

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

放弃幻想，博弈财报季

观点概述：

本周指数普跌，创业板相对抗跌，上证50深跌3.6%。主题上服务、投资领跌，风格上金融、周期领跌，成长相对抗跌。周四全天是权重股带动指数上行，所以上证50领涨。但是收盘的时候我们注意到股指期货的基差走扩，期货相对现货贴水幅度加深，表明市场预期悲观。周五大跌可以看作交易七一的结束，放弃幻想，博弈财报季。

本周沪深两市成交额保持在万亿以上，换手率回落。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，5月份工业企业效益状况延续稳定恢复态势，但企业盈利不平衡状况较为突出，恢复基础尚不牢固。一是受大宗商品价格上涨等因素影响，工业企业新增利润主要集中于上游采矿和原材料制造行业，下游行业成本压力不断加大。二是小微企业利润增速低于大中型企业，私营企业利润增速低于规模以上工业平均水平。

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：

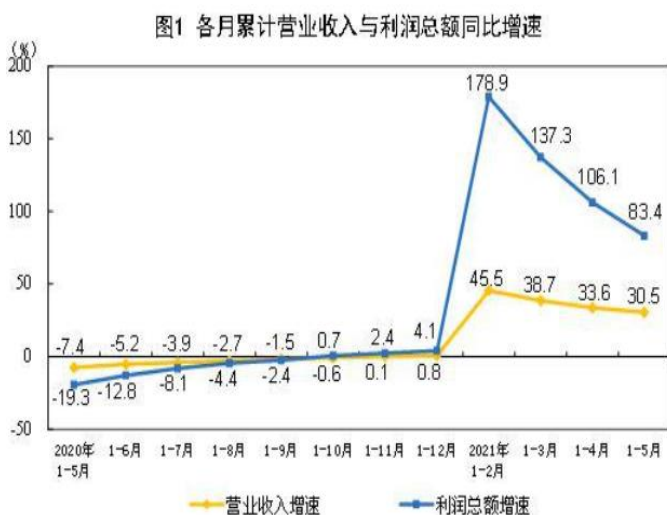
流动性超预期收紧，疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、工业企业利润持续稳定增长

市场需求稳定恢复，工业企业经营状况不断改善，企业利润持续稳定增长。1—5月份，全国规模以上工业企业利润同比增长83.4%，比2019年同期增长48.0%，两年平均增长21.7%。从5月份当月看，规模以上工业企业利润同比增长36.4%，比2019年同期增长44.6%，两年平均增长20.2%。

图表 1：工业企业利润和营收增速



图表 2：利润率和成本

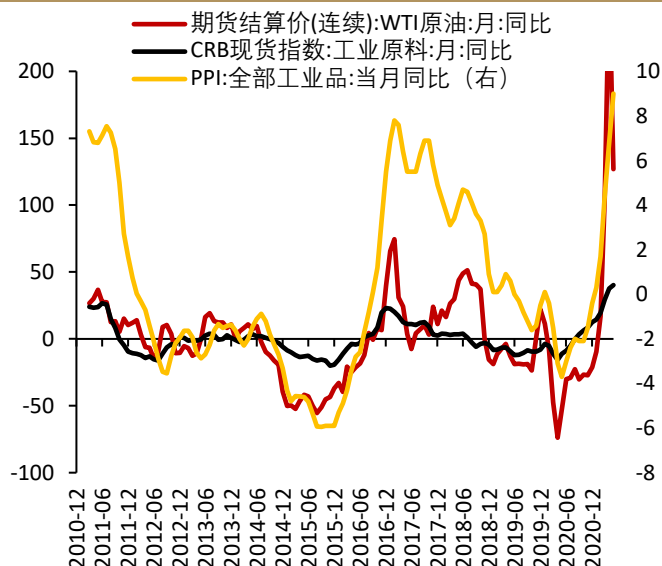


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

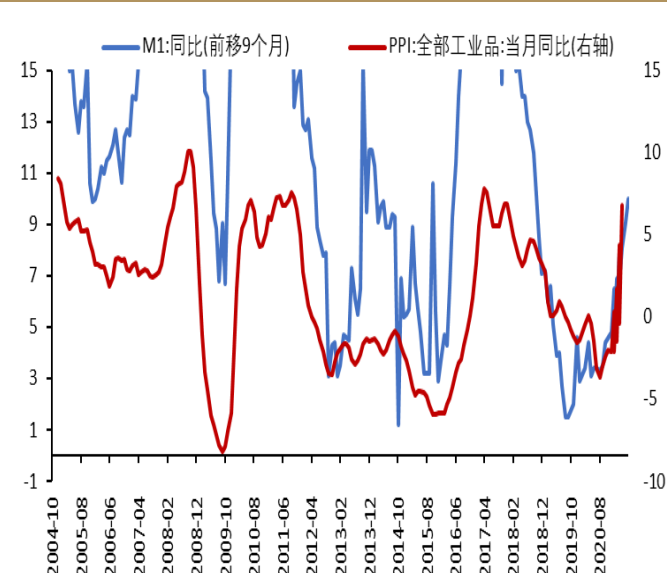
国内外经济仍然处于复苏中，宏观经济延续增长的态势，量有望继续上升。市场普遍预期价格因素PPI在5月份达到高点，6、7月份PPI的走势将成为重要的观察窗口。

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



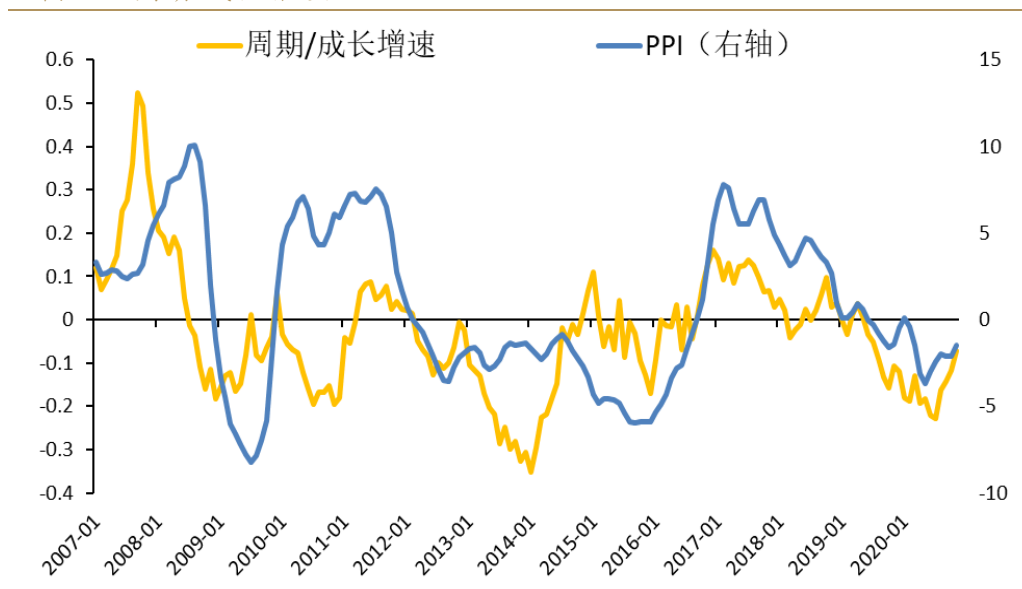
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

