



寒冬已过，春风踏来 ——2023年港股市场展望

核心观点

● 港股估值当前处于历史低位

我们对比过去三十年恒生指数历史，港股2021年到2022年近20个月的熊市里，指数跌幅最高达到53%，下跌的幅度和持续的时间在历史上是罕见的。当前港股处于超跌后估值偏低的状态。

● 港股下跌两方面原因

一方面是国内经济增速低于预期；另一方面是美联储加息使全球流动性收紧。2023年这两方面均有所改善，中国在防疫政策优化调整之后，预计将迎来经济上的反弹，2023年全年经济增长率预计在5%左右。从流动性方面看，美联储的进一步加息动力不足。因此2023年港股估值有望得到修复。

● 2023年大陆经济展望

- (1) 消费将成为最先恢复的领域，消费有望迎来报复性反弹；
- (2) 2023年出口的形势可能不容乐观；
- (3) 2023年两会之后，政府大概率会出台积极地财政政策以应对经济下滑的局面；
- (4) 房地产形势不容乐观，在刚需不足的情况下，预计反弹的空间有限；
- (5) 2023年中国经济增长率在5%左右（中国社科院经济蓝皮书预测）

● 2023年港股资金面较为宽裕

国际投资者贡献了香港证券市场成交额的大约41%，美国投资者的贡献占约10%。而中国国内的投资者通过沪港通和深港通逐渐成为香港投资者的重要力量。目前国内投资者的交易量约占港股交易量的25%左右，是港股不可忽视的力量。

我们通过对美国PPI及CPI，以及失业率情况，认为美国进一步加息的动力不足；同时中国2023年大概率会维持当前的宽松货币政策，整个港股资金面较为宽裕。

● 防疫政策的调整对股市趋势没有明显影响

我们对比日本、韩国、泰国、越南四个国家，发现防疫政策的调整对股票趋势没有显著的影响。

● 投资建议

目前H股经过20个月长时间持续大幅下跌，估值已经处于历史低位，投资价值凸显。同时我们预计2023年港股市场的流动性相对宽松，建议可以逢低建仓，重点关注以下几个方向：1、消费领域的报复性反弹机会；2、新能源领域的投资机会；3、医药领域的投资机会。

● 投资风险提示

奥密克戎变异株的不确定性；
政府的财政政策存在不确定性；
俄乌冲突存在不确定性

宏观策略研究报告

华通证券国际研究部

宏观策略组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2022.12.22

恒生指数相对走势



目录

一、2022 年港股市场回顾与展望	4
二、基本面：中国经济篇	5
（一）基本情况	5
1、投资、消费及出口	5
2、防疫政策优化对经济的影响	8
（二）2023 年中国经济的基本判断	9
三、资金面：2023 年港股资金较为宽松	10
（一）香港投资者构成	10
（二）2023 年中国大概率会维持当前宽松的货币政策	10
（三）美联储继续加息的动力不强	11
（四）中美关系的缓和有利于香港资本市场的发展	11
四、投资策略及建议	11
五、风险提示	12
法律声明及风险提示	13



图表目录

图表 1 可比指数涨跌幅.....	4
图表 2 恒生指数近 30 年熊市统计.....	4
图表 3 恒生指数成份股涨跌幅榜.....	4
图表 4 美国通胀与加息.....	5
图表 5 中国季度 GDP 累计同比.....	5
图表 6 投资、出口、消费情况.....	6
图表 10 天猫京东双十一活动平台销售额（单位：亿）.....	6
图表 11 酒店的入住率.....	6
图表 8 房地产施工面积和竣工面积.....	7
图表 9 中国 25-35 岁适婚人口数量同比变化.....	7
图表 7 近两年人民币兑美元汇率.....	8
图表 12 日本及韩国股市在后疫情时代的表现.....	9
图表 13 亚太新兴市场股市表现.....	9
图表 14 LPR 一年期及五年期利率.....	10
图表 15 货币发行量 M2 同比增速.....	10
图表 16 中国 CPI 与 PPI 指数.....	11
图表 17 美国失业率（月）.....	11

一、2022 年港股市场回顾与展望

恒生指数从2021年2月18日最高点31183.36下跌到2022年10月31日最低14597.31，跌幅高达53%，持续下跌的时间超过20个月，这样深的跌幅和持续的时间在H股历史上也是不多见的。

