



2023 第四季环球市场展望

驾驭区域经济机遇



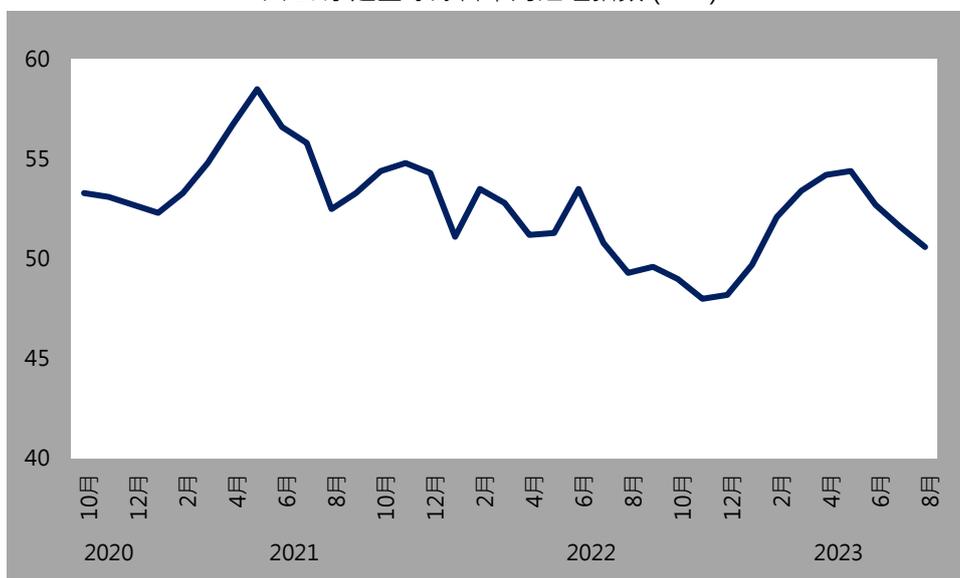
环球宏观经济回顾及展望

全球经济持续增长 惟各地表现有别

美国经济表现优于预期，例如当地供应管理协会（ISM）8月非制造业指数升至54.5，优于市场预期的52.5，是2月以来最佳表现。而联储局公布的褐皮书亦显示，美国地区经济温和增长。惟与此同时，欧元区及中国经济有所放缓，都局限全球整体经济增长动力。

事实上，摩通8月全球综合采购经理指数（PMI）产出指数由前值51.6，续降至50.6。虽然数据连续7个月高于50，反映经济持续扩张，可是此指数已连续第三个月放缓，并为7个月以来的最低水平。以地区计，亚洲经济表现相对稳健，纵使内地经济自第二季显著放缓，但随着中央加推政策；配合日本及印度等地情况理想，都支持总体亚洲经济持续扩张。而行业上，数据反映全球制造业有所改善，但服务业增速则减慢。

图 1: 摩通全球综合采购经理指数 (PMI)



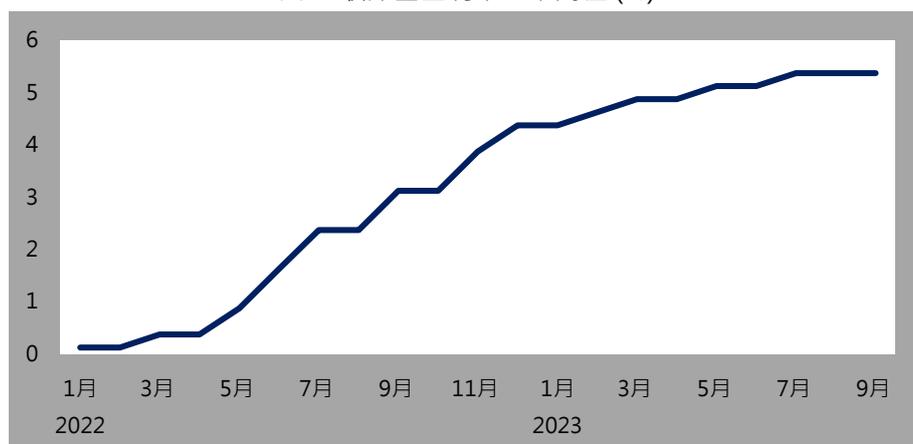
资料: 彭博, 凯基亚洲整理

加息接近尾声 留意往后数据

根据国际货币基金组织的预测，全球经济增速预计将从2022年的3.5%温和减速至今明两年的3.0%。虽然此增速已较其早前预测有所上调，但仍低于历史平均值，其中一个原因是各国央行为打击通胀采取的加息政策继续对经济活动造成拖累。因此再分析环球经济时，投资者需要同时留意经济、通胀及货币政策三者的互动关系。凯基亚洲相信，第四季环球经济将维持稳健增长，通胀有望进一步回落（只是核心通胀的回落速度或较早前预期缓慢），欧美再显著收紧银根的机会不大。

美国经济短期稳健 中线估计将放缓

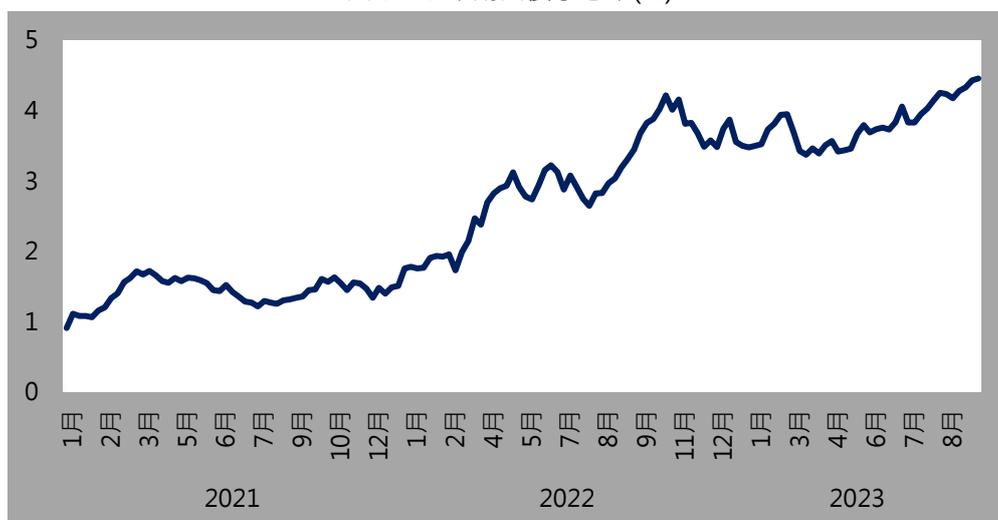
以美国计，除上述提到的服务业指数外，消费者信心较预期为佳，支持整体经济表现。国基会预测今年美国经济增长为1.8%，我们估计第三季增率按季以年率计或达3%以上，短期有望维持软着陆的情况。但投资者需要留意，中线美国经济放缓的机会甚大，经济衰退仍有机会于明年上半年出现。利率方面，根据利率期货价格计算，市场估计联储局于年内尚有两成机会进一步加息至5.5-5.75厘。我们的观点是，官员将维持中性偏鹰的态度发言，以控制通胀预期及政策弹性，如劳动市场及通胀放缓，将有助避免当局再加息。

图 2: 联邦基金利率 · 中间值 (%)


资料: 彭博, 凯基亚洲整理

债息上升令资本市场波动

除联储局的货币政策外，投资者同样需要留意债息去向。基于美国经济稳健，联储局多数官员认为「高利率将维持一段时间」，加上财政部提高发债规模，债券标售不甚理想，以及日本央行调整货币政策等因素，都推升美国 10 年期国债孳息率冲高，近期突破今年高点逾 4.5%，造成资本市场，特别债市波动。

图 3: 10 年期国债孳息率 (%)


资料: 彭博, 凯基亚洲整理

欧洲经济表现令投资者失望

至于欧洲，8 月综合 PMI 终值降至 46.7，低于 8 月原先预估的初值 47，创下近 3 年来最大跌幅。当中德国的情况令投资者担心，引述一家大型经济研究机构称，预计今年德国经济的萎缩幅度将超过先前的预期，原因是当地制造业感受到了全球需求下滑及利率上升的影响。国基会预测今年欧元区及德国的经济将分别增长 0.9% 及倒退 0.3%。

