



云锋金融

全球资产荒背景下的港股投资机会探析

2016.10

云锋金融分享，供参考

电话 852-2843-1422
邮箱 service@yff.com

地址 香港中环康乐广场8号交易广场1座3201-3204室
Suites 3201-3204, One Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong



云锋金融微信公众平台

目录

01

全球面临的资产荒

02

港股长期投资价值探析

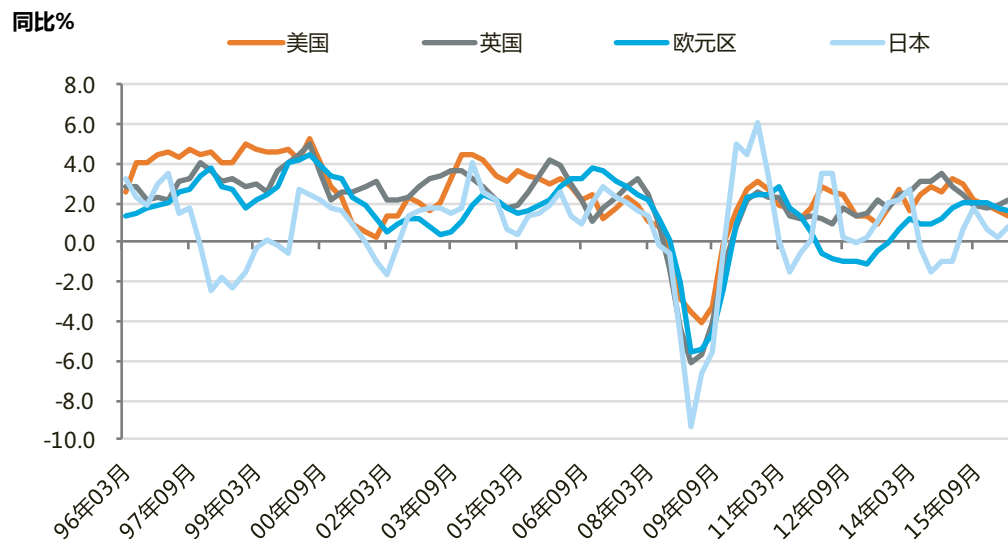
03

近期港股市场积极变化

云锋金融分享，供参考

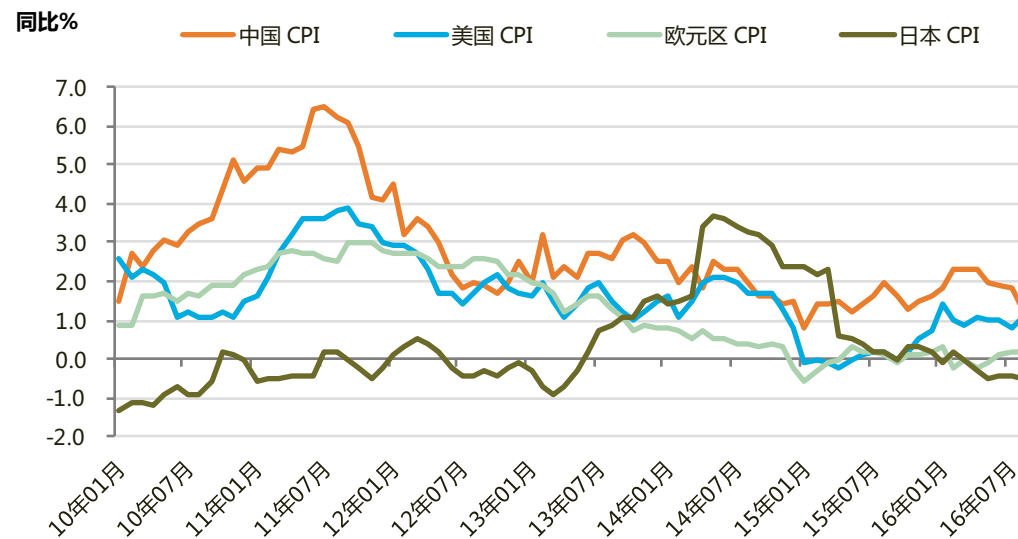
主要经济体增长乏力，通胀压力很低，全球经济面临低增长、低通胀的新常态。

发达国家/地区近十年GDP增长



数据来源：彭博社，2016年10月

各主要国家/地区通胀状况



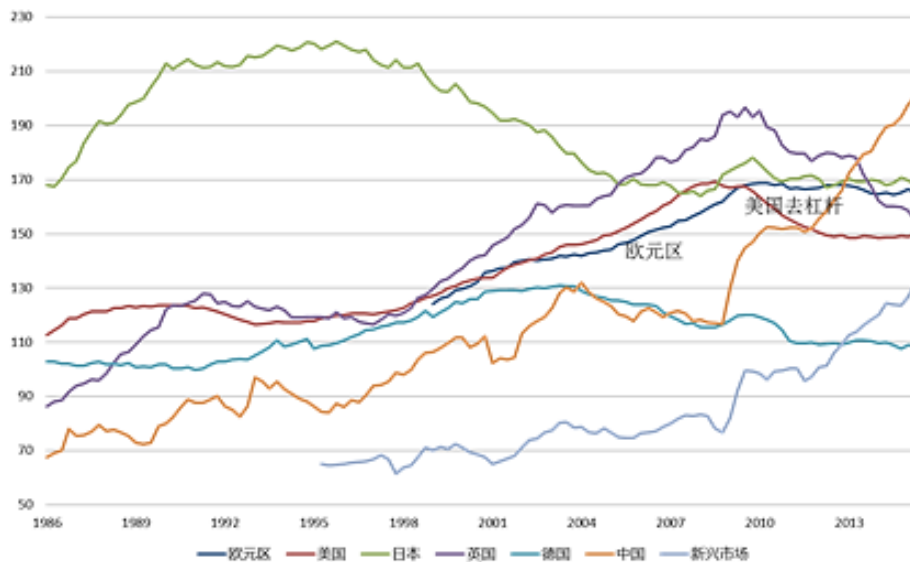
数据来源：彭博社，2016年10月

新常态：低增长、低通胀

- 美国经济仍处于潜在增长水平附近，英国受脱欧影响，长期增长也较疲弱。欧元区、日本则受老龄化和结构性等因素影响，整体经济复苏乏力。其他新兴市场经济也面临各自问题，均处于调整中。PMI领先指数也显示，全球经济增长前景依然不佳。
- 各主要国家/地区通胀压力较低，部分地区如日本和中东欧一些经济体，仍未完全摆脱通缩。

