

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

投资咨询号：Z0015977

赚钱效应差的牛市

观点概述：

新年第一周，A股迎来开门红，三大指数悉数上涨，两市成交额连续五日突破万亿。周五股指震荡休整，主要指数结束6日连升，上证指数本周上涨2.79%，连涨四周。整体看，市场分化行情依然明显，量能保持在万亿级别。

三大指数盈利周期整体趋势是一样的，中证500周期行业权重较大，盈利周期和工业企业盈利周期更加吻合，盈利弹性也更大，PPI上行期IC有超额盈利。但是市场并不买账IC超配周期和科技的属性。从细分指数来看，IF出现了细分指数普涨的行情，IC则出现了分化。我们认为市场对于行业基本面的交易趋弱，而是转为大市值的龙头股。背后的原因可能是机构抱团以及在经济存在不确定性的背景下寻找业绩更加确定的行业龙头。

当前市场赚钱效应差，IC尚没有走出占优的行情。股市的单边行情还没有结束，随着赚钱效应的提高，IC有望走出占优的行情。

当前市场动能主要在主板以及创业板龙头股，所以创业板成交额/沪市成交额处于较低位置。指数的换手率明显提升，有助于行情的扩散和持续。本周北上资金和融资余额大幅增加，融资余额增加454亿元，北上资金净流入191亿元。北上流入原因大概是疫苗主导的风险偏好改善、人民币进入升值周期以及看好中国本轮经济复苏。

上证综指涨停股票占比明显上升，表面市场情绪较高。同时亏损股/绩优股指数加速下行，表明本轮上涨行情并没有扩散，而是少数股票的牛市。

后市观点：基本面方面，2021年基本面延续修复，PPI有望带动企业盈利上行。PPI上行强化周期风格，行情会扩散到更多的顺周期行业。沪深300和中证500指数除了部分行业估值过高，顺周期行业的估值处于较低分位，顺周期行业有望带动指数上行，我们看好一季度股指单边行情。

策略建议：

看好一季度股指的单边行情，建议做多股指

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

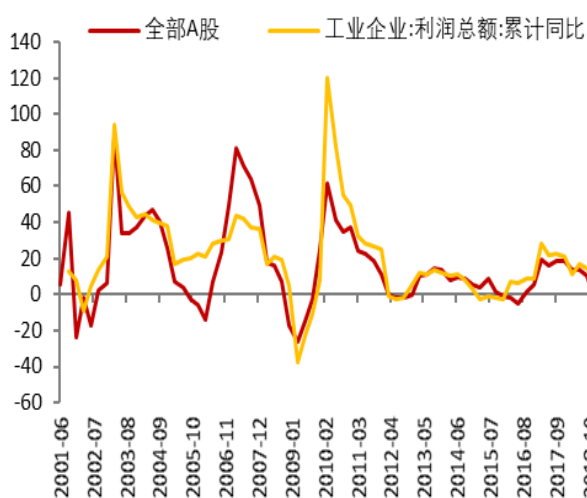


一、2021 上半年企业盈利有望继续增长

11 月规模以上工业企业利润总额同比增长 15.5%，前值为 28.2%。1-11 月累计同比为 2.4%，1-10 月累计同比为 0.7%。库存方面，截止 11 月，库存同比为 7.3%，前值为 6.9%。

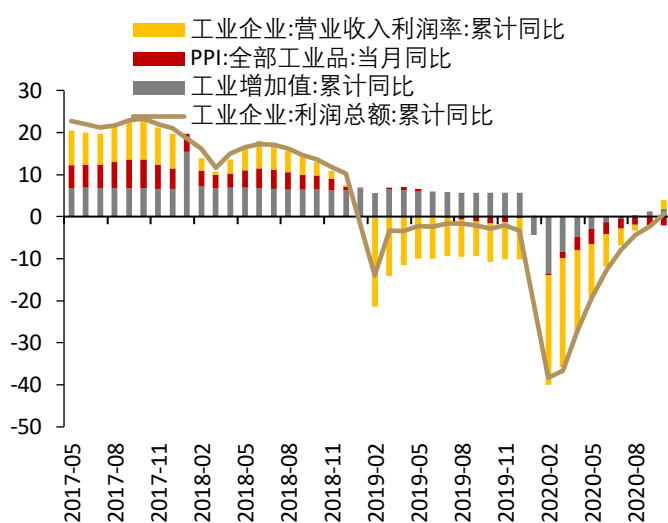
工业增加值和 PPI 齐升，利润率继续上行。PPI 11 月同比为-1.5%，前值为-2.1%。工业增加值 11 月同比为 7%，前值为 6.9%。11 月收入增速为 6.1%，前值为 7%。11 月利润率小幅上行。11 月利润率为 7.01%，10 月为 6.76%。上行 0.25%。利润率同比看，11 月降至 9.13%，前值为 19.8%。

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

展望 2021 年，宏观经济延续增长的态势，量有望继续上升。价格因素 PPI 有望在全球流动性宽松和全球经济慢修复的带动下至少在上半年保持上行。

从需求角度，明年上半年，发达国家有望大规模接种疫苗，海外需求逐渐复苏，再加上海外地产与库存周期起步、全球上半年将进入共振复苏阶段，国际大宗商品价格如油价和铜价上行概率较大；叠加基数因素，PPI 预计较快回升并在 5 月达年内高点。下半年国内地产基建投资下行压力可能兑现，PPI 可能转为震荡走弱。

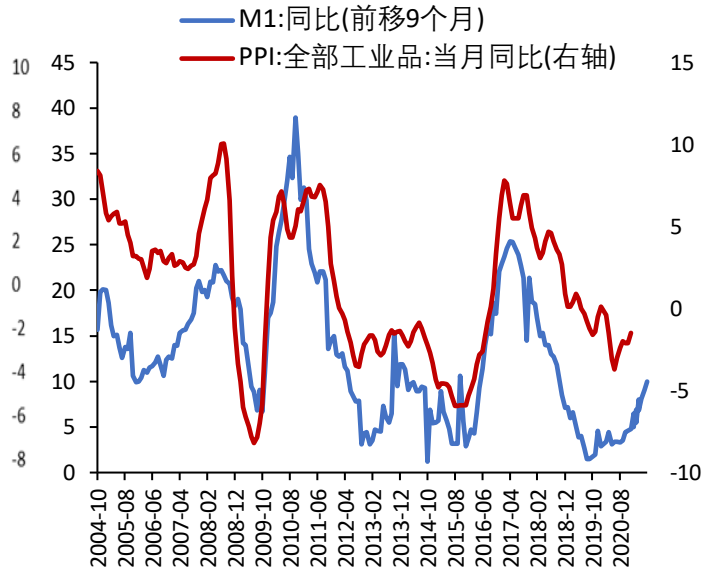
从宏观流动性视角来看，我们可以通过 M1 增速来观察 PPI 的未来方向。M1 增速领先 PPI 增速 9 个月。逻辑是 M1 领先于企业库存周期变化，并且也反映工业品的供需变化，M1 上行表明企业现金增加，促进企业投资意愿增强，投资带来的需求带动工业品价格上行。从 M1 增速来看，PPI 至少上行至 2021 年中。PPI 有望同比转正但是幅度有限。整体走势前高后低。

