

# 英皇證券第二季度 投資策略

中港經濟恢復，港股漸入佳境



# 投資策略概覽

## 宏觀格局

- 經濟衰退迫近、逆轉貨幣政策

矽谷銀行、瑞信等流動性問題極速惡化，觸發歐美金融系統亮起紅燈，即便美聯儲保證存戶資產安全，以及瑞銀併購瑞信，投資者顯然並不安心，第二季度將是消化危機的窗口期。當前美聯儲的重點料有所轉移，重建市場對金融系統的信心是重中之重，而增強市場流動性、逆轉過緊的貨幣政策、調整利率預期，料是必然選項。

- 中港經濟恢復、政策偏向寬鬆

與歐美不同，中港兩地經濟復常、通關，經濟的增長動力在轉強。二十大開局，內地經濟今年增長定於5%，而首兩個月，PMI、固定投資及社會零售均明顯改善；香港正展現有序復甦，最新失業率跌至3.3%，本地經濟活動日漸活躍，財政司設定今年的經濟增長為3%-3.5%。總的來說，內地有條件採偏寬鬆的財政及貨幣政策，以推動及鞏固經濟動力，並利好中港資本市場。

# 投資策略概覽

## 投資邏輯

- 利率見頂、力抗衰退

第二季，歐美銀行系統的陰霾，將加速美國利率見頂，美債息、美元料轉弱，這對國際銀行股不利，惟對利率敏感的股份如本地地產、航空、資源及REITs等股份相對有利。此外，**歐美經濟衰退迫近，宜避開以歐美為主要收入來源的股份，應專注於受惠中港復甦的企業，如內需、品牌零售、旅游及娛樂等。**

- 中國式估值體系、AI概念及新經濟當炒

首季「中字股」大幅跑贏，中國式估值體系漸被確立，市場續關注這類股份提升股東回報率、增加派息比率及進行股份回購等舉動，預期**中字股仍具重估動力**。此外，AI生成內容正持續發展，估計**AI概念仍有發揮空間**。至於新經濟，包括**平台股、生科醫藥、電動車及綠色能源**，續受惠於內地高質量經濟發展的藍圖及轉趨友善的宏觀政策環境。

# 投資策略概覽

## 資產配置

- 傳統資產

雖然首季大市表現波動，但整體投資基調偏穩，畢竟中港經濟已有穩步復甦的苗頭，而利率或有見頂機會，因此在資產配置中，仍維持股債配置6:4比，以反映當前金融市場的風險與回報。經過歐美銀行流動性危機，歐美料陷入經濟兩難，通脹與衰退並行，**料資金積極流向新興市場及中港股市。黃金在首季發揮很好的避險功能，仍可作適量配置，而油價可受惠弱美元及內地復甦而反彈。**

- 另類資產

首季另類資產中，以比特幣表現最突，主要因市場對銀行系統的信心有所動搖，故標榜去中心化的比特幣，價格在金融危機中反出現強勢行情，成為主要受惠者。此外，香港正建立有效監管的虛擬資產市場，有助市場對相關資產重建信心。**第二季若歐美銀行危機淡化，料比特幣走勢回歸常態，與市場風險資產同步，並反映利率及虛擬資產生態的變化。**

# 投資策略概覽

## 總結

- 美陷經濟兩難、中港復甦明確

在首季的報告中，我們已指出金融市場的波動風險不應被低估，幸好市場仍能有效消化這輪銀行爆雷的衝擊。目前，中港經濟均有明確的復甦路徑，而美國則陷於衰退與通脹的兩難之中，經濟前景陰霾重重。在宏觀環境的一升一降中，預期中港股市可受惠資金的流入，第二季若中港經濟復甦趨強，投資情緒將更穩固，助力恆指重建上升基礎。

- 抵禦震盪、港股漸入佳境

首季恆指高低波幅為18800-22700，季初升勢過急，其後消化美聯儲鷹派加息立場、兩會行情及政府換屆、企業業績、以至歐美銀行危機等，整體上市況以調整為主。進入二季度，利率有望見頂，大市將更多地反映中港經濟的改善，如內房銷售、零售、投資及製造業等，**恆指預期區間為19000-21800**。市場逆風則來自歐美加速衰退、銀行危機惡化蔓延及地緣政治的角力加劇。個股方面，我們仍看好首季推薦的中國平安(2318.HK)、中移動(941.HK)及網易(9999.HK)，第二季加入騰訊(700.HK)、阿里巴巴(9988.HK)、華潤啤酒(291.HK)、攜程(9961.HK)。

## 第二季度重點關注

- 歐美銀行業危機影響美聯儲加息步伐
- 中國經濟復甦勢頭是否持續
- 全面通關對香港本地市場帶來的機遇

# 歐美銀行業危機影響美聯儲加息步伐

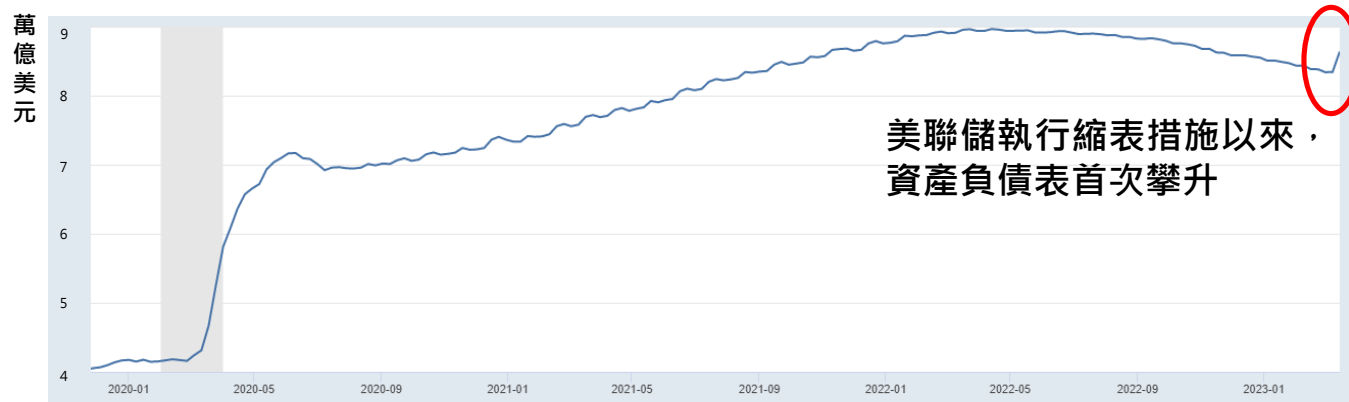
即便政府迅速出台救市政策，歐美銀行危機仍在持續發酵。第一共和銀行3月以來股價暴跌九成，多家大行宣佈參與救助，市場恐慌卻未停歇。市場押注美聯儲或在5月暫緩加息，甚至開始減息，以恢復市場流動性。

3月8日，美國矽谷銀行公佈已售出210億美元證券，擬發新股集資22.5億美元。消息引發企業客戶恐慌性擠兌，3月10日隨即倒閉。

3月12日，美國財政部、聯儲、聯邦存款保險公司聯合聲明，會從Bank Term Funding Program ( BTFP ) 計劃中抽調出規模達250億美元資金，為符合條件的存款機構，提供長達一年的貸款。同時100%保障矽谷銀行存戶存款。同日，簽名銀行被迅速接管。

3月20日，深陷流動性危機的瑞士信貸在瑞士當局推動下，接受瑞銀收購。瑞銀(UBS)以30億瑞郎，折讓59%收購瑞信。瑞士政府承諾會分擔最多90億瑞郎潛在虧損，瑞銀亦獲瑞士央行最多1000億瑞郎流動性以協助完成交易。