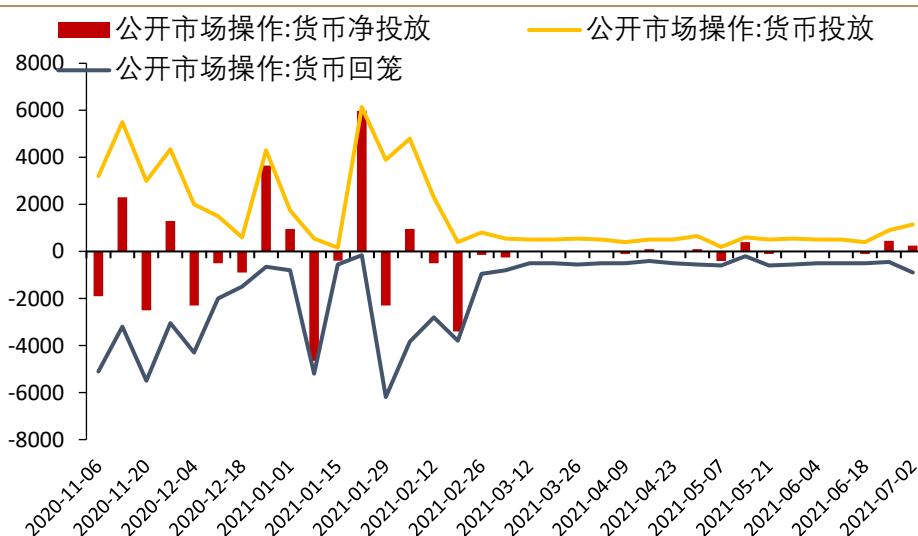
本周利率小幅回升，央行净投放 250 亿元。中国十年期国债收益率继续回落，美债十年期收益率回落至 1.45%。

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

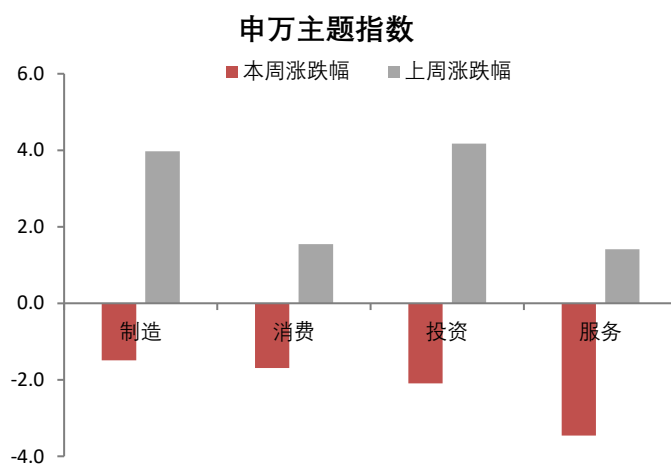


数据来源: wind, 混沌天成研究院

三、风格表现

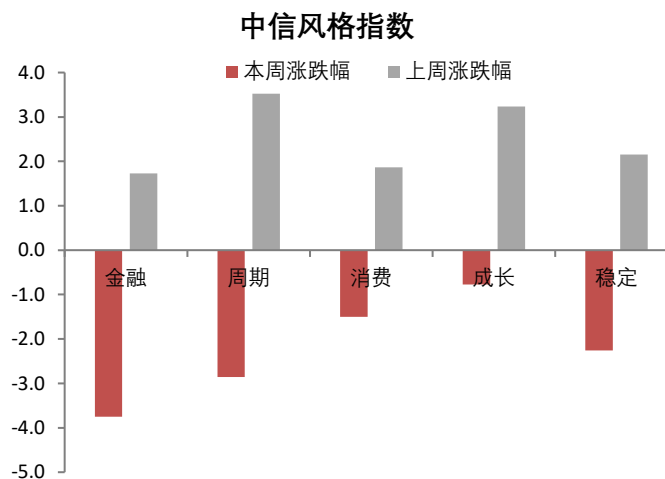
本周指数普跌，创业板相对抗跌，上证 50 深跌 3.6%。主题上服务、投资领跌，风格上金融、周期领跌，成长相对抗跌。周四全天是权重股带动指数上行，所以上证 50 领涨。但是收盘的时候我们注意到股指期货的基差走扩，期货相对现货贴水幅度加深，表明市场预期悲观。周五大跌可以看作交易七一的结束，放弃幻想，博弈财报季。

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

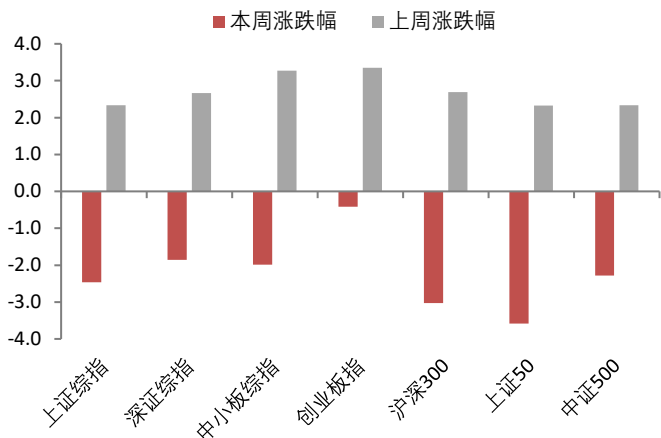


数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 3: 主要指数涨跌幅

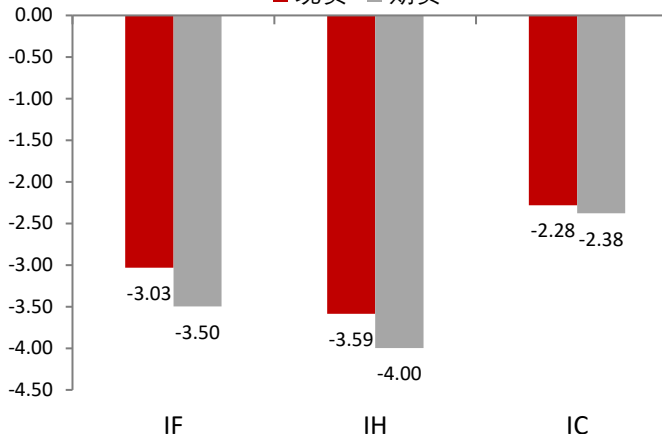
图表 4: 期指涨跌幅

股市主要指数表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

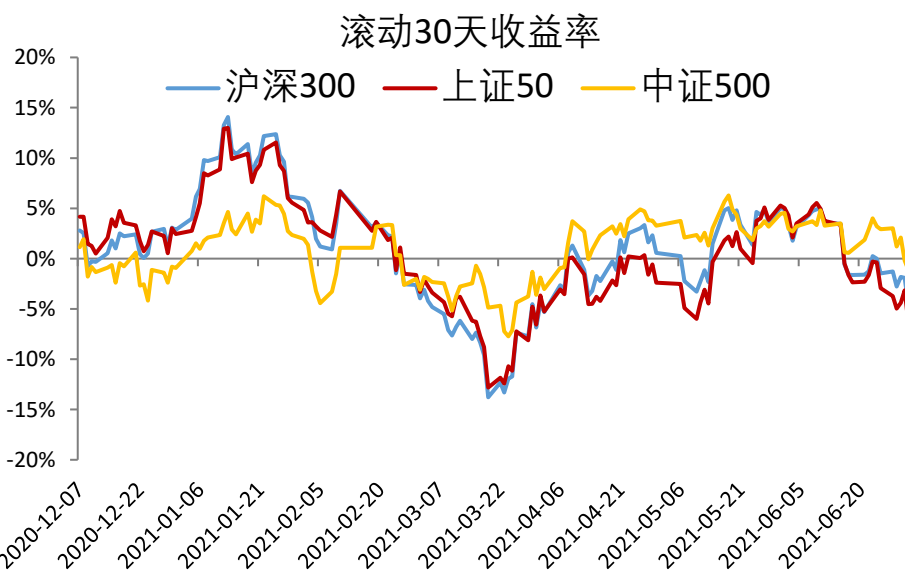
■ 现货 ■ 期货



数据来源: wind, 混沌天成研究院

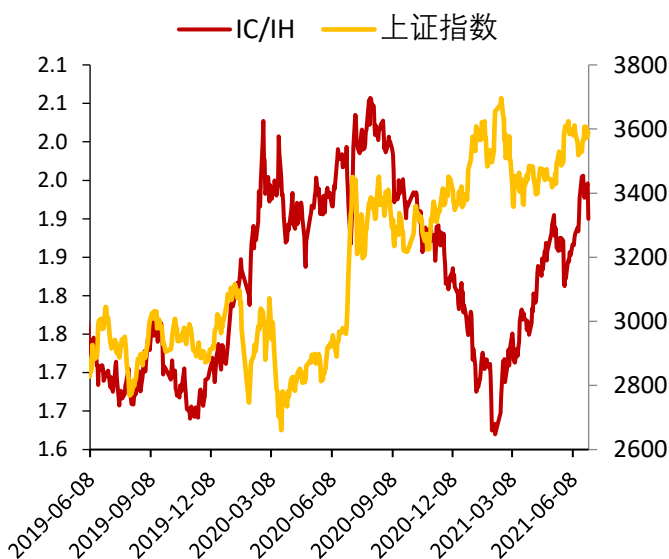
四、后续展望

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

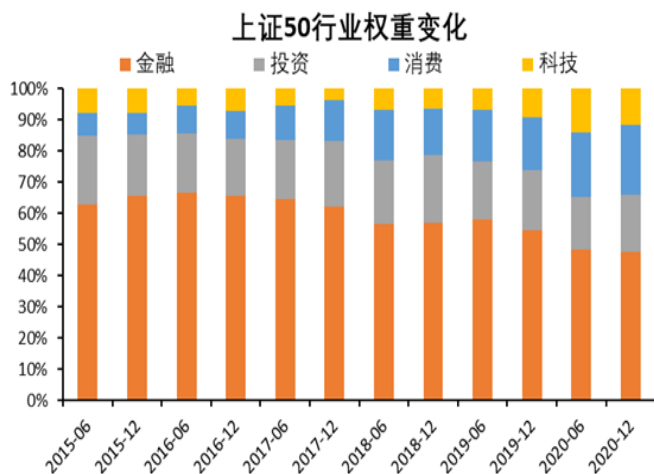
图表 3: IF/IH 和上证指数



数据来源: wind, 混沌天成研究院

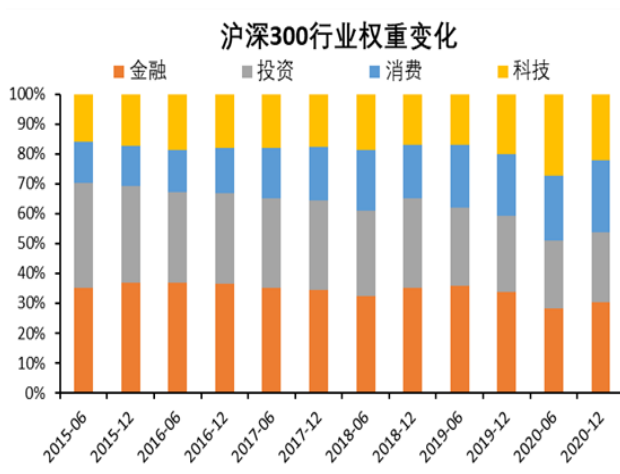
行业风格方面, 上证 50 超配金融, 低配科技和周期, 受到银行和非银行业影响较大。对于科技、消费的权重在逐步提升。沪深 300 较为均衡, 略超配金融, 略低配科技。中证 500 显著不同, 超配科技、周期, 大幅低配金融。受 TMT 和化工行业影响较大。

