

6月港股策略报告

短期价值，中期增长

环球股市在传统淡季5月份仍保持升势。短期内，在人民币走强和盈利改善的支持下，我们认为中国价值股将温和跑赢成长股，其中偏好金融股。然而，从中期来看，我们预计成长股将重新获得动力。建议积累互联网、软件和科技股。

- **股市迎难而上。**尽管美国经济数据不佳，但5月份全球股市仍处于上升趋势。市场能摆脱担忧而上涨，表明投资者已经习惯更高的通胀，并相信货币宽松政策将保持不变。
- **行业分歧收窄。**5月份价值股再次跑赢成长股。但在疫情前，板块轮动并不总是发生，最近行业分歧有所收窄。板块配置策略上应该渐趋平衡，而不是经常押注板块轮动。
- **人民币走强有利恒生中国企业指数和价值股。**人民币兑美元升至三年高位，利好香港上市的中国股份盈利及估值。国企指数在过去2-3个月未能跟随人民币走强，可能在短期内补涨。
- **PPI见顶可能会对第三季度大宗商品股构成压力。**中国4月PPI同比飙升至6.8%，但我们预计其将在下半年放缓，届时能源和材料股可能会表现不佳，因为与PPI增长的相关性较高。
- **成长股的盈利下调，但估值重现吸引力。**在第一季度业绩季期间，互联网和消费股盈利下调。然而，在股价回调之后，估值变得更具吸引力，互联网和必需消费等成长型行业的远期市盈率低于历史平均水平。
- **短期展望：价值股维持领先。**预计未来1-2个月，中国价值股的表现将略好于成长股，因为1)人民币走强对重资产行业有利；2)价值股第二季度盈利享受低基数效应，互联网巨头仍面临盈利下调；3)价值股的相对动能依然强劲。看好中国银行、保险和券商行业。
- **中期策略：积累成长股。**预计成长股将在下半年恢复动力并跑赢大盘，因为1)强势人民币可能难以持续，因此无法继续提振价值股；2)随着低基数效应在下半年消散，对成长股的兴趣将重新出现；3)货币和财政政策也有望正常化，成长股对政策的依赖程度较低；4)板块轮动图(RRG)预测从周期股到成长股的潜在轮动。积累互联网、软件和IT服务、科技股。

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. 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
2. 4月港股策略报告：市场风格转换暂歇—2021年4月1日
3. 3月港股策略报告：毋须因债息上升恐慌—2021年3月4日
4. 策略报告—恒生指数改革前瞻—2021年2月24日
5. 2月港股策略报告：顺势而为—2021年2月3日
6. 策略报告—南下资金推升H股—2021年1月22日
7. 1月港股策略报告：继续看好价值型股份—2021年1月6日
8. 2021年策略报告：疫后产需齐复苏半年恒指闯三万—2020年12月10日
9. 策略报告—疫情有望终结？—2020年11月12日
10. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳—2020年11月5日

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目录

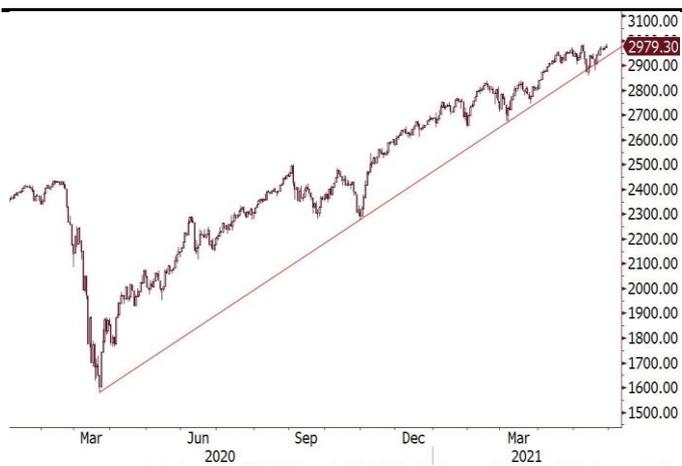
尽管有通胀担忧，股市仍维持升势	3
行业分歧收窄	4
人民币走强利好恒生中国企业指数和价值股	4
PPI 见顶可能对第三季度大宗商品股构成压力	5
成长股盈利下调，但估值重现吸引力	6
短期展望：价值股保持领先	7
中期策略：积累成长股	8

