

Price In 的预期、震荡的市场

报告摘要

2018年以来，在基本面转弱、流动性收紧和贸易战的压力下，港股下跌了13.61%。展望2019年，各研究机构已经形成了比较一致的预期，目前市场普遍认为2019年港股大概率是先下后上，下半年好于上半年。然而市场的一致预期往往是不正确的，因为预期会对投资形成反馈效应。因此，本篇报告我们尝试换一个全新的角度来讨论港股的表现。

- **市场会随着经济进一步走低吗？**目前普遍预期上半年经济下行，港股也将随之下探，但是根据我们的分析，目前市场的点位已经完全Price In经济下行的预期，当经济下行真正来临时，反而有可能利空出尽。我们从三个角度进行了论证：（1）从恒指与盈利的关系来看，恒指的跌幅远高于当期盈利的跌幅；（2）利用永续增长模型，计算得出当前股价隐含的未来永续名义增长为6.33%；（3）利用Ashton模型，计算出当前股价隐含的第二年名义增长为6.72%。因此我们认为，目前的点位已经大概率是底部区间的位置了。
- **存在哪些可能超预期的因素？**在目前的研究中，内地经济与资金南下、美国货币政策等变量已经预期十分充分，但香港本地的流动性情况却少有人讨论。我们认为，2019年香港银行业的加息将会暂缓，这是可能的一个超预期变量。主要逻辑在于：银行业与金管局的锚并不一样，金管局盯住联邦基金利率，但银行业盯住自身存款压力。我们认为2019年香港的资本外流压力将得到缓解，银行业继续加息的动力并不强。
- **市场节奏是怎样的？**我们将2019年的市场节奏分为四段：
（1）上涨。主要逻辑在于A股的春季躁动带动港股向上，但时间可能并不会很长；（2）下跌。主要逻辑在于年报和经济数据发布，可能对市场情绪产生不利影响，下跌的幅度也不会太大；（3）长期的震荡。我们发现在流动性没有大幅改善的情况下，股市一般不会领先于经济启动，因此在盈利真正确认之前，一方面是股价已经反映了经济下行预期，下行空间不大；另一方面盈利没有确认，投资者不敢入场，上行空间也不大，因此会有较长时间的震荡阶段；
（4）上涨。这个时间点可能已经快到2019年末，一旦经济企稳的趋势明确，经济企稳+外部流动性改善+可能超预期的香港本地流动性改善将推动股市出现戴维斯双击。
- **市场策略与行业配置展望。**我们认为配置高股息的相关标的是贯穿整个2019年的策略。高股息策略有三个特点：（1）具有显著的季节效应，上半年一般表现较好；（2）高股息的股票在市场弱势时胜率更高；（3）高股息股票上涨领先于市场上涨。高股息策略的这几个特点完美契合我们对2019年大势的判断，因此我们认为这是一个贯穿全年的策略。除此之外，具有政策或者基本面利好的行业，如：港股通扩容、减税、通信设备、航空运输、建筑建材、房地产等行业的相关个股也值得投资者关注。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

目录

一、市场会随着经济进一步走低吗？	5
1、恒生指数的跌幅远高于当期盈利的降幅.....	6
2、永续增长模型：当前股价隐含的未来永续名义增长为 6.33%.....	6
3、Ashton 模型：当前股价隐含的第二年名义增长为 6.72%.....	7
4、小结：港股当前点位已经完全反映了内地经济下行预期.....	9
二、市场存在哪些可能超预期的因素？	9
1、香港银行业为什么要加息？	9
2、为什么说 2019 年香港金管局可能暂缓加息？	11
三、市场的节奏如何？	12
1、上涨：春季躁动会有吗？	12
2、下跌：经济下行对股市影响有多大？	13
3、震荡：市场会不会提前反应下半年经济企稳预期？	13
4、上涨：市场将迎来戴维斯双击.....	14
四、市场策略与行业配置展望	14
1、配置高股息的相关标的——贯穿整个 2019 年的策略.....	14
2、配置具有政策或者基本面利好的行业	17

图表目录

图 1：恒生指数与恒生国企指数全年表现.....	4
图 2：港股 2018 年行业表现	4
图 3：决定港股走势的核心因素是企业盈利.....	5
图 4：美国 10 年期国债收益率与港交所主板估值之间的负相关关系不显著	5
图 5：恒生指数 EPS 与内地 GDP 增速之间的相关性较高.....	5
图 6：恒生指数 EPS 与内地 PPI 之间的相关性更高.....	5
图 7：恒生指数下跌幅度明显大于当期盈利	6
图 8：恒生指数股息率（近 12 个月）	7
图 9：Ashton 模型回归结果	8
图 10：2019 年较低的隐含增速意味着有望获得正收益.....	8
图 11：香港三大发钞行定期存款利率（厘）	9
图 12：香港银行业定期存款利率与贴现窗利率出现了明显利差.....	10

图 13: 2016-2017 年香港经济与股市表现.....	10
图 14: 2018 年 2 月份后港美股票市场出现背离.....	10
图 15: 外汇储备下降令港币贬值压力凸显.....	11
图 16: 2018 年香港银行业存款增速明显降低.....	11
图 17: 香港资本外流情况得到很大缓解.....	11
图 18: 2019 年各次美联储议息会议加息概率.....	12
图 19: 2019 年全年美联储加息概率.....	12
图 20: 港股的春季躁动效应没有 A 股明显.....	13
图 21: 恒生指数与内地 PPI 之间的关系.....	13
图 22: 高股息策略具有显著的季节效应.....	15
图 23: 12 月的港股平均成交量处于较低位置.....	15
图 24: 12 月的港股平均换手率处于较低位置.....	15
图 25: 高股息策略在市场弱势时胜率更高.....	16
图 26: 高股息股票上涨领先于市场上涨.....	16
图 27: 派息次数较高的行业.....	17
图 28: 派息次数与上市公司总数之比较高的行业.....	17
图 29: 平均每次派息金额较高的行业.....	17
图 30: 发放股利的公司的平均 ROE 更高.....	17
图 31: 增值税三挡并两挡后, 各行业受益大小对比.....	18
图 32: 房地产对贷款的依赖度最高.....	19

2018年，港股市场在基本面转弱、流动性收紧和中美贸易战的压力下，出现了较大幅度的下跌。2018年全年，恒生指数和恒生国企指数分别下跌了13.61%和13.53%，较1月份的高点分别下跌了22.04%和26.23%（图1）。从行业看，全年仅有公用事业收益为正，微涨1.37%，跌幅较大的行业有资讯科技业（-30.37%）、原材料业（-29.86%）、消费品制造业（-28.12%）（图2）。

图 1：恒生指数与恒生国企指数全年表现

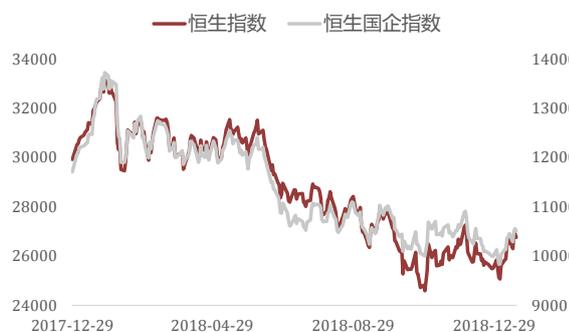
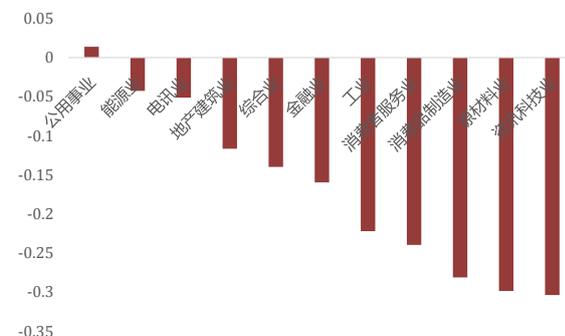


