



山證國際

SHANXI SECURITIES INTERNATIONAL

# 短期承压，唯后市或将分化

——港股科技股投资展望

山证国际 研究部

2021年4月1日

# 主要观点及逻辑

---

## ➤ 近期科技股的显著回落且跑输大市存在合理性基础

短期看，低利率环境对科技股估值提升所起的积极作用已接近极限，而大规模财政刺激、长期低利率环境以及经济复苏会抬升通胀中枢，美10年期国债收益率仍有上行空间，不利于科技股估值的扩张；随着新冠疫苗的大规模接种，疫情受控在即，前期驱动科技股录得超额收益的主要因素基本逆转；此外，投资者担心强势美元和利率走高背景下新兴市场可能会面临流动性收紧和资金流出的压力。

## ➤ 利率上行对科技股的影响不宜过度解读

历史数据显示，利率与科技股的表现没有稳定的必然联系。在全球经济复苏基础仍不牢固的当下，美国10年期国债收益率快速攀升带来的情绪层面的影响大于实质。科技股的回调，本质上仍是估值问题，或是短期喧嚣后的理性回归。

## ➤ 看好港股科技板块的长期投资价值，龙头公司的回调提供介入良机，并积极关注第二梯队个股

当前港股已汇聚了一批中国最优秀的新经济类公司，海外资金若要分享中国市场红利，香港上市的科技股是绕不开的选择，港股科技板块受益于全球泛滥的流动性的外溢效应。20/80、甚至10/90的市场竞争规则在科技股上的体现尤其显著，市场交易特征亦是如此。成熟市场内的交易总是围绕优质标的进行，港股市场的交易特征决定了龙头类的科技股更易受到市场的关注和追捧。但由于政府对新经济包容审慎监管的态度或将发生改变，部分互联网企业的商业模式可能因此而受限，数字经济领域内的第二梯队的公司可能迎来发展机遇。

## ➤ 主要风险

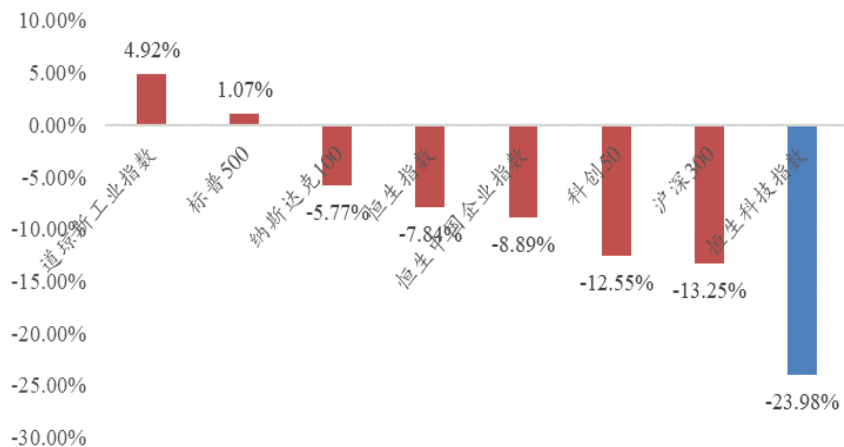
中美博弈的力度超市场预期，美国在更多的关键技术领域对中国进行封锁及供应链脱钩；美联储回收流动性的时间大幅提前；新冠疫情的反复及持续时间超预期等。

---

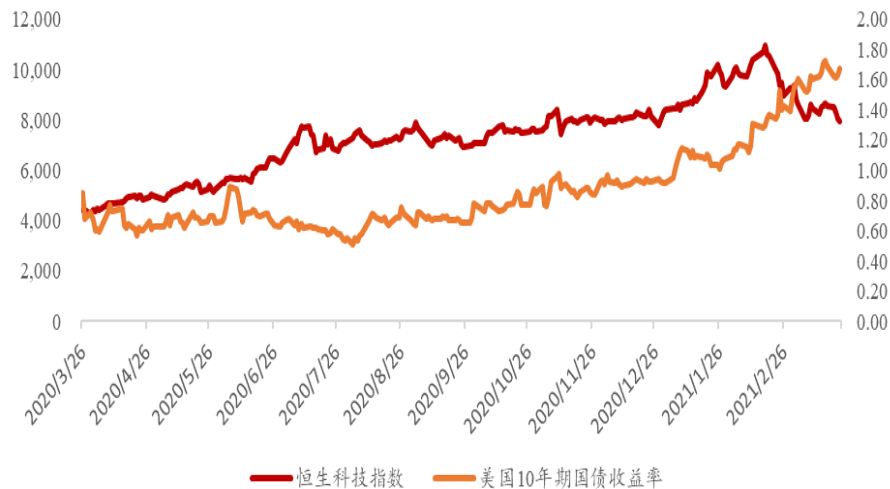
# 1. 市场风格切换，科技股显著回落且跑输大市

- ▶ 伴随新冠疫苗的大规模接种，疫情控制有望，全球经济复苏，通胀预期升温，资金流向顺周期板块，市场风格切换。
- ▶ 史无前例的货币宽松及巨额的财政刺激下，美国经济强劲复苏，通胀预期升温，市场担心美联储被迫提前“缩表”，提高利率，而高估值的科技股对利率更为敏感。
- ▶ 前期驱动科技股录得超额收益的部分主要因素基本逆转：1、传统经济受新冠疫情破坏时，资金涌向成长性较佳的科技股避险；2、部分科技股及相关产业链显著受益于“疫经济”；3、低利率环境。

恒生科技指数与主要市场部分重要股指的回报比较  
(2.17-3.26)



恒生科技指数随美十年期国债收益率的陡峭上行而快速回调



数据来源: Wind, 山证国际整理

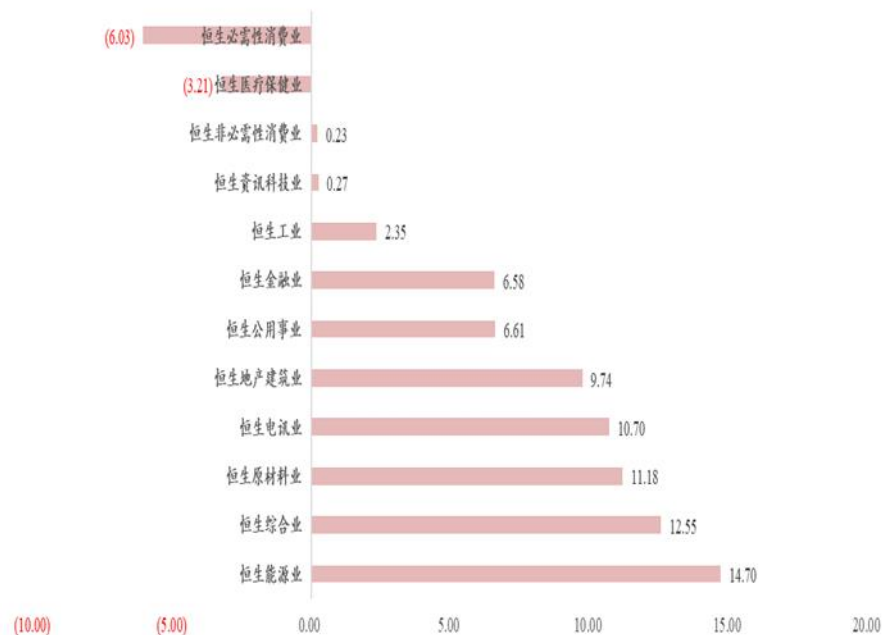
# 1. 市场风格切换，科技股显著回落且跑输大市

► 科技股近一年录得显著超额收益，存在获利回吐压力。

新冠疫情爆发以来，科技股相关指数显著跑赢市场



年初以来港股各行业回报比较 (%)



