



瀚隋资本

2024

第一季投资点评

撰寫：

陈嘉伟 CFA FRM

黎伟乔 CFA

曾迪奇





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

第一季市场观点:

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

第一季重点:

股市:

- ▶ 欧元区经济持续疲弱，其综合采购经理人(PMI)指数已连续六个月低于50的扩张水平，其中欧元区两大经济体德国与法国经济下滑趋势进一步恶化，预料欧元区经济第一季难有起色。受惠于供应链多元化及美联储减息预期下，预料新兴市场在第一季继续表现突出，特别是印度及东南亚国家如印度尼西亚及越南等。

商品:

- ▶ 在俄乌及以巴冲突未明朗的情况下，加上市场预期美联储将在明年减息下，黄金在第一季依旧会受到投资者的关注。国际能源总署指出由于全球经济疲弱，石油需求规模已由第三季的每日280万桶降至第四季每日190万桶，2024年届时更可能下跌至每日110万桶，疲弱需求将导致石油价格受压。

固定收益:

- ▶ 在通胀持续降温的迹象下，美联储可能在明年减息的预期支持债券走势。而当中美国主权及高评级债更能抵御经济扩张速度减弱而带来的风险。而美元或因减息而大机会走弱下，新兴市场优质债券亦能受市场青睐；而美元指数与新兴市场本地货币债往往呈现负相关，故亦看好相关债券，但外汇风险相对较高。
- ▶ 惠誉估计明年到期内房债高达7,373亿元人民币，现时中央政府或要求银行加快向房企批出贷款，惟整个市场仍未见明朗，如考虑亚洲高收益债券可优先留意能受惠于区内经济持续重启及复苏主题如博彩、零售等行业。



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:

- 11月核心PCE物价指数年增长率降至3.2%，美国通胀降温引发降息预期，债券市场全面上升，美国十年期国债债券息率率从10月高位5.02%急跌至3.78%。自10月23日以来，VIX指数曾大幅下跌至12.07，标普500指数今季升近12%，道琼斯工业平均指数与纳斯达克综合指数今季更齐创历史新高。
- 印度上市公司总市值今季突破4兆美元，名列全球第4，国际货币基金组织对印度2023年的经济增长预测上调至6.3%，11月制造业PMI上升至56，连续第29月处在扩张区，今季在亚洲市场表现突出。巴西通胀持续改善，央行继续减息推动经济，加上受惠于美元下跌及逆全球化趋势，今季上升逾15%。
- 穆迪下调了中国的信用评级至负面。11月公布中国制造业采购经理人指数(PMI)为49.4，连续两个月低于盛衰分界线，引发市场对中国经济衰退和通缩忧虑，中港股市表现大幅跑输。

