

摩根士丹利华鑫基金视窗

2022年7月11日第26期（总第902期）

市场洞察：

通胀与疫情压力相对可控，围绕中报业绩确定性布局

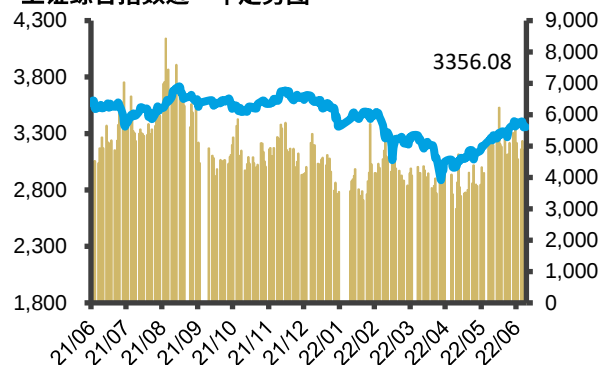
近期海外衰退预期有所升温，大宗商品价格在需求侧预期影响下波动放大；国内稳增长政策继续发力，但央行近期小幅回笼资金引发投资者对于流动性关注，临近中报披露期业绩的关注度也有所提升，上证指数结束了此前的五周连阳，上周收跌 0.9%。市场日均成交额有所回落，降至 1.1 万亿元左右。北向资金延续净流入，周度净流入规模收窄至 35.6 亿元。风格方面，成长风格表现相对较好，科创 50 和创业板指本周分别上涨 1.4%/1.3%，沪深 300 指数周跌 0.8%。行业方面，猪价上涨预期背景下农业相关板块周度领涨市场。

CPI 数据走高，但尚难对货币政策形成掣肘

上周末统计局发布 6 月份通胀数据，6 月全国 CPI 同比上涨 2.5%，超出了 Wind 一致预期的 2.4%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，其中猪肉价格上涨是 CPI 走高的核心原因。PPI 同比上涨 6.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，主要是去年基数走高的影响，今年以来已连续 6 个月回落。除了猪价上涨的原因之外，考虑到能源供应仍然偏紧、我国粮食价格仍一定程度上受到国际粮价高位运行的影响、我国疫情防控形势不断向好的趋势等原因，预计 CPI 在下半年或存在一定的上涨压力。叠加上周央行逆回购规模下降，小幅净回笼资金，一定程度上引发了市场对货币宽松预期的动摇。但在经济恢复偏弱的情况下，货币政策保持宽松的必要性依然较强，转向收紧的可能性尚小。

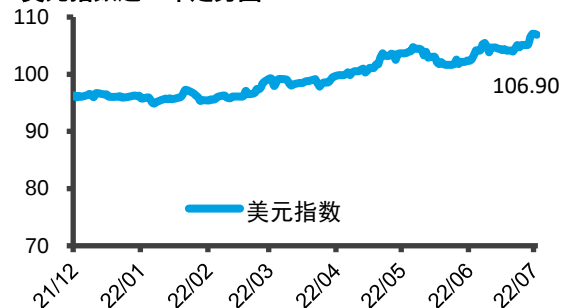
图表 1

上证综合指数近一年走势图



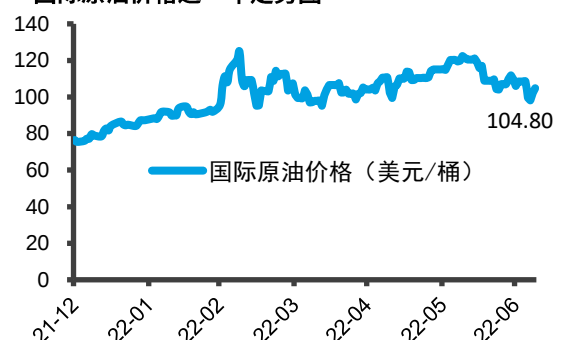
图表 2

美元指数近一年走势图



图表 3

国际原油价格近一年走势图



近期国内再度面临疫情短期扰动，但防控政策微调及防控效率提升有望减轻负面影响

近期国内再度受到疫情的影响，全国出现疫情的城市数量显著抬升，其中，北上广深一线城市均有新增病例出现，全国新增本土病例数也大幅上升。但与此同时，防疫政策在不断微调，新版新冠防治方案将部分人员的隔离管控时间缩短，行程码、跨省游、体育赛事等多方面政策均有调整。短期内，疫情扰动或将压制市场风险偏好，但随着各地经验的持续积累，以及民众对防疫认识的加深，预计防控效率将得以提升，对于经济及资本市场的影响也将趋于减弱。本周五即将进入中报季，预计业绩将成为市场阶段性关注的重点。从景气行业来看，军工、医药等前期相对滞涨的板块业绩确定性较强，具备相对性价比。

