

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

基本面修复+风险偏好上升，股指仍有上涨空间

观点概述：

本周美国非农数据超预期，美国基本面边际好转。近期A股和美股的相关性增强，当前美元流动性危机已经缓解，美股的逻辑仍是经济基本面。当前A股的逻辑在于经济活动的改善，指数中枢震荡上移。风险点在于贸易摩擦升级，但是市场这两年对于中美贸易摩擦的长期性和严峻性有充分认识，中长期逻辑仍然是国内基本面。工业企业利润逐渐修复，上市公司当中工业企业占比较大，二季报较一季报盈利增速改善概率较大。

货币政策财政政策依然积极，估值大幅下跌的可能性不大。但是不走大水漫灌、不大搞基建，促消费、保就业这样的基调，也不会大幅提高市场的风险偏好。所以大涨大跌的可能性都不大，预计指数中枢震荡上移。现在利润逐渐修复，基本面好转；从结构上来说消费、科技是主线。从四月的数据来看电子计算机通信受益于出口的扩大，利润先修复。第二是创业板改革继续超预期推进，推动整个产业的创新升级。这新一轮政策周期和5G换代、中美脱钩背景下的国产替代，科技成长仍将是市场主线。预计中证500表现将强于上证50、沪深300。

策略建议：

多IC空IH/IF

风险提示：

国内政策支持力度不及预期，疫情扩散超预期



一、量增价跌 利润率改善，企业盈利逐步修复

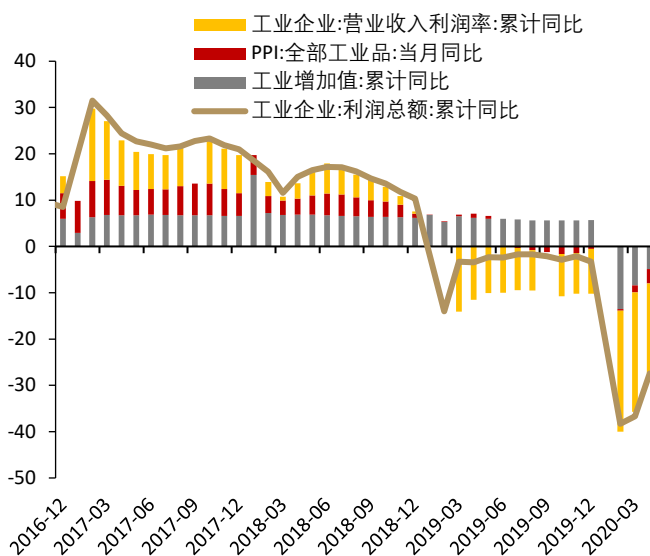
当前全部A股上市公司中工业企业占比较大，工业企业利润的变动一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动。利润的指标我们是看量、价、利的变化。量是工业增加值，价是PPI，利是营业收入利润率。四月份工业企业利润当月同比增速跌幅收窄 30.6 个百分点至-4.3%，1-4 月累计同比增速-27.4%。其中量（工业增加值）增价（PPI）跌利润率改善。整体来看工业企业利润逐渐修复，上市公司当中工业企业占比较大，二季报较一季报盈利增速改善概率较大。

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

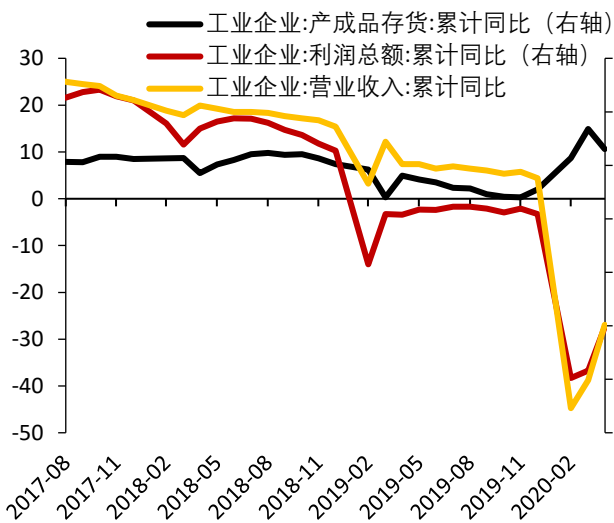
图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

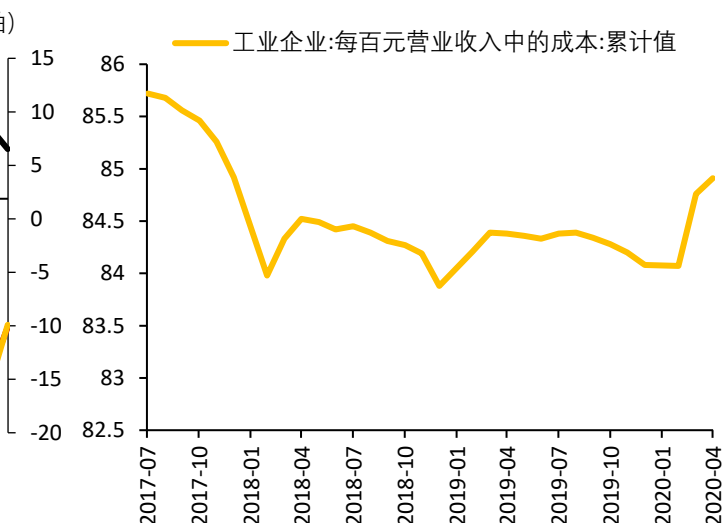
营收和利润增速跌幅均收窄，存货也在经济活动的复苏之下去库。营业收入、成本均增加，费用在国家减税降费的推进之下连续 2 月降低，从 2 月份的每百元营业收入中有 10.1 元的费用，4 月份降低到 9.2 元。

图表 3：工业企业营收、利润和存货



数据来源：wind，混沌天成研究院

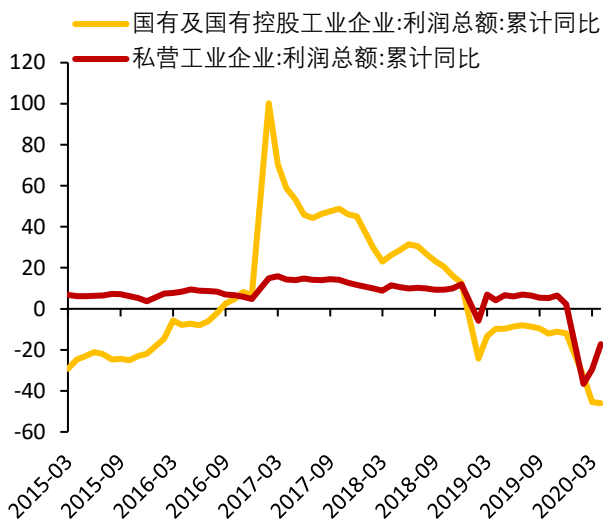
图表 4：工业企业每百元营业收入中的费用



数据来源：wind，混沌天成研究院

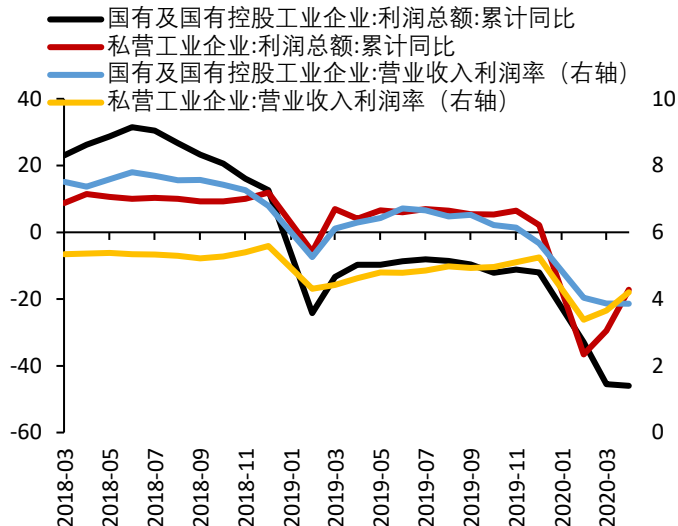
私营企业营收和利润均继续好转，国企在经济调节中仍然承担了一些重任，营收和利润增速跌幅继续扩大。

