

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

流动性收紧挤股市泡沫

观点概述：

本周市场普跌，中小创跌幅较大，IC表现弱于IH、IF。休闲服务行业大涨4%，随着海外疫苗接种逐渐加速，前期受压制的机场、航空、旅游板块迎来反弹。

本周利率飙升+央行货币回笼，资金面量价齐跌导致了股债大宗商品的下落。从宏观政策来看，2021年央行的目标从降低融资成本切换到稳杠杆，基调是“不急转弯”，这也是市场认为金融资产还有上涨空间的原因。但是楼市、股市的火爆使得央行关注金融风险的问题，央行官员称“股市、的泡沫已经显现，货币政策将适当收紧”。即使资金量价缓解，流向股市的资金也料加强监管，就如房地产“三道红线”一样。既然要去股市的泡沫，那么股市可能还有回调空间。

股市流动性可能面临利空，本轮行情跟公募基金的火爆发行有关，特征是抱团，那么基金的赎回也容易引起踩踏，抱团股可能面临进一步调整。本周北上资金和融资余额均有所回落，融资余额减少51亿元，北上资金净流出67亿元。本周美联储表示将维持目前的货币政策，同时承认几周经济有所放缓。美股周内出现了自去年10月以来的最大单日跌幅。美股散户“起义”也使得美股的不确定性加大，利空北上资金的流入。

后市观点：货币政策的定调是不急转弯，但是股市和楼市的持续火爆触及央行防范金融风险的重心，年末央行确实需要保持资金的充裕去支持实体经济的需求，但是股市的去杠杆可能还没走完，股指的观点转为震荡偏空。

策略建议：

股指震荡偏空，多单减仓

风险提示：

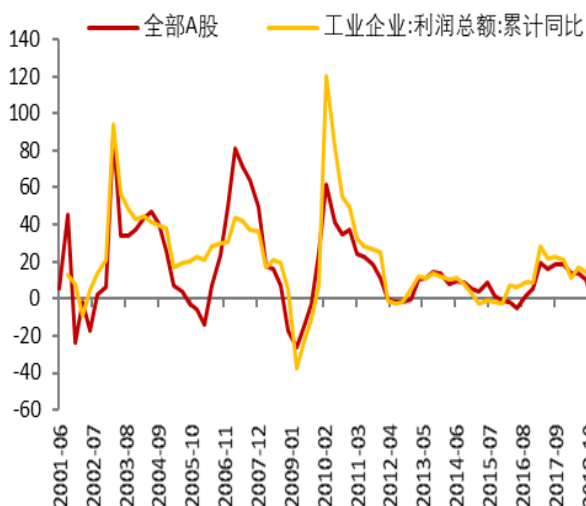
国内政策支持力度不及预期，疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、2021 上半年企业盈利有望继续增长

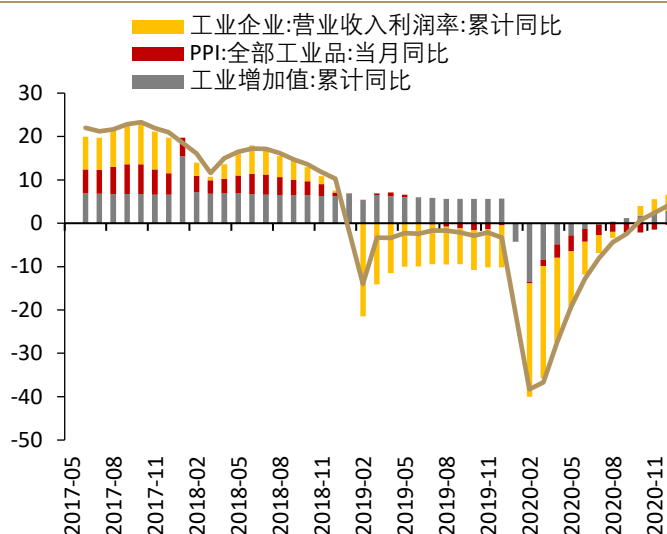
中国 12 月规模以上工业企业利润同比增 20.1%，累计同比 4.1%，保持增长的趋势。量价利拆开来看，量价利润率齐升，PPI 累计同比-0.4%，利润率累计同比 3.75%，工业增加值累计同比 2.8%。利润分配上，上游占比（采矿+制造业上游占工业企业利润总额）继续上行，利好周期股基本面。

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

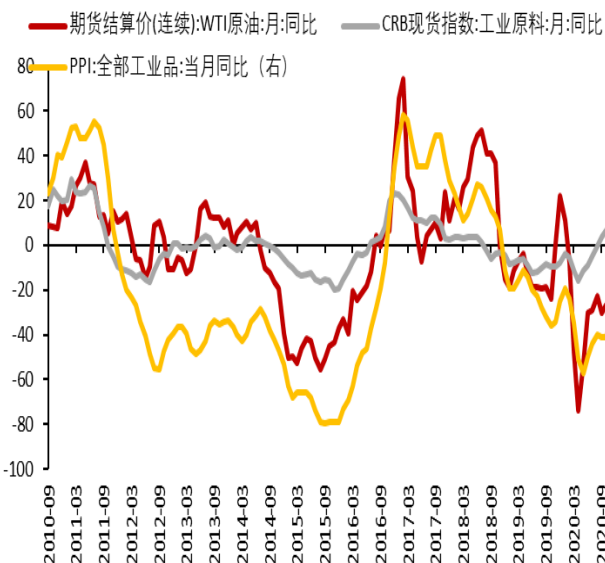
图表 2：工业企业利润分项



数据来源：wind，混沌天成研究院

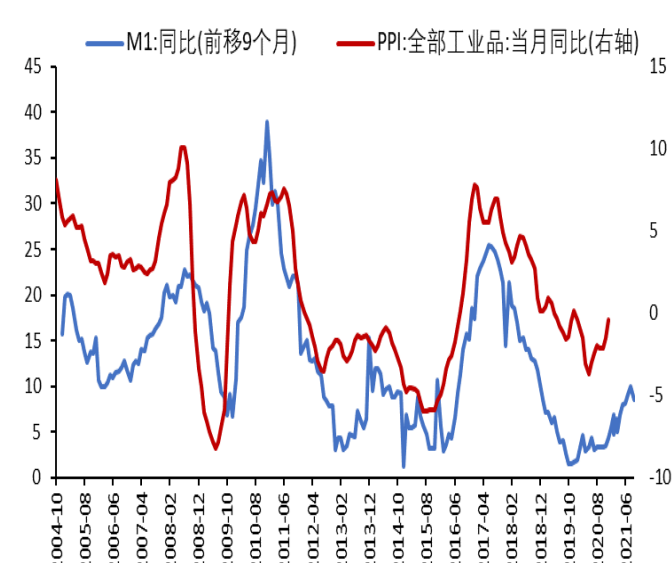
展望 2021 年，宏观经济延续增长的态势，量有望继续上升。价格因素 PPI 有望在全球流动性宽松和全球经济慢修复的带动下至少在上半年保持上行。

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



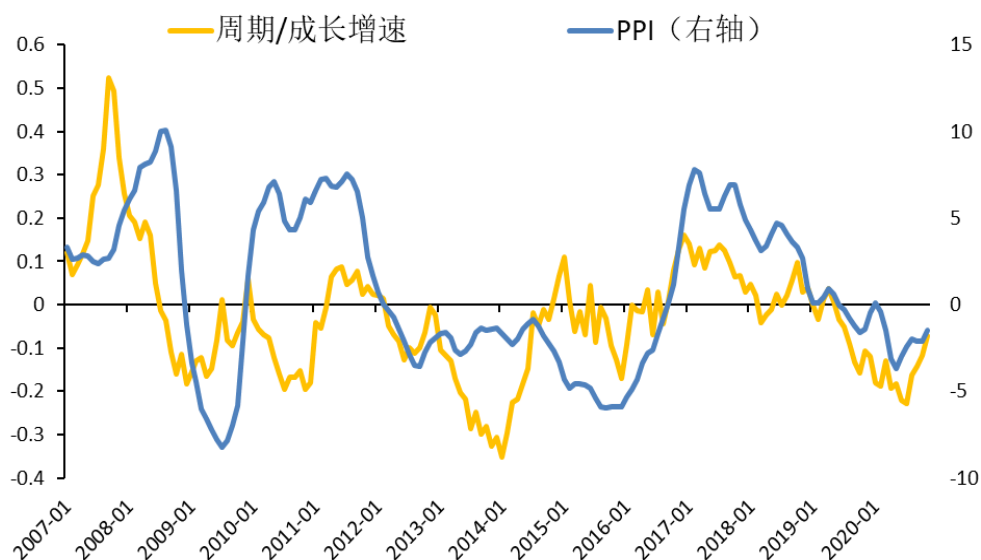
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

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

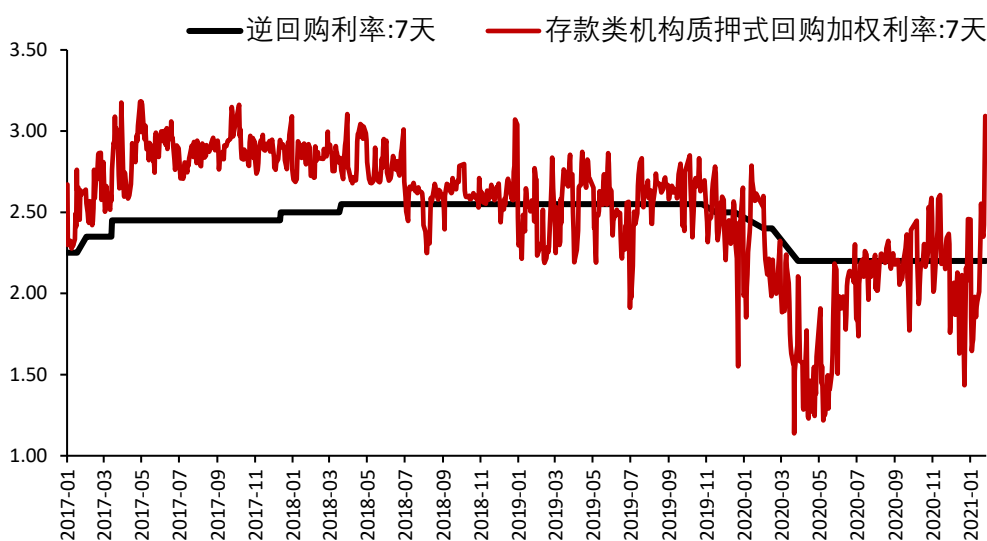


数据来源: wind ,混沌天成研究院

二、流动性

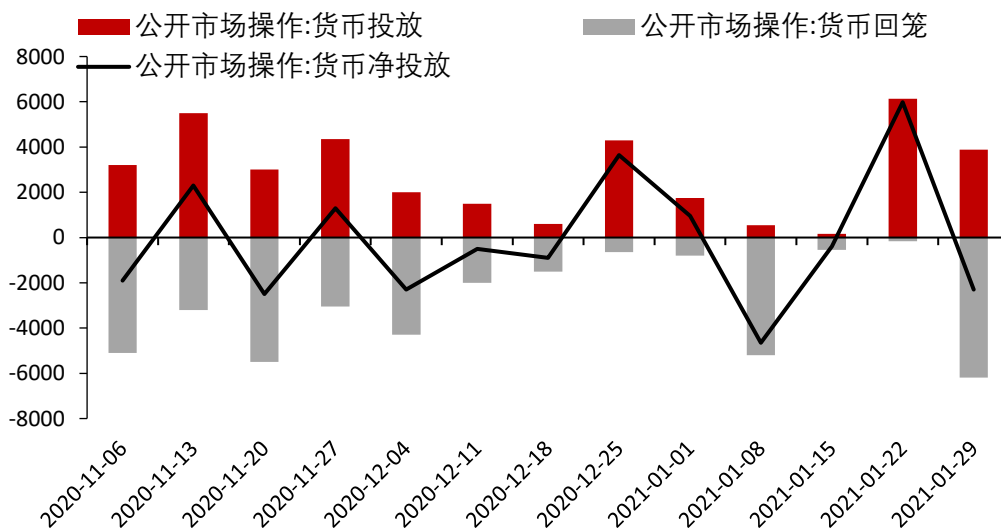
本质上这一轮牛市的上涨是流动性宽松推动的，流动性的变化是影响市场的关键因素，因此我们加入流动性的量价观察。不难看出，本周利率飙升+央行货币回笼，资金面量价齐跌导致了股债大宗商品的下跌。从宏观政策来看，2021年央行的目标从降低融资成本切换到稳杠杆，基调是“不急转弯”，这也是市场认为金融资产还有上涨空间的原因。但是楼市、股市的火爆使得央行关注金融风险的问题，央行官员称“股市、的泡沫已经显现，货币政策将适当收紧”。即使资金量价缓解，流向股市的资金也料加强监管，就如房地产“三道红线”一样。既然要去股市的泡沫，那么股市可能还有回调空间。

图表 1：资金利率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：资金量



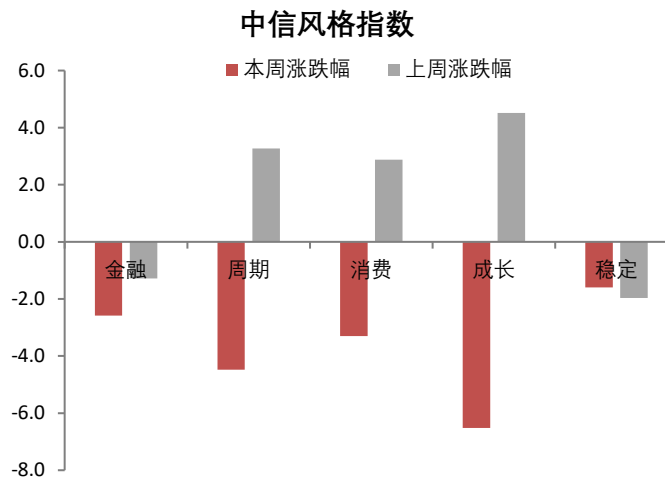
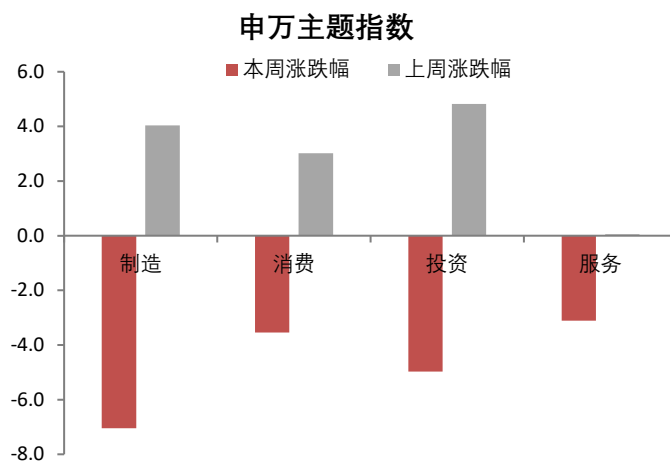
数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

