

资金聚焦于上中游制造业，IC 延续强势

混沌天成研究院

宏观组

联系人：周密

☎：15618193697

✉：zhoumi@chaosqh.com

从业资格号：F03088401

观点概述：

宏观：杰克逊霍尔年会无意外放鹰，9月Taper预期降低，疫情和货币政策仍然存在不确定性，看好非地产链条制造业的韧性，尤其看好国产替代相关行业。

资金面：本周北上资金重新流入，基金发行提速，资金面呈现较为火热局面。

估值：整体上权益类资产仍然有较高性价比，中证500ERP改善趋势明显。行业板块上，大金融估值处于历史低位，以光伏为代表的电气行业估值偏高。

驱动：看好周期复苏和制造业的韧性，周期制造行业行情仍未结束，看好白酒医药板块经过充分回调后的抄底价值，老龄化和利率中枢长期下行的逻辑未变。

策略建议：

，IC仍可中长线继续持有。海外复苏还有较大空间，供应链问题利好国产替代，国内对于产业升级方向将会持续支持。我们看好周期复苏、国产替代、和新能源方向的中长线持续性行情。

逢低做多IF：大金融板块估值处于历史低位，继续下跌空间十分有限，白酒医药在未来老龄化趋势和利率中枢下行的逻辑未变情况下，中线充分调整后将有长期持有价值。IF代表各行各业核心资产，仍是最有价值长期头寸。

风险提示：

中美关系，疫情失控，经济超预期下行



一、宏观

宏观面临下行压力，疫情有抬头迹象，我们继续看好制造业的韧性，尤其是国产替代。目前全球宏观经济首先在消费端出现了一些衰退迹象，而国外疫情的进一步扩散仍在持续打击供应链的运转。市场对于未来宏观走势存在一定分歧，分子端在于出口相关制造业部门景气度能否延续，上游景气度能否顺利向下游传导；分母端，国外主要是疫情对经济复苏的影响和 Taper 之间的矛盾，国内主要是对于下半年货币政策走向的不确定性。在货币政策趋势难以把握的局面下，我们选择看好国内非地产链条制造业的韧性，尤其看好受益于全球供应链问题的国产替代行业。

1、国际宏观

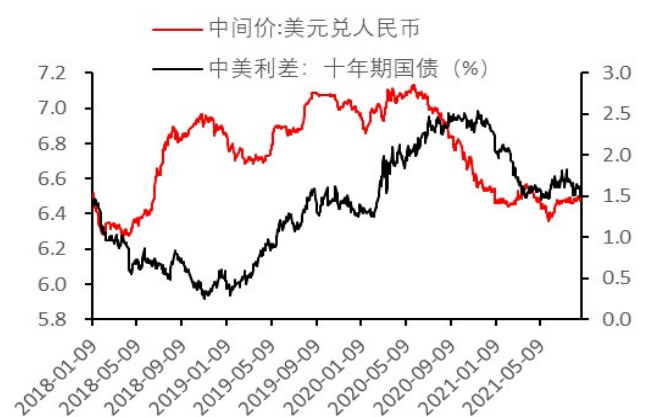
杰克逊霍尔年会无意外放鹰，年底 Taper 仍是大概率。8 月 27 日，杰克逊霍尔全球央行年会召开，尽管会前美联储数位官员释放鹰派信号，但会上鲍威尔发言波澜不惊，内容未超出 7 月纪要内容，维持年内可能 Taper，加息仍然遥远的判断，并强调了新冠疫情的不确定性。当前美国经济复苏仍然受到疫情的干扰，美国新增确诊和死亡数字仍在不断攀升，辉瑞疫苗正式获批和 9 月加强针接种为市场注入一些信心。不过美国就业形势仍呈现良好局面，显示美国经济复苏的内生动能仍然强劲。当前我们仍维持对美国 Taper 渐进，美元开启走强周期的判断，新兴市场国家面临资金流出压力，但疫情发展存在打乱节奏的风险。

图表 1：美国国债收益率 (%)



