

2024年第4季 投資總監洞察

理想時機

聯儲局焦點轉變

隨著物價趨於穩定，美國聯儲局（Fed）已表示是時候開始減息。9月大幅減息50個基點將提高經濟軟著陸的可能性，並有利於風險資產的表現。

股市的升勢將擴大

股市牛市走勢可望持續，並擴散到過去表現落後的行業。美國大型科技行業和人工智能（AI）相關主題的長期增長趨勢仍然良好。星展集團認為，應將新加坡房地產投資信託基金納入收益型資產投資組合。

維持較長期的存續期間策略

隨著Fed減息，收益率曲線陡峭化將有利於長期債券。應將閒置資金以“槓鈴式”策略佈局投資等級債券，平均存續期間介於5至7年，並保持平均信用評級為BBB。

看好另類投資

黃金、對沖基金和私募資產是非市場方向性（non-market directional）的回報來源。與全球市場低度相關對這類資產而言是有利的趨勢。



目錄

- 03 重點摘要
- 04 資產配置
- 24 美國股市
- 29 歐洲股市
- 34 日本股市
- 39 亞洲不含日本股市
- 45 全球信貸
- 52 外匯市場
- 57 大宗商品
- 66 另類投資：黃金
- 73 專題策略：東協投資策略

重點摘要

親愛的貴賓您好，

過去兩季，我們曾經提到風險性資產仍可望有較佳的表現。進入第4季，在美國聯儲局（Fed）大幅減息50個基點，美國經濟呈現軟著陸的機會增加，因此仍是佈局風險性資產的理想時機。

在那之後，債市和股市持續呈現上升走勢。近期，原本表現較為落後的非科技行業開始出現優於美國科技行業的情況。儘管如此，我們仍認為，應以“槓鈴式”投資策略長期佈局；槓鈴的一端配置增長型資產，槓鈴的另一端則是配置收益型資產。

即使近期市場波動，大型科技股在增長型資產中仍然表現突出。與2000年網通泡沫不同，目前人工智能（AI）革命是由自由現金流所帶動，而不是藉由債務來支持。這可以從許多大型科技企業擁有大量現金，且具備穩健的盈利能力獲得證明。我們認為，AI革命仍處於早期階段，且仍然具有巨大的增長潛力。

在升勢擴大的主題部份，我們看好亞洲股市，因為它們將受惠於利率下降和弱勢美元以及中國最近的刺激措施。特別是過去幾年表現不佳的東盟（ASEAN）市場，未來可望有亮麗的表現。

收益型資產部份，長期投資等級債券提供穩定的現金流，且隨著美國聯儲局進入減息週期，這些債券存在資本利得的機會。我們也看好新加坡房地產投資信託基金（REITs），因其估值具吸引力且負債結構良好。

另類投資仍然在我們的投資組合中佔據一席之地，黃金、對沖基金和私募資產提供了非相關性的回報來源，或稱之為超額回報（alpha）。

希望您喜歡這份報告，並祝您在今年最後一個季度的投資取得豐碩成果！



侯偉福 · CFA
星展集團投資總監



理想時機

資產配置
2024年第4季

美國聯儲局（Fed）目前的寬鬆週期與1995年類似。經濟韌性和Fed減息，以及顛覆性科技進步推動生產率提升，是風險資產的有利因素。在國債債息下降和弱勢美元的環境下，可佈局黃金、東盟股市和亞洲房地產投資信託基金（REITs）。

2024年第4季 投資觀點摘要



宏觀政策

美國聯儲局意外減息50個基點，開啟減息週期。歐洲央行今年年底前會再減息25個基點。日本央行目前維持利率穩定，2025年第1季將再加息。中國推出新支持性的刺激措施。



經濟展望

聯儲局大幅度減息50個基點將增加經濟軟著陸的可能性，避免經濟陷入衰退。亞洲出口優於市場預期，主要受惠於電子產業的上升週期。



股票市場

增長放緩和弱勢美元應該有利於公用事業、消費必需和醫療保健等更具防禦性的行業。利率下降有利於東盟股市和亞洲房地產投資信託基金 (REITs) 的表現。



債券市場

持續看好評級為A/BBB的公司債。可採取槓鈴式存續期間策略，同時佈局1至3年和7至10年的投資等級 (IG) 公司債。歐洲公司債和美國MBS具投資價值。



利率

由於進入減息週期，美國和歐洲國債債息曲線將趨於陡峭，而BOJ則是持續逆勢緊縮，這意味著日本國債債息曲線將趨於平坦。預期中國國債債息將呈現下降。



外匯市場

在經濟軟著陸情境下，聯儲局開始減息週期，美元指數 (DXY) 將跌破100。亞洲地區的出口復甦，可望支撐亞洲貨幣表現。



另類投資

隨著減息，黃金價格可望進一步上升。在私募市場，由於在IPO和購併退出環境趨緊的情況下對流動性的需求增加，次級市場呈現顯著增長。



大宗商品

軟性大宗商品價格因經濟動能放緩而走低。在供需有利的情况下，油價可望觸底回升。貴金屬持續表現優異。



專題

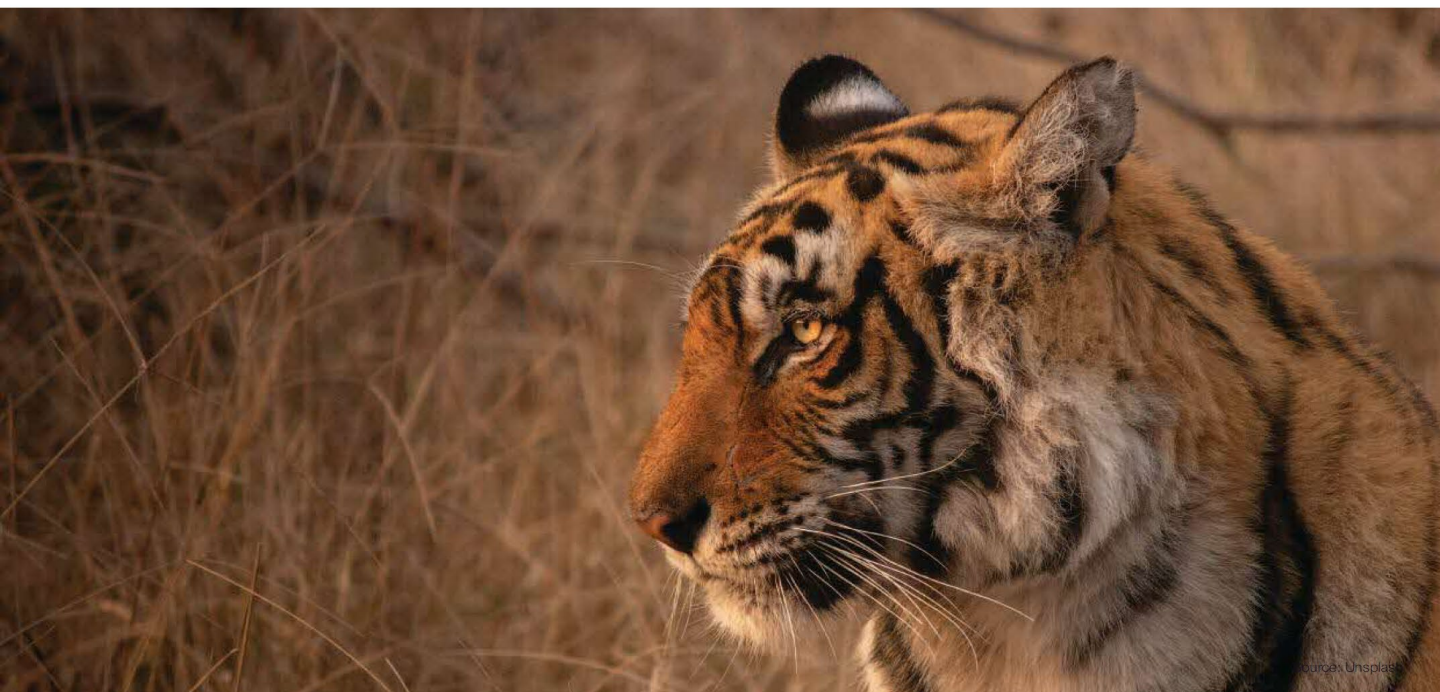
東盟受惠於“中國+1”策略經濟。低利率和弱勢美元有助於支持強勁增長動能。



專題：東盟 (ASEAN) 市場

儘管面臨阻礙，東盟仍然保持強勁的增長動能。國內需求具韌性，勞動市場緊縮和穩定的物價，加上強勁的旅遊業和出口復甦，都是帶動增長的關鍵因素。隨著低利率和弱勢美元的預期，作為一個策略經濟體的東盟市場將迎來更多有利的條件。

每個東盟國家都有其獨特的特色和增長題材，涵蓋製造業、資源豐富的商品生產國和金融服務提供商。這些因素共同提升了該地區作為重要投資區域的吸引力。



資產配置

“滿是喧嘩與騷動，卻毫無任何意義”。莎士比亞的名劇《馬克白》中的這句名言，恰如其分地描述了8月市場風險性資產的劇烈波動，當時交易員在日圓套利交易平倉的過程從欣喜若狂轉變為絕望，而就在那一刻，美國聯儲局（Fed）的利率態度從呼籲“耐心”轉為迫切需要減息。並在9月的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議上如市場預期開啟減息週期。此次減息幅度高達50個基點，顯示Fed的重要轉捩點，且“利率點陣圖”也暗示著未來將繼續減息。隨著Fed利率態度的轉變，風險性資產呈現反彈，而8月的日圓套利交易平倉的賣壓也已經結束。

星展集團認為，市場如此劇烈的波動是美國落後的貨幣政策和投資者情緒高漲的典型副產品，而市場波動是革命性的科技創新（例如生成式人工智能）所引發的。到目前為止，很明顯Fed對通脹目標的執著在經歷結構性轉變，且瞬息萬變的世界是有問題的。其決策架構“依賴數據”，加上缺乏政策前景，意味著央行將永遠在追趕經濟數據，並落後趨勢。Fed主席鮑威爾也承認利率前景並沒有“預設”路徑。若通脹比預期更加頑固，Fed可能再次轉向。

日圓交易套利平倉目前似乎已結束



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

國債債息曲線的息差反映市場對未來衰退風險偏高的預期



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

投資者目前預期12個月內出現衰退的可能性很高。由於近期市場波動和Fed的政策慣性，此類假設表面上看來合乎邏輯。然而，必須清楚區分經濟現實和投資者的恐慌情緒。基於以下因素，星展集團認為美國經濟軟著陸的基本假設依然穩固：

- 美國消費仍然穩健，零售銷售和就業數據顯示，並沒有出現即將衰退的跡象。2023年年中以來，企業盈利一直普遍處於上升趨勢，這有利於消費。
- 次貸危機以來，家庭和企業的資產負債表已大幅去槓桿並保持穩健。
- 最重要的是，Fed擁有充裕的貨幣寬鬆緩衝，因為聯邦基金利率高於30年平均水平約243個基點。

若這個假設成立，有合理的理由相信升勢將持續擴大。根據傳統智慧，減息（及國債債息下降）對風險資產是有利的，至少從現金流折現的角度來看是如此。由於積極減息週期的開始通常領先重大衰退，因此Fed的寬鬆政策與股市表現之間的關係並非那麼直接。

1986年以來，曾經發生過四次。例如，網絡泡沫的破滅，Fed在30個月內將利率從6.5%降至1%，降幅達550個基點，因為經濟衰退在2001年2月開始。接下來，在次貸危機期間，隨著經濟急劇惡化，Fed再次以積極的方式減息。在這四次中的每一次，標普500指數在隨後的12個月平均下跌3%。

相反地，曾經有一次Fed採取寬鬆政策並未發生經濟衰退的情況，那就是1995年。在首次減息後，由於互聯網的出現開啟了一場新的工業革命，並將經濟活動推向另一個層次，標準普爾500指數在隨後的12個月上升約13.9%。

Fed減息通常在經濟衰退之前



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

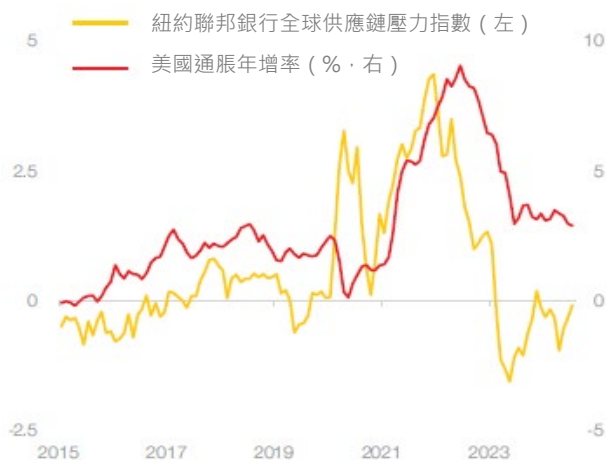
為何目前的市場週期感覺像是1995年的重演？目前Fed寬鬆週期與1995年之間有幾個相似之處。回顧一下，1994年，Fed展開了現代史上最積極的緊縮週期之一，試圖控制通脹並防止經濟過熱。然而，到了1995年年中，由於通脹壓力緩解，Fed態度轉變，在六個月內減息三次，開始中期寬鬆週期。

Fed在2022年開啟貨幣緊縮週期。面臨全球供應鏈中斷和地緣政治緊張局勢下的螺旋式通脹，Fed積極加息以應對數十年來最高通脹水平。

現在，隨著新的貨幣寬鬆週期來臨，星展集團認為，目前的局勢在經濟和科技層面都反映類似1995年的情況：

- 經濟情勢**：1995年的經濟在幾個層面與目前局勢非常相似。例如，1995年時美國GDP年增率均值為3.0%，這與目前的水平相當。當時，由於低失業率和工資上升支撐了需求，消費者支出也經歷了穩定的增長。以下是1995年和2024年的主要相似之處：

疫情期間，全球供應鏈中斷導致美國通脹上升



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

1995年與2024年的比較

	1995年 上半年	2024年 上半年
通脹	3.3%	3.0%
消費支出	2.3%	1.9%
工資增長	5.9%	4.9%
失業率	5.6%	3.9%

資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

- 科技創新 - 互聯網網絡 vs. 人工智能 (AI)：1990年代見證個人電腦的快速崛起，更重要的是互聯網。Windows 95 和 Netscape Navigator的推出是讓互聯網網絡普及大眾的關鍵時刻。

現階段的AI熱潮反映了1990年代的個人電腦/互聯網網絡時代，機器學習和神經網絡的突破推動了企業和消費者的廣泛採用。2022年ChatGPT的推出帶動了新一波由AI驅動的創新，在許多方面，它對科技創新的影響類似 Netscape Navigator 和 Windows 95。

經濟韌性和Fed貨幣寬鬆的組合，加上推動生產力增長、革命性的科技進展，將成為目前風險性資產的重要驅動力，就像1990年代中期一樣，那是一個“大穩健時期”，在經歷了70年代和80年代的極端波動之後，通脹最終趨於穩定。

Fed主席鮑威爾經常稱讚長期經濟擴張時期為理想狀態，而副主席Jefferson則認為90年代中期與目前情況有相似之處。如果他們的評估是正確的，基於歷史趨勢，風險資產在未來幾季表現良好的可能性很高。星展集團的分析顯示，漸進式減息在24個月內的表現比激進減息時期高出63個百分點。

前瞻市盈率部份，標普500同等權重指數目前相較美國大型科技企業（以紐約證券交易所FANG+指數為代表）約折扣50%，且高於長期平均折扣的40%。目前股市的升勢將擴及科技股以外的其他領域，因為國債債息將呈現下降。

美國非科技行業相較大型科技股折扣幅度大



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

增長放緩，但不是衰退：如何從較低的債券債息中獲益？

經濟增長放緩和就業市場疲弱的跡象促使Fed放慢步伐並轉向貨幣寬鬆政策。儘管軟著陸（不衰退）仍然是星展集團的基本情況假設，但增長確實在放緩，這正是問題的關鍵所在。理論上，從估值角度來看，較低的債券債息對高增長產業有利。然而，隨著經濟動能減弱，此優勢將被較弱的總體需求所抵消。

為了應對這種獨特情況，應增加對風險資產的部位，這些資產具有以下特質：（1）儘管整體經濟趨緩，但需求仍有韌性，和/或（2）受惠於債券債息下降和弱勢美元。包括：

- **東盟股市**：東盟擁有6.72億人口，隨著其年輕人口擁抱數碼化，成為一個巨大的內需消費市場。“中國+1”策略也讓越南等國受益，提升了其產業鏈的價值，並轉向生產智能手機和電動車。

經濟方面，預計東盟6國的商品出口將在今年下半年繼續保持強勁的增長趨勢。根據星展集團經濟學家的預測，2024年東盟6國的經濟增長可望實現4.7%的年增長率（去年為4.2%）。預期具有韌性的經濟前景，加上債券債息下降和弱勢美元，將有利於東盟股市表現。

2000年以來，東盟股市相對於全球股市表現與美元呈現密切的負相關。

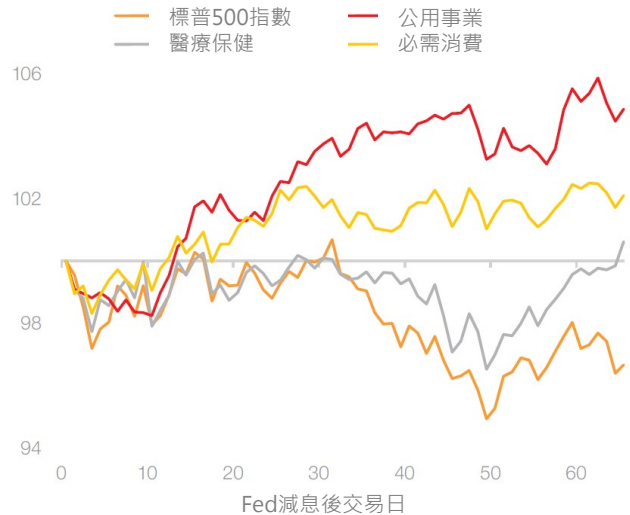
東盟股市受惠於美元疲弱



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

- 防禦性行業：公用事業、必需消費和醫療保健。**以標準普爾500指數為代表，評估各行業在過去減息週期中的表現；數據顯示，公用事業、必需消費和醫療保健行業在開始減息後的三個月通常會表現優於大盤。支持表現優於大盤的因素在於，這些行業提供基本生活必需品，收入需求缺乏彈性。最重要的是，公用事業行業還提供高於平均水平的3.0%股息率（高於標準普爾500指數的1.4%），對於尋求收益的投資者具有吸引力。

Fed首次減息後，公用事業、必需消費和醫療保健行業表現較佳



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

- 亞洲房地產投資信託基金 (REITs)：**REITs (尤其是亞洲) 是減息的主要受惠者，因其具有高槓桿率且對融資成本敏感。隨著Fed採取貨幣寬鬆政策，亞洲REITs可望受益：

- 融資成本降低：**REITs的核心商業模式為利用債務為其房地產交易融資。利率下降將降低融資成本並提高利潤率。這反過來又會為投資者帶來更高的收益，使REITs成為更具吸引力的收益來源。
- 較高的股息率：**亞洲 REITs 提供約6.0%的具吸引力的股息率，提高其在債券債息下降環境中對收益投資者的吸引力。美元疲弱將促使全球投資者在美國以外尋求更高回報。

亞洲REITs與債券債息之間存在負相關性

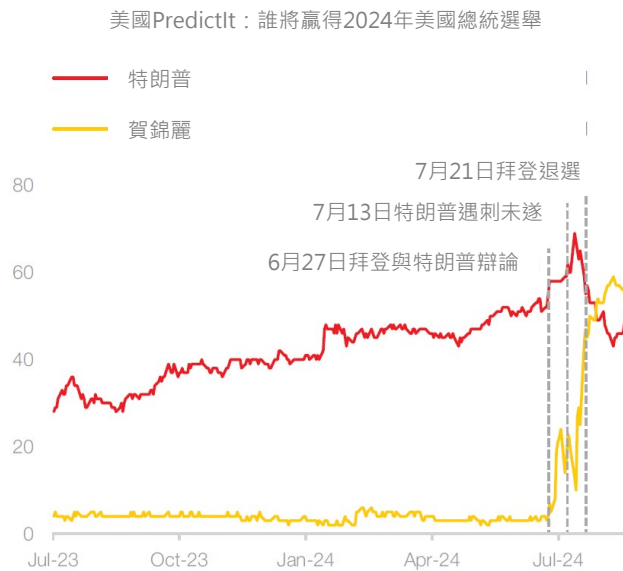


資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

- **黃金**：由於黃金是無息資產，與美元之間通常呈現逆相關。隨著Fed開始採取寬鬆貨幣政策，美元將逐漸走弱。地緣政治部份，中東和俄烏衝突加劇，也進一步推動了黃金的需求，因為投資者在波動的環境下將尋求避險性資產。

多國央行對黃金的淨購買在2024年6月仍然強勁，達119.2噸。根據世界黃金協會（World Gold Council），未來黃金在全球儲備中所佔的比例將會增加。這也反應了黃金作為去美元化和貨幣貶值擔憂的避險工具地位正在上升。

2024年美國總統選舉民調



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

美國總統選舉：對跨資產的影響為何？

2024年美國總統選舉即將來臨，市場正為潛在的波動做好準備，因為民主黨和共和黨候選人間存在鮮明的政策差距。由於兩黨在國會存在極端的政治對立，美國正處於十字路口。這次選舉相當關鍵，因為結果可能深刻重塑財政、貿易和貨幣政策。

觀察民調的變化，共和黨候選人特朗普憑藉以經濟民族主義為核心的競選活動，最初獲得強大的支持領先民主黨候選人現任總統拜登。然而，選戰出現重大變化，拜登宣佈不再競選連任，副總統賀錦麗獲得民主黨提名。之後賀錦麗的支持率逐漸增強，目前民調顯示她當選的機率偏高。

隨著選舉將在11月5日進行，情勢將持續變化，瞬息萬變。星展集團列出對民主黨或共和黨勝選下，對跨資產影響的情境分析：

股市：

- **共和黨勝選**：特朗普的總統任期可能會為與稅收敏感行業創造短線的機會，因為企業稅率將下調15%。能源、運輸和金融服務等行業將從受惠於較低的稅率和更寬鬆的監管。提高進口關稅（特別是來自中國的進口商品）將促進國內製造業的發展。

- **民主黨勝選**：意味著拜登議程和政策的延續，政策出現重大偏差的機會較低。像 "平價醫療法案 (Affordable Care Act)" 和 "晶片法案 (CHIPS Act)" 這些重要政策將繼續支撐醫療保健和半導體等行業。

債市：

- **共和黨勝選**：與普遍的看法不同，星展集團認為，若特朗普勝選，債券債息將大幅上升的假設並不成立。星展集團的分析顯示，事實上，在共和黨執政期間，美國國債債息往往會趨平。特朗普重新點燃全球貿易緊張局勢的可能性將是一個主要因素，導致收益率下降。
- **民主黨勝選**：由於民主黨的勝選被視為 "拜登2.0"，因此對債券的影響應該是中性。星展集團對過去民主黨總統任期的分析顯示，在選舉後一年，美國國債債息曲線逐步變陡的趨勢較為明顯。

跨資產觀點 – 維持看好債市，相對看淡股市的觀點。根據星展集團最新的CAA框架評分，仍應優先考慮債市而不是股市。

基本面：從採購經理指數 (PMI) 到零售銷售和製造數據，美國的整體經濟指標都指向著：美國經濟正呈現軟著陸。今年大部分時間呈現下降趨勢的美國經濟驚喜指數也已觸底，並開始出現回升跡象。不僅美國，亞洲的強勁經濟也十分明顯，因為出口增長強勁，區域內的製造商訂單量充足。

這種堅韌的宏觀環境正在轉化成為全球股市的盈利增長預測；市場預期2024年將增長9.0%，2025年將增長12.2%（大幅高於2023年的增長0.9%）。以區域的角度分析，成熟市場的盈利增長在2024年和2025年分別為7.3%和11.6%，而新興市場則是較為強勁，分別為16.8%和16.0%。

估值：雖然截至8月29日美國企業盈利收益率與美國10年期國債債息之間的差距略微改善至0.1%，但相較之下，債券仍是相對較具吸引力的資產類別。

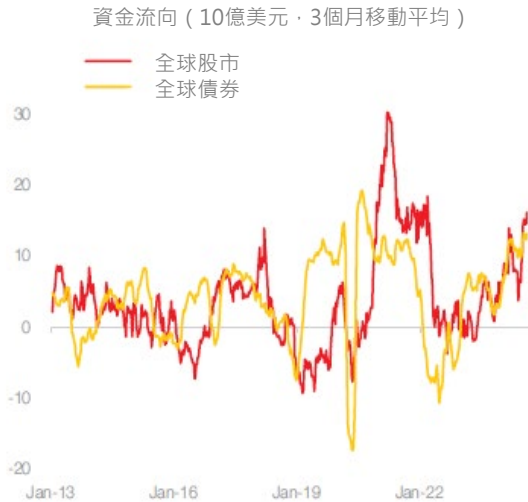
動能：根據EPFR Global的資金流向數據，投資者開始將更多資金分配到股市，截至8月21日，當季累積流入股市的資金達1420億美元，而流入債市的資金則略遜一籌，為1150億美元；今年以來，流入債市的金額達4040億美元，高於流入股市的3730億美元。

2024年第4季星展集團投資總監辦公室資產配置架構 (CAA)

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美國	歐洲	日本	亞洲不含日本	成熟市場國債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	採購經理人指數	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	0	0	0	1	0	0	0
	通脹	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	貨幣政策	-1 to +1	-1	0	0	0	0	0	0
	預估企業盈利增長	-2 to +2	1	-1	1	1	-	0	0
	盈利優於預期	-2 to +2	1	-1	0	0	-	0	0
估值	前瞻市盈率	-2 to +2	0	0	1	1	-	-	-
	市帳率與股東權益回報率	-2 to +2	0	-1	-1	0	-	-	-
	盈利收益率與10年期國債債息差	-2 to +2	-1	0	0	1	1	1	0
	自由現金流收益率	-2 to +2	-1	0	1	0	-	-	-
	信用息差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	-1
動能	資金流向	-2 to +2	2	0	0	0	1	1	0
	波動度	-1 to +1	0	0	-1	0	0	-	-
	利好利空	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			1	-3	1	4	2	2	-1
調整後分數			0.05	-0.14	0.05	0.19	0.18	0.13	-0.06

資料來源：星展集團 2024年9月

2024年第3季流入股票型基金的資金略微增強



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2024年9月

東盟股市估值相對全球股市呈現大幅折扣



資料來源：彭博 · 星展集團 2024年9月

股市：隨著Fed減息和弱勢美元，東盟股市可望有較佳的表現。2024年第3季股市表現清楚地反映了投資組合定位的重大變化，投資者因應Fed即將進入貨幣寬鬆週期而調整配置。第2季表現優異的市場，如美國（科技行業主導）和亞洲不含日本（價值面主導），在第3季成為表現相對落後的市場。截至8月28日，當季累積表現最佳的市場（以美元計算）是日本（上升6.1%）和歐洲（上升5.7%），而美國（上升2.6%）和亞洲不含日本（上升1.4%）則是較為落後。

儘管日股因套利交易平倉而遭到大幅拋售，但優異的表現主要受惠於日圓兌美元升值（以日圓計算，日股下跌幅度達4.6%）。儘管日本央行（BOJ）並沒有計劃暫停政策正常化，但投機

部位的空頭合約數據顯示，套利交易平倉的情況可能已經接近尾聲，至少暫時如此。

展望第4季，儘管中國結構性問題仍然存在，星展集團認為，在Fed減息和弱勢美元的環境下，東盟股市可望有良好的表現。2001年以來，東盟股市與美元指數（DXY）呈現高度負相關，為負0.50，相較之下，美股為負0.38，歐洲為負0.15，日本為負0.12。基本面部份，東南亞經濟也將受惠於較低的美國國債債息和弱勢美元：

- 弱勢美元增強了東南亞國家的國際收支情況，並減輕以美元計價的債務負擔。
- 具吸引力的收益率息差，將促使國際資金流入。

東盟股市市盈率約14.6倍，相對全球股市折扣約24%。在企業盈利具韌性和弱勢美元的情勢下，估值的提升即將到來。

高收益等級 (HY) 公司債息差在高利率環境下通常趨緊



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

債市：目前趨緊的公司債息差在高利率環境下應是個擔憂；星展集團維持“槓鈴式”存續期間策略，應同時均衡佈局存續期間介於1至3年和介於7至10年的債券。隨著Fed開啟減息週期，投資者難免會懷疑目前息差是否足夠寬，以應對經濟動能衰退時潛在的信用風險上升。這樣的疑慮是合

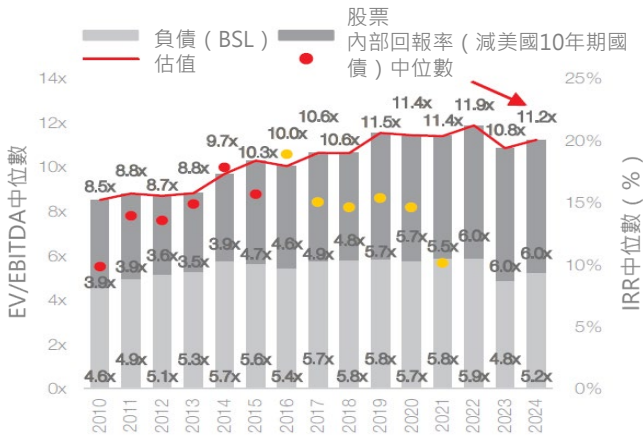
理的，因為即使美國就業市場出現早期疲弱跡象，息差仍保持緊縮。然而，星展集團的分析顯示，在高利率的環境下，HY債券息差往往更為緊縮，因為當經濟動能惡化時，央行有較大的減息空間。

因此，息差的價值面可能並不是那麼昂貴。就配置而言，星展集團認為，投資者應著重於評級為A和BBB的投資等級 (IG) 債券，並選擇性地看好評級為BB+的債券。

存續期間策略部份，應採取“槓鈴策略”，應同時均衡佈局存續期間介於1至3年和介於7至10年的債券。對於期限結構，建議投資者維持“槓鈴式”策略，看好1至3年期（降低再投資風險）和7至10年期（息差較大，且利率敏感度較大）。

另類資產：私募資產可以提升風險調整後回報並適度降低波動度；黃金目標價上調至每盎司2,835美元。隨著美國總統選舉即將來臨，市場波動度可能上升，投資者可配置適當比例於私募資產。星展集團的研究顯示，納入私募資產有助於提升風險調整後的回報並降低整體投資組合的波動度。

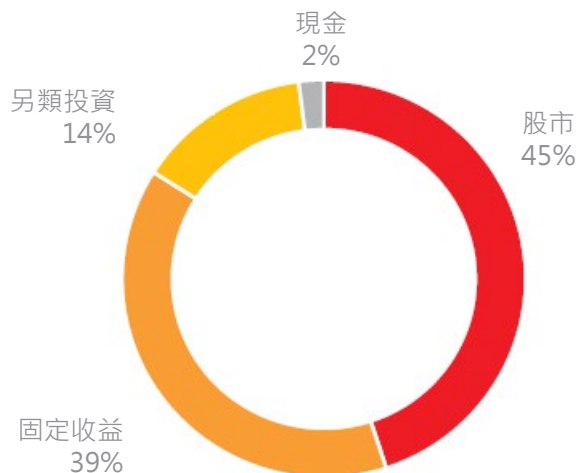
估值下降，為投資者提供具吸引力的進場點



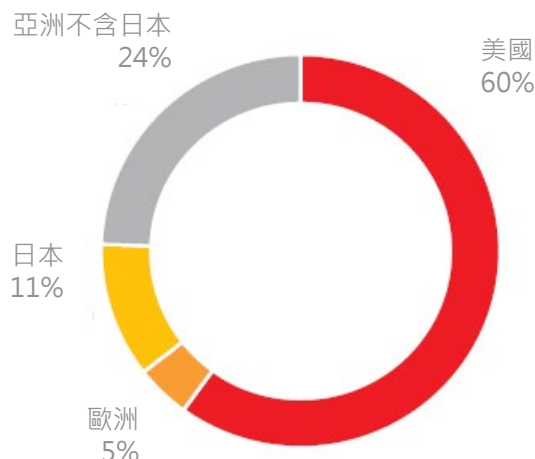
此外，黃金可望受惠於弱勢美元（在 Fed 減息的環境下）及中東和俄烏地緣政治的不確定性。此外，去美元化和貨幣貶值的擔憂，多國央行對黃金的買盤仍然強勁。星展集團仍然看好黃金，並將12個月的滾動目標價上調至每盎司2,835美元。

資料來源：Pitchbook, 星展集團 2024年9月
 註：黃色標記表示大部分未實現回報的年份。
 倍數數據截至2024年6月

TAA資產配置比例 (穩健型投資組合)

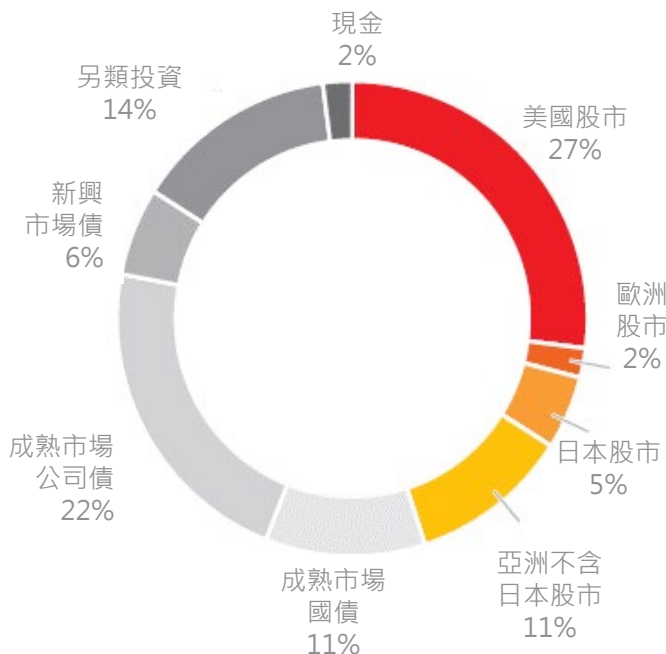
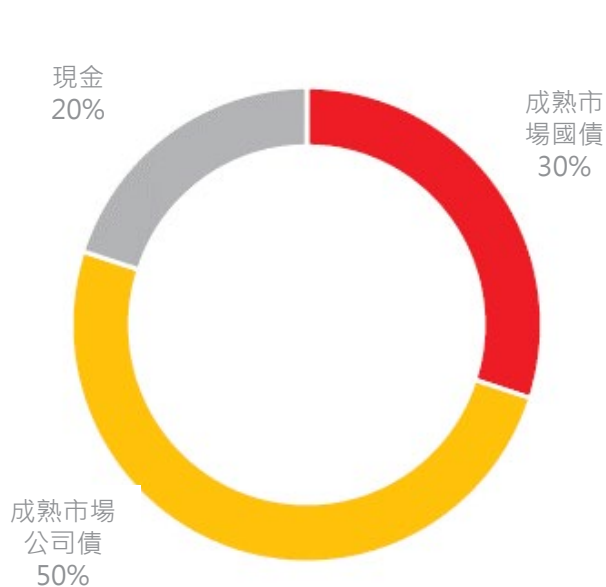


TAA股市地區配置比例 (穩健型投資組合)



2024年第4季全球戰術性資產配置 (TAA : Tactical Asset Allocation)

資產類別	3個月	12個月
股票	看淡	中立
美股	看好	看好
歐股	看淡	看淡
日股	中立	中立
亞洲不含日本股市	看好	看好
固定收益	看好	看淡
成熟市場國債	看好	看淡
成熟市場公司債	看好	中立
新興市場債	看淡	中立
另類投資	看好	看好
黃金	看好	看好
私募資產和對沖基金	看好	看好
現金	看淡	中立



低風險

	TAA	SAA	差異
股市	0.0%	0.0%	
美國	0.0%	0.0%	
歐洲	0.0%	0.0%	
日本	0.0%	0.0%	
亞洲不含日本	0.0%		
固定收益	80.0%	80.0%	
成熟市場國債	30.0%	30.0%	
成熟市場公司債	50.0%	50.0%	
新興市場債	0.0%	0.0%	
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
私募資產和對沖基金	0.0%	0.0%	
現金	20%	20%	

中風險

	TAA	SAA	差異
股市	45.0%	50.0%	-5.0%
美國	27.0%	25.0%	2.0%
歐洲	2.0%	10.0%	-8.0%
日本	5.0%	5.0%	
亞洲不含日本	11.0%	10.0%	1.0%
固定收益	39.0%	35.0%	4.0%
成熟市場國債	11.0%	10.0%	1.0%
成熟市場公司債	22.0%	15.0%	7.0%
新興市場債	6.0%	10.0%	-4.0%
另類投資	14.0%	10.0%	4.0%
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募資產和對沖基金	8.0%	5.0%	3.0%
現金	2.0%	5.0%	-3.0%

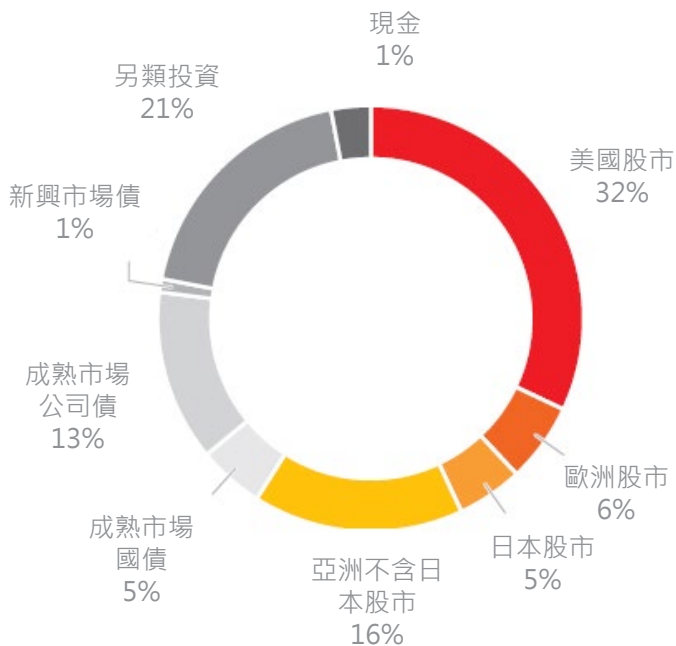
資料來源：星展集團 2024年9月

(1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。

(2) 資產配置並不保證盈利或保本。

(3) TAA：戰術性資產配置；SAA：策略性資產配置

(4) 投資組合的投資者類型分類與財務需求分析客戶風險狀況類型沒有直接關係，投資組合未根據銀行專有風險評級方法給予任何產品風險評級。



高風險

	TAA	SAA	差異
股市	59.0%	65.0%	-6.0%
美國	32.0%	30.0%	2.0%
歐洲	6.0%	15.0%	-9.0%
日本	5.0%	5.0%	
亞洲不含日本	16.0%	15.0%	1.0%
固定收益	19.0%	15.0%	4.0%
成熟市場國債	5.0%	4.0%	1.0%
成熟市場公司債	13.0%	7.0%	6.0%
新興市場債	1.0%	4.0%	-3.0%
另類投資	21.0%	15.0%	6.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
私募資產和對沖基金	14.0%	10.0%	4.0%
現金	1.0%	5.0%	-4.0%

資料來源：星展集團 2024年9月

- (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
- (2) 資產配置並不保證盈利或保本。
- (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：策略性資產配置
- (4) 投資組合的投資者類型分類與財務需求分析客戶風險狀況類型沒有直接關係，投資組合未根據銀行專有風險評級方法給予任何產品風險評級。

主要國家GDP增長率與消費者物價指數 (CPI) 年增率預估

國家	經濟增長預估 (% , 年增率)				通脹預估 (% , 年增率)			
	2022	2023	2024F	2025F	2022	2023	2024F	2025F
中國	3.0	5.2	5.0	4.5	2.2	0.2	0.6	1.0
中國香港	-3.5	3.2	2.0	2.0	1.9	2.0	1.5	1.5
印度	6.7	7.8	7.1	6.5	6.7	5.7	4.4	4.2
印尼	5.3	5.1	5.0	5.2	4.2	3.7	2.8	2.5
馬來西亞	8.7	3.7	5.3	4.8	3.4	2.5	2.4	2.8
菲律賓	7.6	5.6	5.6	5.4	5.8	6.0	3.7	3.5
新加坡	3.8	1.1	2.7	2.5	6.1	4.8	2.4	2.0
南韓	2.6	1.4	2.7	2.2	5.1	3.6	2.4	2.3
中國台灣	2.6	1.3	4.2	2.6	2.9	2.5	2.2	1.9
泰國	2.5	1.9	2.8	3.0	6.1	1.3	0.9	2.0
越南	8.0	5.0	6.5	6.8	3.2	3.3	3.7	3.5
歐元區	3.5	0.5	0.8	1.2	8.4	5.5	2.4	2.2
日本	1.0	1.9	0.0	0.9	2.5	3.3	2.2	1.6
美國	2.1	2.5	2.3	1.7	8.0	4.1	2.9	2.3

資料來源：CEIC，星展集團 2024年9月。*以當年度3月份往前回溯一年

主要國家政策利率預估

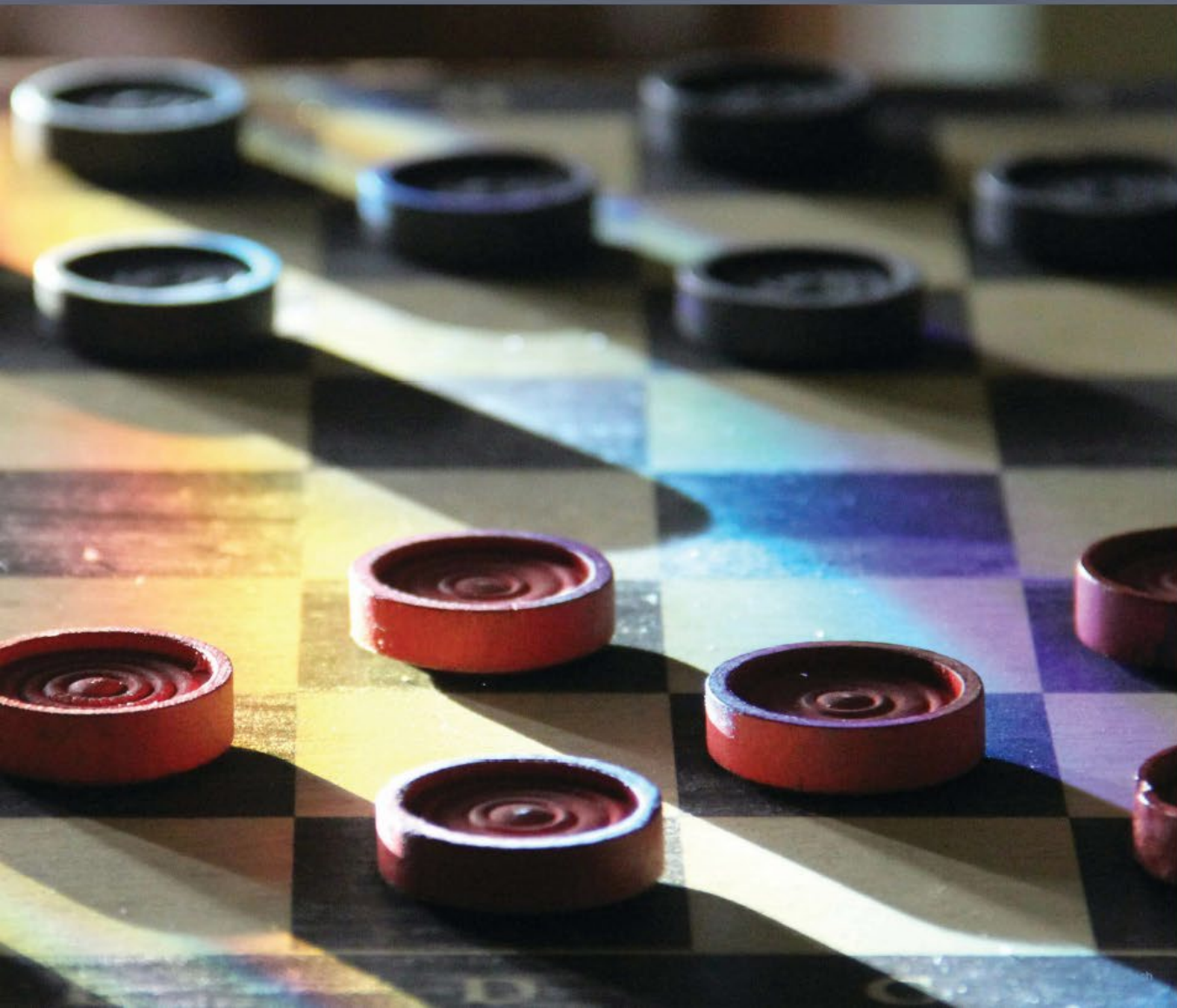
國家	政策利率							
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.05	3.05	3.05
印度	6.50	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75	5.75	5.75
印尼	6.00	6.25	6.00	5.75	5.50	5.00	5.00	5.00
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75	5.25	5.00	5.00
新加坡	3.62	3.70	3.25	3.08	2.78	2.48	2.28	2.28
南韓	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
泰國	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
越南	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
歐元區	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00
日本	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75
美國	5.50	5.50	5.00	4.50	4.00	3.50	3.00	3.00

