



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

# 英皇證券2024年 投資策略

# 中國內需有望溫和復甦 恆指料先低後高



# 投資策略概覽

## 宏觀格局

- **通脹回落、美國有望軟著陸**

2023年，出乎市場預料，美國沒有陷入衰退，經濟表現遠超市場預期。高利率環境下，通脹整體回落，而勞動力市場仍強韌。聯儲官員已暗示將著手部署減息，以實現軟著陸。唯消費者能否持續支出，以及商業地產困局對小型銀行的衝擊，仍為軟著陸能否成功埋下風險。歐洲經濟仍陷低迷，料隨貨幣緊縮政策見頂，經濟有望在下半年開始回暖。

- **中國加大政策刺激力度、內需有望溫和復甦**

內地去年GDP增長5.2%，高於官方設定的5%目標，其中房地產投資持續下行，導致居民的消費信心不足，而未有出現市場預期的報復性消費。不過，隨更多支持政策的發佈，尤其是四季度增發特別國債，料今年經濟將在政策支持下溫和復甦。居民消費信心也會隨行業商務活動擴張，而有所恢復。

# 投資策略概覽

## 投資邏輯

- 過去一年，雖然面臨緊縮週期，除中國以外的多數市場仍有正面回報，尤其美股在強韌經濟數據以及AI熱潮的支持下，漲勢強勁。標普500指數全年漲24%，納指飆升43%，創下2020年以來最佳表現。中國受困於內房債務問題，以及結構性改革，未有如預期在疫後出現報復性復甦，令市場希望落空，資金轉向其他新興市場。日本則有望走出長年的通縮，重新吸引大量資金流入。
- 恆指連跌四年，為史上首次。一方面受內房債務及內地經濟復甦緩慢影響，另一方面也受地緣政治風險困擾。當下估值已處歷史低位，若今年內地在政策支持下，經濟復甦動能轉強，加上美國減息，料可帶動估值修復。**平台經濟、醫療股、低估值的內需股以及受惠經濟築底的資源能源股等都是可關注的標的。**
- 恆指先低後高、全年有機會上試21000**  
外圍息率見頂，唯中東地緣政治風險升溫，或令美國通脹有所反覆，美聯儲或至下半年才會開始減息。內地逐步加大政策支持力度，唯地產銷售回暖需時，**預期首季港股走勢反覆，料在15000至17000徘徊，二、三季度逐步向好，年內有機會上試21000點。**

# 投資策略概覽

## 資產配置

- 傳統資產

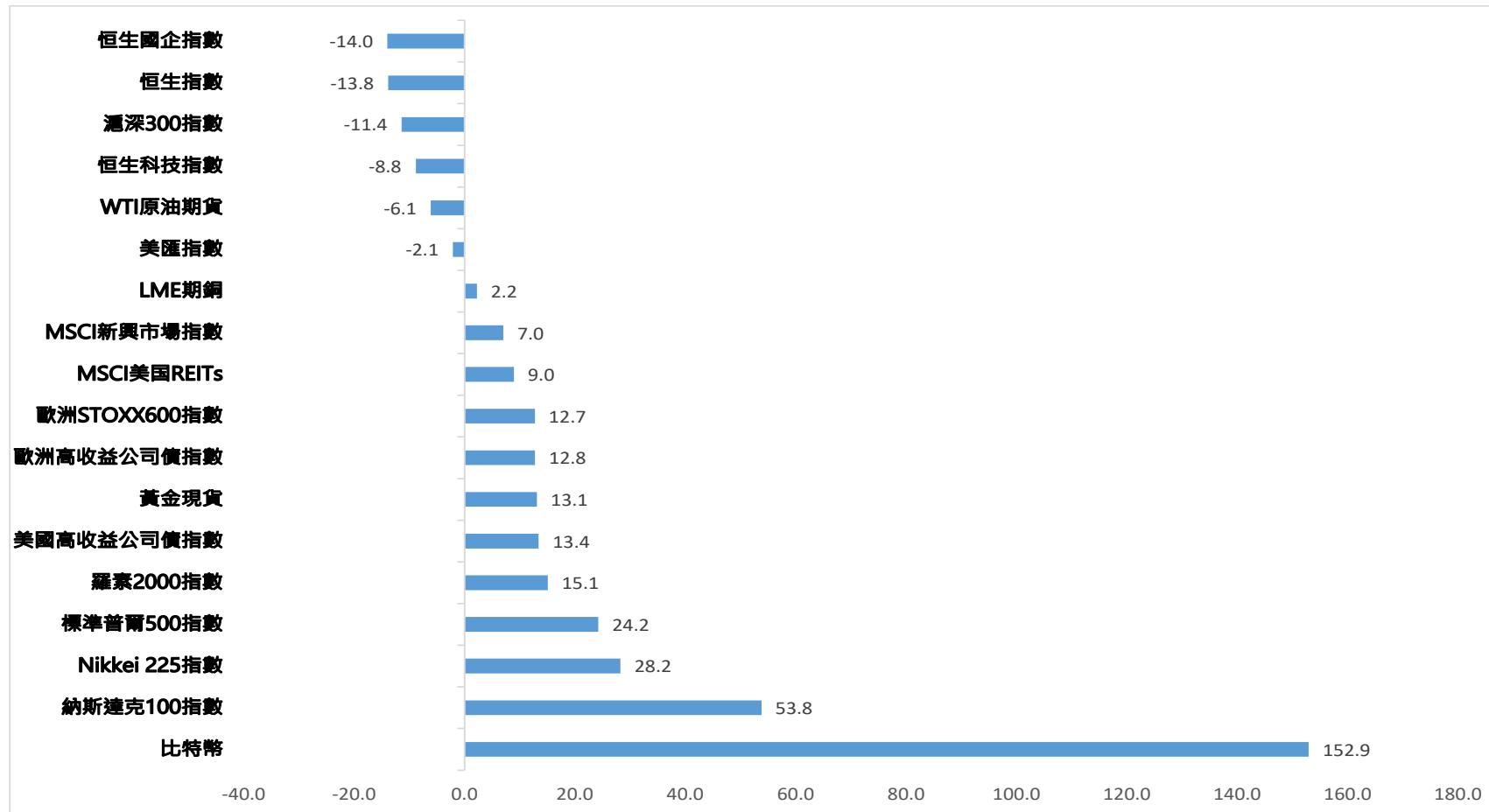
市場憧憬美國經濟軟著陸，可採取「股債平衡」的策略。區域配置而言，聯儲局減息通常對新興市場表現有利，可關注印度及中港股市。人工智能作為新一輪技術和產業變革的重要驅動力，料仍會是2024年投資的一大主線。2024年是大選年，催生避險需求，**黃金料表現較好。**  
**油價受中東地緣政治風險升溫支持，料難回落。**

## 另類資產

另類資產包括Pre-IPO投資專項、虛擬貨幣等。去年虛擬貨幣在比特幣現貨ETF獲批的推動下，大幅上漲，預期今年在資金流入的情況下，漲勢加劇，但波動性也會進一步增加。

# 2023年環球資產表現回顧

單位：百分比(%)

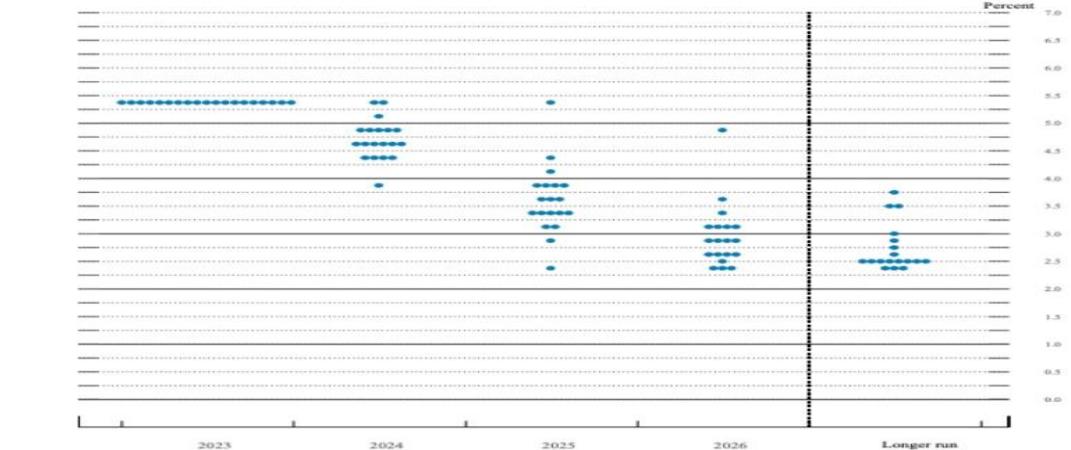


資料來源：Bloomberg; 截止2023年12月29日數據

# 2024年重點關注

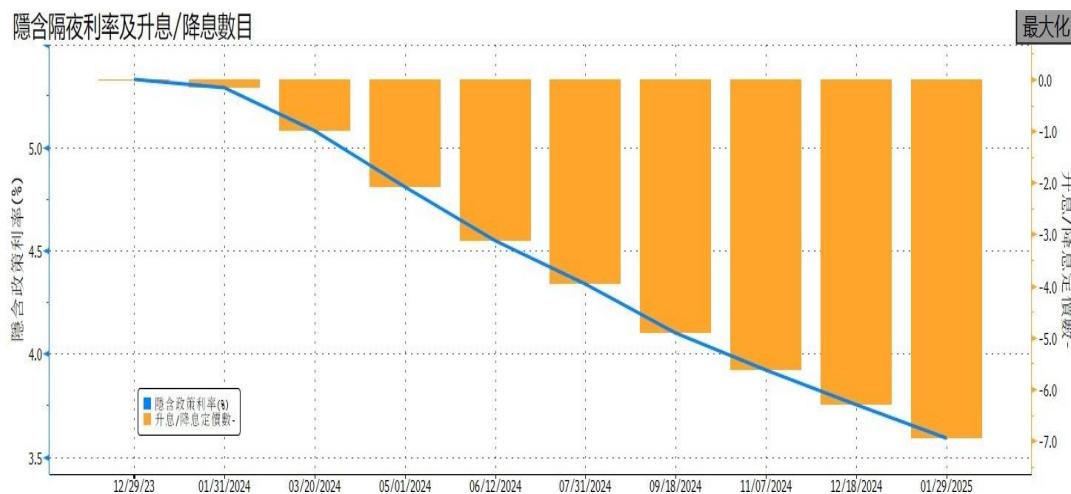
- 美聯儲轉鴿，或在年中開始降息
- 超級大選年，政治因素考驗市場
- 內地實施積極財政貨幣政策，料有降準降息空間
- 內房支持政策持續優化，唯地產回暖需時
- 內需料溫和復甦，關注消費結構性亮點
  
- 關注旅遊概念、平台經濟、AI應用股、資源能源股

# 美聯儲轉鴿，或在年中開始降息



美聯儲12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12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：Bloomberg

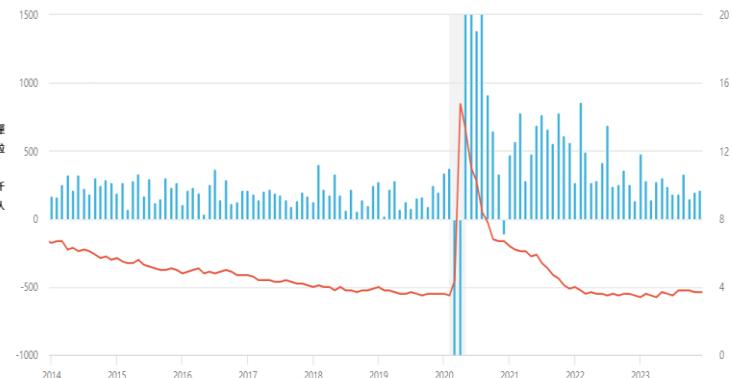
- 美聯儲12月議息會議如期暫停加息，維持息率在5.25%~5.50%。同時繼續按計劃減持美債。
- 美聯儲主席鮑威爾表示，政策利率正處於或接近其峰值，如果條件適宜，美聯儲準備進一步收緊貨幣政策，美聯儲不太可能進一步加息，降息已開始進入視野。
- 點陣圖顯示，FOMC委員們對2024年的政策利率中位預期為4.6%，暗示2024年降息75個基點(3次)，超過市場預期。另外，他們對2025和2026年的政策利率中位預期分別為3.6%和2.9%。



——美國PCE核心物價指數(年增率)  
——美國核心消費者物價指數(季調，年增率)

截至2023年11月

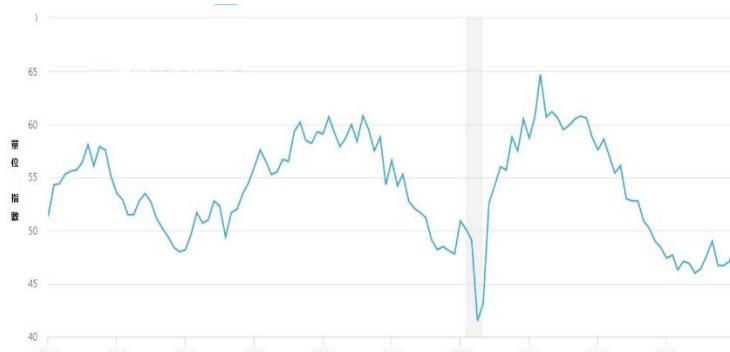
資料來源：MacroMicro



■ 左軸：美國非農就業人口數(季調，月增率)  
——右軸：美國失業率

截至2023年12月

資料來源：MacroMicro



——美國ISM製造業指數(PMI)

截至2023年12月

資料來源：MacroMicro

數據顯示美國通脹在過去一年有所緩解，製造業連續第14個月萎縮，反映高利率對商品生產領域帶來的影響。不過近期PMI已有所企穩，加上就業數據維持韌性，美國經濟有機會實現軟著陸。

雖然經濟或免於衰退，美聯儲仍可能預防性降息，最早或開始於5月，年內可能降息3次。

# 超級大選年，地緣政治因素考驗市場

地區	選舉類型和時間
台灣	類型：總統與立法委員 日期：1月13日
俄羅斯	類型：總統 日期：3月17日
南韓	選舉：國民議會 日期：4月10日
印度	選舉：人民院 日期：預計4月至5月間
歐洲聯盟	選舉：歐洲議會 日期：6月6日至9日
美國	選舉：總統、參議院和眾議院 日期：11月5日

2024年是超級大選年，全球將有76國舉辦大選，影響超過世界一半的人口。其中台灣、印度、歐盟、美國先後舉行大選。1月進行的台灣大選對兩岸關係及台海局勢影響至深。6月進行的歐洲議會選舉是英國脫歐以來首次議會選舉，將決定未來美國對歐盟政策的影響力。11月進行的美國大選，川普有機會重返白宮，這或令中美關係更趨緊張。地緣政治因素料加大今年環球市場的波動。

# 內地實施積極財政貨幣政策，料有降準降息空間

## 重啟特殊再融資債券

- 10月財政部引導地方政府發行特殊再融資債券，以緩解債務壓力。截至12月29日，共有29個省區市累計發行特殊再融資債券13885.15億元。

## 中央政府增發萬億國債

- 全國人大常委會通過中央財政在第四季增發國債1萬億元人民幣，增發國債將全部透過轉移支付方式安排給地方政府。預計今年財政赤字率由3%提高到3.8%左右。

## 央行：加大貨幣政策實施力度

- 在12月召開貨幣政策委員會例會上，央行對貨幣政策的表述從「精准有力」變為「精准有效」，強調要加大已發布貨幣政策實施力度，保持流動性合理充裕，引導信貸合理增長、均衡投放，保持社會融資規模、貨幣供應量與經濟增長和價格水準預期目標相匹配。

- 2023年4季度以來，中央政府加大財政政策支持力度，包括發行1萬億元特別國債，幫助地方政府緩解債務壓力。
- 由於內地經濟面臨結構性轉型，內房市場的疲弱短期內難以轉變，地方政府財政收入增長受壓，需要更多中央財政支持，預期今年中央支持將加碼。
- 貨幣政策料維持寬鬆取態，外圍利率見頂，為人行進一步降息降準提供良好的環境。

# 內房支持政策持續優化，唯地產回暖需時

## 內地房地產支持政策

### 需求端

- 放寬限購，優化住房優惠和補貼政策，支持剛需購房。

35個主要城市中，解除限購的城市有26個，另有部分城市對限購措施進行優化。多地出台發放購房補貼、發放購房消費券、提高公積金貸款最高額度等購房優惠政策。

- 降低首付比例、房貸利率，優化普宅認定標準。

自8月31日監管統一降低商貸首付比例後，35個主要城市中，29個最低首付比例已降至首套20%、二套30%。

### 供給端

- 積極推進三大工程建設

「三大工程」是指保障性住房建設、城中村改造和「平急兩用」公共基礎設施建設。10月底中央金融工作會議強調加快推進三大工程，預計今年將提供更多中長線資金支持。

城中村改造可以拉動商品房銷售和土地投資，保障性住房建設可拉動配套建設，短期穩定地產投資。

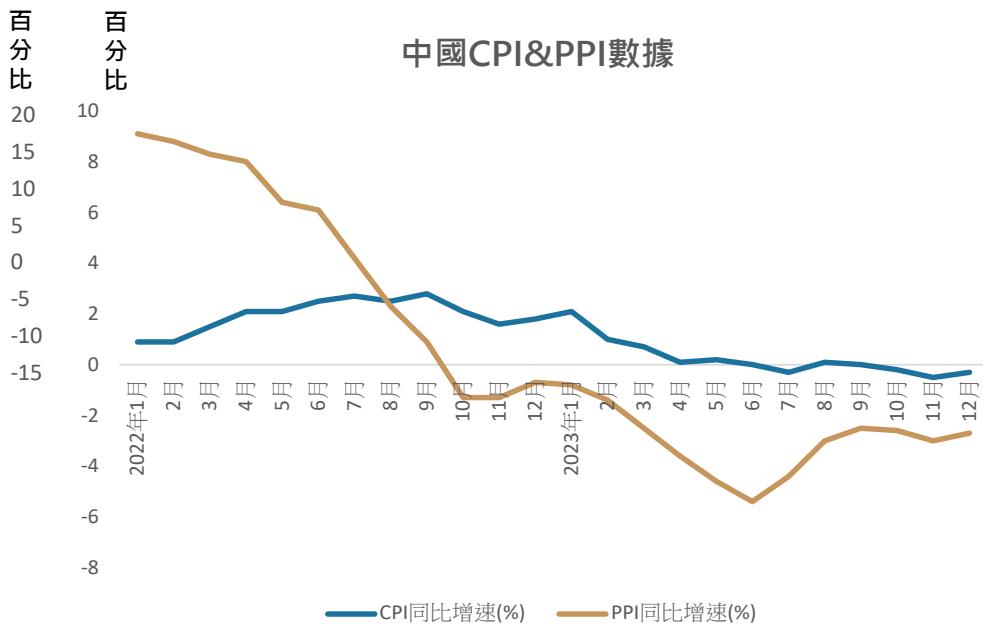
對於房地產市場，中央政策方面已釋出強烈的支持信號，不過由於過去幾年的行業下行和宏觀經濟不確定性，居民的購房意願仍疲弱，地產商的債務困局尚未解決。預期2024年上半年地產投資和新房銷售仍難以擺脫下行趨勢。

# 內需料溫和復甦，關注消費結構性亮點

中國社會消費品零售銷售數據



中國CPI&PPI數據



資料來源：中國國家統計局，英皇證券研究部整理

- 2023年初內地解封，市場憧憬疫後復常，消費將有報復性反彈。唯居民消費情緒受困於房地產市場下行，和對未來經濟環境的不確定，消費僅呈現溫和復甦。以消費品零售數據來看，去年全年增長7.2%，高於GDP 5.2%的增長。其中，餐飲和服務等行業的增長率，分別為20.4%和20%。消費從一定程度上彌補了房地產投資萎縮和出口放緩的影響。
- 今年在政府推出積極財政貨幣政策，以及促消費政策支持下，料消費信心將有所恢復，不過需留意當下消費結構的轉變，零售業將更注重性價比，文旅、酒店等服務消費有望進一步復甦。

# 關注板塊 – 平台經濟股

股份名稱	2023年股價變幅 ( % )	預期市盈率(倍)
騰訊(700.HK)	-6.8	16.6
阿里巴巴(9988.HK)	-11.1	8.4
美團(3690.HK)	-53.1	21.0

資料來源：Bloomberg，英皇證券研究部整理，截至12月29日

## 股價利好因素：

- 美聯儲轉向，外圍息率見頂，年內有望減息，利好科技股；
- 中國加大政策支持力度，內需溫和復甦，宏觀經濟有利平台估值修復；
- 監管常態化，政府強調支持平台經濟健康發展，政府風險減弱；

目前騰訊、阿里巴巴、美團在恆生指數內佔比約兩成，若大市見底，將催化平台經濟股反彈。

# 關注板塊 – AI應用股

股份名稱	2023年股價變幅 ( % )	預期市盈率(倍)
網易(9999.HK)	25.0	13.0
閱文(772.HK)	-4.1	17.7
美圖(1357.HK)	165.3	37.6
百度集團(9888.HK)	3.9	11.5
聯想(992.HK)	78.0	16.6

資料來源 : Bloomberg · 英皇證券研究部整理 · 截至12月29日

## 股價利好因素 :

- 去年ChatGPT催生的AI浪潮，推動美股科技龍頭在高息環境下，依舊錄得強勁漲幅。今年隨AI軟件領域的研究提速，料將有更多AI應用商業化，對AI PC的需求也將迎來爆發。

港股相關概念股估值偏低，一旦對AI應用的炒作風潮再起，將帶動個股價值重估。

# 關注板塊 – 旅遊概念

股份名稱	2023年股價變幅 ( % )	預期市盈率 (倍)
攜程(9961.HK)	1.5	15.2
同程旅行(780.HK)	-23.1	15.7
華住酒店(1179.HK)	-19.8	19.5

## 股價利好因素：

- 「穩增長、促消費」仍是今年政策支持主線。各地政府積極投入開發文旅項目，推出文旅消費優惠補貼；
  - 中國與新加坡、馬來西亞、泰國等多國達成簽證互免，航班供應增加；
  - 內地跨年旅遊訂單量按年增長168%，出境遊訂單量增長388%，人均花銷均有不同程度上漲；
- 疫後居民出行需求強烈，消費習慣從物質消費向體驗式消費轉變，出行、酒店行業料景氣度高。

# 關注板塊 - 上游資源股

股份名稱	2023年股價變幅 ( % )	預期股息率 ( % )
中石油(857.HK)	56.7	9.7
中海油(883.HK)	44.9	10.1
中國神華(1088.HK)	32.6	9.4
兗礦能源(1171.HK)	18.2	12.1
紫金礦業(2899.HK)	23.3	2.0

資料來源：Bloomberg，英皇證券研究部整理，截至12月29日

## 股價利好因素：

- 中東地緣政治風險升溫，油價料難回落；
- 大選年催化避險需求，支撐黃金價格；
- 中國料推出更多經濟支持政策，提振金屬、能源需求

部分資源股同時兼具「中特估」概念，享有高派息，具較好的防守性。



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](mailto: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。