本周市场普跌，中小创跌幅较大，IC表现弱于IH、IF。休闲服务行业大涨4%，随着海外疫苗接种逐渐加速，前期受压制的机场、航空、旅游板块迎来反弹。

图表 1：申万主题指数表现

图表 2：中信风格指数表现

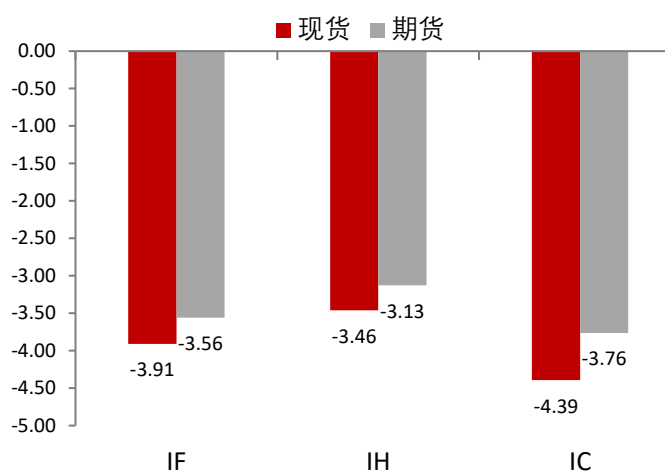
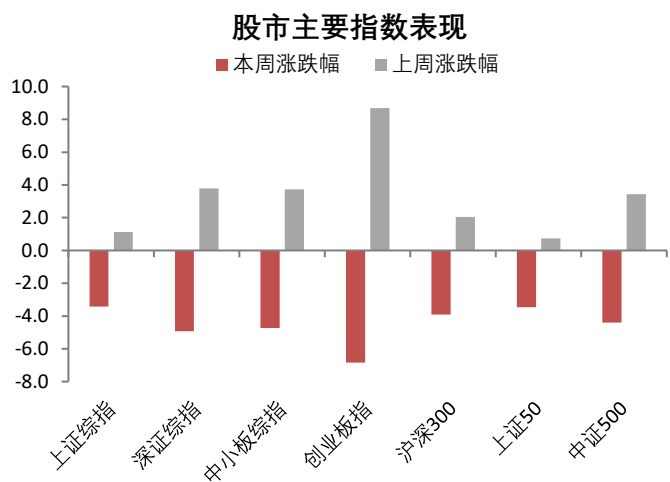


数据来源：wind，混沌天成研究院

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

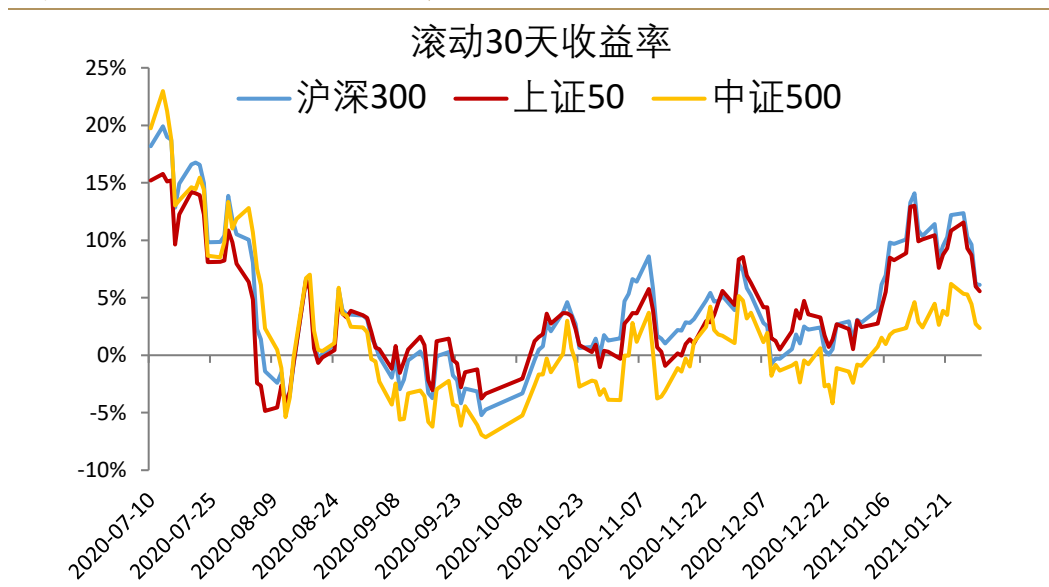


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

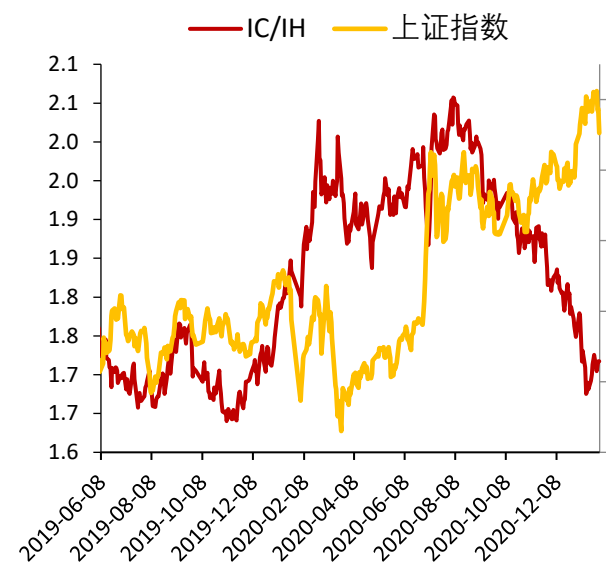
四、 后续展望

图表 1：三大指数 5 天滚动收益率



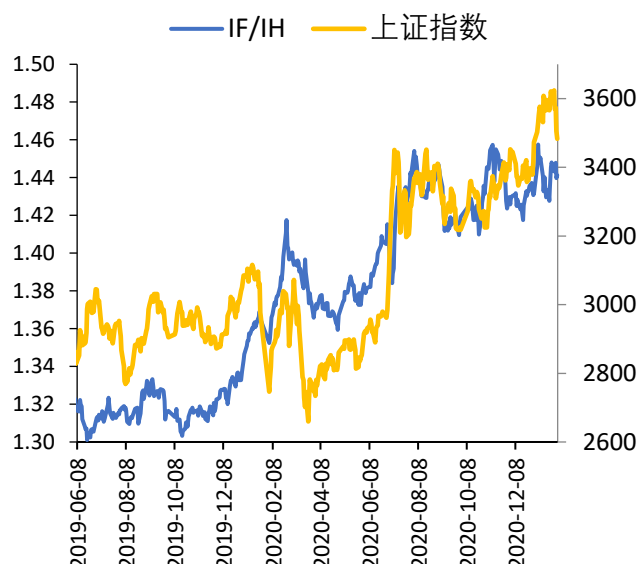
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：IC/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

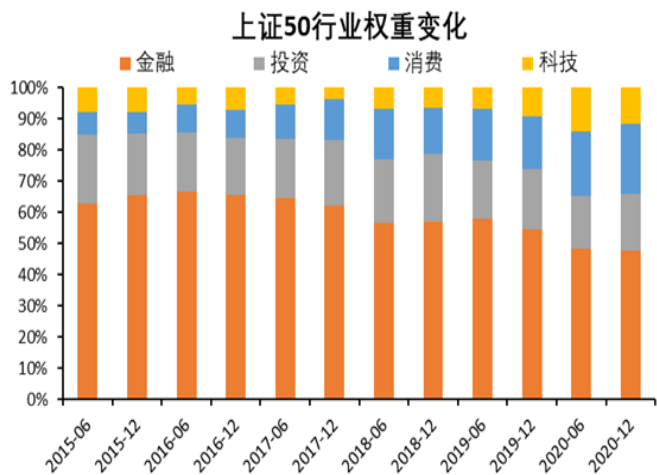
图表 3：IF/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

