



# 恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线，战略性配置港股

- **市场的担忧和潜在风险点：**1) 能源危机：美国已经限制俄罗斯能源进口，欧洲是否会跟进，目前仍有待观察。长期来说，原油的再平衡不是问题，但至少六个月内，都有待各国逐步增产来应对暂时的供应缺口；2) 银行业风险和债务危机：俄罗斯有近 5,000 亿美元的总外债，海外商业银行在俄罗斯有超过 1,200 亿美元的风险敞口，俄罗斯的外债无疑成为全球市场的担忧点；3) 在高油价的冲击下，全球经济的回落风险不断加大，对于风险资产则面临基本面回落、流动性收紧的双重冲击；4) 供应端催生下的高通胀，叠加地缘政治带来的高油价，令各国央行陷入了非常尴尬的两难境地，这极大地限制了央行作为最后救助人的救助空间。
- **海外风险冲击下，港股浮现罕见信号：** 纵使海外出现了众多负面因素，但港股市场已经发出了罕见的信号，值得投资人高度重视：
  - 1) **技术面：** 恒指 30 年来首次触及 250 日均线的长期支撑位，且当前的高点回撤幅度已接近 2018 年；
  - 2) **资金面：** 港股当前的资金流出幅度和 2008 年金融危机相当，仅次于 1998 年亚洲金融风暴时的流出幅度；
  - 3) **仓位面：** 港股沽空仓位处在历史高位，市场情绪降至冰点，市场情绪极度悲观，港股继续沽空的空间有限。
- **操作策略：** 我们建议：战略性配置港股，短期择时注意买入节奏，建议分批买进，大跌大买，小跌小买，并可考虑用欧股作为对冲。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com  
(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com  
(852) 2808 6452

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

2022 年 3 月 10 日

## 相关报告：

[中国股票：加仓 \(2022-2-25\)](#)

[2022 年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎 \(2021-12-03\)](#)

[美联储：“更早”、“更快”、“更强”的货币紧缩，紧缩压力上半年最大 —— SPDBI 全球央行观察 \(2022-02-18\)](#)

[信贷脉冲见底，市场底部相距不远 \(2021-12-24\)](#)

[全球大宗商品：CAPEX 结构之变 —— 供应端多维研究系列报告 \(二\) \(2021-10-29\)](#)

[全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇 —— 供应端多维研究系列报告 \(一\) \(2021-10-19\)](#)

[全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎 \(2021-9-20\)](#)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

总结 .....	3
市场的担忧和潜在风险点 .....	4
海外风险冲击下，港股浮现罕见信号 .....	5
恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线.....	5
港股资金净流入创历史极低水平.....	6
沽空仓位极高.....	8
操作策略 .....	10
长期配置者：加仓.....	10
短期择时：注意买入节奏，可用欧股做对冲.....	11

## 图表目录

图表 1: 恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线 .....	5
图表 2: 港股资金净流出 (%) 水平仅次于 1998 年亚洲金融风暴时期 .....	6
图表 3: 港股全样本资金净流入与成交额比例的百分位 (%) .....	7
图表 4: 香港股市未平仓沽空值占市值百分比 (%) 逼近历史高位 .....	8
图表 5: 港股未平仓沽空货值见顶前后恒指走势呈现 V 型，先下后上走势 .....	9

# 恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线，战略性配置港股

至 2022 年 3 月，在俄乌开战两周后，涟漪效应不断发酵，全球市场开始了对能源危机、债务危机、地缘政治危机和经济回落的担忧，大宗商品暴涨，股市大跌。本篇报告中，我们从港股的均线支撑位、净资金流、沽空仓位多个角度出发，发现以上三个维度都共同显示，港股罕见的配置时机已浮现，我们建议投资人战略性配置港股。

## 总结

自俄乌开战以来，恐慌情绪蔓延，市场动荡。对俄罗斯的制裁愈演愈烈，引发了市场对于能源、债务、地缘政治和经济回落的担忧，从而导致大宗商品暴涨，全球股市暴跌。

从 2 月 24 日俄乌战争爆发至今的两周，WTI 原油现货价格快速冲破 100 美元/桶的关口，并且剧烈震荡。而标普 500、纳斯达克和道琼斯工业指数在短短两周内出现了 4%到 7%不等的最大回撤，无不反映出市场的恐慌和摇摆不定。与此同时，受到市场对地缘政治的担忧以及大宗商品增加企业成本等因素的影响，香港股市一路下跌，恒生指数在 2022 年的最大回撤已高达 15%。

在当前复杂的局势和动荡的市场环境下，我们认为：

- 当前市场的担忧和潜在的风险点，包括能源危机、银行业风险和债务危机、全球经济回落风险上升、各国央行作为最后救助人的能力在削弱。
- 港股无论从均线支撑、资金净流入还是沽空水平，都已接近历史极值附近，显示了港股罕见的配置价值。
- 建议投资人战略性配置港股，短期择时注意买入节奏，建议分批买进，大跌大买，小跌小买，并可考虑用欧股作为对冲。

