# 【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12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：当需求加速回暖，一切都将不同**
- **策略研究：结构行情延续，关注盈利修复三主线**
- **大宗商品：基本金属短期震荡向上**


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 | 市场波动率放大，结构性行情延续，关注盈利修复三主线：<br>（1）10月风险事件聚集，市场波动率预计放大。<br>（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。<br>（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，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 | 下跌的时候多展望正面，市场已运行至区间下沿<br>（1）下跌的时候多展望正面，经济复苏和流动性较缓收紧仍是支撑资产价格的关键因素<br>（2）欧美二次疫情、美股下跌风险、中美科技摩擦等风险因素对A股影响已经弱化，市场情绪已接近区间下沿<br>（3）对外资流出也不用悲观，微观证据表明当前外资并非系统性流出，更可能是配置结构性调整。 |
| **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 | 3272.08 | 1.68 | 0.54 | -3.29 | 17.00 | 9.40 |
| 399001.SZ | 深圳成指 | 13289.26 | 2.96 | 3.32 | -2.79 | 29.04 | 37.40 |
| SPX.GI | 标普500 | 3477.13 | 3.84 | 2.30 | 9.17 | 24.64 | 16.07 |
| DJI.GI | 道琼斯工业指数 | 28586.90 | 3.27 | 2.31 | 9.63 | 20.52 | 5.78 |
| IXIC.GI | 纳斯达克指数 | 11579.94 | 4.56 | 3.93 | 9.07 | 42.02 | 42.11 |
| GDAXI.GI | 德国DAX | 13051.23 | 2.85 | -1.40 | 3.30 | 23.54 | 3.34 |
| N225.GI | 日经225 | 23619.69 | 2.56 | 2.55 | 5.96 | 21.14 | 6.36 |
| 892400 | MSCI全球 | 584.60 | 3.63 | 2.40 | 7.91 | 24.42 | 11.30 |

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 | 0.78 | 0.08 | 0.09 | 0.13 | 0.78 | 0.78 |
| 德国10年期国债收益率 | -0.52 | 0.04 | -0.04 | -0.02 | -0.52 | -0.05 |
| 法国10年期国债收益率 | -0.26 | 0.00 | -0.10 | -0.12 | -0.36 | -0.07 |
| 英国10年期国债收益率 | 0.00 | -0.32 | -0.23 | -0.22 | 0.00 | -0.66 |

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 | 93.0109 | -0.85 | -0.25 | -3.79 | -6.54 | -3.19 |
| CRB综合现货指数 | 406.29 | 0.00 | 0.02 | 0.12 | 0.15 | 0.03 |
| CRB食品现货指数 | 338.7 | 0.00 | 0.03 | 0.16 | 0.19 | 0.01 |
| CRB油脂现货指数 | 372.31 | -0.01 | -0.01 | 0.11 | 0.20 | 0.02 |
| CRB金属现货指数 | 415.73 | 0.00 | 0.07 | 0.35 | 0.18 | 0.06 |
| CRB工业原料现货指数 | 774.18 | 0.01 | 0.00 | 0.10 | 0.24 | 0.08 |
| CRB纺织品现货指数 | 460.58 | 0.01 | 0.01 | 0.09 | 0.12 | 0.05 |

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：当需求加速回暖，一切都将不同

1. **9月制造业PMI好于预期，最大贡献来自于需求加速回暖。**9月制造业景气继续回升。其中，新订单指数创年内新高，显示需求正在加速回暖。具体表现在：一方面，市场主体内生需求加速修复，推动经济良性复苏；另一方面，海外生产修复受到疫情持续蔓延影响，中国出口份额有望继续提高。我们测算，仅新订单一项，对9月PMI回升的贡献达到50%。

2. **需求加速回暖，正在带来一连串积极的变化。**一是得益于需求对生产的支撑增强，生产持续强力复苏，9月生产指数对PMI回升的贡献为26%；二是企业采购意愿增强，出现主动补库存迹象，9月库存指数对PMI回升的贡献为25%；三是企业家信心持续增强，制造业、建筑业和服务业企业预期指数均持续处于高位景气区间，经济复苏后劲强。