图表 3：大宗商品价格指数和 PPI



数据来源：wind，混沌天成研究院

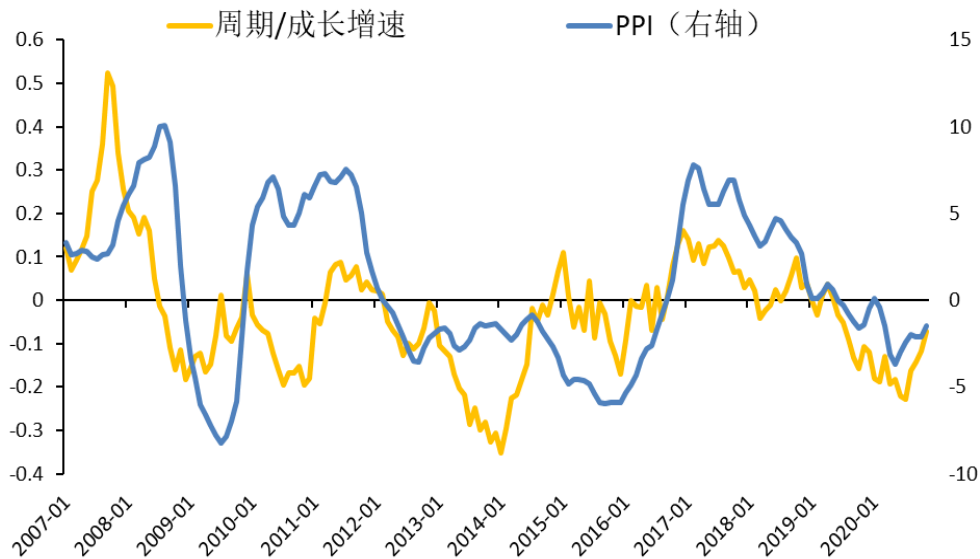
图表 4：M1 和 PPI



数据来源：wind，混沌天成研究院

历史上 PPI 处于上升期，股市风格转向周期；且在基本面与投资者偏好逐渐向顺周期板块过渡的过程中，由于顺周期板块包含范围更广，行情会从 2020 年疫情免疫板块：新能源+食品饮料+医药扩散到更多的顺周期行业。我们看好一季度股指的行情，股指有望单边上涨。

图表 5：周期/成长增速和 PPI



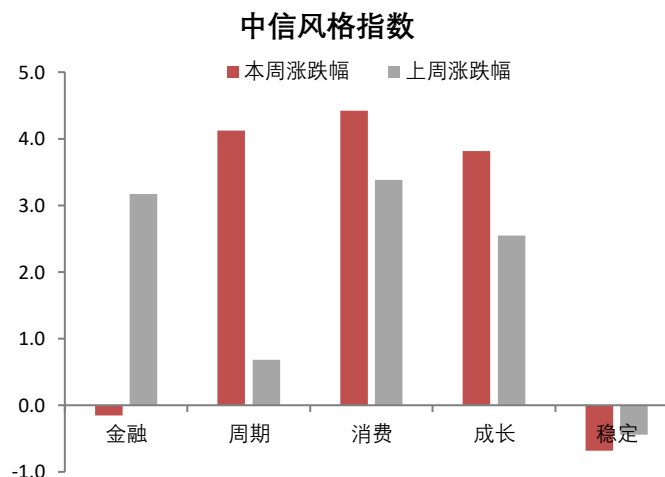
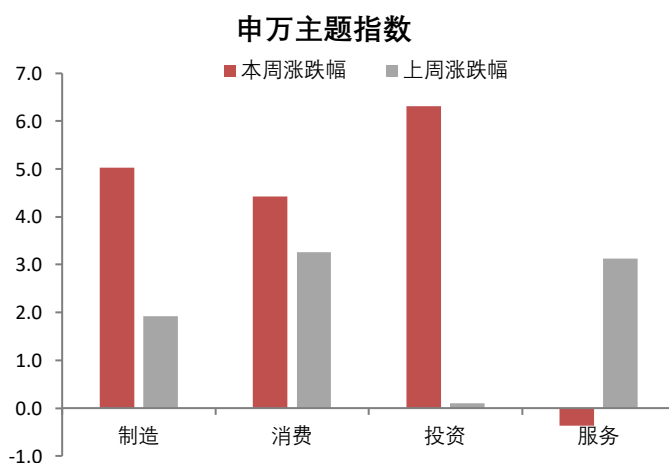
数据来源：wind，混沌天成研究院

二、风格表现

新年第一周，A股迎来开门红，三大指数悉数上涨，两市成交额连续五日突破万亿。周五股指震荡休整，主要指数结束6日连升，上证指数本周上涨2.79%，连涨四周。整体看，市场分化行情依然明显，量能保持在万亿级别。

