



瀚隋資本

2024 第四季投資點評

撰寫：

陳嘉偉 CFA FRM
黎偉喬 CFA
曾迪奇 CIIA





瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

第四季市場觀點:

資產	市場	策略觀點	資產	市場	策略觀點
股票	美國	看淡 ○○○○●○ 看好	固定收益	美國主權	看淡 ○○○○●○ 看好
	歐洲	看淡 ○○○○●○ 看好		美國高評級	看淡 ○○○○●○ 看好
	日本	看淡 ○●○○○○ 看好		美國高收益	看淡 ○○○○●○ 看好
	新興市場	看淡 ○○○○●○ 看好		歐元區	看淡 ○○○○●○ 看好
	亞洲(日本除外)	看淡 ○○○○●○ 看好		亞洲高評級	看淡 ○○○○●○ 看好
商品	黃金	看淡 ○○○○●○ 看好		亞洲高收益	看淡 ○○○○●○ 看好
	石油	看淡 ○○○○●○ 看好		新興市場(美元)	看淡 ○○○○●○ 看好

第四季重點:

股市:

- 市場普遍預料在日本央行與美聯儲貨幣政策越趨背馳下，第四季日圓還有進一步上升的空間，日圓走強歷史上皆對日經平均指數造成壓力，因為日本公司出口盈利將受挫。
- 九月下旬中國政府推出新一輪經濟刺激政策，刺激中港股市急升，多間大行均預期第四季將有更多後續經濟政策再推出，料將重燃市場對中國經濟重回軌道的期望下，亞洲區內其他國家均能從中受惠。

商品:

- 市場憧憬美聯儲將再度大幅減息，現貨金於第三季一度創紀錄新高。未來可能的中東和談破裂、美國勞動市場的惡化以及美聯儲會進一步降息等多重因素，都將為黃金市場帶來進一步的上漲動力。
- 中東局勢仍然緊張，市場擔心衝突可能蔓延至主要產油國，特別是伊朗，供應鏈中斷的風險讓原油價格在短時間內獲得了強而有力的支撐。但同一時間，市場仍擔心全球最大的石油消費國美國經濟可能陷入衰退，在需求減少及產能過剩情況下，油價第四季波幅或會變得更大。

固定收益:

- 美國減息預期持續升溫，市場對減息的預期與對經濟放緩的預警，吸引資金流入高評級債券，投資等級債基金資金流入近期更創今年新高，而於投資組合中納入高評級債券也較有利因應波動性加大的金融環境。
- 隨美聯儲進入減息周期外，中國人民銀行亦宣布降低存款準備金率和政策利率，加上中國最新的房地產政策顯示政府決意加大力度解決有關問題，相關風險已大幅減少，趨於穩定的房地產市場將令整體中國高收益債券受惠。



瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

季度環球股市及債市回顧:

- ▶ 儘管通脹有所緩解，美國經濟數據顯示出勞動力市場降溫，加劇了市場對經濟增長放緩的擔憂。股市於季初時出現回調，令市場波動性增加，其後美國大力減息50基點市場反應正面，雖然人工智能熱潮稍見冷卻，不過防守性行業如健康護理和必需性消費行業表現相對穩定令美股再創新高。歐洲股市面臨經濟增長放緩與通脹壓力，歐洲央行在九月降息25個基點應對增長風險，未來或進一步降息。
- ▶ 亞洲方面，日本股市因日圓走強及日本央行加息而波動加劇。日本央行強調加息仍是可能選項，令市場擔憂日本出口前景，股市未有明確方向。而中國人行季末突推出多項刺激經濟措施，令中港股市於九月最後一星期迎來一波大反彈，恒生指數成交更創歷史新高。
- ▶ 全球債市方面，環球進入減息週期，美聯儲九月降息50個基點，債券收益率全面下降，債券收益曲線結束倒掛，十年期國債債券收益率跌穿4%，隨著降息預期升溫，避險資金流入明顯增長。

