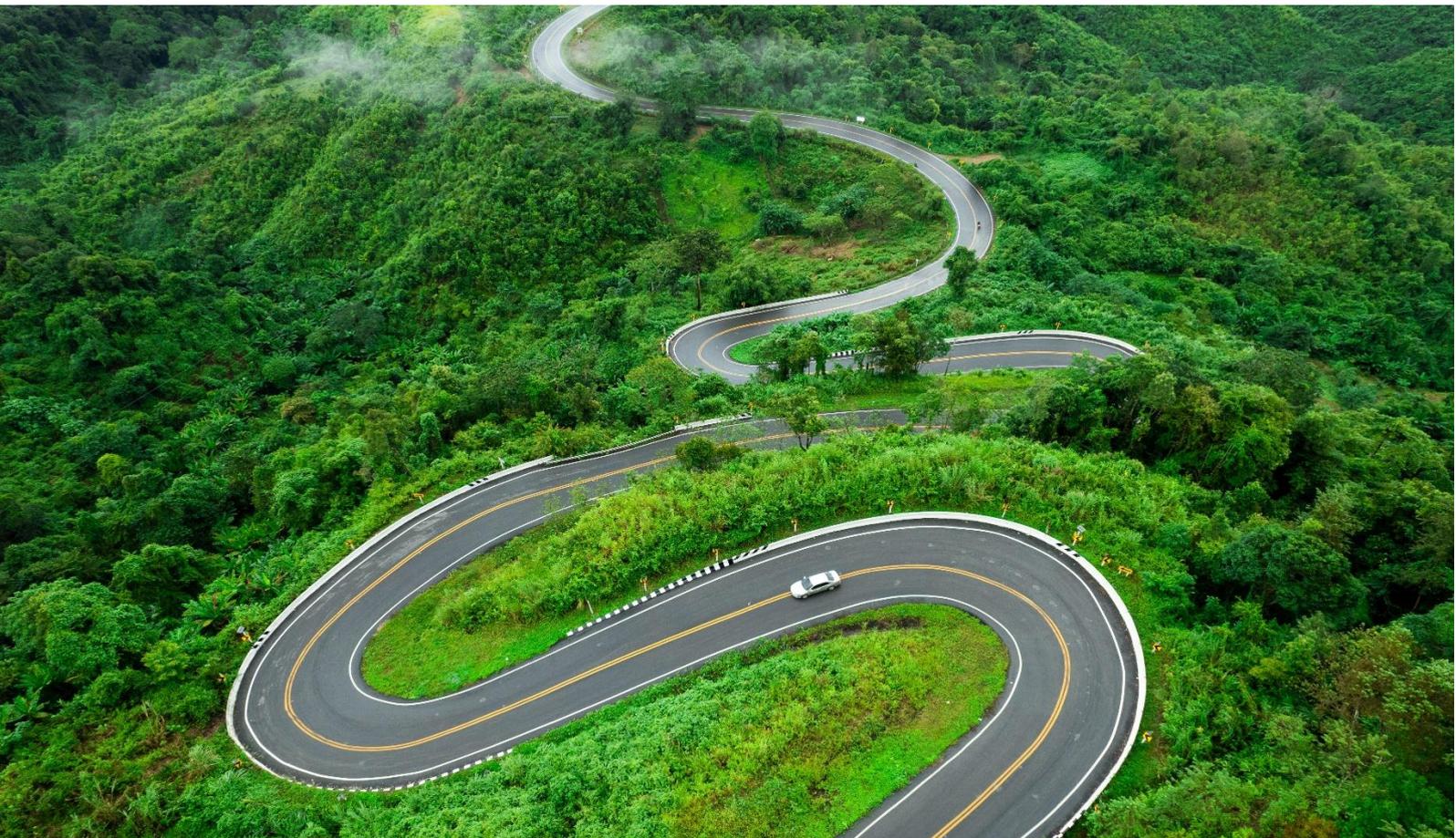




# 2024 年第四季环球市场展望 峰回路转



## 宏观经济分析

### 美国软着陆憧憬提升市场信心

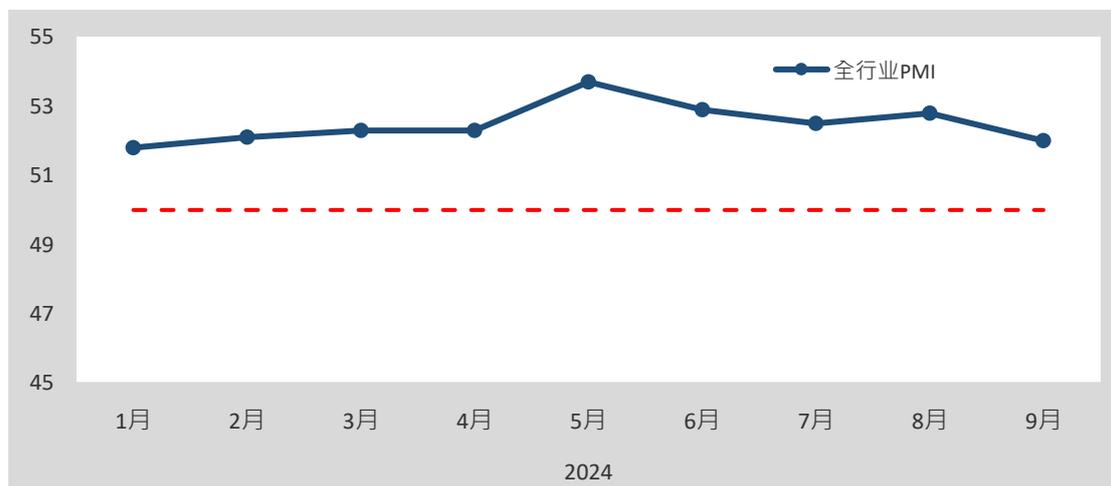
近期全球投资气氛再次好转，主要受惠多间央行积极放宽货币政策。以美国为例，联储局于其 9 月议息会议上宣布减息 50 点子(即 0.5 厘)，正式重启减息周期；而根据位图，当局今年或会进一步减息 50 点子，明年则为 100 点子。与此同时，联储局在显着下调今年通胀预测之际，经济增长只温和下调 0.1 百分点至 2.0%，预示经济有望软着陆。

事实上，当地第二季国内生产总值(GDP)增长率终值已上调为 3%，符合市场预期，高于初值的 2.8%；第一季 GDP 增幅亦由 1.4% 上调至 1.6%。数据显示在消费支持下，美国经济再次凸显超预期的韧性，一定程度上缓解市场的衰退担忧。另一方面，当地 8 月 PCE 价格指数月增率报 0.1%、符合市场预期；年增率自 7 月的 2.5% 跌至 2.2%、创 2021 年 2 月以来最低、亦低于市场预期的 2.3%。因此，就算我们预期明年第一二季美国经济增长或出现较明显的减速，但暂时的宏观数据仍预示经济放缓但不衰退的情况。后续投资者亦需关注经济数据变化，其对货币政策及全球市场气氛均有影响。

至于全球经济，9 月份摩根大通全行业采购经理指数(PMI)，报 52.0，相比上月 52.8 轻微回软，持续高于 50 的荣枯线，反映全球经济处于扩张状态。按地区来看，美国的采购经理人指数下降了 0.5 点，达到 54.0，而欧元区和英国的综合 PMI 分别下降了 1.4 点和 1.3 点。对于新兴市场，如印度和俄罗斯也面临压力，分别下降了 1.5 点和 2.6 点。总体而言，市场仍然处于扩张状态，但指数广泛性地下行则略为欠佳，发达市场(DM)和新兴市场(EM)均出现了不同程度的下降。

除经济外，第四季投资者需关注美国的总统大选。共和党候选人特朗普与民主党贺锦丽于 9 月 10 日展开首场辩论。辩论会后市场普遍认为贺锦丽表现较佳，成功达到让美国选民更认识她及其政见。凯基认为，虽然民调结果及赌盘均显示贺锦丽胜率上升，但基于美国特殊的选举人票制度，观察 7 个关键摇摆州的民调结果，两人的差距不大。因此纵使目前整体民调由贺锦丽领先，选情仍存在变量。

图 1: 摩根大通全行业 PMI(%)



资料: 彭博, 凯基亚洲整理

### 潜在风险仍需留意

对投资者而言，短期市场仍受惠于减息及软着陆的利好消息，惟多项潜在负面因素仍值得关注，例如以下 2 项重点：

1. 全球特别是美国及内地经济，前者能否软着陆?后者经济经过近日的各项刺激性政策后能否回稳或改善?
2. 地缘政局变化，以色列接连击杀真主党中央委员会副主席卡奥克(Nabil Kaouk)及真主党领袖纳斯鲁拉(Sayyed Hassan Nasrallah)，会否导致中东战争全面升级?

## 环球投资策略

以下我们将回顾 6 月底提出的环球策略「GUIDE」。整体而言，我们认为第 4 季仍将适用。

### 精选行业

#### Gold: 中长线逢低吸纳黄金

过去一季，联储局多次释出减息讯号，加上局方实际减息 50 点子，幅度略高于预期，无风险收益下跌，黄金相对较为吸引，第三季内金价创下历史新高。截至 9 月 30 日，现货金价徘徊于每安士 2,630 美元，较季初时高约 13%。

美国财政状况引起关注，加上中美关系改变，中东及俄乌局势不稳，市场对黄金作为避险资产的需求持续上升，环球各国央行增持黄金，进一步支持金价。参考彭博的数据，现时美国仍是黄金储备最高的国家，储备超过 8,100 吨，中国的储备近年也有在上升，现时已超过 2,200 吨，近 20 年储备量增幅最高的国家是俄罗斯及中国。

黄金以外，金矿股也是相关资产，金甲虫指数(BUGS) 第三季总回报约 20%。金矿股是企业，减息预料将降低企业成本，但同时要注意金矿股容易受投资气氛影响，而且波动率一般比金价更高，后续也需要观察盈利增长的情况。

#### Utilities: 公用股具防御力，兼具中长线增长空间

防御能力加上较高的利率敏感度，公用股(Utilities)在第三季总回报 19.4%，是标普 500 指数 11 个板块之中，表现最好的行业，同期标普 500 总回报为 5.9%。

目前来看，公用股仍然是三个传统防御行业中较为吸引的板块。除了传统的防御特性，AI 带动的数据中心及相应的电力需求将继续支持行业增长，减息也有望支持资金成本下跌，部份公司也有望于新能源市场之中脱颖而出，为公用行业提供一定的增长潜力。考虑到现时行业已累积一定升势，现时以趁低吸纳方式入市或比较可取。

### 核心配置

#### Investment Grade: 减息周期有利投资级别债

第三季，市场预期及加上联储局实际减息，带动中长年期国债孳息率回落，支持债市表现。两年期及十年期债券分别从 6 月 28 日的 4.75% 及 4.40%，降至 9 月 30 日的 3.64% 及 3.78%，债券总回报分别约为 1.58% 及 3.52%。短期孳息率跌幅高于长期，孳息曲线已于 9 月底脱离倒挂，9 月底，2 及 10 年期的息差为 14 点子。

过去的减息周期一般是有利投资级别债，特别是减息多数伴随经济放缓的可能性，相对而言，高收益债的发行人或要面对后续经济可能放缓的风险，投资级别债比较可取。距离年底前还有 11 月初及 12 月中的会议，现时利率期货市场已反映两次会议共减息约 75 点子，2025 年再多减约 125 点子，保守的投资者可继续透过中长年期债(如 5-10 年期)锁定债息，至于希望进一步增加年期及存续期的，逢债息反弹增持或会比较理想。

#### Defensive Stocks: 美国大选迭加放缓风险，注重组合防御能力

主导美国大型股指数的「科技 7 雄(Magnificent 7)」第 2 季业绩大致符合预期，盈利增长不错，但升幅未能再令市场感到惊叹，我们预期盈利增长将放缓并趋向大型股的平均。标普 500 之中，科技 7 雄以外的 493 间公司，盈利增长预期上升，标普 493 或将支持整体美股走势。美国的 AI、半导体、科技相关行业在市场上有独特地位，投资者可考虑以定期定额方式增持，但要留意集中风险。

展望第四季，美国大选仍然是环球股市最大的不确定性，组合防御能力仍不容忽视。传统防御行业，如健康护理、公用事业及必须消费品，和美国国债孳息率呈现较显著的负相关，第三季孳息率回落加上经济放缓忧虑，过去一季防御板块表现不错，后续若经济转弱，或债息进一步回落，将支持此类行业的表现。

联储局已在经济显著转差前启动减息，政策转向宽松有望支持经济，预料经济仅放缓而未有显著放缓，软着陆仍然是目前情景。若经济未有衰退，股市表现仍可期待。进取投资者可考虑逢低位增持，金融、工业、原材料及其他对经济周期较敏感的板块，同时仍需密切注意经济有否转差。

### Eastern regions: 精选亚洲地区

**日本：**日本银行(BOJ)7 月底意外加息 10 点子，加上联储局季内减息，息差收窄支持日元兑美元上升。第二季环球策略中曾经提过，日元走势和整体日企盈利呈负相关，特别是出口为主轴的日企，强势日元对日股价格构成压力。现时，日企实质工资转正有望支持经济正循环，以内需为主的行业较有利。新任首相石破茂表示日本未准备好再度加息，然而，我们预期美日息差将收窄趋势未改，整体日元偏升，非对冲类别或较有优势。

**中国：**内地政府在 9 月底推出多项政策支持经济，激励股市急升，详情请参阅本报告<中国宏观经济回顾及第四季六大选股>的部份。

**印度：**第三季 MSCI 印度指数(美元计算)升约 7.4%，落后 MSCI 亚洲(日本除外)指数的 10.7%，因为中国在亚洲指数占比较高(28%)。印度第 2 季 GDP 按年增长 6.7%，增速放缓也低于预期(6.9%)，印度大选结束伴随政府支出降低是原因之一。过去印度卢比和美元的相关性不高，因此美元转弱对当地货币的影响不太显著。然而，Nifty50 指数在 9 月 26 日再创下历史新高，当日收市报 26,216 点，及后以 25,811 点结束第三季。中长线印度增长仍然亮丽，但短期或难再获大幅上调，股市方面，亚洲资金或转投中国，未来一季印度股市倾向震荡向上。

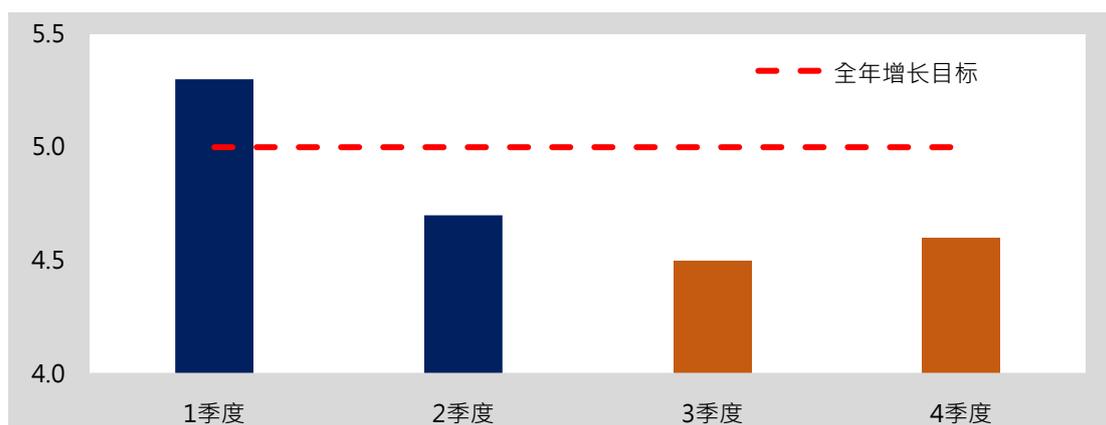
**东盟：**成熟市场政策转向宽松，支持资金流入非欧美地区，东盟货币兑美元汇价于在最近三个月转强，支持同期东盟股市走势。中美关系的改变，促使中国及东盟在供应链上的合作更紧密，中国和东盟的出口也呈现正相关，显示两地出口并非单纯竞争关系，中美角力期间，东盟地区或处于较理想的位置。

## 中国经济回顾

### GDP 增长动力欠佳

回顾年初至今的中国经济增长，于首季 GDP 中国录得了 5.3% 的增长，曾一度提振了重新投资中国市场的意欲，中央亦在「两会」期间设定了今年的增长目标为 5% 左右。但后续在不同的经济数据中都显示中国的经济增长动力开始乏力，第二季的经济增速更降至 4.7%，低于市场预期及全年增长目标(虽然累计增长仍达标)。第二季的增速放缓，事实上加重了下半年的经济增长压力，下半年中央需要更大力地推出政策以保经济增长目标。

图 2: 2024 年中国经济增长 (%)



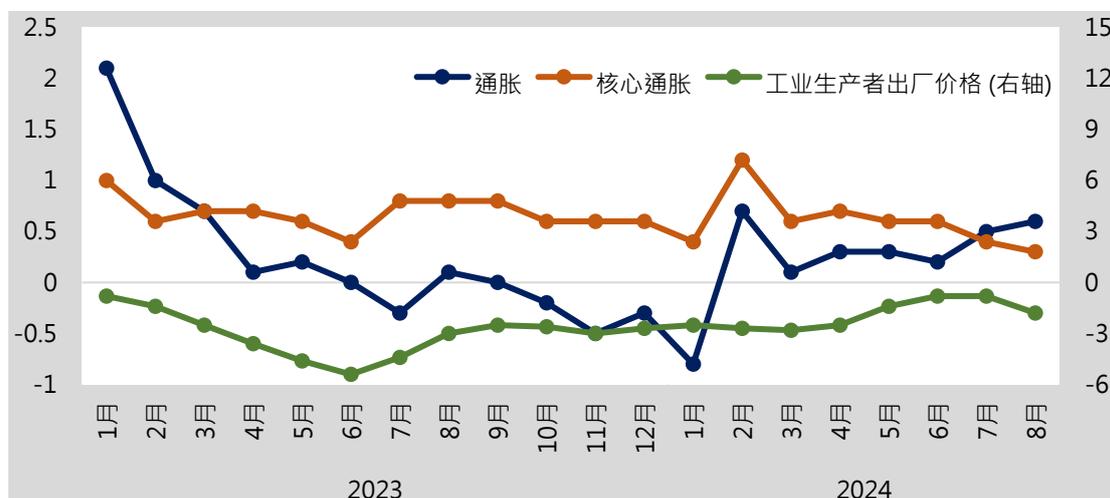
资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理

注: 橙色为彭博预测

### 核心通胀持续下行

另外，市场对中国物价指数变化的忧虑依然挥之不去。在近期的 8 月份通胀数据，虽然通胀按年增长较前值有所回升，但涨幅主要受食品烟酒价格上升所推动，事实上核心通胀的涨幅由 3 月起开始逐步回落，最新报 0.3% 为三年半以来新低，其中反映的问题不外乎目前市场的消费疲弱问题所拖累。而生产者出厂价格指数方面，经历连月的跌幅收窄后，于 8 月按年跌幅再见显著跌幅扩大，较前值跌多 1 个百分点至负 1.8%，反映工商的定价能力不足的问题。整体上中国通缩压力依然存在。

图 3: 中国通胀(CPI)及生产者出厂价格(PPI) (%)

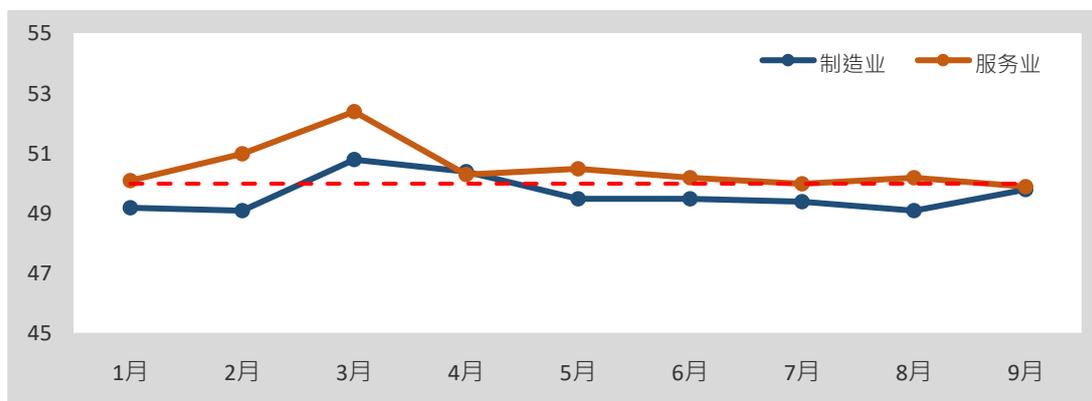


资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理, 截至 2024 年 8 月

### 采购经理指数(PMI)于盛衰分界线边缘徘徊

采购经理指数(PMI)方面，服务业商务活动在去年经历疫后扩张后，目前已回归平稳，于 4 月开始于盛衰分界线 50 以上的边缘维持，但在最新的 9 月份数据已降至 49.9，反映快速扩张阶段完结，事实上对于促进服务业增长的需要仍然不可忽视。而制造业方面，目前的情况则较为严峻，在过去的 12 个月期间只有 2 个月录得扩张并且只录得介乎 50.4-50.8 的读数，反映即使有所扩张，但只属轻微改善，整体制造业情况依然十分疲弱，大部分时间处于收缩区间，9 月制造业 PMI 较 8 月份轻微回升至 49.8，贴近分界线。中国制造业仍要继续面临不少挑战。在数据细项中，制造业生产经营活动预期亦开始出现疲态，连续两个月录得 52，为过去 12 个月的最低水平，并且形成了缓步下行的趋势。同时亦反映了市场内需不足的问题，以及制造业定价能力不足的问题同样出现。

图 4: 采购经理指数(PMI)

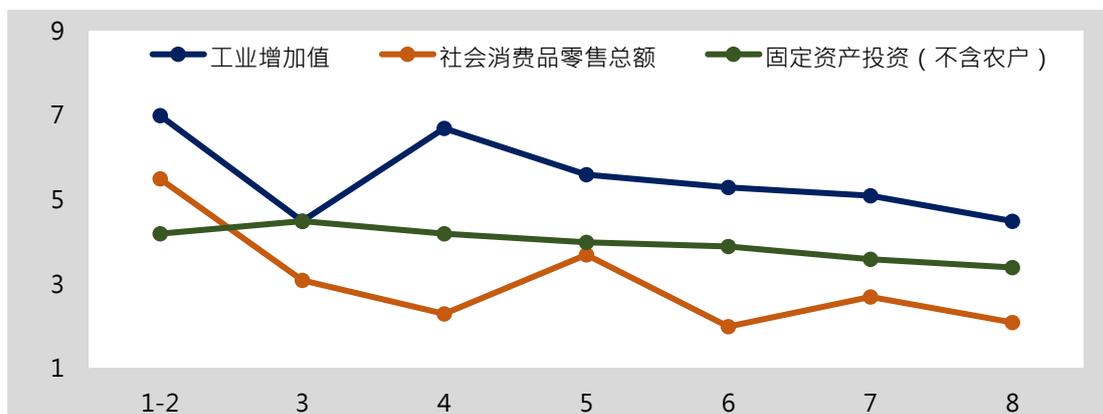


资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理, 截至 2024 年 9 月

### 固定资产投资、工业增加值及社会消费品零售总额

另外，国家统计局所公布的 8 月份固投、工业增加值及社会消费品零售数据均出现了增速回落趋势。其中，固定资产投资首 8 个月增速降至 3.4%，虽然国有控股投资继续支撑整体投资增速，但事实上民间投资仍不太乐观，于最新数据中再次跌入负增速，反映市场投资信心疲弱，但高技术投资表现则较好，按年增长 10.2%。而该情况工业增加值同有出现，高技术制造业 8 月份增长为 8.6%，高于整体制造业的增速达 4.3 个百分点，反映目前高技术生产优于传统生产。至于最令人担忧的零售数据，于本次 8 月份数据继续显示疲态，零售销售增速放缓至 2.1%，市场预期为 2.5%，前值为 2.7%。其中，餐饮收入按年升 3.3%；商品零售额按年升 1.9%，为近 12 个月以来的次低水平，为需求不足的结果。

图 5: 固定资产投资、工业增加值及社会消费品零售总额 (%)



资料: 国家统计局, 凯基亚洲整理, 截至 2024 年 8 月

注: 固定资产投资为首 X 个月

## 中央减息、降准及其他释放流动性措施

在目前中国经济面临逆境的背景下，近日国务院新闻办公室举行新闻发布会，当中人民银行、国家金融监督管理总局及中证监联合公布了一系列措施，支持实体经济发展及资本市场的发展。当中包括了降低 7 天逆回购操作利率 0.2 个百分点至 1.5%，而目前以短期利率为主导，贷款市场报价利率(LPR)及存款利率等或有再下调机会，将有助降低企业融资成本及降低市场存款需求。同时人行亦宣布降准 0.5 个百分点，预计将可为市场注入约 1 万亿元人民币长期流动性，并且透露后续或将会进一步调降存款准备金率 0.25 至 0.5 个百分点，反映目前中央救市意欲有所加强。

除此之外，于新闻发布会中推出了一系列的房地产扶持政策，包括降低存量房贷利率预计平均降幅约 0.5 个百分点、统一首套房及二套房的房贷最低首付比例至 15%。同时将保障性住房再贷款政策由央行资金支持比例由 60% 上升至 100%，研究允许政策性银行、商业银行支持有条件的企业市场化收购房企土地等。其后，部分地区亦开始全面取消限购措施。

而针对资本市场的扶持方面，人行行长宣布将容许证券、基金及保险公司等提供互换便利，指支持符合资产的机构透过资产质押，从中央银行取得流动性资产，措施将可提升有关机构的资金获取能力，增加股票市场的潜在流动性。另外，亦指将会引导银行向上市公司及主要股东提供贷款，支持回购、增持股票，或支持投资者回报投资概念得以延续。中证监亦提到将会发布上市公司市值管理指引，指出要将长期破净(市净率低于 1 倍)的公司要制定价值提升计划，长远或有助提升中国上市公司的企业管治能力、投资者保护及对回报有利好作用。

整体上，本轮的措施出台具备全面性，降准释放资金流动性、降息降低企业融资成本，存量贷款利率下调减轻市民供款压力释放消费潜力，增加股东回报等措施对市场有正面刺激作用。在众多消息的刺激底下，港股成交于 9 月 30 日创下历史达到 5 千亿港元以上。

## 恒指第四季展望

### 中央连续出大招；大市触底反弹超过四千点

在中央政府推出一系列救市措施的刺激下，中港股市展现出显著的反弹。恒生指数自 9 月 11 日的 17,051 点起步，至 9 月 30 日的 12 个交易日內，仅有一天录得下跌，整体涨幅达 4,083 点，约 23.9%。此期间，恒指成份股的平均每日成交量为 46.5 亿股，显著高于 2021 年初恒指突破 31,000 点时的平均成交量 32.9 亿股，以及 2018 年恒指创下历史新高 33,484 点时的平均成交量 32.4 亿股。这一现象或许反映出市场投资者对于港股的「FOMO」(错失恐惧)心理。

### 第四季将更受市场气氛所推动

展望第四季，港股能否在强势背景下维持在年内高位，如果仅从经济基本面的角度看是较难支持现时升幅，主要是政策效果的观察期通常至少需要六个月，而中港股在第三季及第四季的盈利表现可能受到内地经济放缓的影响。然而，我们认为如果上述政策能够成功落实，市场或将持续憧憬股市的表现能够领先于实体经济的复苏。

截至 9 月 30 日，恒生指数的混合 12 个月市盈率(Blended 12 months P/E)为 9.6 倍，刚好突破过去十年的负一个标准偏差。而下一个阻力位在 10.6 倍，即是 2023 年初高位。根据市场对恒指成份股的预测，其混合 12 个月盈利为 2,200 元，对应的恒指为 23,210 点。若大市的投资气氛并没有转弱，国策推行的力度优于预期，恒指估值有望达到过去 5 年一个标准偏差的 11.5 倍市盈率，对应的指数为 25,300 点。

## 第四季六大选股

**港交所(388)**：港交所上半年业绩理想，第二季主要业务收入按季上升 8%，源于标题平均每日成交额上升及 LME 交易量上升令交易及结算费增加，以及季节性因素令存管费用上升。内地宣布多项政策刺激经济，对本身估值低的股市有支撑作用。大市交投改善亦可助新股市场回暖，利好港交所。

**中国平安(2318)**：中期业绩胜预期，寿险主业盈利能力见复苏。上半年寿险及健康险业务新业务价值达 223.2 亿元人民币，同比增长 11.0%。其中，代理人渠道新业务价值增长 10.8%，人均新业务价值同比增长 36.0%，产能持续提升。

**中国建筑国际(3311)**：集团近年在内地市场继续推广 MiC 技术应用，同时，港澳建筑市场龙头地位稳固，幕墙业务保持技术领先。集团保持了稳健的财务状况，抗风险能力持续加强。派息有上行空间，因管理层就其派息比率政策的指引由「约 30%」改为「不少于 30%」。

**创科实业(669)**：创科实业上半年表现强劲，销售额增长 6.3%至 73 亿美元，纯利增长 15.7%至 5.5 亿美元。MILWAUKEE 业务录得双位数的销售增长，RYOBI 的表现亦跑赢市场。数据中心容量的需求增长增加了升级美国老化电网基础设施的紧迫性，市场对 MILWAUKEE 销售增长保持正面乐观态度。

**中国移动(941)**：随着资本支出逐步下降，预计全年自由现金流将实现良好增长。公司重视股东回报率，承诺从 2024 年起 3 年内将派息率提升至 75%。中移动增长能见度高及派息吸引，且行业防守性强，可作收息之用。

**中银航空租赁(2588)**：由于制造商交付困难，新飞机供不应求，航空租赁可受益于租金上涨，利润前景正面。另外，在减息周期，公司的融资成本将下降，有助盈利能力提升。

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。