## ➤ 聯儲局向銀行體系注入流動性



美聯儲資產負債表

資料來源：美聯儲，Economic Research

	定義	2023年3月8日 (億美元)	2023年3月15日 (億美元)
貼現窗口貸款	向商業銀行提供的一種滿足其短期的、非永久性的流動性需求的業務，時間最多90天。	45.81	1528.53
BTFFP	為SVB事件新設立的流動機制，貸款期限為1年。	0	119.43
FDIC接管	由美國聯邦存款保險公司擔保借出貸款，保障儲戶取回存款。	0	1428

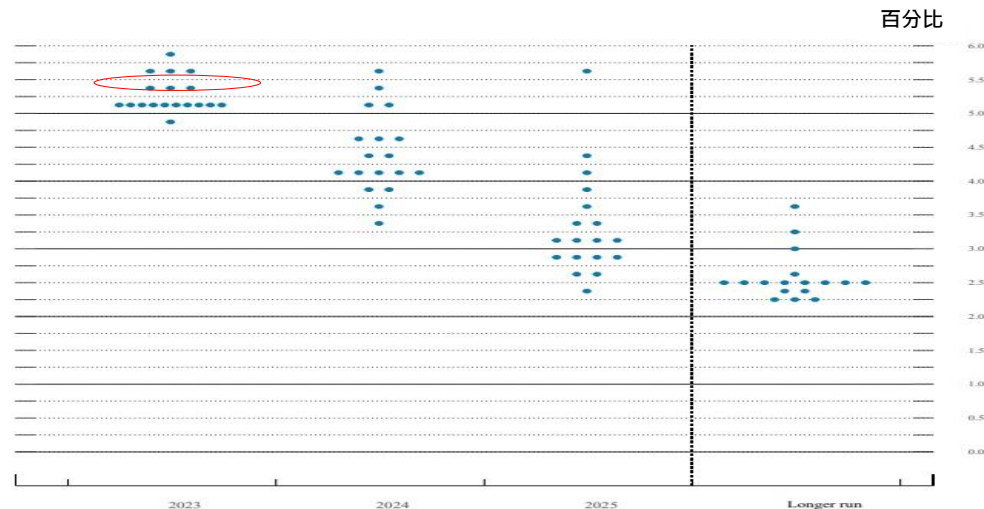
美聯儲注入流動性工具

資料來源：美聯儲，英皇證券研究部整理

- 為解決銀行流動性緊張問題，美聯儲在一周時間內，釋放約3000億美元資金，將過去數月縮表(QT)的量消耗了一半。
- 不過注資集中在貼現窗口和FDIC救助，只是為銀行注入流動性，並非在市場上QE放水。
- 市場押注美聯儲會迫於銀行業的壓力，在下半年開始降息。



## ➤ 美聯儲加息週期近尾聲，年內料再加息一次



美聯儲3月議息會議點陣圖

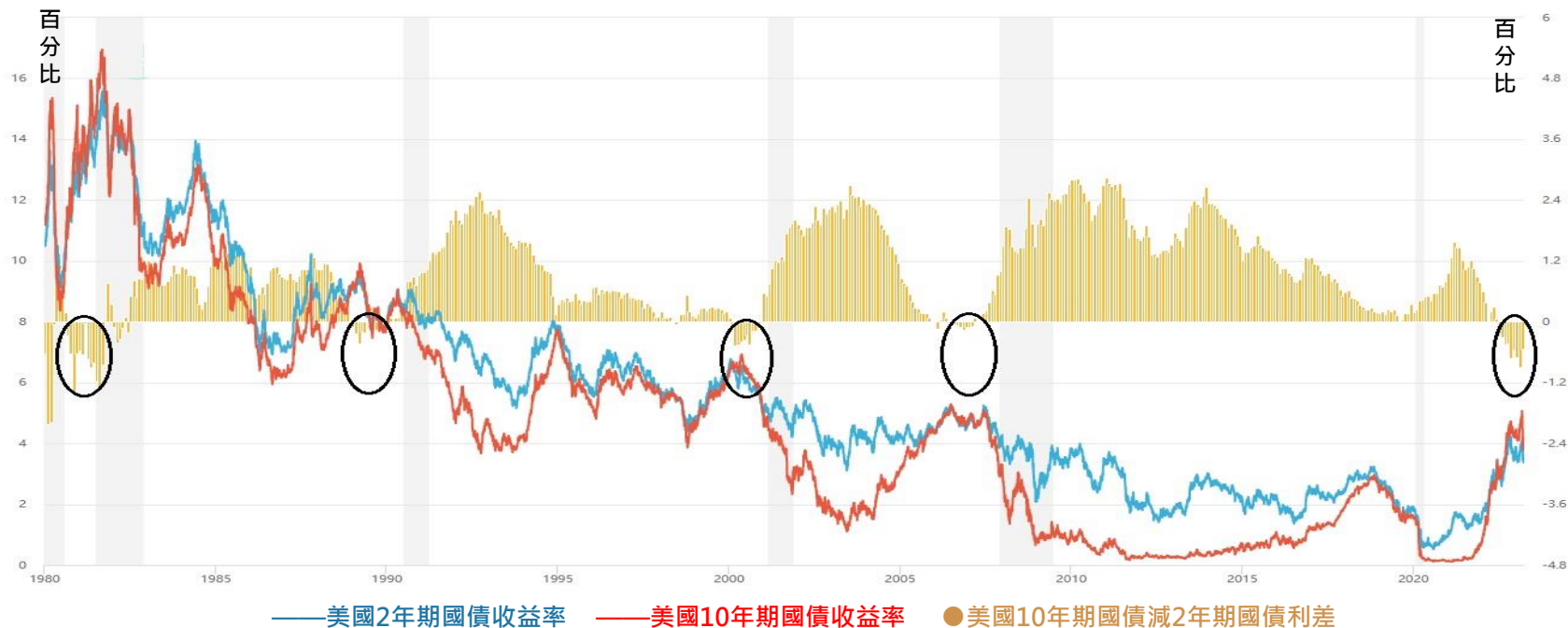


截至2023年3月29日利率市場預期 左軸：預期利率 右軸：加息次數

資料來源：美聯儲FOMC · Bloomberg

- 美聯儲3月將聯邦基金利率目標區間上調25個基點到4.75%-5%之間，為2007年10月以來的最高水準，符合市場預期。
- 會後聲明刪除了「持續加息是適宜的」措辭，改為「預計一些額外的政策緊縮可能是適合的」。
- 根據點陣圖，大多數聯儲官員預期未來只會再加息1次，2023年底利率為5.1%左右。
- 儘管聯儲主席鮑威爾在議息會議後作出鷹派講話，但聯儲措辭和點陣圖令市場押注加息週期接近尾聲。

