

英皇證券第三季度 投資策略

中央明確肯定平台經濟作用，港股猶疑中再回升



投資策略概覽

宏觀格局

- **美經濟具韌性、AI激發投資熱情**

整體而言，美國經濟展現韌性，好於預期，消費、就業甚至樓市，都表現穩定，通脹有受控跡象，市場正押注加息週期快結束。地區銀行的危機受控，並無衍生明顯的信貸緊縮，二季度GDP增長2%，暫無衰退威脅。**美聯儲重心仍是要徹底遏制通脹，料再加息1/4厘最多兩次，並維持利率不變，今年減息機會低。**投資市場方面，AI及電動車成為新焦點及增長來源，並激發投資熱情，抵銷債息倒掛加劇及衰退疑慮。

- **內地信心不足、落實政策逆轉預期**

原先預期內地經濟強復甦，結果卻不如人意，6月通脹放緩至近通縮水平，PMI製造業指數持續低於50及進出口低迷，打擊市場信心。即使內需、消費有所回升，但並不全面，旅游出行較好，電子消費品、體育用品及一般汽車仍疲弱，內房銷售更乏起色。**第三季，在人民幣受壓、對經濟信心不足的情況下，市場寄望中央出台具針對性政策措施，逆轉海內外資金對前景看淡的預期。**

投資策略概覽

投資邏輯

- **通脹受控、盈利復甦**

第三季，終於見到美國通脹受控，6月核心CPI放緩至4.8%，加息週期可望完結，美債息、美元料轉弱，對利率、強美元敏感的股份如地產、航空、資源及REITs等有利。此外，**內地於下半年料再加大刺激經濟的力度，再通脹、重振內需及復常等主題，仍有可為**。關注受惠於中港復甦的企業，如奢侈品、品牌零售、旅游及娛樂等內需股份。

- **中特估、AI概念及電動車仍跑贏**

「中特估」仍是貫穿今年的核心投資主題，可抵禦當前高息環境、地緣政治紛擾及內地經濟弱的復甦。至於AI，將是企業未來大力投資的方向，AI相關板塊仍是今季板塊輪動操作的主要對象。**中央已結束針對螞蟻的整改，總理李強高調撐平台經濟，相關股份最壞時刻已過，料資金重新部署。還有生科醫藥、電動車及綠色能源，續受惠於內地高質量經濟發展的方向。**

投資策略概覽

資產配置

• 傳統資產

美國加息週期近尾聲，美債息趨跌，國債及投資級別企業債料有不俗表現；上半年歐美股市表現佳，基於預期內地下半年的經濟增長加快及弱美元，資金流向料再利好中港股市。**在整體資產配置中，仍維持股債配置6:4比，股票則略偏重中港。隨著美元轉弱，有利黃金回穩，惟其避險需求減退，宜作適量配置，至於石油，可望受惠弱美元、減產及內地再復甦而反彈。**

• 另類資產

美國地區銀行危機淡化，第二季比特幣走勢回歸常態，升幅放緩，主要隨風險資產而上升，加上中東、亞洲市場正推動受規管的虛擬資產交易活動，比特幣的龍頭地位遂獲進一步鞏固，為新興資產帶來理想回報。**展望第三季，比特幣或現整固走勢，料與美國風險資產同步，投資者宜關注比特幣的成交量是否出現轉強跡象。**

投資策略概覽

總結

- **資金流向或有變、港股猶疑中再回升**

第二季資金流向不利中港，是預期之外。然而，美國利率走向明朗化，加息近尾聲，將是第三季的關鍵催化因素，加上中港估值相對吸引、中美關係見底回暖以及平台股復甦有望，都讓資金重新關注港股。內地經濟增長動力成疑，投資者猶疑，惟內地體制執行力始終具韌性，下半年將以貨幣、針對性的財政政策，再推動經濟增長，扭轉通縮預期及重建消費、投資的信心。今年以來恆指仍是負回報，惟我們並不悲觀，因為很多升市也是在疑慮中孕育出來。

- **波幅區間上移、波幅為18000-21600**

二季度恆指高低波幅為18000-20800，4、5月尋底，6月見底反彈。三季度開局穩，消息面偏正面，包括人民幣反彈、7月政治局經濟會議的撐經濟基調及後續政策、以及企業業績等，**預期恆指可延續回升態勢，波動區間上移，介乎18300-21600。市場逆風則來自地緣政治的角力加劇及企業季績差於預期。**個股方面，我們仍看好二季度推薦的中國平安(2318.HK)、中移動(941.HK)、騰訊(700.HK)及阿里巴巴(9988.HK)，新加入則有金山軟件(3888.HK)、紫金礦業(2899.HK)和百濟神州(6160.HK)。

2023年上半年主要市場表現

	變幅(%)	預測PE(倍)	預測股息率(%)
恒生指數	-4.4	9.5	3.8
恒生國企指數	-4.2	8.6	3.7
恒生科技指數	-5.3	26.2	0.8
MSCI新興市場指數	3.5	13.3	3.0
Nikkei 225指數	27.2	20.5	1.8
滬深300指數	-0.8	12.0	2.6
標準普爾500指數	15.9	20.4	1.6
納斯達克100指數	38.8	28.8	0.7
羅素2000指數	7.2	26.6	1.6
歐洲STOXX600指數	8.7	13.0	3.6

資料來源：Bloomberg; 截止2023年6月30日數據

上半年中港主要指數表現

指數	變幅(%)	指數	變幅(%)
恒生指數	-4.4	國企指數	-4.2
金融分類	1.8	上證指數	3.7
公用分類	-3.2	深證創指	-5.6
地產分類	-15.7		
工商分類	-6.7	資料來源：Bloomberg; 截止2023年6月30日數據	

- 今年年初在中國放開疫情管控，經濟復甦的強預期下，港股大幅走升，恆指首季漲3.1%。唯進入第二季，內地經濟復甦步伐放緩，內需、房地產市場均疲弱，中央亦未有出台大規模刺激政策，令投資者態度趨於審慎，恆指回落，上半年恆生指數累跌4.4%，跑輸歐美主要市場。
- 展望下半年，美聯儲加息週期即將接近尾聲，唯年內將維持高息率。而中港估值相對吸引、中美關係見底回暖以及平台股復甦有望，都讓資金重新關注港股。**內地復甦步伐遙預期，不過相信官方已意識到，下半年將以較寬鬆的貨幣政策、針對性的財政政策以及系列支持經濟措施，再推動經濟增長，扭轉通縮預期及重建消費、投資的信心。**

第三季度重點關注

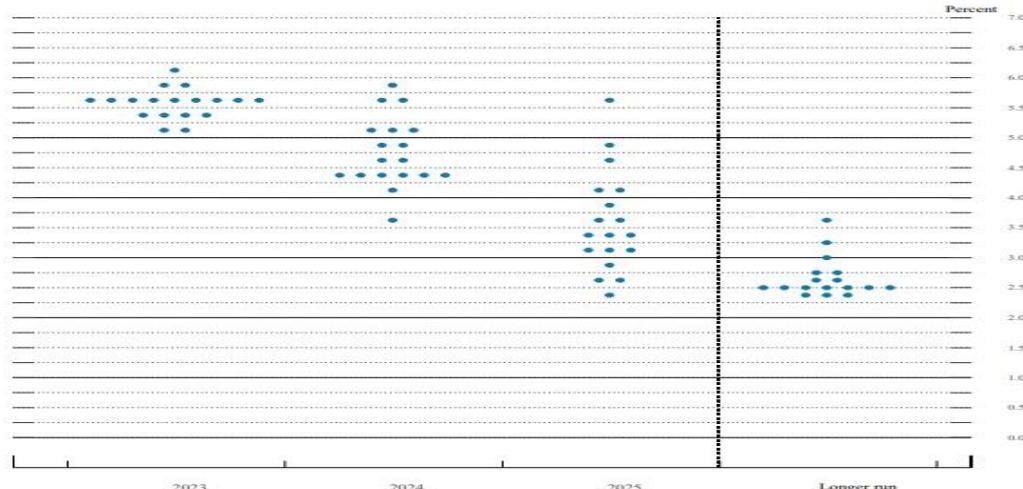
- 美國衰退延後，年內維持高利率
- 中國經濟復甦步伐放緩，憧憬政府推定向刺激措施
- 科網股能否受AI概念提振
- 中特估概念具防守力

美國衰退延後，年內維持高利率

經濟數據	實際值	預期值
美國6月失業率	3.6%	3.6%
美國6月ADP就業人數變動	增加49.7萬	增加22.5萬
美國6月ISM非製造業指數	53.9	51.0
美國6月ISM製造業指數	46	47.1
美國首季GDP修正值 (年增率)	2%	1.4%
美國6月消費者物價指數 (年增率)	3%	3.1%
美國6月核心消費者物價指數 (年增率)	4.8%	5%

- 儘管在加息週期下，美國製造業出現萎縮，科技行業出現裁員潮。但疫情期間超額儲蓄的釋放，支持消費需求；疫情後服務業市場的復甦，及部分年長人群退出勞動市場，帶來的就業缺口，支持失業率維持較低水平。
- 強韌的經濟數據，令市場憧憬美國經濟衰退延後至明年，「軟著陸」的機會亦上升，年內或繼續維持高利率。

➤ 美聯儲作鷹派表態，今年仍有加息空間



美聯儲6月議息會議點陣圖



截至2023年7月13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6月暫停加息，將聯邦基金利率維持在5.00%—5.25%的區間。這是該央行自去年3月以來首次暫停加息。
- 會議紀要顯示，幾乎所有官員都認為進一步加息合適，唯步伐將放緩。
- 點陣圖反應官員鷹派態度強烈，多數聯儲官員預期今年可加息兩次或以上。
- 聯儲局仍致力於實現2%的通脹目標，而強韌的經濟增長、消費支出和就業數據，令聯儲官員認為避免衰退的可能性上升。

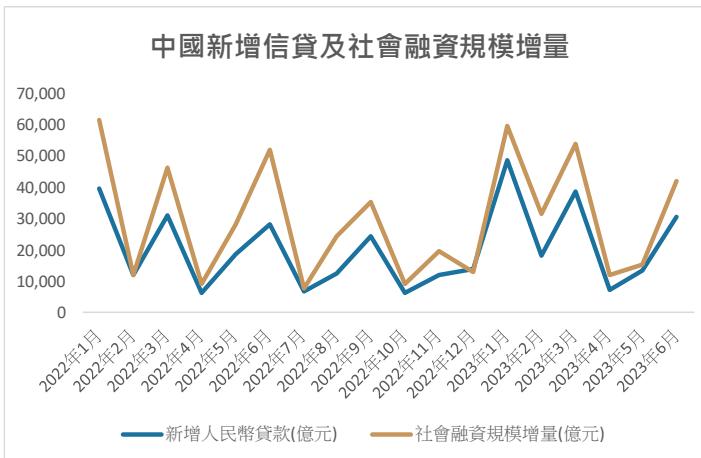
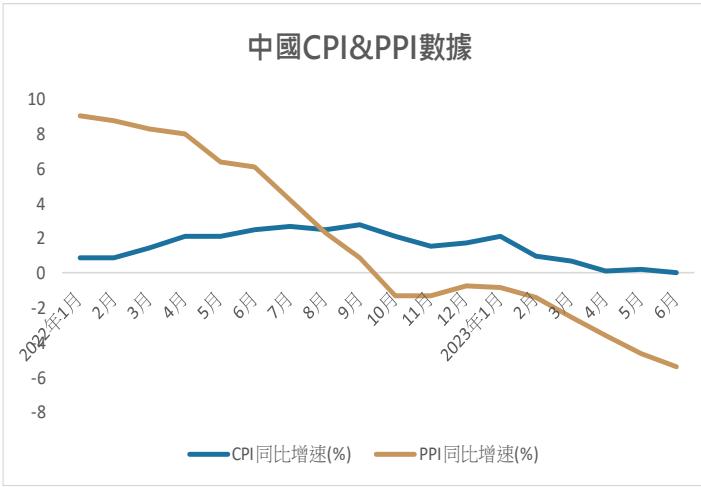
➤ 科技龍頭主導美股升勢



資料來源：Bloomberg; 截止2023年6月30日數據

- ChatGPT的出現，掀起生成式AI(AIGC)浪潮。**各大科技巨頭積極佈局AIGC，芯片巨頭英偉達憑藉在高端AI芯片領域的領先優勢，季度收入大超預期，股價扶搖直上，突破萬億美元市值。費城半導體上半年亦錄得46%漲幅。
- 微軟、谷歌、Meta等科技巨頭擁有海量資源和算力，天然地在AI浪潮中處於有利位置。**而加息週期延長，不利於中小型科技企業融資，但對擁有穩定現金流的科技巨頭，影響較少。**大量資金集體流入科技巨頭，助推了納指升勢。**

中國經濟復甦步伐放緩，憧憬政府推定向刺激措施



資料來源：國家統計局，英皇證券研究部整理

經過首季疫後短暫反彈後，4、5月零售消費端增長動力放緩，CPI及PPI表現遜預期。反映復甦動力不足，居民消費意願較低迷。

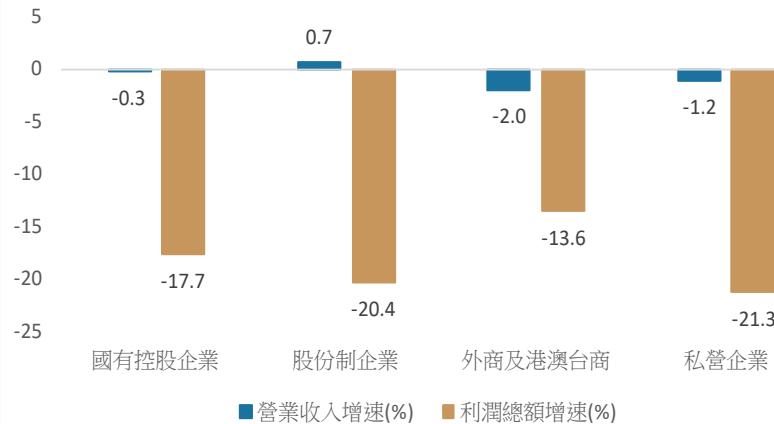
居民購房需求依舊疲弱，二季度房地產開發投資下滑，拖累實體經濟的恢復。6月信貸需求勝預期，唯經濟動能仍不樂觀。市場憧憬一攬子政策措施，以帶動信心。

➤ 企業工業利潤恢復受需求限制

全國規模以上工業企業收入及利潤增速



2023年1-5月各類型企業經營表現



截至2023年5月

資料來源：國家統計局、英皇證券研究部整理

- 全國規模以上企業工業利潤降幅連續3個月收窄，不過仍受需求不足限制，私營企業的壓力較大。
- 國務院總理李強7月初召開經濟形勢專家座談會，指出要圍繞穩增長、穩就業、防風險等，**抓緊實施一批針對性、組合性、協同性強的政策措施**。
- 市場觀望7月底政治局經濟工作會議後，是否出台更加詳盡全面的支持性政策；8月即將迎來的密集財報季，大型企業盈利情況同樣受關注。

科網股能否受AI概念提振

➤ 本港上市大型平台股ATMBJ走勢分歧，估值具提升空間

股份名稱	上半年股價變幅	預期市盈率
騰訊(700.HK)	上升5.3%	20.3
阿里巴巴(9988.HK)	下跌5.9%	11.1
京東集團(9618.HK)	下跌39.2%	12.3
美團(3690.HK)	下跌30%	38.0
百度集團(9888.HK)	上升18.9%	15.3

資料來源：Bloomberg，英皇證券研究部整理，截至6月30日

股價上漲潛在催化因素：

- 螞蟻集團大額罰單落地，監管方宣佈平台企業金融服務監管轉向常態化；
- 內地刺激經濟措施推出，宏觀經濟預期好轉；
- 中美進一步釋放關係好轉信號；
- 內地科技巨頭生成式AI應用落地

- 上半年恆生科技指數下跌約5%，大幅跑輸納指。十大成分股中，除了理想汽車(2015.HK)受惠交付數據大增，百度(9888.HK)得益AI浪潮上漲，網易(9999.HK)受惠新遊戲推出而上漲，其他大多表現不佳，與宏觀經濟關聯較大的平台經濟股明顯跑輸。
- 大型科技平台在上半年均進行結構調整和成本優化措施，股價經過調整後，估值已很低廉，相較美股同業更具上漲空間。

➤ 內地大型科技企業加速生成式AI佈局

企業	生成式AI佈局
百度(9888.HK)	發佈大模型「文心一言」，擬將百度內部業務均接入
阿里巴巴(9988.HK)	推出大型言語模型「通義千問」及AI繪畫應用「通義萬相」
騰訊(700.HK)	發佈面向B端客戶的騰訊雲 MaaS (Model-as-a-service，模型即服務) 服務解決方案
京東(9618.HK)	擬發佈「言犀」大模型，將面向多模態，深入零售、物流、工業等產業場景
美團(3690.HK)	收購原美團聯合創始人創立的大模型創業公司光年之外
華為	發佈盤古大模型3.0，面向B端，致力於「行業重塑」

- 工信部中國電子技術標準化研究院授予360、百度、華為、阿里巴巴等企業「國家人工智能標準化總體組大模型專題組」組長單位頭銜，並宣示積極推動大模型國家標準體系建設，助力大模型產業發展。
- 目前AI技術處於弱人工智能向強人工智能轉型的關鍵時期，生成式AI(AIGC)為AI技術的落地和商業化提供了新思路，有利於AI技術在各行業滲透率的提升。未來一段時間，AI概念將成為投資重要主題。
- 重點關注：百度(9888.HK)、阿里巴巴(9988.HK)、騰訊(700.HK)、商湯(20.HK)、金山軟件(3888.HK)

「中特估」概念具防守力

- 「中特估」概念全稱「中國特色估值體系」，由內地證監會主席易會滿去年11月提出：「探索建立具有中國特色的估值體系，促進市場資源配置功能更好發揮」。具體而言，主要指具高股息、低估值概念的央企、國企龍頭。
- 今年上半年，尤其是3月以來，在消費、科技等版塊開始回調時，中特估概念持續跑贏。其穩定的業務及現金流情況，有利於股價在市況波動時，保持防守力。

細分板塊	相關個股
電訊	中國移動(941.HK)、中國聯通(762.HK)、中國電信(728.HK)
能源	中石油(857.HK)、中海油(883.HK)、中石化(386.HK)
電力	華潤電力(836.HK)、華電國際電力股份(1071.HK)、大唐發電(991.HK)
基建	中國中鐵 (390.HK)、中國交通建設(1800.HK)、中國鐵建(1186.HK)、中國中車(1766.HK)

近期中特估概念跟隨大市調整，可趁低佈局。在歐美加息週期未完的情況下，估值低、高派息的央、國企股份，擁有較高的安全邊際，下半年仍值得關注。

其他資產配置

- 債券
- 黃金
- 原油
- 地產
- 新興資產

債券

美國就業數據強韌，通脹仍高企，市場預期高利率或持續，不過加息空間有限。由於緊縮信貸環境不利於企業經營，部分資金開始由股市流入債市。建議部署中短期的美元公債，分階段佈局優質投資等級債券。



截至2023年7月13日

資料來源：BofA Merrill Lynch · MacroMicro

黃金

雖然美聯儲7月加息的可能性上升，但製造業PMI萎縮提升潛在衰退風險。美元走弱，為金價企穩帶來支持。

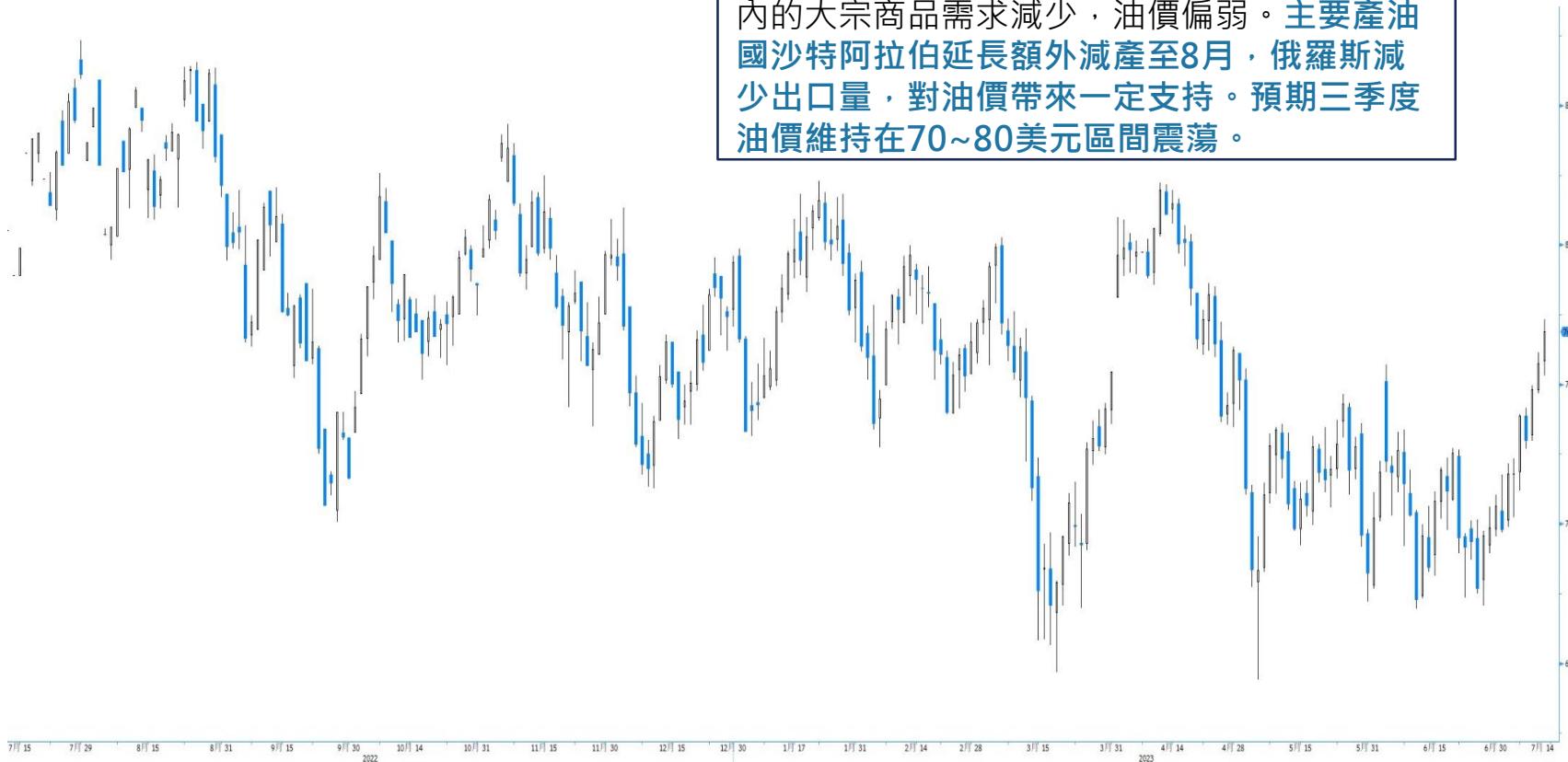


國際金價走勢，截至2023年7月13日

資料來源：Bloomberg

原油

中國經濟復甦步伐弱於市場預期，包括原油在內的大宗商品需求減少，油價偏弱。主要產油國沙特阿拉伯延長額外減產至8月，俄羅斯減少出口量，對油價帶來一定支持。預期三季度油價維持在70~80美元區間震蕩。



原油價格走勢，截至2023年7月13日

資料來源：Bloomberg

地產

矽谷銀行危機迅速平息，同時美國經濟較預期強韌，延緩了衰退的預期，甚至可能實現軟著陸。**三季度在美股已處高位，成長型股的走勢尤其強勁，信貸緊縮情況下有回調壓力。而防禦性強的REITs具吸引力，可分散配置。**

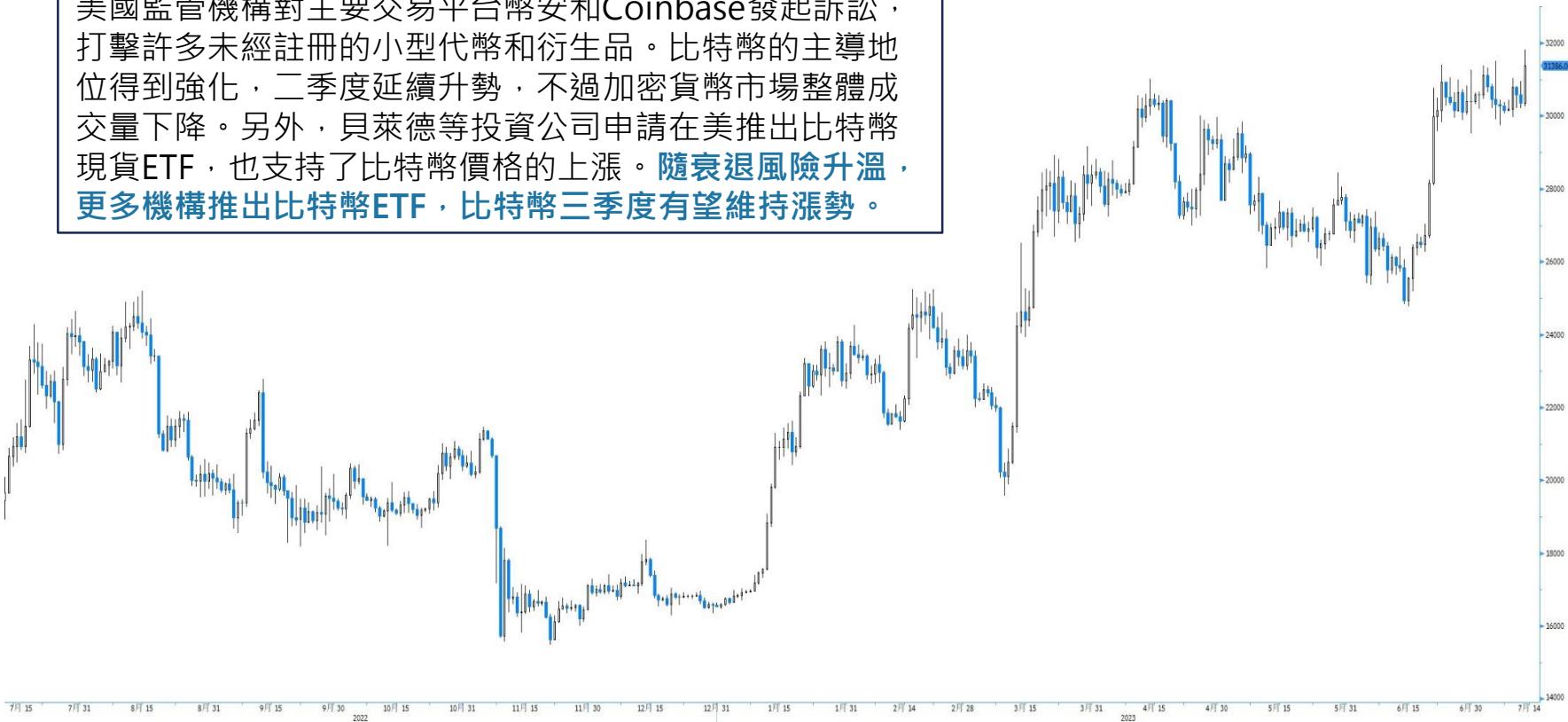


MSCI US REIT 指數走勢 · 截至2023年7月13日

資料來源 : Bloomberg

新興資產

美國監管機構對主要交易平台幣安和Coinbase發起訴訟，打擊許多未經註冊的小型代幣和衍生品。比特幣的主導地位得到強化，二季度延續升勢，不過加密貨幣市場整體成交量下降。另外，貝萊德等投資公司申請在美推出比特幣現貨ETF，也支持了比特幣價格的上漲。**隨衰退風險升溫，更多機構推出比特幣ETF，比特幣三季度有望維持漲勢。**



比特幣價格走勢，截至2023年7月13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

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。