

英皇證券第四季度 投資策略

美債息高企加劇避險意識，恆指先試底後反彈



投資策略概覽

宏觀格局

- 美債息16年高、美匯趨強，市場避險意識濃

自美聯儲9月發出偏鷹的政策訊號，美長債息急升，升至16年高位，美元同步向上，美匯指數指向107，兌日圓更曾高見150，這是金融市場趨向動盪不安的訊號。美債息的表現，反映債券投資者最擔心通脹難以短期回落至2%，甚至時有反彈，這導致高利率需維持更久、落實減息的願景也更難。**第四季的宏觀環境具挑戰性，美聯儲11月或再加息、國際油價高位反覆及通脹趨勢難測，都是影響長債息的關鍵因素，預期債息逆風將令投資情緒偏向更保守。**

- 內地政策組合拳落實、候發揮提振效用

內地第三季經濟加速放緩，中央推出政策組合拳，包括推動消費、鬆綁樓市、活躍資本市場、撐平台民營經濟及降準減息等，這些政策預期將起穩定經濟的效用，國務院、世銀等都評估內地經濟今年可達目標增長的5%，而最新的經濟數據如PMI、進出口及零售等也指向有序、溫和的復甦。當前，內房銷售表現是反映政策效用的重要指標，**若內房四季度銷售回穩及止跌，市場信心就有望回歸。**

投資策略概覽

投資邏輯

- 高股息率、穩定現金流及清晰盈利能見度

第四季，市場隱現持續高企的利率、通脹反覆等情景，分析員料轉而憂慮企業盈利增長，對高槓桿、高估值的股份不利。相反，**目前無風險利率已高達4.5%，投資者將要求更高股息率如8-9%作補償，而行業前景穩定，現金流充沛及盈利能更見度清晰的股份，才會受到青睞，而這個投資邏輯最能經得起當前股、債雙殺的形勢。**

- 中特估、經濟再增長及高端制造

港股年內弱勢，惟獨「中特估」概念仍可保持強韌，無論盈利表現、派息政策及回購動作，都符合預期，當中電訊、石油等板塊尤其突出。內地經濟於四季度或再呈增長動力，平台經濟股仍是主要受惠者；至於AI、高端制造，雖然熱度稍降，但仍是未來最重心的投資主題。其他板塊輪動的題材，包括電動車消費及出口動力再現、半導體行業復甦及技術突破、生物醫藥的研發進展及商業化消息、以至品牌消費及原材料的週期性復甦等，都可以關注。

投資策略概覽

資產配置

• 傳統資產

今年宏觀經濟發展不及預期，美國經濟衰退似有還無，油價反彈通脹頑固，美債息不跌反趨升，債市受壓。市場憂慮持續高息，企業違約風險升。然而，債價跌勢過急，國債及投資級別優質別企業債料有反彈；第三季，環球股市普跌，拋售潮仍持續。至於商品、石油及黃金等，同樣受制於高利率及強美元，表現料偏弱。**預期在傳統資產的配置上，投資者心態更為保守，也要求比以往更高的風險溢價，預期國際金融、美國大型科技股及優質企業債較可取。**

• 另類資產

比特幣第三季跟隨風險資調整而回落，反映比特幣作為一種資產類別，在高利率、強美元底下，並無特別的避險功能，反而年初美國地區銀行流動性危機時，強勢畢呈，其金融危機的替代作用反更為突出，值得存記。虛擬資產正陷入低潮，相關的欺詐活動及知名交易所倒閉事件，仍有待市場消化。然而，**比特幣作為可投資資產的類別，看來已經被確立，預期價格仍處低波幅區間運行之中。**

投資策略概覽

總結

- 資金流向仍不利、依賴政策推動技術回升

第三季資金流向仍不利中港，外資持續低配及釋出偏淡評論，港股受壓，回升動力不足。論基本面，恆指估值處近歷史低位，盈利呈疫後復甦，應有吸引力，惟礙於利率急升過度、中美角力白熱化及中港經濟競爭力受質疑，歐美資金有遠離非西方陣營的傾向。不過形勢也非絕對，中美正調整政策，關係有望止跌回穩，「習拜會」在醞釀中，而10月底中央政治局會議、香港特首的施政報告，或有利好政策出台，有望鞏固市場信心及推動技術性回升。

