

证券研究报告 / 策略专题报告

港股分歧，继续哑铃策略

市场周观察 03 月第 3 期

报告摘要：

港股分子端由国内决定，分母端由海外决定。港股的基本定价仍沿用 DDM 模型，其中分子端多于国内基本面决定，而分母端需着重考虑美债对于流动性的压制。(1) 从历史经验看，恒生指数和沪深 300 具有较强的相关性，但在 2015 年以前相关性明显较弱。核心原因有二，其一是 2014 年开通沪港通、2016 年开通深港通，强化两地市场连接；其二是 2013 年证监会发布《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》，增加了港股中内地公司的数量。因此，资金流动以及上市公司业务决定了港股的分子端定价非常依赖于国内基本面。(2) 由于香港资本市场的特殊性，因此非常依赖于海外资金的定价。美债作为全球资产的锚，极大地影响港股变动；从历史经验上看，当美债利率持续抬升时，港股伴随式调整的相关性较高；而当美债利率趋势性下行时，分子端带来的催化可能更加明显。

AH 溢价指数和 ERP 均表明当前港股进入滞涨期。DDM 模型作为长期定价模型，无法决定短期变动，我们通过两个指标观察：(1) AH 溢价能够很好地体现 A 股与港股之间因为流动性因素导致的价差变化；根据以往经验，上证和恒生的成交额比能够较好地反应两者市场的流动性差异。在 2021 年后，AH 溢价基本稳定在 130-150 左右范围内波动，而一旦突破了 130 的分界线，AH 溢价则快速收敛。本轮已经突破了 130 的临界值，核心需要观察南下资金的持续流入对于港股市场的影响。但从两市的成交额占比看，亦处于 2 倍的临界区间，因此表明短期港股的上涨动力不足。(2) 从恒生指数相对于 10Y 美债的 ERP 看，向上触及+2 倍标准差时，港股亦往往上涨动力不足，例如 2021 年初、2024 年的两次时点。而目前需要进一步观察美债利率的变化，但短期内已经处于 4.2% 中枢波动，港股短期继续上涨动力不足。

南下资金主要流入科技和红利。年初以来南下资金大幅流入，合计 3738 亿；自 2016 年开通沪深港股通以来，仅次于 2021 年核心资产泡沫叠加基本面在疫后持续修复；且从目前累计流入来看，已经创下历史记录，因此不难理解为什么 AH 溢价出现短期失效情况。进一步拆解南下资金：

(1) 从板块上看，南下资金中科技合计 2093 亿遥遥领先，红利 1382 亿居第二，其他板块流入量合计约 660 亿；因此当前市场核心偏好科技和红利两个方向。(2) 从流入趋势看，年初以来持续至 2 月底，科技和红利均稳定流入，但整体的流入速率上科技较为波折表明更多受市场驱动，而红利流入非常平坦表明险资持续买入的偏好。在 2 月底以来，南下资金对于科技板块的流速明显加快，很大程度上受阿里巴巴资本开支的催化影响，对于 AI 长期趋势的看好。

创新高后的分歧，短期滞涨，但长期趋势不变。(1) 目前来看，港股进入震荡期，核心在于基本面的分歧以及美债利率的波动放缓，而 AH 溢价、ERP 指标均表明短期上行受阻。(2) 短期来看，南下资金仍持续流入科技和红利板块，但流速上有所放缓；且面临财报压力和中美摩擦冲击，风险端逐步释放。(3) 长期来看，核心关注互联网大厂资本开支，AI 应用落地带来的生态变化；此外，险资资金偏好红利，相对于 A 股而言，港股仍具有较高的性价比。

风险提示：数据统计口径误差，经济修复不及预期。

相关报告

《【东北策略】融资尚未过热，风格偏向小盘》

--20250310

《【东北策略】以史为鉴，AI+行情怎么走？》

--20250303

《【东北策略】两会有何预期？》

--20250225

《【东北策略】两会临近，影响渐强》

--20250218

证券分析师：谢立昕

执业证书编号：S0550524050003

18817871063

xielx@nesc.cn

目 录

1.	市场周观察	4
2.	宏观流动性	8
3.	权益市场情绪	9
4.	权益资金面	11
4.1.	流入端	11
4.2.	流出端	16
5.	估值.....	20

图表目录

图 1: 恒生指数和沪深 300 高度相关	4
图 2: 美债利率波动对恒生指数影响较大	5
图 3: AH 溢价和两市成交额占比变化	6
图 4: 两市成交额占比并未突破临界值	6
图 5: 恒生指数 ERP 已经触及+2 倍标准差	7
图 6: 年初以来南下资金累计流入情况	7
图 7: 年初以来南下资金不同板块流入情况	8
图 8: 2 月底后南下资金继续大幅流入	8
图 9: DR007、7 天逆回购和 1Y 国债利率变化	9
图 10: 期限利差和信用利差变化	9
图 11: 中美利差挂钩沪深 300	9
图 12: 美元指数与汇率变动	9
图 13: 长期交易水平受利率波动	10
图 14: 短期交易情绪受市场涨跌影响	10
图 15: 大小盘风格变化	10
图 16: 成长价值风格变化	10
图 17: 申万一级行业交易情绪	11
图 18: 陆股通指数成分股净买入变化	12
图 19: 北向资金交易情绪	12
图 20: 近四周基金份额变动情况 (亿份)	12
图 21: 开放式基金估算股票投资比例	12
图 22: 新发基金周度份额变化 (亿份)	13
图 23: 偏股基金发行情绪	13
图 24: 两融资金流入情况 (亿元)	15
图 25: 两融资金成交情况 (亿元)	15
图 26: 转融券和融券余额 (亿元)	15
图 27: 融资融券:市场平均担保比例	15
图 28: 股权融资变化情况	17
图 29: 周度解禁规模市值变化	18
图 30: 减持市值变动情况	20
图 31: PE 历史分位变化	21
图 32: PB 历史分位变化	22
表 1: 不同板块 ETF 份额变动情况	13
表 2: 宽基指数 ETF 份额变动情况	13
表 3: 主要行业/主题 ETF 份额变动情况	14
表 4: 近四周申万一级行业融资净流动情况 (亿元)	16

表 5: 近 4 周 IPO 和定增的行业变化情况	17
表 6: 申万一级行业解禁规模变化	19
表 7: 近四周行业增减持变动情况	20

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/806211101220011101>