## ➤ 長短債息倒掛多時，美國經濟衰退概率上升

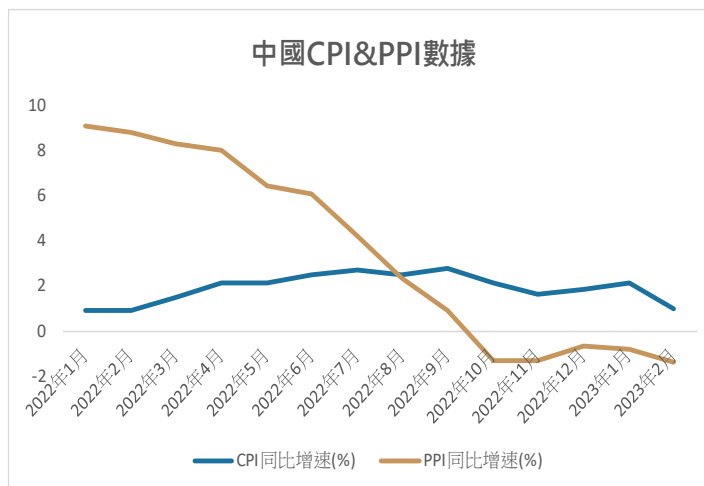
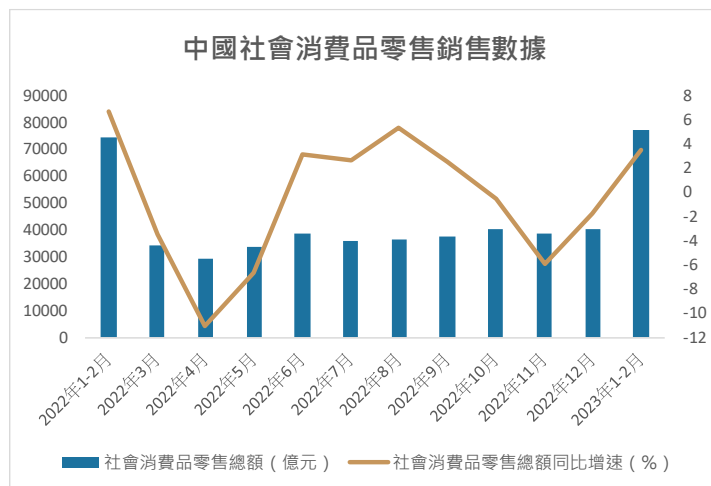


截至2023年3月29日

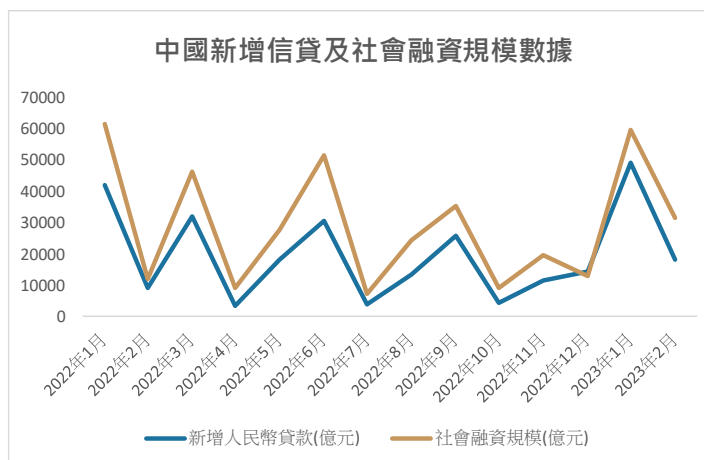
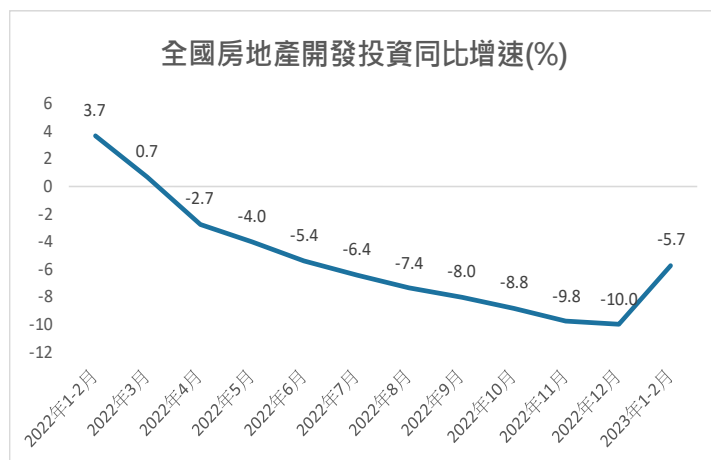
資料來源：Bloomberg · MacroMicro

- 雖然歐美監管部門採取多方救援，但在加息週期未完結情況下，中小銀行的流動性危機或會波及商業地產貸款(CRE, Commercial Real Estate Loan)，帶來更多連鎖反應。
- 根據過去經驗，當長短期國債息差出現嚴重倒掛情況，美國經濟大概率會陷入衰退。雖然加息週期近尾聲，美聯儲礙於通脹仍較高，即使衰退在即，或未能馬上掉頭減息，預計2季度美股市場將進一步反映衰退預期。

# 中國經濟復甦勢頭是否持續



1-2月經濟數據反映，防疫政策放開後，消費明顯復甦，旅遊、餐飲等行業提振。但2月CPI偏弱，顯示在報復性反彈後，消費信心仍否持續回暖有待觀察。



2月信貸數據超預期，反映政府鼓勵貸款融資見成效。但居民存款增加，新增中長期住戶貸款較低，體現購房信心仍疲弱。

資料來源：中國統計局，英皇證券研究部整理

## ➤ 《政府工作報告》 主要經濟目標偏保守

項目	2023年目標	2022年目標(實際表現)
GDP增長	5%左右	5.5%左右(3%)
CPI增長	3%左右	3%(2%)
城市新增就業	1200萬人左右	1100萬人以上(1206萬人)
城鎮調查失業率	5.5%左右	5.5%以內(5.5%)
地方政府專項債(人民幣)	3.8萬億	3.65萬億(4.04萬億)
預算赤字率	3%	2.8%左右(2.8%)

資料來源：中國國家統計局，國務院，英皇證券研究部整理

- 今年GDP增長目標定為5%左右，屬市場預期下限，亦低於2022年目標。反映面對今年國際形勢的不確定性，以及房地產危機尚未解決等風險，國內經濟政策強調「穩字當頭」。
- 地方政府專項債雖較去年目標提高，不過低於去年實際規模4.04萬億元人民幣。中央在財政方面保持積極同時審慎的步調，以控制地方債務金融風險。

## ➤ 兩會人事任命符預期，經濟團隊平穩過渡

### 李強出任國務院總理

- 曾主政浙江、江蘇、上海等經濟強省
- 被視為浙江省新一輪政府改革的主要設計者和推動者

### 何立峰出任國務院副總理

- 2017年起任發改委主任
- 曾在福建省地方政府工作25年

### 鄭珊潔出任發改委主任

- 歷任浙江省省長、安徽省委書記、國臺辦副主任、國家能源局副局长

### 易綱留任人行行長

- 2018年起成為人行行長
- 1997年起加入人行，歷任多個職位

### 劉昆留任財政部部長

- 2013年任財政部副部長，2018年起擔任財政部部長
- 2010年升任廣東省副省長

資料來源：政府通告，英皇證券研究部整理

- 包括央行、財政部、商務部在內多名主要財金官員留任，保持連貫性和穩定性，有助於提振市場信心。
- 新任總理李強在沿海經濟強省有豐富主政經驗，首次記者會上強調各級幹部要與民營企業家做朋友，支持民營企業發展壯大，被視為親商務實的官員。

## ➤ 國務院機構改革，強化對資本市場的監管

內容	範疇
一、重新組建科學技術部	回應美對華科技對抗
二、組建國家金融監督管理總局 三、深化地方金融監管體制改革。 四、中國證券監督管理委員會調整為國務院直屬機構。 五、統籌推進中國人民銀行分支機構改革。 六、完善國有金融資本管理體制。 七、加強金融管理部門工作人員統一規範管理。	<u>強化金融系統管理，防範金融風險</u>
八、組建國家資料局。	加快數據治國步伐
九、優化農業農村部職責。	抓好以鄉村振興為重心的「三農」各項工作
十、完善老齡工作體制。	應對人口老齡化
十一、完善知識產權管理體制。	推進知識產權強國建設
十二、國家信訪局調整為國務院直屬機構。	更直接了解民意，推進社會穩定
十三、精減中央國家機關人員編制。	減少人員冗餘，提升行政效率

