【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08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年下半年信贷社融展望**
- **策略研究：把握科技主线**
- **大宗商品：油价短期震荡向上**

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	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可能性相对较弱；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。
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

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	中美关系紧张但未超预期发酵，5月29日特朗普发表的一系列包括取消香港贸易优惠待遇在内的制裁措施，并未引起市场的过度反应，可见中美关系紧张整体不影响A股中长期上行的大趋势。持续看好A股的中长期配置价值。短期可关注银行、非银、厨电行业，中长期看国产替代逻辑具有持续性，科技仍是配置主线。
大宗商品	贵金属	短期震荡上行，中期震荡上行，长期上行
	基本金属	短期震荡，中期震荡上行，长期上行
	原油	短期震荡，中期震荡，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	2930.80	2.75	1.83	-3.42	0.65	0.17
399001.SZ	深圳成指	11180.60	4.04	2.73	-3.47	13.18	23.71
SPX.GI	标普500	3193.93	4.91	12.13	7.45	1.53	10.68
DJI.GI	道琼斯工业指数	27110.98	6.81	14.56	4.82	-3.23	4.08
IXIC.GI	纳斯达克指数	9814.08	3.42	10.84	14.44	13.37	25.46
GDAXI.GI	德国DAX	12847.68	10.88	21.13	11.31	-2.42	5.69
N225.GI	日经225	22863.73	4.51	16.54	10.19	-2.10	7.83
892400	MSCI全球	539.00	5.80	12.76	4.68	-1.66	4.88

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	2.84	0.12	2.84	0.20	-0.38	-0.39
美国10年期国债收益率	0.82	0.17	0.16	0.08	-1.02	-1.33
德国10年期国债收益率	-0.33	0.08	0.19	0.40	-0.03	-0.33
法国10年期国债收益率	-0.00	0.08	0.06	0.36	-0.03	-0.14
英国10年期国债收益率	0.00	-0.23	-0.31	-0.27	-0.78	-0.89

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	96.9357	-1.35	-3.24	0.86	-0.77	0.90
CRB综合现货指数	368.44	0.00	0.03	-0.08	-0.06	-0.11
CRB食品现货指数	307.65	0.01	0.07	-0.07	-0.06	-0.13
CRB油脂现货指数	361.08	0.03	0.10	-0.03	0.04	-0.04
CRB金属现货指数	330.96	-0.04	-0.05	-0.18	-0.10	-0.19
CRB工业原料现货指数	668.7	0.01	0.02	-0.08	-0.11	-0.15
CRB纺织品现货指数	417.21	-0.01	0.00	-0.08	-0.06	-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：2020年下半年信贷社融展望

1. **三季度政府债券发行放量，成为社融拉动项。**根据两会政府工作报告指示，今年财政赤字率3.6%以上，赤字规模增加1万亿元至3.76万亿元，抗疫特别国债发行1万亿元，地方专项债安排3.75万亿元，相比去年的2.15万亿元多了1.6万亿元。总体来看，今年政府融资规模理论上比去年应该增加3.6万亿元，达到8.51万亿元。根据统计，今年1-5月政府债券净发行量为34493亿元，6-12月需发行5万亿元左右的的政府债券，且大部分需在三季度发行（因为专项债要求在9月底前发完），因此三季度预计政府债发行放量，成为社融拉动项。

2. **下半年核心一级资本充足率约束中小银行宽信用。**央行研究局课题组称，下半年银行不良贷款处置和资本消耗压力或明显加大，银行利润增速可能下滑，不排除年内出现零增长或负增长的可能。在此基础来看，下半年信贷增速不宜过高，否则会使银行产生很大经营风险。总体来看，今年信贷增速保持在12.5%左右为佳。低了会损害到实体经济特别是中小微企业，高了会损害到银行体系特别是中小银行。

3. **下半年社融增速可能呈先高后低走势。**人民币信贷方面，假定下半年人民币贷款增速在12%-13%之间，取中间值12.5%，这个增速既考虑了中小微企业的融资需求也兼顾了中小银行的资本金约束。表外信贷预计继续负增长，假定增量和去年同期持平。政府债券发行按8.51万亿的限额来估计（3.76万亿财政赤字+1万亿特别国债+3.75万亿专项债），信用债、股权融资等净增量略高于去年同期。则根据此测算社融增速，可以发现下半年社融增速大约为12.5%-13%左右，呈现先冲高后回落的走势。

宏观：政府投资和公共消费有望发力

图 三季度政府债券供给压力较大

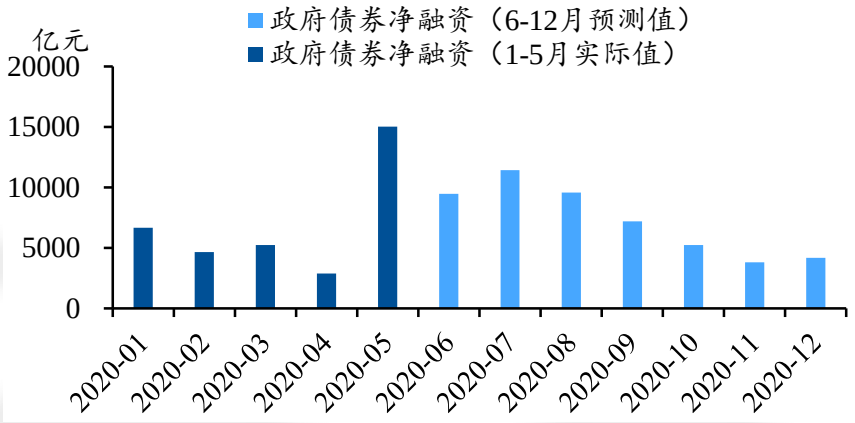


图 中小银行普遍缺核心一级资本金

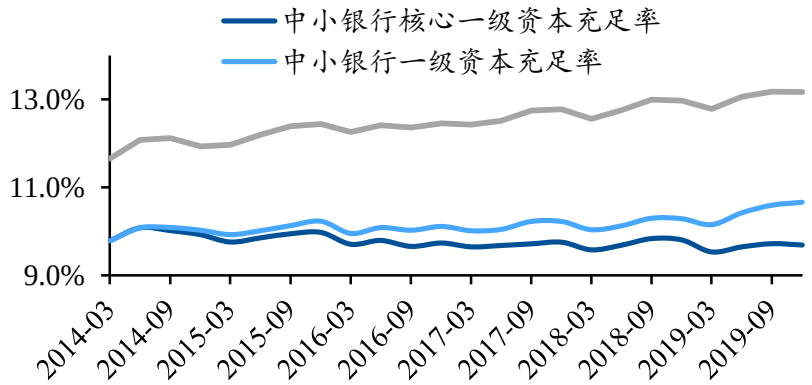


图 今年春节以来发债成本下降

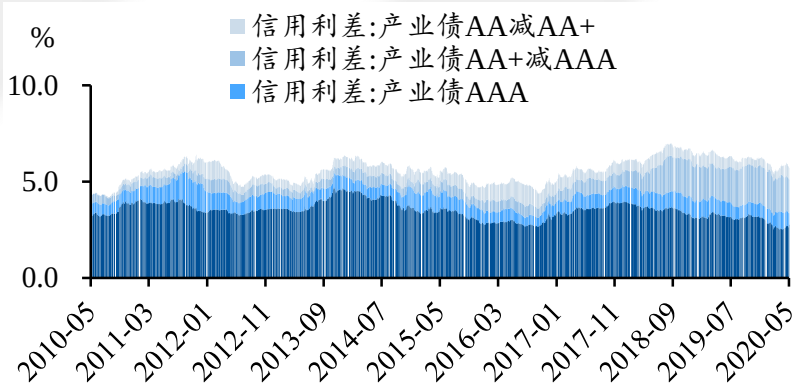
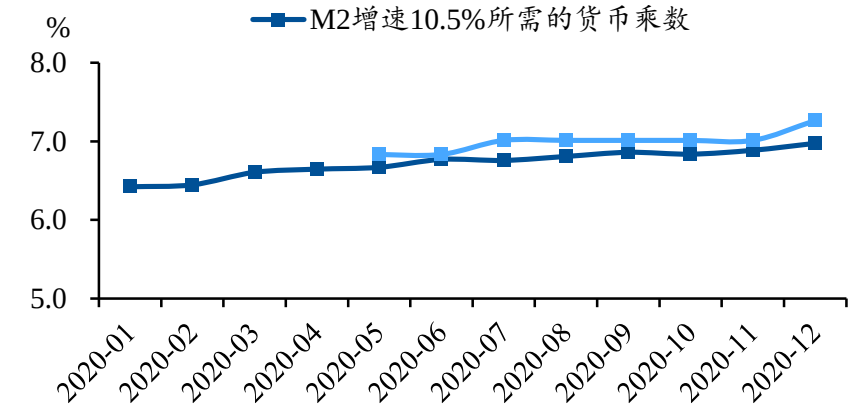


