

策略報告

推測恒指底部

恒指於8月20日曾創今年新低，低見24,582，較2月份高位累計跌逾兩成，受到內地監管風險持續影響，加上美國聯儲局立場略為趨鷹派。我們綜合估值、圖表、市場情緒，推測恒指可能於24,000出現短期底部，但仍需重大催化劑才能觸發強勁反彈。重申我們偏好國策支持的板塊之觀點。

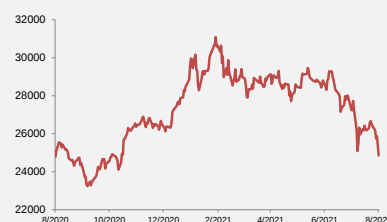
- **估值：經調整之恒指預測市盈率接近以往低位。**表面上，恒指之今年預測市盈率11.9倍，較十年平均略高，但主要因為過去一年半加入了多隻增長股，拉高了指數之估值。若撇除最近加入的12隻藍籌股，調整後的恒指21/22年預測市盈率僅9.4倍/8.7倍，相當於十年平均減兩個標準差，亦與過去十年幾次見底水平相若。
- **技術分析：支持於24,000。**恒指自2008年低位以來之長期升軌，現時約於24,000，估計將有不俗支持。較短線而言，恒指之14天RSI雖再次跌至30以下超賣區，並開始與恒指出現「底背馳」，但最好等待出現更可靠的「三底背馳」見底訊號。
- **市場情緒：VHSI升至恐慌水平。**俗稱「港版恐慌指數」的恒指波幅指數(VHSI)，8月20日升至逾28，與過去一年幾次高位相若，大致反映投資者已出現恐慌，這往往是不俗的相反指標。
- **市場需要重大催化劑。**我們預計市場短期將受政策消息驅動，即使恒指短期出現底部，但仍需要重大催化劑才能觸發強勁反彈。參考2015年的股災，我們相信重大催化劑包括國策支持、中國製造業PMI回升、額外資金流入、美元回軟以及估值低殘。不過，目前市場只見估值低殘，其他催化劑不足，未來數周恒指大概率於24,000-26,000點低水平上落。
- **策略：關鍵仍是對政策趨吉避凶。**投資者信心已明顯被嚴厲的監管政策打擊，需要較多時間及利好的催化劑才能恢復信心。我們重申「等待中國監管政策更加明朗」，並挑選新能源、電動車、工程機械、科技硬件為可以率先吸納的板塊。

蘇沛堂, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

近期市場策略報告

1. 8月港股策略報告：買入政策風險低的增長股－2021年8月5日
2. 策略報告：下半年展望——增長股重拾動力－2021年7月7日
3. 6月港股策略報告：短期價值，中期增長－2021年6月1日
4. 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
5. 4月港股策略報告：市場風格轉換暫歇－2021年4月1日
6. 3月港股策略報告：毋須因債息上升恐慌－2021年3月4日
7. 策略報告－恒生指數改革前瞻－2021年2月24日
8. 2月港股策略報告：順勢而為－2021年2月3日
9. 策略報告－南下資金推升H股－2021年1月22日
10. 1月港股策略報告：繼續看好價值型股份－2021年1月6日

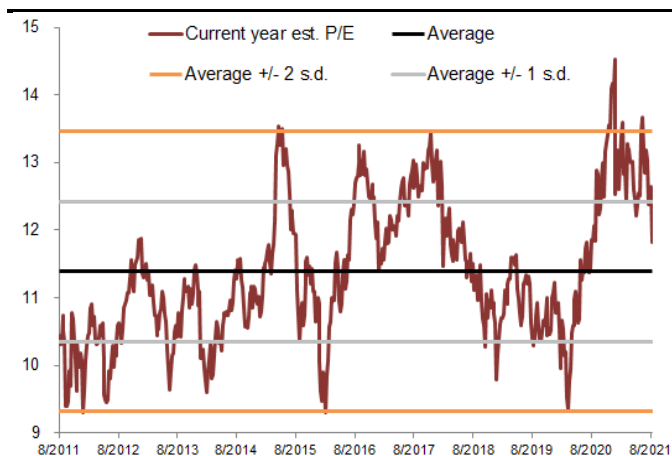
估值：經調整之恒指預測市盈率接近以往低位

■ 撇除近期加入的藍籌股，恒指之21年預測市盈率僅9.4倍

表面上，恒指之2021年預測市盈率11.9倍，較十年平均略高，但主要因為過去一年半加入了多隻增長股，增長股於恒指之比重上升了約20個百分點，拉高了指數之估值。

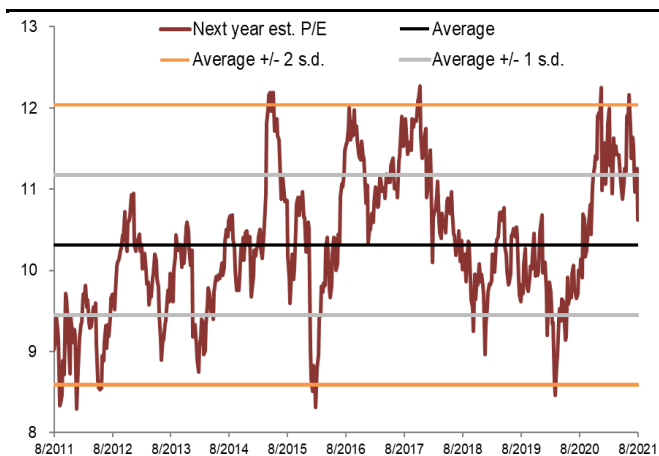
若撇除最近加入的12隻藍籌股(其中11隻屬於估值較高的增長股，例如阿里巴巴、美團、小米)，調整後的恒指21/22年預測市盈率僅9.4倍/8.7倍，相當於十年平均減兩個標準差，亦與過去十年幾次見底水平相若。

圖 1：恒指本年度預測市盈率



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 2：恒指下年度預測市盈率



資料來源：彭博，招銀國際證券

技術分析：長期升軌支持於24,000

恒指自2008年低位以來之長期升軌，現時約於24,000，估計將有不俗支持。

圖 3：恒指月線圖 (2008 年至今)



