



2023 第四季環球市場展望

駕馭區域經濟機遇



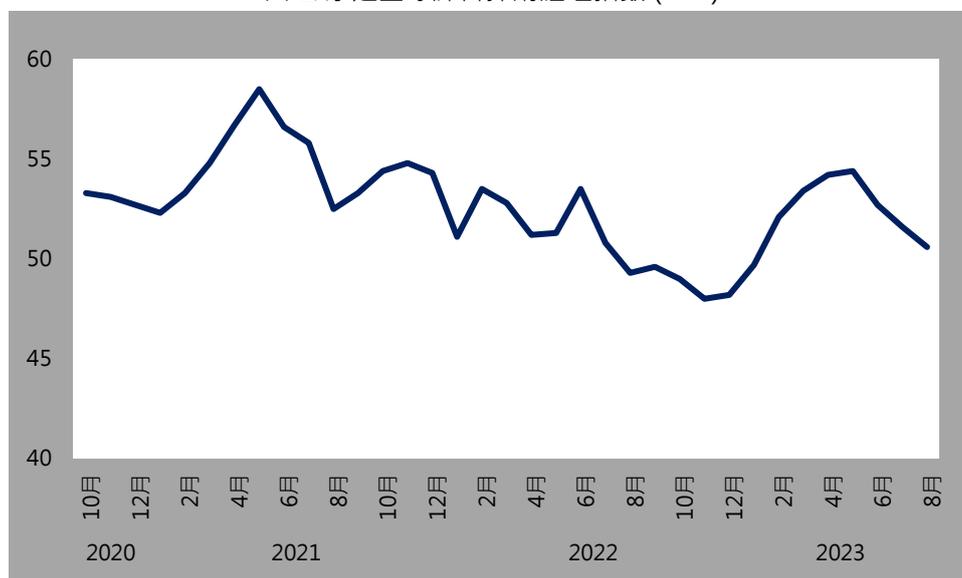
環球宏觀經濟回顧及展望

全球經濟持續增長 惟各地表現有別

美國經濟表現優於預期，例如當地供應管理協會 (ISM) 8 月非製造業指數升至 54.5，優於市場預期的 52.5，是 2 月以來最佳表現。而聯儲局公布的褐皮書亦顯示，美國地區經濟溫和增長。惟與此同時，歐元區及中國經濟有所放緩，都局限全球整體經濟增長動力。

事實上，摩通 8 月全球綜合採購經理指數 (PMI) 產出指數由前值 51.6，續降至 50.6。雖然數據連續 7 個月高於 50，反映經濟持續擴張，可是此指數已連續第三個月放緩，並為 7 個月以來的最低水平。以地區計，亞洲經濟表現相對穩健，縱使內地經濟自第二季顯著放緩，但隨著中央加推政策；配合日本及印度等地情況理想，都支持總體亞洲經濟持續擴張。而行業上，數據反映全球製造業有所改善，但服務業增速則減慢。

圖 1: 摩通全球綜合採購經理指數 (PMI)



