

策略简评：南下资金爆发的背后

2021年首月，市场对于港股的情绪热烈，A股市场上多只港股ETF标的日内溢价率甚至高达10%，大量资金南下进军港股。2021年1月19日，港股成交额升至360亿美元，为2015年以来最高水平。2021年1月19日港股通净买入金额为（买入金额减去卖出金额）265.92亿港元，创下历史新高，相比于2020年和2019年的日均净买入额（见图表1），增长幅度非常惊人。

为何南下资金突然爆发？

南下资金的爆发，符合我们在年度策略展望 [《2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) 的判断，在报告中我们强调了2021年“**港股比A股好**”这一判断，目前这一判断正在兑现。

我们的判断基于DDM模型：从DDM模型来看，DDM模型的分母是折现率，挂钩无风险利率，而分子则挂钩企业盈利。

- **分子盈利端**：港股与A股企业都与中国经济基本面的走势息息相关，两者的区别不大。
- **分母无风险利率端**：由于中外经济复苏的节奏不一致，内地流动性边际收紧，海外仍将保持相对宽松；而A股由内地流动性所主导，港股则更多受到海外影响，因此港股的流动性状况要优于A股。

因此A股 vs 港股的核心差异就在于分母的无风险利率端，港股优于A股市场，因为海外仍然高度宽松，而内地已经在实施货币正常化。在此情况下，也就不难理解为何港股优于A股了，而近期资金大幅流入港股市场正是这一逻辑的兑现。

为何是现在？

我们先前提到了A股 vs 港股的核心差异在于流动性的差异。之所以在港股的资金流入在今年1月爆发，除了与年初机构抢筹筹码进行配置有关，也与流动性的变化密切相关：

- **海外流动性**：来看，海外央行仍然在实施极度宽松的货币政策。12月美联储虽然调高经济预测，但也增强了前瞻指引，而欧央行则由于深陷三重困境于12月进一步加大QE力度。关于全球央行的最新动态，可以参考我们的定期追踪报告 [《SPDBI全球央行观察：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测 | 2021年1月刊》](#)

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021年1月19日

相关报告：

[《SPDBI全球央行观察：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测 | 2021年1月刊》](#) (2021-01-12)

[《2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

- 内地流动性:**与此同时,内地的流动性正常化趋势非常明显。12月央行工作会议以及易纲行长的专访都强调了2021年的货币政策“稳”字当先,12月的社融数据也同样弱于预期。随着经济的不断企稳回升,货币政策正常化仍将继续推进。

除了流动性的变化引发了资金的大举流入,目前以MSCI中国指数来看,中国股市的整体估值属于历史高位水平,与此同时,AH溢价也接近2015年的峰值水平,从估值的角度来看,资金大举进入港股可能也一定程度上反映了投资人对于A股估值的担忧提升,开始在相对低估的港股市场寻找标的进行配置。就这个角度而言,我们有理由对市场保持相对谨慎。

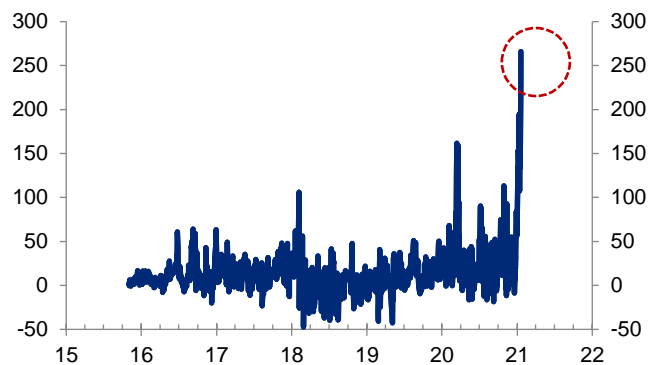
在此,我们重申对于2021年中国股市的核心判断:**2021年MSCI中国指数盈利扩张,估值收缩,全年个位数回报,谨慎乐观,需要将配置逻辑下沉,股市全年走势可能先上后下,下半年尤其需要保持谨慎。**

图表 1: 港股通日均净买入额 (亿港币)

年份	净买入额
2021年1月19日	265.92
2021年至今	144.27
2020年	29.74
2019年	10.82
2018年	3.71

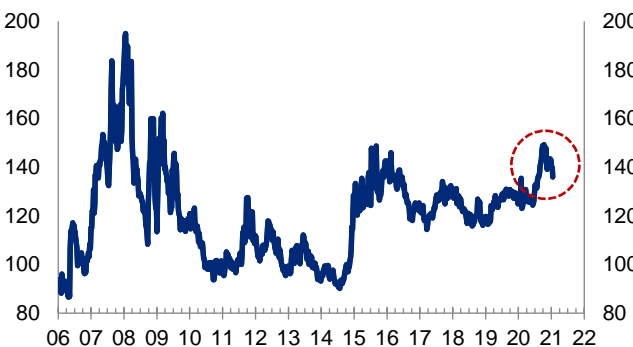
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 港股通日均净买入额 (亿港币)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: AH股溢价指数一度逼近2015年的高位



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: MSCI中国指数即期市盈率处于历史高位



资料来源: Bloomberg, Wind, 浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