

亞洲觀點

跟隨大眾

2023年8月



摘要：

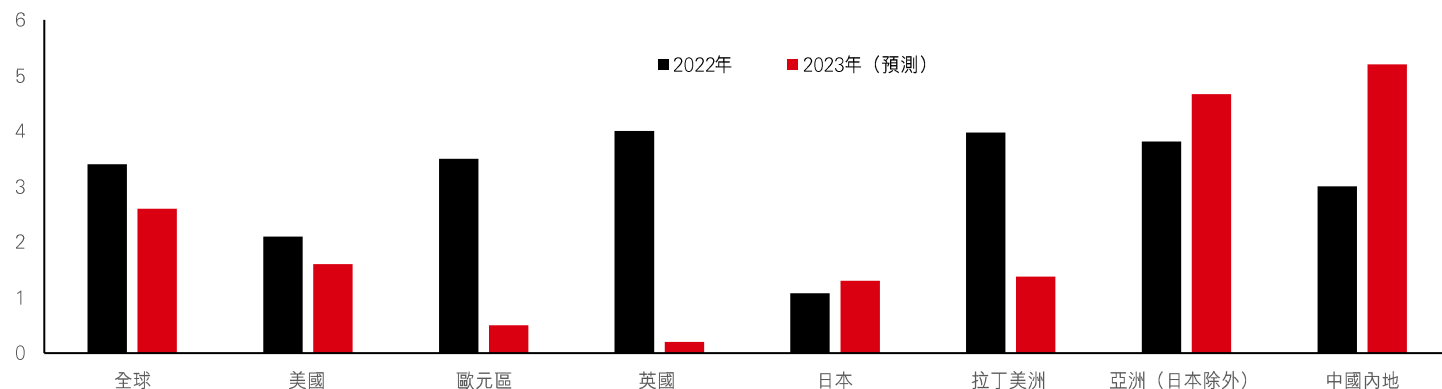
- ◆ 印度今年超越中國，成為全球人口最多的國家，消息受到廣泛關注。這固然是值得留意的里程碑，但當中的投資機遇遠不止於不斷增長的龐大人口
- ◆ 印度的人均國內生產總值或會在2030年前倍增。收入水平連帶消費模式轉變，將較人口增長本身帶來更重要的影響
- ◆ 鄰近國家也有類似的經濟增長形勢。這說明了為何亞洲發展中國家於2050年前有望在環球四大經濟體佔據三大席位

亞洲發展中國家的機遇不止限於人口增長

我們認為，亞洲具有吸引的發展前景。與西方國家相比，亞洲的增長前景較佳，通脹也較低。而隨著西方經濟體開始被增長減慢所影響，我們相信亞洲可望提供重要的風險分散優勢及表現潛力。亞洲對環球經濟的重要性日益提升，長遠前景亦相當利好，經濟進步可提高區內的收入水平，其中的中產階層消費者已佔環球消費者總數超過一半¹。

此外，人口最多國家的頭銜今年由中國變成印度，我們將於本文深入探討印度的長遠前景。印度的估值不如現時區內其他國家低廉，但其長遠經濟增長及相應機遇最少可構成一些理由，令印度資產成為吸引的投資對象。

亞洲本地生產總值增長對比全球其他地區 (%)



資料來源：滙豐投資管理、彭博，截至2023年8月。

¹ 世界數據實驗室、布魯金斯學會，2021年8月。

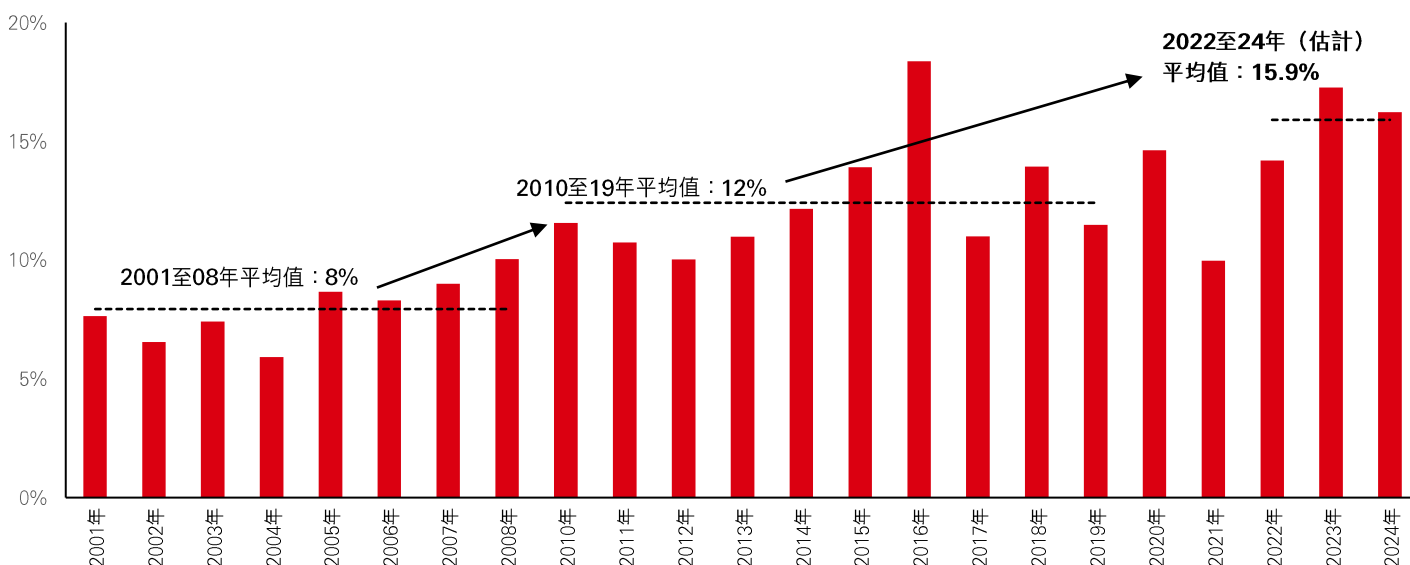
本評論就近期經濟環境提供精簡概要，僅供參考用途。此乃市場傳訊資料，不應被讀者視為投資意見或作為出售或購入投資產品的建議，也不應被視為投資研究。所載內容並非根據推廣獨立投資研究的法定要求而編製，亦無受到在發放此文件前禁止進行交易的約束。本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

印度勢成焦點

印度今年超越中國，成為全球人口最多的國家，消息受到廣泛關注。這固然是值得留意的里程碑，但印度的投資機遇遠不止於不斷增長的龐大人口。此外，只要中國在教育、科技及其他推動生產力增長的投資繼續有成果，與其他發達國家相比，其人口下降將不會造成嚴重影響。

除人口增長外，印度也穩步崛起成為重要環球經濟力量。此乃建基於約十年前展開的改革，目標包括數碼化、本地製造業、基建及綠色轉型等經濟領域。目前，預料印度在2022年至2024年將佔環球經濟增長近五分之一，比例為2000年代初的兩倍。跨國企業看準當中的機遇，爭相推進發展。上月，Google承諾向印度數碼化基金投資100億美元，支持加快數碼經濟增長。

印度在全球經濟的佔比持續攀升



資料來源：Haver、國際貨幣基金組織預測、摩根士丹利估計，數據截至2023年7月。註：由於2009年環球國內生產總值錄得負增長，數據已被排除在外

展望未來，印度最早可望在2027年成為第三大經濟體。更重要的是人均國內生產總值或於2030年前倍增²。收入水平連帶消費模式轉變，將較人口增長本身帶來更重要的影響。開支從必需品轉向，帶動對可選消費品及服務的新需求，為目前滲透率偏低的領域（如金融服務、旅遊及娛樂或汽車等）創造龐大商機。成熟及初創企業顯然可迎來新的盈利潛力。

印度最早可望在2027年晉身世界三大經濟體。

長遠而言，商機規模值得期待。滙豐研究部預計，在2030年結束前，中上階層將每年平均增長24%。若此增長成真，中上階層人口將在2040年前達約8,000萬，與2020年初不足200萬相比增幅巨大。

印度並非區內唯一迎接潛在消費力量轉變的國家。事實上，印度的消費者階層增長率落後於孟加拉，而菲律賓、越南及印尼等其他東盟市場亦緊隨其後。預計2030年底前，單以數量增長（新增消費階層人數）計，前六名均位於亞洲³。而預計2030年前，印尼將成為全球第四大消費市場，印度及中國則位居頭兩位。

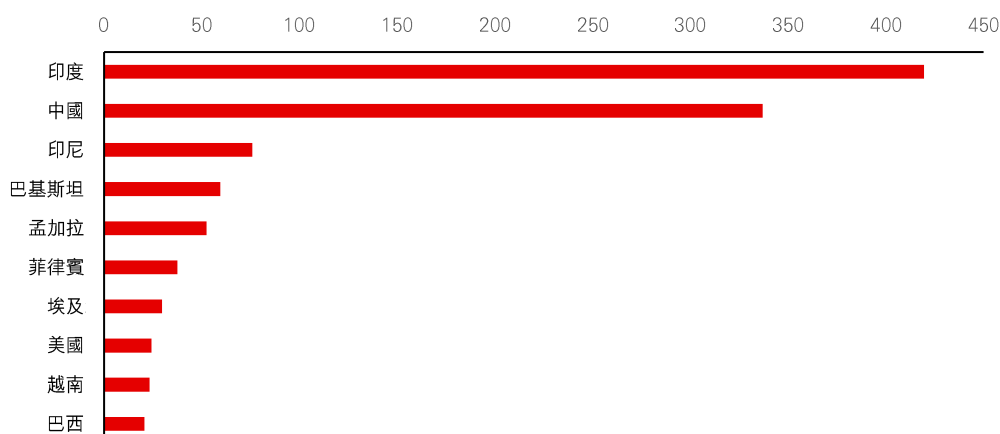
² 摩根士丹利研究部預測（截至2022年11月）、國際貨幣基金組織預測（截至2023年4月）。

³ 布魯金斯學會、世界數據實驗室，2021年8月。

本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

轉型至新經濟

2020年至2030年消費階層增長最快的國家（新增百萬人）



資料來源：布魯金斯學會，世界數據實驗室，2021年8月31日。消費階層指每天平均家庭開支最少11美元（2011年購買力平價）

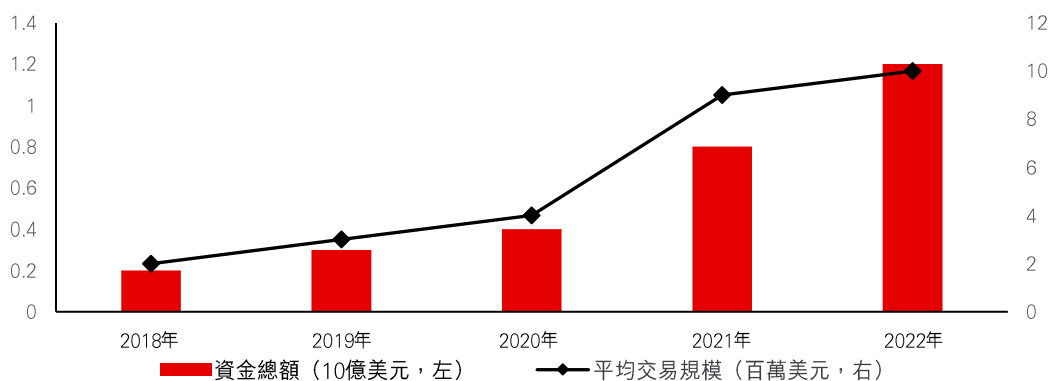
亞洲經濟體的潛在進步標誌著區內的機遇；以轉型規模計算，印度顯然是無可比擬。印度現時的就業人口仍以農村低技能勞動力為主。國內人口年輕正不斷增長 — 聯合國預計未來十年勞動年齡人口將超過十億 — 但相對於全球及其他大型亞洲經濟體，受教育程度依然偏低。

正如其他南亞國家，農業佔印度總經濟產出約五分之一。然而，近半印度人口就業於該行業，說明提高勞動力生產力及產出帶來的機遇⁴。科技在提高生產力方面發揮著關鍵作用，其中包括農業。農業科技為農民提供生態系統，協助他們獲取適當融資、現代化設備及其他提高環球競爭力的先進科技，從而提高生產力及收入。

政府再次推出各種措施支持是次轉型，例如近期公佈的農業加速基金（培育新初創企業，為農民增加數碼解決方案）或國家農業市場（即通過透明的拍賣流程提高效率的網上交易平台）。

根據下圖，農業科技初創企業的資金迅速增長，聚焦連接農民與企業及消費者的解決方案、數碼化應用、精準農業等。這種現代化將擴大就業機會的多樣性（包括農村地區），鼓勵教育及進一步提高生產力。

印度農業科技公司的初創投資



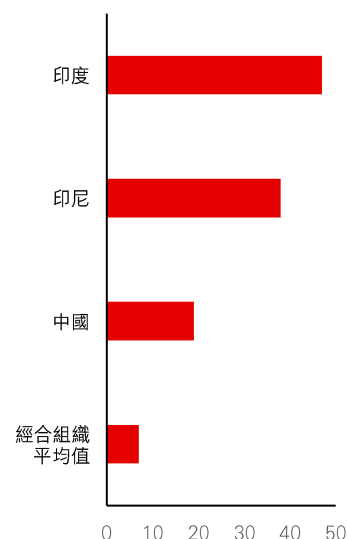
資料來源：麥堅時公司，Pitchbook數據，2023年1月。

⁴世界銀行數據，2021年

本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

正如其他南亞國家，農業佔印度總經濟產出約五分之一。

曾接受基礎教育或以下的成年人比例



資料來源：滙豐投資管理，經合組織指標數據，2022年

環球貿易仍為增長動力

地緣政治版圖的變化，為印度及其東盟鄰國增添了長期增長動力。企業尋求分散供應鏈，擺脫對中國的依賴，令東南亞成為主要的潛在對象；印度、越南、馬來西亞及其他國家成為新建或擴建製造中心的主要市場，產品附加值更高。

印度龐大的勞動年齡人口，使其在達到製造規模方面具備明顯優勢。蘋果顯然需要如此規模，因此自2017年起在該國生產低端iPhone。該公司現已宣佈計劃擴大在印度的iPhone生產，包括旗艦型號。蘋果的擴張是大趨勢的一部分，帶動去年印度的手機出口量增加一倍⁵。

目前，印度製造業佔經濟產出的比重只有13%，低於全球其他國家的平均水平；如印度對科技及基建進行必要的投資，改善製造業物流、效率及資本回報率，將可提供巨大增長潛力。「印度製造」及生產掛鈎激勵(PLI)計劃等政策鼓勵戰略行業的國內生產，有助促進這一目標。

除了過去的結構性缺陷外，製造業比重偏低的部分原因是印度一直是服務出口中心。印度可受惠於服務業持續全球化，不受商品回落影響。自2019年起，印度業服務出口的年增長率超過25%。去年，科技及業務流程外包服務出口額超過1,500億美元，印度已成為該領域的全球領導者。全球各地近半全球產能中心位於印度⁶。這些中心可擔當跨國公司的樞紐，為業務提供軟件開發、數據分析、機器學習及其他知識服務。繼續發展以擴大高技能就業、鼓勵教育及提高經濟產出和生產力，可望帶來龐大機會。

鄰近國家也處於類似的經濟增長形勢，例如印尼是全球最大的鎳生產國，正致力擴大在電動車供應鏈的作用。這說明了為何預計亞洲發展中國家於2050年前，將在環球四大經濟體佔據三大席位，而在2075年前將在環球六大經濟體佔據四大席位。

去年，科技及業務流程外包服務出口額超過1,500億美元，印度已成為該領域的全球領導者。

經濟實力預計將東移

排名 (美元)	1980年	2000年	2022年	2050年	2075年
1	美國	美國	美國	中國	中國
2	日本	日本	中國	美國	印度
3	德國	德國	日本	印度	美國
4	法國	英國	德國	印尼	印尼
5	英國	法國	印度	德國	尼日利亞
6	意大利	中國	英國	日本	巴基斯坦
7	中國	意大利	法國	英國	埃及
8	加拿大	加拿大	加拿大	巴西	巴西
9	阿根廷	墨西哥	俄羅斯	法國	德國
10	西班牙	巴西	意大利	俄羅斯	英國
11	墨西哥	西班牙	巴西	墨西哥	墨西哥
12	荷蘭	韓國	韓國	埃及	日本
13	印度	印度	澳洲	沙特阿拉伯	俄羅斯
14	沙特阿拉伯	荷蘭	墨西哥	加拿大	菲律賓
15	澳洲	澳洲	西班牙	尼日利亞	法國

資料來源：滙豐投資管理、Daly and Gedminas及CEPR，2023年1月。

⁵工商部、滙豐研究部，2023年8月⁶。《India @ 100》，安永，2023年1月。

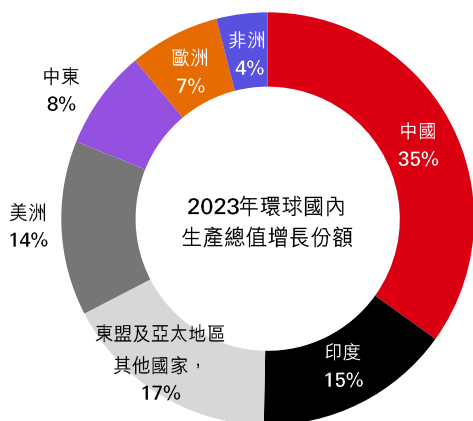
本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

亞洲股市 — 估值及前景較佳

美國今年在成熟市場中表現相對強勁，亞洲市場普遍落後。因此，市場之間存在估值差距，尤其是相對於美國。與此同時，西方仍然面對衰退風險，而亞洲的遠期盈利預期似乎較為穩健。不論西方經濟體最終的放緩幅度如何，根據下圖，亞洲今年將貢獻絕大部分經濟增長。正如我們所詳述，長遠增長前景同樣利好。我們預期此增長將體現在盈利之上，並最終帶動股票回報。

亞洲的遠期盈利預期似乎較為穩健。

2023年環球增長近70%將來自亞太地區



資料來源：滙豐投資管理、國際貨幣基金組織，2023年6月。

中國方面，家庭儲蓄相對較高及政府支持創造就業的計劃可望繼續支撐內需。近期製造業數據低於預期，拖累市場疲弱，但我們仍然樂觀認為更多刺激措施可帶來支撐作用。然而，由於房地產市場及其他行業的脆弱性持續，我們將採取針對性的方針。

與眾多新興市場國家相比，印度不容易受到環球需求放緩影響。

中國股市的風險分散優勢亦不容小覷，今年價值股的優異表現，充分說明了此市場的驅動因素有別於成熟市場股市，後者以增長股帶動回報。

作為今年另一個主要經濟增長主題，印度經濟已從疫情中強勁復甦，其中消費開支強勁，服務業也出現反彈。雖然未來數季增長或會放緩，但與眾多新興市場國家相比，印度不容易受到環球需求放緩影響，原因是其出口目前佔國內生產總值的比例不足四分之一。此外，企業及銀行資產負債表有改善，可望促進信貸增長及投資週期，政府補貼也可帶來推動作用。

我們概述的增長機遇促使印度股票的交易價高於整體亞洲地區。然而，回顧近期走勢，現時的價格不算過份高昂。此外，這些長期主題亦普遍可見於整個南亞地區，我們在印尼等估值依然偏低的市場看到吸引機遇。

印度NIFTY指數遠期市盈率



資料來源：滙豐投資管理、彭博，2023年7月。

本文顯示的表現數字與過往相關，且過往的表現不應被視為代表未來的回報。

本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

亞洲固定收益 — 價值、多元化及宏觀利好因素

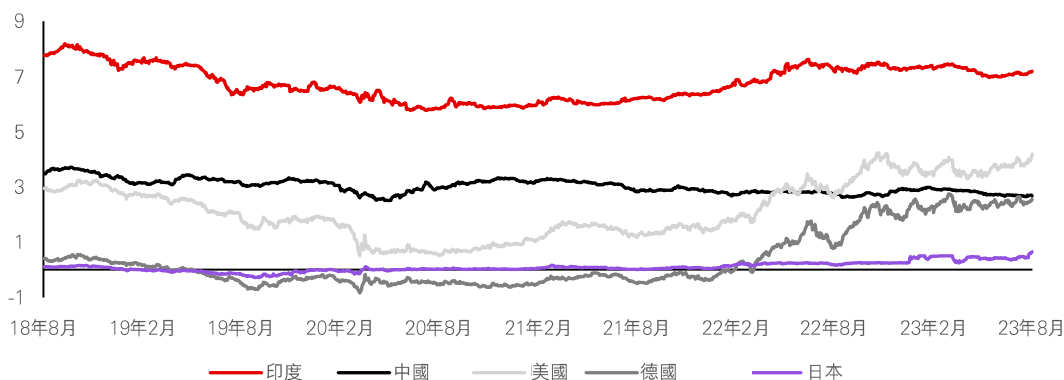
亞洲固定收益的情況相對簡單 — 宏觀經濟形勢相對良好、增長穩健且通脹較低，與西方國家面臨通脹趨升及相應增長阻力形成鮮明對比。背後原因相當簡單，亞洲經濟增長較高，讓企業有能力償還債務，降低預期違約率。此外，低通脹將進一步刺激亞洲經濟體。尤其是幾乎沒有通脹的中國。考慮到美國利率見頂，本幣債券在當前環境下可望受惠於國內債券收益率下降及貨幣升值的雙重效益。

亞洲經濟增長較高，讓企業有能力償還債務，降低預期違約率。

亞洲投資級別債券方面，過去一年半息差收窄，表現優於美國投資級別債券，此乃受惠於存續期較短，因此不易受美國利率趨升所影響。另一方面，高收益債券息差較大。這受中國房地產行業等受壓領域所影響。然而，我們認為息差溢價帶來了具針對性的機遇。

中國方面，下圖說明了為何我們主張配置中國政府債券，原因是其風險分散優勢強大。中國債券收益率主要受當地資金流動及宏觀經濟因素所驅動，這導致其特殊的回報動態，在過去五年當避險債券收益率急升之際，中國債券的收益率卻非常穩定。同樣地，印度債券的波幅也較小，而收益率溢價依然高企。

10年期政府債券收益率 (%)

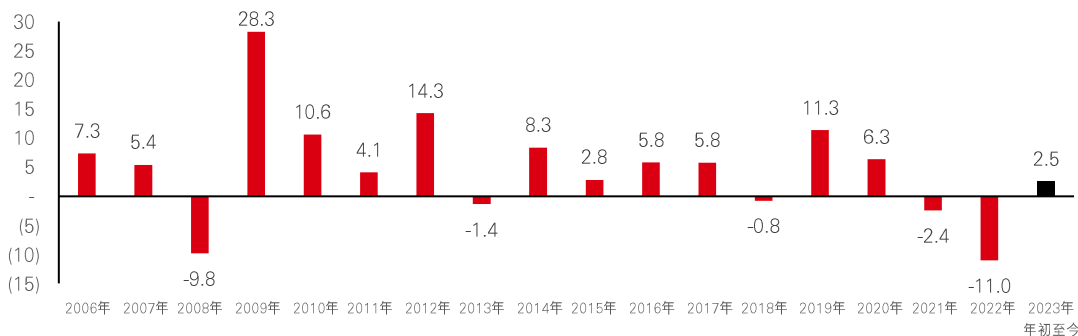


資料來源：Refinitiv、滙豐投資管理。數據截至2023年8月。

亞洲信貸亦繼續提供收益率溢價，各資產類別的收益率達到環球金融危機以來的最高水平。過去數年連續錄得負回報，情況以前未曾發生。當然，中國房地產開發商的拖累為過去數年回調的因素之一，且或會出現更多違約。然而，亞洲債券市場比以往更加多元化，中國房地產在廣泛指數的比重不足5%。因此，我們看到龐大的價值，尤其是具針對性的方針有助增加對特定行業及市場（包括印度）的關注。

