

策略报告

推测恒指底部

恒指于8月20日曾创今年新低，低见24,582，较2月份高位累计跌逾两成，受到内地监管风险持续影响，加上美国联储局立场略为趋鹰派。我们综合估值、图表、市场情绪，推测恒指可能于24,000出现短期底部，但仍需重大催化剂才能触发强劲反弹。重申我们偏好国策支持的板块之观点。

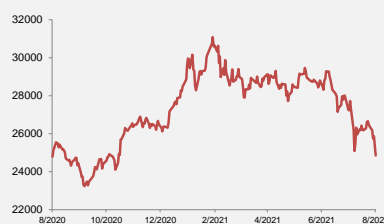
- **估值：经调整之恒指预测市盈率接近以往低位。**表面上，恒指之今年预测市盈率11.9倍，较十年平均略高，但主要因为过去一年半加入了多只增长股，拉高了指数之估值。若撇除最近加入的12只蓝筹股，调整后的恒指21/22年预测市盈率仅9.4倍/8.7倍，相当于十年平均减两个标准偏差，亦与过去十年几次见底水平相若。
- **技术分析：支持于24,000。**恒指自2008年低位以来之长期升轨，现时约于24,000，估计将有不俗支持。较短线而言，恒指之14天RSI虽再次跌至30以下超卖区，并开始与恒指出现「底背驰」，但最好等待出现更可靠的「三底背驰」见底讯号。
- **市场情绪：VHSI升至恐慌水平。**俗称「港版恐慌指数」的恒指波幅指数(VHSI)，8月20日升至逾28，与过去一年几次高位相若，大致反映投资者已出现恐慌，这往往是不俗的相反指标。
- **市场需要重大催化剂。**我们预计市场短期将受政策消息驱动，即使恒指短期出现底部，但仍需要重大催化剂才能触发强劲反弹。参考2015年的股灾，我们相信重大催化剂包括国策支持、中国制造业PMI回升、额外资金流入、美元回软以及估值低残。不过，目前市场只见估值低残，其他催化剂不足，未来数周恒指大概率于24,000-26,000点低水平上落。
- **策略：关键仍是对政策趋吉避凶。**投资者信心已明显被严厉的监管政策打击，需要较多时间及利好的催化剂才能恢复信心。我们重申「等待中国监管政策更加明朗」，并挑选新能源、电动车、工程机械、科技硬件为可以率先吸纳的板块。

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. 8月港股策略报告：买入政策风险低的增长股—2021年8月5日
2. 策略报告：下半年展望—增长股重拾动力—2021年7月7日
3. 6月港股策略报告：短期价值，中期增长—2021年6月1日
4. 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
5. 4月港股策略报告：市场风格转换暂歇—2021年4月1日
6. 3月港股策略报告：毋须因债息上升恐慌—2021年3月4日
7. 策略报告—恒生指数改革前瞻—2021年2月24日
8. 2月港股策略报告：顺势而为—2021年2月3日
9. 策略报告—南下资金推升H股—2021年1月22日
10. 1月港股策略报告：继续看好价值型股份—2021年1月6日

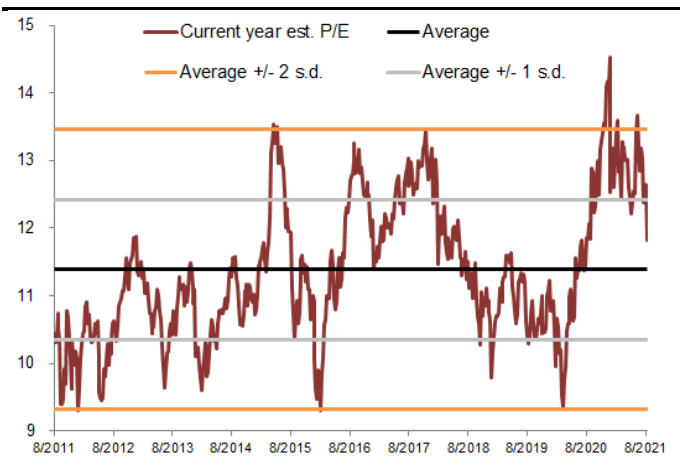
估值：经调整之恒指预测市盈率接近以往低位

■ 撇除近期加入的蓝筹股，恒指之21年预测市盈率仅9.4倍

表面上，恒指之2021年预测市盈率11.9倍，较十年平均略高，但主要因为过去一年半加入了多只增长股，增长股于恒指之比重上升了约20个百分点，拉高了指数之估值。

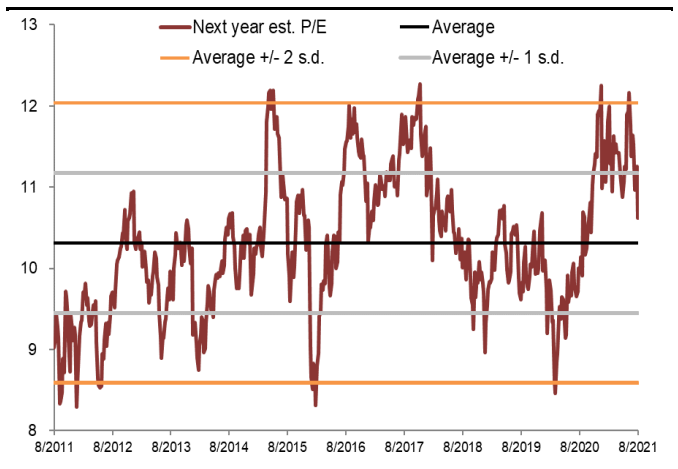
若撇除最近加入的12只蓝筹股(其中11只属于估值较高的增长股，例如阿里巴巴、美团、小米)，调整后的恒指21/22年预测市盈率仅9.4倍/8.7倍，相当于十年平均减两个标准偏差，亦与过去十年几次见底水平相若。

图 1：恒指本年度预测市盈率



数据源：彭博，招银国际证券

图 2：恒指下年度预测市盈率



数据源：彭博，招银国际证券

技术分析：长期升轨支持于 24,000

恒指自 2008 年低位以来之长期升轨，现时约于 24,000，估计将有不俗支持。

图 3：恒指月线图 (2008 年至今)



数据源：彭博，招银国际证券

较短线而言，恒指之14天RSI虽再次跌至30以下超卖区，并开始与恒指出现「底背驰」，但最好等待出现更可靠的「三底背驰」见底讯号。

图 4：恒指日线图 (年初至今)

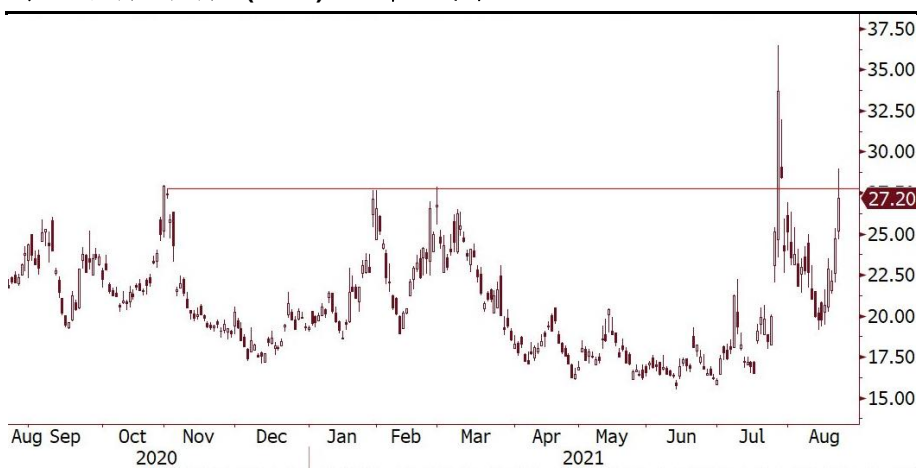


数据源：彭博，招银国际证券

市场情绪：VHSI 升至恐慌水平

俗称「港版恐慌指数」的恒指波幅指数(VHSI)，8月20日升至逾28，与过去一年几次高位相若，大致反映投资者已出现恐慌，这往往是不俗的相反指标。

图 5：恒指波幅指数(VHSI)之一年日线图



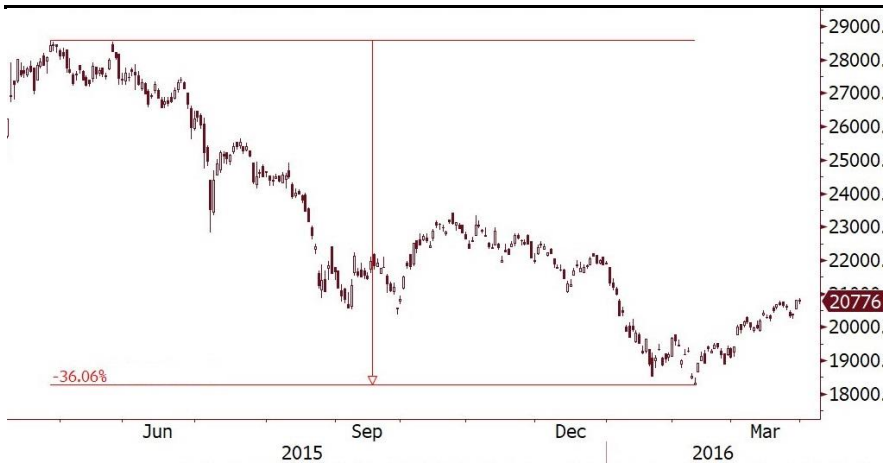
数据源：彭博，招银国际证券

潜在利好因素？

由于过去数周内地监管风险引发市场波动，我们预计市场短期将继续受政策消息影响。根据我们以上的推测，即使恒指可能于 24,000 出现短期底部，但仍需重大催化剂才能触发强劲反弹。

参考 2015 年的股灾，当时恒指由 2015 年第二季高位下挫 36% 后，于 2016 年 2 月见底。

图 6：恒指日线图 (2015-2016 年)



数据源：彭博，招银国际证券

我们认为恒指于 2016 年 2 月见底的原因包括：

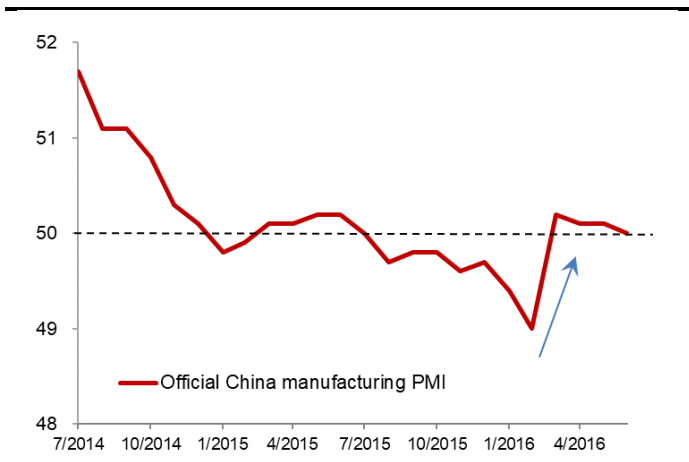
1. **国策支持**，尤其是财政措施方面。总理李克强在 2016 年 2 月开始就财政刺激措施释出正面讯号。
2. **估值低残**：恒指预测市盈率跌穿 10 倍 (图 1 & 2)。
3. **中国制造业 PMI 见底回升** (图 7)。
4. **预期 A 股市场获额外资金流入**：憧憬 A 股即将获纳入 MSCI 指数，以及憧憬养老基金入市。
5. 2016 年 2 月起**美元回软** (图 9)。

这次市场是否符合以上条件？

1. **国策支持？否**。这次监管收紧显然是重大风险。虽然货币及财政政策支持增加 (2021 年 7 月降准，以及政府明言加快基建项目)，但未来仍需要更大力度的支持措施。
2. **估值低残？是**。如上述，恒指预测市盈率跌穿 10 倍。
3. **中国制造业 PMI 回升？否**。官方 PMI 连跌三个月 (图 8)。
4. **额外资金流入？否**。相反，外资整体上卖出较多，并集中于减仓 A 股。
5. **美元回软？否**。相反，美元指数向上突破「双底」和「杯与柄」 (图 10)，因联储局正部署减少买债。

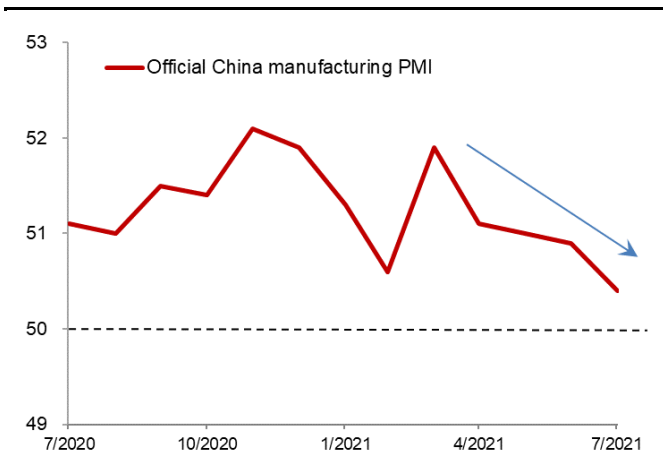
总而言之，短期内未见足够的催化剂提振港股，推动恒指重现强势。未来数周恒指大概率于24,000-26,000点低水平上落。

图7：中国官方制造业 PMI (2015-2016 年)



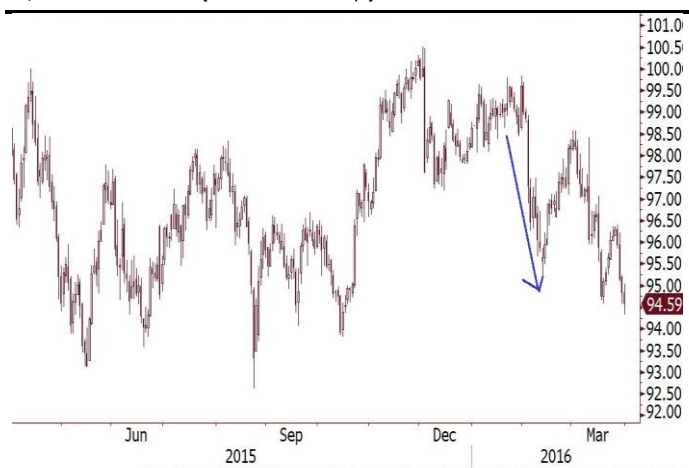
数据源：彭博，招银国际证券

图8：中国官方制造业 PMI (2020-2021 年)



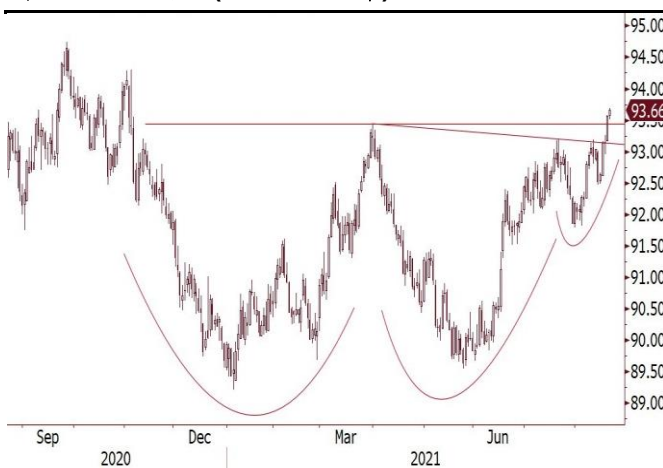
数据源：彭博，招银国际证券

图9：美元指数 (2015-2016 年)



数据源：彭博，招银国际证券

图10：美元指数 (2020-2021 年)



数据源：彭博，招银国际证券

策略：关键仍是对政策趋吉避凶

投资者信心已明显被严厉的监管政策打击，需要较多时间及利好的催化剂才能恢复信心。

我们于8月份策略报告建议「等待中国监管政策更加明朗」，我们现时重申此观点，并挑选新能源、电动车、工程机械、科技硬件为可以率先吸纳的板块。部份个股包括比亚迪(1211 HK)、新天绿色能源(956 HK)、天伦燃气(1600 HK)、比亚迪电子(285 HK)和小米(1810 HK)。

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。

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。