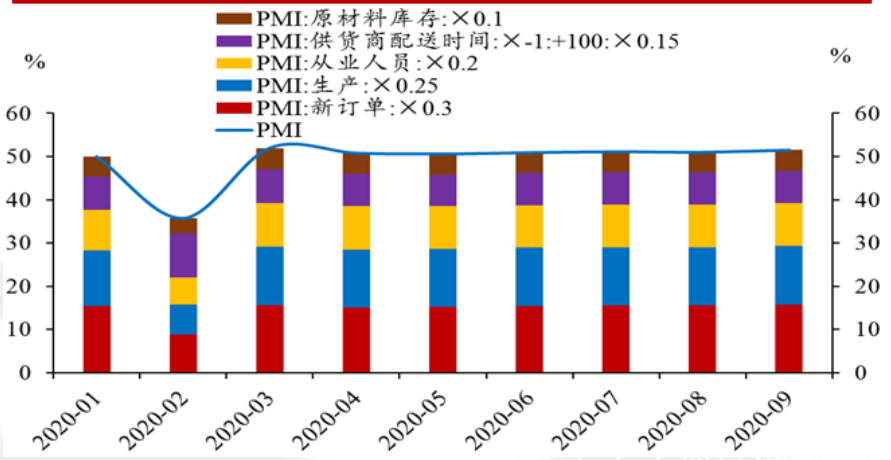
3. **数据也显示，目前有两个问题需要关注。**其一，制造业原材料供应商交货时间继续加快，但由于该指数是逆指数，因此对PMI是负贡献；其二，尽管制造业主要原材料购进价格指数上升，但制造业出厂价格指数和非制造业销售价格指数均回落。我们认为，这两个问题其实都反映出，尽管需求正在加速回暖，但截至目前，“生产领先于需求”的问题尚未得到彻底解决。

4. **A股短期震荡主要是受外围市场影响，中长期不必悲观。**中国经济持续复苏的态势没有改变，流动性紧张局面在央行9月大规模净投放后也得到一定程度缓解。短期内，A股受海外市场波动影响在所难免，但受益于中国疫情防控得力、政策不确定性较小、经济持续复苏等因素，A股中长期向好趋势不变。

