

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

周期股见顶，IC 占优的逻辑反转

观点概述：

本周周期股继续大幅调整，钢铁和采掘领跌，分别下跌 3.6%、1.8%。本周银行股走势偏弱，使得 IH 相对 IF 走弱。部分险企也似乎敏锐嗅到市场风向，出现减持银行股兑现浮盈现象。其中，太保寿险、中国人寿减持杭州银行；中国人寿减持邮储银行、农业银行、中国银行；太平人寿减持建设银行；民生人寿、中再集团分别减持浙商银行、光大银行等。前两年银行股估值偏低，近期股价补涨到位后成长空间较小。

企业盈利方面，4 月经济数据显示，工业生产景气度进一步提升，出口的拉动作用依然突出。城镇调查失业率创疫情以来新低，逆周期调节政策必要性下降。经济结构上我们需要注意的是价格上涨对中下游企业利润的侵蚀。本轮通胀更多是供给驱动的，而且向中下游传导不畅通，侵蚀中下游利润，需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的，所以对于上涨的持续性，已经不太乐观了。也正是基于此，我们认为周期股大概率见顶。

货币政策方面，二季度开始我国货币政策边际从紧、信用收缩已是大趋势，但节奏和力度会比较温和，4 月金融数据也进一步确认了“紧信用+稳货币”的政策组合。本周资金面宽松，利率回落，央行净回笼 100 亿元。中国十年期国债收益率大幅回落，美债十年期收益率在 1.7% 附近横盘震荡。

整体来看，当前是经济弱复苏+流动性没那么紧的组合。我们认为周期股短期调整还会继续，同时观察到最近消费和周期的“跷跷板”效应，表明市场微观尚可，因此就算周期股继续调整，指数调整幅度也有限。但是我们之前看好 IC 的逻辑反过来了，后面 IH、IF 跑赢 IC。

策略建议：

做多 IH、IF

风险提示：

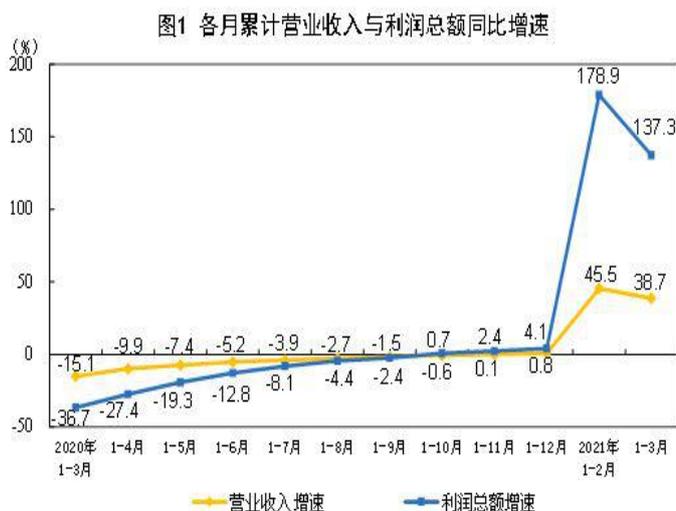
流动性超预期收紧，疫情扩散超预期；中美摩擦升级



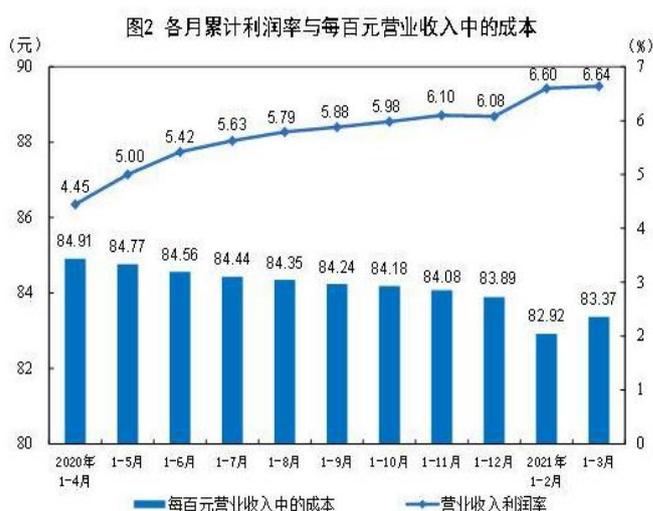
一、一季度工业企业利润延续较快恢复态势

2021年1—3月份全国规模以上工业企业利润同比增长1.37倍，两年平均增长22.6%。生产销售较快增长为企业效益改善奠定良好基础。一季度，规模以上工业增加值同比增长24.5%，营业收入增长38.7%，生产销售均实现高速增长，有力推动企业利润扩张，是企业盈利增加的主要原因之一。

图表 1：工业企业利润和营收增速



图表 2：利润率和成本

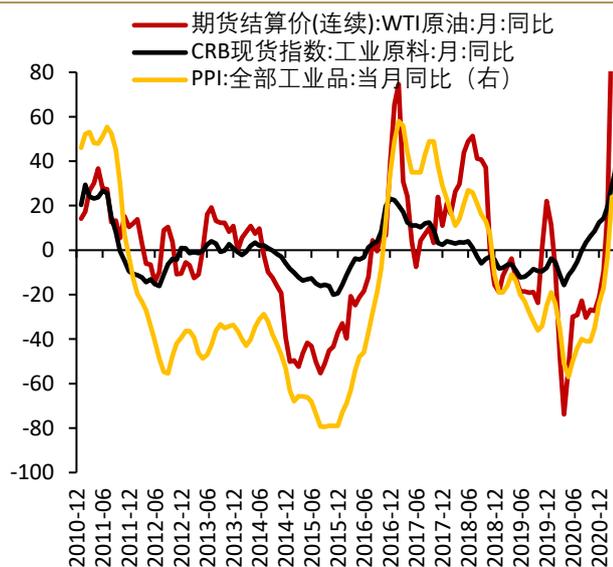


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

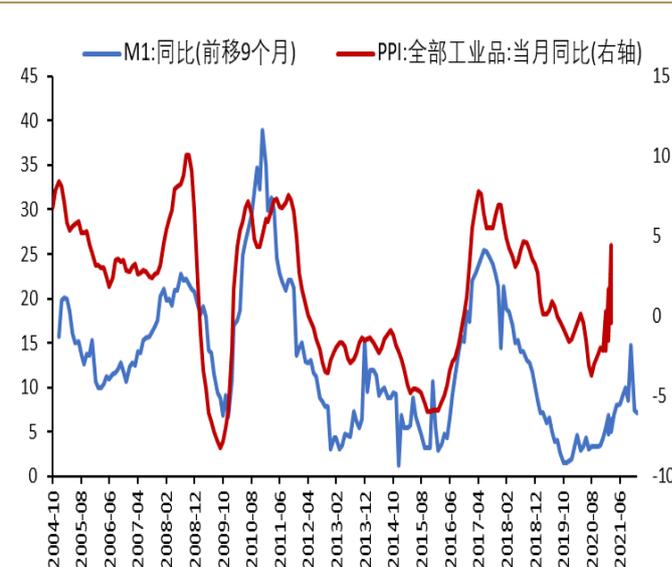
国内外经济仍然处于复苏中，宏观经济延续增长的态势，量有望继续上升。价格因素PPI有望在全球流动性宽松和全球经济慢修复的带动下至少在上半年保持上行。

