

中信证券海外策略

港股市场历史回顾及展望

联系人：徐广鸿，王一涵

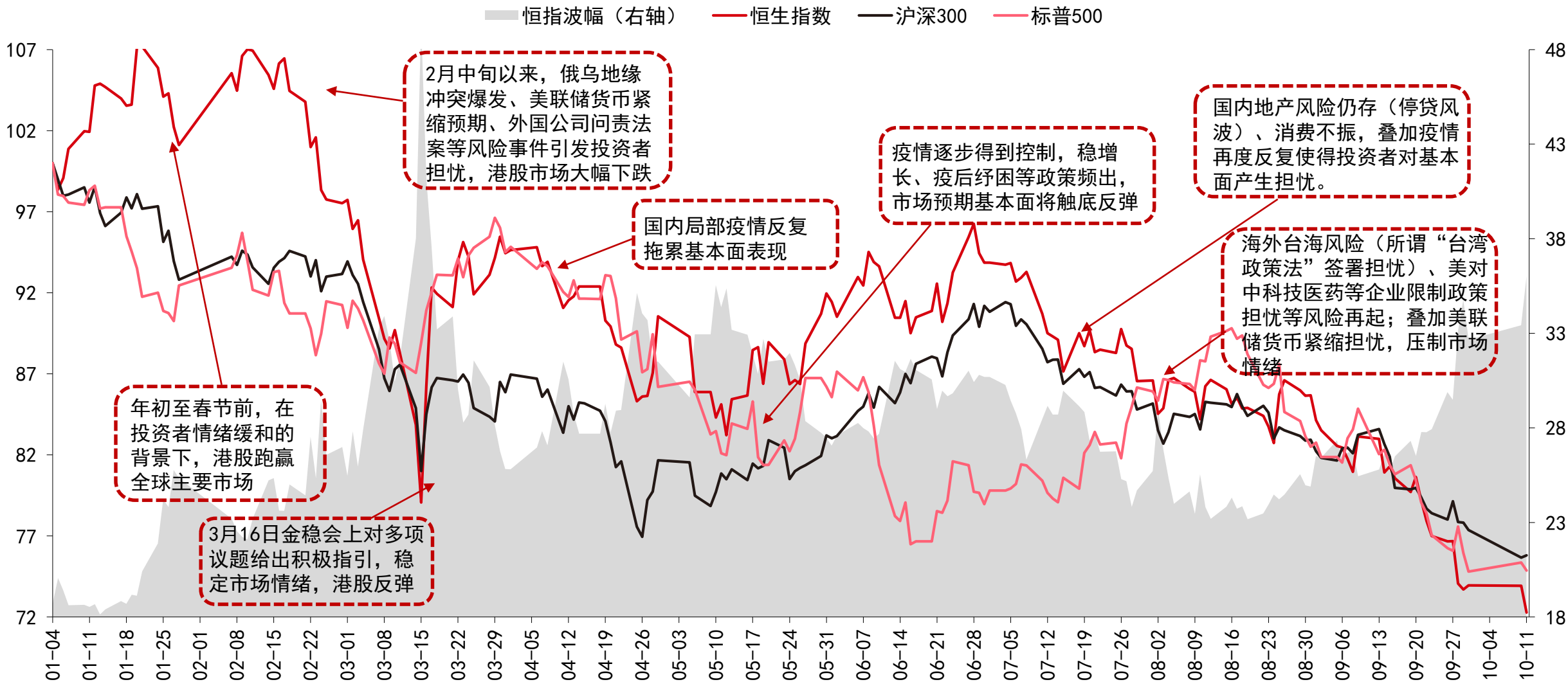
中信证券研究部 海外策略组

2022年10月19日

港股跌入深度价值区间

停贷风波、疫情、海外货币紧缩、中美关系导致3季度港股大跌

年初至今港股走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

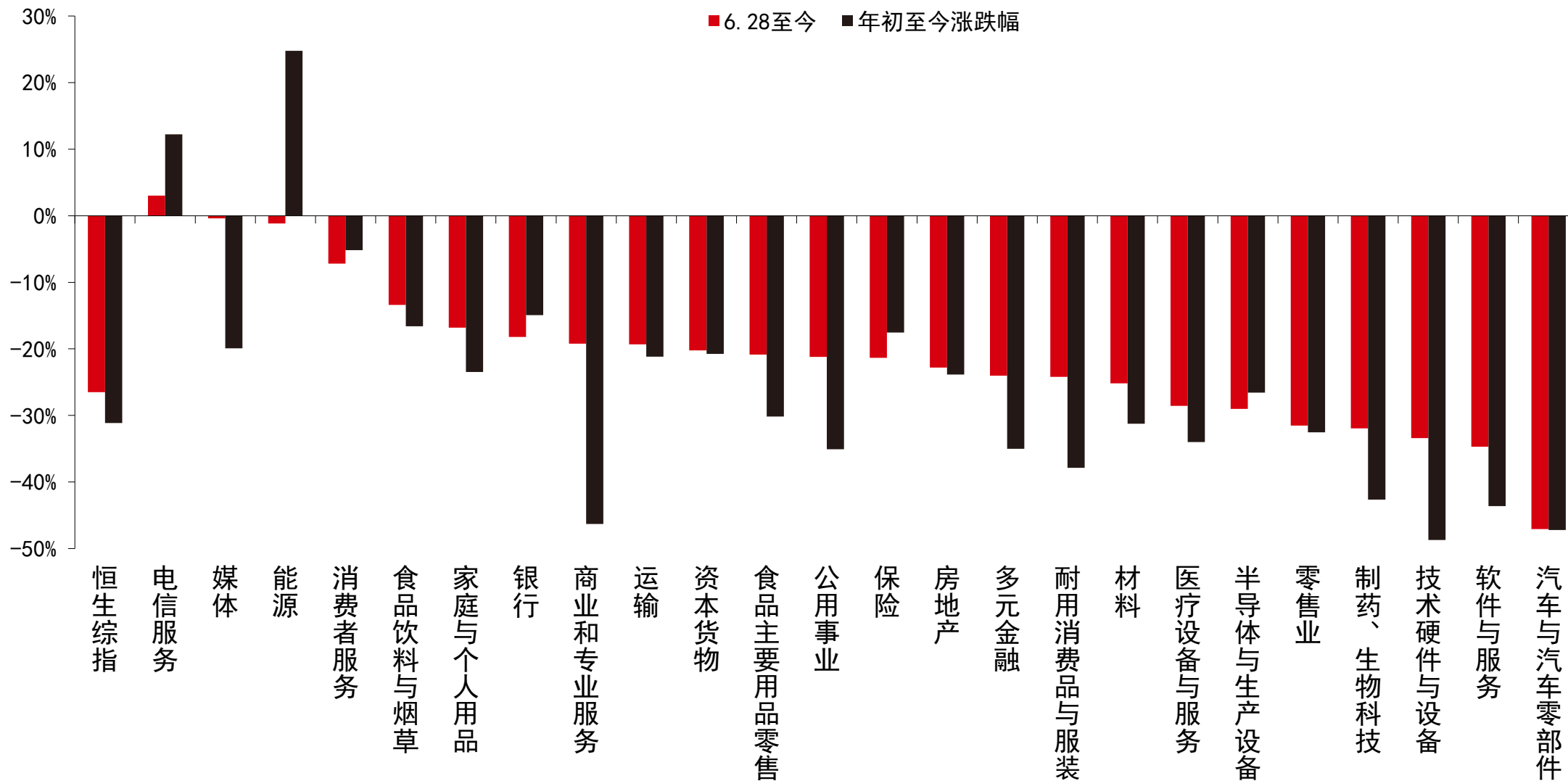
本轮港股的持续回调时间已创下历史最长

历次港股熊市下跌幅度和时间长度对比



3季度仅仅防御性的电信服务板块小幅上涨

港股市场各行业涨跌幅



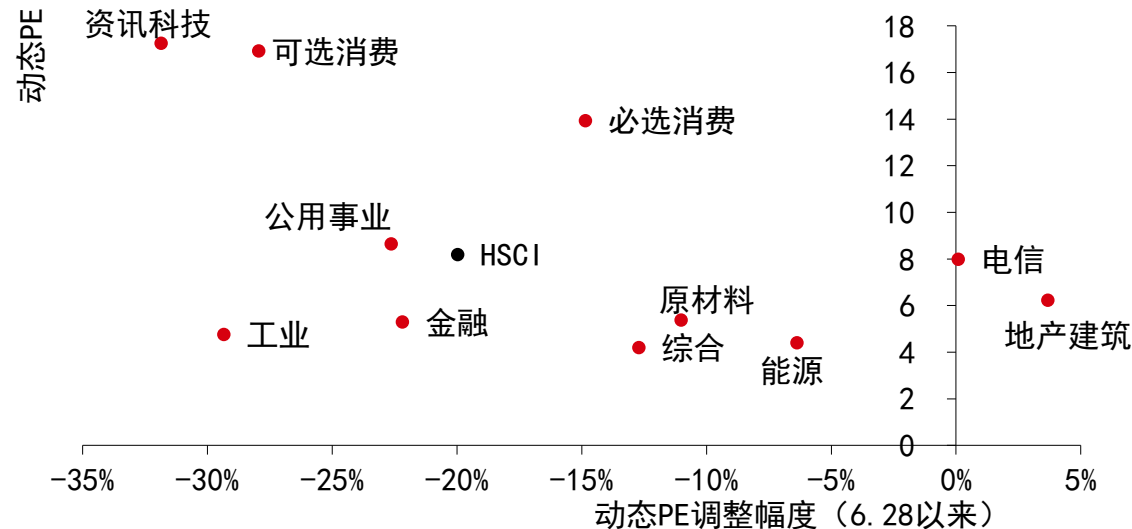
资料来源: Wind, 中信证券研究部

估值和情绪指标都回落至历史低位

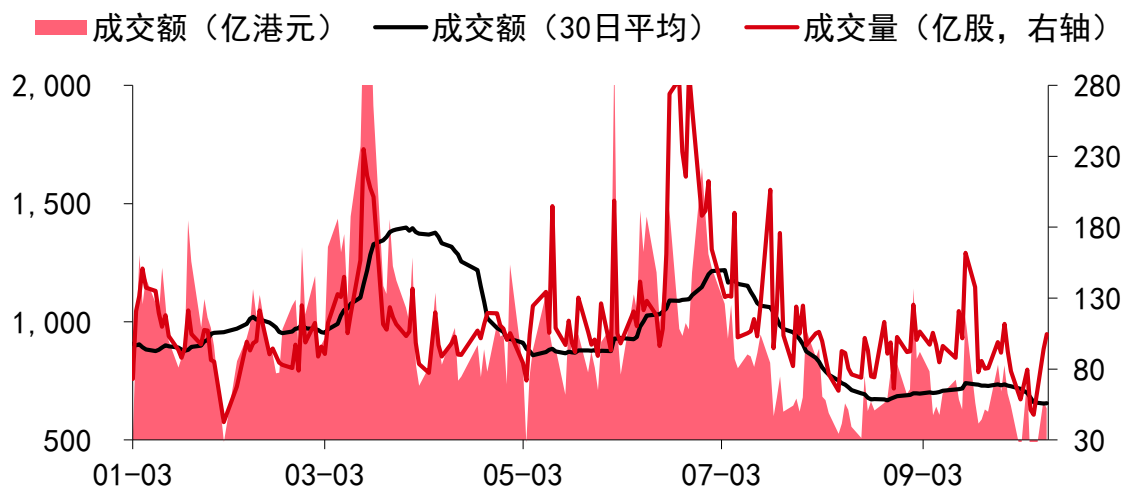
恒生指数动态估值近期持续下滑



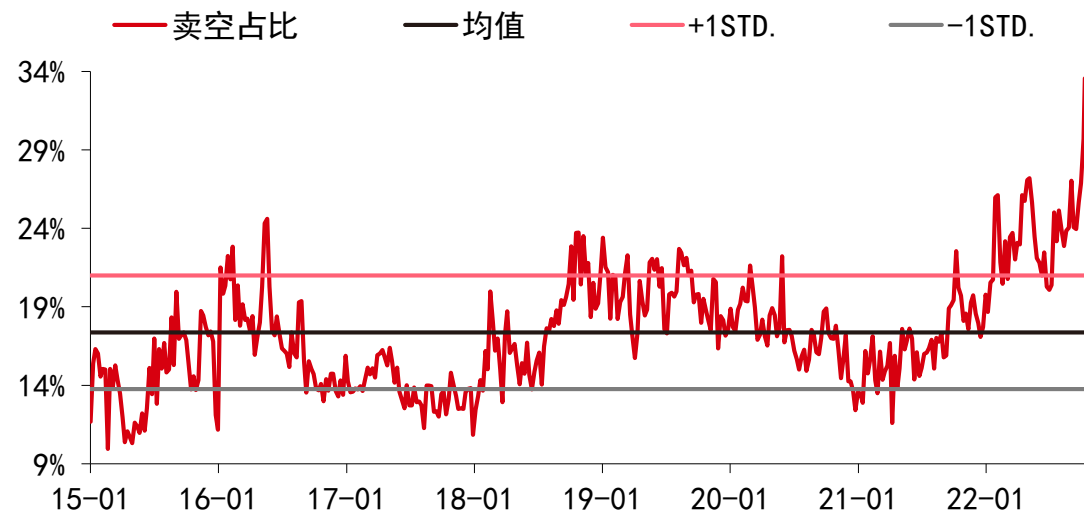
港股市场分行业动态PE



3季度港股市场成交量持续下滑

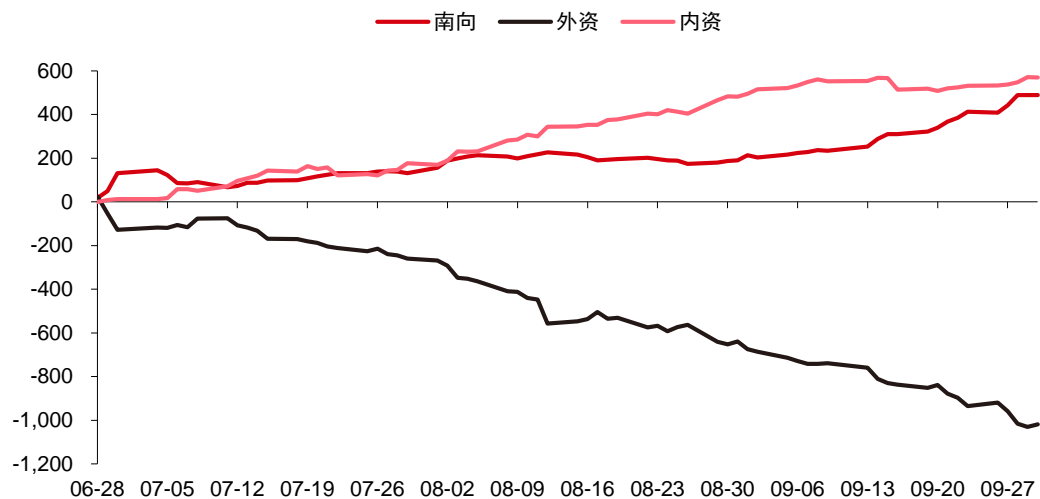


港股卖空占市场成交额比重升至历史最高

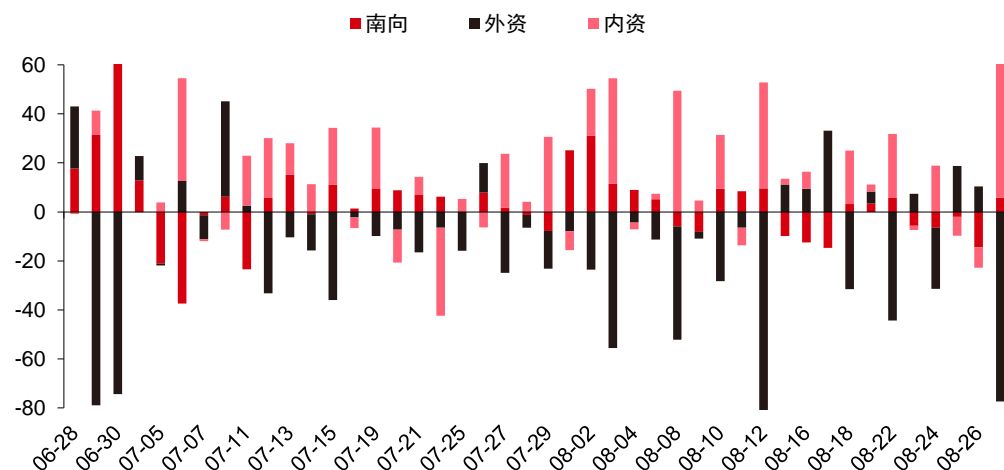


3季度外资流出超1000亿港元，9月南向再次“抄底”

