

8月港股策略报告

恒指区间上落，政策受惠股料跑赢

港股及A股未能承接7月初强劲升势，短期内或进一步整固，但美元走弱有望惠及新兴市场，尤其是中国市场。中美关系紧张料将限制港股及A股上行空间，预料恒指区间上落。我们偏好受惠财政、货币及改革政策股份。

- **短期：流动性转弱。**自7月初急升后，港股及A股逐渐回调，并出现几个稍为利空的讯号，包括交投缩减、北向资金净流出，及跌市时成交增加。不过，这并非意味重现2015年4-6月泡沫爆破的跌市，因现时市场尚未出现泡沫或非理性亢奋的情况。
- **中线：受惠弱美元。**目前美股相对新兴市场的估值溢价，扩至2007年以来最大。随着美元转弱，资金或从美股流入新兴市场。中国在疫情控制与经济复苏方面，表现均好于其他新兴市场经济体。不过，中美摩擦升温亦为中国市场带来风险。
- **恒指 23,800-26,200 区间上落。**随着流动性短期转弱，恒指反弹前将于中期升轨 24,000 寻找支持，长期降轨在 26,000 有阻力，符合我们基本情况下恒指 23,800-26,200 区间上落的预测。
- **政策导向作为投资主题。**1) **基建：**下半年地方政府专项债券发行量和贷款金额都料将大幅增长，我们预测2020年中国基建投资全年增长12%（上半年-2.7%）；2) **消费：**中国经济政策以「内循环」为主体，「外循环」为辅助，意味国家将致力拓展内部需求及产出；3) **券商：**龙头券商将受惠国家资本市场改革，以及创业板注册制下首批IPO项目；4) **黄金：**量宽政策及实质负利率成为推高金价的两大因素。

行业与公司推荐

行业	公司
工程机械及设备	中国重汽 (3808 HK), 潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH), 恒立液压 (601100 CH), 三一重工 (600031 CH)
消费	蒙牛 (2319 HK), 广汽集团 (2238 HK), 安踏体育 (2020 HK)
券商	中信证券 (6030 HK), 中信建投证券 (6066 HK), 中金 (3908 HK)
互联网	阿里巴巴 (BABA US/ 9988 HK), 友谊时光 (6820 HK), 同程艺龙 (780 HK)
黄金	SPDR 金 ETF (2840 HK), 山东黄金 (1787 HK)

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



数据来源：彭博

近期市场策略报告

1. 港股下半年展望：增长股料继续跑赢 - 2020年7月6日
2. 6月港股策略报告：市场分歧与机会 - 2020年6月9日
3. 市场策略：两会政策前瞻及受惠股 - 2020年5月20日
4. 5月港股策略报告：第二轮冲击 - 2020年5月5日
5. 市场策略：五月前沽货，候低再吸纳 - 2020年4月22日
6. 市场策略：评估中国经济复苏及对港股影响 - 2020年4月6日
7. 市场策略：港股防守力较美股强 - 2020年3月18日
8. 市场策略：疫情大流行及“熊市”下的机遇 - 2020年3月16日

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目录

短期：中港股市流动性转弱	3
急升后获利盘涌现.....	3
有别于 2015 年，未见泡沫危机.....	4
中线：新兴市场受惠弱美元	5
资金从美股流入新兴市场？.....	5
中国在主要新兴市场中表现出色.....	5
技术分析	6
投资主题	7
1. 基建 — 政府投资增加.....	7
2. 消费 — 「内循环」.....	8
3. 券商 — 资本市场改革.....	8
4. 黄金 — 无限量宽及负利率.....	9

短期：中港股市流动性转弱

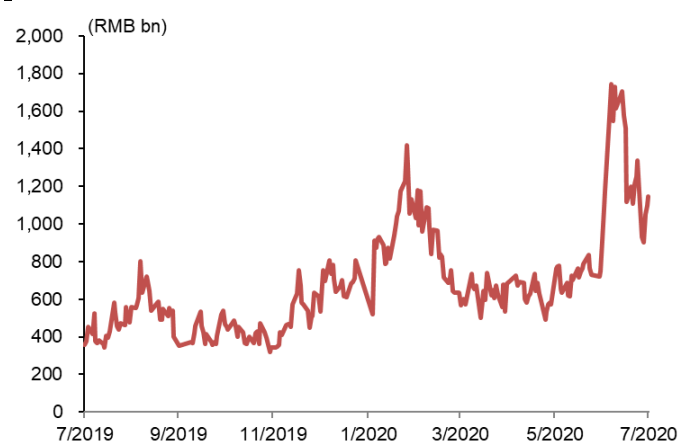
急升后获利盘涌现

7月初港股及A股股价及成交量急升，过去几周两市主要指数高位回落，成交量缩减。

市场流动性转弱，释放几个稍为利空的讯号：

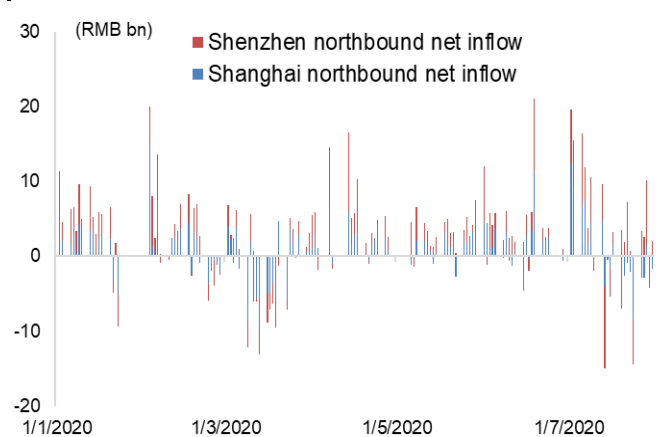
1. A股交投自7月初高位逐渐降温（图1）；
2. 自7月中开始北向资金净流出（图2），显示离岸投资者偏向获利回吐而非乘胜追击；
3. 港股成交自7月初高位回落（图3），并倾向在跌市时成交增加（图4），反映沽压大于上涨动力。

