

# 2024 年下半年环球市场展望 达标在望



## 宏观经济分析

### 美国经济下行但有度 迟来的减息终究会来

全球经济在下半年预期将会呈现下行趋势。先前表现最佳的美国已在今年第一季度开始经历明显的经济下滑，季增率年化降至 1.3%，低于其长期趋势增长 1.8 至 2%。预计下半年此下行趋势将更为明显。然而，其他地区在经过一段时间的底部盘旋后，预期将在下半年从谷底复苏；只是恐怕难以弥补美国下行的趋势，加上新兴市场也无太亮眼表现，全球经济很可能将出现下行趋势。

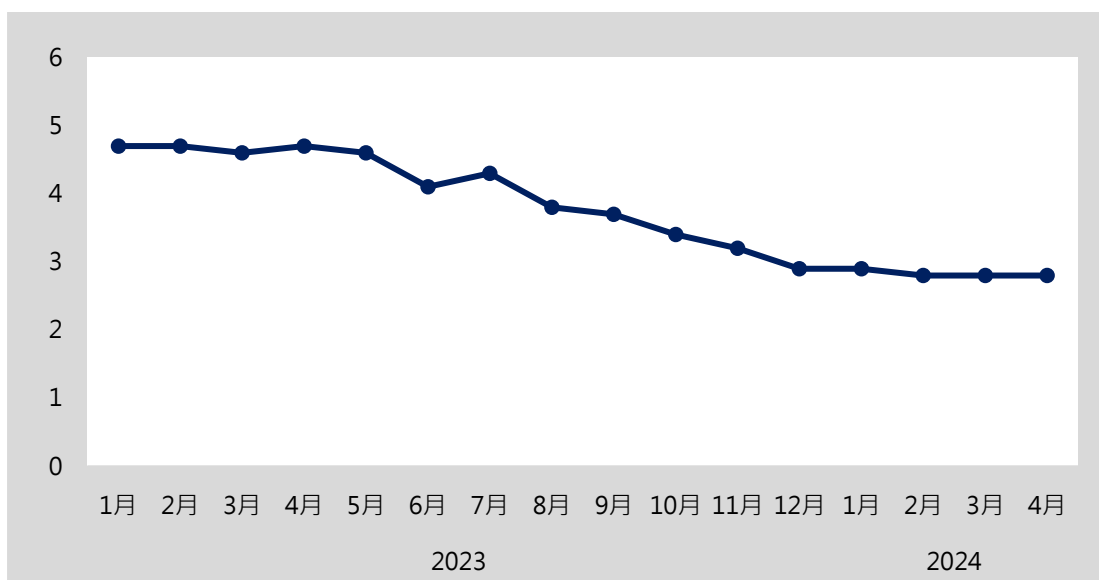
根据国际货币基金组织于 4 月份发布的报告预期，今明两年全球经济将继续以 3.2% 的速度增长，与 2023 年的增速相同。已发展国家的经济增速将小幅加快，预计将从去年的 1.6% 上升到今年的 1.7% 和明年的 1.8%，但将被新兴市场增速的小幅放缓所抵消。而全球通胀预计将从 2023 年的 6.8%，稳步下降至 2024 年的 5.9% 和 2025 年的 4.5%。

从产业面来看，美国的制造业可能会呈现轻微复苏，而服务业则预计会缓步下行。从支出面来看由于美国在疫情期间因股市上涨财富迅速累积，加上财政支出扩大，美国的消费一直强于预期。因消费习性与思维的改变，美国的边际消费倾向出现结构性的上升，推升消费力道高于过去认知的水平；然而，由于未来低所得者的资源相对不足，其消费力可能难以保证。

至于通胀，由于 2023 年下半年商品通胀快速下行，到 2023 年底，核心通胀(Core PCE) 年增率已降至 2.9%。然而，2024 年第一季度，商品与服务通胀反弹导致核心通胀降温停滞，加上劳动市场未有显著放缓，联储局可能会维持高利率更长时间。预计 2024 年第二季度通胀数据将重新下行，劳动市场也将持续放缓，市场预期 2024 年第四季度将开始减息，全年可能减息 1 至 2 码。

此外，下半年美国经济的观察重点将在总统大选。目前民调领先的特朗普有可能再次当选总统。他提出的企业税减税政策虽然可能有利于企业盈利，但根据 2017 至 2018 年的减税经验，效果可能不会太明显；因目前税率已低，无法再提升生产力。反而，对移民的限制和关税的提高可能对经济、企业获利和股市都产生负面影响。

图 1: 美国核心 PCE (%)



资料: 彭博, 凯基亚洲整理

## 美股震荡上行但留意美国大选与经济进一步下行风险

在美股投资方面，由于 5 月以来的市场氛围和经济数据已基本确定了联储局不会再加息，因此对于美股的估值疑虑减轻。目前经济虽然放缓，但由于放缓程度有限，我们预期实际利率未来会缓步下行，这将是支撑估值的一个利好因素。真正需要注意的，反而是前述的特朗普当选或劳动市场下滑至一定程度，在第 3 季末加深美国经济陷入衰退(硬着陆)的可能性，而让股市股市受压。

## 债券投资先短期信用债再视情况转长期国债

至于债券投资，由于美国目前维持在软着陆的路线上，并且预计首次减息将在第四季度发生，因此美国的信用利差短期内不会大幅提高，国债殖利率也将维持倒挂。现阶段，投资者可以选择天期较短的信用债，以获得较高的收益率；待到美国 and 全球经济持续下行，美国劳动市场出现加速下行或硬着陆风险提高时，可以转为配置天期较长的国债，以获取国债殖利率下降所带来的资本利得。

## 环球投资策略

考虑到现时的市况，下半年构建和检视组合时，可参考「GUIDE」策略

### 精选行业

#### Gold 逢低吸纳黄金及相关矿股

黄金不能提供收益，无风险利率也就成为持有黄金的机会成本，金价和实质利率呈负相关，过去当利率上升时，金价下跌。欧元区已率先开始减息，我们预期美国也将在今年转向，若国债孳息率回落或将支持金价。同时，环球风险事件不断，美国的财政状况引起关注，黄金也有望提供避险功能，另外，环球各国央行增持黄金进一步支持需求。

截止 5 月 31 日，现货金价为每安士 2327 美元，略低过 5 月中的历史高位不到 5%，由年初起计升约 13%；金甲虫指数(BUGS)追踪一篮子不对冲黄金产量的金矿股，同样升近约 13%。黄金以外，金矿股也可考虑作卫星配置。

#### Utilities 「AI」用电加上减息预期利好公用股

公用股一般收入稳定，因而具有不错的防御能力，但过去近两年的加息周期令无风险利率上升，公用股收入相对不吸引。不过，今年经济可能下滑，加上或美国可能转向减息，令公用事业否极泰来，今年以来的表现不输科技股。

除了板块轮动之外，AI 应用预料上升，处理更多数据预期将大幅提升用电需求，预计全球 AI 相关的每年总用电量与瑞典相约，即是全球总用电量的 0.5%左右，到 2030 年，AI 相关的用电比例将提升至 3-4%，电力和公用事业也因而成为 AI 相关受惠相关类股。

新能源也是 AI 用电的相关题材，然而传统能源价格回稳而且利率高企，令能量转型计划较预期缓慢，加上新能源相关企业不少缺乏利润支持，目前或只有部份市值较高的大型新能源相关股票可能受惠。

## 核心配置

### Investment Grade 把握投资级别债息率，企业债看高一线

过去在债息上升的时期，只要当时的经济维持正增长，不论是投资级别或是高收益债的信用利差大部份时间以收窄为主。美国企业第一季业绩大致理想，除了支持股价之外，相关的企业债也同样受惠。投资级别企业的盈利按年增长 7%，优于市场预期，其中以媒体与娱乐、REITs 及汽车业高于市场预期的幅度最高。另外，海外收入占比较高的企业盈利，相对上也优于以本土为主的公司，同时预期企业盈利维持正增长。年初至今，美国债息上升但信用利差持续下跌，不少投资评级债的评级也获上调。第一季，投资评级债之中，上调相对下调的比例为 4 比 1，同期高收益债之中，比例只是 1 比 1。

考虑到美国经济并非强劲增长势态，加上银行持续收紧放贷，企业融资成本上升而且再融资问题仍存，较保守的投资者可考虑以大型优质企业所发行的投资级债作首选。过去投资级别债的发行量，仍较往后到期的量为高，疫情时大量发债令大企目前的债务负担不高，从这一角度来看，大企再融资的风险不算太高。行业方面，若经济维持向软着陆方向发展，投资者可优先考虑能源及原材料业，过去数据显示此类板块和经济环境关连度较高，而利率关连度较低。

软着陆预期也将支持 BBB 类评级的前景，进取者也可考虑 BBB 评级。另外，美国投资级别企业债在约 5 年至 20 年之间为正斜率，年期越长息率越高，而 20 年以后息率并没有显著提升。美国投资级别企业债和国债的孳息曲线型态不尽相同，两者息差在 5 年以后明显开始扩阔。因此，现时除考虑较高息的短债以外，在出现更多经济放缓的迹象时，5 至 10 年期的投资评级债也值得留意。

值得一提的是，年初至今国债孳息率普遍上升，债价因而下跌，但这仍然无碍资金流入投资级别债。过去数据显示，债券总回报短期小幅波动(如正负 2.5%)并不影响资金流向。

### Defensive Stocks 板块轮动，增持防御型股票

现时在标普 500 指数内，来自美国以外的盈利占约 40%，因此即使是「美国大型股」指数，也不代表只和美国经济挂钩，美国大企收入来源相对分散，而且 AI、半导体、科技等题材在市场上有独特的地位，可考虑在回调时趁低吸纳，或以定期定额的方式配置。

截至 5 月 31 日，标普 500 股市由年初起升近 10.6%，益本比(每股盈利与股价的比例, Earning Yield)已跌至 4.06%，贴近 10 年期美国国债孳息率，从这角度来看，美股并不便宜，投入新资金时，可考虑估值较为吸引的板块，并留意美股集中风险。

欧元区第 1 季实质 GDP 增长 0.3%，摆脱过去五季近乎没增长的情况，外部需求改善贡献最大，固定资本形成与家庭消费增长强，呈现复苏趋势。

欧洲央行率先转向减息，将有利企业估值及实际发展；而美国今年余下时间也很大可能进入减息周期，值得一提的是，欧洲央行先于美国转向并不常见。风格上，防御型和周期性股票在进入减息周期时，表现不尽相同。由于防御型股票一般收入较为稳定，过去在减息时期，债息回落令这些收入显得相对吸引，防御型股票表现明显较为突出。不过，在去年

第 4 季债息自高位回落时，周期性股票升势强劲，令防御型股票相对落后，经济未有转弱而且盈利增长也高于预期也是原因。

现时，美国经济已出现放缓迹象，服务业数据缓步下行加上制造业复苏仍然较弱。另外，强于预期的消费模式或难以维持，4 月份实质消费增长开始放缓，同期可支配收入增长减慢或是因素之一。在增长放缓的背景之下，减息预期或支持防御型板块的走势。事实上美国及欧洲防御型行业，如公用股、健康护理等，已收复不少失地，过去 2 个月公用股更领先大部份的板块，现时估值仍然吸引，投资者可考虑把部份科技相关的利润转至防御型板块，减低组合波幅。

至于「大 vs 小」，在实际转向减息时一般是有利小型股的。翻查过去数次的转向，以中位数计算，在当地央行转向减息时，欧元区及英国的小型股的表现几乎在转向后的 3 个月内开始跑赢大型股，不过美国的小型股仍落后近 6 个月后才缩窄差距。目前来看，美国「大优于小」的趋势很大可能在今年维持，然而欧元区的小型股(相对大型)在转向后更有机会，区内复苏势态仍将是关键。

整体而言，投资者可考虑增持防御型行业。同时，充裕的现金及较强的融资能力将继续支持大型企业，欧元区以外成熟市场(美国、英国)维持大优于小。

### Eastern regions 捕捉亚洲增长

**日本：**一般而言，日元的走势和整体日企的盈利呈负相关，日元兑美元偏弱，有利日本股票的盈利，主要原因是海外收入较为吸引，不过对于以本土消费的企业就较为不利。日元偏弱影响进口，中小企及本地消费者不容易受惠于弱势日元，另外通胀令加薪压力上升，进一步冲击本土企业的盈利。目前来看，日本大型出口企业的优势较大，价值股也可能受惠于企业改革。至于盈利以本地为主的企业，在美国转向减息或日本进一步收紧货币政策时较有利。

**中国：**IMF 上调中国今明两年的经济增长率，同时中央政策落地有望支持市场重拾信心，详情请参阅本报告<中国宏观经济简评及下半年五大投资主题>的部份。

**台湾：**自去年底起，台湾股市受惠 AI 热潮而迎来亮丽升势，但目前估值高于平均，详情请参阅本报告<台股市场简评>的部份。

**印度：**大选完结，现任总理莫迪(Modji)的执政党未有如市场预期般，以「压倒性」方式当选，在不联同盟友的情况下未能取得过半数，得票较上两届(2014 及 2019)为少。点票期间因预期落空，而令股市短期波幅急升，但目前来看大选结果并不影响印度的增长。事实上过去 30 年，印度经历 7 任不同总理，以当地货币计算，印度股市年化增长 11.5%，即使将印度卢比贬值的影响计算在内，以美元计仍升近 8%。

印度的经济增长仍然亮丽，3 月完结的 2023 年财年实质 GDP 增长 8.2%，高于预期，数据进一步推高今明两年的经济增长预测，8 个核心工业维持增长。另外，今年 5 月份制造业及服务业 PMI 分别为 58.4 及 61.4，商业活动维持扩张。印度政策利率自 2023 年 2 月已维持在 6.5%，同时印度卢比走势大致受控，印度增长潜力仍然庞大。

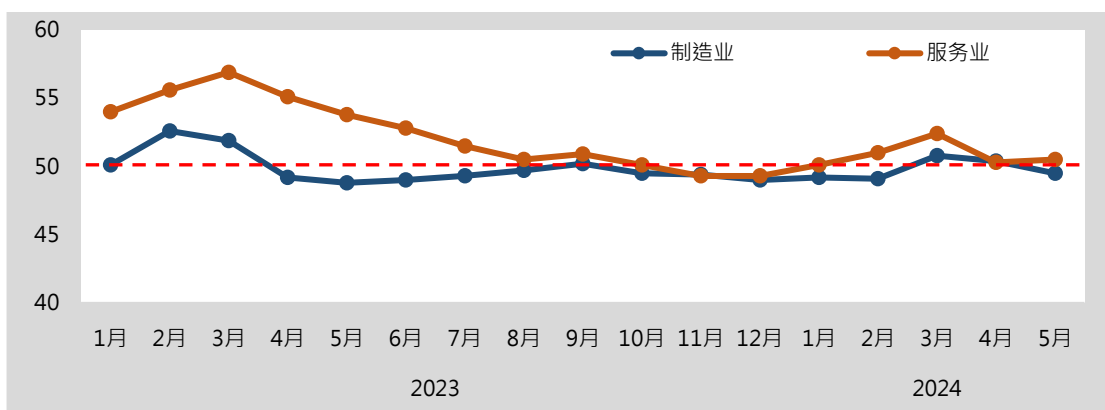
## 中国宏观经济

### 2024 年上半年回顾：增长超预期 惟结构不平衡

内地首季经济增长 5.3%，优于市场预期，亦为全年达到 5% 左右的经济增长率目标打好基础；惟从月度数据可见，增长步伐并不稳健，结构亦相对不平衡。以 5 月份的「三头马车」数据作例子，零售销售增速回暖，但工业增加值按年增速放缓、基建投资增速回落，迭加房地产投资跌幅扩大，都拖累固定资产投资数据的表现。另外，5 月官方制造业采购经理人指数由 4 月的 50.4 回落至 49.5，逊于预期并重回收缩区间，反映结合财政、货币及针对个别行业的刺激性政策仍然甚为重要。

随着市场对后续经济增长持续性担忧有所增强，中央已积极加推政策。诚如 4 月 30 日的政治局会议所指，虽然经济运行中积极因素增多，并成功实现良好开局，只是经济持续回升向好仍面临诸多挑战，因此强调「要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策」。在具体的政策安排方面，会议表明要降低社会综合融资成本、落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，以及统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施等。

图 2: 中国采购经理人指数



资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

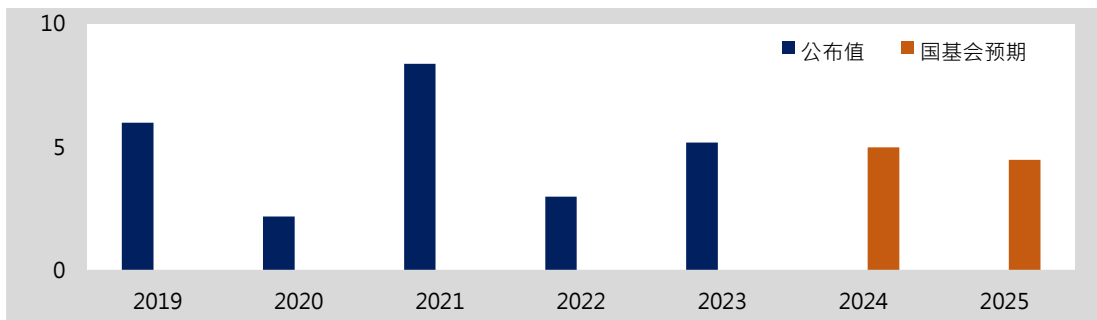
### 2024 年下半年前瞻：政策发力 达标在望

国际货币基金组织于 5 月 28 日，上调了其对中国于 2024 及 2025 年的经济预测，新预期分别为 5.0% 和 4.5%。与今年 4 月时的预测相比，两者的预测值均上调了 0.4 个百分点，主要原因是第一季度 GDP 增长强劲，并且中央政府近期推出不同经济政策。

我们对内地经济的观点同样偏向正面，展望政策持续落地有助信心回复，经济景气修复势头可望延续。以固投为例，受惠超长期特别国债发行，专项债发行也在加快，有助于基建投资企稳。而央行楼市三支箭---降首付至历史新低、取消商业性房贷利率下限、设立 3,000 亿元人民币保障性住房再贷款，将推动楼市更快落底的同时，缓和房企流动性危机。政策效果预计将在第 3 季开始浮现，随着高基数影响过去，新房销售面积有望在第 3 季开始出现按年正增长。

至于出口及消费，全球制造业资本开支增加，出口预计仍有望维持温和上升的走势(惟要留意美国的关税政策)；未来消费品以旧换新以及设备更新政策进一步发酵，后续内需有望触底反弹。凯基亚洲预期，人民银行会进一步下调利率 1 次以及存款准备金率 1 至 2 次。我们亦调升全年经济增长预测至 5%(之前的预测为 4.9%)；消费物价指数就有望由去年的 0.2% 回升，估计今年下半年内将升至 1% 左右。

图 3: 中国 GDP 增长 – 公布值及国基会预期 (%)



资料: 国家统计局、国基会、凯基亚洲整理

### 从高增长到高质量发展

后续留意将于 7 月份举行的「三中全会」，其为对应经济领域的重要会议。凯基亚洲相信，今次会议或专注于如何培育未来产业，加快形成「新质生产力」；并配合「耐心资本」，进一步增强发展新动能，以达到「中国式现代化」目标。事实上，在今年 3 月份「两会」的政府工作报告中，「加快发展新质生产力」成为今年十大任务之首。

而针对短期的「逆周期调节」，部分政策方向似有变化，例如是近月的「补贴平移」。意思是地方政府缩减一些公用事业的补贴，令价格上升，一方面温和推动通胀，亦减少其财务负担；另一方面则将相关财力用到「以旧换新」的民生消费。政策因城施策、灵活变通，有助经济于新环境新挑战之下构建新发展格局。

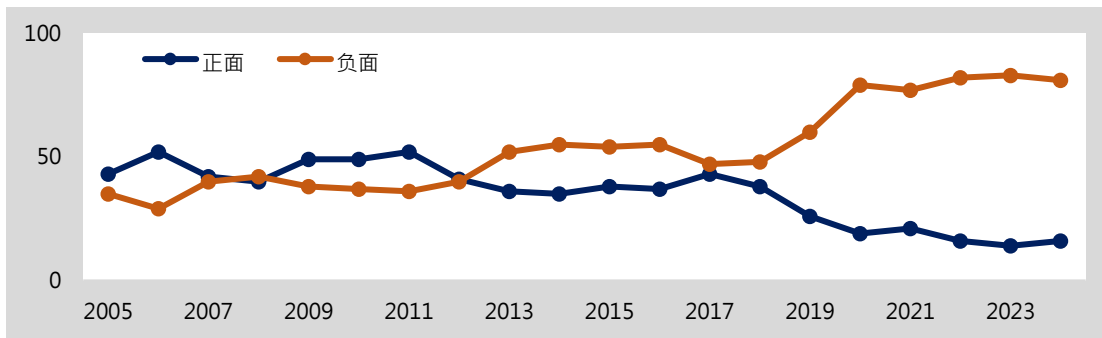
虽然我们调升了经济预测，投资者需要观察政策的具体效果，例如未来两个月的楼市表现。另外外围情况，例如美国经济情况、联储局减息时间表，以及全球地缘政局，特别是中东战局变动，都会影响下半年内地经济表现。

### 中美关系继续为市场带来波动

最后必须讨论的自然中美关系，美国总统大选将于今年 11 月举行，料两党均会打「反华牌」。原因是根据美国智库皮尤研究中心(Pew)的民调结果显示，超过八成受访美国人对中国持负面看法，43% 受访者对中国持非常负面观点。

早前美国再次宣布对价值 180 亿美元的中国进口货品加征关税，涉及电动车、锂电池、半导体和钢铝材等。其实从贸易战开始，美国已不断扩大到其他范围，市场称为「渐进包围」；打压的理据亦由最初的贸易赤字、不公平竞争，变成后来的援助俄罗斯，以及现时经常用的产能过剩。后续要留意中美关系变化及其他国家会否跟从美国步伐，采取措施针对中国。面对各项地缘政局变量，下半年资本市场波动难免。

图 4: 美国人对中国的观感问卷调查(%)



资料: 美国智库皮尤研究中心、凯基亚洲整理

## 恒指今年展望

### 中央持续出招；大市触底反弹近四千点

回顾恒指在过去半年的表现。2024 年开市曾跌至 14,794 点，及后在中央出招救市，包括中央汇金入市购入 ETF 及引入央国企市值管理等，指数触底反弹。在 4 月中市传中央加大力度拯救楼市，加上北水持续流入港股，指数由 16,044 点大幅抽升近四千点，曾高见 19,706 点。

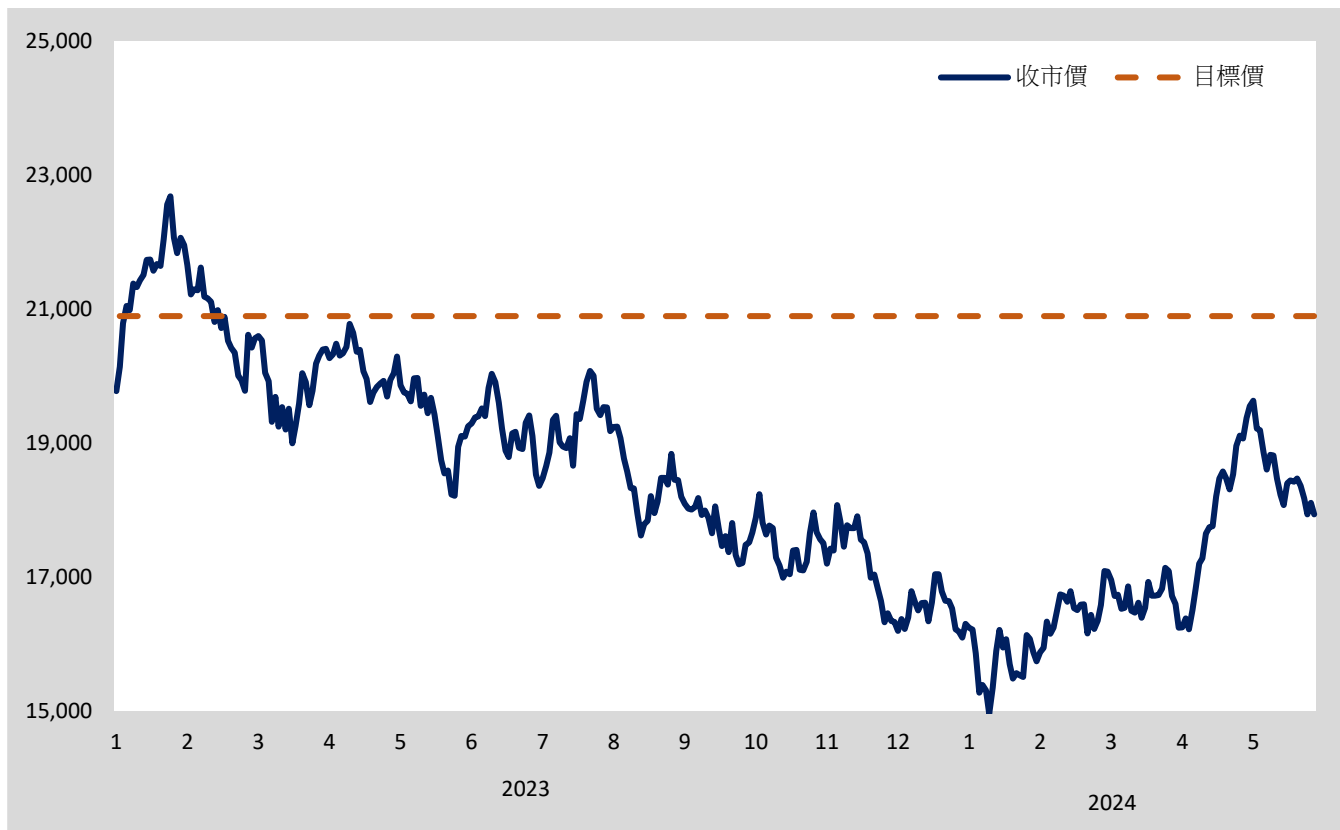
### 下半年港股或更反映利好因素

我们认为在 2024 年下半年，好淡争持的格局会稍为转至倾向利好因素，这包括(i)楼市政策「组合拳」加快内地房地产触底、(ii)国企积极的股东分红、(iii)内地北水及外围资金流入估值相对低廉的港股。利空因素仍然是中国议题继续是美国大选的政纲重点。

### 下半年恒指目标价为 20,900 点

以过去十年恒指一年高低位作统计，指数一年波幅中位数约 6,130 点。恒指今年的低位为 14,794 点来计，我们的基础情境是恒指在未来六个月较大机会达到 20,900 点，一年最大潜在升幅为 22%。从估值而言，市场预期恒指成份股的每股盈利为 2,045 港元，按年上升 7.5%，这与我们第二季市场展望时大致相同。而 20,900 点所对应的预测市盈率为 10.22 倍，仍低于恒指过去十年市盈率的均值，大市上行的动力相信仍然不低。

图 5: 恒生指数



资料: 彭博, 凯基亚洲整理, 截至 2024 年 6 月 14 日



## 下半年五大投资主题

### 策略一：经济上行利营运

今年内地在政策面上稳中偏松，反映刺激经济重拾动力为当务之急。在推出房地产行业支持措施的同时，当局过往一连串针对个别行业的调控和整顿动作已有所减少。整体而言，政策边际放松有利营商环境改善，亦有助资本市场情绪恢复。

**腾讯控股(700)**：腾讯首季收入及盈利均胜预期。期内，视频号总用户使用时长同比增长超 80%。今年余下时间的憧憬因素包括：游戏业务于次季开始加速增长、广告业务持续强劲、收入结构转向视频号等利润率较高的业务。中长线而言，腾讯护城河仍在。

**港交所(388)**：最近有多项利好措施出台，包括扩大沪深港通下合资格 ETF 范围，举措短期内的作用虽然不会很大，但倘若市场气氛进一步改善，可对港股日均成交有刺激作用。

### 策略二：楼市政策已松绑

当局进一步下调首套及二套房商贷最低首付比例、取消房贷利率政策下限措施及下调个人住房公积金贷款利率，措施将有助降低市场入市门坎。央行亦将设立规模达 3000 亿元人民币保障性住房再贷款，支持地方国企收购已建成未出售商品房。针对内房的政策密集出台，有望进一步降低楼市风险。

**平安保险(2318)**：中国当局早前出台一系列房地产宽松措施，虽然短期内难以改善供需问题，但相信有助于收窄楼市销售额跌幅，中国平安作为保险公司，资产质素有望得到改善。同时，中国平安首季新业务增长胜预期，反映业务前景正逐渐明朗。

**海尔智家(6690)**：虽政策难以短期内令买楼需求急增，但至少有望让房市止跌靠稳，故对家电行业正面。海尔智家在国内维持领导地位，并受惠产品结构升级及出海，利润率见提升，同时，管理层目标是提升派息比率，有利于增加股东回报。

### 策略三：国企改革增回报

国务院将把市值管理纳入中央企业负责人绩效评估。国有企业都表示将常态化采用市值管理工具维护公司价值，提升股东回报。国企有着稳定的现金分红政策，业务上亦有较大护城河，因此投资价值较高。

**中国联通(762)**：中国联通 2023 年全年共派息 33.66 分人民币，按年增长 22.8%，年度派息比率为 55%，按年提升 5 个百分点，创历史新高。2024 年资本开支目标为 650 亿元，按年降幅为 12%。预料中国联通派息比率还有上升空间，市场普遍估计今明两年各增加 3 个百分点。

**建设银行(939)**：国内取消了住房贷款利率下限，对银行净息差不利，但在新政策下，房地产价格和成交量有望趋于稳定，对内银资产质量有利。目前建行估值处于同业的较低水平，但其 2024/2025 年预测股息率均接近 8%，在国有银行中属于高水平。具吸引力的股息率亦可为股价提供下行保护。

### 策略四：电力需求持续增长

内地经济动力转强带动电力需求增加。中国电力企业联合会预测，2024 年全社会用电量将达到 9.8 万亿千瓦时，增长约 6%。加上随着人工智能兴起，生成式 AI 的采用将进一步提升耗电量。

**华润电力(836)**：受惠成本端改善，煤电业务近年扭亏为盈，加上煤电容量电价机制有助稳定煤电行业预期，煤电股的公用性增强。同时，华润电力新能源业务贡献持续加大，长线对盈利及估值有正面作用。

**东方电气(1072)**：东方电气具备「六电并举」(风电、太阳能发电、水电、核电、气电、火电)与「六业协同」的产业格局，煤电和核电同时都是中国重要的基本负载电力，而其它新能源装机规模长远在「双碳」目标下有增长潜力，公司作为国内领先的发电设备龙头，可受惠订单增加。

### 策略五：积极出海扩业务

尽管与已开发国家相比，中国经济仍以较高的速度成长，但不能否认的是，其增幅已较过往的高速增长有所放缓。许多中国企业正在积极寻找新的海外机会以扩大业务版图来维持盈利成长。

**安踏(2020)**：安踏集团近年都坚持着「单聚焦、多品牌、全球化」的战略布局，旗下多个品牌迎合了各细分市场的需求。按照安踏集团规划，2024 年至 2026 年，安踏品牌流水将保持双位数增长；FILA 品牌将实现 400 至 500 亿流水的目标；DESCENTE 与 KOLON SPORT 将力争打造为集团新一个百亿品牌。出海方面，多年前收购 Amer Sports 已反映出集团想打造成国际品牌的决心，在 Amer Sports 旗下几大品牌中，Arc'teryx、Salomon、Wilson 均在 2023 年录得收入增长。

**携程(9961)**：携程首季收入及盈利均胜预期。携程国内酒店和机票预订同比均增长超过 20%；出境酒店和机票预订同比增长超 100%；来自公司全球 OTA 平台 Trip.com 的总收入同比增长约 80%。管理层对夏季假期及以后的旅游势头保持信心，预计出境旅游部门将实现显著增长，这一增长将由航班运力的持续恢复以及签证积压问题的解决所驱动。同时，集团亦积极把握入境游的机会，入境旅游对 Trip.com 的贡献从十几个百分点提高到了总收入的 20%以上。

**泡泡玛特(9992)**：泡泡玛特 2023 年业绩走出低谷，收入及盈利分别按年增长 35.6%及 127.5%。管理层对今年海外营收展望具信心，全年收入增长料不低于 30%，海外增长料不低于 100%。东南亚是公司海外市场发展最快的地区，今年计划进入印度尼西亚、越南和菲律宾等国家，管理层预期境外市场收入在未来数年会占集团一半，2023 年仅占 17%。此外，公司探索和扩大授权 IP 的范围，推出各种不同类型的联名款产品，产生经营杠杆。

表 1：焦点股

名称	目标价
经济上行 利营运	
腾讯(700)	450
港交所(388)	303
楼市政策 已松绑	
平安保险(2318)	42
海尔智家(6690)	32
国企改革 增回报	
中国联通(762)	7.3
建设银行(939)	6.3
电力需求 持续增长	
华润电力(836)	25
东方电气(1072)	14.6
积极出海 扩业务	
安踏(2020)	94
携程(9961)	460
泡泡玛特 (9992)	45

## 台股市场

台湾市场方面，去年底以来迄今台股已迎来 3 成以上涨幅，位居全球前段班，主要反映 AI 狂潮带动科技股今明两年盈利迎来 2 成以上的结构性增长，其次则是反映市场对联储局减息预期推升股市大涨下，进而带动金融股今年首季盈利较去年大幅增长 1 倍以上。

展望未来，尽管 AI 狂潮将持续支撑台股维持升势格局不变，惟从目前至第四季之前，指数恐怕以震荡整理为主，原因如下：(1)制造业虽正处于去年底开始的库存回补周期，惟终端需求不强导致库存回补力道偏弱。(2)市场对 AI 股的期待太高已很难再推升股价。(3)台股目前估值偏贵且较正常水平高出 1~2 个标准偏差。台股预估市盈率已超过 20 倍，高于过去 5 年平均水平的 15 倍。

投资建议部分，第 3 季建议以布局低基数与低估值兼具的板块或个股为主。AI 受惠板块则建议待估值适度修正后再进行中长线布局。

## 新加坡市场

### 进入上升周期

新冠肺炎疫情后，新加坡经济持续维持健康稳定增长。全球性利好因素大于区域性利空因素，有助增强这个城市国家的经济实力。由于中东地区的持续紧张局势，随着物流公司将一些航线转移到这个亚洲物流中心或增加空运到亚洲的货物负荷，新加坡的空运和海运进一步增长。消费性电子产业的触底反弹和半导体产业的上升有助于改善新加坡的制造业。中新之间的免签证协议进一步促进了旅游业的发展，酒店和餐饮业蓬勃发展。然而，中国疲软的经济持续影响新加坡的贸易。服务业仍然强劲，持续的资本流入巩固了新加坡作为亚洲财富中心的地位。我们预计新加坡将扩大整体经济的成长，特别是制造业的复苏。同时，降息预期将增强房地产投资信托产业的情绪。银行业将保持弹性，因为财富业务的成长将抵消预期的净利差收窄。

### 经济概况

**GDP：**24 年第一季度，新加坡整体 GDP 与 2023 年同期相比同比增长 2.7%，反映出从上一年经济状况中反弹。按环比计算，24 年第一季度经济增长率高于 23 年第四季度的 2.2%。新加坡市场的增长符合贸易和工业部的预先估计，主要由金融和保险、运输和仓储以及批发贸易部门推动。

在商品生产行业中，新加坡的制造业在 24 年第一季度报告了 0.8% 的缓慢增长，因为该行业继续面临中国经济增长放缓带来的挑战，导致亚洲区域需求减弱。该行业在 2023 年收缩了 2.9%，随后在 24 年第一季度增长了 0.8%，低于预期。未来 6 个月，尽管地缘政治持续不利，但制造业的商业信心仍然乐观，其中电子行业最为乐观。半导体和其他电子模块和组件行业的公司也表现出乐观的前景，将有利的前景归功于对消费电子设备的需求增加和对人工智能服务器的强劲需求。预计后者将推动对内存、存储和网络芯片的需求。另一方面，强劲的住房需求推动了建筑活动的发展，这得益于工作力输入的正常化。

在服务业中，旅游业显示出明显的复苏迹象，推动了食品和饮料以及酒店业，以及信息和通信，金融和保险以及专业服务行业在 24 年第一季度经历了大幅增长。这一增长得益于对 IT 和数字解决方案的持续需求，以及银行和相关金融服务活动的强劲表现。金融和保险业的大多数资产类别的交易量都有所增加。信贷中介活动的增加，以及保险和辅助活动领域的增长，使信贷中介业务同比增长 6.5%，高于 23 年第四季度的 5.4%。运输和仓储业同比增长从 23 年第四季度的 2.8% 回升至 6.8%，这归因于航空运输领域的强劲增长。在新加坡港口集装箱吞吐量和海运货物处理量增加的支持下，水运部门也有所增长。批发贸易部门同比增长 1.5%，高于 23 年第四季度 0.2% 的增长率。展望未来，2024 年 4 月至 9 月，新加坡服务业企业的商业预期继续保持乐观，住宿业的商业前景最高，其次是批发贸易业。在住宿业，随着会议、奖励旅游、展览活动的增加以及 9 月份的新加坡大奖赛，业界预计入住率会更高。而在批发贸易行业，随着更多具有人工智能功能的计算器进入市场，批发商预计客户的需求将回升。

表 2: 新加坡 GDP(%)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24
整体国内生产总值	0.5	0.5	1	2.2	1.1	2.7
商品生产行业	-3.8	-6.1	-3.5	1.9	-2.9	1.4
服务生产行业	2	2.9	2.3	2	2.3	3.2

资料: 新加坡贸易与工业部，凯基亚洲整理

**CPI**：2024 年 3 月，新加坡的整体消费者物价指数(CPI)年增 2.7%，2 月为 6.3%。这主要是由于医院和门诊服务价格的显著上涨，导致医疗保健价格上涨。另一方面，3 月核心通胀率年减至 3.1%，低于 2 月的 5.5%。24 年第一季，新加坡整体 CPI 年增 3.0%，主要受娱乐和文化部门的推动，随着国际旅游进一步复苏，假期消费增加。24 财年第一季核心通胀率年增 3.3%，2023 财年 4.2%。新加坡金融管理局预计，到 2024 年，整体核心通胀率将在 2.5%至 3.5%之间。剔除商品及服务税上调的影响，核心通胀率和整体通胀率预计将在 1.5%至 2.5%之间。央行也预计，核心通胀率短期内将徘徊在 3%左右，2024 年第四季和 2025 年将出现更明显的下降。预计这一下降将随着消费者价格调整到某些商品和服务的更高成本水平，包括最近 4 月份的水价上涨。随着时间的推移，预计累积成本对消费者物价的影响将导致核心通胀出现更显著的缓解。

表 3: 新加坡 CPI(%)

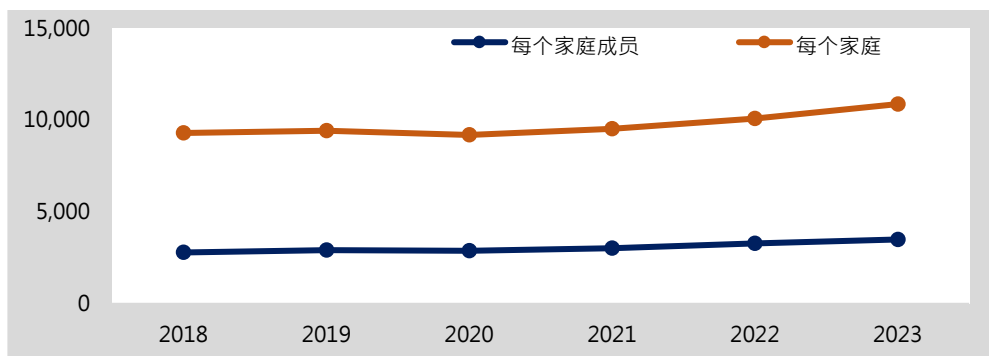
3 月	比例	按年	按月	累计
所有项目	100.0	2.7%	-0.1%	3.0%
所有项目减去推算租金	82.5	2.5%	-0.2%	2.8%
所有项目减住宿	78.0	2.5%	-0.2%	2.9%
MAS 核心通货膨胀	65.8	3.1%	-0.2%	3.3%

资料: 新加坡统计局，凯基亚洲整理

**劳动力市场**：24 年第一季度，经季节性调整的失业率小幅上升至 2.1%，这归因于全球经济放缓和商业信心疲软。鉴于 2023 年下半年裁员人数增加，这一上升是意料之中的。尽管如此，就业增长仍呈积极趋势，计划在未来三个月内招聘的公司比例有所增加，从 12 月的 47.7%上升到目前的 50.7%。虽然劳动力市场在第一季度有所扩张，但与前几期相比，其扩张速度放缓，反映出由于全球经济不确定性挥之不去，招聘较为谨慎。

然而，工资增长可能会放缓，打算提高工资的公司比例从 32.6%下降到 26.1%。24 年第一季度，总就业人数增加了 4,900 人，低于上一季度。这一增长主要是由金融服务、卫生和社会服务以及公共管理与教育等不断扩大的部门的居民就业增加推动的。这些行业就业的增长抵消了零售贸易、食品和饮料服务以及住宿业的季节性下降，这些下降通常发生在节日之后。在居民就业家庭中，家庭每月工作收入中位数名义增长 7.6%，从 2022 年的 10,099 元增长到 2023 年的 10,869 元。经通胀调整后，2023 年家庭每月工作收入中位数实质上升 2.8%。名义收入增长和实际收入增长之间的差距在 2023 年也有所缩小，在考虑政府转移支付和税收之前，基尼系数(Gini Coefficient)在 2023 年降至 0.433，而 2022 年为 0.437。

图 6: 家庭收入中位数趋势(新加坡元)



资料: 新加坡统计局，凯基亚洲整理

**固定资产投资：**根据新加坡经济发展局的数据，由于半导体需求放缓，2023 年固定资产投资放缓至 127 亿新元，比 22 财年创纪录的 225 亿新元同比下降 44%。然而，这一数字仍高于经济发展局的中长期固定投资目标，反映出新加坡作为通往不断增长的亚洲地区的门户的持续商业信心。承诺固定资产投资的前三大行业分别是化工、电子和研发，分别占 35.6%、24.2%和 16.6%。在 23 财年，经济发展局还吸引了 89 亿新元的总业务支出，高于 22 财年的 62 亿新元，超过了经济发展局的中长期目标。这一增长归因于投资项目的增加，其中近 70%来自总部和专业服务项目，因为越来越多的全球企业将新加坡作为基地，以利用亚洲的增长。这些承诺实现后，预计将创造 20,045 个工作岗位，预计每年增加值为 267 亿新元。为进一步支持优质投资，政府于 2024 年 2 月 16 日推出可退还投资信贷(RIC)，在全球投资竞争日益激烈的情况下，政府努力保持竞争力并吸引优质投资。RIC 作为具有可退还现金功能的税收抵免功能，旨在支持高价值的经济活动，例如制造、创新、研发和绿色倡议等。教育局将决定抵免的资格和金额，抵免可以抵消企业所得税，如果未充分利用，则以现金退还。此外，新加坡计划向金融和研发等行业注入资金，以加强其竞争优势并维持长期增长。有关 RIC 的更多细节将在今年第三季度发布。

表 4: 2023 年固定资产投资表现

	FY2022	Medium to Long term Goals	FY2023
固定资产投资 (\$\$ 十亿)	22.5	8 - 10	12.7
每年业务支出 (\$\$ 十亿)	6.2	5 - 7	8.9
创造的就业机会	17113	16000-18000	20045
每年增加值 (Value-Added) (\$\$ 十亿)	20.6	-	26.7

资料: 新加坡经济发展局·凯基亚洲整理

**国际贸易：**2024 年 2 月，出口增长 1.7%，进口增长 5.6%，贸易总额同比增长 3.5%。然而，经季节性调整后，2 月份贸易总额环比下降 0.5%。非石油国内出口(NODX)继上个月大幅增长 16.7%后，小幅下降 0.1%。虽然非电子产品出口下降，但电子行业有所增长。总体而言，NODX 略有下降，尤其是在除香港、美国和印度尼西亚以外的大多数主要市场。非石油转口(NORX)增长了 0.7%，这得益于电子行业的扩张，但被非电子行业的下行所抵消。贸易总额增长放缓主要归因于不确定的全球经济环境。然而，香港市场的复苏提供了支撑，使新加坡对香港的 NODX 显著增长了 143.6%。新加坡企业发展局将 2024 财年 NODX 增长预测上调至 4%至 6%，高于此前估计的 2%至 4%，这得益于全球电子需求的预期逐步复苏。世界贸易组织还预计，继 2023 年增长 0.8%之后，2024 年全球商品贸易将增长 3.3%，显示出对国际贸易行业的乐观情绪。

**个人可支配收入和储蓄：**23 年第四季度个人可支配收入同比增长 4.9%，主要受员工薪酬增长疲软的推动。个人储蓄同比增长 2.5%，本季度个人储蓄率从 32.8%上升至 35.2%。2024 年全年个人可支配收入有望实现中高个位数的温和增长。然而，随着企业裁员和冻结招聘，为 2024 年全球经济放缓做准备，增长将降至低个位数。因此，通货膨胀和工资增长之间的差距仍然存在。

表 5: 个人可支配收入和储蓄 (%)

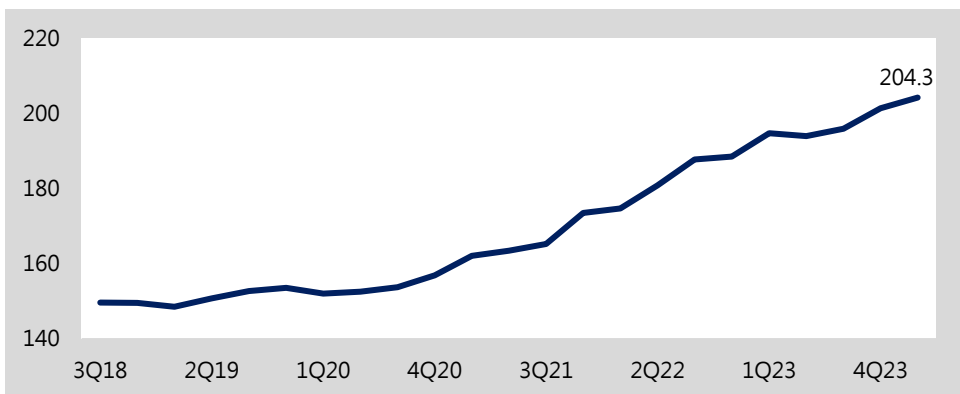
按年变化	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
个人可支配收入	8.2	10.1	7.2	4.9
个人储蓄	0.5	12.5	9.6	2.5
私人消费支出	13.4	9.0	6.1	6.3
员工薪酬	8.6	9.4	7.6	4.5
个人储蓄率 (%)	37.7	31.9	32.8	35.2

资料: 新加坡经济发展局·凯基亚洲整理

**房屋和租金价格：**24 年第一季度，私人住房价格小幅上涨 1.4%，较上一季度 2.8% 的涨幅有所放缓。另一方面，私人住宅物业租金继上一季下跌 2.1% 后，在 2024 年第一季度连续第二次下跌 1.9%。然而，由于满足高净值外国人需求的供应有限，新加坡大型豪宅的租金上涨，根据 Huttons Asia 的数据，私人非有地住宅四居室单位的需求增长了 36.5%，推动租金环比上涨 6.5%。在 2024 年上半年，政府出售私人房屋的供应量进一步增加，发放了 5,450 个单位，这是自 2013 年下半年以来单一土地出售计划的最高供应量。供应的增加是为了迎合购买需求并维持新加坡私人住房的价格稳定，并将为来年的销售做好准备。附加买方印花税(ABSD)的修订也减少了对新加坡房产的需求，因为买家现在在购买新加坡房产时需要缴纳更高的税款。

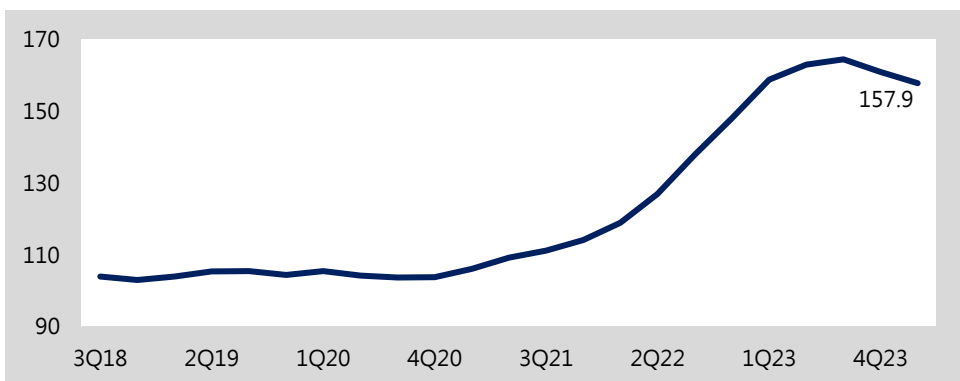
新加坡的房地产市场预计将在 2024 年放缓，抵押贷款利率将保持在高位。市区重建局(市建局)希望通过修订其总体规划 and 今年推出约 19,600 个按订单建造单位，释放新的住宅物业，供需失衡开始正常化。然而，目前新推出的物业单位仍然无法满足需求。ABSD 对外国买家的影响更大。在当前不确定的市场环境中，本地买家表现出更加谨慎和谨慎的态度。随着住房单元的建设和竣工恢复到大流行后的正常状态，租赁市场也出现了缓和的迹象。由于 ABSD 影响了外国人的购买意愿，建筑活动仍在跟上，预计住房和租金价格在 24 财年将保持相对粘性。

图 7: 房价指数



资料: 新加坡统计局 · 凯基亚洲整理

图 8: 租金指数



资料: 新加坡统计局 · 凯基亚洲整理

## 亚洲财富中心

**资本流入增加：**根据新加坡金融管理局的数据，管理的总资产同比下降 10%至 4.9 万亿新元，主要是由于资产价值下降。与此同时，新加坡持牌和注册基金管理公司的数量从 2021 年的 1,108 家增加到 2022 年的 1,194 家。

**高淨值人口增长：**新加坡目前拥有约 336 名亿万富翁(淨资产至少为 1 亿美元)和 30 位十亿富翁，在全球排名第四。这标志着新加坡的百万富翁数量在过去十年中增加了 64%。在过去的一年里，大约有 3,400 名高淨值人士移民到新加坡，使其成为全球百万富翁最追捧的目的地之一。此外，新加坡已成为全球增长最快的家族办公室中心。

**更多家族办公室：**截至 2023 年，新加坡约有 1,400 家单一家族办公室，比 2022 年底的 1,100 家增长了 27%。在最近大规模的洗钱事件之后，新加坡金融管理局收紧了有关外国财富流入的程序，申请人现在最多有一个月的时间在被要求提供更多信息时回复监管机构，而以前没有固定的回复时程表。通过简化申请流程，新加坡金融管理局将能够吸引更多合法财富并阻止非法活动。这也将使新加坡的家族办公室受益，这些办公室对自然友好型影响力投资越来越感兴趣。除了传统的自然保护资金来源外，这些私人财富管理公司还响应联合国的呼吁，将资金流向保护和维持自然的活动中，特别是东南亚的生态系统。持续的地缘政治紧张局势和经济不确定性使新加坡成为全球增长最快的家族办公室中心，因为它被视为一个商业友好型城市和富裕投资者的避风港。预计这一趋势将持续到 2024 年。

**海外资本持续跨境增长：**尽管亚太地区的跨国活动有所减少，但新加坡在 2024 年第一季对海外投资者保持了吸引力。新加坡的海外资本比例最高，达到 45.6%，吸引了越来越多的投资者，尤其是机构投资者对旅馆业的兴趣。这种兴趣受到旅游业复苏的推动，交易总额达 9.06 亿美元，并且受到中新互免签证安排等因素的推动，对酒店资产的关注。然而，诸如价格预期差异和高利率等挑战可能会影响未来的市场活动。战略伙伴关系和投资办法对于在这些波动中利用市场机会至关重要。

## 看好行业

### 银行业

**强劲的财富管理增长：**星展银行/华侨银行/大华银行报告称，23 财年管理资产同比增长 23%/2%/14%，分别达到 3650 亿新元/2630 亿新元/1760 亿新元。

**23 财年利润创历史新高：**星展银行/华侨银行/大华银行的利润分别为 103 亿新元/70.2 亿新元/61 亿新元。尽管淨息差同比下降 57.4 个基点，但星展银行仍受益于其强劲的贷款扩张。华侨银行和大华银行分别受益于淨息差扩大 37 个基点和 23 个基点。淨利息收入也同比增长 16%至 26%。

**24 年第一季度盈利：**星展银行/华侨银行/大华银行公布的利润分别为 29.5 亿新元/19.8 亿新元/14.9 亿新元，同比变化分别为 +15%/+5%/-1.6%。星展集团受惠于其手续费收入，而手续费收入受惠于市场情绪走强和信用卡支出增加，其淨息差稳定在 2.14%。华侨银行的淨息差也稳定在 2.27%，它宣布自愿无条件全面收购其目前不拥有的远东集团 11.56% 股份，以将其保险部门退市。大华银行的淨息差同比下降 12 个基点至 2.02%，淨利息收入同比下降 2%至 23.6 亿新元。

**有吸引力的股息收益率：**新加坡三家银行的 25 财年平均利率为 6.22%。



**估价：**目前的市盈率为 9.9 倍，而 5 年平均水平为 9.8 倍。

**展望：**星展银行预计净利息收入将超过 2023 年的水平，非利息收入将实现两位数增长。总收入可能比之前的中等个位数指引高出 1 或 2 个百分点。大华银行维持其对 2024 年贷款增长低个位数和两位数费用增长的指引。华侨银行上调了 24 财年的盈利率指引，预计如果降息幅度低于最初预期，净息差将处于 2.20%至 2.25%的高端，低个位数增长，信贷成本在 20 至 25 个基点之间，股息支付目标比率为 50%。

### 房地产投资信托基金(REITs)

**重新评估催化剂：**预计利率将在 2024 年下降。因此，预计上限利率将下降，估值将上调。另一方面，由于房地产投资信托基金可以逐步以较低的利率进行再融资，从而增加收益，因此利息负担将得到减轻。

**股息收益率：**新加坡房地产投资信托行业的平均 12 个月远期股息收益率为 8.0%。关键利率和通胀的下降将使房地产投资信托基金明年更具吸引力。

表 6: 估值

	预期市盈率	5 年平均市盈率
零售	15.5x	18.5x
办公室	10.4x	-7.6x
工业	16.4x	62.4x
酒店	18.4x	12.6x

## 印度尼西亚市场

### 经济增长料高于 10 年平均

对于印度尼西亚经济增长前景我们仍然乐观，预计 GDP 年增长率为 5.3%，高于 5.1% 的 10 年平均水平，略高于政府预期的 5.2%。这一增长预计将由家庭消费激增(占 GDP 的一半)以及 2024 年 2 月选举产生的新政府后进入宽松政策带来的大宗商品繁荣推动。

另外，政府亦将会利用国家预算来控制通胀并稳定货币。与此同时，我们预计新政府上任后基础设施支出和外国直接投资将会增加。

经营环境方面，私营部门可能会经历一些波动，这可能会为新投资者创造切入点。尽管存在不确定性，但我们认为，随着疫情结束后复苏态势的延续，今年剩余时间经济仍有增长潜力。

### 雅加达交易所：历史、指数及其主要行业

雅加达交易所于 1912 年在荷属东印度群岛政府下成立，它被称为 Vereninging voor de Effectenhandel。在 1952 年之前主要专注于种植业相关的债券交易。从 1952 年到 1977 年，雅加达交易所的交投并不活跃。印度尼西亚股票投资的转折点是在 1977 年，第一家公司在交易所上市。

在 42 个指数中，主要有两个追踪印度尼西亚股市表现的指数。第一个是印度尼西亚雅加达综合指数 (JCI)，当中包括所有上市股票。第二个是 LQ45 指数，它追踪个别综合指数中的成份股，该等股票具有以下条件：(i) 高市值、(ii) 高市场流动性和 (iii) 公司基本面稳健。

汽车业、银行业、国内消费业和电讯业是印度尼西亚雅加达综合指数中的四个关键行业。主要原因是：(i) 在全球电动车市场规模呈指数增长的情况下，汽车业受资金青睐；(ii) 银行业在综合指数中的包含国有及私营中小银行；(iii) 国内消费业可以享受印度尼西亚大量人口所创造的需求；(iv) 电讯业是一个发展稳定的行业，主要提供全国的通讯服务。

### 印度尼西亚需面对的挑战

如同前面所提到的，总统选举、新内阁的任命需要迅速到位，以稳定和刺激经济增长。然而，鉴于印度尼西亚是一个出口国，很容易受到全球大宗商品价格波动的影响，这可能会导致出口表现减弱，并对未来国家收入产生影响。

因此，该国必须优先考虑长期增长动力，投资于透过教育增强人力资本和增加公共基础设施投资等措施以推动经济。为此，加里曼丹的新资本项目 (IKN) 应旨在支持后者。

另外，为了取得进展，政府应考虑更审慎分配预算并增加收入，以助日后的行动 (例如适应气候变迁) 创造财政空间。

此外，控制整体通胀也很重要，因为它可能会在一定程度上影响购买力。

投資策略部		
溫杰	譚美琪, CFA	莫偉民, CFA
证监会持牌人 (中央编号 AJF244)	证监会持牌人 (中央编号 BFI754)	证监会持牌人 (中央编号 BHJ465)
Kenny.wen@kgi.com	cynthia.tam@kgi.com	raymond.mok@kgi.com
龚俊桦, CFA	叶晋宜	
证监会持牌人 (中央编号 BRY438)	证监会持牌人 (中央编号 BSQ196)	
tommy.kung@kgi.com	derek.yip@kgi.com	

### 重要声明

于本文件内所载的所有数据，并不拟提供予置身或居住于任何法律上限制凯基证券亚洲有限公司（「凯基」）或其关联成员派发此等数据之司法管辖区的人士或实体使用。此等资料不构成向任何司法管辖区的任何人士或实体作出的任何投资意见、或发售的要约、或认购或投资任何证券、保险或其他投资产品或服务的邀请、招揽或建议，亦不构成于任何司法管辖区用作任何上述的目的之数据派发。请特别留意，本文件所载的资料，不得在美国、或向美国人士（即美国居民或按照美国或其任何州、属土或领土之法律成立的合伙企业或公司）或为美国人士之利益，而用作派发资料、发售或邀请认购任何证券。于本文件内的所有数据只作一般数据及参考用途，而没有考虑到任何投资者的特定目的、财务状况或需要。在未经凯基书面同意下，并不允许擅自以任何方式转发、复印或发布于本文件内之全部或任何部份内容。该等数据不拟提供作法律、财务、税务或其他专业意见，因此不应将该等数据赖以作为投资专业意见。

所有投资涉及风险，证券价格有时可能会非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

债券不等同于定期存款，不受香港存款保障计划保障。债券持有人会承受各种不同风险，包括但不限于：(i) 信用风险：债券的利息及本金是由发行人支付。倘发行人违约，债券持有人可能无法收回利息及本金。债券持有人须承担发行人的信用风险。信用评级机构给予的信用评级并非对发行人信用可靠程度的保证；(ii) 流动性风险：一些债券的二级市场可能不活跃，到期前卖出时可能需要时间；(iii) 利率风险：当利率上升时，定息债券的价格一般会下跌。你如希望在到期前将债券出售，所收取款项可能会低于阁下购买时所支付的价格。除非你完全明白并愿意承担与之相关的风险，否则不应投资于债券。如对相关的风险有疑问，你应寻求独立意见。

你就上述数据内容谨慎行事，进行你自己的独立审查，你并且应在作出任何投资决定前寻求独立专业意见。你应该根据你自己的风险承受程度、财务状况、投资经验、投资目标、投资视域及投资知识去小心考虑投资是否适合你本人。

凯基不对于此所提供的数据之准确性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。在任何情况下，任何人欲倚赖或使用于此所载的数据应就该等数据之准确性、完整性、可靠性及适用性进行独立检查和核实。任何模拟结果、以往及预测的业绩并不必然作为未来业绩的指引。于此内所提供的数据（包括任何数据）未必经过独立核实，而该等资料不应被信赖作为投资决定。凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就该等数据的任何遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况，或由于信赖该等数据而导致任何人士或实体蒙受或招致的任何损失或损害（不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失）承担任何责任。而且，凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。

凯基集团成员公司或其附属人可提供服务予本文所提及之任何公司及该等公司之附属人。凯基集团成员公司、其附属人及其董事、高级职员及雇员可不时就上文所涉及的任何证券拥有权益。