



瀚隋资本

2024 第四季投资点评

撰写：

陈嘉伟 CFA FRM
黎伟乔 CFA
曾迪奇 CIIA





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

第四季市场观点:

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

第四季重点:

股市:

- 市场普遍预料在日本央行与美联储货币政策越趋背驰下，第四季日圆还有进一步上升的空间，日圆走强历史上皆对日经平均指数造成压力，因为日本公司出口盈利将受挫。
- 九月下旬中国政府推出新一轮经济刺激政策，刺激中港股市急升，多间大行均预期第四季将有更多后续经济政策再推出，料将重燃市场对中国经济重回轨道的期望下，亚洲区内其他国家均能从中受惠。

商品:

- 市场憧憬美联储将再度大幅减息，现货金于第三季一度创纪录新高。未来可能的中东和谈破裂、美国劳动市场的恶化以及美联储会进一步降息等多重因素，都将为黄金市场带来进一步的上涨动力。
- 中东局势仍然紧张，市场担心冲突可能蔓延至主要产油国，特别是伊朗，供应链中断的风险让原油价格在短时间内获得了强而有力的支撑。但同一时间，市场仍担心全球最大的石油消费国美国经济可能陷入衰退，在需求减少及产能过剩情况下，油价第四季波幅或会变得更大。

固定收益:

- 美国减息预期持续升温，市场对减息的预期与对经济放缓的预警，吸引资金流入高评级债券，投资等级债基金资金流入近期更创今年新高，而于投资组合中纳入高评级债券也较有利因应波动性加大的金融环境。
- 随美联储进入减息周期外，中国人民银行亦宣布降低存款准备金率和政策利率，加上中国最新的房地产政策显示政府决意加大力度解决有关问题，相关风险已大幅减少，趋于稳定的房地产市场将令整体中国高收益债券受惠。



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:

- 尽管通胀有所缓解，美国经济数据显示出劳动力市场降温，加剧了市场对经济增长放缓的担忧。股市于季初时出现回调，令市场波动性增加，其后美国大力减息50基点市场反应正面，虽然人工智能热潮稍见冷却，不过防御性行业如健康护理和必需性消费行业表现相对稳定令美股再创新高。欧洲股市面临经济增长放缓与通胀压力，欧洲央行在九月降息25个基点应对增长风险，未来或进一步降息。
- 亚洲方面，日本股市因日元走强及日本央行加息而波动加剧。日本央行强调加息仍是可能选项，令市场担忧日本出口前景，股市未有明确方向。而中国人行季末突推出多项刺激经济措施，令中港股市于九月最后一星期迎来一波大反弹，恒生指数成交更创历史新高。
- 全球债市方面，环球进入减息周期，美联储九月降息50个基点，债券收益率全面下降，债券收益曲线结束倒挂，十年期国债债券收益率跌穿4%，随着降息预期升温，避险资金流入明显增长。

☐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(%)	七月变动(%)	八月变动(%)	九月变动(%)	第三季变动(%)	预测市盈率
欧美市场									
道琼斯工业平均指数	42,156.97	42,628.32	32,327.20	13.93	4.51	2.03	1.96	8.72	10年最低 10年最高
标普500指数	5,708.75	5,767.37	4,103.78	22.08	1.22	2.43	2.14	5.89	
纳斯达克综合指数	17,910.36	18,671.07	12,543.86	21.84	-0.73	0.74	2.76	2.76	
罗素2000指数	2,197.03	2,300.00	1,633.67	11.16	10.16	-1.50	0.70	9.27	
欧洲Stoxx600指数	520.88	528.68	428.84	12.47	1.43	1.57	-0.32	2.69	
中港市场									
上海证券交易所综合指数	3,336.50	3,358.59	2,635.09	15.33	0.28	-3.11	17.61	14.28	
沪深300指数	4,017.85	4,038.70	3,108.35	20.30	0.60	-3.25	21.11	17.87	
深圳证交所综合指数	1,927.48	1,947.69	1,391.32	6.71	-0.10	-4.01	24.94	19.81	
深圳创业板价格指数	2,175.09	2,182.39	1,482.99	16.64	0.36	-6.34	37.85	29.58	
香港恒生指数	21,133.68	22,667.74	14,794.16	29.21	-1.04	3.89	18.32	21.65	
恒生中国企业指数	7,509.79	8,146.25	4,943.24	35.28	-1.98	3.69	19.51	21.47	
其他亚洲市场									
日经225指数	38,651.97	42,426.77	30,487.67	15.05	-1.21	-1.09	-1.30	-3.56	
韩国KOSPI指数	2,593.27	2,896.43	2,273.97	-1.31	-0.97	-3.46	-3.03	-7.29	
印度孟买SENSEX指数	84,266.29	85,978.25	63,092.98	17.99	3.53	0.95	2.35	6.97	
印度尼西亚雅加达综合股价指数	7,642.13	7,910.56	6,639.82	6.55	2.89	5.74	-1.84	6.79	
MSCI 东盟指数	2,357.27	2,381.58	1,816.20	18.09	3.88	7.90	6.21	19.05	
新兴市场									
巴西圣保罗指数	132,495.16	137,469.30	111,598.60	-1.77	3.02	6.54	-3.08	6.38	
墨西哥BOLSA	52,477.30	59,020.55	47,765.06	-6.66	1.50	-1.93	1.04	0.58	

