

## 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

## 美多州推迟重启计划，假期内美股回调

## 观点概述：

端午假期内美股回调4个点左右，预计对A节后开盘造成一定压力。节前一周A股成长风格领涨，消费依旧保持上涨的态势随着国内经济复苏，生产和需求端都有较大程度的改善。但是从5月经济数据来看工业增加值已经同比转正，但是社消零售仍然较弱，供给端恢复好于需求端，边际上需求端仍有复苏空间。当前消费+科技仍然是市场主线。

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。当前市场对于美股有两方面的讨论，一是市场预期美联储放水的节奏有所放缓。二是美国多州疫情二次爆发。

美国多数州都出现了新增确诊人数激增，导致原先的复工节奏放缓，据统计美国至少已有11个州暂停或推迟了重启计划。但是各州是否实施严格的封城措施我们认为在美国大选的背景下可能性不大。整体来看，美国疫情二次爆发但整体可控，并且当前美联储宽松政策延续，财政刺激有望加码，流动性和财政刺激或对风险偏好形成有效支撑。

当前A股的逻辑在于经济活动的改善，**指数中枢将继续震荡上移**。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。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。政策上创业板改革继续超预期推进，推动科技产业的创新升级。预计中证500表现将强于上证50、沪深300。

## 策略建议：

单边多IC，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

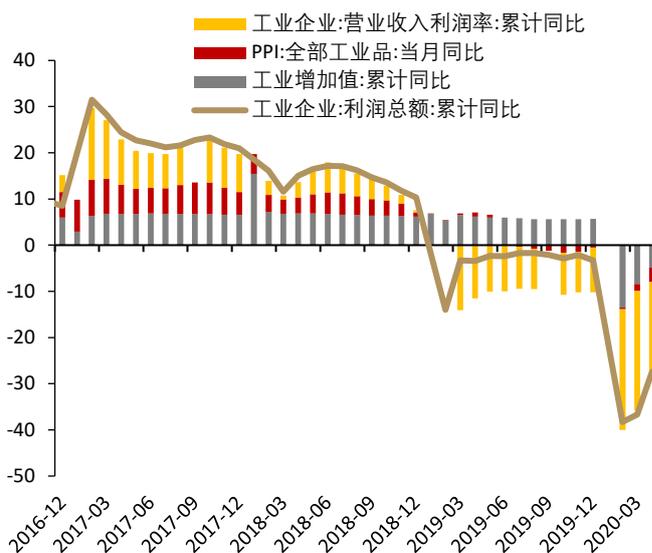
当前全部A股上市公司中工业企业占比较大，工业企业利润的变动一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动。利润的指标我们是看量、价、利的变化。量是工业增加值，价是PPI，利是营业收入利润率。四月份工业企业利润当月同比增速跌幅收窄 30.6 个百分点至-4.3%，1-4 月累计同比增速-27.4%。其中量（工业增加值）增价（PPI）跌利润率改善。整体来看工业企业利润逐渐修复，上市公司当中工业企业占比较大，二季报较一季报盈利增速改善概率较大。

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

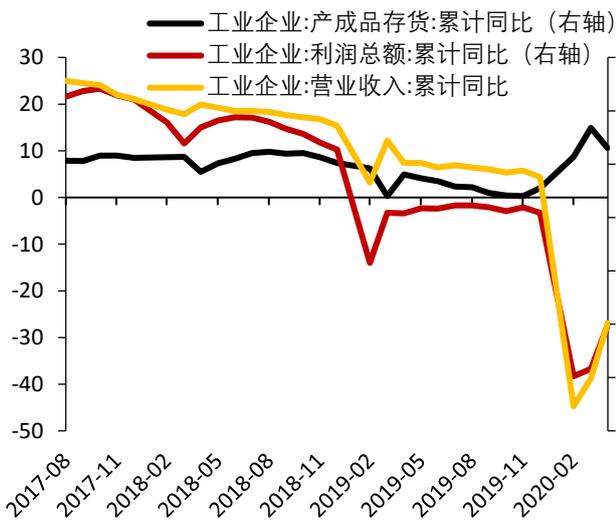
图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

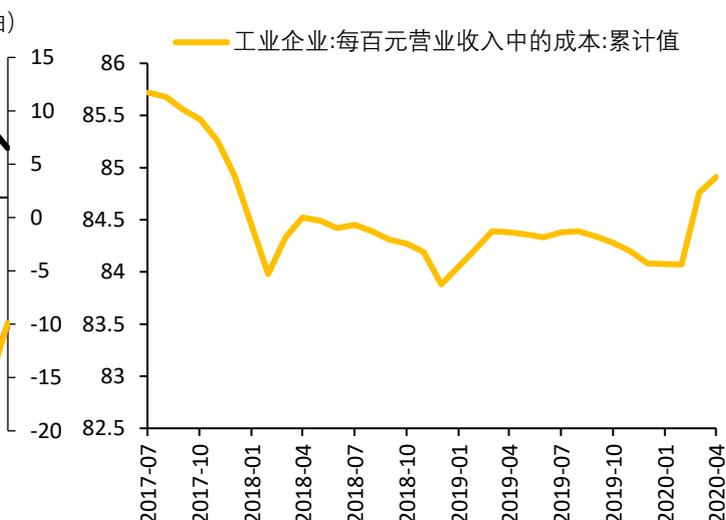
营收和利润增速跌幅均收窄，存货也在经济活动的复苏之下去库。营业收入、成本均增加，费用在国家减税降费的推进之下连续 2 月降低，从 2 月份的每百元营业收入中有 10.1 元的费用，4 月份降低到 9.2 元。

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

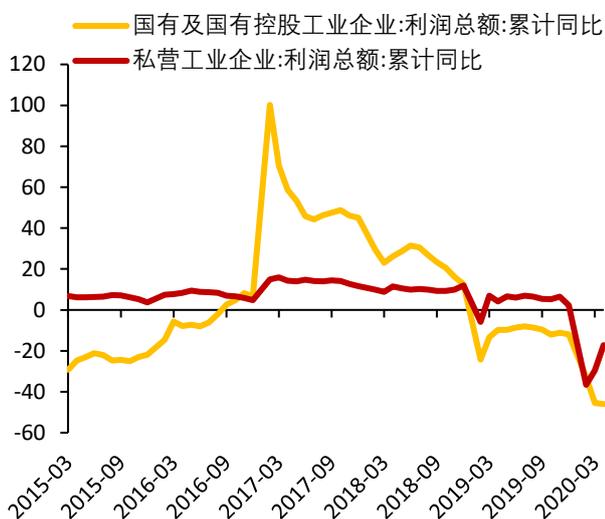
图表 4：工业企业每百元营业收入中的费用



数据来源：wind，混沌天成研究院

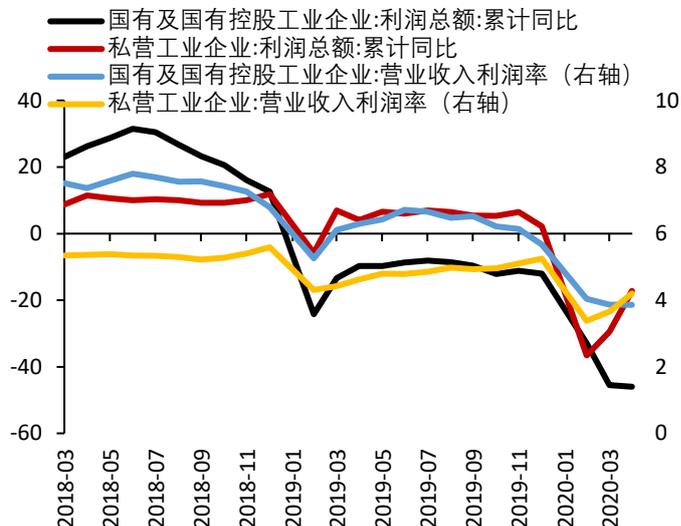
私营企业营收和利润均继续好转，国企在经济调节中仍然承担了一些重任，营收和利润增速跌幅继续扩大。

