

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

PPI-CPI 剪刀差将扩大，顺周期逻辑得到加强

观点概述：

本周指数普跌，主要是宏观受到需求不及预期，对基本面重新定价，此外创业板炒作对大盘也有拖累。本周公布的通胀数据显示PPI 逐渐回暖。CPI 四季度大概率是往下走，接下来生猪供给增加，新涨价因素应该是负的；去年同期猪价过高所以翘尾因素决定了四季度CPI 同比走低。

从M1 同比领先PPI12个月以及四季度基建房地产赶工的预期来看，PPI 降幅可能进一步收窄，但是修复的幅度不会太大。结合CPI 看，PPI-CPI 剪刀差将扩大，利润从下游往上游分配。

目前板块也在走这个逻辑，上游表现好于中游和下游；之前估值较高的消费和科技表现最弱。

周五公布的社融数据好于预期，社融里政府债贡献较大，信贷相对较弱。但是信贷的结构较优，企业长期和居民长期贷款保持较高增速，短期和票据融资处于较低水平。后续上涨需要基本面的支持，对于经济复苏目前还没有认为经济重回下行通道的理由。但是临近美国大选背景之下风险偏好我们认为逐渐降低，因此对于股指我们观点转为震荡。

北上资金在本周暴跌的时候抄底。美联储货币政策偏鸽，人民币升值并且后续升值预期也在，后续对北上资金影响较大的是美股表现，如果美股也保持坚挺但是北上资金还是流出，就要担心预期的扰动了。

策略建议：

震荡

风险提示：

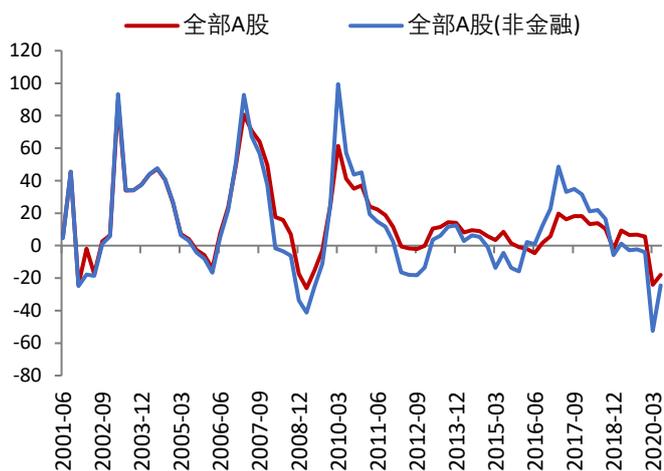
国内政策支持力度不及预期，海外疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、二季度上市公司盈利增速明显改善

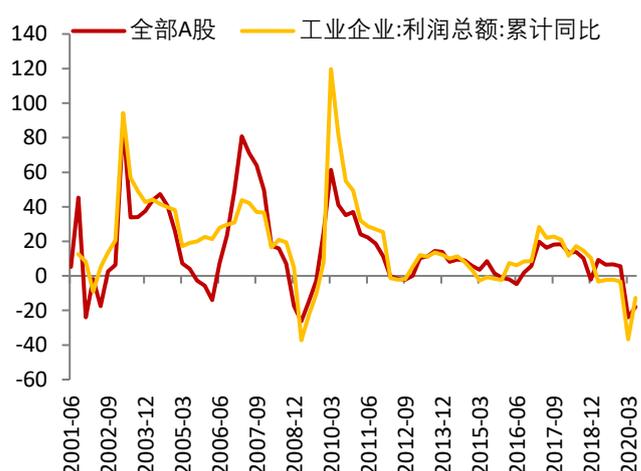
全部 A 股 20Q2 归母净利润累计同比为 8.2%，相较于一季度-24.0%跌幅收窄 5.8%，企业盈利降幅大幅收窄。A 股盈利增速和工业企业利润增速趋势一致，7 月工业企业利润延续修复

图表 1：归母净利润同比



数据来源：wind，混沌天成研究院

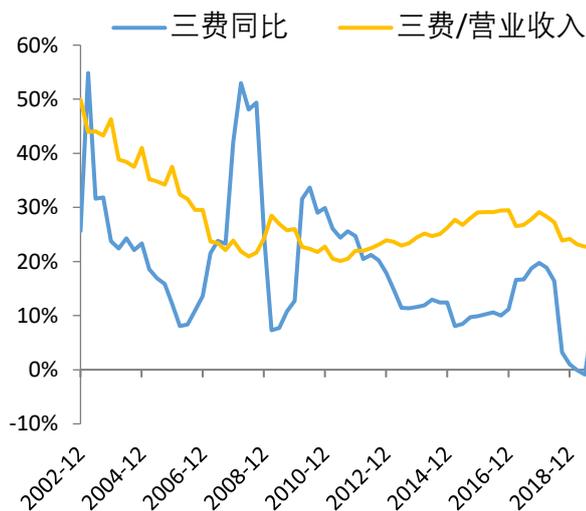
图表 2：A 股盈利增速和工业企业利润同比



数据来源：wind，混沌天成研究院

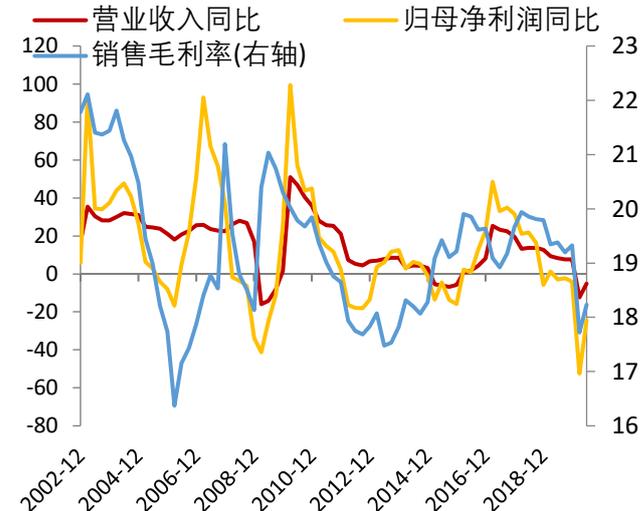
从盈利分项来看，营收同比增速毛利率均较一季度回升，财务、销售、管理费率均有所下降。

图表 3：三费同比和占营业收入比重



数据来源：wind，混沌天成研究院

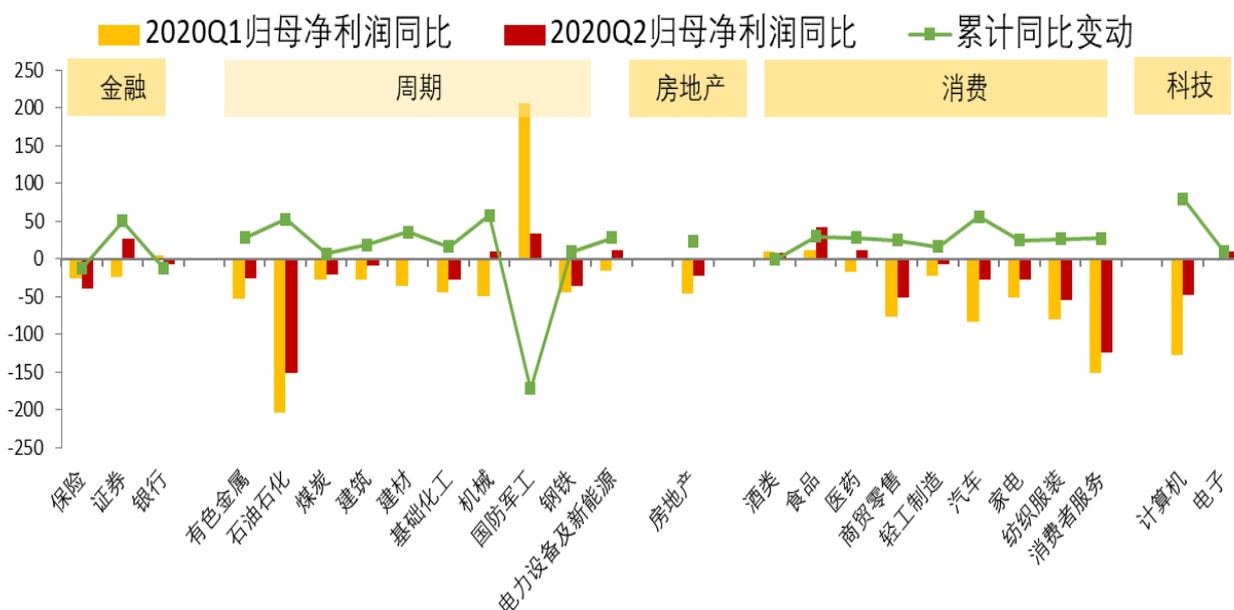
图表 4：IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

行业层面看，大部分行业业绩也明显改善，业绩维持两位数高增长，或者业绩业主要集中在科技和消费。

图表 5：各行业盈利同比增速



数据来源：wind，混沌天成研究院

上证 50 业绩主要是受银行的拖累，保险、交运以及中国重工表现也不佳。【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 25%。

图表 6：上证 50 成分股业绩

证券代码	证券简称	2020Q1净利润增速	2020Q2净利润增速	变动	权重	行业
600036.SH	招商银行	10.12	-1.63	-11.75	5.88%	银行
601166.SH	兴业银行	6.75	-9.17	-15.92	3.05%	银行
601398.SH	工商银行	3.04	-11.40	-14.43	2.63%	银行
601328.SH	交通银行	1.80	-14.61	-16.41	1.97%	银行
600000.SH	浦发银行	5.48	-9.81	-15.29	1.84%	银行
600016.SH	民生银行	5.43	-10.02	-15.46	1.79%	银行
601288.SH	农业银行	4.79	-10.38	-15.18	1.40%	银行
601601.SH	中国太保	53.09	-12.01	-65.11	1.27%	非银金融
600009.SH	上海机场	-94.21	-114.29	-20.08	1.11%	交通运输
601988.SH	中国银行	3.17	-11.51	-14.69	1.05%	银行
601818.SH	光大银行	11.28	-10.18	-21.46	0.93%	银行
601336.SH	新华保险	37.66	-22.07	-59.73	0.76%	非银金融
601989.SH	中国重工	-80.77	-95.76	-14.98	0.67%	国防军工
601816.SH	京沪高铁	-86.33	-90.06	-3.73	0.28%	交通运输
601319.SH	中国人保	19.94	-18.79	-38.73	0.23%	非银金融
601658.SH	邮储银行	8.50	-9.96	-18.46	0.19%	银行
合计				全部权重	25.04%	

数据来源：wind，混沌天成研究院

沪深 300 业绩主要受银行、保险和周期（交运、电气设备、房地产）股票的拖累，【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 16%。

图表 7：沪深 300 成分股业绩

证券代码	证券简称	2020Q1净利润增速	2020Q2净利润增速	变动	权重	行业
600036.SH	招商银行	10.12	-1.63	-11.75	2.24%	银行
601166.SH	兴业银行	6.75	-9.17	-15.92	1.18%	银行
601398.SH	工商银行	3.04	-11.40	-14.43	1.01%	银行
000001.SZ	平安银行	14.80	-11.20	-26.00	0.85%	银行
601328.SH	交通银行	1.80	-14.61	-16.41	0.75%	银行
600000.SH	浦发银行	5.48	-9.81	-15.29	0.70%	银行
600016.SH	民生银行	5.43	-10.02	-15.46	0.69%	银行
601288.SH	农业银行	4.79	-10.38	-15.18	0.54%	银行
002304.SZ	洋河股份	-0.46	-3.24	-2.78	0.49%	食品饮料
601601.SH	中国太保	53.09	-12.01	-65.11	0.49%	非银金融
600009.SH	上海机场	-94.21	-114.29	-20.08	0.42%	交通运输
601169.SH	北京银行	5.26	-10.53	-15.79	0.42%	银行
601988.SH	中国银行	3.17	-11.51	-14.69	0.40%	银行
600438.SH	通威股份	-29.79	-30.35	-0.56	0.38%	电气设备
601818.SH	光大银行	11.28	-10.18	-21.46	0.35%	银行
001979.SZ	招商蛇口	-79.48	-81.35	-1.87	0.30%	房地产
601336.SH	新华保险	37.66	-22.07	-59.73	0.29%	非银金融
002044.SZ	美年健康	-405.68	-4,746.61	-4,340.93	0.28%	医药生物
				前100权重	11.78%	
				全部权重	16.41%	

数据来源：wind，混沌天成研究院

中证 500 二季度累计同比为负且跌幅扩大的股票，大多是周期股，个别是传媒、电子、医药、通信，【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 12.25%。

图表 17：中证 500 成分股利润

证券代码	证券简称	2020Q1净利润增速	2020Q2净利润增速	变动	权重	行业
300017.SZ	网宿科技	-21.00	-78.04	-57.05	0.07%	公用事业
600160.SH	巨化股份	-96.78	-97.77	-0.98	0.12%	建筑装饰
600348.SH	阳泉煤业	-28.64	-32.18	-3.55	0.27%	有色金属
002387.SZ	维信诺	33.60	-47.30	-80.90	0.07%	建筑装饰
002439.SZ	启明星辰	-95.87	-255.46	-159.60	0.09%	电气设备
002465.SZ	海格通信	1.36	-4.16	-5.52	0.11%	机械设备
002563.SZ	森马服饰	-94.96	-97.01	-2.05	0.12%	非银金融
601099.SH	太平洋	-72.28	-85.21	-12.93	0.08%	电子
002074.SZ	国轩高科	-83.31	-89.72	-6.41	0.10%	机械设备
601233.SH	桐昆股份	-17.81	-27.23	-9.42	0.10%	通信
002340.SZ	格林美	-37.17	-48.26	-11.09	0.10%	传媒
300024.SZ	机器人	-35.77	-38.43	-2.66	0.12%	建筑装饰
600699.SH	均胜电子	-78.59	-204.88	-126.29	0.06%	传媒
000998.SZ	隆平高科	-82.17	-207.43	-125.26	0.16%	房地产
002075.SZ	沙钢股份	-1.99	-11.45	-9.46	0.10%	通信
002212.SZ	南洋股份	-77.61	-161.99	-84.38	0.07%	交通运输
600486.SH	扬农化工	0.38	-2.78	-3.17	0.38%	医药生物
300251.SZ	光线传媒	-67.82	-80.46	-12.64	0.08%	公用事业
				前100权重	2.19%	
				全部权重	12.25%	

数据来源：wind，混沌天成研究院

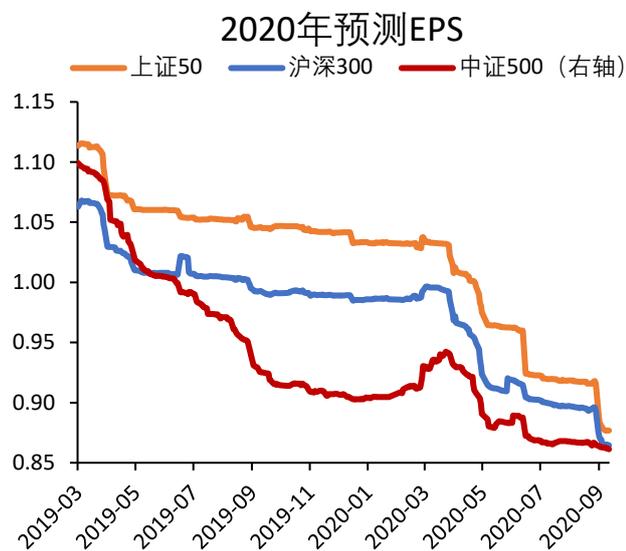
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

半年报业绩披露完成以后，沪深300和上证50都下调了2020年的预测EPS，中证500保持坚挺。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，预测每股受益IC-IH走扩，对IC/IH比值有支撑。

图表 15: 2020年预测EPS

图表 16: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势

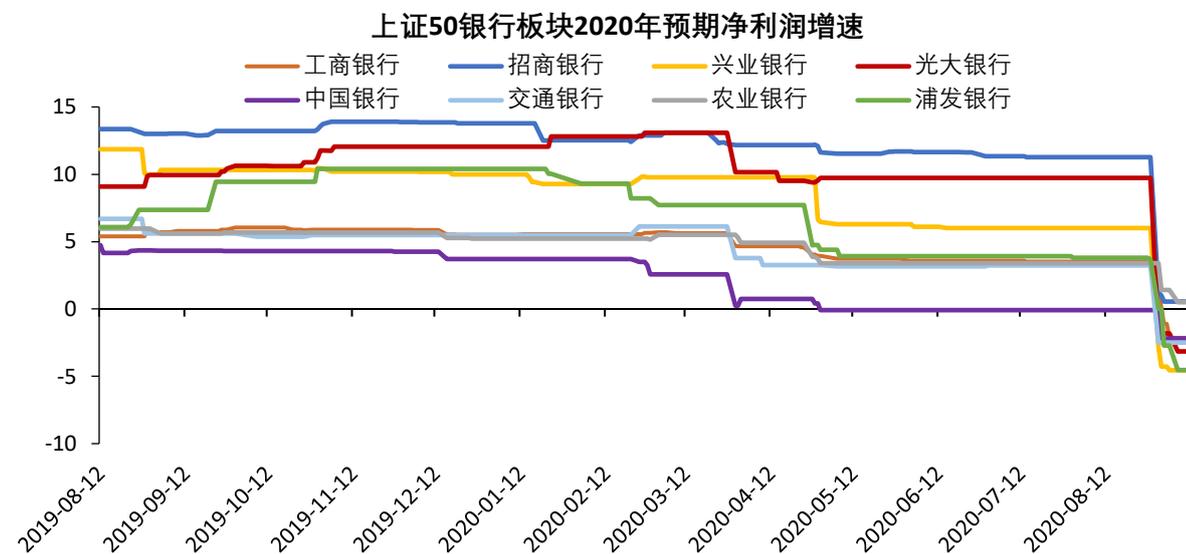


数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

上证50里60%的利润是由银行贡献的，从上证50银行股的盈利预测来看，2020年净利润增速几乎全部被大幅下调。

图表 17: 上证50 银行股 2020 年预期净利润增速



数据来源: wind, 混沌天成研究院

影响银行利润主要有量、净息差、不良贷款率三个方面；

一季度银行利润正增长主要是以量补价，二季度银行房贷增速相较于略高，净息差收窄压低了利润率。此外，二季度银行债券收益也是净利润的拖累。综合几种因素，银行二季度净利润增速大幅下降。

