

宏观点评 20230108

又见股汇“开门红”，这次有何不同？

2023年01月08日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《优等生 vs. 差等生：放开下的全球消费复苏》

2023-01-04

《大宗商品的2022》

2022-12-31

■ **2023年的股汇开门行情比往常更红，后续会如何演绎？**在没有美元指数“助攻”的情况下（美元企稳回升、一度重回105上方），而人民币汇率（本文中指代美元兑离岸人民币汇率）上涨1.5%，无独有偶，开年以来股市也“热火朝天”，A股（wind全A指数）首周上涨近3%，港股更是涨超5%，均是近年来表现最佳（图1）。我们认为本轮股汇开门红的核心驱动在股市（图2和3），而汇率的强势也会进一步对股市进行加持。历史上2017年和2019年也曾出现过股汇“开门红”，并在之后的第一季度守住了这一果实，我们认为今年的情况可能更类似2019年，除了聚焦国内经济复苏、扩大内需的逻辑外，还应关注外资重回中国市场选择的方向。

■ **人民币方面，除了季节性外，今年股市 α 的特征很明显。**从历史行情看，人民币汇率在1、2月往往是倾向于升值的（即使美元升值），但是2023年以来季节性不是主要原因。观察2016年以来的行情，虽然有季节性的加成，但是1月当美元指数升值超过0.64%时，人民币汇率往往还是会贬值，而本周大部分时间内，美元指数的年内升值已经超过1%（不过美元指数在周五晚间非农数据公布后出现大跌），但是人民币汇率不为所动（图4）。

■ 我们在之前的报告里，将人民币汇率分解成“美元基准”和“溢价”两个部分，而从资产配置和资产之间的相互关系来看， $\text{人民币汇率} = \beta(\text{美元}) + \alpha(\text{进出口, 国内权益资产, 国内债券资产, ...})$ ，同时人民币汇率作为重要的市场情绪因子，也会进一步影响A股和港股的大盘走势（图5）。从这个框架来看，我们可以把2022年11月以来本轮人民币汇率升值分为两个阶段：

第一阶段是2022年11月至12月，人民币汇率的美元 β 和 α 因子共振推动的升值：一方面，美国通胀连续超预期回落下，市场对美联储放缓加息甚至转向降息的预期升温，施压美元；另一方面，国内在疫情和地产政策上都开始加大发力，这既使得中国经济的复苏预期升温，压制美元指数，也使得人民币资产的风险属性改善、更受海外投资者青睐。

第二阶段是2023年开年以来，人民币汇率的美元 β 和股市驱动的 α 因子出现分化，但 α 因子开始占主导。一方面，在美联储官员鹰派论调下市场重估其2023年降息的概率，美元指数企稳反弹，美元 β 开始转向不利于人民币；但另一方面，疫情达峰超预期加速来临以及地产政策的持续发力，继续改善人民币资产尤其是权益资产的吸引力，外资持续流入支持人民币汇率继续升值，而人民币的稳定也为股市的情绪改善创造了环境。

■ **那么，以史为鉴股汇的“开门红”能不能守得住和什么有关？**我们发现2016年以来股汇“开门红”的行情并不少见（7年中出现了5次），但是在不包含2023年的前4次中，仅有2017年和2019年在此后的三个月中保住了开门红的果实，即股（包括A股和H股）、汇均继续上涨，概率为50%；从股汇资产的表现来看，人民币汇率的惯性明显更大，港股其次，而A股的稳定性最低：

■ **“成功守播”：2017和2019年。**背后的原因往往在于国内外基本面或政策面的改善，叠加情绪修复的加持。

2017年：复苏共振的确认。经过近两年对美联储重回紧缩的消化，全球经济在2016年下半年逐步进入复苏（图6），2017年则进一步加速，这是最大的基本面。尽管中国央行分别在2月和3月上调公开市场利率10个基点，但是全球共振复苏下，美元指数阶段性见顶、全球流动性改善，主要国家股市走高，市场风险情绪明显转好。

■ **2019年：情绪、政策双转向。**经济表现虽然不起眼，但是情绪和政策的转变十分明显。情绪方面，经过了2018年的大幅调整后，市场极其悲

观，2018年11月的民营企业座谈会一直被市场津津乐道为政策和情绪的重要转折点。**政策方面，国内外出现共振改善**，国内方面，2019年1月4日中国央行宣布大幅下调存款准备金1个百分点，2月15日公布的金融数据大超预期进一步强化了“宽信用”的预期，**而海外方面，美联储领衔海外央行表达了暂停紧缩甚至转向宽松的意愿**。美元指数呈宽幅波动，美国加息周期来到顶点，海外流动性放宽，美股年末见底后反弹，美债收益率持续下行，A股和H股均迎来大涨。

