



2021年6月5日

六月冲高回落

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

联系人：刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

liuwenbo@jinxinqh.com

内容提要

5月行情回顾：本月A股市场放量突破，先后拿下3500、3600点重要关口，打破两个月来的震荡区间。沪深两市日均成交8836.91亿，较上月放大17.00%。**市场风格**方面，成长风格补涨。**市值风格**方面，小盘股第一。**行业方面**，国防军工、食品饮料和有色金属领涨，农林牧渔、家电和钢铁跌幅居前。**期货方面**，股指成交量上升，但持仓量下降。三大期指主力合约贴水增加。**估值情况：**总体的估值能明显回升，中证500/上证50比价略回落。

资金面：**外资方面**，人民币升值预期吸引北向资金大举进场，交易活跃度上升。**基金方面**，5月新发基金规模边际回暖，基金持股比例继续下降。**两融方面**，两融余额增加，交易活跃度上升。

宏观基本面：经济增长动能边际趋缓。当前经济的核心驱动在于外需，制造业投资和消费修复速度可能不及预期。5月货币供给和社融有望平稳。

人民币升值：本轮人民币升值是外资加速流入A股市场的重要原因，而外资成为近期助股指突破震荡区间的增量资金。人民币年内或将延续升值路径，但升值并非一蹴而就，过快升值不可持续，年内空间相对有限。

6月展望：市场风险偏好仍有望继续修复：1、海外货币宽松继续，叠加人民币升值，带动外资加速流入。2、国内经济复苏基础仍较为薄弱，进一步缓解市场对于货币政策收紧的预期。3、PPI上行对货币政策制约有限，猪价压制CPI上行力度。4、长端利率下行，抬升市场风险偏好。5、中美关系处于静默期，双方关系稳定。但随着业绩消化估值压力、市场风险偏好回升，核心资产估值再度上升至近十年90%分位水平，预计市场6月仍有上行动能，但空间有限。

风险提示

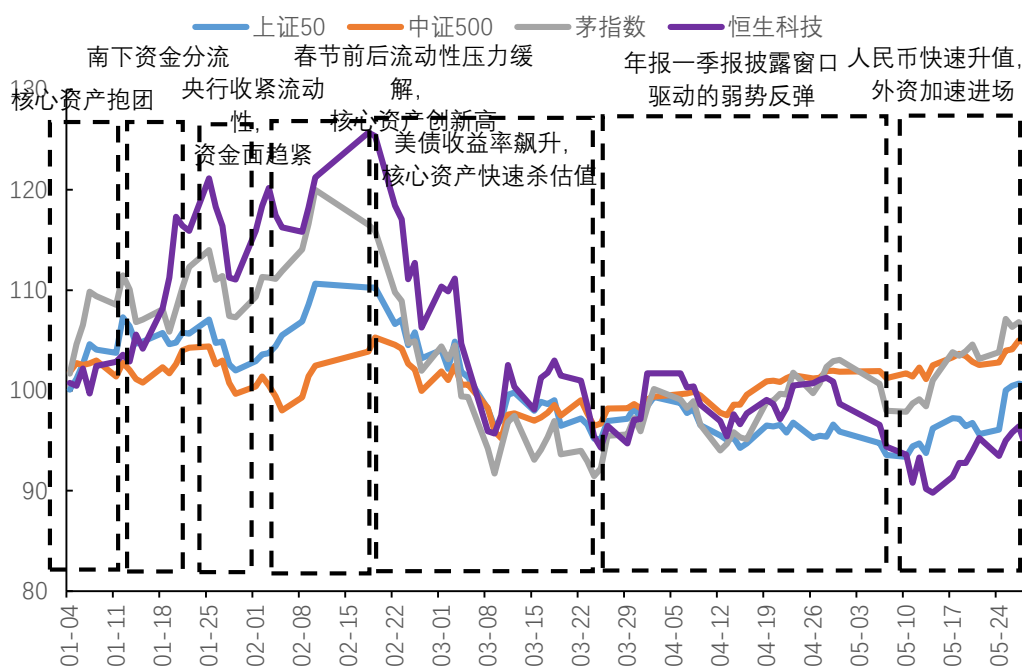
重大突发事件冲击；货币政策超预期收紧；外围市场大跌

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、股票和股指期货市场回顾

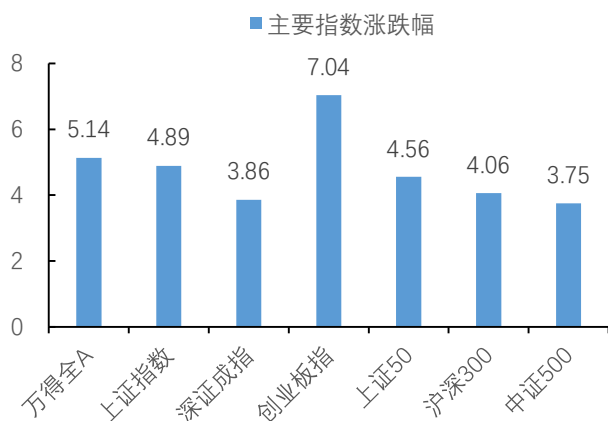
本月 A 股市场放量突破，先后拿下 3500、3600 点重要关口，打破两个月来的震荡区间。市场成交量明显放大，沪深两市日均成交 8836.91 亿，较上月均值 7552.85 亿放大 17.00%。截至 5 月 31 日，主要指数方面，上证指数收于 3615.48 点，上涨 4.89%，深证成指和创业板指分别涨 3.86% 和 7.04%；权重股大幅反弹，上证 50 大涨 4.56%，领先于沪深 300（4.06%）和中证 500（3.75%）。

图 1：2021 年市场表现回顾（%）



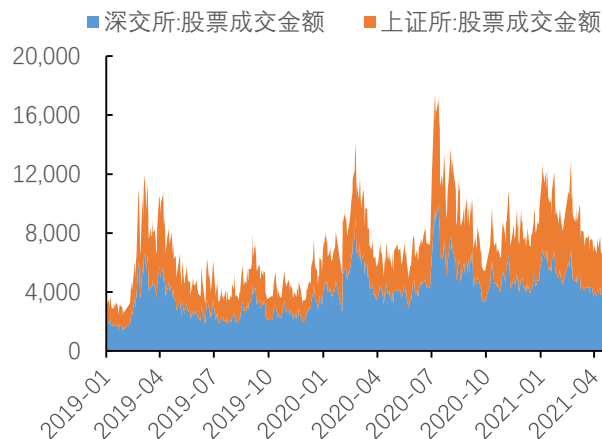
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：创业板领涨 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

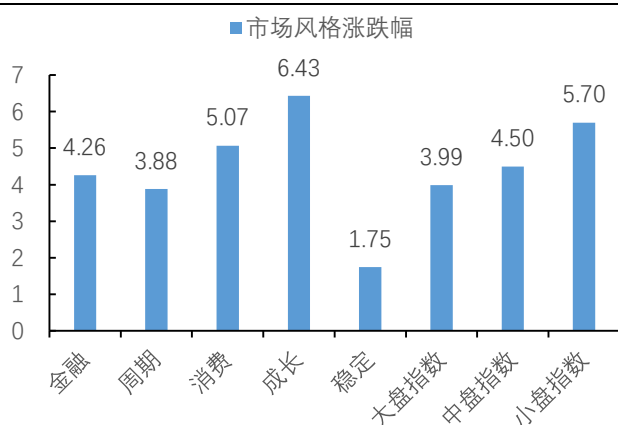
图 3：沪深两市成交额明显放大 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

