



# 港股资金回流了多少？反弹下的板块怎么配？

- 港股资金流入仍有充足空间：**尽管在 2022 年 3 月 16 至 17 日的强劲反弹中，港股资金明显回流，但两日的净流入仍不及 2 月 18 日遭遇抛售以来的资金净流出的一半，未来仍有资金回流空间。而对于过去 252 个交易日里港股的净流出幅度，则与 2008 年金融危机时的流出幅度相当。因此，我们认为，**港股后续仍有充足的流入空间，而资金继续流出的空间则已十分有限。**
- 短期&中期视角下各板块资金流状态分化：**短期视角下，可选消费、公用事业、必选消费、IT、通讯服务、金融回流空间超过 50%。中期视角下来看板块资金流，可选消费、医疗、金融、通讯服务、房地产资金流仍属极低水平，潜在回流空间巨大。
- 操作策略：**在 3 月 10 日的[策略报告](#)中，我们呼吁投资人战略性配置港股。我们继续看多港股。结合短期中期资金流的板块配置来看，我们建议投资人重点关注**可选消费、通讯服务、房地产，勿追高能源、原材料板块。**

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 18 日

**相关报告：**

[恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线，战略性配置港股](#) (2022-03-10)

[中国股票：加仓](#) (2022-02-25)

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

[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

概述 .....	3
经历反弹，港股整体仍有充足的资金回流空间 .....	4
短期&中期视角下各板块的资金流分化 .....	5
短期视角：可选消费、公用事业、必选消费、IT、通讯服务、金融回流空间仍大 .....	5
中期视角：可选消费、医疗、金融、通讯服务、房地产资金流仍属极低水平 .....	7
操作策略 .....	11
继续看多港股 .....	11
结合短期中期资金流的板块配置：重点关注可选消费、通讯服务、房地产，勿追高能源、原材料板块 .....	12

# 港股资金回流了多少？反弹下的板块怎么配？

香港股市自 2022 年以来持续动荡，尤其在进入 2 月中旬之后，先后经历了大规模下跌以及 3 月 16、17 两日的强势反弹。反弹后应该如何操作，我们尝试从资金流的角度来回答这个问题，并制定相应的操作策略。

## 概述

进入 2022 年，受到地缘政治风险、能源危机、债务危机、经济回落风险等一系列综合因素的冲击，中国股市恐慌情绪开始蔓延。在港股市场，叠加受到中概股面临退市的风险，港股自 2 月 18 日以来出现了持续约 4 周的大规模抛售，恒生指数自抛售日开始的最大回撤达到 25.7%。

然而，从 3 月 16 日起，恒生指数在持续下跌后迎来了大幅反弹。3 月 16 日到 3 月 17 日，恒生指数两日反弹 16.8%，3 月 16 日的单日收益更是达到 9.1%，而上一次出现超过 9% 的单日涨幅要追溯到 2008 年金融危机后的反弹。

图表 1: 恒生指数自 2018 年以来的走势



2018 年 1 月 1 日=100

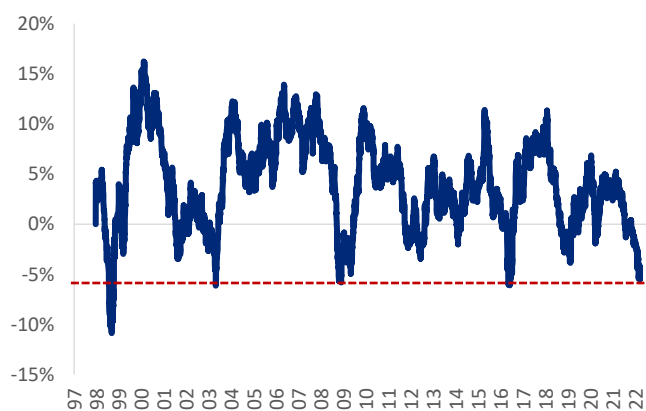
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

# 经历反弹，港股整体仍有充足的资金回流空间

为捕捉超过 50 万亿美元的港股资金流数据，我们从个股出发，抓取了 1998 年以来港股全样本的日度海量量价数据。我们对资金流的定义如下：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。在对千只港股的资金流汇总后，我们得到港股整体资金面的全景图。