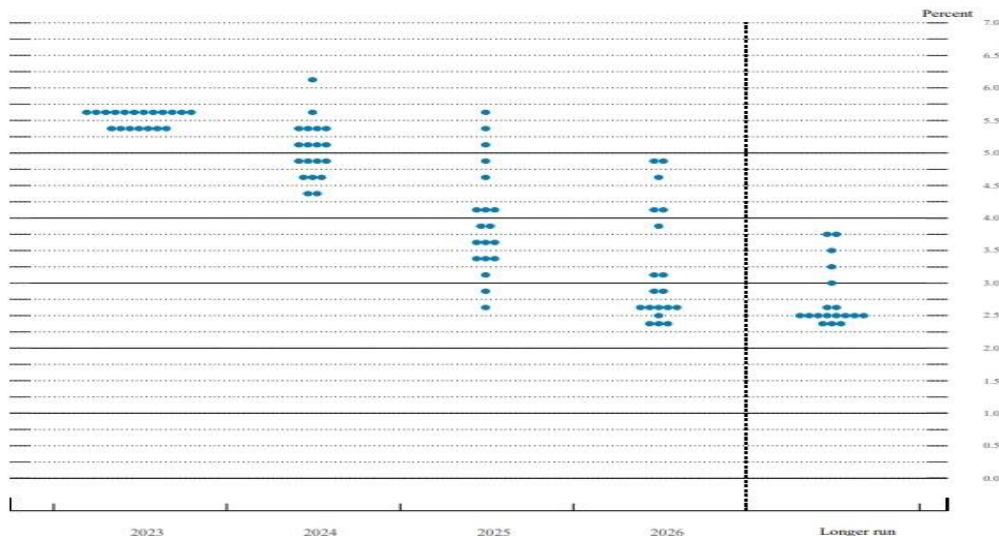
- 恆指先試底後反彈、年底或上望19800

三季度恆指表現讓人失望，欠缺信心的股市正不斷創年內新低。在淡友主導下，四季度初將先試今年真正底部所在，其後在內地經濟回復動力、美聯儲利率路徑明朗及政策強預期的助力下料可快速回升，季內區間介乎16500-19800。市場逆風主要源於債息向上之勢未止。個股方面，我們看好中移動(941.HK)、神華(1088.HK)等中特估高息股；平台經濟及遊戲巨頭騰訊(700.HK)、受惠高息的國際銀行匯控(5.HK)、新能源汽車龍頭比亞迪(1211.HK)。

第四季度重點關注

- 通脹居高不下，美聯儲暗示高利率持續
- 中美互動惹懂憬，關係或有緩和
- 內房政策調控優化效果逐漸顯現，關注內房化債進展
- 中國經濟有企穩跡象，留意見底反彈機會
- 關注板塊：平台經濟股、新能源車股、上游資源股