# 宏观：当需求加速回暖，一切都将不同

民生证券 MINSHENG SECURITIES

图 制造业PMI分解结果




图制造业大中小企业新订单指数都回到荣枯线上方

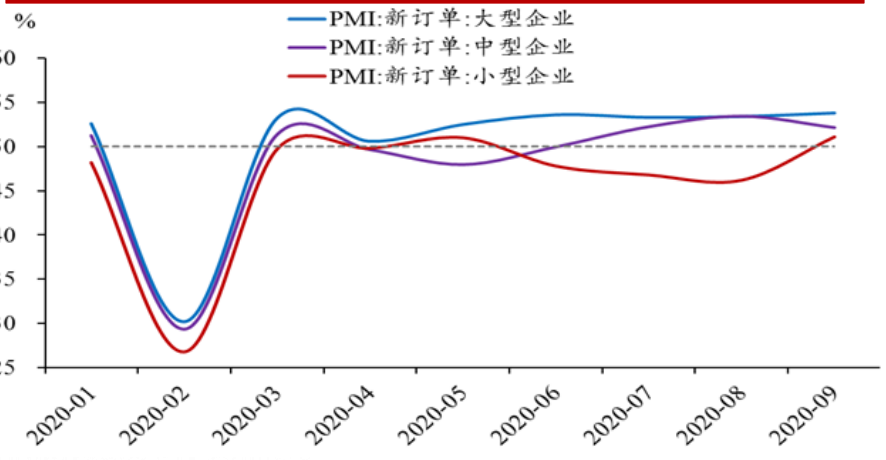



图 建筑业和服务业新订单指数也都回升

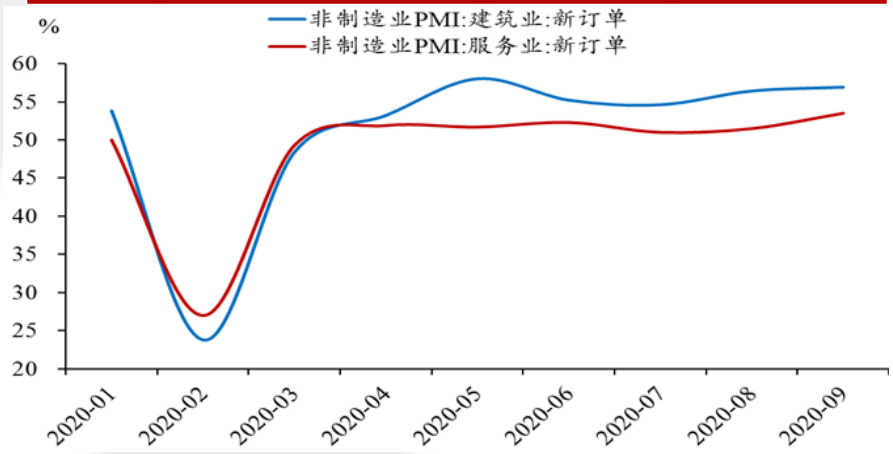
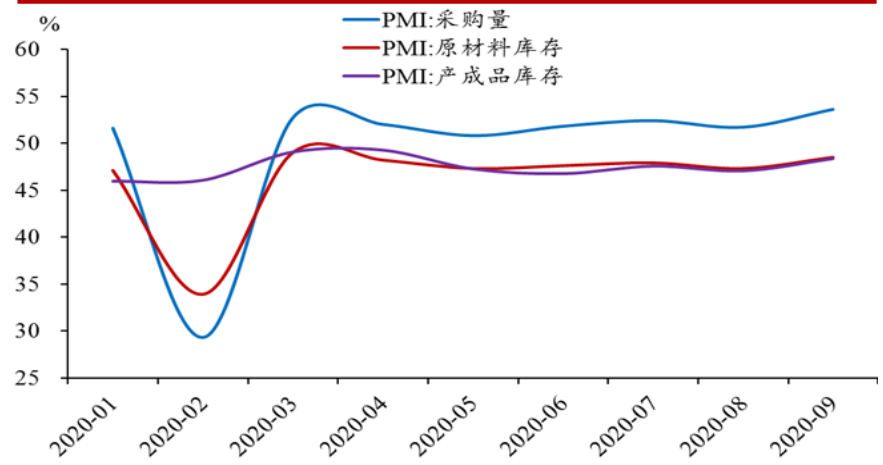



