

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

疫苗预期升温，周期行业仍在上升通道

观点概述：

本周周期板块延续涨势，有色金属、采掘、钢铁、银行行业领涨。国防军工受到利好消息提振，据悉“十四五”整体订单合同本月落地，大量订单会在这两个月密集释放。自10月15日开始，上游板块好于中下游，资源能源好于科技。随着疫情影响逐渐修复，流动性宽松+通胀预期，周期行业仍处在上升通道。

本周日均成交额8000亿元左右，周环比持平。近期新股上市速度放缓，动能回到了主板。后面排队上市的公司创业板和科创板占全A的70%，动能又将向创业板倾斜，则主板相对熄火。资金面偏暖，融资余额增加74亿元，北上资金净流入55亿元。北上流入原因大概是疫苗主导的风险偏好回复，美国流动性还是边际收紧。

疫苗研发频传利好，辉瑞最新临床数据称疫苗有效率达95%，牛津称免疫效果高达99%，不过市场对疫苗数据交易转淡，一方面大规模接种尚需两个季度，另一方面疫苗研发企业“比拼式”的数据使得市场较为谨慎。国内虽然周期和医药科技呈现明显的轮动行情，但是三大期指均震荡纠结，强弱关系也不明朗。由于上半年的行情医药科技表现突出，所以7月份调仓以后IH里科技医药权重增加，因此期指之间去做阿尔法套利的效果减弱。

后市观点：国内的盈利修复略超预期，给指数带来支撑。信用债事件传导到股市降低风险偏好，央行公开市场操作淡化呵护，不改流动性边际收紧的逻辑，历史流动性收紧阶段估值贡献难以占优，盈利改善成为股价上涨动力。海外疫情发酵、总统交接焦灼，风偏有压制因素。整体来看，盈利修复放缓，流动性边际收紧，股指四季度保持震荡走势。

策略建议：

震荡

风险提示：

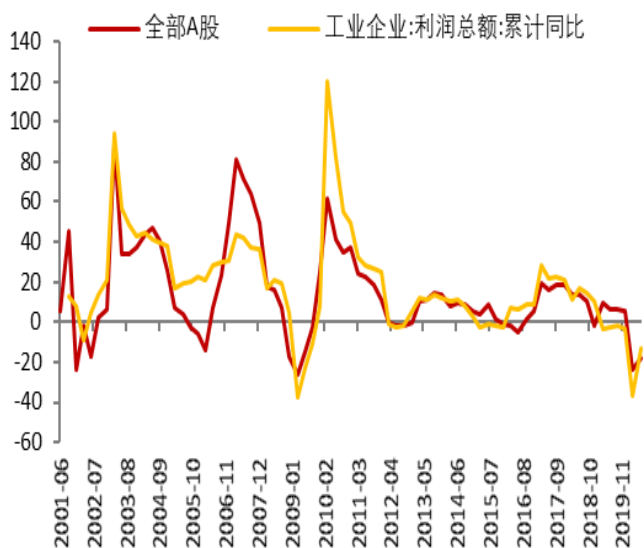
国内政策支持力度不及预期，海外疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、企业盈利明显改善

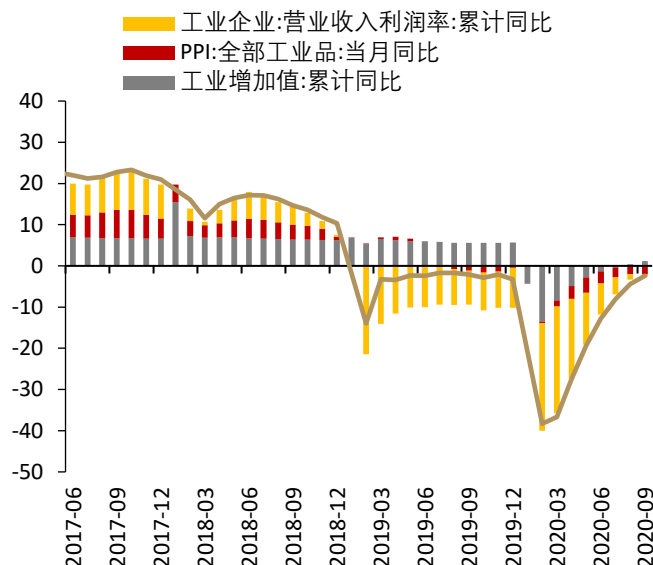
1-9 月份规模以上工业企业利润总额同比降幅继续收窄至-2.4%，其中 9 月份利润总额当月同比增速回落至 10.1%。减税降费降成本政策，让工业企业的利润率修复的很快，接近去年水平。利润率修复基本见顶了，后面要靠量价起来，工业增加值和 PPI 接棒，不然企业盈利的修复要走缓了。

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

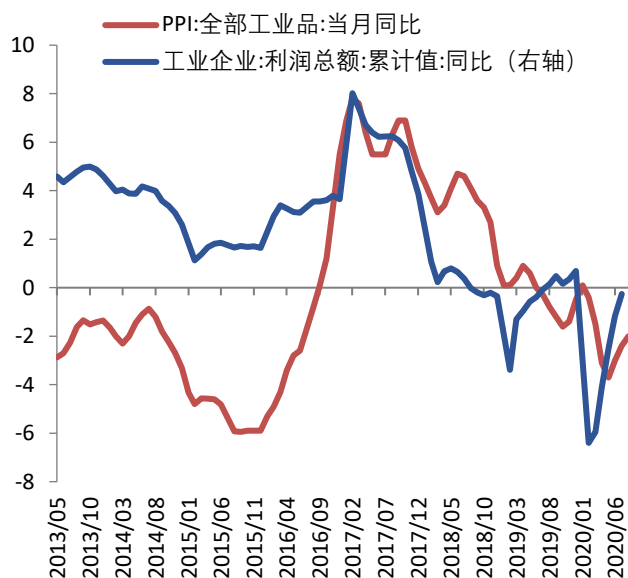
图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