資料來源：彭博，招銀國際證券

較短線而言，恒指之14天RSI雖再次跌至30以下超賣區，並開始與恒指出現「底背馳」，但最好等待出現更可靠的「三底背馳」見底訊號。

圖 4：恒指日線圖（年初至今）

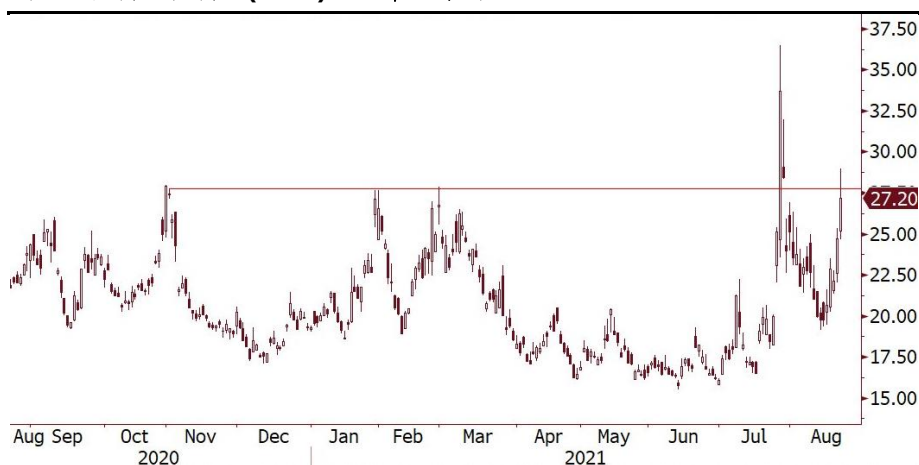


資料來源：彭博，招銀國際證券

市場情緒：VHSI 升至恐慌水平

俗稱「港版恐慌指數」的恒指波幅指數(VHSI)，8月20日升至逾28，與過去一年幾次高位相若，大致反映投資者已出現恐慌，這往往是不俗的相反指標。

圖 5：恒指波幅指數(VHSI)之一年日線圖



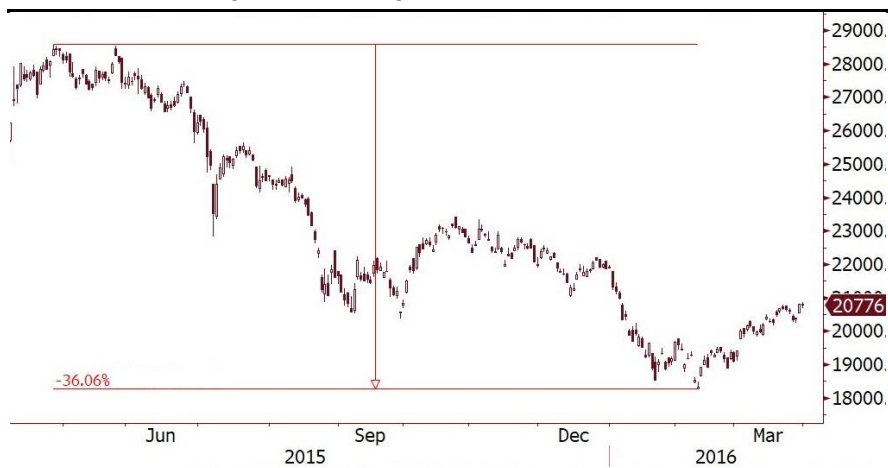
資料來源：彭博，招銀國際證券

潛在利好因素？

由於過去數周內地監管風險引發市場波動，我們預計市場短期將繼續受政策消息影響。根據我們以上的推測，即使恒指可能於 24,000 出現短期底部，但仍需重大催化劑才能觸發強勁反彈。

參考 2015 年的股災，當時恒指由 2015 年第二季高位下挫 36% 後，於 2016 年 2 月見底。

圖 6：恒指日線圖 (2015-2016 年)



資料來源：彭博，招銀國際證券

我們認為恒指於 2016 年 2 月見底的原因包括：

1. **國策支持**，尤其是財政措施方面。總理李克強在 2016 年 2 月開始就財政刺激措施釋出正面訊號。
2. **估值低殘**：恒指預測市盈率跌穿 10 倍（圖 1 & 2）。
3. **中國製造業 PMI 見底回升**（圖 7）。
4. **預期 A 股市場獲額外資金流入**：憧憬 A 股即將獲納入 MSCI 指數，以及憧憬養老基金入市。
5. 2016 年 2 月起**美元回軟**（圖 9）。

這次市場是否符合以上條件？

1. **國策支持？否**。這次監管收緊顯然是重大風險。雖然貨幣及財政政策支持增加（2021 年 7 月降準，以及政府明言加快基建項目），但未來仍需要更大力度的支持措施。
2. **估值低殘？是**。如上述，恒指預測市盈率跌穿 10 倍。
3. **中國製造業 PMI 回升？否**。官方 PMI 連跌三個月（圖 8）。
4. **額外資金流入？否**。相反，外資整體上賣出較多，並集中於減倉 A 股。
5. **美元回軟？否**。相反，美元指數向上突破「雙底」和「杯與柄」（圖 10），因聯儲局正部署減少買債。

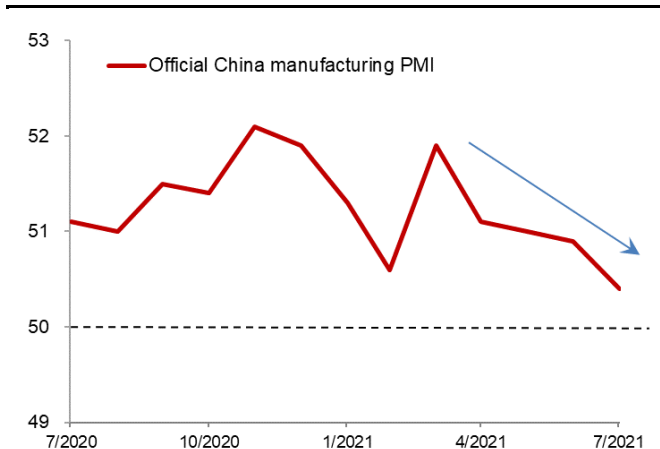
總括而言，短期內未見足夠的催化劑提振港股，推動恒指重現強勢。未來數周恒指大概率於 24,000-26,000 點低水平上落。

圖 7：中國官方製造業 PMI (2015-2016 年)



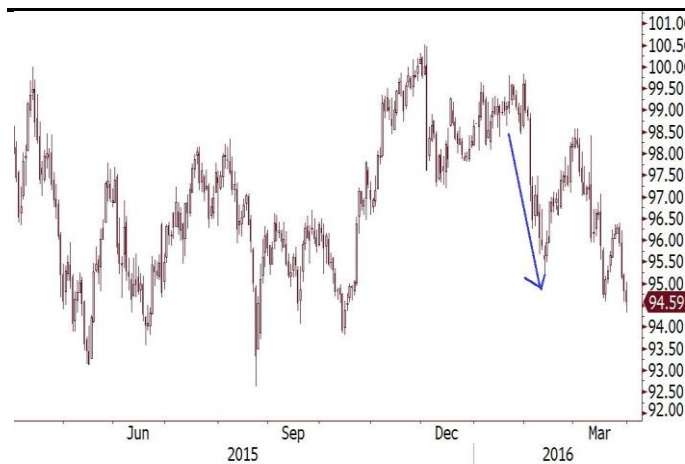
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 8：中國官方製造業 PMI (2020-2021 年)



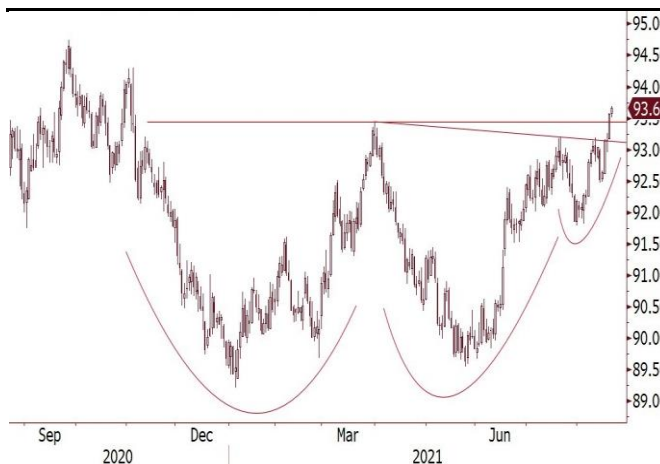
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 9：美元指數 (2015-2016 年)



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 10：美元指數 (2020-2021 年)



資料來源：彭博，招銀國際證券

策略：關鍵仍是對政策趨吉避凶

投資者信心已明顯被嚴厲的監管政策打擊，需要較多時間及利好的催化劑才能恢復信心。

我們於 8 月份策略報告建議「等待中國監管政策更加明朗」，我們現時重申此觀點，並挑選**新能源、電動車、工程機械、科技硬件**為可以率先吸納的板塊。部份个股包括比亞迪（1211 HK）、新天綠色能源（956 HK）、天倫燃氣（1600 HK）、比亞迪電子（285 HK）和小米（1810 HK）。

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。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息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制的報告。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。