- **“未能如愿”：2018和2021年。共同点是出现拥挤交易和情绪亢奋，恰逢政策或者事件的冲击，值得注意的是2018和2021年初美债收益率的大幅上涨是刺破“泡沫”的重要导火索（图7）。**

2018年：复苏交易的终结。2017年经济和市场的乐观情绪延续到2018年，年初IMF上调全球经济增长预期进一步“火上浇油”，市场做空美元和波动率，做多非美和风险资产的交易情绪高涨。

但是大宗商品持续上涨，美联储继续紧缩的预期自年初后不断升温，10年美债收益率大涨、金融条件收紧，1月29日美股遭遇黑色星期五标志着市场调整拉开序幕，国内方面金融去杠杆继续推进，实体经济压力增大，1月底A股中小创公司业绩连续暴雷，内外部因素压制股市表现。

2018年初市场一度延续2017年的经济复苏和供给侧改革主题，A股的石油石化、房地产、建筑材料等板块，H股的能源业、地产建筑业等板块涨幅居前，但好景不长，**内外部流动性和实体经济的双重压力迫使市场交易转向偏向防御主题**，如A股的医药生物、社会服务等板块，H股的医疗保健业、必需性消费、公共事业等板块有良好表现（图8）。

2021年：股市“抱团”的反转。经过2020年股市绝地反击，在政策“不急转弯”和天量基金发行下，年初股市“抱团”明显，“以大为美”的特征演绎至极致，茅指数走向泡沫化。

但是基本上，经济已经开始从高位回落；政策上虽然国内不急，但海外冲击明显，年初美联储会议纪要带来的紧缩恐慌叠加商品和通胀的加速，美债收益率和美元迅速走高，全球股市经历回调，中国股市也不能幸免。

板块上，年初在抱团驱动下表现亮眼的**电力设备（新能源）和食品饮料（白酒）等板块缺席了之后的上涨**，受益于能源商品涨价、通胀上升以及疫情影响阶段性，钢铁，社服，石化，公用事业等板块后来居上（图9）。H股方面，能源业、综合企业、地产建筑业、原材料业、电讯业在年初总体表现相对较好，然而流动性的收紧同样压制了港股的一季度末表现。

- **从行业层面看，即使成功守擂，超额收益的行业板块也会出现比较大的变化。这可能与年初的市场交易可能继承去年的惯性有关，随着时间的推移，尤其是两会前后经济政策脉络凸显，市场主线可能会发生较大的变化。**2017年A股中，国防军工、美容护理、石油石化等行业在年初短暂走强，然而后续家用电器、建筑装饰、建筑材料、食品饮料、钢铁等行业的涨幅居前，**地产后周期和供给侧改革（钢铁行业等）是市场最主要的两条主线**。H股中表现较好的则是地产建筑业、资讯科技业和可选消费等板块（图10）。

2019年第一季度交出的成绩单和年初也大有不同。年初靠前的军工和非银等让位于农业、科技和消费三大驱动板块：农业主要是猪价进入上涨周期中养殖业发力；科技和消费则受益于全球极度宽松的流动性——前者还有贸易摩擦背景下科技创新独立自主和进口替代的加持，后者则充分受益于外资持续流入消费龙头白马股。H股中，表现靠前的主要是医疗保健业、必需性消费、非必须性消费、工业、地产建筑业等，凸显出市场情绪火热下的大消费主题表现较好（图11）。

- **展望后市，我们认为2023年可能更类似2017和2019年。人民币汇率仍有震荡升值的空间，股汇双涨的局面有望继续。正向看，2023年无疑**

在经济基本面和政策面上都会继续改善，当然不可否认的是经济改善的速度和幅度将不如 2017 年（第一季度的经济数据仍存在较大的不确定性），海外政策的宽松转向也比不上 2019 年（海外货币政策仍在紧缩中，短期内不可能转向宽松）。反向看，市场尚未出现全面的过度乐观的情绪（毕竟还有海外衰退的风险在），而且第一季度由于美国通胀的持续回落，我们也很难看到类似 2018 年和 2021 年美债收益率飙升的情形。

