

便宜就是买入的理由吗？

去年下半年以来，看多港股的声音不断增多，眼下已基本成为市场一致预期。本文对约束港股的主要逻辑推演论证，认为港股配置价值较高、但短期仍有反复。

➤ 一问：恒生指数为何超预期走弱？去年下半年来基本面回落、政策预期波动

2021年下半年，市场上多港股的观点频出；然而与主流预期截然相反，港股市场持续震荡走弱。2021年2月-5月初，在美债收益率快速上行以及互联网反垄断下，恒生和恒生科技经历了大幅回撤，后续随着美债收益率趋于稳定和反垄断政策的落地，市场对于港股的乐观情绪渐起。但是下半年以来恒生、恒生中国和恒生科技指数分别经历了20.6%、25%和31.7%的跌幅。

恒生指数一路下行，主要与内地经济基本面走弱，及行业整顿政策带来的预期波动等有关。从2021年6月开始到年底，在市场一片看多的情绪中，港股三大股指进一步回落，主要由于下半年我国经济下行压力不断加剧，同期，部分监管措施带动风险偏好不断下挫，使得恒生指数持续震荡调整。

➤ 二问：港股风险偏好，何时改善？短期需留意美联储政策收紧影响等

美联储货币政策收紧，对全球资本市场的冲击尚未充分定价；鉴往知今，美股波动放大阶段，港股市场交易情绪大多受到冲击。近些年来美联储加息周期，首次加息前后美股都经历了不同程度的回调。港股跨境资本流动相对自由，在联系汇率下，海外市场波动加大，对风险偏好的影响短期仍需留意。

行业规范政策的深化、地缘政治风险的暴露，也可能对短期市场风险偏好产生一定影响。随着政策的转向，之前高估值驱动高成长的板块逻辑遭到颠覆，软科技、医疗保健和教育等占港股市场比重较大的行业板块短期难以看到稳定的资金流入。此外，《外国公司问责法案》1月开始生效，中概股在3-4月提交年报时，盈利可能不及预期，也容易波及港股风险偏好的回落。

➤ 三问：港股低估值板块的“春天”是否已至？中短期盈利压力仍存

“房住不炒”背景下，从融资环境到市场信心的修复，需要一定时间。“房住不炒”的政策总基调，是自始至终坚持的基本原则；在现有政策环境下，从融资环境的改善，到居民购房意愿、企业的信心的修复，都需要些时间。除此之外，上半年债务到期较为集中，房地产行业风险的释放尚未完全。

PPI下行周期、库存走低是大势所趋，部分周期类行业的盈利增速或有所回落；疫情反复背景下，消费行业利润修复的力度和空间或受约束。周期类行业，2022年上半年，原材料价格回落和美联储加息背景下，企业盈利增速将见顶回落。另外，预防式储蓄意愿的提升和就业压力的持续存在，进一步约束居民消费意愿和购买能力，短期仍将压制消费板块的利润修复空间。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期，全球需求和供应链中断恢复不及预期，我国经济增速不及预期。

赵伟

分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐

分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡

联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

一问：恒生指数为何超预期走弱？去年下半年来基本面回落、政策预期波动	3
二问：港股风险偏好，何时改善？短期需留意美联储政策收紧影响等	5
三问：港股低估值板块的“春天”是否已至？中短期盈利压力仍存	7

图表目录

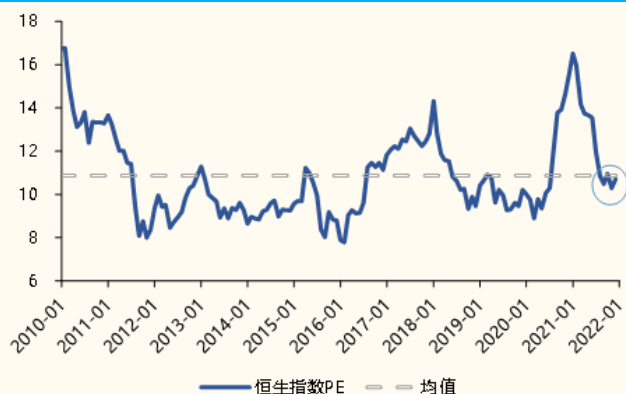
图表 1：2021 年下半年恒生指数 PE 低于均值	3
图表 2：2021 年 9 月以来中国香港流动性边际好转	3
图表 3：港股三大股指去年下半年以来均经历了较大的调整	3
图表 4：恒生指数下半年跑输内地股指	3
图表 5：政策的持续颁布使得恒生指数的风险偏好受到一定的影响	4
图表 6：互联网科技和地产建筑业市净率分位数	4
图表 7：2021 年下半年，政策是扰动港股的重要因素	4
图表 8：首次加息前后标普 500 表现	5
图表 9：标普 500 的席勒市盈率处于历史次高位	5
图表 10：美联储加息后恒生指数大部分回调	5
图表 11：VIX 指数上行通常带动恒生指数回调	5
图表 12：行业规范政策的深化和延续仍存	6
图表 13：SEC 公布《外国公司问责法案》实施细则	6
图表 14：恒生科技和美国中资软件服务走势相同	7
图表 15：美国制裁传闻恐慌情绪带动板块波动较大	7
图表 16：“住房不炒”的总基调并未发生明显的转折	7
图表 17：我国房地产销售和建筑面积还未企稳回升	7
图表 18：票据转贴利率仍低于以往，信贷较弱	8
图表 19：上半年离岸地产债到期较为集中	8
图表 20：原材料库存见顶回落	8
图表 21：PPI 和工业企业利润当月同比回落	8
图表 22：消费支出增速低于收入增长	9
图表 23：居民储蓄意愿上行，消费意愿低迷	9
图表 24：领取失业保险金人数高于 2008 年	9
图表 25：失业保险金领取条件指数创新高	9

去年下半年以来，看多港股的声音不断增多，眼下基本成为市场一致预期。本文对约束港股的主要逻辑推演论证，认为港股配置价值较高、但短期仍有反复。

一问：恒生指数为何超预期走弱？去年下半年来基本面回落、政策预期波动

2021年下半年以来，市场上各种看多港股的言论频出。2021年2月-5月初，在美债收益率快速上行以及互联网反垄断下，恒生和恒生科技经历大幅回撤，后续随着10年美债收益率趋于稳定和反垄断政策的落地，市场对于港股的乐观情绪渐起。其中，看多港股的言论，如“流动性好转利于估值修复”、“利空出尽，风险偏好有望企稳”等言论频频出现，并逐渐成为了市场的主流预期。

图表 1：2021 年下半年恒生指数 PE 低于均值



来源：Wind，国金证券研究所

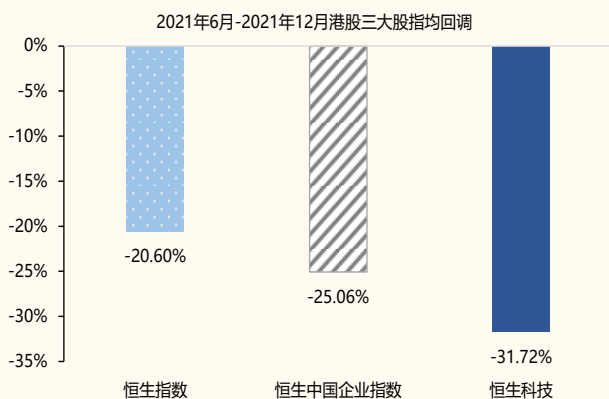
图表 2：2021 年 9 月以来中国香港流动性边际好转



来源：Wind，国金证券研究所

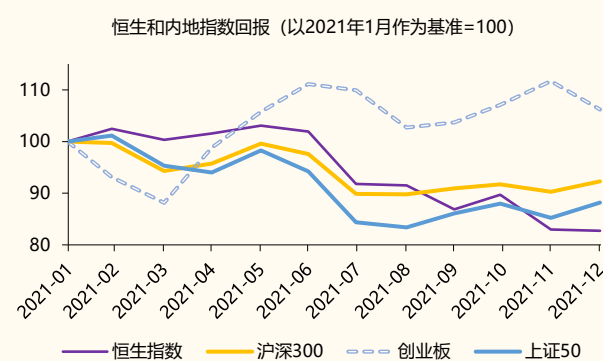
然而，与主流预期截然相反；2021年下半年以来，恒生指数一路下行，表现明显不及内地股指。从2021年6月开始到年底，在市场一片看多的情绪中，港股三大股指进一步回落，恒生、恒生中国和恒生科技指数分别回落 20.6%、25% 和 31.7% 的跌幅。相同时间，沪深 300 和上证 50 分别回调 7.51% 和 10.31%，而创业板则上升 0.68%，三大股指表现均好于香港股指。

图表 3：港股三大股指去年下半年以来均经历了较大的调整



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：恒生指数下半年跑输内地股指



来源：Wind，国金证券研究所

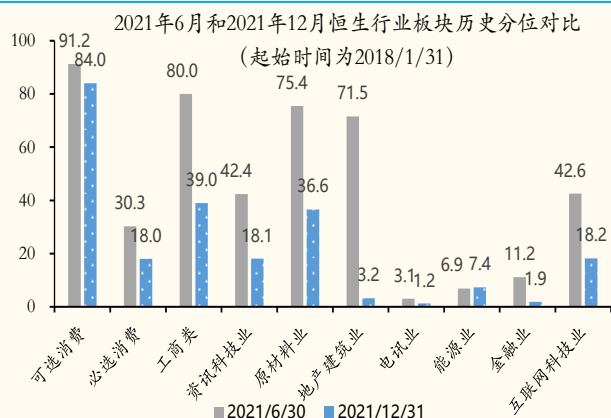
2021年6月以来，恒生指数的下行，主要与内地经济基本面走弱，及行业整顿政策带来的预期波动等有关。在经济新旧动能转型下，经济周期弱化、结构分化加剧，一方面导致有效需求不足。另一方面，在“双碳”政策下，供给端收缩带动原材料价格上涨挤压下游利润，企业经营压力较大。同期，决策层面出现了较为严格的监管措施，包括2021年7月以来，互联网反垄断和“双减”政策的接连落地，使得资本流动较为自由的香港市场比内地市场面临风大的抛售压力，恒生资讯科技、恒生地产建筑和恒生互联网科技业估值受到重挫。

图表 5：政策的持续颁布使得恒生指数的风险偏好受到一定的影响



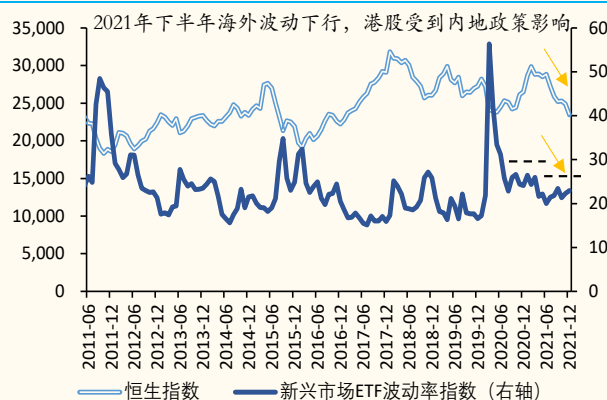
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：互联网科技和地产建筑业市净率分位数



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2021 年下半年，政策是扰动港股的重要因素

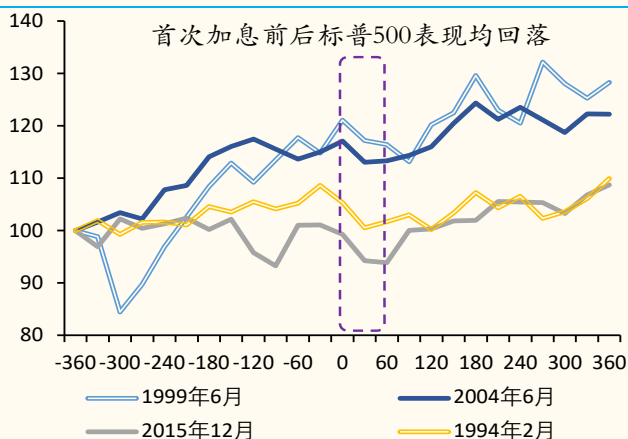


来源：Wind，国金证券研究所

二问：港股风险偏好，何时改善？短期需留意美联储政策收紧影响等

美联储货币政策收紧，对全球资本市场的冲击尚未充分定价。回溯历史，1994年2月、1999年6月、2004年6月和2015年12月美联储加息之后的2个月内美股均经历了较大的回调压力，主要由于随着美债收益率上行，抑制了市场对于股票等风险资产的需求，导致风险资产估值经历不同程度的调整。截至12月，标普500的席勒市盈率为38.66，仅低于互联网泡沫时代的43.53，但短期10年美债利率仍存在一定的上行空间，意味着届时美股回调压力加大。

图表8：首次加息前后标普500表现



来源：Wind，国金证券研究所

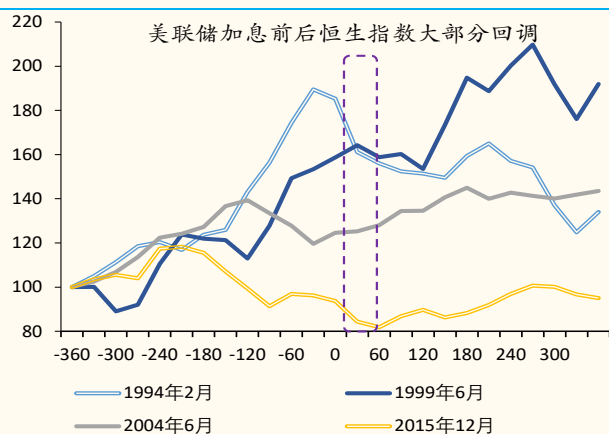
图表9：标普500的席勒市盈率处于历史次高位



来源：Wind，国金证券研究所

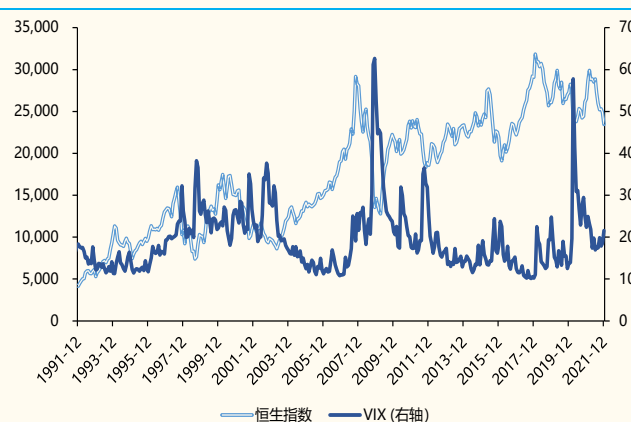
鉴往知今，美股波动放大阶段，港股市场交易情绪大多受到冲击。从同期来看，美联储历次加息之后，恒生指数大部分时间都经历了回调。究其原因，一方面由于港股跨境资本流动相对自由，所以导致美股的高波动率对港股的风险情绪传导较为直接；另一方面，在联系汇率制度下，港股“离岸”属性的无风险收益会跟随长端美债收益率上行，进而对港股的估值端形成一定的抑制。往后看，短期港股依然会受到美联储加息带来的波及，中短期风险偏好企稳仍待观察。

图表10：美联储加息后恒生指数大部分回调



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：VIX指数上行通常带动恒生指数回调



来源：Wind，国金证券研究所

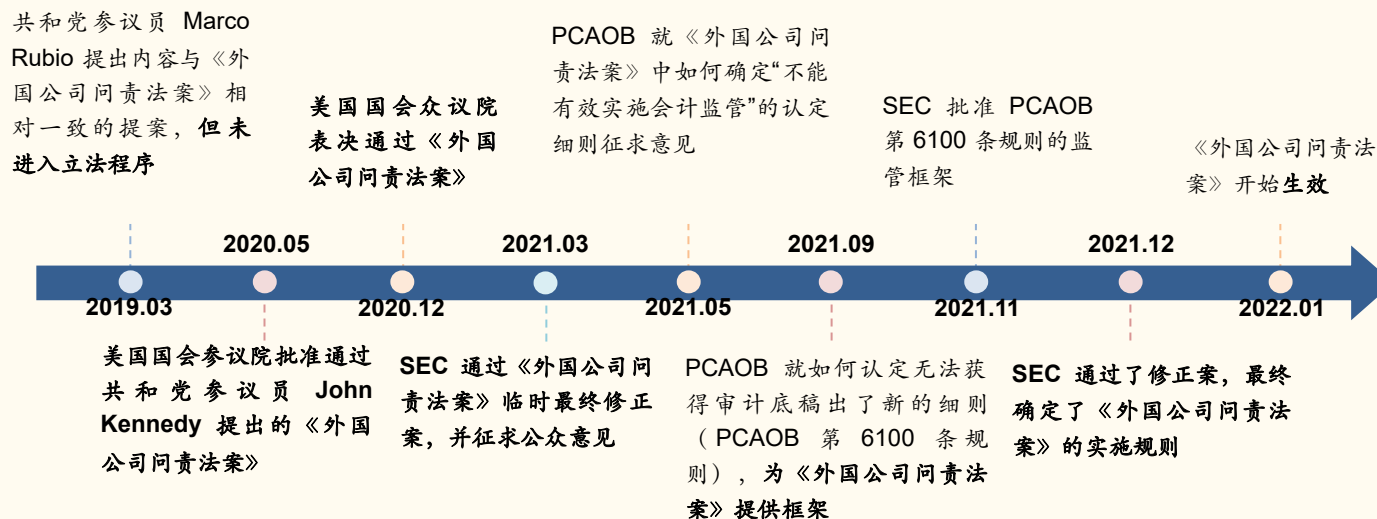
行业规范政策的深化、延续和地缘政治风险，或意味着对市场的扰动还未结束。随着行业规范政策的推出，之前高估值驱动高成长的板块逻辑遭到颠覆，软科技、医疗保健和教育等占港股市场比重较大的行业板块短期难以看到稳定的资金流入。另外，2021年12月，SEC公布《外国公司问责法案》实施细则，中概股在3-4月提交年报时，盈利可能不及预期，也容易波及港股风险偏好的回落，美股的抛售也会使得港股挂钩的标的承压。

图表 12：行业规范政策的深化和延续仍存

	日期	会议	内容
中央	2021/12/8~12/10	中央经济工作会议	要提振市场主体信心，深入推进公平竞争政策实施， 加强反垄断和反不正当竞争，以公正监管保障公平竞争。
	2021/12/17	中央全面深化改革委员会第二十三次会议	加强反垄断、反不正当竞争…… 要加快清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法。
地方	2021/11/23	福建召开公平竞争审查工作厅际联席会议全体会议	要压实责任，对涉及市场主体经济活动的规章、规范性文件以及其他形式的政策措施全面梳理盘点， 发现违反统一市场和公平竞争的抓紧整改。
	2021/11/25	陕西召开公平竞争审查工作联席会议全体会议	要不断增强实施公平竞争审查制度的工作力度， 强化制度刚性约束。 加大反行政垄断执法力度。将事前的公平竞争审查与事后的反行政垄断执法结合起来， 打好维护统一市场和公平竞争的“组合拳”。
	2021/12/07	北京发布 2021 年版平台经济领域反垄断合规指引	旨在 引导企业建立和加强反垄断合规管理制度 ，自觉规范经营行为，防范反垄断法律风险，保障企业持续健康有序发展。
	2021/12/22	北京市市场监管局、北京市财政局、北京市发改委联合召开营造公平竞争市场环境专场新闻发布会	深入推进反垄断和反不正当竞争执法，规范和矫正企业不公平竞争行为。 全面落实公平竞争审查制度，对各类市场主体一视同仁、平等对待，依法保护企业的合法权益，防止排除、限制市场竞争的政策措施出台。

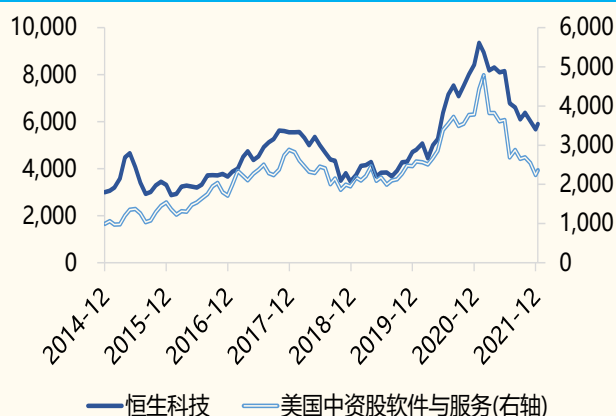
来源：国金证券研究所

图表 13：SEC 公布《外国公司问责法案》实施细则



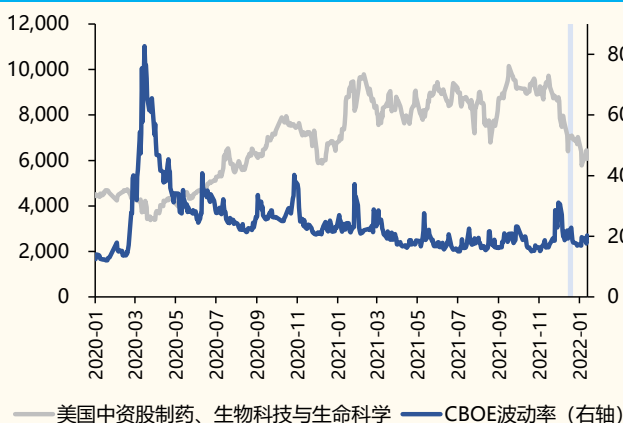
来源：国金证券研究所

图表 14: 恒生科技和美国中资软件服务走势相同



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 美国制裁传闻恐慌情绪带动板块波动较大



来源: Wind, 国金证券研究所

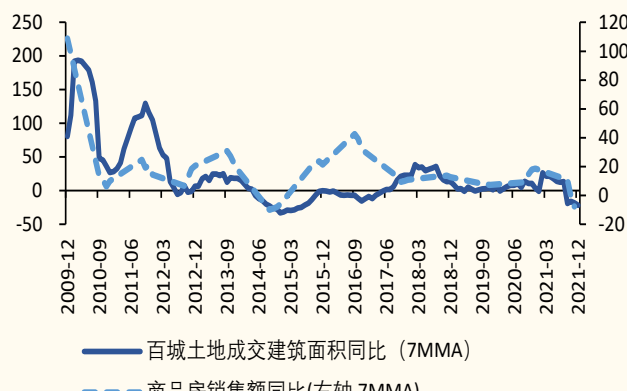
三问：港股低估值板块的“春天”是否已至？中短期盈利压力仍存

“房住不炒”背景下，从市场融资环境到市场主体的预期信心修复，需要时间。首先，“住房不炒”、“地产不再作为短期刺激经济手段”的总基调并未发生实质性转向；其次，房地产投融资改善到新开工和现房销售的传导链条较慢，居民购房的意愿和金融机构的信心修复仍然需要一定的时间。第三，上半离岸地产债到期较为集中，地产风险尚未完全释放，房地产企业的盈利端修复尚需等待。

图表 16: “住房不炒”的总基调并未发生明显的转折

会议	内容
中央政治局会议	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 促进房地产业健康发展和良性循环。
中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场。
住建部部长王蒙徽答记者问	将坚决落实中央经济工作会议部署，牢牢坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，不将房地产作为短期刺激经济的工具和手段， 加强预期引导，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022 年中国人民银行	稳妥实施好 房地产金融审慎管理制度 ，更好满足

图表 17: 我国房地产销售和建筑面积还未企稳回升



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_36503

