

策略报告

恒指离底不远，看好国策支持板块

受到内地监管风险影响，港股8月份再次跑输大市。我们在报告中将会审视恒指上半年盈利、美国联储局加息计划，以及港股见底的潜在催化剂。我们相信恒指下行空间正逐步收窄，但在政策阴霾扫除前，上行空间同样有限。建议逐步增持港股，目前继续专注于国策支持的板块，同时开始留意当更多见底讯号出现，趁机吸纳新经济股。

- **中国政策仍是主要风险：**虽然货币及财政政策支持逐步加强，但对各行业的监管收紧未有停止的迹象，在政策阴霾扫除前，相信恒指难以出现大幅而持续的反弹。
- **中国制造业 PMI 疲弱：**官方 PMI 连跌五个月，财新 PMI 更跌穿盛衰分界线 50，不利企业盈利前景，尤其是正当监管政策收紧。参考 2015 年的股灾，中国制造业 PMI 于 2016 年 3 月开始反弹，与恒指见底时间相若。
- **资金未重回港股：**自从 7 月份内地监管风险升温，外资倾向卖出中港股票，港股通南下交易于 8 月份累计净卖出约 200 亿元人民币，是连续第二个月净卖出，而内地公募股票基金发行量维持于近月的较低水平，意味基金较少新资金可入市，以及个人投资者对投资股市的兴趣未回升。
- **美元汇价回落：**美国联储局主席鲍威尔 7 月底于央行年会演讲后，市场对美国加息的预期时间延后，美元汇价回落并跌穿上升轨，相信有利新兴市场股市。
- **恒指之经调整估值接近过往谷底：**若扣除 2020 上半年以来获纳入恒指的高估值增长股，恒指之 21 年/22 年预测市盈率仅 9.6 倍/8.8 倍，接近十年平均减两个标准偏差和以往低位。
- **技术分析：等待市场恐慌和恒指 RSI 背驰。**恒指自 2008 年低位以来之长期升轨料有不俗支持（目前约 24,000 点）。恒指与 RSI 之间若出现「三底背驰」，将会是可靠的见底讯号。若恒指波动指数 (VHSI) 再次升至 28，则反映市场出现恐慌，是良好的买入机会。
- **策略：逐步增持港股及对政策趋吉避凶。**投资者已逐渐做好准备，面对往后更多的监管消息，因此港股下行风险应正在减少。建议逐步增持港股，目前继续专注于政策风险低的板块如工程机械、新能源、电动车、硬件，同时开始留意当更多见底讯号出现，趁机吸纳互联网、医疗等新经济股。

苏沛丰, CFA
 (852) 3900 0857
 danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



Source: Bloomberg

近期市场策略报告

1. 策略报告：推测恒指底部 - 2021 年 8 月 23 日
2. 8 月港股策略报告：买入政策风险低的增长股 - 2021 年 8 月 5 日
3. 策略报告：下半年展望 - 增长股重拾动力 - 2021 年 7 月 7 日
4. 6 月港股策略报告：短期价值，中期增长 - 2021 年 6 月 1 日
5. 5 月港股策略报告：上调恒指目标，5 月吸纳港股 - 2021 年 5 月 3 日
6. 4 月港股策略报告：市场风格转换暂歇 - 2021 年 4 月 1 日
7. 3 月港股策略报告：毋须因债息上升恐慌 - 2021 年 3 月 4 日
8. 策略报告 - 恒生指数改革前瞻 - 2021 年 2 月 24 日
9. 2 月港股策略报告：顺势而为 - 2021 年 2 月 3 日
10. 策略报告 - 南下资金推升 H 股 - 2021 年 1 月 22 日

目录

港股见底的潜在催化剂	3
1. 国策支持	3
2. 中国制造业 PMI	4
3. 资金未重回港股	4
4. 美元转弱	5
5. 恒指之经调整预测市盈率低于 10 倍	6
技术分析	7
等待市场恐慌和恒指 RSI 背驰	7
策略：增持港股及对政策趋吉避凶	9

港股见底的潜在催化剂

我们于8月23日的[策略报告](#)提出五项可能将令恒生指数见底的催化剂，最新的发展有两项催化剂出现(估值低、美元转弱)，但三项尚未达到。

1. 国策支持

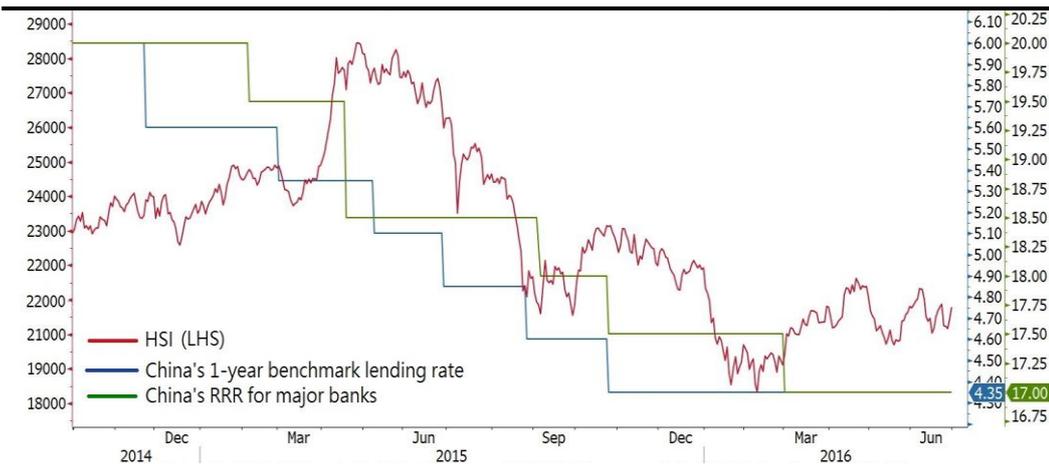
过去一个多月出现各种监管风险(校外补习、互联网、反垄断等)，然而监管收紧未有停止的迹象。对港股而言，政策仍然是最大阴霾而非支持。

■ 货币政策放宽未足以抵销监管风险

中国人民银行加强货币支持是否足以提振股市？央行已在7月降准50个基点，并在8月下旬通过公开市场操作注入额外资金。

虽然如此，我们应注意到在2015年股灾期间，央行将1年期贷款基准利率下调165个基点，并降准3个百分点后，仍未能稳定市场，直至恒指于2016年2月见底。

图1：2015年人民银行降息降准仍未能阻止股市下跌



资料来源: 彭博, 招银国际证券

■ 加大财政政策支持力度

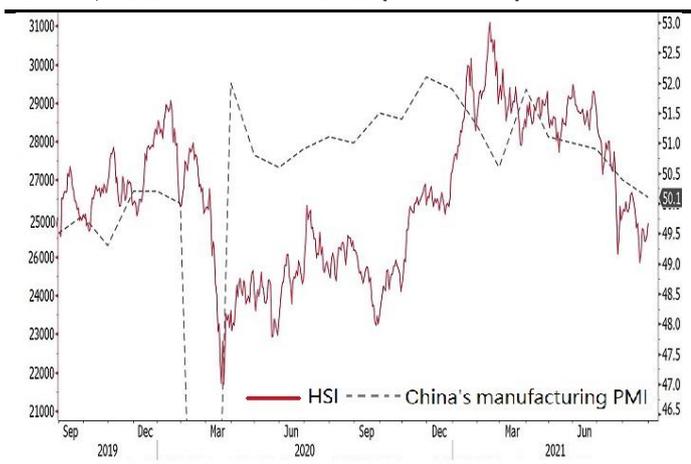
9月1日召开的国务院常务会议，部署稳增长、保就业，保持经济运行在合理区间。加大帮扶政策力度，今年再新增3000亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款。统筹做好跨周期调节。发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。加强政策储备，研究和适时出台部分惠企政策到期后的接续政策。我们认为这些措施具针对性而非全面宽松，将有利于基础设施、工程机械、材料等行业，但或不足以显著改善市场情绪。

2. 中国制造业 PMI

中国官方制造业 PMI 连跌五个月至 8 月的 50.1，比市场预期仅低 0.1 个百分点（图 2）。财新 PMI 更由 7 月份的 50.3 跌至 49.2，自 2020 年 4 月以来首次跌穿盛衰分界线 50（图 3）。经济增长放缓不利工业/企业盈利前景（图 4），尤其在监管收紧之际。

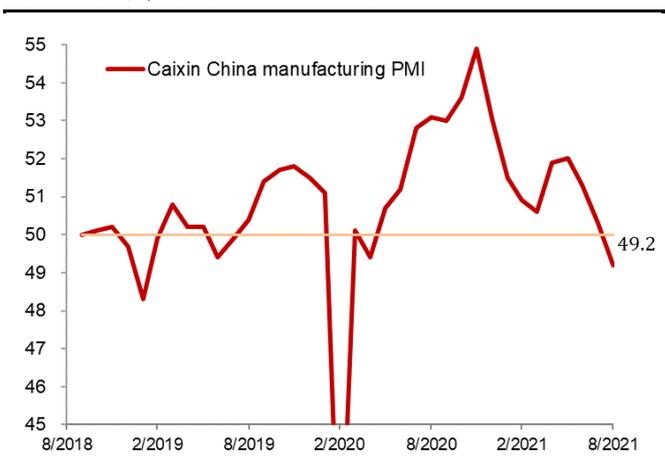
回顾 2015 年的股灾，中国 PMI 于 2016 年 3 月开始反弹，与恒指见底反弹的走势大致吻合（图 5）。

图 2：中国制造业 PMI vs 恒指 (2019-2021)



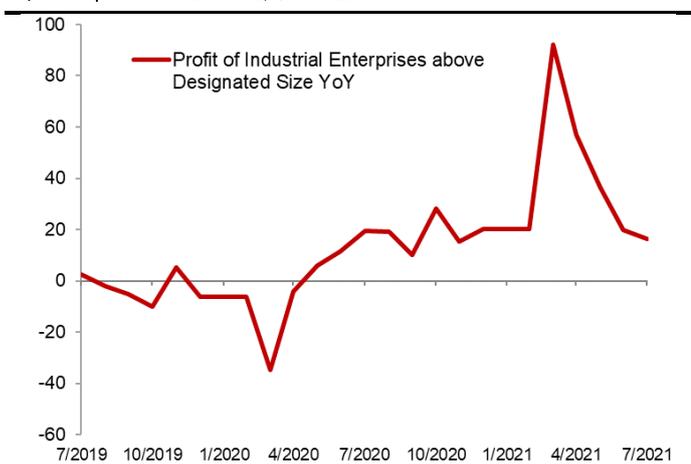
资料来源：彭博，招银国际证券

图 3：财新中国制造业 PMI 跌穿 50



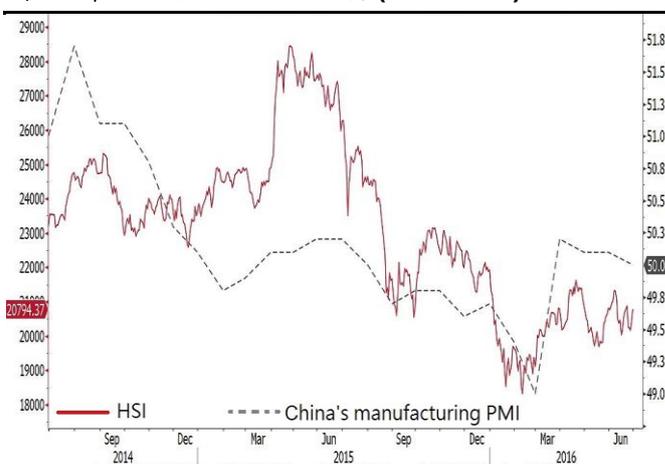
资料来源：彭博，招银国际证券

图 4：中国工业盈利增长放缓



资料来源：彭博，招银国际证券

图 5：中国制造业 PMI vs 恒指 (2014-2016)



资料来源：彭博，招银国际证券

3. 资金未重回港股

回顾 2015-2016 年，市场憧憬 A 股市场获额外资金流入（预期 A 股即将获纳入 MSCI 指数，以及憧憬养老基金入市）是中港股市见底反弹的催化剂之一。

反观现在，自从7月份内地监管风险升温，外资倾向卖出中港股票，「做空中国股」甚至成为拥挤交易。

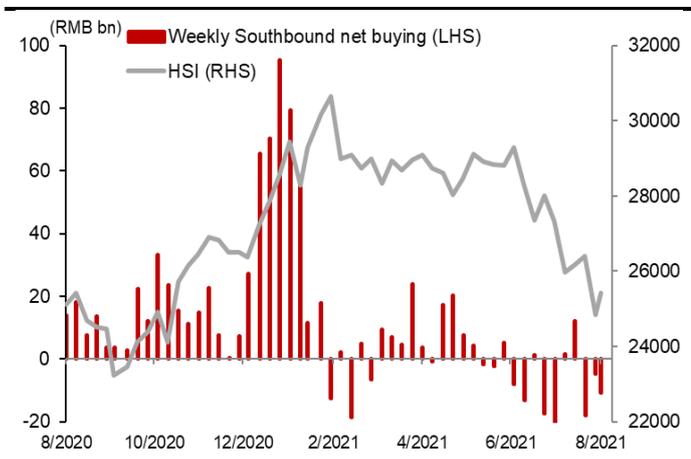
■ 港股通南下交易连续两个月净卖出

内地投资者亦未有抄底港股，港股通南下交易于8月份累计净卖出约200亿元人民币，是连续第二个月净卖出（图6）。虽然北水未必是领先指标，但这些数字显示内地投资者对港股持谨慎态度，扫除政策阴霾是让资金重回港股的重要催化剂。

■ 内地公募基金发行量维持低水平

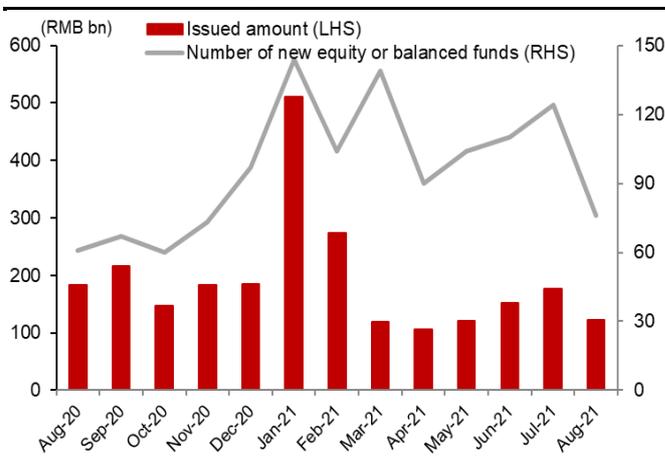
2021年1月至2月期间，内地公募基金发行量忽然大增，推动港股出现短暂强势，当中尤以新经济股为甚。不过，自3月以来新增发行量大幅下降，维持在普通水平（图7）。这意味基金较少新资金可入市，以及个人投资者对投资股市的兴趣未回升。

图6：港股通南下交易于8月份净卖出



资料来源：万得，招银国际证券

图7：内地公募基金(股票型和混合型基金)发行量



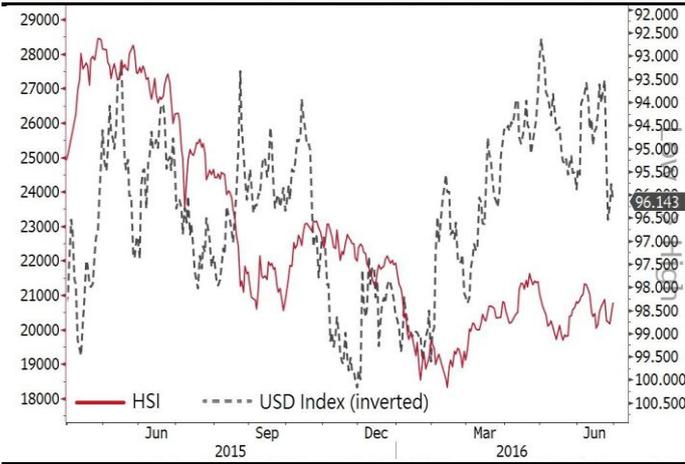
资料来源：万得，招银国际证券

4. 美元转弱

美元走势与新兴股市和汇率走向一般相反。美元于2015年底和2016年初转弱，为恒指提供了反弹的动力（图8）。

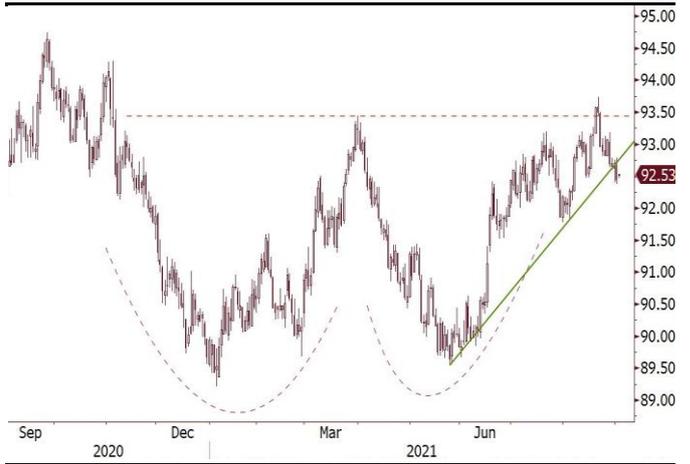
经历3个月升势后，美元似乎在7月下旬升破了利好形态「双底」颈线，但其实证明是一个假突破（图9）。美国联储局主席鲍威尔于Jackson Hole央行年会演讲后，美元汇价跌穿上升轨并进一步回落，相信有利新兴股市。

图 8：美元 vs 恒指 (2015-2016)



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 9：美元指数跌穿上升轨，或利好新兴市场



资料来源: 彭博, 招银国际证券

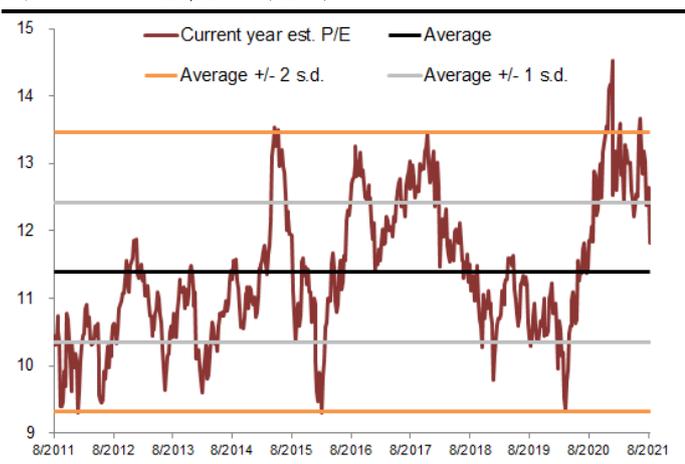
5. 恒指之经调整预测市盈率低于 10 倍

估值低残是目前看涨港股最有说服力的论据。

恒指之 2021 年预测市盈率 12.4 倍，较十年平均的 11.4 倍略高，不过若撇除 2020 年上半年以来加入的 12 只蓝筹股（其中 11 只属于估值较高的增长股，例如阿里巴巴、美团、小米），调整后的恒指 21/22 年预测市盈率仅 9.6 倍/8.8 倍，相当于十年平均减两个标准偏差，亦与图 10 所示过去十年几次见底水平相若。

至于排除于上述计算中的**新经济蓝筹股**，估值进一步下调的空间似乎有限。以阿里巴巴（9988 HK）、美团（3690 HK）和小米（1810 HK）为例。阿里巴巴市盈率处于历史低位，而小米预测市盈率和美团市销率均低于平均水平（图 11-13）。

图 10：恒指近年预测市盈率



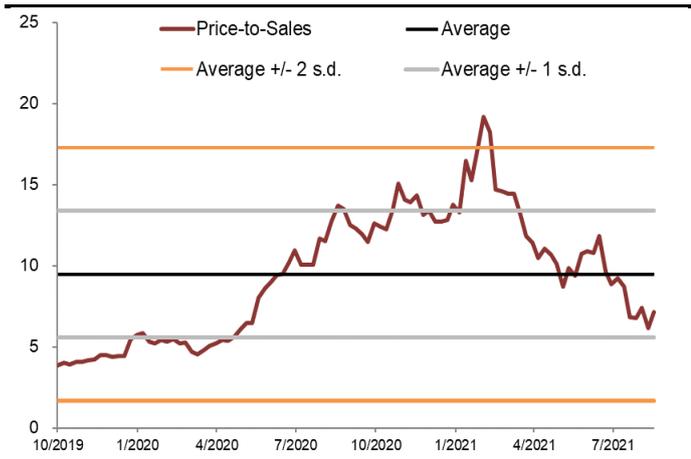
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 11：阿里巴巴预测市盈率



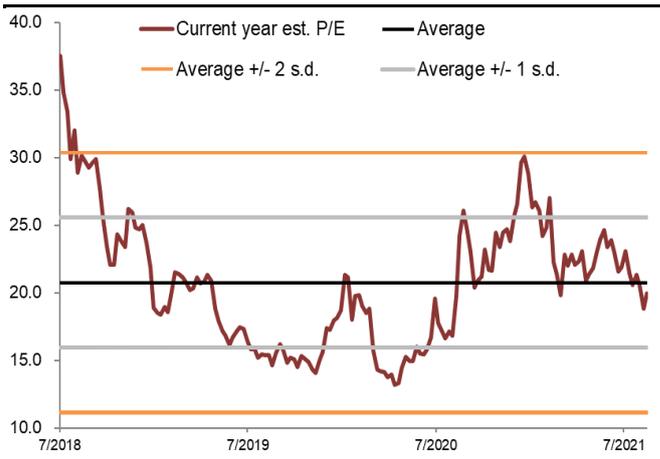
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 12: 美团市销率



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 13: 小米本年度预测市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际证券

技术分析

等待市场恐慌和恒指 RSI 背驰

恒指距离 2008 年之长期升轨不远, 考虑到恒指之经调整估值接近上一次谷底位置, 我们相信升轨 (目前约 24,000 点) 将提供不俗支持。

图 14: 恒指守于 2008 年以来之长期升轨上



资料来源: 彭博, 招银国际证券

虽然如此, 监管风险限制了短期反弹的上行空间, 恒指或于未来数周再次下试低位。若果与 RSI 出现「三底背驰」, 将会是见底讯号, 例如当恒指跌穿其近期低位 24,581, 而 RSI 守在相应低位 29.8 之上 (图 15)。

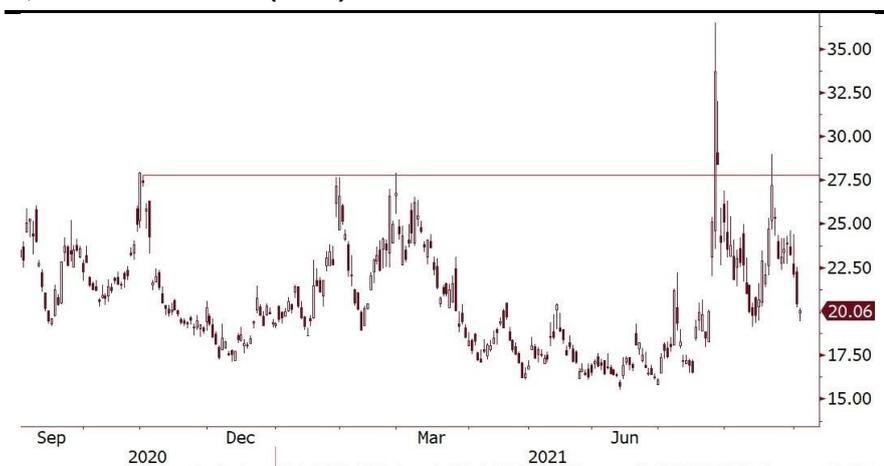
图 15: 恒指有机会与 RSI 出现「三底背驰」见底讯号



资料来源: 彭博, 招银国际证券

另一个参考指标是市场情绪。市场一般在投资者恐慌时见底。恒指波幅指数 (VHSI) 相当于「恐慌指数」VIX, 近一年几次上升至 28 或以上时反映市场恐慌。现时 VHSI 已经回落至 20 左右, 假如在未来几周再次上升至 28 左右, 便是一个很好的买入机会。

图 16: 恒指波幅指数 (VHSI)



资料来源: 彭博, 招银国际证券

策略：增持港股及对政策趋吉避凶

■ 下行风险减少

在消化了一个半月监管收紧的消息后，我们认为投资者已经为进一步的监管利空消息做好了更多准备，因此恒指进一步下行空间应该会减少。

总结上面五项可能令恒指见底的催化剂，1) 估值低残和 2) 美元转弱对恒指形成支持，而 3) 中国的 PMI（经济增长的指标）和 4) 资金注入尚未达到，但当 5) 政策阴霾扫除（目前尚未完全消除）将能为港股带来支持。因此，中国政策仍然是主要风险。虽然货币及财政支持逐步加强，但惟有市场相信收紧监管的最坏时间已过，恒指才会出现大幅而持续的反弹。

■ 重申看好国策支持板块

建议逐步增持港股，并重申我们 8 月份的板块观点：建议目前继续专注于政策风险低的板块如工程机械、新能源、电动车及硬件。

个股包括中联重科 (1157 HK)，三一重工 (600031 CH)，浙江晶盛 (300316 CH)，中国龙源 (916 HK)，新奥能源 (2688 HK)，比亚迪 (1211 HK) 及小米 (1810 HK)。

■ 等待增长股的抄底时机

与此同时，建议开始留意新经济股的见底讯号，趁机吸纳互联网、医疗等新经济股。一旦政策阴霾消散，这些板块将迎来估值重估的机会。

一些值得注意的股份包括腾讯 (700 HK)，美团 (3690 HK)，石药集团 (1093 HK) 及锦欣生殖 (1951 HK)。

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。

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：招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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属制的报告。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仅会在法律要求的区间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。