【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07月27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：从货币乘数变化看下半年降准空间
- 策略研究：短期维持谨慎
- 大宗商品：贵金属短期震荡向上

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	短期维持谨慎，年内机构重仓股筹码开始松动，业绩与政策空窗期下，市场风险偏好和成交意愿低迷。短期来看，防御性的滞涨低估值板块有望取得相对收益。中长期继续看好明年科技股为主线的上涨行情。
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

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	市场中长期上涨逻辑不改，短期横盘概率较大 （1）市场当前中长期上涨的逻辑是经济复苏带动下的盈利上行叠加全球流动性宽松下的配置需求 （2）导致短期调整的四方面因素分别是市场出现超买信号、市场担心监管有意降温、中报预告结束、交易业绩告一段落和个别风险事件催化 （3）市场短期横盘概率较大
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（%）	年初至今表现（%）
000001.SH	上证综指	3196.77	-0.54	7.29	13.82	7.40	28.18
399001.SZ	深圳成指	12935.70	-1.37	9.50	24.10	21.10	78.68
SPX.GI	标普500	3215.63	-0.28	5.42	13.36	-2.42	28.27
DJI.GI	道琼斯工业指数	26469.89	-0.76	4.02	11.33	-8.69	13.47
IXIC.GI	纳斯达克指数	10363.18	-1.33	4.58	20.02	11.25	56.18
GDAXI.GI	德国DAX	12838.06	-0.63	6.15	24.21	-5.44	21.58
N225.GI	日经225	22751.61	0.24	0.96	18.12	-4.51	13.67
892400	MSCI全球	547.90	-0.03	5.09	15.93	-4.43	20.24

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（%）
USDX.FX	美元指数	94.347	-1.74	-2.96	-5.88	-3.62	-1.80
	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
GC.CMX	CRB油脂现货指数	370.37	-0.02	-0.02	-0.01	0.01	0.04
B.IPE	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

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：从货币乘数变化看下半年降准空间

1. **第一，如欲下半年M2高增长，要么增加基础货币，要么压缩超储率，要么降准。**根据存款派生理论，货币供应量=基础货币×货币乘数，根据政府工作报告精神和易纲行长在陆家嘴论坛的发言，下半年广义货币供应量增速有望维持在11%以上。央行如欲保证M2高增长，要么通过公开市场操场或再贷款、再贴现投放基础货币，要么提高货币乘数。而提高货币乘数的方法有两种，一种是压缩超储率，另一种是下调法定存款准备金率。

2. **第二，根据历史经验，近几年基础货币维持稳定，央行更多通过降准来提高货币供应量。**央行通常通过MLF、SLF、TMLF等公开市场操作或再贷款、再贴现来投放基础货币，但前者主要面向银行占比较高的一级交易商，会带来流动性分层问题；后者在投放方面有严格限制。相比之下，降准既不会带来流动性分层问题，也能有效降低银行成本。因此央行更多通过降准来满足货币供应量增长需求。

3. **第三，超储率不可能被无限压缩，预计下半年需要降准两次。**6月份货币乘数为6.92，创历史最高纪录。根据公式推导，货币乘数的提高需满足三个条件之一：降低现金漏损率、降低法定存款准备金率、压缩超储率。现金漏损率近几年较为稳定，且受央行影响较小。在近两个月未降准的情况下，央行更多通过压缩超储率来满足货币供应量增长需要，但这种行为难以持续，因为超储率过低会导致银行和非银体系流动性紧张。未来来看，在超储率不被继续压缩的前提下，下半年央行需降准两次才能满足货币供应量增长需要。

