



英皇證券(香港)有限公司
Emperor Securities Limited

英皇證券第三季度 投資策略

押注中國復甦、港股見底回升



投資策略概覽

宏觀格局

- 歐美與中國的貨幣、財政政策背馳，利資金東流

俄烏的區域戰事涉複雜的大國博弈，短期難結束，而歐美不斷加碼制裁，全球通脹壓力湧現，趨勢持續。同時，美聯儲已轉鷹，預期更激進地收緊貨幣政策，單次加息半厘及加快縮表是選項，估計未來一年最少收回過萬億美元流動性，10年長債息將升至3厘，投資者將更擔心衰退重臨，甚至滯脹。

- 內地穩疫情撐經濟，推動政策更進取、更積極

上海解封後，全國疫情整體受控，雖然經濟並非強力反彈，但漸進復元的情況理想，電商、汽車消費及內房銷售都好轉。與此同時，官方看來已定調撐經濟，即使海外近乎一致看淡內地GDP增長，**但最高領導人仍力爭實現今年的經濟目標，意味推動刺激經濟的政策，下半年將更進取**，料市場已心領神會，信心增強。

投資策略概覽

投資邏輯

- 政策受惠、通關復常及通脹受控

第三季的投資邏輯將更專注政策受惠板塊，基建、內房、新能源都是受惠者。再者，內地在動態清零的同時，料更著重考慮經濟承受力，防疫放寬的訊號漸明確，通關復常受惠股如出行旅遊、航空、餐飲有望重拾動力。至於外圍若有通脹降溫跡象，應有利製造業復甦，也可關注。

- 順週期、國產品牌及高質素增長型

在利率上升的順週期，金融股仍會跑贏，非銀行類金融股如保險及內地券商，料受惠下半年資本市場趨向強韌。另外，內部消費信心預期溫和、穩步復甦，高端化國產品牌股料轉強。而一些估值已被殺跌，但仍保持增長動力的平台股、物管、創新醫藥及CRO等股份，有望被資金重新青睞。

投資策略概覽

總結

- 憧憬內地復甦，恆指看高一線

經過上半年的超預期震盪，恆指最終可跑贏不少成熟股市，反映恆指的估值優勢得以發揮。此外，本地疫後復甦動力增強、進一步對外通關及內地經濟增長加快，可支撐港股持續向好。季內最大風險是內地經濟弱於預期，企業中期盈利指引悲觀。**恆指第三季波動區間上移，高低位目標介乎20800-23200。**

- 疑慮中低吸、減保守心態

即使美息年底升逾3厘，只要通脹非失控，恆指仍有能力消化。相對於去年，平台經濟、內房的監管風險消退，才是至關重要。升市在疑慮之中建立，當股市已見底，保守心態可轉為適度進取，**續看好理想汽車(2015.HK)、美團(3690.HK)及龍湖(960.HK)，新加入阿里巴巴(9988.HK)、碧桂園服務(6098.HK)作為季度重點。**

2022年上半年新興市場及成熟市場表現

	變幅(%)	預測PE(倍)	預測股息率(%)
恆生指數	-6.6	11.3	3.2
恆生國企指數	-6.9	9.4	3.5
MSCI新興市場指數	-17.8	11.6	3.3
Nikkei 225指數	-8.3	14.8	2.3
滬深300指數	-9.2	14.5	2.2
標準普爾500指數	-20.6	16.8	1.7
納斯達克100指數	-29.5	21	0.9
羅素2000指數	-23.9	20.1	2.4
歐洲STOXX600指數	-16.6	11.9	3.7

資料來源：Bloomberg; 截止2022年6月30日數據

上半年中港主要指數變動

指數	變幅(%)
恆生指數	-6.6
金融分類	2.2
公用分類	-16.1
地產分類	-1.8
工商分類	-12.3

指數	變幅(%)
國企指數	-6.9
上證指數	-6.6
深證創指	-15.4

資料來源：Bloomberg; 截止2022年6月30日數據

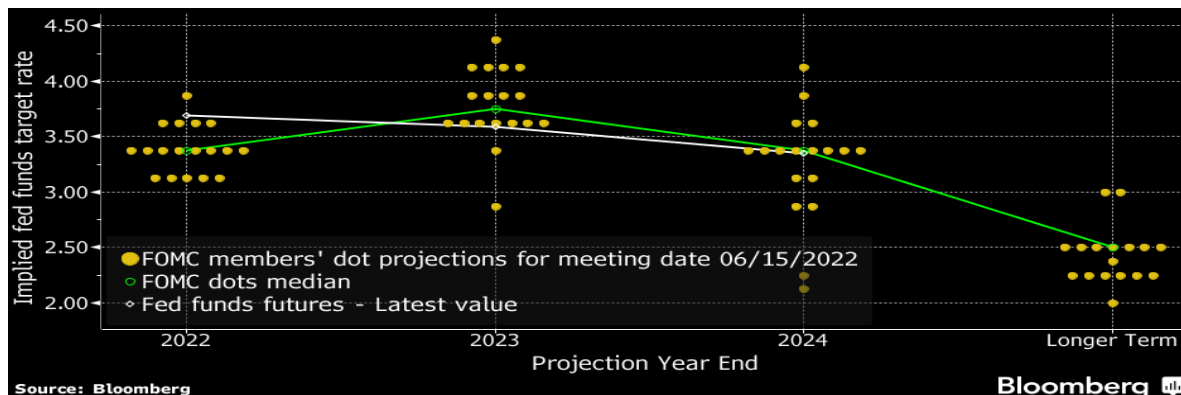
- 二季度初雖面臨內地疫情困擾，港股仍展現韌性，基本確認了底部區域。5月上海疫情開始緩和後，內地密集公佈穩經濟措施，帶動中港股市向好。恆指連續2個月收升，打破「五窮六絕」魔咒。
- 展望三季度，內地逐步走出防疫封控怪圈，大力落實「穩經濟」政策，料財政及貨幣政策具更大空間支持經濟增長；歐美則因通脹威脅，被迫作出收緊的政策選項。此消彼長之下，更多資金加入看好中資股的行列。**投資者將會重點關注第三季經濟數據，特別7、8月的復甦趨勢，若符預期甚至更好，恆指將有力突破，修復今年的失地。**



