

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

通胀不改货币政策中性，中美扰动有基本
面和流动性支撑

观点概述：

本周成交额在万亿以上，情绪周环比升温。近三天市场震荡整理，市场在接近前高的位置比较犹豫，创新高的情绪和资金不足。投资和周期股领涨，消费回调。

本周资金面继续分化，外资流出国内融资余额增加。本周北上资金净流出44亿元；融资余额本周增加406亿元，大大超出北上的流出量。

二季度货币政策执行报告整体上继续传递货币政策向常态回归的信号，与7月份政治局会议和下半年央行工作会议的精神保持一致。央行表示，国内方面，经济已由第一季度“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”。下半年的核心任务在于稳定总需求，继续向潜在增速回归，同时全球经济面临衰退、中美关系充满不确定性。通胀方面，央行指出“物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础”，较一季度报告更加有定力。在就业压力下，通胀不是货币政策主要考量。

当前股指经济复苏确认（盈利增长）、货币政策正常化而非收紧（无风险利率上行风险不大）、估值健康。中美关系是扰动，但是股市的反应已经钝化，向下有基本面和宏观流动性支撑。经过一轮放水以后资本市场的资金流动性充足，而且当前从股债性价比来看股票有吸引力，从资产配置的角度股票也会吸收增量资金。接下来的逻辑不是流动性宽松，而是以时间换空间，走盈利改善的慢牛。

策略建议：

做多 IF2008, IH2008, IC2008

风险提示：

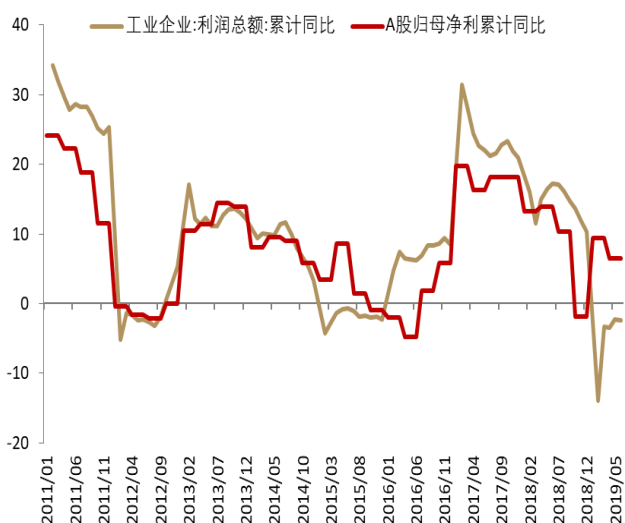
国内政策支持力度不及预期，海外疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、量增价跌 利润率改善，企业盈利逐步修复

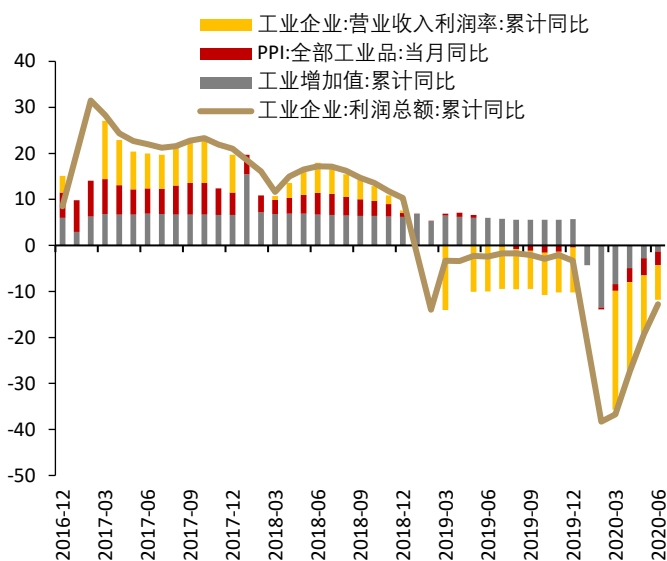
当前全部A股上市公司中工业企业占比较大，工业企业利润的变动一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动。利润的指标我们是看量、价、利的变化。量是工业增加值，价是PPI，利是营业收入利润率。6月工业企业利润当月同比增速-12.8%。其中量（工业增加值）增价（PPI）跌利润率改善。整体来看工业企业利润逐渐修复，上市公司当中工业企业占比较大，二季报较一季报盈利增速改善是确定事件。

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

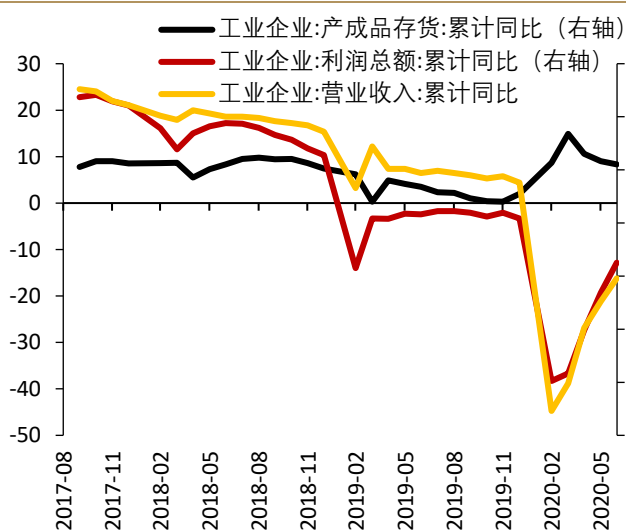
图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

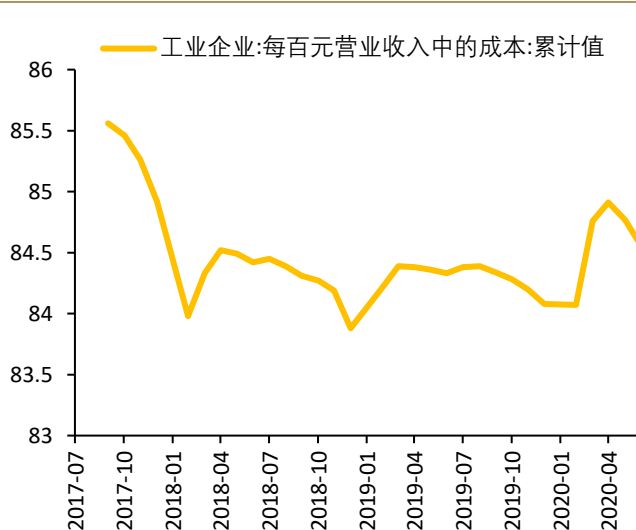
营收和利润增速跌幅均收窄，存货也在经济活动的复苏之下去库。营业收入增加，成本小幅回落，费用在国家减税降费的推进之下连续 3 月降低。

