

继续多 IC 空 IH

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

观点概述：

美债收益率急升+中美谈判有隐忧，本周指数普跌，权重股下跌最大，上证 50 下跌 3.3% 领跌两市，中证 500 相对抗跌。板块上金融、制造下跌较多。期指方面，主力合约 IH 下跌 2.9%，IC 收平，IC/IH 比值继续回升。

基本面方面，1-2 月经济数据略超预期，金融数据与经济基本面向好可相互匹配和验证。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，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。当前通胀预期升温并有上行空间，周期强的逻辑被强化，行情从抱团股到顺周期扩散。

流动性方面，由于成长股的预期回报更多在未来，因此作为无风险收益率的 10 年期美债利率走高，将推动成长股未来现金流的现值下降，从而打击成长股当前估值。

整体观点：美债飙升叠加中美谈判期，市场情绪受到压制，股指难有向上机会，关注结构性策略。周期强+抱团股弱+补涨逻辑仍然延续，IC 比 IF、IH 强，市场波动加大的背景下单边风险较高，建议做多 IC 空 IH 策略。

策略建议：

单边震荡偏空，建议多 IC 空 IH 策略

风险提示：

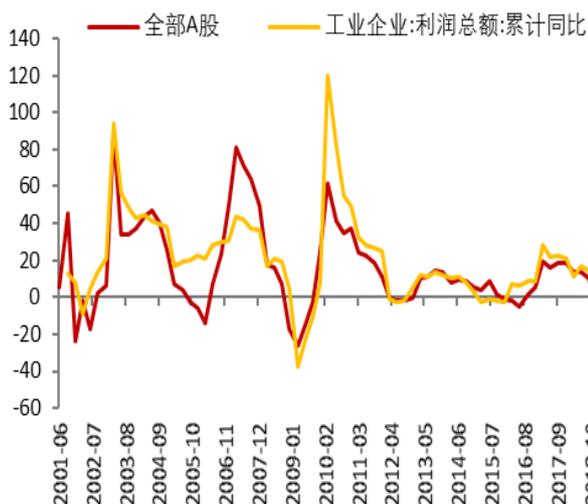
流动性超预期收紧，疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、2021 上半年企业盈利有望继续增长

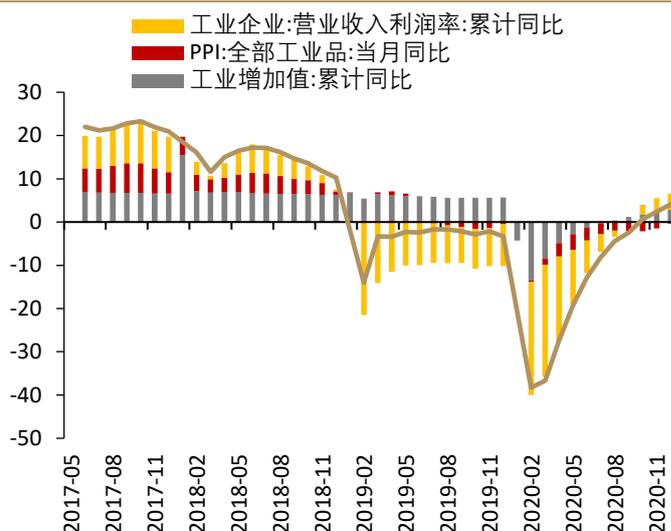
中国 12 月规模以上工业企业利润同比增 20.1%，累计同比 4.1%，保持增长的趋势。量价利拆开来看，量价利润率齐升，PPI 累计同比-0.4%，利润率累计同比 3.75%，工业增加值累计同比 2.8%。利润分配上，上游占比（采矿+制造业上游占工业企业利润总额）继续上行，利好周期股基本面。

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

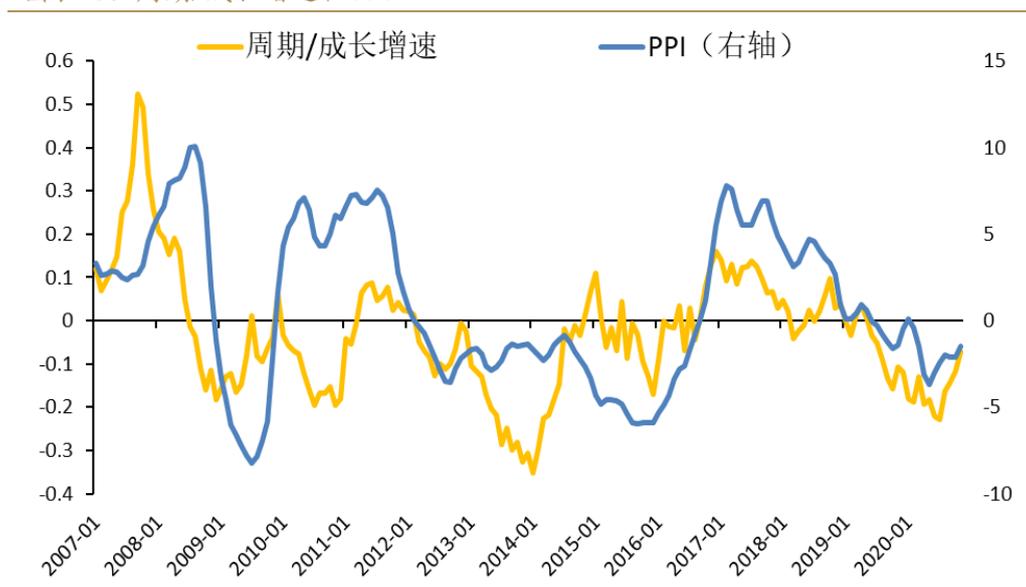


数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

图表 5: 周期/成长增速和 PPI



数据来源: wind , 混沌天成研究院

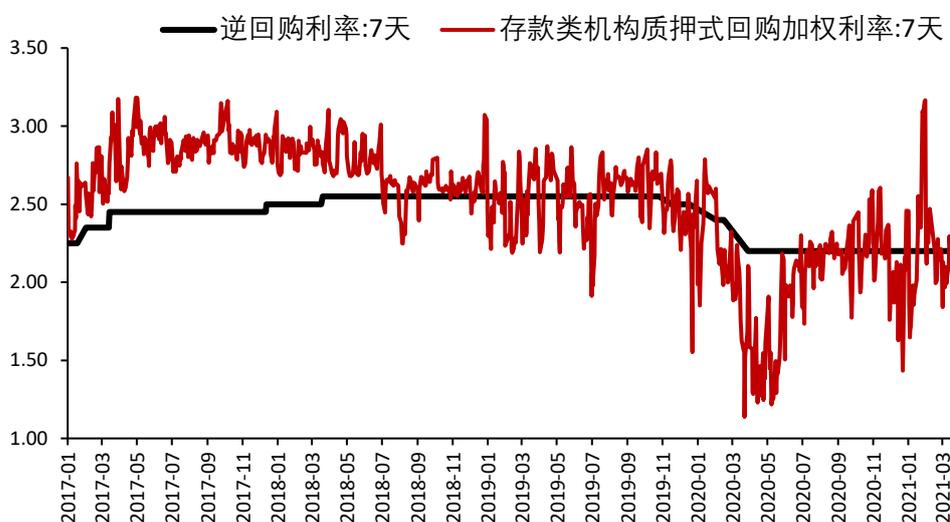
历史上 PPI 处于上升期, 股市风格转向周期; 且在基本面与投资者偏好逐渐向顺周期板块过渡的过程中, 由于顺周期板块包含范围更广, 行情会从 2020 年疫情免疫板块: 新能源+食品饮料+医药扩散到更多的顺周期行业。

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。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。但是股票投资者较为关注央行的资金投放情况，视为抱团股筹码松动的观察指标。

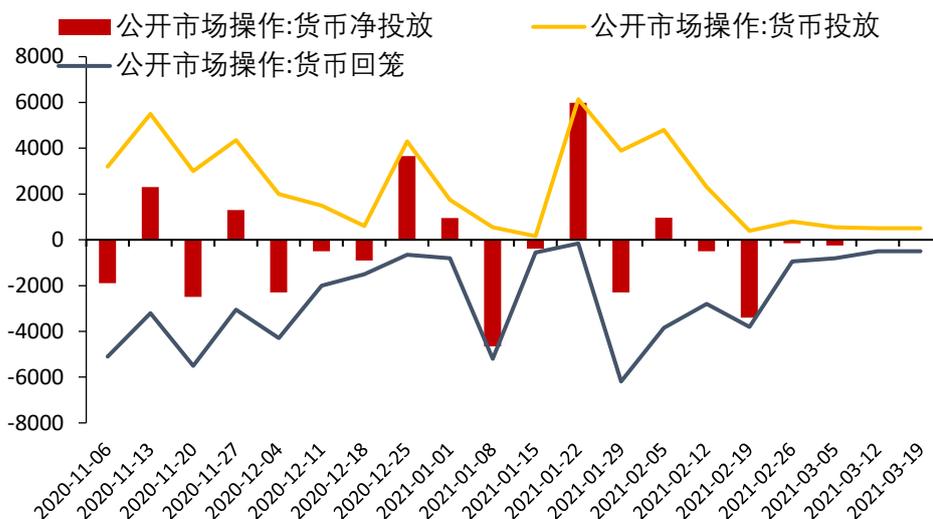
本周资金利率有所回升，央行操作上没有回笼资金，完全对冲。值得关注的是美债收益率急升至 1.74%，利空美股，利空外资重仓的金融、消费，以及其他行业龙头公司，利空北上资金流入，利空和外资相关性较高的上证 50。

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

图表 3：中国 10 年期国债收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 4：美国十年期国债收益率

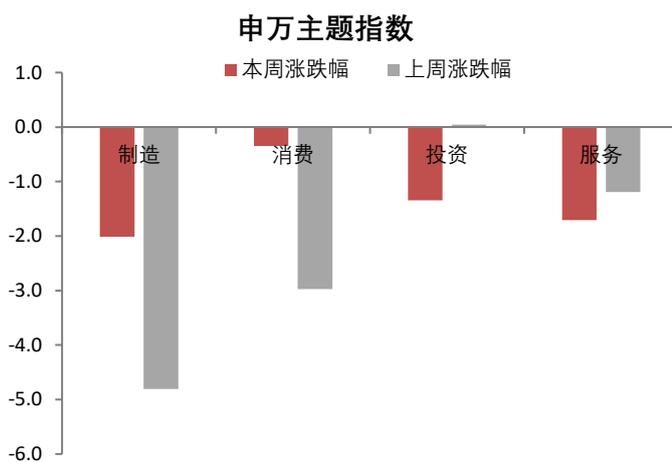


数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

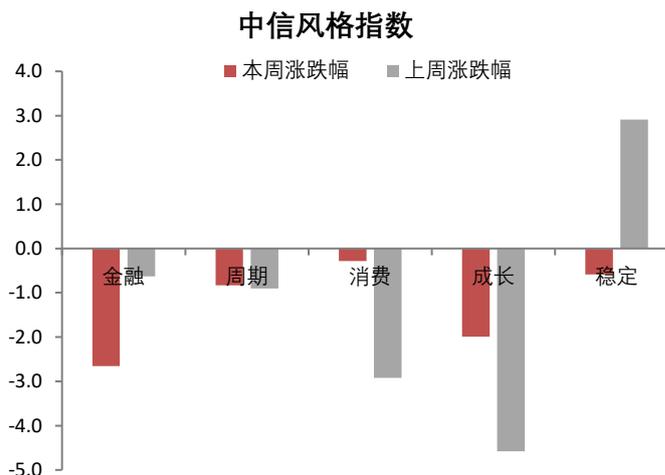
美债收益率急升+中美谈判有隐忧，本周指数普跌，权重股下跌最大，上证 50 下跌 3.3% 领跌两市，中证 500 相对抗跌。板块上金融、制造下跌较多。期指方面，主力合约 IH 下跌 2.9%，IC 收平，IC/IH 比值继续回升。

图表 1：申万主题指数表现



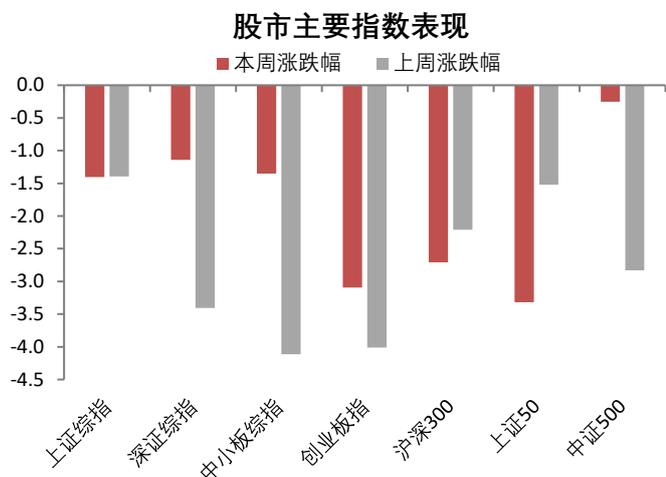
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：中信风格指数表现



