

策略報告：下半年展望

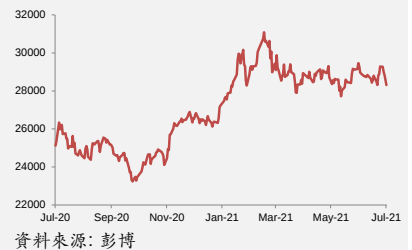
增長股重拾動力

我們展望下半年一些重要因素，包括聯儲局部署退市、中國通脹趨勢、板塊輪動。綜合而言，我們相信增長型股份於下半年將重拾動力，料跑贏價值型/週期性股份。策略上，建議累積中國互聯網、軟體和資訊科技服務、醫療等增長股。

- **聯儲局部署退市。**我們估計聯儲局最早將於今年9月釋出即將減少買債的訊號，但明年才開始行動，並於明年底前結束量化寬鬆。我們預計情況與2014-2019年的緊縮週期相似。
- **退市前後對市場的影響。**我們回顧上一次聯儲局退市前後不同資產類別的表現，以作參考。退市前股市造好，增長股跑贏價值股，小型股跑贏大型股份，美元持續偏軟，歐元轉弱，大宗商品缺乏方向。
- **中國通脹趨勢。**聯儲局擬逐步推進政策正常化，以抑制通脹，而中國CPI通脹壓力則相對溫和。中國通脹壓力較大反映於PPI，其5月同比增長9%。隨著低基數效應減弱，我們預料下半年PPI見頂回落，升幅於年底料跌至約3.8%。
- **PPI與CPI增幅差距收窄，有利增長股。**我們預計下半年中國PPI與CPI增長差距收窄，情況與2017年相若，而當年增長股大幅跑贏價值股，因上游行業盈利增長減慢，下游行業利潤率壓力下降。
- **我們看好增長股的原因：**
 1. 經濟和盈利的基數於下半年逐漸正常化，利好週期股的低基數效應消退，長期增長較高的增長股之吸引力將重現；
 2. 聯儲局維持買債步伐下，增長股傾向跑贏，且我們預期聯儲局明年才開始退市；
 3. 中國PPI見頂回落期間，中國價值股傾向跑輸，情況很大可能在下半年出現；
 4. 技術分析顯示，美國的增長股相對價值股之表現剛剛扭轉弱勢。
- **建議累積中國互聯網、軟體和資訊科技服務、醫療等增長股，避開/減持上游能源和物料股。**

蘇沛豐, CFA
 (852) 3900 0857
 danielso@cmbi.com.hk

恒生指數一年走勢圖



近期市場策略報告

1. 6月港股策略報告：短期價值，中期增長 – 2021年6月1日
2. 5月港股策略報告：上調恒指目標，5月吸納港股 – 2021年5月3日
3. 4月港股策略報告：市場風格轉換暫歇 – 2021年4月1日
4. 3月港股策略報告：毋須因債息上升恐慌 – 2021年3月4日
5. 策略報告 – 恒生指數改革前瞻 – 2021年2月24日
6. 2月港股策略報告：順勢而為 – 2021年2月3日
7. 策略報告 – 南下資金推升H股 – 2021年1月22日
8. 1月港股策略報告：繼續看好價值型股份 – 2021年1月6日
9. 2021年策略報告：疫後產需齊復蘇 牛年恒指闖三萬 – 2020年12月10日
10. 策略報告 – 疫情有望終結？ – 2020年11月12日

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目錄

聯儲局退市：部署及市場影響	3
最早將於今年 9 月釋出即將減少買債的訊號.....	3
退市前及期間對市場的影響	3
中國通脹預期及對板塊的影響	7
PPI 與 CPI 增幅差距收窄	7
對企業盈利、股市及各板塊的影響	7
技術分析：增長股正重拾動力 VS 價值股	8
策略：累積增長股	9

聯儲局退市：部署及市場影響

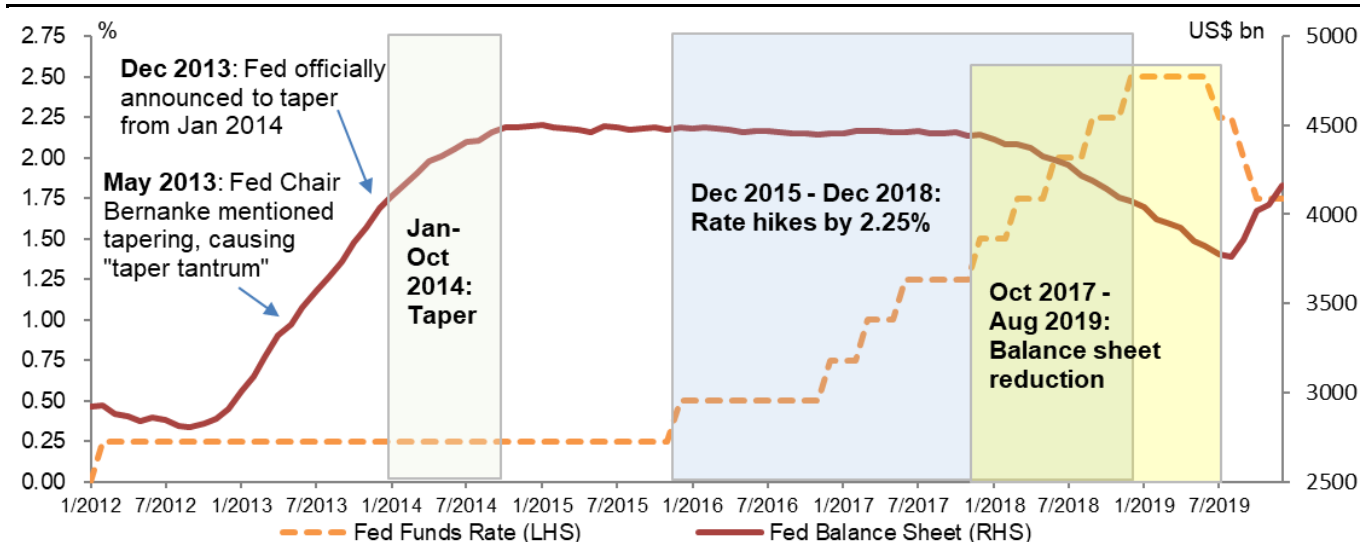
最早將於今年9月釋出即將減少買債的訊號

招銀國際首席經濟學家丁安華教授預計“美聯儲最早將在今年9月發出縮減購債指引，明年開始實質縮減並在年底前結束量化寬鬆”，以及“目前點陣圖隱含2023年加息2-3次”。

回顧聯儲局2014-2019年緊縮週期的退市部署（圖1）：

1. 時任聯儲局主席伯南克首次於2013年5-6月提及可能將減少買債；
2. 聯儲局正式宣佈於2014年1月開始減少買債；
3. 2014年1月開始減少買債，2014年10月結束量化寬鬆；
4. 進入加息週期，於2015年12月至2018年12月期間共加息2.25%
5. 加息週期中段，開始實行資產負債表正常化（縮表）。

圖 1：2014-2018 年間聯儲局之緊縮週期



資料來源：聯儲局，彭博，招銀國際證券

我們預期聯儲局的退市部署與上次緊縮週期相若：在行動幾個月前釋出訊號，然後以約一年時間實現結束買債，再待約一年後才開始加息週期。

退市前及期間對市場的影響

距離聯儲局加息估計尚有多於一年，投資者目前應先著眼於減少買債，甚至是減少買債前部署。

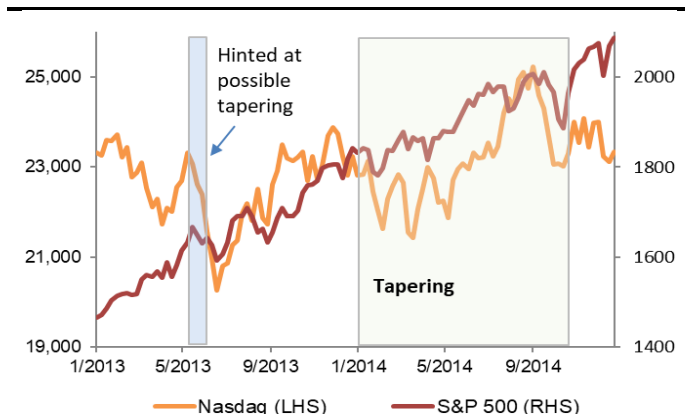
2014年聯儲局減少買債前後，主要資產類別表現如何？

■ 股市暢旺，波動性高

伯南克的言論引發 2013 年 5 月股市短暫的恐慌拋售（現稱之為“縮減恐慌”），其後市場在聯儲局年底正式宣佈退市前，迅速重拾升勢。2014 年 1 至 10 月退市政策正式落實，標普 500 指數持續上升，納斯達克指數則反復向上（圖 2）。

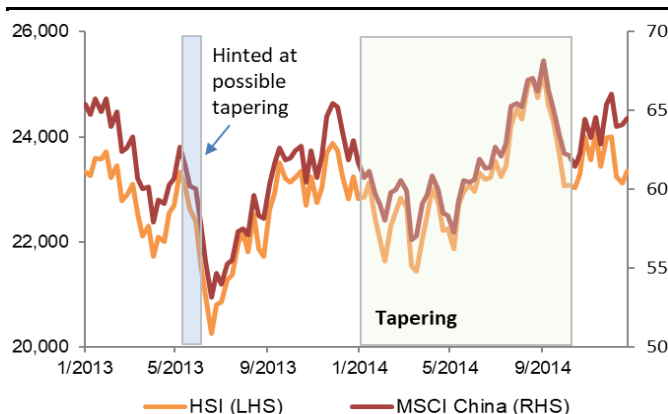
聯儲局退市前（2013 年 5-12 月），內地股市及港股表現與美股相若，退市期間則溫和上漲，間中出現波動（圖 3）。

圖 2：聯儲局退市期間美股持續上升



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 3：聯儲局退市期間內地股及港股波動



資料來源：彭博，招銀國際證券

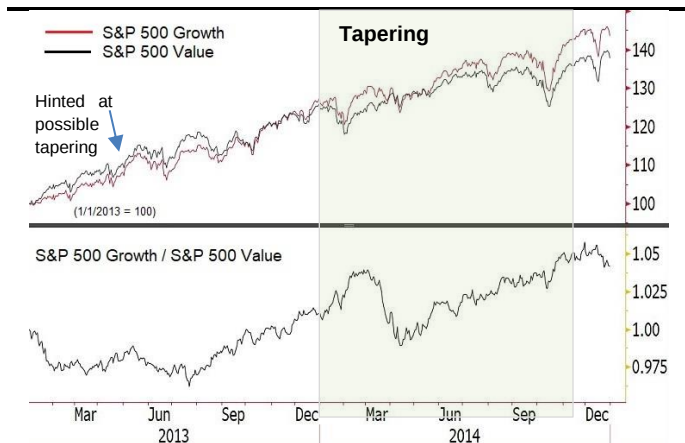
■ 增長股 VS 價值股

對比兩者表現，聯儲局退市期間股市動力由增長股轉移至價值股。

美股方面，退市前增長股跑贏價值股，大概與聯儲局仍全力印鈔令高估值的增長股得到支持有關。退市期間，聯儲局減慢印鈔速度，整體上增長股仍跑贏價值股，但回檔次數增加（圖 4）。

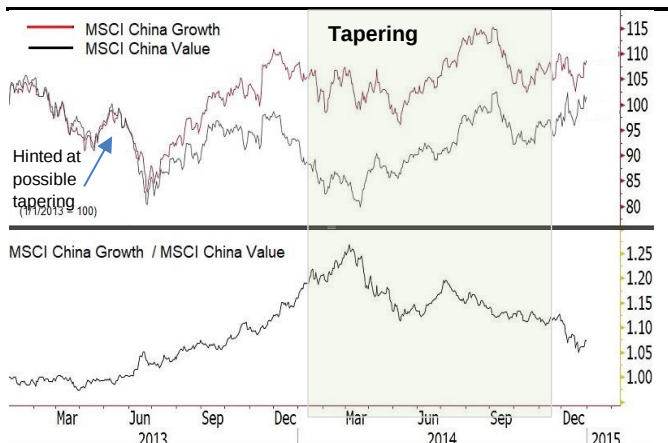
中國股方面，增長股與價值股之間的動力切換更明顯：退市前增長股跑贏，退市期間價值股跑贏（圖 5）。增長股估值對聯儲局減少注入流動性較為敏感。

