

海外与大类周报

证券研究报告

2024年07月01日

低波动与低成交状态下的港股应对

作者

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

相关报告

- 1 《投资策略：投资策略-保持耐心》 2024-06-30
- 2 《投资策略：周观 REITs2024年6月第4周-工银河北高速REIT上市》 2024-06-29
- 3 《投资策略：行业比较周报-为何红利天然适配低波动》 2024-06-28

港股市场：情绪趋弱，等待机会

1) **港股震荡收跌，电讯板块领涨市场。**6月24日至28日，主要宽基指数均遭遇不同程度调整，市场成交额相对低迷，恒生指数与恒生科技分别下跌1.7%、4.0%。风格层面，国有企业与高股息因子相对抗跌，小盘股调整显著；策略层面，沪深港通AH股精明指数优于风险调控与多因子组合；行业层面，电讯板块领涨市场(+3.5%)，公用事业亦提供正回报(+0.7%)，资讯科技与医疗保健行业跌逾3%；

2) **工业企业经济效益边际回落。**今年1-5月工业企业实现利润总额累计同比3.4%，环比回落0.9pct。5月产成品库存增速为3.6%，连续6个月环比提升，生产活动出现一定补库迹象，但力度较为温和，考虑到具有领先作用的M1增速仍然偏弱，预计库存增速或在低位区间维持震荡，整体经济向主动补库状态的切换时点尚需等待；

3) **波动率与成交额均处低位时，港股上行动能或较为有限。**波动率反映分歧程度，成交额代表交易情绪，因此当市场处于波动率与成交额双低状态时，投资者悲观情绪常反映的更为明显，股指受其压制而缺少亮眼行情。2021年以来在恒指跌超30%的挑战下，风险控制策略录得6.3%的累积正收益，尤其是2023年后的表现更为亮眼。考虑到目前市场情绪相对较弱，港股短期胜率或较为有限；

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：美国大选变数仍在

1) **美股延续升势，能源板块持续反弹。**6月24日至28日，拜登与特朗普进行首次电视辩论，此后市场交易特朗普胜出可能，其保守的贸易与移民政策或对通胀去化进程形成阻力，10年期美债利率上行至4.4%。观察区间内，标普500与纳指再创历史新高，道指微跌0.1%；风格层面，小盘与成长因子表现居前，质量与红利因子跌超1.2%；策略层面，GARP优于多因子与风格轮动策略；行业层面，能源板块延续反弹趋势，原材料与公用事业领跌市场；

2) **美国大选变数仍在，经济不确定性有所上升。**尽管特朗普在首次电视辩论中取得一定优势，但从民调结果看两位候选人的差距并非十分明显，6月29日特朗普与拜登支持率分别为46.8%、44.9%，1.9%的差值处近一年中枢水平，后续民调走势仍存在一定变数。此外，2012年以来的大选年份间，美国NFIB经济不确定性指数均出现持续上行状态，选举结果引发的政策路径调整或对经济增速与通胀去化造成显著影响，后续仍需持续关注拜登团队应对以及特朗普司法纠纷结果；

3) **大类资产定价情绪保持平稳。**今年以来，全球已经历中东局势升级、美国经济反复、联储降息时点摇摆等重大事件，但大类资产的定价波动却极少出现大幅波动。全球高收益债券期权调整利差以及G10汇率波动率自2023年见顶以来持续回落，纳指创下历史新高的同时，其市场宽度中枢却在不断下沉，因此大类资产的低波趋势一定程度上反映了全球投资者的平稳预期，美股受内外冲击影响出现深度调整的概率或仍然偏低；

4) 投资策略上，在美国经济未来几个季度或出现放缓压力的基准假设下，美股或在中期维度内承压，但短期市场风险偏好尚处高位，美股大幅调整的概率或偏低。行业配置上，一是若后续制造业PMI延续下行趋势，以公用事业为代表的防御板块或有所表现，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。

内容目录

1. 权益市场回顾.....	4
1.1. 港股市场：情绪趋弱，等待机会.....	4
1.2. 美股市场：美国大选变数仍在.....	6
2. 大类资产回顾.....	8
2.1. 股票市场.....	8
2.1.1. 港股市场.....	9
2.1.2. 美股市场.....	12
3. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：港股主要行业指数涨跌幅（6.24-6.28）.....	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（6.24-6.28）.....	4
图 4：港股主要风格与策略指数涨跌幅（年初至今）.....	4
图 5：5 月工业企业利润总额累计同比增速回落.....	5
图 6：工业企业补库力度仍然偏弱.....	5
图 7：当前恒指处于波动率与成交额双低状态.....	5
图 8：2021 年以来风险控制策略录得约 6.3% 累积回报.....	5
图 9：美股主要行业指数涨跌幅（6.24-6.28）.....	6
图 10：美股主要行业指数涨跌幅（年初至今）.....	6
图 11：美股主要风格与策略指数涨跌幅（6.24-6.28）.....	6
图 12：美股主要风格与策略指数涨跌幅（年初至今）.....	6
图 13：当前特朗普民调支持率略高于拜登.....	7
图 14：大选年份美国经济不确定性指数持续上升.....	7
图 15：债券与外汇市场波动较为平稳.....	7
图 16：纳指市场宽度处于中性偏低水平.....	7
图 17：全球股票市场指数涨跌幅（6.24-6.28）.....	8
图 18：全球股票市场指数涨跌幅（年初至今）.....	8
图 19：恒生风格指数估值与历史分位.....	9
图 20：恒生行业指数估值与历史分位.....	9
图 21：港股通单周净买入规模（6.24-6.28）.....	9
图 22：恒生行业指数单周港股通净流入（6.24-6.28）.....	9
图 23：恒指成交额（20 日移动平均）.....	9
图 24：港股卖空成交额与市场成交额比值.....	9
图 25：恒指波动率指数.....	10
图 26：恒生指数 6 日 RSI 指数.....	10
图 27：恒指远期市盈率.....	10
图 28：恒生中国企业指数远期市盈率.....	10

