



英皇證券集團
Emperor Capital Group

英皇證券

2023年投資策略

投資策略概覽



宏觀格局

通脹放緩 歐美經濟溫和衰退

經過2022的通脹及利率快速上升期，歐美的宏觀經濟格局，正朝向溫和衰退。衰退預期將導致美聯儲修正過緊的貨幣政策，美息見頂、美元回軟會是今年的基本情景。俄烏地緣戰局不確定，仍在膠著與停火中搖擺，也是今年最大的宏觀變數。整體上，預期歐美經濟面臨逆風。

中港澳通關 全力推動經濟

內地已大幅調整防疫政策，以防重症為主，並聚焦經濟復常。預期今年內地經濟增長目標設於5%或以上，貨幣及財政政策將更積極，並以內需、基建及平台經濟為主導，估計首季後經濟反彈趨強。香港方面，今年將明顯受惠於中港通關，經濟復甦牢固，相信港府仍延續逆週期財政支持措施，以強化本地經濟回升動能。



投資邏輯

東升西降 經濟復常

新一年，經濟宏觀政策利好中港。去年道指、歐洲股指跌逾10%，與恆指相近，都反映利率急升的負面影響。惟今年中港經濟料反彈，企業經營環境轉佳，將導致股市表現分化，東升西降，資金將以此為配置基礎；而隔斷三年的兩地經濟，一旦重啟，復常過程或較預期更佳，給市場帶來驚喜，本地零售、地產、金融及酒店旅遊等可持續受惠。

估值修復 綠色及平台經濟

恆指連跌三年，持續殺估值，隨經濟復常，估值見底，將處修復過程，內房、內需及醫療都是標的。綠色經濟去年表現並不突出，惟碳中和、碳達峰目標明確，環保產業增長不用懷疑；至於平台經濟，已渡過從嚴監管期，未來仍是創新及推動內循環的核心產業，料可重拾增長動力。

投資策略概覽



資產配置

傳統資產

因今年通脹、利率的趨勢有利，在整體投資組合中，股債配置可調整至6:4比，以反映風險偏好回升。區域配置而言，由於東升西降，較為看好新興市場及中港股市。黃金在通脹受控、溫和衰退及美元轉弱的環境中，通常表現較好；國際油價基本面變化不大，內地經濟反彈的引伸需求，會被歐美經濟溫和衰退所抵銷。

另類資產

另類資產包括Pre-IPO投資專項、虛擬資產等，今年表現仍具挑戰。特別是虛擬資產，經歷價格暴跌及行業信心危機，估計復原需時。由於利率環境已大變，投資更看重資產的現金流，欠缺基本面的虛擬資產，吸引力相對下降，今年相信仍要面對低潮。



總結

牛市待確認 仍警惕風險

美聯儲上半年處加息軌道，而美國的通脹、就業市場仍具韌性，或較預期需時更久才回落，因此牛市有待確認。與其他地區相若，內地全面放開防疫，會對當年的經濟帶來強刺激，惟持續性還看全球經濟，另外首季全國疫情高峰，對經濟及醫療系統的衝擊未明，首季金融市場的波動風險不應被低估。

恆指穩健回升 全年上望23200

去年美聯儲加息逾4厘，即使今年中港經濟預期反彈，估值可修復，但較難帶來強勁的估值擴張。預期首季受加息、經濟疲弱及疫情反覆的影響，港股走勢波動，可低見18500。然而，二季度起將漸入佳境，恆指在低估值、經濟復常及資金流入的支撐下，可穩步回升，並收復去年15%的跌幅，挑戰23200。

個股方面，我們看好中國平安(2318.HK)、美團(3690.HK)、百濟神州(6160.HK)、華潤電力(836.HK)、李寧(2331.HK)、中國移動(941.HK)、龍湖集團(960.HK)及網易(9999.HK)。

2022年主要市場表現

資料來源:Bloomberg; 截至2022年12月30日數據

	變幅(%)	預測PE(倍)	預測股息率(%)
恒生指數	-15.5	10.9	3.38
恒生國企指數	-18.6	9.1	3.63
恒生科技指數	-27.2	33.2	0.98
MSCI新興市場指數	-22.4	11.4	3.42
Nikkei 225指數	-9.4	14.2	2.30
滬深300指數	-21.6	13.3	2.44
標準普爾500指數	-19.4	17.5	1.72
納斯達克100指數	-33.0	22.0	1.00
羅素2000指數	-21.6	22.7	1.48
歐洲STOXX600指數	-12.9	12.1	3.57