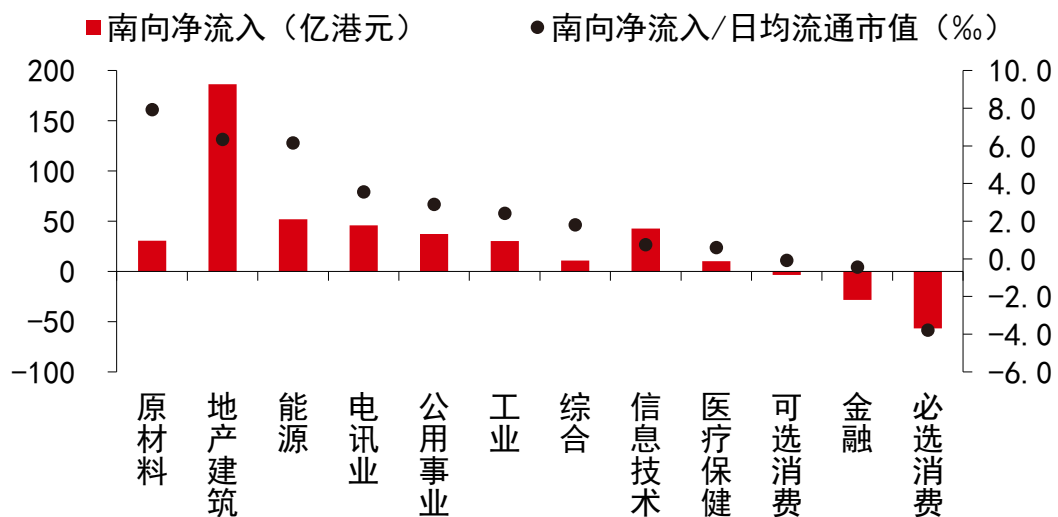
2022Q3以来港股市场资金流情况（累计，亿港元）



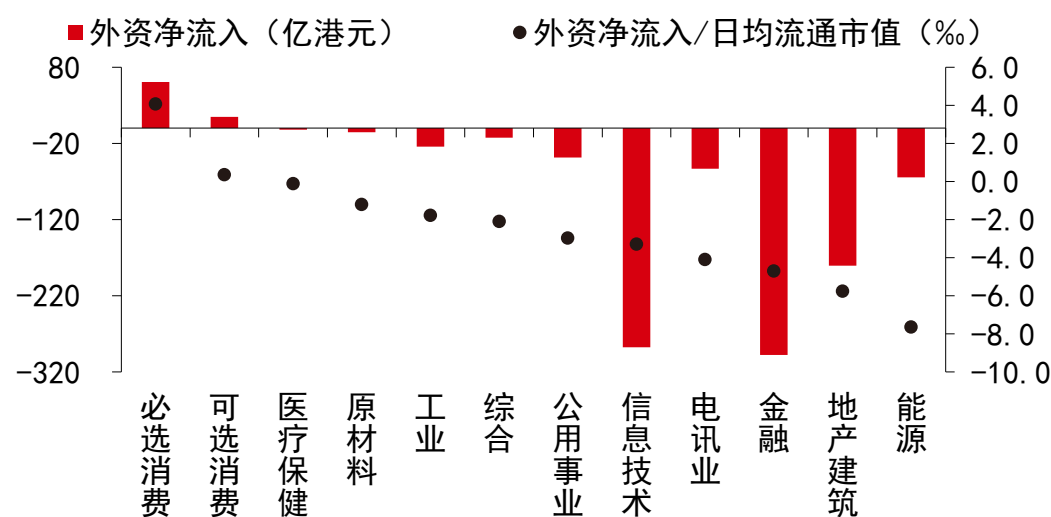
近期港股市场资金流情况（日度，亿港元）



2022Q3南向分行业资金流向及比重



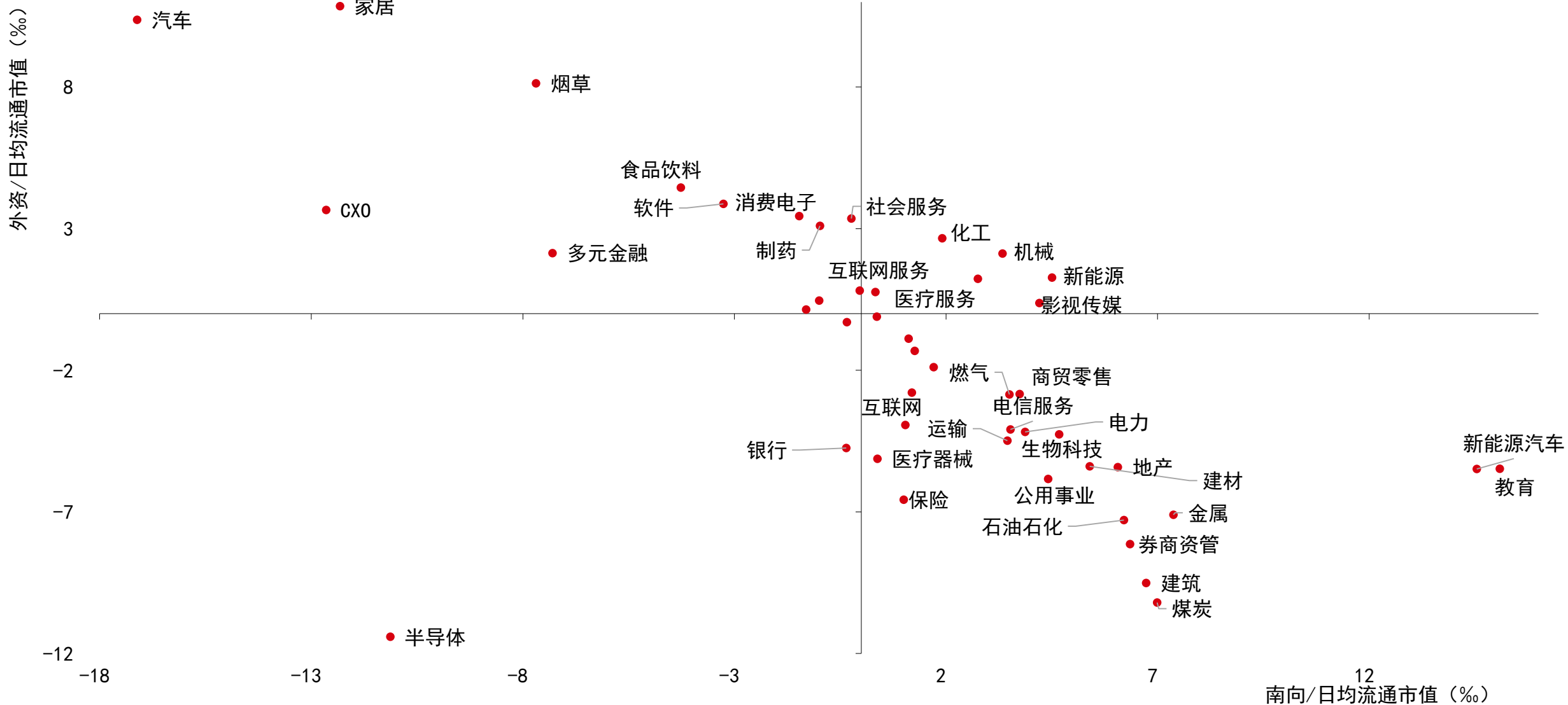
2022Q3外资机构分行业资金流向及比重



资料来源：港交所中央结算中心，Wind，中信证券研究部

3季度化工、机械、新能源、医疗服务等获南向及外资共同增持

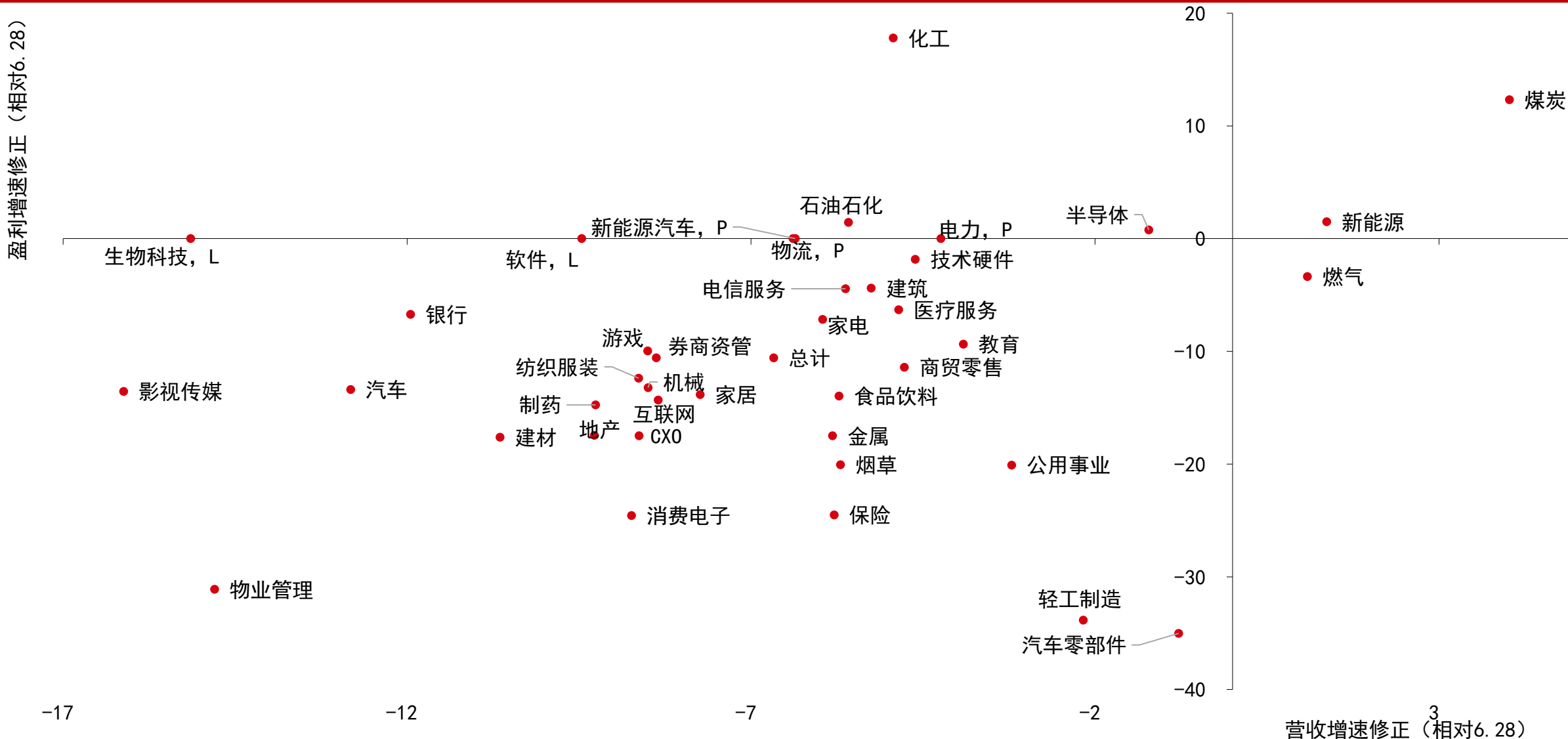
2022Q3港股细分板块资金流向及比重