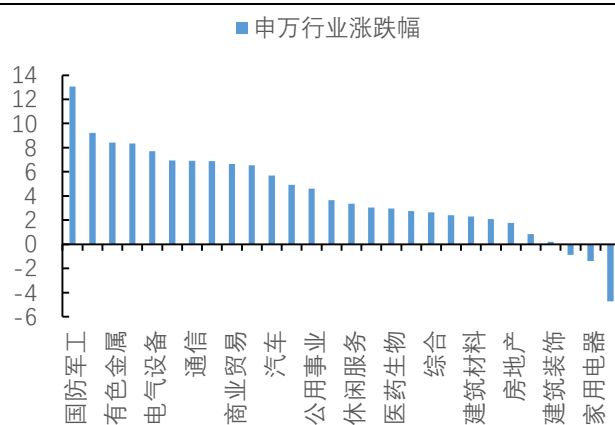
市场风格方面，成长风格迎来了久违的反弹，本月大涨 6.43%，超越消费风格（5.07%）、金融风格（4.26%）和周期风格（3.88%）。市值风格方面，小盘股（5.70%）跑赢中盘股（4.50%）和大盘股（3.99%）。行业方面，高弹性的超跌军工板块大涨 13.07% 拔得头筹，抗通胀的白酒板块保持强势，食品饮料板块涨 9.22% 位居第二，美元大跌利好有色金属表现，该板块涨 8.42% 排名第三，此外，超跌的计算机（8.34%）和高景气的电气设备（7.70%）均有所表现；猪价持续回落导致猪肉股大跌，农林牧渔下跌 4.72% 倒数第一，家用电器跌 1.39%，黑色系冲高回落，钢铁板块跌 0.88%。

图 4：成长风格反弹，小盘指数领涨 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

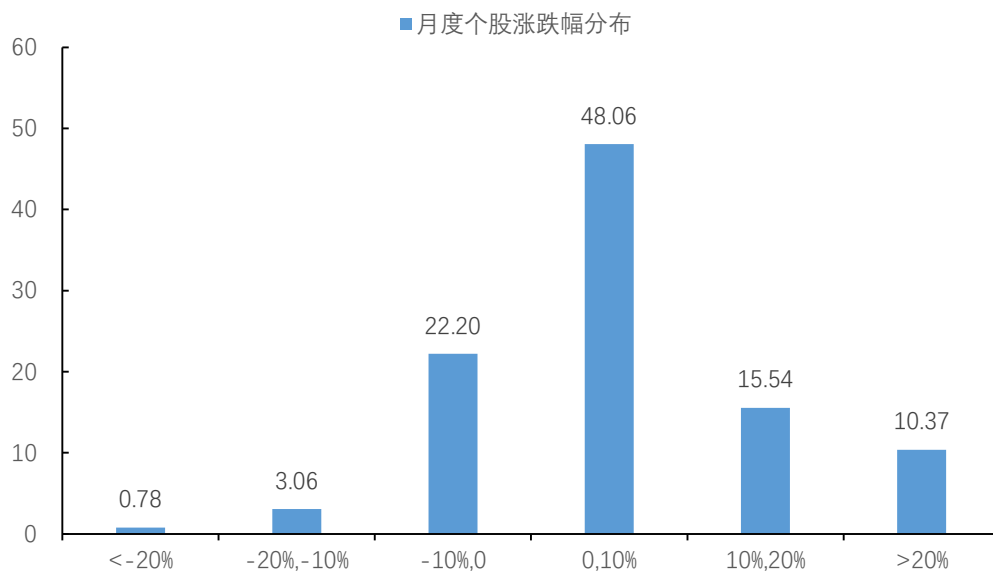
图 5：国防军工、食品饮料和有色金属板块领涨 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

本月个股赚钱效应较强，周度飘绿的个股比例仅有 26.04%，涨幅小于 10% 的个股占 48.06%，涨幅高于 10% 的个股占 25.91%。

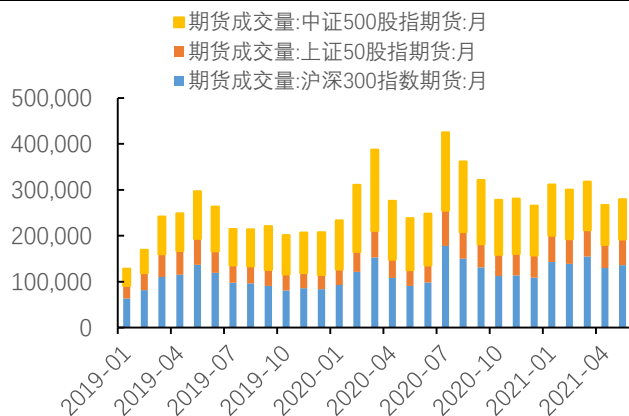
图 6: 个股赚钱效应较强 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

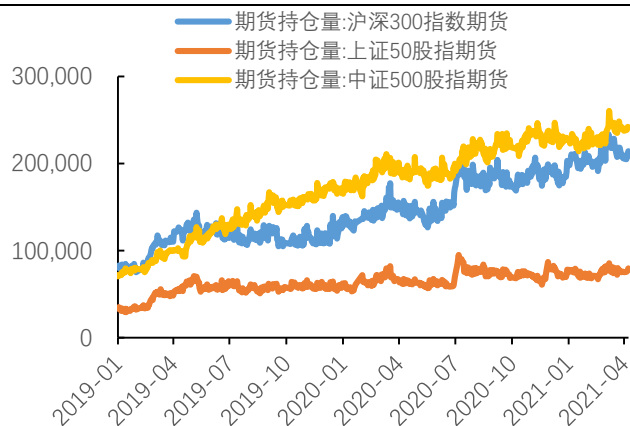
期货方面, 三大股指全线收涨, IH、IF 和 IC 分别上涨 5.71%、5.43%和 3.01%。股指成交量上升, 但持仓量下降。三大股指期货日均成交量为 27.97 万手, 较上月均值上升 4.74%; 持仓量合计 52.70 万手, 较上月下降 3.37%。三大期指主力合约贴水增加, IC、IF 和 IH 分别贴水 49.99、11.77 和 8.02。

图 7: 股指期货成交量上升 (%)



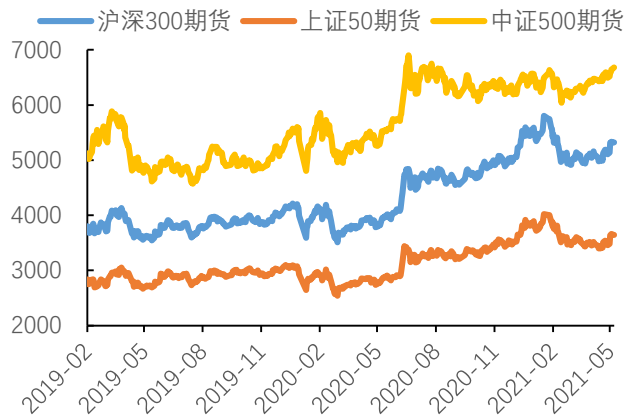
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 股指期货持仓量下降 (%)



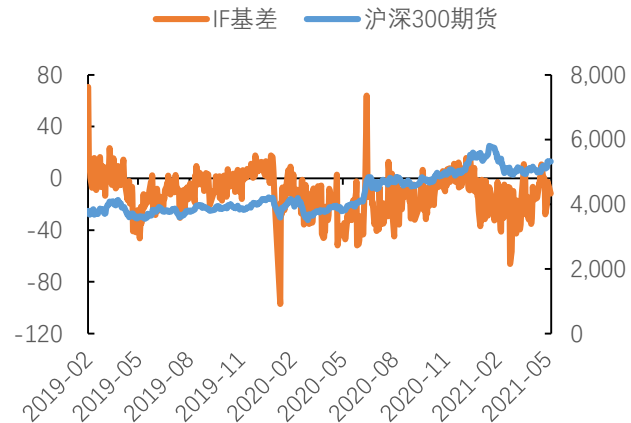
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: IH 本周领跌