图表 1：申万主题指数表现

图表 2：中信风格指数表现

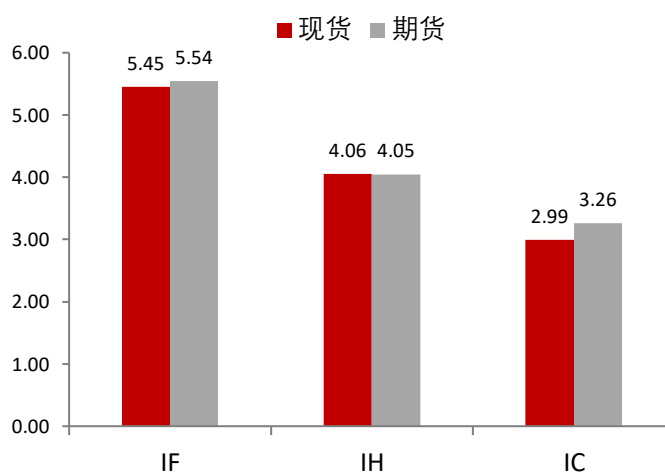
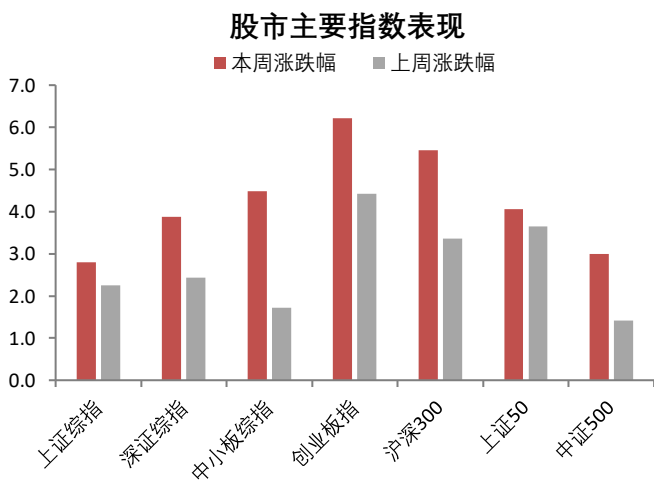


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：主要指数涨跌幅

图表 4：期指涨跌幅



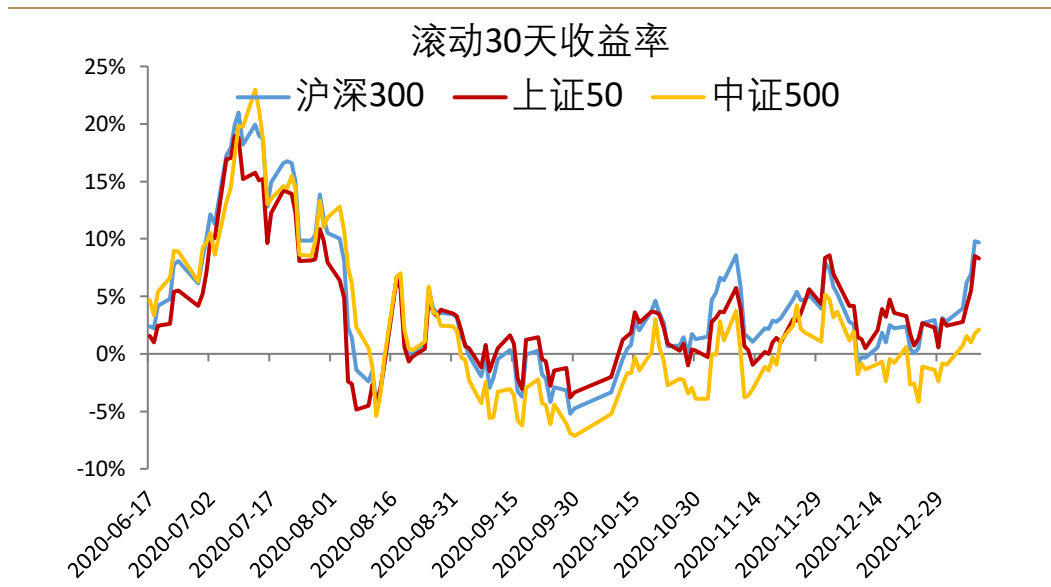
数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

三、复盘和后续展望

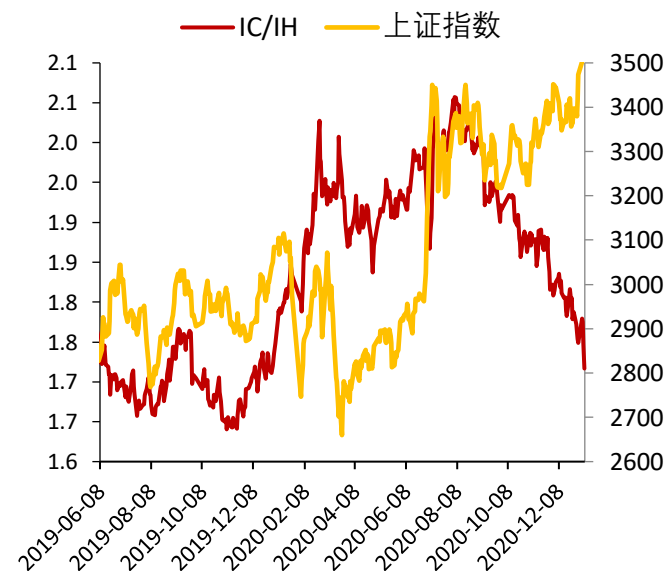
2021 年首周三大指数均上涨，中证 500 跑输 IF 和 IH，IF 跑赢 IH。

图表 1：三大指数 5 天滚动收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：IC/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

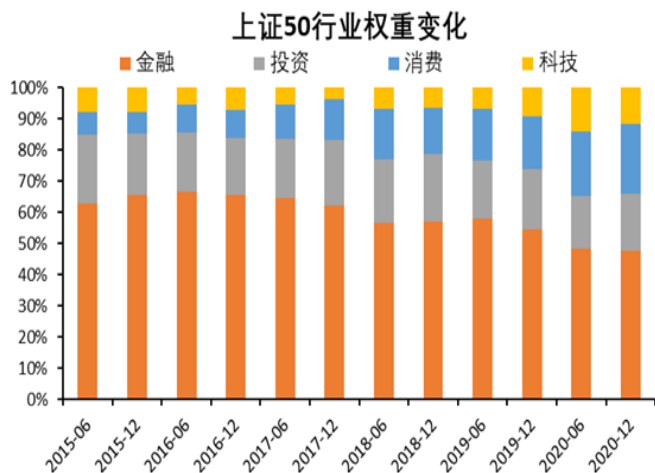
图表 3：IF/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

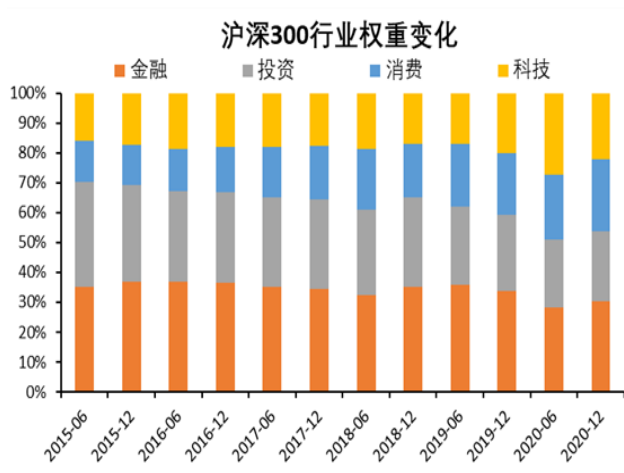
行业风格方面，上证 50 超配金融，低配科技和周期，受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡，略超配金融，略低配科技。中证 500 显著不同，超配科技、周期，大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4：I 上证 50 权重变化



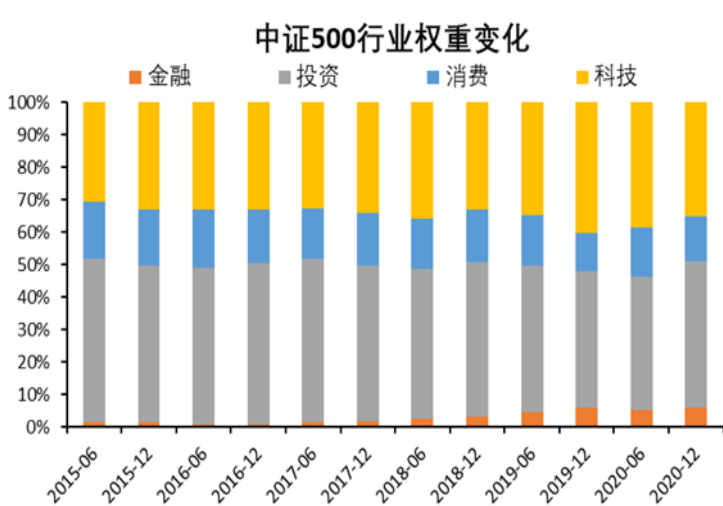
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 5：沪深 300 权重变化