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

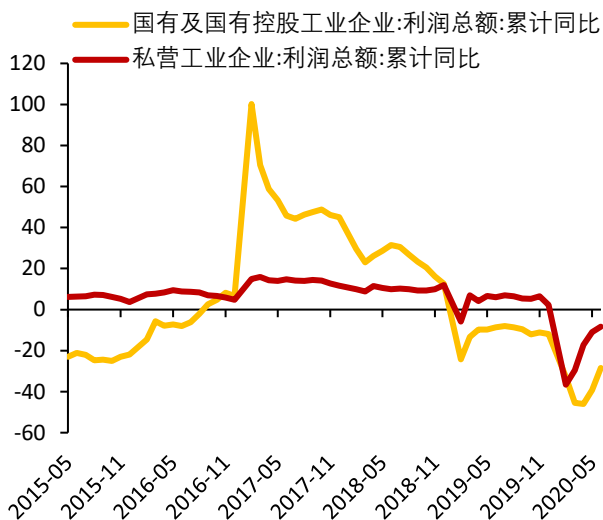
图表 4：工业企业每百元营业收入中的费用



数据来源：wind，混沌天成研究院

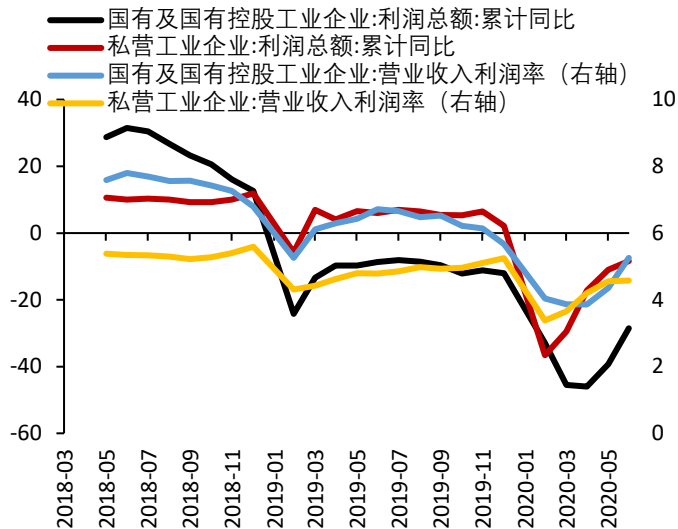
国有企业和私营企业营收和利润均继续好转，国企在经济调节中让利的情况有所缓解。

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

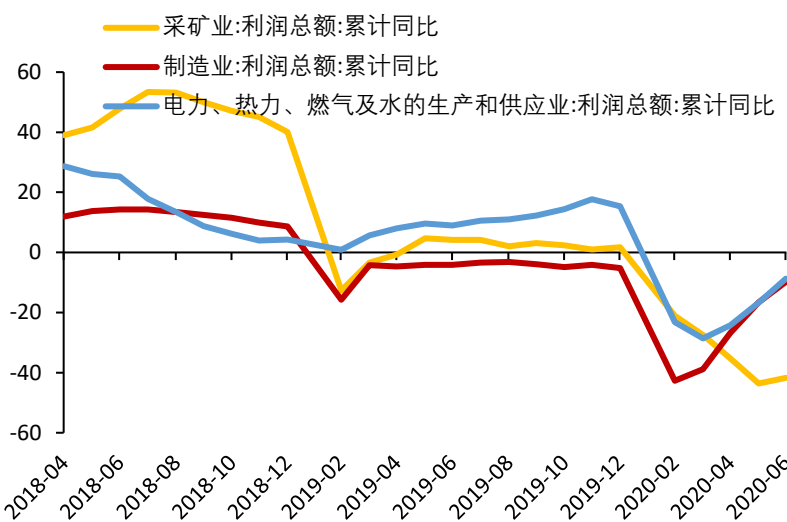
图表 6: 国企和私营企业利润和营收



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收敛但跌幅仍旧较大，是受到石油和天然气开采的拖累；黑色金属矿采选的营收同比增速转正。

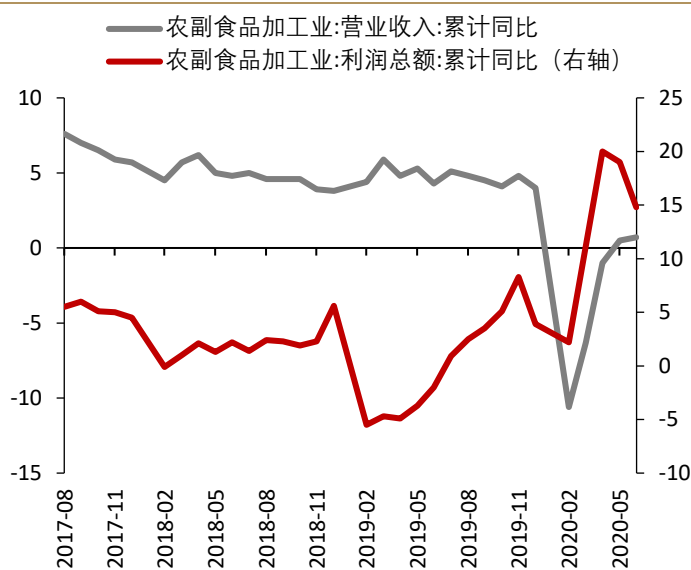
图表 7: 国企和私营企业利润同比



数据来源: wind , 混沌天成研究院

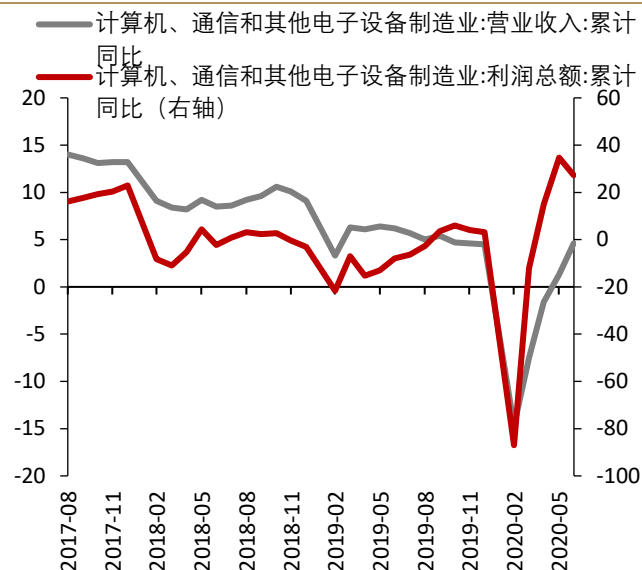
制造业中烟草、农副食品加工、计算机通信电子计算机三个行业的同比增速为正；烟草国有企业利润是财政国有资本经营收入的重要来源（烟草利润占比 19%）。海外居家办公、居家娱乐等需求推升计算机出口大增，与该行业的利润和营收增速的变动方向一致。

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

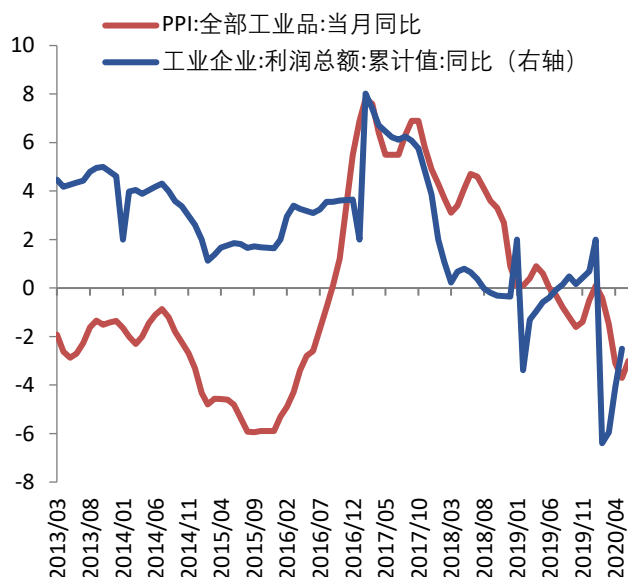
图表 9: 计算机、通信电子业利润同比



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

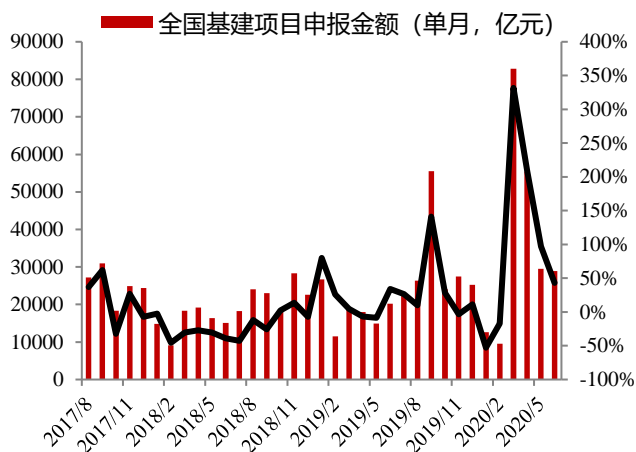


数据来源: wind, 混沌天成研究院

从宏观微观角度看，基建发力或能暂时缓和PPI下行节奏。1-6月基建投资增速大幅回升至-2.7%。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。1-6月中