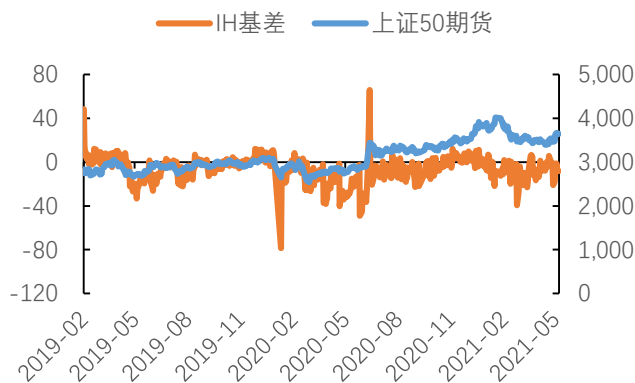
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: IF 基差



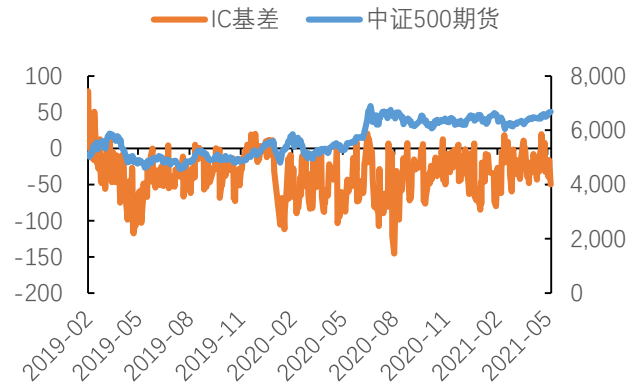
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: IH 基差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: IC 基差



资料来源: Wind, 优财研究院

表一: 截至 5 月 31 日股指期货收盘情况

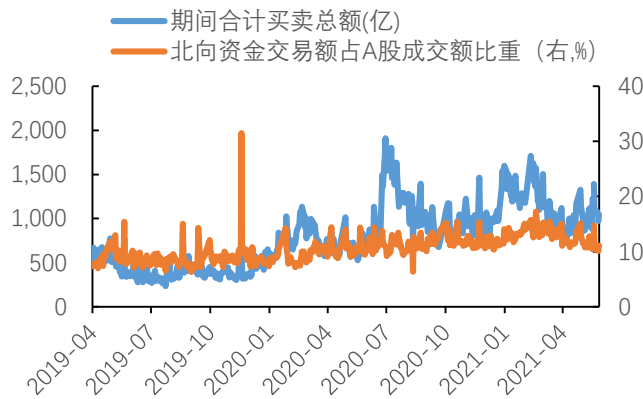
	合约收盘价	指数收盘价	升贴水	升贴水率
IF 主力	5,319.8	5,331.57	-11.77	-0.22%
IH 主力	3,642.2	3,650.22	-8.02	-0.22%
IC 主力	6,679.0	6,728.99	-49.99	-0.75%

资料来源: Wind, 优财研究院

二、股市资金面

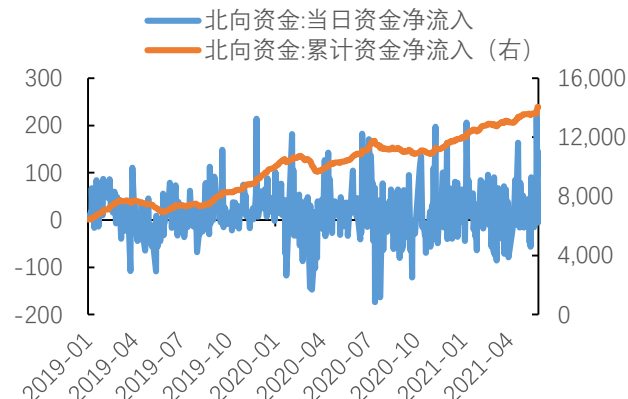
外资方面，人民币升值预期吸引北向资金大举进场，本周净流入规模高达 557.76 亿，其中 5 月 25 日净流入 217.33 亿，创沪深股通渠道开通以来单日净流入规模新高。交易活跃度小幅上升，交易额占 A 股成交额比重为 11.58%，较上月 11.89% 下降，说明本月入场的外资多数为配置型而非交易型。

图 13: 北向资金交易活跃度下降



资料来源: Wind, 优财研究院

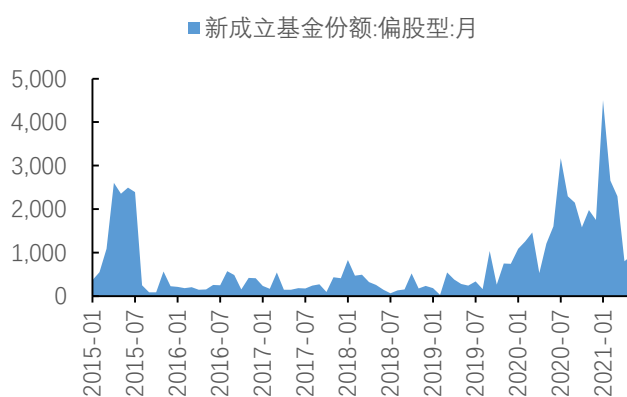
图 14: 北向资金本周大举进场



资料来源: Wind, 优财研究院

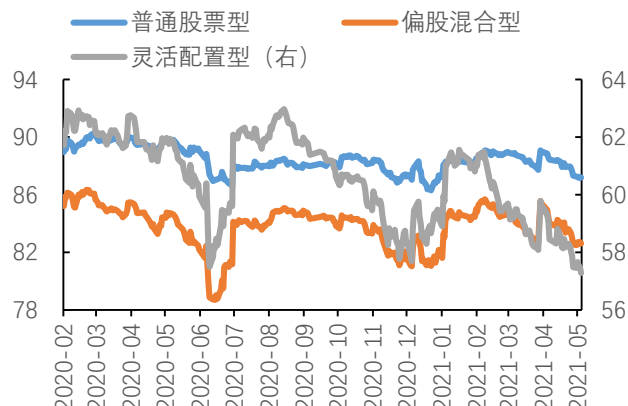
基金方面，继一月创出发行天量后，单月新发基金规模断崖式下滑，但 5 月新发基金规模边际回暖。截至 5 月 31 日，五月新发基金规模为 929.79 亿，超出四月的 795.95 亿。基金持股比例继续下降，普通股票型、偏股混合型以及灵活配置型基金平均仓位分别为 87.76%、83.29% 和 58.00%，较上月均值下降 0.71%、0.62% 和 0.90%，再创四个月来新低。

图 15: 单月新发基金规模小幅回升



资料来源: Wind, 优财研究院

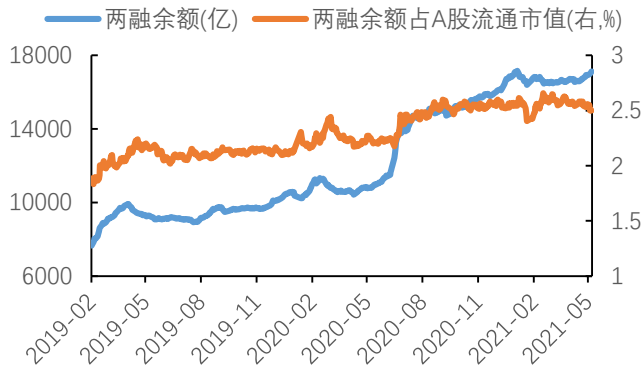
图 16: 本周基金股票仓位继续下降 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