## 市场的担忧和潜在风险点

自 2022 年 2 月 24 日俄乌战争爆发以来，随着全球对于俄罗斯的全面制裁相继出台，涟漪效应逐步显现，总体而言，目前市场存在以下几个风险点，之后我们或将单独展开进一步的梳理：

- **能源危机**

美国已宣布限制俄罗斯能源进口，欧洲是否会跟进限制俄罗斯能源目前仍有待观察。以原油为例，目前，欧美从俄罗斯进口的原油体量约为 280 万桶/日，这一供应缺口可以由：(1) 伊朗修复性增产（有潜力释放约 130 万桶/日）；(2) OPEC 增产（OPEC 的闲置产能目前约 400 万桶/日）；(3) 中国增加购买俄罗斯原油，进而减少国际购买；(4) 美国页岩油气扩产（目前的钻井数量约为 2019 年高点的四分之三）。长期来说，原油的再平衡不是问题，但至少六个月内，都有待各国逐步增产，以填补此供应缺口。

- **银行业风险和债务危机**

目前，俄罗斯有近 5000 亿美元的总外债，另据国际清算银行（BIS）统计，海外商业银行在俄罗斯有超过 1200 亿美元的风险敞口，其中法国、意大利银行业都各有超过 250 亿美元的敞口。由于制裁出台，**俄罗斯暂时允许公司和个人以卢布偿还不友好国家债务**，俄罗斯的外债无疑成为一个全球市场的担忧点。以史为鉴，1998 年的俄罗斯债务危机，不单令明星对冲基金长期资本陨落，还令美联储进行紧急降息以应对市场冲击。目前，市场的尴尬境遇在于，美联储在高通胀的逼迫下，正在进入加息通道，难以像 2018 年一样实施紧急降息。

- **全球经济回落风险上升**

在高油价的冲击下，全球经济的回落风险不断加大，对于风险资产则面临基本面回落、流动性收紧的双重冲击。

- **央行作为最后救助人的能力在削弱**

以往而言，一旦经济或者市场出现问题，各国央行都扮演着最后救助人的重要角色。而此次，供应端催生下的高通胀，叠加地缘政治带来的高油价，令央行陷入了非常尴尬的两难境地，这极大地限制了央行作为最后救助人的空间。

# 海外风险冲击下，港股浮现罕见信号

纵使海外出现了众多风险因素，也正是受到此冲击，令港股连续下行。但无论从技术面、资金面还是仓位面来看，港股此轮跌幅在历史上都十分罕见，值此关键时机，我们建议投资人高度重视港股，利用波动、回调进行加仓。

## ● 恒生指数 30 年来首次触及 250 月均线

从均线支撑来看，当前的恒生指数走势出现了非常罕见的信号。这是其 30 年来首次触及 250 月均线的长期支撑位。无论从技术指标或回撤幅度，均显示港股未来下行空间有限，其长期的配置价值已经凸显：

- 1998 年亚洲金融危机、2000 年-2003 年全球科网泡沫破裂、2011-2012 年欧债危机、2016、2020 年恒生指数都在 120 月均线附近支撑并完成筑底，即使是 2008 年的金融海啸，恒指也仅仅是逼近 250 月均线但尚未触及。但目前恒指已经非常罕见地触及 250 月均线，长期的支撑压力非常强劲。
- 2018 年是全球资本市场罕见的一年，不仅仅是股债双杀，全球风险资产几乎全线沦陷，录得负收益的资产类别占比创下百年新高，10 年期美债与美股市场也同时负收益，这是自 1969 年以来首次出现。我们以罕见的 2018 年作为参考，2018 至 2020 年恒生指数的高点回撤幅度 34.5%，而 2021 年至今 33.6% 的回撤幅度已经相距不远。

图表 1: 恒生指数 30 年来首次触及 250 月均线



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## ● 港股资金净流入创历史极低水平

为了更好地捕捉超过 50 万亿市值的港股资金流的数据，我们从个股出发，抓取了 1998 年以来的所有港股的日度海量量价数据。如果个股日收益为正，则该股票当日成交额为流入，反之则为流出。总流入减去总流出，则为资金净流入。

我们将数千只港股的资金净流入数据进行汇总，这将直接的显示港股资金面的宏观图景。当前，香港股市资金流呈净流出状态，其流出幅度和 2008 年金融危机相当，仅次于 1998 年亚洲金融风暴时的流出幅度。

