



瀚隋资本

2023

第二季投资点评

撰写：

陈嘉伟 CFA FRM

黎伟乔 CFA





瀚隋资本有限公司
 香港干诺道中128号11楼
 电话: +852 2710 0600
 传真: +852 2710 0239
 电邮: info@hansuicapital.com.hk
 网址: www.hansuicapital.com.hk

第二季市场观点:

资产	市场	策略观点	资产	市场	策略观点
股票	美国	看淡 ○○○○○ 看好	固定收益	美国主权	看淡 ○○○○● 看好
	欧洲	看淡 ○○○○○ 看好		美国高评级	看淡 ○○○○● 看好
	日本	看淡 ○○○○○ 看好		美国高收益	看淡 ○○○○○ 看好
	新兴市场	看淡 ○○○○○ 看好		欧元区	看淡 ○●○○○○ 看好
	亚洲(日本除外)	看淡 ○○○○○ 看好		亚洲高评级	看淡 ○○○○● 看好
商品	黄金	看淡 ○○○○● 看好		亚洲高收益	看淡 ○○○○● 看好
	石油	看淡 ○○○○● 看好		新兴市场(美元)	看淡 ○○○○○ 看好

第二季重点:

股市:

- 美联储面对高通胀及经济数据强劲，持续坚守其偏鹰立场。虽然加息周期接近尾声，但市场相信偏高利率将会维持一段较长时间，股票风险溢价(Equity Risk Premium)亦因此将会进一步收窄，投资者购买股票意欲或会降低，从而限制美国股市升幅。
- 随着中国就业及消费前景改善，第二季中国股市将在经济重新开放下再次得到支持。在上年估值大幅下降下，今年收益有机会出现双位数增长，加上现时估值吸引，投资者将继续投放资金于中港股票市场。

商品:

- 随着美汇指数于高位回落和美债收益率下降，实际利率将会下跌，令黄金变得吸引。另外，孳息率曲线显示今年美国大机会出现衰退，黄金仍是投资者资产避风港，推动了黄金需求。
- OPEC+ 产油国突然宣布自愿减产石油约 115 万桶/日，表示此举旨在支持市场稳定，刺激油价上升；加上中国整体商业活动增长速度为15年最快，显示后疫情时代经济持续复苏，带动原油需求。

固定收益:

- 内地房地产债券价格于去年十一月起反弹已超过3成，虽然多间投行已下调内房债违约预测，惟仍需观望更多数据证实内房新盘销售及新屋动工能否改善。
- 现时美国高评级债券普遍收益率近5厘，收益率接近高收益债，投资者正追逐用较低风险获取高收益回报。



瀚隋资本有限公司
 香港干诺道中128号11楼
 电话: +852 2710 0600
 传真: +852 2710 0239
 电邮: info@hansuicapital.com.hk
 网址: www.hansuicapital.com.hk

季度环球股市及债市回顾:

- ▶ 环球股市1月份表现亮丽，但在2月份稍为回吐，首季焦点放在3月份瑞士信贷集团(Credit Suisse)与硅谷银行(SVB)危机，幸好两间银行短时间内分别被瑞银集团(UBS)与及第一公民银行(First Citizens Bank)所收购，安抚了投资者情绪，防止了环球银行危机蔓延，重建市场信心带动环球股市反弹，纳斯达克综合指数首季升16.77%为表现最好指数。
- ▶ 中国制造业采购经理指数(PMI)首季连续3个月处于50点以上，显示经济处于扩张势头，另外新总理李强强调支持民营企业，加大对中小企扶持，利好市场气氛；中港股市首季向好，各大指数上升2%至7%不等。
- ▶ 季初市场对美联储加息步伐看法不一，债市走势波动，惟在3月议息会议如期加息25点子后，主席鲍威尔表示会议上考虑过不加息，市场解读为加息周期快将完结，利好环球债市。