中國房地產在廣泛亞洲信貸指數的比重不足5%。

2022年為亞洲信貸調整幅度最深的一年 (JACI年回報率%)



資料來源：彭博、滙豐投資管理。數據截至2023年4月27日。

本文顯示的表現數字與過往相關，且過往的表現不應被視為代表未來的回報。

本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

數據綜評 (截至2023年7月)

國家	經濟指標	數據截至	最新數據	普遍預期	前期數據	分析
日本	國內生產總值增長	2023年 第一季	1.8	-	0.4	日本經修訂的第一季實際國內生產總值較2022年第四季升0.7%（環比），高於初步估計及經濟師預測。向上修正的原因為私人消費及企業開支數據較初步估計強。
	按年(%)		0.7	0.5	0.1	
	按季(%)					
	消費物價指數通脹	6月	3.3	3.2	3.2	6月，日本整體消費物價指數微升至3.3%（同比），5月為3.2%（同比）。核心消費物價指數（撇除新鮮食品及能源）微跌至4.2%（同比），低於同期的4.3%（同比）。
	整體，按年(%)		4.2	4.2	4.3	
	核心*，按年(%)					
政策利率	7月	-0.1	-	-0.1	日本央行在7月會議上決定調整收益率曲線管控政策，以提高靈活性。日本央行將10年期國債收益率目標維持在約0%，但表示0.5%的上限現為「參考點」，而非「硬性限制」。	
中國	國內生產總值增長	2023年 第二季	6.3	7.1	4.5	中國實際國內生產總值增長由第一季的4.5%（同比），升至第二季的6.3%（同比），未達市場預期的7.1%，原因為重新開放動力減弱、房地產行業持續疲弱及外圍需求減弱。
	按年(%)		0.8	0.8	2.2	
	按季(%)					
	消費物價指數通脹	6月	0.0	0.2	0.2	中國6月消費物價指數持平（同比），略低於前值及市場預期的0.2%（同比）。下降主要反映商品價格通縮及服務業價格通脹放緩。
	整體，按年(%)		0.4	-	0.6	
	核心*，按年(%)					
政策利率**	7月	3.55	3.55	3.55	6月下調10個基點後，人行在7月維持1年期及5年期貸款最優惠利率不變。此決定符合市場預期。	
印度	國內生產總值增長	2023年 第一季	6.1	5.0	4.5	印度第一季國內生產總值增長由2022年第四季的4.5%（同比），加快至6.1%（同比），超出市場普遍預期（5%）。雖然面臨外圍阻力及國內信貸成本攀升，但第一季數據勝預期反映部分利好因素，包括冬季豐收、政府補貼帶動製造業復甦及服務業出口回升。
	—按年(%)					
	消費物價指數通脹	6月	4.81	4.6	4.31	
	整體					
—按年(%)						
政策利率	6月	6.50	6.50	6.50	印度央行將政策利率維持在6.5%不變，符合市場預期，並在通脹前景不確定性持續下，維持「撤銷寬鬆政策」的政策立場，尤其是季候風相關風險對食品價格的影響。	

■ 改善或超出預期
■ 轉差或未符合預期
■ 無變動或符合預期

* 日本核心消費物價指數為撇除新鮮食品及能源的消費物價指數。中國核心消費物價指數為撇除食品及能源的消費物價指數。

** 中國政策利率為一年期貸款最優惠利率。

資料來源：彭博、Refinitiv、滙豐投資管理。

本文顯示的表現數字與過往相關，且過往的表現不應被視為代表未來的回報。

本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

資產類別部署

資產類別	觀點	評論
亞洲當地貨幣政府債券	▲	隨著通脹回落至目標範圍，多數亞洲央行已暫停緊縮週期。部分利好因素可能已獲消化，雖然外圍不確定性持續，但區內的增長動力更為穩健可望帶來支撐作用。
人民幣債券	↔	除流動性狀況利好外，預料將有持續的針對性政策支援。雖然長線分散投資風險的優勢維持不變，但一級供應強勁或會限制中期上行空間。
亞洲（日本除外）股票	▲	中國推出更多政策以維持增長動力，而亞洲央行降低緊縮政策力度，或可支撐市場氣氛。宏觀不確定性、地緣政治、利潤率下降及盈利評級下調仍是主要風險。區內市場的表現可能出現分歧。
中國股票	▲	中國實施更具針對性的政策支持，加上估值相對吸引，或有助重振部分投資者信心，但外圍需求減弱、中國國內經濟活動復甦範圍有限、人民幣短期回軟等因素，仍然為前景帶來風險。
印度股票	▲	雖然估值高企造成憂慮，但印度股市展現的盈利增長潛力更穩健，在改革前景有利下呈強勁的結構性增長。由於核心通脹走勢趨緩，印度央行暫停加息亦屬利好因素。
東盟股票	▲	東盟增長動力強健及貨幣緊縮政策暫停屬利好因素。其防守特性吸引，供應鏈搬遷為額外利好因素，雖然商品價格波動，但部分地區的外國投資依然強勁。
香港股票	▲	除估值吸引外，香港的週期性復甦亦支撐盈利前景。環球增長不確定性持續仍然是其表現的主要下行風險，但內需市場的力量可望有助抵銷此風險。
日本股票	▲	日本國債收益率逐步上升，或會令估值受壓，日圓的潛在升值亦構成阻力。然而，國內重新開放提供支撐作用，經濟相對不受環球加息的影響。這創造了穩健的盈利前景。
亞洲外匯	▲	宏觀形勢支撐前景，惟因經濟表現不一，貨幣組合的走勢或會繼續分散。潛在美元弱勢為中期利好因素，但環球貨幣環境不確定或會令短期波動加劇。

本文顯示的表現數字與過往相關，且過往的表現不應被視為代表未來的回報。

本文所表達的觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不作另行通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

重要資訊

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文所載之過去業績並不代表將來的表現。本文所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換所影響而令投資價值上升或下跌。與已發展市場相比，新興市場投資涉及較高風險，而且較為波動。新興市場經濟體系一般大為依賴國際貿易，同時或會繼續受到貿易關卡、外匯管制、相對其他貨幣訂立的管制性調整，以及由貿易國訂立或提出的其他保護性措施所帶來的負面影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他貿易國的經濟狀況的負面影響。互惠基金投資涉及市場風險，請細閱相關的文件。

無論基於任何原因，本文件所載之部分或全部內容均不得複製或進一步發放予任何人士或實體。所有未經允許之複製或使用本文件，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件只提供一般性資料，文件內所載的觀點，不應被視為出售或購入投資產品的意見或建議。文件內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，並提供目前預測或未來的事件預估。相關的前瞻性陳述對未來表現或事件概不作出保證，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。我們對更新本文件內的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，不作出任何承諾。本文件並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，如此等建議並不合法。本文所載之內容只反映滙豐投資管理於製作本文件時之觀點及意見，並會不時轉變。這些觀點並不一定代表目前的投資組合分布。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

我們對於任何第三方資料的準確性及/或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

投資附帶風險，過去的業績並不代表將來的表現。請參閱銷售文件以便獲取其它資料，包括風險因素。此文件並未經證券及期貨事務監察委員會批閱。

滙豐投資管理是滙豐集團資產管理業務的公司名稱。於香港，上述資訊由HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited (滙豐環球投資管理(香港)有限公司)刊發。

本文件不應視為投資研究。本文件沒有按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，在其分發前不受任何禁止交易約束。本文件僅供營銷目的。本文件不具合約約束力，我們亦無需根據任何立法條款向您提供本文件。

版權 © HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited (滙豐環球投資管理(香港)有限公司) 2023。版權所有。在未得到滙豐環球投資管理(香港)有限公司書面同意前，不得將本文件內容複製、儲存於檢索系統，或以任何形式或任何方法，包括電子、機械、影印、錄音或其他方式發放。

關注我們：
[HSBC Asset Management](#)

網站：
assetmanagement.hsbc.com