

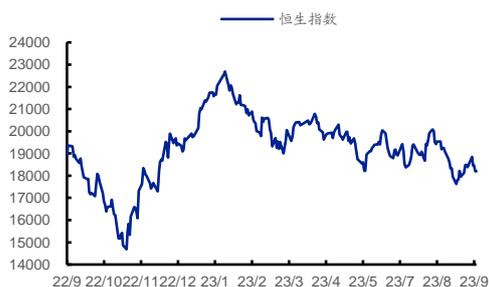
研究所
 证券分析师: 党崇钰 S0350522060001
 dangcy@ghzq.com.cn
 联系人: 詹广鹏 S0350122070040
 zhangp03@ghzq.com.cn

港股若反弹买什么？2022Q4 与 2019Q1 行情

启动的启示

——海外策略专题研究

最近一年走势



本文对比和分析了 2019 年前 4 个月 (2018/12/31-2019/4/30) 和 2022 年底至 2023 年年初 (2022/10/31-2023/1/31) 这两段港股反弹行情, 发现有两点类似之处: (1) 行情启动时均处于美国 CPI 下行区间, 美联储加息停止或节奏放缓。(2) 国内经济均面临一定稳增长压力, 经济处于恢复之中。当前港股情形和这两轮行情之前的一些基本面状态有类似之处, 有一定研究对比价值。

在 2019 年前 4 个月的反弹中, A 股跑赢港股, 2022 年 11 月初至 2023 年 1 月底这一轮行情中, 港股跑赢 A 股。2018 年由于美联储加息导致流动性紧缩、国内经济有下行压力等多重因素, A 股、港股同时承压, 上证指数、恒生指数分别下跌 25%、14%。2019 年美联储停止加息, 国内央行降准, 提振了市场信心, 同时中美贸易局势出现缓和现象, 2019 年前 4 个月上证指数、恒生指数分别上涨 23%、16%。2022 年底至 2023 年初这一轮行情中, 因此前美联储加息、国内经济承压等因素港股回调较多, 随着 2022 年底逐步优化疫情防控政策, 港股大幅跑赢 A 股, 上证指数、恒生指数分别上涨 12%、47%。

港股成长风格在这两轮反弹中表现均优于价值, 大型、中型股表现优于小型股。在 2019 年 1-4 月, 港股成长、价值板块分别上涨 21%、13%, 而在 2022/10/31-2023/1/31, 港股成长、价值分别上涨 54%、24%。从市值规模来看, 在 2019 年 1-4 月, 港股大型、中型、小型股票分别上涨 17%、18%、14%, 而在 2022/10/31-2023/1/31 分别上涨 50%、38.6%、39%。

年内港股若有反弹, 反弹幅度或未必有 2022 年四季度启动的牛市涨幅大, 但具体的反弹空间还要取决于市场底的绝对点位。主要原因有: (1) 估值水平: 截至 2023/9/7, 恒生指数 PETTM 为 8.89, 接近于过去 20 年 PETTM 均值减去一个标准差, 和 2019 年初恒指估值水平一致, 但是 2022 年 10 月底的 PETTM 水平远低于过去 20 年均值减去一个标准差。(2) 风险溢价: 我们用恒生指数 PE 的倒数-美国 10 年期国债收益率来衡量港股风险溢价, 发现 2019 年年初的恒指风险溢价水平和当前更加接近, 而 2022 年 10 月底的风险溢价远高于 20 年均值加一个标准差。因此无论是估值还是风险溢价都表明年内港股反弹弹性或弱于 2022Q4 启动的行情, 但具体的反弹空间还要取决于市场底的绝对点位, 市场底的绝对点位越低, 一些观望的投资者或更愿意以底部入局的思维入场, 且若各类风险充