☐10年平均 ●现时位置

指数名称	最新收市价	52周高	52周低	年初至今变动(%)	一月变动(%)	二月变动(%)	三月变动(%)	第一季变动(%)	预测市盈率
欧美市场									
道琼斯工业平均指数	33,274.15	35,492.22	28,660.94	0.38	2.93	-3.94	2.08	0.38	10年最低 10年最高
标普500指数	4,109.31	4,593.45	3,491.58	7.03	6.28	-2.45	3.67	7.03	
纳斯达克综合指数	12,221.91	14,534.38	10,088.83	16.77	10.73	-1.00	6.78	16.77	
罗素2000指数	1,802.48	2,103.36	1,641.47	2.34	9.75	-1.69	-4.78	2.34	
欧洲Stoxx600指数	457.84	467.86	379.72	7.75	6.76	1.89	-0.18	7.75	
中港市场									
上海证券交易所综合指数	3,272.86	3,424.84	2,863.65	5.94	5.39	0.74	-0.21	5.94	
沪深300指数	4,050.93	4,530.33	3,495.95	4.63	7.38	-2.08	-0.45	4.63	
深圳证交所综合指数	2,124.76	2,257.43	1,724.92	7.55	8.46	-0.01	-0.80	7.55	
深圳创业板价格指数	2,399.50	2,887.72	2,122.32	2.25	9.97	-5.88	-1.19	2.25	
香港恒生指数	20,400.11	22,700.85	14,597.31	3.13	10.42	-9.41	3.49	3.13	
恒生中国企业指数	6,968.86	7,918.12	4,919.03	3.94	10.74	-11.36	5.89	3.94	
其他亚洲市场									
日经225指数	28,041.48	29,222.77	25,520.23	7.46	4.73	0.49	3.04	7.46	
韩国KOSPI指数	2,476.86	2,769.18	2,134.77	10.75	8.44	-0.50	2.65	10.75	
印度孟买SENSEX指数	58,991.52	63,583.07	50,921.22	-3.04	-2.09	-0.85	0.05	-3.04	
印尼雅加达综合股价指数	6,805.28	7,377.50	6,509.88	-0.66	0.07	0.06	0.61	-0.66	
MSCI 东协指数	2,040.74	2,179.39	1,768.05	2.88	5.11	-5.78	3.88	2.88	
新兴市场									
巴西圣保罗指数	101,882.20	121,628.20	95,266.94	-7.16	3.37	-7.49	-2.91	-7.16	
俄罗斯RTS指数	996.76	1,495.66	885.44	2.70	3.43	-5.49	5.34	2.70	