除美国、英国等部分国家外，主要经济体均面临私人部门去杠杆问题，且各个国家去杠杆进程不一。

主要国家/地区非金融私人部门债务占GDP比例



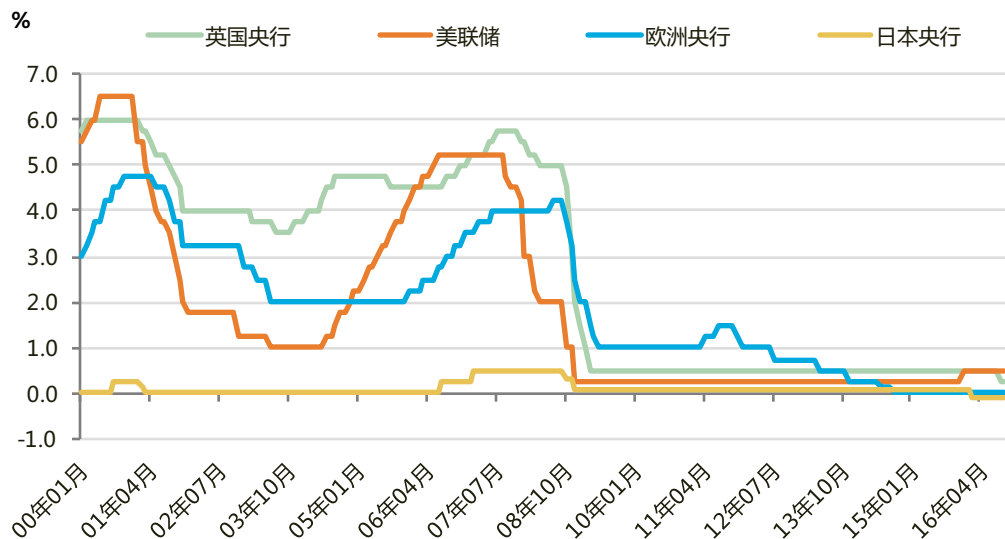
数据来源：国际清算银行, 2016年07月

私人部门去杠杆

- 经历2008年全球金融危机，美国、英国等私人部门去杠杆比较顺利，而日本和欧元区的杠杆率还处于较高水平，中国等部分新兴市场近几年杠杆率依然在上升。
- 从进程看，美国和英国已经率先完成私人部门去杠杆，而日本、欧元区较落后，其他新兴市场则更为滞后。

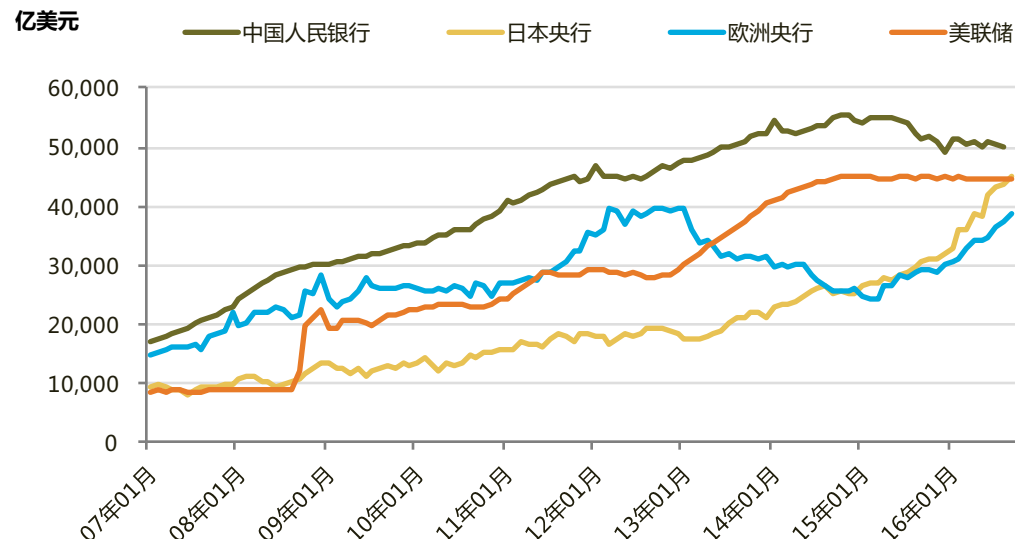
各大央行实行极度宽松货币政策，以配合私人部门去杠杆，并刺激经济增长。

主要央行基础利率水平



数据来源：彭博社, WIND, 2016年10月

主要央行资产负债表扩张情况



数据来源：彭博社, 2016年10月

极度宽松的货币政策

- 在低增长、低通胀新常态下，全球各大央行普遍实行极宽松的货币政策。
- 美联储虽已启动首次加息，但基础利率仍处历史低位；日本、欧元区等更是采取负利率政策。通过QE或QQE，主要央行资产负债表规模不断扩张。
- 中国则处漫长的结构性调整阶段，货币政策将长期保持适度宽松。

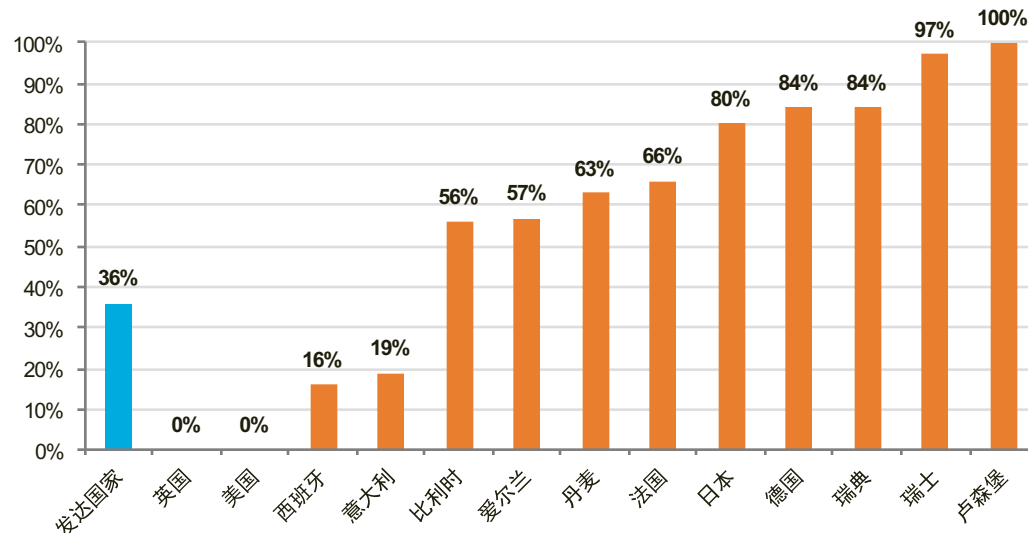
主要发达国家基础利率均处于很低水平，已有5大央行实行负利率政策。

各主要发达国家目前基础利率水平

国家/地区	政策利率	利率水平 (%)
美国	美联储目标利率	0.50
英国	英国央行官方银行利率	0.25
日本	政策目标利率 (无担保隔夜拆借利率)	-0.10
丹麦	哥本哈根银行间拆借利率 (1周)	-0.34
欧元区	欧洲央行存款利率	-0.40
瑞典	瑞典央行基准利率	-0.50
瑞士	瑞士国家银行Libor目标	-0.75

数据来源：彭博社，2016年10月

各发达国家政府债中负利率债券占比



*注：统计范围为彭博全球发达国家政府债指数

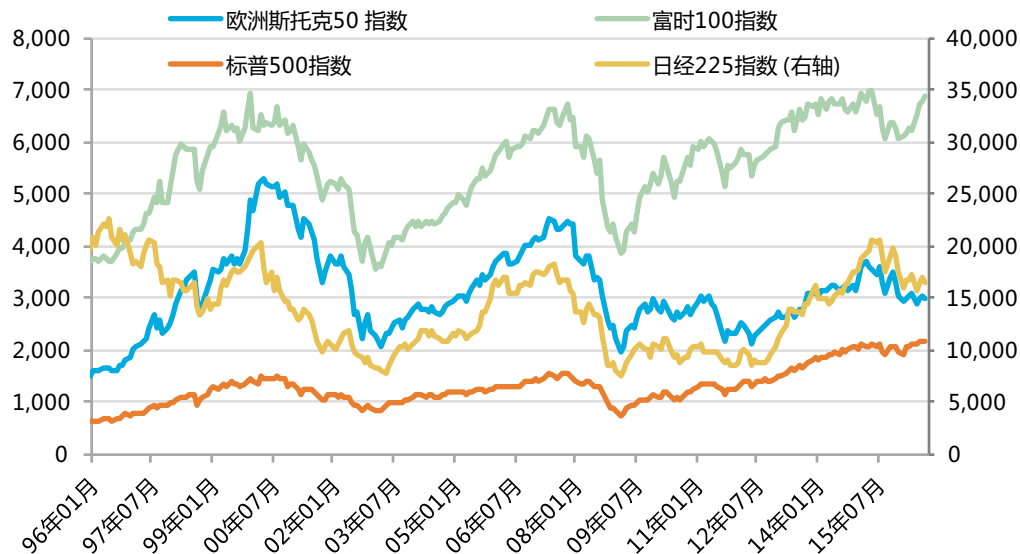
数据来源：彭博社，2016年07月

负利率时代

- 目前有欧元区、日本、丹麦、瑞典、瑞士共5大央行实行负利率，其他并未实行负利率政策的经济体，基础利率也处于很低水平。
- 通过央行负利率政策或者QE购买，负利率债券规模大幅上升。根据彭博社2016年7月的数据，发达国家政府债指数中负利率债券平均占比已达到36%，其中卢森堡、瑞士、瑞典、德国和日本的负利率债券在政府债中占比均在80%以上。

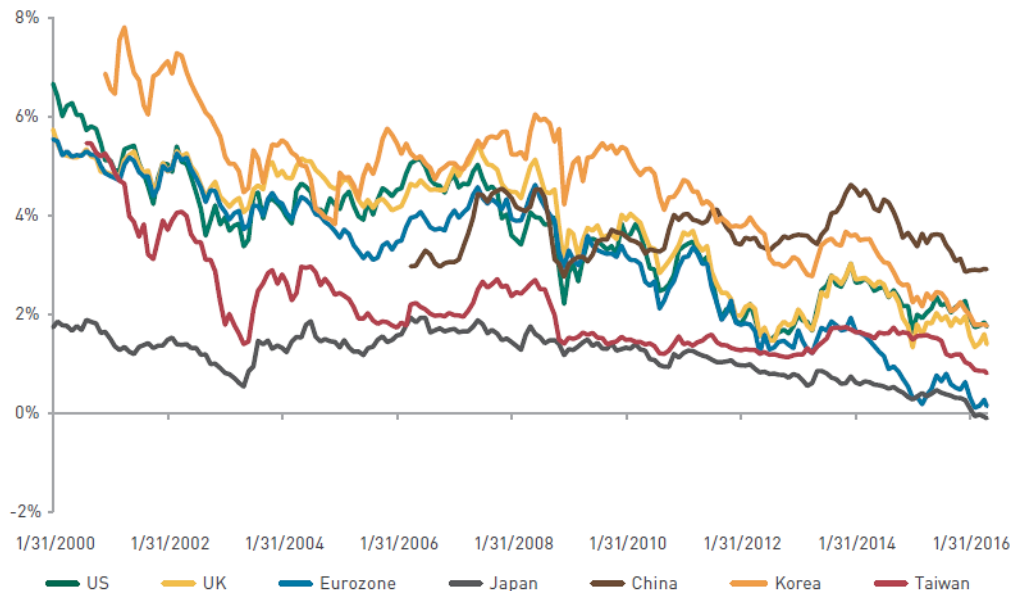
在极度宽松货币政策环境下，资金追捧各类收益资产，导致全球资产价格泡沫化，出现资产荒。

主要发达国家股市均处高位



数据来源：彭博社，2016年10月

主要国家政府债收益率均处历史低位



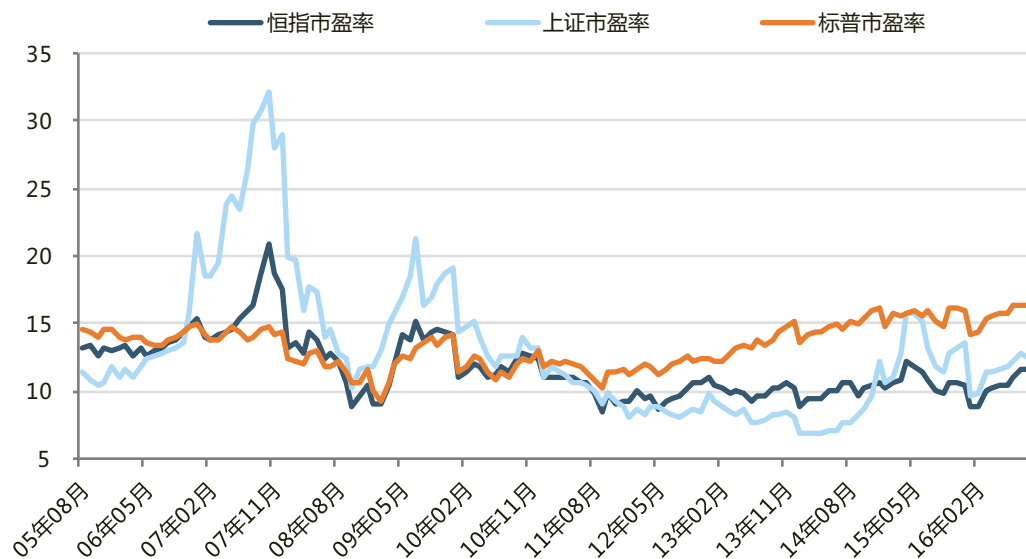
图片来源：PineBridge，2016年03月

全球资产价格泡沫化

- 近期美国和英国股市均创历史新高；日本股市也回到20年高位；欧洲股市也回到金融危机前的高点。全球股市估值水平不断提高，部分国家已超越危机前最高水平。
- 主要国家政府债收益率持续下降，目前处于30多年低点，债市泡沫化现象严重。
- 除了传统公开市场产品，PE等另类投资项目所能提供的回报也越来越低。

