



2023 年策略展望：预计避险情绪短暂延续，1Q23 或出现市场拐点

- 我们按照市场整体、选板块、选细分行业和个股的顺序梳理了 2023 年的港股策略。
- 港股市场整体趋势预判：港股主要受到中国基本面以及海外流动性的影响，预计避险情绪将短暂延续，市场拐点将出现在 1Q23。**1) 11 月中国股市反弹幅度很大，市场情绪较热，对政策和基本面回升的预期进一步推高，加剧了不确定性。首先，尽管防疫措施开始优化，但真正的政策落地时点或需等待 2023 年两会召开。其次，11 月的市场行情忽略了当前尚处低位的经济基本面数据，但经济基本面触底反弹尚需时间和数字确认。此外，民众对疫情态度的转变亦需要时间，这也影响到各项经济活动的复苏进程。2) 美联储或在施行先紧后松的货币政策，真正的加息拐点大概率在利率期货市场给出的时间点持平或更早，因此我们预计海外流动性拐点大概率出现在 1Q23。
- 板块配置：我们通过分析不同阶段下市场对于不同风险敞口的偏好，结合板块宏观和政策面，对板块配置给出建议。**其中，对于市场风险偏好，包括对估值、股息率、成长、盈利稳定性、动量、收益韧性、股价波动等多维度的风险敞口计算和分析。我们认为，同时满足市场风险偏好以及受到宏观和政策面利好的板块，会具有较高的胜率。我们认为，在避险情绪延续、市场拐点未完全确定之前，市场仍然偏好低估值、高股息率、盈利稳定、强动量和低波动，对应的板块包括能源、通讯服务、工业和金融板块。而当市场随着政策落地、海外流动性边际放宽而出现拐点时，可根据承受风险的意愿，适当超配高成长性的板块，包括可选消费、医疗和 IT 板块。
- 板块内细分行业、个股选择：从板块内细分行业、个股分化程度、因子表现多个维度出发，给出选股策略。**1) 工业、必选消费、医疗、公用事业、房地产板块：板块内不同风险因子敞口的标的分化较大，各细分行业之间分化小。选股时，可以根据低估值、高股息率、低波动、强动量来构建稳健的组合；如愿意承受更高风险，可在市场出现较为确定的拐点之后，选择盈利质量高、具有一定成长性、此前回撤较深的标的获取高收益。2) 可选消费、金融、IT 板块：各细分行业之间收益分化，基于风险因子的选股应在细分行业内进行，而非在整个板块内进行。细分行业内选股逻辑与前述类似，但各行业间主导收益的风险因子稍有区别。3) 能源、原材料、通信服务板块：风险因子对板块内选股不重要。其中，能源板块个股分化较大，建议持有市值较大的多个个股，实现组合分散性；对于原材料板块，预计金属、非金属和采矿行业无论在避险情绪下还是复苏期收益表现都会优于建材行业，而风险因子对收益波动解释力度较弱；通信服务板块个股间走势较一致，分化程度低，可以通过选择龙头标的公司获得板块敞口。

张引, PhD

助理分析师

yin_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

2022 年 12 月 09 日

相关报告：

[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 \(2022-06-06\)](#)



扫码关注浦银国际研究

目录

2022 年市场回顾	6
全球股市回顾——总体表现较差，中国股市跌幅大.....	6
港股板块回顾——仅能源和电信服务取得正收益.....	7
2023 年港股市场整体趋势预判	8
中国基本面：触底反弹，风险尚存.....	8
海外流动性：预计 1Q23 出现拐点.....	12
总结.....	13
板块配置	14
概述.....	14
估值：波动行情下低估值标的韧性更强.....	15
股息率：避险情绪下高股息率更有吸引力.....	18
动量：港股特有的稳定驱动力.....	19
成长：市场出现明确拐点之前，对成长股保持谨慎.....	21
盈利稳定性：与成长属性相关度高.....	23
风险：多维度衡量板块风险.....	25
结论.....	29
板块内细分行业、个股选择	31
概述.....	31
各板块选股逻辑梳理.....	32
总结.....	48
操作策略与总结	49

图表目录

图表 1：2021 年和 2022 年至今全球股市收益表现.....	6
图表 2：2021 和 2022 年至今港股各板块收益表现.....	7
图表 3：中国制造业和非制造业 PMI 均回落至低位.....	8
图表 4：中国制造业 PMI 分项显示供应端回落.....	8
图表 5：中国制造业 PMI 新订单和从业人员分项显示需求端同样回落.....	9
图表 6：中国规模以上工业企业亏损企业数同比（%）.....	9
图表 7：中国规模以上企业营业收入和利润累计同比（%）.....	9
图表 8：居民人均可支配收入和消费支出累计同比（%）.....	10
图表 9：信贷脉冲继续回升，助力经济企稳.....	11
图表 10：FOMC 下调 22 和 23 年美国 GDP 的预测.....	12
图表 11：FOMC 对 22 和 23 年美国失业率的预测上升.....	12
图表 12：如连续加息 50 个基点，7 月加息后将进入“2%”时代.....	13

图表 13: 利率期货市场预期加息拐点出现在二季度	13
图表 14: 以因子收益衡量的市场风格偏好排序: 2022 年港股市场偏好低估值、高股息率和低波动	15
图表 15: 22 年港股价值股 (低估值标的) 回撤更小	16
图表 16: 价值因子多空策略与恒生指数负相关	16
图表 17: 2022 年至今港股各板块收益 VS 估值	17
图表 18: 2022 年至今港股各板块波动率 VS 估值	17
图表 19: 截至 22 年 11 月, 港股各板块估值风险敞口	17
图表 20: 2022 年港股高股息率标的表现更好	18
图表 21: 股息率多空策略收益与恒生指数负相关, 其表现与基于估值的多空策略相近	18
图表 22: 2022 年至今港股各板块收益 VS 股息率	19
图表 23: 2022 年至今港股各板块波动率 VS 股息率	19
图表 24: 截至 2022 年 11 月, 港股各板块股息率	19
图表 25: 2022 年动量较强的标的的回撤更小	20
图表 26: 自 2020 年以来, 动量多空策略获得 120% 的高收益, 总体表现稳定	20
图表 27: 2022 年至今港股各板块收益 VS 动量	21
图表 28: 2022 年至今港股各板块波动率 VS 动量	21
图表 29: 截至 22 年 11 月, 港股各板块动量	21
图表 30: 2022 年港股成长股表现较弱	22
图表 31: 成长因子多空策略与恒生指数正相关, 且波动较大	22
图表 32: 22 年至今港股各板块收益 VS 成长因子风险敞口	22
图表 33: 22 年至今港股各板块波动率 VS 成长因子风险敞口	22
图表 34: 截至 22 年 11 月, 港股各板块成长因子风险敞口	23
图表 35: 2022 年港股盈利稳定的标的相对盈利波动的标的收益更高	23
图表 36: 做多盈利稳定并做空盈利波动的标的, 收益与恒生指数负相关	23
图表 37: 22 年至今港股各板块收益 VS 盈利波动	24
图表 38: 22 年至今港股各板块股价波动率 VS 盈利波动	24
图表 39: 截至 22 年 11 月, 港股各板块盈利波动	24
图表 40: 港股各板块市场 Beta (以恒生指数为市场基准)	25
图表 41: 22 年可选消费、IT 和医疗板块市场 Beta 最高	26
图表 42: 22 年原材料、房地产和必选消费板块市场 Beta 稍低于 1, 板块收益较市场整体高	26
图表 43: 22 年通讯服务、公用事业和能源板块市场 Beta 最低	26
图表 44: 22 年港股收益波动率显著高于往年	27
图表 45: 港股高 Beta 板块 (可选消费、IT 和医疗) 波动率	27
图表 46: 港股低 Beta 板块 (能源、通信服务) 波动率: 在 4Q22 的市场震荡中表现出很强的韧性	28
图表 47: 各板块对风险因子的敞口汇总	29
图表 48: 22 年板块收益 VS 各板块内个股分化	31
图表 49: 22 年港股原材料板块和各细分行业走势	32
图表 50: 港股工业板块占比最大的资本品和运输行业收益表现较为一致	33
图表 51: 工业板块中市场更偏好低估值和低波动标的	33
图表 52: 不同成长因子风险敞口导致了个股间的收益分化	33
图表 53: 22 年港股工业板块中低波动标的跑赢高波动标的	33

图表 54: 22 年至今可选消费板块各细分行业走势	34
图表 55: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业偏好高股息率、低估值并且盈利情况较好的标的	34
图表 56: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业中盈利好的标的收益更高	34
图表 57: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业: 高股息率组合跑赢低股息率组合	35
图表 58: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业: 低估值组合 VS 高估值组合	35
图表 59: 22 年港股可选消费/耐用消费品与服装: 市场显著偏好低估值	35
图表 60: 22 年港股可选消费/耐用消费品与服装: 低估值组合持续跑赢高估值组合	35
图表 61: 22 年港股可选消费/耐用消费品与服装: 高股息率组合 VS 低股息率组合	36
图表 62: 22 年港股可选消费/零售业: 规模大、流动性好、估值低的标的表现更好	37
图表 63: 22 年港股可选消费/零售业: 资产规模高的标的组合回撤更小	37
图表 64: 22 年港股可选消费/零售业: 高流动性组合 VS 低流动性组合	37
图表 65: 22 年港股可选消费/零售业: 高股息率组合 VS 低股息率组合	37
图表 66: 22 年港股必选消费板块: 低波动成为市场主要的关注点	38
图表 67: 必选消费板块中, 如做多低波动标的、做空高波动标的, 22 年至今将获得约 40%收益	38
图表 68: 随着估值差收窄, 1Q22 之后估值不再是必选消费板块选股的关注点	38
图表 69: 22 年港股医疗板块中的两个子行业均与板块整体相关性较高, 生物科技行业回撤更大	39
图表 70: 估值、股息率和成长同样是 22 年港股医疗板块个股间分化的最大因素	39
图表 71: 22 年港股医疗板块中的两个子行业均与板块整体相关性较高, 生物科技行业回撤更大	40
图表 72: 估值、股息率和成长同样是 22 年港股医疗板块个股间分化的最大因素	40
图表 73: 22 年港股金融板块各细分行业走势	41
图表 74: 估值、股息率和成长同样是 22 年港股金融板块个股间分化的最大因素	41
图表 75: 22 年港股金融板块各细分行业: 收益 VS 估值	41
图表 76: 22 年港股金融板块各细分行业: 收益 VS 股息率	41
图表 77: 22 年港股金融板块银行业: 高股息率标的吸引力更大	42
图表 78: 22 年港股金融板块银行业: 不同估值标的收益未有分化, 估值对行业内部选个不重要	42
图表 79: 22 年港股金融板块保险行业: 低波动标的收益更高	42
图表 80: 22 年港股金融板块保险行业: 高股息率标的吸引力更大	43
图表 81: 22 年港股金融板块保险行业: 不同估值标的收益未有分化, 估值对行业内部选个不重要	43
图表 82: 22 年港股金融板块保险行业: 低波动标的收益更高	43
图表 83: 22 年港股 IT 板块各细分行业走势	44
图表 84: 22 年港股 IT 板块各细分行业收益 VS 估值	44
图表 85: 22 年港股 IT 板块/软件与服务行业: 低估值组合 VS 高估值组合	45
图表 86: 22 年港股 IT 板块/软件与服务行业: 盈利稳定标的组合 VS 盈利波动标的组合	45
图表 87: 22 年港股 IT 板块/技术硬件与设备行业: 低估值组合 VS 高估值组合	45
图表 88: 22 年港股 IT 板块/半导体与半导体生产设备: 低估值组合 VS 高估值组合	45
图表 89: 22 年港股公用事业板块因子收益	46
图表 90: 22 年港股公用事业板块: 高股息率组合 VS 低股息率组合	46
图表 91: 22 年港股房地产板块因子收益	46
图表 92: 22 年港股房地产板块: 高波动组合 VS 低波动组合	46



图表 93: 22 年港股房地产板块: 强动量组合 VS 弱动量组合	47
图表 94: 板块和选股操作策略	49

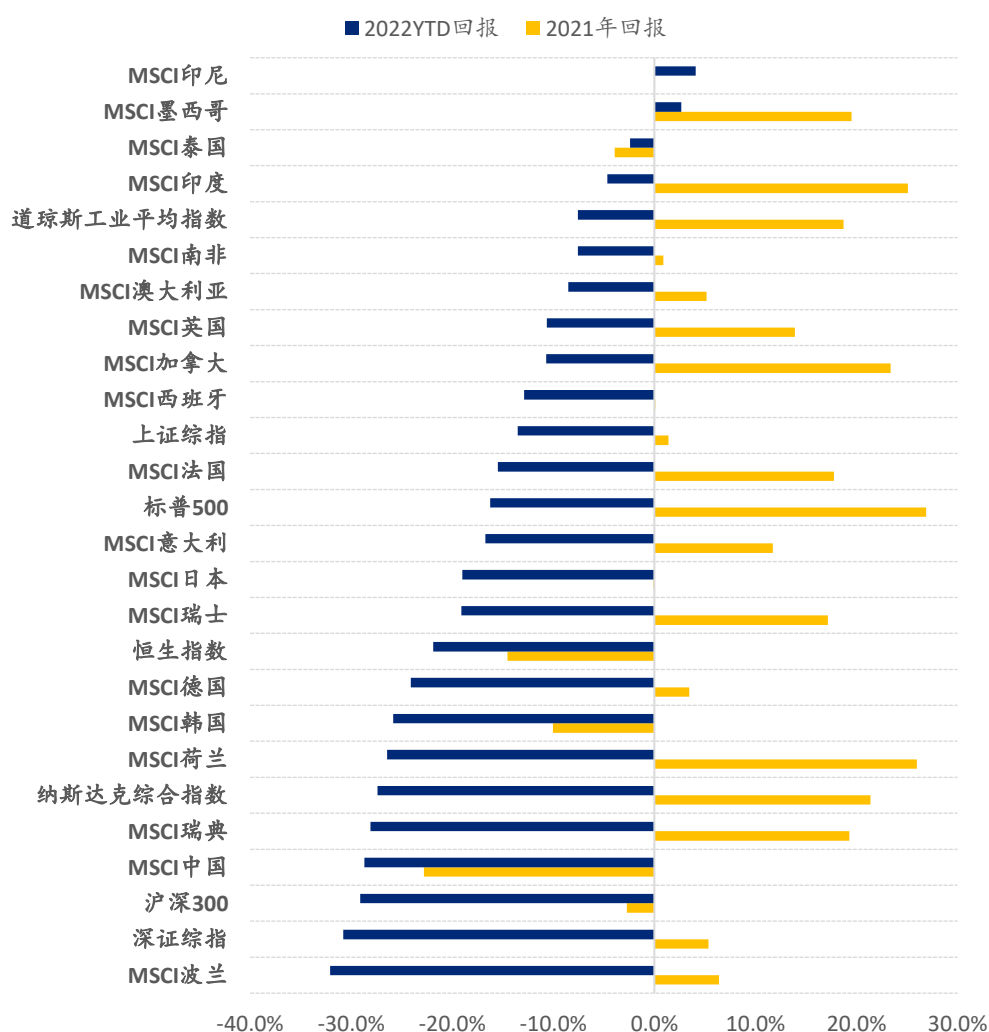
2023 年策略展望：预计避险情绪短暂延续，1Q23 或出现市场拐点

2022 年市场回顾

● 全球股市回顾——总体表现较差，中国股市跌幅大

2022 年至今，全球股市总体收益较差，仅少数新兴市场如印尼和墨西哥等取得正收益。其中，MSCI 中国、沪深 300、深证综指都录得-20%左右的负收益，而纳斯达克综指 2022 年至今跌幅超过 20%。

图表 1：2021 年和 2022 年至今全球股市收益表现



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日

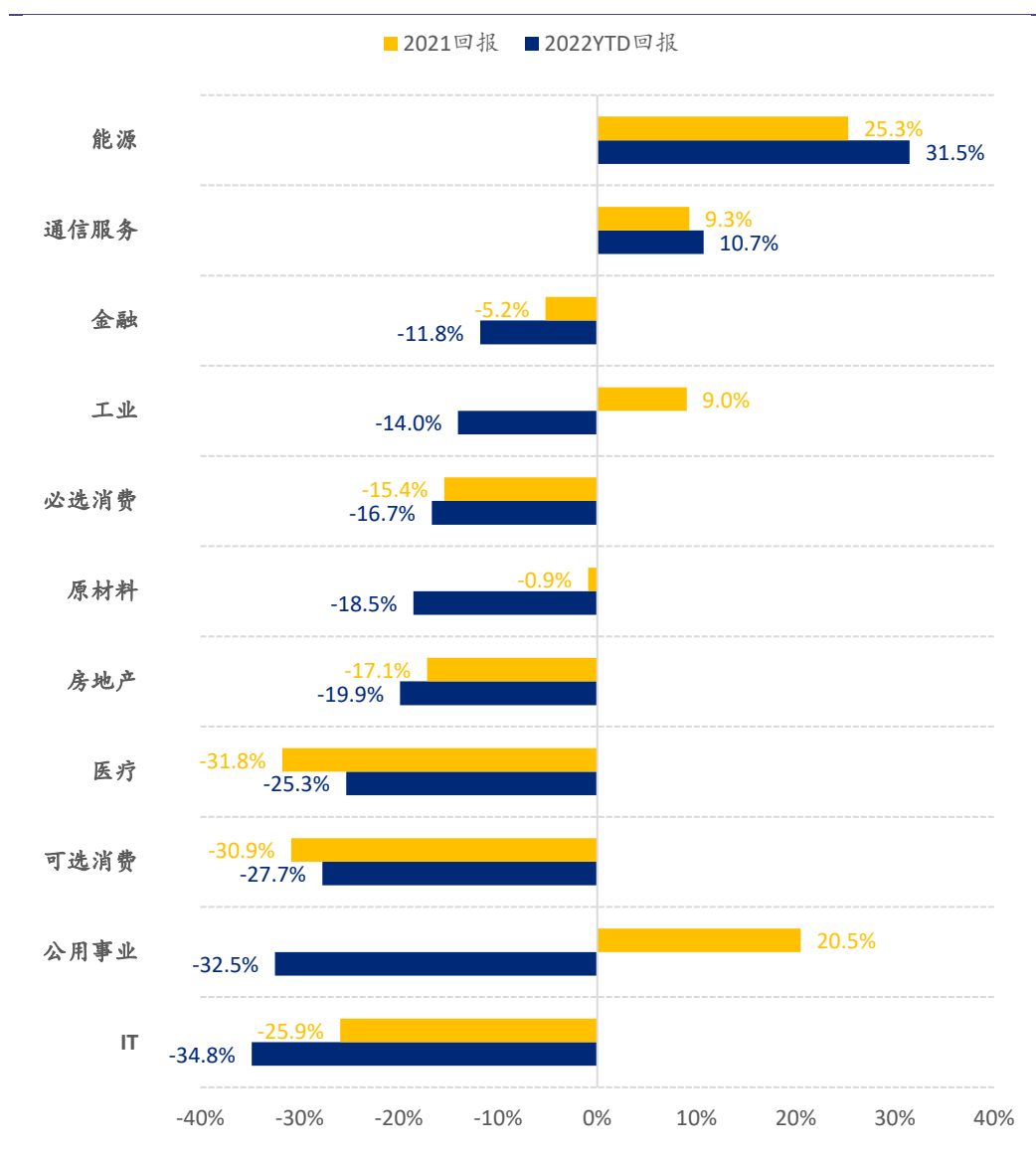
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

