

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

政治局会议加大政策对冲，风险偏好提升

观点概述：

受国内疫情冲击影响，一季度GDP同比为-6.8%。其中，3月工业生产有所恢复，3月消费的恢复较投资更慢一些。周五政治局会议释放出更加积极的信号，逆周期调节加码以后二季度经济数据将逐步回升，分歧无非是回升的速度和幅度。随着一季度经济数据和一季报披露，对于盈利的悲观预期集中落地。

风险偏好持续改善，美元流动性危机缓解，波动率大幅回落，美国疫情确定好转。股市微观流动性持续好转，两融回升，北上资金重回净流入。A股估值处于低位，权益风险溢价和股指股息率显示股票的吸引力加大。在流动性极度宽松、风险偏好持续修复、后期两会的召开提振风险偏好的共振下，股指在底部迎来向上拐点。

策略建议：

在盈利的悲观预期集中落地、流动性极度宽松、风险偏好持续修复、后期两会的召开提振风险偏好的共振下，股指在底部迎来向上拐点。

风险提示：

国内政策支持力度不及预期，疫情扩散超预期。

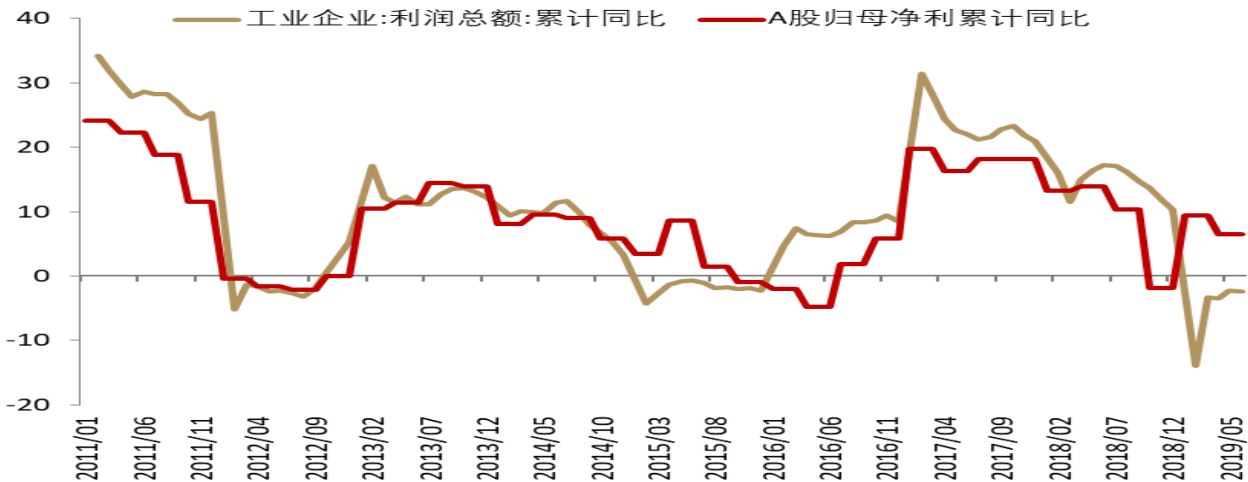
混沌天成期货研究院



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。

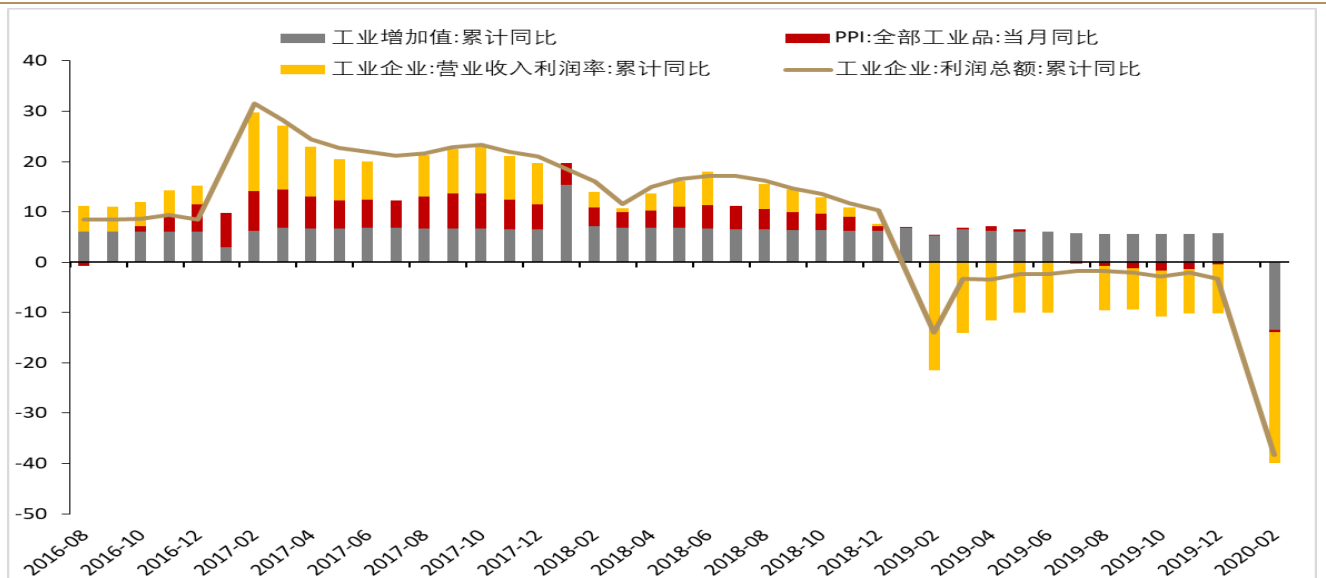
图表 1: 工业企业利润和 A 股上市公司利润走势



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。

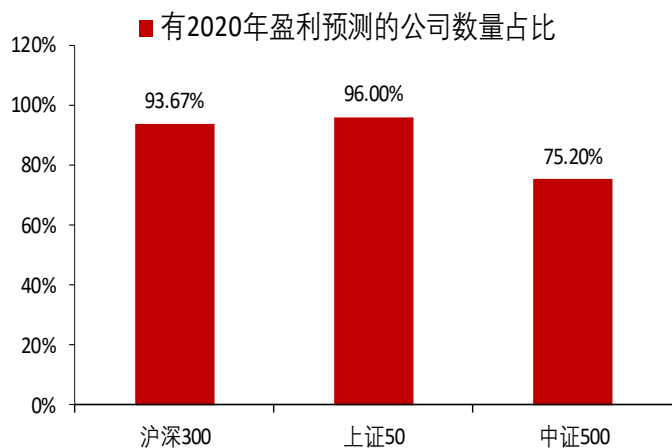
图表 2: 工业企业利润分析



数据来源: wind, 混沌天成研究院

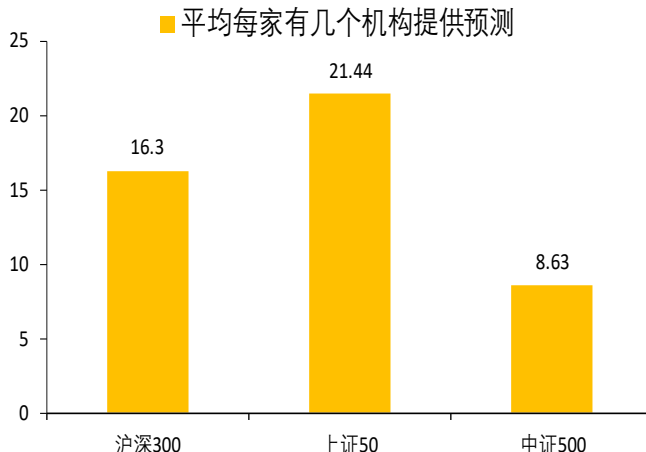
从预测每股收益的下调来看，IH、IF的下调幅度大于IC。这也跟中证500当中券商覆盖的少，未能提供EPS的预测有关。沪深300有2020年盈利预测的公司数量占比为94%，上证50为96%，中证500为75.2%。从预测机构家数平均值来看，沪深300有盈利预测的公司平均有16.3家机构预测，上证50为21.4，中证500为8.6，通常认为预测机构家数越多，给出的盈利预测越公允。