尽管有通胀担忧，股市仍维持升势

投资者并没有“在5月份卖出离场”(Sell in May & go away)。相反，5月份全球股市仍处于上升趋势，尽管美国经济数据不佳，包括4月非农就业人数远逊预期和4月通胀高于预期（核心CPI同比+3.0%而市场预期+2.3%；核心PCE同比+3.1%而市场预期+2.9%）。

这样的数据组合（弱就业，高通胀）本来很容易引发对滞胀的担忧，但股市迎难而上的事实表明，投资者已经习惯了更高的通胀，同时相信上升只是“暂时的”，正如美联储所指。美联储官员一再重申货币宽松将保持不变也有助于平息投资者的担忧。

图 1：MSCI 世界指数于升轨之上



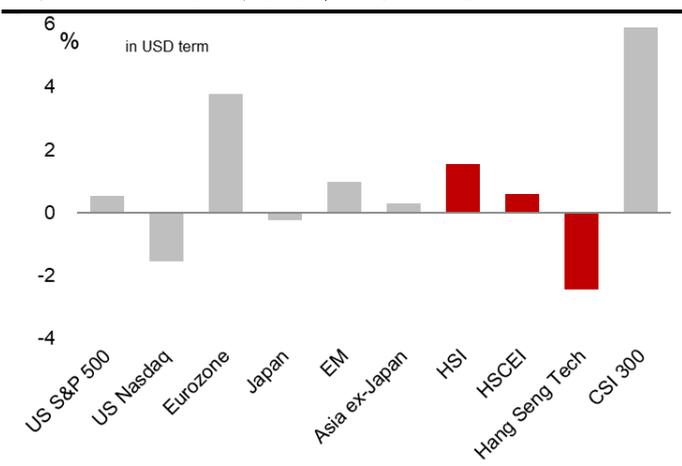
数据源：彭博，招银国际证券

图 2：标普 500 指数于升轨之上



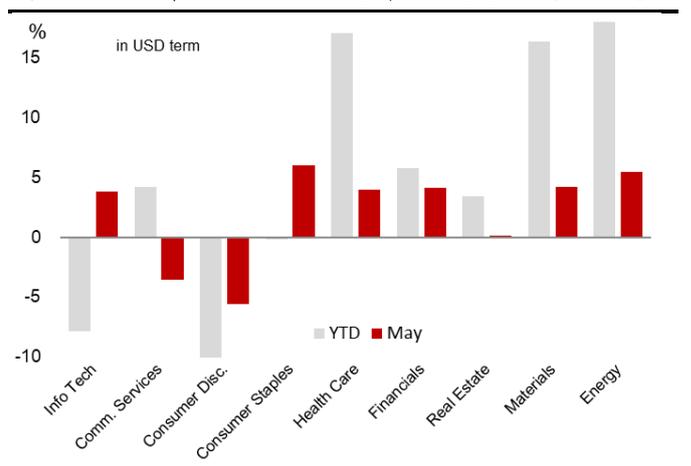
数据源：彭博，招银国际证券

图 3：全球主要股市于今年5月份表现



数据源：彭博，招银国际证券

图 4：MSCI 中国各行业指数于年初至今和5月份表现



数据源：彭博，招银国际证券

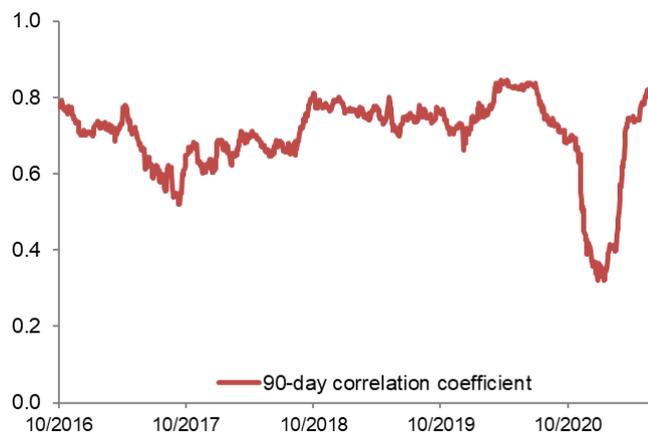
行业分歧收窄

在板块/风格表现方面，在4月份表现不那么分化之后，**价值股在5月份再次跑赢成长股**。例如，恒生指数跑赢恒生科技指数（图3）。在MSCI中国指数下，大宗商品和金融板块的表现优于通信服务（主要是互联网）和非必需消费（图4）等成长板块。

自2020年第一季度疫情爆发以来，价值与成长之间的板块/风格轮动已成为常态，但过往并非总是如此。疫情前，价值股和成长股的表现比过去15个月相似得多，两者之间的相关系数在过去五年的大部分时间在0.65-0.80之间。在疫情期间，该数字低见0.4，但最近**MSCI中国价值股和成长股的相关性已回升至疫情前的水平**，而标普500指数价值股和成长股之间的相关性与疫情前相比仍然较低（图5和6）。

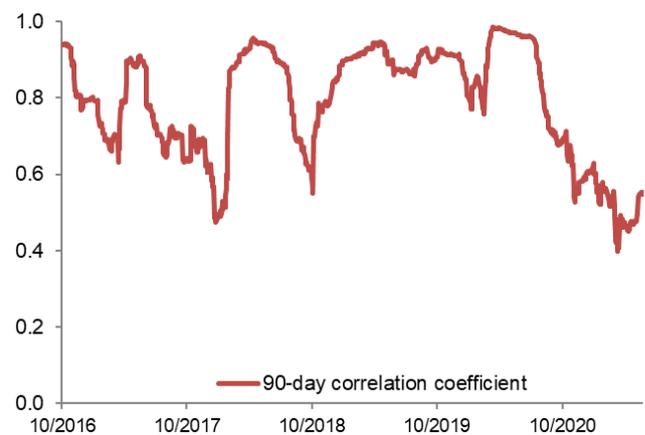
这种几乎恢复正常的趋势意味着，随着全球经济在疫情后逐渐正常化，从长远来看，剧烈的板块轮动/风格转变料不会经常发生。**板块配置策略上应该渐趋平衡，而不是经常押注板块轮动。**

图5：MSCI中国价值股和成长股的相关性正常化



数据源：彭博，招银国际证券

图6：标普500价值股和成长股的相关性开始正常化



数据源：彭博，招银国际证券

人民币走强利好恒生中国企业指数和价值股

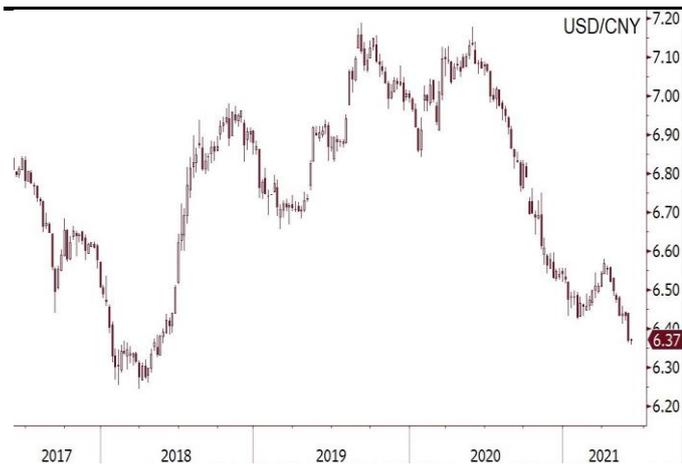
过去两个月，人民币兑美元升值2.9%，延续了2020年中以来的强势，并创下3年新高（图7）。

人民币走强通常对在香港上市的中国股票的盈利和估值有利。在过去五年的大部分时间，人民币和国企指数的远期市盈率走势接近。但过去2-3个月，国企指数未能跟随人民币走强，反而下跌（图8）。