圖 4：美國增長股跑贏



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 5：中國價值股跑贏

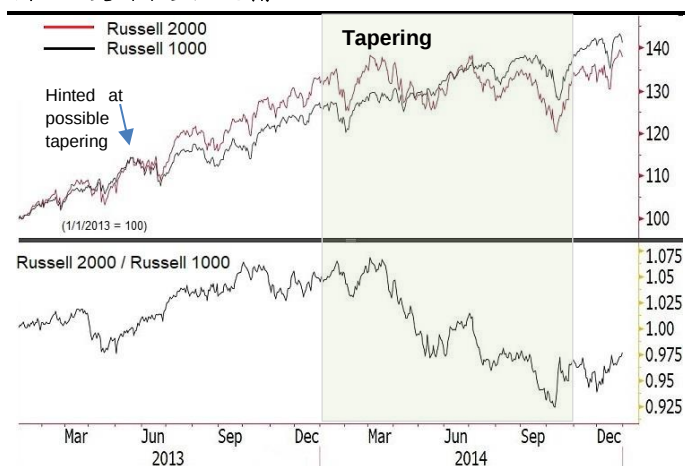


資料來源：彭博，招銀國際證券

■ 大型股 VS 小型股

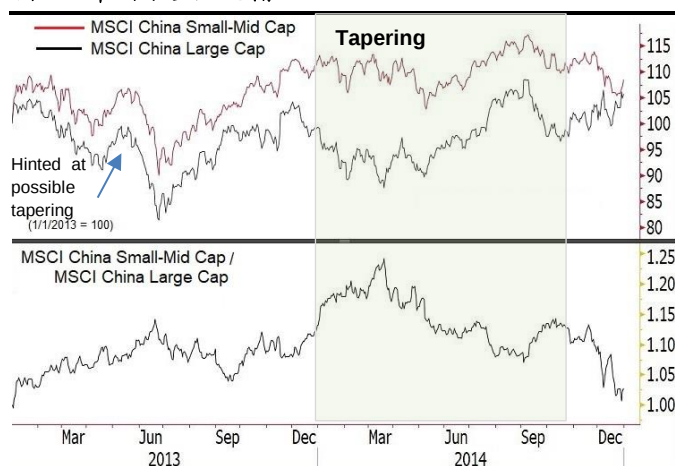
市場風格切換同樣出現在大型與小型股份之間。聯儲局退市前（2013 年 5-12 月），美國與中國市場的小型股跑贏大型股份，但退市期間大型股則大幅跑贏小型股（圖 6 & 7）。這大概是由於小型股對流動資金的變化更為敏感。

圖 6：美國小型股跑輸



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 7：中國小型股跑輸



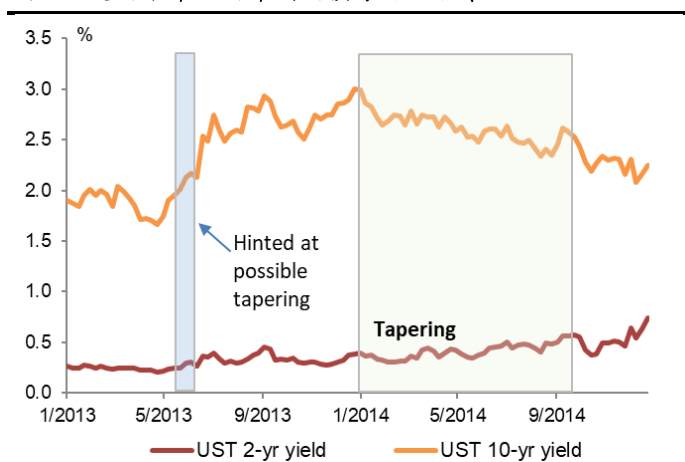
資料來源：彭博，招銀國際證券

■ 債券與外匯

2014 年退市期間，美國債券孳息率曲線趨平。由於市場預期加息，兩年期國債孳息率上升；另一方面聯儲局削減量寬，長期經濟增長及通脹預期放緩，因此十年期國債孳息率下降（圖 8）。

