

经济周期随笔十三

美国经济处在什么周期里？

超配

核心观点

全球基钦周期已经于今年1-2月份转向扩张期。

全球基钦周期的上一轮低点发生在2019年的三季度左右，但是在扩张期中遭遇了新冠疫情，尽管经济指标在2020年初遭遇了巨大的冲击，但我们认为这依然不能改变基钦周期的大体节奏。

本轮基钦周期的低点发生在2022年的12月至2023年的2月之间，从全球制造业PMI，美股EPS等指标均反映了这一时段的变化。

与历史不同的是，虽然基钦周期转扩张，但是头上悬着的“达摩克利斯之剑”（即高通胀）还未被解决，尤其是美国2016年移民收紧之后，劳动力供给成了较难解决的问题。

但乐观的美股市场已经抢跑，在AIGC的加持下，纳斯达克已经上涨了20%，但如此之低的风险溢价（标普当下为1.8%，纳斯达克100仅为0.2%）恐难维持长久，如果美联储降息较晚，则目前的估值还有回落空间。

港股不悲观，我们的风险溢价模型显示2024年机会很大。

从年初至今，港股几乎未涨。原因可能是：1、去年底反弹幅度较大；2、基本面在逐渐变好，需要一些时间消化；3、开年之后美元的利率较港币更高，引发了短期套息的交易卖出港币而买入美元，降低了港股的流动性；4、美国阶段性强势（较港股），也引发了市场的顾此失彼。

我们坚持港股已经走在复苏的路上，但为了衡量波动，我们构建了港股的风险溢价模型，模型中显示，2023年港股下跌的支撑位在17500-18000点（这并非说市场一定要回踩该位置，只是作为度量极限压力的一个标尺），而2024年港股的目标上限区间为28000-30000点。因此，我们认为目前港股不悲观，倘若后续一旦触发支撑，则带来的是更大的收益风险比。

风险提示：美国经济衰退的风险，疫情发展的不确定性，局部地缘冲突的风险。

行业研究·海外市场专题

港股

超配·维持评级

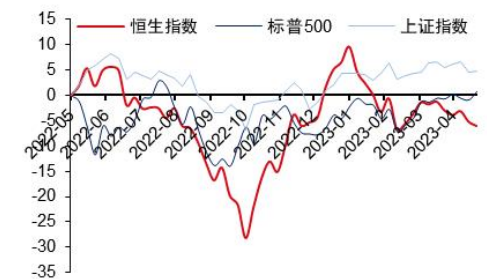
证券分析师：王学恒

010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

S0980514030002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《港股市场估值要素研究-风险溢价：市场情绪晴雨表，左侧操作北极星》——2023-05-17
- 《中资美元债双周报（23年第19周）-地产修复缓慢，高收益美元债大幅下跌》——2023-05-16
- 《海外市场速览-港股美股暂时处于休整阶段》——2023-05-14
- 《港股2023年5月投资策略-中特估有望成为2季度后半程的主线》——2023-05-07
- 《海外市场速览-美联储加息或将结束，建议观望美股走势》——2023-05-07

内容目录

美国经济处在什么周期里？	4
全球上一个基钦周期的自然低点在 2019 年 7 月，但扩张期中遭遇了新冠疫情	4
全球基钦周期已经转向扩张	5
美国控制通胀的艰巨性：历史不曾有过的挑战	7
何时降息？分歧很大	11
港股的风险溢价与目标价测算	14
中国基钦周期率先进入扩张期	14
港股的风险溢价模型显示：至 2024 年来看，机会巨大	15
风险提示	16
免责声明	17

图表目录

图 1: 全球制造业 PMI	4
图 2: 中国、美国、欧元区制造业 PMI	4
图 3: A 股的单季度 ROE	5
图 4: 标普 500 与基钦周期	6
图 5: 标普与纳斯达克的 12 个月前瞻 EPS	7
图 6: 日本制造业与服务业 PMI	7
图 7: 日本国债利率	7
图 8: 美国通胀	8
图 9: 美国劳动力缺口	8
图 10: 美国服务支出同比	9
图 11: 美国失业率	9
图 12: 美国名义时薪同比	10
图 13: 原油价格同比	10
图 14: 2023 年底联邦基金利率期望值	11
图 15: 市场预期到年底降息 2 次	11
图 16: 标普 500 的风险溢价	12
图 17: 纳斯达克 100 的风险溢价	13
图 18: 恒生指数前瞻 12 个月 EPS	14
图 19: 美元与港币的利差	14
图 20: 恒生指数的风险溢价	15
表 1: 美股与基钦周期	6
表 2: 美国经济预期调整情况 (季度)	12

美国经济处在什么周期里？

美股最近 5 个月的走势，是典型的“看空、做多”。

全市场都在讨论经济衰退的到来，而且高企的通胀、中小银行的暴雷、商业银行的空置率的攀升也给看空者充分的理由，然而年初以来，以人工智能为代表的英伟达、微软、谷歌几家大型科技公司，却带领着纳斯达克指数（IXIC）上涨了接近 20%，这个回报已经俨然是个标准的牛市收益率了，那么如何解释衰退预期中的牛市？

其次是，大宗商品表现出衰退期的特征。年初以来，在美国衰退预期的背景下，黄金上涨了 8.6%，伦铜下跌 1%，伦铝下跌了 3.5%，原油下跌了 9.4%，天然气下跌了 47%，大宗商品的走势显然体现的是衰退期间的表现而非复苏期间；

其三是，美债收益率的下行。年初以来，十年期美债上涨了 2%，美债收益率呈现清晰的下降趋势，美债收益率也呈现了对衰退的预期；

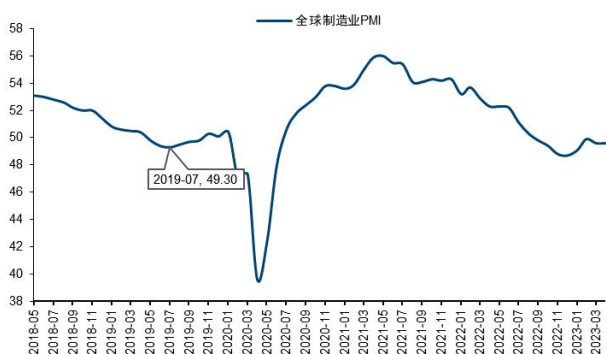
其四是，港股并未跟随纳斯达克。同样是科技股主导的港股市场，恒生指数（HSI）前五个月的回报仅为 0%左右。这显然不能用风格去解释，如果处在历史典型的复苏期中，很难找到美股涨，港股不涨的情形，这种情况一般存在于经济收缩期的后半段；

故而，对于权益市场的投资人，尤其是港股权益市场的投资人，如果今年看多中国经济而做多港股，迄今为止，并未取得较为满意的收益；如果看空美国经济而做空美股，迄今为止又呈现了较大的损失。难道看多做多、看空做空，有问题么？问题出现在哪里？

下文我们将从美国经济周期出发，不力求解释所有问题，仅是在周期视角下来观察当下美国经济周期所处的位置，以及试着对后续市场走势做一个预判。

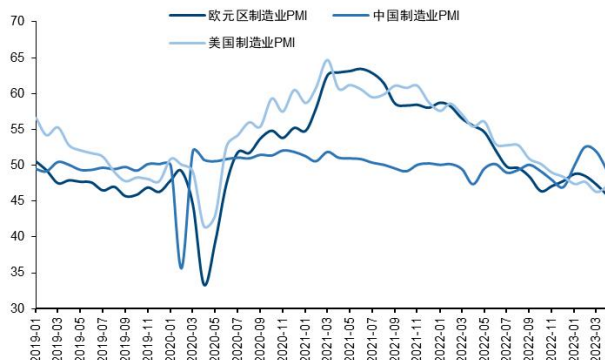
全球上一个基钦周期的自然低点在 2019 年 7 月，但扩张期中遭遇了新冠疫情

图1：全球制造业 PMI



资料来源：FactSet，国信证券经济研究所整理

图2：中国、美国、欧元区制造业 PMI

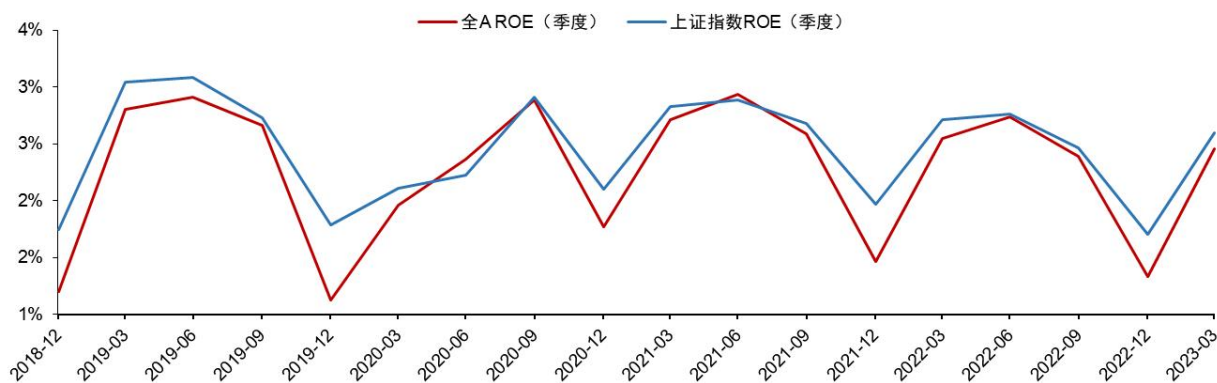


资料来源：FactSet，国信证券经济研究所整理

我们一直认为，美股映射的是全球经济周期而非美国本身，按照我们对基钦周期的划分，全球基钦周期的低点发生在 2019 年 7 月（而非新冠疫情时期）。其有很完整的证据链与自洽的数据验证：

- 1、全球 PMI 的低点出现在 2019 年 7 月；
- 2、中国、美国、欧洲 PMI 低点都出现在这一时期附近，美国 PMI 低点时间为 2019 年 9 月-12 月(9 月、12 月都为 47.8)，欧元区 PMI 低点时间为 2019 年 7 月(46.5)，中国 PMI 低点为 2019 年 10 月(49.3)，工业增加值全年低点为 2019 年 8 月(4.4，低于当年 1、2 月份的平均值 5.1)；
- 3、产量领先价格，全球 CRB 指数在 2019 年 8 月创新低后，持续反弹了 9、10、11、12、1 月，合计 5 个月，直到 2 月新冠疫情开始后才回落，一个基钦周期的收缩期中，商品价格很难有这么久的反弹；
- 4、中国的 PPI 在 2019 年 10 月份触及低点，随机开始了上行，直至新冠疫情后再继续回落；
- 5、上证指数在 2019 年 8 月份创出年内的次低点，2733.92 点；
- 6、指数领先 ROE，A 股 ROE 在 2019 年四季度下滑至低点，且并未因新冠疫情的到来而更低。

图3: A 股的单季度 ROE



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

所以，站在经济周期的角度，我们这样认为：**2019 年下半年，全球基钦周期转向扩张，但扩张期早期遭遇了席卷全球的新冠疫情。**

由于，基钦周期具有自然法则的特征（见《基钦周期随笔之二》，我们用历史数据预测天气与实际情况吻合），因此它从长期来讲，不会因为突发事件（比如战争、疫情、重大利好或者利空）而发生改变，突发事件会轻易影响投资者的情绪，比如 1987 年的黑色星期一当天可以跌去 21%，但突发事件不会从根本上改变基钦周期的节奏。

全球基钦周期已经转向扩张

以下，是我们针对于标普 500 做的历史复盘，它的一个短周期时间长度大约在 42-43 个月，牛市的时间平均为 32-33 个月，熊市平均为 8 个月。

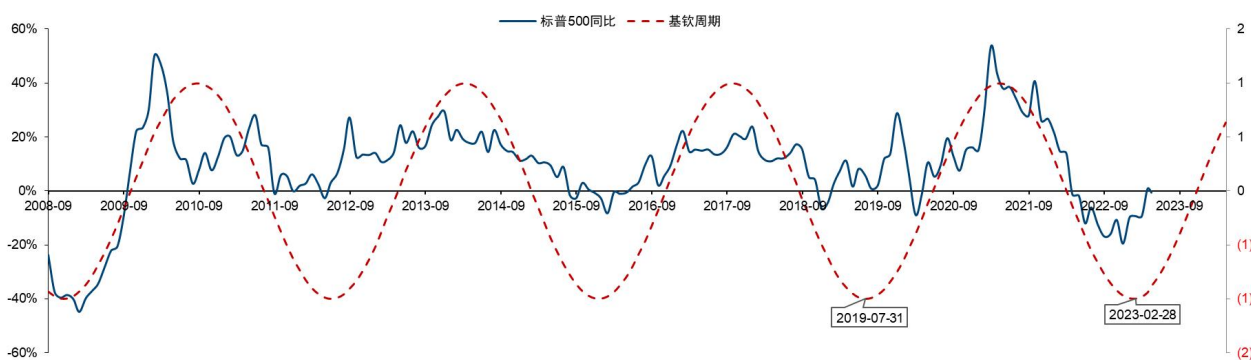
表1: 美股与基钦周期

标普高点时间	标普低点时间	上涨时间 (月)	下跌时间 (月)	高点间隔 (月)	低点间隔 (月)
2022-01-04	2022-10-13		9.4	22.8	31.1
2020-02-19	2020-3-23	21.7	1.1	17.2	15.1
2018-09-21	2018-12-26	14.0	3.2	40.7	35.0
2015-05-20	2016-02-11	31.8	8.9	49.3	53.0
2011-05-02	2011-10-04	44.1	5.2	43.3	31.4
2007-10-11	2009-03-06	26.2	17.1	43.8	55.5
2004-03-05	2004-08-13	38.5	5.4	48.1	22.4
2000-03-24	2002-10-10	17.1	31.0	20.4	48.8
1998-07-20	1998-10-08	17.8	2.7	54.4	54.9
1994-01-31	1994-04-04	52.3	2.1	43.2	42.4
1990-07-16	1990-10-11	40.3	2.9	35.2	36.2
1987-08-25	1987-10-20	33.3	1.9	47.2	39.4
1983-10-10	1984-07-25	37.5	9.6		
平均		32.1	8.2	42.6	41.9
中位		33.3	5.2	43.6	40.9

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我们将美股与基钦周期放在一起, 可以初步计算 (假定基钦周期的长度在 42-43 个月左右), 2023 年 2 月前后, 全球基钦周期已经触底, 正在开启新一轮的扩张周期。

图4: 标普 500 与基钦周期

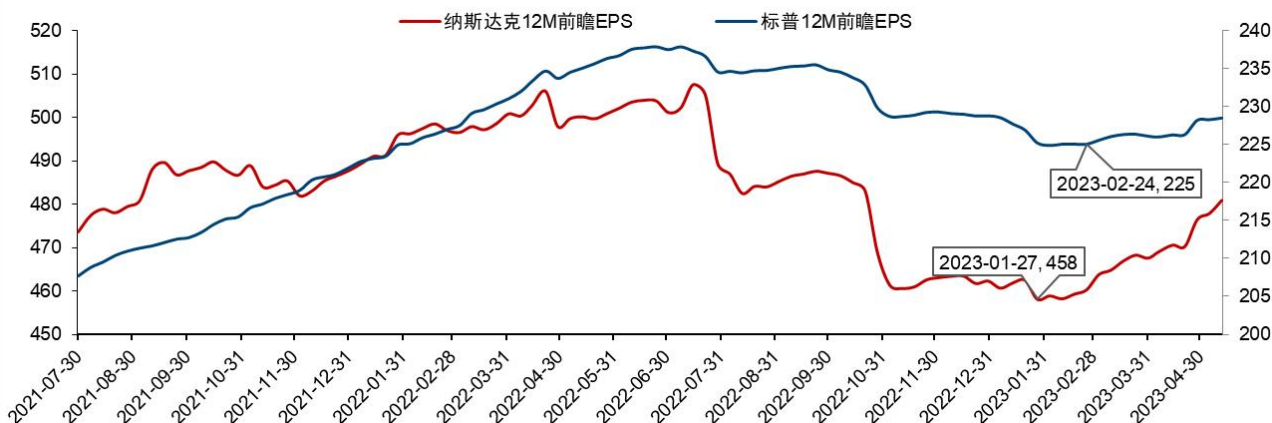


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

以下两组数据很有说服力:

- 1、全球制造业 PMI 在去年 12 月见底 (48.7) ;
- 2、标普 500 的 12 个月前瞻 EPS 在 2 月 24 日见底, 纳斯达克 12 个月前瞻 EPS 见底更早 (1 月 27 日) 可以看出, 美股的盈利已经走出了下降周期。

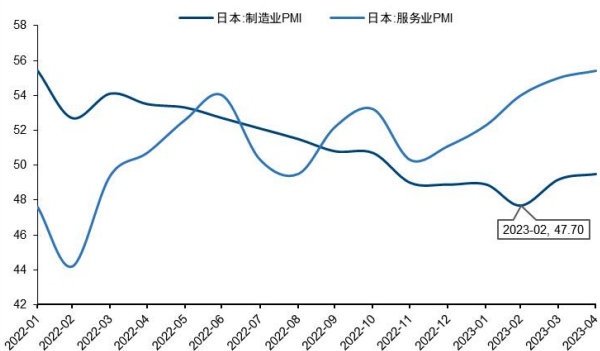
图5: 标普与纳斯达克的 12 个月前瞻 EPS



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

最近巴菲特增持了日本五大商社的股票, 这是继他在 2020 年初期 (实际上是基钦周期扩张的早期) 之后的又一次加仓, 也是选择在基钦周期扩张期的早期, 从这两笔交易上看, 巴菲特对日本的投资都是在基钦周期扩张期刚刚确认后, 做的精确的右侧加仓。

图6: 日本制造业与服务业 PMI



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 日本国债利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

美国控制通胀的艰巨性: 历史不曾有过的挑战

虽然, 我们找到了在基钦周期层面上经济转向的信号, 它解释了年初以来美股、日股的上涨, 但我们是否能够判断市场已经走入新的牛市了? 尤其是前文提及的: 大宗商品价格的下跌、美债收益率的下行、港股表现的差异, 这些显然都不符合牛市的特征。

当我们回顾美国通胀历史, 疫情后的量化宽松, 使得美国通胀水平回到了 40 多年前, 虽然我们很难将如此高的通胀定位到某一个常规的周期中 (例如朱格拉周期、库兹涅茨周期), 考虑到 2000 年以后, 美国通胀平均水平 2.2, 核心通胀平均水平 2.1, 所以至少我们不应该否认, 如此严重的通货膨胀显然不能够漠视。

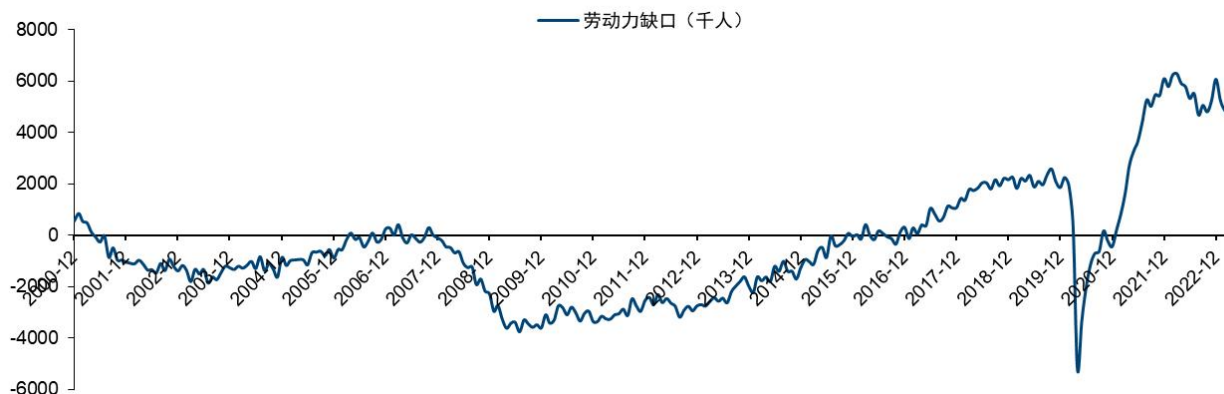
图8: 美国通胀



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

当下的美国基础服务业劳动力严重不足，这背后的原因是2016年的移民法的修改。截至3月，美国劳动力净缺口（假设所有有意愿参加工作的人均求职成功，依然还空缺的工作岗位）已经达到了466万之多。

图9: 美国劳动力缺口



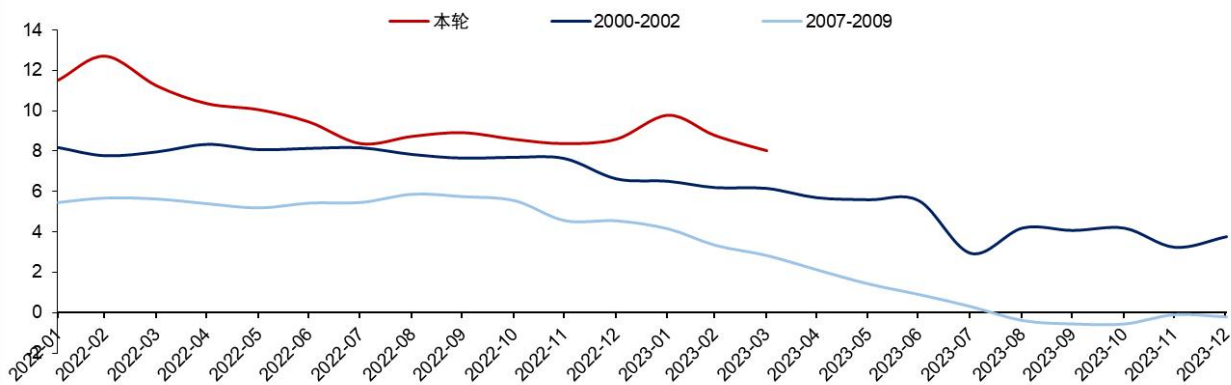
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我们以本轮与2000-2002年，2007-2009年相比（起点都在标普500高点），可以显著发现失业率与劳动者收入的对比差异。

美国服务支出2022年为11.8万亿美元，占到个人消费支出，17.3万亿美元的68%，或者占到美国GDP，26.1万亿美元的45%。

本轮服务业支出表现得比2000-2002，2007-2009年的韧性都要更强。

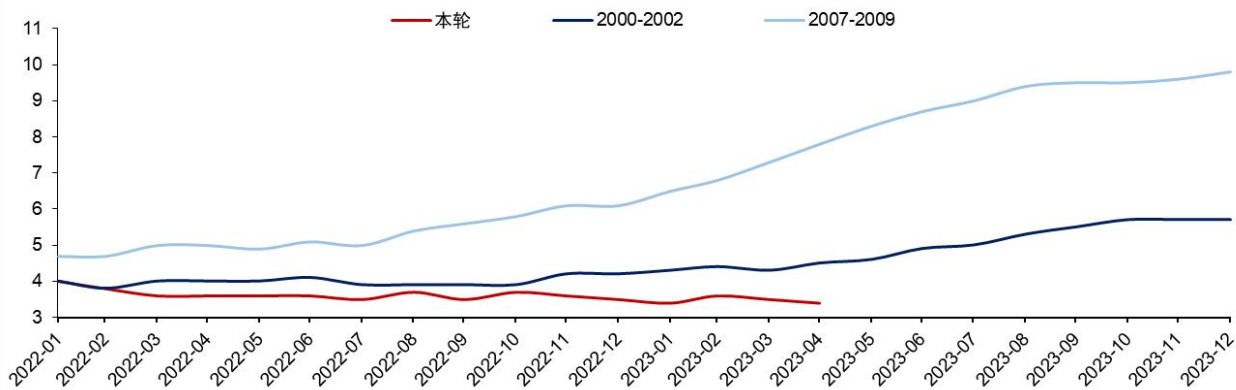
图10: 美国服务支出同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

究其原因, 尽管美联储始终保持加息, 但是市场并未看到期待的失业率的提升。在我们去年底发布的策略报告中, 曾引述过当时分析师对 2023 年美国失业率的预期为 4.3, 2024 年为 4.7。时隔半年, 目前分析师对 2023 年美国失业率下修至 3.9, 2024 年下修至 4.6。

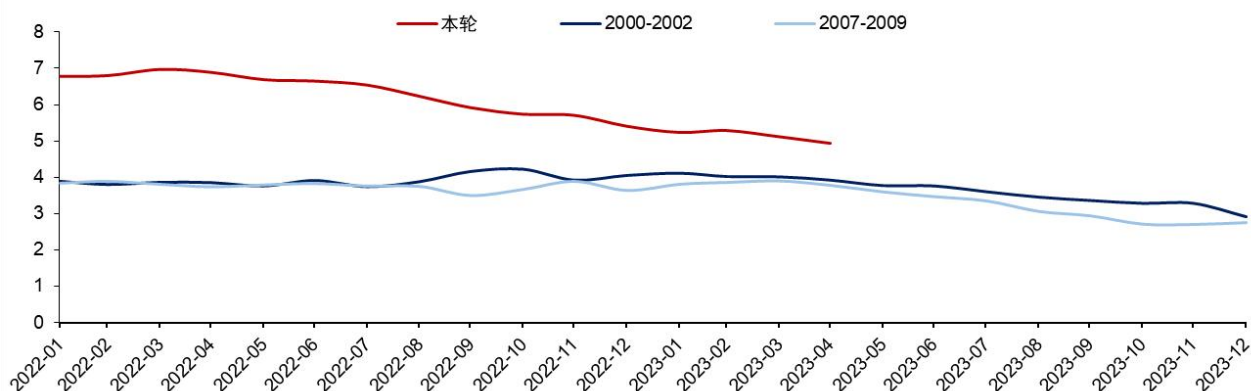
图11: 美国失业率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

失业率保持很低水平, 就意味着就业者在工作选择上更有主动权, 雇主们不得不付出更高的薪酬以吸引求职者。即, 劳动力成本的压力远高于 2000-2002 年, 或 2007-2009 年。

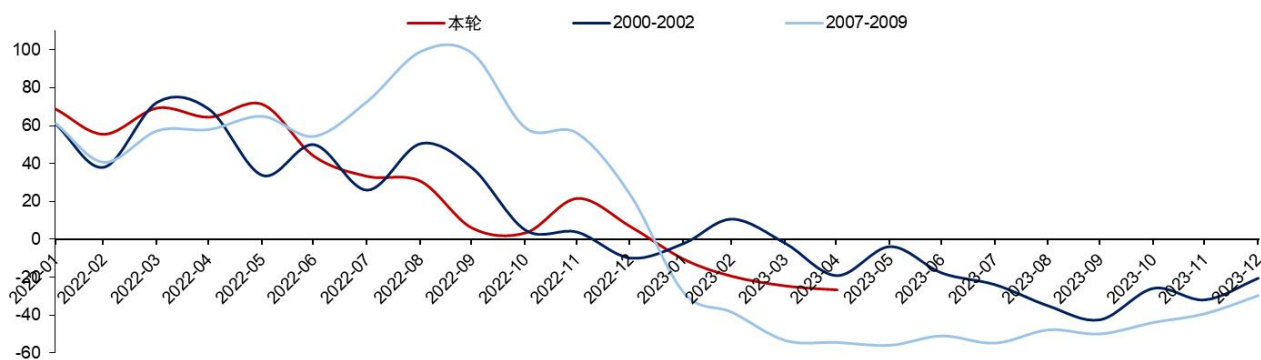
图12: 美国名义时薪同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 本轮原油价格也相对坚韧。本轮原油价格受到俄乌冲突(导致了全球供应链不畅)、前几年原油企业资本开支较低、欧派克减产等多重因素的影响, 其并没有像 2008 年金融危机一样大幅下跌, 目前价格的同比走势大约类比 2000-2002 年的走势。

图13: 原油价格同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

故而, 按照美国联邦基金利率期货的期望观察, 市场曾在硅谷银行暴雷之后, 短暂认为降息会来得更早, 然而随着通胀数据与就业数据的披露, 期望值又回到了小幅攀升的局面。

图 14: 2023 年底联邦基金利率期望值



资料来源: cmegroup, 国信证券经济研究所整理

何时降息? 分歧很大

当下, 市场预期到年底美国联储降息 2 次。

图 15: 市场预期到年底降息 2 次

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.6%	17.4%	0.0%
2023/7/26		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.6%	19.0%	0.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.0%	58.4%	12.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	51.8%	22.7%	3.0%	0.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.1%	44.7%	29.7%	7.7%	0.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	39.4%	32.6%	12.0%	2.1%	0.2%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.1%	36.3%	33.4%	14.5%	3.3%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	15.4%	35.9%	30.8%	12.9%	2.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.3%	26.9%	33.1%	20.8%	7.3%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.7%	7.4%	22.7%	31.6%	23.7%	10.5%	2.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.5%	5.1%	17.5%	28.6%	26.4%	15.0%	5.5%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	2.8%	11.4%	23.1%	27.5%	20.7%	10.2%	3.4%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: cmegroup, 国信证券经济研究所整理

我们在月报中提及, 4 月份, 美国宏观分析师下调了 2024 年的经济增速, 把 GDP 的低点从 2023 年 Q4 移至 2024 年 Q1, 换句话说, 市场也非常清楚, 只要保持高利率环境, 对经济增长的压力是巨大的, 从这个角度说, 市场不乏看空的声音。

表2: 美国经济预期调整情况 (季度)

4月30日	2023-Q1	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3
实际GDP (同比%)	1.60	1.80	0.80	0.20	0.10	0.40	1.20
实际GDP (经季调季环比折年率)	1.10	0.30	-0.60	-0.30	1.00	1.50	1.80
CPI (同比%)	5.80	4.30	3.60	3.20	2.90	2.60	2.50
PCE 价指 (同比%)	4.90	3.80	3.50	3.20	2.80	2.50	2.30
核心PCE (同比%)	4.70	4.30	3.90	3.40	3.00	2.60	2.50
非农业就业人数 (千)	330.00	141.00	-50.00	-80.00	16.00	77.00	92.00
失业率	3.50	3.70	4.00	4.40	4.60	4.70	4.60
央行利率 (%)	5.00	5.25	5.20	5.10	4.70	4.25	3.85
2年期债券 (%)	4.03	4.19	4.01	3.75	3.55	3.36	3.22
10年期债券 (%)	3.47	3.59	3.54	3.44	3.41	3.36	3.31

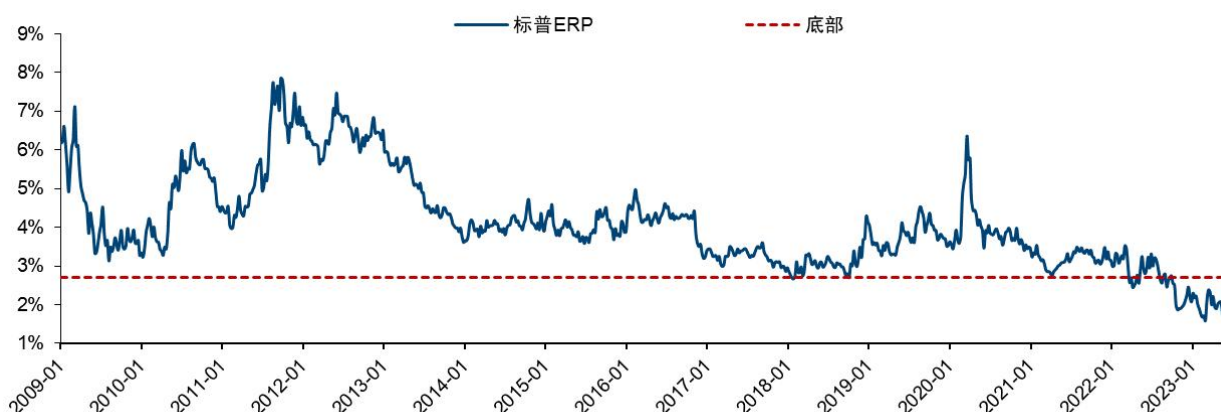
3月31日	2023-Q1	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3
实际GDP (同比%)	1.50	1.30	0.40	0.20	0.30	0.80	1.50
实际GDP (经季调季环比折年率)	0.60	0.00	-0.10	0.70	1.30	1.80	1.90
CPI (同比%)	5.80	4.10	3.50	3.20	2.80	2.60	2.40
PCE 价指 (同比%)	4.60	3.60	3.20	3.00	2.60	2.40	2.20
核心PCE (同比%)	4.30	3.90	3.40	3.10	2.70	2.50	2.50
非农业就业人数 (千)	286.00	63.00	-71.00	-36.00	17.00	67.00	100.00
失业率	3.50	3.80	4.10	4.40	4.60	4.70	4.60
央行利率 (%)	4.95	5.35	5.40	5.25	4.90	4.50	4.20
2年期债券 (%)	4.45	4.37	4.16	3.88	3.63	3.39	3.16
10年期债券 (%)	3.68	3.66	3.60	3.48	3.38	3.30	3.22

资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

但另一方面, 市场还在做多。标普 500 与纳斯达克均在上涨, 尤其是纳斯达克 100 (NDX) 中的一些龙头公司, 凭借 AIGC 的创新, 几乎接近了新高。我们做了这样的观察:

讨论估值时, 我们不能脱离无风险收益率。从金融危机之后, 美股的风险溢价(ERP)最低位在 2.7% (图中红色虚线), 它在 2010、2018、2021 年都显示出有效性, 即便在 2015-2016 年, 由于其 ERP 未跌破 2.7%, 因此也可视为有效。即, 市场会遵循当期的无风险利率水平, 结合基本面, 保持一个乐观的上限。

图16: 标普 500 的风险溢价



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

但是在去年 10 月份之后, ERP 向下突破了前面是 13 年的支撑, 最低达到了 1.6,

当下为 1.8，即市场乐观起来已经没有上限了。

纳指 100 则更加清晰，其历史底部在 1.5，去年 7 月向下突破，最低达到了 0.2，目前为 0.2。（图中 PE 估值口径不是 TTM，而是分析师对 12 个月的 EPS 前瞻）。

图 17: 纳斯达克 100 的风险溢价



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

直白的说，美国市场现在洋溢的是乐观的情绪，它比过去十几年都更为乐观，换句话说，如果纳斯达克 100 对国债，已经不需要风险溢价了，这到底是一种新的技术浪潮开始，还是一种偶发的偏差？当下解释可能有：

- 1、从流动性上看，市场上的资金太多了，可配置的好资产总是被追捧，不仅是纳斯达克 100，标普 500，法国、德国、英国、日本等诸多高分红、低估值的股票都在涨，这完全不是我们历史上观察到的衰退期的印象；
- 2、从无风险利率上看，市场不认为美国会长期保持如此高的美债收益率，认为高企的收益率只是个暂时现象，它终会下去，或者我们可以理解，市场隐含认为，美债收益率较目前低 1% 左右或者更多，才是合理的；
- 3、从科技进步上看，部分投资人认为，伴随着 AIGC 的发展，相关公司未来将迎来一个长期、蓬勃的发展，其会提升其未来增长的预期（我们的 ERP 更严格的说，应该是体现的是 $ERP-g$ ， g 高了，ERP 就可以更低一些）；
- 4、从通胀上看，从过去几十年的习惯上，市场认为不论通胀是否较高，美联储终究会在该出手的时候出手。至于何时是该出手时，市场没有答案。

比如美联储多次强调过 CPI 的控制目标是 2.0，按照目前分析师预期，即便到 2024 年底，CPI 也在 2.3 左右。还有就是经济衰退，目前分析师预期即便是在 2024 年 Q1 的经济低点，GDP 同比增长率也依然为正，按照美联储的定义，这种情形不能称之为衰退。如果通胀即没有达成目标，经济也未衰退，为什么美联储会降息？

有人认为，只要不再加息了，是不是市场就可以转向上涨状态？我们的考虑是这样的：如果不加息，但是迟迟没有降息，也会证明“关于市场认为高利率是暂时的，总会下去”这个判断是错的。即我们相信，风险溢价不大可能长期在“零轴”，即股票对于无风险收益率资产不需要任何风险溢价，是不合理的。

总结下来，我们认为在衰退未被市场定价之前，美联储没有任何理由降息，但凡期待美联储提前降息的预期大概率会 Miss。但是目前，充裕的流动性，以及 EPS

开始上修的标普与纳斯达克，会小步上行，在下半年，它们或加大波动，而波动的触发，就是降息预期的 Miss，或者衰退的被定价。

港股的风险溢价与目标价测算

中国基钦周期率先进入扩张期

中国 PMI 于 2022 年 12 月触及最低点（47.0），并于 1 月份转入新的上升期。此外，恒生指数的前瞻 EPS 于 2022 年 10 月份触及低点，早于标普 500、纳斯达克转折。目前，前瞻 EPS 读数为 2092，较最低点上修约 4%。

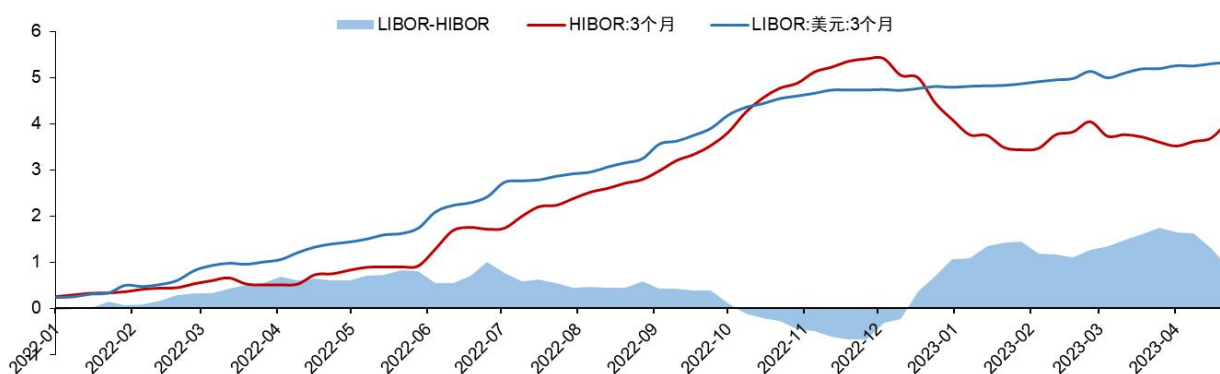
图 18: 恒生指数前瞻 12 个月 EPS



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

1 月以来，随着港币 Hibor 的回落，美元兑港币产生了约 1% 的息差，这反过来又给美元-港币的套息交易提供了机会，即卖出港币买入美元。港股也从此前的 22700 点回落至 20000 点以下。

图 19: 美元与港币的利差



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

当我们反思这段时间的调整，可以总结出一些看法：

1、当港股估值足够低的时候，它吸引了来自各路资金的看好，其中包括港股通资金，也包括境外资金。而这种低估，是可以透过股息率或者风险溢价定义的。（参见我们去年 11 月初的报告《港股又到了 40 年来的第五次支撑》，首次上调了港股评级）当时全球各路资金由于缺乏方向，而公认中国将是今年唯一 GDP 同比提升的大经济体，所以在买入港股的时候格外积极，导致了港股一拨非常猛烈的修复；

2、随着估值的快速修复加上各路资金做多力量的消化，市场开始等待基本面的兑现，此间 PMI 没有呈现快速的上行，而是在 3、4 月份产生了比较明显的回落；

3、在此过程中，发生了美国硅谷银行暴雷，以及美国就业、通胀不断超预期，市场又担心海外的风险，部分资金回流；

4、随着美股科技股一季报的发布，大型企业纷纷超预期，此刻回流美国的市场开启了“追科技股”的交易，结果又吸引了一些摇摆的资金减持港股而加仓美国科技股。

以上，并非说中国经济复苏的基本逻辑被打破，而还是在—个估值框架下波动，而我们看多港股的信心未变。故而，在近日发布了报告《港股市场估值要素研究—风险溢价：市场情绪晴雨表，左侧操作北极星》，就是来为投资者提供—个对港股定价的量化参考。

港股的风险溢价模型显示：至 2024 年来看，机会巨大

图 20：恒生指数的风险溢价



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

更加细致的观点，已经在我们的报告《港股市场估值要素研究—风险溢价》中表明，本文不再赘述。我们的结论是，风险溢价最近 13 年的顶部区域（对应大盘的低点）大约为 9%，顶部区域（对应大盘的高点）大约为 5%。

根据最新的数据，风险溢价模型输出的恒指 2023 年重要底部位置在 17500—18000 之间；而 2024 年，顶部区域则在 28000—30000 点。

故而，我们认为目前的恒生指数并不悲观，而权当为 2024 年积累不错收益的一个准备时间，倘若因为美国衰退、区域冲突对抗等原因，指数回到了所述范围，到时候应该果敢反向操作，坚定加仓并迎接 2024 年的收获！

风险提示

美国经济衰退的风险，疫情发展的不确定性，局部地缘冲突的风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 \pm 10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 \pm 10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032