图表 5：国企和私营企业利润增速



数据来源: wind, 混沌天成研究院

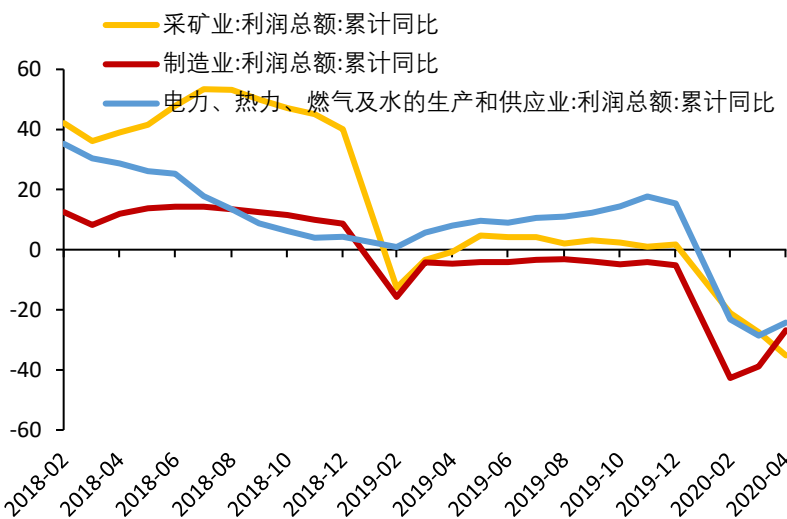
图表 6：国企和私营企业利润和营收



数据来源: wind, 混沌天成研究院

分项行业来看，三大行业中采矿业利润跌幅扩大，是受到石油和天然气开采的拖累；黑色金属矿采选营收同比增速转正。

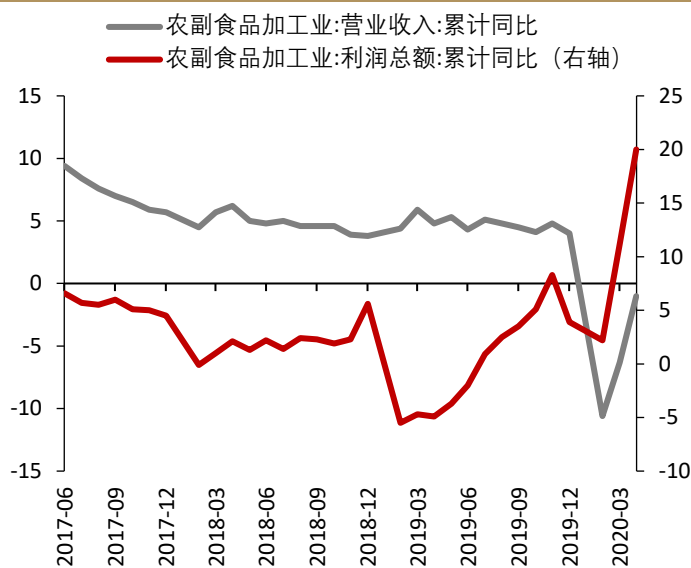
图表 7：国企和私营企业利润同比



数据来源: wind, 混沌天成研究院

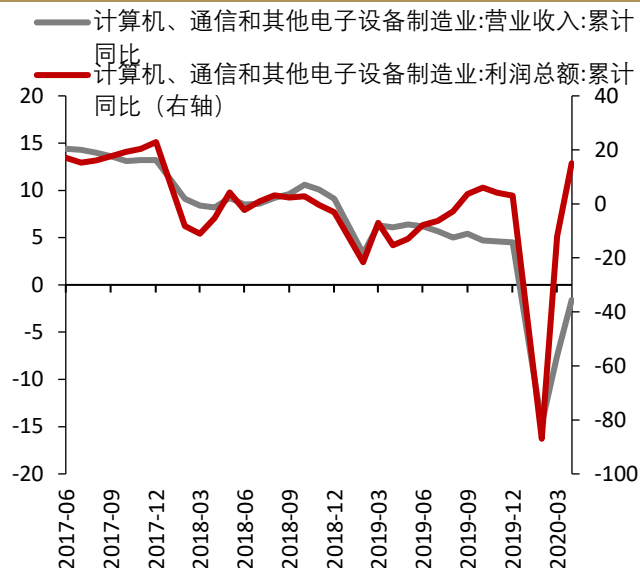
制造业中仅烟草、农副食品加工、计算机通信电子计算机三个行业的同比增速为正；烟草行业的累计同比增速回落了 6 个百分点至 22.6%，烟草国有企业利润是财政国有资本经营收入的重要来源（烟草利润占比 19%）。海外居家办公、居家娱乐等需求推升计算机出口大增，与该行业的利润和营收增速的变动方向一致。

图表 8: 烟草和农副食品加工业利润同比



数据来源: wind, 混沌天成研究院

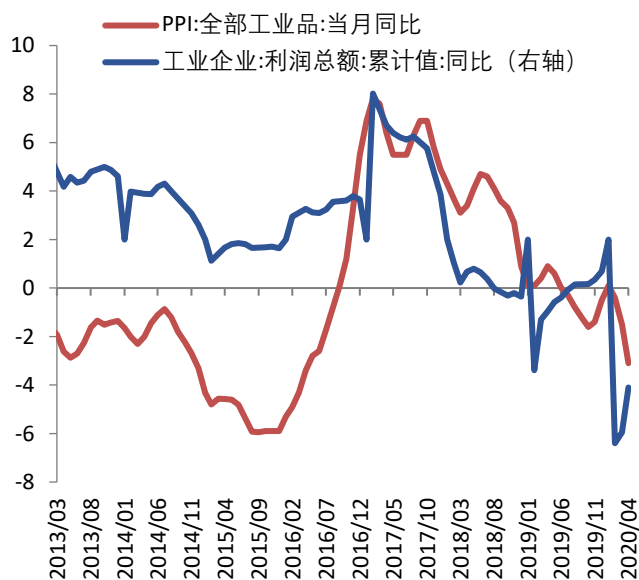
图表 9: 计算机、通信电子业利润同比



数据来源: wind, 混沌天成研究院

影响企业盈利因素中跌幅还在扩大的是PPI，国内M1同比领先于PPI走势近9个月。2019年M1持续在3.5%中枢附近震荡，这表明PPI走势可能长期处于负区间，直到2021年跌幅有可能收窄。

图表 10: 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 11: M1 领先 PPI 同比 9 个月