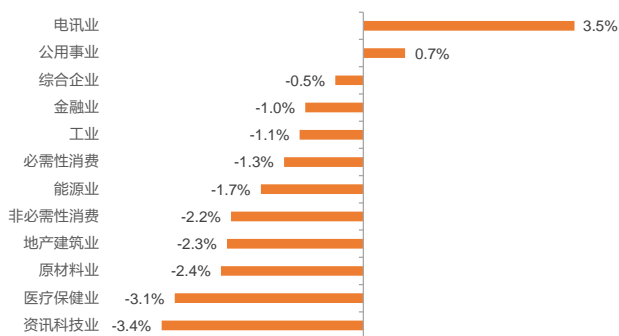
图 29: 恒指远期 EPS	10
图 30: 恒生中国企业指数远期 EPS	10
图 31: 恒生指数宽度	11
图 32: 恒生科技宽度	11
图 33: 美股风格指数估值与历史分位	12
图 34: 标普 500 行业指数估值与历史分位	12
图 35: 标普 500 远期市盈率	12
图 36: 纳斯达克指数远期市盈率	12
图 37: 标普 500 远期 EPS	12
图 38: 纳斯达克指数远期 EPS	12
图 39: 标普 500 成分股创近一个月新高/新低个股数差值	13
图 40: 美股主动投资仓位指数	13
图 41: VIX 与 MOVE 指数	13
图 42: CBOE 偏度指数	13
图 43: 标普 500 离散性与相关性指数	13
图 44: CBOE 权益看跌/看涨比率	13
图 45: 标普 500 指数宽度	14
图 46: 纳斯达克指数宽度	14
表 1: 恒生行业指数宽度	11
表 2: 标普 500 一级行业指数宽度	14

1. 权益市场回顾

1.1. 港股市场：情绪趋弱，等待机会

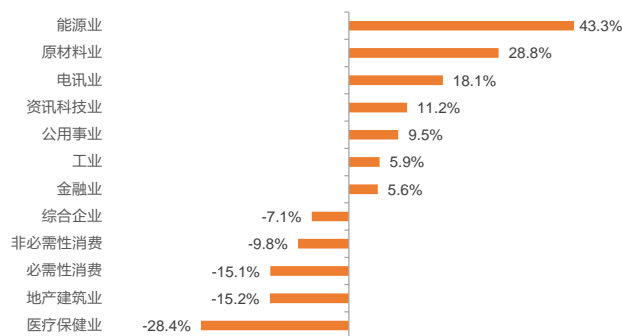
港股震荡收跌，电讯板块领涨市场。6月24日至28日，港股未能延续近期整固状态，主要宽基指数均遭遇不同程度调整，市场成交额相对低迷，恒生指数与恒生科技分别下跌1.7%、4.0%。风格层面，国有企业与高股息因子相对抗跌，小盘股调整显著；策略层面，沪深港通AH股精明指数优于风险调控与多因子组合；行业层面，电讯板块领涨市场(+3.5%)，公用事业亦提供正回报(+0.7%)，资讯科技与医疗保健行业跌逾3%。

图 1：港股主要行业指数涨跌幅（6.24-6.28）



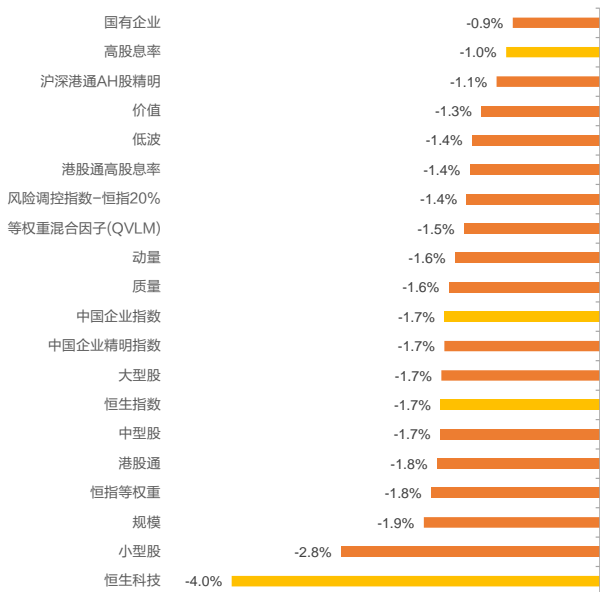
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：港股主要行业指数涨跌幅（年初至今）



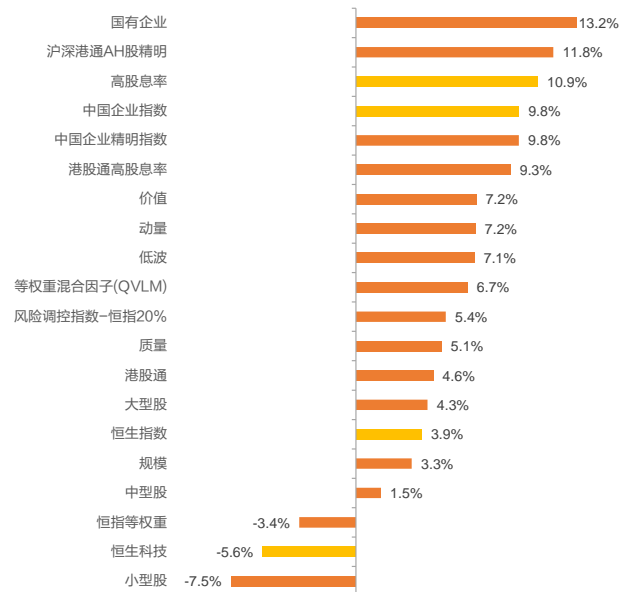
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

