3 月港股策略报告

毋须因债息上升恐慌

美国国债孳息率的上升最近导致全球股市波动。我们认为，股票投资者不必对债券孳息率上升过份担忧。板块配置策略在这里可能起关键作用：相对于成长型，更偏好周期性板块。

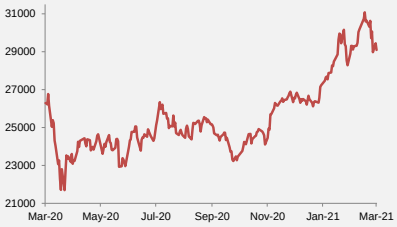
- **债券孳息率上涨反映更好的经济增长。**美国国债孳息率通常与美国 GDP 增长率和制造业 PMI 同步增长。最近几个月债券孳息率的上涨是由于疫苗驱动的经济复苏以及由于大宗商品价格上涨而提高的通胀预期的结果。
- **债券孳息率仍然很低，实际孳息率为负。**在最近的反弹之后，美国国债孳息率处于过去十年中的低谷。更重要的是，主要发达国家的实际孳息率（经通货膨胀调整后）仍然为负，这意味着企业和消费者不会因正的实际孳息率而减少借贷。负实际孳息率也是股票的支撑因素，因为只要两年期美国国库券的实际孳息率保持负数，美国股票通常就会表现良好。
- **美联储的“平均通胀目标”意味长时间不会加息。**通货膨胀率可能会在未来几个月进一步上升，但美联储目前已将政策转向“平均通胀目标”，美联储主席预计通货膨胀率的上升应该是短暂的，并重申保持货币政策高度宽松。
- **股票价格往往会随着债券孳息率的上涨而上涨。**往绩显示，股票价格与债券孳息率正相关。短期内可能会有一些分歧，但在中期（3-6 个月）中，它们在大多数时间中都呈正相关。
- **预期周期性股票跑赢增长股。**自 2020 年 9 月至 11 月以来，周期性股票开始跑赢成长型股票，我们认为它们将在未来几周继续跑赢增长股，由于以下原因：1）疫苗接种可以改善全球经济前景，从而改善周期性股票的收益；2）更高的债券孳息率和预期的通货膨胀更有利于周期股；3）与成长型股票相比，周期性股票仍然非常便宜；4）港股通南下的净买入量大幅减少，这给内地投资者青睐的成长型股票带来了下行压力。
- **恒指可能会维持高波幅，但会在区间震荡。**我们预期成长型股票面临压力，周期性股票的表现将优于大盘，因此它们对指数表现的贡献可能会相互抵消。预计未来几周恒指将在 28,000-31,000 之间波动。由于 20 财年和 21 财年 1 季度的业绩可能带来额外的波动，基准指数的波动性可能仍会偏高。

看好的行业和股份

行业	股份
保险	中国人寿 (2628 HK)
房地产	华润置地 (1109 HK), 世茂房地产 (813 HK), 合景泰富 (1813 HK)
工程机械	中联重科 (1157 HK / 000157 CH), 恒立液压 (601100 CH), 潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH)

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. 策略报告 – 恒生指数改革前瞻 – 2021 月 2 月 24 日
2. 2 月港股策略报告：顺势而为 – 2021 月 2 月 3 日
3. 策略报告 – 南下资金推升 H 股 – 2021 月 1 月 22 日
4. 1 月港股策略报告：继续看好价值型股份 – 2021 月 1 月 6 日
5. 2021 年策略报告：疫后产需齐复苏 牛年恒指闯三万 – 2020 月 12 月 10 日
6. 策略报告 – 疫情有望终结？ – 2020 月 11 月 12 日
7. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳 – 2020 月 11 月 5 日
8. 10 月港股策略报告：偏好盈利能见度高股份 – 2020 月 10 月 7 日
9. 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 – 2020 月 9 月 3 日
10. 策略报告：短期换马至周期性行业 – 2020 月 8 月 19 日

