

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

北上流出和 AH 溢价隐含指数偏弱预期

观点概述：

本周板块普跌，消费上周没有反弹，本周抗跌。周五盘后证监会等三部委发 QFII、RQFII 办法，方便外资投资，扩大投资范围，利好券商业务。结合券商合并消息，预计下周券商板块有不错的表现。沪深两市成交额持续缩量，但是创业板成交还是很活跃。创业板动能高，那主板就相对熄火。

近一周北上资金密集卖出，本周净卖出 247 亿元，茅台净卖出 53 亿元居首。形成对比的是南向资金，近三十日仅 3 个交易日卖出，本周净流入 16 亿元。关于北上资金的流出，解释如下：1. 美股形成下跌趋势，投资者对股票的风险偏好降低；2. 北上有低买高卖的投资特征，隐含对指数预期差。无论是哪一个，对 A 股都是偏空影响。南向买入基本都是内地股而非香港本地股，说明南向买入和北向卖出的差异不是基于国内基本面。此外，南向资金买入较为集中，腾讯单只股票就占了 20% 的买入资金，农夫山泉仅在港股上市也分流一部分南向资金。

北向流出对指数影响偏空，南向流入主要是基于个股差异，对指数走向指示意义不大。

AH 溢价处在历史高位，隐含指数偏弱运行。从均值回归的角度，有两种演绎方式：1. 港股涨幅大于 A 股（概率小）：短周期内，港股较 A 股的独立性更弱，对海外事件有高波动属性，海外疫情二次爆发、美国大选、中美科技对抗等都是港股的压制因素，即将上市的蚂蚁集团（未上市）IPO 也带来资金虹吸效应 2. 港股比 A 股抗跌（隐含指数弱）。

8 月经济数据超预期改善，从预消费数据来看十一黄金周消费有望超预期，对经济的预期有望进一步修复。经济复苏是上涨的必要而非充分理由，临近美国大选、海外疫情二次爆发背景之下我们认为风险偏好逐渐降低，结合 A 股市场情绪降温，我们股指观点转为震荡。

策略建议：

上证 3200-3500 区间震荡

风险提示：

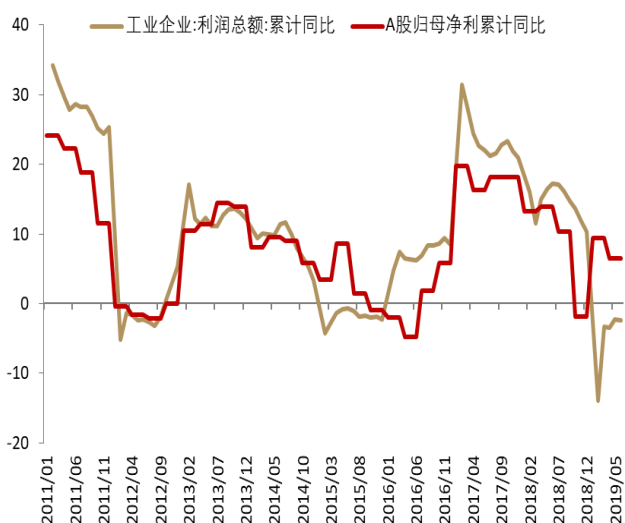
国内政策支持力度不及预期，海外疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、企业盈利明显改善

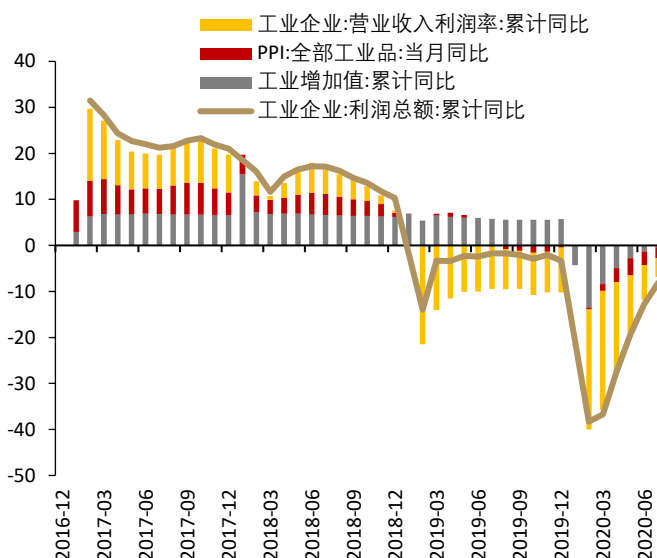
当前全部 A 股上市公司中工业企业占比较大，工业企业利润的变动一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动。利润的指标我们是看量、价、利的变化。量是工业增加值，价是 PPI，利是营业收入利润率。7 月工业企业利润同比增长 19.6%，1-7 月累计同比为 -8.1%，跌幅收窄 4.7 个百分点。量（工业增加值）、价（PPI）、利润率拆分来看，量平价升，利润率下行幅度低于往年。7 月利润率同比为 15%，前值 7.3%，是 7 月利润同比大幅好于 6 月的主要原因。

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

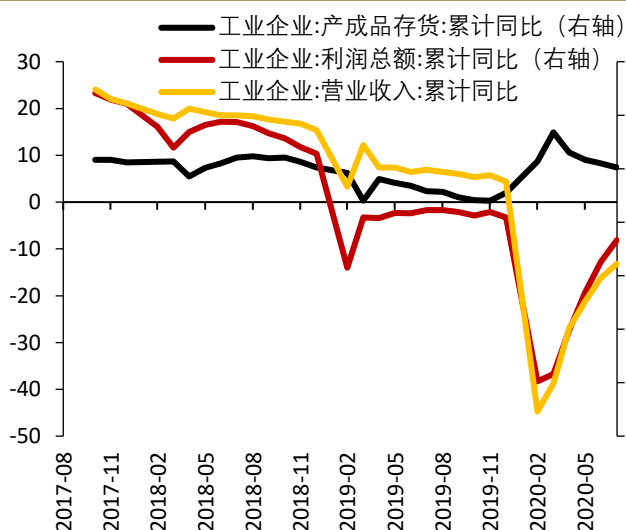
图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