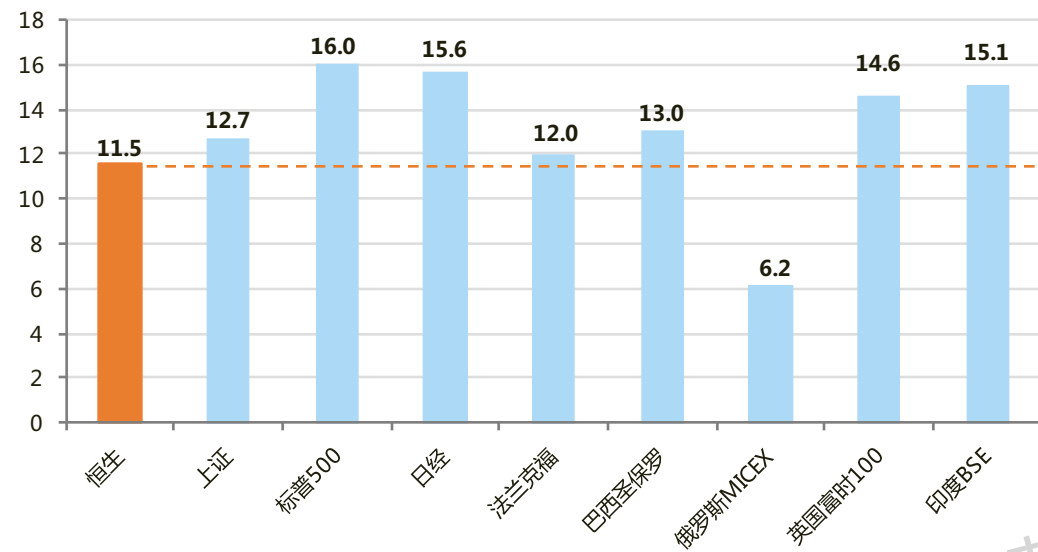
在全球资产荒背景下，港股独特的“价值洼地”优势非常明显。

三大股指远期市盈率 (Forward P/E) 历史比较



数据来源：彭博社，2016年10月

全球各大股票指数远期市盈率比较



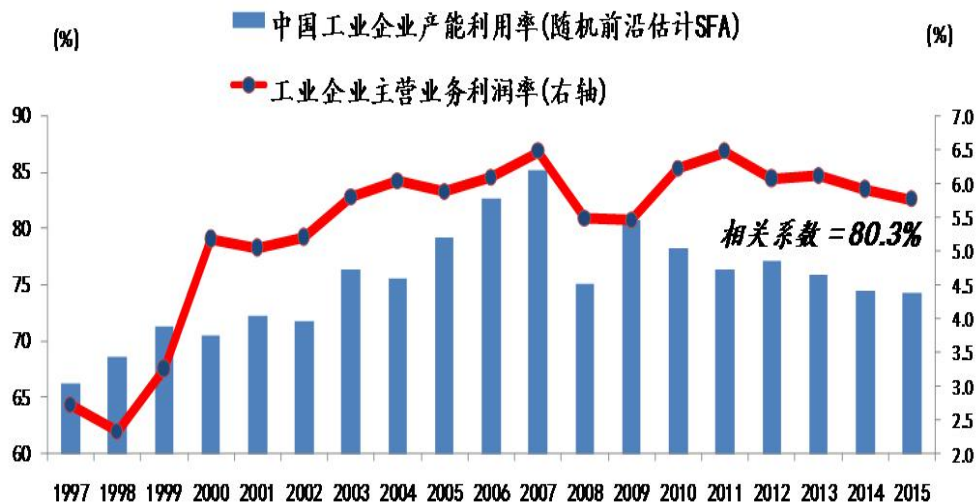
数据来源：彭博社，2016年10月

港股估值水平

- 从历史水平看，恒指市盈率保持相对平稳，特别是2008年金融危机以来一直保持低位波动，远期市盈率基本处于9-13倍的区间，明显低于危机前的水平。
- 从横向比较看，除了俄罗斯等个别股市外，港股目前11.5倍的远期市盈率水平显著低于全球主要股指，是明显的“价值洼地”。

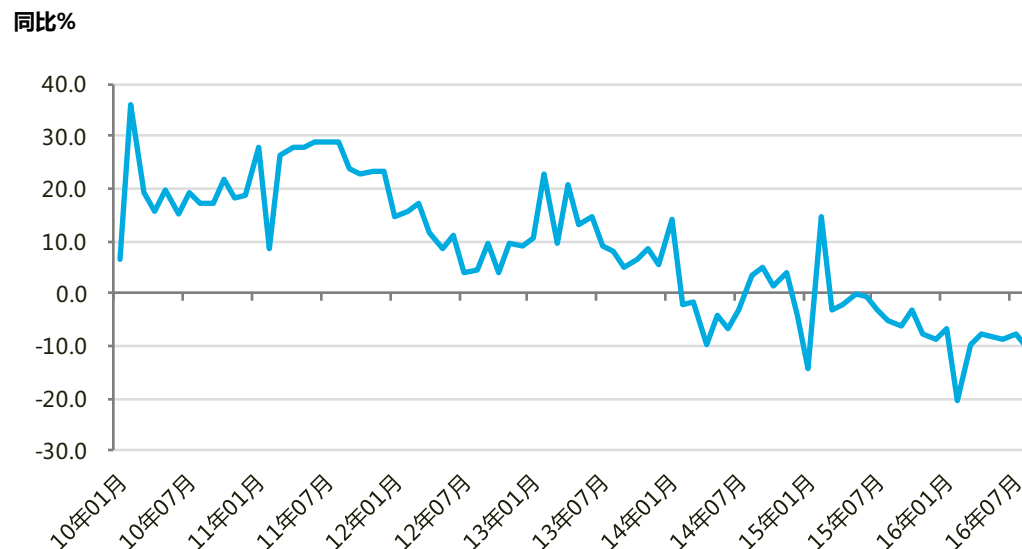
从宏观面看，中国及香港地区经济均面临下行调整压力，不确定性较高，导致港股不受追捧。

