



浦银策略观点：港股或将回归动量驱动的常态

港股近期的反弹行情，表现出了对高回撤、高波动个股的极度偏好，投资者对过去回撤较深的标的下重注以博取反弹幅度，大幅偏离了过往由趋势主导的风格特征。我们认为这种市场偏好不可持续，并且已观察到，港股正在逐渐回归到趋势主导的常态中。我们认为，在过去收益较好、低回撤、低波动的强动量特征仍是未来选股的重要主线。

- **反弹行情前的港股常态：动量因子收益稳定。** 1) 从回测结果可以看出，港股投资者更偏好过去高收益、低回撤的个股。无论市场上行还是下行，这种偏好始终存在，具有连续性。2) 尽管在市场大盘调转方向时，市场会短暂偏离动量驱动，但在历史上，这种风格偏离持续时间短、幅度小，并不改变港股受趋势驱动的长期特征。
- **本轮反弹行情：押注高回撤个股，估值被“遗忘”，动量罕有失效。** 1) 尽管在反弹行情中，不乏通过购买高回撤标的押注反弹的投资者，令市场短暂偏好弱动量标的，但各项指标显示，在本轮反弹行情中，市场对于高回撤、高波动个股的偏好程度远高于过去平均水平。2) 此轮行情中，不同估值水平的标的未有明显分化，高估值标的组合和低估值标的组合的收益差仅 0.5%，在对高回撤下重注的情况下，估值也几乎被“遗忘”。
- **对高回撤的押注开始降温，后续选股仍应关注动量支撑。** 我们观察到，自 2023 年 1 月起，市场对高回撤高波动的偏好已开始降温。考虑回撤修复程度以及市场风格的均值复归，我们认为，港股将很快回到动量驱动的常态中，因此我们仍然建议投资者在选股时将动量支撑（过去收益较好、低回撤、低波动）作为选股主线之一。

张引, PhD

助理分析师

yin_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

2023 年 2 月 13 日

相关报告：

[2023 年策略展望：预计避险情绪短暂延续，1Q23 或出现市场拐点](#) (2022-12-12)

[从市场风格偏好看“中字头”标的](#) (2022-11-28)

[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)



扫码关注浦银国际研究

港股或将回归动量驱动的常态

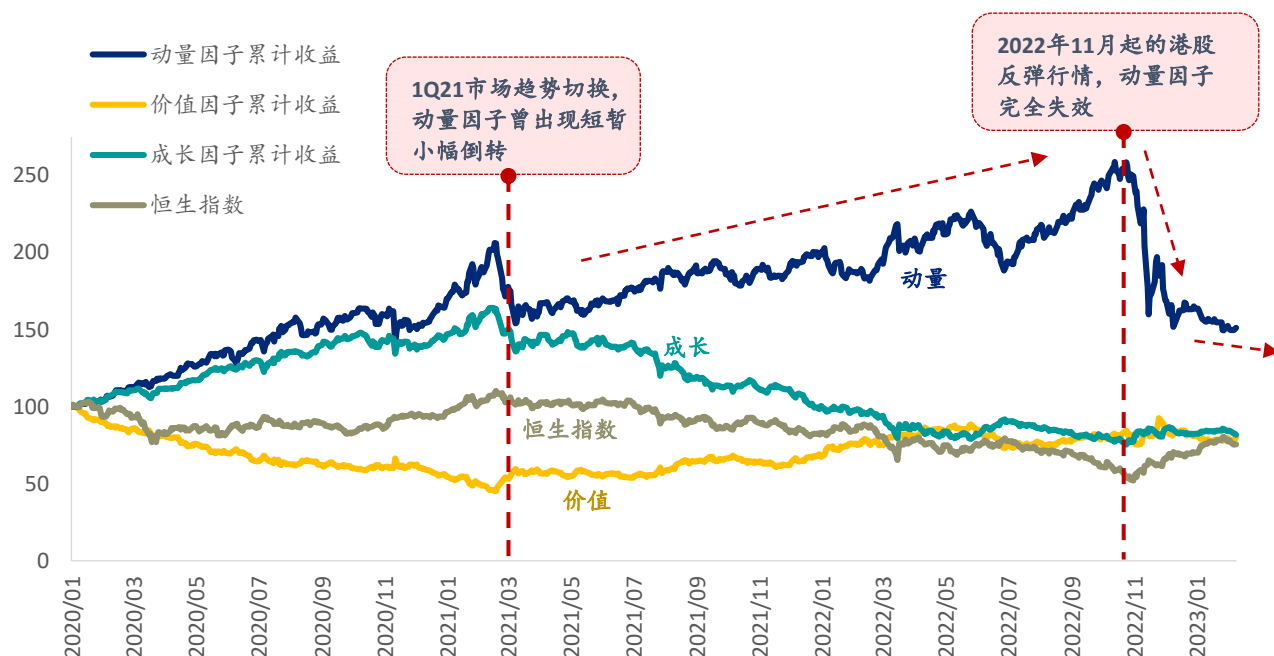
自2022年11月起，在经历大幅回撤后，港股出现强势反弹。除指数层面的整体趋势外，我们看到，市场中各成分股收益表现的微观结构（如个股之间的收益差异等）也显示了剧烈的风格切换。押注回撤的短期情绪高涨，以及后续的情绪降温，都将影响未来港股选股的主线。

反弹行情前的港股常态：动量因子收益稳定

我们首先回顾反弹行情前港股常态下的风格轮动。我们考虑三个对港股收益解释力度较强的因子：价值，成长和动量，并回测各自的因子收益。其中：

- 价值因子收益为正，表明低估值标的跑赢高估值标的；
- 成长因子收益为正，表明高成长标的跑赢低成长标的；
- 动量因子收益为正，表明强动量标的跑赢弱动量标的。

图表 1: 2022 年底反弹行情前，港股动量因子收益稳定（强动量个股跑赢弱动量个股）；反弹行情中投资者对高回撤标的押重注，动量因子完全失效。



注：2020年1月1日=100

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

根据回测结果，港股的风格轮动可以总结如下：

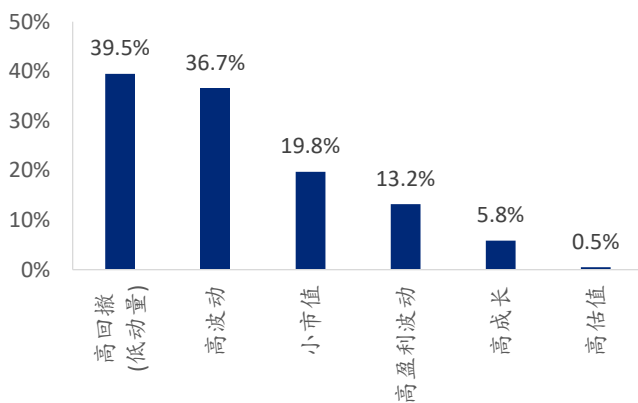
- **价值与成长的轮动和市场方向高度相关：**市场上行时，成长股表现更好；市场下行时，投资者更关注估值，价值股表现更好。
- **在本轮反弹行情前，动量因子表现非常稳定：**动量因子的表现几乎不受市场方向影响，反映了追随趋势的特征，即是无论市场上行还是下行，投资者都会偏好过去收益更好或回撤更小的标的。尽管在市场趋势切换时，可能会发生动量因子倒转（例如此前 1Q21），但在过去，其扰动幅度并不影响整体的趋势延续特征。

本轮反弹行情：押注高回撤个股，动量失效

港股的这一轮反弹幅度之大是显而易见的，除去指数层面的反弹幅度，我们拆解了本轮反弹行情中的因子表现：

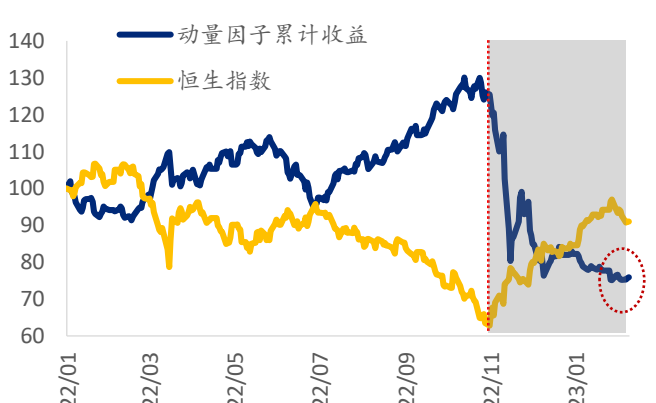
- **投资者押注高回撤个股的反弹幅度：**在 2022 年 11 月至今的反弹行情中，过去一年中回撤较大的标的整体跑赢过去回撤较浅的标的，跑赢幅度接近 40%（换言之，强动量标的大幅跑输弱动量标的，动量因子收益显著为负）。这反映了投资者将大量资金押注在高回撤的标的，博取反弹。从港股的历史数据来看，该现象并不常见。
- **估值被短暂“遗忘”：**在此轮行情中，不同估值水平的标的未有明显分化，高估值标的组合和低估值标的组合的收益差仅 0.5%。实际上，市场对估值高低的偏好始终在来回反复，并未形成一致趋势，2022 年 11 月至今，就平均而言，不同估值水平的标的未有明显的收益分化。对于成长、盈利质量等因素，我们也有同样的观测。

图表 2: 2022 年 11 月至今的因子累计收益。港股反弹行情中，投资者押注回撤幅度深的标的



注：2022 年 1 月 1 日=100，数据截至 2023 年 2 月 8 日。
资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 3: 2022 年至今动量因子累计收益 VS 恒生指数



注：2022 年 1 月 1 日=100，数据截至 2023 年 2 月 8 日。
资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

对高回撤的押注开始降温，后续选股仍应关注动量支撑

自 2023 年 1 月起，随着回撤的修复，对高回撤的押注已开始有所降温。尽管在 2023 年 1 月，港股市场整体仍延续上行趋势，但动量因子的累计收益曲线在大幅下坠后，已开始平坦，这或表明了此前回撤较深的标的已得到充分修复，押注高回撤高反弹博取高收益的策略的吸引力也不如以往。如从均值回归的角度出发，并参照港股过去的回测结果，港股的动量因子或将重新带来持续稳定的正收益。

对于动量因子的定义，我们通过包括收益幅度和波动率在内的一系列指标刻画了每个标的过去的走势，定量给出了动量测算。在我们的因子回测中，考虑了中长期（6 到 12 个月）时间窗口的趋势，除收益幅度外，我们还引入了股价波动来判断趋势的一致性。与此同时，我们也考虑了短期涨幅过大而可能引发的反转。因此，原先弱动量（回撤深）的标的并不会因短期的大幅反弹而迅速转变成强动量标的，而过去收益较好、低回撤、低波动仍然是强动量的特征。

基于当前对高回撤的押注开始降温、以及我们对动量因子长期有效的判断，我们仍然建议投资者在选股时将动量支撑作为选股主线之一。

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