



浦银国际量化模型观点：港股近期趋稳，市场情绪逐步释放

2023 年以来港股回撤较大，在流动性紧缩、地缘冲突、弱需求等宏观不确定性持续的情况下，港股遭遇较大幅度的资金流出。基于我们的量化模型测算，我们认为，伴随着港股资金面情绪释放、股价波动降至低位，市场情绪或已逐步释放，板块布局可从低波动和资金面轮动的角度出发进行。

- **上半年回顾：港股各板块资金面分化。** 1) 上游板块（能源和原材料）上半年资金流入，而新经济板块（IT 和通信服务）在市场热点中同样吸引资金流入。2) 地产资金面情况最差。在 2022 年 11 月，地产板块曾在强预期中资金面反弹，但 2023 年至今，其流入的资金已几乎全部流出。3) 消费板块同样大幅流出，一方面源自消费复苏不及预期，此外港股的可选消费和必选消费板块均属于高 Beta 板块，在市场整体波动期间，资金流出会高于各板块均值。
- **港股资金避险情绪释放，近期趋稳。** 通过对港股资金风格偏好的测算，我们注意到 2023 年至今港股资金对股价波动的规避程度已经远超历史点位，资金更青睐过往股价稳定的标的，避险情绪集中释放。此外，港股资金亦显著偏好盈利更稳定、估值更低以及市值规模大的标的，其特征完全符合投资者的避险情绪。考虑到当前资金对避险因子的拥挤程度很高，且市场波动已降至低位，市场情绪或已逐步释放。

板块资金轮动和操作策略。 基于我们的板块资金轮动模型的测算，我们得到：1) **消费：** 可选消费和必选消费有分化，尽管两者近期波动率都降至低点，但可选消费资金面明显好转，板块趋稳且资金流入趋势形成；而必选消费仍是大幅流出状态；2) **金融和房地产：** 板块仍然承压，尽管市场整体明显波动下行，但该两个板块并未随着大盘一同趋稳，板块波动仍处在近期中位，一定程度堆积了未释放完的市场情绪；3) **IT 和通信服务：** IT 板块波动率仍然是所有板块最高，建议保持谨慎；通信服务板块在最近三周资金流出，但板块整体波动显著降低，考虑到其成分股的大市值属性带来的均值复归特征，近期低波动流出状态或为后续资金流入提供条件。

投资风险： 宏观指标和政策不及预期；突发事件导致波动率跳涨。

张引, PhD

策略助理分析师

yin_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

2023 年 7 月 20 日

相关报告：

[港股进入新估值模式，成长股存在更大修复空间](#) (2023-03-14)

[港股或将回归动量驱动的常态](#) (2023-02-15)

[2023 年策略展望：预计避险情绪短暂延续，1Q23 或出现市场拐点](#) (2022-12-09)



扫码关注浦银国际研究

浦银国际量化模型观点：港股近期趋稳，市场情绪逐步释放

上半年回顾：港股资金流入转出，各板块资金面分化

2023 年至今，在流动性紧缩、弱需求等多重风险下，港股资金面在短暂反弹后持续走弱，根据我们的资金流模型测算，其相对净流入远低于历史中位数（当前-1.2%vs 历史中位数 3.6%）。（该模型的更详细内容可参见我们的[资金流模型](#)）

图表 1: 上半年港股资金流入转出，资金面低于历史中位数



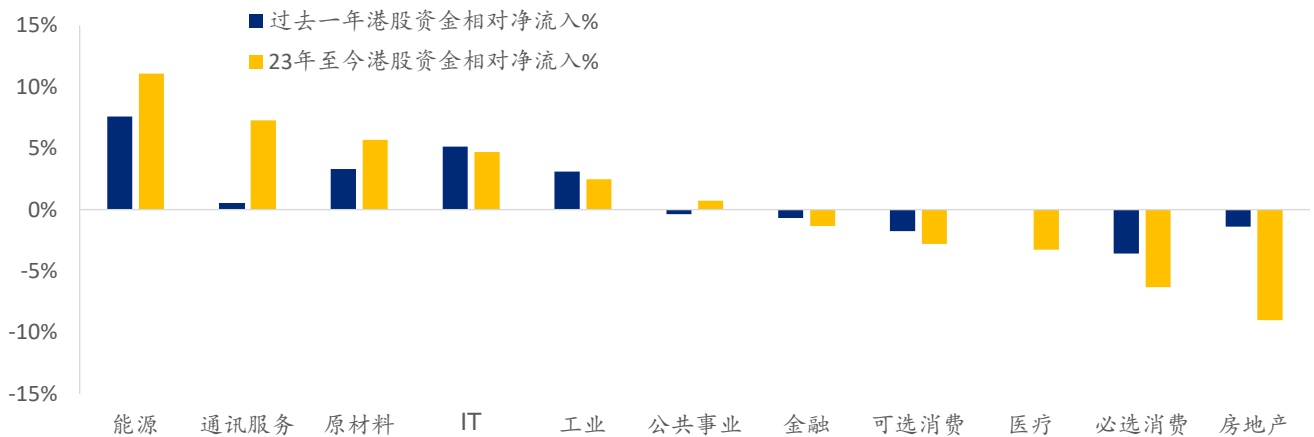
注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

虽然港股市场整体遭遇大幅资金流出，但各板块的资金面情况表现出较大的分化，过半数资金流在 2023 年至今为净流入。

- **上游端以及新经济板块资金流入。**对于上游端板块（能源和原材料），原油、铜等主要商品的价格在 2023 年表现震荡，未有明显回落，此外该两个板块较高的股息率也是在市场波动中吸引资金的原因。而新经济板块（IT 和通信服务）在市场热点中同样吸引资金流入。

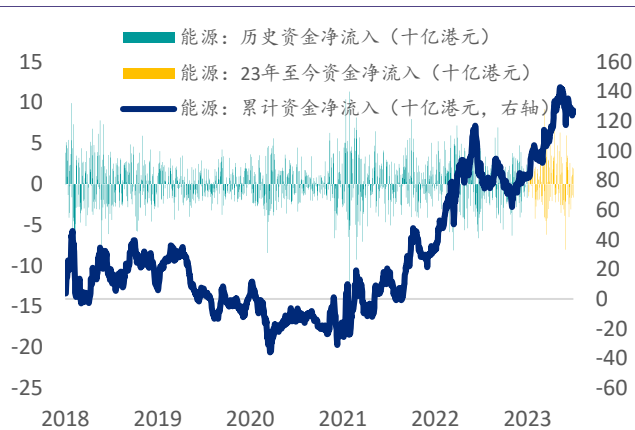
- **地产和消费资金面情况较差。**在 2022 年 11 月，地产板块曾在强预期中资金面反弹，但 2023 年至今，其流入的资金已几乎全部流出。在地产数据持续走弱的情况下，地产板块复苏或需等待新一轮地产政策宽松周期见效后才能恢复。而消费板块同样大幅流出，一方面源自消费复苏不及预期，此外港股的可选消费和必选消费板块均属于高 Beta 板块，在市场整体下行期间，资金流出会高于各板块均值。

图表 2: 尽管港股市场整体资金大幅流出，但各板块分化。其中消费和地产资金持续流出，但上游板块（能源和原材料）以及新经济板块（通讯服务和 IT）资金面情况较好



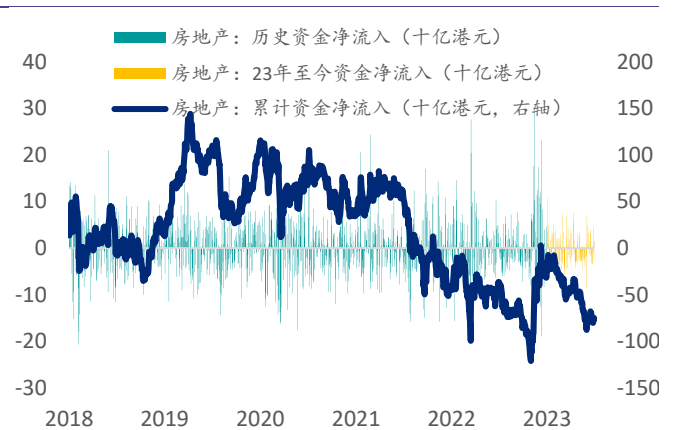
注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

图表 3: 2023 年至今能源板块资金持续流入



注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

图表 4: 2023 年至今地产板块流出幅度最大



注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

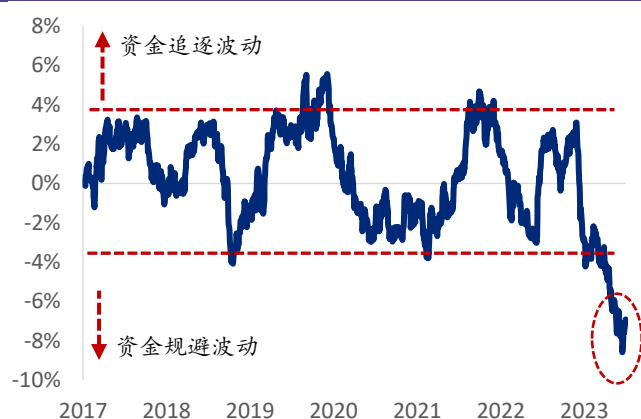
资金面风格偏好测算：避险情绪释放，近期趋稳

除板块外，我们从风格特征的维度来测算资金走向。我们的测算结果显示，2023 年至今，港股资金面持续释放避险情绪。

资金持续规避波动：波动率是衡量风险的最直接指标，在过去不同的市场阶段中，资金涌向高波动或低波动标的反映了投资者承担股市风险的意愿。图表 5 反映了资金对不同波动水平标的的偏好，数值越高表示资金追逐波动；数值越低反映资金规避波动，避险情绪加重。从图表 5 可以看到，2023 年至今，资金对波动的规避程度已经远超历史点位，避险情绪集中释放。

