【民生研究】大类资产配置周报

守正出新 民生在勤

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08月03日

本周大类资产观点汇总

- 宏观经济：从国家安全的高度理解“内循环”
- 策略研究：经济保持复苏态势，风格延续均衡配置
- 大宗商品：贵金属继续震荡向上

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	经济保持复苏态势，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

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	从市场指数来看，3000点附近有较强支撑，考虑到当前的宏观环境依然处于继续改善的趋势当中，指数继续跌破的概率较小。7月前两周两市放出巨额成交量，上周五两市成交明显缩量，意味着止跌的第一步可能已经完成，但情绪面的恢复仍需要时间。预计经过大跌调整后短期横盘概率较大，市场将等待基本面数据验证和全球疫情边际改善的信号。
大宗商品	贵金属	短期震荡上行，中期震荡上行，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	3310.01	3.54	9.39	15.73	11.20	19.17
399001.SZ	深圳成指	13637.88	5.43	12.59	27.20	27.67	53.94
SPX.GI	标普500	3271.12	1.73	4.98	15.56	1.41	13.51
DJI.GI	道琼斯工业指数	26428.32	-0.16	2.69	11.40	-6.47	1.53
IXIC.GI	纳斯达克指数	10745.27	3.69	5.82	24.87	17.42	37.17
GDAXI.GI	德国DAX	12313.36	-4.09	0.43	13.37	-5.15	6.44
N225.GI	日经225	21710.00	-4.58	-1.86	10.66	-6.44	5.46
892400	MSCI全球	551.89	0.73	4.67	15.32	-1.20	9.51

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	2.96	0.05	0.03	2.96	2.96	-0.13
美国10年期国债收益率	0.55	-0.04	-0.11	-0.09	-0.96	-1.20
德国10年期国债收益率	-0.55	-0.06	-0.05	-0.55	-0.13	0.00
法国10年期国债收益率	-0.21	-0.07	-0.10	-0.10	-0.03	0.02
英国10年期国债收益率	0.00	-0.20	-0.21	-0.33	-0.61	-0.61

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	93.4841	-0.91	-3.79	-5.62	-3.98	-2.70
CRB综合现货指数	377.81	0.00	0.05	0.07	-0.06	-0.05
CRB食品现货指数	307.14	0.00	0.06	0.09	-0.09	-0.10
CRB油脂现货指数	351.72	-0.01	0.05	0.09	-0.06	-0.07
CRB金属现货指数	339.85	-0.01	0.13	0.00	-0.17	-0.17
CRB工业原料现货指数	728.21	0.00	0.06	0.16	-0.02	0.00
CRB纺织品现货指数	435.81	0.01	0.04	0.06	-0.05	-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

1. **本次会议的第一个关键词是“安全”。**会议决定今年10月召开十九届五中全会，研究制定“十四五”规划和远景目标建议。会议在对“十四五”指导思想和发展理念的表述中，多次提到“安全”。需要注意的是，长期以来我国发展的指导思想中均强调发展是第一要务，本次会议则提出“十四五”时期要统筹发展和安全，这是一个重要变化，标志着“安全”的重要性大幅提升！。

2. **第二个关键词是“内循环”。**会议指出，“我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。我们认为，仅从经济角度理解是不够的，我们需要从国家安全的高度来进一步理解其中的战略意义。简单来说，“安全”是纲，“内循环”是目，纲举目张。以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进，是保障国家安全的必然要求。

3. **第三个关键词是“扩大内需”。**今年疫情发生以来，中央已多次强调“扩大内需”，本次会议则强调“牢牢把握扩大内需这个战略基点”。虽然这一提法并非中央首次提出，十八大报告中已有这一提法，但值得注意是，6月上旬习总书记在宁夏考察时强调要把握扩大内需这一战略基点，本次会议系对这一要求的再次重申。加快形成强大国内市场，是构建国内大循环的核心。在中央对下半年工作的具体部署中，扩大最终消费，积极扩大有效投资，以新型城镇化带动投资和消费需求，用深化改革的办法优化营商环境，坚持“房住不炒”，等等，这些方面可以说都是扩大内需的体现。