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

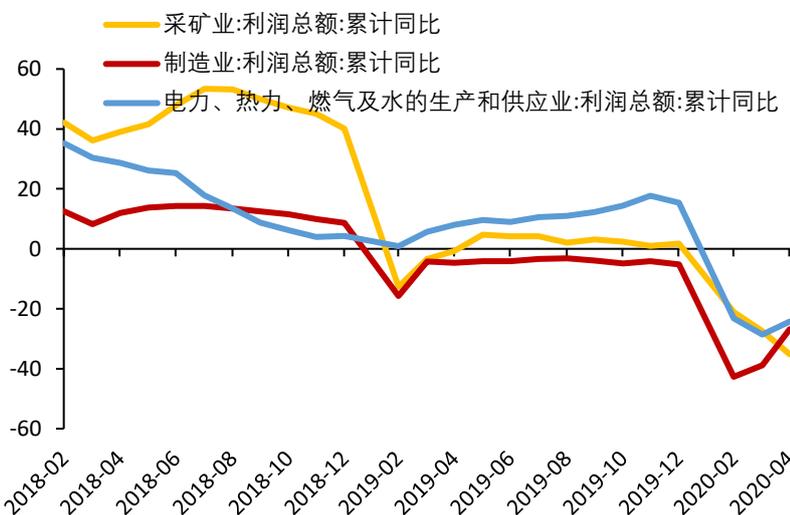
图表 6：国企和私营企业利润和营收



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。

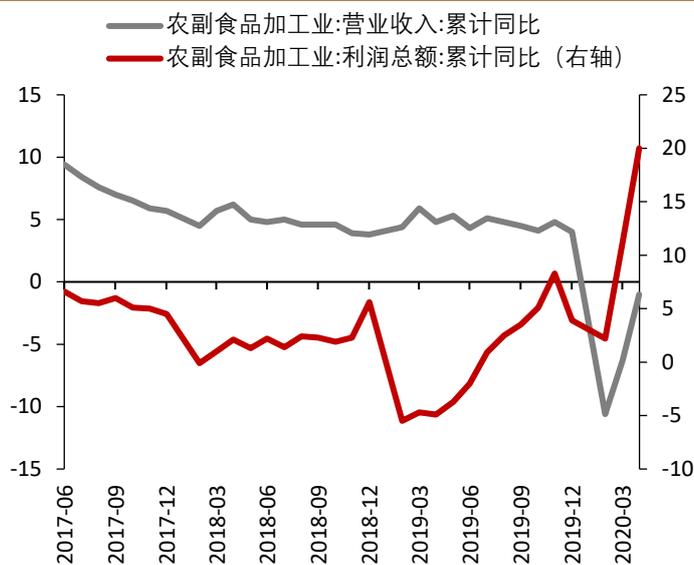
图表 7：国企和私营企业利润同比



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

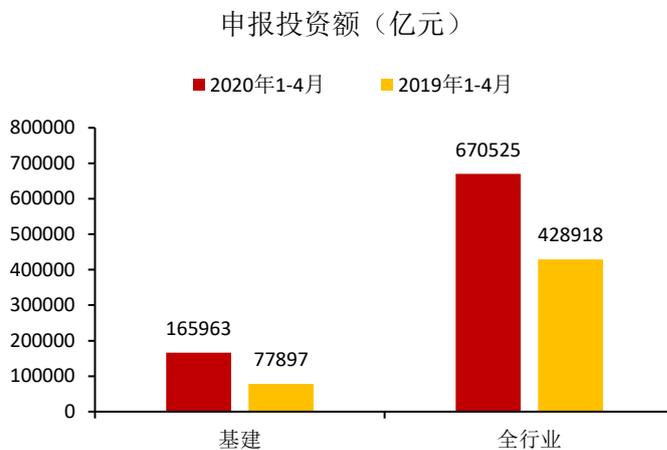
从宏观角度看，基建发力或能暂时缓和PPI下行节奏。4月基建投资增速大幅回升至+4.8%。基建申报项目增速领先基建投资半年左右来看未来的基建增速也有望保持增长。三月份申

