

# 2024 年下半年環球市場展望 達標在望



## 宏觀經濟分析

### 美國經濟下行但有度 遲來的減息終究會來

全球經濟在下半年預期將會呈現下行趨勢。先前表現最佳的美國已在今年第一季度開始經歷明顯的經濟下滑，季增率年化降至 1.3%，低於其長期趨勢增長 1.8 至 2%。預計下半年此下行趨勢將更為明顯。然而，其他地區在經過一段時間的底部盤旋後，預期將在下半年從谷底復甦；只是恐怕難以彌補美國下行的趨勢，加上新興市場也無太亮眼表現，全球經濟很可能將出現下行趨勢。

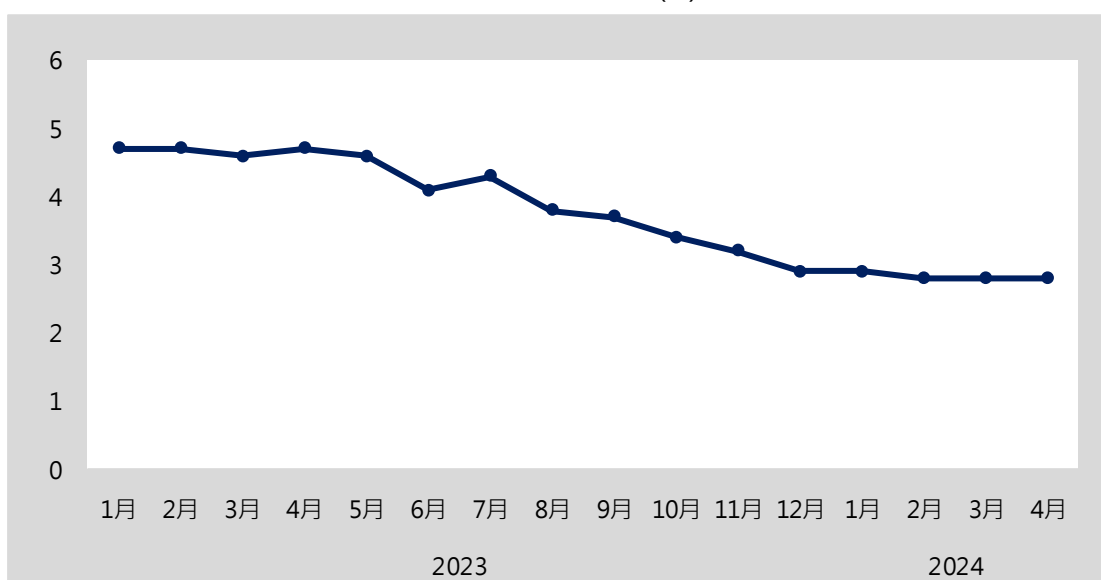
根據國際貨幣基金組織於 4 月份發布的報告預期，今明兩年全球經濟將繼續以 3.2% 的速度增長，與 2023 年的增速相同。已發展國家的經濟增速將小幅加快，預計將從去年的 1.6% 上升到今年的 1.7% 和明年的 1.8%，但將被新興市場增速的小幅放緩所抵消。而全球通脹預計將從 2023 年的 6.8%，穩步下降至 2024 年的 5.9% 和 2025 年的 4.5%。

從產業面來看，美國的製造業可能會呈現輕微復甦，而服務業則預計會緩步下行。從支出面來看由於美國在疫情期間因股市上漲財富迅速累積，加上財政支出擴大，美國的消費一直強於預期。因消費習性與思維的改變，美國的邊際消費傾向出現結構性的上升，推升消費力道高於過去認知的水平；然而，由於未來低所得者的資源相對不足，其消費力可能難以保證。

至於通脹，由於 2023 年下半年商品通脹快速下行，到 2023 年底，核心通脹(Core PCE)年增率已降至 2.9%。然而，2024 年第一季度，商品與服務通脹反彈導致核心通脹降溫停滯，加上勞動市場未有顯著放緩，聯儲局可能會維持高利率更長時間。預計 2024 年第二季度通脹數據將重新下行，勞動市場也將持續放緩，市場預期 2024 年第四季度將開始減息，全年可能減息 1 至 2 碼。

此外，下半年美國經濟的觀察重點將在總統大選。目前民調領先的特朗普有可能再次當選總統。他提出的企業稅減稅政策雖然可能有利於企業盈利，但根據 2017 至 2018 年的減稅經驗，效果可能不會太明顯；因目前稅率已低，無法再提升生產力。反而，對移民的限制和關稅的提高可能對經濟、企業獲利和股市都產生負面影響。

圖 1: 美國核心 PCE (%)



資料: 彭博, 凱基亞洲整理

## 美股震盪上行但留意美國大選與經濟進一步下行風險

在美股投資方面，由於 5 月以來的市場氛圍和經濟數據已基本確定了聯儲局不會再加息，因此對於美股的估值疑慮減輕。目前經濟雖然放緩，但由於放緩程度有限，我們預期實際利率未來會緩步下行，這將是支撐估值的一個利好因素。真正需要注意的，反而是前述的特朗普當選或勞動市場下滑至一定程度，在第 3 季末加深美國經濟陷入衰退(硬著陸)的可能性，而讓股市受壓。

## 債券投資先短期信用債再視情況轉長期國債

至於債券投資，由於美國目前維持在軟著陸的路線上，並且預計首次減息將在第四季度發生，因此美國的信用利差短期內不會大幅提高，國債殖利率也將維持倒掛。現階段，投資者可以選擇天期較短的信用債，以獲得較高的收益率；待到美國和全球經濟持續下行，美國勞動市場出現加速下行或硬著陸風險提高時，可以轉為配置天期較長的國債，以獲取國債殖利率下降所帶來的資本利得。

## 環球投資策略

考慮到現時的市況，下半年構建和檢視組合時，可參考「GUIDE」策略

### 精選行業

#### Gold 逢低吸納黃金及相關礦股

黃金不能提供收益，無風險利率也就成為持有黃金的機會成本，金價和實質利率呈負相關，過去當利率上升時，金價下跌。歐元區已率先開始減息，我們預期美國也將在今年轉向，若國債孳息率回落或將支持金價。同時，環球風險事件不斷，美國的財政狀況引起關注，黃金也有望提供避險功能，另外，環球各國央行增持黃金進一步支持需求。

截止 5 月 31 日，現貨金價為每安士 2327 美元，略低過 5 月中的歷史高位不到 5%，由年初起計升約 13%；金甲蟲指數(BUGS)追蹤一籃子不對沖黃金產量的金礦股，同樣升近約 13%。黃金以外，金礦股也可考慮作衛星配置。

#### Utilities 「AI」用電加上減息預期利好公用股

公用股一般收入穩定，因而具有不錯的防禦能力，但過去近兩年的加息週期令無風險利率上升，公用股收入相對不吸引。不過，今年經濟可能下滑，加上或美國可能轉向減息，令公用事業否極泰來，今年以來的表現不輸科技股。

除了板塊輪動之外，AI 應用預料上升，處理更多數據預期將大幅提升用電需求，預計全球 AI 相關的每年總用電量與瑞典相約，即是全球總用電量的 0.5% 左右，到 2030 年，AI 相關的用電比例將提升至 3-4%，電力和公用事業也因而成為 AI 相關受惠相關類股。

新能源也是 AI 用電的相關題材，然而傳統能源價格回穩而且利率高企，令能量轉型計劃較預期緩慢，加上新能源相關的企業不少缺乏利潤支持，目前或只有部份市值較高的大型新能源相關股票可能受惠。



## 核心配置

### Investment Grade 把握投資級別債息率，企業債看高一線

過去在債息上升的時期，只要當時的經濟維持正增長，不論是投資級別或是高收益債的信用利差大部份時間以收窄為主。美國企業第一季業績大致理想，除了支持股價之外，相關的企業債也同樣受惠。投資級別企業的盈利按年增長 7%，優於市場預期，其中以媒體與娛樂、REITs 及汽車業高於市場預期的幅度最高。另外，海外收入佔比較高的企業盈利，相對上也優於以本土為主的公司，同時預期企業盈利維持正增長。年初至今，美國債息上升但信用利差持續下跌，不少投資評級債的評級也獲上調。第一季，投資評級債之中，上調相對下調的比例為 4 比 1，同期高收益債之中，比例只是 1 比 1。

考慮到美國經濟並非強勁增長勢態，加上銀行持續收緊放貸，企業融資成本上升而且再融資問題仍存，較保守的投資者可考慮以大型優質企業所發行的投資級別債作首選。過去投資級別債的發行量，仍較往後到期的量為高，疫情時大量發債令大企目前的債務負擔不高，從這一角度來看，大企再融資的風險不算太高。行業方面，若經濟維持向軟著陸方向發展，投資者可優先考慮能源及原材料業，過去數據顯示此類板塊和經濟環境關連度較高，而利率關連度較低。

軟著陸預期也將支持 BBB 類評級的前景，進取者也可考慮 BBB 評級。另外，美國投資級別企業債在約 5 年至 20 年之間為正斜率，年期越長息率越高，而 20 年以後息率並沒有顯著提升。美國投資級別企業債和國債的孳息曲線型態不盡相同，兩者息差在 5 年以後明顯開始擴闊。因此，現時除考慮較高息的短債以外，在出現更多經濟放緩的跡象時，5 至 10 年期的投資評級債也值得留意。

值得一提的是，年初至今國債孳息率普遍上升，債價因而下跌，但這仍然無礙資金流入投資級別債。過去數據顯示，債券總回報短期小幅波動(如正負 2.5%)並不影響資金流向。

### Defensive Stocks 板塊輪動，增持防禦型股票

現時在標普 500 指數內，來自美國以外的盈利佔約 40%，因此即使是「美國大型股」指數，也不代表只和美國經濟掛勾，美國大企收入來源相對分散，而且 AI、半導體、科技等題材在市場上有獨特的地位，可考慮在回調時趁低吸納，或以定期定額的方式配置。

截至 5 月 31 日，標普 500 股市由年初起升近 10.6%，益本比(每股盈利與股價的比例, Earning Yield)已跌至 4.06%，貼近 10 年期美國國債孳息率，從這角度來看，美股並不便宜，投入新資金時，可考慮估值較為吸引的板塊，並留意美股集中風險。

歐元區第 1 季實質 GDP 增長 0.3%，擺脫過去五季近乎沒增長的情況，外部需求改善貢獻最大，固定資本形成與家庭消費增長強，呈現復甦趨勢。

歐洲央行率先轉向減息，將有利企業估值及實際發展；而美國今年餘下時間也很大可能進入減息週期，值得一提的是，歐洲央行先於美國轉向並不常見。風格上，防禦型和週期性股票在進入減息週期時，表現不盡相同。由於防禦型股票一般收入較為穩定，過去在減息時期，債息回落令這些收入顯得相對吸引，防禦型股票表現明顯較為突出。不過，在去年

第 4 季債息自高位回落時，週期性股票升勢強勁，令防禦型股票相對落後，經濟未有轉弱而且盈利增長也高於預期也是原因。

現時，美國經濟已出現放緩跡象，服務業數據緩步下行加上製造業復甦仍然較弱。另外，強於預期的消費模式或難以維持，4 月份實質消費增長開始放緩，同期可支配收入增長減慢或是因素之一。在增長放緩的背景之下，減息預期或支持防禦型板塊的走勢。事實上美國及歐洲防禦型行業，如公用股、健康護理等，已收復不少失地，過去 2 個月公用股更領先大部份的板塊，現時估值仍然吸引，投資者可考慮把部份科技相關的利潤轉至防禦型板塊，減低組合波幅。

至於「大 vs 小」，在實際轉向減息時一般是有利小型股的。翻查過去數次的轉向，以中位數計算，在當地央行轉向減息時，歐元區及英國的小型股表現幾乎在轉向後的 3 個月內開始跑贏大型股，不過美國的小型股仍落後近 6 個月後才縮窄差距。目前來看，美國「大優於小」的趨勢很大可能在今年維持，然而歐元區的小型股(相對大型)在轉向後更有機會，區內復甦勢態仍將是關鍵。

整體而言，投資者可考慮增持防禦型行業。同時，充裕的現金及較強的融資能力將繼續支持大型企業，歐元區以外成熟市場(美國、英國)維持大優於小。

### Eastern regions 捕捉亞洲增長

**日本：**一般而言，日元的走勢和整體日企的盈利呈負相關，日元兌美元偏弱，有利日本股票的盈利，主要原因是海外收入較為吸引，不過對於以本土消費的企業就較為不利。日元偏弱影響進口，中小企及本地消費者不容易受惠於弱勢日元，另外通脹令加薪壓力上升，進一步衝擊本土企業的盈利。目前來看，日本大型出口企業的優勢較大，價值股也可能受惠於企業改革。至於盈利以本地為主的企業，在美國轉向減息或日本進一步收緊貨幣政策時較有利。

**中國：**IMF 上調中國今明兩年的經濟增長率，同時中央政策落地有望支持市場重拾信心，詳情請參閱本報告<中國宏觀經濟簡評及下半年五大投資主題>的部份。

**台灣：**自去年底起，台灣股市受惠 AI 熱潮而迎來亮麗升勢，但目前估值高於平均，詳情請參閱本報告<台股市場簡評>的部份。

**印度：**大選完結，現任總理莫迪(Modì)的執政黨未有如市場預期般，以「壓倒性」方式當選，在不聯同盟友的情況下未能取得過半數，得票較上兩屆(2014 及 2019)為少。點票期間因預期落空，而令股市短期波幅急升，但目前來看大選結果並不影響印度的增長。事實上過去 30 年，印度經歷 7 任不同總理，以當地貨幣計算，印度股市年化增長 11.5%，即使將印度盧比貶值的影響計算在內，以美元計仍升近 8%。

印度的經濟增長仍然亮麗，3 月完結的 2023 年財年實質 GDP 增長 8.2%，高於預期，數據進一步推高今明兩年的經濟增長預測，8 個核心工業維持增長。另外，今年 5 月份製造業及服務業 PMI 分別為 58.4 及 61.4，商業活動維持擴張。印度政策利率自 2023 年 2 月已維持在 6.5%，同時印度盧比走勢大致受控，印度增長潛力仍然龐大。

