

海外与大类周报

证券研究报告

2024年06月11日

港股内外部流动性趋势推演

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：
S1110524030001
wukaida@tfzq.com

港股市场：港股内外部流动性支持或较为有限

1) **港股震荡收涨，公用事业板块表现突出。**6月3日至7日，港股在遭遇连续两周调整后，出现阶段性企稳迹象，主要宽基指数均出现不同程度反弹，恒生指数与恒生科技分别上涨 1.6%、2.2%。风格层面，低波与质量因子领涨市场，仅小盘风格录得负收益；策略层面，多因子组合优于风险调控与沪深港通 AH 精明指数；行业层面，公用事业、资讯科技均实现超 3% 上涨，电讯、必选消费与能源行业小幅调整；

2) **内部流动性方面，港元受制于美港利差或难以提供显著资金增量。**当港元触及弱方保证时，联系汇率制下香港金管局将被动收紧港元流动性，使 Libor 与 Hibor 差值无法继续扩张，汇率端的压力将转移至权益资产上，因此港股常在港元达到弱保后进一步回落。因此就短端利率而言，考虑到距离美联储降息操作仍有一段时间，3 个月期 Libor 快速回落的概率或不大，因此美港利差仍将维持在正值水平，港元受制于此或难以对港股提供显著的资金增量；

3) **外部流动性方面，美国经济能否实现软着陆或是影响港股外部金融条件的关键因素。**在 1990 年以来的前 3 轮降息周期中，美国信贷标准处于边际宽松或历史相对宽松区间，金融条件指数也对应保持低位，外部流动性改善对港股估值形成支撑；对比之下，近 3 轮降息周期均呈现应对式特征，即美国经济出现衰退压力后美联储才进行降息应对，此时前期累积的加息压力已传导至信用端，带动流动性环境收紧，对港股估值形成挤压。若后续美国经济保持韧性，美联储开启预防式降息进程，港股的外部金融条件状况或有望得到更多改善；

4) 往后看，港股在内外资情绪大幅改善的背景下已促成一轮较为显著的反弹，后续持续性及上涨空间有待更多夯实的基本面数据与之配合，经济修复验证期内依旧保持谨慎乐观态度。配置方面，一方面股息率较高的公用事业、能源、金融、电信等板块，即使未来市场波动率有所上升，也有望在该环境中提供可观的相对收益；另一方面，以半导体、互联网为代表的科技行业仍将是产业转型的主抓手，有望从政府支持以及国产替代中受益。

美股市场：市场情绪再次回到中性偏低水平

1) **美股重拾涨势，科技与成长风格反弹显著。**6月3日至7日，5月ISM制造业录得 48.7，低于预期 49.6 与前值 49.2，而 5 月非农就业人数增加 27.2 万人，远超市场预期的 18 万人，多空交织下美股有所震荡但整体收涨。观察区间内，三大股指集体上涨，纳指再创历史新高；风格层面，动量与成长因子表现居前，小盘与高股息风格相对落后；策略层面，风格轮动优于多因子与 GARP 策略；行业层面，信息技术板块显著反弹 3.8%，公用事业与能源高位回落，均跌超 3%；

2) **美国劳动力供需压力有所缓解，周期性通胀或趋于回落。**我们认为家庭调查描述的劳动力状况或更为准确，实际就业情况或并不如非农数据一样表现强劲，劳动力供需压力或有所缓解。若这一趋势得以延续，美国单位劳动力成本或进一步降低，其领先性也指引 PCE 的周期性通胀将保持下行趋势，但降幅仍取决于通胀粘性程度；

3) **美股交易情绪缓和，利空反应出现钝化。**尽管近期宏观微观因素催化较为频繁，但标普 500 与纳斯达克 100 指数的波动率与偏度均出现回落，表明投资者并未因疲软的经济数据或是延迟的降息时点出现恐慌，市场预期保持平稳。此外，5 月中下旬以来美股的震荡调整使得市场宽度再次来到历史相对低位，利空情绪消化已较为充分，后续美股或有望延续升势；

4) 投资策略上，在美国经济软着陆与金融条件指数延续宽松的基准假设下，美股或在中期维度内维持上升趋势，同时市场短期情绪再次来到中性偏低水平，美股或具备一定配置性价比。行业配置上，一是若后续制造业 PMI 确认上行趋势，以能源、原材料为代表的周期板块或有所表现，二是人工智能产业趋势尚处在验证阶段，关注部分科技细分板块的配置机会。

风险提示：海外流动性快速收紧；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

相关报告

- 《投资策略：投资策略-如何理解 ST 板块、微盘股近期表现？》 2024-06-10
- 《投资策略：周观 REITs2024 年 6 月第 1 周-招商蛇口租赁住房 REIT 已受理》 2024-06-09
- 《投资策略：行业比较周报-哪些央国企或将提升分红》 2024-06-04