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



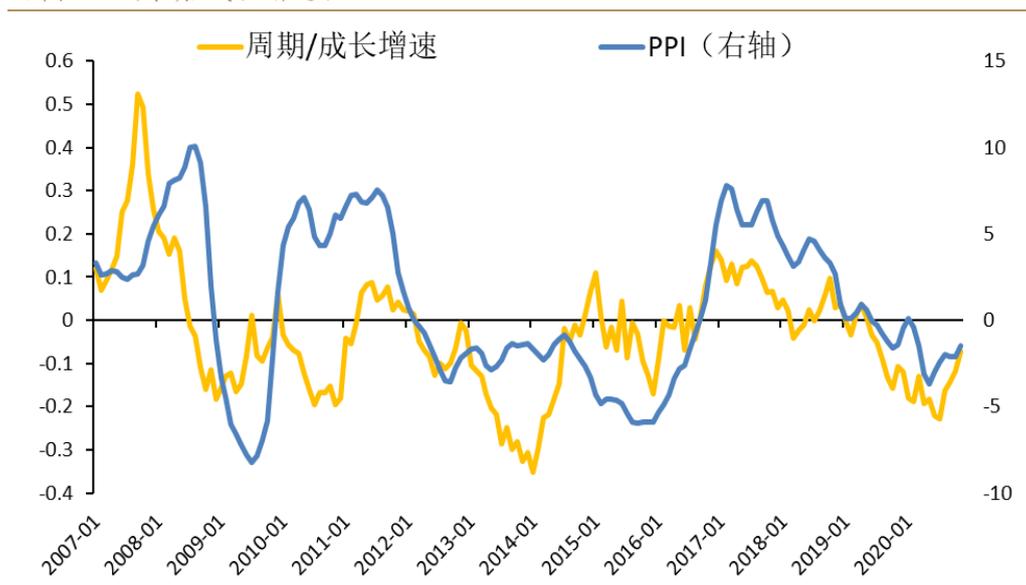
数据来源：wind，混沌天成研究院

从需求角度，欧美疫情好转，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。

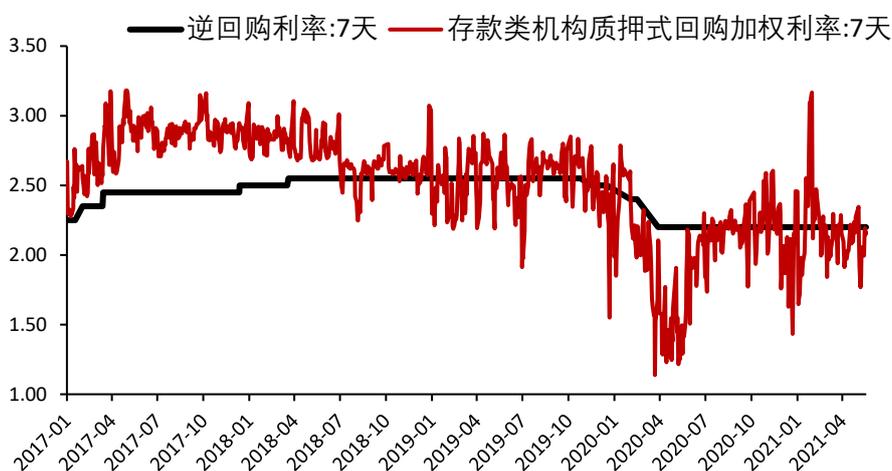
二、流动性

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。

政治局会议定调政策在退出期，但窗口期较小，随时准备根据实际情况进行调整。政治局会议也表示“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”。在经济恢复不均衡、基础不牢固的背景下，宏观政策不会明显收紧，而是会平稳退出。

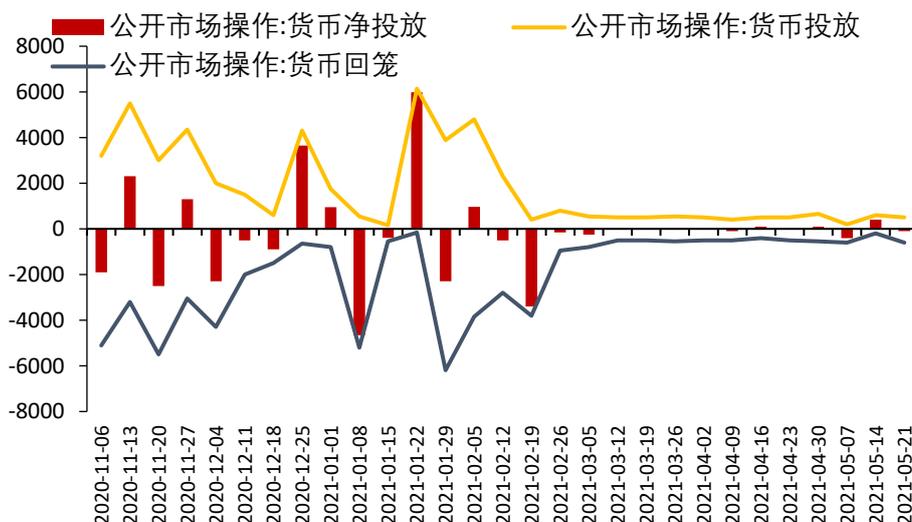
本周资金面宽松，利率回落，央行净回笼 100 亿元。本周中国十年期国债收益率大幅回落，美债十年期收益率在 1.7% 附近横盘震荡。

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 10 年期国债收益率



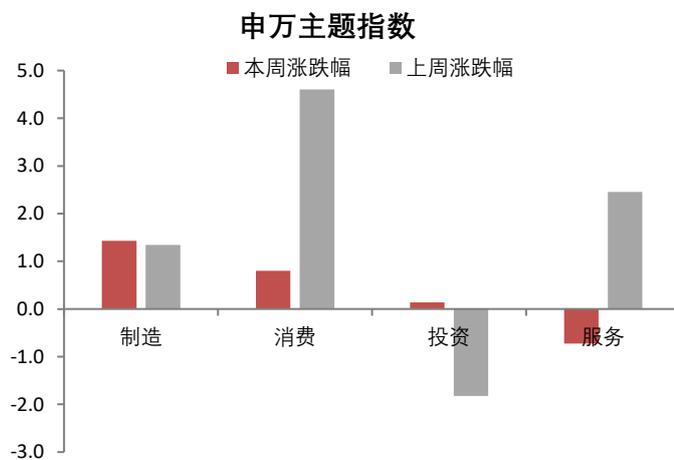
数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

本周周期股继续大幅调整，钢铁和采掘领跌，分别下跌 3.6%、1.8%。本周银行股走势偏弱，使得 IH 相对 IF 走弱。部分险企也似乎敏锐嗅到市场风向，出现减持银行股兑现浮盈现象。其中，太保寿险、中国人寿减持杭州银行；中国人寿减持邮储银行、农业银行、中国银行；太平人寿减持建设银行；民生人寿、中再集团分别减持浙商银行、光大银行等。前两年银行股估值偏低，近期股价补涨到位后成长空间较小。