相关报告

- 《海外策略专题研究: 港股相对吸引力之“量”篇: 特征与启示*党崇钰》——2023-09-06
- 《海外策略专题研究: 港股折价(A-H 溢价)专题研究: 以大金融为例*党崇钰》——2023-08-30
- 《海外策略专题研究: 如何看待美股的调整和前景? *党崇钰》——2023-08-22
- 《QDII 与海外产品篇: 全球金融市场投资手册*党崇钰》——2023-08-09
- 《港股“中特估”与高股息策略: 逻辑与标的*党崇钰》——2023-07-25

分释放之后股市涨幅比例或容易更高。

分板块来看，在 2019 年 1-4 月和 2022 年 11 月-2023 年 1 月的行情中，软件服务、零售业、消费者服务、保险上涨幅度均较大。在 2019 年 1-4 月上漲幅度分别为 25%、24%、27%、26%；在 2022/10/31-2023/1/31 分别上涨 97%、59%、59%、56%。而在这两次行情中，电信服务、商业和专业服务、公用事业上涨幅度相对较小。

建议关注消费者服务、运输、零售业、媒体、软件服务配置机会。根据对比年初至 9 月 6 日港股各板块的涨跌幅和对 2023 年盈利预测变化，我们旨在找出年初至 9 月 6 日板块调整较多且盈利预期有较大改善的板块，发现消费者服务、运输、零售业、媒体、软件服务具有较高的投资性价比，从年初至 9 月 6 日分别涨跌幅分别为-14%、-8%、-12%、-14%、2%，而对 2023 年盈利预期分别上涨 42%、40%、15%、3%、5%。

风险提示：海外经济衰退风险超预期；海外货币政策超预期；国际地缘形势变化超预期；海外金融风险发展超预期；历史经验不代表未来。

内容目录

1、 2019 年初行情和 2022 年底行情对比	5
2、 在这两轮上涨中，港股成长优于价值，大中型股优于小型股	7
3、 目前港股估值、风险溢价更接近 2019 年初	7
4、 如果反弹，买什么行业？	9
5、 风险提示	10

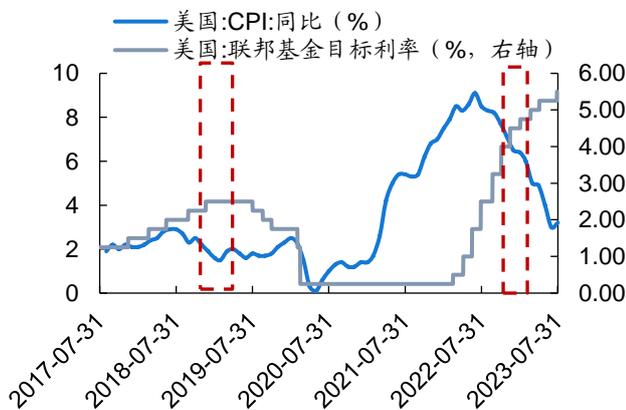
图表目录

图 1: 两次行情启动时, 美国 CPI 均下行	5
图 2: 两次行情启动时, 国内经济仍处于复苏阶段	5
图 3: 2018/12/31-2019/4/30 国内主要指数走势	6
图 4: 2022/10/31-2023/1/31 国内主要指数走势	6
图 5: 2019 年初开始的行情 A 股跑赢港股	6
图 6: 2022 年底开始的行情港股跑赢 A 股	6
图 7: 这两轮行情港股成长股均跑赢价值股	7
图 8: 在不同市值规模内, 港股成长、价值表现	7
图 9: 在两轮反弹中, 港股大中型股表现优于小型股	7
图 10: 港股大型股流动性相对充足	7
图 11: 目前港股估值水平更接近 2019 年初的水平	8
图 12: 目前港股风险溢价更接近 2019 年初的水平	8
图 13: 2019 年前 4 个月港股各板块涨跌幅 (%)	9
图 14: 2022/10/31-2023/1/31 港股各板块涨跌幅 (%)	9
图 15: 港股各板块年初至 9 月 6 日涨跌幅与盈利预测变化 (%)	10

1、2019 年初行情和 2022 年底行情对比

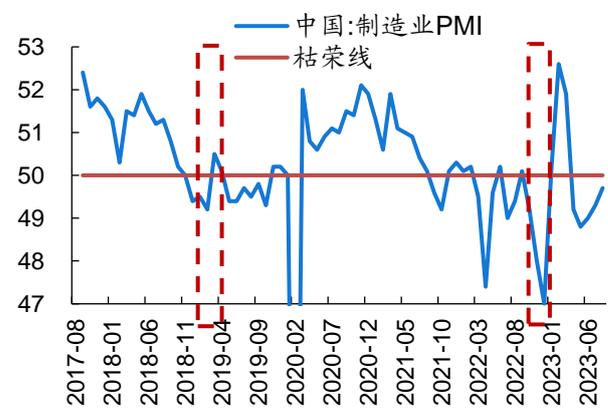
本文对比和分析了 2019 年前 4 个月（2018/12/31-2019/4/30）和 2022 年底至 2023 年年初（2022/10/31-2023/1/31）这两段港股反弹行情，旨在寻找港股底部反弹时的行情规律。这两段行情有两点类似之处：（1）行情启动时均处于美国 CPI 下行区间，美联储加息停止或节奏放缓。美联储在 2018 年 12 月加息 25bp 以后就停止加息，保持联邦基金目标利率于 2.5% 的高位，直至 2019 年 8 月开始降息。而 2022 年 6 月开始连续加息 4 次 75bps，在 2022 年 12 月减少加息幅度，只加息 50bps。（2）国内经济均面临一定稳增长压力，经济处于恢复之中。2019Q1 国内 GDP 同比增长 6.3% 低于 2018Q1 的 6.9%，而 2023Q1 国内 GDP 同比增长 4.5%，低于 2022Q1 的 4.8%。当前港股情形和这两轮行情之前的一些基本面状态有类似之处，有一定研究对比价值。