图 3：港股主要风格与策略指数涨跌幅（6.24-6.28）



资料来源：Wind，天风证券研究所

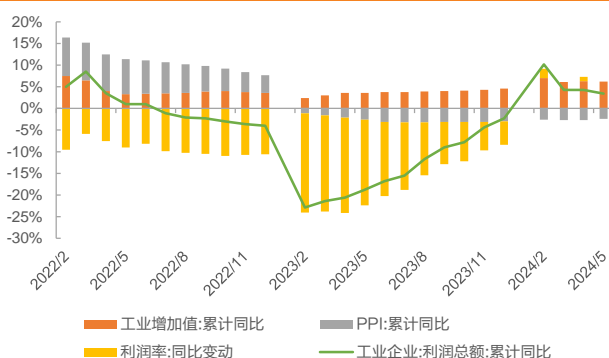
图 4：港股主要风格与策略指数涨跌幅（年初至今）



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

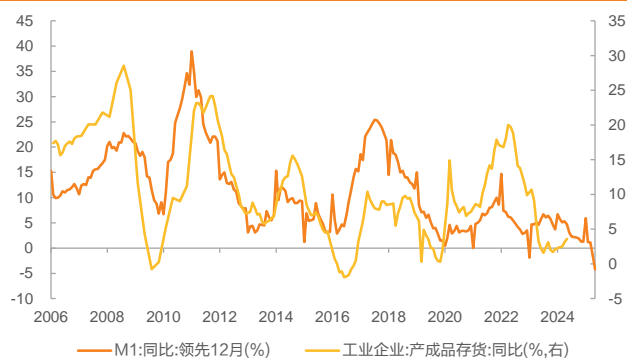
工业企业经济效益边际回落。今年1-5月工业企业实现利润总额累计同比3.4%，环比回落0.9pct，从量、价、利润率拆分看，5月工业生产活动出现一定收缩，工业增加值增速边际放缓；尽管PPI贡献依旧为负，但累计同比增速较上月提升0.3pct至-2.4%；5月工业企业累计营业收入利润率录得5.19%，与去年同期基本持平；在未来几个月低基数作用下，PPI有望对工业企业利润起到支撑作用，企业投产意愿或得到提振。此外，5月产成品库存增速为3.6%，连续6个月环比提升，生产活动出现一定补库迹象，但力度较为温和，考虑到具有领先作用的M1增速仍然偏弱，预计库存增速或在低位区间维持震荡，整体经济向主动补库状态的切换时点尚需等待。

图 5：5月工业企业利润总额累计同比增速回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

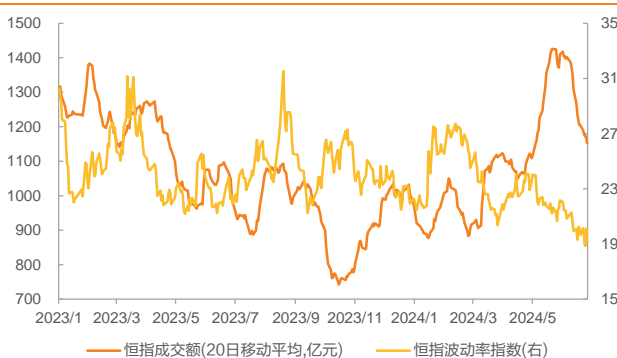
图 6：工业企业补库力度仍然偏弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

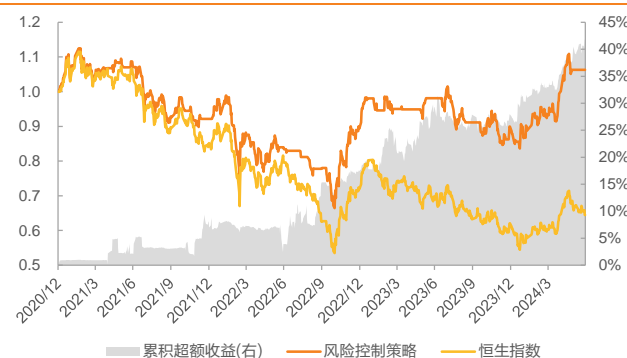
波动率与成交额均处低位时，港股上行动能或较为有限。波动率反映分歧程度，成交额代表交易情绪，因此当市场处于波动率与成交额双低状态时，投资者悲观情绪常反映的更为明显，股指受其压制而缺少亮眼行情。设计一个简单的情绪规避策略，若当前时点确认波动率与成交额的阶段性最大值距今已回落超过一周，则确认市场已进入悲观状态，策略上用空仓操作进行应对，其余时间均做多股指，回测结果表明2021年以来在恒指跌超30%的挑战下，风险控制策略录得6.3%的累积正收益，尤其是2023年后的表现更为亮眼。考虑到目前市场情绪相对较弱，港股短期胜率或较为有限。