此外，基于其它风格特征的测算，2023 年至今港股的资金显著偏好盈利更稳定、估值更低以及市值规模大的标的，其特征完全符合投资者的避险情绪。

图表 5: 避险资金规模已远超历史水平，反映避险情绪强烈



注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

图表 6: 盈利质量同样是资金走向的重要参考之一



注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

图表 7: 估值因子拥挤度测算：资金在避险逻辑下持续偏好价值股，但价值股仍有流入空间



注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

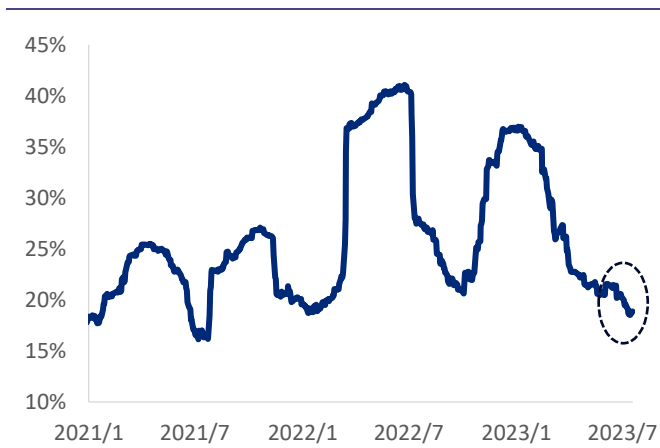
图表 8: 避险情绪下小市值标的的被规避



注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

市场近期趋稳：用于衡量市场风险的波动率指标在7月降至低位。伴随着资金对风险的规避，港股市场波动也在逐步降低。截至7月，季度滚动波动率已降至低位，或暗示市场情绪已释放。

图表 9：港股市场整体波动率降至低位



注：数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

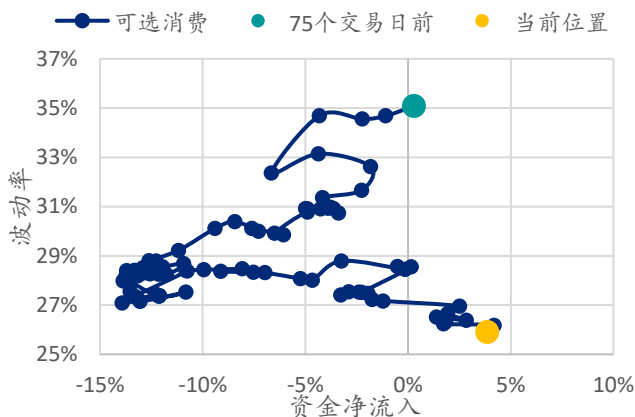
板块资金轮动梳理和交易策略

从前述资金规避波动的角度出发，结合近期资金动量，我们来梳理各板块的情况。总体来说，在消费方面，可选消费和必选消费有分化，可选消费近期资金面明显复苏；金融和房地产仍然承压；通信服务板块近期趋稳，或有反弹空间。

- **消费：**可选消费和必选消费有分化，尽管两者近期波动率都降至一个季度低点，但可选消费资金面明显好转，从此前的大幅流出转为流入；而必选消费仍是大幅流出状态。
- **金融和房地产：**板块仍然承压，尽管市场整体明显波动下行，但该两个板块并未随着大盘一同趋稳，板块波动仍处在近期中位，一定程度堆积了未释放完的市场情绪。
- **IT 和通信服务：**IT 板块波动率仍然是所有板块最高，建议保持谨慎。通信服务板块在最近三周资金流出，但板块整体波动显著降低，资金面或已触底。

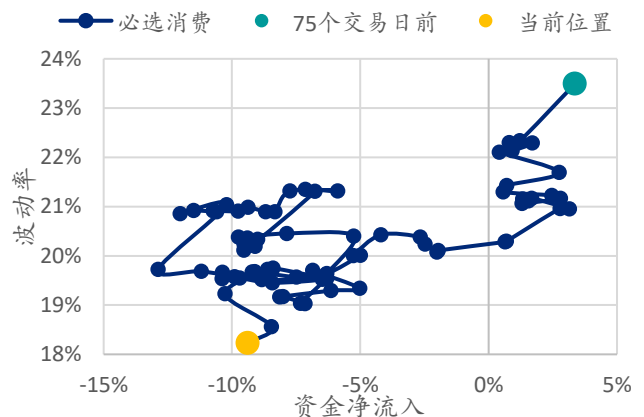
同样是低波动，可选消费板块近期资金复苏趋势已形成，而通信服务板块包含电信运营商和部分科技互联网巨头，考虑到其成分股的大市值属性带来的均值复归特征，近期低波动流出状态或为后续资金流入提供条件。

