



山證國際
SHANXI SECURITIES INTERNATIONAL

港股2021年投資展望：大河漲水小河滿

山證國際 研究部

2021年1月8日

主要逻辑及观点

◆ 港股受益于全球范围内“流动性宽松”的溢出效应。

- 为应对疫情冲击，全球主要经济体均开启了“量化宽松”模式，主要央行的资产负债表快速扩张，且当前宽松的政策大概率在2021年不会转向。

◆ 新冠疫苗大规模接种在即，经济复苏与流动性宽松共振，为企业盈利及估值提供支撑。

◆ 中国资产的比较优势显著，港股作为海外资金配置中国资产的桥头堡显著受益。

- 中国经济率先复苏，且在复苏的道路上稳步前行，企业盈利改善；中国央行在本轮“宽松竞赛”中表现较为克制，人民币仍有升值空间，增加人民币资产的吸引力。

◆ 主要指数编制规则的修订，以及市场内新经济类公司的增加，为港股提供持续的上行动力和活力源泉。

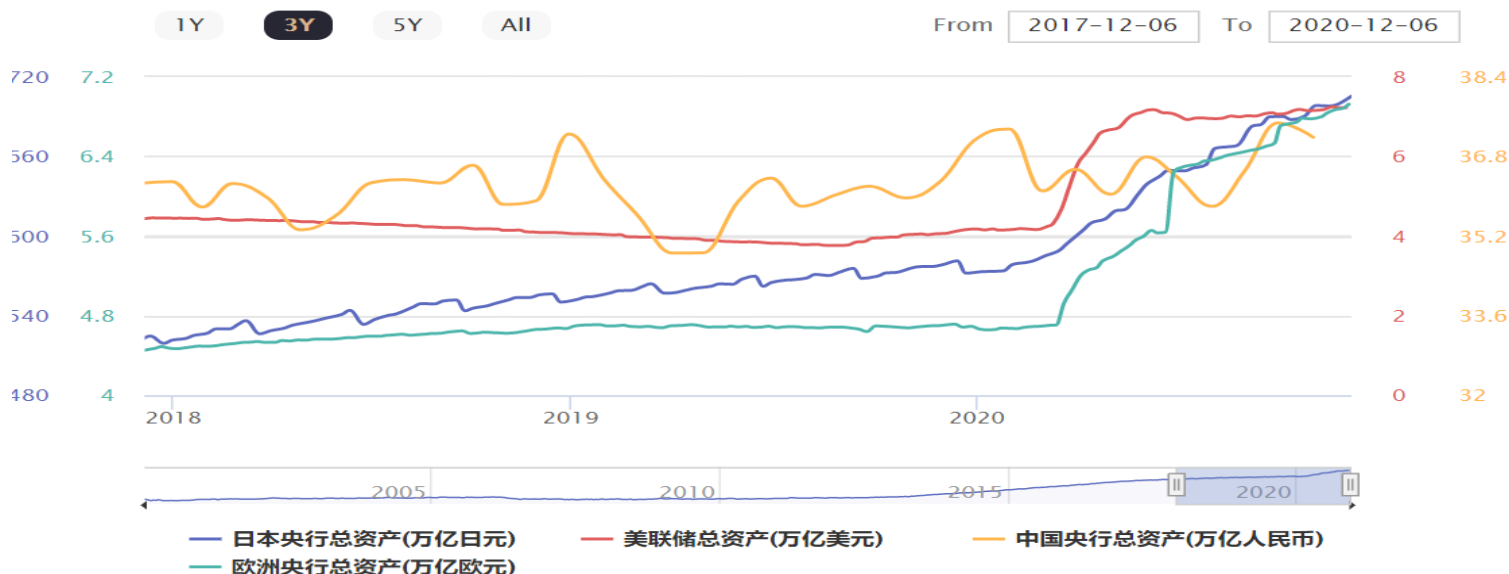
◆ 总体乐观；2021的投资主题宜聚焦于复苏与内需，顺周期及价值型股票将显著受益，但新经济类公司依旧会是市场热点。

◆ 主要风险因素：疫情的后续发展态势、中美关系及地缘政治风险等。

1. 港股受益于全球范围内“流动性宽松”的溢出效应

► 为应对疫情冲击，全球主要经济体均开启了“量化宽松”模式，各央行的资产负债表均快速扩张，港股受益于全球范围内的“流动性宽松”。

全球主要央行资产负债表扩张情况



图片来源: Wisburg

1. 港股受益于全球范围内“流动性宽松”的溢出效应

► 基于疫情的反复及经济复苏基础的不稳固，预期2021年全球主要经济体货币政策转向的概率不高。

- 疫情对部分行业已产生不可逆的影响；
- 疫情改变居民的消费与生活习惯，而经济结构的调整和再平衡需要时间；
- 因贸易中断、中美角力引发的科技封锁和脱钩而断裂的全球供应链重新配置成本高昂；
- 疫情前已开始的“逆全球化”趋势，或令经济活动效率下降，延长复苏进程等

全球主要央行12月份最新货币政策指引概览

美国	美联储12月份的议息会议，将联邦基金利率目标维持在0-0.25%之间，资产购买方面维持QE购买量至少1200亿美元/月不变，并称将当前的宽松政策措施维持至充分就业的目标得以实现，或者通胀率升高到2%以上；美联储点阵图显示，美联储在2023年之前都不会考虑加息。
英国	将基准利率维持在0.1%不变，购债规模维持在8950亿英镑不变，并称如有必要随时加快资产购买步伐。
欧盟	维持三大关键利率水平不变，其中主要再融资利率、边际借贷利率、存款机制利率继续保持在0%、0.25%和-0.5%。欧央行管理委员会表示在通胀预期反弹至接近2%政策目标前将继续维持或进一步降低现有政策利率水平。将目前规模已达1.35万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加5000亿欧元。
日本	基准利率维持在-0.1%不变，10年期国债收益率目标维持在0%附近不变；维持购债规模不变；把原定于2021年3月结束的疫期贷款计划延长至2021年9月。
瑞士	维持央行政策利率在-0.75%不变。
中国	货币政策委员会4季度例会称要综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

2. 疫苗大规模接种在即，经济复苏与流动性宽松共振

► IMF预计 2021年全球经济将增长5.2%。

- 为应对疫情冲击，全球主要经济体均迅速推出了空前的大规模财政、货币和监管措施，维持了家庭的可支配收入，保障了企业的现金流，支持了信贷供给，使得主要经济体的经济快速恢复。其中，中国经济复苏的力度尤其强劲。

► 各国均推出了大规模疫苗接种计划，疫情对经济活动的影响趋弱。

世界卫生组织

世界卫生组织现阶段已经实行一项“新型冠状病毒疫苗实施计划”，预估在二零二一年份后出示 20 亿剂新冠疫苗，致力于保证所有国家都能另外打疫苗新冠疫苗。

美国

最早或将在明年 4 月普及疫苗。美国国家过敏症和传染病研究所所长福奇日前接受采访时表示，美国政府最早将在 11 月下旬开始提供疫苗，任何可用的疫苗将最先提供给一线的医护人员，其次是老年人以及其他易感染人群。对全体美国人而言，新冠疫苗可能会在明年 4 月普及。

俄罗斯

俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫称，俄相关药厂已开始生产新冠疫苗，其产量将不断提高，预计最近几个月内将大规模接种。

意大利

意大利新冠疫情应急委员会特别专员阿尔库里表示，意大利将从 2021 年 1 月底开始为首批 170 万民众接种新冠疫苗，并逐步扩大接种范围。

澳大利亚

澳大利亚联邦卫生部长格雷格·亨特表示，昆士兰大学研发的一款候选新冠疫苗在 1 期临床试验中表现良好。该疫苗或将提前进入后续临床试验。若一切进展顺利，疫苗将在 2021 年年底前投入接种。

印尼

印尼总统佐科 13 日在接受路透社采访时表示，印尼预计于年底开展疫苗接种过程。

日本

日本厚生劳动省已经明确目标，从 2021 年上半年开始给全民接种新冠疫苗。

韩国

韩国中央防疫对策本部副部长权埈郁于本月 10 日表示，将争取从 2021 年下半年起在国内开展疫苗接种。

资料来源：媒体报道，世卫组织，山证国际整理

《世界经济展望》 最新增长预测

(实际GDP, 年百分比变化)	预测		
	2019	2020	2021
世界产出	2.8	-4.4	5.2
发达经济体	1.7	-5.8	3.9
美国	2.2	-4.3	3.1
欧元区	1.3	-8.3	5.2
德国	0.6	-6.0	4.2
法国	1.5	-9.8	6.0
意大利	0.3	-10.6	5.2
西班牙	2.0	-12.8	7.2
日本	0.7	-5.3	2.3
英国	1.5	-9.8	5.9
加拿大	1.7	-7.1	5.2
其他发达经济体	1.7	-3.8	3.6
新兴市场和发展中经济体	3.7	-3.3	6.0
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.5	-1.7	8.0
中国	6.1	1.9	8.2
印度	4.2	-10.3	8.8
东盟五国	4.9	-3.4	6.2
欧洲新兴市场和发展中经济体	2.1	-4.6	3.9
俄罗斯	1.3	-4.1	2.8
拉丁美洲和加勒比	0.0	-8.1	3.6
巴西	1.1	-5.8	2.8
墨西哥	-0.3	-9.0	3.5
中东和中亚	1.4	-4.1	3.0
沙特阿拉伯	0.3	-5.4	3.1
撒哈拉以南非洲	3.2	-3.0	3.1
尼日利亚	2.2	-4.3	1.7
南非	0.2	-8.0	3.0
低收入发展中国家	5.3	-1.2	4.9

来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，2020年10月。

注释：印度的数据和预测是按照财年列示的，其2020/21财年从2020年4月起算。按照日历年计算，2020年和2021年印度的经济增速分别为-8.6%和6.8%。

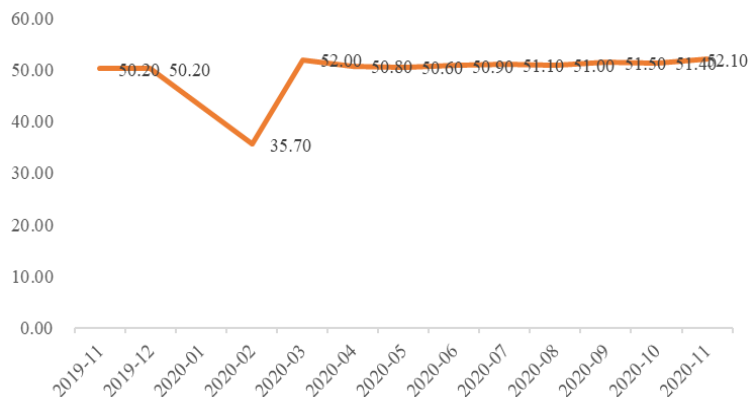
国际货币基金组织

IMF.org

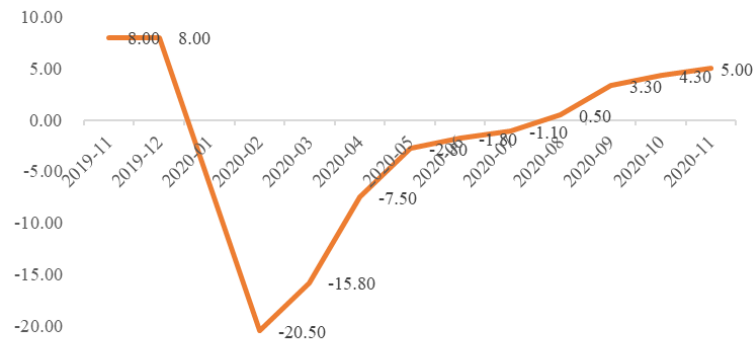
3.中国资产的比较优势明显

► 中国经济在复苏的道路上稳步前行，企业盈利面的改善有支撑。

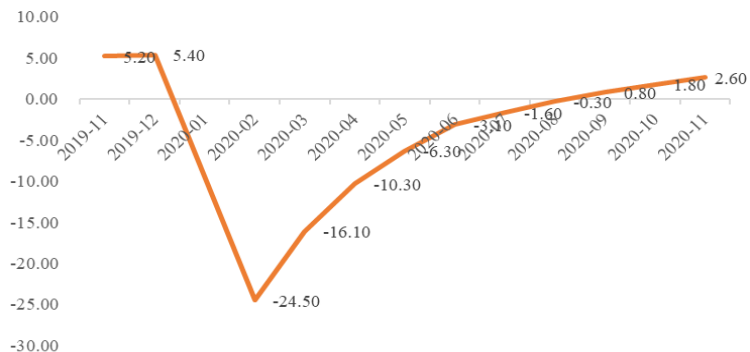
制造业PMI指数



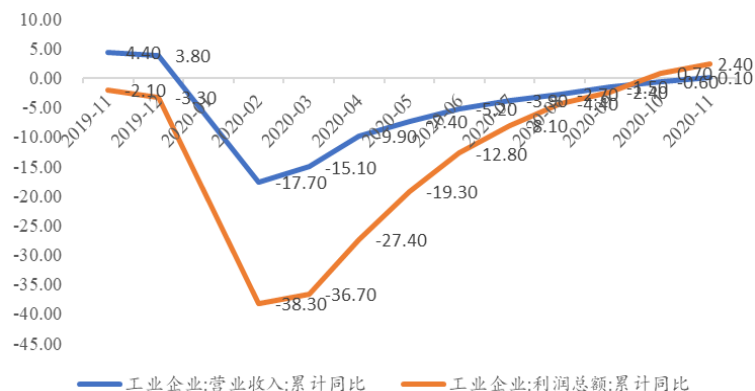
社会消费品零售总额同比 (%)



固定资产投资完成额累计同比 (%)



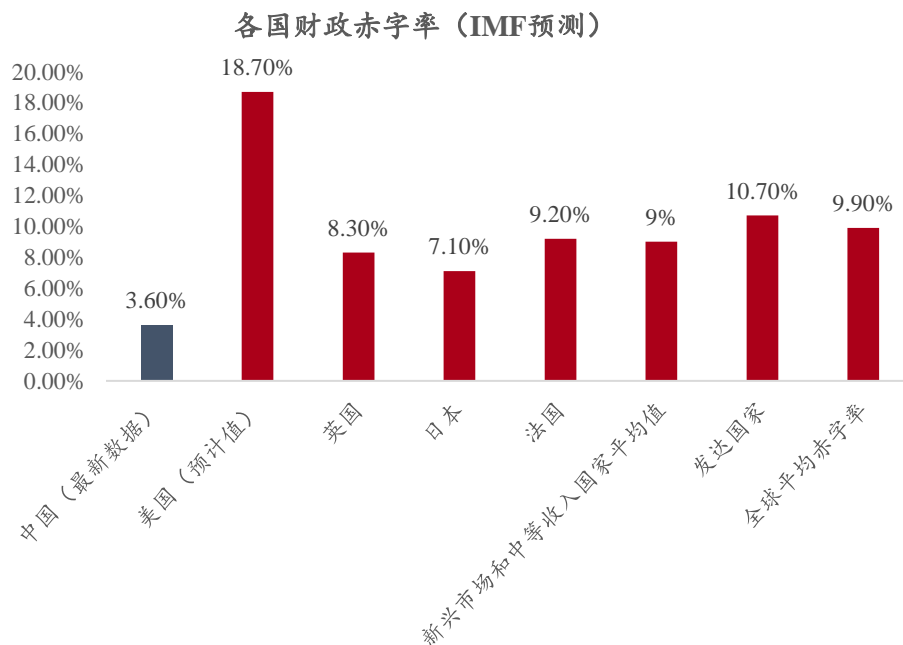
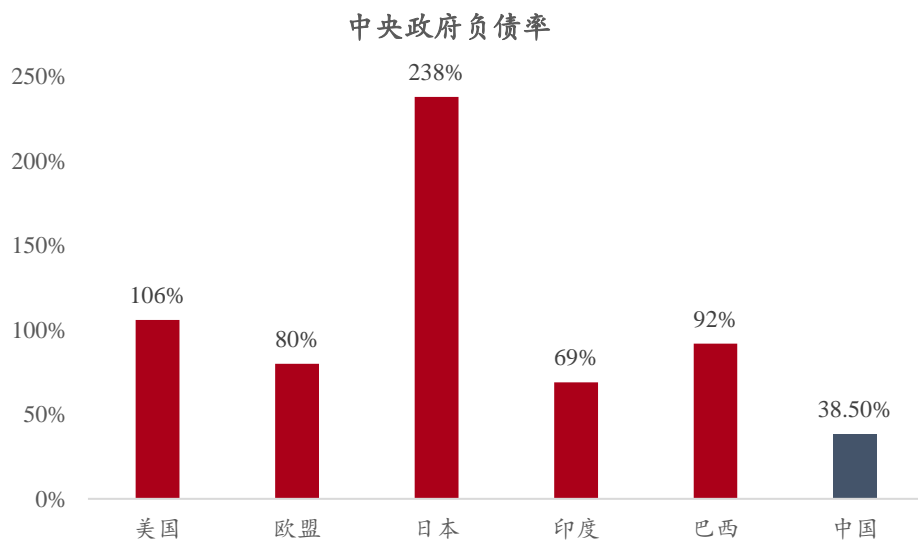
规模以上工业企业营业收入及利润总额累计同比



数据来源: Wind, 山证国际整理

3.中国资产的比较优势明显

▶ 相较欧美政府的高负债以及低利率甚至负利率，当前中国政府的政策工具和财政刺激空间均相对充足，必要时经济托底有基础。



数据来源: IMF, 中国发改委、山证国际整理

3.中国资产的比较优势明显

➤人民币仍有升值的空间，提升中国资产的吸引力。

中美利差走阔有利于人民币汇率的走强



中国与海外主要经济体十年期国债收益率比较



数据来源: Wind, Bloomberg, 山证国际整理

➤2020年的新冠疫情危机应对效果凸显中国制度在执行力方面的优势，中国资产的风险溢价下降等。

4.核心指数成份变化及市场改革为港股提供了活力源泉

► 成长性较佳的资讯科技类越来越多地纳入到恒生指数成份股中

- 近年成长性较佳的资讯科技类公司在恒生指数的权重持续提升。Wind数据显示，按照恒生一级行业分类，资讯科技行业于恒生指数的权重已由2010年底的1.9% 升至2020年底的42.1%；2020年则是权重提升幅度最大的年份，由2019年12月底的15.1%升至2020年底的42.1%。

► 指数编制规则的修订，将为市场引入更多地活水

- 继恒生指数公司2020年5月宣布将同股不同权以及第二上市公司被纳入至恒生指数及恒生中国企业指数的选股范畴后，恒生指数公司又于12月22日刊发咨询文件，就优化“恒生指数”以持续成为香港市场最具代表性及最重要的指标向市场征询意见，提出5大项建议，包括增加恒生指数成份股数目至65至80只，取消合资格候选成份股最少上市时间要求，个股权重划一至8%等（现行大中华地区第二上市或同股不同权公司成份股权重上限为5%）。
- 在中美角力的大背景下，一批优秀的中概股纷纷回归或在港第二上市，港股中优质科技股供给显著增加，相信会有更多优质中概股纳入到港股核心指数成份股中，吸引市场资金持续流入，提升相关行业或产业链个股的活跃度，并对相关个股形成估值支撑。

► 未盈利的生物科技公司纳入互联互通范围有进展

- 2020年12月，香港特区政府的施政报告中针对将未有盈利的生物科技公司纳入互联互通范围有进展，估计合资格公司将很快纳入股票标的范围，并透过沪深港通进行交易。

5.投资策略：聚焦周期和价值，继续关注新经济

- ◆ 新冠疫情和“中美角力”是港股2020年结构性行情的主导因素，但随着疫苗大规模的接种以及美国大选换届的“尘埃落定”，市场风格会发生切换，顺周期行业及价值股将迎来盈利和估值层面的双重修复契机，部分受疫情冲击较大的行业也或将迎来大机会，如博彩业等。
- ◆ “新经济”依旧会是市场资金追逐的对象。在中美战略竞争升级不可逆的大背景下，一批优质的中概股纷纷回归赴港上市或在港作第二上市，将吸引市场资金持续流入，提升相关行业或产业链个股的活跃度，并对相关个股形成估值支撑。
- ◆ 中央政治局四季度工作会议要求“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、新能源汽车及其它清洁能源等；
- ◆ 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；但四季度的中央政治局工作会议首次提出“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，严监管周期可能刚刚开始，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。
- ◆ 中央政治局四季度工作会议首提“需求侧改革”。从需求侧改革内涵来看，应该是逆全球化抬头的环境下，重点挖掘内部有效需求，提高经济增长内生动力。建议关注数据赋能的部分传统行业，如新零售，以及与居民消费升级相关，如优质物业、教育、品牌消费等。
- ◆ 主要风险因素：疫情的后续发展态势、中美关系及地缘政治风险等。

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。