如果人民币保持强势（不必进一步升值，只需保持在当前水平），国企指数可能会补涨，尤其是受益于人民币走强的行业，如纸业和资产密集型的金融行业。

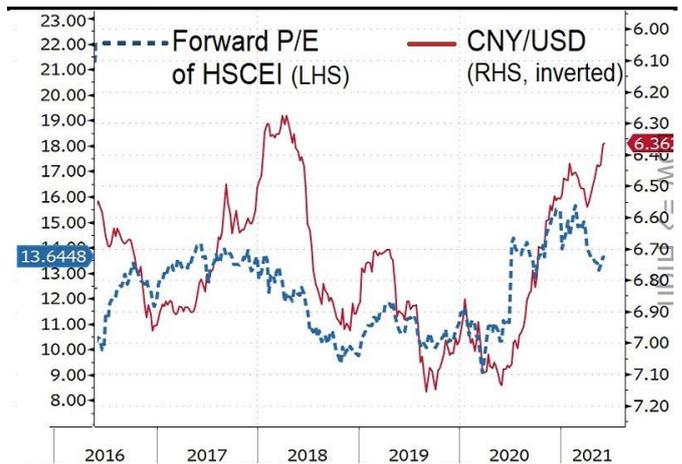
另一方面，虽然中国房地产和航空业也受益于人民币走强，但它们可能分别被房地产市场调控和疫情反弹的阴影所盖。

图 7：人民币兑美元升至三年高位



数据源：彭博，招银国际证券

图 8：人民币汇价与恒生国企指数市盈率呈正相关性



数据源：彭博，招银国际证券

PPI 见顶可能对第三季度大宗商品股构成压力

中国 4 月 PPI 同比飙升至 6.8%。能源和材料是年初至今两个表现突出的行业，这要归功于与 PPI 密切相关的能源和基本金属价格的强劲上涨。中国能源和材料股与中国 PPI 的相关性最高（图 10）。

不过，PPI 通胀可能不会长期保持高位。我们的经济学家预测 PPI 同比增速将在下半年放缓，因为经济反弹可能会略有放缓，大宗商品供应将逐渐增加以赶上需求（图 9）。如果 PPI 增长（连同主要大宗商品价格）在下半年确实如我们预期的那样放缓，能源和材料可能会表现不佳，鉴于其与 PPI 增长的相关性较高。

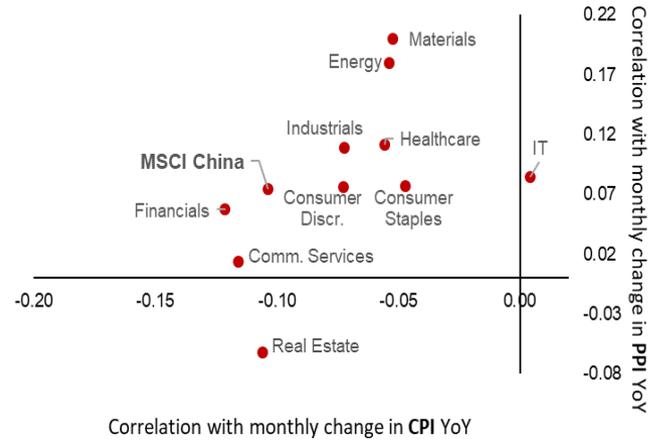
在 PPI 相关范围的另一端，房地产是唯一与 PPI 变化呈负相关的行业，因此可能在下半年表现优于大盘。

