

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

观点概述：

本周指数回调，权重股金融、消费领跌，周期股也如期回调。周内芯片股大涨，媒体报道中国政府将全力推进芯片产业发展，拟定一系列相关金融和政策扶持。半导体指数从3月底就呈现趋势性上涨，此消息一出直接点燃情绪，诺安半导体大涨9%。科技股的强势超过了周期股下跌对IC的拖累，因此IC强IH、IF弱延续，IC/IH比值继续回升。

本周沪深两市成交额保持在万亿以上。创业板换手率上升，主板换手率下降。并且从四月底开始创业板成交额/沪深两市成交额逐渐上升，表明中小创的情绪升温。

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

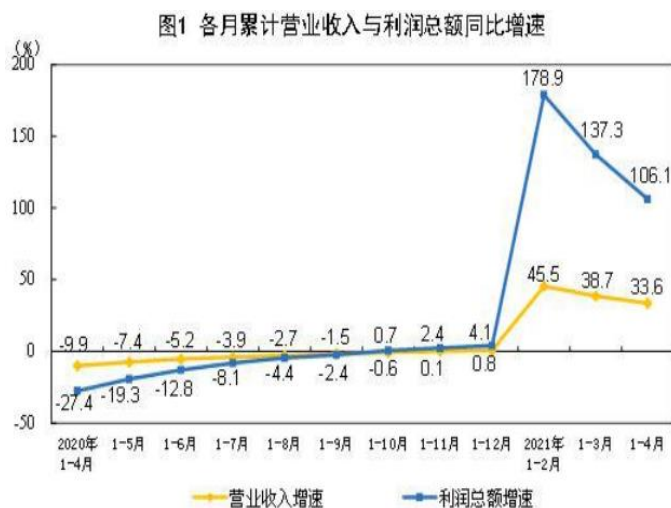


一、2021年1—4月份全国规模以上工业企业利润同比增长1.06倍

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



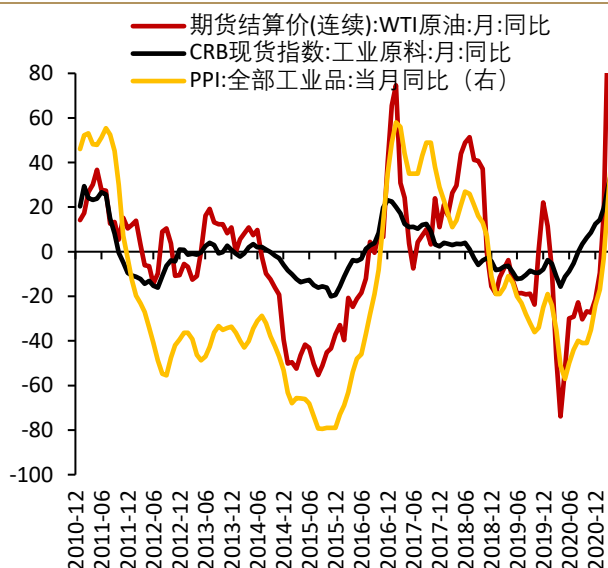
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

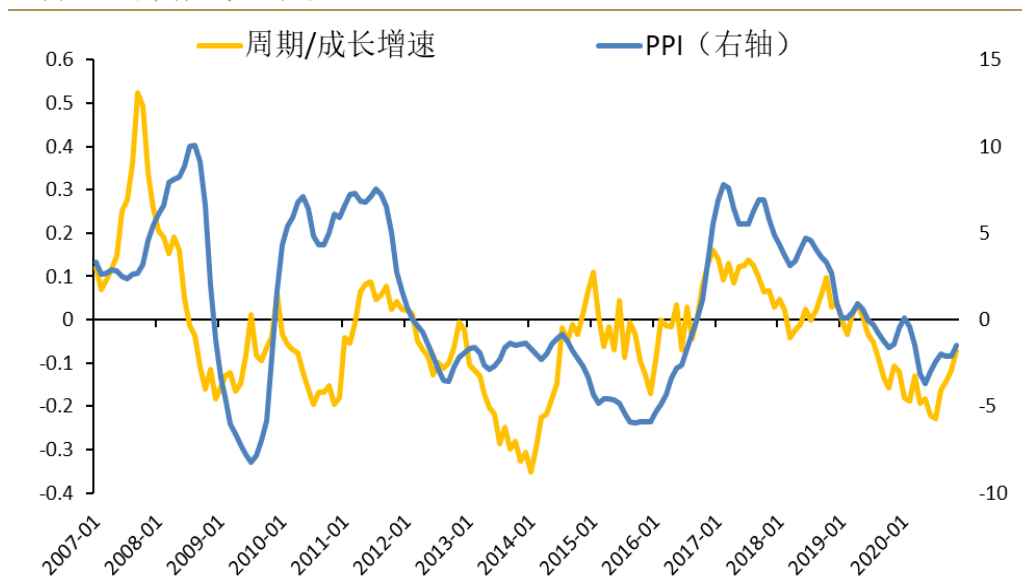
数据来源：wind，混沌天成研究院

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 上行但是幅度有限，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。

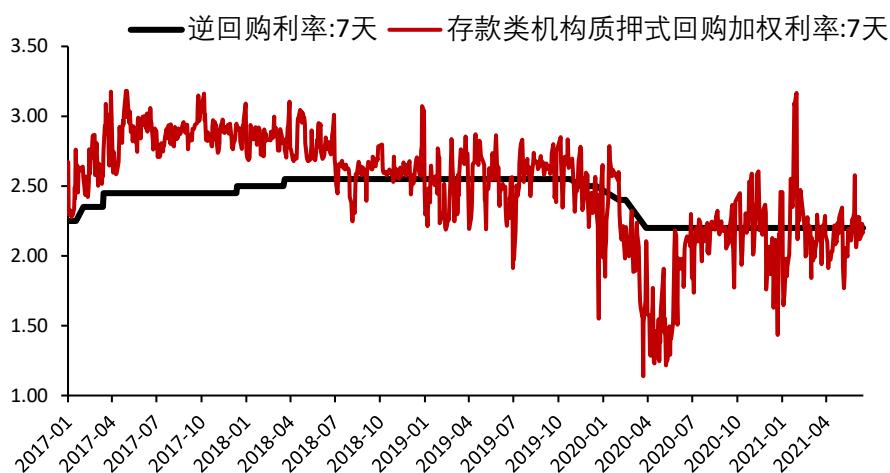
二、流动性

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。

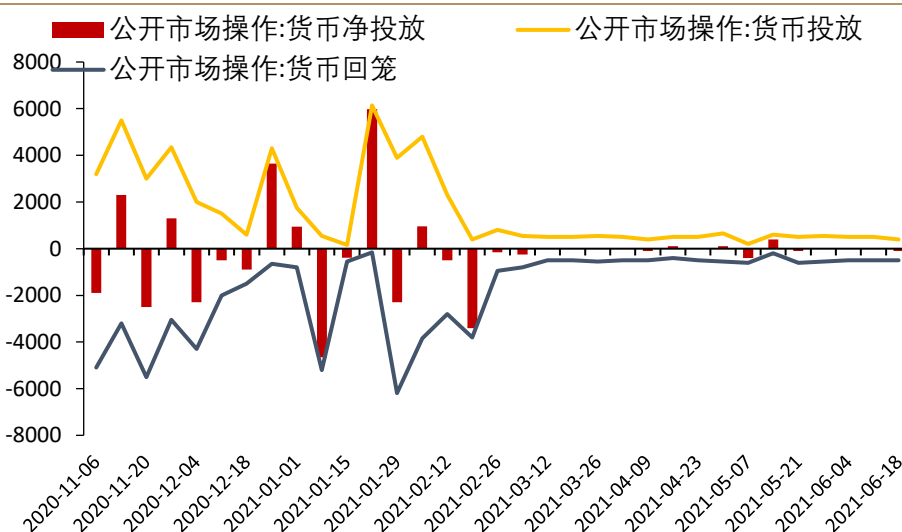
本周利率小幅回升，央行净回笼 100 亿元。中国十年期国债收益率小幅回升，美债十年期收益率跌至 1.45%。