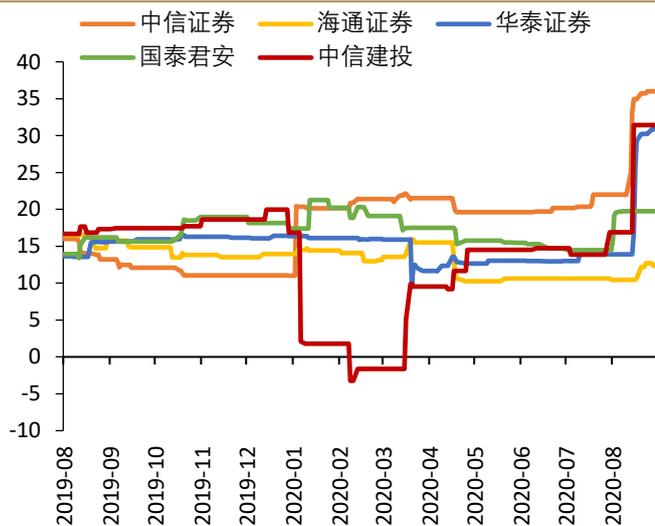
图表 18：上证 50 银行股 2020Q2 盈利情况

	净利润			生息资产			不良贷款拨备覆盖率			净息差		
	2020Q2同比	2020Q1同比	较Q1	2020Q2同比	2020Q1同比	较Q1	2020Q2同比	2020Q1	较Q1	2020Q2	2020Q1	较Q1
浦发银行	9.81%	5.48%	4.33%	12.85%	12.64%	-0.21%	145.96%	146.51%	-0.55%	1.86%	1.88%	-0.02%
民生银行	-10.02%	5.43%	-15.45%	16.46%	17.73%	1.27%	152.25%	155.89%	-3.64%	2.11%	2.24%	-0.13%
招商银行	-1.62%	10.12%	-11.74%	11.28%	14.71%	3.43%	440.81%	451.27%	-10.46%	2.50%	2.56%	-0.06%
兴业银行	-9.17%	6.75%	-15.92%	7.90%	16.93%	9.03%	214.97%	198.96%	16.01%	1.93%	1.53%	0.40%
农业银行	-10.38%	4.79%	-15.17%	12.63%	11.64%	-0.99%	284.97%	289.91%	-4.94%	2.14%	2.84%	-0.70%
交通银行	-14.61%	1.80%	-16.41%	7.97%	9.86%	1.89%	148.73%	154.19%	-5.46%	1.65%	1.55%	0.10%
工商银行	-11.40%	3.04%	-14.44%	8.95%	9.94%	0.99%	194.69%	199.37%	-4.68%	2.13%	2.20%	-0.07%
光大银行	-10.18%	11.28%	-21.46%	17.10%	15.35%	-1.74%	186.77%	182.22%	4.55%	2.30%	3.10%	-0.80%
建设银行	-10.72%	5.12%	-15.86%	12.88%	12.37%	-0.52%	223.47%	230.27%	-6.80%	2.14%	2.19%	-0.05%
中国银行	-11.51%	3.17%	-14.68%	10.85%	12.59%	1.75%	186.46%	184.72%	1.74%	1.82%	1.80%	0.02%

数据来源：wind，混沌天成研究院

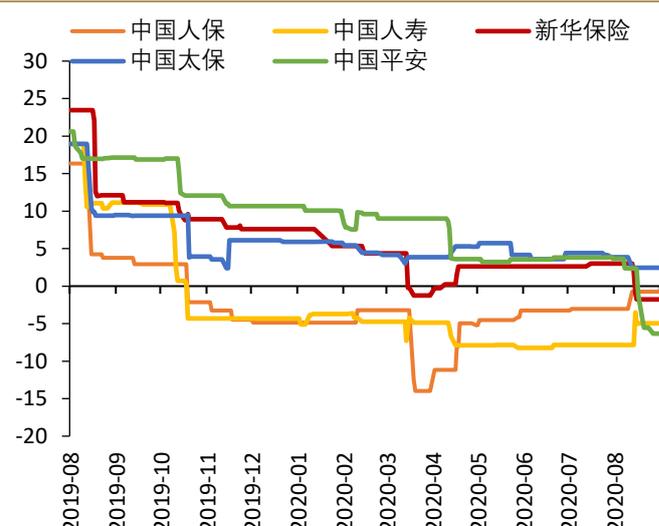
资本市场改革继续推进，券商盈利增速大幅上调，保险股盈利上调和下调各半。

图表 19：上证 50 券商股盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

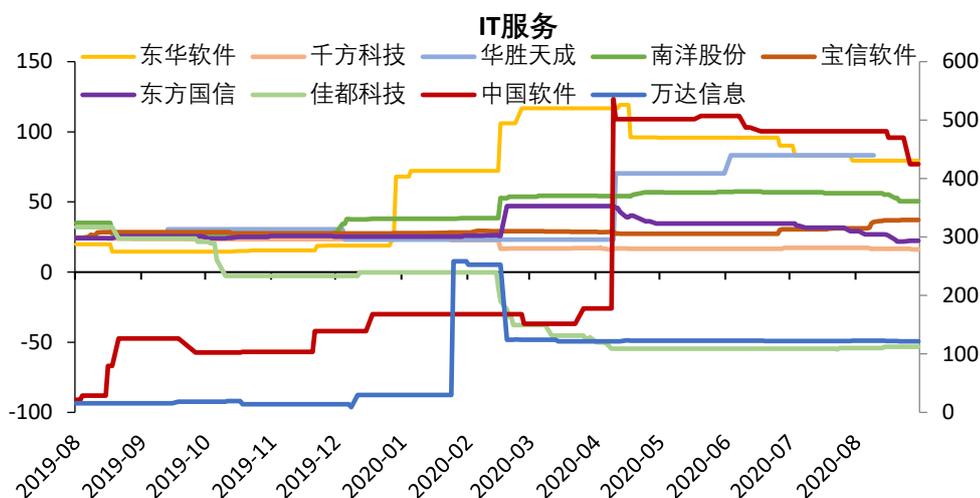
图表 20：上证 50 保险股盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

IT 服务是中证 500 权重最多的细分行业。收益于疫情催化的需求增加，IT 服务的盈利预测多数上调。

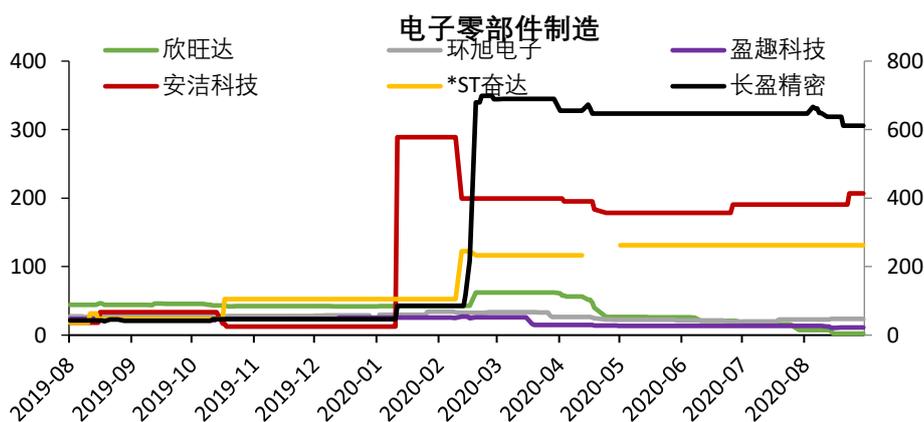
图表 21：中证 500IT 服务行业盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

受到需求端的影响，电子零部件制造行业盈利被下调。

图表 22：中证 500 电子零部件制造行业盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

台科技股营收对 A 股有指引作用，而且财报更高频。台积电一季度业绩表现亮眼，7 月份也有不错的表现。台积电二季度销售额获得了 29% 的强劲增长，包含云计算、通信应用等对半导体的需求都超出了此前预期。此外，由于苹果潜在的 5nm A14 芯片组订单等利好因素，预计台积电的业绩增长可能会延续到第三季度。