图表 1 可比指数涨跌幅

	近一年涨跌幅 (2022年1月1日-12月22日)	持续熊市期间涨跌幅 (2021年2月18日-2022年10月31日)
HS300	-22%	-41%
恒生指数	-15%	-53%
日经225	-10%	-9%
道琼斯工业指数	-10%	+4%
韩国综合指数	-21%	-26%

资料来源：Choice，华通国际证券研究部整理

图表 2 恒生指数近 30 年熊市统计

时间段	期间涨跌幅	熊市持续时间
1994.01.04-1995.01.25	-45%	13个月
1997.08.07-1998.08.13	-61%	12个月
2000.03.28-2003.04.25	-55%	37个月
2007.11.01-2008.10.27	-67%	12个月
2015.04.27-2016.02.12	-36%	10个月
2018.01.29-2018.10.30	-27%	9个月
2021.02.18-2022.10.31	-53%	20个月

资料来源：Choice，华通国际证券研究部整理

在恒生指数成份股里，大部分股票和行业均有下跌，其中地产和工业制造的跌幅较大，是拖累指数下行的主要因素。

图表 3 恒生指数成份股涨跌幅榜

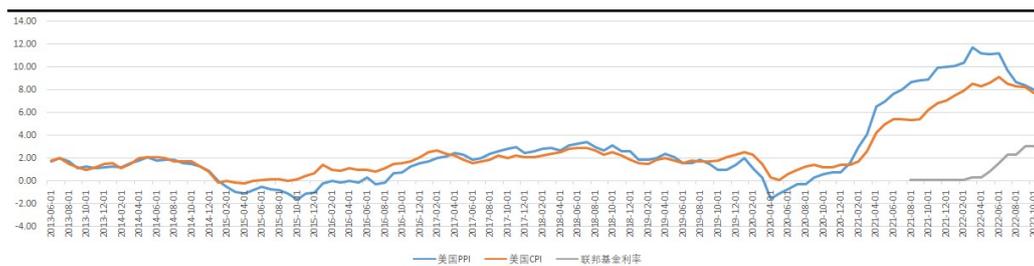


资料来源：Choice，华通国际证券研究部整理

我们分析香港股市：一方面，它所上市的公司以中概股为主，大陆经济发展对上市公司业绩影响巨大，从而影响股价；另一方面，香港作为自由经济港，国际资本的流入和流出影响港股的资金面，从而影响港股价格。

2022年，由于奥密克戎在中国上海、华北等地区流行，中国经济自二季度开始走入低谷，增速仅维持在2%-3%左右，全年经济增速预计在3%左右，远远低于预期，另外中国地产出现信用危机也造成了不小的负面影响；与此同时，美国面临高通胀压力，迫使美联储连续多次加息，美联储的加息导致全球资金面的紧张。双重压力的影响下，恒生指数在2022年继续保持低迷走势。

图表 4 美国通胀与加息



资料来源：Choice，华通国际证券整理

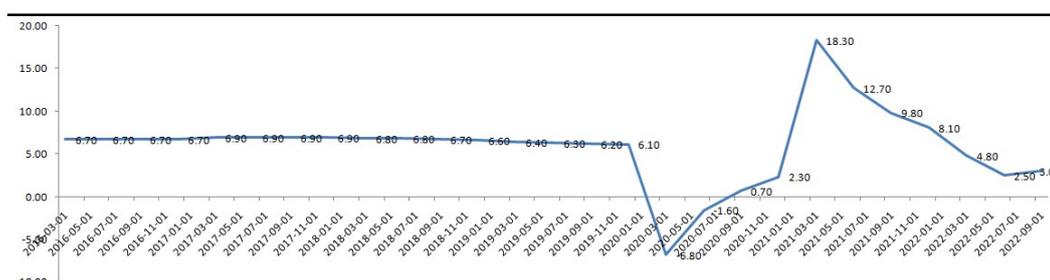
展望2023年，港股仍然面临着众多不确定因素，但整体环境会有所改善，港股估值修复可期：1、中国经济有望迎来防疫政策优化后的反弹，预计2023年全年经济增速将达到5%左右。消费方面预计会出现报复性反弹，在投资方面，新一届政府班子有望出台积极的财政政策；2、流动性方面，美国当前的CPI和PPI已经降至8%以下，美联储放缓加息是大概率事件；同时，中国的货币政策较为宽松，M2充足，国内的资金逐渐成为香港市场的重要力量。

