

9月港股策略报告

联储局及弱美元支持，恒指向上突破机会增

恒指由7月初至今窄幅波动两个月，估计于9月份向上突破的机会较高，利好因素包括美国联储局修改通胀目标、美元疲弱、人民币走强。联储局修改通胀目标，令孳息曲线变得较倾斜，料令近月疲弱的美元更添沽压。受惠于这些因素，金融及地产股有望造好。

- **联储局改用「平均通胀目标」政策。**联储局于8月27日宣布将通胀目标修改为「平均」2%，表明当过去一段时间通胀低于2%，将容许未来通胀率高于2%一段时间才考虑加息，相信这将令联邦基金利率更长时间保持于近零。
- **市场影响：孳息曲线更倾斜，有利股价向上。**我们预料联储局最新政策将推高美国长债孳息率，孳息曲线更倾斜，有利股价向上，尤其利好金融股。
- **美元走弱，人民币走强。**联储局修改通胀目标，意味未来几年将维持利率不变，美元继续走弱，而弱美元通常利好新兴市场表现。同时，人民币走强，有利整体中国股票，尤其是持有大量人民币资产的金融及地产股。
- **技术分析：恒指下个目标 26,782。**年初至今，恒指形成三角形，现已运行至末端，接近突破。从基本面来看，恒指向上突破机会较大，一旦升穿 250 天线阻力约 25,800，下一级目标将会是 7 月初高位 26,782。金价经过整固后，仍守于升轨之上，随着联储局长期维持低利率，金价中长线仍有上行空间。
- **策略：配置金融股、内房股及科网龙头。**恒指于9月份向上突破的机会较高，联储局修改通胀目标、美元疲弱、人民币走强有利金融及地产股造好。估计科网巨头亦将会贡献恒指升势。此外，国内基建投资持续增加，我们继续偏好工程机械股份。

行业与公司推荐

行业	公司
保险	中国人寿 (2628 HK), 中国太保 (2601 HK)
券商	中信证券 (6030 HK)
房地产	中国奥园 (3883 HK), 雅生活 (3319 HK)
互联网及科技	腾讯 (700HK), 阿里巴巴 (9988 HK), 鸿腾精密 (6088 HK)
工程机械及设备	中联重科 (1157 HK), 中国重汽 (3808 HK)

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



近期市场策略报告

1. 策略报告：短期换马至周期性行业 - 2020年8月19日
2. 8月港股策略报告：恒指区间上落，政策受惠股料跑赢 - 2020年8月5日
3. 港股下半年展望：增长股料继续跑赢 - 2020年7月6日
4. 6月港股策略报告：市场分歧与机会 - 2020年6月9日
5. 市场策略：两会政策前瞻及受惠股 - 2020年5月20日
6. 5月港股策略报告：第二轮冲击 - 2020年5月5日
7. 市场策略：五月前沽货，候低再吸纳 - 2020年4月22日
8. 市场策略：评估中国经济复苏及对港股影响 - 2020年4月6日
9. 市场策略：港股防守力较美股强 - 2020年3月18日
10. 市场策略：疫情大流行及“熊市”下的机遇 - 2020年3月16日

目录

联储局调整货币政策目标.....	3
平均通胀目标.....	3
联储局新政策影响.....	3
新政策对市场影响.....	4
美元走弱，人民币走强.....	6
联储局放鸽，美元走弱.....	6
人民币走强，利好金融及地产股.....	6
技术分析.....	7
策略：配置金融股、地产股及科网龙头.....	9
主要风险.....	9

联储局调整货币政策目标

平均通胀目标

联邦公开市场委员会于 8 月 27 日宣布更新其《长期目标和货币政策策略声明》，主要修订就业最大化和物价稳定的「双重目标」。在物价稳定方面，委员会调整了实现 2% 长期通胀目标的策略，改为「力求通胀率在一段时间内保持在平均 2% 的水平」。

联储局主席鲍威尔于 8 月 27 日进一步解释：「当通胀率低于 2% 一段期间，货币政策目标将为通胀在未来一段时间内高于 2%。」

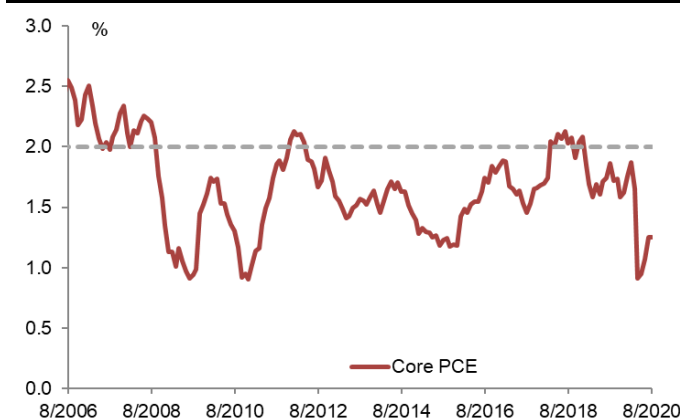
联储局新政策影响

■ 容许未来几年通胀率高于 2%

在修订政策之前，市场一般预期联储局在通胀回升至或高于 2% 时考虑加息。修订政策后，通胀率高于 2% 非但不一定引发加息，更是联储局所乐见，只要在一段较长时间之内之平均通胀不超出 2%。

自 2008 年金融海啸后，美国核心个人消费支出物价指数（PCE，联储局偏好之通胀指标）按年变化一直低于其 2% 的目标（图 1）。虽然联储局并未阐释计算一段时间内平均通胀率的方法，但我们相信未来通胀率温和地高于 2% 几年后，联储局才会考虑加息。

图 1：联储局的通胀指标维持在 2% 以下



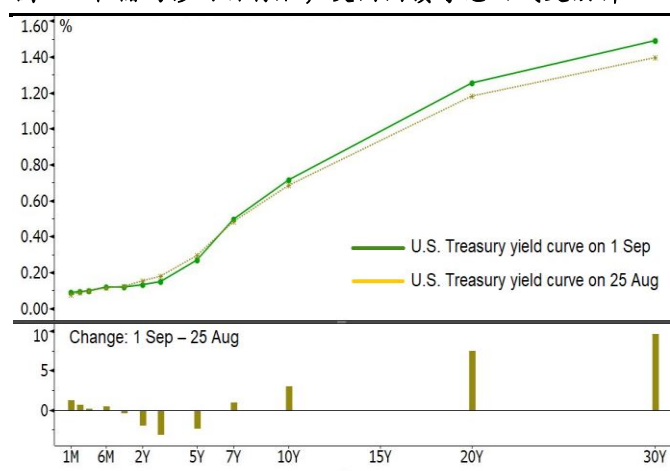
资料来源：彭博、招银国际证券

■ 孳息曲线将更倾斜

联储局容许通胀高于 2%，意味未来几年不会加息（至少维持利率至 2022 年以后），短年期孳息率维持在低水平，中长期孳息率则跟随通胀预期上升，**孳息曲线越趋倾斜**。

在联储局修订通胀目标后，美国国债孳息曲线率已变得倾斜。1 年至 5 年期孳息率下跌，反映市场预期未来几年联储局维持利率不变；7 年至 30 年期孳息率则上升，显示市场对长期通胀的预期上升（图 2）。

图 2：联储局修订目标后，美国国债孳息曲线更倾斜



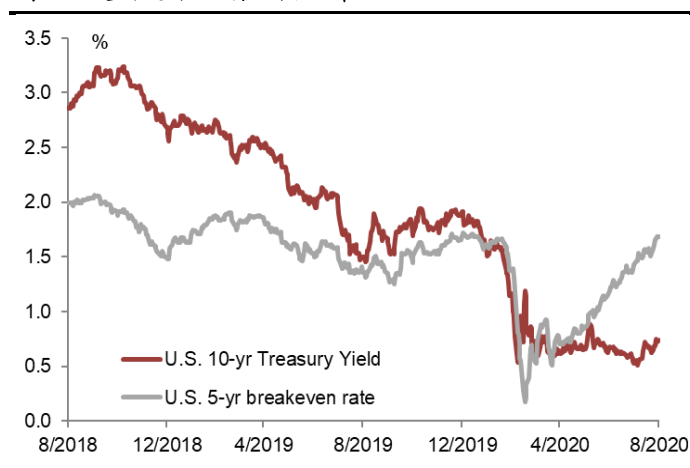
资料来源：彭博、招银国际证券

新政策对市场影响

■ 长债孳息率更高

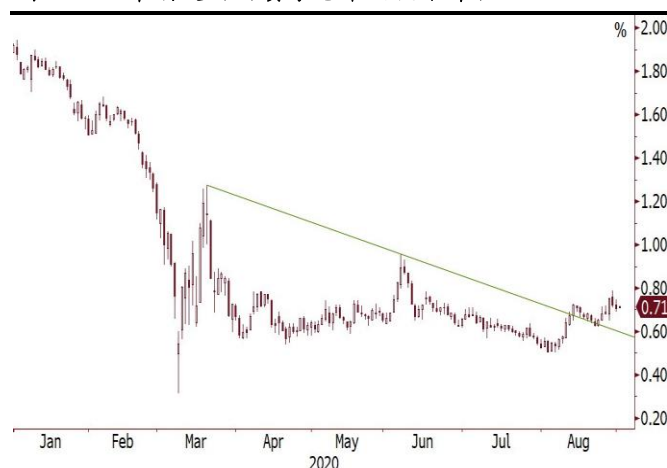
自 3 月份联储局推出无限量宽措施，以缓和疫情对市场的冲击后，美国通胀预期（breakeven rate，图 3）。孳息率一直落后通胀预期，但过去几星期逐渐回升，突破下降轨（图 4）。在联储局表示调整政策后，长债孳息率料将跟随通胀预期进一步上升。

图 3：美国通胀预期大幅反弹



资料来源：彭博、招银国际证券

图 4：10 年期美国国债孳息率突破下降轨



资料来源：彭博、招银国际证券

■ 利好股票市场，尤其金融股份

利率长期保持于近零，有利于包括股票的风险资产。从板块来看，周期板块对量化宽松带来的经济刺激效果敏感度较高，因此能较大程度受惠。**金融板块一般并不因低利率而造好，但这次孳息曲线预料变倾斜，有望提高银行净息差和保险投资回报率。**

图 5、6、8 显示国债孳息率上升时，金融股倾向跑赢大市。相对港股和内地股票市场，这个现象在美股市场更为明显。

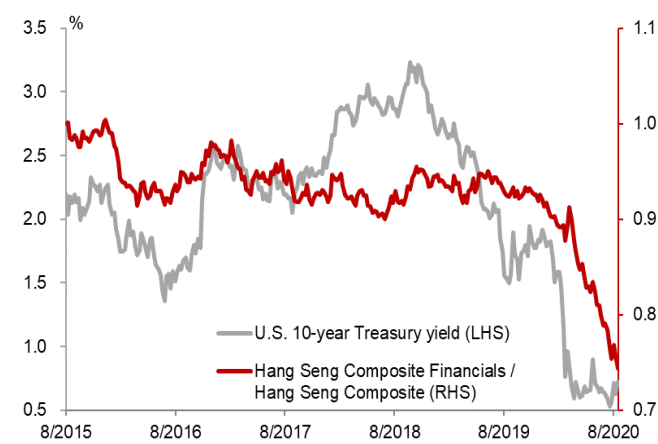
不过，这并非意味只要孳息曲线变倾斜，金融板块就能长时间跑赢大市。金融板块的长期表现受制于缺乏增长、政策趋严、结构性改变等因素。尽管如此，年初至今金融股份已大幅跑赢大市，孳息曲线变倾斜可催化短中期的估值重估。

图 5：美国孳息率上升时，美国金融股倾向跑赢大市



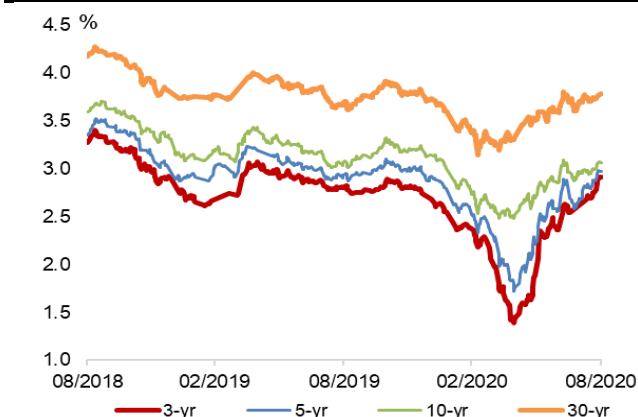
资料来源：彭博、招银国际证券

图 6：美国孳息率上升时，香港金融股倾向跑赢大市



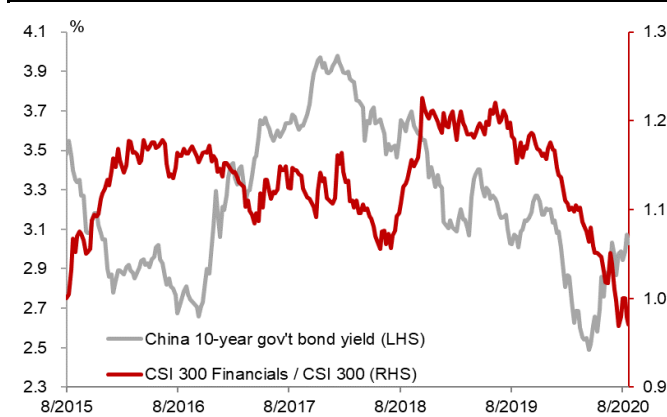
资料来源：彭博、招银国际证券

图 7：中国国债孳息率大幅反弹



资料来源：彭博、招银国际证券

图 8：中国孳息率上升时，中国金融股倾向跑赢大市



资料来源：彭博、招银国际证券

美元走弱，人民币走强

联储局放鸽，美元走弱

由 3 月中至今美元已贬值 10%，时间上与联储局宣布无限量宽和股市见底一致。联储局扩表比其他央行更进取，加上避险情绪消退，美元指数下跌。联储局调整政策，未来几年维持利率不变，美元料将进一步走弱。

图 9 显示美元指数接近跌穿其 10 年上升轨的支撑位，下一级目标是 88.2 的双顶颈线。弱美元通常利好股市，尤其是新兴市场。

人民币走强，利好金融及地产股

美元持续贬值，人民币兑美元开始转强。图 10 显示美元兑人民币已跌至中期上升轨及双顶颈线，意味人民币短期内料将持续走强，下一级目标是 2019 年初的 6.69。

图 9：美元走弱



资料来源：彭博、招银国际证券

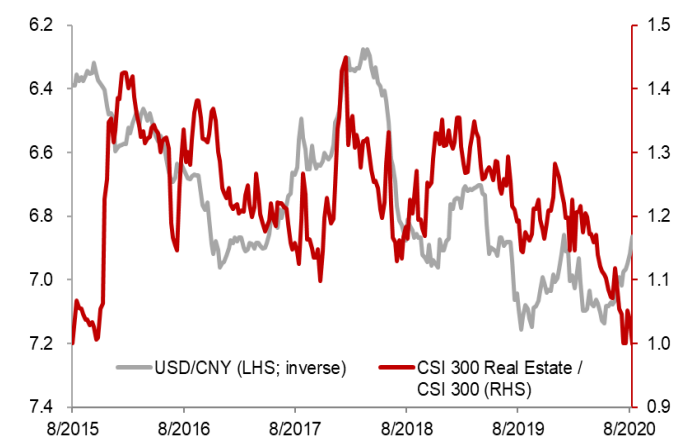
图 10：人民币转强



资料来源：彭博、招银国际证券

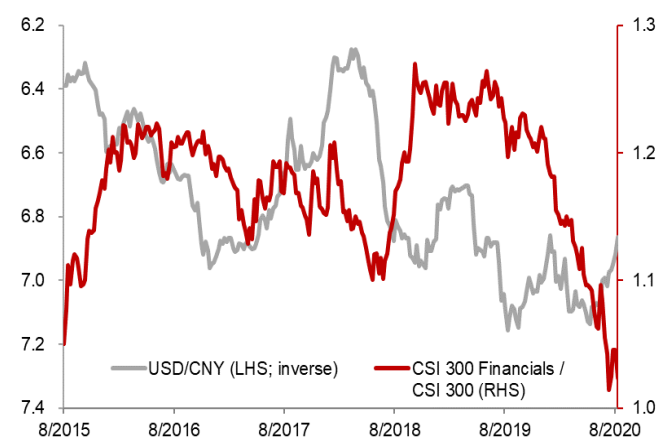
重资产板块如内房及金融将受惠人民币升值。内房 A 股相对表现与人民币成高度正向关系（图 11），金融 A 股表现亦与人民币呈正相关性，但程度不及内房股（图 12）。

图 11: 人民币升值时, 内房股倾向跑赢大市



资料来源：彭博、招银国际证券

图 12: 人民币升值时, 内地金融股倾向跑赢大市



资料来源：彭博、招银国际证券

技术分析

■ 恒指下个目标 26,782

在7月及8月份大部份时间，恒指只在2,000点之间徘徊，在100及250天线间波动（图13）。年初至今，恒指形成三角形，现运行至末端接近突破。

从基本面来看，联储局长时间维持零利率、美元走弱、人民币转强以及中国国内经济温和复苏，恒指向上突破机会较大。一旦升穿250天线阻力约25,800，短期目标为7月初高位26,782。