债券孳息率上升

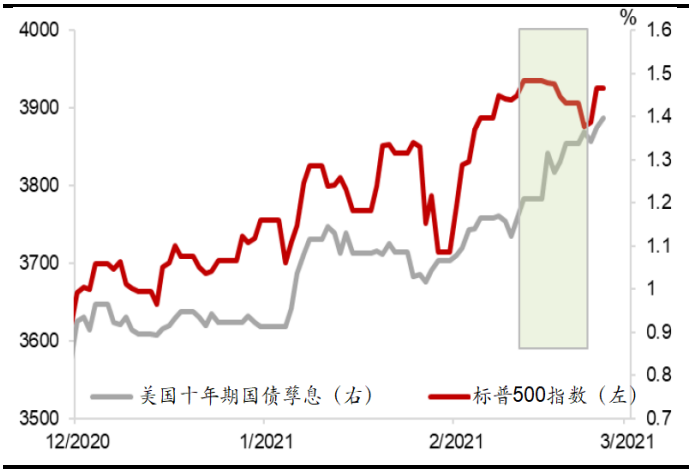
最近美国国债孳息率的快速上涨已经引起一些股票投资者的关注。2 月中起标普 500 指数以至亚太股市中的回调，部分归因于债券孳息率的急升。

为什么股票投资者可能会担心?

更高的债券孳息率意味着:

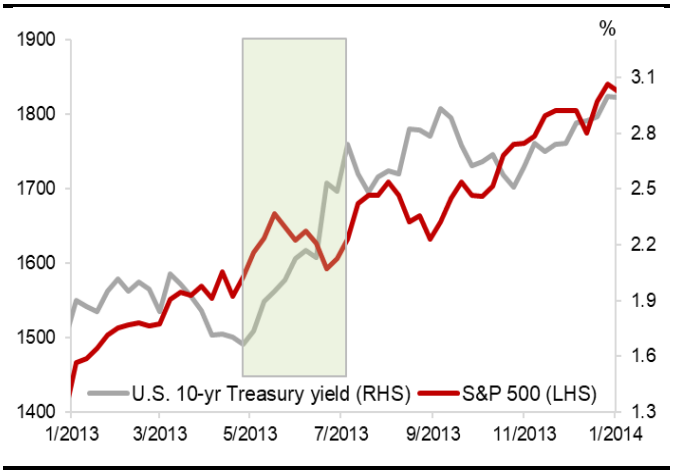
1. **债券相对于股票的吸引力增加。**
2. 估值股票时使用**较高的折现率**，特别是一些使用 DCF 模型估值的成长型公司。
3. **较高的借贷成本**可能会损害经济增长和企业收益。
4. 反映出**较高的通货膨胀**，这转化为某些行业和消费者的**成本更高**。
5. **预期宽松的货币政策可能收紧**，例如美联储可能会缩减量化宽松规模并提高利率。我们曾在 2013 年中经历过，美联储宣布计划缩减资产购买计划后的两个月内，美国十年期国债孳息率从 1.7%升至 2.7%。在此期间，标普 500 指数回调了 5%。

图 1：标普 500 指数 vs 美国十年期国债孳息率



资料来源: 彭博，招银国际证券

图 2：标普 500 指数 vs 美国十年期债息 (2013 年)



资料来源: 彭博，招银国际证券

为什么股票投资者毕竟不应该太担心?

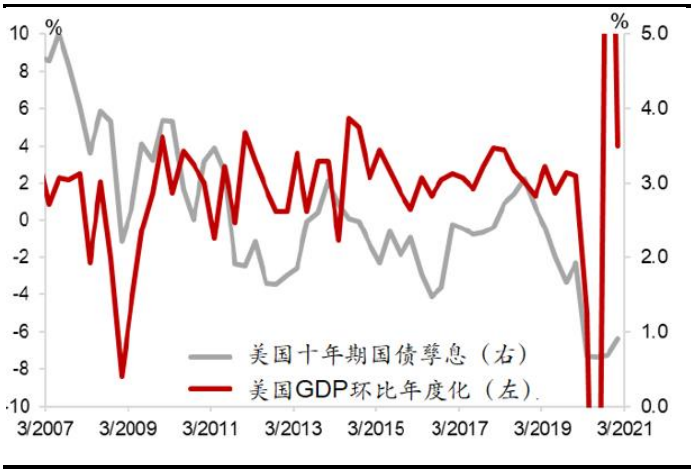
1. **债券孳息率上升是经济增长改善**和通缩风险降低的结果。
2. 债券孳息率仍然很低，许多国家的**实际孳息率（扣除通胀）仍然为负**。
3. 美联储的“平均通胀目标”意味着**长时间不会加息**。
4. 历史表现显示，**股票价格往往会随着债券孳息率上涨**。

1. 债券孳息率上升是经济增长改善和通缩风险降低的结果

美国国债孳息率经常与美国 GDP 增长率和制造业 PMI 同步变化。随着经济增长的改善，投资者倾向于从防守性资产（债券）转向风险资产（股票），以追求更高的回报，从而导致更高的债券孳息率。

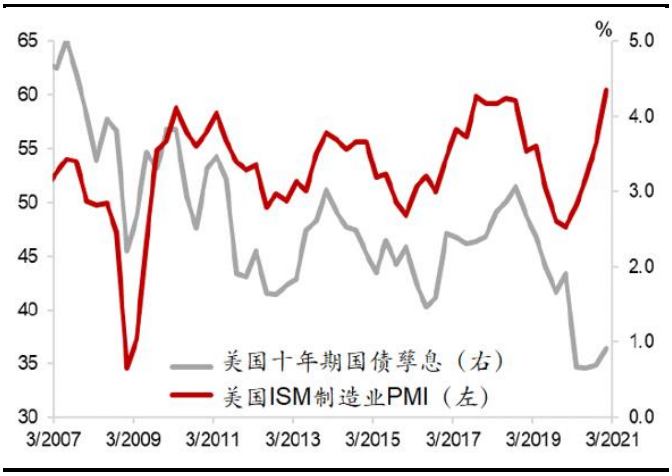
我们认为，近几个月来债券孳息率的上升是由于疫苗接种推动全球经济前景改善以及石油和金属价格走强导致通货膨胀预期提高所致。尽管较高的通胀预期可能会引发人们对货币政策收紧的担忧，但几乎没有短期内收紧政策的风险，正如我们将在下文中指出的那样。

图 3：美国 GDP 增速 vs 美国十年期债息



资料来源：彭博，招银国际证券

图 4：美国 ISM 制造业 PMI vs 美国十年期债息



资料来源：彭博，招银国际证券

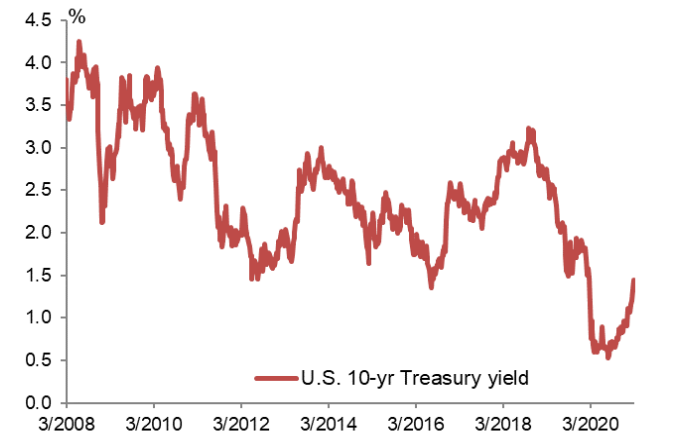
2. 债券孳息率仍然很低，实际孳息率仍然为负

2020 年底，美国 10 年期国债孳息率为 0.92%。现在是 1.43%，升幅 50%以上。尽管百分比变化很大，但绝对水平仍然很低，正处于 2008 年全球金融危机以来的最低谷（不包括 COVID-19 时期）。30 年期美国国债孳息率的趋势相似。

不仅名义孳息率很低，更重要的是，在主要发达国家的主权债券中，实际孳息率（经通货膨胀调整后）仍处于负数。

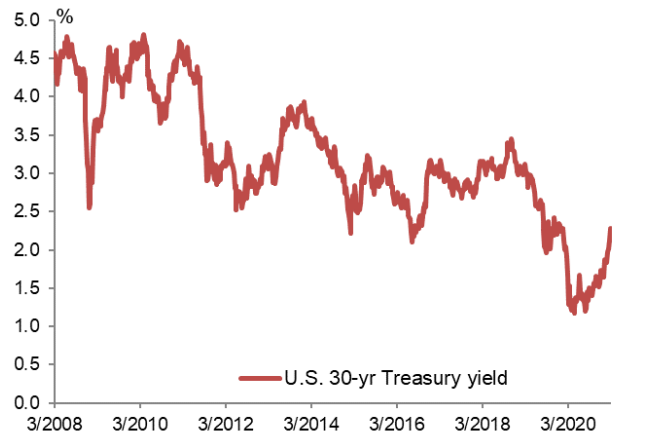
负实际孳息率也是股票的支撑因素。在过去十年中，只要两年期美国国债的实际孳息率保持在负值范围内，美国股市通常就会表现良好。相比之下，在两年期实际孳息率升至正数的几次情况下，美国股市的调整幅度较深、持续时间较长。

图 5：美国十年期国债孳息于疫情前低位



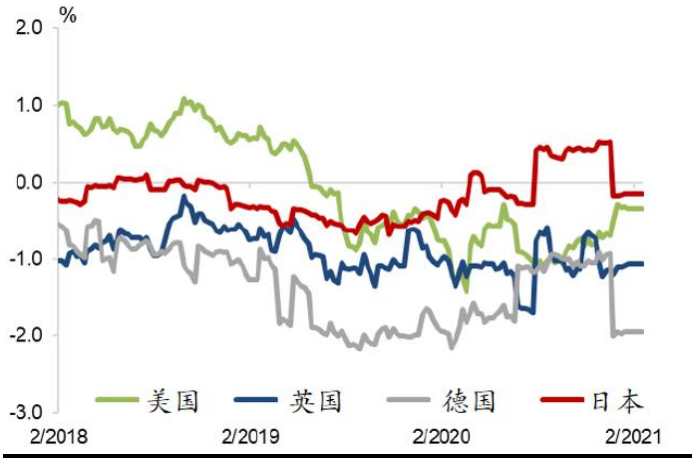
资料来源：彭博，招银国际证券

图 6：美国三十年期国债孳息于疫情前低位



资料来源：彭博，招银国际证券

图 7：多国之国债实质孳息率仍是负数



资料来源：彭博，招银国际证券

图 8：当两年期实质债息升至正数，美股才出现较深调整

资料来源：彭博，招银国际证券

3. 美联储的“平均通胀目标”意味长时间不会加息

未来几个月，通货膨胀率可能会进一步上升，部分原因是基数较低，部分是由于封锁解除后需求复苏，而供应仍然受到限制。但是中央银行和投资者似乎一致认为，高通胀将是短暂的。

在 2020 年 9 月 16 日的会议上，美联储宣布将政策转向“平均通胀目标”，即“长期平均通胀率为 2%，长期通胀预期保持在 2%”的目标。由于通货膨胀率持续低于这一长期目标，美联储“将在一段时间内力争使通货膨胀率适度高于 2%。”

在 2 月初向国会作证时，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）淡化了高通胀的风险。他说，由于一年前基数较低，通货膨胀率将在未来几个月内回升，但通货膨胀率的增长不太可能持续很长时间。这是一项重要定心丸，即**美联储将在一段时间内保持联邦基金利率和每月量化宽松金额不变**，这与 2013 年 5 月美联储主席伯南克（Ben Bernanke）暗示即将减少量化宽松形成鲜明对比。

市场似乎同意通胀不会长期持续上升。美国国债通货保护证券（TIPS）反映的美国盈亏平衡率意味投资者预期美国 CPI 通胀将在一年后达到 2.55%的峰值，然后在接下来的三年中逐年下降。

图 9：美国通胀自 2008 年后一直低于 2%目标

资料来源：彭博，招银国际证券

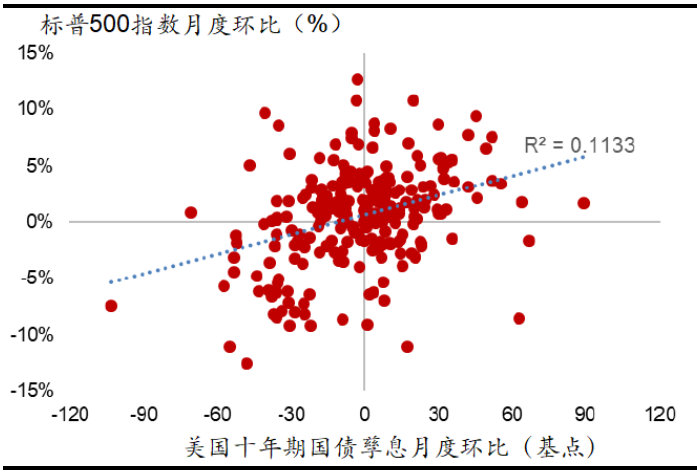
图 10：市场预期通胀一年后见顶

资料来源：彭博，招银国际证券

4. 股票价格倾向于与债券孳息率一起上涨

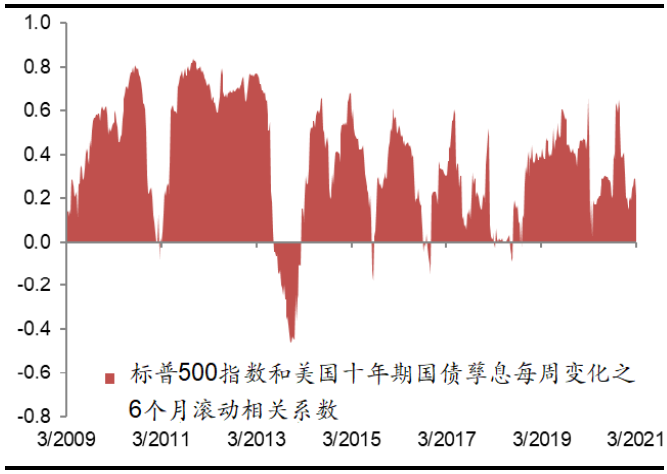
过往数据显示，股票价格与债券孳息率多呈正相关，即当孳息率上升时，股票往往会上涨。短期内可能会有一些分歧，但在中期（3-6 个月），它们在大多数时间中都呈正相关。换句话说，股票和债券的价格是负相关的。这完全符合教科书理论。

图 11：美股与美债孳息呈正相关性



资料来源：彭博，招银国际证券

图 12：美股与美债孳息之相关系数



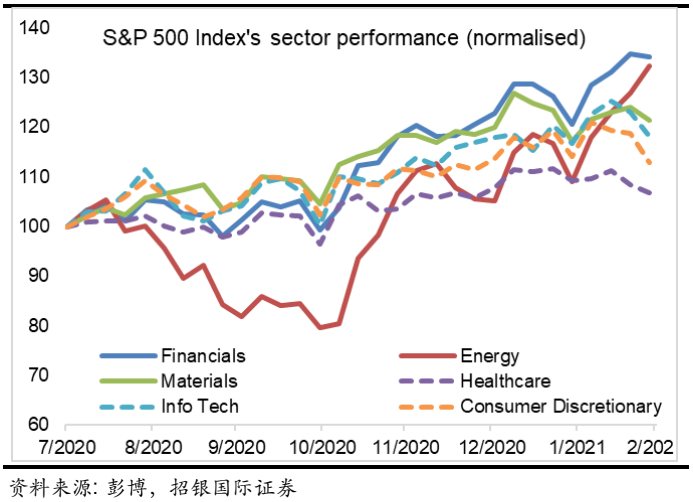
资料来源：彭博，招银国际证券

债券孳息率上升时跑赢的股票板块

在周期性股票多年表现不佳之后，它们相对于成长型股票的估值折让处于极端水平。

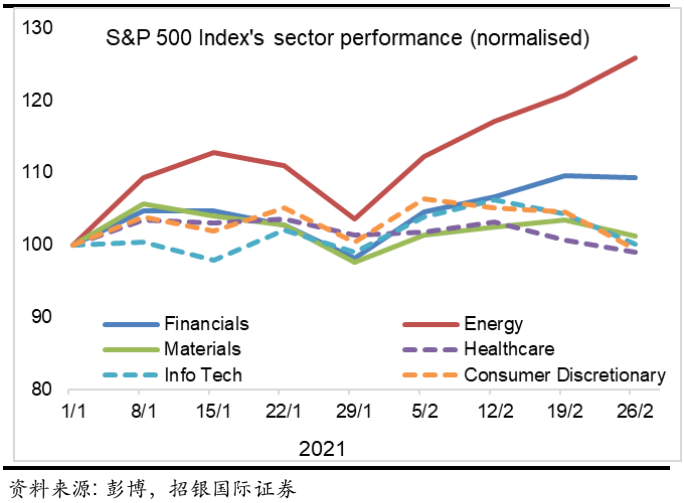
尽管我们预计政府债券孳息率不会进一步上升至可能引发股票大幅回调的水平，但债券孳息率已回到更“正常”水平这一事实，为进一步**推动资金从成长型股份向周期股轮动**提供了动力。对于成长型股票，较高的折现率对估值不利。对于周期性股票，金融业应受益于较高的利率环境，而能源和材料股则受益于商品价格和通货膨胀预期上升。

