

混沌天成研究院

宏观组

联系人：于洁

☎：13072107091

✉：yujie@chaosqh.com

从业资格号：F3046129

投资咨询号：Z0015977

经济强势复苏+流动性边际收紧的组合，预计仍是结构性牛市

观点概述：

本周市场结构分化，IC 强于 IH、IF。本周市场交易春节期间国内外经济基本面，疫苗接种加速+国内可选消费火热，周期+服务板块表现强势，而年前领涨的白酒股有所回调。

流动性方面，节后两天资金利率有所回落，央行操作上净回笼 3400 亿元，资金面整体上保持紧平衡的状态。央行转发金融时报文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

基本面方面，三大指数盈利周期整体趋势是一样的，中证 500 周期行业权重较大，盈利周期和工业企业盈利周期更加吻合，盈利弹性也更大，PPI 上行期 IC 有超额盈利。但是 2020 年下半年市场并不买账 IC 周期和科技的属性。市场对于行业基本面的交易趋弱，而是转为大市值的龙头股。背后的原因可能是机构抱团以及在经济存在不确定性的背景下寻找业绩更加确定的行业龙头。当前资金抱团板块部分估值相对较高，易出现估值降维或资金抱团松动现象，近一段时间投机性抱团将继续瓦解，资金从抱团到板块轮动，IC 也出现了补涨行情。

后市观点：经济强势复苏+流动性边际收紧的组合，预计仍是结构性牛市。板块上，疫苗接种加速强化顺周期逻辑，美债收益率上行和国内流动性边际收紧对利率敏感的成长科技股产生压力。

策略建议：

股指震荡偏多

风险提示：

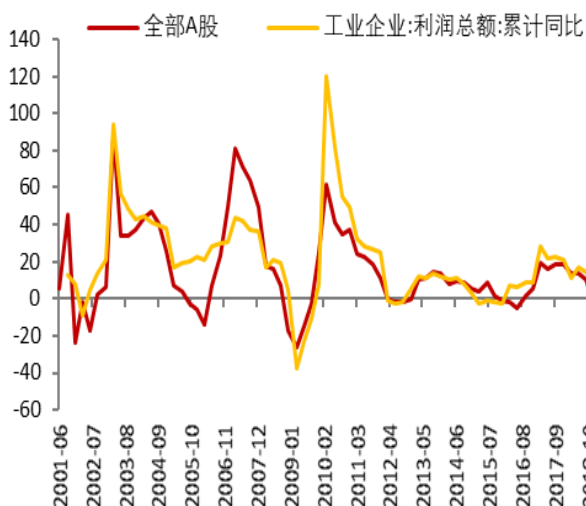
国内政策支持力度不及预期，疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、2021 上半年企业盈利有望继续增长

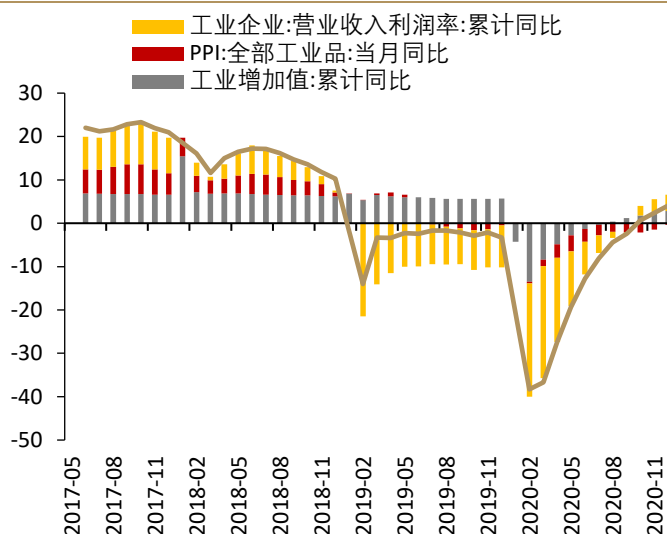
中国 12 月规模以上工业企业利润同比增 20.1%，累计同比 4.1%，保持增长的趋势。量价利拆开来看，量价利润率齐升，PPI 累计同比-0.4%，利润率累计同比 3.75%，工业增加值累计同比 2.8%。利润分配上，上游占比（采矿+制造业上游占工业企业利润总额）继续上行，利好周期股基本面。

图表 1：工业企业利润和 A 股净利润增速



数据来源：wind，混沌天成研究院

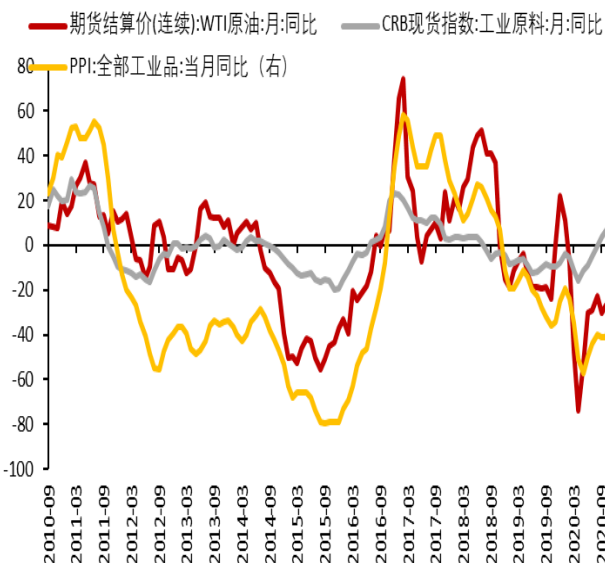
图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

展望 2021 年，宏观经济延续增长的态势，量有望继续上升。价格因素 PPI 有望在全球流动性宽松和全球经济慢修复的带动下至少在上半年保持上行。

图表 3：大宗商品价格指数和 PPI



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 4：M1 和 PPI



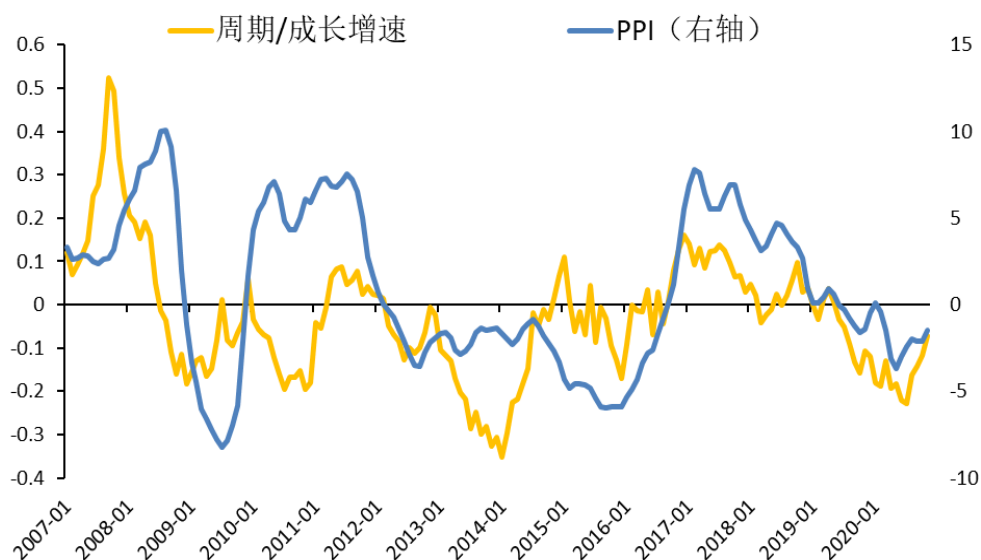
数据来源：wind，混沌天成研究院

从需求角度, 2021 上半年, 发达国家有望大规模接种疫苗, 海外需求逐渐复苏, 再加上海外地产与库存周期起步、全球上半年将进入共振复苏阶段, 国际大宗商品价格如油价和铜价上行概率较大; 叠加基数因素, PPI 预计 较快回升并在 5 月达年内高点。下半年国内地产基建投资下行压力可能兑现, PPI 可能转为震荡走弱。

从宏观流动性视角来看, 我们可以通过 M1 增速来观察 PPI 的未来方向. M1 增速领先 PPI 增速 9 个月。逻辑是 M1 领先于企业库存周期变化, 并且也反映工业品的供需变化, M1 上行表明企业现金增加, 促进企业投资意愿增强, 投资带来的需求带动工业品价格上行。从 M1 增速来看, PPI 至少上行至 2021 年中. PPI 有望同比转正但是幅度有限. 整体走势前高后低。

历史上 PPI 处于上升期, 股市风格转向周期; 且在基本面与投资者偏好逐渐向顺周期板块过渡的过程中, 由于顺周期板块包含范围更广, 行情会从 2020 年疫情免疫板块: 新能源+食品饮料+医药扩散到更多的顺周期行业。我们看好一季度股指的行情, 股指有望单边上涨。

图表 5: 周期/成长增速和 PPI

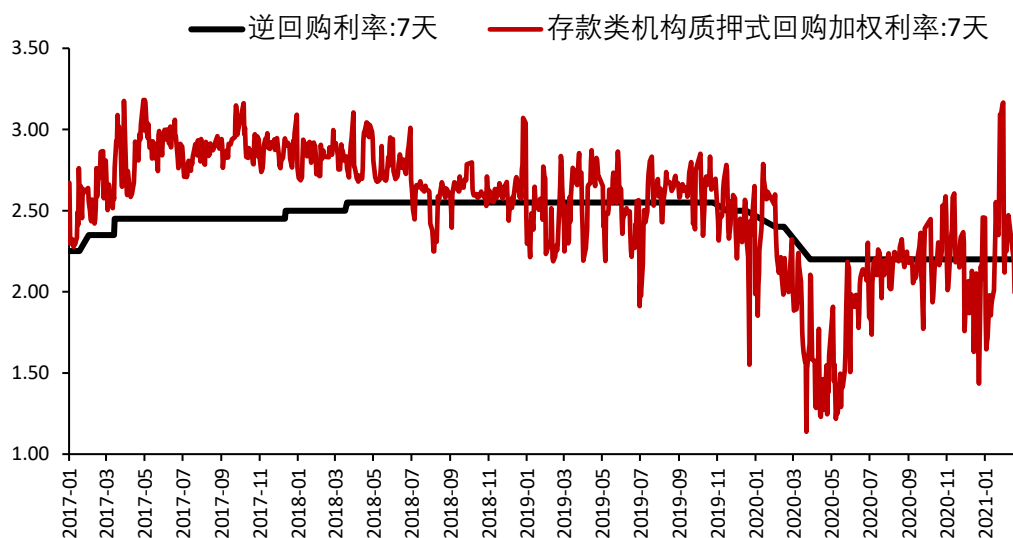


数据来源: wind , 混沌天成研究院

二、流动性

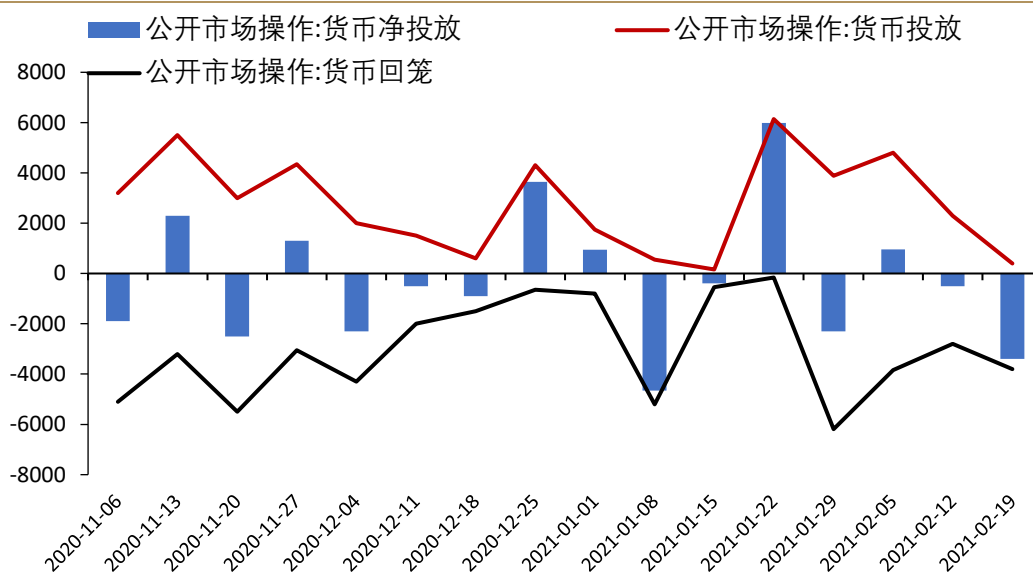
本质上这一轮牛市的上涨是流动性宽松推动的，流动性的变化是影响市场的关键因素，因此我们加入流动性的量价观察。节后两天资金利率有所回落，央行操作上净回笼 3400 亿元，资金面整体上保持紧平衡的状态。央行转发金融时报文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

图表 1：资金利率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：资金量

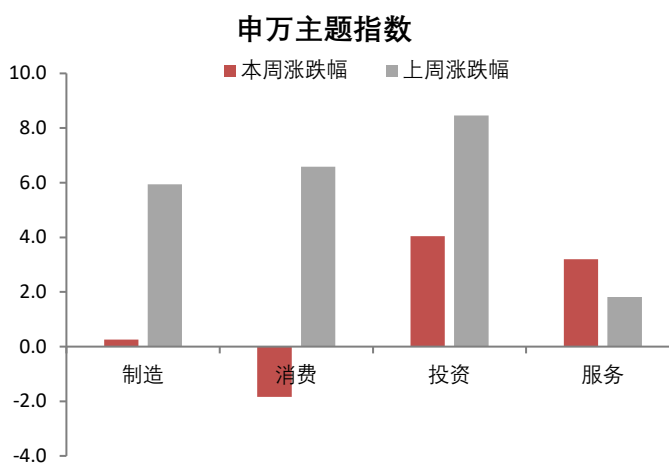


数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

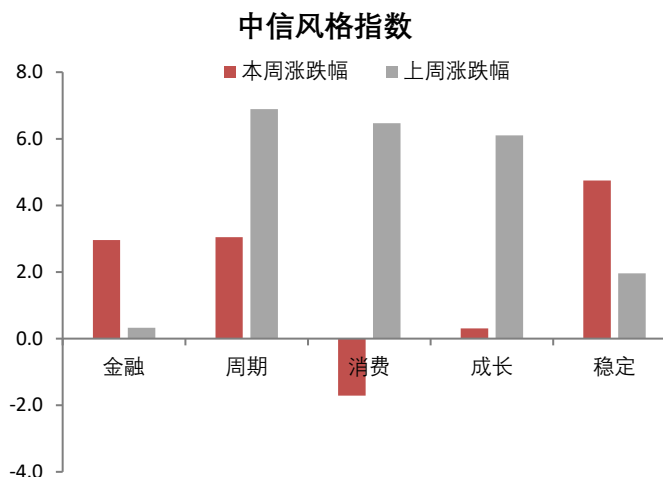
本周市场结构分化，IC 强于 IH、IF。本周市场交易春节期间国内外经济基本面，疫苗接种加速+国内可选消费火热，周期+服务板块表现强势，而年前领涨的白酒股有所回调。