影响企业盈利因素中修复较慢的是 PPI，国内 M1 同比领先于 PPI 走势近 9 个月。预示 PPI 触底反弹但幅度有限。

图表 3：PPI 和工业企业利润走势较为一致



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 4：M1 领先 PPI 同比 9 个月



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 5: 指数权重

行业/权重	IC	IF	IH	行业/权重	IC	IF	IH
非银金融	4.11%	15.01%	26.00%	建筑材料	1.77%	1.34%	1.88%
保险III	0.07%	6.36%	16.58%	水泥制造III	1.16%	0.79%	1.88%
证券III	3.29%	8.42%	9.43%	玻璃制造III	0.23%	/	/
多元金融III	0.75%	0.23%	/	管材	0.23%	/	/
银行	1.17%	12.55%	21.33%	其他建材III	0.09%	0.55%	/
食品饮料	3.23%	12.74%	16.67%	采掘	1.12%	1.08%	1.46%
白酒	0.36%	10.08%	12.95%	煤炭开采III	0.70%	0.64%	0.85%
乳品	0.23%	1.37%	3.72%	其他采掘III	0.21%	/	/
啤酒	0.74%	/	/	石油开采III	0.12%	0.23%	0.61%
葡萄酒	0.09%	/	/	油气钻采服务	0.09%	0.12%	/
肉制品	0.12%	0.29%	/	家用电器	0.92%	5.18%	1.45%
软饮料	0.09%	0.07%	/	冰箱	/	/	1.45%
食品综合	1.53%	/	/	彩电	0.60%	/	/
调味发酵品	0.08%	0.93%	/	小家电	0.32%	0.17%	/
医药生物	14.48%	9.04%	7.91%	汽车	4.16%	3.18%	1.25%
化学制剂	3.44%	2.32%	5.09%	乘用车	0.71%	1.89%	1.25%
医疗服务III	0.47%	2.12%	1.80%	其他交运设备III	0.08%	/	/
生物制品III	2.07%	2.91%	1.01%	汽车服务III	0.21%	0.08%	/
化学原料药	1.85%	0.22%	/	汽车零部件III	2.79%	1.08%	/
医疗器械III	2.56%	0.35%	/	商用载货车	0.38%	/	/
医药商业III	1.81%	0.22%	/	交通运输	2.89%	2.64%	1.24%
中药III	2.30%	0.90%	/	机场III	0.16%	0.43%	0.98%
电气设备	4.91%	3.65%	3.10%	铁路运输III	0.24%	0.32%	0.25%
光伏设备	1.68%	1.91%	3.10%	港口III	0.60%	0.18%	/
低压设备	0.45%	0.19%	/	高速公路III	0.07%	/	/
电机III	0.29%	/	/	航空运输III	0.12%	0.57%	/
电网自动化	0.17%	0.30%	/	航运III	0.57%	0.18%	/
风电设备	0.17%	0.19%	/	物流III	1.12%	0.95%	/
高压设备	0.53%	0.18%	/	有色金属	3.94%	2.26%	1.10%
工控自动化	0.03%	0.48%	/	磁性材料	0.38%	/	/
储能设备	0.92%	0.29%	/	黄金III	0.46%	0.95%	0.67%
火电设备	0.10%	/	/	金属新材料III	0.36%	/	/
线缆部件及其他	0.08%	/	/	铝	0.17%	0.21%	/
中压设备	0.25%	/	/	其他稀有小金属	0.47%	0.34%	0.43%
综合电力设备商	0.23%	0.11%	/	铅锌	0.93%	/	/
休闲服务	0.56%	1.28%	3.00%	铜	0.71%	0.12%	/
旅游综合III	0.11%	1.13%	3.00%	钨	0.22%	/	/
酒店III	0.45%	/	/	稀土	0.26%	0.13%	/
化工	8.14%	2.36%	2.71%	计算机	6.48%	2.76%	1.08%
聚氨酯	0.11%	0.74%	1.90%	IT服务	4.58%	0.28%	/
石油加工	0.44%	0.31%	0.81%	计算机设备III	0.71%	0.52%	/
纯碱	0.31%	/	/	软件开发	1.20%	1.96%	1.08%
氮肥	0.83%	/	/	通信	1.96%	1.22%	0.69%
涤纶	0.47%	0.61%	/	通信运营III	/	/	0.69%
纺织化学用品	0.12%	0.21%	/	通信传输设备	0.60%	0.87%	/
氟化工及制冷剂	0.40%	/	/	通信配套服务	0.85%	/	/
改性塑料	0.53%	/	/	终端设备	0.51%	0.10%	/
合成革	0.12%	/	/	国防军工	3.18%	1.34%	0.59%
氨纶	0.22%	/	/	船舶制造III	/	/	0.59%
磷化工及磷酸盐	0.11%	/	/	地面兵装III	1.38%	/	/
轮胎	0.31%	/	/	航空装备III	1.37%	0.91%	/
氯碱	0.47%	0.13%	/	航天装备III	0.42%	0.15%	/
农药	0.91%	/	/	传媒	4.91%	1.92%	/
其他化学原料	0.23%	/	/	互联网信息服务	0.51%	0.69%	/
其他化学制品	1.45%	0.17%	/	平面媒体	0.48%	/	/
日用化学产品	0.53%	/	/	其他文化传媒	0.16%	0.17%	/
玻纤	0.27%	0.18%	/	移动互联网服务	1.85%	0.23%	/
无机盐	0.62%	/	/	营销服务	0.68%	0.59%	/
机械设备	3.59%	1.85%	2.36%	影视动漫	0.66%	0.13%	/
工程机械	0.14%	1.28%	2.36%	有线电视网络	0.57%	0.11%	/
纺织服装设备	0.11%	/	/	公用事业	3.39%	1.90%	/
环保设备	0.17%	/	/	环保工程及服务III	1.00%	/	/
金属制品III	0.25%	/	/	火电	0.86%	0.33%	/
楼宇设备	0.12%	/	/	燃气III	0.16%	/	/
其它通用机械	0.97%	/	/	热电	0.24%	/	/
其它专用机械	0.78%	/	/	水电	0.15%	1.30%	/
铁路设备	0.34%	0.39%	/	水务III	0.63%	/	/
冶金矿采化工设备	0.55%	/	/	新能源发电	0.36%	0.26%	/
仪器仪表III	0.06%	/	/	农林牧渔	3.08%	1.92%	/
重型机械	0.12%	/	/	畜禽养殖III	0.12%	1.14%	/
电子	7.64%	8.14%	2.25%	动物保健III	0.69%	/	/
LED	0.50%	0.30%	0.77%	粮食种植	0.24%	/	/
电子零部件制造	1.13%	2.20%	0.58%	其他农产品加工	0.86%	/	/
集成电路	1.60%	0.82%	0.48%	其他种植业	0.18%	/	/
电子系统组装	0.40%	2.05%	0.42%	饲料III	0.70%	0.78%	/
光学元件	0.30%	0.18%	/	种子生产	0.30%	/	/
被动元件	0.94%	0.20%	/	轻工制造	2.24%	0.31%	/
其他电子III	1.26%	0.21%	/	包装印刷III	0.51%	/	/
显示器件III	1.17%	1.47%	/	家具	0.61%	0.13%	/
印制电路板	0.34%	0.45%	/	造纸III	1.01%	/	/
建筑装饰	1.29%	1.83%	2.25%	珠宝首饰	0.11%	/	/
建筑装饰	/	/	2.25%	钢铁	2.63%	0.53%	/
房屋建设III	/	/	1.65%	普钢	1.90%	0.50%	/
铁路建设	/	/	0.59%	特钢	0.73%	0.03%	/
城轨建设	0.21%	/	/	商业贸易	2.87%	0.50%	/
国际工程承包	0.22%	/	/	百货	0.64%	/	/
路桥施工	0.24%	0.15%	/	超市	0.14%	0.18%	/
其他基础设施建设	0.11%	/	/	多业态零售	0.64%	/	/
其他专业工程	0.02%	0.11%	/	贸易III	0.34%	/	/
园林工程III	0.11%	/	/	专业连锁	0.71%	0.30%	/
装修装饰III	0.37%	/	/	专业市场	0.41%	0.02%	/
房地产	3.65%	3.44%	1.70%	纺织服装	0.35%	0.05%	/
房地产开发III	2.96%	3.37%	1.70%	其他服装	0.14%	/	/
园区开发III	0.69%	0.08%	/	休闲服装	0.21%	/	/
				综合	1.36%	/	/

