

5月港股策略報告

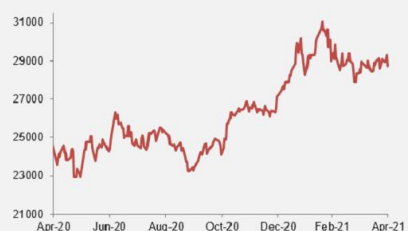
上調恒指目標，5月吸納港股

股市現時近乎處於最有利環境，因為 1) 經濟復蘇而沒有過熱；2) 通脹回升而沒有惡性通脹；3) 貨幣政策保持高度寬鬆。我們將恒指目標區間調高至 26,000-31,300，以反映更高的盈利、能見度上升和下行風險減少。建議累積成長股，預計 2021 年下半年將有優於大市的表現。

- **經濟復蘇而沒有過熱。**自 2020 年第三季度以來，主要經濟體的經濟數據一直勝市場預期，而疫苗接種使復蘇能見度更高。盈利預測亦獲調升。儘管經濟正在持續復蘇，經濟絕不至於過熱。美國失業率仍偏高，且中國第一季度 GDP 增速在兩年平均基礎上放緩。
- **通脹回升而沒有惡性通脹。**美聯儲認為，通貨膨脹的上升在很大程度上是暫時的，債券市場似乎同意這一觀點，平衡通貨膨脹率已經穩定。在中國，我們預計 2021 年第二季度 PPI 同比增幅或將超過 5%，然後在 2021 年下半年放緩。美國和中國目前通脹回升，並非惡性通脹。實際上，通脹回升對股票盈利和利潤率有利。
- **貨幣政策保持高度寬鬆。**美聯儲重申其目標：令通脹率溫和高於 2% 並維持一段時間。美聯儲主席鮑威爾在 4 月表示，現在還不是時候談論縮減量化寬鬆政策。我們認為，2021 年資產購買計劃和聯邦基金利率不會改變。在中國，房地產市場存在政策緊縮風險，但全面貨幣緊縮或針對股票市場的緊縮措施不太可能出現。
- **恒指目標區間提高至 26,000-31,300**，基於 10.8-13.0 倍 2021 和 2022 年平均 P/E，由於：1) 2021/22 年市場預期每股盈利自 2020 年 12 月以來獲上調了 2.4%/1.3%；2) 疫苗接種使復蘇能見度更高，從而降低下行風險；3) 更多成長股/新經濟類股票已經並將更快加入恒指，從而提振盈利增長前景和目標市盈率。
- **策略：累積成長股。**在消化了通脹和債券孳息率上升以及緊縮銀根的風險之後，預計香港股市情緒將逐漸好轉。展望 2021 年下半年，預計成長股將再次跑贏週期股。累積互聯網巨頭。我們對科技板塊亦樂觀。
- **避免上游資源股。**大宗商品受益於經濟復蘇及能源和金屬價格上漲，但是我們認為股價可能已經完全反映了利好因素。供應瓶頸遲早會得到解決。另一風險是中國可能會採取行動限制大宗商品價格以抑制通脹。
- **主要風險：**1) 主要經濟體的新冠病毒變異和/或新病例反彈；2) 通脹超預期；3) 早於預期的貨幣緊縮；4) 地緣政治風險，如俄羅斯與烏克蘭之間的緊張局勢可能導致風險規避和對油價飆升的擔憂，從而導致高通脹。

蘇沛豐，CFA
 (852) 3900 0857
 danielso@cmbi.com.hk

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

近期市場策略報告

1. 策略報告－市場風格轉換暫歇－2021 年 4 月 1 日
2. 策略報告－毋須因債息上升恐慌－2021 年 3 月 4 日
3. 策略報告－恒生指數改革前瞻－2021 年 2 月 24 日
4. 2 月港股策略報告：順勢而為－2021 年 2 月 3 日
5. 策略報告－南下資金推升 H 股－2021 年 1 月 22 日
6. 1 月港股策略報告：繼續看好價值型股份－2021 年 1 月 6 日
7. 2021 年策略報告：疫後產需齊復蘇 牛年恒指闖三萬－2020 年 12 月 10 日
8. 策略報告－疫情有望終結？－2020 年 11 月 12 日
9. 美國選舉後策略：把握回調機會吸納－2020 年 11 月 5 日
10. 10 月港股策略報告：偏好盈利能見度高股份－2020 年 10 月 7 日

目錄

股市處於最有利環境.....	3
1. 經濟復蘇而沒有過熱.....	3
2. 通脹回升而沒有惡性通脹.....	6
3. 貨幣政策保持高度寬鬆.....	8
恒生指數目標調高至 31,300.....	9
策略：累積成長股.....	10
主要風險.....	11

股市處於最有利環境

經過一年的全球經濟和股市過山車之旅，我們認為股市目前近乎處於最有利環境，因為 1) 經濟復蘇而沒有過熱；2) 通脹回升而沒有惡性通脹；3) 貨幣政策保持高度寬鬆。

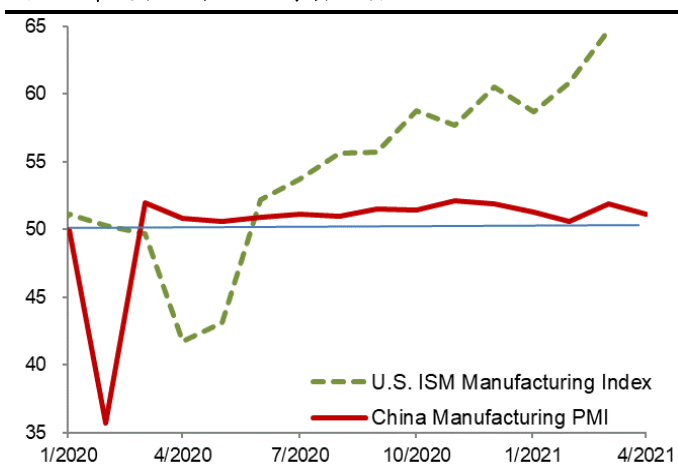
1. 經濟復蘇而沒有過熱

經濟數據持續勝預期

美國和中國這兩個世界最大經濟體的製造業 PMI 分別連續 11 個月和 14 個月處於擴張區間（圖 1）。美國 3 月 ISM 製造業指數飆升至 64.7，為 37 年來最高，非製造業指數更創歷史新高。

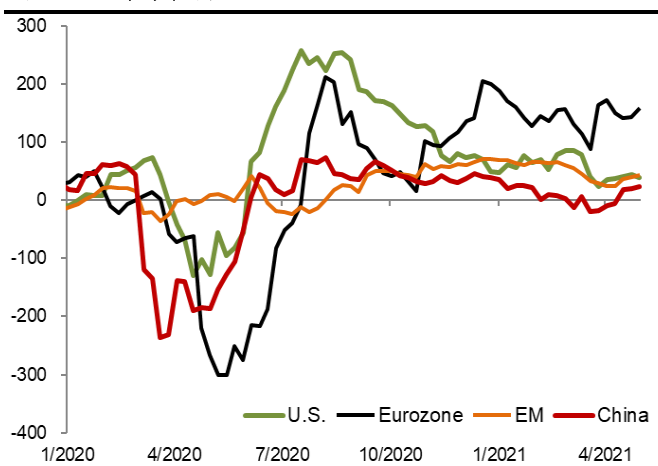
不僅經濟復蘇持續，數據也持續有驚喜，主要經濟體的花旗經濟驚喜指數自 2020 年第三季度以來一直為正（圖 2）。

圖 1：中美製造業 PMI 持續於擴張區



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 2：經濟驚喜指數



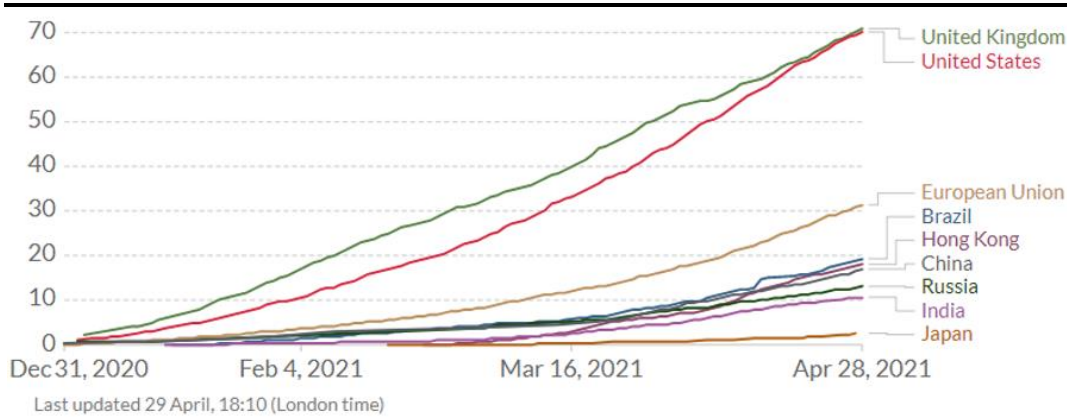
資料來源：花旗、彭博，招銀國際證券

* 正數表示數據勝市場預期

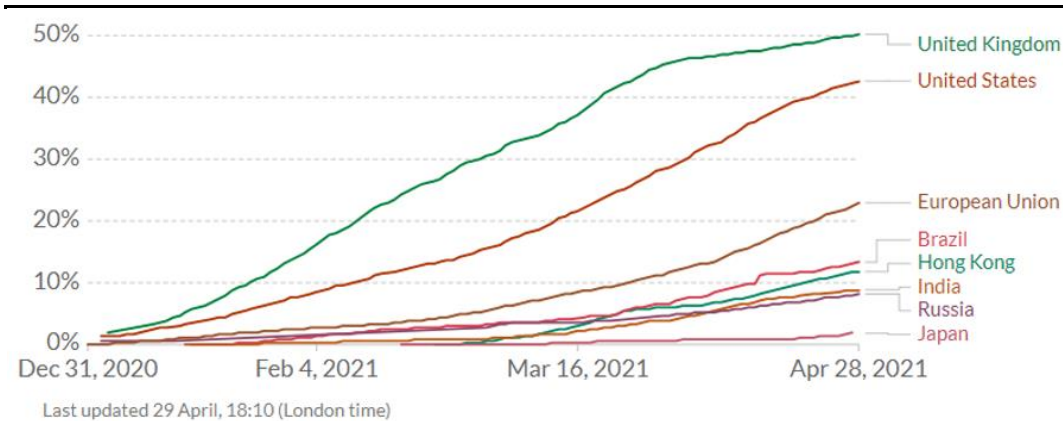
疫苗接種使復蘇之能見度更高

疫情仍然是對全球經濟的主要威脅，在印度等國家形勢嚴峻，但全球以前所未有的規模接種疫苗正為經濟復蘇帶來希望、信心和更多的能見度。

據《金融時報》數據，截至 5 月 1 日，全世界已至少注射了 11.3 億劑新冠疫苗。發達經濟體處於領先地位，英國、美國和歐盟已接受至少一劑疫苗的人口比例領先（圖 4）。

圖 3：主要國家/地區已接種新冠疫苗的劑數（每 100 人）

資料來源：Our World in Data, 招銀國際證券

圖 4：主要國家/地區已接種至少一劑新冠疫苗的人口（每 100 人）

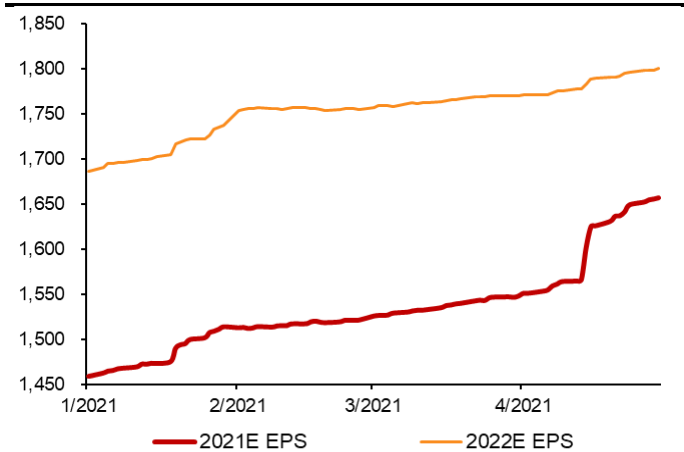
資料來源：Our World in Data, 招銀國際證券

盈利預測獲上調

隨著經濟持續復蘇並超過預期，美國公司盈利預測獲上調（圖 5 和 6）。2021 年初至今道瓊斯工業平均指數每股盈利預測已經調升 14%，納斯達克調升 9%，反映週期股之預期盈利比成長股改善更多。在中國，盈利調整要小得多，但同樣地，價值/週期股之調整比成長股好（年初至今+2% vs -1%）（圖 7 和 8）。

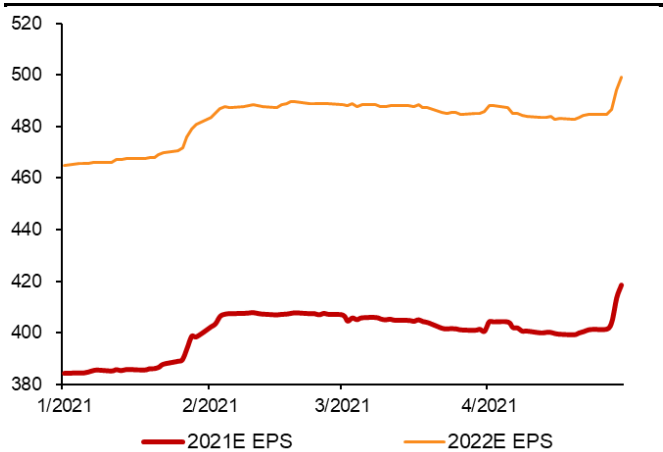
也許不足為奇，當 PMI 較高時（尤其是>55 時），盈利預測往往會調升。較高的 PMI 讀數對由週期股組成的道瓊斯工業平均指數的推動作用強於代表成長股的納斯達克（圖 9 和 10）。中國的盈利修正（MSCI 中國）雖顯示與中國 PMI 呈正相關，但相關性較低。