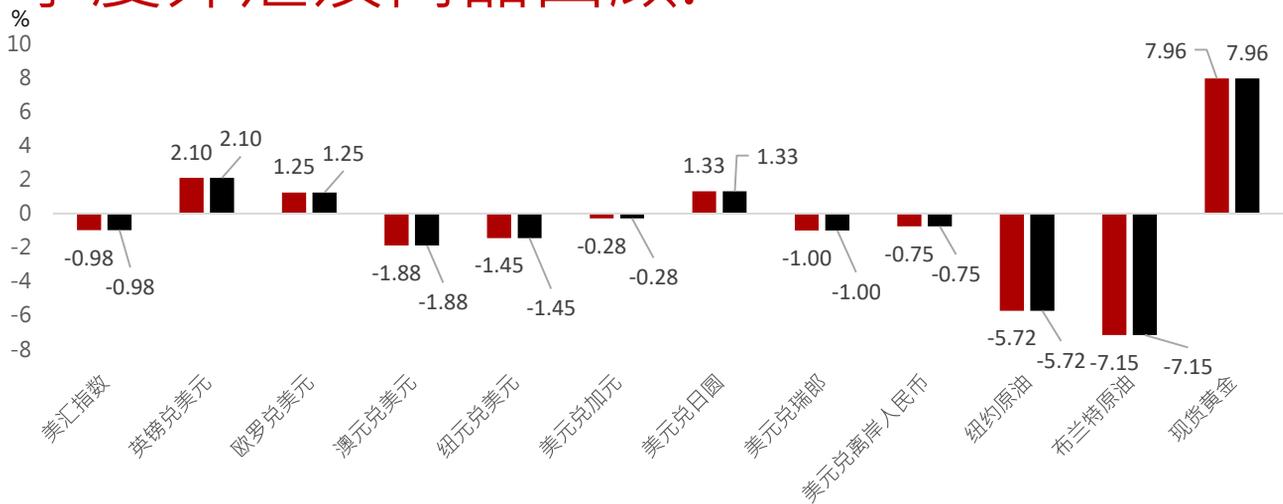
彭博债券总回报指数(货币非对冲)	最新收市价	52周高	52周低	年初至今变动(%)	一月变动(%)	二月变动(%)	三月变动(%)	第一季变动(%)	目前 YTW	3个月前 YTW	10年平均 YTW
全球综合(美元)	459.32	497.15	415.93	3.01	3.28	-3.87	3.32	3.01	3.54	3.73	1.73
泛欧洲综合主权债(欧元)	209.84	242.34	202.00	2.64	2.60	-2.19	3.23	2.64	3.20	3.37	1.01
新兴市场美元综合债(美元)	1,096.59	1,150.75	981.46	2.15	3.20	-2.70	1.61	2.15	7.36	7.52	5.19
亚洲(日本除外)高收益(美元)	152.50	165.20	107.40	1.91	7.60	-2.07	-3.55	1.91	18.24	19.71	9.95
美国企业债(美元)	3,072.15	3,253.88	2,787.56	3.50	4.01	-3.85	3.37	3.50	5.17	5.42	3.25
环球高收益债(美元)	1,376.64	1,440.89	1,231.18	3.15	4.18	-2.39	1.05	3.15	9.18	9.42	6.32
美国企业高收益债(美元)	2,264.03	2,343.76	2,094.77	3.57	3.81	-1.70	1.26	3.57	8.52	8.96	6.22
泛欧洲高收益债(欧元)	400.40	421.03	369.17	2.89	3.20	-0.01	-0.22	2.89	8.18	8.32	4.73
新兴市场高收益债(美元)	1,249.74	1,319.07	1,094.43	1.42	4.27	-3.13	0.28	1.42	11.18	11.08	8.00

资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年3月31日)



瀚隄资本有限公司
 香港干诺道中128号11楼
 电话: +852 2710 0600
 传真: +852 2710 0239
 电邮: info@hansuicapital.com.hk
 网址: www.hansuicapital.com.hk

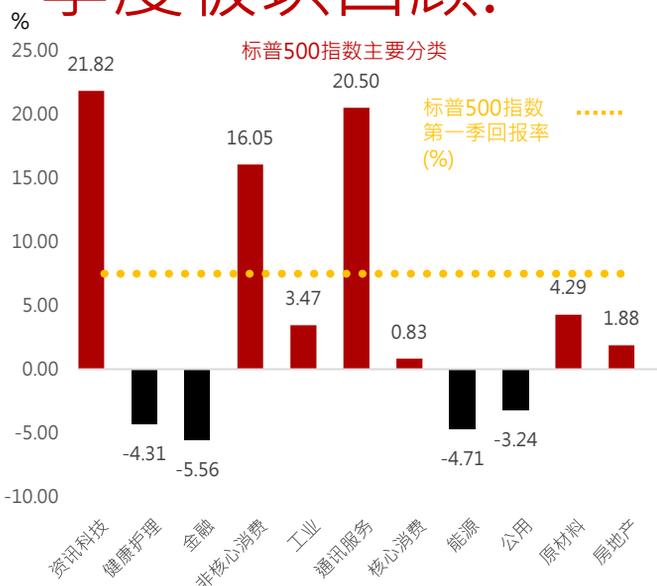
季度外汇及商品回顾:



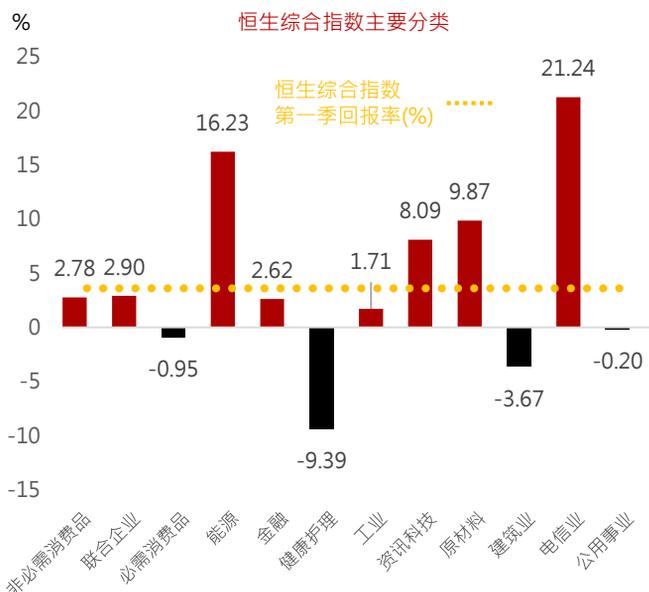
资料来源: 瀚隄资本、彭博 (截至2023年3月31日)

- 因市场推测美联储加息周期快将完结，美汇指数继续走软，第一季下跌1.22%，但各国央行政策亦分别开始转向，导致非美元货币走势反复，英镑和欧罗兑美元上升，但澳元和纽元兑美元却回落。
- 黄金承接上年第四季表现，今年第一季继续表现突出上升8.65%，更曾升穿每盎司2000美元。在息口见顶及经济衰退风险增加下，投资者继续增持黄金作为另类投资对冲。
- 经济衰退令原油需求大幅下降的忧虑导致价格于第一季大幅回落逾7%。

季度板块回顾:



资料来源: 瀚隄资本、彭博 (截至2023年3月31日)



资料来源: 瀚隄资本、彭博 (截至2023年3月31日)



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

四月市场策略:

美国股市:

标普500指数短期仍然强势



资料来源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2023年3月31日)

- ❖ 大型科技公司大举裁员，藉削减成本为经济减缓未雨绸缪；加上受制于欧美银行倒闭危机可能引发的系统性风险，市场预期联储局的加息步伐或会放缓，对科技股有正面影响。
- ❖ 受科技股带动下标普500指数短期有机会挑战今年高位4,195点。
- ❖ 惟虽注意美国企业即将公布第二季业绩，今年盈利或继续受压。如大型公司业绩逊于预期，大市或会回落至3,800-3,900点区间。

香港股市:

恒生指数向上测试20,000点



资料来源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2023年3月31日)

- ❖ 中国政府新一届领导班子于第十四届全国人民代表大会成功接任，市场预期新政府将重新聚焦经济发展，利好市场气氛。
- ❖ 阿里巴巴与京东分别分拆个别业务，大行纷纷上调其估值，利好科技板块投资气氛，预料4月份科技板块会成为恒生指数主要上升动力，恒生指数有力上望22,043点。
- ❖ 中美贸易磨擦升温，年初至今美国不断增加中国企业进入“实体清单”之外，中国亦开始向个别美国企业进行审查，如情况持续恶化，恒生指数或下试19,509点。



瀚隋资本有限公司
 香港干诺道中128号11楼
 电话: +852 2710 0600
 传真: +852 2710 0239
 电邮: info@hansuicapital.com.hk
 网址: www.hansuicapital.com.hk