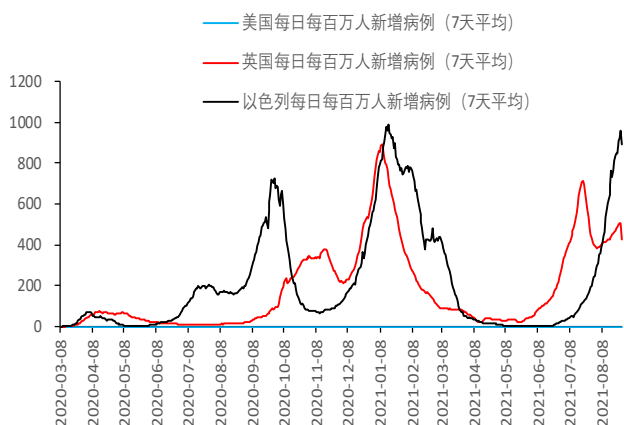
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：美元兑人民币汇率和中美利差



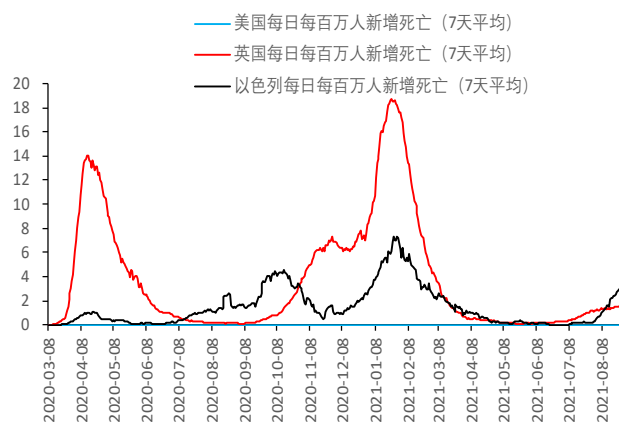
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3: 美、英、以新增确诊人数 (人数/每百万人)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 4: 美、英、以新增死亡人数 (人数/每百万人)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

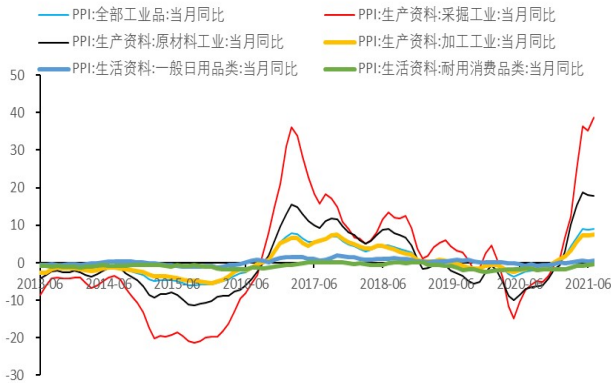
2、国内宏观

7月上游采矿业PPI继续高企,工业企业利润增速放缓。7月PPI分项数据显示上游采矿业PPI继续在高位,成为带动工业企业利润扩张的重要驱动。上游景气度能否向下游传导是下半年经济走向的关键。当前经济压力主要来自以下三个方面:一是中央对地产的严控和对财政的克制,基建地产链条有所降温;二是居民消费端的下滑,作为内生性问题有待长期解决;三是制造业出口面临全球供应链恢复不畅的问题,包括航运费高企、疫情加剧芯片短缺等问题。

财政发力或带来资金面压力,货币能否进一步宽松存在分歧。对于下半年,市场对于财政端的发力存在一定预期,基建板块的短期波动已经有所体现。目前主要分歧在于货币政策是否会进一步宽松以及外贸相关的制造业部门高景气能否延续,这最终仍取决于全球疫情的控制和央行的政策应对。若财政发力但货币政策并未进一步放松,利率可能会抬头,这对于已经提前交易部分利率下行预期的金融市场可能带来压力。

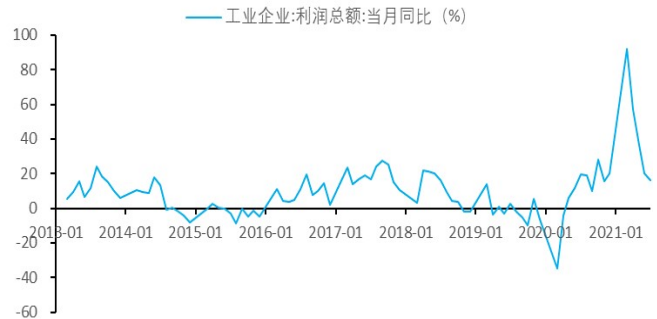
我们倾向认为,制造业的表现要好于消费端和地产链条。尤其是国产替代行业。主要原因有两点:1)国内仍然是全球最为完整的供应链且未受到疫情过大冲击,而海外疫情控制目前看仍然困难重重,订单有望继续流入中国;2)国内对于产业升级和绿色转型的决心很大,相关行业将受到持续支持。

