【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10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：解读2020年第二季度货币政策执行报告
- 策略研究：继续看好A股震荡上行
- 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	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

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	经济保持速度态势，市场风格继续向均衡配置转移 （1）7月国内经济复苏态势继续保持良好，甚至有加速扩张的趋势。 （2）政治局会议定调货币政策宽松步伐放缓，但已在市场预期之内。 （3）市场风格转向均衡配置预计将进一步持续，行业配置目前仍然偏向科技消费，预计下半年基建增速将逐步上行，带动上游资源品和中游工业企业利润继续复苏。
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，中期震荡上行，长期震荡上行 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	3354.04	1.33	-1.45	15.84	16.62	19.90
399001.SZ	深圳成指	13648.50	0.08	1.81	24.06	28.62	53.31
SPX.GI	标普500	3351.28	2.45	5.72	14.39	0.71	14.52
DJI.GI	道琼斯工业指数	27433.48	3.80	5.24	12.75	-5.74	4.39
IXIC.GI	纳斯达克指数	11010.98	2.47	4.94	20.72	15.66	37.36
GDAXI.GI	德国DAX	12674.88	2.94	1.44	16.24	-6.21	7.87
N225.GI	日经225	22329.94	2.86	-0.48	10.66	-6.29	9.16
892400	MSCI全球	563.24	2.06	4.23	14.89	-1.80	10.63

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	2.98	0.01	-0.06	0.35	0.09	-0.05
美国10年期国债收益率	0.55	0.00	-0.10	-0.14	-1.04	-1.10
德国10年期国债收益率	-0.55	0.02	-0.09	0.00	-0.16	0.06
法国10年期国债收益率	-0.23	-0.03	-0.12	-0.20	-0.10	0.06
英国10年期国债收益率	0.00	-0.17	-0.22	0.00	-0.64	-0.60

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	93.4133	-0.08	-3.19	-6.36	-5.36	-2.77
CRB综合现货指数	379.61	0.00	0.04	0.05	-0.05	-0.04
CRB食品现货指数	305.06	0.00	0.04	0.06	-0.09	-0.08
CRB油脂现货指数	360.6	0.02	0.08	0.09	-0.03	-0.06
CRB金属现货指数	345.05	0.02	0.12	-0.03	-0.15	-0.17
CRB工业原料现货指数	734.35	0.01	0.05	0.12	0.01	-0.02
CRB纺织品现货指数	441.41	0.01	0.05	0.05	-0.03	-0.02

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：解读2020年第二季度货币政策执行报告

1. **央行贯彻了7.30政治局会议精神，对经济基本面的看法总体积极。**央行预计，下半年经济增速有望回到潜在增长水平，这是一个相当重要的判断，表明6%可能是央行对四季度经济预期的参考锚。央行对经济面临的挑战也给予了高度重视，这意味着宽松还不到退出的时候。短期内央行并不担心物价，物价对货币政策的影响不大。

2. **上半年货币政策操作取得了显著成效。**上半年推出的正在实施中和将要实施的货币政策支持措施大概是9万亿元左右。二季度贷款加权平均利率继续下降，但降幅明显小于一季度。央行认为上半年货币政策体现了前瞻性、精准性、主动性和有效性。一个值得关注的点是，央行明确表示，公开市场操作利率作为短期市场利率中枢，这为我们理解货币市场利率变动提供了依据。

3. **下半年货币政策的新思路，基本上可以用“保持定力+精准导向+跨周期”这三个关键词来概括。**疫情背景下2019年四季度和2020年一季度报告没有提到“保持定力”，本期报告是时隔半年后再次出现这一表述。至于“精准导向”和“跨周期设计和调节”，则是延用了7.30政治局会议的表述。
   - 保持定力，对应于降息概率大大降低。
   - 精准导向，对应于结构性工具发力，下半年定向降准仍有可能。
   - 跨周期设计和调节，对应于防范化解金融风险的权重重新提升。

