

## 理性看待五月底的上攻行情

### ——六月权益市场宏观运行环境分析兼谈汇率走势

#### 内容提要：

我们认为必须理性看待五月底的上攻行情，即不必过度情绪化和乐观。五月底的行情有可能带动市场进入一个相对比较高的平台继续进行震荡整理，同时，展现出一系列的结构性机会，但是，市场依据缺乏持续性上升的宏观面基础。结构性行情的根本原因依旧在于所谓的核心价值股市场估值偏高，同时，市场又存在着一些一批低估或者前期调整过多或者是有事件性因素驱动的题材股、概念股和热点股，也存在着一批符合国家经济发展战略行业中的优势企业。同时，必须理性看待人民币的升值及其对资本市场的影响，人民币汇率缺乏单边升值的基础，双向波动依旧是常态。

在《五月权益市场宏观运行环境研究》中指出，五月行情难以出现红五月，并认为结构性调整将进一步深化。但从五月的走势看，市场出现了先抑后扬走势，各指数在探底4月以来最低点后，特别是5月25日在券商股、白酒股等的带动下市场出现了放量上涨。截至到5月27日，沪深300指数和中证500指数分别回升了4.19%和3.08%，上证50指数更是上涨了4.98%。展望六月，市场关注的这一轮上行行情是不是在六月将继续得到延续。

我们认为，尽管五月底的大涨对技术面进行了比较好的修复，市场有望在更高的平台进行运行，但是，市场的上升基础并不牢固，这决定了市场的上升空间相对比较有限，结构性行情依然是今后行情的主流。

首先，多头解释本次上行的一个原因是因为人民币汇率升值。从理论上讲，确实一国货币的升值会带来资本的流入。但是，就我国而言，人民币汇率的坚挺带来的资金流入主要体现在债券市场上，对股票市场的影响并不明显。

一是从国际收支的数据看，人民币汇率的坚挺，特别是去年以来人民币汇率的坚挺主要体现在债券市场的资金流入，而对股票市场资金流入美元影响。以下图为例，无论是去年的3季度、4季度，还是2017年的四季度和2018年的一季度，人民币汇率升值时期，债券投资项目为净流入，但是，股票投资项目表现为净流出。

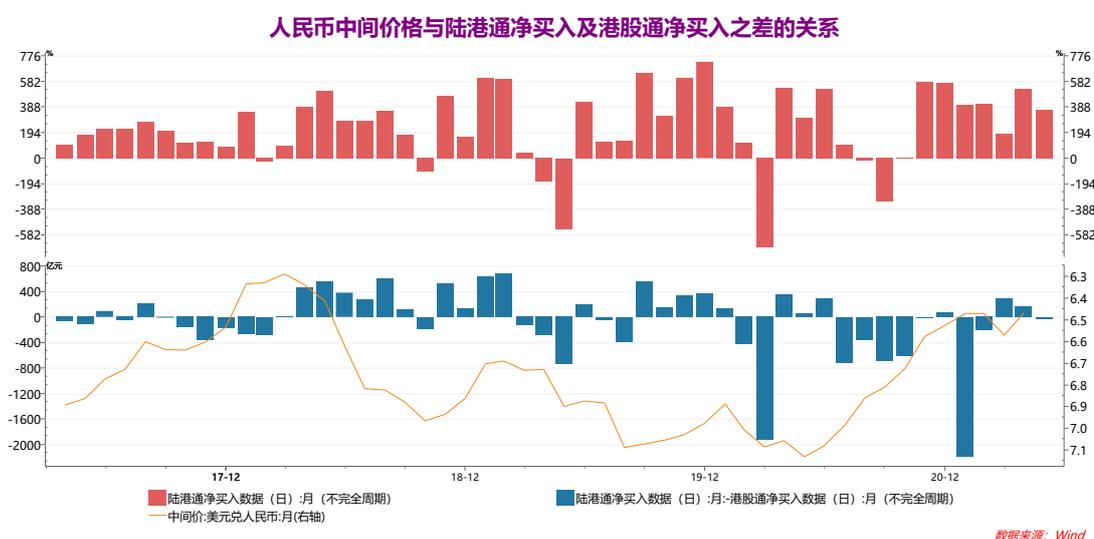
图 1：汇率升值引起的资金流入主要体现在债券投资上



数据来源: Wind

二是从港股通和陆股通资金的净流入情况看，人民币汇率升值或者是贬值，并不存在着和陆港通资金流入存在着线性关系。相反，在人民币汇率贬值的情况，陆港通净买入反而更加活跃，如 2019 年和 2018 年，而在人民币升值期间，陆港通净买入反而趋于平淡，如 2020 年和 2021 年一季度。

