

英皇證券第四季度 投資策略

調整心態，建優質均衡組合



投資策略概覽

宏觀格局

- **歐美陷滯脹、考驗激進加息**

第三季，美聯儲調高年底利率指引，觸發美元、美債息急升，觸動外匯市場及金融系統神經，鎊匯因英國新政府推出激進減稅而急挫，瑞信更被傳言破產，都是金融市場異常脆弱的明証。第四季，美聯儲將於11、12月兩次議息，預期加息幅度最少為1.25厘，將再為市場帶來衝擊。美聯儲急劇收緊貨幣政策，正削弱歐洲金融系統的穩定及信心，如何打破壓通脹、衰退、刺激政策及再通脹的惡性循環，將考驗美聯儲管控市場對加息預期的能力。

- **二十大後聚焦經濟、香港加速復常**

第三季內地經濟復甦不及預期，且疫情多點散發，樓市不濟，嚴重打擊市場信心。第四季，二十大將確立內地政治大局不變，預期之後將聚焦經濟，追趕首三季的經濟失地，雖然GDP增長不大可能達到全年5.5%，但季內出現較強的增長動力，是可以預見。此外，內地疫情防控緊中有鬆，北京11月亦復辦馬拉松；而香港更朝向「0+0」的免隔離檢疫的方向，社會都將加快復常。外部宏觀經濟雖挑戰不斷，但內部的經濟復甦，有望漸入佳境。

投資策略概覽

投資邏輯

- **聚焦高質素增長、現金流強及穩定派息股**

第四季，港股熊市格局未變，投資邏輯宜偏重保守，同時捕捉熊市反彈機會，策略以盈利透明度高、現金流強及兼具穩定派息的股份為核心，當中可考慮電訊營運商及上游資源股，股息率逾6厘；高質素質長型股份指季度業績較預期好的電商、生活平台及內需股，這類股份在氣氛回暖時表現將更突出，可作適量配置。

- **續看好通關復常、政策受惠股**

第三季恆指累跌21.2%，但通關復常股有逆勢表現，航空、出行、旅遊相關、濠賭等股跑出，第四季持續看好，這是環球趨勢，也是中港股市新的催化劑。預期這季度更關注政策刺激，受累大市而調整的電動車股，基於需求及增長動力依然強勁，具修復性反彈的空間；基建、內房相關板塊，首三季令投資者失望，惟今季在政策更偏重及扶持下，未宜完全忽略，也可作小量操作。

投資策略概覽

總結

- 熊市已成，調整心態

美息激進上升、俄烏戰事膠著、內地經濟復甦不及預期及中美科技戰升級等，令中港股市深陷熊市，除非內地更早地放寬防疫，否則港股反彈難持久。面對熊市，操作心態要調整，減少頻繁買賣，避開高追誘惑，耐心等待低吸及收集的機會。第四季中，10月或是股市反彈的窗口期，年底料是美國加息負面效應主導，與內地經濟穩步復甦之間的角力。**估計恆指年底受制於19500，終極支持為16800。**

- 熊市中建優質均衡組合

熊市時股價不斷跌，卻也是實力投資者建倉的好時機，資產負債表穩健、現金流強韌及盈利質素高的股份，必定能渡過熊市寒冬。**第四季，可考慮中電信(728.HK)、中移動(941.HK)及中海油(883.HK)等高息防守性股份，也可適量配置美團(3690.HK)、京東(9618.HK)及比亞迪(1211.HK)等高質素增長股。另外，可小注吸納龍頭房企龍湖(960.HK)，靜待內地樓市回暖的機會。**

2022年首三季度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	-26.4	9.5	3.9
恆生國企指數	-28.2	8.2	4
MSCI新興市場指數	-31.2	10.6	3.6
Nikkei 225指數	-10	14.2	2.3
滬深300指數	-23	12.4	2.6
標準普爾500指數	-24.8	16	1.8
納斯達克100指數	-32.8	20.6	1
羅素2000指數	-25.9	21.8	1.5
歐洲STOXX600指數	-20.6	10.7	4

