

# 英皇證券第二季度 投資策略

市場波幅收窄、震盪持續  
循序漸進，耐心低吸



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

# 投資策略概覽

## 宏觀格局

- **地緣危機多變遇上美聯儲激進收緊貨幣政策**

俄烏的區域戰事涉複雜的大國博弈，短期難結束，而歐美不斷加碼制裁，全球通脹壓力湧現，趨勢持續。同時，美聯儲已轉鷹，預期更激進地收緊貨幣政策，單次加息半厘及加快縮表是選項，估計未來一年最少收回過萬億美元流動性，10年長債息將升至3厘，投資者將更擔心衰退重臨，甚至滯脹。

- **內地「動態清零」考驗「穩增長」政策韌性**

深圳、上海等核心城市先後封城，對經濟的負面影響陸續浮現，市場憂慮內地經濟放緩較預期嚴重。然而，自去年底，中央已提出穩增長的基調，近期更進一步釋出穩金融、穩市場的訊息，在解決內房流動性問題、中概股審計僵局中，都有所動作。預期基建項目加快上馬、貨幣政策積極放寬，以確保全年GDP增長5.5%的目標。



# 投資策略概覽

## 投資邏輯

- **估值修復、股東友善及通脹受益**

利率上升，難支持高估值，投資者仍尋找估值修復的機會；此外，在短線操作機會大減下，市場更著重企業回饋股東的舉動，回購、增加每股派息及提高派息比率都值得留意；再者，估計通脹壓力持續，商品特別是石油，價格料維持高企，而有定價能力的企業，也是受益者。

- **新能源、經濟復常及監管放寬**

油價高企，有利推動新能源產業發展，料有更多扶持政策出台；經過兩年新冠疫情變化，已有愈來愈多地區、國家恢復通關，而中港也意識到除「動態清零」以外，保持經濟運轉亦極其重要，經濟復常的呼聲將更清晰；此外，政策友善、監管放寬也為板塊輪動提供機會，內房、科網最壞時刻已過，可繼續關注。



# 投資策略概覽

## 總結

- 市場波幅收窄、震盪持續

恆指首季高低波幅達6800點，已充份反映突發及不可預計的消息，全年低位已現，**預期第二季市場將回歸理性，波幅收窄**，唯仍觀望及評估疫情變化、美聯儲收緊流動性的影響、內地刺激政策的效用及企業盈利表現等。論估值，恆指仍是吸引；論形勢，新特首會帶來市場憧憬，**若第二季利好因素在角力中跑出，恆指有望上試24500，而20000點則是強力支持。**

- 耐心低吸、建立均衡組合

第二季是整固待變之局，市勢料時有震盪，**策略上宜候調整吸納，不應冒進**，因投資市場的信心尚待恢復。組合中略偏重股票，而根據我們的投資邏輯，**工商銀行(1398.HK)、中海油(883.HK)、理想汽車(2015.HK)、騰訊(700.HK)、美團(3690.HK)及龍湖(960.HK)**，可作考慮。其他資產如高息債、黃金及REITs可適量配置。



# 回顧2022年第一季 新興市場及成熟市場表現

	變幅(%)	預測PE(倍)	預測股息率(%)
恆生指數	-6	8.16	2.87
恆生國企指數	-8.6	7.24	2.93
MSCI新興市場指數	-7.3	13.38	2.50
Nikkei 225指數	-3.4	15.79	1.82
滬深300指數	-14.5	15.33	1.92
標準普爾500指數	-5	23.67	1.35
納斯達克100指數	-9.1	34.14	0.69
羅素2000指數	-7.8	68.23	1.29
歐洲STOXX600指數	-6.5	16.00	2.73