ChatGPT应用将刺激半导体需求

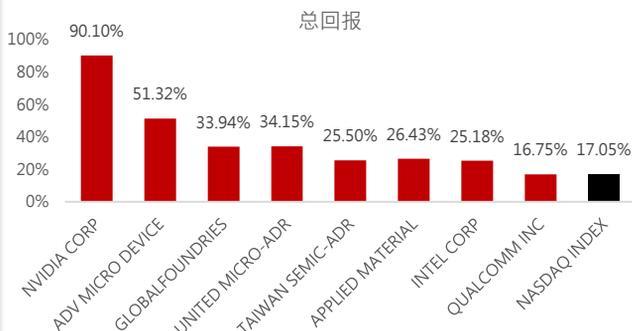
- ▶ 随着科技逐步融入生活，全球各国都十分重视其半导体产业发展，自2022年起已推出不同半导体政策以鼓励投资(图1)。根据麦肯锡的报告(图2)，2022年至2030年间全球对半导体的需求每年将按平均6.7%成长率增长，预计2030年全球半导体销售额将突破1兆美元，而汽车与工业市场应用平均成长率更达两位数。
- ▶ ChatGPT (Chat Generative Pre-trained Transformer) 由OpenAI在2022年11月推出的一套人工智能系统，于今年3月中推出的ChatGPT-4版本已足够应付复杂的工作，中美各大科技公司如百度、微软及谷歌等已经各自开发其ChatGPT及其套用在其产品上，随着技术发展，市场预计ChatGPT在不久的将来将会应用在各行各业上对人们生活与工作将产生重大影响。
- ▶ 半导体生产商高通表示，ChatGPT对运算力要求极高，比起谷歌的搜寻器，成本增加10倍，相对也需要10倍多的资料中心，预计ChatGPT的商业应用会再刺激对半导体的需求，未来10年每年将达至平均两位数成长率增长。
- ▶ 中美半导体相关股票在政策支持与需求上升影响下，年初至今表现亮丽(图3-4)，预计在ChatGPT逐步广泛应用在不同行业下，半导体相关股票能维持强势。

图1: 各国推出利好半导体行业政策

国家	政策
美国	390亿美元补助建厂或半导体设备,公司还可以申请免税额,以报销25%的项目建设费用。
日本	6000亿日圆补助建厂或半导体设备费用的50%。
南韩	企业发展半导体研发最高可获40%免税额,而相关设备则获得10%免税额。
欧盟	430亿欧元的《晶片法案》,目标在到2030年将欧洲在全球半导体市场比例从10%提高到20%。
中国	不限金额补助半导体制造与设备企业。
台湾	企业发展半导体研发最高可获25%免税额,而相关设备则获得5%免税额。

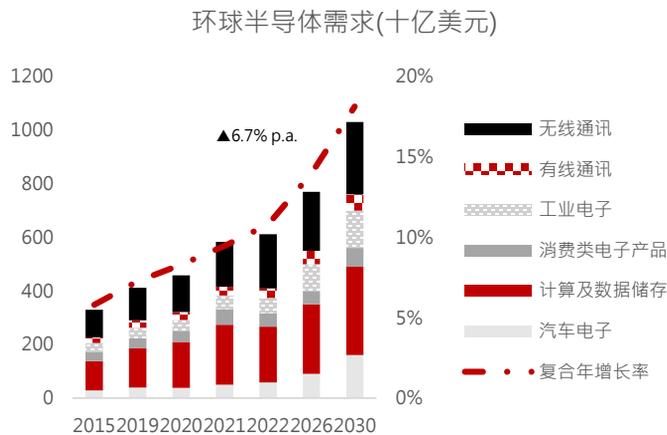
资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年3月31日)

图3: 及图4: 中美半导体相关股票于第一季表现亮丽

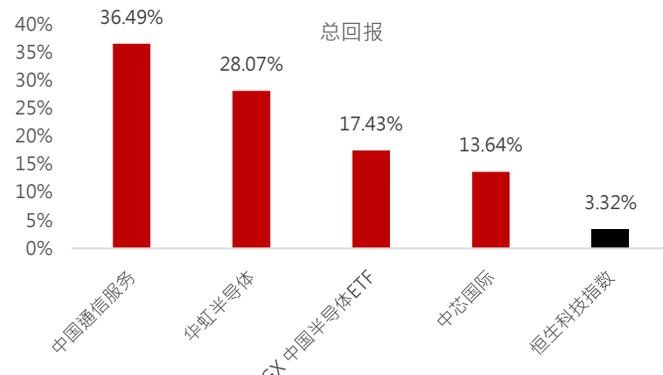


资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年3月31日)

图2: 全球半导体需求持续上升



资料来源: 瀚隋资本、麦肯锡(截止2022年9月30日)



资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年3月31日)