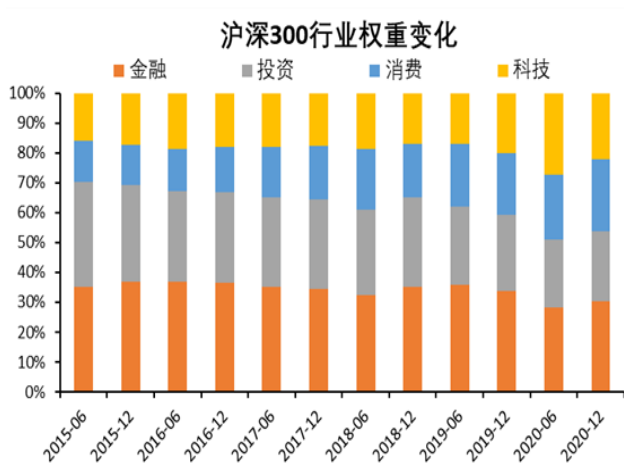
行业风格方面，上证 50 超配金融，低配科技和周期，受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡，略超配金融，略低配科技。中证 500 显著不同，超配科技、周期，大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4：I 上证 50 权重变化



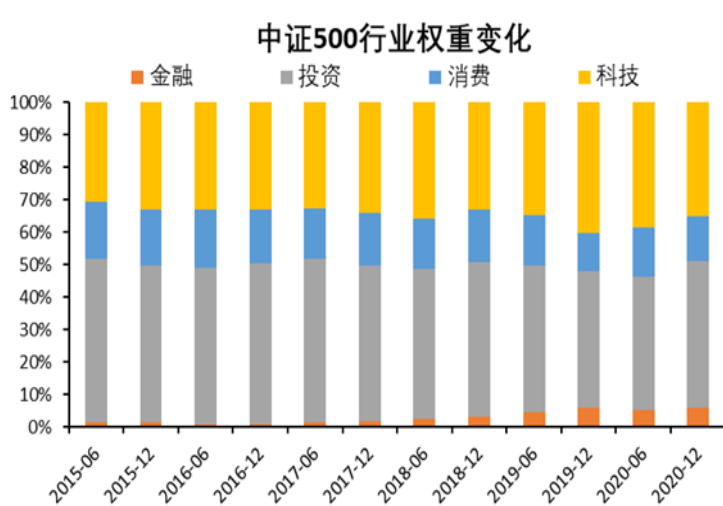
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 5：沪深 300 权重变化