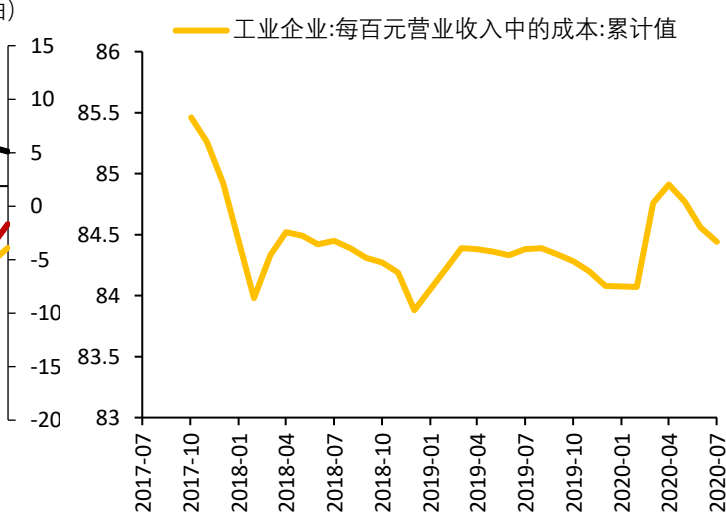
营收和利润增速跌幅均收窄，存货也在经济活动的复苏之下去库。营业收入增加，成本继续回落，费用在国家减税降费的推进之下连续 4 月降低。