图 7：当前恒指处于波动率与成交额双低状态



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2021年以来风险控制策略录得约6.3%累积回报



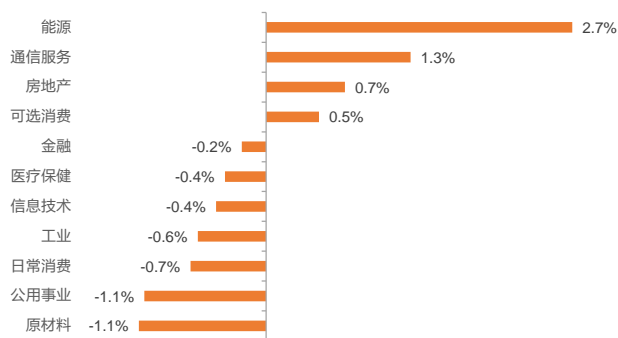
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：美国大选变数仍在

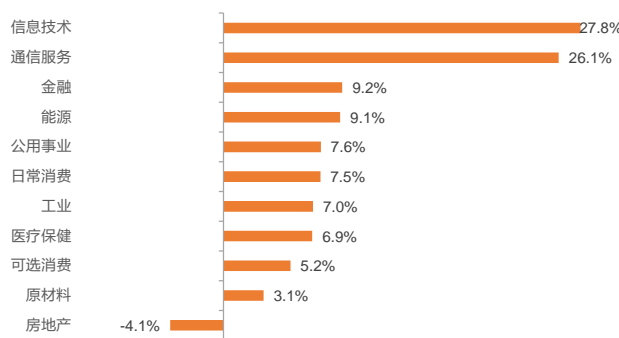
美股延续升势，能源板块持续反弹。6月24日至28日，拜登与特朗普进行首次电视辩论，此后市场交易特朗普胜出可能，其保守的贸易与移民政策或对通胀去化进程形成阻力，10年期美债利率上行至4.4%。观察区间内，标普500与纳指再创历史新高，道指微跌0.1%；风格层面，小盘与成长因子表现居前，质量与红利因子跌超1.2%；策略层面，GARP优于多因子与风格轮动策略；行业层面，能源板块延续反弹趋势，原材料与公用事业领跌市场。

图 9：美股主要行业指数涨跌幅（6.24-6.28）



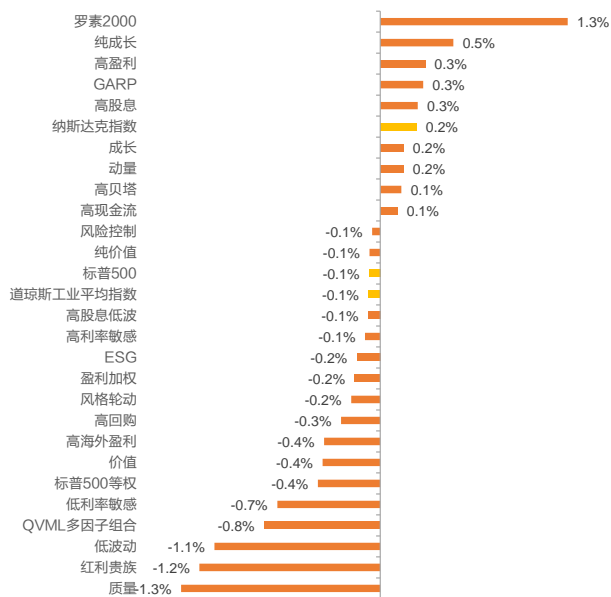
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 10：美股主要行业指数涨跌幅（年初至今）



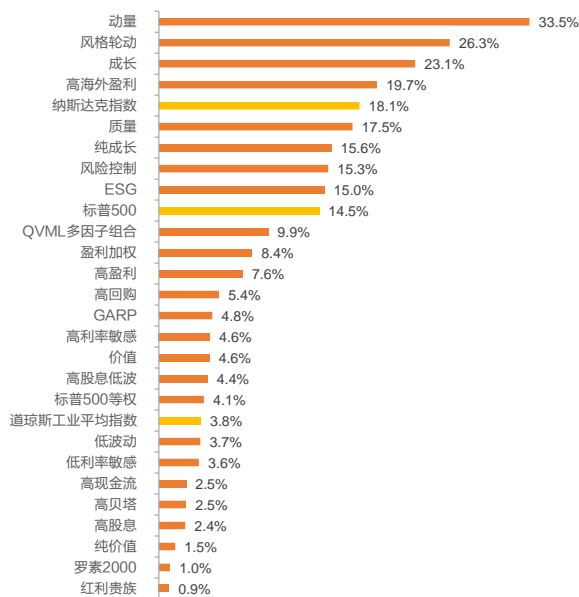
资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

