



瀚隋资本

2023 第三季投资点评

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

第三季市场观点:

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

第三季重点:

股市:

- 日本股市受海外资金青睐，东京证券交易所的主板市场的总市值截至2023年6月23日为809万亿日元，比2022年底增加126万亿日元，在资金追捧下日经平均指数创下三十年新高。现时受部份技术指标超买加上获利盘出现下短期或有调整，但市场相信日本企业盈利继续改善，上涨空间仍然存在。

商品:

- 现时油价虽跌至近两年低位，而OPEC亦愿意减产，油价再大幅下跌空间或有限，惟虽注意现时市场仍忧虑环球主要央行继续加息将拖累经济，影响原油需求。进一步加息带来的金融风险或影响油价重拾升势。

固定收益:

- 美联储继6月暂停加息后，当局暗示今年会再加息2次。根据彭博利率期货显示，市场预计现时七月加息25点子概率超过八成。现时两年期孳息率已升至4.7%附近，相信第三季初孳息率会因利率再向上调而继续高企，债券价格将有所影响；惟虽注意第三季末议息后声明及其言论，若暗示停止加息或准备明年减息，届时可考虑再加入美国主权或美国高评级债券于投资组合内。
- 内地房地产情况在五月份进一步恶化，全国房地产开发下跌高达21.5%，是2001年以来的最大跌幅。与此同时，五月份的新屋开工面积更下跌了28.5%，显示中国房地产业暂未能扭转供过于求问题，仍需要等待过度建设的楼房慢慢消化才能令公司推动新的开发投资。信贷评级未能进一步改善下，亚洲高收益债券仍有待观望。



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:

- 环球股市在美联储六月暂停加息下普遍做好，加上市场追捧人工智能相关股份，纳斯达克指数受到相关版块带动下在第二季上升13%。根据日本财务省数据显示在第二季外资连续8周净买入日股，日本市场在资金持续涌入下第二季表现突出，上升近两成。
- 中国第二季大部份的经济数据均差于市场预期，而标准普尔更下调中国2023年GDP增长率为5.2%，低于之前预测的5.5%。市场忧虑疫情复常后的中国经济能否重拾动力，中港股市受此影响下，各指数分别下跌2%至7%不等，表现落后于环球市场。
- 环球债市在4月份和5月份普遍持平，而在6月份美联储暂停加息后，环球债市尤其长年期债券在6月份有所反弹。唯独在内地房地产债务情况没有改善下，亚洲(日本除外)高收益债被投资者抛售，表现落后。

☒10年平均 ●现时位置

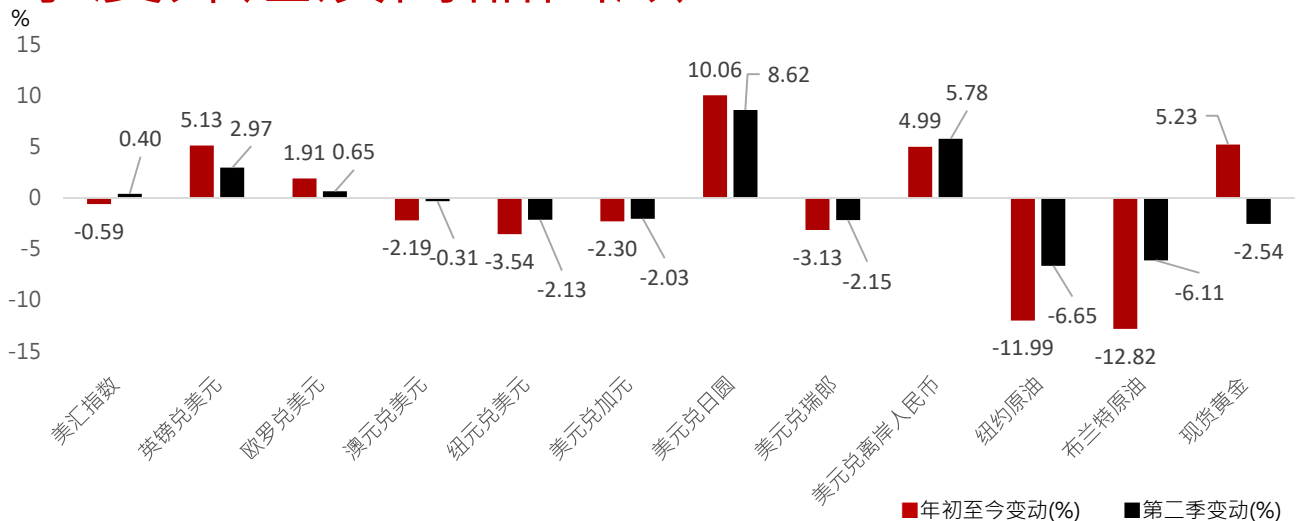
	最新 收市价	52 周高	52 周低	年初至今 变动(%)	四月 变动(%)	五月 变动(%)	六月 变动(%)	第二季 变动(%)	预测 市盈率		
欧美市场											
道琼斯工业平均指数	34,407.60	34,712.28	28,660.94	3.80	2.57	-3.17	4.68	3.97			
标普500指数	4,450.38	4,458.48	3,491.58	15.91	1.56	0.43	6.61	8.74			
纳斯达克综合指数	13,787.92	13,864.06	10,088.83	31.73	0.07	5.93	6.66	13.05			
罗素2000指数	1,888.73	2,030.05	1,641.94	7.24	-1.80	-0.93	8.13	5.19			
欧洲Stoxx600指数	461.93	470.45	379.72	8.72	2.61	-2.31	2.45	2.69			
中港市场											
上海证券交易所综合指数	3,202.06	3,424.84	2,885.09	3.65	1.57	-3.39	0.09	-1.08			
沪深300指数	3,842.45	4,530.33	3,495.95	-0.75	-0.50	-5.56	1.44	-4.03			
深圳证交所综合指数	2,049.24	2,257.43	1,852.42	3.73	-3.16	-2.26	2.79	-2.71			
深圳创业板价格指数	2,215.00	2,887.72	2,118.33	-5.61	-3.03	-5.39	1.21	-7.14			
香港恒生指数	18,916.43	22,700.85	14,597.31	-4.37	-2.44	-7.85	4.49	-6.06			
恒生中国企业指数	6,424.88	7,794.66	4,919.03	-4.18	-3.77	-7.92	5.28	-6.72			
其他亚洲市场											
日经225指数	33,189.04	33,772.89	25,621.96	27.19	2.91	7.04	7.56	18.48			
韩国KOSPI指数	2,564.28	2,650.45	2,134.77	14.66	1.00	3.02	-0.49	3.54			
印度孟买SENSEX指数	64,718.56	64,768.58	52,094.25	6.37	3.63	2.86	3.58	10.41			
印尼雅加达综合股价指数	6,661.88	7,377.50	6,542.79	-2.76	2.15	-3.25	1.12	-0.07			
MSCI 东协指数	1,951.11	2,119.94	1,768.05	-1.64	0.09	-4.60	0.13	-4.39			
新兴市场											
巴西圣保罗指数	118,087.00	120,751.50	95,266.94	7.61	2.50	3.74	9.00	15.91			
俄罗斯RTS指数	982.94	1,345.75	900.08	1.27	3.82	4.32	-5.62	2.22			
	最新 收市价	52 周高	52 周低	年初至今 变动(%)	四月 变动(%)	五月 变动(%)	六月 变动(%)	第二季 变动(%)	目前	3个月前	10年 平均
彭博债券总回报指数(货币非对冲)									YTW	YTW	YTW
全球综合(美元)	452.30	471.47	415.93	1.43	0.44	-1.29	-0.45	-1.53	3.84	3.58	1.78
泛欧洲综合主权债(欧元)	208.84	234.48	202.00	2.15	-0.33	0.02	-0.47	-0.48	3.54	3.24	1.05
新兴市场美元综合债(美元)	1,108.90	1,120.77	981.46	3.30	0.39	-0.34	1.37	1.12	7.53	7.43	5.26
亚洲(日本除外)高收益(美元)	139.61	162.14	107.40	-6.71	-3.76	-6.05	1.27	-8.46	19.14	18.55	10.22
美国企业债(美元)	3,063.39	3,133.40	2,787.56	3.21	0.77	-0.27	0.13	-0.29	5.48	5.27	3.31
环球高收益债(美元)	1,404.41	1,412.35	1,231.18	5.23	0.64	-0.94	2.21	2.02	9.20	9.33	6.41
美国企业高收益债(美元)	2,303.60	2,305.75	2,094.77	5.38	1.00	-0.81	1.36	1.75	8.50	8.75	6.30
泛欧洲高收益债(欧元)	407.79	410.68	369.17	4.79	0.49	0.86	0.35	1.85	8.29	8.21	4.78
新兴市场高收益债(美元)	1,277.92	1,302.12	1,094.43	3.71	-0.95	-0.31	3.66	2.26	11.18	11.28	8.10