图 9：招银国际预测的中国 CPI 和 PPI



数据源: 国家统计局, 万得, 招银国际证券预测

图 10：MSCI 中国各行业与中国 CPI 和 PPI 之相关系数



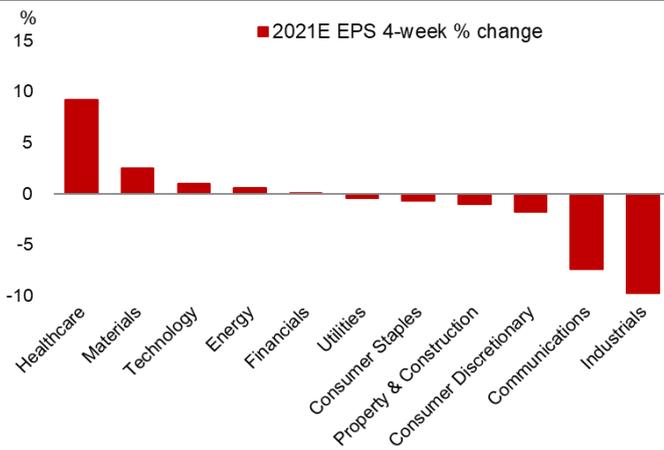
数据源: 彭博, 招银国际证券

成长股盈利下调, 但估值重现吸引力

在港股的第一季度业绩期间, 医疗和材料的盈利预测上调幅度最大, 而通信 (互联网股)、工业 (可能是由于材料成本上升) 和消费品的盈利预测被下调 (图 11)。

然而, 在过去三个月成长股的股价大幅回落 (例如中国互联网巨头从峰值下跌 20-50%) 之后, 估值重现吸引力, 包括通信和必需消费在内的成长型行业的的远期市盈率低于历史平均水平 (图 12)。

图 11：恒生综合指数各行业之盈利预测变动



数据源: 彭博, 招银国际证券

图 12：恒生综合指数各行业之市盈率与 5 年平均比较

HSCI sub sector	12-month blended forward P/E	No. of s.d. above/below 5-yr avg
Consumer Discretionary	23.0	+0.4
Healthcare	33.2	+0.1
Technology	26.4	0
Energy	12.2	0
Communications	19.2	-0.3
Property & Construction	13.2	-0.4
Utilities	10.6	-0.4
Materials	9.9	-0.4
Consumer Staples	23.1	-0.5
Industrials	15.9	-0.7
Financials	8.7	-0.8
HSCI	17.4	-0.3

