

庆祝香港回归25周年·特刊

投资精英畅谈港股 全球价值洼地未来可期

中国基金报记者 李树超 方丽

作为全球范围内最重要的金融市场之一，港股云集了众多国际投资者和全球优势上市公司。近年，港股成为全球“价值洼地”，2021年更是跌冠全球。究竟港股的长、中、短期投资价值如何？哪些板块值得关注？

中国基金报记者专访了来自公募基金、私募基金、香港子公司等6位深耕香港市场多年的投资人士，他们分别是重阳投资董事长王庆，保银投资总裁、首席经济学家张智威，广发基金国际业务部总经理李耀柱，博时基金董事总经理兼权益投研一体化总监曾鹏，汇添富香港子公司首席投资官王志华，嘉实国际行政总裁、首席投资官关子宏，畅谈香港市场投资之道和布局方略。

受访人士认为，港股虽处价值洼地，但已出现积极因素，目前港股投资性价比突出，长期表现可期。他们更关注互联网公司、新能源、医疗服务创新药等领域。

机制、文化、监管框架与国际接轨

中国基金报记者：能否谈谈您对港股市场投资认识？这一市场有哪些特色？在投资上有哪些特点？主要影响因素是什么？

王庆：与A股相比，港股有两大特色：从投资者角度来看，港股是离岸市场，参与投资者更多元化，国际机构投资者占比较高；从上市公司角度来看，在香港市场上市的多为中国企业。

张智威：港股市场全球化的特征更为明显，在机制、文化和监管框架上与国际市场接轨，资本流动高度开放。因此受到A股和海外市场双边的影响。港股中的个人投资者仅占两成，其余八成均为机构投资者，在机构投资者中，又有相当大比例是来自海外的资金，这也使得港股投资更强调稳健和可持续。

李耀柱：香港市场是一个基本面研究驱动的证券市场，上市公司以中国公司为主，投资者以机构投资者为主，同时非常看重公司的估值、股东回报和中长期的成长空间等基本因素。

在港股，持续创造超额收益的方法论之一，是与优秀公司一起跨越周期。港股市场确实受国内外宏观、流动性和政策等因素的影响，但寻找估值便宜的优质龙头公司长期持有，这个方式理论上可以穿越周期的，只是需要更耐心和更强的心理素质。

曾鹏：港股作为一个离岸市场，其特点在于公司是中国公司，但计价货币却是美元（港币与美元挂钩）。虽然港股有优质的产业和优质的龙头公司，但作为离岸市场，不可避免的叠加了主权信用风险，而主权信用风险是一个比产业更高阶的要素。

投资特点方面，一，由于内地上市公司占比较高，因此港股基本面和中国大陆经济息息相关；二，由于外资在港股的话语权较重，因此受海外流动性环境和风险偏好影响较大；三，由于上市公司EPS（每股收益）大多以人民币计价，而股价则用港币计价，因而受人民币汇率扰动。

中国基金报记者：有观点认为港股投资“基本面看内地，资金面看海外，情绪面看全球”，您认同么？您会采取何种投资方式来布局港股？为什么？港股市场的短期博弈难度是否显著高于A股？

王庆：“基本面看内地，资金面看海外，情绪面看全球”评价港股投资比较形象、准确，这背后也对应了专业的股票市场定价要素。我们做港股投资，总体需要注意三方面：第一，要更注重深入研究；第二，要注意交易结构特点，要通过使用衍生品来控制风险；第三，香港市场流动性比A股弱一些，通常港股短期波动较大，必须做好心理、资金、投资者教育上的准备。

张智威：港股的短期博弈难度确实显著高于A股，因为港股是机构主导的成熟市场，成熟度越高的金融市场，股票的分化越严重。机构投资往往具有一致性，长期看，优质股票呈现慢牛格局，而绩差公司股票则慢慢无人问津。所以，没有基本面分析能力和港股交易习惯的投资者，往往很难赚到阿尔法收益。

李耀柱：从整体上来说，港股上市公司的盈利接近80%左右来源于内地，而投资者则以海外资金为主。因此说港股“基本面看内地，资金面看海外，情绪面看全球”的说法是有一定道理的。



重阳投资
董事长王庆

保银投资总裁
首席经济学家张智威

广发基金国际业务部
总经理李耀柱

博时基金董事总经理
权益投研一体化总监曾鹏

汇添富香港子公司
首席投资官王志华

嘉实国际行政总裁
首席投资官关子宏

长中短期投资价值显著

中国基金报记者：站在目前市场环境下，您如何看待香港市场投资价值？能否从长、中、期来谈谈？

王庆：从中短期看，港股目前存在相当不错的投资价值。第一，从基本面看，在过去宏观政策、疫情等因素影响之下，中国经济基本面在二季度已“触底”，未来或在三、四季度慢慢恢复从底部走出来；第二，在国内基本面不佳、美联储加息、俄乌冲突爆发等三个较大不利因素影响之下，今年以来港股市场已遭受较大幅度调整，目前整体估值水平处于历史低位，风险溢价处于历史高位，因此中短期很有投资价值。目前港

