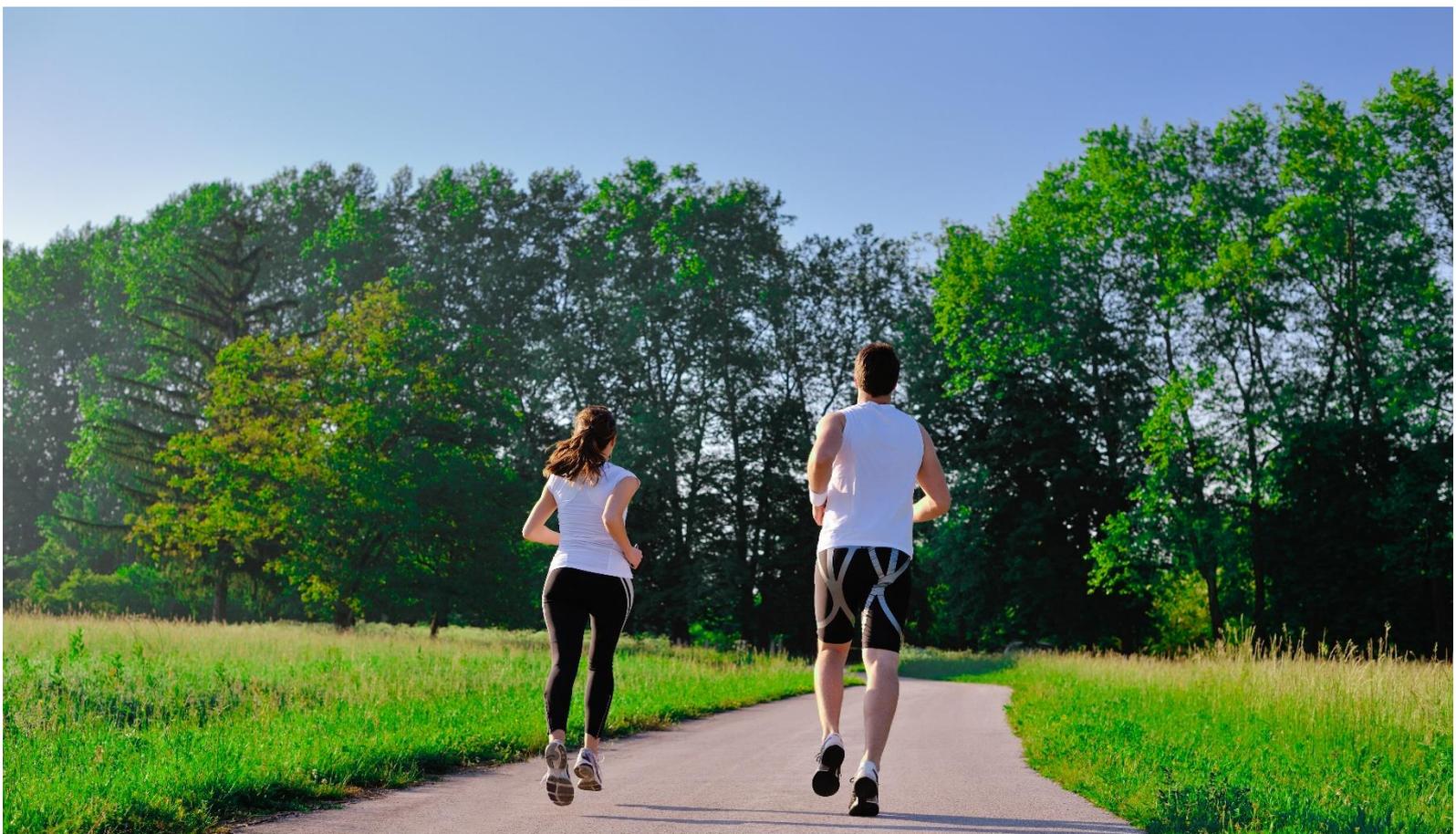


2024 年第二季全球市場展望 穩步向前



宏观经济分析

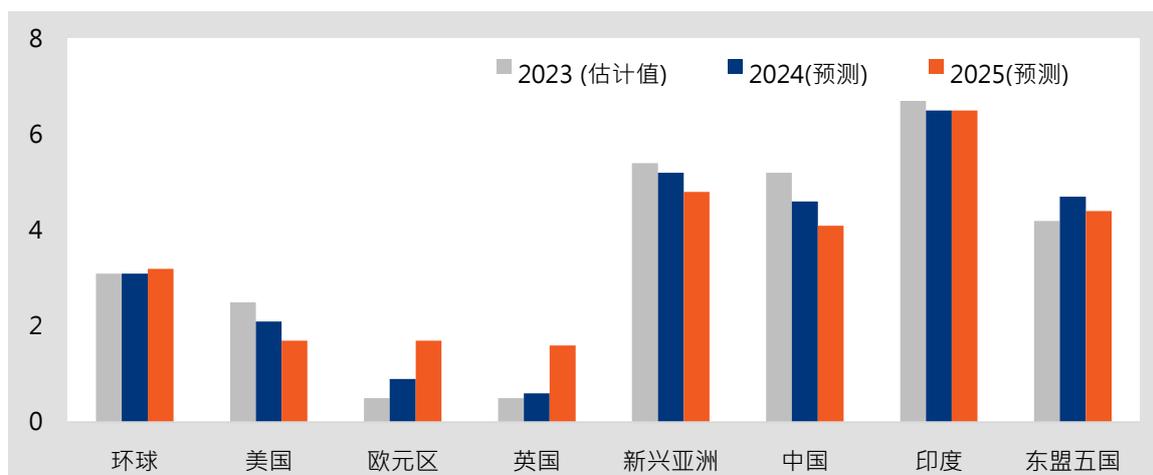
全球经济动力好转 惟美国或逐步放缓

2 月份摩根大通环球全行业采购经理指数(PMI)上升 0.3 个百分点至 52.1 水平，为 2023 年 8 月以来最高，反映全球经济增长动力有所好转；相关数据预示今年首季全球经济增长率将为 2.9%，优于市场预期。仔细分析 2 月份数据，制造业及服务指数均上升，只是比较之下，本身较为落后的制造业 PMI 升幅较显著，反映改善幅度较大，成为推动整体 PMI 上升的重点。

国际货币基金组织(国基会)总裁格奥尔基耶早前表示，在全球范围内有望实现经济软着陆，预计今年的经济增速与去年一样均为 3.1%，高于上次的预测值 0.2 个百分点。其言论显示今年全球经济可稳健扩张，惟要留意 3.1% 的增长率其实算不上强劲。在新冠疫情前的 10 年间，全球经济的平均增速达 3.8%。

此外，投资者亦要留意部分地区及国家经济或会于今年出现较显著减速。以美国为例，与去年第三及第四季的 4.9% 及 3.2% 比较，预期今年首季其增长率会有所下降。近期当地 ISM 制造业及服务业的就业数据曾回落至 50 以下，显示劳动市场数据将维持逐步降温的方向。当然，整体美国经济仍然稳健，增速明显放慢的情景不太可能在上半年出现。依据国基会的预测，今年当地的经济增长率将会由去年的 2.5%，减速至 2.1%，而其他机构的预测则更为审慎。

图 1: 全球 GDP 增长 (%)



资料: 国基会, 凯基亚洲整理

潜在风险仍要留意

对投资者而言，有四项潜在的负面因素需要持续关注：

- 若各地通胀回落速度减慢，减息预期或显著降温
- 如果利率在更长时间内维持在较高水平，金融市场风险可能会上升
- 全球经济增长或不及预期，例如美国经济放缓较预期急速，或中国需要较长时间推动经济复苏
- 美国总统大选及中美关系；中东等其他地区的地缘政局风险

环球投资策略

年初至今，环球各地的股市都录得不错的升幅。在环球经济增长胜预期的情况下，我们预期全球偏向乐观的情绪可能在第 2 季延续，第 1 季的策略在未来一季仍然适用。

美国大型股优势持续

回顾过去一年，AI 应用层面增加带动半导体需求，推动股市上升。今年美国的经济数据持续优于预期，也成为股市上涨的催化剂，经济下滑时间延后，我们预料美股强势可能在第 2 季延续。联储局 3 月会议维持今年减息 3 码/75 点子的预测，但 2025 及 2026 年的利率中位数提高了。利率或在高位维持更久，同时局方预测指向一个更强劲的经济环境，这些预测包括：全年 GDP 增长获上调并高于长期数字，核心通胀获上调，以及失业率被下调。换言之，联储局预期今年的经济将不会放缓，同时局方仍可能将利率下调，避免实质利率过高，若出现这主动「防御型」减息，对股市有正面作用。

第一季，我们的投资主轴为美国大型股。相对于小型股，我们预期大型股的优势可能会维持到减息中后期，今年「大优于小」的格局很大可能会持续。事实上，小型股对利率相对敏感，因此维持高利率对小型股的影响较大，在减息前难以期待它们的表现。另外，由于触发减息的原因很大可能是预期经济出现放缓，因此即使是减息初期，小型股仍处于较不利的环境，可能到减息开始后而且经济有所改善，小型股才有较大的上涨空间。因此小型股即使过去一年落后大型股，但要「追落后」并非易事，这一点在不同行业中也同样适用。

年初至今美股屡创新高，估值也因而上升，同时市值最大的企业在美股指数中的占比非常高，投资者需留意相关风险。投入新资金时，分段分散入市较可取，持仓也要尽量避免集中单一行业。

减息前后投资级别债较有利

联储局 3 月维持利率不变，同时局方也维持全年减息 3 码/75 点子的预期，未有因为经济强于预期而大幅延后减息时间点或降低次数。过去的减息周期，在停止加息后到减息之前，是购入投资评级债券较佳的时期。除了因为现时收益率处于多年高位之外，投资级别债的发行人普遍是大企，「大优于小」的投资逻辑也适用于债券类资产。

经济数据改善和通胀放缓，无疑是令高收益债今年第一季有不错的表现，特别是高收益债与股市相关性较高。随着时间推进，越来越多的企业有再融资需求，加上若未来经济出现放缓，将有较大机会增加信贷风险，息差扩阔同时违约率有较大机率上升，这一点较不利高收益债。和小型股一样，我们认为在开始减息后一段时间，才是增持高收益债的时候，这一点对较保守的投资者更为重要。

在过去 5 次的减息周期之中，有 2 次出现衰退硬着陆，有 2 次则没有出现衰退，而最近 2019 年的一次，因为减息后新冠疫情爆发，所以不容易判断衰退和减息的关系。而 5 次的共通点是，减息前的 3 至 6 个月，中长年期债息率都出现回落。到开始减息后的 6 个月，息率降幅就视乎当时有否出现衰退而定：衰退时，10 年美国国债可回到 3.0% 以下；没衰退时，债息大概跌至 3.5% (现时 10 年期国债息率为 4.2%)。

另外，美国国债和投资评级企业债的年期一般较长，因此在年期上的选择有较大的弹性。年期越长，潜在价格升幅越高，也可锁定潜在回报一段较长的时间，但长债利率风险较高，债价因而更波动，投资者可按风险接受能力及投资年期选择。考虑到联储局已停止升息，中长年期孳息率上升空间或有限，投资者也可逐渐增加中长年期的投资级别债于组合之中。近月美国通胀升幅都较市场预估为高，若通胀放缓速度不如预期，联储局或更趋鹰派，债价也可能因而波动。

亚洲市场值得期待

不同亚洲地区有各自的优势，投资者可考虑分散投资各地作卫星配置。

日本央行在 3 月会议后，结束负利率政策(NIRP)，孳息曲线控制(YCC)，以及停止增购 ETF 及 J-REIT，「极度」宽松环境完结，货币政策逐渐回复正常。日本 2 月份整体通胀按年升 2.8%，通胀已经是接近两年处于央行目标 2% 以上，而日企春季员工加薪幅度理想，更成为结束「极度」宽松政策的催化剂。虽然去年部份日企薪金升幅不错，但由于通胀升幅更高，实质工资反而未有增长，今年通胀回落，有望「实质」加薪，购买力上升刺激本土消费。

虽然日本央行收紧货币政策，但目前来看，实际收紧幅度有限。一方面，短期利率实际只加 0.1%，至于长期，日本央行仍会购入相近银码的国债维持流动性，有需要时也可增购应对长债息飙升，整体取态仍偏宽松支持经济，利好日企。由于美国倾向减息而日本倾向加息，息差收窄，中长线日元偏强机会较大。

印度是亚洲区内增长最快的地区之一，今年 3 月完结的 2023/2024 财年预料将增长 7.6%，高于长线平均的 6.3%。3 月份的制造及服务 PMI 分别为 59.2 及 60.3，扩张趋势持续，值得一提的是，印度的服务业在全球的占比正在升，而制造业则持平。2 月份整体通胀按年升 5.09%，食品价格上升(8.66%)仍然是推升通胀较大的原因，而核心通胀正在放缓。虽然通胀升幅仍处于当地央行 2-6% 的中期目标，局方有意将通胀降至 4%，不过，2 月份决定政策利率维持在 6.5% 不变。政策仍偏向宽松，整体印度增长潜力不容忽视。

由今年 6 月开始，印度国债将开始被纳入 JPM 新兴市场债券指数，预计国债将占指数的 10%，流入的金额约为美元 200-250 亿。被纳入指数无疑是有利的，这对于全球资金流进其他印度债券也有帮助，然而投资者仍需关注印度政府如何运用资金。

中国内地在第一季推出多项政策支持经济及股市，但股市反弹势头并不一致，审慎选择行业将有助捕捉景气回暖，详情请参阅本报告<中国经济>的部份。

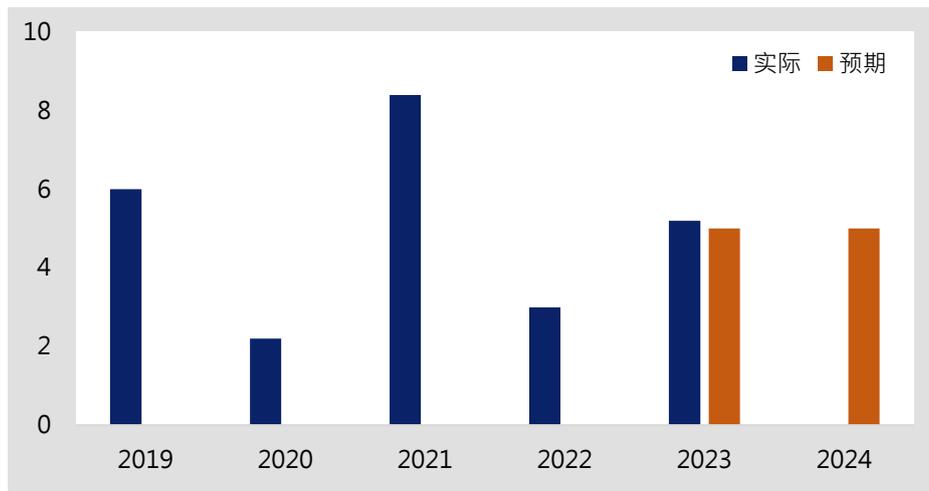
中国经济

于三月初，中央举行了中国人民政治协商会议全国委员会及中华人民共和国全国人民代表大会，统称「两会」。当中，国务院总理李强于十四届全国人大二次会议中宣读政府工作报告，提出了针对 2024 年中国经济预期目标及发展方向。在报告中，提到国内生产总值(GDP)、居民消费价格(CPI)、失业率及赤字率等数据。

国内生产总值(GDP)

回顾 2023 年的 GDP 增长录得 5.2%，略高于去年初所设立的 5% 目标水平。于本次会议中，继续维持今年的经济增长目标为 5%，亦合乎我们于 2024 年展望中提到中央设定增长目标约 4.5% - 5% 的区间。不过李强于会中形容要实现今年的目标「并非易事」，相信后续将会有一系列措施出台以保增长目标达成，整体上或需要依赖财政政策扩张、货币政策配合、房地产危机逐步受控，以至于市民信心得以恢复。

图 2: 中国 GDP 增长 (%)



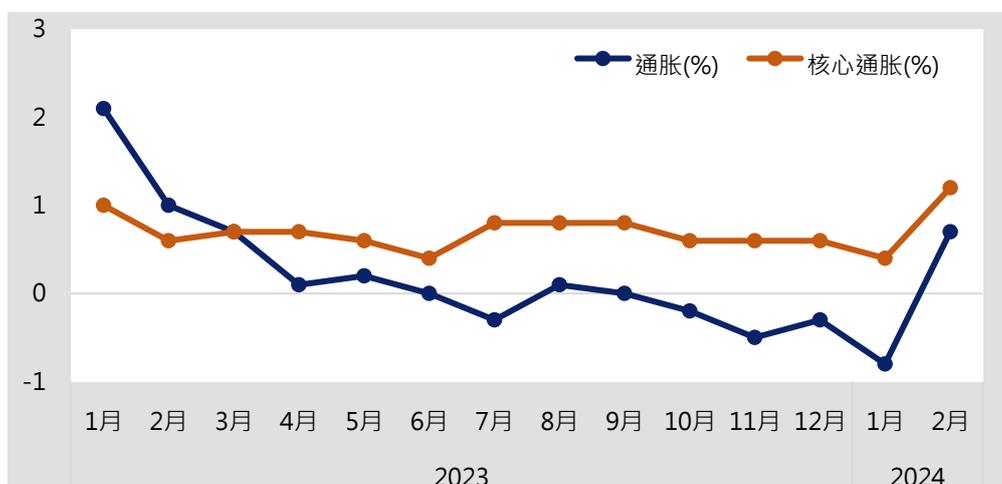
资料: 彭博, 凯基亚洲整理

居民消费价格指数(CPI)

除了 GDP 外，今年的居民消费价格指数全年预期设定于 3% 的水平。而 2023 年中国通胀只录得按年升 0.2%，核心通胀录得升 0.7%。去年表现远逊中央的 2% 通胀预期，主要影响因素包括(1)食品价格中鲜菜及特别是猪价的回落，拖累通胀数据下行；其次是(2)居民的消费意欲低迷，产能过剩对于核心通胀形成压力，不过，服务消费价格表现较好，按年升 1%。

在过去的 2023 年间的猪价高基数已充分减退及农业部将会加强猪肉产量控制，对通胀数据的负面影响随之减轻。因此今年的主要通胀上升动力，需要由居民消费信心能否回暖为重心。而居民的消费信心影响因素离不开就业问题，今年目标同样与去年相类近。城镇新增就业 1200 万人以上及城镇调查失业率 5.5% 左右，保就业为促进消费过程中不可缺少的一环。

图 3: 中国 CPI (%)

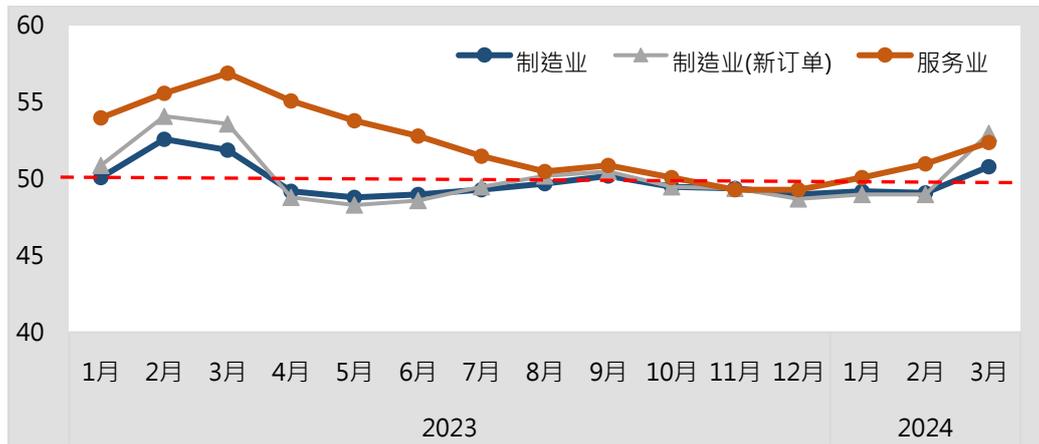


资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

中国采购经理指数(PMI)

在 PMI 指数走势方面，过去一年服务业在解除防控后快速扩张，目前发展情况仍算平稳。但对于制造业的发展则继续令市场担忧，自去年四月起，绝大部分时间均处于盛衰分界线之下，反映制造业的经济压力，结构正在收缩。而近期提出的推动大规模设备更新及消费品以旧换新行动方案，或有助重振制造业复苏动力，但目前需时观察。

图 4: 中国 PMI (%)



资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

固定资产投资、工业增加值及零售销售总额

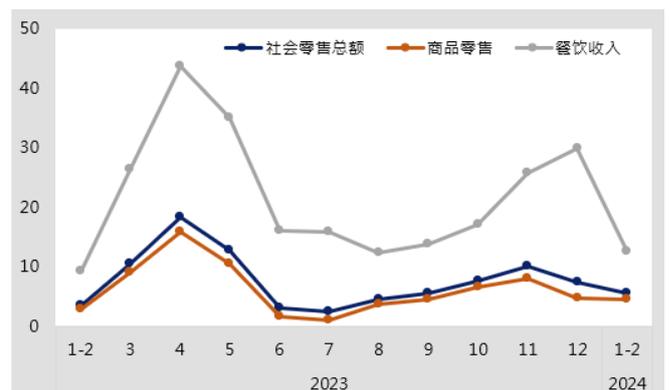
于 3 月中，国家统计局公布首两个月的经济数据，固投及工业增加值优于市场预期，分别升 4.2%及 7%，市场预期为 3.2%及 5.3%。固投当中，国有控股继续具支撑作用按年升 7.3%，而民间投资按年回复正增长升 0.4%。而社会零售则略逊预期升 5.5%，市场预期为 5.6%，其中餐饮收入增速回落至升 12.5%，商品零售增长平稳升 4.6%。整体上，制造业景气有回温、基建投资高位运行、消费边际复苏支撑下，无论是经济总量还是经济结构均在往更好的方向发展。

图 5: 固投及工业增加值增速 (%)



资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

图 6: 社会零售总额及细项增速 (%)



后续配合早前于「两会」前后为市场传递的讯息，例如推动大规模设备更新及消费品以旧换新，或将有助带动制造业投资表现，将成为今年经济增长的最重要引擎，不过投资者仍然需要留意内地房地产的发展情况，目前来看投资开工及内房销售表现依然较为疲弱。

恒指今年展望

中央积极救市；大市触底反弹

回顾恒指第一季表现，2024 年开市已失守 17,000 点关口，并在一月中跌至 14,794 点低点。及后在中央出招救市，包括中央汇金入市购入 ETF、引入央国企市值管理等，指数触底反弹。然而，个股表现在第一季较分化，今季反弹势头都集中在国企或传统资源类个股上，科技股却落后大市。由今年年初恒指累计下跌约 2.5%，恒生科指的跌幅却有大约 7.6%(截至 3 月 28 日)。

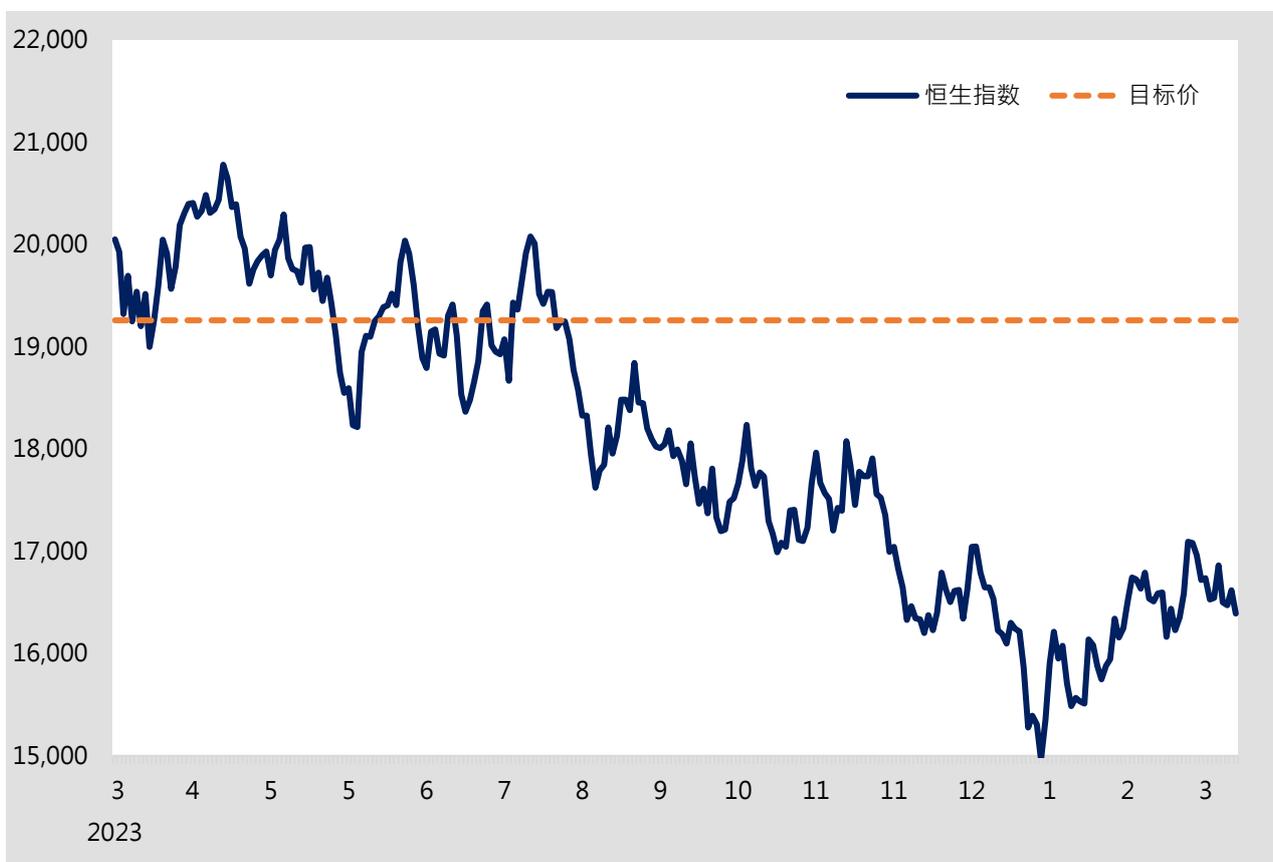
好淡角力的格局料维持

在维持 2024 年投资展望所订下的看法，我们更新了未来会影响大市的好淡因素，利好因素包括：(i) 加息周期完结有助中央更灵活运用货币政策、(ii) 美元回落令资金流入非美市场、(iii) 央国企积极的股东分红；利空因素仍然为(iv)内房销售仍未起色及(v) 中国议题将是美国大选的政纲重点。

维持恒指目标价 19,260 点

市场现时预估恒指 2024 年预测每股盈利为 2,018 港元，与我们当时预估的大致相若，我们维持恒指目标价 19,260 点，对应预测市盈率 9.5 倍。惟我们将恒指的最差场景调高至今年一月低位的 14,794 点。

图 7: 恒生指数



资料: 彭博, 凯基亚洲整理, 截至 2024 年 3 月 28 日

第二季五大选股

腾讯(700)：腾讯第四季非国际财务报告准则纯利 426.8 亿元人民币，年增 44%，符预期。毛利率按年提升 7 个百分点至 50%，得益于收入结构向高利润率的业务倾斜以及有效的成本管控。中长线而言，腾讯护城河仍在。目标价为 370 元。

中国联通(762)：中国联通全年共派息 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%。市场预料中国联通派息比率还有上升空间，估计今明两年各增加 5 个百分点。彭博 2025 年预测股息率为 9%，为三大中资电讯股当中最高。目标价为 6.5 元。

携程集团(9961)：携程第四季度净营业收入 103 亿元人民币(下同)，同比增长 105%；经调整 EBITDA 为 28.5 亿元，优于市场预期。国内外业务继续呈现强劲复苏态势。公司在中高端及出境游细分市场有领导地位，可以受惠中国出境游恢复的趋势。目标价为 420 元。

中海油(883)：公司油气产量维持强劲成长。该公司 2024 年的目标净产量为 7 亿至 7.2 亿桶油当量。由于油价见支持以及增储同时产量稳健，中海油仍有上涨空间。目标价为 21 元。

潍柴动力(2338)：LNG 经济性凸显，市场倾向 LNG 重卡。同时，目前国内 LNG 加气站布局相对完善，网络密度提升，LNG 重卡加气便利性增加。潍柴在 LNG 引擎市场有 6 成以上的市场份额，可把握重卡行业结构性成长机遇。目标价 19 元。

表 1：焦点股

名称	目标价
腾讯(700)	370
中国联通(762)	6.5
携程集团(9961)	420
中海油(883)	21
潍柴动力(2338)	19

投资策略部		
温杰	谭美琪, CFA	莫伟民, 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。

你应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。