宏观：下半年需要降准两次

图 今年4月以来回笼大量基础货币

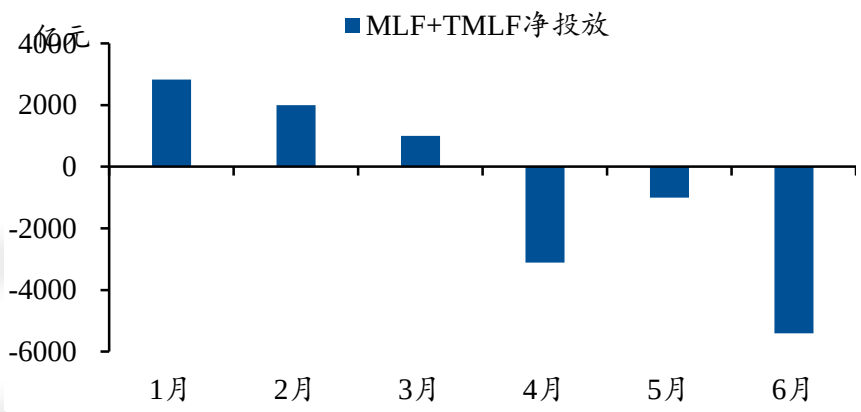


图 宽信用主要依靠提高货币乘数来实现

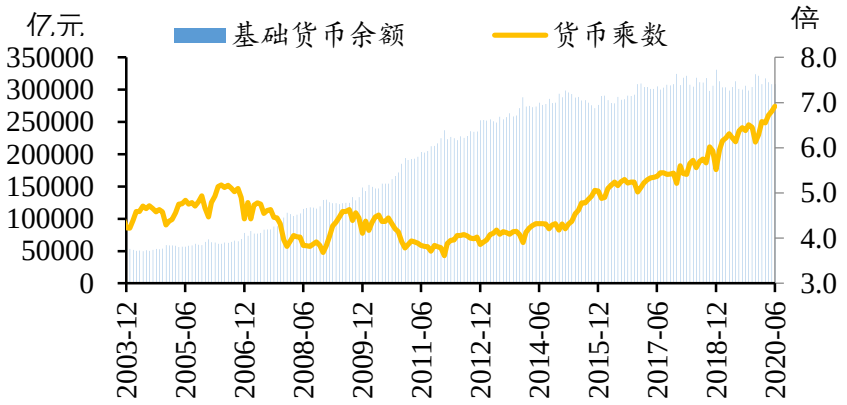


图 下半年M2和社融增速仍将保持高位

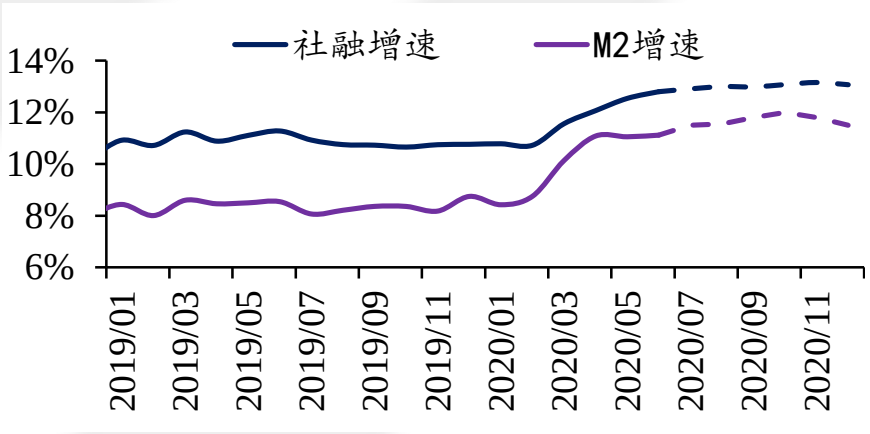
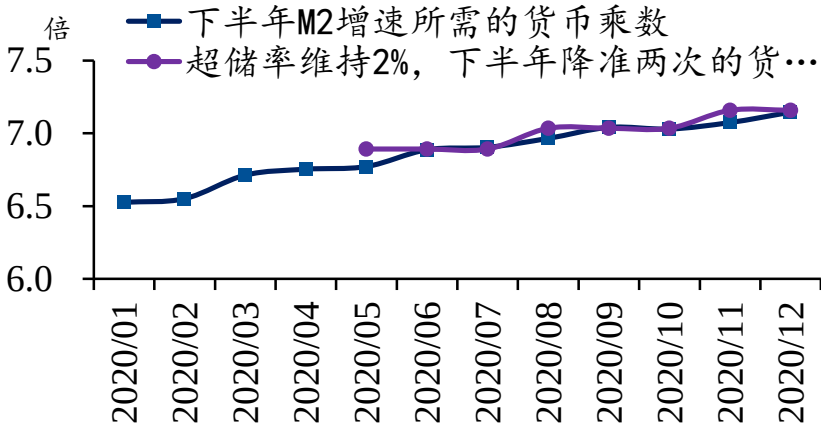


图 下半年需降准两次才能满足M2增长需求



资料来源：Wind，民生证券研究院

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：短期继续维持谨慎

- **核心观点：短期维持谨慎，年内机构重仓股筹码开始松动，业绩与政策空窗期下，市场风险偏好和成交意愿低迷。短期来看，滞涨低估值板块有望取得相对收益。中长期继续看好明年科技股为主线的上涨行情。**

（1）机构重仓股估值水平处于相对高位。绝大多数公募基金重仓股的估值已经回到2018年1月份的阶段性高点，市场对于这些优质资产当前估值水平的合理性出现分歧。未来一个月处于业绩空窗期，无新的盈利数据支撑，重仓股估值继续爬升的阻力较大。

（2）经济基本面难言乐观，政策进一步发力仍需等待。2019年10月全国规模以上工业企业利润总额同比增速下降4.6个百分点至-9.9%，累计同比增速下降0.8个百分点至-2.9%，销售放缓与工业品价格低迷拖累企业盈利进一步下滑。虽然11月制造业PMI重回景气区间，但工业价格继续回落，产成品库存仍在筑底，PMI能否持续好转仍有待观察。当前看来宏观基本面较弱，但政策进一步宽松尚需等待，预计猪价高企对货币政策的掣肘之力到明年二季度才会消减。

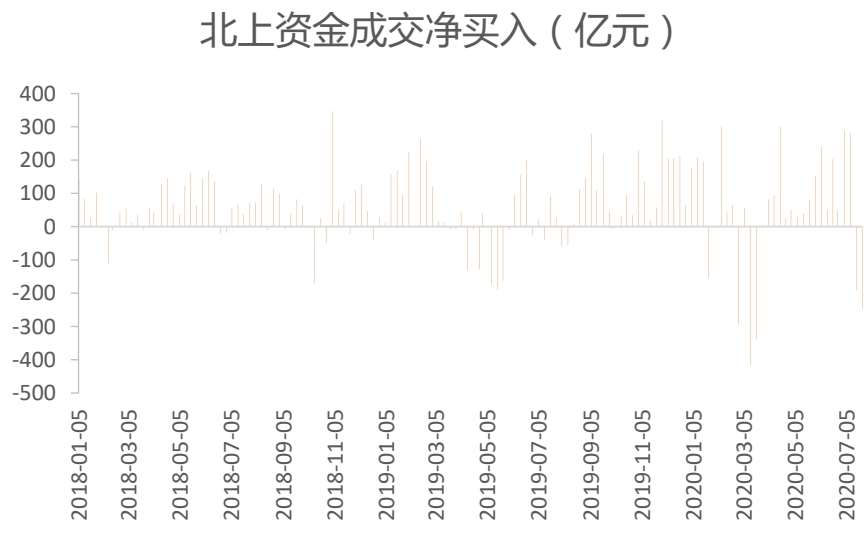
（3）市场风险偏好和成交意愿低迷。近期处于业绩和政策的空窗期，叠加中美谈判反复，在年末兑现收益时期，机构的成交意愿较低。且在MSCI第三次扩容落地后，短期内北上资金流入动力减弱。

我们认为短期市场仍将震荡走弱。在上周连续四日收跌、贵州茅台等核心资产出现明显回调后，下周市场可能出现短暂反抽，若有回弹则是减仓时机。在短期谨慎的行情下，防御性的滞涨低估值板块有望取得相对收益，中长期继续看好明年科技股为主线的上涨行情。

策略：短期继续维持谨慎

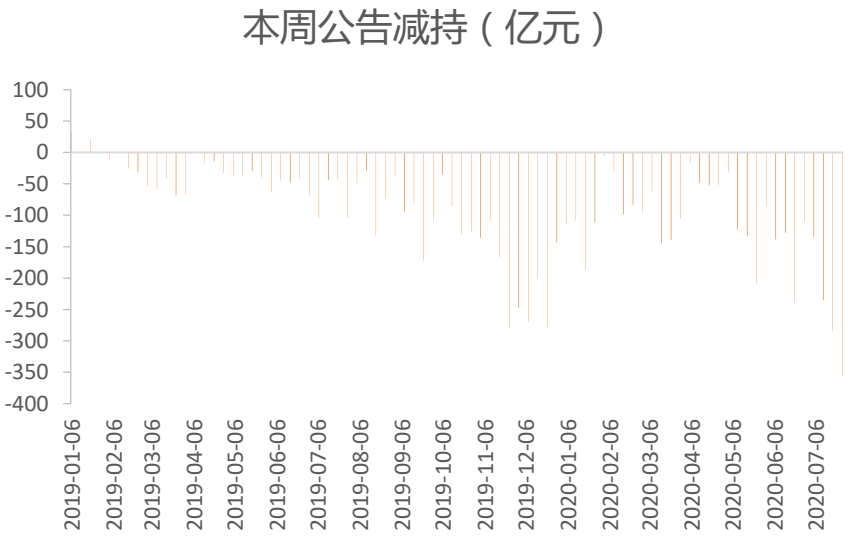
- 本周北上资金净流出247.5亿元。加仓规模较高的个股有格力电器、上海机场、苏宁易购、特变电工、国电南瑞等，减仓规模较高的个股有贵州茅台、五粮液、中国中免、宁德时代、中国平安等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有立讯精密、隆基股份、智飞生物、中际旭创、紫光国微等。

图北上资金本周净出247.5亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周产业资本公告减持约356.1亿元



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：南美疫情持续蔓延，智利、秘鲁铜精矿供应存扰动可能；废铜利用率上升，电解铜需求下滑，中美关系进一步紧张，叠加疫情影响全球经济恢复或不乐观，短期铜价震荡。铝：传统淡季去库放缓，社会库存降至65.7万吨，本周铝加工企业开工环比减少0.3个百分点至76.9%，铝型材、板带、线缆开工均小幅走弱，铝箔（季节性旺季）开工率提升，铝价短期震荡。

贵金属：短期震荡向上。全球印钞模式再起，欧洲央行7500亿元复苏基金获批，美国万亿美元刺激计划推出在即，同时，美联储收益率控制曲线政策仍有预期，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。全球货币宽松环境有望延续，纸币信用遭考验，维持贵金属长期上行判断。全球经济复苏初期，关注白银工业属性恢复带来的白银补涨。

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。7月10日，国际能源署（IEA）提升今年石油需求预测至9210万桶/日，较6月预测值高出40万桶/日。但美国需求仍不容乐观，截至7月17日当周EIA原油库存变动实际公布增加489.20万桶，预期减少58.9万桶。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

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	47320.0	0.90	-0.02	-2.11	SHFE铜	120192	-14845	-10.99	-15.96	-9.74
铝	元/吨	13885.0	0.33	0.33	2.17	SHFE铝	245824	-24963	-9.22	-16.62	-67.23
锌	元/吨	18040.0	-0.11	-5.03	-13.79	SHFE锌	45772	-3938	-7.92	-28.56	29.11
铅	元/吨	15435.0	-0.52	-7.02	-14.49	SHFE铅	36914	1757	5.00	101.51	297.14
镍	元/吨	109330.0	-4.21	-18.23	24.14	SHFE镍	36030	-122	-0.34	46.19	131.87
锡	元/吨	138410.0	-0.07	0.05	-3.51	SHFE锡	3664	113	3.18	-19.65	-57.96
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	5889.0	0.58	1.43	-0.39	LME铜	208625	-10300	-4.70	-22.82	53.12
铝	美元/吨	1758.5	1.12	-0.03	-5.10	LME铝	1271650	91250.00	7.73	32.27	20.50
锌	美元/吨	2277.0	-1.21	-8.52	-7.21	LME锌	59350	-525	-0.88	5.93	-50.21
铅	美元/吨	1942.5	-1.20	-9.99	-3.38	LME铅	67150	25	0.04	-4.21	-36.41
镍	美元/吨	13990.0	-4.41	-16.18	31.42	LME镍	68280	1530	2.29	0.55	-68.05
锡	美元/吨	16410.0	0.37	-0.70	-15.67	LME锡	6500	-140	-2.11	2.60	123.75

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	1900.30	4.99	5.68	25.02	布伦特原油	美元/桶	43.34	-1.41	6.64	-31.50
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	420.40	4.97	4.91	20.99	大商所铁矿石	元/吨	827.50	-1.61	7.33	-7.23
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	22.98	16.25	23.72	28.35	上期所螺纹钢	元/吨	3769.00	0.13	4.12	-4.34
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	5346.00	16.90	23.01	20.24	动力煤	元/吨	558.80	1.12	3.02	-5.45

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。