专栏——投资经理手记

展望港股投资价值十问（二）

四、与 A 股市场相比，港股的差异化投资机会

港股大变局下逐渐形成与 A 股互补的稀缺赛道。一方面，越来越多的新经济公司或美国上市的中概股公司选择赴港上市或二次上市，使得香港形成了新经济的“聚集地”并已初具规模。另一方面，更加包容的上市规则正在改变港股市场结构。2018年修改上市规则后，新经济公司上市逐年增多，2021年已占到整体融资规模的81%。目前新经济板块在香港中资股中占比约60%，已经高于A股。

正因如此，当前港股市场已经形成独特且与 A 股互补的稀缺赛道。随着一批新经济公司赴港上市及中概股回归，港股新经济板块已初具规模。其中互联网、电商、生物科技、物业管理、餐饮酒店、纺织服装、运动品牌等相对于 A 股较为稀缺的板块吸引了大量海外与大陆资金流入并驻足香港。与此同时，香港本地的金融与地产公司，以及部分于香港上市的外资企业也为 A 股投资者提供了分散中国大陆敞口、差异化的投资机会。

五、中概股回归对港股的影响

回归正反馈：聚集效应、更加熟悉的市场环境、更高的成交活跃度

港股市场逐步汇聚中国新经济优质龙头公司，其逐步打造成的新经济“桥头堡”和聚集地的效应对于吸引更多上市公司和投资者有很强的示范效应。中概股回归更深层的意义是让中资企业回到其熟悉的环境中，成交活跃度的潜在抬升，特别是未来如果能够纳入沪港通范围。港股市场的流动性一直被投资者视为短板，但近些年变化市场逐渐吸引资金流入，流动性已经发生了较大改变，沪深港通开通大幅活跃了港股市场。

投资者普遍关心中概股回归是否会对港股流动性造成压力。根据中金公司估算，中概股回归未来三年可能带来总计约 865 亿港元的新增募资规模，平摊至 3 年相当于年均新增约 290 亿港元募资金额，这一规模基本相当于 2021 年港股全年 IPO 融资规模（3,330 亿港元）的 9%。因此单纯的增量算不上很高。若考虑到部分二次上市或双重主要上市以介绍方式上市，即不发行新股，则实际新增募资规模则会更低。

六、人民币汇率对于港股表现的影响

根据历史经验，港股整体大盘指数以及绝大多数板块在人民币贬值区间均明显承压。从 2015 年以来的 4 轮人民币贬值中可以看出，恒生指数、恒生国企以及 MSCI 中国指数在这四轮跌幅中位数均超过了 11%。而从细分板块层面来看，半导体、多元金融以及交通运输板块承压最为明显，四轮中的跌幅中位数均超过了 20%。然而医疗保健板块相对抗压，甚至录得正收益。究其原因，人民币贬值周期海外资金流出。美元是全球市场风险的风向标。美元走弱通常表明全球市场风险偏好上升，资金往往流入新兴市场，反之亦然。海外货币政策，贸易政策，信用风险，全球增长放缓等都是影响整体风险偏好的驱动因素。