中国结构性改革任务艰巨



图片来源：财新网, 2016年06月

香港零售消费萎靡不振



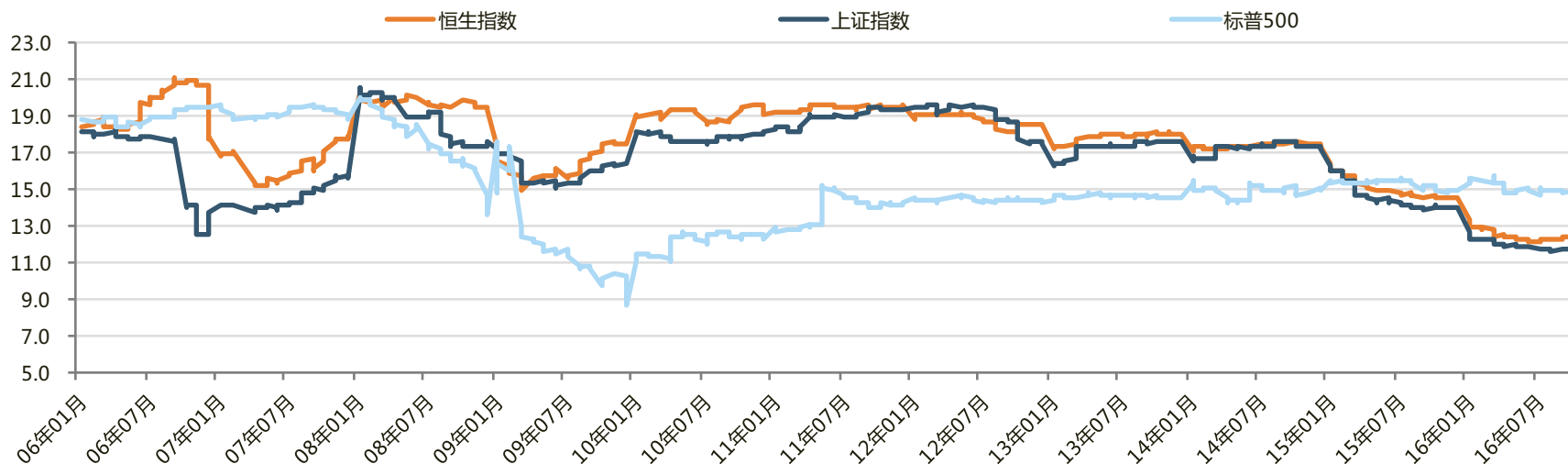
数据来源：彭博社, 2016年10月

中国及香港经济下行压力

- 中国近些年产能利用率持续下降，对企业盈利能力产生很大负面影响，目前还在较低水平徘徊，正处于结构性改革的重要阶段，经济仍有下行调整压力。
- 香港在“占中”后，访港人数和零售销售持续大幅下跌，曾经一度繁荣的零售消费陷入“寒冬”，未来仍面临很大不确定性，进而影响港股市场。

从微观面看，中国及香港地区企业盈利能力持续下滑，也影响估值提升。

三大股指的股权回报率 (ROE) 历史比较



数据来源：彭博社，2016年10月

港股微观基本面

- 受主要经济体私人部门去杠杆化和全球经济特别是中国及香港地区经济低迷影响，近五年港股成分股的盈利能力持续下降，而近两年则加速下滑。
- 金融危机以来，恒指成份股盈利表现与上证指数非常相近，说明驱动两地市场的微观基本面基本一致。
- 在联系汇率制下，港币与美元挂钩。从汇率角度考虑，投资港股能较好规避人民币贬值风险，从而有利于港股估值提升。

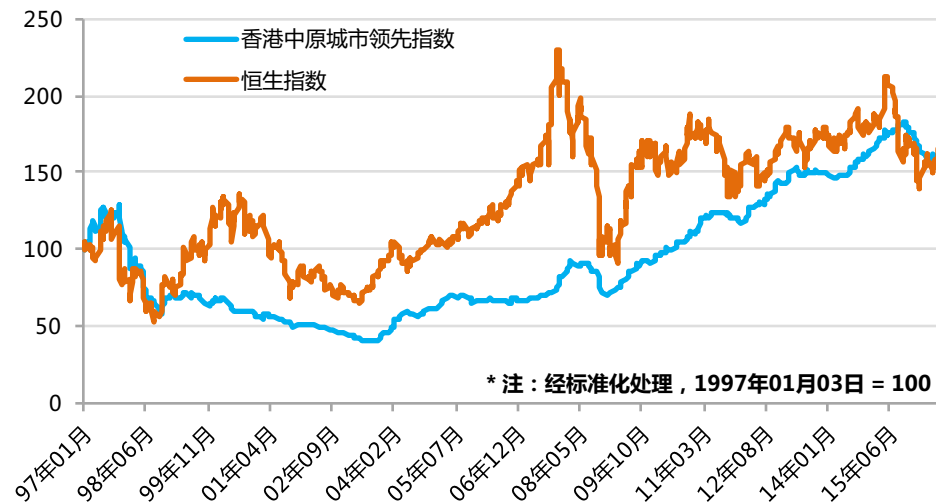
港股具备长期投资价值：改革开放30多年来，亚洲主要股指中，恒指表现最好；港股市场投资回报率与香港楼市不相上下，且经常表现好于楼市。

80年代以来亚洲主要股市表现



*纵轴以log形式表示，所有指数以100为基准 图片来源：FountainCap, 2016年10月

香港股市和楼市的长期表现



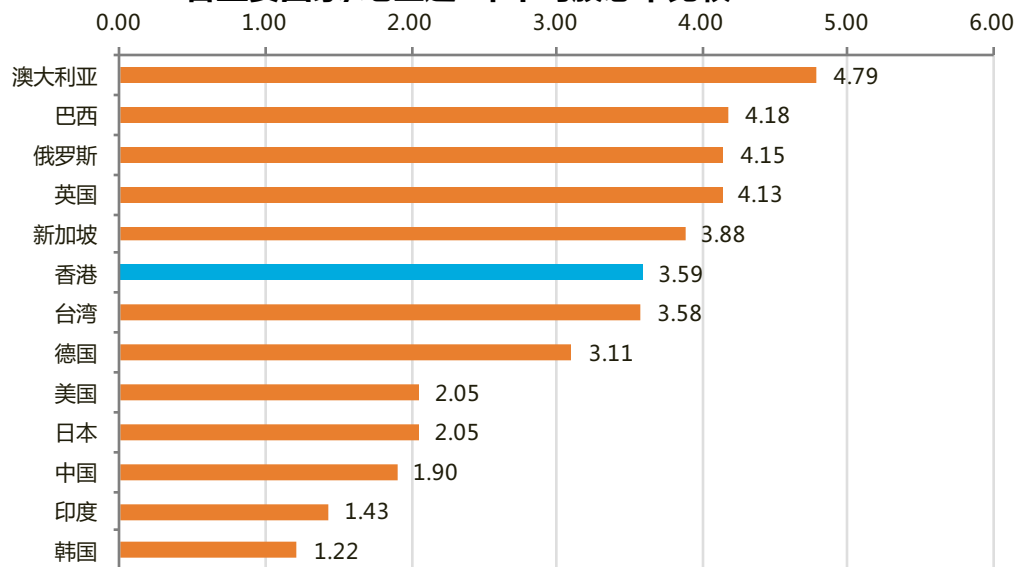
数据来源：彭博社, 2016年10月

与其他市场长期表现对比

- 1980年以来，恒指在亚洲主要股市中表现最好，年化平均收益率高达9.4%。
- 1997年香港回归以来，恒指和中原城市领先指数整体回报率基本一致。虽然恒指波动性较大，但在其中大部分时间里，恒指表现均好于楼市。

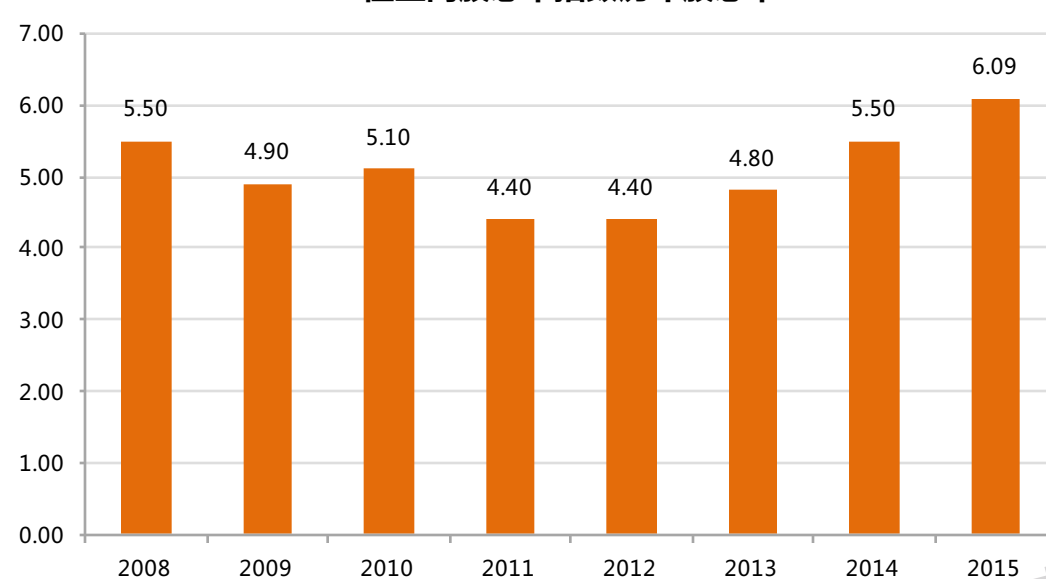
在全球主要股市中，港股股息率也处于较高水平，具备较高长期投资价值。

各主要国家/地区近5年平均股息率比较



数据来源：彭博社，2016年10月

恒生高股息率指数历年股息率



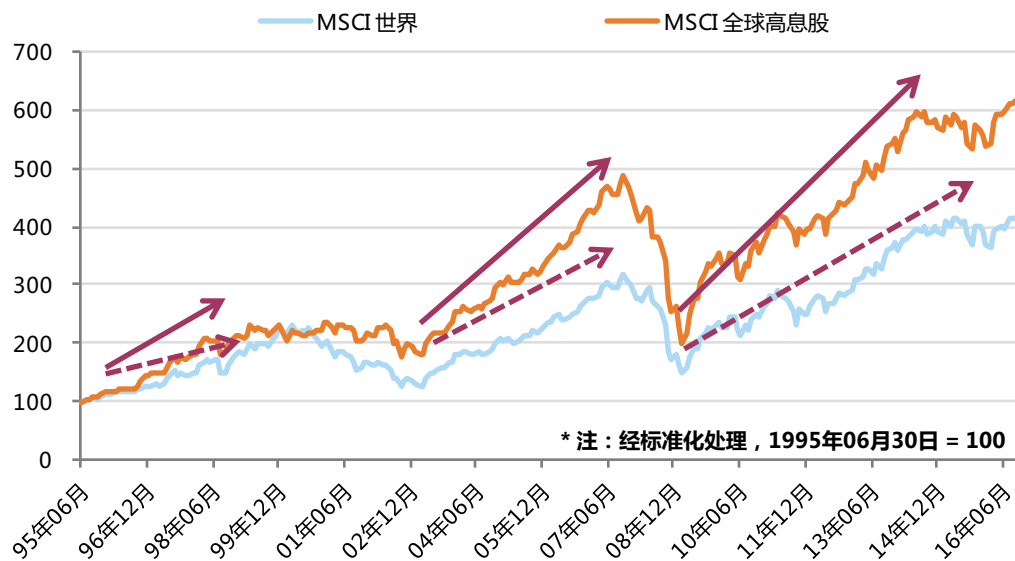
数据来源：彭博社，2016年10月

港股股息率

- 从横向比较看，恒指过去5年平均股息率约3.59%，虽然低于澳大利亚、巴西、俄罗斯和英国等传统高息国家，但与新加坡和台湾股市接近，处于较高水平。
- 从历史看，恒生高股息率指数自2008年以来的平均股息率超过5%，最低也达到4.4%，而在2012年后，虽然港股市场整体表现不佳，该指数股息率依然持续上涨。

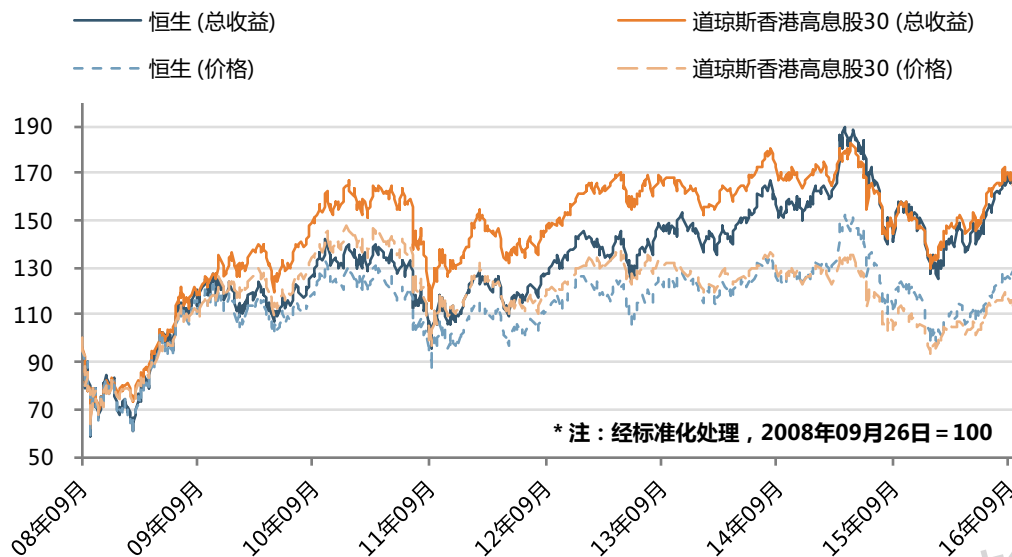
港股中的高息股具备更高投资价值。

高息股指与普通股指比较



数据来源：彭博社，2016年10月

香港高息股总收益长期表现优于普通恒指



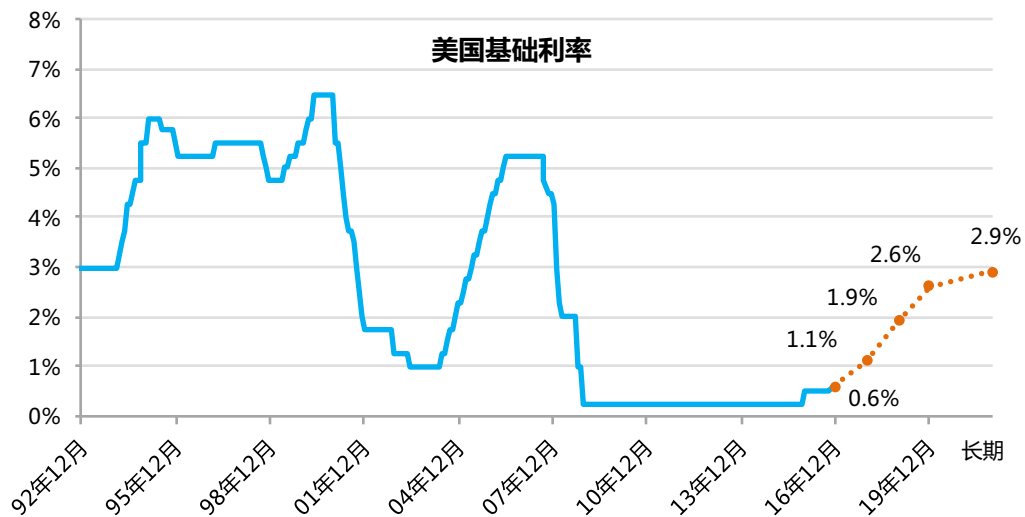
数据来源：彭博社，2016年10月

高息股表现

- 考虑股息因素后，过去20年全球高息股指数表现好于普通股指。特别是在牛市中，高息股的总收益表现上升速度显著高于普通股。长远看，高息股更具投资价值。
- 香港高息股也不例外，考虑分红后，香港高息股在市场上涨过程中明显好于普通恒指；而在市场回调时，香港高息股走势也与恒指基本一致，抗跌能力较强。

从历史看，港股在美国加息周期中的表现一般都很好。

美联储有货币政策的正常化需求



数据来源：彭博社，2016年10月

美国加息周期中的恒指表现

美国五次加息周期港股表现		
时间	联邦基金利率变化	恒生指数变化
82年10月-84年09月	9.50%上调至11.50%	+29.9%
88年03月-89年04月	6.50%上调至9.75%	+22.5%
94年01月-95年05月	3.00%上调至6.00%	-18.1%
99年06月-00年05月	4.75%上调至6.50%	+8.7%
04年04月-06年07月	1.00%上调至5.25%	+42.1%

数据来源：彭博社，2016年10月

美国加息周期与港股

- 随着劳动力市场回暖，房地产市场回到健康状态，美联储需要将货币政策正常化。但考虑到全球疲弱的增长环境，以及较低的通胀压力，此次加息周期很可能将十分漫长而缓慢。
- 对于市场目前最担心的美联储加息问题，从过去30多年美联储的5次加息周期看，除了1994-1995年那次外，其余4次加息周期中，港股都有较好表现。

QDII :

外汇局批准的 QDII 额度从2010年底的159.5亿美元飙升至2016年9月底的899.9亿美元，目前已全部用完。这些资金大部分进入港股市场，已经对港股产生深远影响。

沪港通 :

- 2014年11月17日，正式开通
- 2016年8月16日，取消总额度机制

深港通 :

- 2016年8月16日，国务院批准深港通实施方案
- 预计11月中下旬将正式开通

内地险资 :

保监会在2016年9月8日发布《关于保险资金参与沪港通试点的监管口径》，允许保险资金参与沪港通试点业务，将对港股市场产生积极影响。

云锋金融分享，供参考

近十年恒指前十大权重股中表现前三个股

年份	最佳表现1	最佳表现2	最佳表现3
2015	长和 39.4%	腾讯控股 35.6%	香港交易所 15.6%
2014	香港交易所 32.8%	中国人寿 25.6%	中国银行 22.4%
2013	腾讯控股 98.6%	友邦保险 28.6%	汇丰控股 3.5%
2012	腾讯控股 59.5%	汇丰控股 37.8%	中国人寿 31.8%
2011	友邦保险 11.0%	中国移动 -1.7%	中国石油 -4.8%
2010	中国海洋石油 51.2%	香港交易所 26.5%	新鸿基地产 11.0%
2009	腾讯控股 237%	中国银行 98.1%	新鸿基地产 80.0%
2008	中电控股 -1.22%	工商银行 -27.14%	建设银行 -35.7%
2007	香港交易所 158.7%	中国移动 105.21%	新鸿基地产 85.34%
2006	建设银行 83.3%	中国移动 83.1%	中国联通 81.0%

