【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07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：8月PMI超预期回落，主因是生产有所回落**
- **策略研究：抱团风险释放有利于股市更加健康的上涨**
- **大宗商品： 基本金属有望震荡上行**

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	本周市场震荡加剧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

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	8月经济数据进一步向好，继续向顺周期板块倾斜 （1）8月份BCI数据显示经济继续超预期向好，从中小企业角度，经济已经基本回升到疫情前水平。 （2）中下游制造业利润增长加快，上游累计利润降幅进一步收窄。多个行业上游利润增速在加速复苏。 （3）流动性收紧，盈利回升的宏观组合下，继续向顺周期板块倾斜。后续板块和行业的配置切换会继续是市场的主要特征。
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（%）	年初至今表现（%）
000001.SH	上证综指	3355.37	-1.42	-0.66	14.49	10.57	34.54
399001.SZ	深圳成指	13656.66	-1.41	-2.18	22.15	17.90	88.63
SPX.GI	标普500	3426.96	-2.31	2.98	7.30	15.29	36.70
DJI.GI	道琼斯工业指数	28133.31	-1.82	3.43	3.77	8.77	20.60
IXIC.GI	纳斯达克指数	11313.14	-3.27	2.86	15.27	31.92	70.50
GDAXI.GI	德国DAX	12842.66	-1.46	1.44	-0.04	11.27	21.63
N225.GI	日经225	23205.43	1.41	3.07	1.49	11.83	15.94
892400	MSCI全球	573.04	-2.28	1.58	6.32	11.30	25.76

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	92.8208	0.58	-0.02	-4.24	-3.43	-3.39
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

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

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：8月PMI超预期回落，主因是生产有所回落

1. **产需进一步平衡，内外需求双双改善。**虽然8月PMI生产有所下滑，但仍旧处于近年来的高位。高频指标显示工业生产并不差。需求改善是最大亮点。新订单指数连续4个月上升，产需缺口进一步缩小；外需回升斜率放缓，但仍有两大因素支撑：双循环兼顾海外市场，稳外贸政策尚未到退出时候；海外经济复苏势头仍在，出口重心将从防疫物资逐渐转向低库存商品。需求改善是经济持续复苏的重要特征。

2. **出厂价格涨幅年内首次超过购进价格，企业信心向好。**前期原材料价格涨幅较高，但出厂价格涨幅一直相对较低。8月出厂价格涨幅年内首次超过原材料购进价格，有利于企业利润改善。需求向好和价差改善带动企业经营预期回升，同时体现在用工需求回升上。

3. **小型企业PMI显著走弱，成为隐忧。**近三个月来，财政支出政策似乎出现不对称作用，小型企业PMI连续下滑，8月降幅进一步走扩，与中大型企业出现显著分化。考虑到小型企业直接融资的难度更高，后续货币和财政政策的靶向性作用可能将更加突出。

4. **需求改善势头仍在，关注疫苗可能引发连锁反应。**海外政策相继出现变化，重点将逐渐转向解决需求不足的问题。中国和美国对于基建带动经济回升的决心均较为强烈，需求仍有支撑。美联储“平均通胀率目标”的目的是通过容许通胀高位运行来弥补前期通胀疲软的潜在经济损失。中美利差处于高位，提升人民币资产吸引力。疫苗从无到有可能引发投资风格快速转变。而且，信心提升可能会较为显著。

