【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06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：2020年中期宏观展望**
- **策略研究：6月份PMI超预期，市场风格趋于平衡**
- **大宗商品：主要品种短期震荡**

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	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）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

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	外部风险影响有限，6月份经济继续复苏，流动性和基本面共振下持续增配A股 （1）端午节期间海外股市 调整对A股影响有限，从当前美联储持续扩表、美元指数和金价的走势中看不出流动性风险二次爆发迹象，故不改变上升趋势 （2）6月份BCI指数为49.1继续明显回升，说明二季度经济增速恢复有坚实基础，中小企业距离回复常态相差无几，A股有望在流动性和盈利共振下继续趋势性上涨
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，中期震荡，长期震荡上行

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	3152.81	5.82	7.85	14.07	2.24	7.67
399001.SZ	深圳成指	12433.26	5.25	11.93	22.98	16.67	35.16
SPX.GI	标普500	3130.01	4.02	0.23	25.77	-3.24	5.05
DJI.GI	道琼斯工业指数	25827.36	3.25	-1.68	22.68	-9.80	-3.57
IXIC.GI	纳斯达克指数	10207.63	4.62	5.42	38.44	13.16	25.37
GDAXI.GI	德国DAX	12528.18	3.63	0.33	31.52	-5.23	0.74
N225.GI	日经225	22306.48	-0.91	-1.36	25.18	-5.71	3.44
892400	MSCI全球	532.50	3.23	0.70	25.19	-6.05	1.24

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）	360日涨跌（BP）
中国10年期国债收益率	2.86	2.86	0.04	0.14	-0.34	-0.36
美国10年期国债收益率	0.68	0.04	0.00	0.06	-1.12	-1.37
德国10年期国债收益率	-0.42	0.07	-0.03	0.03	-0.14	-0.07
法国10年期国债收益率	-0.11	0.02	-0.06	-0.18	-0.13	-0.03
英国10年期国债收益率	0.00	-0.24	-0.27	-0.37	-0.81	-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	97.2447	-0.26	-0.08	-3.36	0.37	1.22
CRB综合现货指数	360.55	0.00	-0.02	-0.01	-0.10	-0.11
CRB食品现货指数	289.95	0.00	-0.06	-0.02	-0.14	-0.16
CRB油脂现货指数	335.26	0.00	-0.07	0.06	-0.08	-0.11
CRB金属现货指数	301.78	0.00	-0.09	-0.18	-0.22	-0.24
CRB工业原料现货指数	689.26	0.01	0.03	0.05	-0.08	-0.08
CRB纺织品现货指数	419.03	0.01	0.00	0.00	-0.07	-0.06

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

宏观：2020年中期宏观展望

1. **疫情冲击：经济走出低点走上复苏道路。**一季度经济降幅创历史记录，确认了疫情的冲击。随着疫情逐步得到控制，中国经济正在沿着“生产修复-信心重建-需求恢复”的路径逐步复苏。

2. **政策取向：货币财政政策靶向性将提升。**上半年，逆周期调节力度明显加大，但要注意，疫情应对期间的支持政策具有阶段性。下半年，政策靶向性将提高，财政政策继续侧重支持基建和新型城镇化，货币政策体现总量适度结构发力。

3. **复苏节奏：主要指标呈现稳步复苏特征。**基准情形下，北京等地第二波疫情将在短期内得到控制，工业基本正常化可于二季度末完成，服务业正常化可于三季度完成，全年GDP可达到2%以上。

4. **全球对比：中国经济的相对优势将凸显。**疫情目前仍在全球蔓延，将对全球经济造成巨大打击。美国前期激进复工导致疫情反弹，美国经济真实基本面比数据显示的更差，中国经济的相对优势凸显。

图 共和党州疫情反弹强于民主党州

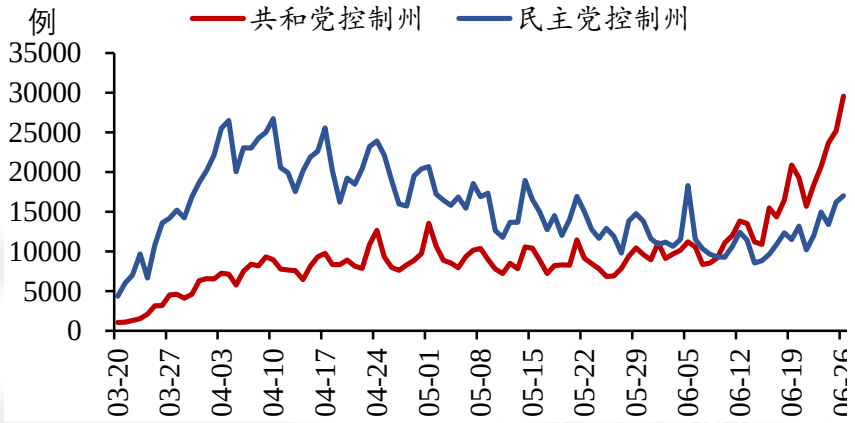


图 土地购置费可能平稳着陆

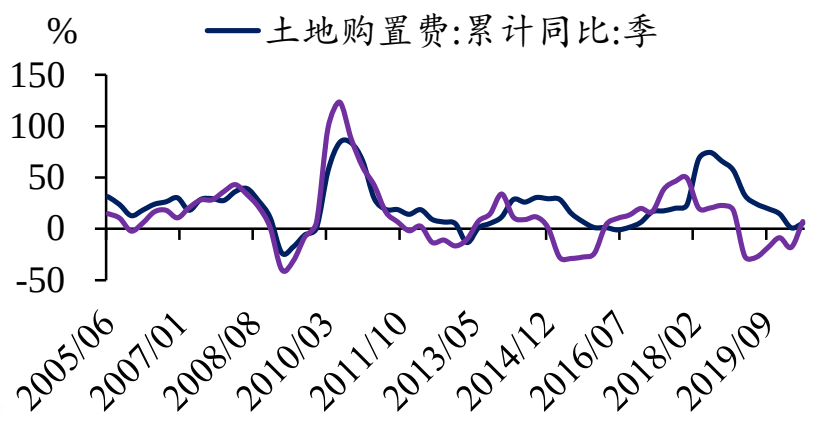


图 下半年社融增速可能先高后低

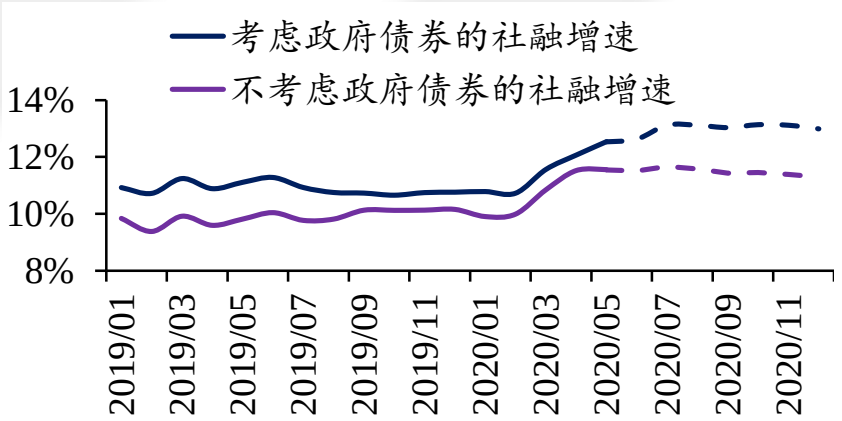
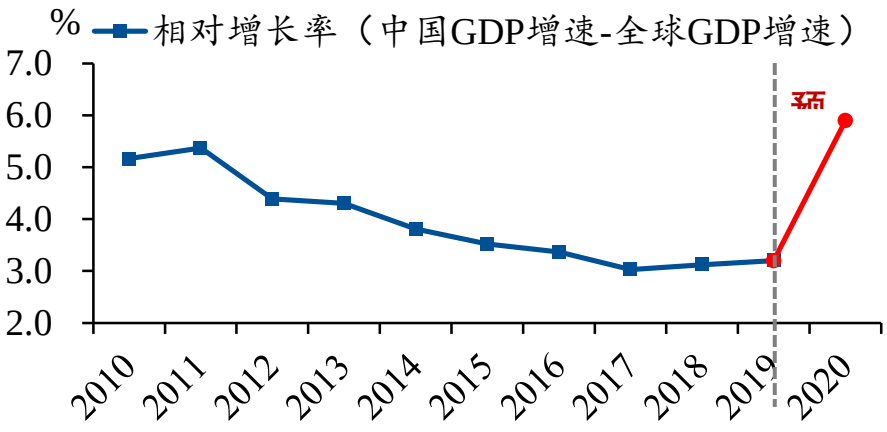


