招银国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

市场策略

疫情有望终结?

美国药厂辉瑞（Pfizer）与德国生物科技公司 BioNTech 合作研发的新冠疫苗，试验成效取得重大进展，刺激市场对经济复苏及公司盈利的憧憬。我们估计市场将出现板块轮动，投资者焦点由增长股轮动至价值股，而今次轮动料比上一轮持续一段较长时间。建议选择性买入估值低残并直接受惠经济解封的板块，以及通胀回升概念股。

- **大为利好周期性板块。**疫苗研发的重大利好消息，令投资者对环球经济复苏的信心大增，对整体股市气氛固然有利，但估计更明显的是将出现板块轮动，对经济周期较敏感的周期性／旧经济股料补涨。疫情期间新经济股大幅跑赢，其相对旧经济股的估值溢价创至少 20 年新高，预料将出现获利回吐。
- **今次板块轮动料维持较长时间。**今年价值股于几次板块轮动中跑赢大市，但由于欠缺基本面改善或疫情再度爆发，每次升涨只维持很短时间。随着疫苗研发取得超预期进展，经济复苏有望，利好公司盈利前景，我们相信今次板块轮动将维持较长一段时间。
- **增长股转弱，价值股转强。**技术走势上，相对轮动图 (RRG) 显示医疗、必需消费、科技板块走势逆转或转弱。相反，估值低残的周期性板块逐渐复苏，当中以金融股率先进入「改善」区。
- **板块轮动中的投资策略：**1) 选择性**买入估值低残、受惠经济解封的股份**，包括服装、白酒及啤酒、餐厅、在线旅行社及商场租赁相关港股／内地股；2) 经济复苏憧憬上升，通胀预期升温，利好通胀回升概念股。银行及保险股将受惠于温和上升的通胀率、孳息率及利率。拜登承诺上任美国总统后推出增加基建开支等刺激经济措施，亦推高通胀预期。
- **互联网巨头短期面临获利回吐，中长线依然看好。**若然疫情有望终结，「留在家」的概念股（如手游、电子商务、在线教育、在线医疗、软件即服务）将会受压。不过，我们相信互联网板块在疫情过后，仍然受益于结构性改变，互联网公司亦在疫情期间吸纳了不少新用户。

苏沛丰，CFA
(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

恒生指数一年走势图



数据源：彭博

近期市场策略报告

1. 美国选举后策略：把握回调机会吸纳 – 2020 月 11 月 5 日
2. 10 月港股策略报告：偏好盈利能见度高股份 – 2020 月 10 月 7 日
3. 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
4. 策略报告：短期换马至周期性行业 – 2020 月 8 月 19 日
5. 8 月港股策略报告：恒指区间上落，政策受惠股料跑赢 – 2020 月 8 月 5 日
6. 港股下半年展望：增长股料继续跑赢 – 2020 月 7 月 6 日
7. 6 月港股策略报告：市场分歧与机会 – 2020 月 6 月 9 日
8. 市场策略：两会政策前瞻及受惠股 – 2020 月 5 月 20 日
9. 5 月港股策略报告：第二轮冲击 – 2020 月 5 月 5 日
10. 市场策略：五月前沽货，候低再吸纳 – 2020 月 4 月 22 日

疫苗竞赛取得突破

■ 90%疫苗有效率远超预期

11 月 9 日，制药公司辉瑞 (Pfizer) 及 BioNTech 宣布其合作研制的新冠疫苗有效率超过 90%。辉瑞表示，实验中没有任何严重不良反应，但将继续收集有关安全性的数据。

白宫首席传染病专家福西 (Anthony Fauci) 曾于今年 8 月表示，科学家希望研制出有效率至少达 75%的疫苗，但 50%-60%有效率亦可以接受。

目前许多有关该候选疫苗的问题仍未得到解答，例如疫苗对高危人士如长者的效用有多高，以及其长远效用性。此外，疫苗后续还面临获取官方批文、批量生产、大规模运输等挑战。尽管如此，此消息还是振奋全球人心。

■ 其他疫苗的好消息将陆续有来

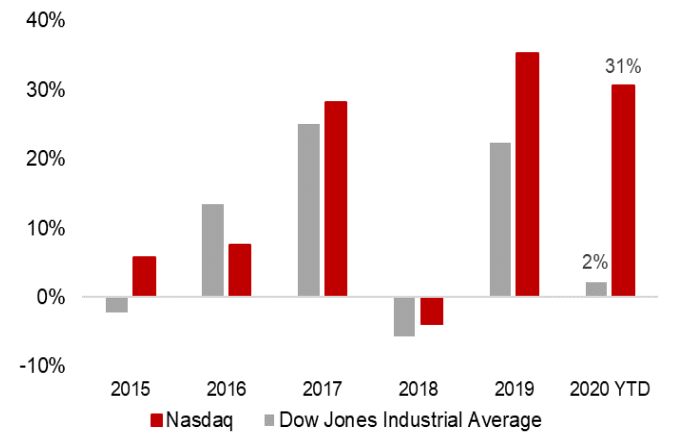
另外两款分别由英国药厂阿斯利康（AstraZeneca）及牛津大学合作研发，以及由美国生物科技公司 Moderna 研发的疫苗，亦预料在未来数星期有好消息。

大为利好周期性板块

■ 对整体股市气氛有利，周期性板块尤甚

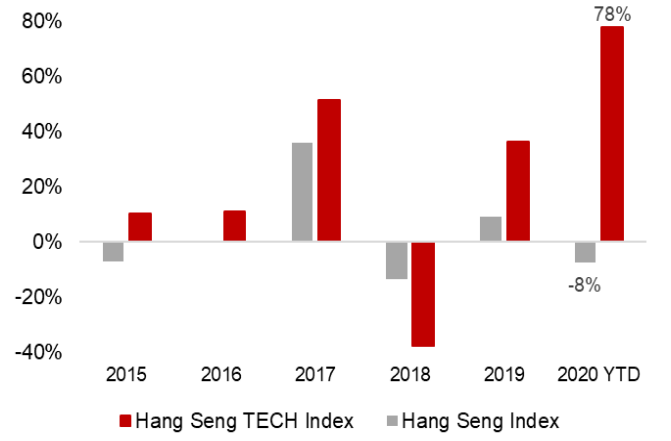
疫苗研发的重大利好消息，令投资者对环球经济复苏的信心大增，对整体股市气氛固然有利，**但估计对经济周期较敏感的周期性股份（大部份为旧经济股），以及受疫情严重打击的股份，将率先大幅补涨。**

图 1：纳指及道指过往年度表现



数据源：彭博，招银国际证券

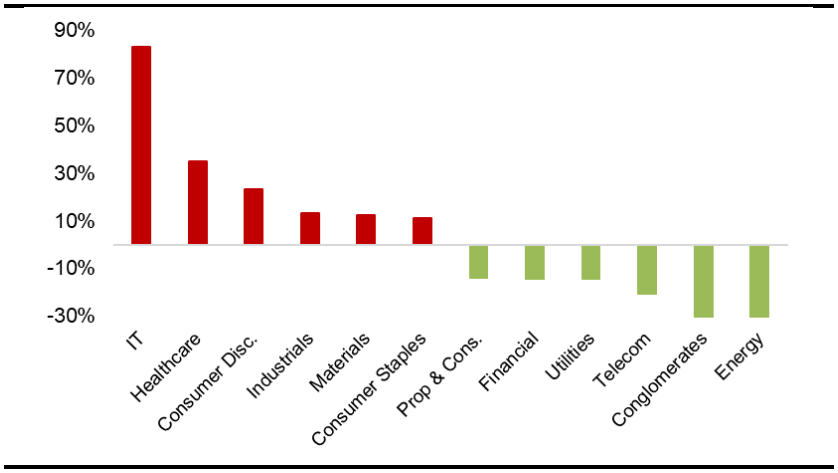
图 2：恒指及恒生科技指数过往年度表现



数据源：彭博，招银国际证券

相反，新经济股自疫情爆发以来大幅跑赢（图 1, 2 & 3）。

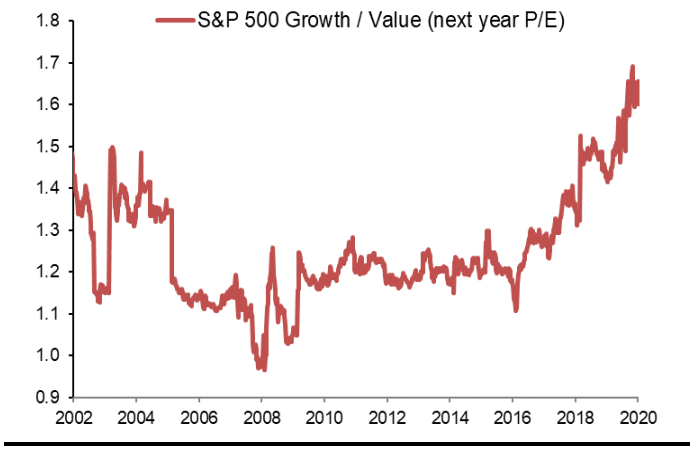
图 3：年初至今恒生综合行业指数表现



数据源：彭博，招银国际证券，截至 2020 年 11 月 9 日

在此次大衰退中，新经济股因盈利相对稳健而跑赢大市，同时其相对旧经济股的估值溢价亦创近 20 年新高（图 4）。

图 4：标普 500 指数增长股及价值股的估值差



数据源：彭博，招银国际证券

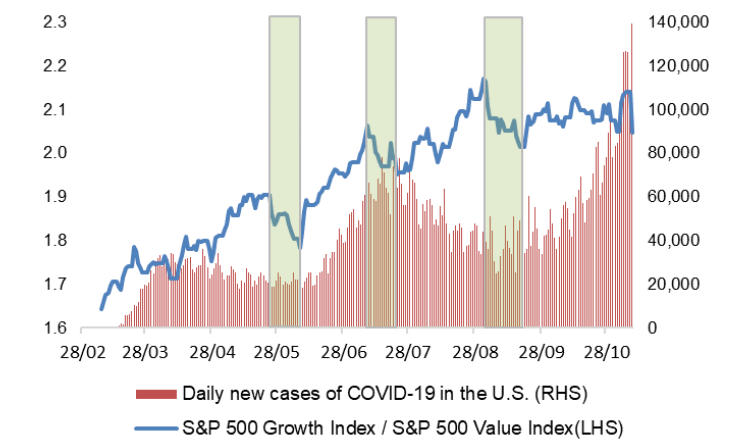
今次板块轮动料维持较长时间

年初至今，虽然增长股大幅跑赢价值股，价值股仍曾于几次板块轮动中跑赢大市，但每次升涨只维持很短时间：5 月维持两个星期、7 月维持两个星期、9 月维持三个星期（图 5）。

升涨时间短暂，主要原因有二：1) 增长股超买，因而轮动至价值股，但基本面欠缺改善下升幅未能持续；2) 疫情再度恶化，尤其于美国，导致 5 月及 9 月份的板块轮动提早结束。

随着疫苗研发取得超预期进展，经济复苏有望，利好公司盈利前景，我们相信今次板块轮动将维持较长一段时间。

图 5：自疫情爆发以来，板块轮动均为短暂



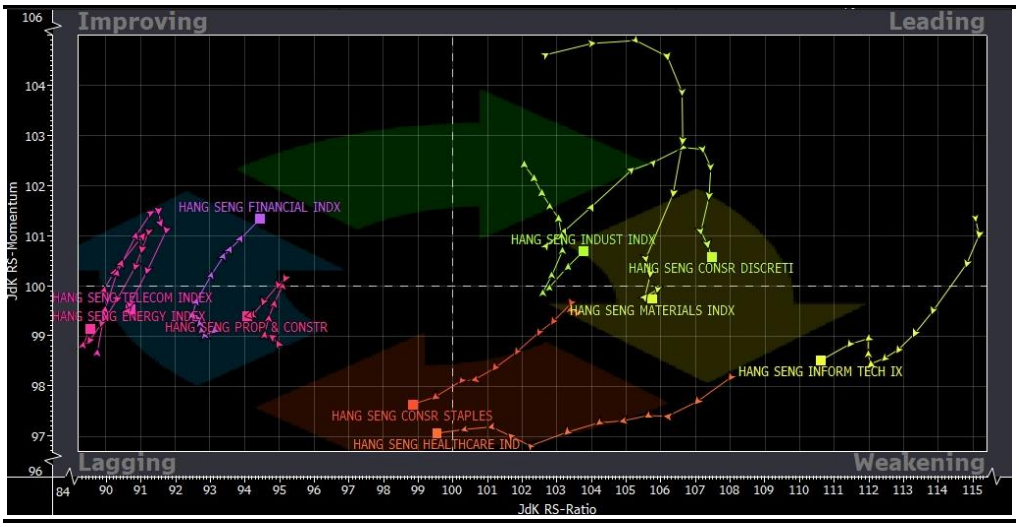
数据源：彭博，招银国际证券

■ 增长股转弱，价值股补涨

技术走势上，恒生综合行业指数的相对轮动图 (RRG) （图 6）显示，部份增长板块走势逆转或转弱。医疗及必需消费已持续数星期走弱，现时跌入「落后」区。科技板块年初至今跑赢大市，虽然仍然处于「领先」区，但走势同样转弱。

相反，估值低残的周期性板块虽然仍然处于「落后」区，但已逐渐复苏，当中以金融股率先进入「改善」区。

图 6：恒生综合行业指数周期板块轮动图



数据源：彭博，招银国际证券

策略

疫苗研发进展取得突破，令投资者对环球经济复苏的信心大增，并为周期性股份带来更多盈利上升空间，以及重新估值的机会。我们建议以下投资策略：

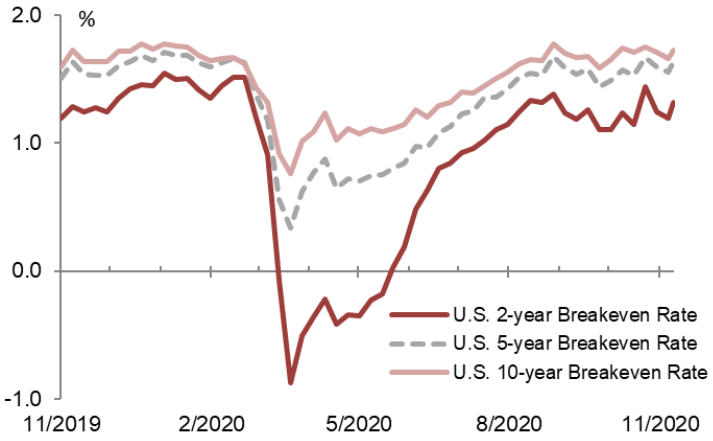
1) **选择性买入估值低残，受惠经济解封的股份，包括服装、白酒及啤酒、餐厅、在线旅行社及商场租赁相关港股／内地股。**投资者需注意部份股份如内地餐厅行业已跑赢大市，股价已反映强劲复苏因素。航空、酒店业都会受惠，但由于较倚赖国际旅游，而估计各国政府在放宽边境控制方面将较审慎，行业盈利复苏料较慢。主要股份包括**安踏体育 (2020 HK，买入)**、**华润啤酒 (291 HK，买入)**、**贵州茅台 (600519 CH，买入)**、**大家乐 (341 HK，买入)** 及**同程艺龙 (780 HK，买入)**。

2) **买入通胀回升概念股。**经济复苏憧憬上升，通胀预期升温（图 7）。**银行及保险股**将受惠于温和上升的通胀率、孳息率及利率。金融板块一般在通胀预期升温时跑赢大市（图 8 & 9）。拜登承诺上任美国总统后推出增加基建开支等刺激经济措施，亦推高通胀预期*。主要股份包括**平安银行 (000001 CH，买入)**及**中国人寿 (2628 HK，买入)**。

3) **短期面临获利回吐，中长线依然看好互联网巨头。**若然疫情有望终结，某程度上受惠于疫情的「留在家」的概念股（如手游、电子商务、在线教育、在线医疗、软件即服务）将会受压。不过，我们相信互联网板块在疫情过后，仍然受益于结构性改变，例如顾客已习惯网上购物的消费模式。此外，互联网公司亦在疫情期间吸纳了不少新用户。

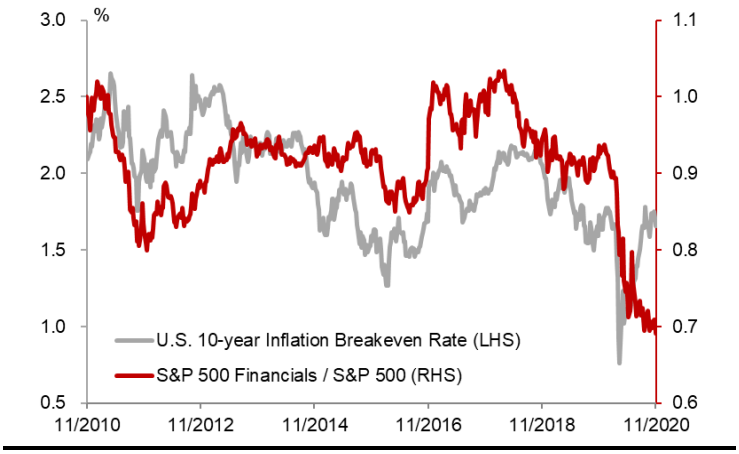
* 注释：根据美国媒体，拜登已于总统大选中胜出，而特朗普尚未承认败选，其竞选阵营继续采取法律行动挑战选举结果。

图 7：美国通胀预期上升



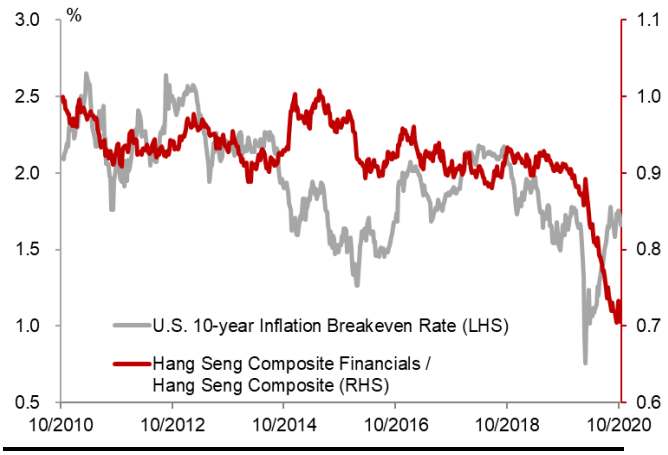
数据源：彭博，招银国际证券

图 8：美国金融股在通胀预期升温时倾向跑赢大市



数据源：彭博，招银国际证券

图 9：香港金融股在通胀预期升温时倾向跑赢大市



数据源：彭博，招银国际证券

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。

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。