

港股短期仍波动 今年目标维持 35000

美国股市

避险情绪伴随高估值回档，基本面稳定但进入高波动阶段

❖ 为何此次调整在预期之中？

(1) 较长时间牛市使市场对风险预警不足，市场情绪一旦有转变则出现较大跌幅。去年底招银国际首席经济学家丁安华曾警示市场，历史上美国股市的隐含波动率 VIX 在 10 附近说明市场风险可能被错误低估，而去年 11 月份的 VIX 指数曾一度低于 10。

(2) 资产价格偏贵，股票估值偏高。Robert Shiller 经过季调的 CAPE ratio 已经高于 1929 年股灾、并仅次于 2000 年互联网泡沫时期的水准。美联储前主席耶伦和几位美联储官员在此前的多个场合都提到过“目前的资产价格处于高位”。

(3) 美股持续上涨，估值过高，可能已透支税改、基建、经济扩张等刺激。

图 1: 美国股市的隐含波动率 (VIX) 在近日骤升前，曾一度处于极低位置



资料来源：StockCharts、招银国际研究

苏沛丰，CFA

电话：(852) 3900 0857

邮件：danielso@cmbi.com.hk

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

过往相关研究报告

[18年2月5日-](#)

[特朗普故意撼动自由贸易基石](#)

[18年2月1日-](#)

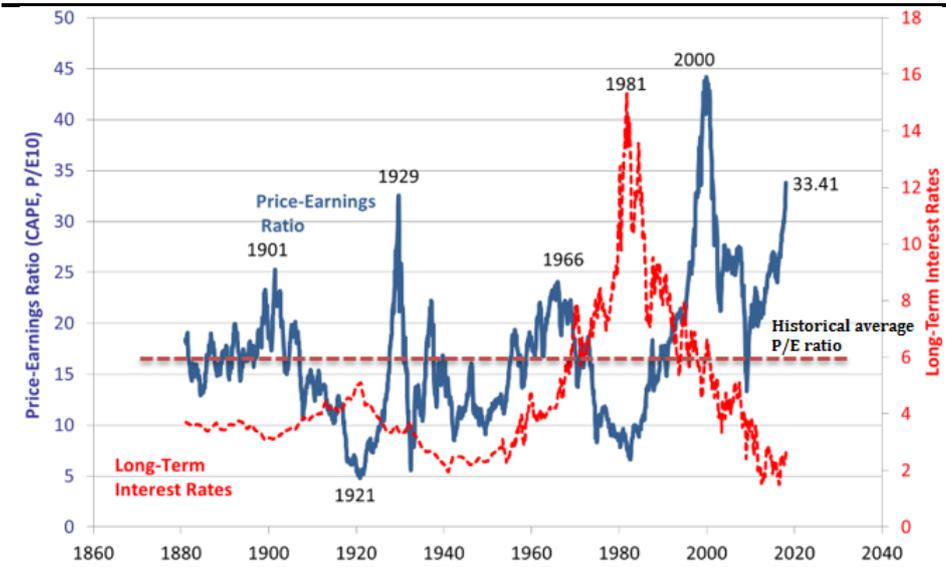
[港股策略报告：](#)

[候低买蓝筹，捧指数新贵](#)

[17年11月15日-](#)

[秉烛观险：低波幅增长和高估值资产](#)

图 2: 从 CAPE Ratio 来看，资产价格处于高估值水准



资料来源：Robert Shiller、招银国际研究

❖ 近期调整的触发因素包括：

- (1) 市场认为美联储立场转向偏鹰派：1 月 31 日美联储公布 1 月 FOMC 货币政策会议决议，肯定了经济强势，并上调了短期内的通胀预期，增加了市场对其立场更转向鹰派的预测。
- (2) 上周五公布的美国非农资料向好，超出预期，尤其是工资增速达到 2.9%，使得加息预期进一步升温，美债利率上升，成长股引领股市下跌；
- (3) 市场风险水准上升改变了模型参数，迫使相当一部分的量化基金调整仓位。尤其注意到 2 月 5 日美股出现了闪崩，应该在一定程度上与交易技术层面的因素相关。

❖ 情绪触发的调整，并不是熊市的开始，未来迎接更强的波动性

在多因素触发下市场情绪出现调整，从此前的看涨到现在的接受更多波动性。我们不认为这次大跌是熊市的开始，仍然是回档。从经济基本面的资料看，并没有太大的改变，经济回暖的趋势和逻辑仍然成立。然而，由于市场情绪的转变，且短期内缺乏正面催化剂，我们认为调整可能仍将持续一段时间。

美国财政政策不会过于偏鹰派，将看到适度收紧，但不会与特朗普的财政计画有过大矛盾，我们维持 18 年加息三次的预判。此外，特朗普贸易政策可能撼动到全球自由贸易的基石，将会成为今年市场上最重要的不确定性来源之一。

港股

健康调整，牛市未完

港股亦跟随美股急挫，我们认为仅属牛市之中的正常回档，而非熊市开始。恒生指数于1月份急升9.9%，十分超买，早已需要健康的回档。回档本身并不意外，只是回档之急令人哗然。

回顾过往25年，港股于牛市中后期，总会出现10%或以上的回档。恒指于本月初创下历史新高33,484，现较高位仅回档8.6%，属于正常调整，亦不排除有更深跌幅。

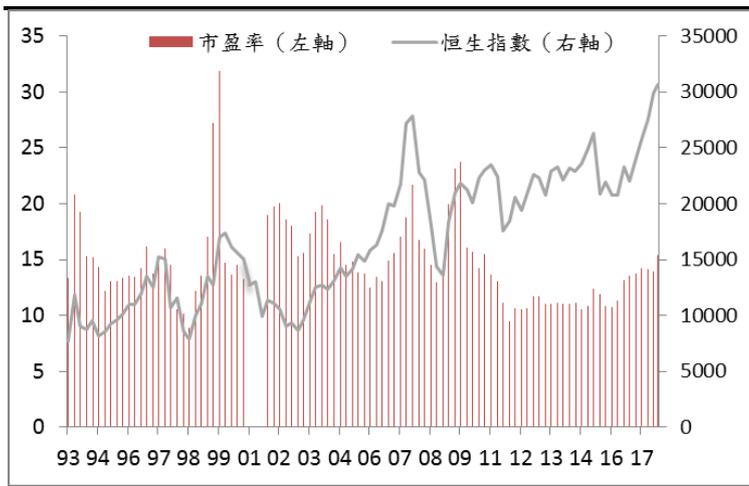
图3：恒指近25年于牛市中后期的回档

日期	由高位回档幅度
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%

资料来源：彭博、招银国际研究

从估值看，恒指于年初高位时，历史市盈率15.4倍，预测市盈率13.1倍，亦不及过往牛市高位时之估值高峰：1993年20.8倍、1997年16.0倍、1999年31.9倍、2017年21.7倍（图4）。

图4：蓝筹内银股平均预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际研究

港股目前基调良好，企业盈利处上升周期，投资者对中国宏观经济忧虑舒缓，货币政策仍然宽松，估值比起周边股市现水准或港股本身之历史平均值均不算贵。另外，近两三个月市场对恒指2018年预测每股盈利上调了近4%（部份来自人民币升值），3月全年业绩后，及4月中资股公布首季业绩后，或再会上调盈利预测，支持中线再创新高。我们仍然维持在去年11月策略报告对恒生指数及国企指数的2018年目标，分别为35,000点及14,400点，相等于该指数2018年14.6倍及10.0倍预测市盈率，主要原因是港股估值仍吸引，企业盈利改善，吸引内地投资者支持，料在3月业绩公布期间，大市将有新动力。

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 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。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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)2000 年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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士。