2022年中港主要指數表現

資料來源:Bloomberg; 截至2022年12月30日數據

指數	變幅(%)	指數	變幅(%)
恒生指數	-15.5	國企指數	-18.6
金融分類	-4.2	上證指數	-15.1
公用分類	-27.3	深證創指	-29.4
地產分類	-12.0		
工商分類	-22.0		

- 受俄烏戰爭、美聯儲激進加息、內地嚴格疫情防控措施等多方面因素影響，2022年港股市場波幅極大，恆指由年初23,274點水平，一度跌至10月份低位14,687點，在10月底見底回升，全年收報19781點，跌幅15.5%，與上證指數相若。
- 展望2023年，美聯儲放緩加息步伐，內地防疫政策轉變，中港恢復通關等利好因素，已在年尾升勢中部分反映，後市需觀望內地經濟復甦狀況。料首季港股仍面臨波動市況，唯當前估值具中長線吸引力。料恆指在低估值、經濟復常及資金流入的支撐下，可穩步回升，並收復去年的跌幅。

投資現在 未來

2023年重點關注

2023年重點關注

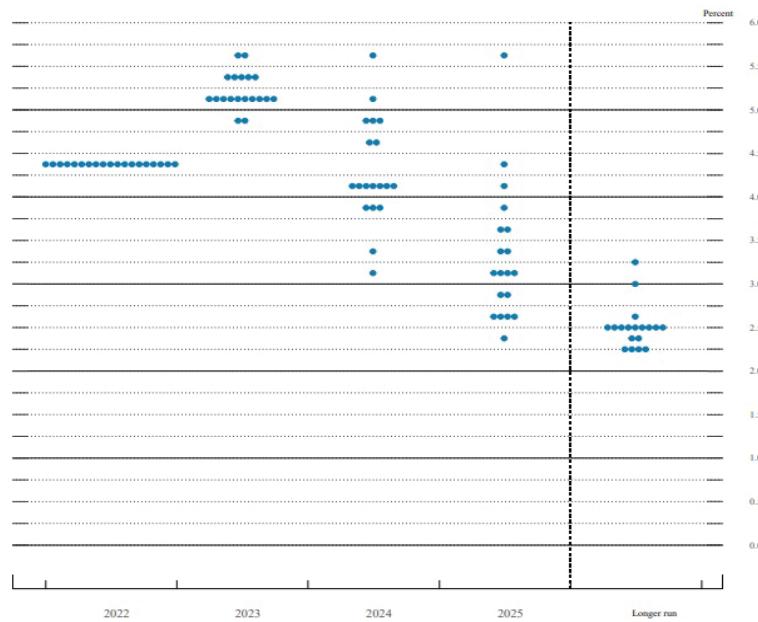


- 美聯儲年內未必減息，經濟面臨溫和衰退
- 中國防疫政策轉向，消費有望溫和修復
- 內房行業風險釋放，銷售或逐步回暖
- 平台經濟監管常態化，收入有望逐步恢復
- 中國重開邊境，利好香港本地股