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%

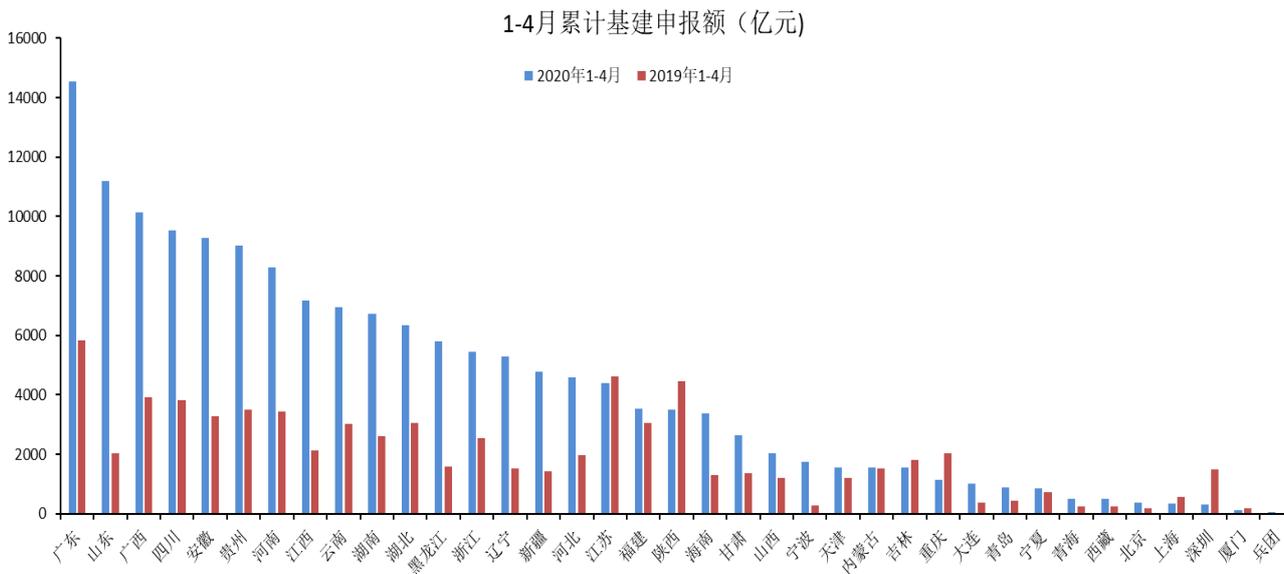
图表 13：申报投资额



数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

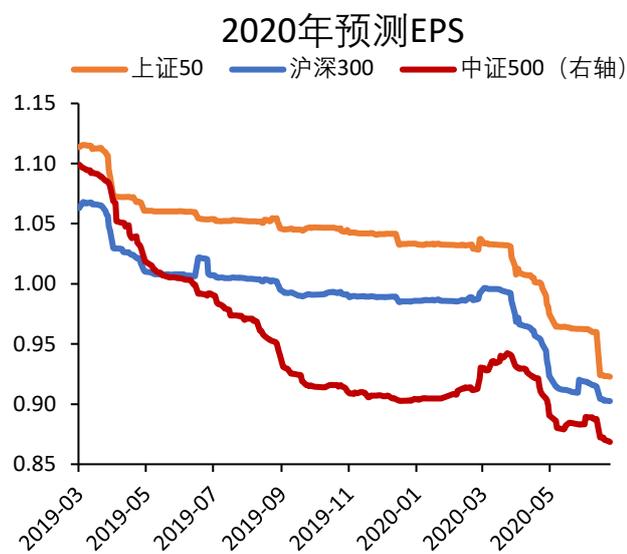
图表 14：申报投资额



数据来源：wind，混沌天成研究院

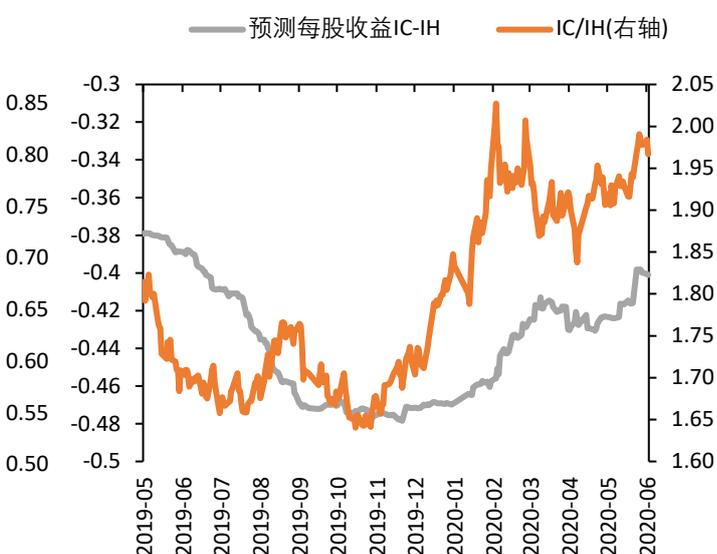
从预测每股收益的下调来看，三大指数的 EPS 企稳，沪深 300、中证 500EPS 有所上调。以疫情前为基准，IC 的业绩下调幅小于 IF、IH。从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS 增速差值和 IC/IH 走势较为一致。

图表 15: 2020 年预测 EPS



数据来源: wind, 混沌天成研究院

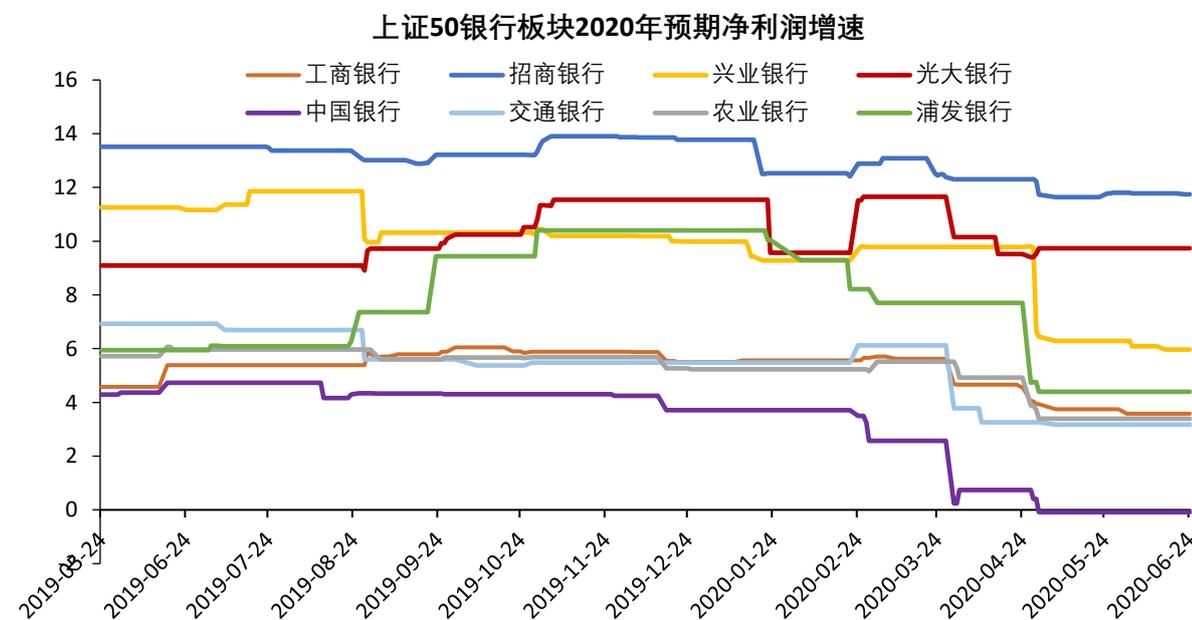
图表 16: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

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。

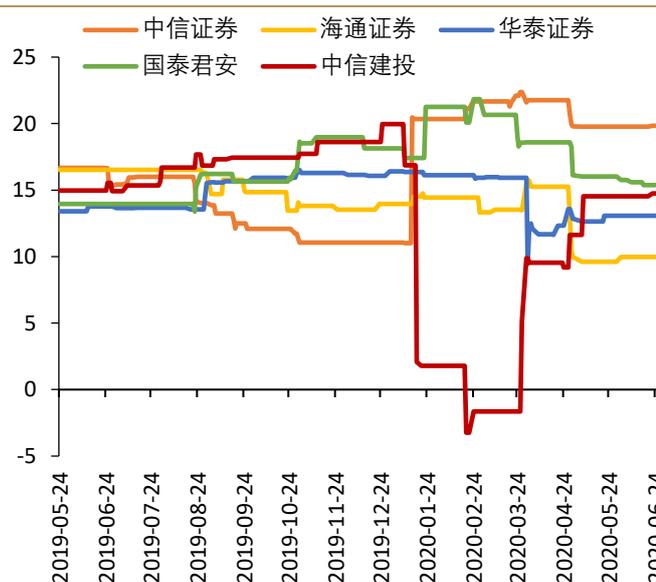
图表 18: 上证 50 银行股利润影响因素

	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%	-0.48%
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