图表 3：三大指数盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

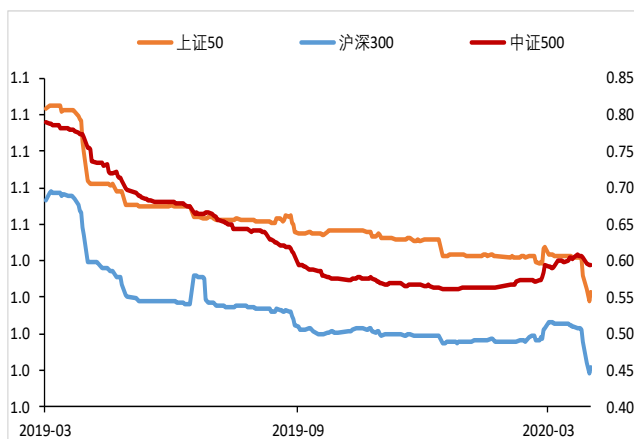
图表 4：IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

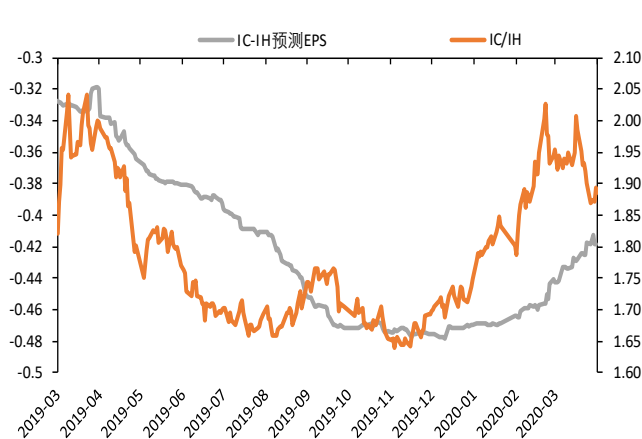
从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS 增速差值和 IC/IH 走势较为一致。

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

IC前三十权重	盈利预测调整幅度
生物股份	53.67
纳思达	46.59
东华软件	23.45
中环股份	23.41
格林美	21.44
紫光国微	18.10
欣旺达	12.66
亿纬锂能	11.69
北方华创	10.35
闻泰科技	9.06
长信科技	8.35
启明星辰	3.78
卫宁健康	3.54
光环新网	3.47
凯莱英	1.60
海格通信	1.35
通策医疗	0.24
太平洋	0.00
辽宁成大	0.00
东山精密	-0.05
恩捷股份	-0.55
常熟银行	-0.64
华测检测	-0.97
国轩高科	-1.25
沪电股份	-1.35
水晶光电	-1.69
中国长城	-4.88
华鲁恒升	-12.17
中国软件	-16.19
长电科技	-91.01

图表 8: IH 盈利预测调整幅度

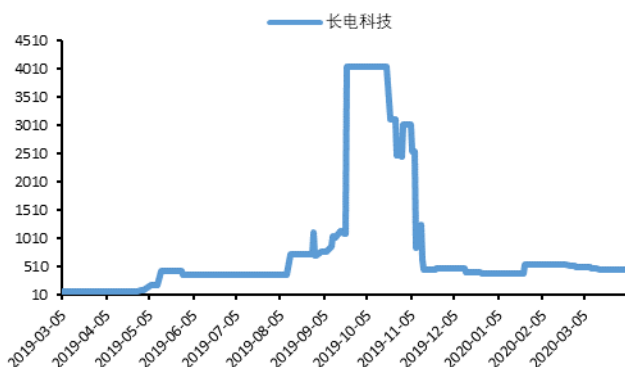
IH	盈利预测调整幅度
山东黄金	31.63
药明康德	14.91
中信建投	8.48
中国中车	3.31
中国平安	2.56
中国铁建	1.87
海螺水泥	1.34
海通证券	1.23
中信证券	1.18
三一重工	1.04
农业银行	0.93
中国联通	0.68
光大银行	0.59
兴业银行	0.51
招商银行	0.36
隆基股份	0.36
中国建筑	0.35
建设银行	0.23
华夏幸福	0.23
保利地产	0.08
三安光电	0.00
贵州茅台	-0.37
伊利股份	-0.67
万华化学	-0.79
工商银行	-0.79
上汽集团	-0.87
国泰君安	-1.02
海尔智家	-1.06
恒瑞医药	-1.48
中国太保	-1.56
浦发银行	-1.59
交通银行	-1.69
中国人寿	-1.95
中国神华	-2.19
中国银行	-3.46
中国国航	-3.52
中国国旅	-4.21
民生银行	-5.75
新华保险	-6.60
工业富联	-7.76
复星医药	-8.29
华泰证券	-8.35
中国重工	-8.46
中国人保	-9.13
中国中铁	-10.99
中国石化	-12.40
红塔证券	-14.02
洛阳钼业	-20.88
上海机场	-31.38
中国石油	-38.82

数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 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。

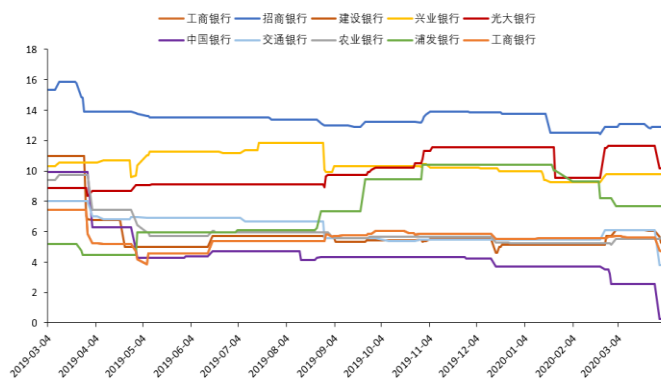
图表 9: 长电科技盈利预期预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

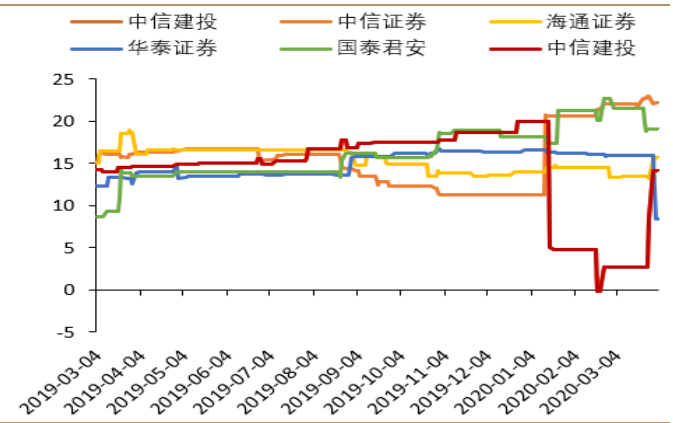
银行是IH中权重最大的行业，可以看出银行下调盈利预期的趋势较为一致。IH中券商的盈利调整分化 IH中券商的盈利调整分化 IH中券商的盈利调整分化

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

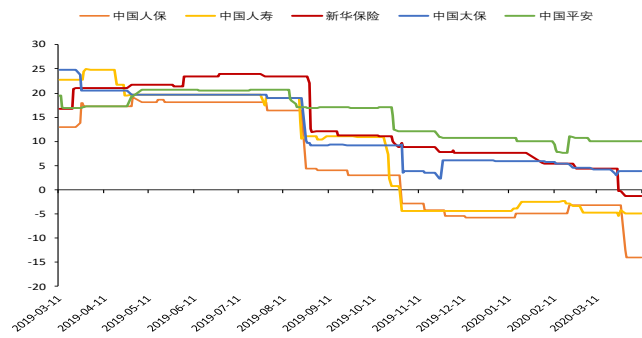
图表 11: 上证 50 券商板块盈利预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

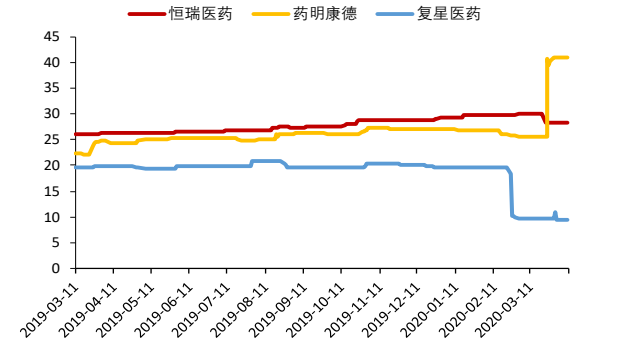
保险行业可以看出下调的趋势较为一致, 体现出疫情的影响。医药行业出现分化, 药明康德大幅上调盈利预期。