图表 5：国内 PPI 分项数据



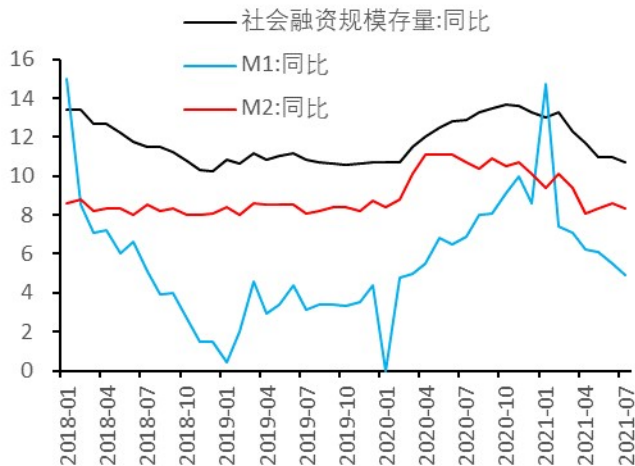
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 6：工业企业利润总额



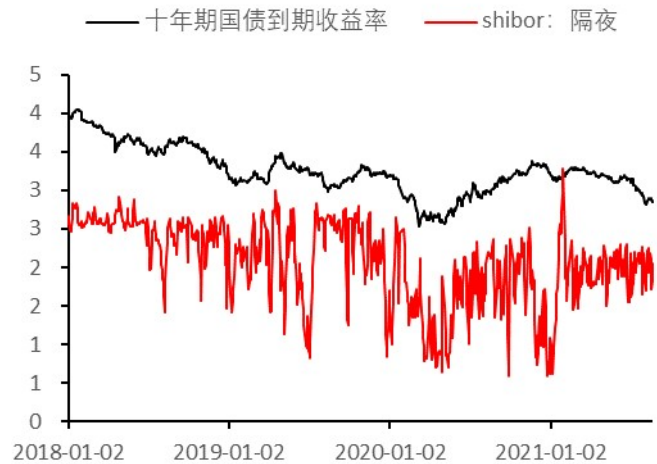
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 7：M1、M2 和社融（万亿元）



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 8：国内长期和短期利率（%）



数据来源：wind，混沌天成研究院

二、资金面

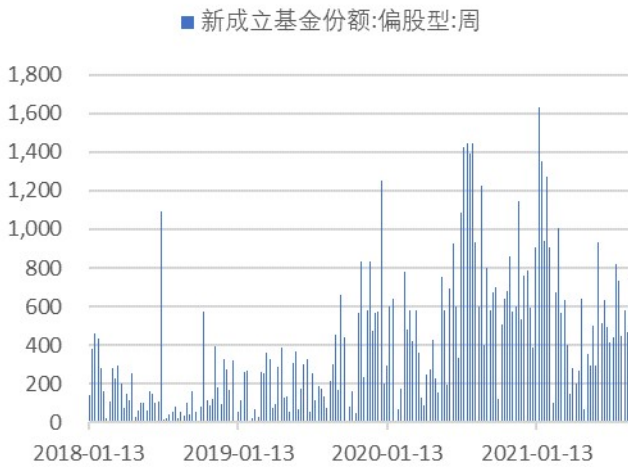
本周资金面明显好转，北向资金重新流入。本周公募基金募集速度再次提速，北向资金重新流入，融资余额大幅加仓，同时 IPO 募资和产业资本减持也环比上周有所增加，总体来说市场处于相对火热的局面，市场连续成交破万亿，流动性仍然充裕。

1、资金流入

本周新成立偏股型公募基金份额为 645.6 亿，环比上周增加 284 亿，公募基金发行仍然处于火热的状态。本周 ETF 股票型基金净买入 36.6 亿，环比上周下降。本周外资和杠杆资金呈现流入状态，北向资金共流入 180 亿，融资余额增加 263.74 亿。

