

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

IC/IH 比值如期回落，交易性行情来的快去
的也快

观点概述：

最近一段时间股指的行情，是几个利好因素综合在一起，情绪短期释放导致周二的大涨。股市里周期股和成长股的跷跷板很明显，风格从周期切换到成长。周二是白酒、券商、中国中免这类的成长股领涨，在 IH 里面权重比较大。人民币升值也是一个利好，外资周二周三买了 308 亿破纪录了，而且外资偏好的也是 IH 里面的大金融大消费，利好 IH。还有就是商品价格回调，通胀预期降下来了，货币政策收紧的必要性也不大了。中美的利率最近都是在回落的，所以流动性对股市也是偏利好。

我们保持周期股见顶的观点不变。本轮通胀更多是供给驱动的，而且向中下游传导不畅通，侵蚀中下游利润，需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的，所以对于上涨的持续性已经不乐观了，我们认为周期股短期调整还会继续。我们之前看好 IC 的逻辑反过来了，后面 IH、IF 跑赢 IC。

企业盈利方面，总体来看，1—4 月份工业企业效益状况保持平稳较快恢复态势，但也要看到，国外疫情和国际环境错综复杂，工业经济稳定恢复的基础还不牢固，企业效益改善仍不平衡，尤其是部分消费品行业盈利状况尚未恢复到疫情发生前水平；加之大宗商品价格高位运行，加大中下游行业生产经营压力。本轮通胀更多是供给驱动的，需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的，所以对于上涨的持续性，已经不太乐观了。也正是基于此，我们认为周期股大概率见顶。

货币政策方面，二季度开始我国货币政策边际从紧、信用收缩已是大趋势，但节奏和力度会比较温和，4 月金融数据也进一步确认了“紧信用+稳货币”的政策组合。本周资金面利好较强，人民币升值导致外资狂扫 A 股。融资余额大幅增加 174 亿元，北上资金大幅净流入 468 亿元。

整体来看，当前是企业盈利回升+流动性没那么紧的组合。我们认为周期股短期调整还会继续，同时观察到最近消费和周期的“跷跷板”效应，表明市场微观尚可，因此就算周期股继续调整，指数行情也可期待。加上七一之前市场的交易性行为，我们认为行情可以持续，但是时间上六月中旬就差不多了。品种上推荐做多 IH、IF。

策略建议：

做多 IH、IF

风险提示：

流动性超预期收紧，疫情扩散超预期；中美摩擦升级



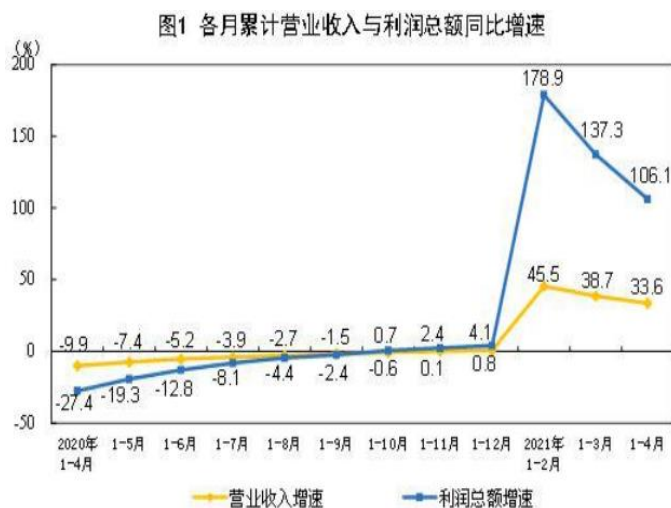
混沌天成研究院

一、2021年1—4月份全国规模以上工业企业利润同比增长1.06倍

1-4月，全国规模以上工业企业实现利润总额25943.5亿元，同比增长1.06倍，比2019年1-4月份增长49.6%，两年平均增长22.3%；4月规模以上工业企业利润同比增长57.0%，两年平均增长22.6%，比3月份加快10.7%。

图表 1：工业企业利润和营收增速

图表 2：利润率和成本



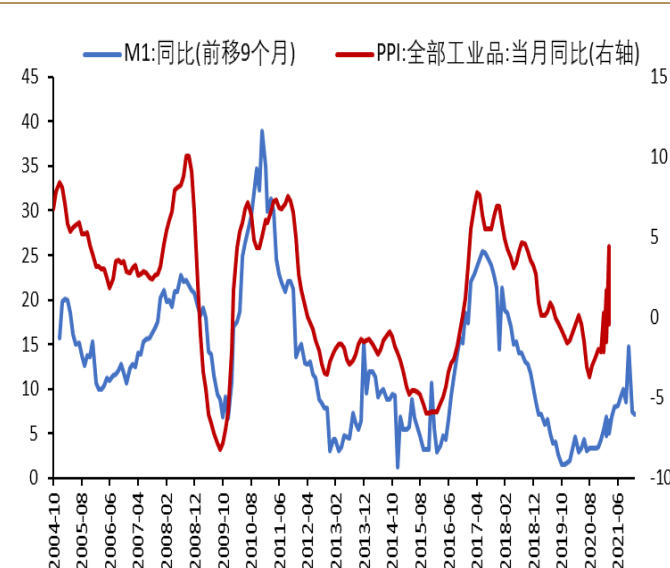
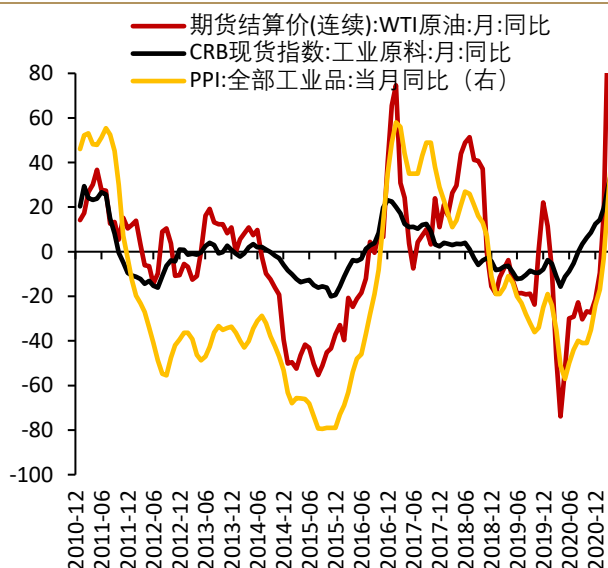
数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

