

9月港股策略報告

聯儲局及弱美元支持，恒指向上突破機會增

恒指由7月初至今窄幅波動兩個月，估計於9月份向上突破的機會較高，利好因素包括美國聯儲局修改通脹目標、美元疲弱、人民幣走強。聯儲局修改通脹目標，令孳息曲線變得較傾斜，料令近月疲弱的美元更添沽壓。受惠於這些因素，金融及地產股有望造好。

- **聯儲局改用「平均通脹目標」政策。**聯儲局於8月27日宣佈將通脹目標修改為「平均」2%，表明當過去一段時間通脹低於2%，將容許未來通脹率高於2%一段時間才考慮加息，相信這將令聯邦基金利率更長時間保持於近零。
- **市場影響：孳息曲線更傾斜，有利股價向上。**我們預料聯儲局最新政策將推高美國長債孳息率，孳息曲線更傾斜，有利股價向上，尤其利好金融股。
- **美元走弱，人民幣走強。**聯儲局修改通脹目標，意味未來幾年將維持利率不變，美元繼續走弱，而弱美元通常利好新興市場表現。同時，人民幣走強，有利整體中國股票，尤其是持有大量人民幣資產的金融及地產股。
- **技術分析：恒指下個目標 26,782。**年初至今，恒指形成三角形，現已運行至末端，接近突破。從基本面向來，恒指向上突破機會較大，一旦升穿250天線阻力約25,800，下一級目標將會是7月初高位26,782。金價經過整固後，仍守於升軌之上，隨着聯儲局長期維持低利率，金價中長線仍有上行空間。
- **策略：配置金融股、內房股及科網龍頭。**恒指於9月份向上突破的機會較高，聯儲局修改通脹目標、美元疲弱、人民幣走強有利金融及地產股造好。估計科網巨頭亦將會貢獻恒指升勢。此外，國內基建投資持續增加，我們繼續偏好工程機械股份。

行業與公司推薦

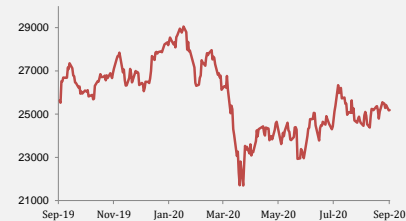
行業	公司
保險	中國人壽 (2628 HK), 中國太保 (2601 HK)
券商	中信証券 (6030 HK)
房地產	中國奧園 (3883 HK), 雅生活 (3319 HK)
互聯網及科技	騰訊 (700HK), 鴻騰精密 (6088 HK)
工程機械及設備	中聯重科 (1157 HK), 中國重汽 (3808 HK)

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：短期換馬至周期性行業 - 2020年8月19日
2. 8月港股策略報告：恒指區間上落，政策受惠股料跑贏 - 2020年8月5日
3. 港股下半年展望：增長股料繼續跑贏 - 2020年7月6日
4. 6月港股策略報告：市場分歧與機會 - 2020年6月9日
5. 市場策略：兩會政策前瞻及受惠股 - 2020年5月20日
6. 5月港股策略報告：第二輪衝擊 - 2020年5月5日
7. 市場策略：五月前沽貨，候低再吸納 - 2020年4月22日
8. 市場策略：評估中國經濟復蘇及對港股影響 - 2020年4月6日
9. 市場策略：港股防守力較美股強 - 2020年3月18日
10. 市場策略：疫情大流行及“熊市”下的機遇 - 2020年3月16日

目錄

聯儲局調整貨幣政策目標	3
平均通脹目標	3
聯儲局新政策影響	3
新政策對市場影響	4
美元走弱，人民幣走強	6
聯儲局放鴿，美元走弱	6
人民幣走強，利好金融及地產股	6
技術分析	7
策略：配置金融股、地產股及科網龍頭	9
主要風險	9

聯儲局調整貨幣政策目標

平均通脹目標

聯邦公開市場委員會於8月27日宣佈更新其《長期目標和貨幣政策策略聲明》，主要修訂就業最大化和物價穩定的「雙重目標」。在物價穩定方面，委員會調整了實現2%長期通脹目標的策略，改為「力求通脹率在一段時間內保持在平均2%的水平」。

聯儲局主席鮑威爾於8月27日進一步解釋：「當通脹率低於2%一段期間，貨幣政策目標將為通脹在未來一段時間內高於2%。」

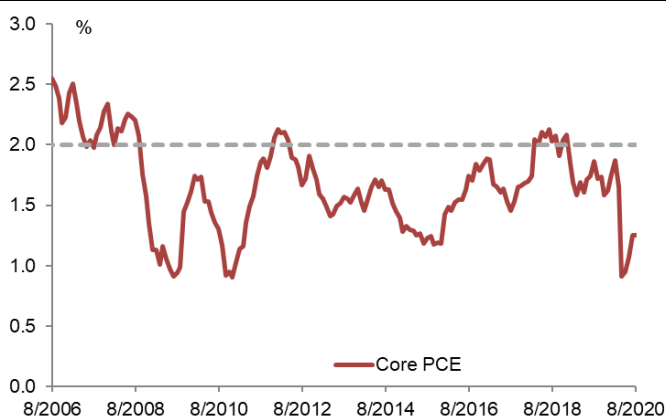
聯儲局新政策影響

■ 容許未來幾年通脹率高於2%

在修訂政策之前，市場一般預期聯儲局在通脹回升至或高於2%時考慮加息。修訂政策後，通脹率高於2%非但不一定引發加息，更是聯儲局所樂見，只要在一段較長時間之內之平均通脹不超出2%。

自2008年金融海嘯後，美國核心個人消費支出物價指數（PCE，聯儲局偏好之通脹指標）按年變化一直低於其2%的目標（圖1）。雖然聯儲局並未闡釋計算一段時間內平均通脹率的方法，但我們相信未來通脹率溫和地高於2%幾年後，聯儲局才會考慮加息。

圖 1：聯儲局的通脹指標維持在 2% 以下



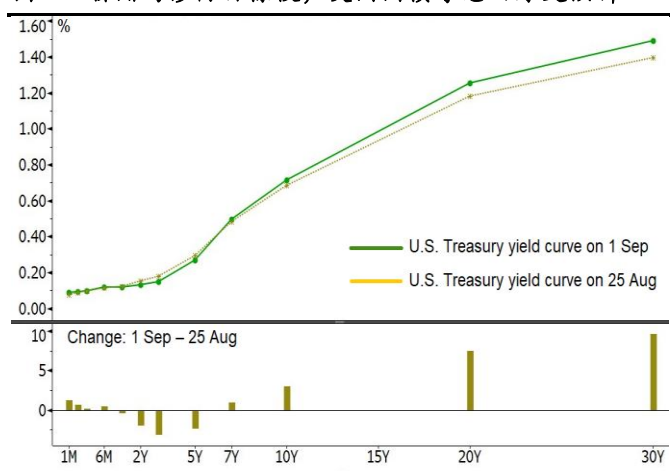
資料來源：彭博、招銀國際證券

■ 孳息曲線將更傾斜

聯儲局容許通脹高於 2%，意味未來幾年不會加息（至少維持利率至 2022 年以後），短年期孳息率維持在低水平，中長年期孳息率則跟隨通脹預期上升，**孳息曲線越趨傾斜**。

在聯儲局修訂通脹目標後，美國國債孳息曲線率已變得傾斜。1 年至 5 年期孳息率下跌，反映市場預期未來幾年聯儲局維持利率不變；7 年至 30 年期孳息率則上升，顯示市場對長期通脹的預期上升（圖 2）。

圖 2：聯儲局修訂目標後，美國國債孳息曲線更傾斜



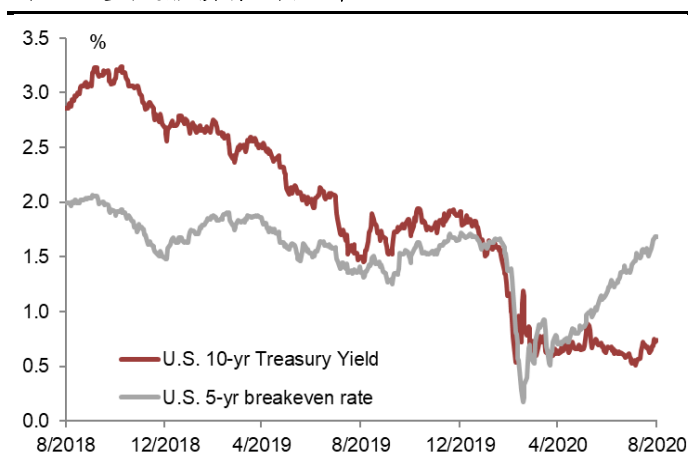
資料來源：彭博、招銀國際證券

新政策對市場影響

■ 長債孳息率更高

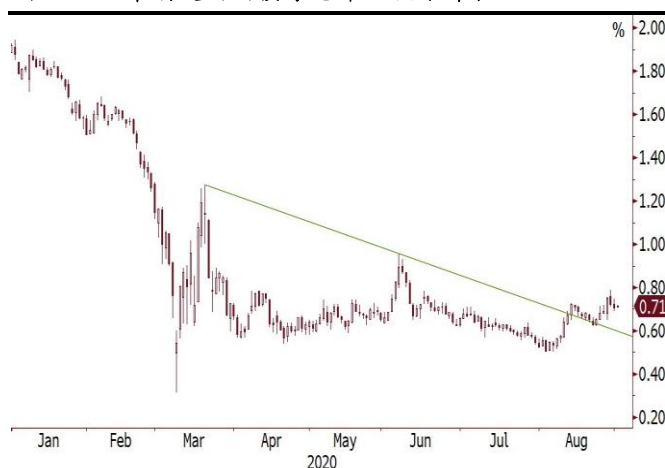
自 3 月份聯儲局推出無限量寬措施，以緩和疫情對市場的衝擊後，美國通脹預期（breakeven rate，圖 3）。孳息率一直落後通脹預期，但過去幾星期逐漸回升，突破下降軌（圖 4）。在聯儲局表示調整政策後，長債孳息率料將跟隨通脹預期進一步上升。

圖 3：美國通脹預期大幅反彈



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 4：10 年期美國國債孳息率突破下降軌



資料來源：彭博、招銀國際證券

■ 利好股票市場，尤其金融股份

利率長期保持於近零，有利於包括股票的風險資產。從板塊來看，周期板塊對量化寬鬆帶來的經濟刺激效果敏感度較高，因此能較大幅度受惠。金融板塊一般並不因低利率而造好，但這次孳息曲線預料變傾斜，有望提高銀行淨息差和保險投資回報率。

圖 5、6、8 顯示國債孳息率上升時，金融股傾向跑贏大市。相對港股和內地股票市場，這個現象在美股市場更為明顯。

不過，這並非意味只要孳息曲線變傾斜，金融板塊就能長時間跑贏大市。金融板塊的長期表現受制於缺乏增長、政策趨嚴、結構性改變等因素。儘管如此，年初至今金融股份已大幅跑贏大市，孳息曲線變傾斜可催化短中期的估值重估。

圖 5：美國孳息率上升時，美國金融股傾向跑贏大市



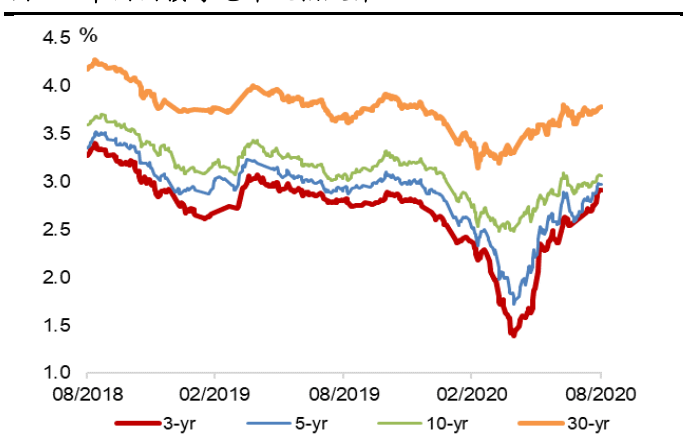
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 6：美國孳息率上升時，香港金融股傾向跑贏大市



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 7：中國國債孳息率大幅反彈



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 8：中國孳息率上升時，中國金融股傾向跑贏大市



資料來源：彭博、招銀國際證券

美元走弱，人民幣走強

聯儲局放鴿，美元走弱

由3月中至今美元已貶值10%，時間上與聯儲局宣佈無限量寬和股市見底一致。聯儲局擴張比其他央行更進取，加上避險情緒消退，美元指數下跌。聯儲局調整政策，未來幾年維持利率不變，美元料將進一步走弱。

圖9顯示美元指數接近跌穿其10年上升軌的支撐位，下一級目標是88.2的雙頂頸線。弱美元通常利好股市，尤其是新興市場。

人民幣走強，利好金融及地產股

美元持續貶值，人民幣兌美元開始轉強。圖10顯示美元兌人民幣已跌至中期上升軌及雙頂頸線，意味人民幣短期內料將持續走強，下一級目標是2019年初的6.69。

圖9：美元走弱



資料來源：彭博、招銀國際證券

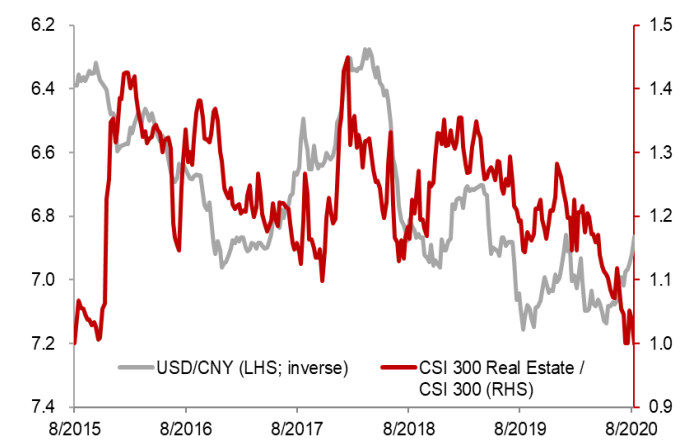
圖10：人民幣轉強



資料來源：彭博、招銀國際證券

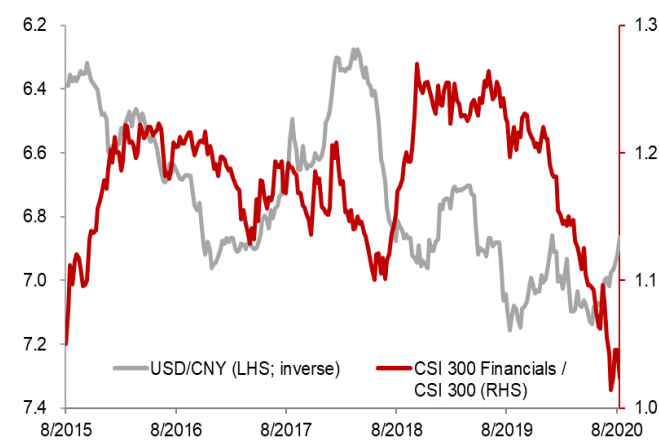
重資產板塊如內房及金融將受惠人民幣升值。內房A股相對表現與人民幣成高度正向關係（圖11），金融A股表現亦與人民幣呈正相關性，但程度不及內房股（圖12）。

圖 11：人民幣升值時，內房股傾向跑贏大市



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 12：人民幣升值時，內地金融股傾向跑贏大市



資料來源：彭博、招銀國際證券

技術分析

■ 恒指下個目標 26,782

在 7 月及 8 月份大部份時間，恒指只在 2,000 點之間徘徊，在 100 及 250 天線間波動（圖 13）。年初至今，恒指形成三角形，現運行至末端接近突破。

從基本面來看，聯儲局長時間維持零利率、美元走弱、人民幣轉強以及中國國內經濟溫和復蘇，恒指向上突破機會較大。一旦升穿 250 天線阻力約 25,800，短期目標為 7 月初高位 26,782。

長線來看，恒指已形成另一個三角形（圖 14），中線阻力為三角形頂部約 27,400。

圖 13：恒指尚未升穿 250 天線



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 14: 恒指中線下降軌阻力約 27,400



資料來源: 彭博、招銀國際證券

■ 科網龍頭領漲，市場寬度收窄

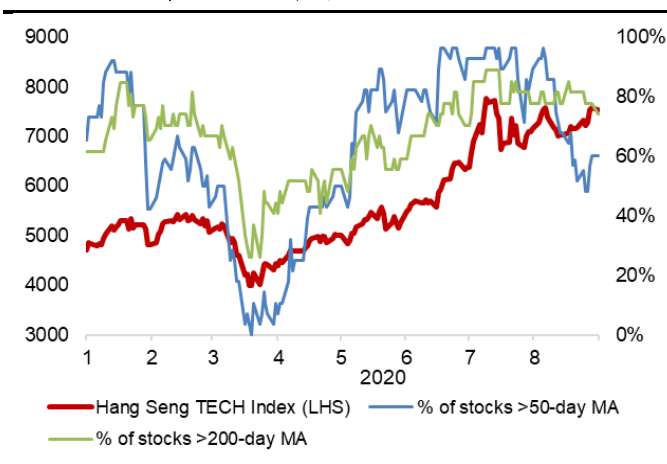
科網股最近幾星期繼續領漲，納斯達克指數屢創新高，而 ATMX（阿里巴巴、騰訊、美團、小米）同樣於 7 月及 8 月創歷史新高。

雖然香港大型科網股勢不可擋，但板塊表現並非全面強勁，部份科網股表現偏軟。恒生科技指數的市場寬度反映了這種情況（圖 15），恒生科技指數最近再挑戰 7 月初之歷史高位，但位於 50 天線以上的成份股百份比跌至 60% 以下。雖然這未算確認轉淡的訊號，但投資者需小心二三線科技股。只宜選擇基本面良好及中期業績理想的股份。

■ 黃金整固後仍處上升軌

7、8 月份金價波動較大，創下歷史新高後回落 10%。黃金仍處於今年上升軌，並升穿短期下降軌阻力（圖 16）。聯儲局維持低利率，中長期金價仍有上升空間。

圖 15: 恒生科技指數的市場寬度



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 16: 金價升穿下降軌



資料來源: 彭博、招銀國際證券

策略：配置金融股、地產股及科網龍頭

我們預計受聯儲局修改通脹目標、美元疲弱、人民幣走強推動，恆指於9月份向上突破的機會較高。金融及地產股料尤其受惠這些因素。作為「舊經濟」股份，這些板塊長期落後於增長股，短期可望獲估值重估的機會。

科網龍頭自3月起領漲，隨着恆指進一步向上，相信科網龍頭亦將有份貢獻升勢。不過，科網/科技硬件/生物科技等板塊股份表現開始分歧，應小心基本面不太穩固或估值偏高的股份。

此外，工程機械及設備之產品需求仍處於上升周期，疊加國內基建投資持續增加，我們繼續看好工程機械生產商。

圖 17：行業與公司推薦

行業	公司	代碼	評級	目標價 (港元)
保險	中國人壽	2628 HK	買入	28.14
	中國太保	2601 HK	買入	33.22
券商	中信証券	6030 HK	買入	24.60
房地產	中國奧園	3883 HK	買入	15.48
	雅生活	3319 HK	買入	60.70
科技及互聯網	騰訊	700 HK	買入	624
	鴻騰精密	6088 HK	買入	4.10
工程機械及設備	中聯重科	1157 HK	買入	11.20
	中國重汽	3808 HK	買入	28.30

資料來源：招銀國際證券

主要風險

1. **中美關係：**11月美國總統大選前，中美關係摩擦有機會升溫，美國或進一步收緊對中國科技公司的禁令或限制。
2. **新冠疫情：**近期歐洲新增確診個案再次上升。假如中國/香港/美國新增確診數字大幅上升，市場將再次受衝擊，周期板塊受影響尤甚。
3. **美元反彈：**經過一輪猛烈貶值，美元或隨時出現技術反彈，特別是當美國經濟數據好於預期，或聯儲局發表不太偏鴿的言論之時。

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 僅會在法律要求的範圍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。