

## 20250615—为什么港股红利市场开始呈现出海外分母共振国内分子的持续走强迹象 港股市场承接起弱美元外溢性走强的充分必要条件是什么？

**充分条件:**美债不再是一种无风险资产，美债利率不再是无风险收益率。目前他也变成一种信用债，需要和其他风险资产一同定价比比高低。

**必要条件:**一些风险资产竞品呈现出票息收益更高且汇兑损益更小的竞争优势，如在货币可自由兑换的香港市场，港币计价的生息资产开始能够提供优于美元计价美债的投资回报。

前者是海外分母条件变化，后者是国内分子条件变化。我们先说分子，再说分母。

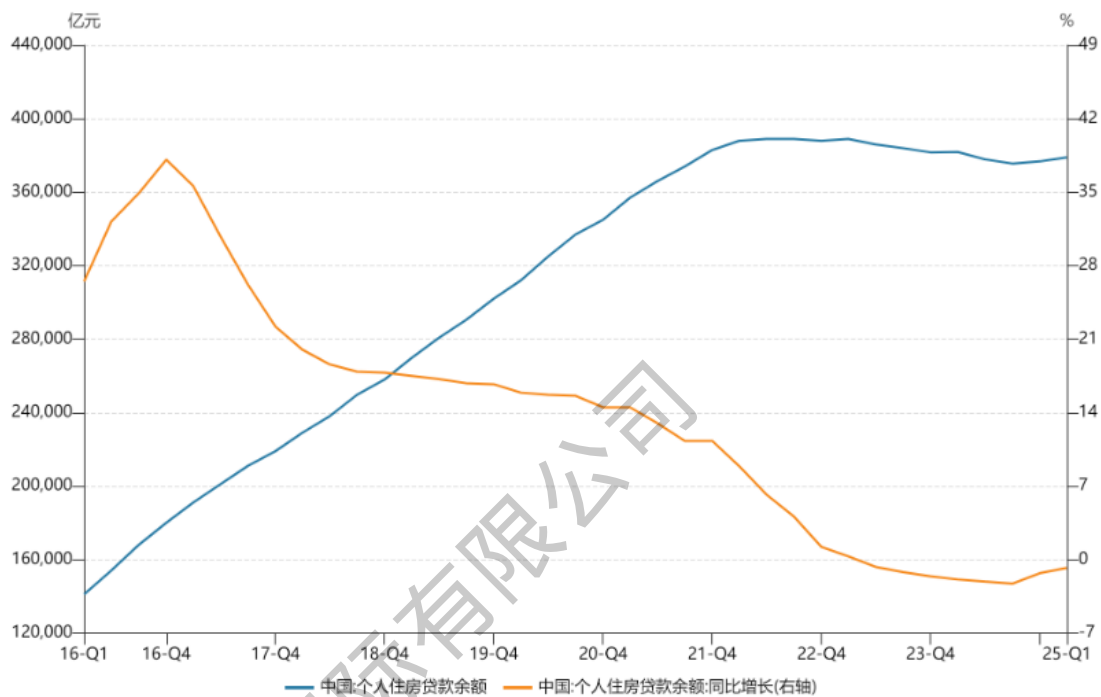
### (一) 国内分子端:金融系统风险已系统性下移，银行保险 AMC 和地产均开始交易 PB 修复

在此前我们提出过一个观察点，即 4 月后长端国债走势震荡鸡肋，但是信用债城投债、REITS、A-H 股银行尤其是股份行城商行共振走强。这背后跨市场联动的逻辑是在连续三年的地产市场减量发展、地方持续化债且加速欠款清缴后，中国金融系统的坏账风险压力已经开始好转。部分城商行净息差领先转正，就是个信号。



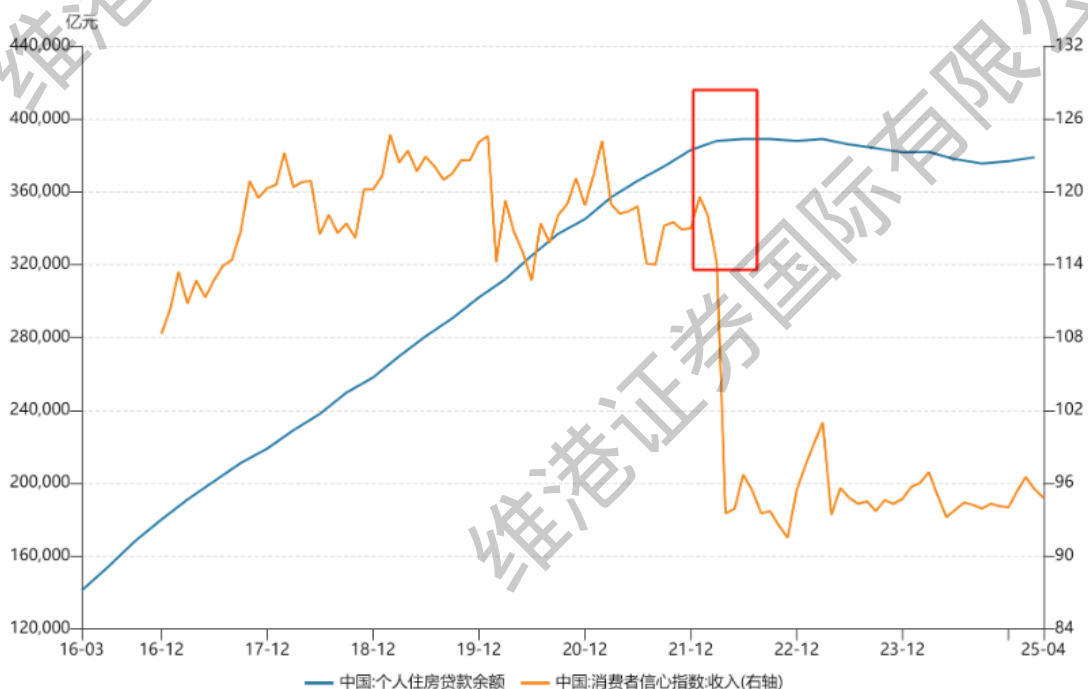
而展望二季度来看，通过几家全国性大型银行的反馈我们也能够得知，大中型银行的对公业务新生成不良率均已降低至较低水平，因为 YM 不再逼着大家冲社融搞信贷投放，所以银行对新发放贷款审核都很严格，不会浑水摸鱼，导致 22 年那种猛冲社融造成的过剩产能后遗症再现。而个人住房贷款方面，我特意和一家被李蓓点名的、房贷业务占比较高的国有大行董办沟通，获取了对方明确的答复：**个人住房按揭不良暴露在 24 年大增是事实，但展望 25 年，房贷不良环比增速是放缓的，而不是加速的。**

为什么是这样？因为客观现实是，面对房价下行压力和低迷的居民信心，更多人是在全家帮衬下加速偿还房贷，无债一身轻；而不是躺平摆烂彻底当老赖。居民个人住房贷款规模是地产开发贷的三倍多，是最大的一块地产信贷方向。2022 年开始，居民房贷余额见顶，2023 年后持续负增。目前的个人住房贷款余额和 21 年房价巅峰时差不多，37 万亿左右。



数据来源: Wind

**风险不会凭空消失，但是会转移。**22年之后商品房销售面积还新增了三十多亿平，但居民房贷是下降的；说明坏账没坏在银行账上，坏在居民自己身上了。这个事情带来的最大不良影响就是通缩问题，房贷规模见顶和居民消费者信心指数拐点是同步的。节衣缩食把房贷提前还了、把银行的风险摘清了，独自承担资产价格回落压力的结果就是进一步减少消费。

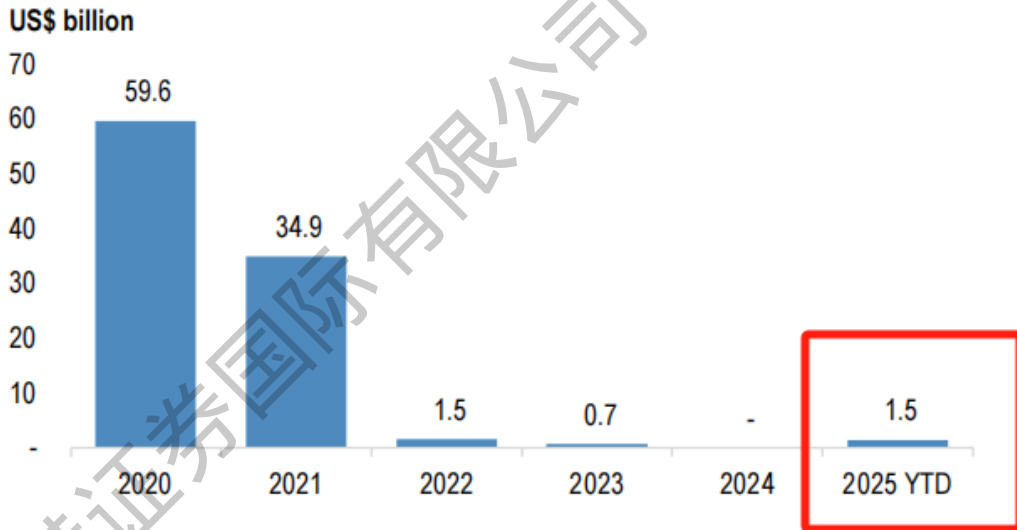


数据来源: Wind

旧消费相关的大部分品类表现疲软、和金融板块走强可以认为是一体两面的事情，一种剪刀差，前者之砒霜即后者之蜜糖。在居民端信贷逐渐走向减量发展时期，港股银行PB修复已经开始向保险和AMC扩散。

而上的新城重启美元债发行，一般被认为是地产行业基本面改善的重要信号之一。虽然发行利率 11.88% 看起来非常高，但无论多高这都是脱离行政化指令、民营房企重启市场化融资的重要信号。有形的大手灌水 5000 亿融资，也不能说明行业基本面好转了。但如果市场化的投资人愿意认购没有政府背书的民企债券了，这才是企业融资功能正常恢复的迹象。如果让我翻译一下，那就是当保险公司愿意给病人重新开保单的时候，无论这病人后遗症还有多少，都证明他至少是个正常人。时隔三年，中资房企美元债发行额终于用 2025 年这半年时间回到了 2022 年的全年水平。

Figure 1: China Property – New issuance of USD bonds



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Credit Research.

而另一个认定行业开始正常化的迹象，则是港股的几家绩优开发商（兼县国企与民企）与物业，只要能保证 4% 以上的股息率，都能比去年 9.24 之前的股价位置高 30% 以上。这是和 A 股地产半死不活完全不一样的气氛。

因为我们评价一个地产企业正常不正常，可以用一个非常简单直接的标准：不需要依赖 ZF 背书，大行强行注资续命而是可以正常的市场化融资。并且不会持续不断地从二级市场抽血，而是有余钱分红做股东回报。

我感觉这就是个非常简单直接的指标，只要还有钱分红维持高股息，那就不用盘基本面到底有没有雷。要是分币不出，天天想着多融资然后还总聊自己基本面改善在即，那都是扯淡。这部分的更多细节我们会在下一部分讨论，即为何当前的负债端更青睐于具有票息的金融资产，

不过我们讨论地产业时，还是离不开房价这个问题。金融业带着部分地产行业企业估值修复是否意味着房价总量见底？不一定。当房子已经分化为第四代住宅新房、老破小、低得房率次新、学区房等几类资产并给出完全不同的定价范式时，这就无法按总量性的资产看待了。煤炭价格下跌和头部煤企没什么相关性，油价从高位腰斩但头部油气企业分红能力还在提升，这并不矛盾。

目前地产业在钢材消费结构中的贡献比已经从 2020 年的 30% 下降到 2024 年的 16%，地产股在全 A 营收中的比例已经从 5% 以上下降到 2.5% 左右，而房地产贷款在大型国有银行的贷款占比中也已经从 2019 年高点的 36% 下降到目前的 25%，是十年间最低值。房价本身对金融业的冲击已经较小了，受冲击的仍是消费业，不宜继续用总量视角看待地产，目前它

更像是一个和汽车平起平坐的、高价值且带一定杠杆的耐用消费品。因此我们能在金融、地产、公用事业里聊高股息逻辑，但**唯独不能在消费业聊高股息。**

报告期	2024-12-31	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
房地产贷款	71,939.27	73,026.06	74,084.51	72,950.75	66,866.29	60,745.33	54,399.99
公司贷款(房地产业)	11,107.47	10,141.38	9,764.60	9,323.90	9,583.14	9,082.54	8,500.38
个人贷款(个人住房贷款)	60,831.80	62,884.68	64,319.91	63,626.85	57,283.15	51,662.79	45,899.61
个人不良贷款(个人住房贷款)	443.17	278.27	253.94	154.60	162.07	--	--
房地产贷款占比(%)	25.36	27.99	31.92	35.30	35.90	36.24	35.28
个人住房贷款占比(%)	21.44	24.11	27.71	30.79	30.76	30.82	29.77