图 1：沪深股市每日成交



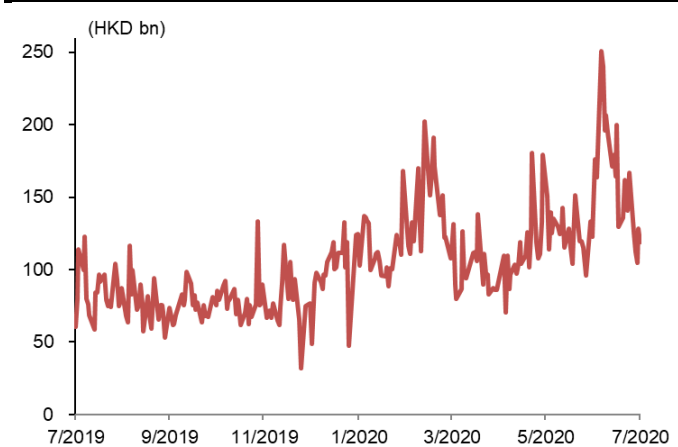
数据源：彭博、招银国际证券

图 2：沪深北向资金流入



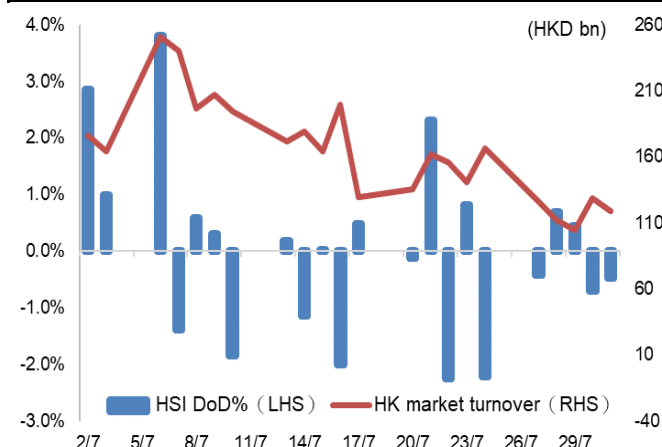
数据源：彭博、招银国际证券

图 3：港股每日成交转弱



数据源：彭博、招银国际证券

图 4：港股跌市日成交较高



数据源：彭博、招银国际证券

有别于 2015 年，未见泡沫危机

虽然市场释放负面讯号，但这或只反映 7 月初股市急速升势无法持续，并非意味 2015 年下半年股灾式下跌将重现。

市场上不乏有关 2020 年 7 月初与 2015 年 4-6 月的股市升势比较，不过两段时期的市场估值与情绪有着截然不同的不同：

1. **未见泡沫。**回顾 2015 年 4-6 月期间，沪深 300 指数预期市盈率高达 20 倍，对比今年 7 月初高位仅 16 倍（图 5）。同样地，当年恒指预期市盈率高位达到 13.7 倍，对比今年 7 月初高位只是 12.1 倍（图 6）。
2. **未见非理性亢奋或过度杠杆。**近期 A 股之成交（图 7）及两融余额（图 8）均远不及 2015 年 4-6 月期间高位。今年 7 月初，官媒尝试为炽热的市场降温，发文鼓励「健康牛」。

图 5：沪深 300 指数预期市盈率



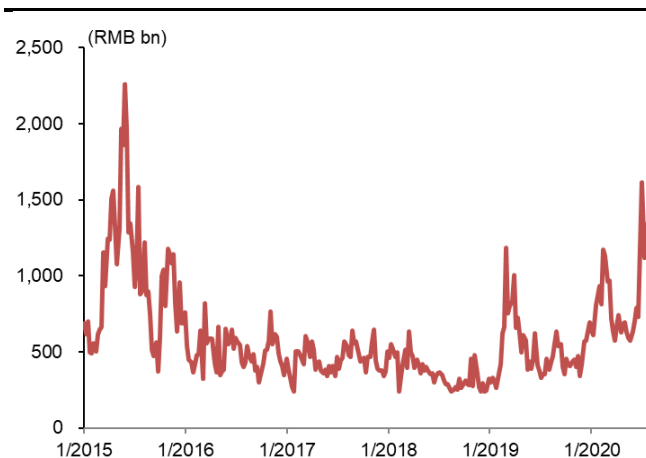
数据源：彭博、招银国际证券

图 6：恒指预期市盈率



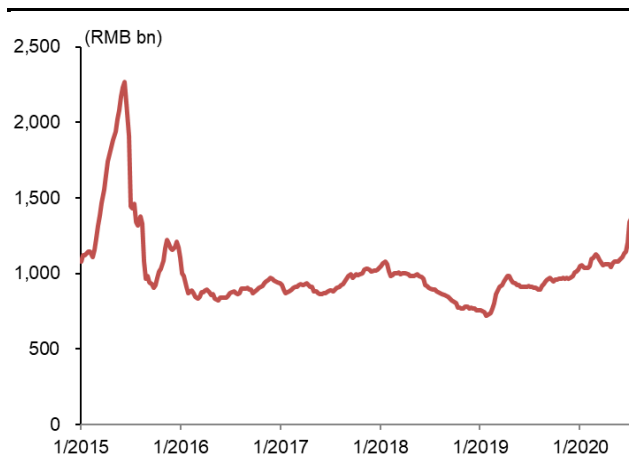
数据源：彭博、招银国际证券

图 7：沪深大市成交 (2015-2020)



数据源：彭博、招银国际证券

图 8：沪深市场两融余额



数据源：彭博、招银国际证券

中线：新兴市场受惠弱美元

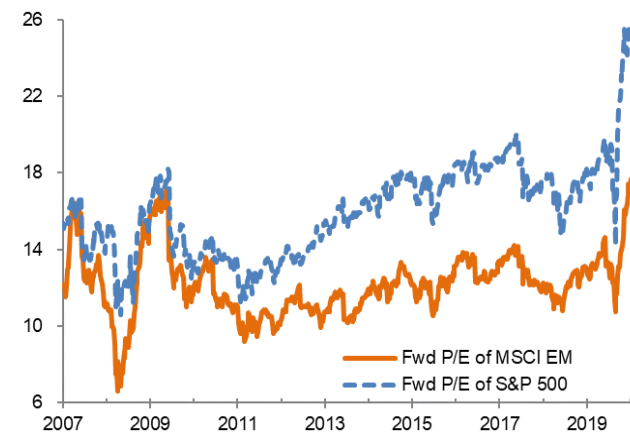
资金从美股流入新兴市场？

虽然美国经济大受疫情打击（第二季GDP环比年率初值大幅收缩32.9%），但美股受联储局无限量宽措施刺激，自3月尾大幅反弹，科技巨头领涨（纳斯达克指数创新高）。

经过一轮升势后，不论相对其历史水平或是其他市场，美股估值都偏高。目前美股相对新兴市场的估值溢价，扩至2007年以来最大（图9）。

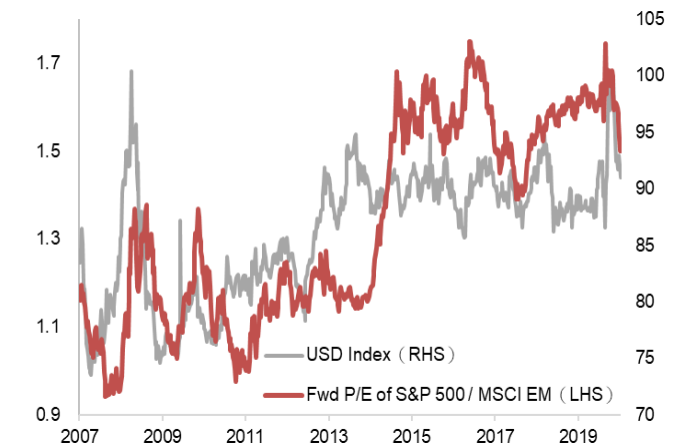
最近几周美元大幅下跌，历史上看弱美元利好新兴市场汇率及股市。当美元指数下跌，新兴市场相对美股市场的估值折让将会收窄（图10）。估值差距大，加上美元趋弱，资金或将从美股流入新兴市场。

图9：标普500及MSCI新兴市场指数之估值



数据源：彭博、招银国际证券

图10：美元弱势利好新兴市场估值



数据源：彭博、招银国际证券

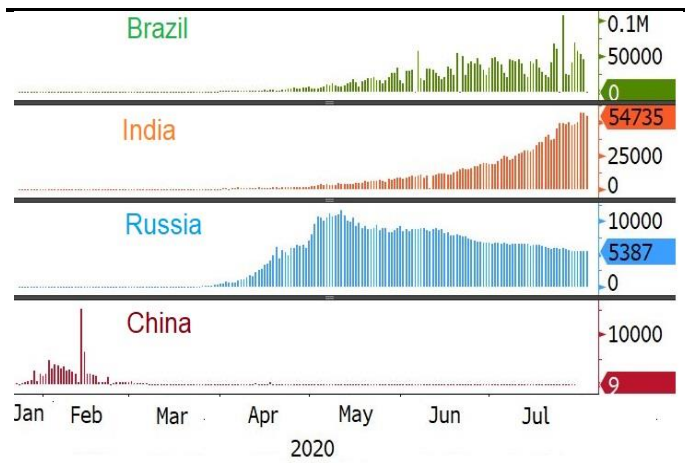
中国在主要新兴市场中表现出色

新冠肺炎疫情为许多国家带来沉重打击，包括多个发展中国家。在主要新兴市场（金砖四国）中，中国最早把疫情控制下来，主要归因于中国早前的严格防疫措施，以及「先受罪，先解脱」。相反，巴西及印度情况较为严重，甚至持续恶化。在俄罗斯，每日新增确诊病例有所下跌，但数字仍然偏高（图11）。

金砖四国的经济数据（制造业PMI）反映了各国疫情的严重性。中国财新制造业PMI于2月触底录得40.3，而另外三个国家的Markit制造业PMI则于4月才见底，数字低至27.4-36.0。中国亦是首个国家重回扩张区间（图12）。

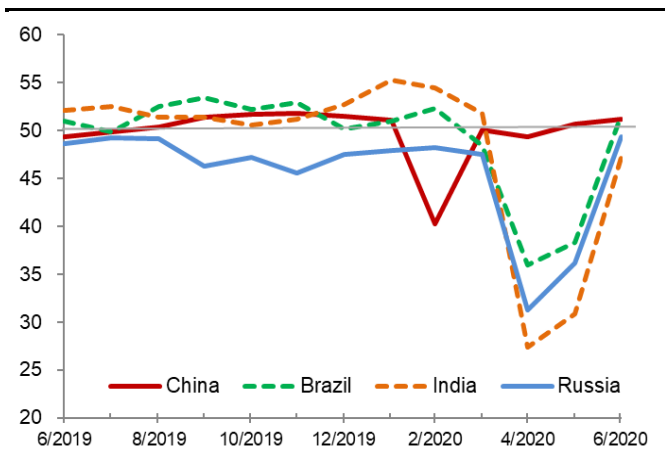
不过，中美摩擦升温亦为中国市场带来风险。距离美国总统大选尚余三个月，预期中美关系维持紧张，港股及A股上升空间受限。

图 11: 金砖四国每日新增确诊个案数字



数据源: 彭博、招银国际证券

图 12: 金砖四国制造业 PMI



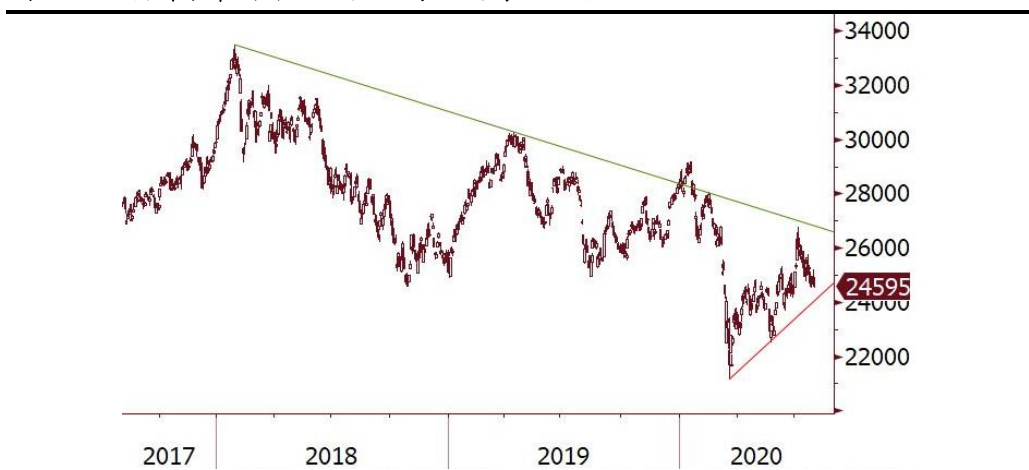
数据源: 彭博、Markit、财新、招银国际证券

技术分析

恒指 23,800-26,200 区间上落

恒指在 2020 年 3 月 19 日于 21,139 触底后,一直在上升轨道反复向上。短期流动性转弱,预料恒指反弹前将于中期升轨 24,000 寻找支持,长期降轨在 26,000 有阻力(图 13)。这将符合我们基本情况下恒指 23,800-26,200 区间上落的预测。详情参阅[港股下半年展望](#)报告。

图 13: 恒指料于中期升轨 24,000 寻找支持后区间上落



数据源: 彭博、招银国际证券

投资主题

在我们预测的基本情况下，恒指区间上落，拣选板块及个股仍是投资重点。**中线我们仍然偏好新经济股**，因在疫情及经济复苏步伐不明朗下，其盈利能见度相对高，但其中不少股份估值偏高，**投资者须审慎选择**。

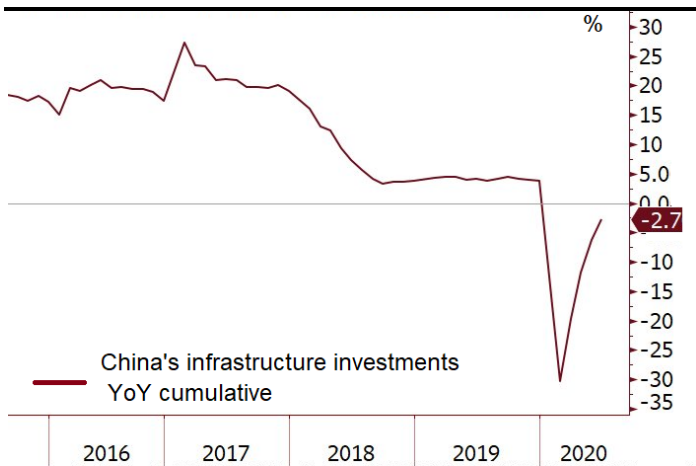
我们建议关注以下受惠国策之板块（**得到财政、量宽及改革政策支持**），股份推荐列于图19。

1. 基建 — 政府投资增加

基建开支本质具逆周期性，当经济情况愈差，政府愈是以增加基建开支作为稳定经济手段。今年疫情爆发后恰恰是这种情况。在今年上半年，中国基建投资同比下跌2.7%（图14），第二季比第一季显著改善。下半年政府债券发行量和贷款金额都将保持大幅增长，**我们的首席经济学家预料中国基建投资全年增长12%**。下半年政府债券净发行或将达到4.57万亿，同比增加104%。上半年净发行同比增加54%（图15）。详情参阅[《来者可追——2020年中期宏观经济与资本市场展望》](#)。

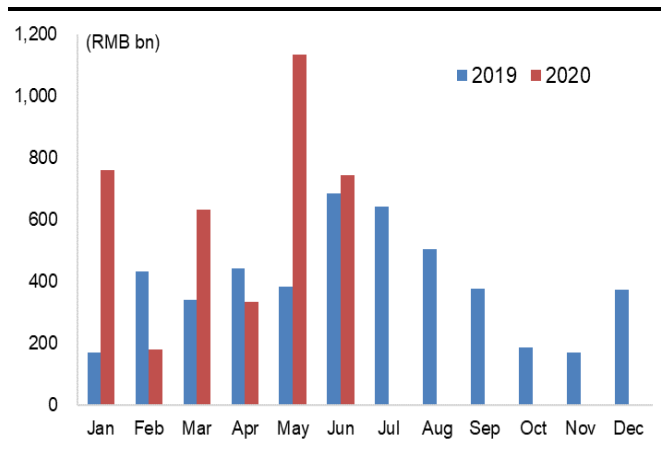
工程机械及重卡生产商最能受惠于基建投资增加，月销数字屡报佳音，盈利预测有望上调。其他催化剂包括减排新规和行业龙头市占率提升。详情参阅[行业报告](#)（英文报告）。

图 14: 中国基建投资



数据源：彭博、招银国际证券

图 15: 中国政府债券发行



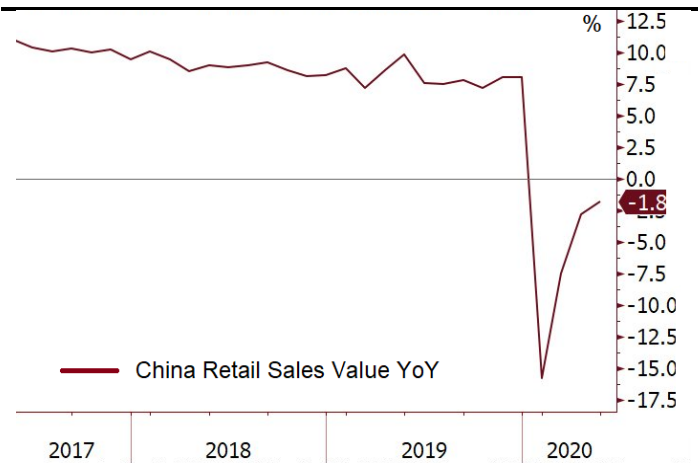
数据源：中国人民银行、招银国际证券

2. 消费 — 「内循环」

由于许多国家仍然面对疫情严重打击，加上中美关系进一步紧张，中国对外行业如出口和电子产品，比本地消费品零售行业的风险要高。我们的首席经济学家预料，年末单月社会消费品零售增速有望达到去年同期水平（2019年11-12月同比增长8.0%），相对上半年的11.4%跌幅显著改善（图16）。

在7月30日，中共中央政治局在会议上提及「加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局」，普遍被解读为国家将致力拓展内部需求及产出。对消费之提振仍有待具体的政策，但消费股之气氛有望率先向好。

图 16: 中国社会消费品零售正在复苏



数据源：彭博、招银国际证券

3. 券商 — 资本市场改革

券商板块对市场情绪和流动性敏感度高，短期有机会跟随大市进一步调整。不过，我们相信投资银行业务占优的龙头券商，将受惠于国内资本市场改革。8月或之后的催化剂包括深圳创业板注册制下首批IPO上市、企业债券改革及国企改革。详情参阅[行业报告](#)（英文报告）。

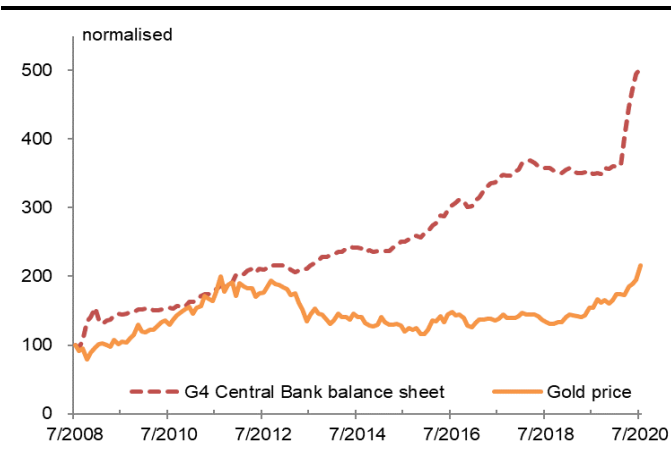
4. 黄金 — 无限量宽及负利率

量化宽松（即印钞票）及实质负利率成为推高金价的两大因素。

自 2008 年金融海啸后，G4 央行（美国联储局、欧洲央行、英国央行、日本央行）资产负债表不断扩张，2018 年中至 2019 年期间暂停扩张，到 2020 年 3 月因应疫情再次扩表（图 17）。

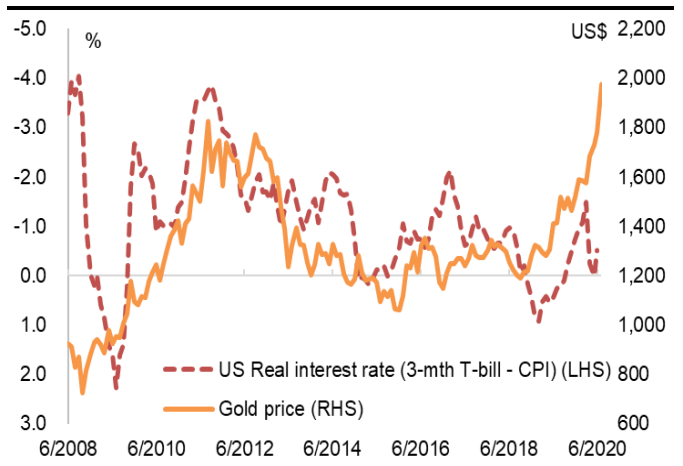
实质利率与金价呈现反向关系（图 18）。联储局预期维持现时利率至 2022 年，量化宽松下导致通胀动力，实质利率料将维持负数且幅度可能扩大。

图 17：金价与央行资产负债表



数据源：彭博、招银国际证券

图 18：金价与美国实质利率



数据源：彭博、招银国际证券

图 19：行业与股份推荐

行业	公司	代码	评级
工程机械及设备	中国重汽	3808 HK	买入
	潍柴动力	2338 HK / 000338 CH	买入
	三一重工	600031 CH	买入
	恒立液压	601100 CH	买入
消费	蒙牛乳业	2319 HK	买入
	广汽集团	2238 HK	买入
	安踏体育	2020 HK	买入
券商	中信证券	6030 HK	买入
	中信建投证券	6066 HK	买入
	中金	3908 HK	买入
互联网	阿里巴巴	BABA US / 9988 HK	买入
	友谊时光	6820 HK	买入
	同程艺龙	780 HK	买入
黄金	SPDR 金 ETF	2840 HK	未评级
	山东黄金	1787 HK	未评级

数据源：招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。