图表 10: 可选消费: 近期资金流入趋势已形成



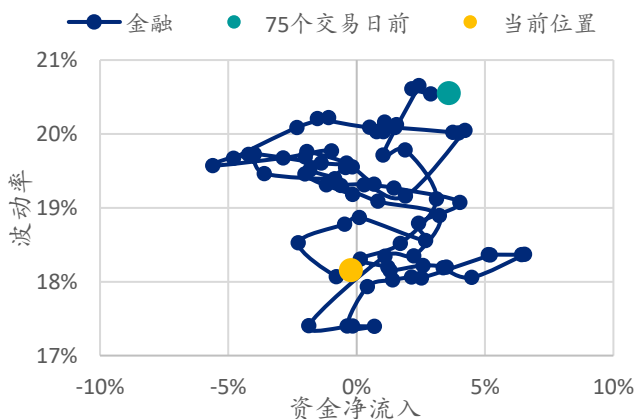
注: 数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源: FactSet, Wind, 浦银国际

图表 11: 必选消费: 尽管波动率降至低位, 资金流入动量仍未形成



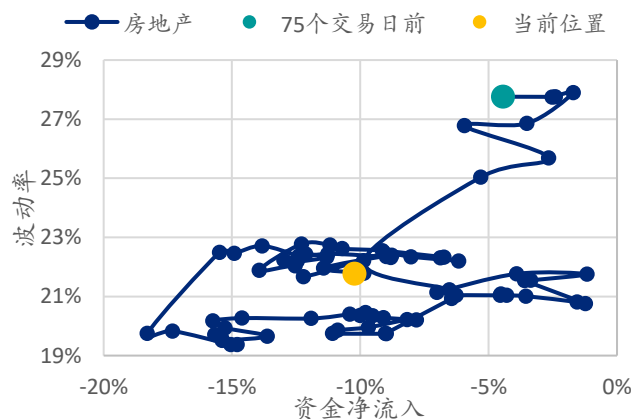
注: 数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源: FactSet, Wind, 浦银国际

图表 12: 金融: 资金面在零点震荡, 板块近期波动未随着市场趋稳而显著下降



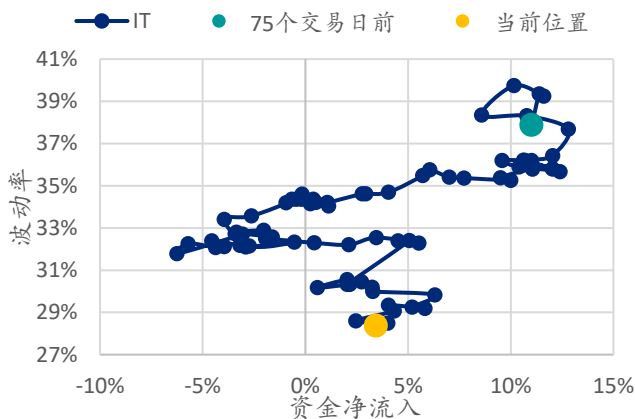
注: 数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源: FactSet, Wind, 浦银国际

图表 13: 房地产: 波动维持叠加大幅流出状态, 或继续堆积市场情绪



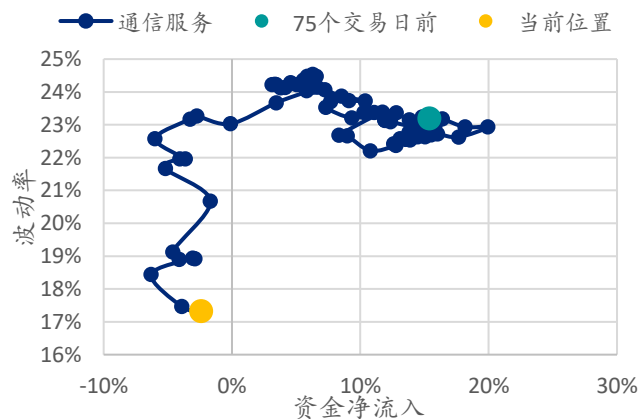
注: 数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源: FactSet, Wind, 浦银国际

图表 14: IT: 尽管随着市场趋稳而波动下行, 当前 IT 仍是港股波动最剧烈的板块



注: 数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源: FactSet, Wind, 浦银国际

图表 15: 通信服务: 考虑到成分股的大市值属性, 近期低波动下的资金流出或为后续反弹提供条件



注: 数据截至 2023 年 7 月 18 日
资料来源: FactSet, Wind, 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