港股短期仍波動 今年目標維持 35000

美國股市

避險情緒伴隨高估值回檔，基本面穩定但進入高波動階段

❖ **為何此次調整在預期之中？**

（1）較長時間牛市使市場對風險預警不足，市場情緒一旦有轉變則出現較大跌幅。去年底招銀國際首席經濟學家丁安華曾警示市場，歷史上美國股市的隱含波動率 VIX 在 10 附近說明市場風險可能被錯誤低估，而去年 11 月份的 VIX 指數曾一度低於 10。

（2）資產價格偏貴，股票估值偏高。Robert Shiller 經過季調的 CAPE ratio 已經高於 1929 年股災、並僅次於 2000 年互聯網泡沫時期的水準。美聯儲前主席耶倫和幾位美聯儲官員在此前的多個場合都提到過"目前的資產價格處於高位"。

（3）美股持續上漲，估值過高，可能已透支稅改、基建、經濟擴張等刺激。

圖 1：美國股市的隱含波動率（VIX）在近日驟升前，曾一度處於極低位置

資料來源：StockCharts、招銀國際研究

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

丁文捷，博士
電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞旻，博士
電話：(852) 3900 0868
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

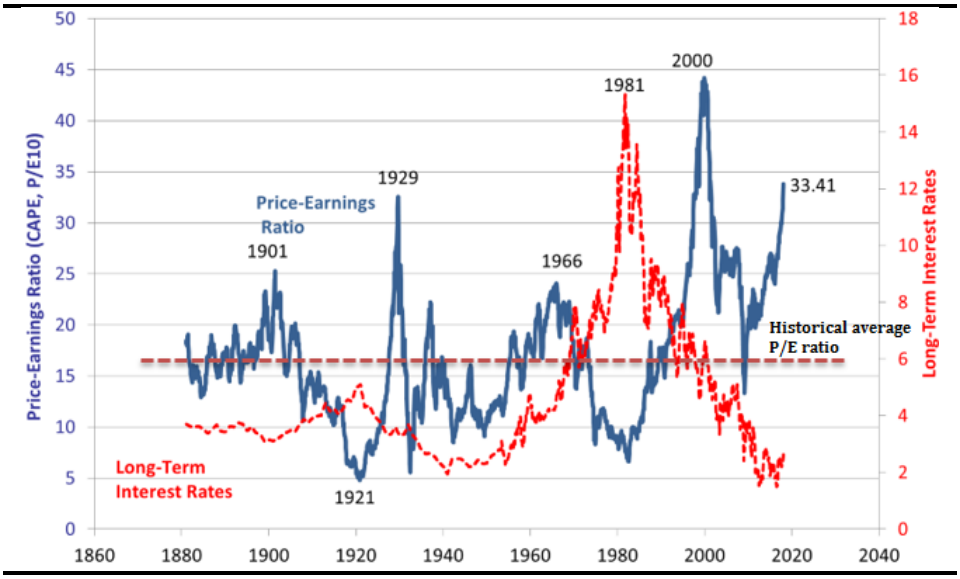
過往相關研究報告

18 年 2 月 5 日-
特朗普敵意撼動自由貿易基石

18 年 2 月 1 日-
港股策略報告：
候低買藍籌，捧指數新貴

17 年 11 月 15 日-
秉燭觀險：低波幅增長和高估值資產

圖 2: 從 CAPE Ratio 來看，資產價格處於高估值水準



資料來源：Robert Shiller、招銀國際研究

❖ **近期調整的觸發因素包括：**

（1）市場認為美聯儲立場轉向偏鷹派：1 月 31 日美聯儲公佈 1 月 FOMC 貨幣政策會議決議，肯定了經濟強勢，並上調了短期內的通脹預期，增加了市場對其立場更轉向鷹派的預測。

（2）上週五公佈的美國非農資料向好，超出預期，尤其是工資增速達到 2.9%，使得加息預期進一步升溫，美債利率上升，成長股引領股市下跌；

（3）市場風險水準上升改變了模型參數，迫使相當一部分的量化基金調整倉位。尤其注意到 2 月 5 日美股出現了閃崩，應該在一定程度上與交易技術層面的因素相關。

❖ **情緒觸發的調整，並不是熊市的開始，未來迎接更強的波動性**

在多因素觸發下市場情緒出現調整，從此前的看漲到現在的接受更多波動性。我們不認為這次大跌是熊市的開始，仍然是回檔。從經濟基本面的資料看，並沒有太大的改變，經濟回暖的趨勢和邏輯仍然成立。然而，由於市場情緒的轉變，且短期內缺乏正面催化劑，我們認為調整可能仍將持續一段時間。

美國財政政策不會過於偏鷹派，將看到適度收緊，但不會與特朗普的財政計畫有過大矛盾，我們維持 18 年加息三次的預判。此外，特朗普貿易政策可能撼動到全球自由貿易的基石，將會成為今年市場上最重要的不確定性來源之一。

港股

健康調整，牛市未完

港股亦跟隨美股急挫，我們認為僅屬牛市之中的正常回檔，而非熊市開始。恒生指數於 1 月份急升 9.9%，十分超買，早已需要健康的回檔。回檔本身並不意外，只是回檔之急令人譁然。

回顧過往 25 年，港股於牛市中後期，總會出現 10%或以上的回檔。恒指於本月初創下歷史新高 33,484，現較高位僅回檔 8.6%，屬於正常調整，亦不排除有更深跌幅。

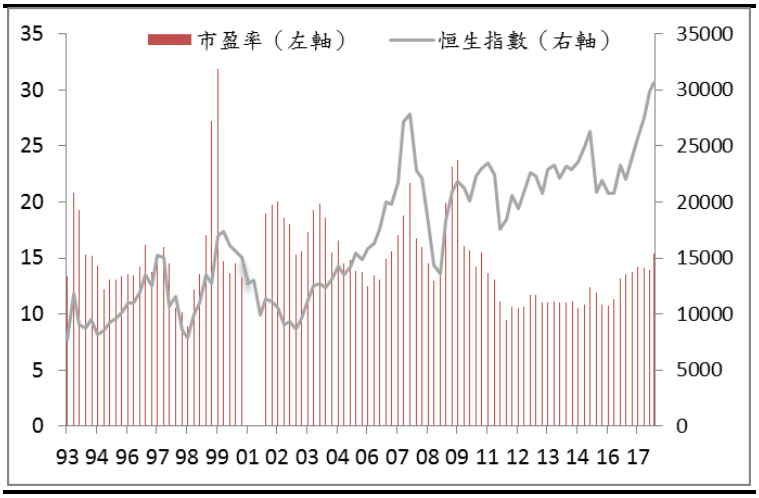
圖 3：恒指近 25 年於牛市中後期的回檔

日期	由高位回檔幅度
2007 年 7-8 月	17.7%
1999 年 7-10 月	17.0%
1997 年 1-4 月	14.7%
1993 年 11 月	9.7%

資料來源：彭博、招銀國際研究

從估值看，恒指於年初高位時，歷史市盈率 15.4 倍，預測市盈率 13.1 倍，亦不及過往牛市高位時之估值高峰：1993 年 20.8 倍、1997 年 16.0 倍、1999 年 31.9 倍、2017 年 21.7 倍（圖 4）。

圖 4：藍籌內銀股平均預測市盈率



資料來源：彭博、招銀國際研究

維持恒生指數 35,000 點目標

港股目前基調良好，企業盈利處上升週期，投資者對中國宏觀經濟憂慮舒緩，貨幣政策仍然寬鬆，估值比起周邊股市現水平或港股本身之歷史平均值均不算貴。另外，近兩三個月市場對恒指 2018 年預測每股盈利上調了近 4%（部份來自人民幣升值），3 月全年業績後，及 4 月中資股公佈首季業績後，或再會上調盈利預測，支持中綫再創新高。我們仍然維持在去年 11 月策略報告對恒生指數及國企指數的 2018 年目標，分別為 35,000 點及 14,400 點，相等於該指數 2018 年 14.6 倍及 10.0 倍預測市盈率，主要原因是港股估值仍吸引，企業盈利改善，吸引內地投資者支持，料在 3 月業績公佈期間，大市將有新動力。

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。

招銀證券投資評級

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

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道三號冠君大廈 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)2000 年英國不時修訂之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
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。