

## 结构性行情持续，IC 强于 IF 势头延续

宝城期货金融研究所 程小勇

在经过 3 月下旬小幅反弹之后，反应大盘股的沪深 300 指数在 4 月上旬再度下跌，年初以来“抱团股”持续大幅调整的势头没有得到逆转。而反应小盘股的中证 500 指数在 3 月份小幅反弹之后，4 月份调整幅度有限。

我们认为 A 股结构性熊市特征还将持续，随着输入性通胀压力传导，部分小盘股可能也会受到拖累。整体上，我们倾向于 A 股调整尚未结束，但是部分低估值板块受冲击较小，尤其是业绩弹性较大的制造业升级和绿色低碳板块反而会逆势上涨，未来 IC（中证 500 期指）会继续强于 IF（沪深 300 期指）。

### 美债收益率略微回落，A 股抛压短期缓解

今年以来，美债收益率变动是影响资产价格最重要的因素，2021 年 2 月-3 月，包括美股和 A 股大幅调整就是由美债收益率攀升导致的，主要体现在无风险利率上升下高估值板块的“杀估值”压力。对于沪深 300 等大盘股或者龙头股而言，中国货币环境在去年二季度之后就出现拐点，而今年一季度美债收益率攀升代表全球美元流动性也出现拐点，因此作为全球无风险利率的基准 10 年期美债收益率攀升对 A 股市场不利的。

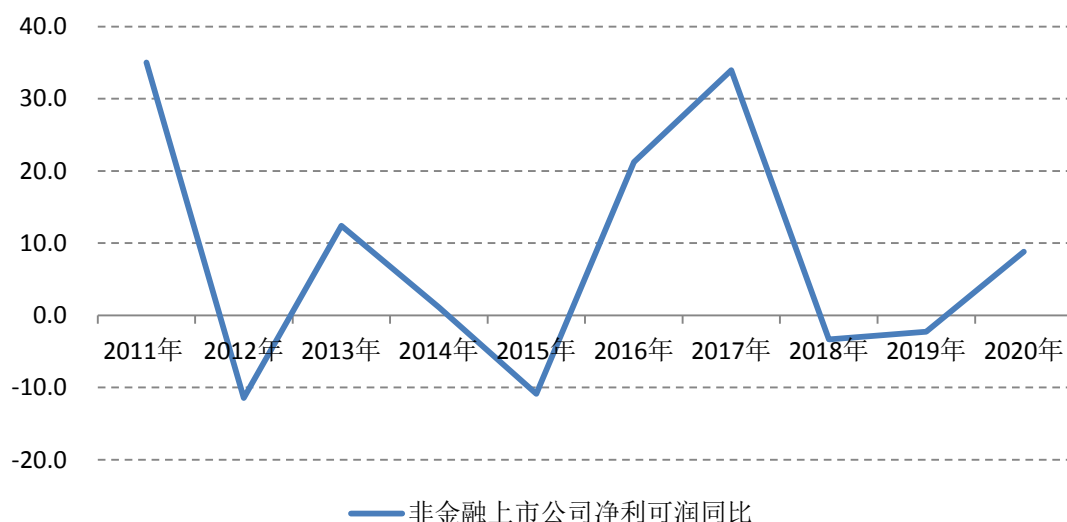
4 月上旬，美债收益率出现一定的回落，这也意味着美债收益率攀升对 A 股带来的抛压出现一定程度的缓解。美债收益率回落可能与美债发行量放缓有很大关系，数据显示，现在财政部账上有 1.4 万亿的现金，债务上限要求 7 月底之前 TGA 账户余额必须缩减到 1200 亿，这意味着美债在二季度发行的必要性下降，美债供应过剩压力在一定程度上减弱，美债价格反弹，美债收益率回落。

然而展望未来，美债收益率攀升势头可能尚未结束，主要原因市场美国通胀压力攀升和美国大规模财政刺激计划的资金缺口是否可以通过加税来弥补还有待观察。数据显示，市场上的未偿美债数量正在以创纪录的数量增长：为满足刺激计划资金需求，美国财政部每季度的新发债券规模达到 6500 亿美元。即便考虑背后的“以新换旧”，市场上美债的净增长数量也是惊人的，美债供应超过需求意味着美债收益率上升还有空间。

### 输入性通胀带来三大负面影响

首先，输入性通胀可能对未来上市公司企业利润带来影响。以存货周转天数来粗略的衡量各个板块从购进原材料上涨反应到企业盈利表现的时滞期，发现多数制造业板块的存货周转月数集中在 2-5 个月，即对于多数行业而言，存货购进价格的提升会在约 1 个季度后反应到企业财务报表的盈利能力指标项中，即 2021 年二季度企业盈利能力会受到一定影响。

图 1：非金融上市公司净利润同比增速可能放缓

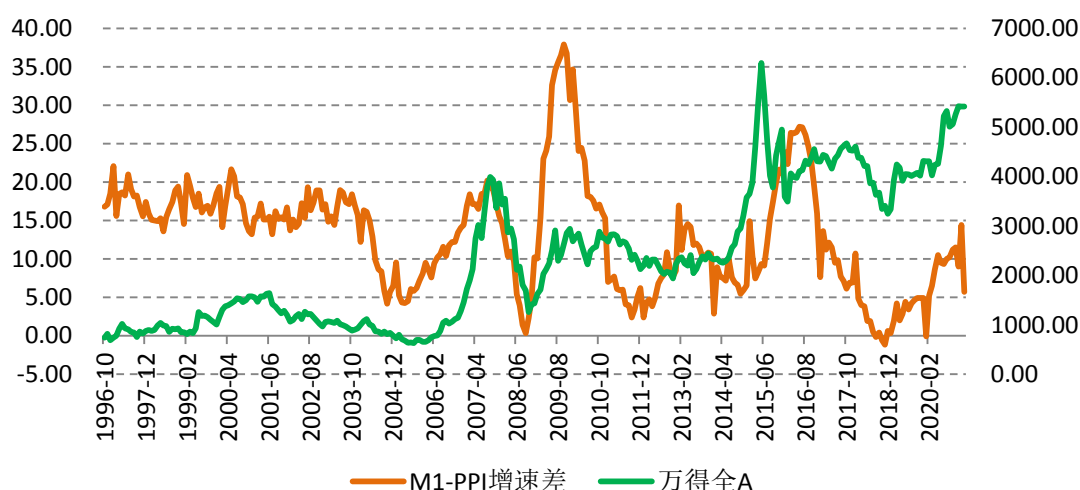


统计发现，截止 2021 年 4 月 9 日，已经发布一季报的万得全 A 非金融上市公司归属母公司净利润同比暴增 306.38%，这是 A 股历史上从来没有过的，这与 2020 年疫情带来的低基数和前所未有的刺激有关，未来盈利增速在输入性通胀压力冲击下回快速回落。

3 月份中国 PPI 同比增速攀升至 4.4%，涨幅为 2018 年 7 月来最大，超过预期的 3.6% 和前值 1.7%。且目前原材料价格上涨还处于传导过程中，尚未波及到终端消费行业，目前下游行业产成品价格涨幅有所走阔，同时耐用消费品快速提价是初步验证，但是面临一个问题是居民可支配收入并没有跟上经济增长的修复，对居民的价格传导可能不畅，下游企业可能被迫接受高成本和低销售价格的两头挤压。

其次，PPI 持续反弹，意味着 M1 和 PPI 的增速差会继续快速回落。从历史上来看，M1 和 PPI 增速差下行阶段，中国 A 股几乎没有出现过上涨，要么持续下跌要么横盘整理。主要原因市场 M1 增速回落，代表居民部门的现金流回落，一方面意味着居民消费能力会下降吗，加杠杆能力下降，零售和地产会降温，带来经济回升势头放缓；另一方面代表居民部门流向股市的增量资金减少，不利于 A 股保持高估值的状态。

图 2：M1 和 PPI 增速差回落不利于 A 股走强



最后输入性通胀可能带来货币政策收紧的压力。虽然，从历史上来看，中国央行货币收紧参考的依据是核心 CPI，当前核心 CPI 在历史上并不高，同比增速仅仅只有 0.3%，但是从历史上看，PPI 增速大幅回升一定会传导至 CPI，不同的是传导时间的问题。另外，随着经

济指标持续稳定，货币转变为边际收紧的可能性大于继续放缓的可能性，在考虑到稳定宏观杠杆率的要求和稳定房价的要求，货币政策对 A 股影响未来趋势还是偏负面的。

总结，总估值来看，包括白酒等“抱团股”的估值在历史上是偏贵的，估值的偏贵会带来的问题是，任何市场扰动都会带来边际资金的变化。不过，对于部分中小企业而言，由于其业绩弹性较大，估值并非贵，且迎来绿色低碳和海外需求复苏的利好，其反而存在机会，因此部分高估值的核心资产和白马股调整尚未结束，未来的机会在于低估值的中小盘股，做多 IC 做空 IF 的投资组合安全边际较高。