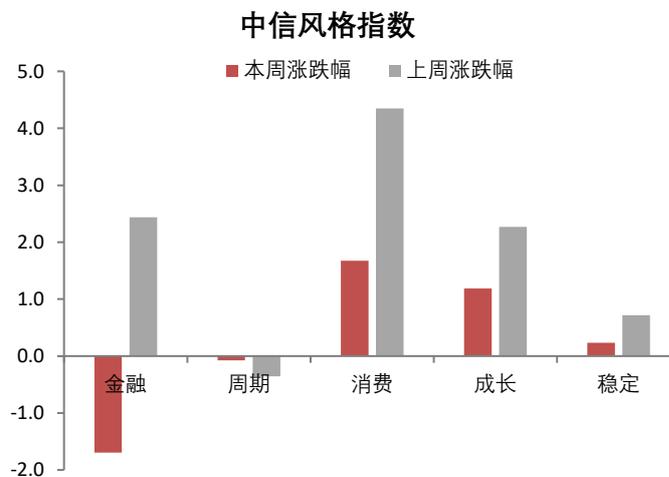
我们保持周期股见顶的观点不变。本轮通胀更多是供给驱动的，而且向中下游传导不畅通，侵蚀中下游利润，需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的，所以对于上涨的持续性已经不乐观了。我们认为周期股短期调整还会继续。我们观察到最近消费和周期的“跷跷板”效应，表明市场微观尚可，因此就算周期股继续调整，指数调整幅度也有限。但是我们之前看好 IC 的逻辑反过来了，后面 IH、IF 跑赢 IC。

图表 1：申万主题指数表现



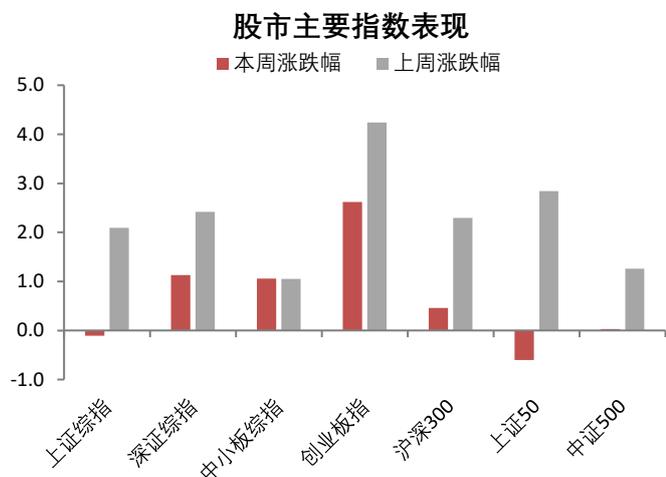
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：中信风格指数表现



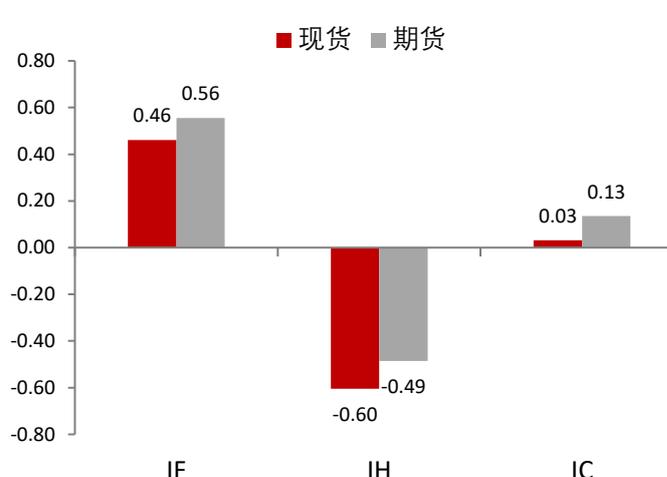
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

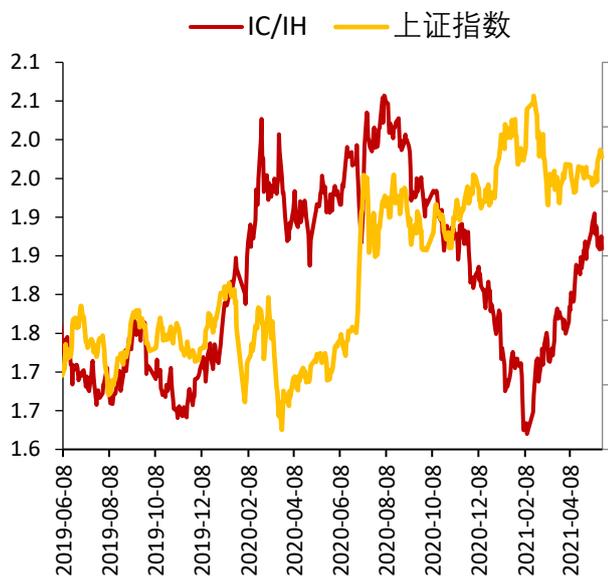
四、后续展望

图表 1：三大指数 5 天滚动收益率



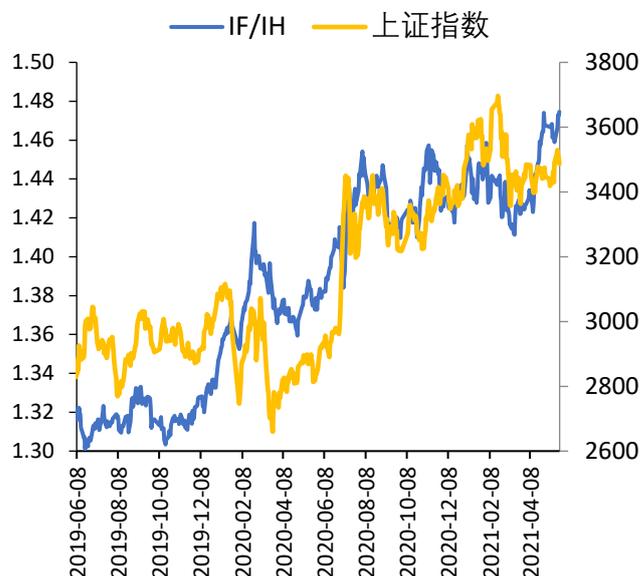
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：IC/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

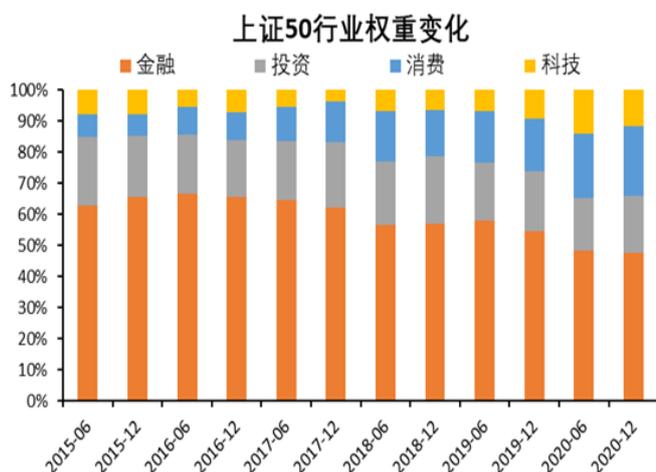
图表 3：IF/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

