

长江海外 | 港股躁动将何时终结?

报告要点

■ 本周热点：港股躁动将何时终结？

站在目前的时点，我们认为短期之内港股的躁动行情有望持续。首先，从估值水平来看，年初至今的上涨虽然使得估值有所抬升，但并未从根本上改变估值处于底部区间的格局。从基本面因素来看，预期改善可能仍将持续。周五，市场前期所密切关注的社融数据显著超预期，与此同时，部分经济数据也好于市场预期。此外，政策与风险因素整体仍然保持温和。

三月份“躁动行情”或将面临更大的压力。我们认为对于港股市场而言，三月或许将值得警惕，尤其是下半月。整体而言，目前市场所面临的经济压力仍然较大，社融数据虽然有所改善，但其持续性以及未来传导到实体经济的时间仍然有待观察。同时三月下半月开始，港股进入业绩披露高峰期，2018年下半年国内经济压力明显提升，需警惕港股年报业绩不及预期的风险。

行情虽有扰动，我们仍然建议投资者应积极布局全年。目前，我们仍然维持年度策略的观点：港股市场全年有所上涨，但是随着经济以及盈利预期的改善，市场下半年整体或好于上半年。未来躁动行情可能将会随着经济数据以及盈利增速的下行而迎来终结，但对于大多数投资者而言，我们认为目前的市场仍然值得布局。整体而言，港股仍然处于低位，当前市场上选择具有长期价值的个股要比规避短期波动更为重要。

■ 本周市场回顾

重点事件：海外方面，本周中美第六次经贸磋商结束，双方就主要问题达成共识，并约定下周于华盛顿继续进行磋商；美联储继续释放鸽派讯号，克利夫兰主席则称未来的几次会议中或将暂停缩表计划。周五，特朗普签署政府开支法案，确保本财年内政府不会再次陷入停摆。国内方面，中国1月社会融资规模存量同比增长10.4%，显著好于市场预期。

全球市场表现：全球主要权益市场本周表现强势。美国市场方面，虽然本周公布的零售数据环比降幅较大，但受益于美联储鸽派表态以及中美磋商取得进展，美股三大股指均实现收涨。香港市场方面，受中国CPI与PPI数据不及预期等影响，本周市场收跌。其他市场方面，受美股带动，欧洲及日本权益市场同样实现收涨。另外，本周石油涨幅较高，或受沙特减产及中美贸易磋商的驱动。

分析师 张宇生

☎ (8621) 61118702

✉ zhangys4@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070003

联系人 巩健

☎ (8621) 61118707

✉ gongjian@cjsc.com.cn

相关研究

《如何看待港股市场的商誉减值风险》2019-2-10
 《美股盈利超预期与股价表现关系如何？》
 2019-1-26

《如何看待港股市场的“春季躁动”》2019-1-20
 《新一轮港股通标的调整前的投资机会》
 2019-1-13

《2018年美股与港股为何分道扬镳》2019-1-6
 《夕阳西下，日出东方——2019年海外年度投资策略》2018-12-31

风险提示： 1. 中国经济增长大幅不及预期；
 2. 中美贸易摩擦恶化。

目录

本周热点：港股躁动将何时终结？	3
年初至今，市场“躁动”明显	3
短期内市场躁动有望继续	4
躁动行情何时可能终结？	6
本周市场回顾	8
核心事件及经济数据回顾	8
全球市场表现	9

图表目录

图 1：2019 年年初至今全球主要市场普遍上涨	3
图 2：近一段时间以来国内经济政策、流动性相关政策频出，贸易谈判也有所进展	4
图 3：恒指估值水平当前仍处于历史低位	5
图 4：社会融资规模存量同比增速 1 月份显著改善	5
图 5：2019 年 1 月进出口数据超预期	5
图 6：港股市场三月中旬之后进入到业绩密集披露期	6
图 7：近年来港股市场商誉扩张并不明显，且对净利润影响较小	6
图 8：部分经济数据可能仍然将面临较大压力	7
图 9：近期部分经济体经济增速预测大幅下调	7
图 10：本周主要权益市场均表现强势	9
图 11：本周三大美股指数均显著收涨	10
图 12：本周美欧 10 年期国债利差扩大	10
图 13：本周 VIX 下降 0.81	10
图 14：标普 500PE 为 18.99 倍，较上周上升 0.11 倍	10
图 15：本周恒生一级行业涨跌幅情况	11
图 16：恒生指数 PE 为 10.32 倍，较上周下降 0.06 倍	11
图 17：本周近 30 日港股通资金净流入规模按周环比扩大 11.93 亿港币	11
图 18：本周美元兑人民币 1 年远期贴水收报 177bp	11
图 19：月内事件汇总	12
表 1：全国大部分省份下调了 2019 年 GDP 增速目标	5
表 2：本周全球主要国家核心经济数据一览	8
表 3：本周重点新闻一览	8

本周热点：港股躁动将何时终结？

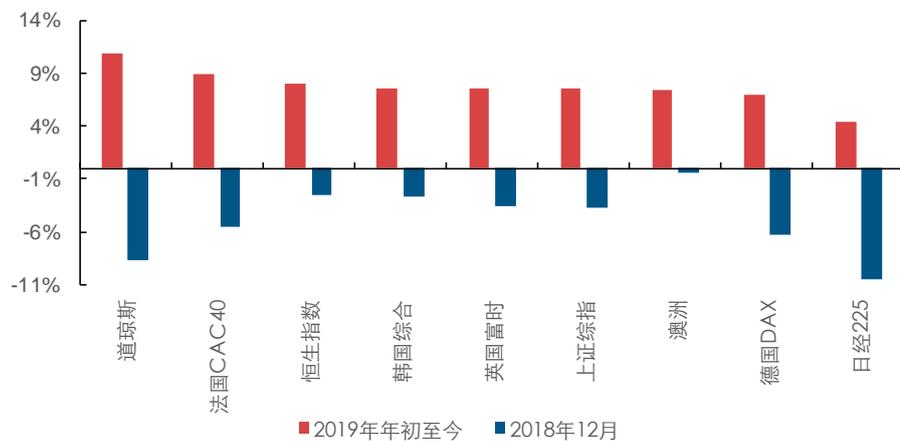
事件：近期全球市场反弹明显，港股市场也发生了明显的“春季躁动”，那么当前的市场躁动能否持续？市场躁动期可能在何时结束？投资者又该采取怎样的对策？

点评：2019年年初至今，全球主要市场一改颓势实现普涨，恒指累计上涨8%。我们认为，短期躁动有望持续，历史低位的估值水平，数据持续改善，以及政策保持温和将对市场提供持续的支撑。但三月份之后，行情可能会迎来挑战，一方面，经济数据压力仍然存在，信用修复到实体经济的改善仍然有待观察，另外一方面，港股将进入到业绩披露期，预计港股2018年下半年的业绩可能会有较大幅度的下行。不过行情虽有扰动，我们仍然建议投资者应积极布局全年。整体而言，港股仍然处于低位，当前市场上选择具有长期价值的个股要比规避短期波动更为重要。

年初至今，市场“躁动”明显

全球共振的“躁动行情”。2019年年初至今，全球主要市场一改2018年12月的颓势，实现了普涨，恒指在2019年以来也累计上涨了8%。在基本面并未发生重大变化的背景下，年初至今的反弹更多是由于前期悲观预期的修复，即投资者耳熟能详的“春季躁动”。而悲观预期的修复则有多方面的原因：国内经济支持政策持续出台、美国上市公司业绩预期修复、国内降准与美联储态度转变改善市场流动性预期以及中美贸易协商正在朝着缓和的方向稳步推进等等。

图1：2019年年初至今全球主要市场普遍上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：近一段时间以来国内经济政策、流动性相关政策频出，贸易谈判也有所进展


资料来源：中国政府网，人民网，新华社，中国人民银行，美联储，长江证券研究所

短期内市场躁动有望继续

站在目前的时点，我们认为短期之内躁动有望持续。首先，从估值水平来看，港股市场反弹的背景是 2018 年大幅调整之后接近历史低位的估值水平，恒生指数的 PE 估值处于历史十年均值减一倍标准差附近，根据我们的测算，恒生指数当时隐含的 2018 年的盈利增长在 0%-5%之间，市场对于经济增速下行、企业盈利不善、贸易摩擦等各种风险因素均有了相当预期。而年初至今的上涨虽然使得估值有所抬升，但并未从根本上改变这一格局。

从当前市场所面临的基本面因素来看，预期改善可能仍将持续。周五，市场前期所密切关注的社融数据显著超预期，虽然说市场对于社融数据的解读可能存在着一一定的分歧，但是信用改善以及未来的经济见底预期有望持续。与此同时，部分经济数据也好于市场预期，例如 1 月份的进出口数据，这也部分缓解了市场对于目前经济以及企业盈利所面临压力的担忧。

此外，政策与风险因素整体仍然保持温和。目前整体经济压力不断提升的背景之下，预计未来各方面的政策仍然将保持相对温和的态势，年初以来的各省份大多数下调了 GDP 增长的预期，但同时也纷纷表示将加码稳增长相关政策。海外风险因素方面，随

随着贸易协商的推进，市场前期的悲观预期也在不断修复的过程之中。在市场估值仍低、经济数据与政策保持的情况之下，我们认为躁动行情可能仍然有望持续。

图 3：恒指估值水平当前仍处于历史低位



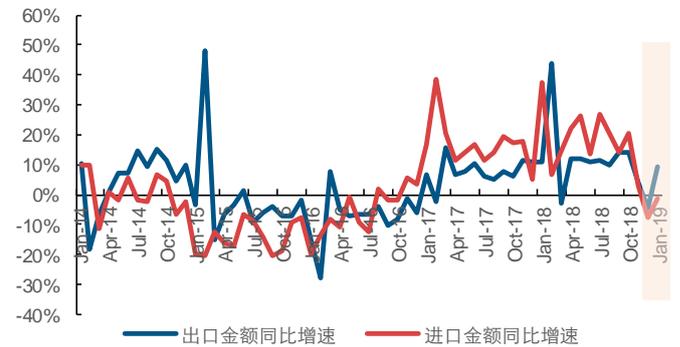
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 4：社会融资规模存量同比增速 1 月份显著改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2019 年 1 月进出口数据超预期



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：全国大部分省份下调了 2019 年 GDP 增速目标

省份	2019年增速目标	2018年实际增速	省份	2019年增速目标	2018年实际增速	省份	2019年增速目标	2018年实际增速
广东	6%-6.5%	6.8%	北京	6%-6.5%	6.6%	山西	6.3%左右	6.7%
江苏	6.5%以上	6.7%	安徽	7.5-8%	8.0%	黑龙江	5%以上	4.7%
山东	6.5%左右	6.4%	辽宁	与全国一致	5.7%	吉林	5% - 6%	4.5%
浙江	6.5%左右	7.1%	陕西	7.5%-8%	8.3%	贵州	9%左右	9.1%
河南	7%—7.5%	7.6%	江西	8%-8.5%	8.7%	新疆	5.5%左右	6.1%
四川	7.5%左右	8.0%	重庆	6.0%	6.0%	甘肃	6%左右	6.3%
湖北	7.5%—8%	7.8%	广西	7%左右	6.8%	海南	7%-7.5%	5.8%
湖南	7.5%—8%	7.8%	天津	4.5%左右	3.6%	宁夏	6.5%—7%	7.0%
河北	6.5%左右	6.6%	云南	8.5%左右	8.9%	青海	6.5%-7%	7.2%

福建	8-8.5%	8.3%	内蒙古	6%左右	5.3%	西藏	10%左右	10.0%
上海	6%-6.5%	6.6%						

资料来源：各省政府官网，长江证券研究所

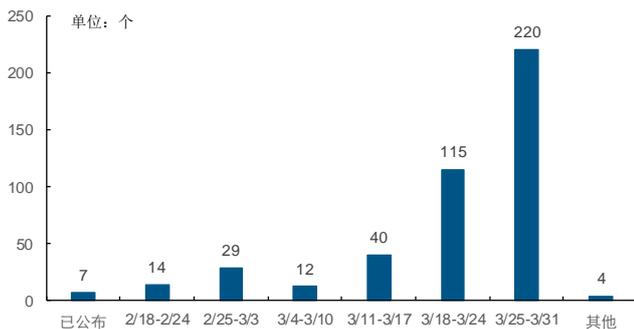
躁动行情何时可能终结？

三月份“躁动行情”或将面临更大的压力。既然目前市场以情绪修复为主，那么这样的行情什么时候可能会面临挑战呢？我们认为对于港股市场而言，三月或许将值得警惕，尤其是下半月开始。整体而言，目前市场所面临的经济压力仍然较大，社融数据虽然有所改善，但其持续性以及未来传导到实体经济的时间仍然有待观察。而二月份的经济数据可能也将面临着春节的扰动，叠加海外经济的不确定性，市场需要警惕基本面数据的波动。

三月港股进入业绩披露高峰期，需警惕 2018 年下半年业绩不及预期的风险。2018 年下半年国内经济压力明显提升，这可能使得港股市场 2018 年下半年的盈利增速显著下行，虽然目前业绩一致预期已经有了显著调整，但是若有部分龙头业绩低于预期，可能仍然将对市场产生显著扰动。因此，一旦港股开始密集披露年报业绩，可能会对前期市场的“躁动行情”形成显著的扰动。

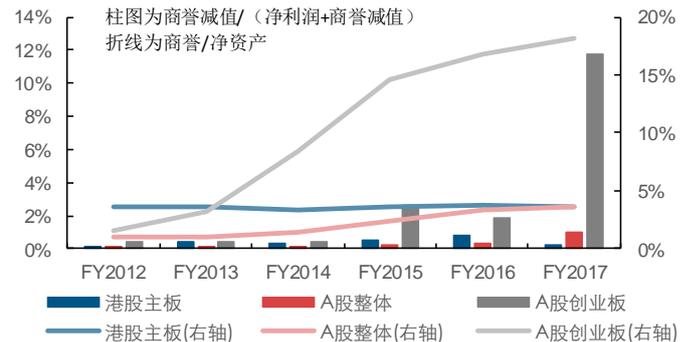
行情虽有扰动，我们仍然建议投资者应积极布局全年。目前，我们仍然维持年度策略的观点：港股市场全年有所上涨，但是随着经济以及盈利预期的改善，市场下半年整体或好于上半年。未来躁动行情可能将会随着经济数据以及盈利增长的下行而迎来终结，但对于大多数投资者而言，我们认为目前的市场仍然值得布局。整体而言，港股仍然处于低位，当前市场上选择具有长期价值的个股要比规避短期波动更为重要。当然对于交易性资金而言，则可以伺机而动，在波动中寻找机会。

图 6：港股市场三月中旬之后进入到业绩密集披露期



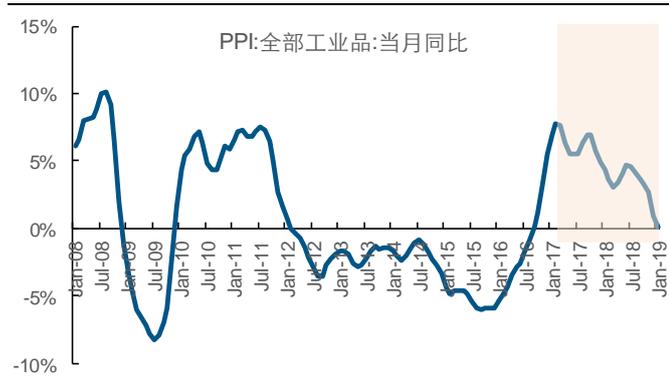
资料来源：Wind，长江证券研究所(备注：股票范围为恒生综指中采用 12 月 31 日为财年截止日期的个股)

图 7：近年来港股市场商誉扩张并不明显，且对净利润影响较小



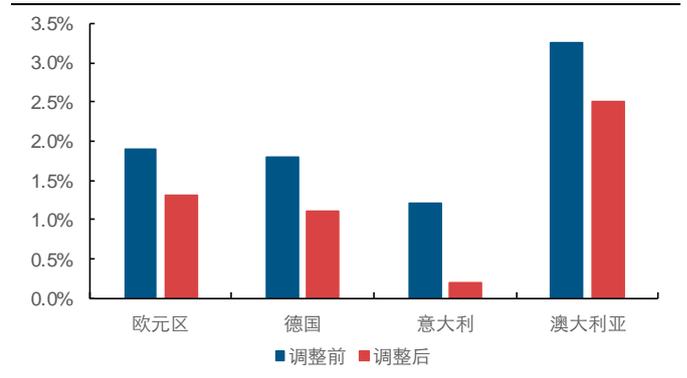
资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所

图 8：部分经济数据可能仍然将面临较大压力



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 9：近期部分经济体经济增速预测大幅下调



资料来源：European Commission, RBA, 长江证券研究所

本周市场回顾

核心事件及经济数据回顾

海外方面

本周中美第六次经贸磋商结束，双方就主要问题达成共识，并约定下周于华盛顿继续进行磋商；美联储继续释放鸽派讯号，克利夫兰主席则称未来的几次会议中或将暂停缩表计划。周五，特朗普签署政府开支议案，确保本财年内政府不会再次陷入停摆，同时宣布美墨边境进入紧急状态。另外，本周沙特能源大臣称3月将加大减产及出口力度。

国内方面

2019年1月份社会融资规模增量为4.64万亿元，比上年同期多1.56万亿元，1月末社会融资规模存量为205.08万亿元，同比增长10.4%。1月份人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增3284亿元。分部门看，住户部门贷款增加9898亿元，其中，短期贷款增加2930亿元，中长期贷款增加6969亿元；非金融企业及机关团体贷款增加2.58万亿元，其中，短期贷款增加5919亿元，中长期贷款增加1.4万亿元，票据融资增加5160亿元；非银行业金融机构贷款减少3386亿元。总体而言，1月份社融增速回升，信贷环境也有所改善，货币政策的效果逐渐显现，预计未来流动性将继续保持充裕，对实体经济的支持力度也将加大。

表2：本周全球主要国家核心经济数据一览

区域	日期	指标	真实值	预期值	前值
美国	2019-02-13	1月核心CPI:同比(%)	2.2	-	2.2
	2019-02-14	12月零售总额:环比(%)	-1.2	0.1	0.1
	2019-02-14	1月核心PPI:同比(%)	2.6	2.5	2.7
中国	2019-02-11	1月外汇储备(亿美元)	30,879	-	30,727
	2019-02-15	1月社会融资规模:当月值(亿元)	46,400	-	15,898
	2019-02-15	1月CPI:同比(%)	1.70	1.82	1.90
	2019-02-15	1月PPI:同比(%)	0.1	0.2	0.9
欧盟	2019-2-14	第四季度欧元区:实际GDP(初值):同	1.2	1.2	1.6
英国	2019-02-11	第四季度GDP(初值):同比:季调(%)	1.33	-	1.56
	2019-02-13	1月CPI:环比(%)	-0.84	-	0.37
日本	2019-2-14	第四季度GDP(初值):环比:季调(%)	0.3	0.4	-0.7

资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所

表3：本周重点新闻一览

类别	日期	内容
美国	2019-2-12	参议院金融委员会主席称，已就边境问题达成初步协议。
	2019-2-12	特朗普表示若中美双方接近达成协议，则对延迟提高对华关税最后期限持开放态度。
	2019-2-12	鲍威尔称美国经济数据强劲，但各地尤其是农村地区并没有同等地增长，并不认为经济衰退风险升高。
	2019-2-13	克利夫兰联储主席Mester称美联储计划在未来的几次会议中暂停缩表。

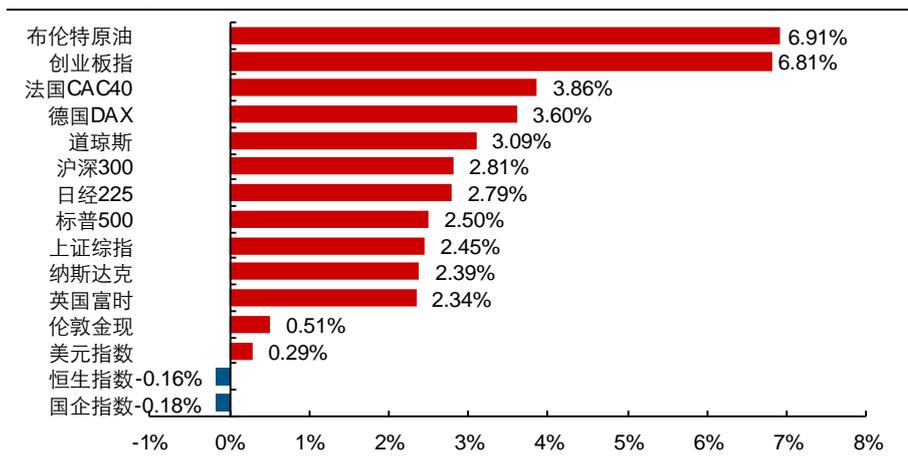
	2019-2-13	特朗普表示再次关门将是可怕事件，将在研究后决定是否支持两党协商的边境法案。
	2019-2-15	特朗普签署政府开支议案并宣布南部边境进入紧急状态。
	2019-2-11	国会支持商业银行多渠道补充资本金，同时决定对罕见病药品给予增值税优惠。
中国	2019-2-14	中共中央办公厅、国务院办公厅印发发文，要求加大对民营企业的直接融资支持力度，支持金融机构通过资本市场补充资本，实施差别化货币信贷支持政策。
	2019-2-15	第六轮中美经贸高级别磋商结束，中美双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商。双方商定将于下周在华盛顿继续进行磋商。
欧盟	2019-2-11	法国财长称欧盟在面临中国竞争情况下，仍然否决了阿尔斯通-西门子合并案，表示对该决定非常失望。
英国	2019-2-14	英国首相特蕾莎·梅脱欧议案再次遭议会否决。
	2019-2-12	沙特能源大臣称3月原油产量将减至980万桶/日，原油出口将降至690万桶/日。
亚洲	2019-2-13	IEA下调全球2019年对OPEC原油需求至3070万桶/日，低于上次预期3160万桶/日。

资料来源：彭博社，路透社，CNBC 等，长江证券研究所

全球市场表现

全球主要权益市场本周表现强势。美国市场方面，虽然本周公布的零售数据环比降幅较大，但受益于美联储鸽派表态以及中美磋商取得进展，美股三大股指均实现收涨。**香港市场方面**，受中国 CPI 与 PPI 数据不及预期等影响，本周市场收跌。**其他市场方面**，受美股带动，欧洲及日本权益市场同样实现收涨。另外，本周石油涨幅较高，或受沙特减产及中美贸易磋商的驱动。

图 10：本周主要权益市场均表现强势



资料来源：Wind，长江证券研究所

美股市场表现

本周道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克综合指数均实现显著上涨，分别收涨 3.09%、2.50%和 2.39%。其中标普 500PE 为 18.99 倍，较上周增加 0.11 倍，主要原因可能为中美贸易磋商取得进展以及美联储官员或将停止缩表的表态，提振了市场情

绪。流动性方面，美国 10 年期国债收益率由 2.63% 上升至 2.66%；另外，市场情绪的提振带动风险偏好有所提升，VIX 较上周下降 0.81 至 14.91。

分行业来看，按照 GICS 分类标准，本周标普 500 一级行业除公用事业板块外全部收涨，其中涨幅前三的行业分别为能源（4.75%），地产（3.53%）和原材料（3.36%）。本周原油价格涨势强劲，或为整个能源板块表现较好的主要原因。

图 11：本周三大美股指数均显著收涨



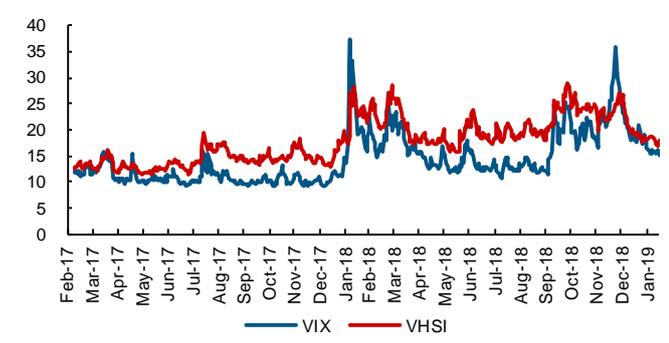
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：本周美欧 10 年期国债利差扩大



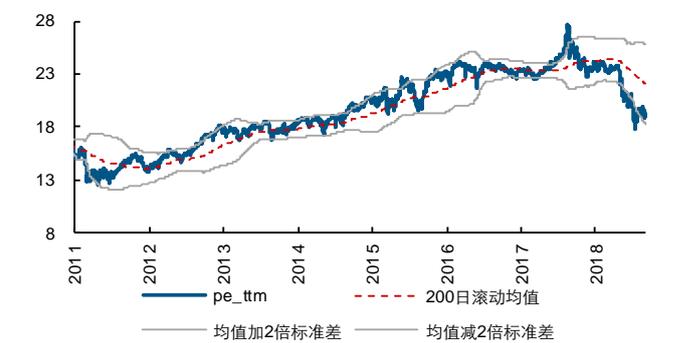
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：本周 VIX 下降 0.81



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：标普 500PE 为 18.99 倍，较上周上升 0.11 倍



资料来源：Wind，长江证券研究所

港股市场表现

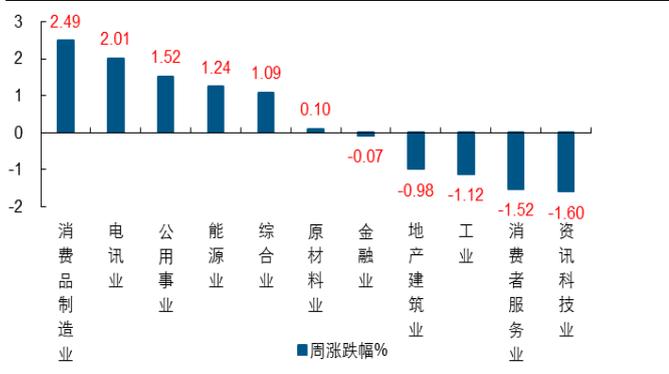
本周恒指收报 27900.84 点，按周下跌 0.16%，恒指 PE 按周环比下降 0.06 倍至 10.32 倍，略低于 200 日滚动历史均值。本周指数收跌的核心原因是周五中国 CPI 与 PPI 数据不及预期，市场情绪受挫。受此影响，本周 VHSI 上升 0.18 个百分点，市场风险偏好有所下降。