数据来源：wind，混沌天成研究院

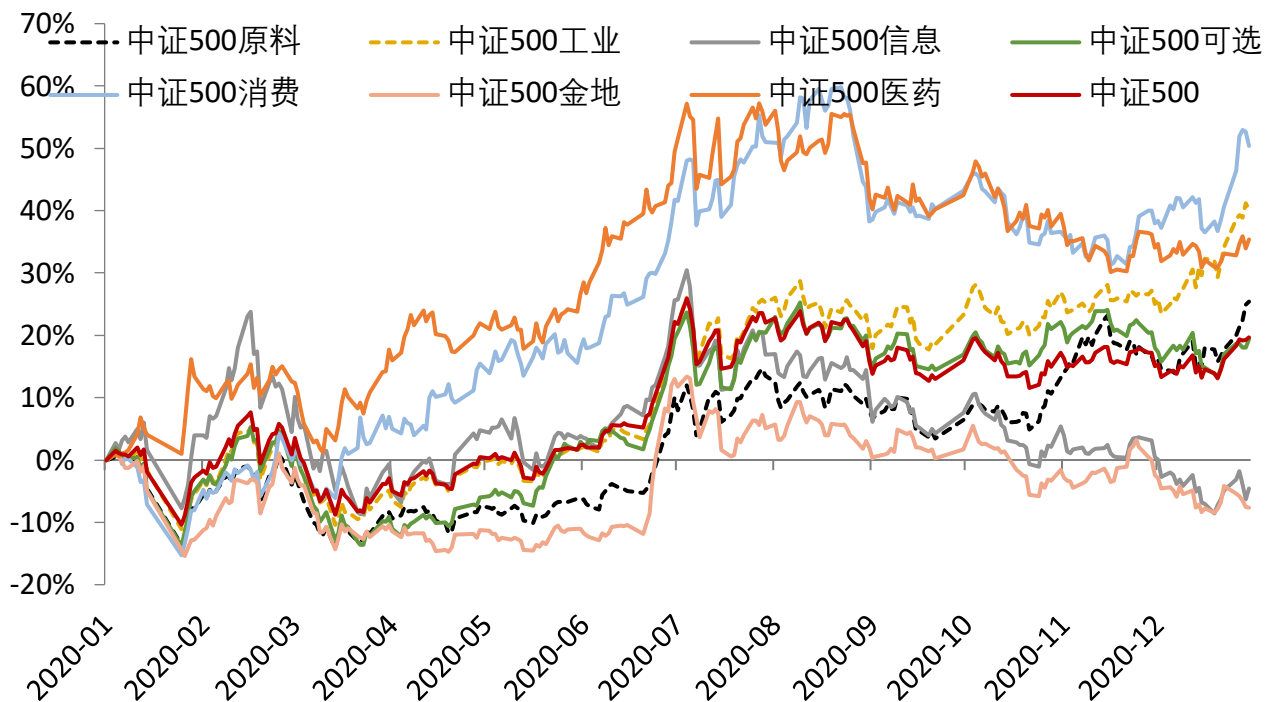
图表 6：中证 500 行业权重变化



数据来源：wind，混沌天成研究院

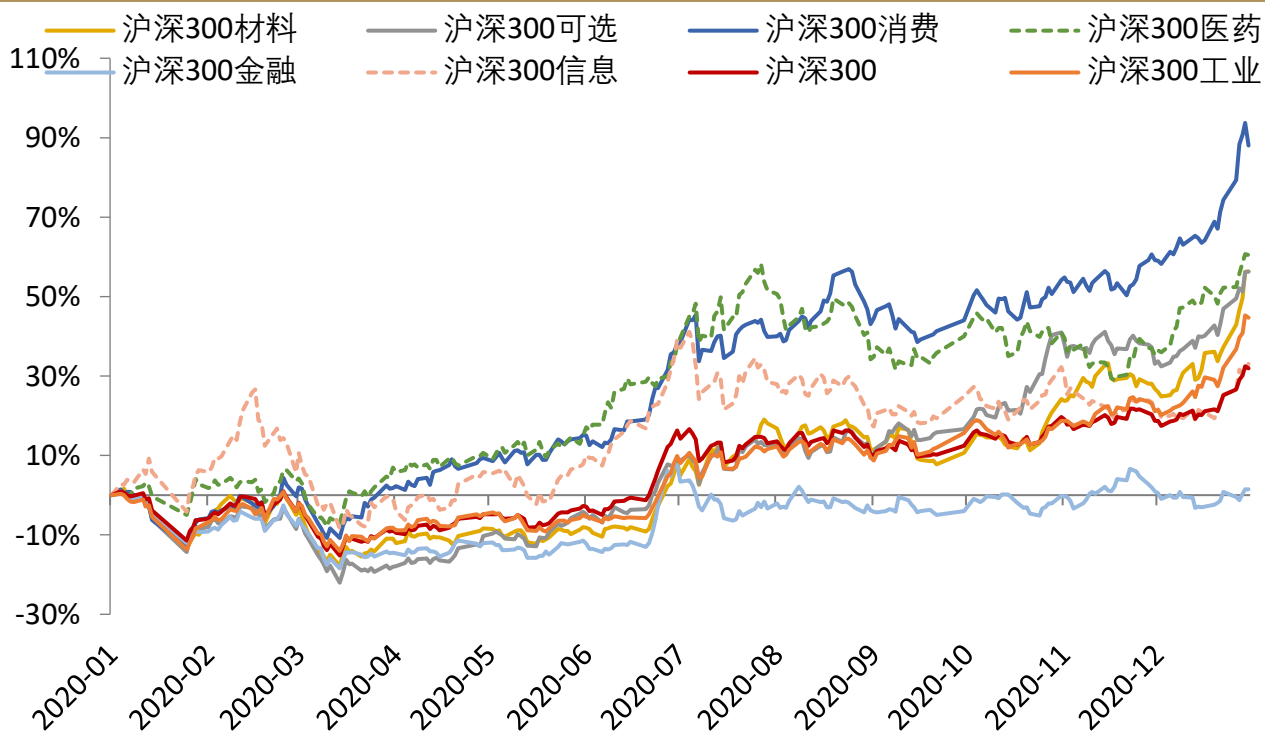
三大指数盈利周期整体趋势是一样的，中证 500 周期行业权重较大，盈利周期和工业企业盈利周期更加吻合，盈利弹性也更大，PPI 上行期 IC 有超额盈利。但是市场并不买账 IC 周期和科技的属性。从细分指数来看，IF 出现了细分指数普涨的行情，IC 则出现了分化。我们认为市场对于行业基本面的交易趋弱，而是转为大市值的龙头股。背后的原因可能是机构抱团以及在经济存在不确定性的背景下寻找业绩更加确定的行业龙头。

图表 7：中证 500 细分行业表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 8：沪深 300 细分指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

后市观点：基本面方面，2021年基本面延续修复，PPI有望带动企业盈利上行。PPI上行强化周期风格，行情会扩散到更多的顺周期行业。沪深300和中证500指数除了部分行业估值过高，顺周期行业的估值处于较低分位，顺周期行业有望带动指数上行，我们看好一月股指单边行情。

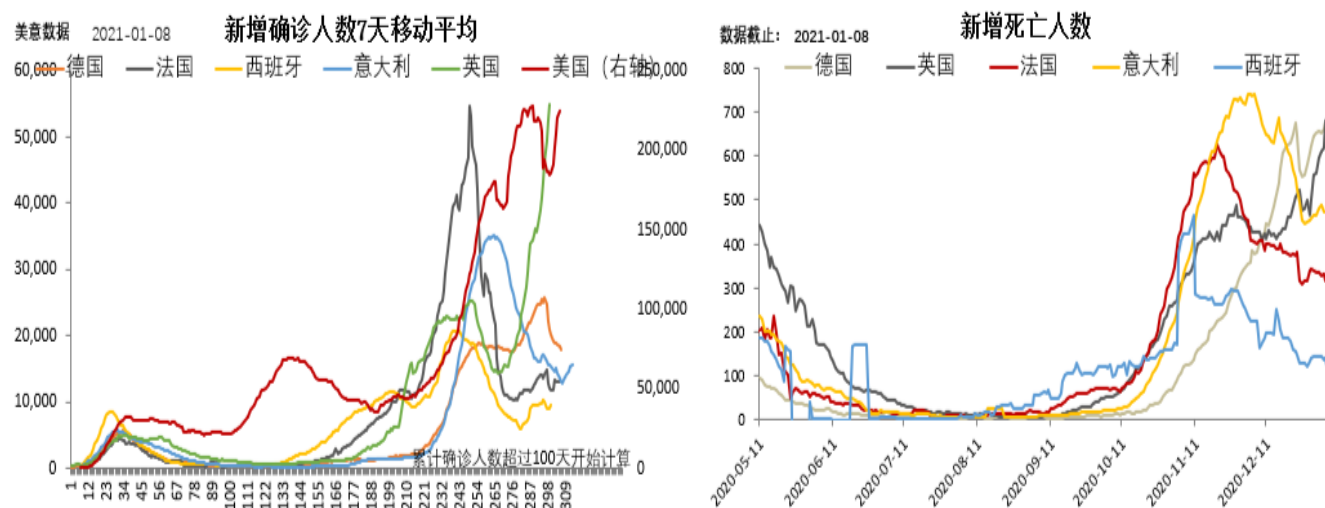
股市的单边行情还没有结束，随着赚钱效应的提高，IC有望走出占优的行情。IC行特点超配科技和周期，PPI周期和科技周期共振之下，IC盈利有望上行，从季节图来看二月IC/IH比值胜率最高。当前市场赚钱效应差，IC尚没有走出占优的行情。

疫情方面，英国新增新冠肺炎确诊病例没有续创新高但仍在高位。英国方面表示，自1月9日起旅行限制扩大至非洲南部国家，以防止在南非检测出的新冠变种病毒的传播。世卫组织表示，没有迹象表明在南非发现的新冠病毒变种比在英国发现的变种更具传染性。国内检测出变种病毒，1月7日浙江防控发布会上称暂无证据表明病毒变异会让疫苗失效。

疫苗接种方面，我国已累计开展新冠病毒疫苗接种900多万剂次，证明具有较好安全性。我国新冠疫苗严重不良反应在百万分之一左右。80%是一般不良反应，其中10万分之6是异常反应，严重的不良反应大概在百万分之一左右。