● 港股板块回顾——仅能源和电信服务取得正收益

股票样本选择：我们选取了 MSCI 中国指数中的港股标的以及恒生指数成分股作为港股大市值样本，以 Wind 行业分类为基准，构建市值权重组合，并计算年度收益。

2022 年，在全球油价走高的带动下，能源板块取得了超过 30% 的回报，电信服务板块受到电信服务商盈利超预期、5G 等新基建项目的支撑，取得超过 10% 的回报，而其余板块均为负收益。其中，IT 和公用事业板块跌幅最大，两个板块的跌幅均超过 30%。

图表 2：2021 和 2022 年至今港股各板块收益表现



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日

资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

2023 年港股市场整体趋势预判

我们从**基本面**和**流动性**来对港股市场整体的走势进行梳理，其主要受到中国基本面以及海外流动性的影响。

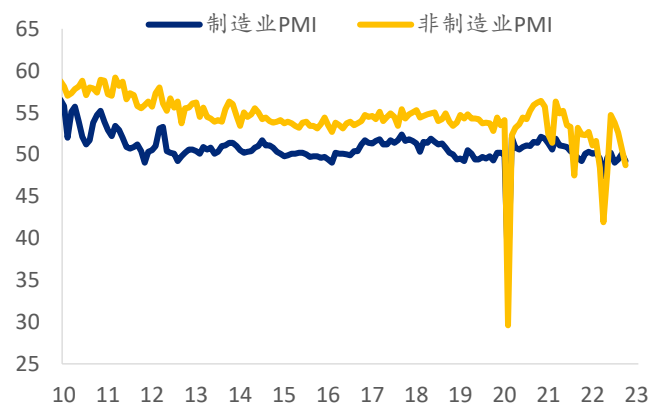
● 中国基本面：触底反弹，风险尚存

供应端和需求端都有所回落

对于中国经济基本面，多个指标显示当前中国经济超预期回落。不论是从制造业还是非制造业 PMI 的角度来看，当前的回落幅度都非常明显。总体来说，2022 年是经济挑战最为复杂和严峻的时刻，供应端和需求端都有所回落。

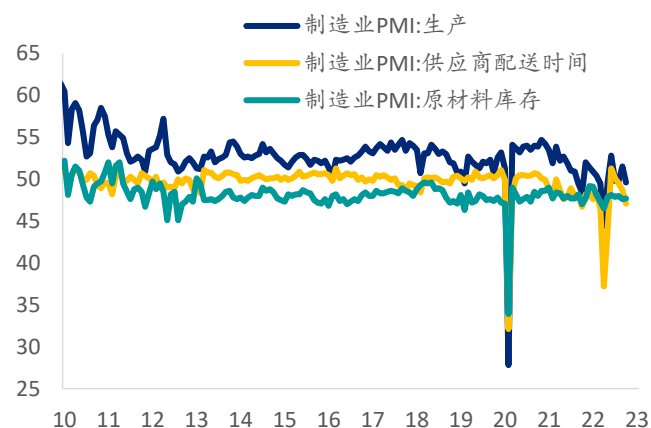
- **供应端回落：**中国制造业 PMI 供应端相关的分项中，生产显著回落，供应商配送时间指数下降，表明制造业原材料供应商交货时间继续放慢；原材料库存上升，原材料库存降幅收窄。
- **需求端回落：**中国制造业 PMI 需求端相关的分项中，新订单正在下降，从业人员指数下降，用工景气度下降。

图表 3：中国制造业和非制造业 PMI 均回落至低位



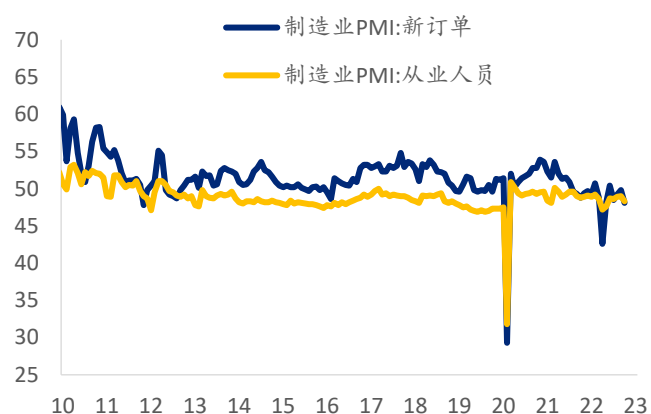
资料来源：Wind，浦银国际

图表 4：中国制造业 PMI 分项显示供应端回落



资料来源：Wind，浦银国际

图表 5: 中国制造业 PMI 新订单和从业人员分项显示需求端同样回落



资料来源: Wind, 浦银国际

企业盈利和居民部门收入支出处于低位

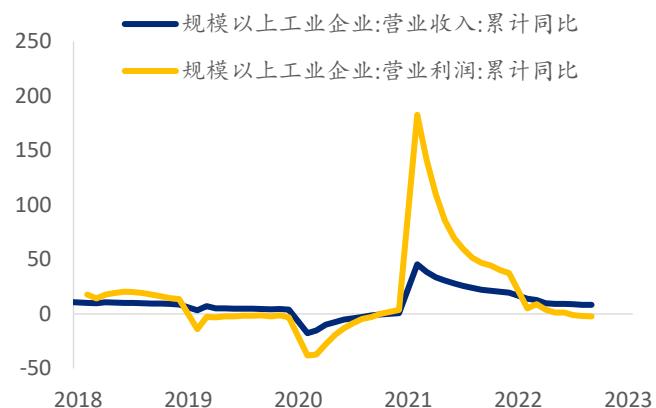
从规模以上企业来看, 目前中国规模以上工业企业亏损企业数同比处在高位, 营业收入和利润的累计同比也位于历史低点。此外, 居民部门的人均可支配收入和消费支出同样处在低位。

图表 6: 中国规模以上工业企业亏损企业数同比 (%)



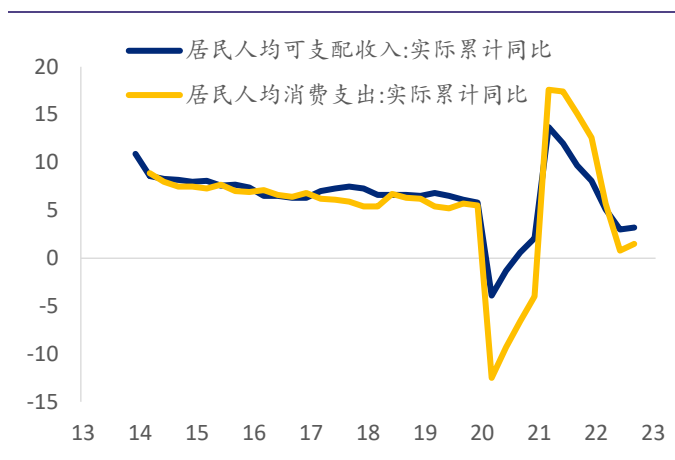
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 中国规模以上企业营业收入和利润累计同比 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 居民人均可支配收入和消费支出累计同比 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

信贷脉冲继续回升

伴随着中国央行货币政策端的边际放松, 当前我们密切关注的信贷脉冲信号也已经回升。这无疑为市场企稳提供了稳定器、助推器。

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, 具体来看:

- **对于顶部:** 信贷脉冲的领先时间较为稳定, 领先估值及市场走势 3-4 个月;
- **对于底部:** 信贷脉冲与股市的估值、价格走势则呈现较长的领先时间 (约 7 个月) 或者同步, 但时间的分化较为明显。

我们预计 2023 年央行“宽信贷”的方向不变, 随着复工复产的继续推进, 信贷数据也很可能会进一步上行, 助力经济企稳。

图表 9: 信贷脉冲继续回升, 助力经济企稳



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

不确定性尚在

尽管目前存在多个助力经济企稳的动力, 包括信贷脉冲继续回升, 以及 22 年 11 月起防疫措施边际优化的, 但市场不确定性仍在。11 月以来, 股市反弹幅度很大, 市场情绪较热, 预期进一步推高, 也加剧了不确定性。

- 11 月以来的市场行情反映了较高的预期, 但一定程度上忽略了当前尚处低位的经济基本面数据, 而经济基本面触底反弹尚需时间和数字确认。
- 民众对疫情态度的转变亦需要时间, 这也影响到各项经济活动的复苏进程。

总体来说, 尽管 11 月以来市场反弹, 我们认为市场不确定性仍较高, 短期内避险情绪或仍然存在。

● 海外流动性：预计 1Q23 出现拐点

相对于 A 股，港股受海外流动性影响更大，美联储货币政策拐点是预判港股市场拐点的重要因素。

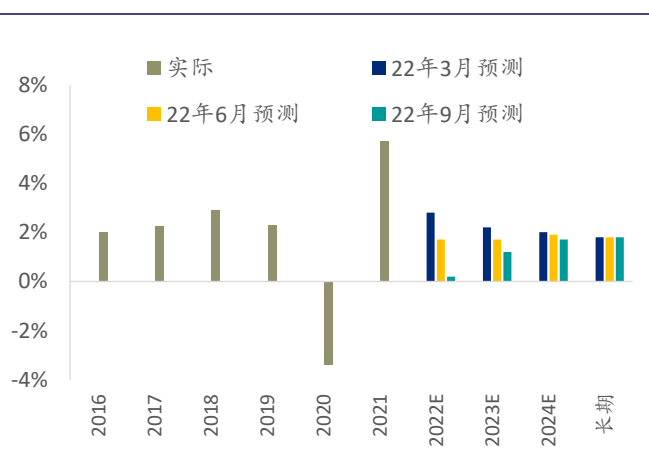
进入 2022 年，由于美国通胀居高不下，美联储开启了一系列包括加息、缩表在内的紧缩进程。美联储在 2022 年一季度结束量化宽松政策，从 3 月开始加息，并于 6 月起缩表。流动性过快地收紧，无疑对风险资产构成压力。但 2022 年 10 月，美国 CPI 同比增速为 7.7%，较 9 月 8.2% 继续回落，回落幅度超预期。通胀回落进一步锁定美联储 12 月 50 个基点的加息幅度。随着 CPI 回落，我们预计 4Q22 出现紧缩政策拐点，1Q23 或加息至顶点。

美联储货币政策或将先紧后松

从过去美联储的加息路径以及 FOMC 会议释放的信息来看，美联储的货币政策大概率呈现先紧后松，而现阶段正处在紧缩压力最大的时刻。

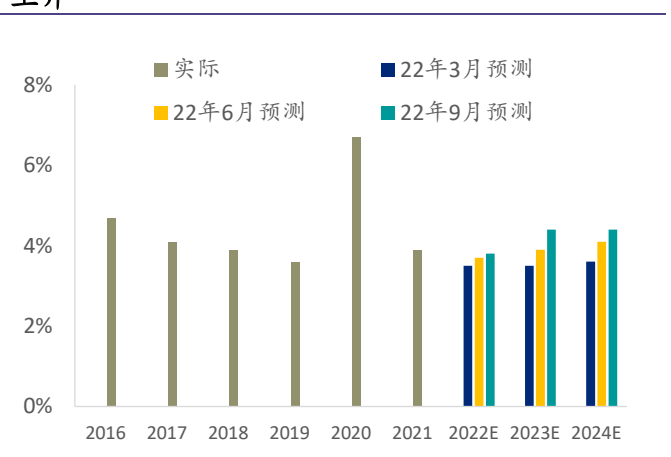
- **先紧：**在美联储开启加息进程初期，带给市场的不确定性很大，美联储从 3 月加息 25 个基点至 5 月加息 50 个基点，随后启动缩表并连续 4 次加息 75 个基点，此轮加息周期的加息速度和幅度都远超历史上众多加息周期。过高的加息速度令市场形成“加速紧缩”的预期，市场进行线性外推，时候容易过高地估计联储的紧缩幅度及持续时间。
- **后松：**10 月 CPI 回落幅度大于预期，美联储主席鲍威尔表示，在利率达到限制性水平并足以降低通胀时，放缓加息步伐是合理的，最早可能在 12 月份的议息会议上实现，而市场也消化了加息幅度放缓的信号。FOMC 此前连续下调美国实际 GDP 增速预期、上调失业率预期，令衰退成为市场关注点，也将促成货币政策拐点的出现。

图表 10：FOMC 下调 22 和 23 年美国 GDP 的预测



资料来源：美联储，浦银国际

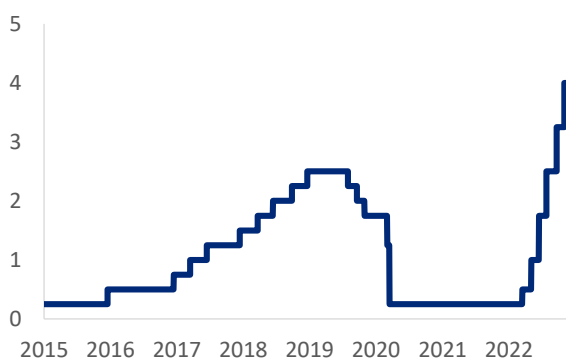
图表 11：FOMC 对 22 和 23 年美国失业率的预测上升



资料来源：美联储，浦银国际

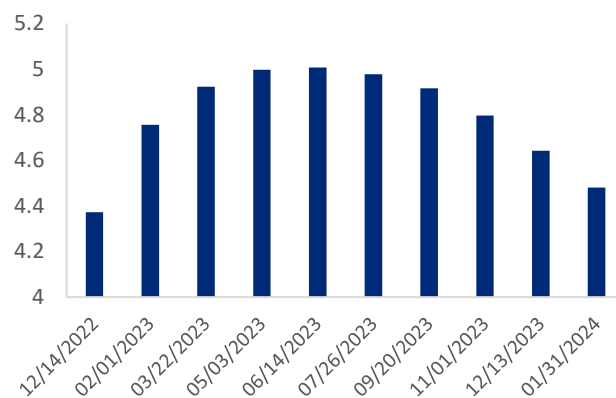
总体来说，美联储的决策是在以空间换取时间，即在经济处于相对高位之际尽可能地快速加息，相应地也就大幅减轻之后的紧缩压力，甚至为未来降息提前积蓄空间。从目前的利率期货市场看，市场预期利率拐点将出现在1Q23或2Q23。考虑到美联储的通过先紧后松对市场施加的预期管理，我们认为，真正的利率拐点可能略微提前于利率期货市场给出的预判，或将出现在1Q23。

图表 12: 如连续加息 50 个基点，7 月加息后将进入“2%”时代



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 13: 利率期货市场预期加息拐点出现在二季度



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

在 11 月美国 CPI 增速放缓、美联储主席鲍威尔表示加息节奏放缓之后，港股也在 11 月出现反弹，但在真正的货币政策拐点确认前，流动性风险仍在。如参考利率期货市场给出的指引，我们认为港股或将在 1Q23 随着加息拐点出现而复苏。

● 总结

港股主要受中国经济基本面和海外流动性影响，我们建议对当前反弹保持谨慎，市场真正拐点或出现在 1Q23。

- 11 月中国股市反弹幅度很大，市场情绪较热，对政策和基本面回升的预期进一步推高，也加剧了不确定性。1) 11 月的市场行情反映了较高的预期，一定程度上忽略了当前尚处低位的经济基本面数据，但经济基本面触底反弹尚需时间和数字确认。2) 民众对疫情态度的转变亦需要时间，这也影响到各项经济活动的复苏进程。基于此，我们认为市场不确定性仍较高，短期内避险情绪或仍然存在。
- 美联储或在施行先紧后松的货币政策，真正的加息拐点大概率率和利率期货市场给出的时间点持平或更早，因此我们预计海外流动性拐点大概率出现在 1Q23。

板块配置

根据前一章节，我们认为市场拐点主要取决于海外流动性紧缩的边际缓解、以及中国疫情防控措施的优化。拐点出现的时点大概率在 1Q23。在此预判之下，我们基于市场风险偏好，并结合宏观和政策方面的因素，来对各板块进行梳理：

- **市场风险偏好：**在不同阶段下市场对于不同风险敞口的偏好，包括估值、股息率、成长、盈利稳定性、动量、收益韧性、股价波动方面的风险。
- **宏观和政策方面：**首先是在复苏前后各板块所处的环境各不相同；其次是无无论复苏前后，稳增长都是主线之一。

因此，我们的推荐板块将从以上两条主线出发，同时满足当时市场风险偏好以及受到宏观和政策面利好的板块，会具有较高的胜率。

● 概述

我们基于历史数据回测、结果统计以及宏观、政策等因素，给出港股的板块推荐。

样本选择：我们基于市值以及市场主要指数的成分股来构建股票池，使得股票池中样本尽可能为大市值、较为成熟的标的公司，并在此前提下尽可能多地增加样本数量，使统计规律更可靠。