图 下半年经济增速继续爬升，四季度将回到潜在增长水平

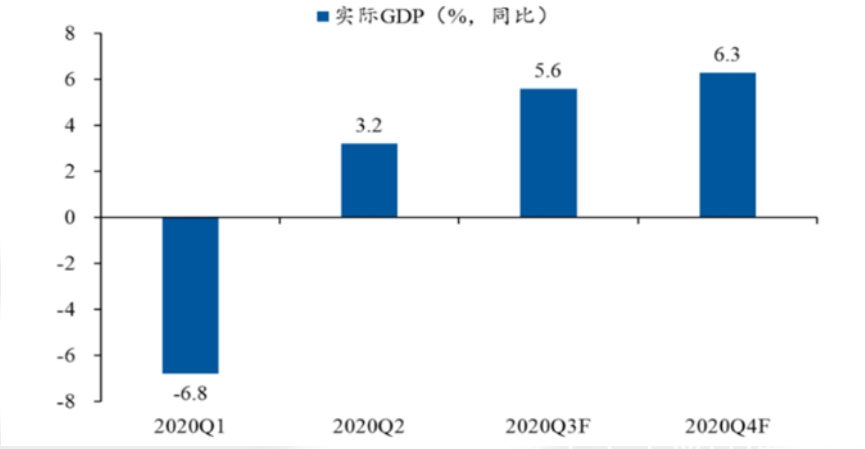


图 二季度贷款加权平均利率继续下降，但降幅明显小于一季度

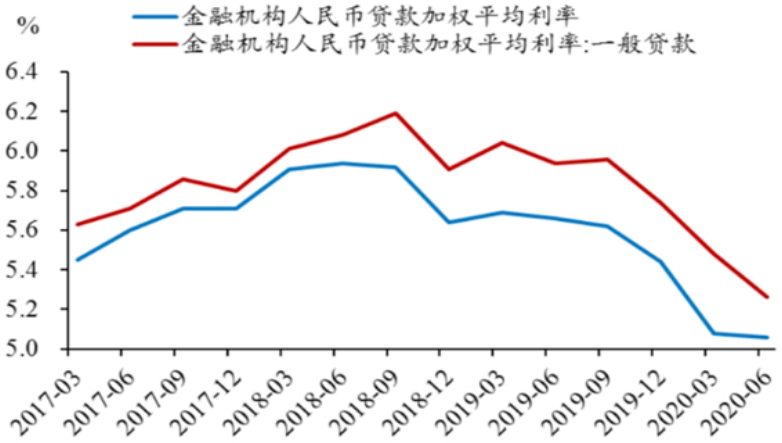
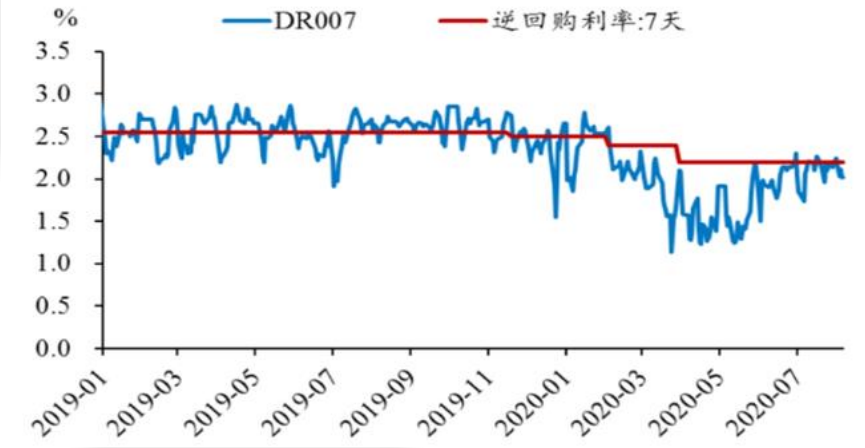


图 公开市场操作利率作为短期市场利率中枢



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 上半年推出的货币政策支持措施详细统计表

支持项目	金额（亿元）
第1批专项再贷款	3000
第2批再贷款再贴现	5000
第3批再贷款再贴现	10000
三次降准	17500
MLF	10000
政策性银行专项信贷额度	3500
政策性银行一般信贷额度	6000
政策性银行专项纾困资金	1000
政策性银行转贷款	1000
公司信用类债券	10000
小微企业专项金融债券	3000
再担保业务规模	4000
小微企业信用贷款支持计划	4000
小微企业贷款延期支持工具	400
应收账款融资	8000
个体工商户低息贷款	3000
合计	89400

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

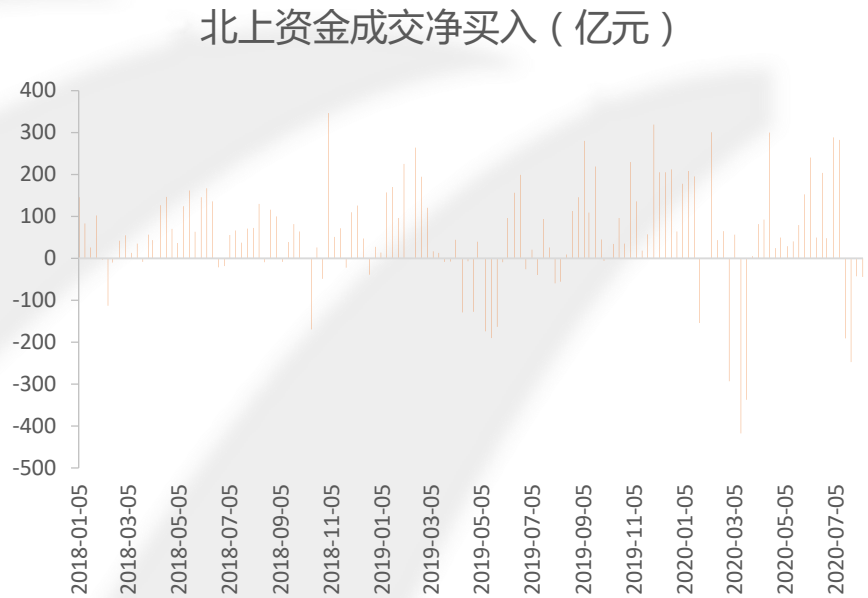
策略：继续看好A股震荡上行

- **核心观点：继续看好A股震荡上行，风格均衡配置将逐渐加速**
- **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。**政治局会议之后，央行货币政策委员会委员马骏进一步表态“下半年货币政策逆周期调节暂无加码必要”，流动性的边际收紧已经较为明确，而中美摩擦也在持续压制投资者情绪，在此背景下基本面的复苏情况将是市场近期能否突破前期阻力位的核心变量，上周一两市的走势已经在反映这一判断，在7月31日官方PMI和8月3日财新PMI两大基本面数据超预期的助推下，Wind全A一举突破7月24日大跌所形成的阻力位。
- **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。**上周五的回调消息面上看是因为中美摩擦升级的趋势，但核心实际上还是部分板块本已处于高位，利空扰动都会引发波动率上升，11月美国大选前预计中美摩擦仍会以多种事件形式出现，扰动市场走势。但中美关系斗而不破，趋势上仍要看到经济复苏是当前包括中国在内资本市场走势的核心变量，上周在PMI和新增就业数据超预期的带动下，道琼斯指数强势上涨3.8%，重新接近6月8日二次疫情爆发前的反弹高位。
- **继续看好A股震荡上行，风格均衡配置将逐渐加速。**在流动性边际收紧，经济持续复苏的宏观背景下，相对低位且获利盘较小的周期蓝筹正在逐渐启动，预计将成为当前市场上行的主要推动力，中观上可以观察到随着下游需求复苏包括建材、化工、资源品等新一轮涨价周期已经出现。A股的震荡上行将继续吸引增量资金入场，从而形成板块和筹码轮动的良性循环，慢牛远未到结束的时候。

策略：继续看好A股震荡上行

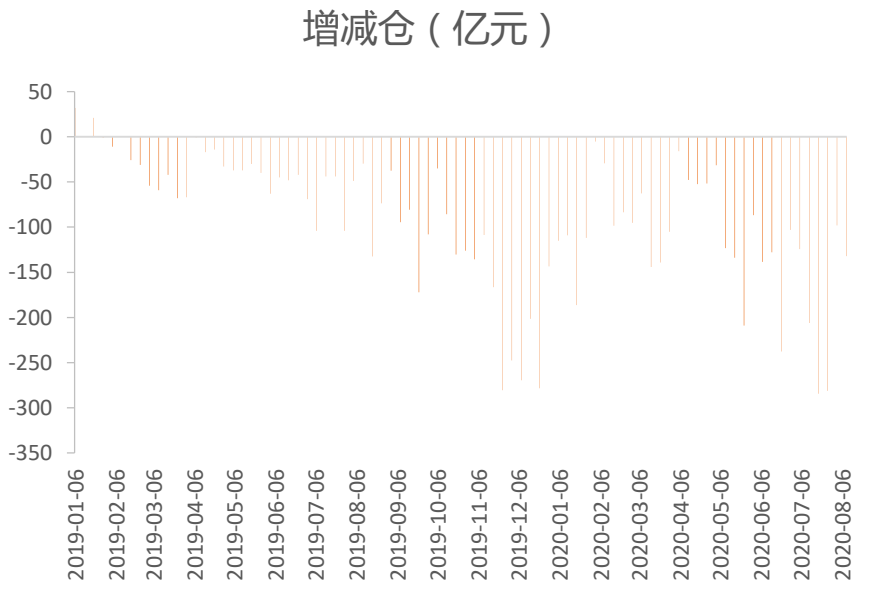
- 本周北上资金净流出44.5亿元。加仓规模较高的个股有贵州茅台、宁德时代、海螺水泥、顺丰控股、隆基股份等，减仓规模较高的个股有海尔智家、中国平安、财通证券、中国中免、招商银行等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有中兴通讯、爱尔眼科、完美世界、华胜天成、洽洽食品等。