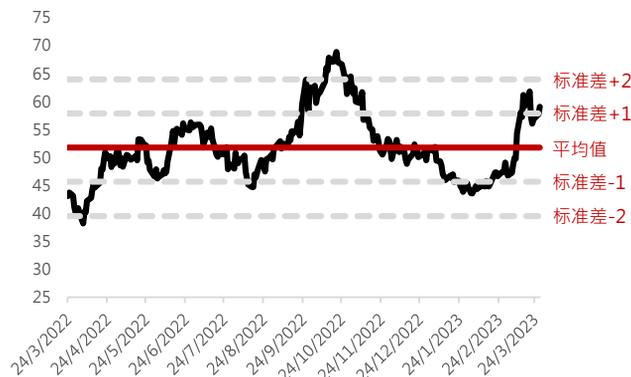


瀚隋资本有限公司
 香港干诺道中128号11楼
 电话: +852 2710 0600
 传真: +852 2710 0239
 电邮: info@hansuicapital.com.hk
 网址: www.hansuicapital.com.hk

加息周期尾声下高评级债券胜率高

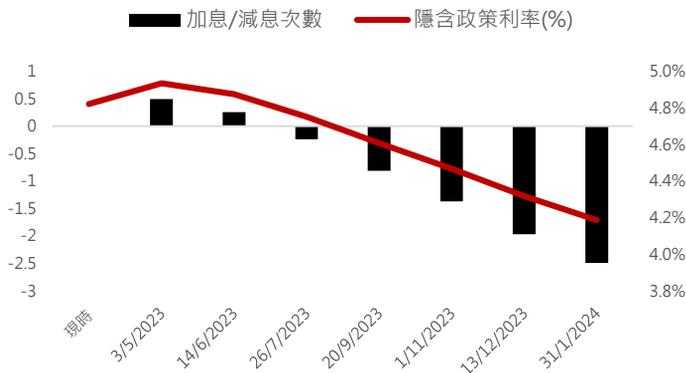
- ▶ 欧美银行于第一季末接连传出经营危机造成全球债市剧烈震荡，信贷息差亦因此而大幅抽升(图1)。其后随着瑞士信贷集团(Credit Suisse)被瑞银集团(UBS)并购；加上硅谷银行(SVB)倒闭但有政府保障全部存款，短期中小型地区性银行虽然仍有资金流走压力，但暂时对整体银行业影响仍然有限，市场担忧情绪亦有所缓解。
- ▶ 另一方面，美国联储局主席鲍威尔虽然在议息会议后的记者会仍然维持鹰派言论，惟不论是会议公布或利率点阵图都显示当局愈来愈有机会已完成是次加息周期。而根据彭博利率期货显示，交易商最新更估计联邦基金利率将于7月见顶回落(图2)。
- ▶ 面对加息周期的完结，孳息曲线往往会提早从高位回落，而债券价格亦大多会重拾升势。下图为最近4次美国十年期孳息回落时各高评级债券指数表现(图3)。从图中可以见到当十年期孳息率从高位回落，大多数高评级债券均有近双位数升幅。现时有不少投资评级债券收益率高达5%，息口接近高息股，对于寻求收益的资金而言，现时正是能用较低风险获取高收益的时刻。

图1: 现时高评级债券信贷息差为标准差+1，回落机会大



资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年3月31日)

图2: 利率期货显示联邦基金利率将于7月见顶回落



资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年3月31日)

图3: 过去四次当十年期孳息率下跌，高评级债券均表现理想

开始日期	结束日期	美国十年期孳息率	全球综合债券	泛欧综合债券	美国企业债券	新兴市场投资级别债券
6/7/2007	19/12/2008	5.18%-->2.13%	14.49%	4.26%	-1.35%	-6.45%
2/4/2010	20/7/2012	3.94%-->1.46%	14.37%	14.84%	24.55%	26.76%
27/12/2013	8/7/2016	3%-->1.36%	7.08%	19.82%	16.79%	15.71%
5/10/2018	31/7/2020	3.23%-->0.53%	16.11%	10.97%	25.31%	21.58%

**以上均为彭博债券总回报指数

资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年3月31日)