资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年6月30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

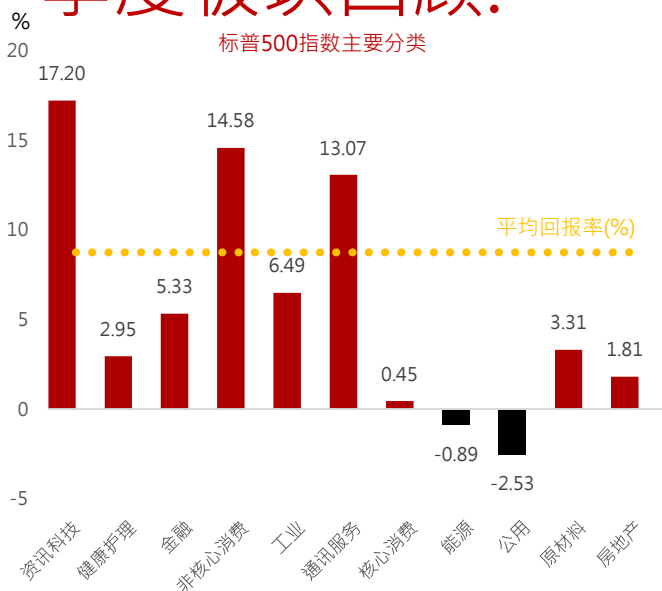
季度外汇及商品回顾:



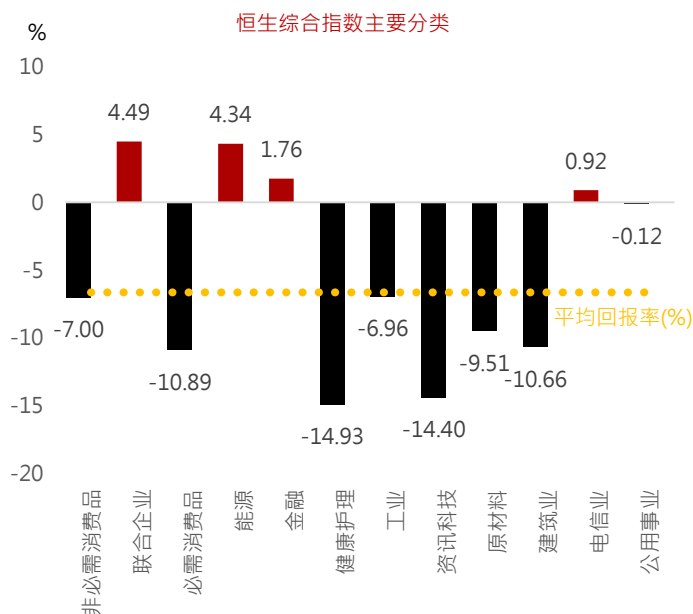
资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年6月30日)

- 美元指数在第二季变化不大, 但各外币走势反复。英国央行意外加息50点子, 英镑兑美元上升2%, 为非美货币中表现最好。日本央行继续维持货币宽松政策, 美日债息再度扩阔, 美元兑日元上升逾8%, 为表现最差外币。在担忧中国缺乏经济动力下人民币亦创下7个月新低, 美元兑人民币上升逾5%。
- 环球股市表现亮丽, 避险情绪降温, 另外美联储意外地维持鹰派立场, 导致黄金在第二季价格下跌约3%。
- 经济衰退忧虑持续, 原油价格继第一季大幅回落后, 第二季再回落近7%。

季度板块回顾:



资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年6月30日)



资料来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年6月30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

七月市场策略:

美国股市:

标普500指数沿上升通道但略为超买



资料来源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2023年6月30日)