資料來源：Bloomberg; 截止2022年9月30日數據

首三季度中港主要指數變動

指數	變幅(%)
恆生指數	-26.4
金融分類	-20.1
公用分類	-29.2
地產分類	-22.9
工商分類	-30.7

指數	變幅(%)
國企指數	-28.2
上證指數	-16.9
深證創指	-31.1

資料來源：Bloomberg; 截止2022年9月30日數據

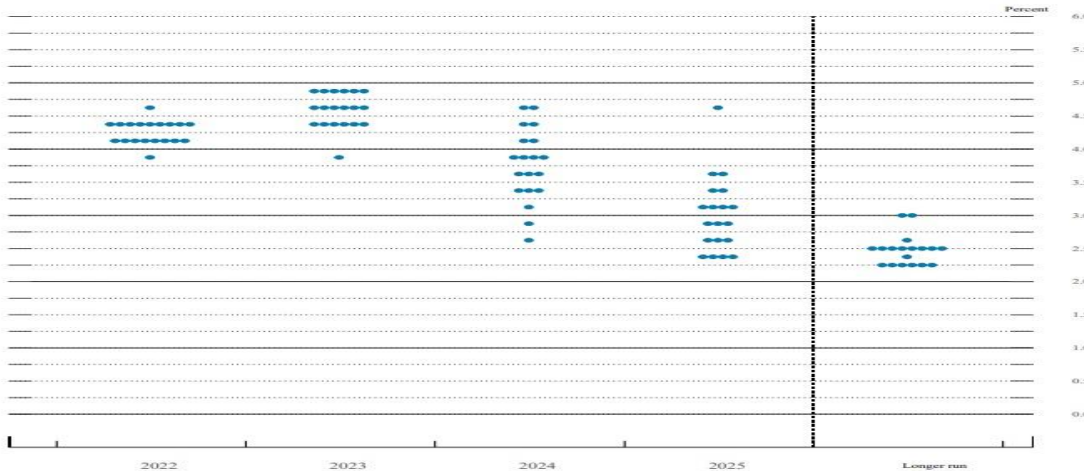
- 三季度港股內外受困，一方面內地先是爆出爛尾樓「停貸潮」，內房危機發酵，其後8月各地出現疫情反覆，多地再度收緊防疫措施，影響了「穩經濟」政策的成效；另一方面，歐美受困於通脹高企，不得不激進加息，美元、美債息急升，股市承壓。
- 展望四季度，隨二十大召開後，內地新領導架構基本確定，或會對防疫政策作出微調；而香港也受惠疫後復常，對消費、旅遊相關股份帶來提振。不過，**環球政治環境仍動蕩，地緣政治風險升溫，歐美加息削弱需求或觸發衰退，市場避險情緒高漲，港股即使有反彈，也難持久。建議保守配置，聚焦高質素增長、現金流強及穩定派息股。**



