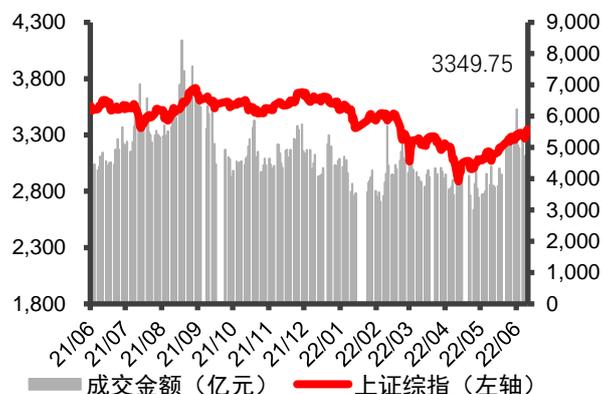
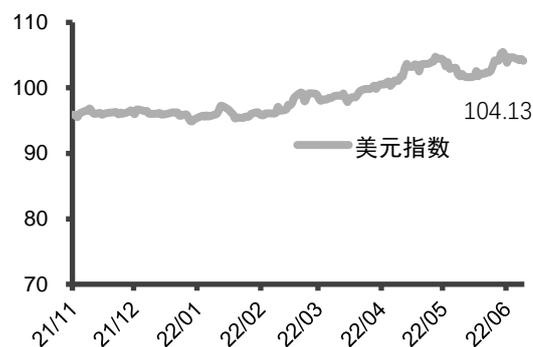


上证综合指数近一年走势图



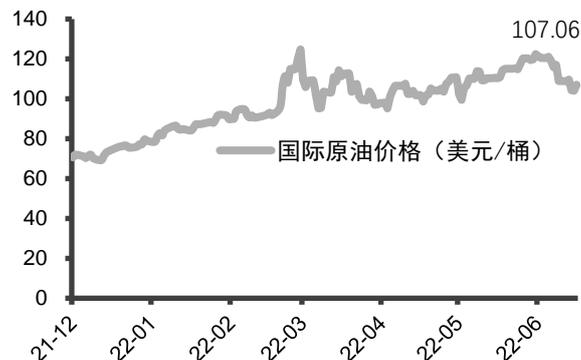
数据来源：万得，截止日期：2022.6.24

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.6.24

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.6.24

基金经理论市：美欧 PMI 回落，A 股流动性相对充裕

本周 A 股继续上涨，上证综指上涨 0.99%，深证成指上涨 2.88%，创业板指数上涨 6.29%。分板块看，新能源、汽车、家电、国防军工和机械等板块表现较好；有色、建筑、化工、银行和传媒等板块表现较差。本周 A 股的成交放大，风险偏好持续提升，创业板指的表现远远好于大盘。

海外经济方面，美欧的 PMI 回落。美国与欧元区 6 月份 Markit 制造业 PMI 初值较 5 月份分别回落 4.6、2.6 个百分点至 52.4、52.0，服务业 PMI 初值分别回落 1.8、3.3 个百分点至 51.6、52.8，均高于 50 的临界水平。美联储为了遏制通胀已经开始加息，欧央行也将从 7 月开始加息，美欧央行加息的负面影响开始传导到实体经济。目前美国和欧元区均面临高通胀的问题，较高的通胀抬升生产成本、抑制消费，不利于经济增长，美国和欧洲发生经济衰退的风险在提升。

国内经济方面，深改委会议强调加快构建数据基础制度。6 月 22 日，习主席主持召开中央全面深化改革委员会第二十六次会议。会议强调要促进数据高效流通使用、赋能实体经济，加快构建数据基础制度体系。会议强调，要依法依规将平台企业支付和其他金融活动全部纳入监管，强化金融控股公司监管和平台企业参控股金融机构监管，强化平台企业反垄断、反不正当竞争监管，压实各有关部门监管责任，保持线上线下监管一致性。