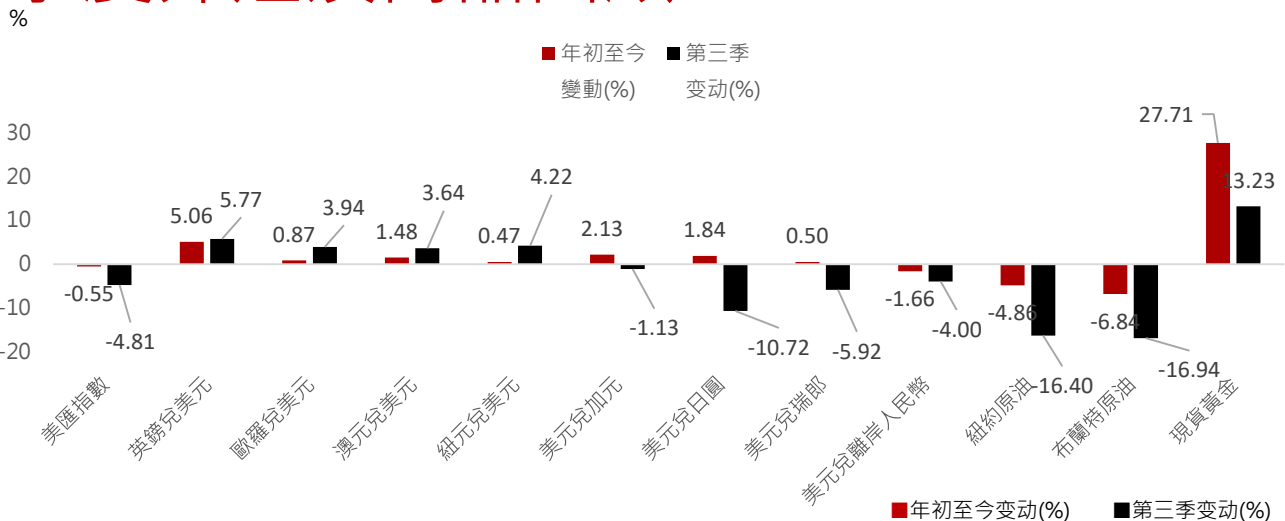
彭博债券总回报指数(货币非对冲)	最新收市价	52 周高	52 周低	年初至今变动(%)	七月变动(%)	八月变动(%)	九月变动(%)	第三季变动(%)	目前 YTW	3个月前 YTW
全球综合(美元)	488.29	489.62	429.05	3.58	3.23	2.09	1.70	7.47	3.30	3.96
泛欧洲综合主权债(欧元)	225.68	225.68	202.06	2.89	2.80	0.07	1.27	4.59	2.88	3.51
新兴市场美元综合债(美元)	1,269.29	1,269.29	1,060.32	8.39	2.41	1.91	1.76	6.40	6.27	7.26
亚洲(日本除外)高收益(美元)	150.58	150.62	125.59	14.19	1.54	0.10	1.91	3.75	8.58	9.95
美国企业债(美元)	3,403.11	3,410.16	2,893.16	5.65	2.93	1.30	1.77	6.40	4.68	5.54
环球高收益债(美元)	1,666.73	1,668.00	1,378.05	9.51	2.17	2.20	1.95	6.43	7.30	8.33
美国企业高收益债(美元)	2,678.60	2,678.60	2,271.41	8.01	2.08	1.64	1.62	5.43	7.00	7.97
泛欧洲高收益债(欧元)	469.81	469.81	410.56	7.05	1.19	1.17	1.05	3.54	6.29	7.00
新兴市场高收益债(美元)	1,576.93	1,576.93	1,245.22	13.14	2.38	2.17	2.49	7.23	8.58	9.88

