

宏观点评 20230522

“汇率跌，股市大涨”，除了巴菲特，我们还缺什么？

2023年05月22日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

■ 人民币破7了，但是可能被市场忽视的是日元也一度跌破了138，而且日元第二季度的跌幅明显高于包括人民币在内的其他主要货币（图1），但是日经指数刷新了1990年8月以来的新高，而上证综指还在纠结于3300的关口。除了巴菲特为日股的站台，怎么去看待中国和日本“汇率—股市”泾渭分明的表现？我们到底还缺少什么？

■ 从市场框架（基本面（预期差）+资金扩张机制+叙事/情绪）上看，与日本相比，中国基本面波动偏大且政策的支持力度相对不足，导致市场资金缺乏增量的逻辑，同时在主题和宏观叙事上也缺少对于外资的吸引力。而跳出市场框架之外，我们缺少的可能是一个摆脱美元霸权的全球货币体系。

■ 我们从三个维度来分析汇率和股市的宏观联动：基本面（预期差）+资金扩张机制+情绪和叙事。我们试图使用这一框架去解读股市和汇率市场之间的共同影响因素。“基本面”主要指的是经济的动能变化，以及由此带来的预期和政策的改变；每一轮市场的启动都需要相应的“资金扩张机制”——既可以是国内资金的自我循环扩张，也可以是外资流入带来增量资金；“情绪和叙事”与所谓的“风险溢价”密切相关，影响到市场行情的心理基础和可持续性。

在影响机制上，基本面对于股市、汇市的共同影响最大，而在其他两个方面，汇率更容易受外资流动和宏观叙事的影响。

■ 那么中国和日本在这三个维度上的表现如何？

■ **基本面维度，中国“弹性十足”VS日本“稳稳的幸福”**。截至4月中国经济疫情放开后的快速复苏基本结束，而回顾2023年以来中国市场的预期：从1月的乐观，2月的怀疑到3月的降温，4月的期待再到5月的失望，经济和预期都出现大幅的波动；反观日本，疫情以来经济基本保持稳扎稳打的特点，今年2月之后经济动能开始恢复。在全球经济放缓的大背景下，“稳稳的幸福”可能更加难能可贵。

微妙的政策预期优势。我们认为日本在政策预期（主要是货币政策）上具有一定的优势，2023年以来市场对日本央行调整甚至取消YCC政策或多或少都抱有一定的幻想，而日本政府的坚持则制造了一种超预期宽松的市场氛围。相较而言，市场对中国央行保持宽松有基本的共识，但降准降息预期不断延后、中央财经委员会明确“防止脱实向虚”，反而增加了“宽松miss”的风险。

在预期稳定的情况下，汇率主要跟着利差走。因此我们看到在少见的美日利差作用下，今年日元的弱势十分突出，而在经济预期不断降温的情况下4月底以来人民币的补跌也十分明显。

■ **资金扩张上，日股国内、国外“双轮驱动”**。从日本国内看，一方面，近年来日本企业增加了股票回购的规模，疫情之后股市的回购+分红的收益率逐步回到历史高位（2023Q1达3.94%），甚至高于中国；另一方面，日本央行的宽松定力使得融资成本极低，这使得股市加杠杆十分具有吸引力。从外资看，巴菲特的站台确实使得近期流入日本股市的资金有所加速。

对比而言，中国市场在资金扩张机制上“相形见绌”。一方面，国内股市加杠杆既面临着高成本的约束，也要承担“防止资金脱实向虚”的监管风险，而在就业和收入压力下“传说中”的居民“超额储蓄”也迟迟没有进入股市；另一方面，在预期下调、中美关系不确定性的压力环境下，即使在美国银行业危机和债务上限风险的加持下，外资流入中国的规模也相对有限。