国内外经济仍然处于复苏中，宏观经济延续增长的态势，量有望继续上升。市场普遍预期价格因素PPI在5月份达到高点。

图表 3：大宗商品价格指数和PPI

图表 4：M1和PPI



数据来源：wind，混沌天成研究院

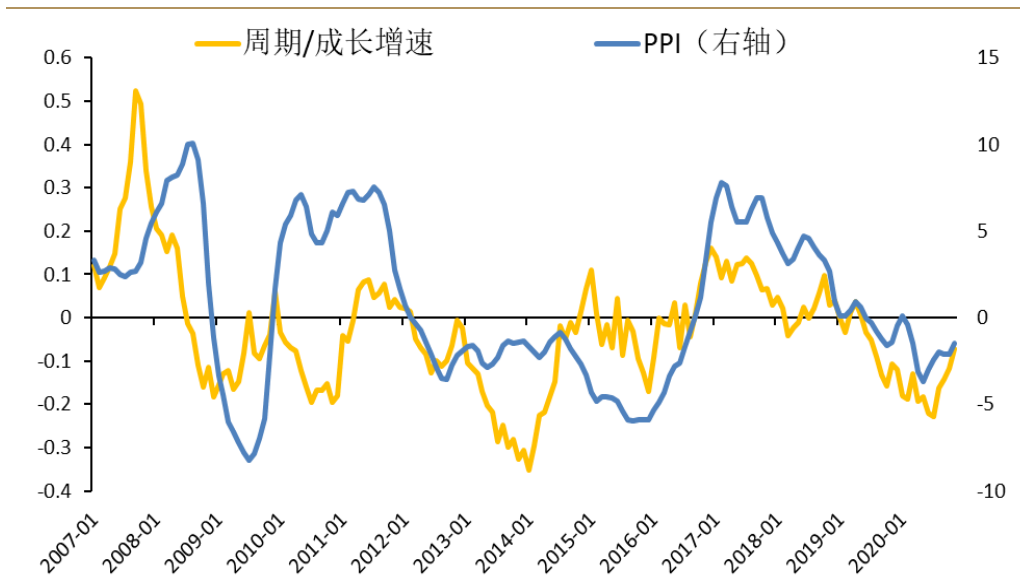
数据来源：wind，混沌天成研究院

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 5：周期/成长增速和 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。

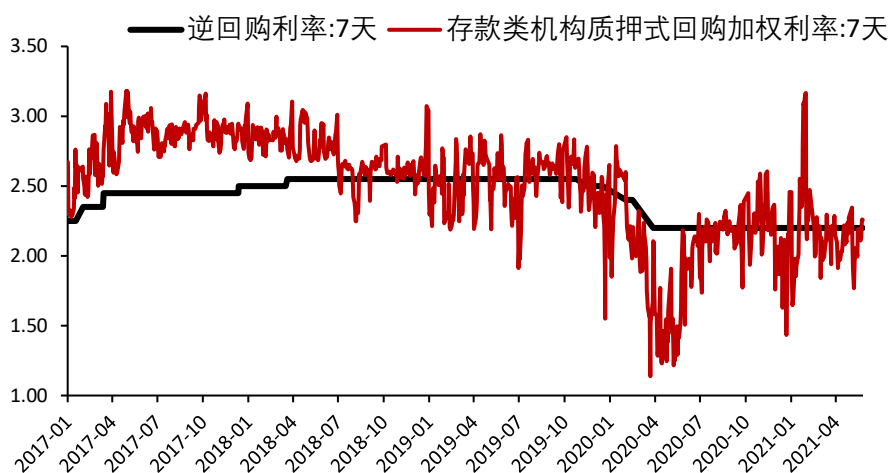
二、流动性

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。央行转发金融时报文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。但是股票投资者较为关注央行的资金投放情况，视为抱团股筹码松动的观察指标。

政治局会议定调政策在退出期，但窗口期较小，随时准备根据实际情况进行调整。政治局会议也表示“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”。在经济恢复不均衡、基础不牢固的背景下，宏观政策不会明显收紧，而是会平稳退出。

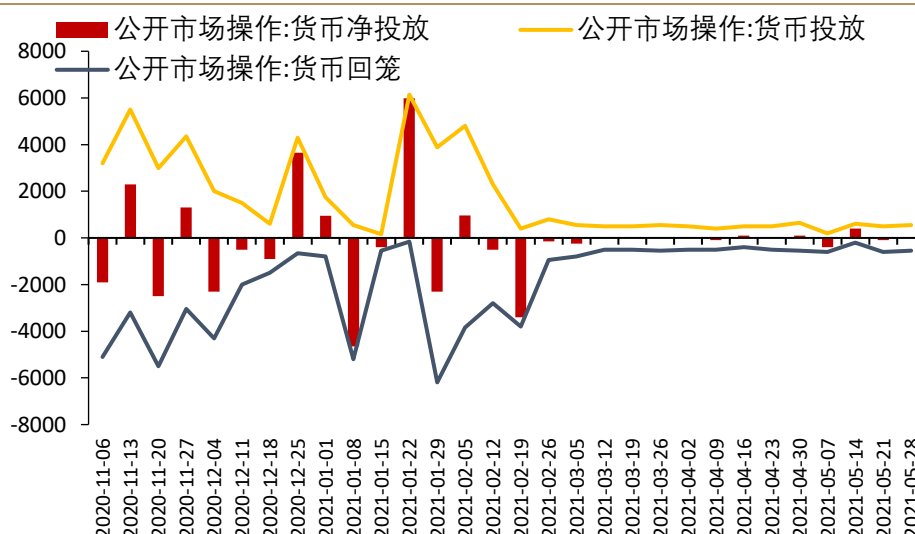
本周利率小幅回升，央行零投放零回笼。本周中国十年期国债收益率小幅回升，美债十年期收益率在 1.7% 附近横盘震荡。

图表 1：资金利率



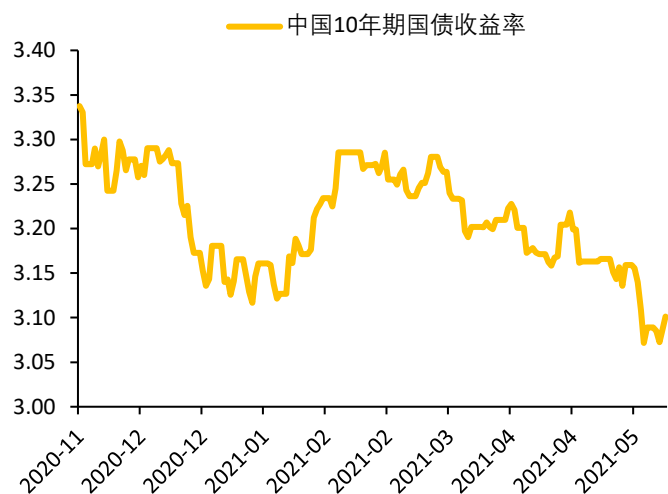
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：资金量



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：中国 10 年期国债收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 4：美国十年期国债收益率



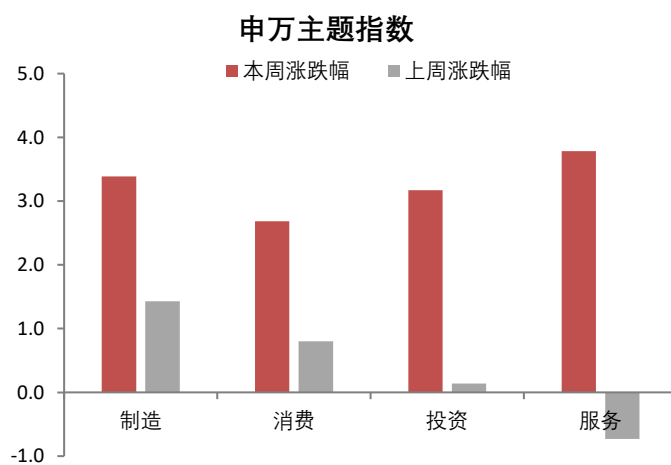
数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

最近一段时间股指的行情，是几个利好因素综合在一起，情绪短期释放导致周二的大涨。股市里周期股和成长股的跷跷板很明显，风格从周期切换到成长。周二是白酒、券商、中国中免这类的成长股领涨，在 IH 里面权重比较大。人民币升值也是一个利好，外资周二周三买了 308 亿破纪录了，而且外资偏好的也是 IH 里面的大金融大消费，利好 IH。还有就是商品价格回调，通胀预期降下来了，货币政策收紧的必要性也不大了。中美的利率最近都是在回落的，所以流动性对股市也是偏利好。

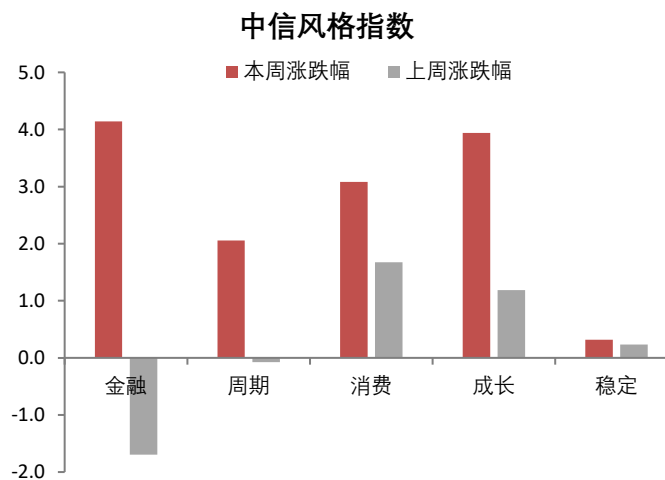
我们保持周期股见顶的观点不变。本轮通胀更多是供给驱动的，而且向中下游传导不畅通，侵蚀中下游利润，需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的，所以对于上涨的持续性已经不乐观了，我们认为周期股短期调整还会继续。我们之前看好 IC 的逻辑反过来了，后面 IH、IF 跑赢 IC。

图表 1：申万主题指数表现



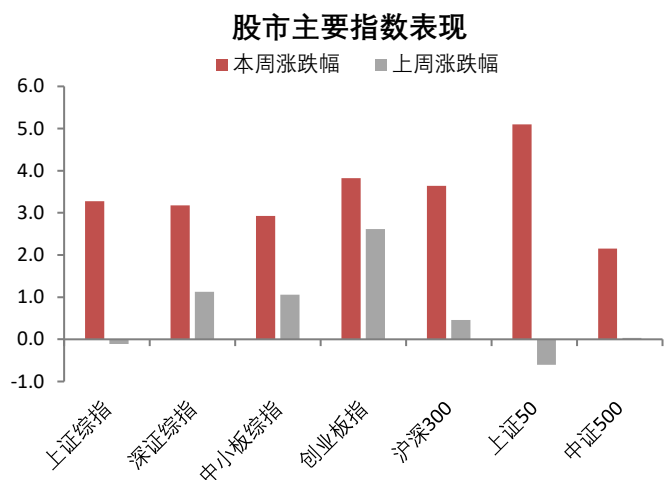
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：中信风格指数表现



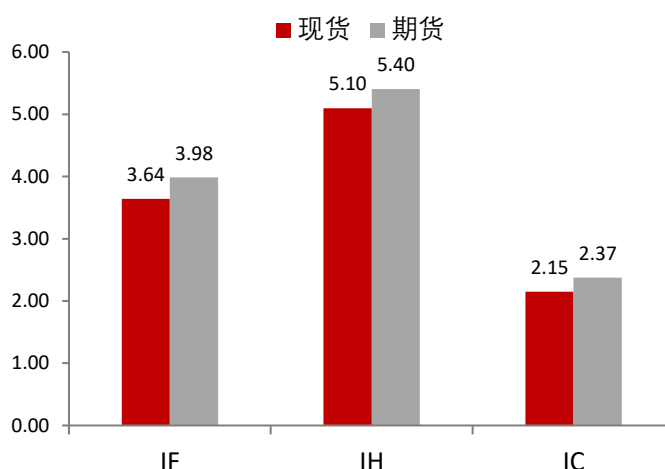
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：主要指数涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

