【民生研究】大类资产配置周报

民生守正 在出新勤

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21日

本周大类资产观点汇总

- **宏观经济：内生复苏来了：民间投资和消费开始发力**
- **策略研究：顺周期板块确定性更高，均衡配置进一步扩散**
- **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	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

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	珍惜每一次回调的机会，周期为盾科技为矛。 （1）8月社融超预期主要受债券发行放量影响，但很可能9月就是拐点，相比之下人民币贷款仍有望在年底创新高，流动性趋缓基本面向好是接下来的宏观主旋律。 （2）本周市场整体回调明显，但公募基金和北向资金在科技和顺周期板块均逆势加仓。 （3）珍惜每一次回调机会，本轮行情的主线仍将是基本面中长期逻辑最顺的科技板块，顺周期板块也是一个不错的方向。
大宗商品	**贵金属**	**短期震荡上行，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

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	3338.09	2.38	-2.06	12.48	21.58	11.82
399001.SZ	深圳成指	13245.09	2.33	-1.75	13.52	30.49	35.00
SPX.GI	标普500	3319.47	-0.64	-1.64	7.16	44.02	11.89
DJI.GI	道琼斯工业指数	27657.42	-0.03	-0.13	6.90	44.24	3.17
IXIC.GI	纳斯达克指数	10793.28	-0.56	-3.17	8.52	56.89	35.02
GDAXI.GI	德国DAX	13116.25	-0.66	1.07	6.37	46.90	6.57
N225.GI	日经225	23360.30	-0.20	1.08	3.92	41.13	5.71
892400	MSCI全球	567.02	0.19	-0.86	7.63	42.78	8.69

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	3.15	0.05	0.18	0.22	0.43	0.04
美国10年期国债收益率	0.69	0.02	0.02	-0.01	-0.23	-1.03
德国10年期国债收益率	-0.49	-0.01	-0.01	-0.06	-0.21	0.11
法国10年期国债收益率	-0.23	-0.04	-0.07	-0.14	-0.35	0.06
英国10年期国债收益率	0.00	-0.24	-0.28	-0.27	-0.58	-0.55

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	93.0081	-0.26	-0.02	-4.79	-9.16	-3.19
CRB综合现货指数	408.32	0.01	0.06	0.12	0.10	0.05
CRB食品现货指数	343.3	0.02	0.10	0.16	0.08	0.06
CRB油脂现货指数	384.43	0.01	0.03	0.12	0.13	0.06
CRB金属现货指数	405.96	0.01	0.11	0.32	0.05	0.09
CRB工业原料现货指数	784.45	0.00	0.05	0.14	0.21	0.09
CRB纺织品现货指数	460.17	0.00	0.03	0.10	0.10	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：内生复苏来了：民间投资和消费开始发力

1. **工业仍处于强修复过程中。**此前，不少市场人士认为，工业修复力度已经边际减弱。8月数据表明，工业仍处于强修复过程中，这是最大的预期差所在。工业能够实现持续强修复，源于内需和出口都在不断改善，体现了生产和需求协调复苏的巨大力量。

2. **继生产性服务业后，生活性服务业也不断回暖。**疫情初步控制住后，服务业中最早复苏的是以交通运输、电信等行业为代表的生产性服务业，8月数据显示，以住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业为代表的生活性服务业也不断回暖。

3. **9月单月GDP增速有望达到5%。**根据我们构建的月度GDP指数，对工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和后，测得8月单月GDP增速为4.5%，比上月回升0.6个百分点。若工业和服务业延续复苏态势，预计9月单月GDP增速有望达到5%左右。

4. **投资端最重要的变化是民间投资当月增速转正。**8月民间投资隐含的当月增速为13.6%，不仅是疫情以来首次转正，也是2019年以来首次转正。这表明市场主体投资意愿增强，经济复苏内生动能增强。

5. **消费终于出现了加速复苏迹象。**8月社会消费品零售总额实现正增长，但比这更重要的是，8月社零环比增速出现明显加快。这显示出，在全国疫情得到较好控制的情况下，消费终于出现了加速复苏迹象。

宏观：内生复苏来了：民间投资和消费开始发力

图 工业增加值环比增速连续6个月高于去年同期

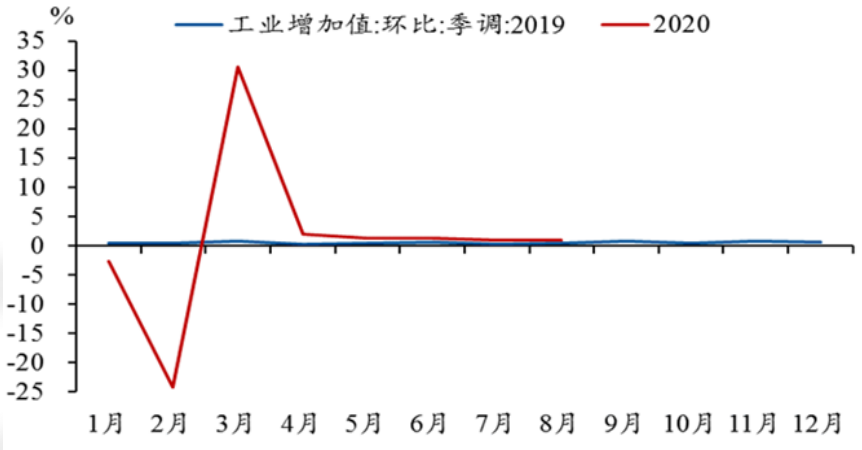


图 8月单月GDP回升到4.5%左右

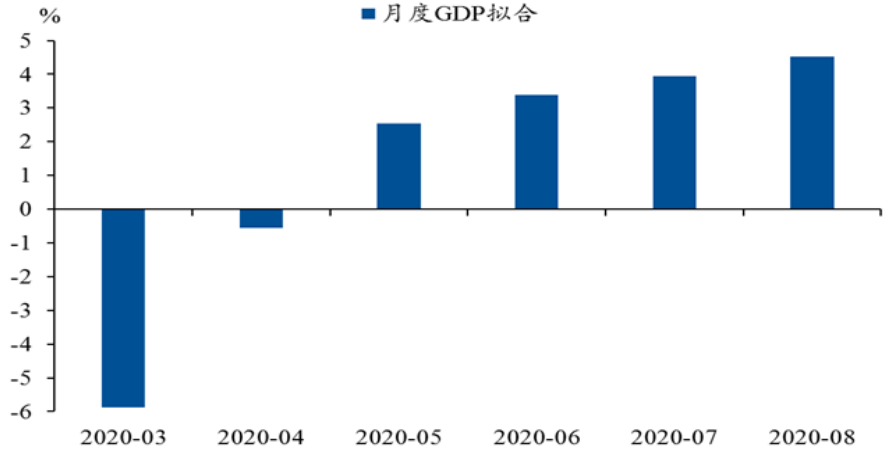


图 社会消费品零售总额环比增速明显加快

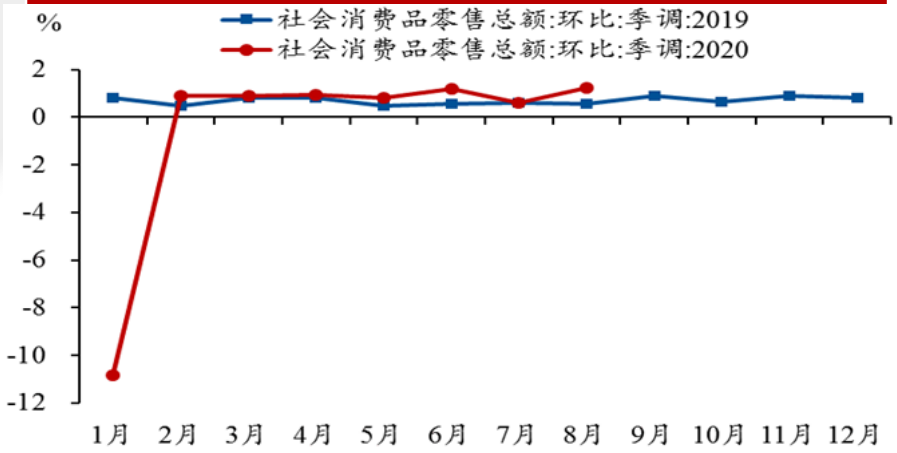
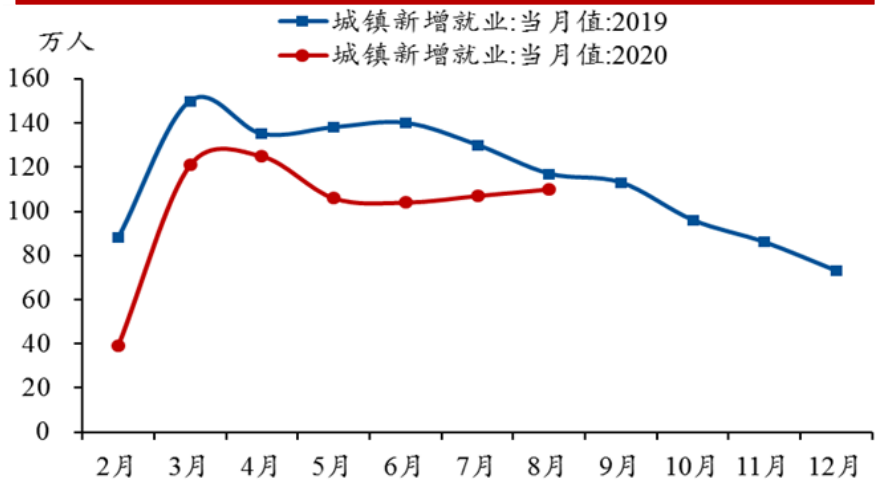


图 8月单月城镇新增就业人数已接近去年同期水平



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

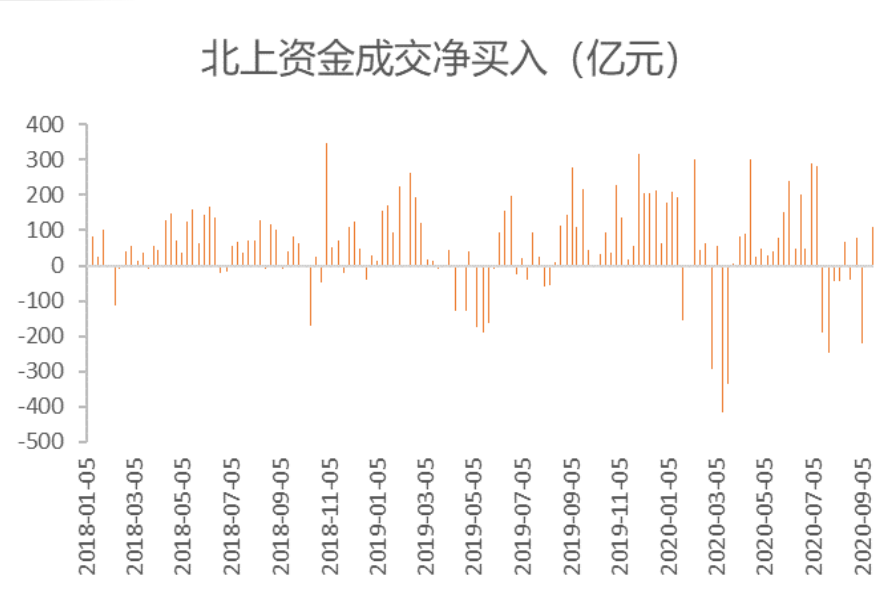
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

策略：顺周期板块确定性更高，均衡配置进一步扩散

- **核心观点：顺周期板块确定性更高，均衡配置进一步扩散**
- **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。**本周三央行开展了6000亿元MLF操作，对于稳定资金面预期具有积极意义，在此带动下以一年期存单利率为代表的资金利率开始高位回调。但需要注意的是这并不代表流动性再次走向宽松，近期临进季末和长假，如果央行后续投放不足，资金面也仍将面临新的挑战。周五晚关于美国将在9月20日起执行对TikTok和微信的禁令引发美股盘中一度走低，科技股龙头继续回调，近期中美争端带来的不确定性预计仍会压制科技板块表现。
- **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。**本周机构资金对顺周期板块配置进一步扩散，科技消费部分减仓，大金融板块明显获得增配。其中北向资金继续小幅减持电子、食品饮料，但明显加配了医药，顺周期板块中明显加配地产、保险、银行，建材、小幅加仓中游制造。公募基金小幅减持科技消费，明显加配汽车、化工、非银、地产。板块内结构上，估值相对更低的地产、保险、银行开始获得青睐。
- **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。**从板块结构来看，机构资金在加仓顺周期时，对科技、医药、消费板块的配置并未出现大幅流出，甚至如医药还获得了逆势加仓，这体现的是资金，尤其是外资对A股的整体增配。从行业配置上来看，机构资金配置上更为均衡健康，科技、医药板块前期回调已经较为充分，部分行业估值重新回到合理区间。这些是目前市场相比7月初最为明显不同，因此行情上可以更乐观一些。

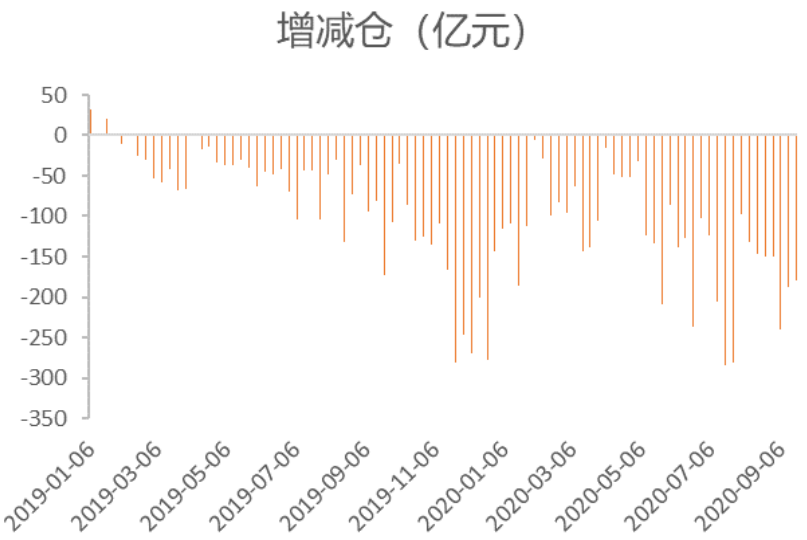
- 本周北上资金净流入108.32亿元。加仓规模较高的个股有长春高新、万科A、比亚迪、宁德时代、中国平安、平安银行等，减仓规模较高的个股有贵州茅台、美的集团、伊利股份、京东方A、TCL科技、歌尔股份等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有药明康德、宁波银行、澜起科技、世纪华通、宇信科技等。

图 北上资金本周净流出108.32亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约179.38亿元



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线上涨，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别上涨1.36%，1.60%，4.90%，1.91%，0.66%和0.76%。铜：TC价格维持在48美元/吨，铜精矿紧张态势不改，智利仍存疫情和劳工谈判影响；9月铜消费旺季不旺，但贸易商开始节前备货，看好10月下游需求逐步恢复，短期铜价震荡。铝：云南宏泰一期产能开始投产，供给压力仍存，社会库存降至74万吨，关注节前备货需求，铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属价格多数上涨。COMEX黄金上涨0.47%，伦敦现货黄金上涨0.18%，SHFE黄金下跌0.82%。COMEX白银上涨0.36%，伦敦现货银上涨0.69%，SHFE银下跌1.27%。伦敦现货钯上涨1.83%，伦敦现货铂上涨1.18%。。美联储9月会议纪要未超出市场预期，重申就业目标和2%平均通胀目标，上周初请失业金人数88万人，黄金短期缺乏上行动能，短期震荡。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，以沙特为首的主要产油国通过各种方式力保油价，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。需求端，全球原油库存降幅超预期的担忧支撑油价，但原油需求停滞不前仍是阻碍油价上涨的主要障碍。EIA数据显示，截至9月11日当周EIA原油库存减少438.90万桶。汽油库存减少38.10万桶。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。

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

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	52320.0	1.36	0.65	6.45	SHFE铜	193347	16552	9.36	12.38	27.04
铝	元/吨	14640.0	1.60	0.69	3.76	SHFE铝	248991	-2275	-0.91	2.02	-27.37
锌	元/吨	20215.0	4.90	1.56	12.62	SHFE锌	62495	4042	6.91	-18.32	-18.44
铅	元/吨	15210.0	1.91	-2.53	1.06	SHFE铅	29120	2166	8.04	-14.16	22.14
镍	元/吨	116710.0	0.66	-3.74	4.08	SHFE镍	31768	-1133	-3.44	-7.97	49.95
锡	元/吨	143750.0	0.76	-1.03	6.28	SHFE锡	3847	-357	-8.49	6.86	-24.30
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	6850.0	1.65	2.64	11.04	LME铜	78900	3350	4.43	-25.72	-72.87
铝	美元/吨	1795.5	1.15	-0.14	-0.42	LME铝	1504175	-16475.00	-1.08	-5.10	67.00
锌	美元/吨	2547.5	3.10	1.25	11.98	LME锌	219525	-175	-0.08	-3.04	242.87
铅	美元/吨	1914.5	1.32	-3.04	-0.44	LME铅	136050	4825	3.68	11.08	82.19
镍	美元/吨	14855.0	-1.58	-3.04	5.65	LME镍	236526	-612	-0.26	-0.86	49.92
锡	美元/吨	18100.0	-0.01	1.83	5.60	LME锡	5545	5	0.09	4.92	-15.67

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	1957.10	0.47	-0.85	28.76	布伦特原油	美元/桶	43.15	6.07	-2.51	-32.31
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	416.92	-0.82	-1.36	19.98	大商所铁矿石	元/吨	803.00	-2.96	-4.58	26.46
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	26.96	0.36	-5.19	50.59	上期所螺纹钢	元/吨	3596.00	0.11	-4.94	6.14
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5887.00	-1.27	-5.28	32.41	动力煤	元/吨	595.60	-0.37	5.64	3.33

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。