图 8月制造业PMI分项互有涨跌 出厂价格和信心改善位居前两位

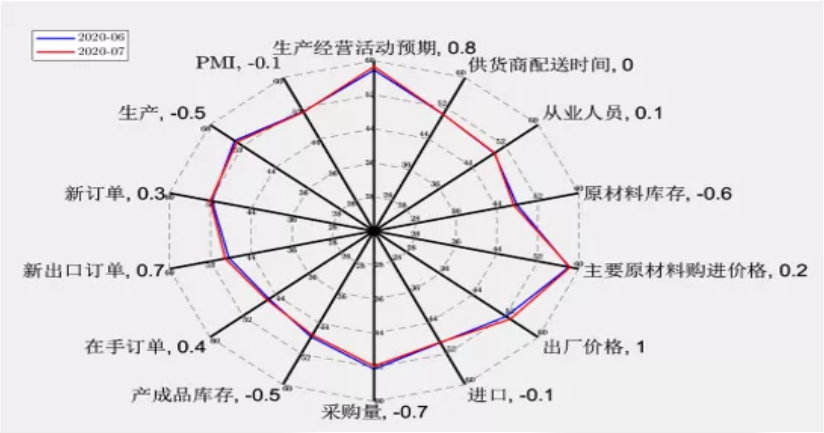


图 需求复苏势头仍在 强度不及2009年 库存见底仍需等待



图 PMI两大价格涨幅放缓 ，出厂价格涨幅年内首次超过购进价格

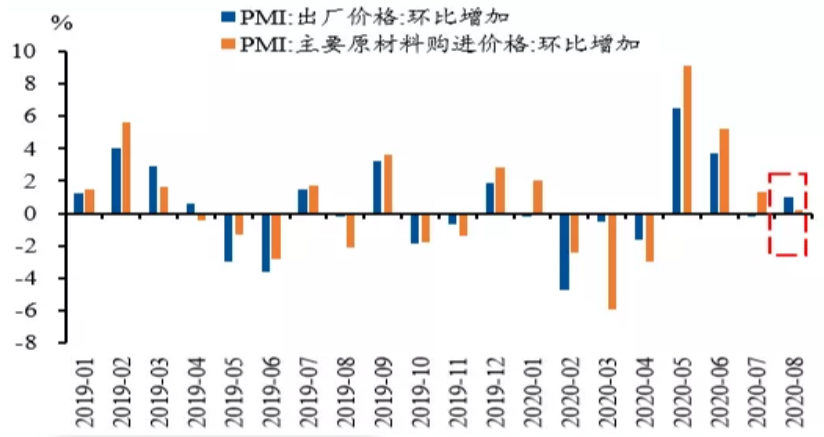
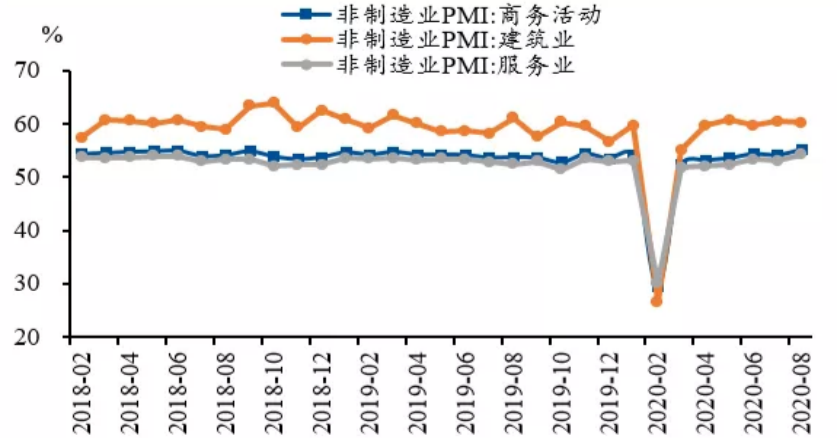