資料來源：政府通告，英皇證券研究部整理

# 全面通關對香港本地市場帶來的機遇

## ➤ 內地防疫政策迅速轉變，通關時間早於預期

11月10日，中共中央  
政治局提出準確分析  
疫情風險，進一步優  
化調整防控措施。

11月30日，廣州率先  
解除疫情防控臨時管  
控區。

12月26日，中國宣布  
自2023年1月8日起，  
將新冠病毒由「乙類  
甲管」調整為「乙類  
乙管」，**放寬出入境  
限制，並恢復辦理出  
入境簽證。**

11月11日，國務院發  
佈優化疫情防控二十  
條措施。

12月7日，國務院聯防  
聯控機制綜合組發佈  
新十條防疫措施，自  
此新冠病毒感染者可居家。

## ➤ 香港分階段通關方案

### 第一階段

(自2023年1月8日起)

- 每日最多六萬名港人可從七個海、陸、空口岸進入內地；
- 其中，三個陸路口岸每日單向人數安排為共五萬人；
- 入境者須持有出行前48小時內的核酸檢測陰性結果證明。

### 第二階段

(自2023年2月6日起)

- 開放全部口岸，並不設每日人數安排；
- 取消出行前核酸檢測要求；
- 跨境學生會分階段每日從內地往返香港參與面授課堂。

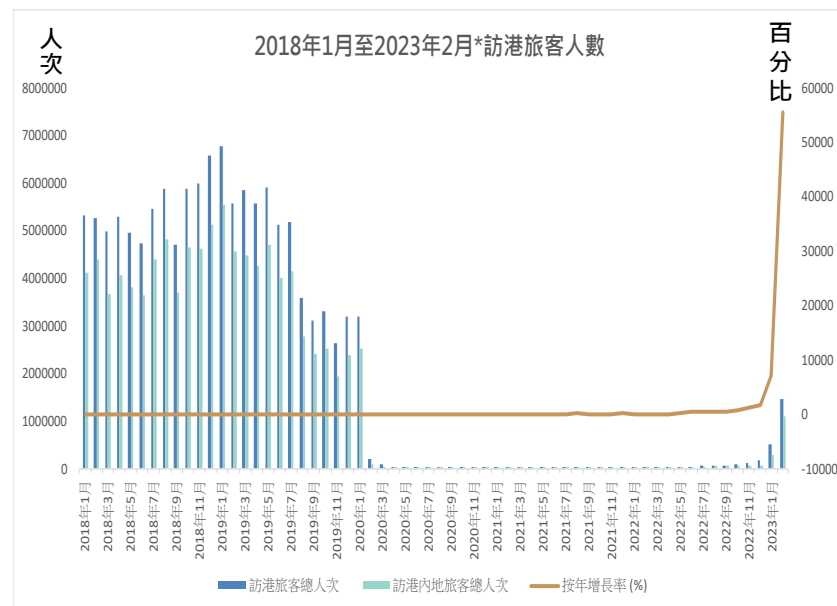
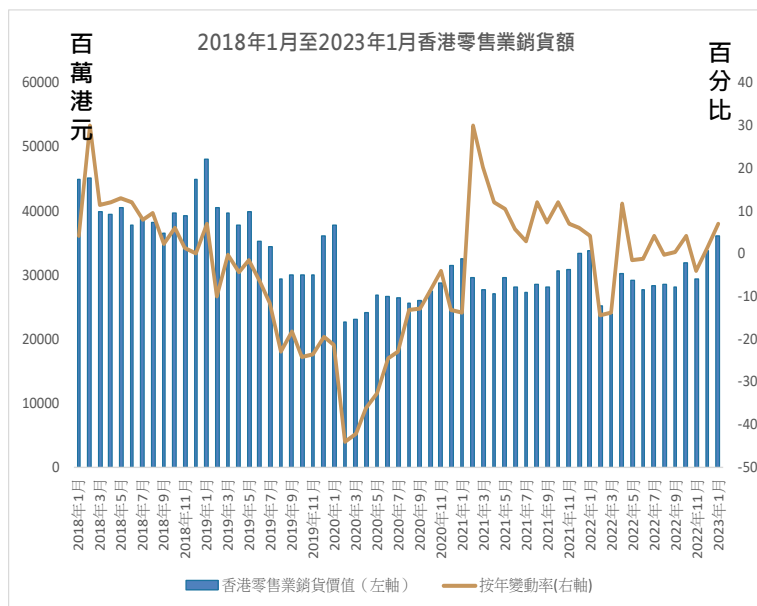
### 第三階段

(自2023年3月11日起)

- 廣深港高鐵香港段3月11日起逐步恢復長途服務。
- 由4月1日起全面恢復長途服務，接通香港與廣東省以外的長途站點。



## ➤ 香港通關提振零售銷售表現



\*初步統計數據

資料來源：香港特區政府統計處，英皇證券研究部

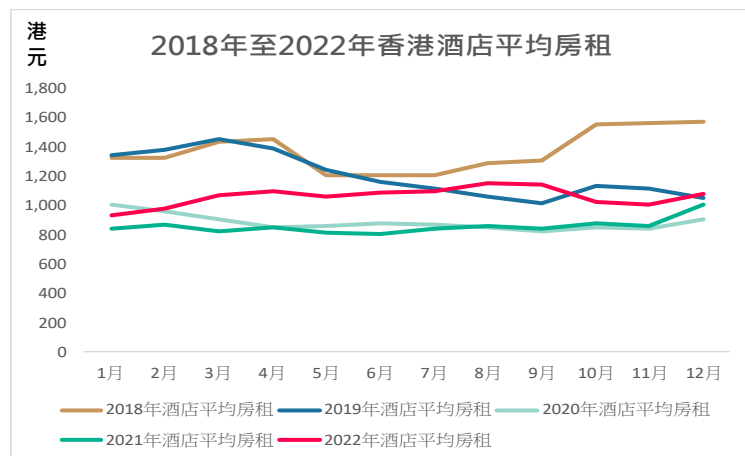
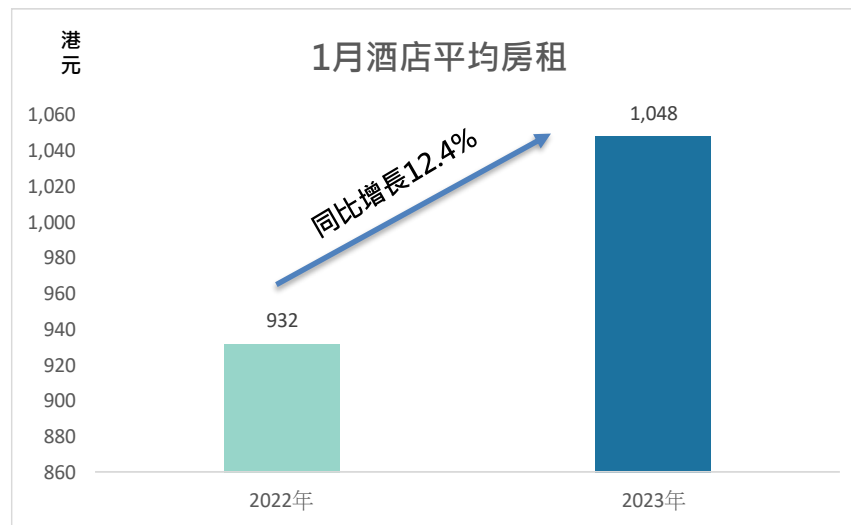
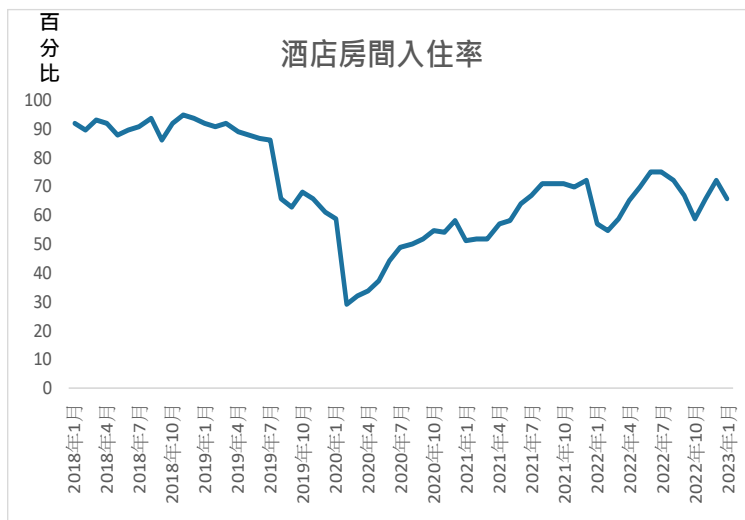
- 自2月6日香港與內地全面通關後，來港的內地及外地旅客持續上升，2月訪港旅客約146萬人次，訪港內地旅客約111萬人次。整個2月每日平均有5.2萬旅客訪港，為2017至19年初每日平均16.4萬人次的32%，3月首14日升至平均每日7.5萬人次，回升至疫前的45%。
- 隨消費氣氛改善，香港零售業總銷售貨價值連續兩個月上升，1月按年升7%，其中珠寶首飾、鐘表及名貴禮物銷售貨價值升23.1%，藥物及化妝品升15.3%。

- 香港旅發局2月推出「你好，香港」宣傳計劃，邀請知名藝人、KOL拍攝宣傳，同時聯同本地餐飲及零售界派發100萬份消費優惠券。從3月開始，將全球旅客送出50萬張機票，吸引旅客赴港消費。
- 部分龍頭零售商反映首季港澳銷售增長不俗，周大福(1929.HK)稱首2個月香港及澳門市場同店銷售升70.2%，周生生(116.HK)近3個月港澳銷售增長89%。
- 2季度香港政府將推出大型海陸嘉年華，加上內地五一小長假，可吸引更多遊客，進一步提振零售業表現。

## ➤ 相關個股

公司名稱	股票編號	主營業務	市值(億港元)	市帳率 (倍)
莎莎國際	178.HK	化妝品零售	57	0.62
周大福	1929.HK	珠寶、黃金、鐘錶零售	1,558	4.6
六福集團	590.HK	珠寶、黃金、鐘錶零售	147	1.2
英皇鐘錶珠寶	887.HK	珠寶、黃金、鐘錶零售	12	0.24
周生生	116.HK	珠寶、黃金、鐘錶零售	74	0.62

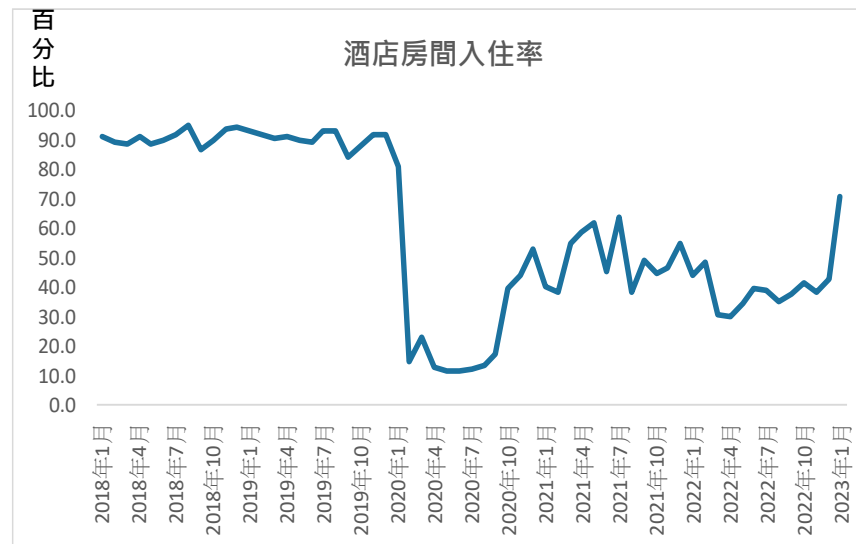
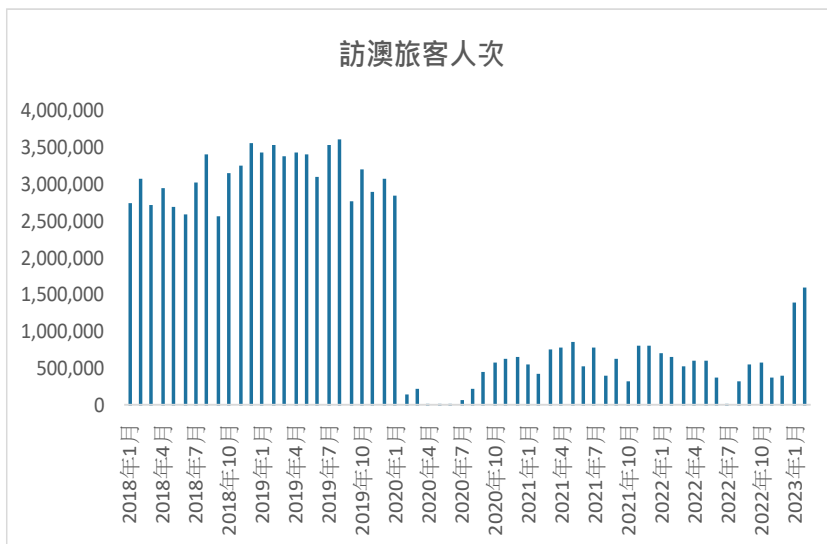
## ➤ 香港酒店入住率和酒店價格輕微改善



- 受疫情及社會因素影響，香港酒店入住率及平均房租2019年下半年以來陷入低迷，2022年5月以來入住率有明顯改善，不過22年全年酒店平均租金僅恢復至18年約77%水平。
- 由於通關時間尚短，交通、配套未回復，今年首兩月酒店入住率輕微改善，房價亦有約1成升幅，唯短期內未能回升至疫情前水平。

資料來源：香港旅業網，英皇證券研究部

## ➤ 澳門訪客和酒店入住率明顯改善



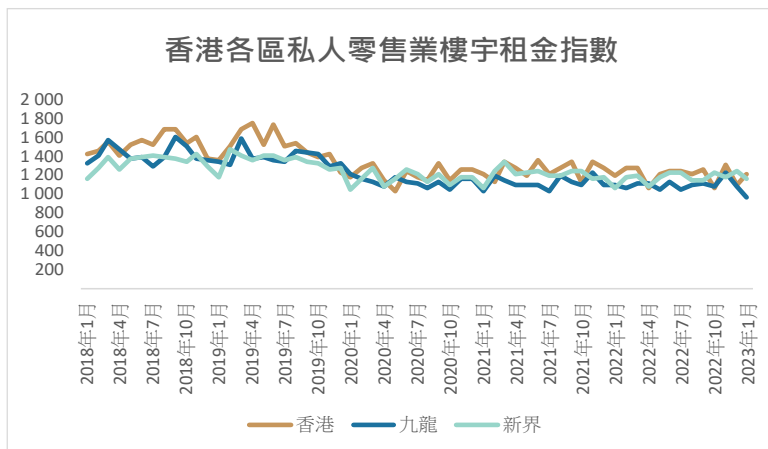
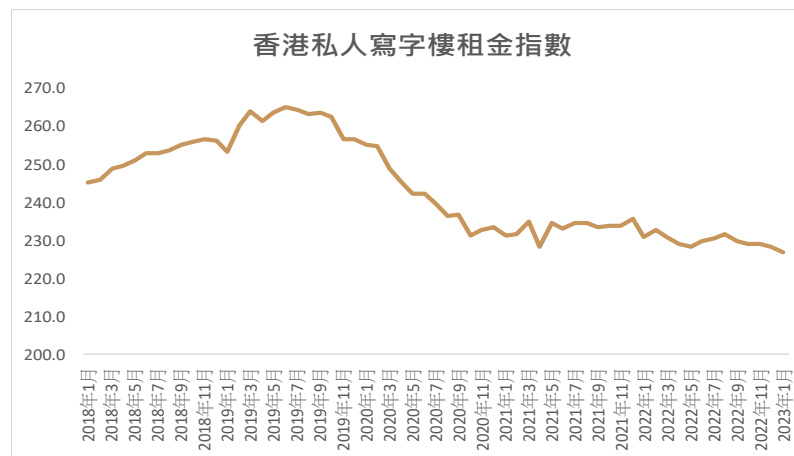
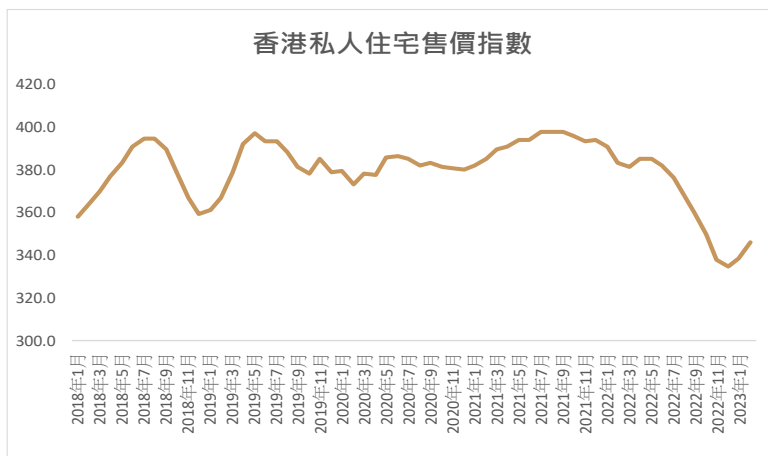
資料來源：澳門特別行政區政府統計暨普查局，英皇證券研究部整理

- 隨着澳門全面恢復「通關」，1月至2月訪澳門旅客接近300萬人次，酒店平均入住率為74%。3月承接良好客況，3月18日訪澳門旅客錄得9.6萬人次，是疫情以來及今年錄得最高的單日入境旅客量。
- 澳門博監局表示，澳門2月份博彩毛收入按年增長33.1%至103.24億澳門元，較市場預期的31%為佳；至於首兩個月份博彩毛收入則為219億澳門元，按年增長55.3%。

## ➤ 相關個股

公司名稱	股票編號	主營業務	市值	市帳率
大酒店	45.HK	經營全球各地半島酒店	129	0.36
信和酒店	1221.HK	經營香港城市花園酒店、香港港麗酒店及皇家太平洋酒店	856	0.61
朗廷酒店投資	1270.HK	經營香港朗廷酒店、康得思酒店及逸東酒店	34	0.42
英皇娛樂酒店	296.HK	經營包括英皇駿景酒店、英皇娛樂酒店在內的香港、澳門6間酒店及服務商公寓	7	0.18

## ➤ 住宅物業市場首季反彈，核心商區商鋪租賃氣氛回暖



- 受惠通關後對香港經濟前景預期向好，加上美國加息週期接近尾聲，住宅市場量價齊升，政府公佈的私人住宅指數連續兩個月上升。
- 零售商鋪受惠旅客人數上升，銅鑼灣、尖沙咀等核心區域的租賃氣氛回暖，唯整體租金回升仍需時間。寫字樓租賃查詢活動上升，但整體租金仍輕微下跌。

資料來源：香港差餉物業估價署，英皇證券研究部

### 1~2月 主要商舖租賃交易

物業	有效月租 ( 港元/平方呎 )	面積 (平方呎)
豐樂行 (地下至 3 樓 · 皇后大道中 54- 56 號)	137	8,735 (建築)
文利大廈 (地下 6 號商舖 · 廣東道 86- 98 號)	300	1,000 (建築)
西洋大樓 (地下商舖 · 西洋菜南街 190- 192 號)	80	2,000 (建築)
廣東道 14 號 (地下商舖 · 廣東道 14 號)	500	1,000 (建築)
廣安大廈 (地下 F 商舖 · 怡和街 8-14 號)	380	500 (建築)
羅素街 60 號 (地下 B 商舖 · 羅素街 60 號)	227	1,100 (建築)

資料來源：綜合市場消息

## ➤ 相關個股

公司名稱	股票編號	主營業務	市值	市帳率
新鴻基地產	16.HK	物業發展及出租	3,187	0.53
太古地產	1972.HK	物業發展及出租	1,181	0.41
九龍倉置業	1997.HK	物業發展及出租	1,369	0.72
嘉華國際	173.HK	物業發展及出租	87	0.27
英皇國際	163.HK	物業發展及出租	24	0.1

## 其他資產配置

- 債券
- 黃金
- 原油
- 地產
- 新興資產



# 債券

瑞信被瑞銀收購後，170億美元的AT1債券遭減值為0，衝擊市場對高收益債券的信心。不過銀行業危機的爆發令10年期美債收益率回落，美聯儲放緩加息的預期升溫。波動市況下，建議分階段佈局優質投資等級債券。

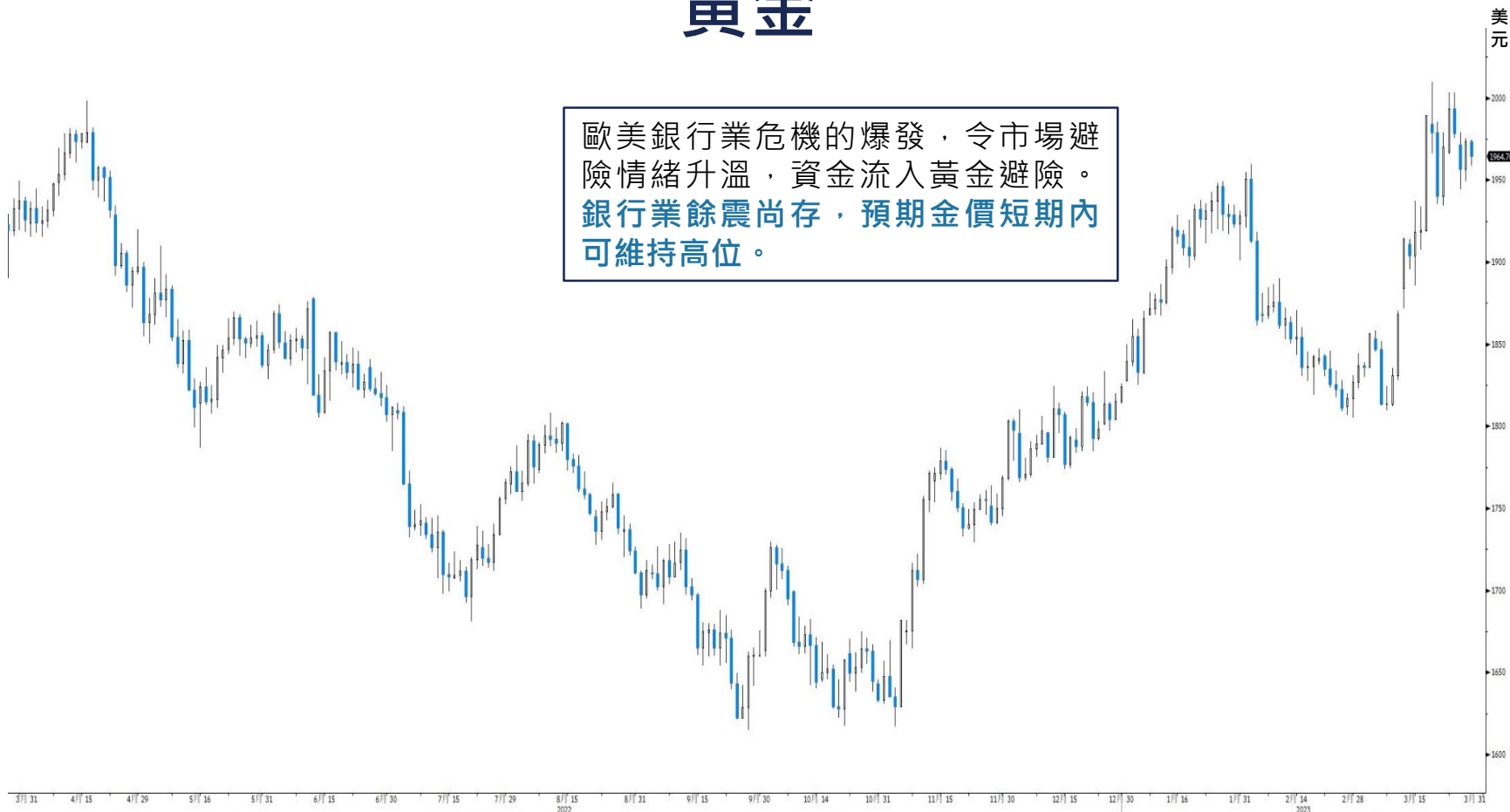


截至2023年3月29日

資料來源：BofA Merrill Lynch · MacroMicro

# 黃金

歐美銀行業危機的爆發，令市場避險情緒升溫，資金流入黃金避險。  
銀行業餘震尚存，預期金價短期內可維持高位。

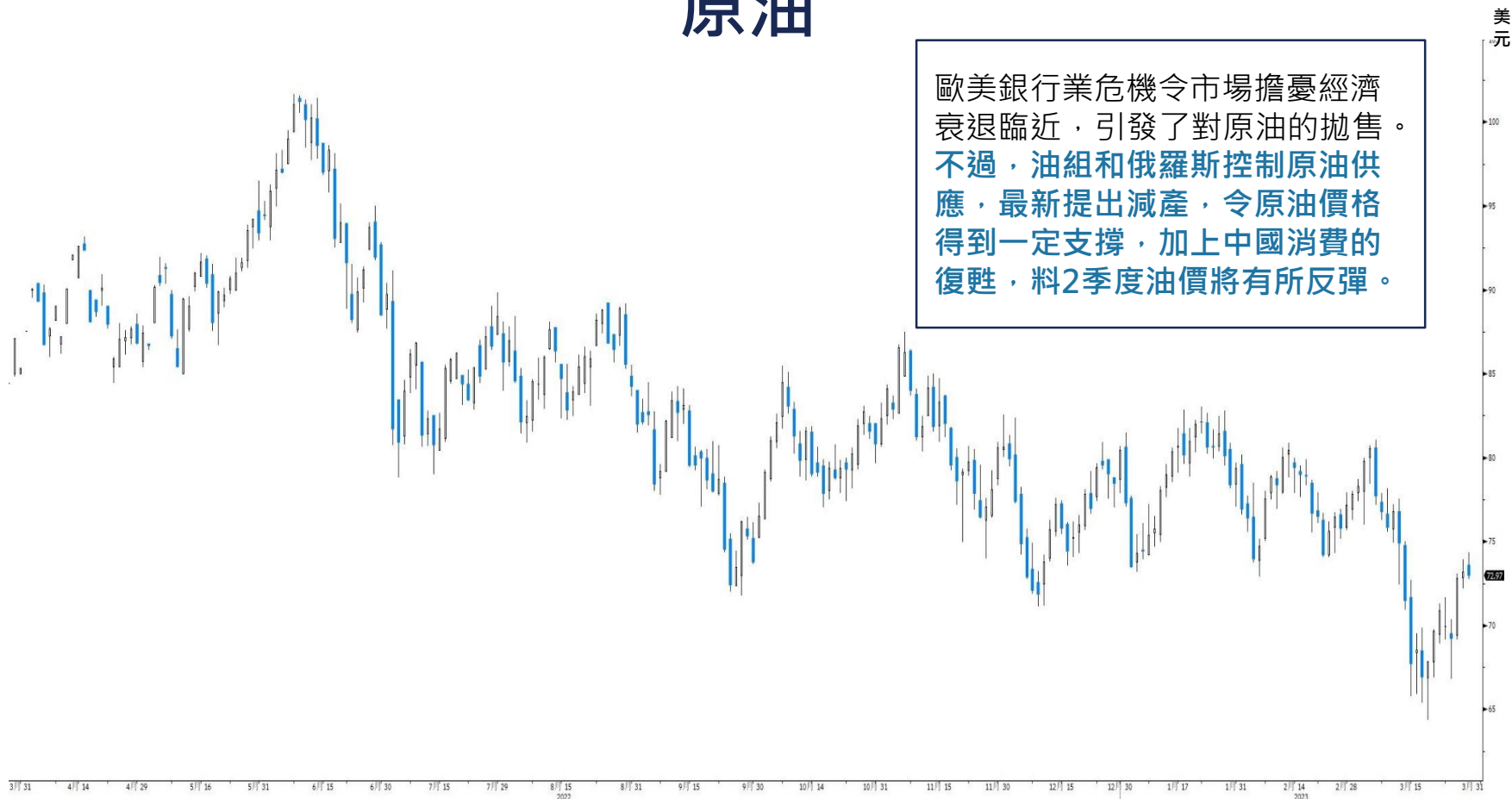


國際金價走勢，截至2023年3月29日

資料來源：Bloomberg

# 原油

歐美銀行業危機令市場擔憂經濟衰退臨近，引發了對原油的拋售。不過，油組和俄羅斯控制原油供應，最新提出減產，令原油價格得到一定支撐，加上中國消費的復甦，料2季度油價將有所反彈。

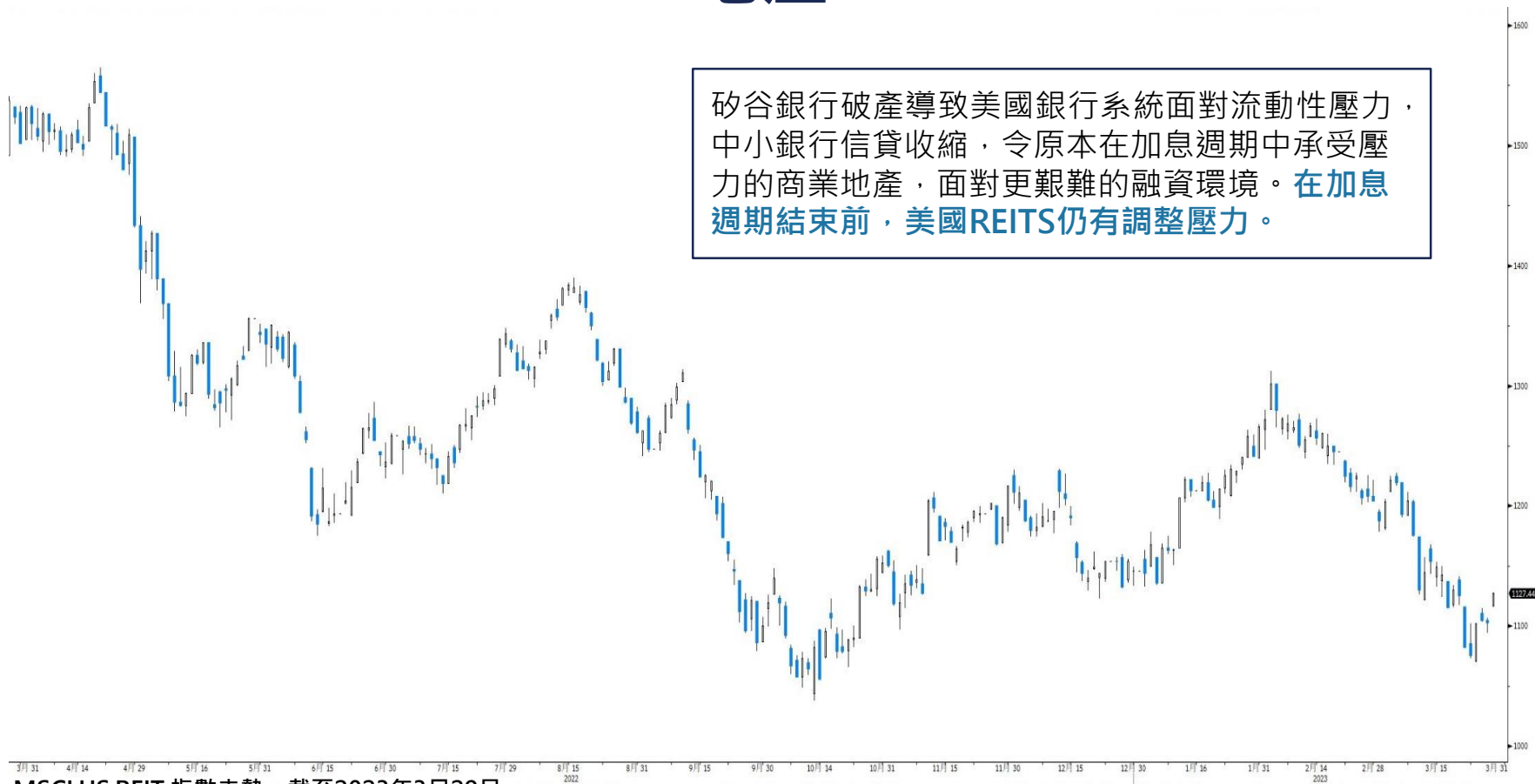


原油價格走勢，截至2023年3月29日

資料來源：Bloomberg

## 地產

矽谷銀行破產導致美國銀行系統面對流動性壓力，中小銀行信貸收縮，令原本在加息週期中承受壓力的商業地產，面對更艱難的融資環境。在加息週期結束前，美國REITS仍有調整壓力。

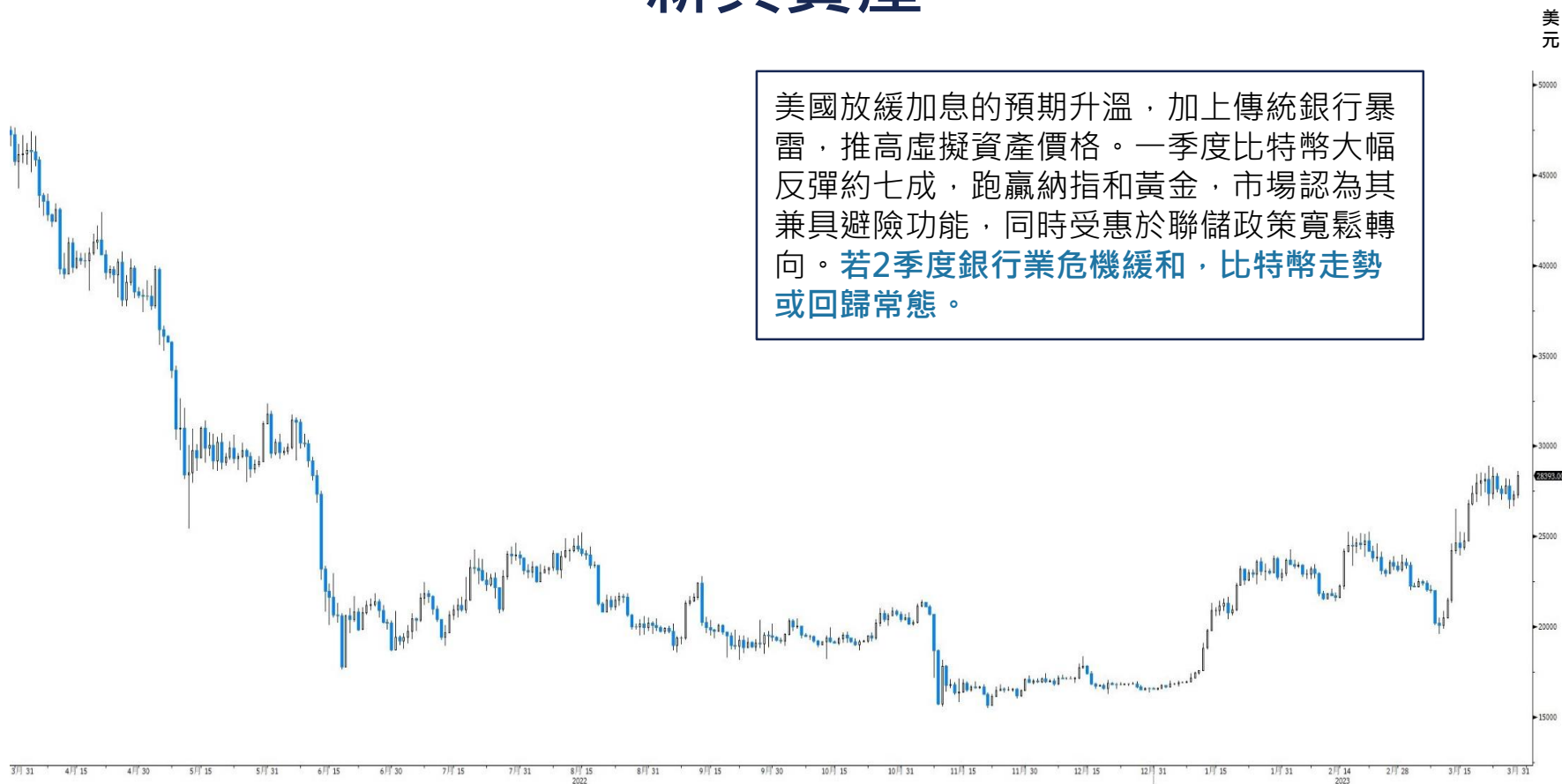


MSCI US REIT 指數走勢，截至2023年3月29日

資料來源：Bloomberg

## 新興資產

美國放緩加息的預期升溫，加上傳統銀行暴雷，推高虛擬資產價格。一季度比特幣大幅反彈約七成，跑贏納指和黃金，市場認為其兼具避險功能，同時受惠於聯儲政策寬鬆轉向。若2季度銀行業危機緩和，比特幣走勢或回歸常態。



比特幣價格走勢，截至2023年3月29日

資料來源：Bloomberg

## 英皇證券有限公司 研究部

電話 (852) 2836 2733

電郵 [esl.research@EmperorGroup.com](mailto:esl.research@EmperorGroup.com)

# 免責聲明及披露

編寫報告/評論的分析員（們）特此證明，本報告/評論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）亦證明他（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。

本報告/評論所載之資料和意見乃根據英皇證券有限公司（「英皇證券」）及英皇資本集團及/或其他任何成員（「英皇資本集團」）認為可靠之資料來源及以高度誠信來編制，惟英皇證券或英皇資本集團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。本報告/評論內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告/評論的作用純粹為提供資訊。本報告/評論對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，本報告/評論亦並非，及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出證券的要約，亦不代表英皇證券及英皇資本集團之立場。英皇證券及英皇資本在法律上均不負責任何人因使用本報告/評論內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。英皇證券、英皇資本或其各自的董事，管理人員，合夥人，代表或雇員可能在本報告/評論中提到的公司或其證券擁有權益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，在未經英皇證券明確指示及同意下，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。