

策略報告

恒指離底不遠，看好國策支持板塊

受到內地監管風險影響，港股 8 月份再次跑輸大市。我們在報告中將會審視恒指上半年盈利、美國聯儲局加息計劃，以及港股見底的潛在催化劑。我們相信恒指下行空間正逐步收窄，但在政策陰霾掃除前，上行空間同樣有限。建議逐步增持港股，目前繼續專注於國策支持的板塊，同時開始留意當更多見底訊號出現，趁機吸納新經濟股。

- **中國政策仍是主要風險：**雖然貨幣及財政政策支持逐步加強，但對各行業的監管收緊未有停止的跡象，在政策陰霾掃除前，相信恒指難以出現大幅而持續的反彈。
- **中國製造業 PMI 疲弱：**官方 PMI 連跌五個月，財新 PMI 更跌穿盛衰分界線 50，不利企業盈利前景，尤其是正當監管政策收緊。參考 2015 年的股災，中國製造業 PMI 於 2016 年 3 月開始反彈，與恒指見底時間相若。
- **資金未重回港股：**自從 7 月份內地監管風險升溫，外資傾向賣出中港股票，港股通南下交易於 8 月份累計淨賣出約 200 億元人民幣，是連續第二個月淨賣出，而內地公募股票基金發行量維持於近月的較低水平，意味基金較少新資金可入市，以及個人投資者對投資股市的興趣未回升。
- **美元匯價回落：**美國聯儲局主席鮑威爾 7 月底於央行年會演講後，市場對美國加息的預期時間延後，美元匯價回落並跌穿上升軌，相信有利新興市場股市。
- **恒指之經調整估值接近過往谷底：**若扣除 2020 上半年以來獲納入恒指的高估值增長股，恒指之 21 年/22 年預測市盈率僅 9.6 倍/8.8 倍，接近十年平均減兩個標準差和以往低位。
- **技術分析：等待市場恐慌和恒指 RSI 背馳。**恒指自 2008 年低位以來之長期升軌料有不俗支持（目前約 24,000 點）。恒指與 RSI 之間若出現「三底背馳」，將會是可靠的見底訊號。若恒指波動指數 (VHSI) 再次升至 28，則反映市場出現恐慌，是良好的買入機會。
- **策略：逐步增持港股及對政策趨吉避凶。**投資者已逐漸做好準備，面對往後更多的監管消息，因此港股下行風險應正在減少。建議逐步增持港股，目前繼續專注於政策風險低的板塊如工程機械、新能源、電動車、硬件，同時開始留意當更多見底訊號出現，趁機吸納互聯網、醫療等新經濟股。

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指數一年走勢圖



Source: Bloomberg

近期市場策略報告

1. 策略報告：推測恒指底部 - 2021 年 8 月 23 日
2. 8 月港股策略報告：買入政策風險低的增長股 - 2021 年 8 月 5 日
3. 策略報告：下半年展望 - 增長股重拾動力 - 2021 年 7 月 7 日
4. 6 月港股策略報告：短期價值，中期增長 - 2021 年 6 月 1 日
5. 5 月港股策略報告：上調恒指目標，5 月吸納港股 - 2021 年 5 月 3 日
6. 4 月港股策略報告：市場風格轉換暫歇 - 2021 年 4 月 1 日
7. 3 月港股策略報告：毋須因債息上升恐慌 - 2021 年 3 月 4 日
8. 策略報告 - 恒生指數改革前瞻 - 2021 年 2 月 24 日
9. 2 月港股策略報告：順勢而為 - 2021 年 2 月 3 日
10. 策略報告 - 南下資金推升 H 股 - 2021 年 1 月 22 日

目錄

港股見底的潛在催化劑	3
1. 國策支持	3
2. 中國製造業 PMI	4
3. 資金未重回港股	4
4. 美元轉弱	5
5. 恒指之經調整預測市盈率低於 10 倍	6
技術分析	7
等待市場恐慌和恒指 RSI 背馳	7
策略：增持港股及對政策趨吉避凶	9

港股見底的潛在催化劑

我們於8月23日的[策略報告](#)提出五項可能將令恒生指數見底的催化劑，最新的發展有兩項催化劑出現(估值低、美元轉弱)，但三項尚未達到。

1. 國策支持

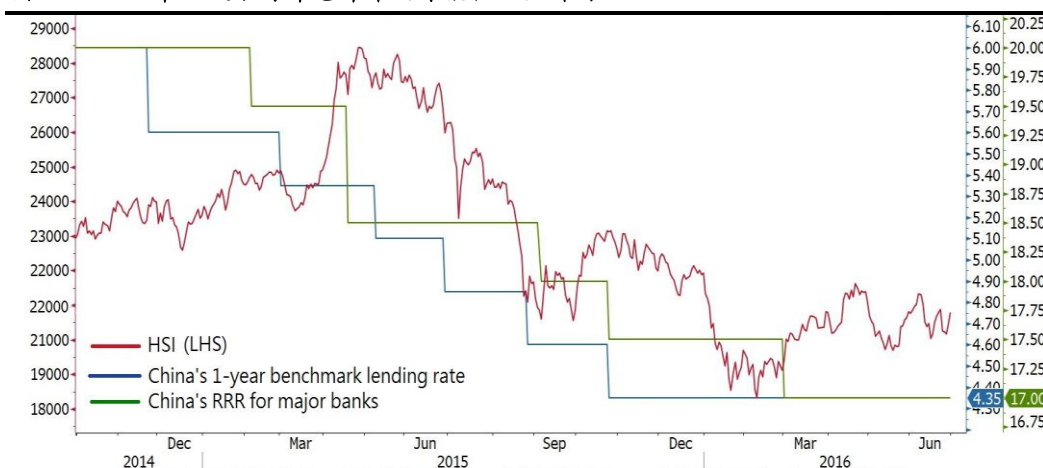
過去一個多月出現各種監管風險(校外補習、互聯網、反壟斷等)，然而監管收緊未有停止的跡象。對港股而言，政策仍然是最大陰霾而非支持。

■ 貨幣政策放寬未足以抵銷監管風險

中國人民銀行加強貨幣支持是否足以提振股市？央行已在7月降準50個基點，並在8月下旬通過公開市場操作注入額外資金。

雖然如此，我們應注意到在2015年股災期間，央行將1年期貸款基準利率下調165個基點，並降準3個百分點後，仍未能穩定市場，直至恒指於2016年2月見底。

圖 1：2015 年人民銀行降息降準仍未能阻止股市下跌



資料來源：彭博，招銀國際證券

■ 加大財政政策支持力度

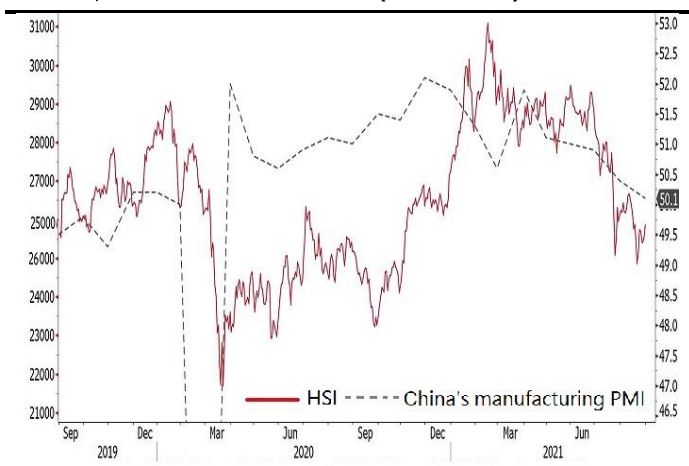
9月1日召開的國務院常務會議，部署穩增長、保就業，保持經濟運行在合理區間。加大幫扶政策力度，今年再新增3000億元支小再貸款額度，支持地方法人銀行向小微企業和個體工商戶發放貸款。統籌做好跨週期調節。發揮地方政府專項債作用帶動擴大有效投資。加強政策儲備，研究和適時出台部分惠企政策到期後的接續政策。我們認為這些措施具針對性而非全面寬鬆，將有利於基礎設施、工程機械、材料等行業，但或不足以顯著改善市場情緒。

2. 中國製造業 PMI

中國官方製造業 PMI 連跌五個月至 8 月的 50.1，比市場預期僅低 0.1 個百分點（圖 2）。財新 PMI 更由 7 月份的 50.3 跌至 49.2，自 2020 年 4 月以來首次跌穿盛衰分界線 50（圖 3）。經濟增長放緩不利工業/企業盈利前景（圖 4），尤其在監管收緊之際。

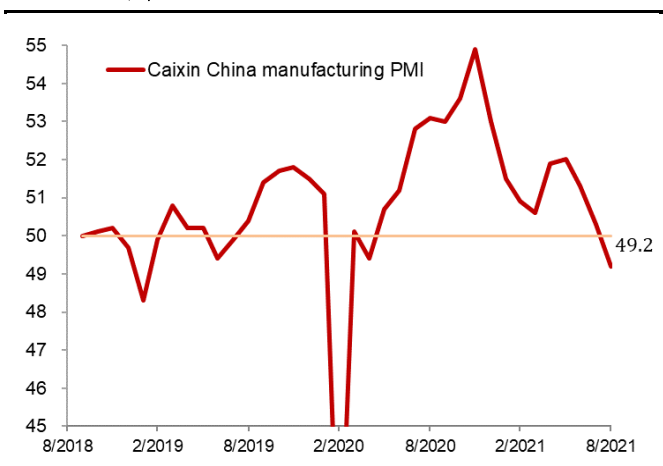
回顧 2015 年的股災，中國 PMI 於 2016 年 3 月開始反彈，與恒指見底反彈的走趨大致吻合（圖 5）。

圖 2：中國製造業 PMI vs 恒指 (2019-2021)



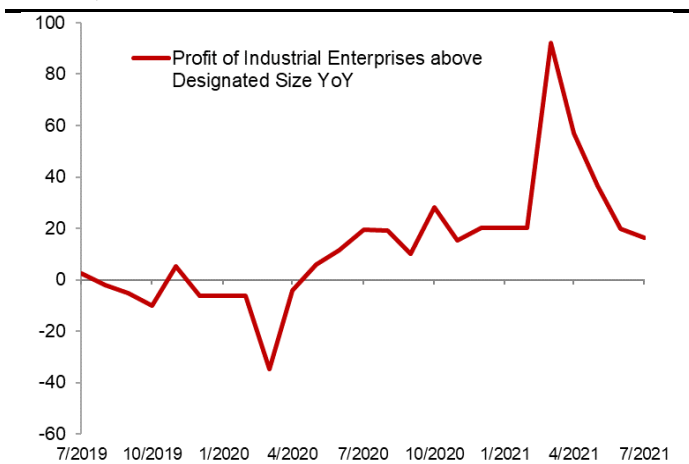
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 3：財新中國製造業 PMI 跌穿 50



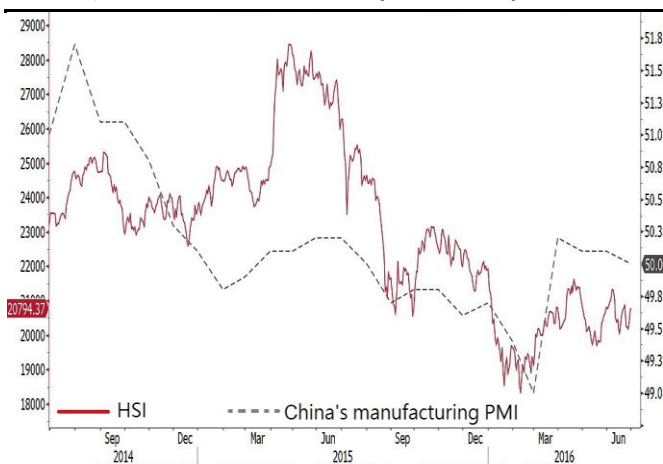
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 4：中國工業盈利增長放緩



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 5：中國製造業 PMI vs 恒指 (2014-2016)



資料來源：彭博，招銀國際證券

3. 資金未重回港股

回顧 2015-2016 年，市場憧憬 A 股市場獲額外資金流入（預期 A 股即將獲納入 MSCI 指數，以及憧憬養老基金入市）是中港股市見底反彈的催化劑之一。

反觀現在，自從7月份內地監管風險升溫，外資傾向賣出中港股票，「做空中國股」甚至成為擠擁交易。

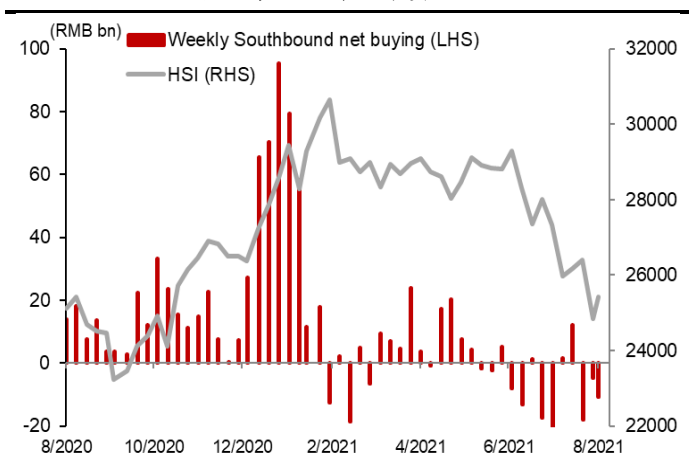
■ 港股通南下交易連續兩個月淨賣出

內地投資者亦未有抄底港股，港股通南下交易於8月份累計淨賣出約200億元人民幣，是連續第二個月淨賣出（圖6）。雖然北水未必是領先指標，但這些數字顯示內地投資者對港股持謹慎態度，掃除政策陰霾是讓資金重回港股的重要催化劑。

■ 內地公募基金發行量維持低水準

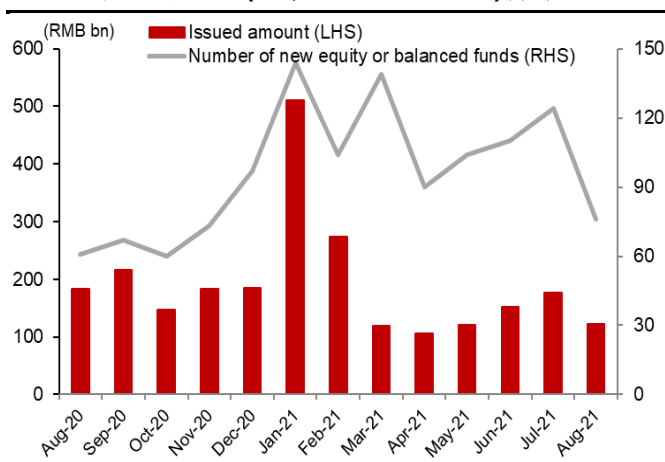
2021年1月至2月期間，內地公募基金發行量忽然大增，推動港股出現短暫強勢，當中尤以新經濟股為甚。不過，自3月以來新增發行量大幅下降，維持在普通水平（圖7）。這意味基金較少新資金可入市，以及個人投資者對投資股市的興趣未回升。

圖6：港股通南下交易於8月份淨賣出



資料來源：萬得，招銀國際證券

圖7：內地公募基金(股票型和混合型基金)發行量



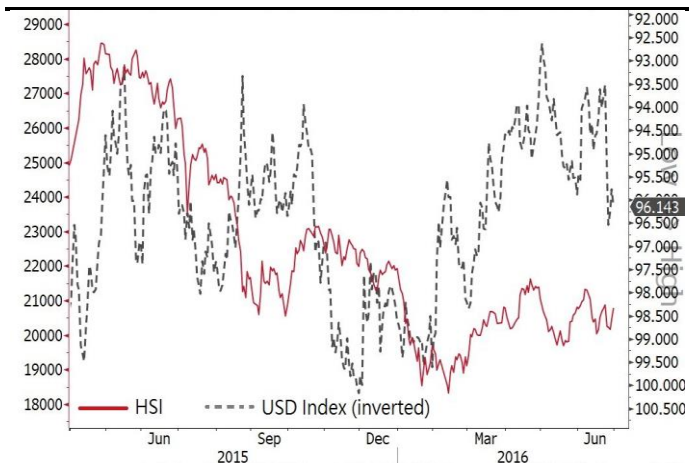
資料來源：萬得，招銀國際證券

4. 美元轉弱

美元走勢與新興股市和匯率走向一般相反。美元於2015年底和2016年初轉弱，為恒指提供了反彈的動力（圖8）。

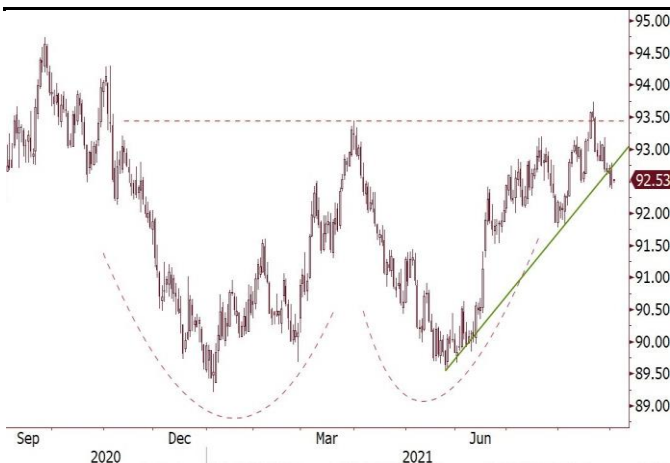
經歷3個月升勢後，美元似乎在7月下旬升破了利好形態「雙底」頸線，但其實證明是一個假突破（圖9）。美國聯儲局主席鮑威爾於Jackson Hole央行年會演講後，美元匯價跌穿上升軌並進一步回落，相信有利新興股市。

圖 8：美元 vs 恒指 (2015-2016)



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 9：美元指數跌穿上升軌，或利好新興市場



資料來源：彭博，招銀國際證券

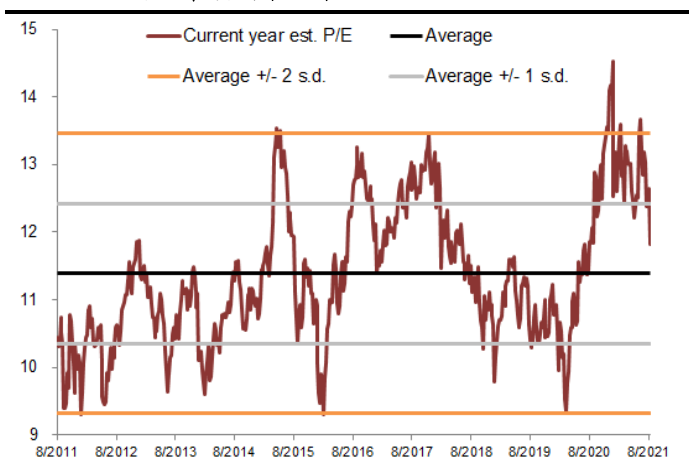
5. 恒指之經調整預測市盈率低於 10 倍

估值低殘是目前看漲港股最有說服力的論據。

恒指之 2021 年預測市盈率 12.4 倍，較十年平均的 11.4 倍略高，不過若撇除 2020 年上半年以來加入的 12 隻藍籌股（其中 11 隻屬於估值較高的增長股，例如阿里巴巴、美團、小米），調整後的恒指 21/22 年預測市盈率僅 9.6 倍/8.8 倍，相當於十年平均減兩個標準差，亦與圖 10 所示過去十年幾次見底水平相若。

至於排除於上述計算中的新經濟藍籌股，估值進一步下調的空間似乎有限。以阿里巴巴（9988 HK）、美團（3690 HK）和小米（1810 HK）為例。阿里巴巴市盈率處於歷史低位，而小米預測市盈率和美團市銷率均低於平均水平（圖 11-13）。

圖 10：恒指近年預測市盈率



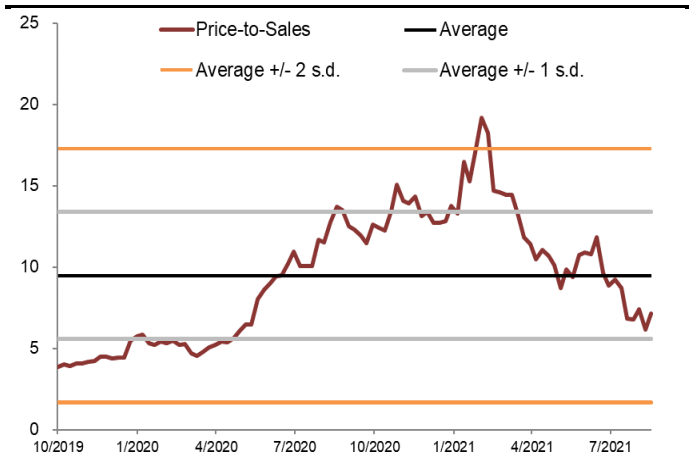
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 11：阿里巴巴預測市盈率



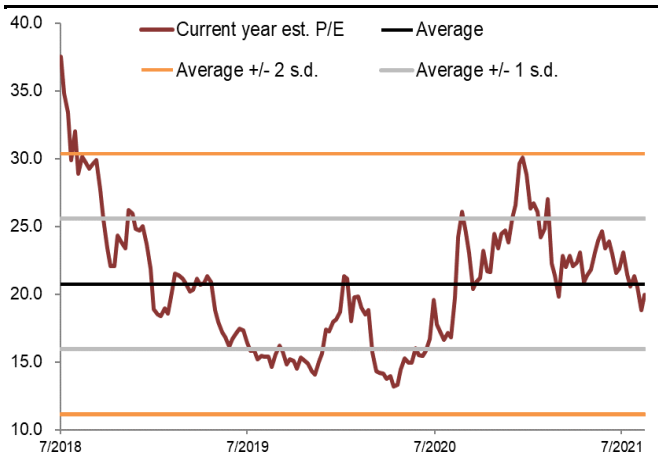
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 12: 美國市銷率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 13: 小米本年度預測市盈率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

技術分析

等待市場恐慌和恒指 RSI 背馳

恒指距離 2008 年之長期升軌不遠, 考慮到恒指之經調整估值接近上一次谷底位置, 我們相信升軌 (目前約 24,000 點) 將提供不俗支持。

圖 14: 恒指守於 2008 年以來之長期升軌上



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

雖然如此, 監管風險限制了短期反彈的上行空間, 恒指或於未來數周再次下試低位。若果與 RSI 出現「三底背馳」, 將會是見底訊號, 例如當恒指跌穿其近期低位 24,581, 而 RSI 守在相應低位 29.8 之上 (圖 15)。

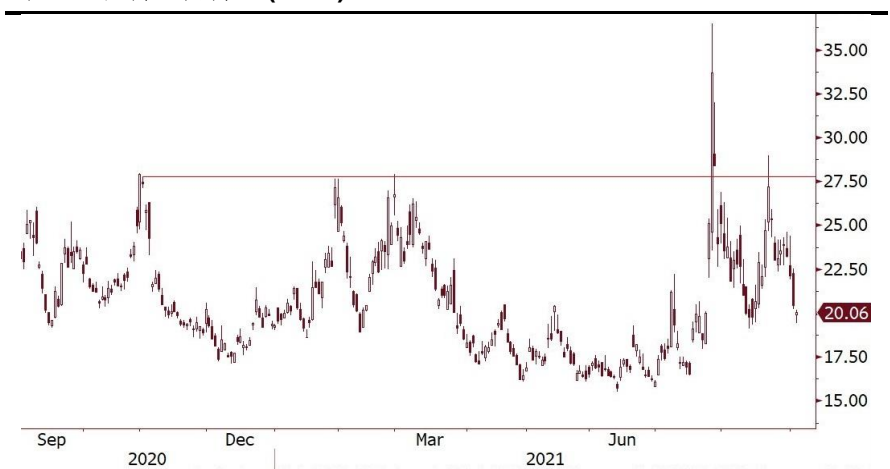
圖 15: 恒指有機會與 RSI 出現「三底背馳」見底訊號



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

另一個參考指標是市場情緒。市場一般在投資者恐慌時見底。恒指波幅指數 (VHSI) 相當於「恐慌指數」VIX, 近一年幾次上升至 28 或以上時反映市場恐慌。現時 VHSI 已經回落至 20 左右, 假如在未來幾周再次上升至 28 左右, 便是一個很好的買入機會。

圖 16: 恒指波幅指數 (VHSI)



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

策略：增持港股及對政策趨吉避凶

■ 下行風險減少

在消化了一個半月監管收緊的消息後，我們認為投資者已經為進一步的監管利空消息做好了更多準備，因此恒指進一步下行空間應該會減少。

總結上面五項可能令恒指見底的催化劑，1) 估值低殘和 2) 美元轉弱對恒指形成支持，而 3) 中國的 PMI（經濟增長的指標）和 4) 資金注入尚未達到，但當 5) 政策陰霾掃除（目前尚未完全消除）將能為港股帶來支持。因此，中國政策仍然是主要風險。雖然貨幣及財政支持逐步加強，但惟有市場相信收緊監管的最壞時間已過，恒指才會出現大幅而持續的反彈。

■ 重申看好國策支持板塊

建議逐步增持港股，並重申我們 8 月份的板塊觀點：建議目前繼續專注於政策風險低的板塊如**工程機械、新能源、電動車及硬件**。

個股包括**中聯重科 (1157 HK)**，**三一重工 (600031 CH)**，**浙江晶盛 (300316 CH)**，**中國龍源 (916 HK)**，**新奧能源 (2688 HK)**，**比亞迪 (1211 HK)**及**小米 (1810 HK)**。

■ 等待增長股的抄底時機

與此同時，建議開始留意新經濟股的見底訊號，趁機吸納**互聯網、醫療**等新經濟股。一旦政策陰霾消散，這些板塊將迎來估值重估的機會。

一些值得注意的股份包括**騰訊 (700 HK)**，**美國 (3690 HK)**，**石藥集團 (1093 HK)**及**錦欣生殖 (1951 HK)**。

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。

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，未在美國金融業監督局(“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。