股性价比较高，未来上行概率大于下行概率。

张智威：目前的市场环境，我们认为无论从相对估值看还是从绝对估值看，港股都处于历史低位。过去一年A/H溢价继续大幅走高，在当前时点，港股资产的价格处于相对低位，具有非常高的性价比与配置价值；此外，港股还拥有大量基本面优秀的企业，具备竞争优势。

李耀柱：从中期来看，我认为当前港股已具备较高的配置价值。首先，当前的港股市场估值处于洼地，而影响港股的因素中，部分已经出现了积极因素。从长期来看，我们同样比较看好港股的配置价值。此外，长期来看，资产回报率大致趋同于一国的经济增速。从全球范围内来看，中国经济增速依旧具有比较优势，中国拥有全世界最大的内需市场，制造能力也逐步受到全球认可。因此，在“双循环”格局下，中国优质资产的长期投资回报率是值得期待的。

曾鹏：虽然港股市场规模不及A股及美股，但是龙头集中趋势明显。考虑到港股的国际化程度高，众多产业链龙头厂商均选择港股上市，未来仍是中国新经济的主战场。因此，港股市场的长期投资价值还是显著的。

王志华：近年来，中美贸易战、新冠疫情、互联网行业监管等连续的重大事件都对港股走势产生了较大的冲击，也使得港股在估值上更具优势。从中长期来看，港股或将从离岸市场的折价特征回归到在岸本土市场的合理范围。

中国基金报记者：2021年以来，恒生AH溢价指数基本在130-150点之间浮动，这意味着同一只上市公司的A股价格平均比港股价格高30%-50%。您如何看待港股估值问题？目前港股处于什么估值水平？低估值应该是“常态”么？

王庆：目前港股估值几乎处于历史最低水平。需要指出的是，估值水平不能简单看市盈率、市净率，更应该把估值水平和无风险收益率水平对比，这就体现在风险溢价上。目前港股风险溢价水平处于历史最高，换句话说，港股

已经反映了非常大、非常多的风险因素，相对来说也是历史上估值最为便宜的时期。

张智威：港股的机构投资者中外资占了比较大的比例，当前港股相对A股存在折价，有部分是国际投资者流出导致。中美贸易战，国际投资者对中美脱钩的担心较为明显，体现在港股上，表现为部分资金流出避险。站在当前的时间点，我们观察到，外资的这种担忧正在逐步减少，我们认为未来外资会慢慢回流港股，港股的低估值也不会是常态。

李耀柱：港股的估值常年为全球“价值洼地”，原因如下：一，过往港股中蓝筹股金融资产占比较高，新经济股占比较少；二，港股作为一个离岸市场，海外投资者对中国国内公司的实际经营状况、国内政策、市场环境及财务规则并不熟悉；三，是港股则以机构投资者为主导，换仓需求不高，换手率较低，流动性不足导致了港股的估值较低。基于以上原因，H股相对于A股的低估是常态，不过当前港股估值或已被显著低估，具备较高的配置性价比。

王志华：目前港股估值水平偏低，离岸市场里，海外投资者要求更高的折价和更大的安全边际有一定道理，但之前很长时间内，海外无风险收益率更低，资金成本更低，如果不是风险溢价更高的话，估值应该更高才对。所以港股长期低估值，还是因为投资者结构的原因。

更看好新能源、创新药、互联网

中国基金报记者：从目前看，您更看好香港市场哪些行业或者板块，请简单谈原因？

关子宏：我们更看好港股中的新经济和新能源相关板块，包括互联网、电动车、光伏等板块。新能源板块不仅受益于中国的碳达峰、碳中和目标和能源转型政策，俄乌地缘冲突也推动欧美国家加大了能源转型部署。在电动车产业、光伏产业链方面，中国的技术都在全球领先。新能源是未来数十年全球发展的趋势，确定性较高。

张智威：我们相对看好港股市场平台经济、互联网公司的股票。一方面经过前期的大幅下跌，平台经济等互联网公司的股票估值已经具备了一定的配置价值；另一方面，政策有了比较大的转变，平台经济迎来政策性拐点。所以在未来的3到6个月，我们较为看好平台经济相关的股票。

王庆：主要看好两类板块：第一类是具备明显深度价值的标的，主要是传统行业中一些估值低、业绩稳定、现金流较好、股息率较高的板块，包括能源、部分金融板块等。第二类是目下已显露出投资价值的互联网平台公司，去年在反垄断等政策之下，此类股票已出现较大调整，估值水平目前已调整到一个合理偏低的区间，同时政策环境出现较大积极变化，这类企业仍然是中国上市公司中优秀企业代表，目前具备不错的投资价值。

李耀柱：我们关注港股的新经济板块，包括互联网、新能源、医疗服务和新消费等成长性行业，还有以低估值为代表的部分红国有企业。

中国基金报记者：港股新经济板块成为不少资金追捧对象，您如何看待这一板块投资价值，未来前景有多大？

王庆：我对港股新经济板块也较为看好，比如生物医药、创新药等领域。目前新经济板块调整较多，我们在密切关注，但目前也许并非最好布局时机。

这类公司属于较为典型的“长久期资产”，也就是长期来看拥有较高空间和成长性，但是短期没有利润也没有较好自由现金流。这类资产往往在流动性宽松、利率较低、风险偏好水平较高的时候会表现较好。但当前通胀高企、利率高企，风险偏好偏低不利于这类股票表现。我们正认真研究与密切关注，条件允许会积极参与。

此外，目前市场低迷之际布局行业龙头胜率更高，如果布局非龙头，其抗风险能力差，可能会有出局风险。

李耀柱：新经济板块具有较大成长性的板块，新能源、互联网、创新药、新消费等行业都是代表中国最有活力的行业之一，这些行业中长期仍然有不少的成长空间，所以我们认为长期投资价值巨大。

曾鹏：无论A股还是港股，新经济板块的投资机会取决于新经济本身的发展前景。两地市场虽然溢价率不同但趋势基本一致。新经济板块主要包括医药、新消费和互联网，具备较高的投资价值。

资金“南下”或是长期趋势 港股行情有望走出新局

中国基金报记者：数据显示，2021年南向资金全年净买入4544亿港元，贡献了港股约11%的成交量，“南下”资金会持续增多么？话语权有多大？

王庆：我认为资金南下趋势肯定会继续，而且自港股通开通以来，这一趋势一直存在，且不断强化。目前南下资金在港股中占比离该有的均衡水平还比较远，这一趋势会不断增强。未来随着港股通限制越来越少，港股通品种不断增长，比如ETF通即将落地，肯定会吸引更多资金入港。

张智威：南下资金持续流入正体现了资金对港股投资价值的认可。我们认为，在未来一段时间，支持港股的政策还会变得更加明显，南下的资金比例也会逐步地上升，国内投资者投资港股的渠道可能会变得更加的通畅。

李耀柱：港股通开通以来，季度平均流入规模在763亿港元左右，我们预计，未来南下资金季度流入速度的中枢约为800亿港元，年流入规模在3000亿港元左右，5年流入规模在1.5万亿港元左右，约为港股通当前累计流入规模的63%。预计5年后，南下资金在港股持仓市值占比将达到10%左右，较当前的持仓占比提升4个百分点，而南下资金在港股市场的成交活跃度也将更高，预计成交占比将接近20%。

曾鹏：内地已经开放养老金的港股通权限，以长期的趋势来分析，若要享受中国经济成长的红利，内地的资金势必将持续布局港股的互联网与产业龙头。至于港股的“话语权”，我们认为产业趋势与竞争格局才会影响资金流向，靠资金主导来拉升估值，都只是短期影响。

中国基金报记者：今年影响市场的主要因素有哪些？风险点在何方？

王庆：相比A股，港股风险点目前来自于美联储加息和国际性事件发生。一方面，美联储加息主要通过影响无风险利率、美元利率等来影响A股和港股市场。另一方面，一些国际性事件可能会冲击港股。

王志华：就2022年来看，海外市场的宏观政策是从宽松到紧缩，上市公司业绩是逐季下滑的，而中国市场的宏观政策是从紧缩到宽松，上市公司业绩是逐季上升的，两个周期的方向正好相反，这就是港股的投资机会。主要风险在于海外的通胀形势、美联储的紧缩政策节奏以及国内经济发展态势。

曾鹏：投资机遇方面，基于政治、经济、风险溢价和估值多因素，过去一年多的政策系统性风险释放已近尾声，随着疫情褪去，中国经济终将走向复苏，叠加上市公司基本面的转机，港股行情有望走出新局。

有三个重要的影响因素：一，美联储加息和缩表节奏是否会进一步超预期；二，中国经济以及企业盈利的复苏状况，能否如愿在三季度迎来拐点；三，中央决策层对互联网平台经济的监管能否维持较为宽松的态度。

港股最大的风险来源于三方面：第一，如果通胀超预期，不排除美国加息节奏继续超预期，从而导致美国长端利率进一步上行，再压制港股的估值；第二，若美国经济最终走向衰退，对港股企业盈利和资金的风险偏好也将造成扰动；第三，如果中美关系再起波澜、大国博弈冲突加剧的话，外资主导的港股市场，风险偏好将受到更强的压制。