图表 12: 上证 50 保险板块盈利预测



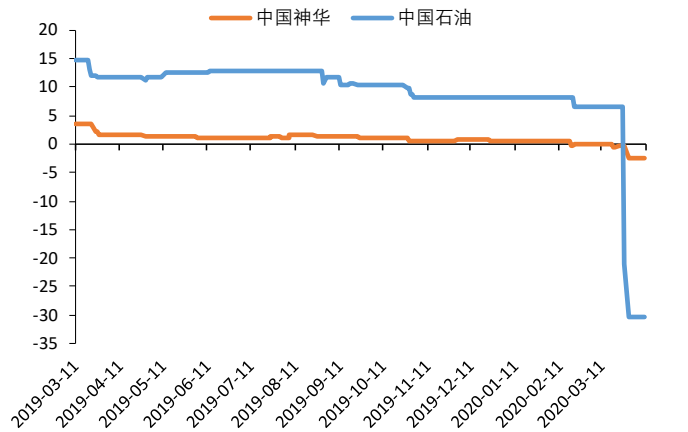
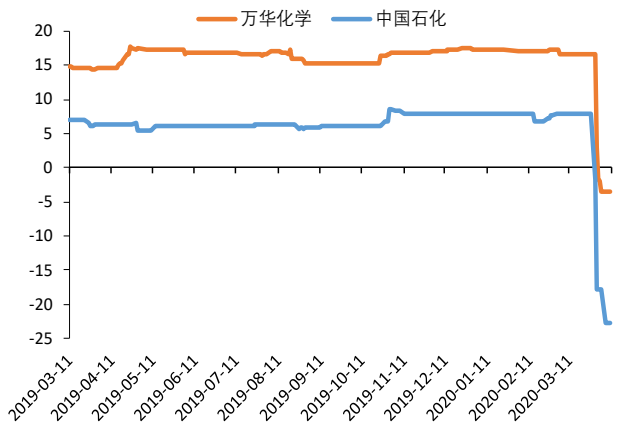
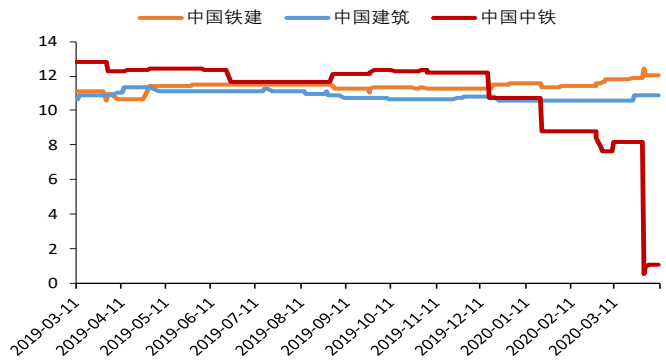
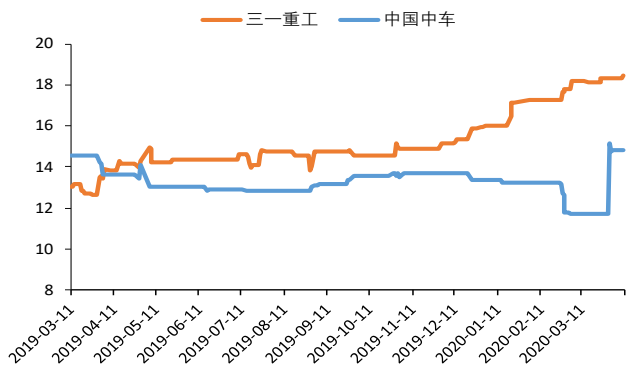
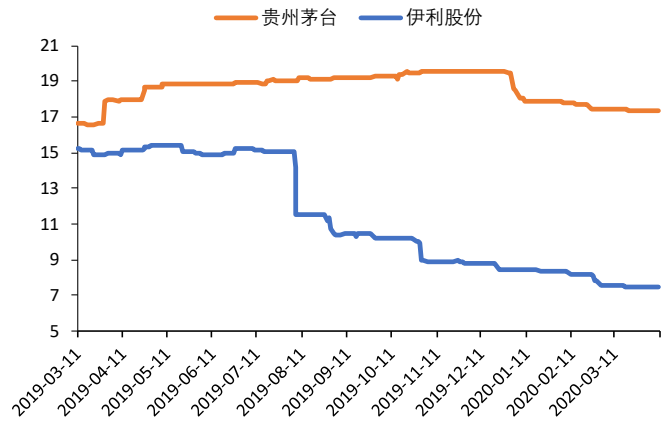
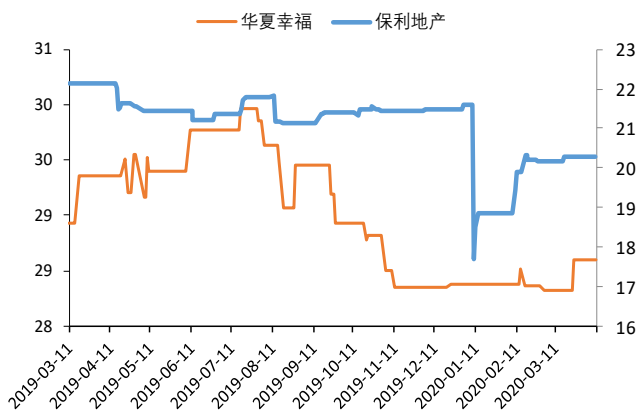
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 13: 上证 50 医药板块盈利预测



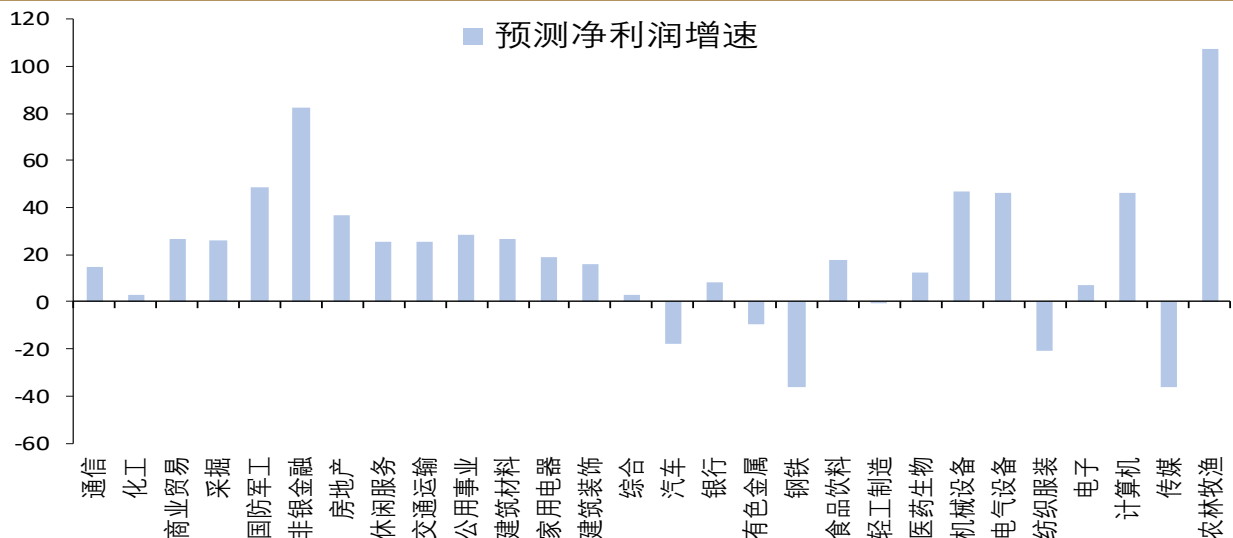
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 14: IH 其他板块盈利预测



