

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 比值持续回升，再次提醒广州疫情发酵风险

观点概述：

本周周期股领涨，消费、金融表现不佳。白酒股大跌跟消费税提上进程有关系，2019年底首次讨论消费税的时候白酒大跌了一波。白酒消费税的征收环节从批发端转向批零端，能够较明显的提升税基。假设白酒的出厂价为100元，批发价为150元，零售价为200元，如果在生产环节征收，则按照12%的理论税率，消费税约为 $100 \times 12\% = 12$ 元；如果在批发环节征收，消费税约为 $150 \times 12\% = 18$ 元；如果在零售环节征收，消费税约为 $200 \times 12\% = 24$ 元，批发环节和零售环节相对于生产环节的消费税规模均有明显提升。

IC涨，IF、IH跌已经持续两周了，IC/IH比值明显回升。当前判断比值最重要的因素就是周期股的表现，判断指标是PPI。市场预期5月份PPI是高点，但是6月份原油价格创近一年新高，大宗商品价格也在反弹，6月PPI预计不输5月。所以IC在周期股的带动下占有优势的动力，但是我们对周期股的持续性较为谨慎。

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。

货币政策方面，社融整体不算利空，新增人民币贷款略超预期。低于预期最多的是企业债融资，预期+1000亿，实际-1336亿，主要是城投债到期较多，而且专项债发行慢，专项债发行大幅低于去年同期，导致配套的城投债发行也不好。非标的收缩也略低于预期，信托+委托合计-1700亿。整体来看，专项债发行不佳，同时配套的城投债也不行；此外非标继续萎缩。

整体来看，当前是经济弱复苏+流动性没那么紧的组合。但有一些地方我们需要注意：1.市场预期5月份是PPI高点，那么6、7月份就是重要的观察窗口期，如果6、7续创新高，那么关于货币政策收紧的担忧要上升；2.7、8月份是财报季，我们一直谈论的大宗商品上涨传导不畅、侵蚀中下游利润就会在报表里落实。

所以，对于后市我们的看法是，市场接下来可能会进入震荡期，7、8月份财报的利空落地可能会引发进一步的调整，以及PPI在5月之后续创新高的话，流动性的担忧也会加剧市场的调整。

策略建议：

震荡

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



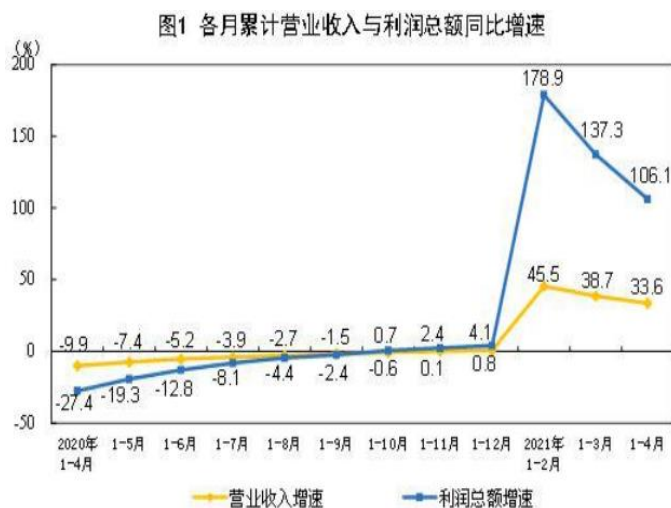
混沌天成研究院

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



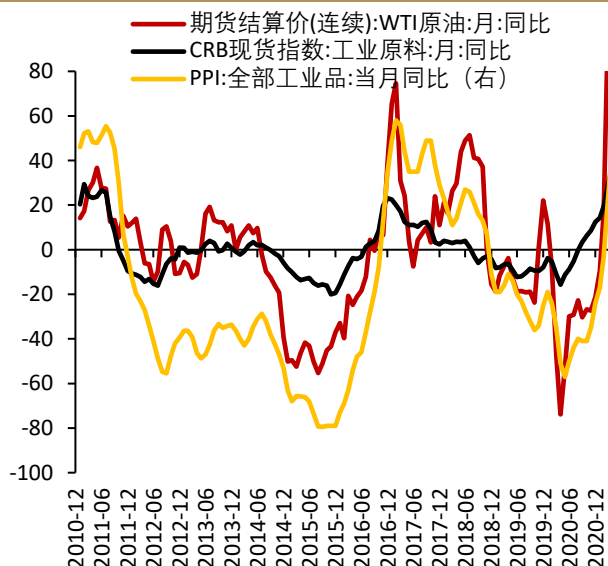
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

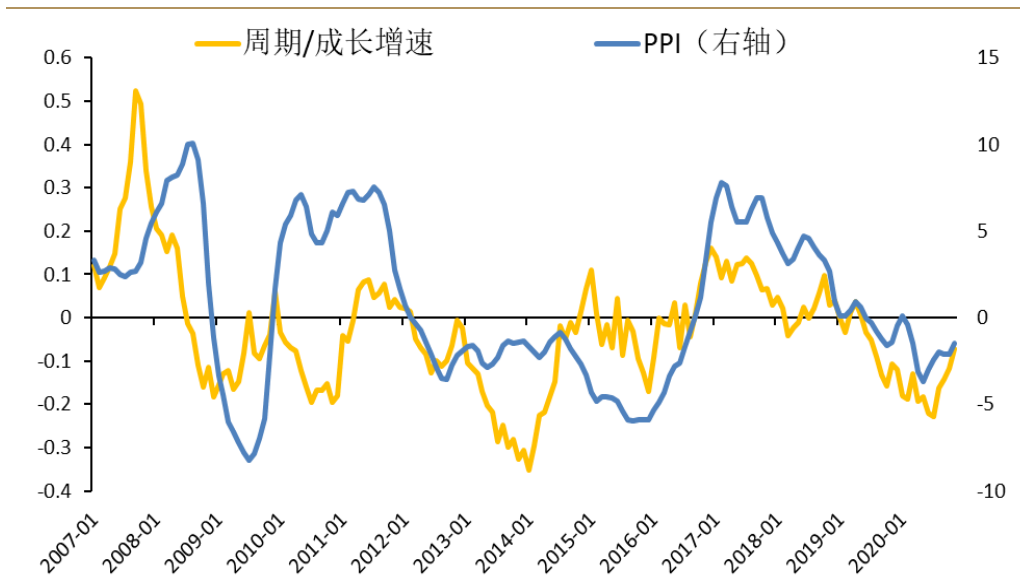
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

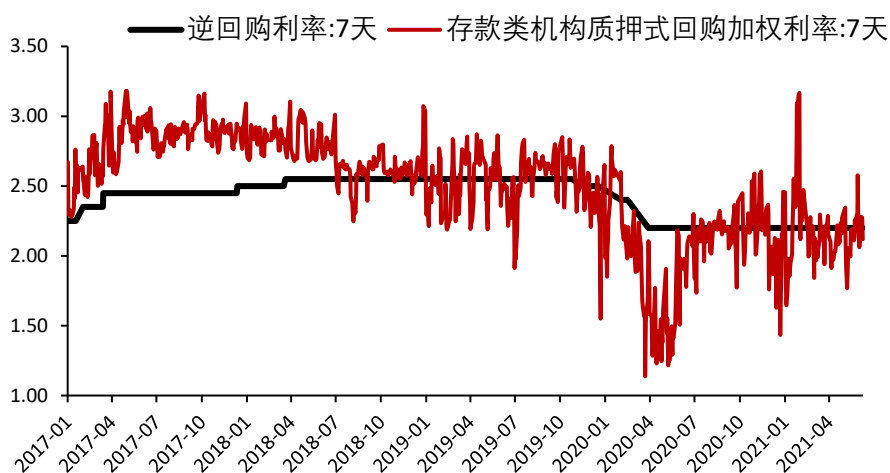
二、流动性

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。

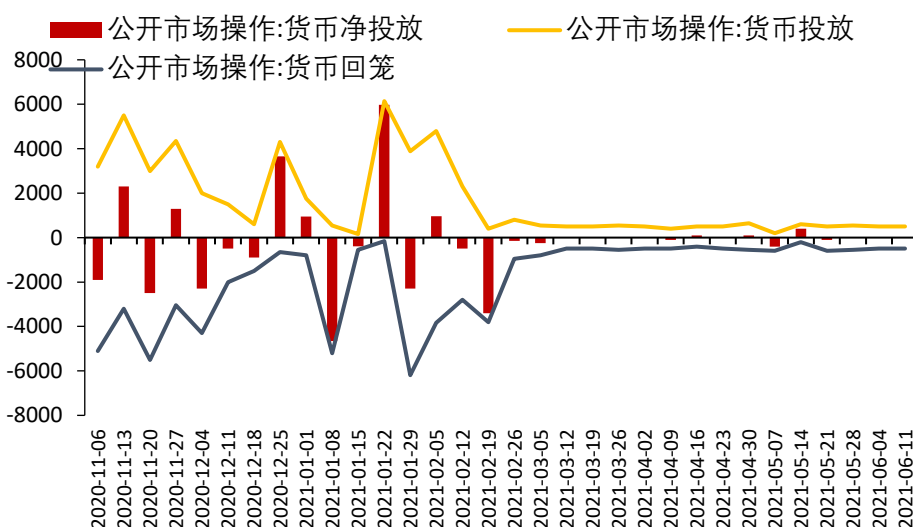
本周利率小幅回升，央行零投放零回笼。中国十年期国债收益率小幅回升，美债十年期收益率跌至 1.45%。

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



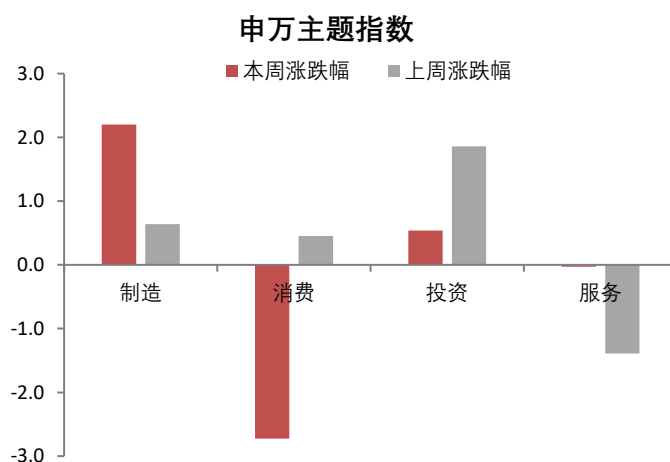
数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

本周周期股领涨，消费、金融表现不佳。白酒股大跌跟消费税提上进程有关系，2019 年底首次讨论消费税的时候白酒大跌了一波。白酒消费税的征收环节从批发端转向批零端，能够较明显的提升税基。假设白酒的出厂价为 100 元，批发价为 150 元，零售价为 200 元，如果在生产环节征收，则按照 12% 的理论税率，消费税约为 $100 \times 12\% = 12$ 元；如果在批发环节征收，消费税约为 $150 \times 12\% = 18$ 元；如果在零售环节征收，消费税约为 $200 \times 12\% = 24$ 元，批发环节和零售环节相对于生产环节的消费税规模均有明显提升。

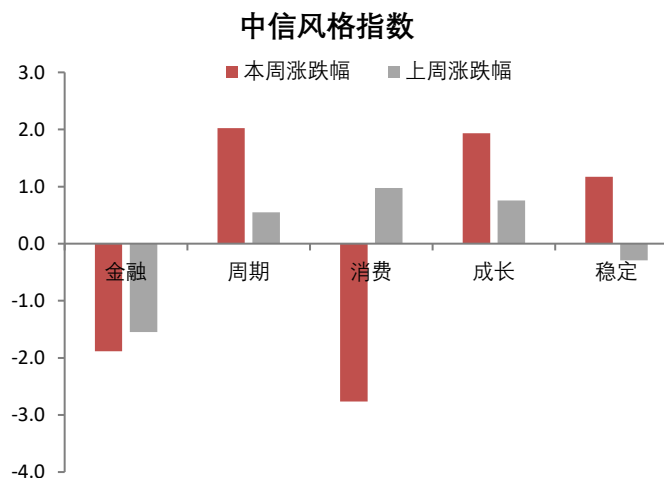
IC 涨，IF、IH 跌已经持续两周了，IC/IH 比值明显回升。当前判断比值最重要的因素就是周期股的表现，判断指标是 PPI。市场预期 5 月份 PPI 是高点，但是 6 月份原油价格创近一年新高，大宗商品价格也在反弹，6 月 PPI 预计不输 5 月。所以 IC 在周期股的带动下占有优势的动力，但是我们对周期股的持续性较为谨慎。

图表 1：申万主题指数表现



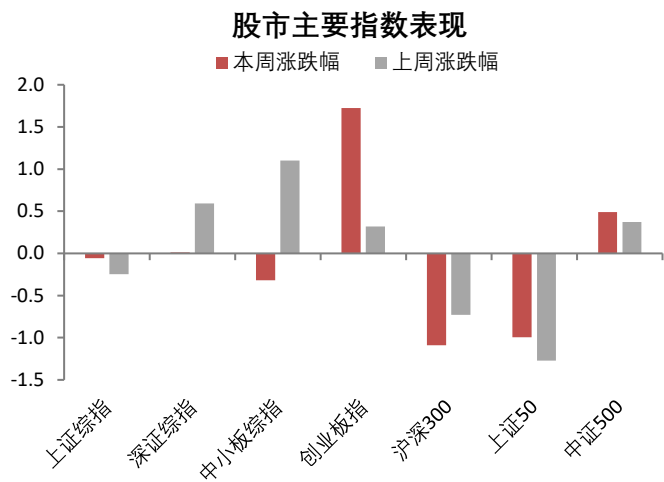
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：中信风格指数表现



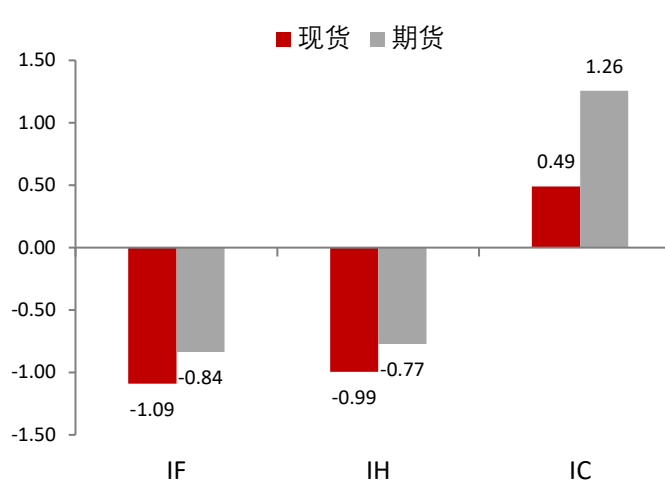
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：主要指数涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

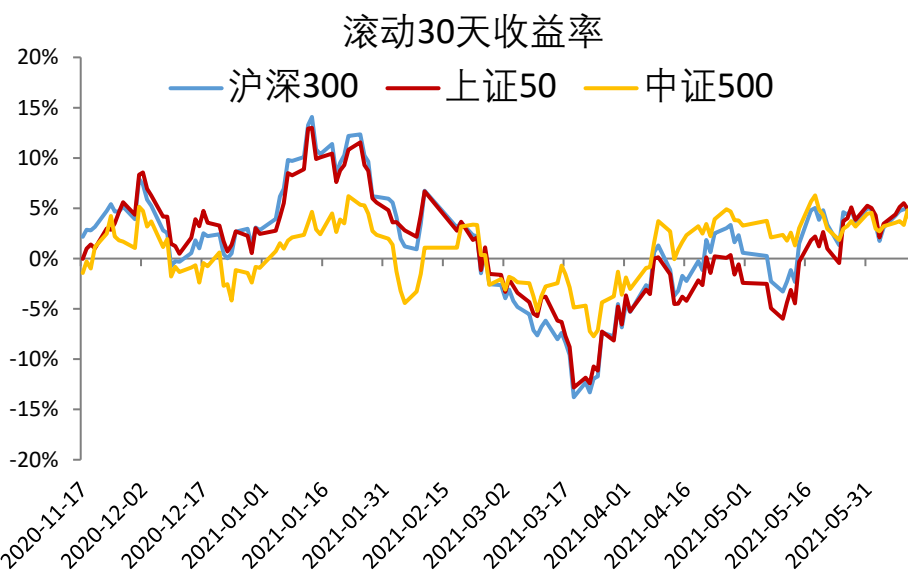
图表 4：期指涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

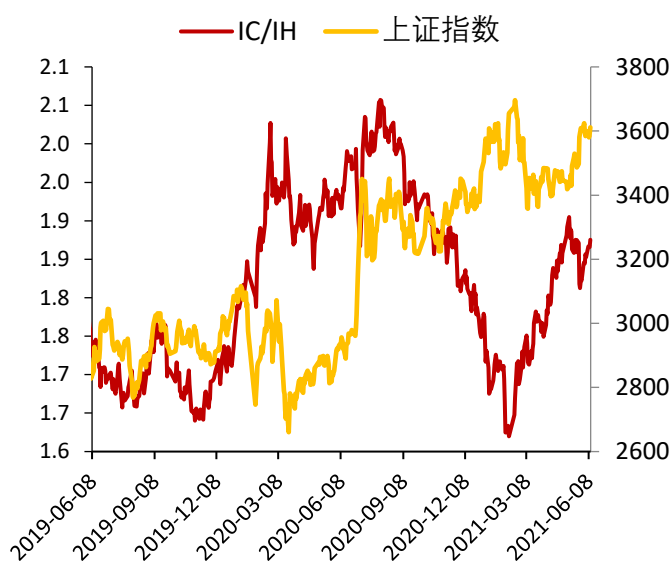
四、后续展望

图表 1：三大指数 5 天滚动收益率



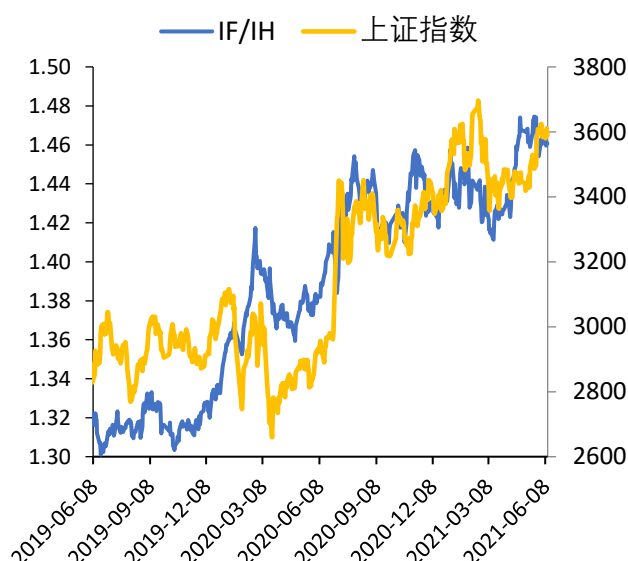
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2: IC/IH 和上证指数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

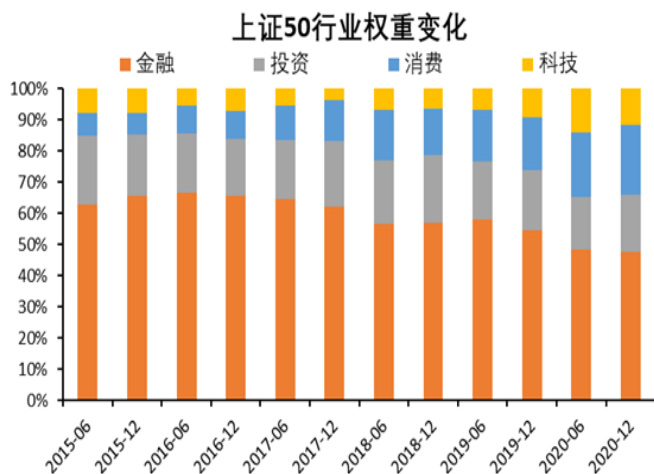
图表 3: IF/IH 和上证指数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