数据来源: investing.com, wind, 山证国际整理

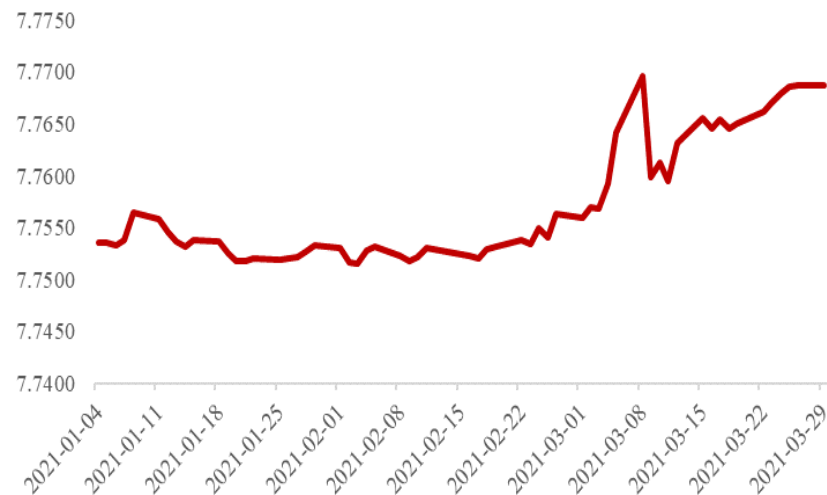
## 2. 港股科技股回撤相对较大的原因及逻辑

- ▶ 作为全球利率之锚的美国国债收益率上升，投资者担心强势美元和利率走高背景下新兴市场可能会面临流动性收紧和资金流出的压力。

中、美利差有望随美10年期国债收益率的上行收窄



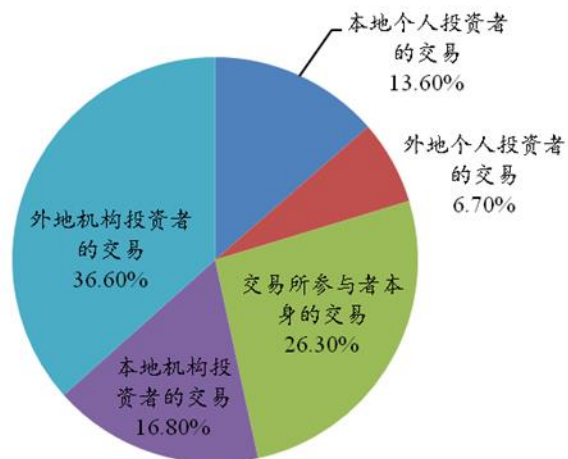
USDHKD.FX 年初以来走势



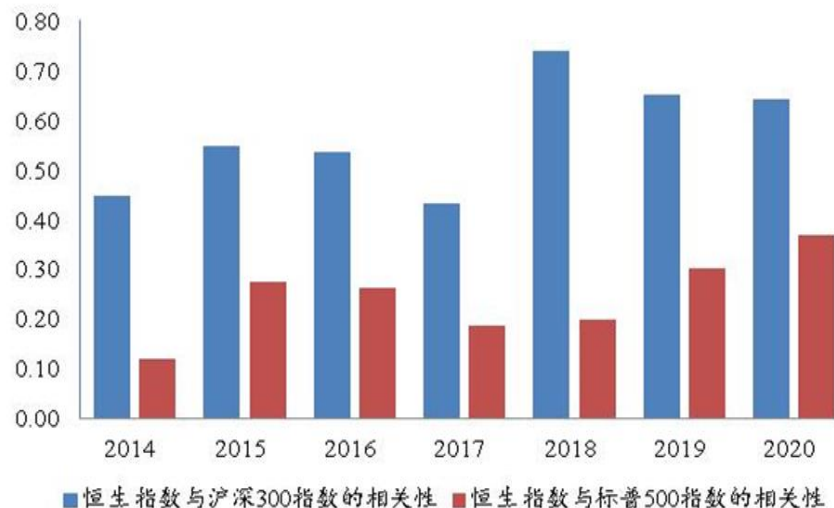
## 2. 港股科技股回撤相对较大的原因及逻辑

- 香港没有独立的货币政策。香港股票市场的投资者结构、资金来源、上市公司结构等特点，决定了其受外围市场的影响较大；以科技股为主的纳指下跌影响港股科技股投资者情绪。

市场成交金额按投资者类别的分布 (2019)



数据来源：港交所，山证国际整理

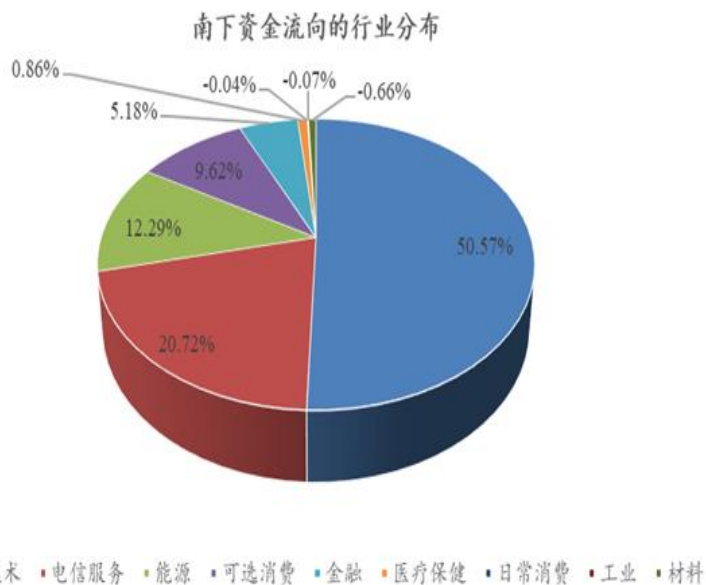


数据来源：Wind，山证国际整理

- 近期中美博弈的强度增加，香港上市的科技股因其产业链特点或上市结构等，更易受政治因素或市场舆论影响。如近期美国证监会公布的《外国公司问责法案》实施细则征求意见稿。

## 2. 港股科技股回撤相对较大的原因及逻辑

- ▶ 2021年春节前，内地南向资金的疯狂买入科技股（信息技术和电信服务两行业的合计净流入资金占南下净流入资金的约71.3%），令港股中的科技股估值急剧抬升。
- ▶ 巨量“南下资金”的涌入，港股科技板块不乏“鸡犬升天”的乱象。



数据来源: Wind, 山证国际整理

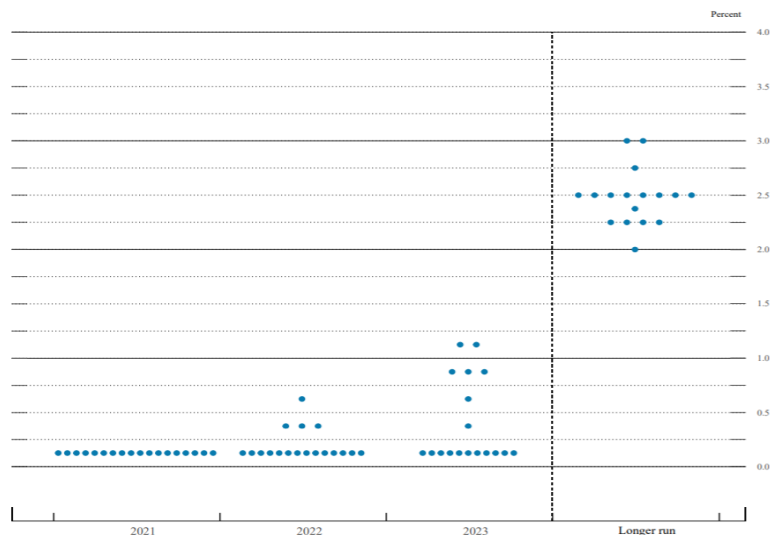
### 3. 利率上行的影响不宜过度解读

- 历史数据显示，利率与科技股的表现没有稳定的必然联系。于新冠疫情爆发前，美10年期国债收益率远高于当前水平，但无碍纳指持续走高。
- “宽松”退出终有时，但当前的低利率环境仍将持续一段时间。美联储最新的利率决议将联邦基金利率目标区间维持在0%-0.25%不变，并维持每月至少1,200亿美元的购债规模，并提升短期对通胀的容忍度，预期2023年前不会加息。短期内10年期国债收益率快速提升带来的情绪影响大于实质。
- 科技股的回调，本质上仍是估值问题，或是短期喧嚣后的理性回归。

历史数据显示，利率上行并不必然压制科技股表现



FOMC议息点阵图显示，2023年前加息的概率不高



数据及图片来源: investing.com, 美联储官网, 山证国际整理



## 4. 科技股短期承压，后市走势有望分化

---

### ► 科技股短期内或继续承压。

- 短期看，低利率对科技股估值提升所起到的积极作用已接近极限，而大规模财政刺激、长期低利率环境以及经济复苏会抬升通胀中枢，美10年期国债收益率仍有上行空间，对科技股的估值提升呈负面效应。
- 受益于“疫经济”的部分科技产业的市场需求回落，增速将回归常态；
- 全球供应链逐步修复，因供给不足而导致的提价因素等将消退，如半导体产业等；
- 因充裕的市场流动性而带来的估值提升，等待真实的盈利去支撑；
- 全球经济复苏，周期性行业崛起，分流了流向科技板块的资金等。

## 4.科技股短期承压，后市走势有望分化

---

### ► 香港科技股的长期投资价值显著

- 科技股通常代表着先进生产力发展的方向，因其高成长性特征而成为资本追逐的理想对象。
- 当前港股已汇聚了一批中国最优秀的新经济类公司，且这些公司已建立起了稳定的市场竞争优势，能够最大限度地享受中国庞大的市场红利，如TABJM等。海外资金投资快速发展的中国市场，香港上市的科技股是绕不开的选择。
- 中美关系并未随Biden新政府的上台而显著改善，中概股回流或在香港做第二上市的趋势未改。近期美国证监会公布的《外国公司问责法案》实施细则征求意见稿或将加速优质中概股的回流，优质公司的加入吸引市场资金持续流入，提升行业及产业链个股的活跃度，并对相关个股形成估值支撑。
- 新冠疫情反复，如欧州多国再度封城，全球经济复苏的基础并不牢固，现时言及全球流动性已进入回收期尚为时过早等，港股科技板块受益于全球泛滥的流动性的外溢效应。

## 4.科技股短期承压，后市走势有望分化

---

### ►科技股后市表现或分化，坚定看好科技类龙头公司，回调提供介入良机

- 20/80、甚至10/90的市场竞争规则在科技股上的体现尤其显著，市场交易特征亦是如此。

科技类公司因其技术特征或独特的商业模式等，市场优势一旦建立后，容易出现赢家通吃的局面，不仅可以攫取较高的市场份额和超额利润，也因此获得了更强的抗风险能力。

- 成熟市场内的交易总是围绕优质标的进行，港股市场的交易特征决定了龙头类的科技股更易受到市场的关注和追捧。
- 南下资金疯狂买入港股科技股的行为已受到深刻教育，未来投资标的选择或趋谨慎，只有那些具备可持续商业模式、广阔市场前景及真实业绩支撑的科技公司才有望走出持续向好的行情。
- 估值回落后的科技股投资吸引力增强，为长期投资者提供介入良机。

## 4.科技股短期承压，后市走势有望分化

---

### ► 投资方向与选择

科技股的投资与选择宜着眼于时代背景，紧跟技术的发展趋势及国家的战略引导方向：

- 逆全球化趋势抬头的当下，各国政府都在致力于抢占科技制高点，以保障供应链的自主性和安全性。中央要求“强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力”，相信“新基建”及“补短板”领域仍会受到投资者的持续追捧，如芯片设计及制造相关产业链、5G通讯产业链、人工智能及云服务、物联网及智能设备制造、生物医药及靶向药物开发、新能源汽车及其相关等。
- 中美均提出“碳中和”计划。拜登在竞选期间提出“到2035年，通过向可再生能源过渡实现无碳发电，到2050年实现碳中和”，并计划投资2万亿美元大力推动低碳产业发展。与此同时，中国政府提出了2030年前碳达峰、2060年前碳中和的目标，也在积极制定2030年前碳达峰行动方案。宏大的目标愿景之下，清洁能源及期相关产业链将迎来波澜壮阔的发展机遇，产业链内的相关重视值得重视。
- 疫情对居民生活、工作方式的影响深远，防控常态化驱动相关行业大发展，如远程办公、在线教育、线上生活服务、远程诊疗、保险及健康服务、互联网文化娱乐等迎来大发展机会；但由于中央去年四季度首提“强化反垄断和防止资本无序扩张”，对新经济包容审慎监管的态度或将发生改变，部分互联网企业的商业模式可能因此而受限，数字经济领域内的一些非龙头或第二梯队的公司可能迎来发展机遇。
- 此外，建议关注科技赋能的部分传统行业，如新零售、物业等。

# 免责声明

---

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明：

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。