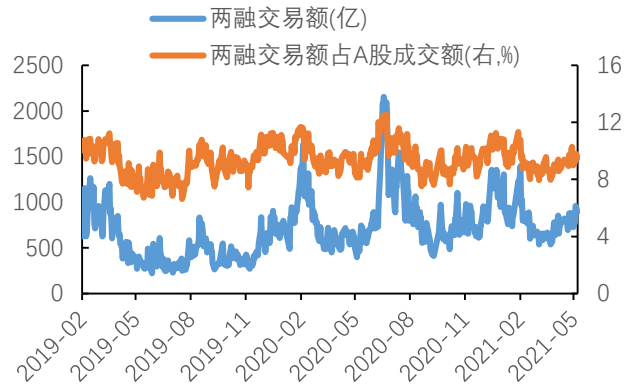
本周两融余额小幅增加，交易活跃度上升。截至5月31日，两融余额为17117.67亿，较上周小幅增加1.09%，两融交易额占A股成交额比重从8.82%上升至9.42%。

图 17：本周两融余额小幅增加



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：两融交易活跃度上升

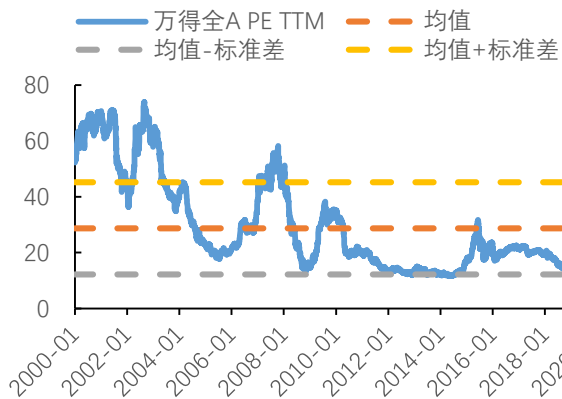


资料来源：Wind，优财研究院

三、估值情况

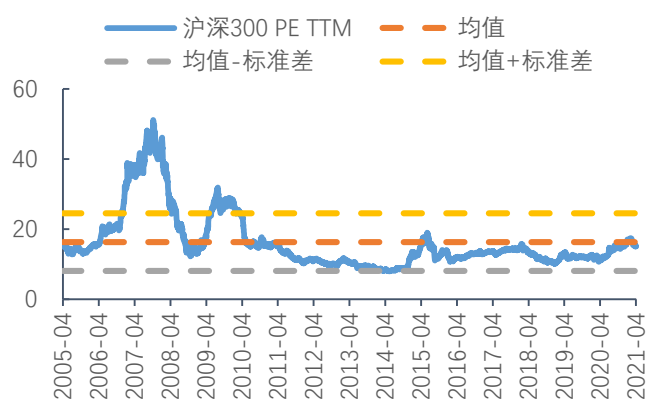
估值方面，本月市场总体的估值明显回升。截至5月31日，万得全A市盈率为20.68倍，较上月上升1.04；沪深300、上证50和中证500市盈率分别上升0.59、0.55和1.56。市场风格倾向于大盘股，中证500/上证50比价为1.84倍，较上周回落0.01，仍低于历史均值2.02倍，高于历史均值减去一个标准差1.46倍。

图 19：万得全A 估值回升



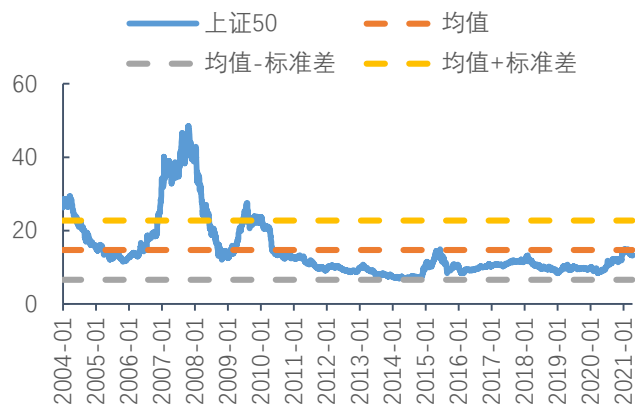
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：沪深300 估值回升



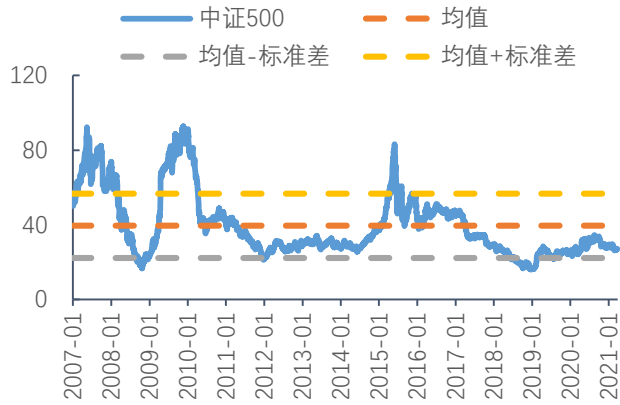
资料来源：Wind，优财研究院

图 21: 上证 50 估值回升



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 中证 500 估值上升



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 中证 500/上证 50 比较上周回落



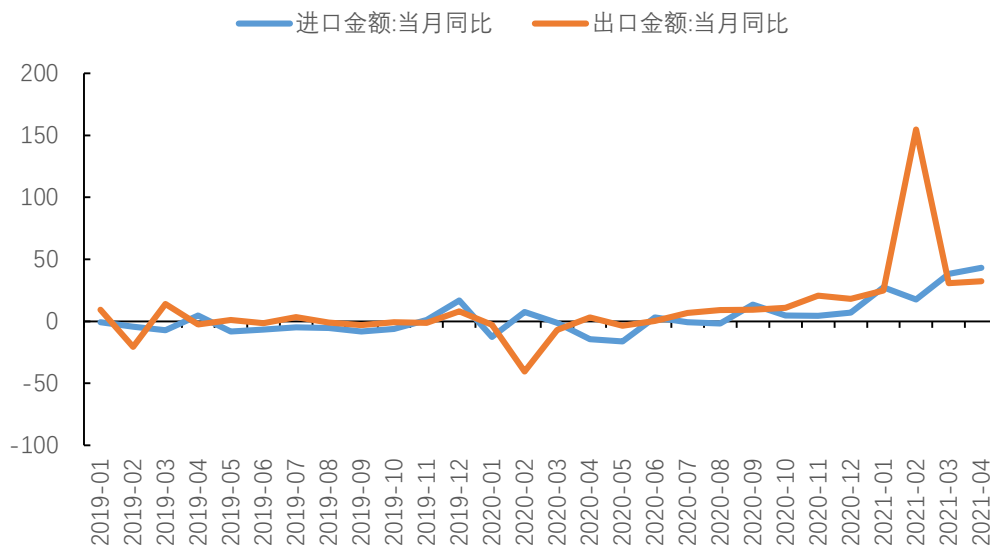
资料来源: Wind, 优财研究院

四、宏观基本面

经济增长动能边际趋缓。当前经济的核心驱动在于外需，制造业投资和消费是复苏的重要支撑，但修复速度可能不及预期。

进出口有望保持强势。以美元计价，4月出口同比增长32.3%，进口同比增加43.1%。两年平均角度来看，4月份出口的复合增速分别为16.8%，较前值提升6.5%，而进口10.7%，较前值下降6%。出口的强势主要源于海外供给的恢复速度仍然大幅落后于需求，而进口的高位增长与国内消费需求复苏以及国际大宗商品处于高位有关。

