【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13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：信贷社融保持较快增长，下半年宽松力度可能减小**
- **策略研究：A股流动性并未收紧，风格均衡配置才刚刚开始**
- **大宗商品：基本金属、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	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，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	6月份PMI超预期，市场风格将从明显偏向成长向价值成长平衡切换 （1）结合6月份基本面数据和高于预期值的财新PMI数据，经济在二季度转正、三季度加速是极大概率事件，价值股的确定性明显提升。市场风格开始从极度偏向成长向价值股补涨调整。 （2）价值股补涨过程中两市成交量扩大，创业板也未发生明显回调，市场风格将趋于平衡而非走向另一极端。 （3）本轮“牛市”增量资金主要来自新发基金和外资，也决定了市场风格将趋于平衡。
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（%）
上证综指	3383.32	7.31	14.93	20.98	9.41	15.17
深圳成指	13671.24	9.96	20.60	32.75	25.66	47.27
标普500	3185.04	1.76	-0.16	14.17	-2.46	6.03
道琼斯工业指数	26075.30	0.96	-3.39	9.93	-9.54	-4.61
纳斯达克指数	10617.44	4.01	5.96	30.22	15.67	29.12
德国DAX	12633.71	0.84	0.83	19.58	-6.30	1.63
日经225	22290.81	-0.07	-3.61	14.32	-6.54	3.51
MSCI全球	541.77	1.74	0.37	15.30	-5.03	2.21

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	3.09	0.21	0.23	0.45	-0.06	-0.14
美国10年期国债收益率	0.62	0.62	-0.22	0.62	-1.21	-1.47
德国10年期国债收益率	-0.46	0.00	-0.14	-0.46	-0.26	-0.20
法国10年期国债收益率	-0.14	-0.03	-0.21	-0.24	-0.19	-0.15
英国10年期国债收益率	0.00	-0.24	-0.34	0.00	-0.83	-0.86

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	96.6719	-0.59	0.60	-2.86	-0.72	0.62
CRB综合现货指数	363.63	0.01	-0.01	0.00	-0.11	-0.10
CRB食品现货指数	293.7	0.01	-0.02	0.01	-0.13	-0.15
CRB油脂现货指数	333.43	-0.01	-0.07	0.05	-0.09	-0.12
CRB金属现货指数	307.6	0.01	-0.06	-0.14	-0.22	-0.24
CRB工业原料现货指数	697.38	0.01	0.02	0.07	-0.11	-0.08
CRB纺织品现货指数	421.35	0.00	0.00	0.00	-0.09	-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：信贷社融保持较快增长，下半年宽松力度可能减小

1. **贷款总量保持高速平稳增长，符合预期。**6月新增贷款1.81万亿元，与市场预期的1.8万亿基本一致，同比多增1500亿。贷款余额增速为13.2%，与上月持平。此前，易纲行长曾提到，今年全年新增贷款预计为20万亿，意味着全年贷款余额增速为13%。贷款需求不缺，央行银行家问卷调查显示，Q2贷款需求创过去六年来新高。

2. **贷款结构出现分化，监管出手加以规范。**6月企业中长贷同比多增3595亿元，反映金融对基建、新型城镇化、重大项目等支持力度加大；居民短贷、居民中长贷分别同比多增733亿、1491亿，反映居民消费有序复苏；但企业短贷和票据融资分别同比少增357亿和3065亿，为近四个月来首次收缩，同时非银机构贷款也同比少增629亿，可能与监管严查套利有关。

3. **社融增量高于市场预期，主要系未贴现票据贡献。**6月社融增量3.43万亿，高于市场预期的3.05万亿，同比多增8057亿。其中，表内贷款同比多增2515亿元，企业债券和政府债券融资分别同比多增1872亿元、533亿元，均属正常表现。惟有表外融资出现一些异动，未贴现票据同比大幅多增3500亿。

4. **下半年宽松力度可能减小，但降准仍有必要。**6月M2货币供应同比 11.1%，与市场预期一致。下半年，按照M2增速明显高于去年的政策要求和高信贷社融的派生需求推算，准备金缴存基数仍将保持两位数以上增长，基础货币缺口的压力与日俱增，货币乘数有必要进一步提高，我们测算，若每次降准50BP，下半年仍有必要降准两次。

