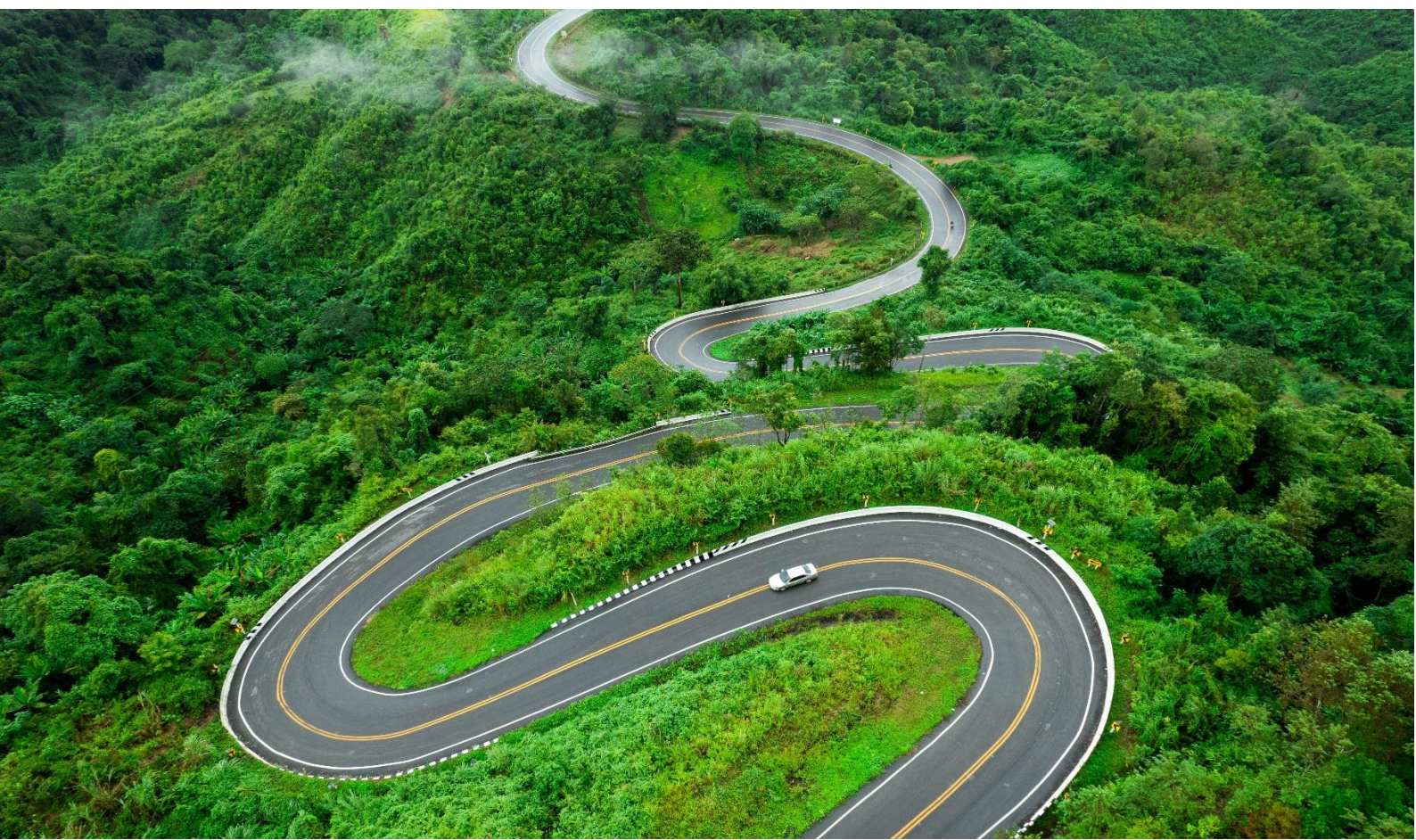




2024 年第四季環球市場展望 峰迴路轉



宏觀經濟分析

美國軟著陸憧憬提升市場信心

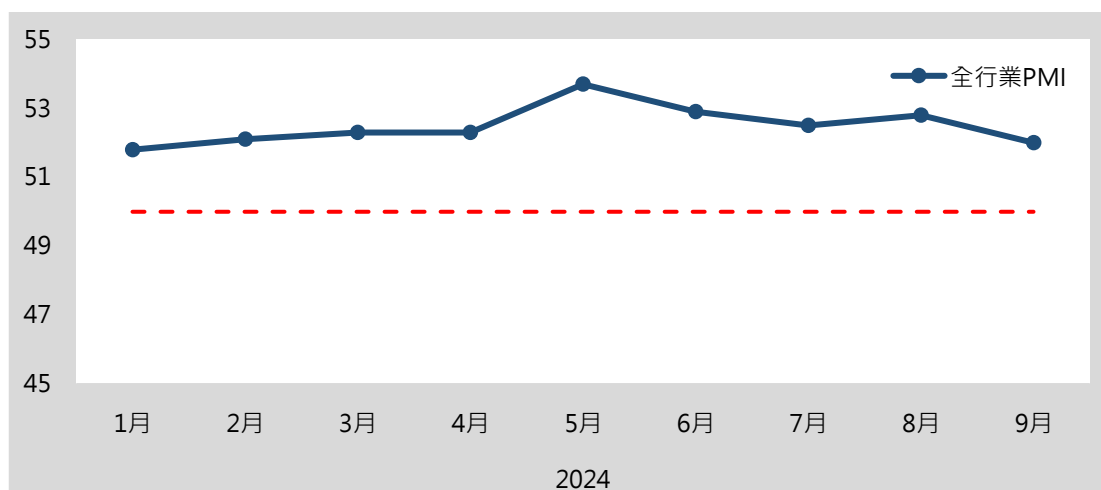
近期全球投資氣氛再次好轉，主要受惠多間央行積極放寬貨幣政策。以美國為例，聯儲局於其 9 月議息會議上宣布減息 50 點子(即 0.5 厘)，正式重啟減息周期；而根據點陣圖，當局今年或會進一步減息 50 點子，明年則為 100 點子。與此同時，聯儲局在顯著下調今年通脹預測之際，經濟增長只溫和下調 0.1 百分點至 2.0%，預示經濟有望軟著陸。

事實上，當地第二季國內生產總值(GDP)增長率終值已上調為 3%，符合市場預期，高於初值的 2.8%；第一季 GDP 增幅亦由 1.4% 上調至 1.6%。數據顯示在消費支持下，美國經濟再次凸顯超預期的韌性，一定程度上緩解市場的衰退擔憂。另一方面，當地 8 月 PCE 價格指數月增率報 0.1%、符合市場預期；年增率自 7 月的 2.5% 跌至 2.2%、創 2021 年 2 月以來最低、亦低於市場預期的 2.3%。因此，就算我們預期明年第一二季美國經濟增長或出現較明顯的減速，但暫時的宏觀數據仍預示經濟放緩但不衰退的情況。後續投資者亦需關注經濟數據變化，其對貨幣政策及全球市場氣氛均有影響。

至於環球經濟，9 月份摩根大通全行業採購經理指數(PMI)，報 52.0，相比上月 52.8 輕微回軟，持續高於 50 的榮枯線，反映全球經濟處於擴張狀態。按地區來看，美國的採購經理人指數下降了 0.5 點，達到 54.0，而歐元區和英國的綜合 PMI 分別下降了 1.4 點和 1.3 點。對於新興市場，如印度和俄羅斯也面臨壓力，分別下降了 1.5 點和 2.6 點。總體而言，市場仍然處於擴張狀態，但指數廣泛性地下行則略為欠佳，發達市場(DM)和新興市場(EM)均出現了不同程度的下降。

除經濟外，第四季投資者需關注美國的總統大選。共和黨候選人特朗普與民主黨賀錦麗於 9 月 10 日展開首場辯論。辯論會後市場普遍認為賀錦麗表現較佳，成功達到讓美國選民更認識她及其政見。凱基認為，雖然民調結果及賭盤均顯示賀錦麗勝率上升，但基於美國特殊的選舉人票制度，觀察 7 個關鍵搖擺州的民調結果，兩人的差距不大。因此縱使目前整體民調由賀錦麗領先，選情仍存在變數。

圖 1: 摩根大通全行業 PMI(%)



資料: 彭博, 凱基亞洲整理

潛在風險仍需留意

對投資者而言，短期市場仍受惠於減息及軟著陸的利好消息，惟多項潛在負面因素仍值得關注，例如以下 2 項重點：

1. 全球特別是美國及內地經濟，前者能否軟著陸？後者經濟經過近日的各項刺激性政策後能否回穩或改善？
2. 地緣政局變化，以色列接連擊殺真主黨中央委員會副主席卡奧克(Nabil Kaouk)及真主黨領袖納斯魯拉(Sayed Hassan Nasrallah)，會否導致中東戰爭全面升級？

環球投資策略

以下我們將回顧 6 月底提出的環球策略「GUIDE」。整體而言，我們認為第 4 季仍將適用。

精選行業

Gold: 中長線逢低吸納黃金

過去一季，聯儲局多次釋出減息訊號，加上局方實際減息 50 點子，幅度略高於預期，無風險收益下跌，黃金相對較為吸引，第三季內金價創下歷史新高。截至 9 月 30 日，現貨金價徘徊於每安士 2,630 美元，較季初時高約 13%。

美國財政狀況引起關注，加上中美關係改變，中東及俄烏局勢不穩，市場對黃金作為避險資產的需求持續上升，環球各國央行增持黃金，進一步支持金價。參考彭博的數據，現時美國仍是黃金儲備最高的國家，儲備超過 8,100 噸，中國的儲備近年也有在上升，現時已超過 2,200 噸，近 20 年儲備量增幅最高的國家是俄羅斯及中國。

黃金以外，金礦股也是相關資產，金甲蟲指數(BUGS) 第三季總回報約 20%。金礦股是企業，減息預料將降低企業成本，但同時要注意金礦股容易受投資氣氛影響，而且波動率一般比金價更高，後續也需要觀察盈利增長的情況。

Utilities: 公用股具防禦力，兼具中長線增長空間

防禦能力加上較高的利率敏感度，公用股(Utilities)在第三季總回報 19.4%，是標普 500 指數 11 個板塊之中，表現最好的行業，同期標普 500 總回報為 5.9%。

目前來看，公用股仍然是三個傳統防禦行業中較為吸引的板塊。除了傳統的防禦特性，AI 帶動的數據中心及相應的電力需求將繼續支持行業增長，減息也有望支持資金成本下跌，部份公司也有望於新能源市場之中脫穎而出，為公用行業提供一定的增長潛力。考慮到現時行業已累積一定升勢，現時以趁低吸納方式入市或比較可取。

核心配置

Investment Grade: 減息週期有利投資級別債

第三季，市場預期及加上聯儲局實際減息，帶動中長年期國債孳息率回落，支持債市表現。兩年期及十年期債券分別從 6 月 28 日的 4.75% 及 4.40%，降至 9 月 30 日的 3.64% 及 3.78%，債券總回報分別約為 1.58% 及 3.52%。短期孳息率跌幅高於長期，孳息曲線已於 9 月底脫離倒掛，9 月底，2 及 10 年期的息差為 14 點子。

過去的減息週期一般是有利投資級別債，特別是減息多數伴隨經濟放緩的可能性，相對而言，高收益債的發行人或要面對後續經濟可能放緩的風險，投資級別債比較可取。距離年底前還有 11 月初及 12 月中的會議，現時利率期貨市場已反映兩次會議共減息約 75 點子，2025 年再多減約 125 點子，保守的投資者可繼續透過中長年期債(如 5-10 年期)鎖定債息，至於希望進一步增加年期及存續期的，逢債息反彈增持或會比較理想。

Defensive Stocks: 美國大選疊加放緩風險，注重組合防禦能力

主導美國大型股指數的「科技 7 雄(Magnificent 7)」第 2 季業績大致符合預期，盈利增長不錯，但升幅未能再令市場感到驚嘆，我們預期盈利增長將放緩並趨向大型股的平均。標普 500 之中，科技 7 雄以外的 493 間公司，盈利增長預期上升，標普 493 或將支持整體美股走勢。美國的 AI、半導體、科技相關行業在市場上有獨特地位，投資者可考慮以定期定額方式增持，但要留意集中風險。

展望第四季，美國大選仍然是環球股市最大的不確定性，組合防禦能力仍不容忽視。傳統防禦行業，如健康護理、公用事業及必須消費品，和美國國債孳息率呈現較顯著的負相關，第三季孳息率回落加上經濟放緩憂慮，過去一季防禦板塊表現不錯，後續若經濟轉弱，或債息進一步回落，將支持此類行業的表現。

聯儲局已在經濟顯著轉差前啟動減息，政策轉向寬鬆有望支持經濟，預料經濟僅放緩而未有顯著放緩，軟著陸仍然是目前情景。若經濟未有衰退，股市表現仍可期待。進取投資者可考慮逢低位增持，金融、工業、原材料及其他對經濟週期較敏感的板塊，同時仍需密切注意經濟有否轉差。

Eastern regions: 精選亞洲地區

日本：日本銀行(BOJ)7 月底意外加息 10 點子，加上聯儲局季內減息，息差收窄支持日元兌美元上升。第二季環球策略中曾經提過，日元走勢和整體日企盈利呈負相關，特別是出口為主軸的日企，強勢日元對日股價格構成壓力。現時，日企實質工資轉正有望支持經濟正循環，以內需為主的行業較有利。新任首相石破茂表示日本未準備好再度加息，然而，我們預期美日息差將收窄趨勢未改，整體日元偏升，非對沖類別或較有優勢。

中國：內地政府在 9 月底推出多項政策支持經濟，激勵股市急升，詳情請參閱本報告<中國宏觀經濟回顧及第四季六大選股>的部份。

印度：第三季 MSCI 印度指數(美元計算)升約 7.4%，落後 MSCI 亞洲(日本除外)指數的 10.7%，因為中國在亞洲指數佔比較高(28%)。印度第 2 季 GDP 按年增長 6.7%，增速放緩也低於預期(6.9%)，印度大選結束伴隨政府支出降低是原因之一。過去印度盧比和美元的相關性不高，因此美元轉弱對當地貨幣的影響不太顯著。然而，Nifty50 指數在 9 月 26 日再創下歷史新高，當日收市報 26,216 點，及後以 25,811 點結束第三季。中長線印度增長仍然亮麗，但短期或難再獲大幅上調，股市方面，亞洲資金或轉投中國，未來一季印度股市傾向震盪向上。

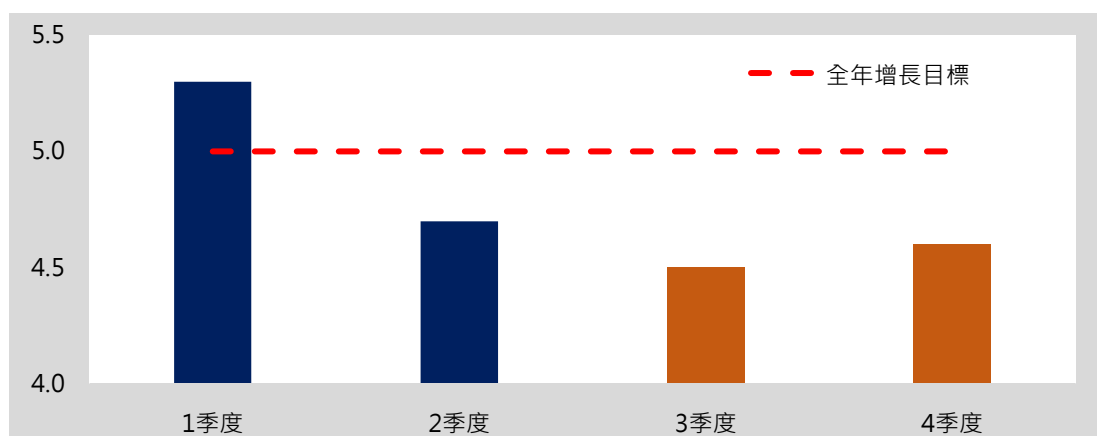
東盟：成熟市場政策轉向寬鬆，支持資金流入非歐美地區，東盟貨幣兌美元匯價於在最近三個月轉強，支持同期東盟股市走勢。中美關係的改變，促使中國及東盟在供應鏈上的合作更緊密，中國和東盟的出口也呈現正相關，顯示兩地出口並非單純競爭關係，中美角力期間，東盟地區或處於較理想的位置。

中國經濟回顧

GDP 增長動力欠佳

回顧年初至今的中國經濟增長，於首季 GDP 中國錄得了 5.3% 的增長，曾一度提振了重新投資中國市場的意欲，中央亦在「兩會」期間設定了今年的增長目標為 5% 左右。但後續在不同的經濟數據中都顯示中國的經濟增長動力開始乏力，第二季的經濟增速更降至 4.7%，低於市場預期及全年增長目標(雖然累計增長仍達標)。第二季的增速放緩，事實上加重了下半年的經濟增長壓力，下半年中央需要更大力地推出政策以保經濟增長目標。

圖 2: 2024 年中國經濟增長 (%)



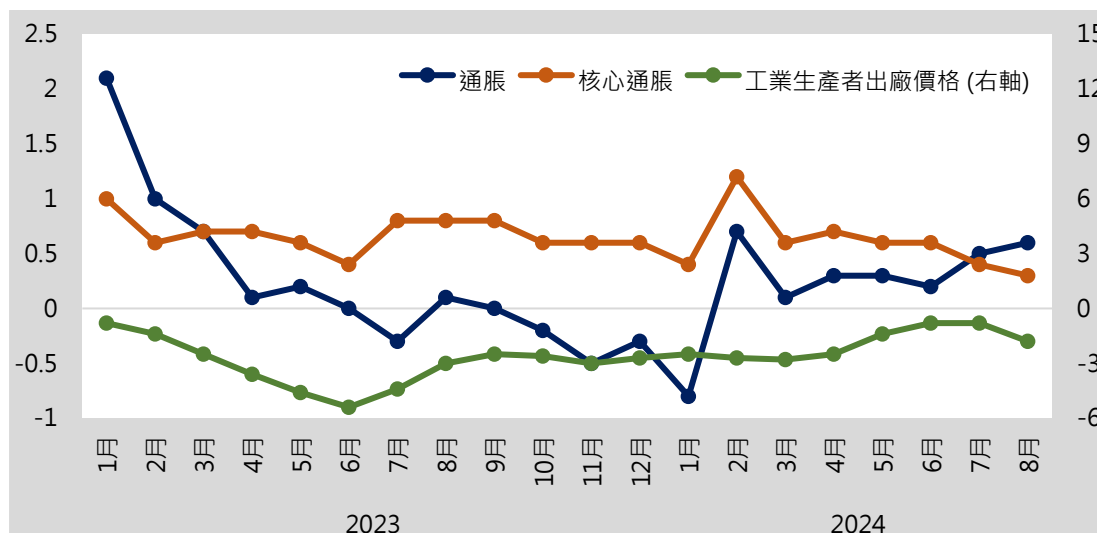
資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理

注: 橙色為彭博預測

核心通脹持續下行

另外，市場對中國物價指數變化的憂慮依然揮之不去。在近期的 8 月份通脹數據，雖然通脹按年增長較前值有所回升，但漲幅主要受食品煙酒價格上升所推動，事實上核心通脹的漲幅由 3 月起開始逐步回落，最新報 0.3% 為三年半以來新低，其中反映的問題不外乎目前市場的消費疲弱問題所拖累。而生產者出廠價格指數方面，經歷連月的跌幅收窄後，於 8 月按年跌幅再見顯著跌幅擴大，較前值跌多 1 個百分點至負 1.8%，反映工商的定價能力不足的問題。整體上中國通縮壓力依然存在。

圖 3: 中國通脹(CPI)及生產者出廠價格(PPI) (%)

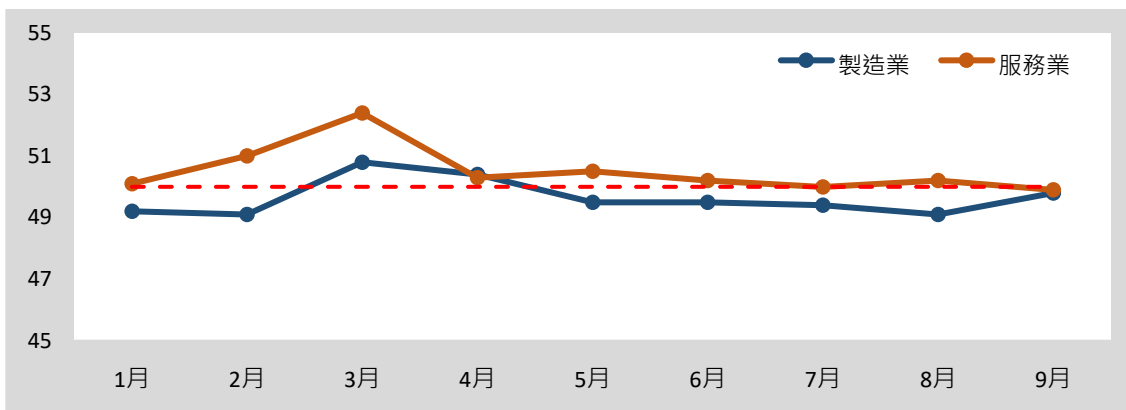


資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理, 截至 2024 年 8 月

採購經理指數(PMI)於盛衰分界線邊緣徘徊

採購經理指數(PMI)方面，服務業商務活動在去年經歷疫後擴張後，目前已回歸平穩，於 4 月開始於盛衰分界線 50 以上的邊緣維持，但在最新的 9 月份數據已降至 49.9，反映快速擴張階段完結，事實上對於促進服務業增長的需要仍然不可忽視。而製造業方面，目前的情況則較為嚴峻，在過去的 12 個月期間只有 2 個月錄得擴張並且只錄得介乎 50.4-50.8 的讀數，反映即使有所擴張，但只屬輕微改善，整體製造業情況依然十分疲弱，大部分時間處於收縮區間，9 月製造業 PMI 較 8 月份輕微回升至 49.8，貼近分界線。中國製造業仍要繼續面臨不少挑戰。在數據細項中，製造業生產經營活動預期亦開始出現疲態，連續兩個月錄得 52，為過去 12 個月的最低水平，並且形成了緩步下行的趨勢。同時亦反映了市場內需不足的問題，以及製造業定價能力不足的問題同樣出現。

圖 4: 採購經理指數(PMI)

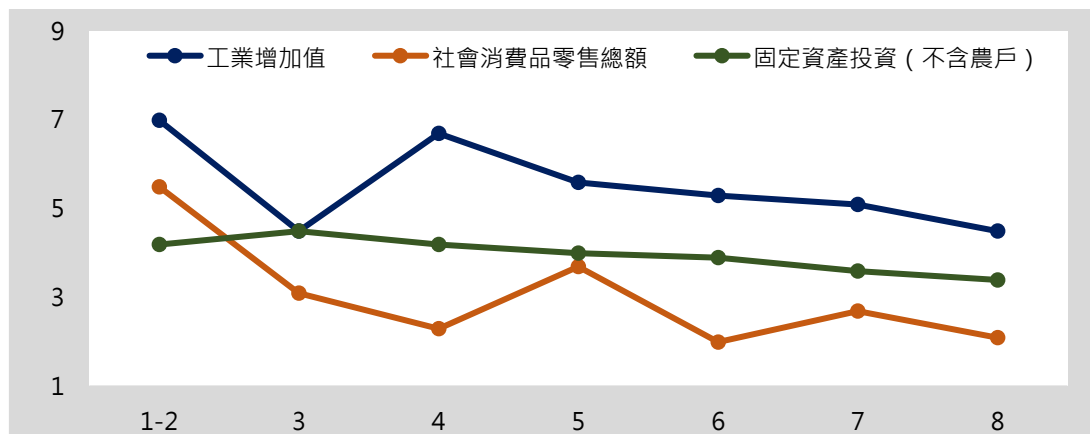


資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理, 截至 2024 年 9 月

固定資產投資、工業增加值及社會消費品零售總額

另外，國家統計局所公布的 8 月份固投、工業增加值及社會消費品零售數據均出現了增速回落趨勢。其中，固定資產投資首 8 個月增速降至 3.4%，雖然國有控股投資繼續支撐整體投資增速，但事實上民間投資仍不太樂觀，於最新數據中再次跌入負增速，反映市場投資信心疲弱，但高技術投資表現則較好，按年增長 10.2%。而該情況工業增加值同有出現，高技術製造業 8 月份增長為 8.6%，高於整體製造業的增速達 4.3 個百分點，反映目前高技術生產優於傳統生產。至於最令人擔憂的零售數據，於本次 8 月份數據繼續顯示疲態，零售銷售增速放緩至 2.1%，市場預期為 2.5%，前值為 2.7%。其中，餐飲收入按年升 3.3%；商品零售額按年升 1.9%，為近 12 個月以來的次低水平，為需求不足的結果。

圖 5: 固定資產投資、工業增加值及社會消費品零售總額 (%)



資料: 國家統計局, 凱基亞洲整理, 截至 2024 年 8 月

注: 固定資產投資為首 X 個月

中央減息、降準及其他釋放流動性措施

在目前中國經濟面臨逆境的背景下，近日國務院新聞辦公室舉行新聞發布會，當中人民銀行、國家金融監督管理總局及中證監聯合公布了一系列措施，支持實體經濟發展及資本市場的發展。當中包括了降低 7 天逆回購操作利率 0.2 個百分點至 1.5%，而目前以短期利率為主導，貸款市場報價利率(LPR)及存款利率等或有再下調機會，將有助降低企業融資成本及降低市場存款需求。同時人行亦宣布降準 0.5 個百分點，預計將可為市場注入約 1 萬億元人民幣長期流動性，並且透露後續或將會進一步調降存款準備金率 0.25 至 0.5 個百分點，反映目前中央救市意欲有所加強。

除此之外，於新聞發布會中推出了一系列的房地產扶持政策，包括降低存量房貸利率預計平均降幅約 0.5 個百分點、統一首套房及二套房的房貸最低首付比例至 15%。同時將保障性住房再貸款政策由央行資金支持比例由 60% 上升至 100%，研究允許政策性銀行、商業銀行支持有條件的企業市場化收購房企土地等。其後，部分地區亦開始全面取消限購措施。

而針對資本市場的扶持方面，人行行長宣布將容許證券、基金及保險公司等提供互換便利，指支持符合資產的機構透過資產質押，從中央銀行取得流動性資產，措施將可提升有關機構的資金獲取能力，增加股票市場的潛在流動性。另外，亦指將會引導銀行向上市公司及主要股東提供貸款，支持回購、增持股票，或支持投資者回報投資概念得以延續。中證監亦提到將會發布上市公司市值管理指引，指出要將長期破淨(市淨率低於 1 倍)的公司要製定價值提升計劃，長遠或有助提升中國上市公司的企業管治能力、投資者保護及對回報有利好作用。

整體上，本輪的措施出台具備全面性，降準釋放資金流動性、降息降低企業融資成本，存量貸款利率下調減輕市民供款壓力釋放消費潛力，增加股東回報等措施對市場有正面刺激作用。在眾多消息的刺激底下，港股成交於 9 月 30 日創下歷史達到 5 千億港元以上。

恒指第四季展望

中央連續出大招；大市觸底反彈超過四千點

在中央政府推出一系列救市措施的刺激下，中港股市展現出顯著的反彈。恒生指數自 9 月 11 日的 17,051 點起步，至 9 月 30 日的 12 個交易日內，僅有一天錄得下跌，整體漲幅達 4,083 點，約 23.9%。此期間，恒指成份股的平均每日成交量為 46.5 億股，顯著高於 2021 年初恒指突破 31,000 點時的平均成交量 32.9 億股，以及 2018 年恒指創下歷史新高 33,484 點時的平均成交量 32.4 億股。這一現象或許反映出市場投資者對於港股的「FOMO」(錯失恐懼)心理。

第四季將更受市場氣氛所推動

展望第四季，港股能否在強勢背景下維持在年內高位，如果僅從經濟基本面的角度看是較難支持現時升幅，主要是政策效果的觀察期通常至少需要六個月，而中港股在第三季及第四季的盈利表現可能受到內地經濟放緩的影響。然而，我們認為如果上述政策能夠成功落實，市場或將持續憧憬股市的表現能夠領先於實體經濟的復甦。

截至 9 月 30 日，恒生指數的混合 12 個月市盈率(Blended 12 months P/E)為 9.6 倍，剛好突破過去十年的負一個標準差。而下一個阻力位在 10.6 倍，即是 2023 年初高位。根據市場對恒指成份股的預測，其混合 12 個月盈利為 2,200 元，對應的恒指為 23,210 點。若大市的投資氣氛並沒有轉弱，國策推行的力度優於預期，恒指估值有望達到過去 5 年一個標準差的 11.5 倍市盈率，對應的指數為 25,300 點。

第四季六大選股

港交所(388)：港交所上半年業績理想，第二季主要業務收入按季上升 8%，源於標題平均每日成交額上升及 LME 交易量上升令交易及結算費增加，以及季節性因素令存管費用上升。內地宣佈多項政策刺激經濟，對本身估值低的股市有支撐作用。大市交投改善亦可助新股市場回暖，利好港交所。

中國平安(2318)：中期業績勝預期，壽險主業盈利能力見復甦。上半年壽險及健康險業務新業務價值達 223.2 億元人民幣，同比增長 11.0%。其中，代理人渠道新業務價值增長 10.8%，人均新業務價值同比增長 36.0%，產能持續提升。

中國建築國際(3311)：集團近年在內地市場繼續推廣 MiC 技術應用，同時，港澳建築市場龍頭地位穩固，幕牆業務保持技術領先。集團保持了穩健的財務狀況，抗風險能力持續加強。派息有上行空間，因管理層就其派息比率政策的指引由「約 30%」改為「不少於 30%」。

創科實業(669)：創科實業上半年表現強勁，銷售額增長 6.3%至 73 億美元，純利增長 15.7%至 5.5 億美元。MILWAUKEE 業務錄得雙位數的銷售增長，RYOBI 的表現亦跑贏市場。數據中心容量的需求增長增加了升級美國老化電網基礎設施的緊迫性，市場對 MILWAUKEE 銷售增長保持正面樂觀態度。

中國移動(941)：隨著資本支出逐步下降，預計全年自由現金流將實現良好增長。公司重視股東回報率，承諾從 2024 年起 3 年內將派息率提升至 75%。中移動增長能見度高及派息吸引，且行業防守性強，可作收息之用。

中銀航空租賃(2588)：由於製造商交付困難，新飛機供不應求，航空租賃可受益於租金上漲，利潤前景正面。另外，在減息週期，公司的融資成本將下降，有助盈利能力提升。

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。