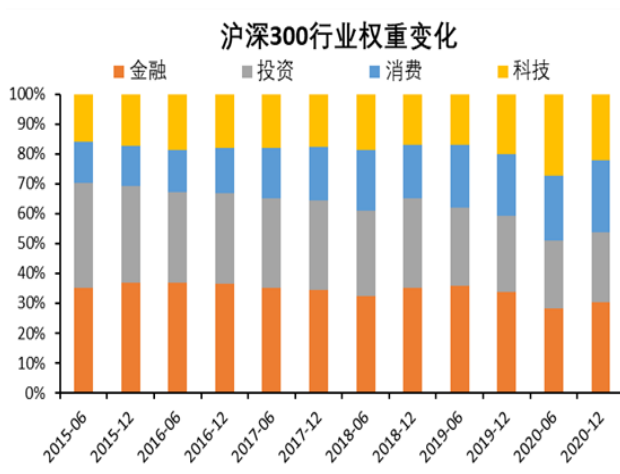
行业风格方面, 上证 50 超配金融, 低配科技和周期, 受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡, 略超配金融, 略低配科技。中证 500 显著不同, 超配科技、周期, 大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4: | 上证 50 权重变化



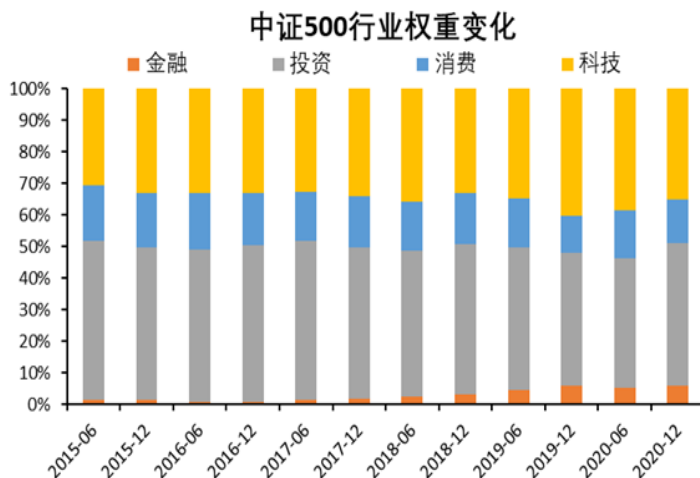
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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

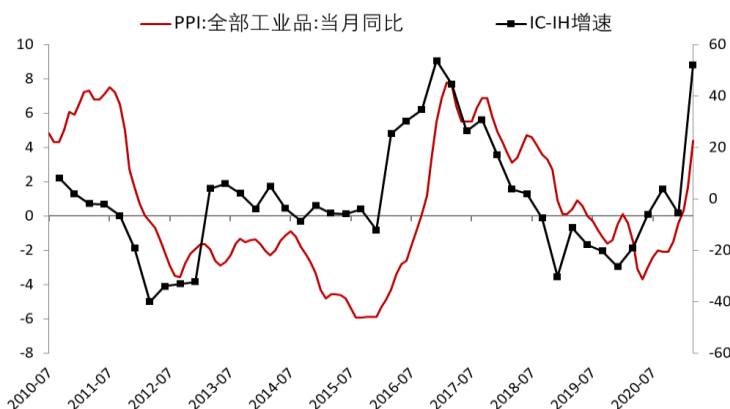
企业盈利方面，总体来看，1—4 月份工业企业效益状况保持平稳较快恢复态势，但也要看到，国外疫情和国际环境错综复杂，工业经济稳定恢复的基础还不牢固，企业效益改善仍不平衡，尤其是部分消费品行业盈利状况尚未恢复到疫情发生前水平；加之大宗商品价格高位运行，加大中下游行业生产经营压力。

货币政策方面，社融整体不算利空，新增人民币贷款略超预期。低于预期最多的是企业债融资，预期+1000 亿，实际-1336 亿，主要是城投债到期较多，而且专项债发行慢，专项债发行大幅低于去年同期，导致配套的城投债发行也不好。非标的收缩也略低于预期，信托+委托合计-1700 亿。整体来看，专项债发行不佳，同时配套的城投债也不行；此外非标继续萎缩。

整体来看，当前是经济弱复苏+流动性没那么紧的组合。但有一些地方我们需要注意：1. 市场预期 5 月份是 PPI 高点，那么 6、7 月份就是重要的观察窗口期，如果 6、7 续创新高，那么关于货币政策收紧的担忧要上升；2. 7、8 月份是财报季，我们一直谈论的大宗商品上涨传导不畅、侵蚀中下游利润就会在报表里落实。

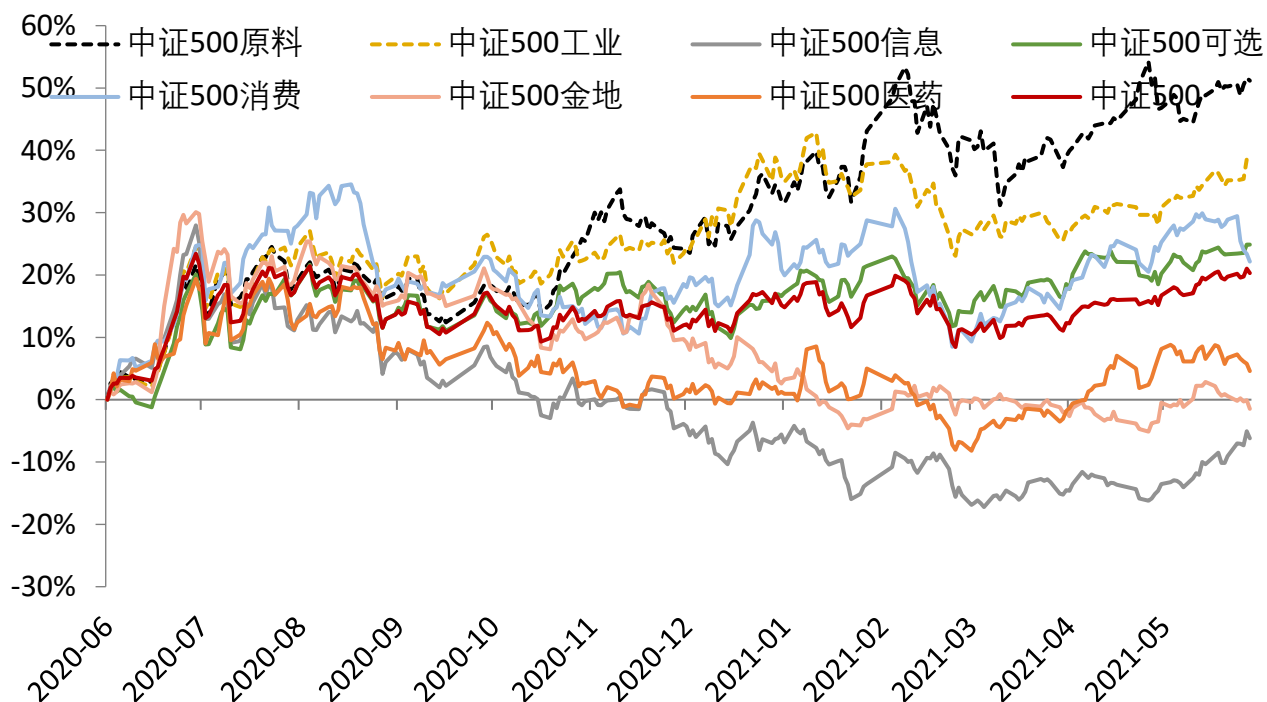
所以，对于后市我们的看法是，市场接下来可能会进入震荡期，7、8 月份财报的利空落地可能会引发进一步的调整，以及 PPI 在 5 月之后续创新高的话，流动性的担忧也会加剧市场的调整。