资金面有所好转。一方面，本周近 30 日港股通资金净流入扩大 11.93 亿至 7.08 亿港元，反映南下资金风险偏好边际上升；另一方面，截至 2 月 15 日，本周美元指数收报 96.9181，上涨 0.29%，美元兑人民币 1 年远期贴水收报 177bp，2 月 1 日升水 268bp，预计未来海外资金或有流入趋势。

分行业来看，按照恒生一级行业分类标准，本周涨幅前三的行业分别为消费品制造业（2.49%）、电讯业（2.01%）和公用事业（1.52%）。目前大多数行业估值低于历史均

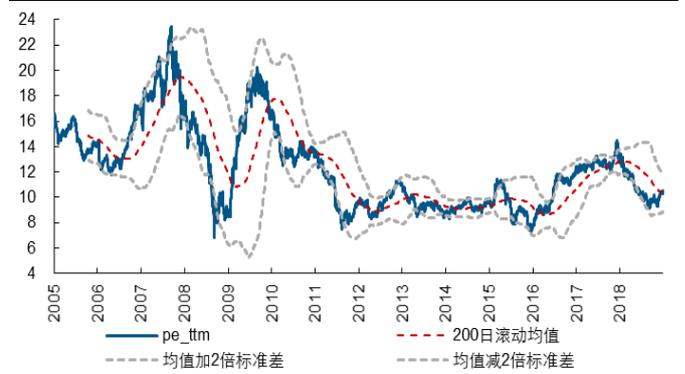
值水平，其中估值历史分位水平最低的行业为原材料业（13.89%）、地产建筑业（13.94%）和综合业（19.26%）。

图 15：本周恒生一级行业涨跌幅情况



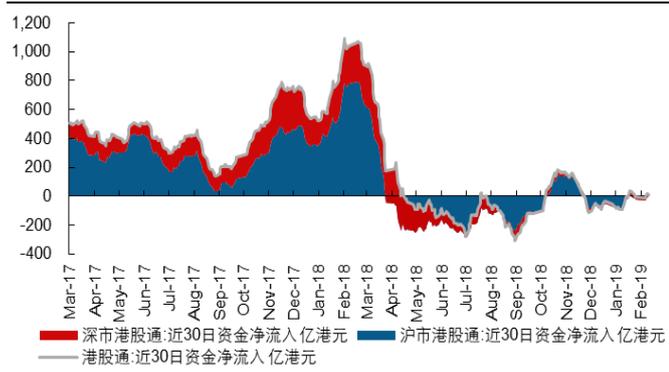
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：恒生指数 PE 为 10.32 倍，较上周下降 0.06 倍



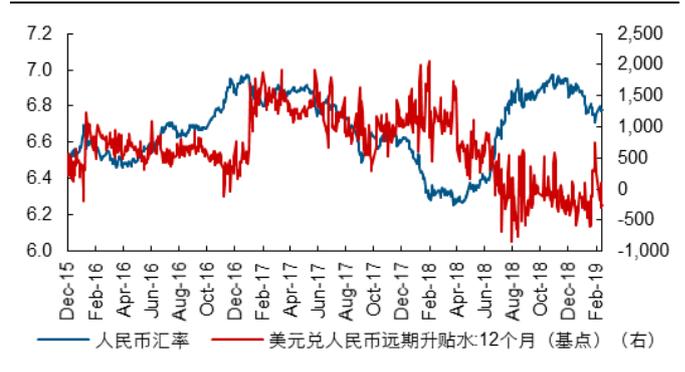
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：本周近 30 日港股通资金净流入规模按周环比扩大 11.93 亿港元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：本周美元兑人民币 1 年远期贴水收报 177bp



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19: 月内事件汇总



资料来源: Wind, Bloomberg, 长江证券研究所 (备注: 红色字体代表事件将于本周内发生)

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。