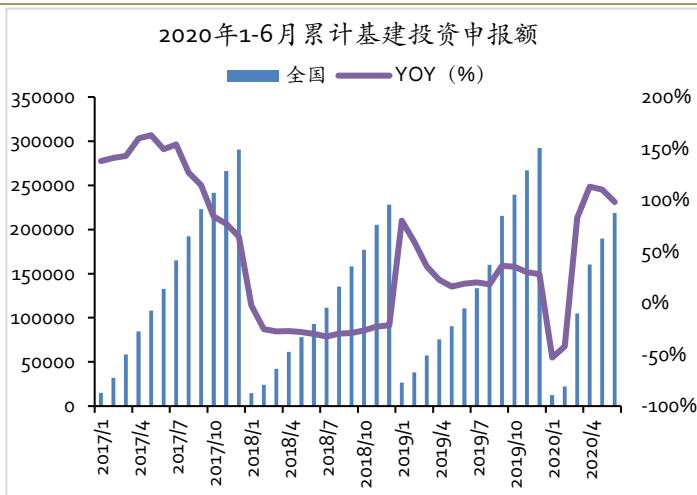
报了 24 万亿美元的基建项目，大幅超往年同期。所以基建的发力也会从需求端支撑 PPI 企稳。

图表 12: 申报投资额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

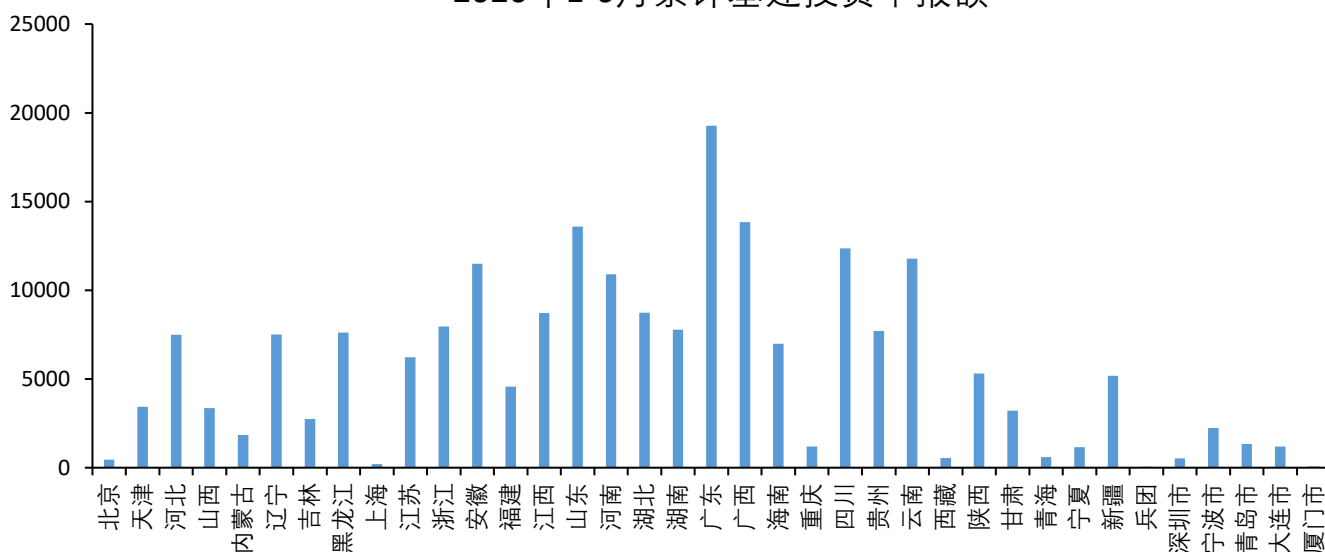
图表 13: 申报投资额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 14: 各省申报投资额

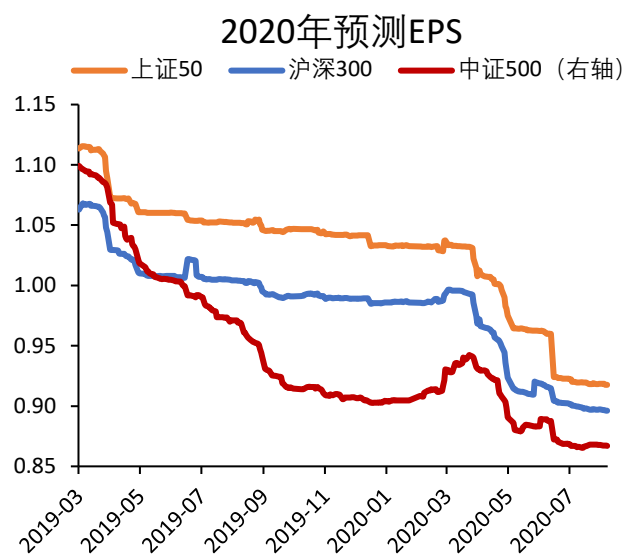
2020年1-6月累计基建投资申报额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

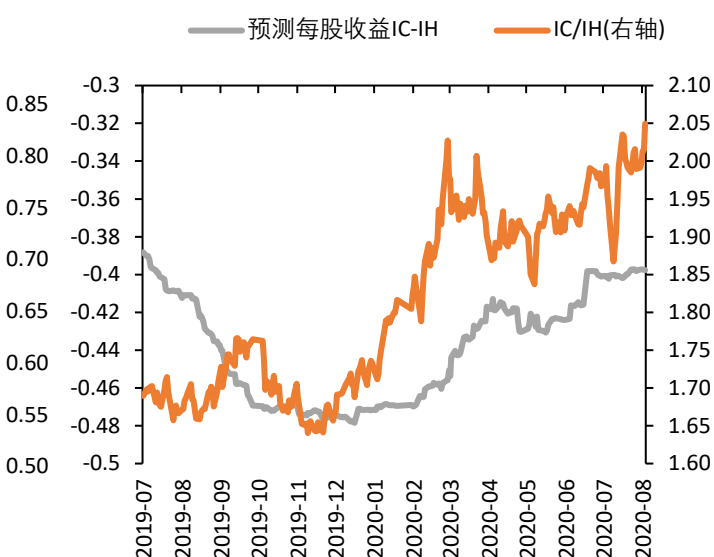
从预测每股收益的下调来看，三大指数的 EPS 企稳，沪深 300、中证 500EPS 有所上调。以疫情前为基准，IC 的业绩下调幅小于 IF、IH。从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS 增速差值和 IC/IH 走势较为一致。

图表 15: 2020 年预测 EPS



数据来源: wind, 混沌天成研究院

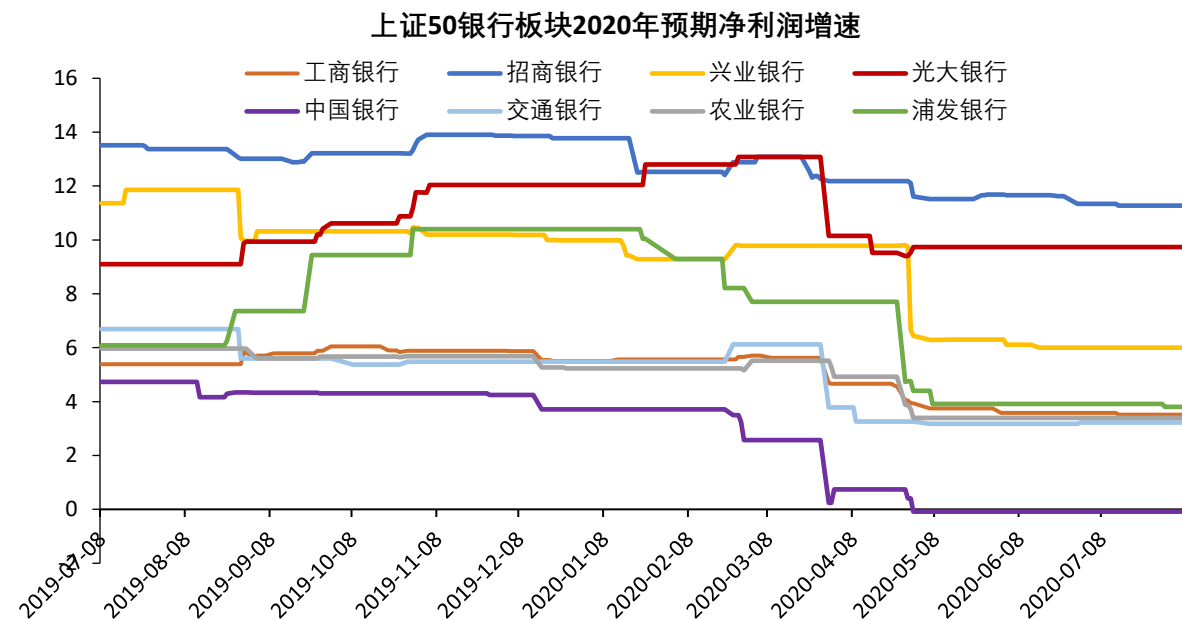
图表 16: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



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。

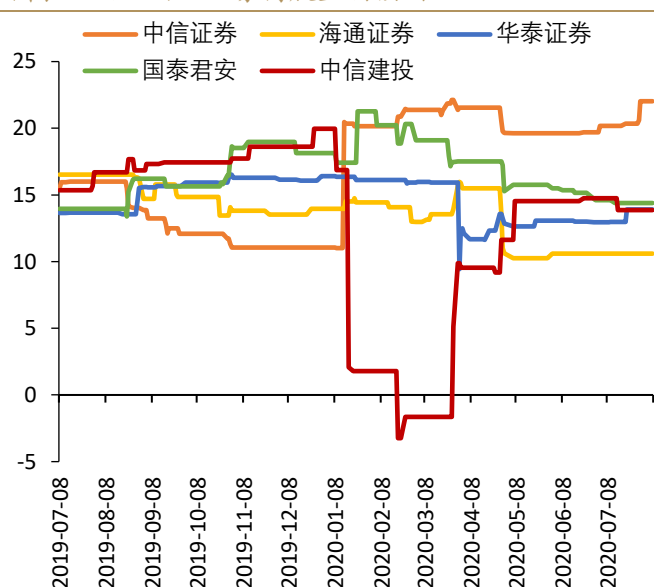
图表 18: 上证 50 银行股利润影响因素

	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

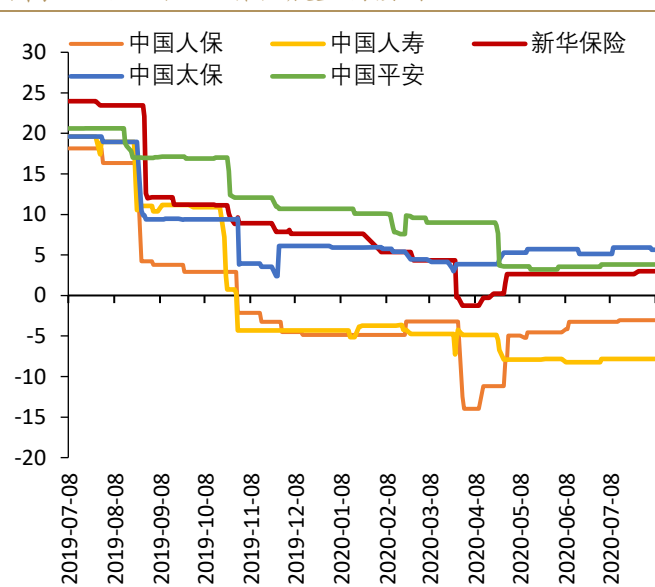
非银金融里保险是受到投资收益(一季度权益市场行情)、利率下行的影响;券商利润下行是主要是受到自营投资收益下降的影响。随着资本市场的行情回暖和利好消息,部分券商盈利增速上调,中信建投证券的盈利增速持续上调。

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

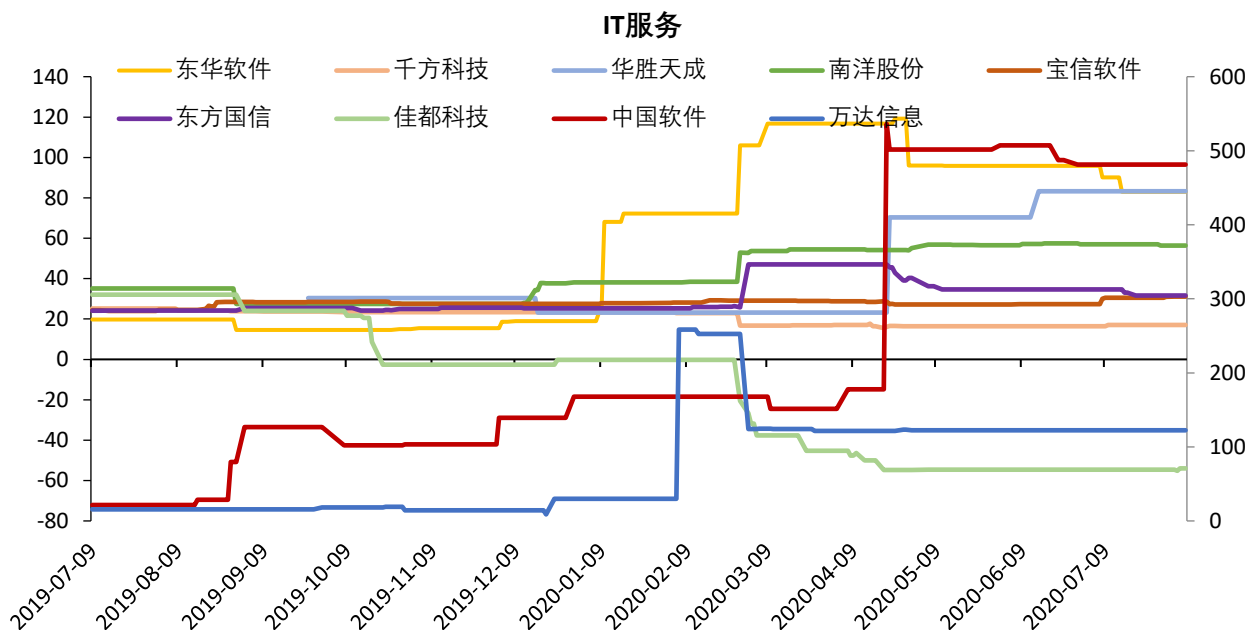
图表 20: 上证 50 保险股盈利预测



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。

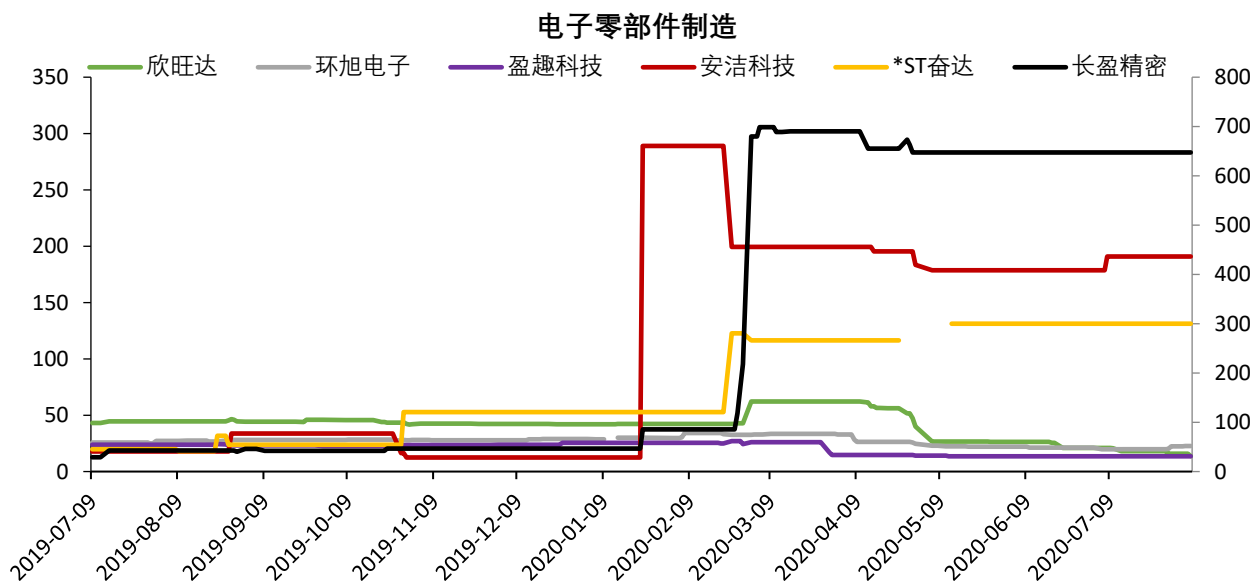
图表 21：中证 500IT 服务行业盈利预测



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，6 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

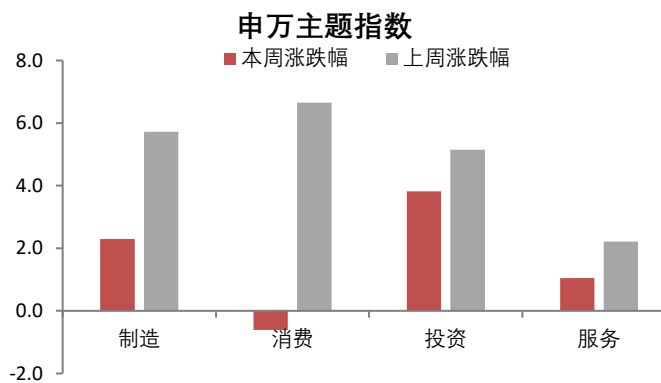
台积电	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	趋势图
当月营收 (亿新台币)	1061	1022	1060	1079	1033	1037	934	1135	960	938	1209	
累计应收 (亿新台币)	6506	7527	8588	9667	10700	1037	1971	3106	4066	5004	6213	
营收当月同比 (%)	17	8	4	10	15	33	53	42	29	17	41	
营收累计同比 (%)	1	1	2	3	4	33	42	42	39	34	35	
营收环比 (%)	25	-4	4	2	-4	0	-10	22	-15	-2	29	

数据来源: wind, 混沌天成研究院

二、风格表现

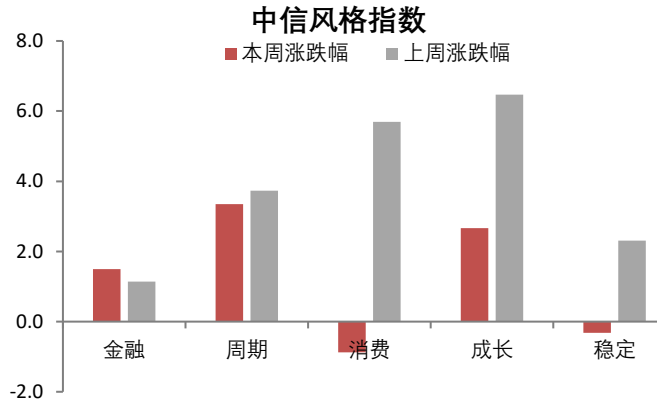
本周成交额在万亿以上, 情绪周环比升温。近三天市场震荡整理, 市场在接近前高的位置比较犹豫, 创新高的情绪和资金不足。投资和周期股领涨, 消费回调。

图表 24: 申万主题指数表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

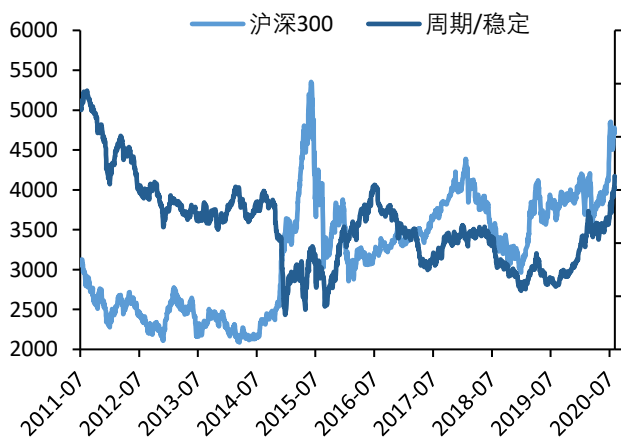
图表 25: 中信风格指数表现



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。周期板块与经济变化相关性较高, 表明市场对于国内经济好转的预期有所提高。

图表 26: 周期/稳定与沪深 300 价格走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 27: 金融/消费与沪深 300 价格走势

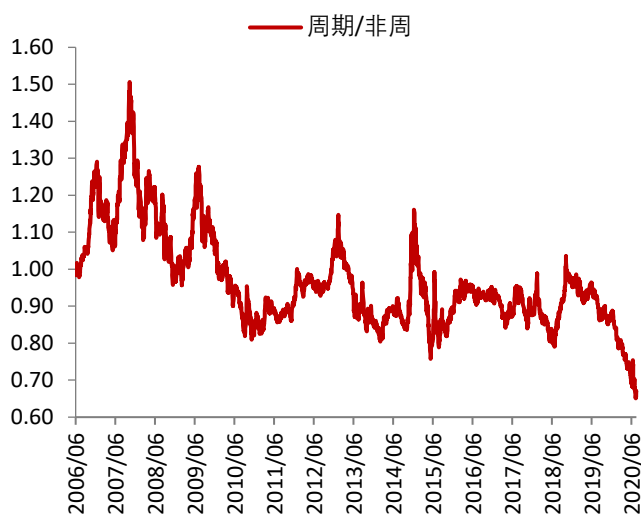
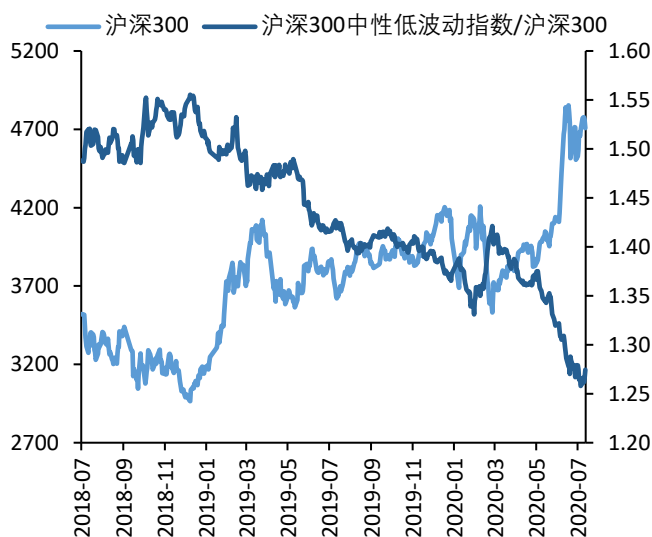


数据来源: wind, 混沌天成研究院

低波指数相对沪深300本周有所回调，投资者对低波动率的股票偏好回升，低波动率股票一般指大盘权重股。风格上成长股从2019年1月开始持续跑赢价值股，并且在今年这种趋势得到强化。周期股从2018年9月开始跑输成长股，当前周期/非周的比值突破历史最低点。7月初周期股有修复，但是是短暂的反弹，当前风格仍然是成长和非周，周期催化因素不足。

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



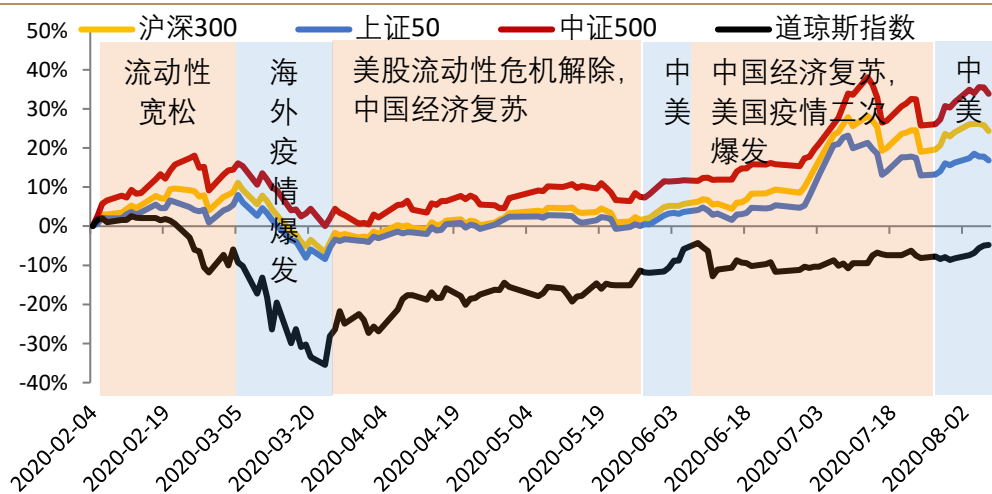
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。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。

图表 30：2月4日以来指数涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

当前股指经济复苏确认（盈利增长）、货币政策正常化而非收紧（无风险利率上行风险不大）、估值健康。中美关系是扰动，但是股市的反应已经钝化，向下有基本面和宏观流动性支撑。

经过一轮放水以后资本市场的资金流动性充足，而且当前从股债性价比来看股票有吸引力，从资产配置的角度股票也会吸收增量资金。接下来的逻辑不是流动性宽松，而是以时间换空间，走盈利改善的慢牛。

二季度货币政策执行报告整体上继续传递货币政策向常态回归的信号，与7月份政治局会议和下半年央行工作会议的精神保持一致，市场对此已经有了较为充分的预期。

海外方面，央行指出部分经济体经济指标逐步改善，但仍需关注疫情爆发、企业倒闭、杠杆率快速上升、金融风险等问题。国内方面，经济已由第一季度“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”。下半年的核心任务在于稳定总需求，继续向潜在增速回归，同时全球经济面临衰退、中美关系充满不确定性。通胀方面，央行指出“物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础”，较一季度报告更加有定力。在就业压力下，关心通胀不如关心房价，通胀不是货币政策主要考量。

本周资金面继续分化，外资流出国内融资余额增加。本周北上资金净流出44亿元，；融资余额本周增加406亿元，大大超出北上的流出量。

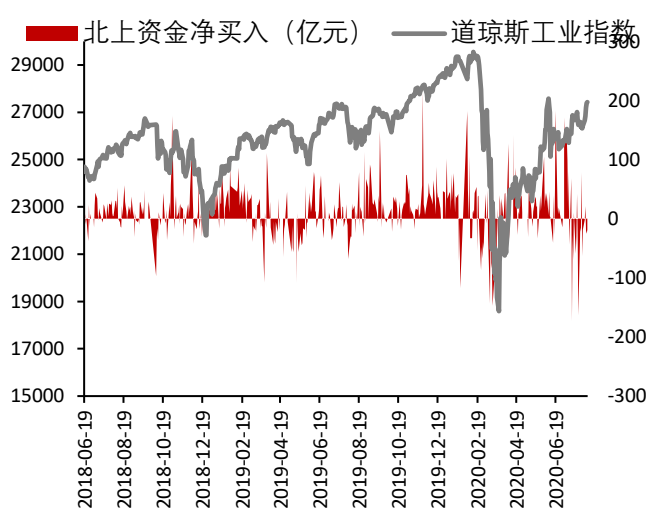
国内疫情受控+A股低估值成为全球资产配置的较优选择，预计后期北上资金将持续流入，短期波动加大。今年上证50和北上资金的相关性加强，而北上资金的流向和美股行情有关。近期美国疫情逐渐好转，当前美联储宽松政策延续，财政刺激有望加码，流动性和财政刺激或对风险偏好形成有效支撑。

图表 32：北上资金和上证 50 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

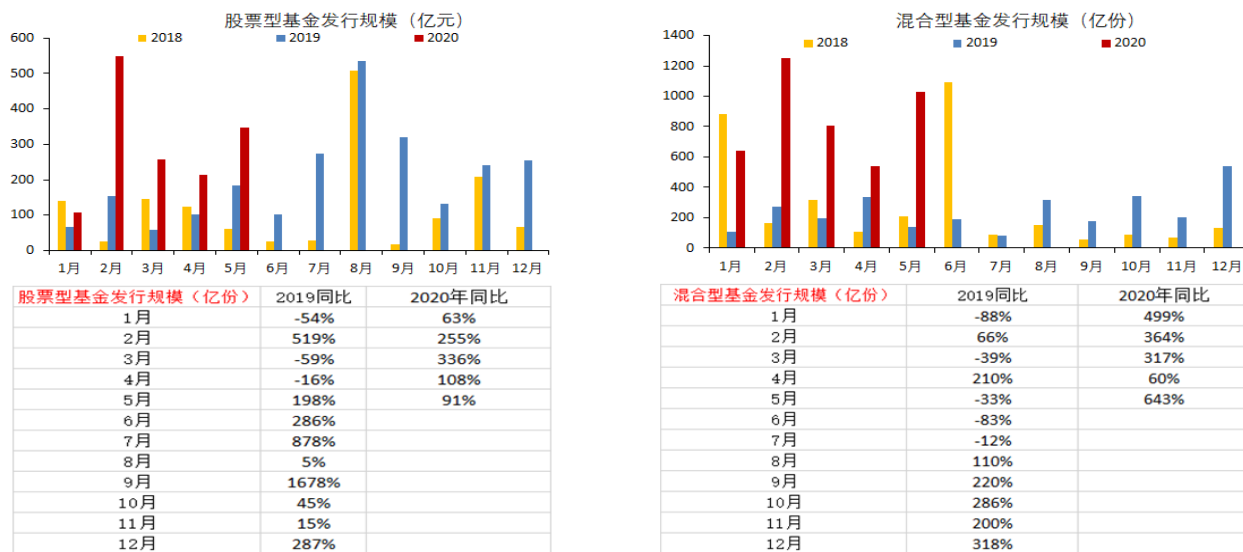
图表 33：北上资金和美股走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

今年股票型基金和混合型基金发行火爆，为股市带来了增量资金。基金发行有择时效应，预计7-8月将迎来发行小高峰，更多增量资金入市。

图表 34：基金发行情况



数据来源：wind , 混沌天成研究院

本周股市成交额持续破万亿。融资余额本周增加 244 亿元，但是融资买入额/成交额回升但仍处于中间水平，长期看处于较低水平。融资余额是杠杆资金，杠杆资金比例过高容易带来快涨快跌，当前万亿成交额中杠杆资金的贡献相对没那么大。