数据来源：wind，混沌天成研究院

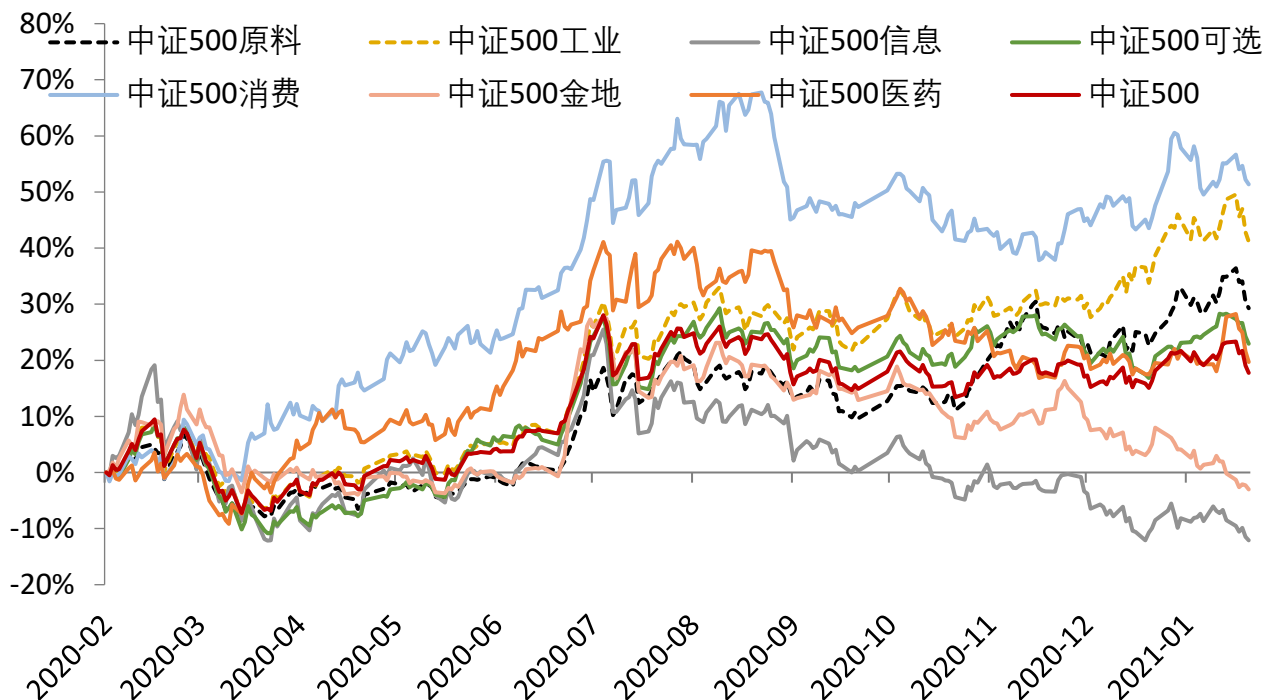
图表 6：中证 500 行业权重变化



数据来源：wind，混沌天成研究院

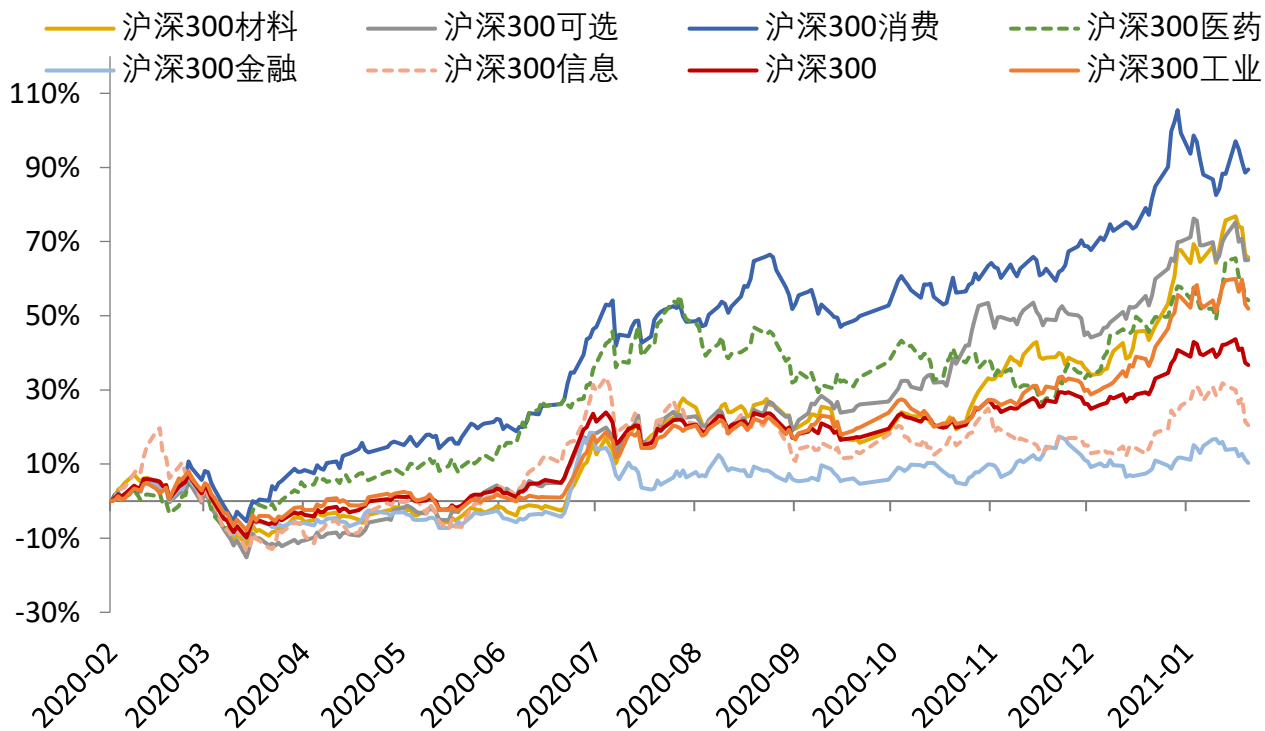
三大指数盈利周期整体趋势是一样的，中证 500 周期行业权重较大，盈利周期和工业企业盈利周期更加吻合，盈利弹性也更大，PPI 上行期 IC 有超额盈利。但是市场并不买账 IC 周期和科技的属性。我们认为市场对于行业基本面的交易趋弱，而是转为大市值的龙头股。背后的原因可能是机构抱团以及在经济存在不确定性的背景下寻找业绩更加确定的行业龙头。资金抱团板块部分估值相对较高，易出现估值降维或资金抱团松动现象，近两周投机性抱团将继续瓦解，资金从抱团到板块轮动，行情扩散，IC、IF 表现可能好于 IH。

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： 货币政策的定调是不急转弯，但是股市和楼市的持续火爆触及央行防范金融风险的重心，年末央行确实需要保持资金的充裕去支持实体经济的需求，但是股市的去杠杆可能还没走完，股指的观点转为震荡偏空。

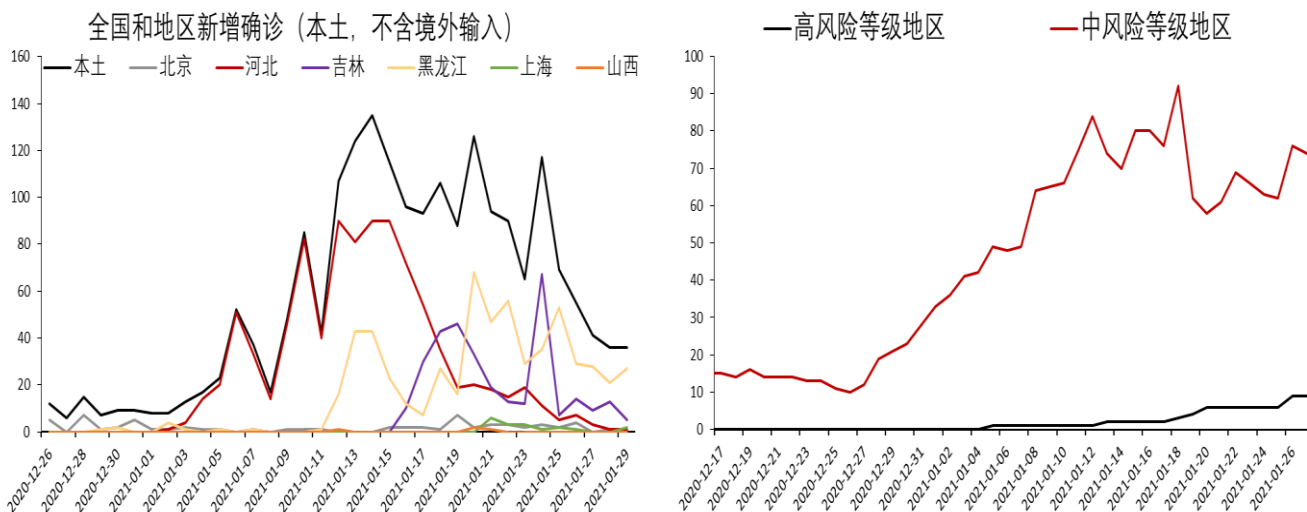
国内疫情逐渐好转，对经济影响逐渐减弱。中国 12 月规模以上工业企业利润同比增 20.1%，累计同比 4.1%，保持增长的趋势。量价利拆开来看，量价利润率齐升，PPI 累计同比-0.4%，利润率累计同比 3.75%，工业增加值累计同比 2.8%。分行业去看，除去极端基数影响，烟草、橡胶、造纸、专用设备等行业盈利增速较高。利润分配上，上游占比（采矿+制造业上游占工业企业利润总额）继续上行，利好周期股基本面。

流动性方面，本周利率飙升+央行货币回笼，预计下周央行会投放一些流动性。央行官员称“股市、的泡沫已经显现，货币政策将适当收紧”。即使资金量价缓解，流向股市的资金也料加强监管。股市流动性可能面临利空，本轮行情跟公募基金的火爆发行有关，特征是抱团，那么基金的赎回也容易引起踩踏，抱团股可能面临进一步调整。

市场情绪方面，成交额降至万亿以下，外围市场恐慌影响外资配置 A 股，北上资金本周两个交易日流出。

疫情方面， 国内本土新增人数连续 4 日减少。截至 2021 年 1 月 28 日 20 时，全国现有 9+72（较前值-2）个高中风险地区。

图表 9： 国内疫情

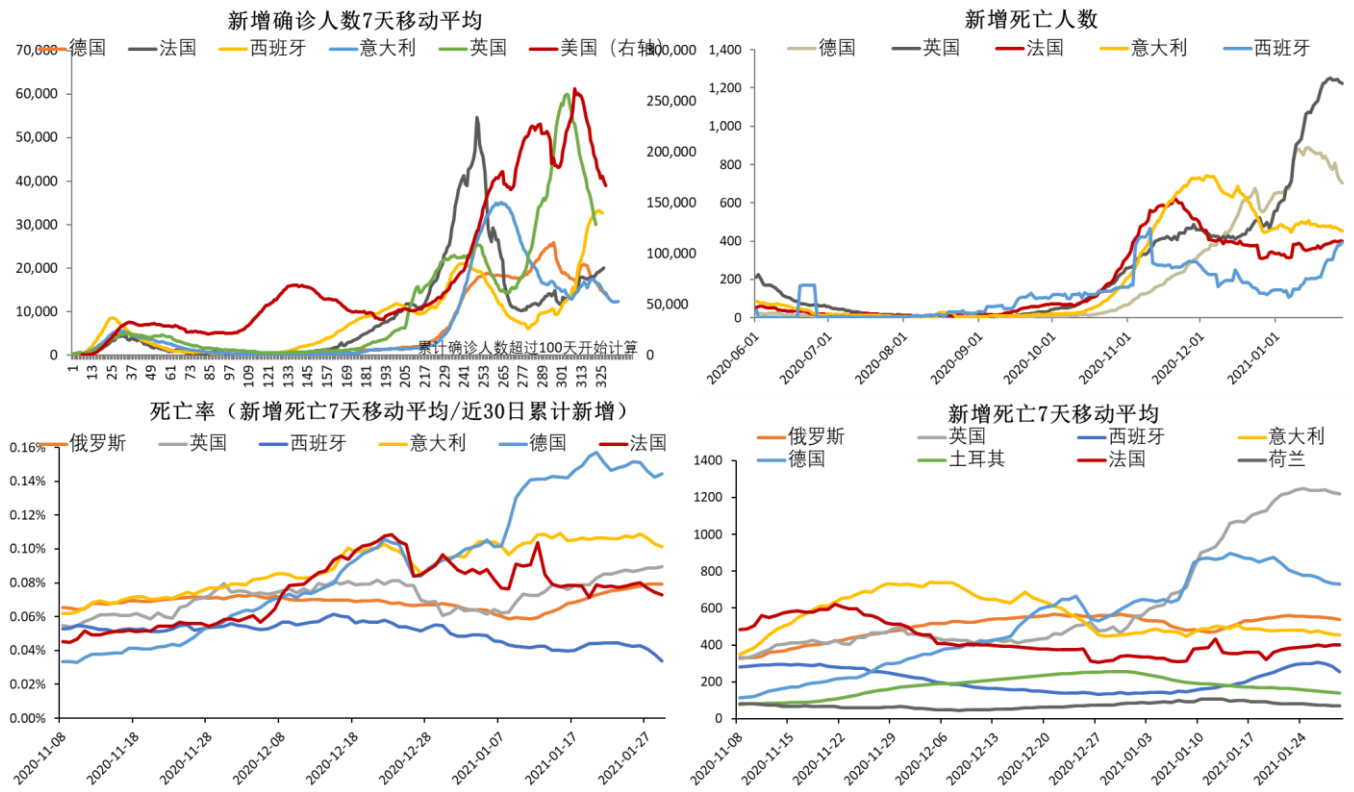


数据来源：wind，混沌天成研究院

海外疫情方面，美国、英国的新增人数拐头向下，拉美地区如巴西、阿根廷、智利等国家疫情恶化。亚洲地区，马来西亚、日本、印尼疫情快速恶化，印度疫情持续好转。

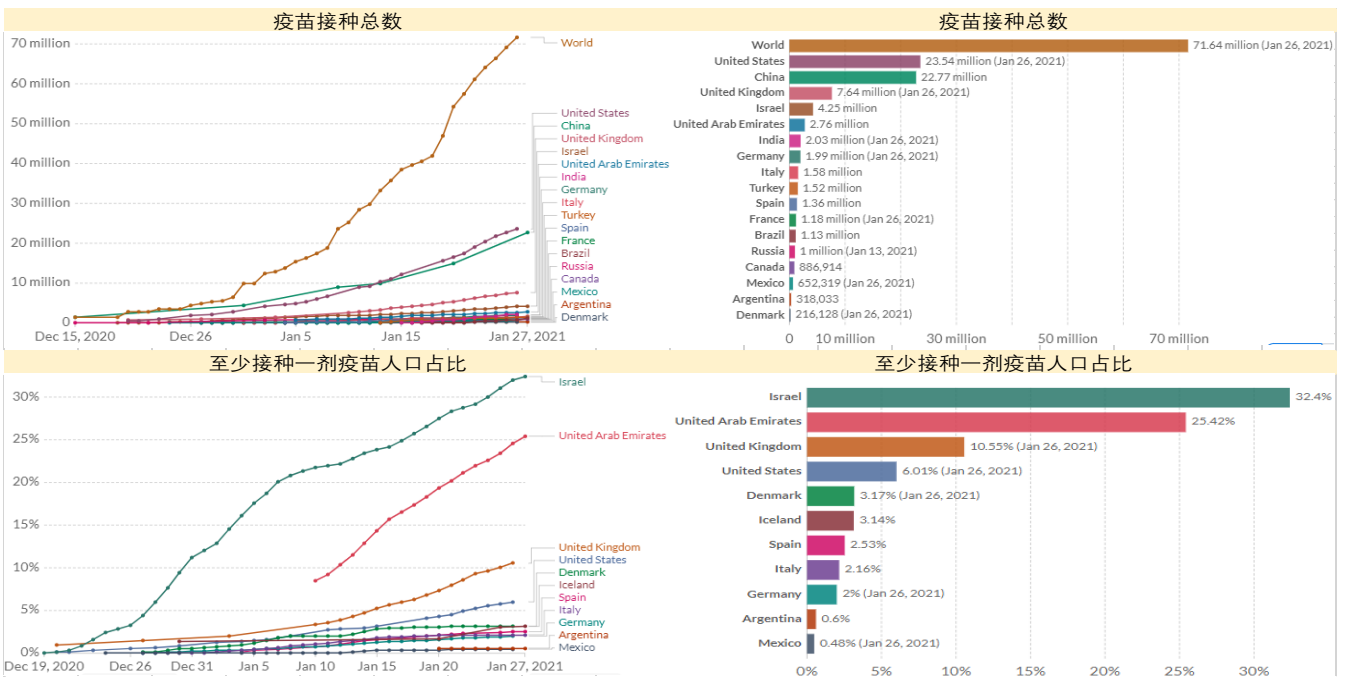
疫苗接种方面，截至 1 月 21 日，全球接种疫苗 5436 万剂，美国 1653 万剂，英国 544 万剂，中国 1500 万。疫苗有效性方面，1 月 20 日以色列方面表示，辉瑞公司的第一剂新冠疫苗的有效率只有 51%。当地时间 22 日，英国政府表示，部分初步证据显示英国发现的新冠病毒变种不仅传播率比旧病毒更高，致死率也可能更高。所幸的是目前并未有证据显示变种病毒会让疫苗失效。

图表 10: 海外主要国家疫情



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 10: 疫苗接种情况

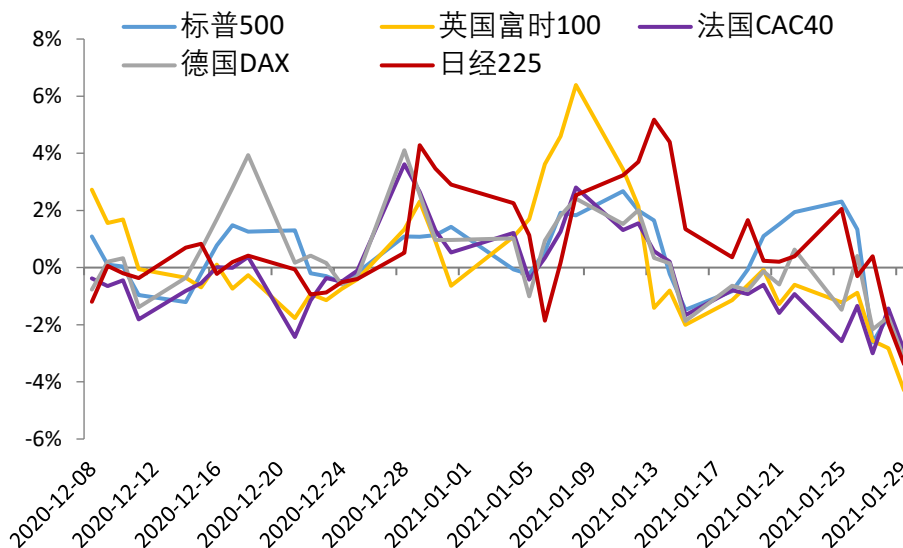


请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

数据来源: wind , 混沌天成研究院

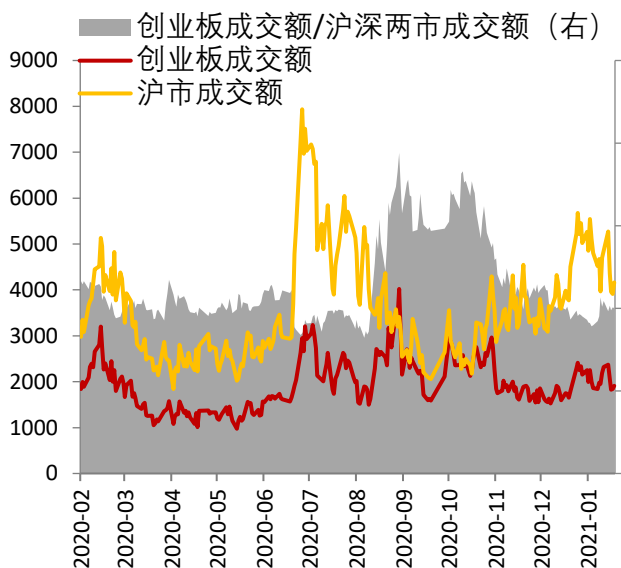
图表 12: 主要国家股指 5 天滚动收益率



数据来源: wind , 混沌天成研究院

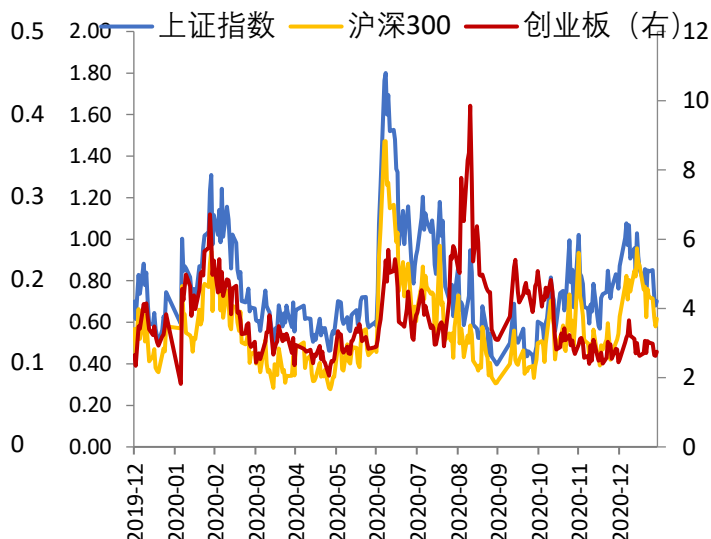
当前市场动能主要在主板以及创业板龙头股, 所以创业板成交额/沪市成交额处于较低位置。指数的换手率有所回落, 市场情绪较为谨慎。

图表 13: 成交额



数据来源: wind , 混沌天成研究院

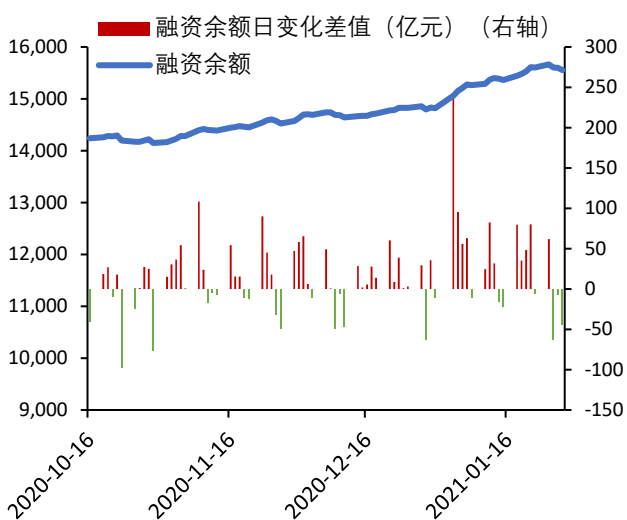
图表 14: 换手率



数据来源: wind , 混沌天成研究院

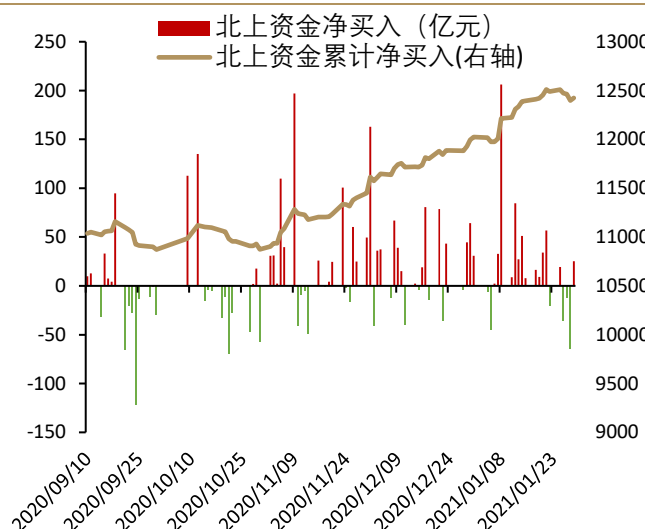
本周北上资金和融资余额均有所回落，融资余额减少 51 亿元，北上资金净流出 67 亿元。本周美联储表示将维持目前的货币政策，同时承认近几周经济有所放缓。美股周内出现了自去年 10 月以来的最大单日跌幅。美股散户“起义”也使得美股的不确定性加大，利空北上资金的流入。

图表 15: 融资余额



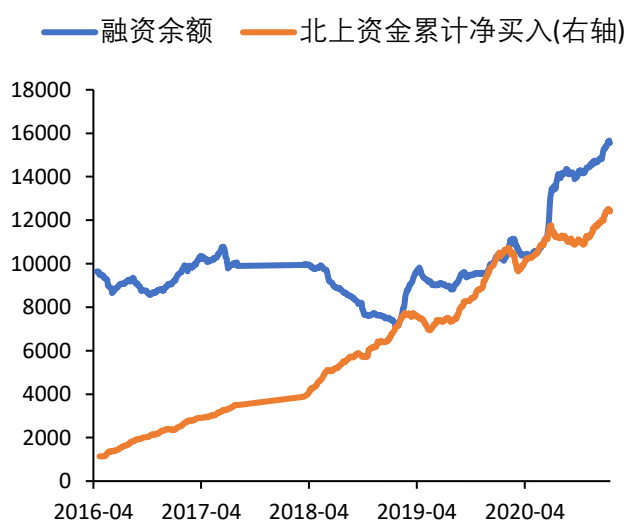
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 16: 北上资金



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 17: 融资余额和北上资金



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 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。

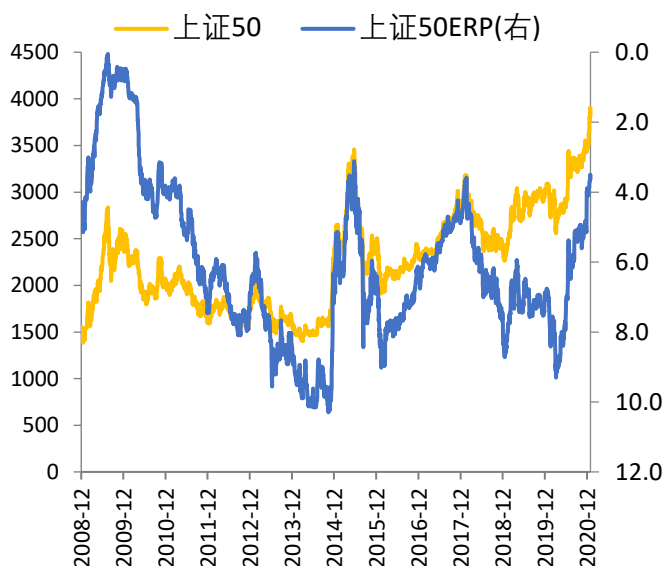
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 19: 上证综指 ERP 和价格走势 (右/逆序)