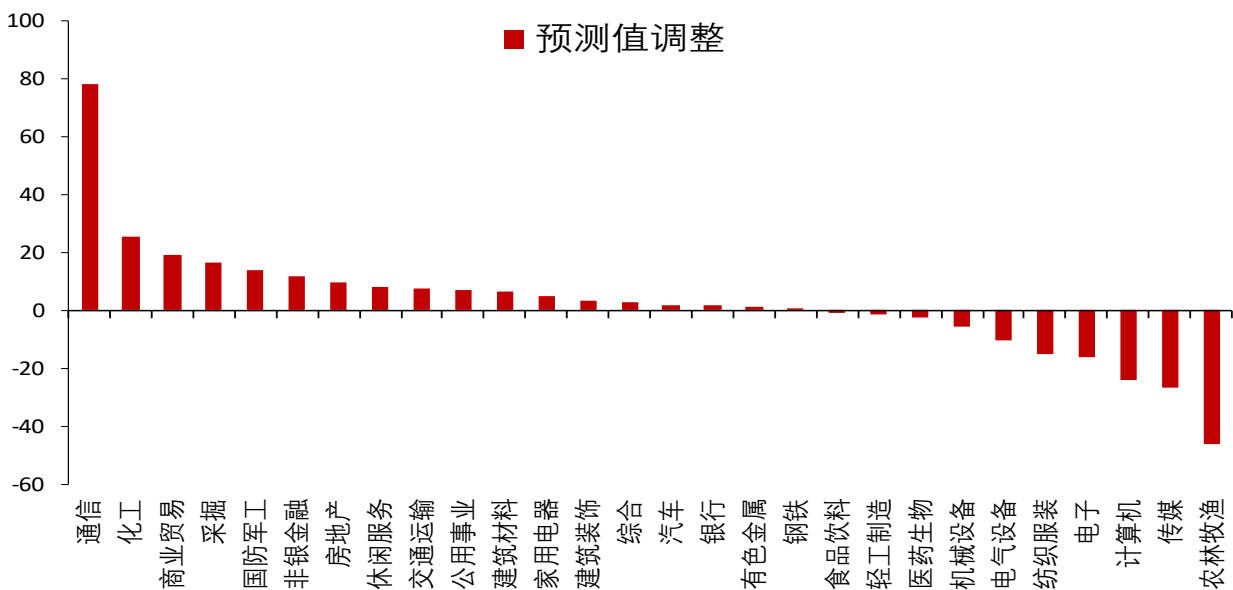
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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



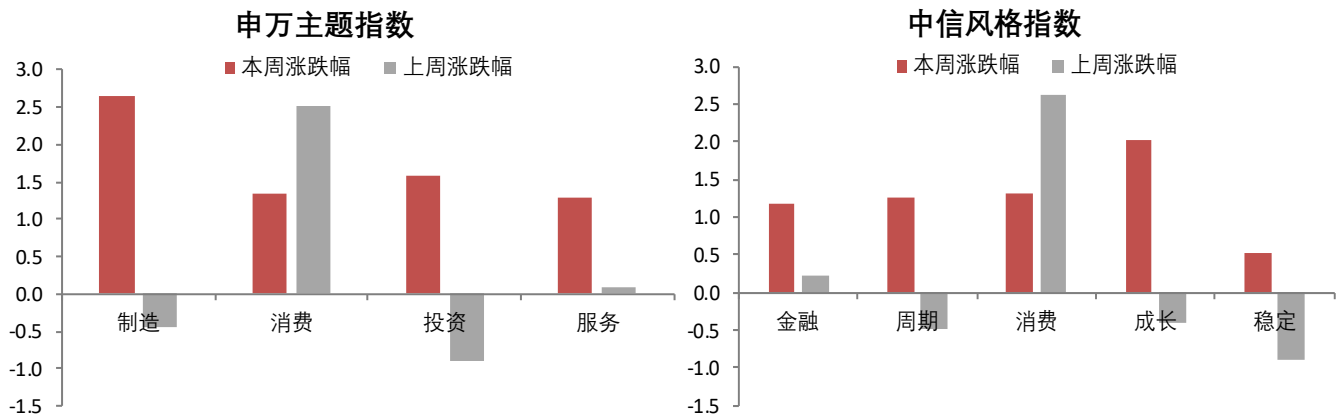
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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。

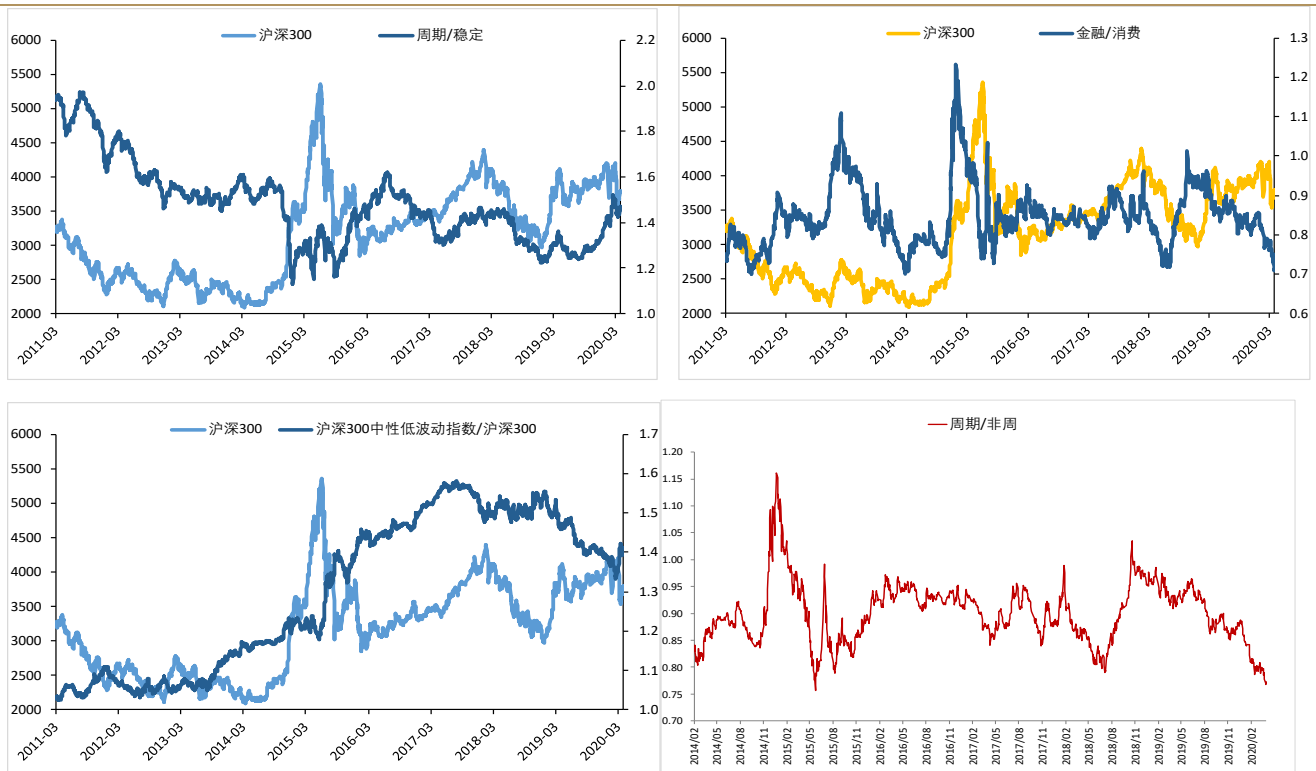
图表 17: 板块风格表现



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



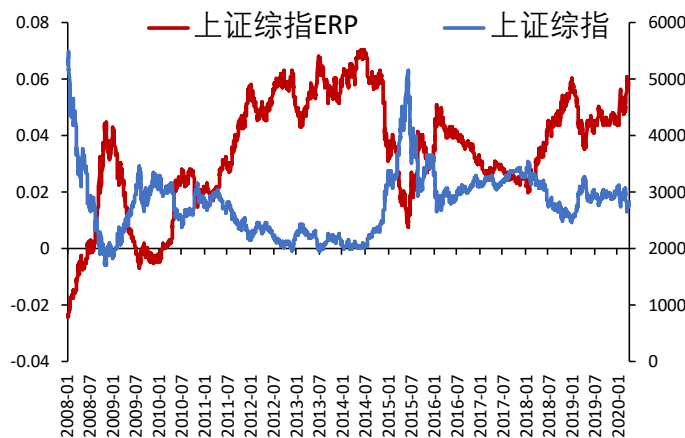
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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