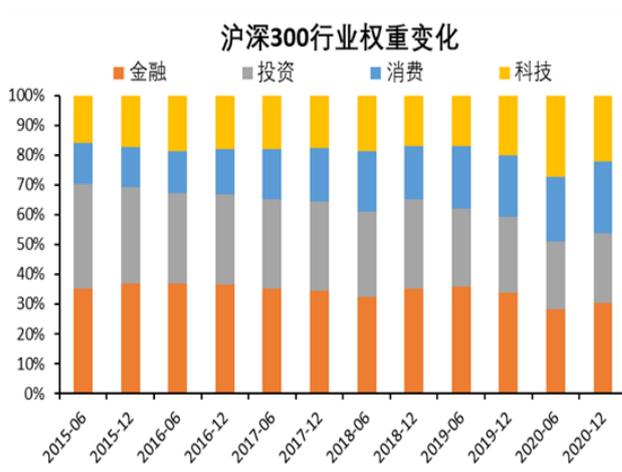
行业风格方面，上证 50 超配金融，低配科技和周期，受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡，略超配金融，略低配科技。中证 500 显著不同，超配科技、周期，大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4：I 上证 50 权重变化



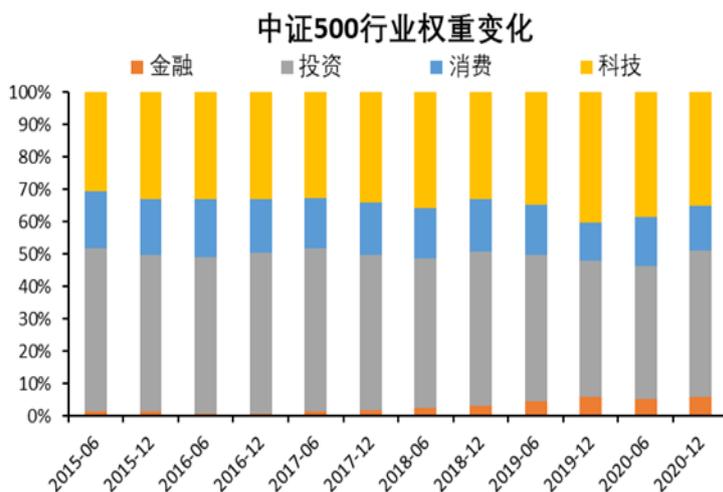
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



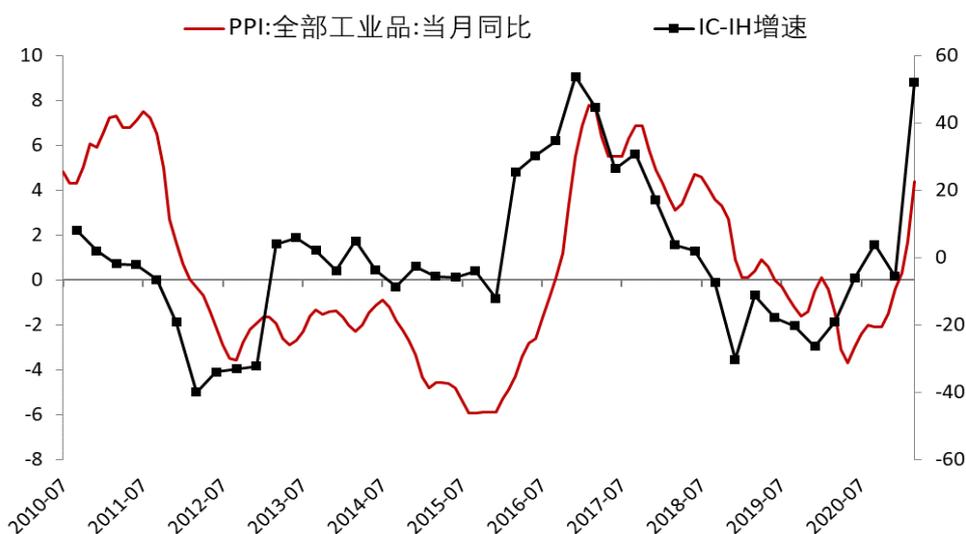
数据来源：wind，混沌天成研究院

企业盈利方面，4 月经济数据显示，工业生产景气度进一步提升，出口的拉动作用依然突出。城镇调查失业率创疫情以来新低，逆周期调节政策必要性下降。经济结构上我们需要注意的是价格上涨对中下游企业利润的侵蚀。本轮通胀更多是供给驱动的，而且向中下游传导不畅通，侵蚀中下游利润，需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的，所以对于上涨的持续性，已经不太乐观了。也正是基于此，我们认为周期股大概率见顶。

货币政策方面，二季度开始我国货币政策边际从紧、信用收缩已是大趋势，但节奏和力度会比较温和，4 月金融数据也进一步确认了“紧信用+稳货币”的政策组合。

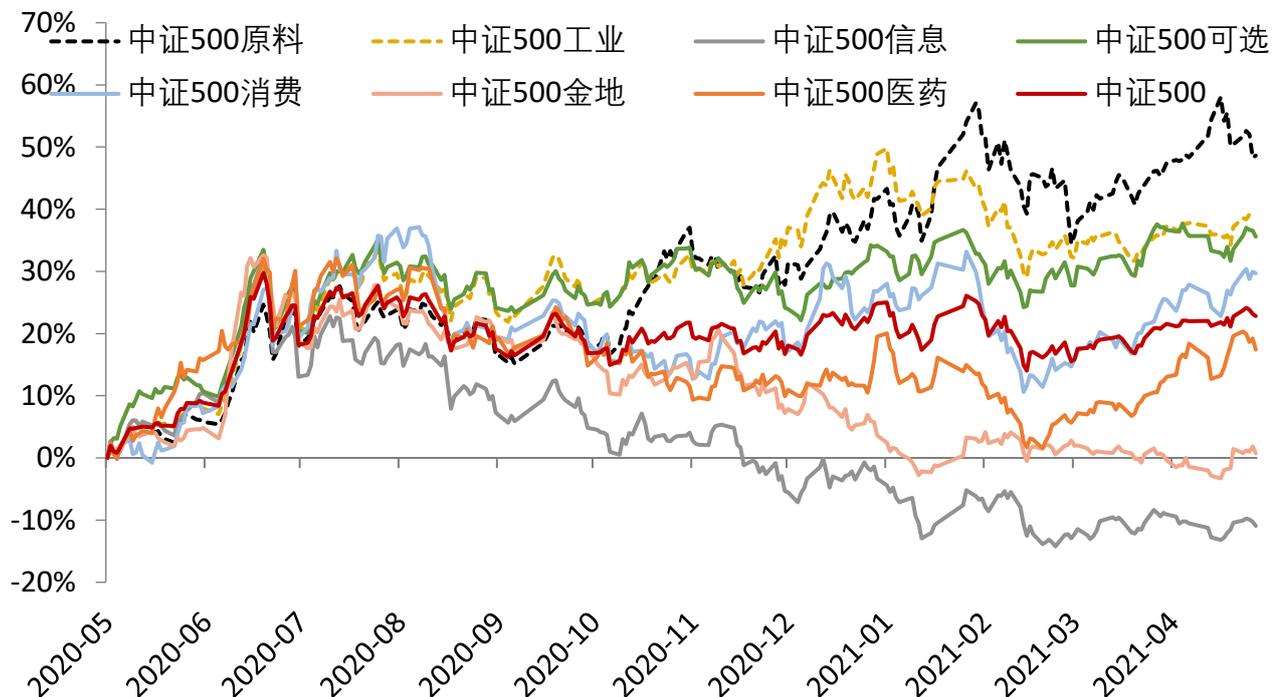
整体来看，当前是经济弱复苏+流动性没那么紧的组合。我们认为周期股短期调整还会继续，同时观察到最近消费和周期的“跷跷板”效应，表明市场微观尚可，因此就算周期股继续调整，指数调整幅度也有限。但是我们之前看好 IC 的逻辑反过来了，后面 IH、IF 跑赢 IC。