通脹居高不下，美聯儲暗示高利率持續



美聯儲9月議息會議點陣圖

隱含隔夜利率及升息/降息數目

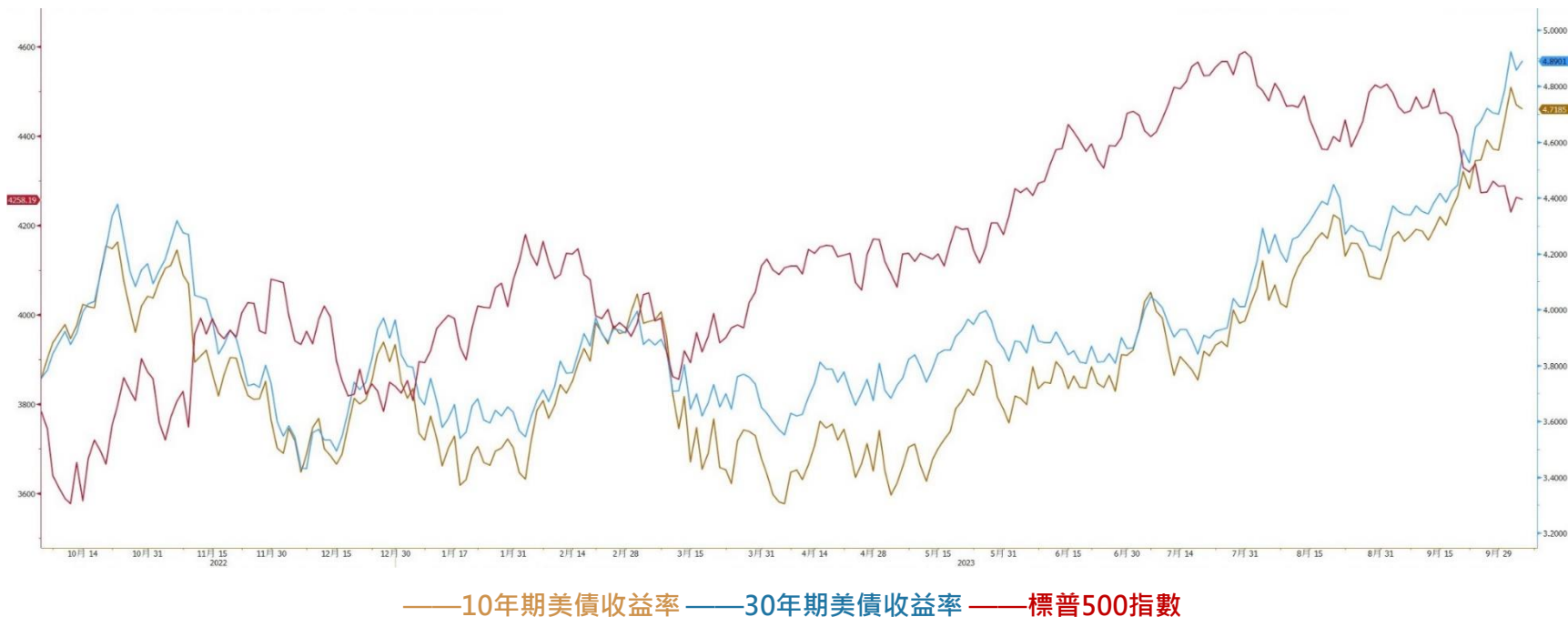


截至2023年10月6日利率市場預期 左軸：預期利率 右軸：加息次數

資料來源：美聯儲FOMC · Bloomberg

- 美聯儲9月暫停加息，將聯邦基金利率維持在5.25%—5.5%的區間。這是自2022年3月開始加息以來，第二次暫緩加息。
- 利率點陣圖顯示今年剩下的兩次會議中，仍有升息 1 次的可能性。有 12 位委員支持 2023 年的利率應上升至 5.50% ~ 5.75%。
- 聯儲局主席鮑威爾在議息後記者會上，維持貨幣政策的鷹派立場，並上調對經濟增長和勞動市場的預期。
- 鑒於通脹仍高於長期目標，聯儲官員預期明年仍將維持較高利率。市場擔憂長期中性利率的抬升，將對資產定價帶來重大影響。

➤ 美長債息率達16年高位，股市見壓力



資料來源：Bloomberg; 截止2023年10月5日數據

- 雖然9月美聯儲維持利率不變，但點陣圖反映官員預期今年會再加息一次，令憧憬加息週期完結的市場感到失望。
- 惠譽及標普調降美國主權債務評級，穆迪亦警告若美國財政壓力進一步加大，會導致評級負面。美債沽壓沉重，增長型科技股亦見較大壓力。
- 一旦企業財報反映，AI未必能如預期般對企業盈利帶來強勁增長動力，美股或有進一步調整壓力。

中美互動惹憧憬，關係或有緩和

6月18日至19日，
美國國務卿安東尼·
布林肯首次訪問中
國

8月27日到30日，
美國商務部長雷蒙
多訪問中國，為七
年來首位訪華的美
國商務部長

9月22日，中美成
立經濟領域工作小
組，為2018年貿易
戰以來首次恢復定
期經濟對話

7月6日至9日，美
國財長耶倫訪華

8月21日，美國商
務部公告，將27個
中國實體從「未經
核實清單」(UVL)
中刪除

- 近期多位美國官員訪華，為去年11月峇里島會晤以來最頻繁，美方強調並不尋求與中國脫鉤。同時亦傳出中美正安排中國國務院副總理何立峰訪美。
- 近期的互動為11月APEC的「習拜會」做鋪墊，若美中關係出現階段性改善，將為估值低迷的中港股市帶來反彈動力。

內房政策調控優化效果緩慢顯現

時間	政策內容
7月24日	中央政治局會議明確，適時調整優化房地產政策，因城施策用好政策工具箱。
8月25日	住建部、中國人民銀行、國家金管總局發佈通知，明確「認房不認貸」政策。
8月30日	廣州、深圳先後宣佈執行「認房不認貸」，其後上海、北京也宣佈執行。
8月31日	中國人民銀行、國家金管總局發佈通知，首套、二套住房商業性個人住房貸款最低首付款比例統一為不低於20%、30%。同時，降低存量首套住房貸款利率。
9月20日	廣州取消黃埔、番禺、花都3區，以及白雲區部分地區的住房限購，增值稅則「五改二」，非本市戶籍居民在限購區買樓的條件也有降低。

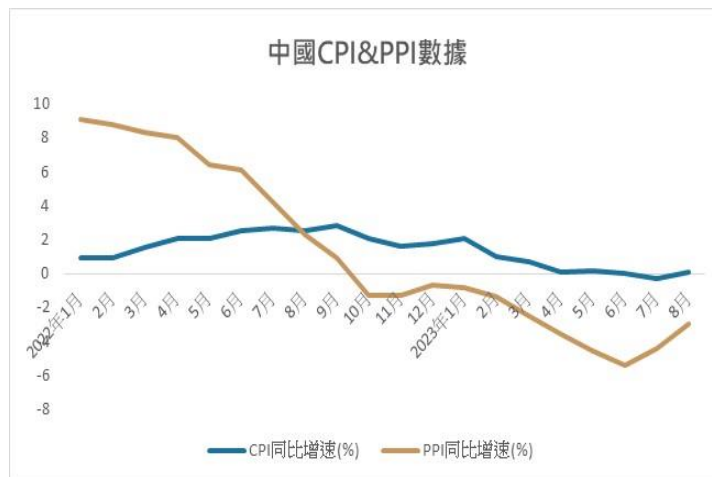
- 隨中央政治局明確，房地產市場供需關係已發生重大變化，多部門密集發文，調整樓市調控政策。南京、蘇州、濟南、青島、沈陽、大連等二線城市都宣布取消限購，一線城市廣州也調整了住房限購區域。
- 內房政策調控優化效果正在逐漸顯現，唯在經濟恢復弱於預期情況下，市民投資情緒仍審慎。據中指研究院數據，9月樓市成交量整體同環比均下降，同比降41.25%，環比降4.62%，其中一線城市環比小幅回升，低線城市跌幅擴大。

關注內房化債進展

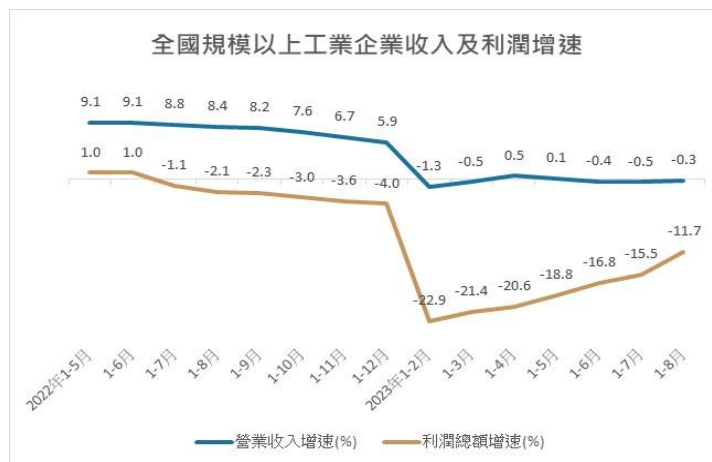
房企名稱	化債進展
碧桂園(2007.HK)	通過9隻境內債券展期，傳洽聘財務顧問公司重組境外債。
融創中國(1918.HK)	境外債重組方案獲通過，另外如期完成兌付10筆境內債。
遠洋集團(3377.HK)	將對境外債務進行全面重組，並聘請華利安諾基（中國）有限公司擔任財務顧問；完成境內債“18遠洋01”成功展期。
恆大(3333.HK)	取消原定9月25日舉行的境外債務重組會議，並聲稱因子公司受立案調查無法滿足新票據發行資格。

- 自去年8月龍光(3380.HK)復牌以來，包含旭輝(884.HK)、融創、奧園(3883.HK)、世茂(813.HK)在內已有10家內房企業成功實現復牌，復牌當日平均跌幅逾五成。
- 隨政策工具落地，內房市場逐漸恢復流動性，債權人對出險房企的償付期望也開始趨於合理，房企進入債務重組階段，如能達成合適方案，有望實現持續經營，對市場築底帶來積極作用。

中國經濟有企穩跡象，唯外資取態悲觀

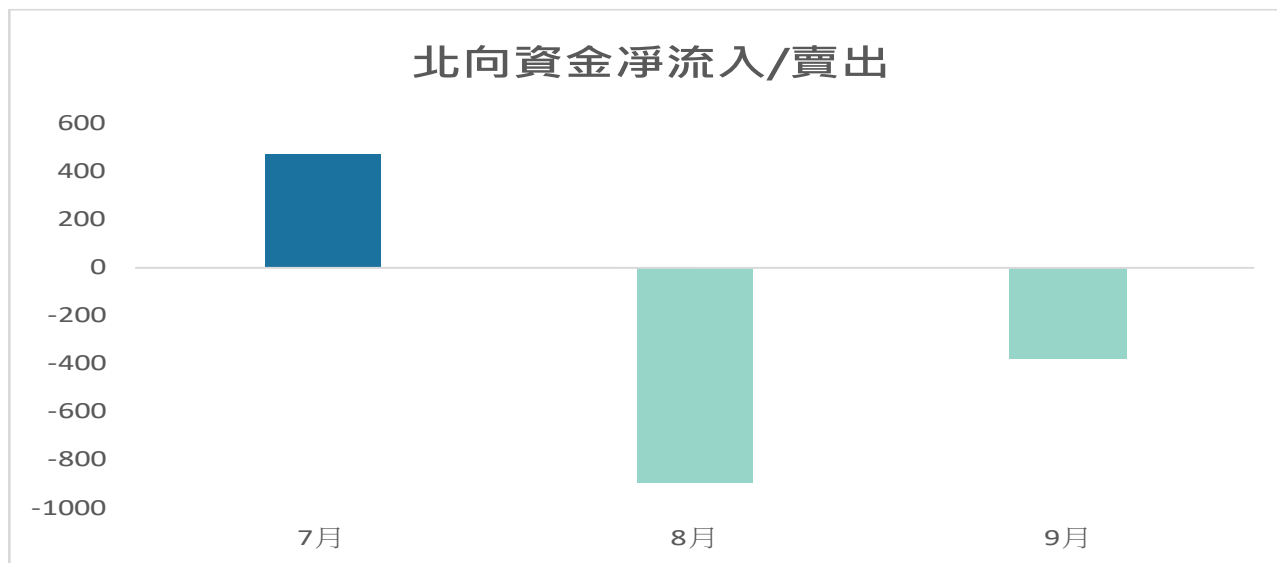


8月內地消費端有穩步修復跡象。除餐飲消費維持12.4%的高增長，商品銷售也受促消費及地產鬆綁政策利好帶動。CPI似乎已觸底反彈。



8月政策性降息落地，信貸、社融數據有超預期增長。8月規模以上企業工業利潤轉正，部分行業如重工業和冶煉等行業的虧損改善。

➤ 刺激政策步伐較預期緩慢，留意見底反彈機會



截至2023年9月

資料來源：Choice數據，英皇證券研究部整理

- 7月底中央政治局會議對房地產的定調產生變化，同時強調活躍資本市場，一度令外資憧憬內地推出刺激政策救市。唯其後碧桂園違約，及內地緩慢的政策落實，令市場擔憂經濟短期內難以復蘇。
- 8月北向資金淨流出近900億元人民幣，創下歷史新高。美聯儲的鷹派立場，帶動美元走強，令外資對中國股票的配置興趣減弱。
- 目前悲觀情緒已屆頂點，中港股市估值處歷史低位，政策效果正在顯現，當第四季經濟數據證實經濟好轉，資金或重新部署中國。