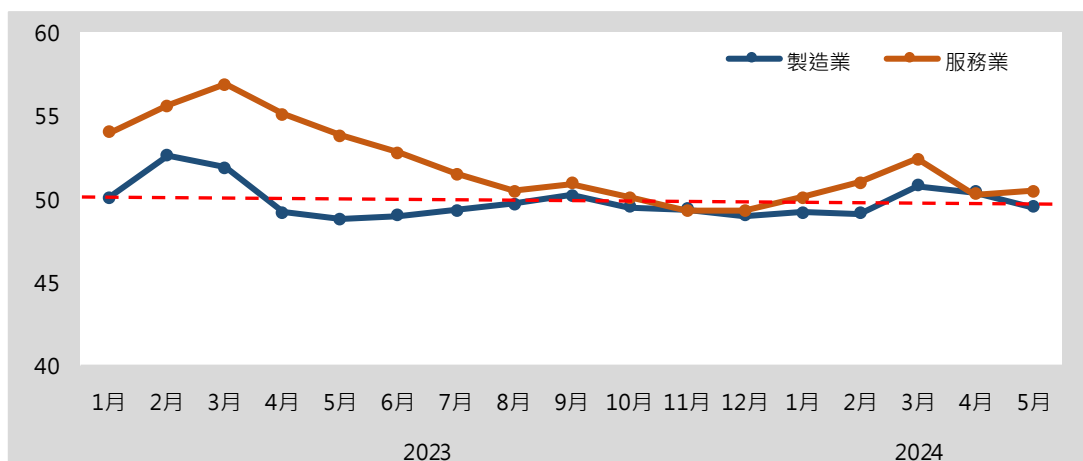
## 中國宏觀經濟

### 2024 年上半年回顧：增長超預期 惟結構不平衡

內地首季經濟增長 5.3%，優於市場預期，亦為全年達到 5% 左右的經濟增長率目標打好基礎；惟從月度數據可見，增長步伐並不穩健，結構亦相對不平衡。以 5 月份的「三頭馬車」數據作例子，零售銷售增速回暖，但工業增加值按年增速放緩、基建投資增速回落，疊加房地產投資跌幅擴大，都拖累固定資產投資數據的表現。另外，5 月官方製造業採購經理人指數由 4 月的 50.4 回落至 49.5，遜於預期並重回收縮區間，反映結合財政、貨幣及針對個別行業的刺激性政策仍然甚為重要。

隨著市場對後續經濟增長持續性擔憂有所增強，中央已積極加推政策。誠如 4 月 30 日的政治局會議所指，雖然經濟運行中積極因素增多，並成功實現良好開局，只是經濟持續回升向好仍面臨諸多挑戰，因此強調「要靠前發力有效落實已經確定的宏觀政策，實施好積極的財政政策和穩健的貨幣政策」。在具體的政策安排方面，會議表明要降低社會綜合融資成本、落實好大規模設備更新和消費品以舊換新行動，以及統籌研究消化存量房產和優化增量住房的政策措施等。

圖 2: 中國採購經理人指數



資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

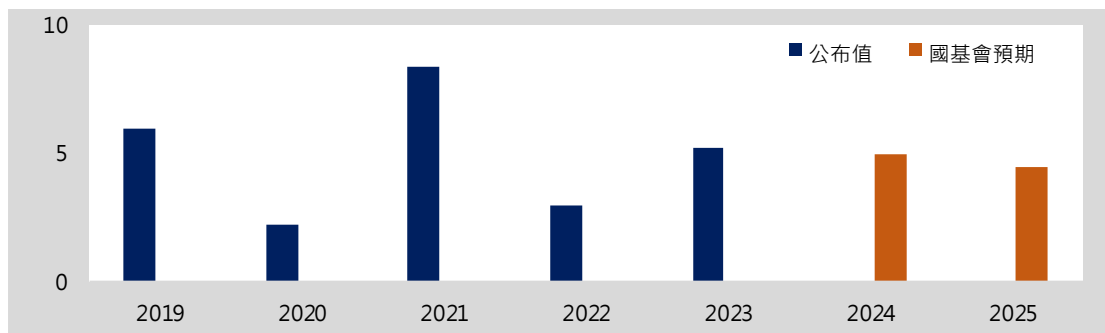
### 2024 年下半年前瞻：政策發力 達標在望

國際貨幣基金組織於 5 月 28 日，上調了其對中國於 2024 及 2025 年的經濟預測，新預期分別為 5.0% 和 4.5%。與今年 4 月時的預測相比，兩者的預測值均上調了 0.4 個百分點，主要原因是第一季度 GDP 增長強勁，並且中央政府近期推出不同經濟政策。

我們對內地經濟的觀點同樣偏向正面，展望政策持續落地有助信心回復，經濟景氣修復勢頭可望延續。以固投為例，受惠超長期特別國債發行，專項債發行也在加快，有助於基建投資企穩。而央行樓市三支箭---降首付至歷史新低、取消商業性房貸利率下限、設立 3,000 億元人民幣保障性住房再貸款，將推動樓市更快落底的同時，緩和房企流動性危機。政策效果預計將在第 3 季開始浮現，隨著高基數影響過去，新房銷售面積有望在第 3 季開始出現按年正增長。

至於出口及消費，全球製造業資本開支增加，出口預計仍有望維持溫和上升的走勢(惟要留意美國的關稅政策)；未來消費品以舊換新以及設備更新政策進一步發酵，後續內需有望觸底反彈。凱基亞洲預期，人民銀行會進一步下調利率 1 次以及存款準備金率 1 至 2 次。我們亦調升全年經濟增長預測至 5%(之前的預測為 4.9%)；消費物價指數就有望由去年的 0.2% 回升，估計今年下半年內將升至 1% 左右。

圖 3: 中國 GDP 增長—公布值及國基會預期 (%)



資料: 國家統計局、國基會、凱基亞洲整理

### 從高增長到高質量發展

後續留意將於 7 月份舉行的「三中全會」，其為對應經濟領域的重要會議。凱基亞洲相信，今次會議或專注於如何培育未來產業，加快形成「新質生產力」；並配合「耐心資本」，進一步增強發展新動能，以達到「中國式現代化」目標。事實上，在今年 3 月份「兩會」的政府工作報告中，「加快發展新質生產力」成為今年十大任務之首。

而針對短期的「逆週期調節」，部分政策方向似有變化，例如是近月的「補貼平移」。意思是地方政府縮減一些公用事業的補貼，令價格上升，一方面溫和推動通脹，亦減少其財務負擔；另一方面則將相關財力用到「以舊換新」的民生消費。政策因城施策、靈活變通，有助經濟於新環境新挑戰之下構建新發展格局。

