【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08月24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：7月超储率至历史低位，9月央行大规模净投放可期**
- **策略研究：流动性收紧预期缓解，风格均衡配置继续**
- **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	央行超额续作MLF，流动性收紧预期缓解。机构资金继续流出电子、医药，顺周期板块是主要去向。在经济复苏没有超预期加速，中美谈判未现明显利好的情况下，A股短期仍将保持震荡，结构上风格均衡配置将进一步加速。
大宗商品	贵金属	短期震荡，中期震荡，长期上行
	基本金属	短期震荡，中期震荡，长期震荡上行
	原油	短期震荡，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

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	A股风格均衡配置将进一步加速 （1）虽然7月经济数据显示复苏有暂缓的迹象，但后续动能有保障，基本面仍在向好趋势之中 （2）以社融增速为代表的宏观流动性拐点正在逐渐临近 （3）在经济复苏没有超预期加速的情况下，如果中美谈判未现明显利好，A股短期预计将保持震荡，但结构上风格均衡配置降进一步加速
大宗商品	贵金属 基本金属 原油	短期震荡，中期震荡上行，长期上行 短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行 短期震荡，中期震荡，长期震荡

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

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	3380.68	0.61	1.43	20.15	11.22	35.56
399001.SZ	深圳成指	13478.00	-0.08	-1.31	27.09	15.89	86.17
SPX.GI	标普500	3397.16	0.72	3.70	14.95	1.78	35.52
DJI.GI	道琼斯工业指数	27930.33	-0.00	3.42	14.16	-3.66	19.73
IXIC.GI	纳斯达克指数	11311.80	2.65	5.66	21.31	18.12	70.48
GDAXI.GI	德国DAX	12764.80	-1.06	-2.59	15.27	-6.00	20.89
N225.GI	日经225	22920.30	-1.58	0.74	12.42	-1.99	14.52
892400	MSCI全球	570.97	0.28	2.58	16.07	-0.30	25.30

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）	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	93.2062	0.11	-1.86	-6.59	-6.18	-2.99
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：7月超储率至历史低位，9月央行大规模净投放可期

9月是传统的信贷和存款大月，流动性需求较高，央行大规模净投放可以期待，对资产配置构成潜在的利好

1. **数据特征：7月超储率已降至历史低位。**央行官方披露，6月超储率为1.6%，比去年同期低0.4个百分点。我们采取两种测算方法交叉验证发现，7月超储率已降至1.1-1.2%，为历史次低，仅高于2011年6月（0.8%）。

2. **测算方法：基于央行资产负债表的匡算。**超储率=总准备金率-法定准备金率。总准备金率=法定准备金和超额准备金余额/准备金缴存范围。基础货币包括三部分，准备金仅为其中之一。准备金缴存范围与M2、各项存款余额均存在差异。

3. **相关影响：9月央行大规模净投放可期。**预计8月超储率变动不大。9月是一个关键时点，若要超储率保持在1.1-1.2%，则央行需净投放约2600亿元基础货币；若要超储率持平于6月的1.6%，则央行需净投放约11000亿元基础货币或降准。无论怎样，央行加大投放力度是可以期待的，这对资产配置构成潜在的利好。