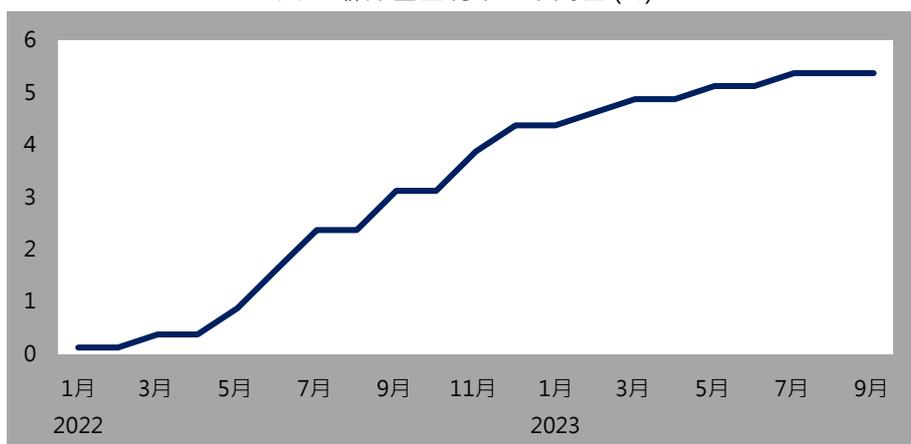
資料: 彭博, 凱基亞洲整理

加息接近尾聲 留意往後數據

根據國際貨幣基金組織的預測，全球經濟增速預計將從 2022 年的 3.5% 溫和減速至今明兩年的 3.0%。雖然此增速已較其早前預測有所上調，但仍低於歷史平均值，其中一個原因是各國央行為打擊通脹採取的加息政策繼續對經濟活動造成拖累。因此再分析環球經濟時，投資者需要同時留意經濟、通脹及貨幣政策三者的互動關係。凱基亞洲相信，第四季環球經濟將維持穩健增長，通脹有望進一步回落（只是核心通脹的回落速度或較早前預期緩慢），歐美再顯著收緊銀根的機會不大。

美國經濟短期穩健 中線估計將放緩

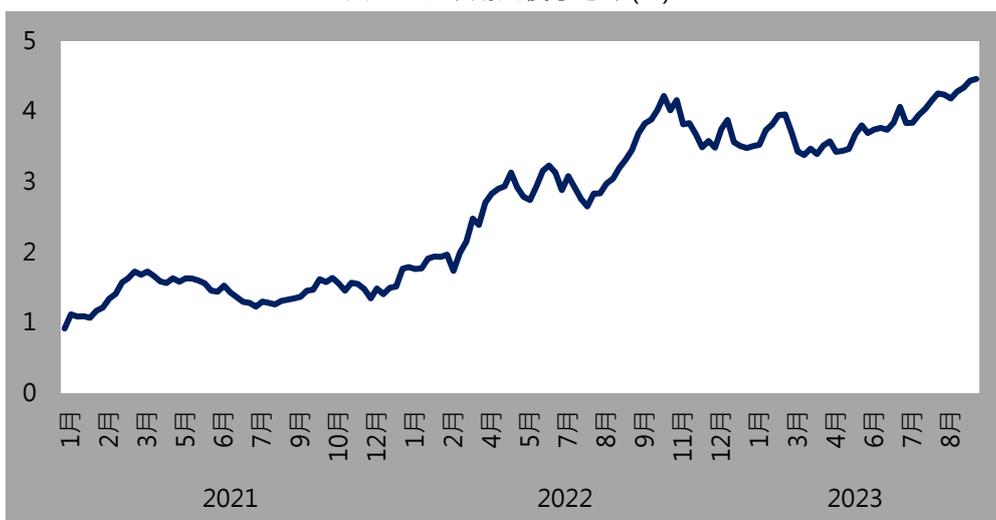
以美國計，除上述提到的服務業指數外，消費者信心較預期為佳，支持整體經濟表現。國基會預測今年美國經濟增長為 1.8%，我們估計第三季增率按季以年率計或達 3% 以上，短期有望維持軟著陸的情況。但投資者需要留意，中線美國經濟放緩的機會甚大，經濟衰退仍有機會於明年上半年出現。利率方面，根據利率期貨價格計算，市場估計聯儲局於年內尚有兩成機會進一步加息至 5.5-5.75 厘。我們的觀點是，官員將維持中性偏鷹的態度發言，以控制通脹預期及政策彈性，如勞動市場及通脹放緩，將有助避免當局再加息。

圖 2: 聯邦基金利率，中間值 (%)


資料: 彭博, 凱基亞洲整理

債息上升令資本市場波動

除聯儲局的貨幣政策外，投資者同樣需要留意債息去向。基於美國經濟穩健，聯儲局多數官員認為「高利率將維持一段時間」，加上財政部提高發債規模，債券標售不甚理想，以及日本央行調整貨幣政策等因素，都推升美國 10 年期國債孳息率衝高，近期突破今年高點逾 4.5%，造成資本市場，特別債市波動。

圖 3: 10 年期國債孳息率 (%)


資料: 彭博, 凱基亞洲整理

歐洲經濟表現令投資者失望

至於歐洲，8 月綜合 PMI 終值降至 46.7，低於 8 月原先預估的初值 47，創下近 3 年來最大跌幅。當中德國的情況令投資者擔心，引述一家大型經濟研究機構稱，預計今年德國經濟的萎縮幅度將超過先前的預期，原因是當地製造業感受到了全球需求下滑及利率上升的影響。國基會預測今年歐元區及德國的經濟將分別增長 0.9% 及倒退 0.3%。

第四季部署策略

展望第 4 季，美國升息近尾聲，軟著陸機會升，部份新興市場已率先減息。本季的部署焦點如下：

新興市場率先進入降息週期，支持經濟

年初我們提到投資者可考慮分散部署亞洲市場，因為區內不乏高增長國家，而且環球大型企業分散生產線，有望為區內增長帶來支持。

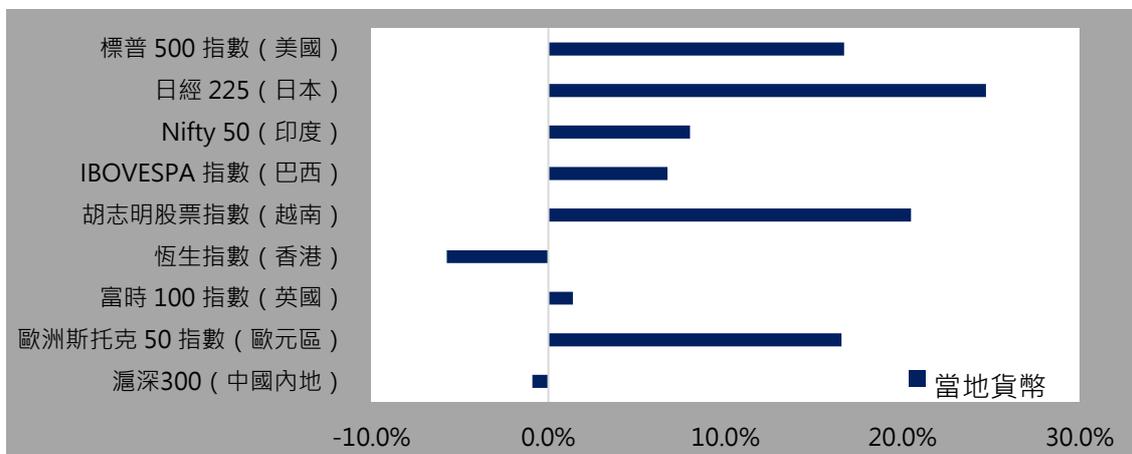
印度和越南是亞洲增長的火車頭，兩地採用更寬鬆的貨幣政策，支持經濟增長。印度央行在 8 月宣布維持利率於 6.5% 不變，已是連續第 3 次未有修定利率，而越南在年初至今已多次減息，為市場提供較低的融資成本。截止 8 月 31 日，以美元計，MSCI 印度和越南指數年初至今分別升 6.2% 及 17.5%。我們認為兩地將持續在中美角力的情況下得益。

中國近期推出多項措施，例如是降低印花稅、認房不認貸等多項措施支持經濟，近期人民幣回落或有望支持出口，寬鬆貨幣政策也有利經濟，現時中港股市估值較低，值得投資者留意。

新興拉美中的巴西及智利也將進入降息週期、估值吸引，不過年初至今已累積一定升勢，加上和原材料相關性較高，股市較為波動，投資者需控制注碼。

新興市場增長潛力高，但波幅更高而且政策、匯率風險較大，有興趣的投資者，分段分散入市較為理想。

圖 4: 主要股市年初至今總回報



資料: 彭博, 凱基亞洲整理

把握投資級別債利息上升

通脹下降速度進入平台期，加上美國經濟具韌力，市場預料聯儲局將維持目標利率於高位一段較長的時間。另外，年初債務上限問題尚算解決，美國財政部發行的數量債券，進一步抽走市場資金。市場預期加上供求因素令債息持續攀升。

債息上升令資產價格波動，為投資者製造不錯的投資機會。截止 8 月 31 日，2 年及 10 年期的美國國債孳息分別為 4.86% 及 4.11%，是 2008 年以來從沒見過的水平。短債利率風險較低，投資者可按投資年期及風險承受能力，挑選不同年期的債券。例如，較保守的，或有短期資金需要的，可選短年期債，以減低價格風險及把握較高的利率；利率有望見頂，較進取或投資年期較長的，可逐漸增配中長年期債，減低將來的再投資風險，未來若減息也有望捕捉潛在價格升幅。

值得一提的是，3 個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。此類組合中的持倉，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，環球大型股具優勢

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。環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

日本通脹仍未達標，政策維持寬鬆

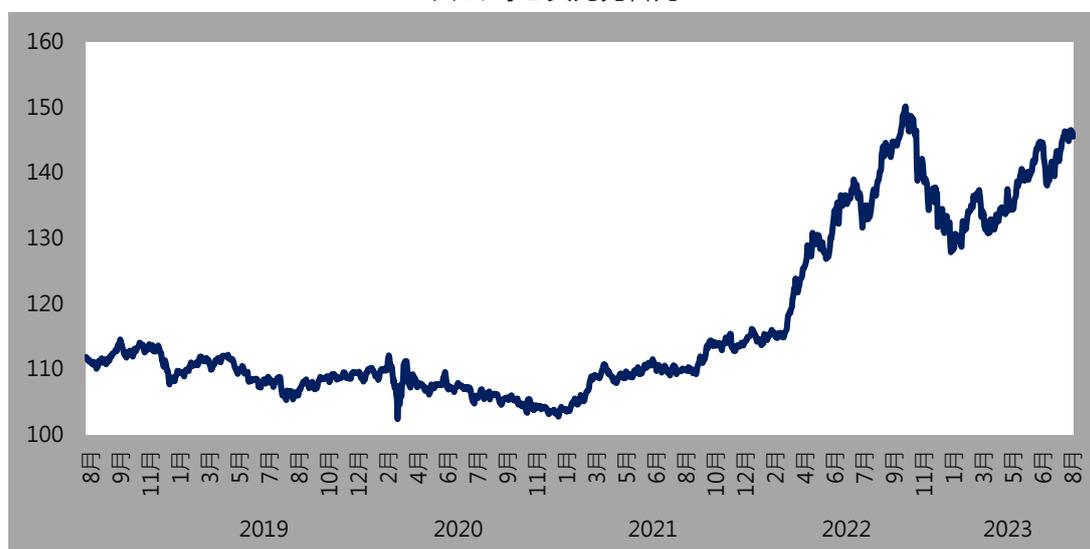
年初，我們提到日本是可以考慮的亞洲股市之一，其中一個原因是因為估值吸引。截止 8 月 31 日，以日元計，日經平均指數由年初升約 25%，雖然累積一定升勢，但股市的預測平均市盈率約為 21 倍，和長期平均相約，這顯示企業盈利預測持續獲上調。

日本 8 月份通脹率為 3.2%，是連續第 17 個月在當局的目標 2% 以上，日本央行表示通脹仍未達標。雖然當局近期擴大 10 年期國債浮動區間，但政策維持寬鬆，有利企業。日元兌美元持續創新低，也有利日本企業出口。中長線而言，當地企業仍受惠於溫和通脹、企業管治改革等。

日本是成熟市場，即使看淡日元兌美元的走勢，投資當地市場時，可選擇有匯率對沖的類別，盡量減低風險，部份的組合更有機會賺取美日兩地的息差。不過，若日本央行扭轉貨幣政策，日元有機會上升。

另外，不少零售投資者一般較少持有日本股票，原因是普遍亞洲組合的選股範圍是「日本以外」的亞洲股市，因此亞洲組合很少投資在日本股市，而環球股票組合則可能只有約 5% 的日本股票。因此，有興趣的投資者需檢視自己的組合。

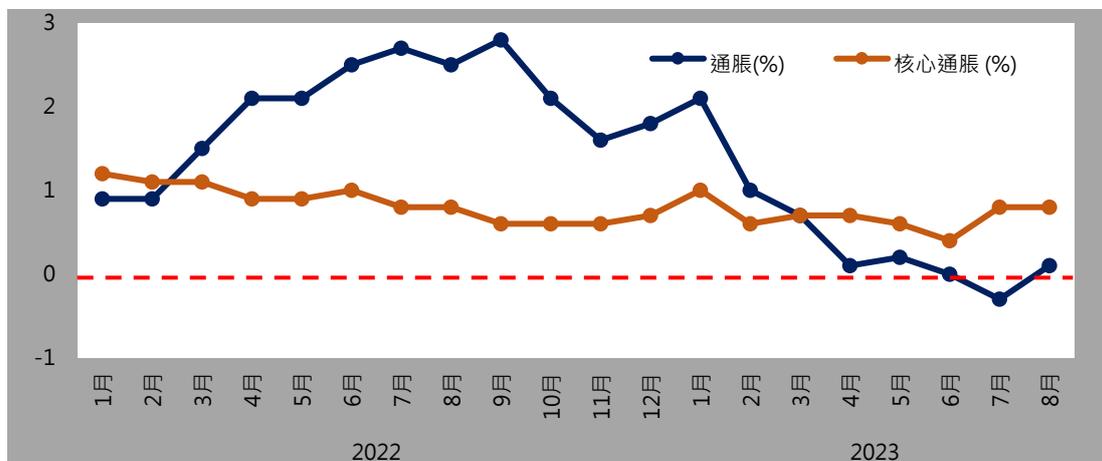
圖 7: 每 1 美元兌日元



資料: 彭博, 凱基亞洲整理

中國經濟回顧

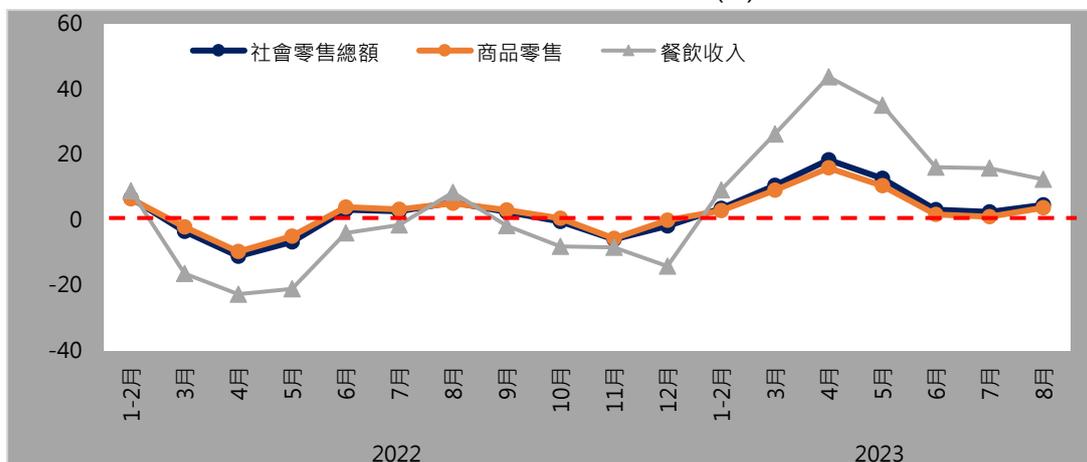
圖 8: 中國 CPI



資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

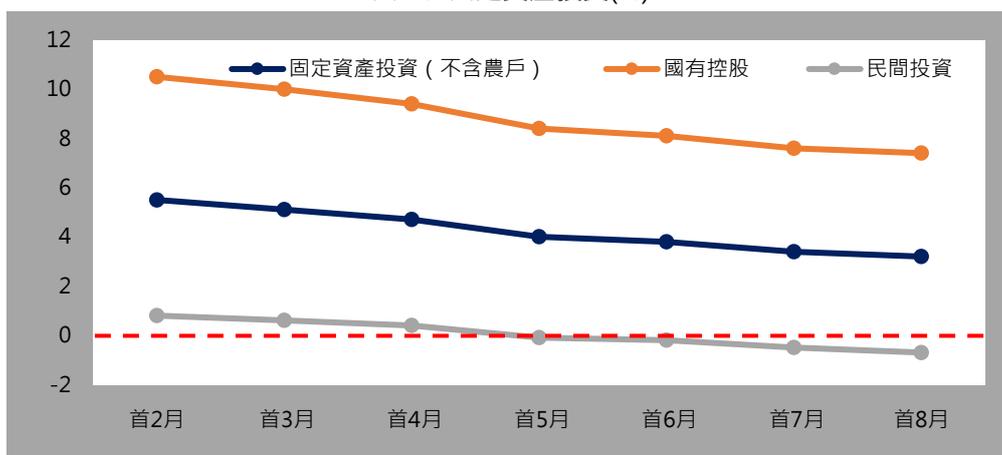
最新 8 月份中國居民消費價格指數(CPI)按年升 0.1%。事實上, CPI 指數曾於 7 月份轉負, 一度引起市場憂慮中國陷入通縮。市場普遍已經有共識認為中國消費力度未如疫前所預期的強勁及持久。雖然消費品通脹未能維持健康增長, 但服務類價格則有較良好表現, 前者 8 月按年跌 0.7%, 後者則錄按年升 1.3%。中國通脹數據並不只受商品通脹表現所拖累, 事實上, 去年的豬價及油價具高基數效應, 令今年 CPI 指數相對受壓。而前者的高基數效應或會持續至 11 月, 而後者的高基數效應將逐漸減弱, 屆時投資者可關注排除食品及能源的核心 CPI。

圖 9: 社會消費品零售按年增長 (%)



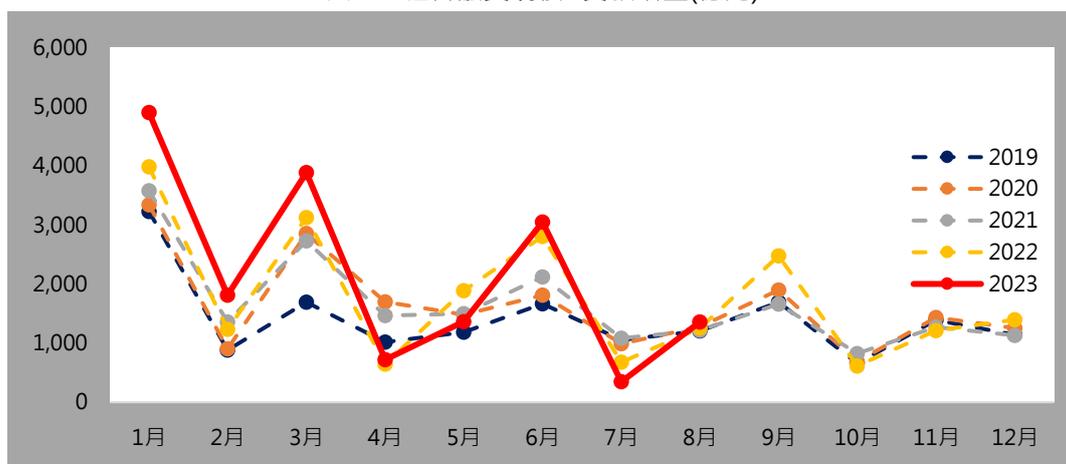
資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

在社會消費品零售方面, 自中國放寬防疫措施釋放一輪消費潛力後, 按年增速於今年 4 月見頂後開始回軟, 與疫情前的高單位數至雙位數的增速有所放慢, 顯示市場消費力度不足。而該情況正解釋了消費品通脹疲軟的原因之一。鑑於第四季消費品零售數據將會出現低基數效應, 我們預期後續社會消費品零售將回升。

圖 10: 固定資產投資(%)


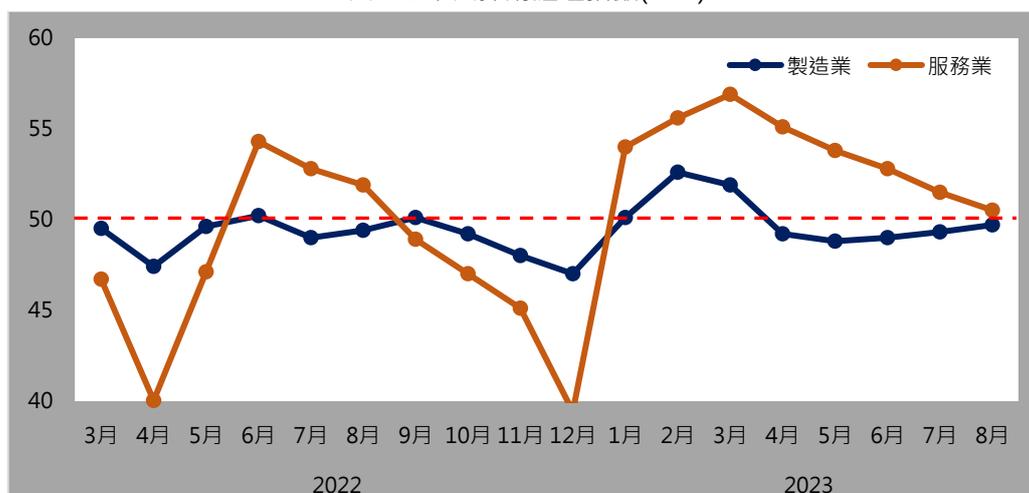
資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

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。

圖 11: 社會融資規模- 貸款增量(億元)


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，佔總體貸款較多的企業貸款，在 7 月份繼續受 6 月時貸款衝量後的周期特徵影響，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。

圖 12: 中國採購經理指數(PMI)


資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

至於，最新的 8 月份的中國採購經理指數(PMI)，製造業 PMI 為 49.7，非製造業為 51，市場預期前者為 49.4，後者為 51.1。製造業表現略優於市場預期，收縮幅度持續收窄，新訂單指數亦重上榮枯分界線之上反映市場需求有改善，以及出廠價格經歷連續 5 個月低於 50 以下後，回升至 52 的擴張區間或顯示工業價格初現回穩跡象，但此指標需要後續的新訂單表現支持。至於非製造業方面，針對服務業 PMI，8 月指數進一步回落至 50.5，接近 50 的榮枯分界線的臨界點，擴張幅度連續 5 個月收窄，後續服務業增長成疑。

雖然中國經濟於第二季開始出現疲態，及於第三季再出現房地產債務問題引發市場對於後市的悲觀情緒，但值得注意的是中央正加快推出針對不同行業的提振政策。

展望後續具針對性政策持續出台，政策效果料於第四季末段才可反映於經濟數據之上。

2023 年第四季恒指預測

每股盈利續調升

截止八月底，總共有 71 間恒指成份股公布了半年或季度業績，經調整的每股盈利在上半年同比增長 21.6%。考慮到基數效應，我們預期 2023 下旬的盈利增長將會提速至 28%，而 2023 年全年增長 13.1%至每股 2,100 港元，與我們六月時公佈下半年展望時的預估大致相同。

預測市盈率下調

以每股盈利 2,100 港元來計，若恒指在九月底時重回 18,000 點，所對應的預測市盈率为 8.6 倍。我們在年中時曾預估市盈率为 10.6 倍，惟最近香港股市回落，拖低市盈率，考慮到歷史按季較少出現如此之大的反彈幅度，早前我們使用的預估市盈率需作調整，故我們向下調低恒指年末的市盈率為 9.3 倍，則按季有 9.0% 估值增長。

年末恒指目標價為 19,600 點

對應 9.3 倍 2023 年預測市盈率，我們預估恒指年末的目標價上限為 19,600 點，潛在升幅 9.0%；若果中央針對刺激房地產的政策「組合拳」沒法為樓市轉勢，投資氣氛低迷下市盈率或會跌至約 8.0 倍，對應的恒指下限為 16,800 點，潛在跌幅為 6.6%。

2023 年第四季 5 大選股

中國移動(941)：中移動著力打造的數字化轉型收入增長「第二曲綫」見成效，收入結構更加均衡穩健，可持續增長動能得到提升。隨著資本支出適度增長，淨利潤率料可穩步向上。公司重視股東回報率，承諾 2023 年將派息率提升至 70%。中移動增長能見度高及派息吸引，且防守性強，可作收息之用。

快手(1024)：第二季度，快手應用的平均日活躍用戶及月活躍用戶達 3.76 億及 6.733 億，分別同比增長 8.3%及 14.8%，用戶社區規模達歷史新高。受到用戶人數增加、變現能力加強，以及運營效率得以優化的推動下，快手首次實現集團層面季度利潤淨額，第二季度的利潤為 15 億元人民幣，而 2022 年同期虧損 32 億元人民幣。

百度(9888)：百度第二季度總收入為 340.6 億元人民幣，同比增長 15%。非公認會計準則下歸屬百度的淨利潤為 80 億元人民幣。收入及盈利均勝預期，同時，百度將從生成式人工智能和大語言模型的發展中獲益。人工智能未來有助百度提升用戶留存率，長遠對公司發展有利。

匯控(5)：匯控第二季業績繼續表現出強勢，季度收入 167.1 億美元，按年增長 36.5%，不論是利息或非利息收入都出現超過 34%增長。2023 年上半年以年率計之平均有形股本回報率為 22.4%，2022 年上半年則為 10.6%。匯豐已宣布派發第二次股息每股 0.1 美元，並展開最多達 20 億美元的進一步股份回購，於三個月內完成。

攜程(9961)：單計第二季，攜程淨營業收入 112 億元人民幣，按年上升 180%，按季升 22%，主要受惠於旅遊業的顯著復甦。按非公認會計準則，第二季度歸屬攜程集團股東的淨利潤為 34 億元人民幣，相比 2022 年同期淨虧損 2.03 億元人民幣，以及相比上季度淨利潤 21 億元人民幣見明顯改善。整體而言，公司已完全擺脫疫情影響，並正在挖掘入境遊市場潛力。

投資策略部

溫傑

證監會持牌人 (中央編號 AJF244)

Kenny.wen@kgi.com

譚美琪, CFA

證監會持牌人 (中央編號 BFI754)

cynthia.tam@kgi.com

莫偉民, CFA

證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)

raymond.mok@kgi.com

龔俊樺, CFA

證監會持牌人 (中央編號 BRY438)

tommy.kung@kgi.com

葉晉宜

證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)

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。