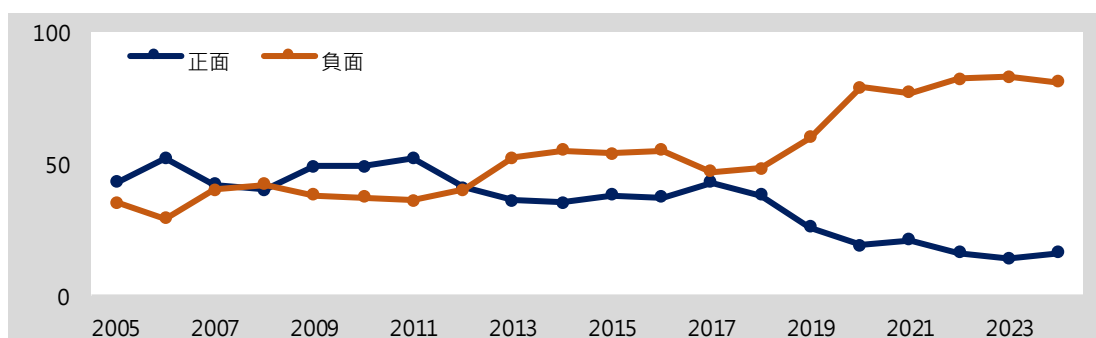
雖然我們調升了經濟預測，投資者需要觀察政策的具體效果，例如未來兩個月的樓市表現。另外外圍情況，例如美國經濟情況、聯儲局減息時間表，以及全球地緣政局，特別是中東戰局變動，都會影響下半年內地經濟表現。

### 中美關係繼續為市場帶來波動

最後必須討論的自然中美關係，美國總統大選將於今年 11 月舉行，料兩黨均會打「反華牌」。原因是根據美國智庫皮尤研究中心(Pew)的民調結果顯示，超過八成受訪美國人對中國持負面看法，43%受訪者對中國持非常負面觀點。

早前美國再次宣布對價值 180 億美元的中國進口貨品加徵關稅，涉及電動車、鋰電池、半導體和鋼鋁材等。其實從貿易戰開始，美國已不斷擴大到其他範圍，市場稱為「漸進包圍」；打壓的理據亦由最初的貿易赤字、不公平競爭，變成後來的援助俄羅斯，以及現時經常用的產能過剩。後續要留意中美關係變化及其他國家會否跟從美國步伐，採取措施針對中國。面對各項地緣政局變數，下半年資本市場波動難免。

圖 4: 美國人對中國的觀感問券調查(%)



資料: 美國智庫皮尤研究中心、凱基亞洲整理

## 恒指今年展望

### 中央持續出招；大市觸底反彈近四千點

回顧恒指在過去半年的表現。2024 年開市曾跌至 14,794 點，及後在中央出招救市，包括中央匯金入市購入 ETF 及引入央國企市值管理等，指數觸底反彈。在 4 月中市傳中央加大力度拯救樓市，加上北水持續流入港股，指數由 16,044 點大幅抽升近四千點，曾高見 19,706 點。

### 下半年港股或更反映利好因素

我們認為在 2024 年下半年，好淡爭持的格局會稍為轉至傾向利好因素，這包括(i)樓市政策「組合拳」加快內地房地產觸底、(ii)國企積極的股東分紅、(iii)內地北水及外圍資金流入估值相對低廉的港股。利淡因素仍然是中國議題繼續是美國大選的政綱重點。

### 下半年恒指目標價為 20,900 點

以過去十年恒指一年高低位作統計，指數一年波幅中位數約 6,130 點。恒指今年的低位為 14,794 點來計，我們的基礎情境是恒指在未來六個月較大機會達到 20,900 點，一年最大潛在升幅為 22%。從估值而言，市場預期恒指成份股的每股盈利為 2,045 港元，按年上升 7.5%，這與我們第二季市場展望時大致相同。而 20,900 點所對應的預測市盈率為 10.22 倍，仍低於恒指過去十年市盈率的均值，大市上行的動力相信仍然不低。

圖 5: 恒生指數



資料: 彭博, 凱基亞洲整理, 截至 2024 年 6 月 14 日



## 下半年五大投資主題

### 策略一：經濟上行利營運

今年內地在政策面上穩中偏鬆，反映刺激經濟重拾動力為當務之急。在推出房地產行業支持措施的同時，當局過往一連串針對個別行業的調控和整頓動作已有所減少。整體而言，政策邊際放鬆有利經商環境改善，亦有助資本市場情緒恢復。

**騰訊控股(700)**：騰訊首季收入及盈利均勝預期。期內，視頻號總用戶使用時長同比增長超 80%。今年餘下時間的憧憬因素包括：遊戲業務於次季開始加速增長、廣告業務持續強勁、收入結構轉向視頻號等利潤率較高的業務。中長線而言，騰訊護城河仍在。

**港交所(388)**：最近有多項利好措施出台，包括擴大滬深港通下合資格 ETF 範圍，舉措短期內的作用雖然不會很大，但倘若市場氣氛進一步改善，可對港股日均成交有刺激作用。

### 策略二：樓市政策已鬆綁

當局進一步下調首套及二套房商貸最低首付比例、取消房貸利率政策下限措施及下調個人住房公積金貸款利率，措施將有助降低市場入市門檻。央行亦將設立規模達 3000 億元人民幣保障性住房再貸款，支持地方國企收購已建成未出售商品房。針對內房的政策密集出台，有望進一步降低樓市風險。

**平安保險(2318)**：中國當局早前出臺一系列房地產寬鬆措施，雖然短期內難以改善供需問題，但相信有助於收窄樓市銷售額跌幅。中國平安作為保險公司，資產質素有望得到改善。同時，中國平安首季新業務增長勝預期，反映業務前景正逐漸明朗。

**海爾智家(6690)**：雖政策難以短期內令買樓需求急增，但至少有望讓房市止跌靠穩，故對家電行業正面。海爾智家在國內維持領導地位，並受惠產品結構升級及出海，利潤率見提升，同時，管理層目標是提升派息比率，有利於增加股東回報。

### 策略三：國企改革增回報

國務院將把市值管理納入中央企業負責人績效評估。國有企業都表示將常態化採用市值管理工具維護公司價值，提升股東回報。國企有著穩定的現金分紅政策，業務上亦有較大護城河，因此投資價值較高。

**中聯通(762)**：中聯通 2023 年全年共派息 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%。預料中聯通派息比率還有上升空間，市場普遍估計今明兩年各增加 3 個百分點。

**建設銀行(939)**：國內取消了住房貸款利率下限，對銀行淨息差不利，但在新政策下，房地產價格和成交量有望趨於穩定，對內銀資產質量有利。目前建行估值處於同業的較低水平，但其 2024/2025 年預測股息率均接近 8%，在國有銀行中屬於高水平。具吸引力的股息率亦可為股價提供下行保護。

### 策略四：電力需求續增長

內地經濟動力轉強帶動電力需求增加。中國電力企業聯合會預測，2024 年全社會用電量將達到 9.8 萬億千瓦時，增長約 6%。加上隨着人工智能興起，生成式 AI 的採用將進一步提升耗電量。

**華潤電力(836)**：受惠成本端改善，煤電業務近年扭虧為盈，加上煤電容量電價機制有助穩定煤電行業預期，煤電股的公用性增強。同時，華潤電力新能源業務貢獻持續加大，長線對盈利及估值有正面作用。

**東方電氣(1072)**：東方電氣具備「六電並舉」(風電、太陽能發電、水電、核電、氣電、火電)與「六業協同」的產業格局，煤電和核電同時都是中國重要的基本負載電力，而其它新能源裝機規模長遠在「雙碳」目標下有增長潛力，公司作為國內領先的發電設備龍頭，可受惠訂單增加。

### 策略五：積極出海擴業務

儘管與已開發國家相比，中國經濟仍以較高的速度成長，但不能否認的是，其增幅已較過往的高速增長有所放緩。許多中國企業正在積極尋找新的海外機會以擴大業務版圖來維持盈利成長。

**安踏(2020)**：安踏集團近年都堅持著「單聚焦、多品牌、全球化」的戰略佈局，旗下多個品牌迎合了各細分市場的需求。按照安踏集團規劃，2024 年至 2026 年，安踏品牌流水將保持雙位數增長；FILA 品牌將實現 400 至 500 億流水的目標；DESCENTE 與 KOLON SPORT 將力爭打造為集團新一個百億品牌。出海方面，多年前收購 Amer Sports 已反映出集團想打造成國際品牌的決心，在 Amer Sports 旗下幾大品牌中，Arc'teryx、Salomon、Wilson 均在 2023 年錄得收入增長。

**攜程(9961)**：攜程首季收入及盈利均勝預期。攜程國內酒店和機票預訂同比均增長超過 20%；出境酒店和機票預訂同比增長超 100%；來自公司全球 OTA 平台 Trip.com 的總收入同比增長約 80%。管理層對夏季假期及以後的旅遊勢頭保持信心，預計出境旅遊部門將實現顯著增長，這一增長將由航班運力的持續恢復以及簽證積壓問題的解決所驅動。同時，集團亦積極把握入境遊的機會，入境旅遊對 Trip.com 的貢獻從十幾個百分點提高到了總收入的 20% 以上。

**泡泡瑪特(9992)**：泡泡瑪特 2023 年業績走出低谷，收入及盈利分別按年增長 35.6% 及 127.5%。管理層對今年海外營收展望具信心，全年收入增長料不低於 30%，海外增長料不低於 100%。東南亞是公司海外市場發展最快的地區，今年計劃進入印尼、越南和菲律賓等國家，管理層預期境外市場收入在未來數年會佔集團一半，2023 年僅佔 17%。此外，公司探索和擴大授權 IP 的範圍，推出各種不同類型的聯名款產品，產生經營槓桿。

表 1：焦點股

名稱	目標價
經濟上行 利營運	
騰訊(700)	450
港交所(388)	303
樓市政策 已鬆綁	
平安保險(2318)	42
海爾智家(6690)	32
國企改革 增回報	
中聯通(762)	7.3
建設銀行(939)	6.3
電力需求 續增長	
華潤電力(836)	25
東方電氣(1072)	14.6
積極出海 擴業務	
安踏(2020)	94
攜程(9961)	460
泡泡瑪特 (9992)	45

## 台股市場

台灣市場方面，去年底以來迄今台股已迎來 3 成以上漲幅，位居全球前段班，主要反映 AI 狂潮帶動科技股今明兩年盈利迎來 2 成以上的結構性增長，其次則是反映市場對聯儲局減息預期推升股市大漲下，進而帶動金融股今年首季盈利較去年大幅增長 1 倍以上。

展望未來，儘管 AI 狂潮將持續支撐台股維持升勢格局不變，惟從目前至第四季之前，指數恐怕以震盪整理為主，原因如下：(1)製造業雖正處於去年底開始的庫存回補週期，惟終端需求不強導致庫存回補力道偏弱。(2)市場對 AI 股的期待太高已很難再推升股價。(3)台股目前估值偏貴且較正常水平高出 1~2 個標準差。台股預估市盈率已超過 20 倍，高於過去 5 年平均水平的 15 倍。

投資建議部分，第 3 季建議以佈局低基數與低估值兼具的板塊或個股為主。AI 受惠板塊則建議待估值適度修正後再進行中長線布局。

## 新加坡市場

### 進入上升週期

新冠肺炎疫情後，新加坡經濟持續維持健康穩定增長。全球性利好因素大於區域性利空因素，有助增強這個城市國家的經濟實力。由於中東地區的持續緊張局勢，隨著物流公司將一些航線轉移到這個亞洲物流中心或增加空運到亞洲的貨物負荷，新加坡的空運和海運進一步增長。消費性電子產業的觸底反彈和半導體產業的上升有助於改善新加坡的製造業。中新之間的免簽證協議進一步促進了旅遊業的發展，酒店和餐飲業蓬勃發展。然而，中國疲軟的經濟持續影響新加坡的貿易。服務業仍然強勁，持續的資本流入鞏固了新加坡作為亞洲財富中心的地位。我們預計新加坡將擴大整體經濟的成長，特別是製造業的復甦。同時，降息預期將增強房地產投資信託產業的情緒。銀行業將保持彈性，因為財富業務的成長將抵消預期的淨利差收窄。

### 經濟概況

**GDP：**24 年第一季度，新加坡整體 GDP 與 2023 年同期相比同比增長 2.7%，反映出從上一年的經濟狀況中反彈。按環比計算，24 年第一季度經濟增長率高於 23 年第四季度的 2.2%。新加坡市場的增長符合貿易和工業部的預先估計，主要由金融和保險、運輸和倉儲以及批發貿易部門推動。

在商品生產行業中，新加坡的製造業在 24 年第一季度報告了 0.8% 的緩慢增長，因為該行業繼續面臨中國經濟增長放緩帶來的挑戰，導致亞洲區域需求減弱。該行業在 2023 年收縮了 2.9%，隨後在 24 年第一季度增長了 0.8%，低於預期。未來 6 個月，儘管地緣政治持續不利，但製造業的商業信心仍然樂觀，其中電子行業最為樂觀。半導體和其他電子模組和元件行業的公司也表現出樂觀的前景，將有利的前景歸功於對消費電子設備的需求增加和對人工智慧伺服器的強勁需求。預計後者將推動對記憶體、存儲和網路晶片的需求。另一方面，強勁的住房需求推動了建築活動的發展，這得益於工作力輸入的正常化。

在服務業中，旅遊業顯示出明顯的復甦跡象，推動了食品和飲料以及酒店業，以及資訊和通信，金融和保險以及專業服務行業在 24 年第一季度經歷了大幅增長。這一增長得益於對 IT 和數位解決方案的持續需求，以及銀行和相關金融服務活動的強勁表現。金融和保險業的大多數資產類別的交易量都有所增加。信貸中介活動的增加，以及保險和輔助活動領域的增長，使信貸中介業務同比增長 6.5%，高於 23 年第四季度的 5.4%。運輸和倉儲業同比增長從 23 年第四季度的 2.8% 回升至 6.8%，這歸因於航空運輸領域的強勁增長。在新加坡港口集裝箱輸送量和海運貨物處理量增加的支援下，水運部門也有所增長。批發貿易部門同比增長 1.5%，高於 23 年第四季度 0.2% 的增長率。展望未來，2024 年 4 月至 9 月，新加坡服務業企業的商業預期繼續保持樂觀，住宿業的商業前景最高，其次是批發貿易業。在住宿業，隨著會議、獎勵旅遊、展覽活動的增加以及 9 月份的新加坡大獎賽，業界預計入住率會更高。而在批發貿易行業，隨著更多具有人工智慧功能的計算機進入市場，批發商預計客戶的需求將回升。

表 2: 新加坡 GDP(%)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24
整體國內生產總值	0.5	0.5	1	2.2	1.1	2.7
商品生產行業	-3.8	-6.1	-3.5	1.9	-2.9	1.4
服務生產行業	2	2.9	2.3	2	2.3	3.2

資料: 新加坡貿易與工業部, 凱基亞洲整理



**CPI**：2024 年 3 月，新加坡的整體消費者物價指數(CPI)年增 2.7%，2 月為 6.3%。這主要是由於醫院和門診服務價格的顯著上漲，導致醫療保健價格上漲。另一方面，3 月核心通脹率年減至 3.1%，低於 2 月的 5.5%。24 年第一季，新加坡整體 CPI 年增 3.0%，主要受娛樂和文化部門的推動，隨著國際旅遊進一步復甦，假期消費增加。24 財年第一季核心通脹率年增 3.3%，2023 財年年增 4.2%。新加坡金融管理局預計，到 2024 年，整體核心通脹率將在 2.5%至 3.5%之間。剔除商品及服務稅上調的影響，核心通脹率和整體通脹率預計將在 1.5%至 2.5%之間。央行也預計，核心通脹率短期內將徘徊在 3%左右，2024 年第四季和 2025 年將出現更明顯的下降。預計這一下降將隨著消費者價格調整到某些商品和服務的更高成本水平，包括最近 4 月份的水價上漲。隨著時間的推移，預計累積成本對消費者物價的影響將導致核心通脹出現更顯著的緩解。

表 3:新加坡 CPI(%)

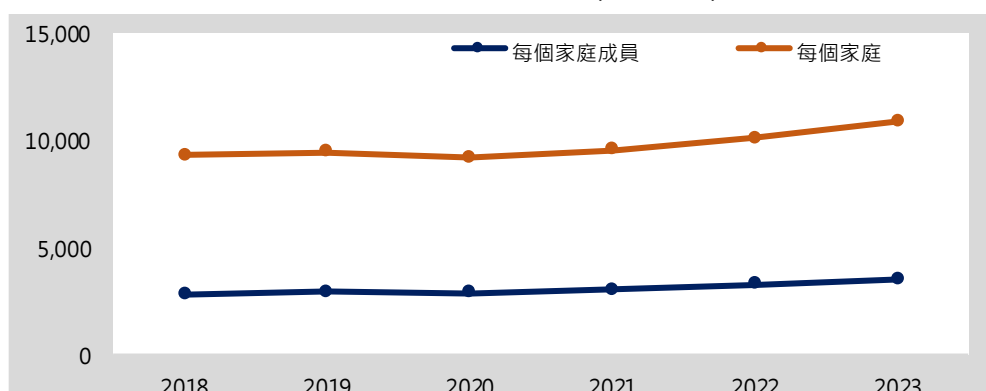
3 月	比例	按年	按月	累計
所有項目	100.0	2.7%	-0.1%	3.0%
所有項目減去推算租金	82.5	2.5%	-0.2%	2.8%
所有項目減住宿	78.0	2.5%	-0.2%	2.9%
MAS 核心通貨膨脹	65.8	3.1%	-0.2%	3.3%

資料: 新加坡統計局, 凱基亞洲整理

**勞動力市場**：24 年第一季度，經季節性調整的失業率小幅上升至 2.1%，這歸因於全球經濟放緩和商業信心疲軟。鑒於 2023 年下半年裁員人數增加，這一上升是意料之中的。儘管如此，就業增長仍呈積極趨勢，計劃在未來三個月內招聘的公司比例有所增加，從 12 月的 47.7%上升到目前的 50.7%。雖然勞動力市場在第一季度有所擴張，但與前幾期相比，其擴張速度放緩，反映出由於全球經濟不確定性揮之不去，招聘較為謹慎。

然而，工資增長可能會放緩，打算提高工資的公司比例從 32.6%下降到 26.1%。24 年第一季度，總就業人數增加了 4,900 人，低於上一季度。這一增長主要是由金融服務、衛生和社會服務以及公共管理與教育等不斷擴大的部門的居民就業增加推動的。這些行業就業的增長抵消了零售貿易、食品和飲料服務以及住宿業的季節性下降，這些下降通常發生在節日之後。在居民就業家庭中，家庭每月工作收入中位數名義增長 7.6%，從 2022 年的 10,099 元增長到 2023 年的 10,869 元。經通脹調整後，2023 年家庭每月工作收入中位數實質上升 2.8%。名義收入增長和實際收入增長之間的差距在 2023 年也有所縮小，在考慮政府轉移支付和稅收之前，基尼係數(Gini Coefficient)在 2023 年降至 0.433，而 2022 年為 0.437。

圖 6: 家庭收入中位數趨勢(新加坡元)



資料: 新加坡統計局, 凱基亞洲整理

**固定資產投資：**根據新加坡經濟發展局的數據，由於半導體需求放緩，2023 年固定資產投資放緩至 127 億新元，比 22 財年創紀錄的 225 億新元同比下降 44%。然而，這一數位仍高於經濟發展局的中長期固定投資目標，反映出新加坡作為通往不斷增長的亞洲地區的門戶的持續商業信心。承諾固定資產投資的前三大行業分別是化工、電子和研發，分別佔 35.6%、24.2%和 16.6%。在 23 財年，經濟發展局還吸引了 89 億新元的總業務支出，高於 22 財年的 62 億新元，超過了經濟發展局的中長期目標。這一增長歸因於投資專案的增加，其中近 70%來自總部和專業服務專案，因為越來越多的全球企業將新加坡作為基地，以利用亞洲的增長。這些承諾實現後，預計將創造 20,045 個工作崗位，預計每年增加值為 267 億新元。為進一步支援優質投資，政府於 2024 年 2 月 16 日推出可退還投資信貸(RIC)，在全球投資競爭日益激烈的情況下，政府努力保持競爭力並吸引優質投資。RIC 作為具有可退還現金功能的稅收抵免功能，旨在支援高價值的經濟活動，例如製造、創新、研發和綠色倡議等。教育局將決定抵免的資格和金額，抵免可以抵消企業所得稅，如果未充分利用，則以現金退還。此外，新加坡計劃向金融和研發等行業注入資金，以加強其競爭優勢並維持長期增長。有關 RIC 的更多細節將在今年第三季度發佈。

表 4: 2023 年固定資產投資表現

	FY2022	Medium to Long term Goals	FY2023
固定資產投資 (\$\$ 十億)	22.5	8 - 10	12.7
每年業務支出 (\$\$ 十億)	6.2	5 - 7	8.9
創造的就業機會	17113	16000-18000	20045
每年增加值 (Value-Added) (\$\$ 十億)	20.6	-	26.7

資料: 新加坡經濟發展局，凱基亞洲整理

**國際貿易：**2024 年 2 月，出口增長 1.7%，進口增長 5.6%，貿易總額同比增長 3.5%。然而，經季節性調整後，2 月份貿易總額環比下降 0.5%。非石油國內出口(NODX)繼上個月大幅增長 16.7%後，小幅下降 0.1%。雖然非電子產品出口下降，但電子行業有所增長。總體而言，NODX 略有下降，尤其是在除香港、美國和印尼以外的大多數主要市場。非石油轉口(NORX)增長了 0.7%，這得益於電子行業的擴張，但被非電子行業的下行所抵消。貿易總額增長放緩主要歸因於不確定的全球經濟環境。然而，香港市場的復甦提供了支撐，使新加坡對香港的 NODX 顯著增長了 143.6%。新加坡企業發展局將 2024 財年 NODX 增長預測上調至 4%至 6%，高於此前估計的 2%至 4%，這得益於全球電子需求的預期逐步復甦。世界貿易組織還預計，繼 2023 年增長 0.8%之後，2024 年全球商品貿易將增長 3.3%，顯示出對國際貿易行業的樂觀情緒。

**個人可支配收入和儲蓄：**23 年第四季度個人可支配收入同比增長 4.9%，主要受員工薪酬增長疲軟的推動。個人儲蓄同比增長 2.5%，本季度個人儲蓄率從 32.8%上升至 35.2%。2024 年全年個人可支配收入有望實現中高個位數的溫和增長。然而，隨著企業裁員和凍結招聘，為 2024 年全球經濟放緩做準備，增長將降至低個位數。因此，通貨膨脹和工資增長之間的差距仍然存在。

表 5: 個人可支配收入和儲蓄 (%)

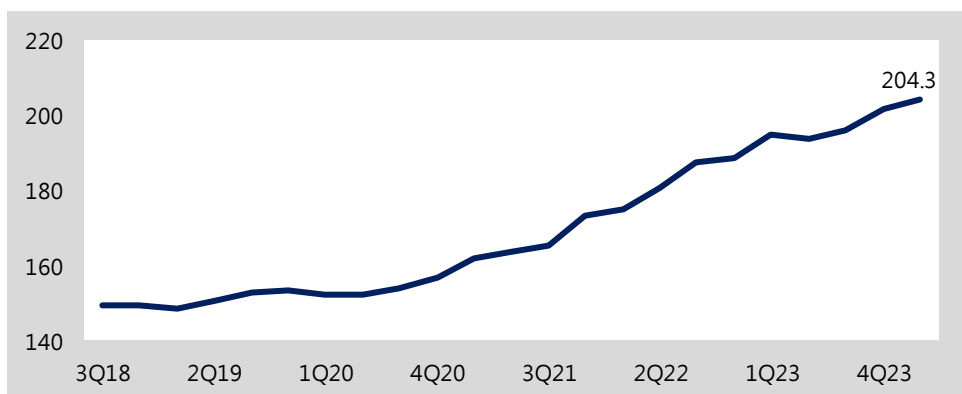
按年變化	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
個人可支配收入	8.2	10.1	7.2	4.9
個人儲蓄	0.5	12.5	9.6	2.5
私人消費支出	13.4	9.0	6.1	6.3
員工薪酬	8.6	9.4	7.6	4.5
個人儲蓄率 (%)	37.7	31.9	32.8	35.2

資料: 新加坡經濟發展局，凱基亞洲整理

**房屋和租金價格：**24 年第一季度，私人住房價格小幅上漲 1.4%，較上一季度 2.8% 的漲幅有所放緩。另一方面，私人住宅物業租金繼上一季下跌 2.1% 後，在 2024 年第一季度連續第二次下跌 1.9%。然而，由於滿足高淨值外國人需求的供應有限，新加坡大型豪宅的租金上漲，根據 Huttons Asia 的數據，私人非有地住宅四居室單位的需求增長了 36.5%，推動租金環比上漲 6.5%。在 2024 年上半年，政府出售私人房屋的供應量進一步增加，發放了 5,450 個單位，這是自 2013 年下半年以來單一土地出售計劃的最高供應量。供應的增加是為了迎合購買需求並維持新加坡私人住房的價格穩定，並將為來年的銷售做好準備。附加買方印花稅(ABSD)的修訂也減少了對新加坡房產的需求，因為買家現在在購買新加坡房產時需要繳納更高的稅款。

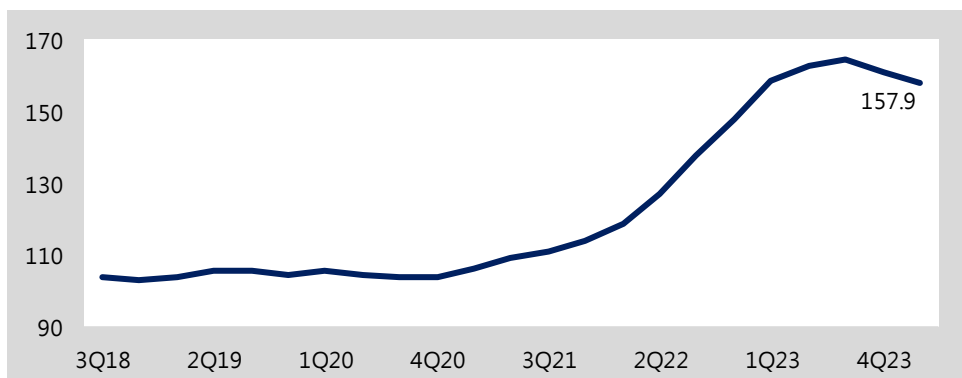
新加坡的房地產市場預計將在 2024 年放緩，抵押貸款利率將保持在高位。市區重建局(市建局)希望通過修訂其總體規劃和今年推出約 19,600 個按訂單建造單位，釋放新的住宅物業，供需失衡開始正常化。然而，目前新推出的物業單位仍然無法滿足需求。ABSD 對外國買家的影響更大。在當前不確定的市場環境中，本地買家表現出更加謹慎和謹慎的態度。隨著住房單元的建設和竣工恢復到大流行後的正常狀態，租賃市場也出現了緩和的跡象。由於 ABSD 影響了外國人的購買意願，建築活動仍在跟上，預計住房和租金價格在 24 財年將保持相對粘性。

圖 7: 房價指數



資料: 新加坡統計局, 凱基亞洲整理

圖 8: 租金指數



資料: 新加坡統計局, 凱基亞洲整理

## 亞洲財富中心

**資本流入增加：**根據新加坡金融管理局的數據，管理的總資產同比下降 10%至 4.9 萬億新元，主要是由於資產價值下降。與此同時，新加坡持牌和註冊基金管理公司的數量從 2021 年的 1,108 家增加到 2022 年的 1,194 家。

**高淨值人口增長：**新加坡目前擁有約 336 名億萬富翁(淨資產至少為 1 億美元)和 30 位十億富翁，在全球排名第四。這標誌著新加坡的百萬富翁數量在過去十年中增加了 64%。在過去的一年裡，大約有 3,400 名高淨值人士移民到新加坡，使其成為全球百萬富翁最追捧的目的地之一。此外，新加坡已成為全球增長最快的家族辦公室中心。

**更多家族辦公室：**截至 2023 年，新加坡約有 1,400 家單一家族辦公室，比 2022 年底的 1,100 家增長了 27%。在最近大規模的洗錢事件之後，新加坡金融管理局收緊了有關外國財富流入的程序，申請人現在最多有一個月的時間在被要求提供更多資訊時回復監管機構，而以前沒有固定的回復時程表。通過簡化申請流程，新加坡金融管理局將能夠吸引更多合法財富並阻止非法活動。這也將使新加坡的家族辦公室受益，這些辦公室對自然友好型影響力投資越來越感興趣。除了傳統的自然保護資金來源外，這些私人財富管理公司還響應聯合國的呼籲，將資金流轉向保護和維持自然的活動，特別是東南亞的生態系統。持續的地緣政治緊張局勢和經濟不確定性使新加坡成為全球增長最快的家族辦公室中心，因為它被視為一個商業友好型城市和富裕投資者的避風港。預計這一趨勢將持續到 2024 年。

**海外資本持續跨境增長：**儘管亞太地區的跨國活動有所減少，但新加坡在 2024 年第一季對海外投資者保持了吸引力。新加坡的海外資本比例最高，達到 45.6%，吸引了越來越多的投資者，尤其是機構投資者對旅館業的興趣。這種興趣受到旅遊業復甦的推動，交易總額達 9.06 億美元，並且受到中新互免簽證安排等因素的推動，對酒店資產的關注。然而，諸如價格預期差異和高利率等挑戰可能會影響未來的市場活動。戰略夥伴關係和投資辦法對於在這些波動中利用市場機會至關重要。

## 看好行業

### 銀行業

**強勁的財富管理增長：**星展銀行/華僑銀行/大華銀行報告稱，23 財年管理資產同比增長 23%/2%/14%，分別達到 3650 億新元/2630 億新元/1760 億新元。

**23 財年利潤創歷史新高：**星展銀行/華僑銀行/大華銀行的利潤分別為 103 億新元/70.2 億新元/61 億新元。儘管淨息差同比下降 57.4 個基點，但星展銀行仍受益於其強勁的貸款擴張。華僑銀行和大華銀行分別受益於淨息差擴大 37 個基點和 23 個基點。淨利息收入也同比增長 16%至 26%。

**24 年第一季度盈利：**星展銀行/華僑銀行/大華銀行公佈的利潤分別為 29.5 億新元/19.8 億新元/14.9 億新元，同比變化分別為+15%/+5%/-1.6%。星展集團受惠於其手續費收入，而手續費收入受惠於市場情緒走強和信用卡支出增加，其淨息差穩定在 2.14%。華僑銀行的淨息差也穩定在 2.27%，它宣佈自願無條件全面收購其目前不擁有的遠東集團 11.56%股份，以將其保險部門退市。大華銀行的淨息差同比下降 12 個基點至 2.02%，淨利息收入同比下降 2%至 23.6 億新元。



**有吸引力的股息收益率：**新加坡三家銀行的 25 財年平均利率為 6.22%。

**估價：**目前的市盈率為 9.9 倍，而 5 年平均水準為 9.8 倍。

**展望：**星展銀行預計淨利息收入將超過 2023 年的水平，非利息收入將實現兩位數增長。總收入可能比之前的中等個位數指引高出 1 或 2 個百分點。大華銀行維持其對 2024 年貸款增長低個位數和兩位數費用增長的指引。華僑銀行上調了 24 財年的盈利率指引，預計如果降息幅度低於最初預期，淨息差將處於 2.20%至 2.25%的高端，低個位數增長，信貸成本在 20 至 25 個基點之間，股息支付目標比率為 50%。

### 房地產投資信託基金(REITs)

**重新評估催化劑：**預計利率將在 2024 年下降。因此，預計上限利率將下降，估值將上調。另一方面，由於房地產投資信託基金可以逐步以較低的利率進行再融資，從而增加收益，因此利息負擔將得到減輕。

**股息收益率：**新加坡房地產投資信託行業的平均 12 個月遠期股息收益率為 8.0%。關鍵利率和通脹的下降將使房地產投資信託基金明年更具吸引力。

表 6: 估值

	預期市盈率	5 年平均市盈率
零售	15.5x	18.5x
辦公室	10.4x	-7.6x
工業	16.4x	62.4x
酒店	18.4x	12.6x

## 印尼市場

### 經濟增長料高於 10 年平均

對於印尼經濟增長前景我們仍然樂觀，預計 GDP 年增率為 5.3%，高於 5.1% 的 10 年平均水平，略高於政府預期的 5.2%。這一增長預計將由家庭消費激增(佔 GDP 的一半)以及 2024 年 2 月選舉產生的新政府後進入寬鬆政策帶來的大宗商品繁榮推動。

另外，政府亦將會利用國家預算來控制通脹並穩定貨幣。與此同時，我們預計新政府上任後基礎設施支出和外國直接投資將會增加。

經營環境方面，私營部門可能會經歷一些波動，這可能會為新投資者創造切入點。儘管存在不確定性，但我們認為，隨著疫情結束後復甦態勢的延續，今年剩餘時間經濟仍有增長潛力。

### 雅加達交易所：歷史、指數及其主要行業

雅加達交易所於 1912 年在荷屬東印度群島政府下成立，它被稱為 Vereninging voor de Effectenhandel。在 1952 年之前主要專注於種植業相關的債券交易。從 1952 年到 1977 年，雅加達交易所的交投並不活躍。印尼股票投資的轉折點是在 1977 年，第一家公司在交易所上市。

在 42 個指數中，主要有兩個追蹤印尼股市表現的指數。第一個是印尼雅加達綜合指數 (JCI)，當中包括所有上市股票。第二個是 LQ45 指數，它追蹤個別綜合指數中的成份股，該等股票具有以下條件：(i) 高市值、(ii) 高市場流動性和 (iii) 公司基本面穩健。

汽車業、銀行業、國內消費業和電訊業是印尼雅加達綜合指數中的四個關鍵行業。主要原因是：(i) 在全球電動車市場規模呈指數增長的情況下，汽車業受資金青睞；(ii) 銀行業在綜合指數中的包含國有及私營中小銀行；(iii) 國內消費業可以享受印尼大量人口所創造的需求；(iv) 電訊業是一個發展穩定的行業，主要提供全國的通訊服務。

### 印尼需面對的挑戰

如同前面所提到的，總統選舉、新內閣的任命需要迅速到位，以穩定和刺激經濟增長。然而，鑑於印尼是一個出口國，很容易受到全球大宗商品價格波動的影響，這可能會導致出口表現減弱，並對未來國家收入產生影響。

因此，該國必須優先考慮長期增長動力，投資於透過教育增強人力資本和增加公共基礎設施投資等措施以推動經濟。為此，加里曼丹的新資本項目(IKN)應旨在支持後者。

另外，為了取得進展，政府應考慮更審慎分配預算並增加收入，以助日後的行動 (例如適應氣候變遷) 創造財政空間。

此外，控制整體通脹也很重要，因為它可能會在一定程度上影響購買力。

## 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。

債券並不同於定期存款，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。