数据来源: wind, 混沌天成研究院

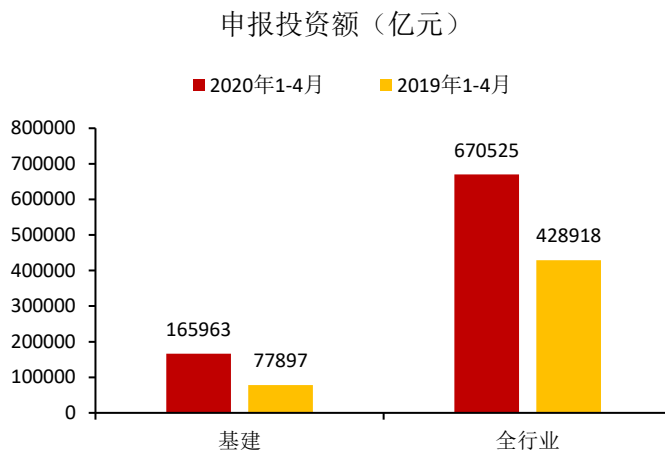
从宏观角度看，基建发力或能暂时缓和PPI下行节奏。4月基建投资增速大幅回升至+4.8%。基建申报项目增速领先基建投资半年左右来看未来的基建增速也有望保持增长。三月份申

报了 8 万亿的基建项目，四月份申报了 7.8 万亿，大幅超往年同期。所以基建的发力也会从需求端支撑 PPI 企稳。

图表 12：申报投资额

	申报投资额（亿元）	
	基建	全行业
2020年1-4月	165963	670525
2019年1-4月	77897	428918
累计同比	113%	56%

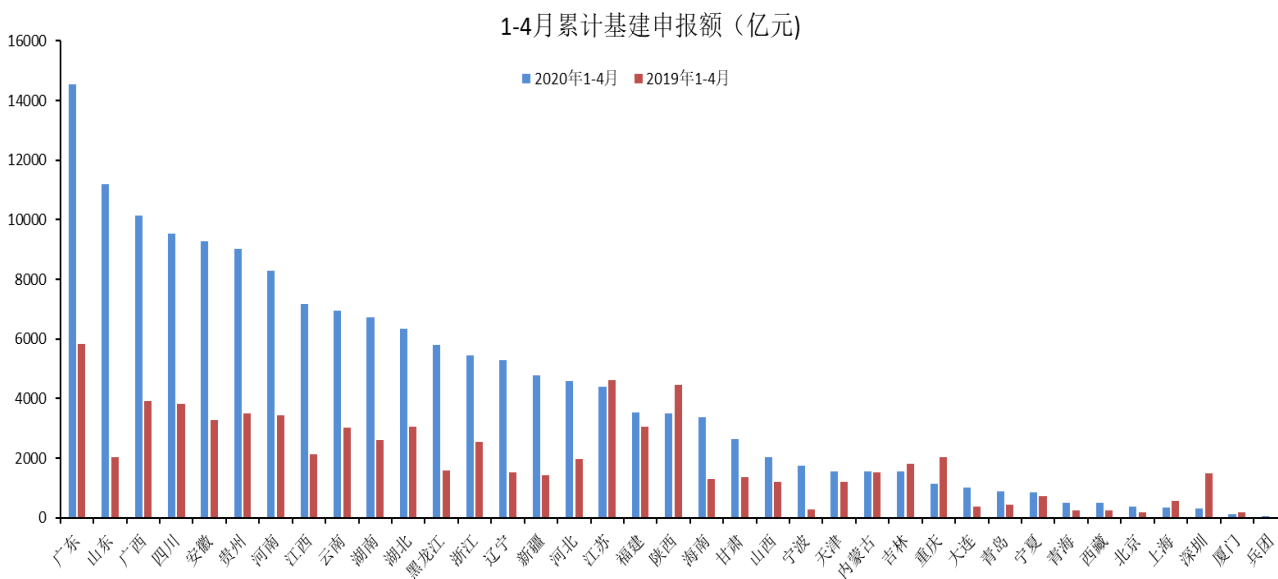
图表 13：申报投资额



数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

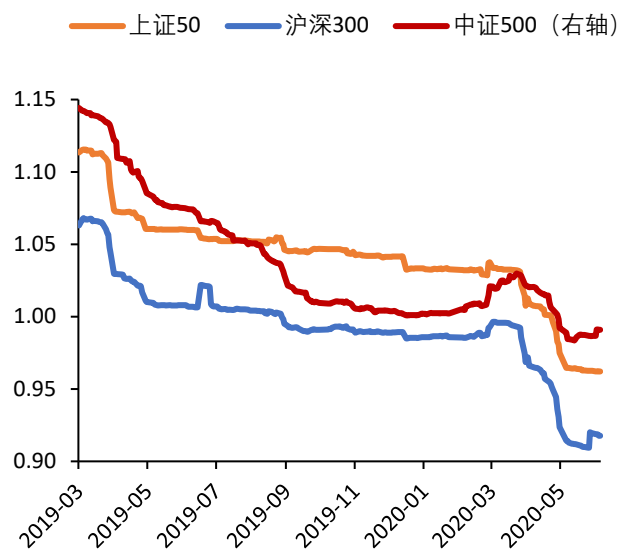
图表 14：申报投资额



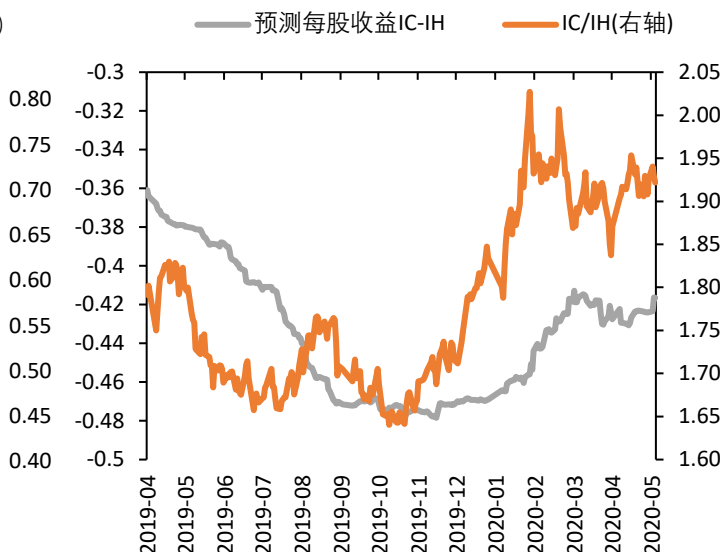
数据来源：wind，混沌天成研究院

从预测每股收益的下调来看，三大指数的 EPS 企稳，沪深 300、中证 500EPS 有所上调。以疫情前为基准，IC 的业绩下调幅小于 IF、IH。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 15: 2020 年预测 EPS



