【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17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：简单预测消费线性修复，可能是错误的
- 策略研究： A股风格均衡配置将进一步加速
- 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	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将进一步加速
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

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	继续看好A股震荡上行，风格均衡配置将逐渐加速 （1）基本面超预期是股市近期突破前期阻力位的核心变量，重点关注下周经济数据公布。 （2）中美摩擦会继续给市场带来波动但影响不了当前慢牛的趋势。 （3）继续看好A股震荡上行，风格均衡配置将逐渐加速。
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（%）
000001.SH	上证综指	3360.10	0.18	-0.04	17.14	15.19	16.67
399001.SZ	深圳成指	13489.01	-1.17	-1.78	23.02	23.57	44.60
SPX.GI	标普500	3372.85	0.64	4.53	17.78	-0.22	16.28
DJI.GI	道琼斯工业指数	27931.02	1.81	3.95	17.92	-4.99	7.58
IXIC.GI	纳斯达克指数	11019.30	0.08	4.44	22.24	13.24	38.63
GDAXI.GI	德国DAX	12901.34	1.79	-0.23	23.28	-6.13	10.73
N225.GI	日经225	23289.36	4.30	1.50	16.23	-1.68	12.63
892400	MSCI全球	569.40	1.09	3.57	19.03	-1.84	12.39

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	2.99	-0.01	-0.04	0.28	0.10	-0.06
美国10年期国债收益率	0.71	0.14	0.08	0.07	-0.88	-0.89
德国10年期国债收益率	-0.48	0.08	-0.03	0.05	-0.07	0.18
法国10年期国债收益率	-0.13	0.09	0.00	-0.11	0.03	0.24
英国10年期国债收益率	0.00	-0.23	-0.21	-0.28	-0.69	-0.59

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	93.0995	-0.34	-3.06	-7.25	-6.11	-3.10
CRB综合现货指数	378.56	0.00	0.03	0.04	-0.06	-0.04
CRB食品现货指数	302.12	-0.01	0.03	0.03	-0.09	-0.09
CRB油脂现货指数	367.15	0.00	0.09	0.05	-0.01	-0.04
CRB金属现货指数	351.81	-0.01	0.13	0.01	-0.12	-0.15
CRB工业原料现货指数	735.71	0.01	0.02	0.14	0.00	0.00
CRB纺织品现货指数	442.29	0.00	0.04	0.06	-0.03	-0.01

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：简单预测消费线性修复，可能是错误的

1. **工业爬坡基本结束，服务业继续爬坡。**7月规模以上工业增加值同比增长4.8%，与上月持平，显示3月以来的工业爬坡基本结束，工业增长进入稳态。其中，汽车，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备制造业增长较快。服务业生产指数同比增长3.5%，较上月上升1.2个百分点，显示服务业仍处于爬坡过程中，但加速度放缓，预计三季度末爬坡完成。我们的月度GDP指数显示，7月单月GDP增速为3.9%，较上月提高0.5个百分点。

2. **零售增速延续负增长，疫情后居民储蓄意愿高。**7月社会消费品零售同比下降1.1%，未能实现市场预期的由负转正。其中，除汽车和黄金珠宝类等少数商品外，必选消费、可选消费总体增速较上月不但没有加快，反而有所放缓。央行二季度储户问卷调查显示，疫情爆发后，倾向于“更多储蓄”的居民占比已连续两个季度超过50%，处于有数据以来高位。简单预测消费将线性修复，可能是错误的，需要关注居民储蓄意愿上升的影响。

3. **投资仍然高度依赖房地产，制造业投资仍然是短板。**7月固定资产投资累计同比下降1.6%，总体符合市场预期，但结构上冰火两重天，分化有所加剧。房地产投资暖风不断，7月累计增速达到3.4%，比上月提高1.5个百分点；基建投资中规中矩，虽然累计下降1.0%，但降幅比上月收窄1.7个百分点；制造业投资仍然最为羸弱，累计仍有两位数负增长（-10.2%），降幅只收窄了1.5个百分点。

4. **扩大内需仍有必要。**简单总结，本月数据再次凸显了中国经济复苏中需求弱于生产的问题。扩大内需，不只是一句口号，而是保障中国经济持续复苏的内在要求。

宏观：扩大内需仍有必要

图 除汽车和金银珠宝外，社零全面走弱

单位（%）	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
粮油、食品类	6.9	10.5	11.4	18.2	19.2	9.7
烟酒类	5.0	13.3	16.7	7.1	-9.4	-15.7
饮料类	10.7	19.2	10.4	12.9	6.3	3.1
服装鞋帽针纺织品类	-2.5	-0.1	-0.6	-18.5	-34.8	-30.9
服装类	-	-2.0	-1.5	-20.7	-36.9	-33.2
化妆品类	9.2	20.5	12.9	3.5	-11.6	-14.1
金银珠宝类	7.5	-6.8	-3.9	-12.1	-30.1	-41.1
日用品类	6.9	16.9	17.3	8.3	0.3	-6.6
体育、娱乐用品类	-	19.8	15.4	11.6	-7.1	-4.0
书报杂志类	-	17.0	10.8	-11.5	3.6	-32.7
家用电器和音像器材类	-2.2	9.8	4.3	-8.5	-29.7	-30.0
中西药品类	5.3	9.7	7.3	8.6	8.0	0.2
文化办公用品类	0.5	8.1	1.9	6.5	6.1	-8.9
家具类	-3.9	-1.4	3.0	-5.4	-22.7	-33.5
通讯器材类	11.3	18.8	11.4	12.2	6.5	-8.8
石油及制品类	-13.9	-13.0	-14.0	-14.1	-18.8	-26.2
建筑及装潢材料类	-2.5	2.2	1.9	-5.8	-13.9	-30.5
汽车类	12.3	-8.2	3.5	0.0	-18.1	-37.0

图 7月新增就业量环比回升难掩就业市场需求不足

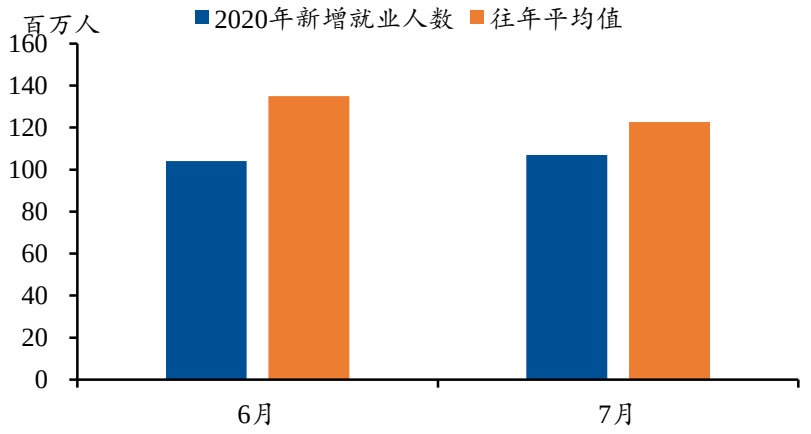


图 消费者指数连续三个月下滑

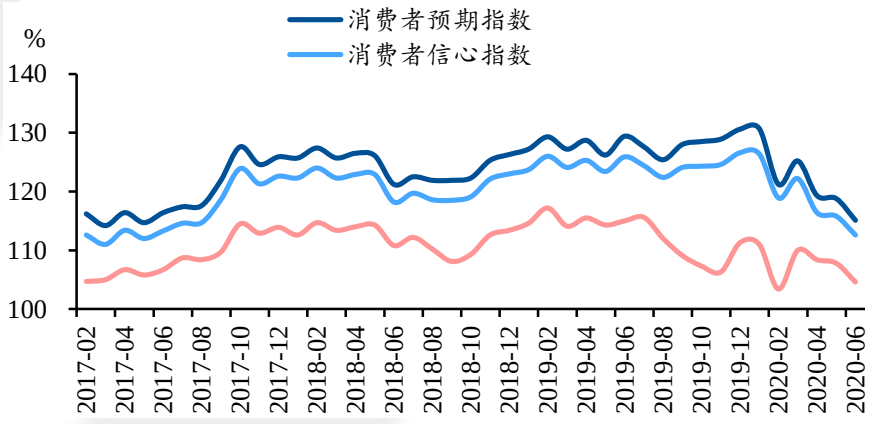
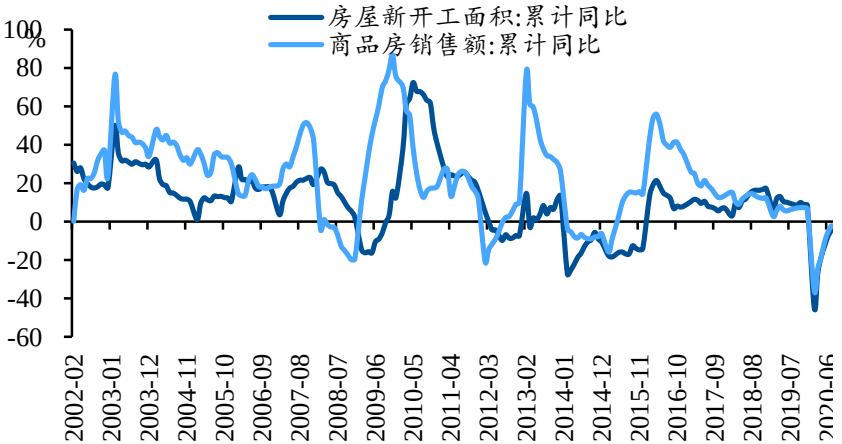


图 7月房地产新开工面积和销售额增速较高



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

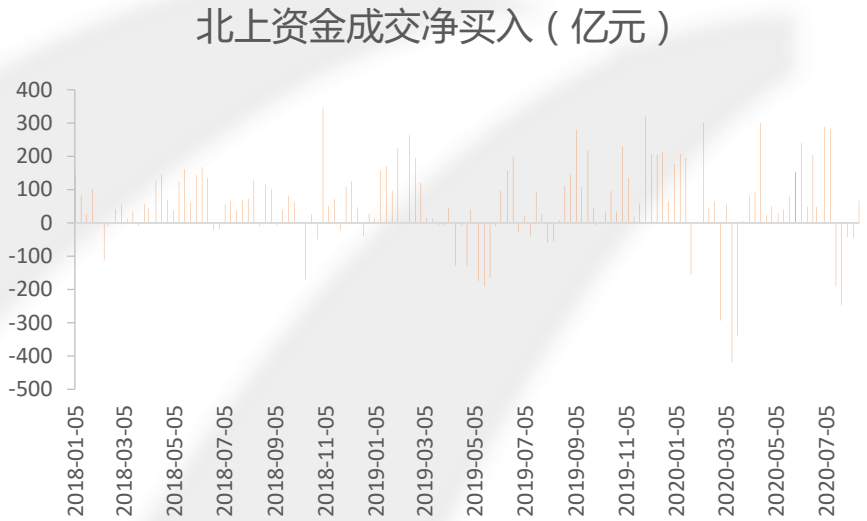
策略：A股风格均衡配置将进一步加速

- **核心观点：A股风格均衡配置将进一步加速**
- **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。**周五公布的7月份经济数据总体看供给恢复仍然快于需求，外需强于内需，内需中投资快于消费。但往后看经济复苏向好的动能仍然较为确定，一是基建投资增速因为洪灾原因恢复较慢，但专项债和特别国债资金下拨，闲置资金落地使用之后，下半年基建投资增速回升会进一步加快；二是地产销售数据仍然强于往年，将会带动地产投资端保持韧性；三是消费增速虽然整体上仍未回正，但商品零售已经年内首次转正，主要是受疫情影响最大的餐饮消费拖累。
- **以社融增速为代表的宏观流动性拐点正在逐渐临近。**社融的主要分项中，政府债（包括国债和地方政府债）和企业债融资存量高频同比数据均已在6月底至7月初见顶，从银行业总资产规模同比增速来看，6月份数据环比下降0.75个百分点，也已经开始出现拐点迹象。
- **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，因此如果接下来市场重点关注的中美谈判未现明显利好，A股整体预计将保持震荡。从全周行业涨幅来看，银行、保险、地产表现尤为亮眼，北向资金对这三个板块加仓尤其明显，在此带动下公募基金也小幅加仓银行、地产，流出科技医药。随着欧美经济数据持续向好，预计A股风格均衡配置将进一步加速。

策略：A股风格均衡配置将进一步加速

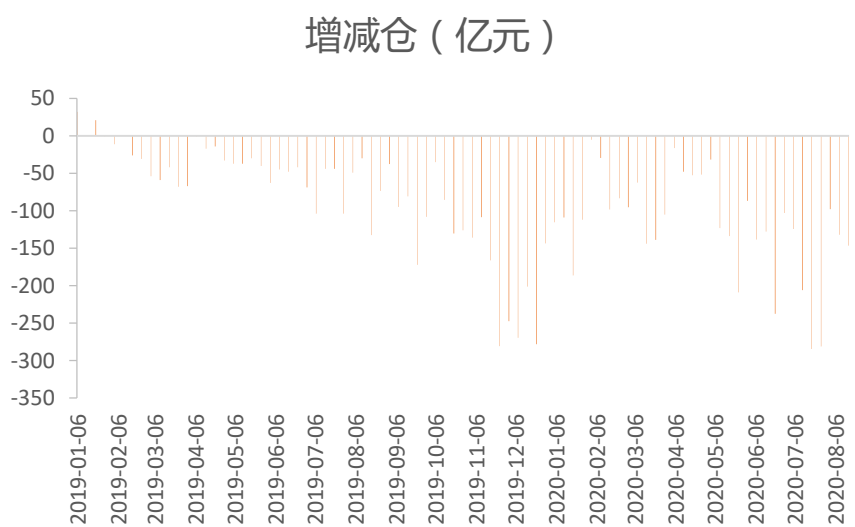
- 本周北上资金净流入66.7亿元。加仓规模较高的个股有东方财富、招商银行、中国平安、京东方A、复星医药等，减仓规模较高的个股有恒瑞医药、歌尔股份、海尔智家、紫金矿业、美的集团等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有宁波银行、中兴通讯、海康威视、同仁堂、仁东控股等。

图北上资金本周净流入66.7亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告产业资本减持约146.4亿元



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**。国内经济恢复好于预期，7月规模以上工业增加值同比增长4.8%，环比持平。铜：TC小幅反弹，南美逐步重启，供给扰动预期接近尾声；淡季累库延续，短期铜价震荡。铝：吨铝利润高位，7-8月产能投产迅速，社会库存升1.2万吨至73.7万吨，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、板带等订单均有所下滑（SMM），铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**黄金本周高位回落主要系美国经济数据超预期、俄罗斯疫苗扰动以及投机资金获利撤退。但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，沙特等国结束了自愿额外减产且OPEC+将增加200万桶/日的产量，各成员国不会对减产协议做出改变，伊拉克已承诺额外减产40万桶/日；需求端，IEA和OPEC双双下调了2020年原油需求前景；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	50100.0	-2.59	-3.32	1.93	SHFE铜	172051	-404	-0.23	25.28	10.03
铝	元/吨	14405.0	-0.59	-1.91	2.09	SHFE铝	244068	15162	6.62	14.24	-37.65
锌	元/吨	19455.0	0.21	1.97	8.38	SHFE锌	76512	-7987	-9.45	-16.20	-3.69
铅	元/吨	16095.0	-2.22	2.48	6.94	SHFE铅	33925	1703	5.29	25.47	-11.17
镍	元/吨	114100.0	-0.92	3.31	1.76	SHFE镍	34518	-243	-0.70	17.03	19.46
锡	元/吨	141820.0	-3.48	-3.27	4.86	SHFE锡	3600	126	3.63	20.04	-40.63
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	6365.5	0.91	-0.16	3.19	LME铜	113200	-4750	-4.03	-31.99	-62.49
铝	美元/吨	1741.0	-1.69	1.81	-3.44	LME铝	1594325	-32525.00	-2.00	-4.18	63.24
锌	美元/吨	2370.0	-1.41	2.46	4.18	LME锌	213950	16775	8.51	73.98	190.59
铅	美元/吨	1950.0	1.80	4.61	1.40	LME铅	119000	975	0.83	88.66	45.88
镍	美元/吨	14380.0	0.00	4.66	2.28	LME镍	238638	2358	1.00	1.64	64.81
锡	美元/吨	17645.0	-0.71	-1.29	2.95	LME锡	4275	255	6.34	9.34	-10.09

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	1953.70	-3.66	-2.02	28.53	布伦特原油（	美元/桶	44.80	0.58	3.94	-22.36
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	420.30	-6.70	-2.90	20.96	大商所铁矿石	元/吨	839.00	0.60	1.57	33.92
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	26.55	-3.61	7.78	48.30	上期所螺纹钢	元/吨	3786.00	-0.24	1.61	1.91
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	6116.00	-8.06	6.87	37.56	动力煤	元/吨	568.60	1.72	2.45	-2.60

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。