海外策略点评 20210325

如果美元指数持续走强，港股会怎样？

2021 年 3 月 25 日

事件

■ **2 月末开始，美元指数小幅抬升。3 月份，南下资金净流出港股，调转去年下半年开始的持续净流入态势，港股下跌。**

观点

■ **若美元升值，资金流向如何演化？**

1. 美元升值预期抬升，美元兑人民币不再贬值。美国经济基本面复苏势头强于欧洲、日本，推升美元走强。随着疫苗快速铺开,中美经济基本面的差距逐渐收窄。
2. 美元指数升值时，外资撤出新兴市场，包括港股市场。历史上，美元相对人民币升值时，资金撤出港股；美元相对人民币贬值时，资金涌入港股。但南下资金流与人民币兑美元汇率无明显相关性。
3. 美元升值预期将对港股市场造成压力。历史上，美元升值时，外资离场造成指数下跌，而南下资金尚未对港股指数起到决定性影响。

■ **如果美股、A 股动荡，港股会走出独立行情吗？**

1. 港股与 A 股、美股联动性逐年降低：我们计算了港股与 A 股、美股过去五年的滚动相关性系数，发现：

1）港股与 A 股、美股相关性逐年降低，尤其近一年。

2）过去五年，港美股联动性相对强于港 A 股联动性：恒指与道琼斯指数（0.62）>恒指与标普 500（0.45）> 恒指与沪深 300（0.38）>恒指与纳斯达克（0.33）>恒指与上证综指（0.23）。

3）恒指曾在 2012-2014 年，相对 A 股，走出独立行情，而期间恒生国企指数则维持与 A 股的强相关。

2. 最不受海外市场波动影响的行业为公用事业、通信业。港美股的公用事业无相关性，通信业呈弱负相关（-0.6），信息技术（0.89）、能源（0.87）、医疗（0.84）、工业（0.79）呈强相关。我们建议避险的国际投资者选择港、美股中的弱相关行业进行配置。

■ **港股仍具估值吸引力：**尽管恒生指数市盈率目前超过历史 90%分位，但港股仍具吸引力：截止 3 月 23 日，AH 溢价已从 2020 年 10 月最高点 149%收缩至 134.5%。截至 3 月 23 日，恒生指数与 MSCI 中国市盈率指数的相对市盈率比值为 0.73。年初以来，恒生国企指数与 MSCI 中国市盈率比值也持续下探，当前比值接近 0.50，创下近十年历史新低。

■ **选股思路及配置建议：**在全球经济复苏预期下，建议关注高 EPS 增长率和低 PE 的公司：紫金矿业、建设银行、招商银行、中国平安、腾讯控股、长城汽车、福耀玻璃、中国联通、中国移动、威高股份。

■ **风险提示：**美股大幅回调；通胀快速上行；货币政策超预期收紧；地缘政治风险；宏观经济不及预期；疫苗注射不及预期。

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn

相关研究

1、《策略周聚焦——有意义的反弹还是青黄不接的震荡》2021-3-16
2、《东吴策略·散户情绪降温，公募分化收敛——市场温度计》2021-3-16
3、《两融风险可控——策略联合非银专题》2021-3-15
4、《东吴策略·行业风火轮——IPO 排队序列中的绩优生-次新股系列（2）》2021-3-12
5、《东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格——市场温度计》 2021-3-9
6、《碳中和的机遇与风险——东吴碳中和系列报告（三）》2021-3-8

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 美元指数走强，资金会怎样流动？

1.1. 美元升值预期抬升，美元兑人民币短期企稳

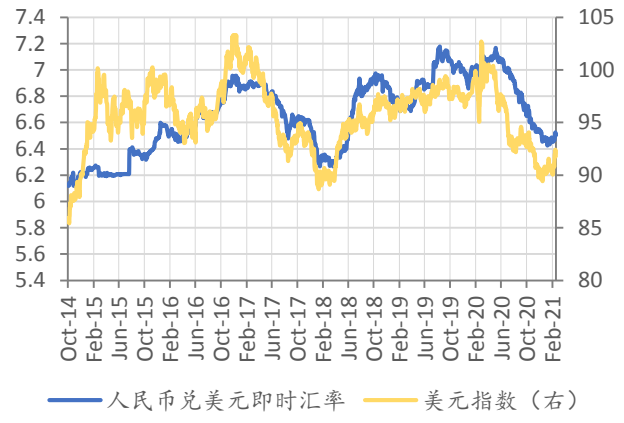
我们认为，美元指数在未来的几个月会缓慢上升。美国经济基本面复苏势头强于欧洲、日本，推升美元指数走强。预计第 2-3 季度，人民币相对美元将保持平稳。一方面，2020 年下半年美元相对人民币贬值很快，短期内或企稳反弹；另一方面，美国经济增长的环比改善速度超过中国，疫苗快速铺开，而中国早在去年下半年经济增长就已转正,中美经济基本面的差距逐渐收窄。