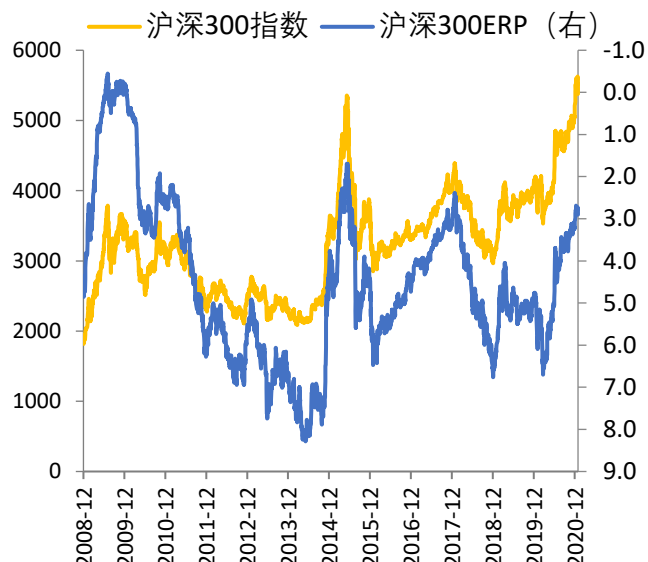
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21: 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: 沪深 300ERP 和价格走势 (右/逆序)



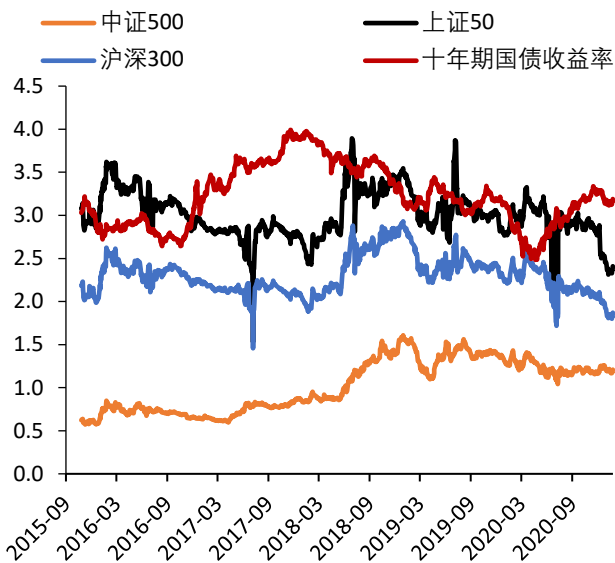
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 22: 中证 500 和价格走势 (右/逆序)



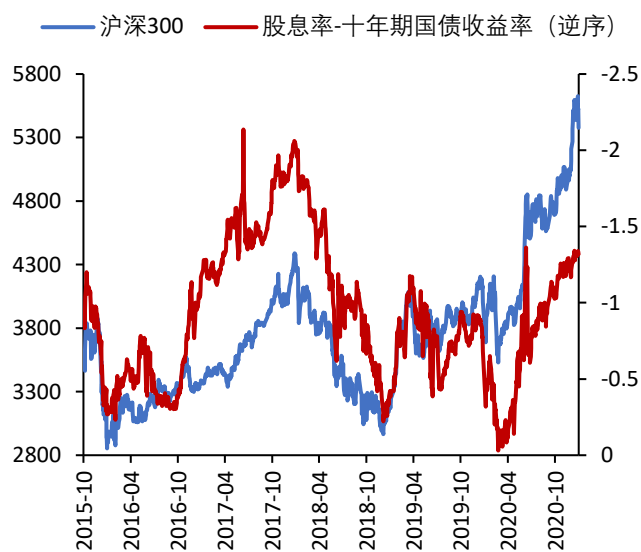
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23：指数股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 24：沪深 300 股息率



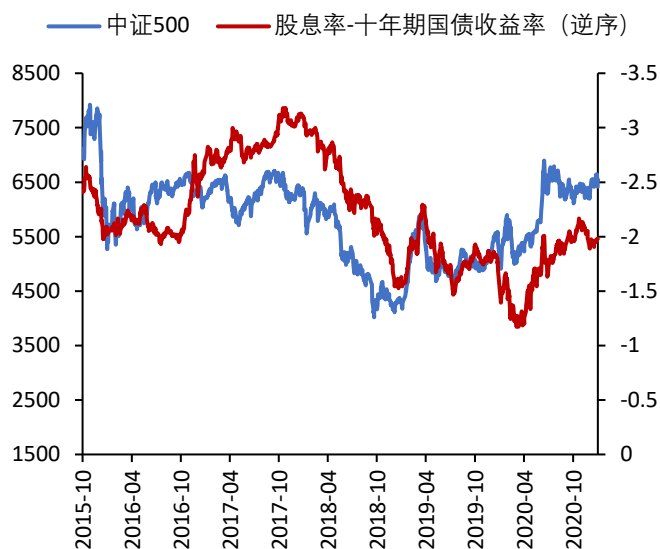
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 25：上证 50 股息率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 26：中证 500 股息率

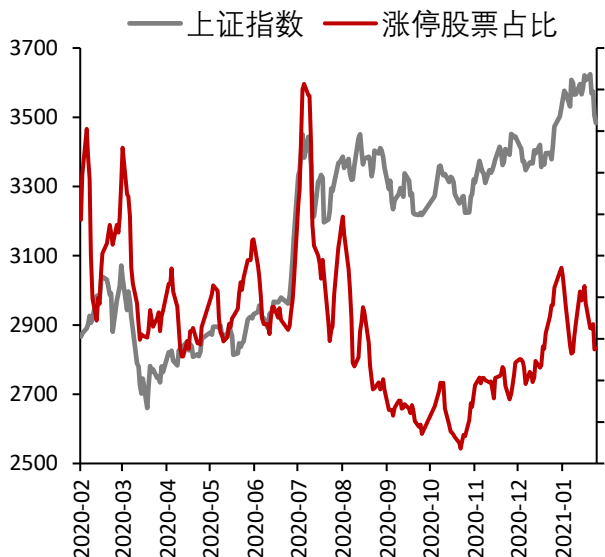


数据来源：wind，混沌天成研究院

四、市场情绪

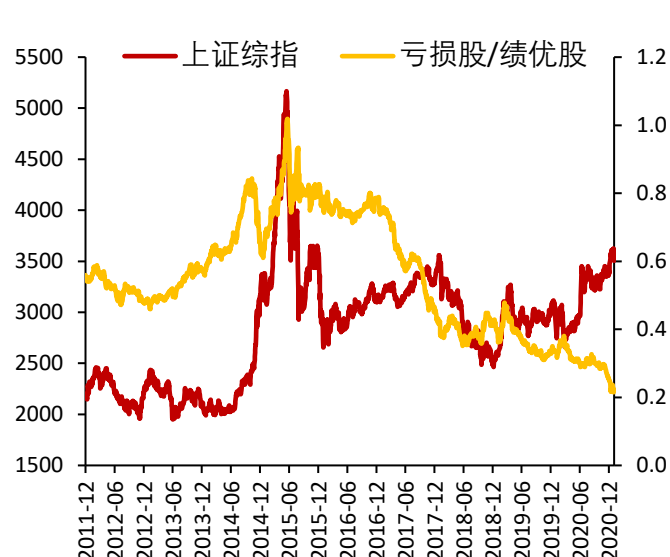
上证综指涨停股票占比回落，表面市场情绪不佳。亏损股/绩优股指数加速下行。

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。



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