图 11：美股主要风格与策略指数涨跌幅（6.24-6.28）



资料来源：彭博，天风证券研究所

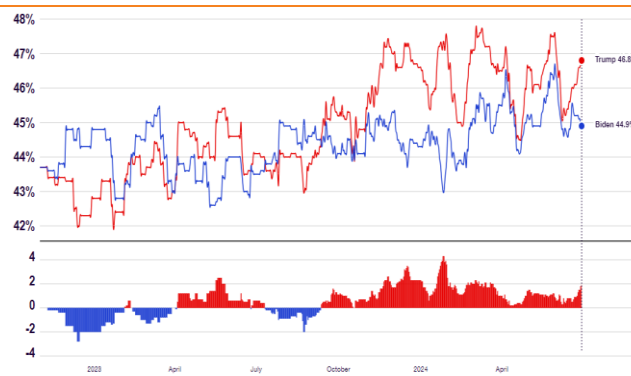
图 12：美股主要风格与策略指数涨跌幅（年初至今）



资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

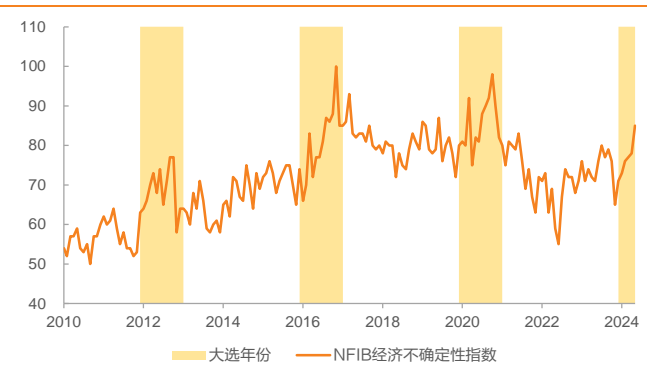
美国大选变数仍在，经济不确定性有所上升。尽管特朗普在首次电视辩论中取得一定优势，但从民调结果看两位候选人的差距并非十分明显，6月29日特朗普与拜登支持率分别为46.8%、44.9%，1.9%的差值处近一年中枢水平，后续民调走势仍存在一定变数。此外，2012年以来的大选年份间，美国NFIB经济不确定性指数均出现持续上行状态，选举结果引发的政策路径调整或对经济增速与通胀去化造成显著影响，后续仍需持续关注拜登团队应对以及特朗普司法纠纷结果。

图 13：当前特朗普民调支持率略高于拜登



资料来源：Real Clear Polling，天风证券研究所

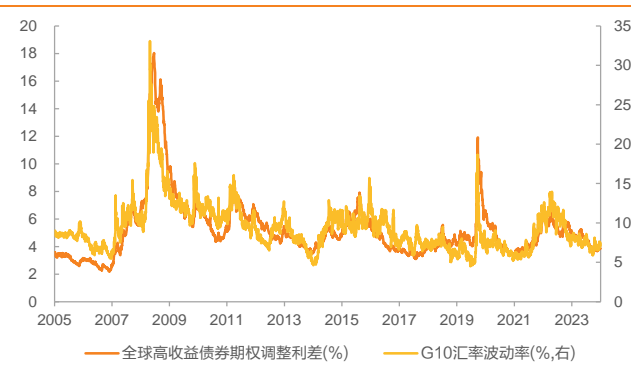
图 14：大选年份美国经济不确定性指数持续上升



资料来源：彭博，天风证券研究所

大类资产定价情绪保持平稳。今年以来，全球已经历中东局势升级、美国经济反复、联储降息时点摇摆等重大事件，但大类资产的定价波动却极少出现大幅波动。全球高收益债券期权调整利差以及G10汇率波动率自2023年见顶以来持续回落，纳指创下历史新高的同时，其市场宽度中枢却在不断下沉，因此大类资产的低波趋势一定程度上反映了全球投资者的平稳预期，美股受内外冲击影响出现深度调整的概率或仍然偏低。

图 15：债券与外汇市场波动较为平稳



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 16：纳指市场宽度处于中性偏低水平



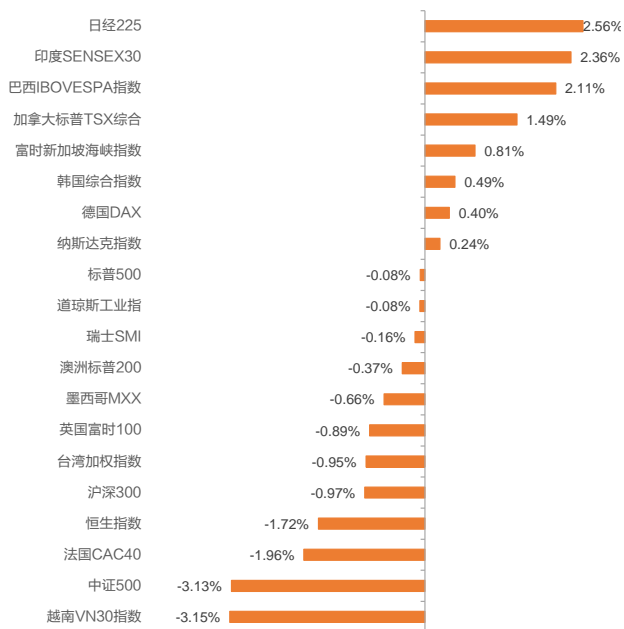
资料来源：彭博，天风证券研究所

投资策略上，在美国经济未来几个季度或出现放缓压力的基准假设下，美股或在中期维度内承压，但短期市场风险偏好尚处高位，美股大幅调整的概率或偏低。行业配置上，一是若后续制造业PMI延续下行趋势，以公用事业为代表的防御板块或有所表现，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

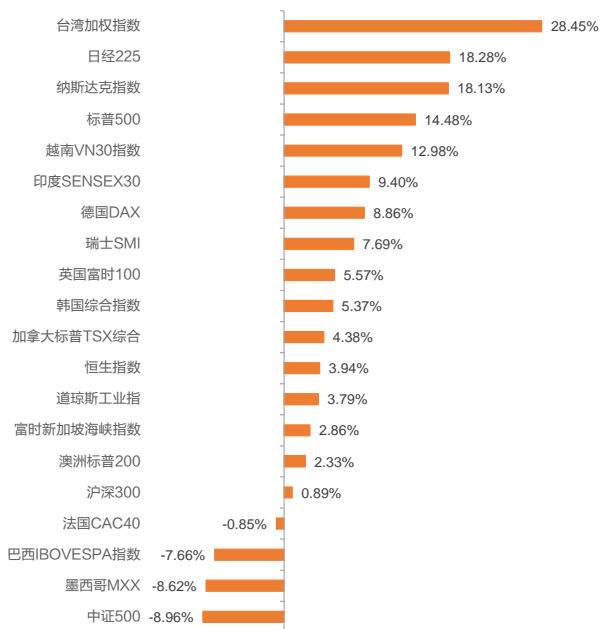
2.1. 股票市场

图 17：全球股票市场指数涨跌幅（6.24-6.28）



资料来源：彭博，天风证券研究所

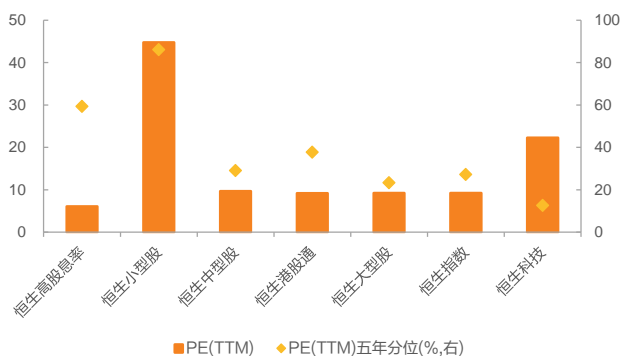
图 18：全球股票市场指数涨跌幅（年初至今）



资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

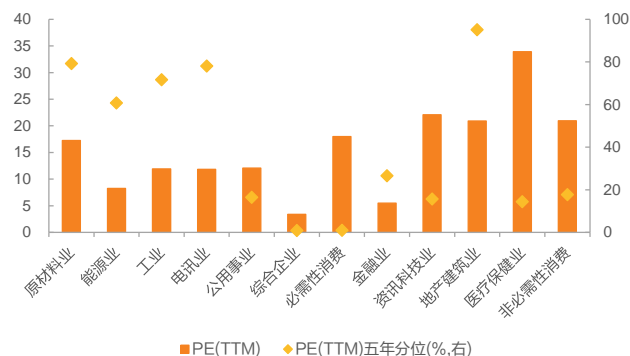
2.1.1. 港股市场

图 19：恒生风格指数估值与历史分位



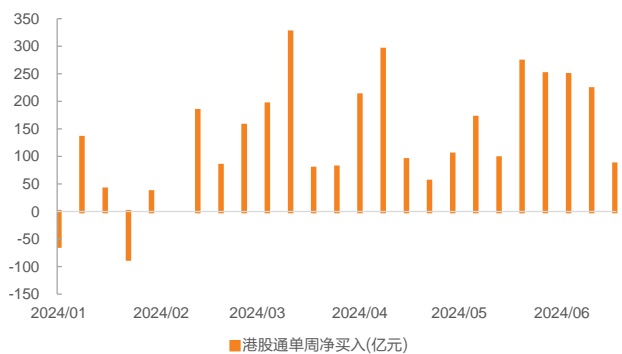
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

图 20：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 2024.6.28）

图 21：港股通单周净买入规模（6.24-6.28）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：恒生行业指数单周港股通净流入（6.24-6.28）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：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 24：港股卖空成交额与市场成交额比值



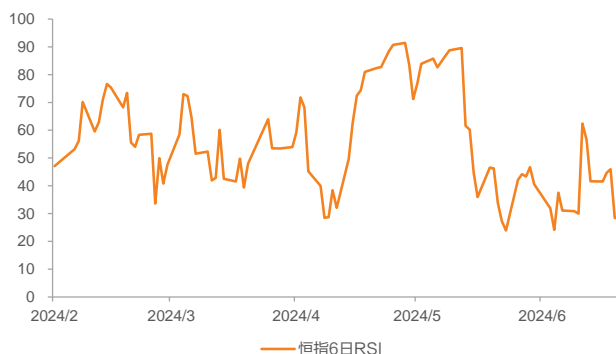
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 25：恒指波动率指数



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 26：恒生指数 6 日 RSI 指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：恒指远期市盈率



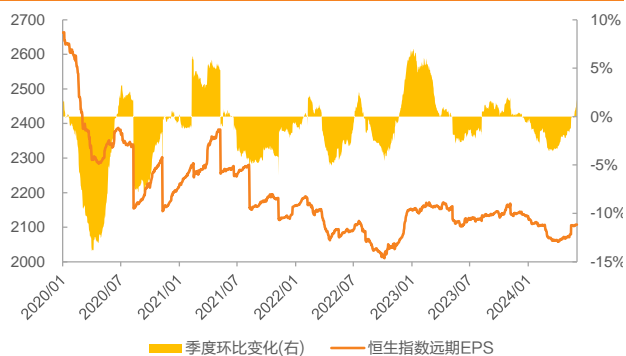
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 28：恒生中国企业指数远期市盈率



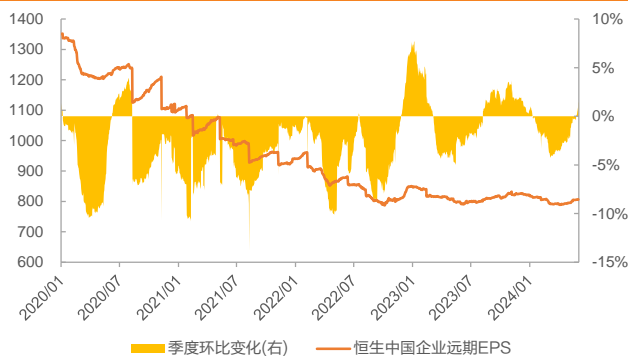
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 29：恒指远期 EPS



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 30：恒生中国企业指数远期 EPS



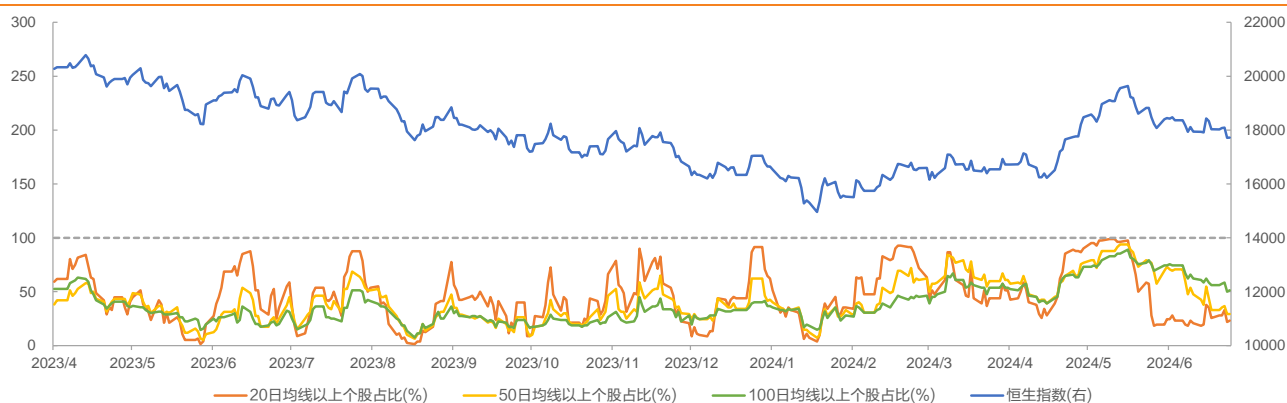
资料来源：彭博，天风证券研究所

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	20.8	25.0	66.7
能源业	53.9	69.2	69.2
金融业	28.6	26.5	59.2
资讯科技业	30.9	43.6	47.3
工业	39.1	45.7	63.0
必需性消费	30.0	26.7	33.3
非必需性消费	15.2	15.2	27.3
电讯业	87.5	87.5	87.5
综合企业	37.5	50.0	50.0
地产建筑业	13.2	22.1	38.2
公用事业	42.9	67.9	71.4
医疗保健业	13.1	14.3	19.1

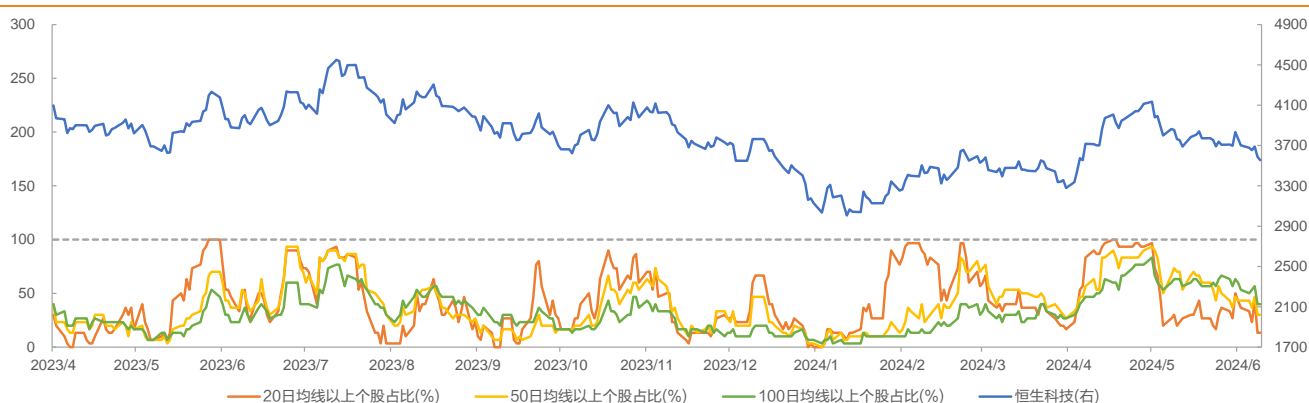
资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

