

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

财政货币政策发力对冲企业盈利下行，股指
区间震荡

观点概述：

近几周美欧央行量化宽松和财政政策刺激下，短期流动性风险得到了缓和，但是海外疫情仍在发酵。国外疫情发酵、湖北解封，市场在走做多国内需求、做空国外需求的逻辑。国内方面，财政货币政策持续加码，但是疫情对经济带来的冲击市场需要时间消化。利空在于海外疫情风险+企业盈利预期下调，利多在于国内货币财政政策发力，A股估值低位为支撑。股指的波动率创近一年以来的新高，预计指数将延续这种高波动来消化市场风险。

从个股的盈利预测来看，通过比较 3 月 30 日和 1 月 20 日盈利预测的差值，可以看出 IH、IF 的下调程度要高于 IC。这也跟中证 500 当中券商覆盖的少，未能提供 EPS 的预测有关。

下调幅度最大的是跟需求和商业活动有关的中石油、上海机场，中国国航和中国国旅的盈利增速也下调了 4 个百分点左右。银行是 IH 中权重最大的行业，银行下调盈利预期的趋势较为一致。券商的盈利调整分化，保险行业可以看出下调的趋势较为一致，体现出疫情的影响。

策略建议：

利空在于海外疫情风险+企业盈利预期下调，利多在于国内货币财政政策发力，A股估值低位为支撑。股指的波动率创近一年以来的新高，预计指数将延续这种高波动来消化市场风险。

风险提示：

国内政策支持力度不及预期，疫情扩散超预期。

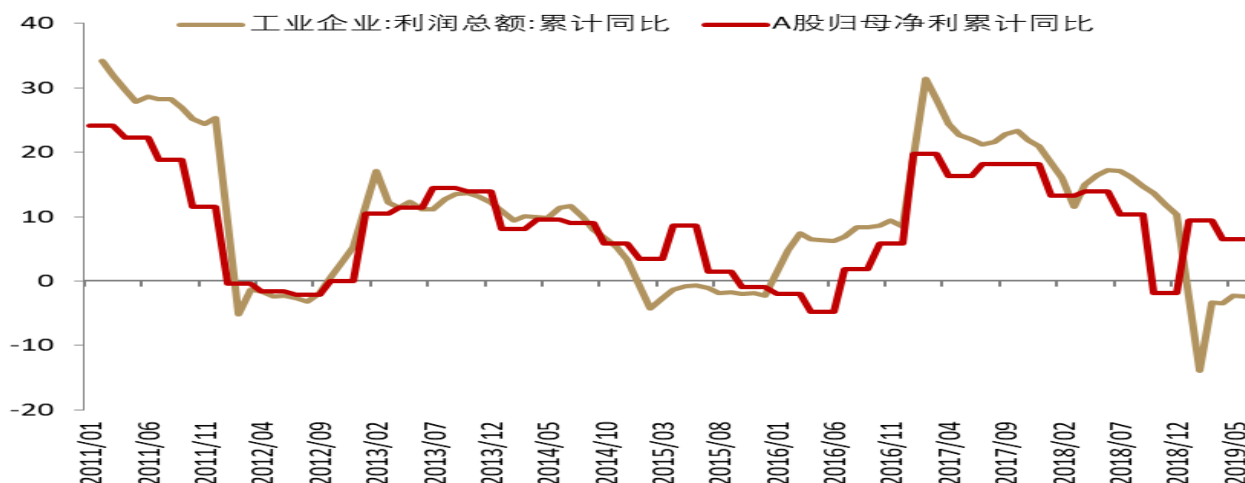
混沌天成期货研究院



一、企业盈利

当前全部 A 股上市公司中工业企业占比较大,工业企业利润的变动一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动,两者变动趋势大体一致,相关性较高。国家统计局公布数据显示,1—2 月份全国规模以上工业企业利润同比下降 38.3%,海外疫情扩散增加全球经济的不确定性,并连带从需求、产业链等方面给国内经济带来较大不利影响,需要高度关注海外疫情的后续演变情况。

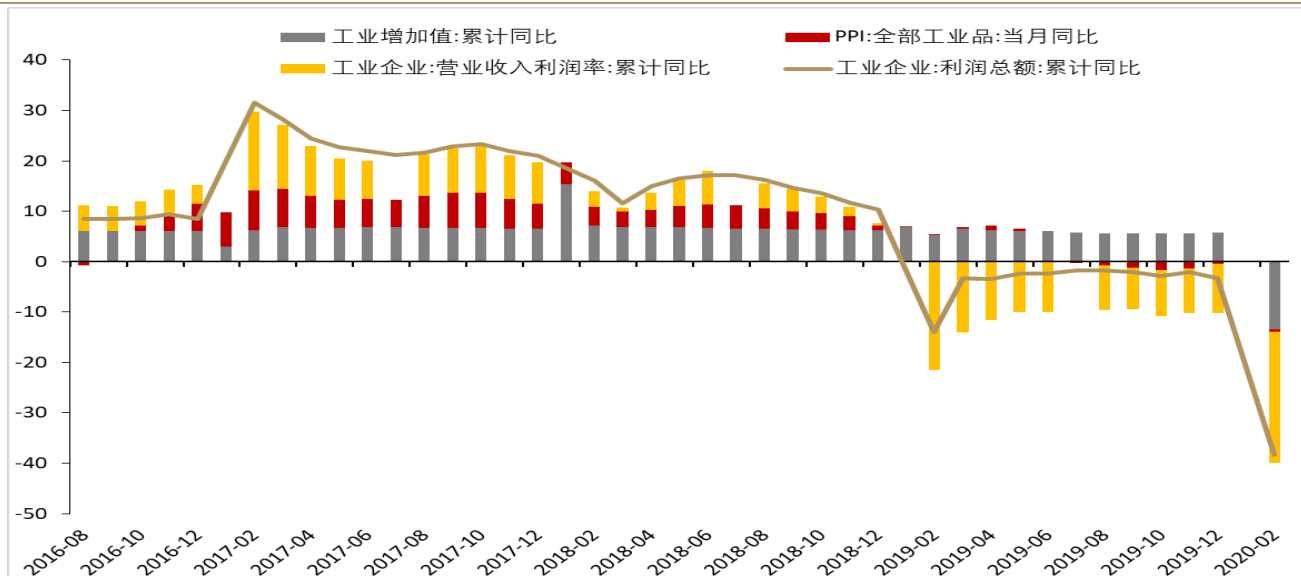
图表 1: 工业企业利润和 A 股上市公司利润走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

新冠疫情全方位影响工业企业利润,量、价、利润率共同下跌:数量方面,工业企业复工复产被迫推迟且生产水平受到制约,工业生产和销售负增长;价格方面,复工复产推迟造成的需求不振叠加国际油价下行,工业品价格负增长;利润率方面,用工、折旧等刚性成本不变及防疫费用上升,造成工业企业利润率下降。

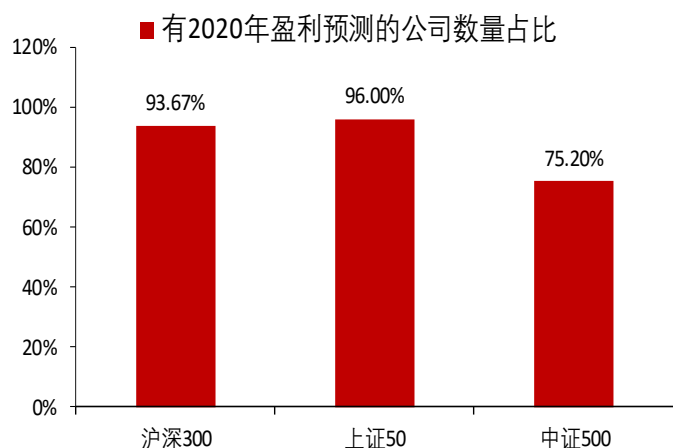
图表 2: 工业企业利润分拆



数据来源: wind, 混沌天成研究院

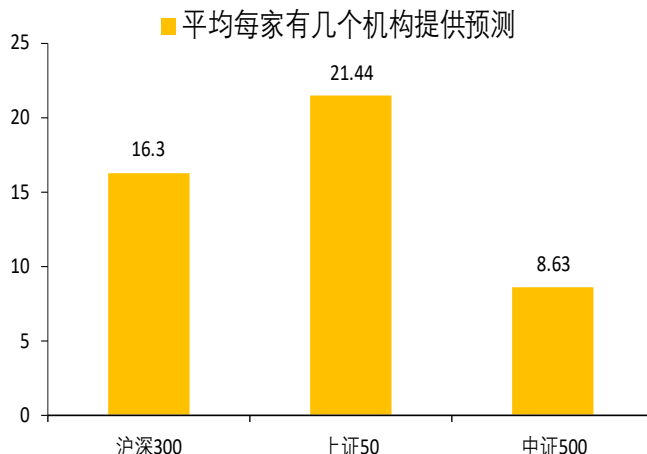
从预测每股收益的下调来看，IH、IF 的下调幅度大于 IC。这也跟中证 500 当中券商覆盖的少，未能提供 EPS 的预测有关。沪深 300 有 2020 年盈利预测的公司数量占比为 94%，上证 50 为 96%，中证 500 为 75.2%。从预测机构家数平均值来看，沪深 300 有盈利预测的公司平均有 16.3 家机构预测，上证 50 为 21.4，中证 500 为 8.6，通常认为预测机构家数越多，给出的盈利预测越公允。

图表 3：三大指数盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

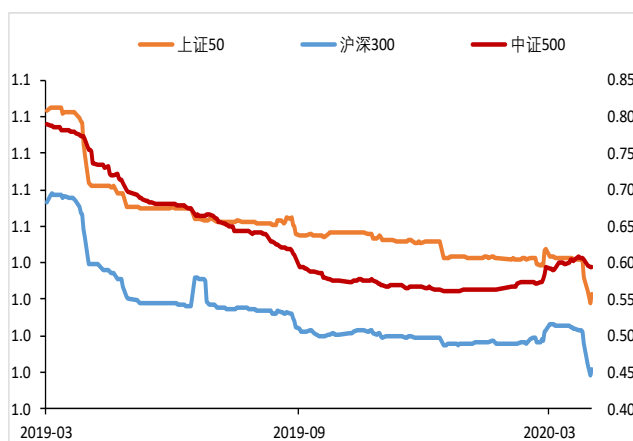
图表 4：IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

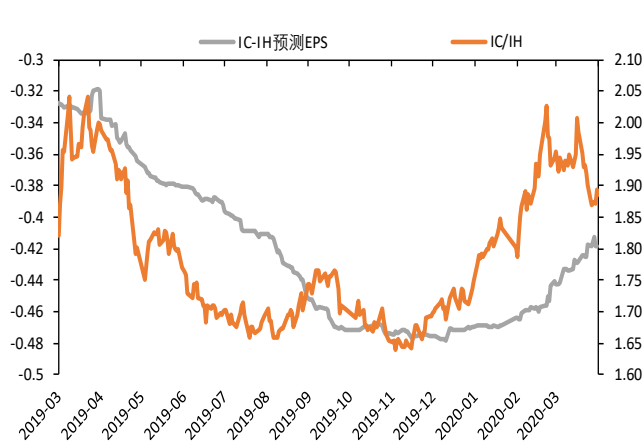
从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS 增速差值和 IC/IH 走势较为一致。

图表 5：三大指数盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

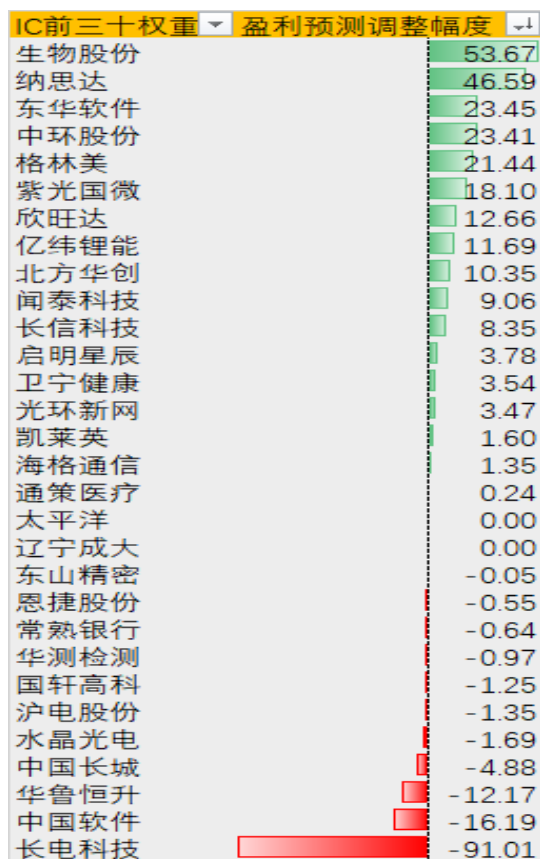
图表 6：IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

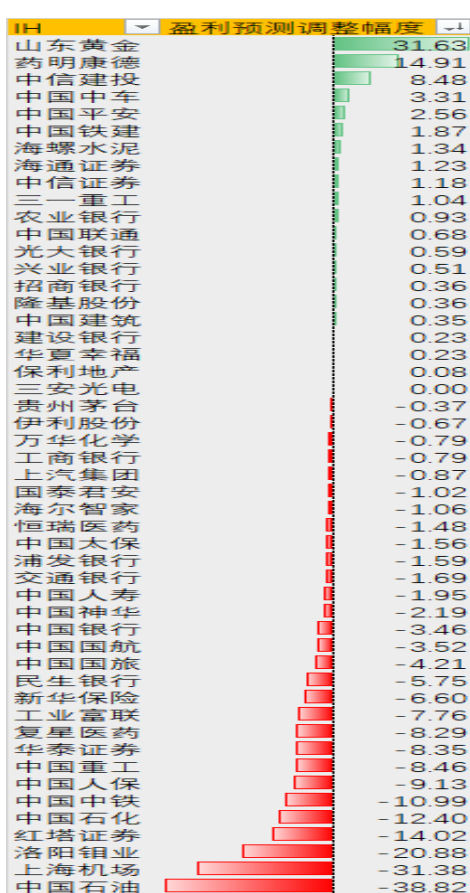
从个股的盈利预测来看，通过比较 3 月 30 日和 1 月 20 日盈利预测的差值，可以看出 IH 的下调程度要高于 IC。

图表 7: IC 盈利预测调整幅度



数据来源: CCF, 混沌天成研究院

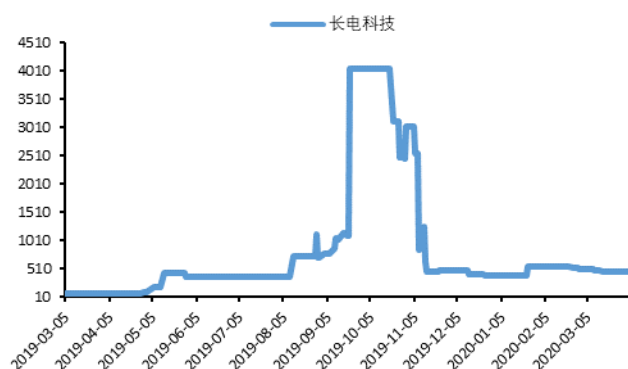
图表 8: IH 盈利预测调整幅度



数据来源: CCF, 混沌天成研究院

下调幅度最大的是跟需求和商业活动有关的中石油、上海机场，中国国航和中国国旅的盈利增速也下调了 4 个百分点左右。IC 里的长电科技大幅下调盈利预测主要因为期在 2020 年扭亏为盈，盈利增速波动比较大，相比较其历史盈利增速变动，此次调整是正常幅度。

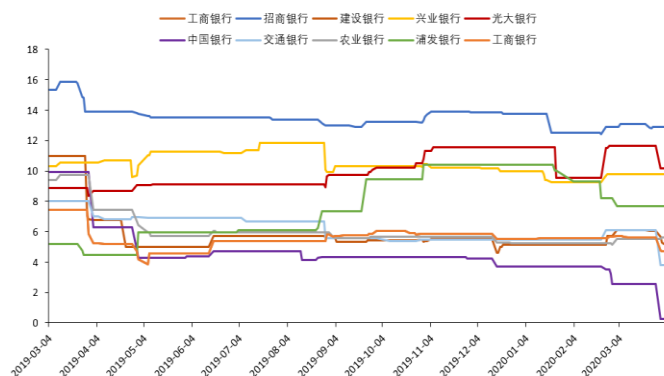
图表 9: 长电科技盈利预期预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

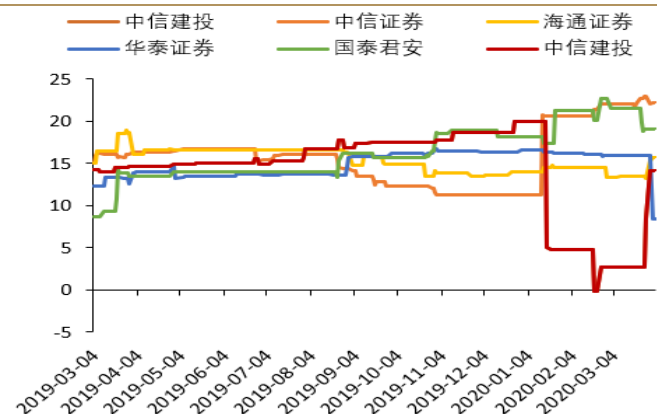
银行是 IH 中权重最大的行业，可以看出银行下调盈利预期的趋势较为一致。IH 中券商的盈利调整分化 IH 中券商的盈利调整分化 IH 中券商的盈利调整分化

图表 10: 上证 50 银行板块盈利预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

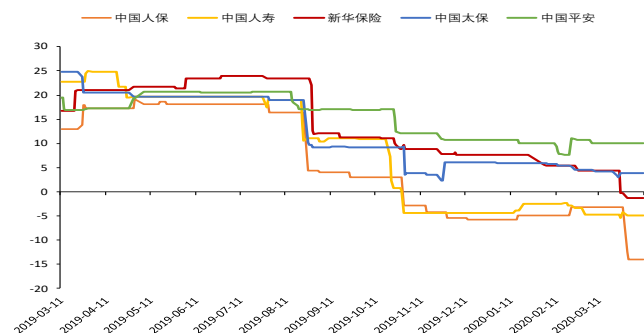
图表 11: 上证 50 券商板块盈利预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

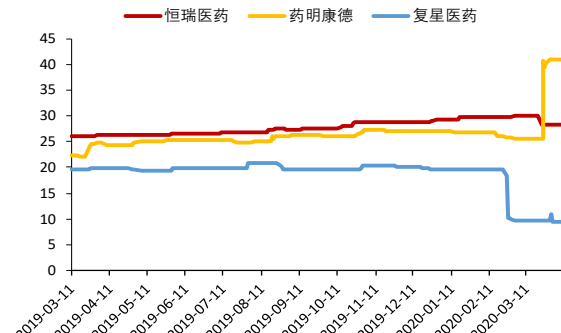
保险行业可以看出下调的趋势较为一致, 体现出疫情的影响。医药行业出现分化, 药明康德大幅上调盈利预期。