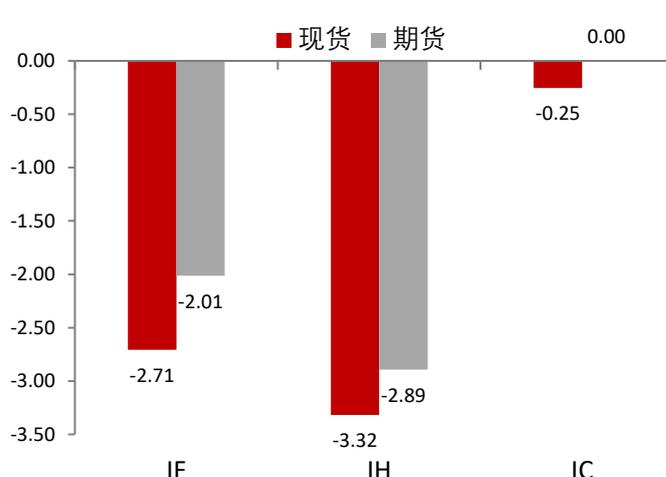
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：主要指数涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

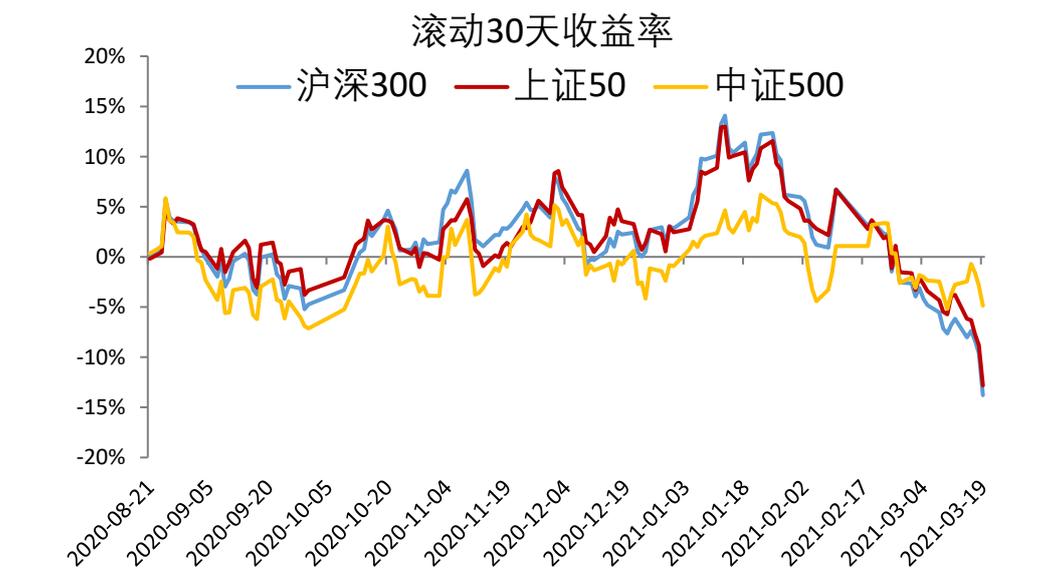
图表 4：期指涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

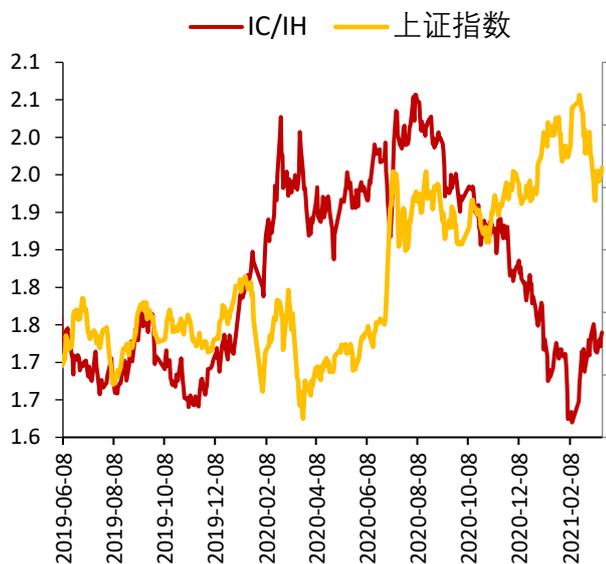
四、后续展望

图表 1：三大指数 5 天滚动收益率



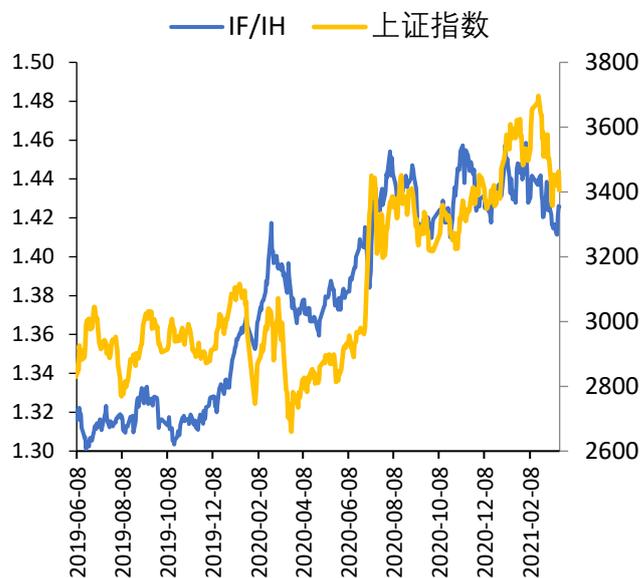
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：IC/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

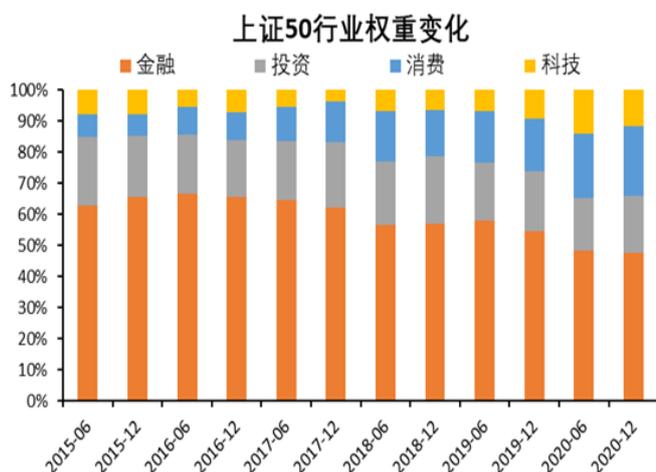
图表 3：IF/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

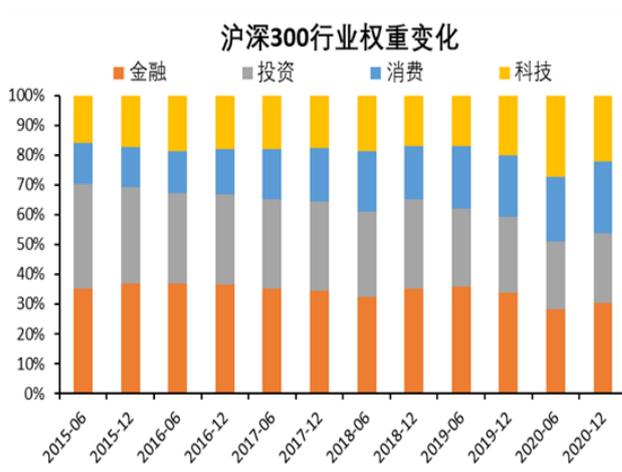
行业风格方面，上证 50 超配金融，低配科技和周期，受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡，略超配金融，略低配科技。中证 500 显著不同，超配科技、周期，大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4：I 上证 50 权重变化



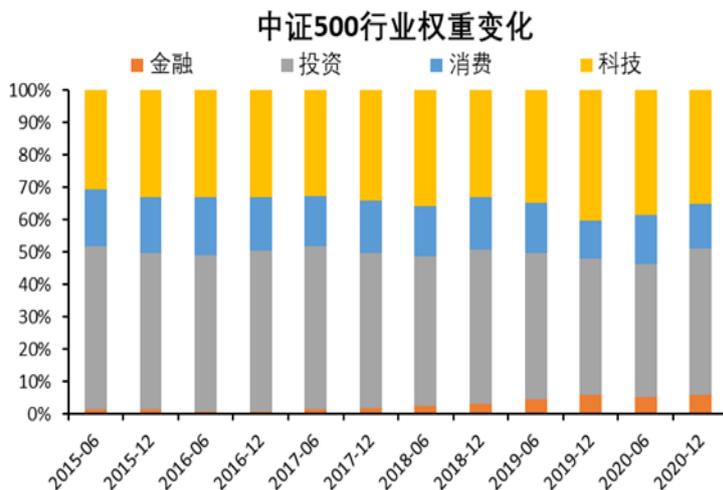
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

观点: 美债飙升叠加中美谈判期, 市场情绪受到压制, 股指难有向上机会, 关注结构性策略。周期强+抱团股弱+补涨逻辑仍然延续, IC 比 IF、IH 强, 市场波动加大的背景下单边风险较高, 建议做多 IC 空 IH 策略。

基本面方面, 1-2 月经济数据略超预期, 金融数据与经济基本面向好可相互匹配和验证。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, 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。当前通胀预期升温并有上行空间, 周期强的逻辑被强化, 行情从抱团股到顺周期扩散。

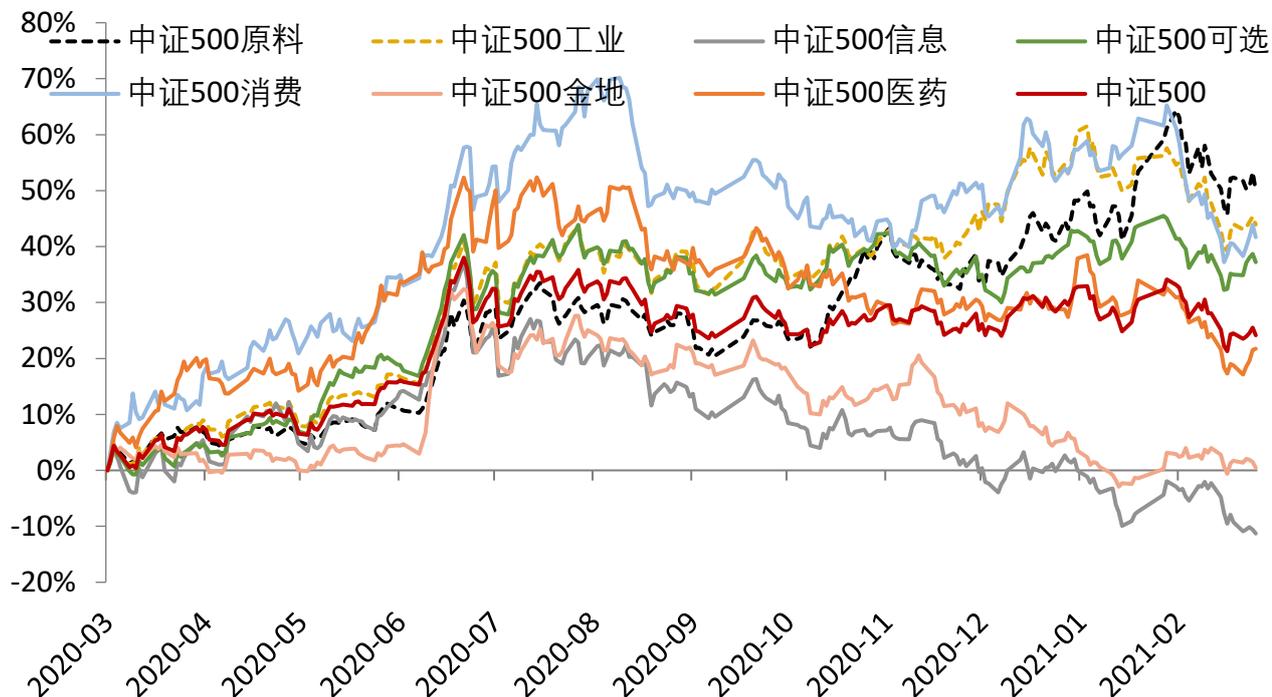
流动性方面, 由于成长股的预期回报更多在未来, 因此作为无风险收益率的 10 年期美债利率走高, 将推动成长股未来现金流的现值下降, 从而打击成长股当前估值。