- ❖ 美国在第二季下旬公布的经济数据胜预期，市场认为区域银行财务危机对经济做成的影响已散退，加上美联储六月暂停加息亦提振市场乐观情绪，在科技股强势带动下，标普500指数有望再向上挑战2022年4月高位4,512点。
- ❖ 惟需留意，市场虽然普遍预测美国经济陷入衰退机会已不大，但经济轻微放缓或将影响标普500指数成分企业的每股盈利于第二季下滑。
- ❖ 技术走势上，周线图显示相对强弱指数(RSI)亦接近超买，不排除7月份会藉此出现技术调整，初步支持位为100天移动平均线。

香港股市:

恒生指数走势依然反复惟下跌空间有限



资料来源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2023年6月30日)

- ❖ 中国经济数据疲弱，市场一直期待中央政府的刺激经济政策亦落空，恒生指数在第二季上试20,000点后急速回落至19,000点附近，走势反复。
- ❖ 人民币持续走弱，创下七个月新低，年初至今下跌近5%，资金流走亦影响投资者情绪。
- ❖ 现时恒生指数已逐步反映以上负面消息，多次测试18,800附近亦有所反弹，可视之为初步支持位。
- ❖ 技术走势上，美元兑人民币已出现超买情况，如能出现反弹，能令港股重拾升势，再度测上月高位20,155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

日圆走势将左右日本股市升势

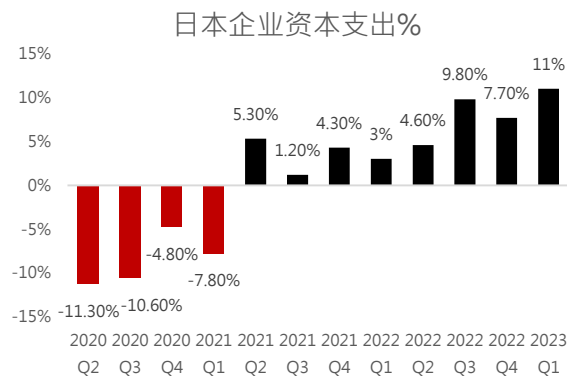
- 自2020年8月巴郡透露持有日本五大大型综合商社后，这五只股份累积升幅均以倍数上升(图1)。而五大大型综合商社业务差不多覆盖全日本的各行各业，其表现可说是日本经济的缩影。巴郡亦刚在6月份宣布，有机会将其在日本五大大型综合商社的平均持股比例由8.5%增加至9.9%上限，对日本未来的经济表现充满信心。
- 另外，根据日本财务省数据显示，日本自2021年第一季起企业按年资本支出已连升八季(图2)，反映日本经济已从疫情中寻回动力，各大企业已纷纷加大投资力度。
- 值得注意的是，过往20年日圆与日经指数走势息息相关(图3)，其中一个主因是弱日圆有利日本企业出口贸易从而利好股市表现。新日本央行行长植田和男上任以来强调维持宽松的货币政策，因此市场预期弱日圆还会维持一段时间，预计日本股市走势可以持续。
- 尽管各项因素都利好日本股市，但日本股市年初至今已累积不少升幅，现其估值亦不算便宜(图4)，市场亦猜测当美元兑日圆达到150附近时日本央行或会对市场进行干预，届时或会引发震荡。投资者如看好日本市场，反而可以把握此整固机会，待市盈率回落至平均值附近捕捉入市良机。

图1: 五大综合商社三年来升幅逾倍

股票编号	公司名称	总回报			
		3年	2年	1年	年初至今
8001 JP	伊藤忠商事株式会社	168.80%	88.59%	56.75%	39.02%
8002 JP	丸红株式会社	481.93%	175.60%	105.93%	64.55%
8031 JP	三井物产	280.41%	132.90%	84.69%	42.93%
8053 JP	住友商事	192.79%	126.70%	72.14%	41.58%
8058 JP	三菱商事	250.90%	146.75%	76.67%	65.25%
NKY index	日经平均指数	59.96%	20.13%	26.63%	28.65%

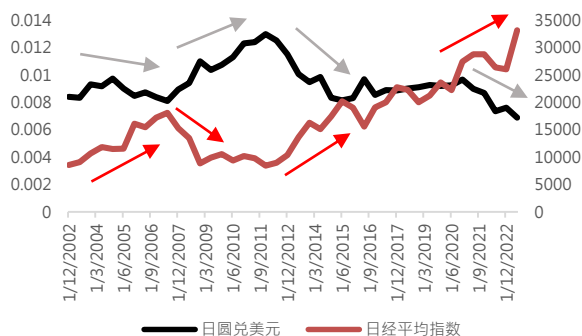
资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年6月30日)