数据来源: wind, 混沌天成研究院 (更新时间: 2020.11.09)

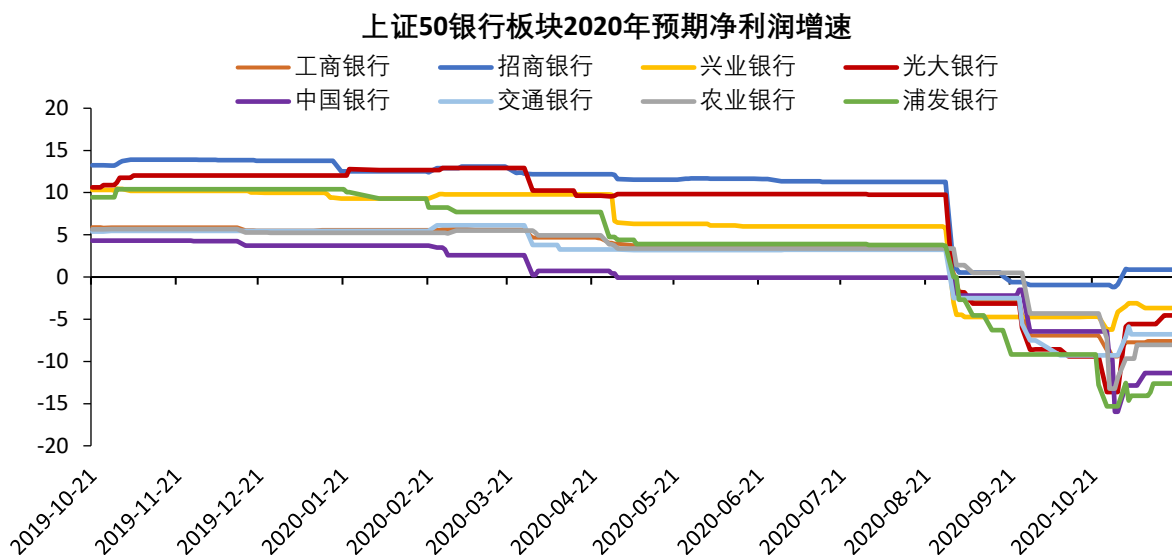
数据来源: wind, 混沌天成研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

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。随着经济复苏银行盈利修复，全年盈利增速普遍上调。

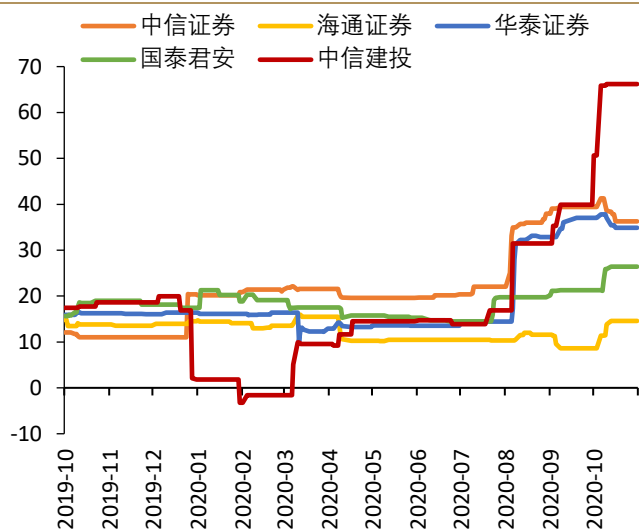
图表 6: 上证 50 银行股 2020 年预期净利润增速



数据来源: wind, 混沌天成研究院

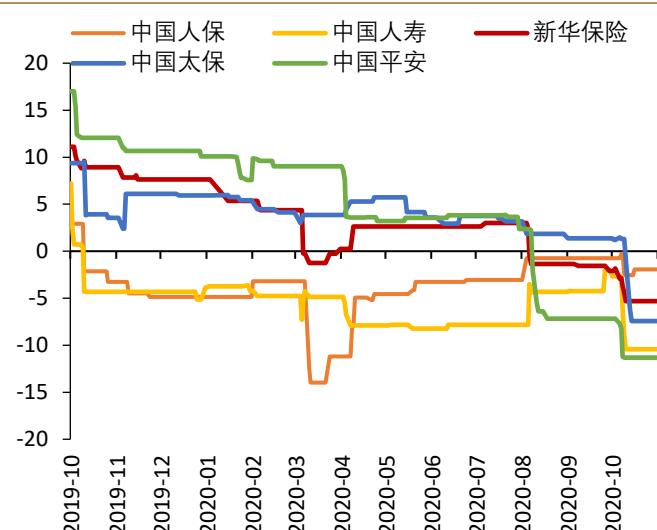
资本市场改革继续推进，券商盈利增速大幅上调，保险股盈利上调和下调各半。

图表 7: 上证 50 券商股盈利预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

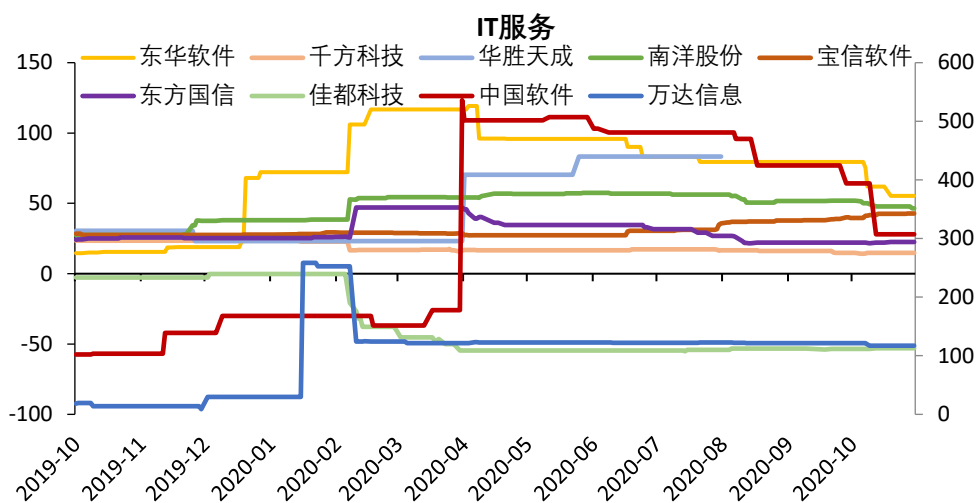
图表 8: 上证 50 保险股盈利预测



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。收受益于疫情催化的需求增加，IT 服务的盈利预测多数上调。