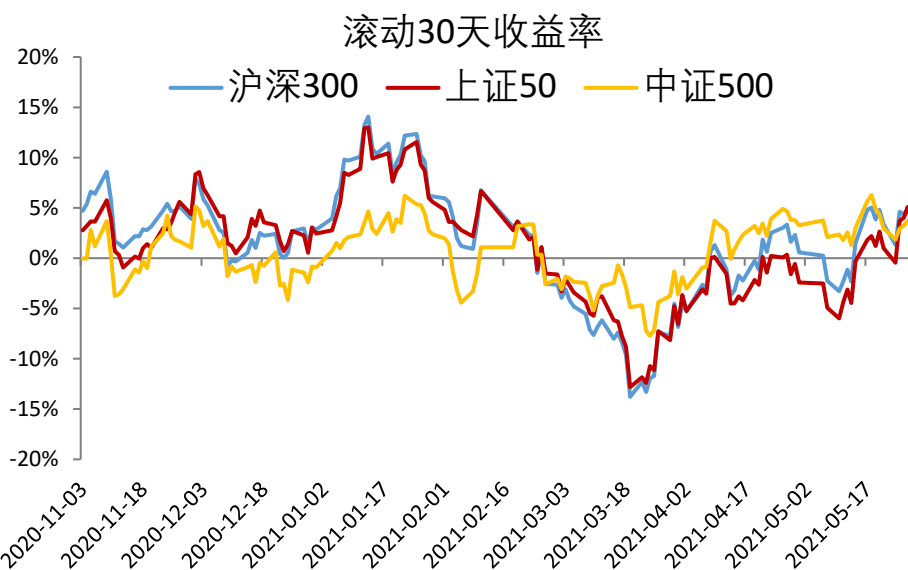
图表 4：期指涨跌幅



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



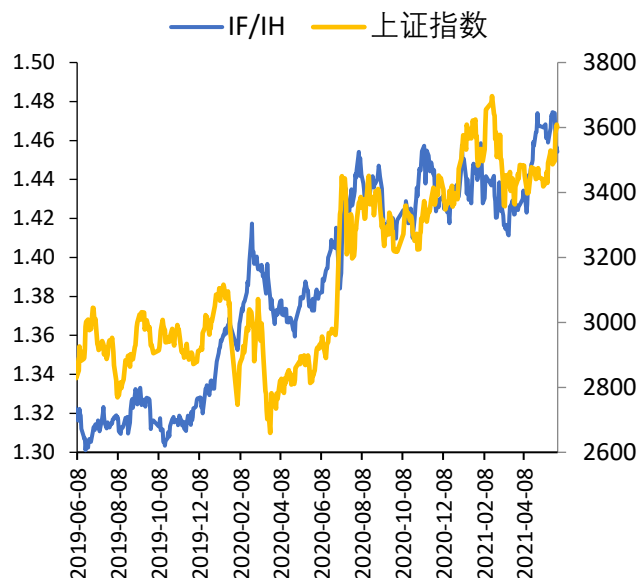
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：IC/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

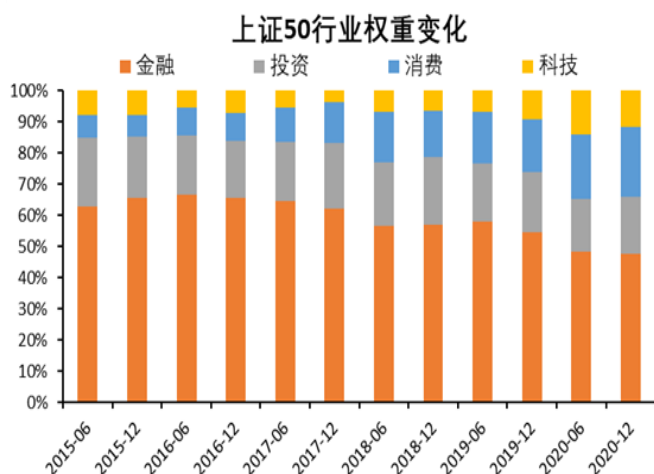
图表 3：IF/IH 和上证指数



数据来源：wind，混沌天成研究院

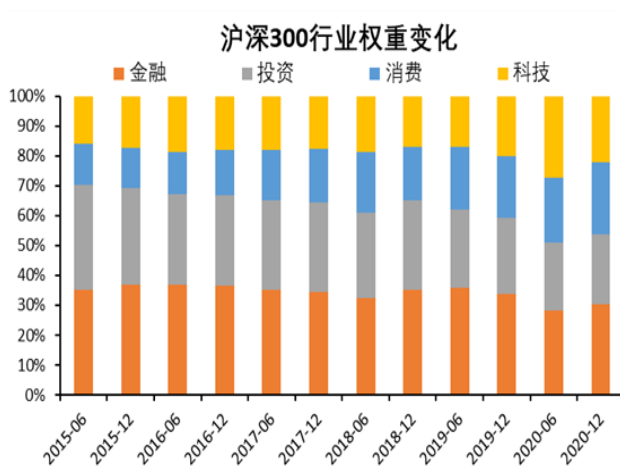
行业风格方面，上证 50 超配金融，低配科技和周期，受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡，略超配金融，略低配科技。中证 500 显著不同，超配科技、周期，大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4：I 上证 50 权重变化



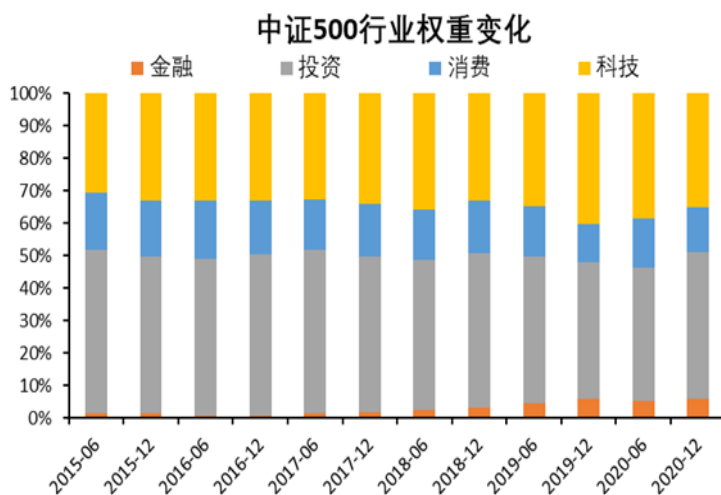
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



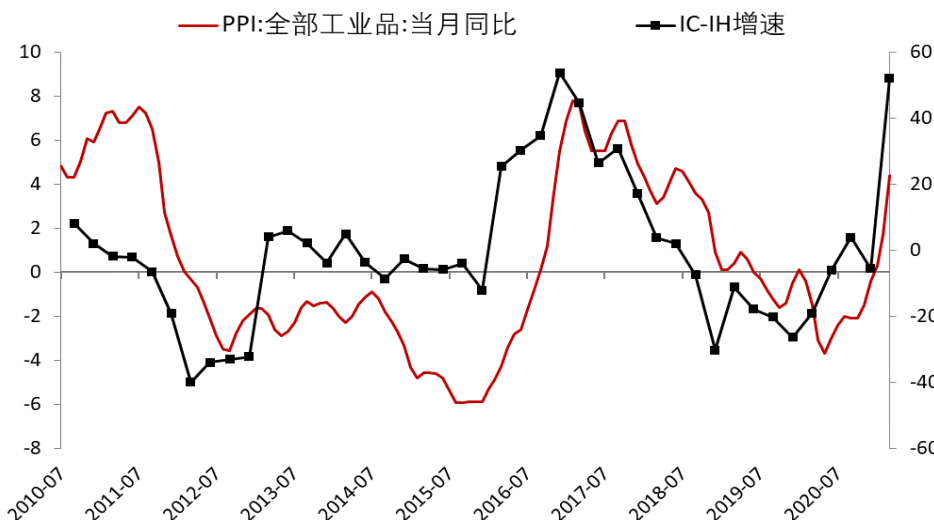
数据来源: wind, 混沌天成研究院

企业盈利方面, 总体来看, 1—4 月份工业企业效益状况保持平稳较快恢复态势, 但也要看到, 国外疫情和国际环境错综复杂, 工业经济稳定恢复的基础还不牢固, 企业效益改善仍不平衡, 尤其是部分消费品行业盈利状况尚未恢复到疫情发生前水平; 加之大宗商品价格高位运行, 加大中下游行业生产经营压力。本轮通胀更多是供给驱动的, 需求和部分品种的供给收缩在政策层面又是可调控的, 所以对于上涨的持续性, 已经不太乐观了。也正是基于此, 我们认为周期股大概率见顶。