图表 7：PPI 和 IC-IH 盈利增速差



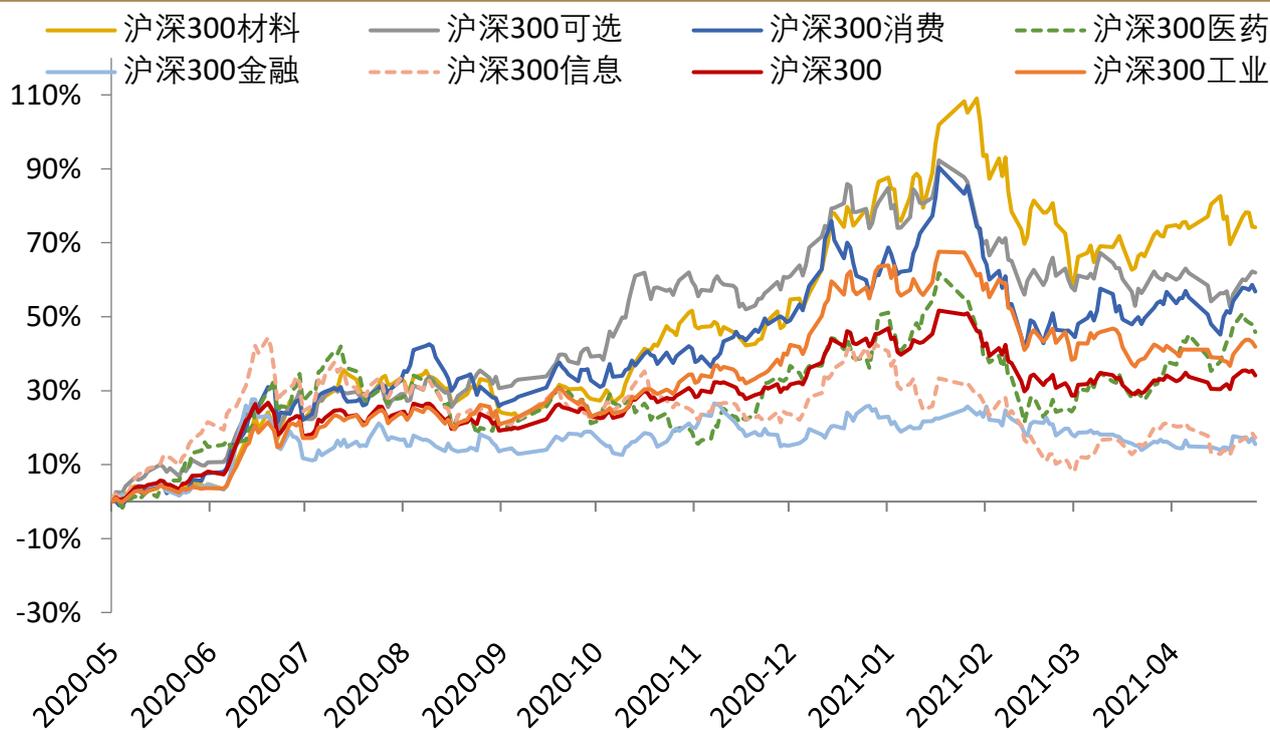
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



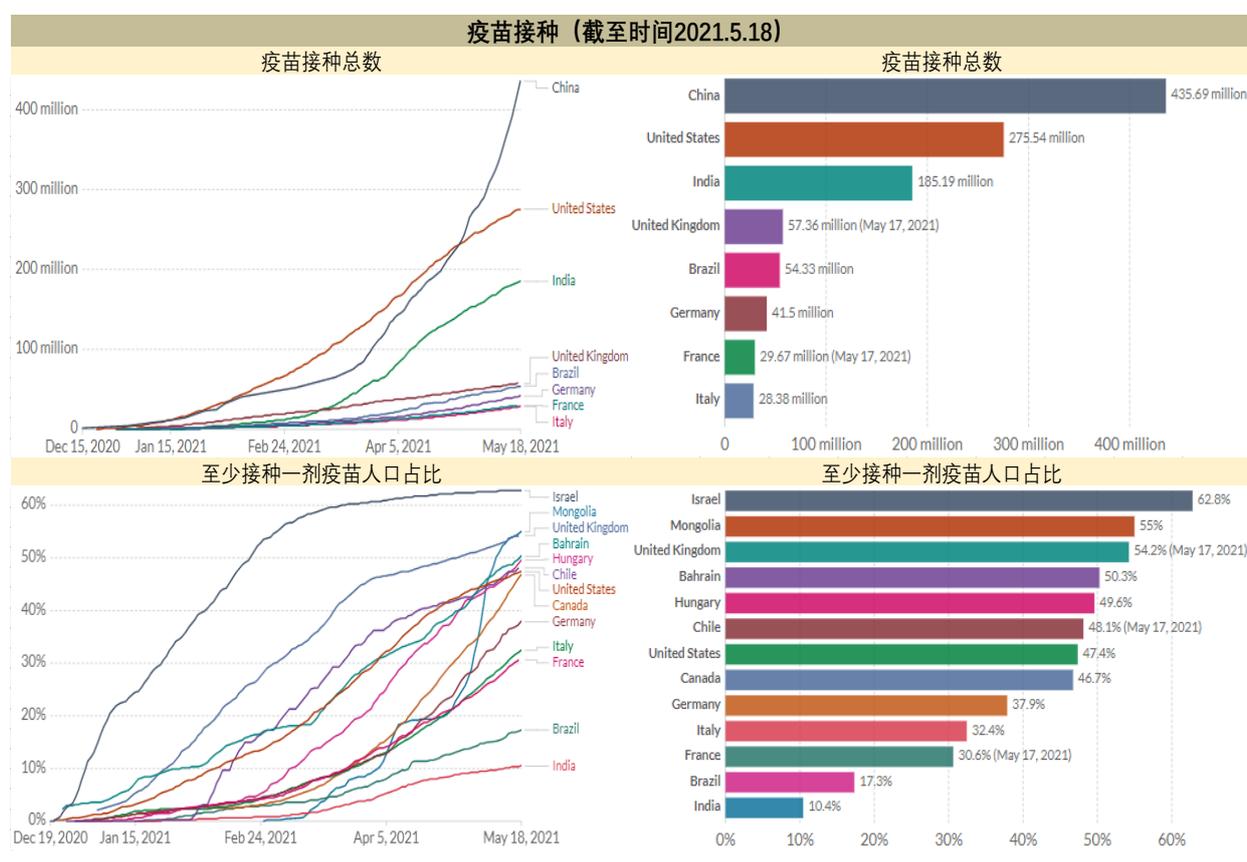
数据来源：wind，混沌天成研究院

疫情方面，欧美疫情继续好转，美国多个州已经开放。印度已经 13 天没有创新高，有见顶的迹象。南亚尼泊尔、马尔代夫、斯里兰卡恶化，巴基斯坦、孟加拉国好转。东南亚疫情仍在全面发酵。

