【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04月13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：信贷和社融全线回升，预计未来继续渐进式宽松**
- **策略研究：市场短期可能仍有反复，中长期看A股已进入重要择时区域**
- **大宗商品：贵金属震荡上行**

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	疫情对经济和风险偏好的抑制可能导致市场短期仍有反复。但沪指2600点附近有较强支撑，市场下行空间不大。中长期视角看，A股目前已经处于重要择时区域，建议长线资金积极把握当前极佳的择时买点。
大宗商品	贵金属	短期震荡上行，中期震荡上行，长期震荡上行
	基本金属	短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行
	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	美国等采取大规模刺激计划应对疫情冲击，叠加流动性风险缓和，全球风险偏好修复，但考虑到疫情发展规律和欧美快速扩散的情形，短期市场可能仍有反复。中长期视角看，A股目前已经处于长期重要择时买入时点，虽然短期内有下行风险，但空间不大。
大宗商品	贵金属	短期震荡，长期上行
	基本金属	短期震荡，中期震荡上行，长期震荡上行
	原油	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	2796.63	1.18	-5.79	-9.56	-5.95	-14.04
399001.SZ	深圳成指	10298.41	1.86	-8.05	-5.34	6.54	0.10
SPX.GI	标普500	2789.82	12.10	1.77	-14.56	-6.08	-4.03
DJI.GI	道琼斯工业指数	23719.37	12.67	0.71	-17.71	-11.55	-10.33
IXIC.GI	纳斯达克指数	8153.58	10.59	2.53	-11.17	1.20	1.92
GDAXI.GI	德国DAX	10564.74	10.91	1.21	-21.65	-15.56	-12.70
N225.GI	日经225	19498.50	9.42	0.42	-18.25	-10.55	-12.25
892400	MSCI全球	469.87	10.47	-0.78	-17.63	-9.84	-10.04

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	2.60	-0.12	0.02	-0.55	-0.58	-0.76
美国10年期国债收益率	0.73	0.11	-0.03	-1.10	0.73	-1.82
德国10年期国债收益率	-0.30	0.15	0.46	-0.10	-0.30	-0.36
法国10年期国债收益率	0.11	0.03	0.41	0.06	0.11	-0.31
英国10年期国债收益率	0.00	-0.37	-0.24	-0.83	0.00	-1.25

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	99.5179	-1.11	3.05	2.20	1.20	3.58
CRB综合现货指数	362.05	0.00	-0.09	-0.11	-0.08	-0.15
CRB食品现货指数	291.95	-0.01	-0.11	-0.14	-0.12	-0.15
CRB油脂现货指数	318.95	0.01	-0.12	-0.15	-0.12	-0.13
CRB金属现货指数	358.06	-0.01	-0.12	-0.09	-0.08	-0.18
CRB工业原料现货指数	651.41	-0.01	-0.09	-0.16	-0.09	-0.25
CRB纺织品现货指数	419.99	0.00	-0.07	-0.09	-0.04	-0.15

资料来源：Wind，民生证券研究院

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

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：信贷和社融全线回升，预计未来继续渐进式宽松

1. **信贷全面回升，企业信贷增长最为明显。**3月新增贷款创历年同期最高。3月新增人民币贷款2.85万亿，大幅高于市场预期的1.8万亿，同比多增1.16万亿。这是继今年1月份新增贷款创历年同期最高之后，又一次单月增量创历年同期最高。一季度合计新增7.10万亿，同比多增1.29万亿，也是历年同期最高。结构上全线回升，新增居民短期贷款5144亿，同比多增850亿；新增居民中长期贷款4738亿，同比多增133亿。新增企业短期贷款8752亿，同比多增5651亿；新增企业中长期贷款9643亿，同比多增3070亿；新增票据融资2075亿，同比多增1097亿。

2. **3月新增社融创历史最高。**3月新增社融5.16万亿，同比多增2.20万亿，打破了今年1月份刚刚创下的历史最高纪录，成为新的历史最高。一季度合计新增11.08万亿，同比多2.47万亿。结构上也是全线回升，新增本外币贷款3.15万亿，同比多1.19万亿；新增表外融资（委托贷款+信托贷款+未贴现票据）2208亿，同比多增1385亿；企业债券净融资9953亿，同比多6407亿，也创下历史最高；政府债券净融资6363亿，同比多2951亿。

3. **3月份信用债发行创历史新高，继续维持前两月的态势。**其中大部分都是AAA评级的主体所发行。分产业看，建筑、公共事业、交运等于基建相关的行业发行量较大，一定程度反映出基建发力的可能。

4. **存款基准利率下调可能没那么快。**未来几个月，在疫情造成的需求收缩影响下，通胀将持续处于下行通道，不再是制约货币宽松的因素。对于市场普遍关注的存款基准利率，日前中央发文提到，要稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，这意味着利率市场化的既定方针不变。

图 3月份企业部门信贷放量明显

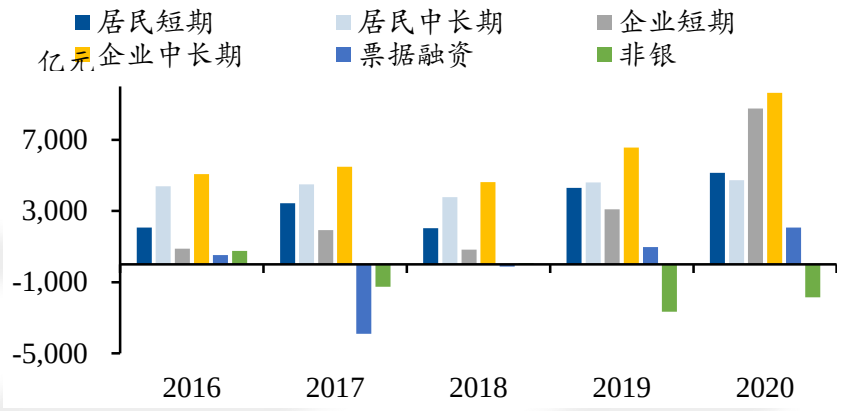


图 3月份未贴现银行承兑汇票有所放量

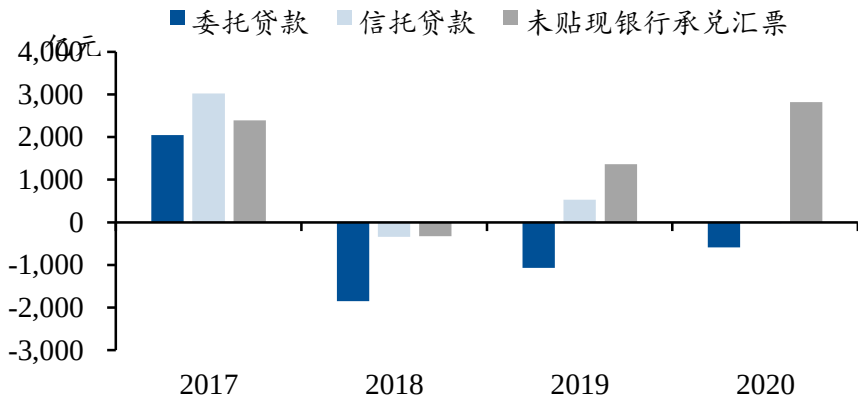


图 3月份企业债券发行暴增

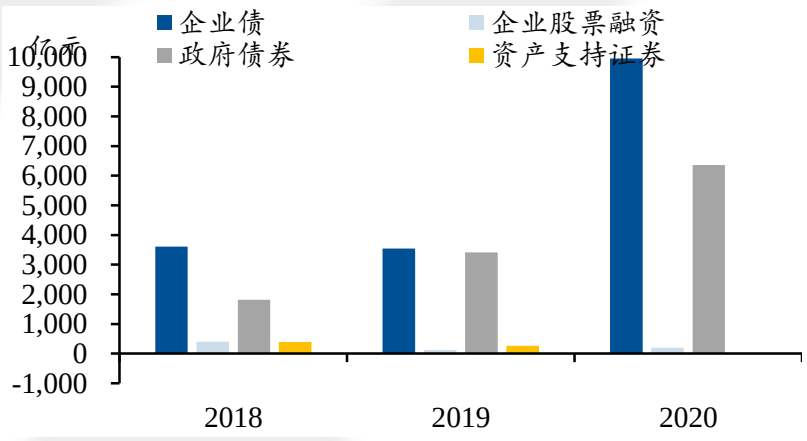
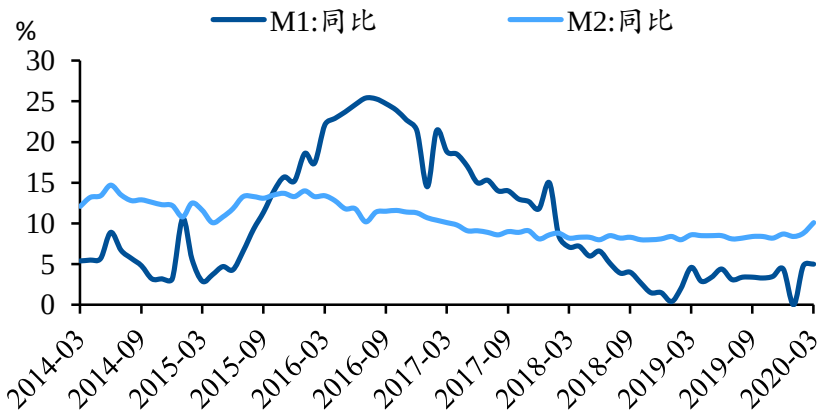


图 3月份M1和M2均回升，M2回升更多



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：疫情对经济和风险偏好的抑制可能导致市场短期仍有反复。但沪指2600点附近有较强支撑，市场下行空间不大。中长期视角看，A股目前已经处于重要择时区域，建议长线资金积极把握当前极佳的择时买点。**

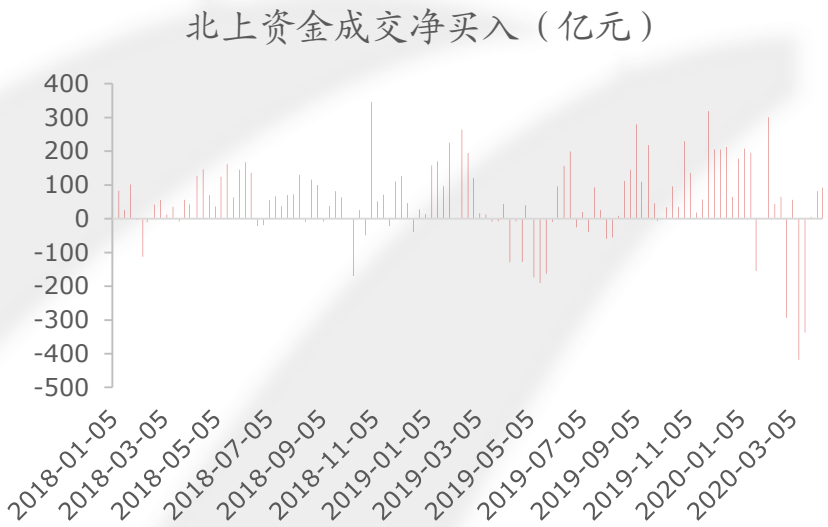
本周市场小幅反弹后持续震荡整理，A股表现明显弱于美股。一方面，海外市场是从暴跌后反弹，类似于A股2月份从疫情的恐惧中缓解，而A股前期由于疫情的下跌幅度远远小于海外市场，而且国内的货币财政刺激相对克制，因此反弹相对乏力。另一方面，市场依然担忧疫情的反复及对经济的影响，美国新增病例在4月5日出现回落后又小幅走高，且疫情对海外需求的影响可能在二季度才会全面体现。此外，4月7日跳空高开后沪指留下缺口，技术层面来看近期股市也有回落补缺口的动力。

短期市场可能仍有反复但下行空间不大。①以美国为代表的海外疫情虽然出现反复，但4月11日美国新增病例再次回落，后续大概率不会超过3.6万人的高点，欧美的疫情底部已经出现。②市场当前普遍担忧A股二季度业绩是否会受海外疫情拖累。这一不确定性消除需要等待两个信号，一是4月末时部分中小创企业会随一季报披露中报预告，二是欧美开始大规模复工。上述信号可能会在4月下旬出现，届时科技股可能会走出低谷，在此之前市场可能还会出现反复。③技术层面来看，沪指有回补缺口及获利盘兑现的压力，市场可能仍有反复，但在2600点附近有强支撑，短期市场反复但下行空间有限。

中长期看当前是重要择时买入时点。中长期来看，估值底、流动性底、政策底、疫情底均已出现，虽然二季度盈利可能不会出现大幅反弹，但经济最差的时候已经过去。A股极具中长期配置价值，建议长线资金把握左侧布局良机逐步加仓。

- 北上资金流入规模较上周小幅提升。北上资金逐渐回流A股，加仓规模较高的个股是贵州茅台、五粮液、海天味业等，减仓规模较高的个股是宁德时代、中兴通讯、格力电器等。
- 本周产业资本净减持规模仍低于2019年至今周均净减持规模72亿元。减持规模较高的个股是中兴通讯、京东方A。

图北上资金本周净入92亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图本周公告减持约48亿元



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：贵金属震荡上行

- **基本金属：短期震荡。**3月六大发电集团耗煤增速同比继续收窄，下游加工率持续回升，SMM数据显示，3月份铜板带箔企业整体开工率为73.07%，环比回升17.19个百分点。国内下游开工逐步恢复正常，库存拐点已出现；海外疫情拐点即将出现，金属价格短期震荡上行。随着财政政策落地，国内经济有望率先在Q2修复，海外疫情有望在4月逐步企稳，中期价格震荡向上。疫情对经济影响偏短期，在逆周期政策出台背景下，需求有望逐步企稳，金属价格长期震荡上行。短期关注供给收缩的铜。
- **贵金属：短期震荡。**上周美联储继续再推出2.3万亿美元贷款以帮助中小企业和家庭部门，并开始购买高收益债券，美元流动性有望缓解，美债收益率将维持低位；减产事项未定，但油价预计底部企稳，通胀预期有望逐步反弹，实际利率将保持低位，继续看好后续贵金属行情。长期来看，全球低利率环境有望延续，通胀预期有望逐步回升，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，尽管市场接近达成1000万桶的减产协议，但仍存在墨西哥方面的不确定性。需求方面，疫情继续在全球扩散，确诊人数继续增长，全球经济影响的不确定性明显增加，尽管各国政府纷纷采取财政刺激政策，但疫情扩散对区需求的悲观预期依然会继续压制油价，预计短期油价继续底部震荡。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	41790.0	5.18	6.74	-14.97	SHFE铜	317928	-14507	-4.36	-7.88	23.55
铝	元/吨	11845.0	2.73	2.38	-16.05	SHFE铝	511252	-10578	-2.03	6.63	-29.20
锌	元/吨	15660.0	1.89	3.20	-12.76	SHFE锌	153318	-4821	-3.05	-5.59	40.95
铅	元/吨	13835.0	0.65	-0.36	-8.07	SHFE铅	8325	-331	-3.82	-75.65	-75.96
镍	元/吨	97310.0	5.20	5.97	-13.22	SHFE镍	28145	-83	-0.29	-15.41	187.37
锡	元/吨	126410.0	5.69	4.77	-6.54	SHFE锡	4087	-146	-3.45	-31.80	-49.47
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	5032.0	3.98	2.07	-18.43	LME铜	260275	41750	19.11	37.19	33.87
铝	美元/吨	1484.0	0.17	-2.72	-17.69	LME铝	1239700	31775.00	2.63	23.69	14.14
锌	美元/吨	1909.0	1.43	0.13	-16.09	LME锌	97975	21725	28.49	30.24	87.15
铅	美元/吨	1725.0	4.14	-1.26	-10.30	LME铅	71675	250	0.35	1.96	-7.40
镍	美元/吨	11700.0	4.10	2.01	-16.79	LME镍	229062	294	0.13	-2.39	27.74
锡	美元/吨	14950.0	5.86	2.86	-12.78	LME锡	7245	-345	-4.55	0.63	696.15

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	1740.60	5.77	9.40	14.51	布伦特原油	美元/桶	31.48	-2.84	-13.40	-56.00
SHFE黄金（活跃合约）	元/克	373.74	2.70	2.42	7.56	大商所铁矿石	元/吨	599.50	5.27	-11.38	-8.26
COMEX白银（活跃合约）	美元/盎司	15.92	9.80	12.43	-11.09	上期所螺纹钢	元/吨	3330.00	3.87	-6.70	-12.23
SHFE白银（活跃合约）	元/千克	3727.00	5.22	8.56	-16.17	动力煤	元/吨	498.00	-0.44	-8.05	-20.06

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。