图 企业采购意愿增强，出现主动补库存迹象




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

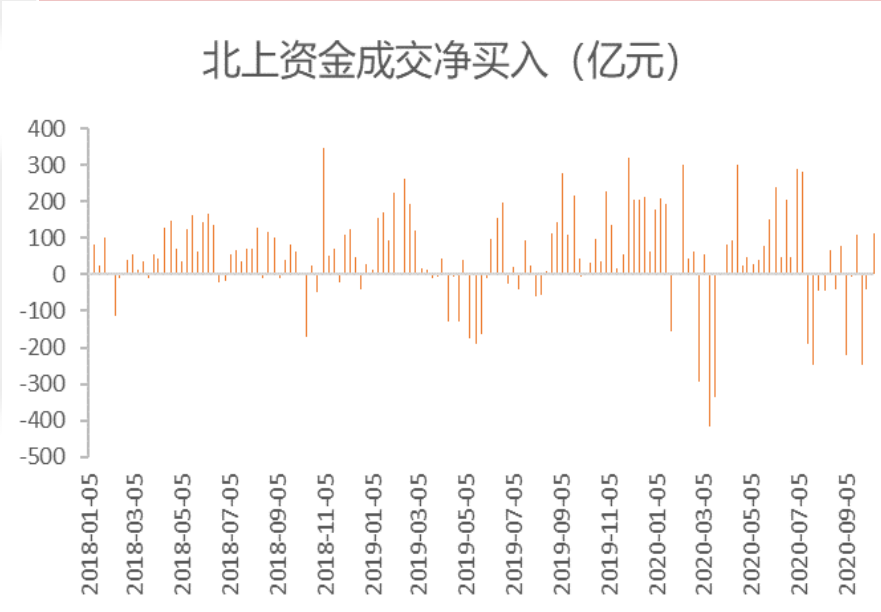
# 策略：结构行情延续，关注盈利修复三主线

- **核心观点：市场波动率放大，结构性行情延续，关注盈利修复三主线**
- **10月风险事件聚集，市场波动率预计放大。**10月风险事件聚集，影响市场风险偏好的潜在事件有美国总统选举二次辩论、暂被搁置的财政刺激计划能否重启、十九届四中全会关于十四五的规划建议。近半月标普500VIX10月期权合约震荡走高，显示市场预期股指波动率将有所放大。
- **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。**9月份PMI数据显示出口延续边际改善，需求端加速回暖，新出口订单、企业采购均显著环比提升，小型企业PMI延续高速扩张。下游消费活动恢复驱动下服务业PMI改善成核心亮点。10月前7日，全国共接待国内游客6.18亿人次，同比恢复79%，实现国内旅游收入4543.3亿元，同比恢复69.9%。经济持续修复提供基本面支撑，市场下行空间有限。
- **结构性行情延续，配置层面关注盈利修复三主线。**流动性驱动走弱，经济修复提供基本面支撑，市场下行空间有限。10月风险事件聚集，股指波动率预计放大，结构性行情延续。配置层面建议关注三条主线：1、三季报业绩有望环比显著改善行业，如汽车、轻工、风电；2、线下消费复苏，如院线、酒店、旅游；3、兼具长期国产替代和中期产业景气回升逻辑的科技板块，包括光伏、新能源车，关注半导体板块的超跌反弹。

# 策略：结构行情延续，关注盈利修复三主线

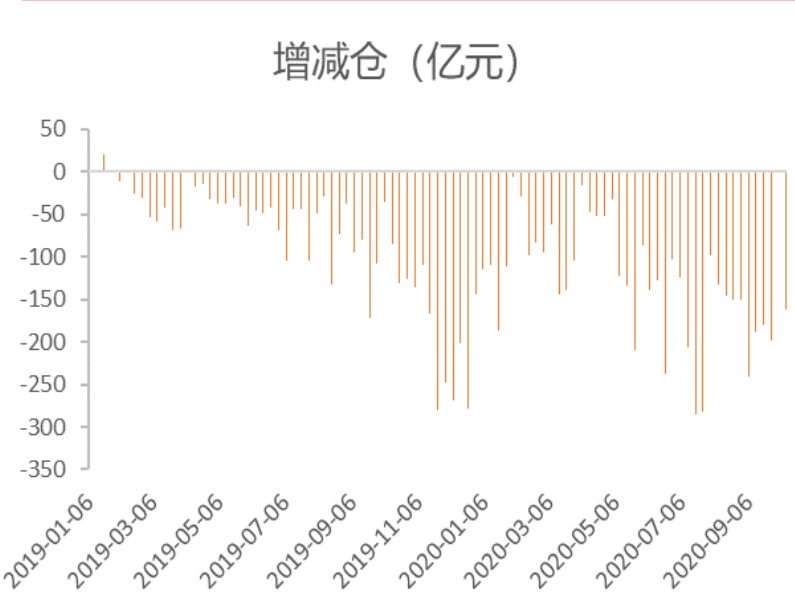
- 本周北上资金净流入112.67亿元。加仓规模较高的个股有宁德时代、比亚迪、隆基股份、立讯精密、京东方A等，减仓规模较高的个股有中国平安、中国中免、药明康德、贵州茅台、爱尔眼科行等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有智飞生物、数知科技、天齐锂业、宁德时代、汇顶科技等。