数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年9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

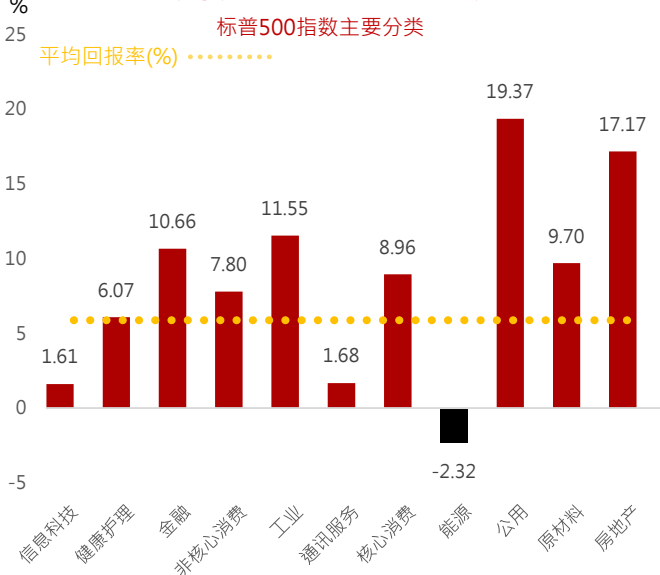
季度外汇及商品回顾:



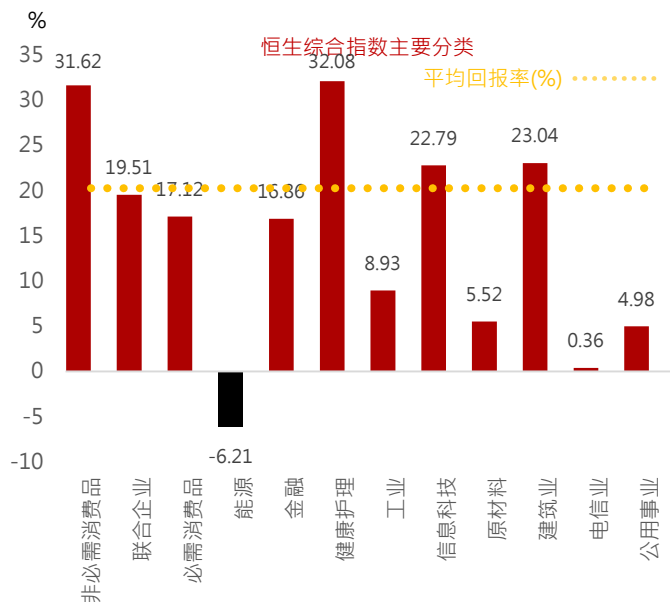
数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年9月30日)

- 美元在第三季度经历显著下跌，主要受美联储货币政策的影响。通胀数据下跌令市场对美联储降息的预期持续升高，九月中美联储降息50个基点后，由于市场已消化减息预期，美元在季末暂作整固。
- 日圆本季度表现突出。日本央行七月意外加息15个基点，并表示未来可能进一步加息，加上经济衰退担忧提升避险情绪，推动日圆快速走强。瑞银和摩根大通预测，日圆兑美元汇率未来将进一步升值。
- 黄金则因美联储降息预期和地缘政治风险走强，九月现货黄金价格突破2,600美元/盎司，黄金ETF资金流入持续增加，显示避险需求增长。另一方面，IEA和OPEC+报告显示石油需求增速放缓令市场担忧，花旗警告，若OPEC+未能增加减产力度，2025年油价可能跌至60美元/桶。

季度板块回顾:



数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年9月30日)



数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年9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

十月市场策略:

美国股市:

标普500指数波动正增加

标普500指数日线图



数据源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2024年4月1日)

- ❖ 美国大型企业已陆续公布第三季业绩，大致上符合市场预期，带动标普500指数创下新高。预料十月份标普500指数将由经济数据主导，市场十分关注美国经济能否软着陆，将观看十月份公布的经济数据而行动。
- ❖ 如经济数据符合市场预期，标普500指数有望向上挑战5,800点；相反如经济数据走弱，市场或借势获利回吐，料初步支持位五十天移动平均线5,538点。
- ❖ 十月份还有两大不确定因素。以色列与黎巴嫩近乎展开全面战争，另外越接近美国总统大选，料将会出现不同政治噪音，势将增加市场波动性。

香港股市:

恒生指数或企稳20,000点

恒生指数周线图



数据源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2024年10月2日)

- ❖ 受内地金融及内房刺激政策提振，港股延续升势，九月份恒生指数大升近18%，成交更创下历史新高。
- ❖ 升势配合高成交下港股或能延续强势，恒生战数有力挑战2023年高位22,700点。
- ❖ 惟需注意现时升势略为过急，导致出现超买情况，周线图亦显示RSI已突破70。根据过往历史，当周线图出现超买时，指数将出现调整。初步支持为裂口位约20,000点。

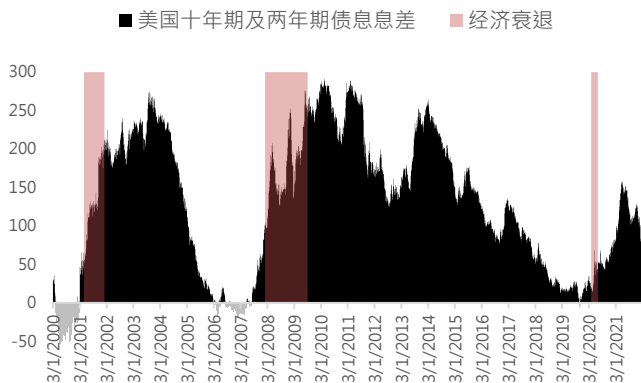


瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

减息周期下中港股市估值有望继续上调

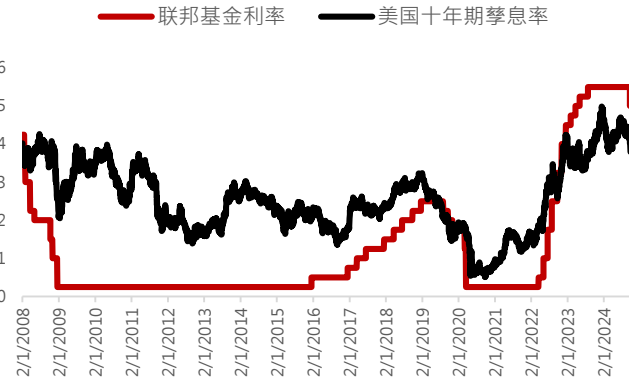
- 美国联储局于九月宣布大幅减息50个基点，是四年多以来的首次降息，目标区间下调为4.75%至5%。维持负数已多年的美国两年期及十年期债息差亦于九月转为正数，为2022年7月以来首次。市场亦开始揣测美国衰退是否即将来临，因两者息差一般在经济衰退开始前转为正数 (图1)。
- 其实自四月起，美国十年期债券孳息率已持续下跌，相比今年高位下跌近两成。十年期债券孳息率往往被视为无风险利率，无风险利率是指投资者在其他市场上能够获取的无风险收益，是股票投资的机会成本。而市场亦预计美联储将于今年再减息至少50点子。根据过往纪录，在美联储减息下十年期债息将会大机会继续下跌 (图2)。无风险利率的下行会推动资金向股票流动，在美国减息后中港股票交投持续上升，内地股市成交再次突破一万亿人民币，而恒生指数成交更创下历史新高。
- 在利率下跌下美汇指数亦从高位回落，导致离岸人民币曾升穿七算。过往当人民币走强时，内地股市均有不俗表现 (图3)。即使中港股票指数于九月大幅攀升，现时其市盈率仍与十年最高值尚有一段距离 (图4)，在盈利预期不断下调下，估值仍然相对便宜，估值修复有望延续。

图1: 美国出现经济衰退前息差均会由负数转为正数



数据源: 瀚隋资本、彭博(截止2024年9月30日)

图2: 当联邦基金利率下跌，十年期债券孳息率普遍下跌



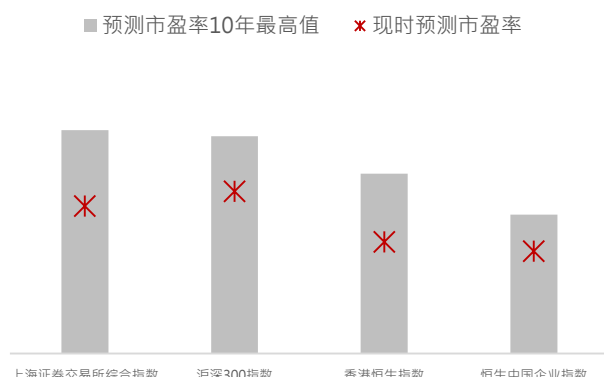
数据源: 瀚隋资本、彭博(截止2024年9月30日)

图3: 当人民币上升时内地股市亦跟随上升



数据源: 瀚隋资本、彭博(截止2024年9月30日)

图4: 中国主要股市市盈率仍低于十年最高值



数据源: 瀚隋资本、彭博(截止2024年9月30日)



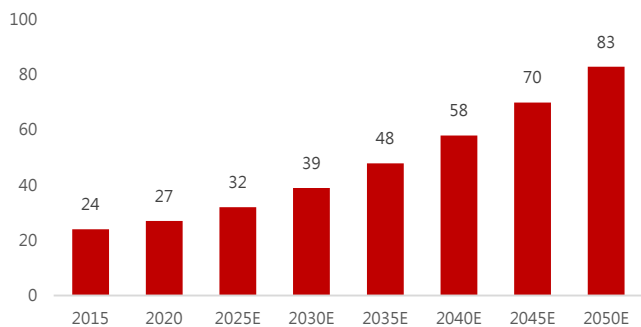
瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

全球电力需求大 AI发展将加重负担

- AI发展一日千里，全球主要科企及各国政府都积极投入资金发展，以防落后。然而AI需要大量处理能力，而处理能力需要仰赖大量电力。根据Statista预计，未来30年全球对电力的需求对比2020年将增长逾3倍(图1)。在AI快速发展带动下，市场预期美国数据中心未来四年的用电量将大幅成长，年复合成长率将高达30%之多(图2)，其中超过六成的发电将用在AI运算。
- 因此各大科企已积极寻找电源供应，更以新能源为主，其中今年5月微软(MSFT.US)更与加拿大布鲁克菲尔德资产管理公司宣布一项协议，目标帮助微软实现承诺2030年全面使用零碳排电力来源。而根据国际能源署预测，新能源发电将以太阳能与风能为主(图3)。
- 由于美国今年新增的发电规模提高到二十多年来的最高水平，所以传统电力股(XLU.US)跑赢标普500指数。相反，受产能过剩影响下，新能源板块(ICLN.US)则表现落后(图4)。而在电力需求殷切下，短期内传统电力股有望再向上，然而在全球新能源方向的发展下，新能源板块有望在消化产能问题后迎头赶上。

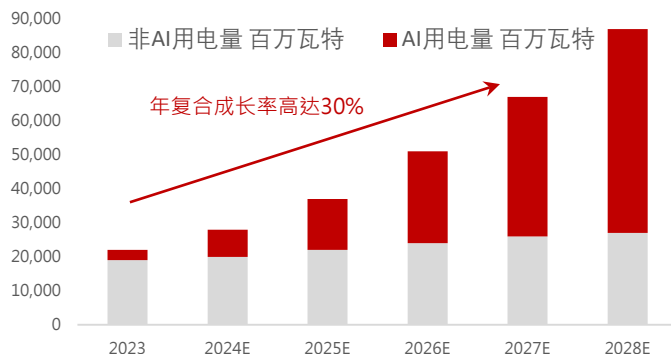
图1:全球用电量预测

发电量 (kWh)



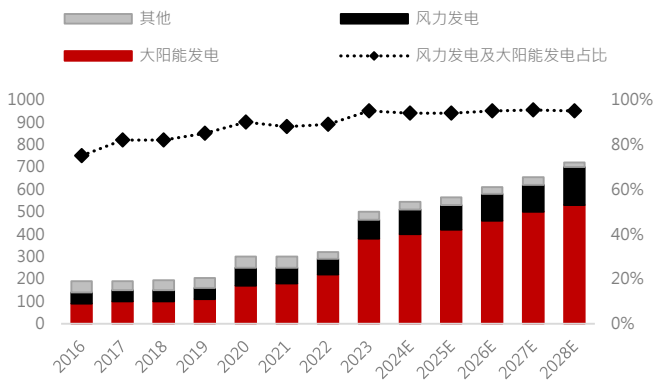
数据源: Statista Research Department、瀚隋资本(截止2024年6月28日)

图2:AI发展对电力需求大



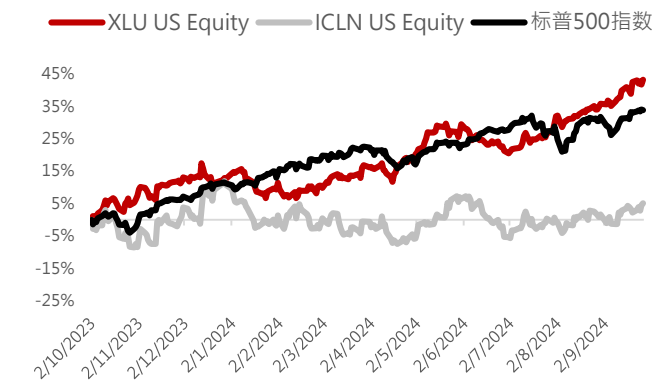
数据源: Semianalysis、瀚隋资本(截止2024年3月30日)

图3:新能源发电以太阳能与风能为主导



数据源:国际能源署、瀚隋资本(截止2024年1月)

图4:传统电股与新能源板块年初至今表现



数据源:瀚隋资本、彭博(截止2024年9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

十月重要数据:

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
10/01 15:30	瑞士	采购经理人指数-制造业	Sep	--	--	49
10/01 16:30	英国	标普全球英国制造业采购经理人指数	Sep F	--	--	51.5
10/01 21:30	加拿大	标普全球加拿大制造业采购经理人指数	Sep	--	--	49.5
10/01 22:00	美国	ISM 制造业指数	Sep	48	--	47.2
10/03 14:30	瑞士	CPI(年比)	Sep	--	--	1.1%
10/04 20:30	美国	非农业就业人口变动	Sep	133k	--	142k
10/04 20:30	美国	失业率	Sep	4.2%	--	4.2%
10/09 09:00	新西兰	RBNZ 正式现金利率	Oct 9	--	--	5.25%
10/09-10/15	中国	货币供给M2(年比)	Sep	--	--	6.3%
10/10 20:30	美国	CPI(月比)	Sep	--	--	0.2%
10/11 14:00	英国	制造业生产(月比)	Aug	--	--	-1.0%
10/11 20:30	加拿大	失业率	Sep	--	--	6.6%
10/11 22:00	美国	密歇根大学市场气氛	Oct P	--	--	--
10/13 09:30	中国	CPI(年比)	Sep	--	--	0.6%
10/15 14:00	英国	ILO失业率(3个月)	Aug	--	--	4.1%
10/15 20:30	加拿大	CPI(年比)	Sep	--	--	2.0%
10/16 05:45	新西兰	CPI(季比)	3Q	--	--	0.4%
10/16 14:00	英国	核心CPI(年比)	Sep	--	--	3.6%
10/17 17:00	欧元区	CPI(月比)	Sep F	--	--	--
10/17 20:15	欧元区	欧洲央行存款授信额度利率	Oct 17	--	--	3.50%
10/17 20:15	欧元区	ECB主要再融资利率	Oct 17	--	--	3.65%
10/18 07:30	日本	全国消费者物价指数 年比	Sep	--	--	3.0%
10/18 10:00	中国	GDP年比	3Q	--	--	4.7%
10/21 22:00	美国	领先指数	Sep	--	--	-0.2%
10/23 21:45	加拿大	加拿大央行利率决策	Oct 23	--	--	4.25%
10/24 16:00	欧元区	HCOB欧元区制造业采购经理人指数	Oct P	--	--	--
10/24 16:30	英国	标普全球英国制造业采购经理人指数	Oct P	--	--	--
10/24 21:45	美国	标普全球美国制造业PMI	Oct P	--	--	--
10/25 07:30	日本	东京消费者物价指数(生鲜除外) 年比	Oct	--	--	--
10/25 22:00	美国	密歇根大学市场气氛	Oct F	--	--	--
10/29 07:30	日本	失业率	Sep	--	--	--
10/29 22:00	美国	经济咨询委员会消费者信心	Oct	--	--	--
10/30 08:30	澳洲	CPI(年比)	3Q	--	--	3.8%
10/30 18:00	欧元区	GDP经季调(年比)	3Q A	--	--	0.6%
10/30 20:30	美国	GDP年化(季比)	3Q A	--	--	--
10/31 08:30	澳洲	零售销售(月比)	Sep	--	--	--
10/31 09:30	中国	制造业PMI	Oct	--	--	--
10/31 18:00	欧元区	CPI(月比)	Oct P	--	--	--
10/31	日本	BOJ Target Rate	Oct 31	--	--	0.25%

数据源: 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	5.00%	3.50%	5.00%	4.35%	5.25%	4.25%	1.25%	0.25%
货币政策会议								
2024年10月		17			9	23		31
2024年11月	7		7	5	27			
2024年12月	18	12		10		11	12	

数据源: 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。