图表 23：台积电月报

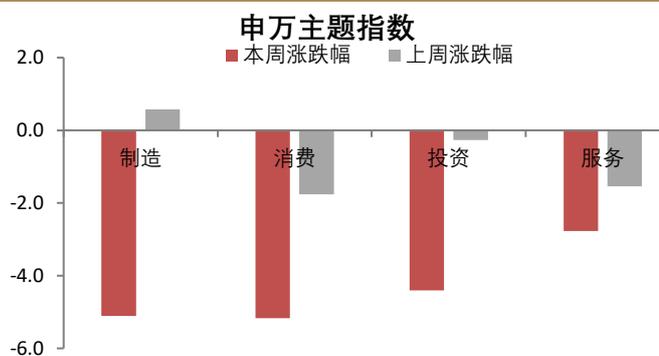
台积电	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	趋势图
当月营收 (亿新台币)	1022	1060	1079	1033	1037	934	1135	960	938	1209	1060	
累计应收 (亿新台币)	7527	8588	9667	10700	1037	1971	3106	4066	5004	6213	7273	
营收当月同比 (%)	8	4	10	15	33	53	42	29	17	41	25	
营收累计同比 (%)	1	2	3	4	33	42	42	39	34	35	34	
营收环比 (%)	-4	4	2	-4	0	-10	22	-15	-2	29	-12	

数据来源：wind，混沌天成研究院

二、风格表现

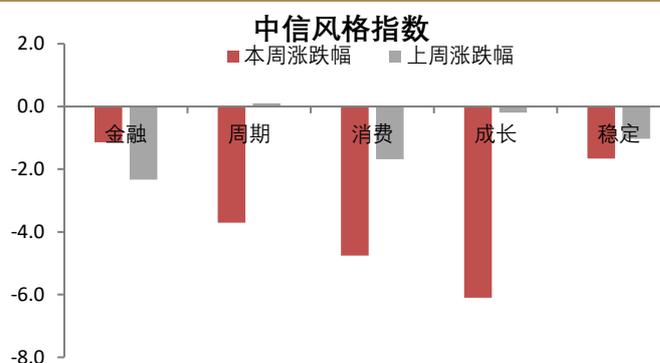
本周指数普跌。主要是宏观受到需求不及预期，对基本面重新定价。此外创业板炒作对大盘也有拖累。

图表 24：申万主题指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 25：中信风格指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

本周公布的通胀数据显示 PPI 逐渐回暖。CPI 四季度大概率是往下走，接下来生猪供给增加，新涨价因素应该是负的；去年同期猪价过高所以翘尾因素决定了四季度 CPI 同比走低。

从 M1 同比领先 PPI12 个月以及四季度基建房地产赶工的预期来看，PPI 降幅可能进一步收窄，但是修复的幅度不会太大，9 月从油价和工业品价格来看较弱。PPI-CPI 剪刀差将扩大，利润从下游往上游分配。

目前板块也在走这个逻辑，上游表现好于中游和下游；之前估值较高的消费和科技表现最弱。

图表 22：中证 500 电子零部件制造行业盈利预测

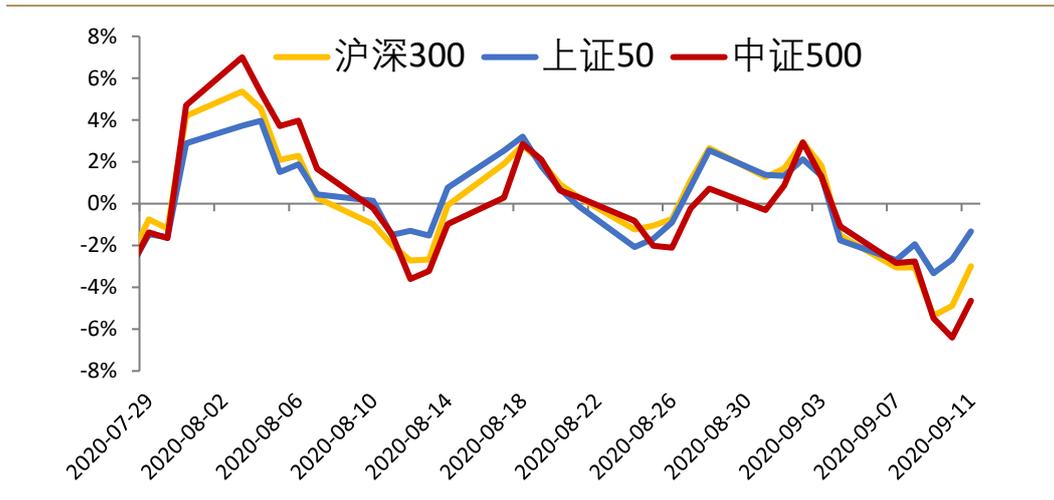
	上游(中信)	中游(中信)	下游(中信)	金融地产(组合·中信)	消费(组合·中信)	科技(组合·中信)	基础设施及建设(中信)	TMT(中信)	资源能源(组合·中信)
2020-09-11	-2.99%	-4.66%	-5.04%	-1.07%	-5.44%	-7.50%	-2.47%	-6.69%	-2.14%
2020-09-10	-3.44%	-6.74%	-7.91%	-1.50%	-8.62%	-8.51%	-3.13%	-8.52%	-2.03%
2020-09-09	-3.44%	-5.03%	-8.19%	-1.60%	-8.78%	-5.81%	-1.72%	-6.63%	-1.94%
2020-09-08	-2.82%	-2.54%	-4.74%	-0.80%	-5.18%	-2.70%	-0.10%	-2.08%	-2.36%
2020-09-07	-2.63%	-1.79%	-4.13%	-2.37%	-4.80%	-2.07%	-1.37%	-1.89%	-2.22%
2020-09-04	-0.81%	0.27%	-1.55%	-2.29%	-1.98%	0.02%	-0.91%	0.13%	-0.09%
2020-09-03	0.88%	2.03%	2.58%	0.28%	2.15%	1.12%	0.50%	0.98%	1.43%
2020-09-02	2.67%	4.49%	4.12%	0.84%	3.70%	3.80%	1.16%	3.32%	2.26%
2020-09-01	1.99%	2.09%	2.79%	-0.35%	2.74%	0.85%	0.79%	-0.35%	2.89%
2020-08-31	-0.43%	0.05%	2.82%	-0.66%	3.48%	-0.66%	0.04%	-0.90%	0.28%
2020-08-28	-0.71%	1.44%	3.86%	-0.33%	4.49%	0.26%	0.53%	1.09%	0.11%
2020-08-27	-2.05%	0.65%	2.33%	-1.68%	3.00%	-0.55%	-0.09%	0.91%	-1.46%
2020-08-26	-4.62%	-2.59%	-0.04%	-2.91%	0.76%	-3.12%	-1.24%	-0.65%	-3.83%
2020-08-25	-3.19%	-2.10%	-0.67%	-2.94%	-0.13%	-3.39%	-0.68%	-0.92%	-3.04%

数据来源：wind，混沌天成研究院

三、后续展望

7月初随着官方、财新PMI均超预期来印证经济环比复苏，以及央行下调再贷款和再贴现利率，指数快速上涨。中旬中美摩擦升级影响市场情绪，从7月底到上周，市场处于震荡整理阶段，本周受到美股暴跌的影响，三大期指均收跌。

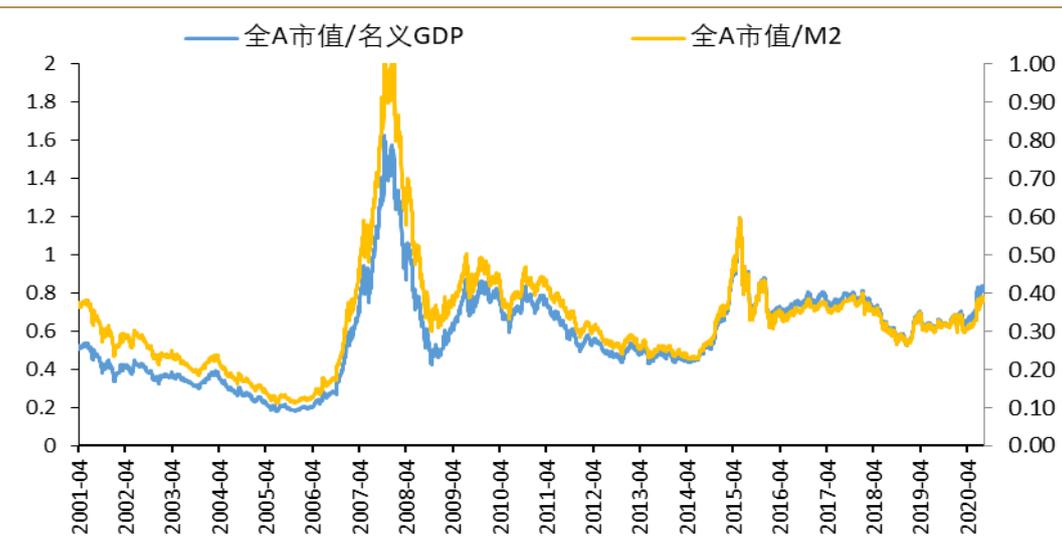
图表 30：三大指数 5 天滚动收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

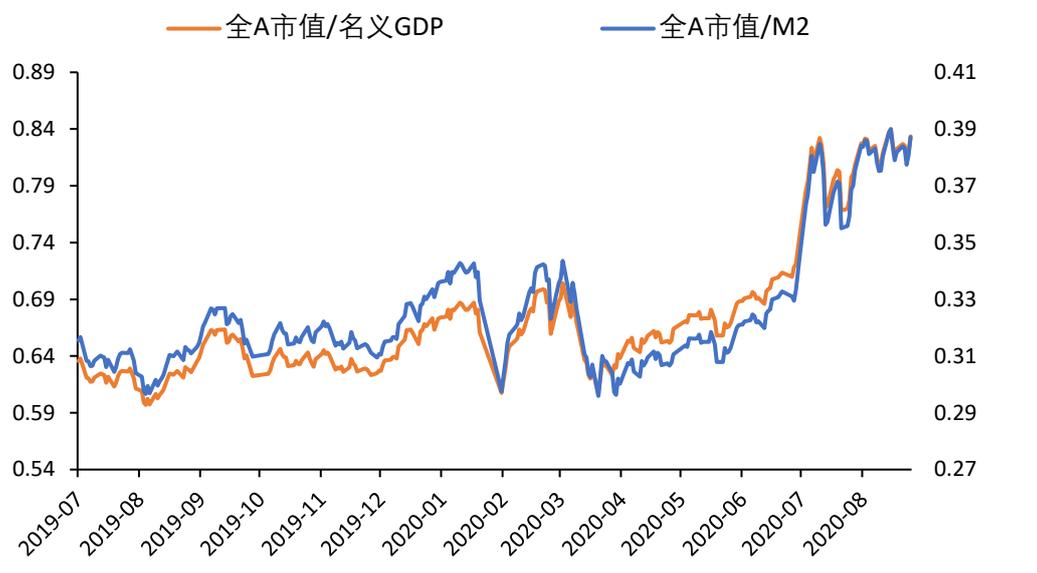
美股估值隐含对经济基本面的预期处于历史最高位置，但是从美国经济数据来看，呈现缓慢复苏的特征，经济基本面恢复速度小于估值提升的速度，所以这两周经历了杀估值。从全A市值/名义GDP来描述股市对经济基本面的预期的话，现在处于历史中等水平，远不及2015年水平。从全A市值/M2来描述股市市值和放水的相对程度来看，放水对股市市值有提振作用，但是是同比比例增加，股市并没有吸收更多的流动性。从这两个指标来看，中国经济基本面的恢复匹配的上股市给的估值，流动性也没有给股市带来泡沫，美股跌给A股带来是情绪的影响，A股向下有基本面的支撑。

图表 31：股市流动性和估值



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 32: 股市流动性和估值

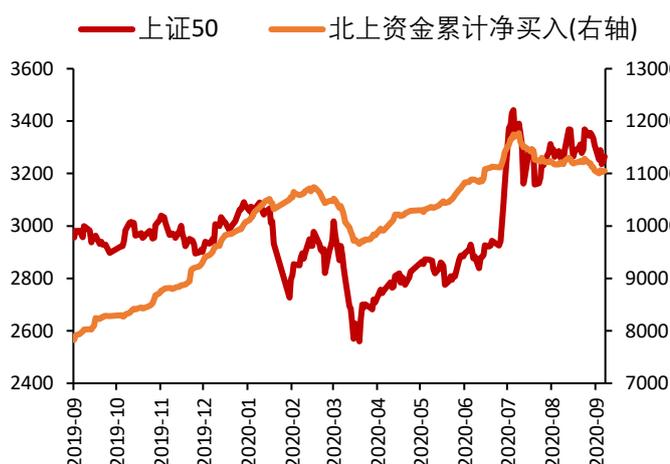


数据来源: wind, 混沌天成研究院

周五公布的社融数据好于预期，社融里政府债贡献较大，信贷相对较弱。但是信贷的结构较优，企业长期和居民长期贷款保持较高增速，短期和票据融资处于较低水平。后续上涨需要基本面的支持，对于经济复苏目前还没有认为经济重回下行通道的理由。但是临近美国大选背景之下风险偏好我们认为逐渐降低，因此对于股指我们观点转为震荡。