二、基本面：中国经济篇

（一）基本情况

2022 年一季度中国 GDP 在 2021 年高基数基础上实现了 4.8% 增长，然而让人始料未及的是，奥密克戎流行给中国经济再次蒙上了一层阴影，二季度上海、东北、华北等多地面临奥密克戎的集中爆发，经济增速重新迅速降至 2%-3% 的低速发展区间，预计全年的经济增速将在 3% 左右。

图表 5 中国季度 GDP 累计同比



资料来源：国家统计局，Choice，华通国际证券研究部整理

1、投资、消费及出口

从经济的三驾马车：投资、消费、出口来看。2022 年，中国消费首先进入了负增长阶段，消费的不振有多方面原因，有居民消费能力的减弱，也有疫情爆发对消费的负面影响，以及居民对未来的担忧；固定资产的投资保持在 5% 左右的增速，是全年经济保持 3% 增长的重要力量，但固定资产投资受房地产的拖累，增速有限；出口一直保持较好的增长势头，但四季度出口势头突然调头向下，2022 年 10 月份出口额同比上涨 7%，到 11 月份同比上涨仅为 0.9%。

图表 6 投资、出口、消费情况

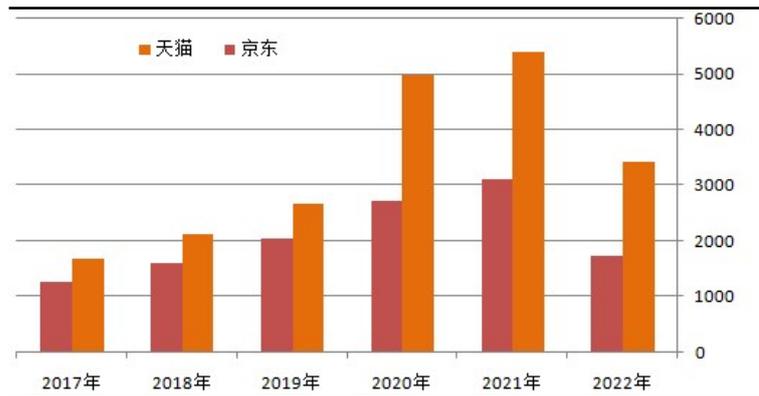


资料来源：国家统计局，Choice，华通国际证券研究部整理

(1) 消费

消费方面，餐饮、旅游、教育培训、电影院、KTV 等无疑是受疫情冲击最为明显的行业。网络购物情况会不会有所改善？根据淘宝、京东双十一活动成交额数据，2022 年双十一天猫成交额 3434 亿，京东则是 1740 亿，合计交易额 5571 亿元，较 2021 年同比下滑 39%，线上消费同样不容乐观。线上消费的低迷同样与疫情管控相关，长期疫情管控影响人们生活的预期，降低了人们消费的欲望。

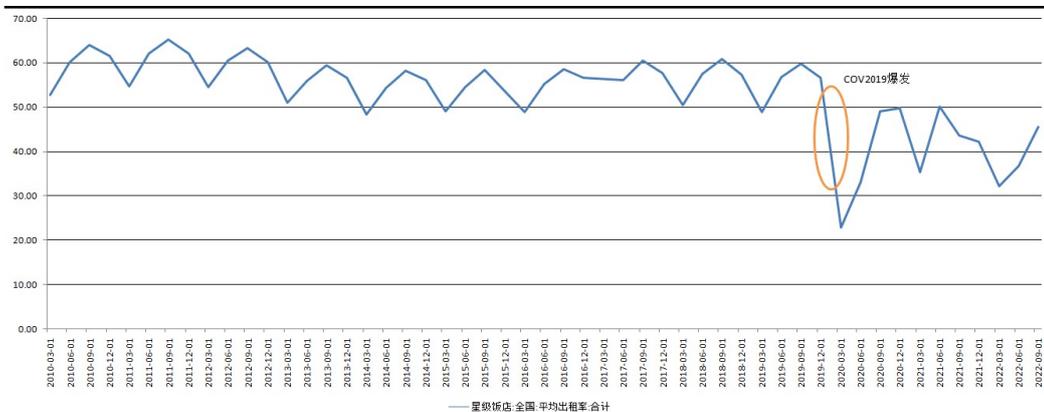
图表 7 天猫京东双十一活动平台销售额（单位：亿）



资料来源：网络公开资料，华通国际证券研究部整理

我们认为防疫政策优化之后，消费有望成为最先复苏的领域。过去三年，疫情防控对餐饮、酒店、娱乐、教培、旅游等行业的冲击影响最为明显和强烈，放开管控之后，这些领域有望迎来报复性反弹。

