【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05月11日



本周大类资产观点汇总

- **宏观经济：利率中枢仍有下降空间**
- **策略研究：外资机构投资额度限制取消，外资有望加速回流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	5月7日央行发文明确和简化了QFII境内证券期货投资资金管理要求，外资额度限制取消，外资有望加速回流，为A股提供向上动力。持续看好A股中长期配置价值，当前A股配置价值明确，建议关注估值及持仓处于低位、景气上行的家电、银行、交运等行业。
大宗商品	贵金属	短期震荡向上，中期震荡向上，长期上行
	基本金属	短期震荡，中期震荡上行，长期震荡向上
	原油	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	短期市场或将维持震荡，中长期看A股配置价值明确。 （1）短期市场震荡格局或将延续，但下行空间不大。 （2）海外多国开启复工进程，经济最差的时候已经度过。 （3）中长期看A股的配置价值凸显
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 短期震荡上行，中期震荡，长期震荡上行 短期震荡上行，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（%）	年初至今表现（%）
上证综指	2895.34	1.23	2.84	0.67	-2.32	16.10
深圳成指	11001.58	2.61	5.92	3.68	11.18	51.96
标普500	2929.80	3.50	6.54	-11.96	-5.28	16.87
道琼斯工业指数	24331.32	2.56	3.83	-16.39	-12.10	4.30
纳斯达克指数	9121.32	6.00	12.74	-4.19	7.62	37.47
德国DAX	10904.48	0.39	5.53	-19.31	-17.57	3.27
日经225	20179.09	2.85	4.27	-15.31	-13.73	0.82
MSCI全球	490.24	2.44	6.05	-14.53	-9.76	7.58

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	2.61	2.61	-0.02	-0.29	-0.69	-0.69
美国10年期国债收益率	0.63	-0.01	-0.12	-0.96	-1.31	-1.77
德国10年期国债收益率	-0.48	-0.48	-0.10	-0.09	-0.22	-0.43
法国10年期国债收益率	-0.03	0.08	-0.20	0.10	-0.06	-0.36
英国10年期国债收益率	0.00	-0.33	-0.43	-0.64	-0.82	-1.18

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	99.7539	0.71	-0.21	1.06	1.38	3.83
CRB综合现货指数	360.87	0.03	0.00	-0.10	-0.08	-0.12
CRB食品现货指数	287.66	0.02	-0.01	-0.14	-0.12	-0.16
CRB油脂现货指数	329.83	0.02	0.03	-0.12	-0.06	-0.10
CRB金属现货指数	355.77	0.04	-0.01	-0.12	-0.01	-0.17
CRB工业原料现货指数	656.45	0.05	0.01	-0.10	-0.12	-0.20
CRB纺织品现货指数	421.97	0.03	0.00	-0.07	-0.04	-0.10

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：利率中枢仍有下降空间

1. **有必要降低银行负债端成本。**单纯依靠降低OMO和MLF利率来引导LPR下调，一方面会降低银行净息差，影响其盈利能力，使其面临核心一级资本不足的问题，加剧银行系统性风险。另一方面，由于OMO和MLF利率只有具备公开市场一级交易商资格的储蓄机构能够申请，由于同业负债上限的限制，频繁使用会造成流动性分层的问题。

2. **不动存款基准利率，有四种办法可以降低银行成本。**第一个办法是压缩存款利率上浮比例，如果监管政策对存款利率上浮比例做出限制，可以在一定程度上规避商业银行揽储大战，降低银行成本。第二个办法是规范结构性存款等高息揽储行为，避免银行存款过度竞争。第三个办法是继续打击具有刚性兑付性质的保本型理财，避免其与存款展开激烈竞争，防止金融脱媒现象。第四个办法是放松监管政策，特别是同业负债比例上限的监管，在同业存单发行利率下降的背景下，放松同业负债比例上限的监管，可以有效降低中小银行成本压力。

3. **利率中枢有望继续下行。**4.17政治局会议提出降准、降息、再贷款等具体货币政策手段，后续政策力度加大。展望未来，银行负债端成本有较大下压空间，压缩存款利率上浮比例、规范结构性存款、打击保本型理财等方式都可以限制高息揽储的现象，放松监管限制也可以在一定程度上降低银行成本。另一方面，二三季度经济下行压力依旧较大，叠加通胀回落，名义GDP增速预计持续处于低位，利率中枢可能继续下移。

