

5月港股策略报告

第二轮冲击

踏入传统「五穷月」，多项因素显示今年5月将应验「五穷」之说，以跌市收场：1) 更多疲弱经济数据及企业业绩陆续出炉；2) 目前暂未有针对新冠肺炎的特效药和疫苗；3) 在刚过去的4月份股市创下最佳单月表现；4) 估值不再低残，美股甚至偏贵。建议等待更好入市时机，候低再吸纳增长股及政策支持板块。

- **在成功研发疫苗前，经济不会出现V型反弹。**在成功研发出特效药及疫苗前，不应憧憬全球经济会呈现V型反弹。一般认为疫苗研发、测试至批准使用整个过程需要至少12至18个月。
- **放宽边境限制或是一把双刃剑。**在未有特效药和疫苗的情况下，放宽封关措施或导致第二波疫情爆发。德国是最早放宽封城措施的国家之一，上周其感染和死亡人数均呈现上升趋势。随着越来越多国家逐步放宽封城及防疫措施，投资者须密切注意疫情会否反弹。
- **更多疲弱经济数据及企业业绩陆续出炉。**大部份西方国家自3月中开始实施封城措施，未来数星期公布的4月份数据将更全面反映疫情及封城影响，意味数字更惨不忍睹。到目前为止，标普500指数第一季度盈利令人失望，并可能进一步下降。基于2020及2021年的预测盈利，标普500指数估值偏贵。恒指相对便宜得多，但一旦环球股市再下挫，亦将不能幸免。
- **避险情绪仍然高企。**股市大幅反弹，但VIX指数、美元和黄金仍处于高水平。美国10年期国债孳息率甚至低于3月25日标普500指数见底时的水平。这些指标显示，其他资产类别的投资者并不如股票投资者般乐观。
- **中美局势再次紧张。**美国总统特朗普威胁对华加征关税。2020年11月美国总统大选前，预料中美关系将出现更多变数。当投资者考虑到此风险，市场上行空间或将因此受压，甚或乎导致经济增长、企业盈利和估值预测进一步下调。
- **策略：候低吸纳增长股。**目前我们仍然偏好工程及机械板块。除此之外，建议投资者等待更好入市时机，待恒指回落至22,000-22,800点时，吸纳增长股和受政策支持有望强劲复苏的板块，包括互联网、医疗、教育、汽车、运动服装及券商。

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	24,644
52周高/低位	30,082/21,139
大市3个月日均成交	1,199亿港元

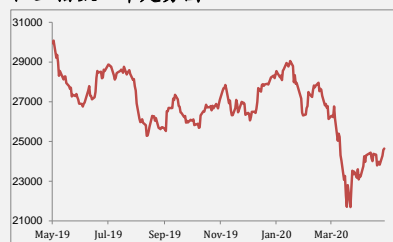
资料来源：彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	4.4%	4.6%
3-月	-6.3%	-1.9%
6-月	-8.4%	-4.7%

资料来源：彭博

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

近期市场策略报告

1. 市场策略：五月前沽货，候低再吸纳 - 2020年4月22日
2. 市场策略：评估中国经济复苏及对港股影响 - 2020年4月6日
3. 市场策略：港股防守力较美股强 - 2020年3月18日
4. 市场策略：疫情大流行及“熊市”下的机遇 - 2020年3月16日
5. 市场策略：油价暴跌对经济及股市影响 - 2020年3月10日

目录

4月强劲表现，埋下5月下跌伏线	3
MSCI世界指数4月升10.8%	3
在成功研发疫苗前，经济不会出现V型反弹	3
放宽防疫措施是一把双刃剑	3
更多不利经济数据及企业疫情业绩陆续出炉	3
经济数据进一步恶化	3
企业业绩令人失望，盈利前景不明	4
避险情绪仍然高企	5
中美局势再次紧张	6
技术分析	7
标普500指数或再下跌，造「第二只脚」	7
恒生指数形成利空「上升楔形」	7
策略－候低吸纳增长股	8
等待更好入市时机：恒指回落至22,000-22,800	8
候低吸纳：互联网/医疗/教育/汽车/运动服装/券商	8

4月强劲表现，埋下5月下跌伏线

MSCI 世界指数 4 月升 10.8%

4 月份环球股市创下多年来最佳单月表现，MSCI 世界指数升 10.8%，标普 500 指数升 12.7%，恒指升 4.4%。MSCI 世界指数的升幅是 1980 年代指数成立起最佳单月表现之一，标普 500 指数则创 1987 年以来最大单月升幅，及 1938 年来最强 4 月升幅。不过，4 月份反弹是紧随疫情大流行触发的大幅抛售，投资者憧憬有药物（例如瑞德西韦）能对抗新冠病毒，并憧憬解封后经济复苏。

在成功研发疫苗前，经济不会出现 V 型反弹

目前潜在药物是否有效治疗新冠肺炎，仍存在未知数。即使临床测试证实药物有效对抗新冠病毒，为市场带来利好消息，但在疫苗面世前不应憧憬经济出现 V 型反弹。

有报道指部份康复者出现「复阳」情况，出院后体内再验出病毒，令人忧虑抗体能否令康复者避免再次受感染。世卫在 4 月 24 日表示，无证据显示新冠肺炎康复者的抗体有助免疫。虽然目前全球已有 340 万人感染新冠病毒，但能否达到「群体免疫」仍然存疑。普罗大众对疫情的疑虑尚未释除，经济活动难以完全恢复。控制疫情关键在于病毒疫苗，但一般认为疫苗研发、测试至批准使用整个过程需要至少 12 至 18 个月。

放宽防疫措施是一把双刃剑

全球经济正经历自二战起最严重衰退，各地政府均希望尽快放宽封城措施，以重启经济。

在未有特效药和疫苗的情况下，放宽封城措施或导致第二波疫情爆发。德国是最早放宽封城措施的国家之一，上周其感染和死亡人数均呈现上升趋势。自 4 月 26 日起，德国新增确诊新冠肺炎人数连续五日上升。随着越来越多国家逐步放宽封城及防疫措施，投资者须密切注意疫情会否反弹，以及各地政府会否再次加强封城措施。

更多不利经济数据及企业疫情业绩陆续出炉

经济数据进一步恶化

过去六个星期，美国首次申领失业救济金人数达 3,030 万，超越自 2008 年金融海啸起创造的 2,240 万个职位，以及金融海啸期间失去的 870 万个职位。

不过，经济数据将进一步恶化。大部份西方国家自 3 月中开始实施封城措施，因此 3 月份数据只部份反映疫情及封城影响。未来数星期公布的 4 月份数据将更全面反映疫情及封城影响，意味数字更惨不忍睹。

企业业绩令人失望，盈利前景不明

■ 两成标普 500 企业撤销业绩指引

根据 Factset，截至 5 月 1 日，55% 的标普 500 企业已公布今年首季业绩。每股盈利高于预期的企业百分比（65%）低于过去五年平均（73%），而整体每股盈利高于预期 2.5%，同样低于过去五年平均（4.9%）。今年首季度综合盈利同比下跌 13.7%，分析师预期今年第二/三/四季度同比跌幅为 36.7%/20.1%/9.4%，意味第二/三季度盈利跌幅将更惨淡。

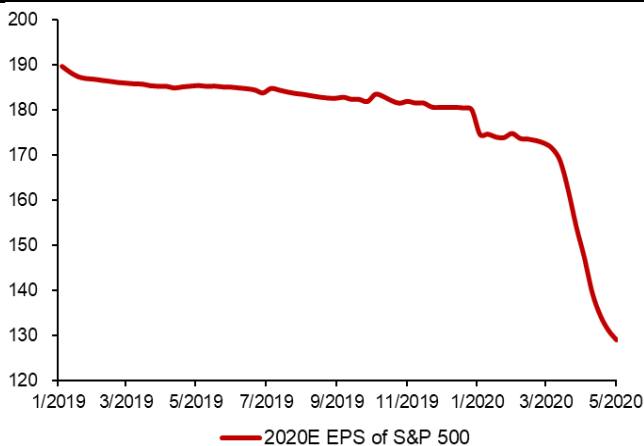
对于期待公司发布业绩指引的投资者来说，撤销指引的决定或令其失望。盈利前景史无前例地不明朗，包括苹果公司（AAPL US）在内约两成标普 500 企业，因疫情未知数而撤销利润指引。

■ 盈利进一步下调？

自 3 月初分析师已下调 2020 年标普 500 指数盈利预估 25.3%（图 1），以及 2021 年预估 15.1%。既然首季度盈利对比五年平均令人失望，相信盈利预测有进一步下调空间。

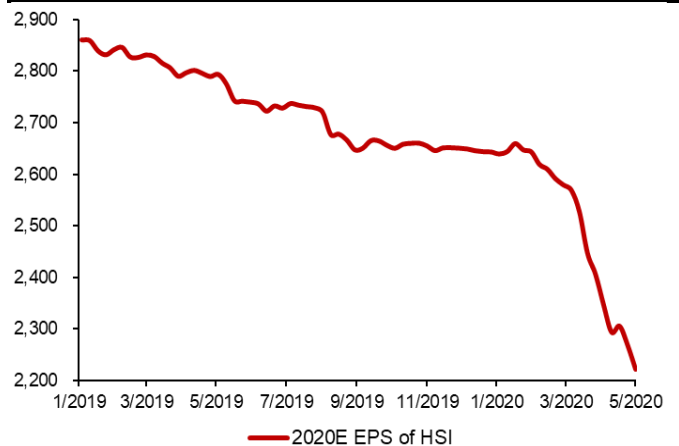
自 1 月疫情爆发以来，恒指 2020 及 2021 年盈利预测亦分别被下调 16.4%（图 2）及 11.7%。

图 1：2020 年标普 500 指数每股盈利预测



资料来源：彭博、招银国际证券

图 2：2020 年恒生指数每股盈利预测



资料来源：彭博、招银国际证券

■ 估值偏高

标普 500 指数反弹 29%，加上盈利预测被下调，现时估值为 22 倍 2020 年预测市盈率（图 3），是过去二十年最高。2021 年预测市盈率为 17.3 倍，接近近年顶峰（2017 年的 18.2 倍）。

今年标普 500 指数每股盈利预计同比下跌 12.4%，下年预计同比上升 27.2%，意味下年收益高于疫情爆发前。在疫情充满未知数下，这个预测或太乐观。倘若 2021 年收益预测进一步下调，标普 500 估值则更显得偏高。

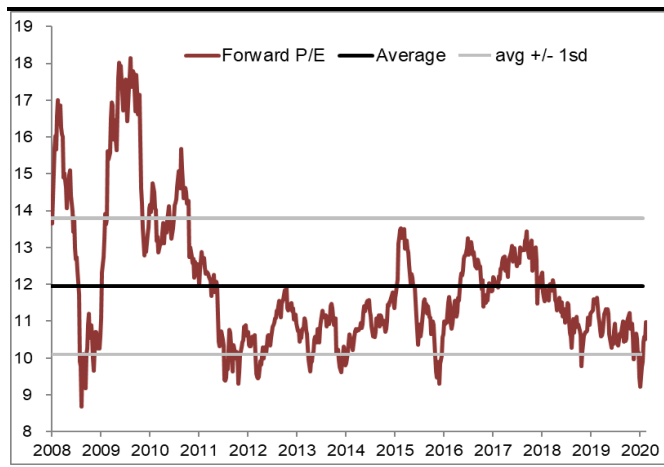
港股相对美股便宜得多，现阶段恒指估值为 11 倍 2020 年预测市盈率（图 4）。**港股估值虽低，但一旦环球股市再下挫，亦将不能幸免，因恒指侧重于金融板块（占比约 50%），在低息环境中，增长潜力低但企业违约风险高（如能源、航空及旅游板块）。**

图 3：标普 500 指数 2020 年预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券

图 4：恒生指数 2020 年预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券

避险情绪仍然高企

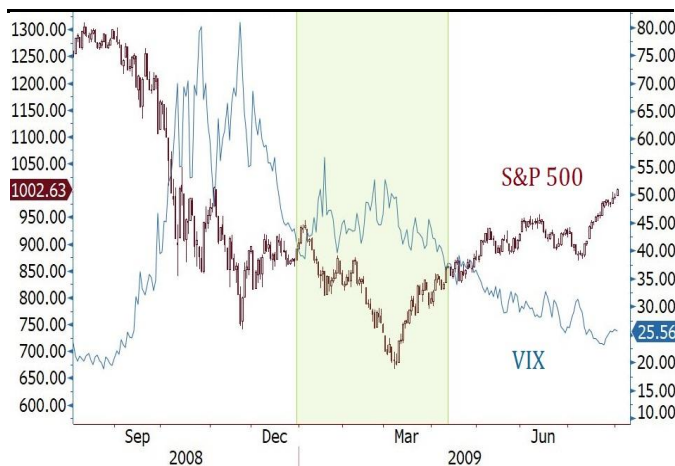
标普 500 指数反弹 29%，但 VIX 恐慌指数仍处于 37 高水平（图 5）。上一次出现类似情况是 2009 年初，标普 500 指数再次下跌形成「第二只脚」（图 6 阴影部份）。**在 VIX 指数回落至 30 以下之前，投资者情绪仍然脆弱，市场见底或言之尚早。**

图 5：2020 年标普 500 及 VIX 指数



资料来源：彭博、招银国际证券

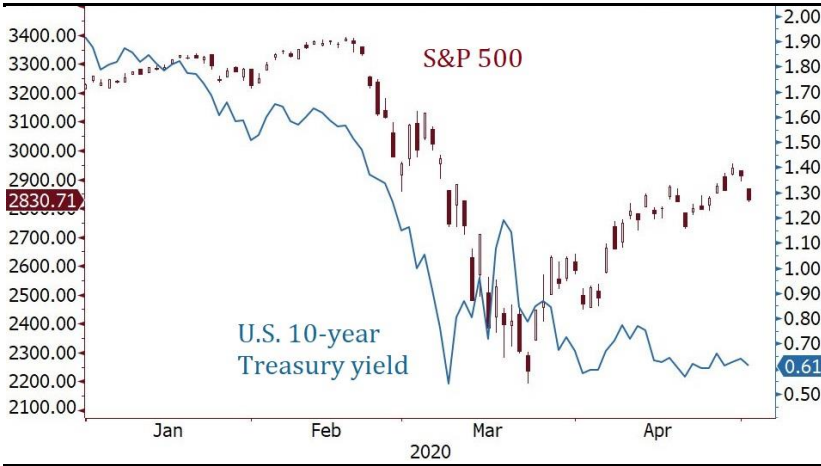
图 6：2008-2009 年标普 500 及 VIX 指数



资料来源：彭博、招银国际证券

4 月份股市反弹，但债券市场的「聪明钱」未见流走。美国 10 年期国债孳息率徘徊在 0.6%，甚至低于 3 月 25 日标普 500 指数见底时的水平。

图 7：美国 10 年期国债孳息率低于 3 月美股见底时

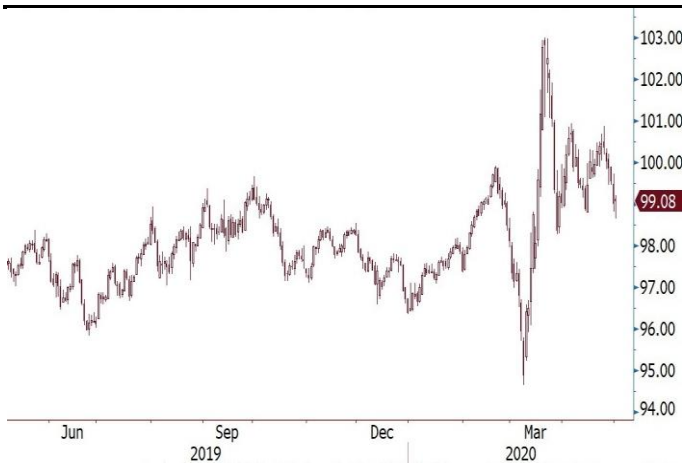


资料来源：彭博、招银国际证券

其他避险资产如美元和黄金仍处于高水平（图 8、9）。

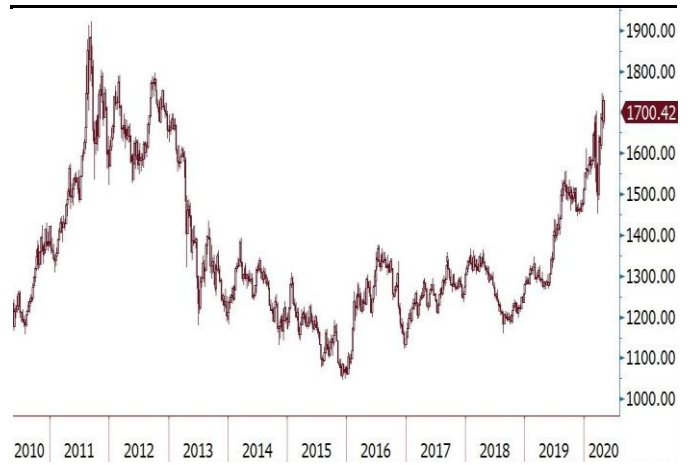
这些指标显示，其他资产类别的投资者并不如股票投资者般乐观。

图 8：美元指数位于 100



资料来源：彭博、招银国际证券

图 9：金价位于七年高位



资料来源：彭博、招银国际证券

中美局势再次紧张

自中美两国于今年 1 月份签署了第一阶段贸易协议，新冠疫情便开始爆发，并取代贸易战成为领导人及投资者所关心理题。最近两国就疫情责任起争议，**美国总统特朗普更在 4 月 30 日威胁对华加征关税**。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资被视为国家安全风险的**中国股票**。

2020 年 11 月美国总统大选前，预料中美关系将出现更多变数。**当疫情受控后，若两国之间加剧的贸易磨擦将拖慢经济复苏**。当投资者考虑到此风险，市场上行空间或因此受压，甚至乎导致经济增长、企业盈利和估值预测进一步下调。

技术分析

标普 500 指数或再下跌，造「第二只脚」

美股标普 500 指数于短短六周最多反弹 34.7%，达到早前跌幅之黄金比率 61.8% 目标（图 10）。往绩显示，急跌过后，标指第一轮反弹通常不超过 61.8% 水平，其后往往再向下造「第二只脚」。简而言之，此轮反弹浪相信已告终。另外，MACD 线或即将跌穿讯号线，确认指数走势转弱。

图 10：标普 500 指数反弹浪或已完结



资料来源：彭博、招银国际证券

恒生指数形成利空「上升楔形」

恒指 3 月 19 日见底以来，反弹期间营造了利空的「上升楔形」，较短期的楔形已于 4 月下旬跌穿，另一个楔形亦于 5 月 4 日跌穿（图 11），意味反弹浪完结，估计恒指「第二只脚」将跌至 22,000-22,800 区间。

图 11：恒生指数形成利空「上升楔形」



资料来源：彭博、招银国际证券

策略 - 候低吸纳增长股

等待更好入市时机：恒指回落至 22,000-22,800

踏入5月，传统智慧美股有 Sell in May and go away 之说，港股则有「五穷六绝七翻身」。

今年5月，多项因素显示今年5月将应验「五穷」之说，以跌市收场：1) 更多疲弱经济数据及企业业绩陆续出炉；2) 目前暂未有针对新冠肺炎的特效药和疫苗；3) 在刚过去的4月份股市创下最佳单月表现；4) 估值不再低残，美股甚至偏贵。

至于港股，我们建议投资者等待更好入市时机（恒指回落至 22,000-22,800），候低再吸纳增长股及政策支持板块。

目前我们仍然偏好工程及机械板块，因其 1) 受惠于政府基建政策；2) 3-4 月份工程机械销售同比增长强劲；3) 基建相关承办商新签订单持续增长，现金流得到改善，预示工程机械需求殷切。我们偏好三一重工(600031 CH)、恒立液压(601100 CH)、中国重汽(3808 HK)和中联重科(1157 HK / 000157 CH)。

候低吸纳：互联网 / 医疗 / 教育 / 汽车 / 运动服装 / 券商

中国是首个采取封城等严格抗疫措施的国家，亦是首个疫情见顶的国家。海外疫情风险持续，现阶段建议避开海外业务比重高的板块（如出口、贸易、工业、手机相关行业）。

中国内需股韧性相对高，受惠政策支持的概率亦比较高。5月22日召开的全国人大会议将是中港市场焦点之一。人大会议过往多于3月召开，今年因疫情延至5月召开。料促进本地消费将会是其中一项重要议题。

图 12：建议趁低吸纳的股票

行业	公司	代码
互联网	腾讯	700 HK
	阿里巴巴	9988 HK
	美团点评	3690 HK
	同程艺龙	780 HK
医疗	石药	1093 HK
	锦欣生殖	1951 HK
教育	希望教育	1765 HK
	睿见教育	6068 HK
体育服装	安踏体育	2020 HK
	李宁	2331 HK
汽车	广汽集团	2238 HK
	吉竹汽车	175 HK
券商	中信证券	6030 HK
	中金公司	3908 HK

资料来源：招银国际证券

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。

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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。

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撰写的报告。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仅会在法律要求的范围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。