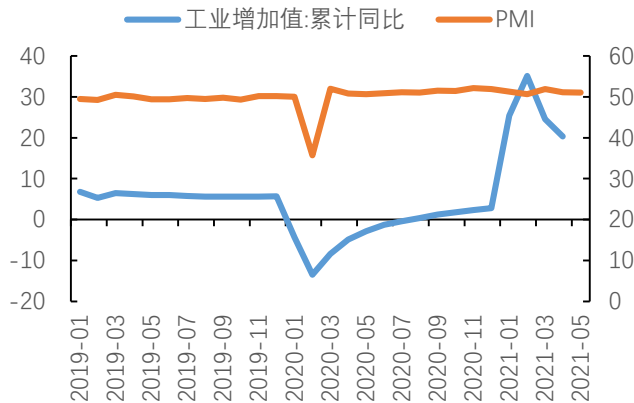
图 24：进出口仍然强势（%）



资料来源：Wind，优财研究院

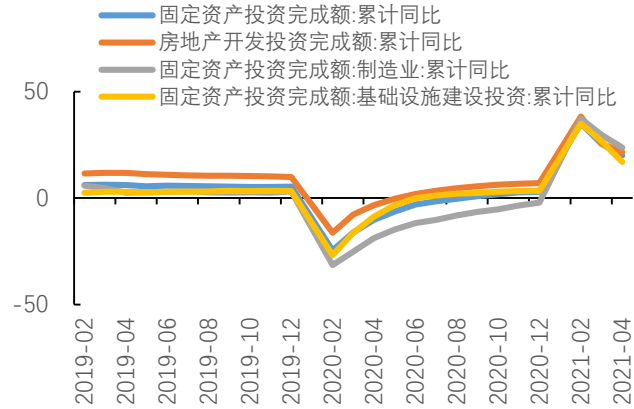
投资端缓慢抬升，1-4月份固定资产投资同比增长19.9%，两年复合增速为3.71%，较前值提升约1%。其中，制造业投资4月单月复合增速为3.4%，首次转正，但反弹主要是因为去年基数低。1-4月基建投资累计同比增长16.9%，两年复合增速为2.97%，已超过疫情前2019年同期水平，但3、4月基建单月同比增速分别为5.8%、3.8%，较去年同期有所放缓。1-4月份房地产开发投资同比增长21.6%，两年复合增速为8.4%，较前值抬升0.7%，边际略有改善，但在严格调控之下，后续增速放缓概率高。

图 25: PMI 回落



资料来源: Wind, 优财研究院

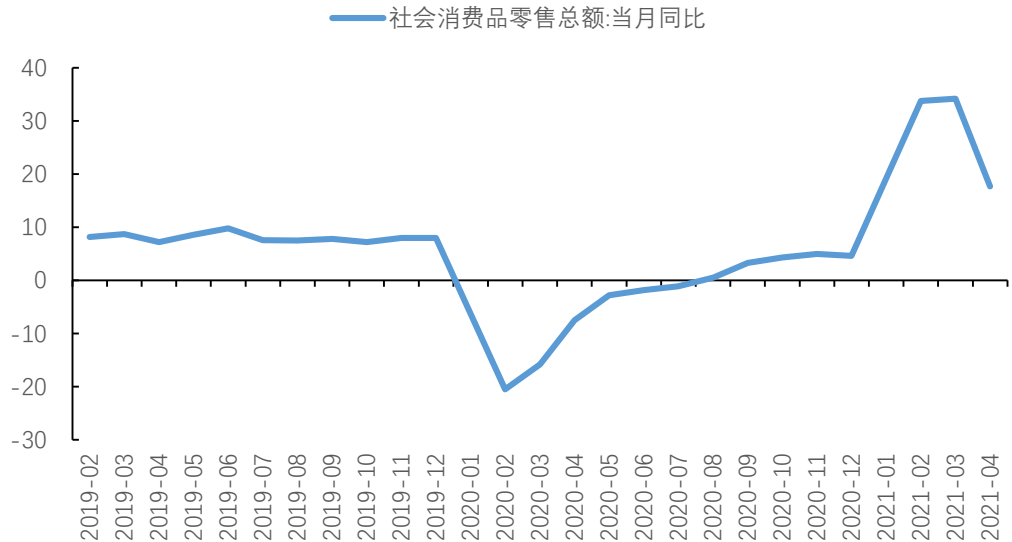
图 26: 固定资产投资增速回落



资料来源: Wind, 优财研究院

消费恢复偏慢。3、4 月社会消费品零售总额同比增长分别为 34.2%、17.7%，相应的两年平均增速为 6.3%、4.3%，仍然未能恢复至疫情前水平。5 月消费恢复依然具有不确定性，疫情的反复对于居民消费有一定影响。

图 27: 消费增速回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

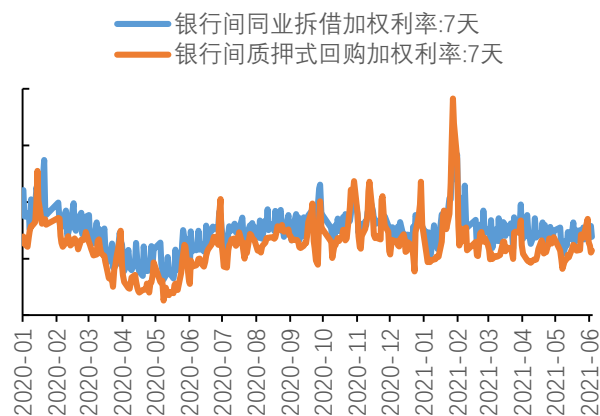
宏观流动性保持平稳。3 月上中旬以来，经济增长放缓带动需求弱化，中长端市场利率持续下行，短端市场利率预计仍将整体维持在政策利率中枢附近波动。

图 28: 十年期国债收益率回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

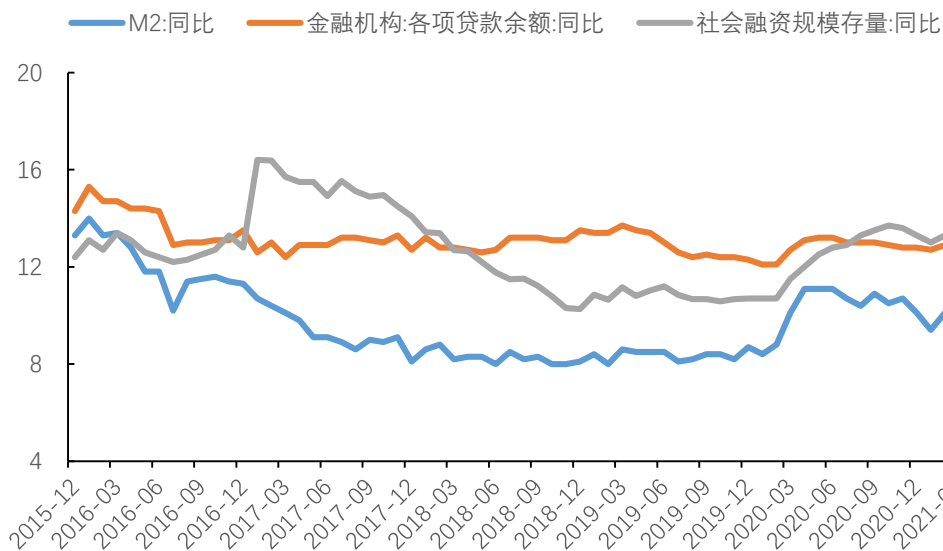
图 29: 短期利率上升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