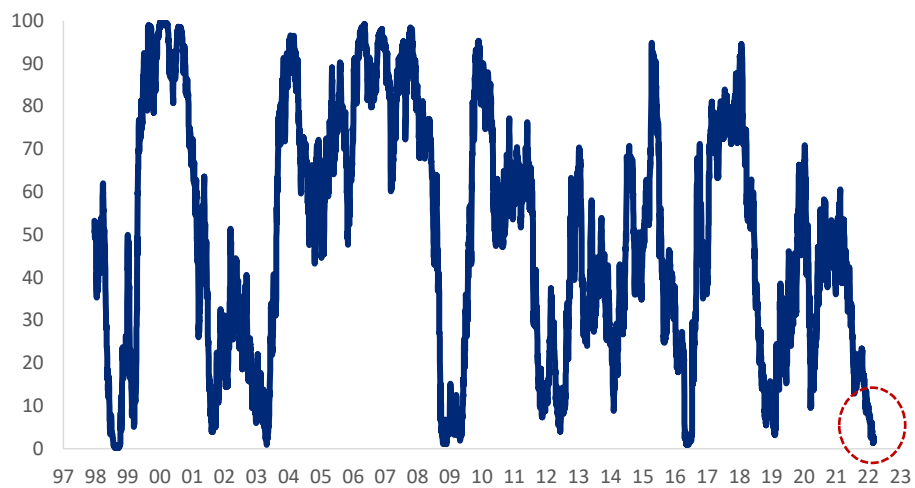
- 截至 2022 年 3 月 9 日，港股资金流呈净流出状态，在过去 252 个交易日里，其净流出占总成交额超过 5%，已达到 2008 年金融危机时的流出幅度，在过去 25 年的历史中，也仅次于 1998 年亚洲金融风暴时的流出幅度。
- 从百分位来看，当前的净资金流处于过去 25 年历史中 1.7% 的百分位点，几乎是历史最低点，未来继续流出的空间较低。

图表 2: 港股资金净流出 (%) 水平仅次于 1998 年亚洲金融风暴时期



注：全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 港股全样本资金净流入与成交额比例的百分位 (%)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## ● 沽空仓位极高

我们将一千多只的港股未平仓沽空货值进行了汇总，进而计算了港股沽空仓位的市值占比。自 2021 年 3 月以来，港股未平仓沽空值明显呈上升趋势。尤其是 2022 年以来，该读数甚至呈现九十度飙升至历史高点附近，显示市场看空情绪异常浓厚，市场情绪极度悲观。

- 当前，沽空仓位处在历史高位，市场情绪降至冰点，对比历史上的历次沽空峰值，对港股继续沽空的空间有限，沽空仓位见顶的概率非常大。
- 当前较高的沽空仓位在未来平仓时即对应多头买入，将会推动港股触底反弹。

图表 4: 香港股市未平仓沽空值占市值百分比 (%) 逼近历史高位

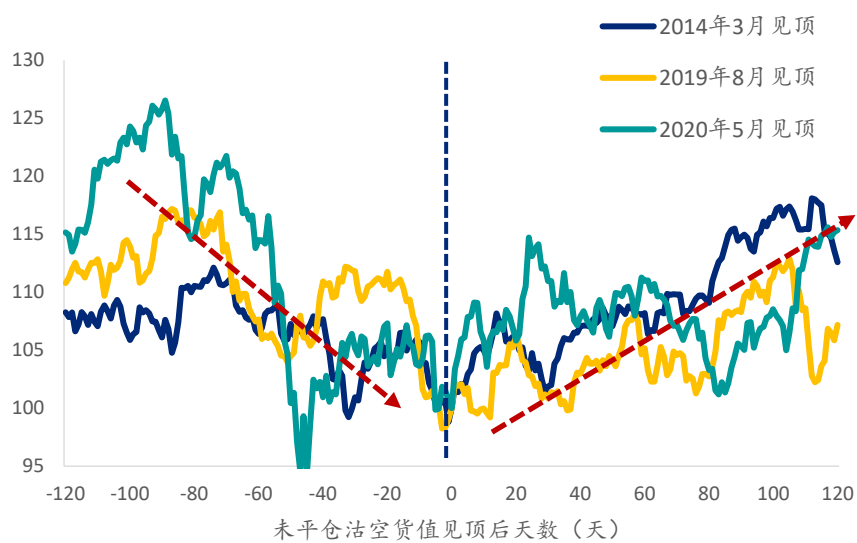


注：从 2017 年 3 月 15 日起，香港证监会规定市场参与者必须申报由联交所指明可进行卖空的所有指定证券的须申报淡仓。

资料来源：Wind，浦银国际



图表 5: 港股未平仓沽空货值见顶前后恒指走势呈现 V 型, 先下后上走势



注: 未平仓沽空货值见顶日=100

资料来源: FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

## 操作策略

综合前述对港股的技术面、资金面和仓位面的分析，我们建议：**战略性配置港股，短期择时注意买入节奏，建议分批买进，大跌大买，小跌小买，并可考虑用欧股作为对冲。**

### ● 长期配置者：加仓

综合前述，在恒指已经 30 年来首次跌至 250 日均线的长期支撑位、港股资金净流出幅度和 2008 年金融危机相当，仅次于 1998 年亚洲金融风暴时的流出幅度，再加上港股沽空仓位的体量也在历史高位附近，值此关键点，我们基于以下原因建议长期投资者可以坚定地战略性配置港股：

- **技术面：**恒指 30 年来首次跌至 250 日均线的长期支撑。
- **资金面：**港股资金净流出幅度和 2008 年金融危机相当，仅次于 1998 年亚洲金融风暴时的流出幅度。
- **仓位面：**当前未平仓沽空值处于历史高位，继续沽空的空间有限，且未来平仓将推动触底反弹。

此外，中国股市整体已浮现出多个见底信号。（详见《[中国股票：加仓](#)》）

- **我们独家的中国经济基本面领先指标显示中国经济将完成触底。**该指标是基于一揽子领先指标构建，在过去实战过程中对周期走势有较好的指示以及领先作用。该指标显示，中国经济将于 2022 年二季度完成触底。
- **信贷脉冲见底回升。**我们在报告《[信贷脉冲见底，市场底部相距不远](#)》分析到，信贷脉冲对于市场的顶部、底部都有同步或领先作用。当前信贷脉冲已发出强烈见底回升信号，相信市场距离底部不远。
- **盈利预期净上修动能触底回升。**我们测算了沪深 300 指数以及 MSCI 中国指数的盈利预期净上修动能，即卖方分析师盈利预期上修与下修的差额，发现目前的水平已经回落至 2018 年三季度左右的低位水平，而且近期已经有筑底迹象。盈利预期的触底回升，也将为股市上行提供坚实的基本面支撑。
- **独家中国股票资产净乐观度指数给出买入信号。**我们独家的中国股票资产净乐观度指数，是基于中国股、债技术分析为基础所研发的独家择时参考指标。目前该指标显示股票资产的情绪已经过于低落，已经浮现“买入”信号。
- 2022 年 3 月两会的召开，预计将出炉更多稳增长举措，并且针对互联网的监管举措可能见进一步落地，有助缓解投资人对政策面的担忧。此外，

在市场反映强劲的加息预期下，3月美联储加息将靴子落地，加息后如果出现市场下跌，可坚定买入。

因此，无论是基于对港股技术面、资金面和仓位面的分析，还是基于中国股市触底信号浮现和2022年3月催化剂助推，我们都建议长期投资者战略性配置港股。

## ● 短期择时：注意买入节奏，可用欧股做对冲

由于港股仍处在较大波动中，俄乌冲突所衍生的债务、能源、地缘政治等一系列问题仍然在发酵中，全球市场仍然面临巨大的不确定性，在此情况下，港股仍将受到海外市场的冲击。基于此我们建议：

### 1. 注意买入节奏、分批买入，大跌大买，小跌小买

3月16日即将面临美联储加息，另外俄罗斯的债务问题可能会拖至4月初，这都是近期两个重要的观察窗口。在此期间，建议可以分批买入，无需一次将弹药打完。遇到市场波动，可以采取大跌大买，小跌小买的策略。

### 2. 可以考虑采用欧股进行对冲

对于风险预算有限和风险承受能力较低的投资者，我们建议，可以同时做空欧洲股票对冲风险。

- 欧洲受此次俄乌战争的冲击最大。1) 地缘上，欧洲距离战场最近，为避免战火而逃离的居民对欧洲的直接冲击最大，也将加剧欧洲社会负担；2) 欧洲对俄罗斯的石油依赖远大于美国，在国际制裁俄罗斯的大背景下，将令欧洲进退两难。
- 欧洲经济长期增长疲弱，且背负高福利包袱，再叠加老龄化问题令其财政负担较重。但与此同时，伴随着俄乌战争的爆发，未来欧洲很可能会大幅提升国防开支，进一步加重其财务负担。
- 欧股市场长期乏力，欧股市场缺乏像美股市场一样高激励下的持续巨额回购作为支撑。
- 欧洲商业银行对俄罗斯有大量的债务敞口（法国、意大利银行业的敞口都超过250亿美元），而欧股股指中，金融板块是占比最高的板块（FTSE欧洲发达市场指数中金融板块占比约2成）。

基于此，我们建议投资人可以考虑做空VGK（FTSE欧洲发达市场指数ETF）作为对冲，这是全球资产规模最大的欧洲股市ETF，规模约150亿美元，流动性较好，方便用于股指对冲。

## 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经授权的行为。

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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 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。

## 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

“持有”: 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。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