图1：两次行情启动时，美国 CPI 均下行



资料来源：Wind，国海证券研究所

图2：两次行情启动时，国内经济仍处于复苏阶段

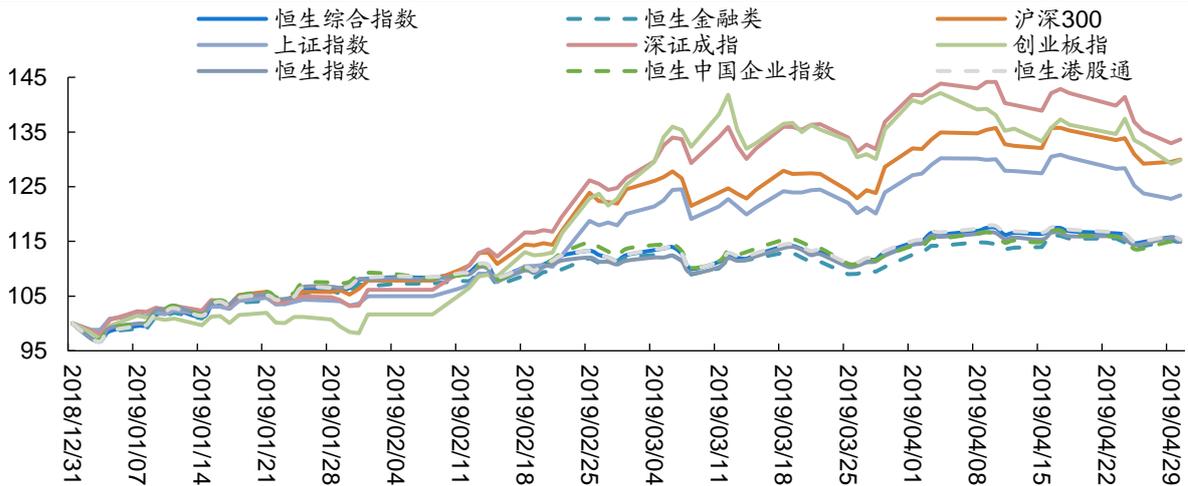


资料来源：Wind，国海证券研究所

在 2019 年前 4 个月的反弹中，由于此前 A 股回调较多，A 股跑赢港股。2018 年由于美联储加息导致流动性紧缩、中美贸易摩擦、国内经济有下行压力等多重因素，A 股、港股同时承压，上证指数、恒生指数分别下跌 25%、14%。2019 年美联储停止加息，并且国内央行在 2019 年 1 月 15 日和 25 日，央行分别降准 0.5 个百分点，提振了市场信心，同时中美贸易局势出现缓和现象，2019 年前 4 个月上证指数、恒生指数分别上涨 23%、16%。

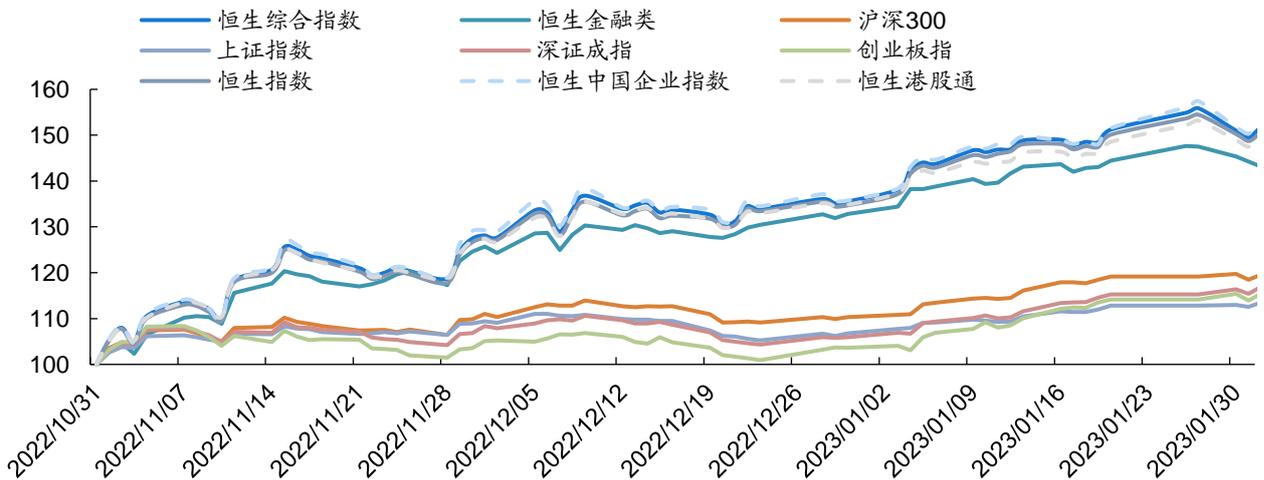
2022 年底至 2023 年初这一轮行情中，由于此前港股回调较多，港股大幅跑赢 A 股。2022 年由于国内经济由于受到疫情扰动、中美关系紧张等因素，前 10 个月上证指数、恒生指数分别下跌 21%、37%。但是随着 2022 年底防疫政策逐步优化，上证指数、恒生指数从 2022/10/31-2023/1/31 分别上涨 12%、47%。

图3: 2018/12/31-2019/4/30 国内主要指数走势



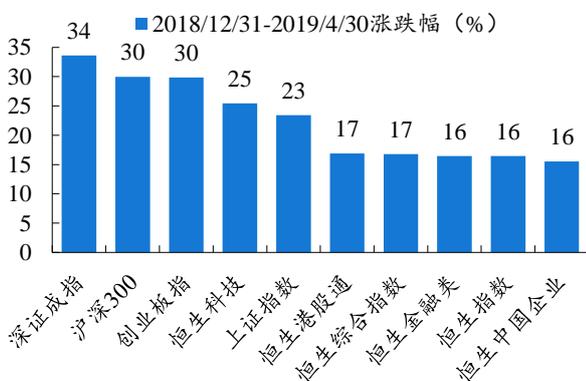
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图4: 2022/10/31-2023/1/31 国内主要指数走势