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

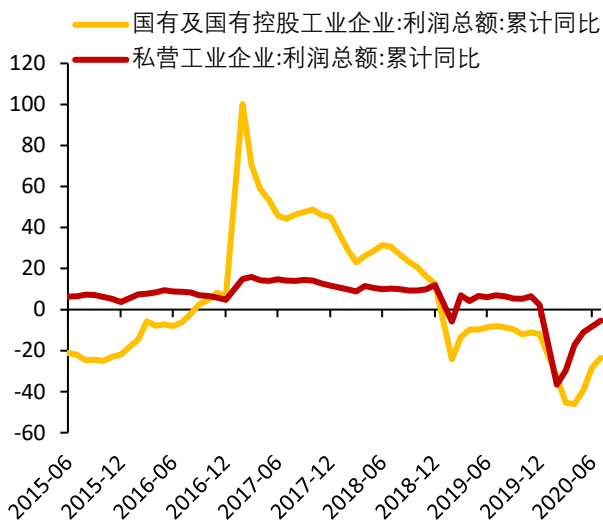
图表 4：工业企业每百元营业收入中的费用



数据来源：wind，混沌天成研究院

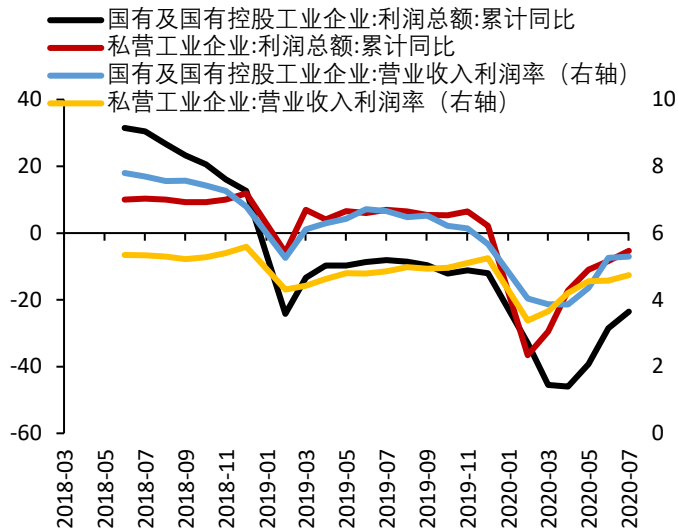
国有企业和私营企业营收和利润均继续好转，国企在经济调节中让利的情况有所缓解。

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

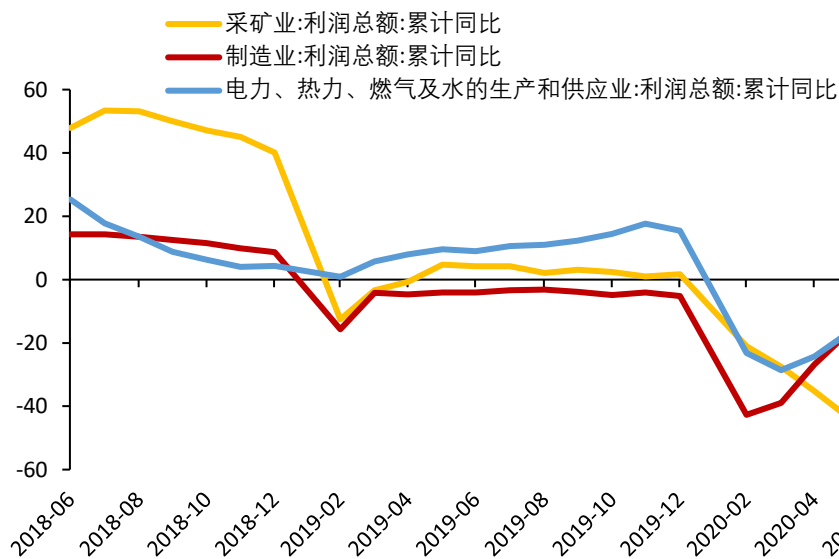
图表 6: 国企和私营企业利润和营收



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斜率较平, 是受到石油和天然气开采的拖累。

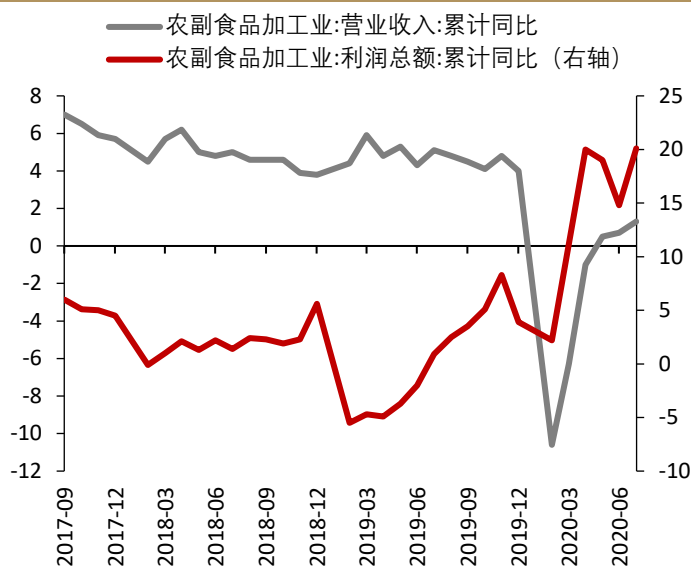
图表 7: 分行业利润同比



数据来源: wind, 混沌天成研究院

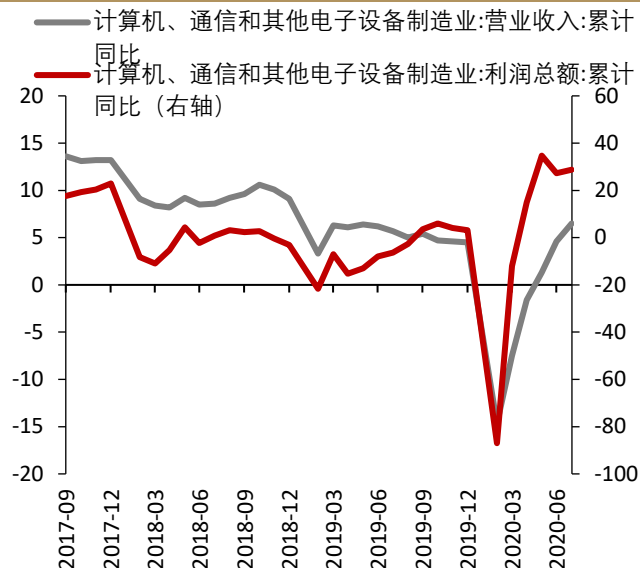
制造业中烟草、农副食品加工、计算机通信电子计算机三个行业的增速较大; 烟草国有企业利润是财政国有资本经营收入的重要来源(烟草利润占比 19%)。海外居家办公、居家娱乐等需求推升计算机出口大增, 与该行业的利润和营收增速的变动方向一致。

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

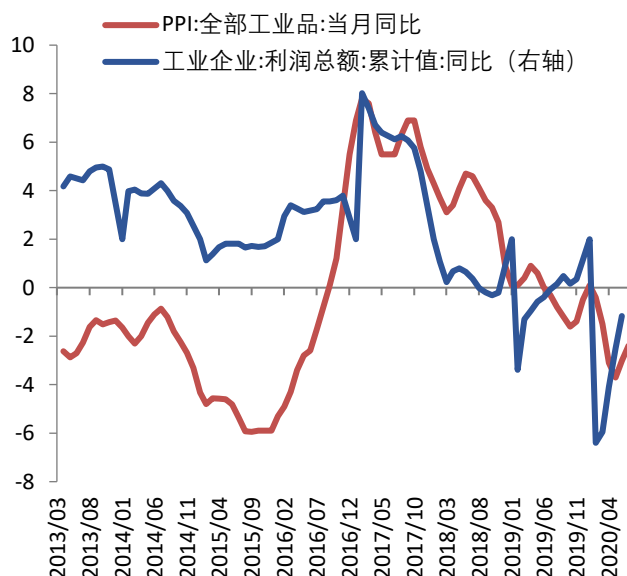
图表 9: 计算机、通信电子业利润同比



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

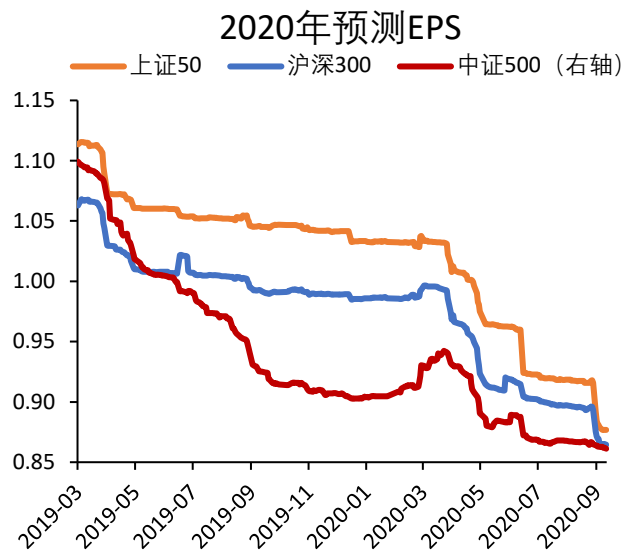


数据来源: wind, 混沌天成研究院

半年报业绩披露完成以后，沪深 300 和上证 50 都下调了 2020 年的预测 EPS，中证 500 保持坚

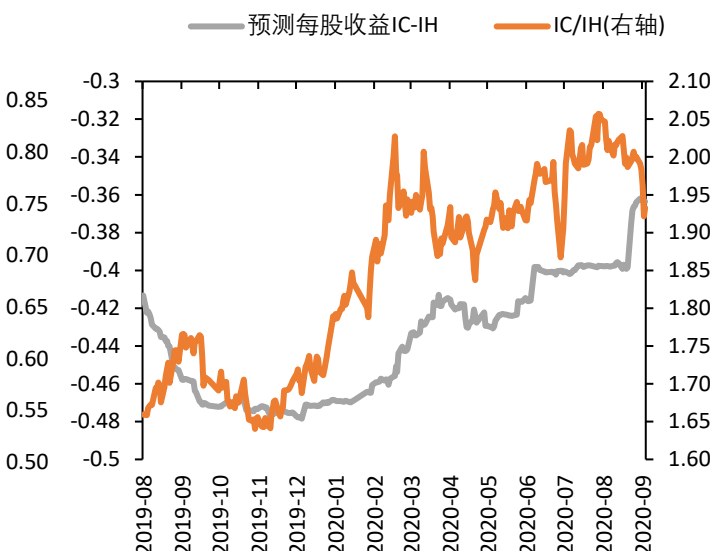
挺。从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS 增速差值和 IC/IH 走势较为一致，预测每股受益 IC-IH 走扩，对 IC/IH 比值有支撑。

图表 15: 2020 年预测 EPS



数据来源: wind, 混沌天成研究院

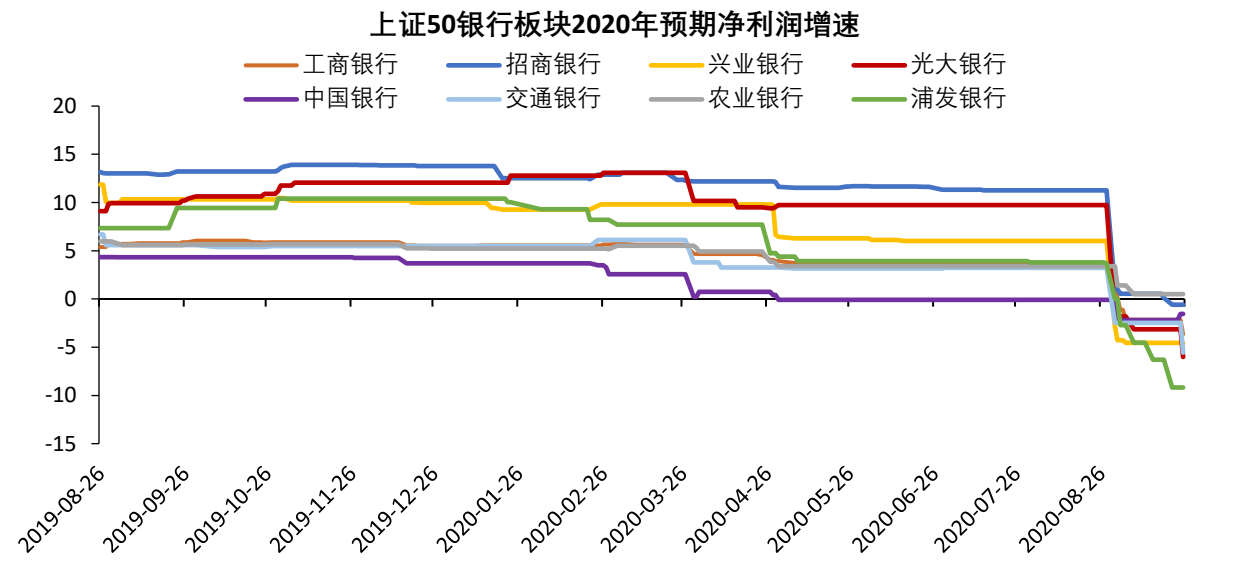
图表 16: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



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大幅下调。

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；

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

一季度银行利润正增长主要是以量补价，二季度银行房贷增速相较于略高，净息差收窄压低了利润率。此外，二季度银行债券收益也是净利润的拖累。综合几种因素，银行二季度净利润增速大幅下降。

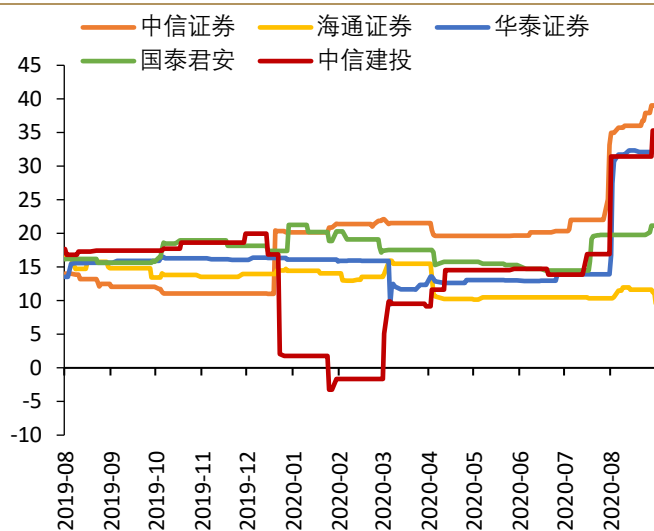
图表 18：上证 50 银行股 2020Q2 盈利情况

	净利润			生息资产			不良贷款拨备覆盖率			净息差		
	2020Q2同比	2020Q1同比	较Q1	2020Q2同比	2020Q1同比	较Q1	2020Q2同比	2020Q1	较Q1	2020Q2	2020Q1	较Q1
浦发银行	9.81%	5.48%	4.33%	12.85%	12.64%	-0.21%	145.96%	146.51%	-0.55%	1.86%	1.88%	-0.02%
民生银行	-10.02%	5.43%	-15.45%	16.46%	17.73%	1.27%	152.25%	155.89%	-3.64%	2.11%	2.24%	-0.13%
招商银行	-1.62%	10.12%	-11.74%	11.28%	14.71%	3.43%	440.81%	451.27%	-10.46%	2.50%	2.56%	-0.06%
兴业银行	-9.17%	6.75%	-15.92%	7.90%	16.93%	9.03%	214.97%	198.96%	16.01%	1.93%	1.53%	0.40%
农业银行	-10.38%	4.79%	-15.17%	12.63%	11.64%	-0.99%	284.97%	289.91%	-4.94%	2.14%	2.84%	-0.70%
交通银行	-14.61%	1.80%	-16.41%	7.97%	9.86%	1.89%	148.73%	154.19%	-5.46%	1.65%	1.55%	0.10%
工商银行	-11.40%	3.04%	-14.44%	8.95%	9.94%	0.99%	194.69%	199.37%	-4.68%	2.13%	2.20%	-0.07%
光大银行	-10.13%	11.28%	-21.46%	17.10%	15.35%	-1.74%	186.77%	182.22%	4.55%	2.30%	3.10%	-0.80%
建设银行	-10.74%	5.12%	-15.86%	12.88%	12.37%	-0.52%	223.47%	230.27%	-6.80%	2.14%	2.19%	-0.05%
中国银行	-11.51%	3.17%	-14.68%	10.85%	12.59%	1.75%	186.46%	184.72%	1.74%	1.82%	1.80%	0.02%