第四季部署策略

展望第 4 季，美国升息近尾声，软着陆机会升，部份新兴市场已率先减息。本季的部署焦点如下：

新兴市场率先进入降息周期，支持经济

年初我们提到投资者可考虑分散部署亚洲市场，因为区内不乏高增长国家，而且环球大型企业分散生产线，有望为区内增长带来支持。

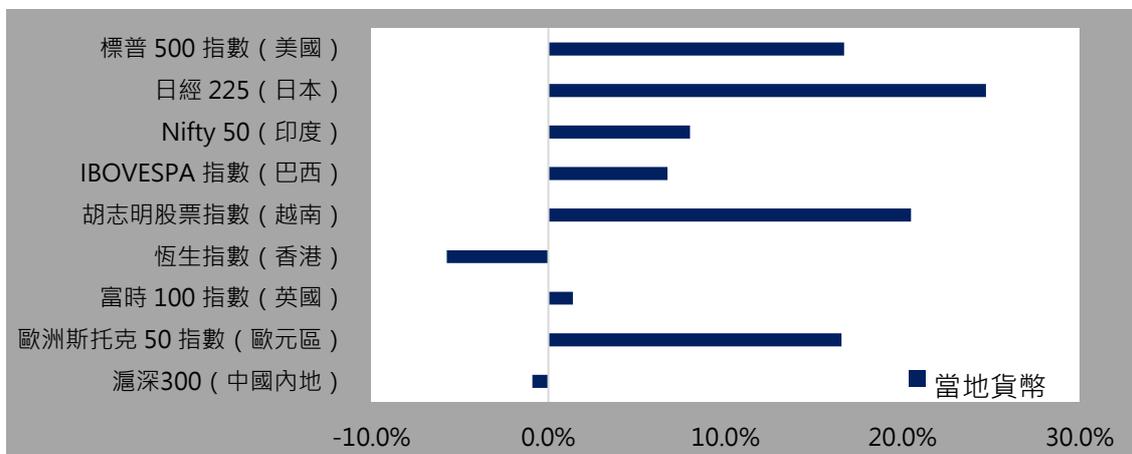
印度和越南是亚洲增长的火车头，两地采用更宽松的货币政策，支持经济增长。印度央行在 8 月宣布维持利率于 6.5% 不变，已是连续第 3 次未有修定利率，而越南在年初至今已多次减息，为市场提供较低的融资成本。截止 8 月 31 日，以美元计，MSCI 印度和越南指数年初至今分别升 6.2% 及 17.5%。我们认为两地将持续在中美角力的情况下得益。

中国近期推出多项措施，例如是降低印花税、认房不认贷等多项措施支持经济，近期人民币回落或有望支持出口，宽松货币政策也有利经济，现时中港股市估值较低，值得投资者留意。

新兴拉美中的巴西及智利也将进入降息周期、估值吸引，不过年初至今已累积一定升势，加上和原材料相关性较高，股市较为波动，投资者需控制注码。

新兴市场增长潜力高，但波幅更高而且政策、汇率风险较大，有兴趣的投资者，分段分散入市较为理想。

图 4: 主要股市年初至今总回报



資料: 彭博, 凱基亞洲整理

把握投资级别债利息上升

通胀下降速度进入平台期，加上美国经济具韧力，市场预料联储局将维持目标利率于高位一段较长的时间。另外，年初债务上限问题尚算解决，美国财政部发行的大量债券，进一步抽走市场资金。市场预期加上供求因素令债息持续攀升。

债息上升令资产价格波动，为投资者制造不错的投资机会。截止 8 月 31 日，2 年及 10 年期的美国国债孳息分别为 4.86% 及 4.11%，是 2008 年以来从没见过的水平。短债利率风险较低，投资者可按投资年期及风险承受能力，挑选不同年期的债券。例如，较保守的，或有短期资金需要的，可选短年期债，以减低价格风险及把握较高的利率；利率有望见顶，较进取或投资年期较长的，可逐渐增配中长期期债，减低将来的再投资风险，未来若减息也有望捕捉潜在价格升幅。