资料来源: Wind, 中信证券研究部

仅煤炭和新能源行业获盈利预期的上修

细分板块2022年预测营收及盈利增速变化（6月28日-9月27日）

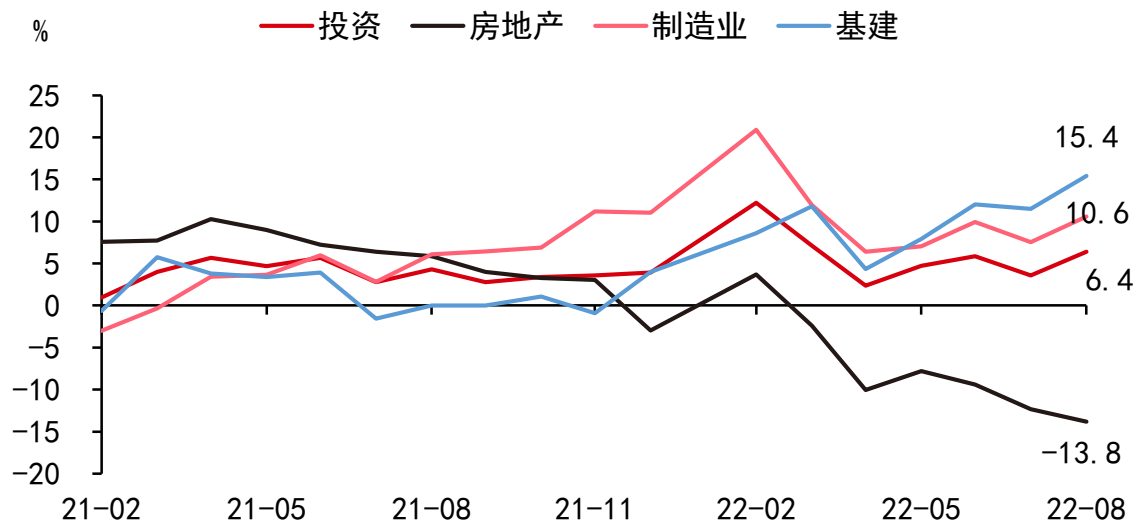


资料来源: Wind一致预期, 中信证券研究部

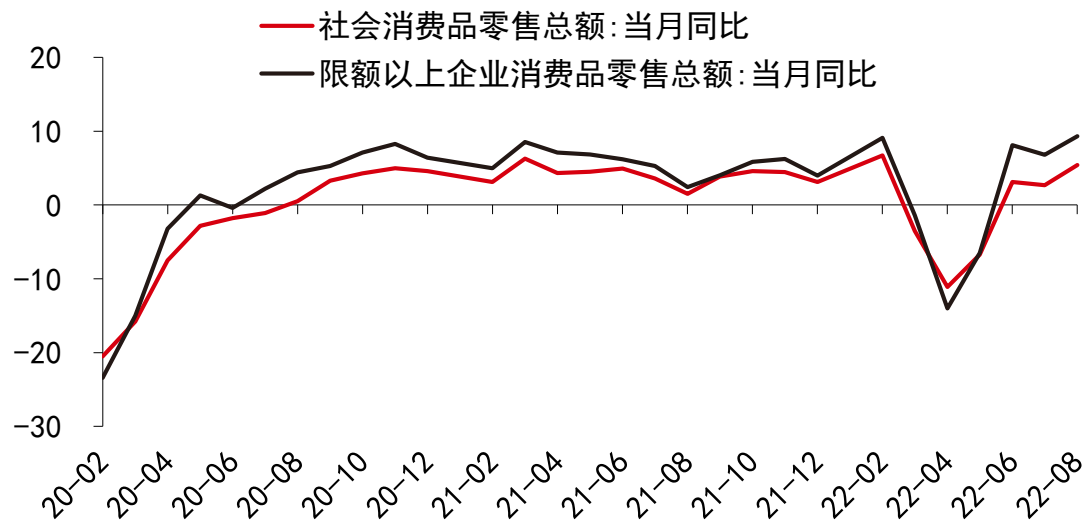
基本面有支撑，政策逐步转暖

经济基本面延续复苏，但地产仍是最大拖累项

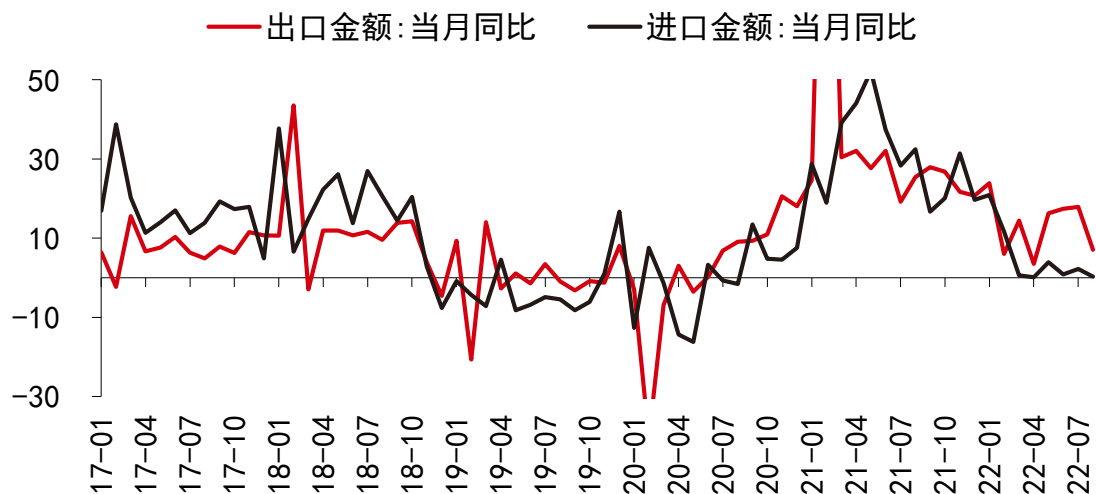
地产为8月投资最大拖累项（单月）



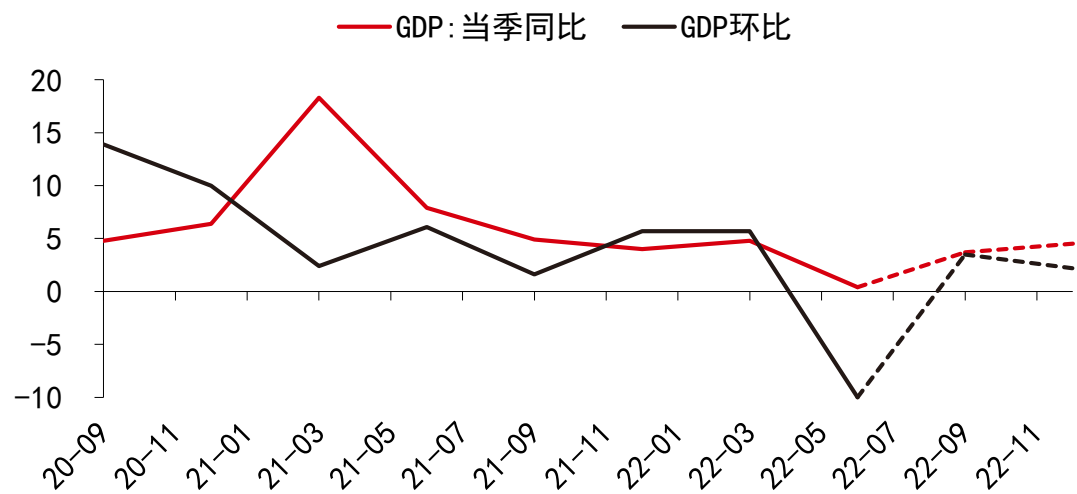
8月社消同比增速回升 (%)



进出口将进入下行区间

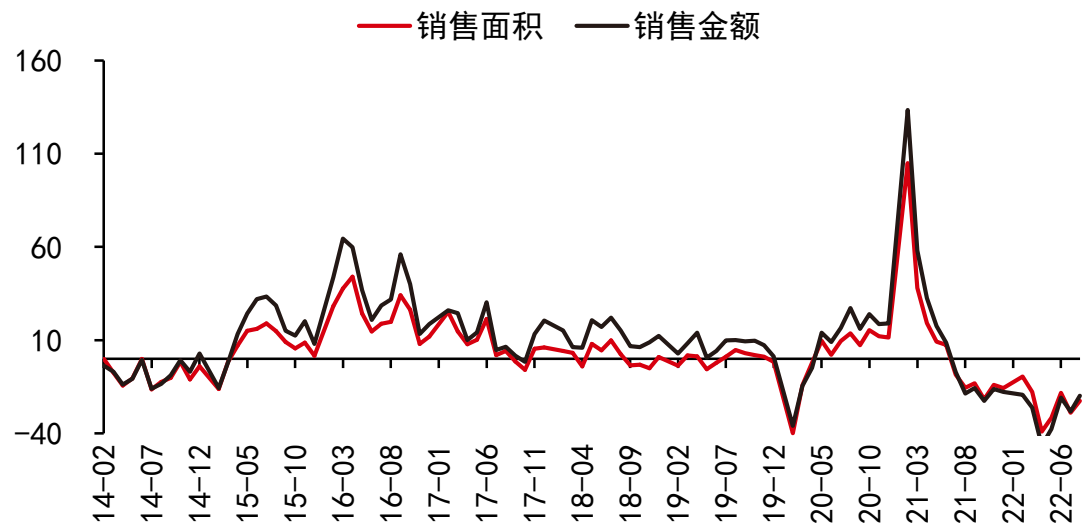


GDP同比与环比增速预测

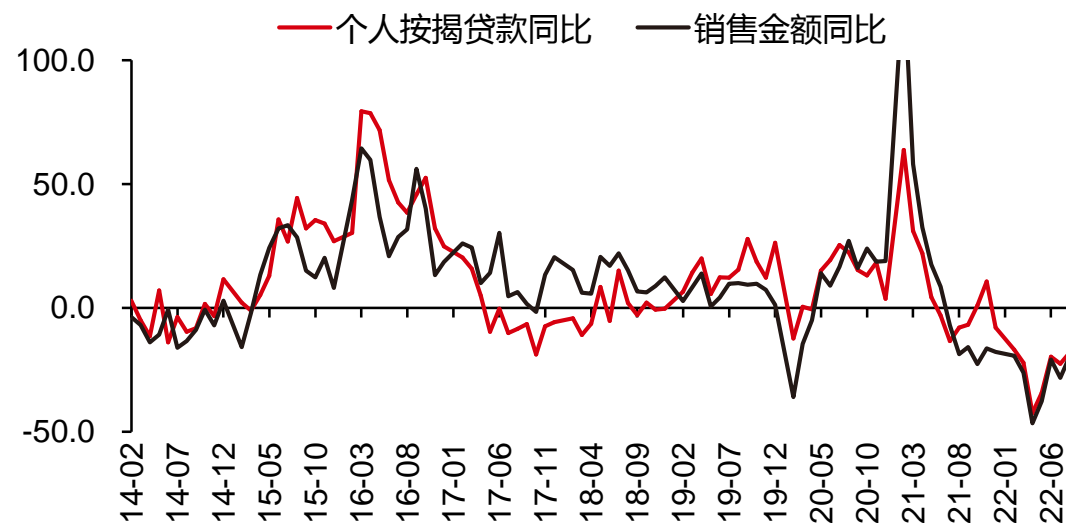


近期刺激政策有望推动地产销售进一步复苏

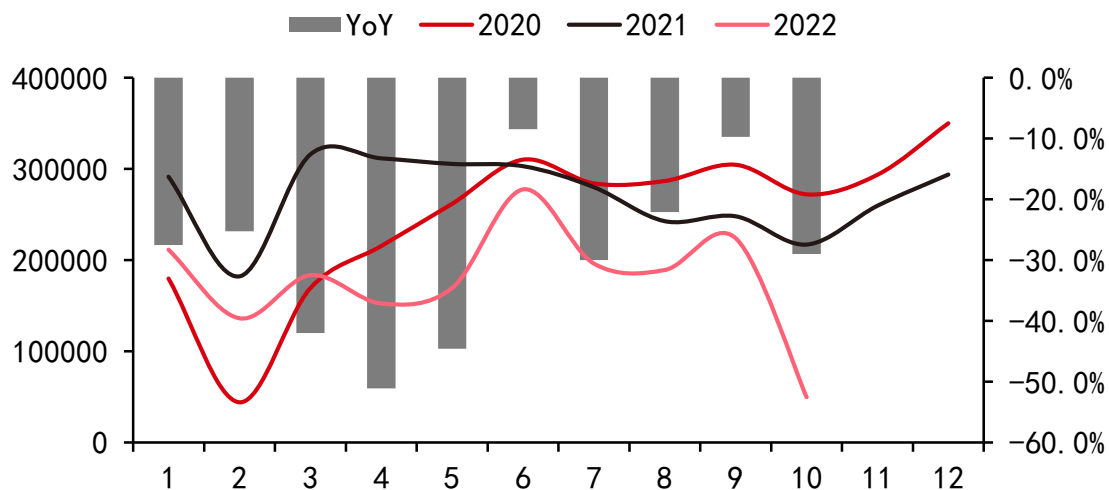
房屋销售面积和金额单月同比增速 (%)



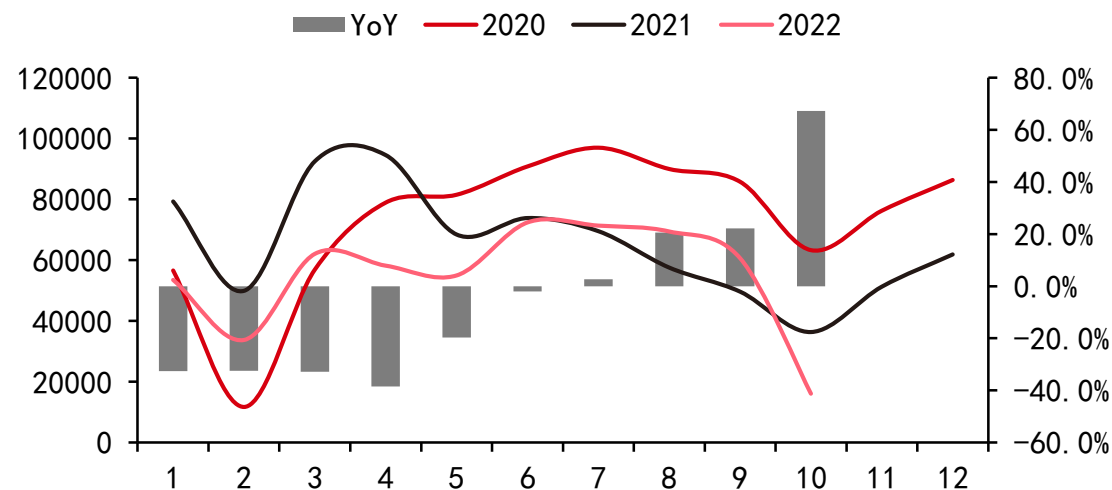
个人按揭和销售金额同比 (%)



42个样本城市新房网签套数按月统计

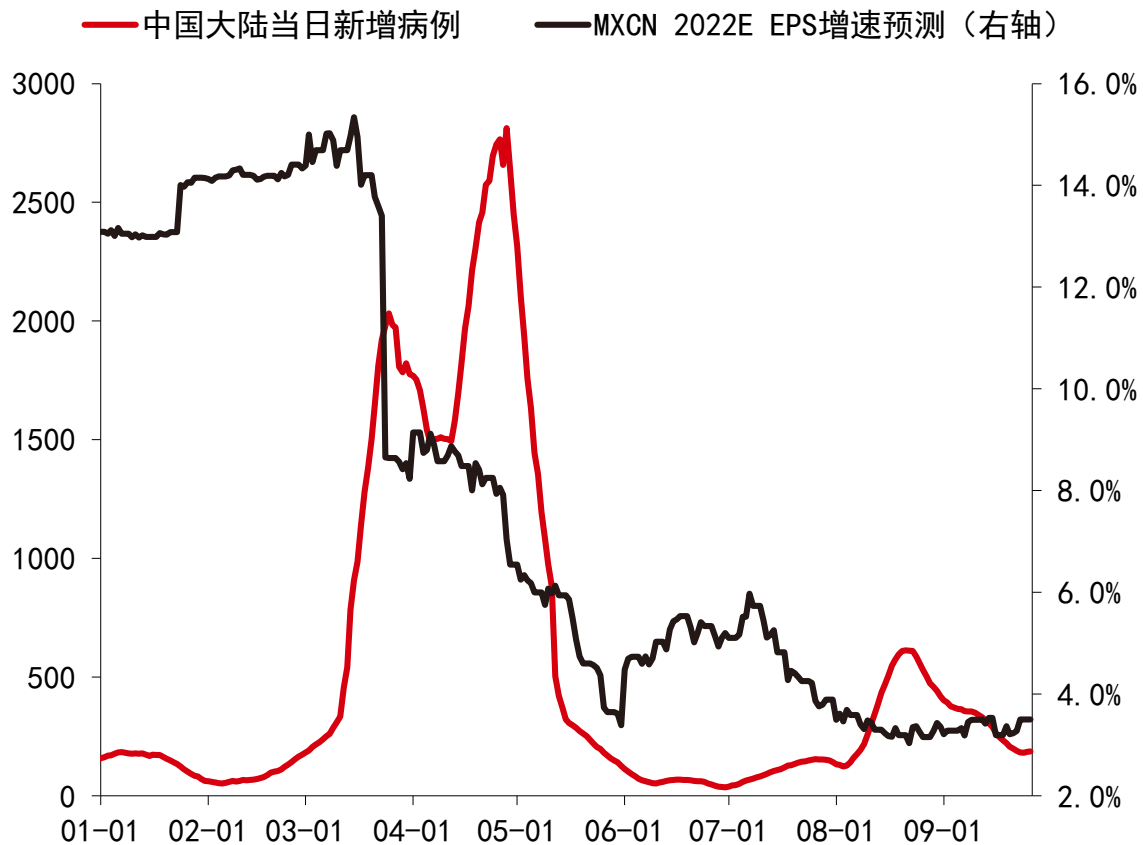


14个样本城市二手房网签套数按月统计

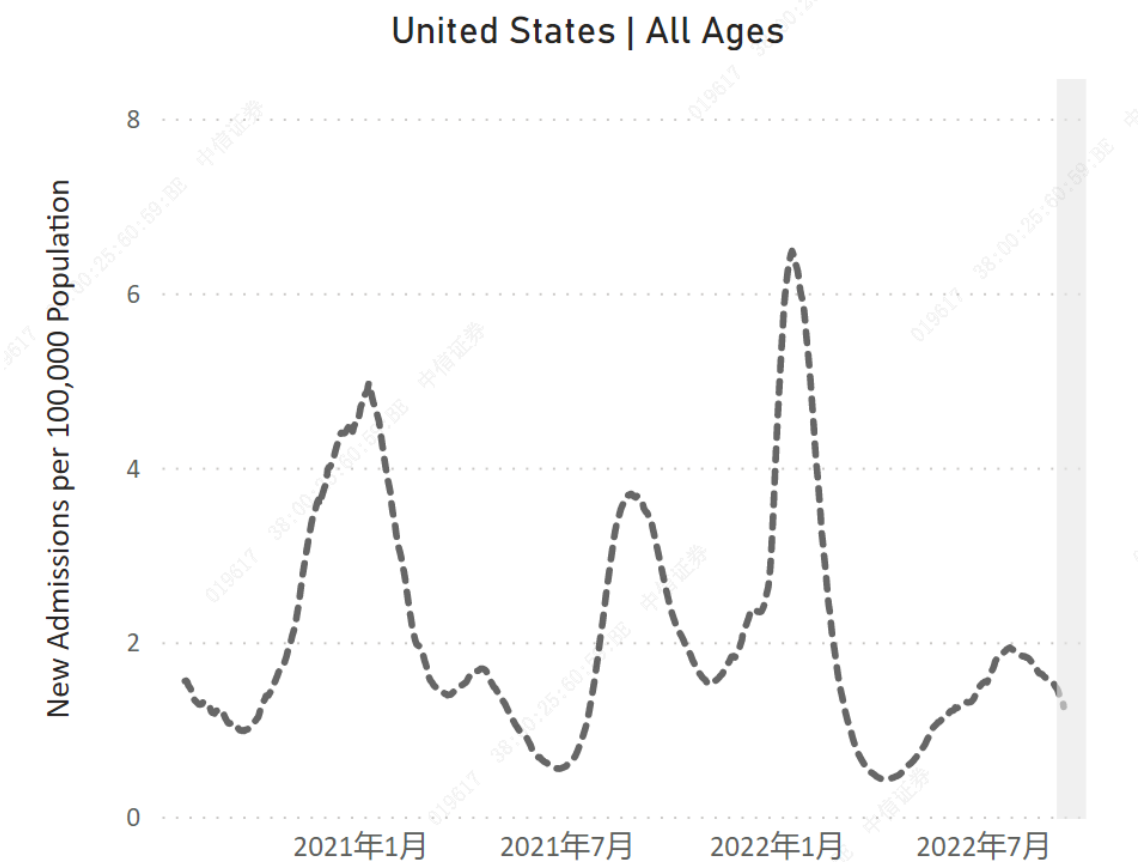


资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部地产组 注：2022年10月数据截止13日

MSCI中国指数2022年EPS预期和中国大陆日新增病例走势



近期美国新冠病例住院率相对年初显著下降



资料来源: Wind, FactSet (含一致预期), 美国CDC, 中信证券研究部

内外部对中概互联网的监管政策出现拐点

时间	监管政策/事件	机构	要点
1月	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	国家发改委、市场监管总局等9部门	肯定平台经济是我国数字经济的重要组成部分，明确监管目的为推动平台经济规范健康持续发展，坚持规范与发展并重，而非影响、中断平台企业正常经营活动；具体措施有的放矢，对互联网金融、数据和算法安全仍采取强监管，同时鼓励平台加强技术创新、提升全球化发展水平并开展模式创新，赋能制造业和农业数字化转型，并提升平台消费创造能力。
1月	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%；强调优化升级数字基础设施、推进产业数字化和数字产业化、提升公共服务数字化水平、健全完善数字经济治理体系及有效拓展数字经济国际合作。
3月	国务院金融委会议	国务院金融委	关于中概股，目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案。中国政府继续支持各类企业到境外上市；关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力；有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策；对市场关注的热点问题要及时回应；凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。
4月	中央政治局会议	中央政治局	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
5月	全国政协“推动数字经济持续健康发展”专题协商会	全国政协	全球数字经济正呈现智能化、量子化、跨界融合等新特征，要努力适应数字经济带来的全方位变革，打好关键核心技术攻坚战，支持平台经济、民营经济持续健康发展，处理好政府和市场关系，支持数字企业在国内外资本市场上市，以开放促竞争，以竞争促创新；中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤指出，要支持数字企业在国内外资本市场上市，以开放促竞争，以竞争促创新。

时间	事件
2020. 05. 21	美国参议院通过《外国公司担责法》（HFCAA）。法案称如果PCAOB连续三年无法审查发行人的会计师事务所，则该股票将被禁止在全美交易所交易。
2020. 12. 03	HFCAA获众议院通过，总统签字后法案将正式生效。根据法案内容，从法案生效日起90日内，所有外国公司及PCAOB无法审计财务报告的公司需向委员会提供报告说明其不受外国政府拥有或控制；从法案生效日起，如果PCAOB连续三年无法审查发行人的会计师事务所，则该股票将被禁止在全美交易所交易。若发行人向委员会证明该发行人已经聘请了在PCAOB注册的且经过检查，并符合SEC委员会满意的公共会计师事务所，则在股票禁止交易的五年期满后，SEC委员会应终止禁令。
2020. 12. 18	特朗普签署法案，法案正式生效。
2021. 12. 02	SEC正式通过HFCAA修正案细则。根据法案内容，所有外国公司及PCAOB无法审计财务报告的公司需向委员会提供材料说明其不受外国政府拥有或控制；从2022年起，如果PCAOB连续三年无法审查发行人的会计师事务所，则该股票将被禁止在全美交易所交易，并强制在美股市场退市，即2025年。
2022. 03. 08	SEC公布了五家因（HFCAA）被暂时列入“预摘牌清单”的公司，分别为百胜中国、百济神州、再鼎医药、和黄医药、ACM Research。上述企业被确认列入名单的日期为3月8日，并可在3月29日前向SEC提供其不符合摘牌条件的证据。
2022. 08. 29	中国证券监督管理委员会、中华人民共和国财政部于2022年8月26日与美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）签署审计监管合作协议。据媒体报道，PCAOB已于9月中旬派遣审查员赴港开启审计工作。

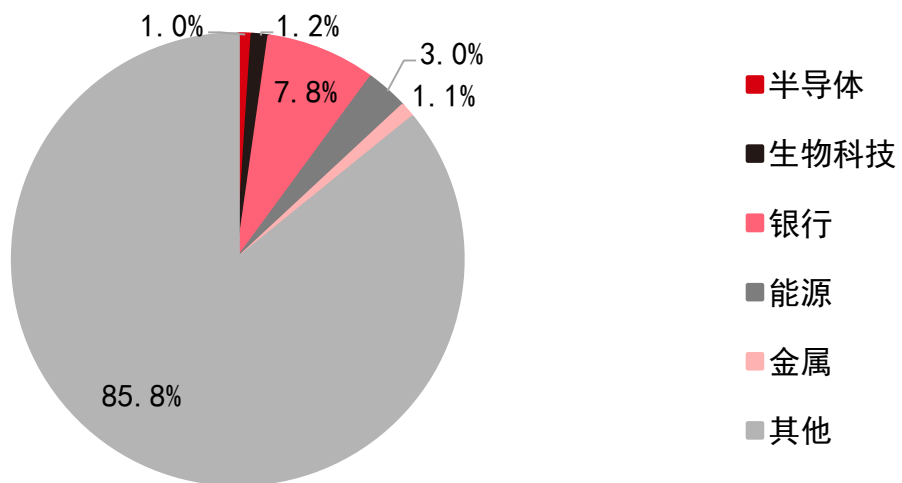
未来需警惕的两大风险因素

8月以来中美关系是港股最大的拖累

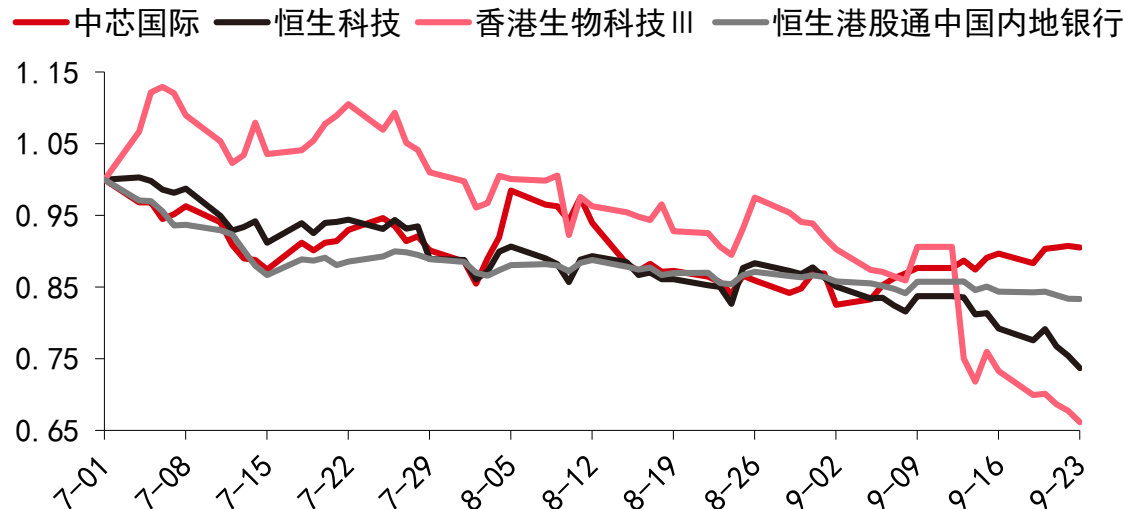
8月以来中美关系主要事件

日期	事件
8月2-3日	现任美国国会众议院院长南希·佩洛西窜访中国台湾，为继1997年时任众议院院长的纽特·金里奇以来美国最高级别的政府官员访台。
8月9日	拜登正式签署《芯片与科学法案》，美国将投入527亿美元以促进芯片制造业回流，确保产业链安全。法案中提及“禁止收到联邦财政资金的企业在可能对美国国家安全的国家增建或新建高端半导体制造产能”。
9月12日	拜登签署总统令，旨在促进美国生物技术和生物医药制造行业的发展。并在9月14日宣布投资20亿美元。
9月14日	美国参议院外交委员会以17:5审议通过了所谓的“2022年台湾政策法案”。
10月7日	美国商务部将31家中国公司、研究机构和其他团体列入所谓“未经核实的名单”(UVL)，限制它们获得某些受监管的美国半导体技术的能力。同时还对向中国出口先进人工智能和超级计算芯片制造、生产设备以及所需的某些工具实施新限制。

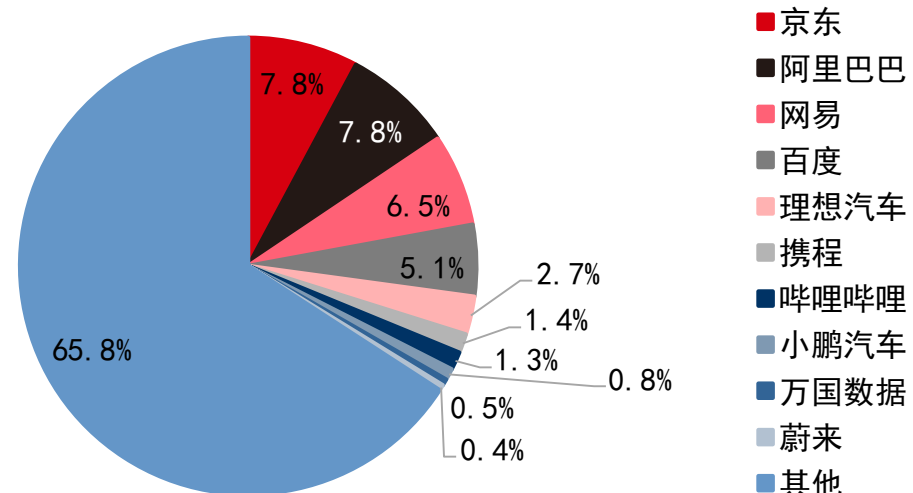
可能受近期美国法案影响的港股占恒生综指权重



港股科技、医药显著下跌



港美两地同时上市企业在恒生科技指数权重



4季度港股最大的风险点 – 所谓的“台湾政策法”

所谓的“台湾政策法”的进程（红色为当前已完成的流程，绿色为若成为法律需要的其他流程）



2022年4季度美国国会日历

October						
S	M	T	W	T	F	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

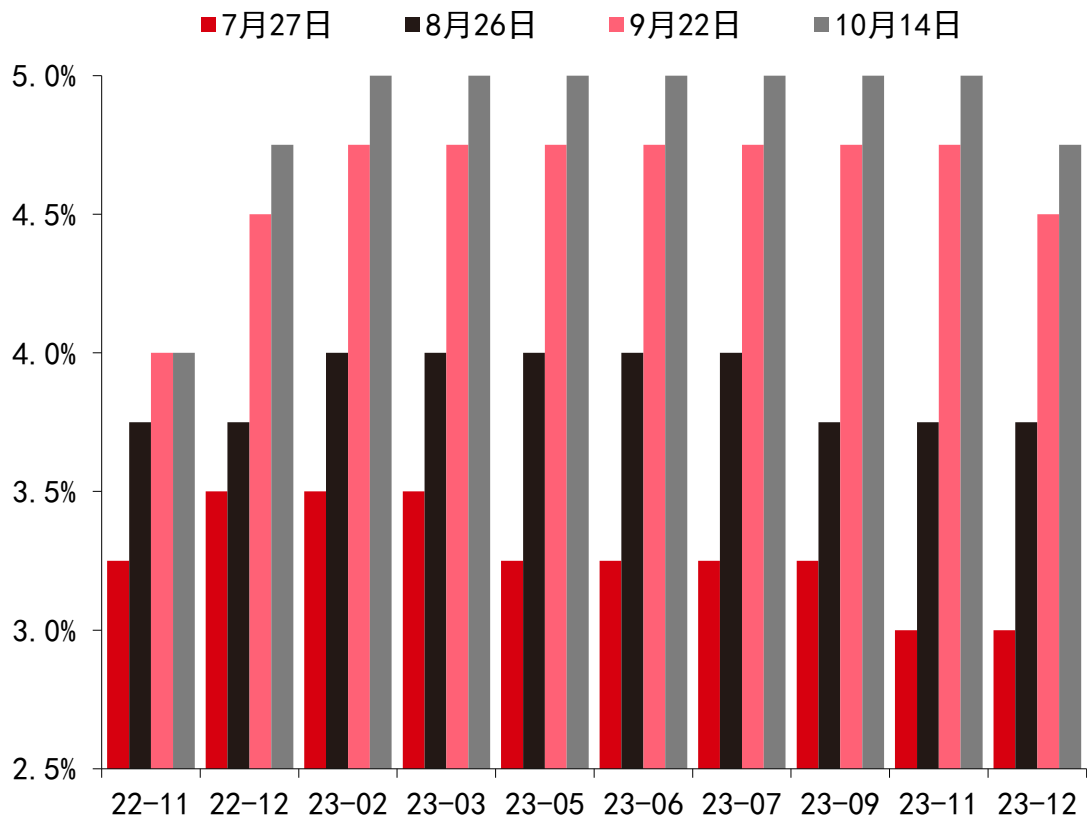
November						
S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30			

December						
S	M	T	W	T	F	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31

资料来源：美国国会，rational360，中信证券研究部；注：蓝色为众议院开会，褐色为参议院开会，紫色为两院同时开会，绿色为联邦假期

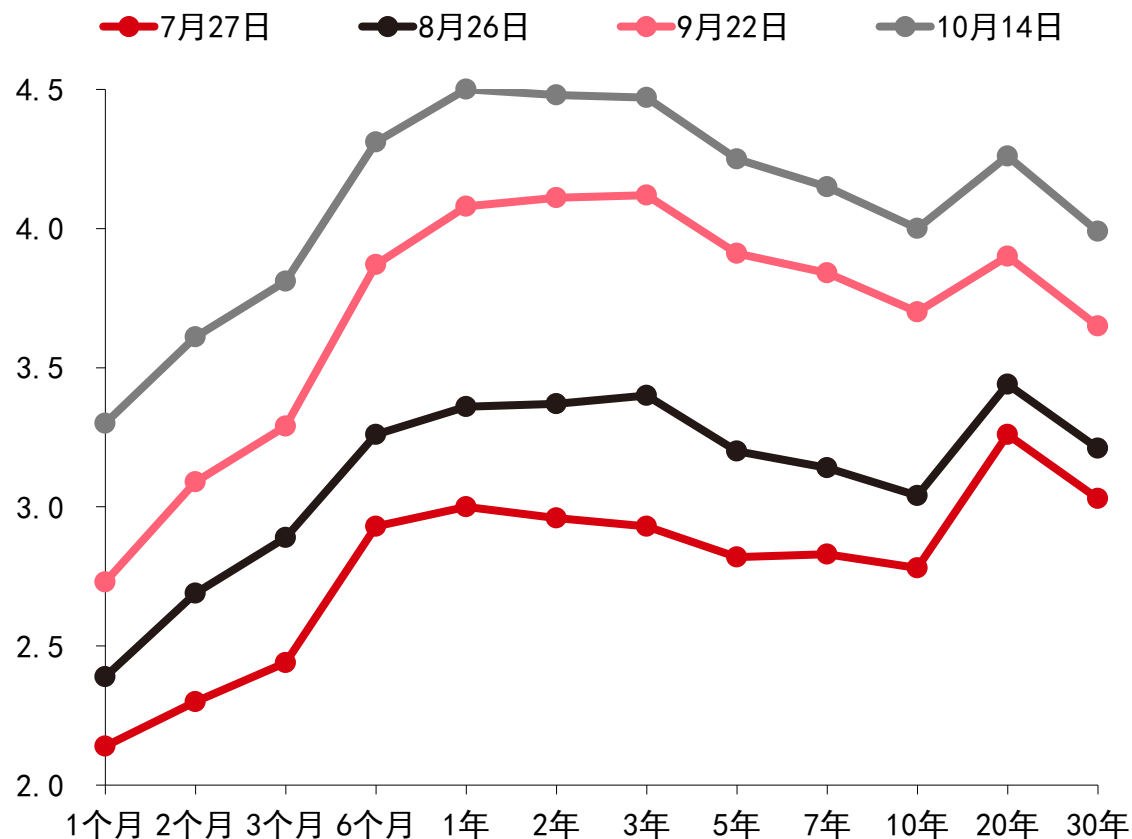
美联储加息预期已充分被price in

CME利率期货交易隐含的联邦基金目标利率

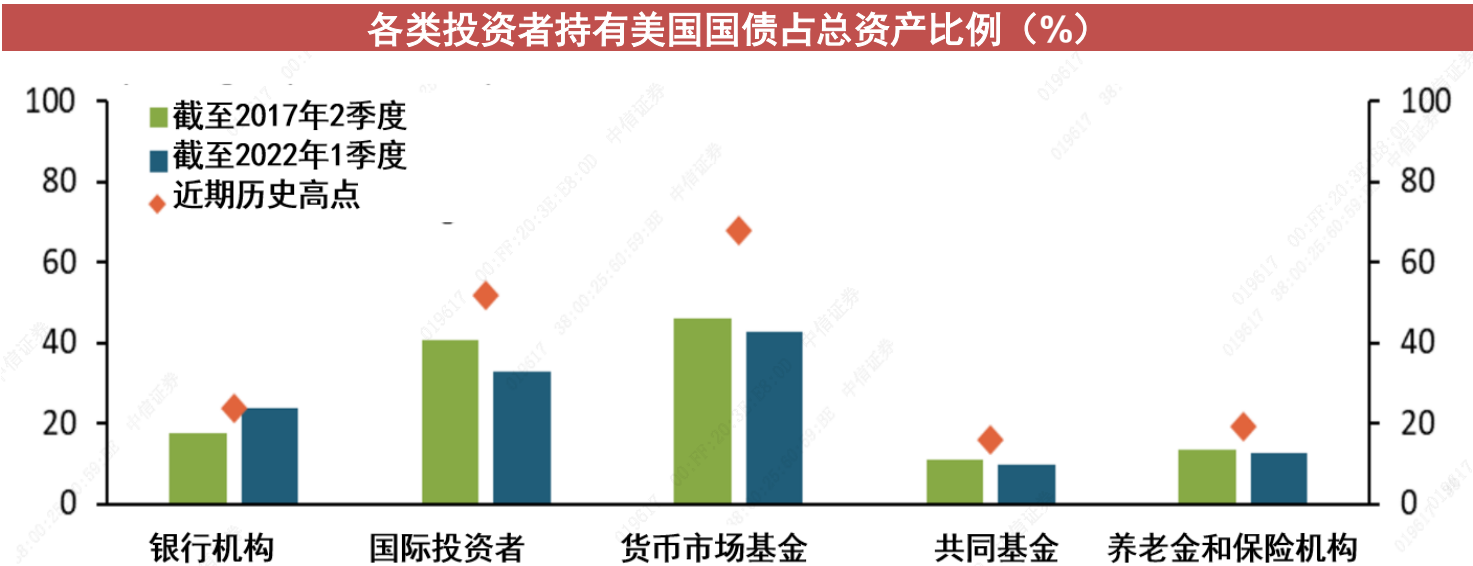
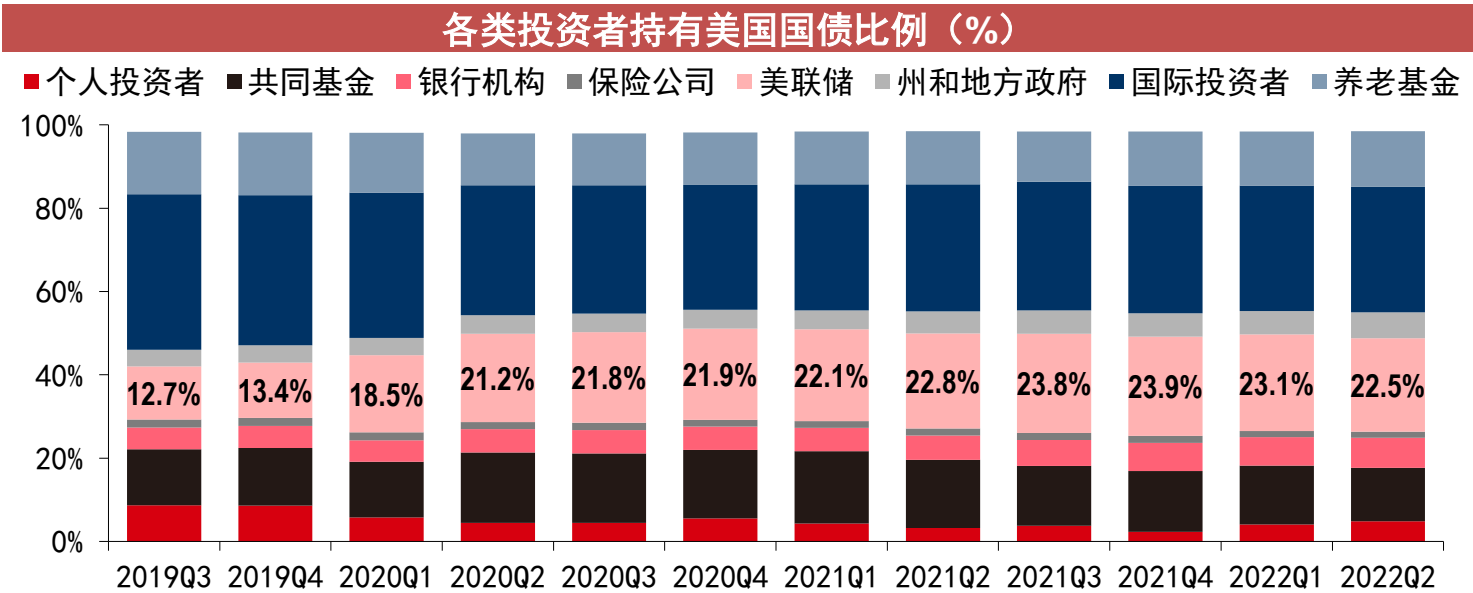


资料来源: CME, Wind, 中信证券研究部

美债收益率曲线结构 (%)



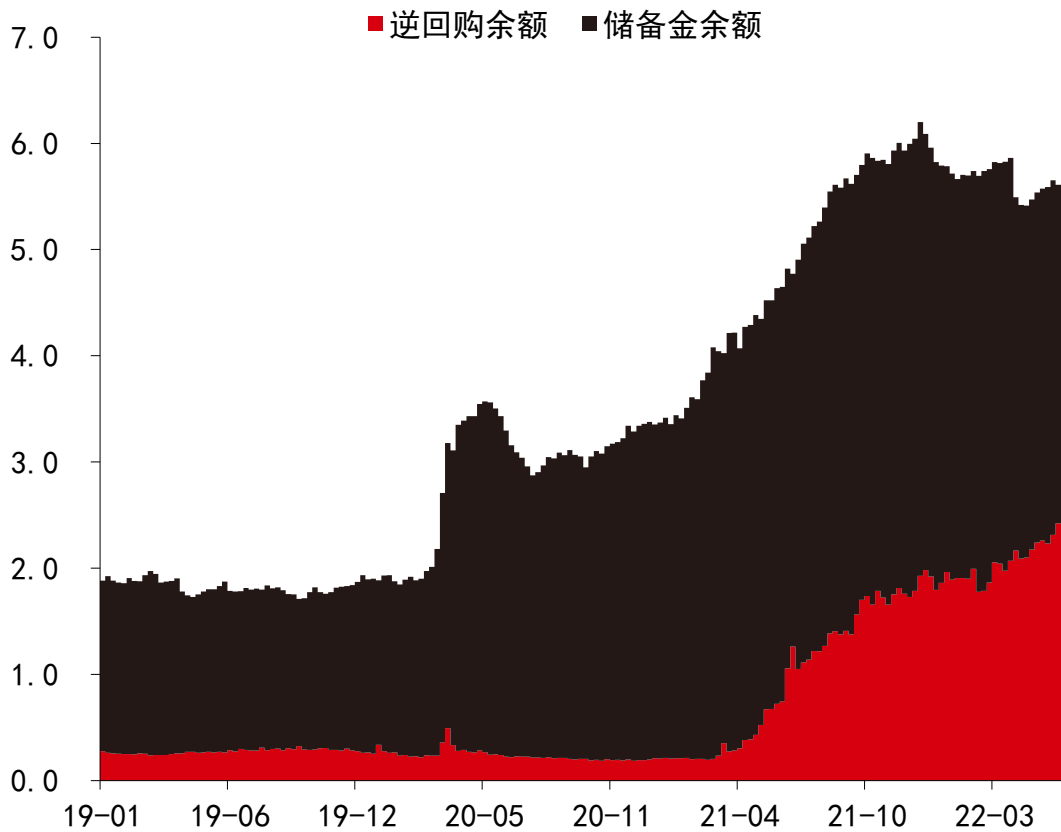
但持续快速的缩表或导致短期国债市场流动性紧缺



资料来源：美联储，Wind，中信证券研究部

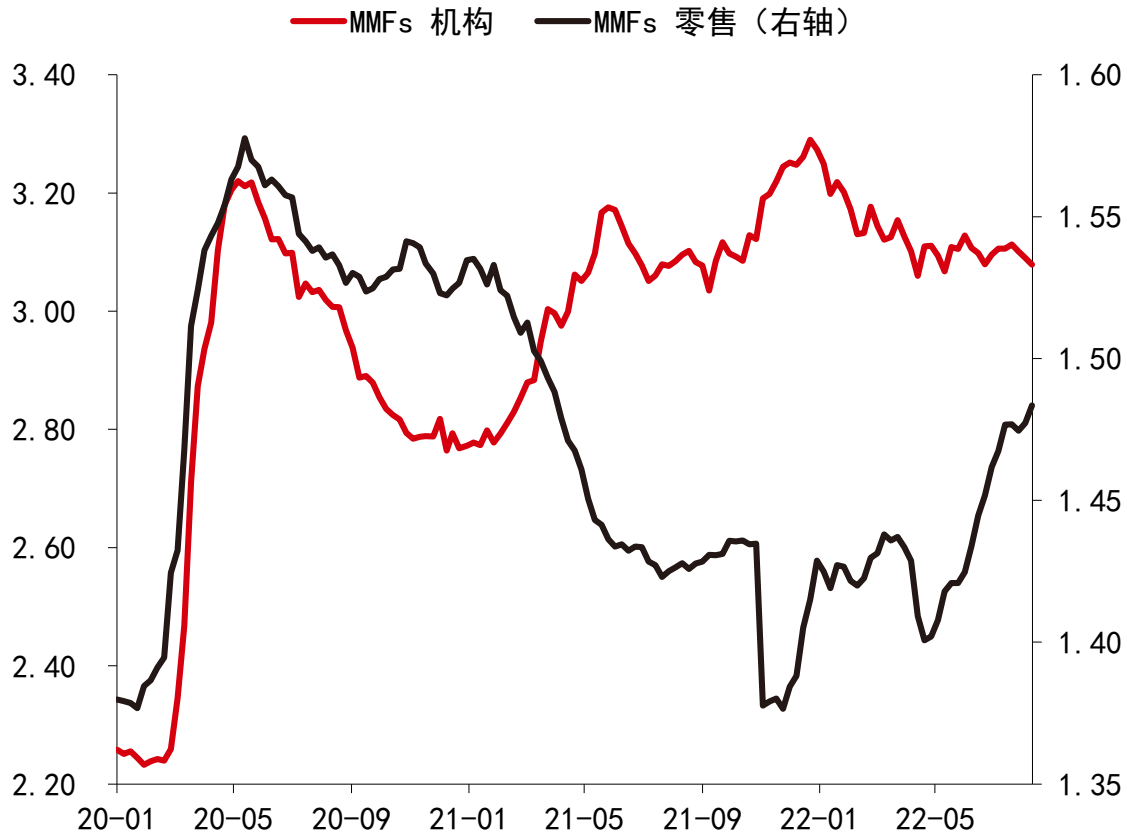
中长期来看，美国市场的流动性依然非常充裕

美国银行准备金以及美联储持有逆回购余额（万亿美元）



资料来源：FRED，中信证券研究部

美国货币市场基金余额（万亿美元）

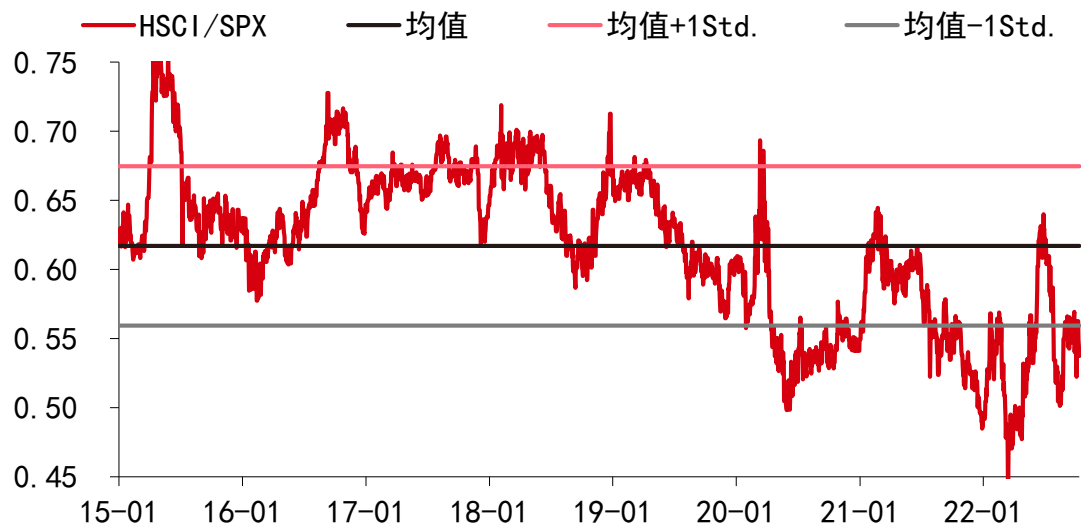


资料来源：Wind，中信证券研究部

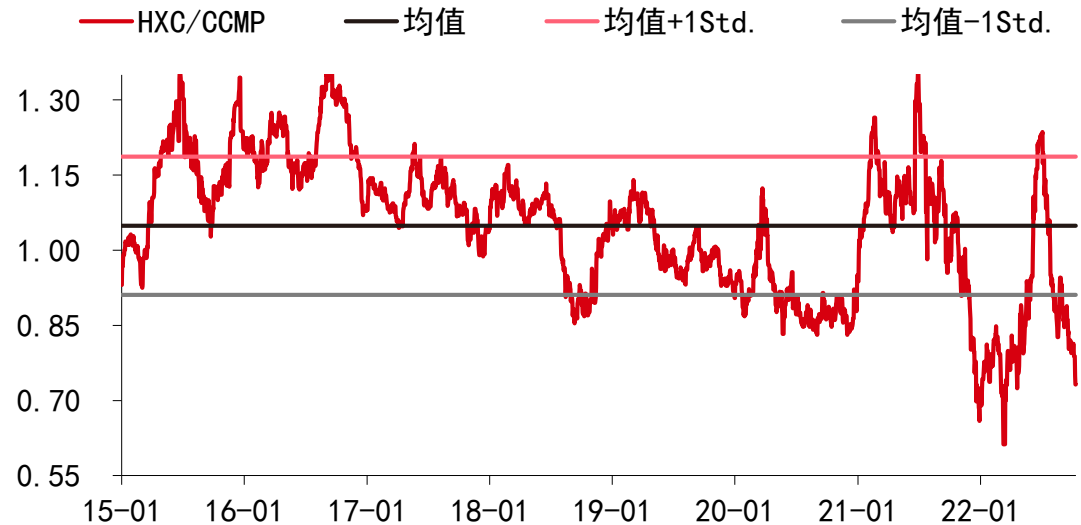
港股展望：中期选举后有望迎来反弹

整体海外中资股市场相对优势显著，估值切换行情中有望受益

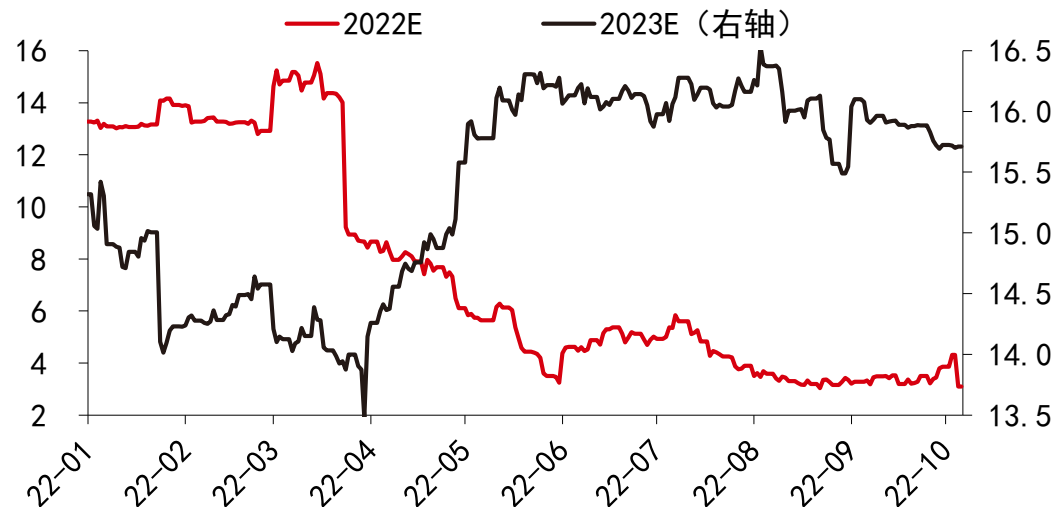
恒生综指相对标普500动态PE



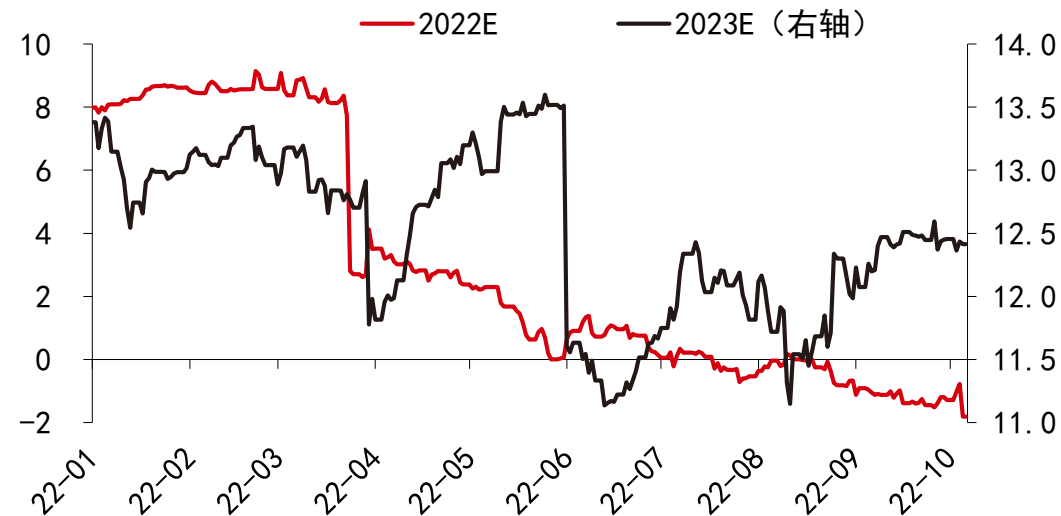
金龙指数相对纳斯达克动态PE



MSCI中国指数盈利增速预测 (%)



恒生指数盈利增速预测 (%)

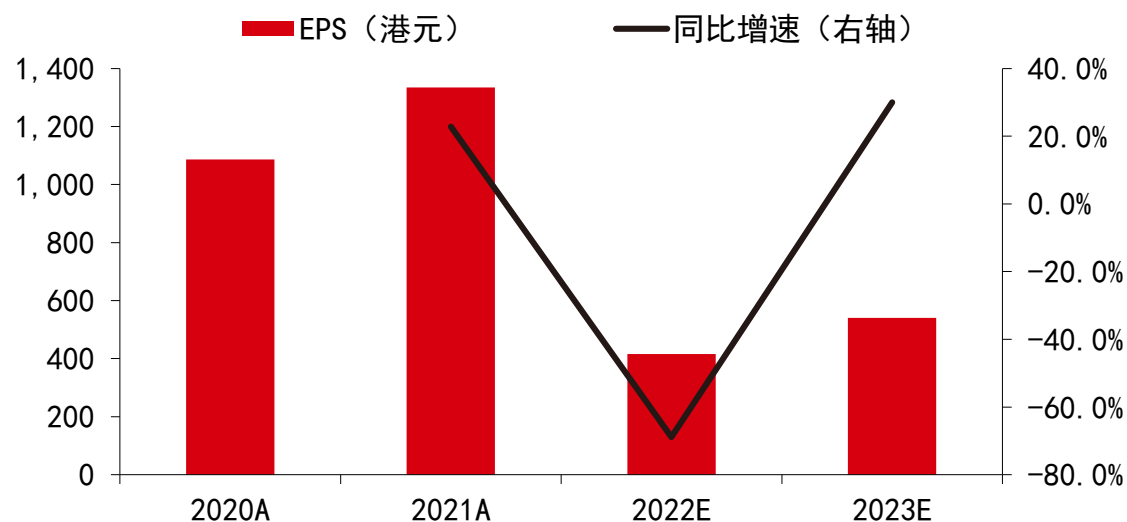


主线一：若中美关系缓和，新经济板块有望迎来估值修复

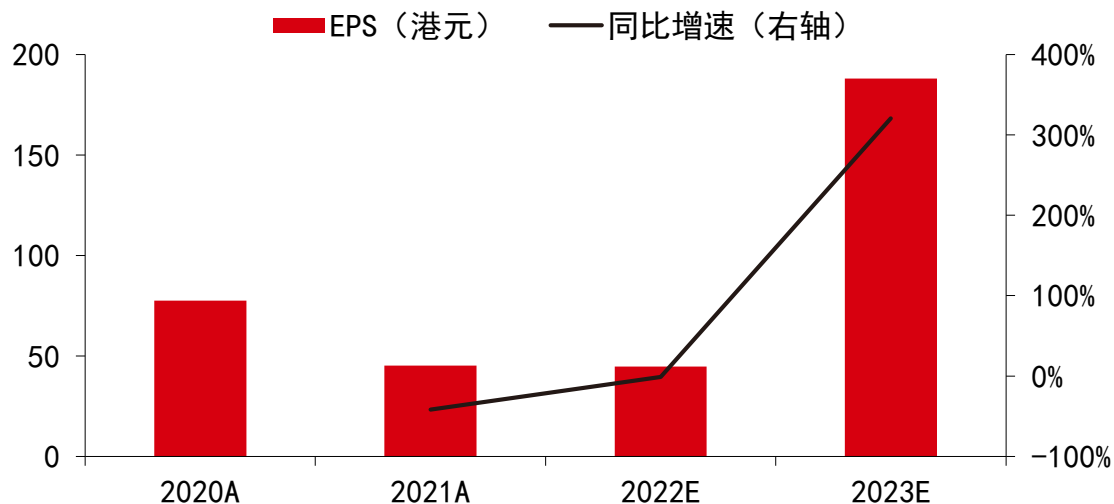
恒生资讯科技行业动态PE



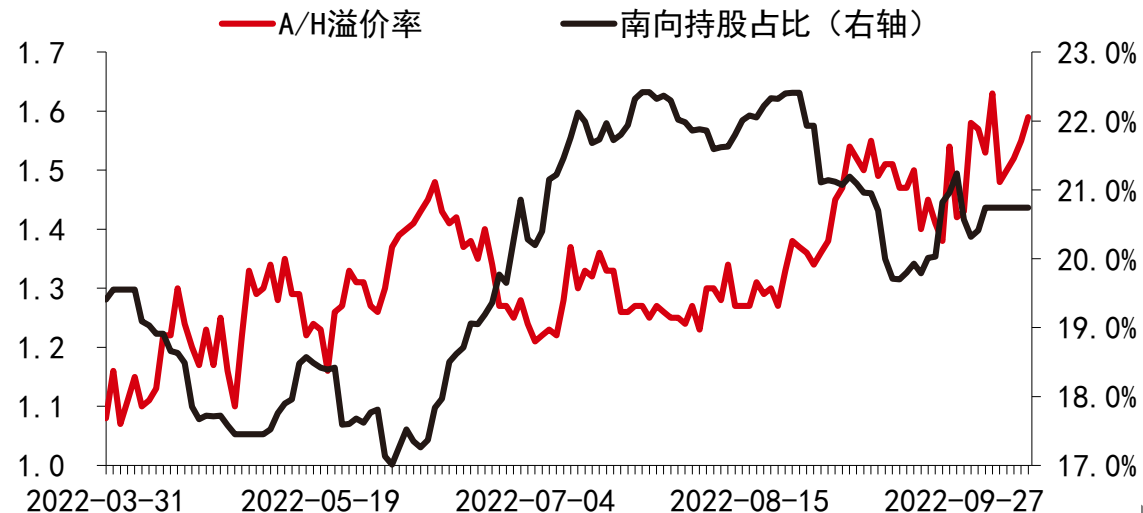
恒生资讯科技行业盈利预测



恒生医疗保健行业盈利预测



荣昌生物-B南向持股占比和A/H折溢价率



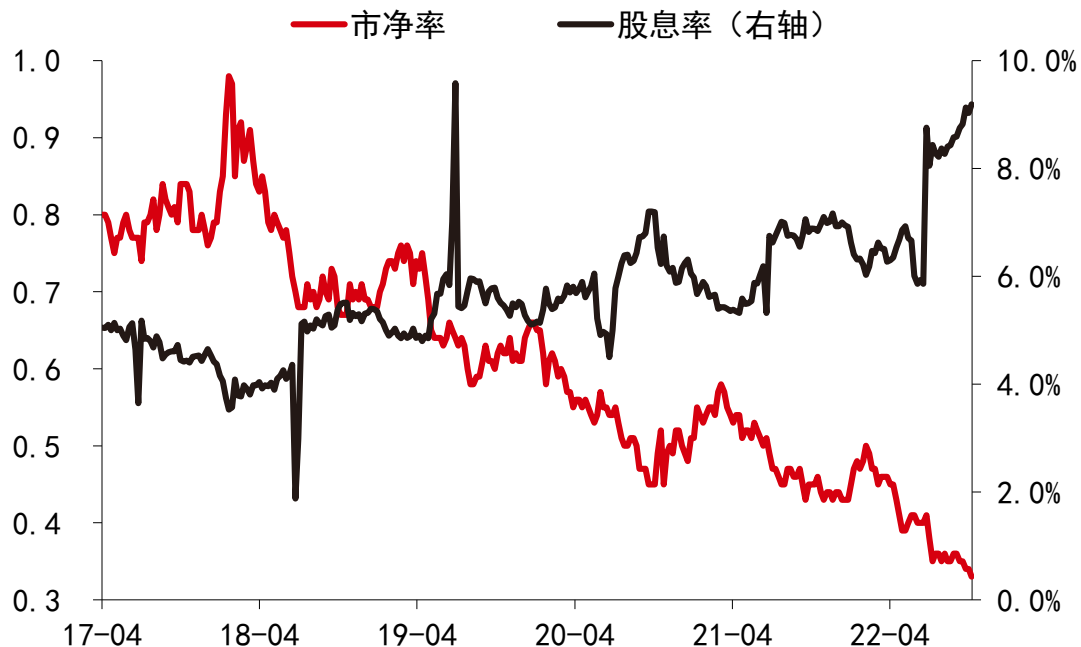
主线二：地产信用风险消除，大金融板块价值重估

中国房地产行业预判

时间	商品房销售面积	商品房销售额	商品房销售均价	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积
2022E	-10.2%	-14.2%	-4.5%	-3.0%	-20.0%	1.9%	-10.0%
2022Q1	-13.8%	-22.7%	-10.4%	0.7%	-17.5%	1.0%	-11.5%
2022Q2E	-22.8%	-29.3%	-8.4%	-7.7%	-23.6%	0.6%	-14.8%
2022Q3E	-1.9%	-4.2%	-2.4%	-6.8%	-22.5%	1.0%	-13.6%
2022Q4E	-4.6%	1.4%	6.3%	-3.0%	-20.0%	1.9%	-10.0%
数据口径	单季度同比	单季度同比	单季度同比	累计值同比	累计值同比	累计值同比	累计值同比

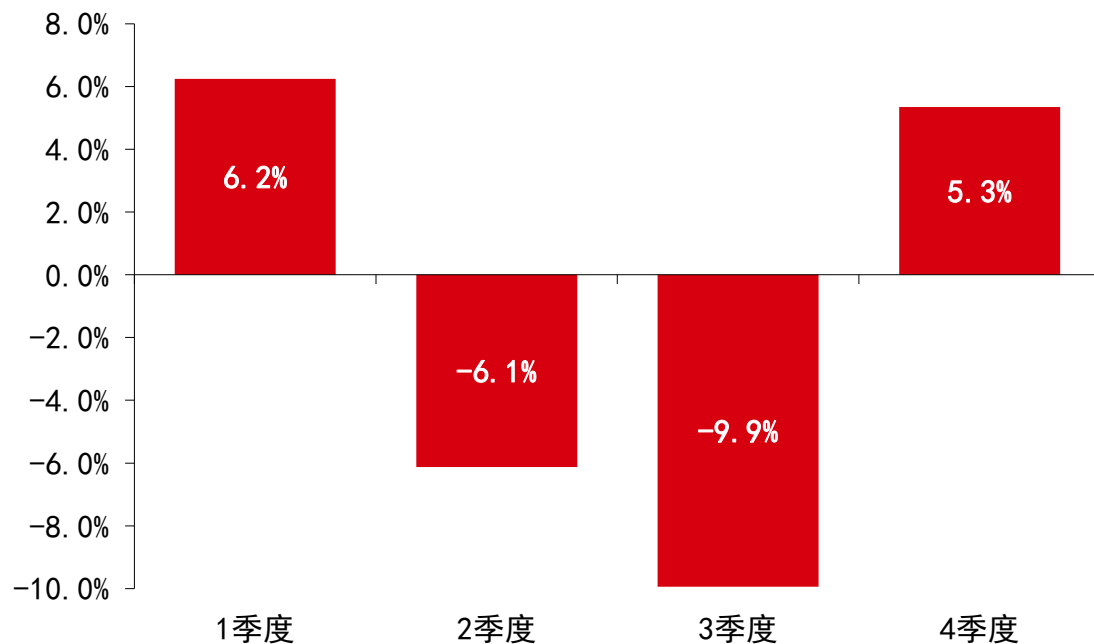
资料来源：Wind，中信证券研究部地产组预测

中信港股通银行板块PB和股息率

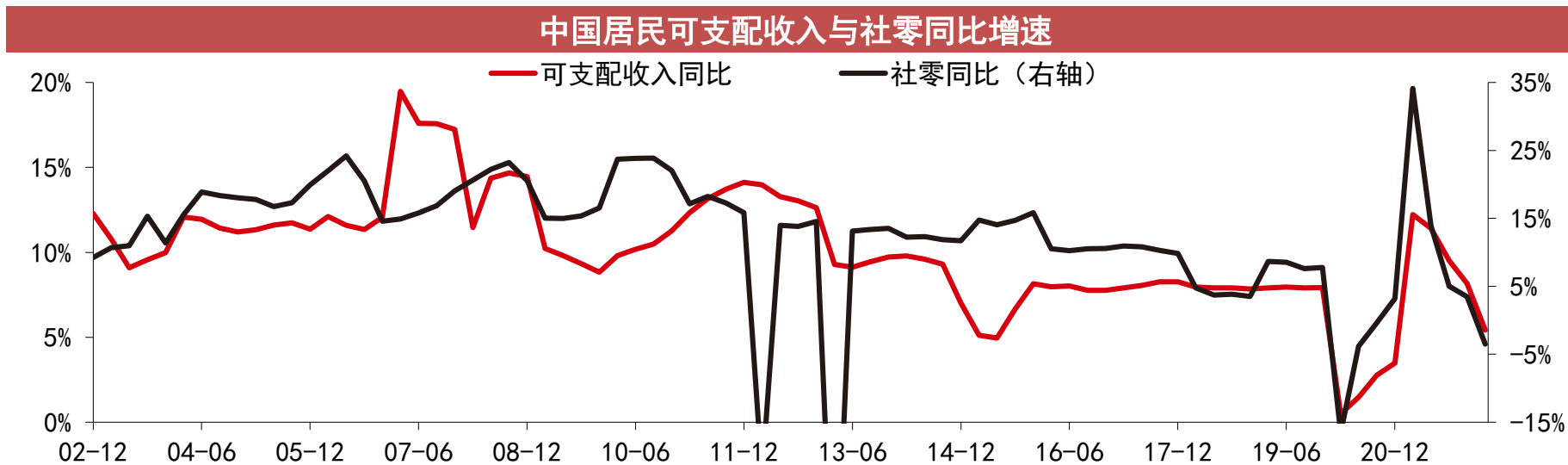


资料来源：Wind，中信证券研究部

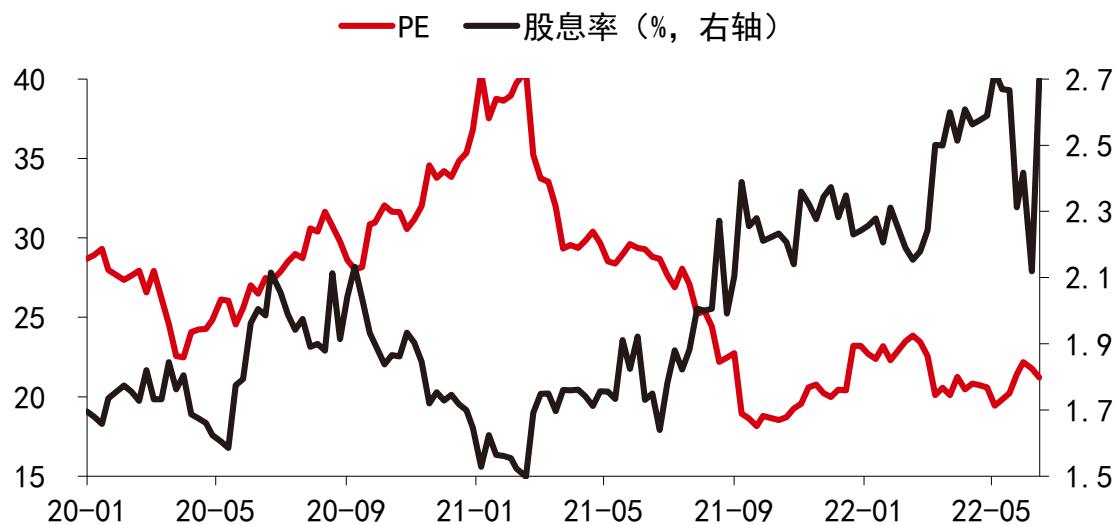
港股通中国内地银行指数季度表现均值



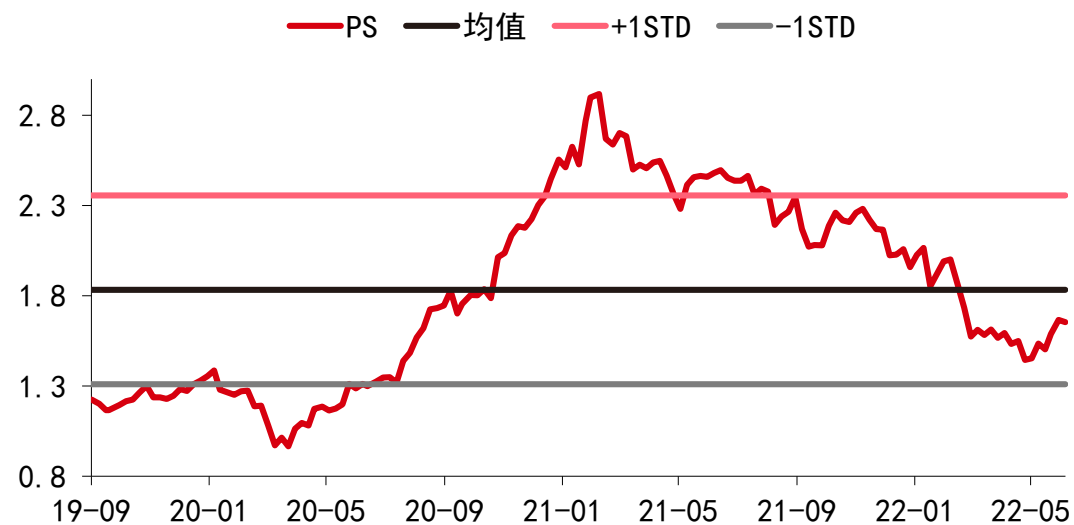
主线三：可支配收入、财富效应的预期反弹下，布局消费板块



恒生必需性消费业PE和股息率



恒生非必需性消费业市销率



资料来源：Wind，中信证券研究部



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

联系人：徐广鸿（海外策略首席）
王一涵（海外策略分析师）
执业证书编号：S1010522050002

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。