☒10年平均 ●現時位置

指數名稱	最新收市價	52週高	52週低	年初至今變動(%)	七月變動(%)	八月變動(%)	九月變動(%)	第三季變動(%)	預測市盈率
歐美市場									
道瓊斯工業平均指數	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
標普500指數	5,708.75	5,767.37	4,103.78	22.08	1.22	2.43	2.14	5.89	
納斯達克綜合指數	17,910.36	18,671.07	12,543.86	21.84	-0.73	0.74	2.76	2.76	
羅素2000指數	2,197.03	2,300.00	1,633.67	11.16	10.16	-1.50	0.70	9.27	
歐洲Stoxx600指數	520.88	528.68	428.84	12.47	1.43	1.57	-0.32	2.69	
中港市場									
上海證券交易所綜合指數	3,336.50	3,358.59	2,635.09	15.33	0.28	-3.11	17.61	14.28	
滬深300指數	4,017.85	4,038.70	3,108.35	20.30	0.60	-3.25	21.11	17.87	
深圳證交所綜合指數	1,927.48	1,947.69	1,391.32	6.71	-0.10	-4.01	24.94	19.81	
深圳創業板價格指數	2,175.09	2,182.39	1,482.99	16.64	0.36	-6.34	37.85	29.58	
香港恒生指數	21,133.68	22,126.43	14,794.16	29.21	-1.04	3.89	18.32	21.65	
恆生中國企業指數	7,509.79	7,937.67	4,943.24	35.28	-1.98	3.69	19.51	21.47	
其他亞洲市場									
日經225指數	38,651.97	42,426.77	30,487.67	15.05	-1.21	-1.09	-1.30	-3.56	
韓國KOSPI指數	2,593.27	2,896.43	2,273.97	-1.31	-0.97	-3.46	-3.03	-7.29	
印度孟買SENSEX指數	84,266.29	85,978.25	63,092.98	17.99	3.53	0.95	2.35	6.97	
印尼雅加達綜合股價指數	7,642.13	7,910.56	6,639.82	6.55	2.89	5.74	-1.84	6.79	
MSCI 東協指數	2,357.27	2,381.58	1,816.20	18.09	3.88	7.90	6.21	19.05	
新興市場									
巴西聖保羅指數	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	

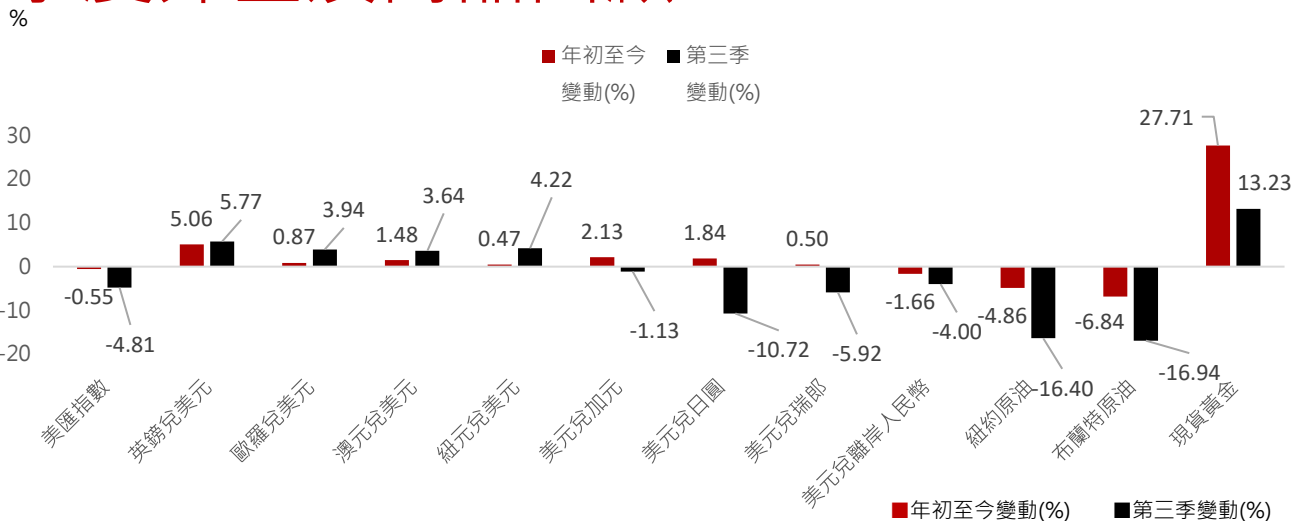
彭博債券總回報指數(貨幣非對沖)	最新收市價	52週高	52週低	年初至今變動(%)	七月變動(%)	八月變動(%)	九月變動(%)	第三季變動(%)	目前 YTW	3個月前 YTW
全球綜合(美元)	488.29	489.62	429.05	3.60	3.23	2.09	1.70	7.47	3.30	3.96
泛歐洲綜合主權債(歐元)	225.68	225.68	202.06	2.30	2.80	0.07	1.27	4.59	2.88	3.51
新興市場美元綜合債(美元)	1,269.29	1,269.29	1,060.32	8.17	2.41	1.91	1.76	6.40	6.27	7.26
亞洲(日本除外)高收益(美元)	150.58	150.62	125.59	14.22	1.54	0.10	1.91	3.75	8.58	9.95
美國企業債(美元)	3,403.11	3,410.16	2,893.16	5.32	2.93	1.30	1.77	6.40	4.68	5.54
環球高收益債(美元)	1,666.73	1,668.00	1,378.05	9.59	2.17	2.20	1.95	6.43	7.30	8.33
美國企業高收益債(美元)	2,678.60	2,678.60	2,271.41	8.00	2.08	1.64	1.62	5.43	7.00	7.97
泛歐洲高收益債(歐元)	469.81	469.81	410.56	7.00	1.19	1.17	1.05	3.54	6.29	7.00
新興市場高收益債(美元)	1,576.93	1,576.93	1,245.22	12.95	2.38	2.17	2.49	7.23	8.58	9.88

資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年9月30日)



瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

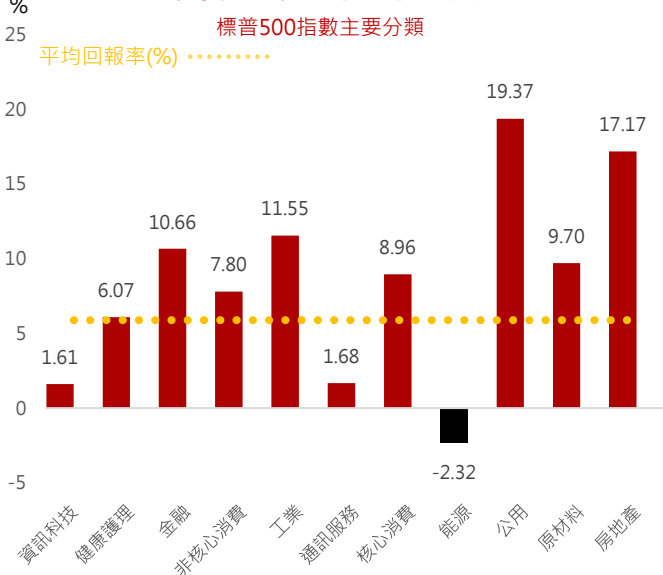
季度外匯及商品回顧:



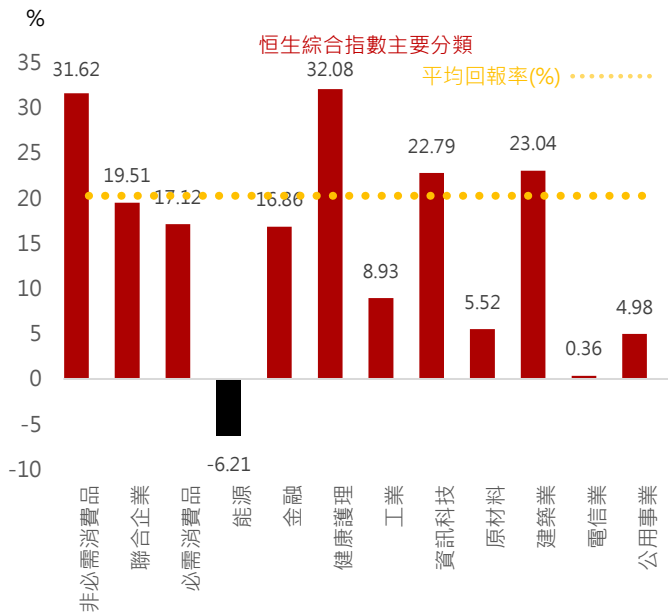
資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年9月30日)

- 美元在第三季度經歷顯著下跌，主要受美聯儲貨幣政策的影響。通脹數據下跌令市場對美聯儲降息的預期持續升高，九月中美聯儲降息50個基點後，由於市場已消化減息預期，美元在季末暫作整固。
- 日圓本季度表現突出。日本央行七月意外加息15個基點，並表示未來可能進一步加息，加上經濟衰退擔憂提升避險情緒，推動日圓快速走強。瑞銀和摩根大通預測，日圓兌美元匯率未來將進一步升值。
- 黃金則因美聯儲降息預期和地緣政治風險走強，九月現貨黃金價格突破2,600美元/盎司，黃金ETF資金流入持續增加，顯示避險需求增長。另一方面，IEA和OPEC+報告顯示石油需求增速放緩令市場擔憂，花旗警告，若OPEC+未能增加減產力度，2025年油價可能跌至60美元/桶。

季度板塊回顧:



資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年9月30日)



資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年9月30日)



瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

十月市場策略:

美國股市:

標普500指數波動正增加



資料來源: 彭博、瀚隋資本 (更新至 2024年4月1日)

- ❖ 美國大型企業已陸續公布第三季業績，大致上符合市場預期，帶動標普500指數創下新高。預料十月份標普500指數將由經濟數據主導，市場十分關注美國經濟能否軟著陸，將觀看十月份公布的經濟數據而行動。
- ❖ 如經濟數據符合市場預期，標普500指數有望向上挑戰5,800點；相反如經濟數據走弱，市場或借勢獲利回吐，料初步支持位五十天移動平均線5,538點。
- ❖ 十月份還有兩大不確定因素。以色列與黎巴嫩近乎展開全面戰爭，另外越接近美國總統大選，料將會出現不同政治噪音，勢將增加市場波動性。

香港股市:

恒生指數或企穩20,000點



資料來源: 彭博、瀚隋資本 (更新至 2024年10月2日)

- ❖ 受內地金融及內房刺激政策提振，港股延續升勢，九月份恒生指數大升近18%，成交更創下歷史新高。
- ❖ 升勢配合高成交下港股或能延續強勢，恒生指數有力挑戰2023年高位22,700點。
- ❖ 惟需注意現時升勢略為過急，導致出現超買情況，周線圖亦顯示RSI已突破70。根據過往歷史，當周線圖出現超買時，指數將出現調整。初步支持為裂口位約20,000點。