图表 8 酒店的入住率



资料来源：Choice，华通国际证券研究部

(2) 房地产投资

房地产开发一直是中国固定资产投资的重点领域。2021 年中国固定资产投资 55.28 万亿，其中房地产开发贡献 14.76 万亿，占比达到 27%。房地产行业各项指标在 2022 年全面

进入负增长阶段，根据统计局数据，1—11 月份，商品房销售面积 121250 万平方米，同比下降 23.3%，其中住宅销售面积下降 26.2%。商品房销售额 118648 亿元，下降 26.6%，其中住宅销售额下降 28.4%。

图表 9 房地产施工面积和竣工面积

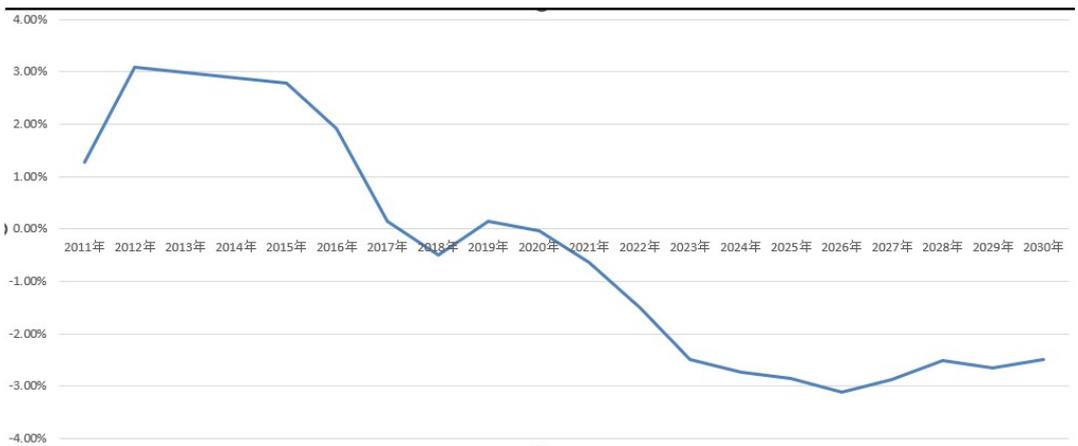


资料来源：Choice，华通国际证券研究部

房地产的健康发展对投资以及整个经济都有举足轻重的作用。11月23日，央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。《通知》就房地产融资、“保交楼”、受困房企风险处置等6个方面推出16条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。16条的出台无疑大大缓解了地产资金困境，在金融政策支持下，地产大概率有所反弹，反弹的高度有多少，这是我们关心的问题。

我们从人口角度出发，统计过去中国25-35岁的人口（适婚及首次购房主体）数量变化，2011-2017年，这一群体的人口数量一直保持增长，到2018年这一情况得到改变，2018-2020年这个群体仍保持高位但增幅有限，但2021年开始，这一群体数量开始急速下滑，2021年下滑0.6%；2022年下滑1.6%；到2023年，这一群体数量同比下滑达2.5%！此后至2030年一直保持这一速度在减少。

图表 10 中国 25-35 岁适婚人口数量同比变化



资料来源：国家统计局，华通国际证券研究部整理

房地产销售与人口的变化趋势是保持高度同步。2017-2020年是房地产发展的高峰；2021年正是房地产拐点的开始，整个行业进入了下行通道。因此，单从人口角度来看，2023年房地产要实现反转的难度是巨大的，在适婚人口骤降的前提下，2023年大概率仍然保持低迷的状态。

(3) 基建及其他固定资产投资

投资始终是拉动中国经济增长的最重要力量，也是经济中最大的变量。12月6日，中共中央政治局召开会议分析研究2023年经济工作。2023年是全面贯彻落实党的二十大精神的开局之年，会议强调，要“大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”。

当前中国政府债务和宏观杠杆水平仍处在良好状态，尤其是中央政府杠杆率维持在较低

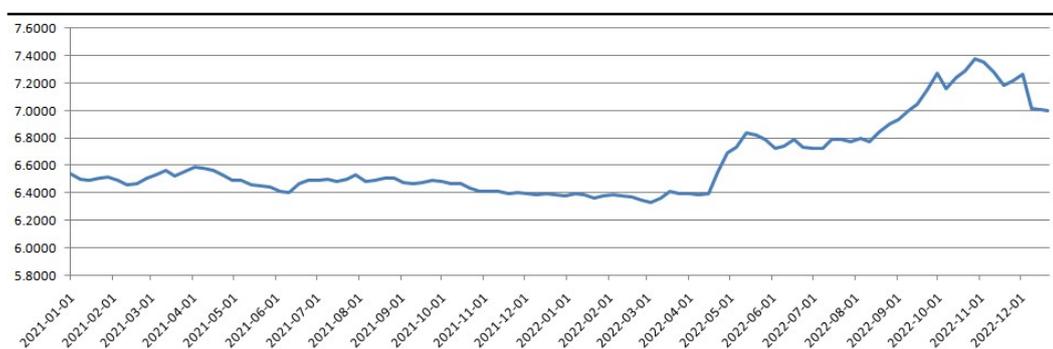
水平，为继续推行较有力的积极财政政策提供了有利的条件。预计2023年会适当提高财政赤字率，必要的情况下发行特别国债稳增长、保民生。在“提效”上，经济仍需基建发力，专项债需与政策性金融工具加强配合，推动实物工作量的形成，提升财政政策实施效果。

(4) 出口

我们认为出口的变化有多方面原因，其中汇率的影响是其中的一方面。2022年2月28日6.3人民币兑1美元，而到2022年11月1日人民币贬值到7.328元兑1美元，仅仅10个月人民币贬值16.31%，如此快速的贬值在历史上是罕见的。人民币贬值必然有利于扩大出口，特别是欧美国家高通胀背景下，中国商品价格优势更加明显，表现为2022年中国出口仍然延续了高增长势头，尽管全球经济低迷。从2022年11月1日至今，人民币汇率已由最高7.328降到现在的6.96元左右，人民币回升的过程中也抑制了出口，11月份的出口数据变差已经同步反映出来了。

但本轮人民币贬值主要是对美元的贬值，对主要贸易伙伴的货币（欧元和日元等）仍有升值。前10个月，人民币对日元和欧元分别升值约12.5%和4.8%，所以出口的整体成本优势在一定程度上被打折扣。

图表 11 近两年人民币兑美元汇率



资料来源：Choice，华通国际证券研究部

我们预计2023年中国出口形势不容乐观。原因有几方面：一是全球经济低迷是大概率事件，据路透社报道，2022年11月30日，花旗银行预测全球2023年经济增速在2%以内，全球经济低迷会影响中国货物的出口；二是2023年欧美高通胀很难持续，人民币也很难再像2022年这样持续贬值；三是新兴市场国家如越南、印度等供应链逐渐完善，对中国出口有一定的替代作用。

但中国在光伏、新能源汽车领域的优势明显，2023年新能源产品的出口预计仍然会保持较高的增长速度。整体而言，2023年出口大概率会维持平稳低速增长（5%以内）。

2、防疫政策优化对经济的影响

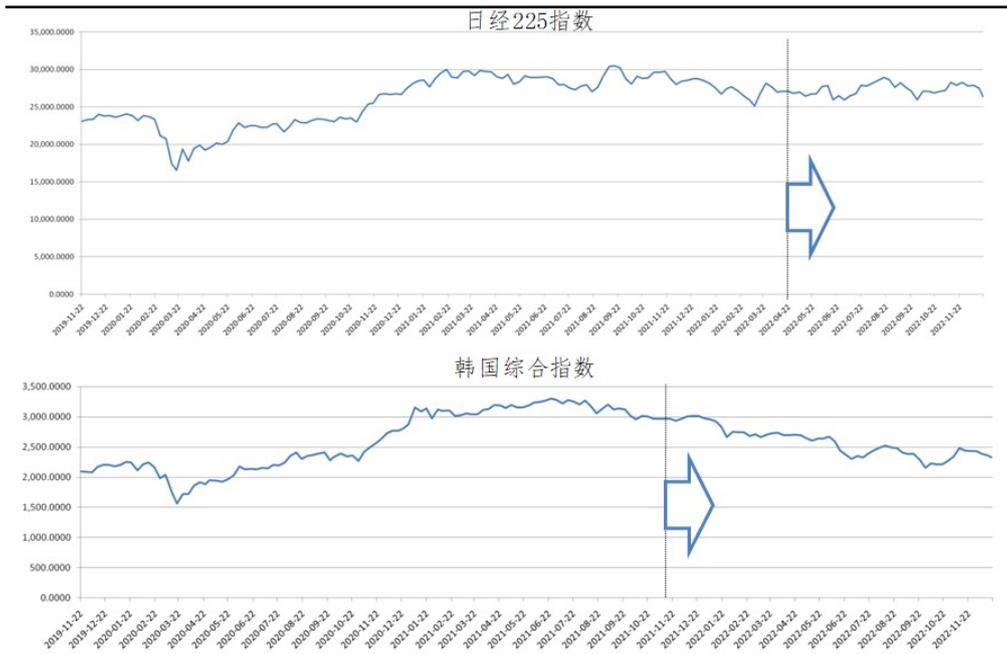
12月7日，国务院联防联控机制综合组发布了《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，提出以下几点：1、科学精准划分风险区域；2、不按行政区开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次；3、优化调整隔离方式；4、落实高风险快封快解；5、保障群众基本购药需求；6、加快推进老年人新冠病毒疫苗接种；7、加强重点人群健康摸底及分类管理；8、保障社会正常运转和基本医疗服务；9、强化涉疫安全保障；10、进一步优化学校疫情防控工作。

在实际执行过程中，核酸检测结果不再作为进入公共场所要求，行程码也于12月13日正式退出历史舞台。奥密克戎陆续在各个城市开始了全民流行和第一波冲击，中国进入了后疫情时代。

放开之后疫情对经济究竟有什么影响？我们参考亚洲其他国家，发现放开初期疫情快速扩散的时候社会出现一定的恐慌；随着感染人数达到峰值并逐渐回落，经济逐渐恢复并呈现出向好的一面，首先在酒店、餐饮、娱乐、旅游等前期受疫情冲击大的领域迎来报复性反弹，随后社会零售等也迎来反弹。

从资本市场反馈上看，防疫政策的改变对股票指数的影响有限。我们参考亚洲两大发达国家：日本和韩国，防疫政策的调整并没有对股票的趋势造成明显的影响。

图表 12 日本及韩国股市在后疫情时代的表现



资料来源：Choice，华通国际证券研究部

在越南和泰国等新兴市场，越南防疫政策放开之后，股市出现了半年的牛市，随后进入了熊市。泰国在政策放开后，股市处于一个横盘震荡阶段。两个新兴市场国家的股票表现来看，防疫政策的改变也没有对其股票趋势造成明显的影响。

图表 13 亚太新兴市场股市表现



资料来源：Wind，由华通国际证券研究部整理

(二) 2023 年中国经济的基本判断

- (1) 消费将成为最先恢复的领域，消费有望迎来报复性反弹；
- (2) 2023年出口的形势可能不容乐观；
- (3) 2023年两会之后，政府大概率会出台积极地财政政策以应对经济下滑的局面；

- (4) 房地产形势不容乐观，在刚需不足的情况下，预计反弹的空间有限；
- (5) 2023年中国经济增长率在5%左右（中国社科院经济蓝皮书预测）

三、资金面：2023 年港股资金较为宽松

（一）香港投资者构成

港交所公开资料显示，国际投资者贡献了香港证券市场成交额的大约 41%，美国投资者的贡献占约 10%。而中国国内的投资者通过沪股通和深港通逐渐成为香港投资者的重要力量。

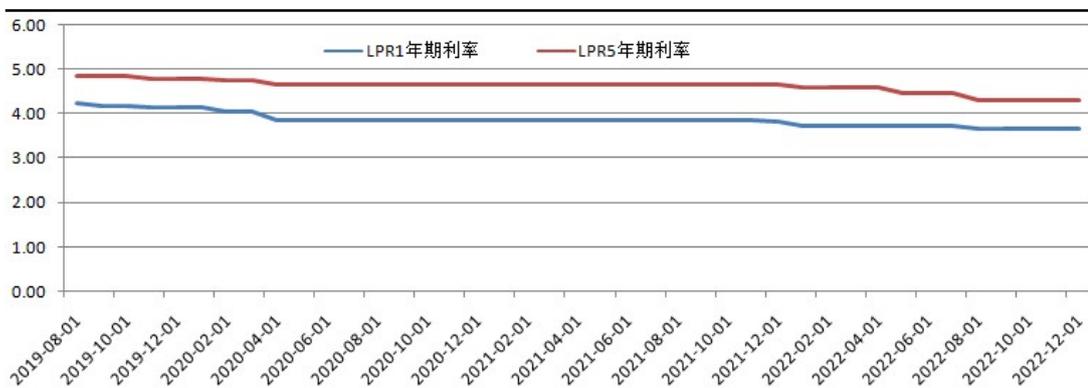
根据港交所数据显示，截至 2022 年 11 月 30 日，北向沪股通和深股通 8 年累计成交额达 89.4 万亿元人民币，累计 1.7 万亿元人民币净流入内地股票市场。香港和海外投资者通过沪股通和深股通持有的内地股票总额不断增长，由 2014 年底的 865 亿元人民币，激增至 2022 年 11 月 30 日的 2.2 万亿元人民币。

南向港股通(包括沪港通下的港股通和深港通下的港股通)8 年累计成交 30.4 万亿港元，累计 2.6 万亿港元内地资金净流入港股市场。内地投资者通过港股通投资港股的持股总额持续攀升，由 2014 年底的 131 亿港元，增至 2.0 万亿港元。日均成交额方面，截至 2022 年 11 月 30 日，北向沪股通和深股通今年日均成交额已达 1011 亿元人民币，南向港股通今年日均成交额已达 305 亿港元。按照 2022 年港交所平均每日交易额 1239.72 亿计算，内地投资者的交易额已经占到港交所平均日交易额的 25%左右，内地资金对港股市场影响不可忽视。

（二）2023 年中国大概率会维持当前宽松的货币政策

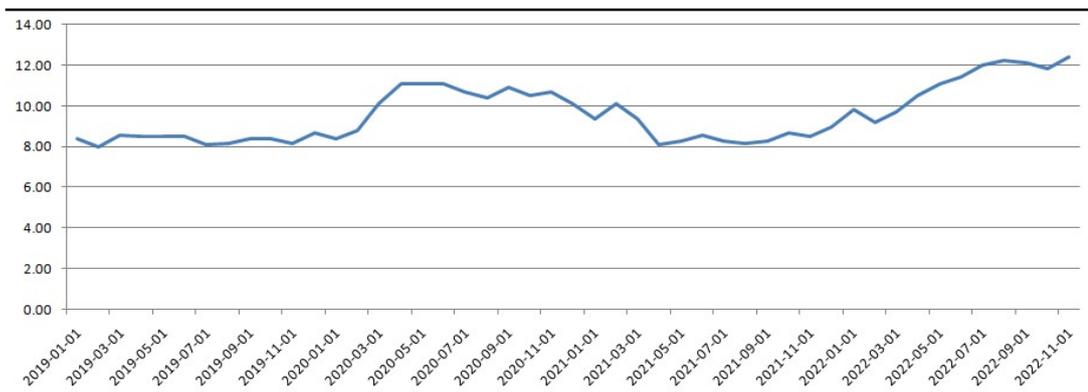
2022 年中国经济受到严重的下行压力，央行采取了宽松的货币政策，LPR 利率也一降再降，货币发行量 M2 增速也在 2022 年的四季度达到了高峰，11 月份达到 12.40%。