内容目录

1. 权益市场回顾.....	4
1.1. 港股市场：港股内外部流动性支持或较为有限.....	4
1.2. 美股市场：市场情绪再次回到中性偏低水平.....	7
2. 大类资产回顾.....	9
2.1. 股票市场.....	9
2.1.1. 港股市场.....	10
2.1.2. 美股市场.....	13
3. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：港股主要行业指数涨跌幅(6.3-6.7).....	4
图 2：港股主要行业指数涨跌幅(年初至今).....	4
图 3：港股主要风格与策略指数涨跌幅(5.27-5.31).....	4
图 4：港股主要风格与策略指数涨跌幅(年初至今).....	4
图 5：恒生指数远期 EPS 季度变化仍为负值.....	5
图 6：估值对恒指回报具有较大解释力.....	5
图 7：美港利差收窄时港股多数承压.....	5
图 8：港元汇率与美港利差高度相关.....	5
图 9：近三轮降息周期中恒指均遭遇一定调整.....	6
图 10：美股主要行业指数涨跌幅(6.3-6.7).....	7
图 11：美股主要行业指数涨跌幅(年初至今).....	7
图 12：美股主要风格与策略指数涨跌幅(6.3-6.7).....	7
图 13：美股主要风格与策略指数涨跌幅(年初至今).....	7
图 14：家庭调查与机构调查就业差异进一步放大.....	8
图 15：PCE 周期性通胀或趋于回落.....	8
图 16：标普 500 与纳斯达克 100 指数偏度出现回落.....	8
图 17：标普 500 市场宽度再次来到历史偏低水平.....	8
图 18：全球股票市场指数涨跌幅(6.3-6.7).....	9
图 19：全球股票市场指数涨跌幅(年初至今).....	9
图 20：恒生风格指数估值与历史分位.....	10
图 21：恒生行业指数估值与历史分位.....	10
图 22：港股通单周净买入规模(6.3-6.7).....	10
图 23：恒生行业指数单周港股通净流入(6.3-6.7).....	10
图 24：恒指成交额(20 日移动平均).....	10
图 25：港股卖空成交额与市场成交额比值.....	10
图 26：恒指波动率指数.....	11
图 27：恒生指数 6 日 RSI 指数.....	11
图 28：恒指远期市盈率.....	11

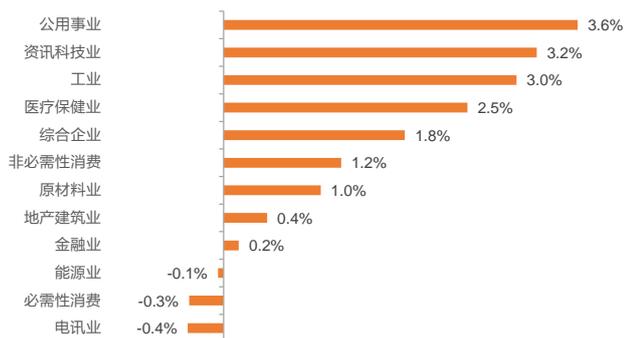
图 29: 恒生中国企业指数远期市盈率	11
图 30: 恒指远期 EPS	11
图 31: 恒生中国企业指数远期 EPS	11
图 32: 恒生指数宽度	12
图 33: 恒生科技宽度	12
图 34: 美股风格指数估值与历史分位	13
图 35: 标普 500 行业指数估值与历史分位	13
图 36: 标普 500 远期市盈率	13
图 37: 纳斯达克指数远期市盈率	13
图 38: 标普 500 远期 EPS	13
图 39: 纳斯达克指数远期 EPS	13
图 40: 标普 500 成分股创近一个月新高/新低个股数差值	14
图 41: 美股主动投资仓位指数	14
图 42: VIX 与 MOVE 指数	14
图 43: CBOE 偏度指数	14
图 44: 标普 500 离散性与相关性指数	14
图 45: CBOE 权益看跌/看涨比率	14
图 46: 标普 500 指数宽度	15
图 47: 纳斯达克指数宽度	15
表 1: 恒生行业指数宽度	12
表 2: 标普 500 一级行业指数宽度	15

1. 权益市场回顾

1.1. 港股市场：港股内外部流动性支持或较为有限

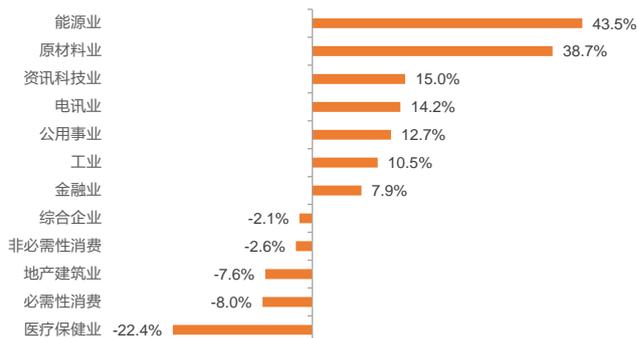
港股震荡收涨，公用事业板块表现突出。6月3日至7日，港股在遭遇连续两周调整后，出现阶段性企稳迹象，主要宽基指数均出现不同程度反弹，恒生指数与恒生科技分别上涨1.6%、2.2%。风格层面，低波与质量因子领涨市场，仅小盘风格录得负收益；策略层面，多因子组合优于风险调控与沪深港通AH精明指数；行业层面，公用事业、资讯科技与工业板块均实现超3%上涨，电讯、必选消费与能源行业小幅调整。

图 1：港股主要行业指数涨跌幅(6.3-6.7)



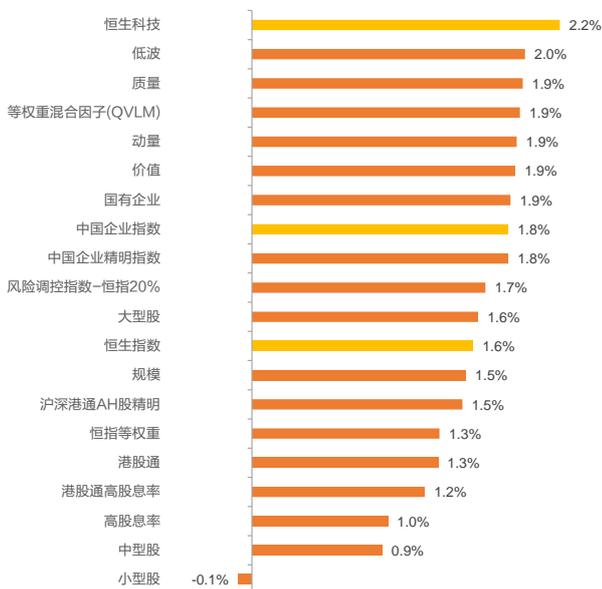
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：港股主要行业指数涨跌幅(年初至今)



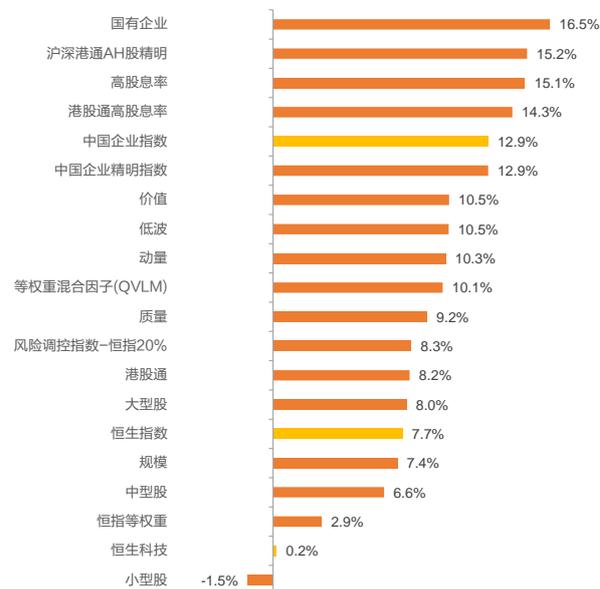
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

图 3：港股主要风格与策略指数涨跌幅(5.27-5.31)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：港股主要风格与策略指数涨跌幅(年初至今)



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

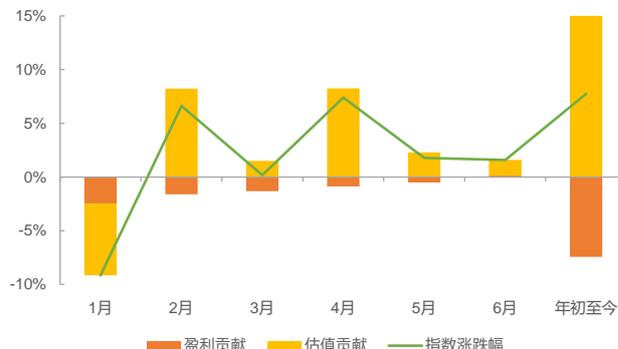
今年以来港股走势多为流动性因素所主导。一方面，在4月中下旬开启的反弹行情中，远期EPS并未跟随显著上修，季度环比增速仍处于负增区间；另一方面，从指数涨跌幅的贡献分解看，估值在每个月份中均具备较强的解释力，年度视角下尽管盈利贡献有所拖累，但恒指依旧录得超7%的收益表现，整体反映年初至今港股受流动性因子影响较大。

图 5：恒生指数远期 EPS 季度变化仍为负值



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 6：估值对恒指回报具有较大解释力



资料来源：Wind，天风证券研究所

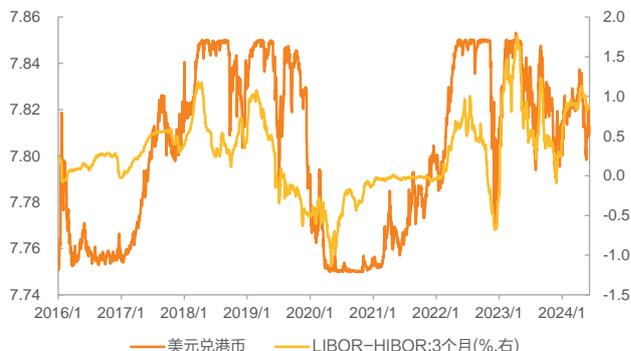
内部流动性方面，港元受制于美港利差或难以提供显著资金增量。Hibor 指代香港银行间拆借利率，是资金供需相对变化的价格反映，Hibor 下行代表港元供大于需，对港股流动性形成支撑作用。当港元触及弱方保证时，联系汇率制下香港金管局将被动收紧港元流动性，使 Libor 与 Hibor 差值无法继续扩张，汇率端的压力将转移至权益资产上，因此港股常在港元达到弱保后进一步回落。因此就短端利率而言，考虑到距离美联储降息操作仍有一段时间，3 个月期 Libor 快速回落的概率或不大，因此美港利差仍将维持在正值水平，港元受制于此或难以对港股提供显著的资金增量。

图 7：美港利差收窄时港股多数承压



资料来源：Wind，天风证券研究所

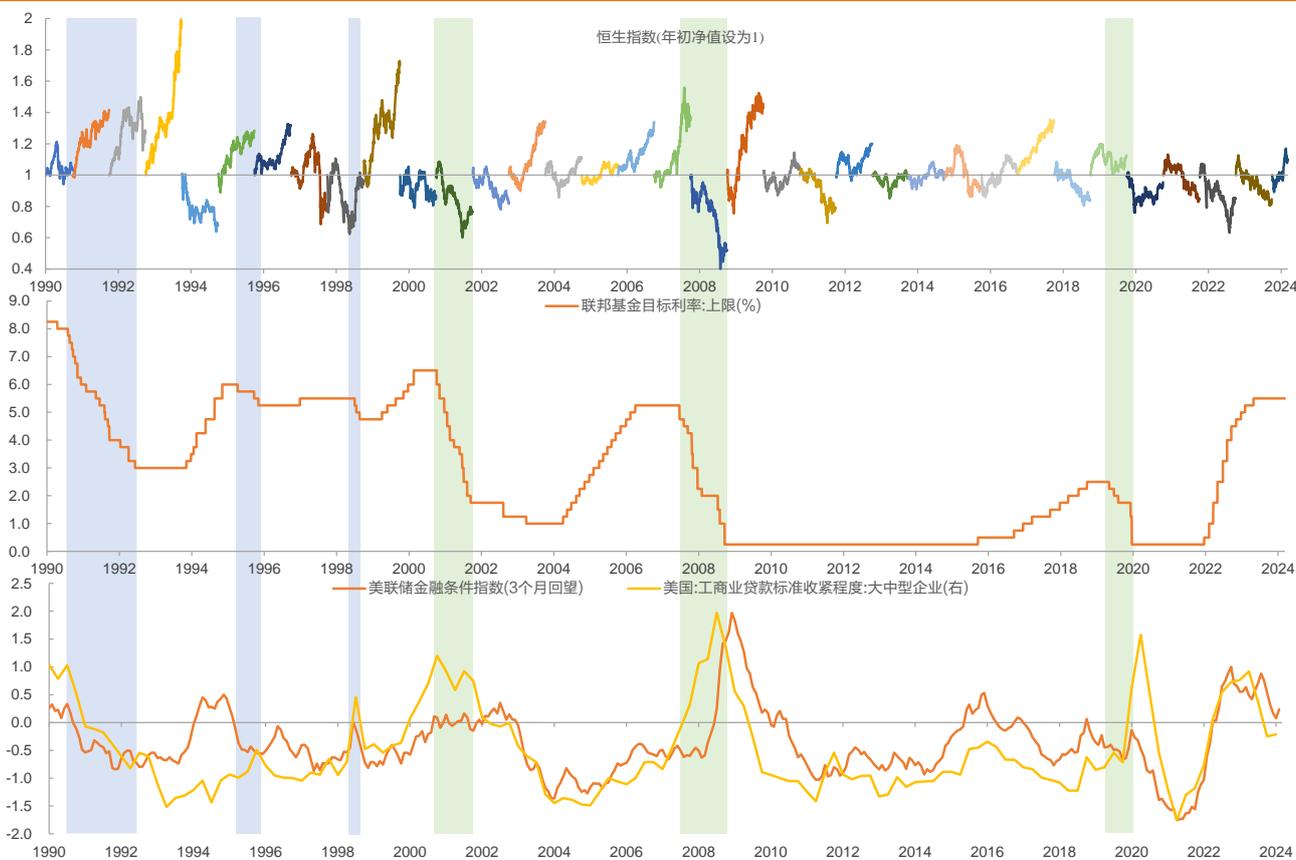
图 8：港元汇率与美港利差高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

外部流动性方面，美国经济能否实现软着陆或是影响港股外部金融条件的关键因素。在1990年以来的6次降息周期中，复盘恒指从首次降息到降息完毕内的区间表现，显示恒指仅在前3次降息周期中录得上涨，而21世纪以来的3次降息周期中均遭遇不同程度调整。究其原因，联邦基金目标利率仅仅是金融条件的一个因子，整体流动性状况需要结合长端利率、汇率等因素做进一步评估，其中美联储降息过程是否伴随经济状况的恶化将对金融条件产生重要影响。在前3轮降息周期中，美国信贷标准处于边际宽松或历史相对宽松区间，金融条件指数也对应保持低位，外部流动性改善对港股估值形成支撑；对比之下，近3轮降息周期均呈现应对式特征，即美国经济出现衰退压力后美联储才进行降息应对，此时前期累积的加息压力已传导至信用端，带动流动性环境收紧，对港股估值形成挤压。4月以来美国经济数据出现反复，美元指数多次触及104关键点位但均未能向下突破，使得外部流动性压力仍在高位悬停。若后续美国经济保持韧性，美联储开启预防式降息进程，港股的外部金融条件状况或有望得到更多改善。

图9：近三轮降息周期中恒指均遭遇一定调整



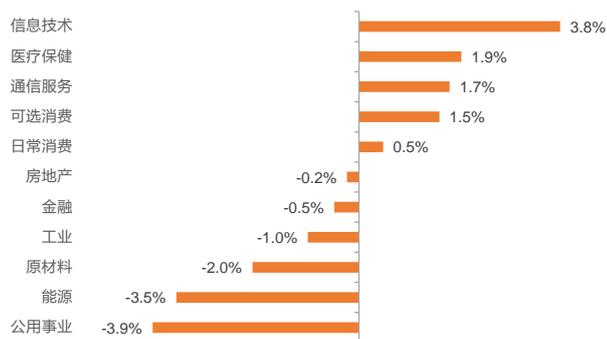
资料来源：彭博，天风证券研究所

往后看，港股在内外资情绪大幅改善的背景下已促成一轮较为显著的反弹，后续持续性及上涨空间有待更多夯实的基本面数据与之配合，经济修复验证期内依旧保持谨慎乐观态度。配置方面，一方面股息率较高的公用事业、能源、金融、电信等板块，即使未来市场波动率有所上升，也有望在该环境中提供可观的相对收益；另一方面，以半导体、互联网为代表的科技行业仍将是产业转型的主抓手，有望从政府支持以及国产替代中受益。

1.2. 美股市场：市场情绪再次回到中性偏低水平

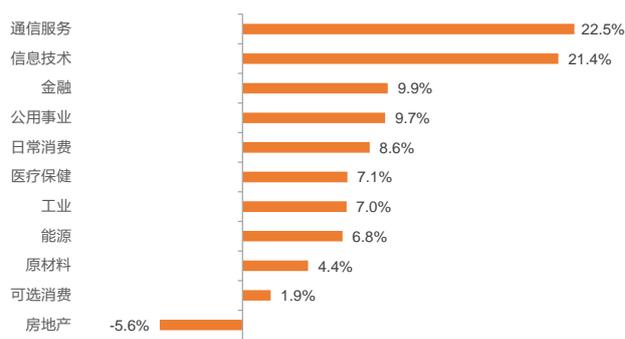
美股重拾涨势，科技与成长风格反弹显著。6月3日至7日，美国经济数据出现冷热交错，5月ISM制造业录得48.7，低于预期49.6与前值49.2，而5月非农就业人数增加27.2万人，远超市场预期的18万人，多空交织下美股有所震荡但整体收涨。观察区间内，三大股指集体上涨，纳指再创历史新高；风格层面，动量与成长因子表现居前，小盘与高股息风格相对落后；策略层面，风格轮动优于多因子与GARP策略；行业层面，信息技术板块显著反弹3.8%，公用事业与能源高位回落，均下跌3%。

图 10：美股主要行业指数涨跌幅(6.3-6.7)



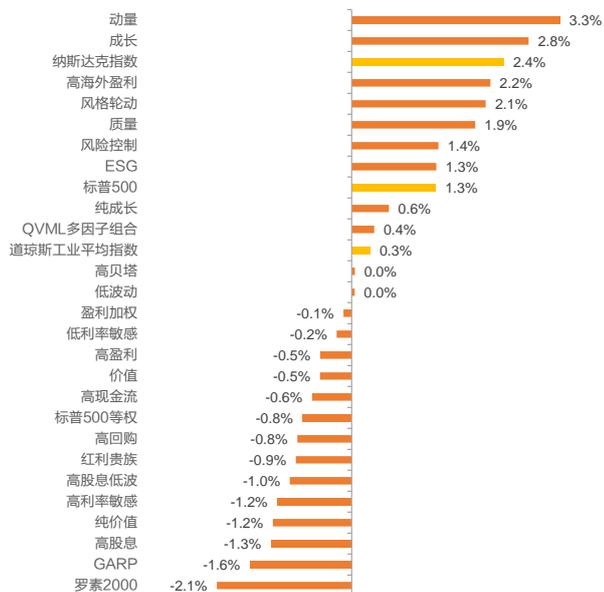
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 11：美股主要行业指数涨跌幅(年初至今)



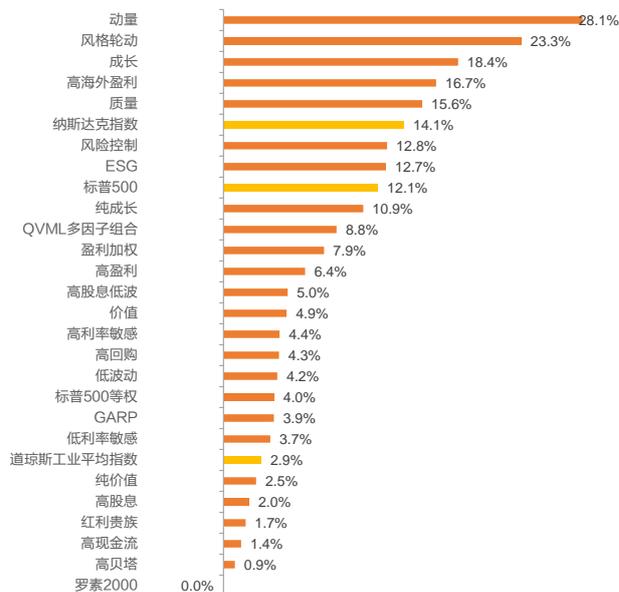
资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

图 12：美股主要风格与策略指数涨跌幅(6.3-6.7)



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 13：美股主要风格与策略指数涨跌幅(年初至今)



资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

美国劳动力供需压力有所缓解，周期性通胀或趋于回落。5月家庭调查与机构调查的就业人数差异进一步放大，处于近四年来的偏高水平，我们认为家庭调查描述的劳动力状况或更为准确，一是劳工部的出生、死亡净人数调整模型创造了较为可观的就业岗位，但实际情况或存在偏颇，二是过去一年中兼职工作增加约150万个岗位，而全职工作减少约110万个岗位，表明实际就业情况或并不如非农数据一样表现强劲，劳动力供需压力或有所缓解。若这一趋势得以延续，美国单位劳动力成本或进一步降低，其领先性也指引PCE的周期性通胀将保持下行趋势，但降幅仍取决于通胀粘性程度。

图 14：家庭调查与机构调查就业差异进一步放大



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 15：PCE 周期性通胀或趋于回落



资料来源：彭博，天风证券研究所

美股交易情绪缓和，利空反应出现钝化。尽管近期宏观因素催化较为频繁，但标普500与纳斯达克100指数的波动率与偏度均出现回落，表明投资者并未因疲软的经济数据或是延迟的降息时点出现恐慌，市场预期保持平稳。此外，5月中下旬以来美股的震荡调整使得市场宽度再次来到历史相对低位，利空情绪消化已较为充分，后续美股或有望延续升势。

图 16：标普500与纳斯达克100指数偏度出现回落



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 17：标普500市场宽度再次来到历史偏低水平



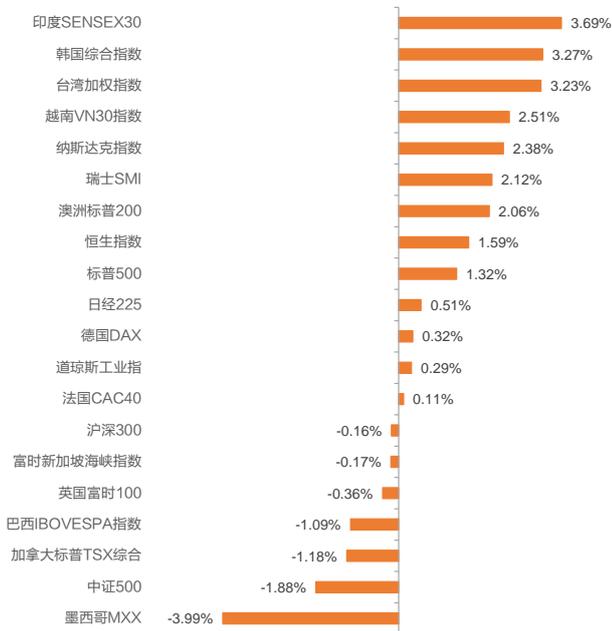
资料来源：彭博，天风证券研究所

投资策略上，在美国经济软着陆与金融条件指数延续宽松的基准假设下，美股或在中期维度内维持上升趋势，同时市场短期情绪再次来到中性偏低水平，美股或具备一定配置性价比。行业配置上，一是若后续制造业PMI确认上行趋势，以能源、原材料为代表的周期板块或有所表现，二是人工智能产业趋势尚处在验证阶段，关注部分科技细分板块的配置机会。

2. 大类资产回顾

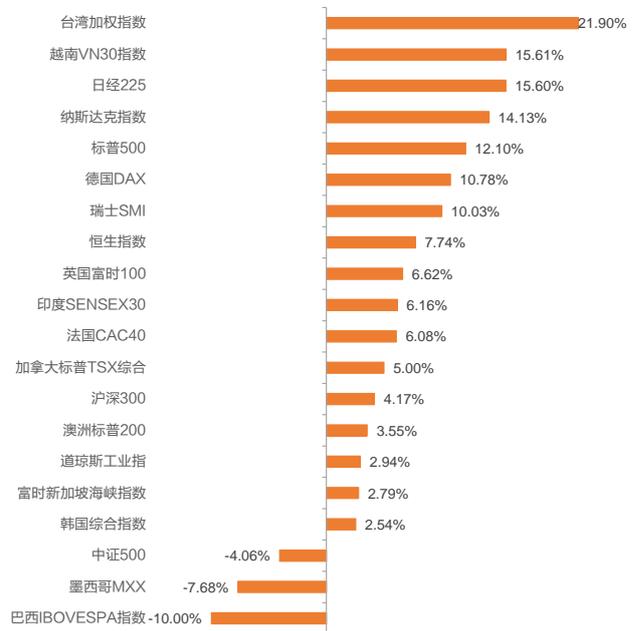
2.1. 股票市场

图 18：全球股票市场指数涨跌幅(6.3-6.7)



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 19：全球股票市场指数涨跌幅(年初至今)



资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

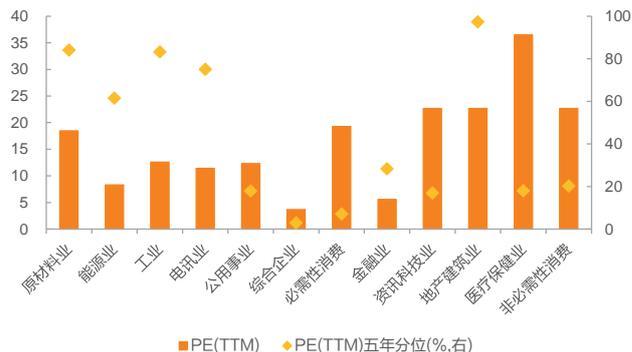
2.1.1. 港股市场

图 20：恒生风格指数估值与历史分位



资料来源：Wind，天风证券研究所(截至 2024.6.7)

图 21：恒生行业指数估值与历史分位



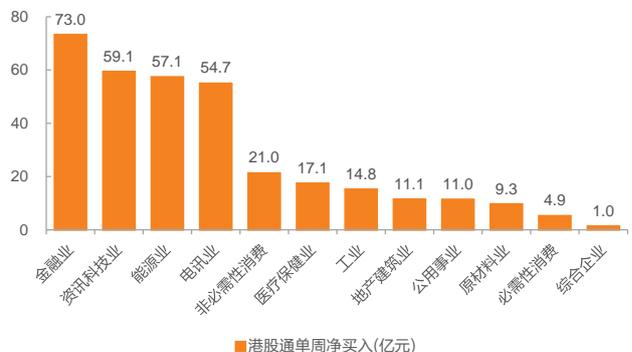
资料来源：Wind，天风证券研究所(截至 2024.6.7)

图 22：港股通单周净买入规模(6.3-6.7)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：恒生行业指数单周港股通净流入(6.3-6.7)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：恒指成交额(20日移动平均)



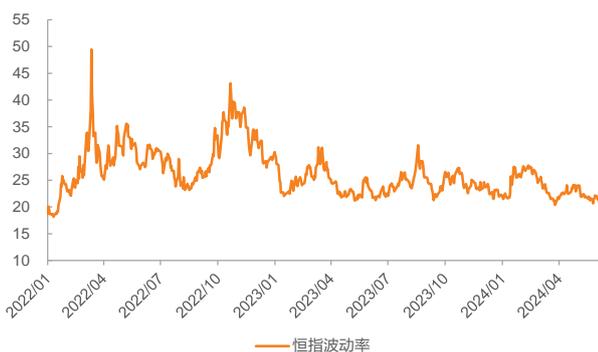
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 25：港股卖空成交额与市场成交额比值



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 26：恒指波动率指数



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 27：恒生指数 6 日 RSI 指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：恒指远期市盈率



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 29：恒生中国企业指数远期市盈率



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 30：恒指远期 EPS



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 31：恒生中国企业指数远期 EPS



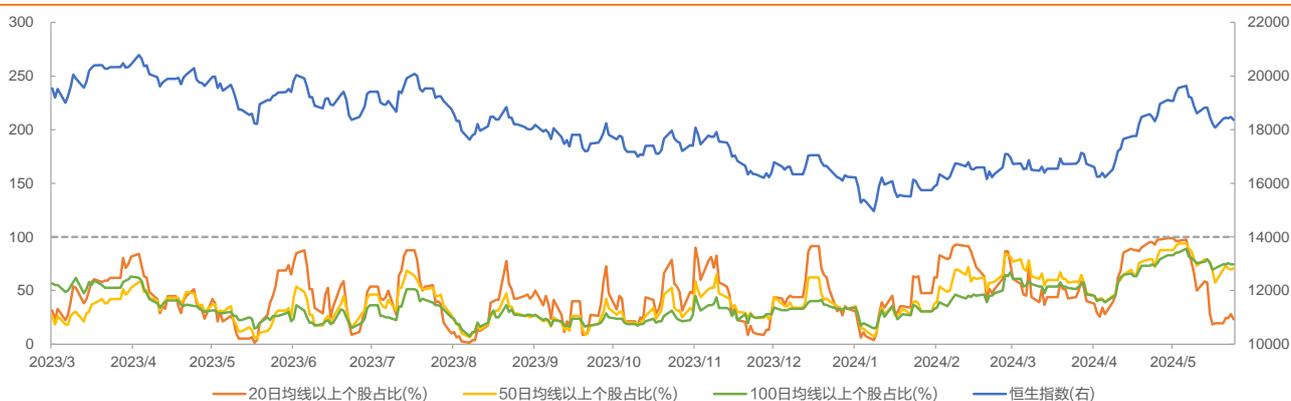
资料来源：彭博，天风证券研究所

表 1：恒生行业指数宽度

行业名称	20 日均线以上个股占比(%)	50 日均线以上个股占比(%)	100 日均线以上个股占比(%)
原材料业	25.0	62.5	79.2
能源业	38.5	84.6	84.6
金融业	12.2	79.6	75.5
资讯科技业	27.8	53.7	70.4
工业	41.3	67.4	76.1
必需性消费	19.4	48.4	58.1
非必需性消费	21.2	47.5	56.6
电讯业	75.0	87.5	87.5
综合企业	12.5	100.0	87.5
地产建筑业	16.2	77.9	73.5
公用事业	75.0	92.9	89.3
医疗保健业	22.4	38.8	40.0

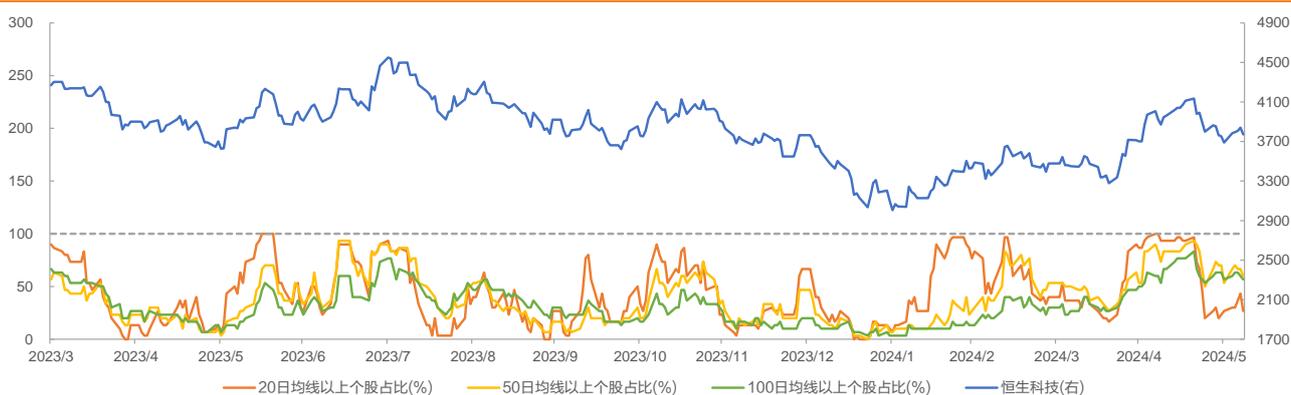
资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

图 32：恒生指数宽度



资料来源：彭博，天风证券研究所

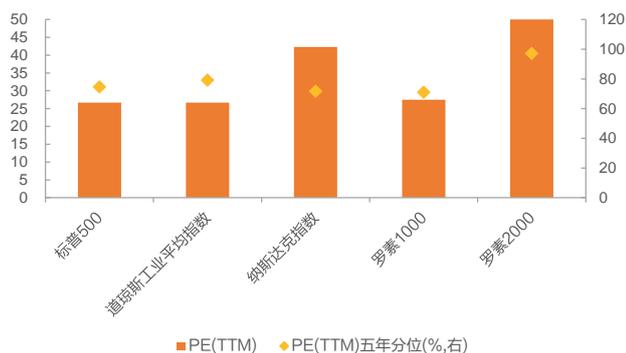
图 33：恒生科技宽度



资料来源：彭博，天风证券研究所

2.1.2. 美股市场

图 34：美股风格指数估值与历史分位



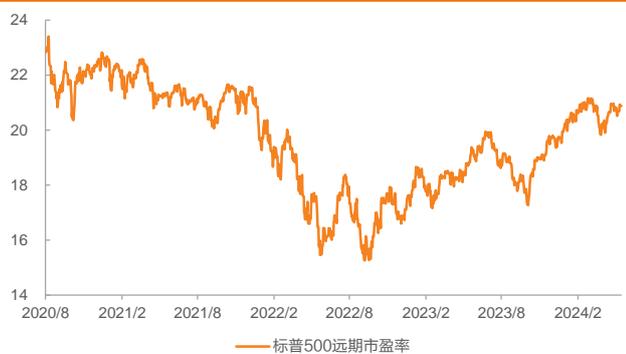
资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

图 35：标普 500 行业指数估值与历史分位



资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

图 36：标普 500 远期市盈率



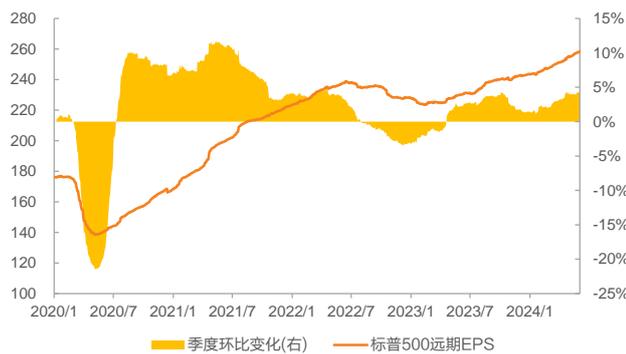
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 37：纳斯达克指数远期市盈率



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 38：标普 500 远期 EPS



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 39：纳斯达克指数远期 EPS



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 40：标普 500 成分股创近一个月新高/新低个股数差值



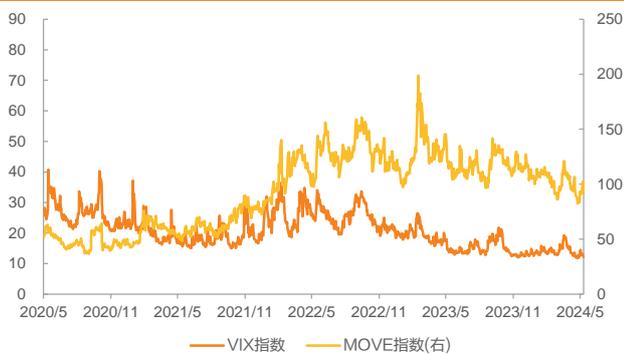
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 41：美股主动投资仓位指数



资料来源：NAAIM，天风证券研究所（截至 2024.6.5）

图 42：VIX 与 MOVE 指数



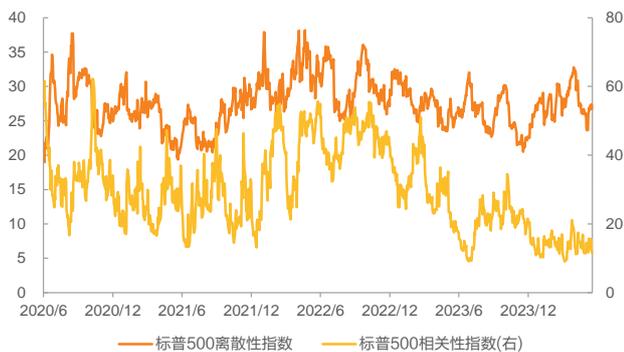
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 43：CBOE 偏度指数



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 44：标普 500 离散性与相关性指数



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 45：CBOE 权益看跌/看涨比率



资料来源：彭博，天风证券研究所

表 2：标普 500 一级行业指数宽度

行业名称	20 日均线以上个股占比(%)	50 日均线以上个股占比(%)	100 日均线以上个股占比(%)
能源	18.2	22.7	54.6
通信服务	72.7	72.7	59.1
原材料	35.7	39.3	46.4
工业	26.6	38.0	43.6
公用事业	3.2	77.4	90.3
信息技术	49.2	60.0	52.3
金融	26.8	42.3	59.2
可选消费	48.1	44.2	46.2
日常消费	31.6	39.5	44.7
房地产	54.8	64.5	58.1
医疗保健	50.0	57.8	54.0

资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.7）

图 46：标普 500 指数宽度



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 47：纳斯达克指数宽度



资料来源：彭博，天风证券研究所

3. 风险提示

海外流动性快速收紧；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com