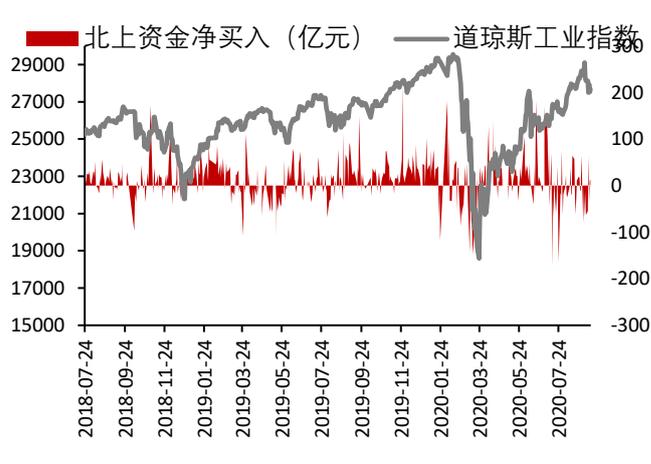
北上资金在本周暴跌的时候抄底。美联储货币政策偏鸽，人民币升值并且后续升值预期也在，后续对北上资金影响较大的是美股表现，如果美股也保持坚挺但是北上资金还是流出，就要担心预期的扰动了。

图表 32: 北上资金和上证 50 走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

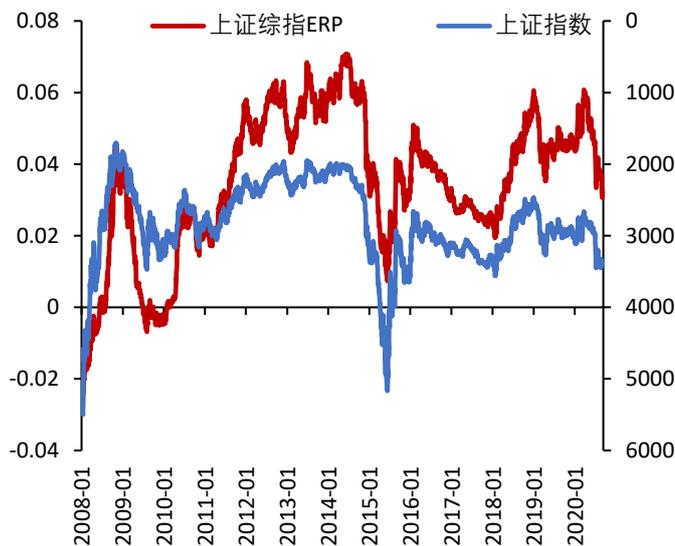
图表 33: 北上资金和美股走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

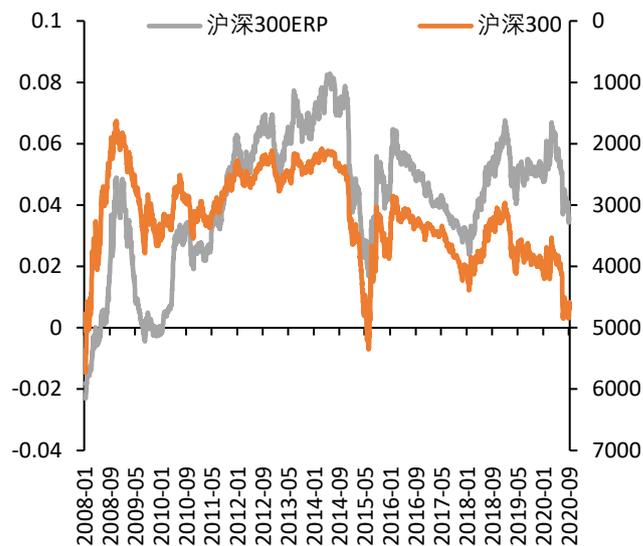
近期卖股抛债的呼声很高，从 ERP 来看，【权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率，从这两个指标来看确实当前位置债券有吸引力，但是还要结合债市基本面去看。

图表 34：上证综指 ERP 和价格走势（右/逆序）



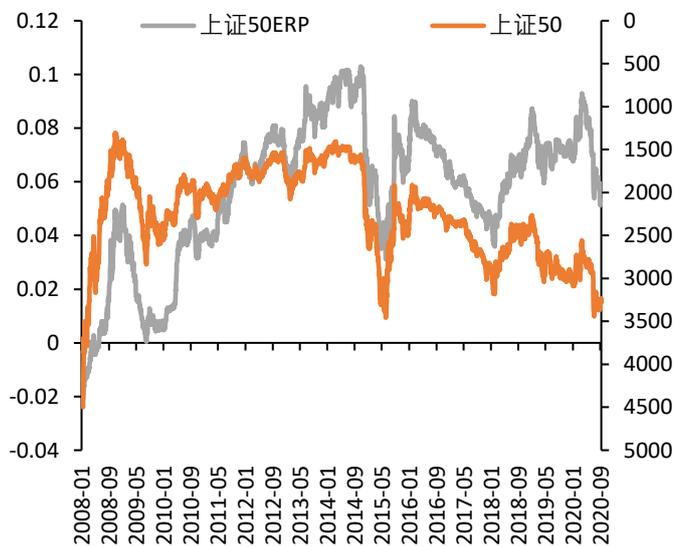
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 35：沪深 300ERP 和价格走势（右/逆序）



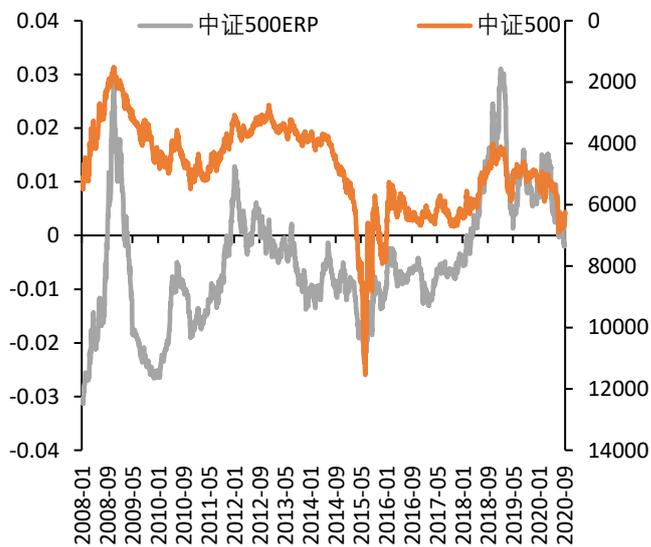
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 36：上证 50ERP 和价格走势（右/逆序）