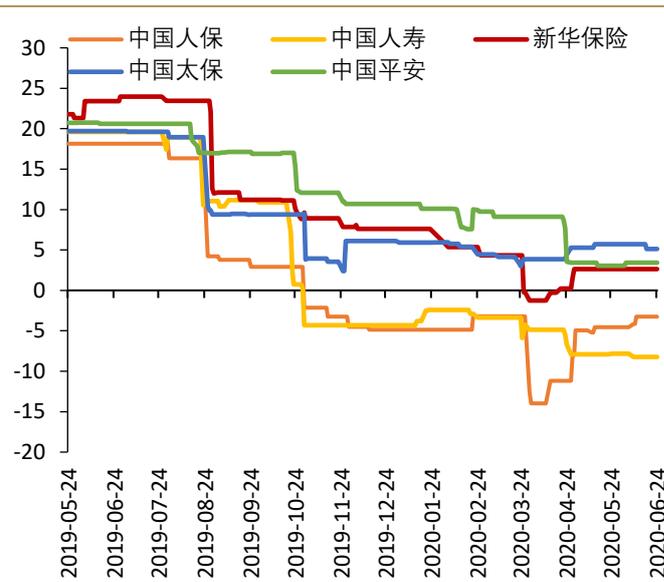
非银金融里保险是受到投资收益(一季度权益市场行情)、利率下行的影响;券商利润下行是主要是受到自营投资收益下降的影响。

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

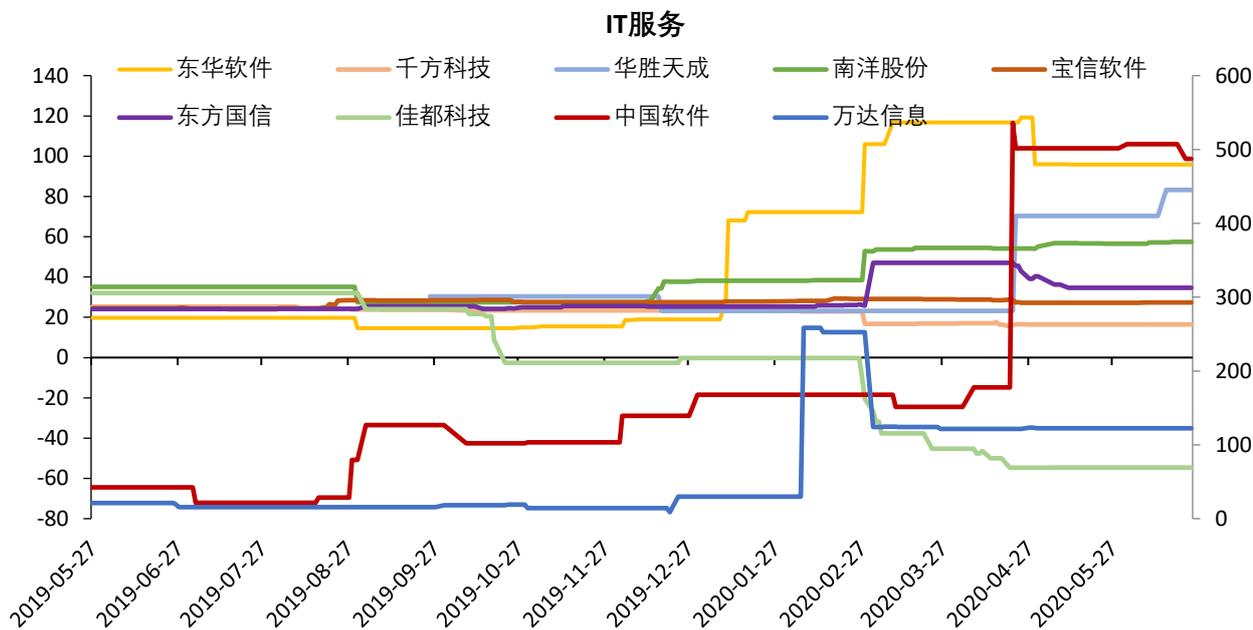
图表 20: 上证 50 保险股盈利预测



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。

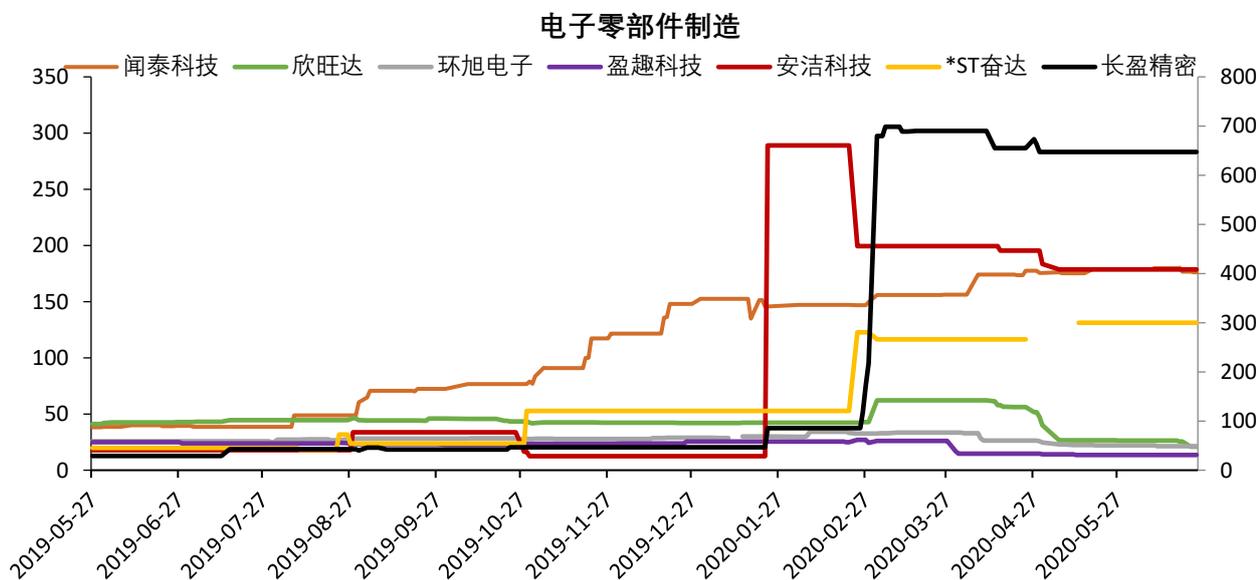
图表 21：中证 500IT 服务行业盈利预测



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亮眼，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

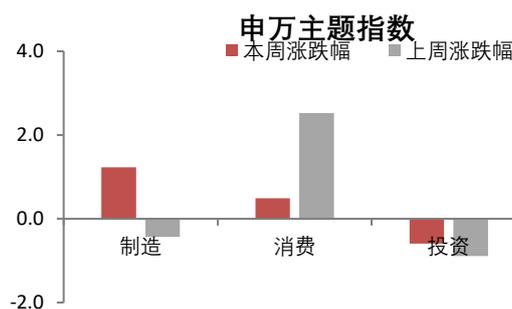
台积电	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	43921	2020-04	趋势图
当月营收 (亿新台币)	1061	1022	1060	1079	1033	1037	934	1135.196	960	
累计营收 (亿新台币)	6506	7527	8588	9667	10700	1037	1971	3105.972	4066	
营收当月同比 (%)	17	8	4	10	15	33	53	42.4	29	
营收累计同比 (%)	1	1	2	3	4	33	42	42.02	39	
营收环比 (%)	25	-4	4	2	-4	0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

数据来源: wind, 混沌天成研究院

## 二、风格表现

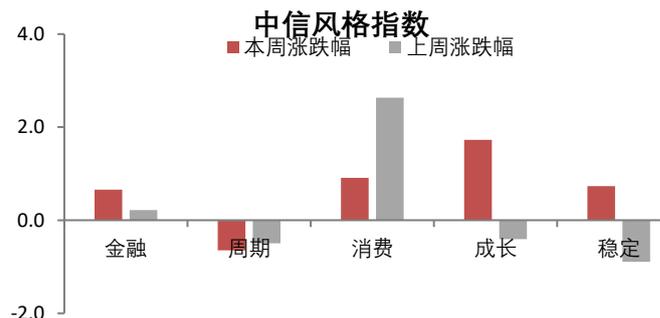
节前一周成长风格领涨, 消费依旧保持上涨的态势, 整体来看消费+科技依旧是市场主线。随着国内经济复苏, 生产和需求端都有较大程度的改善。但是从5月经济数据来看工业增加值已经同比转正, 但是社消零售仍然较弱, 供给端恢复好于需求端, 边际上需求端仍有复苏空间。当前消费+科技仍然是市场主线。创业板注册制改革继续推进。6月15日起, 深交所将开始受理创业板在审企业的首次公开发行股票、再融资、并购重组申请, 创业板改革推进将继续巩固科创成长风格。

图表 24: 申万主题指数表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

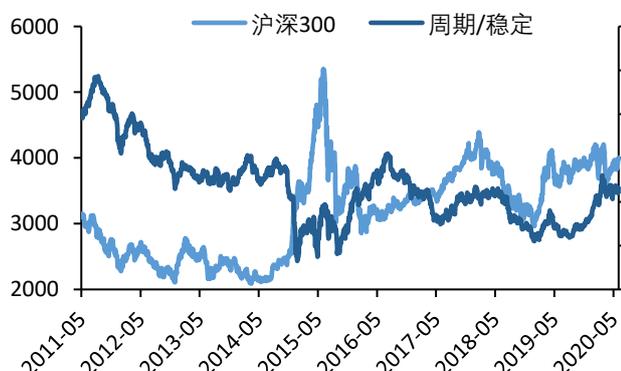
图表 25: 中信风格指数表现



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



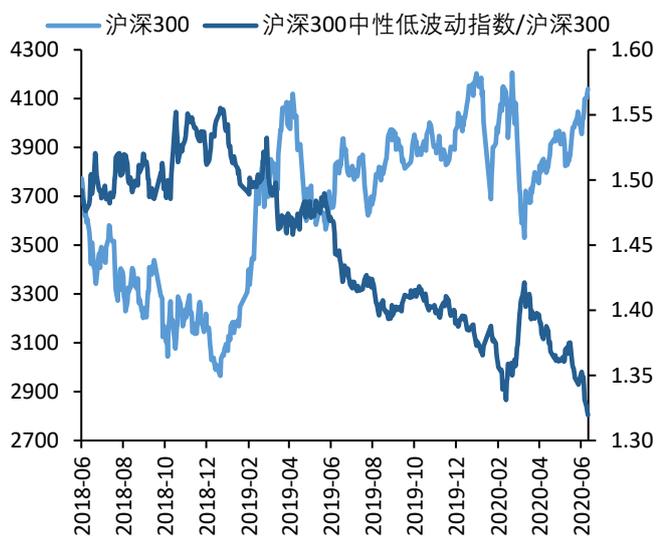
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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/非周期指数持续走低, 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



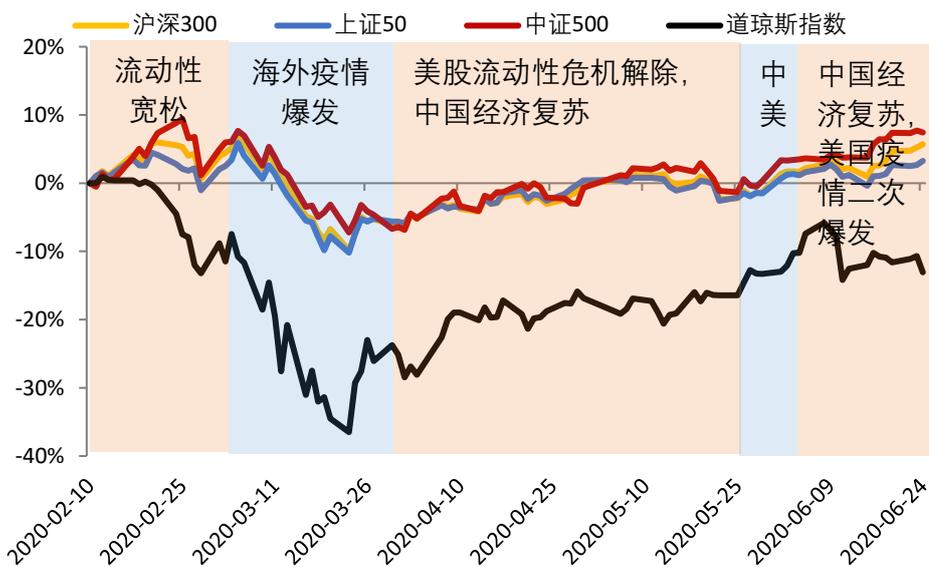
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

### 三、后续展望

今年2月3日股指跌停释放了对疫情的悲观预期, 此后市场预期流动性宽松和刺激政策托底经济, 指数一路上涨, 直到海外疫情爆发冲击外需, 指数回调。四月至今指数的震荡上涨的理由在于经济复苏+流动性宽松+低估值, 期间中美关系扰动市场但只是影响短期情绪。目前经济复苏+流动性宽松+低估值仍然支撑指数中枢震荡上行。

图表 30: 2月4日以来指数涨跌幅



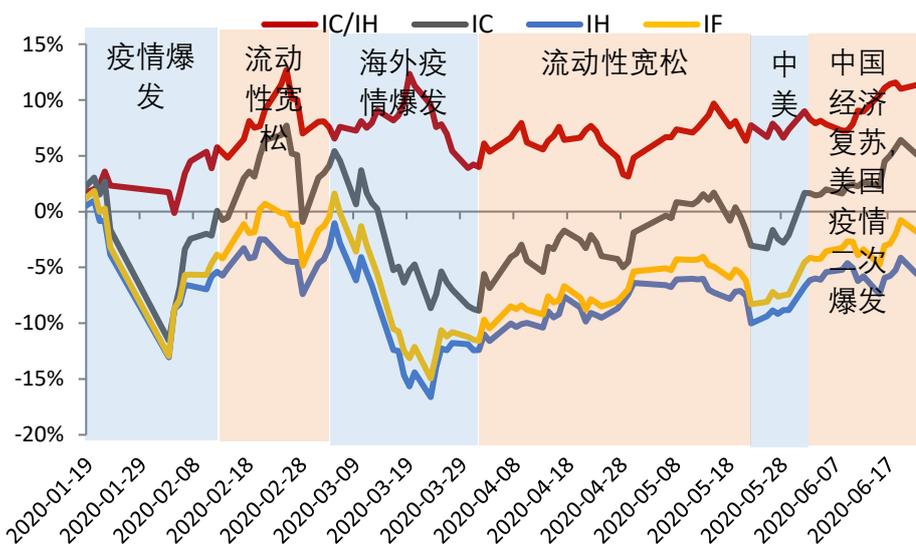
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

数据来源: wind ,混沌天成研究院

我们从2019年12月初开始推荐多IC空IH策略,主要是基于二者景气度差异,包括创业板注册制改革将超预期、5G周期和半导体周期共振带动科技周期、利率下行阶段中小盘股票收益等原因。该策略在疫情爆发期间也表现了较好的韧性,年初至今涨幅大15%,超过三大期指单边涨幅。当前我们认为该策略仍有支撑。

图表 31: 年初以来期指和比值涨跌幅

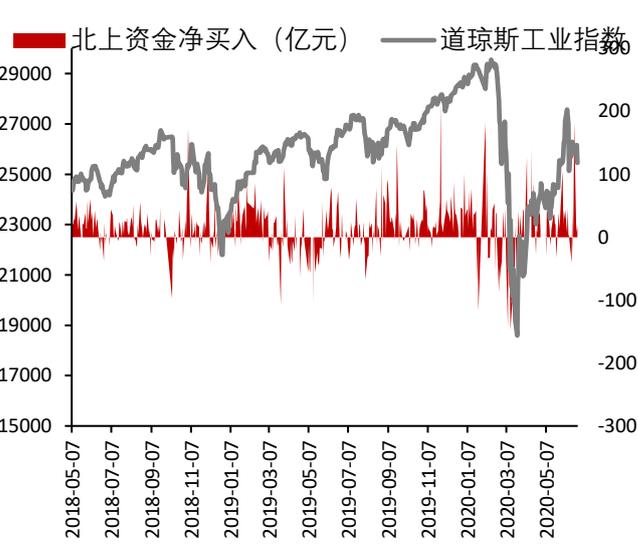


数据来源: wind ,混沌天成研究院

上周富时罗素指数纳入A股比例扩大在6月19日收盘生效,北上资金流入超百亿。国内疫情受控+A股低估值成为全球资产配置的较优选择,预计北上资金持续流入。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。

图表 33: 北上资金和上证50走势

图表 34: 北上资金和美股走势

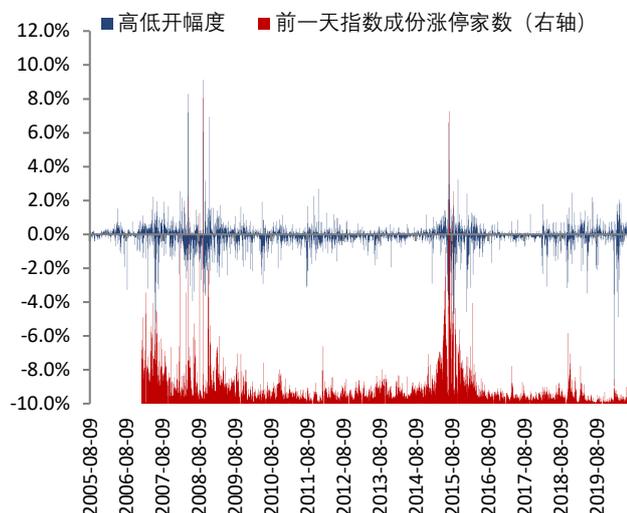


数据来源: wind ,混沌天成研究院

数据来源: wind ,混沌天成研究院

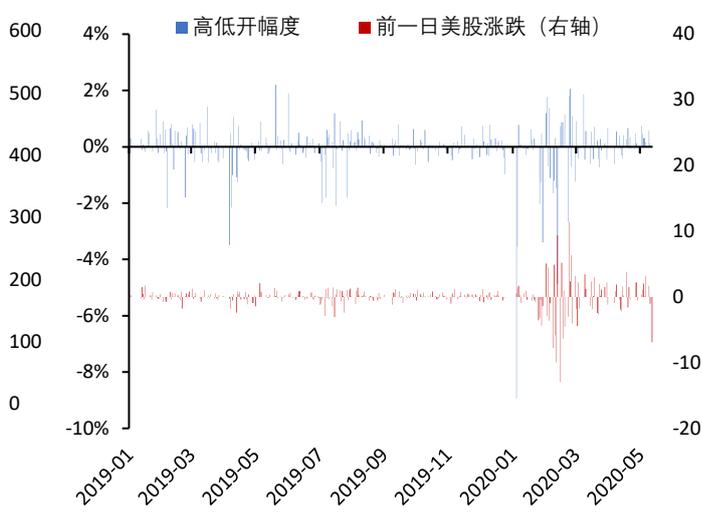
今年以来权益资产波动较大，中证 500 高低开程度和中证 500 成分股前一天涨停家数相关性走弱，和美股前一天涨跌幅度相关性变强。因此美股未来的走势对于指数有参考意义。端午假期内美股回调 4 个点左右，预计对 A 节后开盘造成一定压力。

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

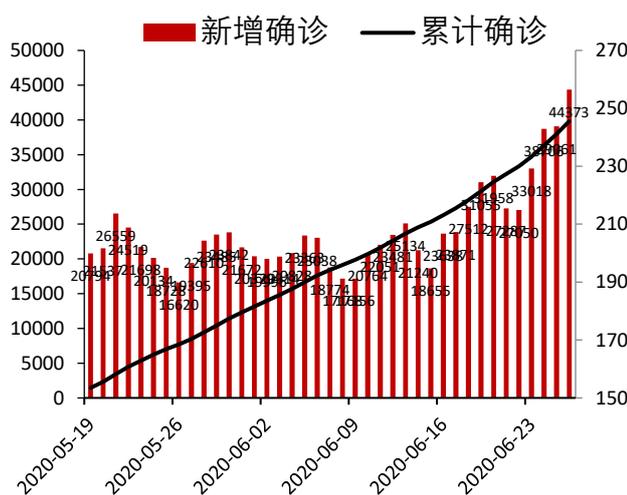


数据来源：wind，混沌天成研究院

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。当前市场对于美股有两方面的讨论，一是美联储利率路径预测点阵图表明至少在未来两年半的时间内利率将保持在接近零的水平，市场预计美联储放水的节奏有所放缓。二是美国多州疫情二次爆发。

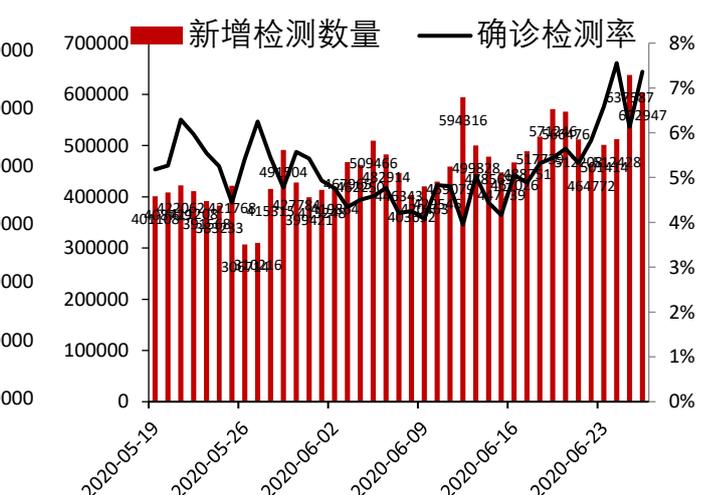
从疫情的角度来看，美国的新增确诊确实有反复，检测确诊率也在上行。但是美国每日检测数量持续增加，每日检测数量达 60 万例。在大规模检测的背景下潜在风险较小。

图表 37：新增确诊和检测确诊率



数据来源：covidtracking，混沌天成研究院

图表 38：新增检测数量和检测确诊率



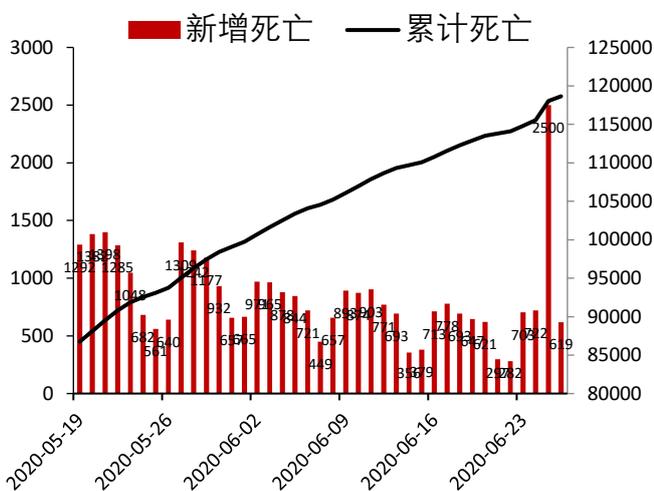
数据来源：covidtracking，混沌天成研究院

从新增死亡人数来看，6 月 25 日出现了一个小高峰，整体没有出现大幅增加的情况；从现有住院来看，近一周现有住院人数增加了 7000 例左右，存量住院人数 3.2 万，给医疗资源带来的压力不是很大。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

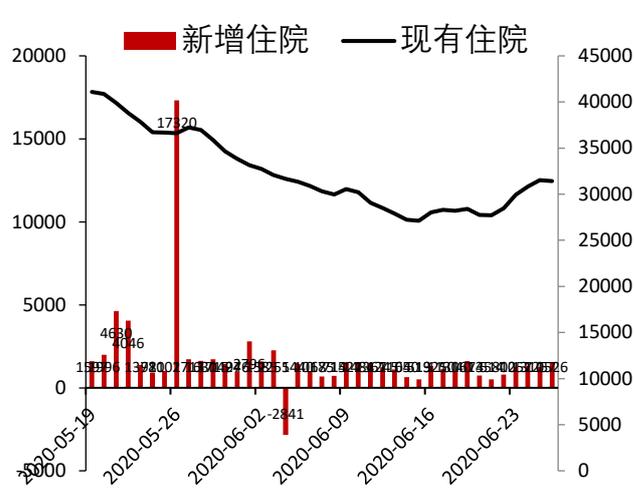
CHAOS RESEARCH INSTITUTE

图表 39：新增住院和现有住院



数据来源：covidtracking，混沌天成研究院

图表 40：新增住院和新增死亡



数据来源：covidtracking，混沌天成研究院

美国多数州都出现了新增确诊人数激增，导致原先的复工节奏放缓，据统计美国至少已有 11 个州暂停或推迟了重启计划。但是各州是否实施严格的封城措施我们认为在美国大选的背景下可能性不大。整体来看，美国疫情二次爆发但整体可控，并且当前美联储宽松政策延续，财政刺激有望加码，流动性和财政刺激或对风险偏好形成有效支撑。

图表 41：美国各州新增确诊人数



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，指数中枢将继续震荡上移。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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

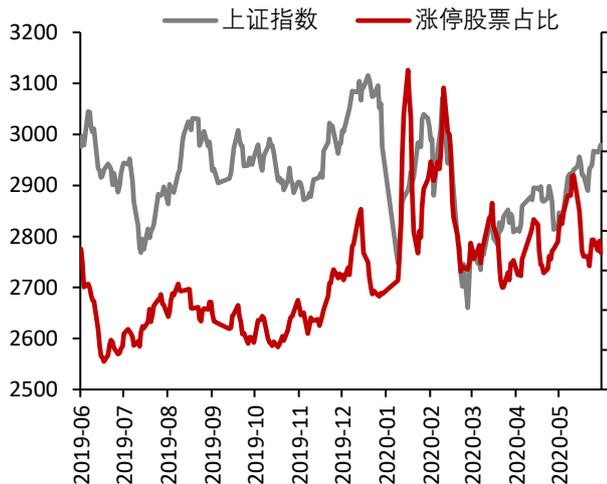
调，也不会大幅提高市场的风险偏好。现在利润逐渐修复，基本面好转；从结构上来说消费、科技是主线。政策上创业板改革继续超预期推进，推动科技产业的创新升级。预计中证 500 表现将强于上证 50、沪深 300。

## 其他数据跟踪

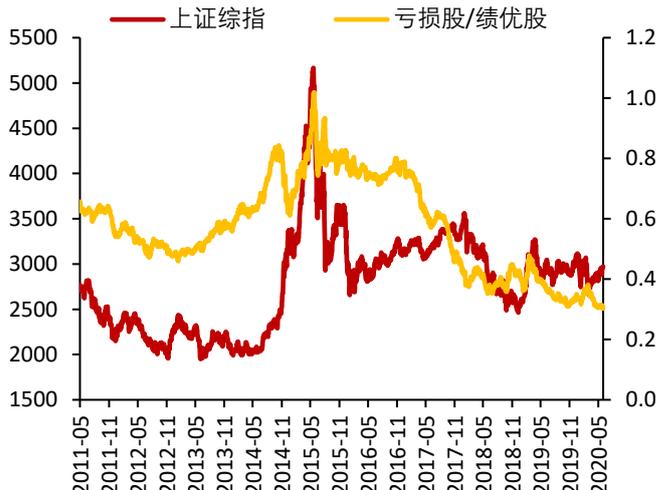
### 一、市场情绪

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 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

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 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 3：沪港 AH 溢价和沪深 300 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

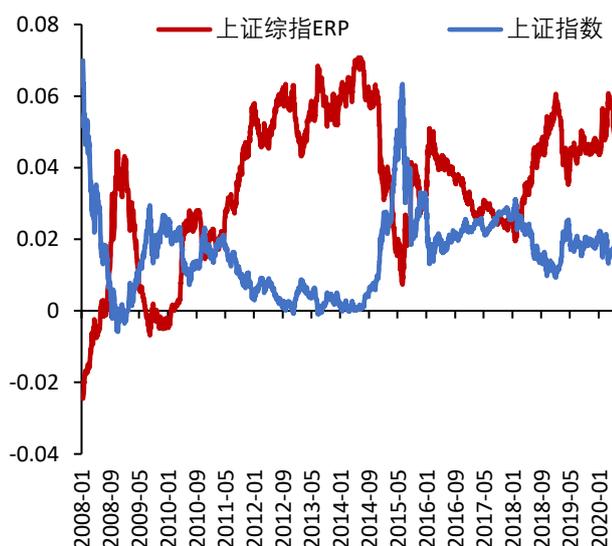
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

## 二、估值

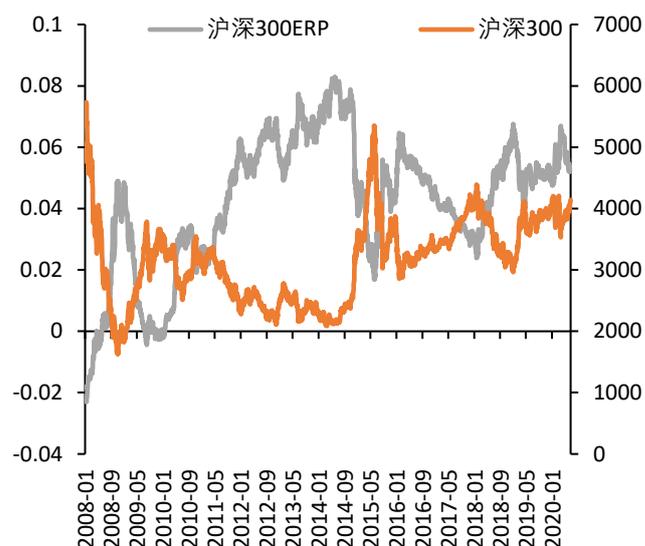
权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力。目前上证综指 ERP 位于近 6 年的高位，沪深 300、上证 50 均位于 2016 年以来的高位，中证 500 高于近几年的中位数。

图表 4：上证综指 ERP 和价格走势



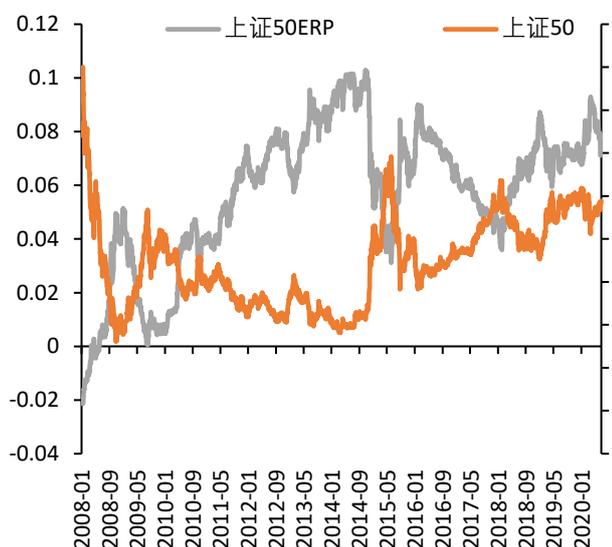
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 5：沪深 300ERP 和价格走势



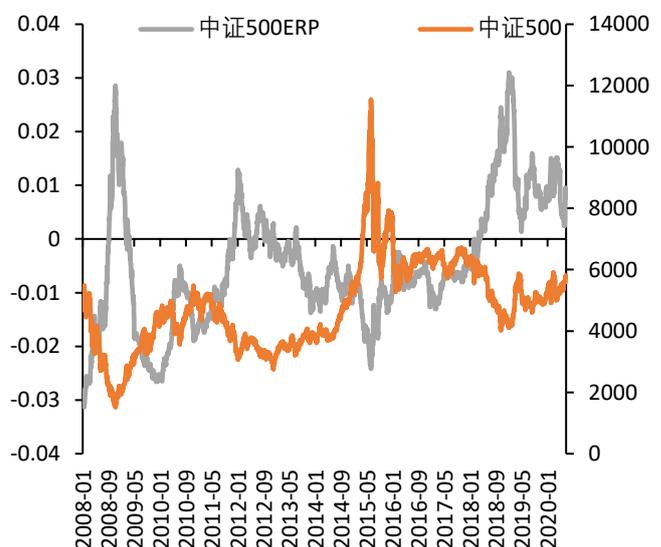
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 6：上证 50ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 7：中证 500 和价格走势



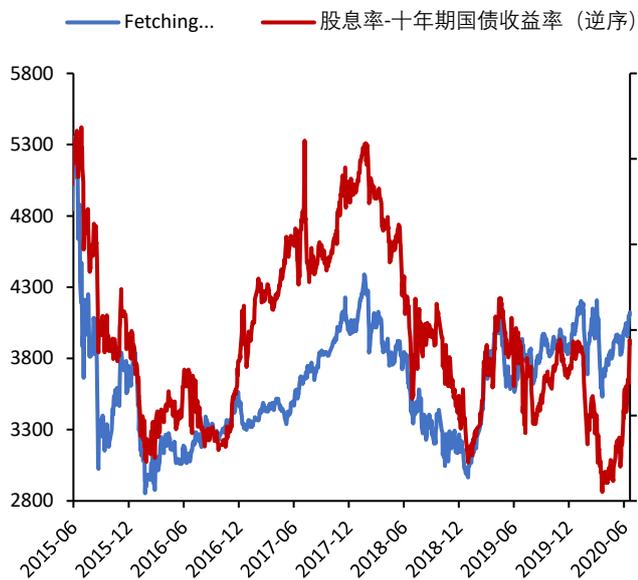
数据来源：wind，混沌天成研究院

## 三、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

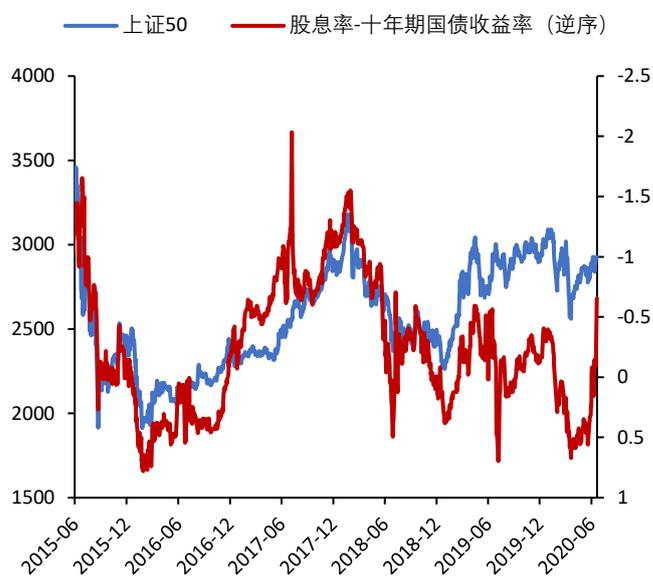
较高。

图表 8: 沪深 300 股息率



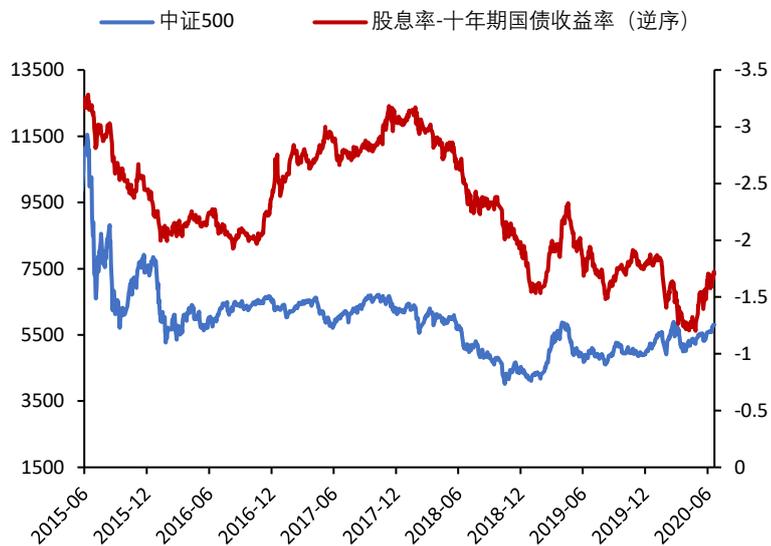
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 9: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 10: 中证 500 股息率



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。



长按识别下方二维码关注哇



关注了解更多资讯!

混沌天成研究院