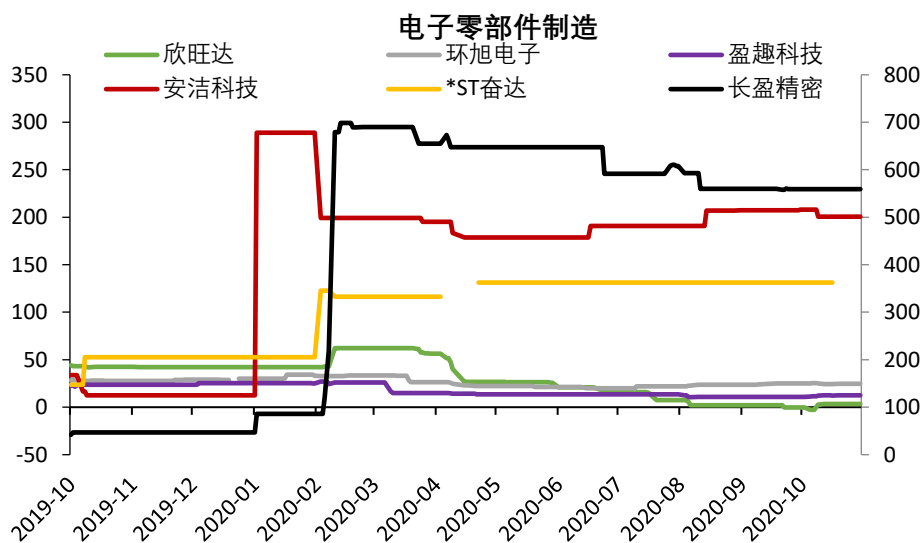
图表 9：中证 500IT 服务行业盈利预测



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 10：中证 500 电子零部件制造行业盈利预测

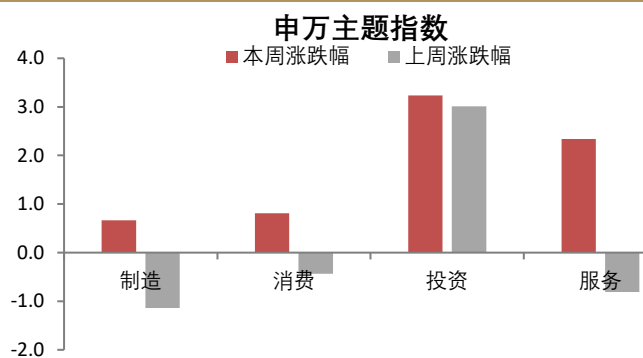


数据来源：wind，混沌天成研究院

二、风格表现

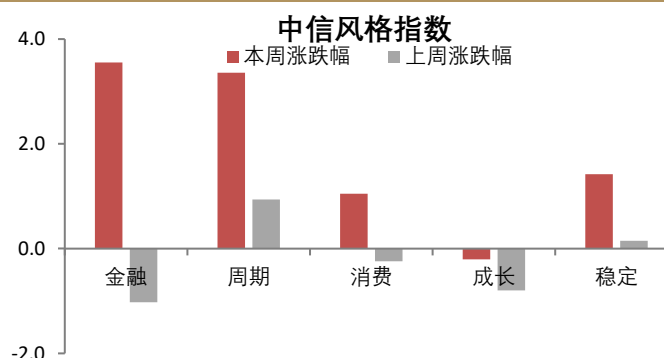
本周周期板块延续涨势，有色金属、采掘、钢铁、银行行业领涨。国防军工受到利好消息提振，据悉“十四五”整体订单合同本月落地，大量订单会在这两个月密集释放。自10月15日开始，上游板块好于中下游，资源能源好于科技。随着疫情影响逐渐修复，流动性宽松+通胀预期，周期行业仍处在上升通道。

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：板块 5 天滚动收益率

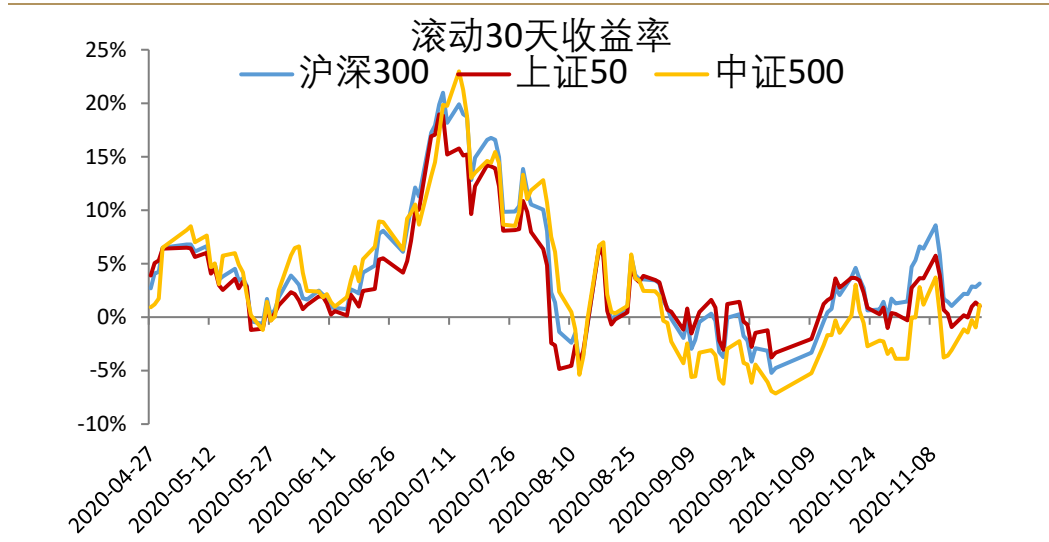
	上游(中信)	中游(中信)	下游(中信)	金融地产(组合·中信)	消费(组合·中信)	科技(组合·中信)	基础设施及建设(中信)	TMT(中信)	资源能源(组合·中信)
2020-11-20	5.08%	1.67%	1.01%	3.51%	0.33%	0.98%	1.85%	-0.68%	4.74%
2020-11-19	3.02%	0.51%	-0.40%	2.17%	-1.03%	1.30%	0.78%	-0.57%	1.82%
2020-11-18	4.41%	0.16%	-0.64%	0.88%	-1.40%	-0.76%	0.62%	-0.94%	2.30%
2020-11-17	4.07%	-0.70%	-1.31%	-0.58%	-1.96%	-3.70%	0.31%	-3.93%	2.54%
2020-11-16	3.99%	0.15%	-1.38%	-1.68%	-0.98%	-3.93%	0.03%	-4.76%	1.29%
2020-11-13	2.64%	0.84%	-0.85%	-1.03%	-0.60%	-1.10%	0.46%	-0.98%	-0.41%
2020-11-12	3.40%	-0.25%	-1.21%	0.80%	-1.39%	-2.79%	0.87%	-1.00%	1.62%
2020-11-11	4.41%	1.64%	-0.67%	2.74%	-0.95%	-0.45%	2.54%	0.92%	2.60%
2020-11-10	4.57%	3.06%	1.65%	3.06%	0.85%	2.03%	2.69%	3.82%	2.08%
2020-11-09	9.22%	4.49%	3.79%	5.06%	2.80%	6.89%	4.29%	7.88%	6.61%
2020-11-06	7.78%	3.92%	2.64%	2.78%	0.70%	2.54%	2.70%	4.60%	6.11%
2020-11-05	4.48%	3.14%	1.46%	1.04%	0.24%	1.41%	1.19%	2.50%	3.83%
2020-11-04	2.42%	0.73%	1.98%	0.15%	1.08%	-1.58%	-0.71%	-0.28%	1.89%
2020-11-03	2.72%	1.19%	2.43%	-0.84%	1.80%	-1.93%	-0.75%	0.66%	1.81%
2020-11-02	-0.49%	0.78%	2.07%	-3.10%	1.54%	-4.47%	-2.43%	-1.26%	-0.62%
2020-10-30	-1.98%	0.35%	1.47%	-4.48%	1.38%	-3.34%	-2.30%	-1.27%	-2.17%
2020-10-29	-0.74%	0.42%	1.27%	-2.93%	0.89%	-2.76%	-1.26%	-1.18%	-1.98%
2020-10-28	-0.49%	-0.08%	-1.10%	-2.85%	-1.61%	-2.36%	-1.34%	-0.93%	-1.36%
2020-10-27	-1.61%	-2.58%	-2.53%	-1.54%	-2.87%	-3.79%	-1.88%	-3.26%	-1.21%
2020-10-26	-1.66%	-1.98%	-1.68%	-1.41%	-2.57%	-3.47%	-1.15%	-2.35%	-1.64%
2020-10-23	-1.55%	-3.71%	-2.97%	0.23%	-3.94%	-3.71%	-1.80%	-3.17%	-1.79%
2020-10-22	-0.77%	-2.92%	-0.85%	1.20%	-1.40%	-3.11%	-0.90%	-2.01%	-0.12%
2020-10-21	-0.08%	-3.17%	-0.98%	1.48%	-1.48%	-3.74%	-1.21%	-2.66%	1.19%
2020-10-20	-0.45%	-1.48%	-1.16%	0.16%	-1.74%	-2.98%	-1.20%	-2.44%	-0.01%
2020-10-19	-0.39%	-2.06%	-1.77%	0.03%	-2.23%	-3.29%	-1.40%	-3.53%	0.47%
2020-10-16	2.35%	1.94%	2.78%	3.24%	2.90%	0.55%	1.08%	0.05%	3.38%
2020-10-15	4.73%	6.81%	5.23%	3.33%	5.23%	4.13%	2.85%	4.13%	4.14%

数据来源：wind，混沌天成研究院

三、复盘和后续展望

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。7月中旬中美摩擦升级影响市场情绪，流动性边际收紧，盈利持续修复，从7月底到现在，大盘在3200-3500区间震荡整理。

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

据调研、下游房地产和基建需求超预期，PPI从需求端有回升的支撑，但是幅度不会太大。PPI在修复的通道，那么企业盈利修复的逻辑就还没被打破。信用债事件风险蔓延到股市，周一央行操作8000亿MLF以后流动性边际收紧，事件尚未解决但是央行的呵护有限，对情绪偏利空。

疫苗研发频传利好，辉瑞最新临床数据称疫苗有效率达95%，牛津称免疫效果高达99%，不过市场对疫苗数据交易转淡，一方面大规模接种尚需两个季度，另一方面疫苗研发企业“比拼式”的数据使得市场较为谨慎。国内虽然周期和医药科技呈现明显的轮动行情，但是三大期指均震荡纠结，强弱关系也不明朗。由于上半年的行情医药科技表现突出，所以7月份调仓以后IH里科技医药权重增加，因此期指之间去做阿尔法套利的效果减弱。

后市观点：国内的盈利修复略超预期，给指数带来支撑。信用债事件传导到股市降低风险偏好，央行公开市场操作淡化呵护，不改流动性边际收紧的逻辑，历史流动性收紧阶段估值贡献难以占优，盈利改善成为股价上涨动力。海外疫情发酵、总统交接焦灼，风偏有压制因素。整体来看，盈利修复放缓，流动性边际收紧，股指四季度保持震荡走势。

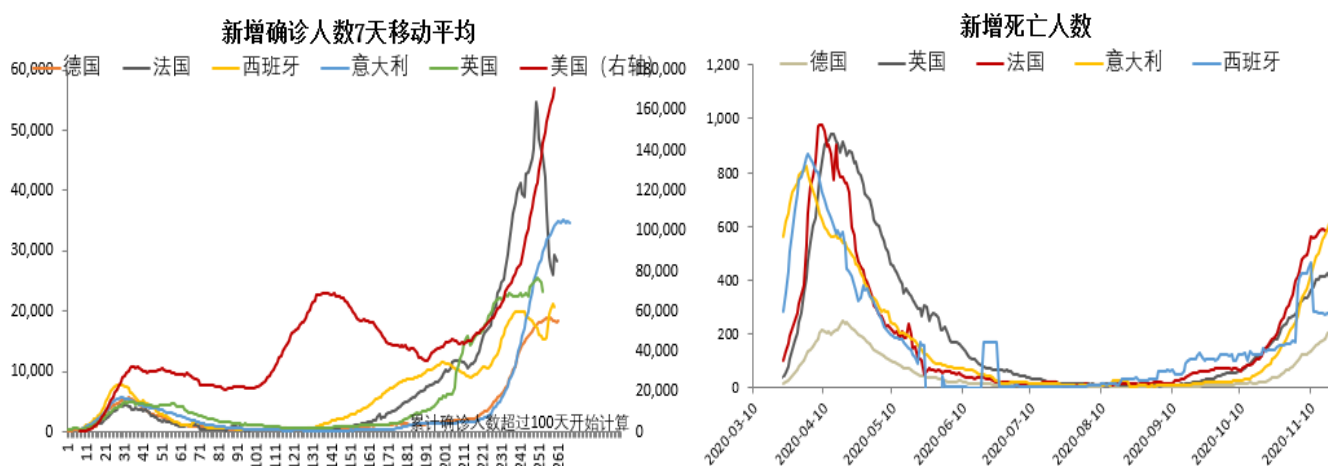
美国方面，财政刺激政策遇到阻力，市场短暂交易疫苗利好以后转为弱势整理。值的关注的一点是，隔夜美股道琼斯和纳斯达克指数的相对强弱对第二天IH和IC的相对强弱有映射关系，道指强纳指弱则第二天IH强IC弱。

疫情方面，伊朗疫情严重恶化，近几日新增人数增加太猛，导致死亡率边际走低，未来一两

周应该能看到死亡人数斜率走高。伊朗计划在 11 月 21 日加强封锁，主要是非必须的服务业，学校转为线上学习，工业生产继续，城市之间交通关闭。欧洲封城措施进一步显现，西班牙新增拐头，英德斜率放缓，法国新增大幅减少，不过法国已经边际反弹。医疗资源边际上有改善，整个欧洲新增住院除掉捷克和罗马尼亚是下降的。现有住院人数上，法国意大利达到了第一波的高峰，并且斜率没有放缓的迹象，封城应该不会放松。

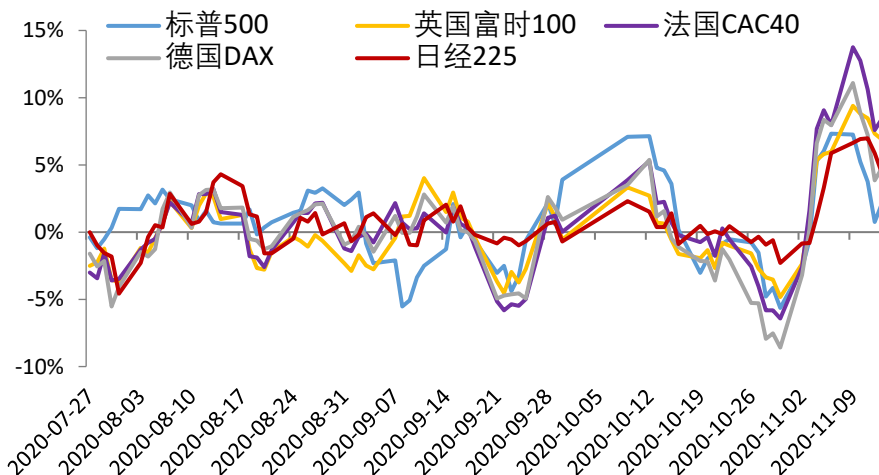
距离美国疫苗的接种可能不到两周的时间。美国药企 Moderna 和辉瑞新冠疫苗通过批准可能需要有一周到 10 天的时间，而美国官员表示将在疫苗获得紧急使用授权的 24 小时内进行分发。两家企业估计今年可以生产多达 5,000 万剂，足以给 2,500 万人接种，然后在 2021 年将生产多达 13 亿剂。此外关注俄罗斯计划在 11 月公布“SPUTNIK V”疫苗试验的中期疗效数据。中国国药新冠疫苗已经在近百万人上进行使用，没有接到一例严重不良反应的报告。关于疫苗公司之间的竞争，bioNtech 表明最初的 5-8 家通过批准的疫苗公司不会互相妨碍，只有在 2021 年中期之后，它们才会对各自的特定产品进行竞争。

图表 2： 主要国家疫情



数据来源：wind，混沌天成研究院

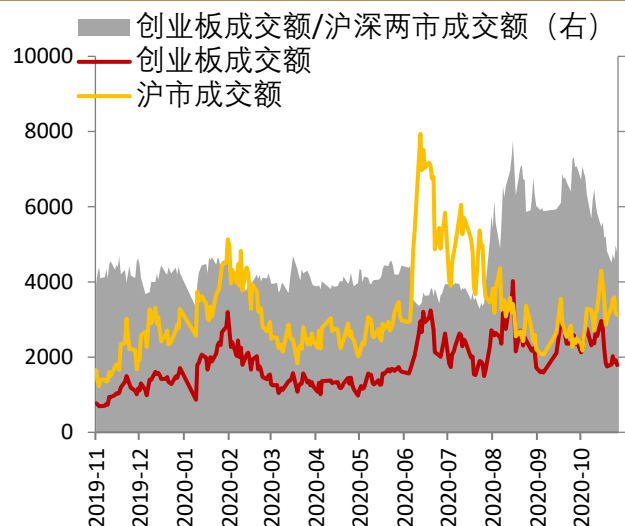
图表 7： 主要国家股指 5 天滚动收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

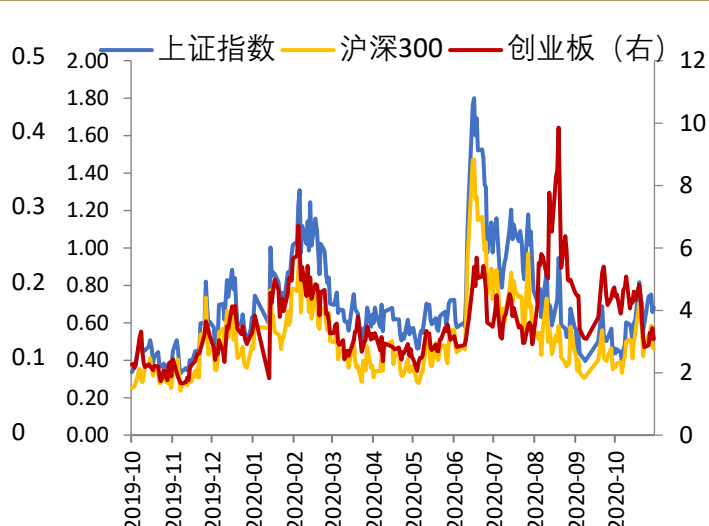
本周日均成交额 8000 亿元左右，周环比持平。近期新股上市速度放缓，动能回到了主板。后面排队上市的公司创业板和科创板占全 A 的 70%，动能又将向创业板倾斜，则主板相对熄火。

图表 8：成交额



数据来源：wind，混沌天成研究院

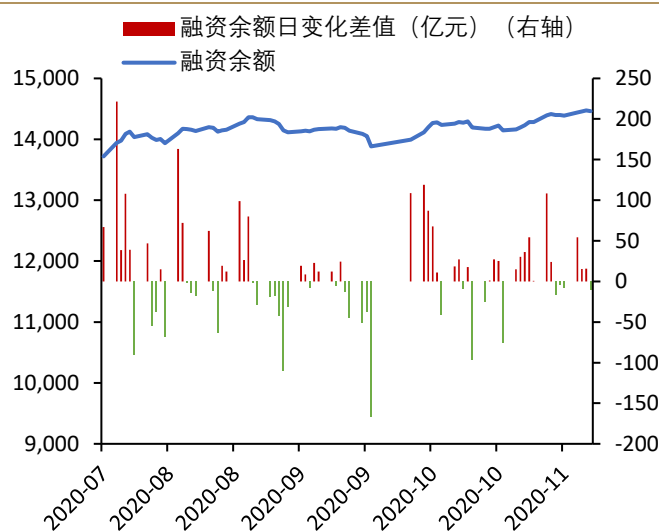
图表 9：换手率



数据来源：wind，混沌天成研究院

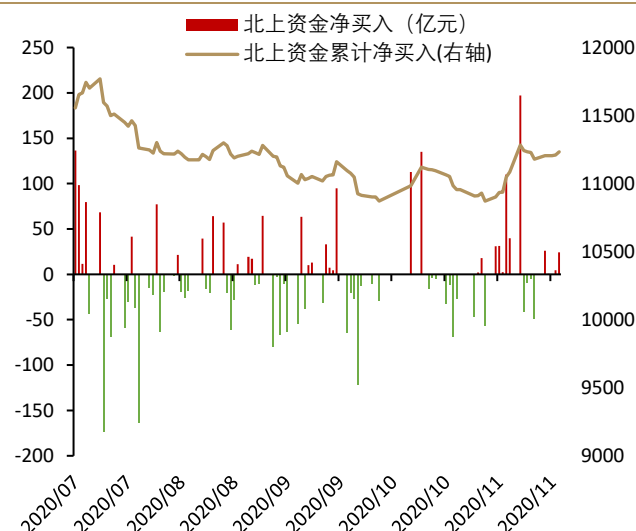
本周资金面偏暖，融资余额增加 74 亿元，北上资金净流入 55 亿元。北上流入原因大概是疫苗主导的风险偏好回复，美国流动性还是边际收紧。

图表 10：融资余额



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 11：北上资金



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。

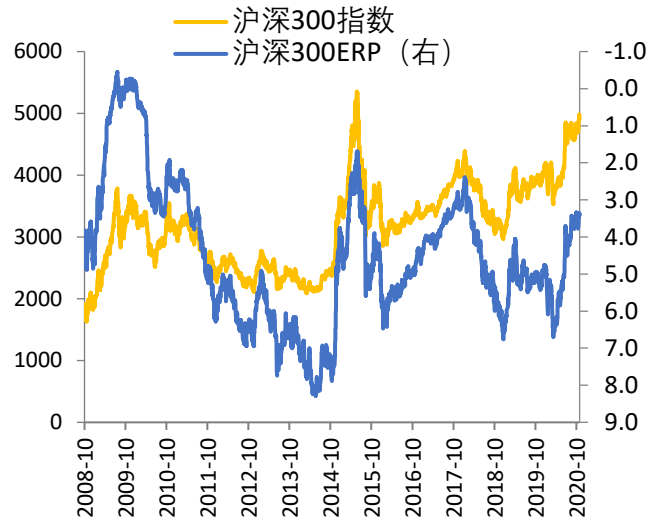
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 12：上证综指 ERP 和价格走势（右/逆序）



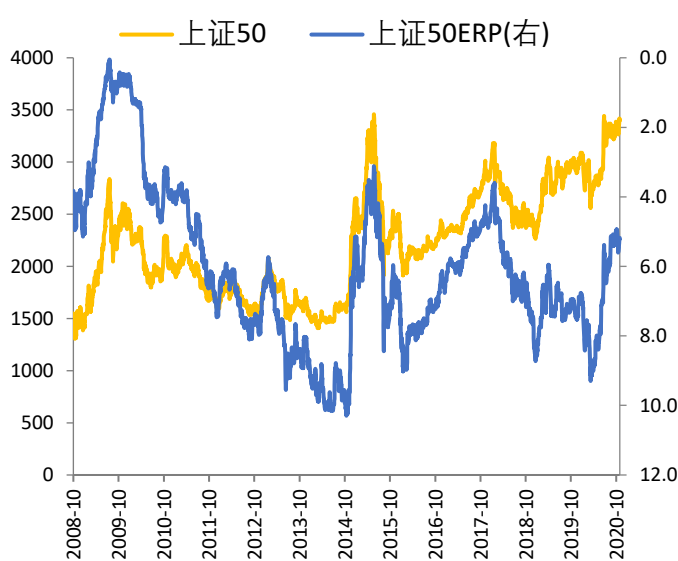
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 13：沪深 300ERP 和价格走势（右/逆序）



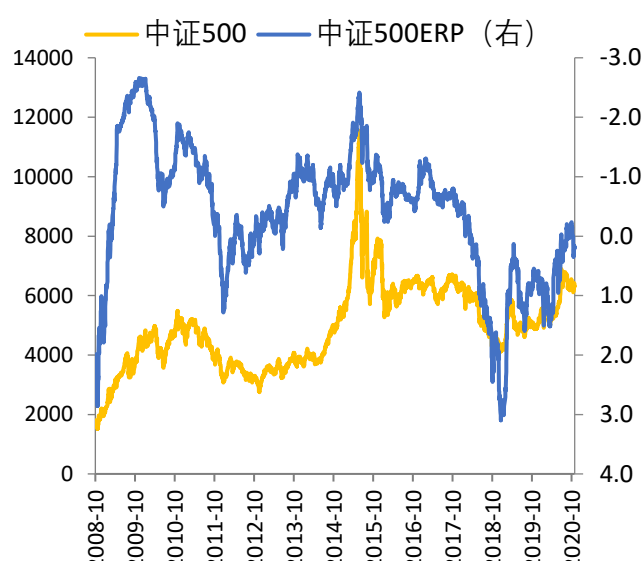
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 38：上证 50ERP 和价格走势（右/逆序）