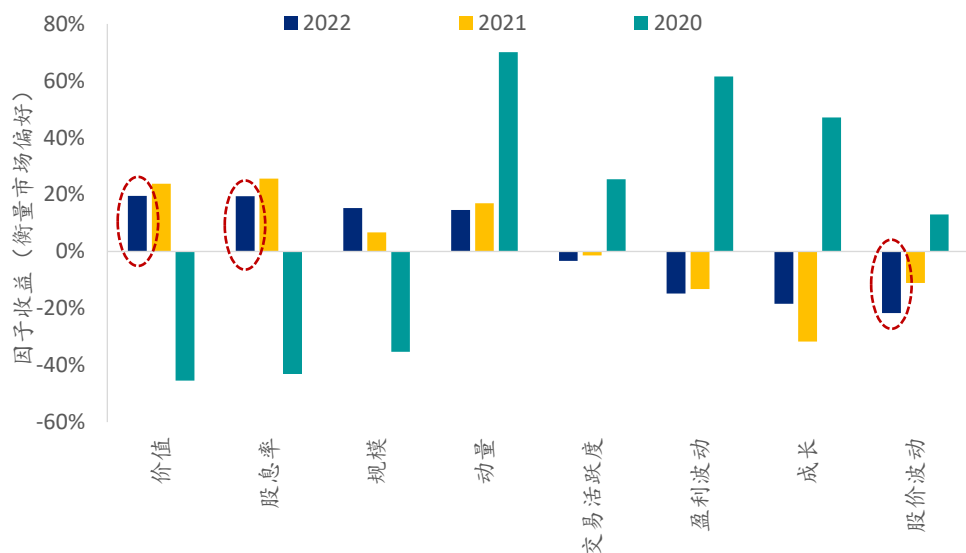
下图（图表 14）给出了过去三年港股市场的风险偏好。我们选择了多个风险因子，设计多空策略进行历史回测，从而得到不同市场环境下的市场偏好。以 2020 年为例，成长因子收益达到 47%，表示如果做多高成长股票、做空低成长股票、并进行月度调仓，能够获得 47% 的正收益，表明高成长股票大幅跑赢低成长股票。

尽管港股在 2020 年经历了一季度疫情暴发初期的冲击，但在此后的反弹行情中一路走高，投资者更愿意接受风险以获得高收益，在此情况下，市场更偏好盈利波动大、高成长的股票，而低估值、高股息率等用于避险的标的特征，则不受欢迎。

而在 2021 年和 2022 年，情况则正好相反，因疫情、流动性紧缩和地缘冲突等原因，市场风险厌恶情绪上升，完成了一次风格切换，投资者开始抛售高估值、高波动的标的，而偏好更稳健、股息率更高的标的。在因子收益上，则表现为价值、股息率有很高的因子收益；而成长和高波动的因子收益为负。

因此，在过去两年，如果做多低估值、高股息率、低波动的标的并做空风格相反的标的，则能获得可观的收益。

图表 14: 以因子收益衡量的市场风格偏好排序：2022 年港股市场偏好低估值、高股息率和低波动



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

因此，结合前文的两阶段预测，我们给出如下的板块选择主线：

- 市场拐点出现之前，将延续当前的避险交易逻辑，偏好低估值、高股息率的板块，而波动较大的成长板块风险仍较大。
- 市场拐点出现之后，将进入复苏模式，市场偏好或与 2020 年相近。

我们选取数个市场偏好较为显著的因子（即因子收益幅度较大）作为主线来对各板块进行梳理。

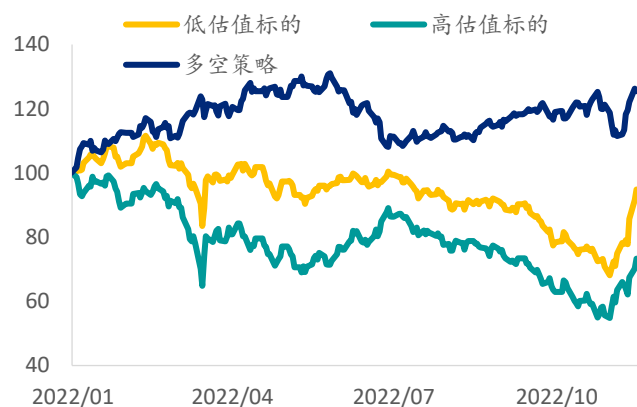
● 估值：波动行情下低估值标的韧性更强

定义：参考彭博权益风险模型中对价值因子的定义，考虑了 6 个指标：市盈率、市净率、市销率、市现率、EV/EBITDA 以及远期市盈率，对港股市场各标的的计算风险敞口。

通过构建多空策略，即做多低估值标的（价值股）、做空高估值标的、月度调仓，分别得到了低估值标的组合、高估值标的组合以及多空策略的收益曲线。

2022 年低估值标的大幅跑赢了高估值标的，基于估值的多空策略带来了约 25% 的收益。总体来说，价值因子的收益表现和市场走势反向，当市场下跌、寻求避险时，高估值标的回撤更大。

图表 15: 22 年港股价值股（低估值标的）回撤更小



注：多空策略：做多低估值标的，做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 16: 价值因子多空策略与恒生指数负相关

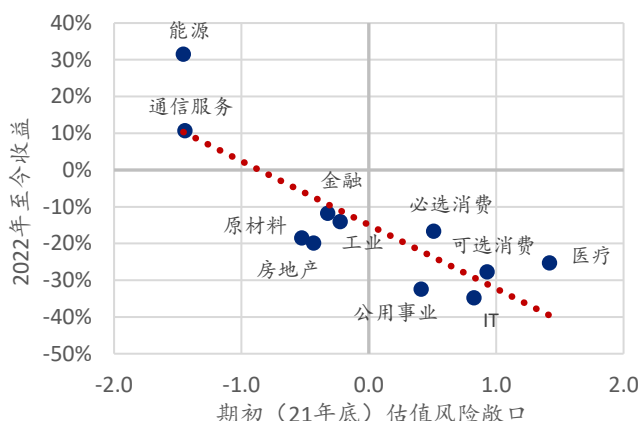


注：多空策略：做多低估值标的，做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

从估值角度出发，我们统计了各板块的当前估值以及对应的 2022 年至今收益和波动。我们以估值风险敞口来衡量板块估值高低，其风险敞口数值越大，表明估值越高。下图显示了各板块的估值情况，其中横轴为各板块个股估值风险敞口的中位数，纵轴为各板块 2022 年至今收益和波动率。散点的相对位置代表了各板块估值、收益或波动的相对大小。

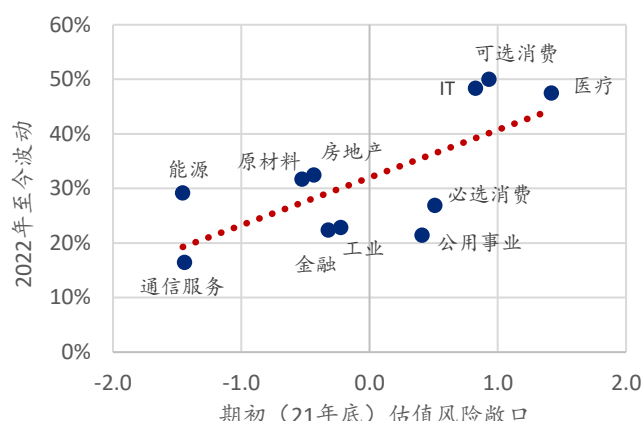
- 板块估值越高，2022 年的回撤越大、波动越高，与前述低估值股票跑赢高估值股票的观察一致。
- 能源、原材料和通信服务板块估值最低。其中能源和通信服务板块位于第二象限，表明其估值低、收益高。
- 可选消费、医疗和 IT 板块估值最高。其中，医疗和可选消费板块位于第四象限，板块估值高，且在 2022 年市场下跌环境中回撤大于其它板块。

图表 17: 2022 年至今港股各板块收益 VS 估值



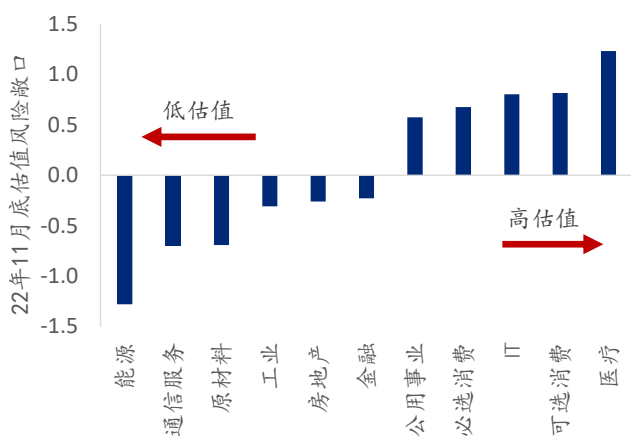
注：收益数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 18: 2022 年至今港股各板块波动率 VS 估值



注：波动率数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 19: 截至 22 年 11 月, 港股各板块估值风险敞口



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

从估值角度出发, 我们看到, 在市场拐点尚未明确、避险情绪仍存的情况下, 估值将大概率继续成为市场避险情绪下的关注点, 其中能源、通信服务和原材料板块仍具有估值优势。

而在市场拐点出现, 避险情绪退去后, 或发生风格切换, 估值较高的医疗、可选消费和 IT 板块或有较大幅度反弹。

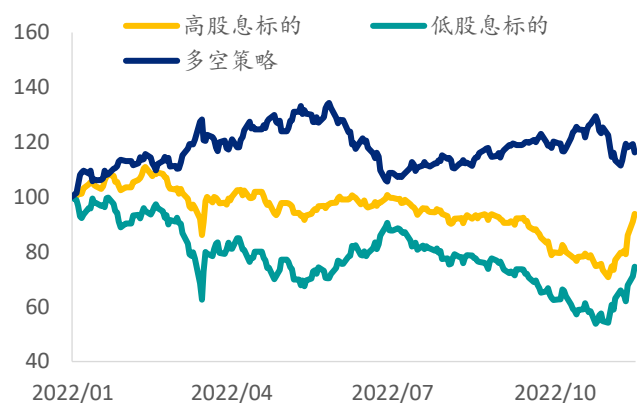
● 股息率：避险情绪下高股息率更有吸引力

股息率可以看作估值的另一种描述，两者结合可以较好地描述 2022 年的板块收益排序。此外，在避险环境下，高分红是市场波动中较为确定的现金流，因此股息率较高的板块和标的更有吸引力。

我们根据港股大市值样本中的股息率来构建多空策略，按照月度调仓频率做多高股息率标的、做空低股息率标的，2022 年至今获得约 16% 的收益。

由于股息率和估值有较强的关联，其因子收益表现和价值因子接近，总体和大盘指数负相关。

图表 20: 2022 年港股高股息率标的表现更好



注：多空策略：做多高股息标的，做空低股息标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 21: 股息率多空策略收益与恒生指数负相关，其表现与基于估值的多空策略相近

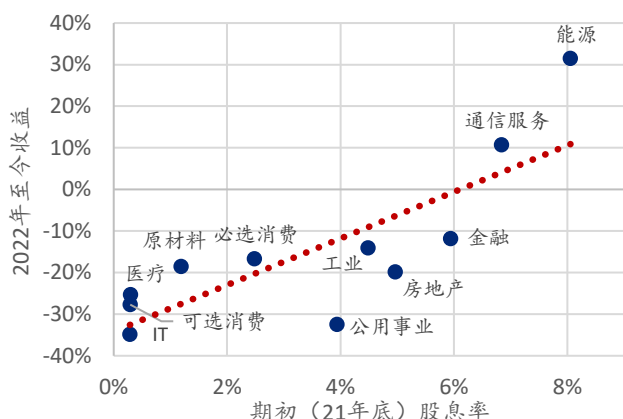


注：多空策略：做多高股息标的，做空低股息标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

下图可以看出 2022 年对于股息率的交易逻辑，各板块收益率和股息率呈明显正相关。

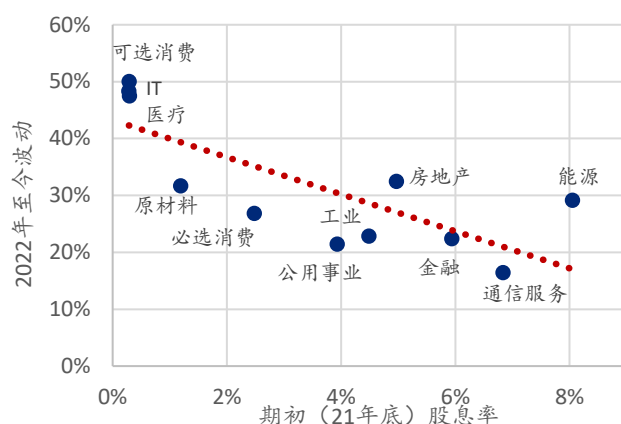
- 能源和通信服务股息率最高，2022 年板块收益也最高；低股息率的 IT、医疗和可选消费板块 2022 年回撤较大。
- 公用事业板块股息率位于中游，但根据上节所述，其估值偏高，导致收益低于大部分板块；而在上文中原材料板块估值较低但收益并不高，也可以由其仅位于中游水平的股息率来解释。
- 股息率可以看作是对估值的另一种描述，两者结合可以较好地描述 2022 年的板块收益排序。

图表 22: 2022 年至今港股各板块收益 VS 股息率



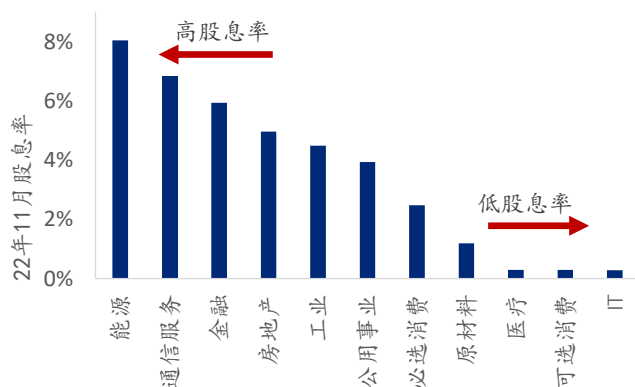
注：收益数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 23: 2022 年至今港股各板块波动率 VS 股息率



注：波动率数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 24: 截至 2022 年 11 月，港股各板块股息率



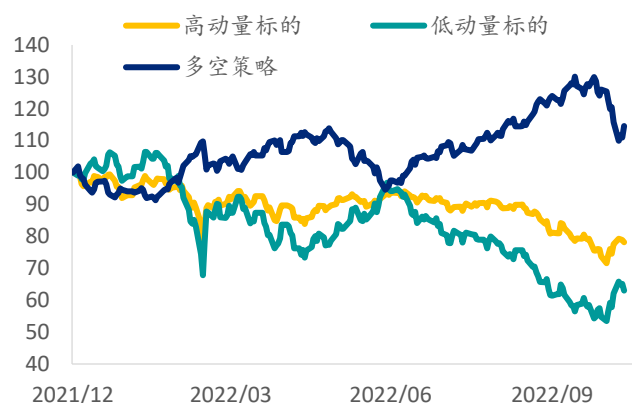
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

● 动量：港股特有的稳定驱动力

动量描述了资产价格过往的趋势，我们用过去一年的累计收益来定义，并通过标准化计算风险敞口。

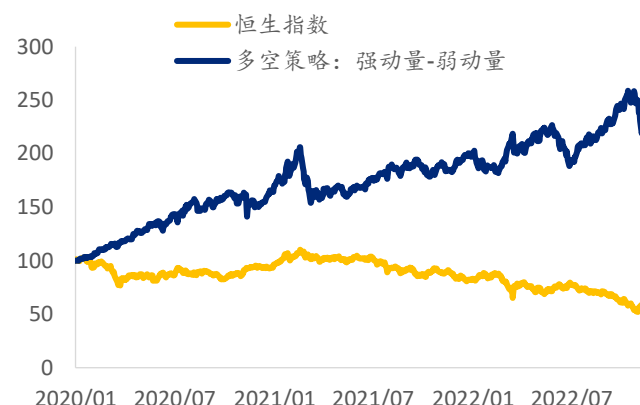
不同于价值和成长因子，在过去三年不同的市场环境下，港股市场的动量因子都带来了正收益，表现出了追逐趋势的特征。

图表 25: 2022 年动量较强的标的回撤更小



注：多空策略：做多强动量标的，做空弱动量标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 26: 自 2020 年以来, 动量多空策略获得 120% 的高收益, 总体表现稳定



注：多空策略：做多强动量标的，做空弱动量标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

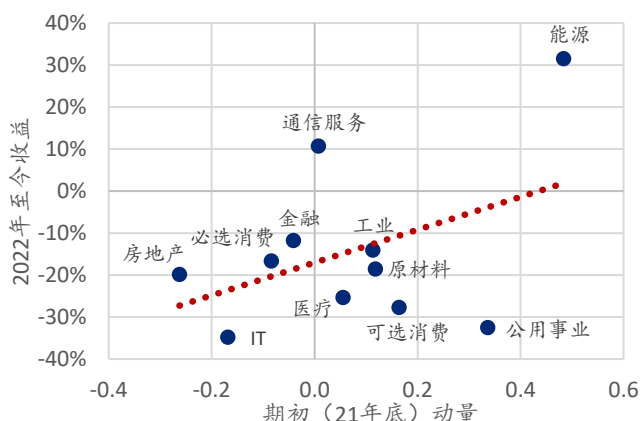
我们对比了港股各板块 2022 年至今的收益/波动和期初（即 21 年底）的动量。整体趋势看，动量和收益呈正相关，但相关性相对偏弱，解释力度稍逊于估值和股息率。此外，波动率和动量呈较弱的负相关。

从过往三年的回测结果看，即使市场发生风格切换，动量因子仍保持正收益，基于这点，我们认为动量因子仍具有板块选择的参考价值。

将时间点切换到当前（22 年 11 月），能源板块由于 22 年涨幅很高，在动量的风险敞口远高于其它板块，而房地产、IT 和医疗板块动量最弱。基于动量角度的板块选择可汇总如下：

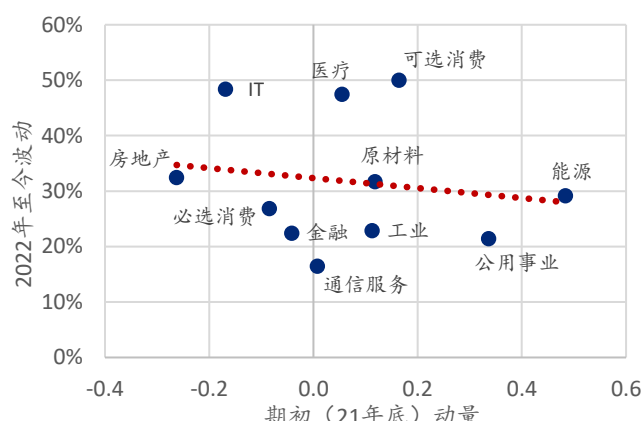
- 在市场拐点出现之前，大概率将延续此前的趋势，动量较弱的房地产、IT 和医疗板块下行风险可能大于动量较强的能源板块。但在市场拐点出现后，要注意此前回撤较深的板块出现反弹。
- 由于板块中个股有分化，动量因子的作用可能更多体现在板块内个股标的选择中。在选择板块中，可以在解释力度较强的因子（价值、股息率和成长）之后，作为板块选择的补充。

图表 27: 2022 年至今港股各板块收益 VS 动量



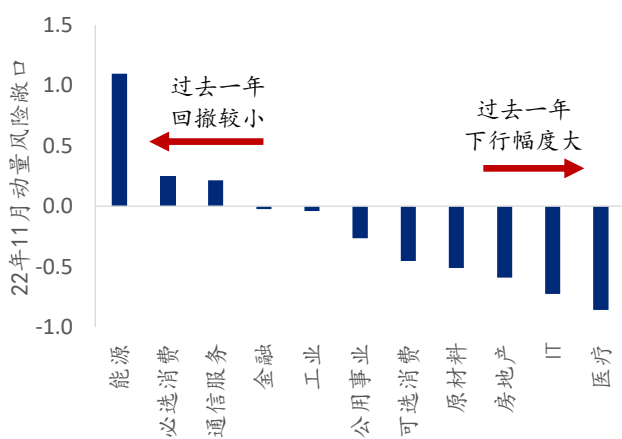
注：收益数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 28: 2022 年至今港股各板块波动率 VS 动量



注：波动率数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 29: 截至 22 年 11 月，港股各板块动量



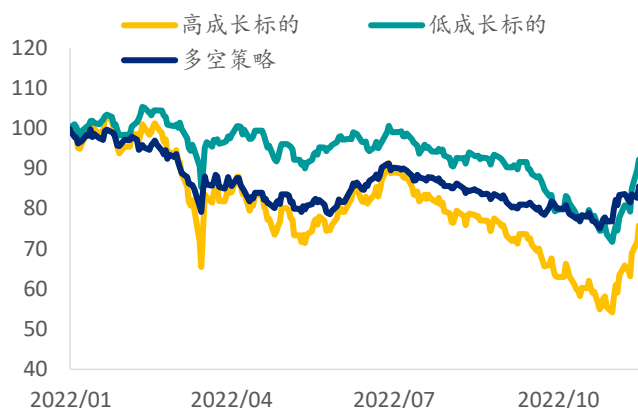
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

● 成长：市场出现明确拐点之前，对成长股保持谨慎

成长因子风险敞口通过标的公司的盈利、收入、资产的增长率来定义。2022 年成长股收益较差，如做多高成长股票、做空低成长股票，2022 年至今的收益为负。从过去三年历史回测看，成长因子多空策略收益与恒生指数高度正相关，并表现出高 beta 特征。在市场下行、避险情绪未完全消退的情况下，低成长板块的表现更稳健。

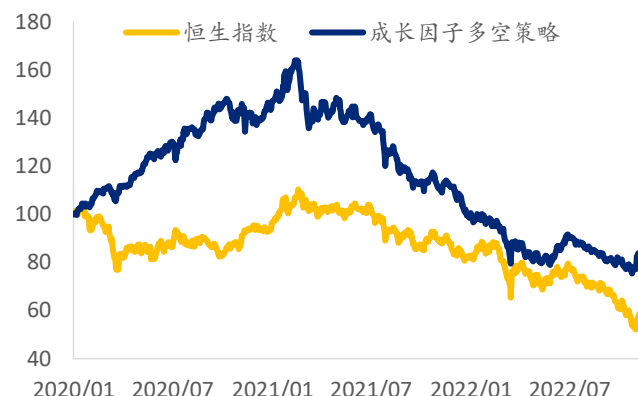
海外流动性紧缩对港股成长股有着最直接的负面影响，分母端折现率受到影响，而分子端盈利亦在经济下行中承压，令成长股遭遇比大盘指数幅度更大的回撤。海外流动性的转向将是市场拐点出现的重要标志，分母端折现率一旦改善，将令成长股出现比市场大盘幅度更大的反弹。

图表 30: 2022 年港股成长股表现较弱



注：多空策略：做多高成长标的，做空低成长标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

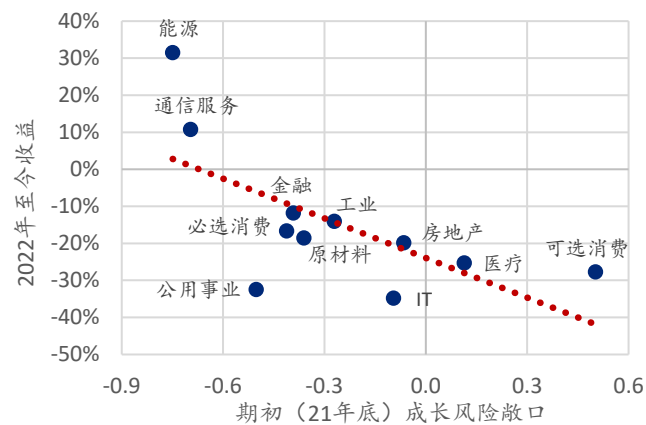
图表 31: 成长因子多空策略与恒生指数正相关, 且波动较大



注：多空策略：做多高成长标的，做空低成长标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

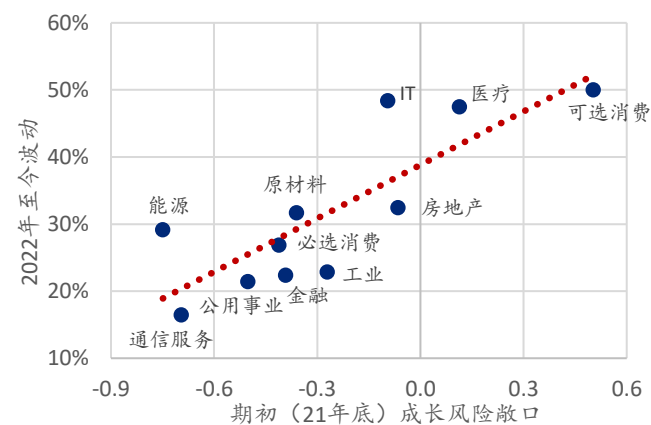
从 22 年的板块表现看，成长因子风险敞口对收益和波动有着较好的解释力度。如果当前避险的交易逻辑延续，能源和通信服务板块对成长因子风险敞口较低，从避险角度出发仍有优势；而可选消费板块对其风险敞口最大，需要保持谨慎。当海外流动性出现拐点时，这些经历大幅回撤的高成长板块又将率先反弹。

图表 32: 22 年至今港股各板块收益 VS 成长因子风险敞口



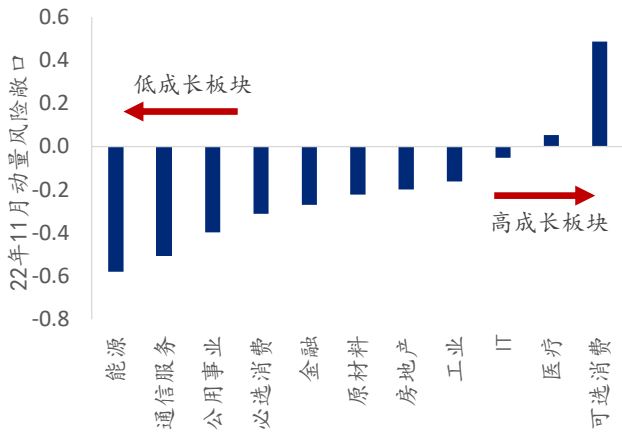
注：收益数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 33: 22 年至今港股各板块波动率 VS 成长因子风险敞口



注：波动率数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 34: 截至 22 年 11 月, 港股各板块成长因子风险敞口



注: 数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

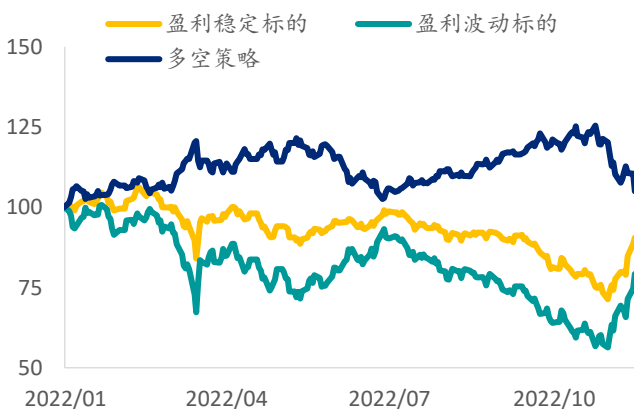
● 盈利稳定性: 与成长属性相关度高

盈利稳定性的定义同样参考彭博权益风险模型, 首先得到过往净利润、收入和现金流的波动, 再通过总资产来标准化得到。

盈利波动与成长因子风险敞口相关性较高、与价值因子风险敞口负相关。盈利波动可以看作成长股的另一种描述。如果做多盈利稳定标的、做空盈利波动标的, 其收益走势与前述基于估值和股息率的策略收益相近, 并且与大盘指数负相关。

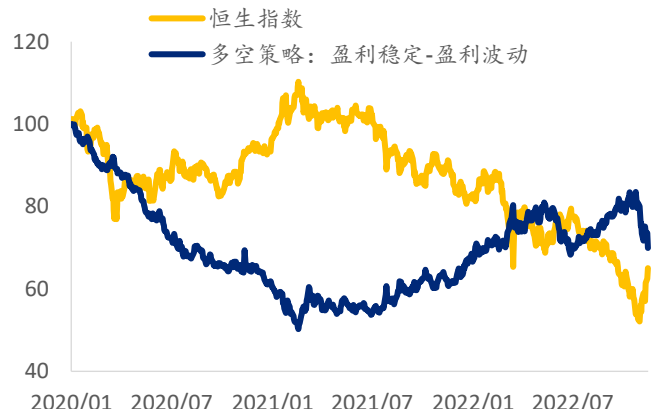
可以看出, 在避险情绪下, 盈利稳定成为板块和个股选择的一个重要考量。

图表 35: 2022 年港股盈利稳定的标的相对盈利波动的标的收益更高



注: 多空策略: 做多盈利稳定标的, 做空盈利波动标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 36: 做多盈利稳定并做空盈利波动的标的, 收益与恒生指数负相关

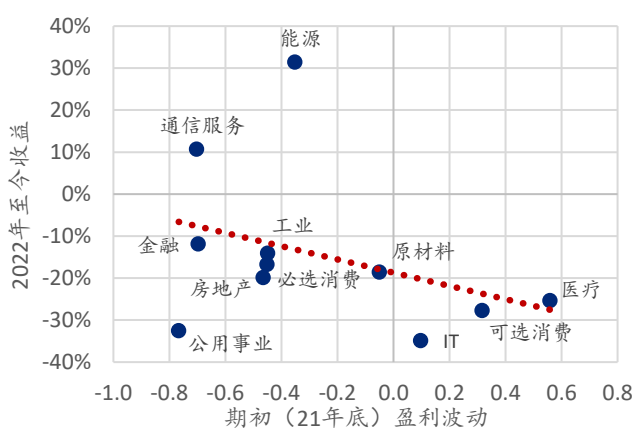


注: 多空策略: 做多盈利稳定标的, 做空盈利波动标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

22年各板块的盈利波动和收益呈负相关性。相比盈利波动和收益的相关性，从右图可以看到盈利波动可以较好地解释股价波动。如果在期初(21年底)观测到较高的盈利波动，则可以预计此后其板块收益将出现较高的波动。因此，如果从避险角度出发，在决策时点观测板块盈利波动将对风险控制非常有效。结合当前(22年11月)板块对盈利波动的风险敞口，我们看到：

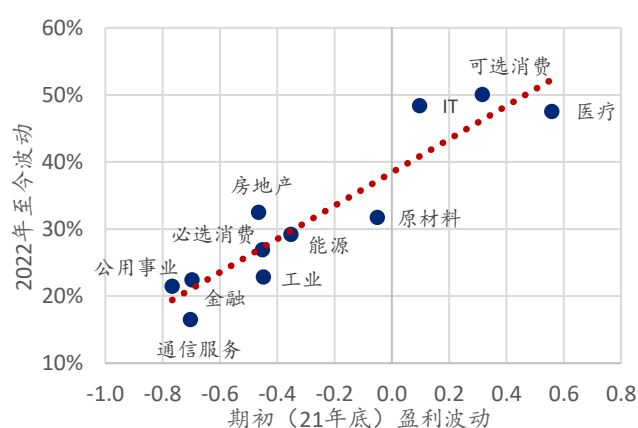
- 相比板块收益，盈利波动对板块风险的预测效果更好，在避险情绪下应重点考虑这个因素。
- 截至2022年11月，金融和通信服务板块盈利最为稳定；医疗、可选消费和IT板块盈利波动最大，在市场拐点出现前仍应保持谨慎。

图表 37: 22年至今港股各板块收益 VS 盈利波动



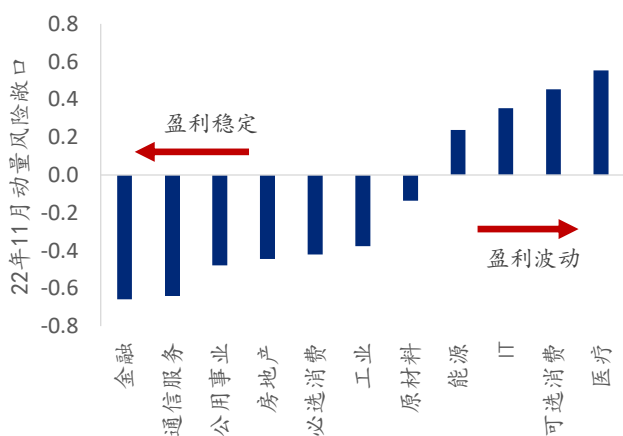
注：收益数据截至2022年11月15日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 38: 22年至今港股各板块股价波动率 VS 盈利波动



注：波动率数据截至2022年11月15日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 39: 截至22年11月，港股各板块盈利波动



注：数据截至2022年11月15日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

● 风险：多维度衡量板块风险

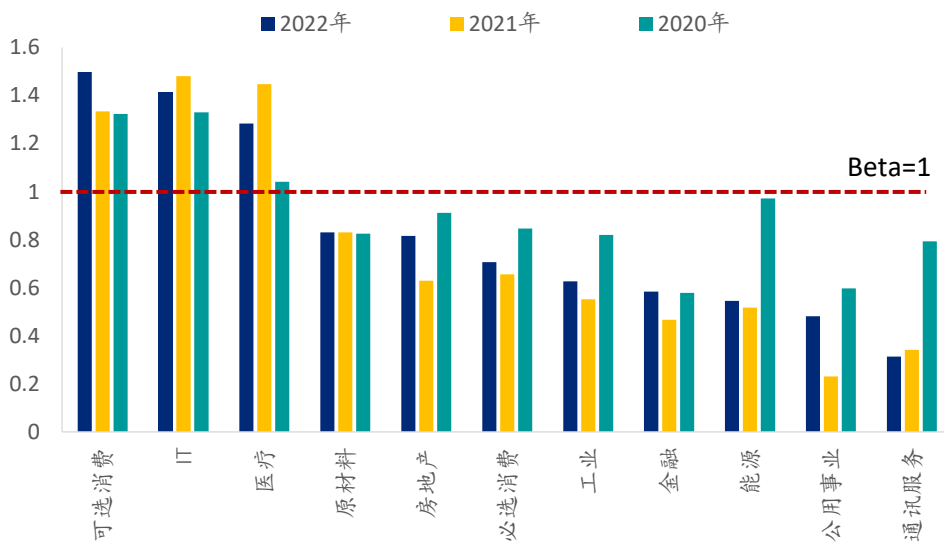
对于近期，在市场出现明确拐点之前，如果避险情绪维持，仍需要关注风险。我们以多个角度剖析当前各板块的风险情况。

首先我们关注各板块的市场风险。以恒生指数为市场基准，我们计算了过去三年各板块的市场 Beta，高 Beta 意味着较高的市场风险。板块或个股的 Beta 值取决于收益和市场大盘的相关性以及相对市场的波动幅度。

可选消费、IT 和医疗板块的市场 Beta 最高，根据前述分析，这三个板块为成长因子风险敞口最高的三个板块，也符合通常成长板块高 Beta 的特征。在市场下行期间，高 Beta 板块回撤更大，因此在近期避险情绪未消退时仍应谨慎。当市场复苏时则会带来更高的收益。

能源、公用事业和通讯服务板块的市场 Beta 最低。其中，公用事业板块收益与市场大盘相关性较高，其低 Beta 主要来自于自身波动较低。能源板块尽管自身波动高，但与市场相关性较低，因此仍然呈现低 Beta 特征，在市场震荡期间能起到对冲作用。

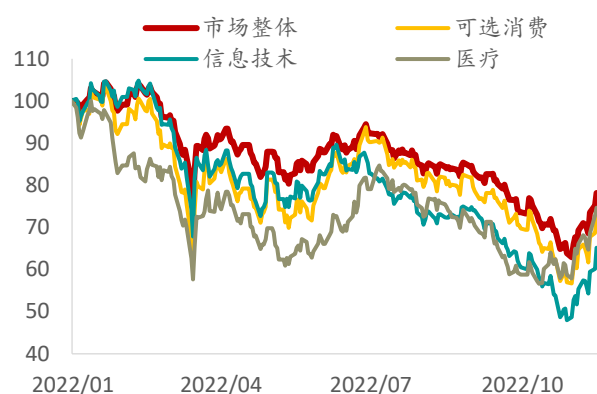
图表 40: 港股各板块市场 Beta (以恒生指数为市场基准)



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

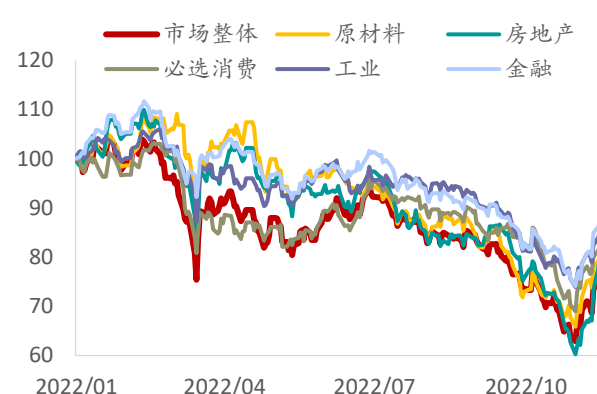
下图给出了 2022 年各板块对比恒生指数的走势。对于高 Beta 板块（可选消费、IT 和医疗），其回撤均大于指数。而对于低 Beta 板块（能源和通信服务），表现显著好于大盘指数。

图表 41: 22 年可选消费、IT 和医疗板块市场 Beta 最高



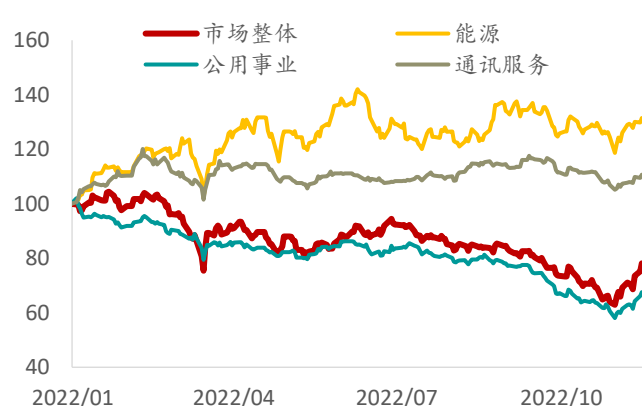
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 42: 22 年原材料、房地产和必选消费板块市场 Beta 稍低于 1，板块收益较市场整体高



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 43: 22 年通讯服务、公用事业和能源板块市场 Beta 最低

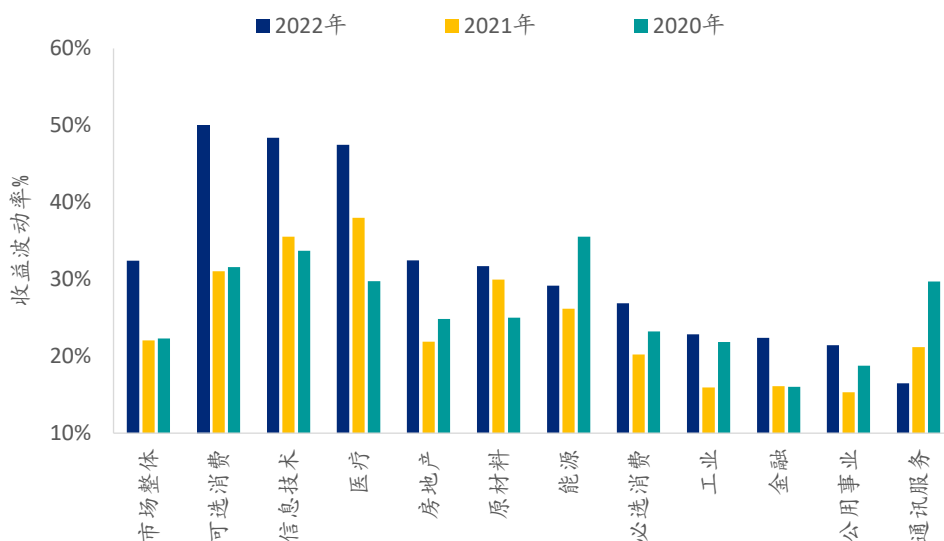


注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

从波动率角度来看，2022 年市场波动率显著高于往年，反映了市场面临较大的不确定性。波动率的增长主要来自于可选消费、IT 和医疗板块，这三个板块均为高 Beta 的成长板块，其收益波动对 2022 年全球流动性紧缩的反应相比其它板块更剧烈。

地产板块的波动也显著高于往年，其股价受到内地市场需求疲弱、房地产开工面积减少等因素影响。而能源板块波动位于中游，其较低的市场 Beta 主要源自能源板块与市场的低相关性。

图表 44: 22 年港股收益波动率显著高于往年

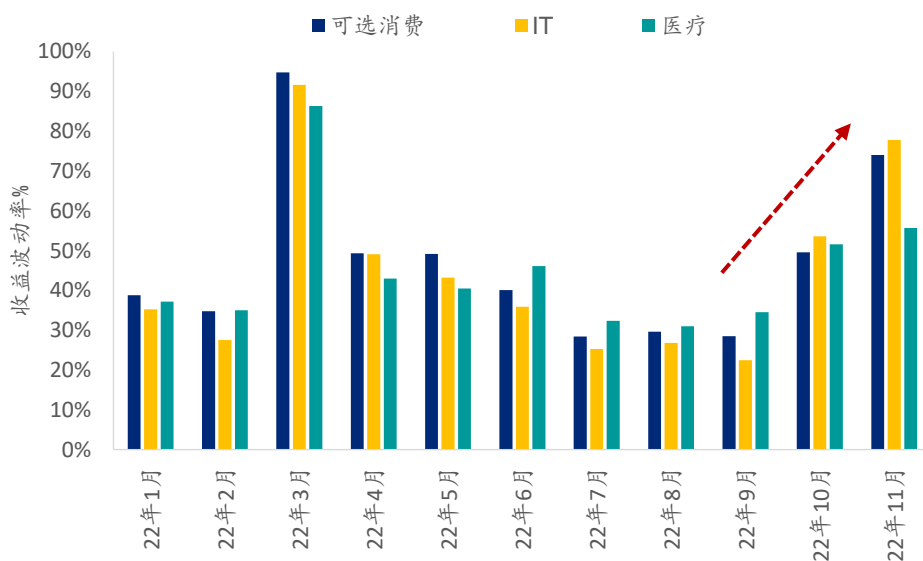


注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

回顾 2022 年至今的前 11 个月，波动率有两次显著上升，分别发生在 3 月和 10 月的回撤。11 月港股反弹幅度同样很大，令高波动延续。下图分别给出了高 Beta 板块和低 Beta 板块的波动率随时间的变化。其中最显著的区别在于，高 Beta 板块（可选消费、IT 和医疗）波动率易随着市场情绪上升，而低 Beta 板块则表现出较好的韧性，尤其是在港股 10 月至 11 月的大幅下跌和反弹过程中，能源、通信服务这两个低 Beta 板块的收益保持相对平稳。

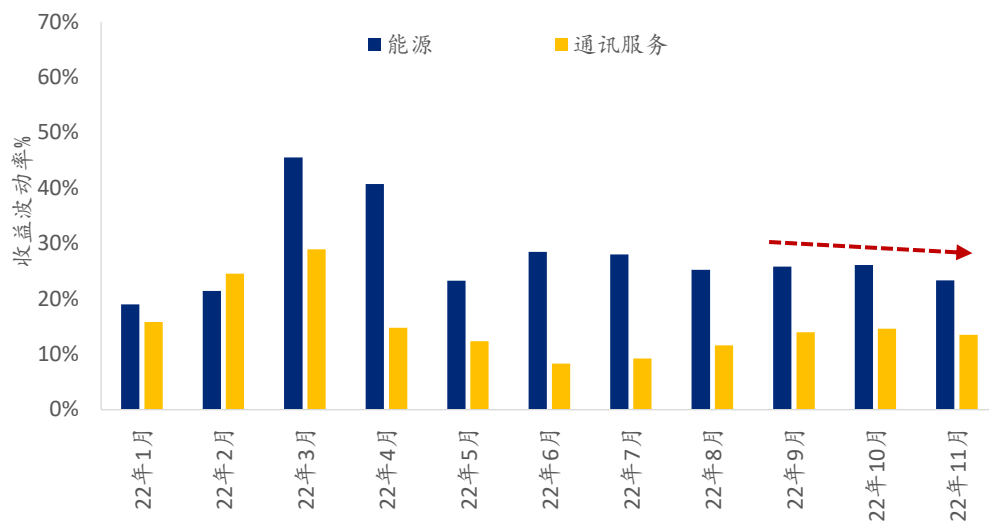
图表 45: 港股高 Beta 板块（可选消费、IT 和医疗）波动率



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 46: 港股低 Beta 板块（能源、通信服务）波动率：在 4Q22 的市场震荡中表现出很强的韧性



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

● 结论

图表 47: 各板块对风险因子的敞口汇总

板块	估值	股息率	动量	成长	盈利稳定	市场 Beta	波动率
能源	低	高	高	低	低	低	中
原材料	低	低	低	中	中	中	中
工业	中	中	中	中	中	中	低
可选消费	高	低	低	高	低	高	高
必选消费	高	中	高	低	高	中	中
医疗	高	低	低	高	低	高	高
金融	中	高	中	低	高	中	低
IT	高	低	低	高	低	高	高
通信服务	低	高	高	低	高	低	低
公用事业	高	中	中	低	高	低	低
房地产	中	高	低	中	高	中	中

注: 风险敞口的高、中、低同时基于板块排序以及风险敞口幅度来标记。

资料来源: 浦银国际

- **能源板块:** 煤炭价格预计仍在高位, 供应仍紧张, 需求端受稳增长和复苏支撑, 能源板块出现较大幅度回撤的概率很低; 尽管 2022 年上涨幅度大, 但作为低估值、高股息率板块仍有吸引力, 且在港股受动量驱动的环境下, 强动量能持续带来收益。与市场整体相关性较低, 如与中下游端板块一同配置, 可用于对冲能源价格波动带来的不确定性。
- **原材料板块:** 尽管仍然是低估值板块, 但股息率较低, 且 2022 年回撤较大, 缺乏动量支撑。板块盈利波动、股价波动和成长风险敞口处于中等水平, 市场拐点出现前板块整体不具吸引力, 拐点出现后反弹幅度预计将低于高成长板块。
- **工业板块:** 板块整体估值、股息率、成长性均处于中等水平, 但波动率较低, 在稳增长支撑下, 预计板块未来收益波动小、风险低。
- **可选消费板块:** 避险情绪下回撤较深的板块, 估值高、股息率低, 属于高波动板块, 在市场拐点出现前建议保持谨慎。当消费需求陆续复苏, 可选消费板块由于其较高的成长风险敞口, 将在市场风格切换后出现更大幅度反弹。
- **必选消费板块:** 尽管必选消费普遍认为是防御板块, 但当前指标显示港股必选消费板块较中性, 一方面, 板块盈利稳定、属于低成长板块, 且有一定动量支撑; 但另一方面, 估值较高, 股息率、市场 Beta 和股价波动处于中段, 避险属性并不明显。

- **医疗板块：**板块风险较高，市场 Beta 和波动处在高位，估值高、股息率低、盈利波动大，考虑到当前处在防疫措施转变阶段，医疗板块的高波动仍将在一定时间内维持，建议保持谨慎。
- **金融板块：**板块风险低，作为高股息率、低成长、低波动板块，在避险情绪褪去前仍具吸引力。风格切换后，考虑到其收益波动小、市场 Beta 稍小于 1，反弹幅度可能与市场整体持平或稍低，但配置金融板块能有效控制组合风险。
- **IT 板块：**高成长板块，具有明显的高估值、低股息率特征，2022 年回撤较大，考虑到板块的长期趋势支撑以及市场高 Beta 特征，预计市场拐点出现后将预计获得大幅反弹。
- **通信服务板块：**板块内包括中国移动等多家电信供应商巨头（报告采用 Wind 行业分类，腾讯控股属于 IT 板块，而非通信服务板块），从当前指标看，板块具有避险属性，估值低、股息率高，盈利和股价波动均较低，且有动量支撑。此外，板块对 5G 等新基建有风险敞口，考虑到当前对新基建的投入，板块具有长期趋势支撑。因此从板块自身的低风险和基建投入支撑来看，**即使市场发生风格切换，配置价值仍在。**
- **公用事业板块：**和必选消费板块类似，尽管通常认为是防御板块，但当前指标显示板块较中性。首先，公用事业板块仍是低成长板块，盈利波动和股价波动均很低。但是板块估值较高，股息率缺乏吸引力，且 2022 年回撤幅度几乎于市场持平，高于同样具有低 Beta 特征的能源和通信服务板块。
- **房地产板块：**房地产板块一方面受到政策支持力度大，但另一方面部分标的风险较大，因此当前板块指标呈中性，股息率由于回撤较深而高于大部分板块，但缺乏动量支撑，且估值、成长、市场 Beta 和波动均处在中段。考虑到板块内标的分化，地产板块配置建议侧重选股。

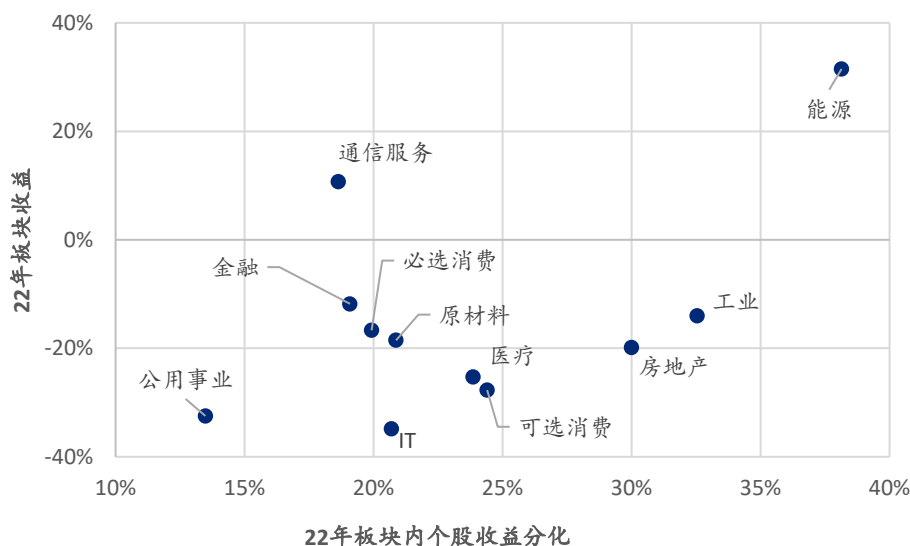
板块内细分行业、个股选择

在上一章节中我们结合了市场因子收益和风险，给出了板块选择的指引。在本章，我们探讨板块内如何选择细分行业或个股。

● 概述

下图（图表 48）给出了各板块收益 VS 板块内个股收益的分化。如板块内个股收益分化小，则可以通过持有少数具有代表性的标的获取板块敞口，选股不重要；对于个股分化程度大的板块，如个股间收益分化可由风险因子来解释，则可根据风险因子的敞口来进行选股。

图表 48: 22 年板块收益 VS 各板块内个股分化



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

在我们选择的股票池中，含有能源板块 9 个标的、通信服务板块 5 个标的，样本较少。能源板块由于个股收益分布较分化，建议全部持有以获得板块风险敞口。通信服务板块与“中字头”选股逻辑接近（详见我们此前发布的[报告](#)），且个股分化程度较低，走势较为一致，可以选择龙头股票配置板块。对于其它板块，我们将基于风险因子的回测结果来梳理板块内的细分行业以及个股选择。

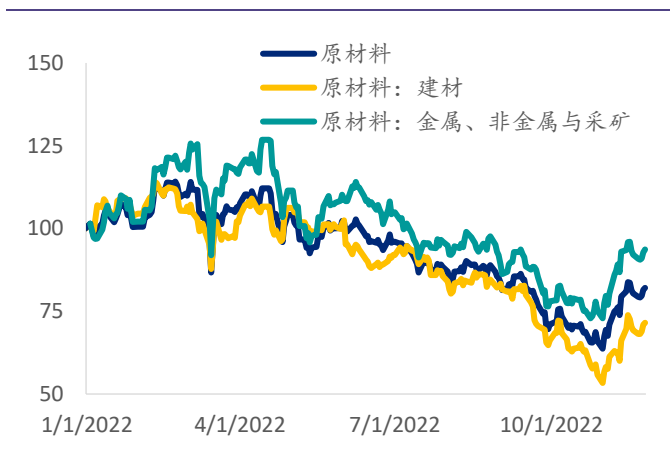
● 各板块选股逻辑梳理

原材料板块

对于原材料板块中的标的，我们前述的风险因子并未出现明显的风格偏好，即不同个股之间的收益分化并非来源于估值、股息率、波动等因素。

从细分行业角度看，原材料板块的标的集中在建材行业以及金属、非金属和采矿行业，其中建材行业回撤较深，一定程度受房地产开工减少的影响，而金属、非金属和采矿行业则受到大宗商品价格、稳增长政策等支撑，相对回撤较少。总体来说，我们预计金属、非金属和采矿行业无论在避险情绪下还是复苏期，收益表现都会优于建材行业。

图表 49: 22 年港股原材料板块和各细分行业走势



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

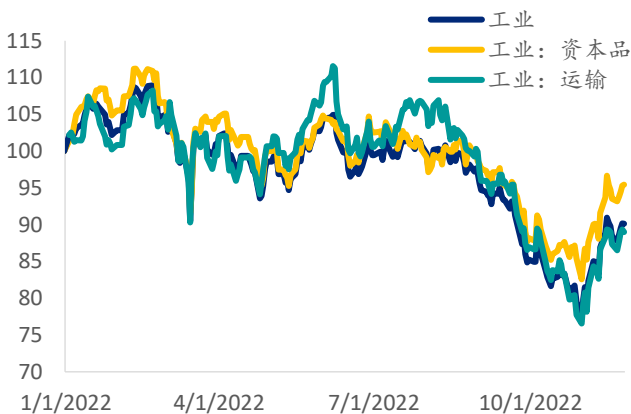
工业板块

在我们回测的股票池中，工业板块中的个股以资本品和运输行业为主，这两个子行业相关性较大，走势较为一致。因此，在工业板块中，个股选择相比细分行业选择更重要。

从 2022 年至今的因子收益表现看，股价波动以及成长因子风险敞口成为个股间分化的最重要的两个因素，低成长标的显著跑赢高成长标的，而低波动标的的收益也好于高波动标的，这与市场整体的避险情绪一致。