图 北上资金本周净出44.5亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告产业资本减持约132.1亿元



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**。本周国内基本金属多数上涨，铜下跌0.66%、铝下跌0.85%，锌、铅、镍和锡分别上涨3.41%，4.74%，4.25%和0.38%。铜：TC持续低位，铜精矿供应担忧仍存，但南美逐步重启，供给扰动预期接近尾声；淡季累库延续，但需求好于预期，7月漆包线开工率为75.39%，同比上升4.4%，环比上升1.6%，短期铜价震荡。铝：吨铝利润小幅回落，社会库存升至72.5万吨，铝下游主要企业开工增加0.1个百分点（SMM），铝价短期震荡。
- **贵金属：短期震荡。**本周贵金属价格全线上涨。COMEX黄金上涨3.03%，伦敦金上涨3.37%，COMEX白银上17.22%，伦敦银上涨17.70%。伦敦铂上涨8.18%，伦敦钯上涨4.12%。美国财政刺激规模或超预期，黄金强势上行，7月新增非农就业176.3万人（超预期160万人），黄金出现回调。金价短期震荡，但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，8-9月OPEC将减产770万桶/日，减产规模较二季度减少，但伊拉克及其他产油国补偿性减产84.2万桶/日，这将抵消OPEC+缩减减产规模的部分影响。需求端，多数国家的原油需求在6-7月强劲反弹。但美国需求弱于预期，EIA数据显示，包括柴油和取暖油在内的馏分油库存攀升至38年高位，汽油库存意外连续第二周增加。供需未有明显改善，但美元弱势仍有望支撑油价，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	51300.0	-0.66	-1.00	4.37	SHFE铜	172455	12942	8.11	50.86	10.57
铝	元/吨	14555.0	-0.85	-0.89	3.15	SHFE铝	228906	7087	3.19	2.18	-43.29
锌	元/吨	19430.0	3.41	1.83	8.25	SHFE锌	84499	-3848	-4.36	-11.80	11.50
铅	元/吨	16355.0	4.74	4.14	8.67	SHFE铅	32222	-716	-2.17	17.76	-20.43
镍	元/吨	115080.0	4.25	4.20	2.63	SHFE镍	34761	546	1.60	18.15	22.35
锡	元/吨	146530.0	0.38	-0.06	8.34	SHFE锡	3474	191	5.82	15.76	-44.98
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	6237.0	-2.74	-2.18	1.10	LME铜	117950	-10175	-7.94	-38.58	-57.03
铝	美元/吨	1759.5	2.68	2.89	-2.41	LME铝	1626850	-10575.00	-0.65	0.86	62.00
锌	美元/吨	2385.0	2.87	3.11	4.84	LME锌	197175	9125	4.85	61.69	155.57
铅	美元/吨	1916.5	1.97	2.82	-0.34	LME铅	118025	450	0.38	91.29	40.51
镍	美元/吨	14370.0	4.24	4.59	2.20	LME镍	236280	1038	0.44	0.69	66.36
锡	美元/吨	17750.0	-0.82	-0.70	3.56	LME锡	4020	125	3.21	3.21	-15.99

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	2046.10	3.03	2.61	34.61	布伦特原油	美元/桶	44.40	0.09	2.85	-24.00
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	449.72	4.91	3.90	29.42	大商所铁矿石	元/吨	896.00	0.67	13.35	40.22
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	28.39	17.22	15.25	58.58	上期所螺纹钢	元/吨	3844.00	0.10	4.17	7.05
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	6594.00	18.41	15.22	48.31	动力煤	元/吨	552.40	0.62	-0.83	-3.83

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。