图表 35：成交额



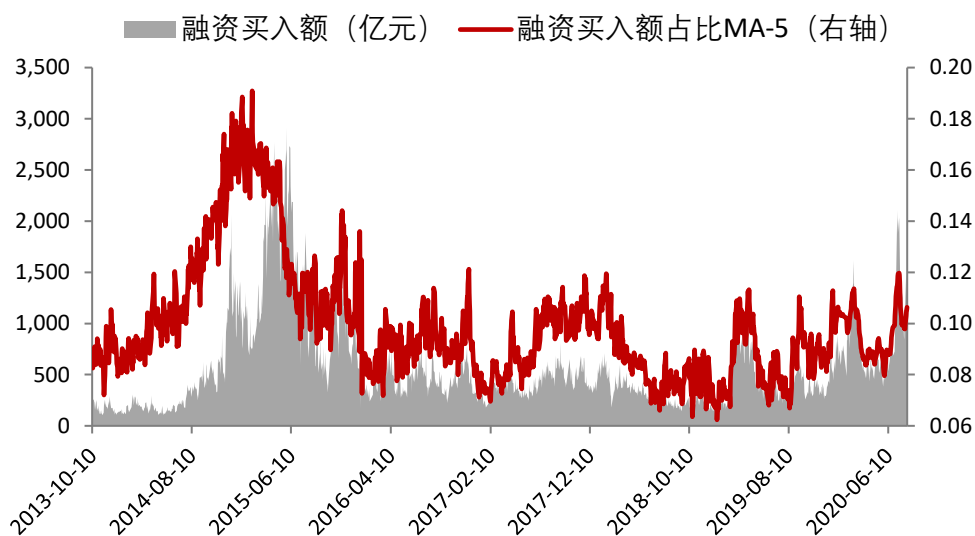
数据来源：wind , 混沌天成研究院

图表 36：融资余额



数据来源：wind , 混沌天成研究院

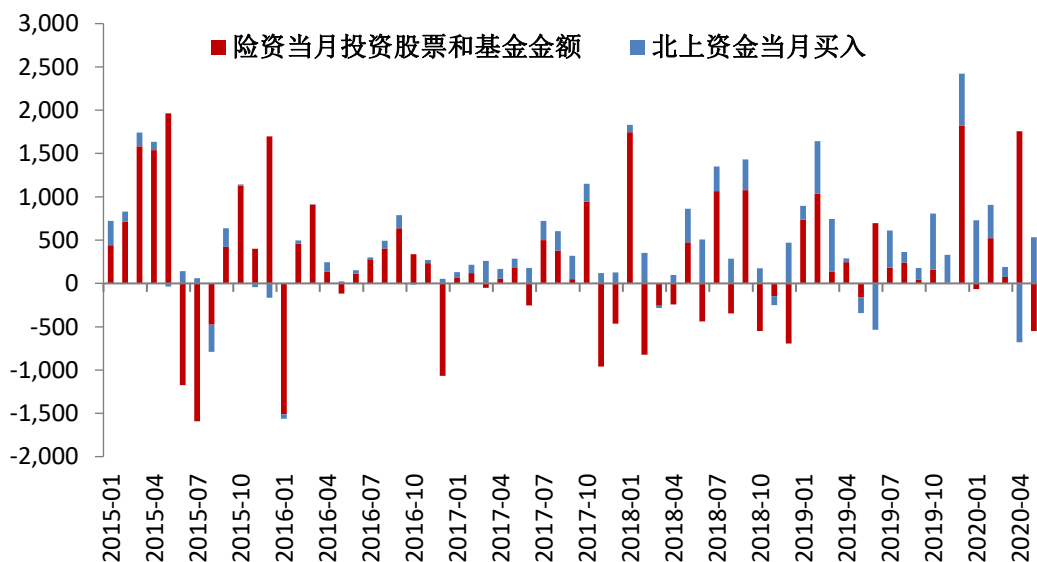
图表 41：融资买入占比



数据来源：wind，混沌天成研究院

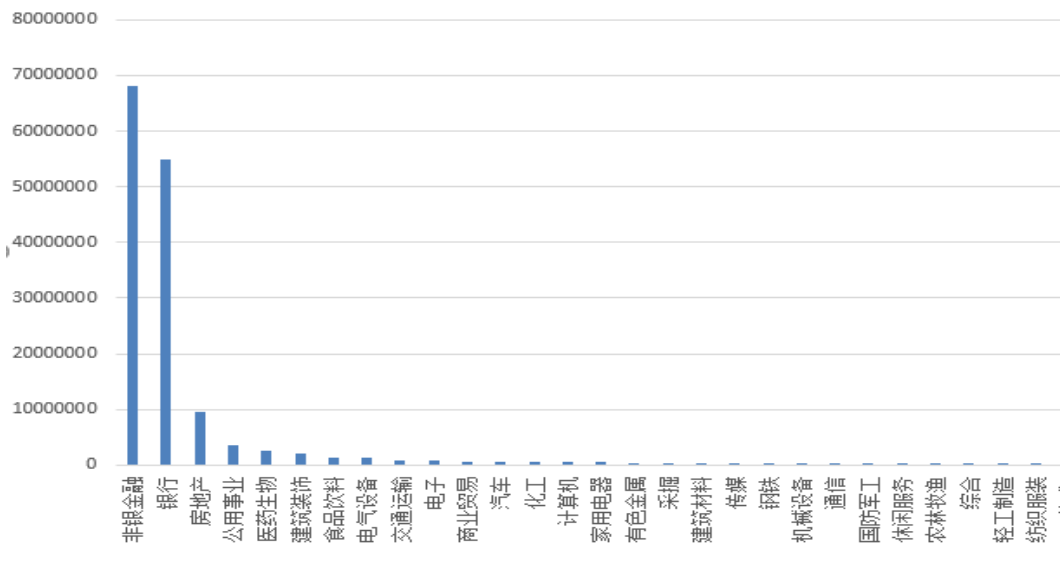
资金方面，险资入市是增量资金亮点。银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，险资入市限制放宽。险资入市一直较为活跃，权益配置比例提高以后将带来增量资金。对市场情绪也是提振。

图表 42：险资和北上资金入市情况



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 43：险资持股行业情况



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 44：机构投资者持股特点

个数占比						个数占比					
流通市值 (亿元)	公募	保险	社保	陆股通	全部A股	流通市值 (亿元)	公募	保险	社保	陆股通	全部A股
0-100	53.60%	55.90%	52.40%	62.10%	78.80%	0-100	5.60%	2.30%	10.20%	3.50%	21.60%
100-300	29.50%	24.50%	31.30%	25.20%	14.40%	100-300	16.60%	3.90%	19.30%	13.50%	19.50%
300-500	8%	7.90%	9.10%	6.10%	3.30%	300-500	13.50%	2.70%	16.80%	11.80%	9.90%
500-1000	4.60%	5.20%	5.40%	3.50%	1.90%	500-1000	16.50%	7.10%	6.90%	13.50%	10.50%
1000-2000	2.30%	1.90%	0.90%	1.70%	0.90%	1000-2000	18.10%	2.20%	3.80%	14.70%	9.70%
2000-5000	1.30%	2.70%	0.50%	1%	0.50%	2000-5000	16.40%	29.40%	2.50%	24.30%	11.90%
5000-10000	0.40%	1.10%	0%	0.30%	0.20%	5000-10000	7.70%	48.70%	0%	9.40%	8.50%
10000-20000	2%	0.80%	0.40%	0.10%	0.10%	10000-20000	5.40%	3.70%	40.50%	9.40%	8.30%

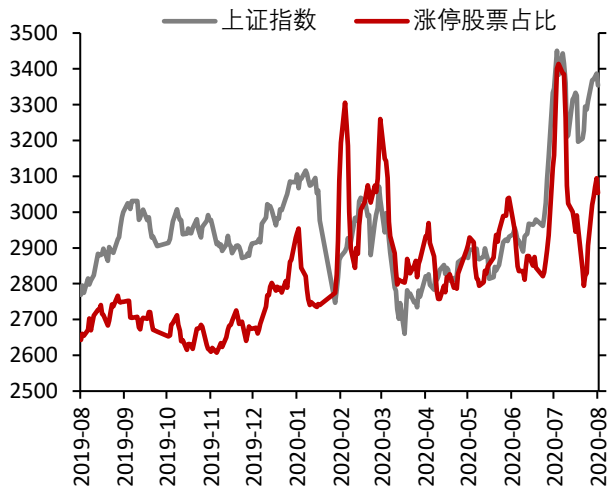
数据来源：wind，混沌天成研究院

其他数据跟踪

一、市场情绪

本周市场情绪升温，涨停股票占比反弹。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。

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 溢价指数处于较高位置。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 3：沪港 AH 溢价和沪深 300 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

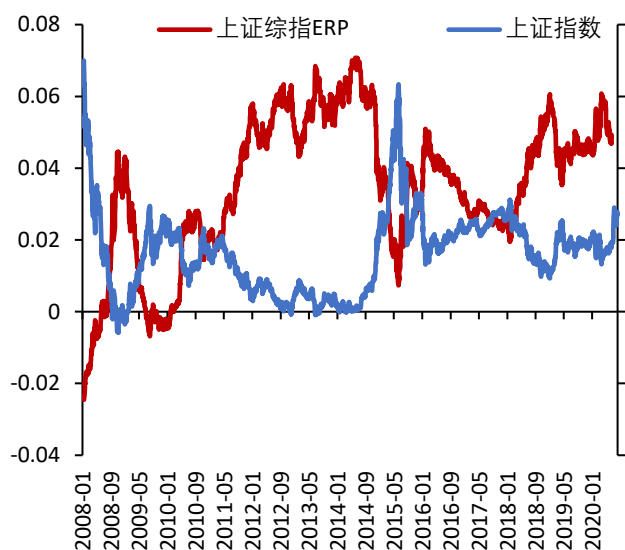
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

二、估值

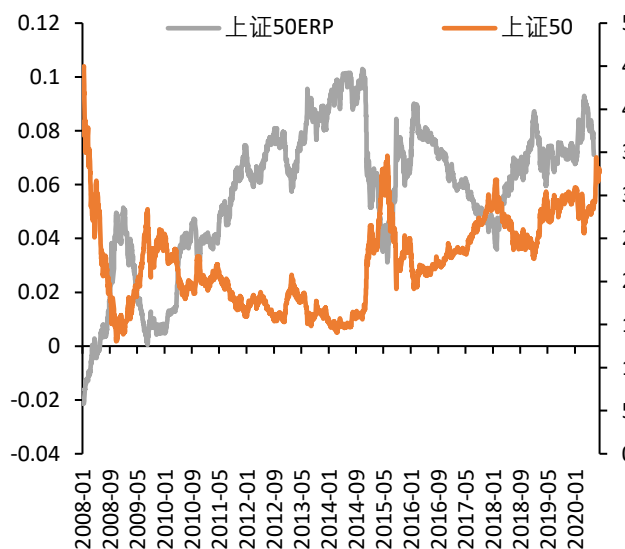
权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力。当前股指相较于无风险资产有吸引力。

图表 4：上证综指 ERP 和价格走势



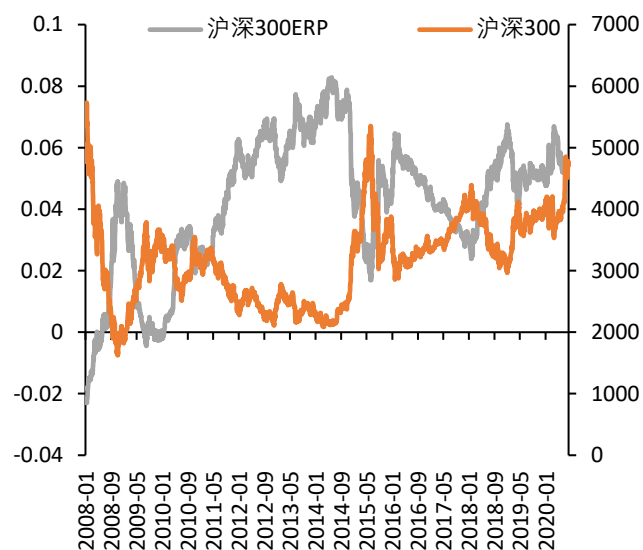
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 6：上证 50ERP 和价格走势



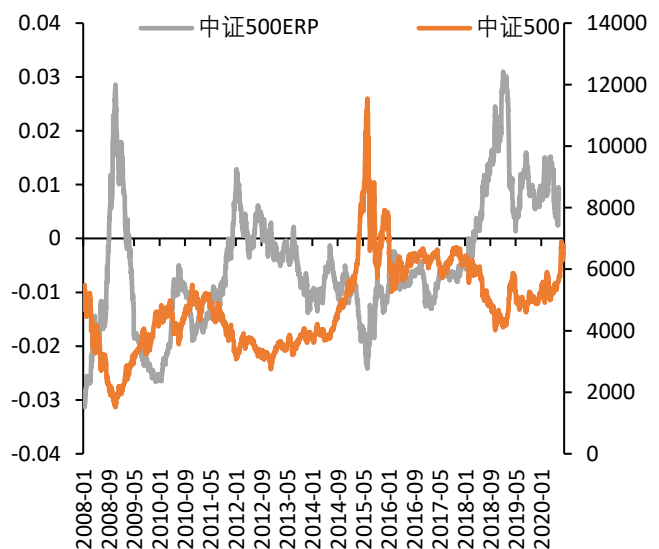
数据来源：wind，混沌天成研究院

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 7：中证 500 和价格走势



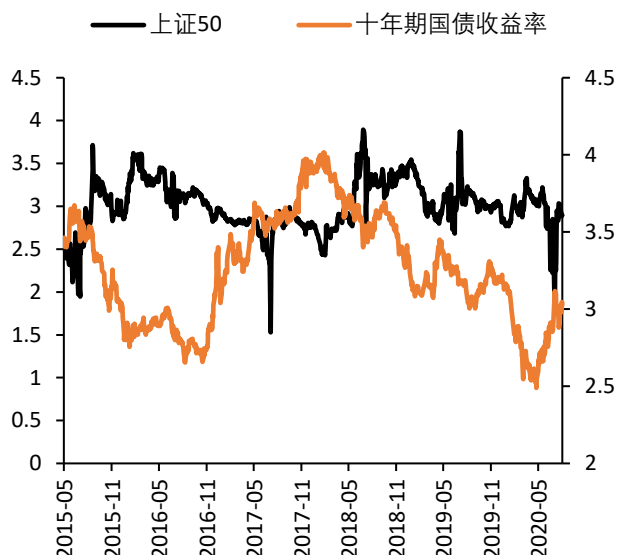
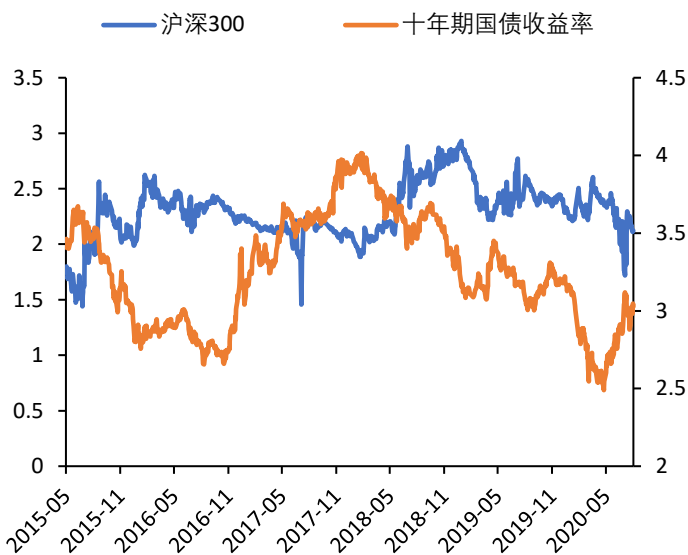
数据来源：wind，混沌天成研究院

三、股息率

从指数的股息率来看，股指相对债券仍有吸引力。

图表 8：沪深 300 股息率

图表 9：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 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