【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：杨柳
执业证号：S0100517050002
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09月28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：连续开展14天逆回购的起因和影响
- 策略研究：下跌的时候多展望正面，市场已运行至区间下沿
- 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	**核心观点：下跌的时候多展望正面，市场已运行至区间下沿** （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。（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，市场情绪接近区间下沿。（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

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	顺周期板块确定性更高，均衡配置进一步扩散： （1）本周三MLF超额续作给市场带来一定宽松预期，但中美争端带来的不确定性预计仍会压制科技板块表现，并阶段性促使资金进一步向顺周期板块增配。 （2）顺周期板块配置继续扩散，相对估值更低的大金融开始获得青睐。 （3）行情上可以更乐观一些，近期顺周期板块确定性更高，科技板块远期基本面更优，逢低加仓。
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（%）
上证综指	3219.42	-3.56	-3.31	8.05	16.13	10.82
深圳成指	12814.17	-3.25	-4.57	8.47	26.75	35.65
标普500	3298.46	-0.63	-5.18	9.62	29.79	12.18
道琼斯工业指数	27173.96	-1.75	-4.09	8.63	25.59	2.26
纳斯达克指数	10913.56	1.11	-6.44	11.85	45.47	37.99
德国DAX	12469.20	-4.93	-5.47	3.14	29.45	1.67
日经225	23204.62	-0.67	-0.37	3.08	19.68	6.03
MSCI全球	555.21	-2.08	-4.93	7.64	27.17	7.61

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	3.10	-0.04	0.07	3.10	0.49	-0.05
美国10年期国债收益率	0.67	-0.03	-0.02	0.03	-0.05	-1.01
德国10年期国债收益率	-0.54	-0.03	-0.02	-0.05	-0.10	0.03
法国10年期国债收益率	-0.23	-0.01	-0.04	-0.11	-0.17	0.04
英国10年期国债收益率	0.00	-0.22	-0.32	-0.24	-0.38	-0.51

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	94.5871	1.70	1.82	-2.99	-3.80	-1.55
CRB综合现货指数	402.48	-0.02	0.03	0.12	0.08	0.04
CRB食品现货指数	335.6	-0.03	0.05	0.16	0.07	0.04
CRB油脂现货指数	376.35	-0.03	0.00	0.13	0.14	0.04
CRB金属现货指数	408.4	0.01	0.10	0.35	0.03	0.09
CRB工业原料现货指数	765.9	-0.03	0.03	0.11	0.16	0.06
CRB纺织品现货指数	456.2	-0.01	0.02	0.09	0.09	0.04

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：连续开展14天逆回购的起因和影响

1. **近期央行大规模开展14天逆回购，资金较为宽松。**8月超储率大约在1.0%-1.1%左右，处于历史较低位置。9月下半月以来，央行多次开展14天逆回购操作，截至9月25日累计投放了5600亿元。与往年对比，今年9月下半月央行通过14天逆回购投放的数量和频率明显较高。反映银行间流动性的DR001和DR007中枢值均有所下降，资金面较为宽松。需关注节后央行如何对冲到期流动性。

2. **M2和社融增速剪刀差是国债利率领先指标，预计四季度二者剪刀差收窄。**M2反映银行体系资金供给，社融反映实体经济资金需求，二者增速剪刀差与利率走势方向一致。四季度来看，随着国债发行缩量，且房地产融资有所收紧，社融增速将回落至13%以下，全年净增32万亿元左右。另一方面，随着金融去杠杆边际弱化，非银贷款继续压缩空间有限，且四季度财政开支力度有望上升，M2增速继续大幅回落的可能性有限。

3. **欧美疫情再度反弹，或再度对债市产生影响。**9月以来，可以看到欧美疫情有反弹趋势，欧洲日均新增确诊病例从2万例反弹至6万例，美国从3万例反弹至5万例。根据医学专家预测，随着气候转凉秋冬季北半球可能迎来第二波疫情，欧美有再度封锁经济的可能，这会对全球经济复苏进程造成冲击。

民生证券股份 业务资格
请务必阅读最后 免责声明
民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观：连续开展14天逆回购的起因和影响