☒10年平均 ●现时位置

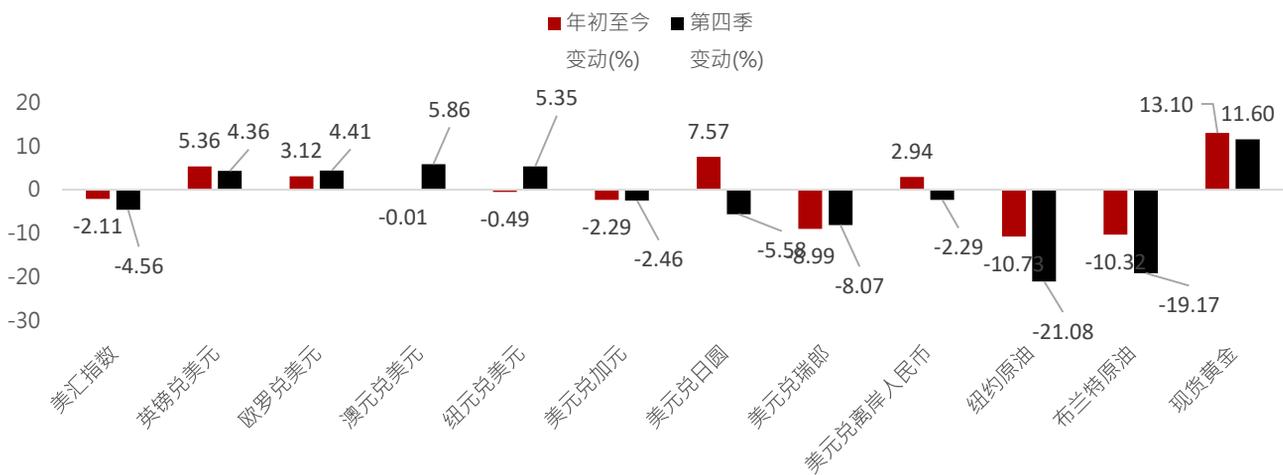
指数名称	最新收市价	52周高	52周低	年初至今变动(%)	十月变动(%)	十一月变动(%)	十二月变动(%)	第四季变动(%)	预测市盈率
欧美市场									
道琼斯工业平均指数	37,689.54	37,778.85	31,429.82	13.70	-1.26	9.15	4.93	13.09	
标普500指数	4,769.83	4,793.30	3,794.33	24.23	-2.10	9.13	4.53	11.68	
纳斯达克综合指数	15,011.35	15,150.07	10,265.04	43.42	-2.76	10.84	5.62	13.84	
罗素2000指数	2,027.07	2,071.78	1,633.67	15.09	-6.82	9.03	12.23	14.02	
欧洲Stoxx600指数	479.02	480.64	425.90	12.74	-3.60	6.65	3.85	6.78	
中港市场									
上海证券交易所综合指数	2,974.94	3,418.95	2,882.02	-3.70	-2.91	0.38	-1.73	-4.22	
沪深300指数	3,431.11	4,268.15	3,283.99	-11.38	-3.10	-2.11	-1.76	-6.81	
深圳证交所综合指数	1,837.86	2,200.22	1,760.70	-6.97	-1.85	0.49	-2.41	-3.74	
深圳创业板价格指数	1,891.37	2,661.28	1,792.38	-19.41	-1.77	-2.22	-1.62	-5.50	
香港恒生指数	17,047.39	22,700.85	15,972.31	-13.82	-3.91	-0.16	0.16	-3.90	
恒生中国企业指数	5,768.50	7,773.61	5,443.60	-13.97	-4.66	-0.05	-1.40	-6.03	
其他亚洲市场									
日经225指数	33,464.17	33,853.46	25,661.89	28.24	-3.14	8.52	0.04	5.16	
韩国KOSPI指数	2,655.28	2,668.21	2,180.67	18.73	-7.58	11.30	4.76	7.75	
印度孟买SENSEX指数	72,271.94	72,561.91	57,084.91	0.04	-2.85	4.96	7.84	9.96	
印度尼西亚雅加达综合股价指数	7,272.80	7,309.78	6,542.79	6.16	-2.59	4.92	2.85	5.11	
MSCI 东盟指数	1,993.68	2,119.94	1,816.20	0.00	-4.99	3.86	5.13	3.74	
新兴市场									
巴西圣保罗指数	134,185.24	134,391.70	96,996.84	22.28	-2.94	12.54	5.38	15.12	
俄罗斯RTS指数	1,083.48	1,159.55	900.08	11.63	7.54	3.25	-1.47	9.40	
彭博债券总回报指数(货币非对冲)									
全球综合(美元)	471.40	472.82	429.05	5.72	-1.20	4.55	3.77	8.10	3.51 4.22
泛欧洲综合主权债(欧元)	219.34	221.27	202.06	7.28	0.20	2.94	3.22	7.51	2.94 3.79
新兴市场美元综合债(美元)	1,171.06	1,171.45	1,060.32	9.09	-1.48	4.82	3.78	8.10	7.04 8.00
亚洲(日本除外)高收益(美元)	131.87	162.14	123.81	-11.88	-1.16	3.86	1.29	3.66	13.76 18.49
美国企业债(美元)	3,221.05	3,230.86	2,893.16	8.52	-1.87	4.96	3.44	8.50	5.06 6.04
环球高收益债(美元)	1,522.00	1,523.86	1,334.64	14.04	-0.95	5.05	3.84	8.56	8.20 9.46
美国企业高收益债(美元)	2,479.95	2,481.32	2,186.03	13.45	-1.16	4.12	3.39	7.16	7.59 8.88
泛欧洲高收益债(欧元)	438.86	438.86	389.15	12.78	-0.30	2.87	2.56	5.63	7.35 8.43
新兴市场高收益债(美元)	1,393.75	1,394.22	1,221.71	13.11	-0.89	5.62	4.05	9.73	10.11 11.39

数据来源:瀚隋资本、彭博(截至2023年12月29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

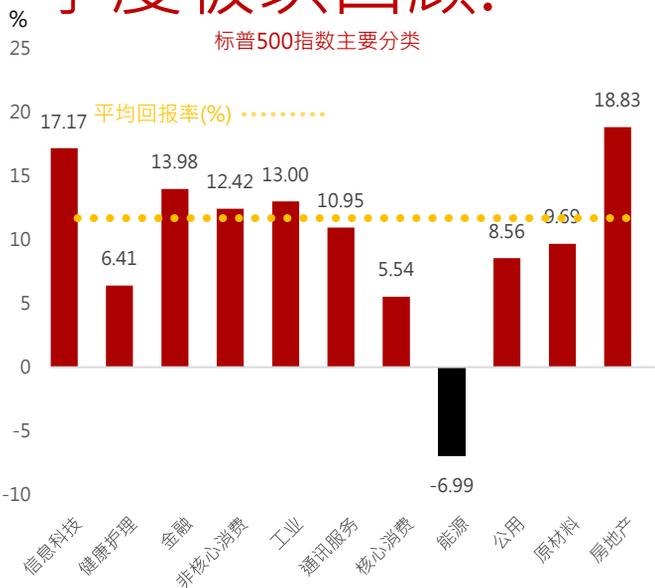
季度外汇及商品回顾:



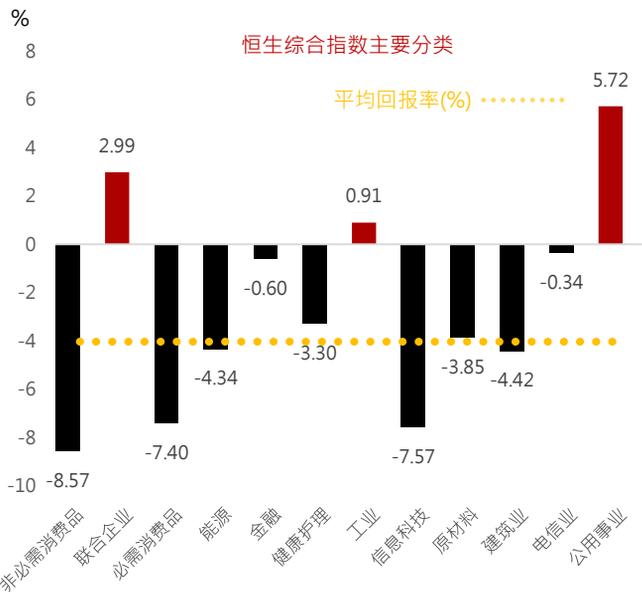
数据来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年12月29日)

- ▶ 红海航运计划陆续复航，尽管OPEC+ 成员国大幅减产，但美国原油库存增加反映供过于求，WTI原油期货由每桶89.37美元回落至每桶71.43美元。
- ▶ 地缘政治的不确定性及担忧经济衰退令黄金需求增加。世界黄金协会发布的报告显示，第3季中国国内金条与金币总需求飙升至82吨。中国人民银行公布，11月底黄金储备报7,158万盎司，为连续第13个月增加，现货黄金曾上升至2,135.39美元/盎司创新高。
- ▶ 最近美国通胀逐渐回落，美国居民消费价格指数(CPI)最近公布为3.1%，数据大幅回落，高盛预测美联储将在3月、5月和6月连续三次降息25个基点，美汇指数下跌，一众外币全面上升。

季度板块回顾:



数据来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年12月29日)



数据来源: 瀚隋资本、彭博(截至2023年12月29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

一月市场策略:

美国股市:

标普500指数短线出现超卖



数据来源:彭博、瀚隋资本(更新至2024年1月2日)

- ❖ 标普500指数十二月受美联储明年减息机会大增而节节上升，一举升穿多个阻力位并向2021年高位4,818点迈进。现时相距历史高点相差只有1%。
- ❖ 惟需留意，指数周线图技术上现呈超买，回落风险较大，有机会测试历史高位后出现回落，支持位为2023年7月28日高位4,607点
- ❖ 另外，大型银行股如摩根大通、富国银行将于1月12日开始陆续发布最新业绩，如业绩带来惊喜，美股「一月效应」或再度出现。

香港股市:

恒生指数短线出现底背驰惟反弹力度有限



数据来源:彭博、瀚隋资本(更新至2024年1月2日)

- ❖ 恒生指数于十二月触及低位15,972点后稍为反弹，惟受制于五十天移动平均线17,088点。
- ❖ 在内房债务危机尚未改善情况下，中国政府暂未推出任何大型刺激经济方案，反而持续对科技行业推行改革，市场担心将导致该行业盈利下降，预料一月份投资者大多采取观望态度，恒生指数在大型科技股受制下料难有所突破。
- ❖ 如中国政府再加强对科技行业的改革或将改革推至其他不同行业，市场信心或将进一步受挫，恒生指数可能再下试上次低位15,972点。
- ❖ 相反如中国政府在一月份暂缓其市场改革行动及经济数据回稳，恒生指数有望上试一百天移动平均线17,590点，但料仍未能摆脱其下降轨道。

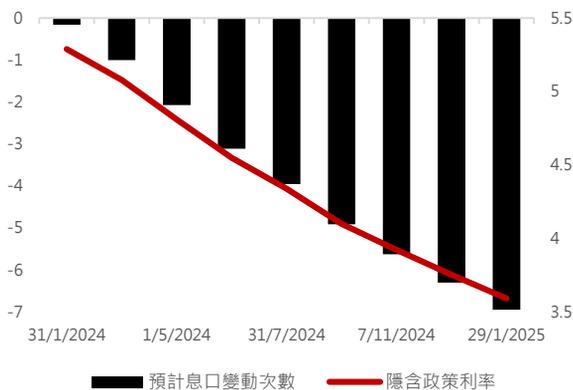


瀚隋资本有限公司
 香港干诺道中128号11楼
 电话: +852 2710 0600
 传真: +852 2710 0239
 电邮: info@hansuicapital.com.hk
 网址: www.hansuicapital.com.hk

美联储减息预期利好优质债券

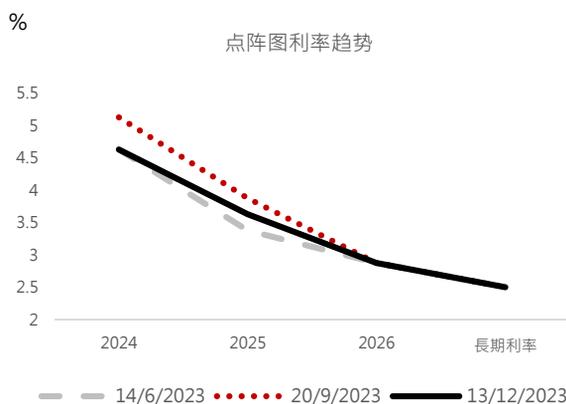
- 2023年大部份主要市场利率正处于高点，惟当美联储于十二月议息后，这段过去四十年最激进的加息周期或已到达尾声。美联储宣布连续第三次决定政策利率不变，同时在发布经济展望中，显示明年将会减息。现时最新利率期货显示，美联储将于明年六月前减息三次，比分析师当初预计明年第三季才第一次减息来得更早。(图1)
- 根据点阵图显示，美联储于今年六月份时已偏向鸽派(图2)，惟当时市场仍选择沽售债券，十年债息亦继续飙升，由约3.8%升至近4.5%，加上九月利率位图显示官员比六月更保守，预期未来利率继续高企，令十年期债息曾一度升至5%。
- 直到十二月美联储议息会议后市场开始确信未来利率将继续往下走，十年债息由5%急跌至3.8%。尽管全球债券市场出现强劲反弹，但现时债券孳息率仍处于多年高点(图3)。虽然美国高收益债及新兴市场债券有更好回报率，但美国高评级债券更能抵御环球成长疲弱及资本成本上升带来的影响，风险回报比率相对较高。
- 另一方面，根据过往美联储五次减息，美国高评级债于减息六个月前后均出现正回报(图4)，故现时或许是于投资组合加大价质债券的好时机。