图表 7: PPI 和 IC-IH 盈利增速差



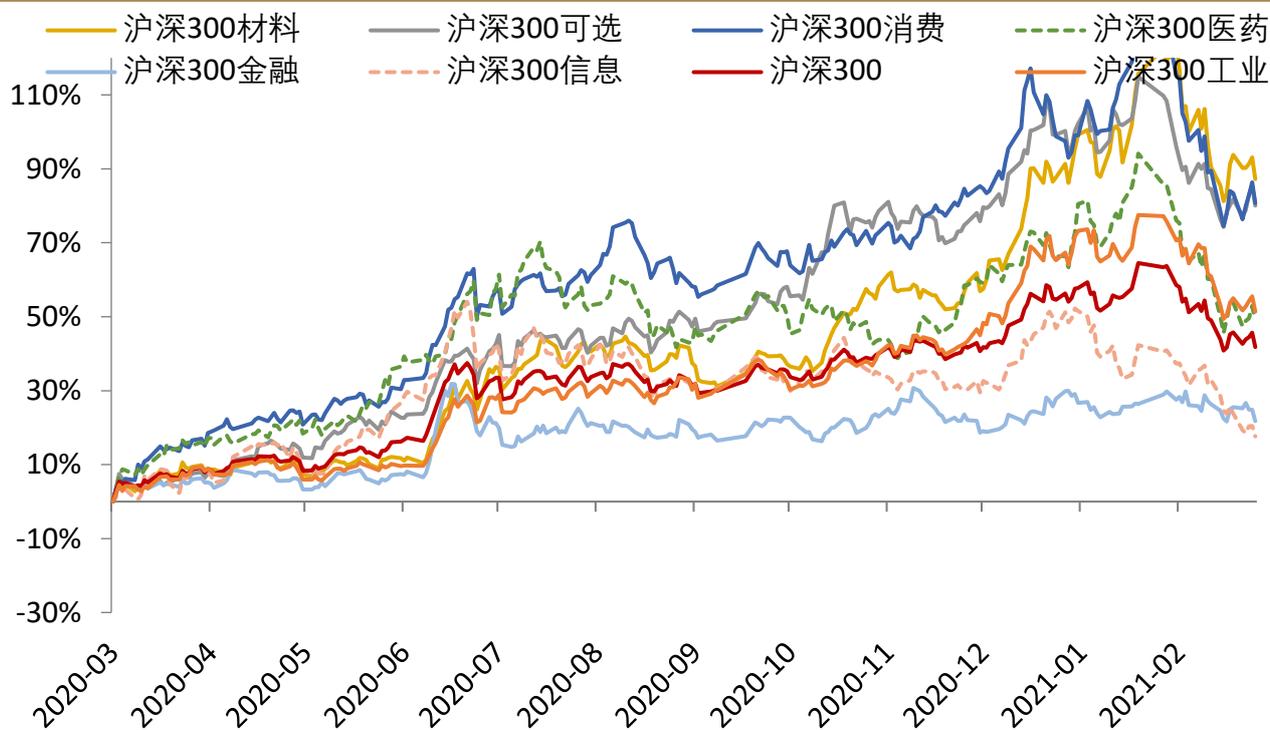
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 8：中证 500 细分行业表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 9：沪深 300 细分指数表现

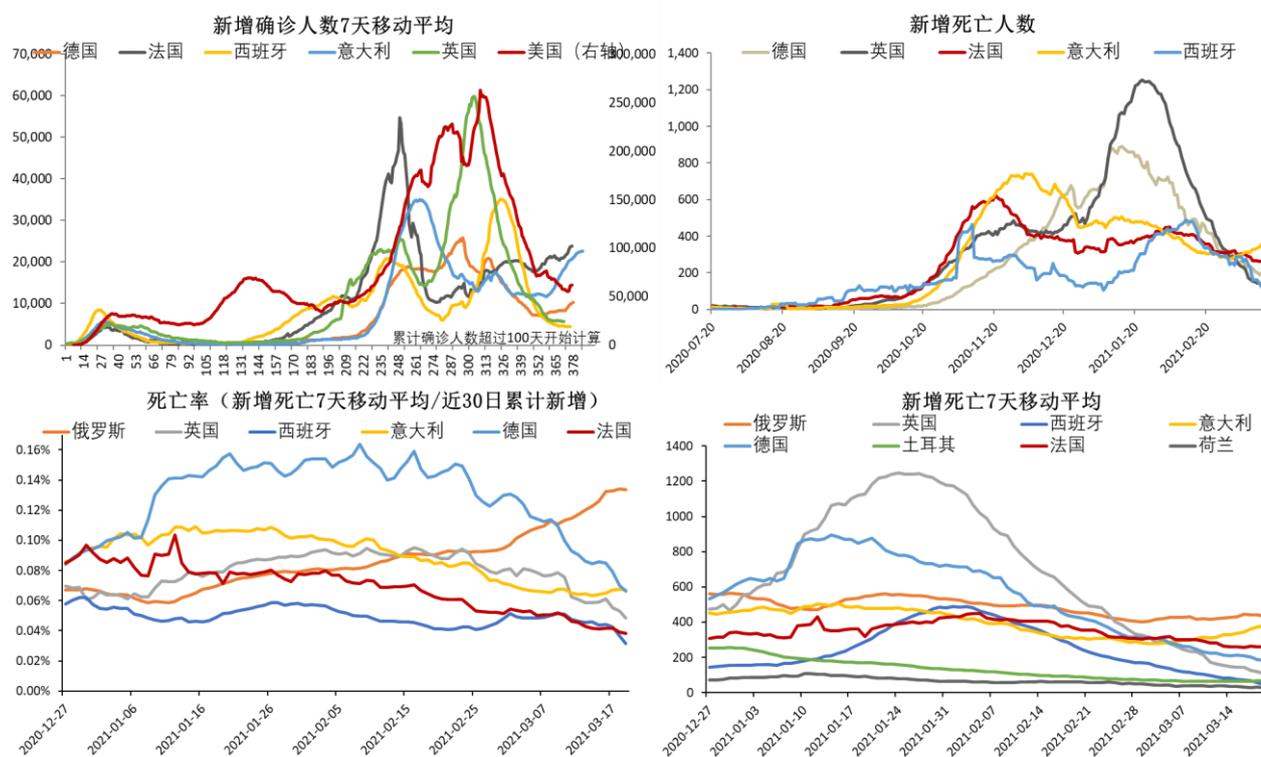


数据来源：wind，混沌天成研究院

当前疫情面临的挑战是变种病毒和疫苗接种不足，疫情恶化的国家主要是以上两个原因。欧洲面临第三波疫情爆发。欧洲主要国家里除了英国、西班牙的新增持续下滑，意大利、法国、德国的新增人数都在反弹，但是死亡人数和住院人数还在低位。欧洲小国家的病例增长最快，捷克的新增住院人数全欧洲最高，政府已经开始把病人送到波兰治疗。多国出现加强封锁措施的趋势。

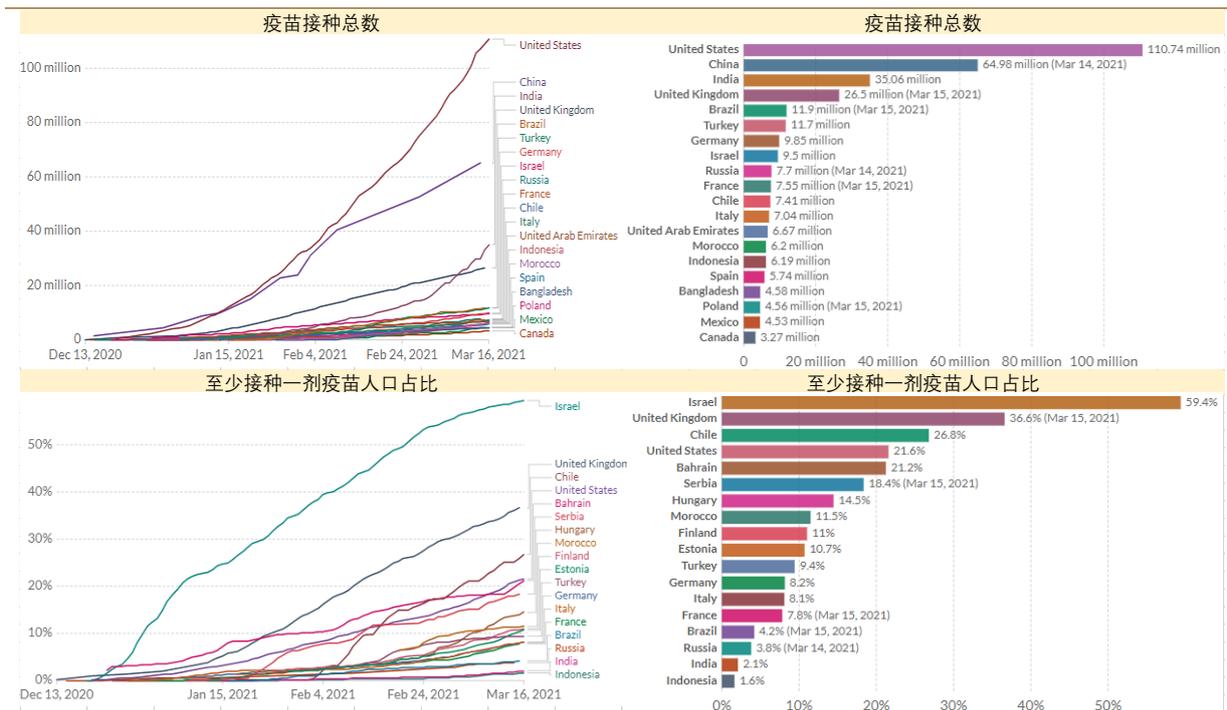
英国阿斯利康制药公司 13 日宣布，由于生产问题和出口限制，计划供给欧盟的新冠疫苗接种再次出现短缺，一季度、二季度的交付量都有所减少。此外，阿斯利康疫苗接种在全球多国出现不良反应事件。欧洲发生多起阿斯利康新冠疫苗接种者出现血栓甚至死亡事件。荷兰是最近一个暂停接种该疫苗的国家，目前欧洲已有 12 个国家完全或部分暂停施打阿斯利康疫苗。3 月 18 日欧洲药品管理局 (EMA) 发表了对阿斯利康安全性的声明，称注射阿斯利康新冠疫苗利大于弊，各国计划陆续恢复阿斯利康疫苗的接种。

图表 10：海外主要国家疫情



数据来源：wind，混沌天成研究院

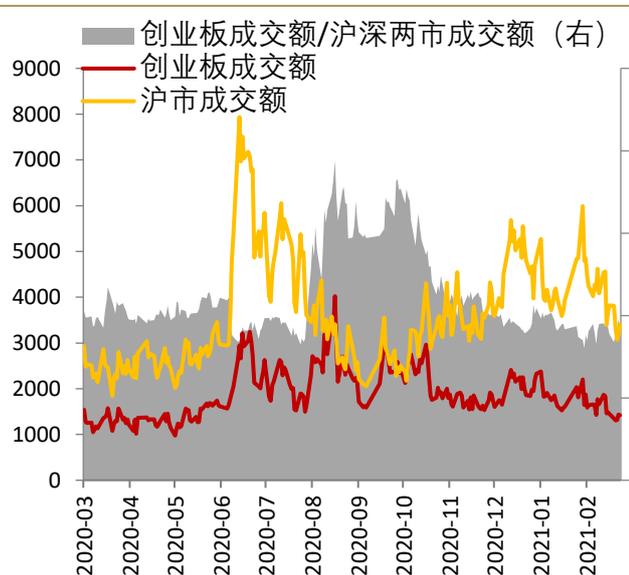
图表 11：疫苗接种情况



数据来源: wind, 混沌天成研究院

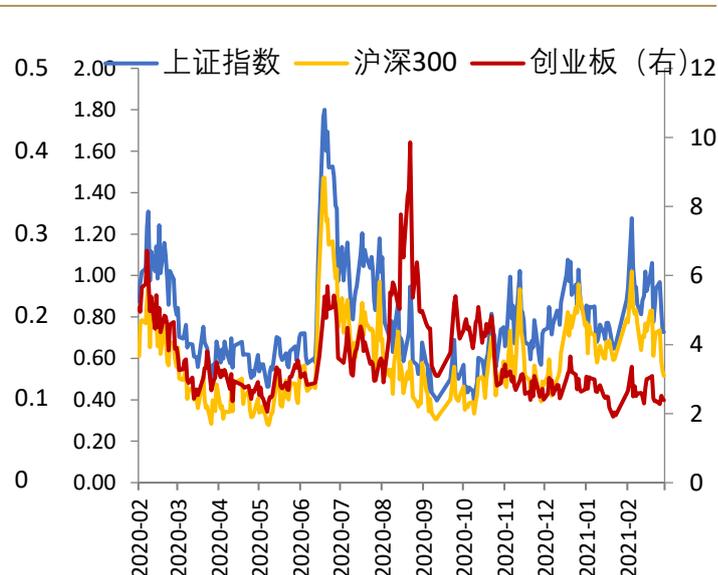
创业板成交额/沪市成交额处于较低位置, 当前市场动能主要在主板以及创业板龙头股。本周成交缩量, 换手率也在较低水平。

图表 13: 成交额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 14: 换手率

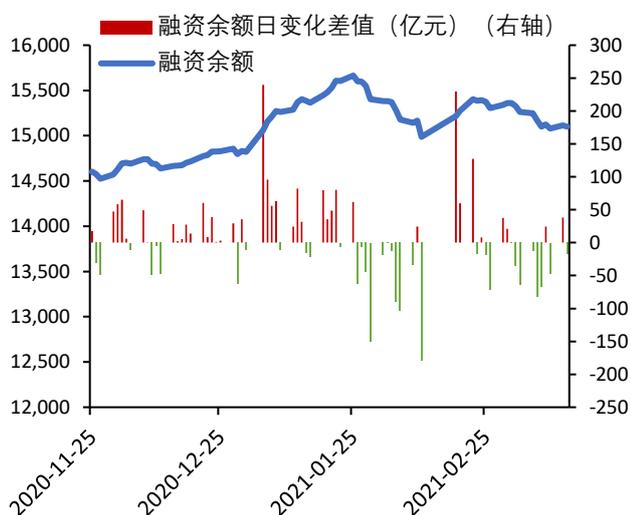


数据来源: wind, 混沌天成研究院

本周北上资金净流入 66 亿元, 融资余额减少 139 亿元。美债收益率持续上行对北上资金的

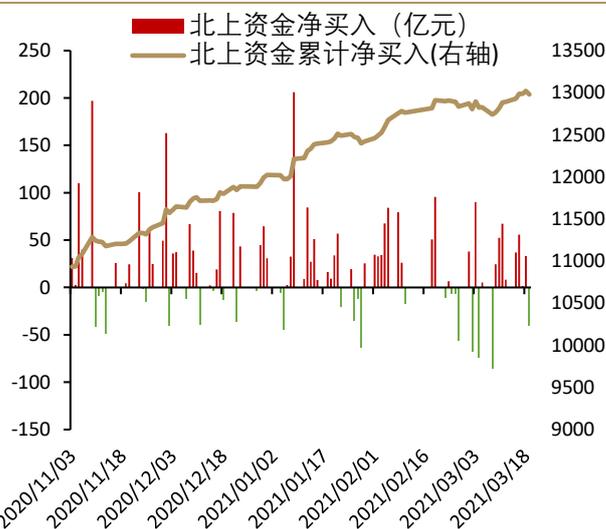
流入有一定利空影响，国内融资余额大幅流出反映了市场风险偏好有所回落。叠加公募基金发行骤降，资金面整体偏利空。