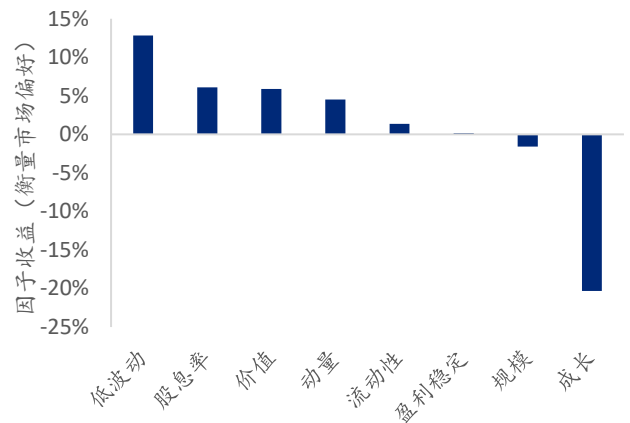
因此，当市场避险情绪尚未完全褪去时，对于工业板块的选股应该考虑低成长与低波动。而当市场拐点出现、风格切换发生时，估值较高、具有一定成长性、且过去回撤较大的标的将出现更大反弹。但我们预计市场风格切换将发生在市场上行期间，此时建议仍然持有低成长、低波动标的，尽管反弹幅度有限，但仍有较大概率将跟随市场整体趋势取得正收益。

图表 50: 港股工业板块占比最大的资本品和运输行业收益表现较为一致



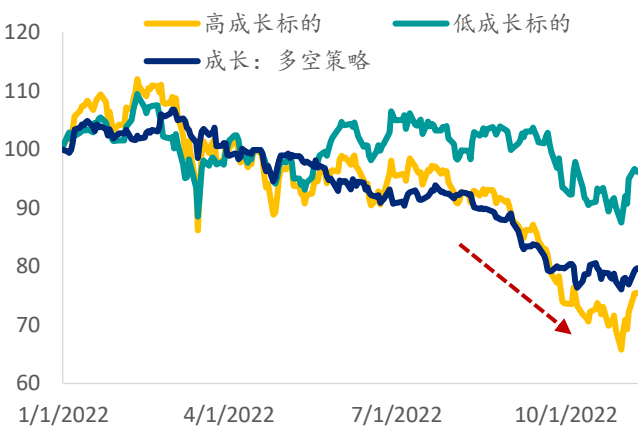
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 51: 工业板块中市场更偏好低估值和低波动标的



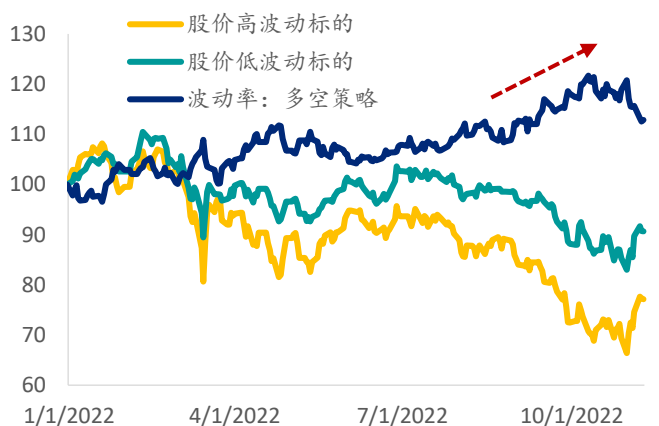
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 52: 不同成长因子风险敞口导致了个股间的收益分化



注：多空策略：做多高成长标的，做空低成长标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 53: 22 年港股工业板块中低波动标的跑赢高波动标的



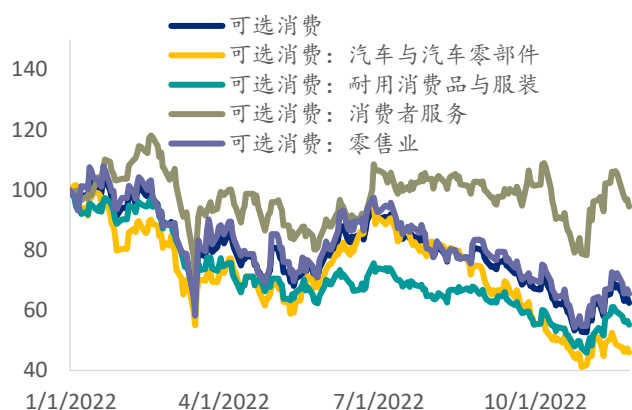
注：多空策略：做多低波动标的，做空高波动标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

可选消费

在我们选择的股票池中，可选消费板块主要由汽车、耐用消费品、消费者服务和零售业构成，各细分行业表现有分化，相关性较低，因此针对各细分行业来进行选股。

对于细分行业选择，在经历大幅回撤，并伴随防控措施优化，股价将会反弹。我们预计零售业和耐用消费品或最先复苏；包括餐饮、旅游在内的消费者服务可能紧随其后；而汽车行业预计 2023 年政策支持力度边际下降、需求动能不足，或弱于其它细分行业。

图表 54: 22 年至今可选消费板块各细分行业走势



注: 数据截至 2022 年 11 月 15 日。

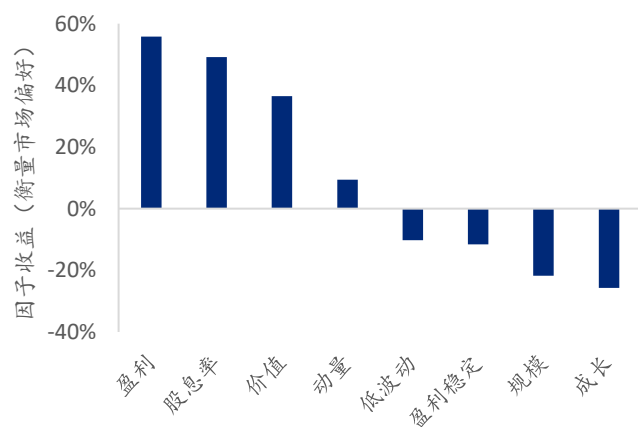
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

1. 可选消费: 汽车与汽车零部件

汽车行业与前述工业板块较为接近, 从 2022 年至今的收益表现看, 低估值、高股息标的更有吸引力, 而成长属性的标的回撤较大。此外, 盈利情况也是投资者关注的因素之一, 盈利较好的标的整体跑赢盈利差的标的。

对于汽车行业选股, 持有低估值、高股息的标的的是一个更稳健的选择, 即使风格切换, 此类标的仍然大概率将随着市场上行取得正收益; 如果追求更高的收益, 则可以在市场拐点明确后选择具有成长性、估值相对较高、但盈利仍然较好的标的。

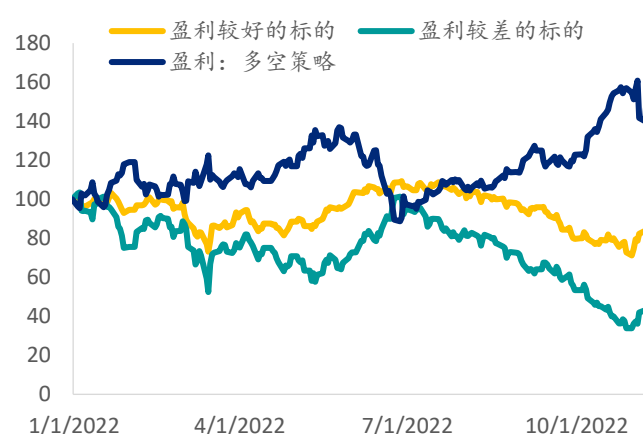
图表 55: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业偏好高股息率、低估值并且盈利情况较好的标的



注: 数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

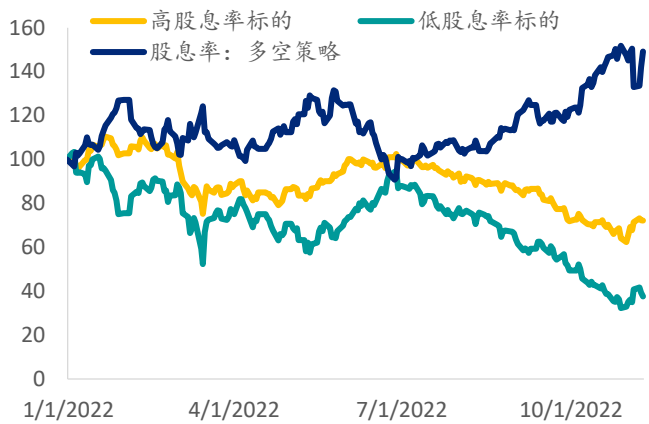
图表 56: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业中盈利好的标的收益更高



注: 多空策略: 做多盈利稳定标的, 做空盈利波动标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。

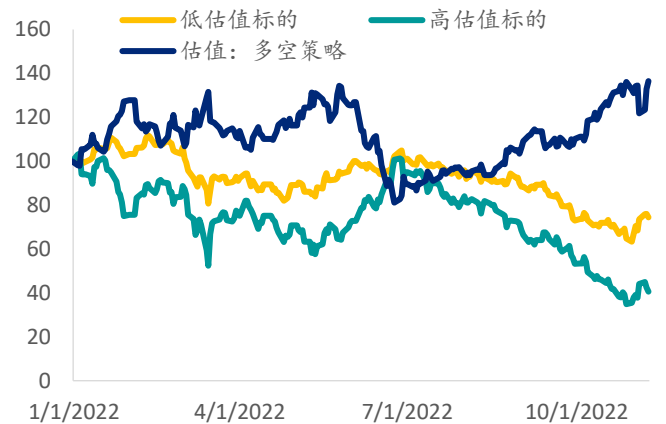
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 57: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业：高股息率组合跑赢低股息率组合



注：多空策略：做多高股息率标的，做空低股息率标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 58: 22 年港股可选消费/汽车与汽车零部件行业：低估值组合 VS 高估值组合

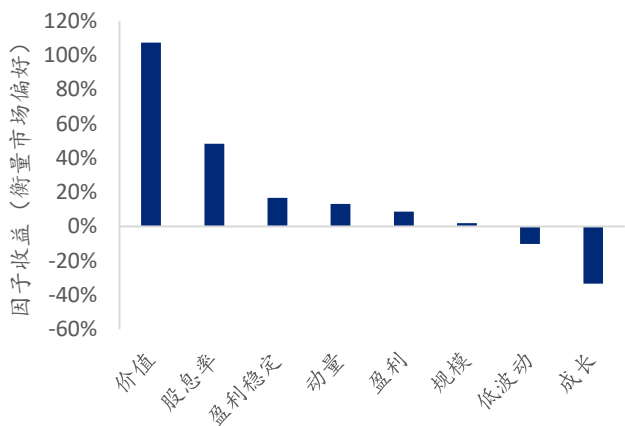


注：多空策略：做多低估值标的，做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

2. 可选消费：耐用消费品与服装

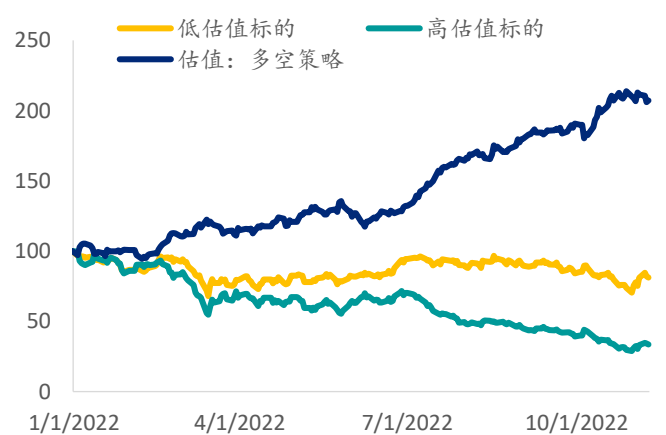
对于耐用消费品行业，其选股逻辑与汽车行业类似，低估值和高股息率标的更有吸引力，高成长的标的回撤较大。

图表 59: 22 年港股可选消费/耐用消费品与服装：市场显著偏好低估值



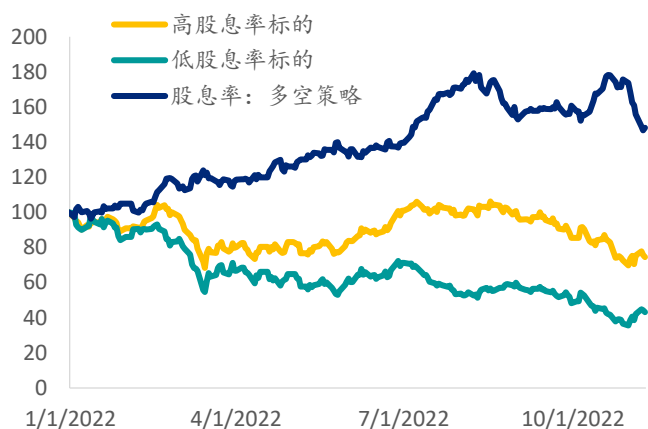
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 60: 22 年港股可选消费/耐用消费品与服装：低估值组合持续跑赢高估值组合



注：多空策略：做多低估值标的，做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 61: 22 年港股可选消费/耐用消费品与服装:
高股息率组合 VS 低股息率组合



注: 多空策略: 做多高股息率标的, 做空低股息率标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

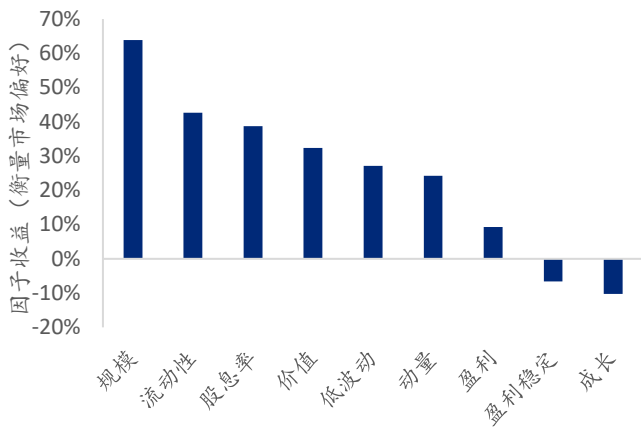
3. 可选消费: 消费者服务

消费者服务行业稍有不同, 其细分赛道囊括酒店、餐饮、休闲服务、教育、专业服务等。从回测结果看, 估值、股息率等因子并非个股间分化的主要原因。行业整体由于在 2021 年已出现大幅回撤, 因此 2022 年回撤幅度小于其它行业。我们预计消费者服务行业的复苏或落后于零售业和耐用品, 但随着防控措施的不断优化, 2023 年仍有较大幅度的改善空间。

4. 可选消费: 零售业

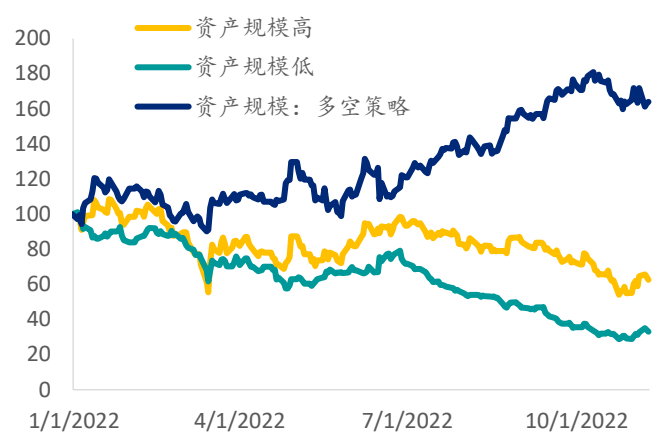
对于可选消费板块中的零售业, 市值、资产规模较大的标的回撤更小。高流动性、高股息率、低估值和低波动也成为 2022 年的选股逻辑。我们预计, 无论市场拐点是否发生, 如果继续持有高流动性、高股息率、低估值和低波动的标的, 仍然是一个较稳健的策略; 如果有意愿承受更高的风险, 则可以当市场发生风格切换后选择持有具有成长性的标的。

图表 62: 22 年港股可选消费/零售业：规模大、流动性好、估值低的标的表现更好



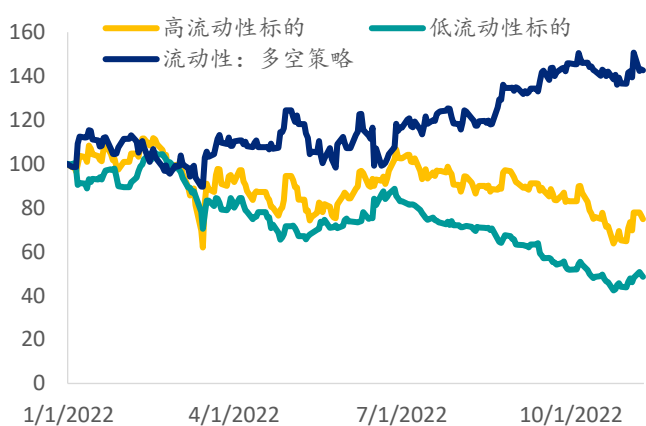
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 63: 22 年港股可选消费/零售业：资产规模高的标的组合回撤更小



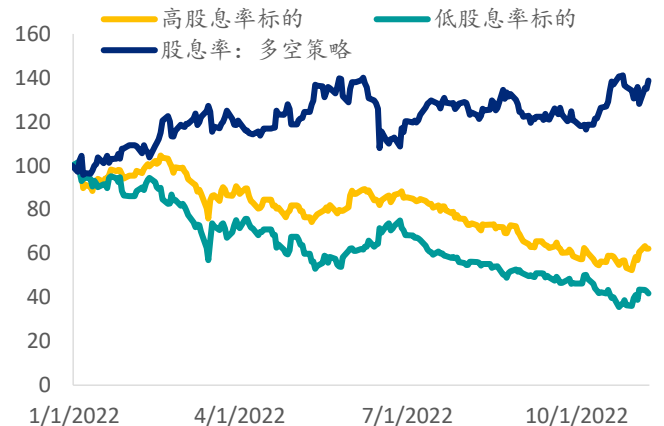
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 64: 22 年港股可选消费/零售业：高流动性组合 VS 低流动性组合



注：多空策略：做多高流动性标的，做空低流动性标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 65: 22 年港股可选消费/零售业：高股息率组合 VS 低股息率组合