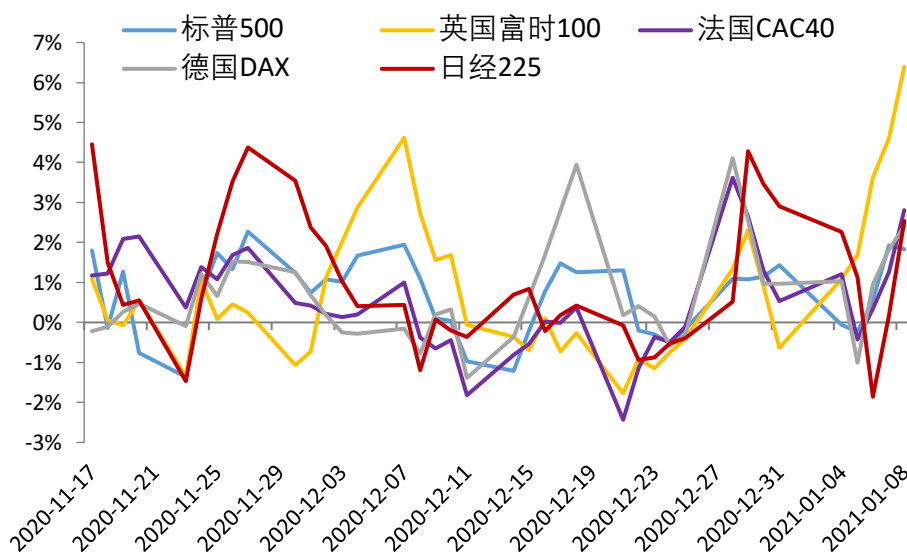
欧洲迄今已订购20亿剂潜在疫苗，平均下来欧盟成员国每位公民约可分得4剂疫苗。英国最新数据显示疫苗接种达到130万。美疾控中心称截至1月4日分发了15418500剂新冠疫苗。

图表 9：主要国家疫情



数据来源：wind，混沌天成研究院

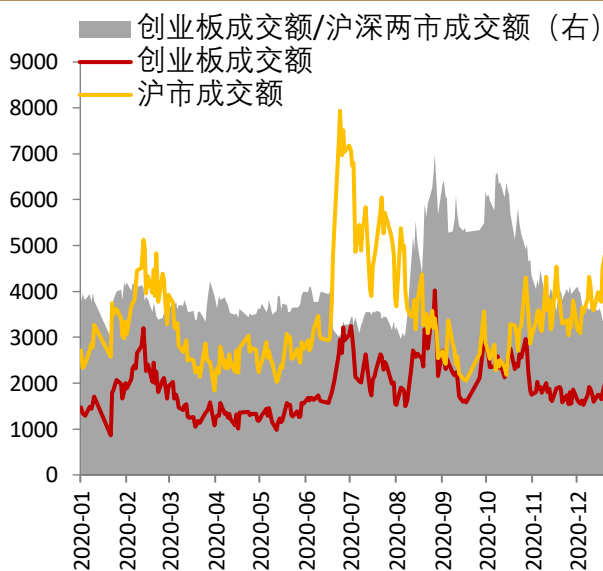
图表 10: 主要国家股指 5 天滚动收益率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

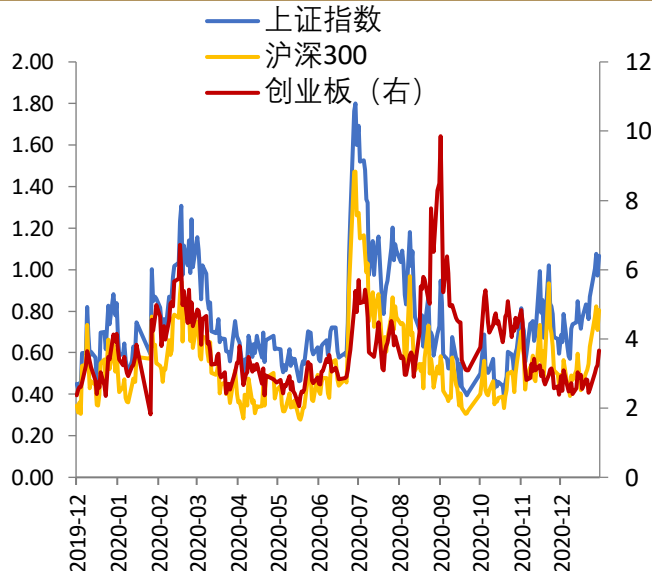
当前市场动能主要在主板以及创业板龙头股，所以创业板成交额/沪市成交额处于较低位置。指数的换手率明显提升，有助于行情的扩散和持续。

图表 11: 成交额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

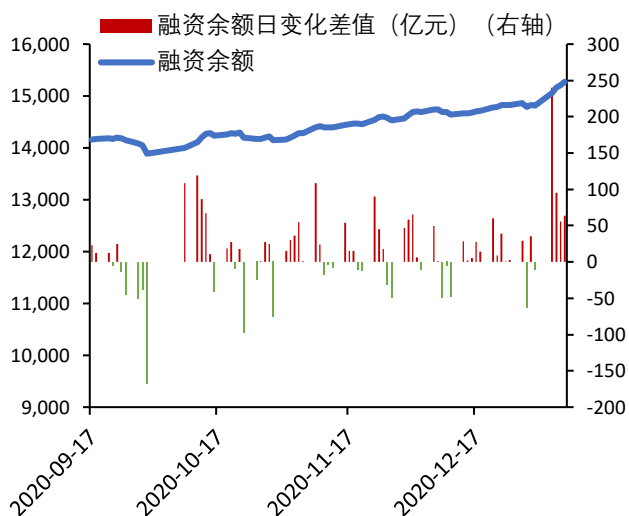
图表 12: 换手率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

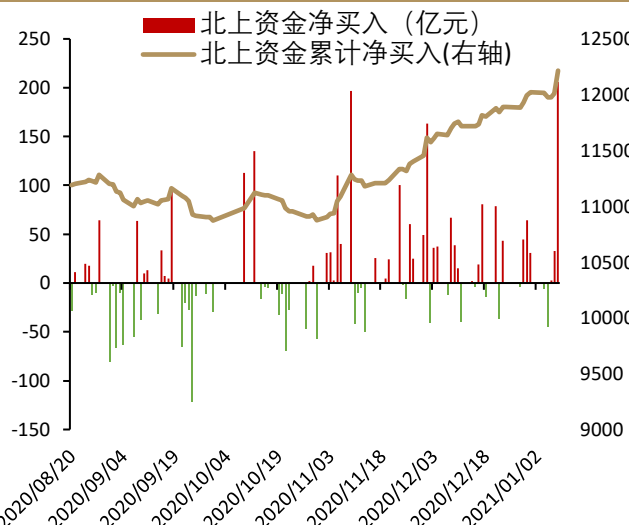
本周北上资金和融资余额大幅增加，融资余额增加 454 亿元，北上资金净流入 191 亿元。北上流入原因大概是疫苗主导的风险偏好改善、人民币进入升值周期以及看好中国本轮经济复苏。