值得一提的是，3 个月的國債孳息率約為 5.5%，希望把握短債利率的投資者也可留意貨幣市場組合。一般而言，組合可幫助投資者分散投資在短期高評級的定息投資。此類組合中的持仓，平均在 3 個月內到期。

圖 5: 國債孳息率



資料: 彭博, 凱基亞洲整理

增長放緩下，全球大型股具優勢

美國零售數據強勁，進一步減低經濟衰退的預期，增加企業股價震動向上的機會。然而，中小企的融資成本高企，在目前高利率的環境較為不利。即使經濟軟著陸機會大增，未來一季經濟復甦的機會有限，仍然不利中小企。全球大型股盈利來源相對分散，以 MSCI 環球成熟市場(MSCI World)指數為例，股市的預測市盈率仍處於 10 年平均，估值較為合理。

另外，AI 相關以及科技股已累積一定升勢，估值高於過去平均，現時投資單一板塊的風險較高，分散配置，再控制注碼較為理想。

圖 6: MSCI 環球成熟市場(MSCI World)指數 – 預測市盈率



資料: 彭博, 凱基亞洲整理

日本通胀仍未达标，政策维持宽松

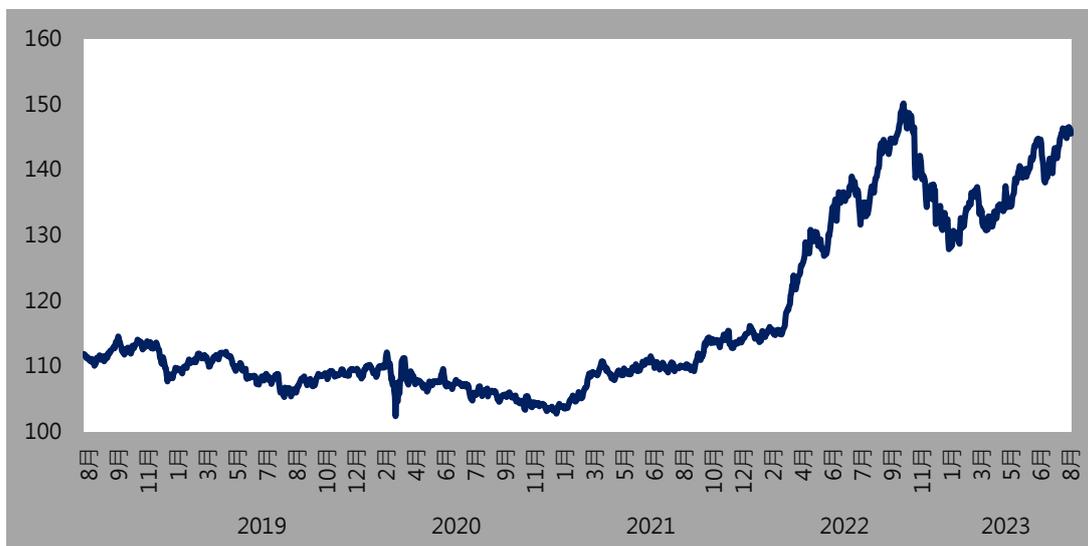
年初，我们提到日本是可以考虑的亚洲股市之一，其中一个原因是因为估值吸引。截止 8 月 31 日，以日元计，日经平均指数由年初升约 25%，虽然累积一定升势，但股市的预测平均市盈率约为 21 倍，和长期平均相约，这显示企业盈利预测持续获上调。

日本 8 月份通胀率为 3.2%，是连续第 17 个月在当局的目标 2% 以上，日本央行表示通胀仍未达标。虽然当局近期扩大 10 年期国债浮动区间，但政策维持宽松，有利企业。日元兑美元持续创新低，也有利日本企业出口。中长线而言，当地企业仍受惠于温和通胀、企业管治改革等。

日本是成熟市场，即使看淡日元兑美元的走势，投资当地市场时，可选择有汇率对冲的类别，尽量减低风险，部份的组合更有机会赚取美日两地的息差。不过，若日本央行扭转货币政策，日元有机会上升。

另外，不少零售投资者一般较少持有日本股票，原因是普遍亚洲组合的选股范围是「日本以外」的亚洲股市，因此亚洲组合很少投资在日本股市，而环球股票组合则可能只有约 5% 的日本股票。因此，有兴趣的投资者需检视自己的组合。

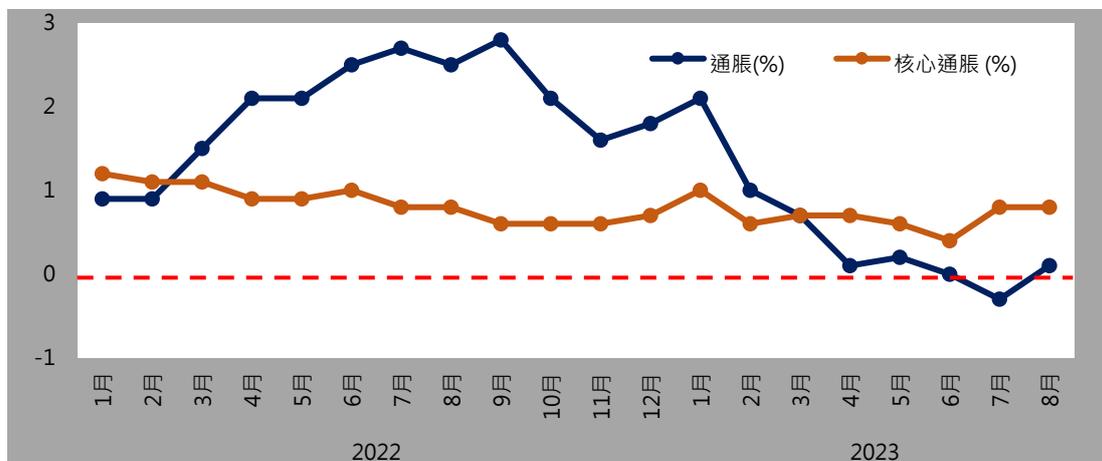
图 7: 每 1 美元兑日元



资料: 彭博, 凯基亚洲整理

中国经济回顾

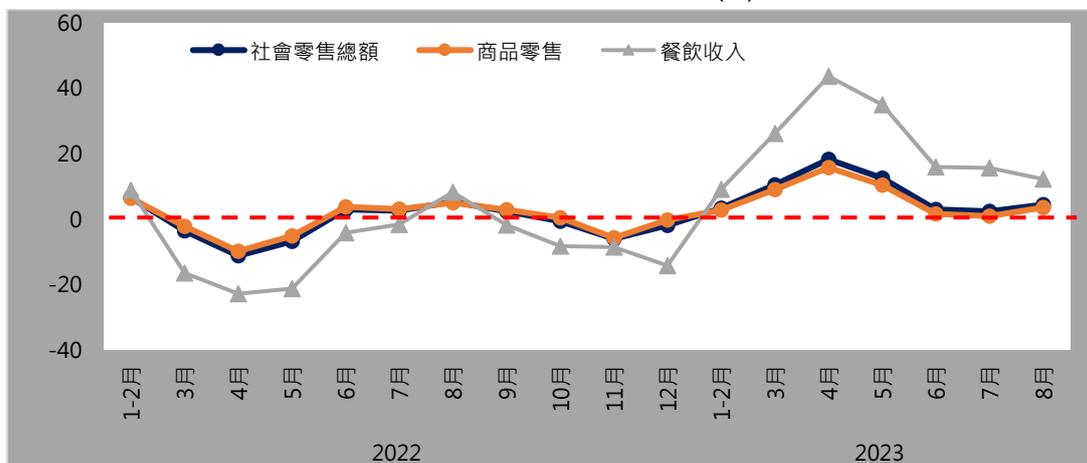
图 8: 中国 CPI



资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

最新 8 月份中国居民消费价格指数(CPI)按年升 0.1%。事实上，CPI 指数曾于 7 月份转负，一度引起市场忧虑中国陷入通缩。市场普遍已经有共识认为中国消费力度未如疫前所预期的强劲及持久。虽然消费品通胀未能维持健康增长，但服务类价格则有较良好表现，前者 8 月按年跌 0.7%，后者则录按年升 1.3%。中国通胀数据并不只受商品通胀表现所拖累，事实上，去年的猪价及油价具高基数效应，令今年 CPI 指数相对受压。而前者的高基数效应或会持续至 11 月，而后者的高基数效应将逐渐减弱，届时投资者可关注排除食品及能源的核心 CPI。

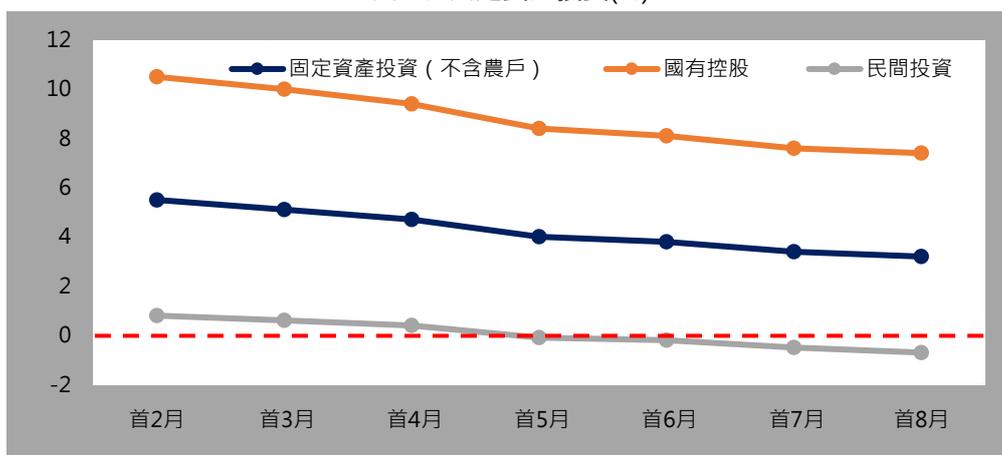
图 9: 社会消费品零售按年增长 (%)



资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

在社会消费品零售方面，自中国放宽防疫措施释放一轮消费潜力后，按年增速于今年 4 月见顶后开始回软，与疫情前的高单位数至双位数的增速有所放慢，显示市场消费力度不足。而该情况正解释了消费品通胀疲软的原因之一。鉴于第四季消费品零售数据将会出现低基数效应，我们预期后续社会消费品零售将回升。

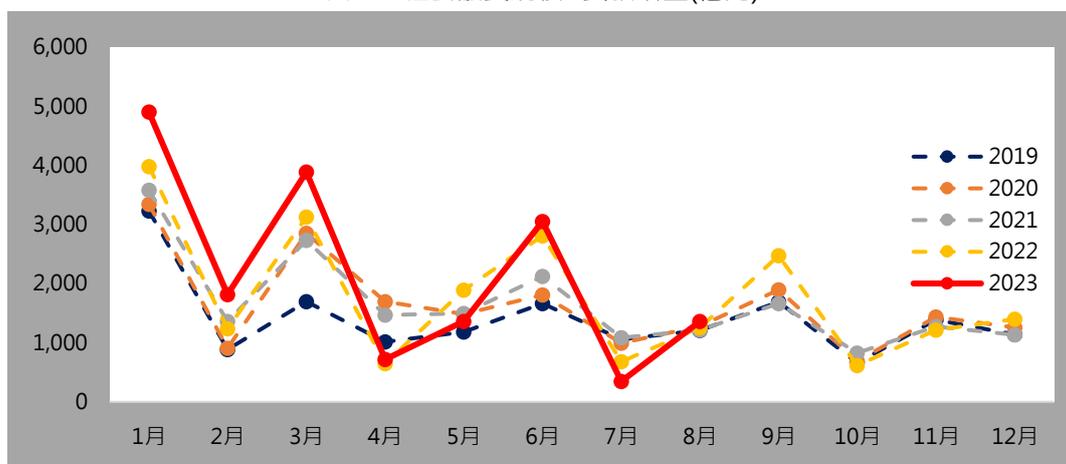
图 10: 固定资产投资(%)