图表 4: | 上证 50 权重变化



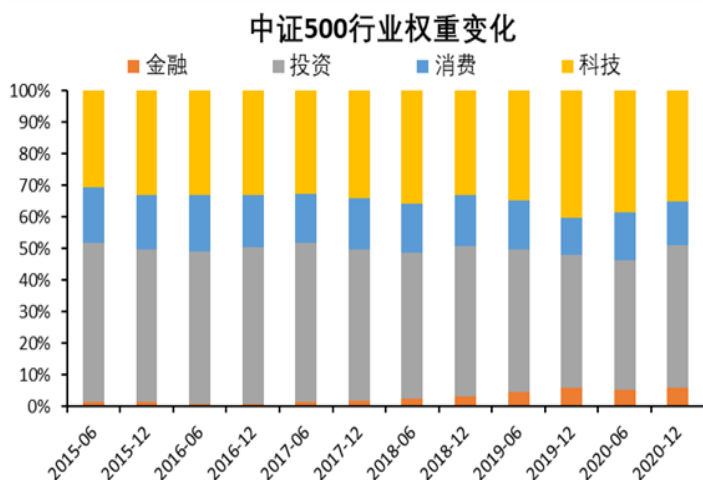
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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

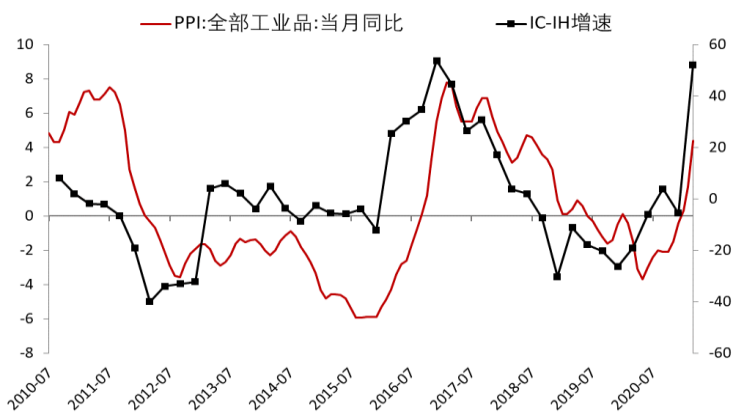
企业盈利方面，总体来看，5 月份工业企业效益状况延续稳定恢复态势，但企业盈利不平衡状况较为突出，恢复基础尚不牢固。一是受大宗商品价格上涨等因素影响，工业企业新增利润主要集中于上游采矿和原材料制造行业，下游行业成本压力不断加大。二是小微企业利润增速低于大中型企业，私营企业利润增速低于规模以上工业平均水平。

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。

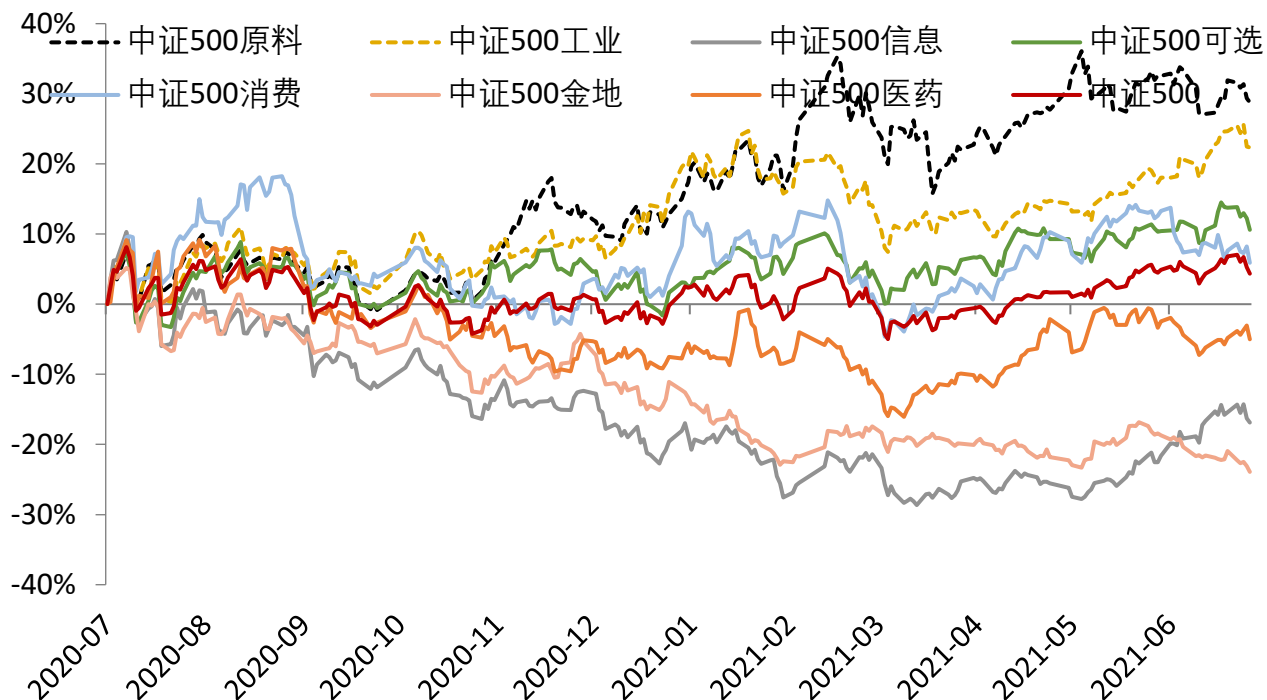
所以，对于后市我们的看法是，市场接下来可能会进入震荡期，7、8 月份财报的利空落地可能会引发进一步的调整，以及 PPI 在 5 月之后续创新高的话，流动性的担忧也会加剧市场的调整。

图表 7：PPI 和 IC-IH 盈利增速差



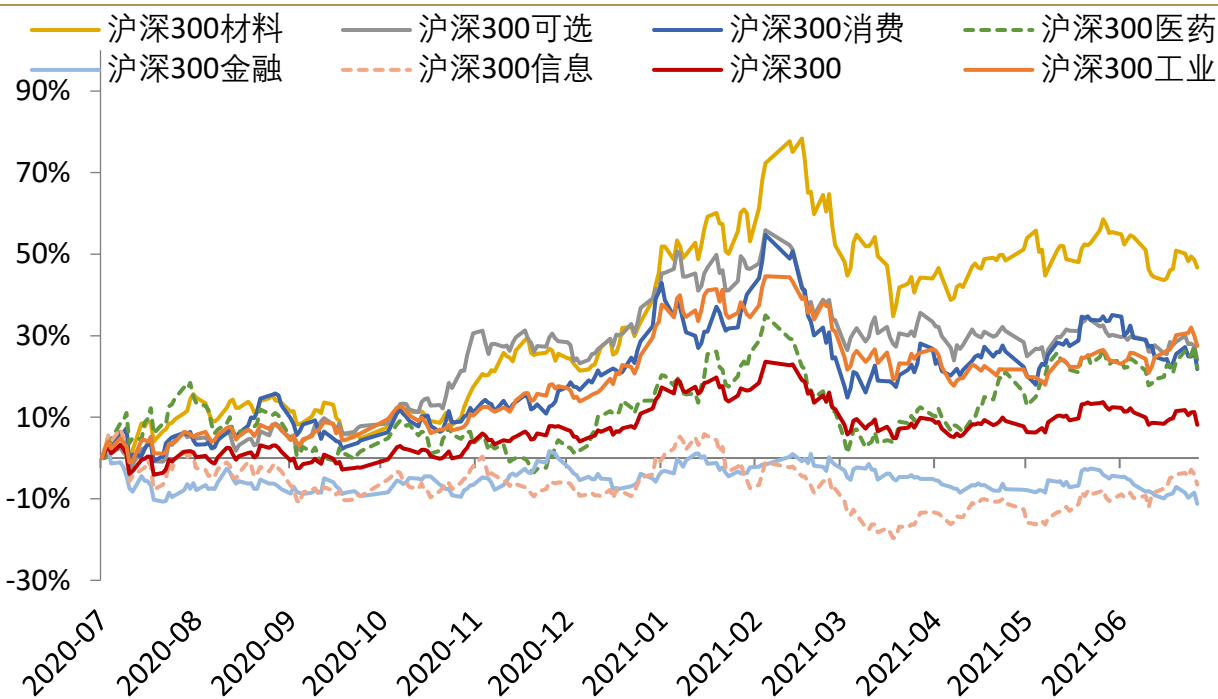
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



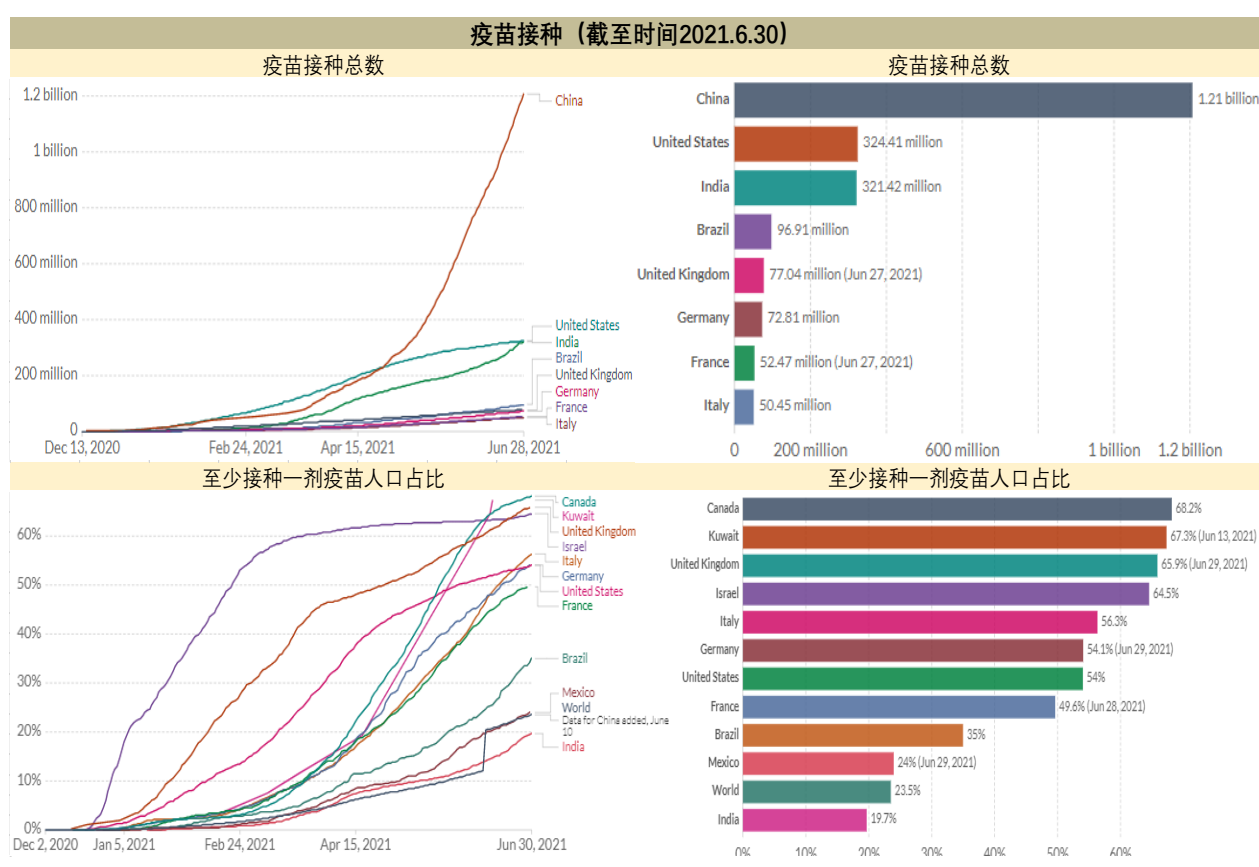
数据来源：wind，混沌天成研究院

关于以色列的疫情反弹，首先是以色列放松了疫情管制，从6月15日开始，将取消在室内戴口罩的要求。一周后大约250例印度delta变种确诊，其中约50%为在校儿童或青少年，而超过30%的确诊者为完成双针疫苗接种的成年人。以色列卫生部总干事Chezy Levy表示，在23日新的增确诊病例中，有40%-50%是已经接种了疫苗的人，他对此表示担忧。

我们认为，如果是青少年疫苗接种率低导致的反扑，那么加大青少年疫苗接种就行了。但是以色列恢复了室内戴口罩的要求，说明对于辉瑞的有效性产生了动摇。

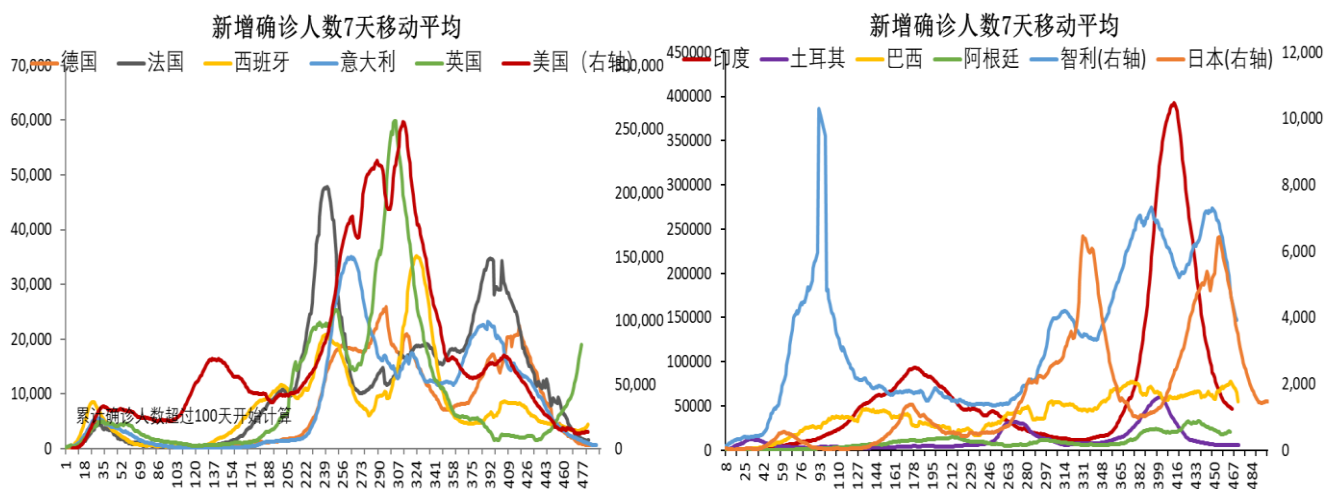
以色列疫苗接种，除了未成年那一档较低，其他的两针接种人群轻松达到均值80%。所以目前看来，不是接种率到70%达到群体免疫就能放开的问题。青少年接种率低是一方面，此外总有不打疫苗的人群。再者是变种病毒，delta新变种AY.2，有免疫逃逸突变基因，更厉害的变种病毒在路上。以及对疫苗有效率过于乐观导致的群体性活动。

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：南亚疫情情况

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
2021-07-02	1,391	47,252	1,277	8,483	1,823	143	18
2021-07-01	1,857	43,360	1,037	8,301	1,883	133	4
2021-06-30	1,889	48,878	979	8,822	1,864	138	24
2021-06-29	1,728	45,699	735	7,666	1,717	178	14
2021-06-28	1,509	37,037	914	8,364	1,890	155	10
2021-06-27	1,353	46,643	901	5,268	1,867	233	25
2021-06-26	1,174	49,851	935	4,334	1,825	150	14
2021-06-25	1,721	49,052	1,042	5,869	1,876	266	7
2021-06-24	1,577	51,248	1,097	6,058	1,941	212	36
2021-06-23	1,511	54,319	930	5,727	2,196	172	7
2021-06-22	3,703	54,393	663	4,846	2,093	145	24
2021-06-21	1,584	39,096	907	4,636	2,131	253	15
2021-06-20	1,421	53,009	1,050	3,641	2,028	187	21
2021-06-19	1,688	58,588	991	3,057	2,248	211	14
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

数据来源：wind，混沌天成研究院

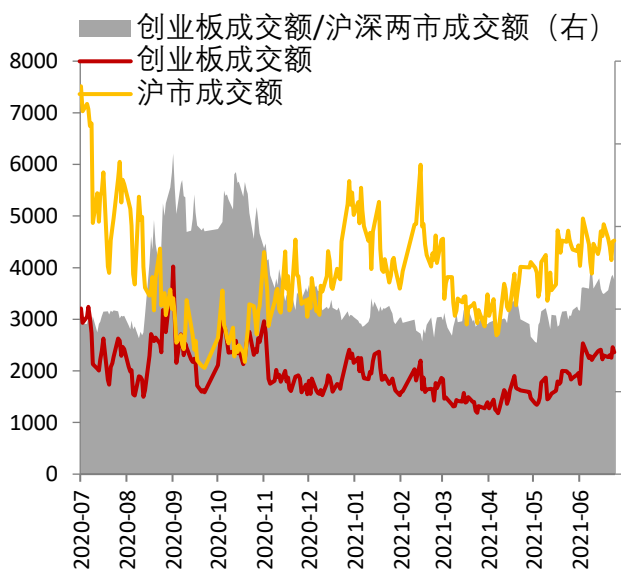
图表 10: 东南亚疫情情况

	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
2021-07-02	6,087	25,830	32	326	6,181	6,982	948	10	83	0	1,863
2021-07-01	5,533	24,836	23	713	5,778	6,988	966	10	56	1	2,070
2021-06-30	4,786	21,807	11	450	4,501	6,276	999	16	104	1	1,580
2021-06-29	4,662	20,467	0	372	4,470	6,437	1,130	10	63	0	1,312
2021-06-28	5,406	20,694	0	398	5,596	5,218	723	9	20	0	1,225
2021-06-27	3,995	21,342	10	368	6,081	5,586	883	14	56	0	804
2021-06-26	4,161	21,095	6	738	6,858	5,803	839	17	90	3	783
2021-06-25	3,644	18,872	14	305	6,793	5,812	745	20	0	0	859
2021-06-24	4,108	20,574	4	285	6,028	5,841	699	23	46	0	787
2021-06-23	3,174	15,308	9	220	4,388	5,244	655	22	62	0	680
2021-06-22	4,059	13,668	13	244	3,655	4,743	587	18	53	1	630
2021-06-21	3,175	14,536	1	272	5,224	4,611	678	16	21	3	595
2021-06-20	3,682	13,737	3	311	5,795	5,293	735	11	105	1	407
2021-06-19	3,667	12,906	3	486	6,944	5,911	659	21	98	0	546
2021-06-18	3,058	12,990	13	264	6,819	6,440	471	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	588	13	0	0	212

数据来源: wind, 混沌天成研究院

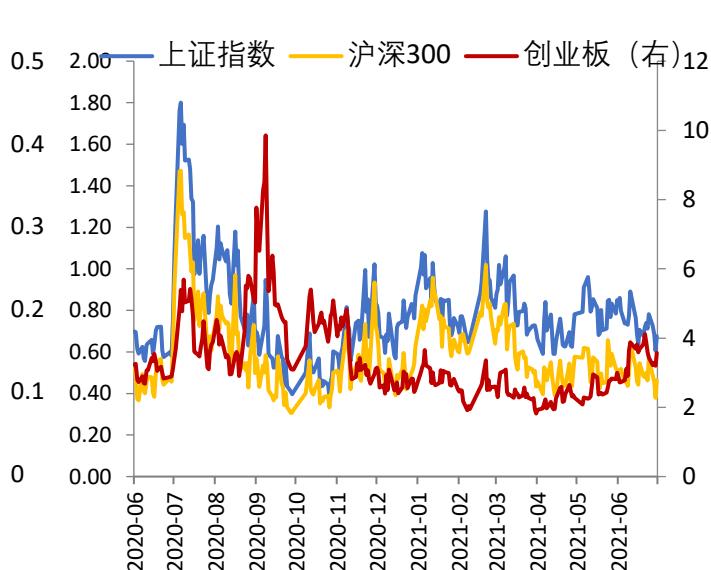
本周沪深两市成交额保持在万亿以上, 换手率回落。从四月底开始创业板成交额/沪深两市成交额逐渐上升, 表明中小创的情绪升温。

图表 13: 成交额



数据来源: wind, 混沌天成研究院

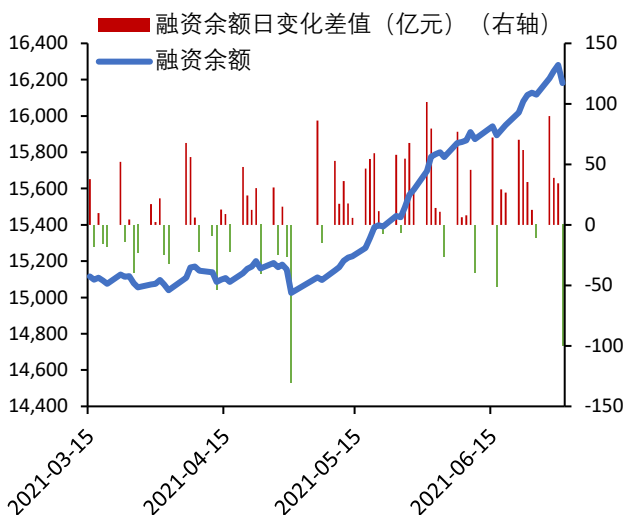
图表 14: 换手率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

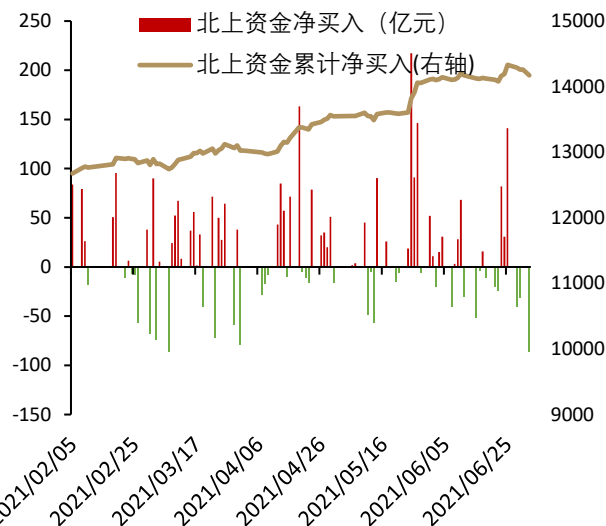
资金面偏利空，本周融资余额增加 63 亿元，北上资金净流出 158 亿元。

图表 15：融资余额



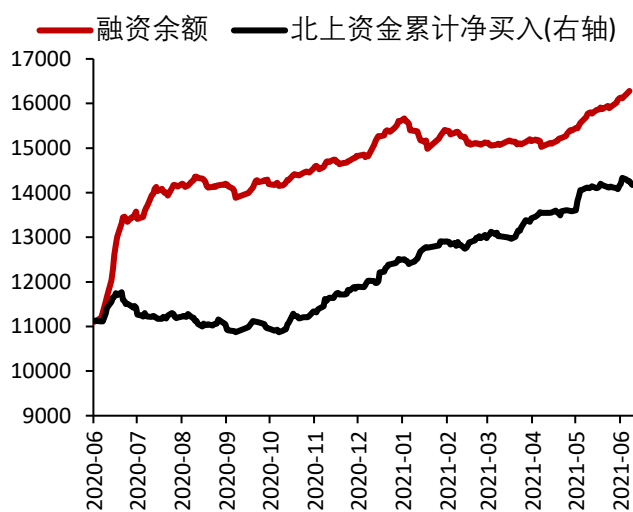
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

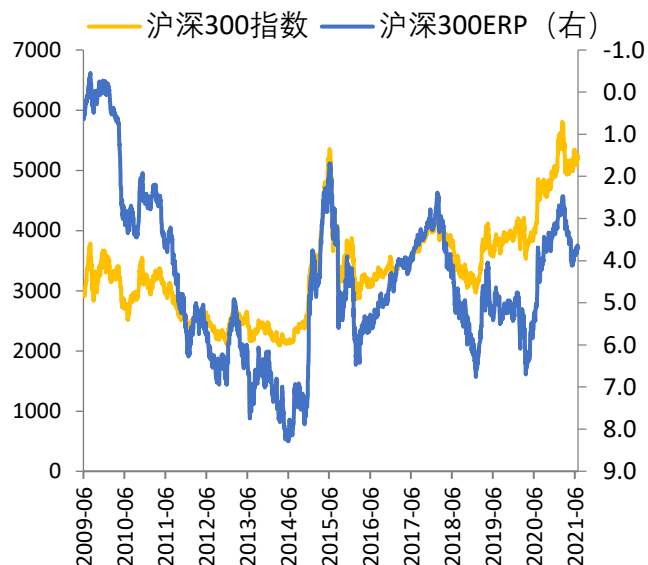
【权益风险溢价 (ERP) 是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率。

