类别	细分类别	观点
股市	A股	市场波动率放大，结构性行情延续，关注盈利修复三主线： (1)10月风险事件聚集，市场波动率预计放大。 (2)经济持续修复提供基本面支撑，市场下行空间有限，消费回暖是结构性亮点 (3)结构性行情延续，配置层面关注盈利修复三主线：三季报业绩有望环比显著改善行业、线下消费复苏行业、兼具长期国产替代和中期产业景气回升逻辑的科技板块。
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	短期震荡上行，长期震荡

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（%）	年初至今表现（%）
上证综指	3336.36	1.96	1.60	3.80	17.54	33.78
深圳成指	13532.73	1.83	4.01	3.19	28.54	86.92
标普500	3483.81	0.19	2.90	8.03	21.19	38.97
道琼斯工业指数	28606.31	0.07	2.05	7.25	18.00	22.63
纳斯达克指数	11671.56	0.79	5.62	11.12	34.93	75.90
德国DAX	12908.99	-1.09	-2.61	-0.08	21.49	22.26
日经225	23410.63	-0.89	-0.28	3.15	17.66	16.97
MSCI全球	583.11	-0.26	1.41	6.40	21.41	27.97

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）	年初至今涨跌（BP）
中国10年期国债收益率	3.05	-0.02	-0.17	-0.26	-3.19	-0.12
美国10年期国债收益率	1.50	-0.02	-0.52	-0.64	-2.76	-1.16
德国10年期国债收益率	-0.72	-0.09	-0.31	-0.57	-0.17	-0.20
法国10年期国债收益率	-0.43	-0.06	0.18	-0.21	-0.58	-0.66
英国10年期国债收益率	0.48	-0.13	-0.13	-0.51	-0.89	-0.77

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（%）	年初至今表现（%）
美元指数	93.7064	0.75	0.64	-2.40	-6.03	-2.46
CRB综合现货指数	387.15	-0.01	-0.04	-0.07	-0.06	-0.05
CRB食品现货指数	317.41	-0.03	-0.08	-0.10	-0.02	-0.02
CRB油脂现货指数	370.37	-0.02	-0.02	-0.01	0.01	0.04
CRB金属现货指数	734.62	0.00	-0.02	-0.08	-0.16	-0.11
CRB工业原料现货指数	443.98	-0.00	-0.01	-0.05	-0.09	-0.08
CRB纺织品现货指数	268.36	0.01	-0.02	-0.06	-0.08	-0.06

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

宏观：实体经济融资需求爆发

1. **企业中长期贷款持续高增长，指向基建发力。**企业中长期贷款持续高增长，指向基建发力。9月新增人民币贷款19000亿元，略高于市场预期的17500亿元。分结构看，企业中长期贷款表现最为亮眼，其中一个原因在于财政发力，基建类贷款放量，另一方面投资增速的回升，企业有更多固定资产投资需求。居民中长期贷款表现也好于往年同期，在房地产融资受限的情况下房地产企业有加快新开工以获得销售回款的动力，使居民房贷高增。

2. **非银存款占用是银行存款荒原因之一。**今年三季度，一方面是股市行情较好，吸引了大量资金进场，这些资金被存放在非银机构账面上，转换为非银存款。从居民和企业存款端也可以看到，7月份大量居民和企业将资金从银行转移到股市，进而使非银存款占用了大量资金。8月和9月牛市结束后，居民和企业存款重新增长，但此阶段并未见非银存款有明显下行。这是因为部分结构性存款被压降后，钱被用于购买表外资管产品，比如表外理财或券商、基金资管计划，这会导致资金被计入非银存款，之后再转换为同业负债。

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。**未来来看，10月政府债券预计仍保持较高发行节奏，但年底政府债券发行规模预计有所下降。信贷需求方面，由于中国防疫取得良好效果，消费、投资、出口均快速反弹，IMF也上调了中国经济增速预测。在此背景下，实体企业融资需求较为旺盛，叠加新一轮库存周期可能开启，需求角度来看社融继续高增有一定保障。但银行资本金短缺问题对社融增速有一定制约。

宏观：实体经济融资需求爆发

图 9月份企业中长期贷款放量

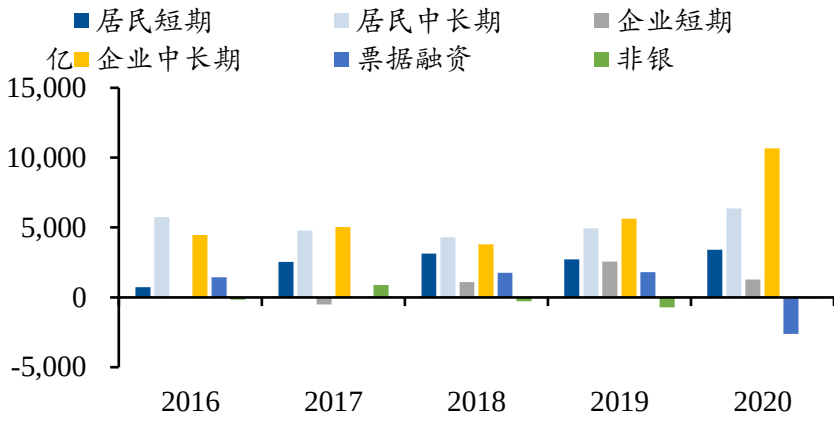


图 9月份未贴现银行承兑汇票继续正增长

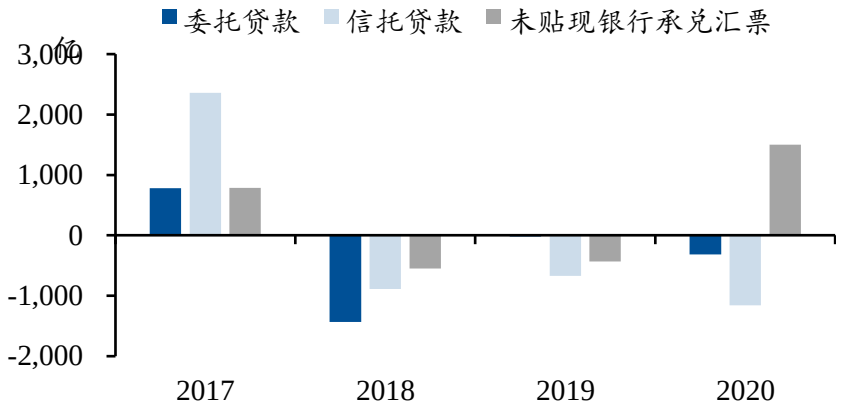


图 9月份政府债券融资拉动社融高增长

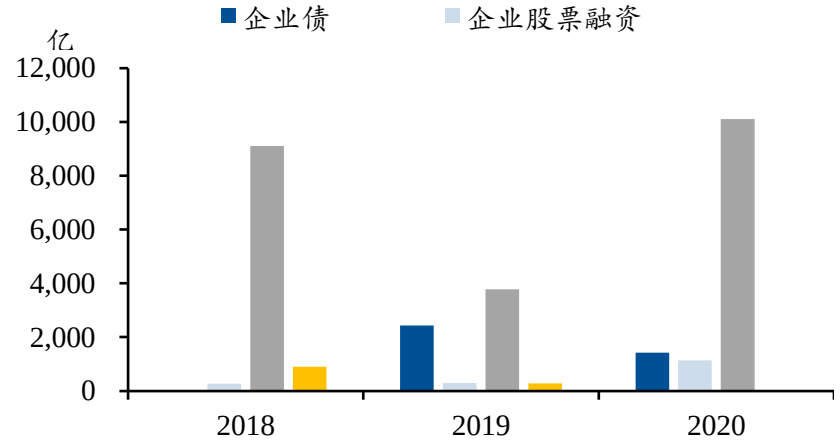
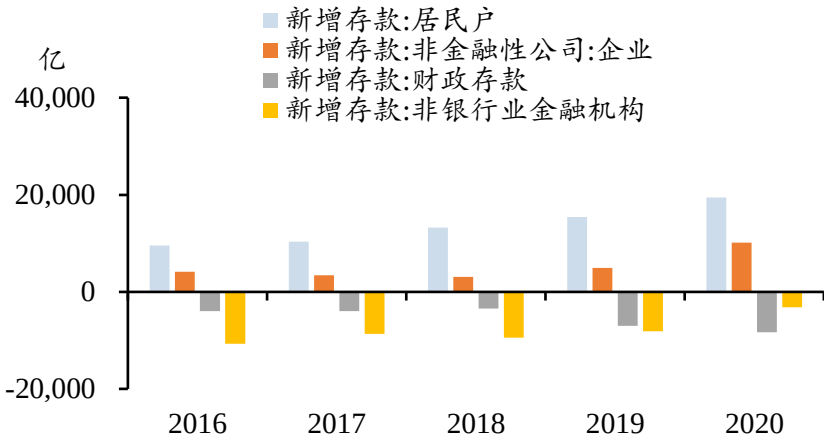


图 9月非银金融存款收缩幅度较小



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

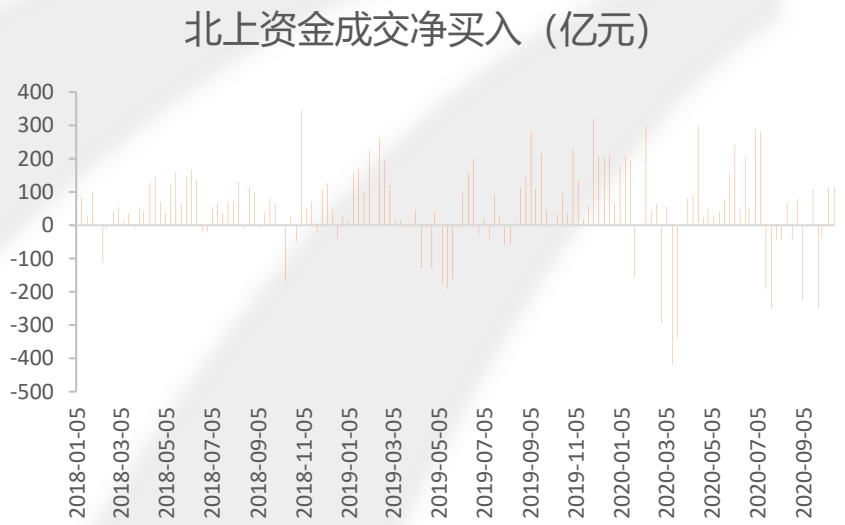
策略：市场情绪阶段性回落，结构行情延续

- **核心观点：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斜**
- **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，仍然维持这一判断。**本月的不确定性因素较其他月份仍然是较高的，最大的负面因素是美国大选出现诸如不能如期公布等意外情况，正面力量最大的是十四五规划可能在产业规划方面提振不少行业的中长期预期，叠加三季报业绩公布前后，资金会偏向谨慎，因此市场整体可能难现趋势性行情。行业配置上需要抓住两条线索，一是继续持有三季报可能超预期的、景气度高位延续的板块，二是十月之后市场将转向明年的预期，因此要继续布局景气度低位上行的板块。
- **本周边际变化上最重要的特点一是资金三季报博弈情绪超预期浓厚，二是外资在二次疫情和美国大选扰动下再度流出，这两点都推动了市场避险情绪开始增加。**外资一直以来对市场的激活作用非常重要，尤其是本周一，但在周三之后随着欧美二次疫情和美国大选，拜登选情出现负面因素，北向资金再度撤离，证明周一外资的加仓更多是节前避险资金的回补，也基本宣告短期内市场突破前高预期的落空。内资方面，基金重仓股的频繁崩盘导致市场博弈情绪浓厚，而周五银行、煤炭板块的上涨和锂电、光伏的回撤进一步体现的了资金避险情绪开始增加。
- **配置上开始向景气度低位上行的板块倾斜，事件方面下周重点关注三季度GDP是否存在超预期，以及9月经济数据体现的结构性变化。**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的酒店/旅游/超市/航空，前期回调充分的消费电子/医药。

策略：市场情绪阶段性回落，结构行情延续

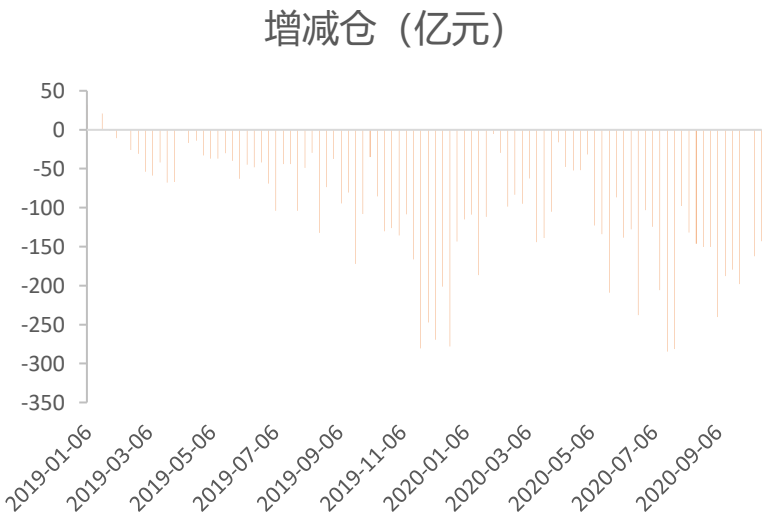
- 本周北上资金净流入111.19亿元。加仓规模较高的个股有格力电器、宁德时代、招商银行、恒瑞医药、伊利股份等，减仓规模较高的个股有牧原股份、京东方A、沃森生物、海螺水泥、复星医药等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有世纪华通、美的集团、英科医疗、福耀玻璃、卓胜微等。

图北上资金本周净流入111.19亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告产业资本减持约143.15亿元



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。**本周国内基本金属涨跌分化，铜、铝和镍分别上涨0.08%、2.15%和3.43%；锌、铅和锡分别下跌1.07%、2.76%和0.70%。铜：Escondida铜矿劳工达成一致，短期供给扰动结束；需求端，国内节后需求有所改善，铜板带箔受益于汽车恢复订单较好，铜管需求10月环比有所好转，短期铜价震荡向上。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，铝价短期震荡上行。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属多数格多数下跌。COMEX黄金下跌1.21%，伦敦现货金下跌0.95%，SHFE黄金下跌0.13%。COMEX白银下跌3.30%，伦敦现货银上涨0.19%，SHFE白银上涨0.37%。伦敦钯下跌4.86%，伦敦铂下跌2.47%。美国财政刺激预期重启，美元指数承压，但大选前缺乏持续上行动力，维持震荡。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，美国截至10月9日当周API原油库存减少542.1万桶，预期减少338.7万桶；随着新冠疫情的僵持不下，OPEC认为2021年世界石油需求的复苏将比之前认为的要缓慢许多，这加剧了该组织在平衡市场供求方面面临的压力。需求端，由于本周欧美疫情二次爆发担忧继续升温，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	51470.0	0.08	1.06	4.72	SHFE铜	157547	1093	0.70	-10.89	17.13
铝	元/吨	14710.0	2.15	3.99	4.25	SHFE铝	247965	20027	8.79	-1.31	-22.48
锌	元/吨	19040.0	-1.07	-1.27	6.07	SHFE锌	62905	13535	27.42	7.62	-10.36
铅	元/吨	14470.0	-2.76	-4.05	-3.85	SHFE铅	23691	6887	40.98	-12.11	51.65
镍	元/吨	119450.0	3.43	6.94	6.53	SHFE镍	29832	667	2.29	-9.33	28.61
锡	元/吨	146300.0	-0.70	0.55	8.17	SHFE锡	3985	1033	34.99	-5.21	-11.23
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	6728.0	-0.52	0.63	9.06	LME铜	184850	30925	20.09	134.28	-32.81
铝	美元/吨	1863.5	1.19	5.70	3.36	LME铝	1406575	-9750.00	-0.69	-6.87	43.59
锌	美元/吨	2430.0	-0.16	1.12	6.81	LME锌	219775	2150	0.99	0.07	258.67
铅	美元/吨	1750.5	-3.21	-4.19	-8.97	LME铅	129975	-2875	-2.16	-4.90	87.96
镍	美元/吨	15685.0	3.05	8.40	11.56	LME镍	237390	1320	0.56	0.05	168.84
锡	美元/吨	18335.0	0.36	5.07	6.97	LME锡	5505	115	2.13	-1.52	-17.90

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	1902.90	-1.21	0.63	25.19	布伦特原油	美元/桶	42.93	1.08	-0.26	-27.31
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	404.98	-0.13	-0.28	16.55	大商所铁矿石	元/吨	785.50	-3.38	-2.18	27.52
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	24.28	-3.30	4.03	35.64	上期所螺纹钢	元/吨	3613.00	-0.41	0.28	9.15
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5133.00	0.37	1.12	15.45	动力煤	元/吨	596.00	-2.26	-0.20	6.66

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。