图表 9：周度新成立偏股型公募基金份额（亿份）

图表 10：ETF 股票型基金净流入（亿元）



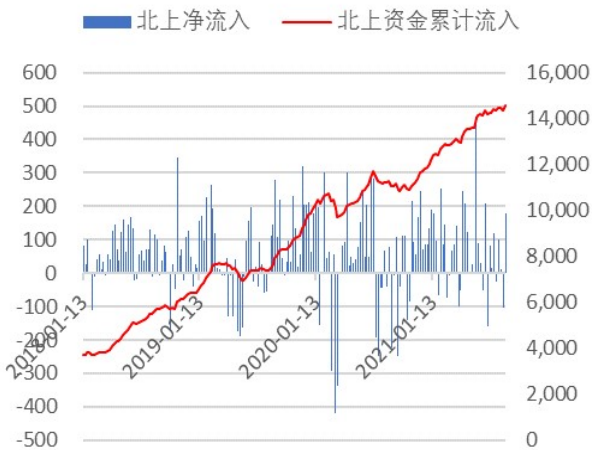
数据来源: wind , 混沌天成研究院



数据来源: wind , 混沌天成研究院

图表 11: 北上资金动向 (亿元)

图表 12: 融资余额变动 (亿元)



数据来源: wind , 混沌天成研究院



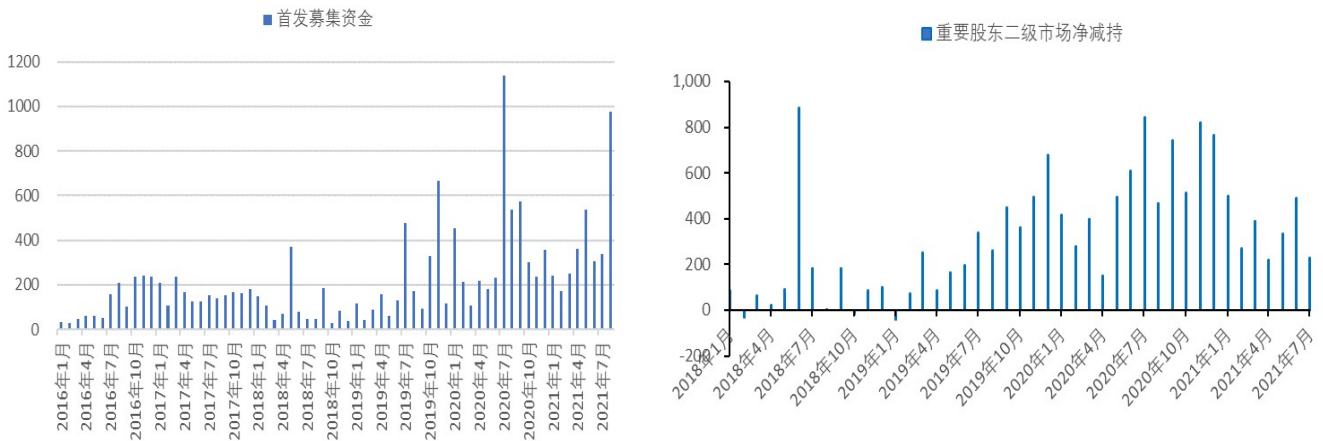
数据来源: wind , 混沌天成研究院

2、资金流出

本周 IPO 融资规模有所上升, 本周总共只有十支新股网上申购, 总募集资金约 130 亿, 其中时代电气募资 75.5 亿规模较大。而产业资本减持压力本月有所减小, 重要股东二级市场前四周合计净减持 227.6 亿, 较前上月减持压力减小明显。

图表 13: IPO 上市募集资金规模 (亿元)

图表 14: 产业资本减持 (亿元)



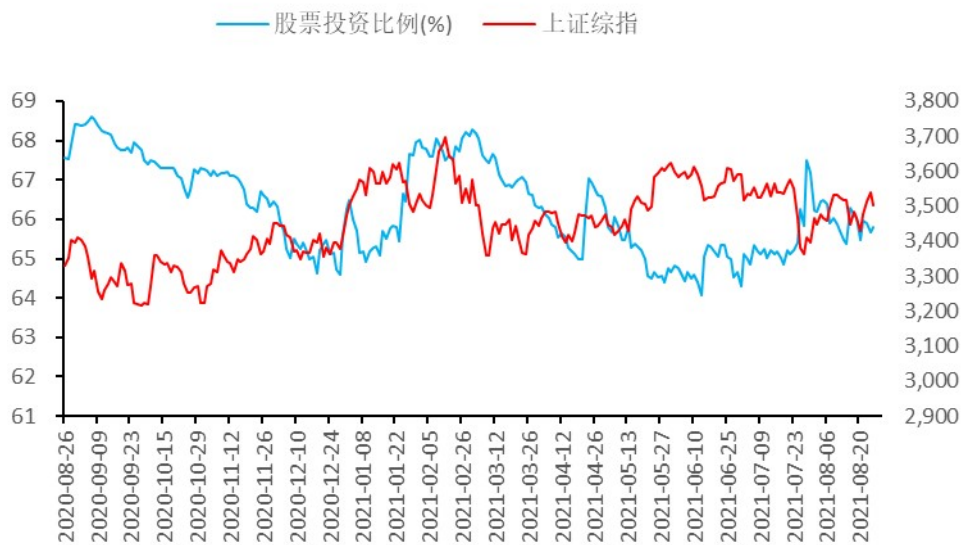
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

