



重申战略性配置港股

- 美联储鹰派货币政策引发投资者担忧。2022年，美联储开启40年来最快的加息周期，以应对通胀问题，其鹰派措施引起投资者担忧，风险资产大幅下跌。
- 港股美股关联度高，美股仍在底部左侧，但距离底部不远。港股受海外市场尤其是美股影响较大，而对于美股，我们认为：**1）**从美股当前的情绪、仓位来看，市场已经极端悲观；**2）**美股资金流很可能在2022年四季度将会降至合意水平，进而美股形成筑底；**3）**从利率期货和FOMC预测测算，美国加息进程可能在2022年四季度或2023年一季度结束。
- 短期侧重 Alpha，静候 Beta 起风。短期和长期来看，港股都处于周期底部，进一步下行空间有限，战略性配置港股。但在美股完成筑底前，预计港股将呈现震荡格局，在此之前我们配合[资金流](#)和[金股研究](#)，将短期的布局重点放到 Alpha 配置上：**1）资金流**角度看，**地产板块**值得密切关注；**2）金股视角**寻求 Alpha：**金融以及医药板块**值得关注。

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10月6日

相关报告:

[SPDBI 九月 A 股金股 ROR: 估值顾虑提升, 金融、医疗值得挖掘 \(2022-09-21\)](#)

[能源板块大幅流入, 金融板块继续流出——中国股市资金全景图 9 月刊 \(2022-09-19\)](#)

[美股资金流仍在一级见底支撑位震荡——全球及美股资金全景图 9 月刊 \(2022-09-19\)](#)

[2022 年中期策略展望: 波动中上行 \(2022-06-06\)](#)

[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 \(2022-02-25\)](#)



扫码关注浦银国际研究

目录

概述	3
港股美股关联度高，美股仍在底部左侧，但距离底部不远	5
短期侧重 Alpha，静候 Beta 起风	8
短期和长期来看，港股都处于周期底部，进一步下行空间有限，战略性配置港股	8
配合资金流及金股研究寻求 Alpha	10
总结	13

图表目录

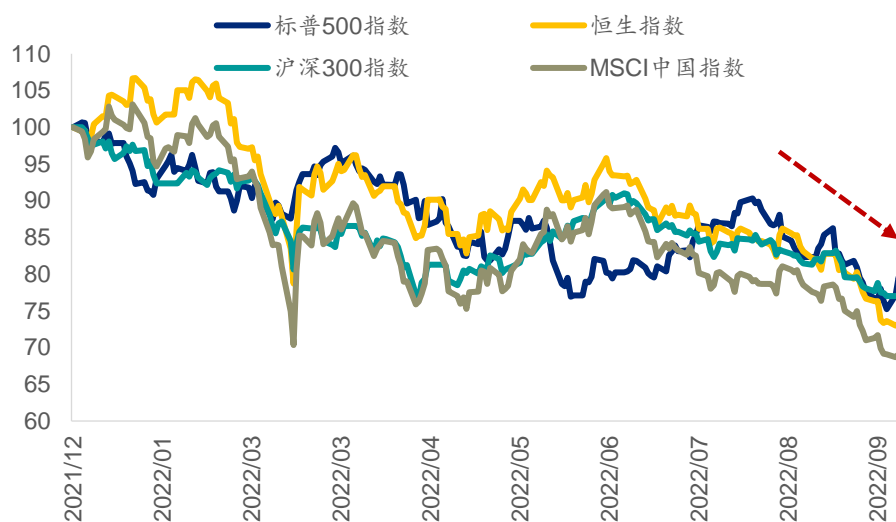
图表 1: 2022 年全球股市大幅下跌	3
图表 2: 美联储本轮加息速度为 40 年来最快	4
图表 3: 美联储点阵图变化	4
图表 4: S&P 500 看跌期权与看涨期权比值中位数 (4 周平均)	5
图表 5: NAAIM 美股敞口指数 (4 周平均)	5
图表 6: 美股资金流处在第一级和第二级见底支撑位之间，仍处在底部左侧	6
图表 7: 历次资金流触底后，标普 500 未来收益高、回撤小	7
图表 8: 不同场景下联邦基金利率达到峰值前的剩余加息次数	7
图表 9: 恒生指数下跌至 360 个月均线	8
图表 10: A 股资金流长周期视角	9
图表 11: 港股资金流长周期视角	9
图表 12: 资金流短周期视角，港股已经在“加速流出”区间	9
图表 13: 地产板块资金流更有韧性	10
图表 14: 资金流轮动图：2022 年 9 月金股 VS 中证 800 指数	11
图表 15: 2022 年 9 月金股 VS 指数基准：绝对数值差值比较	12
图表 16: 2022 年 5 月金股 VS 指数基准：绝对数值差值比较	12

重申战略性配置港股

概述

2022 年全球股市大幅下跌，在过去的 9 月一个月內，标普 500 指数下跌 9.3%，恒生指数下跌 13.7%，沪深 300 指数下跌 6.7%。市场动荡的主要原因，是来自全球周期下行，叠加全球流动性紧缩造成的流动性冲击。

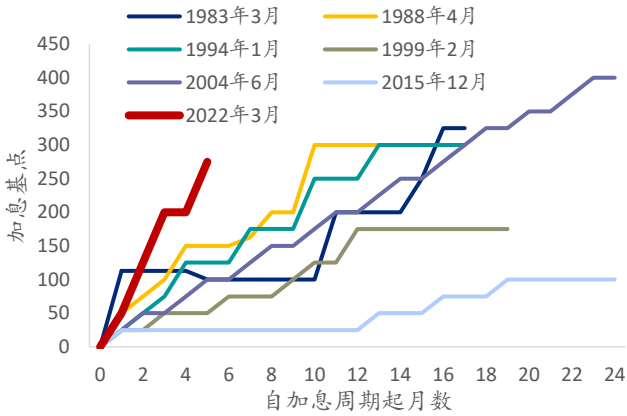
图表 1: 2022 年以来全球股市大幅下跌



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

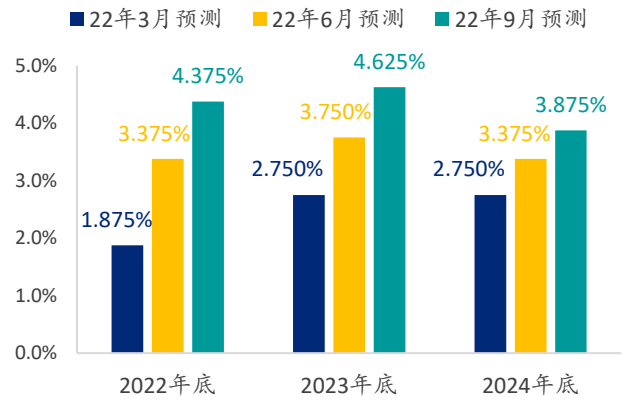
由于通胀高企，美联储在 2022 年采取了鹰派的紧缩措施，自 3 月 FOMC 会议开始连续大幅加息。在最近一次 FOMC 会议（2022 年 9 月）宣布加息 75 个基点至利率上限 3.25%，这是连续第三次加息 75 个基点，此轮加息周期的加息速度和加息幅度，都远超历史上众多加息周期。

图表 2: 美联储本轮加息速度为 40 年来最快



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 美联储点阵图变化

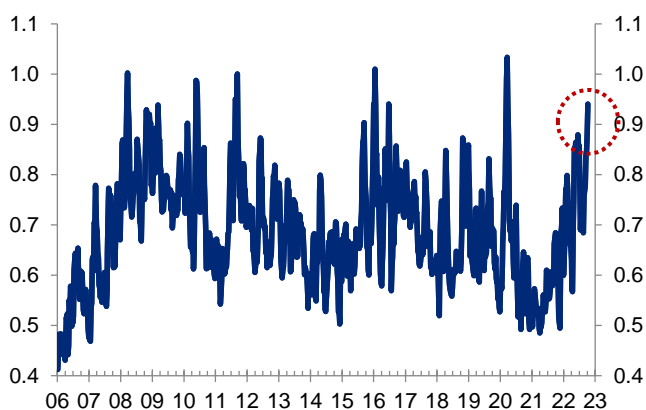


资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

港股美股关联度高，美股仍在底部左侧， 但距离底部不远

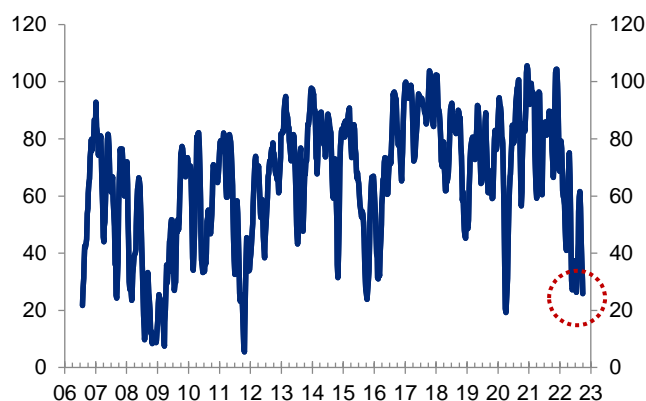
从美股当前的情绪、仓位来看，市场已经极端悲观。标普 500 的看跌期权与看涨期权比值的中位数，已经创下过去 15 年来第六高的水平，目前已经接近 2020 年一季度美国连续熔断时期的水平。据美国主动型基金经理协会（NAAIM）所做的美股基金经理仓位调研，该指数一路暴跌，属于 2008 年金融危机以来的次低水平。

图表 4: S&P 500 看跌期权与看涨期权比值中位数
(4 周平均)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 5: NAAIM 美股敞口指数 (4 周平均)



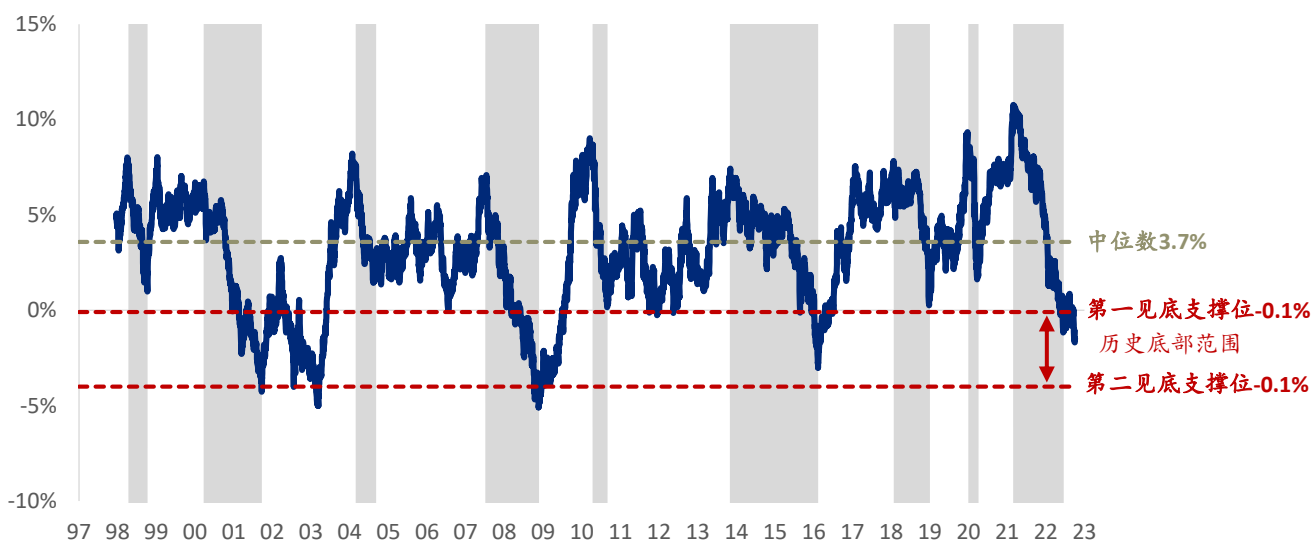
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

港股受海外市场尤其是美股影响，从我们的股市资金流框架分析，美股仍在底部左侧，但距离底部不远。

通过对比 1998 年以来的美股资金流历史数据，我们发现，历史上资金相对净流入的周期底部水平分布在 -0.1% 到 -4% 之间。因此，我们将历史上的底部分布范围的上限和下限分别定义为 第一级见底支撑位 和 第二级见底支撑位。

从过去二十年的历史数据来看，第一级、第二级见底支撑位 分别代表了不同的支撑水平，其中，二级见底支撑位的支撑水平最强，历史上来看，2000 年科网泡沫破裂后、2008 年金融危机后，美股资金流均回落至第二级见底支撑位的水平。除此以外，大多数时候，都是回落至第一级见底支撑位水平后，市场即见底反弹。

图表 6: 美股资金流处在第一级和第二级见底支撑位之间, 仍处在底部左侧



注: 二级市场资金相对净流入定义为过去一年资金净流入占成交额的百分比;
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

此外, 资金流的底部和美股股指底部完全吻合。我们统计了历次资金流见底之后标普 500 指数未来 3、6、9 个月的最大收益和最大回撤。我们发现, 当资金流触底后下注, 收益达到两位数, 回撤极小 (除了 2008 年金融危机的二次探底出现 10.1% 的有限回撤), 整体盈亏比处于极高水平:

- 历次资金流触底后, 美股未来能获得高收益, 平均而言, 资金流见底后标普 500 指数未来 3 个月、6 个月和 9 个月最高收益平均达到 18.1%、23.7%、27.7%, 而同期的最大回撤平均仅为 -0.5%、-1.6%、-1.8%。
- 触及第二级见底支撑位后的未来收益更高, 明显高于触及第一级减低支撑位, 触及第一级见底支撑位后 3-9 个月的平均收益大致为 15-25%, 而触及第二级见底支撑位后 3-9 个月的平均收益则大致为 23-31%。
- 历次资金流触底后, 后续最大回撤很小。资金流触底后, 标普 500 指数未来 3 个月、6 个月和 9 个月平均最大回撤仅为 -0.5%、-1.6% 和 -1.8%。2008 年金融危机时, 资金流在 2008 年 11 月见底后, 标普 500 指数发生二次探底直至 2009 年 3 月才完全见底, 造成 10% 的回撤; 但即便如此, 这次见底后最高收益幅度巨大, 未来 9 个月达到 37%, 相比于 10% 的最大回撤, 盈亏比也非常惊人。

图表 7: 历次资金流触底后, 标普 500 未来收益高、回撤小

资金流触底时间	资金流见底支撑级别	资金流触底后标普 500 最高收益			资金流见底后标普 500 最大回撤		
		未来 3 个月	未来 6 个月	未来 9 个月	未来 3 个月	未来 6 个月	未来 9 个月
9/21/2001	第二级	21.2%	21.4%	21.4%	0.0%	0.0%	-1.8%
3/11/2003	第二级	24.7%	28.8%	36.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7/17/2006	第一级	10.9%	16.7%	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
11/20/2008	第二级	24.2%	25.6%	37.0%	-1.2%	-10.1%	-10.1%
7/2/2010	第一级	13.5%	24.8%	31.3%	0.0%	0.0%	0.0%
9/22/2011	第一级	13.8%	25.4%	25.6%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
2/11/2016	第一级和二级之间	14.9%	19.7%	20.2%	0.0%	0.0%	0.0%
12/24/2018	第一级	21.4%	27.4%	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%
第一级均值		14.9%	22.8%	25.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
第二级均值		23.4%	25.3%	31.5%	-0.4%	-3.4%	-4%
整体均值		18.1%	23.7%	27.7%	-0.5%	-1.6%	-1.8%

注: 介于第一级和第二级见底支撑位的点, 由于其未触及第二级见底支撑位的阈值, 我们计算均值时, 将其归类为“第一级见底支撑位”类别
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

当前的美股资金流位置已经低于第一级见底支撑位, 我们认为美股资金流真正的底部位于第一级和第二级见底支撑位之间。按照当前的资金流出速度, 美股资金流很可能在今年四季度就会到达合意水平, 进而形成美股筑底。

此外, 从不同维度来看, 不论是利率期货还是 FOMC 的预测, 美联储此轮加息的终点水平预计在 4.5% 左右, 相比当前大约还有约 150bps, 按照每次加息 50 或 75bps 来看, 大约还有 2-3 次会议, 即可达到预期利率。这意味着在 2022 年四季度或者 2023 年一季度, 美国加息进程很可能就会结束。这个时点与美股资金流的筑底时间大体吻合。

图表 8: 不同场景下, 联邦基金利率达到峰值前的剩余加息次数

	如每次加息 50 个基点	如每次加息 75 个基点
9 月 FOMC 点阵图 (预测中值峰值 4.625%)	2.8 (约 2023 年 2 月)	1.8 (约 2022 年 12 月)
利率期货预期 (隐含利率峰值 4.5%)	2.5 (约 2022 年 12 月 至 2023 年 2 月)	1.7 (约 2022 年 12 月)

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

短期侧重 Alpha，静候 Beta 起风

短期和长期来看，港股都处于周期底部，进一步下行空间有限，应战略性配置港股。港股资金流都已经处于极低水平，难以进一步悲观。但在美股完成筑底前，预计港股将呈现震荡格局，随着美股筑底上行，港股将与美股共振上行，在此之前我们应该将短期的布局重点放置到 Alpha 配置。从资金流、金股视角来看，地产、金融、医疗板块值得密切留意。

- 短期和长期来看，港股都处于周期底部，进一步下行空间有限，战略性配置港股

从长周期的视角来看，港股目前已经处于极低的点位，恒生指数历史上首次触及了 360 个月均线，即使在 1998 年亚洲金融风暴、2008 年金融危机时期，也未曾触及 360 月均线，进一步下行的空间已经极其有限。

图表 9: 恒生指数下跌至 360 个月均线



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

从资金流的长周期视角来看，不论是 A 股还是港股，都处于资金流周期的底部附近，进一步回落的空间有限。从资金流短周期视角来看，“港股”远远走在 A 股前面，已经提前进入了“加速流出”区间，是短期资金流的“至暗时刻”。

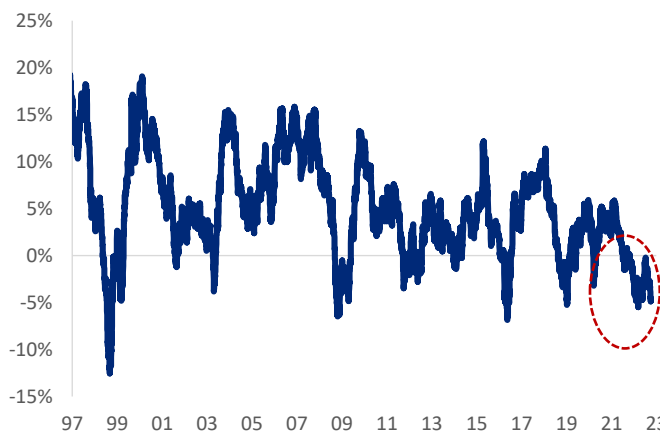
因此，长期、短期来看，港股资金流都已经处于极低水平，难以进一步悲观。但在美股完成筑底前，预计港股将呈现震荡格局，随着美股筑底上行，港股将与美股共振上行，在此之前我们应将短期的布局重点放到 Alpha 配置上。

图表 10: A股资金流长周期视角



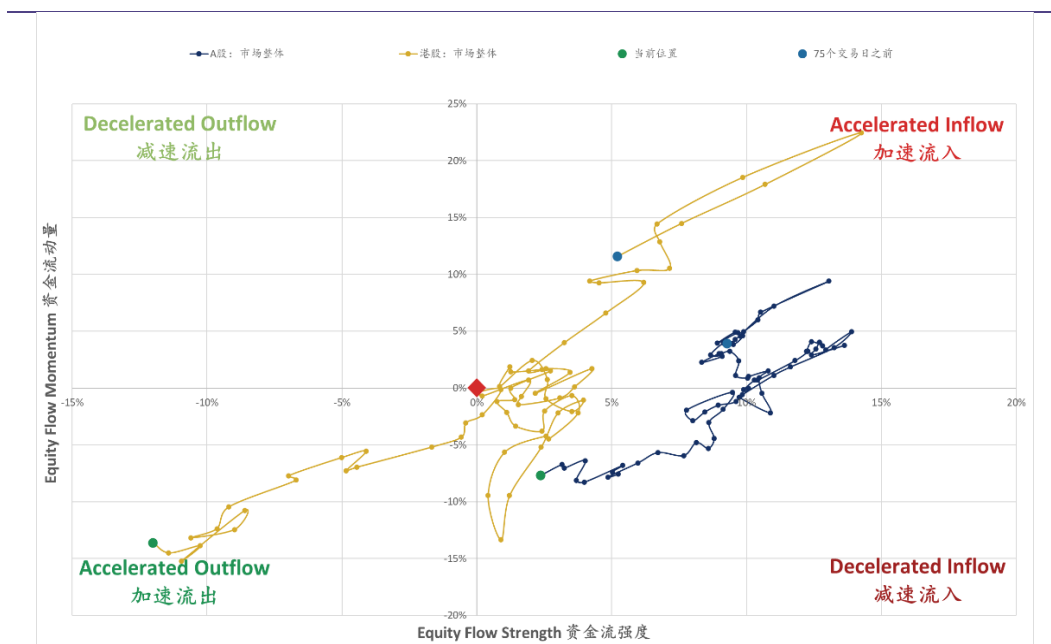
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 港股资金流长周期视角



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 12: 资金流短周期视角, 港股已经在“加速流出”区间



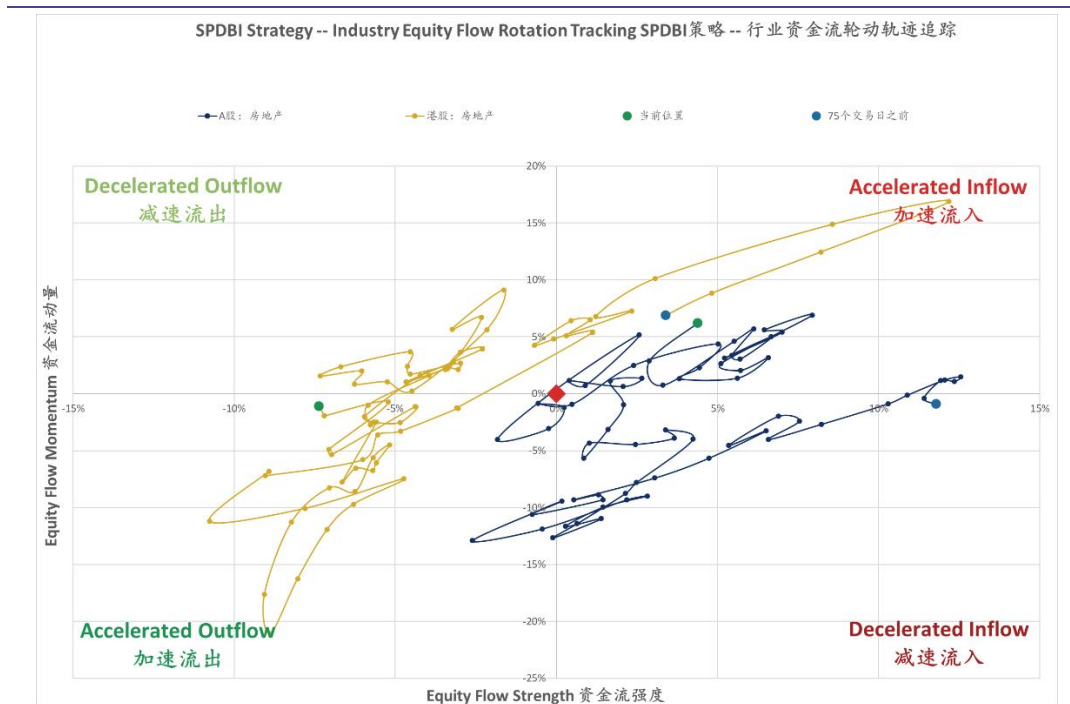
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

● 配合资金流及金股研究寻求 Alpha

1. 资金流角度看，地产板块值得密切关注

地产板块值得密切关注。连续几周，地产板块的资金流都显示出韧性，无论 A 股还是港股地产板块的资金流都如此，而 A 股地产板块是极少数仍然处于“加速流入”区间的板块。港股的地产板块也有边际改善。

图表 13: 地产板块资金流更有韧性



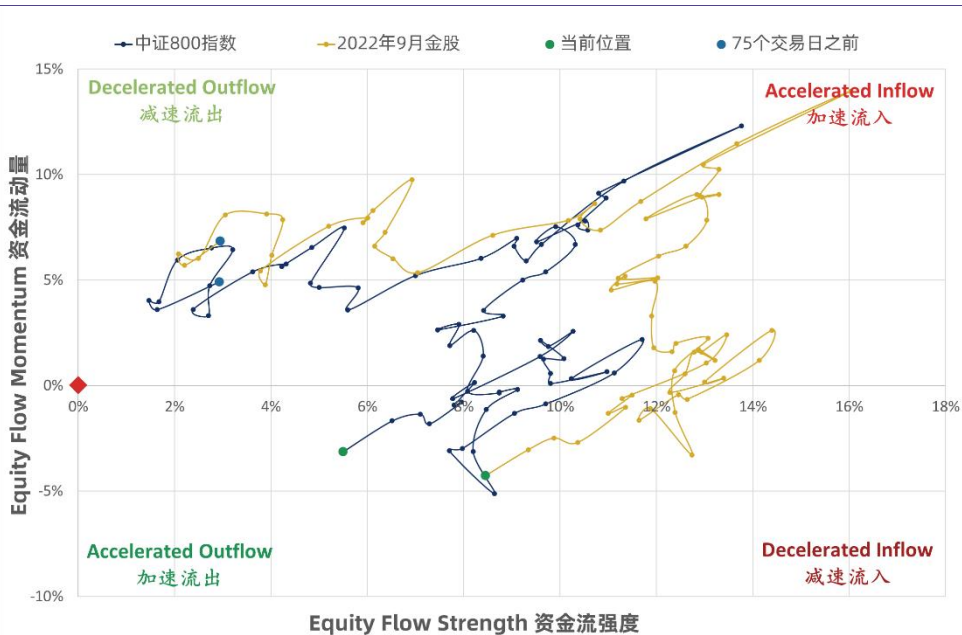
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

2. 金股视角寻求 Alpha: 金融以及医药板块值得关注

我们汇集了近 50 家券商超过 500 支 A 股股票的金股推荐，我们分析了金股组合的收益表现、资金流、估值和基本面等特点。我们通过对金股的深度研究来识别各板块冷热，进而挖掘更多板块 Alpha 机遇。

我们测算了 2022 年 9 月金股的资金流轮动趋势，在过去的 75 个交易日里，其资金动能较中证 800 更强，但其与中证 800 一样，近期资金动能的放缓趋势明显，目前，资金流属于“减速流入”区间。

图表 14: 资金流轮动图: 2022 年 9 月金股 VS 中证 800 指数



注: 数据截至 2022 年 9 月 2 日金股发布日期。

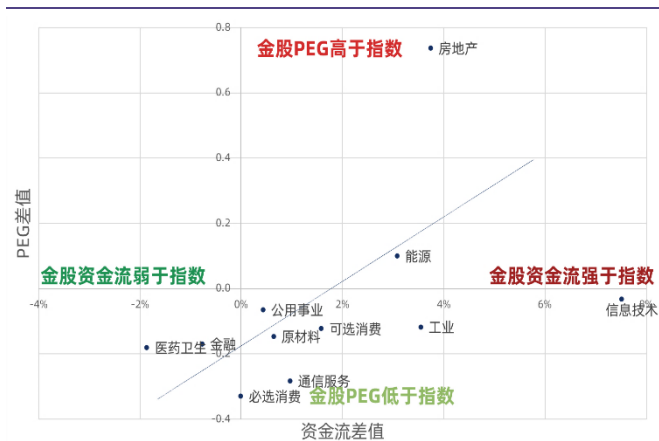
资料来源: FactSet, Bloomberg, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 两市, 中证指数官网, Wind, 浦银国际

我们还测算了 2022 年 9 月金股 vs 指数的资金流的差额、PEG 的差额, 并与市场底部附近的 2022 年 5 月的分布进行了比对, 我们发现:

- 金股相比指数而言, 资金流的差额 vs 估值的差额呈现明显的正相关关系, 即资金流越强, 估值越高。
- 2022 年 9 月金股, 绝大部分板块 PEG 都低于指数 (金股 vs 指数的 PEG 差额小于 0), 而相比 5 月时, 绝大部分板块 PEG 却都高于指数, 这表示, 卖方推票时对于估值的顾虑在提升, 绝大部分金股都选择了估值偏低的标的。
- 2022 年 9 月金股, 资金流差值 vs PEG 差值的斜率相比 5 月明显提升, 这意味着, 相比于单位 PEG 的提升, 资金流的流入相对强度减弱, 这意味着, 从买方的角度, 对于估值的顾虑同样也在增加, 资金很可能会更偏好相对低估值的板块标的。

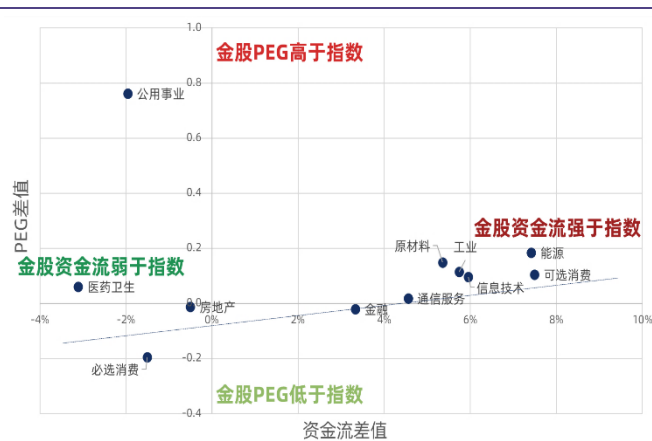
从卖方、买方的角度来看, 我们不难发现, 当前市场阶段下, 估值都成为了双方一个重点考量的因素。因此在 9 月分布图中位于左下角象限 (PEG 小于指数, 资金流强度低于指数) 的医疗卫生、金融板块的金股, 值得投资者重点关注, 在热点部分, 当前医疗卫生、金融板块的金股占比都极低, 赛道热度偏冷, 值得投资者从中挖掘 alpha 机会。

图表 15: 2022 年 9 月 A 股金股 VS 指数基准: 绝对数值差值比较



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 2022 年 5 月 A 股金股 VS 指数基准: 绝对数值差值比较



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

总结

- **美联储鹰派货币政策引发投资者担忧。**2022 年美联储开启 40 年来最快的加息周期以应对通胀问题，其鹰派措施引起投资者担忧，风险资产大幅下跌。
- **港股美股关联度高，美股仍在底部左侧，但距离底部不远。**港股受海外市场尤其是美股影响较大，而对于美股我们认为 1) 美股当前的情绪、仓位来看市场已经极端悲观；2) 美股资金流很可能在今年四季度就降至合意水平，进而形成美股筑底；3) 从利率期货和 FOMC 预测来测算，美国加息进程可能在 2022 年四季度或 2023 年一季度结束。
- **短期侧重 Alpha，静候 Beta 起风。**短期和长期来看，港股都处于周期底部，进一步下行空间有限，战略性配置港股。但在美股完成筑底前，预计港股将呈现震荡格局，在此之前我们配合资金流和金股研究，将短期的布局重点放到 Alpha 配置上：1) 资金流角度看，地产板块值得密切关注；2) 金股视角寻求 Alpha：金融以及医药板块值得关注。

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。

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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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