图 信贷社融高增长

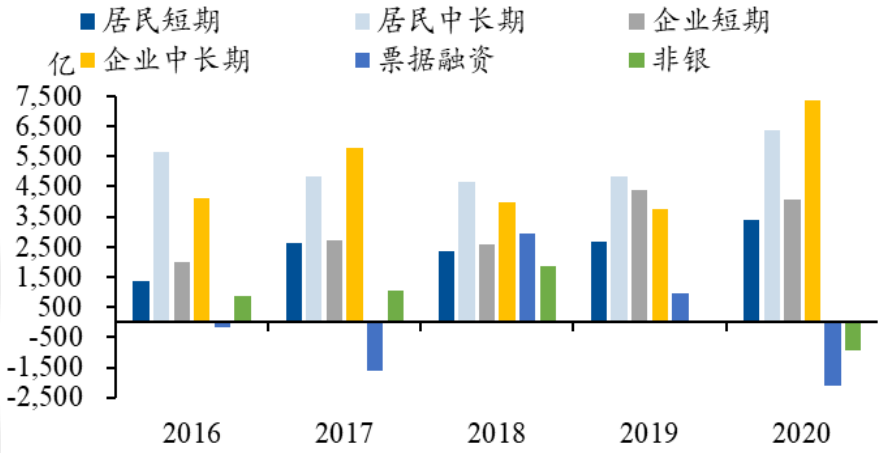


图 居民储蓄回表

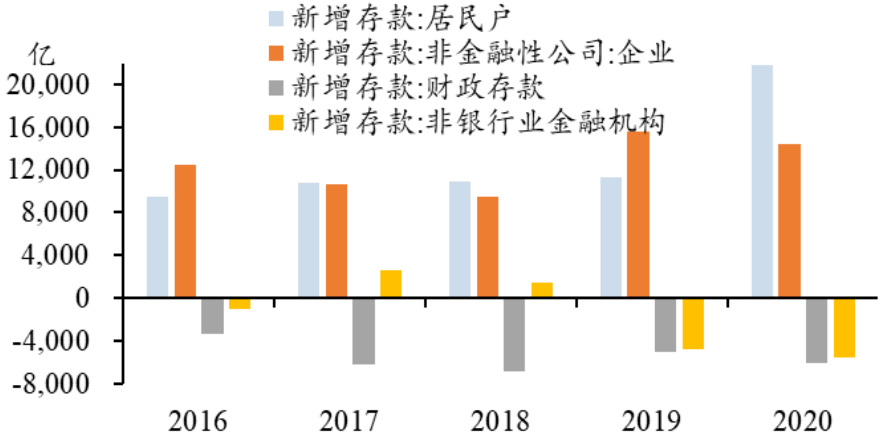


图 下半年社融增速可能先高后低

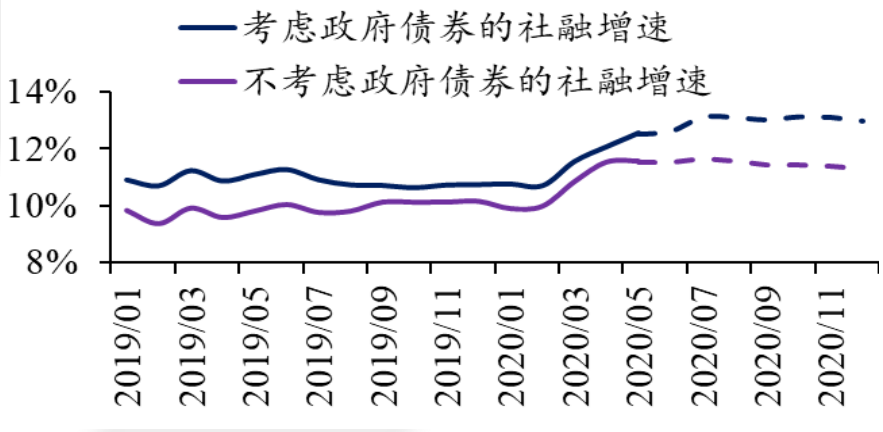
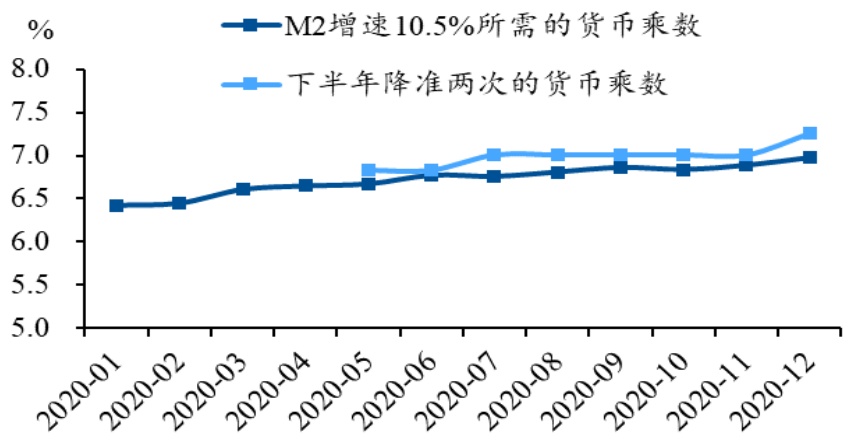


图 下半年有必要降准两次



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

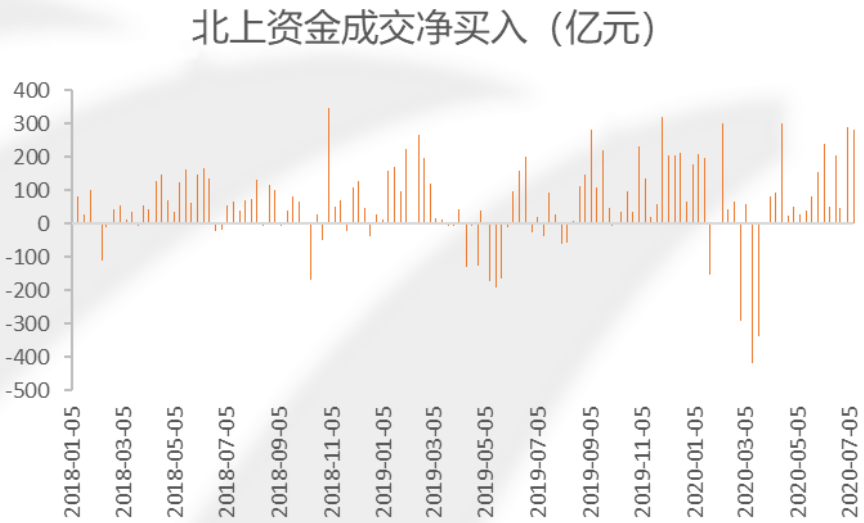
策略：A股流动性并未收紧，风格均衡配置才刚刚开始

- **核心观点：A股流动性并未收紧，市场从抱团向风格均衡配置才刚刚开始**
- **6月份社融继续扩张，流动性宽松对股市形成有力支撑。**6月份社融存量增速12.8%相比5月份继续走高约0.3个百分点，继续处于扩张趋势当中。6月份M1同比6.5%，较5月份收窄0.3个百分点，由于目前以地产和基建为代表的投资继续回升，经济持续回暖，基本面预期能够支撑M1的扩张，因此小幅收窄可以归因于基数效应扰动，宏观流动性整体仍然处于上升通道中，对股市形成有力支撑。
- **近期市场对严查配资和社保基金减持比较担忧，但与14年显著不同的是，居民资产配置转移和机构化才是当前股市的长期增量资金来源。**本轮股市增量资金的主要背景是，理财产品净值化和房住不炒推动居民端资产配置向股市转移，叠加以外资和基金为代表的机构资金占比提升，因此严查配资并不会像15年一样对股市的流动性形成巨大冲击。另外国家队持股数占比从历史上看本来就倾向于在市场上涨时减少，在市场下跌时增加，因此社保基金的减持一是正常操作行为，二也具有遏制当前股市快速上涨的信号意义。
- **增量资金推动的低估值板块补涨将告一段落，但市场从抱团向风格均衡配置才刚刚开始。**7月初以来在几个强势上涨的板块里，存量基金并未现明显加仓，基金持股5%以上的近500只公募重仓股一半以上在这一阶段继续收涨代表着存量基金依然以科技消费抱团为主，本次上涨的主因是外资和新发基金为代表的的增量资金入场。低估值板块的快速修复和波动率大幅上升阶段性透支了其投资价值，本周五金融快板的下跌预示着快速补涨行情告一段落。但以14年Q4风格切换阶段为基准，大量存量基金对经济敏感性较高的周期板块配置仍然非常低，这意味着市场从抱团向风格均衡配置才刚刚开始。