图 建筑业维持高景气，服务业推动非制造业PMI上升



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

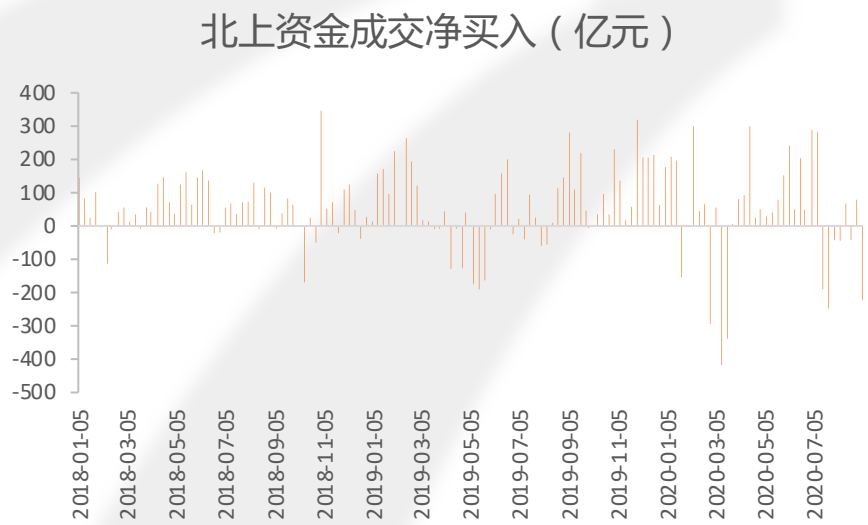
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

策略：抱团风险释放有利于股市更加健康的上涨

- **核心观点：本周市场震荡加剧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**
- **从基本面和流动性来看，权益资产未见系统性风险出现。**基本面方面，8月份BCI和PMI数据显示企业在工业品价格回升带动下进入了被动去库和利润加速改善的新阶段；流动性方面，资金端虽然仍然维持紧平衡，但信用环境未见进一步收紧，近几周信用债融资增速反而大幅回升，发行利率也有所回落。海外方面，虽然美国8月份失业数据超预期向好，但随即美联储主席鲍威尔接受采访表示，利率将在多年内维持低位。因此总体来看，权益资产还没有系统性风险出现，本周的震荡加剧更多是交易层面的波动。
- **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。**从周五的盘面上看，跌幅较大的个股集中在调味品、白酒等基金重仓方向，美股的下跌引发的风险偏好下降和外资流出是市场下行的直接导火索，但根本原因仍是本已高企的估值。抱团板块的调整实际上自6月份以来就已经开始发生，机构占比最低的电子在6月份开始震荡下行，次高的医药在7月份见顶，三大热门行业里目前仅剩下食品饮料未见明显调整。电子和医药部分板块经过前期调整，估值已经重新趋于合理，抱团风险的释放不仅不是利空，反而可以使股市更加健康的上涨。
- **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。**结合景气度、盈利预期和估值水平来看，目前以基建投资链、大金融板块、化工、造纸等为代表的的顺周期板块短期确定性更优。从历史来看，能够承载巨大资金量还能长期跑赢全市场的行业基本集中在消费、医药和科技板块。景气度上行，估值渐趋合理的科技板块中长期仍将是行情主线。

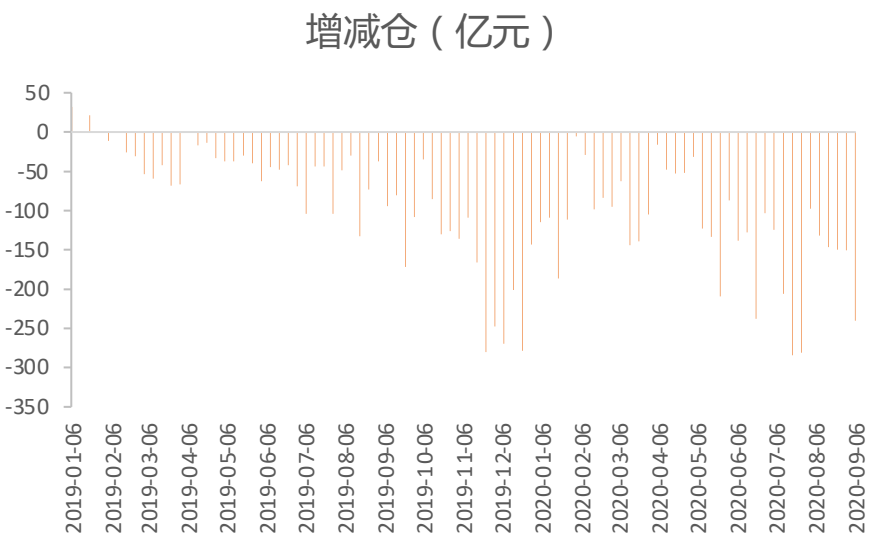
- 本周北上资金净流出222.62亿元。加仓规模较高的个股有伊利股份、顺丰控股、TCL科技、格力电器、国瓷材料等，减仓规模较高的个股有五粮液、药明康德、中国平安、温氏股份、美的集团、海螺水泥等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有美的集团、山西汾酒、桃李面包、蓝色光标等。

图北上资金本周净流出222.62亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告产业资本减持约240.48亿元



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： 基本金属有望震荡上行

·**基本金属：短期震荡向上。**铜：南美供给扰动减弱，8月份精铜制杆开工率为72.66%，环比减少3.50pct，同比减少2.79pct，看好9月旺季回升，短期铜价震荡向上。铝：本周铝下游企业开工小幅增加0.2个百分点，汽车、建筑、电子、包装等领域铝板带箔订单好转，铝型材及线缆持平，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。**美国8月非农137万人略低于预期，但失业率降至8.4%超出预期，黄金大幅波动。短期美元超调明显，有反弹需求，黄金震荡。黄金上行逻辑依然未被破坏：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。

·**原油：短期震荡。** 本周，美国WTI原油收盘报39.51美元/桶、周累计跌幅达7.4%，布伦特原油收盘报42.66美元/桶，累计下跌5.3%，均创6月以来最大周最低点。供给端，OPEC+产油国表示受疫情反弹影响，未能全面复工，未来几个月将会影响供应。需求端，全球多地区疫情反弹，市场需求还未复苏。供需未有明显改善，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	51650.0	-0.14	-0.63	5.09	SHFE铜	176873	6787	3.99	10.88	22.93
铝	元/吨	14270.0	-1.92	-1.86	1.13	SHFE铝	249353	-1684	-0.67	12.41	-31.11
锌	元/吨	19860.0	-0.25	-0.23	10.64	SHFE锌	74325	-685	-0.91	-15.87	3.14
铅	元/吨	15440.0	-1.50	-1.06	2.59	SHFE铅	26127	-1453	-5.27	-20.68	-15.93
镍	元/吨	119250.0	-0.14	-1.64	6.35	SHFE镍	33182	-192	-0.58	-3.02	31.35
锡	元/吨	146070.0	1.45	0.56	8.00	SHFE锡	3921	293	8.08	19.43	-22.75
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	6780.0	1.69	1.59	9.90	LME铜	82450	-6900	-7.72	-32.67	-74.13
铝	美元/吨	1792.0	-0.44	-0.33	-0.61	LME铝	1537675	-16700.00	-1.07	-6.11	67.33
锌	美元/吨	2507.5	-0.30	-0.34	10.22	LME锌	220050	100	0.05	17.31	230.41
铅	美元/吨	1978.0	0.28	0.18	2.86	LME铅	123600	-1825	-1.46	4.70	61.31
镍	美元/吨	15330.0	-0.24	0.07	9.03	LME镍	236634	-2340	-0.98	0.49	53.84
锡	美元/吨	18185.0	1.88	2.31	6.10	LME锡	5310	45	0.85	33.08	-23.82
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	1940.90	-1.72	-1.67	27.69	布伦特原油	美元/桶	42.66	-6.79	-4.54	-30.95
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	416.54	-0.72	-1.45	19.87	大商所铁矿石	元/吨	850.00	0.41	-5.13	35.14
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	27.12	-1.79	-4.63	51.48	上期所螺纹钢	元/吨	3758.00	-0.42	-1.93	10.95
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5931.00	-1.90	-4.57	33.40	动力煤	元/吨	575.00	0.21	4.58	-3.13

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。