美聯儲年內未必減息 經濟面臨溫和衰退

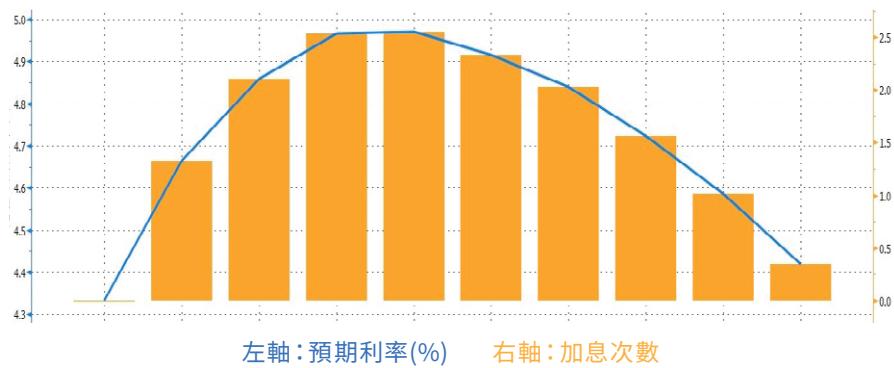
美聯儲12月議息會議點陣圖

資料來源:Bloomberg



截至2022年12月30日利率市場預期

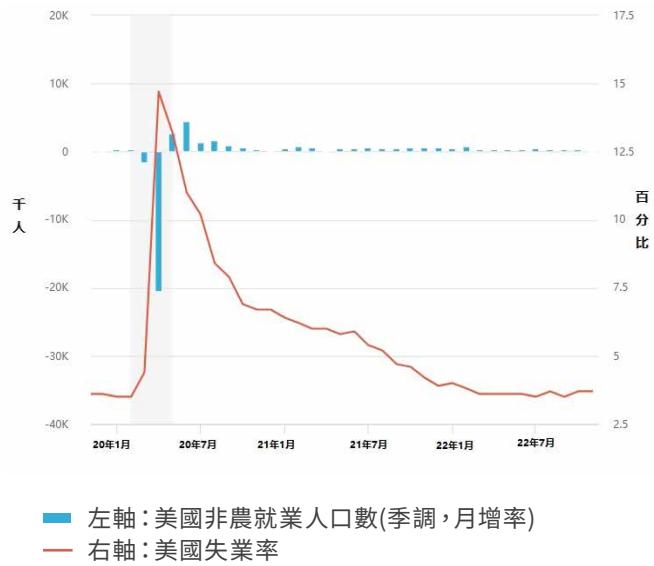
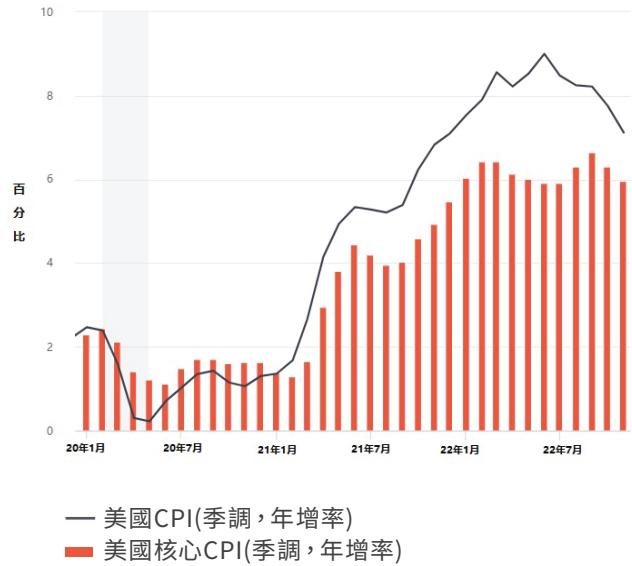
資料來源:Bloomberg



- 美聯儲12月如期加息0.5厘至4.25厘至4.5厘。這是聯儲在連續加息4次75基點後，首次縮小加息幅度。
- 美聯儲主席鮑威爾會後的鷹派表態，暗示與通脹的鬥爭還未完結，2023年恐不會減息。
- 聯儲會議紀要顯示，聯儲官員中無人預測今年降息，而官員們擔心市場押注2023年下半年降息，將影響通脹。
- 根據點陣圖，對2023年利率的預測中值是5.1%，2024年為4.1%，反映明年息率在高位維持，明年一季度還將繼續加息。

美聯儲年內未必減息 經濟面臨溫和衰退

資料來源：MacroMicro，截至2022年11月



儘管CPI數據回落，顯示美國通脹已見頂，但就業市場緊張及工資增長強勁或迫使美聯儲在一段時間內維持偏緊的貨幣政策。不過與2008年相比，美國消費者的財政狀況更具韌性，美國經濟更可能面臨溫和衰退的情況。



中國防疫政策轉向 消費有望溫和修復

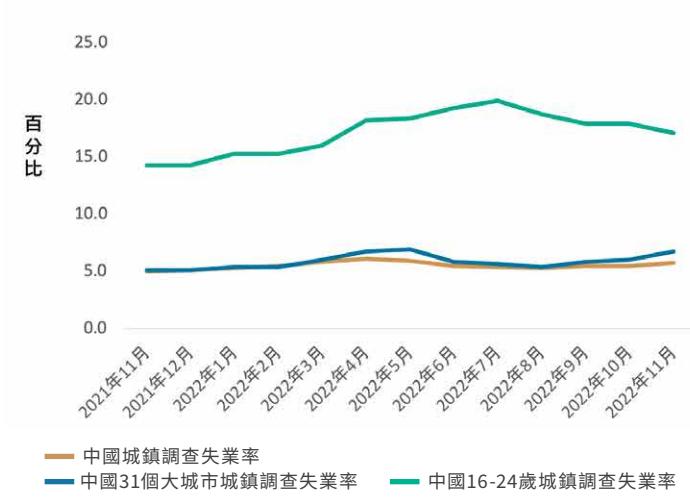
2022年以來，嚴格的防疫政策是限制內需消費的重要因素。隨防疫政策轉向，內需概念股，尤其是旅遊、酒店、餐飲等行業有望迎來修復。



中國社會消費品零售總額同比增速趨勢圖



中國失業率數據



資料來源：中國國家統計局，英皇證券研究部整理；截至2022年11月

- 中央工作經濟會議指出，**2023年會着力擴大國內需求，要把恢復和擴大消費擺在優先位置**，多渠道增加城鄉居民收入。
- **防疫政策對服務型行業，尤其是餐飲、住宿影響較大，故預期開放後會有較明顯復甦。**
- 不過，由於過去一整年的嚴格防疫及內房、教育培訓行業調控，令內地的失業率高企。**快速放開導致的大量感染和醫療擠兌，或令一季度的經濟恢復速度較慢**。民眾的消費信心，需要一定時間修復。



內房行業風險釋放 銷售或逐步回暖

2022年11月以來，內地監管機構祭出「三隻箭」組合，為政策面「穩樓市，保房企」釋放明確信號。「三隻箭」即政策端通過信貸、債券、股權三個融資主渠道，支持民營企業拓寬融資途徑。

三隻箭組合



第一隻箭 信貸支援

11月14日，銀保監、央行、住建部發文，房地產企業可向商業銀行申請出具保函置換監管額度內資金。

11月16日，央行和銀保監會聯合發佈「金融16條」。從供給側、需求側出發，明確了16項舉措支持促進房地產市場平穩健康發展，涵蓋了開發貸、信託貸款、並購貸款、貸款展期、保交樓、個人房貸、個人征信、租賃市場等多個方面。



第二隻箭 擴大債券融資支持工具

11月8日，交易商協會發文推進並擴大民營企業債券融資支持工具，明確將支持對象表述為「包括房地產企業在內的民營企業」，預計額度為2500億元人民幣。



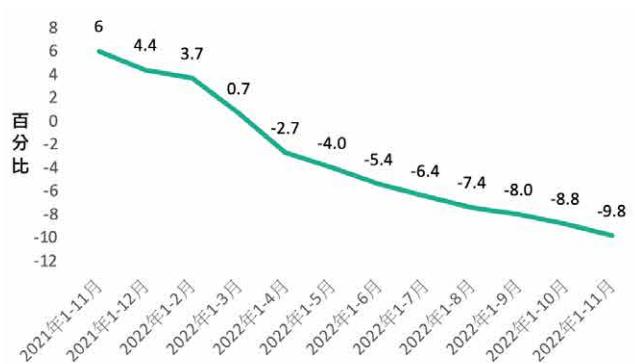
第三隻箭 放寬股權融資渠道

11月28日，中證監公布5項優化措施：一是恢復涉房上市公司併購重組及配套融資；二是恢復上市房企和涉房上市公司再融資；三是調整完善房地產企業境外市場上市政策；四是進一步發揮房地產信託基金（REITs）活化房企存量資產作用；五是積極發揮私募股權投資基金作用。

中國商品房銷售面積及銷售額同比增速



中國房地產開發商投資增速



資料來源：中國國家統計局，英皇證券研究部整理；截至2022年11月

- 即使2022年四季度政策面釋放多個利好，優化信貸環境，穩定了房地產市場預期。但由於積弱已久，**當前居民收入預期弱及觀望情緒還未明顯轉變，故短期內房地產市場調整壓力仍在**。
- 2022年已有超過300省市出台房地產優化政策，多地房貸利率已降至歷史低點。預期2023年，政策力度有望加強，核心二線城市料全面放開限購，一線城市料進一步優化限購、降低首付比例。
- 隨防疫政策轉變，中國重新對外開放，宏觀經濟修復及保交樓持續推進，購房者的預期將會好轉，預期2023年下半年，房地產銷售有望企穩回升。**



平台經濟監管常態化 收入有望逐步恢復

政策面見底：剛剛舉行的中央經濟工作會議，對平台經濟的提法明顯轉變，從限制轉為支持。一方面，經過過去幾年的監管及行業整頓，內地互聯網平台公司的壟斷問題有所改善，監管已進入了常態化階段；另一方面，經濟下行壓力加大，平台經濟在經濟發展中的重要作用有望凸顯，尤其是在資源分配、穩定就業方面，可發揮積極作用。**2023年互聯網平台公司的政策風險已基本釋放，進入政策回暖階段。**



關注個股	主營業務	22年3季度 收入(人民幣)	22年3季度 盈利(人民幣)	2022年表現
騰訊(700.HK)	遊戲、在線營銷、雲服務	1401億 (按年跌1.6%)	323億 (按年升1.6%)	-26.9%
美團-W(3690.HK)	餐飲外賣	626億 (按年升28%)	35億 (扭虧為盈)	-22.5%
阿里巴巴-SW(9988.HK)	電商、雲服務	2072億 (按年升3.2%)	338億 (按年升19%)	-27.5%
京東-SW(9618.HK)	電商	2435億 (按年升11%)	100億 (按年升99%)	-19.6%
百度-SW(9888.HK)	在線營銷、雲服務	325億 (按年升1.9%)	59億 (按年升16%)	-22.8%

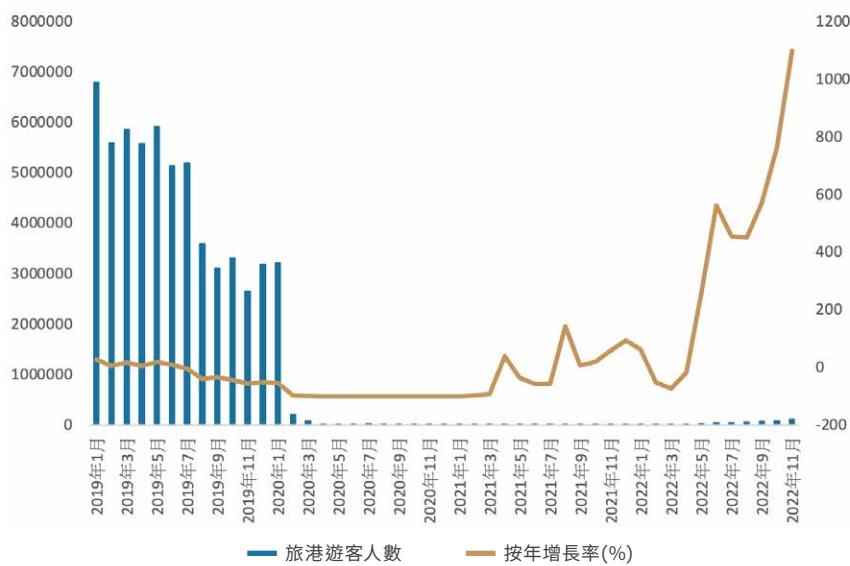
- 業績面見底：**即便面對監管壓力、嚴格的防疫政策和消費疲弱的環境，2022年3季度主要互聯網平台公司多數取得超預期的業績表現，一方面來自降本增效，另一方面來自部分新業務的盈利能力提升。
- 展望2023年，大部分互聯網平台公司會延續降本增效的做法，提升毛利率，促進利潤端的恢復。同時內地政策面的支持，信用面維持寬鬆，消費情緒的改善，有利於收入端的恢復。預期今年互聯網平台公司的估值修復，仍將是市場的主線之一。**

中國重開邊境 利好香港本地股

由於本地消費板塊受疫情衝擊顯著，旅港遊客較疫情前大跌逾99%，旅客重返香港將對零售、商業地產、酒店、餐飲帶來明顯提振。

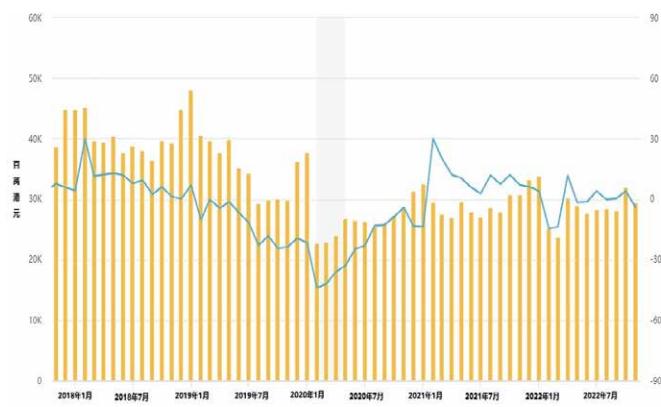
旅港遊客人數趨勢圖

資料來源：香港旅發局，英皇證券研究部；截至2022年11月

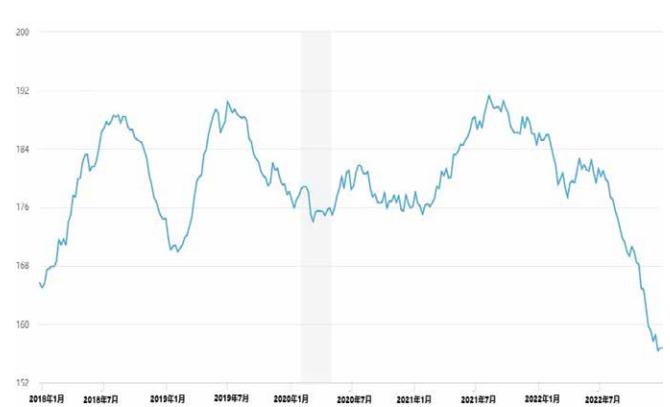


- 2022年12月26日，國家衛健委發佈對新冠肺炎實施乙類乙管方案，提出優化入境人員管理，取消集中隔離，有序恢復中國公民出境旅遊。
- 國家移民管理局宣佈1月8日起，有序恢復辦理內地居民旅遊、商務赴港簽注。
- 香港則宣佈，自12月29日起，取消檢疫令、疫苗通行證、入境強制核酸檢測及社交距離措施，僅維持口罩令。

香港零售業銷貨



中原城市領先指數 CCL



資料來源：香港統計局，MacroMicro；截至2022年11月

資料來源：中原地產，MacroMicro；截至2022年11月

投資現在 未來



其他資產配置



其他資產配置



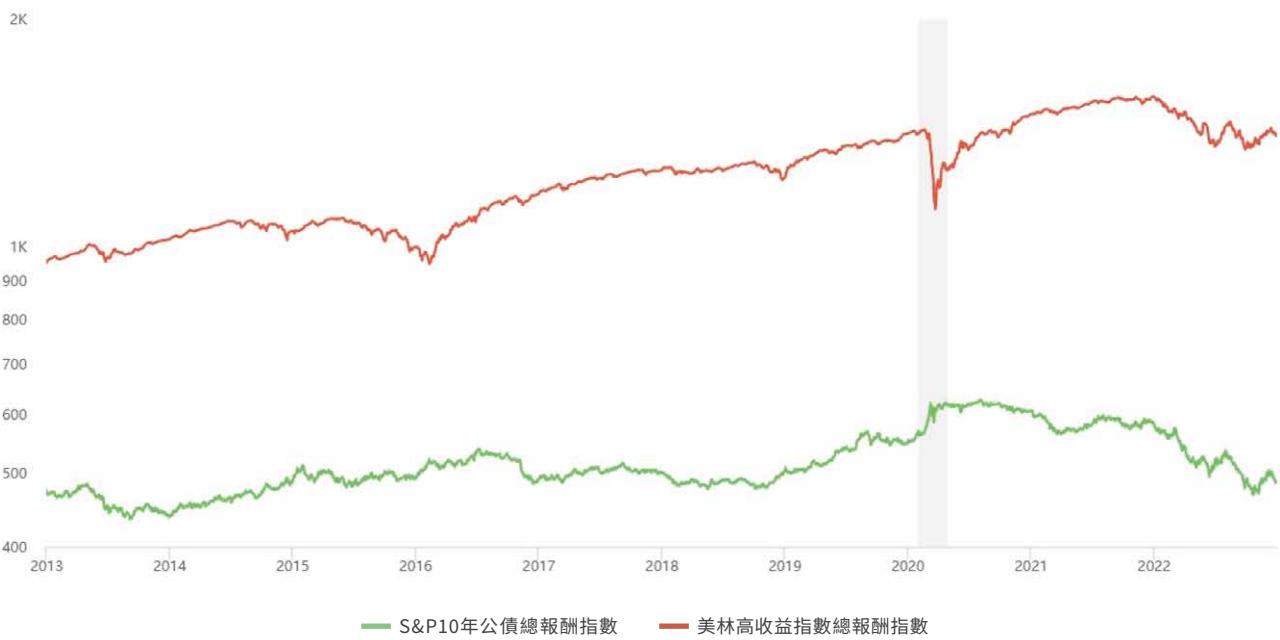
- 債券
- 黃金
- 原油
- 地產
- 比特幣

債券

隨通脹壓力緩和，美聯儲在2023年有望放緩加息步伐，但短期內可能未必會減息。高收益債券相對股市更具防守性，且當前估值已相對便宜，值得部署。

美元債券報酬指數走勢

資料來源：BofA Merrill Lynch, MacroMicro；截至2022年12月30日



黃金

隨通脹見頂，美聯儲加息週期已接近尾聲。溫和衰退的可能性持續升溫，黃金在美元轉弱且市況不明朗的情況下，具吸引力，料有機會進一步上漲。

國際金價走勢

資料來源：Bloomberg；截至2022年12月30日

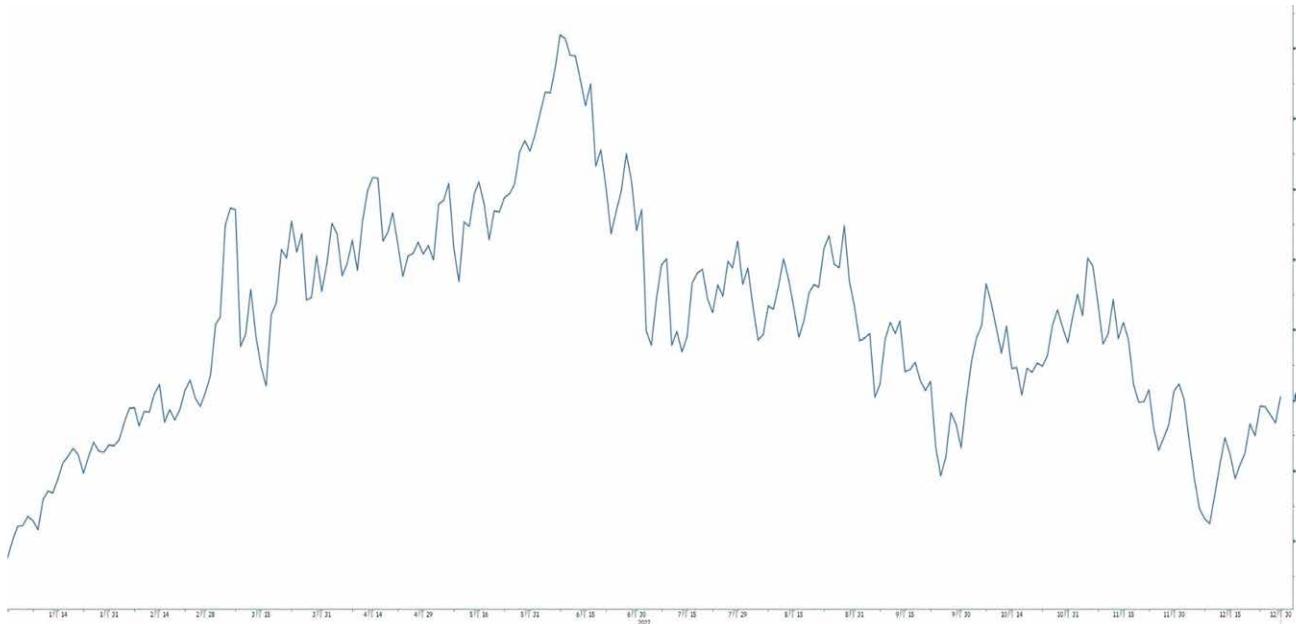


原油

雖歐美經濟衰退的預期升溫，但中國轉變防疫政策，重新開放邊境，將對油價需求帶來一定支持。同時俄烏戰爭對原油供應的不確定性，仍可能影響油價。**我們對油價維持中性看法，料在70-90美元區間波動。**

原油價格走勢

資料來源：Bloomberg；截至2022年12月30日

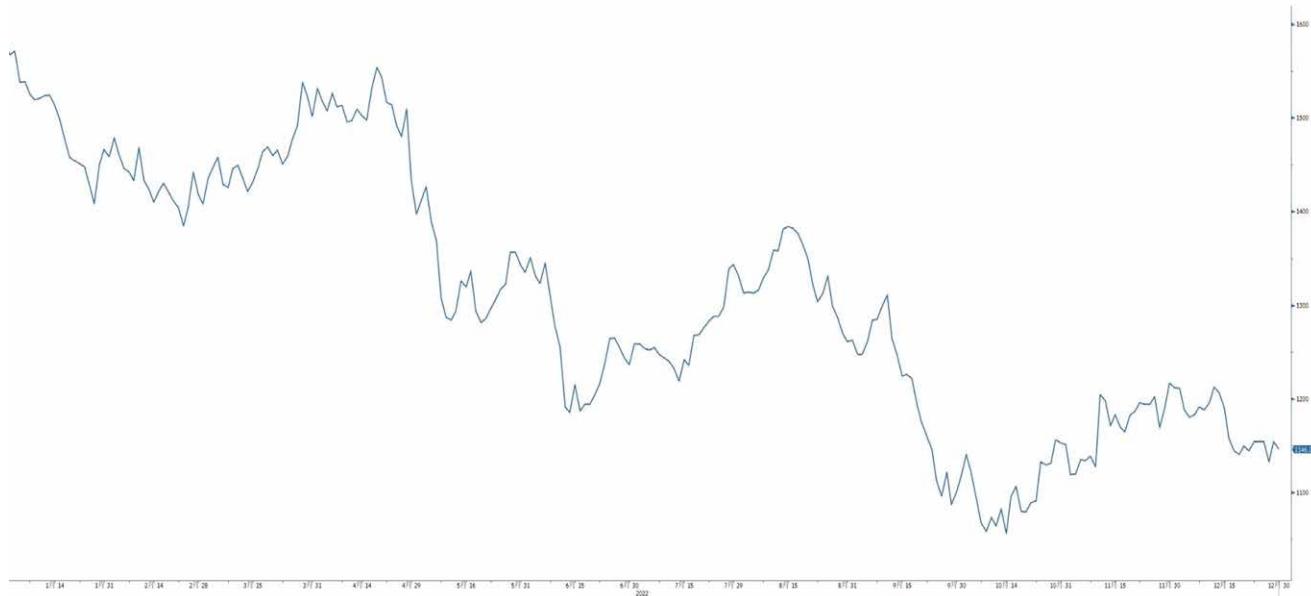




美聯儲持續加息，拖累美國REITs上年走勢，但相較於美股等其他風險資產，仍相對穩健。鑑於借貸成本上升，令美國樓市交投轉弱，REITs在一季度會面臨調整壓力。

MSCI US REIT指數走勢

資料來源：Bloomberg；截至2022年12月30日

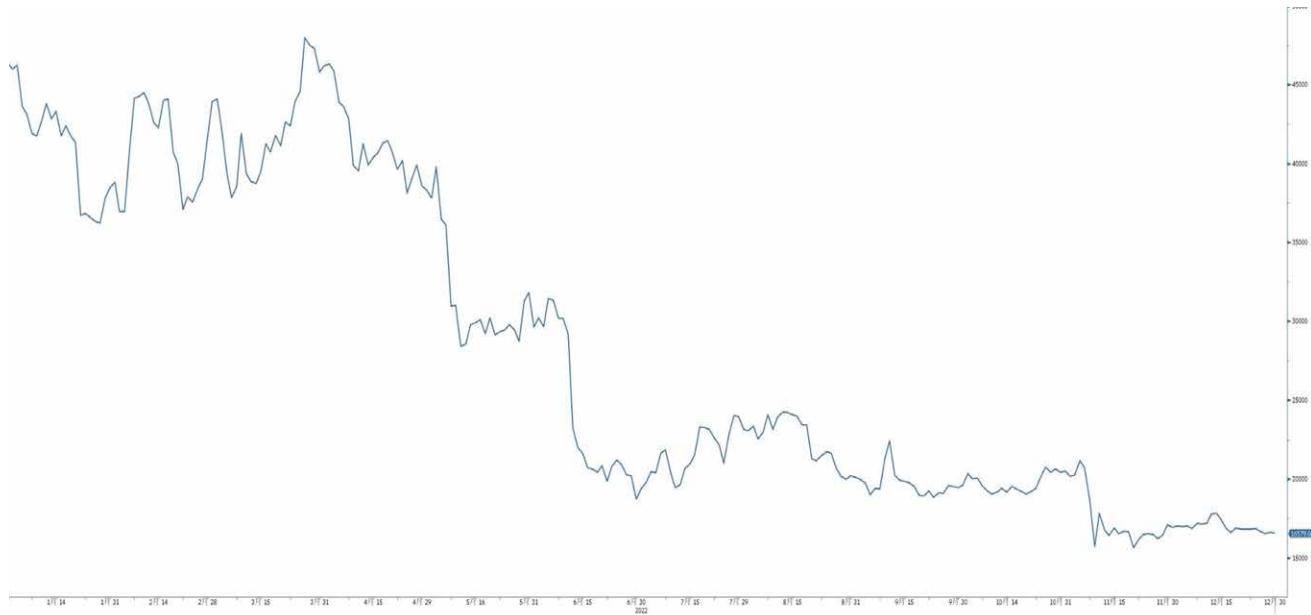


新興資產

由於美聯儲的激進加息，對虛擬貨幣市場的流動性帶來影響。Luna等穩定幣爆雷，加密貨幣交易所FTX破產都加劇市場的波動，令2022年比特幣大跌逾六成，跑輸大市。**預計在美聯儲暫緩加息後，比特幣或有修復行情，但由於市場的不確定性上升，投資者需更加審慎。**

比特幣價格走勢

資料來源：Bloomberg；截至2022年12月30日



總行

香港灣仔軒尼詩道288號英皇集團中心23-24樓

客戶服務熱線 | (852) 2919 2919

WhatsApp | (852) 666 18 717

中國內地聯絡熱線 | 4001 208 717

傳真號碼 | (852) 2919 2938

服務時間

星期一至星期五 | 9:00am – 6:00pm

星期六日及公眾假期 | 休息

分行

旺角投資理財中心

九龍旺角上海街525號東海閣地下2-6號舖1樓及2樓

服務熱線 | (852) 2891 1999

傳真號碼 | (852) 2625 1919

服務時間

星期一至星期五 | 8:30am – 5:30pm

星期六日及公眾假期 | 休息

沙頭角

沙頭角順隆街7號錦和樓地下2號舖

服務熱線 | (852) 2659 7668

傳真號碼 | (852) 2659 7381

服務時間

星期一至星期五 | 9:00am – 6:00pm

星期六日及公眾假期 | 休息



www.EmperorCapital.com

esl.cs@EmperorGroup.com

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。



英皇證券集團
Emperor Capital Group