数据来源：wind，混沌天成研究院

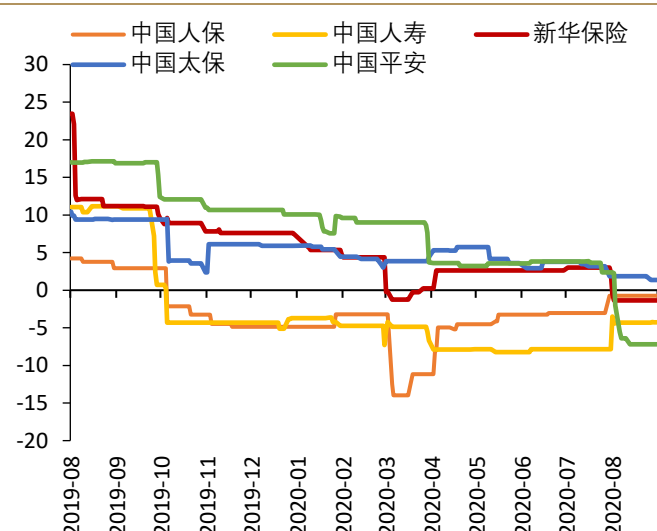
资本市场改革继续推进，券商盈利增速大幅上调，保险股盈利上调和下调各半。

图表 19：上证 50 券商股盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

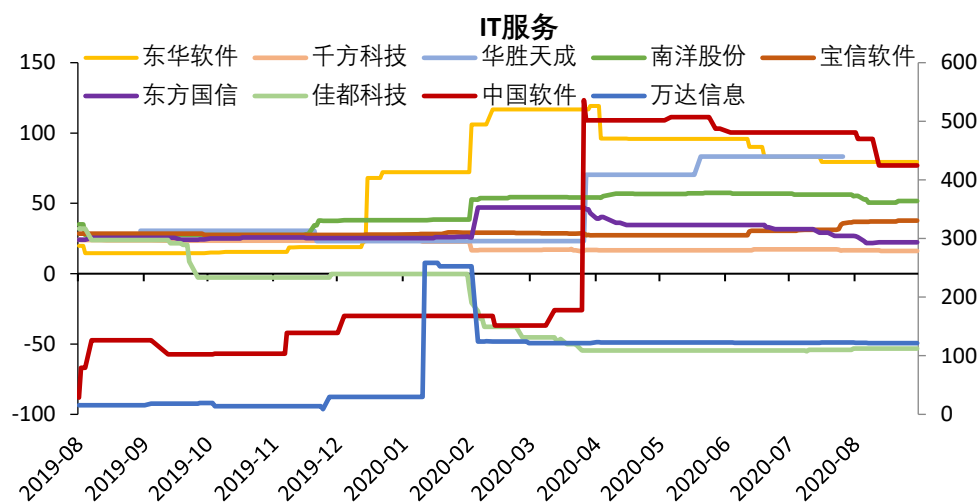
图表 20：上证 50 保险股盈利预测



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。

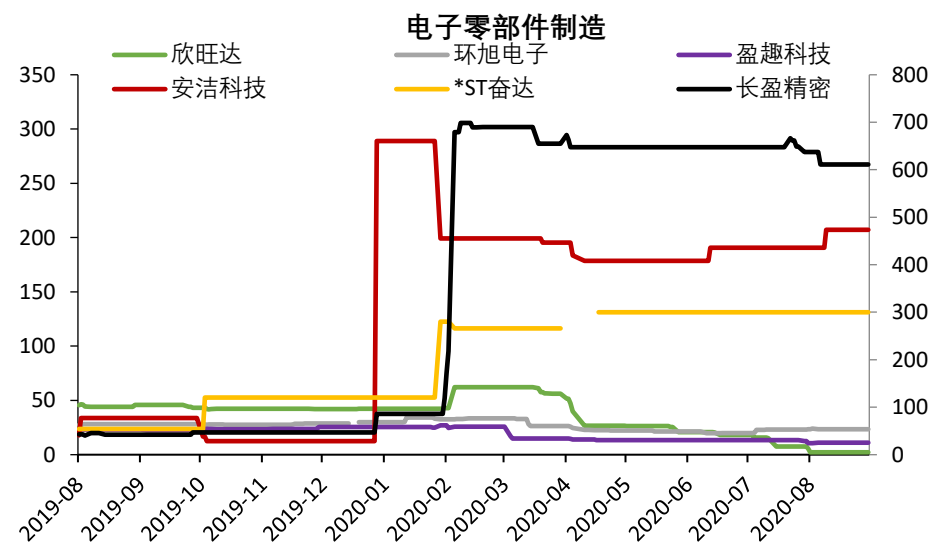
图表 21：中证 500IT 服务行业盈利预测



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。

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。台积电上半年业绩表现亮眼，7、8 月份也有不错的表现。台积电二季度销售额获得了 29% 的强劲增长，包含云计算、通信应用等对半导体的需求都超出了此前预期。

图表 23：台积电月报

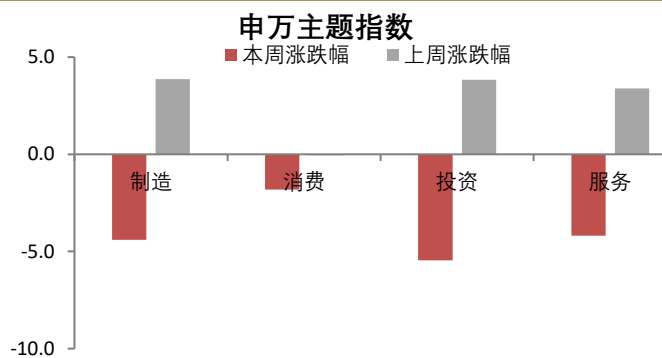
台积电	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	趋势图
当月营收 (亿新台币)	1060	1079	1033	1037	934	1135	960	938	1209	1060	1229	
累计应收 (亿新台币)	8588	9667	10700	1037	1971	3106	4066	5004	6213	7273	8501	
营收当月同比 (%)	4	10	15	33	53	42	29	17	41	25	16	
营收累计同比 (%)	2	3	4	33	42	42	39	34	35	34	31	
营收环比 (%)	4	2	-4	0	-10	22	-15	-2	29	-12	16	

数据来源：wind，混沌天成研究院

二、风格表现

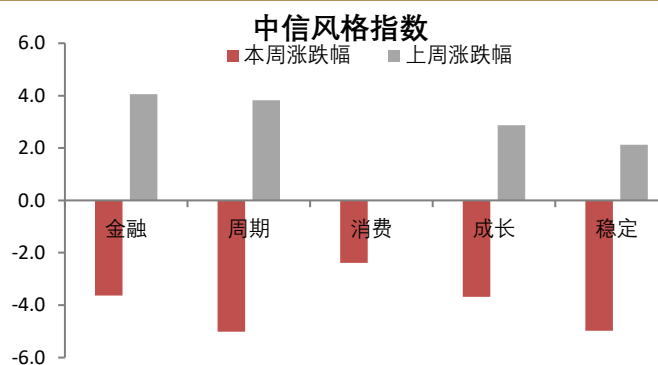
本周板块普跌，消费上周没有反弹，本周抗跌。周五盘后证监会等三部委发 QFII、RQFII 办法，方便外资投资，扩大投资范围，利好券商业务。结合券商合并消息，预计下周券商板块有不错的表现。