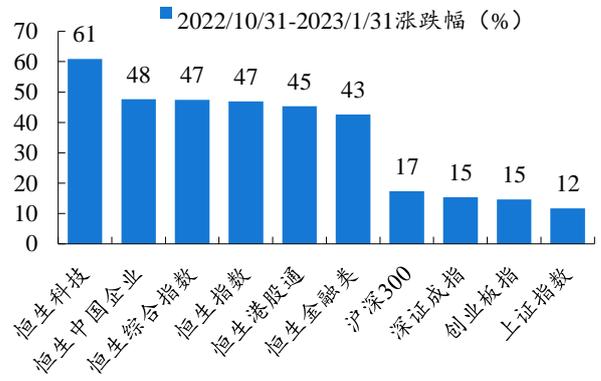
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图5: 2019 年初开始的行情 A 股跑赢港股



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图6: 2022 年底开始的行情港股跑赢 A 股

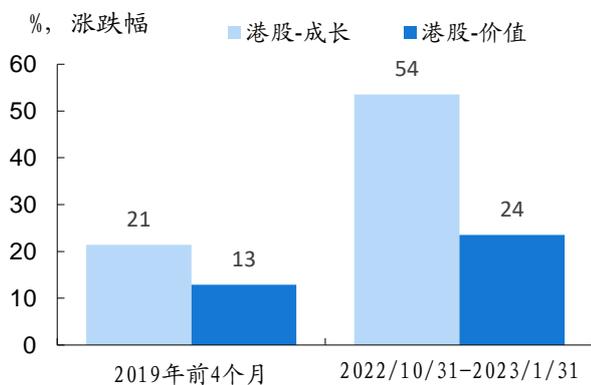


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、在这两轮上涨中，港股成长优于价值，大中型股优于小型股

港股成长风格在这两轮反弹中表现均优于价值，大型、中型股表现优于小型股。在2019年1-4月，港股成长、价值板块分别上涨21%、13%，而在2022/10/31-2023/1/31，港股成长、价值分别上涨54%、24%，可见在反弹中成长板块弹性往往更大。从市值规模来看，在2019年1-4月，港股大型、中型、小型股票分别上涨17%、18%、14%，而在2022/10/31-2023/1/31分别上涨49.6%、38.6%、39%，大中型股票整体表现优于小型股，或因小型股长期流动性较不充足。