图表 19：上证综指 ERP 和价格走势（右/逆序）



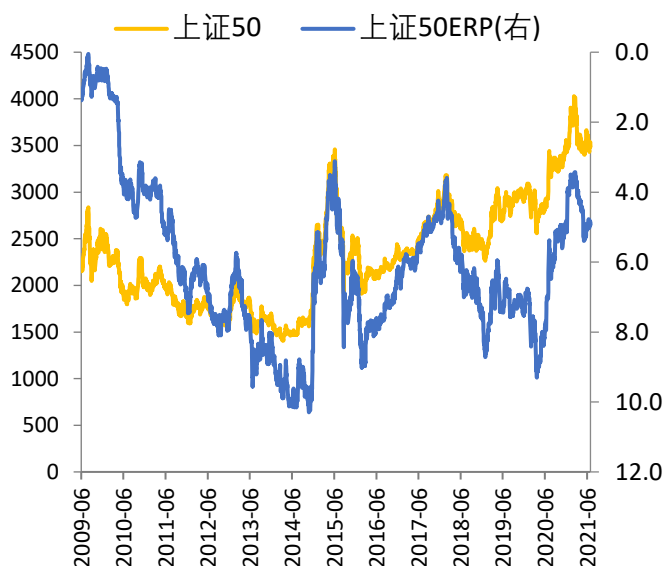
数据来源：wind，混沌天成研究院

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）



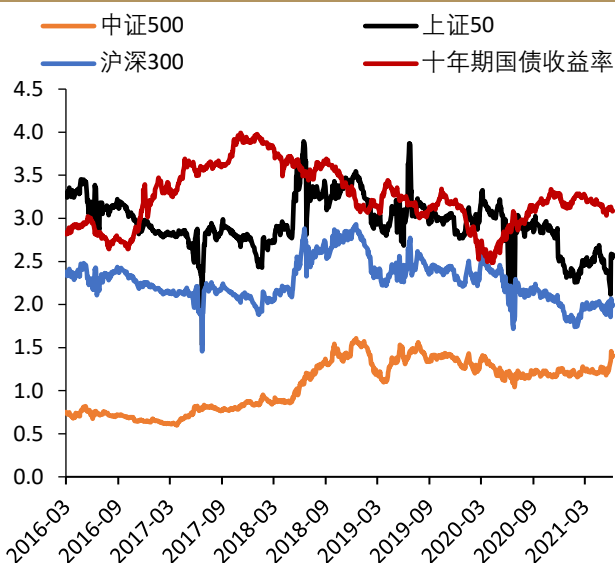
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 22：中证 500 和价格走势（右/逆序）



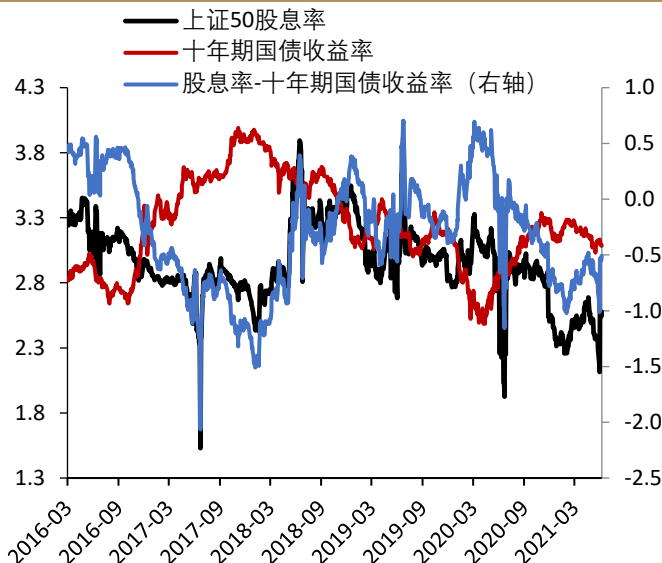
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



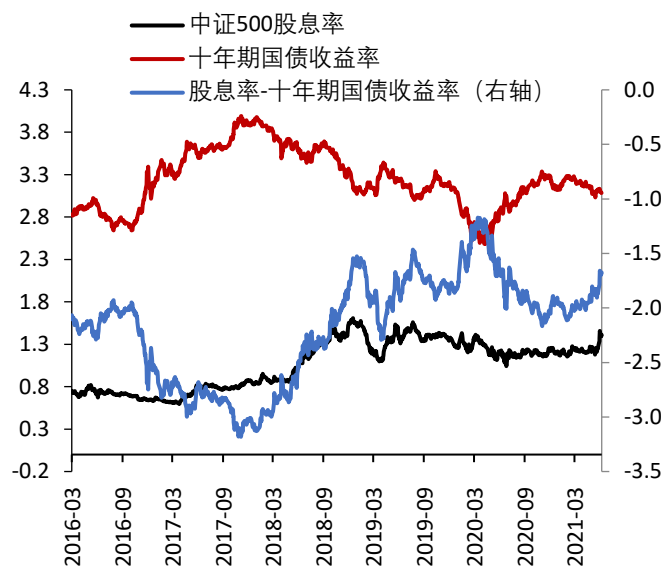
数据来源：wind，混沌天成研究院

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



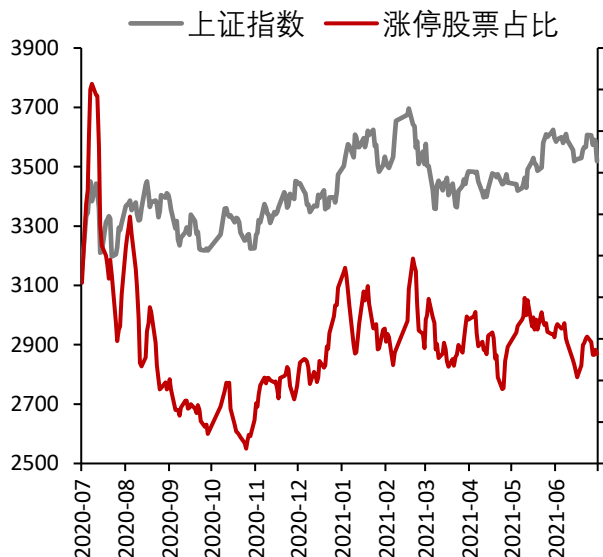
数据来源：wind，混沌天成研究院

四、市场情绪

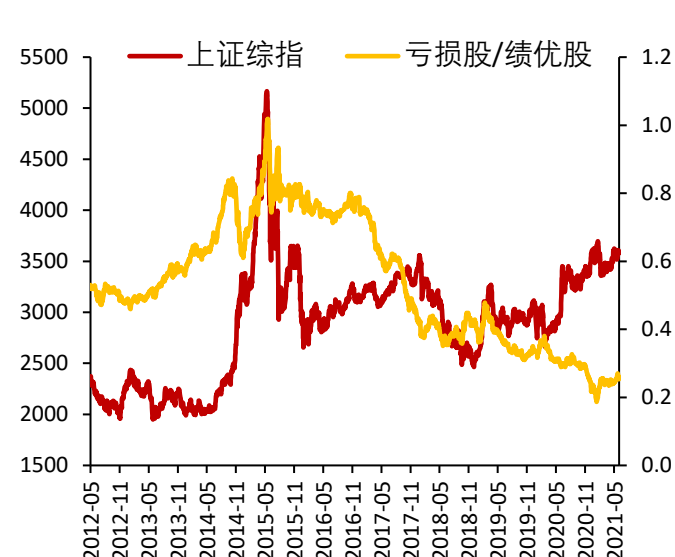
上证综指涨停股比例小幅回落。亏损股/绩优股指数震荡，表明市场情绪并不过热。

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