【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14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：社融数据超预期，预期差有三个来源**
- **策略研究：珍惜每一次回调的机会，周期为盾科技为矛**
- **大宗商品：主要品种短期震荡向上**

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	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** **基本金属** **原油**	**短期震荡上行，中期震荡上行，长期上行** **短期震荡上行，中期震荡上行，长期震荡上行** **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	本周市场震荡加剧的主要原因是交易层面抱团风险的释放，有利于股市更加健康的上涨。 （1）从基本面和流动性来看，权益资产未见系统性风险出现。 （2）抱团板块下跌的根本原因是过高的估值，风险释放后有利于股市更加健康的上涨。 （3）短期金融、基建等顺周期板块更优，中长期科技股仍将是主线。
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，长期利空**

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	3260.35	-2.83	-1.78	11.67	12.92	9.48
399001.SZ	深圳成指	12942.95	-5.23	-2.75	15.03	19.50	33.12
SPX.GI	标普500	3340.97	-2.51	-1.16	9.85	23.24	11.15
DJI.GI	道琼斯工业指数	27665.64	-1.66	-1.11	8.05	19.32	2.05
IXIC.GI	纳斯达克指数	10853.55	-4.06	-1.44	13.19	37.82	32.59
GDAXI.GI	德国DAX	13202.84	2.80	1.10	10.49	43.01	6.71
N225.GI	日经225	23406.49	0.87	2.46	4.94	34.28	6.39
892400	MSCI全球	565.96	-1.24	-0.89	9.56	25.47	7.53

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	-0.02	0.12	0.31	0.43	-0.00
美国10年期国债收益率	0.68	-0.04	0.04	-0.03	-0.26	-1.16
德国10年期国债收益率	-0.48	0.01	0.05	-0.08	0.16	0.01
法国10年期国债收益率	-0.14	0.04	0.06	-0.10	-0.13	0.06
英国10年期国债收益率	0.00	-0.30	-0.25	-0.30	-0.48	-0.70

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	93.2511	0.46	-0.19	-3.97	-5.32	-2.94
CRB综合现货指数	399.23	0.00	0.05	0.09	0.05	0.04
CRB食品现货指数	328.32	0.01	0.09	0.09	0.05	0.05
CRB油脂现货指数	376.61	-0.01	0.03	0.07	0.10	0.03
CRB金属现货指数	388.4	0.03	0.10	0.20	0.01	0.07
CRB工业原料现货指数	773.91	-0.01	0.05	0.13	0.12	0.07
CRB纺织品现货指数	456.85	0.00	0.03	0.09	0.05	0.03

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：社融数据超预期，预期差有三个来源

1. **社融数据超预期，预期差有三个来源。**第一，也是很多人指出的，8月政府债券融资，对社融有非常大的贡献，不过这个从某种意义上是既定事实。第二，未贴现汇票，今年3月以来，都是正贡献（只有4月除外）。第三，社融中贷款比全口径贷款高，也构成正贡献，社融中贷款是对实体经济的贷款，从这一点看，对实体经济贷款力度更大。第二点和第三点合起来看，基本上就清楚了，贷款规模控制得比较好，贷款增速严格控制在13%左右，但对实体经济信贷支持力度更大了。这应该是真正的预期差所在。

2. **居民和企业的资金从股市回流。**8月新增居民存款3973亿元，新增企业存款7491亿元，而7月这两个数据均为负增长。8月新增非银金融机构存款-2612亿元，而7月这一数据为大幅正增长。从这种变化可以看出，由于8月股市行情不如7月，居民和企业的资金从股市部分流出。根据股市流动性指标来看，8月融资融券余额、换手率、成交量相比7月均值有一定程度下滑，当前股市热度相比7月有所降温。

