

2021 年 12 月 23 日

中国市场策略

香港开始显示深度配置价值

“悲伤和绝望中蕴藏着巨大的力量。”——查尔斯·狄更斯，《双城记》

为什么，2021 年全年香港市场表现欠佳？更重要的是，为什么，尽管香港和上海并称中国举足轻重的两大市场，但是香港的表现今年却远逊于上海？事实上，包括中国的美国存托凭证（ADRs）、中国互联网公司和恒生科技指数在内的中国所有离岸股指的表现都跑输了在岸股指。然而，无论股指在岸还是离岸，都理应无一例外地如实反映中国经济的基本面。

中国经济增速在 2021 年有所放缓，但其货币政策的选择与西方央行的政策路径相悖。经济减速的态势从规模以上的工业增加值、采购经理人指数和固定资产投资等多项宏观经济数据中可见一斑。此外，恒生指数在今年 2 月前后触顶，与宏观经济开始减速慢行的时点吻合。然而，上证综指却仍保持韧性和定力，全年勉强小幅收涨，与恒指 2 月后下行的走势大相径庭（**图表 1**）。

有分析将这一切归咎于中国互联网行业所面临的强监管态势。诚然——头部互联网平台公司大都奔赴海外上市，它们的弱势在一定程度上令跌跌不休的恒指雪上加霜。其实，在我们去年 11 月发布 2021 年展望报告时，我们曾直言不讳地将当时的中国科技公司的估值称作“泡沫”，并敦促投资者避而远之转而做多大宗商品。但又如何解释那些在香港上市的国内消费和医疗板块龙头企业——它们并未受监管风暴波及却同样表现欠佳。因此，我们认为强监管只道出了部分真相。

