

6月港股策略報告

短期價值，中期增長

環球股市在傳統淡季5月份仍保持升勢。短期內，在人民幣走強和盈利改善的支持下，我們認為中國價值股將溫和跑贏成長股，其中偏好金融股。然而，從中期來看，我們預計成長股將重新獲得動力。建議積累互聯網、軟件和科技股。

- **股市迎難而上。**儘管美國經濟數據不佳，但5月份全球股市仍處於上升趨勢。市場能擺脫擔憂而上漲，表明投資者已經習慣更高的通脹，並相信貨幣寬鬆政策將保持不變。
- **行業分歧收窄。**5月份價值股再次跑贏成長股。但在疫情前，板塊輪動並不總是發生，最近行業分歧有所收窄。板塊配置策略上應該漸趨平衡，而不是經常押注板塊輪動。
- **人民幣走強有利恒生中國企業指數和價值股。**人民幣兌美元升至三年高位，利好香港上市的中國股份盈利及估值。國企指數在過去2-3個月未能跟隨人民幣走強，可能在短期內補漲。
- **PPI見頂可能會對第三季度大宗商品股構成壓力。**中國4月PPI同比飆升至6.8%，但我們預計其將在下半年放緩，屆時能源和材料股可能會表現不佳，因為與PPI增長的相關性較高。
- **成長股的盈利下調，但估值重現吸引力。**在第一季度業績季期間，互聯網和消費股盈利下調。然而，在股價回調之後，估值變得更具吸引力，互聯網和必需消費等成長型行業的遠期市盈率低於歷史平均水平。
- **短期展望：價值股維持領先。**預計未來1-2個月，中國價值股的表現將略好於成長股，因為1) 人民幣走強對重資產行業有利；2) 價值股第二季度盈利享受低基數效應，互聯網巨頭仍面臨盈利下調；3) 價值股的相對動能依然強勁。看好中國銀行、保險和券商行業。
- **中期策略：積累成長股。**預計成長股將在下半年恢復動力並跑贏大盤，因為1) 強勢人民幣可能難以持續，因此無法繼續提振價值股；2) 隨著低基數效應在下半年消散，對成長股的興趣將重新出現；3) 貨幣和財政政策也有望正常化，成長股對政策的依賴程度較低；4) 板塊輪動圖(RRG)預測從週期股到成長股的潛在輪動。積累互聯網、軟件和IT服務、科技股。

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. 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
2. 4月港股策略報告：市場風格轉換暫歇－2021年4月1日
3. 3月港股策略報告：毋須因債息上升恐慌－2021年3月4日
4. 策略報告－恒生指數改革前哨－2021年2月24日
5. 2月港股策略報告：順勢而為－2021年2月3日
6. 策略報告－南下資金推升H股－2021年1月22日
7. 1月港股策略報告：繼續看好價值型股份－2021年1月6日
8. 2021年策略報告：疫後產需齊復蘇 牛年恒指闖三萬－2020年12月10日
9. 策略報告－疫情有望終結？－2020年11月12日
10. 美國選舉後策略：把握回調機會吸納－2020年11月5日

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目錄

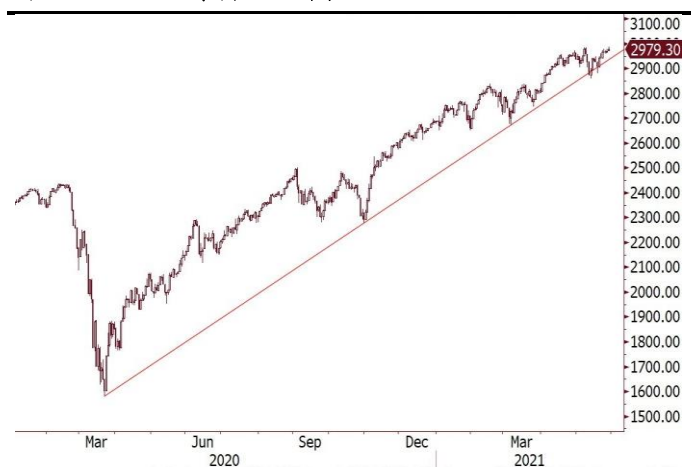
儘管有通脹擔憂，股市仍維持升勢	3
行業分歧收窄	4
人民幣走強利好恒生中國企業指數和價值股	4
PPI 見頂可能對第三季度大宗商品股構成壓力	5
成長股盈利下調，但估值重現吸引力	6
短期展望：價值股保持領先	7
中期策略：積累成長股	8

儘管有通脹擔憂，股市仍維持升勢

投資者並沒有“在 5 月份賣出離場”(Sell in May & go away)。相反，5 月份全球股市仍處於上升趨勢，儘管美國經濟數據不佳，包括 4 月非農就業人數遠遜預期和 4 月通脹高於預期（核心 CPI 同比+3.0%而市場預期+2.3%；核心 PCE 同比+3.1%而市場預期+2.9%）。

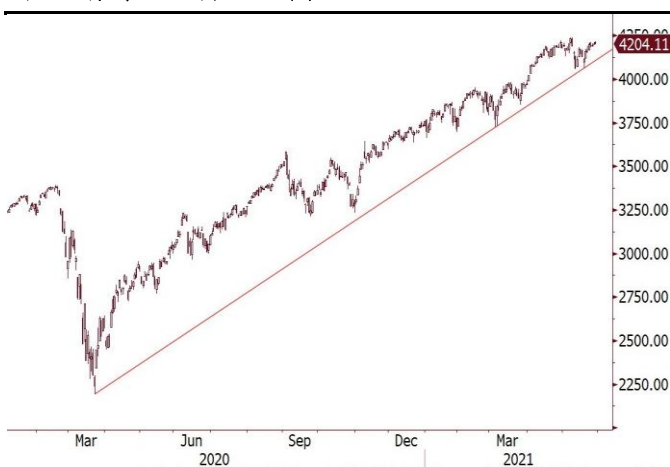
這樣的數據組合（弱就業，高通脹）本來很容易引發對滯脹的擔憂，但股市迎難而上的事實表明，投資者已經習慣了更高的通脹，同時相信上升只是“暫時的”，正如美聯儲所指。美聯儲官員一再重申貨幣寬鬆將保持不變也有助平息投資者的擔憂。

圖 1：MSCI 世界指數於升軌之上



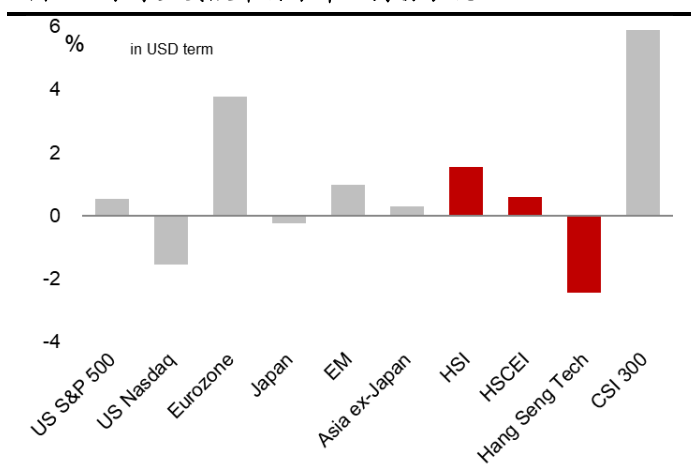
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 2：標普 500 指數於升軌之上



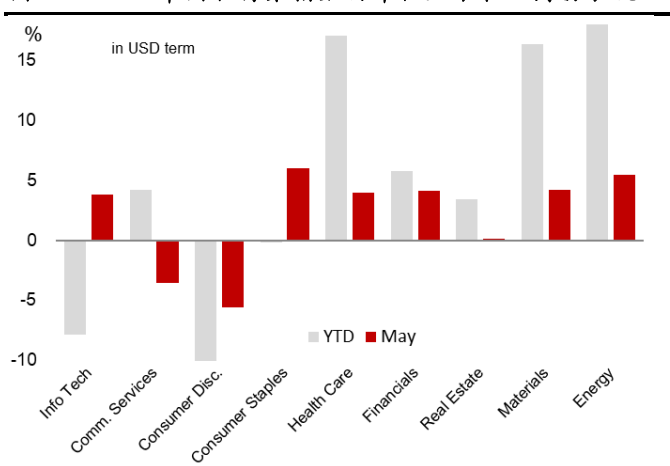
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 3：環球主要股市於今年 5 月份表現



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 4：MSCI 中國各行業指數於年初至今和 5 月份表現



資料來源：彭博，招銀國際證券

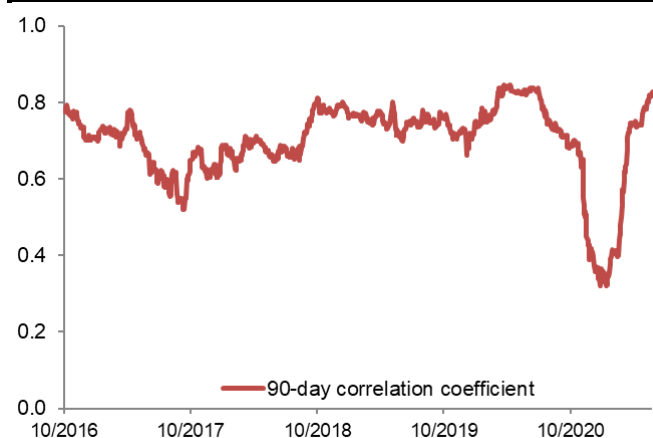
行業分歧收窄

在板塊/風格表現方面，在 4 月份表現不那麼分化之後，**價值股在 5 月份再次跑贏成長股**。例如，恒生指數跑贏恒生科技指數（圖 3）。在 MSCI 中國指數下，大宗商品和金融板塊的表現優於通信服務（主要是互聯網）和非必需消費（圖 4）等成長板塊。

自 2020 年第一季度疫情爆發以來，價值與成長之間的板塊/風格輪動已成為常態，但過往並非總是如此。疫情前，價值股和成長股的表現比過去 15 個月相似得多，兩者之間的相關係數在過去五年的大部分時間在 0.65-0.80 之間。在疫情期間，該數字低見 0.4，但最近 **MSCI 中國價值股和成長股的相關性已回升至疫情前的水平**，而標普 500 指數價值股和成長股之間的相關性與疫情前相比仍然較低（圖 5 和 6）。

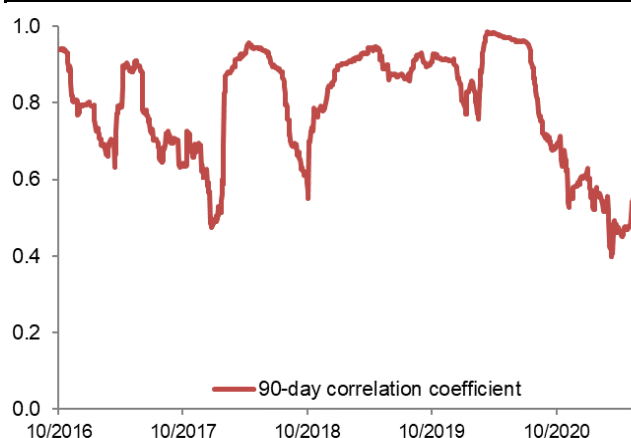
這種幾乎恢復正常的趨勢意味著，隨著全球經濟在疫情後逐漸正常化，從長遠來看，劇烈的板塊輪動/風格轉變料不會經常發生。**板塊配置策略上應該漸趨平衡，而不是經常押注板塊輪動。**

圖 5：MSCI 中國價值股和成長股的相關性正常化



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 6：標普 500 價值股和成長股的相關性開始正常化



資料來源：彭博，招銀國際證券

人民幣走強利好恒生中國企業指數和價值股

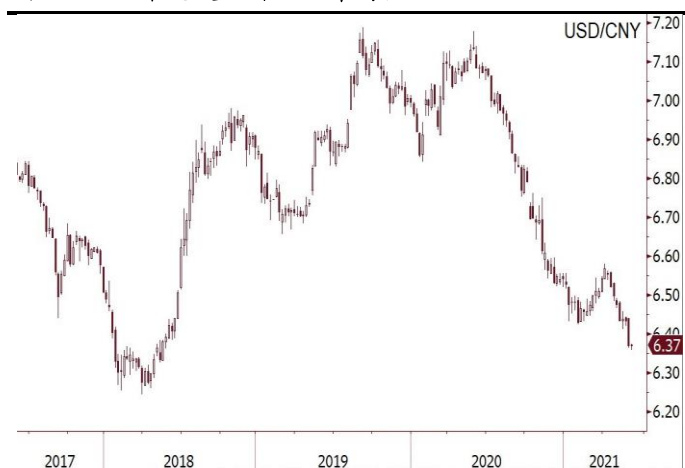
過去兩個月，人民幣兌美元升值 2.9%，延續了 2020 年中以來的強勢，並創下 3 年新高（圖 7）。

人民幣走強通常對在香港上市的中國股票的盈利和估值有利。在過去五年的大部分時間，人民幣和國企指數的遠期市盈率走勢接近。但過去 2-3 個月，國企指數未能跟隨人民幣走強，反而下跌（圖 8）。

如果人民幣保持強勢（不必進一步升值，只需保持在當前水平），國企指數可能會補漲，尤其是受益於人民幣走強的行業，如紙業和資產密集型的金融行業。

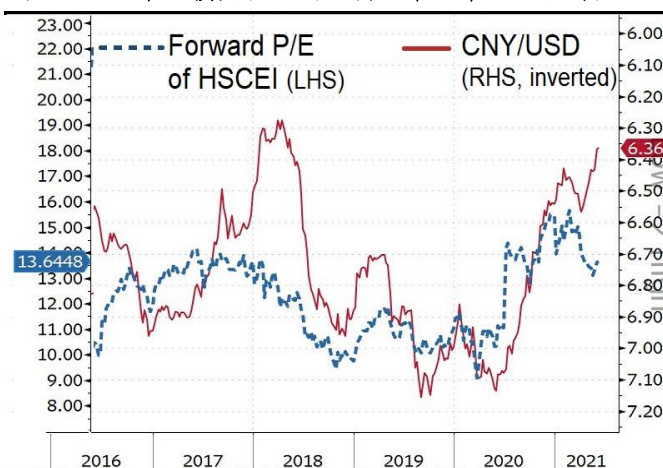
另一方面，雖然中國房地產和航空業也受益於人民幣走強，但它們可能分別被房地產市場調控和疫情反彈的陰影所蓋。

圖 7：人民幣兌美元升至三年高位



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 8：人民幣匯價與恒生國企指數市盈率呈正相關性



資料來源：彭博，招銀國際證券

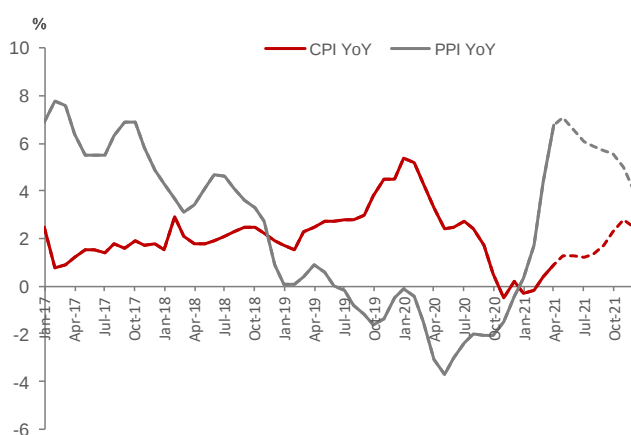
PPI 見頂可能對第三季度大宗商品股構成壓力

中國 4 月 PPI 同比飆升至 6.8%。能源和材料是年初至今兩個表現突出的行業，這要歸功於與 PPI 密切相關的能源和基本金屬價格的強勁上漲。中國能源和材料股與中國 PPI 的相關性最高（圖 10）。

不過，PPI 通脹可能不會長期保持高位。我們的經濟學家預測 PPI 同比增速將在下半年放緩，因為經濟反彈可能會略有放緩，大宗商品供應將逐漸增加以趕上需求（圖 9）。如果 PPI 增長（連同主要大宗商品價格）在下半年確實如我們預期的那樣放緩，能源和材料可能會表現不佳，鑒於其與 PPI 增長的相關性較高。

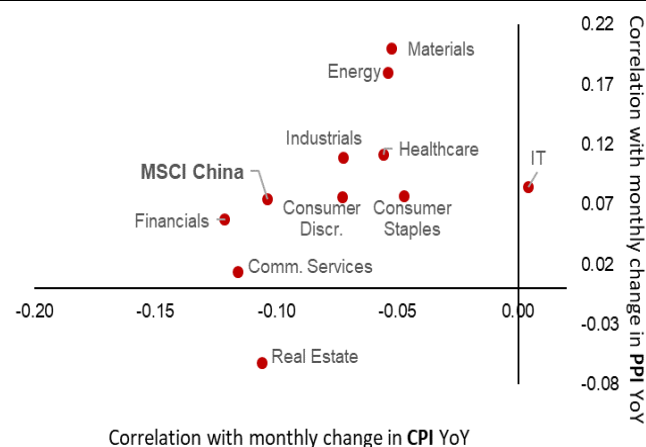
在 PPI 相關範圍的另一端，房地產是唯一與 PPI 變化呈負相關的行業，因此可能在下半年表現優於大盤。

圖 9：招銀國際預測的中國 CPI 和 PPI



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券預測

圖 10：MSCI 中國各行業與中國 CPI 和 PPI 之相關係數



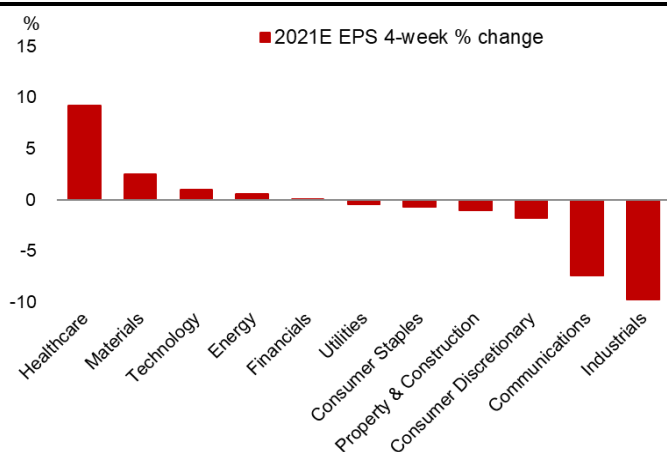
資料來源：彭博，招銀國際證券

成長股盈利下調，但估值重現吸引力

在港股的第一季度業績期間，醫療和材料的盈利預測上調幅度最大，而通信（互聯網股）、工業（可能是由於材料成本上升）和消費品的盈利預測被下調（圖 11）。

然而，在過去三個月成長股的股價大幅回落（例如中國互聯網巨頭從峰值下跌 20-50%）之後，估值重現吸引力，包括通信和必需消費在內的成長型行業的遠期市盈率低於歷史平均水平（圖 12）。

圖 11：恒生綜合指數各行業之盈利預測變動



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 12：恒生綜合指數各行業之市盈率與 5 年平均比較

HSCI sub sector	12-month blended forward P/E	No. of s.d. above/below 5-yr avg
Consumer Discretionary	23.0	+0.4
Healthcare	33.2	+0.1
Technology	26.4	0
Energy	12.2	0
Communications	19.2	-0.3
Property & Construction	13.2	-0.4
Utilities	10.6	-0.4
Materials	9.9	-0.4
Consumer Staples	23.1	-0.5
Industrials	15.9	-0.7
Financials	8.7	-0.8
HSCI	17.4	-0.3

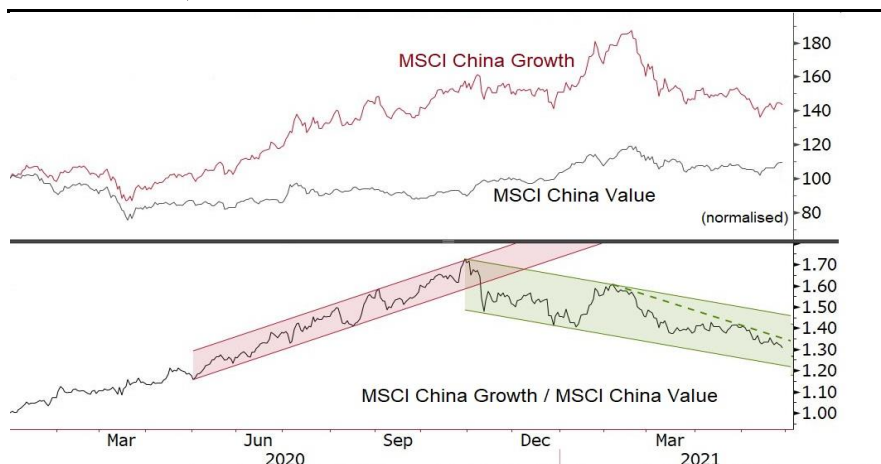
資料來源：彭博，招銀國際證券

短期展望：價值股保持領先

我們認為中國價值股在短期內（未來 1-2 個月）可能會繼續溫和跑贏成長股。看好中國銀行、保險和券商板塊。主要驅動因素是：

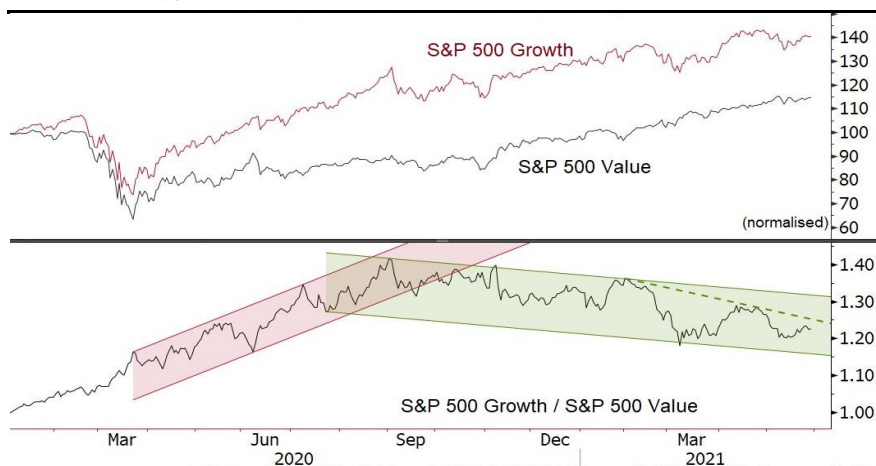
- 1) 人民幣兌美元走強利好重資產行業（主要是金融行業）和某些週期性行業（例如紙業）；
- 2) 由於 2020 年基數偏低，價值股第二季度盈利同比增長將異常強勁。由於第一季度業績期剛剛結束，投資者將注意力轉向第二季度，低基數效應可能會給價值股帶來優勢。另一方面，由於政策逆風和投資增加，互聯網巨頭仍在遭受盈利下調；
- 3) 根據技術分析，價值股相對於成長股的勢頭仍然強勁（圖 13 和 14）。這種勢頭往往會持續，直到趨勢被打破（在目前情況下，直至成長股相對於價值股的下降通道被升穿）。

圖 13：MSCI 中國價值股相對於成長股的勢頭仍然強勁



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 14：美國價值股相對於成長股的勢頭仍然強勁



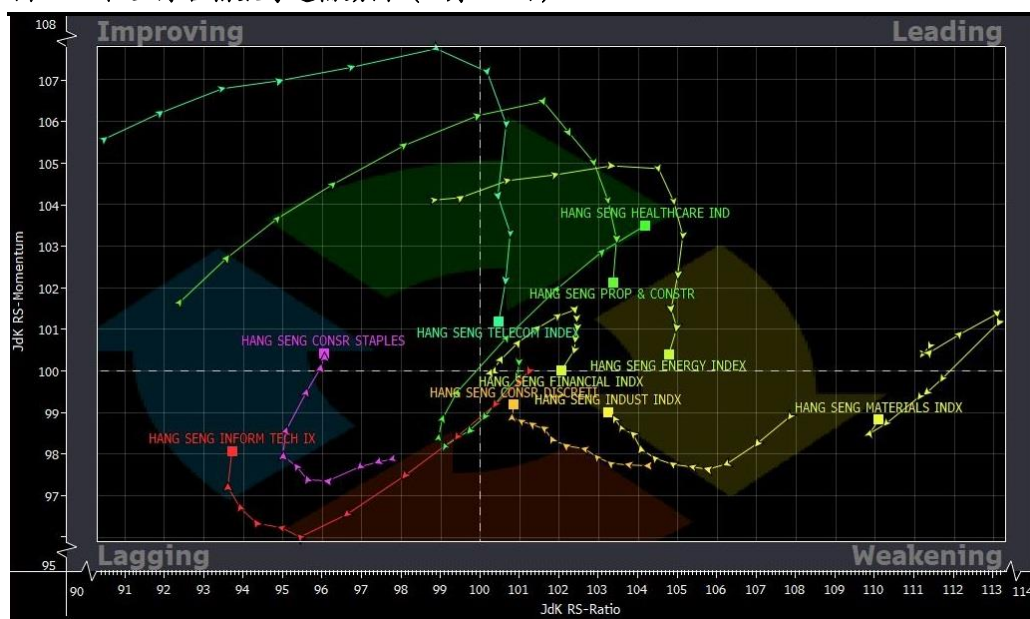
資料來源：彭博，招銀國際證券

中期策略：積累成長股

我們預計成長股將在中期（2021年下半年）重獲動力並跑贏價值股。積累互聯網、軟件 and IT 服務、科技板塊。我們也喜歡教育（高等教育/職業）板塊，因為最大的政策風險已經消除。推動成長股的因素包括：

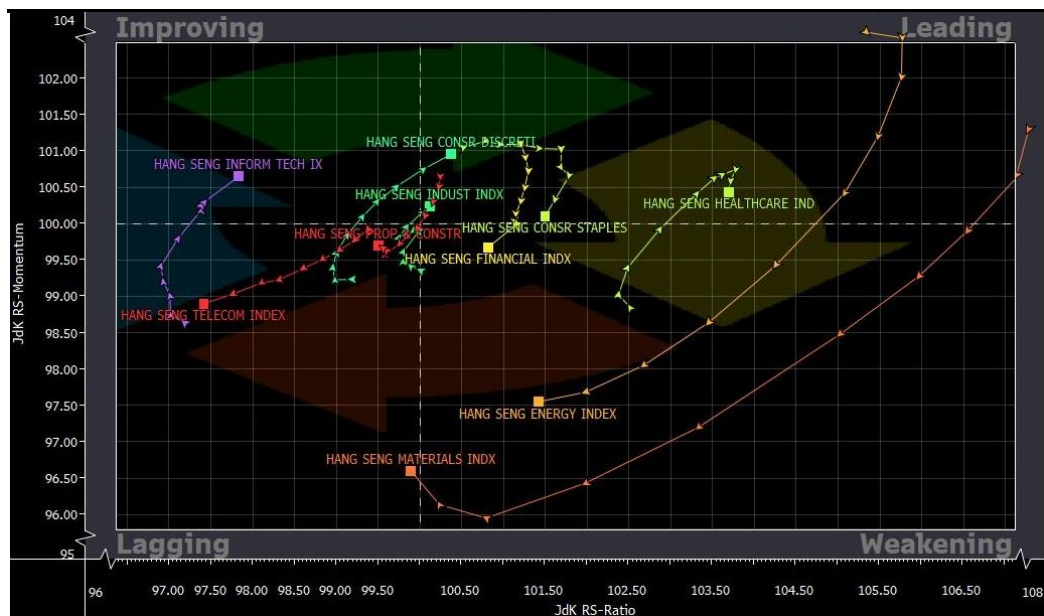
- 1) 強勢人民幣可能難以持續，因此金融股和其他一些價值股可能會失去其中一種驅動力。針對近期人民幣升值，央行官員強調，匯率可能會雙向波動，官方報紙評論指出，受美聯儲緊縮政策、美國經濟強勁復蘇、全球疫情受到控制、美國資產泡沫破滅導致避險等因素影響，未來人民幣可能會貶值。
- 2) 隨著低基數效應消散，經濟增長和盈利將在 2021 年下半年開始正常化。當投資者進一步展望 2021 年下半年時，由於增長前景優越，對成長股的興趣可能會重現。
- 3) 貨幣和財政政策也將正常化，至少這種預期會在 2021 年下半年建立。成長股對貨幣或財政刺激的依賴程度要低得多。
- 4) 板塊輪動圖（RRG）預測未來幾周內可能出現從週期股轉向成長股之輪動。
 - a. 恒生綜合指數每週板塊輪動圖中，材料板塊已經處於“走弱”區間，能源和金融板塊可能緊隨其後，而 IT 板塊未來幾周可能進入“改善”區間（圖 15）。
 - b. 在每日板塊輪動圖中，材料板塊已快速從“領先”轉向“落後”，能源可能很快緊隨其後，而 IT 則已經進入“改善”區域（圖 16）。

圖 15：恒生綜合指數每週輪動圖（5 月 31 日）



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 16: 恒生綜合指數每天輪動圖 (5 月 31 日)



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

*注釋:



1: 表現不佳, 但勢頭增強

2: 表現跑贏, 且勢頭增強

3: 表現不佳, 且勢頭減弱

4: 表現跑贏, 但勢頭減弱

板塊傾向於在圖上順時針旋轉

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。而過去的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士。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制的報告。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。