# 【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
研究助理：袁萍， 执业证号：S0100118060048



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06月29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：美国经济的三维度观察**
- **策略研究：外部风险影响有限，经济复苏下继续增配A股**
- **大宗商品：贵金属短期震荡向上**


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

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 | 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<br>（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<br>（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，中小企业距离恢复常态相差无几，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<br>基本金属<br>原油 | 短期震荡上行，中期震荡上行，长期上行<br>短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行<br>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

# 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 | 外资持续流入，上证综指突破阻力位，继续看好A股的配置价值。<br>（1）外资持续净流入，单日规模创历史次高。国内疫情和中美关系这两大风险因素也都在边际改善，意味着中长期外资将持续流入。<br>（2）上证综指突破2950点附近阻力位，创业板指创新高。从北向资金周五加仓的板块来看，证券、白酒、医药、手机零部件、动力电池是主要净流入方向。<br>（3）把握科技主线，关注券商板块 |
| 大宗商品 | 贵金属<br>基本金属<br>原油 | 短期震荡向上，中期震荡上行，长期上行<br>短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行<br>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（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 上证综指 | 2979.55 | 0.40 | 5.03 | 7.48 | -0.85 | -2.12 |
| 深圳成指 | 11813.53 | 1.25 | 10.59 | 16.85 | 15.44 | 23.76 |
| 标普500 | 3009.05 | -2.86 | -0.89 | 18.40 | -7.13 | 1.21 |
| 道琼斯工业指数 | 25015.55 | -3.31 | -2.09 | 15.62 | -12.67 | -6.61 |
| 纳斯达克指数 | 9757.22 | -1.90 | 3.66 | 30.05 | 8.33 | 20.32 |
| 德国DAX | 12089.39 | -1.96 | 3.70 | 25.51 | -9.36 | -3.49 |
| 日经225 | 22512.08 | 0.15 | 5.10 | 16.10 | -5.56 | 3.48 |
| MSCI全球 | 515.81 | -2.09 | 1.74 | 18.14 | -9.00 | -2.35 |

**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 | 0.00 | -2.93 | -2.74 | -2.62 | -3.18 | -3.27 |
| 美国10年期国债收益率 | 0.68 | -0.02 | -0.01 | -0.04 | -1.20 | -1.35 |
| 德国10年期国债收益率 | -0.47 | -0.04 | -0.05 | -0.03 | -0.23 | -0.15 |
| 法国10年期国债收益率 | -0.12 | -0.03 | -0.13 | -0.06 | -0.17 | -0.07 |
| 英国10年期国债收益率 | 0.00 | -0.27 | -0.25 | -0.38 | -0.81 | -0.87 |

**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 | 97.499 | -0.19 | -1.48 | -0.83 | 0.51 | 1.48 |
| CRB综合现货指数 | 358.85 | -0.01 | -0.02 | -0.04 | -0.11 | -0.12 |
| CRB食品现货指数 | 288.86 | -0.02 | -0.05 | -0.08 | -0.15 | -0.16 |
| CRB油脂现货指数 | 332.26 | -0.03 | -0.04 | 0.01 | -0.10 | -0.12 |
| CRB金属现货指数 | 303.3 | -0.01 | -0.14 | -0.23 | -0.21 | -0.24 |
| CRB工业原料现货指数 | 687.49 | 0.00 | 0.05 | 0.04 | -0.09 | -0.10 |
| CRB纺织品现货指数 | 416.78 | 0.00 | 0.00 | -0.01 | -0.08 | -0.08 |

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：美国经济的三维度观察

1. **复工进展：美国疫情反弹，经济重启出现反复。**受激进复工和游行抗议活动影响，美国多地疫情出现反弹。6月26日新增确诊病例达到48000例以上，超过了5月份的前期高点。其中，佛罗里达、德克萨斯等共和党控制州疫情反弹较为严重。目前，美国多地已暂缓经济重启进程。

2. **政策变化：政策重心从国内纾困转为对外战略。**美国拟对31亿美元欧洲商品加征关税，涉及法国、德国、西班牙、英国等贸易伙伴，所涉商品最高关税可达100%。此事早有端倪，6月初美国已宣布对欧盟、英国、西班牙、巴西、印度等10个贸易伙伴重启301调查。对外政策在美国政策制订中权重上升。

3. **市场展望：美股走势严重偏离经济基本面支撑。**美国真实失业率比数据显示的更高，制造业景气比数据显示的更低。此外，近期美国政策不确定性指数再次上升。短期内，美股将向合理位置回归，美债或再一次迎来配置机会。

图 共和党州疫情反弹强于民主党州

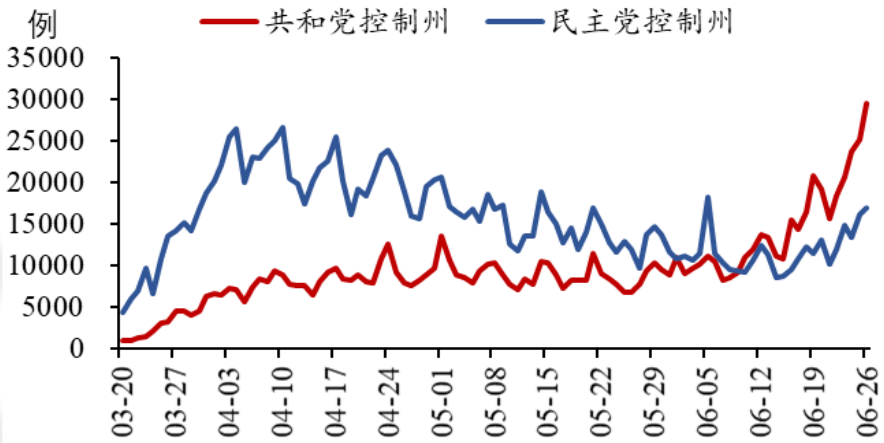



图 美国仍未达到复工条件

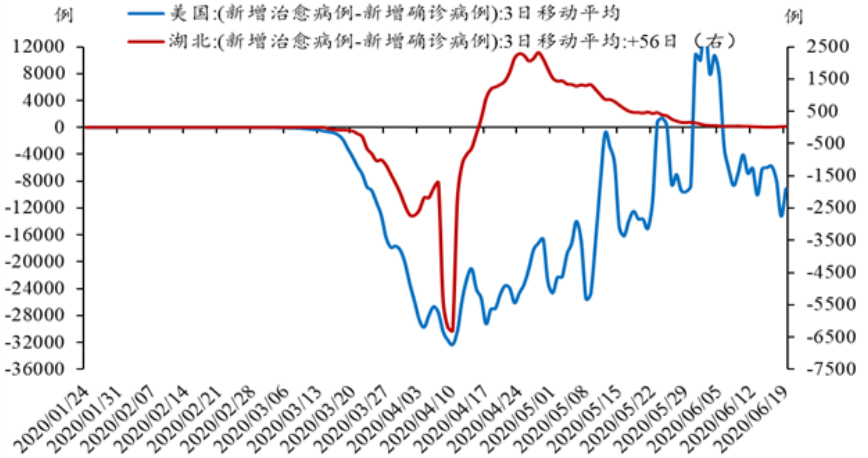



图 美国真实失业率高于官方数据

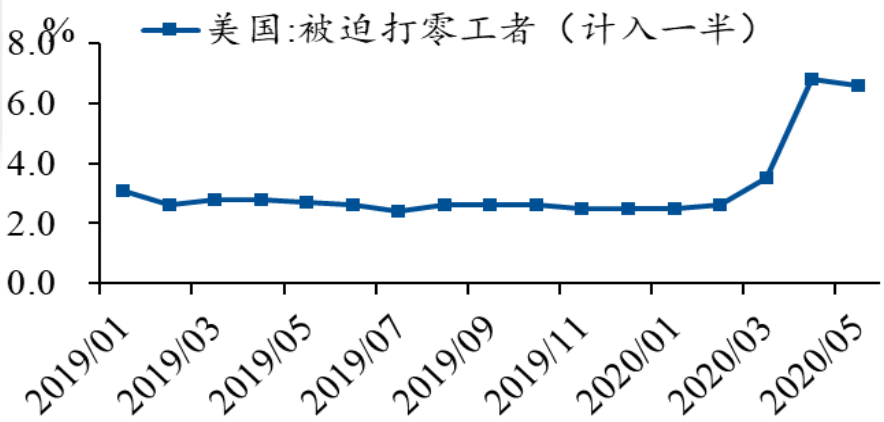
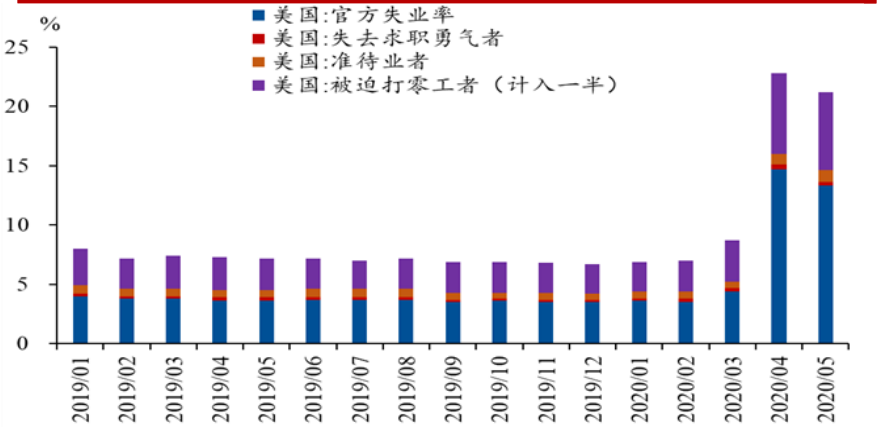



图 美国失业率被低估




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：外部风险影响有限，经济复苏下继续增配A股

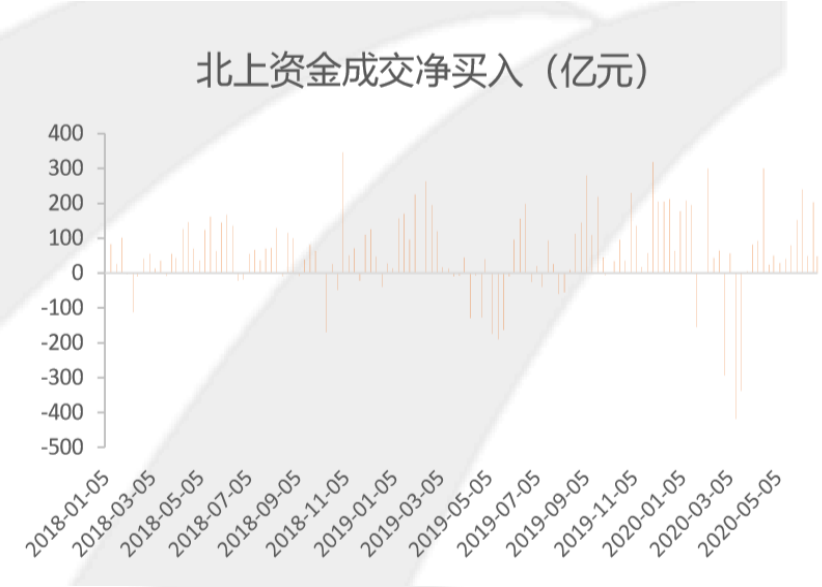
- **核心观点：外部风险影响有限，6月份经济继续复苏，流动性和基本面共振下持续增配A股**