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

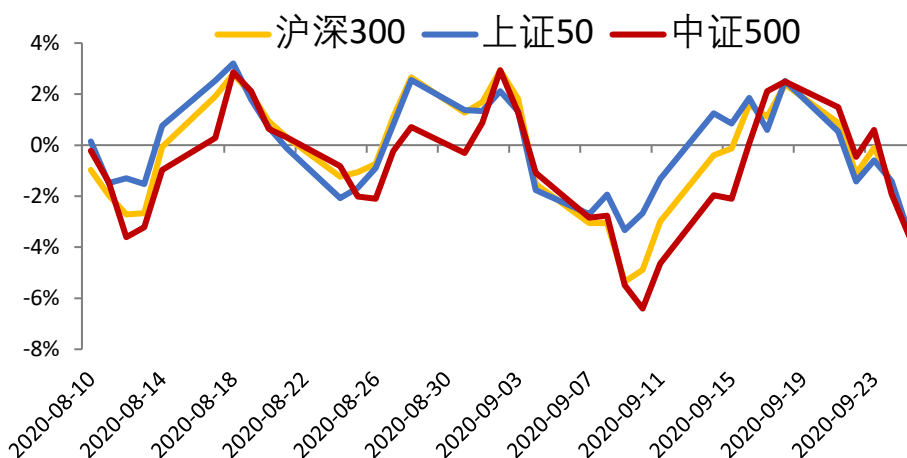


数据来源：wind，混沌天成研究院

三、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，从7月底到现在，市场在 3200-3500 区间震荡整理。

图表 30：三大指数 5 天滚动收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

美股估值隐含对经济基本面的预期处于历史最高位置，但是从美国经济数据来看，呈现缓慢复苏的特征，经济基本面恢复速度小于估值提升的速度，所以经历了杀估值后弱势震荡。从全 A 市值/名义 GDP 来描述股市对经济基本面的预期的话，现在处于历史中等水平，远不及 2015 年水平。从全 A 市值/M2 来描述股市市值和放水的相对程度来看，放水对股市市值有提振作用，但是同比例增加，股市并没有吸收更多的流动性。从这两个指标来看，中国经济基本面的恢复匹配的上股市给的估值，流动性也没有给股市带来泡沫，A 股向下有基本面的支撑。

图表 31：股市流动性和估值

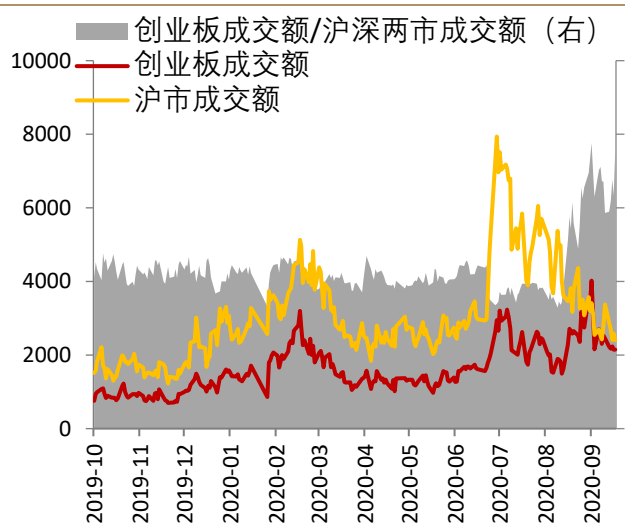


数据来源：wind，混沌天成研究院

8 月经济数据超预期改善，印证我们认为经济不会重回下行通道的观点。经济复苏是上涨的必要而非充分理由，临近美国大选背景之下风险偏好我们认为逐渐降低，因此对于股指我们观点转为震荡。

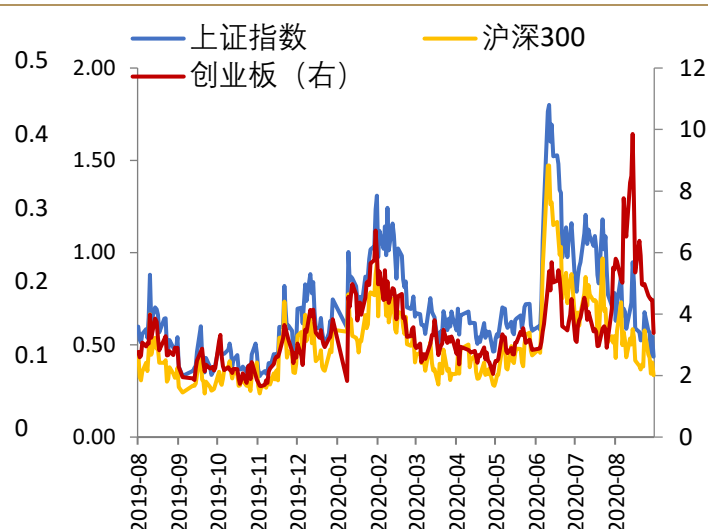
近两周虽然沪深两市成交额持续缩量，但是创业板成交逆势活跃，创业板的成交额占沪深两市的三四成，创业板动能相对更高；但是当前排队上市的公司创业板和科创板占全 A 的 70%，新股大量上市背景下次新股追高有风险。创业板动能高，主板就相对熄火。

图表 32：成交额



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 33：换手率



数据来源：wind，混沌天成研究院

近一周北上资金密集卖出，本周净卖出 247 亿元，茅台净卖出 53 亿元居首。形成对比的是南向资金，近三十日仅 3 个交易日卖出，本周净流入 16 亿元。关于北上资金的流出，解释如下：1. 美股形成下跌趋势，投资者对股票的风险偏好降低；2. 北上有低买高卖的投资特征，隐含对指数预期差。无论是哪一个，对 A 股都是偏空影响。

南向买入基本都是内地股而非香港本地股，说明南向买入和北向卖出的差异不是基于国内基本面。此外，南向资金买入较为集中，腾讯单只股票就占了 20% 的买入资金，农夫山泉仅在港股上市也分流一部分南向资金。

北向流出对指数影响偏空，南向流入主要是基于个股差异，对指数走向指示意义不大。

图表 34：沪深港通



数据来源: wind, 混沌天成研究院

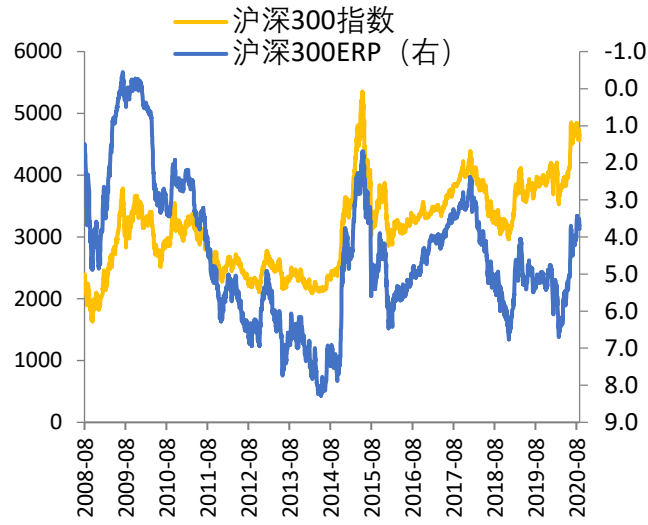
近期卖股抛债的呼声很高, 从 ERP 来看, 【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分, 可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】, 股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置, 十年期国债收益率也超过了股指的股息率, 从这两个指标来看确实当前位置债券有吸引力, 但是还要结合债市基本面去看。

图表 34：上证综指 ERP 和价格走势（右/逆序）



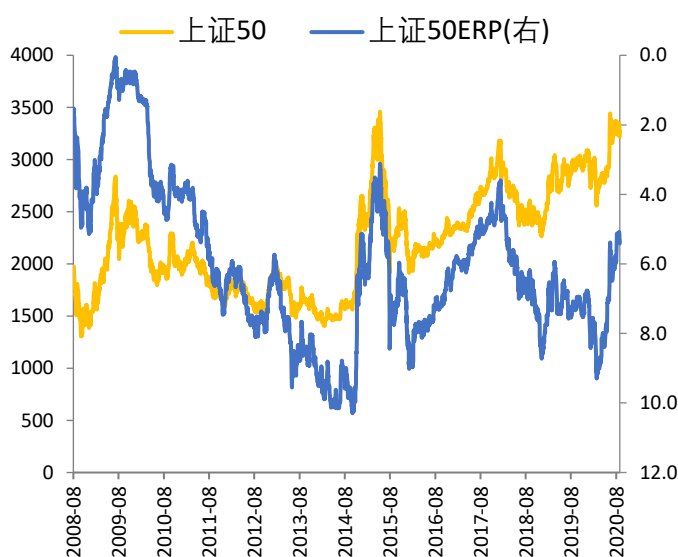
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 35：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 36：上证 50ERP 和价格走势（右/逆序）



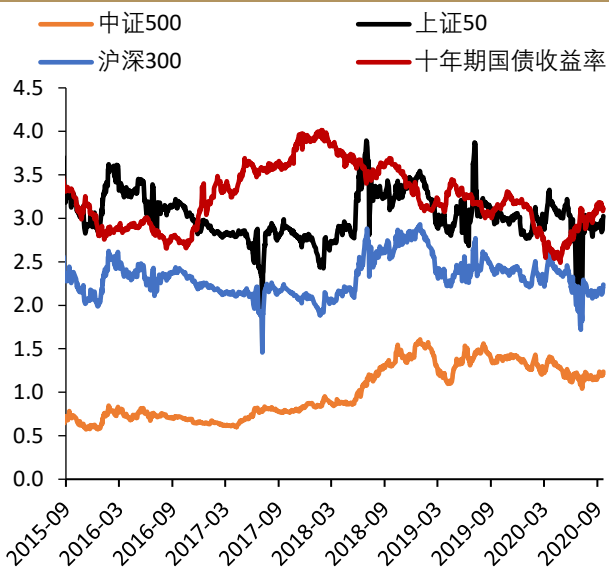
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 37：中证 500 和价格走势（右/逆序）



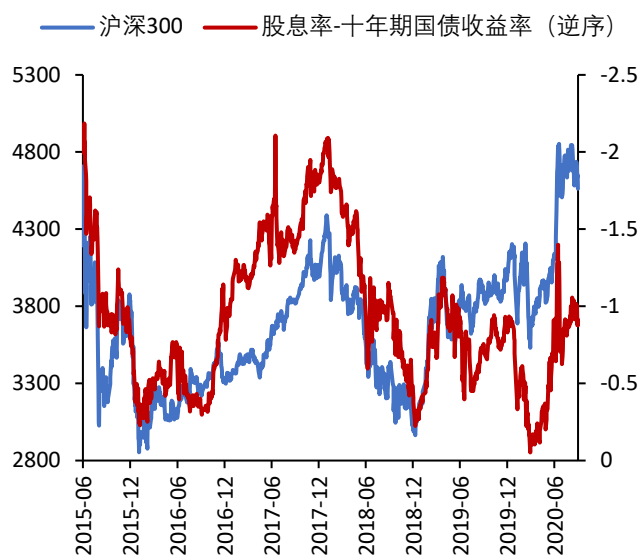
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 38: 沪深 300 股息率



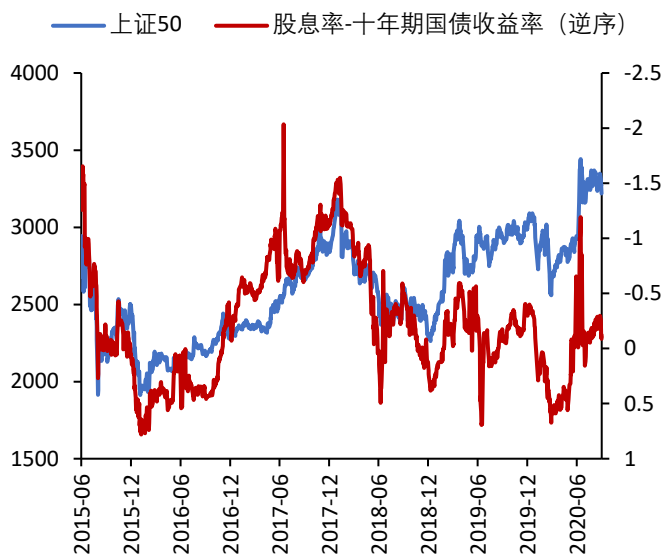
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 39: 上证 50 股息率