策略：A股流动性并未收紧，风格均衡配置才刚刚开始

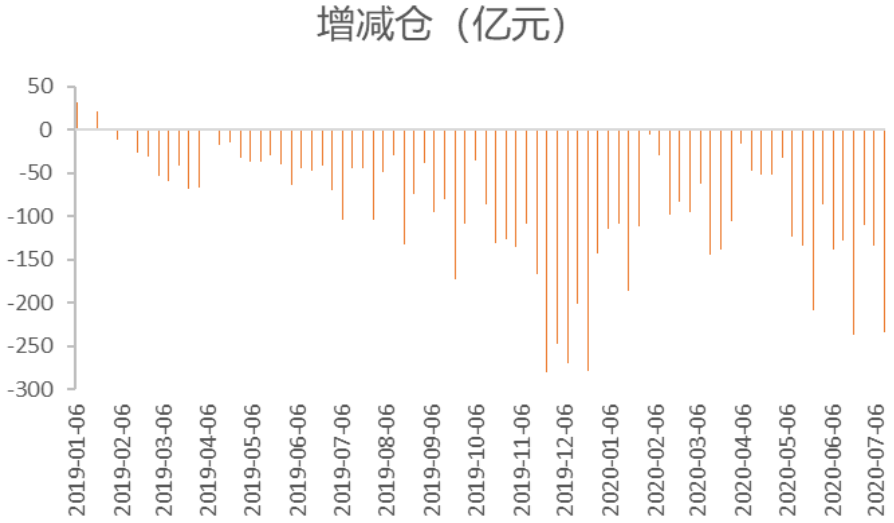
- 本周北上资金保持净流入，共流入282.1亿元。加仓规模较高的个股有中国平安、招商银行、立讯精密、三一重工等，减仓规模较高的个股有五粮液、中国中免、洋河股份、京东方A等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有格力电器、四维图新、中简科技、福耀玻璃、兆易创新等。

图 北上资金本周净入282.1亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告减持约234.7亿元



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：基本金属、贵金属短期震荡向上

- **基本金属：铜价有望继续强势运行。**南美疫情继续蔓延，叠加智利Zaldivar铜矿存罢工风险，市场担忧供应持续扰动；季节性淡季或面临累库，但6月份铜管企业开工率89.28%，环比上升5.9个百分点，同比上升2.90个百分点，空调订单超预期，供给扰动继续支撑铜价上行。铝：社会库存降至71.2万吨，单季去库速度放缓，本周铝加工企业开工增长0.4个百分点至77.3%，其中铝型材、铝箔方面订单表现较好，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，单日新增病例首次超6万，同时失业救助即将到期，就业市场存恶化风险，经济复苏节奏或不及预期，预计美元继续弱势，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。
- **原油：短期震荡。**EIA原油库存超预期，美国截至6月19日当周EIA原油库存变动实际公布565.4万桶，预期增加311万桶。供给端，最新消息显示，利比亚东部的Messla油田和Sarir炼油厂在停产后成功恢复了生产，全球市场恐将难以消化利比亚新增的石油供应。需求端，美国数州冠状病毒病例激增，重新封锁的可能性增加，市场对原油需求复苏中断的担忧加剧，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。

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	50500.0	2.77	3.50	2.75	SHFE铜	137336	23018	20.14	-1.84	-2.53
铝	元/吨	14375.0	2.72	3.94	1.88	SHFE铝	213650	-10376	-4.63	-19.86	-49.34
锌	元/吨	17555.0	4.99	4.28	-2.20	SHFE锌	91307	-4502	-4.70	-14.38	12.62
铅	元/吨	15070.0	2.59	2.03	0.13	SHFE铅	27038	-324	-1.18	199.59	-15.46
镍	元/吨	105450.0	1.03	2.60	-5.96	SHFE镍	29495	73	0.25	7.92	43.80
锡	元/吨	138900.0	-0.22	0.05	2.70	SHFE锡	2999	-2	-0.07	-11.11	-60.96
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	6429.0	6.85	6.46	4.21	LME铜	181075	-25300	-12.26	-22.44	-37.56
铝	美元/吨	1689.0	4.65	4.39	-6.32	LME铝	1626550	-2725.00	-0.17	5.54	74.06
锌	美元/吨	2189.0	8.05	7.46	-3.78	LME锌	123375	850	0.69	9.16	52.36
铅	美元/吨	1855.0	4.21	4.30	-3.54	LME铅	61675	-2500	-3.90	-18.31	-5.62
镍	美元/吨	13560.0	4.34	5.90	-3.56	LME镍	234672	408	0.17	0.97	52.96
锡	美元/吨	17200.0	2.14	2.56	0.35	LME锡	3975	445	12.61	46.95	-38.37

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	1801.80	0.66	0.21	18.54	布伦特原油	美元/桶	43.24	0.53	10.76	-35.46
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	401.88	0.47	0.29	15.66	大商所铁矿石	元/吨	790.50	3.06	1.74	-9.45
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	19.08	4.14	2.75	6.59	上期所螺纹钢	元/吨	3703.00	1.90	2.12	-6.61
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4450.00	1.90	2.39	0.09	动力煤	元/吨	556.60	-0.57	2.17	-4.36

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。