端午节假期期间海外股市明显调整，整体上对A股影响有限。复盘来看，6月24日，德国DAX指数下跌3.47%，原因是美国考虑对法国、德国、西班牙和英国价值31亿美元商品征收关税，由于本次贸易摩擦限于欧美之间，因此对我国影响较小。6月26日，纳斯达克下跌2.59%，这次下跌和海外，尤其是美洲的二次疫情有关，美国连续5日（截止26日）新增病例超过3万，给市场造成了巨大的不确定性。但美股暴跌大概率不会发生，3月份金融市场暴跌是由于流动性危机，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的迹象。因此综合来看，海外市场的调整对A股预计仅有情绪面的有限影响，不改变上升趋势。

6月份BCI数据显示经济加速复苏。6月27日，6月份BCI指数达49.1，相比5月份的45.16继续明显回升，且增幅呈加速状态。这意味着中小企业，一是在加速复苏，保就业、保民生下二季度的经济增速恢复有坚实的支撑基础；二是49.1的数值相比50仅一步之遥，说明中小企业距离恢复至去年6月份经济正常状态已经相差无几。接下来月底的PMI数据大概率也会向好。从对A股的影响来看，经济活跃度的提升有利于以M1为代表的宏观流动性继续回升，也在基本面角度利好A股盈利复苏，在此带动下，A股有望在流动性和盈利共振下继续趋势性上涨。

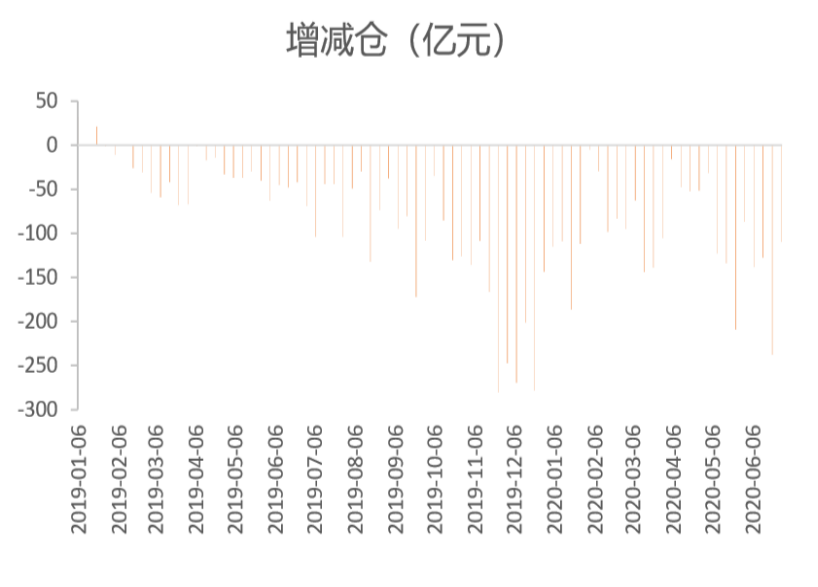
- 本周受端午节假期影响，交易日仅三天，北上资金仍然保持净流入，三天共流入47.9亿元。加仓规模较高的个股有伊利股份、格力电器、京东方A、隆基股份、世纪华通等，减仓规模较高的个股有爱尔眼科、蓝思科技、东方财富、恒生电子、信维通信、恒瑞医药等。
- 本周产业资本减持规模较高的个股有中兴通讯、爱尔眼科、完美世界、华胜天成、洽洽食品等。