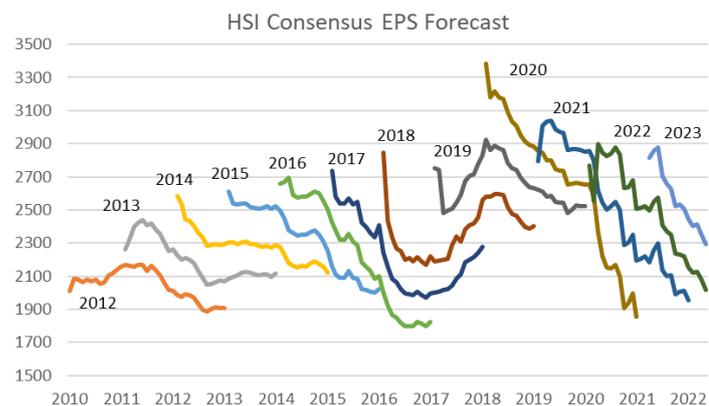
本周 A 股的表现继续好于我们的预期，个股的成交较为活跃，市场风险偏好出现了明显抬升。近期 A 股的走势越来越独立于海外市场的走势，表现出极高的韧性。流动性成为近期推动 A 股上涨的主要动力，居民资金入市的意愿较为强烈，主要是因为近期楼市相对低迷，理财产品的收益下降，居民资金需要寻找较高回报率资产，股票成为居民可选的相对高收益资产。

专栏：港股投资价值十问（一）

一、港股是价值洼地还是价值陷阱

从历史和全球比较来看，港股明显是价值洼地，但上涨仍有压制因素。继 3 月以来投资者情绪持续波动以及流动性紧张拖累海外中资股大幅下挫之后，其整体估值已降至数年来最低水平。历史比较，目前海外中资股市场整体估值已跌至历史低点。MSCI 中国指数（除 A 股）12 个月动态市盈率目前处于 8.3 倍，位于长期历史均值以下 1.2 倍标准差，几乎降至 2011 年以来的 10 年最低点。跨市场比较：1) 与全球市场相比具备吸引力：MSCI 中国指数（除 A 股）估值较美国、印度和东南亚市场存在折让；2) 与 A 股相比，A-H 股溢价幅度仍然处于 54% 的相对高位，表明海外中资股相对 A 股具有吸引力。

目前对于港股最核心的压制因素是盈利预期仍有下调压力，特别是 2022 年内地疫情的再次爆发多地物流受阻，甚至停工停产，因此盈利面临快速下调压力成为目前的主要压制因素。



资料来源：彭博资讯。

二、港股中的互联网板块是否见底

总体而言互联网板块政策已见底，基本面尚待反转。香港成长科技股相比其他可比市场具吸引力。在 36% 的预期盈利增速下，恒生科技指数 PEG 为 0.61 倍，明显低于创业板的 0.7 倍和纳斯达克市场的 1.15 倍，表明香港成长股板块与全球可比市场相比存在大幅折价。本轮板块的大幅回调主要是在美国外国公司问责法和国内反垄断政策趋严背景下，叠加中美监管政策逐步加码等多重因素共振的结果，政策因素是主因。在政策方面，近期监管暖风频吹，板块的监管风向已经在实质好转，但近期疫情及疫情防控的升级，导致了平台所依附的整体经济前景堪忧，抵消了互联网板块本身基本面的积极变化。

盈利预期下调，基本面反转尚待时日。在宏观经济和监管制约持续对增长构成影响的背景下，市场对互联网相关部门盈利的一致预测自 2 月份以来也下调了 13.71%，主要要是由于宏观经济不确定性犹存，且利好政策见效较缓。此外，中美关系维持紧张状态，中概退市风险仍未解除，叠加美国处于加息及缩表周期中，使得流动性和风险

偏好均不利于成长风格的互联网板块。



资料来源：高盛宏观研究，彭博资讯。

三、港股和外围市场的相关性

从历史来看，港股与美股的相关性明显高于 A 股与美股的相关性。通过计算 2000 年以来的历史收益率相关性，我们发现港股与美股指数的相关性（~50%）明显高于 A 股与美股的相关性（~20%），有时甚至超过了港股与 A 股的相关性（恒生指数与上证综指相关性为 37%，低于与标普 500 的相关性 54%）。因此在足够长期的数据观察中，我们不难看出，港股相较 A 股更受外围尤其是美股市场的影响。

	恒生指数	恒生国企指数	恒生科技指数	上证综指	沪深300	创业板指	MSCI中国	标普500	纳斯达克	罗素2000	MSCI全球
恒生指数	1.00	0.80	0.79	0.37	0.42	0.33	0.88	0.54	0.53	0.53	0.69
恒生国企指数	0.80	1.00	0.77	0.46	0.50	0.34	0.90	0.42	0.37	0.41	0.55
恒生科技指数	0.79	0.77	1.00	0.56	0.61	0.54	0.87	0.40	0.48	0.38	0.51
上证综指	0.37	0.46	0.56	1.00	0.97	0.69	0.46	0.16	0.15	0.16	0.23
沪深300	0.42	0.50	0.61	0.97	1.00	0.68	0.50	0.18	0.19	0.17	0.25
创业板指	0.33	0.34	0.54	0.69	0.68	1.00	0.40	0.23	0.26	0.21	0.25
MSCI中国	0.88	0.90	0.87	0.46	0.50	0.40	1.00	0.47	0.45	0.45	0.60
标普500	0.54	0.42	0.40	0.16	0.18	0.23	0.47	1.00	0.88	0.89	0.95
纳斯达克	0.53	0.37	0.48	0.15	0.19	0.26	0.45	0.88	1.00	0.86	0.83
罗素2000	0.53	0.41	0.38	0.16	0.17	0.21	0.45	0.89	0.86	1.00	0.87
MSCI全球	0.69	0.55	0.51	0.23	0.25	0.25	0.60	0.95	0.83	0.87	1.00

资料来源：彭博资讯，周度收益计算，美元计价，2000.1.1-2022.5.31。

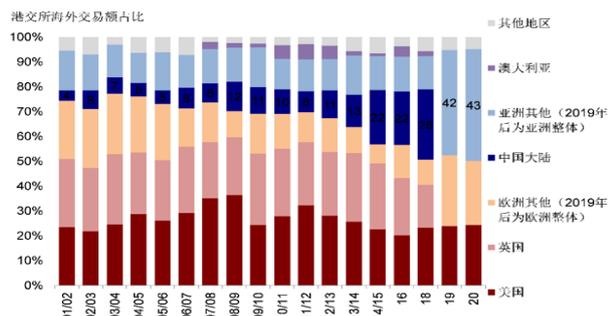
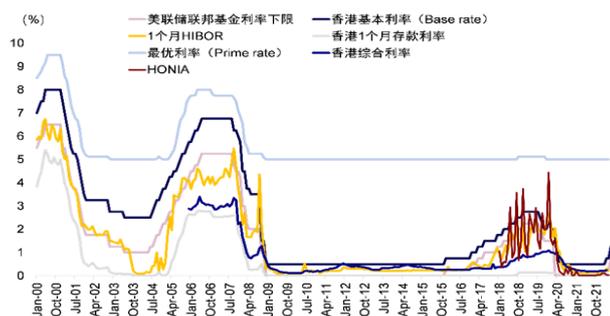
由于香港资本账户高度开放，且外资参与度较高，相比 A 股更受外围金融条件所影响。

1) 由于香港资本账户高度开放，以港元计价的港股相比 A 股可能更受外围金融条件所影响。由于联系汇率制度，香港自身的金融条件也直接受到美联储货币政策的影响。换言之，当美联储加息时，港元利率也通常在联系汇率制度的设计下同步抬升。

2) 投资者结构：历史上港股市场机构和外资参与度较高，因此港股与海外市场相关性较高不足为奇。从港交所每年发布的现货交易调查来看，港股市场参与者中机构居多（2020 年 85% 的交易量来自于机构投资者和交易所参与者自营交易），而且欧美投资者参与度较高（海外投资者交易额中近 50% 来自于欧美投资者）。相比而言，A 股的持股结构中外资占比虽然持续抬升，但仅有 11% 左右。

摩根士丹利华鑫基金

MORGAN STANLEY HUAXIN FUNDS



资料来源: Haver, 港交所。

(专栏作者: 摩根士丹利华鑫基金国际业务部 华玲, 摩根士丹利投资管理董事总经理 孙亮)