- 汇率方面，股市 α 将继续使得人民币汇率继续展现出“易升难贬”的特征。结合本周美国非农数据公布后市场的反映，人民币汇率极有可能在 1 至 2 月阶段性升破 6.80。股市方面，当前情形下行业受益逻辑可能主要来源于两方面：海外资金的偏好，受益于本轮防疫优化下的经济复苏。
- 本轮股汇双涨的背后，海外资金对于押注疫情防控优化背景下中国经济复苏的热情明显更高。结合疫情放开后居民对于相关药物的需要相对旺盛，以及相关部门推出的一系列松绑房地产政策利好经济等因素，医药和房地产及其配套行业或是直接受益者，分别在北向资金一个月以来净流入行业中排名第二和第八（截止至 1 月 5 日），而经济复苏的逻辑亦适用于食品饮料、家用电器等线下消费场景为主的大消费行业。如图 12 所示，北上资金近期增持这些行业的步伐明显较快，而考虑到持仓仍处于历史较低水平，后续空间仍值得关注。
- 关注经济复苏、政策扶持、外资持有偏好等多重利好加持的板块。综上所述，大消费主题下的食品饮料、家用电器、医药生物等板块受益于经济复苏和外资持有偏好的支持，医药和房地产及其配套行业则是政策扶持的直接受益者，上述板块有望在本轮股汇双涨中取得较好收益。
- 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

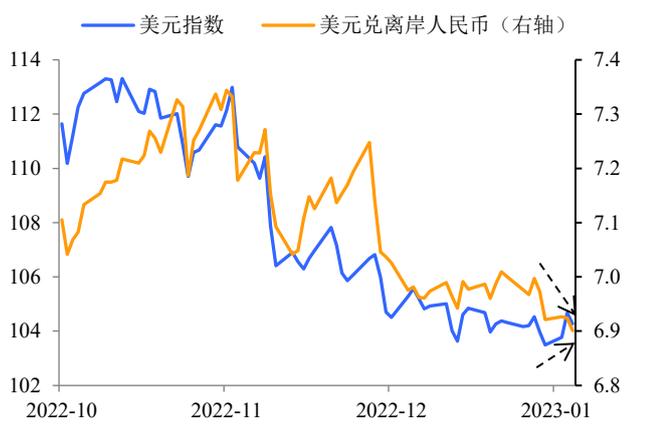
图1：2016年以来股汇开门红及后续股市和汇市的表现

| 年份 | 恒生指数 | | 万得全A | | 美元兑人民币汇率 | | 美元指数 | | 人民币汇率所处波段 | |
|------|---------|--------|---------|--------|----------|--------|---------|--------|-----------|------------|
| | 年初第一周变动 | 三个月后变动 | 年初第一周变动 | 三个月后变动 | 年初第一周变动 | 三个月后变动 | 年初第一周变动 | 三个月后变动 | 所处波段 | 低点时间 |
| 2017 | 1.7% | 7.7% | 2.0% | 3.2% | -1.0% | -0.4% | -1.2% | -0.9% | 贬值 | 2017-01-03 |
| 2018 | 2.0% | -2.7% | 2.5% | -6.7% | -0.3% | -2.9% | -0.2% | -2.4% | 升值 | 2017-10-03 |
| 2019 | 1.0% | 16.1% | 2.4% | 34.5% | -0.1% | -1.9% | -0.2% | 1.6% | 升值 | 2018-10-31 |
| 2021 | 1.1% | 4.1% | 2.7% | -5.0% | -0.6% | 1.4% | -0.5% | 2.9% | 升值 | 2020-05-27 |
| 2023 | 5.2% | | 2.9% | | -1.5% | | 0.3% | | 升值 | 2022-11-03 |
| 平均 | 2.2% | 6.3% | 2.5% | 6.5% | -0.7% | -0.9% | -0.4% | 0.3% | | |

注：上表总结了年初第一周及之后3个月相关资产的价格变动情况

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023年初人民币汇率和美元又出现了分化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：近期恒生指数和人民币汇率似乎更加相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

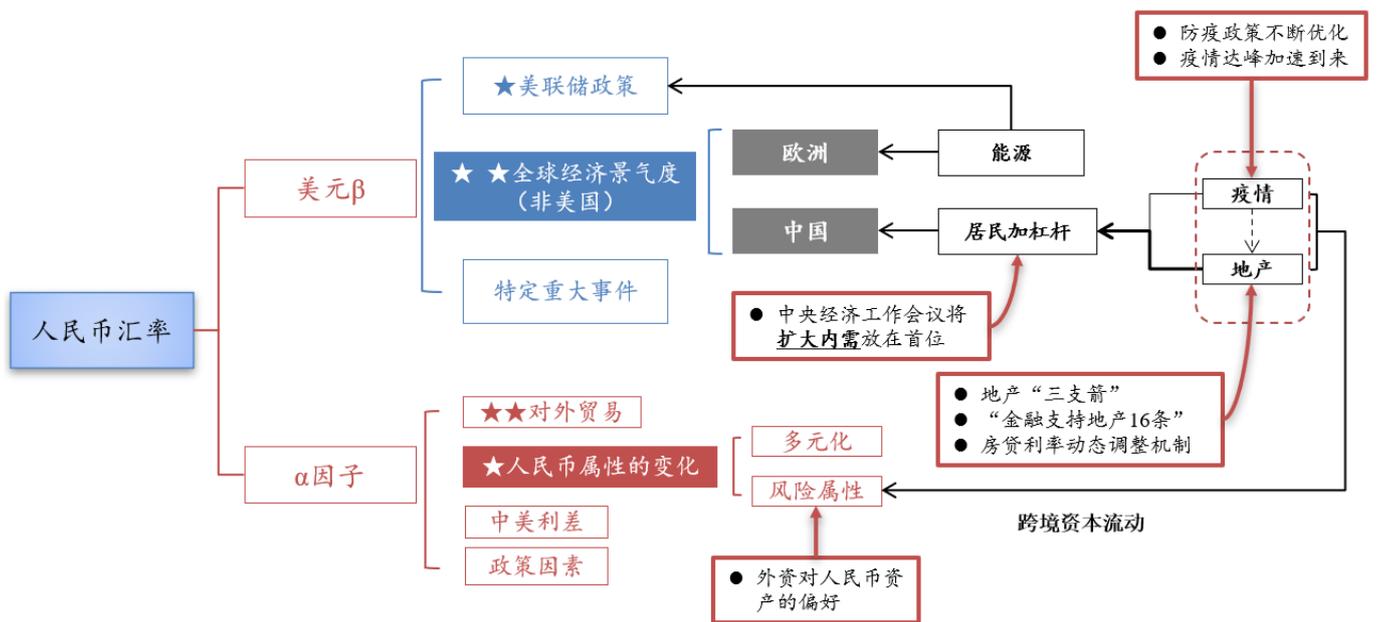
图4: 美元指数和人民币汇率的月度涨跌幅对比: 1、2月人民币往往容易升值

| 美元指数月度涨跌幅 | | | | | | | | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
| 2022 | 0.69% | 0.07% | 1.71% | 4.94% | -1.40% | 2.89% | 1.08% | 2.69% | 3.19% | -0.49% | -5.04% | -2.35% |
| 2021 | 0.64% | 0.44% | 2.47% | -2.02% | -1.59% | 2.81% | -0.29% | 0.60% | 1.74% | -0.13% | 1.87% | 0.08% |
| 2020 | 0.95% | 0.79% | 0.85% | 0.05% | -0.76% | -0.89% | -4.00% | -1.40% | 1.82% | 0.18% | -2.11% | -2.25% |
| 2019 | -0.54% | 0.70% | 1.06% | 0.29% | 0.26% | -1.62% | 2.47% | 0.27% | 0.57% | -2.10% | 0.99% | -1.86% |
| 2018 | -3.40% | 1.74% | -0.76% | 2.06% | 2.34% | 0.57% | 0.02% | 0.62% | 0.07% | 2.04% | 0.07% | -1.16% |
| 2017 | -2.75% | 1.78% | -0.79% | -1.50% | -2.09% | -1.38% | -2.95% | -0.20% | 0.48% | 1.61% | -1.64% | -0.81% |
| 2016 | 0.86% | -1.30% | -3.70% | -1.67% | 3.00% | 0.12% | -0.42% | 0.45% | -0.57% | 3.05% | 3.28% | 0.80% |

| 美元兑人民币汇率月度涨跌幅 | | | | | | | | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
| 2022 | 0.10% | -0.90% | 0.66% | 4.51% | 0.54% | 0.25% | 0.88% | 2.28% | 3.39% | 2.74% | -3.96% | -1.77% |
| 2021 | -0.83% | 0.50% | 1.29% | -1.38% | -1.57% | 1.50% | -0.08% | -0.13% | -0.08% | -0.67% | -0.64% | -0.01% |
| 2020 | 0.55% | -0.30% | 1.65% | -0.18% | 0.74% | -0.88% | -1.14% | -2.04% | -0.93% | -1.30% | -1.67% | -1.24% |
| 2019 | -2.34% | -0.09% | 0.30% | 0.22% | 2.95% | -0.98% | 0.60% | 3.65% | -0.29% | -1.32% | -0.20% | -1.01% |
| 2018 | -3.29% | 0.50% | -1.08% | 0.85% | 1.48% | 3.53% | 2.56% | 0.58% | 0.50% | 1.39% | -0.33% | -1.17% |
| 2017 | -2.04% | 0.41% | 0.23% | 0.38% | -2.19% | 0.50% | -0.78% | -1.95% | 0.79% | -0.23% | -0.32% | -1.48% |
| 2016 | 0.39% | -0.63% | -1.34% | 0.34% | 1.56% | 1.26% | -0.59% | 0.93% | -0.25% | 1.54% | 2.04% | 0.77% |

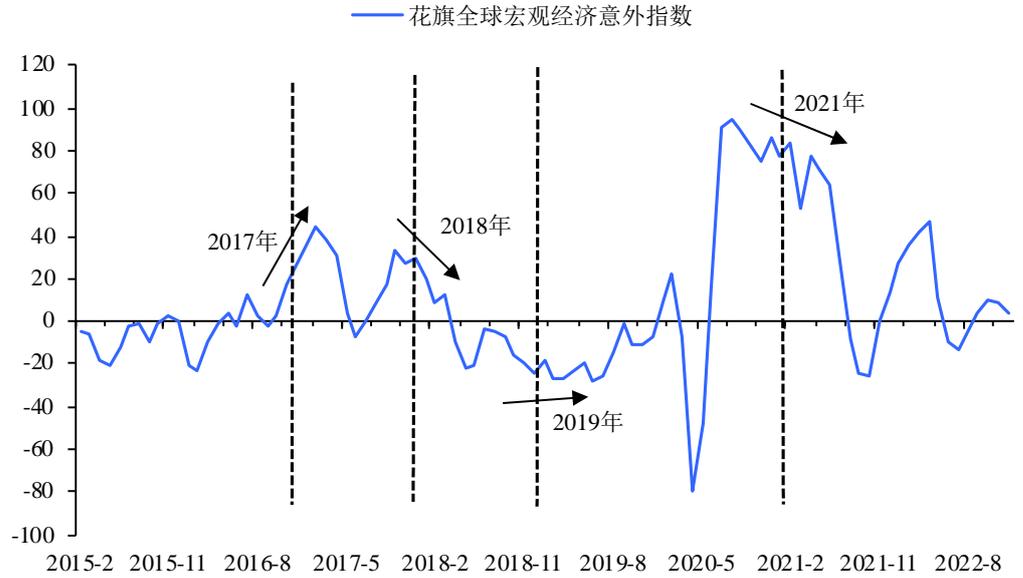
注: 上表中正值表示美元升值、人民币贬值, 负值则表示美元贬值、人民币升值。
 数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

图5: 人民币汇率分析框架: 疫情和地产变化的重要作用



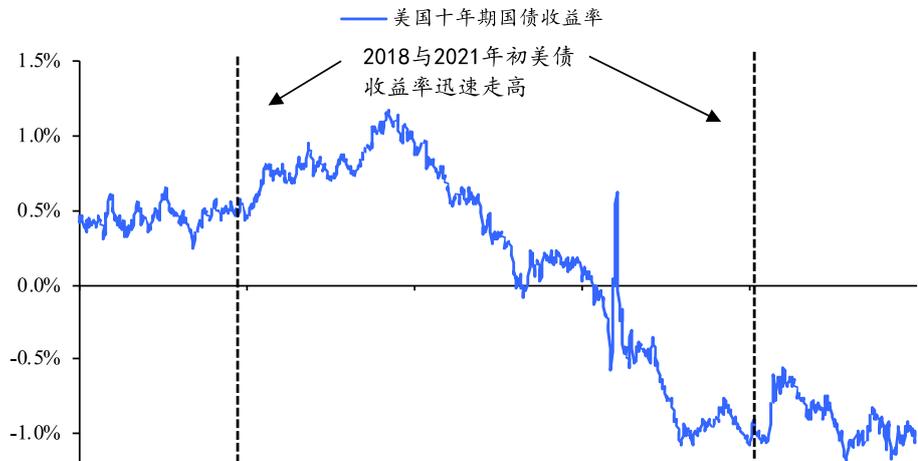
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图6: 花旗全球宏观意外指数: 2016 年底至 2017 年初经济预期迅速好转



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 2018 与 2021 年初美债收益率迅速走高



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_50931