然而，展望中长期，美联储资产负债表的扩张规模大于中国央行，如果美联储延迟缩表，那么美元相对人民币未来可能会继续贬值。后续应密切关注美联储动向。

1.2. 美元指数升值时，外资撤出新兴市场，包括港股市场；南下资金相对敏感性较弱

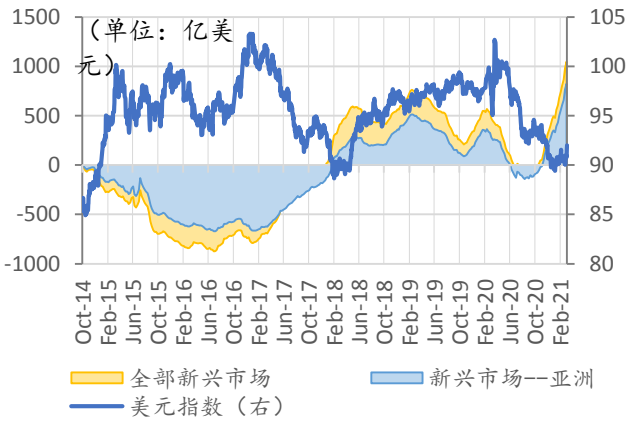
历史上，美元指数与新兴市场资金流走势大体相反。参见图 1 和 2。

图 1：美元指数/人民币兑美元汇率走势大体一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：美元指数 vs 新兴市场资金流大部分时间趋势相反

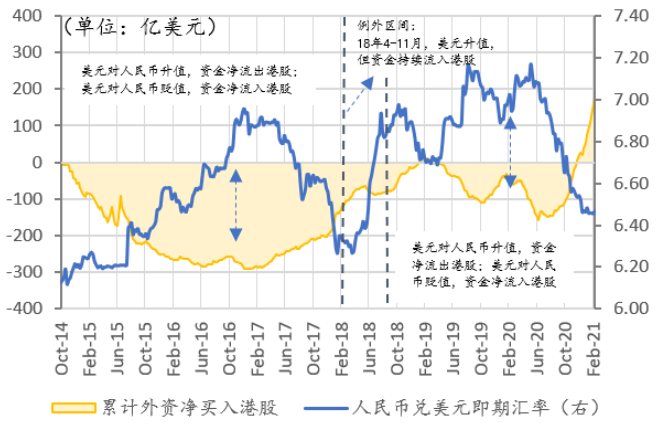


数据来源：Wind，EPFR，东吴证券研究所

尽管港元与美元维持联系汇率制度，但是由于港股上市公司中有大量的人民币资产，因此外资对港股的配置仍会受到美元升值的负面影响。**美元相对人民币升值时，资金撤出港股；美元相对人民币贬值时，资金涌入港股。与之相对，南下资金流与人民币兑美元汇率无明显相关性。**2020 年第四季度开始，人民币相对美元持续走强，港股外资与南下资金均出现持续净流入。

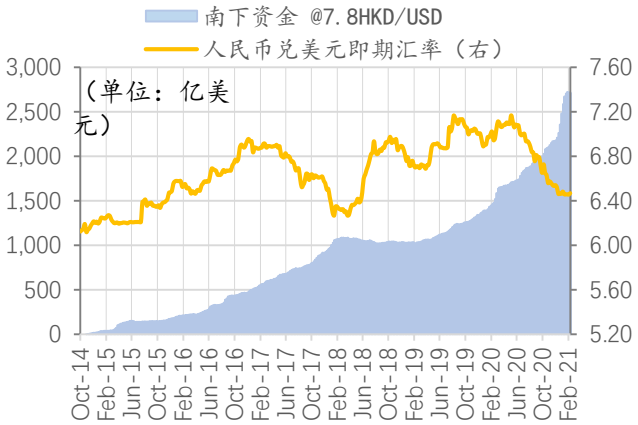
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：人民币兑美元与港股外资资金流呈现明显负相关



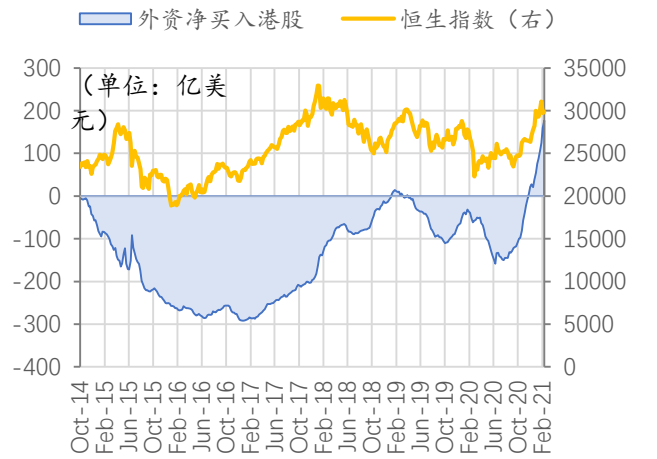
数据来源：EPFR，东吴证券研究所

图 4：人民币兑美元与南下资金流无明显关系



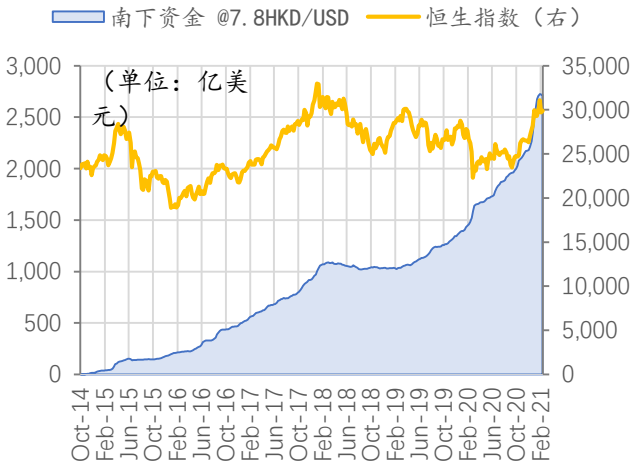
数据来源：EPFR, Wind，东吴证券研究所

图 5：港股市场外资净流入与恒生指数走势相仿



数据来源：EPFR，Wind，东吴证券研究所

图 6：南下资金净流入与恒生指数走势无显著关系

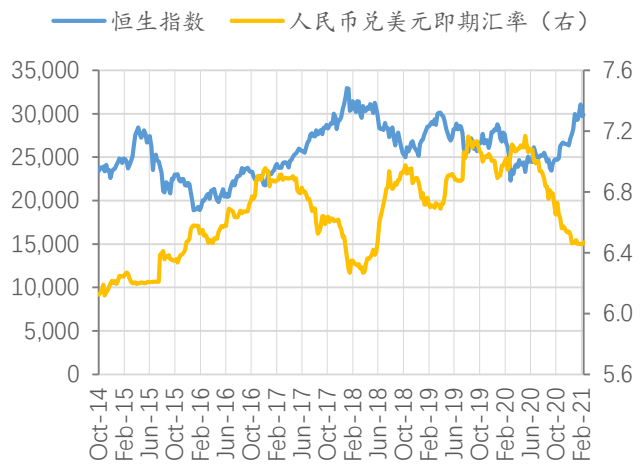


数据来源：EPFR, Wind，东吴证券研究所

美元升值预期将对港股市场造成压力。历史上，美元升值时，外资撤离港股市场，通常造成指数下跌，而南下资金对港股的配置行为对港股市场并未起到决定性影响。

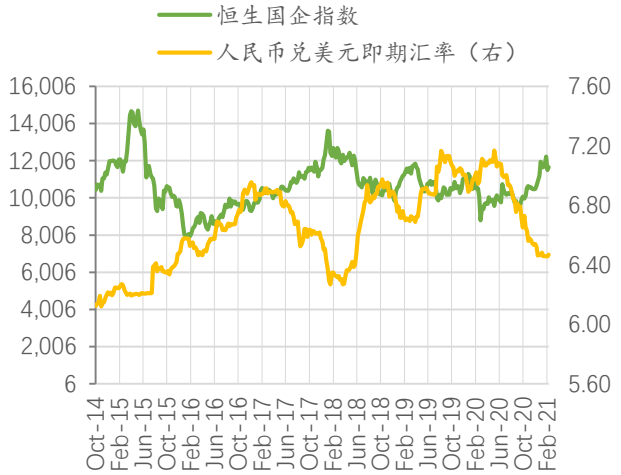
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：恒生指数与人民币兑美元汇率走势呈反向关系



数据来源：EPFR，Wind,东吴证券研究所

图 8：恒生国企指数与人民币兑美元走势呈反向关系



数据来源：EPFR, Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 港股会走出独立行情吗?

2.1. 港股与 A 股、美股联动性逐年降低

我们计算了港股与 A 股、美股过去五年的滚动相关性系数，有以下几点发现:

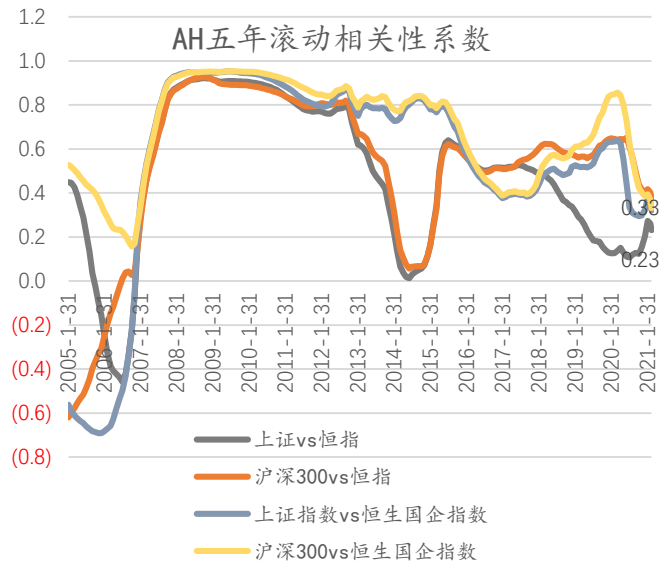
1）**港股与 A 股、美股相关性逐年降低，尤其近一年。**以美股为例，2018 年下半年至 2020 年上半年，恒指与美股三大指数（纳指、道指、标普 500）的相关性系数徘徊在 0.8 左右，2020 年下半年起出现了明显的下降。截至今年的 3 月 8 日，过去五年恒生指数与纳斯达克指数相关性系数最低，为 0.33，其次是恒生指数与标普 500 指数，相关性系数为 0.45；恒生指数与道琼斯指数相关性系数最高，为 0.62。

2）**过去五年，港美股联动性相对强于港 A 股联动性。**恒指与道琼斯指数（0.62）>恒指与标普 500（0.45）> 恒指与沪深 300（0.38）>恒指与纳斯达克（0.33）>恒指与上证综指（0.23）。

3）**恒指曾在 2012-2014 年，相对 A 股，走出独立行情，而期间恒生国企指数则维持与 A 股的强相关。**2012、2013 年恒指上涨幅度（恒指>恒生国企指数）大幅领先于 A 股；因此，2014 年全年沪深 300 大涨 52%，上证综指大涨 53%时，恒指仅微抬 1%，恒指国企指数上涨 11%。

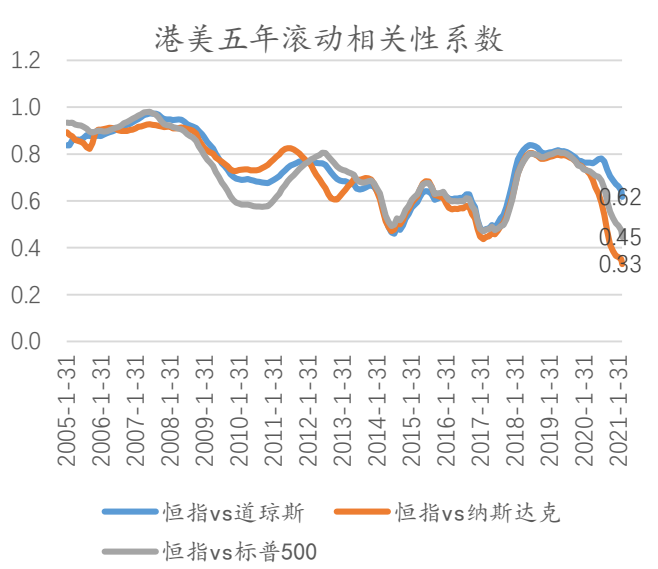
受到新冠疫情这一全球性事件打击，2020 年各市场的顺周期板块表现均相对疲弱，而港股中传统经济相关股票的构成大于 A 股和美股。因此，港股表现弱于 A 股和美股。

图 9：AH 股过去五年滚动相关性系数



数据来源：EPFR，Wind,东吴证券研究所

图 10：港美股过去五年滚动相关性系数



数据来源：EPFR, Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.2. 港美联动性最弱行业为公用事业、通信业

美国经济复苏势头强劲，引发美债收益率快速上行突破 1.6%，美股以及全球市场的大型科技股及其他成长类股票下行风险较大，投资者转向在经济复苏中表现良好的顺周期板块。

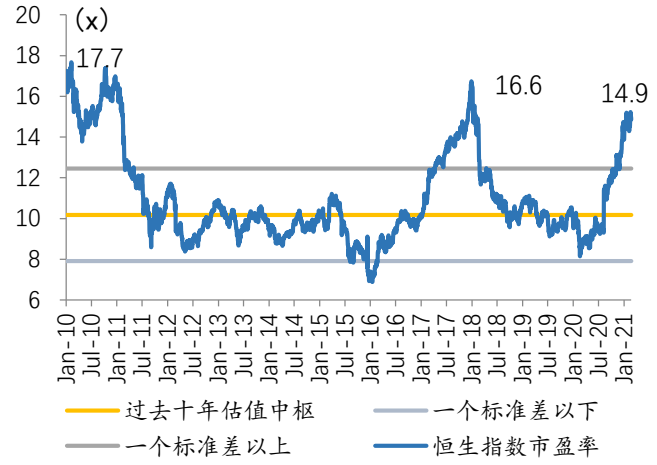
如果海外及 A 股市场动荡加大，我们建议投资者配置港、美股中的弱相关行业。过去五年，**港美股的公用事业无相关性，通信业呈弱负相关（-0.6）**，而信息技术（0.89）、能源（0.87）、医疗（0.84）、工业（0.79）呈强相关，其他行业如消费、材料、金融、地产均呈现弱正相关性（0.3<r<0.8）。

3. 港股估值吸引力上升

3.1. 恒生指数市盈率超过历史 90%分位

港股估值处于高位：2 月份，恒指市盈率维持历史高位，于 2 月 17 日达到近十年峰值 16.6 倍。当前恒指市盈率在 14.9 倍，远高于一个标准差水平（12.5 倍）。与此同时，恒生国企指数市盈率在 13-14 倍区间波动，当前市盈率为 14 倍，超越一个标准差水平（11.5 倍）。

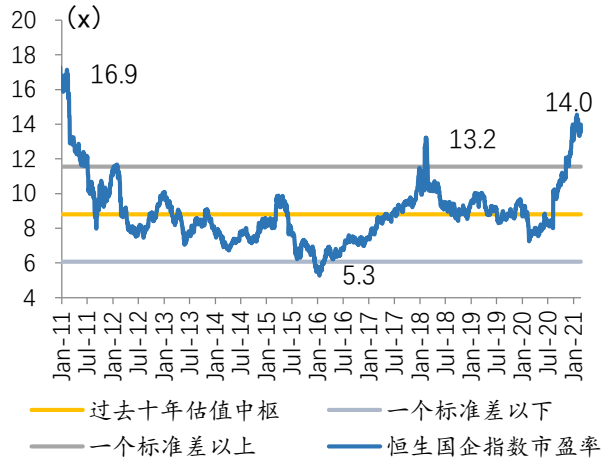
图 11：恒生指数市盈率处于近十年高位（P/E = 14.9x）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：统计截至 3 月 23 日

图 12：恒生国企指数市盈率高于历史上 80%的水平

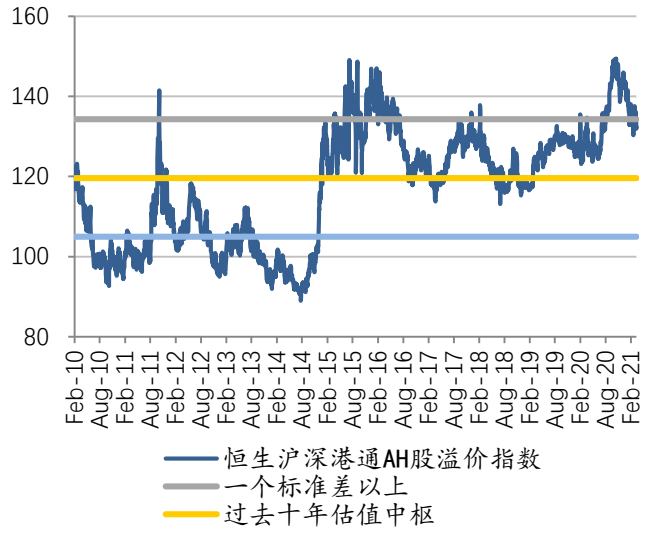


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

3.2. 相对估值：AH 溢价

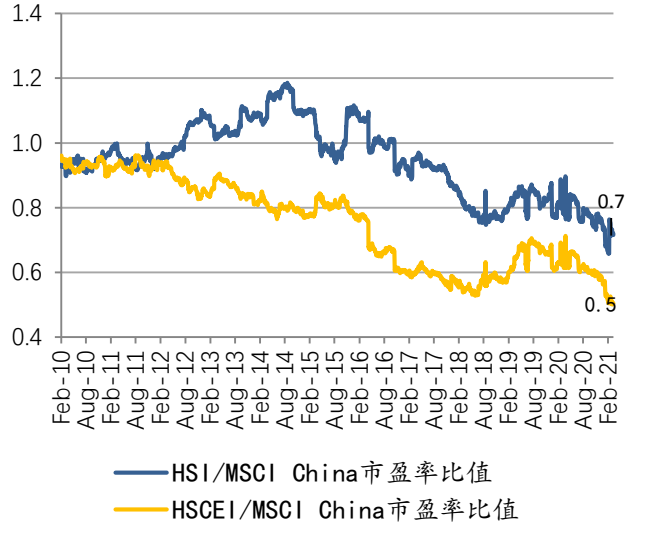
尽管港股自身估值并不便宜，但与其他市场交易的中国股票相比，港股估值仍具备吸引力。截止 3 月 23 日，AH 溢价已从 2020 年 10 月最高点 149%收缩至 134.5%。截至 3 月 23 日，恒生指数与 MSCI 中国市盈率指数的相对市盈率比值为 0.73。年初以来，恒生国企指数与 MSCI 中国市盈率比值也持续下探，当前比值接近 0.50，创下近十年历史新低。

图 13：恒生沪深港通 AH 股溢价指数（100 为基准）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 14：恒指/恒生国企指数相对 MSCI China 市盈率比值



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.3. 港股个股估值

图 15：港股重点个股估值指标

证券代码	公司简称	行业	市值（亿港元）	市盈率	市盈率历史百分位(%)
0700.HK	腾讯控股	通信服务	60,302	43.39x	61.43
9988.HK	阿里巴巴-SW	非日常消费品	49,362	26.41x	34.05
1398.HK	工商银行	金融	22,132	6.02x	63.08
3690.HK	美团-W	非日常消费品	17,889	186.90x	65.26
2318.HK	中国平安	金融	17,344	10.09x	12.57
0939.HK	建设银行	金融	16,484	5.88x	60.33
3968.HK	招商银行	金融	16,066	13.97x	97.31
1288.HK	农业银行	金融	13,903	5.11x	35.17
1024.HK	快手-W	通信服务	12,527	--	86.67
0941.HK	中国移动	通信服务	10,678	9.17x	6.47
9618.HK	京东集团-SW	非日常消费品	10,109	17.22x	0.53
1810.HK	小米集团-W	信息技术	6,464	40.62x	82.96
0388.HK	香港交易所	金融	5,693	49.48x	91.01
9633.HK	农夫山泉	日常消费品	4,735	87.61x	38.64
2359.HK	药明康德	医疗保健	3,589	123.80x	85.33
6030.HK	中信证券	金融	3,430	11.87x	21.50
2899.HK	紫金矿业	原材料	2,964	33.14x	90.07
6862.HK	海底捞	非日常消费品	2,875	559.90x	81.89
2333.HK	长城汽车	非日常消费品	2,699	40.06x	97.62
0175.HK	吉利汽车	非日常消费品	2,214	34.53x	98.29

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

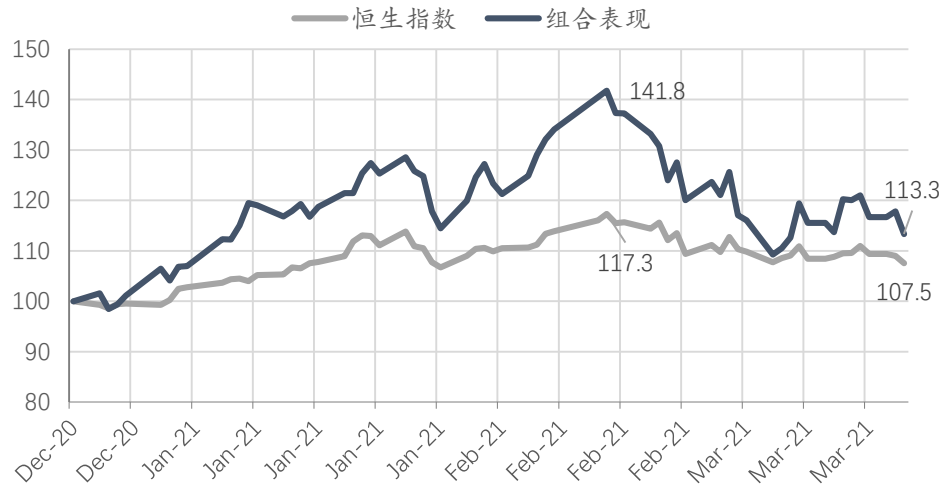
注：时间截至 2021 年 3 月 23 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 行业与个股配置建议

我们自去年 12 月 18 构建港股组合，至 3 月 23 日，收益率为 13.3%，同期恒生指数收益率 7.5%。

图 16：2020 年 12 月 18 日至今，建议关注标的组合相对恒生指数收益率表现



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所（注：数据截至 3 月 23 日）

随着美债收益率上行风险加大，叠加美元短期升值和通胀预期，我们推荐遵循配置思路：关注高 EPS 增长和低 PE 的公司，关注估值较低的金融板块优质标的。建议关注标的包括：**紫金矿业、建设银行、招商银行、中国平安、腾讯控股、长城汽车、福耀玻璃、中国联通、中国移动、威高股份。**

图 17：建议关注标的业绩预期及估值信息

港股证券代码	公司名称	Wind一级行业	市值（亿港元）	H股价格（港元）	H股价格（人民币）	A股价格（人民币）	AH溢价率(%)	EPS 2020A	预期EPS		预期PE		行业组是否覆盖
									EPS 2021	EPS 2022	PE 2021	PE 2022	
0939.HK	建设银行	金融	16,484	6.51	5.46	7.27	33.35	1.00	**1.07**	**1.13**	**5.90**	**5.60**	覆盖
2318.HK	中国平安	金融	17,344	93.85	78.65	80.05	1.85	8.10	**8.40**	**9.81**	**8.93**	**7.64**	覆盖
3968.HK	招商银行	金融	16,066	63.00	52.79	53.48	1.36	3.79	**4.46**	**5.20**	**11.40**	**9.80**	覆盖
0762.HK	中国联通	电信服务	1,362	4.45	3.73	4.30	15.31	0.18	**0.19**	**0.21**	**23.51**	**21.72**	覆盖
0941.HK	中国移动	电信服务	10,678	52.15	43.70	--	--	5.26	5.41	5.58	8.09	7.83	未覆盖
2899.HK	紫金矿业	材料	2,964	10.06	8.43	10.13	20.24	0.26	0.45	0.60	18.96	14.08	未覆盖
2333.HK	长城汽车	可选消费	2,699	20.70	17.35	28.36	63.59	0.59	**1.26**	**1.59**	**22.82**	**18.11**	覆盖
3606.HK	福耀玻璃	可选消费	1,278	41.90	35.11	44.58	27.04	1.01	**1.44**	**1.83**	**26.31**	**20.61**	覆盖
1066.HK	威高股份	医疗保健	605	13.38	11.21	--	--	0.47	**0.56**	**0.68**	**25.65**	**21.09**	覆盖
0700.HK	腾讯控股	信息技术	60,302	628.50	526.68	--	--	13.10	**16.60**	**20.30**	**32.70**	**26.60**	覆盖

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

注：数据截至 2021 年 3 月 23 日，非加粗数据来自彭博一致预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 风险提示

美股大幅回调；通胀快速上行；货币政策超预期收紧；地缘政治风险；宏观经济不及预期；疫苗注射不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn