

港股下半年展望

增长股料继续跑赢

疫情蔓延叠加全球央行猛放水，上半年全球股市走势犹如过山车。踏入下半年，我们将审视全球资金流动性及企业盈利来推测市场方向。同时，我们亦会探讨美国总统大选对股市的影响。在基本情况下，我们预期恒生指数于下半年在23,800-26,200区间上落。

- **流动性推动反弹，股市能走多高？** 全球央行量宽有助疫情中稳定股市，但过去两星期联储局缩表，显示其可能放慢量宽，令市场增添风险。我们相信联储局的宽松政策将继续减低股市下跌风险，但进一步推升股市的动力减弱。
- **盈利能否迅速复苏？** 市场对港股及美股之盈利预测于最近几周回稳，但随着美股第二季度业绩期接近，盈利预测是否存在再下调空间属未知之数。市场对2021年的盈利预测偏向乐观，普遍预期盈利将超越疫情爆发前水平，并且认为盈利有望迅速复苏。我们认为疫情反弹仍然是企业盈利面临的重大风险。
- **美国大选如何影响大市？** 美国总统特朗普在首个任期打开中美贸易战，今年美国总统大选对市场的影响或比以往大。美国选前民调显示，目前特朗普的支持度落后于大选对手拜登。股市往往在执政党落败时跑输，但拜登扬言当选后提高企业税，被视为对市场不利的候选人。
- **恒指目标：基本情况下 23,800-26,200 区间上落。** 基于未来 12 个月每股盈利预测，我们预计下半年恒指预测市盈率介乎 9.4-12.1 倍之间，为过去十年市盈率区间以内。在基本情况下，我们预计恒指将在 23,800-26,200 区间上落。上行空间将受限于多项风险，如新一波疫情爆发和中美紧张局势。
- **策略：我们继续偏好增长型股份。** 在我们的基本情况或最坏情况下（部份主要国家疫情出现温和至严重程度的反弹），我们继续看好受疫情及衰退影响较小之增长型股份，并憧憬 5G 带动复苏之科技硬件行业，同时建议投资黄金 ETF 及金矿股分散风险。

行业与公司推荐

行业	公司
互联网	阿里巴巴 (BABA US/ 9988 HK), 腾讯 (700 HK), 友谊时光 (6820 HK), 同程艺龙 (780 HK)
医药	亚盛医药 (6855 HK), 平安好医生 (1833 HK)
教育	希望教育 (1765 HK), 睿见教育 (6068 HK)
必需消费品	蒙牛 (2319 HK), 旺旺 (151 HK), 永辉超市 (601933 CH), 高鑫零售 (6808 HK)
工程机械及设备	中国重汽 (3808 HK), 恒立液压 (601100 CH), 三一重工 (600031 CH), 潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH)
科技硬件	小米 (1810 HK), 舜宇光学 (2382 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



数据源：彭博

近期市场策略报告

1. 6月港股策略报告：市场分歧与机会 - 2020年6月9日
2. 市场策略：两会政策前瞻及受惠股 - 2020年5月20日
3. 5月港股策略报告：第二轮冲击 - 2020年5月5日
4. 市场策略：五月前沽货，候低再吸纳 - 2020年4月22日
5. 市场策略：评估中国经济复苏及对港股影响 - 2020年4月6日
6. 市场策略：港股防守力较美股强 - 2020年3月18日
7. 市场策略：疫情大流行及“熊市”下的机遇 - 2020年3月16日
8. 市场策略：油价暴跌对经济及股市影响 - 2020年3月10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

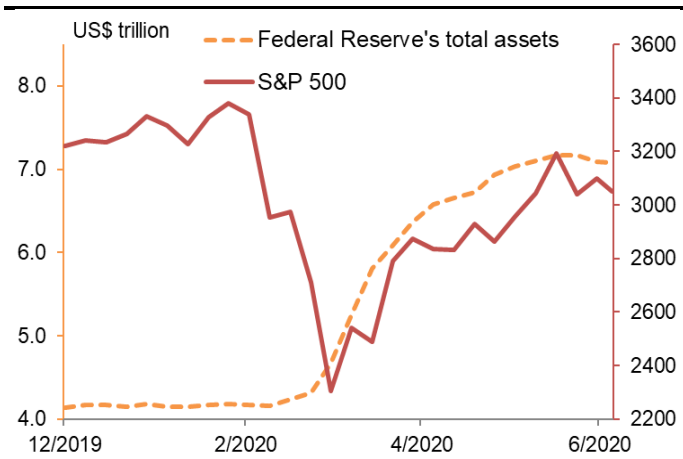
流动性推动反弹 — 股市能走多高?	3
环球主要央行无限量宽.....	3
盈利能否迅速复苏?	4
盈利预测下调压力消退?	4
市场预期 2021 年盈利高于疫情爆发前水平.....	4
盈利复苏一般需时两年.....	5
美国总统大选 — 特朗普胜出或落败之影响.....	5
特朗普落后对手拜登.....	5
股市往往在执政党落败时下跌.....	6
拜登被视为不利市场的候选人.....	7
下半年恒指目标：基本情况下 23,800-26,200 区间上落	7
策略：我们继续偏好增长型股份.....	8
风险及催化剂	10

流动性推动反弹——股市能走多高？

环球主要央行无限量宽

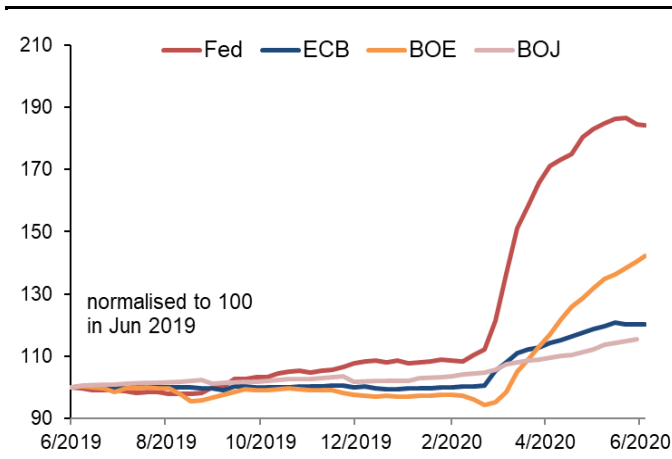
自3月疫情触发全球股市大幅抛售，环球主要央行大规模买入资产（推行量宽）释放资金，成功稳定市场（图1）。联储局、欧洲央行及英伦银行更在3月份无限量宽，日本银行亦在4月份跟随（图2）。

图1：联储局量宽下美股大幅反弹



数据源：彭博、招银国际证券

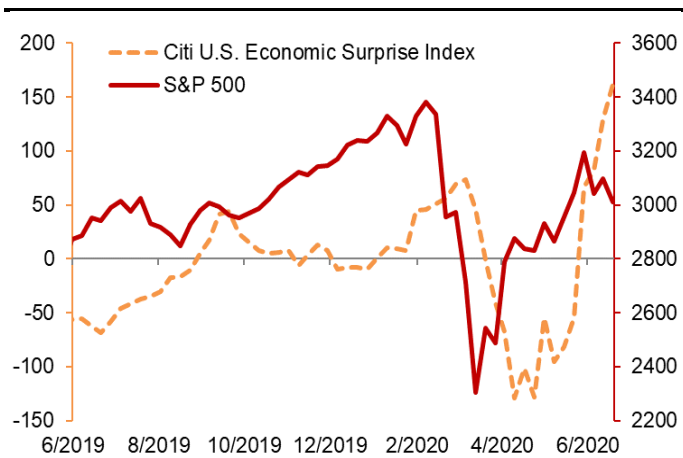
图2：环球央行扩表



数据源：彭博、英伦银行、招银国际证券

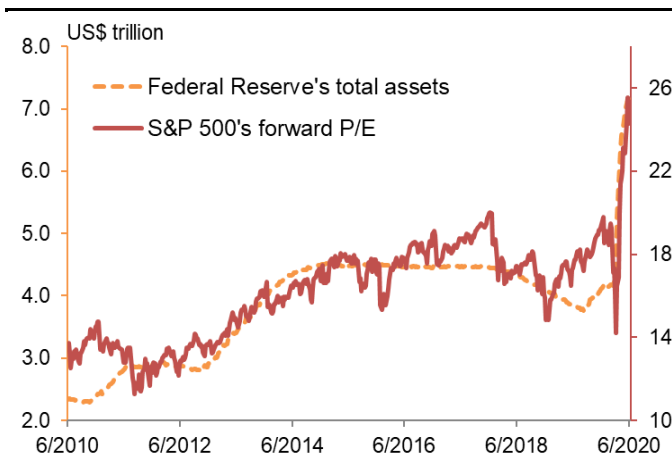
联储局在2020年3月23日宣布无限量宽，标普500随之触底反弹。尽管经济数据持续低迷，美股自无限量宽推出至今已反弹最多47%（图3）。股市连续上涨十周后，经济数据才开始胜预测，显示自3月下旬起之股市回升主要由于资金推动，或更准确来说，是「印钞票」的效果。事实上，过去十年联储局量宽政策是影响美股估值的一个主要因素（图4）。

图3：股市较实质经济数据早一步反弹



数据源：彭博、招银国际证券

图4：联储局资产规模与标普500市盈率成正比



数据源：彭博、招银国际证券

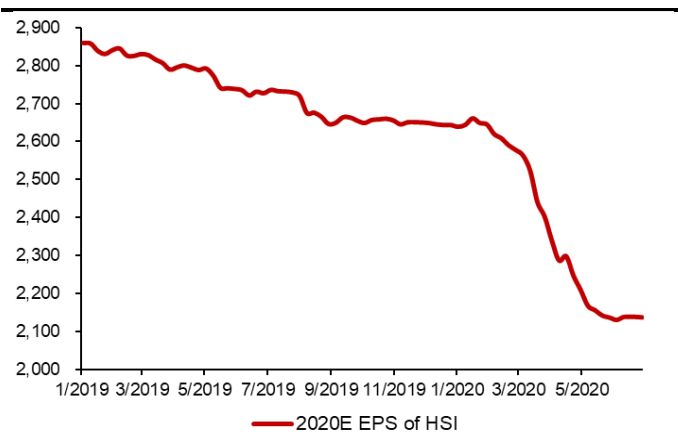
目前风险是，但过去两星期联储局缩表，显示其正逐步退出量宽，令市场增添风险。我们相信联储局在市场再次承压时，将再次买入资产，但现阶段不太可能持续大量印钞票。也就是说，联储局将继续减低股市下跌风险，但进一步推升股市的动力减弱。

盈利能否迅速复苏？

盈利预测下调压力消退？

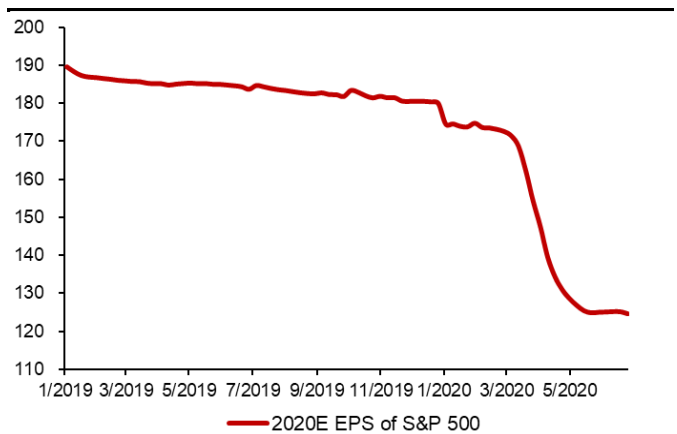
6月前几个月，市场持续下调对美股及港股的盈利预测，直至最近几周标普500及恒指盈利预测才回稳（图5 & 6）。盈利预测是否已见底，仍需观望，因为美股第二季度业绩期接近，或引发市场新一轮盈利调整（上调或下调）。

图5：2020年恒指每股盈利预测



数据源：彭博、招银国际证券

图6：2020年标普500每股盈利预测

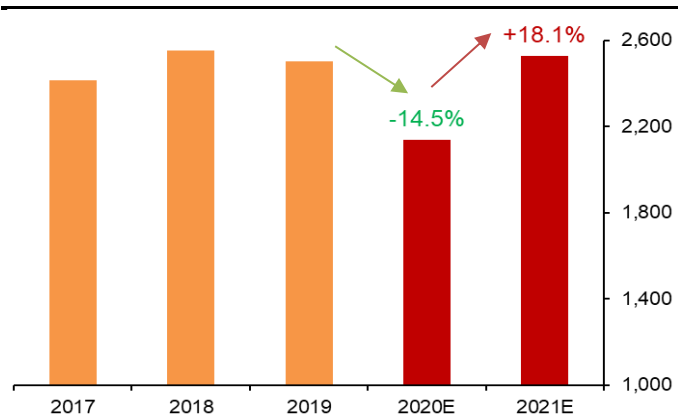


数据源：彭博、招银国际证券

市场预期2021年盈利高于疫情爆发前水平

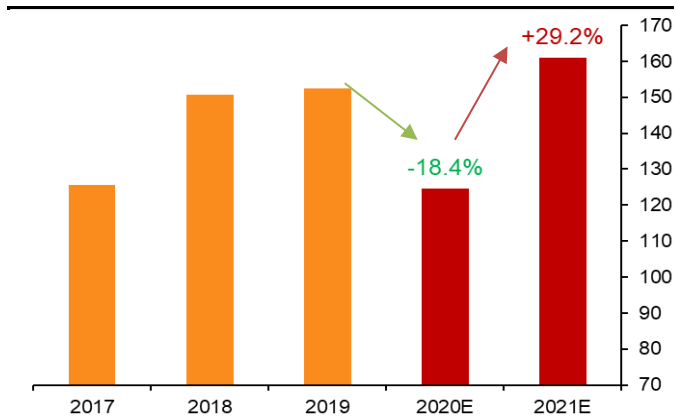
有些投资者认为2020年是不寻常的一年，盈利受到疫情严重冲击，因此憧憬2021年美股和港股市场盈利超越疫情爆发前及经济衰退前水平，更胜2019年的盈利水平（图7 & 8）。

图7：恒指年度每股盈利



数据源：彭博、招银国际证券

图8：标普500年度每股盈利



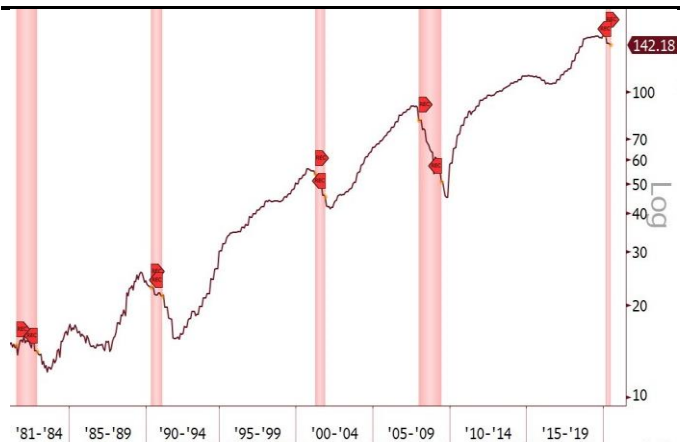
数据源：彭博、招银国际证券

盈利复苏一般需时两年

回顾过去 40 年，美国共经历四次衰退，每次衰退后标普 500 指数的每股盈利大约需要 18-39 个月才回复至衰退前水平（图 9 & 10）。

有市场意见认为，2020 年的衰退将比以往较快结束，因此企业盈利可较快重回衰退前水平。这种论说或部份正确，但历史告诉我们两者步伐未必一致。2001 年美国 经济衰退只历时八个月，但盈利在 28 个月后才收复失地。不论如何，我们相信 2021 年盈利超越 2019 年水平的憧憬偏向乐观。

图 9：标普 500 每股盈利及美国经济衰退（阴影标示）



数据源：彭博、招银国际证券

图 10：美股每股盈利复苏时间

经济见顶	经济见底	每股盈利回升至衰退前水平	所需时间（月）
Jul 1981	Nov 1982	Jun 1984	18
Jul 1990	Mar 1991	Jun 1994	39
Mar 2001	Nov 2001	Mar 2004	28
Dec 2007	Jun 2009	Sep 2011	27
Feb 2020	??	??	??
平均			28

数据源：彭博、招银国际证券

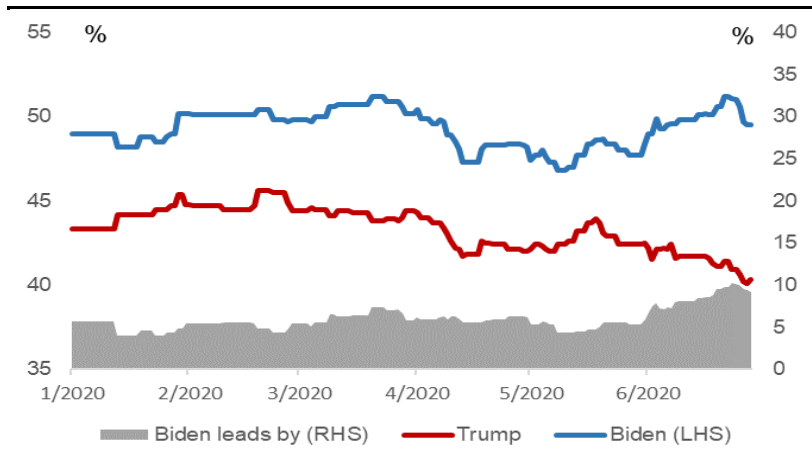
美国总统大选 — 特朗普胜出或落败之影响

特朗普落后对手拜登

美国总统大选结果向来对股市有颇大影响，而今年选举就定于 2020 年 11 月 3 日。美国总统特朗普在首个任期已打开中美贸易战，中美两大经济体的关系跌至数十年低点，因此今年大选对市场的影响可能比以往大。特朗普能否连任，对中美两国长远关系有深远影响。

根据多个美国选前民调，若今天举行大选，特朗普很大机会败给民主党候选人拜登（图 11）。疫情在美国爆发后，特朗普的支持度下滑，近期的反种族歧视示威浪潮更进一步拖低其支持度。

图 11: 2020 年美国大选民调



数据源: RealClearPolitics, 彭博、招银国际证券

股市往往在执政党落败时下跌

假如特朗普无法连任, 将如何左右美股走势? 我们检视了自二战起美国 18 次总统大选 (图 12), 得出以下观察:

1. 其中九次大选 (50%机会) 执政党落败。
2. 其中三次大选碰上经济衰退, 三次执政党均落败。
3. 平均来看, 每次执政党落败, 当年的标普 500 指数全年以及 7-10 月份 (距离 11 月份大选前的四个月) 的表现较逊色。

图 12: 历年美国总统大选结果及股市回报率

年份	胜出党派	执政党落败?	当年出现经济衰退?	标普 500 表现	
				全年	7月1日至10月31日
1948	民主党			-0.7%	-1.4%
1952	共和党	✓		11.8%	-1.8%
1956	共和党			2.6%	-3.0%
1960	民主党	✓	✓	-3.0%	-6.2%
1964	民主党			13.0%	3.9%
1968	共和党	✓		7.7%	3.8%
1972	共和党			15.6%	4.1%
1976	民主党	✓		19.1%	-1.3%
1980	共和党	✓	✓	25.8%	11.6%
1984	共和党			1.4%	8.4%
1988	共和党			12.4%	2.0%
1992	民主党	✓		4.5%	2.6%
1996	民主党			20.3%	5.2%
2000	共和党	✓		-10.1%	-1.7%
2004	共和党			9.0%	-0.9%
2008	民主党	✓	✓	-38.5%	-24.3%
2012	民主党			13.4%	3.7%
2016	共和党	✓		9.5%	1.3%
2020	??	??	✓	??	??
当执政党胜出, 平均回报率:				9.7%	2.4%
当执政党落败, 平均回报率:				3.0%	-1.8%

数据源: 招银国际证券

第二项观察不利于特朗普，因为美国于2020年2月正式步入衰退。

至于第三项观察，我们认为很难判断是股市疲弱（经济低迷缘故）导致执政党落败，还是执政党连任失败拖累股市表现（政治不明朗所致）。也有可能是两者互相影响。

简言之，倘若特朗普在民调中支持度继续落后对手，未来几个月美股表现不佳的机会较大。

拜登被视为不利市场的候选人

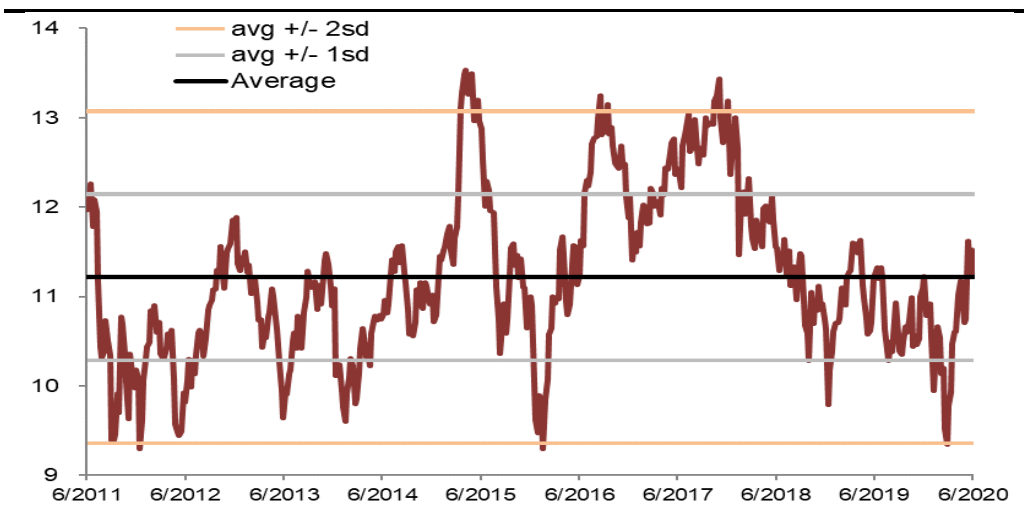
拜登胜出未必一定为市场带来利好效果，市场反应可能分歧。一方面，市场普遍认为拜登对华政策不如特朗普般强硬，因此若拜登胜出，中美紧张关系升温的可能性比特朗普连任的情况低。

但另一方面，拜登被视为比特朗普不利市场的候选人。拜登扬言当选后“撤销特朗普2万亿美元减税方案中的大部分措施，并提高企业税税率至28%”。特朗普将企业税由35%大减至21%，倘若拜登胜出，市场或下调美国企业2021年及以后的盈利预测。

下半年恒指目标：基本情况下 23,800-26,200 区间上落

过去十年，恒指预测市盈率在9.4-13.1倍之间窄幅上落（图13）。今年上半年，恒指市盈率再次于这个区间徘徊，除3月中市场大恐慌，市盈率曾跌至8.5倍低位外。我们预计下半年恒指预测市盈率仍在此区间上落，风险偏向下行。上行空间将受限于多项风险，如新一波疫情爆发和中美紧张局势。

图 13：恒指预测市盈率近十年在 9.4-13.1 倍之间上落



数据源：彭博、招银国际证券

图 14 为我们恒指目标、市盈率区间推算及主要假设。

我们的恒指目标是基于未来 12 个月每股盈利预测，相比比基于 2020 年每股盈利（疫情导致异常低）或 2021 年每股盈利（反映理想化情况）更合适。

图 14：2020 下半年恒指目标

	最好情况	基本情况	最坏情况
未来 12 个月每股盈利 (市场预测)		2,335	
目标市盈率	12.1x (平均 +1 个标准偏差)	10.2x - 11.2x (平均 -1 个标准偏差至平均)	9.4x (平均 -2 个标准偏差)
恒指目标	28,300	23,800-26,200	22,000
主要假设	1. 主要国家疫情受控 2. 疫苗研发取得良好进展 3. 经济重启 4. 中美紧张关系不再升温	1. 部份主要国家疫情温和反弹 2. 短期内未能成功研发疫苗 3. 经济逐步重启，维持部份社交距离防疫措施 4. 中美紧张关系轻微升温	1. 主要国家出现第二波疫情爆发 2. 短期内未能成功研发疫苗 3. 封城措施再度实施 4. 疫情导致破产及坏帐急升 5. 中美紧张关系升温

数据源：彭博、招银国际证券

策略：我们继续偏好增长型股份

上半年行业表现分化明显，旧经济及周期股份如能源、航空、零售、房地产受到疫情严重打击，而新经济股份如互联网则相对不受影响。由于我们预期恒指于下半年在区间上落，行业及股份选择将会是重点。

■ 基本/最坏情况：偏好互联网、医药、必需消费、工程机械及设备

在我们的基本情况或最坏情况下（部份主要国家疫情出现中度至严重程度的反弹），我们继续看好

- 受疫情及衰退影响较小之增长型股份，如互联网、医药、教育、必需消费。当中尤以互联网最能受惠于结构性改革，如进一步数码化；
- 受惠于基建投资增长的工程机械及设备；
- 5G 带动复苏之科技硬件行业；
- 在零息率环境、中美关系紧张及地缘政治风险增加下，可用作分散风险的资产如黄金 ETF 或金矿股。

图 15: 基本情况下的行业及股份推荐

行业	公司	代码	评级
互联网	阿里巴巴	BABA US / 9988 HK	买入
	腾讯	700 HK	买入
	友谊时光	6820 HK	买入
	同程艺龙	780 HK	买入
医药	亚盛医药	6855 HK	买入
	平安好医生	1833 HK	买入
教育	希望教育	1765 HK	买入
	睿见教育	6068 HK	买入
必需消费	蒙牛	2319 HK	买入
	旺旺	151 HK	买入
	永辉超市	601933 CH	买入
	高鑫零售	6808 HK	买入
工程机械及设备	中国重汽	3808 HK	买入
	恒立液压	601100 CH	买入
	三一重工	600031 CH	买入
	潍柴动力	2338 HK/000338 CH	买入
科技硬件	小米	1810 HK	买入
	舜宇光学	2382 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

■ 最佳情况: 可选消费、汽车、中国房地产、券商

若出现**最佳情况**, 我们则预期早前最受疫情及衰退冲击之价值型股份将受惠于经济复苏, 股价存在大幅上升空间, 如可选消费、汽车、中国房地产、券商、保险及航空。

我们相信市场由偏好增长股改为看好价值股及周期性股份的最重要一项因素, 取决于疫情能否受控, 理想情况下是疫苗研发成功。若中美经济数据出乎意料正面, 亦同样利好价值型及周期性股份。

風險及催化劑

下行風險

1. 主要國家經濟數據不如理想，為V型經濟復蘇增添變量
2. 主要國家出現第二波疫情爆發
3. 中美緊張局勢升溫，並有具體行動如互增關稅和制裁
4. 需求未充分復蘇，企業破產數量上升
5. 聯儲局縮表，美元持續走強
6. 通脹風險：成本驅動情況下，供應鏈斷裂及貿易戰持續；需求驅動情況下，經濟復蘇伴隨無限量寬及大規模財政支出
7. 硬脫歐：英國自2020年1月31日脫歐後，正式進入11個月的過渡期。英國及歐盟應就未來貿易安排達成協議，並於2021年1月1日正式實施。不過，談判暫時因疫情延遲

正面催化劑

1. 經濟數據強勁，形成V型經濟復蘇
2. 疫苗研發取得良好進展
3. 中美開始就第二階段貿易協議進行協商
4. 新經濟股份如阿里巴巴 (9988 HK)，美團 (3690 HK) 和小米 (1810 HK) 最快在2020年9月被納入恆指，為基準指數增加盈利增長空間，並吸引更多投資者來港

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于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为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人士。

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。