图1: 最新利率期货显示明年六月前减息3次



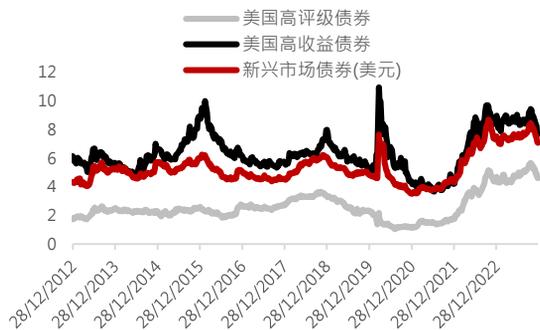
数据来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年12月29日)

图2: 点阵图显示十二月份官员认为明年息口将回落至4.75%



数据来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年12月29日)

图3: 现时债券孳息率仍处于高位



数据来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年12月29日)

图4: 最近五次减息美国高评级债券六个月前后均出现正回报

彭博美国高评级债券指数表现:

首次减息日子	减息次数	六个月前	三个月前	三个月后	六个月后
6/7/1995	总共减息3次	12.42%	6.38%	1.55%	5.02%
29/9/1998	总共减息3次	6.23%	3.76%	0.61%	0.23%
3/1/2001	总共减息13次	7.43%	4.72%	2.74%	3.47%
18/9/2007	总共减息10次	2.23%	3.50%	2.25%	4.63%
31/7/2019	总共减息5次	5.23%	3.25%	2.35%	4.20%

数据来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年12月29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

日圆转强 日股能否维持强势?

- 美联储取向愈趋鸽派，同时间日本央行则暗示负利率政策或将完结，在美日货币政策背驰下，根据彭博综合各大券商的预测，市场上一致认为日圆将在2024年逐步走强，在第四季美元兑日圆中位数为135 (图1)。
- 而美元兑日圆自高位151.908(11月3日)回落至141.355(12月28日)，即日圆上升6.94%，惟日经指数却在同时段上升了2.93% (图2)，今次并没有出现如市场预期般日圆走强将拖累日本股市的结果。虽然日圆走强确实影响日本公司的利润(图3)，特别是以出口为主的汽车行业，但根据野村证券的估计，在大型企业营业收益率改善下，每日圆兑美金上升1%，平均仅影响日本大型企业0.28%利润。
- 另外，根据日经新闻数据显示，日本上市企业2023年财政年度的净利润预期同比增加13%，野村证券亦上调了东证股价指数的每股盈利预测(图4)。而日生基础研究所分析当前日本企业的营运状况有所改善，因而2024年薪金调整幅度有可能比2023年还高，预测可能达到3.7%。在企业盈利持续改善及薪金上升下，日本经济今次有望摆脱过去30年的通缩阴霾，经济重新踏上正轨，在2024年再创高峰。

图1:各大行对日圆兑美元汇价2024年预测

图2:日经指数持续向上尽管日圆转强

公司	第一季	第二季	第三季	第四季
瑞穗银行	139	137	135	134
澳盛银行	140	138	137	139
巴克莱银行	153	152	149	145
法国巴黎银行	145	141	138	135
富国银行	142	139	137	135

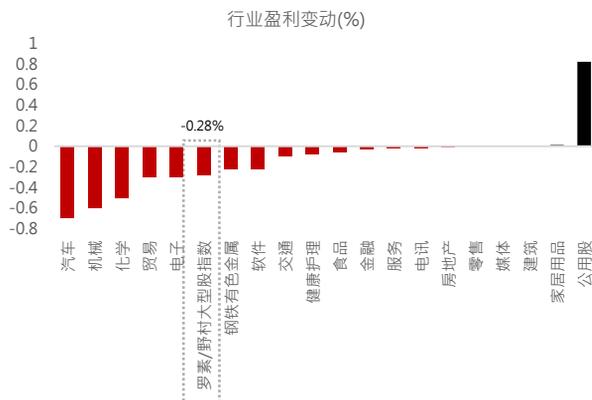


数据来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年12月29日)