图 2：港股 2018 年行业表现



来源：Wind，莫尼塔研究

影响港股走势的主要变量有内地经济、美国货币政策、资金流动等。展望2019年，这几大变量目前市场已经形成了较为一致的共识，主要有以下几点：

- 1、内地经济在2019年上半年大概率继续下行，下半年有希望企稳。同时，财政政策将会发力，更大减税措施将推出，而货币政策大幅转向宽松的可能性不大；
- 2、年初财报季可能出现业绩地雷，商誉减值风险可能较大；
- 3、美国经济在2019年将出现放缓，美联储加息节奏也将趋缓，但美股出现大面积股灾的可能性很低；
- 4、内地资金在2019年以及更长时间内会继续南下香港；
- 5、中美贸易摩擦仍然具有不确定性，贸易战的可能性仍然存在。
- 6、恒生指数估值已经处于历史均值下方，存在足够的向上空间。

基于以上几个一致预期，目前市场普遍认为，2019年港股的行情大概率是先下后上，下半年好于上半年。然而，市场的一致预期往往是不正确的，因为预期会对投资形成反馈效应，导致市场实际走势与一致预期并不一致。预期还未落地时，股市往往已经提前反映了预期；而当预期落地后，股市反而可能反转，这样的例子不胜枚举。因此，在本篇报告里，我们尝试从预期的角度来讨论2019年港股市场的表现，主要结论有以下几点：

1、经济下行预期已经完全反映在股价中。目前指数点位隐含的第二年名义增长为6.72%。低于市场普遍预期的8%左右。因此，当经济下行真正来临时，反而有可能利空出尽；

2、香港本地流动性的边际改善是可能的超预期变量。我们认为2019年香港的资本外流压力将得到缓解，银行业继续加息的动力并不强，这一点市场少有讨论；

3、2019年大部分时间都会是震荡市。在盈利真正确认之前，一方面是股价已经反映了经济下行预期，下行空间不大；另一方面盈利没有确认，投资者不敢入场，上行空间也不大，因此会有较长时间的震荡阶段；

4、配置高股息的标的是贯穿整个2019年的策略。高股息策略的几个特点完美契合我们对2019年大势的判断，除此之外，港股通扩容、减税、通信设备、航空运输等行业也值得关注。

一、市场会随着经济进一步走低吗？

从中长期的视角来看，决定港股走势的核心因素是分子端的企业盈利（图3），分母端用美国10年期国债收益率衡量的流动性与估值的关系并不十分显著（图4）。企业盈利又与内地经济联系紧密，这一方面是因为香港经济与内地经济联系越来越广泛；另一方面也因为联交所的上市公司绝大多数都是内地公司。根据联交所数据，截至2017年底，中资股市值占市场总市值的比例超过66%，成交额占比达到76.1%。

图 3：决定港股走势的核心因素是企业盈利



图 4：美国 10 年期国债收益率与港交所主板估值之间的负相关关系不显著



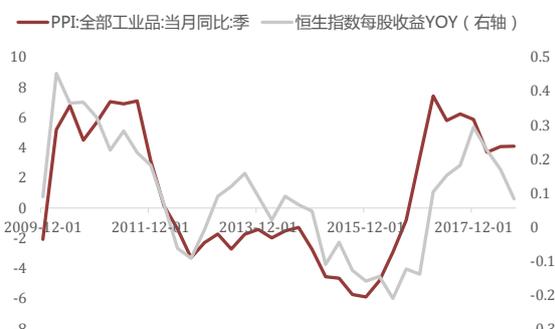
来源：Wind, Bloomberg, 莫尼塔研究

如果将恒生指数每股收益与内地GDP数据进行对比，会发现二者之间的相关性比较强（图5）；当然由于内地的宏观调控政策，GDP的波动已经不太明显，如果改用恒生指数与内地的PPI数据进行对比，这种正相关关系会表现的更加明显（图6）。既然决定港股的核心因素是企业盈利或者经济状况，那么在目前普遍预期上半年经济下行的情况下，市场会进一步走低吗？