图表 15：融资余额



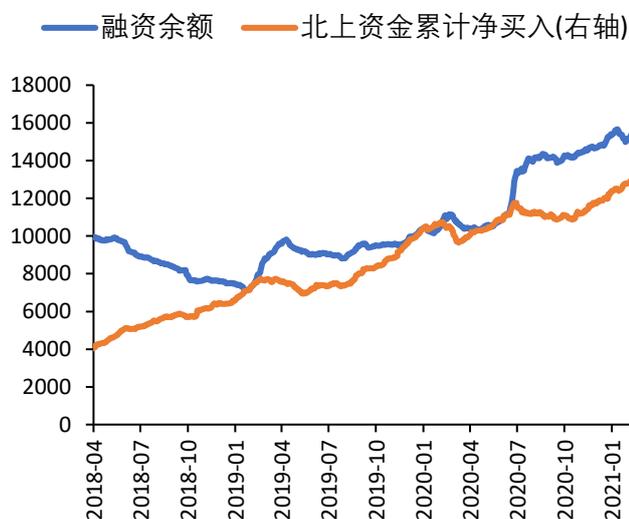
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

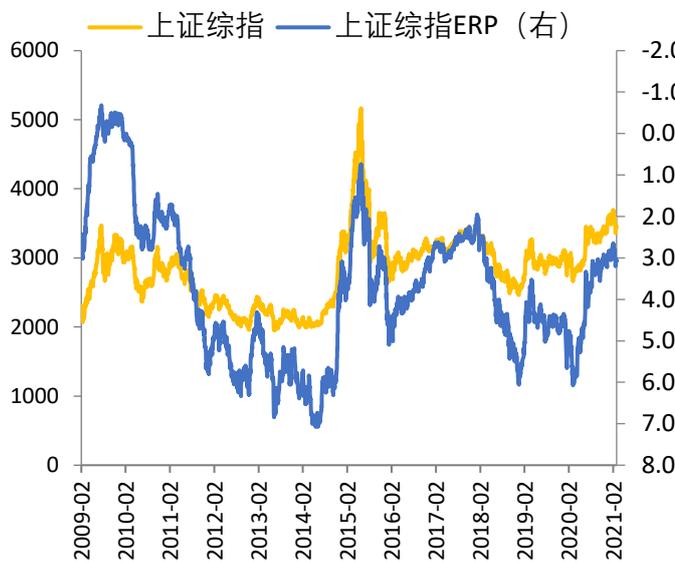


数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

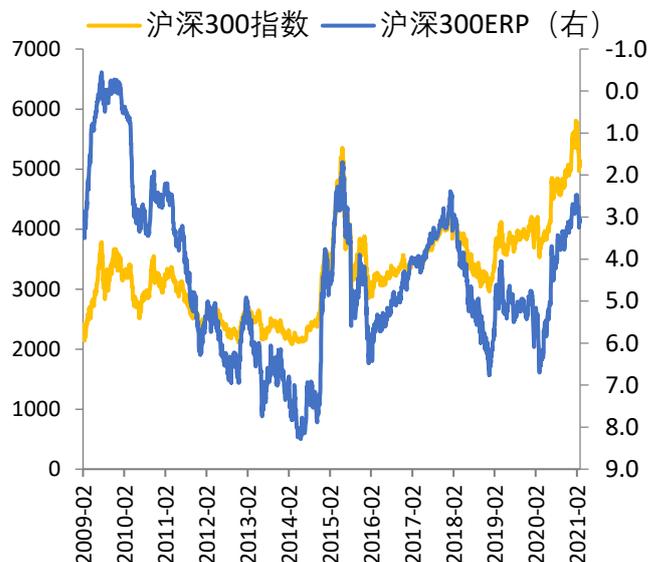
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 19: 上证综指 ERP 和价格走势 (右/逆序)



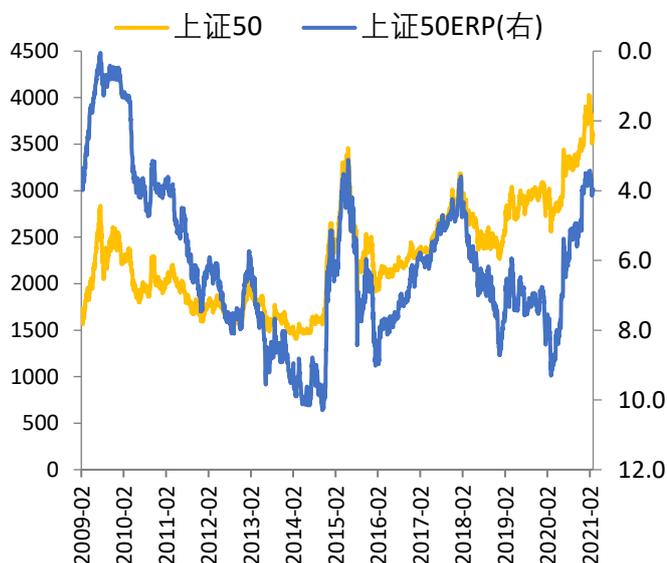
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 沪深 300ERP 和价格走势 (右/逆序)



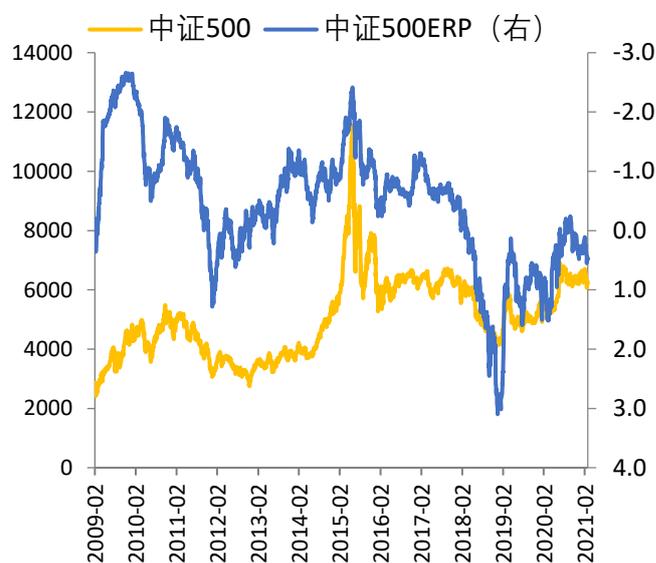
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21: 上证 50ERP 和价格走势 (右/逆序)