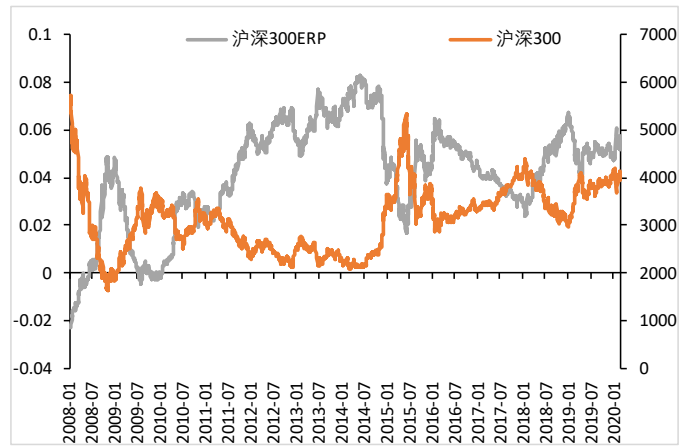
位，中证 500 高于近几年的中位数。

图表 19：上证综指 ERP 和价格走势



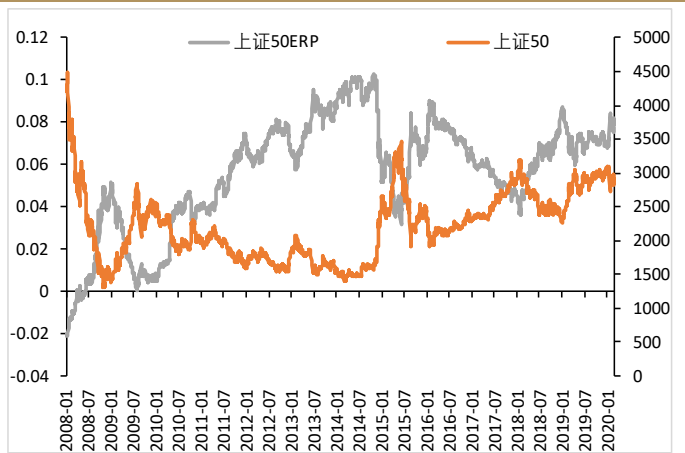
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 20：沪深 300ERP 和价格走势



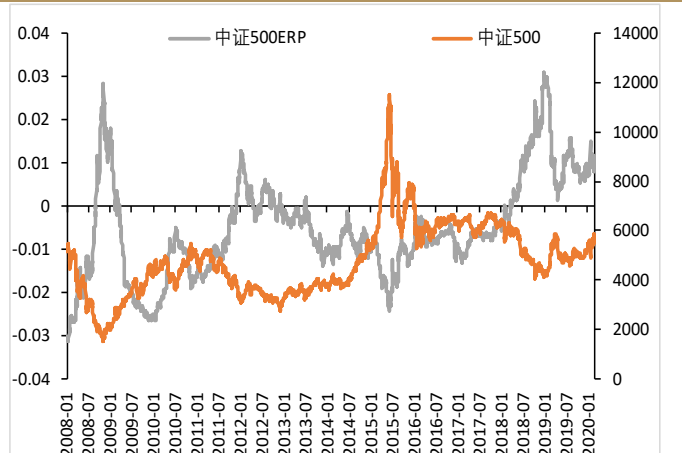
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 21：上证 50ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

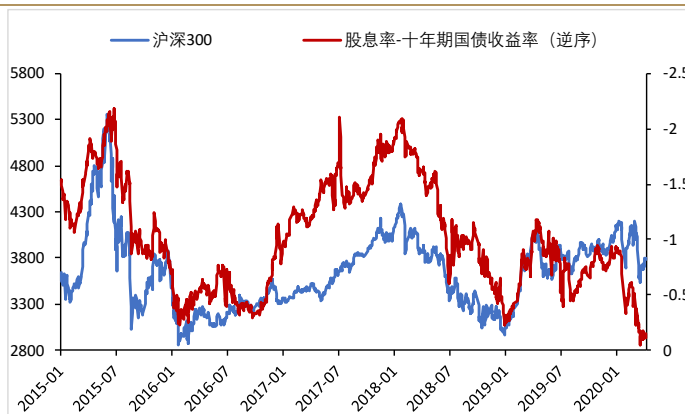
图表 22：中证 500ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

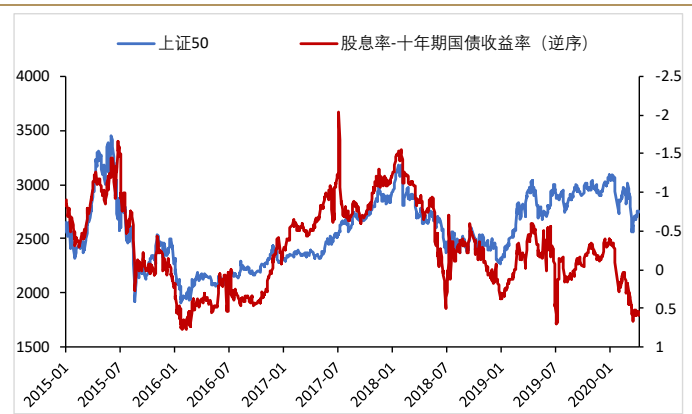
从指数的股息率来看，目前股指股息率-十年期国债收益率处于历史低位，股指的相对吸引力较高。

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

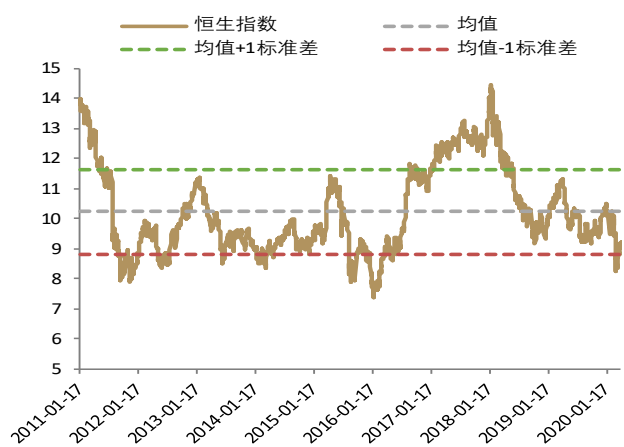
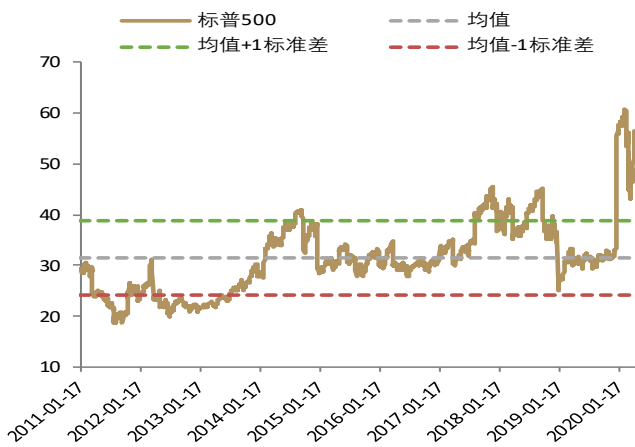
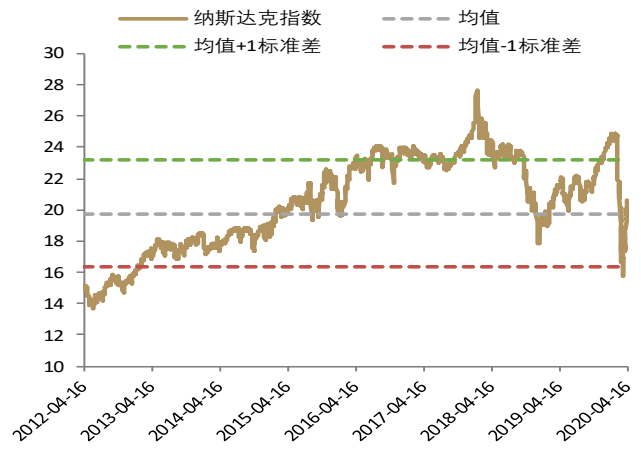
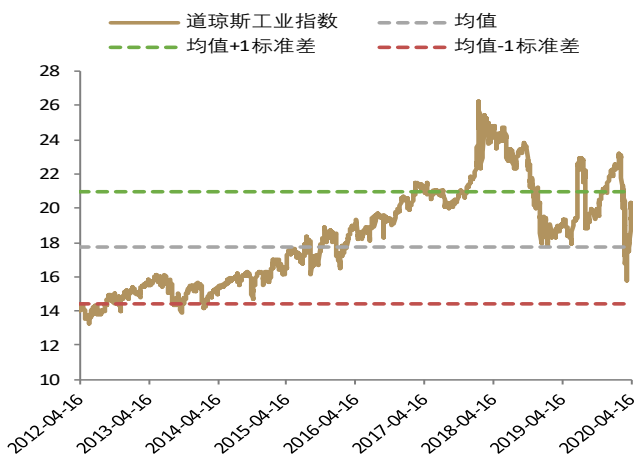
图表 25: 中证 500 股息率



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

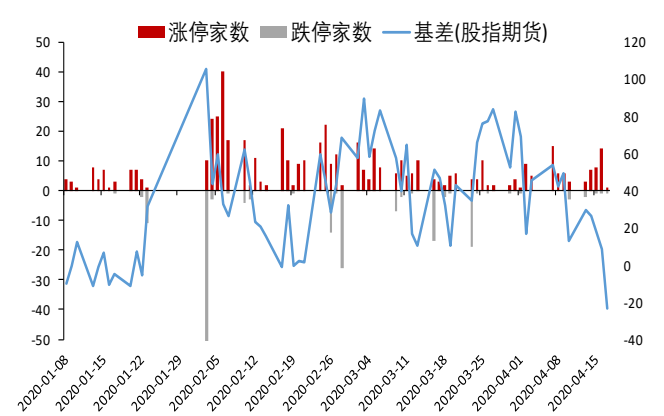
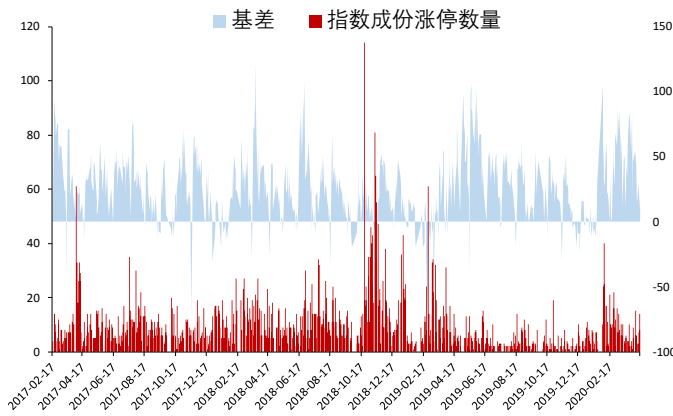


数据来源：wind，混沌天成研究院

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

图表 29：中证 500 涨跌停数量和基差

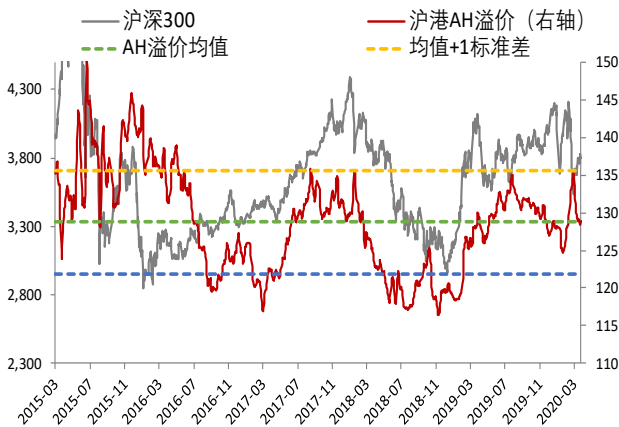


数据来源：wind，混沌天成研究院

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

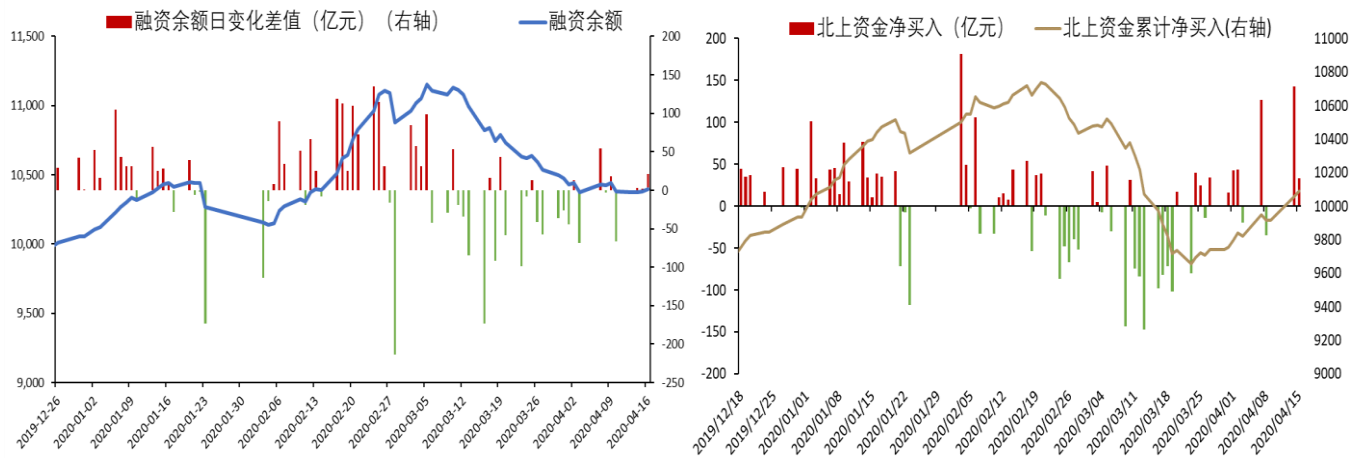


数据来源: wind, 混沌天成研究院

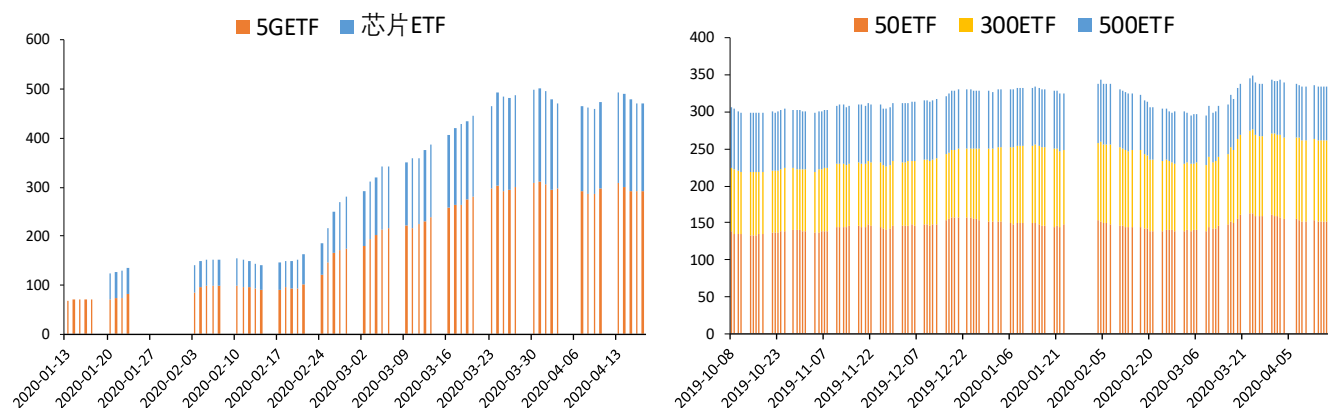
五、资金

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



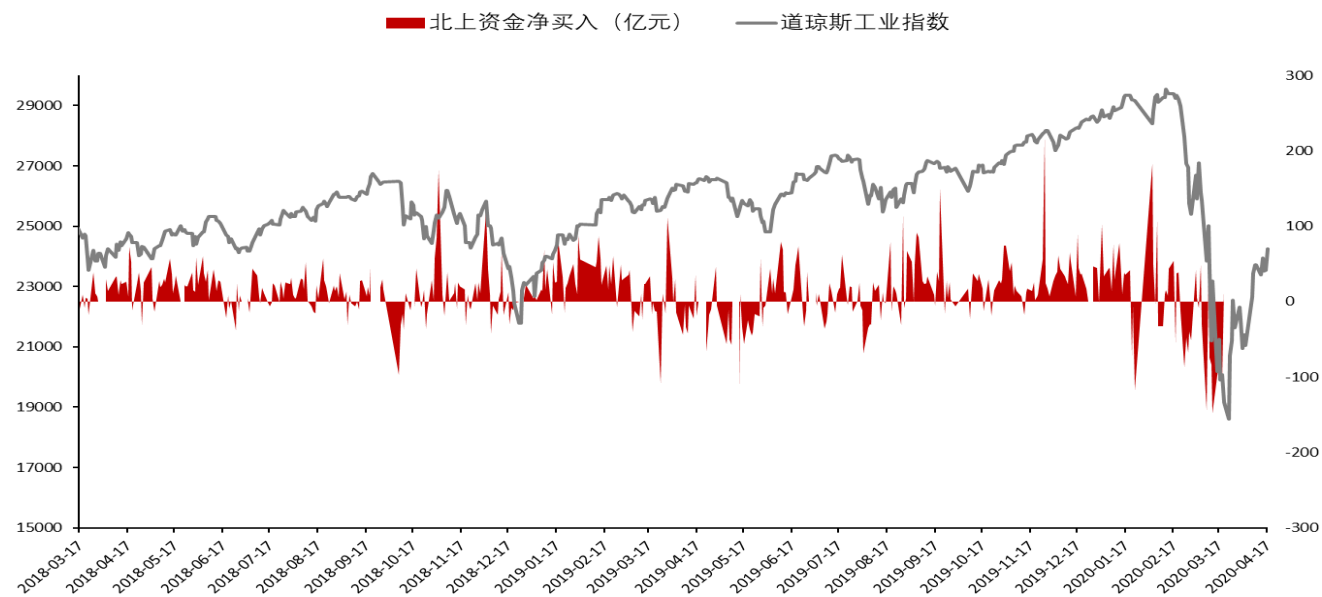
图表 33: ETF 份额



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。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。