图表 16: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势

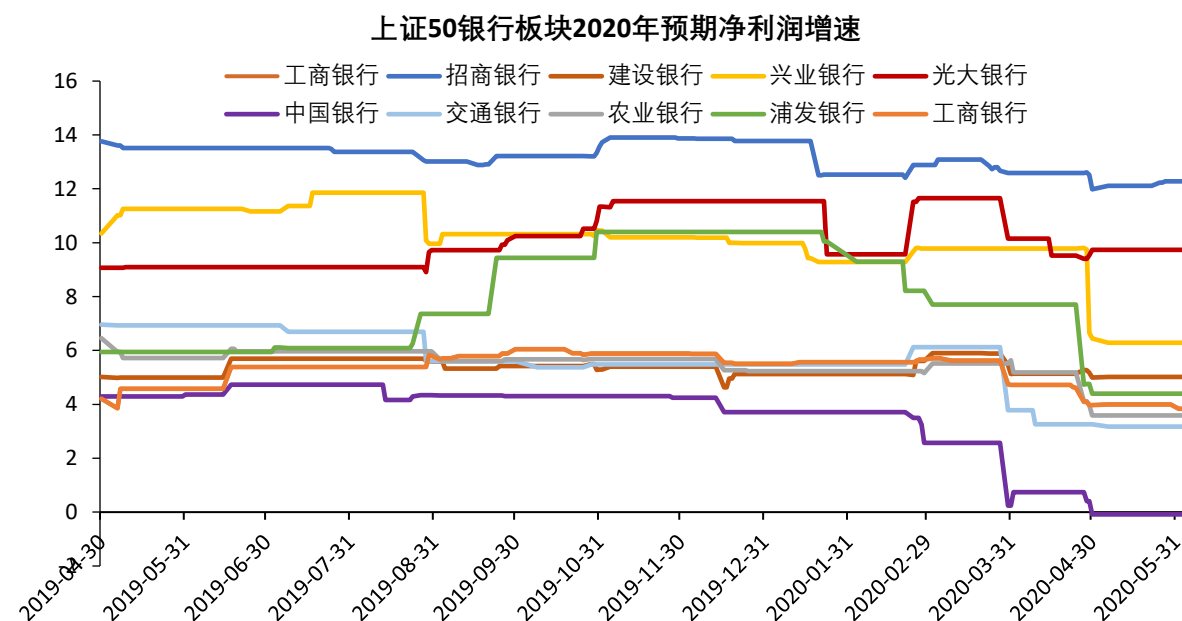


数据来源: wind, 混沌天成研究院

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；

疫情之下，银行在政策的引导下加大放贷力度，贷款总额较去年同期同比增加；央行货币政策更加宽松，引导贷款利率下行，导致银行息差收窄；餐饮、住宿、旅游、交通运输业、线下娱乐等行业受疫情冲击大，企业偿债能力下降，银行资产质量或恶化，不良贷款拨备覆盖率增加。

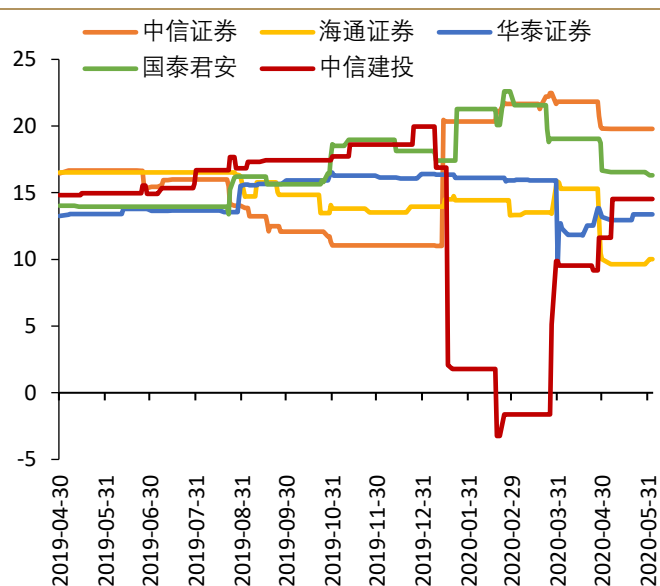
图表 18: 上证 50 银行股利润影响因素

	净利润		贷款总额		不良贷款拨备覆盖率		净息差	
	2020H1同比	较去年同期	2020H1同比	较去年同期	2020H1	较去年同期	2020H1	较去年同期
浦发银行	5.48%	-9.58%	12.64%	1.16%	146.51%	-13.55%	1.88%	-0.45%
民生银行	5.43%	-0.26%	17.73%	9.64%	155.89%	18.07%	2.24%	0.12%
招商银行	10.12%	-1.19%	14.71%	3.68%	451.27%	88.10%	2.56%	-0.16%
兴业银行	6.75%	-4.59%	16.93%	4.77%	198.96%	-7.38%	1.53%	-0.19%
农业银行	4.79%	0.51%	11.64%	1.97%	289.91%	25.98%	2.84%	0.27%
交通银行	1.80%	-3.07%	9.86%	2.12%	154.19%	-19.28%	1.55%	-0.04%
工商银行	3.04%	-1.03%	9.94%	0.57%	199.37%	13.52%	2.20%	-0.13%
光大银行	11.28%	3.75%	15.35%	3.12%	182.22%	3.52%	3.10%	0.03%
建设银行	5.12%	0.92%	12.37%	1.49%	230.27%	16.04%	2.19%	-0.16%
中国银行	3.17%	-0.83%	12.59%	2.44%	184.72%	0.10%	1.80%	-0.02%

数据来源: wind, 混沌天成研究院

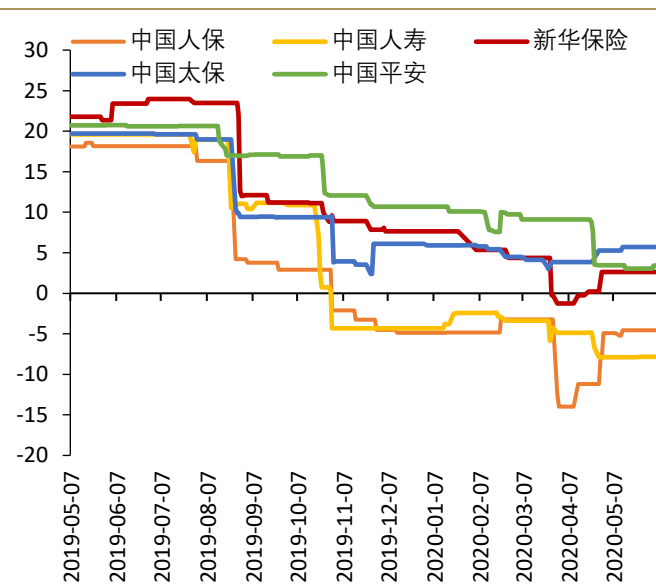
非银金融里保险是受到投资收益(一季度权益市场行情)、利率下行的影响; 券商利润下行是主要是受到自营投资收益下降的影响。