图 9月下半月以来央行公开市场投放量较高

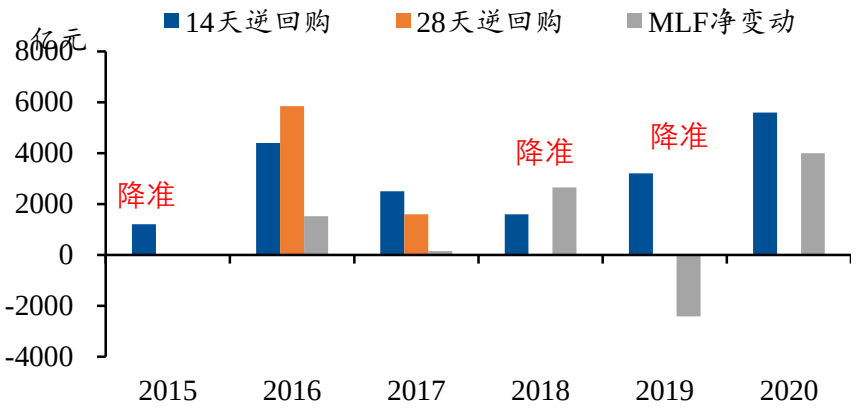


图 9月份超储率预计回升至1.5%-1.6%

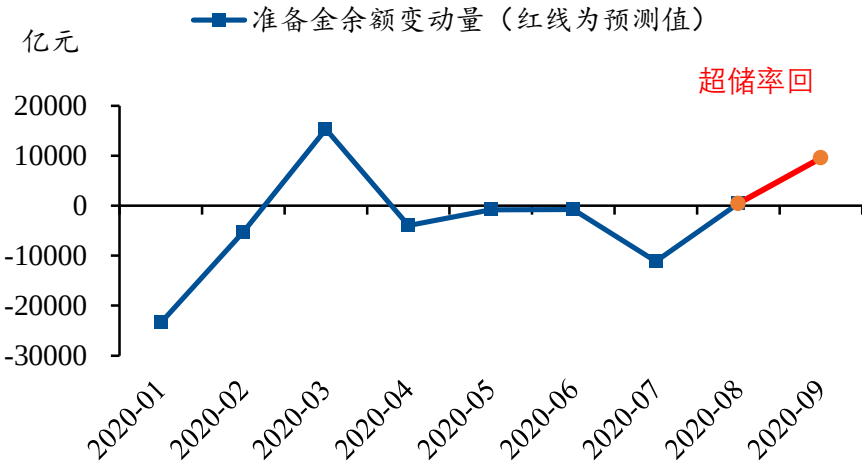


图 DR007回落至政策利率以下

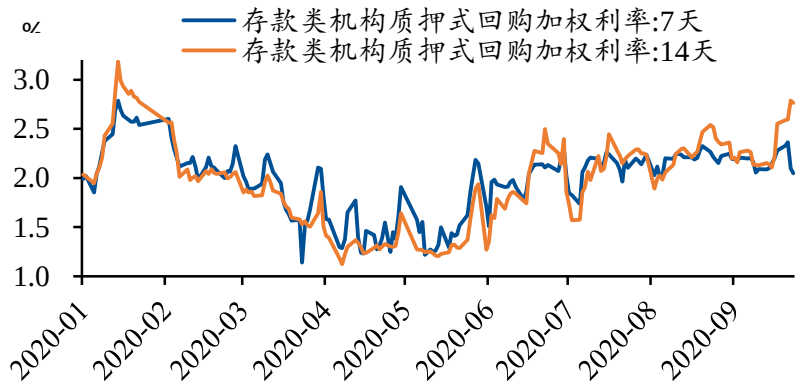
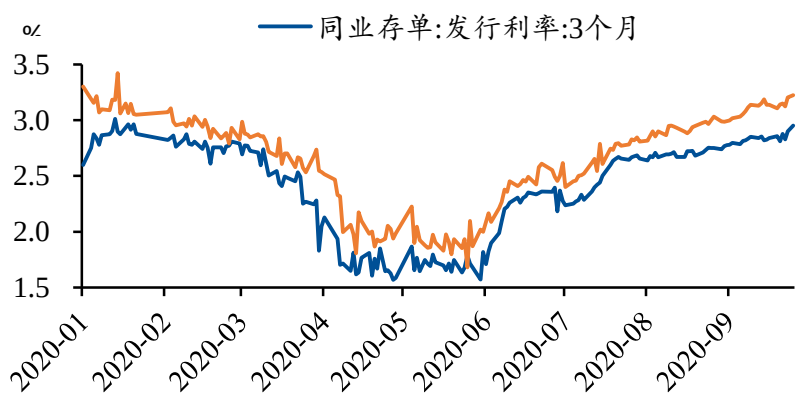


图 同业存单发行利率处于较高位置



资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份 业务资格
请务必阅读最后 免责声明
民生证券 MINSHENG SECURITIES

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

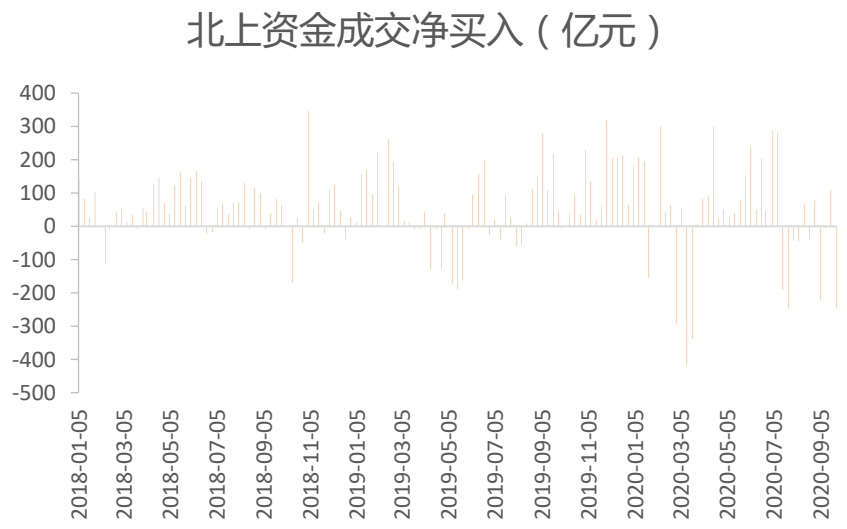
策略：下跌的时候多展望正面，市场已运行至区间下沿

- **核心观点：下跌的时候多展望正面，市场已运行至区间下沿**
- **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。**即使是本轮美股调整，争议的核心点也是在于疫情和财政刺激对基本面和流动性的影响。国内方面，九月份经济大概率仍将不错，中观上，地产和基建产业链主要化工品大部分处于去库状态，华东地区水泥价格上行，重卡、工程机械大概率继续同比上行；制造业里空调排产同比环比改善明显，汽车经销商库存系数同比环比双下降；服务业从PMI数据来看也正在成为经济的复苏动能之一。流动性方面，资金端央行投放加大，信用端增速持续高位并未出现明显收紧迹象。
- **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，市场情绪接近区间下沿。**首先对于疫情问题，已经不是影响市场的核心变量，疫苗的出现只是时间问题而非会不会的问题，目前候选疫苗已经有望在四季度公布三阶段结果。美股风险则更多是流动性预期落空，而基本面不确定性仍存的问题，但国内货币政策早于海外开始正常化，A股7月以来的调整已经充分反映流动性收紧的预期。最后，A股半导体和消费电子板块前期回调已经非常充分，估值也早已回到合理区间，这证明市场对于潜在的中美科技摩擦也已经充分计价。
- **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。**以2019年4月为例，一个外资系统性流出会表现为主要板块的全面流出。7月中旬以来，外资在食品饮料和大金融板块明显流出，电子、医药基本持平，但同时汽车、轻工、机械、化工、建材明显流入，因此本轮调整中外资更可能进行了配置上的结构性切换，总量上的净流出更多是因为短线资金风险偏好变化导致的波动。

策略：下跌的时候多展望正面，市场已运行至区间下沿

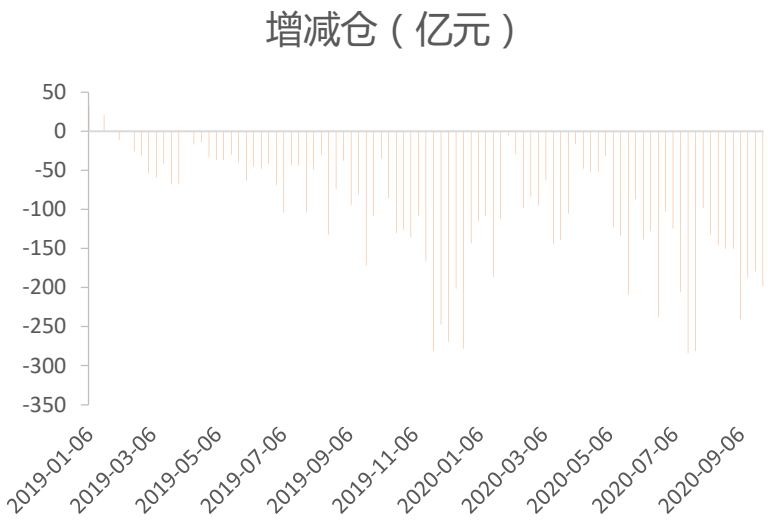
- 本周北上资金净流出247.1亿元。加仓规模较高的个股有紫金矿业、中国中免、三棵树、立讯精密、顺鑫农业等，减仓规模较高的个股有贵州茅台、沃森生物、五粮液、长春高新、招商银行等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有药明康德、绝味食品、澜起科技、益丰药房、普利制药等。

图北上资金本周净流出247.10亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告产业资本减持约197.85亿元



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**。本周国内基本金属全部下跌，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别下跌1.83%，3.36%，4.67%，2.49%，2.41%和0.91%。铜：8月铜精矿环比下跌11.6%，8月规模以上工业企业利润同增19.1%，下游铜管、铜杆、线缆需求环比变化不大，铜板带箔、漆包线开工率较高，国内下游需求恢复放缓，短期铜价震荡。铝：本周铝下游企业开工环比下跌0.2pct至78.1%，铝板带箔订单旺季增长，铝型材、线缆开工率下降，节前预计开工平淡，继续节后需求回升，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**本周本周贵金属价格全部下跌。COMEX黄金下跌4.98%，伦敦金下跌4.67%，SHFE黄金下跌3.4%；COMEX白银下跌15.28%，伦敦银下跌16.37%，SHFE银下跌13.90%。伦敦钯下跌10.44%，伦敦铂下跌5.04%。疫情反弹+美国财政刺激难产，全球风险资产下行，美元指数上行，贵金属下跌。短期黄金超调明显，有反弹需求，但短期缺乏持续上行动力，维持震荡。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，欧佩克建议延长补偿减产提振国际油价，将向欧佩克与非欧佩克产油国部长级会议建议把将于9月份到期的补偿减产机制延长至今年12月底，但海湾国家难以实现收支平衡，面临债务风险，增加供应意愿较强。需求端，全球疫情出现反弹，短期原油需求不容乐观，EIA报告显示除却战略储备的商业原油库存减少163.9万桶至4.944亿桶，减少0.3%。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	51040.0	-1.83	-1.81	3.85	SHFE铜	170464	-22883	-11.84	-1.05	20.57
铝	元/吨	13790.0	-3.36	-3.09	1.47	SHFE铝	230017	-18974	-7.62	-6.84	-31.96
锌	元/吨	18975.0	-4.67	-4.19	-9.32	SHFE锌	51809	-10686	-17.10	-33.26	-34.74
铅	元/吨	16900.0	-2.49	-5.83	-6.37	SHFE铅	15921	-13199	-45.33	-50.87	-22.71
镍	元/吨	136900.0	-2.41	-6.29	55.44	SHFE镍	30460	-1308	-4.12	-10.83	37.39
锡	元/吨	136150.0	-0.91	-2.86	-5.09	SHFE锡	3488	-359	-9.33	-2.68	-28.89
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	5803.0	-3.82	-1.83	-1.84	LME铜	73625	-5275	-6.69	-19.99	-72.92
铝	美元/吨	1722.0	-1.70	-2.00	-7.07	LME铝	1477175	-27000.00	-1.80	-5.51	62.22
锌	美元/吨	2423.0	-6.44	-5.62	-1.26	LME锌	220350	825	0.38	-1.67	268.32
铅	美元/吨	2177.0	-3.92	-6.91	8.28	LME铅	135300	-750	-0.55	7.98	92.46
镍	美元/吨	17525.0	-3.38	-6.01	64.63	LME镍	236952	426	0.18	-0.78	50.69
锡	美元/吨	16640.0	-5.96	-4.16	-14.49	LME锡	5505	-40	-0.72	5.56	-15.18

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	1864.30	-4.98	-5.55	22.65	布伦特原油	美元/桶	60.51	43.12	31.72	-1.10
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	401.06	-3.40	-5.11	15.42	大商所铁矿石	元/吨	658.00	-14.82	-20.96	2.41
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	22.99	-15.28	-19.15	28.41	上期所螺纹钢	元/吨	3397.00	-3.96	-9.03	-1.16
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4987.00	-13.90	-19.76	12.17	动力煤	元/吨	567.40	-4.93	-1.18	-0.11

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。
- 杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于 A 股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。
- 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。