瀚隋资本有限公司
 香港干诺道中128号11楼
 电话: +852 2710 0600
 传真: +852 2710 0239
 电邮: info@hansuicapital.com.hk
 网址: www.hansuicapital.com.hk

四月重要数据:

日期时间	地区	数据及事项	数据期	预测数字	实际数字	上次数字
04/03 14:30	瑞士	CPI(年比)	Mar	--	--	3.4%
04/03 16:30	英国	S&P Global/CIPS UK Manufacturing PMI	Mar F	--	--	48
04/03 21:30	加拿大	S&P Global Canada Manufacturing PMI	Mar	--	--	52.4
04/03 22:00	美国	ISM 制造业指数	Mar	47.5	--	47.7
04/04 12:30	澳洲	RBA现金利率目标	Apr 4	--	--	3.60%
04/04 22:00	美国	耐久财订单	Feb F	--	--	-1.0%
04/05 10:00	纽西兰	RBNZ 正式现金利率	Apr 5	--	--	4.75%
04/05 20:30	美国	贸易收支	Feb	-\$68.5b	--	-\$68.3b
04/06 20:30	加拿大	失业率	Mar	--	--	5.0%
04/07 20:30	美国	非农业就业人口变动	Mar	238k	--	311k
04/07 20:30	美国	失业率	Mar	3.6%	--	3.6%
04/09-04/15	中国	货币供给M2(年比)	Mar	--	--	12.9%
04/11 09:30	中国	CPI(年比)	Mar	--	--	1.0%
04/12 20:30	美国	CPI(年比)	Mar	--	--	6.0%
04/12 22:00	加拿大	加拿大央行利率决策	Apr 12	4.50%	--	4.50%
04/13	中国	贸易收支	Mar	--	--	\$78.01b
04/14 06:30	纽西兰	BusinessNZ制造业采购经理人指数	Mar	--	--	52
04/14 22:00	美国	密西根大学市场气氛	Apr P	--	--	--
04/17 06:45	纽西兰	食品价格(月比)	Mar	--	--	1.5%
04/18 10:00	中国	GDP年比	1Q	--	--	2.9%
04/18 14:00	英国	ILO失业率(3个月)	Feb	--	--	3.7%
04/18 20:30	加拿大	CPI(年比)	Mar	--	--	5.2%
04/19 14:00	英国	CPI(年比)	Mar	--	--	10.4%
04/19 17:00	欧元区	CPI(年比)	Mar F	--	--	--
04/19 17:00	欧元区	CPI(月比)	Mar F	--	--	--
04/20 22:00	美国	领先指数	Mar	--	--	-0.3%
04/21 07:30	日本	全国消费者物价指数 年比	Mar	--	--	3.3%
04/21 16:00	欧元区	S&P Global Eurozone Manufacturing PMI	Apr P	--	--	--
04/21 16:30	英国	S&P Global/CIPS UK Manufacturing PMI	Apr P	--	--	--
04/21 21:45	美国	标普全球美国制造业PMI	Apr P	--	--	--
04/25 22:00	美国	经济咨委会消费者信心	Apr	--	--	--
04/26 09:30	澳洲	CPI(年比)	1Q	--	--	7.8%
04/26 20:30	美国	耐久财订单	Mar P	--	--	--
04/27 20:30	美国	GDP年化(季比)	1Q A	--	--	--
04/28 07:30	日本	东京消费者物价指数(生鲜除外) 年比	Apr	--	--	--
04/28 17:00	欧元区	GDP经季调(年比)	1Q A	--	--	1.8%
04/28 22:00	美国	密西根大学市场气氛	Apr F	--	--	--
04/30 09:30	中国	制造业PMI	Apr	--	--	--

资料来源: 瀚隋资本、彭博

央行议息时间表:

	美国联储局	欧洲央行	英伦银行	澳洲联储银行	纽西兰联储银行	加拿大银行	瑞士国家银行	日本银行
最新政策利率	5.00%	3.00%	4.25%	3.60%	4.75%	4.50%	0.50%	-0.10%
货币政策会议								
2023年4月				4	5	12		28
2023年5月	3	4	11	2	24			
2023年6月	14	15	22	6		7	22	16

