



洪灏：香港市场开始显示深度配置价值



作者：洪灏 交银国际研究部主管

“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。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。

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。



资料来源：彭博，交银国际

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、肆虐全球经济之际，中国出口的强势为中国经济提供了源源不断的支撑和动力，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。

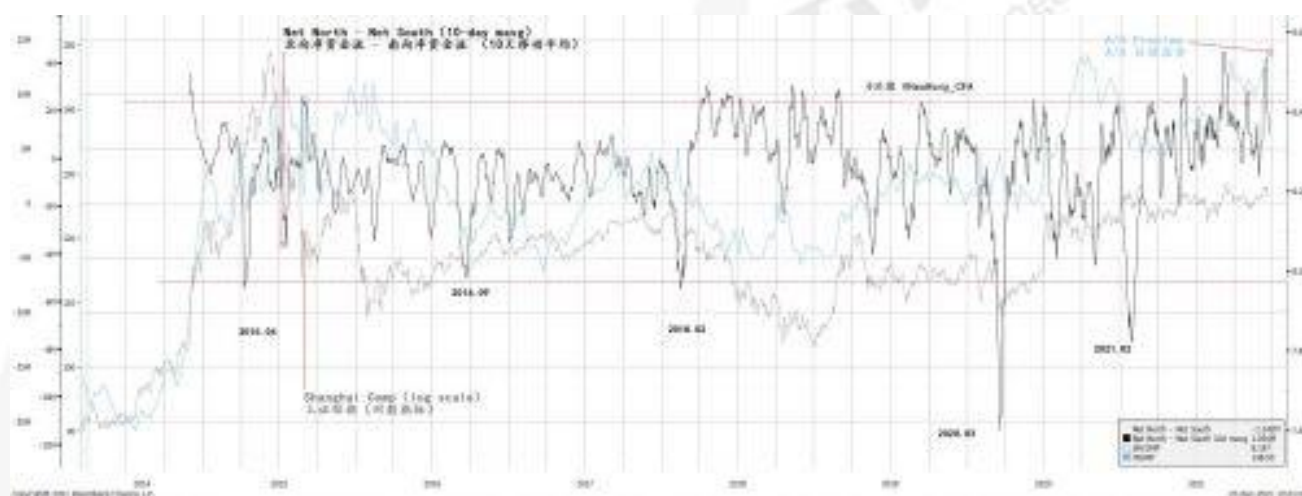
在我们 11 月 15 日发表的题为《展望 2022：夕惕若厉》的展望报告中，我们细致入微地探讨了出口的强劲势头如何转化为中国商业银行不断飙升的外汇存款，以及这种美元流动性的积累如何与中国风险资产价格息息相关。鉴于在今年全球经济重启的大背景下中国出口仍然能够保持惊人的强势，投机资本很有可能乘势流入中国市场，从而推高股价，并让市场对日渐放缓的基本面视而不见。我们认为，这恰恰是中国央行今年两度上

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”。

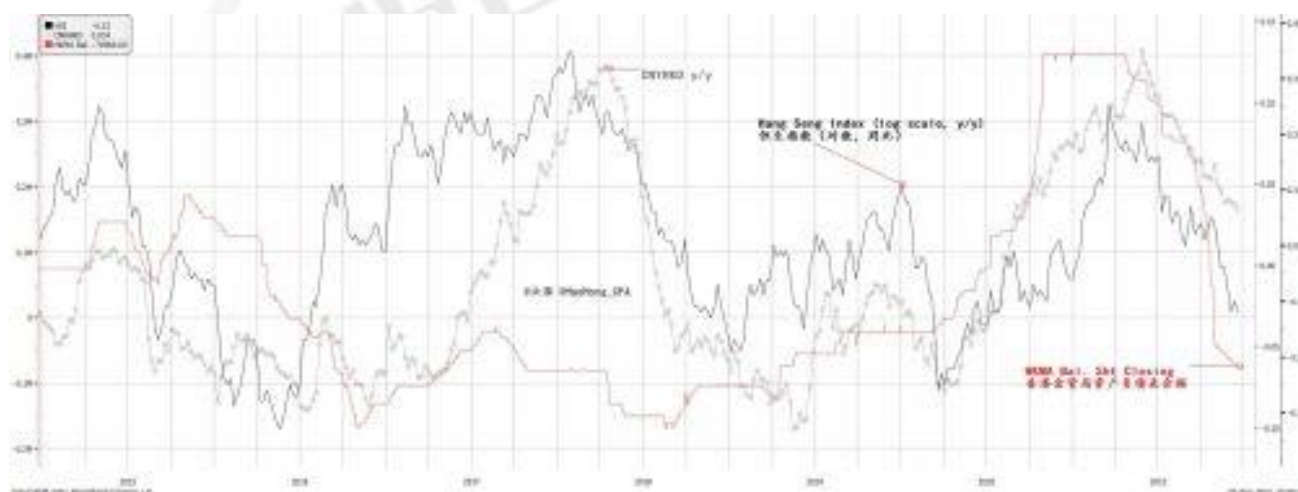
图表 2：北向净流入资金开始从极端高位回撤。



资料来源：彭博，交银国际

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35210