因此总的来说，**目前中国金融系统的风险下行、盈利能力与分红能力恢复已经从左侧信号转向了中侧信号，这是支持第一大权重由金融业构成的港股红利市场分子预期上修的最核心支撑点。**

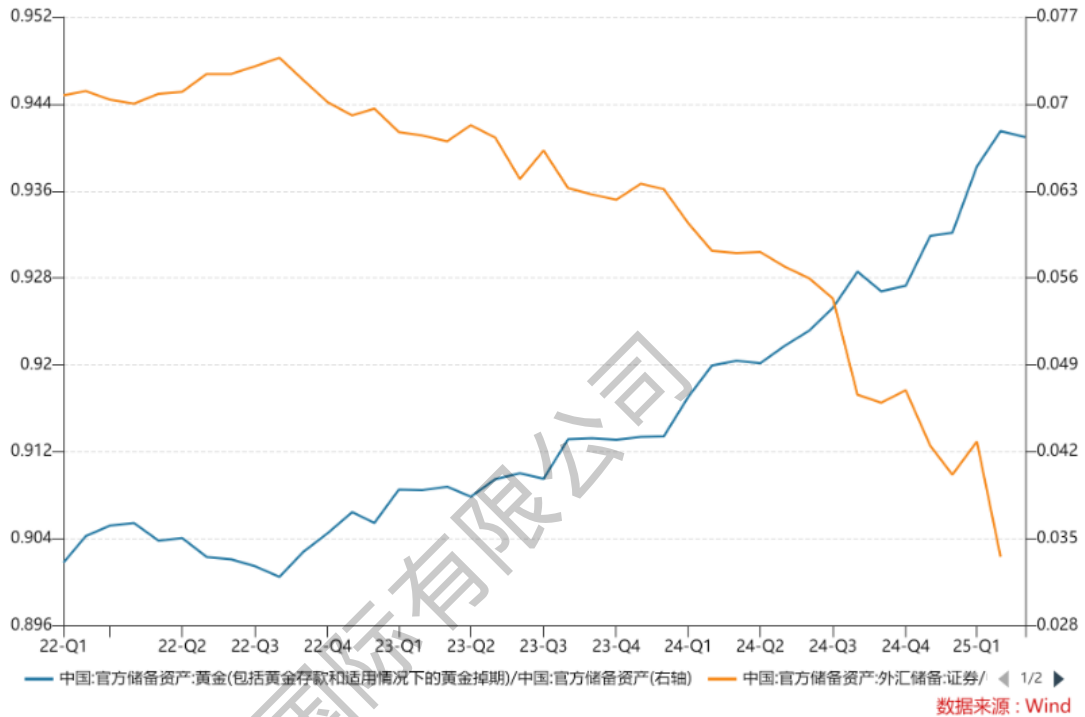


(二) 为何这种交易落地于港股，而非位置更低、更困反的 A 股地产建材等板块? 问题来自海外分母

为什么这种估值逻辑没有在 A 股落地? 我们倾向于归因为，是参与资金的定价偏好不同。

从中债市场搬家到权益市场的钱，只买生息资产; 说别的没用，不分红默认都是想掏我的兜。而当美元美债不信任感发酵而从美债市场的钱撤出后也基本只有两类选择，**黄金或者其他生息资产。目前中债的回报率显然不够，但是港股的红利类资产是符合条件的。当美债已经成为一种信用债的时候，他的替代品也应该是个信用债属性的资产**

那信用债的标准是什么? 一个是虽然有点风险但企业大概还是永续经营的，另外就是得按年付息给我。这就是很多所谓成长股不符合标准的地方: 分红一毛不拔，还得让股东出钱负责融资。这种资产目前还是不配聊美债平替的，因为川普至少还在付美债利息。



因此目前倒不是说高股息是不是防御性资产的问题，而是在全世界范围内来看，除了少数科技成长企业外，大部分企业就是该高分红的，而不是该天天融资的。当社会信贷规模增长从两位数降低到小个位数、发电量增长也大幅下降之后，企业盈利多做分红、少做资本开支是天经地义的事情，对红利资产的青睐不过是从正常市场回来的钱，在用正常市场的投资估值逻辑选资产而已。



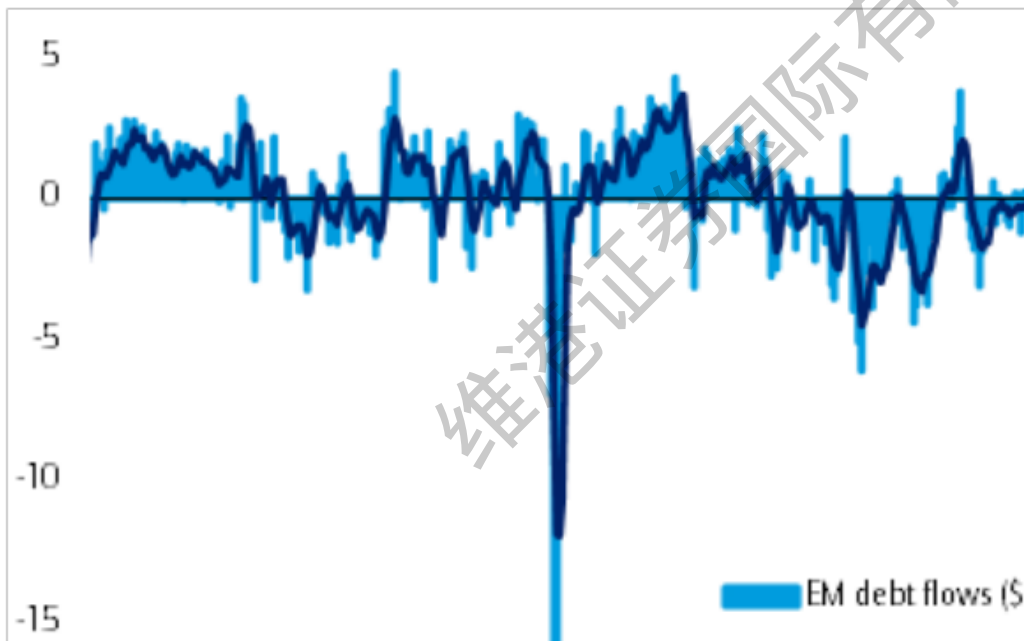
如果你是卖出美元和美债，去选一个替代品，那自然是用同一套估值逻辑的。谁的票息收益高，能持续生息，谁就是符合我一致性的资产。而在A股同时需要被量化割、被大股东融资&减持割，卖了美元回来买这些不是添堵吗？



因此当前我们甚至可以讲，有票息是在权益市场挑选能够反馈美元流动性变化的一个先决条件。因为能和美债收益算股债平衡是入选这类 old money 持仓的一个前提，不然卖了美元回来买不分红只从市场抽血的机器人，然后被大股东收割，之后大股东再跑路去美国买房子，这不纯大冤种了。

当前金融地产包括公用事业、煤炭石油电力在分子端，都可以讲中国衰退风险下降、头部企业盈利韧性改善、能够维持更长周期的永续经营和分红派息，在分母端，则是目前较为清晰的、受益于弱美元带动配置性资金回流的方向。**目前走弱的美债已经引发了历史上第四大的新兴市场债务基金资金流入**，但显而易见利率较低的中债即使在做掉期锁汇之后的回报率也很难和其他新兴市场动辄 5% 以上的国债收益率相比，而信用债、和 5% 以上股息率的港股红利，则是更符合标准的类债资产，

**Chart 4: 4<sup>th</sup> biggest inflow on record to EM debt funds**  
EM debt fund flows (weekly & 4-week MA)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

BofA GLOBAL RESEARCH

当伊朗和以色列的冲突都无法支撑起美元时，我们的确身处于一个大变局时代。务虚一点地讲，当门罗主义为纲的美国政府战略收缩回北美、而在全球各地留下越来越多的权力空位时，频发的地缘冲突就是必然性事件。而当美国不再扮演世界警察、全球武装干预的角色时，山姆大叔背后对应的 US Dollar，也自然失去更多人的青睐。

维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司