台湾已连续 6 天新增逾百例本地病例。由于疫苗短缺，从今年 3 月疫苗施打至今，台湾疫苗接种率不到 1%，世卫组织“新冠肺炎疫苗实施计划”（COVAX）给台湾的新冠疫苗一共才 70 万剂，而台湾有 2300 万人，不知道要如何分配。疫苗短缺只够 30 万人打完整疫苗，因此不赞成“打第二针”。

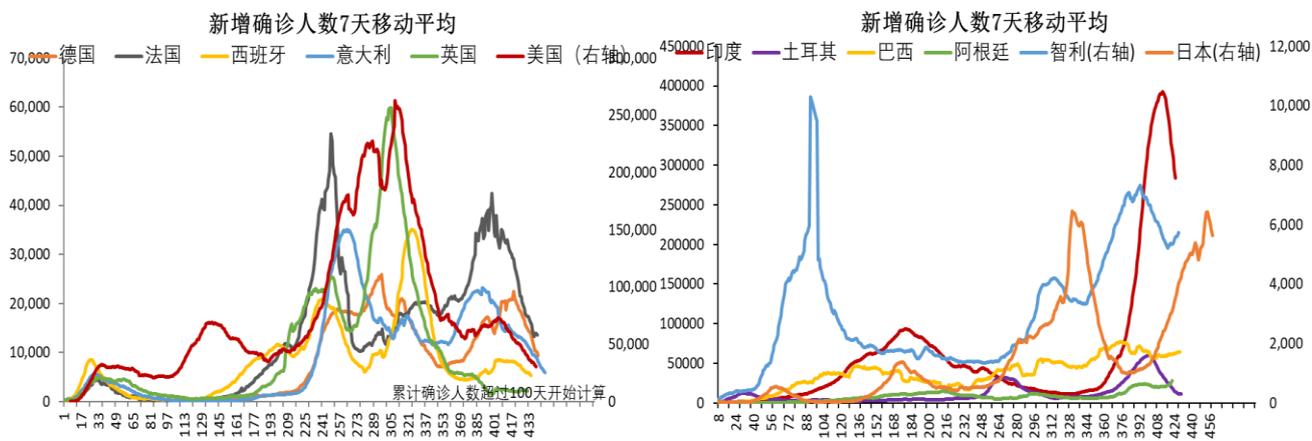
美联社 17 日报道称，印度整体新增病例的下降，很大程度上反映的是人口多或检测率较高的邦病例数的下降，并不能够完整展现出印度的疫情状况。《印度教徒报》认为，印度单日确诊病例在过去一周出现持续下滑的趋势，检测样本阳性率也从此前的 22.6% 降至 19%，疫情似乎已经见顶并出现拐点，但仔细观察各地方邦的数据不难发现，至少有 11 个邦在减少检测数量的情况下出现了阳性率上升，这说明疫情在印度各地的蔓延态势并不均衡，此前出现的病例峰值可能只是“伪拐点”。

图表 10：疫苗接种情况



数据来源：wind，混沌天成研究院

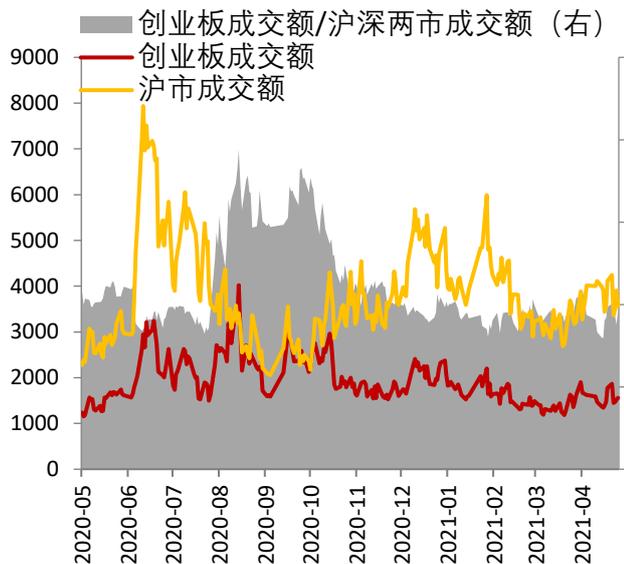
图表 11：海外主要国家疫情



数据来源: wind, 混沌天成研究院

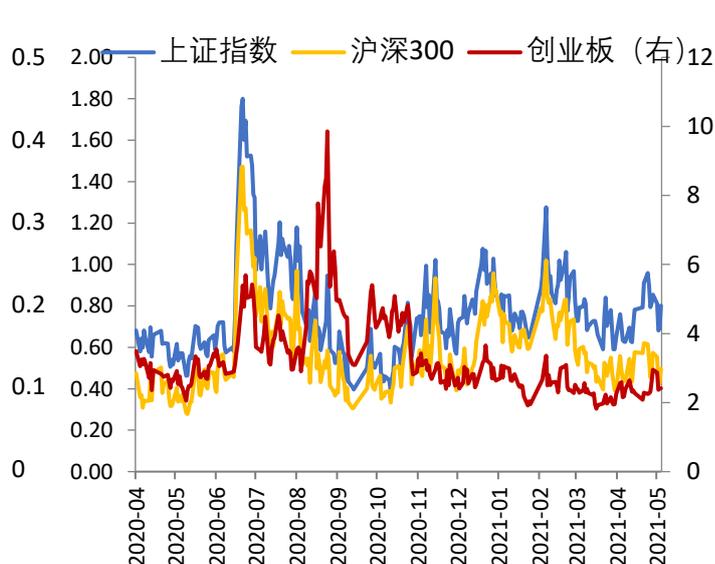
本周沪深两市成交额小幅回落，换手率小幅回落。

图表 13：成交额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

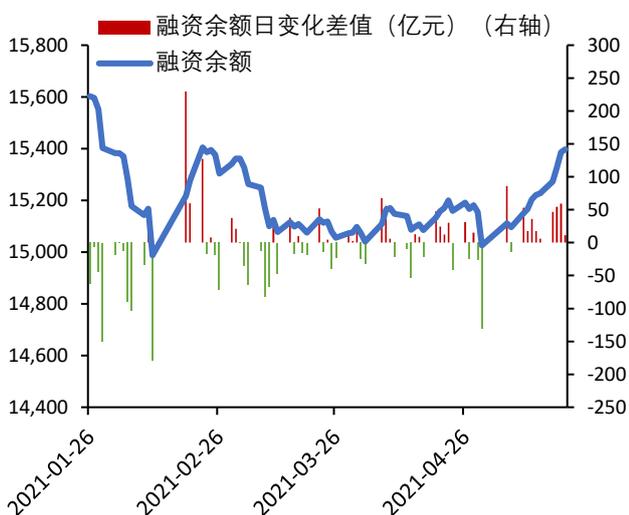
图表 14：换手率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

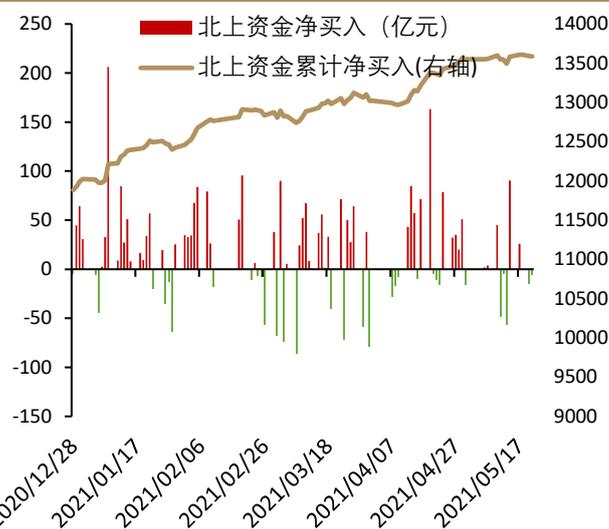
资金面继续保持净流入。融资余额大幅增加 171 亿元，本周沪深港通休市一天，北上资金小幅净流入 5 亿元。

图表 15：融资余额



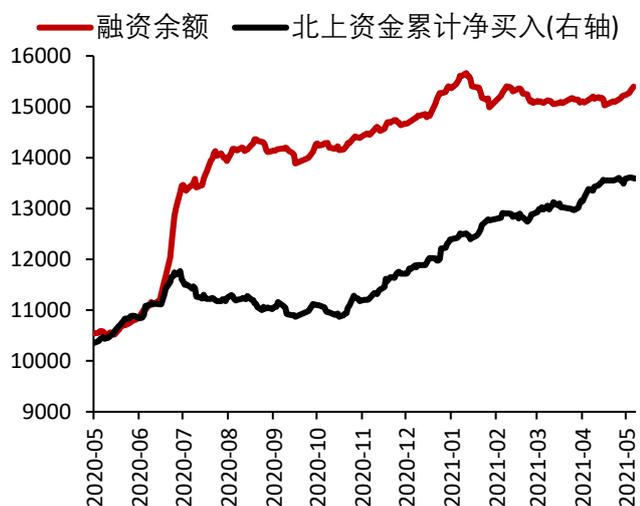
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 16：北上资金



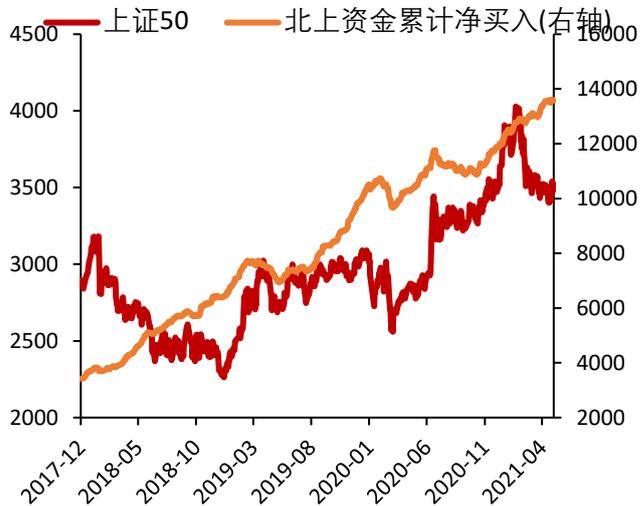
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

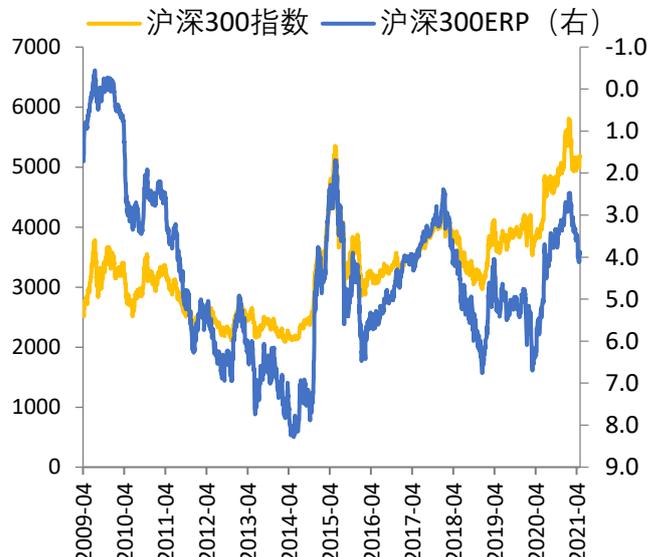
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 19: 上证综指 ERP 和价格走势 (右/逆序)



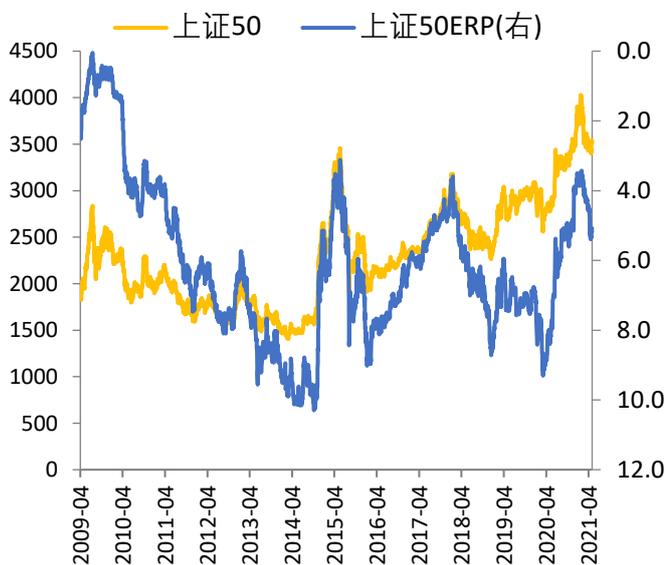
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 沪深 300ERP 和价格走势 (右/逆序)