資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

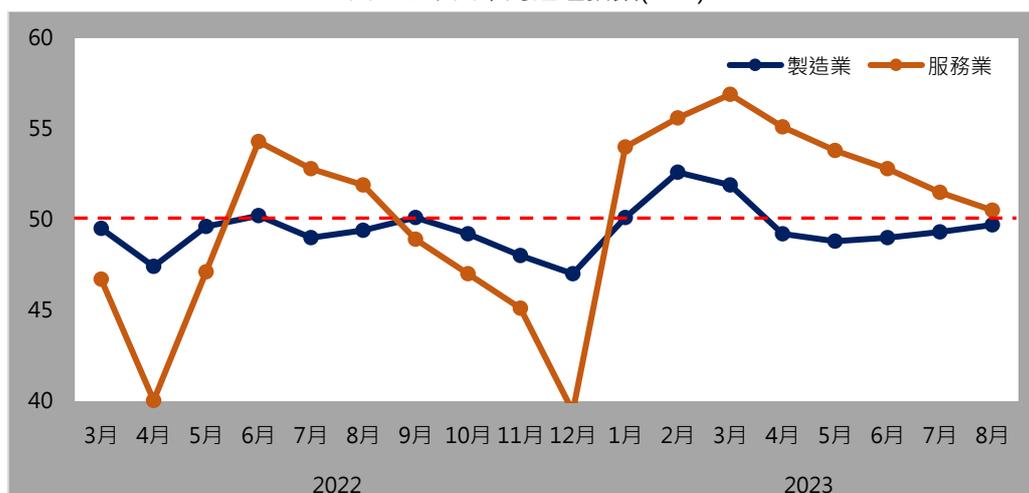
中國經濟數據環環相扣，國內固定資產投資同樣疲軟，年初至今主要受國有控股投資帶動，但整體上依然呈現下行趨勢。中國經濟反彈力度未如理想，外圍經濟放緩等的因素下，民間投資於 5 月首次錄得按年固定資產投資累計值轉負增長，反映市場對未來經濟發展欠缺信心。

图 11: 社会融资规模- 贷款增量(亿元)



資料: 中國人民銀行, 凱基亞洲整理

市場信心不足，於社會融資增量規模亦有所反映。其中，7 月數據遠低於市場預期的 1.1 萬億，只有 5,282 億元人民幣，為近年同期的最低水平，部分受居民消費類貸款減少所拖累。與此同時，占總體貸款較多的企業貸款，在 7 月份繼續受 6 月時貸款沖量後的周期特征影響，中長期貸款增量未如去年同期，引致整體 7 月份數據低於預期。8 月份數據則顯示表現優於市場預期，回復往年同期水平。如早前所提到，季末為企業貸款的高峰期，9 月的企業貸款表現或會為市場提供更多訊息，以目前為止，在 3 月及 6 月均有優於預期的社融表現，9 月份或未需太悲觀。

图 12: 中国采购经理指数(PMI)


资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

至于，最新的 8 月份的中国采购经理指数(PMI)，制造业 PMI 为 49.7，非制造业为 51，市场预期前者为 49.4，后者为 51.1。制造业表现略优于市场预期，收缩幅度持续收窄，新订单指数亦重上荣枯分界线之上反映市场需求有改善，以及出厂价格经历连续 5 个月低于 50 以下后，回升至 52 的扩张区间或显示工业价格初现回稳迹象，但此指标需要后续的新订单表现支持。至于非制造业方面，针对服务业 PMI，8 月指数进一步回落至 50.5，接近 50 的荣枯分界线的临界点，扩张幅度连续 5 个月收窄，后续服务业增长成疑。

虽然中国经济于第二季开始出现疲态，及于第三季再出现房地产债务问题引发市场对于后市的悲观情绪，但值得注意的是中央正加快推出针对不同行业的提振政策。

展望后续具针对性政策持续出台，政策效果料于第四季末段才可反映于经济数据之上。

2023 年第四季恒指预测

每股盈利续调升

截止八月底，总共有 71 间恒指成份股公布了半年或季度业绩，经调整的每股盈利在上半年同比增长 21.6%。考虑到基数效应，我们预期 2023 下旬的盈利增长将会提速至 28%，而 2023 年全年增长 13.1%至每股 2,100 港元，与我们六月时公布下半年展望时的预估大致相同。

预测市盈率下调

以每股盈利 2,100 港元来计，若恒指在九月底时重回 18,000 点，所对应的预测市盈率为 8.6 倍。我们在年中时曾预估市盈率为 10.6 倍，惟最近香港股市回落，拖低市盈率，考虑到历史按季较少出现如此之大的反弹幅度，早前我们使用的预估市盈率需作调整，故我们向下调低恒指年末的市盈率为 9.3 倍，则按季有 9.0%估值增长。

年末恒指目标价为 19,600 点

对应 9.3 倍 2023 年预测市盈率，我们预估恒指年末的目标价上限为 19,600 点，潜在升幅 9.0%；若果中央针对刺激房地产的政策「组合拳」没法为楼市转势，投资气氛低迷下市盈率或会跌至约 8.0 倍，对应的恒指下限为 16,800 点，潜在跌幅为 6.6%。

2023 年第四季 5 大选股

中国移动(941)：中移动着力打造的数字化转型收入增长「第二曲线」见成效，收入结构更加均衡稳健，可持续增长动能得到提升。随着资本支出适度增长，净利润率料可稳步向上。公司重视股东回报率，承诺 2023 年将派息率提升至 70%。中移动增长能见度高及派息吸引，且防守性强，可作收息之用。

快手(1024)：第二季度，快手应用的平均日活跃用户及月活跃用户达 3.76 亿及 6.733 亿，分别同比增长 8.3%及 14.8%，用户小区规模达历史新高。受到用户人数增加、变现能力加强，以及运营效率得以优化的推动下，快手首次实现集团层面季度利润净额，第二季度的利润为 15 亿元人民币，而 2022 年同期亏损 32 亿元人民币。

百度(9888)：百度第二季度总收入为 340.6 亿元人民币，同比增长 15%。非公认会计准则下归属百度的净利润为 80 亿元人民币。收入及盈利均胜预期，同时，百度将从生成式人工智能和大语言模型的发展中获益。人工智能未来有助百度提升用户留存率，长远对公司发展有利。

汇控(5)：汇控第二季业绩继续表现出强势，季度收入 167.1 亿美元，按年增长 36.5%，不论是利息或非利息收入都出现超过 34%增长。2023 年上半年以年率计之平均有形股本回报率为 22.4%，2022 年上半年则为 10.6%。汇丰已宣布派发第二次股息每股 0.1 美元，并展开最多达 20 亿美元的进一步股份回购，于三个月内完成。

携程(9961)：单计第二季，携程净营业收入 112 亿元人民币，按年上升 180%，按季升 22%，主要受惠于旅游业的显著复苏。按非公认会计准则，第二季度归属携程集团股东的净利润为 34 亿元人民币，相比 2022 年同期净亏损 2.03 亿元人民币，以及相比上季度净利润 21 亿元人民币见明显改善。整体而言，公司已完全摆脱疫情影响，并正在挖掘入境游市场潜力。

投资策略部

温杰

证监会持牌人 (中央编号 AJF244)

Kenny.wen@kgi.com

谭美琪, CFA

证监会持牌人 (中央编号 BFI754)

cynthia.tam@kgi.com

莫伟民, CFA

证监会持牌人 (中央编号 BHJ465)

raymond.mok@kgi.com

龚俊祥, CFA

证监会持牌人 (中央编号 BRY438)

tommy.kung@kgi.com

叶晋宜

证监会持牌人 (中央编号 BSQ196)

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建议、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。你应该根据你的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联属人可提供服务予本文所提及之任何公司及该等公司之联属人。凯基集团成员公司、其联属人及其董事、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。