- 截至 2022 年 3 月 17 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%，与 2008 年金融危机时的流出幅度相当；而在过去 25 年中，当前的流出幅度也极为罕见。
- 自 2022 年 2 月 18 日港股遭遇大规模抛售至 3 月 16 日反弹之前，港股资金净流出超过 1 万亿港币，平均每日流出 580 亿港币。与之对比，在 2018 年的下跌周期中，单日平均流出仅 20 亿港币。
- 在 3 月 16 日至 3 月 17 日的反弹中，港股资金净流入 4682 亿港币，但是就其净流入规模来说，只占此前流出的 46%，仍不及 2 月 18 日遭遇抛售以来的资金净流出的一半，未来仍有资金回流空间。

图表 2: 全样本港股资金净流出占成交额 (%) 水平与 2008 年金融危机时期相当



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: 港股自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港币)



截至 3 月 17 日  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

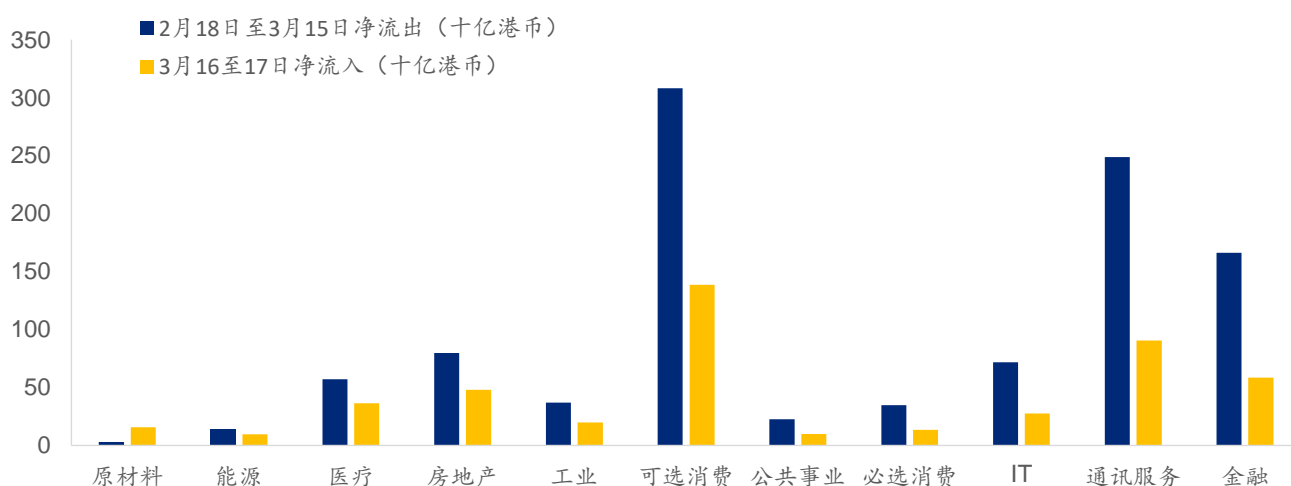
## 短期&中期视角下各板块的资金流分化

- 短期视角：可选消费、公用事业、必选消费、IT、通讯服务、金融回流空间仍大

我们统计了各板块在2月18日至3月15日下跌中资金净流出 vs 3月16日至17日的资金净流入情况，我们发现各板块的资金回流情况明显分化：

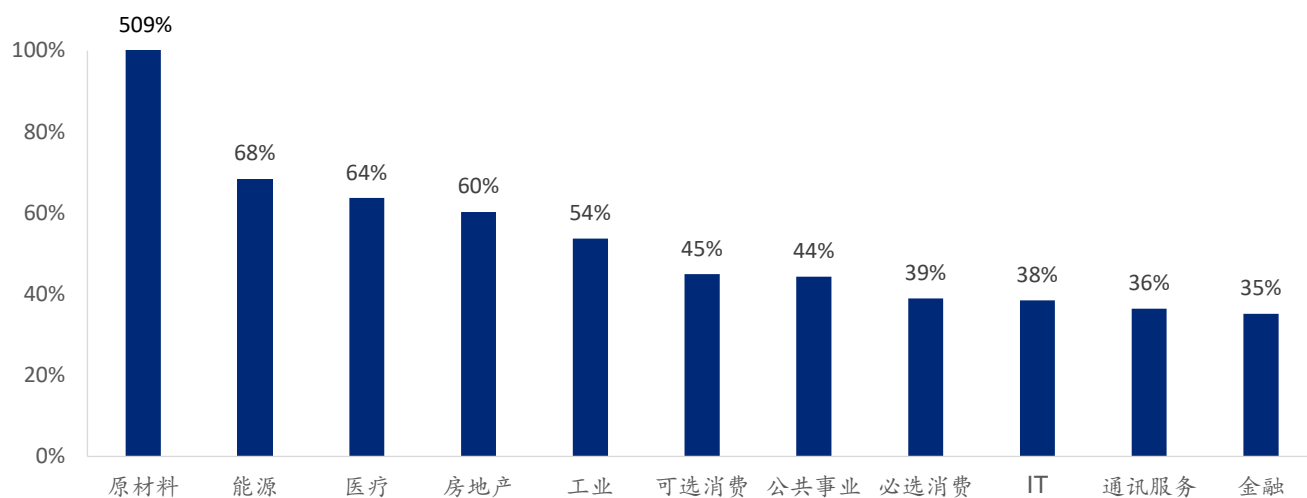
- 原材料板块是唯一资金净流入（回流）远超资金净流出的板块，16、17两日的回流已达到此前流出的5倍之多。
- 能源、医疗、地产、工业，整体的资金净流入（回流）占先前净流出的50-70%，除意料之外，以上板块整体更偏周期，这确实是在经济周期底部的首选板块，加上板块的beta较大，这较为符合反弹首选。
- 可选消费、公用事业、必选消费、IT、通讯服务、金融的回流占比未过半，后续仍有较大的回流空间。其中金融、通讯服务的回流占比最小，这很可能与反弹阶段，板块的弹性不足有关。

图表 4: 此轮下跌和反弹中港股各板块资金流出/流入对比



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 5: 港股各板块资金反弹期间净流入 vs 暴跌期净流出的占比



注: 净流出时间段为 2 月 18 到 3 月 15 日, 净流入时间段为 3 月 16 到 17 日

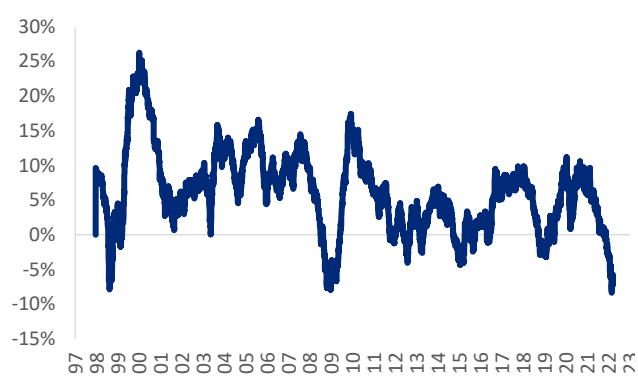
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

- 中期视角：可选消费、医疗、金融、通讯服务、房地产资金流仍属极低水平

拉长时间轴来看，港股各板块的资金流情况也同样分化。

- 能源、原材料、工业、公共事业板块不论是从绝对角度（自 2018 年以来的累计资金净流入）还是相对角度（过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比）都处于净流入状态。
- 可选消费、医疗、金融、通讯服务、房地产板块不论是绝对角度（自 2018 年以来的累计资金净流入）还是相对角度（过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比）都基本处于净流出状态。

图表 6: 可选消费：过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)



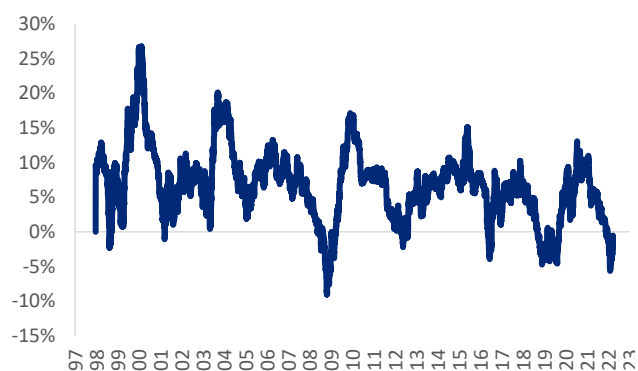
注：全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 7: 可选消费：自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港币)



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 8: IT：过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)



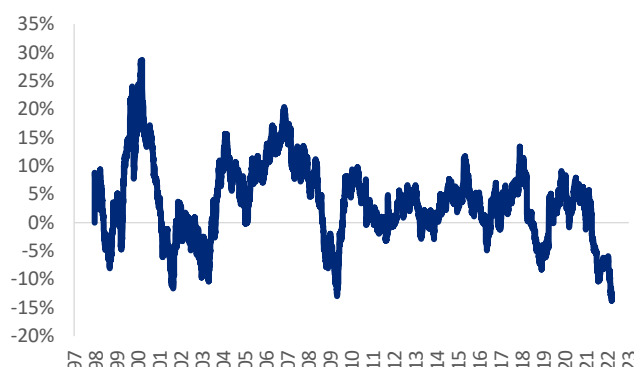
注：全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 9: IT：自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港币)



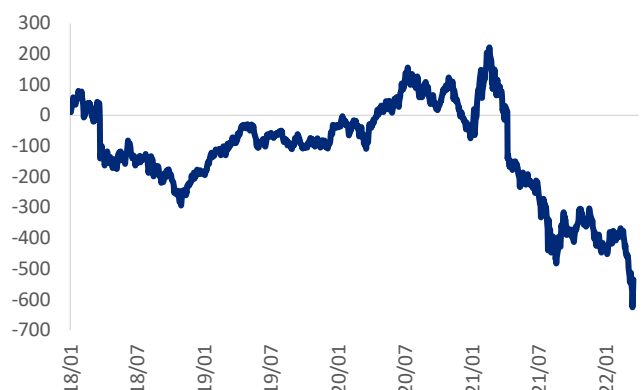
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 10: 通讯服务: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



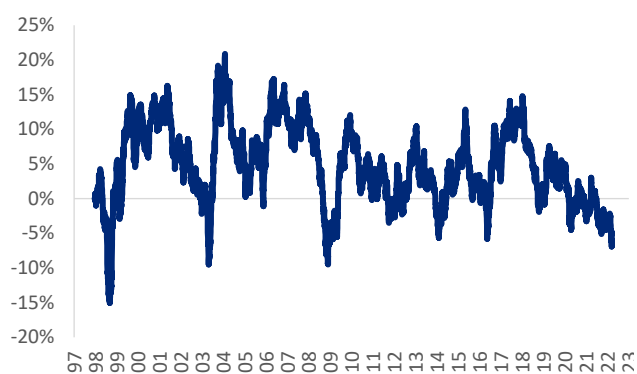
注: 全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 11: 通讯服务: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港元)**



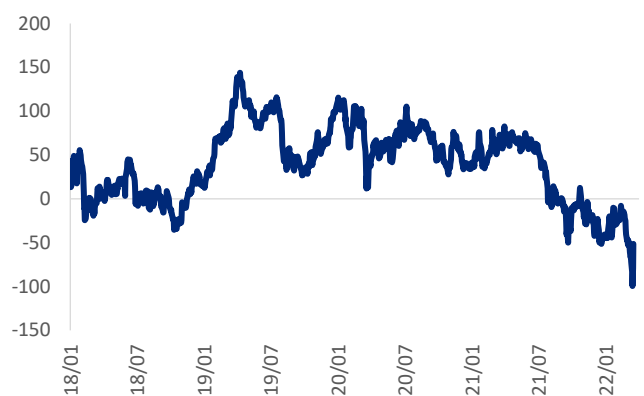
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 12: 房地产: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



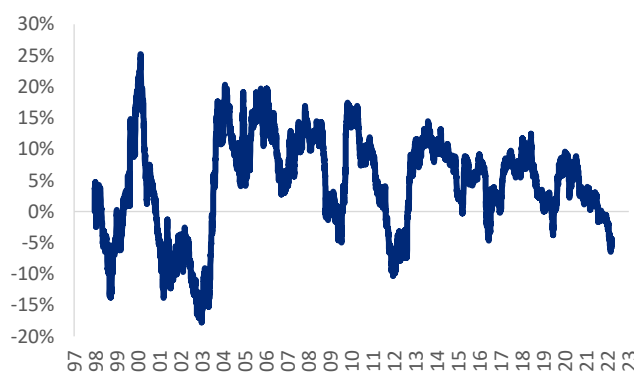
注: 全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 13: 房地产: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港元)**



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 14: 医疗: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



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

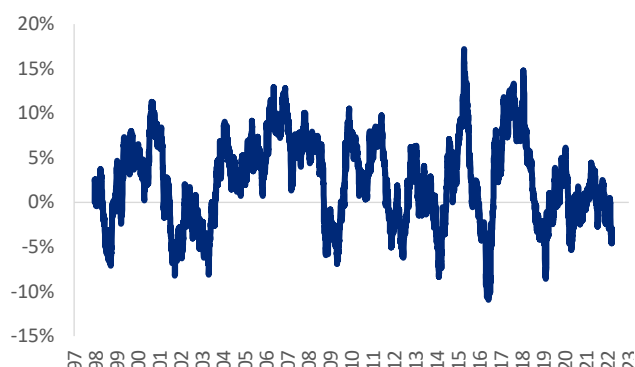
**图表 15: 医疗: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港元)**



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

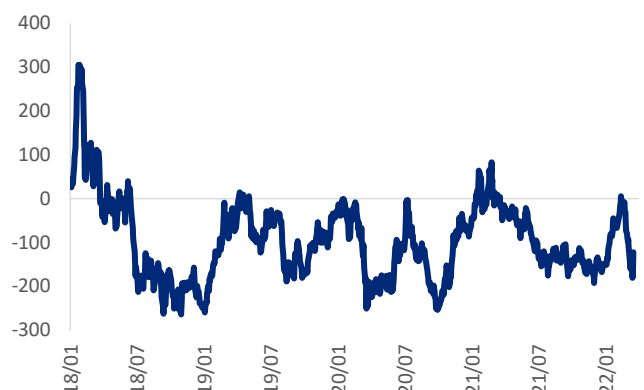


**图表 16: 金融: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



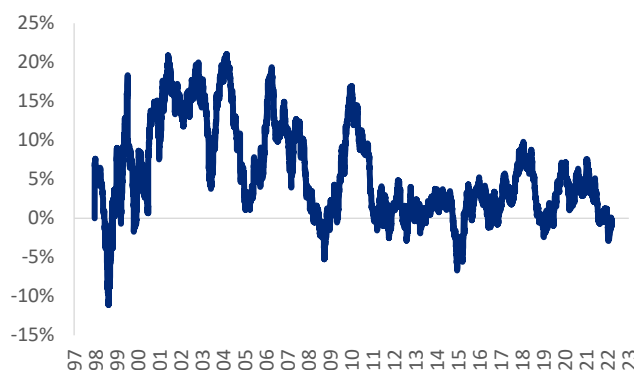
注: 全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 17: 金融: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港币)**



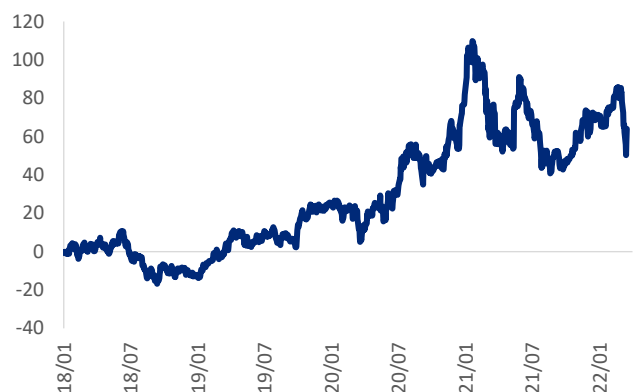
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 18: 必选消费: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



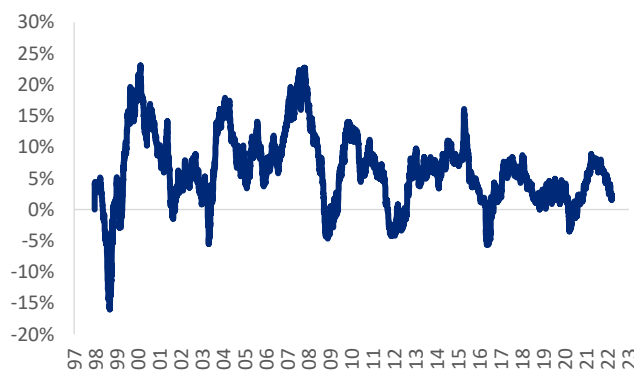
注: 全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 19: 必选消费: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港币)**



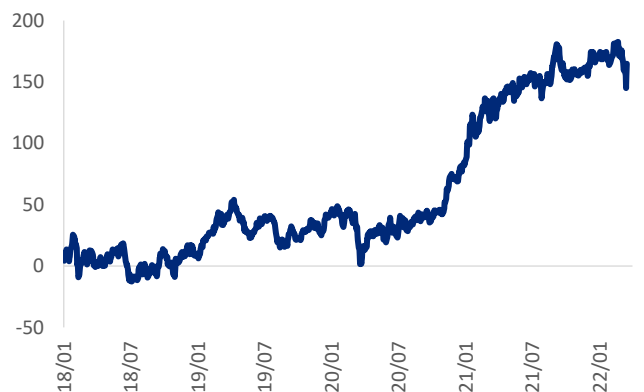
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 20: 工业: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



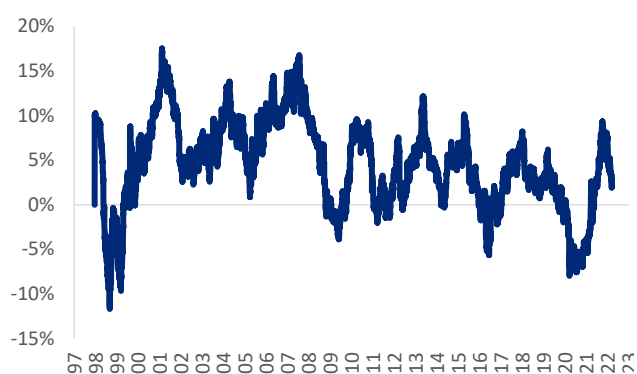
注: 全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 21: 工业: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港币)**



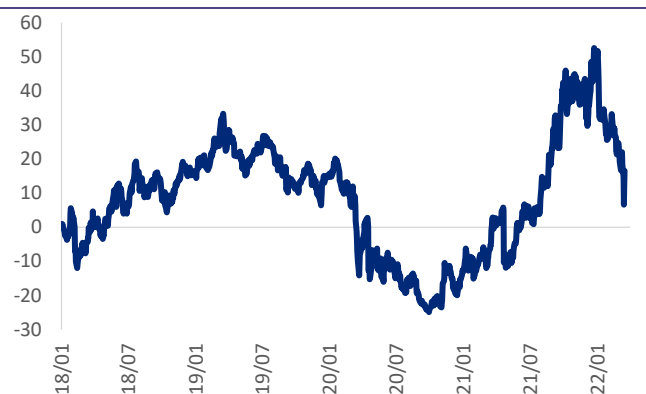
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 22: 公共事业: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



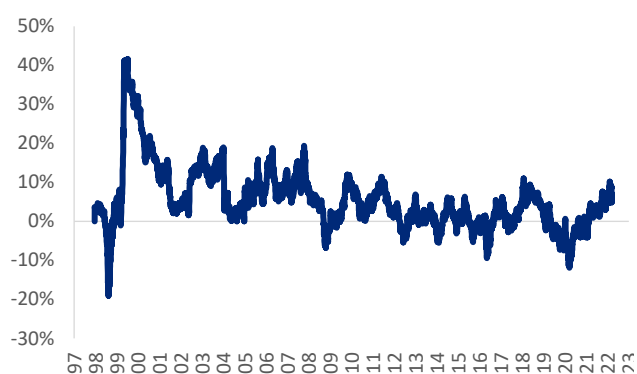
注: 全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 23: 公共事业: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港元)**



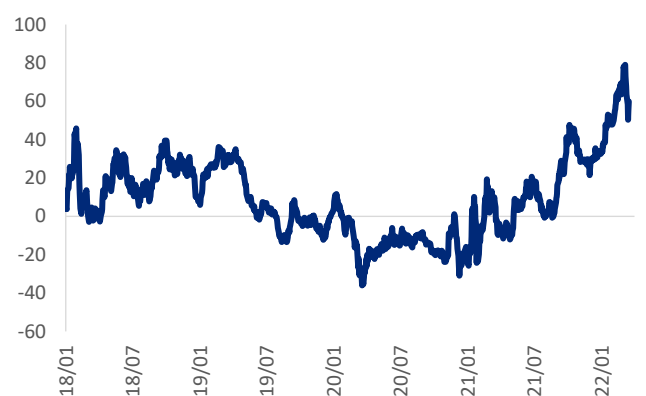
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 24: 能源: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



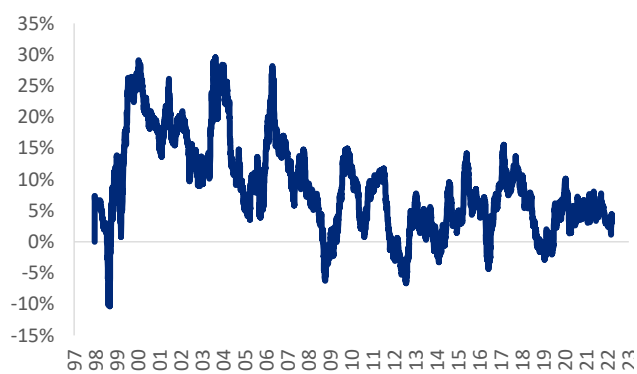
注: 全样本的港股过去 252 个交易日资金净流入占成交额百分比  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 25: 能源: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港元)**



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 26: 原材料: 过去 252 个交易日资金净流入的成交额占比 (%)**



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 27: 原材料: 自 2018 年以来累计资金净流入 (十亿港元)**



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## 操作策略

综合前述对港股整体和分板块的资金面分析，我们继续看多港股，结合短期中期资金流情况，我们建议优先配置可选消费、通讯服务、房地产板块，勿追高能源、原材料板块。

### ● 继续看多港股

根据前述对资金面的分析，我们基于以下原因我们继续看多港股：

- 在 2022 年 2 月 18 日开始的下跌中，净流出达到 1 万亿，超过了 2018 年全年净流出的两倍。截至 3 月 17 日，反弹期间的资金回流尚未达到此前净流出的一半。因此，未来资金流入空间仍较大。
- 由于当前港股资金净流出幅度已和 2008 年金融危机相当，资金流继续流出的空间较小。
- 此外，技术面和仓位面也显示，港股当前继续走低的空间很小。基于技术面，恒指 30 年来首次跌至 250 日均线的长期支撑；而当前未平仓沽空值处于历史高位，继续沽空的空间有限。（详见我们在 2022 年 2 月 25 日的报告 [《中国股票：加仓》](#) 以及 3 月 10 日的报告 [《恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线，战略性配置港股》](#)）

- **结合短期中期资金流的板块配置：重点关注可选消费、通讯服务、房地产，勿追高能源、原材料板块**

我们将下注分为两类：1) 押注于短期资金回流；2) 结合短期、中期资金流的下注：

- 如果是侧重于押注短期资金回流带来的反弹，再结合其具体的跌幅以及行业价格的超跌情况，建议可以重点押注：**可选消费、IT**。
- 如果结合短期、中期的资金流情况，建议重点关注：**可选消费板块**（中期资金流处于极低水平，与此同时短期的回流尚不足 50%）、**通讯服务板块**（中期资金流极低水平，与此同时短期的回流不足 50%，不过板块的 Beta 可能相对较低）、**房地产板块**（虽然其短期的资金回流幅度已经超过 50%，但中期资金流处于极低水平，与此同时板块的政策面进一步出现改善）。

同时，建议投资者**不要追高能源、原材料板块**。

- **这两个板块的短期及中期资金流都处于相对高位**，尤其是原材料板块是唯一一个在市场反弹期资金净流入远超市场抛售期的资金流出额。
- 我们在《**中国股票：加仓**》。报告中提示投资人，伴随着美联储加息、缩表，叠加全球经济的边际回落，在加上大宗商品市场的供应端可能进一步修复（俄乌可能达成停火协议、伊朗和谈不断推进进而带动伊朗原油重回国际市场、欧佩克（OPEC）不断增产），在此情况下，**大宗商品不宜追高**。

## 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期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人士。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