资料来源: 瀚隋资本、彭博



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

风险披露:

- ▶ 投资涉及风险。买卖证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资未必一定能够赚取利润，并有机会招致损失。投资者须注意证券及投资价格可升可跌，甚至会变成毫无价值，过往的表现不一定可预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括（但不限于）汇率、外国法例及规例(如外汇管制)出现不利变动。本档并非，亦无意总览本档所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。客户在作出任何投资决定前，应参阅及明白有关该等证券或投资的所有销售文件，尤其是其中的风险披露声明及风险警告。
- ▶ 外汇买卖的风险声明：外币/人民币投资受汇率波动的影响而可能产生获利机会及亏损风险。客户如将外币/人民币兑换为港币或其他外币时，可能受外币/人民币汇率的变动而蒙受亏损。
- ▶ 人民币兑换限制风险的风险声明：人民币投资受汇率波动的影响而可能产生获利机会及亏损风险。客户如将人民币兑换
- ▶ 为港币或其他外币时，可能受人民币汇率的变动而蒙受亏损。
- ▶ 目前人民币并非完全可自由兑换，个人客户可以通过银行帐户进行人民币兑换的汇率是人民币(离岸)汇率，是否可以全部或即时办理，须视乎当时银行的人民币头寸情况及其商业考虑。客户应事先考虑及了解因此在人民币资金方面可能受到的影响。

重要注意事项:

- ▶ 本档由瀚隋资本编制和发布，并未经香港证券与期货事务监督委员会审批，亦未经香港境外的监管机构审批。仅派发予专业投资者(定义见《证券及期货条例》(香港法例第571章)附表一第一部)。
- ▶ 除非获瀚隋资本有限公司书面允许，否则不可把本档作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径（包括电子、机械、复印、摄录或其他形式）转发或传送本档任何部份予公众或其他未经核准的人士或将本档任何部份储存于可予检索的系统。



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

免责声明:

- ▶ 本报告仅供参考及讨论，当中所载任何意见并不构成由瀚隋资本有限公司任何成员、其董事、代表及 / 或雇员（不论作为委托人或代理）向他人作出买卖任何证券、期货、期权或其他融资类工具的要约或招揽。
- ▶ 本报告旨在由获瀚隋资本有限公司提供本报告者收取，不拟向在有关分发或使用会抵触当地司法权区或国家法律及规例之任何人士或实体，或使瀚隋资本有限公司受当地法权区或国家任何监管规定限制之任何人士或实体分发或由其使用。任何拥有本报告或打算依赖或根据其所载的资料作出行动之人士或实体，必须确保其本身不受任何对其作出有关行动有所限制或禁止之本地规定所限制。
- ▶ 虽然本报告资料来自或编写自瀚隋资本有限公司相信为可靠之来源，惟并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、有效性、时间性或完整性。对于任何依赖本报告之第三者而言，瀚隋资本有限公司对某特定用途的适用性、或对谨慎责任的任何明示或隐含的保证均卸弃责任。
- ▶ 本报告所载资料可随时变更，而瀚隋资本有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。本报告所载意见及估计反映相关分析员于本报告注明日期之判断，并可随时更改。瀚隋资本有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。如有疑问，您应咨询您的合资格财务顾问及 / 或其他专业顾问。
- ▶ 本报告所论述工具及投资未必适合所有投资者，而本报告并无顾虑任何特定收取者之特定投资目标、投资经验、财务状况或需要。投资者必须按其本身投资目标及财务状况自行作出投资决定。瀚隋资本有限公司建议投资者应独立评估本报告所论述个别发行商、投资或工具，而投资者应咨询所需之独立顾问，以了解该等工具或投资，及作出适当决定。投资价值 and 收入或因利率或外币汇率变动、证券价格或指数变动、公司经营或财务状况变动及金融的其他因素而有所不同。本报告所论述之工具及投资或其相关权利之行使时间或设期限。过往表现不一定等于将来。请参阅最后一页所载的分析员及公司披露事项及免责声明。
- ▶ 瀚隋资本有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何协力厂商在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。