图 31：恒生指数宽度



资料来源：彭博，天风证券研究所

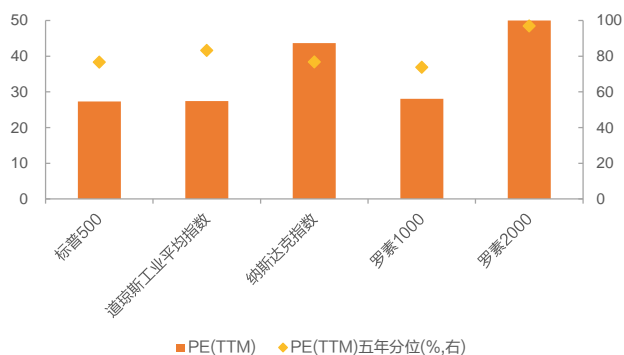
图 32：恒生科技宽度



资料来源：彭博，天风证券研究所

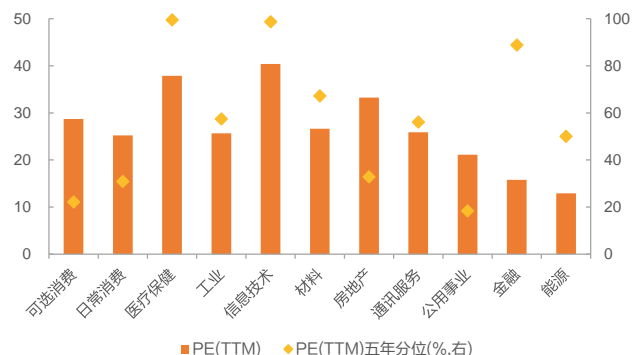
2.1.2. 美股市场

图 33：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 2024.6.28）

图 34：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 2024.6.28）

图 35：标普 500 远期市盈率



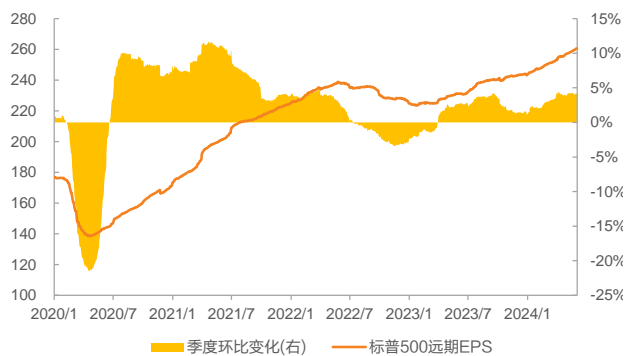
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 36：纳斯达克指数远期市盈率



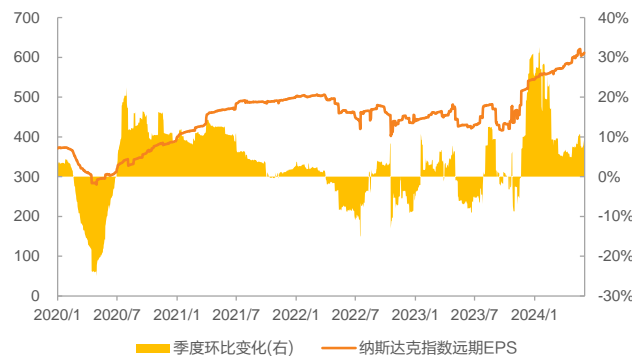
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 37：标普 500 远期 EPS



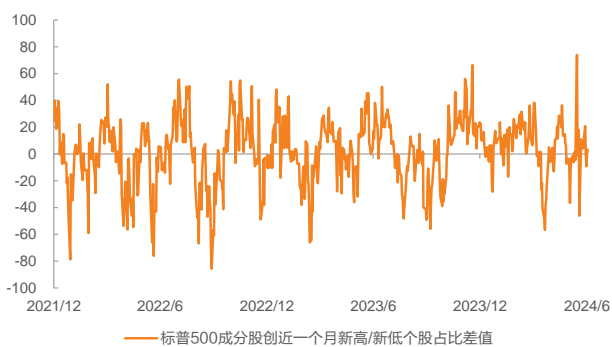
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 38：纳斯达克指数远期 EPS



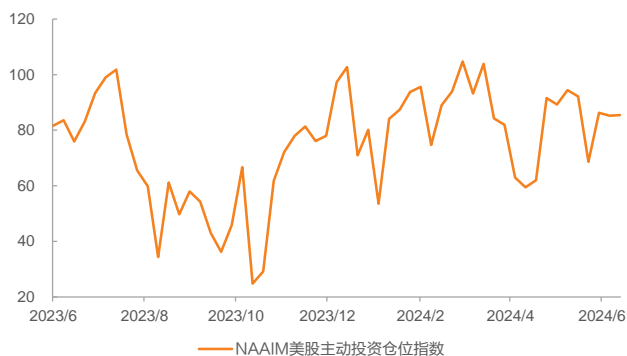
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 39：标普 500 成分股创近一个月新高/新低个股数差值



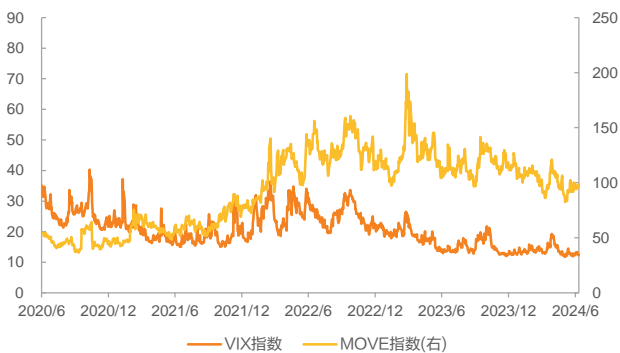
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 40：美股主动投资仓位指数



资料来源：NAAIM，天风证券研究所（截至 2024.6.26）

图 41：VIX 与 MOVE 指数



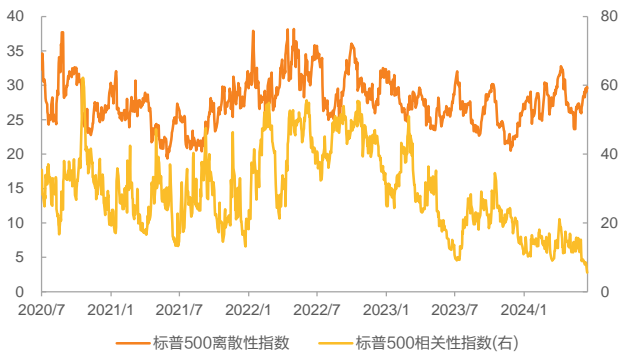
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 42：CBOE 偏度指数



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 43：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 44：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	81.8	40.9	54.6
通信服务	63.6	72.7	63.6
原材料	32.1	25.0	42.9
工业	43.6	32.1	44.2
公用事业	25.8	29.0	77.4
信息技术	73.1	76.1	67.2
金融	60.6	52.1	57.8
可选消费	42.3	53.9	46.2
日常消费	36.8	26.3	39.5
房地产	80.7	87.1	71.0
医疗保健	33.3	39.7	38.7

资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.6.28）

图 45：标普 500 指数宽度



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 46：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，并应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