货币政策方面, 二季度开始我国货币政策边际从紧、信用收缩已是大趋势, 但节奏和力度会比较温和, 4 月金融数据也进一步确认了“紧信用+稳货币”的政策组合。

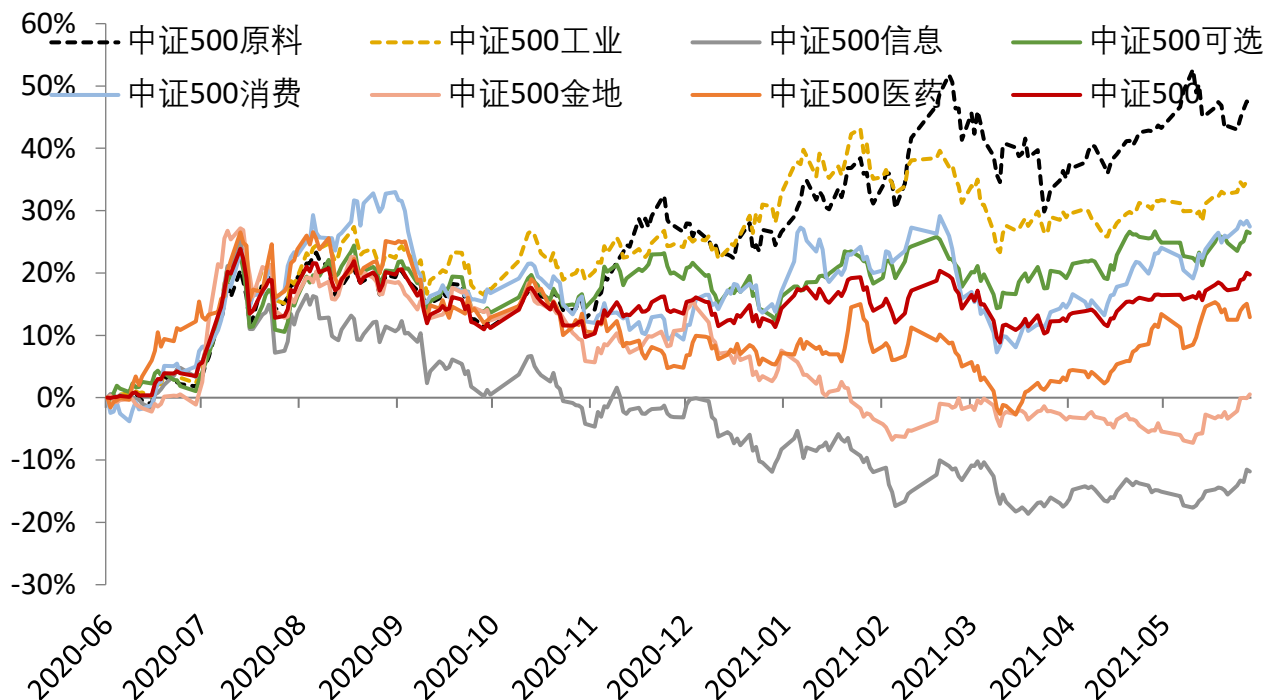
整体来看, 当前是经济弱复苏+流动性没那么紧的组合。我们认为周期股短期调整还会继续, 同时观察到最近消费和周期的“跷跷板”效应, 表明市场微观尚可, 因此就算周期股继续调整, 指数的行情也可期待。加上七一之前市场的交易性行为, 我们认为行情可以持续, 但是时间上六月中旬就差不多了。品种上推荐做多 IH、IF。

图表 7: PPI 和 IC-IH 盈利增速差



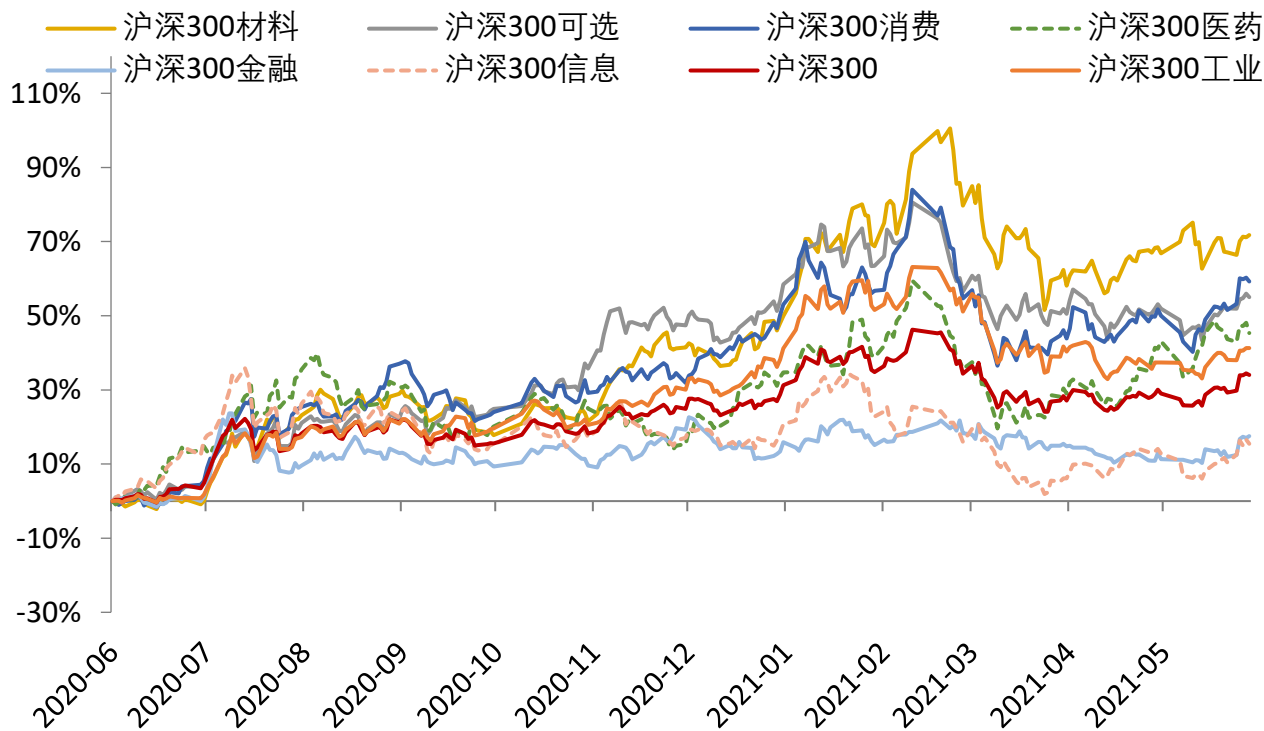
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 8: 中证 500 细分行业表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 9: 沪深 300 细分指数表现

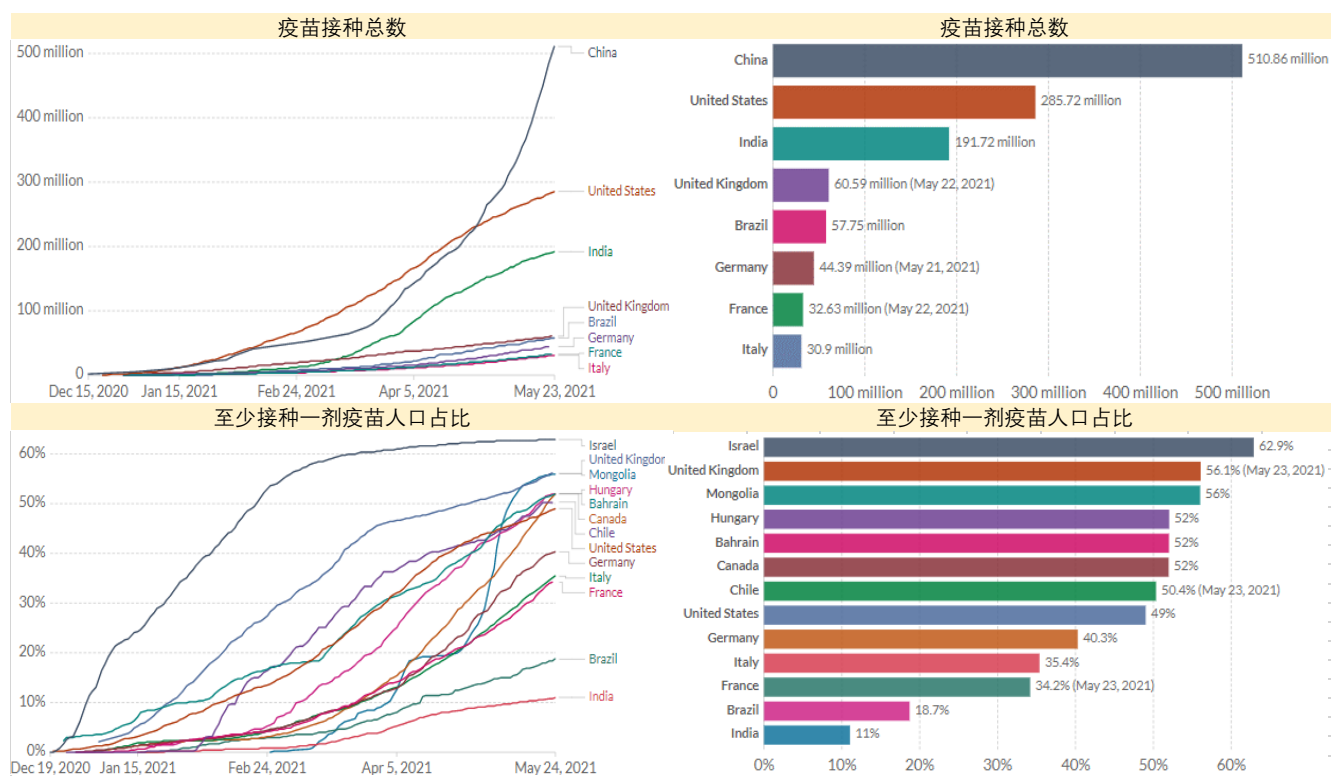


数据来源: wind, 混沌天成研究院

欧美疫情继续好转，新兴市场中印度好转，东南亚仍有压力，拉美抬升。据 CDC24 日的数据显示，18 岁以上的美国成年人中有 49.8% 的人已完成新冠疫苗接种，总数共计超过 1.28 亿人。美国近几周疫苗接种速度稍有放缓，从 4 月日均 300 万剂下降至 180 万剂。

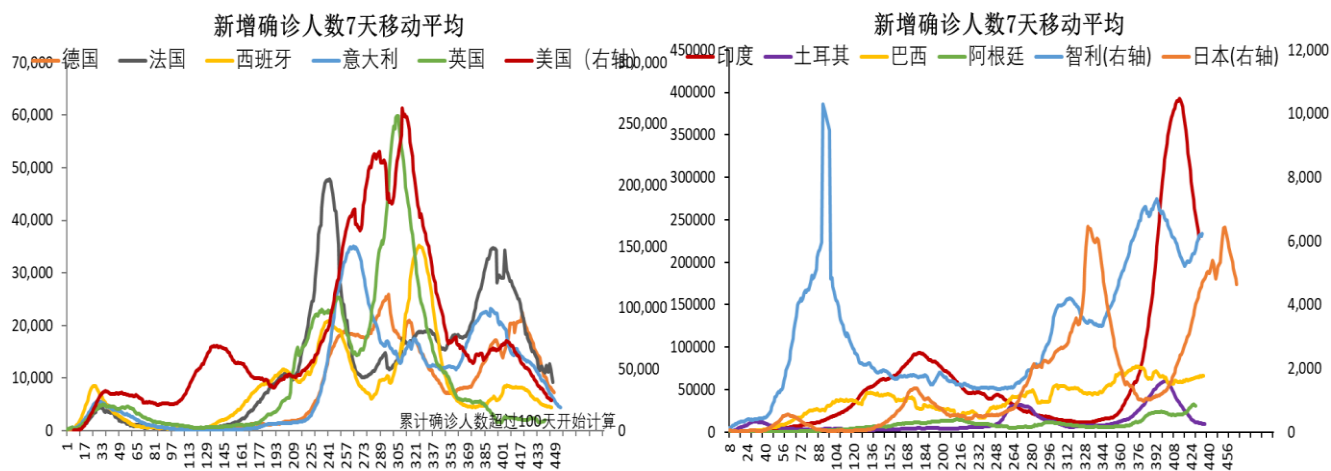
疫苗方面，上周英国发表的真实世界研究结果：接种两针辉瑞疫苗，对印度变异体 (B. 1. 617. 2) 的有效率是 88%，对英国变异体 (B. 1. 1. 7) 的有效率是 93%；接种两针牛津疫苗，对印度变异体 (B. 1. 617. 2) 的有效率是 60%，对英国变异体 (B. 1. 1. 7) 的有效率是 66%。

图表 10：疫苗接种情况



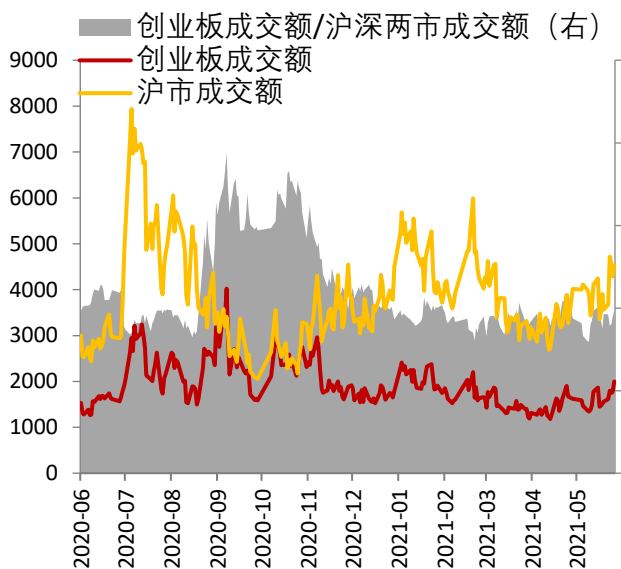
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 11：海外主要国家疫情

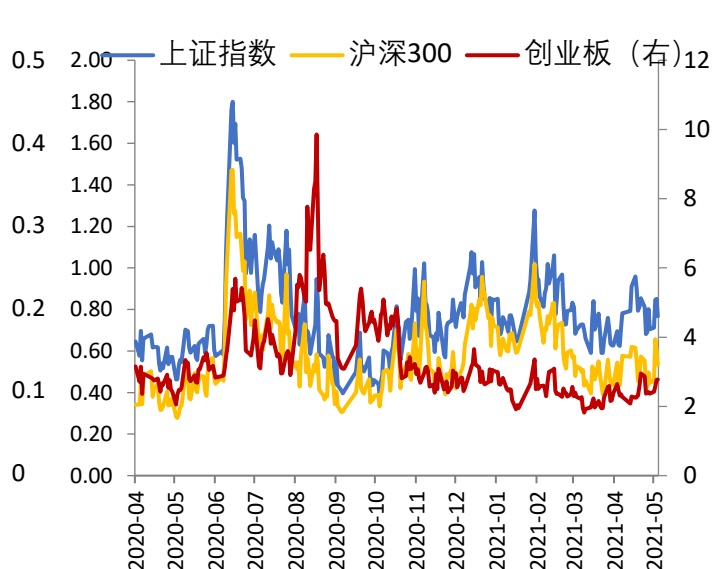


本周沪深两市成交额回升到万亿以上，换手率回升。

图表 13：成交额

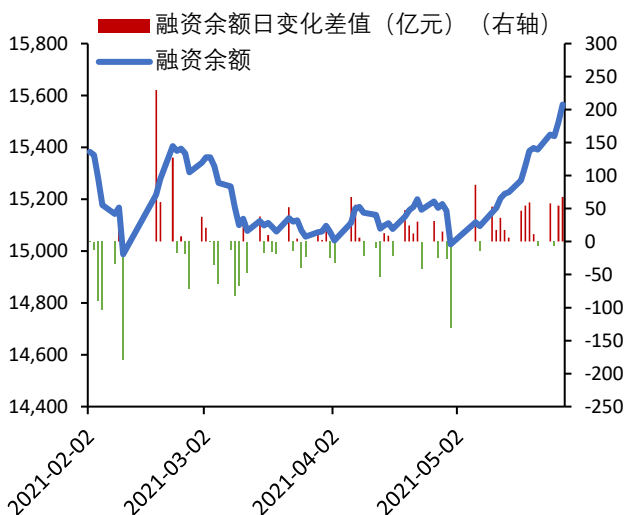


图表 14：换手率



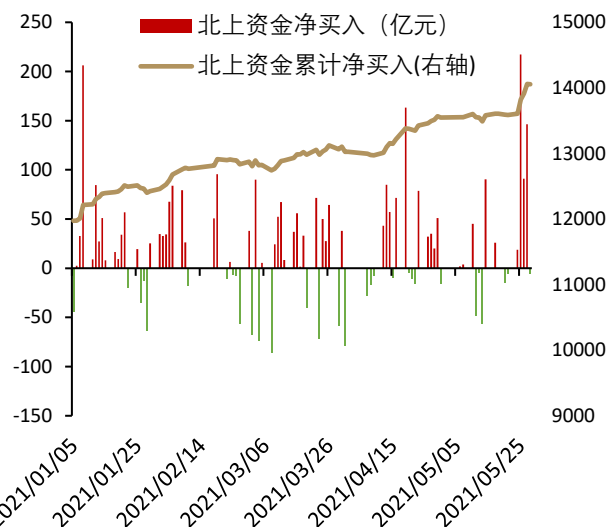
资金面利好较强，人民币升值导致外资狂扫 A 股。融资余额大幅增加 174 亿元，北上资金大幅净流入 468 亿元。

图表 15：融资余额



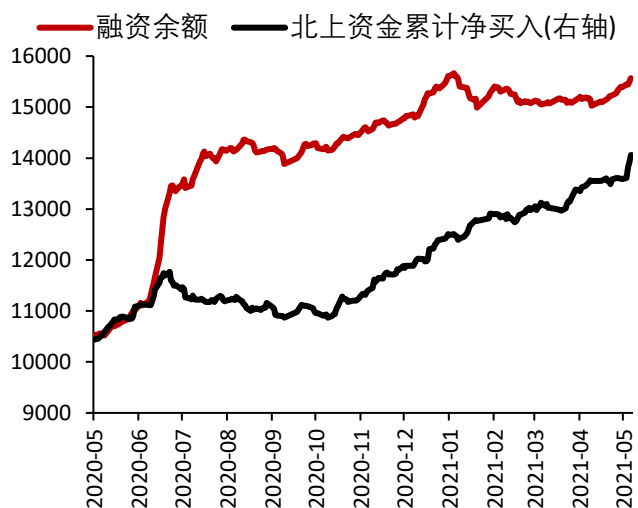
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

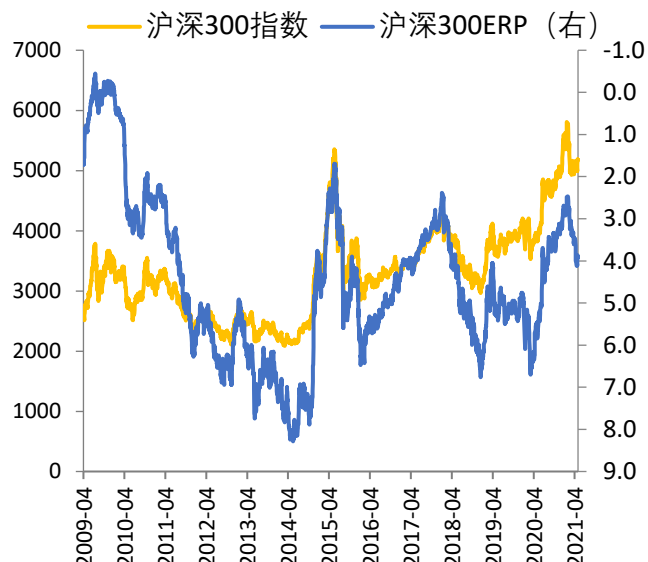
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 19: 上证综指 ERP 和价格走势 (右/逆序)