图表 13: 融资余额



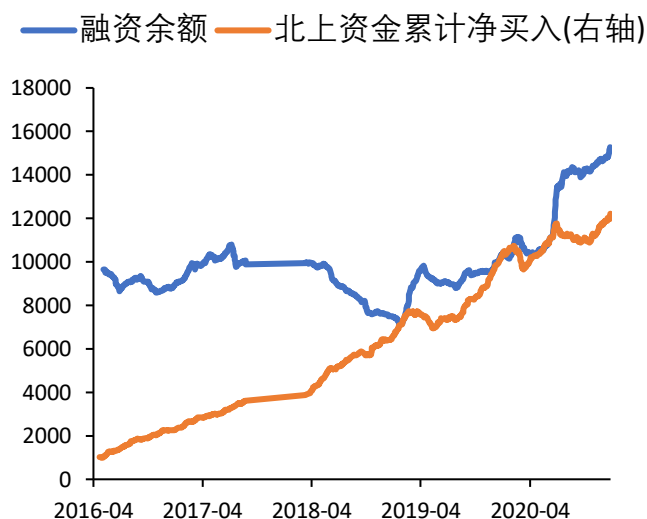
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 14: 北上资金



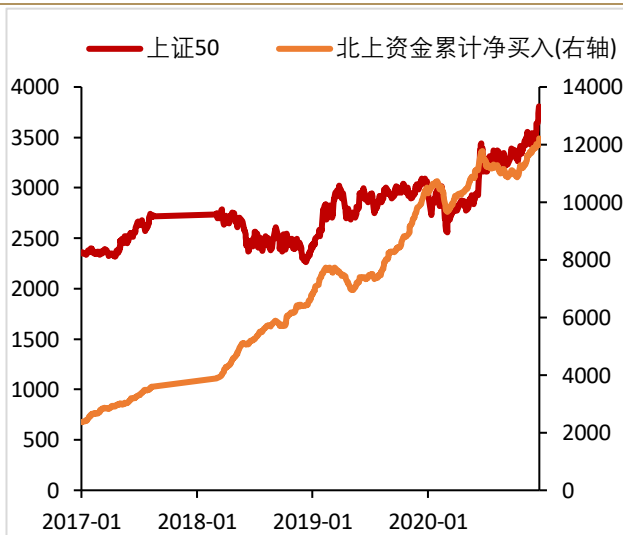
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 15: 融资余额和北上资金



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 16: 北上资金和上证 50 走势

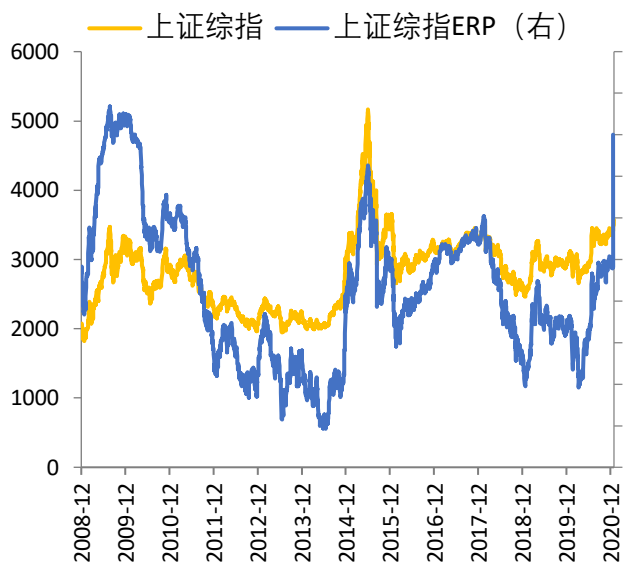


数据来源: wind, 混沌天成研究院

股债性价比跟踪来看, 当前位置债券有吸引力, 但是当前宏观环境对股市友好, 利空债市。

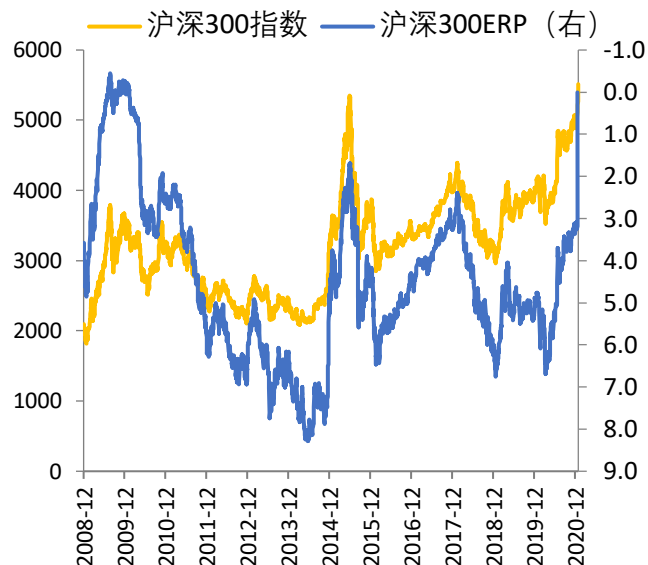
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分, 可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】, 股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置, 十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 17: 上证综指 ERP 和价格走势 (右/逆序)



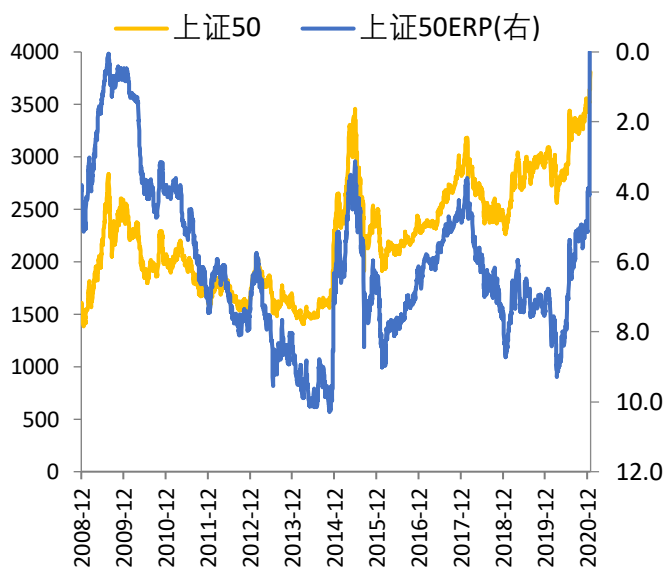
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 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 19: 上证 50ERP 和价格走势 (右/逆序)



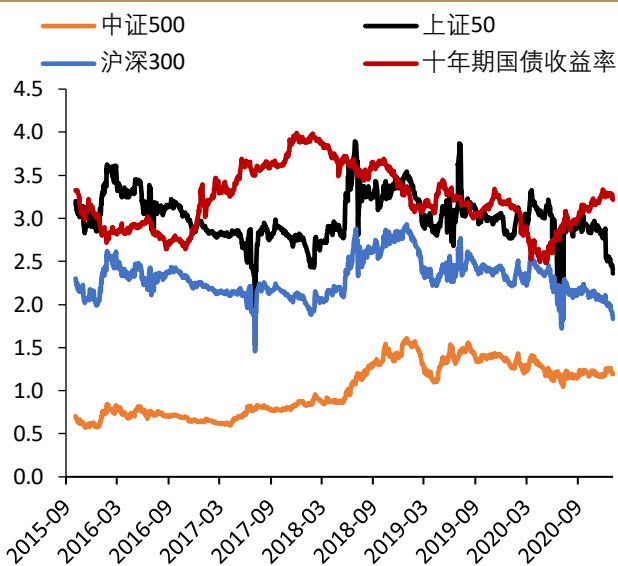
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 中证 500 和价格走势 (右/逆序)



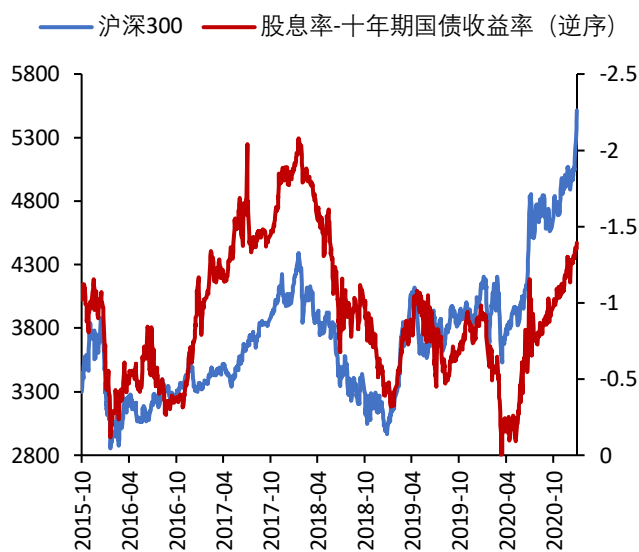
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21: 指数股息率



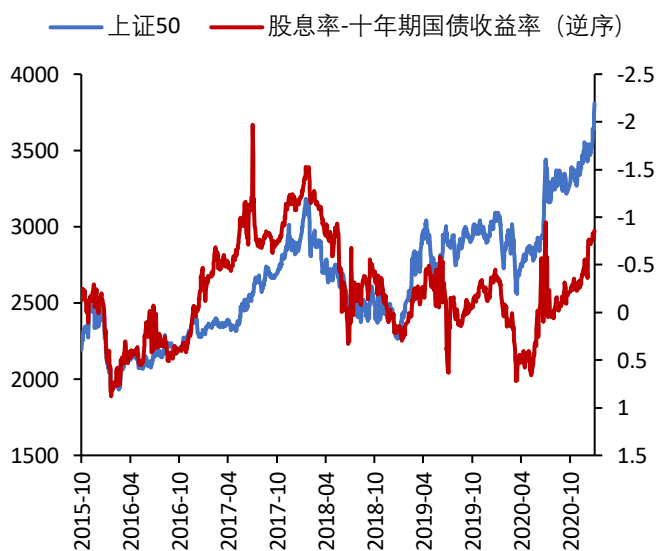
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 22: 沪深 300 股息率



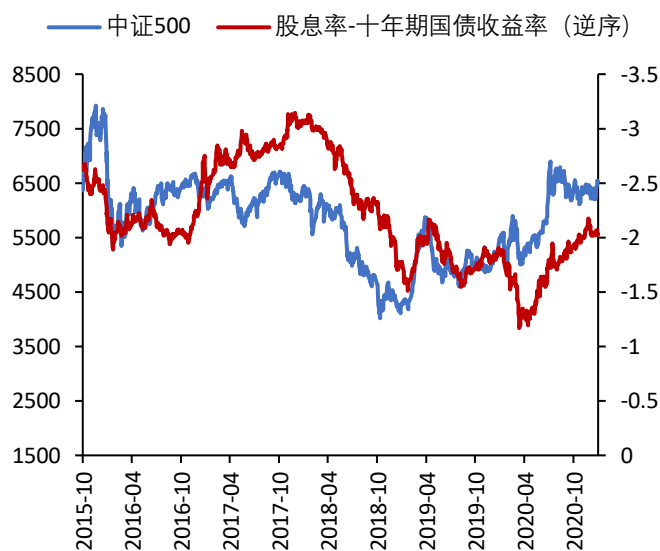
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 24: 中证 500 股息率

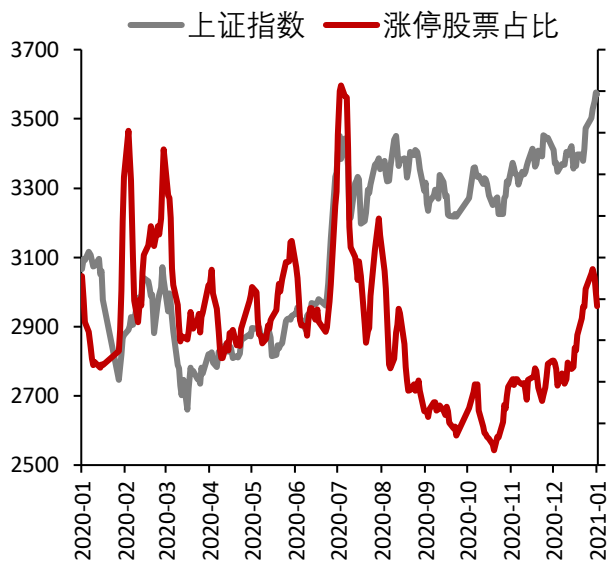


数据来源: wind, 混沌天成研究院

四、市场情绪

上证综指涨停股票占比明显上升，表面市场情绪较高。同时亏损股/绩优股指数加速下行，表明本轮上涨行情并没有扩散，而是少数股票的牛市。

图表 1：涨停家数占比



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：亏损股/绩优股



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。