5月货币供给和社融有望平稳。4月M2同比仅仅8.1%，一方面是经济走弱带来需求走弱，另一方面在于高基数效应，预计5月M2继续低位徘徊。4月社融增速降至11.7%，预计5月仍有下行空间，但降低的斜率可能趋于平缓。

图 30: 社融、M2 快速回落 (%)

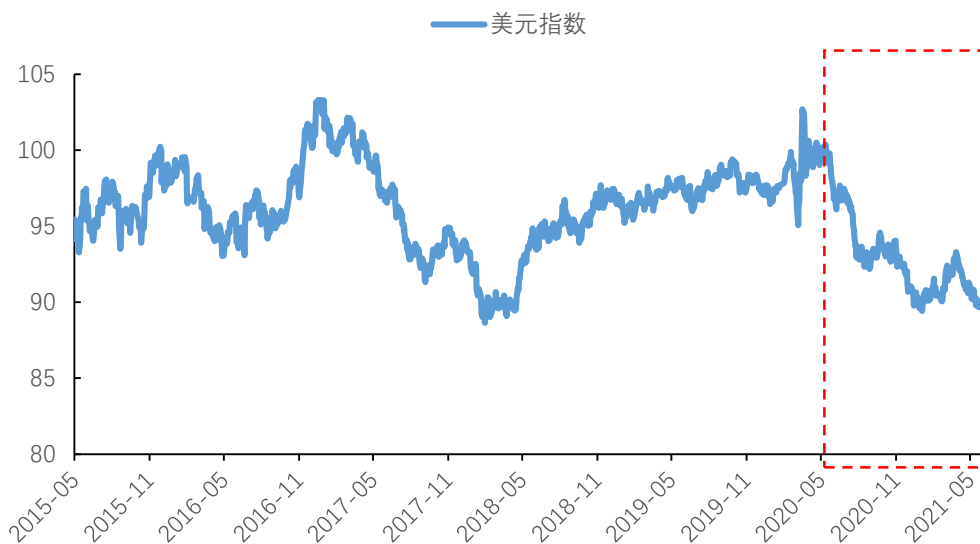


资料来源: Wind, 优财研究院

五、人民币升值是否可持续？

人民币兑美元汇率的上升包含两个层面的驱动力，即美元指数下跌以及人民币汇率自身的走强。美元指数的下跌使得人民币兑美元汇率被动上升，事实上由中国宏观和金融环境改变触发的人民币汇率主动升值才是投资者们更想了解到的信息。2020年下半年至今，美元指数自最高 100.50 快速下跌至 89.42，贬值幅度达到 8.58%，导致人民币兑美元汇率上升 11.04%，因此美元的走弱可以解释人民币兑美元汇率上升的 77.71%，剩下的 23.29% 是因为中国宏观和金融环境改善引发人民币汇率的主动升值。因此本轮人民币汇率的走强的大部分原因是美元大幅走弱，我们需要理性对待接下来人民币汇率走势的不确定性。

图 31：2020 年下半年以来美元指数快速贬值

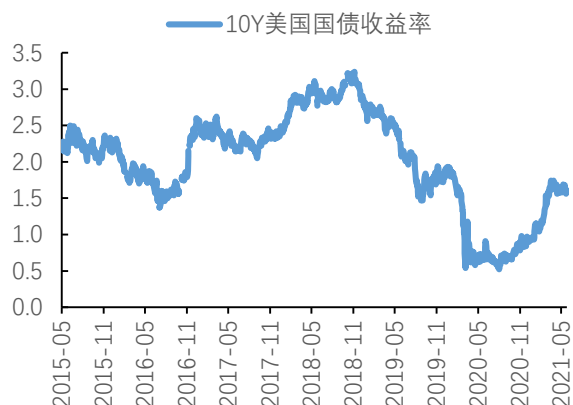


资料来源：Wind，优财研究院

那么本轮美元缘何大幅贬值？直接原因是疫情后美国采取了极度宽松的货币政策，

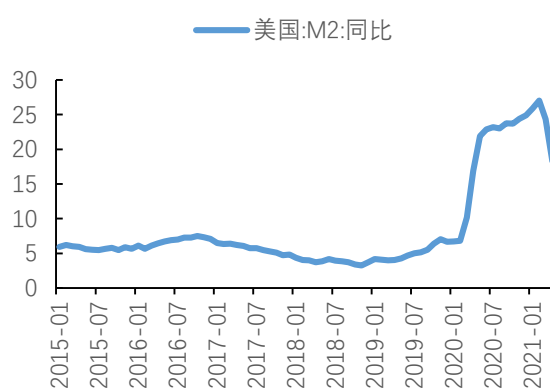
美国的 M2 增速一度达到 27.02% 创历史新高。2021 年一季度，随着发达国家复工复产提速、接种疫苗速度加快，投资者不断上调对美国经济增速的预期，十年期美债收益率最高攀升至 1.74%，美元指数最高反弹至 93.29，但进入四月以后，印度疫情失控令全球经济复苏遭遇挑战，美联储缩减 QE 的时间点难以提前，十年期美债收益率自高位回落，美元指数再度走低。

图 32：十年期美债收益率高位震荡（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 33：美国 M2 同比一度超 20%（%）



资料来源：Wind，优财研究院

排除掉美元指数走弱对人民币汇率被动升值的影响后，人民币汇率的波动与中国宏观和金融环境息息相关。本轮人民币主动升值与贸易环境的改善以及制造业复苏有关。在中美贸易战发起的2018-2019年，CFETS人民币汇率指数震荡下挫，从2018年6月的97.33下跌至2019年9月的91.20，跌幅达到6.30%，美元兑在岸人民币汇率从6.90上升至7.17，贬值幅度为3.77%，人民币明显“超贬”。随着2020年初中美第一阶段协议的签署，人民币汇率指数止跌反弹。2021年5月27日，中美贸易代表通话，是拜登政府上台以来，中美经贸领域的首次高层级沟通，中美重开经贸会谈有利于提升中美贸易摩擦阶段性缓和的预期。人民币汇率指数连续上行，当前已逼近2018年6月的高点。

表一：中美贸易战时间线

时间	事件
2017.08	美国对中国发起 301 调查
2018.03	美国对进口钢铁和铝产品加征关税，钢铁产品 25%，铝产品 10%。 中美贸易战正式打响。
2018.07	美国对中国 340 亿美元商品加征 25%关税 中国对美国 340 亿美元商品加征 25%关税
2018.08	美国对中国 160 亿美元商品加征 25%关税 中国对美国 160 亿美元商品加征 25%关税
2018.09	美国对 2000 亿美元中国商品加征 10%关税 中国对 600 亿美元美国商品加征 10%、5%不等关税
2019.05	美国对中国 2000 亿美元商品加征关税税率从 10%提高到 25%
2019.06	中国对美国 600 亿美元商品提高加征 25%、10%、5%不等关税
2019.08	美国对中国 3000 亿美元商品加征 10%关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起实施

	中国对美国 750 亿美元商品加征 10%、5%不等关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日 12 时 01 分、12 月 15 日 12 时 01 分起实施 美国威胁 2019 年 10 月 1 日起对中国 2500 亿美元商品加征关税税率从 25%提高到 30%，9 月 1 日起对 3000 亿美元商品加征 15%关税
2020.01	中美双方签订第一阶段经贸协议
2020.02	中美第一阶段经贸协议生效
2020.08	刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话。双方同意创造条件和氛围，继续推动中美第一阶段经贸协议落实。
2021.05	中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪通话

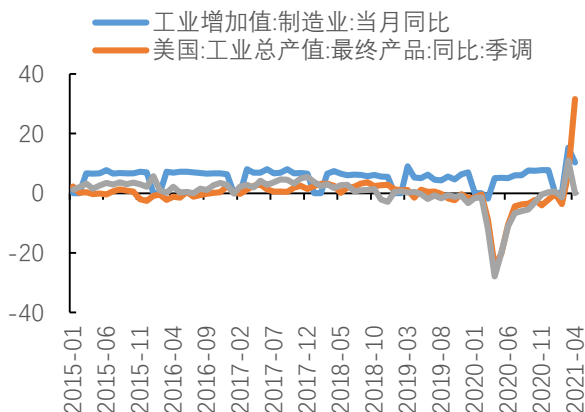
资料来源：公开资料整理，优财研究院

全球疫情冲击后我国防疫措施得当，复工复产进程加快，制造业部门率先强劲复苏，带动我国经济率先走出疫情的负面影响。2020年12月中国工业增加值同比达到7.7%，超出疫情前水准。海外发达国家疫情反复，工业复产缓慢，直到2021年3月才开始好转，衬托出我国制造业复苏的韧性。

出口方面，近年来我国贸易结构逐渐优化，对劳动密集型产品依赖度下降，高新技术产品提升，人民币汇率升值对出口影响边际减弱。从外需看，海外疫情反复或将继续拉动我国出口，抵消部分人民币升值对出口的影响。

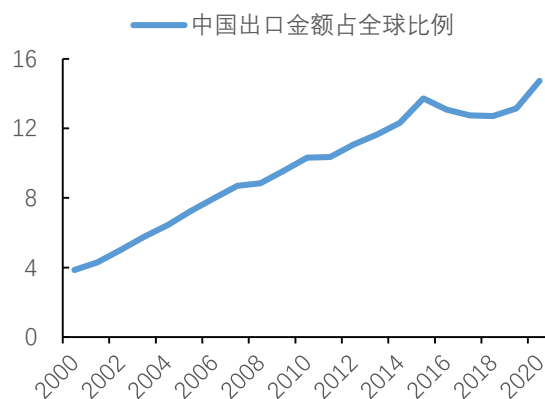
进口方面，进口的增长主要源于大宗商品原材料的涨价，随着人民币升值，进口企业面临的成本压力或部分缓解，大宗商品涨价导致输入性通胀或略有减弱。

图 34：工业生产恢复情况（%）



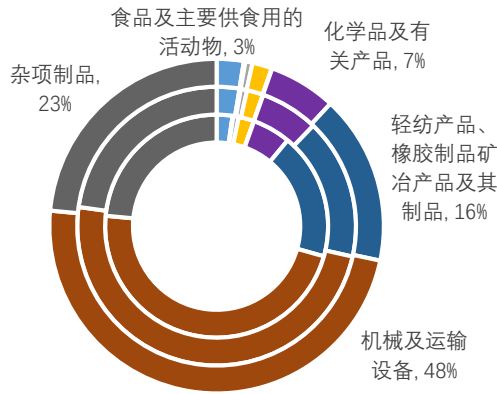
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：中国出口占世界份额不断提升（%）



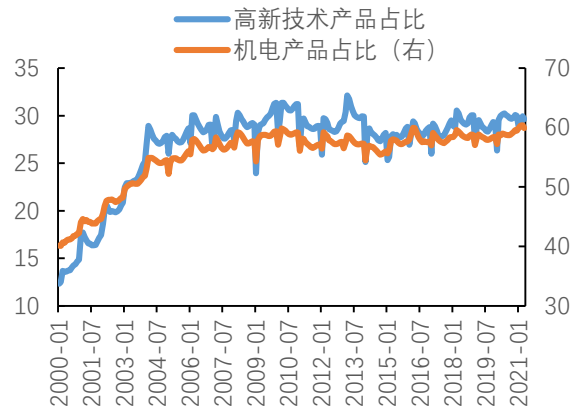
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：出口商品结构：2008、2018、2019 年 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 37：高新技术占比提升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

央行无意改变汇率长期方向,但会适时维稳市场预期。5月21日金稳委表示将推动利率汇率市场化改革,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。5月23日央行副行长刘国强强调未来人民币汇率的走势,将继续取决于市场供求和国际金融市场变化,双向波动成为常态。5月27日,全国外汇市场自律机制第七次工作会议强调,汇率不能作为工具,既不能用来贬值刺激出口,也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响。关键是管理好预期,坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为。企业要聚焦主业,树立“风险中性”理念,避免偏离风险中性的“炒汇”行为,不要赌人民币汇率升值或贬值,久赌必输。

图 38：人民币汇率波动



资料来源：Wind，优财研究院

通过复盘 811 汇改以后人民币升值阶段，我们发现人民币汇率与股市存在明显的正相关性。第一阶段（2017.01-2018.01），人民币兑美元自 6.96 降至 6.29，升值 10.59%，上证指数同期上涨 10.99%；第二阶段（2019.01-2019.04），人民币兑美元小幅升值 2.60%，上证指数暴涨 31.15%；第三阶段（2019.09-2020.1），人民币兑美元升值 4.04%，上证指数上涨 6.55%；第四阶段（2020.07-至今），人民币兑美元升值幅度高达 11.04%，上证指数大涨 19.00%。

图 39：人民币汇率升值有利于股市上涨



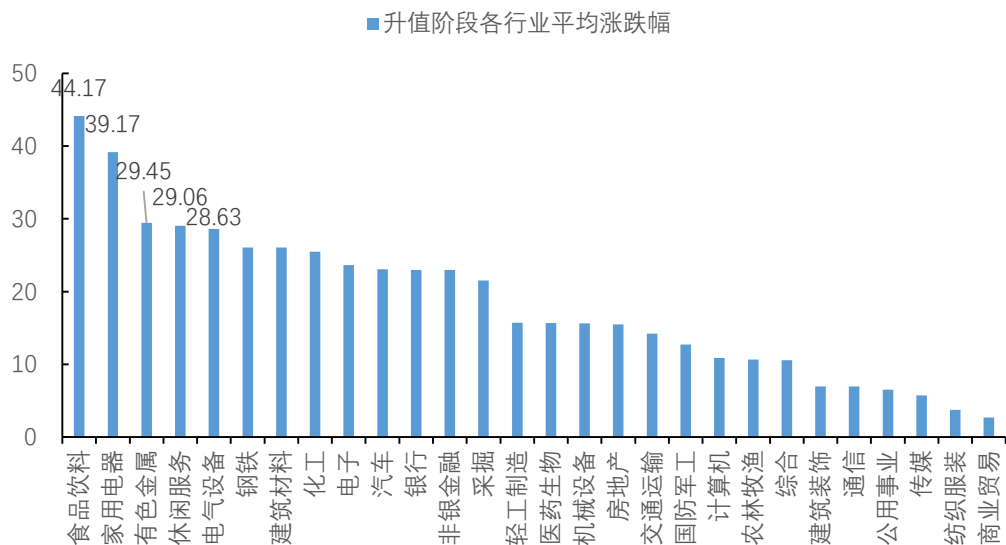
资料来源：Wind，优财研究院

人民币升值阶段，金融和消费风格均上涨，领先于周期和成长风格的表现。大盘股明显占优，平均涨幅高于中盘和小盘股。行业方面，人民币升值阶段表现最突出的是食品饮料（44.17%）、家用电器（39.17%）、有色金属（29.45%）、休闲服务（29.06%）和电气设备（28.63%）。人民币升值阶段通常伴随着 CPI 上升，食品饮料和家用电器板块作为抗通胀的品种，对上游有较强议价权，能有效转嫁通胀成本。大宗商品的涨价自然使得有色金属板块表现突出，对航空、旅游等负债端以美元计价的休闲服务板块来说，人民币升值能有效促进业绩改善。

表二：人民币升值阶段各风格表现（%）

时间	金融	周期	消费	成长	稳定	大盘	中盘	小盘
2017.01-2018.01	25.59	-1.81	16.00	-8.44	-0.13	33.40	3.75	-15.27
2019.01-2019.04	36.56	35.65	44.54	42.07	24.06	36.84	39.70	40.95
2019.09-2020.1	10.08	12.42	7.26	19.18	1.33	10.31	16.00	13.31
2020.07-至今	13.89	35.76	28.11	17.64	3.14	31.19	16.39	9.09
平均	21.53	20.51	23.98	17.62	7.10	27.93	18.96	12.02

资料来源：Wind，优财研究院

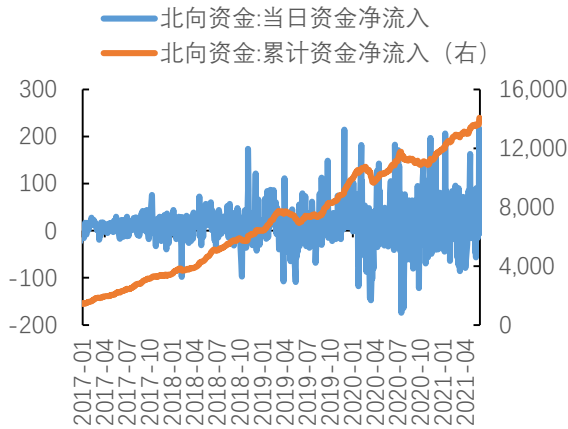
图 40：人民币升值阶段各行业表现（%）


资料来源：Wind，优财研究院

本轮人民币升值是外资加速流入 A 股市场的重要原因，而外资成为近期助股指突破震荡区间的增量资金。外资为规避自身贬值风险，随着人民币升值可赚取未来的汇兑损益以及享受优质资产带来的升值，近期大举加仓 A 股。尽管沪深股通开通以来，北向资金流入规模与人民币汇率没有明显的正相关性，如 2018 年贸易战导致人民币贬值期间，北向资金仍然稳定流入，或与 MSCI 增加 A 股权重引发被动配置有关，2020 年下半年人民币大幅升值，但北向资金流入趋缓，或与全球疫情反复以及美国大选的不确定性有关。但进入 2021 年来，北向资金加速进场，本周北向资金流入规模高达 460 亿，其中 5 月 25 日净流入 217.33 亿，创沪深股通开通以来单日净

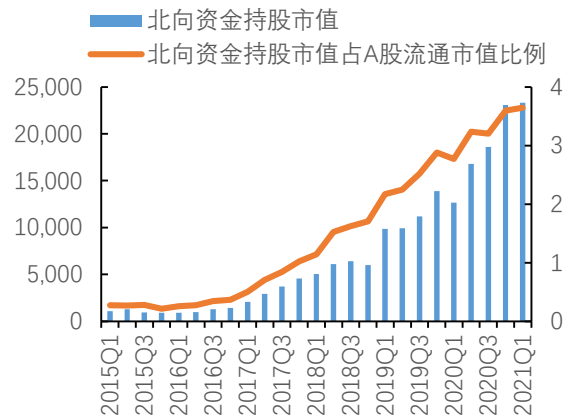
流入规模新高。且外资增配 A 股是大势所趋，目前北向资金持股市值/A 股流通市值比例升至 3.64%，仍有较大的上升空间。

图 41：北向资金加速进场



资料来源：Wind，优财研究院

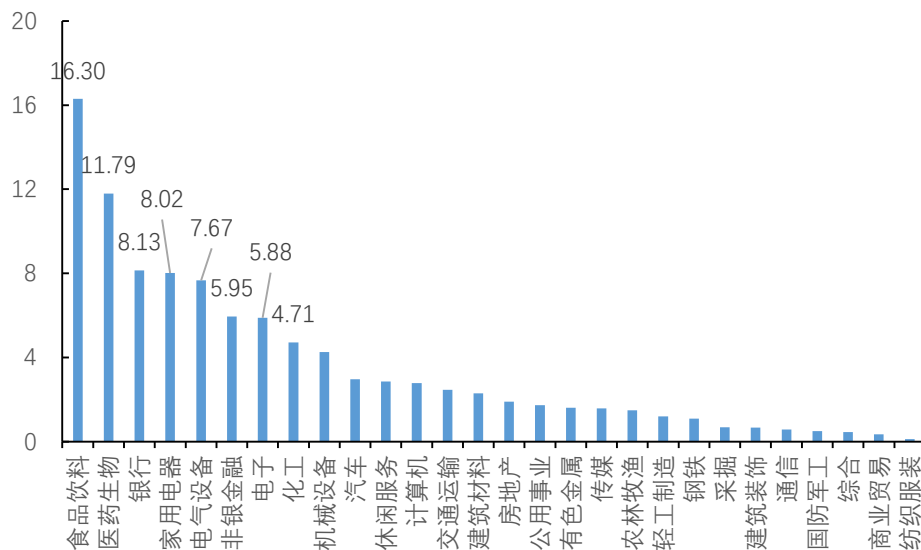
图 42：北向资金持股占 A 股流通市值比例不断上升



资料来源：Wind，优财研究院

从行业配置角度看，北向资金偏好消费和金融风格。根据一季度数据显示，当前北向资金持有比例最高的五个行业为：食品饮料（16.30%）、医药生物（11.79%）、银行（8.13%）、家用电器（8.02%）和电气设备（7.67%）。近期金融股的飙升成为股指上涨的主要动力，银行和保险等行业持有的资产多以人民币计价，人民币升值将带动人民币计价资产增值，券商板块则受益于海外资金入市带动的市场交易活跃度上升，年内拖累市场表现的金融股实现补涨，人民币快速升值→外资加速流入→增持金融+消费股→股指上涨的效应得以实现。

图 43：北向资金钟爱消费+金融（%）



资料来源：Wind，优财研究院

展望未来，人民币年内或将延续升值路径，但升值并非一蹴而就，过快升值不可持续，预计至年底人民币兑美元升至 6.3-6.4 附近，年内空间相对有限。人民币升值的稳定预期有利于外资持续流入 A 股市场，加仓人民币资产，为年内曾大幅下挫的核心资产提供一定的资金面支撑。

六、后市展望

5 月市场风险偏好迎来阶段性回暖，春节后股票风险溢价触底反弹，当前已经抬升至 1.71，股票性价比逐渐上升。展望 6 月，市场风险偏好仍有望继续修复，原因包括：1、海外货币宽松继续，叠加美元贬值人民币升值，带动外资加速流入，令国内市场分享海外流动性外溢。2、国内经济复苏基础仍较为薄弱，进一步缓解市场对于货币政策收紧的预期。3、PPI 上行对货币政策制约有限，猪价压制 CPI 上行力度。4、长端利率下行，抬升市场风险偏好。5、中美关系处于静默期，双方关系稳定。但随着业绩消化估值压力、市场风险偏好回升，沪深 300 和上证 50 为首的核心资产春节后连续调整之后，近期估值再度上升至近十年 90%分位水平，上行空间不大，预计市场 6 月仍有上行动能，但空间有限。

图 44：5 月风险偏好回升



资料来源：Wind，优财研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。