图7：这两轮行情港股成长股均跑赢价值股



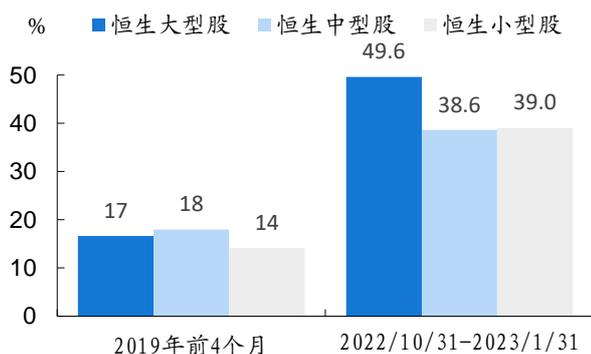
资料来源：Wind，国海证券研究所

图8：在不同市值规模内，港股成长、价值表现



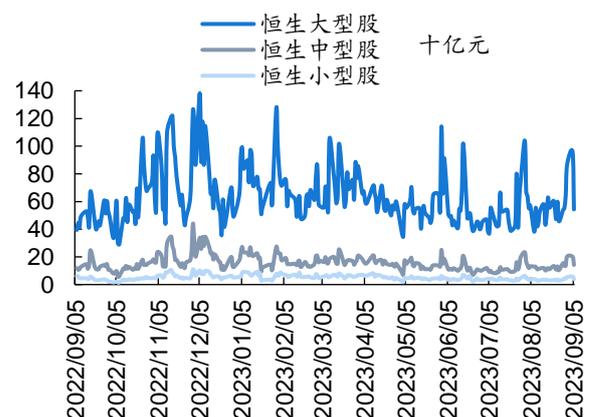
资料来源：Wind，国海证券研究所

图9：在两轮反弹中，港股大中型股表现优于小型股



资料来源：Wind，国海证券研究所

图10：港股大型股流动性相对充足



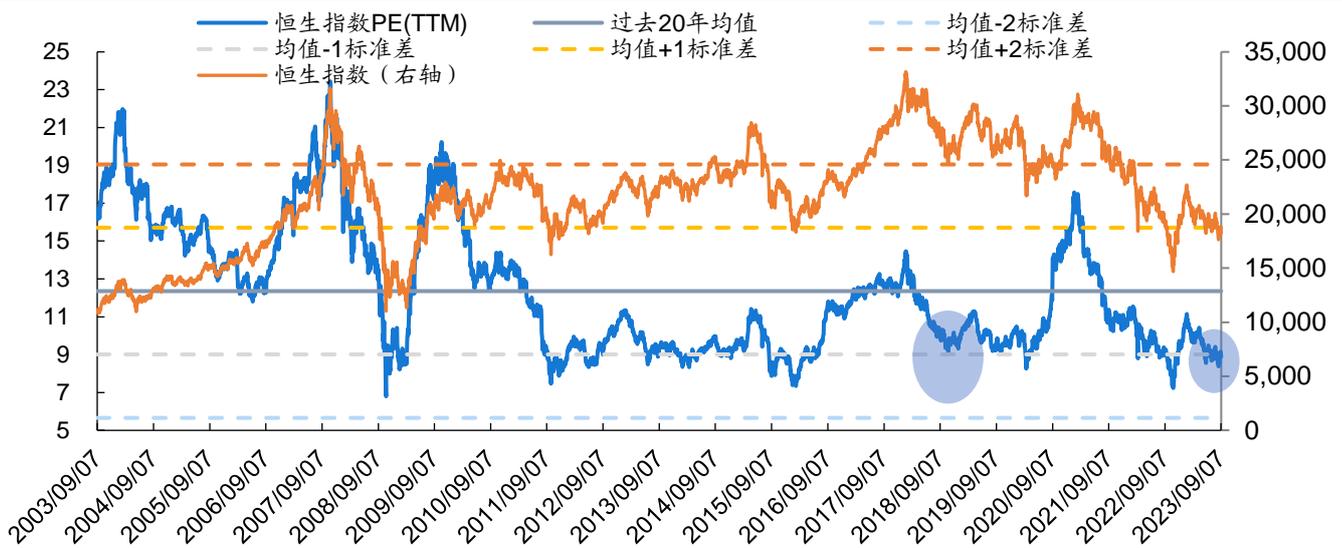
资料来源：Wind，国海证券研究所

3、目前港股估值、风险溢价更接近2019年初

目前港股估值、风险溢价均更接近于2019年初水平，年内港股若有反弹，反弹幅度或未必有2022年四季度启动的牛市涨幅大，但具体的反弹空间还要取决于市场底的绝对点位。主要原因有：(1)估值水平：截至2023/9/7，恒生指数PETTM

为 8.89，接近于过去 20 年 PETTM 均值减去一个标准差，和 2019 年初恒指 PETTM 水平一致，但是 2022 年 10 月底的 PETTM 水平远低于过去 20 年均值减去一个标准差。(2) 风险溢价：我们用恒生指数 PE 的倒数-美国 10 年期国债收益率来衡量港股风险溢价，发现 2019 年年初的恒指风险溢价水平和当前更加接近，均处于过去 20 年恒指风险溢价均值和其加一个标准差之间，而 2022 年 10 月底的风险溢价远高于 20 年均值加一个标准差。因此无论是估值还是风险溢价都表明年内港股反弹弹性或弱于 2022Q4 启动的行情，但具体的反弹空间还要取决于市场底的绝对点位，市场底的绝对点位越低，一些观望的投资者或更愿意以底部入局的思维入场，且若各类风险充分释放之后股市涨幅比例或容易更高。

图11：目前港股估值水平更接近 2019 年初的水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

图12：目前港股风险溢价更接近 2019 年初的水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

4、如果反弹，买什么行业？

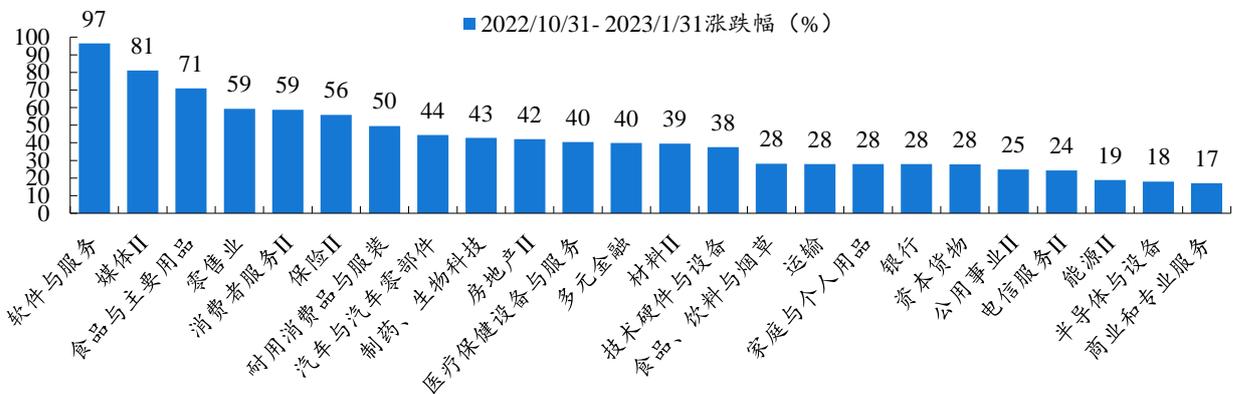
分板块来看，在 2019 年 1-4 月和 2022 年 11 月-2023 年 1 月的行情中，软件服务、零售业、消费者服务、保险上涨幅度均较大。在 2019 年 1-4 月上漲幅度分别为 25%、24%、27%、26%；在 2022/10/31-2023/1/31 分别上漲 97%、59%、59%、56%。而在这两次行情中，电信服务、商业和专业服务、公用事业上漲幅度相对较小。

图13： 2019 年前 4 个月港股各板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

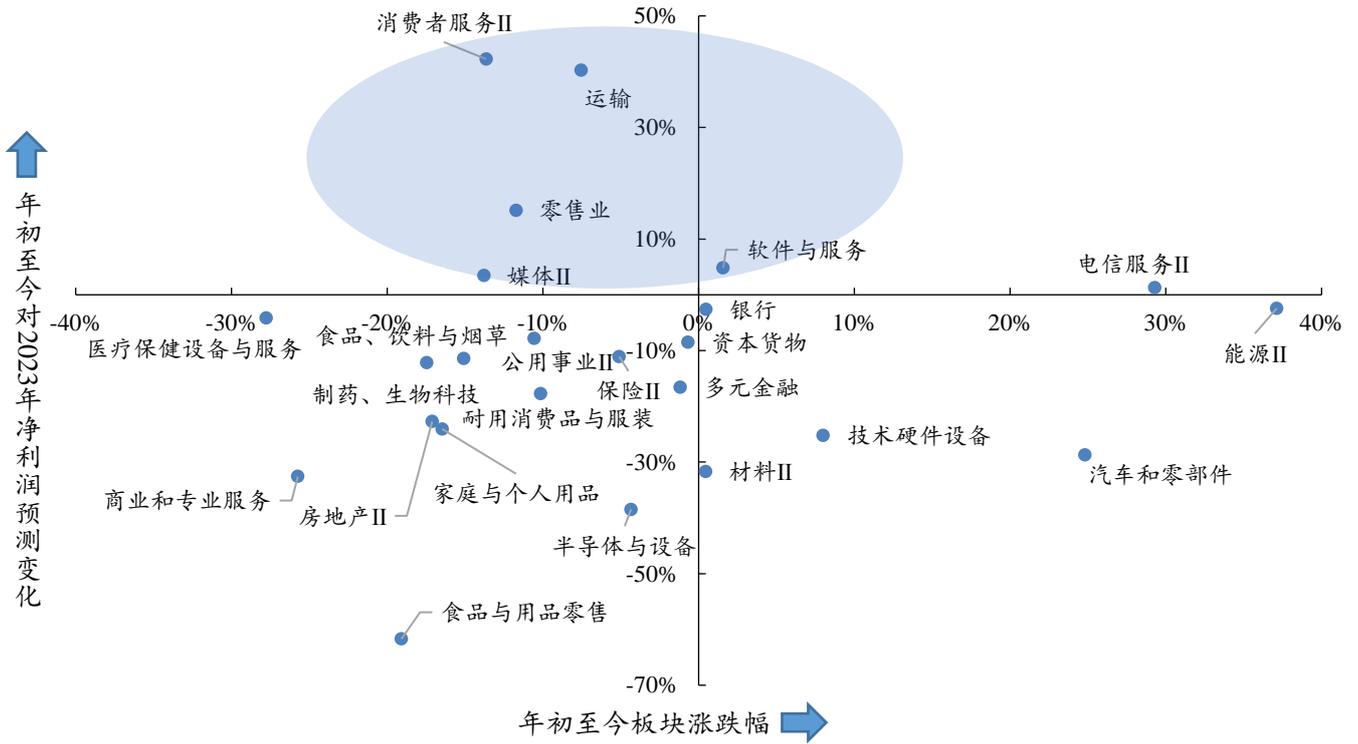
图14： 2022/10/31-2023/1/31 港股各板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

建议关注消费者服务、运输、零售业、媒体、软件服务配置机会。根据比对年初至 9 月 6 日港股各板块的涨跌幅和对 2023 年盈利预测变化，我们旨在找出年初至 9 月 6 日板块调整较多且盈利预期有较大改善的板块，发现消费者服务、运输、零售业、媒体、软件服务具有较高的投资性价比，从年初至 9 月 6 日分别涨跌幅分别为-14%、-8%、-12%、-14%、2%，而对 2023 年盈利预期分别上漲 42%、40%、15%、3%、5%。

图15: 港股各板块年初至9月6日涨跌幅与盈利预测变化(%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2023/9/6)

5、风险提示

海外经济衰退风险超预期: 美国目前经济韧性仍存, 未来经济走弱节奏具有不确定性, 对相关资产价格走势形成干扰;

海外货币政策超预期: 美国通胀仍有韧性, 中小银行危机虽暂时缓和但风险仍存, 短期内宏观变量对海外货币政策干扰仍存, 海外货币政策具有不确定性;

国际地缘形势变化超预期: 国际地缘政治局势变化将影响资产盈利、估值、市场风险偏好等;

海外金融风险发展超预期: 在长期高利率环境下, 金融体系的薄弱环节或将出现风险事件, 在一定情形下或将演化为系统性风险;

历史经验不代表未来: 过往历史资产价格由当时宏观环境、资产属性、市场交易行为等多重因素决定 历史不会简单地重复 因此过往资产价格走势仅供参考。

【海外策略小组介绍】

党崇钰，海外策略首席分析师，毕业于加拿大西安大略大学，获得金融学博士学位，研究成果发表于 Journal of Corporate Finance, Journal of Banking and Finance 等国际知名金融学期刊，主要研究港美股等全球股市、全球宏观与全球产业。

詹广鹏，国海证券海外策略组成员，伦敦大学学院（UCL）硕士，侧重研究港美股等全球股市、全球宏观与全球产业。

【分析师承诺】

党崇钰，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。