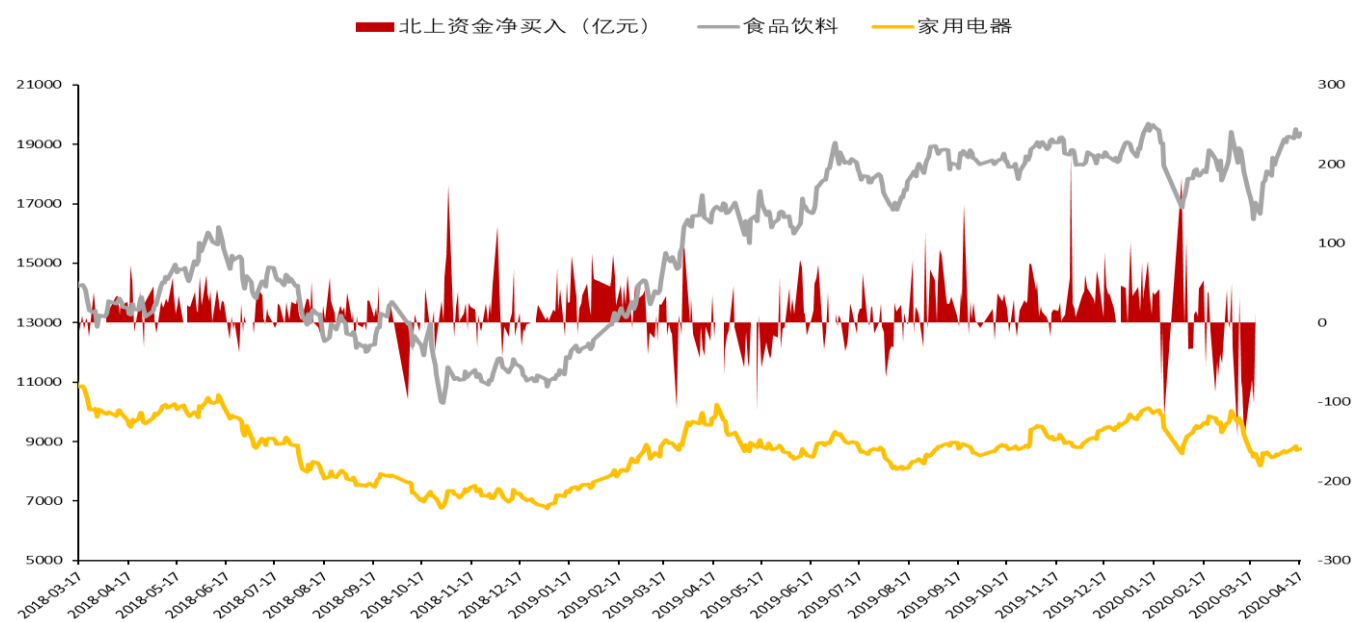
图表 34：北上资金和美股的走势



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



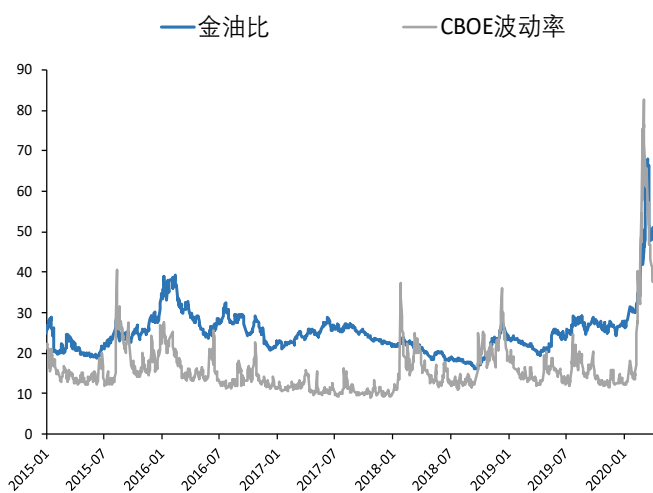
数据来源：wind，混沌天成研究院

六、后续展望

近期国内股指和外盘的相关性增强，需关注美股后期的走势。美股当前的关注点在于美元流动性和疫情发展，这两者近期都在缓解，美股后面大跌的可能性不大。

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



图表 37：美元指数和美股走势

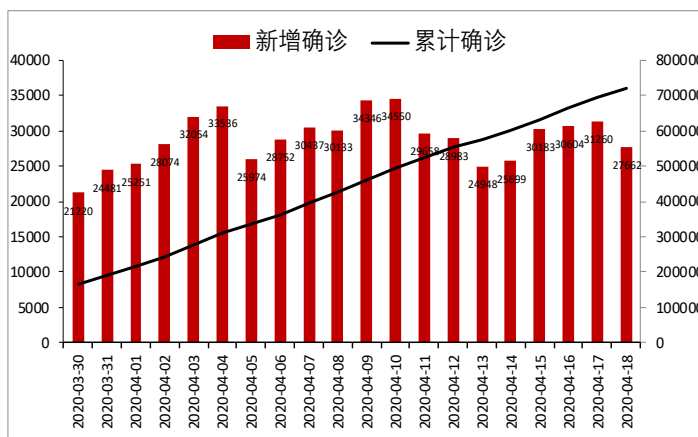


数据来源：wind，混沌天成研究院

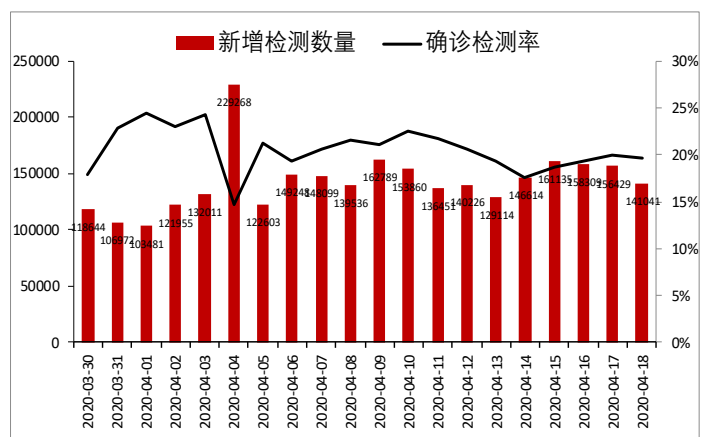
数据来源：wind，混沌天成研究院

美国目前的重点在于疫情的发展，美国疫情确定好转，新增和检测确诊率小幅回落，检测确诊率目前为 19.6%。

图表 38：美国新增和累计确诊



图表 39：美国新增检测数量和检测确诊率

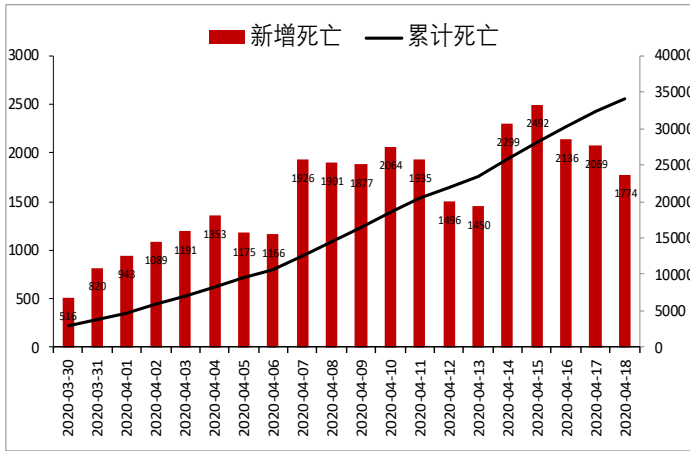


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

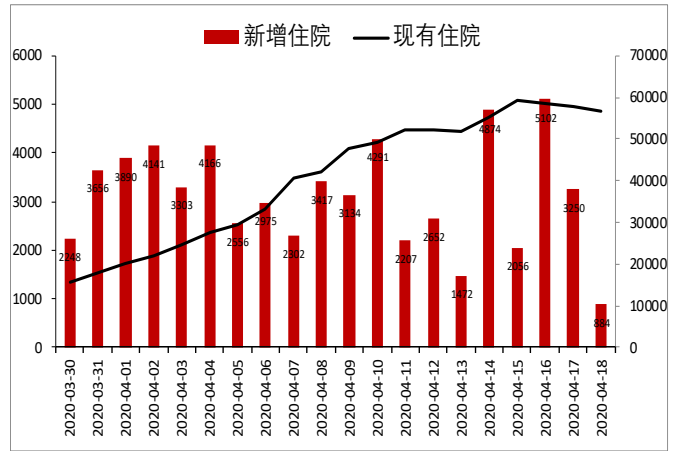
新增死亡人数近三日走低。从新增住院来看，昨日新增住院人数为 884 人，为近二十日新低。现有住院人数近三日持续减少，【住院人数最高点可能已经过去】。

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

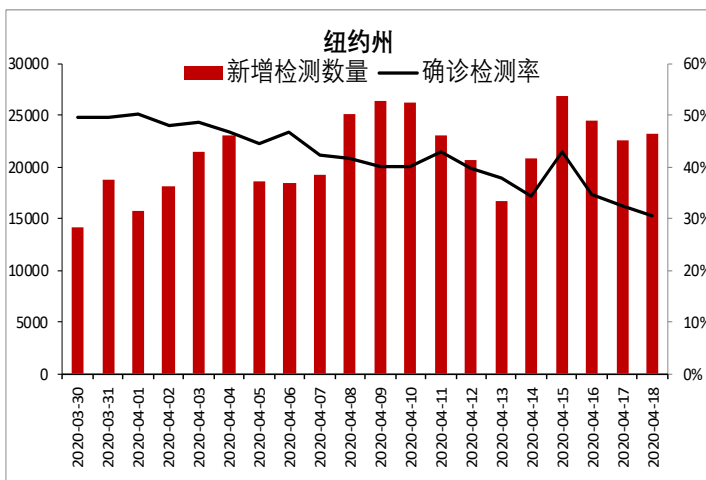
图表 41: 美国新增住院和现有住院人数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

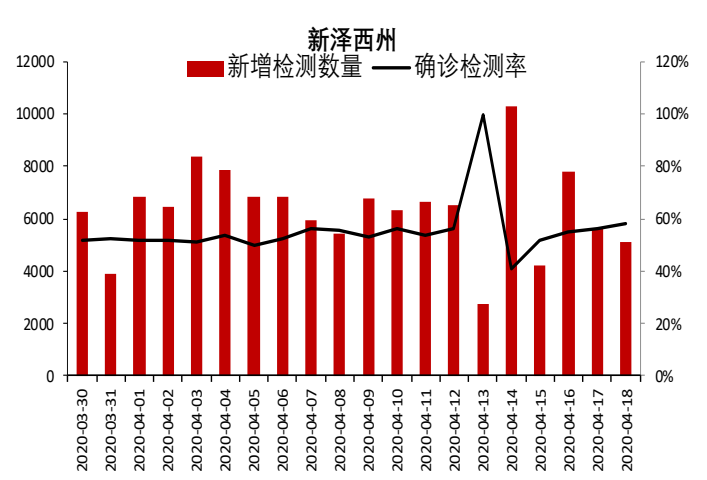
疫情较为严重的纽约州近三日检测确诊率持续下降至 30.4%，昨日小幅增加了检测数量。新泽西州检测确诊率回升至 58%。

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

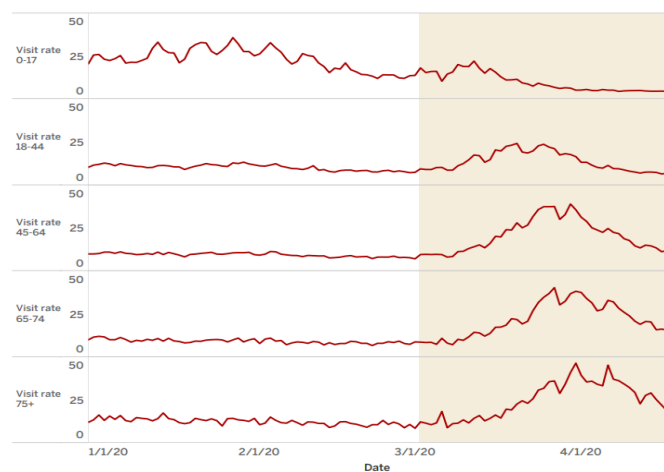
图表 43: 新泽西州新增检测数量和检测确诊率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

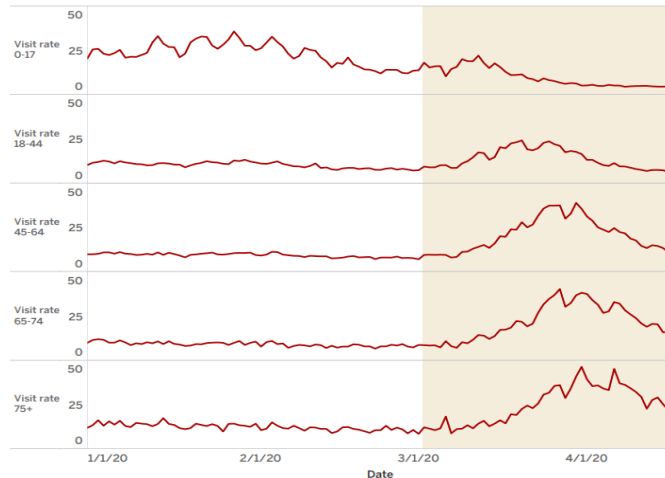
从纽约市公布的肺炎急诊接诊人数中，可以看到各个年龄阶段的人群就诊人数都下降明显，0-44 岁就诊人数比疫情发生之前还要低。从住院数据来看，新增住院人群年龄主要分布在 45-75+，下降趋势明显。

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

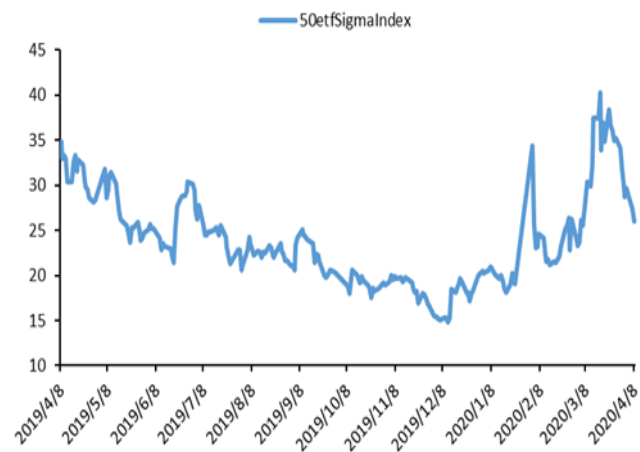
图表 45: 纽约州肺炎急诊每十万人入院人数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

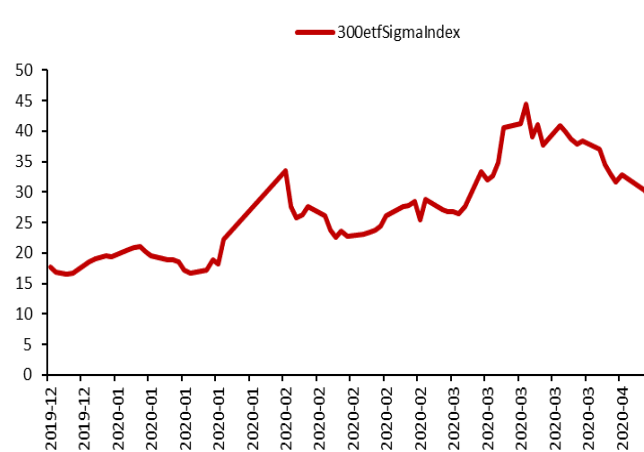
国内方面, 财政货币政策持续加码, 但是疫情对经济带来的冲击市场需要时间消化。利空在于海外疫情风险+企业盈利预期下调, 利多在于国内货币财政政策发力, A股估值低位为支撑。从上证 50ETF 和沪深 300ETF 期权波动率来看, 近期波动率有一个大幅回落, 市场预期后面价格大幅变动的可能性不大。

图表 46: 50etf 隐含波动率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 47: 300etf 隐含波动率



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	7-16	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