图表 14 LPR 一年期及五年期利率



资料来源：Choice，华通国际证券研究部

图表 15 货币发行量 M2 同比增速

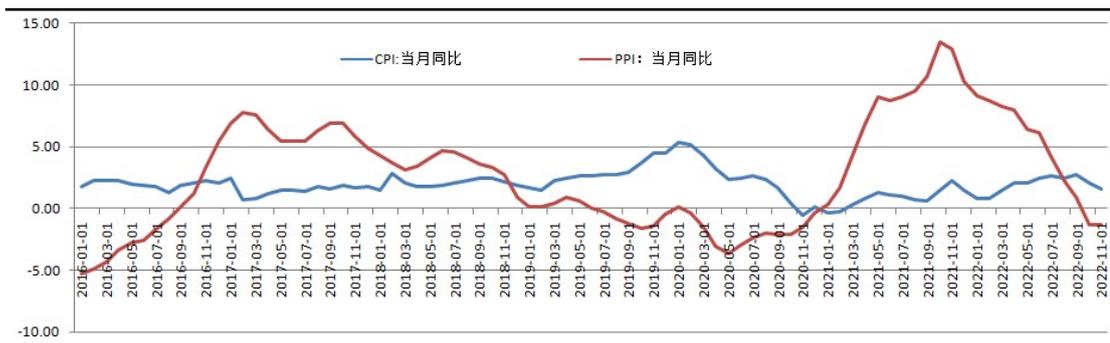


资料来源：Choice，华通国际证券研究部

由于经济的低迷，消费需求的不振，货币供应增加并未造成物价的快速上涨，中国消费

及生产价格指数均处于低位运行。2022 年 11 月，中国 CPI 同比上涨 1.6%，而 PPI 同比下降 1.3%

图表 16 中国 CPI 与 PPI 指数



资料来源：国家统计局，Choice，华通国际证券研究部

2022 年 11 月 25 日，中国人民银行公告自 12 月 5 日起降准 0.25%，此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%。

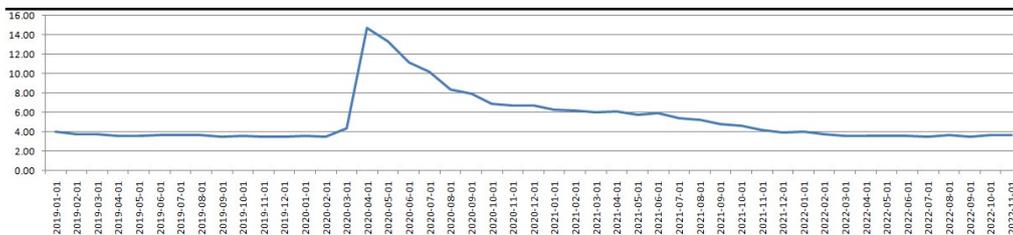
基于当前中国经济仍处于复苏初期，且 CPI 和 PPI 均处于低位，预计 2023 年中国的货币政策仍然维持现状，既没有收紧的理由，也没有大幅开放的必要，整个社会的流动性将会较为宽裕。

（三）美联储继续加息的动力不强

2022 年 11 月，美国 PPI，环比变动上涨 0.3%，同比变动上涨 7.4%。其中剔除食品、能源和贸易的核心 PPI，环比变动上涨 0.3%，同比变动上涨 4.9%。从数据上来看，PPI 已经降至并维持在 8%以下，继续加息动力不强。

另外从失业率数据来看，当前美国的失业率保持在低位，11 月份的失业率为 3.7%，但与 2022 年 7 月份的 3.5%相比较，失业率有所上升，这可能与下半年加息有一定的关系。因此我们预计进一步加息的动力不强，2023 年美元相对 2022 年将更为宽松。

图表 17 美国失业率（月）



资料来源：Choice，华通国际证券研究部

（四）中美关系的缓和有利于香港资本市场的发展

近几年，中美关系经历了较多的波折，但近期中美两国元首会晤将使两国关系趋于稳定。11 月 14 日，习近平主席在印尼巴厘岛 G20 峰会上同美国总统拜登举行了会晤，两国元首就中美关系中的战略问题及重大全球和地区问题坦诚深入交换了看法。这次会晤引起了国际社会高度关注，未来一年中美关系有望趋于稳定，会晤所释放的积极信号对港股市场信心提供了重要保障。

四、投资策略及建议

当前 H 股估值处于历史低位，中国及美国的货币政策大概率会相对宽松，建议可以适当增加仓位，优先考虑以下几个方向：

- （1）消费相关的板块，如酒店、旅游、餐饮等，这些板块可能存在报复性反弹的机会；
- （2）新能源相关板块，如光伏、新能源汽车，这些板块受出口的影响小，在欧洲能源危机没有解决的情况下，新能源仍然有不错机会；
- （3）医药板块，随着奥密克戎的全民流行，医药的需求会持续增加，可以关注这一块

板的投资机会。

五、风险提示

- (1) 奥密克戎变异病株对社会影响存在不确定性；
- (2) 政府的财政政策存在较大不确定性；
- (3) 俄乌冲突及对全球的影响存在不确定性；

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。