

策略报告：下半年展望

增长股重拾动力

我们展望下半年一些重要因素，包括联储局部署退市、中国通胀趋势、板块轮动。综合而言，我们相信增长型股份于下半年将重拾动力，料跑赢价值型/周期性股份。策略上，建议累积中国互联网、软件和信息技术服务、医疗等增长股。

- **联储局部署退市。**我们估计联储局最早将于今年9月释出即将减少买债的信号，但明年才开始行动，并于明年底前结束量化宽松。我们预计情况与2014-2019年的紧缩周期相似。
- **退市前后对市场的影响。**我们回顾上一次联储局退市前后不同资产类别的表现，以作参考。退市前股市造好，增长股跑赢价值股，小型股跑赢大型股份，美元持续偏软，欧元转弱，大宗商品缺乏方向。
- **中国通胀趋势。**联储局拟逐步推进政策正常化，以抑制通胀，而中国CPI通胀压力则相对温和。中国通胀压力较大反映于PPI，其5月同比增长9%。随着低基数效应减弱，我们预料下半年PPI见顶回落，升幅于年底料跌至约3.8%。
- **PPI与CPI增幅差距收窄，有利增长股。**我们预计下半年中国PPI与CPI增长差距收窄，情况与2017年相若，而当年增长股大幅跑赢价值股，因上游行业盈利增长减慢，下游行业利润率压力下降。
- **我们看好增长股的原因：**
 1. 经济和盈利的基数于下半年逐渐正常化，利好周期股的低基数效应消退，长期增长较高的增长股之吸引力将重现；
 2. 联储局维持买债步伐下，增长股倾向跑赢，且我们预期联储局明年才开始退市；
 3. 中国PPI见顶回落期间，中国价值股倾向跑输，情况很大可能在下半年出现；
 4. 技术分析显示，美国的增长股相对价值股之表现刚刚扭转弱势。
- **建议累积中国互联网、软件和资讯科技服务、医疗等增长股，避开/减持上游能源和物料股。**

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

近期市场策略报告

1. 6月港股策略报告：短期价值，中期增长—2021年6月1日
2. 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
3. 4月港股策略报告：市场风格转换暂歇—2021年4月1日
4. 3月港股策略报告：毋须因债息上升恐慌—2021年3月4日
5. 策略报告—恒生指数改革前瞻—2021年2月24日
6. 2月港股策略报告：顺势而为—2021年2月3日
7. 策略报告—南下资金推升H股—2021年1月22日
8. 1月港股策略报告：继续看好价值型股份—2021年1月6日
9. 2021年策略报告：疫后产需齐复苏 半年恒指闯三万—2020年12月10日
10. 策略报告—疫情有望终结？—2020年11月12日

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目录

联储局退市：部署及市场影响	3
最早将于今年9月释出即将减少买债的讯号	3
退市前及期间对市场的影响	3
中国通胀预期及对板块的影响	7
PPI与CPI增幅差距收窄	7
对企业盈利、股市及各板块的影响	7
技术分析：增长股重拾动力 VS 价值股	8
策略：累积增长股	9

联储局退市：部署及市场影响

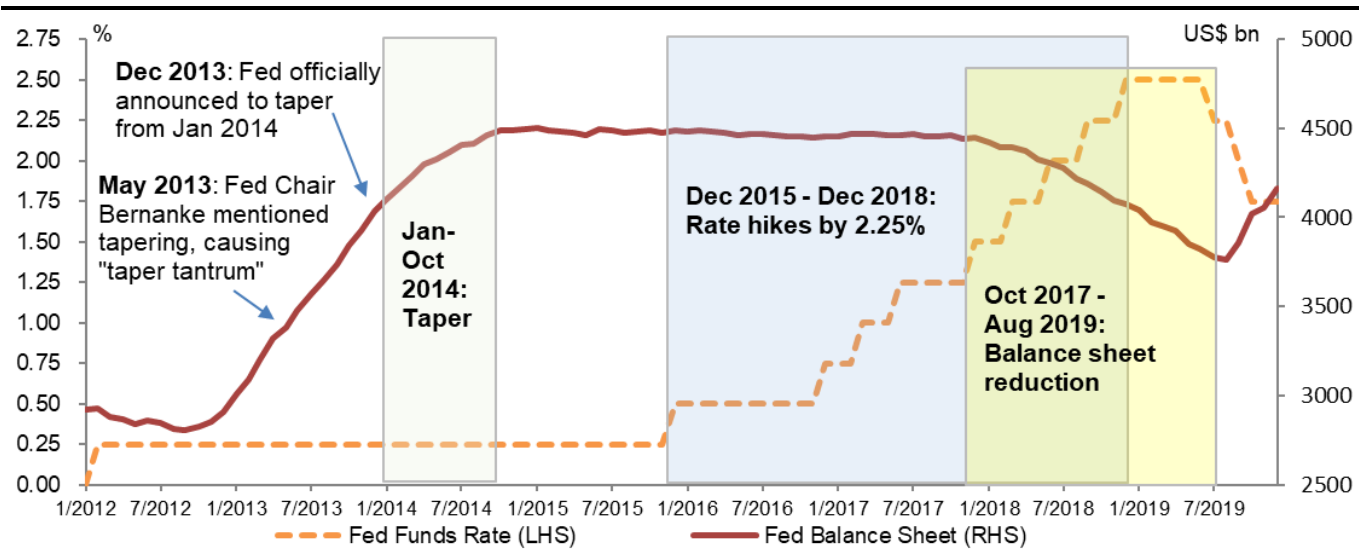
最早将于今年9月释出即将减少买债的讯号

招银国际首席经济学家丁安华教授预计“美联储最早将在今年9月发出缩减购债指引，明年开始实质缩减并在年底前结束量化宽松”，以及“目前点阵图隐含2023年加息2-3次”。

回顾联储局2014-2019年紧缩周期的退市部署（图1）：

1. 时任联储局主席伯南克首次于2013年5-6月提及可能将减少买债；
2. 联储局正式宣布于2014年1月开始减少买债；
3. 2014年1月开始减少买债，2014年10月结束量化宽松；
4. 进入加息周期，于2015年12月至2018年12月期间共加息2.25%
5. 加息周期中段，开始实行资产负债表正常化（缩表）。

图1：2014-2018年间联储局之紧缩周期



资料来源：联储局，彭博，招银国际证券

我们预期联储局的退市部署与上次紧缩周期相若：在行动几个月前释出讯号，然后以约一年时间实现结束买债，再待约一年后才开始加息周期。

退市前及期间对市场的影响

距离联储局加息估计尚有多于一年的，投资者目前应先着眼于减少买债，甚至是减少买债前部署。

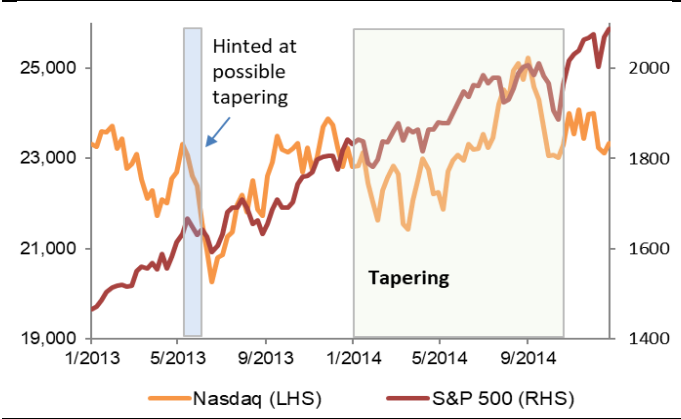
2014年联储局减少买债前后，主要资产类别表现如何？

■ 股市畅旺，波动性高

伯南克的言论引发2013年5月股市短暂的恐慌抛售（现称之为“缩减恐慌”），其后市场在联储局年底正式宣布退市前，迅速重拾升势。2014年1至10月退市政策正式落实，标普500指数持续上升，纳斯达克指数则反复向上（图2）。

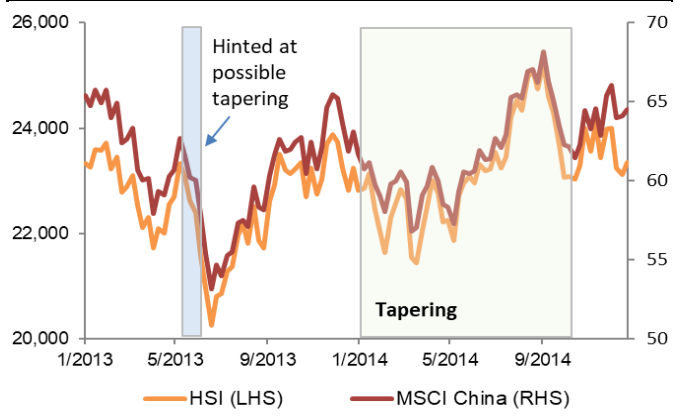
联储局退市前（2013年5-12月），内地股市及港股表现与美股相若，退市期间则温和上涨，间中出现波动（图3）。

图2：联储局退市期间美股持续上升



资料来源：彭博，招银国际证券

图3：联储局退市期间内地股及港股波动



资料来源：彭博，招银国际证券

■ 增长股 VS 价值股

对比两者表现，联储局退市期间股市动力由增长股转移至价值股。

美股方面，退市前增长股跑赢价值股，大概与联储局仍全力印钞令高估值的增长股得到支持有关。退市期间，联储局减慢印钞速度，整体上增长股仍跑赢价值股，但回调次数增加（图4）。

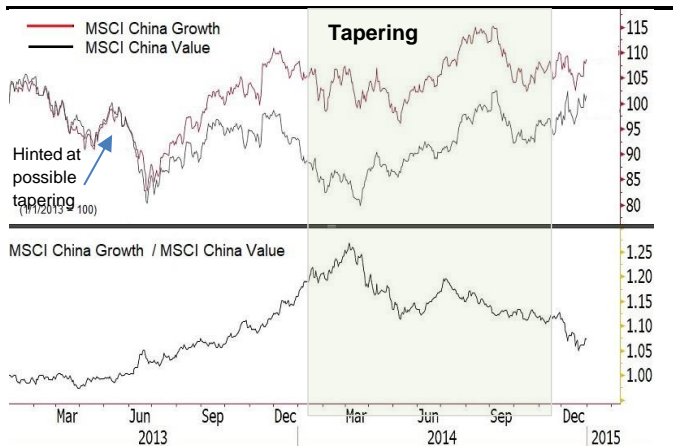
中国股方面，增长股与价值股之间的动力切换更明显：退市前增长股跑赢，退市期间价值股跑赢（图5）。增长股估值对联储局减少注入流动性较为敏感。

图4：美国增长股跑赢



资料来源：彭博，招银国际证券

图5：中国价值股跑赢

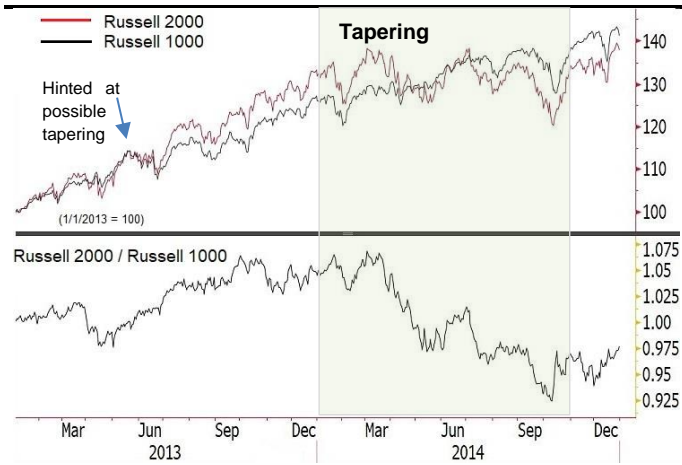


资料来源：彭博，招银国际证券

■ 大型股 VS 小型股

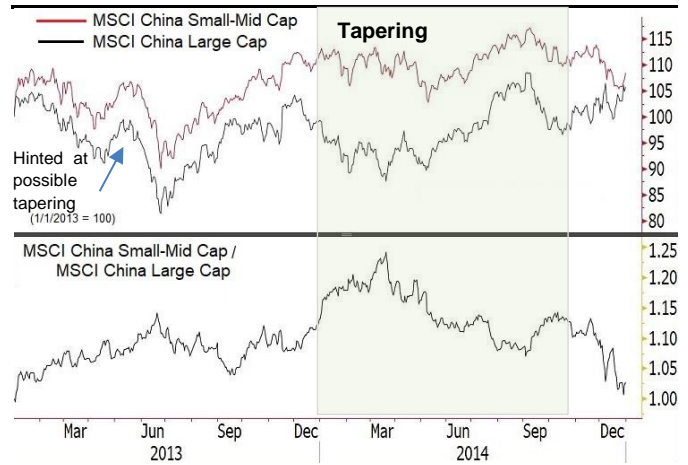
市场风格切换同样出现在大型与小型股份之间。联储局退市前（2013年5-12月），美国与中国市场的小型股跑赢大型股份，但退市期间大型股则大幅跑赢小型股（图6 & 7）。这大概是由于小型股对流动资金的变化更为敏感。

图 6：美国小型股跑输



资料来源：彭博，招银国际证券

图 7：中国小型股跑输



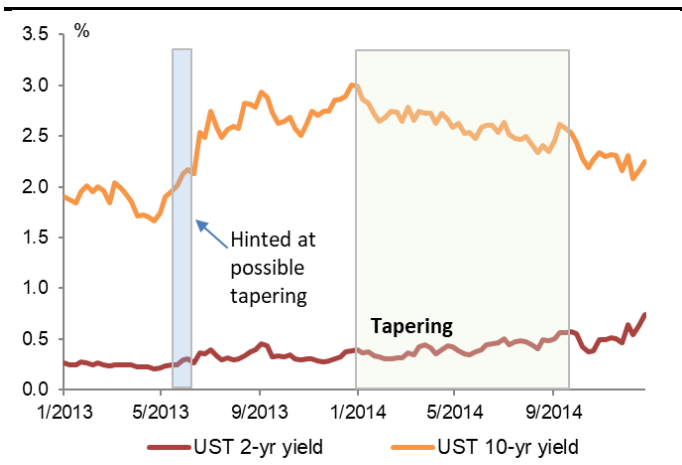
资料来源：彭博，招银国际证券

■ 债券与外汇

2014年退市期间，美国债券孳息率曲线趋平。由于市场预期加息，两年期国债孳息率上升；另一方面联储局削减量宽，长期经济增长及通胀预期放缓，因此十年期国债孳息率下降（图8）。

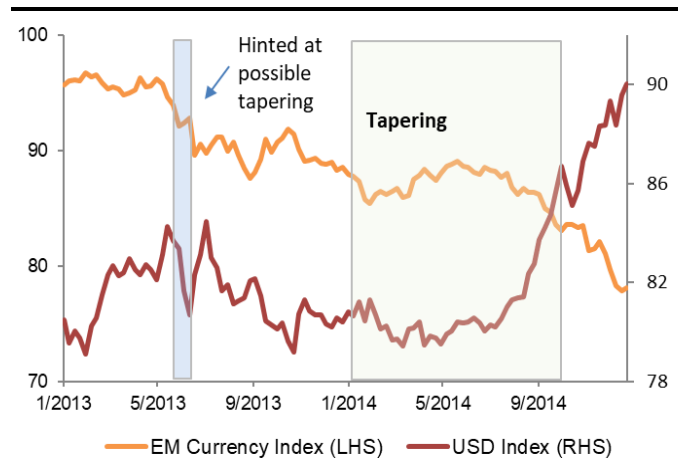
联储局退市前，美元仍然疲弱，退市期间则转强。相反，新兴市场货币在退市前及退市期间均持续疲弱（图9）。

图 8：美国十年及两年期国债孳息差收窄



资料来源：彭博，招银国际证券

图 9：退市期间美元转强、新兴市场货币趋弱

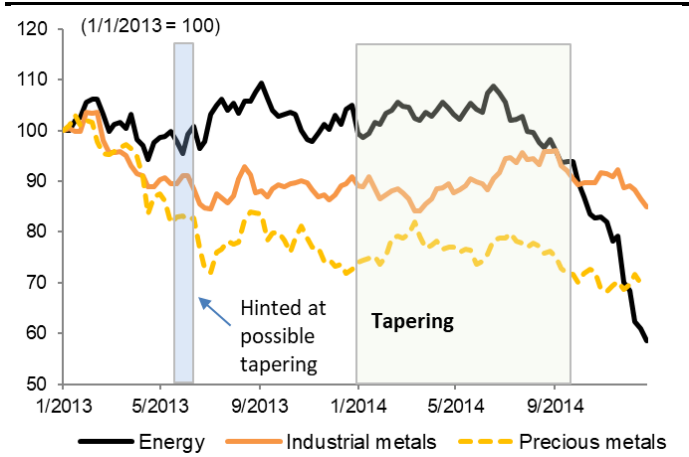


资料来源：彭博，招银国际证券

■ 大宗商品

联储局退市前及退市期间，不论是能源、工业金属或贵金属，大宗商品价格走势相对缺乏方向（图 10）。

图 10：退市期间大宗商品价格走势缺乏方向



资料来源：彭博，招银国际证券

■ 表现总结

总括而言，不同资产类别在 2013-2014 年联储局退市前及退市期间的表现如下：

退市前 6 个月（2013 年下半年）：

- 股票持续上涨
- 增长股跑赢价值股
- 小型股跑赢大型股
- 美元仍然疲弱，新兴市场货币开始转弱
- 大宗商品走势缺乏方向

退市期间（2014 年 1-10 月）：

- 股票升势放缓，走势开始反复
- 美国增长股跑赢价值股，但回调次数增加；中国价值股跑赢增长股
- 大型股跑赢小型股
- 美元转强，新兴市场货币进一步疲弱
- 大宗商品走势缺乏方向

中国通胀预期及对板块的影响

PPI 与 CPI 增幅差距收窄

联储局拟逐步推进政策正常化，以抑制通胀，而中国 CPI 通胀压力则相对温和。招银国际首席经济学家丁安华教授预计，中国 CPI 全年中枢将处在 1.2% 附近，远低于 3% 的政策目标。中国通胀压力较大反映于 PPI，其 5 月同比增长 9%。随着低基数效应减弱，我们预料下半年 PPI 见顶回落，升幅于年底料跌至约 3.8%。

■ 中国人民银行维持稳定政策

我们的首席经济学家丁安华教授相信，“人民银行无意‘敲打’市场，‘稳增长’、‘稳通胀’目标均处于合意区间。若经济出现走弱迹象或企业信贷需求显著回落，央行可能加大流动性投放力度，保障流动性处于偏宽松格局。”

对企业盈利、股市及各板块的影响

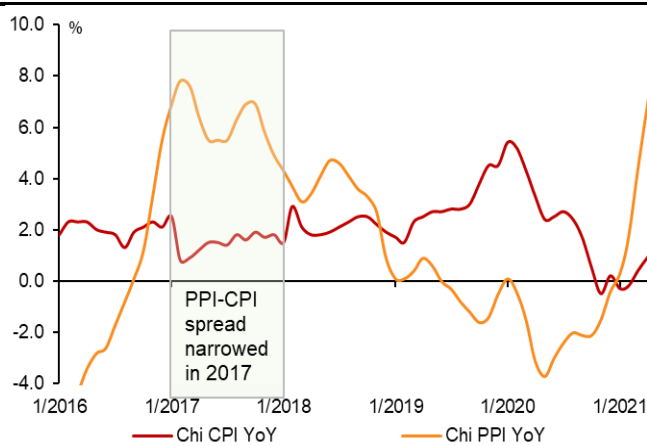
■ 企业盈利：上下游企业取得平衡

丁安华教授指出，“年初至今，PPI 快速上升导致 PPI-CPI 剪刀差迅速扩大，上游企业利润同比保持增长，中下游企业利润增速受到挤压。下半年 PPI-CPI 剪刀差将逐步收窄，中下游企业利润受到挤压的情况将边际缓解。”

■ 哪些板块受惠于 PPI 与 CPI 增幅差距收窄？

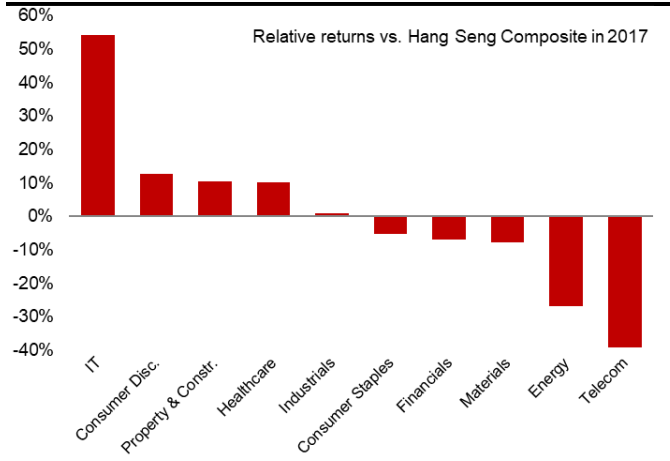
目前 PPI 与 CPI 之间增幅差距巨大，预期未来几个月逐步收窄，情况与 2017 年相似。当 PPI 于 2017 年 2 月的 7.8% 高顶回落之时，CPI 亦开始逐步回升（图 11）。

图 11: PPI-CPI 增幅差距或如 2017 年时收窄



资料来源：彭博，招银国际证券

图 12: 2017 年 PPI-CPI 增幅收窄时的行业相对回报



资料来源：彭博，招银国际证券

在 PPI-CPI 增幅差距收窄时，**港股板块表现分化，增长股大幅跑赢价值股**。我们比较了主要行业相对于恒生综合指数（HSCI）的回报（图 12），发现增长股（信息科技服、医疗、消费）整体上跑赢价值股（金融、物料、能源、电讯）。

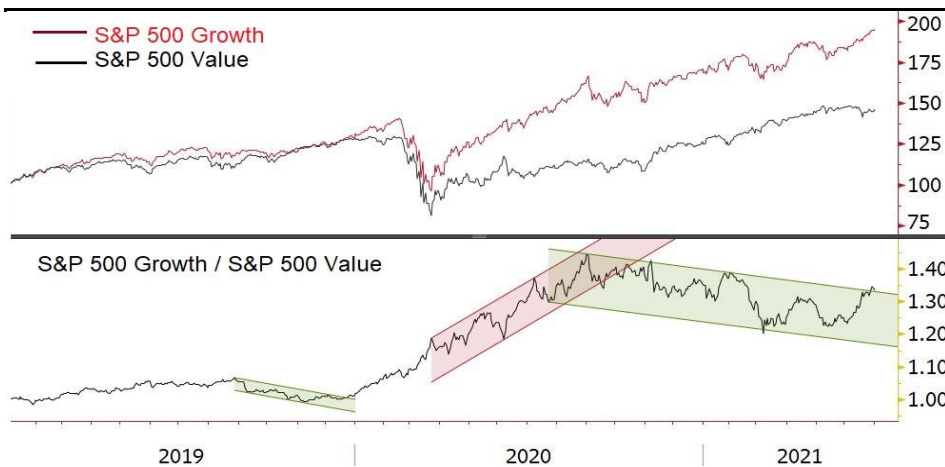
我们认为增长股跑赢大市，原因有二：1) 2017 年对港股来说是强年，恒生综合指数上涨了 38%。也就是说，市场比较愿意承担风险，增长股回报大于价值股；2) 随着中国 PPI 增幅放缓，上游企业盈利增长减慢，导致物料和能源跑输，另一方面，下游企业利润率压力得到缓和，利好消费、医疗等板块。

技术分析：增长股正重拾动力 VS 价值股

疫情加剧板块轮动和分化。自 2020 年第一季度疫情爆发以来，以互联网为首的增长股已连续半年多跑赢价值股。之后，在 2020 年 9 月至 10 月左右，当投资者开始憧憬疫苗接种、防疫措施放松和经济复苏时，价值股开始跑赢（势头分别持续至 2021 年 3 月（美股）和 2021 年 5 月（中国股票））。

根据比率分析，**美国增长股相对于价值股似乎重拾动力**，标普 500 增长股/价值股的比率最近突破下降通道顶部（图 13）。

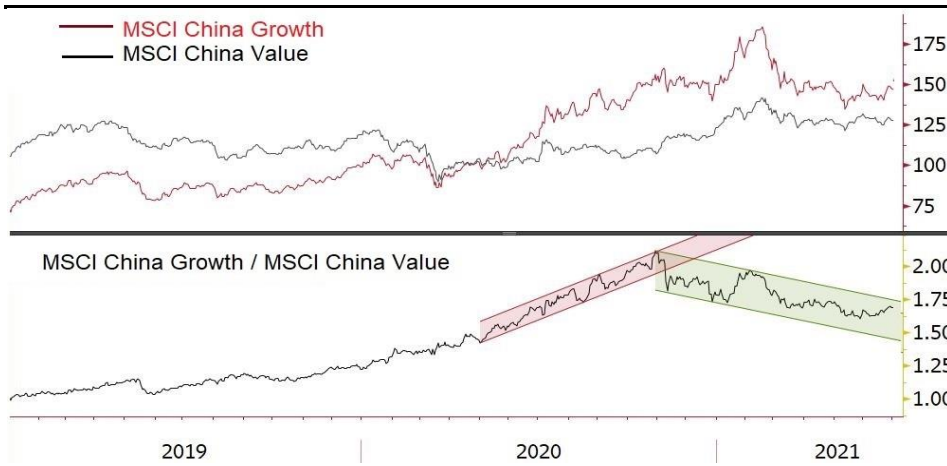
图 13：相对价值股，美国增长股转强



资料来源：彭博，招银国际证券

在中国反垄断法和相关政策风险下，国内互联网龙头受拖累，**增长股表现不如美股强劲，但相对价值股表现已趋向稳定**（图 14）。投资者应注意 MSCI 增长股/价值股比率是否向上突破下行轨道，以确定增长股重拾动力。

图 14：中国增长股表现相对价值股正趋向稳定



资料来源：彭博，招银国际证券

策略：累积增长股

我们维持 6 月港股策略报告 ([链接](#)) 的观点，认为**增长股将在下半年重拾动力及跑赢价值股**。建议累积中国互联网、软件和资讯科技服务、医疗等增长股，避开/减持上游能源和物料股。

我们看好增长股的原因：

1. **经济和盈利的基数于下半年逐渐正常化**，利好周期股的低基数效应消退，长期增长较高的增长股之吸引力将重现。
2. **联储局维持买债步伐下，增长股倾向跑赢**，若 2013 年下半年的退市前情况可作为参考。我们预期联储局明年才开始减少买债。
3. **中国 PPI 见顶回落期间，中国价值股倾向跑输**，因上游（价值股板块）利润率下降，下游（增长股板块）利润率压力缓和。我们预期 PPI 同比增长于高位 9.0% 见顶回落，升幅于年底料跌至约 3.8%。
4. **技术分析显示，美国的增长股相对价值股之表现刚刚扭转弱势**。中国增长股稍后或跟随。

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有关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为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上责任。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编制的报告。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。