【民生研究】大类资产配置周报

民生出在新勤正守

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15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：信贷社融释放的几个信号**
- **策略研究：创业板改革正式落地**
- **大宗商品：主要品种短期震荡**

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	创业板改革正式落地，为市场突破长期阻力位提供动力，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股提供有力支撑。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

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	持续看好A股中长期的配置价值，未来一段时间市场行情将以科技股为主。 （1）美国对中国的贸易制裁风险暂时缓解；国内经济持续改善；货币政策宽松动力上升；机构配置型资金与北上资金有望持续流入。 （2）疫情前科技股已处于领涨地位；线下消费行业行情的持续性可能相对较弱；医药和食品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
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	2919.74	-0.38	0.75	1.12	-1.62	1.02
深圳成指	11251.71	0.64	1.60	3.88	12.47	27.80
标普500	3041.31	-4.78	7.85	12.18	-4.02	4.23
道琼斯工业指数	25605.54	-5.55	10.14	10.44	-8.99	-3.25
纳斯达克指数	9588.81	-2.30	8.19	21.76	9.78	20.56
德国DAX	11949.28	-6.99	13.34	29.43	-10.04	-3.10
日经225	22305.48	-2.44	10.06	27.96	-7.15	6.35
MSCI全球	516.57	-4.16	8.35	14.52	-6.99	0.15

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	-0.04	0.18	0.19	-0.35	-0.39
美国10年期国债收益率	0.66	-0.25	-0.03	-0.28	-1.16	-1.43
德国10年期国债收益率	0.00	0.29	0.49	0.64	0.23	0.25
法国10年期国债收益率	0.00	-0.02	0.03	0.02	0.00	-0.10
英国10年期国债收益率	0.00	-0.39	-0.29	-0.48	-0.86	-0.91

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	97.1012	0.17	-3.11	-1.41	-0.09	1.07
CRB综合现货指数	366.64	-0.01	0.01	-0.05	-0.08	-0.11
CRB食品现货指数	300.64	-0.02	0.02	-0.06	-0.10	-0.15
CRB油脂现货指数	357.25	0.00	0.02	0.01	-0.02	-0.06
CRB金属现货指数	325.95	-0.01	-0.08	-0.16	-0.14	-0.20
CRB工业原料现货指数	680.64	0.00	0.04	-0.04	-0.10	-0.13
CRB纺织品现货指数	420.41	0.00	0.00	-0.05	-0.06	-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：信贷社融释放的几个信号

1. **企业中长贷推高信贷增速。**5月各项贷款余额增速继续回升0.1个百分点至13.2%，连续第3个月回升。新增人民币贷款1.48万亿，略高于预期，同比多增3000亿。其中，企业中长贷同比多增2781亿元，占同比增量的绝大部分。居民短贷和中长贷、企业短贷和票据融资都同比变动不大。

2. **地方专项债推高社融增速。**5月社融存量增速继续回升0.5个百分点至12.5%，延续了疫情后的快速增长势头，增速创过去两年新高。5月新增社融3.19万亿，略高于预期，同比多增1.48万亿，其中政府债券同比多增7500亿，占比超过一半。这其中，完全可归于地方专项债的贡献，5月地方专项债融资同比多7600亿。

3. **货币创造力度边际减弱。**货币创造力度边际减弱。5月M2增速11.1%，持平上月，略低于预期。与此同时，两个现象值得注意：一是专项债集中发行下5月新增财政存款达1.31万亿，创有数据以来之最；二是银行对非银机构贷款减弱，相应地，5月非银机构存款减少6736亿元。综合判断，货币创造力度边际减弱的主要原因在于流动性边际收紧，事实上，5月R007均值较上月上升了8bp。

4. **6月资金面可能会比5月宽松。**6月资金面可能会比5月宽松。5月M2增速较低的原因之一在于大量政府债券发行融的资金并未及时通过财政开支花出去，而是通过财政存款留在政府部门（一般来说存在央行），这就对银行流动性造成抽离，限制货币创造功能，同时也导致5月资金利率处于较高水平。6月来看，随着这部分财政存款转化为财政开支，流动性将重新注入银行体系中，届时资金压力会得到缓解，DR007中枢值有望边际下降。

图 5月份企业中长期信贷放量明显

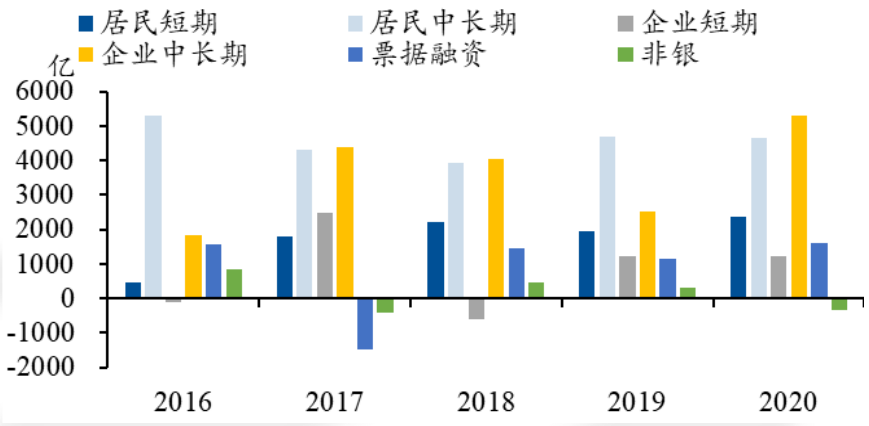


图 5月份非标融资正增长

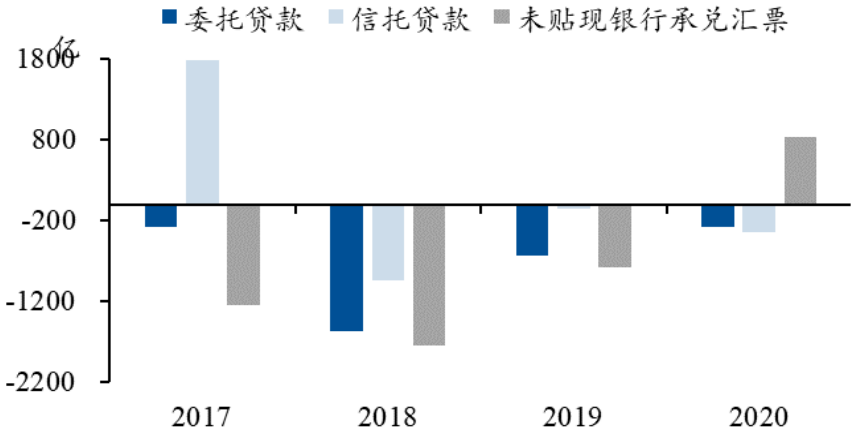


图 5月份政府债券发行放量

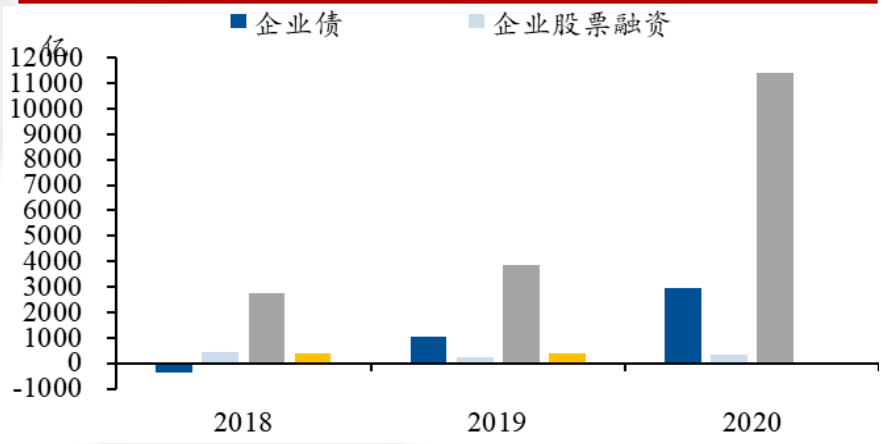
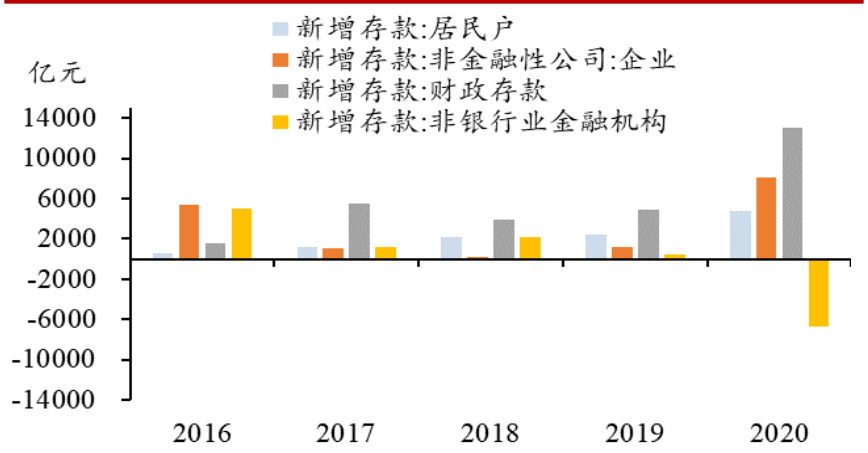


图 5月财政存款大幅上升，对流动性造成一定冲击



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

策略：创业板改革正式落地

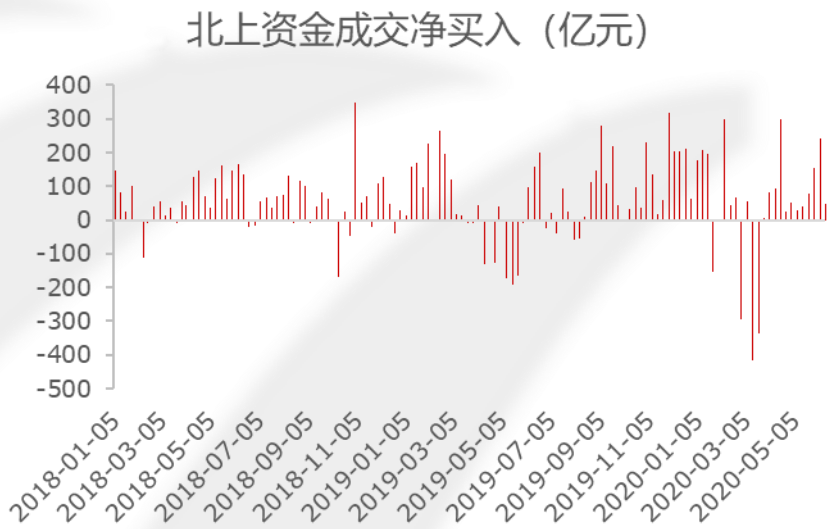
- **核心观点：创业板改革正式落地，为市场突破长期阻力位提供动力，我们持续看好A股的配置价值。**

创业板改革正式落地，为市场突破长期阻力位提供动力。6月12日证监会发布实施创业板IPO注册管理办法等涉及创业板改革并试点注册制的规章制度，改革主要包括设置行业负面清单、修改完善审核时限要求、允许亏损企业上市、明确日涨跌幅限制将改为20%、同步放宽相关基金涨跌幅至20%、完善红筹企业上市及退市条件等。深交所表示将于6月15日至29日接收证监会创业板首次公开发行股票、再融资、并购重组在审企业提交的相关申请，6月30日起开始接收新申报企业提交的相关申请，这意味着创业板改革并试点注册制进入实操阶段。当前A股已运行至2900点重要阻力位附近，叠加外盘扰动，本周A股出现波动调整。但整体来看，外部风险相对缓和、国内经济持续改善、货币政策宽松趋势不改、机构及外资有望持续流入，都为A股提供有力支撑。创业板注册制落地将为金融市场注入新的活力，有望为市场突破长期阻力位提供强劲动力。

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。

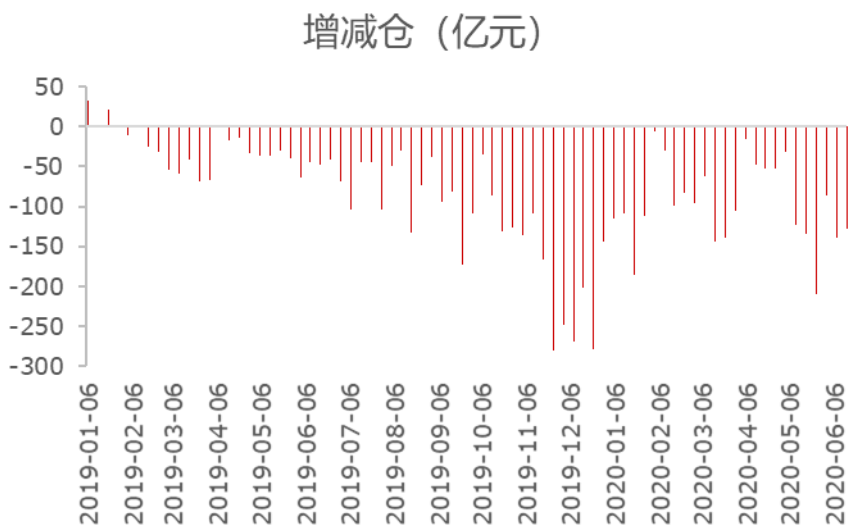
- 受外盘扰动，本周五北向资金结束连续14天净流入，但全周来看北上资金依然加仓A股。加仓规模较高的个股是中国平安、京东方A、美的集团等，减仓规模较高的个股是五粮液、工商银行、中国国旅等。
- 本周产业资本净减持规模与上周基本持平。减持规模较高的个股是宁德时代、汇顶科技、安图生物。

图北上资金本周净入49亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告减持约128亿元



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。**铜：精铜供应依然偏紧，Q2国内电力需求超预期，库存持续下滑；6月下游开工率环比下滑，但强于往年，短期铜价震荡，中期有望震荡上行。铝：国内需求依然强劲，库存去化至78.7万吨，下游开工率保持平稳，5月铝型材企业开工率63.30%，环比上升0.75%；建筑、医药订单依然饱满，铝价短期震荡，关注铝企利润修复。
- **贵金属：短期震荡。**美联储6月纪要整体符合预期，利率将维持较长时间低位，点阵图显示当前利率将维持到2022年底。短期交易逻辑仍为经济数据弱势以期待能更多宽松政策支持，金价短期震荡向上。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。
- **原油：短期震荡。**EIA数据显示，截至6月5日当周，商业原油库存激增572万桶至5.3807亿桶，商业库存达到了1982年以来的最高记录。供给端，沙特超额减产以及尼日利亚承诺合规减产对油价构成支撑；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。长期来看，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	46840.0	4.09	6.60	-4.70	SHFE铜	128131	-11782	-8.42	-37.26	-12.01
铝	元/吨	13625.0	3.57	3.10	-3.44	SHFE铝	248462	-18126	-6.80	-36.11	-47.87
锌	元/吨	16455.0	-0.93	0.34	-8.33	SHFE锌	102253	-4395	-4.12	-16.22	68.45
铅	元/吨	14145.0	-1.43	-0.53	-6.01	SHFE铅	19716	10691	118.46	205.96	-33.15
镍	元/吨	101740.0	-1.49	1.66	-9.27	SHFE镍	27869	538	1.97	0.62	151.05
锡	元/吨	137040.0	1.96	1.95	1.32	SHFE锡	3284	-90	-2.67	-6.89	-59.24
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	5779.5	1.57	7.43	-6.31	LME铜	234550	-9200	-3.77	3.31	-5.63
铝	美元/吨	1576.0	-0.97	1.87	-12.59	LME铝	1548550	27225.00	1.79	14.55	43.95
锌	美元/吨	1989.0	-3.09	0.13	-12.57	LME锌	125425	30750	32.48	26.56	22.85
铅	美元/吨	1752.0	-1.32	5.45	-8.89	LME铅	75425	-100	-0.13	0.73	10.80
镍	美元/吨	12740.0	-1.93	2.82	-9.39	LME镍	232878	468	0.20	-0.19	42.26
锡	美元/吨	16995.0	2.69	10.25	-0.85	LME锡	3350	850	34.00	-29.10	-2.76

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	1737.30	3.23	-0.33	14.30	布伦特原油	美元/桶	38.73	-5.24	18.30	-36.52
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	393.62	0.54	-0.20	13.28	大商所铁矿石	元/吨	777.00	0.97	16.32	-0.83
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	17.58	0.58	-4.90	-1.79	上期所螺纹钢	元/吨	3597.00	-0.61	3.84	-4.21
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4297.00	-0.95	-0.21	-3.35	动力煤	元/吨	545.20	0.22	4.36	-7.47

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。