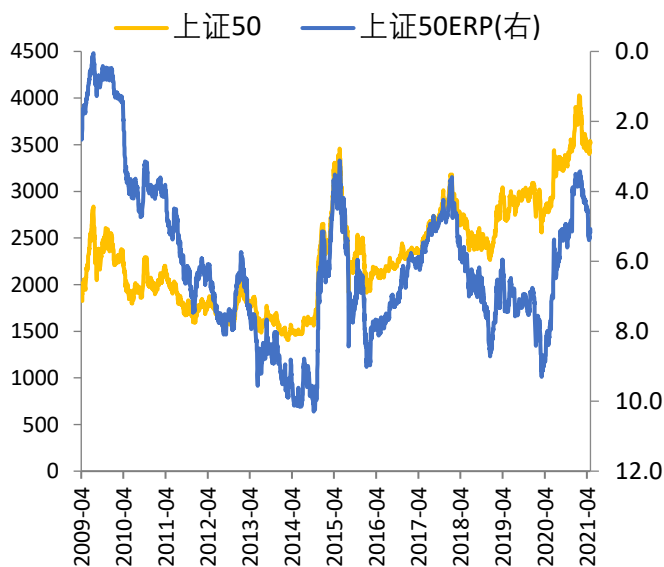
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 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 21: 上证 50ERP 和价格走势 (右/逆序)



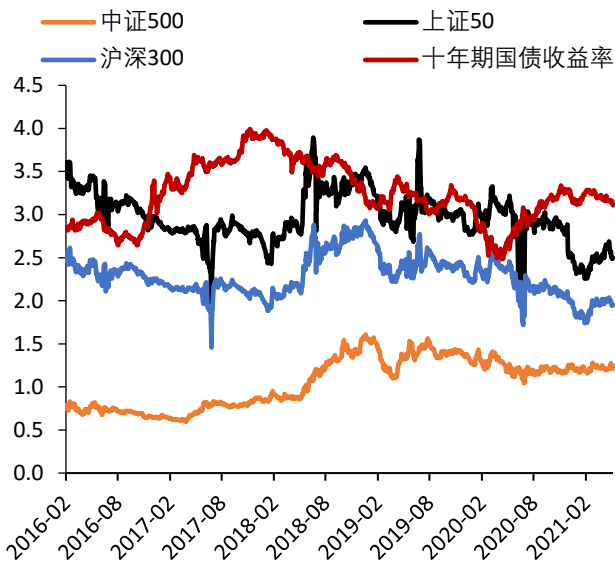
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 22: 中证 500 和价格走势 (右/逆序)



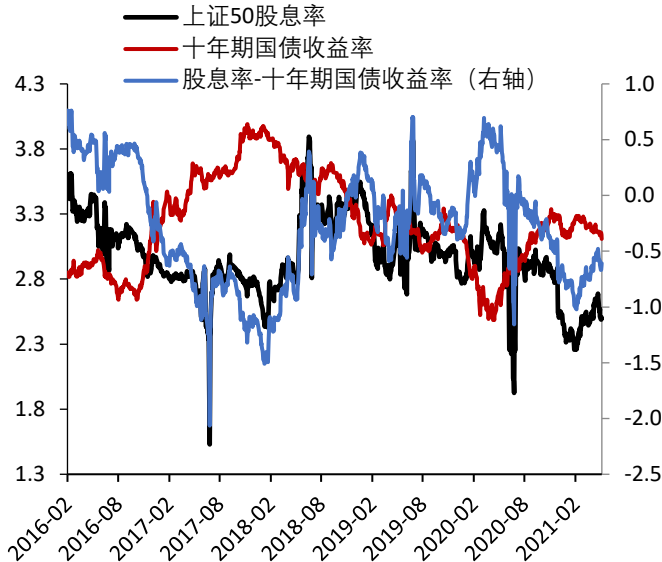
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23：指数股息率



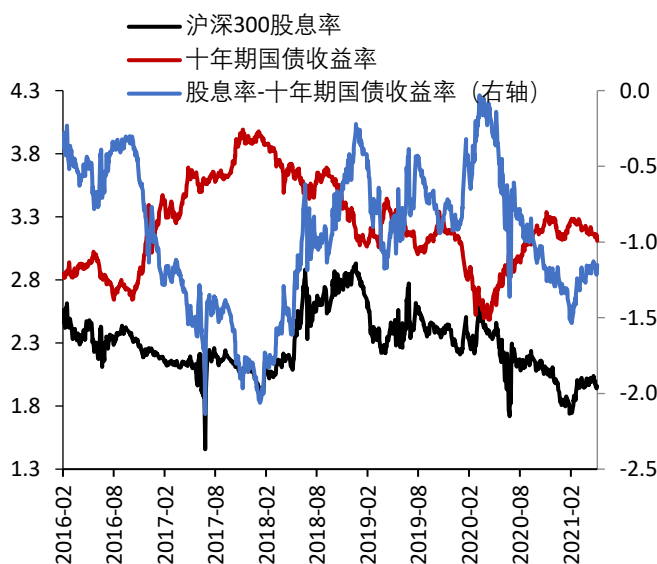
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 24：沪深 300 股息率



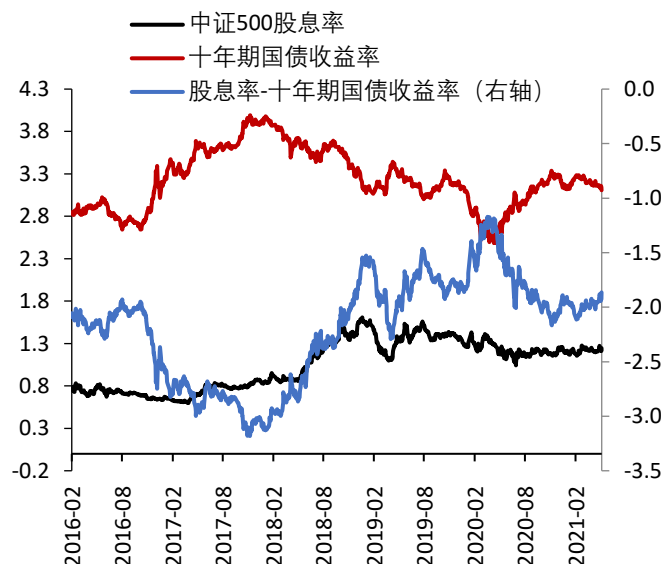
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

上证综指涨停股票比例小幅回升。亏损股/绩优股指数震荡，表明市场情绪并不过热。

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

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。