資料來源：Bloomberg; 截止2022年03月31日數據

# 第一季中港主要指數變動

指數	變幅(%)
恆生指數	-6
金融分類	4.9
公用分類	-10.2
地產分類	0.8
工商分類	-13.9

指數	變幅(%)
國企指數	-8.6
上證指數	-10.7
深證創指	-20

資料來源：Bloomberg; 截止2022年03月31日數據

- 港股一季度表現反覆，年初回報一度領先全球，而2月底俄烏戰事爆發及其後引發的歐美制裁行動，令市場大幅波動，投資者重新審視世界政治、經濟局勢，資金避險情緒顯著升溫，恆生科技指數由季內高位回落逾兩成。
- 隨內地互聯網監管政策落地、企業業績出爐，二季度市場將進入震蕩整固時期。循序漸進、調整吸納將是主軸。重點關注具估值修復空間的價值股，有盈利能力且有回購能力的科技企業，受惠資源價格高企的上游週期板塊，受國家政策支持的新能源龍頭。



# 第二季度重點關注

- 俄烏戰局的不確定性，或令商品價格持續高企
- 美聯儲立場轉鷹，5月或開始縮表
- 內地「動態清零」政策對經濟影響
- 內地穩增長政策落地，降准預期升溫



# 俄烏戰局的不確定性，或令商品價格持續高企

自2月24日俄羅斯對烏克蘭採取軍事行動以來，雙方已展開五輪談判。歐美國家對俄發起經濟制裁，商品市場大幅波動。



2月24日至3月31日  
煤、石油、金、天然氣價格走勢  
資料來源：Bloomberg

俄羅斯是歐盟的石油、天然氣、煤炭最大供應國，歐美對其採取能源禁運等制裁，將嚴重影響能源市場供應，料商品價格二季度仍維持高位。而戰爭帶來的不確定性，也推升避險黃金等貴金屬的價格。





俄烏主要金屬資源佔全球比例

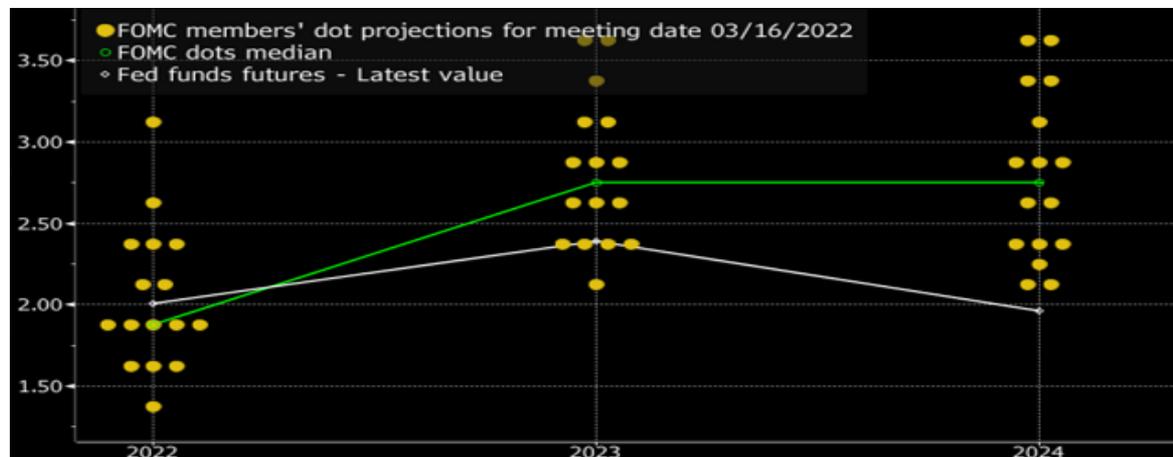
資料來源：MacroMicro

作為汽車主要原材料的鈾、鎳、銅、鋁期貨價格創歷史新高，汽車晶片生產所需的氮氣的價格大漲約10倍。若戰爭持續，將令工業金屬原料供應受限，汽車零件供應也會受影響，汽車生產商承受原料成本上漲、供應緊缺和生產線受限等多重壓力。

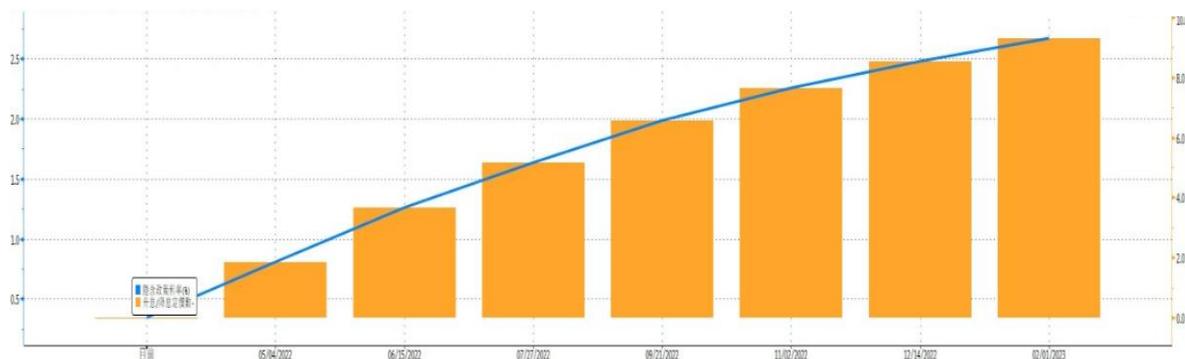


英皇證券(香港)有限公司  
Emperor Securities Limited

# 美聯儲立場轉鷹，5月或開始縮表



美聯儲3月議息會議點陣圖



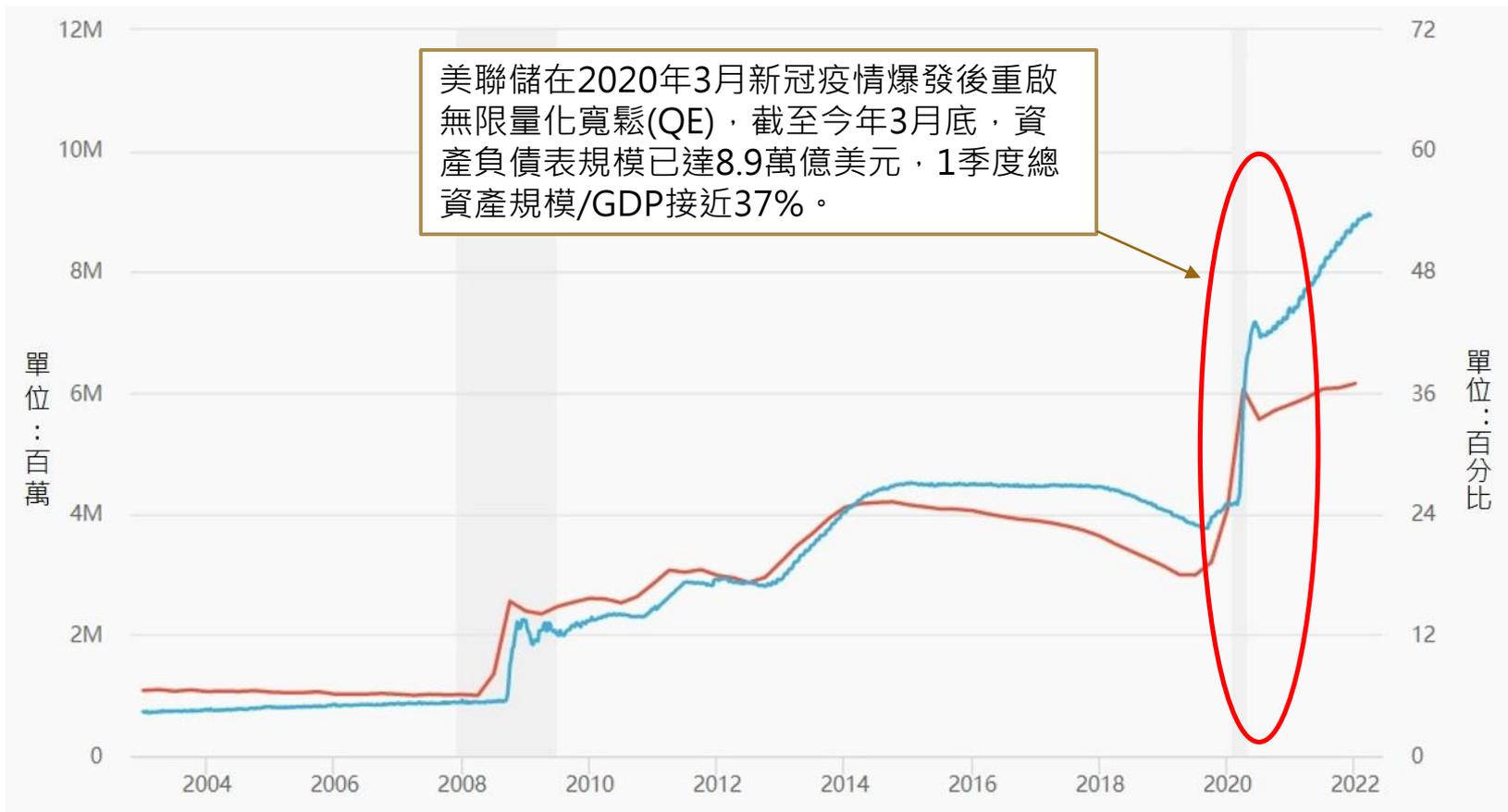
利率市場預期，截至2022年4月7日

資料來源：Bloomberg

- 美聯儲3月議息會議點陣圖中位數顯示，官員預期全年加息7次至2厘。
- 多位票委表示希望年底利率升至2.5%。
- 會議紀要顯示，委員們同意縮表可於5月開始。
- 多位聯儲官員認為，未來可能多於一次加息50個基點，並認為每月進行縮減950億美元資產上限是合適的。



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



美聯儲總資產規模/GDP(右軸) · 截至2022年1季度  
資料來源：美聯儲 · MacroMicro

美聯儲資產負債表總資產規模(左軸) · 截至2022年3月

通脹高企壓力下，聯儲局立場明顯趨向鷹派，今年可能加息至2.5厘。2季度或加快加息步伐，5月可能一次加息50bp，甚至同步開始縮表。這將對資金流動性帶來影響，令部分高估值股份(如成長型科技股)受壓，資金流入價值股。

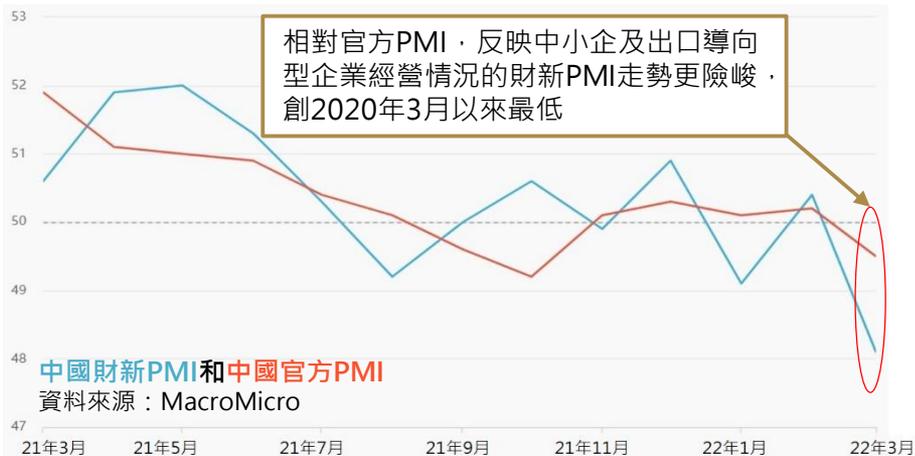


# 內地「動態清零」防疫政策對經濟影響

城市	封控措施
吉林長春	3月11日起封城，尚未解封；4月4日宣佈啟動5天主城區清零行動。
廣東深圳	3月14日至3月20日封城，進行全員核酸檢測。
廣東東莞	3月14日至3月20日封城，進行全員核酸檢測。
上海	原計劃3月28日至4月5日分區進行封控及全市核酸檢測，目前全市繼續延長封控。

## 今年以來採取封閉式管理的主要城市

資料來源：政府通告，英皇證券研究部整理



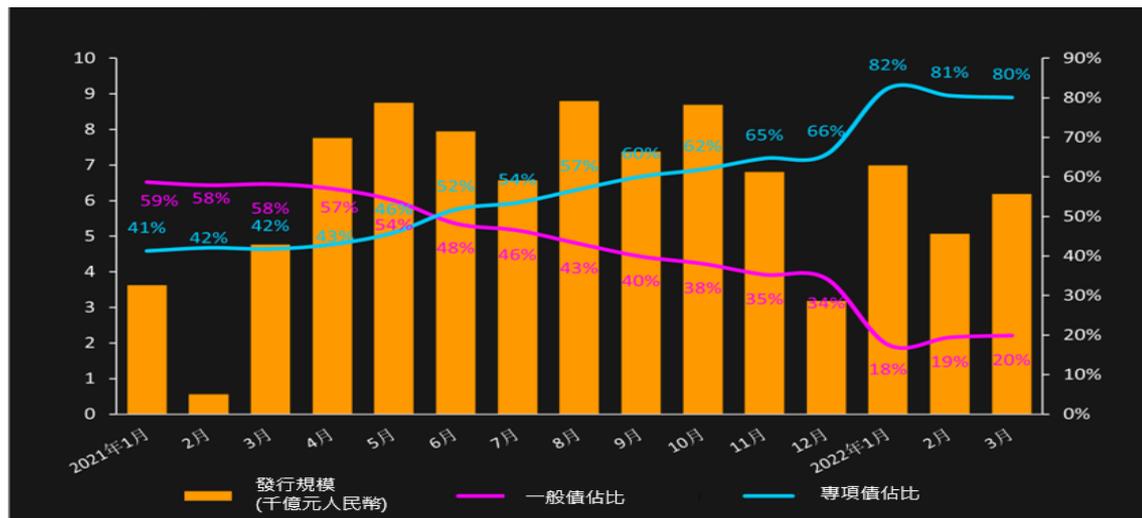
3月以來，內地Omicron疫情不斷擴散，政府堅持嚴格執行「動態清零」的防疫方針，反覆出現的封鎖，對工業生產、供應鏈運輸及服務業經營活動帶來嚴重影響。

若內地疫情未能好轉，預計封控對出口的負面影響將進一步顯現，二季度GDP將承受較大下行壓力。



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

# 內地穩增長政策落地，降准預期升溫



中國地方債月度發行規模



- 中國1季度地方債發行規模超1.8萬億元人民幣，同比增長逾1倍。
- 其中新增專項債1.3萬億元，完成提前批限額的89%，占全年限額的近36%。
- 2月份M2增速、新增信貸和社會融資增量均遜預期，不過M1增速則創2021年8月以來新高。

國常會強調，去年提前下達的額度5月底前發行完畢，今年下達的額度9月底前發行完畢，料二季度將繼續加快地方債發行節奏。

在疫情衝擊下，二季度加碼寬鬆政策的預期升溫，4月或有降準舉措。



# 其他資產配置

- 債券
- 黃金
- 原油
- 地產
- 新興資產



# 債券



美國銀行貸款的拖欠率(%) (左軸) 截至2021年Q4  
BofAML 美國高收益債總回報指數 (右軸) 截至2022年3月31日  
資料來源：MacroMicro



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

# 黃金

俄烏戰爭爆發，令市場避險情緒升溫，推動金價急升。雖聯儲局宣佈將加快加息，令金價有所回落，但短期內通脹壓力仍在，黃金兼具抗通脹和避險需求，仍將企穩高位。



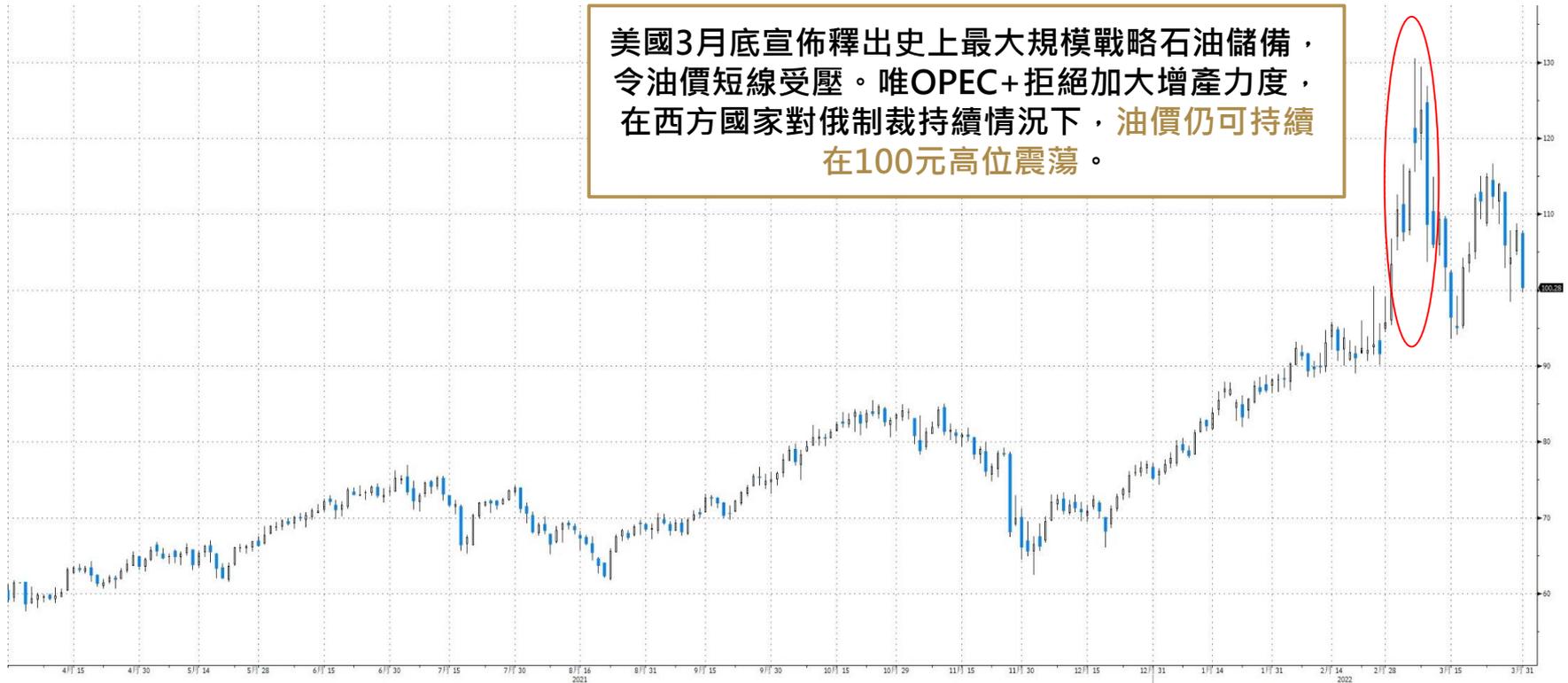
國際金價走勢，截至2022年3月31日  
資料來源：Bloomberg



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

# 原油

美國3月底宣佈釋出史上最大規模戰略石油儲備，令油價短線受壓。唯OPEC+拒絕加大增產力度，在西方國家對俄制裁持續情況下，油價仍可持續在100元高位震蕩。



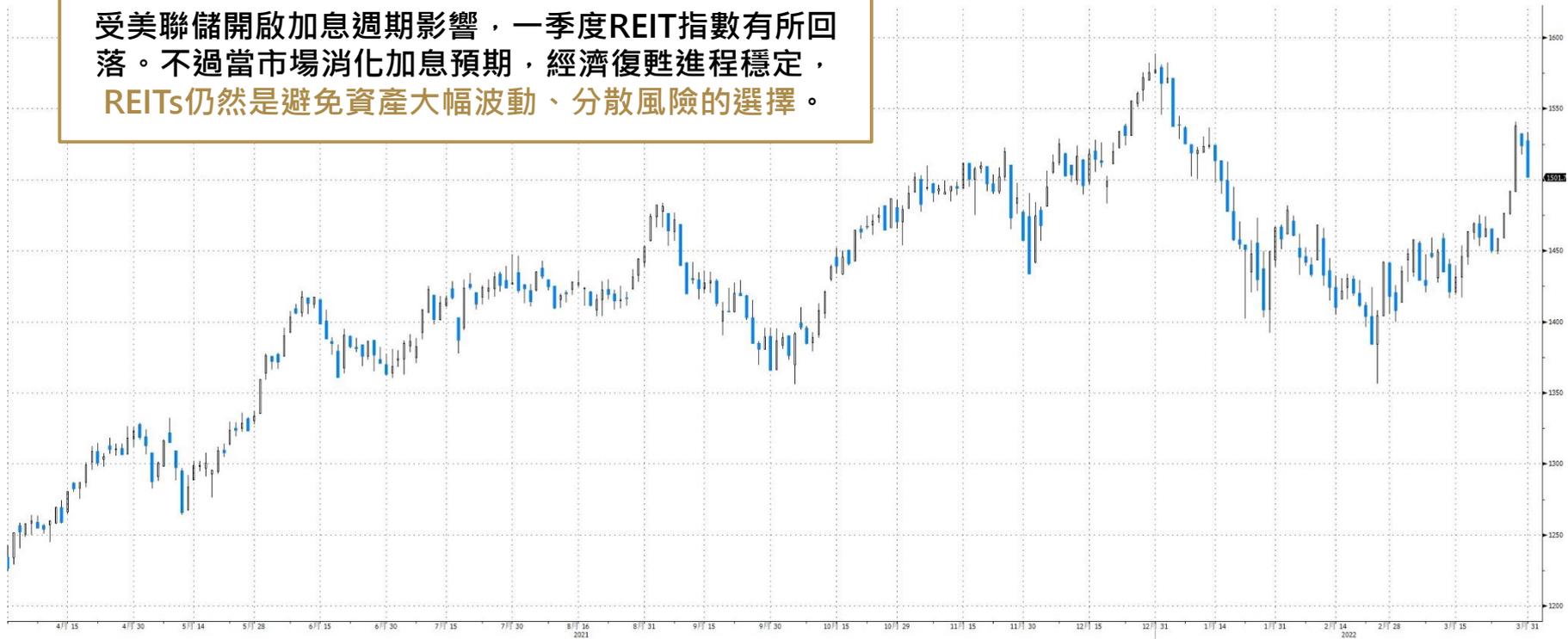
原油價格走勢，截至2022年3月31日  
資料來源：Bloomberg



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

# 地產

受美聯儲開啟加息週期影響，一季度REIT指數有所回落。不過當市場消化加息預期，經濟復甦進程穩定，REITs仍然是避免資產大幅波動、分散風險的選擇。



MSCI US REIT 指數走勢，截至2022年3月31日

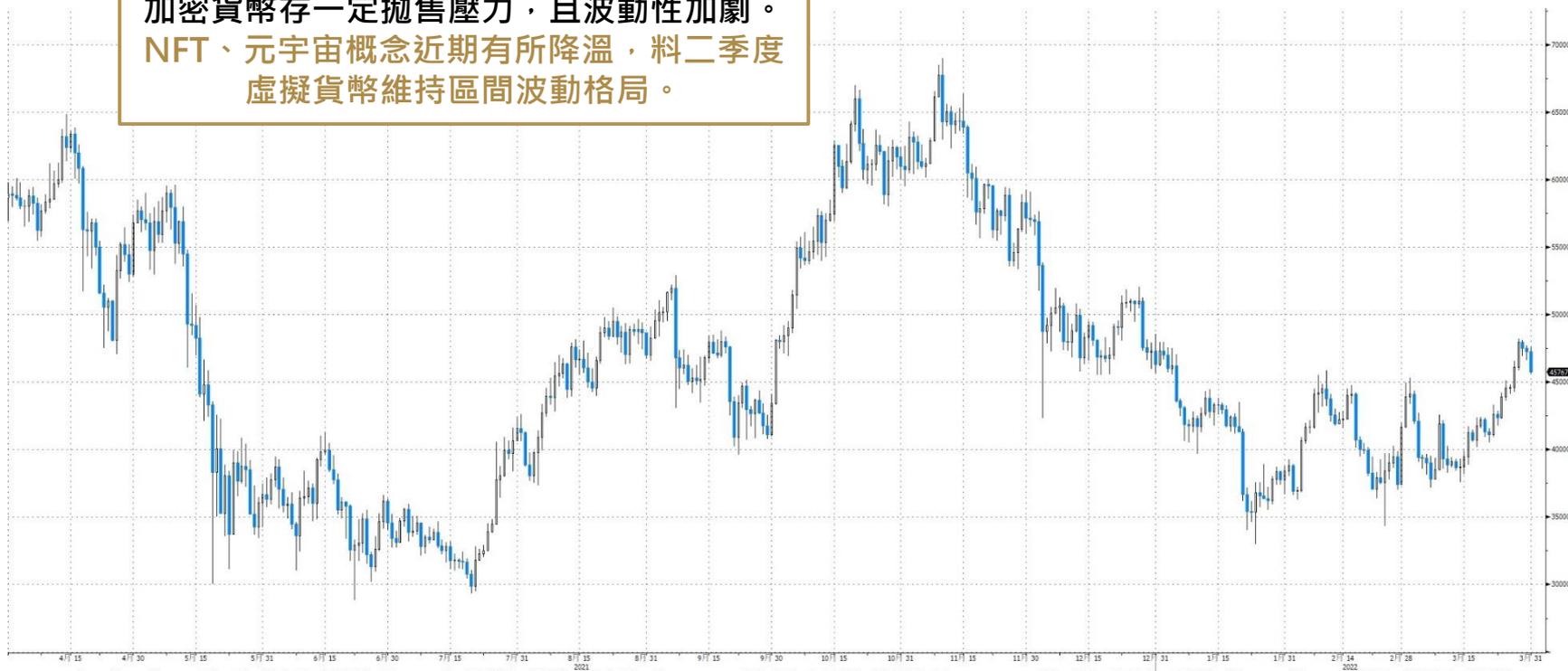
資料來源：Bloomberg



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

# 新興資產

美聯儲開啟加息週期，市場避險情緒升溫，  
加密貨幣存一定拋售壓力，且波動性加劇。  
NFT、元宇宙概念近期有所降溫，料二季度  
虛擬貨幣維持區間波動格局。



比特幣價格走勢，截至2022年3月31日

資料來源：Bloomberg



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)



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

# 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以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。