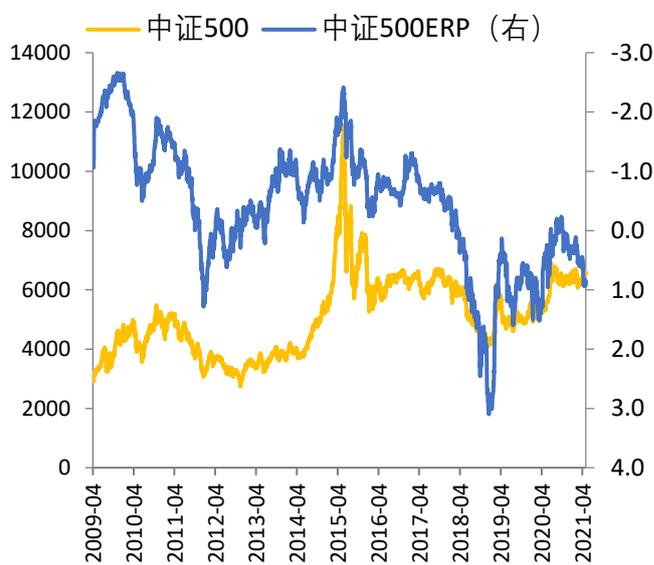
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21: 上证 50ERP 和价格走势 (右/逆序)



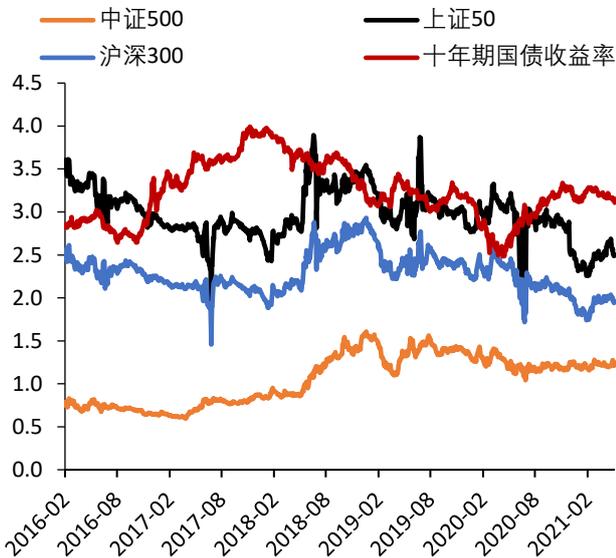
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 22: 中证 500 和价格走势 (右/逆序)



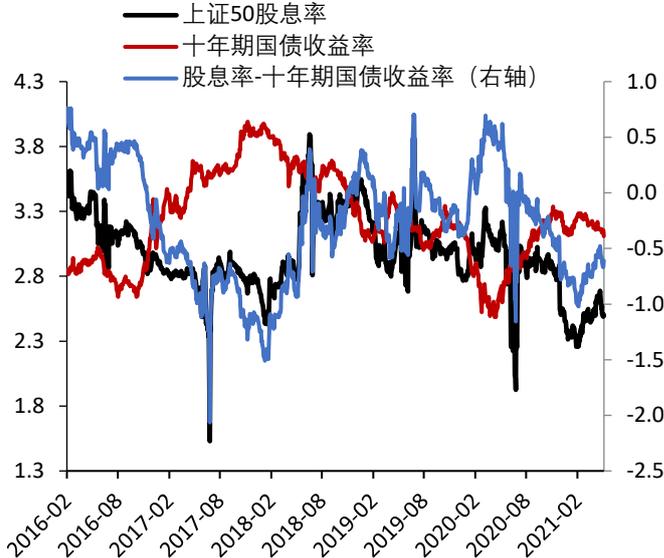
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23：指数股息率



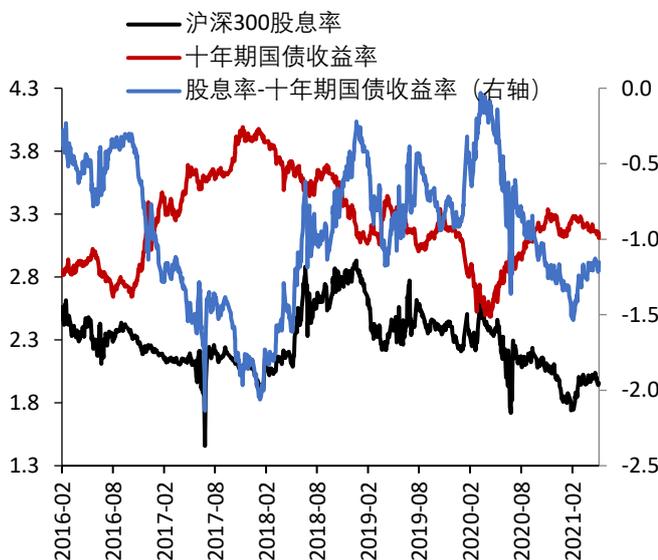
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 24：沪深 300 股息率



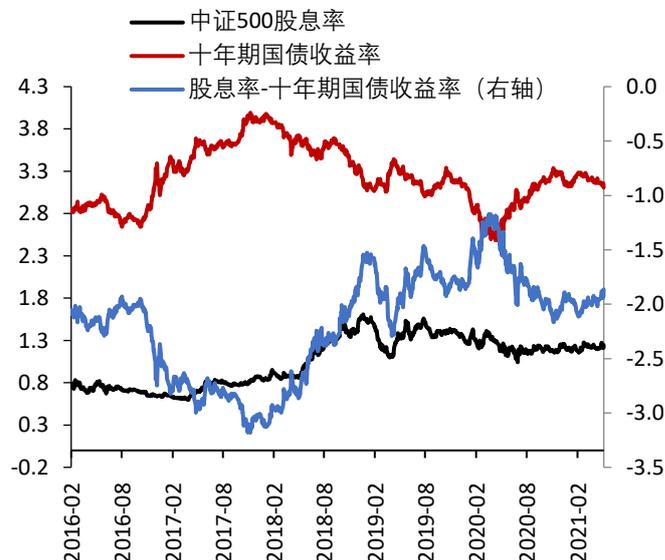
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



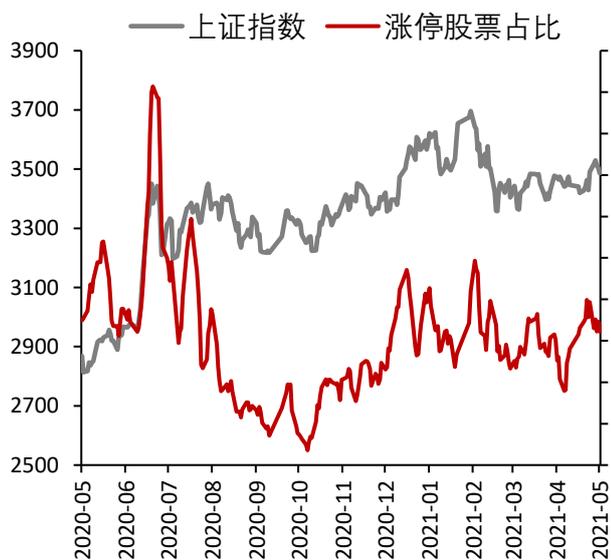
数据来源：wind，混沌天成研究院

四、市场情绪

上证综指涨停股票比例小幅回落。亏损股/绩优股指数震荡，表明市场情绪并不过热。

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

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。