图表 1：资金利率



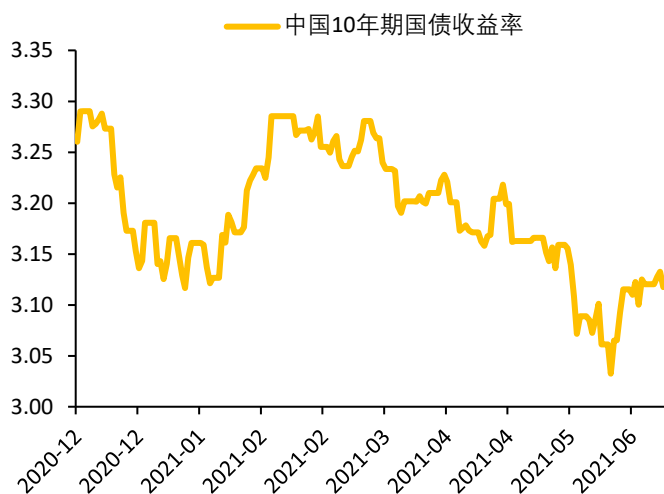
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

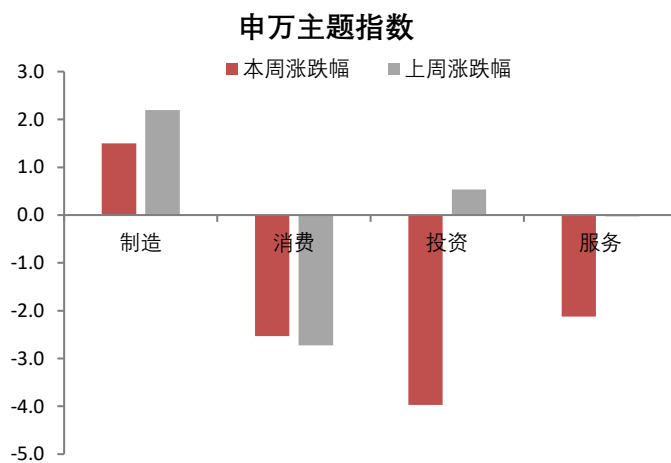


数据来源：wind，混沌天成研究院

三、风格表现

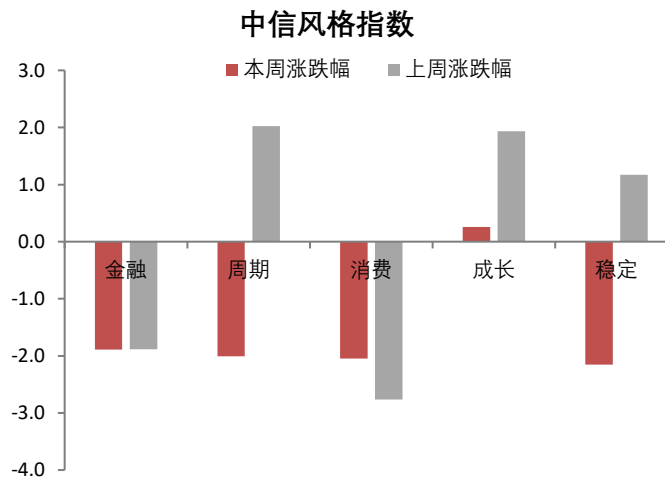
本周指数回调，权重股金融、消费领跌，周期股也如期回调。周内芯片股大涨，媒体报道中国政府将全力推进芯片产业发展，拟定一系列相关金融和政策扶持。半导体指数从3月底就呈现趋势性上涨，此消息一出直接点燃情绪，诺安半导体大涨9%。科技股的强势超过了周期股下跌对IC的拖累，因此IC强IH、IF弱延续，IC/IH比值继续回升。

图表 1：申万主题指数表现



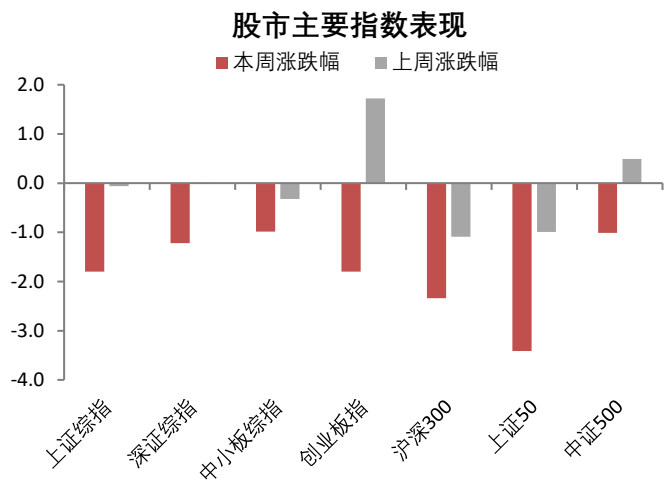
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：中信风格指数表现



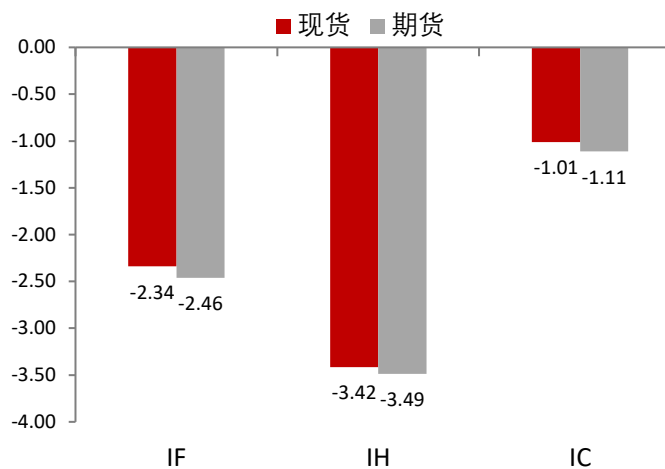
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：主要指数涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