港股整体大盘指数以及绝大多数板块在人民币贬值区间均明显承压

Rmb depreciation period	2015/8/11 2016/12/16	2018/2/8 2018/10/31	2019/2/25 2019/9/3	2020/2/25 2020/5/27	Median
MSCI China	-12.4%	-22.2%	-10.1%	-4.6%	-11.2%
Hang Seng Index	-10.2%	-18.2%	-11.8%	-13.0%	-12.4%
HSCEI	-16.0%	-18.4%	-13.7%	-9.1%	-14.8%
IT	8.0%	-28.3%	-15.4%	-16.2%	-15.8%
Cons. Disc.	-9.0%	-30.6%	-2.7%	-0.3%	-5.8%
Financials	-13.4%	-21.7%	-16.1%	-10.2%	-14.7%
Materials	-8.0%	-21.4%	-17.5%	-9.4%	-13.5%
Industrials	-24.2%	-17.5%	-18.2%	-7.4%	-17.8%
Energy	-6.8%	3.1%	-22.7%	-16.7%	-11.7%
Cons. Stap.	-20.4%	-12.1%	17.3%	6.8%	-2.6%
Telecom	-20.4%	-6.4%	-11.8%	-0.7%	-9.1%
Utilities	-31.5%	3.4%	-4.2%	-7.5%	-5.8%
Healthcare	-0.6%	-9.1%	8.7%	3.4%	1.4%
Healthcare Serv	3.3%	19.0%	-8.7%	9.8%	6.6%
Food Retailing	29.4%	-15.8%	-10.8%	3.3%	-3.7%
Pharm	-1.9%	-15.8%	14.8%	1.1%	-0.4%
Utilities	-31.5%	3.4%	-4.2%	-7.5%	-5.8%
Durables & Apparel	-20.7%	-6.6%	21.6%	-4.3%	-5.5%
Telecom	-20.4%	-6.4%	-19.6%	-17.2%	-18.4%
Capital Goods	-21.8%	-9.6%	-22.4%	-9.6%	-15.7%
Energy	-6.8%	3.1%	-22.7%	-16.7%	-11.7%
Household Prdt	-30.2%	-16.8%	-19.2%	2.9%	-18.0%
Fd. Bev. & Tbc.	-24.4%	-9.7%	25.6%	7.4%	-1.2%
Insurance	-19.9%	-19.8%	-4.1%	-16.4%	-18.1%
Tech. Equip.	-13.9%	-40.6%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
Retailing	-27.9%	-40.6%	-3.6%	2.8%	-15.7%
Transportation	-29.2%	-28.6%	-15.7%	-5.7%	-22.2%
Materials	-8.0%	-21.4%	-17.5%	-9.4%	-13.5%
Banks	-14.0%	-20.7%	-18.2%	-5.6%	-16.1%
Div. Financials	-10.4%	-33.1%	-37.7%	-18.0%	-25.5%
Real Estate	-11.6%	-25.5%	-9.5%	-12.1%	-11.9%
Comm. Serv.	-30.8%	-44.2%	5.4%	1.4%	-14.7%
Automobiles	14.5%	-39.9%	-23.9%	-18.9%	-21.4%
Semicon.	-55.4%	-44.1%	1.6%	-12.5%	-28.3%
Software & Internet	17.0%	-27.3%	-8.4%	-5.0%	-6.7%

资料来源：FactSet.

七、美联储加息和缩表周期中的港股表现

港股作为离岸市场，美联储加息不免对其产生短期冲击，但长期影响有限。具体来看，恒生指数在四轮加息周期的后 1 个月、2 个月和 3 个月平均下跌 5.2%、6%和 5.5%。而从完整的加息周期来看，香港指数在绝大多数长期时间周期内实现上涨。具体来看，恒生指数在 1999 年、2004 年和 2016 年周期内上涨 9.7%、31.5%和 20.4%。通过进一步分解估值和盈利对市场贡献，我们注意到 2005 年和 2015 年的两轮加息周期过程中，企业盈利是稳步上行是支撑市场表现的关键所在。港股板块层面，价值表现相对优于成长，房地产、原材料、消费者服务在加息周期中彰显韧性，主要受盈利支撑。

美联储加息如何影响港股？究其原因，我们认为美联储加息影响港股走势的路径包括：1) 资金面：美联储提高联邦基金利率相当于提高了美元资产的收益率，往往会吸引全球资本回流或流入美国，进

而对港股造成下行压力。2) 盈利：联储加息和缩表往往会推升美元，虽然香港实施联系汇率制挂钩美元，但港股市场有约 47%的上市公司为中资企业（截止至 2022 年 4 月 7 日），其收入和盈利以人民币计价。因此在美元相对于人民币升值时，折算成美元或港元的公司盈利会受到汇兑损失的冲击。3) 在联系汇率制度下，香港一般会跟随美联储加息步伐上调基本利率，以对冲港元贬值资金外流。

八、海外投资者在担心什么？

年初以来，港股市场在俄乌局势升级、中美监管不确定性和国内疫情的压力下波动加剧。具体来看，海外投资者的担忧可能主要分为以下三种：

宏观经济下滑压力：对中国短期增长预期的变化是推动海外资金流入中国资产的主要驱动因素之一。清零政策带来的不确定性，以及宏观经济能否企稳，地产能否软着陆的担忧暂时压制了海外资金流入。

地缘政治风险：中美地缘政治风险近期有所抬升，而在俄乌局势升级后进一步加剧。海外投资者担心中国可能会受到欧美制裁的牵连。或是中美进一步“脱钩”对融资成本和增长所带来的影响（如中概股退市、贸易摩擦等）。

监管不确定性。近期如何摆脱经济对地产行业的依赖，以及如何应对互联网平台垄断行为等问题成为中国结构性改革的重点。然而中国结构性转型也在短期加大了中国政策的不确定性（抬升中国资产的风险溢价，从而加大海外投资者对中国资产的担忧。随着中国对长期结构性改革出台更为清晰的政策路径，明确政策的边界，可能明显减缓外资对投资中国资产的担忧。

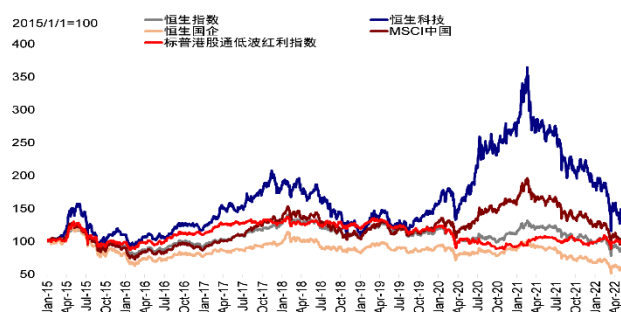
九、港股南向与海外资金流动影响分析

从存量上来看，当前海外投资者依然是香港市场的主力，成交占比约 40%。与此同时，通过港交所 CCASS 提供的中介持股数据，可以看到港股通全部标的中介持股市值中，11.4%来自中资中介，国际中介以及香港本地中介分别占到 44.3%与 44.2%（包含二次上市公司存托行持有股份，不一定于港股市场流通）。假设一般情况下外资机构更多偏向选择国际投行作为中介的话，可以看出海外资金仍是港股市场主力。

南向与海外资金影响因素分析。历史上看，海外资金流入海外中资股市场虽然受全球流动性趋势影响，但国内基本面才是主要驱动力。回顾过去几年的海外公募资金流动，海外资金往往在盈利前景改善时流入中国市场，在增长前景不佳的情况下退出。如果稳增长政策能得到更有效的执行，国内基本面有所改善，或将得到海外资金的积极回应。而南向资金流入则与国内流动性更为相关，且内地投资者在香港的边际定价权未来或将有所加强。当前国内货币政策立场及未来稳增长政策落地或将提振南向资金流入，我们预计 2022 年下半年南向资金流入趋势保持不变。同时，H 股估值相对 A 股及其他主要发达市场存在明显折价，估值呈现明显的比较优势，而随着基本面的修复，中国内地投资者的信心也有望回升

十、港股成长策略与高股息策略比较

当经济处于政策发力与增长反弹的过渡阶段，高股息策略通常领先。回顾历史，不难发现在政策宽松周期正式开启但增长仍未明显回暖的过渡阶段往往利好高股息策略，如在 2015 与 2018 年宽松周期。在这是因为高股息策略相比其他股票风格更具有有一定的债券属性，稳定的股息率在无风险利率整体回落时优势逐渐显现。此外，高股息组合集中于公共事业等防御性行业以及能源、地产等周期行业，经济增速触底和逐步回暖阶段可能相比成长风格更为稳健。由此来看，当前中国经济增速逐步见底，政策稳增长发力的宏观背景下，港股高股息策略可能更具备优势。但从中长期回报来看，成长策略中长期回报更佳。



数据来源:Wind, 2015-2022.

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

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本刊物中的观点、分析仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本公司及雇员不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制、引用或转载。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

电话：(0755) 88318883

深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场一期二座17楼

传真：(0755) 82990384

邮编：518048

www.msfnfunds.com.cn