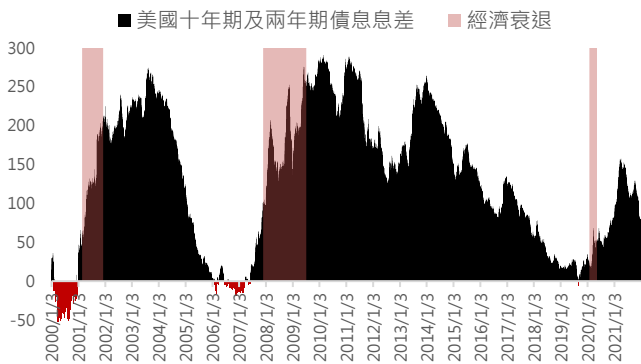


瀚隴資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

減息周期下中港股市估值有望繼續上調

- ▶ 美國聯儲局於九月宣布大幅減息50個基點，是四年多以來的首次降息，目標區間下調為4.75%至5%。維持負數已多年的美國兩年期及十年期債息差亦於九月轉為正數，為2022年7月以來首次。市場亦開始揣測美國衰退是否即將來臨，因兩者息差一般在經濟衰退開始前轉為正數 (圖1)。
- ▶ 其實自四月起，美國十年期債券孳息率已持續下跌，相比今年高位下跌近兩成。十年期債券孳息率往往被視為無風險利率，無風險利率是指投資者在其他市場上能夠獲取的無風險收益，是股票投資的機會成本。而市場亦預計美聯儲將於今年再減息至少50點子。根據過往紀錄，在美聯儲減息下十年期債息將會大機會繼續下跌 (圖2)。無風險利率的下行會推動資金向股票流動，在美國減息後中港股票交投持續上升，內地股市成交再次突破一萬億人民幣，而恒生指數成交更創下歷史新高。
- ▶ 在利率下跌下美匯指數亦從高位回落，導致離岸人民幣曾升穿七算。過往當人民幣走強時，內地股市均有不俗表現 (圖3)。即使中港股票指數於九月大幅攀升，現時其市盈率仍與十年最高值尚有一段距離 (圖4)，在盈利預期不斷上調下，估值仍然相對便宜，估值修復有望延續。

圖1: 美國出現經濟衰退前息差均會由負數轉為正數



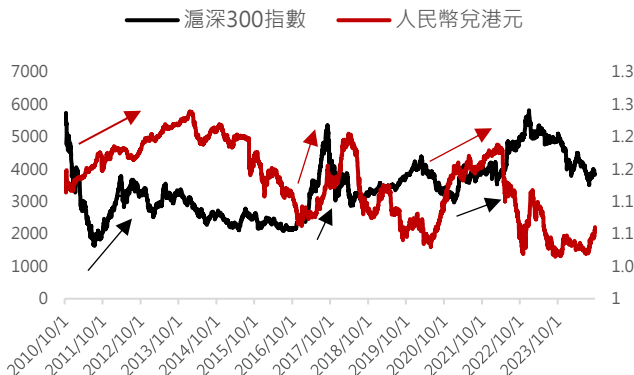
資料來源: 瀚隴資本、彭博(截止2024年9月30日)

圖2: 當聯邦基金利率下跌，十年期債券孳息率普遍下跌



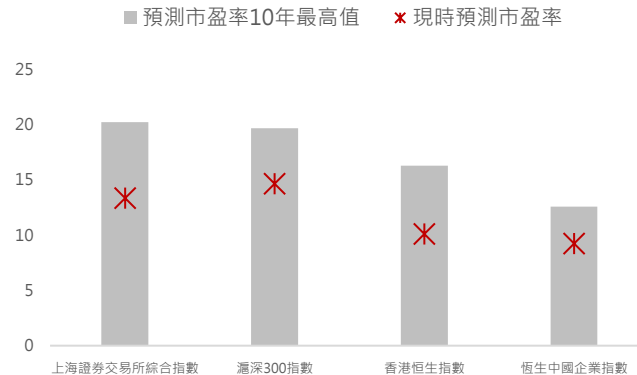
資料來源: 瀚隴資本、彭博(截止2024年9月30日)

圖3: 當人民幣上升時內地股市亦跟隨上升



資料來源: 瀚隴資本、彭博(截止2024年9月30日)

圖4: 中國主要股市市盈率仍低於十年最高值



資料來源: 瀚隴資本、彭博(截止2024年9月30日)



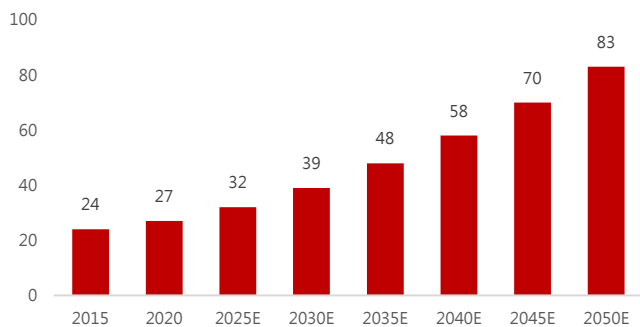
瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

全球電力需求大 AI發展將加重負擔

- AI發展一日千里，全球主要科企及各國政府都積極投入資金發展，以防落後。然而AI需要大量處理能力，而處理能力需要仰賴大量電力。根據Statista預計，未來30年全球對電力的需求對比2020年將增長逾3倍(圖1)。在AI快速發展帶動下，市場預期美國資料中心未來四年的用電量將大幅成長，年複合成長率將高達30%之多(圖2)，其中超過六成的發電將用在AI運算。
- 因此各大科企已積極尋找電源供應，更以新能源為主，其中今年5月微軟(MSFT.US)更與加拿大布魯克菲爾德資產管理公司宣布一項協議，目標幫助微軟實現承諾2030年全面使用零碳排電力來源。而根據國際能源署預測，新能源發電將以太陽能與風能為主(圖3)。
- 由於美國今年新增的發電規模提高到二十多年來的最高水平，所以傳統電力股(XLU.US)跑贏標普500指數。相反，受產能過剩影響下，新能源板塊(ICLN.US)則表現落後(圖4)。而在電力需求殷切下，短期內傳統電力股有望再向上，然而在全球新能源方向的發展下，新能源板塊有望在消化產能問題後迎頭趕上。

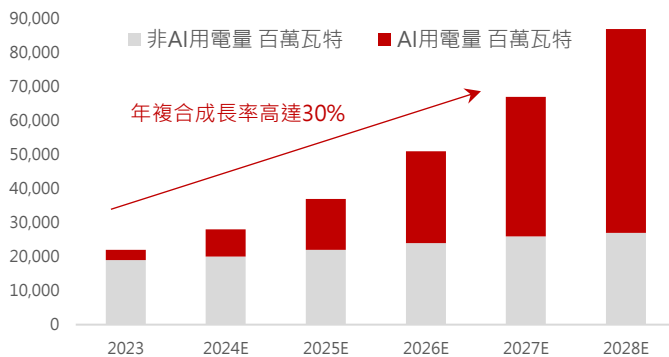
圖1:全球用電量預測

發電量 (kWh)



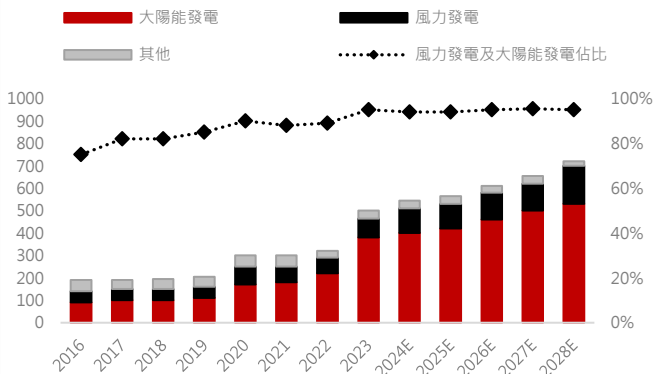
資料來源: Statista Research Department (截止2024年6月28日)

圖2:AI發展對電力需求大



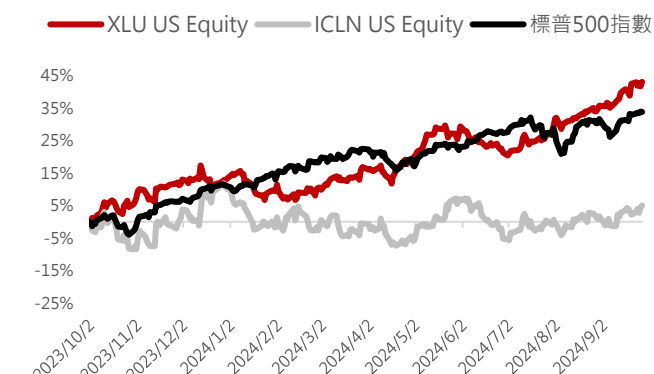
資料來源: Semianalysis, 瀚隋資本(截止2024年3月30日)

圖3:新能源發電以太陽能與風能為主導



資料來源:國際能源署(截止2024年1月)

圖4:傳統電股與新能源板塊年初至今表現



資料來源:瀚隋資本、彭博(截止2024年9月30日)



瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

十月重要數據:

日期時間	地區	數據及事項	數據期	預測數字	實際數字	上次數字
10/01 15:30	瑞士	採購經理人指數-製造業	Sep	--	--	49
10/01 16:30	英國	標普全球英國製造業採購經理人指數	Sep F	--	--	51.5
10/01 21:30	加拿大	標普全球加拿大製造業採購經理人指數	Sep	--	--	49.5
10/01 22:00	美國	ISM 製造業指數	Sep	48	--	47.2
10/03 14:30	瑞士	CPI(年比)	Sep	--	--	1.1%
10/04 20:30	美國	非農業就業人口變動	Sep	133k	--	142k
10/04 20:30	美國	失業率	Sep	4.2%	--	4.2%
10/09 09:00	紐西蘭	RBNZ 正式現金利率	Oct 9	--	--	5.25%
10/09-10/15	中國	貨幣供給M2(年比)	Sep	--	--	6.3%
10/10 20:30	美國	CPI(月比)	Sep	--	--	0.2%
10/11 14:00	英國	製造業生產(月比)	Aug	--	--	-1.0%
10/11 20:30	加拿大	失業率	Sep	--	--	6.6%
10/11 22:00	美國	密西根大學市場氣氛	Oct P	--	--	--
10/13 09:30	中國	CPI(年比)	Sep	--	--	0.6%
10/15 14:00	英國	ILO失業率(3個月)	Aug	--	--	4.1%
10/15 20:30	加拿大	CPI(年比)	Sep	--	--	2.0%
10/16 05:45	紐西蘭	CPI(季比)	3Q	--	--	0.4%
10/16 14:00	英國	核心CPI(年比)	Sep	--	--	3.6%
10/17 17:00	歐元區	CPI(月比)	Sep F	--	--	--
10/17 20:15	歐元區	歐洲央行存款授信額度利率	Oct 17	--	--	3.50%
10/17 20:15	歐元區	ECB主要再融資利率	Oct 17	--	--	3.65%
10/18 07:30	日本	全國消費者物價指數 年比	Sep	--	--	3.0%
10/18 10:00	中國	GDP年比	3Q	--	--	4.7%
10/21 22:00	美國	領先指數	Sep	--	--	-0.2%
10/23 21:45	加拿大	加拿大央行利率決策	Oct 23	--	--	4.25%
10/24 16:00	歐元區	HCOB 歐元區製造業採購經理人指數	Oct P	--	--	--
10/24 16:30	英國	標普全球英國製造業採購經理人指數	Oct P	--	--	--
10/24 21:45	美國	標普全球美國製造業PMI	Oct P	--	--	--
10/25 07:30	日本	東京消費者物價指數(生鮮除外) 年比	Oct	--	--	--
10/25 22:00	美國	密西根大學市場氣氛	Oct F	--	--	--
10/29 07:30	日本	失業率	Sep	--	--	--
10/29 22:00	美國	經濟諮詢委員會消費者信心	Oct	--	--	--
10/30 08:30	澳洲	CPI(年比)	3Q	--	--	3.8%
10/30 18:00	歐元區	GDP經季調(年比)	3Q A	--	--	0.6%
10/30 20:30	美國	GDP年化(季比)	3Q A	--	--	--
10/31 08:30	澳洲	零售銷售(月比)	Sep	--	--	--
10/31 09:30	中國	製造業PMI	Oct	--	--	--
10/31 18:00	歐元區	CPI(月比)	Oct P	--	--	--
10/31	日本	BOJ Target Rate	Oct 31	--	--	0.25%

資料來源: 瀚隋資本、彭博

央行議息時間表:

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲聯儲銀行	紐西蘭聯儲銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	5.00%	3.50%	5.00%	4.35%	5.25%	4.25%	1.25%	0.25%
貨幣政策會議								
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	

資料來源: 瀚隋資本、彭博



瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

風險披露:

- 投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例(如外匯管制)出現不利變動。本檔並非，亦無意總覽本檔所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。
- 外匯買賣的風險聲明：外幣/人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣/人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣/人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- 人民幣兌換限制風險的風險聲明：人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將人民幣兌換
- 為港幣或其他外幣時，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- 目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行帳戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣(離岸)匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

重要注意事項:

- 本檔由瀚隋資本編制和發布，並未經香港證券與期貨事務監督委員會審批，亦未經香港境外的監管機構審批。僅派發予專業投資者(定義見《證券及期貨條例》(香港法例第571章)附表一第一部)。
- 除非獲瀚隋資本有限公司書面允許，否則不可把本檔作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑（包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式）轉發或傳送本檔任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本檔任何部份儲存於可予檢索的系統。



瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

免責聲明:

- ▶ 本報告僅供參考及討論，當中所載任何意見並不構成由瀚隋資本有限公司任何成員、其董事、代表及 / 或雇員（不論作為委託人或代理）向他人作出買賣任何證券、期貨、期權或其他融資類工具的要約或招攬。
- ▶ 本報告旨在由瀚隋資本有限公司提供本報告者收取，不擬向在有關分發或使用會抵觸當地司法權區或國家法律及規例之任何人士或實體，或使瀚隋資本有限公司受當地法權區或國家任何監管規定限制之任何人士或實體分發或由其使用。任何擁有本報告或打算依賴或根據其所載的資料作出行動之人士或實體，必須確保其本身不受任何對其作出有關行動有所限制或禁止之本地規定所限制。
- ▶ 雖然本報告資料來自或編寫自瀚隋資本有限公司相信為可靠之來源，惟並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、有效性、時間性或完整性。對於任何依賴本報告之第三者而言，瀚隋資本有限公司對某特定用途的適用性、或對謹慎責任的任何明示或隱含的保證均卸棄責任。
- ▶ 本報告所載資料可隨時變更，而瀚隋資本有限公司並不承諾提供任何有關變更之通知。本報告所載意見及估計反映相關分析員於本報告注明日期之判斷，並可隨時更改。瀚隋資本有限公司並不承諾提供任何有關變更之通知。如有疑問，您應諮詢您的合資格財務顧問及 / 或其他專業顧問。
- ▶ 本報告所論述工具及投資未必適合所有投資者，而本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、投資經驗、財務狀況或需要。投資者必須按其本身投資目標及財務狀況自行作出投資決定。瀚隋資本有限公司建議投資者應獨立評估本報告所論述個別發行商、投資或工具，而投資者應諮詢所需之獨立顧問，以瞭解該等工具或投資，及作出適當決定。投資價值和收入或因利率或外幣匯率變動、證券價格或指數變動、公司經營或財務狀況變動及金融的其他因素而有所不同。本報告所論述之工具及投資或其相關權利之行使時間或設期限。過往表現不一定等於將來。請參閱最後一頁所載的分析員及公司披露事項及免責聲明。
- ▶ 瀚隋資本有限公司任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。