3、基金仓位

本周开放式基金仓位有所提高,截至8月19日,股票投资比例为65.8%,环比上周五小幅下降约0.2%,相对过去一年仓位仍处于偏高位置。

图表 15: 开放式基金股票仓位



数据来源: wind, 混沌天成研究院

三、估值

1、整体估值

股指目前估值并不算贵,相对于固定收益类仍然有吸引力。今年三大股指平均估值水平回落明显,主要驱动在于企业盈利的改善和权重股的回调。其中中证500ERP走高趋势明显,或将持续吸

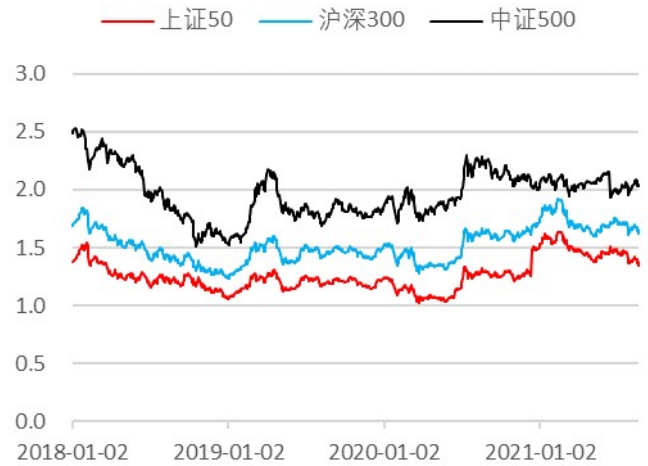
引资金流入。

图表 16: 三大股指平均市盈率 (TTM)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 17: 三大股指平均市净率 (LF)



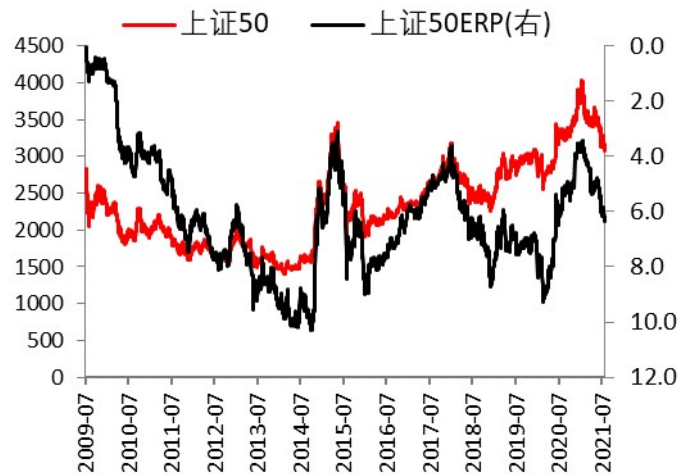
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 上证指数 ERP (%)



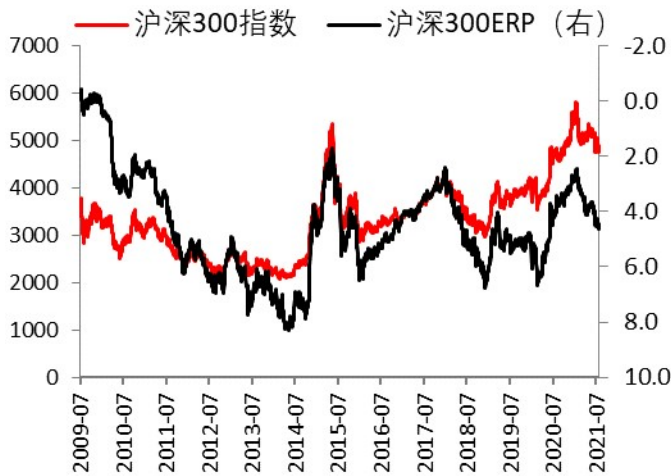
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 19: 上证 50ERP (%)



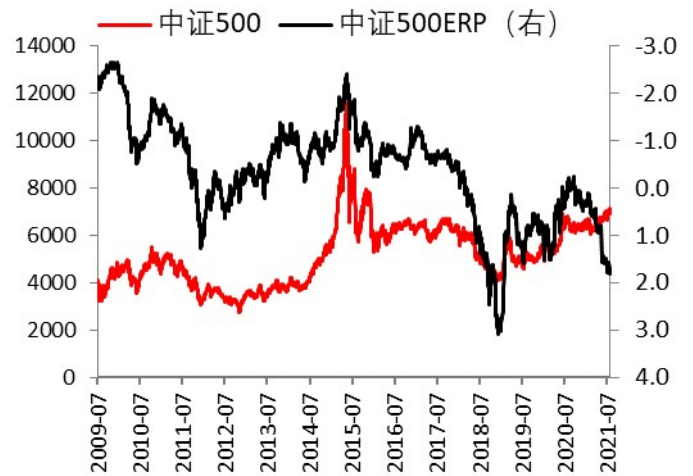
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 沪深 300ERP (%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21: 中证 500ERP (%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

2、行业估值

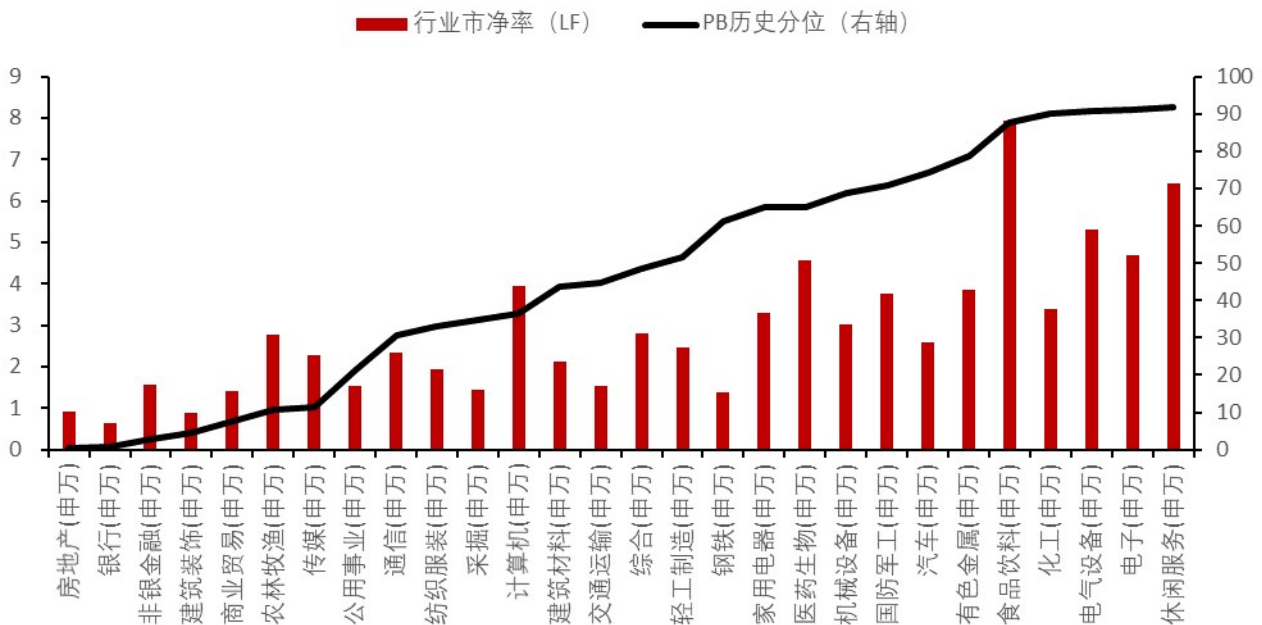
分行业来看,当前估值处于极度分化状态,我们认为这种分化中长期仍有望持续。地产,金融,传媒行业处于非常低的历史分位,而电气、汽车、化工等行业处于非常高的历史分位,这主要是由于碳中和叠加疫情复为这些板块景气度带来了显著拉动,我们认为经济整体向碳中和转型是长周期的事件,海外还有巨大的疫情复苏空间,周期和新能源逻辑还未走完,阶段性或有回调但中长期分化或将持续。

图表 22: 申万一级行业市盈率和历史分位 (历史起始自 2010.1.1)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23：申万二级行业市盈率和历史分位（历史起始自 2010.1.1）