图表 1：申万主题指数表现



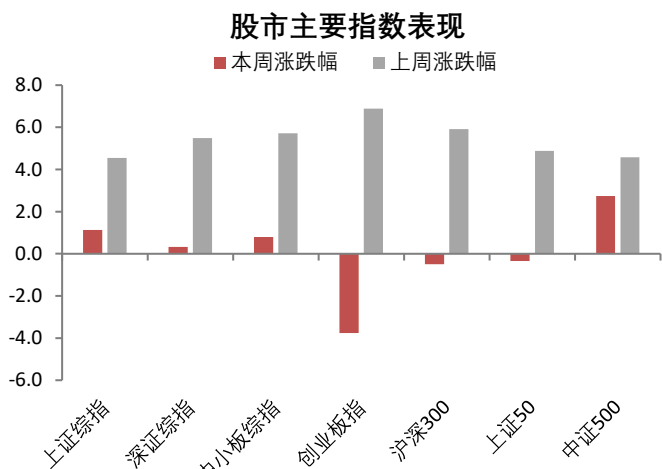
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：中信风格指数表现



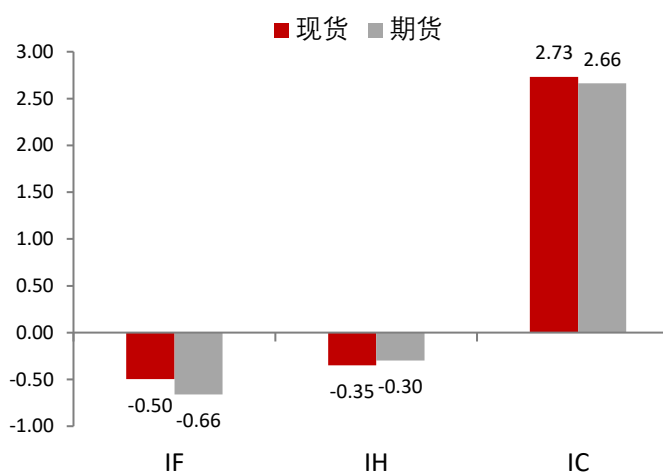
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：主要指数涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

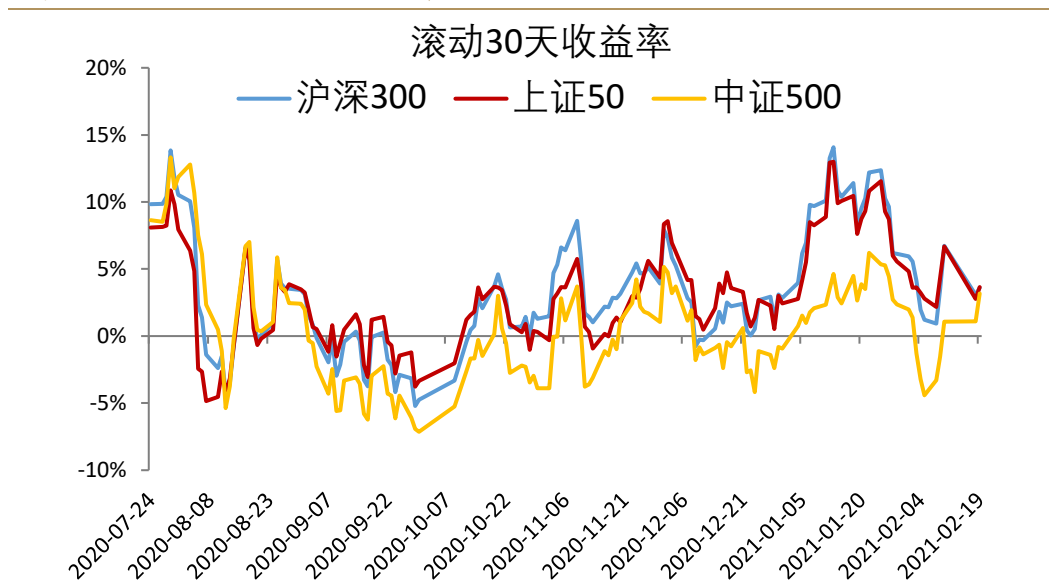
图表 4：期指涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

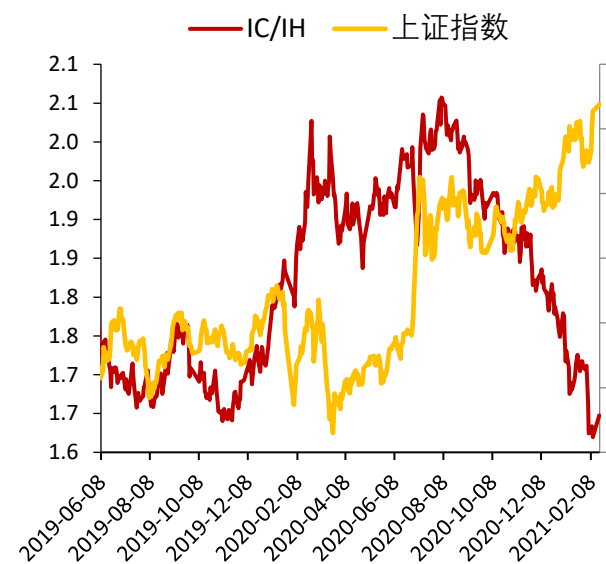
四、后续展望

图表 1：三大指数 5 天滚动收益率



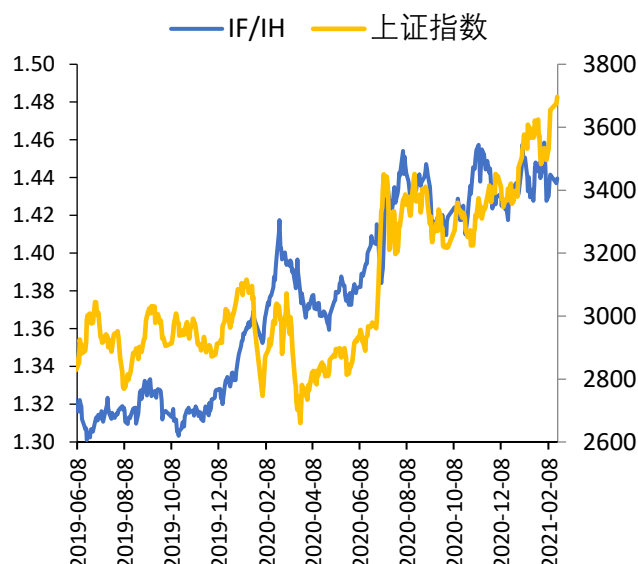
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：IC/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

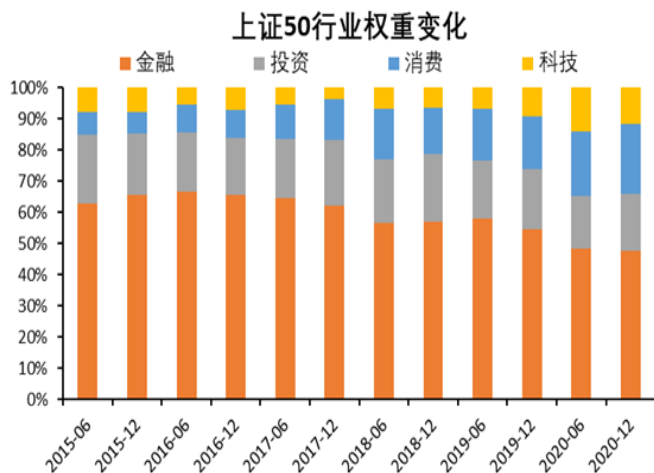
图表 3：IF/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

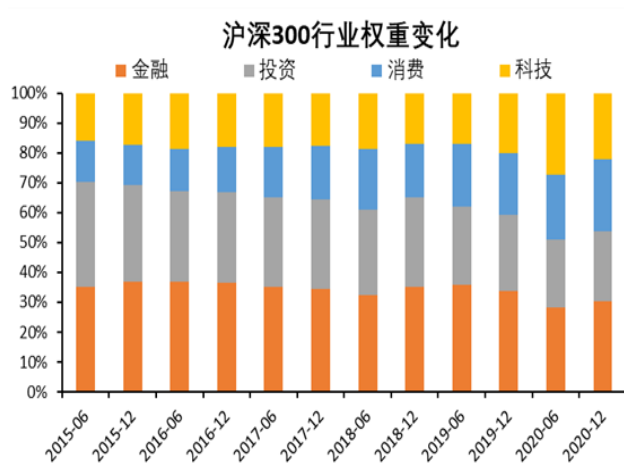
行业风格方面，上证 50 超配金融，低配科技和周期，受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡，略超配金融，略低配科技。中证 500 显著不同，超配科技、周期，大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4：I 上证 50 权重变化



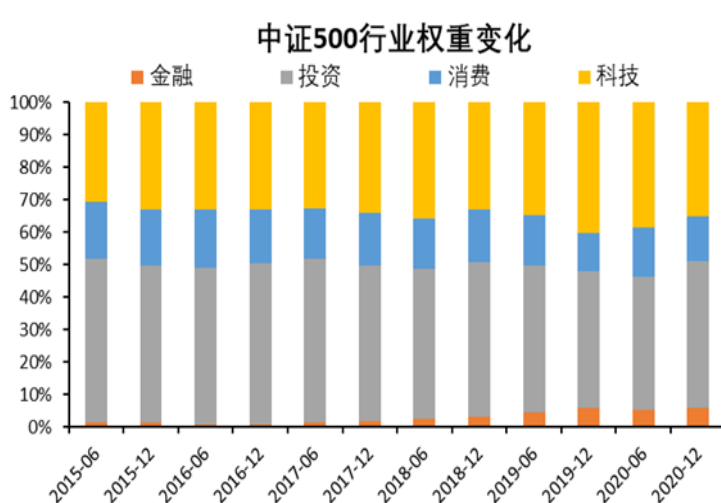
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 5：沪深 300 权重变化



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 6：中证 500 行业权重变化

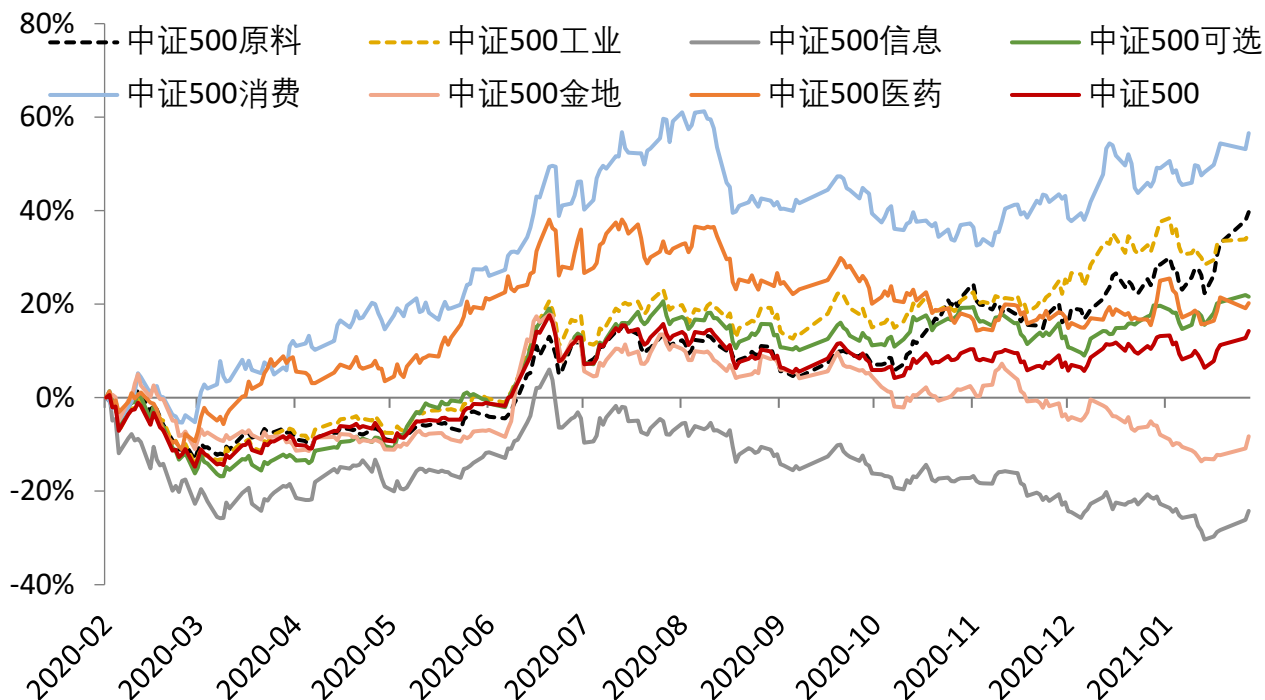


数据来源：wind，混沌天成研究院

三大指数盈利周期整体趋势是一样的，中证 500 周期行业权重较大，盈利周期和工业企业盈利周期更加吻合，盈利弹性也更大，PPI 上行期 IC 有超额盈利。但是市场并不买账 IC 周期和科技的属性。我们认为市场对于行业基本面的交易趋弱，而是转为大市值的龙头股。背后的原因可能是机构抱团以及在经济存在不确定性的背景下寻找业绩更加确定的行业龙头。资金抱团板块部分估值相对较高，易出现估值降维或资金抱团松动现象，近一段时间投机性抱团将继续瓦解，资金从抱团到板块轮动。

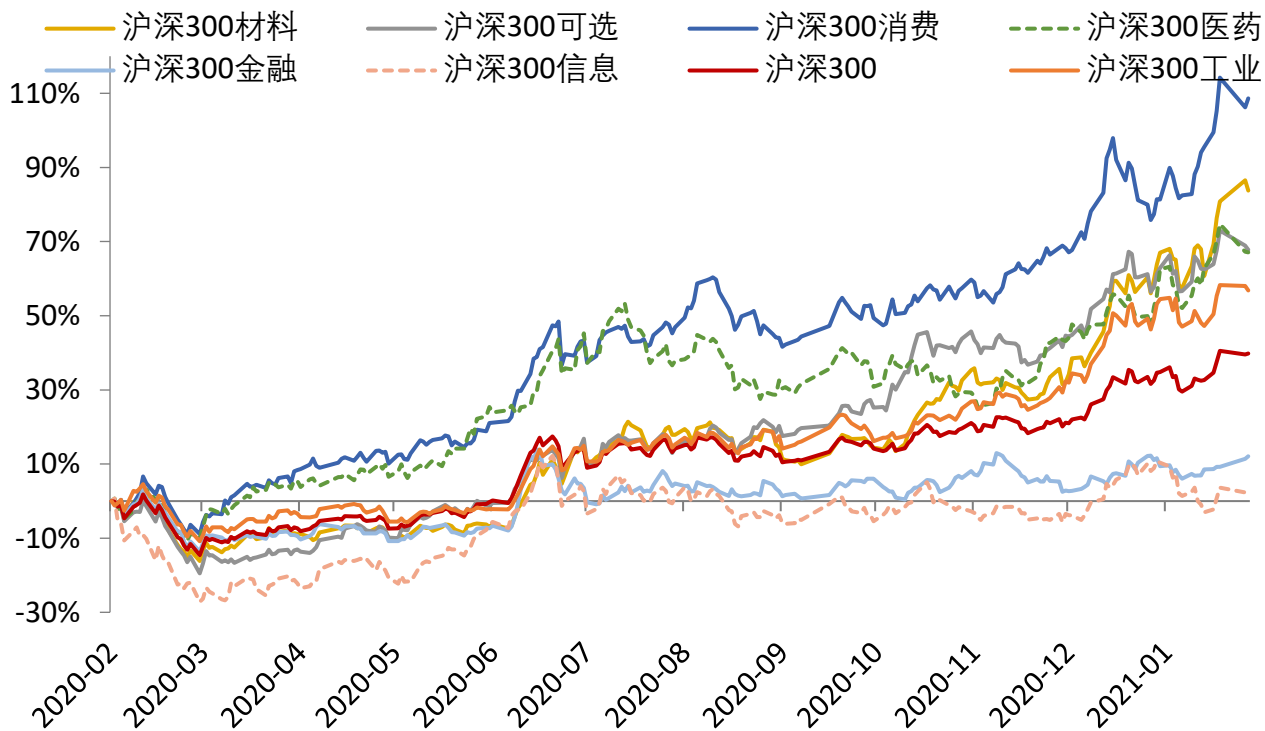
后市观点：经济强势复苏+流动性边际收紧的组合，预计仍是结构性牛市。顺周期逻辑被强化，美债收益率上行和国内流动性边际收紧对利率敏感的成长科技股产生压力。

图表 7: 中证 500 细分行业表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

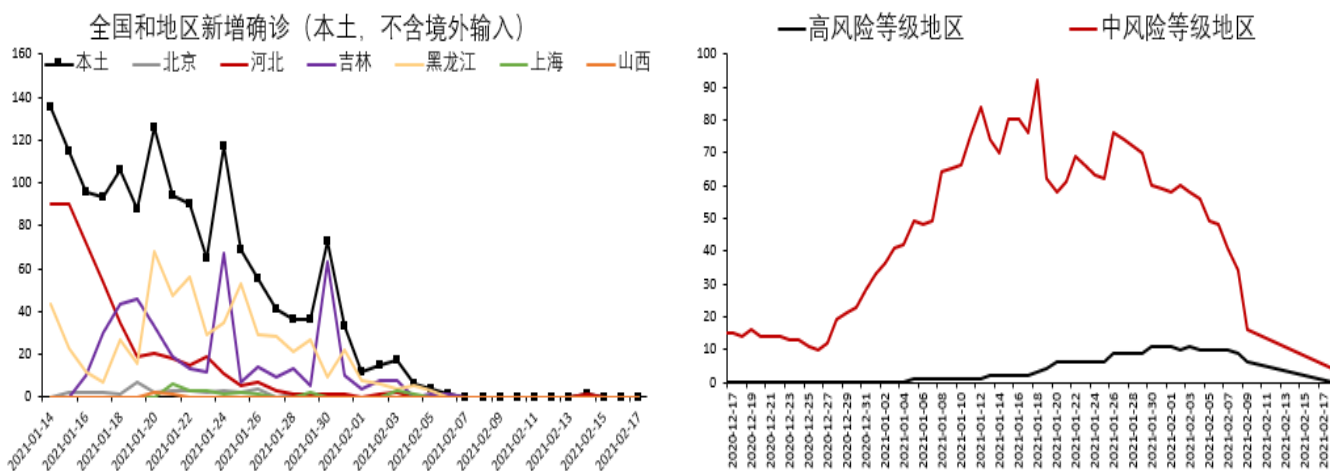
图表 8: 沪深 300 细分指数表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

疫情方面，本土病例连续两周几乎没有新增病例，中风险地区降到了4个。

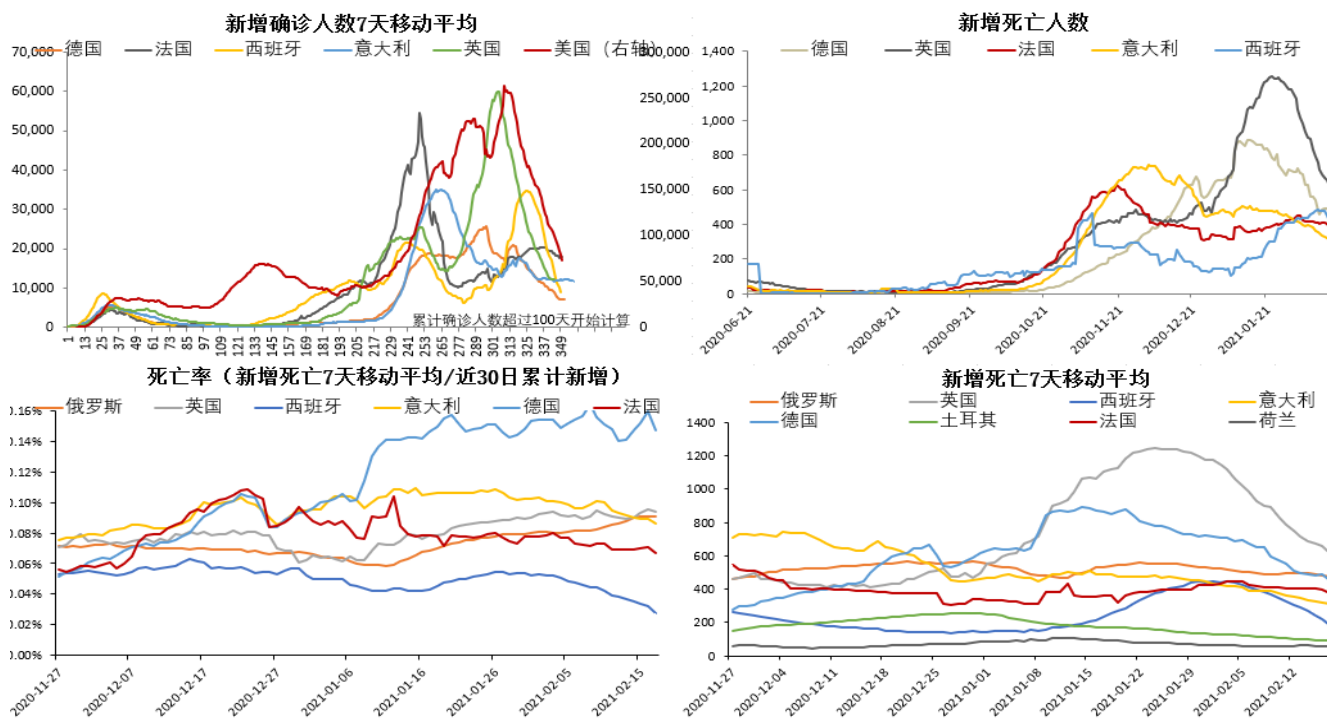
图表 9：国内疫情



数据来源: wind, 混沌天成研究院

海外疫情也在持续好转。全球新增确诊病例数已连续五周下降，美国新增从高峰 25 万降到了 8 万左右，英国从新增 6 万降到 2 万左右。都是降了三分之二左右。疫苗接种方面，美国每天接种的速度接近 150 万，如果每天的接种速度进一步提升至 200 万剂左右，就可以实现二季度末覆盖 70% 人口的目标。相比之下，欧洲整体进展缓慢。英国至少一针接种率 23%，美国 12.04%，其他欧洲国家覆盖率均不及美国。

图表 10：海外主要国家疫情

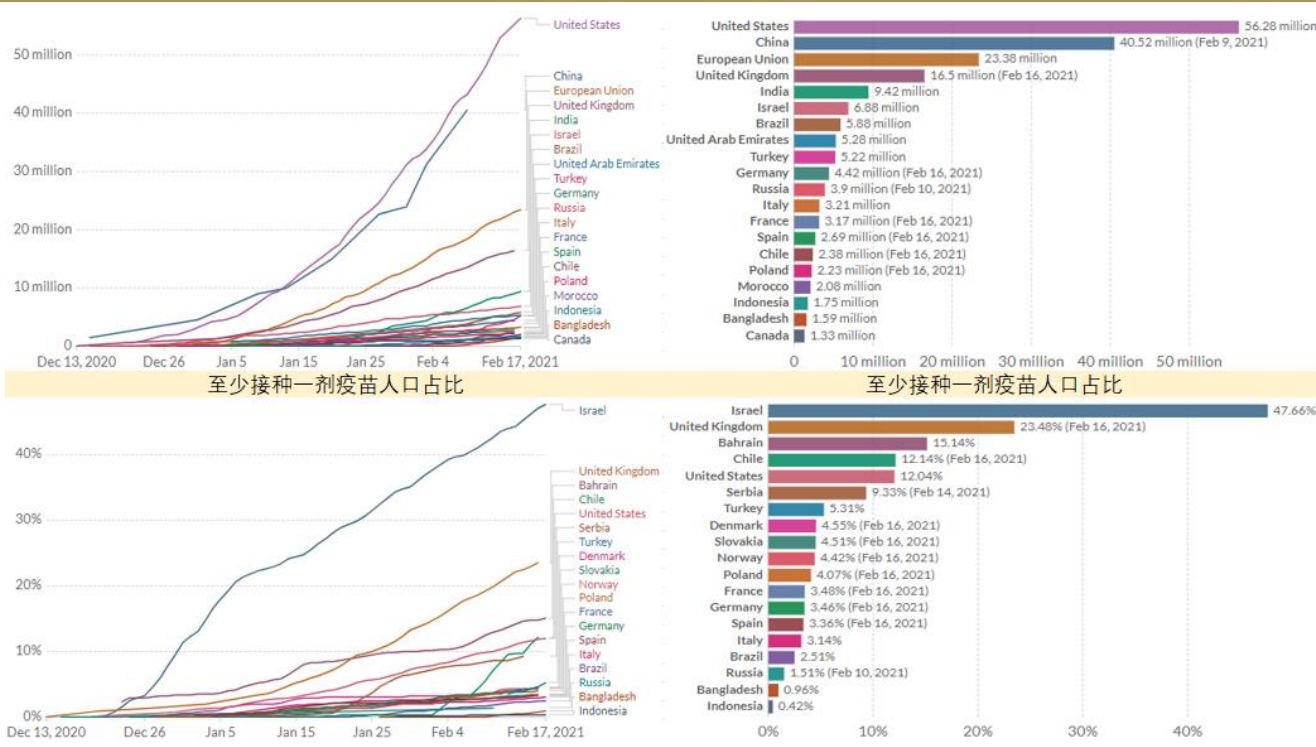


数据来源: wind, 混沌天成研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

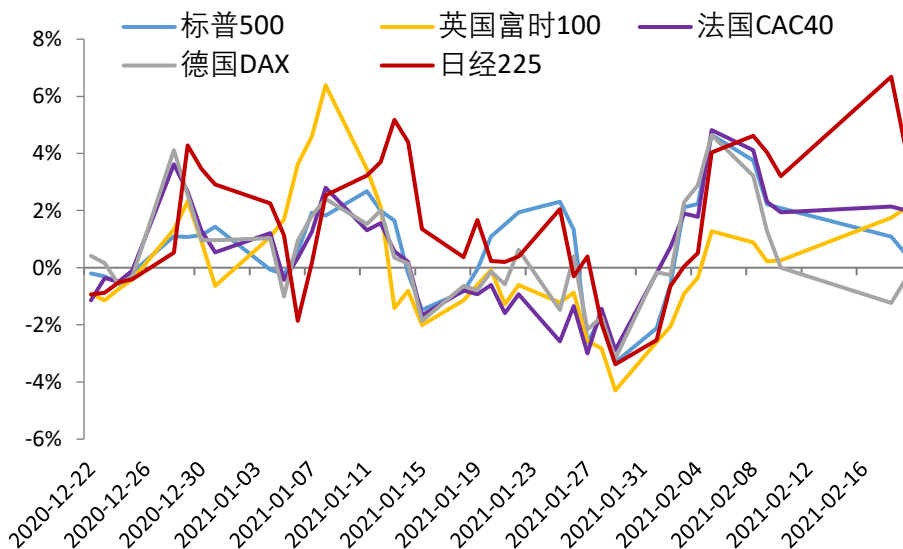
CHAOS RESEARCH INSTITUTE

图表 10： 疫苗接种情况



数据来源：wind，混沌天成研究院

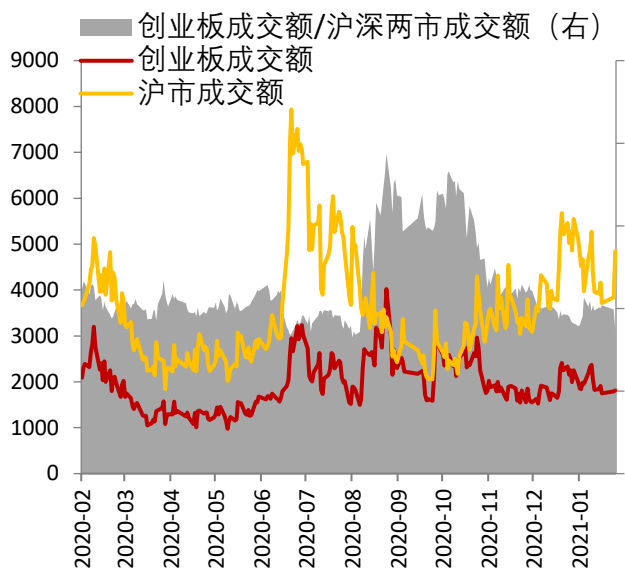
图表 12： 主要国家股指 5 天滚动收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

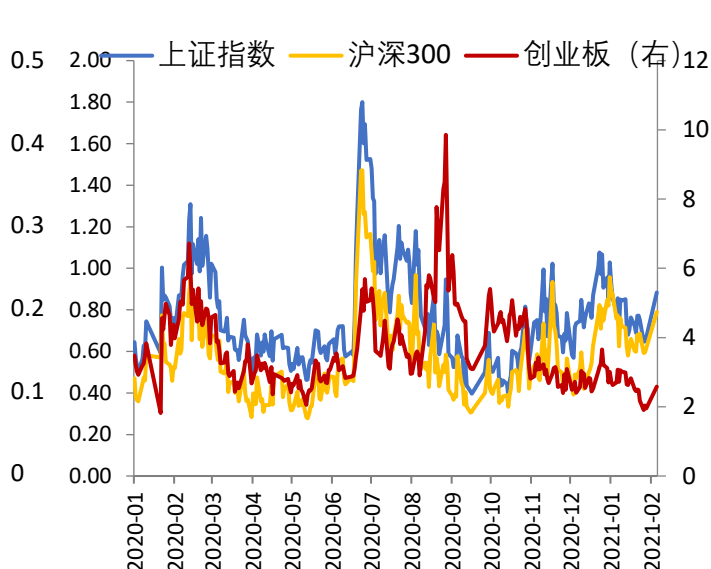
当前市场动能主要在主板以及创业板龙头股，所以创业板成交额/沪市成交额处于较低位置。指数的换手率有所回升，市场情绪升温。

图表 13: 成交额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

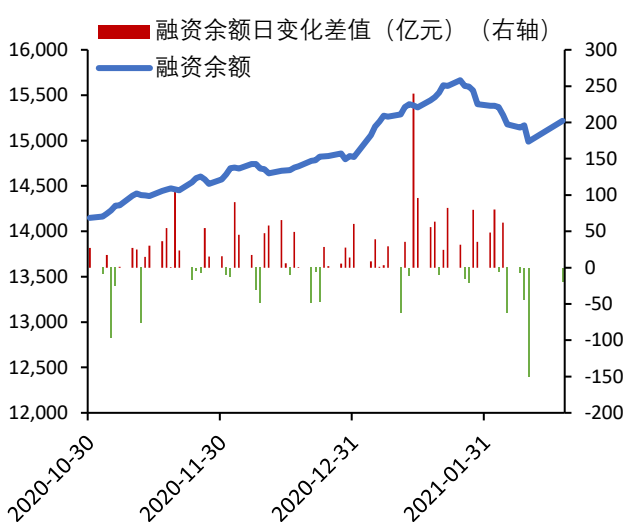
图表 14: 换手率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

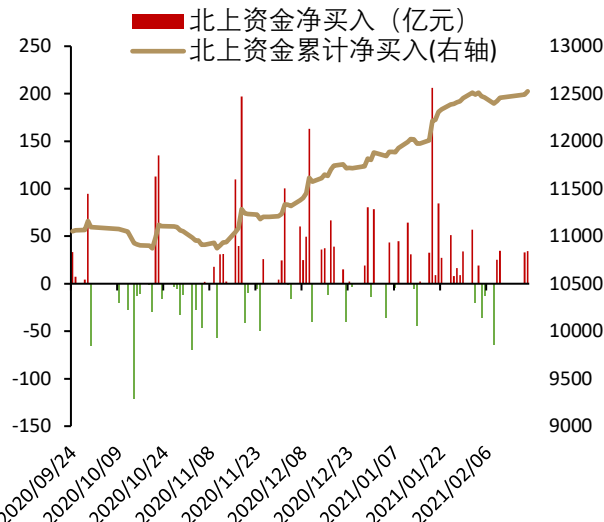
本周北上资金和融资余额均有所增加。美债收益率持续上行对北上资金的流入有一定利空影响。

图表 15: 融资余额



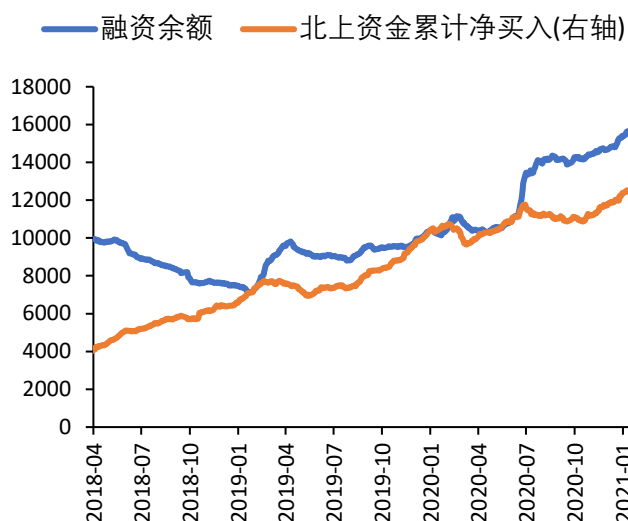
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 16: 北上资金



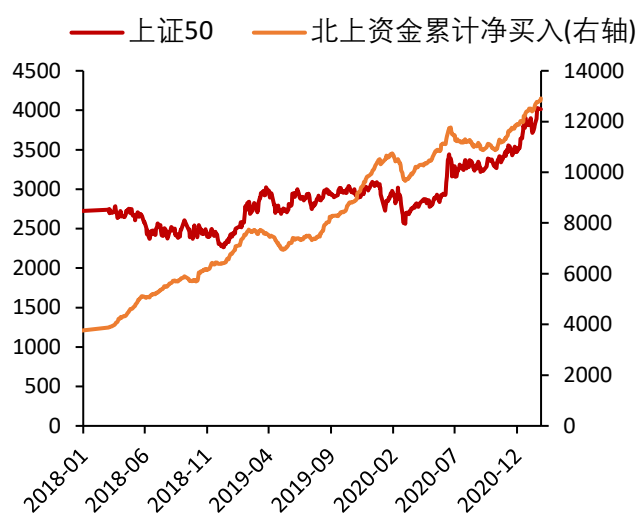
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 17: 融资余额和北上资金



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 北上资金和上证 50 走势

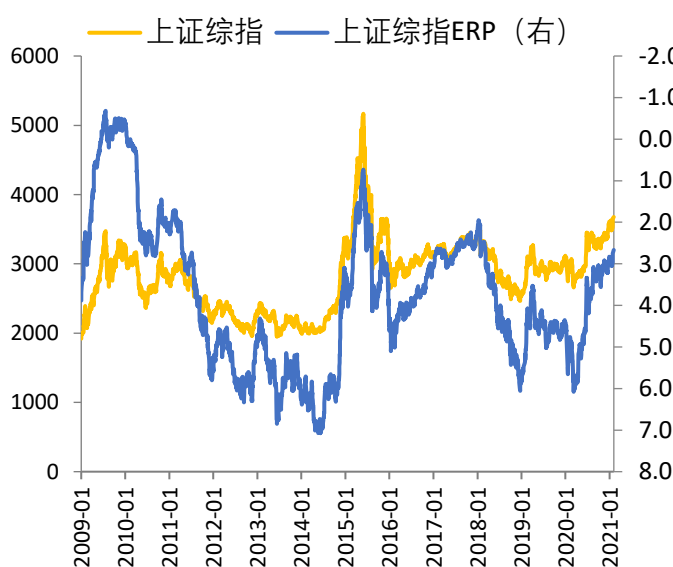


数据来源: wind, 混沌天成研究院

股债性价比跟踪来看, 当前位置债券有吸引力, 但是当前宏观环境对股市友好, 利空债市。

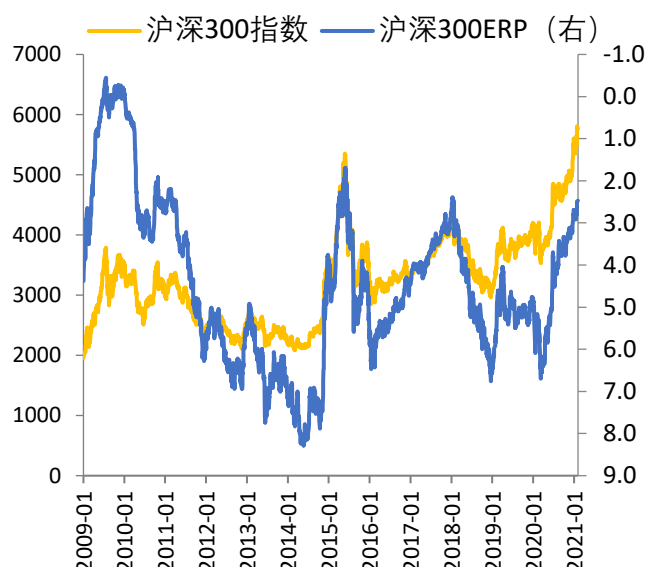
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分, 可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】, 股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置, 十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 19: 上证综指 ERP 和价格走势 (右/逆序)



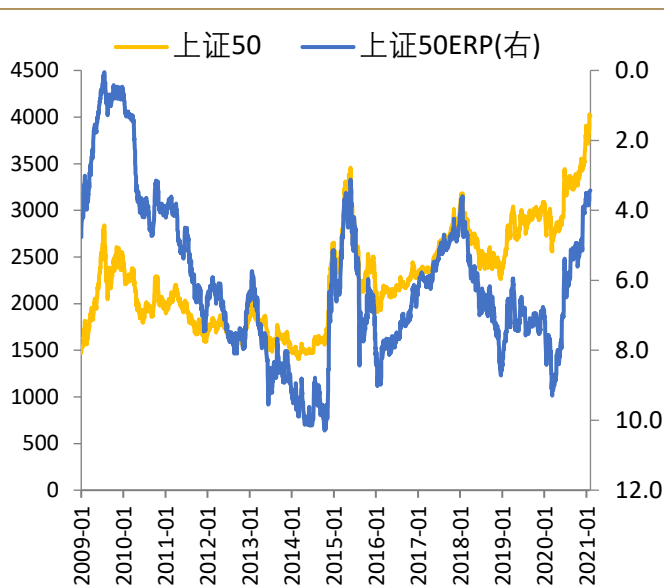
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 沪深 300ERP 和价格走势 (右/逆序)



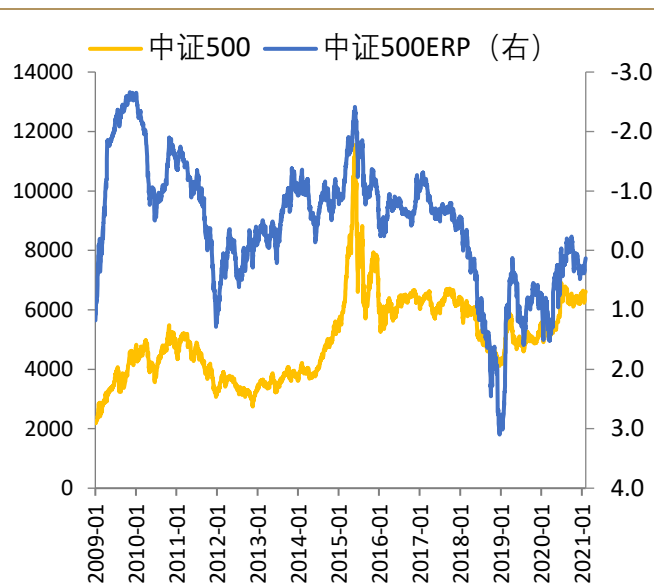
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21：上证 50ERP 和价格走势（右/逆序）



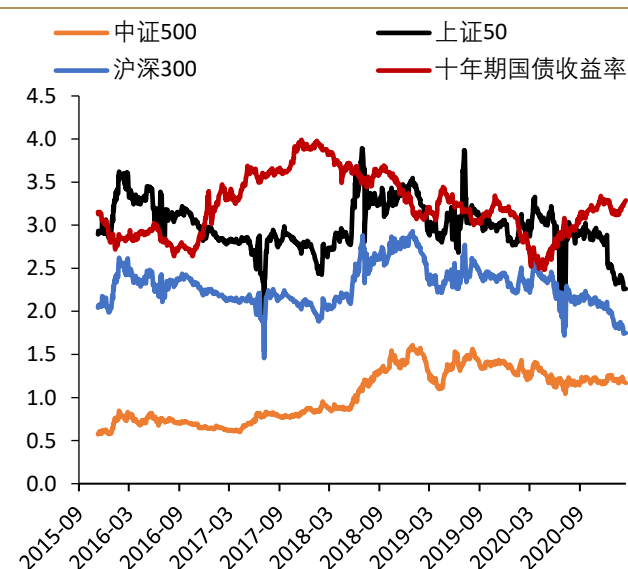
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 22：中证 500 和价格走势（右/逆序）



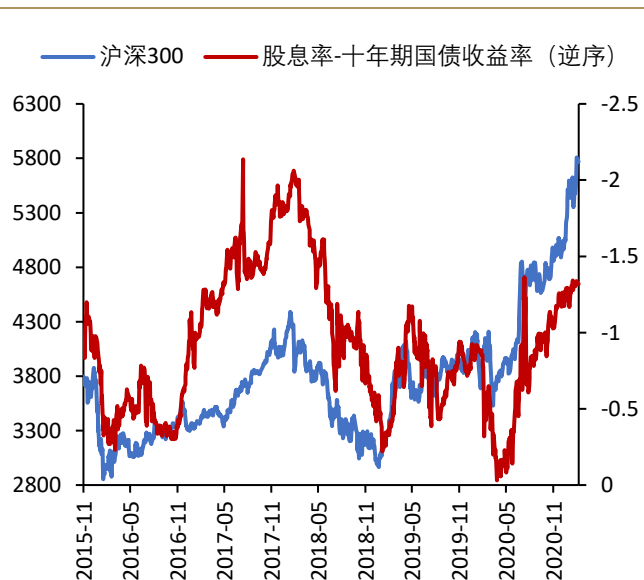
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 23：指数股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 24：沪深 300 股息率



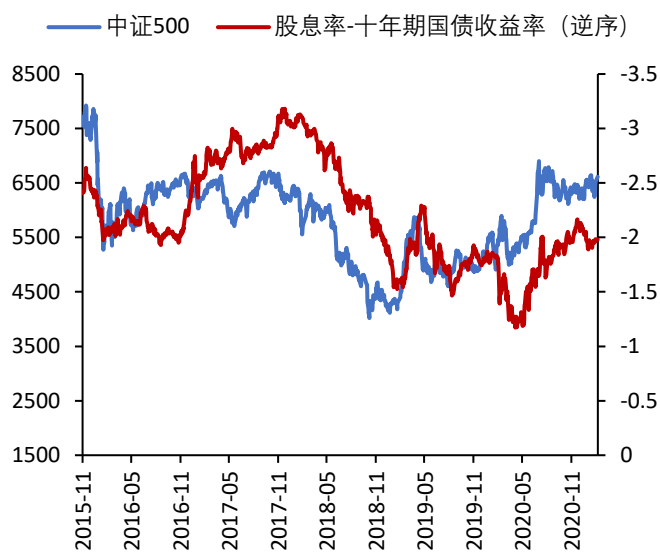
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 25: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 26: 中证 500 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

四、市场情绪

上证综指涨停股票占比回落, 表明市场情绪较为谨慎。亏损股/绩优股指数加速下行。

图表 1: 涨停家数占比



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 2: 亏损股/绩优股



数据来源: wind, 混沌天成研究院

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

 长按识别下方二维码关注哇



关注了解更多资讯!

混沌天成研究院