图 2：中间价与陆港通净买入和港股通净买入及其之差的关系



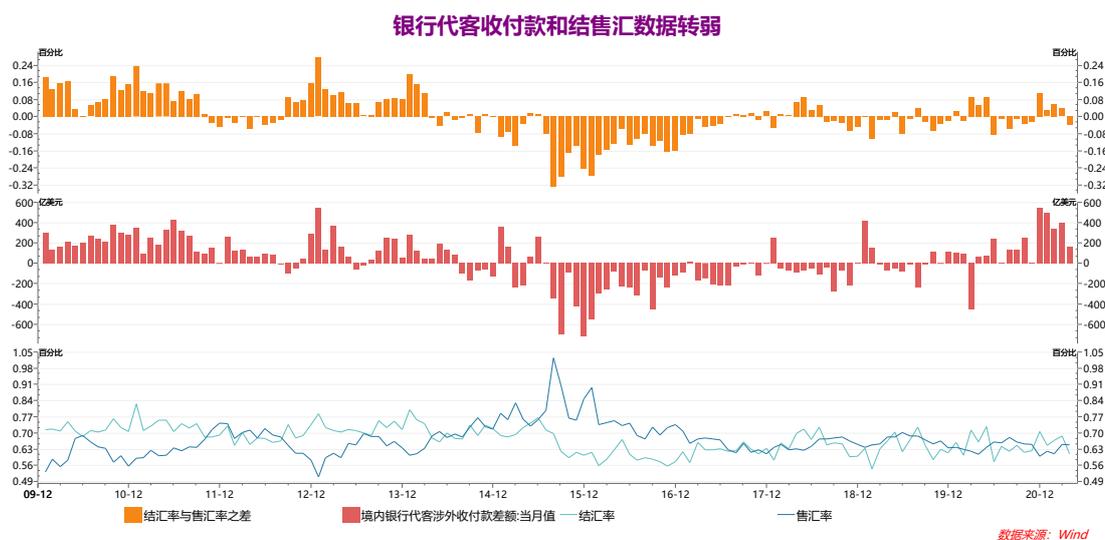
其次，尽管人民币近期兑美元出现了明显的升值，但是，我们注意到无论是 4 月的中央政治局会议还是国务院常务会议，均强调保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，我们注意到这一表述是在人民币趋于升值的情况下强调的，这和以前在人民币汇率趋于贬值时的强调有着本质的不同。央行近期也表示人民币的双向波动特征。这说明在政策面上看，人民币汇率并不具备单行升值的基础和条件，双向波动，有管理的浮动是其基本的特征。

第三，有人称推动人民币升值缓解输入性通胀的压力。我们认为这一做法是得不偿失的，将对出口企业、特别是中小企业的出口导致严重的损害。这种说法

也是忽视了前期大宗商品价格上涨的原因，除了国际市场价格上涨外，国内因素，如市场的投机、碳中和、国内需求的上升也是推动大宗商品价格上涨的重要原因。再加上我国进口商品价格弹性比较低，起到了推波助澜的作用。

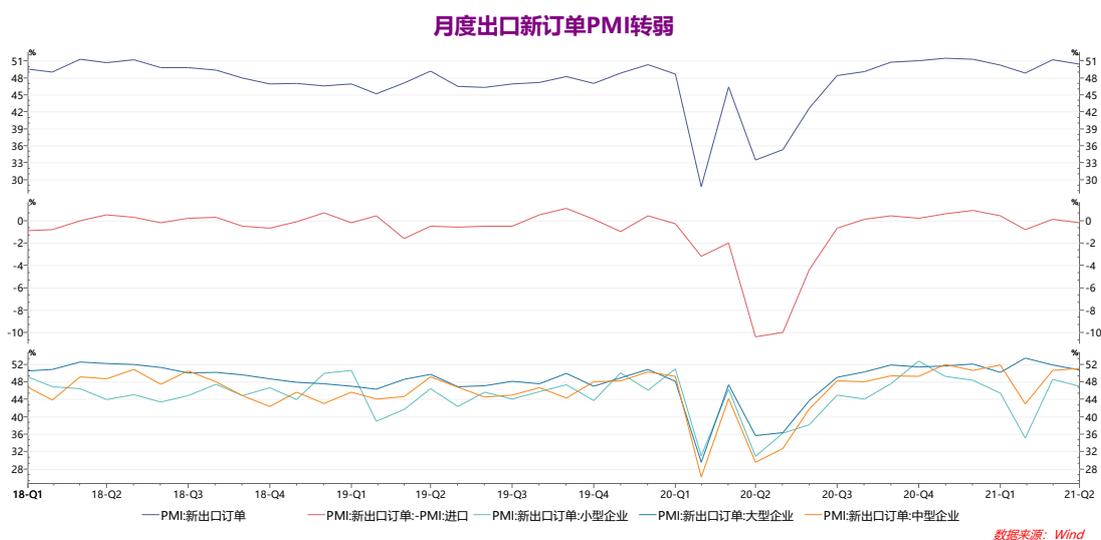
第四，本次汇率上涨既有美元指数下行的影响，也有中国部分对外经贸、金融数据较好的原因。但是，也应该看到，有些对外经贸、金融数据并不是十分理想，如4月的银行结售汇数据转弱。4月的出口新订单PMI数据等。因此，汇率持续出现单边上升的条件并不具备或并不充分。

图 3：银行代客收付款和结售汇数据转弱



与此同时，4月的出口新订单PMI等数据也转弱。

图 4：月度出口新订单 PMI 转弱



因此，汇率持续出现单边上升的条件并不具备或并不充分。

其次，从本次行情的领头板块看，主要集中在券商、白酒等机构重仓股，带有自救性质。这些板块的主要问题依旧是估值偏高问题。以“贵州茅台”为例，其目前的股息率不到 1%，而 10 年期国债的到期收益率在 3% 以上。券商板块不仅存在着分化，券商中的领头股——“东方财富”其市盈率高达 50 倍以上。从国内头部券商看，其收入和利润中位数和在美上市的境外头部券商还是有较大距离的。

表 1：美股投行股与国内券商股部分指标中位数比较

	市值（亿元）	总收入（亿元）	净利润（亿元）	净资产收益率%
国际券商	3832.22	1033.45	225.63	11.75

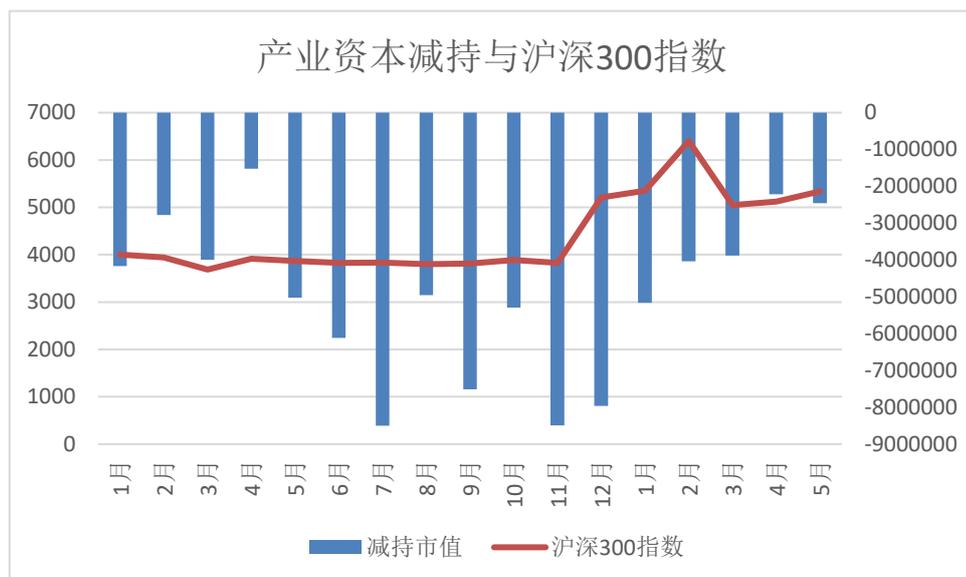
国内券商	1649.35	286.32	97.74	9.5
------	---------	--------	-------	-----

但从上表看，国内券商的市值也和境外的有不小差距，因此，面对资本市场的开放，国内券商的机会在于重组和兼并。目前，国内中信证券和中信建投的市值合计已经达到 6019 亿元，大大高于在美上市的国际投行的中位数，但其净利润合计 244.11 亿元，低于国际投行的中位数。

本轮券商行情让人们不由想起去年 7 月的券商行情，那波券商行情的持续性也差强人意。和去年 7 月的券商行情相比，无论从目前的市值、估值水平看，还是从宏观基本面看，目前均和去年 7 月有一定的距离。从技术面看，上档也存在一定压力。我们认为，券商成长性最好的阶段是 2019 年和 2020 年，目前券商的高成长阶段已经过去。券商作为整体其成长性已经进入了阶段性瓶颈状态，当然不排除少数优势券商继续做强做大。部分券商确实存在着收购兼并的市场性机会。

观察市场估值高低另一个指标是看产业资本的减持态势。如下图所示，5 月的产业资本减持总量确实不大，截至到 5 月 28 日，公告减持的是 2460631.9022 万元，和 4 月相差也不大，但是其中有 1075206.1657 万元是 5 月 25 日以后四天行情起来后公开减持的。只要市场起来，市场估值高估就会加速产业资本巨量减持。

图 5：月度产业资本减持情况



另一个考察估值的角度是考察国债和股票的相对收益率。5 月份，国债和股票同时出现了上涨，导致国债收益率出现了下跌，也导致的股票的 PE 倒数出现了下跌。PE 倒数和 10 年期国债收益率之差依旧保持正值，而且差值较 4 月有所扩大，但总体低于去年水平。

图 6：股债相对投资价值对比



5 月股债同时回升的主要因素是流动性依旧相对宽裕，4 月中央政治局会议

和央行季度货币政策执行报告均表示将继续维持货币政策的稳定性。但是，从部分指标看，市场流动性的充裕可能到了一个零界点。

首先，从4月央行的资产负债表看，4月的超储率可能较3月的1.5%超储率已经出现了回落，估计在1.2%以下。

图 7：月度超储率估算



其次，从DR007的走势看，近期有所回升，超过了7天的逆回购利率。说明市场流动性相对充裕的情况有所变化。同时，在DR007超过了逆回购利率的情况下，市场流动性相对充裕的情况有所变化。同时，在DR007超过了逆回购利率的情况下，市场流动性相对充裕的情况有所变化。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19812](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19812)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn