



凱基亞洲  
KGI ASIA

2023 下半年環球市場展望

# 聚焦東方光芒

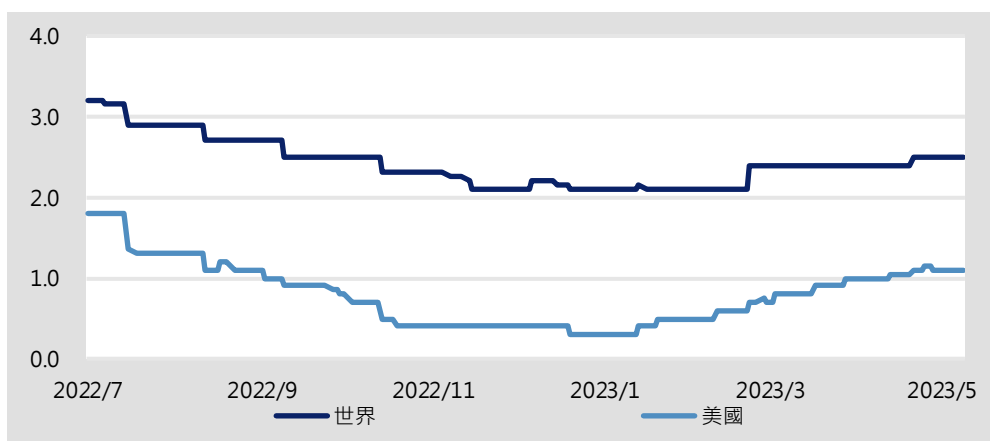


## 宏觀經濟分析

### 緊縮貨幣政策的終曲，不等於降息開始的前奏

美國目前處於經濟擴張的後期階段，低失業率和高通脹率表明這一點。儘管貨幣政策緊縮，但由於私營部門資產負債表強勁，我們認為美國將能夠在 2023 年下半年避免衰退。

圖 1: 今年以來，全球與美國的經濟成長率皆上修(%)



資料: 彭博, 凱基整理

目前，美國經濟對住宅投資的依賴非常低，家庭和企業的債務比率也處於數十年來的最低水平。同時，96%的抵押貸款為固定利率。所有這些都表明，相較於以往，消費和投資更能抵抗高利率。

然而，衰退可能只是被推遲(可能到 2024 年上半年)，而非完全避免。經濟韌性意味著美聯儲將不得不將利率維持較高水平。緊縮貨幣政策累積的後果最終會令勞動力市場惡化，並對消費和投資產生影響。

### 「軟著陸」為什麼困難？

聯儲局的雙重目標為穩定物價與最大就業。前者為 2%，後者則認定「不致造成通脹加速的最低失業率」(NAIRU)為 4-4.5%。

景氣過熱時，聯儲局緊縮貨幣政策，並希望在經濟重回均衡時「適時」將貨幣政策調整為中性。

如果將「軟著陸」定義為調降利率之後一年內未出現衰退，則過去 50 年聯儲局的成功機率只有 22%。

「軟著陸」的困難之處有以下三點：

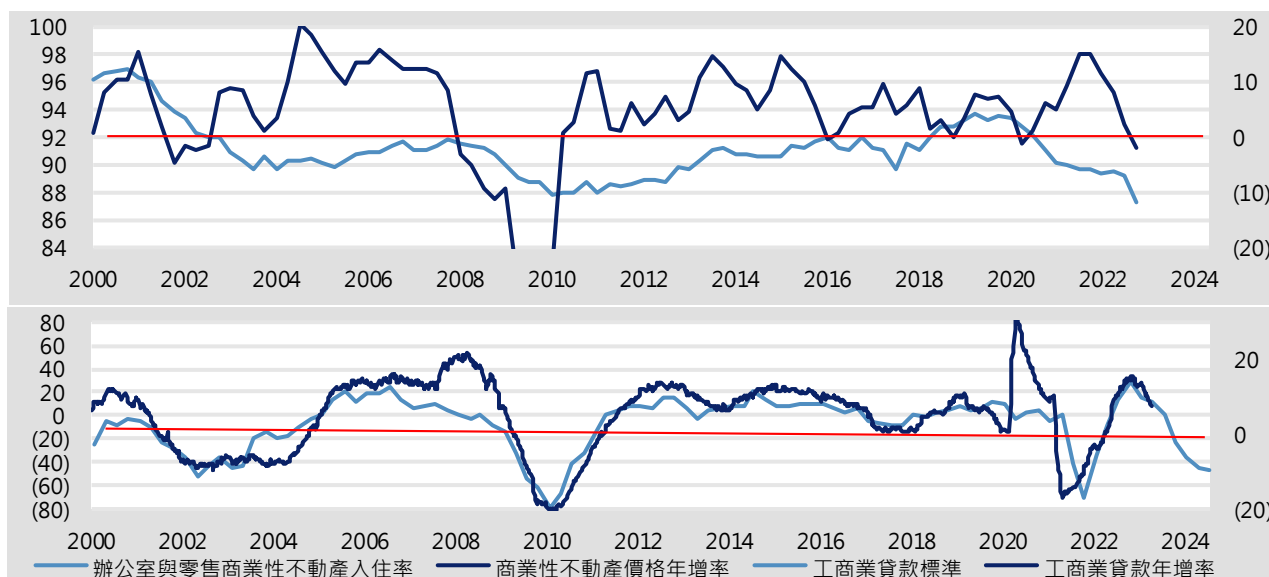
- (1) 貨幣政策的滯後性很難估計
- (2) 通脹與失業率均為落後指標
- (3) 經濟個體之行為具有傳染性，並會產生加乘效果

### 投資前景 – 衰退會遲到但不會缺席，尚不是長線看好股市的時候

我們將 1H23 股市的強勁上漲歸因於對衰退的疑慮消退。然而，2023 年下半年的市場對投資者來說將充滿挑戰。一方面，根據歷史趨勢，經濟擴張後期股票通常溫和上漲，而預期在 2023 年下半年盈利增長恢復表明這一次應也不會例外。今年來美國經濟展現強於預期的韌性，加上生成式 AI 發展帶來相關科技股的價值重估(re-rating)，美股上半年表現優於預期。短期仍有支撐股市的一些有利因素，包括銀行業流動性危機暫解、生成式 AI 帶動相關科技股的價值重估、企業獲利好轉等。

雖然股市今年以來的上漲因對衰退的疑慮消退與 AI 題材得以延續，須留意整體經濟發展風險並未消失。衰退可能只是被推遲(可能到 2024 年上半年)，而非完全避免。經濟的韌性意味著美聯儲將不得不將利率維持較高水平。緊縮貨幣政策累積的後果最終會令勞動力市場惡化，並對消費和投資產生影響。高估值、緊縮的貨幣環境和潛在的衰退仍對中長期的股票投資不利。根據歷史經驗，一個可引領大型科技股成長的新結構性趨勢(如生成式 AI)可能推升股市短線超漲(overshooting)，但往往無法扭轉經濟的正常循環或抵抗經濟的衰退周期，這是今年科技股大漲後須留意的短期風險。因此，投資者在股市上漲的過程中應逐漸轉為防禦型策略。

圖 2: 銀行收縮貸款標準，須留意辦公室與零售商業性不動產違約風險 (%)



(上層)辦公室與零售商業性不動產入住率(左軸)；商業性不動產價格年增率(右軸)

(下層)工商業貸款標準(領先 5 季)(左軸)；工商業貸款年增率(右軸)

資料: 彭博, 凱基整理

至於債券投資，由於通脹已過高峰且開始下滑，加上銀行加速緊縮放貸，預期聯儲局最遲至 6-7 月之後停止升息，但年底前通脹仍遠高於聯儲局目標而維持高利率。建議在停止升息至降息之前增加國債配置，並且隨著聯儲局釋放緊縮指引時增加配置中長期國債，以及信用等級較高的投資等級公司債，並且避開高收益債與新興市場債。

## 下半年 3 大部署

考慮上述因素，我們認為投資者可以「LIKE」作基礎，配置組合。

### 環球大型(Large-cap)增長股更具防禦力

環球大型增長型企業所提供之服務及商品，是生活不可或缺的部份，即使面對衰退風險上升，此類股票有不錯的防禦能力，近期業績也較為理想。股市走勢方面，目前看來仍是由大型企業主導。現時，美國區域性銀行風險尚存，存款流失加上潛在合併，中小型企業仍需面對偏緊的信貸環境。在情況明朗化之前，中小企仍難以獲得大量資金作發展。不論是捕捉增長，或是分散風險，投資者也應分散投資全球的企業。歐洲雖然同樣面對偏緊的信貸環境，但通脹壓力有放緩跡象，當地的大型企業也可以看高一線。

另外，增長股一般回本期較長，估值較高，對利率的敏感度也較高。利率有望見頂，相應股票的壓力將緩和。當債息進一步回落，利率敏感度高的股票，價格表現也有望勝過敏感度低的。

投資者仍需留意，在當局落實減息前，利率走勢或仍較波動，增長股波幅相對較高，分段分注入市仍較可取。

### 把握投資級別(Investment grade)債較高息率

我們預期聯儲局將暫停升息，進入「停看聽」階段，並觀察通脹、就業等經濟數據的變化。雖然我們認為當局在今年內減息的機會並不高，但由於市場往往先行，在實際減息前，只要前瞻性經濟數據配合，長年期債息或將進一步回落。長年期國債利率(如 10 年)或已在去年 10 月見頂，現時投資者可把握現時相對高的孳息率，逐漸增配長年期債，增加組合存續期。展望將來若轉向減息，長存續期債或有更高的價格升幅，部署上可有更大的彈性。

高收益債方面，由於下半年盈利倒退的風險仍然較高，銀行風險事件令信貸環境偏緊，企業貸款能力下降。目前市場預估高收益債的違約率，由 2.5% 升至 4% 以上，信用利差有上升可能。因此我們認為，下半年投資級別債較為可取。

### 分散配置主要亞洲市場(Key Eastern countries)

中國服務業 PMI 處於擴張區域，服務業將繼續支持經濟成長，然而，外圍市場風險上升，令製造業及出口轉弱。近期中國復甦速度放緩，我們預料寬鬆政策將繼續為經濟提供支持，全年經濟仍有望增長 5.5%。

印度及東盟預料仍將受惠於全球製造業轉移生產基地。中國對當地的出口也有所提升，基礎建設有望增加，支持區內增長。由於歐美是印度及東盟的主要出口伙伴，目前最大的限制仍然是歐美經濟偏弱。

日本通脹率處於 3% 以上，但日本央行不認為已經達標，因此暫不改寬鬆政策，當局取態利好企業發展。日元若維持偏低水平，或利好出口。日股年初至今升勢亮麗，但由於預估企業盈利上調，股市估值未有大幅飆升，預測市盈率和年初相約。然而，日股短期已累積一定升幅，投資者只宜待回調吸納。

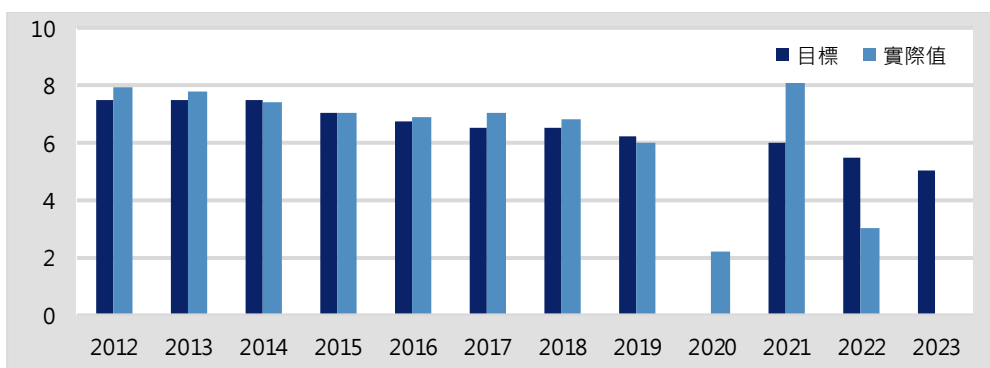
另外，在配置於亞洲債券時，投資者也應優先考慮投資評級債。

## 2023 年中國經濟展望及政策預期

### 估計今年經濟增長或達 5.5% 以上

前國務院總理李克強於今年 3 月發表任內最後一份《政府工作報告》，表明今年經濟社會發展主要預期目標，是國內生產總值(GDP)增長約 5%。其過往曾指出，訂立增速目標的意義實為引導社會預期，設置經濟運行的合理區間，而下限就是每年的 GDP 增速目標。換句話說，5% 增長率為目標下限，凱基亞洲預期，最終今年經濟增長或達 5.5% 以上，當中的最大變數為消費支出的回升速度。

圖 3: 中國經濟增長目標 vs 實際值 (%)



資料: 國家統計局, 由凱基亞洲整理

### 市場預測或過於樂觀

誠如國家統計局新聞發言人付凌暉表示，去年第 2 季受疫情影響基數比較低，今年第 2 季經濟增速將比一季度明顯加快。而第 3、4 季隨著基數的升高，增速會比第 2 季有所下滑。如果不考慮基數影響，總的來看全年經濟增長有望呈現逐步回升。事實上，現時市場普遍預期，繼第 1 季增長 4.5% 後，第 2 季經濟增長可能達 7.8%，往後兩季分別為 5.1% 及 5.5%，推動全年經濟擴張約 5.6%。

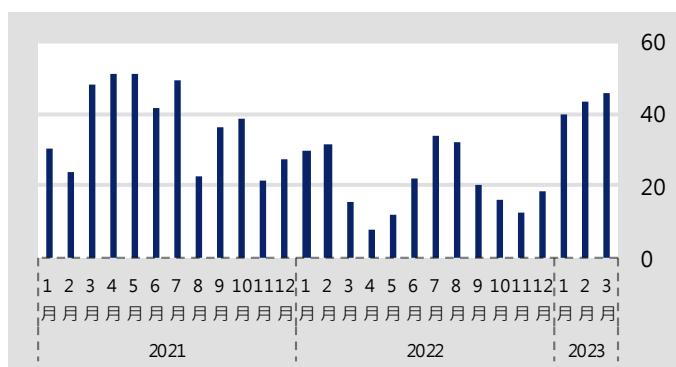
我們認同中國經濟已經擺脫了去年的增長困境，復甦已經全面展開，首季經濟增長率更為全年經濟復常開了一個好頭，今年經濟表現可望優於兩會訂下的 5% 目標。另一方面，內地一季度工業企業利潤累計同比增速由 1-2 月的跌 22.9%，收窄至跌 21.4%。企業營業收入累計同比增速由跌 1.3%，收窄至跌 0.5%，符合經濟有所改善的情況，印證經濟活動提速。惟若與市場最高達 6% 以上較為樂觀的全年經濟增長展望比較，我們 5.5% 以上的預測或顯得略為保守，原因是近月多項經濟數據出現矛盾，反映復甦勢頭不平均。

### 經濟復甦不平衡

例如消費復甦之中，餐飲、旅遊等與服務相關的消費向好與汽車及房屋等耐用品消費的低迷形成對比；又例如信貸增長及經濟復常之下，通脹率持續回落。與此同時，外部經濟不確定性較大，美國從高通脹逐步陷入衰退的可能上升，亦會為中國增長帶來不穩定因素。

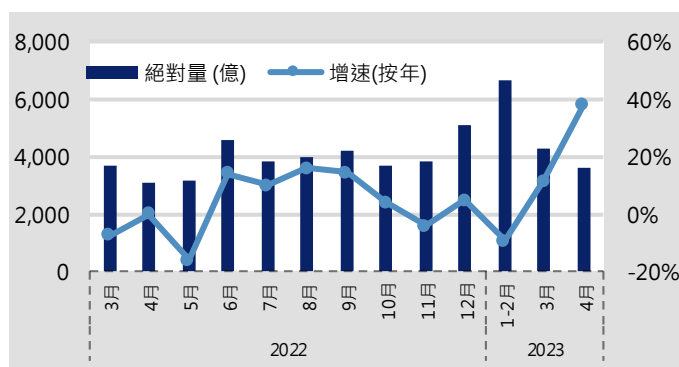
凱基亞洲相信，如何提振民間與外商投資信心，改善營商環境，並且有效推升民眾的消費意願將為重點。根據 4 月份的政治局會議，政策方向將包括 3 條主線：加大科技創新、鞏固及擴大新能源汽車銷售，以及提振民營經濟等。相信總理李強將推出後續政策推動落實相關部署。至於中長線而言，去年 12 月中國公布了《擴大內需戰略規劃綱要(2022—2035 年)》稱，必須堅定實施擴大內需戰略，不斷釋放內需潛力，充分發揮內需拉動作用，都顯示推動內需為政策重點之一。

圖 4: 客運量(百萬)



資料來源: 民航局, 由凱基亞洲整理

圖 5: 汽車類零售(億)



資料來源: 國家統計局, 由凱基亞洲整理

### 憧憬落實更多政策

仔細分析 4 月時所舉行的政治局會議，會議指出三重壓力(需求收縮、供給衝擊及預期轉弱)有所緩解，但內生性動能不足。未來積極的財政政策要加力提效，穩健的貨幣政策要精準有力，形成擴大需求的合力。根據兩會，今年赤字率為 3%，超過去年的 2.8%，而去年內地在防疫上開支不菲，預示今年會用更多財政資金刺激經濟增長。除財政政策外，考慮到美息可能見頂下，人民銀行或會於未來三個月內放寬貨幣政策，以刺激經濟保持復甦力度。

### 中美關係續為波動因素

預期中美關係將於下半年繼續成為市場焦點，我們引述中國前駐美大使崔天凱的言論：美國如今把中國認定為最大的「戰略競爭對手」，這樣肯定會給中美關係帶來很多不穩定因素。投資者需繼續留意事態發展，以調整經濟展望及投資部署。

## 2023 年下半年恒指預測

### 恒指上半年呈上落格局

在去年底發布的港股展望，我們預測恒指今年目標價在基本情境下為 21,100 點。當時在一月下旬已達到目標價，並且在 1 月 27 日達到年內高位 22,700 點。及後恒指開始缺乏方向，大市曾配合內地經濟數字向好而在三月中觸底反彈。直至現在，恒指一直在 18,000 點至 21,000 點區隔上落。

### 第一季恒指每股盈利合符預期

我們曾預估今年恒指成份股的每股盈利為約 2,050 港元，即按年增長 10.6%。今年已公布第一季業績的公司，其盈利增長中位數約 11%，符合年初的預期。考慮到當時內地尚未公佈全面復常的安排，故預測數據並未完全考慮其正面作用。我們現時調升 2023 年每股盈利至 2,085 港元，按年增長約 12.5%。

### 2023 年恒指目標價為 22,100 點

與上次我們發布的全年展望比較，由於我們對內地經濟增長的向上預估，我們把恒指年末的預測市盈率調升至 10.6 倍，故此我們上修恒指年末目標價至 22,100 點。以 6 月 6 日收市價 19,099 點計，潛在升幅為 15.7%。

圖 6: 恒指過去一年走勢及 2023 年目標價



資料來源: 彭博(經凱基亞洲整理)，截至 2023 年 6 月 6 日

## 2023 年下半年 4 大投資主題

### 策略一：央國企分紅穩步上揚

國企改革進入新階段，憧憬央國企可在效率方面得到提升，ROE 增加可支持上市公司價值重估及分紅穩步向上。

**中移動(941)**：2022 年全年派息合共 4.41 港元，全年派息率為 67%，並承諾 2023 年以現金方式分配的利潤逐步提升至當年公司股東應佔利潤的 70% 以上。得益於 5G 應用、移動雲、數字內容、智慧家庭等業務的快速拓展，數字化轉型收入同比增長 30.3%，增長動能可持續性加強。每股盈利增長及派息比率提升都令該股變得吸引。

**中國銀行(3988)**：內地經濟從谷底反彈，融資需求逐步回暖，加上資產質量趨穩，內銀經營環境有所改善。中國銀行無論在去年表現以及今年首季經營情況都較同業稍勝一籌，首季撥備前經營溢利(PPOP)按年增長 9.0% 至 1,126 億元人民幣，增速環比加快，同期收入增長 11.8%，亦勝同業。過往派息率穩定，今年盈利能力提升，料支持每股派息進一步增加。

### 策略二：舊經濟股續發力

疫情過後，全球營商環境有所改變，但具財務實力的企業可抵受任何風浪。

**友邦保險(1299)**：友邦的新業務價值於 2022 年下半年開始重拾動力，並於 2023 年首季延續增長，整體新業務價值上升 28% 至 10.46 億美元，勝市場預期。在所有細分市場(中國內地、香港和東盟市場)以及分銷渠道都有增長。期內，中港兩地全面通關都讓早前壓抑了的需求得到釋放。

**長江基建(1038)**：長建現時在手現金達 180 億港元，負債淨額對總資本淨額比率為 7%。長建正處於有利位置去收購優質項目，同時可與長江集團其他成員公司產生協同效應。

### 策略三：加息後期留意新經濟股

美聯儲加息趨緩可帶來流動性改善，加上監管環境邊際放鬆，有助新經濟股投資價值增加。

**騰訊控股(700)**：內地經濟活動重啓，企業的經營環境有所改善。騰訊在遊戲、廣告、金融科技及企業服務等領域都看到改善跡象，當中，視頻廣告需求強勁，而遊戲方面正加速向海外發展，尋求對優質遊戲或遊戲工作室的投資或收購機會。未來騰訊增長點看視頻發展、遊戲出海，以及人工智能的發展潛力。

**比亞迪(1211)**：雖然減價戰為市場所憂慮，但從比亞迪的季績以及在上海車展的市場反應來看，比亞迪具有抵抗惡性競爭的能力。比亞迪今年的銷售目標是 300 萬輛，即是預計同比增長超過 60%。同時，毛利率正受惠鋰價下降而有所增加。

### 策略四：抵禦衰退黃金 ETF

各種跡象顯示經濟衰退只是幅度多少及時間早晚的問題。隨著美國通脹的連續放緩，加息週期已到了尾聲，加上銀行危機令衰退機會增加而導致今明兩年內降息的機率有所提高，因此孳息率有可能繼續走低。黃金的避險作用變得顯著，投資者和央行的黃金需求都正在增加，給予了黃金價格向上的動力。

**SPDR 金 ETF (2840)**：投資者看好金價可考慮透過黃金 ETF 部署，當中，包括 SPDR 金 ETF，該 ETF 跟隨倫敦金銀市場協會(LBMA)黃金價格變動，優勢包括「以實金作抵押」以及「具流動性」。該 ETF 走勢上與金價走勢同步，可助投資者靈活部署。

**表 1：焦點股**

名稱	目標價
<b>國企改革受惠股</b>	
中移動(941)	78
中國銀行(3988)	3.6
<b>優質舊經濟股</b>	
友邦保險 (1299)	94
長江基建(1038)	52
<b>加息後期新經濟股</b>	
騰訊控股(700)	400
比亞迪(1211)	300
<b>抵禦衰退黃金 ETF</b>	
SPDR 金 ETF(2840)	1600