第四季度重點關注

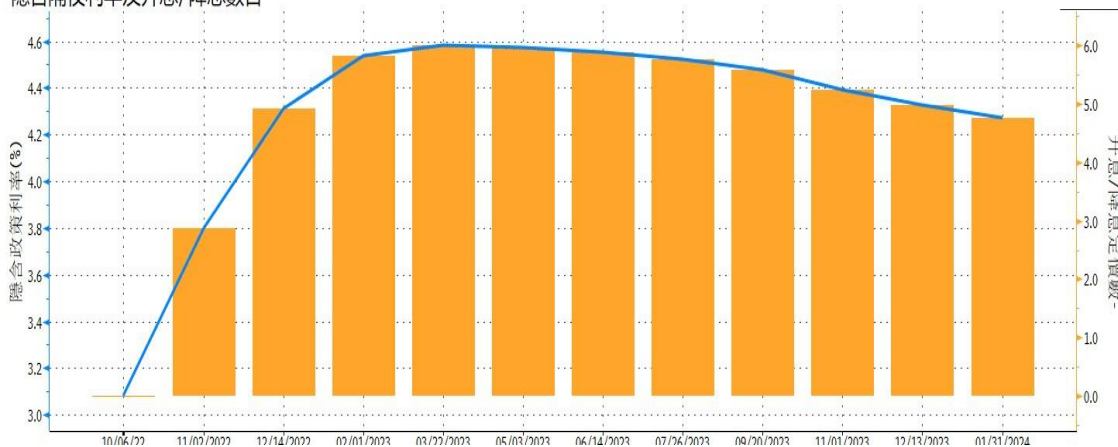
- 美聯儲鷹派加息抗通脹，資產價格持續受壓
- 俄烏戰爭轉向長期化，地緣政治風險升溫
- 英國央行及政府政策變化，英鎊匯率走勢波動
- 內地「二十大」召開後，關注防疫及內房政策調整
- 各國陸續開放通關，香港逐步走上復常道路

美聯儲鷹派加息抗通脹，資產價格持續受壓



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2022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月宣布加息0.75厘，符合市場預期，連續第3次會議加息0.75厘，聯邦基金利率目標區間上調到3厘至3.25厘，創14年新高。
- 美聯儲主席鮑威爾明確表示，堅決要把通脹遏回2%的目標，局方將繼續加息，直至對物價產生壓制作用。
- 根據點陣圖，聯儲委員預期今年仍會再加息1.25厘，且2024年前不會降息。市場擔憂美國通脹或更為結構性，若持續加息，衰退擔憂升溫。



美國2年期國債收益率VS美國10年期國債收益率一年走勢圖
截至2022年10月6日



美元指數VS道瓊斯指數VS標普500指數一年走勢圖
截至2022年10月6日

- 今年以來，俄烏戰爭導致燃料成本及供應鏈問題加劇，令美國通脹水平居高不下。美聯儲正以激進步伐加息，並接受更高的衰退風險。
- 在加息週期中，以科技股為首的增長型股份勢必承受較大拋售壓力，資金更青睞經營現金流強勁且有能力派高息的優質公司。同時，由於俄烏戰爭帶來的能源問題，令傳統能源——如煤炭、石油、天然氣價格高企，傳統能源板塊在短期內保持強勢。

俄烏戰爭轉向長期化，地緣政治風險升溫

2月21日，俄羅斯承認烏東頓巴斯地區的分離共和國，並派兵展開「維和行動」。

2月28日至3月29日期間，俄烏雙方進行五輪談判，未能達成和平協議。

普京在9月21日下達部分動員令，擬征30萬人。同時9月23日至27日在佔領區發動入俄公投。

2月24日，普京授權俄軍在烏克蘭進行所謂「特別軍事行動」。

9月6日烏克蘭在哈爾科夫州發動反攻，9月11日俄軍正式從哈爾科夫州近乎所有地區撤出。

俄烏戰爭已進行超過半年，轉向長期化。8月以來台海局勢的緊張情緒，也令市場加大對地緣政治風險的評估，投資者更加審慎。



新一輪制裁措施

歐盟

- 全面禁止俄羅斯商品在歐盟市場銷售，將令俄羅斯減少70億歐元收入；
- 將增加禁止對俄出口的商品、技術及服務清單；
- 將公布為俄羅斯石油設定限價的法律基礎，並採取措施懲處試圖逃避歐盟對俄制裁的行為；
- 增加對俄羅斯個人與實體的制裁名單，當中包括俄羅斯政府、軍方及科研機構的人員與實體。

美國

- 對包括俄軍人員、白俄羅斯軍官在內910名個人，實施簽證限制措施；
- 商務部就宣布將位於俄羅斯境內及克里米亞半島的57家企業，列入實體清單，認定它們違反美國出口管制措施。