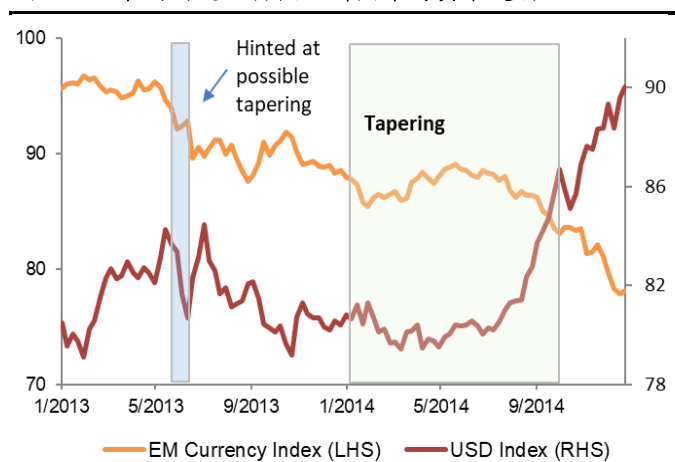
聯儲局退市前，美元仍然疲弱，退市期間則轉強。相反，新興市場貨幣在退市前及退市期間均持續疲弱（圖 9）。

圖 8：美國十年及兩年期國債孳息差收窄



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 9：退市期間美元轉強、新興市場貨幣趨弱

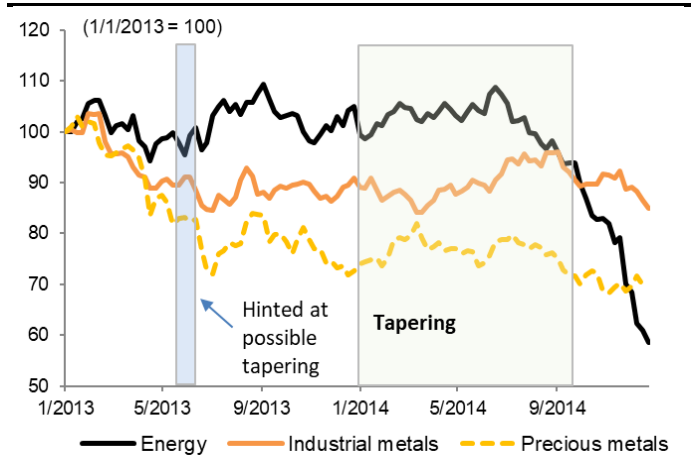


資料來源：彭博，招銀國際證券

■ 大宗商品

聯儲局退市前及退市期間，不論是能源、工業金屬或貴金屬，大宗商品價格走勢相對缺乏方向（圖 10）。

圖 10：退市期間大宗商品價格走勢缺乏方向



資料來源：彭博，招銀國際證券

■ 表現總結

總括而言，不同資產類別在 2013-2014 年聯儲局退市前及退市期間的表現如下：

退市前 6 個月（2013 年下半年）：

- 股票持續上漲
- 增長股跑贏價值股
- 小型股跑贏大型股
- 美元仍然疲弱，新興市場貨幣開始轉弱
- 大宗商品走勢缺乏方向

退市期間（2014 年 1-10 月）：

- 股票升勢放緩，走勢開始反復
- 美國增長股跑贏價值股，但回檔次數增加；中國價值股跑贏增長股
- 大型股跑贏小型股
- 美元轉強，新興市場貨幣進一步疲弱
- 大宗商品走勢缺乏方向

中國通脹預期及對板塊的影響

PPI 與 CPI 增幅差距收窄

聯儲局擬逐步推進政策正常化，以抑制通脹，而中國 CPI 通脹壓力則相對溫和。招銀國際首席經濟學家丁安華教授預計，中國 CPI 全年中樞將處在 1.2% 附近，遠低於 3% 的政策目標。中國通脹壓力較大反映於 PPI，其 5 月同比增長 9%。隨著低基數效應減弱，我們預料下半年 PPI 見頂回落，升幅於年底料跌至約 3.8%。

■ 中國人民銀行維持穩定政策

我們的首席經濟學家丁安華教授相信，“人民銀行無意‘敲打’市場，‘穩增長’、‘穩通脹’目標均處於合意區間。若經濟出現走弱跡象或企業信貸需求顯著回落，央行可能加大流動性投放力度，保障流動性處於偏寬鬆格局。”

對企業盈利、股市及各板塊的影響

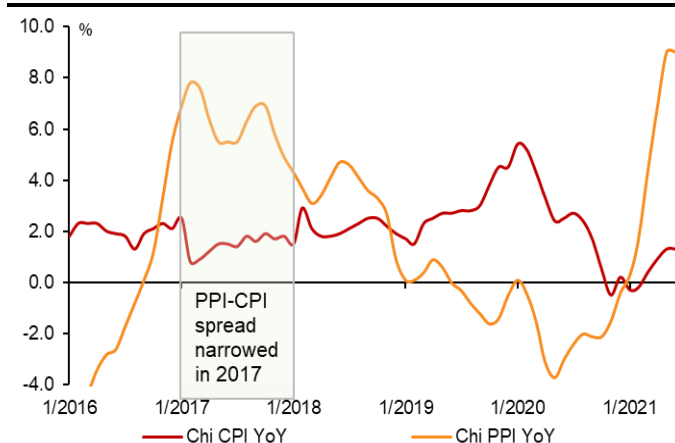
■ 企業盈利：上下游企業取得平衡

丁安華教授指出，“年初至今，PPI 快速上升導致 PPI-CPI 剪刀差迅速擴大，上游企業利潤同比保持增長，中下游企業利潤增速受到擠壓。下半年 PPI-CPI 剪刀差將逐步收窄，中下游企業利潤受到擠壓的情況將邊際緩解。”

■ 哪些板塊受惠於 PPI 與 CPI 增幅差距收窄？

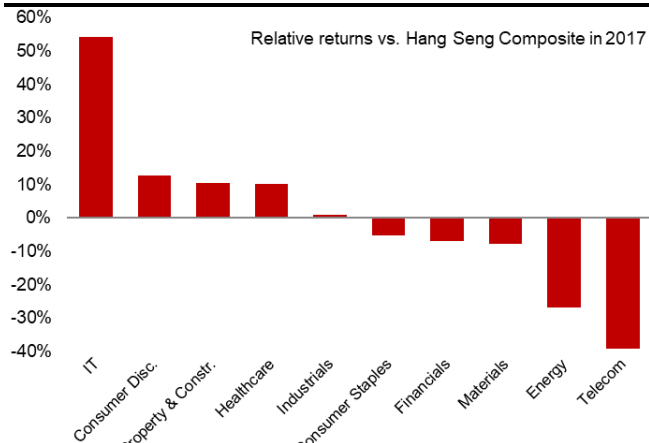
目前 PPI 與 CPI 之間增幅差距巨大，預期未來幾個月逐步收窄，情況與 2017 年相似。當 PPI 於 2017 年 2 月的 7.8% 高頂回落之時，CPI 亦開始逐步回升（圖 11）。

圖 11: PPI-CPI 增幅差距或如 2017 年時收窄



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 12: 2017 年 PPI-CPI 增幅收窄時的行業相對回報



資料來源：彭博，招銀國際證券

在 PPI-CPI 增幅差距收窄時，**港股板塊表現分化，增長股大幅跑贏價值股**。我們比較了主要行業相對於恒生綜合指數（HSCI）的回報（圖 12），發現增長股（資訊科技股、醫療、消費）整體上跑贏價值股（金融、物料、能源、電訊）。

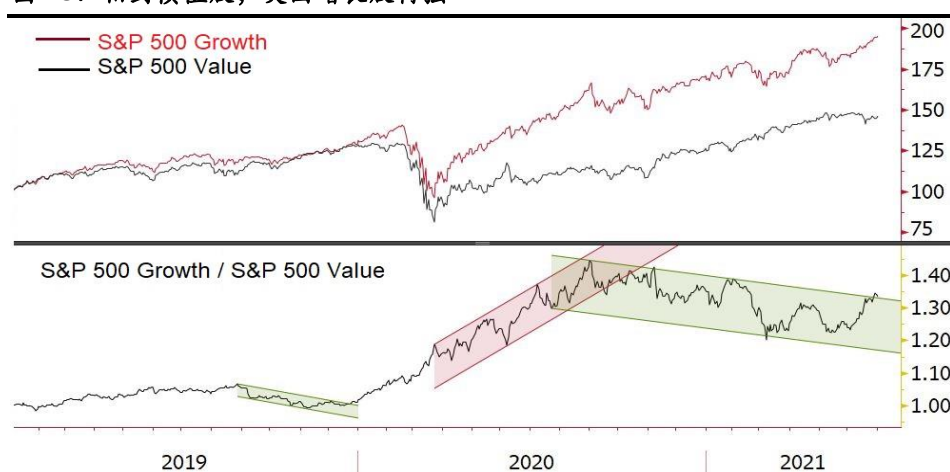
我們認為增長股跑贏大市，原因有二：1) 2017 年對港股來說是強年，恒生綜合指數上漲了 38%。也就是說，市場比較願意承擔風險，增長股回報大於價值股；2) 隨著中國 PPI 增幅放緩，上游企業盈利增長減慢，導致物料和能源跑輸，另一方面，下游企業利潤率壓力得到緩和，利好消費、醫療等板塊。

技術分析：增長股正重拾動力 VS 價值股

疫情加劇板塊輪動和分化。自 2020 年第一季度疫情爆發以來，以互聯網為首的增長股已連續半年多跑贏價值股。之後，在 2020 年 9 月至 10 月左右，當投資者開始憧憬疫苗接種、防疫措施放鬆和經濟復蘇時，價值股開始跑贏（勢頭分別持續至 2021 年 3 月（美股）和 2021 年 5 月（中國股票））。

根據比率分析，**美國增長股相對於價值股似乎重拾動力**，標普 500 增長股／價值股的比率最近突破下降通道頂部（圖 13）。

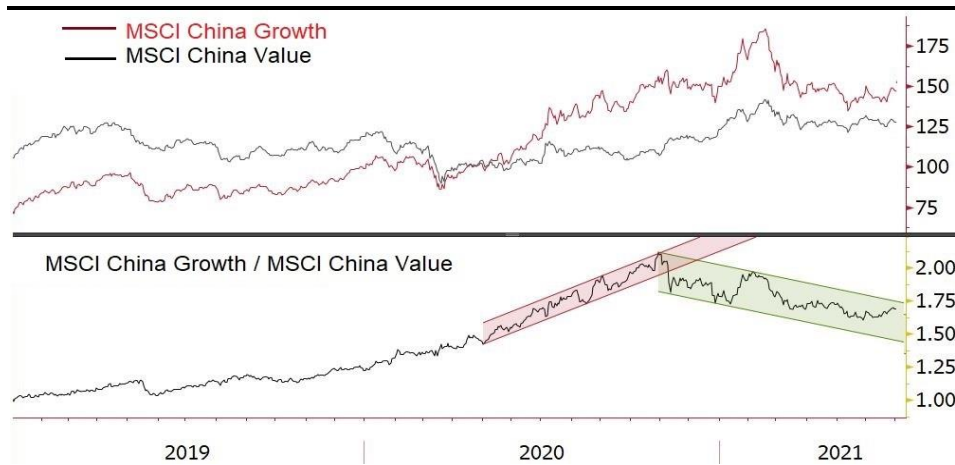
圖 13：相對價值股，美國增長股轉強



資料來源：彭博，招銀國際證券

在中國反壟斷法和相關政策風險下，國內互聯網龍頭受拖累，**增長股表現不如美股強勁，但相對價值股表現已趨向穩定**（圖 14）。投資者應注意 MSCI 增長股／價值股比率是否向上突破下行軌道，以確定增長股重拾動力。

圖 14：中國增長股表現相對價值股正趨向穩定



資料來源：彭博，招銀國際證券

策略：累積增長股

我們維持 6 月港股策略報告（[連結](#)）的觀點，認為增長股將在下半年重拾動力及跑贏價值股。建議累積中國互聯網、軟體和資訊科技服務、醫療等增長股，避開/減持上游能源和物料股。

我們看好增長股的原因：

1. 經濟和盈利的基數於下半年逐漸正常化，利好週期股的低基數效應消退，長期增長較高的增長股之吸引力將重現。
2. 聯儲局維持買債步伐下，增長股傾向跑贏，若 2013 年下半年的退市前情況可作為參考。我們預期聯儲局明年才開始減少買債。
3. 中國 PPI 見頂回落期間，中國價值股傾向跑輸，因上游（價值股板塊）利潤率下降，下游（增長股板塊）利潤率壓力緩和。我們預期 PPI 同比增長於高位 9.0% 見頂回落，升幅於年底料跌至約 3.8%。
4. 技術分析顯示，美國的增長股相對價值股之表現剛剛扭轉弱勢。中國增長股稍後或跟隨。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者：本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者：招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人：本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的區間內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。