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802

研究部主管

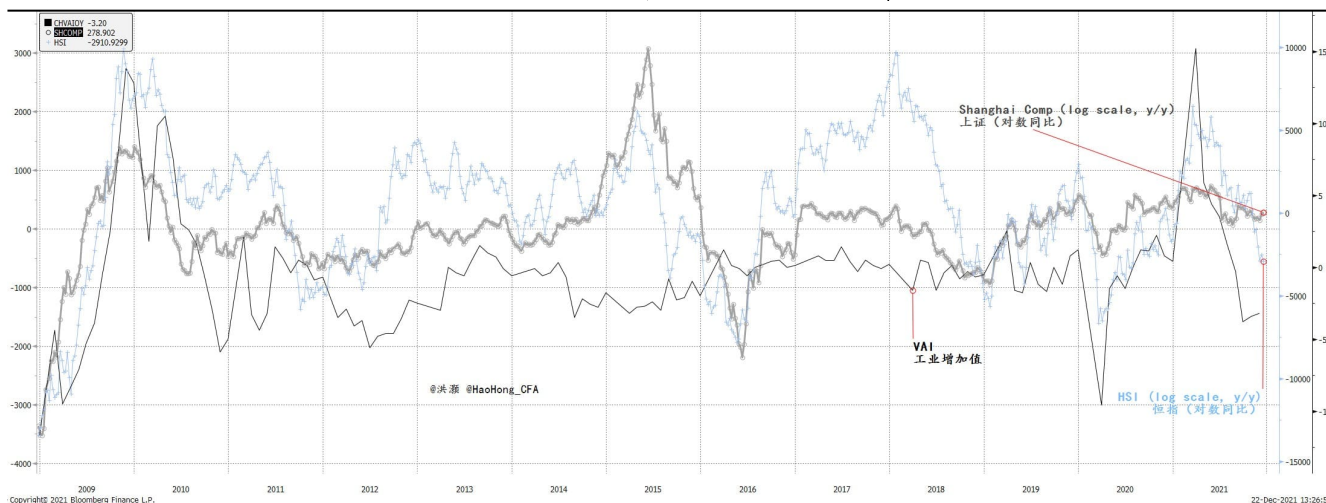
谭淳

karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

罗为腾

sophia.luo@bocomgroup.com
(852) 3766 1843

图表 1：面对中国经济减速，恒指的反应首当其冲，而上证独善其身。



此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

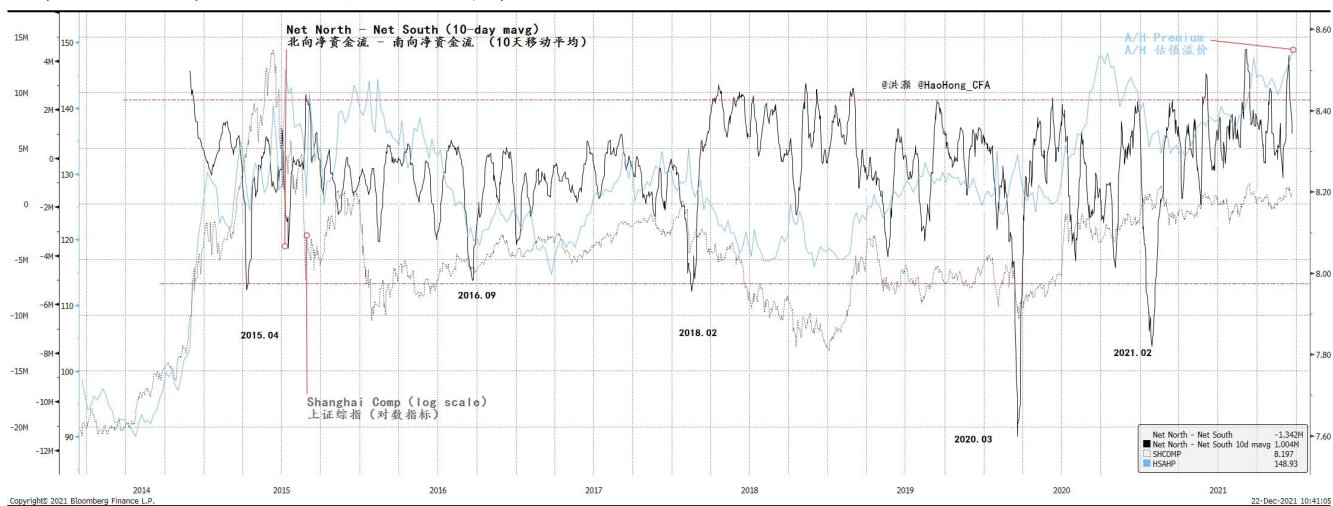
2021年，中国经济最引人注目的特征之一，是其表现强劲、势头不减的出口，以及中国经常账户盈余回升到2007年底以来的历史高位——那时候正值中国“入世”后出口高歌猛进的太平盛世。在新冠肺炎疫情余孽不减、肆虐环球经济之际，中国出口的强势为中国经济提供了源源不竭的支撑和动力，而其势头之持久足以令我们熟知的每一位经济学家都倍感惊异。

在我们11月15日发表的题为《**展望2022：夕惕若厉**》的展望报告中，我们细致入微地探讨了出口的强劲势头如何转化为中国商业银行不断飙升的外汇存款，以及这种美元流动性的积累如何与中国风险资产价格息息相关。鉴于在今年环球经济重启的大背景下中国出口仍然能够保持惊人的强势，投机资本很有可能乘势流入中国市场，从而推高股价，并让市场对日渐放缓的基本面视而不见。我们认为，这恰恰是中国央行今年两度上调外汇存款准备金率的原因所在。上一次中国央行采取类似举措还要追溯到2007年5月。

而前度我们目睹市场与不断走弱的基本面走势背道而驰尚要追溯到2015年的夏季。换言之，目前中国经常账户的强势远不止是中国生产与美国消费间的相对关系的简单映射。外来流动性对中国在岸市场的影响也可从北向净流入资金屡创新高情况中窥见端倪（**图表2**）。

一众国内新闻“标题党”也对浩浩荡荡大举北上的资金欣喜若狂。这般规模的资金流入固然在顺风顺水时可以助力在岸市场，然而一旦其骤然撤离，尤其是在市场拐点的关键时刻，无疑会给股价造成压力。资本流入是一柄双刃剑——无怪乎在刚刚过去的周末，中国证监会果断出手，重拳打击“假北水”。

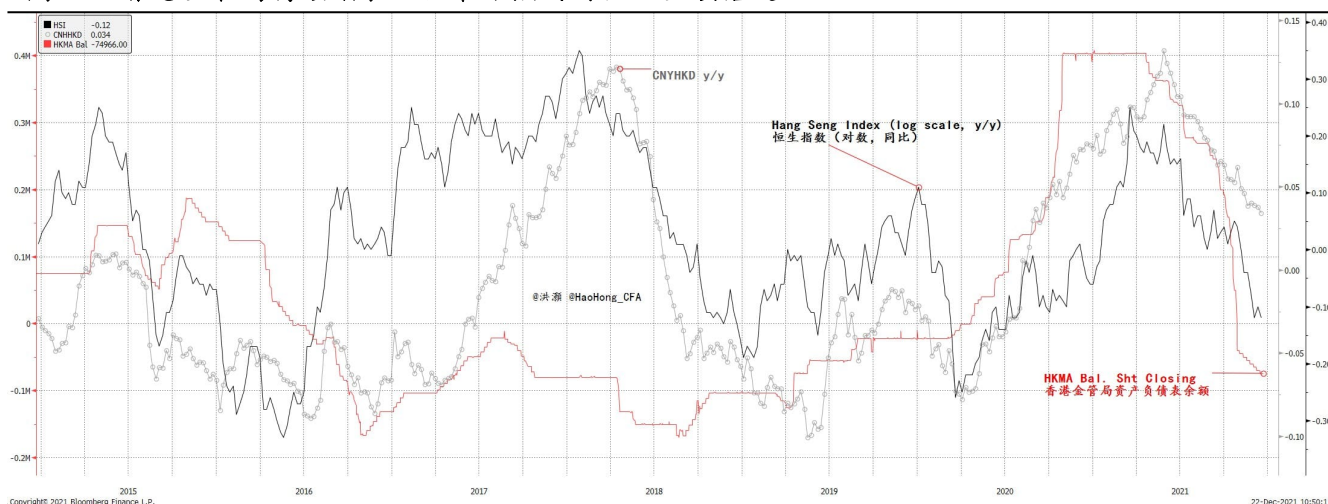
图表2：北向净流入资金开始从极端高位回撤。



中国在岸和离岸市场之间的相对流动性充裕也可以从港元和人民币之间的交叉汇率中见微知著。今年以来，人民币汇率一路走强，直至最近一个月在央行大幅调贬人民币汇率参考价之后才方有所缓和。与此同时，香港金融管理局一直致力于持续“缩表”，以此回收香港市场的流动性。在美联储结束量化宽松并将于2022年开始加息之前，这着实是一项审慎的举措。恒指在这一过程中不

幸沦为了贡品（**图表 3**）。然而，金管局的缩表节奏似乎已经跨越了其峰值，因此恒指的下行压力应该会开始缓解。

图表 3：香港金管局持续缩表。但最难熬的时段已尘埃落定。



资料来源：彭博，交银国际

总而言之，中国央行之所以能够在 2021 年采取与西方央行截然不同的货币政策，得益于中国市场令人艳羡的充足流动性。国内市场一路下行的利率、激增的外汇存款、势如破竹的跨境资金流以及历史性的北上资金净额，皆是充裕流动性的最佳明证。

中国出口、人民币汇率以及外汇流入的异常强势表明，必定存在投机资本借出口之便潜入中国国内市场的可能性。这正是中国央行未雨绸缪采取措施提高外汇存款准备金率、引导人民币参考汇率走弱，同时中国证监会严打“假北水”的原因。

由于中国的资本流动仍未完全开放，这造就了一个免受外国市场风云变幻、国内行业强监管态势影响的避风港。与此同时，中国离岸股票面对国内政策走向和离岸流动性收紧总是首当其冲。这种流动性状况的两极分化态势是 2021 年中国离岸与在岸市场表现大相径庭的原因所在。但这是可持续的吗？

迄今，在收紧的香港流动性和国内强监管态势的双重影响下，香港市场已跌入深度价值洼地。我们的资产配置模型显示，香港市场在投资组合配置中具有价值——类似于在亚洲金融风暴和俄罗斯违约、2001 年的 9-11 事件、2008 年次贷衰落、2015 年 6 月泡沫破灭以及 2020 年 3 月新冠疫情所造成的史诗级别的抛压这些时间节点，香港市场所展现的价值那般（**图表 4**）。诚然，对外关系仍然处于微妙的平衡关口，这种不确定性就算是可量化也难以精确地估量。但港股在如此委顿低迷的水平上，估值应该至少反映了香港市场面对的部分不确定性。市场见底是一个变化莫测险象环生的过程，但圣诞老人的礼物总是在一个大雪纷飞的夜晚经由一个狭长黢黑的烟囱从天而降的。

祝您和家人圣诞快乐，新年进步！

图表 4：恒指正显示出深度的配置价值。



资料来源：彭博，交银国际

近期报告

20151130	市场的三个极端	20190311	谁在买？谁会再买？
20151209	2016年展望：资产慌	20190322	市场确认了一个重要的拐点
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化	20190408	卖方研究员的自我修养
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次	20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20160108	熔断机制暂停又如何？	20190506	策略的沉思
20160115	超卖的修复	20190514	“战争”与和平
20160121	软弱的对手盘	20190530	2019年下半年展望：贸易摩擦的代价
20160125	稳定一个不稳定的市场	20190628	投票的艺术
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪	20190920	中国市场预测权威指南
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限	20191111	展望2020：静水流深
20160301	增长乏力，则股市疲软	20191230	展望十年：长波中的退潮
20160307	两会周期小阳春	20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20160321	历史性的市场分歧	20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20160418	周期的假像	20200224	放水符
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔	20200228	瘟疫咒
20160606	市场见底：何时何地	20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望	20200303	周期的韵律
20160627	脱欧后，如何交易中国	20200305	市场危机中，你应该问的问题
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是“避风港”吗？
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告：价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017年展望：微妙的平衡	20200323	希望和奢望
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？	20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动	20200330	估测中国失业率
20170324	中国经济周期权威指南	20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20170413	市场价格失灵	20200409	桑德斯的传奇
20170524	新监管下的风险重新定价	20200416	社会的割裂
20170609	下半年展望：要命的不好看，漂亮的不要命	20200420	亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开始长期跑赢
20170621	A股入摩：历史性时刻后的思考	20200428	创业板注册制又是一次重要的市场改革
20170714	突破“三套牢”	20200610	2020年下半年展望：潜龙欲用
20170828	中国经济周期权威指南之二—新高	20200616	美联储垃圾回收计划
20170829	“心”周期	20200706	牛市归来了吗？
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱性	20200713	与牛共舞
20171204	2018年展望：无限风光	20200720	3500
20180131	狗年：2017年的领悟	20200727	政策的信号
20180207	市场危机	20200803	新世界格局里的“双循环”
20180323	非常规贸易战	20200810	中美角力对股市的影响
20180326	1987	20200817	节约粮食的意义
20180409	因战而战	20200824	创业板历史性改革：如何交易，及其意义
20180423	大国博弈	20200909	美股继续暴跌
20180521	2018年下半年展望：乱云飞渡	20200924	美股继续暴跌；美联储称“已尽人事”
20180614	中国投机权威指南	20201120	展望2021：价值王者归来
20180703	何处是底	20210327	价值王者归来进行时
20180723	反弹和见底	20210415	为什么经济跑赢，股票跑输？
20180813	向政策再借一命	20210525	大宗商品的长波：来自三个世纪的证据
20180903	中美周期的冲突	20210607	2021年下半年展望：价值依然王者归来
20181029	救市会成功吗？	20210825	“共同富裕”对中国股市意味着什么？
20181119	2019展望：峰回路转	20211018	房地产变局，人口老龄化对于共同富裕的意义
20190201	峰回路转：狗年的教诲	20211115	展望2022：夕惕若厉
20190301	融资牛路在何方	20211217	共同富裕：百年市场历史的领悟

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2021年12月23日
中国市场策略

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、荣昌生物制药(烟台)股份有限公司、祥生控股(集团)有限公司、京东健康股份有限公司、领地控股集团有限公司、大唐集团控股有限公司、佳源服务控股有限公司、云想科技控股有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co Ltd、瑞丽医美国际控股有限公司、Legion Consortium Limited、Cheshi Holdings Limited、德运控股有限公司、麦迪卫康健康医疗服务科技有限公司、现代中药集团有限公司、荣万家生活服务股份有限公司、稻草熊娱乐集团、东方大学城控股(香港)有限公司、北京昭衍新药研究中心股份有限公司、森松国际控股有限公司、美佳音控股有限公司、Edding Group Company Limited、京东物流股份有限公司、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、中国优然牧业集团有限公司、越秀服务集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、奈雪的茶控股有限公司、朗诗绿色生活服务股份有限公司、优越汇控股有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、三巽控股集团有限公司、百得利控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、佳源国际控股有限公司、58 Freight Inc、苏新美好生活服务股份有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、北京京城佳业物业股份有限公司、兴源动力控股有限公司、凯莱英医药集团(天津)股份有限公司、商汤集团股份有限公司及泉峰控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。