

短期内流动性或持续受损

流动性面临更大压力

六月以来，市场情绪保持疲弱，市场在短暂的复苏后立刻出现快速回调。我们认为市场短期内流动性压力会增加，因为：1) 中美贸易摩擦中的报复性行为的概率上升而引发的担忧；2) 美联储与欧洲中央银行和日本银行等其他中央银行之间的政策差异可能在近期内推高美元，从而导致新兴市场资金进一步外流；3) 尽管近期香港市场表现好于 A 股市场，但南下资金净流出的局面不太可能很快出现逆转。因此，我们仍然预计在中期业绩发布之前**道路仍然崎岖**，而在中期业绩发布后，估值会更有吸引力，1H18 财务数据将提供更多增长质量改善的证明。更多详情请阅我们的[下半年展望](#)。

贸易争端迫使风险偏好螺旋式下降

美国政府决定对中国 500 亿美元的进口商品加征关税，第一批 800 余项产品总计 340 亿美元，征税措施从 7 月 6 日开始生效（请阅[第一批](#)与[第二批](#)完整名单）。中国迅速宣布对美国施加同等规模、同等力度的进口商品关税，初始阶段主要集中在农产品和汽车（请阅[第一批](#)与[第二批](#)商品清单）。潜在的长期贸易争端可能会动摇投资者的信心，阻止增量资金流入。此外，[我们也曾指出](#)，贸易战可能会对全球经济复苏产生不利影响，并推高通胀，从而对各国央行的货币政策带来挑战。

美元短期走强不利于新兴市场资金流入

自 5 月初以来，美元指数走强导致资金从新兴市场转移至发达市场，追踪新兴市场股票的前 50 大 ETF 显示，5 月以来资金流出量为 66 亿美元（1 月至 4 月为流入 176 亿美元）。除近期美国与欧洲 PMI 数据表现明显分化以外，与欧洲央行和日本央行的宽松立场相比，美联储最近的货币立场更加鹰派，短期可能推动美元进一步向上。因此，我们预计流向中国企业的资金可能会受到更大压力，而香港本土企业可能更具韧性。

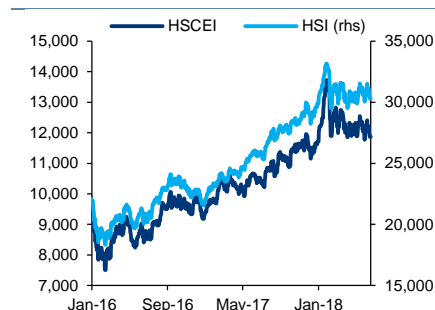
南下资金短期难以逆转净流出局面

尽管海外市场面临更大挑战，2018 年以来香港市场表现好于 A 股市场。四月以来，南下资金流出量已达 215 亿港元（1 月至 3 月南向资金流入 1,190 亿港元）。我们认为，资金净流出局面不太可能逆转，原因包括国内投资者信心减弱、金融持续去杠杆化，以及香港市场缺乏强有力的催化剂以快速打破目前僵局。同时，如果南下投资者出现恐慌性抛售，医疗保健等估值较高的热点行业会面临更严重的冲击。随着新一轮大型新经济企业 IPO 到来，我们对估值过高的新经济股持谨慎态度，建议投资者选择增长强劲，估值合理的股票（详情请阅[我们之前的报告](#)）。

英文报告全文：[China Strategy — Liquidity bleeding could persist in the near term \(2018.06.19\)](#)

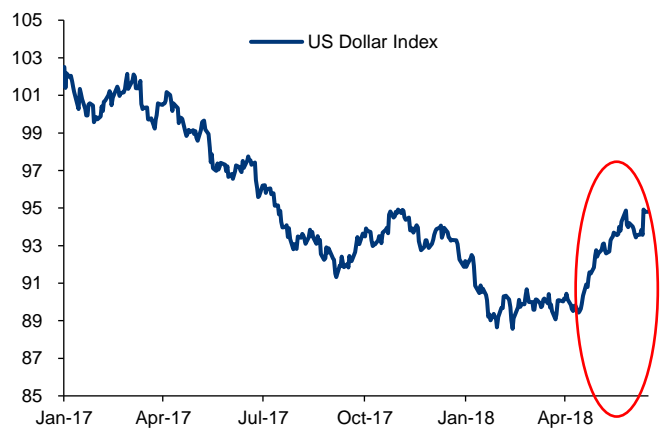
吕程	+86 21 2897 2057
策略研究员	lvcheng@htsc.com
王以	+86 21 2897 2057
策略研究员	wangyi012893@htsc.com
李楠	+86 21 2897 2056
策略研究员	li_nan@htsc.com

指数表现



资料来源：华泰香港研究预测

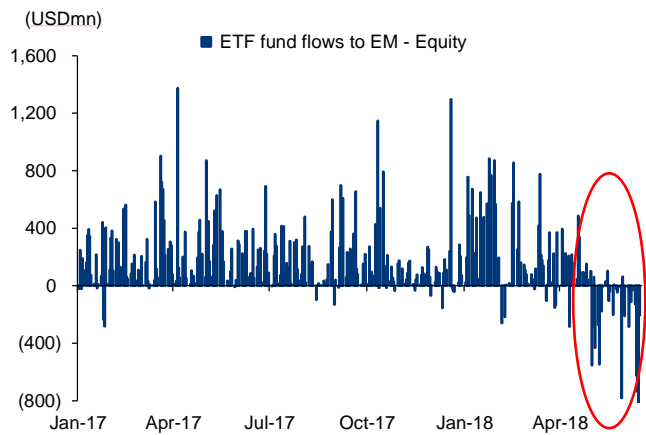
图表1. 美元指数



注: 数据按 6 月 15 日收盘价

资料来源: Bloomberg, 华泰香港研究

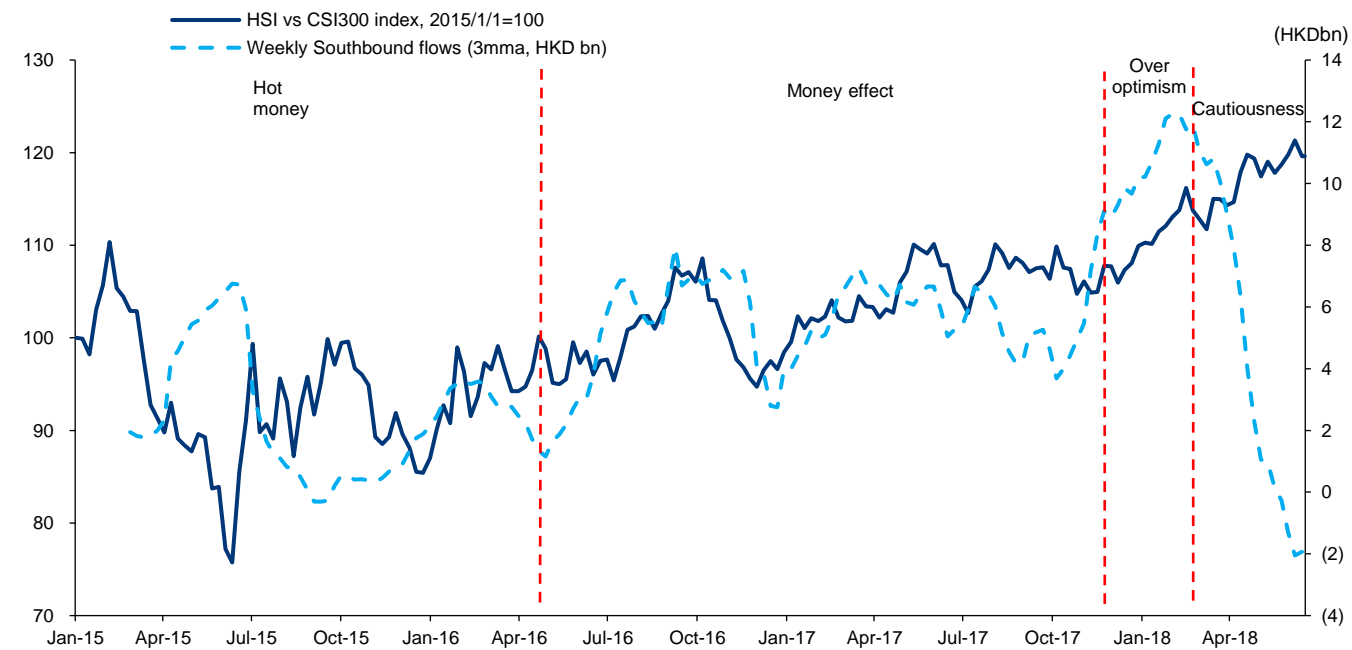
图表2. 追踪新兴市场股票的最大的 ETF 资金流动



注: 数据按 6 月 15 日收盘价

资料来源: Bloomberg, 华泰香港研究

图表3. 每周南下资金流 (三个月移动平均) 与 HSI vs CSI300 指数



注: 3mma = 三个月移动平均; 数据按 6 月 18 日收盘价;

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰香港研究

分析师声明

本报告所表达的观点准确地反映了分析员对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。吕程；王以；李楠

重要披露

华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是 HTSC 的全资子公司 (HTSC 是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司，中文公司名称为华泰证券股份有限公司，在香港以 HTSC 名义开展业务)。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其关联公司已经、正在及/或可能会充当为本报告中提及或建议的公司之债券市场作价者。

华泰香港投资评级标准

时间段：报告发布之日起6个月内

基准市场指数恒生中国企业指数 (以下简称基准)

股票评级

买入： 股价超越基准 15%以上

持有： 股价相对基准波动在 -10%~15%之间

卖出： 股价弱于基准 10%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

行业评级

增持： 行业股票指数超越基准

中性： 行业股票指数基本与基准持平

减持： 行业股票指数明显弱于基准

如有需要，可向华泰金融控股(香港)有限公司索取进一步资料。

一般披露

仅发送给《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者客户。

本文件仅发送给阁下供参考，不得翻印或分发给其它人士。

本文件所载资料由华泰金融控股(香港)有限公司编制和发表，而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股(香港)有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC 和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股(香港)有限公司的书面同意，不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部分)给其它人士。若获华泰金融控股(香港)有限公司准许转发，收件人须在转发前获取独立的法律意见，以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股(香港)有限公司不是美国金融业监管局(FINRA)的注册会员，其员工或其他服务提供者亦没有在 FINRA 注册为 FINRA 的研究分析师。

本文件(i)供阁下作个人参考之用，我们并非以此作任何招揽；(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法，本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股(香港)有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资建议，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以使用，华泰金融控股(香港)有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于于某一特定目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为投资意见般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过分简化的情况，也不反映未来回报的分派。本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准，并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股(香港)有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证，阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股(香港)有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)，阁下也不应作为专业意见般倚赖；亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股(香港)有限公司非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见。

投资者在作出投资决定时，应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素，因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股(香港)有限公司出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见；一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头，也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓，或买卖这些金融产品。华泰金融控股(香港)有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件提述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股(香港)有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人，华泰金融控股(香港)有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者；华泰金融控股(香港)有限公司也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股(香港)有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

法律实体披露

中国： HTSC 具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

香港： 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809。

©版权所有 2018 年华泰金融控股(香港)有限公司

地址：香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室

电话：+852 3658 6000

传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk/