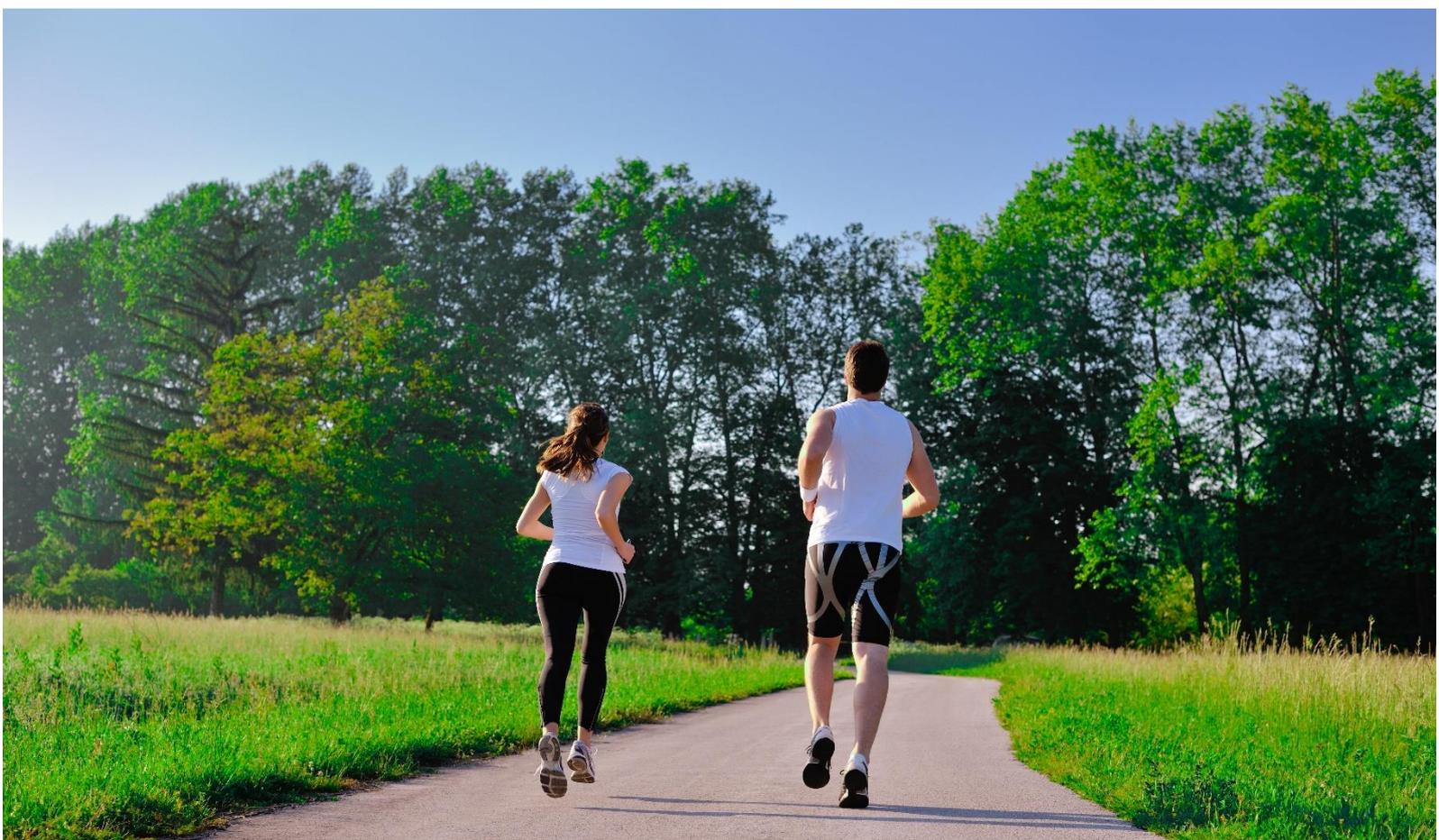


2024 年第二季環球市場展望 穩步向前



宏觀經濟分析

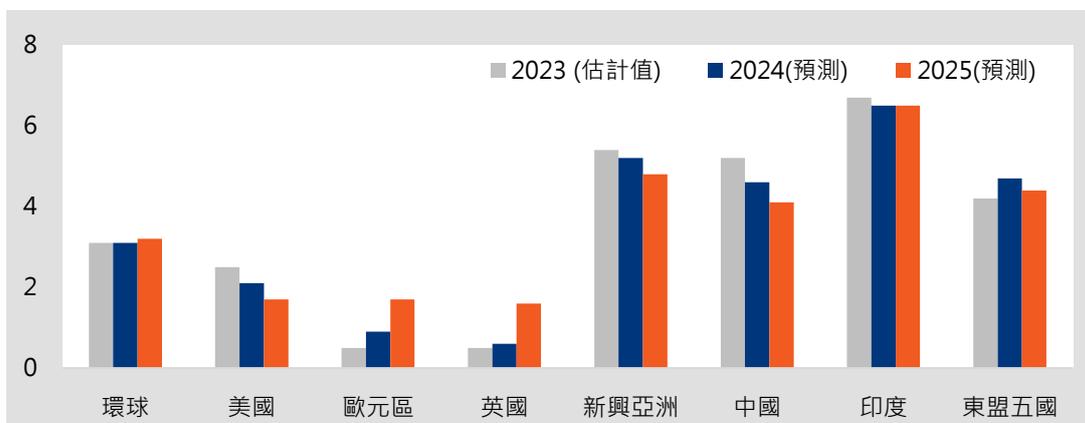
全球經濟動力好轉 惟美國或逐步放緩

2 月份摩根大通環球全行業採購經理指數(PMI)上升 0.3 個百分點至 52.1 水平，為 2023 年 8 月以來最高，反映全球經濟增長動力有所好轉；相關數據預示今年首季環球經濟增長率將為 2.9%，優於市場預期。仔細分析 2 月份數據，製造業及服務業指數均上升，只是比較之下，本身較為落後的製造業 PMI 升幅較顯著，反映改善幅度較大，成為推動整體 PMI 上升的重點。

國際貨幣基金組織(國基會)總裁格奧爾基耶早前表示，在全球範圍內有望實現經濟軟著陸，預計今年的經濟增速與去年一樣均為 3.1%，高於上次的預測值 0.2 個百分點。其言論顯示今年全球經濟可穩健擴張，惟要留意 3.1% 的增長率其實算不上強勁。在新冠疫情前的 10 年間，環球經濟的平均增速達 3.8%。

此外，投資者亦要留意部分地區及國家經濟或會於今年出現較顯著減速。以美國為例，與去年第三及第四季的 4.9% 及 3.2% 比較，預期今年首季其增長率會有所下降。近期當地 ISM 製造業及服務業的就業數據曾回落至 50 以下，顯示勞動市場數據將維持逐步降溫的方向。當然，整體美國經濟仍然穩健，增速明顯放慢的情景不太可能在上半年出現。依據國基會的預測，今年當地的經濟增長率將會由去年的 2.5%，減速至 2.1%，而其他機構的預測則更為審慎。

圖 1: 全球 GDP 增長 (%)



資料: 國基會, 凱基亞洲整理

潛在風險仍要留意

對投資者而言，有四項潛在的負面因素需要持續關注：

- 若各地通脹回落速度減慢，減息預期或顯著降溫
- 如果利率在更長時間內維持在較高水平，金融市場風險可能會上升
- 全球經濟增長或不及預期，例如美國經濟放緩較預期急速，或中國需要較長時間推動經濟復甦
- 美國總統大選及中美關係；中東等其他地區的地緣政局風險

環球投資策略

年初至今，環球各地的股市都錄得不錯的升幅。在環球經濟增長勝預期的情況下，我們預期全球偏向樂觀的情緒可能在第 2 季延續，第 1 季的策略在未來一季仍然適用。

美國大型股優勢持續

回顧過去一年，AI 應用層面增加帶動半導體需求，推動股市上升。今年美國的經濟數據持續優於預期，也成為股市上漲的催化劑，經濟下滑時間延後，我們預料美股強勢可能在第 2 季延續。聯儲局 3 月會議維持今年減息 3 碼/75 點子的預測，但 2025 及 2026 年的利率中位數提高了。利率或在高位維持更久，同時局方預測指向一個更強勁的經濟環境，這些預測包括：全年 GDP 增長獲上調並高於長期數字，核心通脹獲上調，以及失業率被下調。換言之，聯儲局預期今年的經濟將不會放緩，同時局方仍可能將利率下調，避免實質利率過高，若出現這主動「防禦型」減息，對股市有正面作用。

第一季，我們的投資主軸為美國大型股。相對於小型股，我們預期大型股的優勢可能會維持到減息中後期，今年「大優於小」的格局很大可能會持續。事實上，小型股對利率相對敏感，因此維持高利率對小型股的影響較大，在減息前難以期待它們的表現。另外，由於觸發減息的原因很大可能是預期經濟出現放緩，因此即使是減息初期，小型股仍處於較不利的環境，可能到減息開始後而且經濟有所改善，小型股才有較大的上漲空間。因此小型股即使過去一年落後大型股，但要「追落後」並非易事，這一點在不同行業中也同樣適用。

年初至今美股屢創新高，估值也因而上升，同時市值最大的企業在美股指數中的佔比非常高，投資者需留意相關風險。投入新資金時，分段分散入市較可取，持倉也要盡量避免集中單一行業。

減息前後投資級別債較有利

聯儲局 3 月維持利率不變，同時局方也維持全年減息 3 碼/75 點子的預期，未有因為經濟強於預期而大幅延後減息時間點或降低次數。過去的減息週期，在停止加息後到減息之前，是購入投資評級債券較佳的時期。除了因為現時收益率處於多年高位之外，投資級別債的發行人普遍是大企，「大優於小」的投資邏輯也適用於債券類資產。

經濟數據改善和通脹放緩，無疑是令高收益債今年第一季有不錯的表現，特別是高收益債與股市相關性較高。隨著時間推進，越來越多的企業有再融資需求，加上若未來經濟出現放緩，將有較大機會增加信貸風險，息差擴闊同時違約率有較大機率上升，這一點較不利高收益債。和小型股一樣，我們認為在開始減息後一段時間，才是增持高收益債的時候，這一點對較保守的投資者更為重要。

在過去 5 次的減息週期之中，有 2 次出現衰退硬著陸，有 2 次則沒有出現衰退，而最近 2019 年的一次，因為減息後新冠疫情爆發，所以不容易判斷衰退和減息的關係。而 5 次的共通點是，減息前的 3 至 6 個月，中長期債息率都出現回落。到開始減息後的 6 個月，息率降幅就視乎當時有否出現衰退而定：衰退時，10 年美國國債可回到 3.0% 以下；沒衰退時，債息大概跌至 3.5% (現時 10 年期國債息率為 4.2%)。

另外，美國國債和投資評級企業債的年期一般較長，因此在年期上的選擇有較大的彈性。年期越長，潛在價格升幅越高，也可鎖定潛在回報一段較長的時間，但長債利率風險較高，債價因而更波動，投資者可按風險接受能力及投資年期選擇。

考慮到聯儲局已停止升息，中長年期孳息率上升空間或有限，投資者也可逐漸增加中長年期的投資級別債於組合之中。近月美國通脹升幅都較市場預估為高，若通脹放緩速度不如預期，聯儲局或更趨鷹派，債價也可能因而波動。

亞洲市場值得期待

不同亞洲地區有各自的優勢，投資者可考慮分散投資各地作衛星配置。

日本央行在 3 月會議後，結束負利率政策(NIRP)，孳息曲線控制(YCC)，以及停止增購 ETF 及 J-REIT，「極度」寬鬆環境完結，貨幣政策逐漸回復正常。日本 2 月份整體通脹按年升 2.8%，通脹已經是接近兩年處於央行目標 2% 以上，而日企春季員工加薪幅度理想，更成為結束「極度」寬鬆政策的催化劑。雖然去年部份日企薪金升幅不錯，但由於通脹升幅更高，實質工資反而未有增長，今年通脹回落，有望「實質」加薪，購買力上升刺激本土消費。

雖然日本央行收緊貨幣政策，但目前來看，實際收緊幅度有限。一方面，短期利率實際只加 0.1%，至於長期，日本央行仍會購入相近銀碼的國債維持流動性，有需要時也可增購應對長債息飆升，整體取態仍偏寬鬆支持經濟，利好日企。由於美國傾向減息而日本傾向加息，息差收窄，中長線日元偏強機會較大。

印度是亞洲區內增長最快的地區之一，今年 3 月完結的 2023/2024 財年預料將增長 7.6%，高於長線平均的 6.3%。3 月份的製造及服務業 PMI 分別為 59.2 及 60.3，擴張趨勢持續，值得一提的是，印度的服務業在全球的佔比正在升，而製造業則持平。2 月份整體通脹按年升 5.09%，食品價格上升(8.66%)仍然是推升通脹較大的原因，而核心通脹正在放緩。

雖然通脹升幅仍處於當地央行 2-6% 的中期目標，局方有意將通脹降至 4%，不過，2 月份決定政策利率維持在 6.5% 不變。政策仍偏向寬鬆，整體印度增長潛力不容忽視。

由今年 6 月開始，印度國債將開始被納入 JPM 新興市場債券指數，預計國債將佔指數的 10%，流入的金額約為美元 200-250 億。被納入指數無疑是有利的，這對於環球資金流進其他印度債券也有幫助，然而投資者仍需關注印度政府如何運用資金。

中國內地第一季推出多項政策支持經濟及股市，但股市反彈勢頭並不一致，審慎選擇行業將有助捕捉景氣回暖，詳情請參閱本報告<中國經濟>的部份。

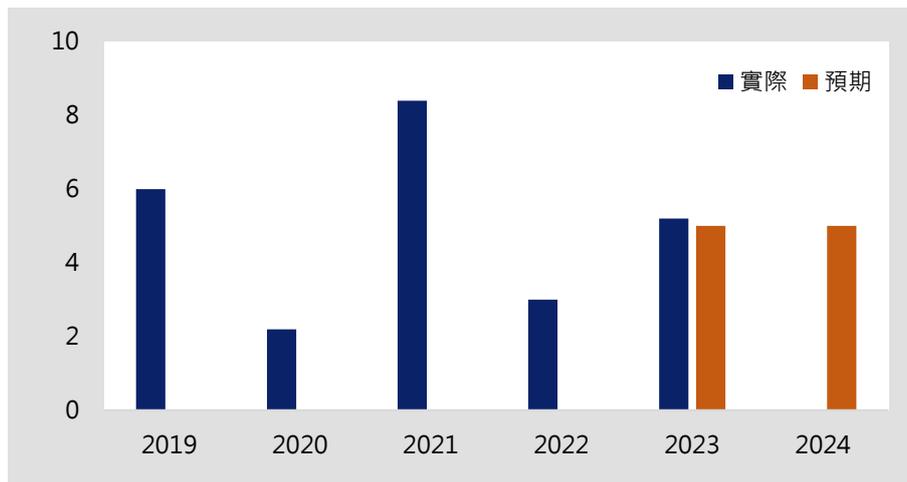
中國經濟

於三月初，中央舉行了中國人民政治協商會議全國委員會及中華人民共和國全國人民代表大會，統稱「兩會」。當中，國務院總理李強於十四屆全國人大二次會議中宣讀政府工作報告，提出了針對 2024 年中國經濟預期目標及發展方向。在報告中，提到國內生產總值(GDP)、居民消費價格(CPI)、失業率及赤字率等數據。

國內生產總值(GDP)

回顧 2023 年的 GDP 增長錄得 5.2%，略高於去年初所設立的 5% 目標水準。於本次會議中，繼續維持今年的經濟增長目標為 5%，亦合乎我們於 2024 年展望中提到中央設定增長目標約 4.5% - 5% 的區間。不過李強於會中形容要實現今年的目標「並非易事」，相信後續將會有一系列措施出台以保增長目標達成，整體上或需要依賴財政政策擴張、貨幣政策配合、房地產危機逐步受控，以至於市民信心得以恢復。

圖 2: 中國 GDP 增長 (%)



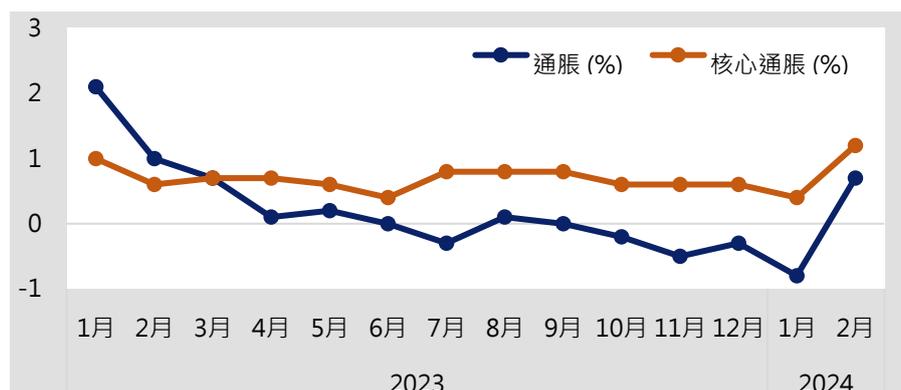
資料: 彭博, 凱基亞洲整理

居民消費價格指數(CPI)

除了 GDP 外，今年的居民消費價格指數全年預期設定於 3% 的水平。而 2023 年中國通脹只錄得按年升 0.2%，核心通脹錄得升 0.7%。去年表現遠遜中央的 2% 通脹預期，主要影響因素包括(1)食品價格中鮮菜及特別是豬價的回落，拖累通脹數據下行；其次是(2)居民的消費意欲低迷，產能過剩對於核心通脹形成壓力，不過，服務消費價格表現較好，按年升 1%。

在過去的 2023 年間的豬價高基數已充分減退及農業部將會加強豬肉產量控制，對通脹數據的負面影響隨之減輕。因此今年的主要通脹上升動力，需要由居民消費信心能否回暖為重心。而居民的消費信心影響因素離不開就業問題，今年目標同樣與去年相類近。城鎮新增就業 1200 萬人以上及城鎮調查失業率 5.5% 左右，保就業為促進消費過程中不可缺少的一環。

圖 3: 中國 CPI (%)

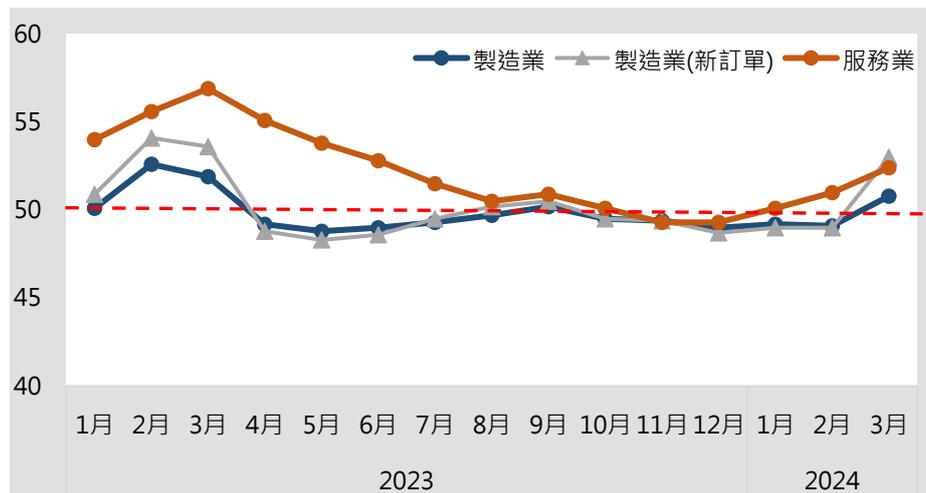


資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

中國採購經理指數(PMI)

在 PMI 指數走勢方面，過去一年服務業在解除防控後快速擴張，目前發展情況仍算平穩。但對於製造業的發展則繼續令市場擔憂，自去年四月起，絕大部分時間均處於盛衰分界線之下，反映製造業的經濟壓力，結構正在收縮。而近期提出的推動大規模設備更新及消費品以舊換新行動方案，或有助重振製造業復甦動力，但目前需時觀察。

圖 4: 中國 PMI (%)

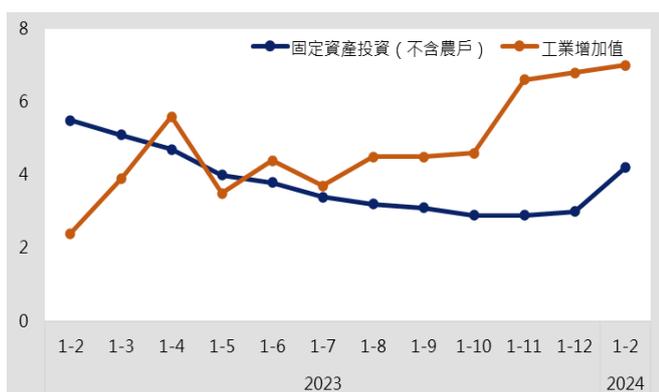


資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

固定資產投資、工業增加值及零售銷售總額

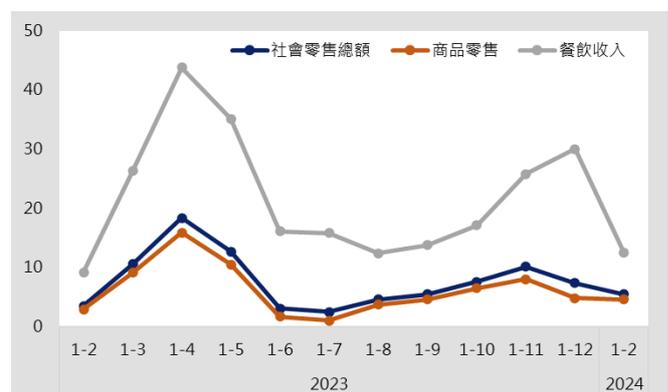
於 3 月中，國家統計局公佈首兩個月的經濟數據，固投及工業增加值優於市場預期，分別升 4.2%及 7%，市場預期為 3.2%及 5.3%。固投當中，國有控股繼續具支撐作用按年升 7.3%，而民間投資按年回復正增長升 0.4%。而社會零售則略遜預期升 5.5%，市場預期為 5.6%，其中餐飲收入增速回落至升 12.5%，商品零售增長平穩升 4.6%。整體上，製造業景氣有回溫、基建投資高位運行、消費邊際復甦支撐下，無論是經濟總量還是經濟結構均在往更好的方向發展。

圖 5: 固投及工業增加值增速 (%)



資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

圖 6: 社會零售總額及細項增速 (%)



後續配合早前於「兩會」前後為市場傳遞的訊息，例如推動大規模設備更新及消費品以舊換新，或將有助帶動製造業投資表現，將成為今年經濟增長的最重要引擎，不過投資者仍然需要留意內地房地產的發展情況，目前來看投資開工及內房銷售表現依然較為疲弱。

恒指今年展望

中央積極救市；大市觸底反彈

回顧恒指第一季表現，2024 年開市已失守 17,000 點關口，並在一月中跌至 14,794 點底點。及後在中央出招救市，包括中央匯金入市購入 ETF、引入央國企市值管理等，指數觸底反彈。然而，個股表現在第一季較分化，今季反彈勢頭都集中在國企或傳統資源類個股上，科技股卻落後大市。由今年年初恒指累計下跌約 2.5%，恒生科指的跌幅卻有大約 7.6%(截至 3 月 28 日)。

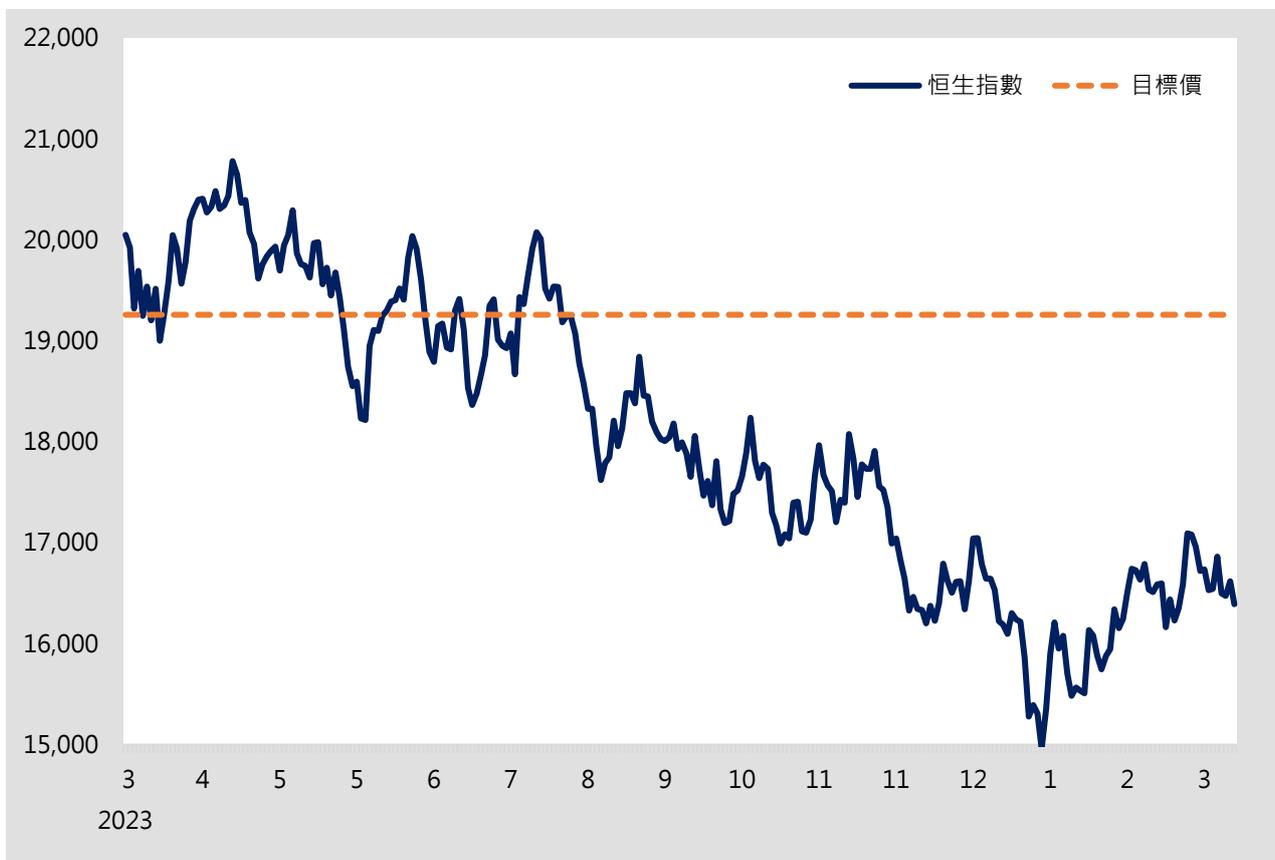
好淡角力的格局料維持

在維持 2024 年投資展望所訂下的看法，我們更新了未來會影響大市的好淡因素，利好因素包括：(i) 加息周期完結有助中央更靈活運用貨幣政策、(ii) 美元回落令資金流入非美市場、(iii) 央國企積極的股東分紅；利淡因素仍然為(iv)內房銷售仍未起色及(v) 中國議題將是美國大選的政綱重點。

維持恒指目標價 19,260 點

市場現時預估恒指 2024 年預測每股盈利為 2,018 港元，與我們當時預估的大致相若，我們維持恒指目標價 19,260 點，對應預測市盈率 9.5 倍。惟我們將恒指的最差場景調高至今年一月低位的 14,794 點。

圖 7: 恒生指數



資料: 彭博, 凱基亞洲整理, 截至 2024 年 3 月 28 日

第二季五大選股

騰訊(700)：騰訊第四季非國際財務報告準則純利 426.8 億元人民幣，年增 44%，符預期。毛利率按年提升 7 個百分點至 50%，得益於收入結構向高利潤率的業務傾斜以及有效的成本管控。中長線而言，騰訊護城河仍在。目標價為 370 元。

中聯通(762)：中聯通全年共派息 33.66 分人民幣，按年增長 22.8%，年度派息比率為 55%，按年提升 5 個百分點，創歷史新高。2024 年資本開支目標為 650 億元，按年降幅為 12%。市場預料中聯通派息比率還有上升空間，估計今明兩年各增加 5 個百分點。彭博 2025 年預測股息率為 9%，為三大中資電訊股當中最高。目標價為 6.5 元。

攜程集團(9961)：攜程第四季度淨營業收入 103 億元人民幣(下同)，同比增長 105%；經調整 EBITDA 為 28.5 億元，優於市場預期。國內外業務繼續呈現強勁復甦態勢。公司在中高端及出境遊細分市場有領導地位，可以受惠中國出境遊恢復的趨勢。目標價為 420 元。

中海油(883)：公司油氣產量維持強勁成長。該公司 2024 年的目標淨產量為 7 億至 7.2 億桶油當量。由於油價見支持以及增儲同時產量穩健，中海油仍有上漲空間。目標價為 21 元。

濰柴動力(2338)：LNG 經濟性凸顯，市場傾向 LNG 重卡。同時，目前國內 LNG 加氣站佈局相對完善，網路密度提升，LNG 重卡加氣便利性增加。濰柴在 LNG 引擎市場有 6 成以上的市場份額，可把握重卡行業結構性成長機遇。目標價 19 元。

表 1：焦點股

名稱	目標價
騰訊(700)	370
中聯通(762)	6.5
攜程集團(9961)	420
中海油(883)	21
濰柴動力(2338)	19

投資策略部		
溫傑	譚美琪, CFA	莫偉民, CFA
證監會持牌人 (中央編號 AJF244)	證監會持牌人 (中央編號 BFI754)	證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)
Kenny.wen@kgi.com	cynthia.tam@kgi.com	raymond.mok@kgi.com
龔俊樺, CFA	葉晉宜	
證監會持牌人 (中央編號 BRY438)	證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)	
tommy.kung@kgi.com	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。

債券不等同於定期存款，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。