长线来看，恒指已形成另一个三角形（图14），中线阻力为三角形顶部约27,400。

图 13: 恒指尚未升穿 250 天线



资料来源：彭博、招银国际证券

图 14：恒指中线下降轨阻力约 27,400



资料来源：彭博、招银国际证券

■ 科网龙头领涨，市场宽度收窄

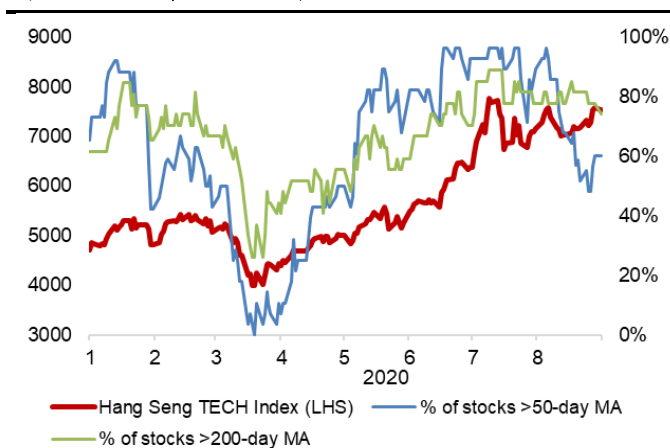
科网股最近几星期继续领涨，纳斯达克指数屡创新高，而 ATMX（阿里巴巴、腾讯、美团、小米）同样于 7 月及 8 月创历史新高。

虽然香港大型科网股势不可挡，但板块表现并非全面强劲，部份科网股表现偏软。恒生科技指数的市场宽度反映了这种情况（图 15），恒生科技指数最近再挑战 7 月初之历史高位，但位于 50 天线以上的成份股百份比跌至 60% 以下。虽然这未算确认转淡的讯号，但投资者需小心二三线科技股。只宜选择基本面良好及中期业绩理想的股份。

■ 黄金整固后仍处上升轨

7、8 月份金价波动较大，创下历史新高后回落 10%。黄金仍处于今年上升轨，并升穿短期下降轨阻力（图 16）。联储局维持低利率，中长期金价仍有上升空间。

图 15：恒生科技指数的市场宽度



资料来源：彭博、招银国际证券

图 16：金价升穿下降轨



资料来源：彭博、招银国际证券

策略：配置金融股、地产股及科网龙头

我们预计受联储局修改通胀目标、美元疲弱、人民币走强推动，恒指于 9 月份向上突破的机会较高。金融及地产股料尤其受惠这些因素。作为「旧经济」股份，这些板块长期落后于增长股，短期可望获估值重估的机会。

科网龙头自 3 月起领涨，随着恒指进一步向上，相信科网龙头亦将有份贡献升势。不过，科网 / 科技硬件 / 生物科技等板块股份表现开始分歧，应小心基本面不太稳固或估值偏高的股份。

此外，工程机械及设备之产品需求仍处于上升周期，叠加国内基建投资持续增加，我们继续看好工程机械生产商。

图 17：行业与公司推荐

行业	公司	代码	评级	目标价 (港元)
保险	中国人寿	2628 HK	买入	28.14
	中国太保	2601 HK	买入	33.22
券商	中信证券	6030 HK	买入	24.60
房地产	中国奥园	3883 HK	买入	15.48
	雅生活	3319 HK	买入	60.70
科技及互联网	腾讯	700 HK	买入	624
	阿里巴巴	9988 HK	买入	290
	鸿腾精密	6088 HK	买入	4.10
工程机械及设备	中联重科	1157 HK	买入	11.20
	中国重汽	3808 HK	买入	28.30

资料来源：招银国际证券

主要风险

1. **中美关系：**11 月美国总统大选前，中美关系摩擦有机会升温，美国或进一步收紧对中国科技公司的禁令或限制。
2. **新冠疫情：**近期欧洲新增确诊病例再次上升。假如中国 / 香港 / 美国新增确诊数字大幅上升，市场将再次受冲击，周期板块受影响尤甚。
3. **美元反弹：**经过一轮猛烈贬值，美元或随时出现技术反弹，特别是当美国经济数据好于预期，或联储局发表不太偏鸽的言论之时。

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误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。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。接收本报告的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。