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

图 消费的提升依赖收入提升

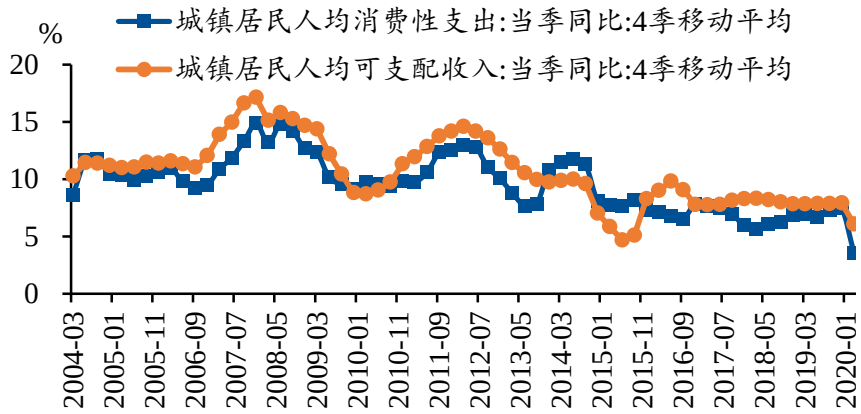


图 我国财政政策仍有空间

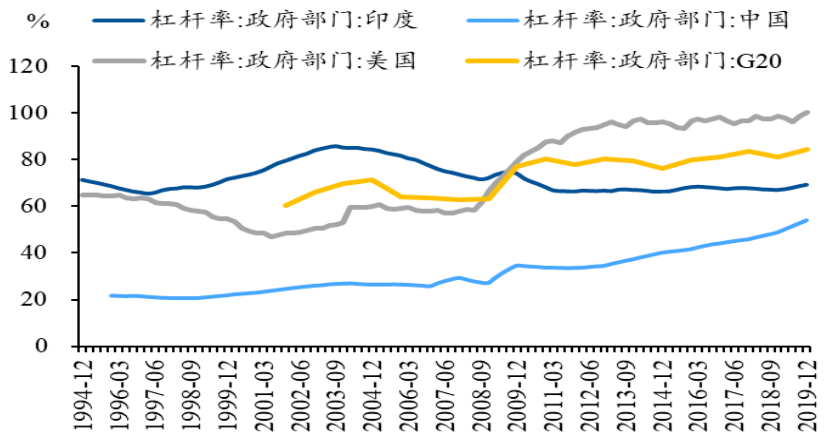
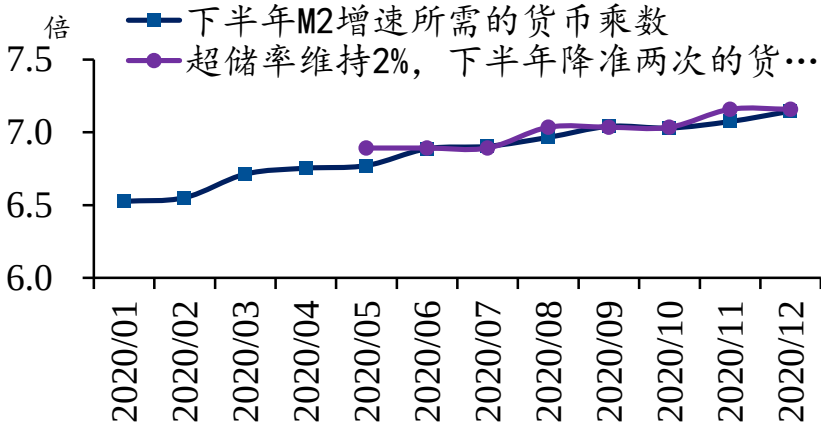