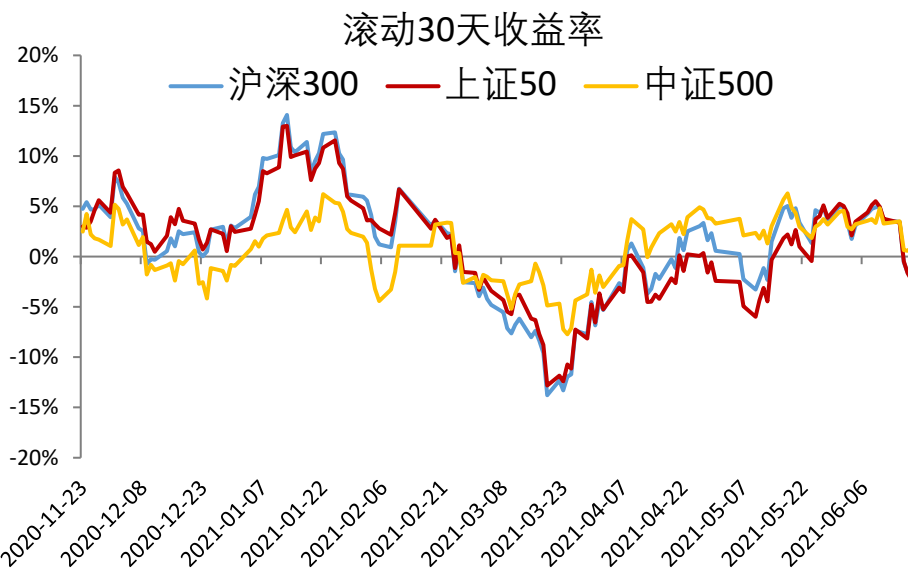
图表 4：期指涨跌幅



数据来源：wind，混沌天成研究院

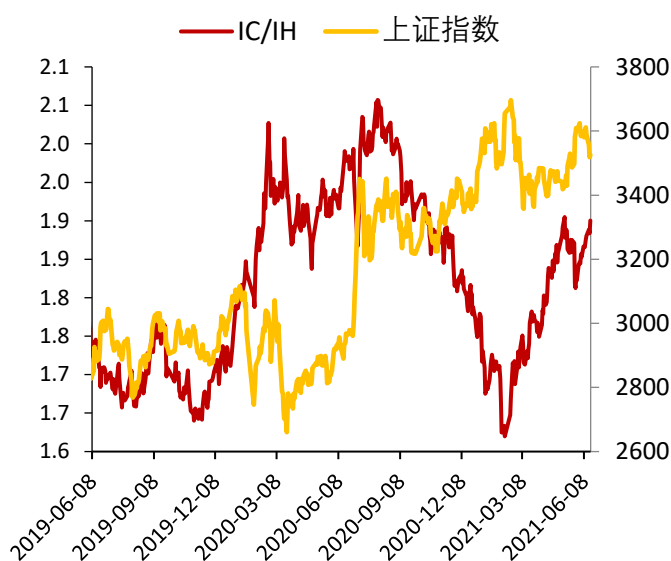
四、后续展望

图表 1：三大指数 5 天滚动收益率



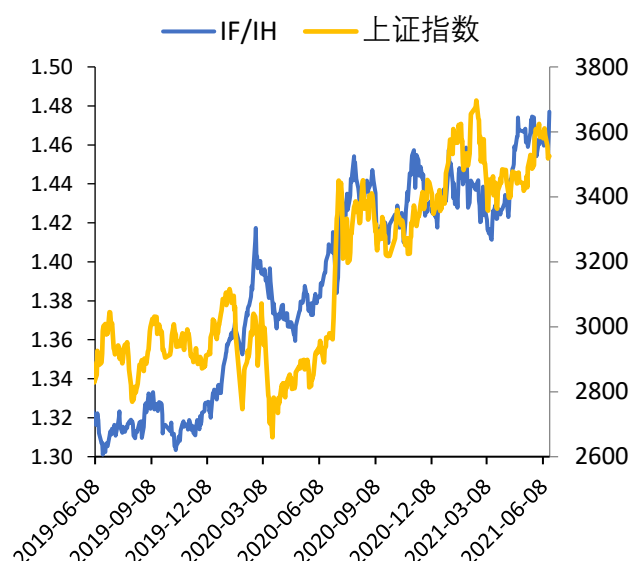
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2: IC/IH 和上证指数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

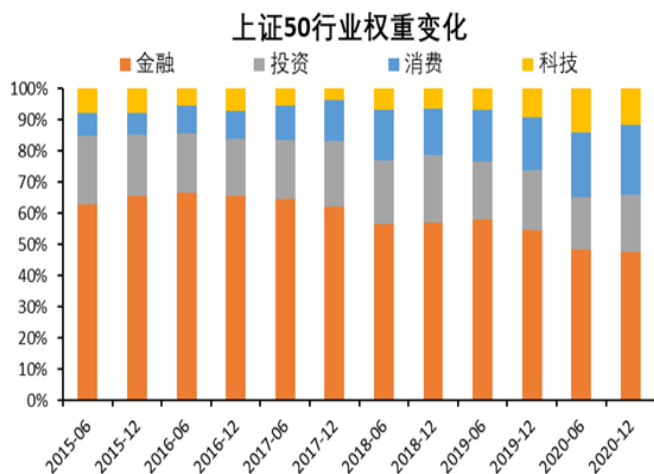
图表 3: IF/IH 和上证指数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

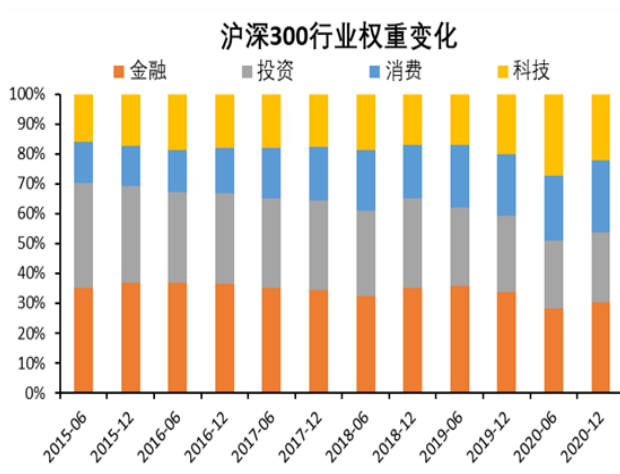
行业风格方面, 上证 50 超配金融, 低配科技和周期, 受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡, 略超配金融, 略低配科技。中证 500 显著不同, 超配科技、周期, 大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4: I 上证 50 权重变化



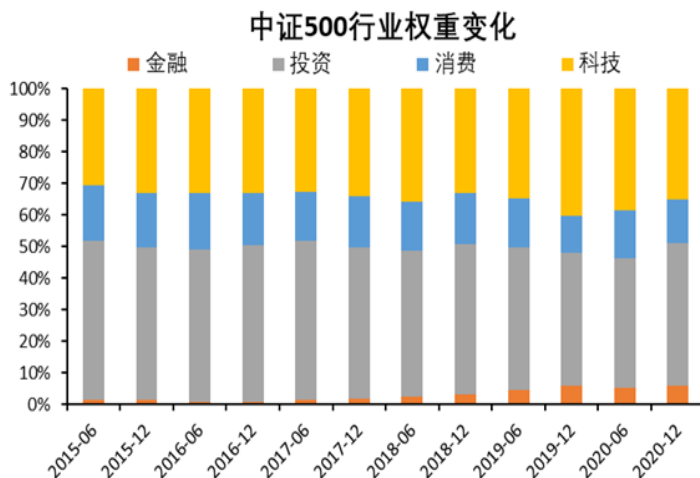
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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

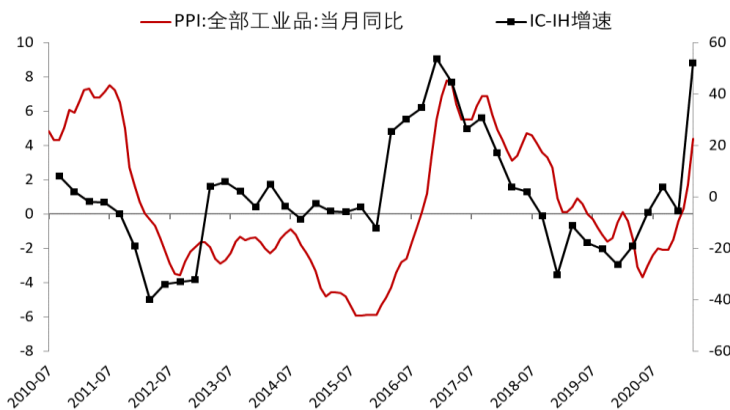
企业盈利方面，总体来看，1—4 月份工业企业效益状况保持平稳较快恢复态势，但也要看到，国外疫情和国际环境错综复杂，工业经济稳定恢复的基础还不牢固，企业效益改善仍不平衡，尤其是部分消费品行业盈利状况尚未恢复到疫情发生前水平；加之大宗商品价格高位运行，加大中下游行业生产经营压力。

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。

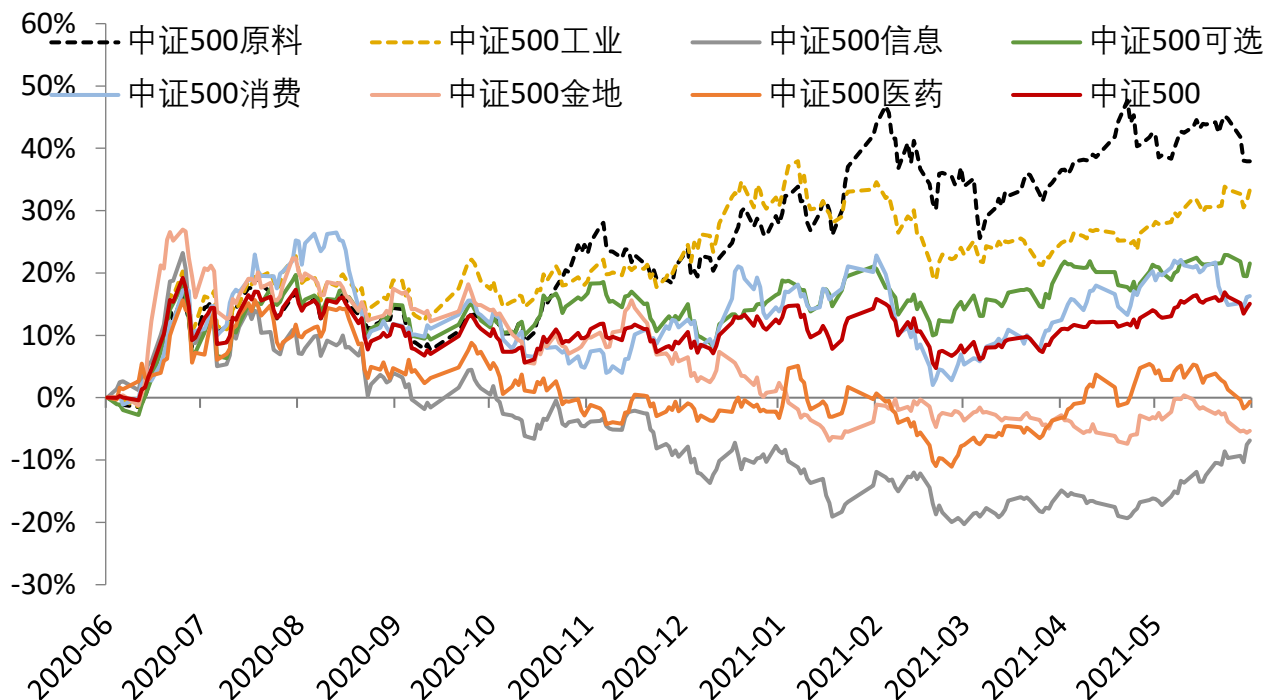
所以，对于后市我们的看法是，市场接下来可能会进入震荡期，7、8 月份财报的利空落地可能会引发进一步的调整，以及 PPI 在 5 月之后续创新高的话，流动性的担忧也会加剧市场的调整。

图表 7：PPI 和 IC-IH 盈利增速差



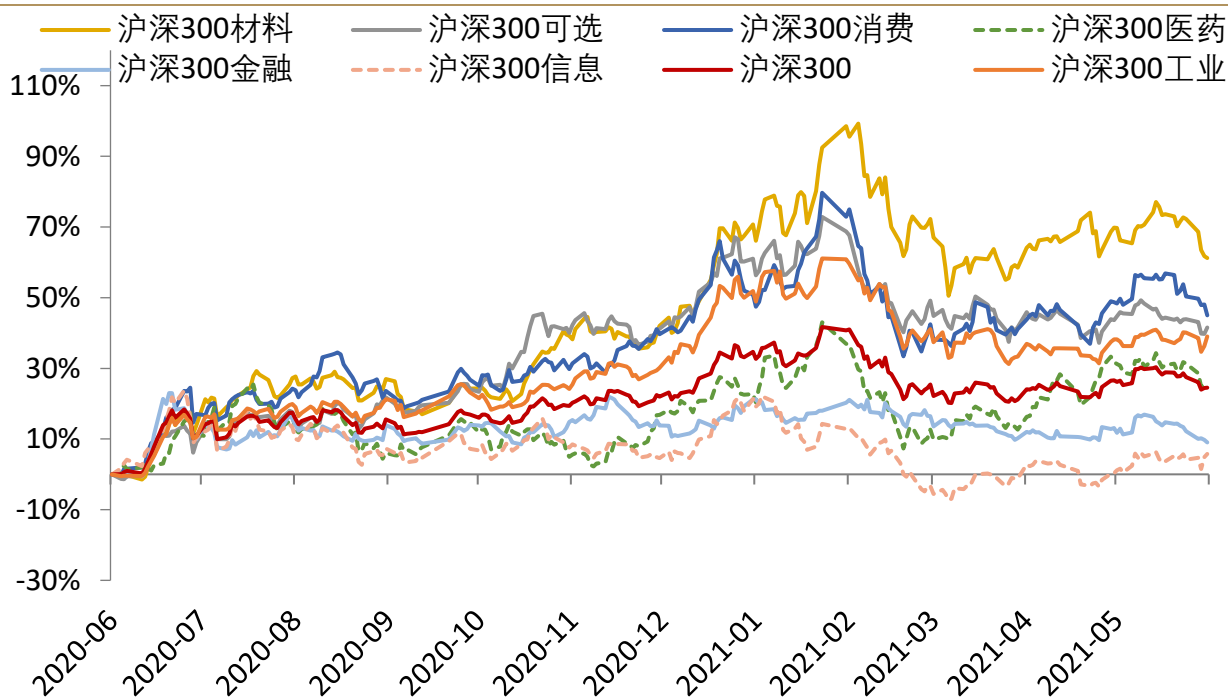
数据来源：wind，混沌天成研究院

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

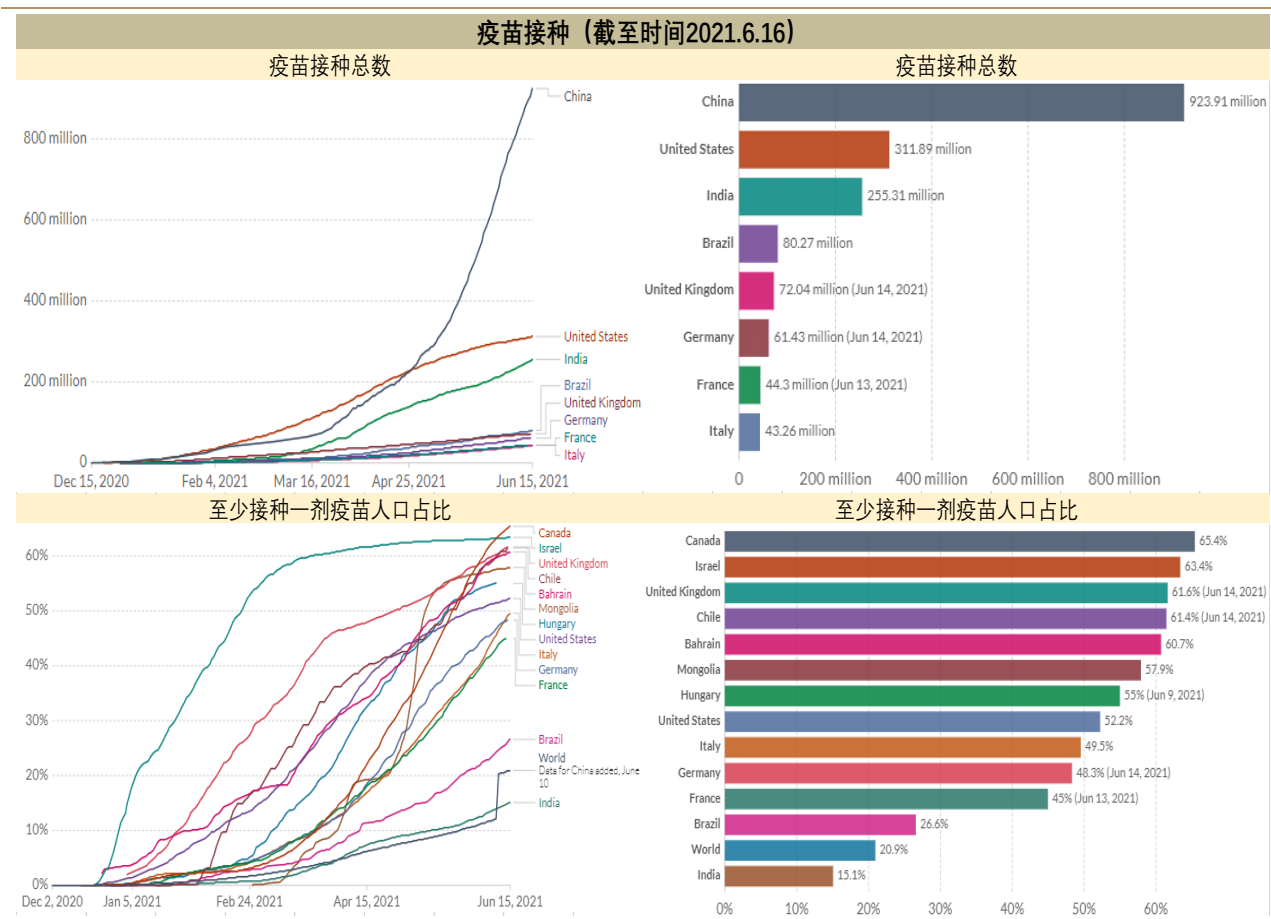


数据来源：wind，混沌天成研究院

英国疫情反弹，我们认为跟青少年疫苗接种尚未开展、中年人接种率不足有关。首先这轮小幅反弹主要集中在 40 岁以下，再者近期多家研究机构均发表研究证明疫苗的有效性。6 月 18 日，PHE（英格兰公共卫生署）更新了新冠变异体的调查研究报告，Delta 的感染速度超过以往任何一种变异体，目前英国 90% 左右的新增感染都是 Delta。但研究同时也表明，目前疫苗仍然是有效的。英国目前主要接种的是牛津疫苗和辉瑞疫苗，研究结果显示针对 Delta：预防有症状感染的有效率-第一针接种后有效率 31%-第二针接种后有效率 80% 预防住院的有效率-第一针接种后有效率 75%-第二针接种后有效率 94%。

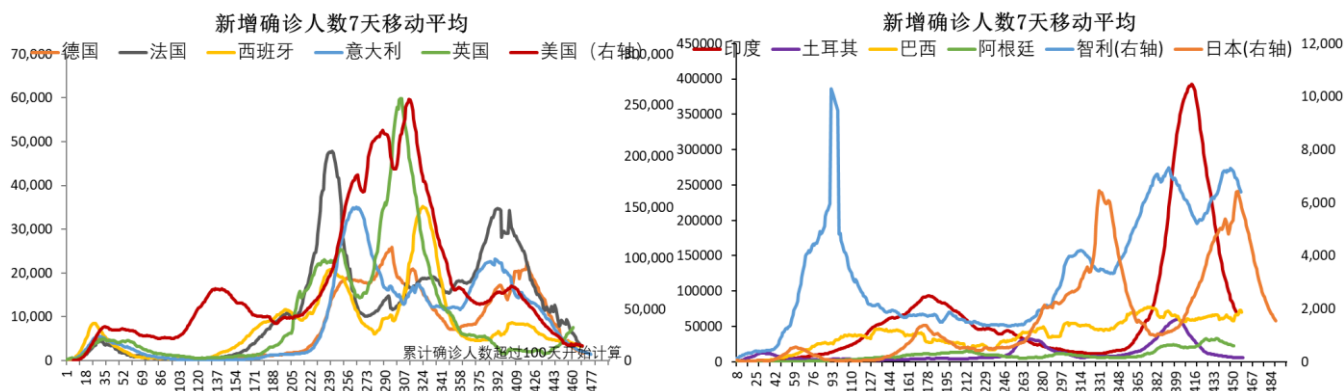
东南亚的疫情感觉问题不大。普遍来讲防控都有所升级但不如第一轮疫情。从疫情管制严格程度+新增人数两个维度，主要分三类国家。1. 防控升级+新增下降，台湾、印度、马来西亚、柬埔寨、老挝。其实也能看出来，印度爆发不仅是变种病毒，也是防控不严。第二类，是谨小慎微型国家，安全系数比较高，新增下降的同时防控还保持很严，有新加坡、印尼、缅甸。第三类，新增上升或者反弹，同时防控拉跨。有菲律宾、泰国、越南。

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



数据来源：wind , 混沌天成研究院

图表 10： 疫苗接种情况

南亚							
	尼泊尔	印度	巴基斯坦	孟加拉国	斯里兰卡	马尔代夫	不丹
2021-06-18	1,963	60,800	1,043	3,883	2,349	142	7
2021-06-17	1,768	62,409	1,119	3,840	2,372	218	28
2021-06-16	2,014	67,294	1,038	3,956	2,436	241	12
2021-06-15	1,681	62,226	838	3,319	2,334	224	16
2021-06-14	2,049	62,597	1,019	3,050	2,284	372	13
2021-06-13	1,694	83,432	1,239	2,436	2,361	224	5
2021-06-12	2,382	65,973	1,194	1,637	2,911	246	19
2021-06-11	2,709	84,695	1,303	2,454	2,232	295	20
2021-06-10	2,874	91,266	1,303	2,576	2,738	323	30
2021-06-09	3,449	93,896	1,118	2,537	2,735	341	15
2021-06-08	3,870	91,227	1,383	2,322	2,682	370	21
2021-06-07	3,370	87,345	1,490	1,970	2,646	552	16
2021-06-06	3,024	101,232	1,629	1,676	2,976	412	5
2021-06-05	3,540	114,537	1,923	1,447	3,103	590	13
2021-06-04	4,624	121,476	1,893	1,887	3,410	432	15
2021-06-03	5,825	131,371	2,028	1,687	3,297	648	15
2021-06-02	4,524	134,105	1,843	1,988	3,306	704	7
2021-06-01	5,285	133,228	1,771	1,765	2,877	768	12
2021-05-31	4,178	126,698	2,117	1,710	2,912	710	8
2021-05-30	3,702	153,485	2,697	1,444	2,859	780	9
2021-05-29	4,311	174,041	2,455	1,043	2,882	1,062	100
2021-05-28	6,855	171,726	2,482	1,358	2,850	901	12
2021-05-27	6,731	179,770	2,726	1,292	2,584	1,299	27
2021-05-26	6,677	211,553	2,724	1,497	2,377	1,299	41
2021-05-25	8,387	208,886	2,253	1,675	2,728	1,004	12
2021-05-24	7,220	195,815	3,047	1,441	2,971	1,417	17
2021-05-23	7,598	222,835	3,084	1,354	2,959	1,559	2
2021-05-22	8,591	243,777	4,007	1,028	2,909	1,960	18
2021-05-21	8,407	254,395	3,070	1,504	3,547	1,603	36

数据来源：wind , 混沌天成研究院

图表 10: 疫苗接种情况

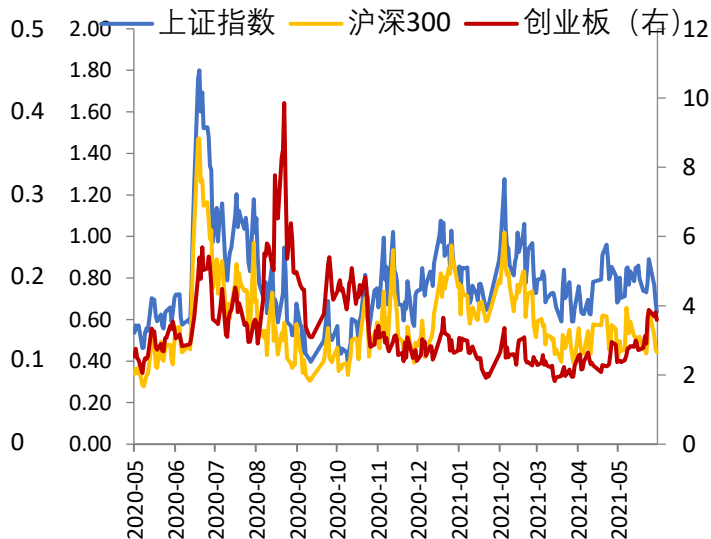
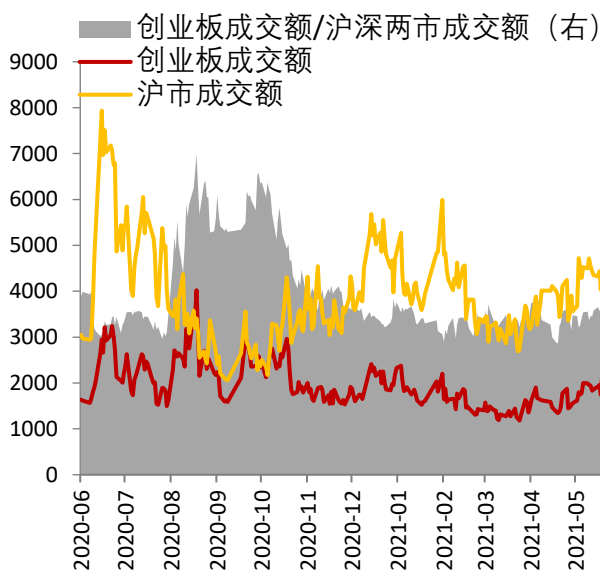
东南亚											
	泰国	印度尼西亚	老挝	越南	菲律宾	马来西亚	柬埔寨	新加坡	东帝汶	文莱	缅甸
2021-06-18	3,058	12,990	13	264	6,819	6,440	0	16	26	1	301
2021-06-17	3,129	12,624	1	515	6,625	5,738	799	27	66	0	362
2021-06-16	2,331	9,944	8	423	5,401	5,150	625	24	71	2	355
2021-06-15	3,000	8,161	15	402	5,378	5,419	693	14	56	0	225
2021-06-14	3,355	8,189	14	272	6,414	4,949	495	25	57	0	223
2021-06-13	2,804	9,868	6	297	7,287	5,304	542	13	83	0	373
2021-06-12	3,277	7,465	11	261	8,003	5,793	468	18	0	0	166
2021-06-11	2,290	8,083	4	196	6,662	6,849	638	9	204	2	188
2021-06-10	2,310	8,892	4	219	7,470	5,671	655	13	0	0	161
2021-06-09	2,680	7,725	1	407	5,444	6,239	426	4	177	2	136
2021-06-08	2,662	6,294	2	175	4,769	5,566	729	9	24	0	123
2021-06-07	2,419	6,993	5	236	6,526	5,271	678	14	0	0	139
2021-06-06	2,671	5,832	6	206	7,205	6,241	589	20	81	0	64
2021-06-05	2,817	6,594	14	254	6,936	7,452	631	18	237	0	96
2021-06-04	2,631	6,486	0	224	7,438	7,748	538	13	0	0	212
2021-06-03	3,886	5,353	9	250	7,183	8,209	886	45	112	0	122
2021-06-02	3,440	5,246	5	241	5,249	7,703	729	31	149	2	72
2021-06-01	2,230	4,824	17	251	5,166	7,105	750	18	167	0	122
2021-05-31	5,485	5,662	1	214	6,674	6,824	616	23	97	1	58
2021-05-30	4,528	6,115	3	251	7,045	6,999	690	25	145	0	45
2021-05-29	4,803	6,565	3	460	7,428	9,020	579	33	130	0	40
2021-05-28	3,759	5,862	10	80	8,724	8,290	588	30	163	1	72
2021-05-27	3,323	6,278	12	230	6,454	7,857	599	24	214	0	96
2021-05-26	2,455	5,034	5	313	5,304	7,478	649	26	429	4	22
2021-05-25	3,226	5,060	56	369	3,966	7,289	660	30	0	0	34
2021-05-24	2,713	5,907	21	187	4,894	6,509	568	36	179	1	28
2021-05-23	3,382	16,322	19	131	1,595	6,976	556	25	156	0	6
2021-05-22	3,052	0	19	145	6,814	6,320	560	29	194	0	17
2021-05-21	3,481	0	12	132	6,248	6,493	488	40	166	0	28

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。创业板换手率上升，主板换手率下降。并且从四月底开始创业板成交额/沪深两市成交额逐渐上升，表明中小创的情绪升温。

图表 13: 成交额

图表 14: 换手率

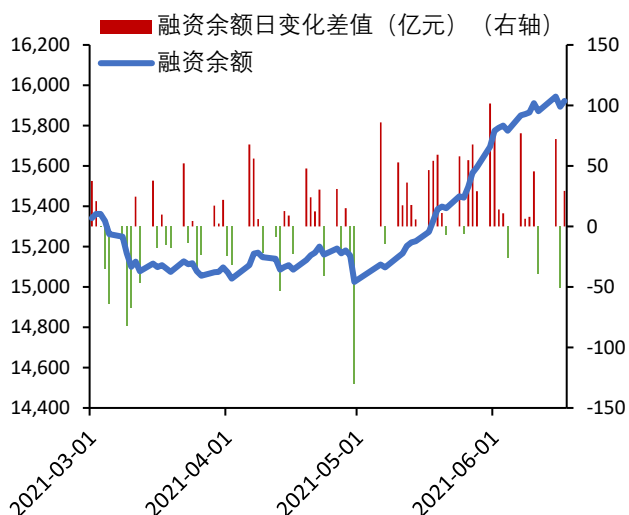


数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

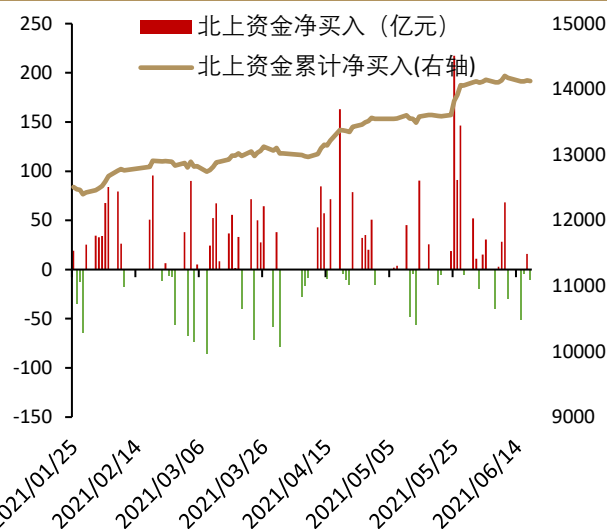
资金面偏弱, 融资余额增加 51 亿元, 北上资金净流出 50 亿元。

图表 15: 融资余额



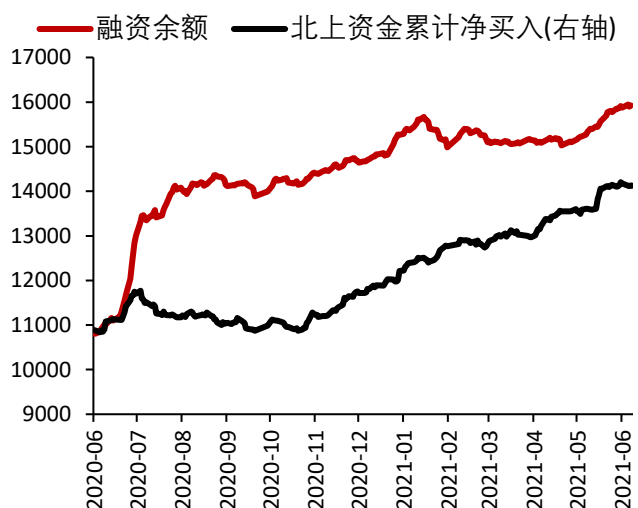
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 16: 北上资金



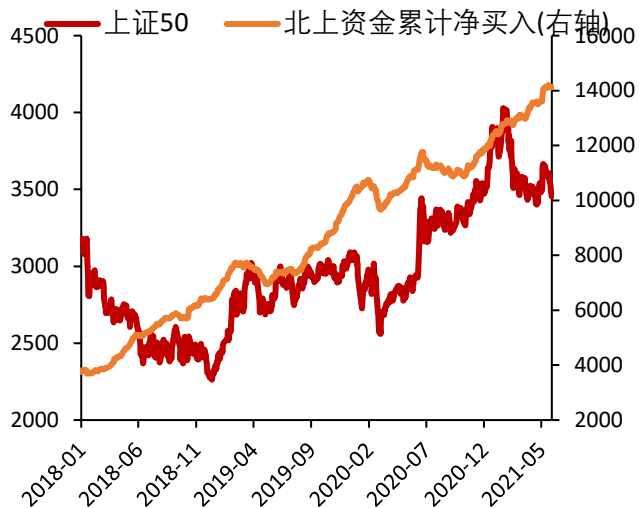
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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。

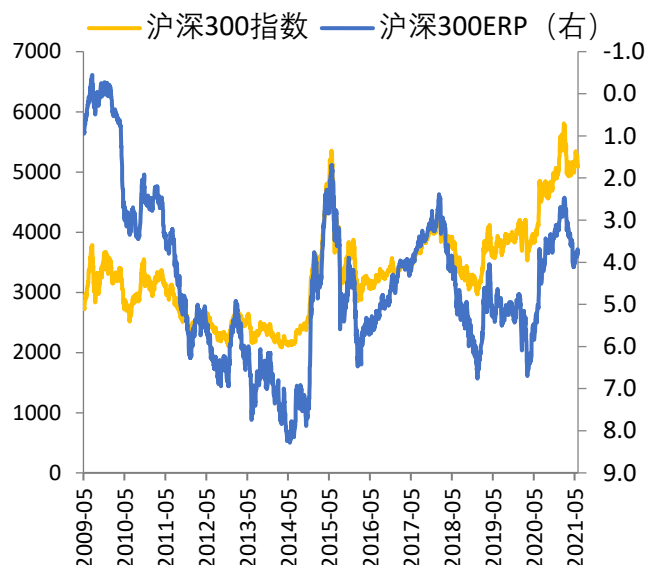
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分, 可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】, 股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置, 十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 19：上证综指 ERP 和价格走势（右/逆序）



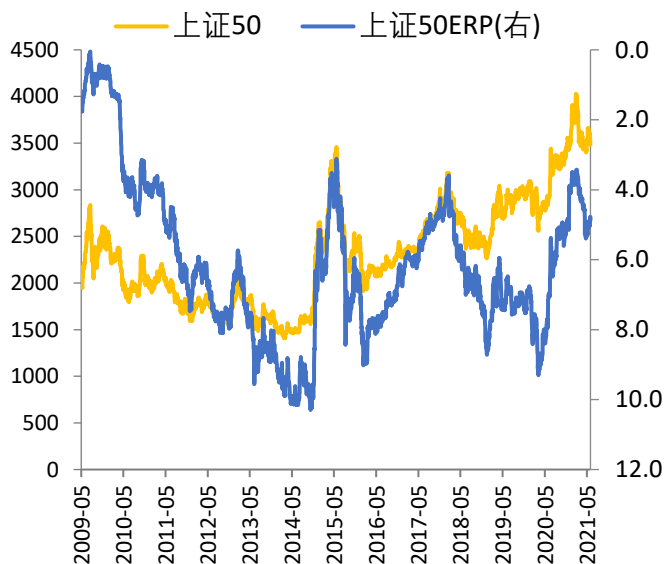
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 20：沪深 300ERP 和价格走势（右/逆序）



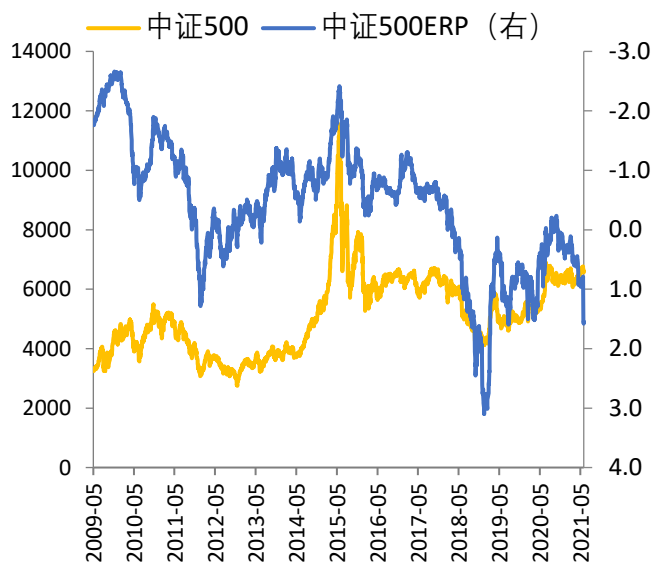
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 21：上证 50ERP 和价格走势（右/逆序）



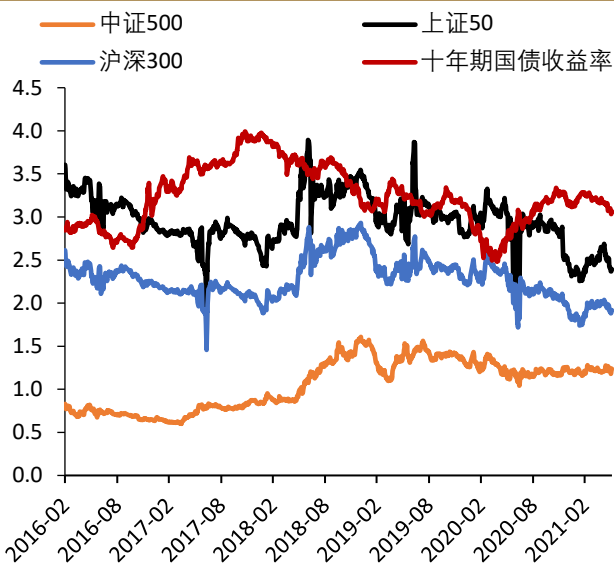
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 22：中证 500 和价格走势（右/逆序）



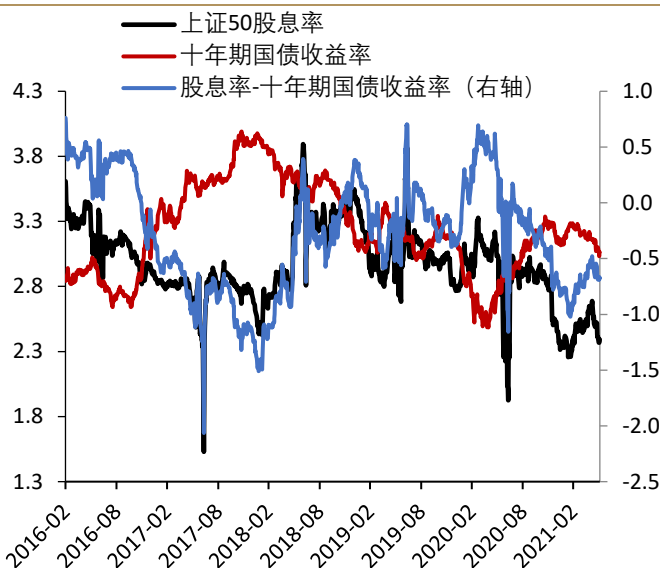
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 23：指数股息率



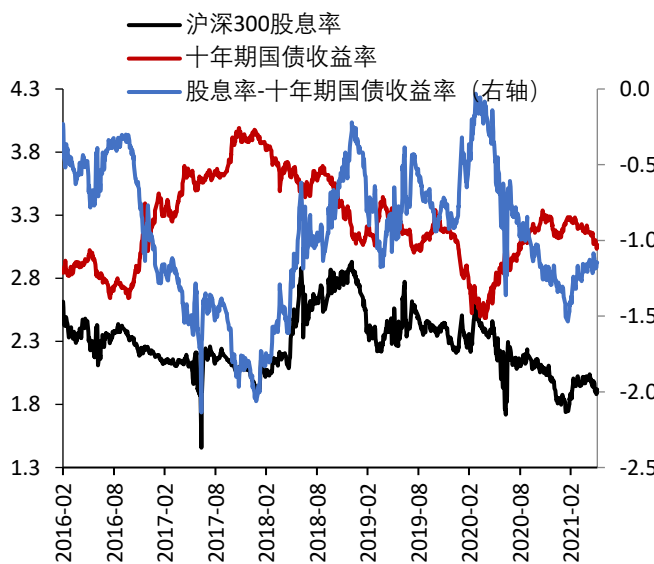
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 24：沪深 300 股息率



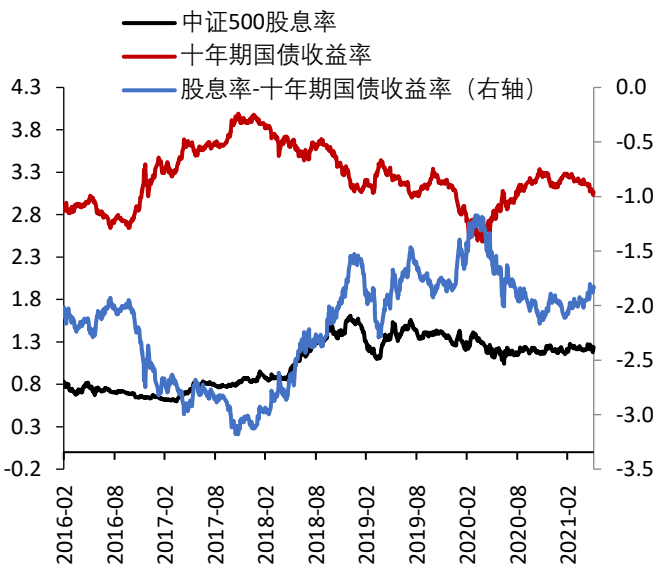
数据来源：wind，混沌天成研究院

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继续回落。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



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。