圖 5：道瓊斯工業平均指數之每股盈利預測趨升



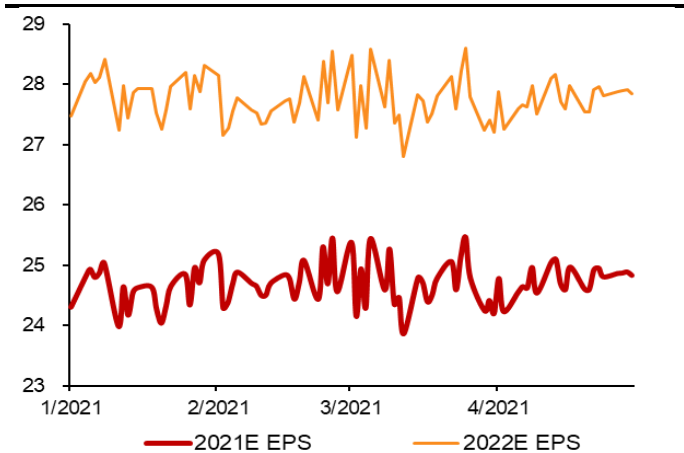
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 6：納斯達克指數之每股盈利預測趨升



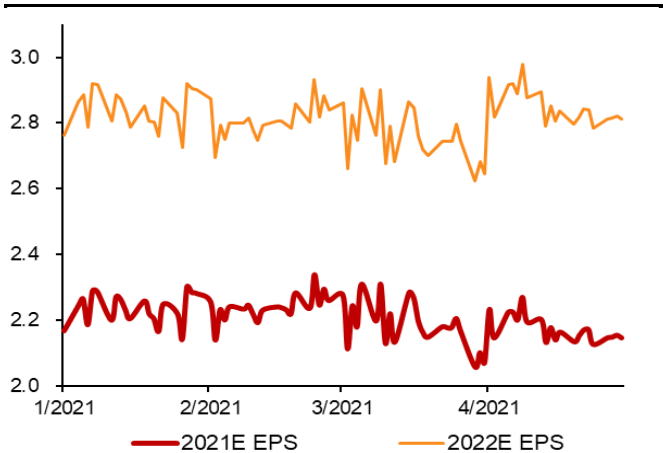
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 7：MSCI 中國價值股指數之每股盈利預測



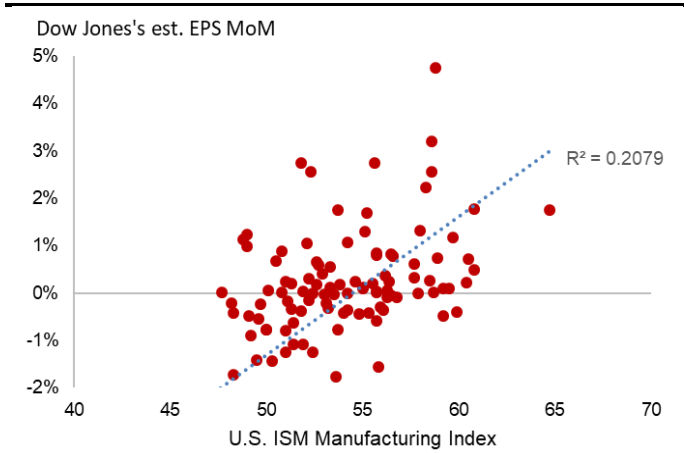
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 8：MSCI 中國增長股指數之每股盈利預測



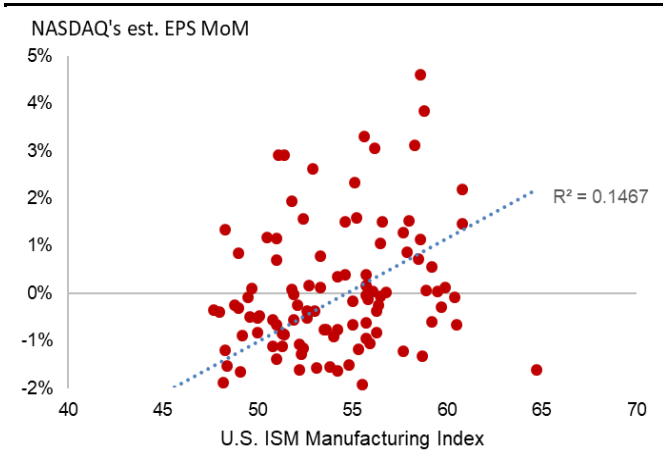
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 9：道指之盈利預測變動與美國 PMI 呈正相關性



資料來源：彭博，招銀國際證券；2011-2021

圖 10：納指之盈利預測變動與美國 PMI 呈正相關性

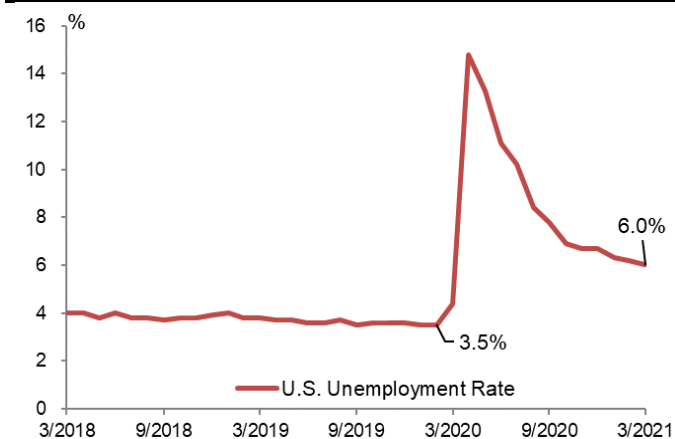


資料來源：彭博，招銀國際證券；2011-2021

儘管經濟正持續復蘇，但絕非過熱。用美聯儲的話來說，美國的失業率「3月份仍保持在6%的偏高水平，而且這一數字低估了就業的短缺，特別是因為勞動力市場的參與度仍明顯低於疫情前水平」（圖11）。

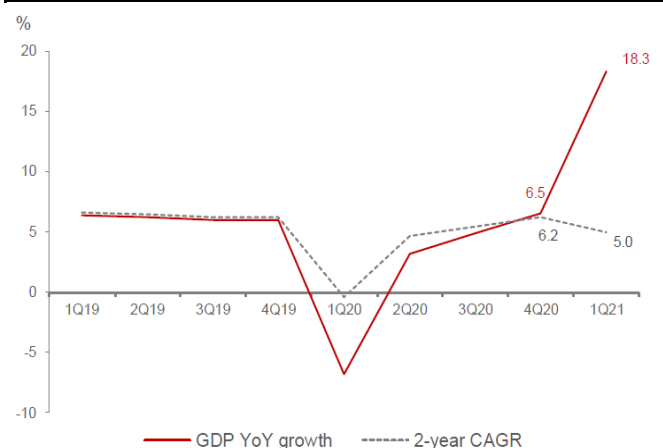
在中國，2021年第一季度GDP同比大增18.3%，由於基數較低，但兩年複合增長率為5%，低於2020年第四季度6.2%的兩年複合增長率（圖12）。

圖 11：美國失業率仍偏高



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 12：中國 GDP 季度同比增速



資料來源：國統局，萬得，招銀國際證券預測

2. 通脹回升而沒有惡性通脹

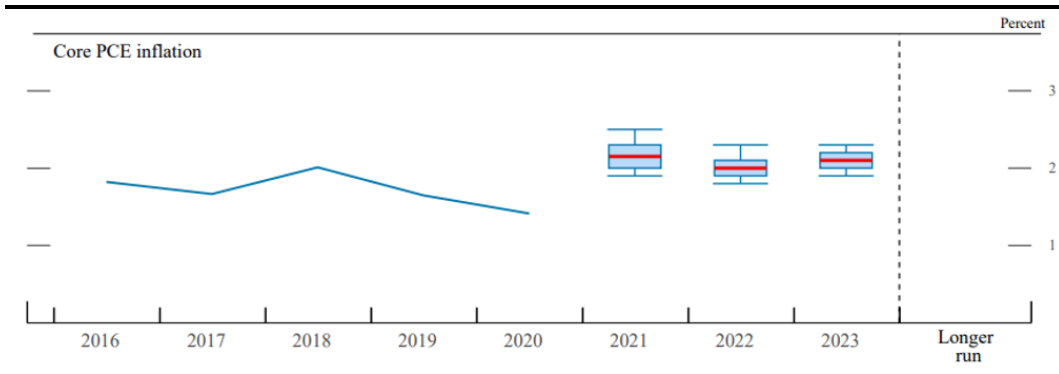
通脹上升是「暫時性的」

股票和債券投資者近期擔心通脹上升，因可能引發央行貨幣緊縮。這種擔憂反映在2021年1至2月美國國債孳息率的飆升上，導致2月股市大幅回調。

但是，美聯儲對此並不認同。儘管美聯儲承認「短期內個人消費支出物價指數通脹將上漲至2%以上」，由於基數較低以及油價上漲轉嫁給消費者，但美聯儲仍認為通脹上升在很大程度上反映「暫時性因素」（例如供應瓶頸）。

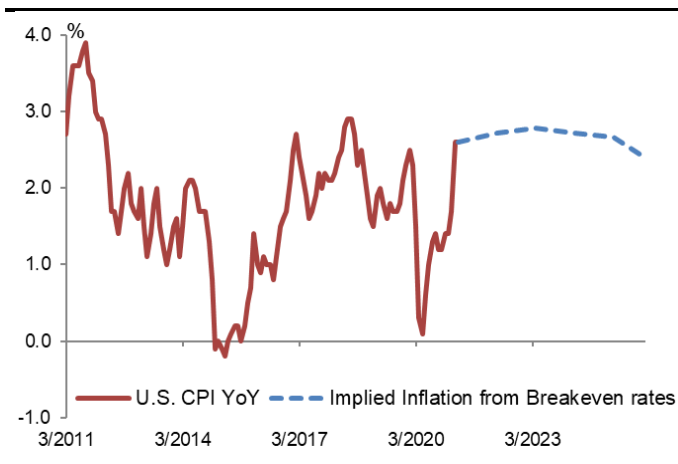
美聯儲預測，核心個人消費支出物價指數將在2021至2023年間溫和同比高於2%（圖11）。債券市場似乎同意這一觀點，平衡通脹率反映2021至2023年之CPI通脹穩定在2.7%左右（最新CPI讀數為2.6%）（圖14）。在2月份出現短期上漲之後，平衡通脹率最近已基本穩定（圖15）。

圖 13：美聯儲於 2021 年 3 月作出的通脹預測



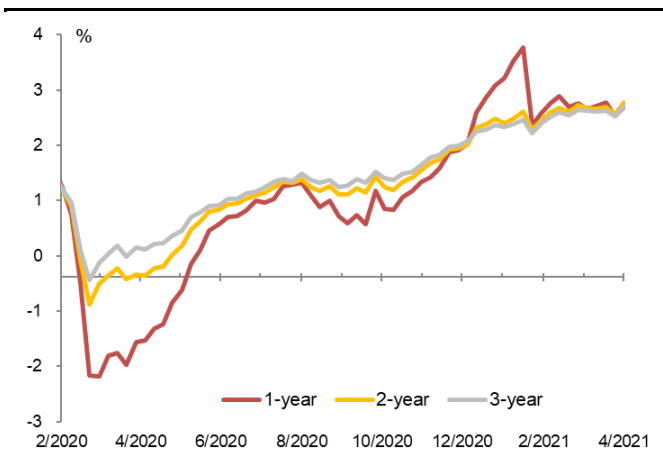
資料來源：美聯儲，招銀國際證券

圖 14：債券市場反映的 CPI 通脹預期



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 15：美國平衡通脹率近期回穩



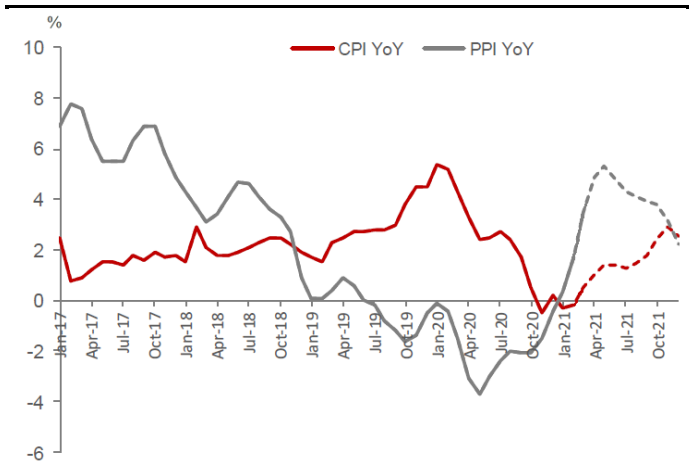
資料來源：彭博，招銀國際證券

中國 PPI 升幅料將放緩

我們的經濟師預測，由於去年的低基數和疫情後的持續復蘇，中國 2021 年第二季度生產者價格指數（PPI）同比增幅或將超過 5%（3 月同比增長 4.4%），然後在 2021 年下半年放緩，因為經濟反彈可能會小幅減速，商品供應將逐漸增加以趕上需求。我們預計 2021 年 CPI/PPI 分別同比增長 1.4%/3.5%（圖 16）。