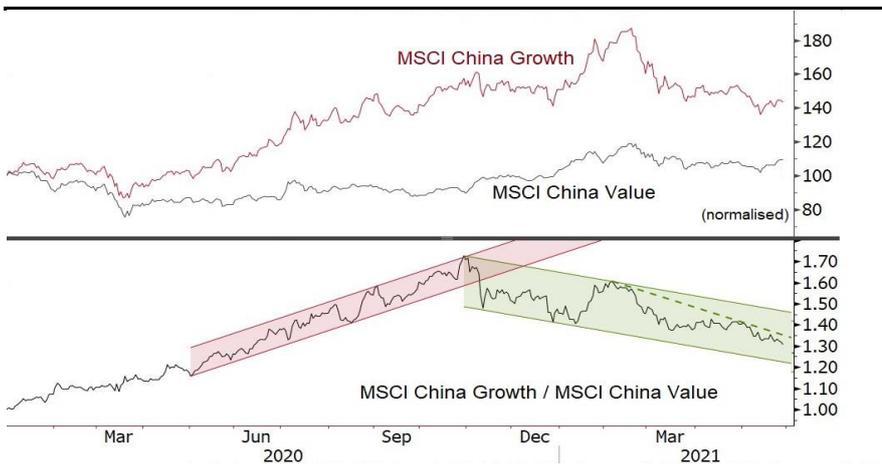
数据源: 彭博, 招银国际证券

短期展望：价值股保持领先

我们认为中国价值股在短期内（未来 1-2 个月）可能会继续温和跑赢成长股。看好中国银行、保险和券商板块。主要驱动因素是：

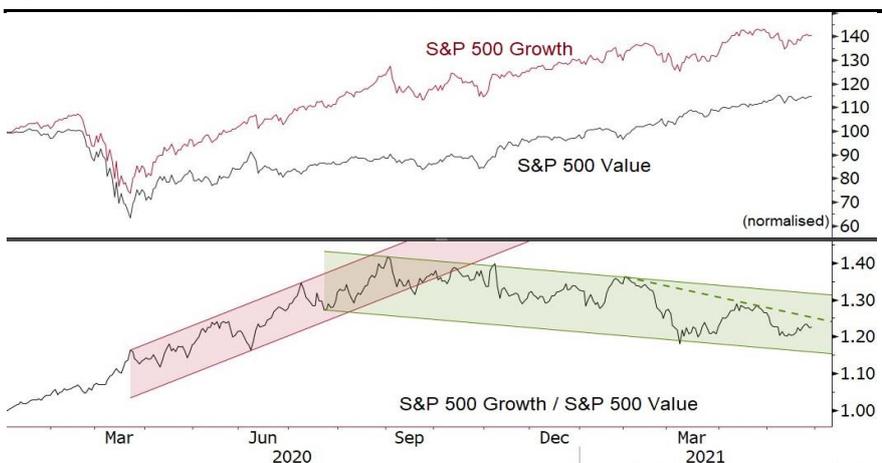
- 1) 人民币兑美元走强利好重资产行业（主要是金融行业）和某些周期性行业（例如纸业）；
- 2) 由于 2020 年基数偏低，价值股第二季度盈利同比增长将异常强劲。由于第一季度业绩期刚刚结束，投资者将注意力转向第二季度，低基数效应可能会给价值股带来优势。另一方面，由于政策逆风和投资增加，互联网巨头仍在遭受盈利下调；
- 3) 根据技术分析，价值股相对于成长股的势头仍然强劲（图 13 和 14）。这种势头往往会持续，直到趋势被打破（在目前情况下，直至成长股相对于价值股的下降信道被击穿）。

图 13: MSCI 中国价值股相对于成长股的势头仍然强劲



数据源: 彭博, 招银国际证券

图 14: 美国价值股相对于成长股的势头仍然强劲



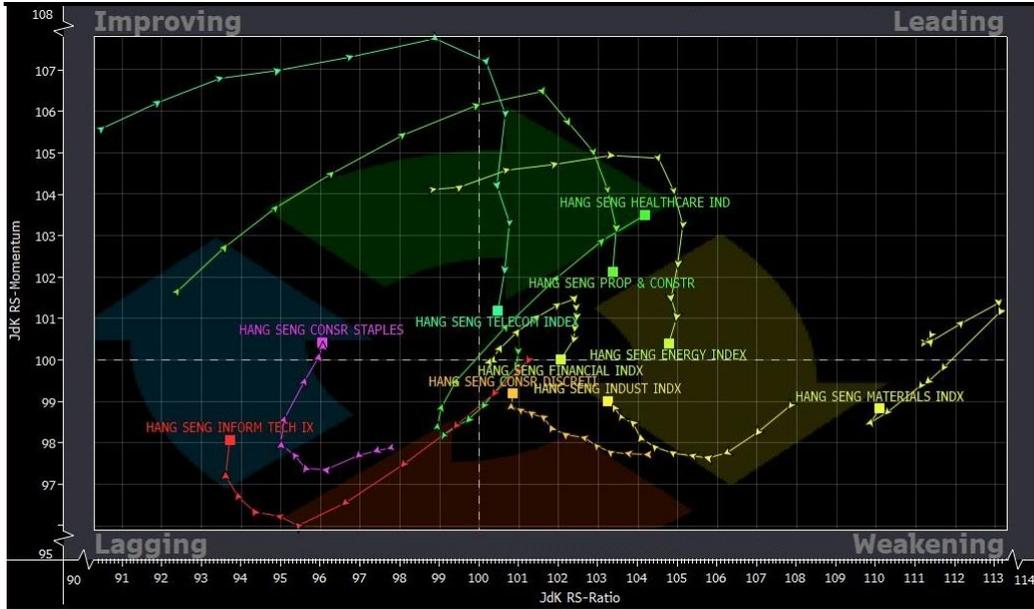
数据源: 彭博, 招银国际证券

中期策略：积累成长股

我们预计成长股将在中期（2021年下半年）重获动力并跑赢价值股。积累互联网、软件和IT服务、科技板块。我们也喜欢教育（高等教育/职业）板块，因为最大的政策风险已经消除。推动成长股的因素包括：

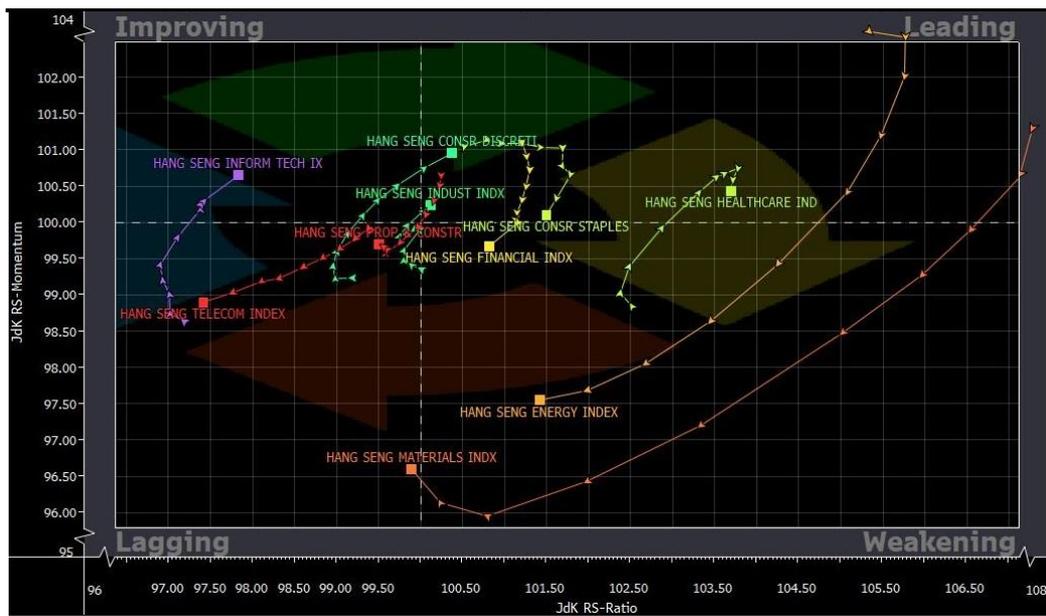
- 1) 强势人民币可能难以持续，因此金融股和其他一些价值股可能会失去其中一种驱动力。针对近期人民币升值，央行官员强调，汇率可能会双向波动，官方报纸评论指出，受美联储紧缩政策、美国经济强劲复苏、全球疫情受到控制、美国资产泡沫破灭导致避险等因素影响，未来人民币可能会贬值。
- 2) 随着低基数效应消散，经济增长和盈利将在2021年下半年开始正常化。当投资者进一步展望2021年下半年时，由于增长前景优越，对成长股的兴趣可能会重现。
- 3) 货币和财政政策也将正常化，至少这种预期会在2021年下半年建立。成长股对货币或财政刺激的依赖程度要低得多。
- 4) 板块轮动图（RRG）预测未来几周内可能出现从周期股转向成长股之轮动。
 - a. 恒生综合指数每周板块轮动图中，材料板块已经处于“走弱”区间，能源和金融板块可能紧随其后，而IT板块未来几周可能进入“改善”区间（图15）。
 - b. 在每日板块轮动图中，材料板块已快速从“领先”转向“落后”，能源可能很快紧随其后，而IT则已经进入“改善”区域（图16）。

图 15：恒生综合指数每周轮动图（5月31日）



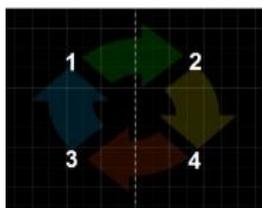
数据源：彭博，招银国际证券

图 16: 恒生综合指数每天轮动图 (5月31日)



数据源: 彭博, 招银国际证券

*注释:



- 1: 表现不佳, 但势头增强
- 2: 表现跑赢, 且势头增强
- 3: 表现不佳, 且势头减弱
- 4: 表现跑赢, 但势头减弱

板块倾向于在图上顺时针旋转

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。

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

本报告期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：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编制的报告。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。