图表 7：PPI 和 IC-IH 盈利增速差



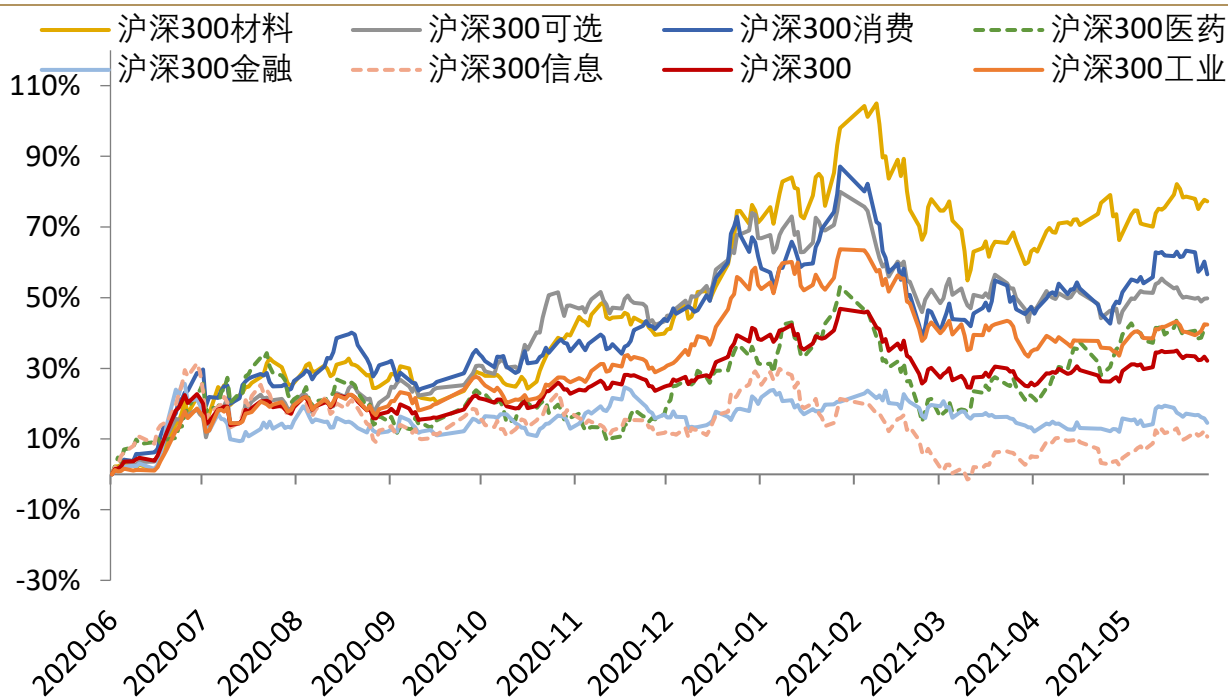
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



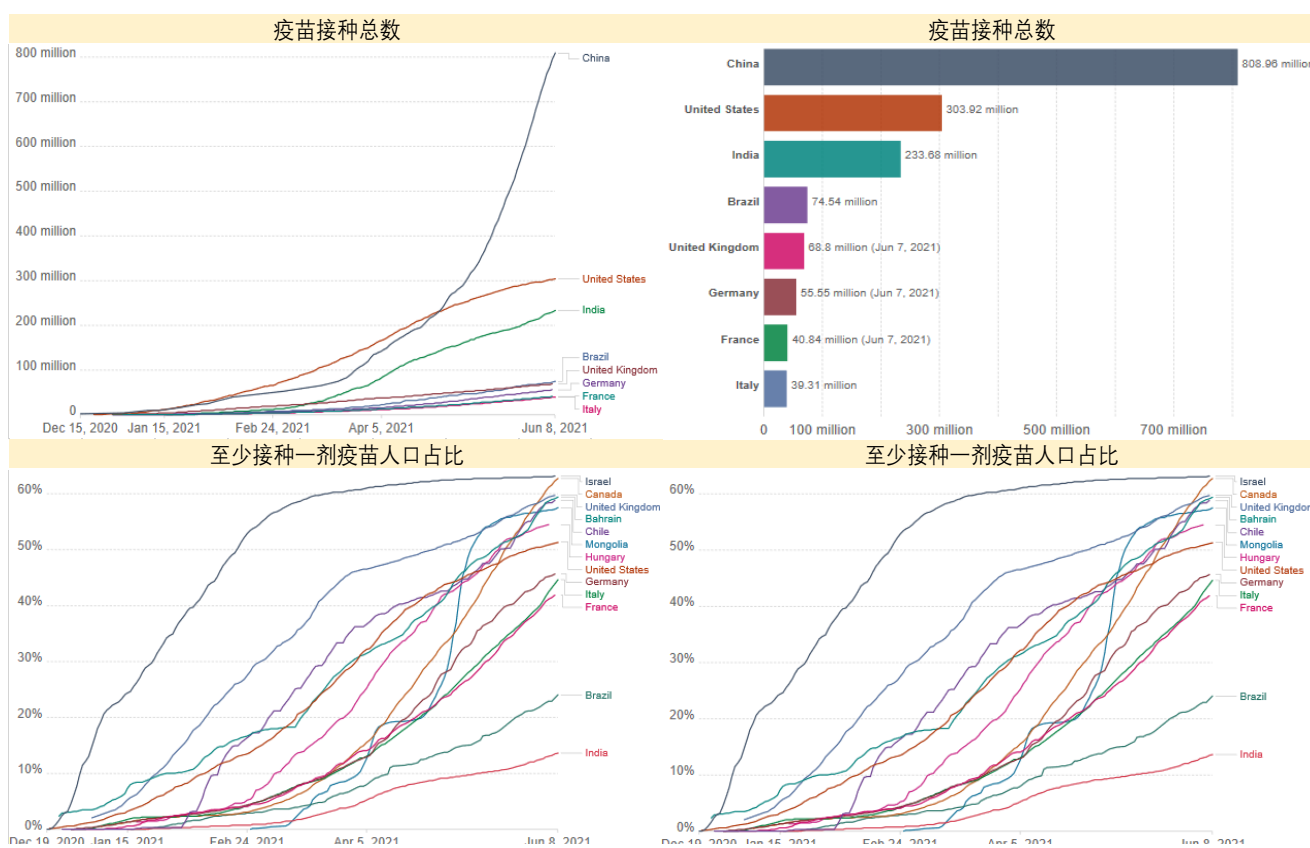
数据来源：wind，混沌天成研究院

周内澳洲维州解封，维州几乎跟广州同一时间爆发印度变种病毒感染群，3天后封城，范围

涉及 670 万人口，一周后解封。印度变种病毒的特点是易传染，代际间隔快，在维州出现了较大比例的空气传播，维州这种大范围的轻封城是个很好的应对方式，核心思路就是按个暂停键，让做流调的跑过蔓延速度就行做流调的跑过蔓延速度就行。广州的疫情从新增上不能下定论说控制住了，但是风险地区是逐渐增加的，疫情扩散并且没有大范围的封锁去做流调，在变种病毒背景下，广州的疫情有进一步扩散的可能。

东南亚的疫情感觉问题不大。普遍来讲防控都有所升级但不如第一轮疫情。从疫情管制严格程度+新增人数两个维度，主要分三类国家。1. 防控升级+新增下降，台湾、印度、马来西亚、柬埔寨、老挝。其实也能看出来，印度爆发不仅是变种病毒，也是防控不严。第二类，是谨小慎微型国家，安全系数比较高，新增下降的同时防控还保持很严，有新加坡、印尼、缅甸。第三类，新增上升或者反弹，同时防控拉跨。有菲律宾、泰国、越南。

图表 10： 疫苗接种情况

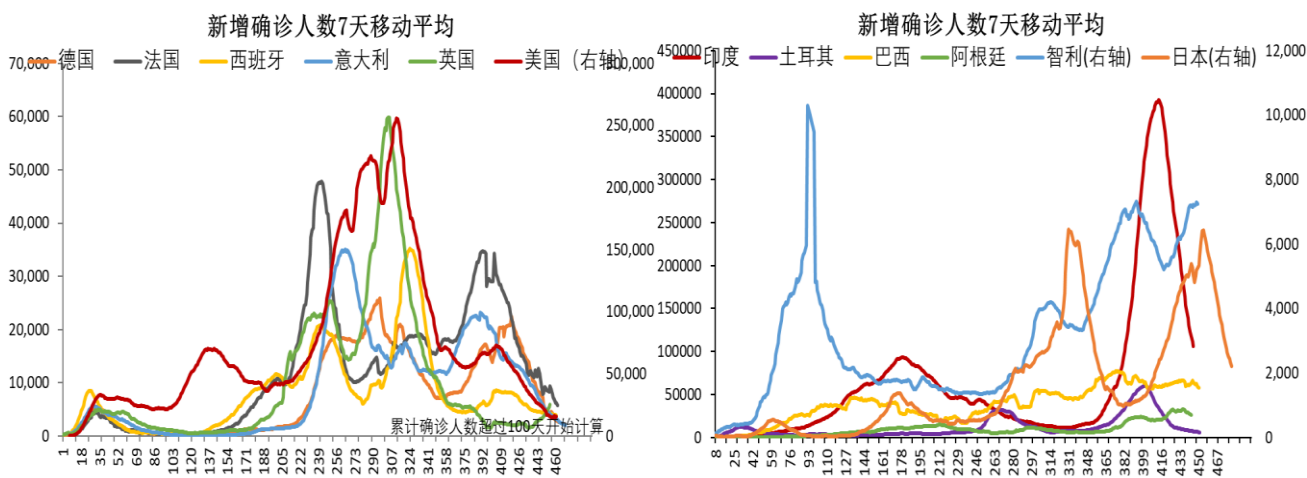


数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 11： 海外主要国家疫情

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

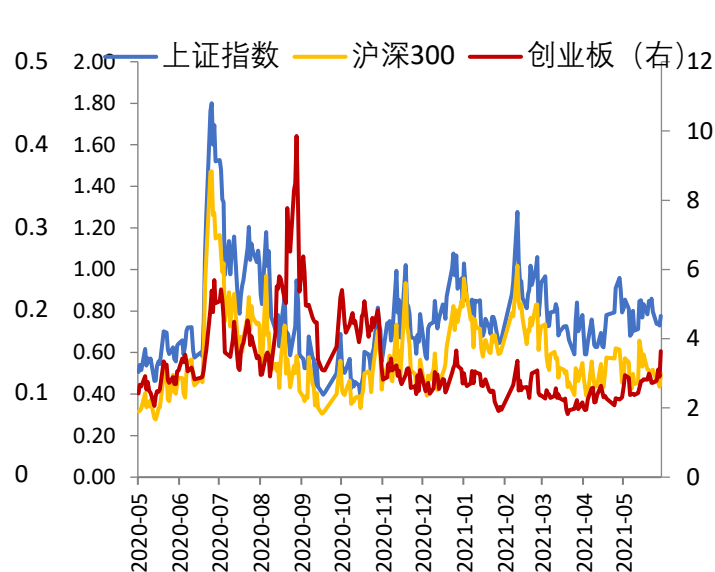
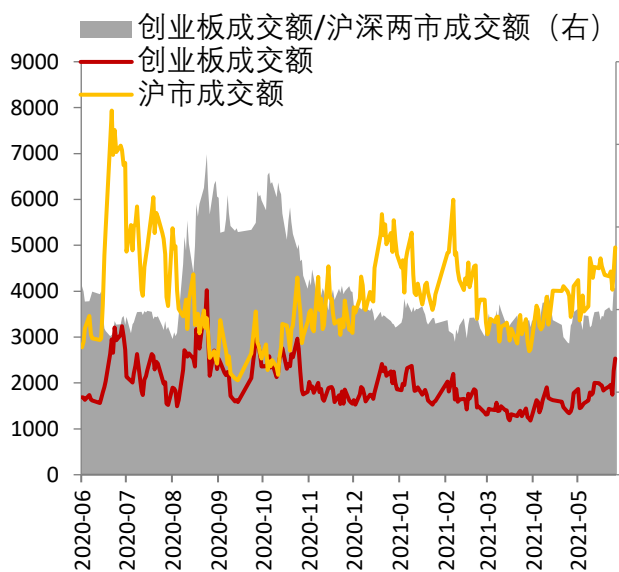


数据来源: wind, 混沌天成研究院

本周沪深两市成交额保持在万亿以上, 换手率回升。

图表 13: 成交额

图表 14: 换手率



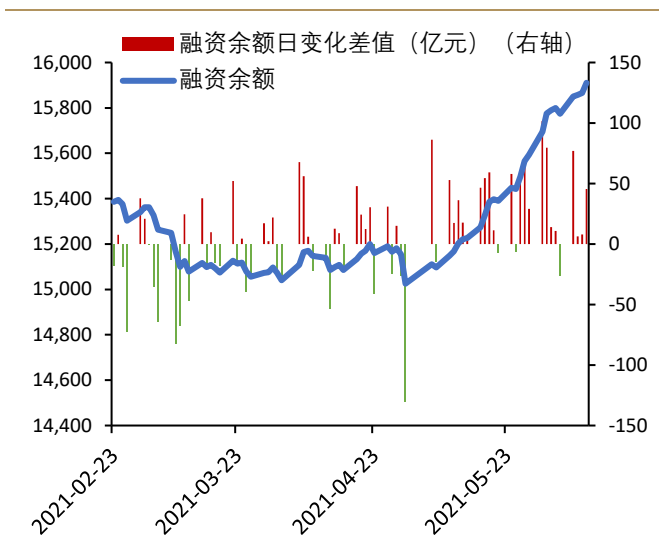
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

资金面维持净流入, 融资余额大幅增加 137 亿元, 北上资金净流入 29 亿元。

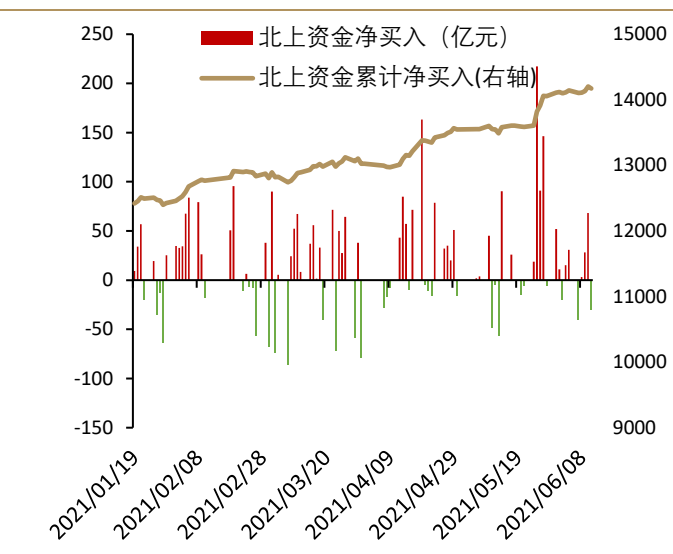
图表 15: 融资余额

图表 16: 北上资金



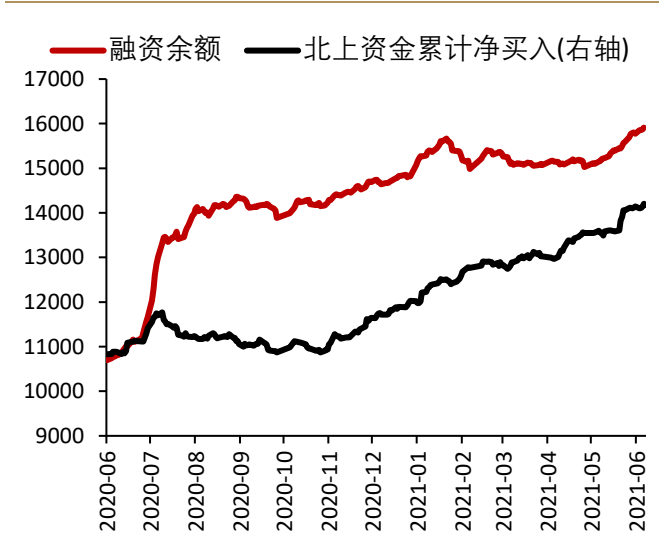
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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



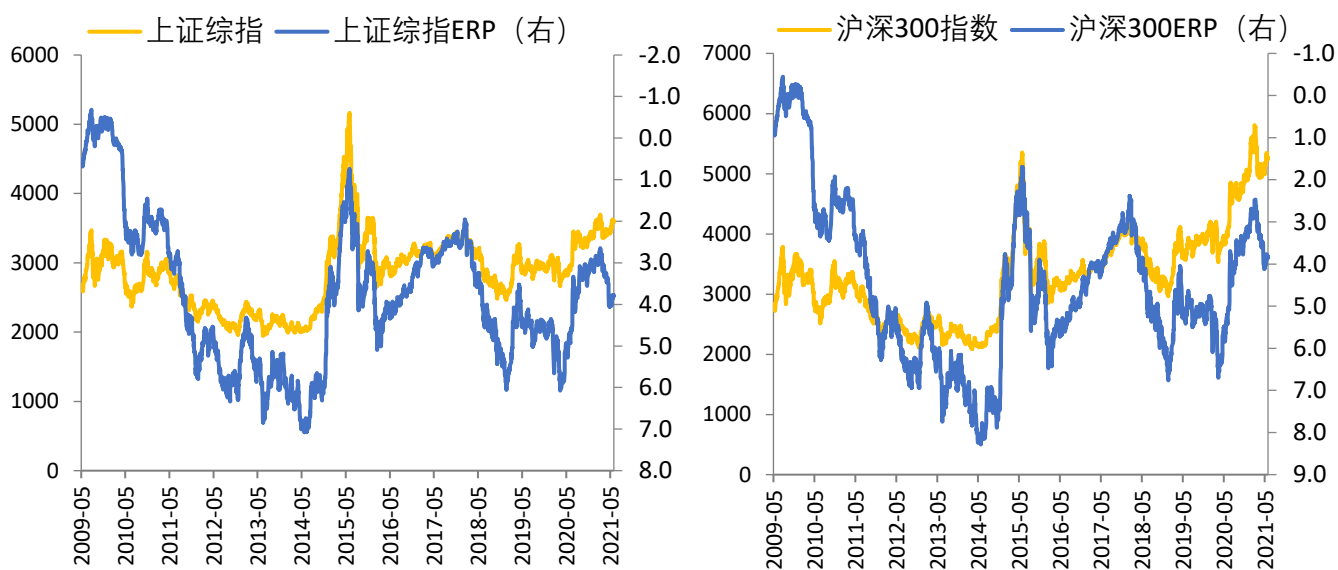
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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)

图表 20: 沪深 300ERP 和价格走势 (右/逆序)

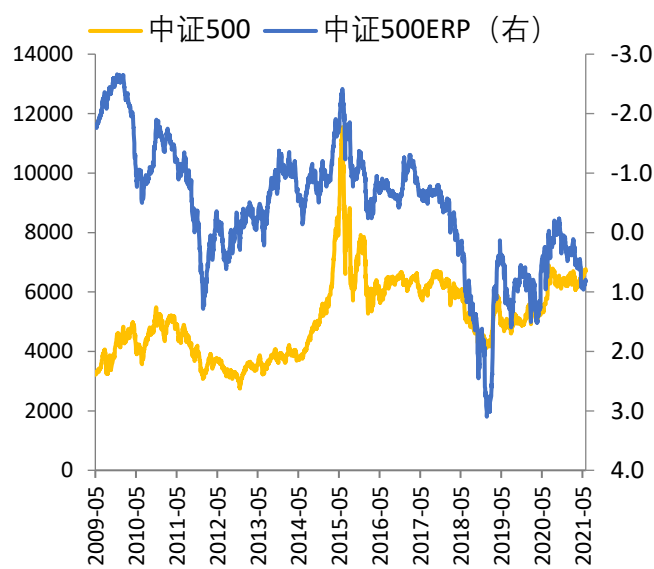
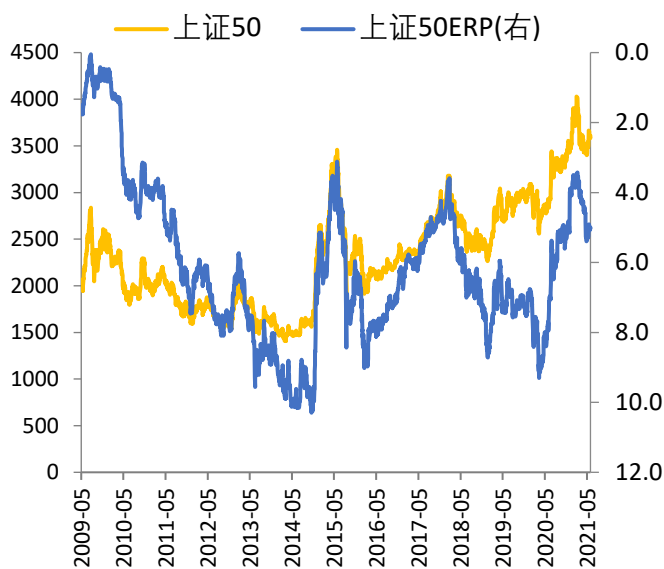


数据来源: wind, 混沌天成研究院

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)

图表 22: 中证 500 和价格走势 (右/逆序)

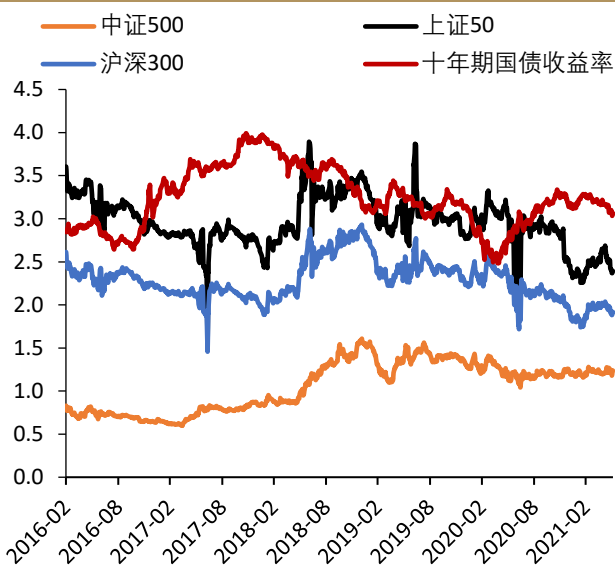


数据来源: wind, 混沌天成研究院

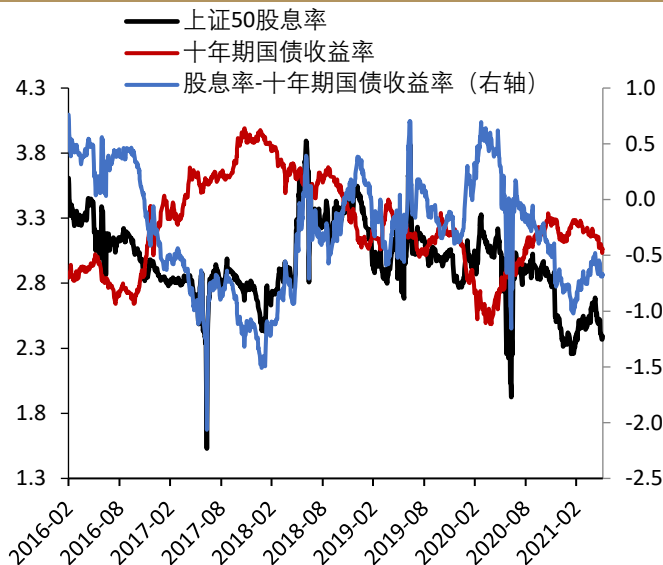
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23: 指数股息率

图表 24: 沪深 300 股息率

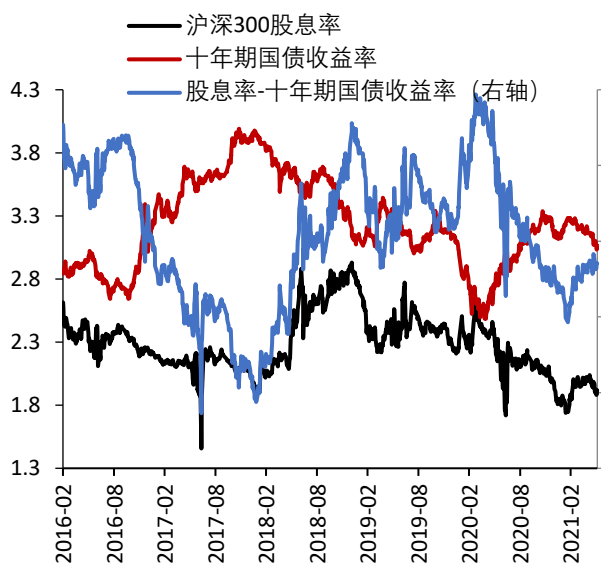


数据来源: wind, 混沌天成研究院



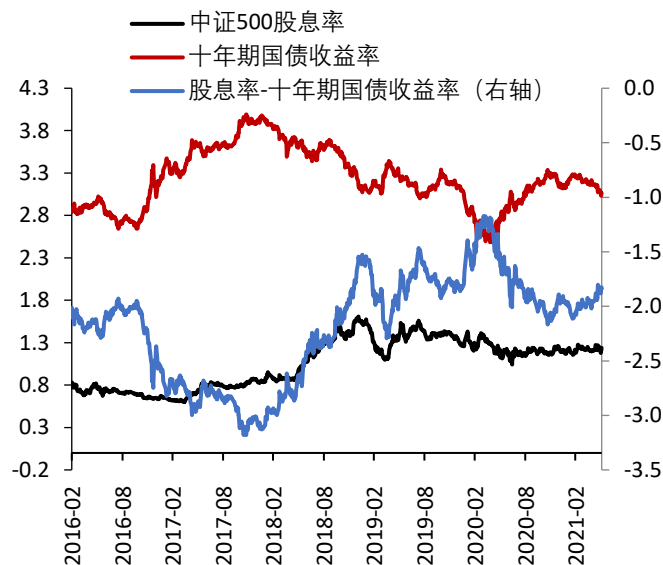
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 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落。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。



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