相关研究

《经济放缓了，财政的压力也小了？》

2023-05-18

《挤一挤“通缩”的水分》

2023-05-17

- **主题叙事上，“日特估” VS “中特估”。**在境内市场热议中特估的时候，2023 年以来在东证交易所的牵头下日本股市也迎来消灭低估值的“日特估”主题，日本企业“三管齐下”：提高盈利能力和大规模股票回购以提高 ROE；改善公司治理、降低资本成本。

“日特估”是在当前市场估值框架内的优化，全球市场的接受度相对会更高。相较而言，中特估希望对现存的估值体系有所改革和突破，纳入更多中国特色的因素，目前看仍处于初始阶段，对于国内市场的吸引力尚难在全球范围内引起共鸣。

- **宏观叙事上，中美博弈，日本市场或受益。**中美关系的不确定性叠加中国经济复苏逻辑的重估压力，全球资本流动的规律和路径可能在发生结构性变化：此前在全球化的背景下，当美国或其他发达经济体出现区域性冲击时，中国经济的稳定性以及和全球市场的低相关性能够为资本提供庇护，这一点在疫情之后的 2021 年至 2022 年初尤其明显。

但是当前在中美“脱钩”的风险下，日本等非欧美的发达经济体（G7 阵营国家）获得额外的地缘政治溢价，得到外资更多的青睐。本质上，这体现了在当前全球美元体系下，“亲美”能获得金融上的安全溢价。

- 综合以上分析，我们看到虽然同样是汇率贬值，日本股市的“过人表现”，**在于更稳定的基本面、对于资本更友好的融资套利环境，以及更加契合当前全球货币体系的主题和宏观叙事。**而这对于我们意味着什么？

- **对于汇率来说，在复苏预期差矫正的过程中，利差和超调是两个关键词。**一方面，中美利差对于汇率的影响权重将上升，而这将给人民币带来贬值压力；另一方面，市场预期像钟摆，在向另一个方向的纠偏一定会出现超调，而这意味着人民币的贬值会阶段性超出利差指示的水平。

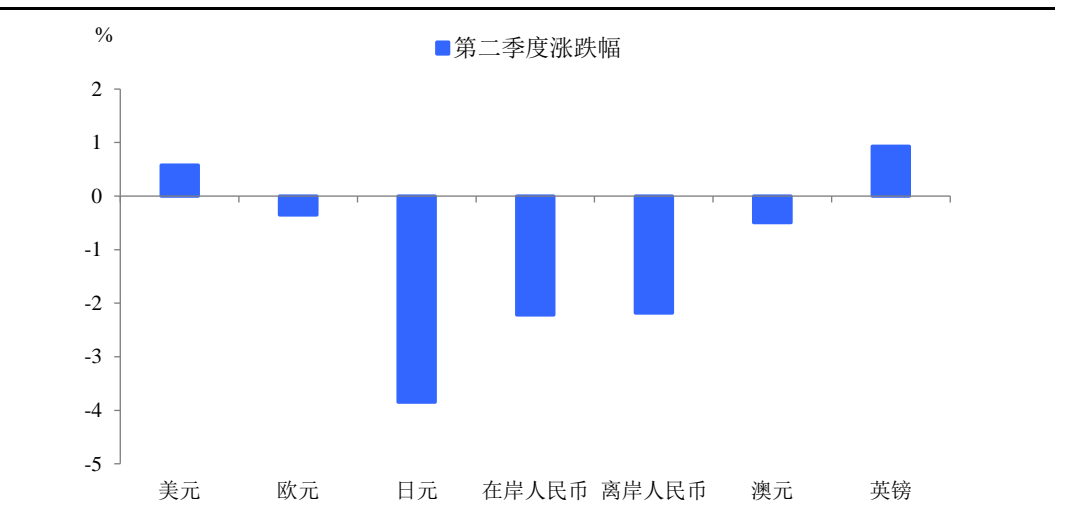
我们认为人民币第二季度可能出现贬值超调（短期跌破 7.1），但是从上周五央行的及时表态来看，推进人民币国际化对汇率稳定可能存在诉求，跌破 7.2 的概率目前看不大。

- **对于股市而言，外资流入多了一道障碍——日本股市。**此前全球资本面临的选择题可能是“欧美 or 以中国为代表的新兴市场”的二选一，但是在当前的经济和地缘政治背景下，日本等“亲美”市场可能成为额外的选项，这客观上限制了主动性资金流入中国的规模。

- **而从长期战略和金融安全来看，人民币国际化可能是必选项。**当前以美元为主导的国际货币体系使得“站队”有了额外的金融溢（折）价，而处于“舞台中心”的中国想要摆脱束缚，更好地融入全球金融市场，推动全球货币体系摆脱美元霸权、提高人民币的国际化程度可能是不得不做出的选择，

- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

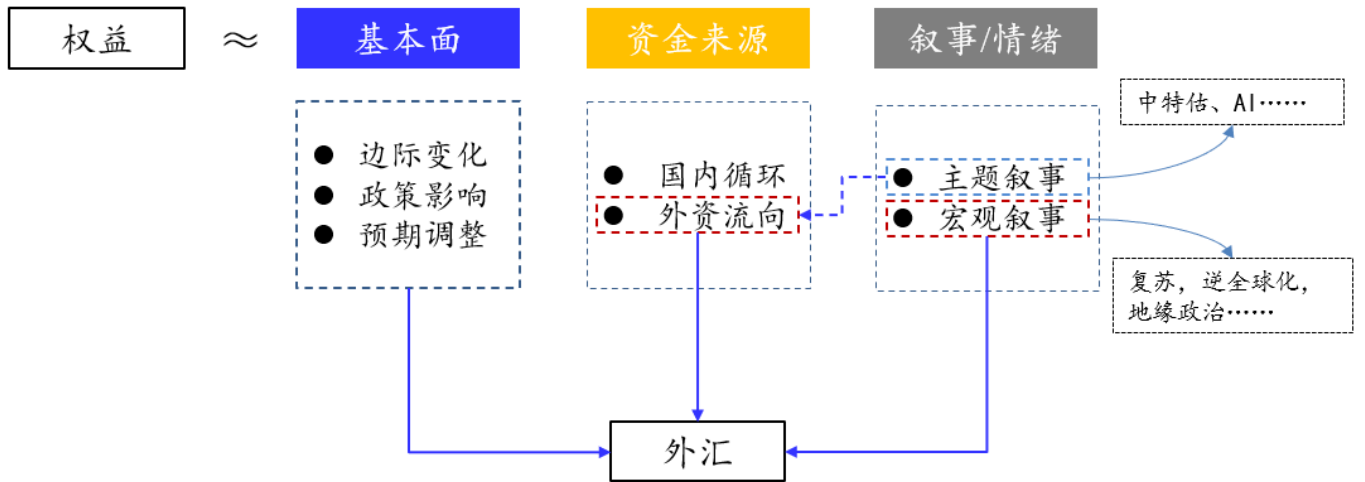
图1: 2023年第二季度以来主要汇率涨跌幅



注: 美元指的是美元指数, 其他货币主要是相对美元的涨跌幅。截至5月19日。

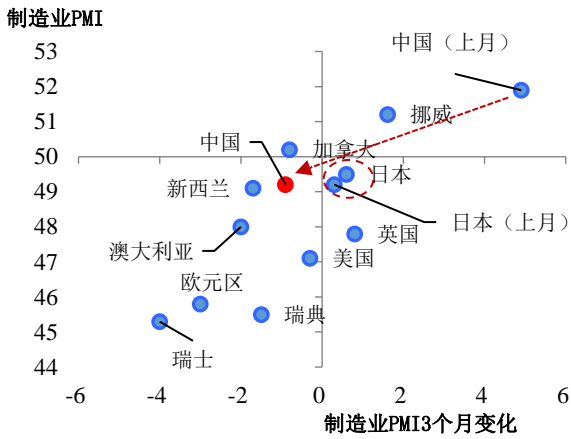
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 三个维度理解权益和汇率的联动



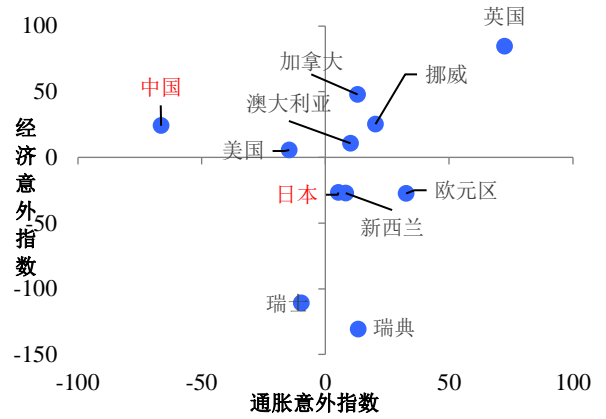
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图3: 全球主要经济体 PMI 及其变化



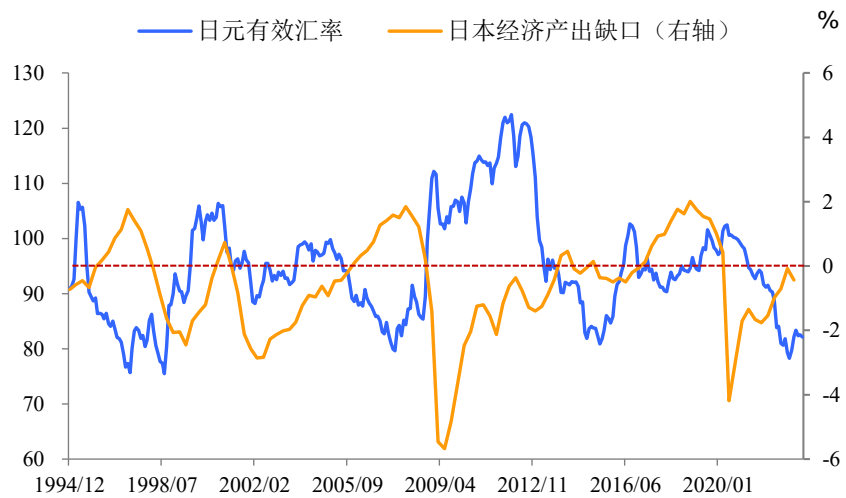
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 全球主要经济体经济和通胀意外指数



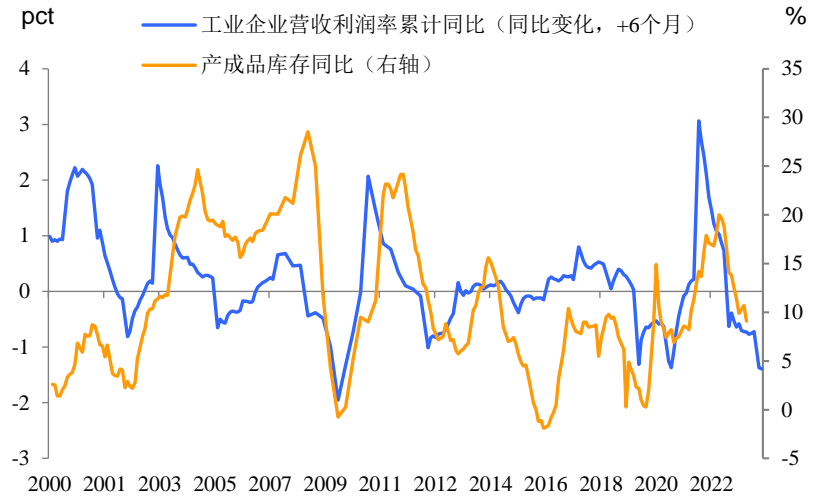
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 疫情之后日本经济相对而言没有经历大幅的上下波动



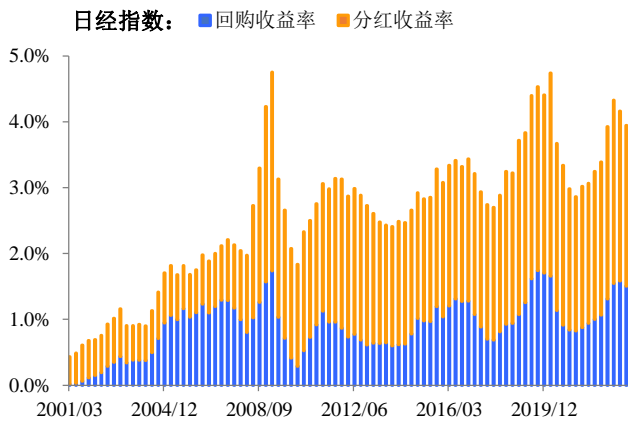
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 工业去库存的阶段至少要持续至 2023 年第三季度



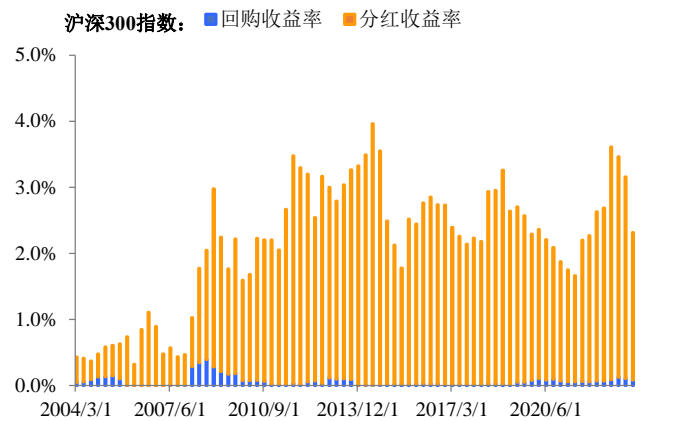
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 股票的分红和回购收益率: 日经指数



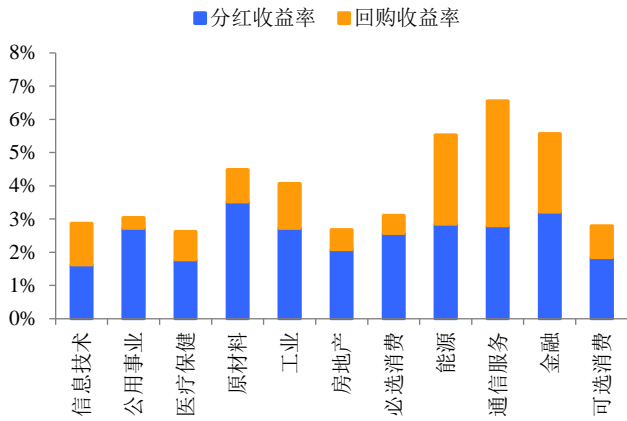
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 股票的分红和回购收益率: 沪深300



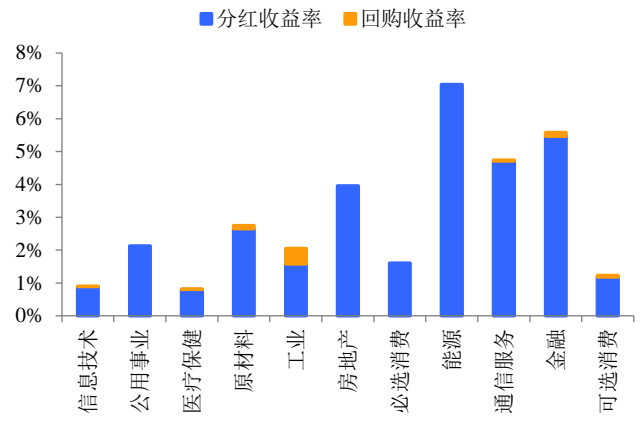
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9：日经主要行业的回购和分红收益率



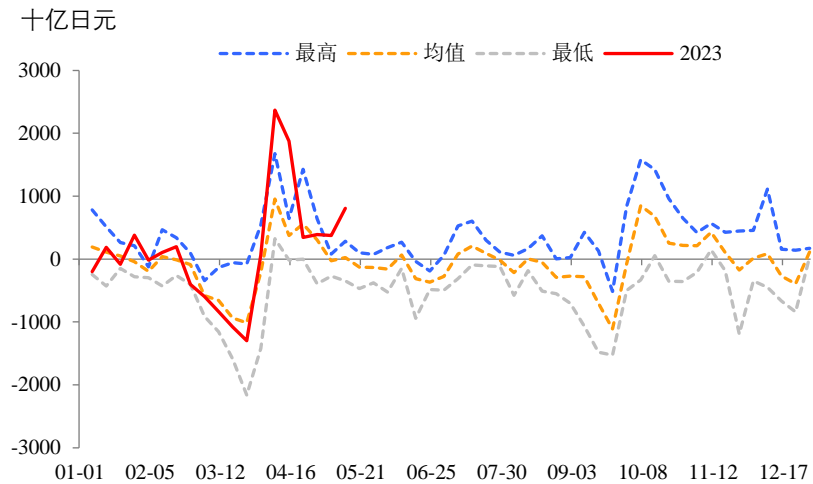
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图10：沪深300主要行业的回购和分红收益率



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图11：外资流入日本股市规模（5周移动均值）



注：最高、最低和均值指的是2018年至2022年同期外资流入日本股市的最高、最低和均值水平。

数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: “日特估”的基本内容

“日特估”	内容
背景	主板市场中大约一半上市公司以及标准市场中60%上市公司的ROE低于8%，P/B比率低于1，表明在盈利能力和增长潜力方面存在问题。
目的	让公司管理层更多地考虑资本成本和基于资产负债表的 盈利能力 ，而不仅仅是利润表上的销售和利润水平，以便在 中长期内实现可持续增长和增加公司价值
细节	范围: 所有主板市场及标准市场的上市公司 措施: 现状分析→披露规划→具体实施 时间: 东证所没有规定披露开始的具体日期，但要求尽可能迅速地作出回应。
要求	<ul style="list-style-type: none"> • (如果PB小于1) 评估其PB小于1的原因; • 披露与盈利能力和市场估值有关的改进政策和具体目标, 至少每年更新一次; • 设定一个有期限的盈利(如ROE或EPS)目标或目标范围, 可以是一个值, 也可以是一个增长率; • 披露具体计划可参考图13 • 主动与包括海外投资者在内的投资者进行对话; • 阐明中长期的盈利计划和资本政策

数据来源: JPX, Wind, 东吴证券研究所

图13: “日特估”建议上市公司披露计划的模板

“日特估”建议上市公司披露公司计划的模板		
项目	内容	
商业模式	业务	产品和服务的细节和特点, 每个企业的贡献, 以及未来需要的许可和批准的细节和过程
	收益结构	对收入和支出结构、现金流收入结构和盈利结构有重大影响的合同条款和条件
市场环境	市场规模	市场的细节和规模(客户类型、地区等)
	竞争环境	公司的定位, 市场份额等
竞争力	优势	可作为增长动力的技术、知识产权、商业模式、专有技术、品牌、人力资源等
商业计划	增长战略	管理政策和增长战略, 以及实现这些政策和战略的具体措施(研发、资本投资、营销、人事、财务规划等)
	管理指数	对管理很重要的指数(采用这些指数的原因、实际值、具体目标值等)
	盈利计划和假设	如果已经宣布了中期管理计划, 其内容和假设
风险信息	进展	过往宣布的项目的落地情况, 对过往宣布的项目的更新, 以及下一个预定的披露日期
	潜在的风险与应对措施	可能对实现增长和执行业务计划产生重大影响的主要风险, 以及应对这些风险的措施

数据来源: JPX, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