数据来源: 瀚隋资本、彭博(截止2023年12月29日)

图3: 日本企业每股盈利对日圆兑美元上升1%的敏感度

图4: 上调东证股价指数的每股盈利预测



东证指数每股盈利					
	2021	2022	2023(预计)	2024(预计)	2025(预计)
新	135.1	139.7	158.3 ↑	163.8 ↑	183.1
旧	135.1	139.7	154.8	156.6	

数据来源: 瀚隋资本、野村证券(截止2023年12月29日)

数据来源: 瀚隋资本、野村证券(截止2023年12月29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

一月重要数据:

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
01/02 09:45	中国	财新中国制造业采购经理人指数	Dec	--	--	50.7
01/02 22:30	加拿大	标普全球加拿大制造业采购经理人指数	Dec	--	--	47.7
01/03 23:00	美国	ISM 制造业指数	Dec	47.2	--	46.7
01/04 08:30	日本	自分银行日本制造业采购经理人指数	Dec F	--	--	47.7
01/04 21:15	美国	ADP 就业变动	Dec	115k	--	103k
01/05 21:30	美国	非农业就业人口变动	Dec	168k	--	199k
01/08 15:30	瑞士	CPI(年比)	Dec	--	--	1.4%
01/08-01/19	中国	CPI(年比)	Dec	--	--	-0.5%
01/09 07:30	日本	东京消费者物价指数(生鲜除外) 年比	Dec	--	--	2.3%
01/09 08:30	澳洲	零售销售(月比)	Nov	--	--	-0.2%
01/09-01/15	中国	货币供给M2(年比)	Dec	--	--	10.0%
01/11 21:30	美国	CPI(年比)	Dec	--	--	3.1%
01/16 15:00	英国	ILO失业率(3个月)	Nov	--	--	--
01/16 21:30	加拿大	CPI(年比)	Dec	--	--	3.1%
01/16-01/18	中国	GDP年比	4Q	--	--	2.9%
01/17 15:00	英国	核心CPI(年比)	Dec	--	--	5.1%
01/17 18:00	欧元区	CPI(月比)	Dec F	--	--	--
01/18 08:30	澳洲	失业率	Dec	--	--	3.9%
01/19 07:30	日本	全国消费者物价指数 年比	Dec	--	--	2.8%
01/22 23:00	美国	领先指数	Dec	--	--	-0.5%
01/23	日本	日银政策余额利率	Jan 23	--	--	-0.100%
01/24 05:45	新西兰	CPI(季比)	4Q	--	--	1.8%
01/24 22:45	加拿大	加拿大央行利率决策	Jan 24	5.00%	--	5.00%
01/24 22:45	美国	标普全球美国制造业PMI	Jan P	--	--	--
01/25 21:15	欧元区	ECB主要再融资利率	Jan 25	--	--	4.50%
01/25 21:30	美国	GDP年化(季比)	4Q A	--	--	4.9%
01/30 08:30	澳洲	零售销售(月比)	Dec	--	--	--
01/30 23:00	美国	经济咨询委员会消费者信心	Jan	--	--	110.7
01/31 08:30	澳洲	CPI(年比)	4Q	--	--	5.4%
01/31 22:45	美国	MNI芝加哥采购经理人指数	Jan	--	--	--
07/31 09:30	中国	制造业PMI	Jul	--	--	--

数据来源: 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	新西兰联储银行	加拿大银行	瑞士国家银行	日本银行
最新政策利率	5.50%	4.00%	5.25%	4.35%	5.50%	5.00%	1.25%	-0.10%
货币政策会议								
2024年1月	31	25				24		23
2024年2月			1	6	28			
2024年3月	20	7	21	19		6	21	19

数据来源: 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。