图表 12: 上证 50 保险板块盈利预测



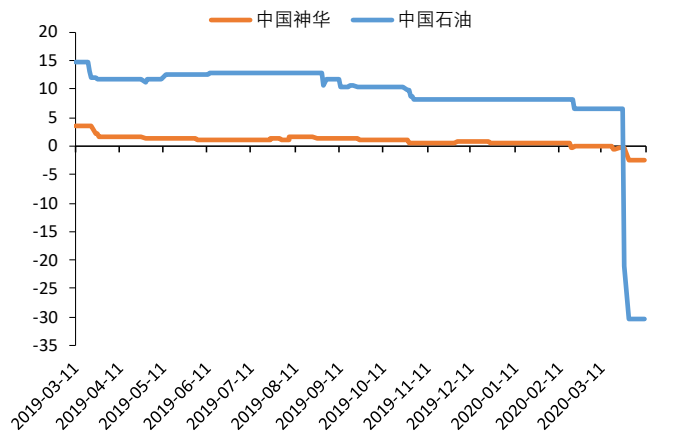
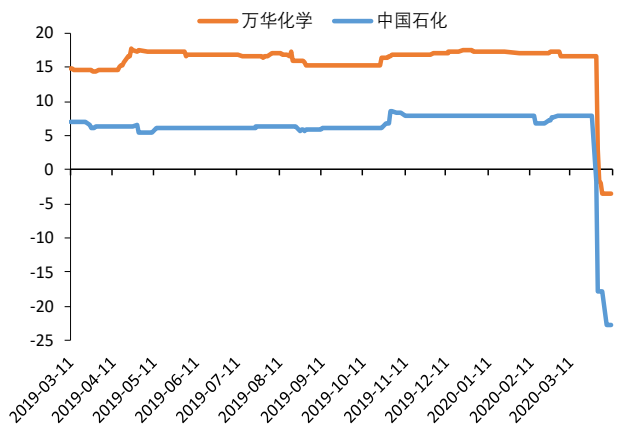
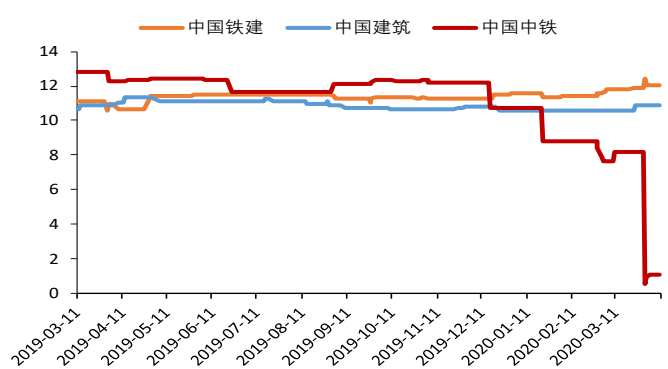
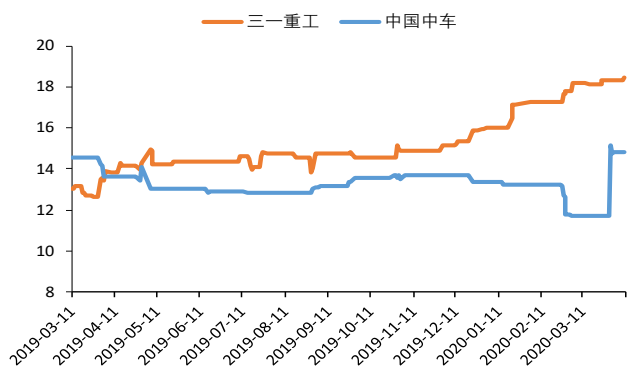
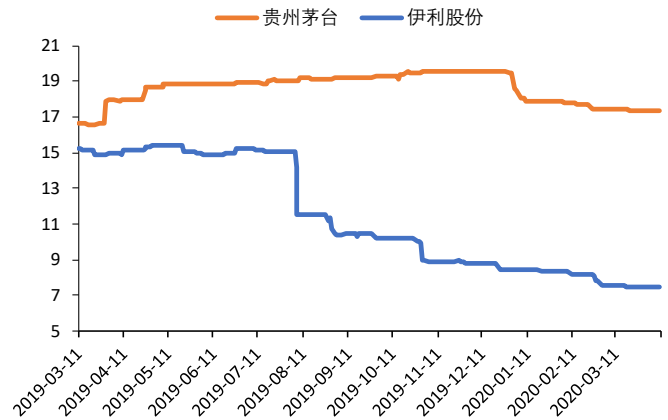
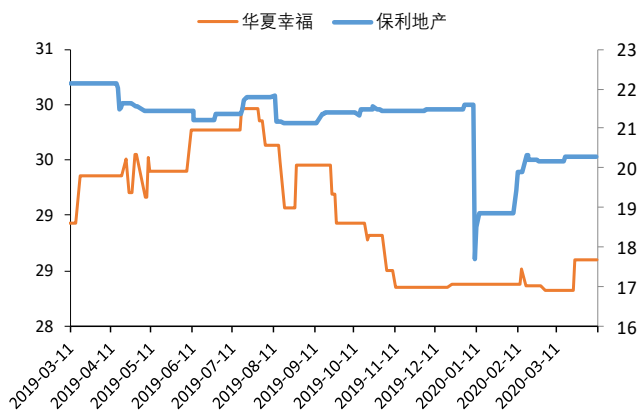
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 13: 上证 50 医药板块盈利预测



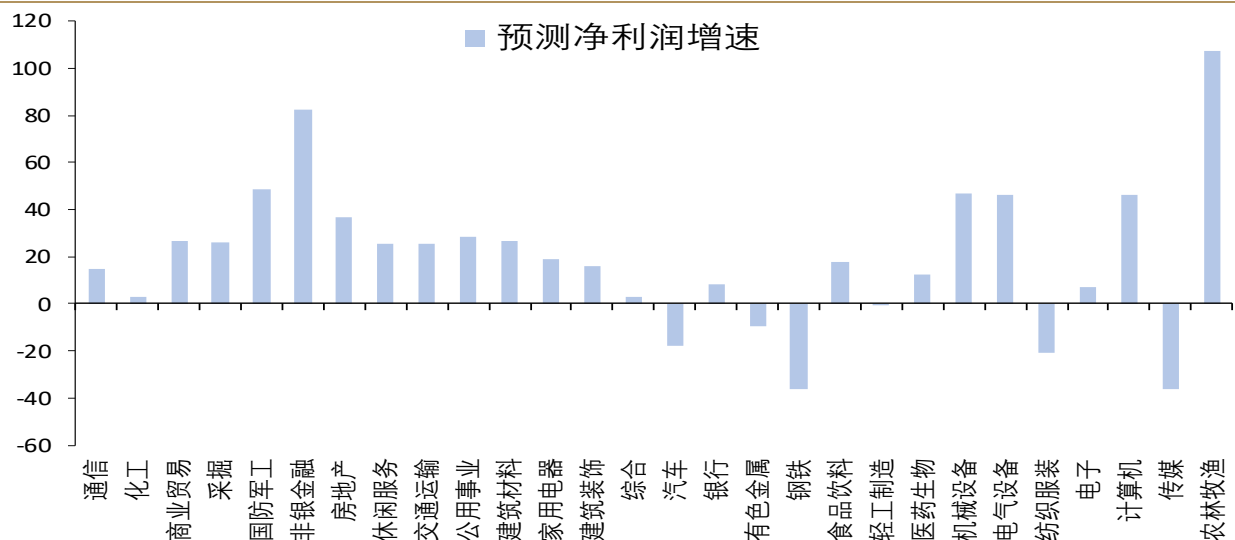
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 14: IH 其他板块盈利预测



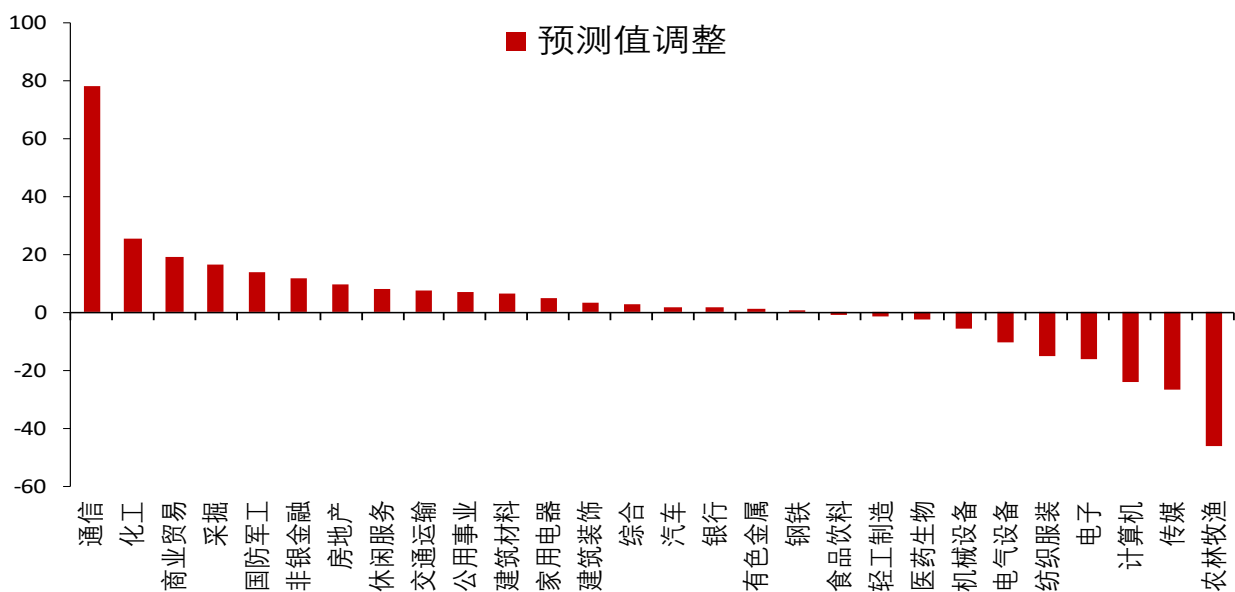
数据来源: wind , 混沌天成研究院

图表 15: 行业预测净利润增速



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 16: 行业预测净利润增速值调整



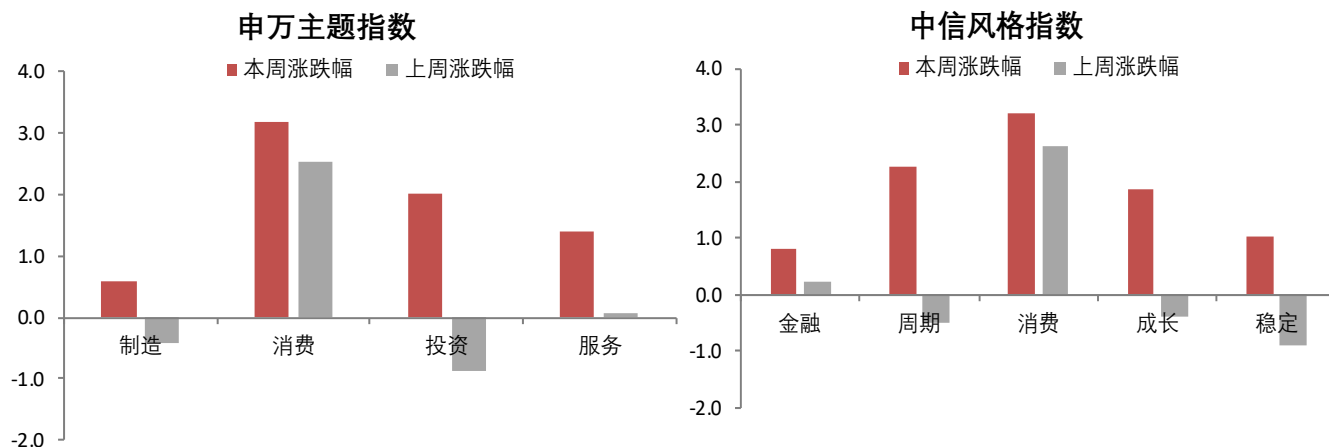
数据来源: wind, 混沌天成研究院

二、风格表现

本周各板块普涨,消费板块连续多周领涨,逻辑在于海外新冠疫情形势严峻,影响进出口贸易,目前进口依赖度相对较高的多品类农产品价格上涨。

国外疫情发酵、湖北解封,市场在走做多国内需求、做空国外需求的逻辑。部委和地方性鼓励消费的政策,南京、杭州两地也发放居民消费券,鼓励消费回暖。后续跟踪政策及复工复产情况,随着复工复产恢复至正常水平,政策效果将落地。

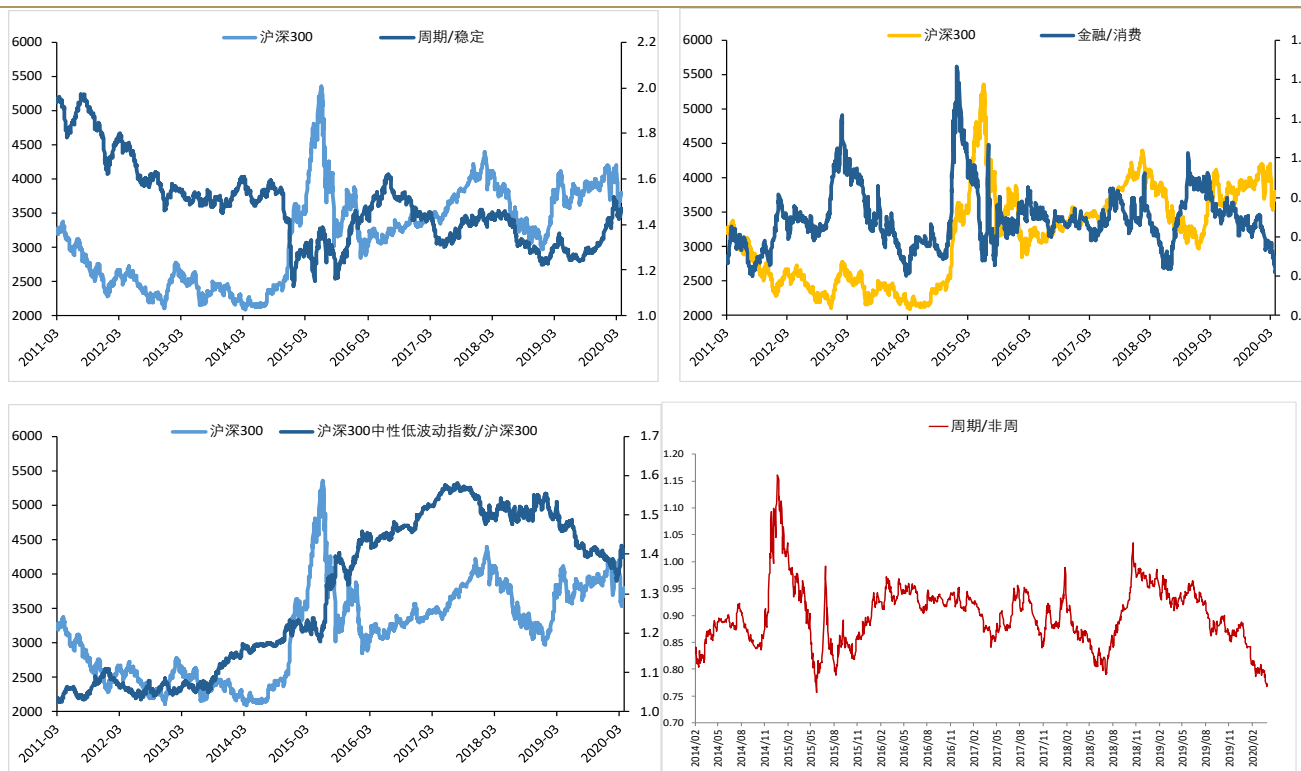
图表 17：板块风格表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

从指数风格来看，近期周期/稳定比值回落，金融/消费震荡走低，触及历史低位。周期板块与经济变化相关性较高，其走弱表明市场对于经济预期较为悲观。低波指数相对沪深 300 走强，说明投资者更加偏好低波动率的股票，对于市场整体走势偏悲观。

图表 18：指数风格表现



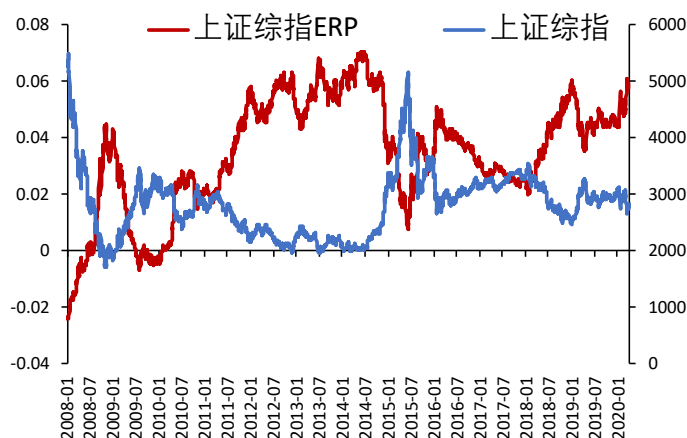
数据来源：wind，混沌天成研究院

三、估值

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。目前上证综指 ERP 位于近 6 年的高位，沪深 300、上证 50 均位于 2016 年以来的高

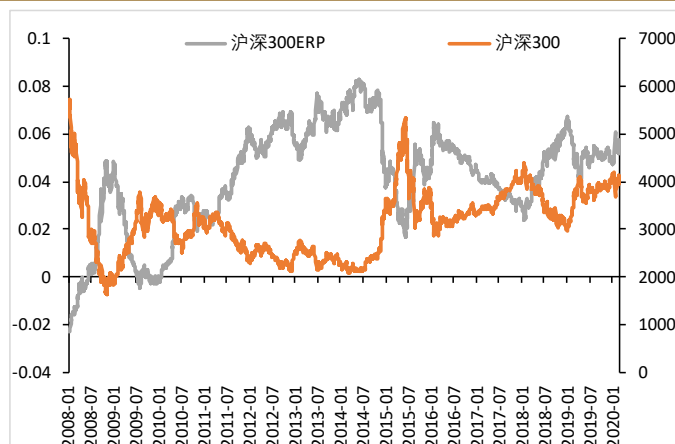
位，中证 500 高于近几年的中位数。

图表 19：上证综指 ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 20：沪深 300ERP 和价格走势



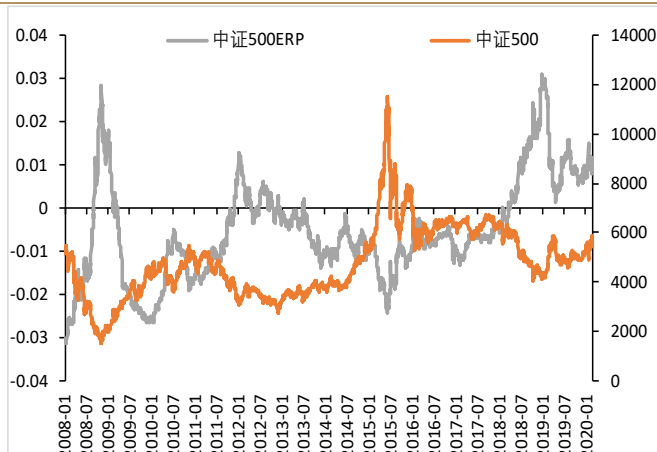
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 21：上证 50ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

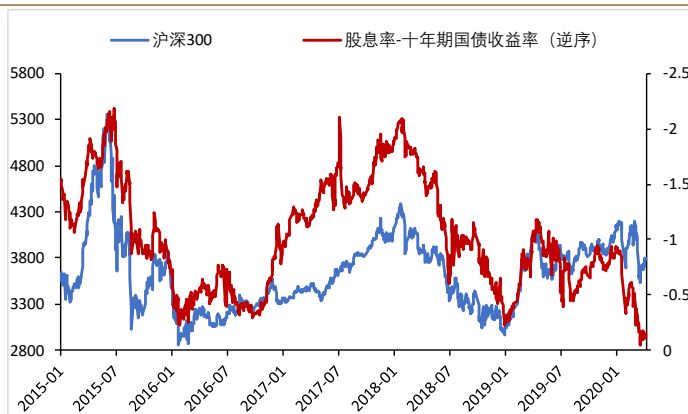
图表 22：中证 500ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

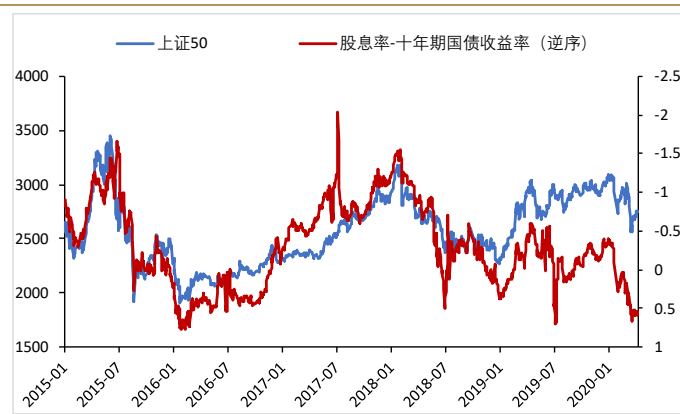
从指数的股息率来看，目前股指股息率-十年期国债收益率处于历史低位，股指的相对吸引力较高。

图表 23：沪深 300 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 24：上证 50 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

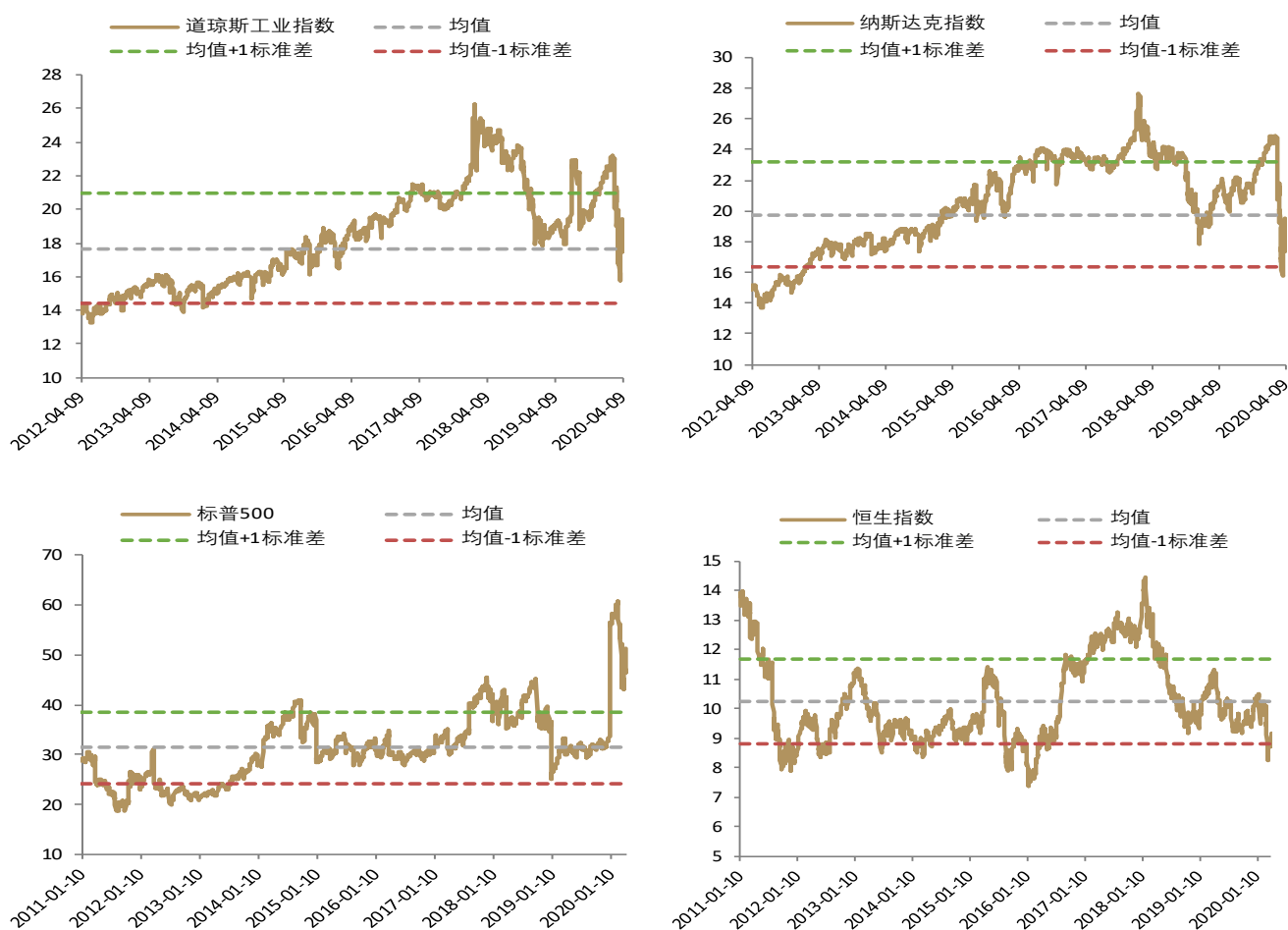
图表 25：中证 500 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

在近期的调整中，道琼斯指数和纳斯达克指数回落到了近 8 年的均值以下水平，标普 500 估值高于均值+1 标准差。恒生指数估值处于历史较低水平，并且在全球范围也是估值最低的股指之一。

图表 26：美股、港股估值水平



数据来源：wind，混沌天成研究院

四、市场情绪

本周市场情绪持续降温，上证综指涨停家数占比持续走低，亏损股/绩优股指数位于历史低位。

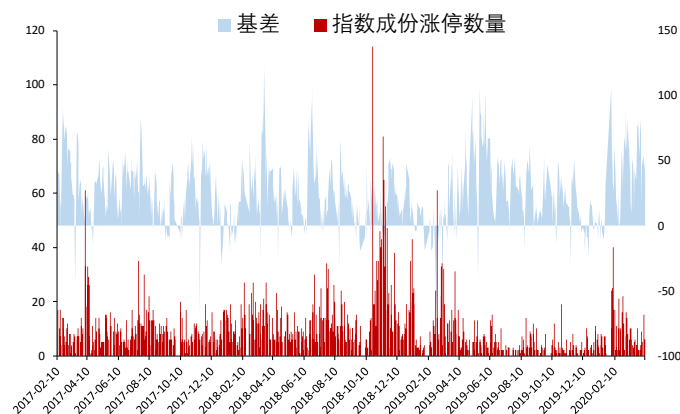
图表 27：涨停家数占比和亏损股/绩优股



数据来源：wind，混沌天成研究院

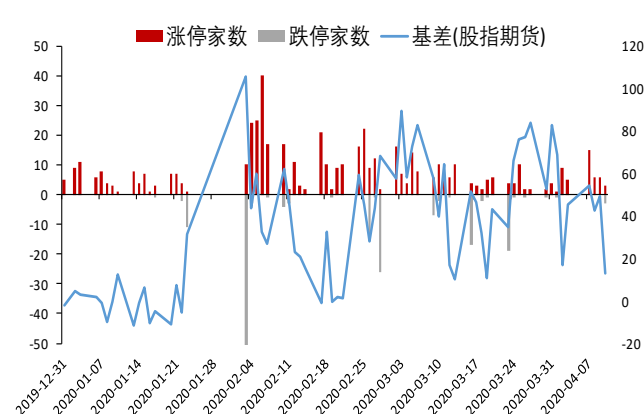
从涨停家数和股指期货基差来看，近期市场情绪不高。

图表 28：中证 500 涨停数量和基差



数据来源：wind，混沌天成研究院

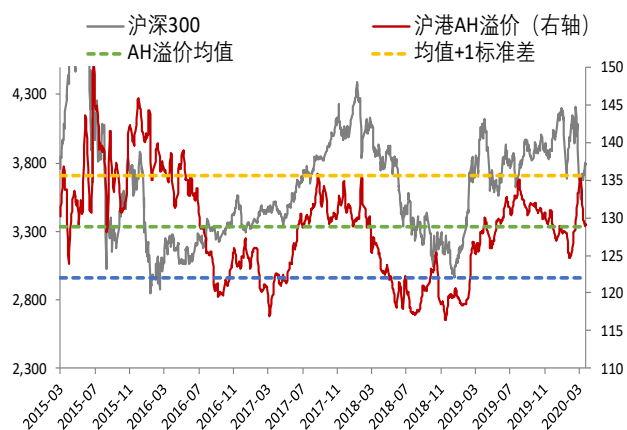
图表 29：中证 500 涨跌停数量和基差



数据来源：wind，混沌天成研究院

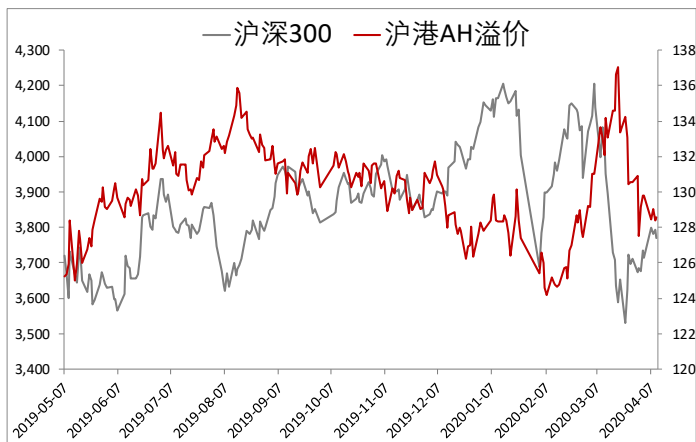
目前沪港 AH 溢价指数处于中位线水平，从三月初的高点逐步回落。沪港 AH 溢价指数处于历史低位时，往往对应着沪深 300 指数的底部。恒生 AH 股溢价指数跟踪的 74 只个股主要是在金融、周期性和防御性行业中的央企和地方国企，成长空间不高，当 AH 溢价在高位时表明市场情绪可能过热。

图表 30: AH 溢价和沪深 300 表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 31: AH 溢价和沪深 300 表现

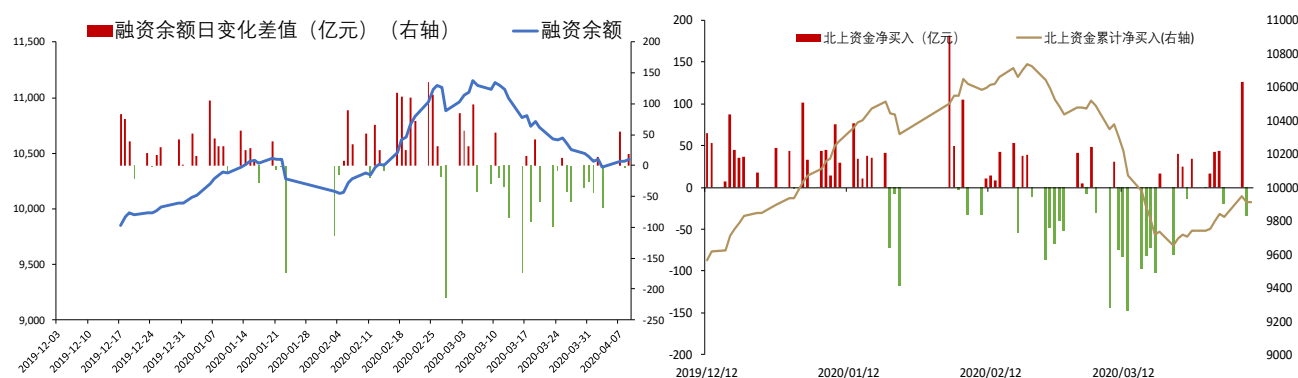


数据来源: wind, 混沌天成研究院

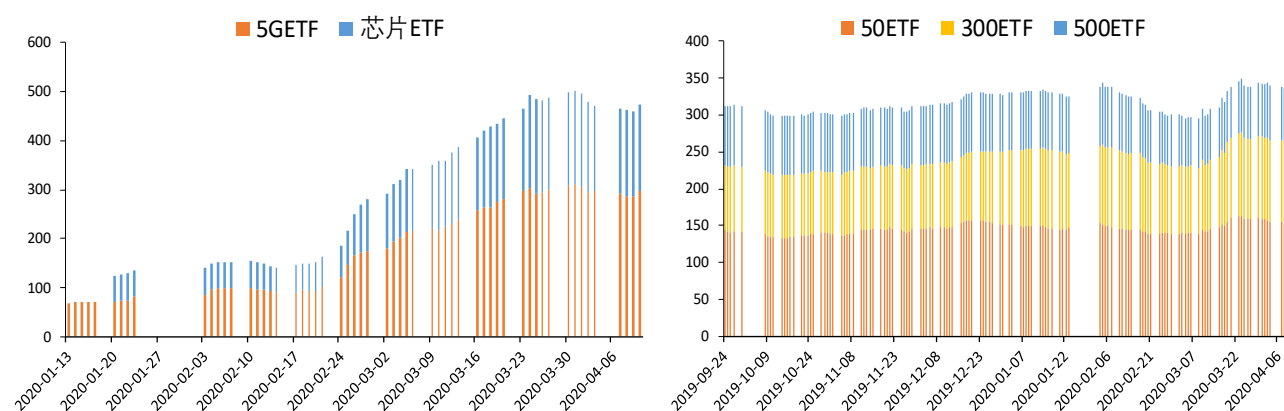
五、资金

本周资金情况回暖，美元流动性危机缓解的背景下北上资金重回净流入，融资余额本周小幅增加，结束持续减少的趋势。科技类 ETF 份额呈回落态势，指数 ETF 份额高位震荡。

图表 32: 两融和北上资金



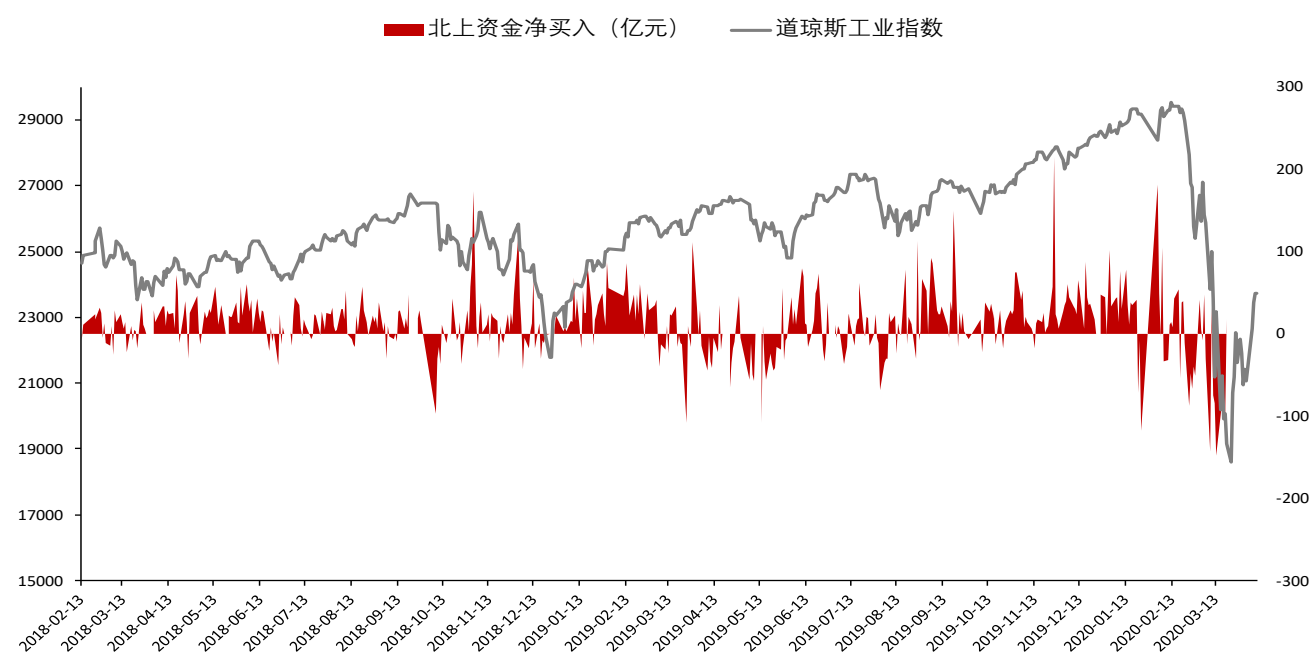
图表 33: ETF 份额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

美股反弹的同时北上资金也重回净流入，后续美股暴跌的话仍会影响北上资金的流动。历史数据也的确表明外资流入流出与美股走势有极强的相关性，2018 年以来，美股暴跌的时候，往往对应外资流出。

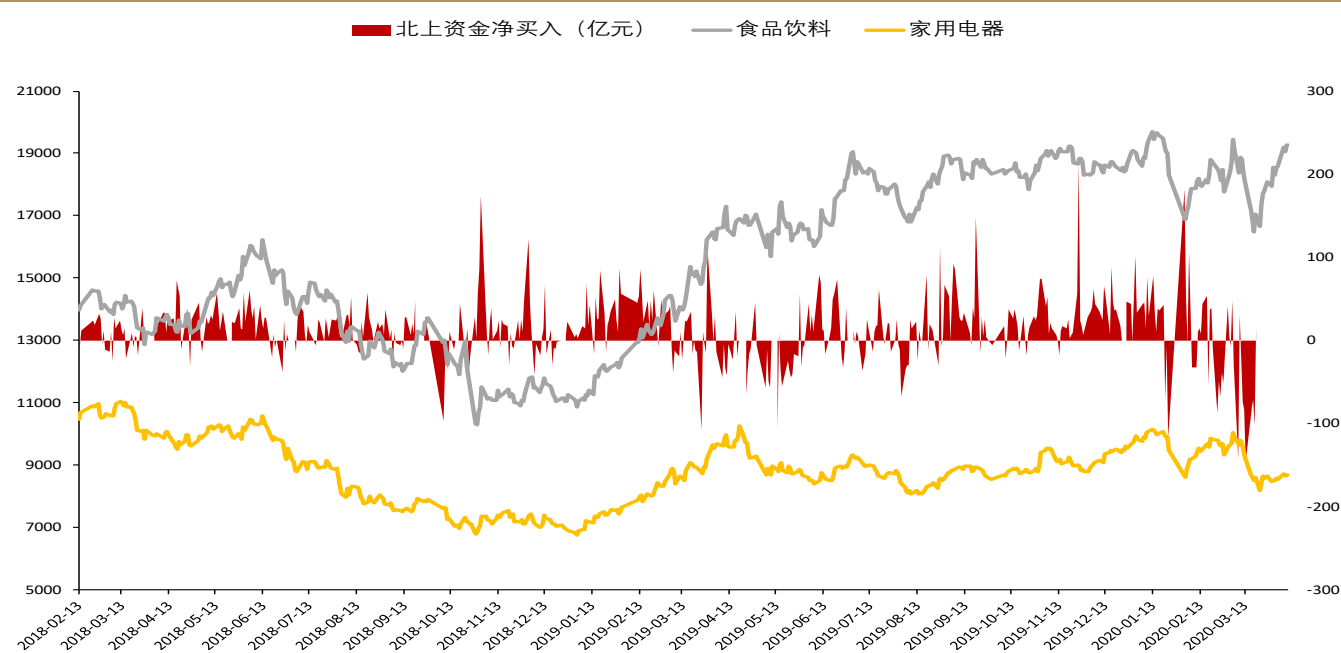
图表 34：北上资金和美股的走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

北上资金重回净流入缓解了消费白马的卖出压力。外资的配置偏好是消费白马，所以外资流出往往对应着消费白马下跌。由于上证 50 跟外资的资金有较大的相关性，因此外资的流出也会给上证 50 带来较大的压力。

图表 35：北上资金和消费指数的走势

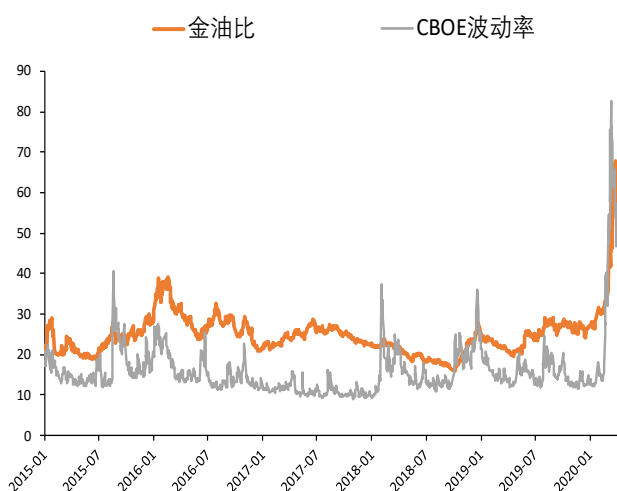


数据来源：wind，混沌天成研究院

六、 后续展望

前段时间美股大跌市场的担忧是流动性的紧张。2020 年 3 月 17 日和 3 月 18 日，美联储重启 CPFF 和成立 MMLF，美联储提供美元的能力是无限的，意味着美国流动性问题可能会得到解决。近期观察到美元指数回落，反映市场风险偏好的金油比和 CBOE 波动率也大幅回落。A 股和美股将会回到各自的基本面和的逻辑上来。

图表 36：金油比和 CBOE 波动率



数据来源：wind，混沌天成研究院

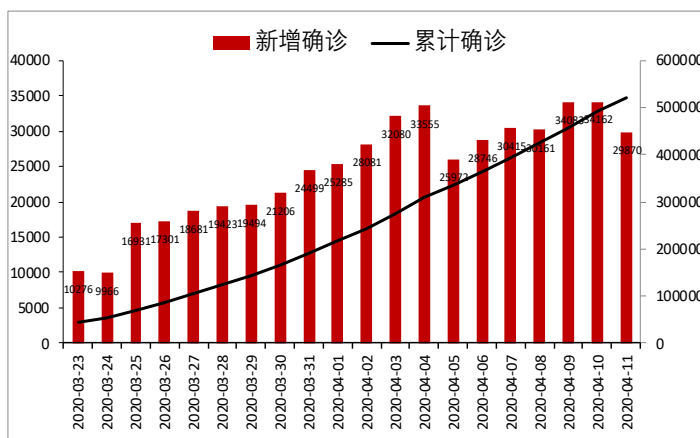
图表 37：美元指数和美股走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

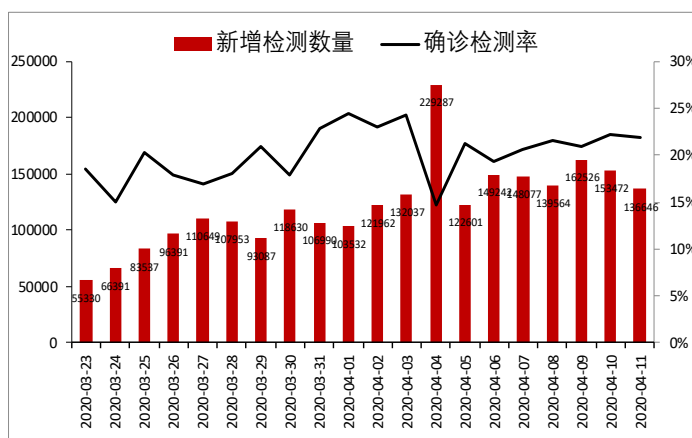
美国目前的重点在于疫情的发展，从最新的数据上看新增人数没有显著的减少，但是住院和急诊的数据已经出现了改善。检测确诊率维持在 20% 以上。

图表 38：美国新增和累计确诊



数据来源：wind，混沌天成研究院

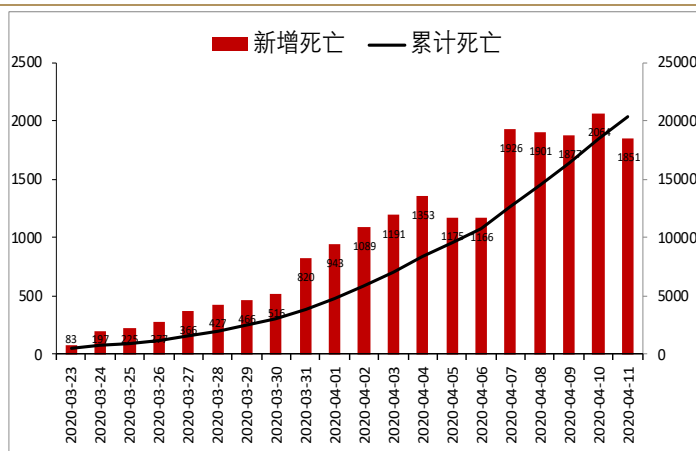
图表 39：美国新增检测数量和检测确诊率



数据来源：wind，混沌天成研究院

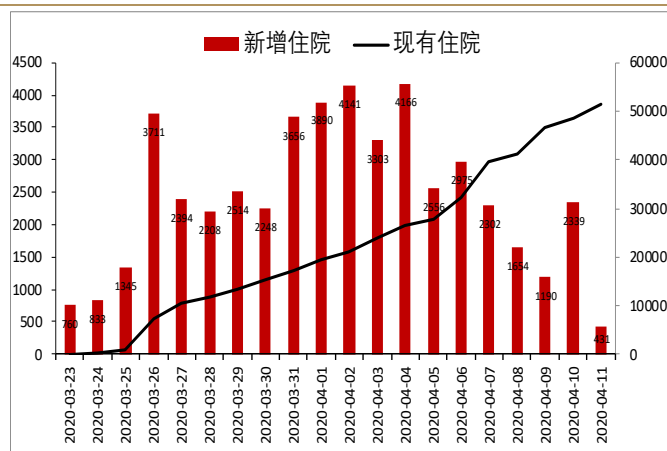
新增死亡人数激增至两千例左右，死亡人数是滞后指标，从新增住院来看，新增住院人数大幅下降。

图表 40: 美国新增和累计死亡人数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

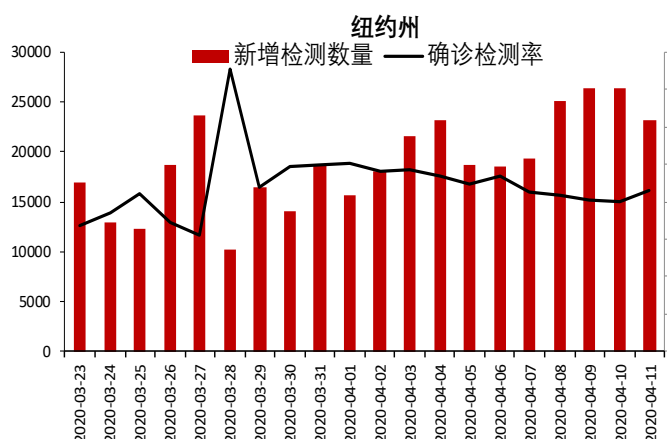
图表 41: 美国新增住院和现有住院人数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

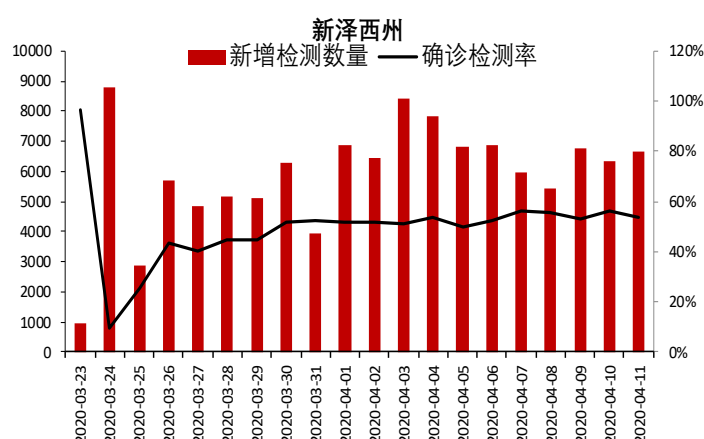
全美新增检测略增, 疫情较为严重的纽约州和新泽西州都加大了检测数量。确诊检测率分别为 40.2% 和 53%, 相当于每检测两个就有一个确诊, 近两日有下降的趋势。

图表 42: 纽约州新增检测数量和检测确诊率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

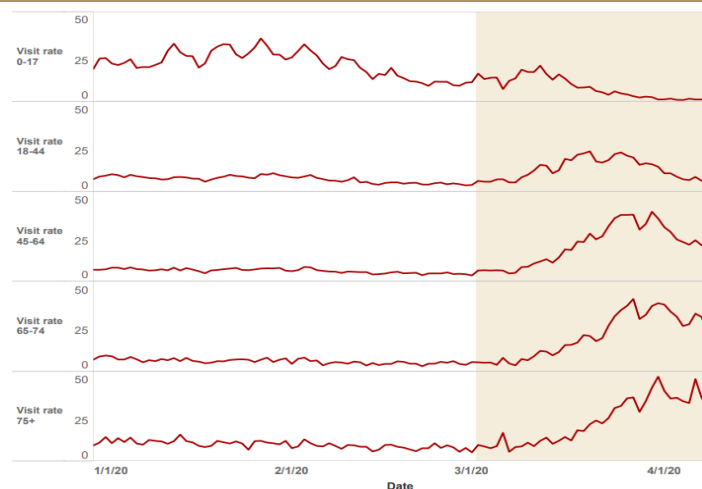
图表 43: 新泽西州新增检测数量和检测确诊率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

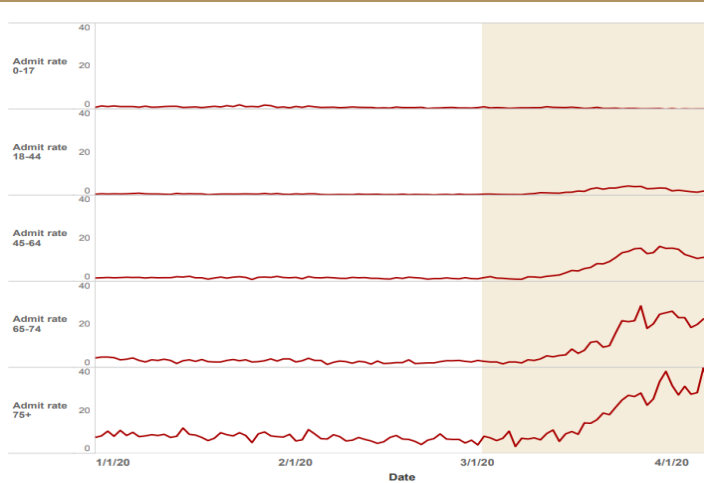
从纽约市公布的肺炎急诊接诊人数数据中, 可以看到 0-17 岁、18-44 岁、45-64 岁的人群就诊人数下降明显, 0-44 岁就诊人数恢复到了正常值。65-74、75+ 的人群就诊人数仍然较高但已经连续两天下降。从住院数据来看, 住院人群年龄主要分布在 45-75+, 45-65 年龄的住院人数逐渐减少, 65-75+ 年龄的住院人数昨日有所减少。

图表 44: 纽约州肺炎急诊每十万人接诊人数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

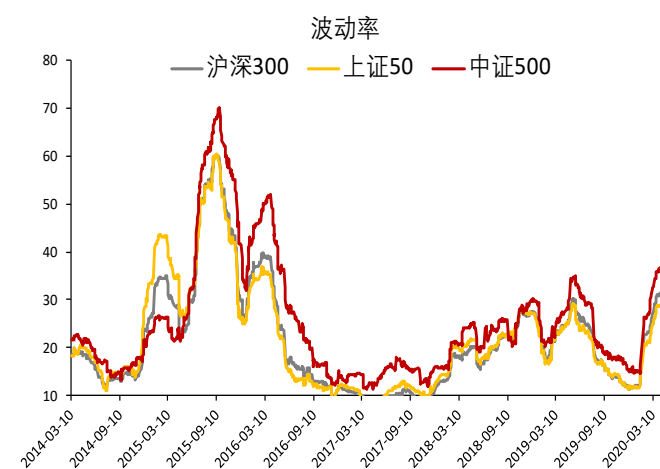
图表 45: 纽约州肺炎急诊每十万人入院人数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

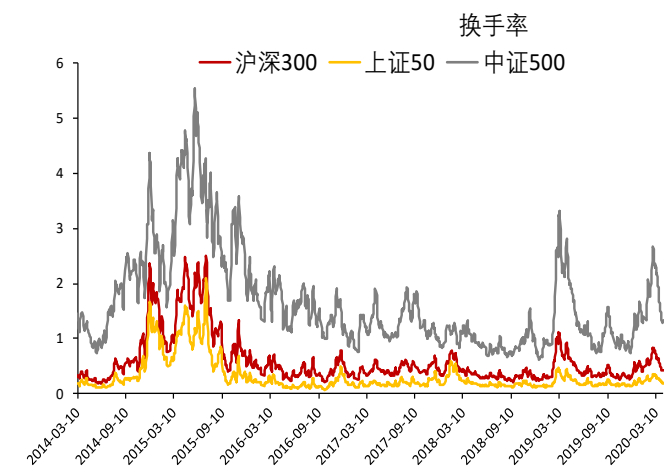
国内方面, 财政货币政策持续加码, 但是疫情对经济带来的冲击市场需要时间消化。利空在于海外疫情风险+企业盈利预期下调, 利多在于国内货币财政政策发力, A股估值低位为支撑。股指的波动率创近一年以来的新高, 预计指数将延续这种高波动来消化市场风险。

图表 46: 股指波动率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 47: 股指换手率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

七、其他数据

图表 48：上证综指季节性

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	-3.52%	4.87%	-7.58%										2020
2019	4.84%	12.33%	3.23%	-2.90%	-0.27%	3.07%	-3.69%	-0.77%	-0.65%	0.53%	-2.91%	6.06%	2019
2018	3.96%	-5.44%	-3.20%	-2.56%	0.46%	-7.41%	3.63%	-3.51%	3.70%	-4.19%	-0.69%	-6.06%	2018
2017	0.74%	3.23%	-0.75%	-3.54%	-0.84%	2.89%	2.41%	2.07%	-0.54%	0.56%	-2.32%	-0.31%	2017
2016	-16.95%	-0.03%	9.91%	-2.37%	-2.54%	0.55%	1.60%	4.47%	-1.91%	1.72%	4.09%	-5.18%	2016
均值	-2.19%	2.99%	0.32%	-2.84%	-0.80%	-0.22%	0.99%	0.56%	0.15%	-0.34%	-0.46%	-1.37%	均值

数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 49：中证 500 季节性

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月-16	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	0.22%	11.00%	-7.73%										2020
2019	1.08%	17.02%	9.48%	-7.82%	0.07%	1.99%	-3.86%	0.33%	-1.35%	-0.49%	-1.36%	7.38%	2019
2018	-2.26%	0.65%	0.40%	-4.26%	-1.72%	-8.22%	0.97%	-5.69%	-0.79%	-8.05%	1.81%	-7.69%	2018
2017	-1.54%	3.93%	-1.02%	-5.02%	-6.31%	7.50%	1.95%	2.93%	1.18%	-1.77%	-4.42%	-1.04%	2017
2016	-21.68%	-0.91%	12.46%	-2.27%	-3.57%	2.51%	1.49%	5.32%	-0.84%	0.07%	1.19%	-5.45%	2016
均值	-4.84%	6.34%	2.72%	-4.84%	-2.88%	0.94%	0.14%	0.72%	-0.45%	-2.56%	-0.69%	-1.70%	均值

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。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：4001 100 166

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层（5）办号

联系电话：027-85610809

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

上海营业部

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

北京营业部

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

昆明营业部

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100819

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区东方路899号1203室

联系电话：021-50800369

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼703室

联系电话：021-61833506

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200