**图 北上资金本周净流出112.67亿元**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 本周公告产业资本减持约162.17亿元**




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：基本金属短期震荡向上

- **基本金属：短期震荡向上。**本周国内基本金属多数上涨，铜、铝、镍和锡分别上涨0.98%、1.55%、2.45%和2.09%；锌和铅分别下跌0.23%和2.48%。海外基本金属上周全线上涨，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别上涨3.34%，4.47%，4.30%，2.68%、5.25%和2.36%。铜：秘鲁、智利8月铜产量同比分别下滑10%和6.16%，9月智利铜矿生产恢复明显，但Escondida铜矿工会9号拒绝了必和必拓的劳工协议，Candelaria铜矿开始罢工，供给仍存扰动；需求端，美国两党释放了财政刺激达成一致意愿，财政刺激大选后有望出台，国内方面看好下游需求恢复，短期铜价震荡向上。铝：看好节后地产需求回升，铝价短期震荡上行。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属多数上涨。COMEX黄金上涨1.50%，伦敦现货金上涨1.06%，SHFE黄金下跌0.30%。COMEX白银上涨5.29%，伦敦银上涨1.89%，SHFE白银上涨0.63%。伦敦钯上涨5.97%，伦敦铂上涨0.11%。美国财政刺激预期重启，美元指数下行，短期黄金超调明显，有反弹需求，但大选前缺乏持续上行动力，维持震荡。贵金属长期逻辑没有变化，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，美股飓风和挪威罢工影响了美国的供给，OPEC方面表示可能推迟增产，叠加市场对美国未来会推出新刺激方案的预期升温，美国股市带动全球股市上涨提振油价，大涨近10%创近三周新高。需求端，欧美国家新冠疫情急剧恶化，打压了需求前景。EIA数据显示，截至10月7日当周EIA原油库存增加50.1万桶。汽油库存减少143.5万桶。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 | 51440.0 | 0.98 | 1.00 | 4.66 | SHFE铜 | 156454 | 1383 | 0.89 | -11.54 | 33.20 |
| 铝 | 元/吨 | 14420.0 | 1.55 | 1.94 | 2.20 | SHFE铝 | 227938 | 4784 | 2.14 | -8.59 | -28.54 |
| 锌 | 元/吨 | 19265.0 | -0.23 | -0.10 | 7.33 | SHFE锌 | 49370 | 1423 | 2.97 | -33.58 | -26.53 |
| 铅 | 元/吨 | 14720.0 | -2.48 | -2.39 | -2.19 | SHFE铅 | 16804 | 0 | 0.00 | -35.68 | 6.38 |
| 镍 | 元/吨 | 115940.0 | 2.45 | 3.80 | 3.40 | SHFE镍 | 29165 | 0 | 0.00 | -12.11 | 33.34 |
| 锡 | 元/吨 | 147290.0 | 2.09 | 1.23 | 8.90 | SHFE锡 | 2952 | 0 | 0.00 | -24.71 | -35.52 |
| 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 | 6772.0 | 3.34 | 1.29 | 9.77 | LME铜 | 153925 | -8050 | -4.97 | 109.64 | -46.10 |
| 铝 | 美元/吨 | 1847.0 | 4.47 | 4.76 | 2.44 | LME铝 | 1416325 | -27950.00 | -1.94 | -7.22 | 46.25 |
| 锌 | 美元/吨 | 2427.0 | 4.30 | 1.00 | 6.68 | LME锌 | 217625 | 3075 | 1.43 | -0.98 | 246.54 |
| 铅 | 美元/吨 | 1819.0 | 2.68 | -0.44 | -5.41 | LME铅 | 132850 | -3550 | -2.60 | 7.81 | 92.68 |
| 镍 | 美元/吨 | 15175.0 | 5.25 | 4.87 | 7.93 | LME镍 | 236070 | -132 | -0.06 | -0.17 | 129.87 |
| 锡 | 美元/吨 | 18235.0 | 2.36 | 4.50 | 6.39 | LME锡 | 5390 | -160 | -2.88 | -1.73 | -18.89 |

| 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 | 1936.30 | 1.50 | 2.40 | 27.39 | 布伦特原油 | 美元/桶 | 42.85 | 2.37 | 7.34 | -29.38 |
| SHFE黄金（活跃合约） | 元/克 | 405.36 | -0.30 | -0.18 | 16.66 | 大商所铁矿石 | 元/吨 | 830.00 | 2.60 | -0.84 | 26.14 |
| COMEX白银（活跃合约） | 美元/盎司 | 25.30 | 5.29 | 8.40 | 41.34 | 上期所螺纹钢 | 元/吨 | 3612.00 | 1.46 | -1.45 | 6.02 |
| SHFE白银（活跃合约） | 元/千克 | 5111.00 | 0.63 | 0.69 | 14.96 | 动力煤 | 元/吨 | 615.40 | 0.16 | 5.23 | 8.80 |

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。