【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07月20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：经济超预期，为何未能提振股市？
- 策略研究：短期调整不改市场中长期上涨逻辑
- 大宗商品：贵金属短期震荡向上，关注白银补涨

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	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 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	宏观上看，信贷社融保持较快增长，下半年降准仍有必要： （1）贷款总量保持高速平稳增长，符合预期 （2）贷款结构出现分化，居民消费有序复苏，企业和非银机构贷款下降，系监管出手加以规范 （3）社融增量高于市场预期，主要系未贴现票据同比大增3500亿贡献 （4）预期下半年宽松力度可能减小，但仍有必要降准两次
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 短期震荡上行，中期震荡上行，长期震荡上行 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	3214.13	-5.00	9.48	13.23	4.51	10.83
399001.SZ	深圳成指	13114.94	-4.07	14.83	24.57	19.72	42.93
SPX.GI	标普500	3224.73	1.25	3.57	12.18	-3.15	7.30
DJI.GI	道琼斯工业指数	26671.95	2.29	2.11	10.02	-9.12	-2.48
IXIC.GI	纳斯达克指数	10503.19	-1.08	5.98	21.42	11.87	27.29
GDAXI.GI	德国DAX	12919.61	2.26	4.34	21.59	-4.48	3.43
N225.GI	日经225	22696.42	1.82	1.07	14.07	-5.59	4.97
892400	MSCI全球	548.05	1.16	3.75	14.11	-5.38	3.39

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	2.96	-0.11	0.08	0.31	-0.18	-0.25
美国10年期国债收益率	0.62	-0.03	-0.13	-0.03	-1.22	-1.43
德国10年期国债收益率	-0.47	0.03	-0.07	0.00	-0.24	-0.11
法国10年期国债收益率	-0.15	-0.01	-0.11	-0.17	-0.19	-0.07
英国10年期国债收益率	0.00	-0.22	-0.22	-0.34	-0.70	-0.81

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	96.014	-0.68	-1.08	-3.71	-1.67	-0.06
CRB综合现货指数	365.87	0.01	0.01	0.04	-0.11	-0.10
CRB食品现货指数	293.22	0.01	-0.01	0.04	-0.14	-0.17
CRB油脂现货指数	337.11	0.01	-0.02	0.06	-0.11	-0.11
CRB金属现货指数	311.84	0.01	-0.01	-0.07	-0.22	-0.26
CRB工业原料现货指数	719.79	0.03	0.05	0.15	-0.09	-0.05
CRB纺织品现货指数	426.24	0.01	0.02	0.04	-0.09	-0.05

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：经济超预期，为何未能提振股市？

1. **第一，可以明确的是，工业和市场性服务业并非经济超预期的贡献者。**6月规上工业增加值增长4.8%，比5月份加快0.4个百分点。3-6月，工业增加值环比增速（季调）分别比去年同期高28.8个、1.9个、1个、0.6个百分点。6月服务业生产指数增长2.3%，比5月份加快1.3个百分点，上月则比上上月加快5.5个百分点。总体看，工业和市场性服务业都处在快速修复过程中，但修复速度（加速度）都趋于衰减，基本都算符合预期。

2. **第二，超预期的主要来源是非市场性服务活动。**4-6月，服务业生产指数增速分别为-4.5%、1%和2.3%，据此测算，二季度市场性服务业增速很难超过0.7%，但官方公布的第三产业增速为1.9%，二者之间形成巨大差异，仅此就可对二季度GDP额外贡献至少0.6个百分点。按统计局官方解释，第三产业增加值核算既包括服务业市场性服务活动，也包括非市场性活动；而目前服务业生产指数主要反映市场性活动，不包括非市场性活动。可知，这份超预期是来自非市场性服务活动。疫情之年，非市场性服务活动增长较快是有可能的。

3. **第三，超预期还有一个次要来源，即建筑业。**二季度规上工业增加值增长4.4%，这和月度工业增加值表现一致，不算超预期。但值得注意的是，第二产业增加值增长4.7%，增速明显快于工业，仅此就可对二季度GDP额外贡献0.1个百分点。第二产业除了工业就是建筑业，可见，这份超预期的来源是建筑业。建筑业表现凶猛，可能与房地产施工较好、基建逐渐回暖、防洪工程建设等都有关系。