關注板塊 – 平台經濟股

股份名稱	年初至今股價變幅	預期市盈率
騰訊(700.HK)	下跌4.8%	18.1
阿里巴巴(9988.HK)	下跌5.7%	9.1
美團(3690.HK)	下跌39.4%	29.1
百度集團(9888.HK)	上升11.9%	13.2

資料來源：Bloomberg，英皇證券研究部整理，截至10月5日

- 受宏觀經濟影響，平台經濟股今年以來表現疲軟，拖累大市表現。
- 就二季度而言，騰訊、阿里巴巴、美團、百度業績表現均勝預期。在受惠經濟復蘇的同時，亦兼具熱門AI概念。若中美關係好轉，這類股份的價值將重新顯現。
- 目前僅騰訊、阿里巴巴、美團在恆生指數內佔比已超過22%，若4季度大市見底，平台經濟股的反彈動力不容小覷。

關注板塊 – 新能源車股

股份名稱	年初至今股價變幅	預期市盈率
比亞迪(1211.HK)	上升21.4%	24.5
小鵬汽車(9868.HK)	上升82.5%	N/A
理想汽車(2015.HK)	上升76.3%	43.4
蔚來汽車(9866.HK)	下跌13.2%	N/A
零跑汽車(9863.HK)	上升23%	N/A

股價利好因素：

- 政策利好支持
- 「金九銀十」效應顯現，9月1-24日，乘用車市場零售125.6萬輛，同比去年同期增長13%，較上月同期增長6%
- 汽車出口持續增長，8月乘用車出口按年增31%至33萬輛，首8個月累增72%至232萬輛

資料來源：Bloomberg，乘聯會，英皇證券研究部整理，截至10月5日

- 內地發改委在7月底發佈「促消費」20條措施，涵蓋內需與服務性消費、推動汽車消費、改善性住宅需求、帶薪休假等多個層面。
- 新能源車作為大宗消費品被重點關注，支持措施包括延續新能源汽車購置稅減免、提前建設汽車充電基礎設施、降低新能源車用電成本等，以及不准新增限購政策。

新能源車股股價經過第三季度的回調整固，估值具吸引力。另外，受新車型推出及營銷策略調整影響，料4季度銷情向好，可部署領先廠商。

關注板塊 - 上游資源股



— 中國財新製造業PMI — 中國官方製造業PMI

- 內地9月製造業採購經理指數(PMI)為50.2，重返擴張區間，亦是連續4個月上升。財新製造業PMI略回落，仍處於擴張區間。
- 整體而言，經濟生產具向好回升勢頭，若4季度數據進一步支持，資金更多押注內地復甦潛力，而非強美元壓力。

建議可關注直接反映製造業復蘇的上游資源板塊，尤其是股息回報高的股份，攻守兼備。

股份名稱	年初至今股價變幅	股息率
中石油(857.HK)	上升66.5%	8.5%
中海油(883.HK)	上升46.2%	10.2%
中國神華(1088.HK)	上升20.5%	11.4%
兗礦能源(1171.HK)	上升11.1%	22.2%
紫金礦業(2899.HK)	上升8.8%	2.0%

資料來源：Bloomberg · 英皇證券研究部整理

其他資產配置

- 債券
- 黃金
- 原油
- 地產
- 新興資產

債券

美聯儲官員暗示高利率環境或持續更長時間，而政府財政支出規模長期居高不下，面臨停擺風險。美國長債息率躍升至16年高位，高收益美元債面臨一定調整壓力。



截至2023年10月5日

資料來源：BofA Merrill Lynch · MacroMicro

黃金

美國就業數據強韌，9月製造業PMI回升，加上聯儲鷹派表態，令市場擔憂利率將在更長的時間內維持高位，甚至有機會再走升。美元強勢，拖累金價9月出現大跌，若美元進一步走強，金價或跌破1800關口。

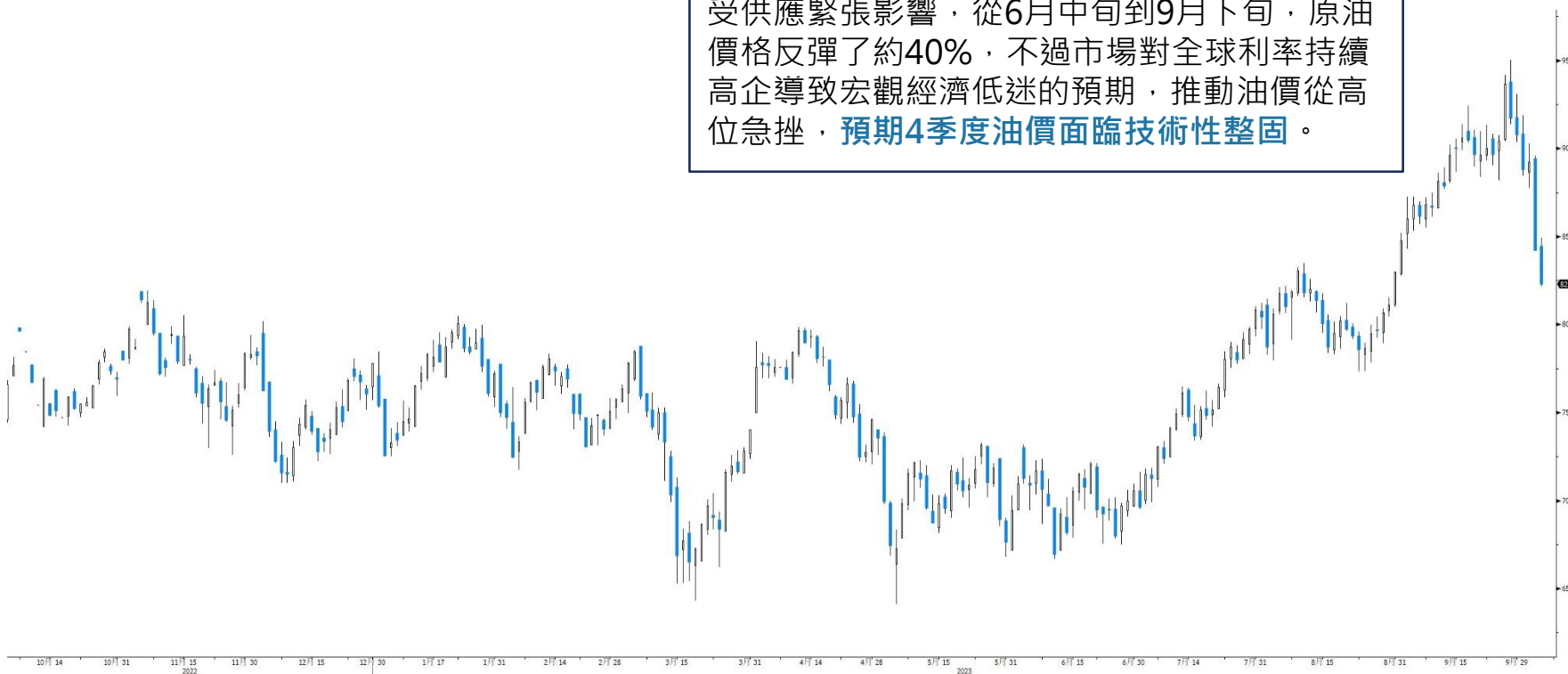


國際金價走勢，截至2023年10月5日

資料來源：Bloomberg

原油

受供應緊張影響，從6月中旬到9月下旬，原油價格反彈了約40%，不過市場對全球利率持續高企導致宏觀經濟低迷的預期，推動油價從高位急挫，**預期4季度油價面臨技術性整固**。



原油價格走勢，截至2023年10月5日

資料來源：Bloomberg

地產

受美聯儲鷹派表態導致利率市場預期調整影響，9月中REITs價格大幅走低，不過第二財季美國REITs的財報多數優於市場預期。一旦加息不確定因素解除，有望帶動REITs漲勢，可留意在低位佈局機會。



MSCI US REIT 指數走勢，截至2023年10月5日

資料來源：Bloomberg

新興資產

美聯儲7月再次加息及9月的鷹派暗示，或阻礙市場的風險偏好，也對加密貨幣的上漲帶來壓力。不過10月初始流入比特幣的資金增加，因10月過往通常為比特幣表現最好的月份。市場繼續關注比特幣現貨ETF的審批進展，若獲批將推升比特幣的需求，成為繼續上漲的催化劑。



比特幣價格走勢，截至2023年10月5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。