图 美国失业率被低估



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：6月份PMI超预期，市场风格趋于平衡

- **核心观点：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**

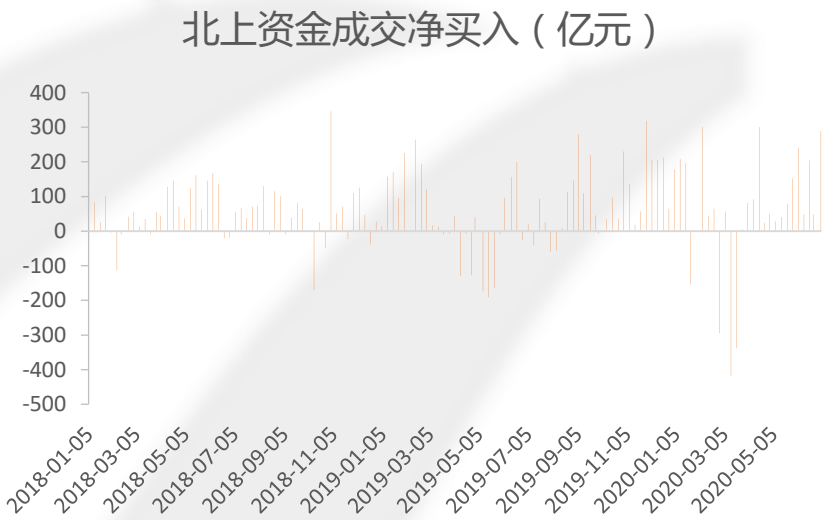
6月30日财新PMI公布，实际值51.2远高于预期的50.5，经济二季度转正、三季度加速是极大概率事件，在此推动下价值股明显补涨。6月11日北京疫情发生后至6月末，创业板累计上涨远超上证50，风格分化走向极致，虽然6月18日陆家嘴论坛对经济复苏的定调已经明显偏积极，但市场对价值股的兴趣直到6月30日财新PMI数据公布当天才明显点燃。结合6月份基本面数据，经济在二季度转正、三季度加速是极大概率事件，价值股的确定性明显提升。市场风格开始从极度偏向成长向价值股补涨调整。

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。值得注意的是从本周剩余几天的情况来看，本轮价值股补涨过程一是伴随着大量增量资金入场：两市成交量持续放大，本周五提升至1.17万亿元；二是创业板并未发生明显回调，反而上涨了1%。这意味着这波价值股行情并非走向另一个极端的风格切换，而是风险资产整体的全面上涨。

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。复盘2013-2015年的牛市行情，2013年-2014年7月行情明显偏向创业板，2014年7月至2014年12月上证综指优于创业板，随后进入全面牛市，目前的行情类似全面牛市前的第二阶段。本轮行情有一大特色，即新发基金和外资流入是市场主要增量资金来源，居民也更偏向通过基金间接入市，这意味着市场的波动率大大降低，时间上的可持续性要更强，大概率不会出现疯牛行情，另外机构资金相比散户再风格配置上也会更加均衡，有利于市场最终走出波动率较低的长牛行情。

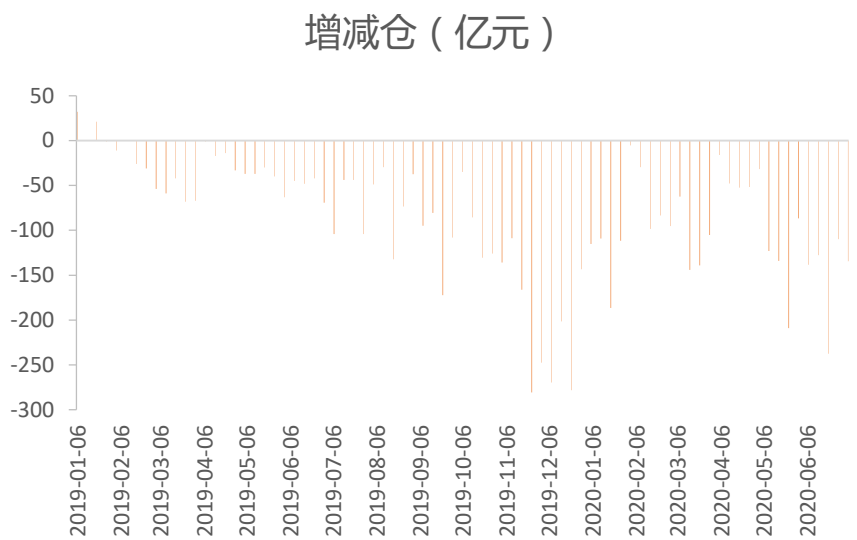
- 本周北上资金保持净流入，共流入288.6亿元。加仓规模较高的个股有泸州老窖、平安银行、三一重工、隆基股份、潍柴动力等，减仓规模较高的个股有五粮液、蓝思科技、华友钴业、京东方A、药明康德等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有龙蟒佰利、欧菲光、沃森生物、比亚迪、万孚生物等。