宏观：经济超预期，为何未能提振股市？

图 三大产业同比增速均转正

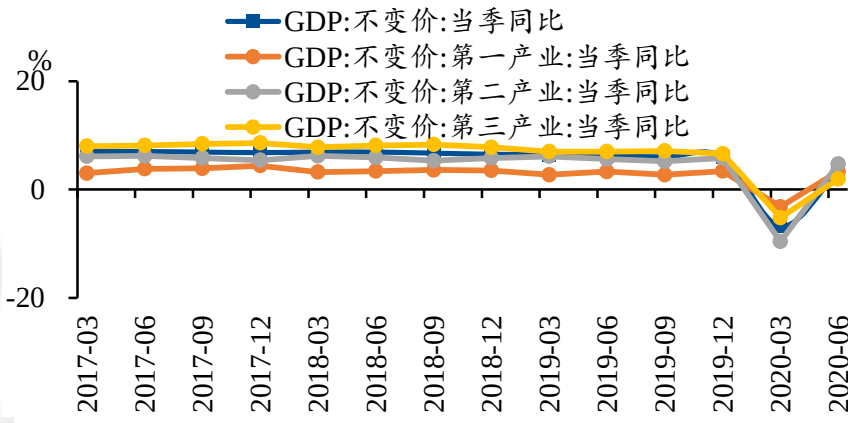


图 贸易助推高技术产业，工业增加值继续回升

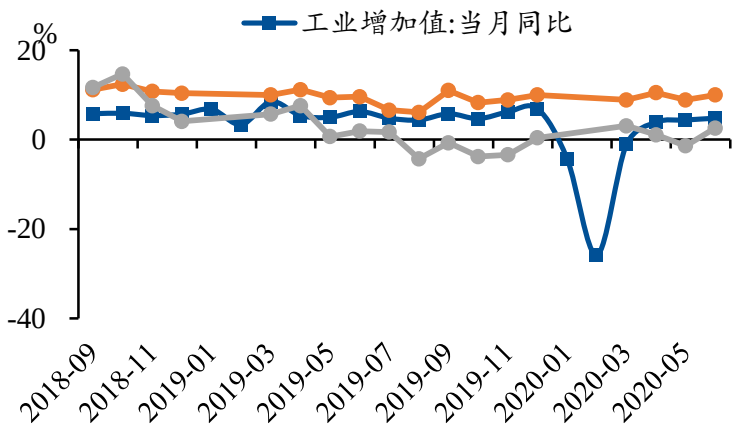


图 汽车零售回落拖累社零反弹力度

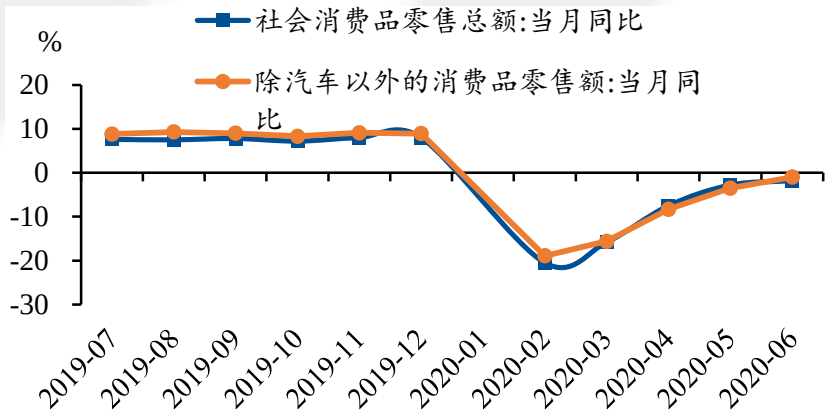
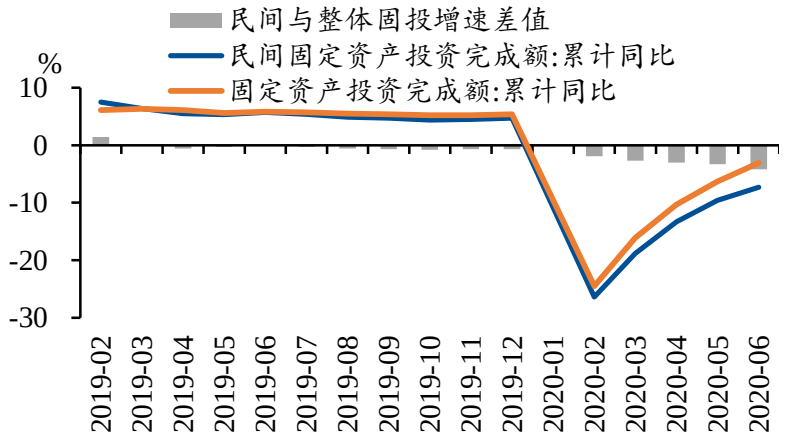


图 基建和房地产拉动固投回升，民间投资较弱



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

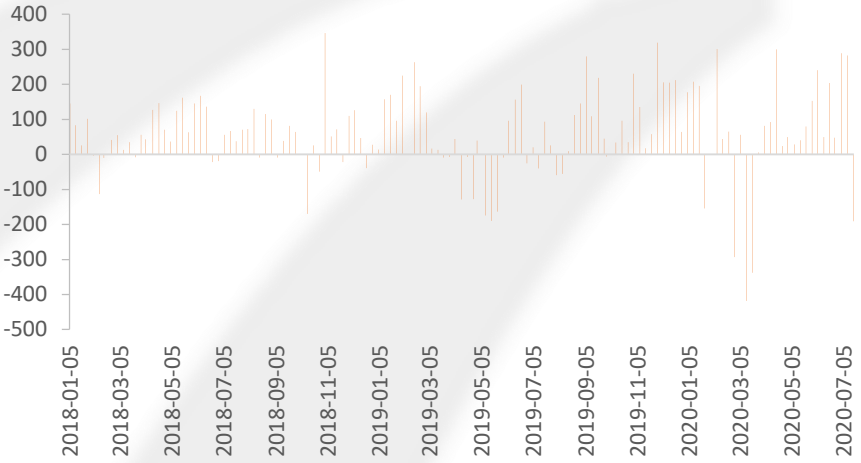
策略：短期调整不改市场中长期上涨逻辑

- **核心观点：市场中长期上涨逻辑不改，短期横盘概率较大**
- **市场中长期上涨逻辑没有改变。**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。根据中报预告来看，盈利环比显著改善，二季度各项宏观数据也持续超预期，预计未来三季度盈利环比将继续改善。虽然货币政策略有边际收紧，但是宽信用政策整体没有改变，社融持续扩张，因此基本面和流动性两个宏观因子仍处于趋势上行阶段，暂未见到拐点迹象。
- **短期调整主要是四方面因素导致。**一是7月初以来市场快速上涨，波动率大幅上行，出现明显超买信号，有获利盘兑现压力；二是市场担心监管有意降温，尤其是对杠杆资金入市加以限制；三是中报预告结束，交易业绩告一段落；四是个别风险事件催化，如英国禁用华为，官方提示白酒腐败以及中芯国际上市导致市场短期流动性波动等。
- **市场短期横盘概率较大。**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。

策略：短期调整不改市场中长期上涨逻辑

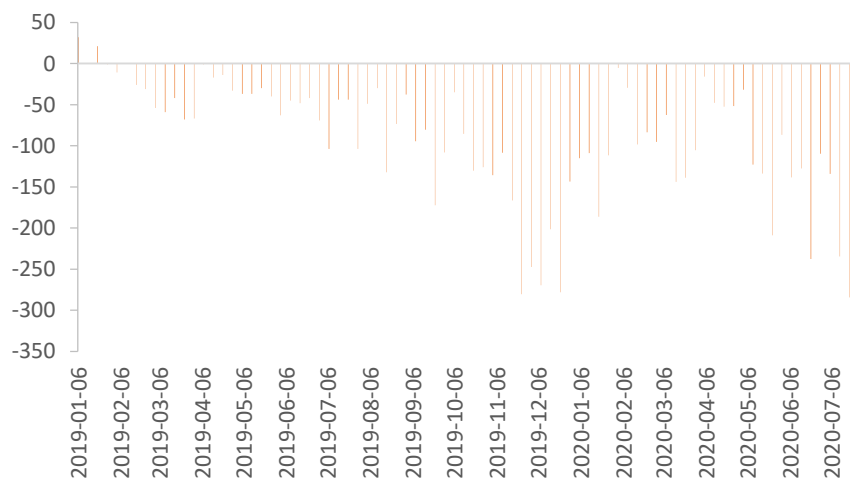
- 本周北上资金净流出191.2亿元。加仓规模较高的个股有中国平安、立讯精密、恒生电子、用友网络、海螺水泥等，减仓规模较高的个股有五粮液、贵州茅台、中国中免、宁德时代、招商银行等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有隆基股份、交通银行、兆易创新、三安光电、巨人网络、安图生物等。

图北上资金本周净出191.2亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告减持约284.4亿元



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：贵金属短期震荡向上，关注白银补涨

- **基本金属：短期震荡**。铜：国内Q2 GDP增速3.2%，经济恢复明显；但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：社会库存降至70.8万吨，单季去库速度放缓，周内铝下游开工环比持稳，氧化铝价格受弹性减产支撑，铝价短期震荡向上。
- **贵金属：短期震荡向上。**美国疫情二次反弹，经济复苏节奏或不及预期，美联储和财政部的进一步刺激预期增强，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。白银供需关系向好，关注工业需求回升以后的白银补涨行情。
- **原油：短期震荡。**供给端，石油输出国组织(OPEC)及其盟友组成的OPEC+同意从8月开始，将970万桶/日的创纪录减产规模降低200万桶/日。但实际可能不到200万桶/日，因伊拉克、尼日利亚和安哥拉承诺要对5-6月的过高产量做出弥补。需求端，截至7月10日当周，美国原油和成品油库存大幅下降，但部分原因是进口下降。疫情二次蔓延的风险对原油需求修复构成压力，需求有环比减弱风险，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	51430.0	1.84	5.41	4.64	SHFE铜	158647	21311	15.52	23.82	9.20
铝	元/吨	14155.0	-1.22	2.35	0.32	SHFE铝	233327	19677	9.21	-6.09	-44.32
锌	元/吨	17875.0	1.74	6.18	-0.42	SHFE锌	93637	2330	2.55	-8.43	26.43
铅	元/吨	14925.0	-1.13	1.05	-0.83	SHFE铅	40547	13509	49.96	105.66	18.83
镍	元/吨	106320.0	0.00	3.44	-5.18	SHFE镍	31843	2348	7.96	14.26	23.33
锡	元/吨	141200.0	0.56	1.71	4.40	SHFE锡	3006	7	0.23	-8.47	-56.95
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	6437.0	0.39	6.59	4.34	LME铜	157350	-23725	-13.10	-35.70	-47.20
铝	美元/吨	1663.0	-1.51	2.78	-7.76	LME铝	1664400	37850.00	2.33	3.06	69.80
锌	美元/吨	2181.5	-0.55	7.09	-4.11	LME锌	122400	-975	-0.79	-1.69	52.05
铅	美元/吨	1813.5	-2.21	1.97	-5.69	LME铅	63025	1350	2.19	-16.44	1.16
镍	美元/吨	13115.0	-2.96	2.42	-6.72	LME镍	234738	66	0.03	0.62	58.36
锡	美元/吨	17265.0	-0.26	2.95	0.73	LME锡	3835	-140	-3.52	22.72	-40.08

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	1812.00	0.56	0.77	19.21	布伦特原油（	美元/桶	43.14	0.09	2.91	-30.70
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	399.76	-0.79	-0.24	15.05	大商所铁矿石	元/吨	826.00	-1.49	7.55	-9.83
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	19.75	3.63	6.33	10.31	上期所螺纹钢	元/吨	3711.00	-0.88	1.81	-7.25
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4544.00	1.34	4.56	2.20	动力煤	元/吨	557.60	-0.89	2.12	-4.85

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。