图2: 日本企业按年资本支出持续上升



资料来源: 瀚隋资本、日本财务省(截止2023年6月30日)

图3: 日圆与日经指数走势息息相关



资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年6月30日)

图4: 日本股市估值已偏高



资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年6月30日)

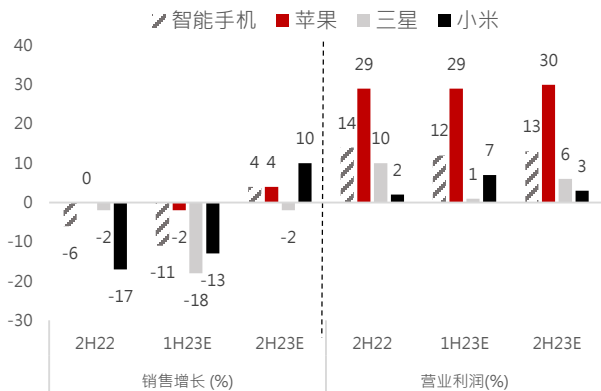


瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

智能手机行业下半年有望复苏

- 随着供应链成本下降及疫情缓解，消费者到实体店购物次数逐步增加，其中智能手机需求亦有望回升。根据彭博估计，2023年上半年智能手机销售仍会下滑，但下半年因苹果IPHONE 15重启产品更新周期加上其他手机品牌旧设备升级需求存在，下半年销售普遍将再度重现增长。(图1)
- 虽然5G手机普及性提高令盈利逐步收窄，但现时5G智能手机的溢价大概仍是4G智能手机的三倍，彭博预计2023年5G手机出货量将增长15%，占全年总出货量的62%；到2024年，5G手机出货量将占全年近7成。(见图2及图3)
- 而中国经济重启有助于提振中国市场的智能手机需求，这对部份中国手机品牌如小米、OPPO、VIVO 有利，因这些品牌占4G/5G手机出货量近八成。IDC (International Data Corporation)预计第三季及第四季出货量将分别上升1%及7%，虽总出货量仍于2019年及2021年，但低基数效应下有望下半年及2024年再度恢复增长。

图1: 预计下半年智能手机销售有所增长



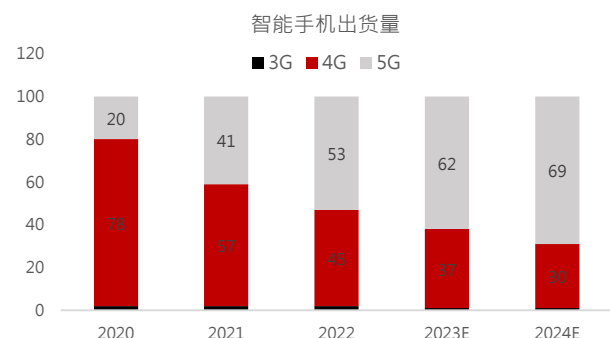
资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年6月30日)

图2: 5G智能手机总值将远高于4G及3G手机

	总值(百万美元)		
	2022	2023E	2024E
3G	1,455	903	519
4G	100,173	62,884	46,206
5G	398,500	416,447	463,263
	数量(百万)		
	2022	2023E	2024E
3G	21	16	11
4G	547	438	378
5G	638	735	871

资料来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年6月30日)

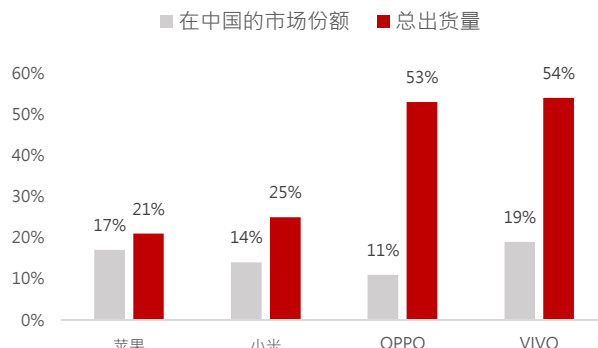
图3: 彭博预计2023年5G手机出货量占全年62%



资料来源: 瀚隋资本、彭博、IDC (截止2023年6月30日)

图4: 中国市场占OPPO及VIVO总出货量超过五成

智能手机供应商对中国市场的业务敞口



资料来源: 瀚隋资本、IDC、彭博 (截止2023年6月30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

七月重要数据:

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
07/03 09:45	中国	财新中国制造业采购经理人指数	Jun	--	--	50.9
07/03 14:30	瑞士	CPI(年比)	Jun	--	--	2.2%
07/03 22:00	美国	ISM 制造业指数	Jun	--	--	46.9
07/04 12:30	澳洲	RBA现金利率目标	Jul 4	4.10%	--	4.10%
07/05 22:00	美国	耐久财订单	May F	--	--	--
07/06 20:15	美国	ADP 就业变动	Jun	--	--	278k
07/07 20:30	美国	非农业就业人口变动	Jun	--	--	339k
07/07 20:30	美国	失业率	Jun	--	--	3.7%
07/09-07/15	中国	货币供给M2(年比)	Jun	--	--	11.6%
07/09-07/15	中国	新人民币贷款	Jun	--	--	1360.0b
07/10 09:30	中国	CPI(年比)	Jun	--	--	0.2%
07/11 14:00	英国	ILO失业率(3个月)	May	--	--	3.8%
07/12 10:00	纽西兰	RBNZ 正式现金利率	Jul 12	5.50%	--	5.50%
07/12 20:30	美国	CPI(年比)	Jun	--	--	4.0%
07/12 20:30	美国	CPI(不含食品及能源)(年比)	Jun	--	--	5.3%
07/12 22:00	加拿大	加拿大央行利率决策	Jul 12	4.50%	--	4.75%
07/13 06:30	纽西兰	BusinessNZ制造业采购经理人指数	Jun	--	--	48.9
07/14 22:00	美国	密西根大学市场气氛	Jul P	--	--	--
07/17 10:00	中国	GDP年比	2Q	--	--	4.5%
07/18 20:30	加拿大	CPI(年比)	Jun	--	--	--
07/19 06:45	纽西兰	CPI(年比)	2Q	--	--	6.7%
07/19 14:00	英国	CPI(年比)	Jun	--	--	8.7%
07/19 14:00	英国	核心CPI(年比)	Jun	--	--	7.1%
07/20 22:00	美国	领先指数	Jun	--	--	--
07/21 07:30	日本	全国消费者物价指数 年比	Jun	--	--	--
07/24 16:00	欧元区	HCOB欧元区制造业采购经理人指数	Jul P	--	--	--
07/24 21:45	美国	标普全球美国制造业PMI	Jul P	--	--	--
07/25 22:00	美国	经济咨询委员会消费者信心	Jul	--	--	--
07/26 09:30	澳洲	CPI(季比)	2Q	--	--	1.4%
07/27 02:00	美国	FOMC利率决策(上限)	Jul 26	5.25%	--	5.25%
07/27 20:15	欧元区	ECB主要再融资利率	Jul 27	--	--	4.00%
07/27 20:30	美国	耐久财订单	Jun P	--	--	--
07/27 20:30	美国	GDP年化(季比)	2Q A	--	--	--
07/28 07:30	日本	东京消费者物价指数 年比	Jul	--	--	--
07/28 20:30	加拿大	GDP年比	May	--	--	--
07/28	日本	日银政策余额利率	Jul 28	--	--	-0.100%
07/28	日本	日银10年目标殖利率	Jul 28	--	--	0.000%
07/31 09:30	中国	制造业PMI	Jul	--	--	--
07/31 17:00	欧元区	GDP经季调(年比)	2Q A	--	--	1.0%
07/31 17:00	欧元区	CPI预估(年比)	Jul	--	--	--
07/31 17:00	欧元区	核心CPI(年比)	Jul P	--	--	--
07/31 21:45	美国	MNI芝加哥采购经理人指数	Jul	--	--	--

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	5.25%	3.50%	4.50%	4.10%	5.50%	4.75%	1.00%	-0.10%
货币政策会议								
2023年7月	26	27		4	12	12		28
2023年8月			3	1	16			
2023年9月	20	14	21	5		6	21	22

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。