图 高社融为股市注入动力



图 下半年需降准两次才能满足M2增长需求



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

策略：经济保持复苏态势，风格延续均衡配置

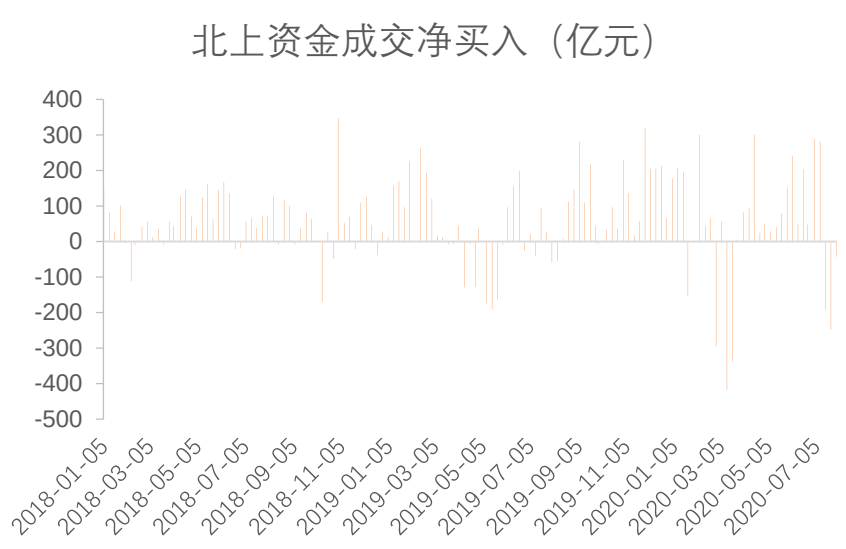
- **核心观点：经济保持复苏态势，市场风格继续向均衡配置转移**
- **7月国内经济复苏态势继续保持良好。**7月31日公布的制造业PMI为51.1，预期50.5，好于6月份的50.9，也高于市场预期。同日公布的BCI中国企业经营状况指数为51.42，不仅相比6月份大幅提升2.32，而且作为一个同比指标，说明企业经营情况已经要好于去年同期。在海外疫情二次爆发，流动性边际收紧的背景下，经济增长情况将是决定市场的核心变量，从7月份数据来看，复苏的态势仍然保持良好，甚至有加速扩张的趋势。

- **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。**7月30日晚政治局会议对货币政策的定调与前期发生了些微调，一是4月17日政治局会议和政府工作报告中提到的降准降息、流动性合理充裕被删除；二是6月17日国常会提出的是要引导贷款和债券利率下行，这次是综合融资成本下降，综合融资成本下降既可以是降低利率也可以是减免费用，对利率降低的表述有所缓和；三是M2和社融的表述由明显超过去年变成合理增长，预计下半年的信用扩张会弱于上半年。

- **市场风格转向均衡配置预计将进一步持续。**当前从投资者持仓来看，行业配置仍然偏向科技消费，估值高位，波动性已经明显较前期放大，重点观察拥挤持仓的部分行业是否会出现基本面证伪。另一方面，随着南方雨季结束，施工进度将明显加快，上半年政府债发行明显放量，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，市场风格有望继续向均衡配置转向。

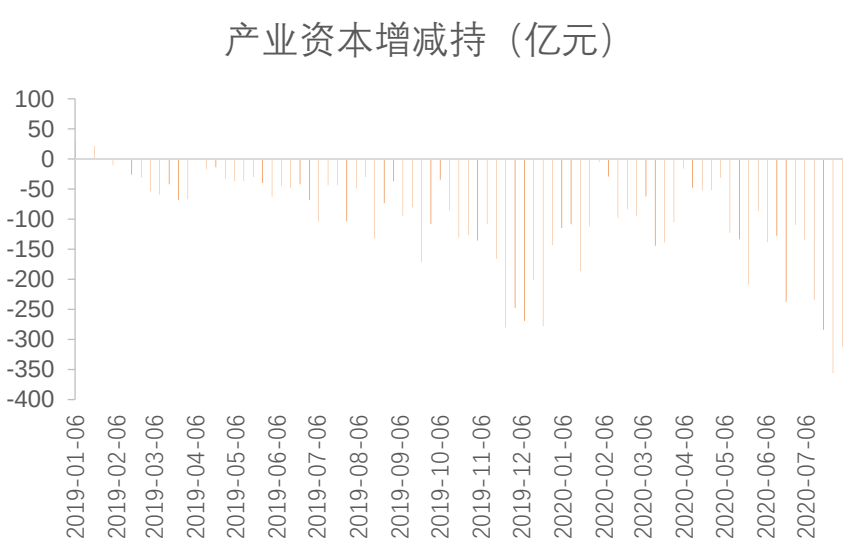
- 本周北上资金净流出42.57亿元。加仓规模较高的个股有宁德时代、财通证券、立讯精密、华新水泥、长春高新等，减仓规模较高的个股有中国中免、五粮液、隆基股份、中信证券、智飞生物、苏宁易购等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有智飞生物、鹏鼎控股、卓胜微、顾家家居、中国宝安等。

图北上资金本周净出42.6亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告产业资本减持约312.1亿元



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：贵金属继续震荡向上

基本金属：短期震荡。铜：需求端进入淡季，7月电线电缆企业开工率101.61%，环比减少1.53个百分点，同比增加10.14个百分点，同比仍较强势，中美关系或影响风险偏好，短期铜价震荡。铝：传统淡季去库放缓，社会库存降至71.2万吨，铝价短期震荡。

贵金属：短期震荡向上。美联储如期按兵不动，9月收益率控制曲线政策仍有预期；美国Q2 GDP下跌32.9%，众议院通过1.3万亿美元刺激法案，金价短期震荡向上。通胀预期逐步修复，实际利率仍有下行空间，金价中期震荡向上。全球货币宽松有望延续，纸币信用遭考验，维持贵金属长期上行判断。关注经济复苏初期工业属性恢复带来的白银上涨。

原油：短期震荡。供给端，OPEC+机制能源部长会议决定，从8月起将减产规模缩减至每日770万桶；之前未完成减产配额的国家将在8月和9月进行补偿性额外减产，实际总减产规模将达到约810万-830万桶/日。需求端，随着全球各国卫生事件的好转，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，7月份EIA原油库存整体呈现下降趋势，远离6月中旬创下的记录高点5.41亿桶。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	51820.0	0.04	6.21	5.43	SHFE铜	159513	1829	1.16	59.56	6.92
铝	元/吨	14685.0	1.84	6.18	4.08	SHFE铝	221819	-679	-0.31	-0.85	-44.04
锌	元/吨	19080.0	5.65	13.34	6.30	SHFE锌	88347	-841	-0.94	-9.58	17.82
铅	元/吨	15705.0	5.19	6.33	4.35	SHFE铅	32938	-2498	-7.05	41.16	-7.79
镍	元/吨	110440.0	2.32	7.45	-1.51	SHFE镍	34215	1513	4.63	18.02	25.99
锡	元/吨	146620.0	2.90	5.61	8.41	SHFE锡	3283	352	12.01	5.70	-48.85
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	6376.0	-0.61	5.58	3.36	LME铜	128125	-13600	-9.60	-39.94	-55.48
铝	美元/吨	1710.0	0.59	5.69	-5.16	LME铝	1637425	-11850.00	-0.72	-0.05	59.29
锌	美元/吨	2313.0	4.28	13.55	1.67	LME锌	188050	33550	21.72	53.45	136.99
铅	美元/吨	1864.0	2.53	4.81	-3.07	LME铅	117575	9975	9.27	76.80	49.78
镍	美元/吨	13740.0	0.62	7.30	-2.28	LME镍	235242	606	0.26	0.73	63.74
锡	美元/吨	17875.0	1.23	6.59	4.29	LME锡	3895	-55	-1.39	10.34	-19.27

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	1994.00	5.09	10.89	31.18	布伦特原油（	美元/桶	43.52	-0.30	1.73	-28.85
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	432.86	3.35	8.02	24.57	大商所铁矿石	元/吨	849.50	3.60	13.80	17.25
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	24.63	7.79	32.63	37.60	上期所螺纹钢	元/吨	3758.00	0.91	3.84	-1.52
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5723.00	6.38	31.68	28.72	动力煤	元/吨	552.20	-0.83	-2.13	-4.89

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。