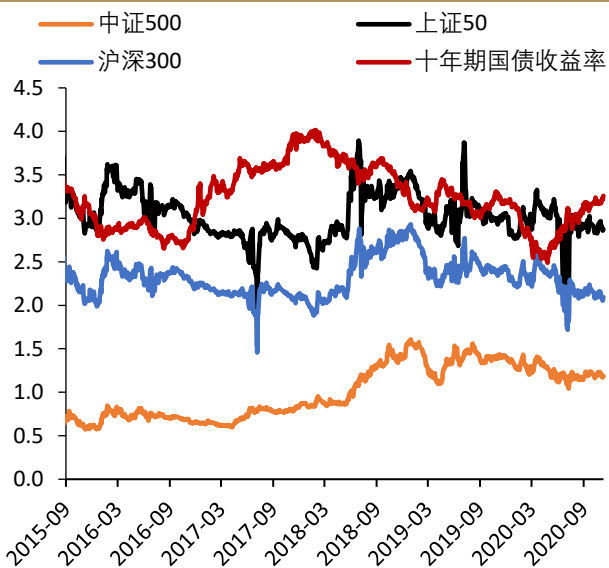
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 39：中证 500 和价格走势（右/逆序）



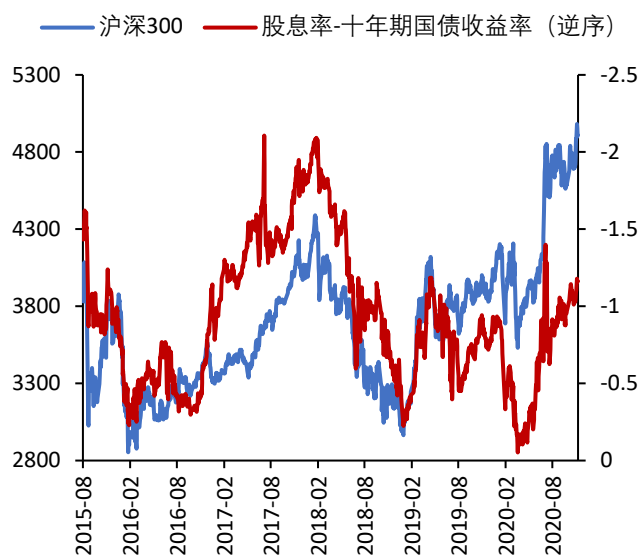
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 14: 沪深 300 股息率



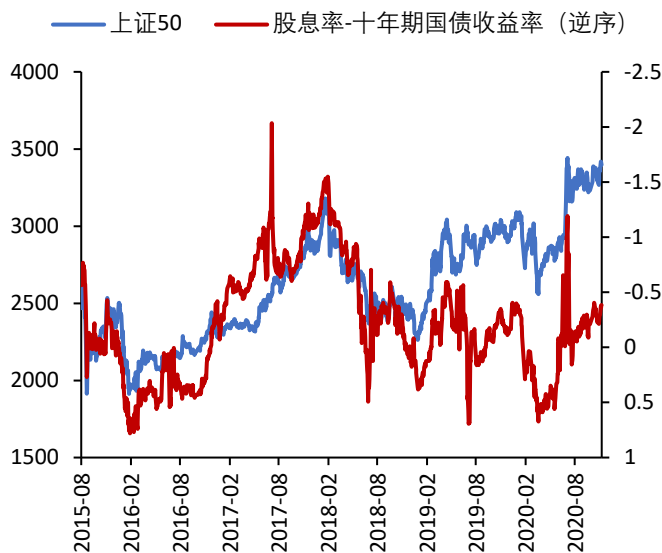
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 15: 上证 50 股息率



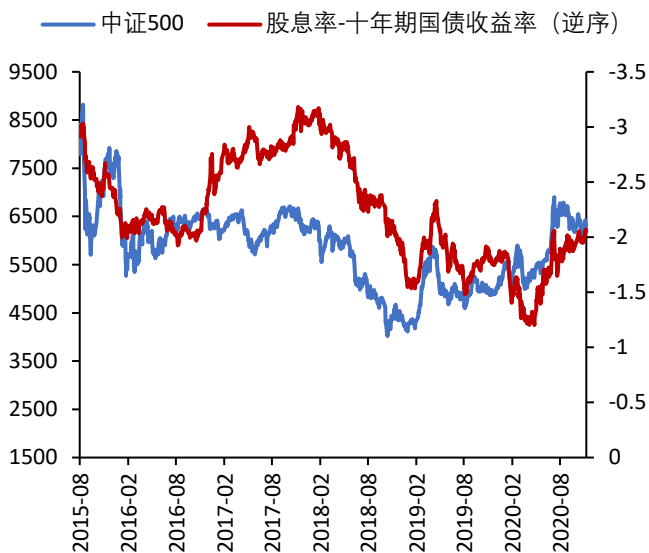
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 16: 沪深 300 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 17: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

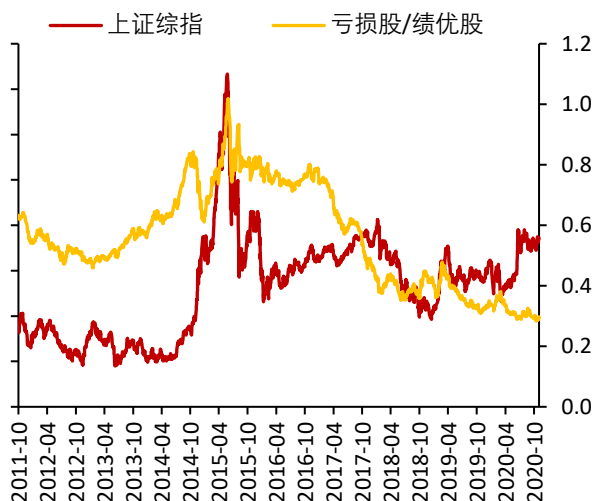
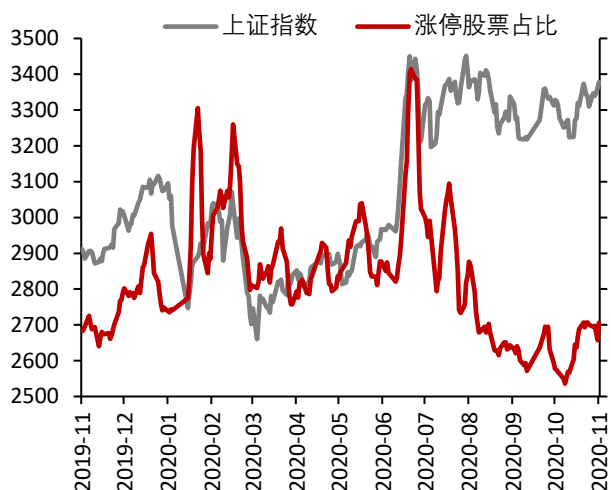
数据跟踪

一、市场情绪

本周市场情绪延续上周热情，涨停股票占比与上周持平。

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

美国大选落地释放风险，港股表现好于 A 股，AH 溢价逐渐修复。

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。