图北上资金本周净入288.6亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告减持约134.3亿元



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：铜价有望得到继续支撑。**铜：CSPT3日敲定三季度TC/RC地板价为53美元/吨，市场担忧铜矿供应收紧，南美疫情继续蔓延，智利国家铜业同意Chuquicamata矿工会实施为期7天的轮班工作，供应持续扰动；季节性淡季叠加废铜消费强势，短期或面临累库，供给扰动继续支撑铜价。铝：社会库存降至71.9万吨，去库速度放缓，下游加工企业除型材外开工出现下滑，铝价短期震荡。推荐紫金矿业，关注云南铜业、江西铜业、神火股份；加工股推荐估值低的明泰铝业、云海金属，关注博威合金、楚江新材。
- **贵金属：短期震荡。**美国6月芝加哥PMI 36.6，远不及预期，黄金突破1800美元/盎司，但6月非农就业480万大超预期，黄金回落；美国逐步进入经济复苏阶段，下一阶段黄金交易逻辑或转向通胀，金价短期震荡。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。推荐山东黄金、紫金矿业、银泰黄金、盛达资源、恒邦股份。
- **原油：短期震荡。**供给端，随着全球石油需求复苏，油价从低点反弹，石油输出国组织(OPEC)和俄罗斯可能从8月起削减创纪录减产规模。需求端，中美6月PMI数据均超预期，需求恢复明显，上周美国原油库存从纪录高位减少720万桶，降幅远超预期，但本周美国新冠肺炎单日新增病例数大幅攀升，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	48900.0	2.39	0.23	-0.51	SHFE铜	114318	14347	14.35	-21.15	-21.71
铝	元/吨	14055.0	3.16	1.63	-0.39	SHFE铝	224026	311	0.14	-24.39	-47.05
锌	元/吨	16745.0	0.06	-0.53	-6.71	SHFE锌	95809	-1896	-1.94	-10.83	19.92
铅	元/吨	14650.0	1.38	-0.81	-2.66	SHFE铅	27362	4029	17.27	217.35	-11.04
镍	元/吨	105240.0	3.49	2.39	-6.14	SHFE镍	29422	431	1.49	8.52	43.77
锡	元/吨	139790.0	1.25	0.69	3.36	SHFE锡	3001	-105	-3.38	-14.04	-64.24
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	6015.0	0.97	-0.40	-2.50	LME铜	206375	-15300	-6.90	-18.23	-23.99
铝	美元/吨	1612.0	0.66	-0.37	-10.59	LME铝	1629275	-22750.00	-1.38	8.55	67.71
锌	美元/吨	2035.5	-0.15	-0.07	-10.53	LME锌	122525	-500	-0.41	25.28	35.61
铅	美元/吨	1785.0	-0.06	0.37	-7.18	LME铅	64175	-5000	-7.23	-15.11	-0.23
镍	美元/吨	12975.0	2.29	1.33	-7.72	LME镍	234264	294	0.13	0.63	48.85
锡	美元/吨	16900.0	0.51	0.78	-1.40	LME锡	3530	-55	-1.53	38.70	-45.14

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	1787.00	0.38	-0.62	17.57	布伦特原油（	美元/桶	42.80	2.81	1.74	-33.58
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	400.54	0.30	-0.04	15.27	大商所铁矿石	元/吨	746.50	0.27	0.07	-10.01
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	18.26	1.25	-1.67	2.01	上期所螺纹钢	元/吨	3603.00	1.07	-0.03	-9.56
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4376.00	0.55	0.69	-1.57	动力煤	元/吨	563.20	1.81	5.47	-4.51

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。