

穿透波动迷雾 港股仍有提升空间

□华宝海外中国成长基金经理 周欣

春节之前，港股市场受到美股影响，经历了一次显著的回调。1月26日至2月9日，恒生指数回调12%，恒生国企指数从期间高点回调的幅度一度达到13%。应该看到，这轮美国股市及债市的剧烈调整与市场担心通胀压力抬升有关，但之后市场恐慌情绪有所减退。由于历史上多数情况下，港股市场受美股市场的影响很大，那么美股市场后续仍可能出现的波动，对港股市场是否仍会带来剧烈冲击？

我们的看法是，虽然外部扰动因素增加可能会加大今年港股市场的波动率水平，不过根据多个方面的因素分析，港股市场今年仍然有可能获得双位数的正收益，部分行业的收益可能大幅超越大盘收益，投资者没有理由过分悲观。

强劲业绩增长或抵消美股估值压力

美股2018年强劲的业绩增长可能大幅抵消美国利率提升对美股估值水平的压力。在美国股市这次调整之前，美股已持续上涨了8年，累积了巨大的获利盘，获利回吐的压力较大。美联储自2015年12月正式进入了加息周期，但此前美国通胀水平持续低于预期，美联储的加息节奏较为缓和，这也使得当市场开始担心2018年通胀上升、联储加息节奏将加快时，此前的看多策略显得十分拥挤，市场突然掉头也引发了恐慌情绪，程序化交易和量化策略可能也短期加剧了踩踏效应。

值得注意的是，虽然美股目前的静态市盈率偏高，标普500指数以2017年盈利测算的静态市盈率在22倍左右，高于历史均值，但2018年美股盈利增长预期同样十分强劲。彭博预测标普500指数2018年每股盈利的同比增长将达到26%，因此标普前瞻性市盈率在17.5倍左右，与历史均值相距并不远，也显著降低了估值风险。另外，减税、鼓励企业将境外大量留存利润调入境内的行为也可能显著带动美股公



司的回购举动，则美股2018年的每股盈利增速还可能超出市场预期。反过来看，如果今年美国经济增速低于预期，则通胀压力将会较小，对市场产生的负面冲击也将有限。

港股仍有进一步估值修复和提升空间

港股市场的估值水平仍然偏低，低估值也为港股投资提供了较充分的安全垫。

从与全球各主要市场的横向对比来看，港股市场估值水平处于最低水平。另一方面，港股估值也仍然显著低于A股。部分大盘中资银行股2018年的PB估值目前仅为0.8倍，考虑到供给侧改革带来上游行业盈利改善的趋势仍在持续，银行板块资产质量在提升，银行龙头估值有望进一步提升；中资地产龙头2018年PE估值当下约为7倍，但考虑到过去两年强劲的销售增速，这些龙头企业今后三年盈利的复

合年增速有望达到30%—40%，股息收益率或在7%以上。

“港股通”已使港股市场的资金结构、市场风格偏好与传统相比，出现显著变化。历史上，欧美投资者在港股市场占主体地位，因此当海外股市显著波动时，欧美投资者风险偏好降低，往往首先会减持被归类到风险较高的新兴市场的港股股票。但现在来看，具有内地资金背景的港股通投资者对中国宏观经济、国际贸易收支和外汇储备的稳定性往往更有信心，而中国在这些方面也的确强于其他那些容易受到美国利率变动冲击的新兴市场经济体。因此，中国经济韧性较强的特点、内地资金不同的交易策略，以及港股客观上相对于A股较大的折价情况，使得如果2018年港股继续出现较大幅度下跌，则港股通投资者有可能会大举入市，挖掘港股的估值洼地效应。

贸易摩擦风险上升不会影响全局

近期美国对进口的钢铝产品加征关税，并且更换了白宫国家经济委员会主任，使得市场担心中美之间贸易战风险上升。然而中美之间经济相互依赖程度较高，中国对美国出口的产品还包括苹果手机这样的美国公司产品，如果对这类产品加征关税，则美国消费者将承担上升的产品成本，手机制造产业链可能部分从中国转向其他国家，这对美国减少总体贸易赤字于事无补，同时美国向中国的出口行业如飞机制造、农产品等则相应也会面临压力。因此，虽然目前中美贸易摩擦风险上升，但贸易摩擦的规模可能会被限定在一定范围之内，对中国经济增长的全局影响有限。

然而，好资产通常只有在市场悲观恐慌时才会出现显著低估的好价格。虽然今年风险波动因素增加，但港股市场仍然可能在低估值、企业盈利前景健康稳定、港股通带来增量资金等正面因素支撑下获得良好表现。在市场波动中保持战略定力，逢低布局，人弃我取，耐心持有，很可能有出乎预料的收获。

MSCI指数基金建仓前夜 港股银行指数价值凸显

□鹏华香港银行指数(LOF)基金经理 崔俊杰

历史经验表明，在居民财富快速增长的过程中，财富全球化配置的需求日益强烈，从而推动资本出海寻找投资机会。港股通的推出解决了外汇额度的问题，投资港股不再需要外汇额度。截至2018年3月15日，根据wind统计数据，恒生指数2017年以来累计上涨43.36%，跑赢全球主要指数。整体来看，港股之所以能够领跑全球，在于占尽“天时、地利、人和、钱足”：

天时：沪港通、深港通相继开通，香港和内地股市互联互通不断强化。年初以来人民币汇率的稳定有利于增强海外资金配置港股的信心，同时企业盈利改善，内地经济复苏推动上市公司盈利在2018年继续改善。

地利：与全球主要市场指数比较，港股估值仍处于“价值洼地”，2018年3月15日，恒生指数PE估值为13.1倍，恒生国企指数估值为11.5倍。目前恒生AH溢价指数为125左右，港股相比A股仍有较大幅度的折价。

人和：港股“高分红”的特质受到机构投资者的青睐。此外，港股回购趋于活跃，特别是自2015年下半年起显著升温，在港股上市的中资股频频回购。

钱足：海外资金对港股再配置，新兴市场基金对香港市场处于持续低配的状态。自2017年4月开始，港股市场每月资金均为正流入，一定程度上显示海外资金在回流港股；内地资金南下，自深港通开通以来，南下资金累计流入6500多亿，每日港股成交中南下资金的占比在10%—15%，对港股的影响力在逐渐增大，A股的力量和投资逻辑会逐步影响港股。

港股赚钱效应持续显现，港股银行获得广泛关注。2017年以来，截至2018年3月15



日，根据wind统计数据，上证综指上涨6.04%，中证银行指数上涨17.63%；同期恒生指数上涨43.36%，中证香港银行指数上涨38.62%。银行行业正迎来基本面的持续改善：从短期来看，一季度银行股具有向上的确定性，主要逻辑是：估值、业绩、流动性三点支撑；利率下行带动银行股估值修复；周期复苏银行先行。

从中长期来看，最新公布的2017年四季度监管数据显示行业基本面在改善。主要是商业银行NIM在环比回升，四季度达到2.10%，环比回升3个bp；资产质量保持平稳，潜在信用风险继续降低。不良率在持平，四季度为1.74%；关注类贷款占比在环比下降，四季度为3.49%，环比下降7个bp。

展望未来，银行板块即将迎来众多催化剂，行业基本面持续改善。一方面，在监管影响边际减少下，银行负债端成本压力减少，同时在资产收益率持续改善下，带来NIM的回升；另外一方面，行业不良生成率明显在下降，资产质量在逐渐改善。

受金融去杠杆、整治金融乱象等影响，2017年商业银行ROE仅12.56%，处于历史底部。2018年在行业基本面持续改善下，行业盈利能力将会有所增强，ROE将回升，带来估值的修复。经过一年多的金融风险防范和控制工作，银行体系的隐含风险已经明显下降，陆续出台的政策将驱动银行业务规范化、标准化。如拨备覆盖率监管要求的下调，将提高银行不良的真实性，带动银行PB重回1以上。

另外，A股将正式纳入MSCI指数，对银行股来说也是一个重大利好。在纳入MSCI指数之后，预计将会有千亿增量资产入场，其中银行股的占比最高，对于A股和港股来讲都算是有利的因素，有一定的持续性。

香港银行板块历来属于权重板块，加权股息率为3.32%，加权PB仅1.06倍，在所有行业中估值最低，具有较高的配置价值，受到保险和银行理财等资金的青睐，也是海外资金重点配置的品种。未来随着经济企稳和企业盈利改善，银行的信用风险也随之下降，息差已经开始收敛，商业银行不良率预计见顶，有望推动银行估值的提升。目前中资银行相对A股折价也在相对高位，价差收敛为香港银行板块提供一定安全垫。

最后值得一提的是，历史上由于两地投资者结构和市场投资风格的差异，港股银行一直比A股银行便宜，然而这并不是必然的规律。未来，港股的表现也可能与A股背离，使得AH溢价率小于100，即港股贵于A股。

成长股中期反弹或持续



□博时裕益灵活配置基金经理 周心鹏

回顾2017年，A股方面，白马龙头和权重股的行情贯穿了全年，“喝酒吃药”板块的涨幅也颇为可观。进入2018年以来，上证综指微跌0.48%，创业板一枝独秀，取得5.06%的好成绩，从“大白马”风格转换到“独角兽”概念，笔者认为，未来一个季度中，市场或呈现宽幅震荡行情，成长股估值已经进入合理甚至有所低估的区间，具备较为明显的投资价值。

每个行业都有优秀的企业。过去十多年，笔者的证券从业经历从一级市场横跨到二级市场，这样的角色转换使我能够广泛覆盖行业研究，同时对于企业治理结构和盈利能力的研判有更加深刻的认识。基本面分析是衡量企业盈利模式是否可持续的重要一环，而个股的业绩成长性是支撑其估值的重要因素。

股票市场的投资方法可以分为价值投资与趋势投资两类。所谓价值投资，并不是价值股投资，而是一种与趋势投资相对的世界观以及对应的投资方法。具体而言，在价值投资体系中，股票市场并不总是对的，恰恰相反，股票市场定价总是存在个股高估或者低估的情况，在股票价值低估时买入、高估时卖出是价值投资的基本操作方式。与此对应的，在趋势投资的体系中，市场永远是正确的，其基本的操作方式是所谓的砍掉亏损，让利润去奔跑。

价值投资与趋势投资本身并无孰优孰劣之分，就我个人而言，经过十年研究与投资的磨练，感觉自己比较适合价值投资体系框架。在我的投资生涯中，经历过2012年小盘股的低迷行情，也经历过2015年的极端市场，我认为这样的市场经历对于基金经理的成长来说很重要，经历过一次到两次极端行情，方能真正体会到投资的真谛，而我也是在这个过程中将自己逐渐定位为“纯粹的价值投资型选手”，我很少跟风参与市场热门主题，对自己的投资逻辑有足够的信心和耐心。

价值投资的精髓是“在低估时买入，在高估时卖出”，但所谓低估与高估是一个复杂的价值判断过程，并不能简单用PE或者PB的高低来衡量，要综合考虑企业的发展前景，发展的可靠性等一系列因素，这个过程是科学与艺术的结合，也是价值投资过程中最有魅力的环节。简而言之，这个过程主要是解决两个问题，一是企业的盈利预测，二是企业的合理估值水平及其变化。其中，企业的盈利预测更多的体现了投资工作的科学性的一面，至少其置信区间是可以通过微观调研与预测模型得到的。而企业的合理估值水平则要复杂的多，因为这个因素是不断变化的，它是由企业的发展阶段、宏观货币政策、经济增速、投资者风险偏好等多种因素交织决定的，对其的判断与预测不仅要对企业发展本身有深刻认识，还要对宏观环境的变化有很强的预判能力。

成长股的中期反弹之所以在目前这个时空位置具备较高的可信度是基于两个因素：首先，中国实体经济的名义增速大概率将运行在周期的顶部区间，成长股的业绩增长相对不依赖经济周期的基本面优势将开始显现。其次，经过两年多的持续调整，成长股的估值已经与业绩增速基本匹配。

必须阐明的是，成长股与中小市值股票是两个不同的概念，固然，大部分成长股属于中小市值股票，但绝对不是所有中小市值股票都是成长股，真正的成长股一定要具备业绩持续稳定较快增长的能力。实际上，正是由于真正的成长股的业绩增长在过去几年始终持续，成长股板块才可以在过去两年多的时间内基本消化完上一次牛市过程中的泡沫成分，估值达到相对合理的水平，而业绩的持续增长也将是成长股中期反弹的根本基础。