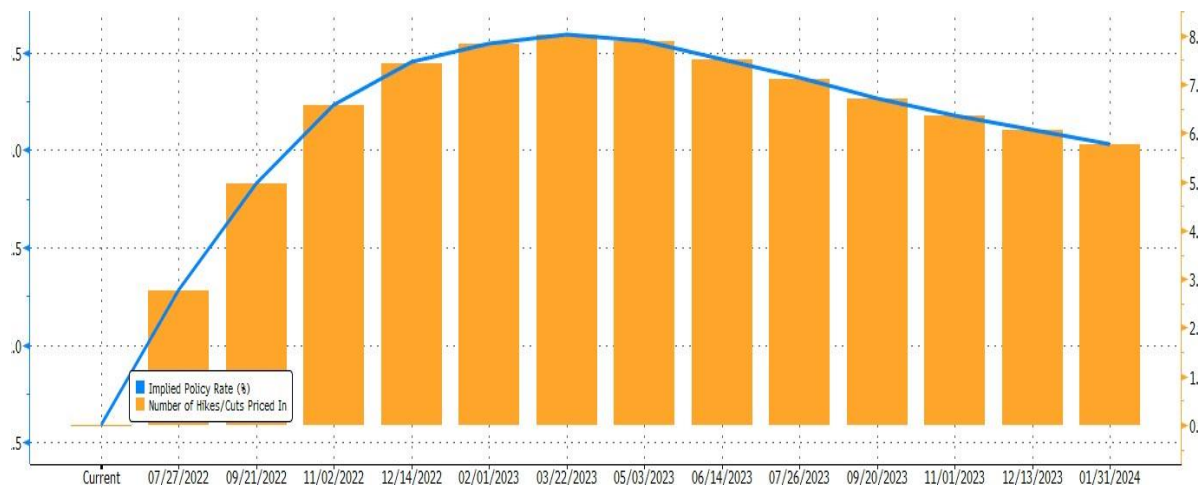
第三季度重點關注

- 美聯儲四季度或放緩加息，美股短期難言見底
- 內地金融宏觀調控政策或升級
- 「穩經濟」政策密集落地，防疫政策放寬
- 內地「監管風暴」退潮，互聯網平台價值回歸
- 「綠色基建」受惠政策支持，新能源股看高一線

美聯儲四季度或放緩加息，美股短期難言見底



美聯儲6月議息會議點陣圖



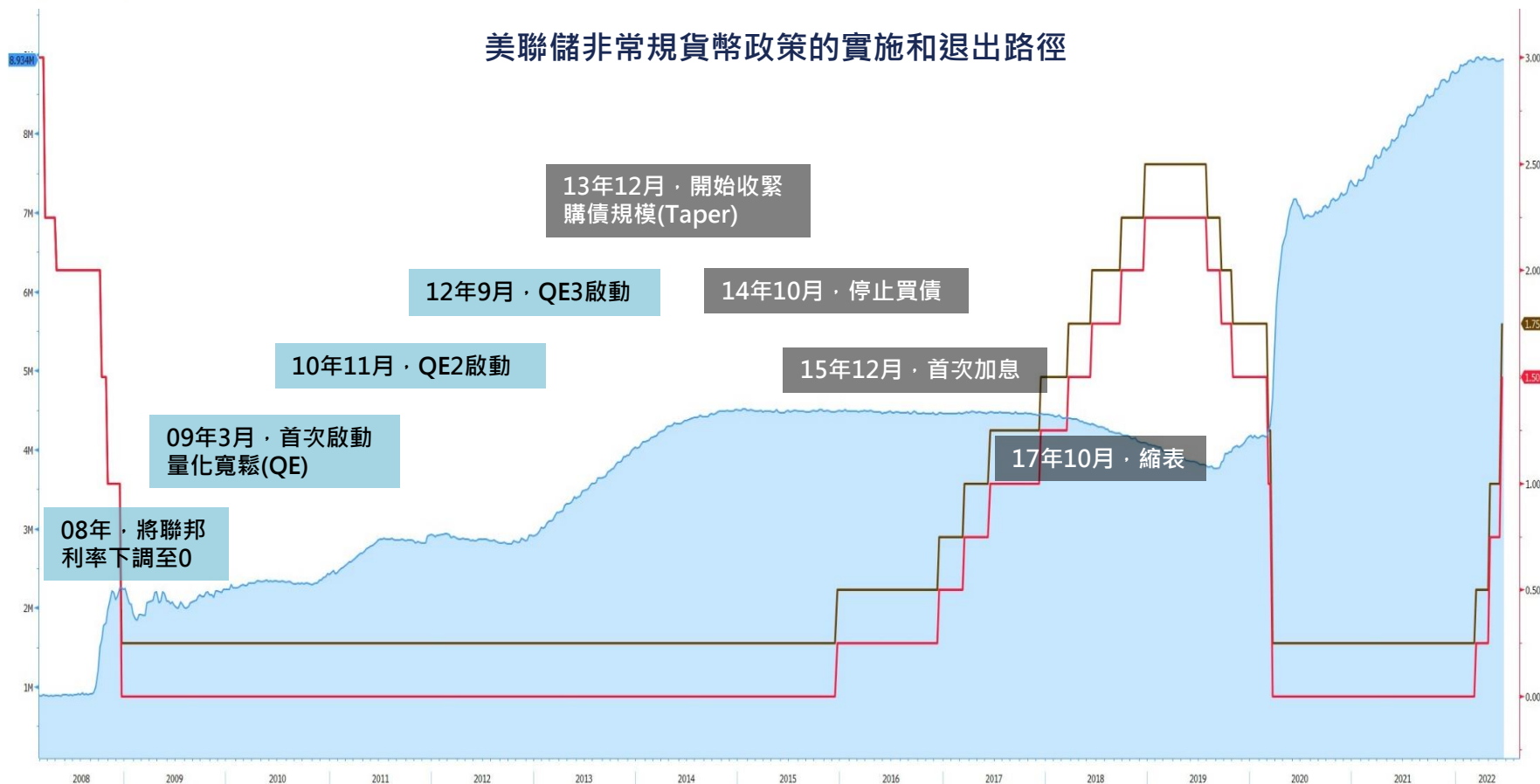
截至2022年6月30日利率市場預期 左軸：預期利率 右軸：加息次數

資料來源：Bloomberg

- 美聯儲在6月議息會議將利率上調75個基點，至1.5%至1.75%之間。
- 點陣圖顯示，聯儲官員預期，12月利率將升至3.4%，到2023年底將升至3.8%。
- 美聯儲主席鮑威爾會後表示，可能在7月的下次會議上再加息50或75個基點。同時強調加息75個基點不是常態。
- 利率市場已消化7月加息50個基點的預期。商品價格的下跌或緩解通脹，令加息步伐在四季度放緩。



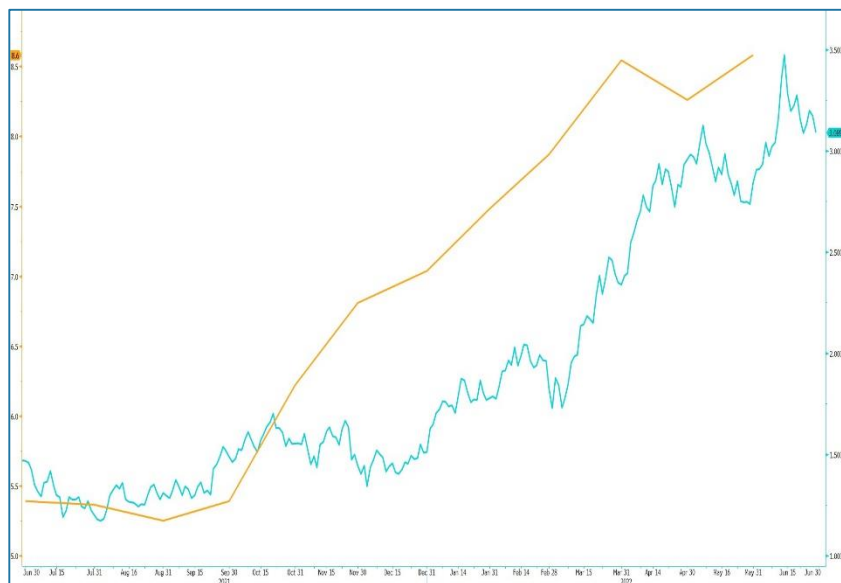
美聯儲非常規貨幣政策的實施和退出路徑



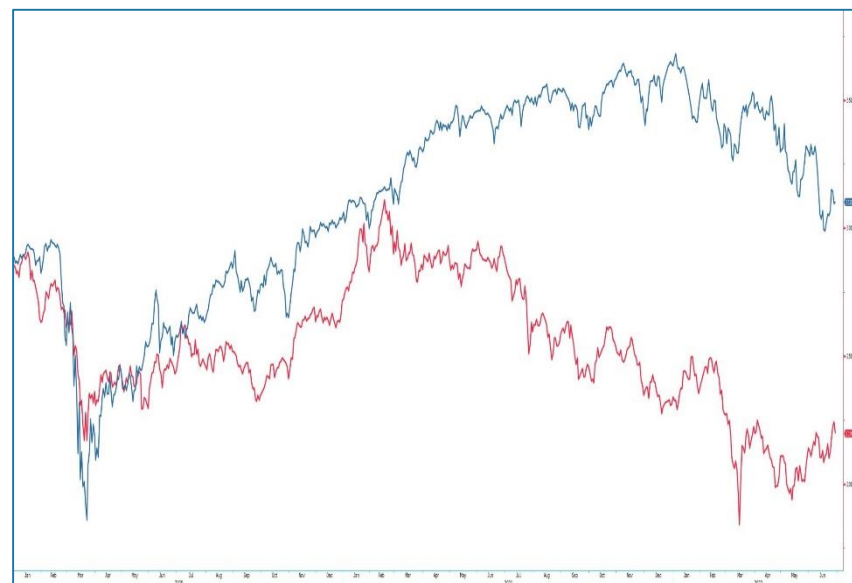
美聯儲資產負債表總資產規模(左軸) 聯邦基金目標利率：上限(右軸) 聯邦基金目標利率：下限(右軸)

資料來源：Bloomberg

對比上一輪的加息縮表週期，聯儲本輪週期更為緊迫和迅速。上一輪首次加息後兩年後才進入縮表，而本次在3月宣佈加息後，6月已開始縮表，擬每月減持475億美元資產，3個月後將擴大至950億美元。



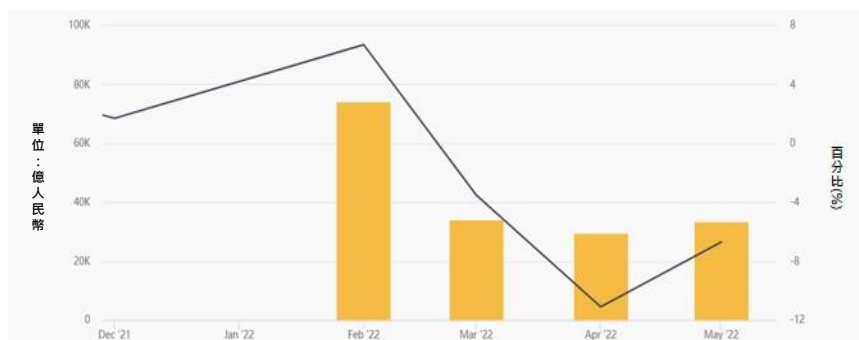
美國CPI VS 美國10年期國債收益率一年走勢圖
截至2022年6月29日



道瓊斯指數 VS 恆生指數走勢圖
2020年1月至2022年6月29日

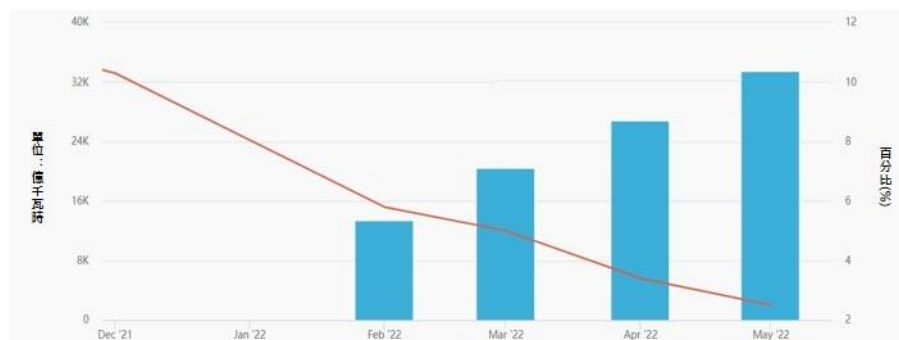
- 今年以來，俄烏戰爭導致燃料成本及供應鏈問題加劇，令美國通脹水平居高不下。美聯儲正以激進步伐加息，並接受更高的衰退風險。
- 自2021年中國政府掀起「監管風暴」以來，恆指和道指出現了明顯背離。由於港股早於環球股市進行調整，現時估值仍吸引，而美股在加息週期開始以來，回調壓力增加，下半年隨內地防疫政策鬆綁、經濟刺激政策落地以及互聯網監管告一段落，料港股有望跑贏成熟市場。

內地金融宏觀調控政策或升級



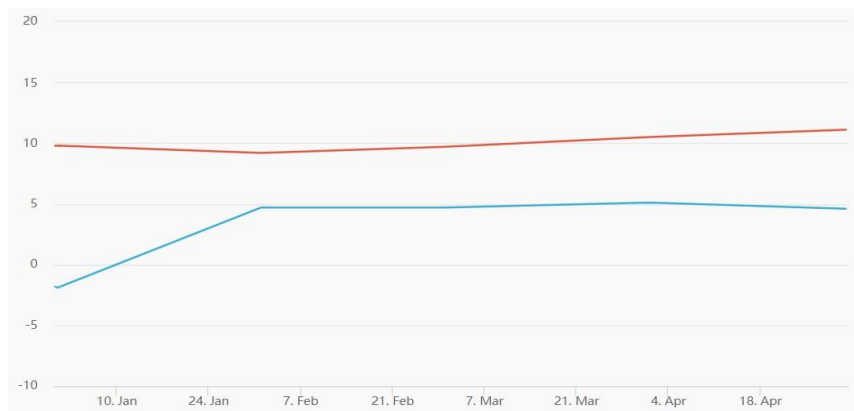
社會消費品零售總額及同比增速

注：2月數據為1、2月累計



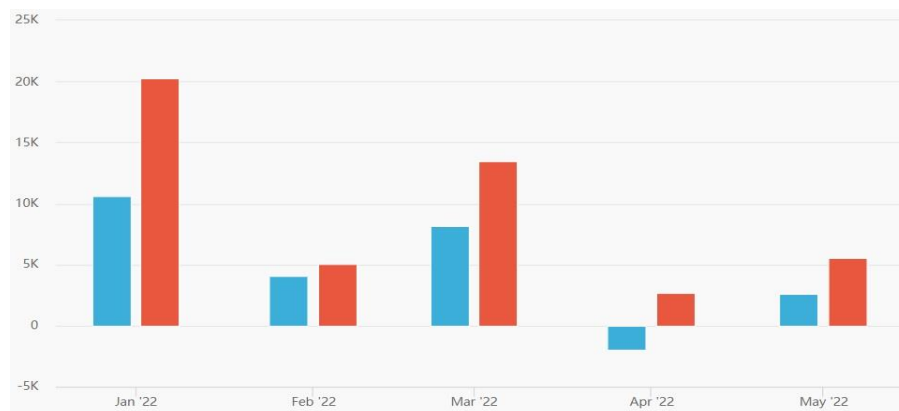
社會用電量總額及同比增速

注：2月數據為1、2月累計



中國M1&M2年增比率

單位：百分比(%)

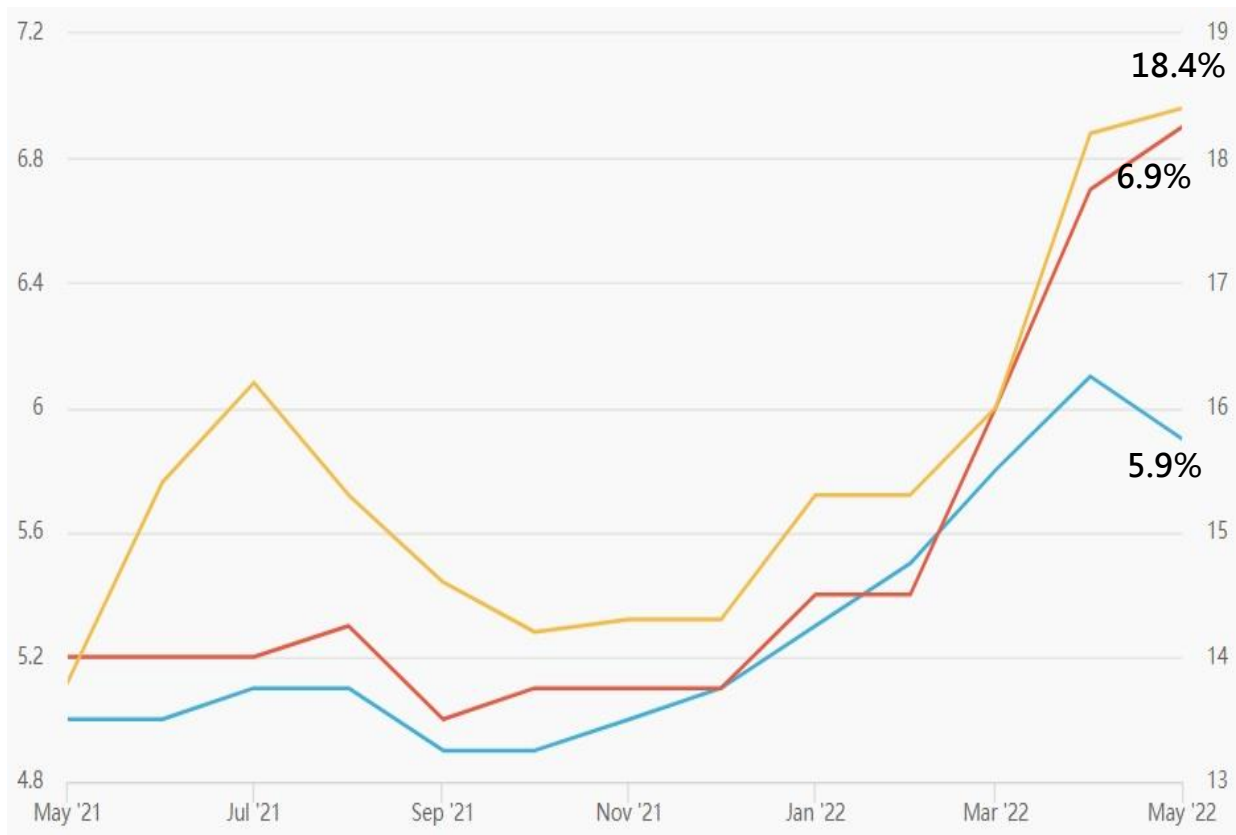


中國企業短期貸款增量和中長期貸款增量

單位：億人民幣

截至2022年5月底數據

資料來源：國家統計局、MacroMicro



中國城鎮失業率(左軸) 中國31個大城市城鎮調查失業率(左軸) 中國16-24歲城鎮調查失業率(右軸)

截至2022年5月底數據

資料來源：國家統計局、MacroMicro

單位：百分比(%)

- 隨國內疫情趨緩，各地推出刺激消費政策，5月經濟數據有所恢復。
- 工業生產增速同比回正，投資保持穩定增長，消費出現復甦。但就業數據仍未改善，或拖累消費端的恢復。
- 廣義貨幣(M2)同比增長11.1%，已是三連升，並創下2020年7月以來新高。唯企業和居民中長期貸款增長仍不理想。

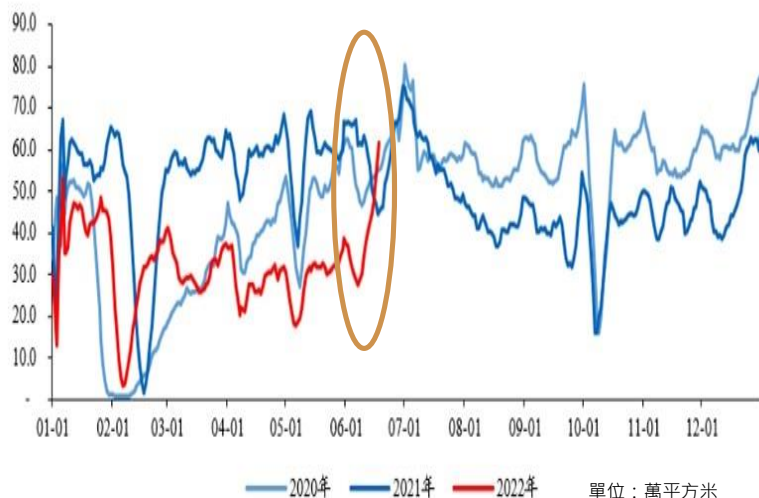
在當前情況下，料全年GDP增速難以達到官方年初設定的5.5%。預期下半年央行仍有機會降息及降準，在財政政策上，或發行不計入赤字的特別國債，以推動信貸，擴大內需。

「穩經濟」政策密集落地，防疫政策放寬

日期	事件
5月25日	國務院召開全國穩住經濟大盤會議，要求把穩增長放在更突出位置。
5月31日	國務院發布《扎實穩住經濟的一攬子政策措施》，提出財政、金融、穩鏈、促需求、保能源安全和基本民生六方面政策措施，努力保持經濟運行在合理區間。
5月29日	上海推出八個方面50條措施加快經濟恢復，包括取消企業復工復產復市白名單制、建立長三角產業鏈供應鏈互保機制等。
6月1日	廣東推出「穩經濟131條」，提出了鼓勵平台企業境外上市、購買新能源車補貼、支持恢復國際航班等詳細舉措。
6月2日	北京推出「穩經濟45條」，提出國有房租減免「即申即享」、社保公積金「應緩盡緩」、「以舊換新」新能源車可獲補貼等。
6月28日	國務院聯防聯控機制發佈《新型冠狀病毒肺炎防控方案（第九版）》，將密切接觸者、入境人員隔離管控時間從「14天集中隔離醫學觀察+7天居家健康監測」調整為「7天集中隔離醫學觀察+3天居家健康監測」。

資料來源：政府通告，英皇證券研究部整理

- 國家主席習近平指出中國將繼續提高對外開放水準，統籌疫情防控和經濟社會發展，努力實現全年經濟社會發展目標。
- 預期下半年將重新聚焦「穩經濟」目標，重點關注汽車板塊及目前仍落後的房地產板塊。受惠防疫政策調整的餐飲、旅遊股亦值得關注。



中國30城商品房成交面積
資料來源：Wind

- 6月中旬（6月13日至19日）30城商品房成交面積，同比增幅達到12%，环比增幅則接近翻倍。一二線城市當周同比增速轉正，三線城市同比跌幅較前期明顯收窄。
- 6月以來，個別二線城市與較多三線城市集中性出臺針對棚戶區改造環節的「房票安置」政策，目前已有鄭州、南京溧水、浙江溫州等十個城市或地區密集出臺政策。
- 隨內地防疫政策調整和地產政策持續寬鬆，料前期積壓需求得到釋放，市場對後續內房及相關產業鏈行業的預期有所改善。

關注個股	主營業務	2021年收入	2021年盈利	預期市盈率	今年以來表現
龍湖集團(960.HK)	房地產	2233.8億 (按年升21%)	317.9億 (按年升10%)	7.7倍	0.95%
保利物業(6049.HK)	物業管理	107.8億 (按年升34%)	8.7億 (按年升25%)	21.7倍	-18.43%
中國建材(3311.HK)	水泥、建材	773.1億 (按年升24%)	74.4億 (按年升15%)	5.6倍	-10.42%
碧桂園服務(6098.HK)	物業管理	288.4億 (按年升85%)	43.5億 (按年升56%)	16.4倍	-25.16%

截至2022年6月30日
資料來源：Bloomberg

單位：人民幣

內地「監管風暴」退潮，互聯網平台價值回歸



納斯達克金龍中國指數VS恆生科技指數走勢圖
2020年1月至2022年6月29日

- 內地官方近期頻繁釋放對互聯網行業的利好消息，加上《反壟斷法》修訂落地，對互聯網平台的監管進入常態化，未來政策風險減弱。
- 6月初，滴滴正式從紐交所退市，同期受監管審查影響的滿幫集團，旗下APP已恢復新用户註冊，市場憧憬滴滴出行重新上架。螞蟻金服傳即將申請金控牌照。
- 隨監管鬆綁及大型平台成本優化，料下半年優質互聯網平台股有望迎來價值回歸。

關注個股	主營業務	2021年收入	2021年盈利	預期市盈率	今年以來表現
京東(9618.HK)	電商	2515.9億 (按年升28%)	虧44.7億 (盈轉虧)	59.7倍	-7.74%
美團(3690.HK)	餐飲外賣	1791.3億 (按年升56%)	虧235.4億 (盈轉虧)	N/A	-13.84%
網易(9999.HK)	互聯網遊戲	876億 (按年升19%)	169.8億 (扭虧為盈)	22.3倍	-8.51%
阿里巴巴(9988.HK)	電商、雲服務	8530.6億 (按年升19%)	470.8億 (盈轉虧)	18倍	-5.89%

截至2022年6月30日 單位：人民幣
資料來源：Bloomberg

「綠色基建」受惠政策支持，新能源股看高一線

利好政策

國內

- 國家發展改革委等九部門發佈《「十四五」可再生能源發展規劃》，提出2025年可再生能源發電量占比達到33%；「十四五」期間風電和太陽能發電量翻倍。
- 財政部下達今年第二輪可再生能源電價附加補助地方資金預算的通知，11個省區共計資金逾27億元人民幣，今年累計下達規模逾67億元人民幣。
- 據水電水利規劃設計總院發佈《中國可再生能源發展報告2021》顯示，預計2022年風電新增裝機56GW以上。今年1~5月全國風電新增裝機10.82GW，料下半年有望迎來密集交付期。

海外

- 6月6日，美國白宮正式聲明美國將對從柬埔寨、馬來西亞、泰國和越南採購的太陽能元件給予24個月關稅豁免。

關注個股	主營業務	2021年收入	2021年盈利	預期市盈率	今年以來表現
龍源電力(916.HK)	風電	372億 (按年升30%)	72.7億 (按年升28%)	14.7倍	-16.7%
華潤電力(836.HK)	火電及可再生能源	898億 (按年升29%)	8.8億 (按年跌90%)	7.5倍	-37.93%
新特能源(1799.HK)	多晶硅生產及新能 源項目建設	225.2億 (按年升59%)	53.8億 (按年升550%)	3.4倍	63.09%
比亞迪(1211.HK)	新能源車	2113億 (按年升38%)	39.7億 (按年跌34%)	107.3倍	17.78%

截至2022年6月30日
資料來源：Bloomberg

單位：人民幣



其他資產配置

- 債券
- 黃金
- 原油
- 地產



債券

加息週期下，短期利率震蕩難以避免。高通脹短期內難以回落，3季度國債孳息率料維持高位。不過，企業基本面依然穩健，違約率偏低，高收益美元債仍維持中性偏好看法。



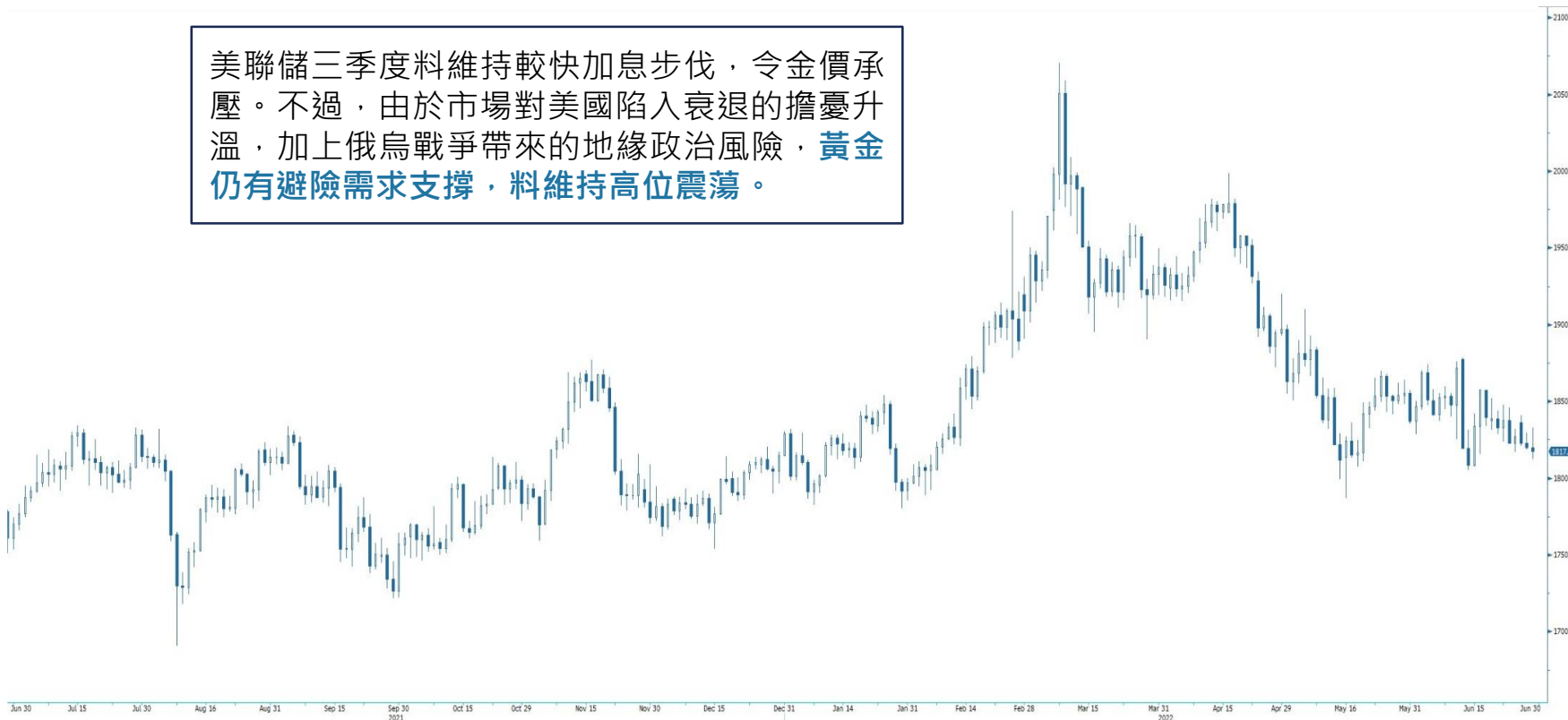
截至2022年6月28日

資料來源：BofA Merrill Lynch · MacroMicro



黃金

美聯儲三季度料維持較快加息步伐，令金價承壓。不過，由於市場對美國陷入衰退的擔憂升溫，加上俄烏戰爭帶來的地緣政治風險，**黃金**仍有避險需求支撐，料維持高位震盪。



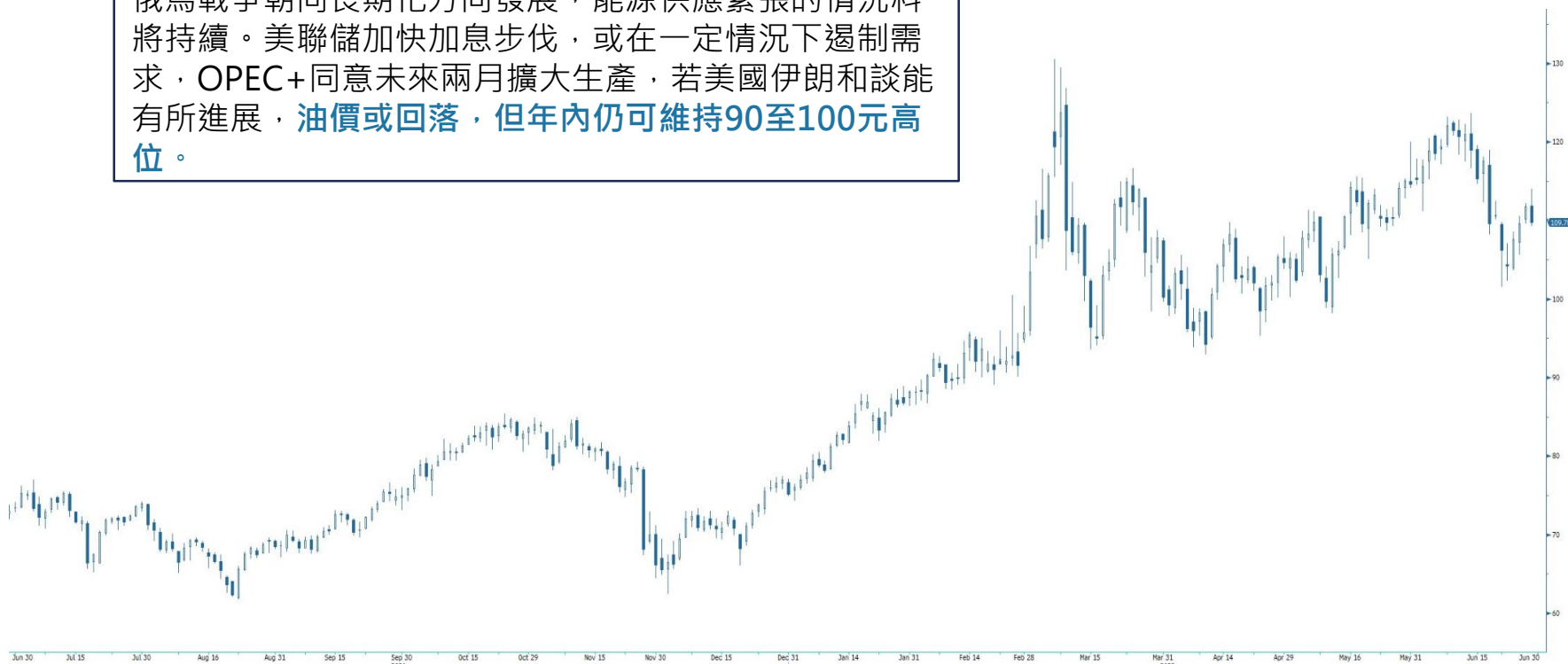
國際金價走勢，截至2022年6月29日

資料來源：Bloomberg



原油

俄烏戰爭朝向長期化方向發展，能源供應緊張的情況料將持續。美聯儲加快加息步伐，或在一定情況下遏制需求，OPEC+同意未來兩月擴大生產，若美國伊朗和談能有所進展，**油價或回落，但年內仍可維持90至100元高位。**



原油價格走勢，截至2022年6月29日

資料來源：Bloomberg



地產



通脹壓力下，美聯儲二季度進取加息，帶動債息走升，令美國REITs受壓。不過在房地產基本面穩健，及REITs長期抗通脹的情況下，後市或醞釀反彈。

MSCI US REIT 指數走勢，截至2022年6月29日

資料來源：Bloomberg



英皇證券(香港)有限公司
Emperor Securities Limited

英皇證券(香港)有限公司研究部

電話 (852) 2836 2733

電郵 esl.research@EmperorGroup.com

免責聲明及披露

披露：編寫研究報告的分析員（們）特此證明，本研究報告中所表達的意見準確地反映了分析員（們）對此公司及其證券的個人意見。分析員（們）亦證明分析員（們）沒有，也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到直接或間接的報酬。

重要聲明：此刊物只作提供資訊，純粹作為參考之用，並不構成買賣建議或任何要約或邀請購入或出售或以其他方式交易本報告提及的證券，亦不代表英皇證券集團有限公司之立場。此報告和報告中提供的資訊和意見，乃根據出版時相信來源屬可靠及準確之資料來源來編製，惟英皇證券集團有限公司並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證或聲明。英皇證券集團有限公司，子公司或其他關聯公司（統稱“英皇證券”）或其各自的董事，管理人員，合夥人，代表或僱員，因而並不承擔因任何形式使用本刊物之全部或部份內容而直接或間接引致之任何損失承擔任何責任。本報告所載資訊和意見會或有可能沒有任何通知而變動或修改。

英皇證券或其各自的董事，管理人員，合夥人，代表或僱員可能在本報告中提到的公司或其證券擁有職位元或其他方式直接或間接利害關係，或可能不時購買，出售，或交易或提供購買，出售，或交易此類證券或與此類證券交易，無論是以其或其各自的帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。本刊物之版權及所有權利均受保護及歸於英皇證券集團有限公司，在未經英皇證券集團有限公司明確指示下，任何人仕或團體均不得將本刊物之任何部份以任何形式發放、使用或轉載。