3. **宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束。**宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束。今年疫情以来，信用较为宽松，非金融企业部门快速加杠杆，导致实体部门杠杆率大幅上升，半年之间从245.4%上升至266.4%，创历史新高。另一方面银行大量对中小微企业放贷，使其累积一定坏账风险。在此背景下未来货币政策将受到一定制约。另一方面，今年5月以来多个城市房价重新出现上涨，房地产市场资产泡沫有所累积，这些也使货币进一步宽松的必要性在降低。

宏观：8月资金从股市部分流出

图 8月份居民和企业中长期贷款放量

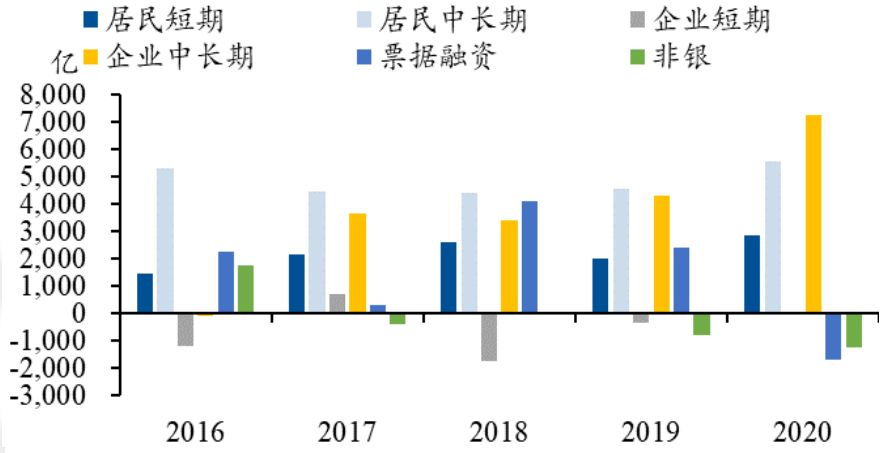


图 8月份非标融资压降规模减少

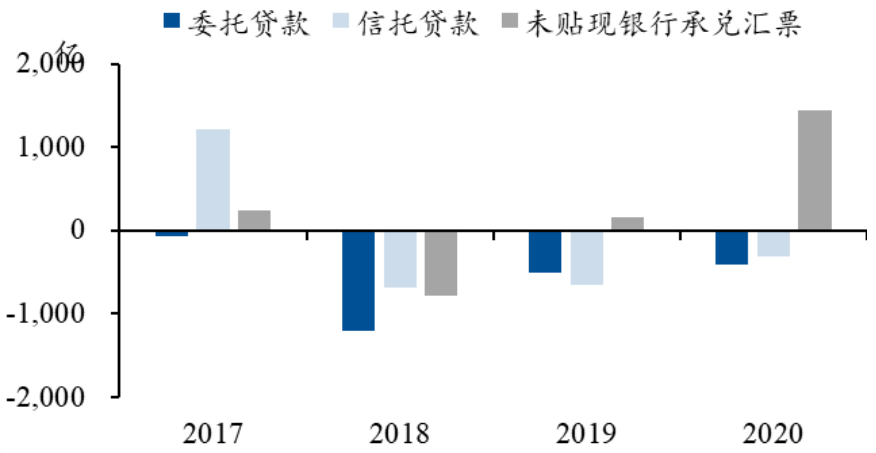


图 8月份政府债券融资拉动社融高增长

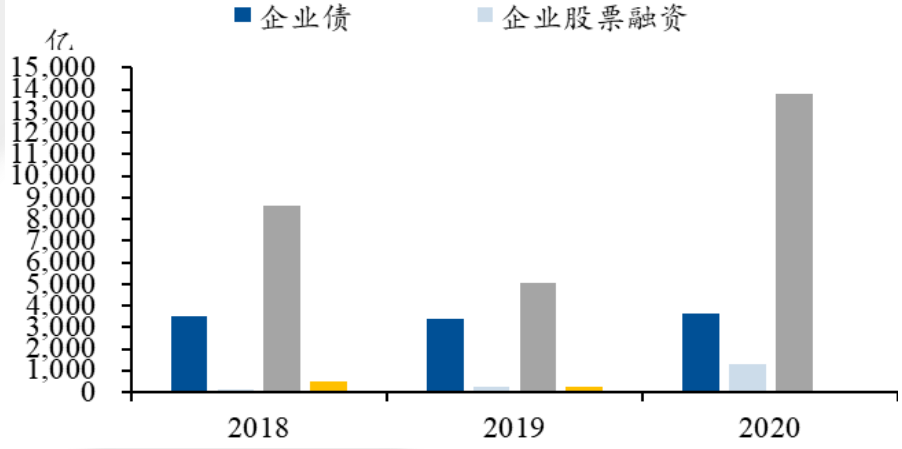
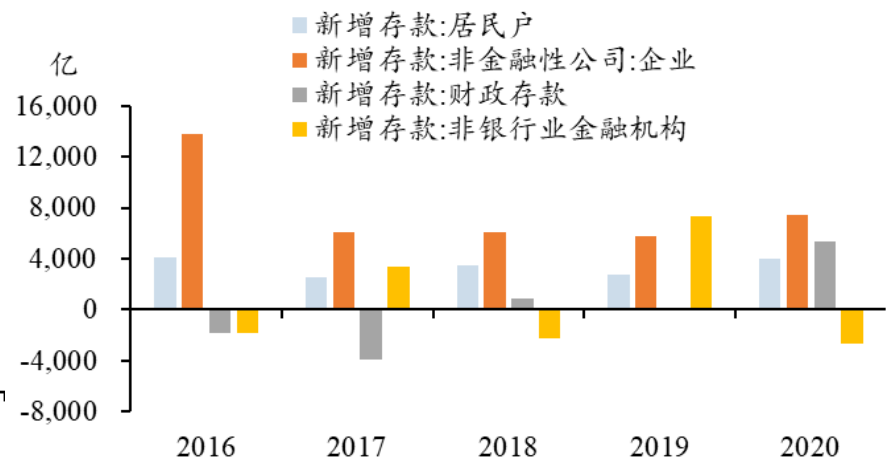


图 8月非银金融存款负增长，资金从股市部分流出



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

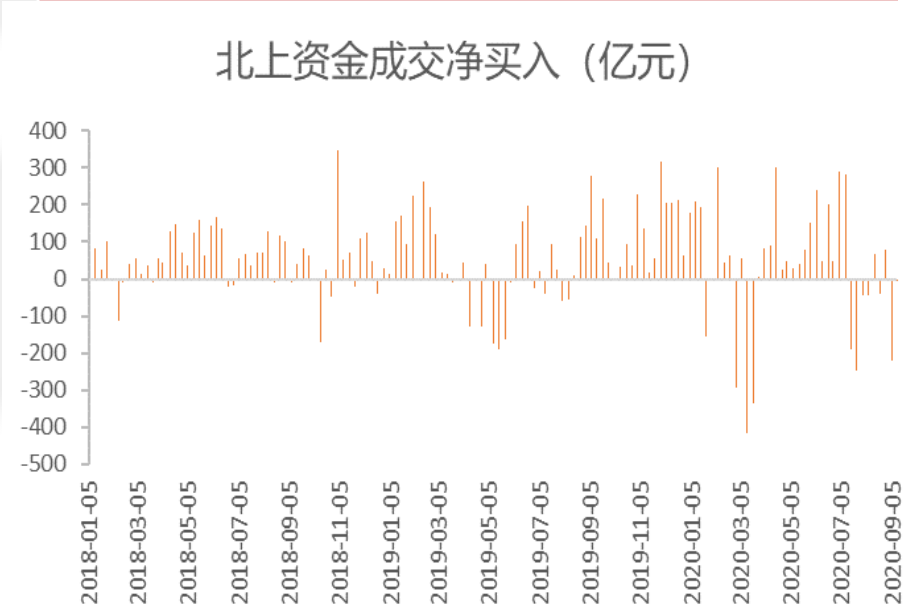
策略：珍惜每一次回调的机会，周期为盾科技为矛

- **核心观点：珍惜每一次回调的机会，周期为盾科技为矛**
- **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。**8月份社融大超预期的主要原因是债券发行的影响，特别是7月份特别国债，8月份地方债大规模发行，这一点我们在周度流动性报告中已经一直提示。前8月的新增社融规模相当于完成了全年目标的86%，剩下四个月平均每月还有1万亿远的空间，按此计算很可能9月份就是增速拐点。相比之下人民币贷款到年底每月还有1.4万元的空间，按此测算年底预计会达到13.44%的年内最高水平，因此融资端整体上对经济的支持力度仍然是存在的，只是结构上有所变化。
- **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。**公募基金在本周明显加仓了电子、医药、食品饮料，顺周期板块里主要加仓了电新、汽车和非银，相比之下北向资金比较谨慎，加仓了医药、电子，顺周期板块里主要加仓了化工。整体上看，机构投资者配置上体现了这样一种思路，即主线仍是科技消费，当热门板块较为拥挤，估值偏高时，或者在主线板块中逢低加仓，或者向顺周期板块切换。
- **珍惜每一次回调机会，周期为盾科技为矛。**近期包括海外市场在内的权益资产回调，体现的主要是风险情绪释放的杀跌，并没有系统性风险的出现。展望后市，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，以中美关系为代表的风险因素终将缓慢落地。随着疫情对全球经济的约束趋缓，顺周期板块的配置价值不断提高，从确定性的角度来看，也是一个不错的配置方向。

策略：珍惜每一次回调的机会，周期为盾科技为矛

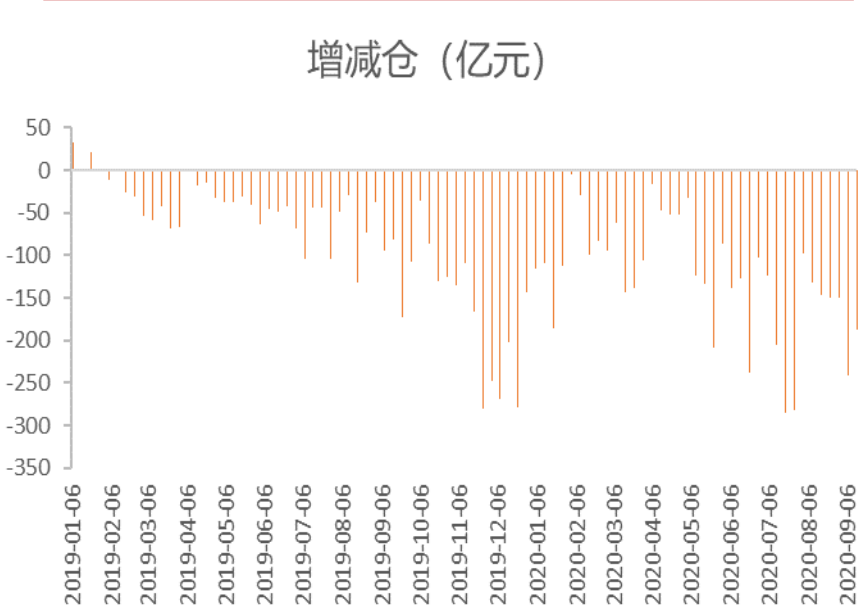
- 本周北上资金净流出5.83亿元。加仓规模较高的个股有牧原股份、五粮液、东方财富、长春高新、智飞生物等，减仓规模较高的个股有三一重工、京东方A、伊利股份、爱尔眼科、华泰证券、蓝思科技等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有宁波银行、交通银行、药明康德、北方华创、中微公司等。

图 北上资金本周净流出5.83亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约187.62亿元



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：主要品种短期震荡向上

- **基本金属：短期震荡向上。**本周国内基本金属除铜上涨0.54%其他金属均下跌，铝、锌、铅、镍和锡分别下跌0.35%、2.53%、3.38%、2.50%、2.57%。铜：8月社融增速上行至13.3%，看好经济持续修复； 8月铜板带箔企业开工率69.32%，同比回落0.14pct，环比上升4.33pct，其中铜箔因锂电订单回暖，开工较好；看好9月旺季环比继续改善，同时智利9月仍存疫情和劳工谈判影响，短期铜价震荡向上。铝：8月铝型材企业开工率在62.68%附近，环比7月微增。本周铝下游企业开工小幅增加0.3pct，铝板带箔订单恢复（汽车、电子），铝型材、线缆开工率持平，继续看好9月旺季需求回升，铝价短期震荡向上。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属价格多数上涨。COMEX黄金上涨0.71%，伦敦金上涨1.10%，SHFE黄金上涨0.43%。COMEX白银上涨0.8%，伦敦银上涨0.22%，SHFE银下跌1.24%。伦敦钯上涨0.48%，伦敦铂上涨2.88%。美国上周初请失业金人数88.4万人高于预期，贵金属上行。下周FOMC会议前瞻性指引即将公布，大概率仍将维持就业目标和平均通胀2%目标不变，黄金短期震荡上行。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，美国原油库存意外上升，因炼厂复产缓慢，贸易商增加离岸储存空间，沙特大幅下调售价，全球供过于求的局面将持续。需求端，因投资者预计，由于一些国家新冠肺炎病例上升，需求前景仍乌云密布。EIA数据显示，截至9月4日当周EIA原油库存增加203.3万桶。汽油库存减少295.4万桶。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	51680.0	0.54	-0.58	5.15	SHFE铜	176795	-78	-0.04	2.52	16.17
铝	元/吨	14235.0	-0.35	-2.10	0.89	SHFE铝	251266	1913	0.77	9.77	-26.70
锌	元/吨	19435.0	-2.53	-2.36	8.27	SHFE锌	58453	-15872	-21.35	-30.82	-23.72
铅	元/吨	15000.0	-3.38	-3.88	-0.33	SHFE铅	26954	827	3.17	-16.35	13.06
镍	元/吨	116150.0	-2.50	-4.20	3.59	SHFE镍	32901	-281	-0.85	-5.35	55.30
锡	元/吨	141980.0	-2.57	-2.25	4.98	SHFE锡	4204	283	7.22	21.01	-17.28
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	6715.0	0.07	0.61	8.85	LME铜	75550	-6900	-8.37	-34.06	-74.80
铝	美元/吨	1775.0	-0.64	-1.28	-1.55	LME铝	1520650	-17025.00	-1.11	-5.34	66.44
锌	美元/吨	2472.0	-0.44	-1.75	8.66	LME锌	219700	-350	-0.16	3.27	249.01
铅	美元/吨	1891.5	-4.08	-4.20	-1.64	LME铅	131225	7625	6.17	11.40	72.49
镍	美元/吨	15110.0	-1.20	-1.37	7.47	LME镍	237138	504	0.21	0.54	51.60
锡	美元/吨	17990.0	-1.42	1.21	4.96	LME锡	5540	230	4.33	33.17	-20.06

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	1948.10	0.71	-1.31	28.16	布伦特原油	美元/桶	39.83	0.13	-11.39	-32.66
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	418.34	0.43	-1.03	20.39	大商所铁矿石	元/吨	837.00	-0.83	-0.24	23.09
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	26.93	0.80	-5.29	50.42	上期所螺纹钢	元/吨	3647.00	-1.94	-4.00	2.76
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5910.00	-1.24	-4.91	32.93	动力煤	元/吨	589.20	0.68	3.73	0.17

资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师与研究助理简介

- 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。