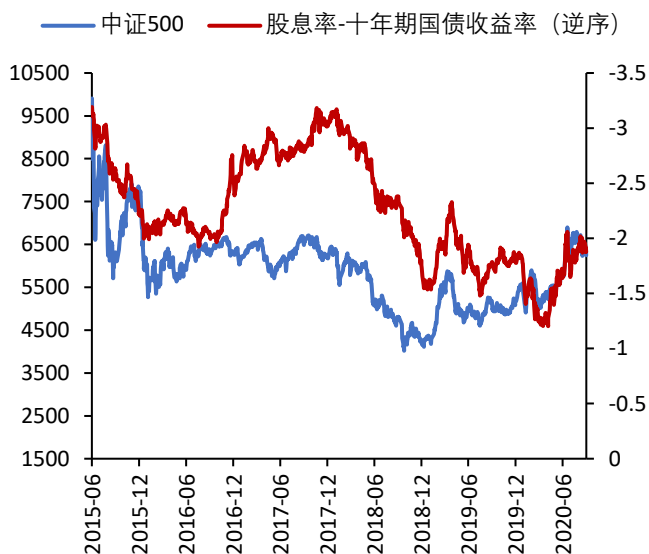
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 40: 沪深 300 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 40: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

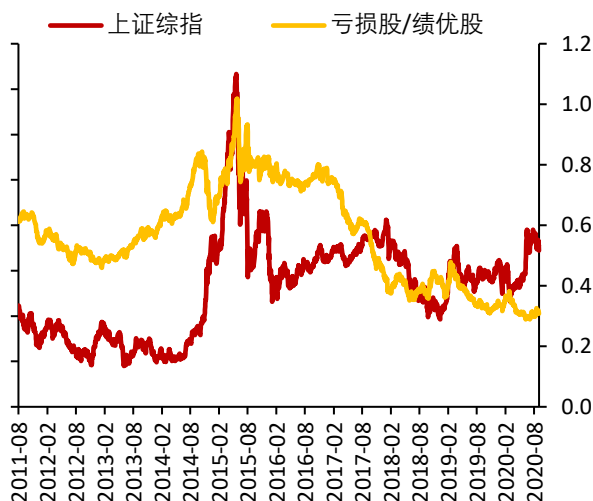
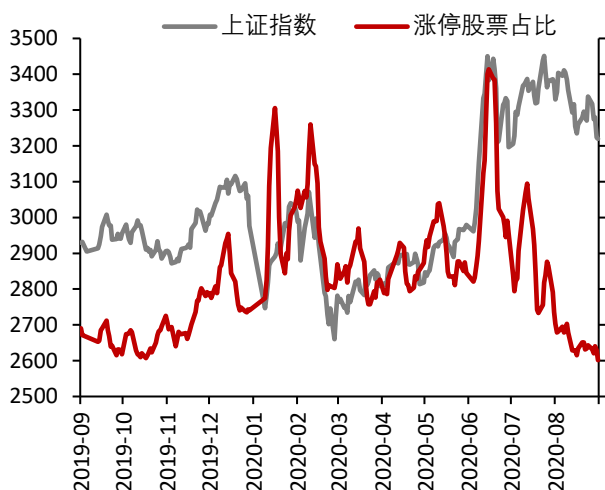
数据跟踪

一、市场情绪

市场情绪处于低点，涨停股票占比低位震荡。创业板炒小炒差，亏损股/绩优股回升。

图表 1：涨停家数占比

图表 2：亏损股/绩优股

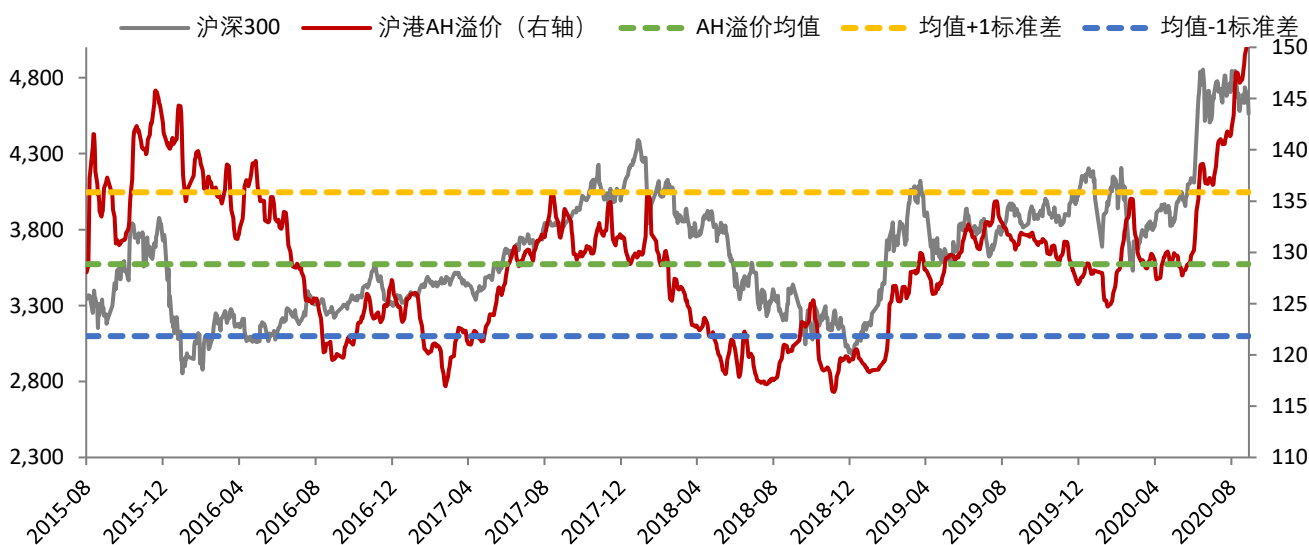


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

从均值回归的角度，有两种演绎方式：1. 港股涨幅大于 A 股（概率小）：短周期内，港股较 A 股的独立性更弱，对海外事件有高波动属性，海外疫情二次爆发、美国大选、中美科技对抗等都是港股的压制因素，即将上市的蚂蚁集团（未上市）IPO 也带来资金虹吸效应 2. 港股比 A 股抗跌（隐含指数弱）。

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

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