【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
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22日



本周大类资产观点汇总

- **宏观经济：从易行长讲话看下半年货币金融环境**
- **策略研究：外资持续流入，上证综指突破阻力位**
- **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 （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。 （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。 （3）把握科技主线，关注券商板块。
大宗商品	贵金属 基本金属 原油	短期震荡向上，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	创业板改革正式落地，为市场突破长期阻力位提供助力，持续看好A股配置价值。 （1）整体来看，外部风险相对缓和，国内经济持续改善，货币宽松趋势不改，机构及外资有望持续流入，都为A股提供强力支撑。创业板注册制落地有望为市场突破长期阻力位提供动力。 （2）把握科技主线，关注券商板块。看好国内科技产业在中美关系恶化下的自主可控逻辑；创业板注册制落地后IPO及在融资业务有望快速增长，催化券商板块。
大宗商品	贵金属 基本金属 原油	短期震荡，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（%）
000001.SH	上证综指	2967.63	1.64	2.91	8.09	-1.24	-0.48
399001.SZ	深圳成指	11668.13	3.70	6.57	14.96	14.06	27.97
SPX.GI	标普500	3097.74	1.86	4.24	34.40	-3.83	6.18
DJI.GI	道琼斯工业指数	25871.46	1.04	5.27	34.93	-9.08	-2.55
IXIC.GI	纳斯达克指数	9946.12	3.73	6.08	44.58	11.44	26.14
GDAXI.GI	德国DAX	12330.76	3.19	9.86	38.10	-7.42	0.84
N225.GI	日经225	22478.79	0.78	9.15	35.80	-5.62	6.06
892400	MSCI全球	526.81	1.98	5.83	32.66	-6.43	1.35

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	2.91	0.12	0.16	0.19	-0.33	-0.35
美国10年期国债收益率	0.71	0.00	0.01	-0.21	-1.21	-1.31
德国10年期国债收益率	-0.41	-0.01	0.05	-0.13	-0.20	-0.11
法国10年期国债收益率	-0.08	-0.04	-0.06	-0.20	-0.13	-0.10
英国10年期国债收益率	0.00	-0.30	-0.32	-0.58	-0.85	-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	97.6842	0.60	-1.49	-4.59	-0.01	1.68
CRB综合现货指数	363.18	0.00	-0.01	-0.03	-0.09	-0.11
CRB食品现货指数	297.18	0.00	-0.01	-0.05	-0.11	-0.15
CRB油脂现货指数	342.32	-0.03	-0.03	0.01	-0.07	-0.10
CRB金属现货指数	307.19	-0.04	-0.15	-0.20	-0.19	-0.23
CRB工业原料现货指数	686.18	0.01	0.04	0.03	-0.10	-0.12
CRB纺织品现货指数	417.05	0.00	-0.01	-0.01	-0.08	-0.09

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：从易行长讲话看下半年货币金融环境

1. **2020年全年信贷增速约为13%。**根据易纲行长在陆家嘴论坛发言：今年全年人民币贷款增量将近20万亿，社融全年增量高于30万亿。据此测算，今年人民币贷款增速约为13%，社融增速为11.9%左右。另一方面，今年1-5月人民币贷款增量为10.3万亿元，已完成全年目标51.5%，下半年信贷增量只需略高于去年同期。

2. **7月底之前有一波利率债供给高峰，预计央行会降准对冲。**由于特别国债需在7月底前发完，因此短期内会对银行流动性造成一定冲击。结合国常会重提降准，预计近期央行会降准以对冲。但相比贷款，利率债高供给对长期流动性冲击有限，因为银行购买利率债不需要缴纳存款准备金，也不计提风险权重，购债吸收的流动性会通过财政开支回流到银行体系，因此预计下半年流动性不会太紧。

3. **为什么5月以来资金面偏紧。**5月以来资金面偏紧的一个重要原因是财政存款激增，银行购债缴款的流动性并未及时通过财政开支流入实体，而是以财政存款的形式沉淀在央行。另一方面，当前银行体系内资金空转问题并不严重，主要是银行-非银加杠杆购债问题，但5月以来资金利率上升已使这种加杠杆行为得到控制。当前我国更多面临企业借贷购买结构性存款的资金空转问题。

4. **欲使贷款成本下降，无风险利率有必要下降。**从银行资产端角度来看，扣减税收和资本金占用后，当前贷款实际收益率已低于国债利率，银行放贷意愿可能受到影响，有必要引导无风险利率下行以提升银行风险偏好。预计下半年十年期国债利率中枢值在2.6%左右。

图 今年夏季政府债券净融资有望放量

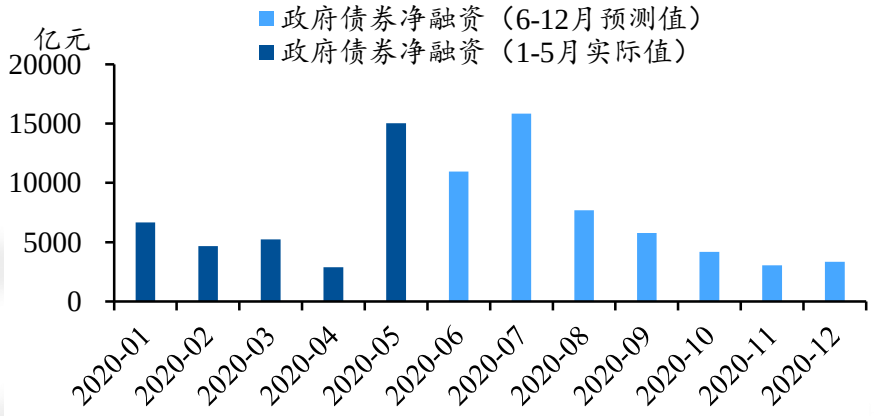


图 下半年需降准两次才能满足M2增长需求

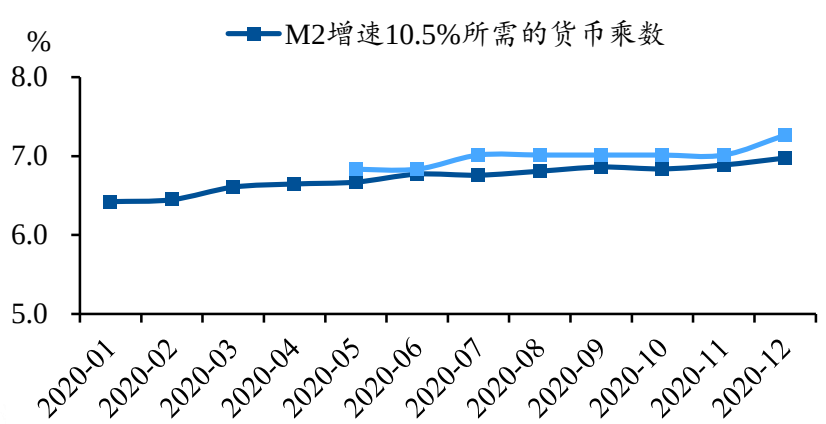
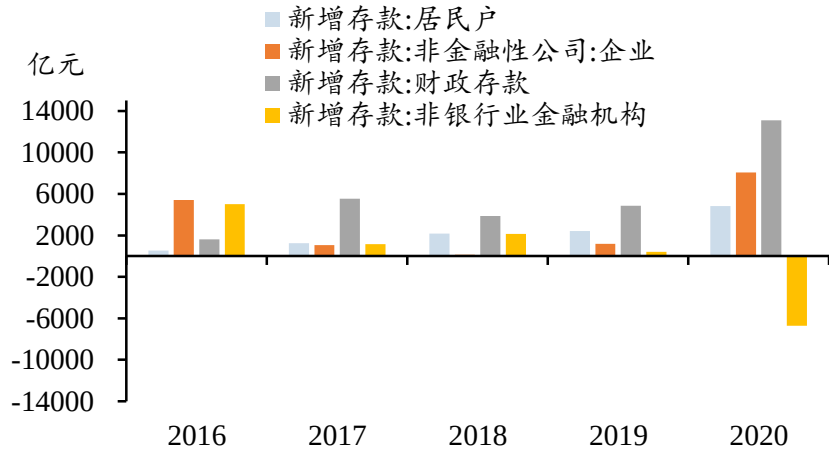


图 国债收益率和贷款实际收益率走势成正比



图 5月财政存款大幅上升，对流动性造成一定冲击



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

- **核心观点：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。**

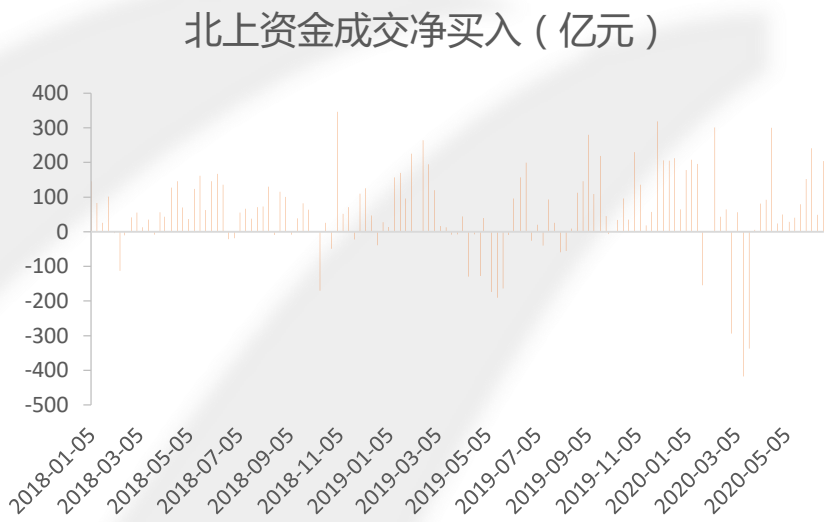
外资持续净流入，单日规模创历史次高。受益富时罗素A股扩容正式生效，以及中美重启高层会谈，北向资金在周五单日净流入203.7亿元，创历史次高。本轮行情中由于存量基金的仓位已然很高，外资成为重要的增量资金来源，从历史经验来看，发达国家QE之后，新兴市场国家都会迎来趋势性的外资流入，另外国内疫情和中美关系这两大风险因素也都在边际改善，意味着中长期外资将持续流入。

上证综指突破2950点附近阻力位，创业板指创新高。上证综指虽然在成分结构上存在失真问题，但一直是国内投资者观察股市行情热度的重要指标，周五上证综指突破前期2950点附近阻力位，赚钱效应放大有望吸引更多国内居民配置资金入市。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，带动创业板指突破2月份高点，创2016年以来新高，科技股行情在疫情风险缓释下进一步得到强化。

把握科技主线，关注券商板块。①疫情前科技股已经开始领涨，主要是基于对去年底科技行业景气度拐点的预期。疫情过后科技行业的景气度有望延续去年底开始的上行趋势。除了全球半导体周期拐点和5G资本开支上行，国内科技产业在中美关系恶化的背景下有更加强劲的自主可控逻辑加持。②医药和食品饮料为代表的内需消费集中体现了流动性宽松下的配置需求和经济下行的避险需求，当前全球经济复苏趋势确认，板块估值不断创历史新高，从行业比较角度看，持续享受相对受益的概率在下降，未来时间换空间、震荡等待业绩兑现估值修复的可能性较大。③创业板注册制落地后IPO及再融资业务有望实现快速增长，将为券商板块带来催化。

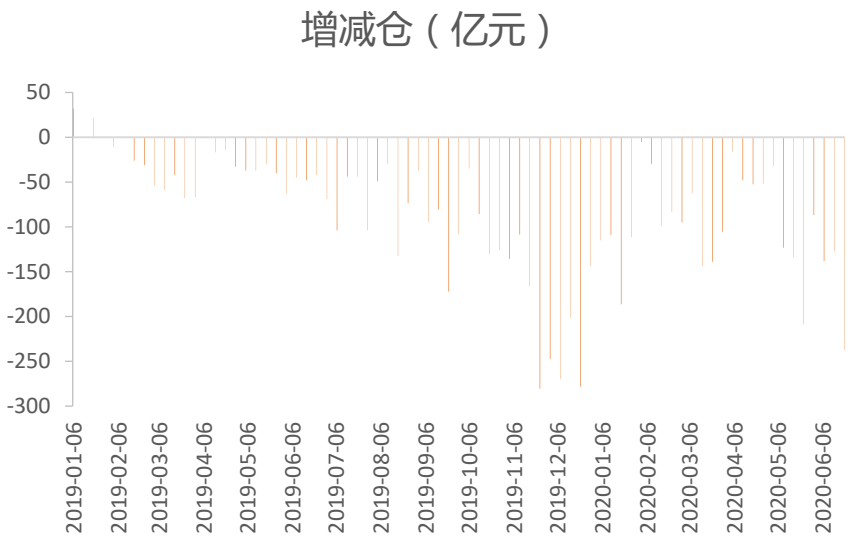
- 受富时罗素A股扩容正式生效影响，周五北向资金大幅净流入182.3亿元，带动全周净流入达203.7亿元，创历史次高。加仓规模较高的个股有迈瑞医疗、恒生电子、赣锋锂业、牧原股份、美的集团等，减仓规模较高的个股有格力电器、五粮液、平安银行、中国国旅、海螺水泥等。
- 本周产业资本净减持规模相比上周大幅增加。减持规模较高的个股有中国建筑、完美世界、金科股份、宁德时代等。

图北上资金本周净入203.7亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告减持约237.6亿元



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：短期震荡。**上周初请失业金人数150.8万人，降幅小于预期，说明美国经济重启后恢复仍需时日；同时，鲍威尔讲话整体偏鸽。短期交易逻辑仍为经济弱势以期待能更多宽松政策支持，金价短期震荡。中期：油价二次探底企稳后通胀预期逐步修复，实际利率仍有下行空间，金价中期震荡向上。长期来看，全球低利率环境有望延续，通胀预期逐步回升，实际利率保持低位，债务货币化在所难免，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。
- **贵金属：短期震荡向上。**4月美国零售销售月率下滑16.40%，预期-12%，短期交易逻辑转向美国经济弱势以期待更多政策空间，美联储资产负债表规模已接近7万亿美元，不排除后续实施收益率曲线控制等；而新一轮3万亿纾困法案投票亦获通过，债务货币化或在所难免。中期：油价二次探底企稳后通胀预期逐步修复，实际利率仍有下行空间，金价中期震荡向上。长期来看，全球低利率环境有望延续，通胀预期逐步回升，实际利率保持低位，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。**因OPEC+仍在积极的减产，且燃料油需求有所回升，因此抵消了疫情对于需求的负面影响，推动油价反弹。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。

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	47780.0	2.33	8.74	-2.79	SHFE铜	109969	-18162	-14.17	-47.36	-21.20
铝	元/吨	13795.0	1.66	4.39	-2.23	SHFE铝	238703	-9759	-3.93	-32.25	-47.08
锌	元/吨	16985.0	3.73	3.57	-5.38	SHFE锌	96796	-5457	-5.34	-16.57	21.08
铅	元/吨	14605.0	3.25	2.71	-2.96	SHFE铅	22995	3279	16.63	218.89	-23.89
镍	元/吨	104200.0	2.63	4.12	-7.07	SHFE镍	28365	496	1.78	3.19	67.48
锡	元/吨	137410.0	0.64	2.22	1.60	SHFE锡	3455	171	5.21	-1.62	-57.48
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	5810.0	0.53	7.99	-5.82	LME铜	236600	2050	0.87	-13.39	-4.23
铝	美元/吨	1586.0	0.63	2.52	-12.04	LME铝	1605625	57075.00	3.69	9.48	55.64
锌	美元/吨	2070.0	4.07	4.20	-9.01	LME锌	124050	-1375	-1.10	15.64	26.65
铅	美元/吨	1781.5	1.68	7.22	-7.36	LME铅	75100	-325	-0.43	0.03	11.14
镍	美元/吨	12730.0	-0.08	2.74	-9.46	LME镍	233238	360	0.15	-0.27	37.94
锡	美元/吨	16885.0	-0.65	9.54	-1.49	LME锡	2935	-415	-12.39	-15.30	-52.78

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	1756.20	1.09	0.76	15.54	布伦特原油（	美元/桶	42.19	3.56	20.13	-34.67
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	392.94	-0.21	-0.38	13.08	大商所铁矿石	元/吨	768.00	-1.66	7.19	-6.34
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	17.83	1.96	-3.57	-0.42	上期所螺纹钢	元/吨	3629.00	0.83	3.45	-5.96
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4287.00	-0.86	-0.44	-3.58	动力煤	元/吨	545.60	1.41	2.02	-9.76

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。