

5月港股策略报告

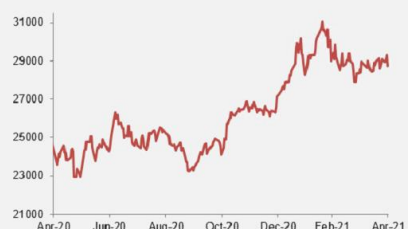
上调恒指目标，5月吸纳港股

股市现时近乎处于最有利环境，因为 1) 经济复苏而没有过热；2) 通胀回升而没有恶性通胀；3) 货币政策保持高度宽松。我们将恒指目标区间调高至 26,000-31,300，以反映更高的盈利、能见度上升和下行风险减少。建议累积成长股，预计 2021 年下半年将有优于大市的表现。

- **经济复苏而没有过热。**自 2020 年第三季度以来，主要经济体的经济数据一直胜市场预期，而疫苗接种使复苏能见度更高。盈利预测亦获调升。尽管经济正在持续复苏，经济绝不至于过热。美国失业率仍偏高，且中国第一季度 GDP 增速在两年平均基础上放缓。
- **通胀回升而没有恶性通胀。**美联储认为，通货膨胀的上升在很大程度上是暂时的，债券市场似乎同意这一观点，平衡通货膨胀率已经稳定。在中国，我们预计 2021 年第二季度 PPI 同比增幅或将超过 5%，然后在 2021 年下半年放缓。美国和中国目前通胀回升，并非恶性通胀。实际上，通胀回升对股票盈利和利润率有利。
- **货币政策保持高度宽松。**美联储重申其目标：令通胀率温和高于 2% 并维持一段时间。美联储主席鲍威尔在 4 月表示，现在还不是时候谈论缩减量化宽松政策。我们认为，2021 年资产购买计划和联邦基金利率不会改变。在中国，房地产市场存在政策紧缩风险，但全面货币紧缩或针对股票市场的紧缩措施不太可能出现。
- **恒指目标区间提高至 26,000-31,300**，基于 10.8-13.0 倍 2021 和 2022 年平均 P/E，由于：1) 2021/22 年市场预期每股盈利自 2020 年 12 月以来获上调了 2.4%/1.3%；2) 疫苗接种使复苏能见度更高，从而降低下行风险；3) 更多成长股/新经济类股票已经并将更快加入恒指，从而提振盈利增长前景和目标市盈率。
- **策略：累积成长股。**在消化了通胀和债券孳息率上升以及紧缩银根的风险之后，预计香港股市情绪将逐渐好转。展望 2021 年下半年，预计成长股将再次跑赢周期股。累积互联网巨头。我们对科技板块亦乐观。
- **避免上游资源股。**大宗商品受益于经济复苏及能源和金属价格上涨，但是我们认为股价可能已经完全反映了利好因素。供应瓶颈迟早会得到解决。另一风险是中国可能会采取行动限制大宗商品价格以抑制通胀。
- **主要风险：**1) 主要经济体的新冠病毒变异和/或新病例反弹；2) 通胀超预期；3) 早于预期的货币紧缩；4) 地缘政治风险，如俄罗斯与乌克兰之间的紧张局势可能导致风险规避和对油价飙升的担忧，从而导致高通胀。

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

恒生指数一年走势图



数据来源：彭博

近期市场策略报告

1. 策略报告 - 市场风格转换暂歇 - 2021 年 4 月 1 日
2. 策略报告 - 毋须因债息上升恐慌 - 2021 年 3 月 4 日
3. 策略报告 - 恒生指数改革前瞻 - 2021 年 2 月 24 日
4. 2 月港股策略报告：顺势而为 - 2021 年 2 月 3 日
5. 策略报告 - 南下资金推升 H 股 - 2021 年 1 月 22 日
6. 1 月港股策略报告：继续看好价值型股份 - 2021 年 1 月 6 日
7. 2021 年策略报告：疫后产需齐复苏 牛年恒指闯三万 - 2020 年 12 月 10 日
8. 策略报告 - 疫情有望终结？ - 2020 年 11 月 12 日
9. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳 - 2020 年 11 月 5 日
10. 10 月港股策略报告：偏好盈利能见度高股份 - 2020 年 10 月 7 日

目录

股市处于最有利环境.....	3
1. 经济复苏而没有过热.....	3
2. 通胀回升而没有恶性通胀.....	6
3. 货币政策保持高度宽松.....	8
恒生指数目标调高至 31,300.....	9
策略：累积成长股.....	10
主要风险.....	11

股市处于最有利环境

经过一年的全球经济和股市过山车之旅，我们认为股市目前近乎处于最有利环境，因为 1) 经济复苏而没有过热；2) 通胀回升而没有恶性通胀；3) 货币政策保持高度宽松。

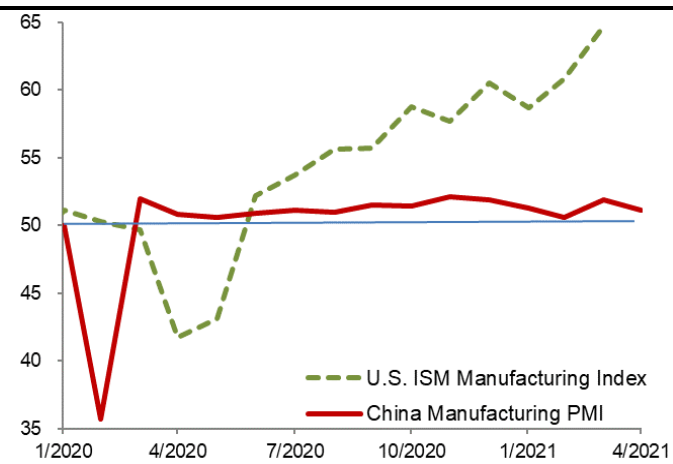
1. 经济复苏而没有过热

经济数据持续胜预期

美国和中国这两个世界最大经济体的制造业 PMI 分别连续 11 个月和 14 个月处于扩张区间（图 1）。美国 3 月 ISM 制造业指数飙升至 64.7，为 37 年来最高，非制造业指数更创历史新高。

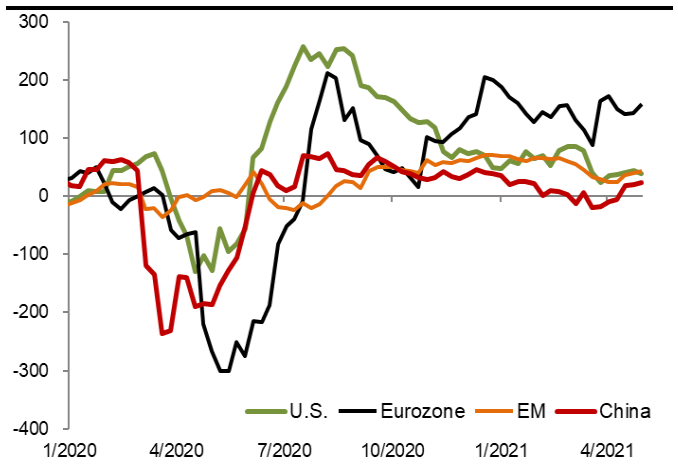
不仅经济复苏持续，数据也持续有惊喜，主要经济体的花旗经济惊喜指数自 2020 年第三季度以来一直为正（图 2）。

图 1：中美制造业 PMI 持续于扩张区



数据源：彭博，招银国际证券

图 2：经济惊喜指数



数据源：花旗、彭博，招银国际证券

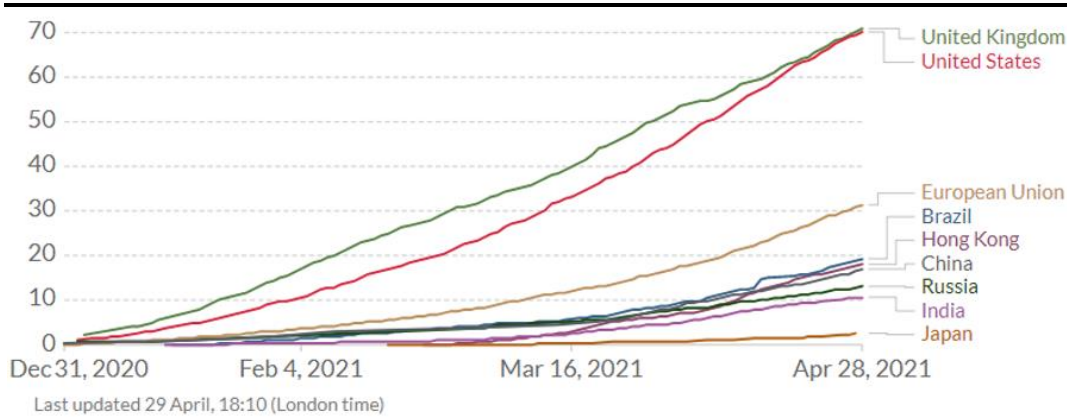
* 正数表示数据胜市场预期

疫苗接种使复苏之能见度更高

疫情仍然是对全球经济的主要威胁，在印度等国家形势严峻，但全球以前所未有的规模接种疫苗正为经济复苏带来希望、信心和更多的能见度。

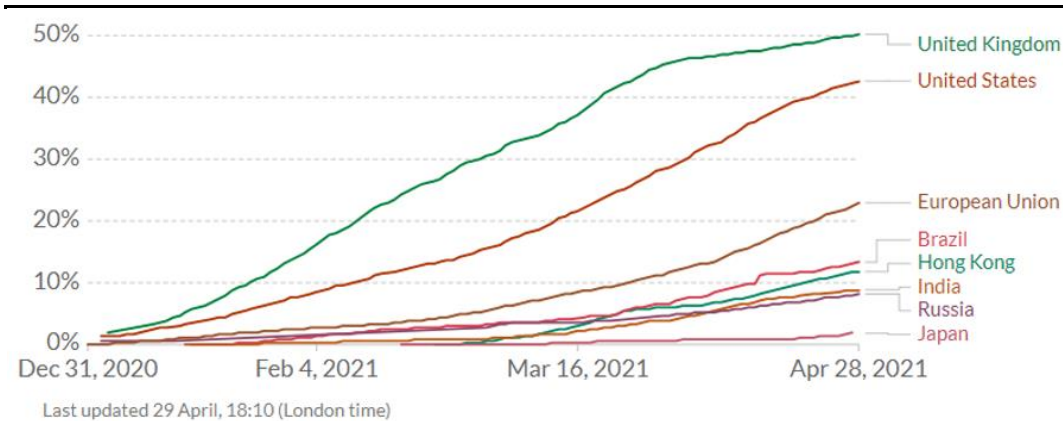
据《金融时报》数据，截至 5 月 1 日，全世界已至少注射了 11.3 亿剂新冠疫苗。发达经济体处于领先地位，英国、美国和欧盟已接受至少一剂疫苗的人口比例领先（图 4）。

图 3：主要国家/地区已接种新冠疫苗的剂数（每 100 人）



数据源：Our World in Data, 招银国际证券

图 4：主要国家/地区已接种至少一剂新冠疫苗的人口（每 100 人）



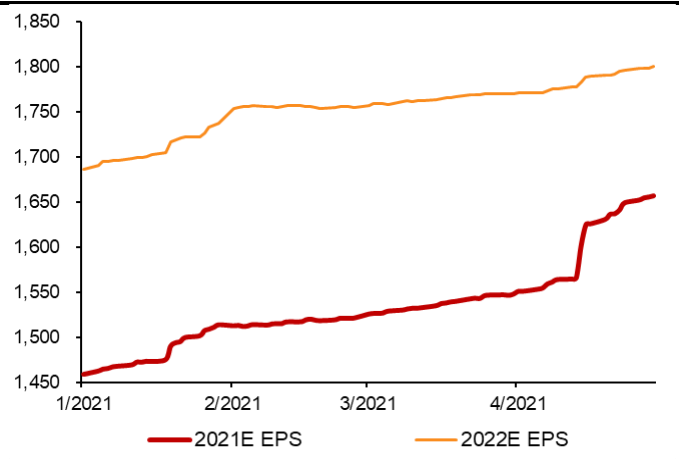
数据源：Our World in Data, 招银国际证券

盈利预测获上调

随着经济持续复苏并超过预期，美国公司盈利预测获上调（图 5 和 6）。2021 年初至今道琼斯工业平均指数每股盈利预测已经调升 14%，纳斯达克调升 9%，反映周期股之预期盈利比成长股改善更多。在中国，盈利调整要小得多，但同样地，价值/周期股之调整比成长股好（年初至今+2% vs -1%）（图 7 和 8）。

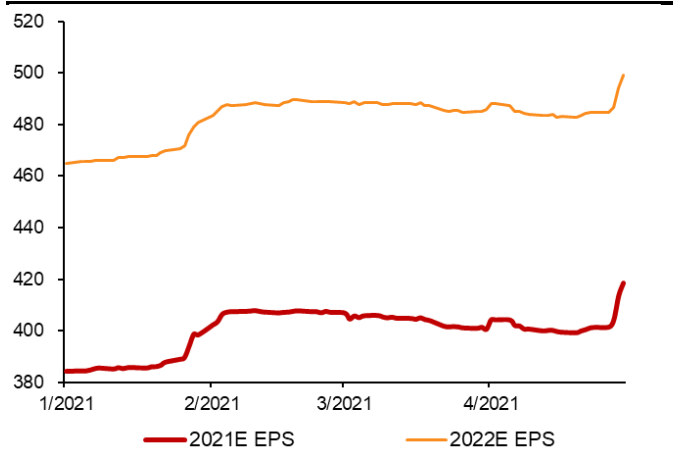
也许不足为奇，当 PMI 较高时（尤其是>55 时），盈利预测往往会调升。较高的 PMI 读数对由周期股组成的道琼斯工业平均指数的推动作用强于代表成长股的纳斯达克（图 9 和 10）。中国的盈利修正（MSCI 中国）虽显示与中国 PMI 呈正相关，但相关性较低。

图 5：道琼斯工业平均指数之每股盈利预测趋升



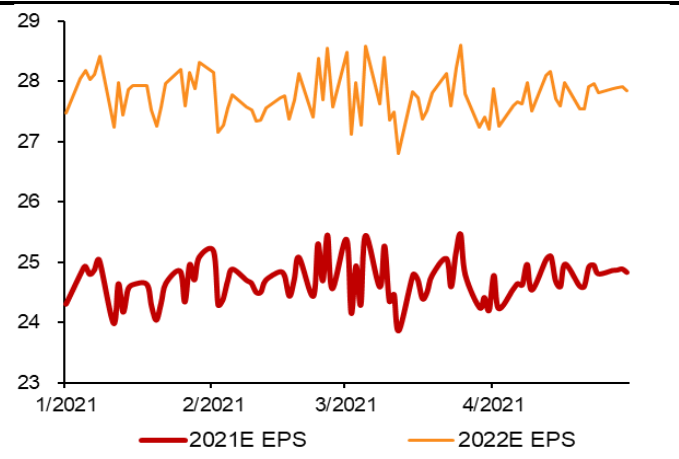
数据源：彭博，招银国际证券

图 6：纳斯达克指数之每股盈利预测趋升



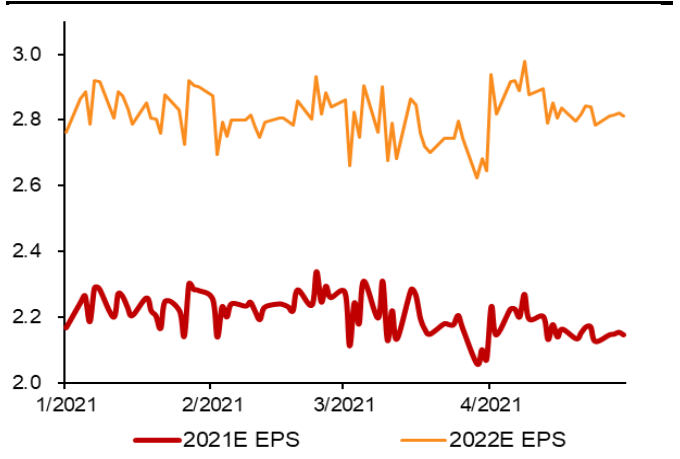
数据源：彭博，招银国际证券

图 7：MSCI 中国价值股指数之每股盈利预测



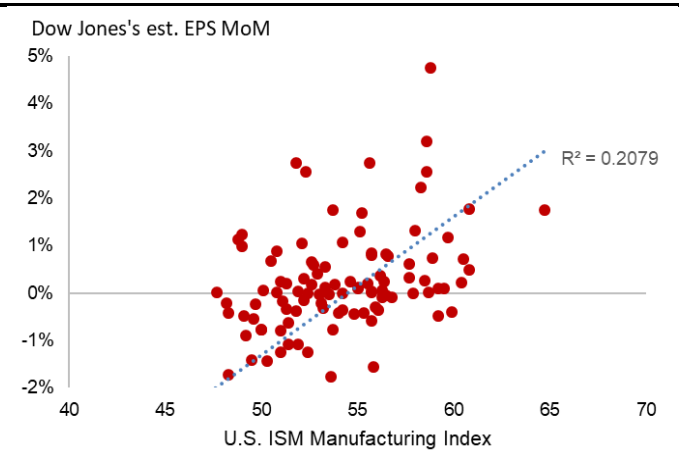
数据源：彭博，招银国际证券

图 8：MSCI 中国增长股指数之每股盈利预测



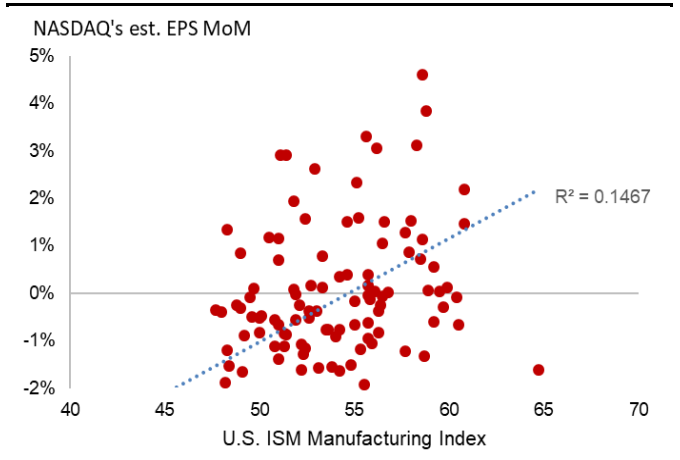
数据源：彭博，招银国际证券

图 9：道指之盈利预测变动与美国 PMI 呈正相关性



数据源：彭博，招银国际证券；2011-2021

图 10：纳指之盈利预测变动与美国 PMI 呈正相关性

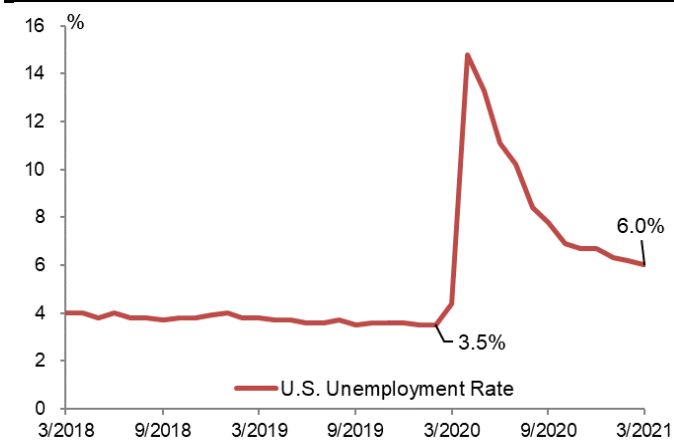


数据源：彭博，招银国际证券；2011-2021

尽管经济正持续复苏，但绝非过热。用美联储的话来说，美国的失业率「3月份仍保持在6%的偏高水平，而且这一数字低估了就业的短缺，特别是因为劳动力市场的参与度仍明显低于疫情前水平」（图11）。

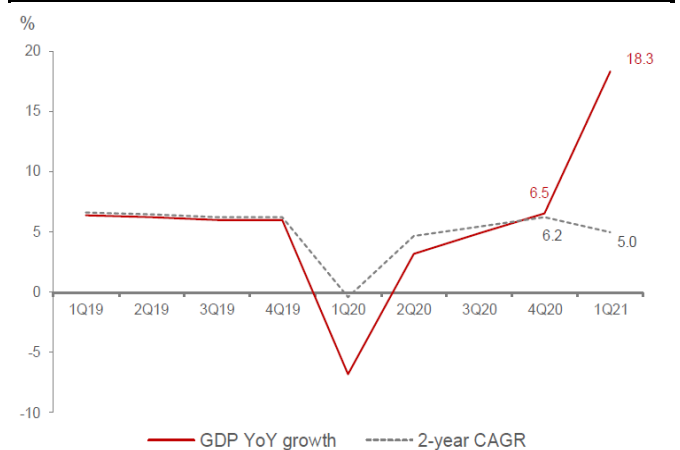
在中国，2021年第一季度GDP同比大增18.3%，由于基数较低，但两年复合增长率为5%，低于2020年第四季度6.2%的两年复合增长率（图12）。

图 11：美国失业率仍偏高



数据源：彭博，招银国际证券

图 12：中国 GDP 季度同比增速



数据源：国统局，万得，招银国际证券预测

2. 通胀回升而没有恶性通胀

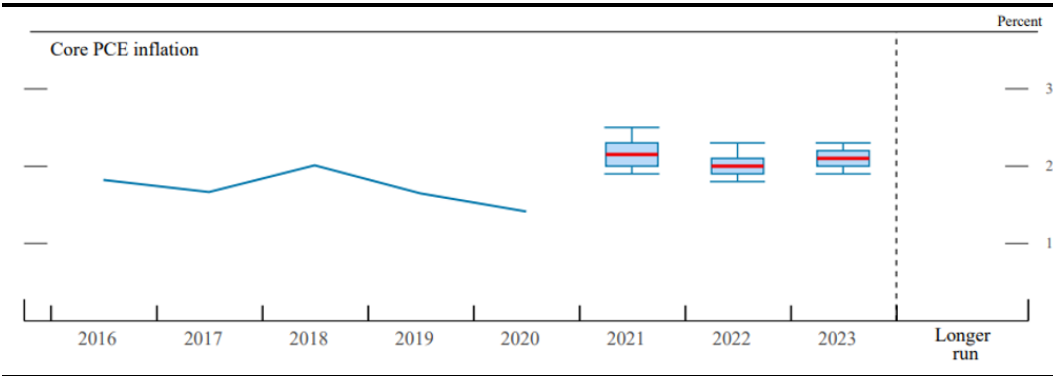
通胀上升是「暂时性的」

股票和债券投资者近期担心通胀上升，因可能引发央行货币紧缩。这种担忧反映在2021年1至2月美国国债孳息率的飙升上，导致2月股市大幅回调。

但是，美联储对此并不认同。尽管美联储承认「短期内个人消费支出物价指数通胀将上涨至2%以上」，由于基数较低以及油价上涨转嫁给消费者，但美联储仍认为**通胀上升在很大程度上反映「暂时性因素」**（例如供应瓶颈）。

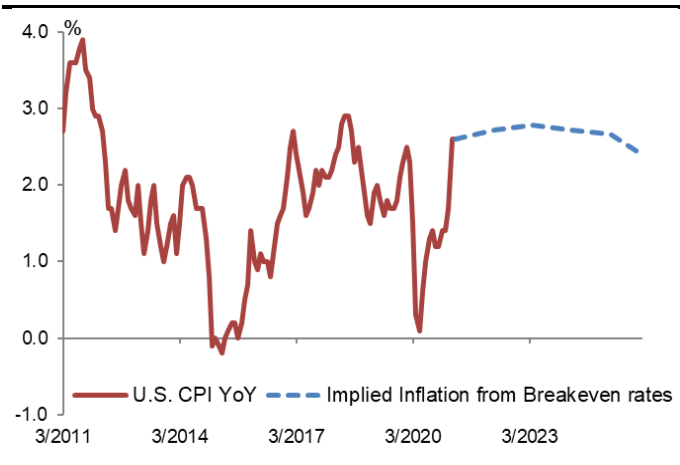
美联储预测，核心个人消费支出物价指数将在2021至2023年间温和同比高于2%（图11）。债券市场似乎同意这一观点，平衡通胀率反映2021至2023年之CPI通胀稳定在2.7%左右（最新CPI读数为2.6%）（图14）。在2月份出现短期上涨之后，平衡通胀率最近已基本稳定（图15）。

图 13: 美联储于 2021 年 3 月作出的通胀预测



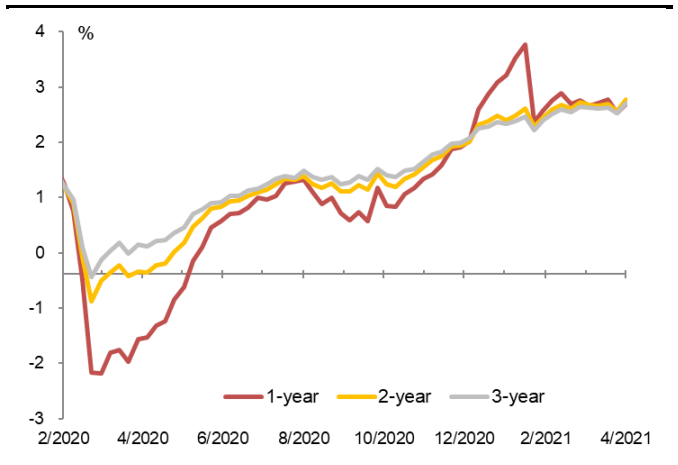
数据源: 美联储, 招银国际证券

图 14: 债券市场反映的 CPI 通胀预期



数据源: 彭博, 招银国际证券

图 15: 美国平衡通胀率近期回稳



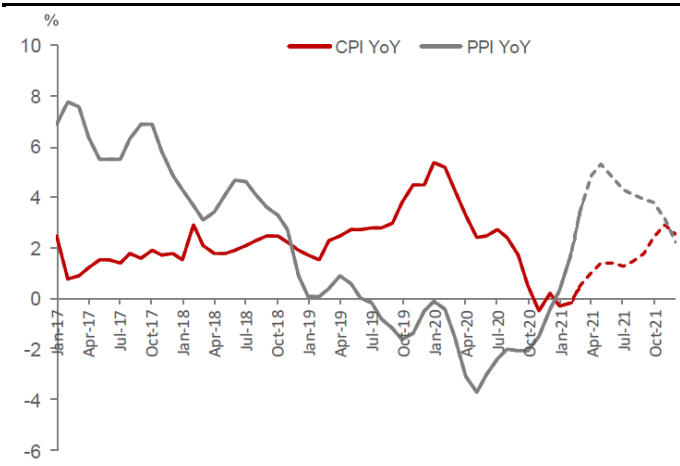
数据源: 彭博, 招银国际证券

中国 PPI 升幅料将放缓

我们的经济师预测, 由于去年的低基数和疫情后的持续复苏, 中国 2021 年第二季度生产者价格指数 (PPI) 同比增幅或将超过 5% (3 月同比增长 4.4%), 然后在 2021 年下半年放缓, 因为经济反弹可能会小幅减速, 商品供应将逐渐增加以赶上需求。我们预计 2021 年 CPI/PPI 分别同比增长 1.4%/3.5% (图 16)。

总而言之, 在美国和中国, 我们正在经历通胀回升, 而不是恶性通胀。实际上, 就盈利和利润率而言, 通货再膨胀对股票 (尤其是周期股) 有利。往绩显示 MSCI 中国的利润率与 PPI 增长呈正相关, 但最近利润率落后于 PPI, 这表明利润率还有进一步上升的空间 (图 17)。

图 16: 招银国际对中国通胀之预测



数据源: 国统局, 万得, 招银国际证券预测

图 17: MSCI 中国之预测利润率 vs 中国 PPI



数据源: 彭博, 招银国际证券

3. 货币政策保持高度宽松

预计 2021 年美联储宽松政策不会改变

美联储在 4 月的会议上重申, 其目标是令通胀率温和高于 2% 并维持一段时间, 以使平均通胀率达到 2%。美联储不会很快收紧 (提高利率或削减购买资产), 除非看到通胀率持续地远高于 2% (他们并不预期如此)。

当美联储最终决定收紧货币政策时, 其将在提高利率之前先减少资产购买 (QE) 的力度。美联储将在做出任何实际决定之前让公众知晓, 但是美联储主席鲍威尔在 4 月表示, 现在还不是时候讨论这一问题。我们认为 2021 年资产购买和利率不会发生变化。

中国的货币政策相对灵活

在 3 月 5 日发布的 2021 年政府工作报告中, 中国承诺维持财政、货币和其他政策的「连续性、稳定性和可持续性」。货币政策的总体基调是「灵活、准确和适当」。我们的经济师认为, 政策倾向于防范投机性资产价格泡沫和金融风险。住房市场存在政策紧缩风险, 但考虑到股市几乎没有泡沫迹象, 我们认为广义基础货币紧缩或针对股票市场的紧缩措施不太可能出现。

恒生指数目标调高至 31,300

在我们于 2020 年 12 月发布的 [《2021 年策略报告》](#) 中，将 2021 年恒生指数目标区间订于 23,600-30,000，基于 10.0-12.7 倍 2021 和 2022 年平均 P/E。恒指在 2021 年 2 月短暂突破最高点 30,000，然后回落并横行整固。

我们现时将恒生指数的目标区间提高至 **26,000-31,300**，基于 10.8-13.0 倍 2021 和 2022 年平均 P/E，由于：

- 1) **2021/2022 年预期 EPS 分别获市场上调 2.4%/1.3%**；
- 2) **大规模疫苗接种使经济复苏可见度更高**，从而降低下行风险，因此提高了目标市盈率下限；
- 3) **更多成长股/新经济类股票已经并将更快加入恒指**（随着 2021 年 3 月公布的指数调整），从而提振盈利增长前景和目标市盈率。

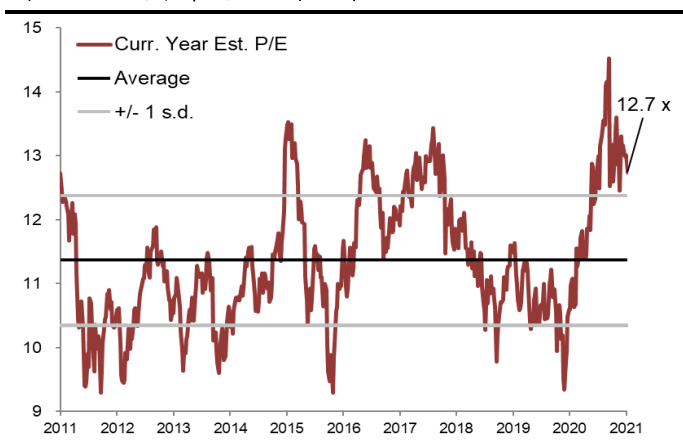
我们的新目标意味着恒指较现水平有约 9% 的上升空间。

图 18：恒生指数目标区间调高至 26,000-31,300



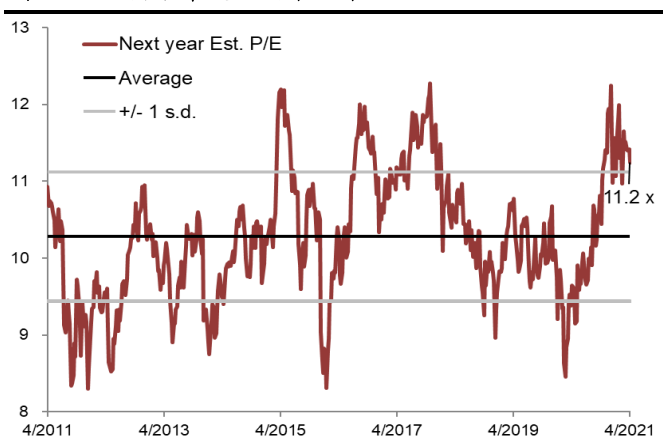
数据源：彭博，招银国际证券

图 19：恒指本年度预测市盈率



数据源：彭博，招银国际证券

图 20：恒指下年度预测市盈率

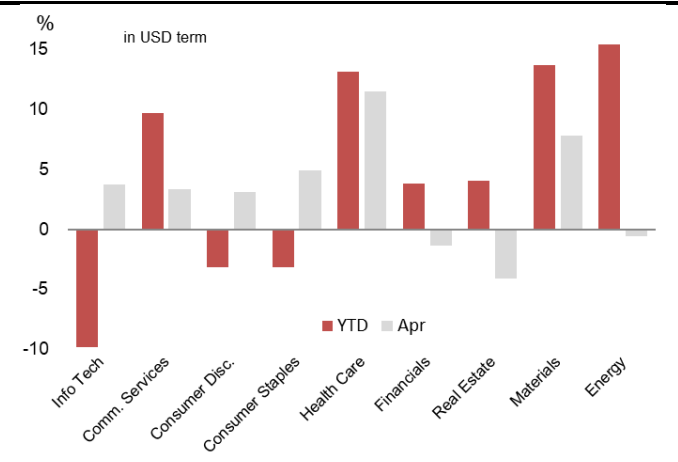


数据源：彭博，招银国际证券

策略：累积成长股

在 [《4月港股策略报告》](#) 中，我们对周期股和成长股态度中性，预计板块轮动将暂歇。与前几个月相比，MSCI 中国 4 月份行业表现之分歧减少（图 21）。

图 21：MSCI 中国指数各行业表现



数据来源：彭博，招银国际证券

我们预计香港股市情绪将逐步改善，随着投资者习惯于温和稍高的通胀和债券孳息率，以及对美联储和中国央行收紧货币政策担忧的消化。特别是，美联储已经数次重申了保持当前的宽松政策不变。

2021 下半年成长股将再次领先

展望 2021 下半年，经济增长和盈利的低基数效应将逐步消失，市场对货币宽松政策撤消的预期将逐步形成（尽管我们预计美联储今年内不会实际撤出）。因此，在政策支持下盈利强劲复苏的周期股可能在下半年开始失去动力，投资者将再次青睐那些不太依赖货币或财政刺激的成长股。

累积互联网巨头

5 月，中国互联网股票可能持续波动，因为腾讯（700 HK）、阿里巴巴（9988 HK）、美团（3690 HK）等将报告季度业绩，监管机构的反垄断调查可能会打击市场情绪。我们认为，由反垄断调查带来的互联网股票的疲软将提供良好的积累机会，因为宣布调查结果/处罚反而会消除政策不明朗因素。

我们也对科技板块（例如手机设备）持乐观态度。芯片短缺可能会在短期内影响生产，但预计 2021 下半年短缺将缓解，届时该行业将从消费者需求复苏和 5G 普及中受益。

避免上游资源股

大宗商品受益于经济复苏及能源和金属价格上涨，但我们认为股价可能已经完全反映了利好因素。中国铝、钢铁、铜和煤炭生产商的股价年初至今普遍上涨了50%-70%。大宗商品价格上涨的部分原因是供应瓶颈，尽管很难预测确切的时机，但迟早会得到解决。

另一风险是中国可能会采取行动限制商品价格以抑制通货膨胀。李克强总理在4月强调，需要加强原材料等市场调节，以缓解企业的成本压力。

在大宗商品板块，石油股的风险相对低于金属和煤炭股，因为前者落后于石油价格和其他大宗商品股。

主要风险

- 1) 新冠病毒变异和/或新病例于主要经济体反弹；
- 2) 通货膨胀超预期；
- 3) 早于预期的货币紧缩；
- 4) 地缘政治风险，如俄罗斯与乌克兰之间的紧张局势可能导致风险规避和对油价飙升的担忧，从而导致高通货膨胀。

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。

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个月的潜在涨幅在-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员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》(新加坡法律第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》(新加坡法律第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。