

5月港股策略報告

第二輪衝擊

踏入傳統「五窮月」，多項因素顯示今年5月將應驗「五窮」之說，以跌市收場：1) 更多疲弱經濟數據及企業業績陸續出爐；2) 目前暫未有針對新冠肺炎的特效藥和疫苗；3) 在剛過去的4月份股市創下最佳單月表現；4) 估值不再低殘，美股甚至偏貴。建議等待更好入市時機，候低再吸納增長股及政策支持板塊。

- **在成功研發疫苗前，經濟不會出現V型反彈。**在成功研發出特效藥及疫苗前，不應憧憬全球經濟會呈現V型反彈。一般認為疫苗研發、測試至批准使用整個過程需要至少12至18個月。
- **放寬邊境限制或是一把雙刃劍。**在未有特效藥和疫苗的情況下，放寬封關措施或導致第二波疫情爆發。德國是最早放寬封城措施的國家之一，上週其感染和死亡人數均呈現上升趨勢。隨著越來越多國家逐步放寬封城及防疫措施，投資者須密切注意疫情會否反彈。
- **更多疲弱經濟數據及企業業績陸續出爐。**大部份西方國家自3月中開始實施封城措施，未來數星期公布的4月份數據將更全面反映疫情及封城影響，意味數字更慘不忍睹。到目前為止，標普500指數第一季度盈利令人失望，並可能進一步下降。基於2020及2021年的預測盈利，標普500指數估值偏貴。恒指相對便宜得多，但一旦環球股市再下挫，亦將不能倖免。
- **避險情緒仍然高企。**股市大幅反彈，但VIX指數、美元和黃金仍處於高水平。美國10年期國債孳息率甚至低於3月25日標普500指數見底時的水平。這些指標顯示，其他資產類別的投資者並不如股票投資者般樂觀。
- **中美局勢再次緊張。**美國總統特朗普威脅對華加徵關稅。2020年11月美國總統大選前，預料中美關係將出現更多變數。當投資者考慮到此風險，市場上行空間或將因此受壓，甚或乎導致經濟增長、企業盈利和估值預測進一步下調。
- **策略：候低吸納增長股。**目前我們仍然偏好工程及機械板塊。除此之外，建議投資者等待更好入市時機，待恒指回落至22,000-22,800點時，吸納增長股和受政策支持有望強勁復甦的板塊，包括互聯網、醫療、教育、汽車、運動服裝及券商。

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指數	24,644
52週高/低位	30,082/21,139
大市3個月日均成交	1,199 億港元

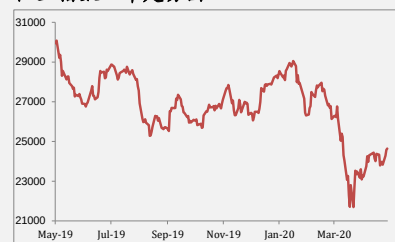
資料來源：彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	4.4%	4.6%
3-月	-6.3%	-1.9%
6-月	-8.4%	-4.7%

資料來源：彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

近期市場策略報告

1. 市場策略：五月前沽貨，候低再吸納－2020年4月22日
2. 市場策略：評估中國經濟復蘇及對港股影響－2020年4月6日
3. 市場策略：港股防守力較美股強－2020年3月18日
4. 市場策略：疫情大流行及「熊市」下的機遇－2020年3月16日
5. 市場策略：油價暴跌對經濟及股市影響－2020年3月10日

目錄

4 月強勁表現，埋下 5 月下跌伏線	3
MSCI 世界指數 4 月升 10.8%	3
在成功研發疫苗前，經濟不會出現 V 型反彈	3
放寬防疫措施是一把雙刃劍	3
更多不利經濟數據及企業疫情業績陸續出爐	3
經濟數據進一步惡化	3
企業業績令人失望，盈利前景不明	4
避險情緒仍然高企	5
中美局勢再次緊張	6
技術分析	7
標普 500 指數或再下跌，造「第二隻腳」	7
恆生指數形成利空「上升楔形」	7
策略－候低吸納增長股	8
等待更好入市時機：恆指回落至 22,000-22,800	8
候低吸納：互聯網／醫療／教育／汽車／運動服裝／券商	8

4 月強勁表現，埋下 5 月下跌伏線

MSCI 世界指數 4 月升 10.8%

4 月份環球股市創下多年來最佳單月表現，MSCI 世界指數升 10.8%，標普 500 指數升 12.7%，恒指升 4.4%。MSCI 世界指數的升幅是 1980 年代指數成立起最佳單月表現之一，標普 500 指數則創 1987 年以來最大單月升幅，及 1938 年來最強 4 月升幅。不過，4 月份反彈是緊隨疫情大流行觸發的大幅拋售，投資者憧憬有藥物（例如瑞德西韋）能對抗新冠病毒，並憧憬解封後經濟復甦。

在成功研發疫苗前，經濟不會出現 V 型反彈

目前潛在藥物是否有效治療新冠肺炎，仍存在未知數。即使臨床測試證實藥物有效對抗新冠病毒，為市場帶來利好消息，但在疫苗面世前不應憧憬經濟出現 V 型反彈。

有報道指部份康復者出現「復陽」情況，出院後體內再驗出病毒，令人憂慮抗體能否令康復者避免再次受感染。世衛在 4 月 24 日表示，無證據顯示新冠肺炎康復者的抗體有助免疫。雖然目前全球已有 340 萬人感染新冠病毒，但能否達到「群體免疫」仍然存疑。普羅大眾對疫情的疑慮尚未釋除，經濟活動難以完全恢復。控制疫情關鍵在於病毒疫苗，但一般認為疫苗研發、測試至批准使用整個過程需要至少 12 至 18 個月。

放寬防疫措施是一把雙刃劍

全球經濟正經歷自二戰起最嚴重衰退，各地政府均希望盡快放寬封城措施，以重啟經濟。

在未有特效藥和疫苗的情況下，放寬封關措施或導致第二波疫情爆發。德國是最早放寬封城措施的國家之一，上週其感染和死亡人數均呈現上升趨勢。自 4 月 26 日起，德國新增確診新冠肺炎人數連續五日上升。隨著越來越多國家逐步放寬封城及防疫措施，投資者須密切注意疫情會否反彈，以及各地政府會否再次加強封城措施。

更多不利經濟數據及企業疫情業績陸續出爐

經濟數據進一步惡化

過去六個星期，美國首次申領失業救濟金人數達 3,030 萬，超越自 2008 年金融海嘯起創造的 2,240 萬個職位，以及金融海嘯期間失去的 870 萬個職位。

不過，經濟數據將進一步惡化。大部份西方國家自 3 月中開始實施封城措施，因此 3 月份數據只部份反映疫情及封城影響。未來數星期公布的 4 月份數據將更全面反映疫情及封城影響，意味數字更慘不忍睹。

企業業績令人失望，盈利前景不明

■ 兩成標普 500 企業撤銷業績指引

根據 Factset，截至 5 月 1 日，55% 的標普 500 企業已公佈今年首季業績。每股盈利高於預期的企業百分比（65%）低於過去五年平均（73%），而整體每股盈利高於預期 2.5%，同樣低於過去五年平均（4.9%）。今年首季度綜合盈利同比下跌 13.7%，分析師預期今年第二/三/四季度同比跌幅為 36.7%/20.1%/9.4%，意味第二/三季度盈利跌幅將更慘淡。

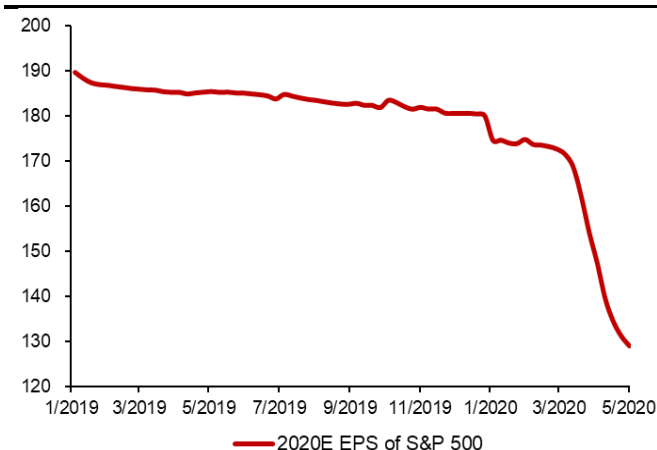
對於期待公司發佈業績指引的投資者來說，撤銷指引的決定或令其失望。盈利前景史無前例地不明朗，包括蘋果公司（AAPL US）在內約兩成標普 500 企業，因疫情未知數而撤銷利潤指引。

■ 盈利進一步下調？

自 3 月初分析師已下調 2020 年標普 500 指數盈利預估 25.3%（圖 1），以及 2021 年預估 15.1%。既然首季度盈利對比五年平均令人失望，相信盈利預測有進一步下調空間。

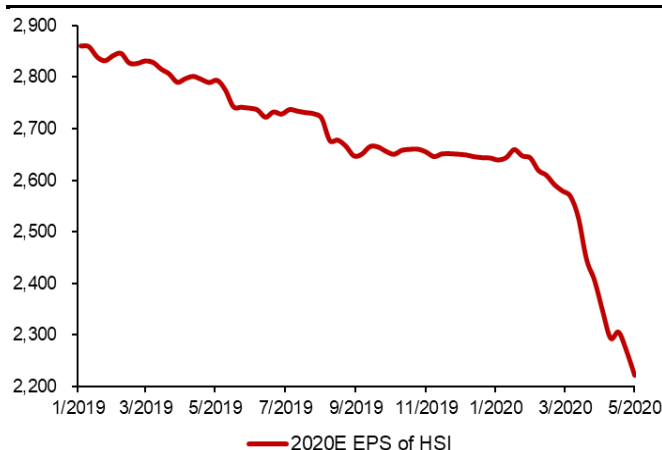
自 1 月疫情爆發以來，恒指 2020 及 2021 年盈利預測亦分別被下調 16.4%（圖 2）及 11.7%。

圖 1：2020 年標普 500 指數每股盈利預測



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 2：2020 年恒生指數每股盈利預測



資料來源：彭博、招銀國際證券

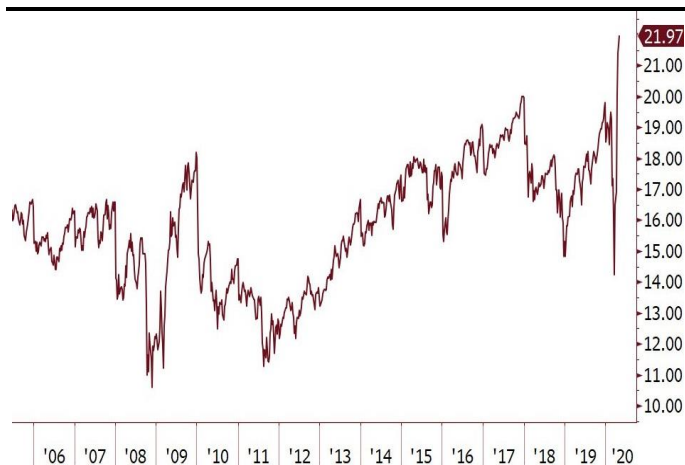
■ 估值偏高

標普 500 指數反彈 29%，加上盈利預測被下調，現時估值為 22 倍 2020 年預測市盈率（圖 3），是過去二十年最高。2021 年預測市盈率为 17.3 倍，接近近年頂峰（2017 年的 18.2 倍）。

今年標普 500 指數每股盈利預計同比下跌 12.4%，下年預計同比上升 27.2%，意味下年收益料高於疫情爆發前。在疫情充滿未知數下，這個預測或太樂觀。倘若 2021 年收益預測進一步下調，標普 500 估值則更顯得偏高。

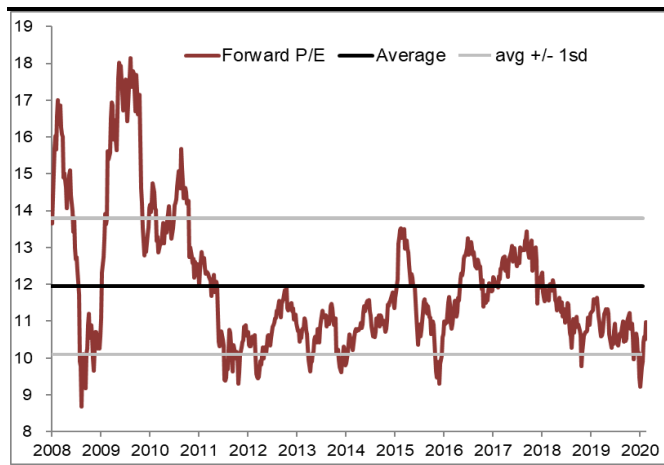
港股相對美股便宜得多，現階段恒指估值為 11 倍 2020 年預測市盈率（圖 4）。**港股估值雖低，但一旦環球股市再下挫，亦將不能倖免，因恒指側重於金融板塊（佔比約 50%），在低息環境中，增長潛力低但企業違約風險高（如能源、航空及旅遊板塊）。**

圖 3：標普 500 指數 2020 年預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 4：恒生指數 2020 年預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際證券

避險情緒仍然高企

標普 500 指數反彈 29%，但 VIX 恐慌指數仍處於 37 高水平（圖 5）。上一次出現類似情況是 2009 年初，標普 500 指數再次下跌形成「第二隻腳」（圖 6 陰影部份）。在 VIX 指數回落至 30 以下之前，投資者情緒仍然脆弱，市場見底或言之尚早。

圖 5：2020 年標普 500 及 VIX 指數



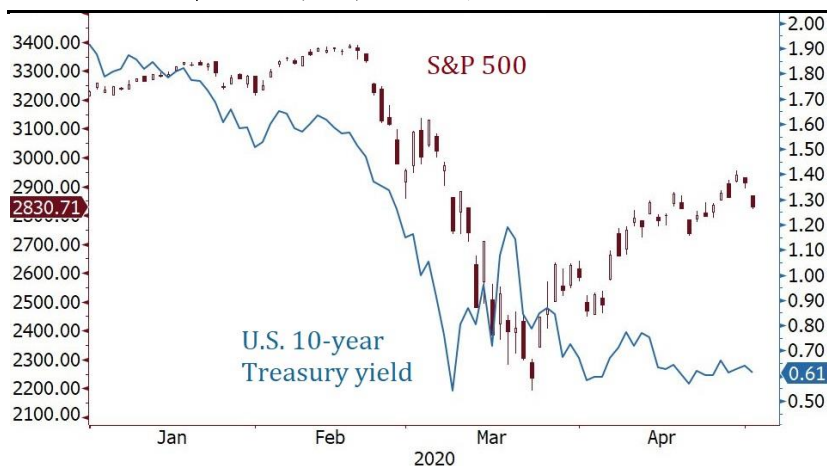
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 6：2008-2009 年標普 500 及 VIX 指數



資料來源：彭博、招銀國際證券

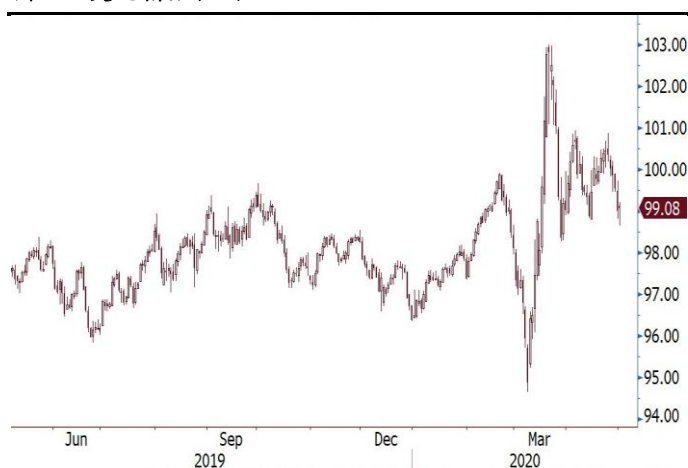
4 月份股市反彈，但債券市場的「聰明錢」未見流走。美國 10 年期國債孳息率徘徊在 0.6%，甚至低於 3 月 25 日標普 500 指數見底時的水平。

圖 7：美國 10 年期國債孳息率低於 3 月美股見底時

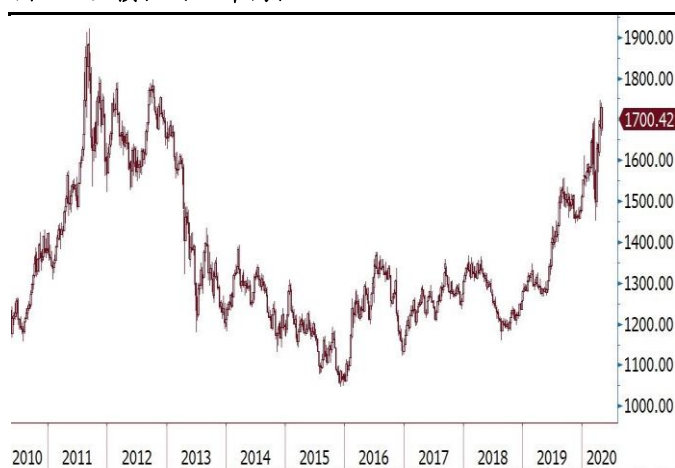
資料來源：彭博、招銀國際證券

其他避險資產如美元和黃金仍處於高水平（圖 8、9）。

這些指標顯示，其他資產類別的投資者並不如股票投資者般樂觀。

圖 8：美元指數位於 100

資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 9：金價位於七年高位

資料來源：彭博、招銀國際證券

中美局勢再次緊張

自中美兩國於今年 1 月份簽署了第一階段貿易協議，新冠疫情便開始爆發，並取代貿易戰成為領導人及投資者所關心議題。最近兩國就疫情責任起爭議，**美國總統特朗普更在 4 月 30 日威脅對華加徵關稅**。此外，彭博引述消息指，特朗普打算下令阻止政府退休基金投資被視為國家安全風險的中國股票。

2020 年 11 月美國總統大選前，預料中美關係將出現更多變數。**當疫情受控後，若兩國之間加劇的貿易磨擦將拖慢經濟復甦**。當投資者考慮到此風險，市場上行空間或因此受壓，甚至乎導致經濟增長、企業盈利和估值預測進一步下調。

技術分析

標普 500 指數或再下跌，造「第二隻腳」

美股標普 500 指數於短短六週最多反彈 34.7%，達到早前跌幅之黃金比率 61.8% 目標（圖 10）。往績顯示，急跌過後，標指第一輪反彈通常不超過 61.8% 水平，其後往往再向下造「第二隻腳」。簡而言之，此輪反彈浪相信已告終。另外，MACD 線或即將跌穿訊號線，確認指數走勢轉弱。

圖 10：標普 500 指數反彈浪或已完結



資料來源：彭博、招銀國際證券

恒生指數形成利空「上升楔形」

恒指 3 月 19 日見底以來，反彈期間營造了利空的「上升楔形」，較短期的楔形已於 4 月下旬跌穿，另一個楔形亦於 5 月 4 日跌穿（圖 11），意味反彈浪完結，估計恒指「第二隻腳」將跌至 22,000-22,800 區間。

圖 11：恒生指數形成利空「上升楔形」



資料來源：彭博、招銀國際證券

策略－候低吸納增長股

等待更好入市時機：恒指回落至 22,000-22,800

踏入 5 月，傳統智慧美股有 Sell in May and go away 之說，港股則有「五窮六絕七翻身」。

今年 5 月，多項因素顯示今年 5 月將應驗「五窮」之說，以跌市收場：1) 更多疲弱經濟數據及企業業績陸續出爐；2) 目前暫未有針對新冠肺炎的特效藥和疫苗；3) 在剛過去的 4 月份股市創下最佳單月表現；4) 估值不再低殘，美股甚至偏貴。

至於港股，我們建議投資者等待更好入市時機（恒指回落至 22,000-22,800），候低再吸納增長股及政策支持板塊。

目前我們仍然偏好工程及機械板塊，因其 1) 受惠於政府基建政策；2) 3-4 月份工程機械銷售同比增長強勁；3) 基建相關承辦商新簽訂單持續增長，現金流得到改善，預示工程機械需求殷切。我們偏好三一重工(600031 CH)、恒立液壓(601100 CH)、中國重汽(3808 HK)和中聯重科(1157 HK / 000157 CH)。

候低吸納：互聯網／醫療／教育／汽車／運動服裝／券商

中國是首個採取封城等嚴格抗疫措施的國家，亦是首個疫情見頂的國家。海外疫情風險持續，現階段建議避開海外業務比重高的板塊（如出口、貿易、工業、手機相關行業）。

中國內需股韌性相對高，受惠政策支持的概率亦比較高。5 月 22 日召開的全國人大會議將是中港市場焦點之一。人大會議過往多於 3 月召開，今年因疫情延至 5 月召開。料促進本地消費將會是其中一項重要議題。

圖 12：建議趁低吸納的股票

行業	公司	代碼
互聯網	騰訊	700 HK
	阿里巴巴	9988 HK
	美團點評	3690 HK
	同程藝龍	780 HK
醫療	石藥	1093 HK
	錦欣生殖	1951 HK
教育	希望教育	1765 HK
	睿見教育	6068 HK
體育服裝	安踏體育	2020 HK
	李寧	2331 HK
汽車	廣汽集團	2238 HK
	吉竹汽車	175 HK
券商	中信証券	6030 HK
	中金公司	3908 HK

資料來源：招銀國際證券

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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。

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。