数据来源：wind，混沌天成研究院

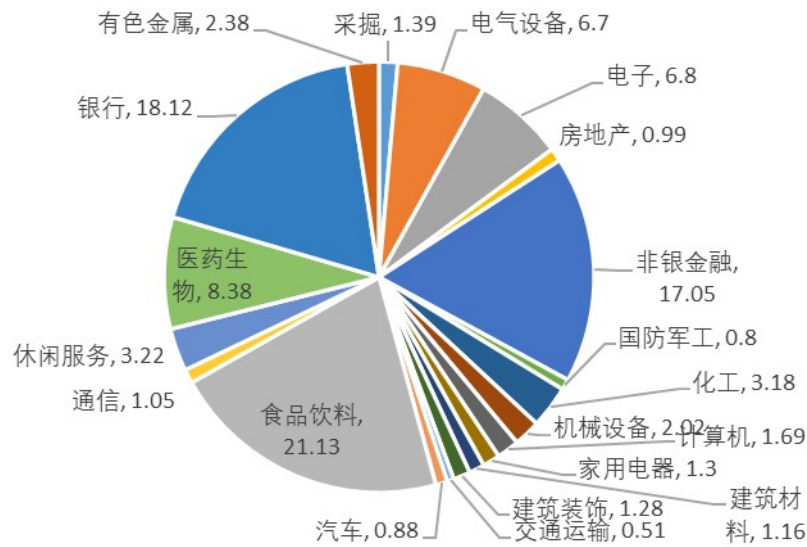
四、股指

最新的股指行业权重如图所示，IH 主要由两部分构成，大金融板块占比 35%，食品饮料+医药板块占比 30%，电子电气代表的新产业方向占比 13.5%，其余以各类周期和制造业方向为主，占比 21.5%。IF 中金融板块权重为 22%，食品饮料和医药有 22%，电子电气提高至 17%，其余行业比重有 39%。IC 行业非常分散，金融比例降至 5%左右，食品饮料和医药降至 13%，其余分布在各行各业制造业。其中医药、电子、电气三大行业在三大股指中权重较为接近，造成三大指数分化的主要板块为金融、食品饮料（白酒）和周期制造类行业。

从板块走势看，对股指分化造成影响的板块处于较为分化的状态，金融、地产、传媒行业处于长期阴跌阶段，食品饮料和医药处于中线回调阶段，资金仍然围绕新能源材料为代表的上游行业炒作，同时有扩散到中游机械制造板块的趋势，制造业仍然是当前主线。

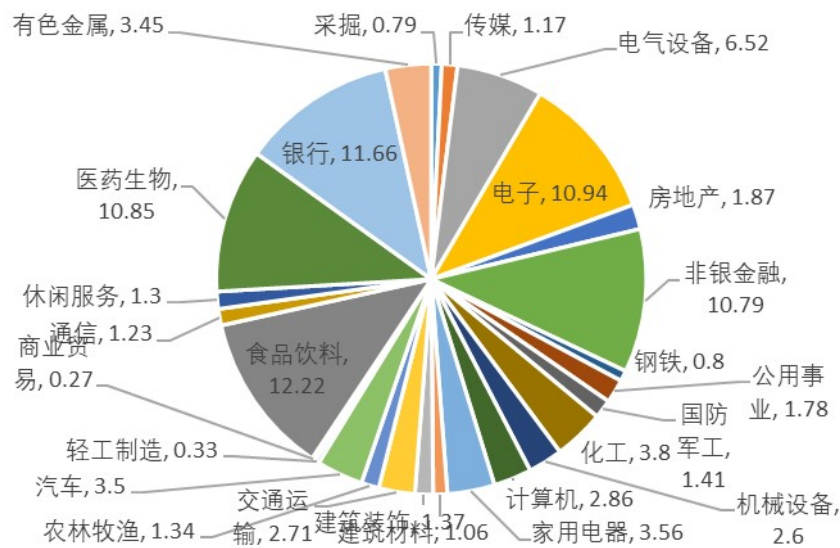
对于未来走势，我们判断如下：1. 大金融板块回调较深不易过分看跌；2. 食品饮料和医药行业长线逻辑在于未来人口老龄化和利率中枢下行趋势的判断，当前遇到政策等利空因素估值回调，但中长线逻辑未变；3. 新能源为主的电气板块阶段呈现泡沫状态，但仍然是当前主线；4. 周期板块上升趋势仍未结束。基于以上判断，我们认为 IH 不易继续看跌，空头头寸可以阶段止盈；IF 代表了各行各业最主要的核心资产，长期看仍然是最有价值的头寸，建议以左侧建仓思路为主；IC 受益于周期行情最多，预计中线上涨趋势未变。

图表 24: 上证 50 行业权重构成 (%)



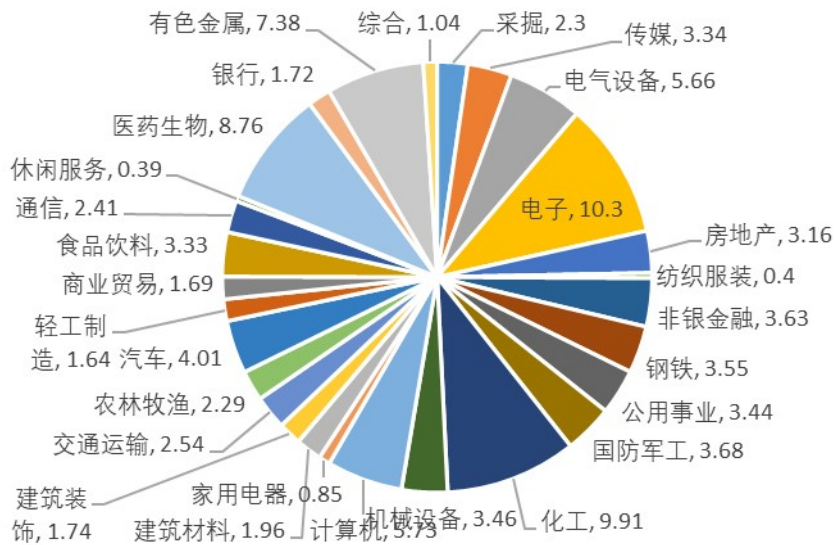
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 26: 沪深 300 行业权重构成 (%)



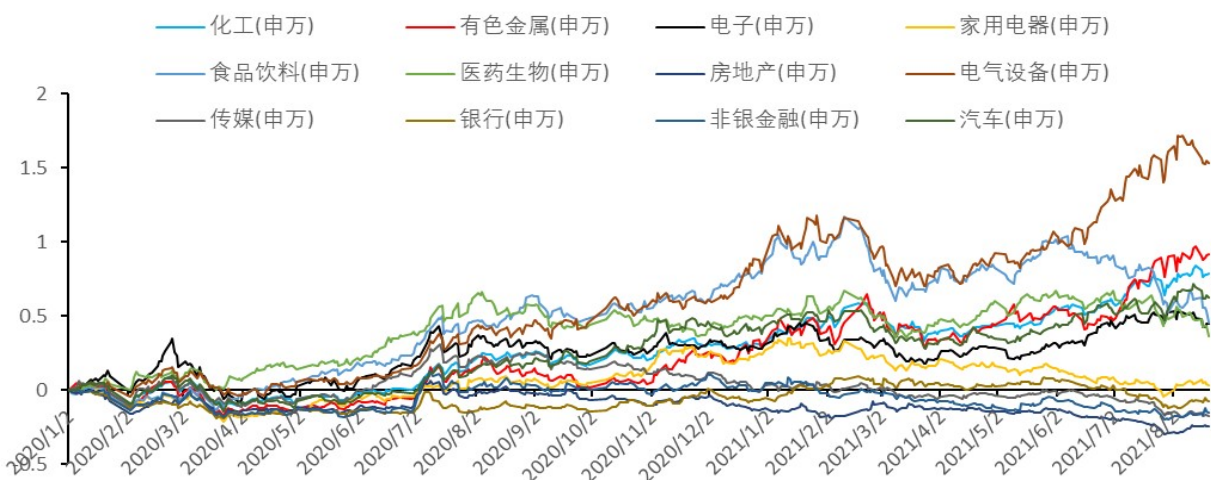
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 27：中证 500 行业权重构成 (%)



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 28：2020 年以来各申万一级子行业市场表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

五、策略

做多 IC：建议阶段止盈前期 IH 空单，IC 仍可中长线继续持有。海外复苏还有较大空间，供应链问题利好国产替代，国内对于产业升级方向将会持续支持。我们看好周期复苏、国产替代、和新能源方向的中长线持续性行情。

逢低做多 IF：大金融板块估值处于历史低位，继续下跌空间十分有限，白酒医药在未来老龄化趋势和利率中枢下行的逻辑未变情况下，中线充分调整后将有长期持有价值。IF 代表各行各业核心资产，仍是最有价值长期头寸。

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。