图 北上资金本周净入47.9亿元




资料来源：Wind，民生证券研究院

图 本周公告减持约109.7亿元




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：贵金属短期震荡向上

- **基本金属：铜价有望偏强运行。**铜：南美疫情继续发酵，智利国家铜业关闭旗下Chuquicamata矿山，秘鲁延长国家紧急状态至7月3日，预计精矿供应逐步紧张；SMM全国主流消费地区库存环比19日减少至16.2万吨，供给扰动继续支撑铜价震荡上行。铝：社会库存降至72.2万吨，铝加工龙头企业开工小幅下滑，建材需求依然旺盛，2020年竣工恢复较为确定，其他领域Q3或将进入淡季，铝价短期震荡，看好氧化铝弱势带来的铝企利润修复。
- **贵金属：短期震荡向上。**美国5月零售支出增速创纪录新高，但收入下滑，主要系环比改善和政府补助发放；美国疫情反复担忧加重，短期交易逻辑仍为经济弱势以期待能更多宽松政策，美元弱势，金价短期震荡上行。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原油库存略超预期，美国截至6月19日当周EIA原油库存变动实际公布144.20万桶，预期增加114万桶。供给端，上周召开的欧佩克+会议中要求减产未达标国家需承诺在未来几个月内进一步减产以进行弥补；美国对伊朗和委内瑞拉的制裁或对供给造成一定影响。需求端，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 | 47860.0 | 1.42 | 8.92 | -2.62 | SHFE铜 | 99971 | -9998 | -9.09 | -43.14 | -25.81 |
| 铝 | 元/吨 | 13605.0 | -0.98 | 2.95 | -3.58 | SHFE铝 | 0 | -238703 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 锌 | 元/吨 | 16740.0 | -0.48 | 2.07 | -6.74 | SHFE锌 | 0 | -96796 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 铅 | 元/吨 | 14470.0 | -0.41 | 1.76 | -3.85 | SHFE铅 | 0 | -22995 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 镍 | 元/吨 | 101640.0 | -1.71 | 1.56 | -9.36 | SHFE镍 | 0 | -28365 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 锡 | 元/吨 | 138220.0 | 0.56 | 2.83 | 2.20 | SHFE锡 | 0 | -3455 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 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 | 5943.0 | 1.60 | 10.46 | -3.66 | LME铜 | 221675 | -14925 | -6.31 | -16.47 | -8.09 |
| 铝 | 美元/吨 | 1597.5 | 0.35 | 3.26 | -11.40 | LME铝 | 1652025 | 46400.00 | 2.89 | 10.59 | 64.59 |
| 锌 | 美元/吨 | 2036.0 | -2.21 | 2.49 | -10.51 | LME锌 | 123025 | -1025 | -0.83 | 15.90 | 24.30 |
| 铅 | 美元/吨 | 1784.0 | 0.31 | 7.37 | -7.23 | LME铅 | 69175 | -5925 | -7.89 | -9.16 | 3.79 |
| 镍 | 美元/吨 | 12665.0 | -0.81 | 2.22 | -9.92 | LME镍 | 233970 | 732 | 0.31 | -0.10 | 41.39 |
| 锡 | 美元/吨 | 16800.0 | -0.50 | 8.98 | -1.98 | LME锡 | 3585 | 650 | 22.15 | 21.53 | -43.68 |

| 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 | 1784.80 | 1.81 | 2.40 | 17.42 | 布伦特原油 | 美元/桶 | 40.93 | -3.78 | 8.83 | -36.59 |
| SHFE黄金（活跃合约） | 元/克 | 400.06 | 1.99 | 1.43 | 15.13 | 大商所铁矿石 | 元/吨 | 771.00 | 1.85 | 2.53 | -8.05 |
| COMEX白银（活跃合约） | 美元/盎司 | 17.95 | 0.58 | -2.89 | 0.28 | 上期所螺纹钢 | 元/吨 | 3615.00 | 0.14 | 1.01 | -11.07 |
| SHFE白银（活跃合约） | 元/千克 | 4356.00 | 2.52 | 1.16 | -2.02 | 动力煤 | 元/吨 | 541.20 | -0.15 | 2.50 | -10.37 |

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。
- 袁萍，策略研究助理，英国兰卡斯特大学会计与财务管理专业硕士，从事主题研究。

**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。