注：多空策略：做多高股息率标的，做空低股息率标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

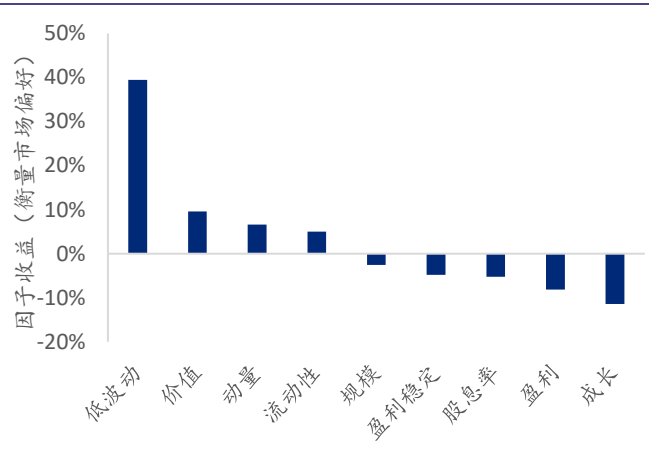
必选消费

必选消费板块属于防御板块，市场 Beta 较小，由于在我们的股票池中，该板块标的数量少于 20 支，且板块内标的收益分化偏低，因此我们不再细分具体行业。

对于必选消费板块，相比于其它因素，波动率成为投资者首要考虑的选股因素。由于必选消费本身是防御板块，其交易逻辑与避险有关，因此波动率在该板块中更加重要。2022 年至今，如果做多低波动标的、多空高波动标的，将获得 40% 的收益。

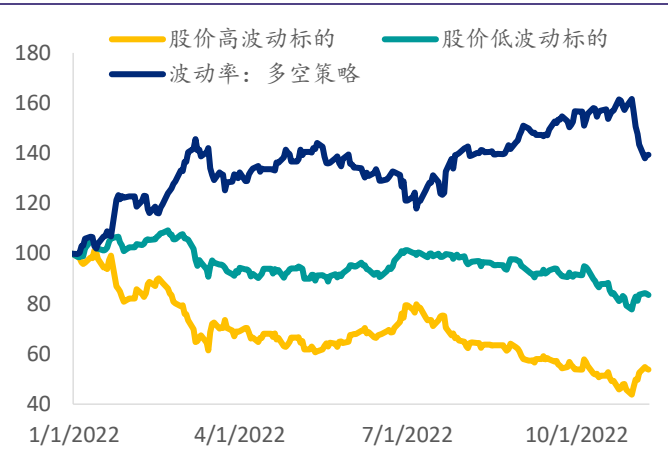
我们看到在 2022 年 11 月的反弹行情中，市场的避险情绪出现下降，高波动标的的反弹幅度更大，低波动标的的尽管收益低于板块整体，但风险较小、且仍然具有正收益。因此我们认为，如果偏好低风险，可继续持有低波动标的；但如果愿意承受更高的风险，则可在市场拐点出现时买入高波动标的以获得超额收益。

图表 66: 22 年港股必选消费板块: 低波动成为市场主要的关注点



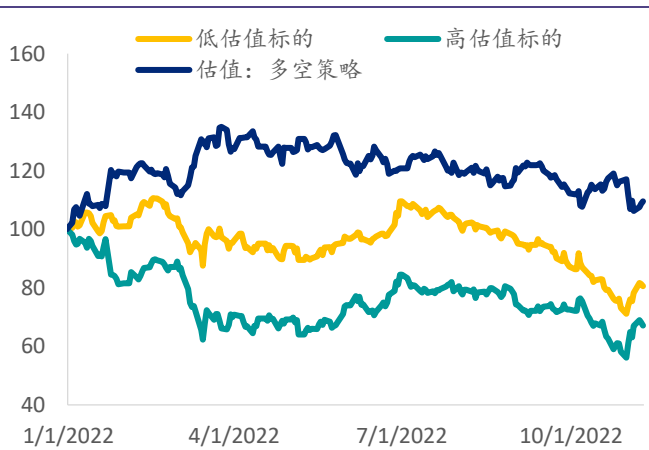
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 67: 必选消费板块中，如做多低波动标的、做空高波动标的，22 年至今将获得约 40% 收益



注：多空策略：做多低波动标的，做空高波动标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 68: 随着估值差收窄，1Q22 之后估值不再是必选消费板块选股的关注点



注：多空策略：做多低估值标的，做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

医疗

医疗板块中的两个行业相关度较高，其中制药和生物科技行业波动更大。

总体来说，由于 2022 年疫情的不确定性，与之直接相关的医疗板块收益波动也一同上升，成为高 Beta 板块。从因子收益看，和其它大多数板块类似，估值和股息率对收益分化的影响最大。

但估值和股息率的因子收益随着板块整体走势波动较大。由于高估值标的市场 Beta 更高，当板块整体下行，高估值标的回撤更大，但相应的反弹幅度也更大。

操作层面，从稳健角度出发，持有低估值标的风险较低，因为无论市场拐点是否出现，持有低估值标的始终能够在保证板块敞口的情况下降低风险；如果愿意接受高风险获取高收益，因板块风险较高，可等待疫情相关的政策等完全落地、市场拐点完全明确后，再持有高估值标的，以尽可能降低出现大规模回撤的概率。

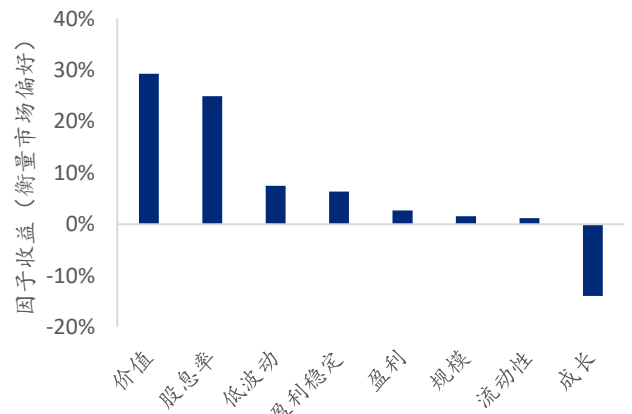
图表 69: 22 年港股医疗板块中的两个子行业均与板块整体相关性较高，生物科技行业回撤更大



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

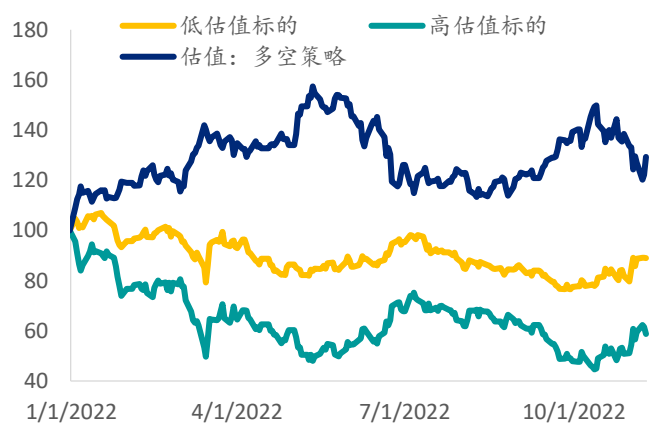
图表 70: 估值、股息率和成长同样是 22 年港股医疗板块个股间分化的最大因素



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 71: 22 年港股医疗板块中的两个子行业均与板块整体相关性较高，生物科技行业回撤更大



注：多空策略：做多低估值标的，做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 72: 估值、股息率和成长同样是 22 年港股医疗板块个股间分化的最大因素



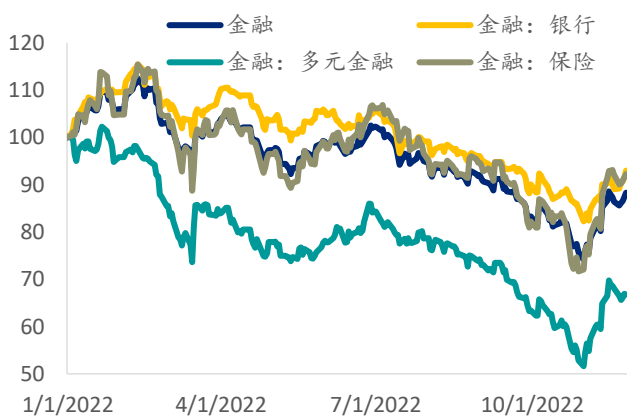
注：多空策略：做多高股息率标的，做空低股息率标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

金融

对于金融板块，细分行业之间存在分化。从板块内因子回测结果看，高股息率、低杠杆率和低估值的标的表现更好。

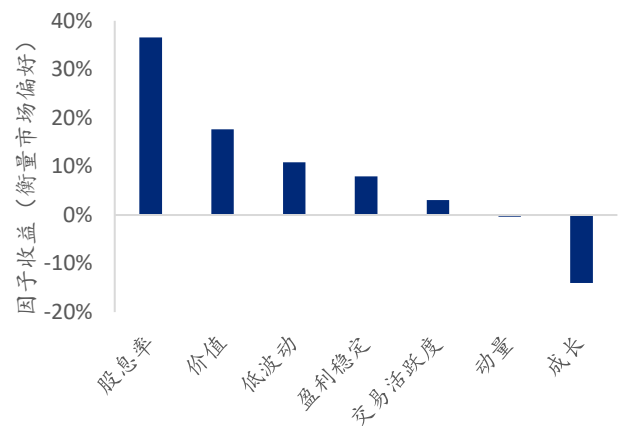
从后续分析可以看到，对于估值造成的收益分化，主要体现在不同细分行业之间，而非个股之间。具体而言，如果对比金融板块整体以及三个细分行业的估值和收益，则呈明显的负相关，银行业估值最低、收益最高，而多元金融行业估值最高，收益最低。但对于银行业或保险业的个股，其收益与估值并未呈现明显的负相关。总体来说，估值角度可以用于解释各细分行业表现的分化，但对于选股并非十分有效。

图表 73: 22 年港股金融板块各细分行业走势



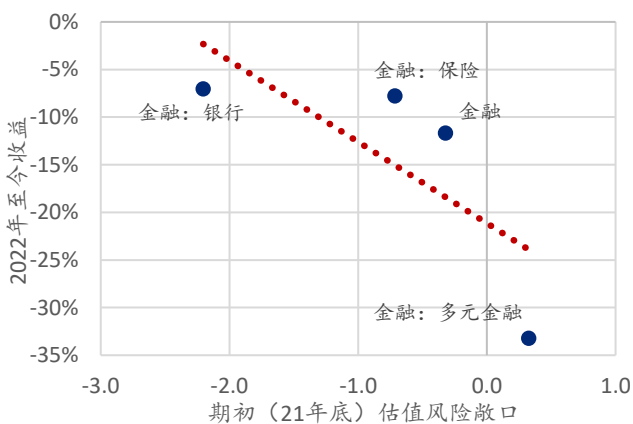
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 74: 估值、股息率和成长同样是 22 年港股金融板块个股间分化的最大因素



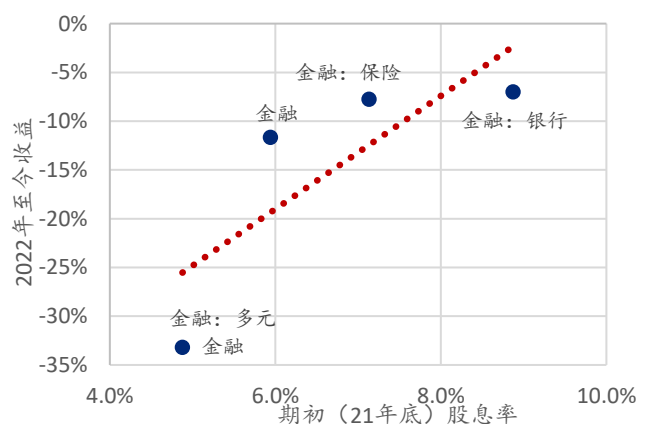
注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 75: 22 年港股金融板块各细分行业：收益 VS 估值



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 76: 22 年港股金融板块各细分行业：收益 VS 股息率

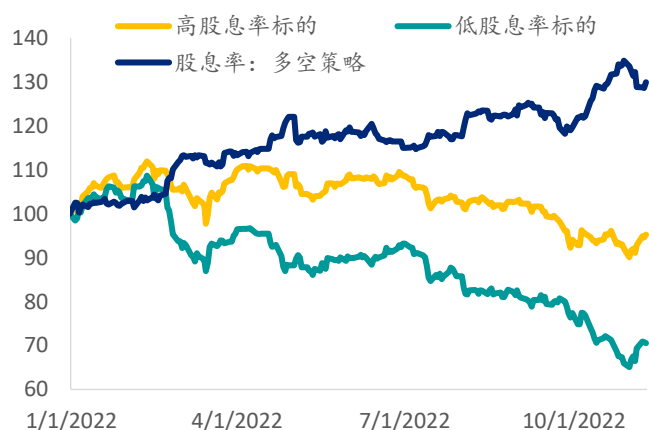


注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

1. 金融：银行

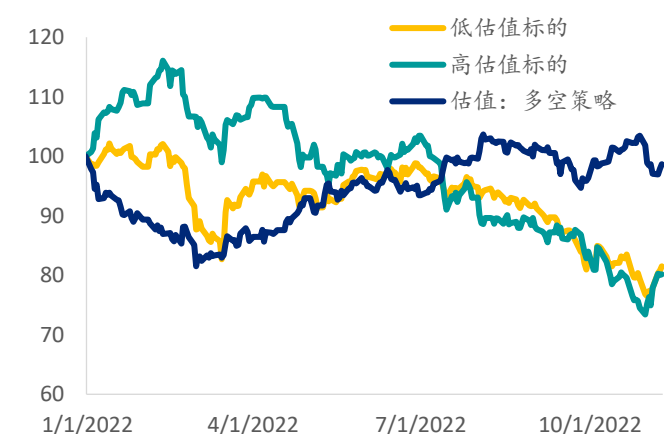
估值对银行业选股并不重要，高低估值的标的并未出现明显的走势分化。股息率和波动成为市场最关注的两个因素，高股息和低波动的组合收益表现更好，市场下行时回撤也更小。

图表 77: 22 年港股金融板块银行业: 高股息率标的的吸引力更大



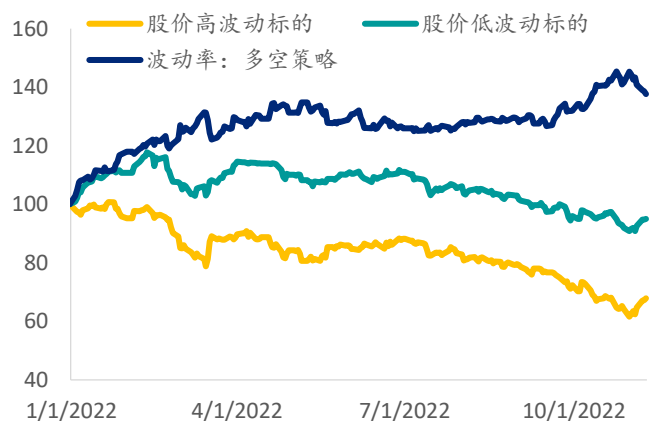
注：多空策略：做多高股息率标的，做空低股息率标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 78: 22 年港股金融板块银行业: 不同估值标的的收益未有分化，估值对行业内部选个不重要



注：多空策略：做多低估值标的，做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 79: 22 年港股金融板块保险行业: 低波动标的的收益更高

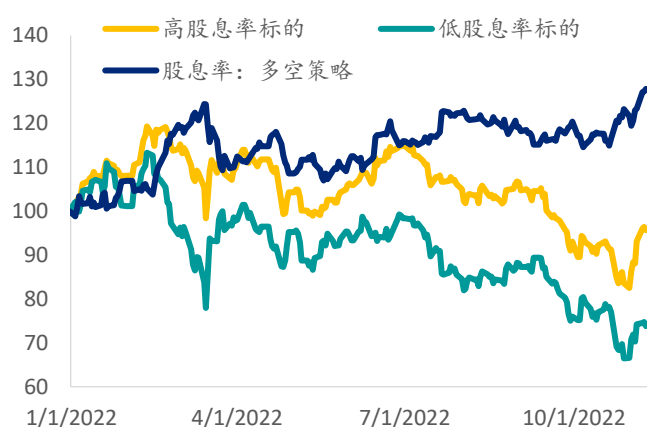


注：多空策略：做多低波动标的，做空高波动标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

2. 金融：保險

保險業的選股邏輯和銀行業類似，估值對選股不重要，建議根據高股息和低波動選擇個股。

圖表 80: 22 年港股金融板塊保險行業：高股息率標的吸引力更大



注：多空策略：做多高股息率標的，做空低股息率標的。數據截至 22 年 11 月 15 日。
資料來源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦銀國際

圖表 81: 22 年港股金融板塊保險行業：不同估值標的收益未有分化，估值對行業內部選個不重要



注：多空策略：做多低估值標的，做空高估值標的。數據截至 2022 年 11 月 15 日。
資料來源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦銀國際

圖表 82: 22 年港股金融板塊保險行業：低波動標的收益更高



注：多空策略：做多低波動標的，做空高波動標的。數據截至 2022 年 11 月 15 日。
資料來源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦銀國際

IT 板块

港股 IT 板块的 3 个细分行业（软件与服务、技术硬件与设备、半导体）收益较分化。其中软件与服务行业占比较大，几乎主导了整个板块的走势。技术硬件与设备行业估值最低，但回撤也最大。半导体行业估值较硬件行业估值更高，但回撤最小。

总体来说，三个行业的收益与估值并无明显的单调关联。考虑到三个行业受影响的基本面因素各不相同，估值主要用于行业内个股选择。

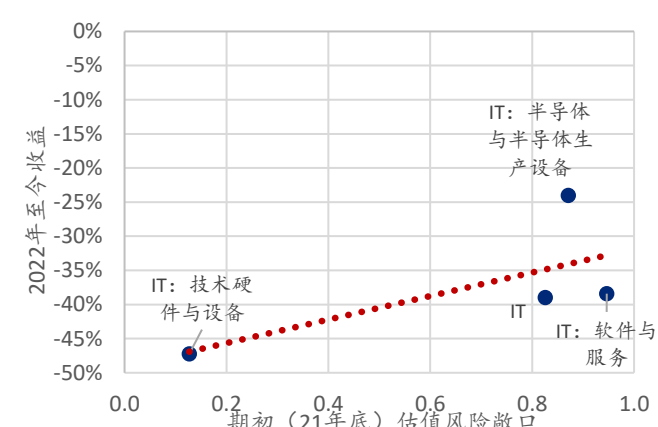
图表 83: 22 年港股 IT 板块各细分行业走势



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 84: 22 年港股 IT 板块各细分行业收益 VS 估值