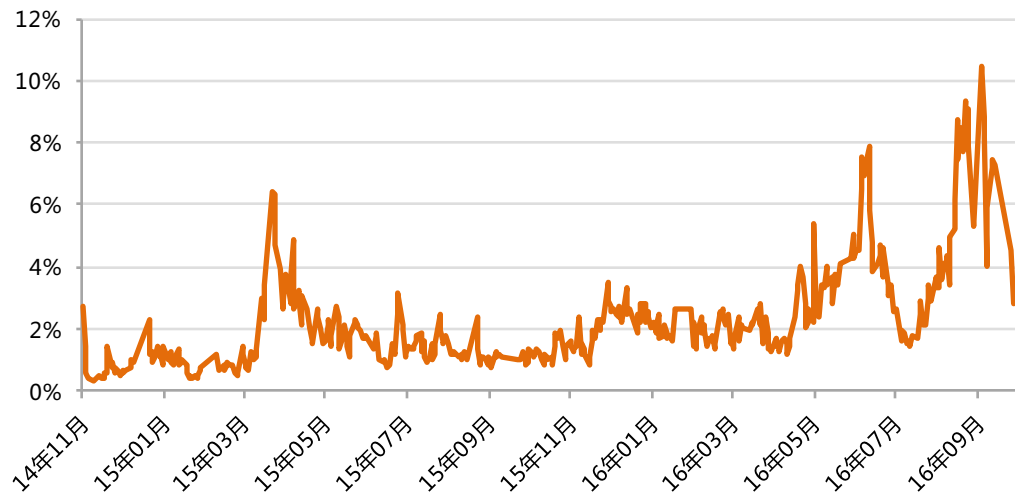
*浅蓝色表示中国内地公司

数据来源：彭博社，2016年10月

港股权重股变化

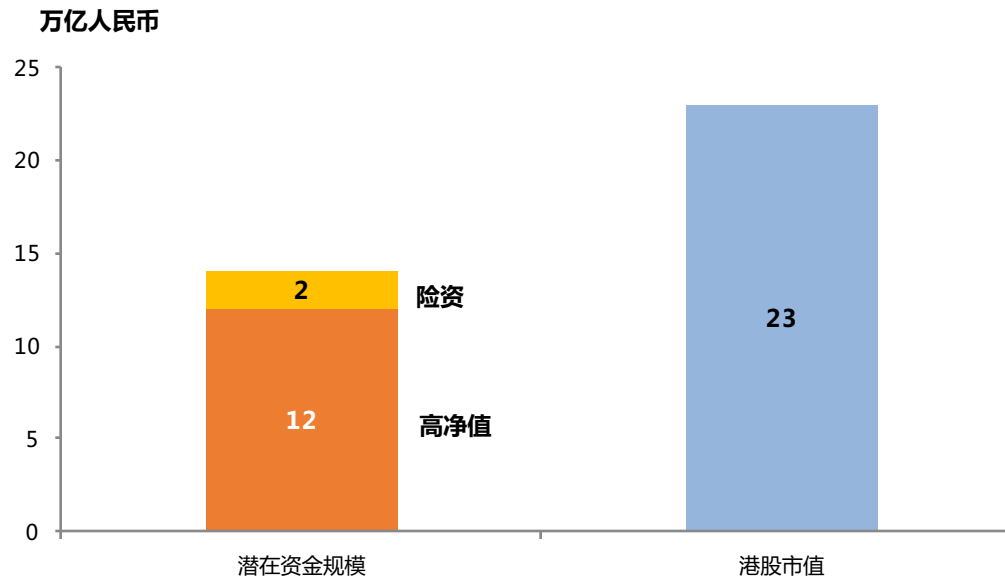
- 传统上，港股市场主要以香港本地股为主。近些年伴随内地经济高速发展，大批内地优秀企业赴港上市。在前十大市值公司中，出现越来越多内地公司，预计未来将继续增加。
- 内地广阔的市场和丰沛的创新活力令内地公司业绩表现更加出色，也受到市场追捧。近十年来，恒指前十大权重股中每年涨幅排名前三的公司至少有两名是内地公司。

沪港通每日买盘交易额占总交易额比例



数据来源：彭博社, 2016年10月

出境资金潜在规模与港股市值比较



数据来源：保监会，兴业银行，BCG, 港交所, 2016年10月

港股资金面变化

- 沪港通开通以来，境内流向港股的资金呈快速增长趋势，沪港通每日买盘交易额占市场总交易一度高达10.5%，在香港本地以外资金中仅次于英国。截止10月中旬通过沪港通累计“南下”资金规模达到2,830亿元。
- 目前境内保险业总资产约14.5万亿元，按照保监会要求的境外投资上限15%的规定，以目前约5%已投比例测算，大约还有1.5万亿元增长空间；而个人可投资资产在600万元以上的高净值人群目前拥有可投资总资产约为60万亿元人民币，境外投资占其总资产规模仅不到5%，按照全球高净值人群境外投资平均占比约25%估测，约有12万亿元将逐渐配置于境外市场。两部分资金约占目前港股总市值（约23万亿人民币）的一半。
- 预计随着深港通开通，港股市场将继续受“南下”资金的积极影响，内地资金将逐渐占据“主导”地位，并在港股产生更强的边际定价能力。

港股受A股影响日益上升



数据来源：彭博社，2016年10月

港股受A股影响上升

- 长期以来，港股一直受外资机构主导，以跟随美股波动为主，看不出跟内地及香港经济基本面有太多联系。
- 由于近年内地企业占比提升，以及内地投资者参与比例上升，A股对港股的影响日益明显。过去两年，港股受A股涨跌的影响在上升。



云锋金融

谢谢！

云锋金融分享，供参考

电话 852-2843-1422
邮箱 service@yff.com

地址 香港中环康乐广场8号交易广场1座3201-3204室
Suites 3201-3204, One Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong



云锋金融微信公众平台

免责声明

本文件由云锋金融集团有限公司（以下简称“云锋金融”）编制，所载资料可能以若干假设为基础，仅供专业投资者作非商业用途及参考之用途，会因经济、市场及其他情况而随时更改而毋须另行通知。本文件所包含的建议或意见及推测由嘉宾提供，并非及不应被视为云锋金融的认可、核准或通过任何看法、意见或估计。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表本文件及任何内容。已获授权者，在使用本文件或任何内容时必须注明稿件来源于云锋金融，并承诺遵守相关法例及一切使用的国际惯例，不为任何非法目的或以任何非法方式使用本文件，违者将依法追究相关法律责任。本文件所引用之数据或资料可能得自第三方，云锋金融将尽可能确认资料来源之可靠性，但云锋金融并不对第三方所提供数据或资料之准确性负责。且云锋金融不会就本文件所载任何资料、预测及 / 或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测及 / 或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺而负责或承担任何法律责任。本文件中如有类似前瞻性陈述之内容，此等内容或陈述不得视为对任何将来表现之保证，且应注意实际情况或发展可能与该等陈述有重大落差。本文件并非及不应被视为邀约、招揽、邀请、建议买卖任何投资产品或投资决策之依据，亦不应被诠释为专业意见。阅览本文件的人士或在作出任何投资决策前，应完全了解其风险以及有关法律、赋税及会计的特点及后果，并根据个人的情况决定投资是否切合个人的投资目标，以及能否承担有关风险，必要时应寻求适当的专业意见。投资涉及风险。敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以预示日后的表现。在若干国家，传阅及分派本文件的方式可能受法律或规例所限制。获取本文件的人士须知悉及遵守该等限制。

云锋金融分享，供参考