图 下半年需要降准两次才能满足货币供应增长



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：把握科技主线

- **核心观点：我们持续看好A股中长期的配置价值，未来一段时间市场行情主线将以科技股为主。**

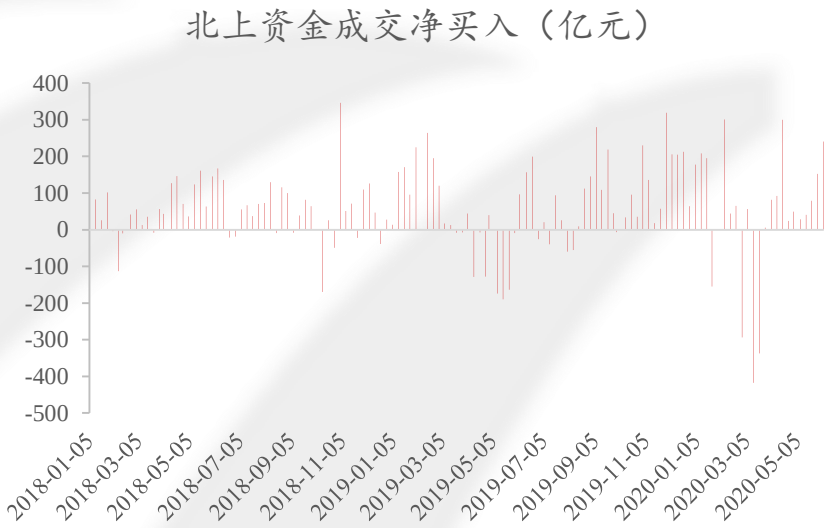
多因素推动市场行情回暖。①外部风险暂时缓解。美国涉港制裁影响有限，且当前美国国内疫情仍在蔓延、多地爆发抗议冲突，美国对中国采取更严厉的贸易制裁措施的概率不大。市场已经对中美摩擦持久化有较充分认知，短期冲突整体来看并不会影响A股中长期上行的大趋势。②国内经济持续改善。4月国内经济数据全面好转，5月PMI依然处于扩张区间，经济回暖趋势明确。③货币政策宽松动力上升。两会定调继续引导实际利率下行，在政府加大债券发行、年中流动性偏紧的情况下，货币有望维持宽松。④机构配置型资金与北上资金有望持续流入。

把握科技主线。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线下消费行业行情的持续可能相对较弱，一是因为消费者服务、商贸零售等板块短期已经累积较大涨幅，部分龙头公司甚至已创新高，二是因为行业景气度周期性较弱，因此提估值的空间相对有限。但短期来看航空、汽车、家电、家居建材、院线等股价尚未回到疫情前水平、景气度拐点已经或即将出现的板块仍有上涨空间。③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。

策略：把握科技主线

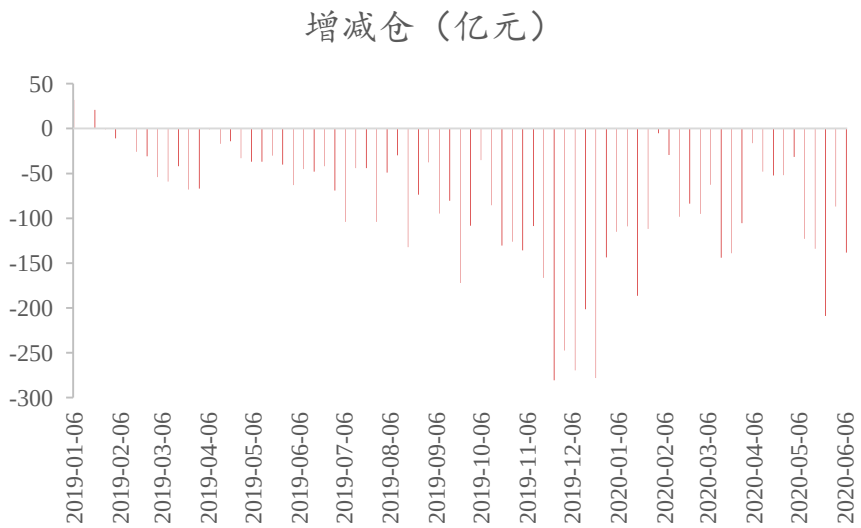
- 本周北上资金流入规模大幅提升至240亿元，外资持续加仓A股。加仓规模较高的个股是中国平安、京东方A、贵州茅台等，减仓规模较高的个股是五粮液、格力电器、上汽集团等。
- 本周产业资本净减持规模较上周有所提升。减持规模较高的个股是华兰生物、完美世界、健帆生物。

图北上资金本周净入240亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告减持约139亿元



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：油价短期震荡向上

- **基本金属：短期震荡。**铜：SMM 6月线缆企业开工率为97.11%，环比减少4.63pct，同比增加7.41pct；铜矿供应全年整体紧缺，铜价有望震荡上行。铝：国内需求依然强劲，库存去化至84.7万吨，下游开工率保持平稳，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：短期震荡向上。**美国5月非农数据大超预期增长250万人，金价回调，但实际情况或仍不容乐观：1）美国劳工部承认数据存在错误分类误差；2）ADP就业虽然好于预期，但仍减少276万；3）大量中小企业为获得贷款救助，提前召回员工（是否实际复工不确定）。美国经济开启恢复，关注疫情二次爆发风险，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。
- **原油：短期震荡向上。**OPEC及其盟友就延长减产措施以支持石油市场形成共识，统一将当前的减产协议延长至7月底，在5-6月未能完成减产目标的产油国在7-9月作出补偿；美国的原油钻井数据也创下历史记录新低，反映原油供给面将继续减少；需求端，欧洲持续加码刺激政策，美国经济数据整体正向，油价短期震荡向上。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

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	45220.0	3.22	2.91	-8.00	SHFE铜	139913	-5075	-3.50	-39.42	-3.92
铝	元/吨	13180.0	0.19	-0.26	-6.59	SHFE铝	266588	-29717	-10.03	-35.06	-44.07
锌	元/吨	16635.0	2.15	1.43	-7.33	SHFE锌	106648	-797	-0.74	-11.77	75.69
铅	元/吨	14390.0	1.34	1.20	-4.39	SHFE铅	9025	403	4.67	35.55	-69.40
镍	元/吨	103790.0	3.36	3.71	-7.44	SHFE镍	27331	220	0.81	-0.33	146.20
锡	元/吨	134700.0	0.63	0.21	-0.41	SHFE锡	3374	-117	-3.35	-5.54	-58.12
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	5659.0	5.25	5.19	-8.27	LME铜	248275	-13525	-5.17	1.30	17.30
铝	美元/吨	1592.0	2.84	2.91	-11.70	LME铝	1526250	25350.00	1.69	12.84	36.99
锌	美元/吨	2019.5	1.58	1.66	-11.23	LME锌	96275	-5075	-5.01	-4.13	-3.27
铅	美元/吨	1760.5	5.20	5.96	-8.45	LME铅	75550	-600	-0.79	2.13	13.52
镍	美元/吨	12915.0	4.80	4.24	-8.14	LME镍	232806	-372	-0.16	-0.21	41.97
锡	美元/吨	16400.0	6.46	6.39	-4.32	LME锡	2520	-140	-5.26	-50.39	-28.31

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	1688.50	-3.61	-3.13	11.09	布伦特原油（	美元/桶	42.30	6.87	37.07	-33.11
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	390.18	-0.99	-1.07	12.29	大商所铁矿石	元/吨	746.00	-1.45	17.85	4.70
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	17.57	-5.02	-4.95	-1.84	上期所螺纹钢	元/吨	3603.00	-0.85	4.37	-3.59
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	4325.00	0.53	0.44	-2.72	动力煤	元/吨	528.80	0.11	4.42	-9.14

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。