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

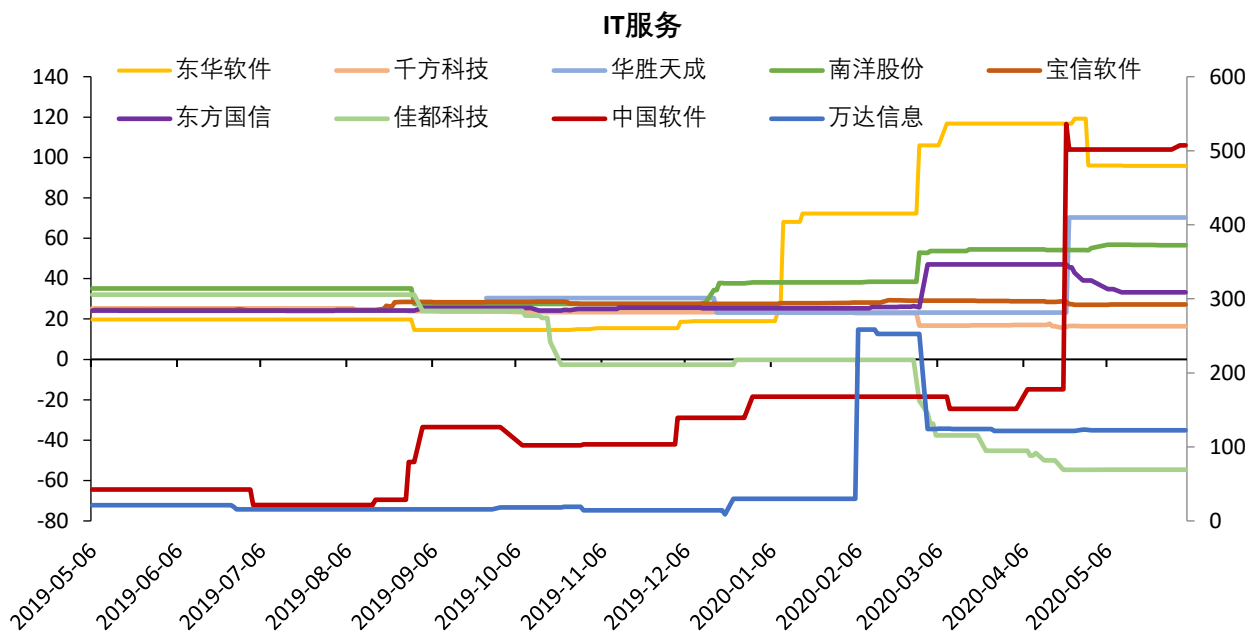
图表 20: 上证 50 保险股盈利预测



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。计算机股一季报业绩预告预盈的股票, 比如像东方国信, 针对疫情推出了基于大数据的防疫平台, 东华软件承接了火神山、雷神山的 IT 系统建设, 提供互联网+医疗健康服务。各省份政府也都表现出都大数据的重视, 建立大数据平台, 对于 IT 服务来说是增加了营收。而且这种是方式和习惯的转变, 影响更为深远。

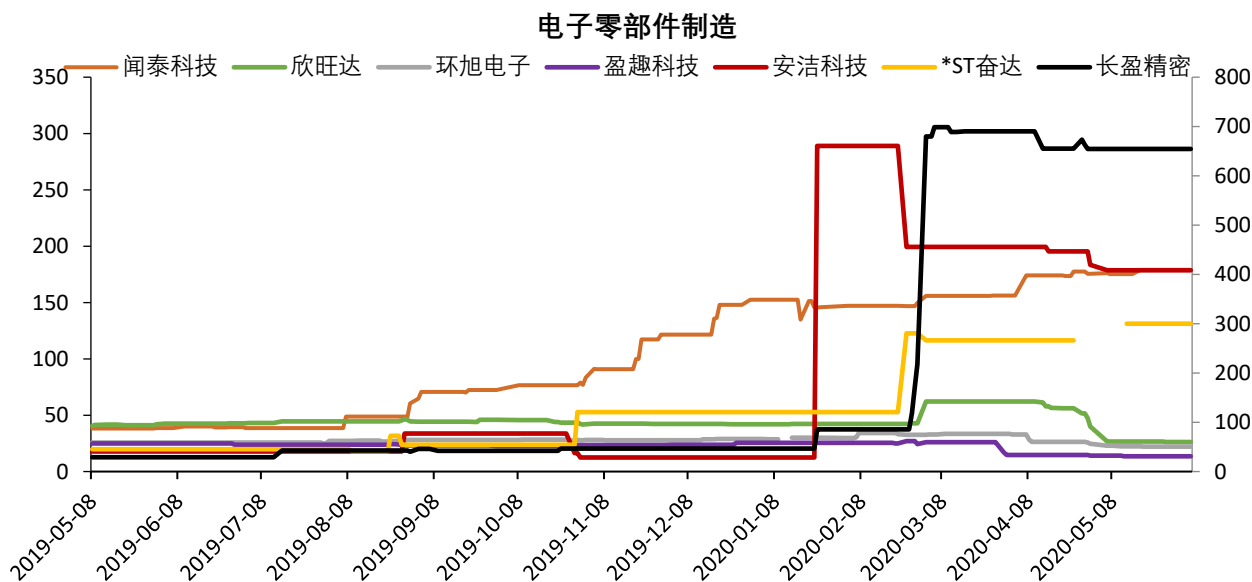
图表 21：中证 500IT 服务行业盈利预测



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。但是电子消费更多的是推迟而不是消失，国内手机出货量同比大幅反弹，所以对全年以及明年的影响有限。

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两眼，四月份也有不错的表现。台积电二季度展望与一季度基本持平，受新冠疫情的影响，短期内公司消费电子和汽车业务需求将降低，但由于远程办公的普及以及 5G 的推进，在线办公带动服务器、PC 端需求增加一定程度对冲了手机需求下滑的影响。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

图表 23：台积电月报

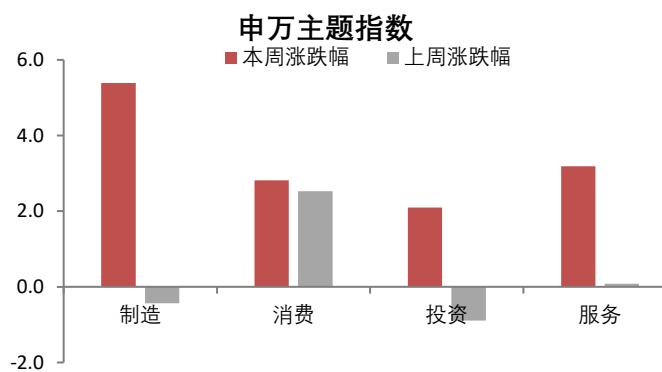
台积电	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	43921	2020-04	趋势图
当月营收 (亿新台币)	1061	1022	1060	1079	1033	1037	934	1135.196	960	
累计营收 (亿新台币)	6506	7527	8588	9667	10700	1037	1971	3105.972	4066	
营收当月同比 (%)	17	8	4	10	15	33	53	42.4	29	
营收累计同比 (%)	1	1	2	3	4	33	42	42.02	39	
营收环比 (%)	25	-4	4	2	-4	0	-10	21.55	-15	

数据来源：wind，混沌天成研究院

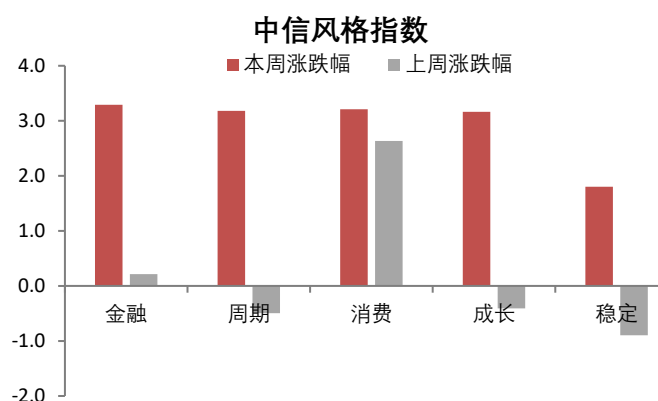
二、风格表现

周末特朗普发言并未有实质制裁措施，市场情绪修复，指数普涨。

图表 24：申万主题指数表现



图表 25：中信风格指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

从指数风格来看，近期周期/稳定比值小幅回升以后震荡，金融/消费震荡走低，突破历史低位。周期板块与经济变化相关性较高，现在复工进行到一定程度遇到瓶颈，市场对于经济活动提升的预期有所停滞。

图表 26：周期/稳定与沪深 300 价格走势



图表 27：金融/消费与沪深 300 价格走势



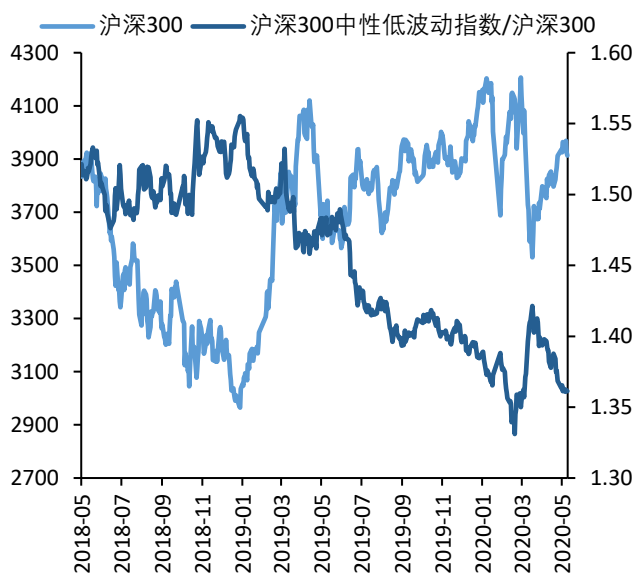
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

低波指数相对沪深 300 走弱持续, 说明投资者对低波动率的股票偏好降低, 风险偏好提升。但本周该指数下跌势头放缓, 市场风险偏好回落。沪深 300 里的周期指数/非周指数持续走低, 表明市场对于受经济基本面影响较小的股票较为青睐。

图表 28: 沪深 300 中性低波动指数和沪深 300

图表 29: 沪深 300 周期/非周



数据来源: wind, 混沌天成研究院

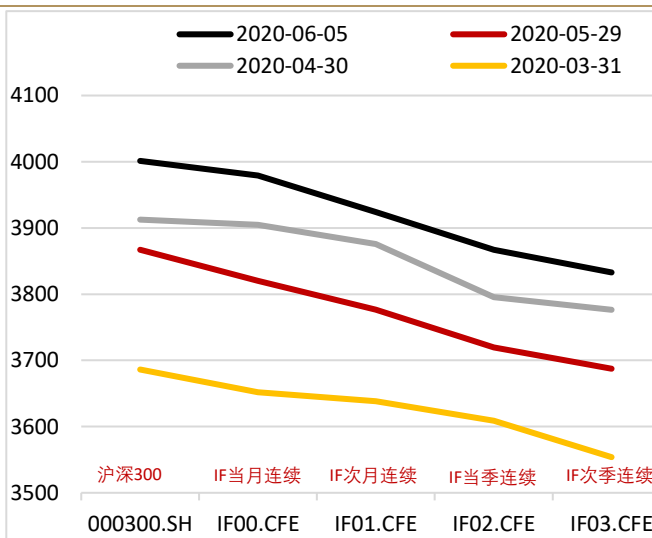
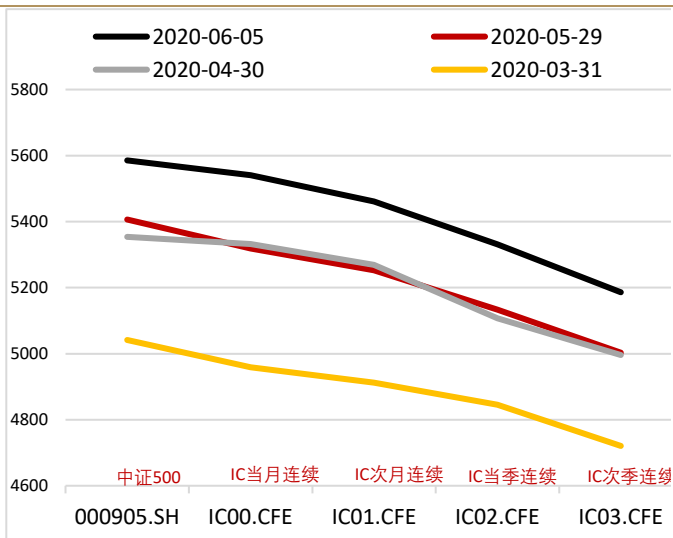
数据来源: wind, 混沌天成研究院

三、后续展望

股指期货的期现结构表明, 当前市场预期相较于 2 月份的持续上涨时更为冷静, 较 3 月份因海外疫情扩散回调时更加乐观。IC 期货贴水程度大于 IH、IF。

图表 30: 中证 500 价格结构

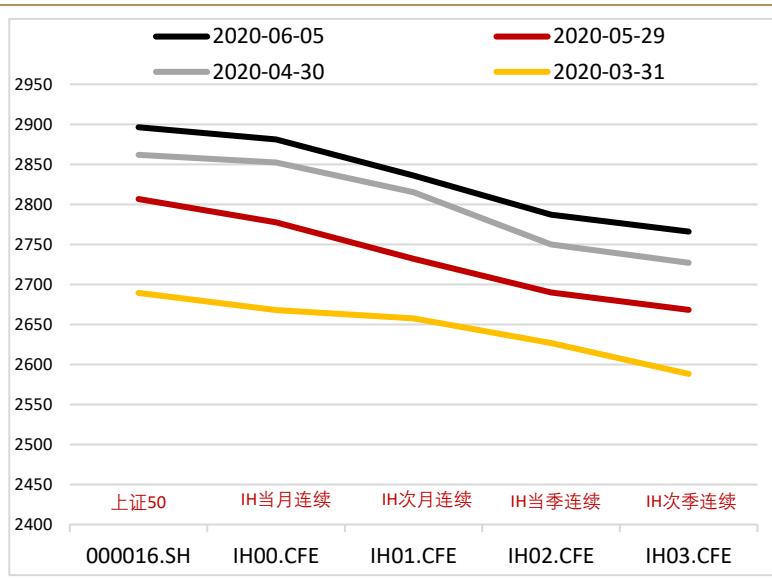
图表 31: 沪深 300 价格结构



数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 32：上证 50 价格结构



数据来源：wind，混沌天成研究院

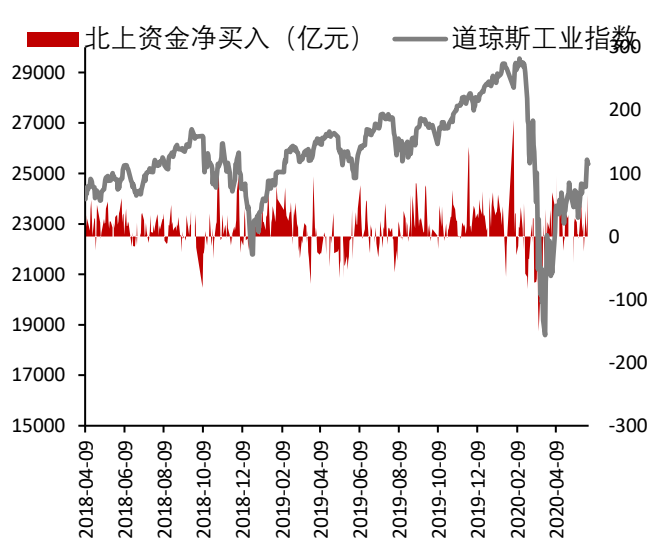
北上资金持续流入，今年上证 50 和北上资金的相关性加强。北上资金的流向和美股行情有关。近期北上资金持续流入但是对上证 50 的带动却不如从前。根据北上资金的买入情况来看，有加仓科技股的趋势。

图表 33：北上资金和上证 50 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

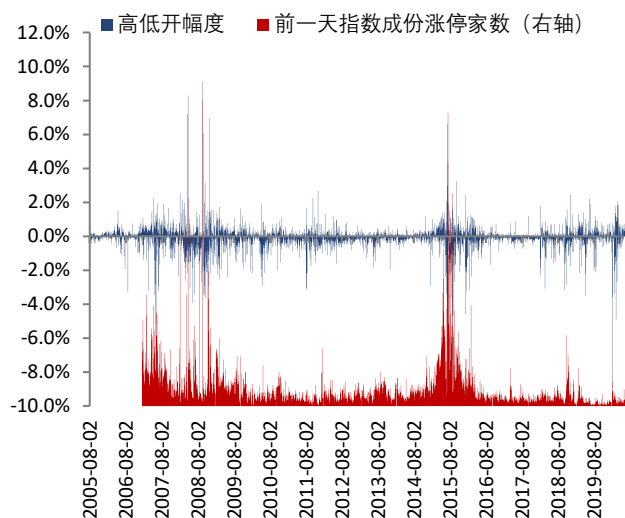
图表 34：北上资金和美股走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

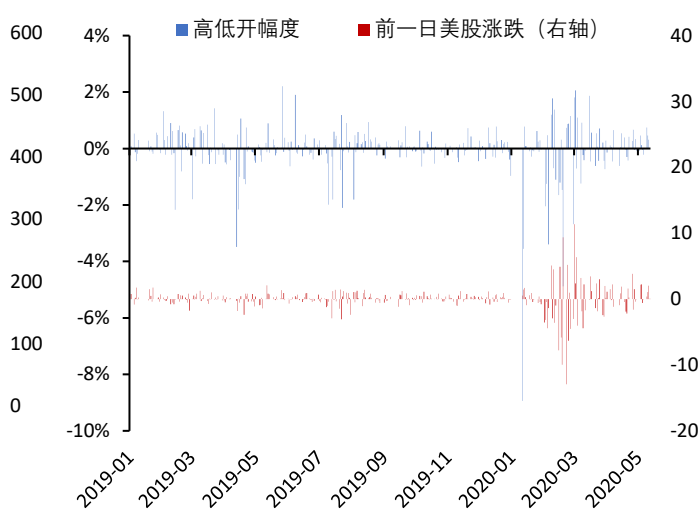
今年以来权益资产波动较大，中证 500 高低开程度和中证 500 成分股前一天涨停家数相关性走弱，和美股前一天涨跌幅度相关性变强。因此美股未来的走势对于指数有参考意义。

图表 35: 中证 500 高低开幅度和前一日涨停家数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

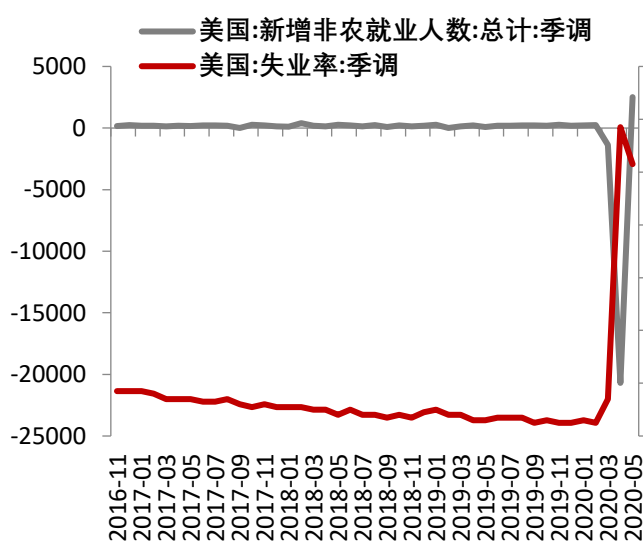
图表 36: 中证 500 高低开幅度和前一日美股涨跌



数据来源: wind, 混沌天成研究院

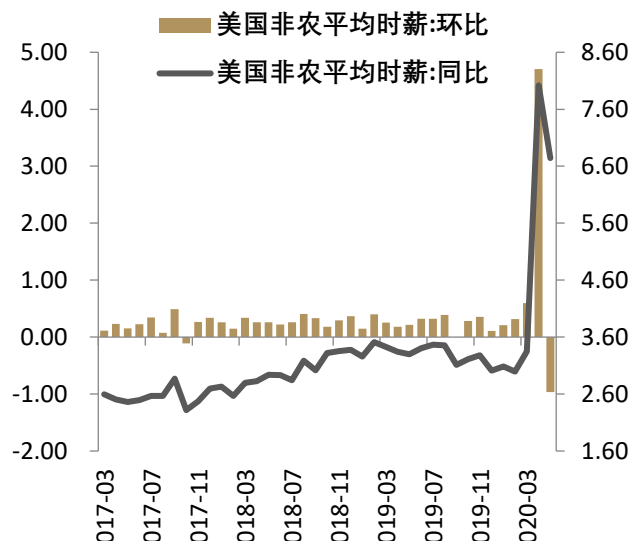
当前美元流动性危机已经缓解, 美股的逻辑仍是经济基本面。本周美国非农数据超预期, 美国基本面边际好转。

图表 37: 非农和失业率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 38: 非农时薪



数据来源: wind, 混沌天成研究院

当前 A 股的逻辑在于经济活动的改善, 指数中枢震荡上移。风险点在于贸易摩擦升级, 但是市场这两年对于中美贸易摩擦的长期性和严峻性有充分认识, 中长期逻辑仍然是国内基本面。

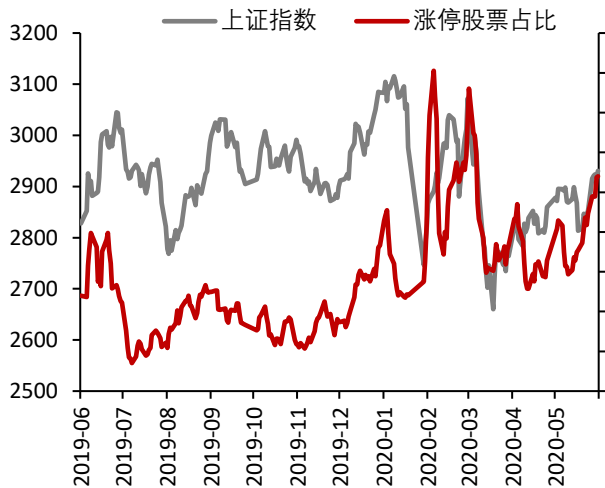
货币政策财政政策依然积极, 估值大幅下跌的可能性不大。但是不走大水漫灌、不大搞基建, 促消费、保就业这样的基调, 也不会大幅提高市场的风险偏好。所以大涨大跌的可能性都不大。现在利润修复逐渐修复, 基本面好转; 从结构上来说消费、科技是主线。从四月的数据来看电子计算机通信受益于出口的扩大, 利润先修复。第二是创业板改革继续超预期推进, 推动整个产业的创新升级。这新一轮政策周期和 5G 换代、中美脱钩背景下的国产替代, 科技成长仍将是市场主线。预计中证 500 表现将强于上证 50、沪深 300。

其他数据跟踪

四、市场情绪

市场情绪持续修复，涨停股票占比增加。从亏损股/绩优股比值来看，当前市场情绪处于历史较低水平，并没有情绪过热。

图表 37: 涨停家数占比



图表 38: 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 溢价指数处于中位线水平。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 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 39: 沪港 AH 溢价和沪深 300 走势

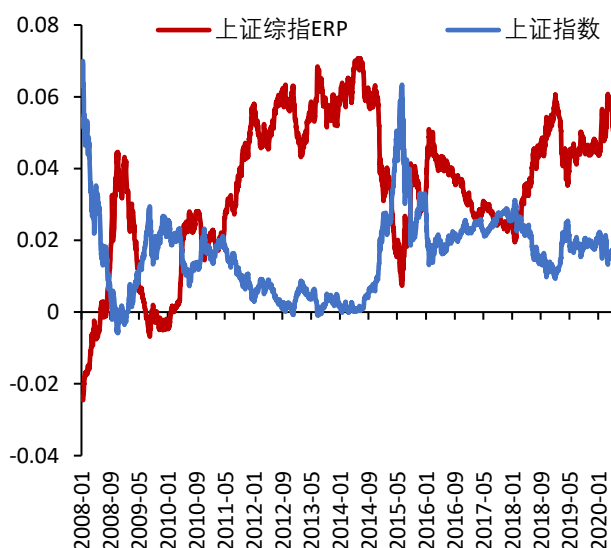


数据来源: wind, 混沌天成研究院

五、估值

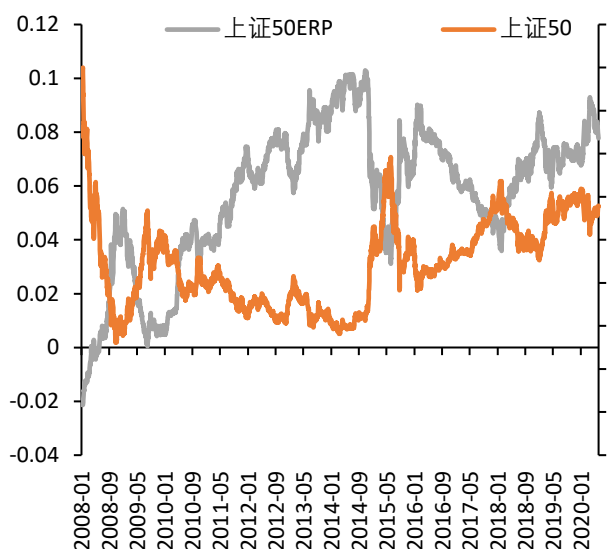
权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力。目前上证综指 ERP 位于近 6 年的高位，沪深 300、上证 50 均位于 2016 年以来的高位，中证 500 高于近几年的中位数。

图表 40：上证综指 ERP 和价格走势



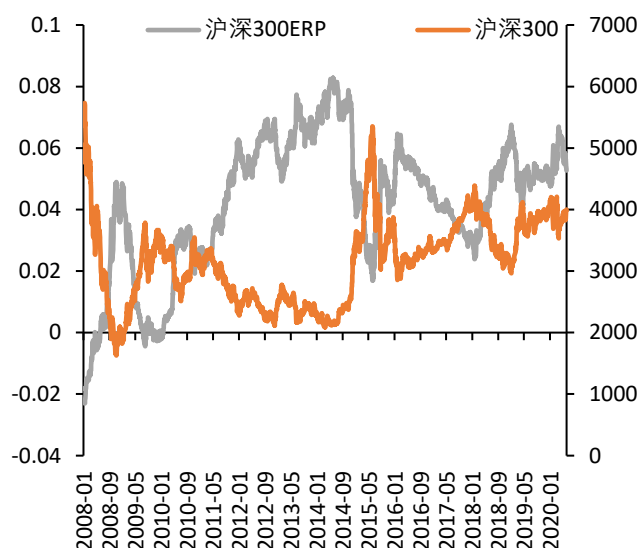
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 42：上证 50ERP 和价格走势



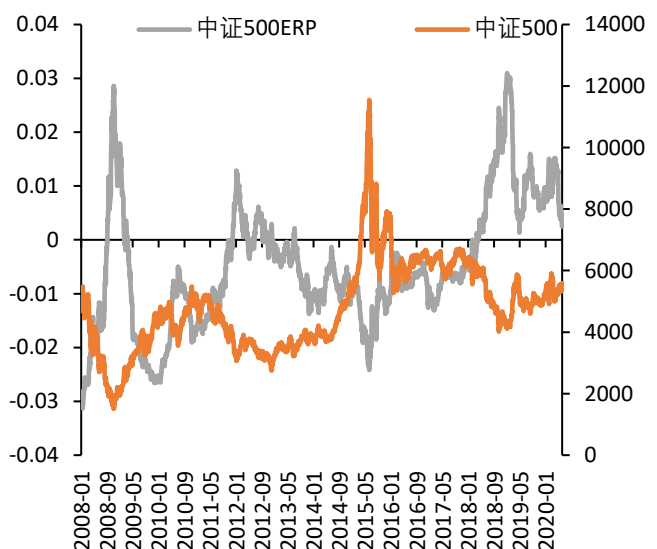
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 41：沪深 300ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 43：中证 500 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

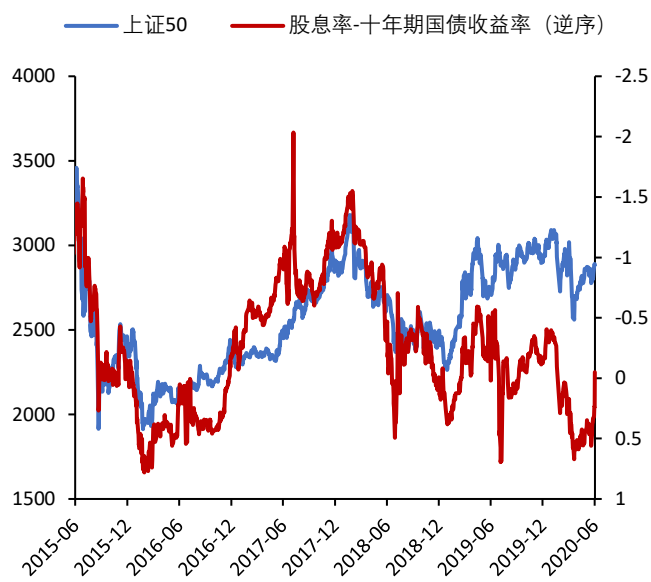
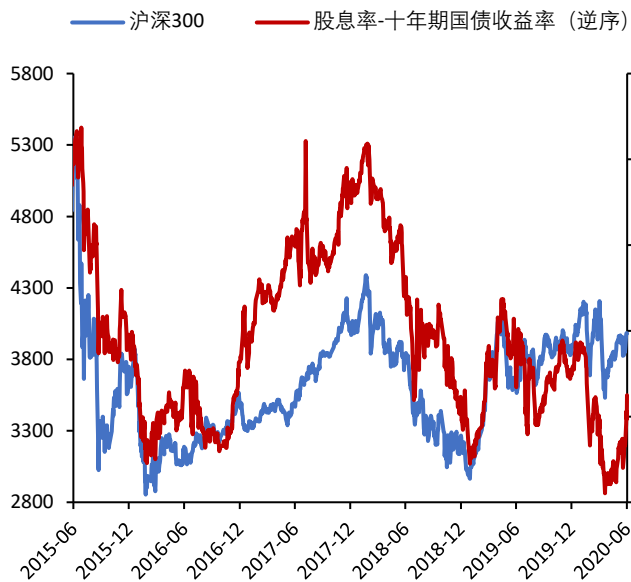
六、股息率

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 44: 沪深 300 股息率

图表 45: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 46: 中证 500 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

免责声明

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

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。