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

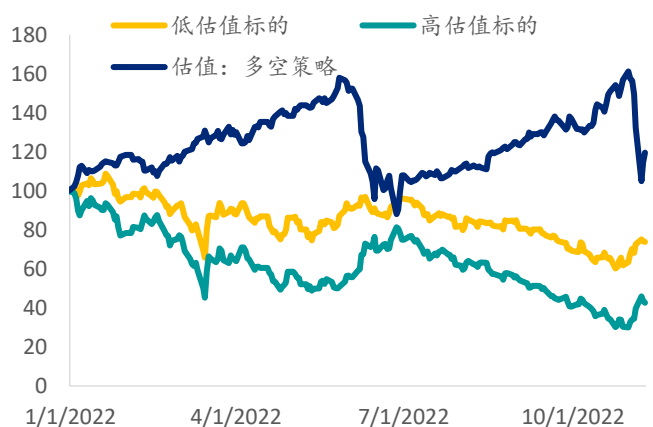
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

1. IT：软件与服务行业

港股 IT 板块的因子轮动较为剧烈，以股息率和估值因子为例，其多空策略在上半年市场下行时获得了 50% 的收益，但在市场反弹时，高估值标的反弹幅度更大。对于盈利波动和股价波动因子，情况较类似，波动剧烈的标的尽管在市场下行时回撤幅度更大，但市场反弹时也即刻以更大的幅度反弹。

从 11 月市场反弹的情况来看，估值、盈利波动对应的多空策略收益急剧跌回原点，表明高估值、波动大的标的反弹幅度巨大，其与低估值、低波动组合的收益差已经达到了市场下行前的水平，继续持有高估值、高波动股票的风险较大。

图表 85: 22 年港股 IT 板块/软件与服务行业: 低估值组合 VS 高估值组合



注: 多空策略: 做多低估值标的, 做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 86: 22 年港股 IT 板块/软件与服务行业: 盈利稳定标的的组合 VS 盈利波动标的的组合

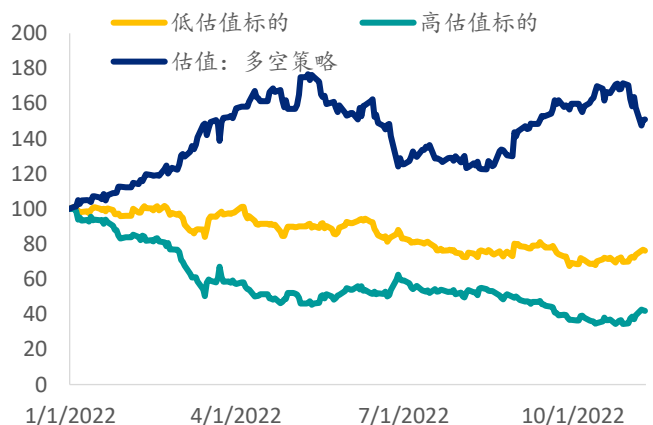


注: 多空策略: 做多盈利稳定标的, 做空盈利波动标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

2. IT: 技术硬件与设备 & 半导体与半导体生产设备

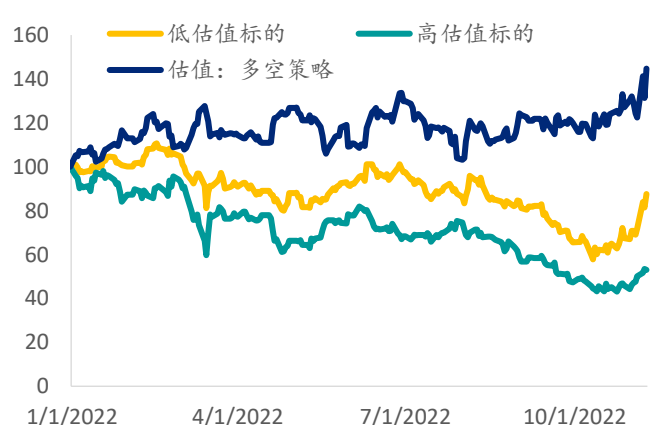
对于港股 IT 板块硬件和半导体行业, 2022 年至今价值因子可以获得正收益。其中对于半导体行业, 价值因子收益稳定, 高低估值的收益差并未在 11 月的市场反弹中倒转。

图表 87: 22 年港股 IT 板块/技术硬件与设备行业: 低估值组合 VS 高估值组合



注: 多空策略: 做多低估值标的, 做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 88: 22 年港股 IT 板块/半导体与半导体生产设备: 低估值组合 VS 高估值组合

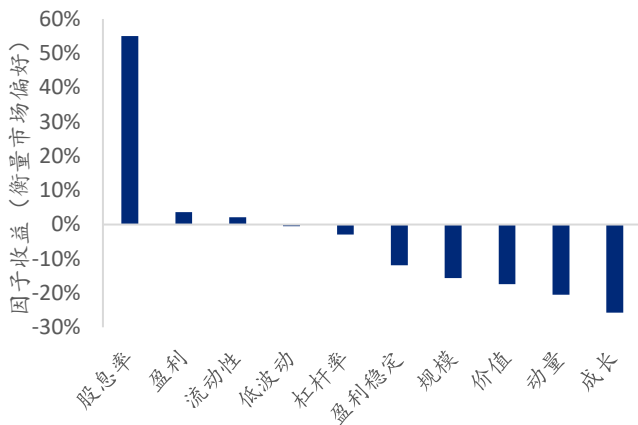


注: 多空策略: 做多低估值标的, 做空高估值标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

公用事业

对于港股公用事业板块，股息率几乎决定了个股之间的相对收益。如果做多高股息标的、做空低股息标的，2022年至今可获得约60%的收益，且收益波动小。股息率可以作为公用事业板块内选股的最主要依据。

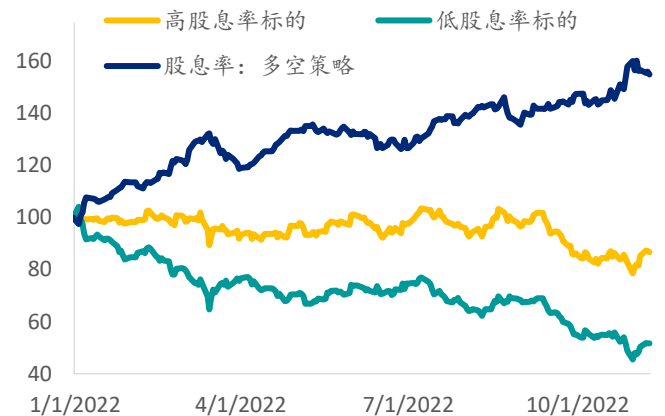
图表 89: 22 年港股公用事业板块因子收益



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 90: 22 年港股公用事业板块：高股息率组合 VS 低股息率组合



注：多空策略：做多高股息率标的，做空低股息率标的。数据截至 22 年 11 月 15 日。

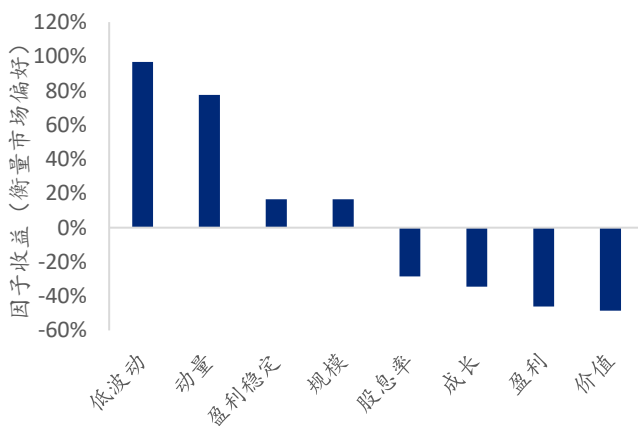
资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

房地产

房地产板块个股分化大，尽管出台了一系列相关的刺激措施，但整体需求和供给都较弱，在当前时点选股应以风险为首要考虑。

从因子回测结果看，低波动和强动量（低回撤）的标的表现更稳健。在 2022 年的市场行情中，回撤小、波动低的标的都表明了较高的抗风险能力和较强的韧性，在整体需求偏弱的环境下这类标的更有吸引力。

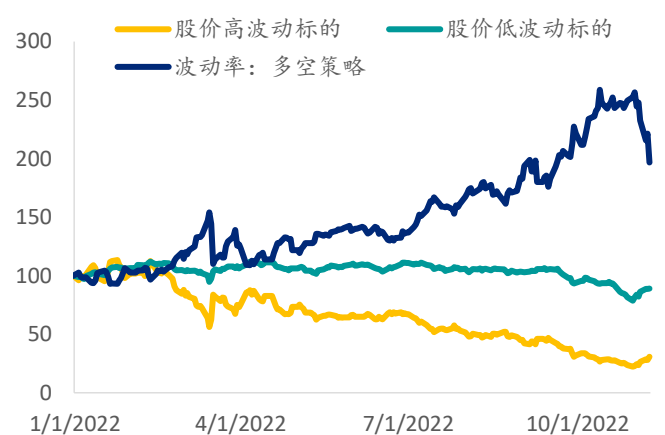
图表 91: 22 年港股房地产板块因子收益



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

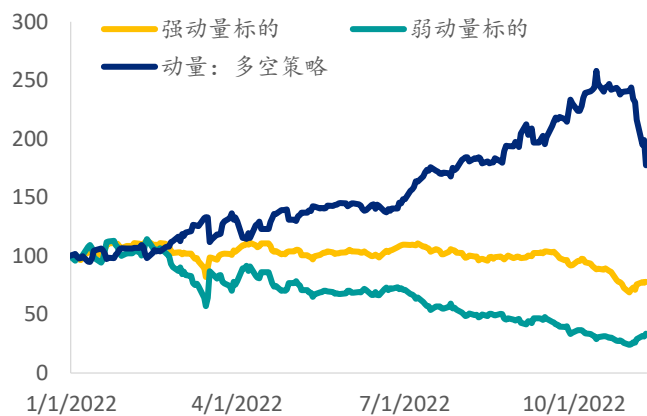
图表 92: 22 年港股房地产板块：高波动组合 VS 低波动组合



注：多空策略：做多低波动标的，做空高波动标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

图表 93: 22 年港股房地产板块: 强动量组合 VS 弱动量组合



注: 多空策略: 做多强动量标的, 做空弱动量标的。数据截至 2022 年 11 月 15 日。
资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 浦银国际

• 总结

工业、必选消费、医疗、公用事业、房地产板块

板块内不同风险因子敞口的标的分化较大，各细分行业之间分化小。选股时，可以根据低估值、高股息率、低波动、强动量来构建稳健的组合；如愿意承受更高风险，可在市场出现较为确定的拐点之后，选择盈利质量高、具有一定成长性、此前回撤较深的标的获取高收益。

可选消费、金融、IT 板块

各细分行业之间收益分化，基于风险因子的选股应在细分行业内进行，而非在整个板块内进行。细分行业内选股逻辑与前述类似，风险低、较稳健的组合可根据低估值、高股息率、低波动来选择，但各行业间主导收益的风险因子稍有区别；在市场出现确定的拐点后，可根据风险承受意愿，基于高盈利质量、成长性来选择一些高风险高收益的标的。

能源、原材料、通信服务板块

风险因子对板块内选股不重要。其中，在我们选择的大市值股票池中，能源板块标的数量较少，且收益分化程度大，因此建议全部持有用于分散个股风险；对于原材料板块，预计金属、非金属和采矿行业无论在避险情绪下还是复苏期收益表现都会优于建材行业，风险因子对收益波动解释力度较弱；通信服务板块个股间走势较一致，分化程度低，可以通过选择龙头标的公司获得板块敞口。

操作策略与总结

我们按照市场整体、选板块、选细分行业和个股的顺序梳理了 2023 年的港股策略。

港股主要受到中国基本面以及海外流动性的影响，预计避险情绪将短暂延续，市场拐点将出现在 1Q23。

- 11 月中国股市反弹幅度很大，市场情绪较热，对政策和基本面回升的预期进一步推高，加剧了不确定性。首先，11 月的市场行情忽略了当前尚处低位的经济基本面数据，但经济基本面触底反弹尚需时间和数字确认。此外，民众对疫情态度的转变亦需要时间，这也影响到各项经济活动的复苏进程。
- 美联储或在施行先紧后松的货币政策，真正的加息拐点大概率在利率期货市场给出的时间点持平或更早，因此我们预计海外流动性拐点大概率出现在 1Q23。

对于板块以及细分行业和个股的操作策略，汇总如下：

图表 94：板块和选股操作策略

板块	板块整体	板块内选细分行业以及选个股
能源	煤炭价格预计仍在高位，供应仍紧张，需求端受稳增长和复苏支撑，能源板块出现较大幅度回撤的概率很低；尽管 2022 年上涨幅度大，但作为低估值、高股息率板块仍有吸引力，且在港股受动量驱动的环境下，强动量能持续带来收益。与市场整体相关性较低，如与中下游板块一同配置，可用于对冲能源价格波动带来的不确定性。	由于在我们选择的大市值股票池中，能源板块标的数量较少，仅 9 个，且收益分化程度大，因此建议全部持有用于分散个股风险。
原材料	尽管仍然属于低估值板块，但股息率较低，且 2022 年回撤较大，缺乏动量支撑。板块盈利波动、股价波动和成长风险敞口处于中等水平，市场拐点出现前板块整体不具吸引力，拐点出现后反弹幅度预计将低于高成长板块。	预计金属、非金属和采矿行业无论在避险情绪下还是复苏期，收益表现都会优于建材行业。对于两个子行业里的个股，估值、股息率、波动等风险因子对原材料板块内个股收益分化的解释力度较弱，不作为选股的首要依据。
工业	板块整体估值、股息率、成长性均处于中等水平，但波动率较低，在稳增长支撑下，预计板块未来收益波动小、风险低。	板块内资本品行业和运输行业相关性高，走势一致，按照风险因子选股比按照细分行业选股更有效。从稳健角度出发，建议选择低估值、低成长风险敞口和低波动的个股，但是当市场拐点明确后，可挑选过去回撤较大、具有成长性且盈利质量相对较好的标的获取高收益。
可选消费	避险情绪下回撤较深的板块，估值高、股息率低，属于高波动板块，在市场拐点出现前建议保持谨慎。当消费需求陆续复苏，可选消费板块由于其较高的成长风险敞口，将在市场风格切换后出现更大幅度反弹。	板块内各行业分化，应先选细分行业，再选个股。对于各细分行业，我们预计零售业和耐用消费品或最先复苏；包括餐饮、旅游在内的消费者服务可能紧随其后。汽车行业则应保持谨慎。

(接下页...)

(...接上页)

板块	板块整体	板块内选细分行业以及选个股
必选消费	尽管必选消费被普遍认为是防御板块，但当前指标显示港股必选消费板块较中性，一方面，板块盈利稳定、属于低成长板块，且有一定动量支撑；但另一方面，估值较高，股息率、市场 Beta 和股价波动处于中段，避险属性并不明显。	对于行业内选股，1) 汽车行业、耐用消费品行业和零售业的选股逻辑较类似，低估值、高股息标的可作为更稳健的选择，而当复苏拐点较明确后，可选择具有成长性、此前回撤较深且盈利质量尚可的标的追求高收益。2) 消费者服务行业个股分化较大，且受各赛道基本面影响更大，未呈现对各风险因子的明显偏好，配置时可以侧重分散性。
医疗	板块风险较高，市场 Beta 和波动处在高位，估值高、股息率低、盈利波动大，考虑到当前处在防疫措施转变阶段，医疗板块的高波动仍将在一定时间内维持，建议保持谨慎。	必选消费板块内的股价波动对挑选个股的重要程度高于市值、成长等因子，结合其偏低的 Beta，建议选择板块内低波动个股用于分散组合风险。
金融	板块风险低，作为高股息率、低成长、低波动板块，在避险情绪褪去前仍具吸引力。风格切换后，考虑到其收益波动小、市场 Beta 稍小于 1，反弹幅度可能与市场整体持平或稍低，但配置金融板块能有效控制组合风险。	医疗板块中的两个细分行业相关度较高，可直接从因子角度出发。总体来说，持有低估值标的风险较低，无论市场拐点是否出现，持有低估值标的始终能够在保证板块敞口的情况下降低风险。考虑到板块 Beta 较高，建议在市场拐点完全出现后再持有估值相对较高的风险追求高收益，以尽量避免发生较大回撤的概率。
IT	高成长板块，具有明显的高估值、低股息率特征，2022 年回撤较大，考虑到板块的长期趋势支撑以及市场高 Beta 特征，预计市场拐点出现后将预计获得大幅反弹。	细分板块之间分化较大，应先选细分行业再选个股。其中银行业和保险业标的在估值、股息率和波动方面均好于多元金融行业，在市场波动未明显下降前建议对多元金融行业保持谨慎。
通信服务	板块内包括中国移动等多家电信供应商巨头，从当前指标看，板块具有避险属性，估值低、股息率高，盈利和股价波动均较低，且有动量支撑。此外，板块对 5G 等新基建有风险敞口，考虑到当前对新基建的投入，板块具有长期趋势支撑。因此从板块自身的低风险和基建投入支撑来看，即使市场发生风格切换，配置价值仍在。	个股方面，对于银行业和保险业标的，估值不重要，建议根据高股息率和低波动筛选标的。
公用事业	和必选消费板块类似，尽管通常认为是防御板块，但当前指标显示板块较中性。首先，公用事业板块仍是低成长板块，盈利波动和股价波动均很低。但是板块估值较高，股息率缺乏吸引力，且 2022 年回撤幅度几乎于市场持平，高于同样具有低 Beta 特征的能源和通信服务板块。	港股 IT 板块的 3 个细分行业（软件与服务、技术硬件与设备、半导体）收益较分化。1) 对于软件行业，当前高低估值、高低波动个股间收益差收窄（即低估值、低波动标的收益下降），持有低估值、低波动标的预计未来上行空间更大，但考虑到因子轮动剧烈，应密切关注市场短期的风格切换。2) 对于硬件和半导体行业，估值相对其它因子对收益解释力度更强，尤其对半导体板块，低估值标的持续获得 Alpha。
房地产	房地产板块一方面受到政策支持力度大，但另一方面部分标的风险较大，因此当前板块指标呈中性，股息率由于回撤较深而高于大部分板块，但缺乏动量支撑，且估值、成长、市场 Beta 和波动均处在中段。	由于板块内包括中国移动等多家电信供应商巨头（基于 Wind 行业分类标准，腾讯控股划分在 IT 板块而非通信服务板块），个股间分化低，可选择龙头企业股票获得板块敞口。

资料来源：浦银国际

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