總而言之，在美國和中國，我們正在經歷通脹回升，而不是惡性通脹。實際上，就盈利和利率而言，通貨再膨脹對股票（尤其是週期股）有利。往績顯示 MSCI 中國的利潤率與 PPI 增長呈正相關，但最近利潤率落後於 PPI，這表明利潤率還有進一步上升的空間（圖 17）。

圖 16: 招銀國際對中國通脹之預測



資料來源: 國統局, 萬得, 招銀國際證券預測

圖 17: MSCI 中國之預測利潤率 vs 中國 PPI



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

3. 貨幣政策保持高度寬鬆

預計 2021 年美聯儲寬鬆政策不會改變

美聯儲在 4 月的會議上重申, 其目標是令通脹率溫和高於 2% 並維持一段時間, 以使平均通脹率達到 2%。美聯儲不會很快收緊 (提高利率或削減購買資產), 除非看到通脹率持續地遠高於 2% (他們並不預期如此)。

當美聯儲最終決定收緊貨幣政策時, 其將在提高利率之前先減少資產購買 (QE) 的力度。美聯儲將在做出任何實際決定之前讓公眾知曉, 但是美聯儲主席鮑威爾在 4 月表示, 現在還不是時候討論這一問題。我們認為 2021 年資產購買和利率不會發生變化。

中國的貨幣政策相對靈活

在 3 月 5 日發佈的 2021 年政府工作報告中, 中國承諾維持財政、貨幣和其他政策的「連續性、穩定性和可持續性」。貨幣政策的總體基調是「靈活、準確和適當」。我們的經濟師認為, 政策傾向於防範投機性資產價格泡沫和金融風險。住房市場存在政策緊縮風險, 但考慮到股市幾乎沒有泡沫跡象, 我們認為廣義基礎貨幣緊縮或針對股票市場的緊縮措施不太可能出現。

恒生指數目標調高至 31,300

在我們於 2020 年 12 月發佈的 [《2021 年策略報告》](#) 中，將 2021 年恒生指數目標區間訂於 23,600-30,000，基於 10.0-12.7 倍 2021 和 2022 年平均 P/E。恒指在 2021 年 2 月短暫突破最高點 30,000，然後回落並橫行整固。

我們現時將恒生指數的目標區間提高至 26,000-31,300，基於 10.8-13.0 倍 2021 和 2022 年平均 P/E，由於：

- 1) 2021/2022 年預期 EPS 分別獲市場上調 2.4%/1.3%；
- 2) 大規模疫苗接種使經濟復蘇可見度更高，從而降低下行風險，因此提高了目標市盈率下限；
- 3) 更多成長股/新經濟類股票已經並將更快加入恒指（隨著 2021 年 3 月公布的指數調整），從而提振盈利增長前景和目標市盈率。

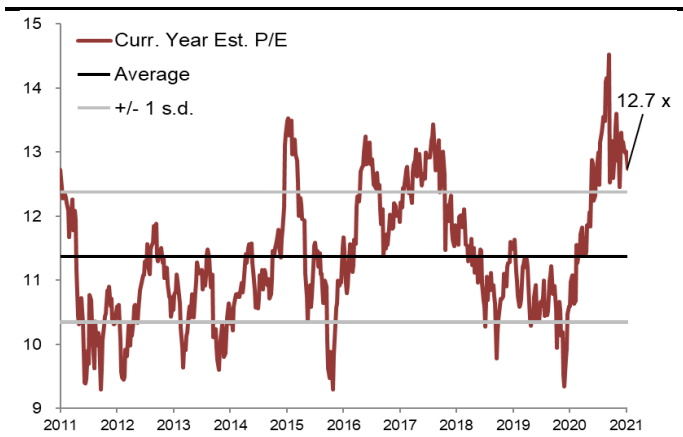
我們的新目標意味著恒指較現水平有約 9% 的上升空間。

圖 18：恒生指數目標區間調高至 26,000-31,300



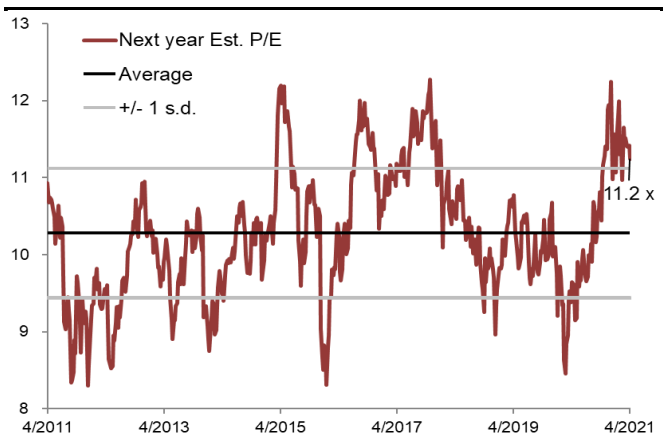
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 19：恒指本年度預測市盈率



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 20：恒指下年度預測市盈率

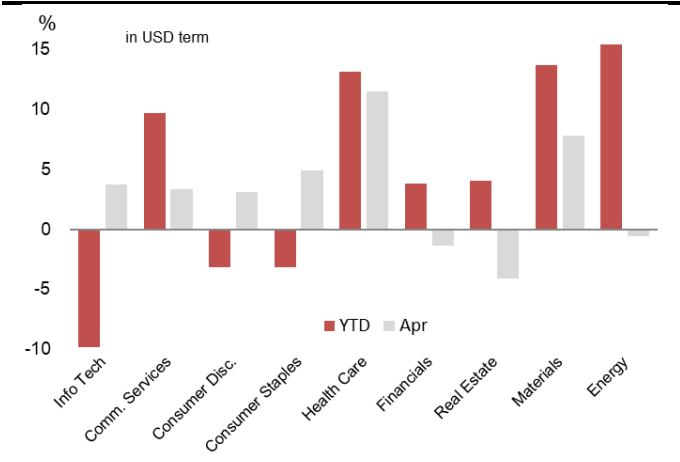


資料來源：彭博，招銀國際證券

策略：累積成長股

在 [《4月港股策略報告》](#) 中，我們對週期股和成長股態度中性，預計板塊輪動將暫歇。與前幾個月相比，MSCI 中國 4 月份行業表現之分歧減少（圖 21）。

圖 21：MSCI 中國指數各行業表現



資料來源：彭博，招銀國際證券

我們預計香港股市情緒將逐步改善，隨著投資者習慣於溫和稍高的通脹和債券孳息率，以及對美聯儲和中國央行收緊貨幣政策擔憂的消化。特別是，美聯儲已經數次重申了保持當前的寬鬆政策不變。

2021 下半年成長股將再次領先

展望 2021 下半年，經濟增長和盈利的低基數效應將逐步消失，市場對貨幣寬鬆政策撤消的預期將逐步形成（儘管我們預計美聯儲今年內不會實際撤出）。因此，在政策支持下盈利強勁復蘇的週期股可能在下半年開始失去動力，投資者將再次青睞那些不太依賴貨幣或財政刺激的成長股。

累積互聯網巨頭

5 月，中國互聯網股票可能持續波動，因為騰訊（700 HK）、阿里巴巴（9988 HK）、美團（3690 HK）等將報告季度業績，監管機構的反壟斷調查可能會打擊市場情緒。我們認為，由反壟斷調查帶來的互聯網股票的疲軟將提供良好的積累機會，因為宣佈調查結果/處罰反而會消除政策不明朗因素。

我們也對科技板塊（例如手機設備）持樂觀態度。芯片短缺可能會在短期內影響生產，但預計 2021 下半年短缺將緩解，屆時該行業將從消費者需求復蘇和 5G 普及中受益。

避免上游資源股

大宗商品受益於經濟復蘇及能源和金屬價格上漲，但我們認為股價可能已經完全反映了利好因素。中國鋁、鋼鐵、銅和煤炭生產商的股價年初至今普遍上漲了 50%-70%。大宗商品價格上漲的部分原因是供應瓶頸，儘管很難預測確切的時機，但遲早會得到解決。

另一風險是中國可能會採取行動限制商品價格以抑制通貨膨脹。李克強總理在 4 月強調，需要加強原材料等市場調節，以緩解企業的成本壓力。

在大宗商品板塊，石油股的風險相對低於金屬和煤炭股，因為前者落後於石油價格和其他大宗商品股。

主要風險

- 1) 新冠病毒變異和/或新病例於主要經濟體反彈；
- 2) 通貨膨脹超預期；
- 3) 早於預期的貨幣緊縮；
- 4) 地緣政治風險，如俄羅斯與烏克蘭之間的緊張局勢可能導致風險規避和對油價飆升的擔憂，從而導致高通貨膨脹。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需要索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者：本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者：招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人：本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的區間內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。