宏观：央行大规模净投放可期

图 金融机构总准备金率呈不断下降态势

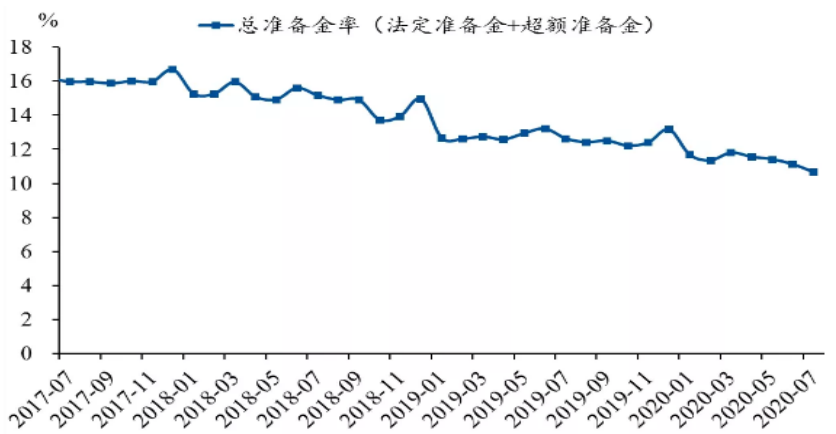


图 基础货币包括三部分，准备金仅为其中之一

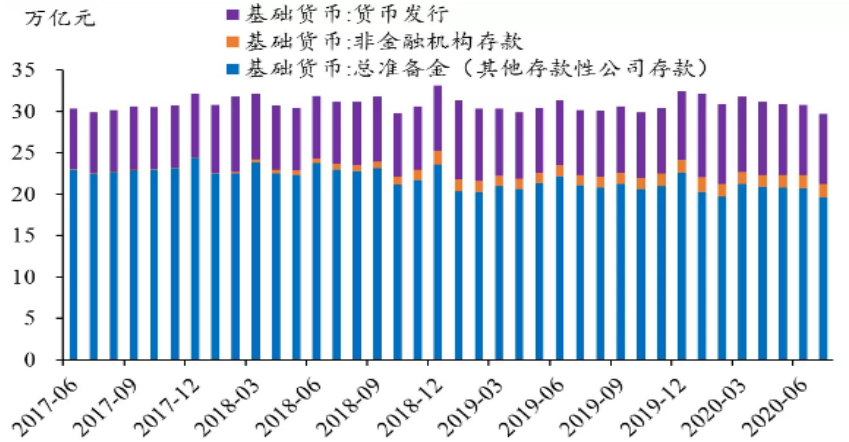
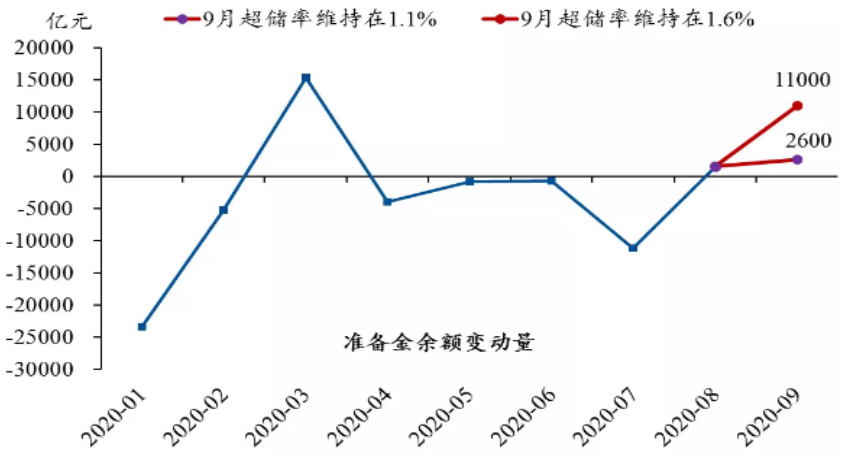


图 季末月准备金缴存范围一般会季节性冲高



图 9月是关键时点，央行大规模净投放或降准可期



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

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
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

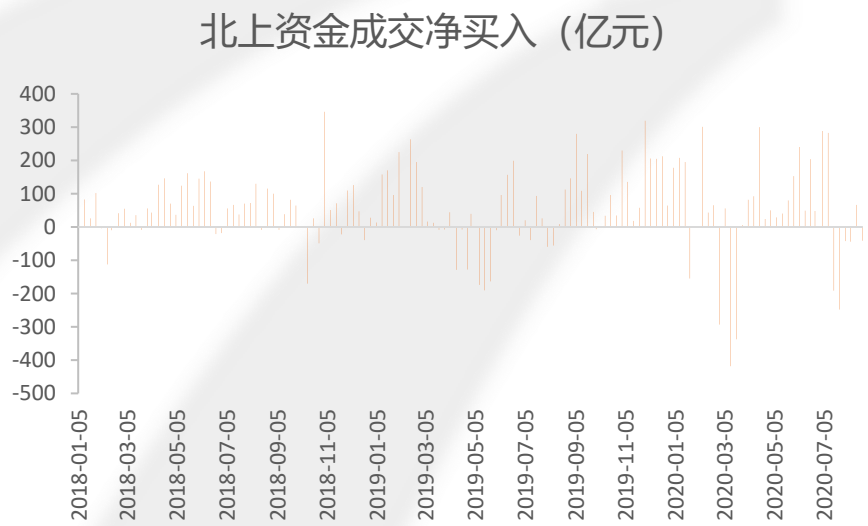
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

策略：流动性收紧预期缓解，风格均衡配置继续

- **核心观点：流动性收紧预期缓解，风格均衡配置继续**
- **央行超额续作MLF，流动性收紧预期缓解。**回溯二季度至今央行货币政策操作来看，二季度开始央行的流动性投放转向锁长放短，缩量续作MLF成为常态，资金面逐步收紧，使得市场利率逐渐回升至政策利率水平。周一央行超额续作MLF，货币政策从前期引导资金利率回升转向维稳资金面，说明目前的利率水平是央行认为的合意利率水平。再结合周一晚国常会再提引导贷款继续下行，流动性收紧预计暂告一段落。
- **机构资金继续流出电子、医药，顺周期板块是主要去向。**按北向资金和公募基金两类机构资金来看，北向资金的操作具有一定前瞻性且较公募基金较少追逐热点板块，过去一个月北向资金逐渐加速流出白酒、半导体等科技消费板块，转向银行、证券、汽车、煤炭等顺周期板块以及面板、游戏、光伏等低位科技板块。公募基金在本周也继续加速流出电子、医药，但配置方向较为分散，除了消费者服务、非银、化工、轻工等顺周期板块，受益于中报利好和景气度回升，也明显流入食品饮料和传媒板块。
- **在经济复苏没有超预期加速，中美谈判未现明显利好的情况下，A股短期仍将保持震荡，结构上风格均衡配置将进一步加速。**上证3400点附近仍是市场面临的重要阻力位，在流动性拐点将现的预期下，市场整体能否继续上涨将取决于基本面或风险偏好是否出现明显利好。从期货市场来看，经济复苏暂缓似乎正在成为短期交易的主线，A股整体预计将保持震荡。

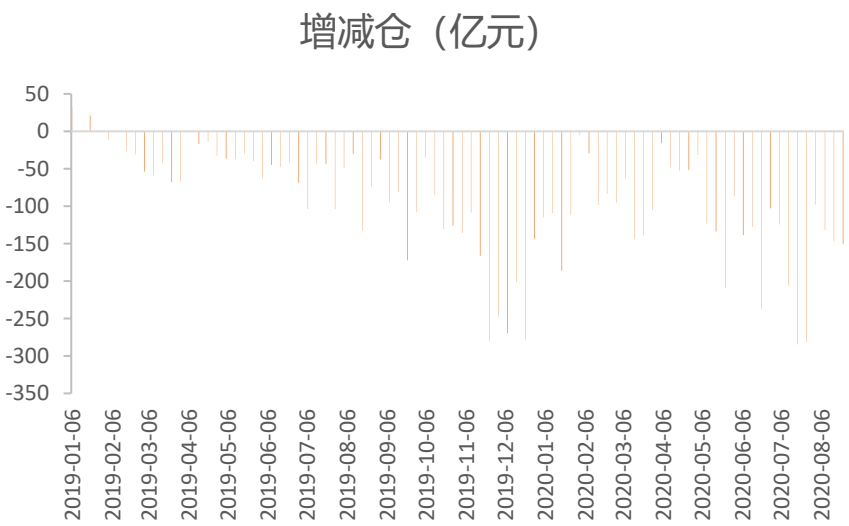
- 本周北上资金净流出41.64亿元。加仓规模较高的个股有宁德时代、京东方A、东方财富、沃森生物、信维通信等，减仓规模较高的个股中国中免、海尔智家、恒瑞医药、五粮液、美的集团等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有中兴通讯、宁波银行、宋城演艺、兴业证券、卓胜微等。

图北上资金本周净流出41.64亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告产业资本减持约150.2亿元



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：主要品种短期震荡

·**基本金属：短期震荡。**本周基本金属除铅下跌0.43%以外均上涨，铜、铝、锌、镍、锡分别上涨3.83%、2.40 %、3.67%、1.94 %、1.18 %。铜：8月冶炼产量环比回升，进口铜逐步到港，南美逐步重启，供给扰动接近尾声；淡季消费转弱、累库延续，短期铜价震荡。铝：铝社会库存升2.5万吨至76.2万吨，本周铝下游开工率增加0.2个百分点，铝箔需求旺盛，型材、线缆、板带等订单均下滑，铝价短期震荡。

·**贵金属：短期震荡。**本周贵金属普跌。COMEX黄金下跌0.12%，伦敦金下跌1.05%，COMEX白银上涨3.05%、伦敦银上涨0.54%。伦敦铂下跌5.46%，伦敦钯上涨2.05%。SHFE黄金下跌0.83%、SHFE白银下跌2.86%。美联储会议纪要显示美联储认为经济不确定性依然很高，严重依赖疫情走向，但市场预期的前瞻性指引并未提出；YCC推出可能性降低，但依然可能考虑。黄金上行逻辑依然未被破坏，美元延续弱势（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（全球流动性宽松持续，大宗商品整体上扬）继续支撑金价。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，减产协议参与国在七月共计完成协议规定减产量的97%，强调各国在九月末前应完成所有既定减产份额，以保证减产协议下一阶段顺利实施。但美国需求弱于预期，美国截至8月14日当周EIA原油库存变动实际公布减少163.20万桶，预期减少308万桶，前值减少451.2万桶。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。

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	51800.0	3.83	-0.04	5.39	SHFE铜	172266	215	0.12	8.58	5.80
铝	元/吨	14710.0	2.40	0.17	4.25	SHFE铝	246900	2832	1.16	5.82	-36.31
锌	元/吨	20060.0	3.67	5.14	11.75	SHFE锌	77629	1117	1.46	-17.10	5.11
铅	元/吨	16030.0	-0.43	2.07	6.51	SHFE铅	32403	-1522	-4.49	-20.09	-11.49
镍	元/吨	115350.0	1.94	4.45	2.87	SHFE镍	34160	-358	-1.04	7.28	17.76
锡	元/吨	143870.0	1.18	-1.88	6.37	SHFE锡	3584	-16	-0.44	19.23	-37.44
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	6490.0	1.94	1.79	5.20	LME铜	103475	-9725	-8.59	-28.66	-68.48
铝	美元/吨	1768.0	1.26	3.39	-1.94	LME铝	1574100	-20225.00	-1.27	-4.50	67.22
锌	美元/吨	2449.5	3.46	5.90	7.67	LME锌	226300	12350	5.77	69.58	221.91
铅	美元/吨	1963.0	0.64	5.31	2.08	LME铅	125575	6575	5.53	44.46	58.15
镍	美元/吨	14765.0	2.78	7.46	5.01	LME镍	238950	312	0.13	1.60	59.46
锡	美元/吨	17550.0	-0.28	-1.82	2.39	LME锡	5240	965	22.57	31.49	-14.31

表 主要金属品种价格及库存、原油价格

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	1947.40	-0.12	-2.34	28.12	布伦特原油	美元/桶	44.35	-1.47	2.14	-24.05
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	419.48	-0.83	-3.09	20.72	大商所铁矿石	元/吨	841.50	-2.49	1.69	37.28
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	26.89	3.05	9.16	50.20	上期所螺纹钢	元/吨	3780.00	-1.77	0.88	9.69
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	6088.00	-2.86	6.38	36.93	动力煤	元/吨	566.20	-0.67	1.51	-3.35

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。