- 烏克蘭四個由俄羅斯控制的地區，宣佈通過入俄公投，普京簽署入俄條約。歐美拒不承認，同時宣佈將對俄加大制裁力度，其中包括對石油製品進行限價制裁。
- 連接俄羅斯與德國的北溪天燃氣管道，遭到人為破壞，令俄羅斯失去籌碼，歐洲更加難以回到談判桌。

英國央行及政府政策變化，英鎊匯率走勢波動



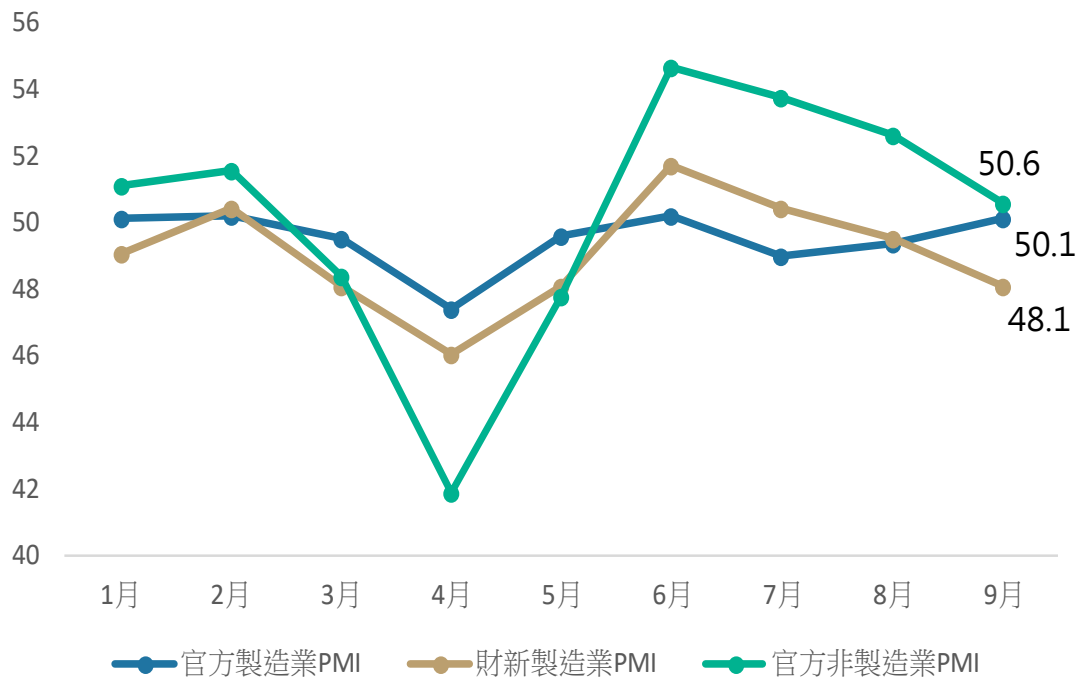
英鎊匯率VS國債利率走勢

資料來源：Bloomberg

- 9月23日，英國新首相卓慧思宣佈50年來最大規模減稅措施，包括取消將公司稅上調至25%、取消收入超過15萬英鎊的45%最高稅率、取消國民保險稅1.25%增幅以及大幅削減印花稅等，總額達450英鎊。
- 該刺激計劃重創英鎊及英國政府債券價格，致使9月28日英央行不得不重啟QE，承諾購入650億英鎊國債，以穩定市場。
- 10月3日，迫於壓力，英國財政大臣關浩靈表示撤回推進取消45%最高所得稅稅率的計劃。

雖然磅匯在英央行干預和政府調整減稅計劃後有所反彈，但市場對英國財稅、貨幣政策缺乏一致性的質疑不會輕易消失。在遏制通脹的同時，維持經濟增長，將是英國及整個歐洲面臨的難題。發達經濟體的政策失誤將對資產市場帶來難以預估的衝擊，「磅匯危機」仍是第四季需關注的重點。

內地「二十大」召開後，防疫和內房政策是否調整



資料來源：中國統計局·財新網·英皇證券研究部整理

- 3季度國內經濟恢復繼續受困於防疫政策。8月傳統旅遊旺季出現疫情反覆，海南、新疆、西藏多個旅遊城市實施靜態管理；9月四川省會成都全市封控14日，高峰期有74個城市局部或全域靜態管理。
- 官方公佈9月製造業PMI與財新製造業PMI出現明顯背離。由於前者更側重國企和投資端，後者更反映民營企業情況，可看出官方積極推動國企加大投資項目上馬，但需求仍疲軟。
- 官方非製造業PMI中，雖建築業商務活動回暖，但服務業商務活動指數進一步下滑至48.9，更反映嚴格防疫措施對經濟的負面影響。

內地二十大會議於10月16日開幕，留意10月下旬是否釋出防疫政策調整信號。



7月爛尾樓「停貸潮」事件爆發以來，政府加大保交樓力度，同時逐步放寬樓市限購措施。今年以來全國已有超25個省份優化調整樓市政策超700次。9月份，包括濟南、鄭州、寧波等多個二線城市鬆綁限購。唯因市場信心不足，效果有限。

7月28日，中央政治局會議強調穩定房地產市場，保交樓，穩民生。

8月國務院要求地方政府，依法用好專項債結存限額以支持剛性住房需求。

8月底閉門會議，傳國家主席習近平支持放寬除北、上、廣、深四個一線城市外的購房限制，鼓勵地方政府因城施策。

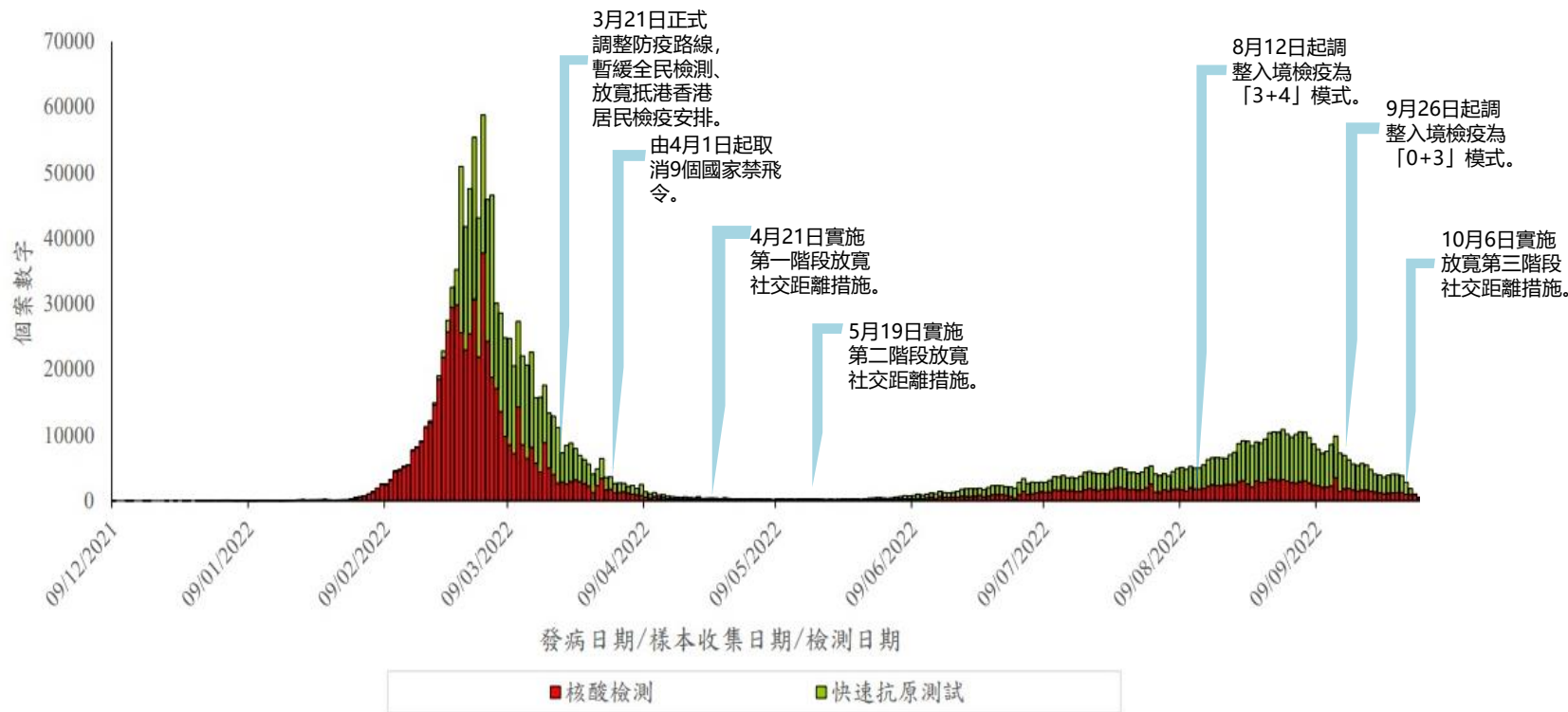
中國人民銀行、銀保監會9月29日宣布，階段性放寬部分城市首套房貸款利率下限。隔日央行宣布，自10月1日起，下調首套個人住房公積金貸款利率0.15個百分點，5年或以下和5年以上利率分別調整為2.6%和3.1%。

9月30日財政部、稅務總局宣佈，今年10月1日至2023年12月31日，出售自有住房並在現住房出售後1年內在市場重新購買住房的納稅人，對其出售現住房已繳納個人所得稅予以退稅優惠。

資料來源：政府通告，英皇證券研究部整理

- 據克而瑞地產研究統計，9月重點30城市供應面積按月增長8%，成交面積仍跌4%，按年則大減29%。中國百強房企前按年下滑25.4%，跌幅較前幾個月收窄，但下行壓力仍在。
- 內房市場年內料維持疲弱，國企和民營企業的分化將持續。市場憧憬房企的合理融資獲更大力度支持。

各國陸續開放通關，香港逐步走上復常道路



資料來源：香港政府公告、香港衛生署

- 自1月Omicron變種病毒在香港社區出現，並引發第五波疫情後，香港逐步調整防疫措施，開始與國際接軌，預計在11月前有望恢復至「0+0」入境。
- 隨香港經濟復常，短期內將對航空、旅遊相關股份帶來直接利好，同時也可留意本地商業地產、零售、餐飲股。



其他資產配置

- 債券
- 黃金
- 原油
- 地產



債券

高通脹短期內難以回落，美聯儲4季度至明年初加息趨勢難以改變，債券市場波動加大。目前美元投資級債收益率超過5%、非投資等級債收益率超過9%，債市吸引力上升，建議分階段吸納部署。



——美國基準利率(左) ——美國10年期國債息率(左) ——美林投資等級指數總報酬指數(右) ——美林高收益指數總報酬指數(右)

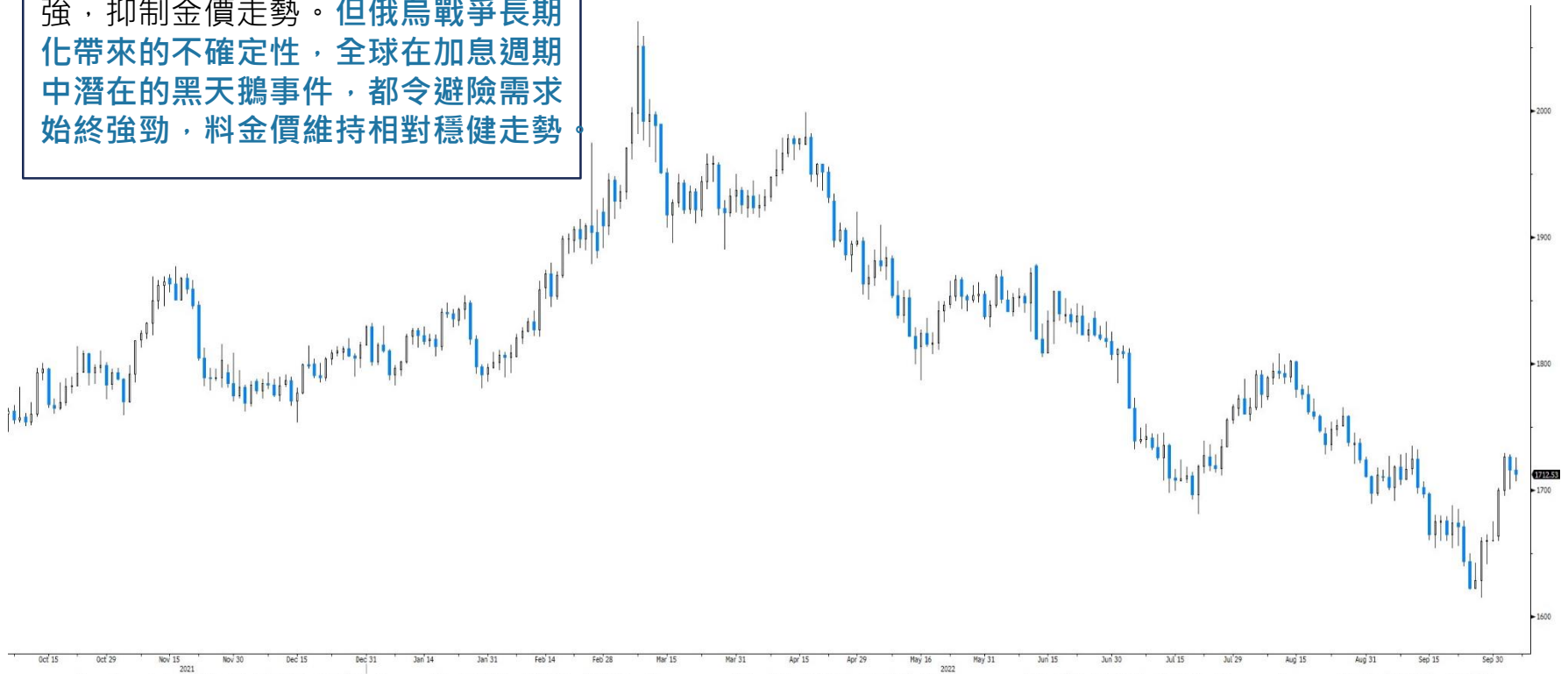
截至2022年10月5日

資料來源：BofA Merrill Lynch · MacroMicro



黃金

雖然美聯儲激進加息，令美元持續走強，抑制金價走勢。但俄烏戰爭長期化帶來的不確定性，全球在加息週期中潛在的黑天鵝事件，都令避險需求始終強勁，料金價維持相對穩健走勢。



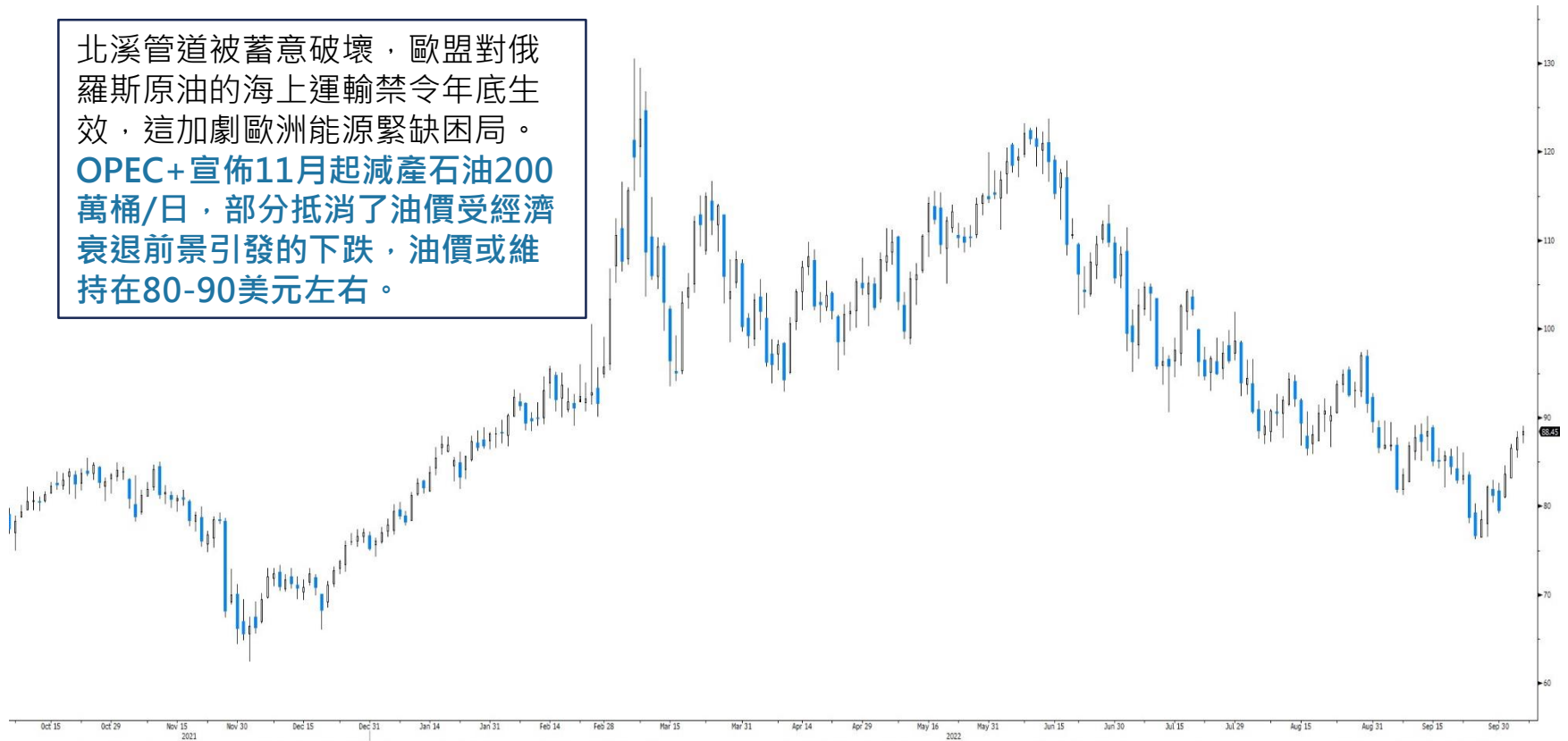
國際金價走勢，截至2022年10月6日

資料來源：Bloomberg



原油

北溪管道被蓄意破壞，歐盟對俄羅斯原油的海上運輸禁令年底生效，這加劇歐洲能源緊缺困局。
OPEC+宣佈11月起減產石油200萬桶/日，部分抵消了油價受經濟衰退前景引發的下跌，油價或維持在80-90美元左右。



原油價格走勢，截至2022年10月6日
資料來源：Bloomberg



地產



美聯儲進取加息，及經濟衰退風險，令REITs受壓。不過美國REITs租金收入與承租狀況不俗，加上REITs的抗通脹特性，可分散投資組合風險。

MSCI US REIT 指數走勢，截至2022年10月6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

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。