图 13：2020 年 8 月债息见底后，周期性股票跑赢



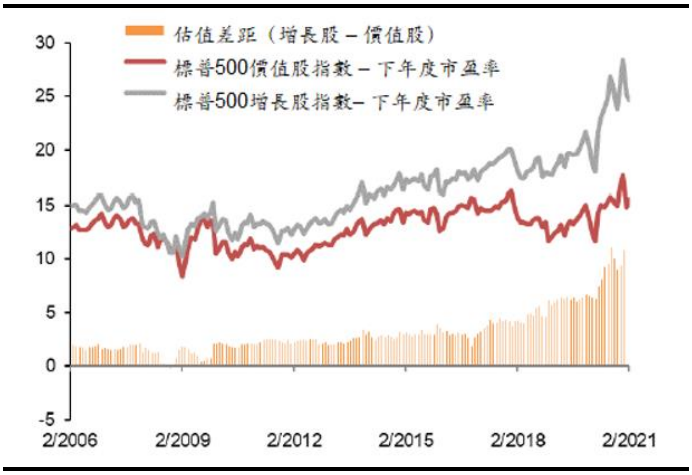
资料来源：彭博，招银国际证券

图 14：年初至今周期性股票继续跑赢



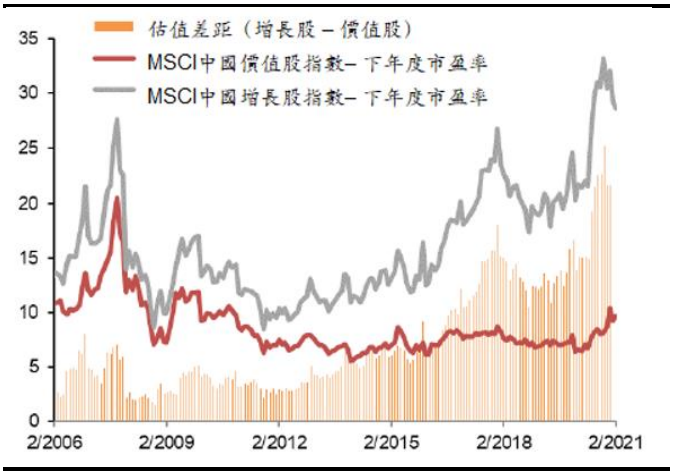
资料来源：彭博，招银国际证券

图 15：美股周期性板块较增长股之折让于极高水平



资料来源：彭博，招银国际证券

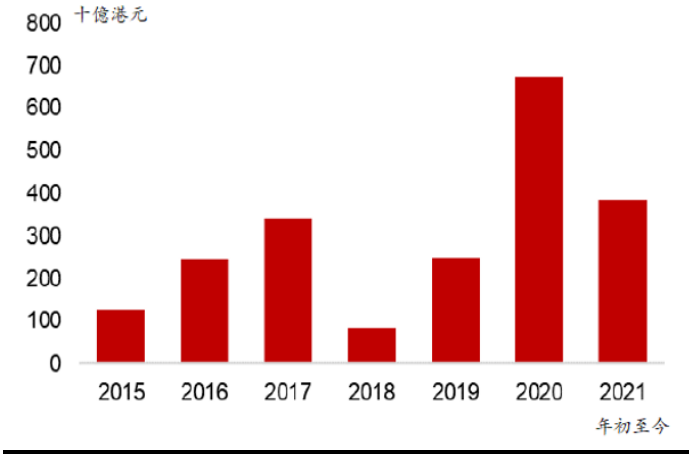
图 16：中国周期性板块较增长股之折让于极高水平



资料来源：彭博，招银国际证券

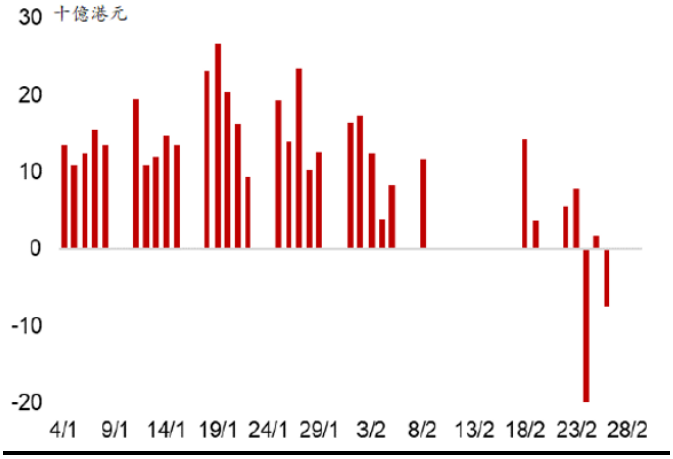
在香港股市，还有一个不利于成长型股票的因素，即自 2 月 18 日恒指达到顶峰以来，通过港股通南向流入的资金减少了。在今年早些时候，成长型股票一直是南向交易最活跃的股票。在南向的净买盘强劲反弹之前，成长股可能会面临更大的压力。

图 17：港股通南向净买入金额（年度）



资料来源：万得，招银国际证券

图 18：港股通南向由净买入变净卖出（每天）



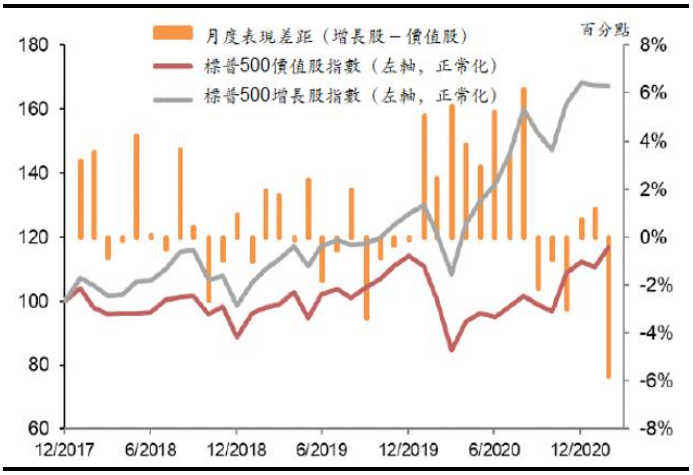
资料来源：万得，招银国际证券

板块配置策略：偏好周期性行业

由于以下原因，**我们预计周期性股票将在未来几周继续跑赢成长型股票**：

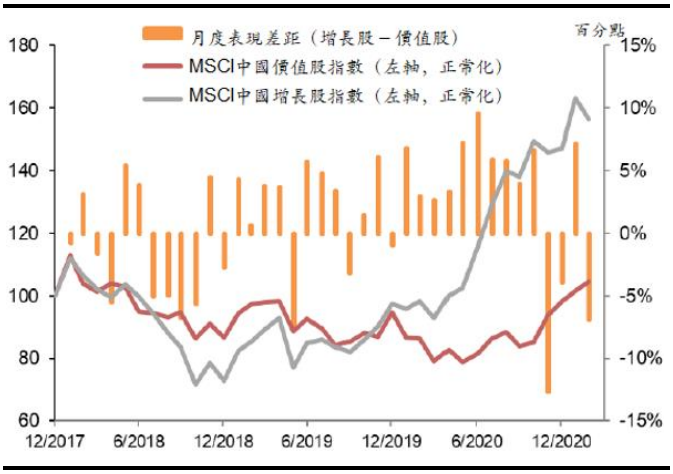
1) 接种疫苗可以改善全球经济前景，从而改善周期性公司盈利；
2) 更高的债券孳息率和预期的通货膨胀更有利于周期性股票。
3) 与成长型股票相比，周期性股票仍然非常便宜。
4) 港股通南下净买入急剧下降，这给内地投资者青睐的成长型股票带来了下行压力。

图 19：美股周期性板块补涨



资料来源：彭博，招银国际证券

图 20：中国股票周期性板块补涨



资料来源：彭博，招银国际证券

在周期性股票中，我们**偏好中国保险、房地产和工程机械行业**。我们的首选包括：

图 21：看好的行业和股份

行业	股份	代码	评级	目标价
保险	中国人寿	2628 HK	买入	28.14 港元
房地产	华润置地	1109 CH	买入	44.79 港元
	世茂房地产	813 HK	买入	44.94 港元
	合景泰富	1813 HK	买入	17.87 港元
工程机械	中联重科	1157 HK / 000157 CH	买入	16 港元 / 17.8 元人民币
	恒立液压	601100 CH	买入	143 元人民币
	潍柴动力	2338 HK / 000338 CH	买入	检讨中

资料来源：招银国际证券

从中长期来看，当经济正常化并且周期性产业的同比利润增速在较高基数下放缓至正常水平时，我们相信投资者将再次偏爱互联网、科技和消费等增长型股票。但是从短期来看，成长型股票可能跑输大市，宜等待更好的买入点。

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之分析员，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。

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，请与我们联络。

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之分析员，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篇制的报告。 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。