图 5：恒生指数 EPS 与内地 GDP 增速之间的相关性较高



图 6：恒生指数 EPS 与内地 PPI 之间的相关性更高



来源：Wind, 莫尼塔研究

1、恒生指数的跌幅远高于当期盈利的降幅

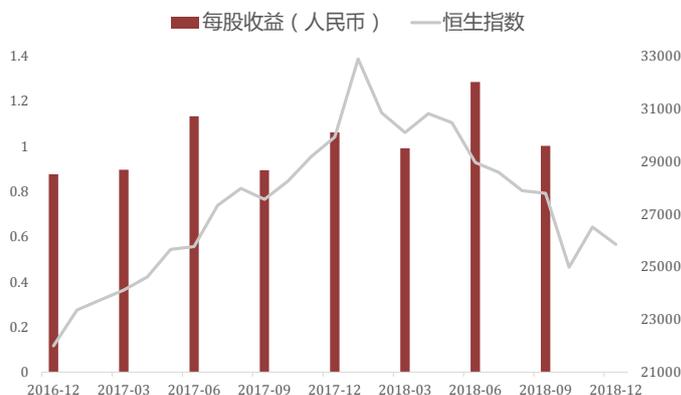
市场会随着经济进一步走低吗？其实回答的是目前的市场价格究竟包含了多少经济下行的预期。我们首先从一个经验的角度来回答这个问题。图7表示的是恒生指数与当期盈利之间的关系，可以发现2018年以来，恒生指数的下降幅度要远高于当期盈利的下降幅度（图7）。

如果将这么大的跌幅仅仅解释为外部流动性收紧和贸易战引发市场情绪下跌带来的杀估值，这很明显是不合适的。同时，恒生指数与一致盈利预期的下跌幅度却比较相同（图3）。因此，从经验的角度来看，当前这么大的跌幅应该已经包含进了对未来盈利会下跌的预期。

2、永续增长模型：当前股价隐含的未来永续名义增长为 6.33%

以上仅仅是从经验的角度回答了这个问题，只告诉了我们股市确实反映了未来盈利下跌的预期，但是究竟反映了多少并没有告诉我们。下面我们用两个模型来回答这个问题。

图 7：恒生指数下跌幅度明显大于当期盈利



来源：Wind，莫尼塔研究

首先是一个比较简单的永续增长模型，具体推导过程如下：

$$P = \frac{D_0 * (1 + g)}{r - g} = \frac{E_0 * b * (1 + g)}{r - g}$$

$$\therefore \frac{P}{E} = \frac{b * (1 + g)}{r - g}$$

$$\therefore 1 = \frac{d * (1 + g)}{r - g}$$

$$\therefore g = \frac{r - d}{1 + d}$$

其中b为派息比率，等于股息率*市盈率；g为永续名义增长率；d为股息率；r为贴现率。我们选择1月18日收盘后的恒生指数股息率数据（图8）来进行计算。截至1月18日，恒生指数前溯12个月的股息率为3.4522%。假设贴现率r取一般常用的10%，那么计算出来的g为6.33%。

图 8：恒生指数股息率（近 12 个月）



来源：Wind，莫尼塔研究

3、Ashton 模型：当前股价隐含的第二年名义增长为 6.72%

上述的永续增长模型形式简洁，但是计算出来的增长率 g 为永续增长率，而且 g 表示的是股利增长率，与经济增长率的概念存在差别。同时也需要给定贴现率 r 的值，模型的限制比较多。下面采用一个稍复杂一些的模型，但是模型的限制会很少。