图 存款占银行负债端主要比重

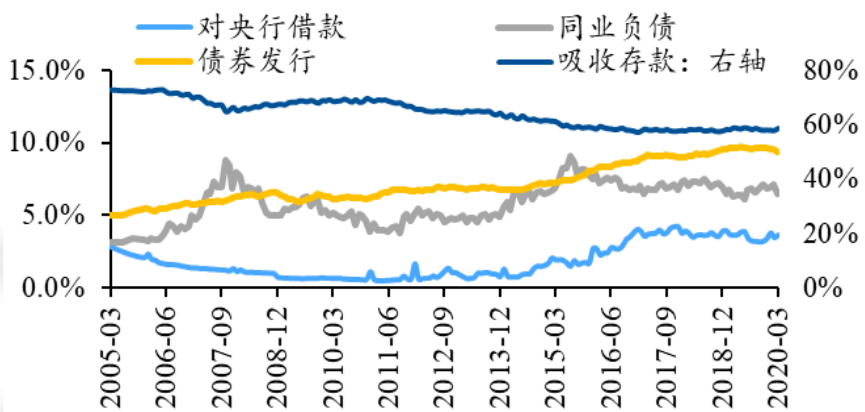


图 存款上浮比率有压缩空间

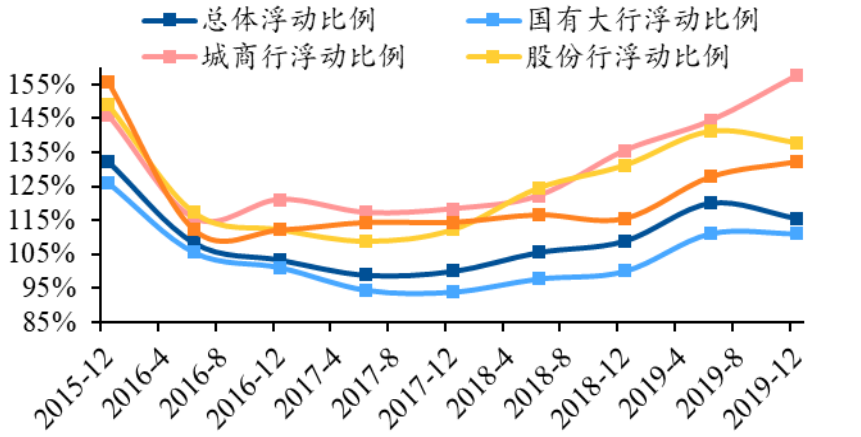


图 规范结构化存款可降低银行成本

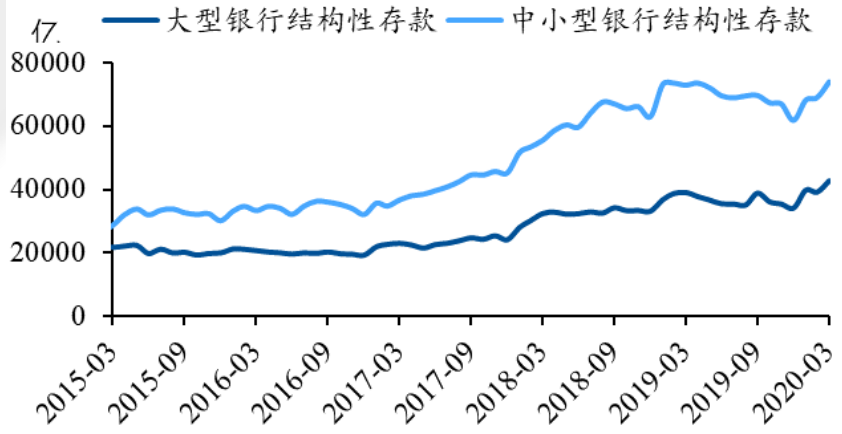
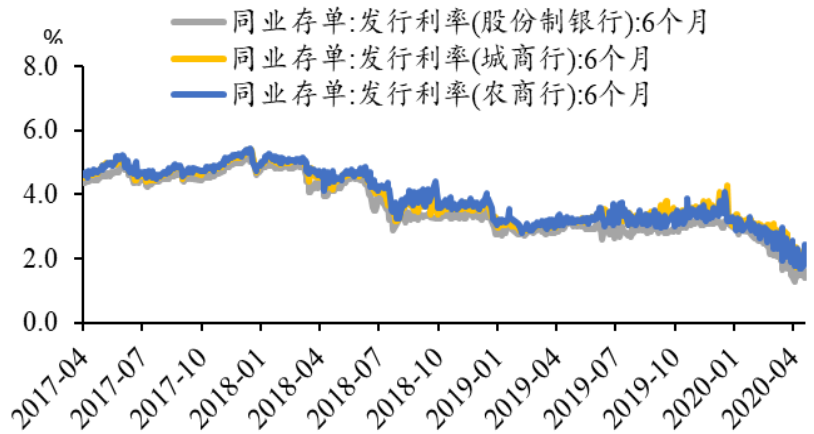


图 放松同业负债上限可降低银行成本



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：外资机构投资额度限制取消，外资有望加速回流A股

- **核心观点：5月7日央行发文明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，外资机构投资额度限制取消，外资有望加速回流，为A股注入活力。**

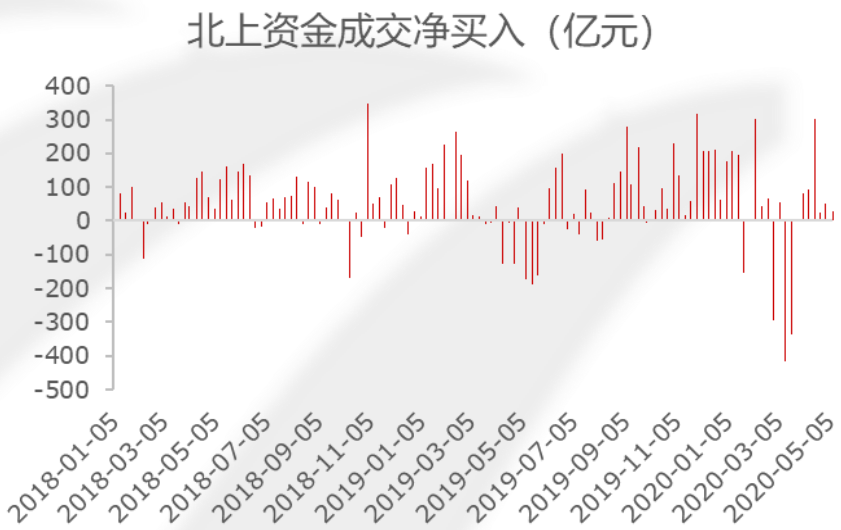
外资有望加速回流，为A股提供向上动力。5月7日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。疫情冲击前期全球流动性趋紧，股市大幅下探叠加油价暴跌，投资者风险偏好明显恶化，外资大幅流出中国资本市场，仅3月北上资金净流出就达678亿元。随着各国采取大规模量化宽松政策、疫情冲击边际减弱，流动性由紧转松，外资逐步开始重新布局，投资额度限制取消将为外资进入A股市场打开空间，外资有望加速回流A股，为中国股市提供向上动力。

持续看好A股中长期配置价值。当前全球流动性空前宽松，外资重新布局的需求之下，A股有望成为首选项，一方面，相比3月下旬后剧烈反弹的美股，A股回涨更为温和，标普500当前PE估值分位数为95%，而沪深300仅为53%， A股估值水平处于低位。另一方面，中国4月制造业PMI虽有小幅回落但依然处于枯荣线上方，五一期间各项消费数据也出现显著改善；相比而言欧美主要经济体仍未见大幅好转迹象，4月份全球制造业PMI降至39.5%，美国失业率环比飙升10.3个百分点至14.7%；中国已经率先修复，一季度A股盈利底夯实，二季度业绩有望出现改善。当前A股配置价值明确，外资有望加速回流，建议关注估值及持仓处于低位、景气上行的家电、银行、交运等行业。

策略：外资机构投资额度限制取消，外资有望加速回流A股

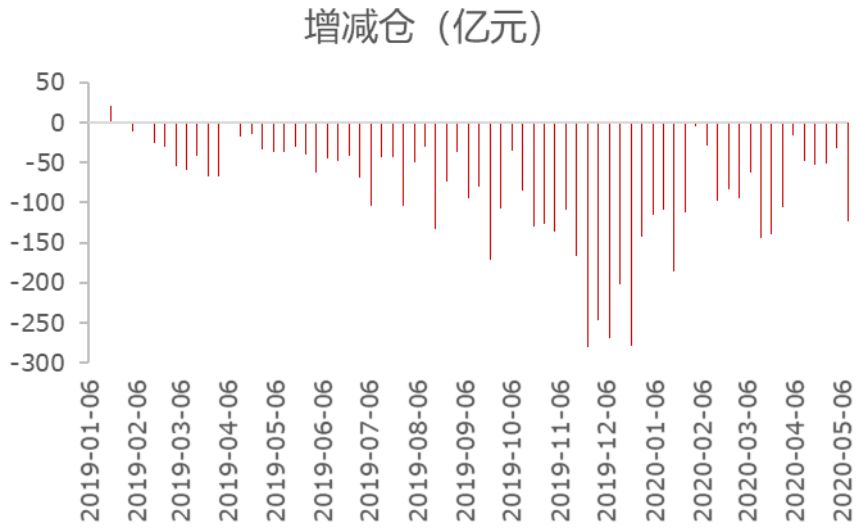
- 本周北上资金流入规模环比小幅回落至28亿元，大消费板块依然受外资青睐。加仓规模较高的个股是贵州茅台、药明康德、美的集团等，减仓规模较高的个股是伊利股份、中国平安、牧原股份等。
- 本周市场持续反弹，产业资本净减持规模较上周增加至123亿元。减持规模较高的个股是金科股份、完美世界、华兰生物。

图北上资金本周净入28亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告减持约123亿元



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：短期震荡。**铜：库存持续去化，4月出口超预期，国内经济持续好转，电力需求恢复明显，电线电缆企业开工率达100%，铜杆企业开工率83.29%，环比增加23.89个百分点。国内部分冶炼厂检修计划调整至Q2。短期建议关注铜。
- **贵金属：短期震荡向上。**4月非农就业减少2050万人，略好于预期，但考虑调查时间以及初请失业人数，实际就业情况或更差，市场开始交易美国2021年出现负利率，短期交易逻辑转向利率端，金价有望震荡上行。中期来看，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。

原油：短期震荡。供给方面，OPEC+已经开始减产，美国截至5月1日当周EIA原油库存增加459万桶，远低于预期的增加866.7万桶，为连续两周增幅低于预期；本周美国活跃石油和天然气钻井平台数量减少了34个，降至374个，为有纪录以来80年的历史低点，快于市场预期。需求方面，全球各国政府逐步放松封锁措施，随着各国部分地区开始逐步解除封锁措施，需求有望边际好转。美国非农经济数据虽超预期，但实际情况并不乐观，预计短期油价震荡。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	43510.0	1.59	1.33	-11.48	SHFE铜	204219	-26737	-11.58	-38.57	-3.50
铝	元/吨	12430.0	-0.16	-0.56	-11.91	SHFE铝	388899	-21644	-5.27	-25.47	-37.47
锌	元/吨	16985.0	3.76	3.57	-5.38	SHFE锌	122051	1170	0.97	-22.82	69.30
铅	元/吨	13895.0	1.65	1.72	-7.67	SHFE铅	6444	-214	-3.21	-25.55	-77.77
镍	元/吨	101720.0	1.08	1.77	-9.28	SHFE镍	27698	277	1.01	-1.88	192.36
锡	元/吨	130180.0	2.51	2.19	-3.75	SHFE锡	3527	-45	-1.26	-16.68	-51.66
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	5280.5	3.34	1.88	-14.40	LME铜	243700	-7775	-3.09	-6.22	11.80
铝	美元/吨	1492.0	0.34	-0.20	-17.25	LME铝	1349800	-6350.00	-0.47	9.97	5.91
锌	美元/吨	2002.5	4.65	3.62	-11.98	LME锌	100175	-675	-0.67	11.96	3.25
铅	美元/吨	1646.0	1.04	1.07	-14.40	LME铅	73925	275	0.37	3.32	-0.20
镍	美元/吨	12295.0	2.84	1.36	-12.55	LME镍	233034	2322	1.01	1.73	36.73
锡	美元/吨	15190.0	1.27	0.60	-11.38	LME锡	4835	-540	-10.05	-34.31	462.21

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	1704.80	0.23	0.69	12.16	布伦特原油	美元/桶	30.97	-3.16	-3.31	-56.29
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	383.38	1.12	0.82	10.33	大商所铁矿石	元/吨	633.00	3.77	5.59	-3.43
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	15.78	5.60	4.71	-11.87	上期所螺纹钢	元/吨	3457.00	2.67	2.49	-7.71
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	3777.00	2.69	2.19	-15.05	动力煤	元/吨	504.00	0.84	0.92	-16.11

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。