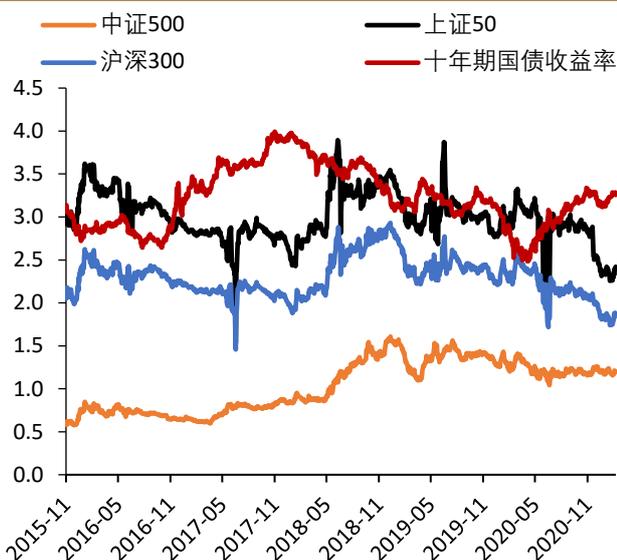
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 22: 中证 500 和价格走势 (右/逆序)



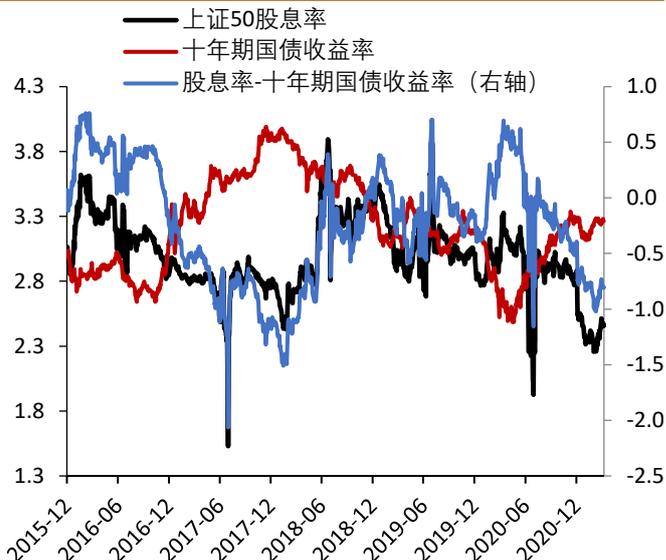
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23：指数股息率



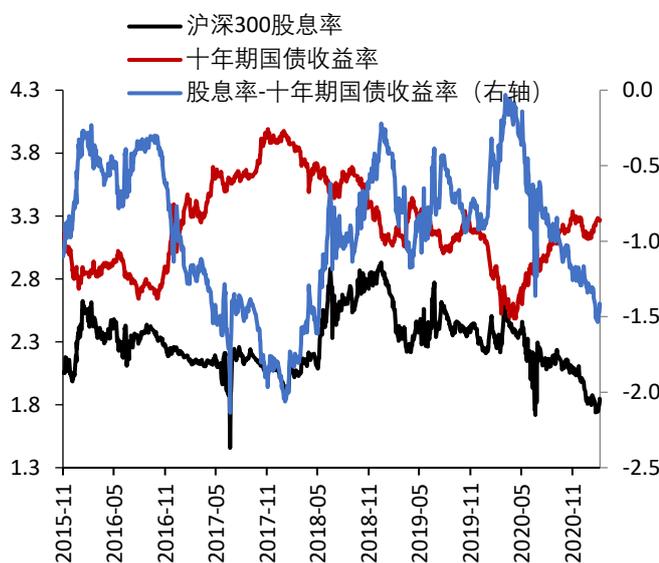
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 24：沪深 300 股息率



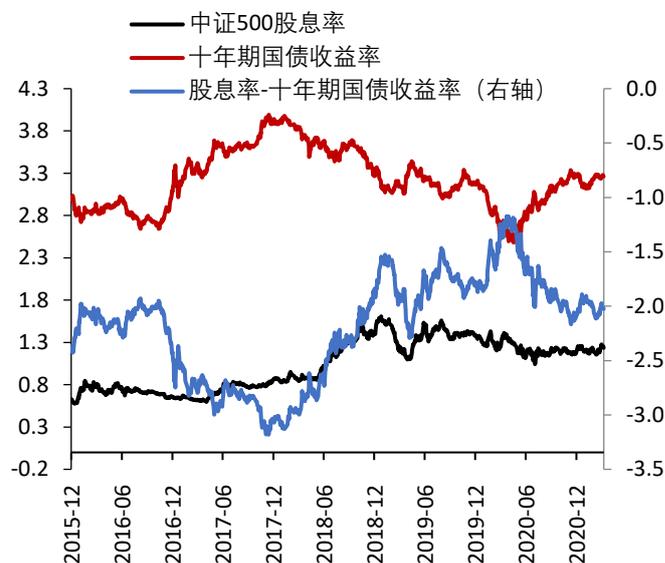
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

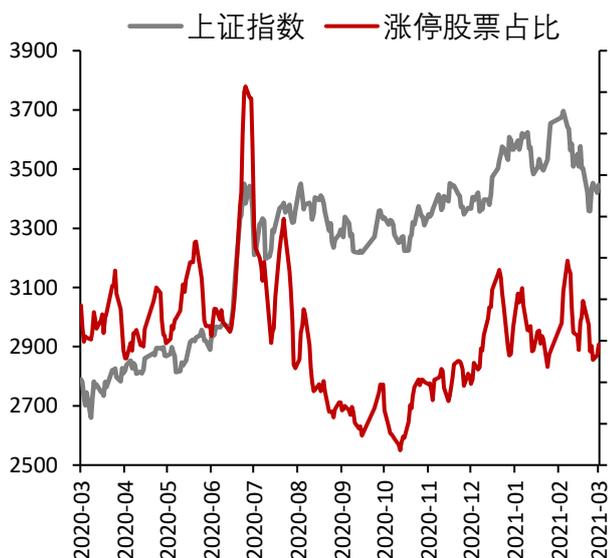


数据来源：wind，混沌天成研究院

四、市场情绪

上证综指涨停股票比例小幅反弹仍在低位，表明市场情绪处于较低水平。亏损股/绩优股指数有所反弹，表明抱团股解散一定程度上助长资金往小盘股分流，部分没有业绩支撑的股票也获得了资金的青睐，炒小盘股情绪上有过热的迹象。

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。