## 台灣市場

台股方面，除因台灣身為半導體與伺服器生產重鎮而受益於AI 浪潮外，庫存去化與新品備貨將支撐製造業下半年迎來庫存回補，加上基期效應將推升獲利成長，屆時可望帶動季節性行情。

市場對於 AI 發展要求日益提高，不同科技巨頭企業紛紛涉足研究 AI。現時 AI 發展迅速，由只具用利用過去資料進行分析、預測及決策並經常得出固定答案的人工智慧，進一步發展及具強化功能的生成式 AI，即利用更大的數據庫進行機械訓練，達成多項自然生成，包括語言生成、圖像生成、語音合成等等的多項領域。

而要達到高強度模型訓練，電腦算力需求為其一關鍵要點。於近期的芯片大廠業績可見，市場對於配合 AI 算力的芯片有超乎預期的需求上升，相關芯片訂單需求更延伸至未來數季。在傳統用於智能通訊設備及電腦的芯片需求偏弱的環境下，迎來由高算力要求的人工智能需求所帶動。台灣具領先全球的芯片相關產業，AI 具長遠發展確定性，料相關企業可從中受益。

雖 AI 受惠股目前的估值普遍已不便宜，因其長期結構性趨勢相當明確，即使股價有所修正仍是布局的重點方向，台股的 AI 受惠族群包含 IC 設計服務、晶圓代工製造、雲端/資料中心、ABF、先進封裝等。台股 PE(未來 1 年)約 18 倍，過往狂熱時期最高 PE 達 20 - 22 倍。

## 新加坡市場展望

### 宏觀環境不確定性上升背景下的避風港

新加坡是最早於 2022 年重新開放邊境並使經濟和商業活動正常化的亞洲國家之一。復甦顯著的行業包括旅遊、飲食以及房地產等行業。到 2022 年底，新加坡最大的貿易夥伴中國放寬了清零政策並重新關注經濟增長，進一步有利於新加坡的強勁復甦。

後疫情時代，全球經濟發展依然波濤洶湧。持續的中美緊張局勢繼續重塑國際關係。幾家美國銀行的倒閉和瑞士信貸的收購削弱了人們對西方發達國家銀行體系的信心。展望未來，對美國和歐洲衰退以及中國通縮的擔憂導致資金持續流向相對安全的避風港。新加坡作為東南亞最發達和穩定的國家，在可預見的未來將迎來更多順風。



### 總體經濟

- **國民生產總值 (GDP)**：新加坡經濟已從疫情大流行中復甦，2022 年 GDP 同比增長 3.6%。自 2021 年以來，季度 GDP 增長一直保持正增長，最近一個季度增長了 0.1%。2022 年人均 GDP 同比增長 6.5% 至 82,794 美元。然而，2023 年新加坡將面臨高通脹和貿易放緩的挑戰，預計 GDP 增長率在 0.5% 至 2.5% 之間。

表 2: 新加坡 GDP 同比

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
整體國內生產總值	4.0	4.5	4.0	2.1	3.6	0.1
商品生產行業	5.3	5.8	1.8	-1.1	2.9	-4.1
服務生產行業	4.9	4.8	5.5	4.0	4.8	1.8

資料: 新加坡貿易和工業部，由凱基亞洲整理

- **消費者物價指數 (CPI)**：2023 年 3 月，新加坡的 CPI 同比放緩至 5.5%，而 2 月份為 6.3%。新加坡金管局和貿易和工業部將較低的數字歸因於全球供應鏈摩擦的緩解以及發達經濟體消費品通脹的放緩。

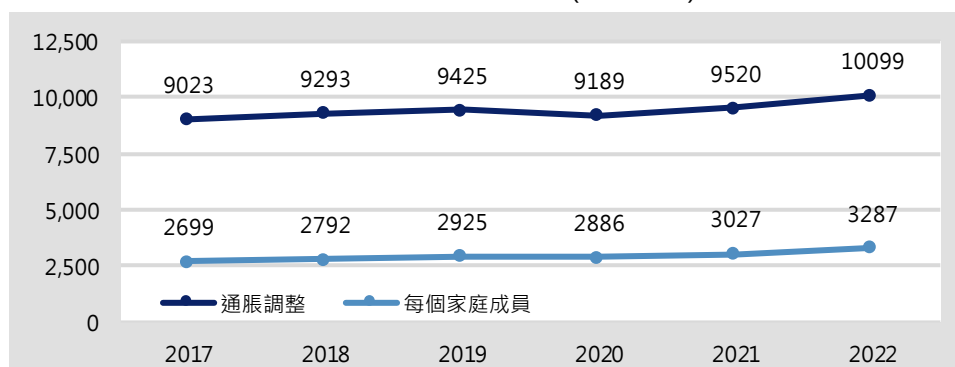
表 3: 新加坡 2023 年第一季度 CPI (3 月)

	比重	按年	環比	第一季
所有項目	100%	5.50%	0.50%	6.10%
所有項目減去推算租金	82.5%	5.60%	0.50%	6.30%
所有項目減住宿	78.0%	5.70%	0.50%	6.50%
MAS 核心通貨膨脹	65.8%	5.00%	0.20%	5.40%

資料來源：新加坡統計局，由凱基亞洲整理

- **勞動力市場**：在非居民就業增長的推動下，經季節性因素調整後的失業率在 2023 年第 1 季度降至 1.8%。2022 年，新加坡的名義家庭月收入中位數增長了 6.1%，達到 10,099 新元。經通脹調整後，實際增長率為 0.2%。每個家庭成員的家庭月收入中位數名義上也增長了 8.6%，或在扣除通貨膨脹因素後增長了 2.6%。

圖 7: 家庭月收入中位數 (新加坡元)



資料來源：新加坡統計局，由凱基亞洲整理

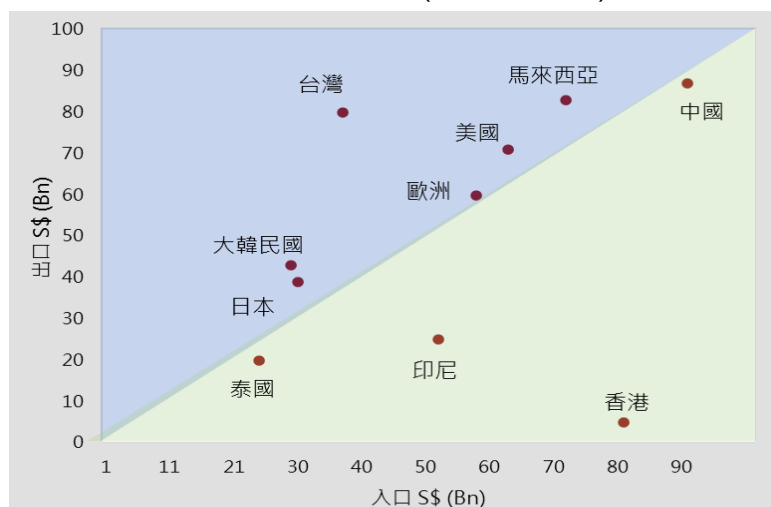
- **固定資產投資 (FAI)**：2022 年，FAI 達到創紀錄的 225 億新元，同比增長 90.7%，主要受電子行業大型製造項目的推動，佔總承諾的 66.7%。然而，經濟發展委員會認為，由於宏觀經濟的不確定性、競爭加劇和半導體行業低迷，固定資產投資將下降。

**表 4: 固定資產投資(新加坡元)**

固定投資	每年預期增加值	每年業務支出	預期創造就業機會
S\$22.5b	S\$20.6b	S\$6.2b	17,113

資料來源：新加坡經濟發展局，由凱基亞洲整理

- **國際貿易**：進出口總值分別為 6,550 億新元和 7,100 億新元，同比增長 20.0% 和 10.7%。中國內地、馬來西亞和美國是前三大貿易夥伴，貿易總額分別為 1,750 億新元、1,530 億新元和 1,327 億新元。

**圖 8: 主要貿易夥伴(新加坡元十億)**


資料來源：新加坡統計局，由凱基亞洲整理

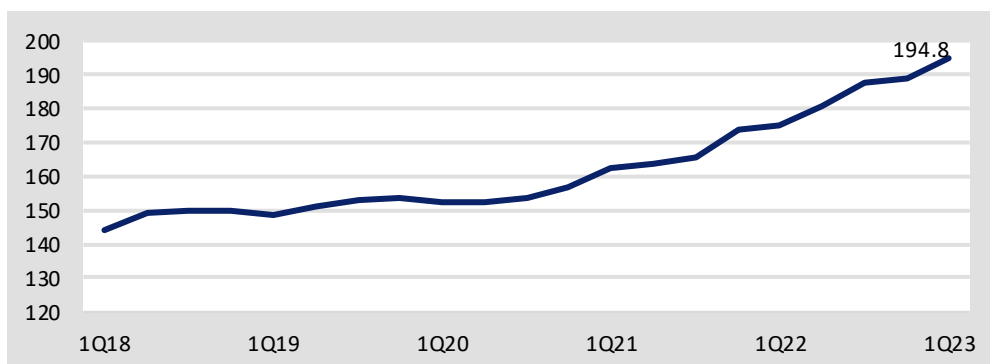
- **個人可支配收入和儲蓄**：22 年第 4 季度，個人可支配收入同比增長 10%，受薪酬和政府現金支出增加的推動。個人儲蓄同比反彈 2.4%，個人儲蓄率從 32% 上升至 36%。

**表 5: 個人可支配收入、儲蓄及個人儲蓄率的名義增長 (%)**

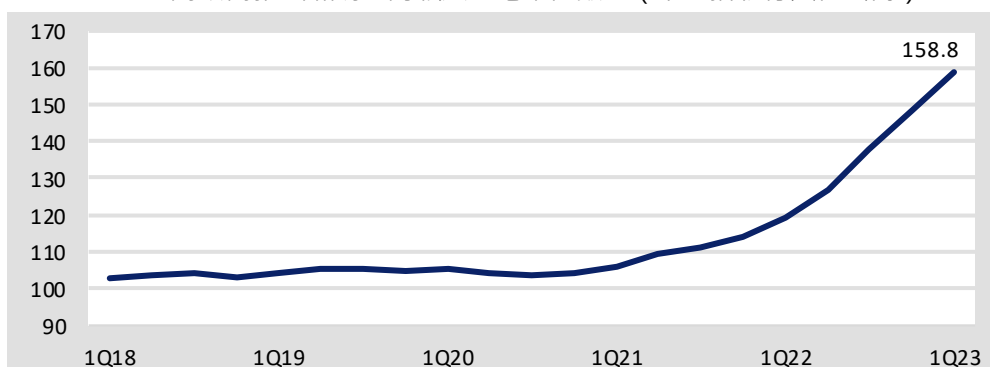
按年變化	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
個人可支配收入	8.5	6.5	9.2	10	8.0
個人儲蓄	10.8	-13.9	-5.8	2.4	2.4
私人消費支出	7.1	18.2	17.9	14.8	11.7
員工薪酬	9	8.4	10.6	10	8.5
個人儲蓄率 (%)	39.7	29.5	31.6	36.1	37.6

資料來源：新加坡統計局，由凱基亞洲整理

- **房價**：有地房產價格在2023年第1季度環比上漲5.9%，而同期非有地私人住宅價格環比上漲2.6%。有地和非有地房產的租金價格也有所上漲，但漲幅低於上一季度。外國人購買住宅物業的額外買方印花稅稅率翻倍可能會導致對出租物業的需求增加。

**圖 9: 私人住宅物業價格指數**


資料來源：市區重建局，由凱基亞洲整理

**圖 10: 開發商推出和銷售的私人住宅單位數量（不包括執行共管公寓）**


資料來源：市區重建局，由凱基亞洲整理

**表 6: 額外買方印花稅 (ABSD) 稅率的調整(2023 年 4 月 27 日後生效)**

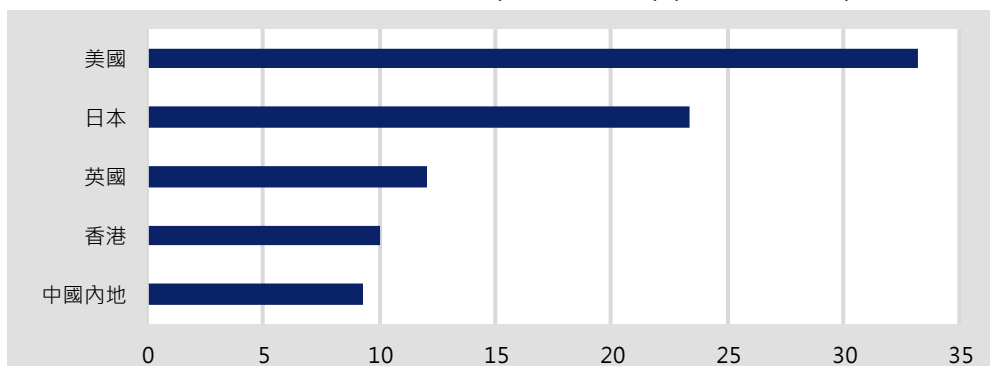
	首置	第二置業	其後
新加坡公民	0%	17% -> 20%	25% -> 30%
永久居民	5%	25% -> 30%	30% -> 35%
	海外人士	企業	ABSD(信託)
所有住宅物業	30% -> 60%	30% -> 65%	30% -> 65%

資料來源：新加坡金管局，由凱基亞洲整理

### 亞洲財富中心地位

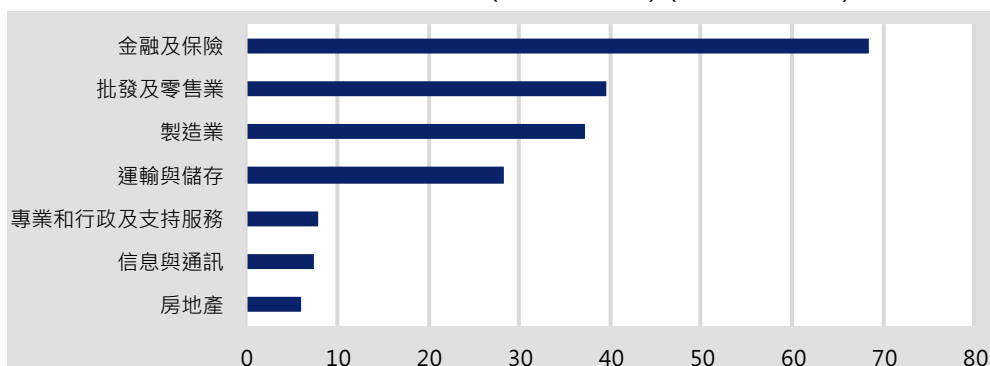
- **資本流入增加**：截至 2021 年，新加坡管理的資產達 5.4 萬億新元。2022 年，新加坡的對內直接投資流量同比增長 10%，達到 1,950 億新元，這主要是受股本和留存收益增加的推動。

圖 11: 新加坡境內直接投資 (按國家排名) (十億新加坡元)



資料來源:新加坡統計局，由凱基亞洲整理

圖 12: 新加坡境內直接投資 (按行業排名) (十億新加坡元)



資料來源:新加坡統計局，由凱基亞洲整理

- **高淨值人口增長**：新加坡目前擁有約 247,300 名淨資產至少為 100 萬美元的個人，與 2021 年相比，高淨值個人數量同比增長 8%。
- **更多家族辦公室**：新加坡的家族辦公室數量有所增加，截至 2021 年底，大約有 700 個單一家族辦公室。在地緣政治緊張局勢和不確定性加劇的情況下，新加坡被視為富裕投資者的避風港。
- **更高的移民門檻**：新加坡提高了全球投資者計劃 (GIP) 的最低投資要求。根據第一個選項，他們必須向新業務或現有業務投資至少 1000 萬新元，而之前的金額為 250 萬新元。第二個選項要求對 GIP 選定基金進行更高的 2500 萬新元投資，取代之前的 250 萬新元投資要求。第三種選擇需要在新加坡設立單一家族辦公室，其資產管理規模至少為 2 億新元，並將 5000 萬新元的資產分配給特定的投資類別。
- **房地產降溫措施**：新加坡最近修改了其 ABSD 稅率，將購買第二套或更多住宅物業的新加坡公民和永久居民的稅率提高 3%-5%，將購買任何住宅物業的外國人的稅率提高 30%。

## 優選行業

### 銀行

- **強勁的財富管理增長:**星展銀行/華僑銀行/大華銀行報告稱，2022年管理的資產同比增長9%/0.5%/11%至2970億新元/2580億新元/1540億新元。
- **2023年第一季度盈利創紀錄:**星展銀行/華僑銀行/大華銀行分別創下25.7億新元/14.2億新元/15.8億新元的記錄。新加坡銀行受益於淨息差擴大56至75個基點。淨利息收入也同比增長40%至60%。
- **具有吸引力的股息收益率:**新加坡三家銀行2023財年平均股息率為6.0%。
- **估值:**當前市盈率為9.4倍，而5年平均值為11.8倍。
- **前景:**預期2023財年平均貸款增長率為低至中個位數和20.7%的同比收益增長。

圖 13: 各季度新加坡銀行平均股息收益率 (%)

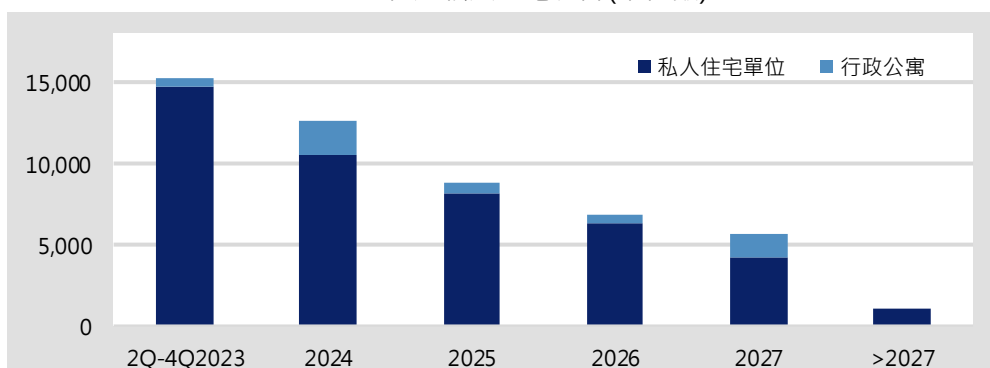


資料來源: 彭博 · 由凱基亞洲整理

### 房地產

- **在建項目增加:**預計2023年將推出30至40多個新項目，為市場增加10,000至12,000套新房。
- **可觀的股息收益率:**2023財年前五名房地產公司的平均股息收益率為3.3%。
- **估值:**當前行業平均市盈率為10.7倍，而2019年為8.7倍。
- **增長前景:**2023財年盈利增長21.8%。

圖 14: 在建私人住宅項目(單位數)



資料來源: 市區重建局 · 由凱基亞洲整理

## 印尼市場展望

### 下半年的催化劑

我們對印尼下半年的經濟持樂觀態度，其中的催化劑包括：儘管利率上升，貸款增長仍將繼續；大宗商品價格上漲，以及在 2024 年總統選舉年之前市場情緒維持正面。

印尼經濟預計將在 2023 年實現增長，政府的年增長目標為 4.5%-5.3%，高於 3.5% 的 20 年平均水平，反映出經濟已從 2020 年疫情的收縮中復甦。我們預計儘管利率更高，貸款增長率於 2023 年將達到 9%，高於 8% 的 15 年平均水平。回顧疫情期間，由於企業受到疫情的不利影響，2021 年的貸款增長為負。

2023 年的大宗商品前景維持正面，印尼作為大宗商品出口國，將受益於強勁的大宗商品價格。我們認為這種趨勢將持續到 2024 年。

此外，總統大選將在 2024 年舉行，根據歷史市場數據顯示，資本流入和消費者支出通常在總統大選前一年增加，因此我們預計該事件將在 2023 年刺激市場情緒。因此，我們對 2023 年剩餘時間的印尼經濟和股市持樂觀態度。

### 雅加達交易所：歷史、指數及其主要行業

雅加達交易所於 1912 年在荷屬東印度群島政府下成立，它被稱為 *Vereniging voor de Effectenhandel*。在 1952 年之前主要專注於種植業相關的債券交易。從 1952 年到 1977 年，雅加達交易所的交投並不活躍。印尼股票投資的轉折點是在 1977 年，第一家公司在交易所上市。

在 42 個指數中，主要有兩個追蹤印尼股市表現的指數。第一個是印尼雅加達綜合指數 (JCI)，當中包括所有上市股票。第二個是 LQ45 指數，它追蹤個別綜合指數中的成份股，該等股票具有以下條件：(i) 高市值、(ii) 高市場流動性和 (iii) 公司基本面穩健。

汽車業、銀行業、國內消費業和電訊業是印尼雅加達綜合指數中的四個關鍵行業。主要原因是：在全球電動車市場規模呈指數增長的情況下，汽車業受資金青睞；銀行業在綜合指數中的權重最高；國內消費業可以享受印尼大量人口所創造的需求；電訊業是一個發展穩定的行業，主要提供全國的通訊服務。

### 印尼經濟面臨的潛在挑戰

首先是印尼過度依賴進口，尤其是能源，是印尼經濟未來的主要擔憂。由於對能源缺乏自給自足的能力，大量燃料補貼是政府預算的長期問題。此外，印尼作為自然資源的主要出口國，其經濟的穩定性可能會因大宗商品價格波動而受損。除此之外，由於印尼計劃在加里曼丹島建設新首都，私人資金在該項目中扮演著至關重要的角色，資金不足的項目將給政府預算帶來壓力。為了刺激房地產市場，應該放寬對外國投資者的財產規定，例如允許房地產建設參與和簡化信貸融資程序，但這些都是未知之數。

## 投資策略部

**溫傑**

證監會持牌人(中央編號AJF244)

[Kenny.wen@kgi.com](mailto:Kenny.wen@kgi.com)

**譚美琪, CFA**

證監會持牌人(中央編號BFI754)

[cynthia.tam@kgi.com](mailto:cynthia.tam@kgi.com)

**莫偉民, CFA**

證監會持牌人(中央編號  
BHJ465)

[raymond.mok@kgi.com](mailto:raymond.mok@kgi.com)

**龔俊樺, CFA**

證監會持牌人(中央編號BRY438)

[tommy.kung@kgi.com](mailto:tommy.kung@kgi.com)

**葉晉宜**

證監會持牌人(中央編號BSQ196)

[derek.yip@kgi.com](mailto:derek.yip@kgi.com)

## 重要聲明

於本文件內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

債券不同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i) 信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii) 流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii) 利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。如對相關的風險有疑問，你應尋求獨立意見。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。