我们采用 David Ashton、Pengguo Wang 2013 年发表于《Review of Accounting Studies》的模型¹，模型的具体形式如下²：

$$E_t(e_{t+1}) = \delta_1 P_t + \delta_2 e_t + \delta_3 b_t + \delta_4 b_{t-1}$$

两边同时除以 P_t ，得到：

$$\frac{E_t(e_{t+1})}{P_t} = \delta_1 + \delta_2 * \frac{e_t}{P_t} + \delta_3 * \frac{b_t}{P_t} + \delta_4 * \frac{b_{t-1}}{P_t}$$

其中：

$$\delta_1 = \frac{R - (1 + g)}{(\alpha_1 + \alpha_2)}$$

$$\delta_2 = \frac{(1 + g) (\alpha_1 + \alpha_2 - 1)}{(\alpha_1 + \alpha_2)}$$

$$\delta_3 = \frac{(1 + g) - \alpha_1}{(\alpha_1 + \alpha_2)}$$

$$\delta_4 = \frac{(1 + g) (\alpha_1 - 1)}{(\alpha_1 + \alpha_2)}$$

根据以上四个式子，可以推出：

¹ Ashton D. Terminal valuations, growth rates and the implied cost of capital[J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18(1):261-290.

² 该模型实际上有 2 种表达式，我们这里采用较为简单的一种。另外一种复杂的形式中包含了一个调整项，用来预防因谨慎会计原则导致的公司净资产低估，表达式为：

$$E_t(e_{t+1}) = \delta_1 P_t + \delta_2 e_t + \delta_3 b_t + \delta_4 b_{t-1} + \delta_5 P_{t-1}$$

$$g = \frac{(1 + \delta_2 + \delta_3) + \sqrt{(1 + \delta_2 + \delta_3)^2 - 4(\delta_2 - \delta_4)}}{2} - 1$$

$$R = (1 + g) \left(1 + \frac{\delta_1}{1 + g - \delta_2}\right)$$

以上式子中， $E_t(e_{t+1})$ 表示第 t 期预测的 $t+1$ 期每股收益， P 为价格， b 为每股净资产， g 为下一期的增长预期， R 为资本成本。只要通过横截面数据回归计算得出 δ_1 、 δ_2 、 δ_3 、 δ_4 四个参数的值，便可带入公式计算得出经济名义增长率 g 。

考虑到成长股对经济周期的反应不敏感，甚至有时与经济周期成反向关系；周期股的盈利和分红波动太大，尤其在港股金融地产占比很高的情况下。因此我们选择恒生消费品制造业指数的成分股，剔除掉没有数据的公司，用剩余的 84 家公司进行回归分析，求出四个参数的值（图 9）。

图 9：Ashton 模型回归结果

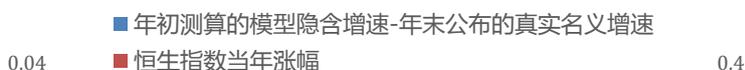
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-squared
δ_1	0.0162	0.0040	4.0106	0.0001	86.33%
δ_2	0.7814	0.0544	14.3533	0	
δ_3	0.0523	0.0296	1.7661	0.0812	
δ_4	-0.0366	0.0281	-1.3006	0.1971	

来源：Wind，莫尼塔研究

把回归得到的参数带入以上公式计算，最终得出来的**第二年增长预期为 6.7244%**。

对于这个模型，我们还可以做进一步的讨论。该模型实际上有一个前提假定，即股价最终会根据经济增长情况进行回归。我们按照该方法对历史数据进行了简单的回测，发现 2015 年以来，模型隐含增长速度-真实名义 GDP 增速与股价实际的走势呈明显负向的关系，即假如模型隐含增长大于预期，那么股价下跌的可能性较大；若模型隐含增长小于预期，那么股价上涨的可能性较大（图 10）。目前隐含增速相较于市场预期显著偏低，这可能意味着 2019 年有望获得正的收益。

图 10：2019 年较低的隐含增速意味着有望获得正收益



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_14349



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn