

8月港股策略報告

恒指區間上落，政策受惠股料跑贏

港股及A股未能承接7月初強勁升勢，短期內或進一步整固，但美元走弱有望惠及新興市場，尤其是中國市場。中美關係緊張料將限制港股及A股上行空間，預料恒指區間上落。我們偏好受惠財政、貨幣及改革政策股份。

- **短期：流動性轉弱。**自7月初急升後，港股及A股逐漸回調，並出現幾個稍為利空的訊號，包括交投縮減、北向資金淨流出，及跌市時成交增加。不過，這並非意味重現2015年4-6月泡沫爆破的跌市，因現時市場尚未出現泡沫或非理性亢奮的情況。
- **中線：受惠弱美元。**目前美股相對新興市場的估值溢價，擴至2007年以來最大。隨着美元轉弱，資金或從美股流入新興市場。中國在疫情控制與經濟復蘇方面，表現均好於其他新興市場經濟體。不過，中美摩擦升溫亦為中國市場帶來風險。
- **恒指 23,800-26,200 區間上落。**隨着流動性短期轉弱，恒指反彈前將於中期升軌 24,000 尋找支持，長期降軌在 26,000 有阻力，符合我們基本情況下恒指 23,800-26,200 區間上落的預測。
- **政策導向作為投資主題。**1) **基建：**下半年地方政府專項債券發行量和貸款金額都料將大幅增長，我們預測2020年中國基建投資全年增長12%（上半年-2.7%）；2) **消費：**中國經濟政策以「內循環」為主體，「外循環」為輔助，意味國家將致力拓展內部需求及產出；3) **券商：**龍頭券商將受惠國家資本市場改革，以及創業板註冊制下首批IPO項目；4) **黃金：**量寬政策及實質負利率成為推高金價的兩大因素。

行業與公司推薦

行業	公司
工程機械及設備	中國重汽 (3808 HK), 濰柴動力 (2338 HK / 000338 CH), 恒立液壓 (601100 CH), 三一重工 (600031 CH)
消費	蒙牛 (2319 HK), 廣汽集團 (2238 HK), 安踏體育 (2020 HK)
券商	中信証券 (6030 HK), 中信建投証券 (6066 HK), 中金 (3908 HK)
互聯網	阿里巴巴 (BABA US/ 9988 HK), 友誼時光 (6820 HK), 同程藝龍 (780 HK)
黃金	SPDR 金 ETF (2840 HK), 山東黃金 (1787 HK)

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. 港股下半年展望：增長股料繼續跑贏 - 2020年7月6日
2. 6月港股策略報告：市場分歧與機會 - 2020年6月9日
3. 市場策略：兩會政策前瞻及受惠股 - 2020年5月20日
4. 5月港股策略報告：第二輪衝擊 - 2020年5月5日
5. 市場策略：五月前沽貨，候低再吸納 - 2020年4月22日
6. 市場策略：評估中國經濟復蘇及對港股影響 - 2020年4月6日
7. 市場策略：港股防守力較美股強 - 2020年3月18日
8. 市場策略：疫情大流行及“熊市”下的機遇 - 2020年3月16日

請登錄 2020 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

短期：中港股市流動性轉弱	3
急升後獲利盤湧現.....	3
有別於 2015 年，未見泡沫危機.....	4
中線：新興市場受惠弱美元	5
資金從美股市場流入新興市場？.....	5
中國在主要新興市場中表現出色.....	5
技術分析	6
投資主題	7
1. 基建 — 政府投資增加.....	7
2. 消費 — 「內循環」.....	8
3. 券商 — 資本市場改革.....	8
4. 黃金 — 無限量寬及負利率.....	9

短期：中港股市流動性轉弱

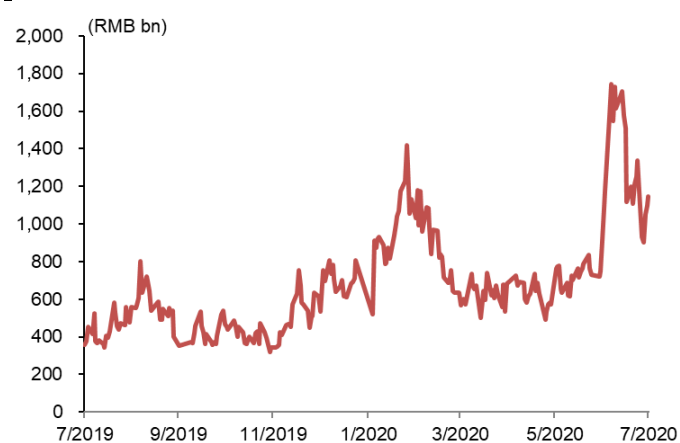
急升後獲利盤湧現

7月初港股及A股股價及成交量急升，過去幾周兩市主要指數高位回落，成交量縮減。

市場流動性轉弱，釋放幾個稍為利空的訊號：

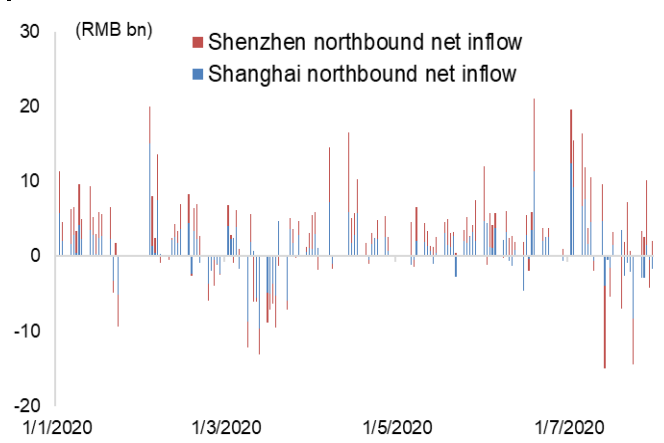
1. A股交投自7月初高位逐漸降溫（圖1）；
2. 自7月中開始北向資金淨流出（圖2），顯示離岸投資者偏向獲利回吐而非乘勝追擊；
3. 港股成交自7月初高位回落（圖3），並傾向在跌市時成交增加（圖4），反映沽壓大於上漲動力。

圖 1：滬深股市每日成交



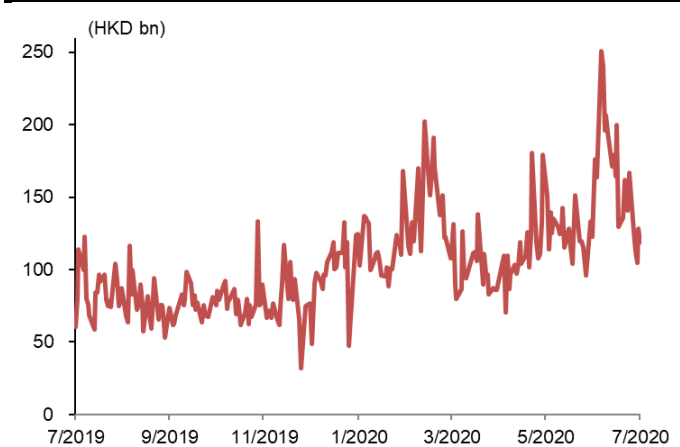
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 2：滬深北向資金流入



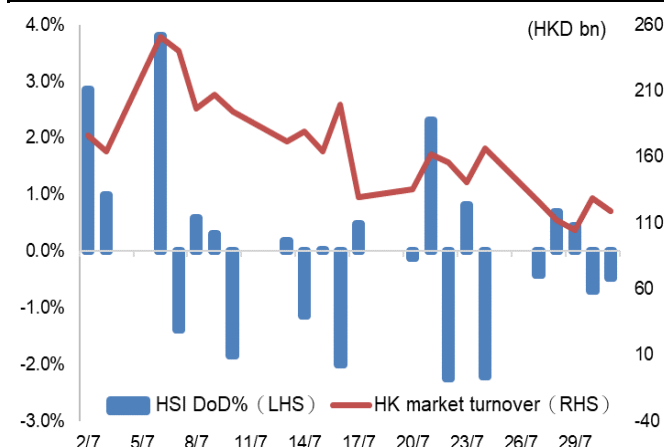
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 3：港股每日成交轉弱



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 4：港股跌市日成交較高



資料來源：彭博、招銀國際證券

有別於 2015 年，未見泡沫危機

雖然市場釋放負面訊號，但這或只反映 7 月初股市急速升勢無法持續，並非意味 2015 年下半年股災式下跌將重現。

市場上不乏有關 2020 年 7 月初與 2015 年 4-6 月的股市升勢比較，不過兩段時期的市場估值與情緒有着截然不同的不同：

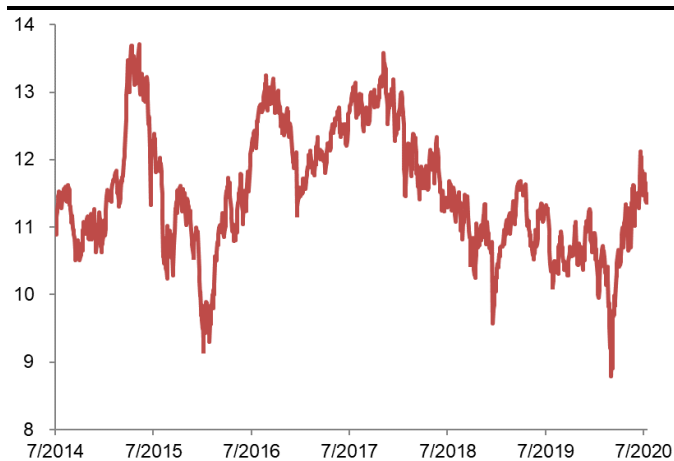
1. **未見泡沫。**回顧 2015 年 4-6 月期間，滬深 300 指數預期市盈率高達 20 倍，對比今年 7 月初高位僅 16 倍（圖 5）。同樣地，當年恒指預期市盈率高位達到 13.7 倍，對比今年 7 月初高位只是 12.1 倍（圖 6）。
2. **未見非理性亢奮或過度槓桿。**近期 A 股之成交（圖 7）及兩融餘額（圖 8）均遠不及 2015 年 4-6 月期間高位。今年 7 月初，官媒嘗試為熾熱的市場降溫，發文鼓勵「健康牛」。

圖 5：滬深 300 指數預期市盈率



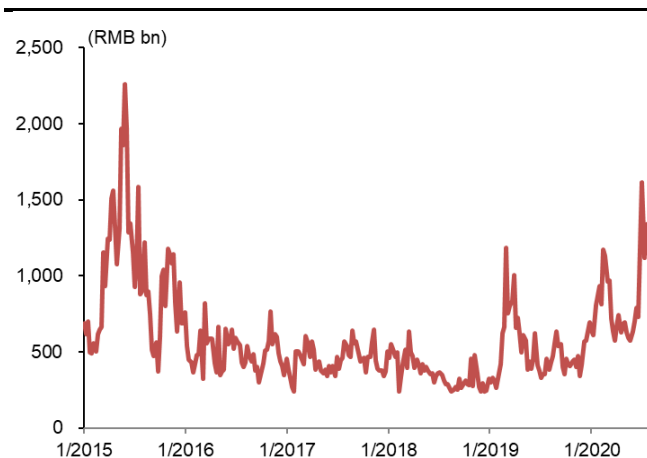
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 6：恒指預期市盈率



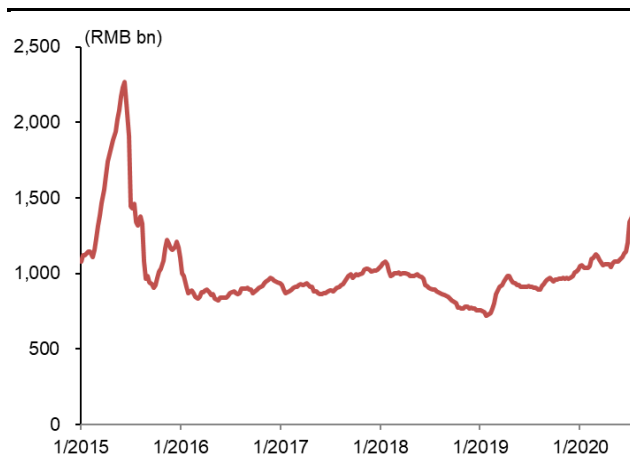
資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 7：滬深大市成交 (2015-2020)



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 8：滬深市場兩融餘額



資料來源：彭博、招銀國際證券

中線：新興市場受惠弱美元

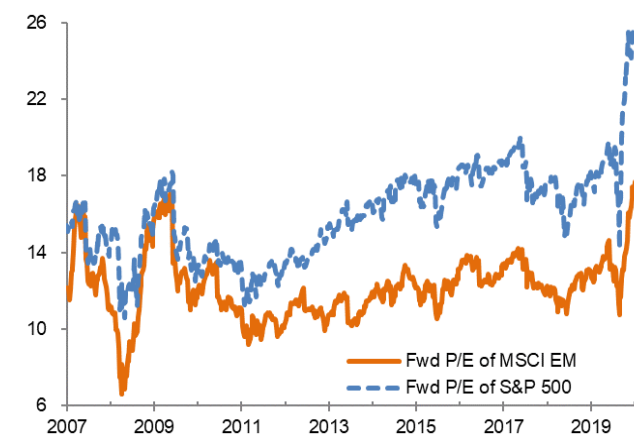
資金從美股流入新興市場？

雖然美國經濟大受疫情打擊（第二季 GDP 環比年率初值大幅收縮 32.9%），但美股受聯儲局無限量寬措施刺激，自 3 月尾大幅反彈，科技巨頭領漲（納斯達克指數創新高）。

經過一輪升勢後，不論相對其歷史水平或是其他市場，美股估值都偏高。目前美股相對新興市場的估值溢價，擴至 2007 年以來最大（圖 9）。

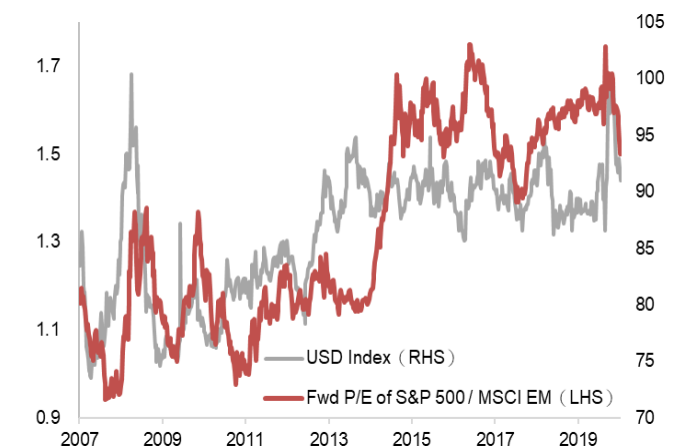
最近幾周美元大幅下跌，歷史上看弱美元利好新興市場匯率及股市。當美元指數下跌，新興市場相對美股市場的估值折讓將會收窄（圖 10）。估值差距大，加上美元趨弱，資金或將從美股流入新興市場。

圖 9：標普 500 及 MSCI 新興市場指數之估值



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 10：美元弱勢利好新興市場估值



資料來源：彭博、招銀國際證券

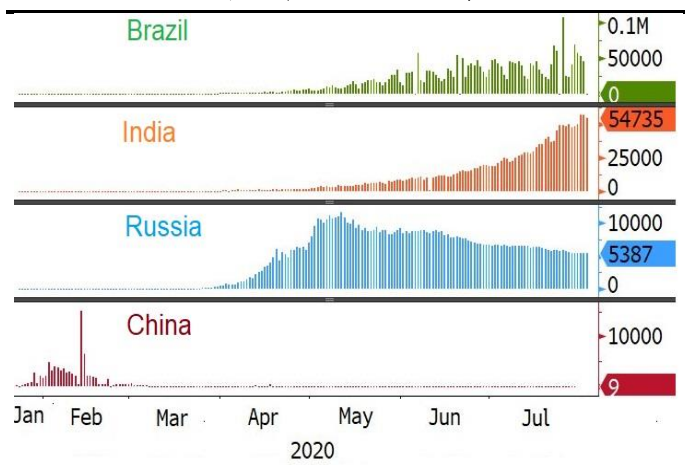
中國在主要新興市場中表現出色

新冠肺炎疫情為許多國家帶來沉重打擊，包括多個發展中國家。在主要新興市場（金磚四國）中，中國最早把疫情控制下來，主要歸因於中國早前的嚴格防疫措施，以及「先受罪，先解脫」。相反，巴西及印度情況較為嚴重，甚至持續惡化。在俄羅斯，每日新增確診病例有所下跌，但數字仍然偏高（圖 11）。

金磚四國的經濟數據（製造業 PMI）反映了各國疫情的嚴重性。中國財新製造業 PMI 於 2 月觸底錄得 40.3，而另外三個國家的 Markit 製造業 PMI 則於 4 月才見底，數字低至 27.4-36.0。中國亦是首個國家重回擴張區間（圖 12）。

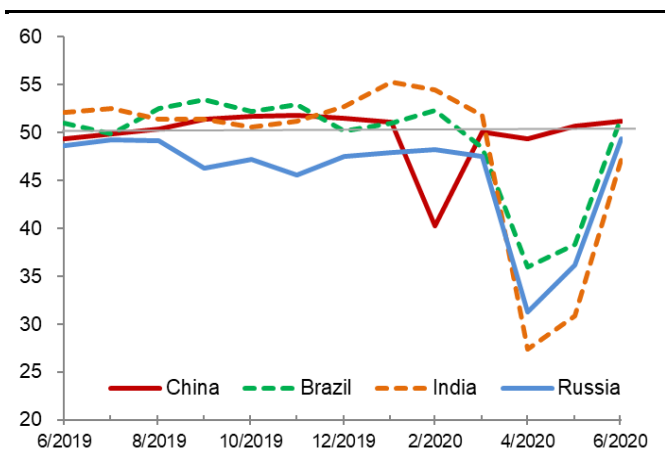
不過，中美摩擦升溫亦為中國市場帶來風險。距離美國總統大選尚餘三個月，預期中美關係維持緊張，港股及 A 股上升空間受限。

圖 11: 金磚四國每日新增確診個案數字



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 12: 金磚四國製造業 PMI



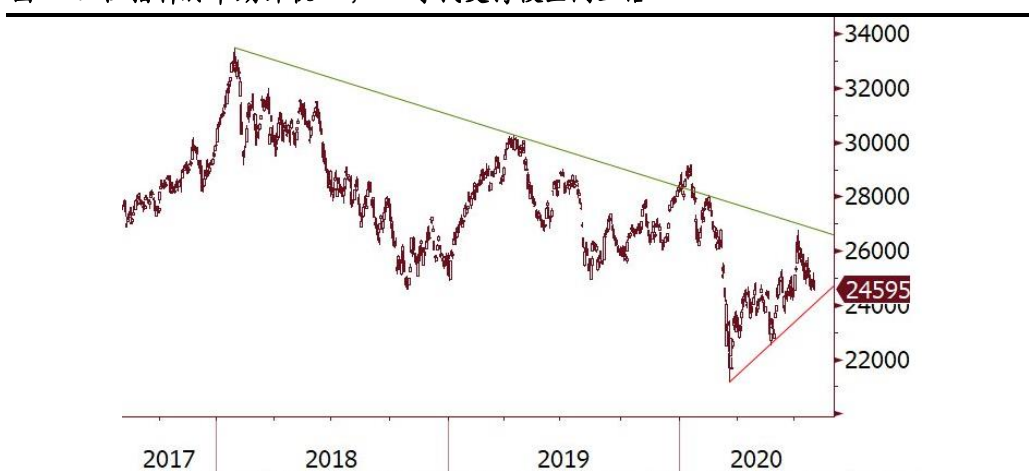
資料來源: 彭博、Markit、財新、招銀國際證券

技術分析

恒指 23,800-26,200 區間上落

恒指在 2020 年 3 月 19 日於 21,139 觸底後，一直在上升軌道反覆向上。短期流動性轉弱，**預料恒指反彈前將於中期升軌 24,000 尋找支持**，長期降軌在 26,000 有阻力（圖 13）。這將符合我們基本情況下恒指 23,800-26,200 區間上落的預測。詳情參閱[港股下半年展望報告](#)。

圖 13: 恒指料於中期升軌 24,000 尋找支持後區間上落



資料來源: 彭博、招銀國際證券

投資主題

在我們預測的基本情況下，恒指區間上落，揀選板塊及個股仍是投資重點。中線我們仍然偏好新經濟股，因在疫情及經濟復蘇步伐不明朗下，其盈利能見度相對高，但其中不少股份估值偏高，投資者須審慎選擇。

我們建議關注以下受惠國策之板塊（得到財政、量寬及改革政策支持），股份推薦列於圖19。

1. 基建 — 政府投資增加

基建開支本質具逆周期性，當經濟情況愈差，政府愈是以增加基建開支作為穩定經濟手段。今年疫情爆發後恰恰是這種情況。在今年上半年，中國基建投資同比下跌2.7%（圖14），第二季比第一季顯著改善。下半年政府債券發行量和貸款金額都將保持大幅增長，我們的首席經濟學家預料中國基建投資全年增長12%。下半年政府債券淨發行或將達到4.57萬億，同比增加104%。上半年淨發行同比增加54%（圖15）。詳情參閱[《來者可追——2020年中期宏觀經濟與資本市場展望》](#)。

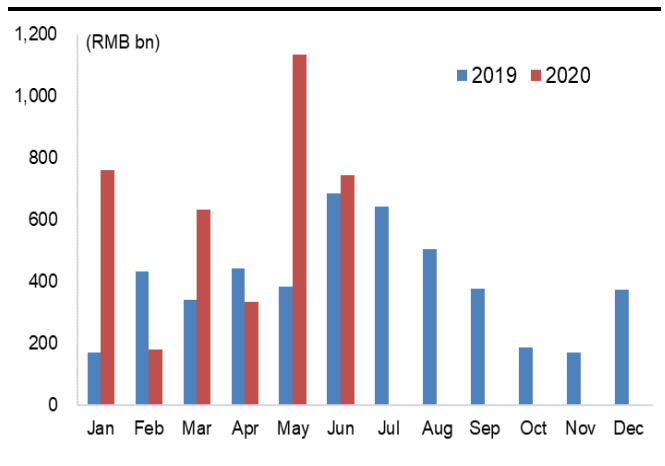
工程機械及重卡生產商最能受惠於基建投資增加，月銷數字屢報佳音，盈利預測有望上調。其他催化劑包括減排新規和行業龍頭市佔率提升。詳情參閱[行業報告](#)（英文報告）。

圖 14：中國基建投資



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 15：中國政府債券發行



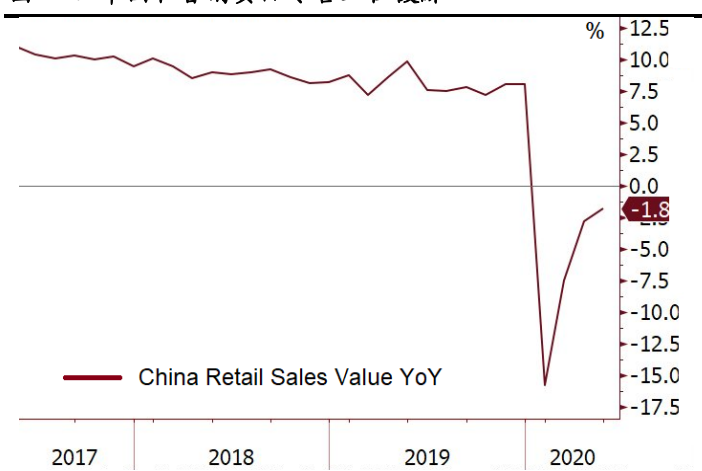
資料來源：中國人民銀行、招銀國際證券

2. 消費 — 「內循環」

由於許多國家仍然面對疫情嚴重打擊，加上中美關係進一步緊張，中國對外行業如出口和電子產品，比本地消費品零售行業的風險要高。我們的首席經濟學家預料，年末單月社會消費品零售增速有望達到去年同期水準（2019年11-12月同比增長8.0%），相對上半年的11.4%跌幅顯著改善（圖16）。

在7月30日，中共中央政治局在會議上提及「加快形成以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局」，普遍被解讀為國家將致力拓展內部需求及產出。對消費之提振仍有待具體的政策，但消費股之氣氛有望率先向好。

圖 16：中國社會消費品零售正在復蘇



資料來源：彭博、招銀國際證券

3. 券商 — 資本市場改革

券商板塊對市場情緒和流動性敏感度高，短期有機會跟隨大市進一步調整。不過，我們相信投資銀行業務佔優的龍頭券商，將受惠於國內資本市場改革。8月或之後的催化劑包括深圳創業板註冊制下首批IPO上市、企業債券改革及國企改革。詳情參閱[行業報告](#)（英文報告）。

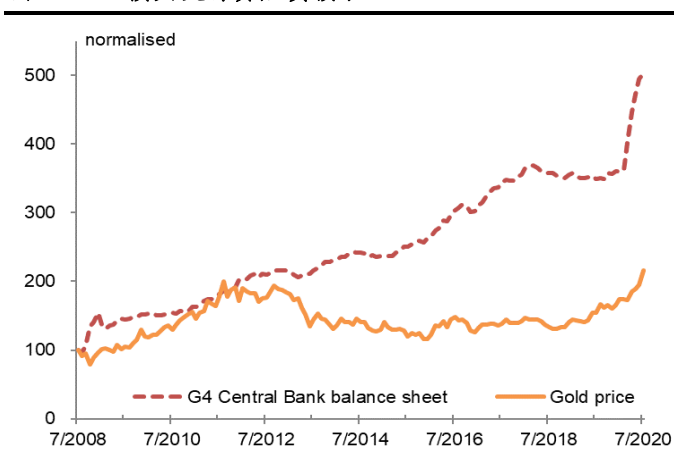
4. 黃金 — 無限量寬及負利率

量化寬鬆（即印鈔票）及實質負利率成為推高金價的兩大因素。

自 2008 年金融海嘯後，G4 央行（美國聯儲局、歐洲央行、英國央行、日本央行）資產負債表不斷擴張，2018 年中至 2019 年期間暫停擴張，到 2020 年 3 月因應疫情再次擴張（圖 17）。

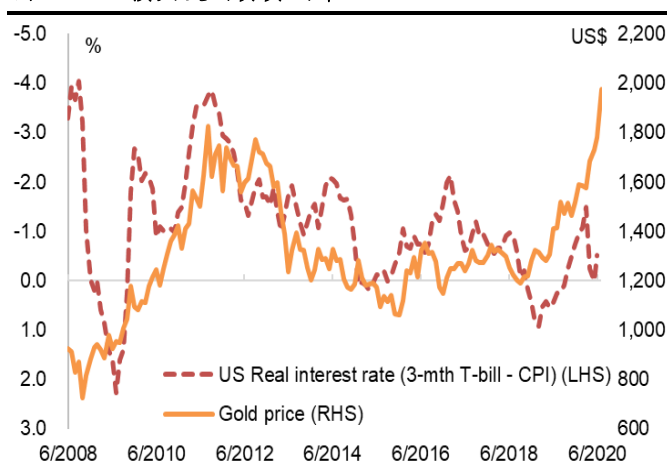
實質利率與金價呈現反向關係（圖 18）。聯儲局預期維持現時利率至 2022 年，量化寬鬆下導致通漲動力，實質利率料將維持負數且幅度可能擴大。

圖 17：金價與央行資產負債表



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 18：金價與美國實質利率



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 19：行業與股份推薦

行業	公司	代碼	評級
工程機械及設備	中國重汽	3808 HK	買入
	濰柴動力	2338 HK / 000338 CH	買入
	三一重工	600031 CH	買入
	恒立液壓	601100 CH	買入
消費	蒙牛乳業	2319 HK	買入
	廣汽集團	2238 HK	買入
	安踏體育	2020 HK	買入
券商	中信証券	6030 HK	買入
	中信建投証券	6066 HK	買入
	中金	3908 HK	買入
互聯網	阿里巴巴	BABA US / 9988 HK	買入
	友誼時光	6820 HK	買入
	同程藝龍	780 HK	買入
黃金	SPDR 金 ETF	2840 HK	未評級
	山東黃金	1787 HK	未評級

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。