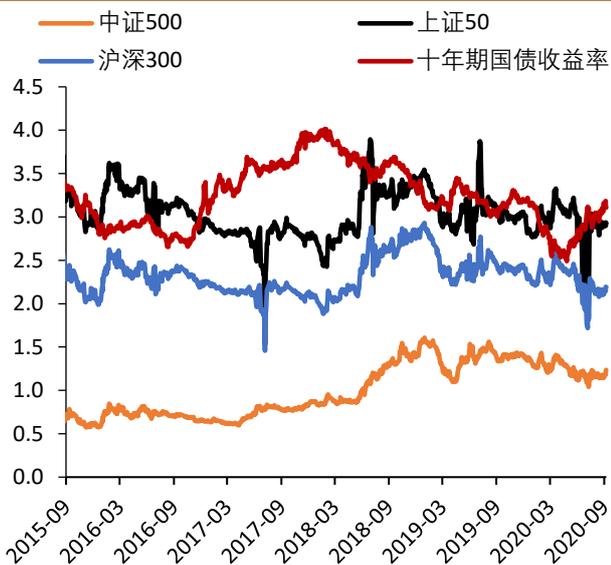
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 37：中证 500 和价格走势（右/逆序）



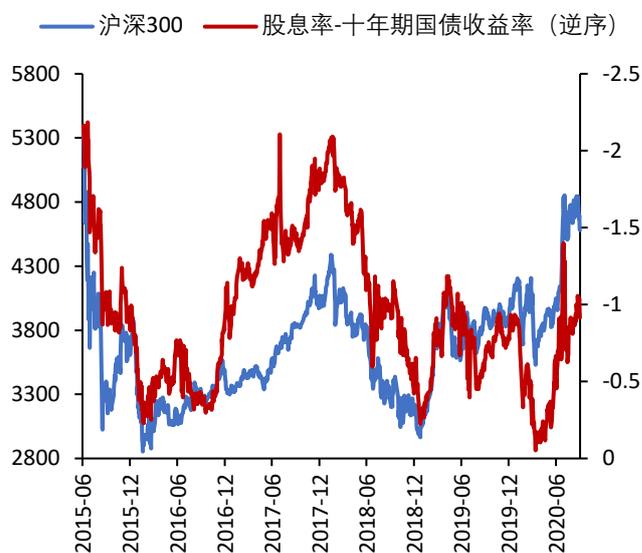
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 38: 沪深 300 股息率



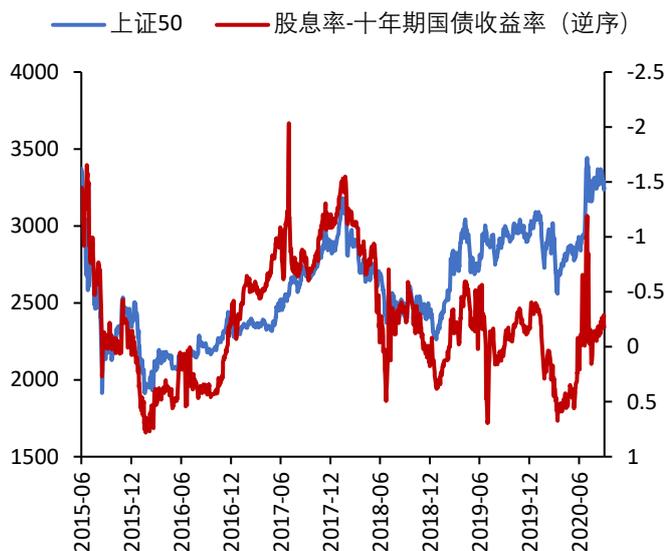
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 39: 上证 50 股息率



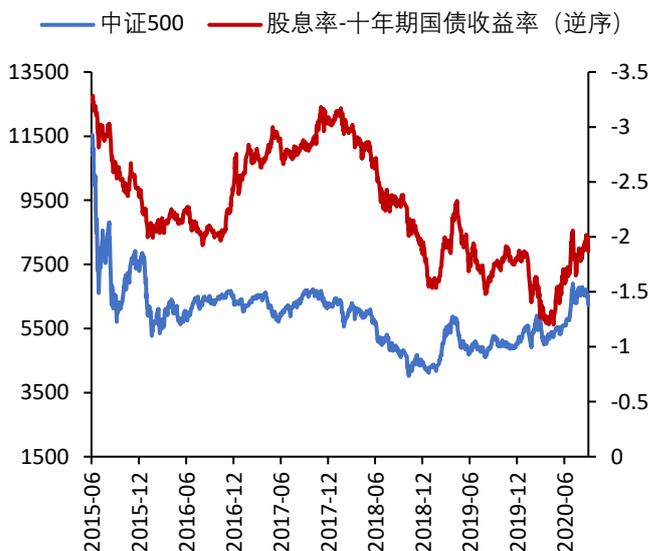
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 40: 沪深 300 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 40: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

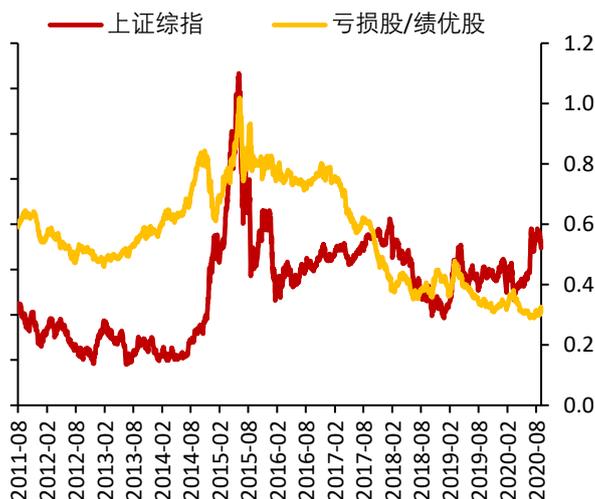
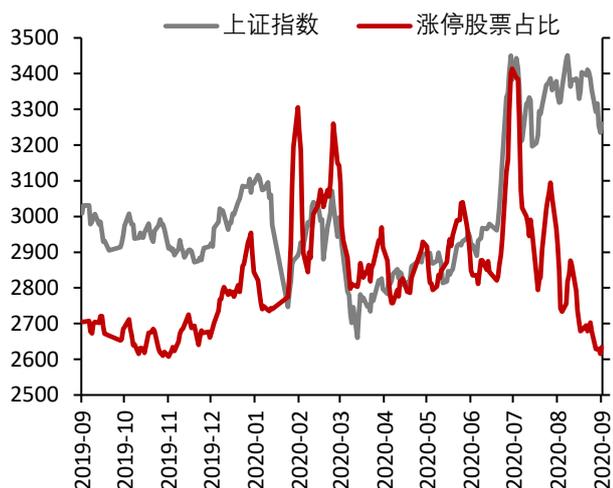
数据跟踪

一、市场情绪

本周市场情绪降温，涨停股票占比持平。创业板炒小炒差，亏损股/绩优股回升。

图表 1：涨停家数占比

图表 2：亏损股/绩优股



数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

目前沪港 AH 溢价指数处于较高位置。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 3：沪港 AH 溢价和沪深 300 走势



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。