資料來源：CEIC · 星展集團 2024年9月

為進入減息週期做好準備

美國股市
2024年第4季

隨著美國聯儲局 (Fed) 開啟減息週期，美股呈現行業輪動。在經濟增長放緩和債券債息下降的環境下，公用事業、必需消費和醫療保健等行業可望表現強勁。美股升勢擴大和債息下降也將支持美國小型股的動能。

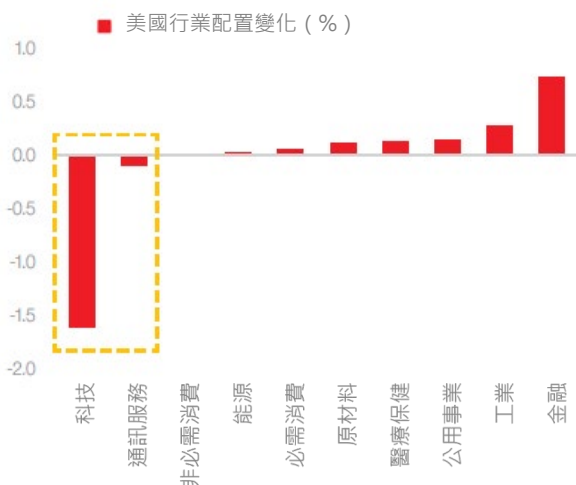


美國股市

美國聯儲局 (Fed) 開啟減息週期，美股呈現行業輪動。在全球央行年會期間，Fed主席鮑威爾宣佈，由於美國整體通脹大幅放緩，是時候調整貨幣政策了。貨幣政策立場的變化在2024年第3季導致國際投資組合的大幅度調整。根據EPFR Global，投資者從科技相關行業轉向防禦性行業和內需週期性股票。

戰術性的變動也反映在各行業表現，截至9月4日，科技相關行業（包括科技、通訊服務和非必需消費）平均下跌約3.9%，而防禦性行業（包括必需消費、公用事業和醫療保健）平均上升約9.9%。從最新的投資佈局和行業表現數據來看，很明顯，以下兩因素促使投資者進行戰術性佈局：1) 經濟放緩和Fed的寬鬆貨幣政策，2) 對科技企業盈利及人工智能 (AI) 貨幣化潛力失望。

美股呈現行業輪動

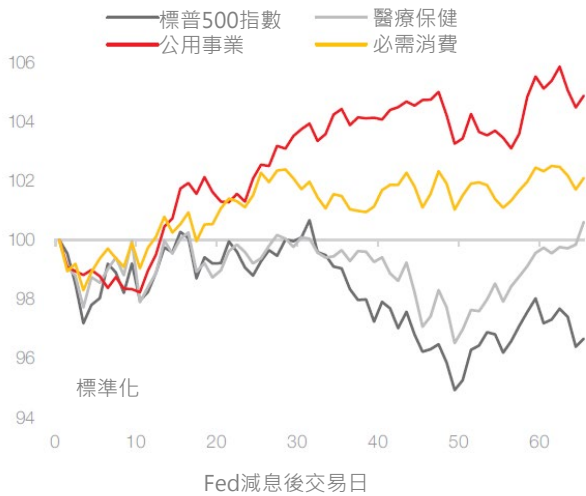


資料來源：EPFR Global · 星展集團 2024年9月

減息週期的受惠者。歷史上，Fed的減息往往發生在經濟衰退之前。目前市場週期，星展集團的基本假設仍是美國經濟將呈現軟著陸。儘管如此，整體經濟動能的確出現放緩的跡象。在此環境下，應佈局於既能受惠於減息，又能在經濟動能放緩時保持韌性的產業。基於對過去週期的分析，這些產業包括：

- 公用事業**：由於提供基本生活必需品（如電力、水和天然氣），公用事業的需求缺乏彈性。此外，公用事業通常提供有吸引力的收益率；隨著利率下降，追求收益的投資者會逐漸將配置從債券轉向收益型股票，而公用事業股票將成為主要受益者。
- 必需消費**：必需消費的需求本質上缺乏彈性，無論經濟環境如何，消費者都需要購買這些商品。此外，較低的利率環境也減少了消費者的利息支出，增強了其消費能力。提供“價值型”低價商品的公司將成為受益者，因為消費者在經濟不確定時會傾向於購買更便宜的商品。
- 醫療保健**：與公用事業和必需消費類似，醫療保健的需求基本上不受經濟條件的影響，尤其是在老齡化社會。此外，製藥和生技公司需要大量資本用於研發藉以推動創新和新產品的開發。利率的下降減少了研發支出的借貸成本。

Fed首次減息後，公用事業、必需消費和醫療保健行業表現較佳



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

科技“超大規模企業”的資本支出與EBITDA的比率代表資本管理有紀律



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

星展集團的分析顯示，在最近四個減息週期中，公用事業、必需消費和醫療保健行業在Fed首次減息後三個月內，平均表現優於大盤約9.0%、4.3%和4.2%。

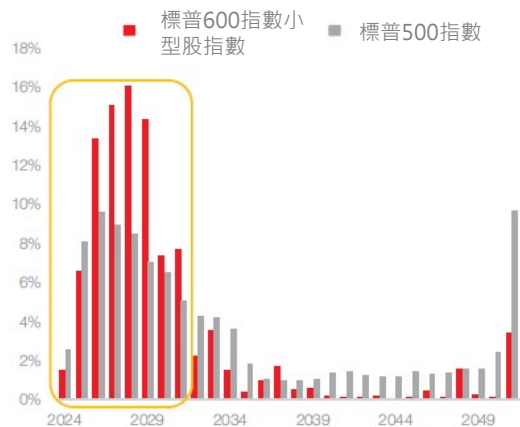
美國科技股的回調提供投資機會。除了估值壓力外，科技股近期的疲弱主要反應投資者對AI相關資本支出的擔憂，擔憂這些投資的貨幣化潛力。星展集團認為這些擔憂沒有根據，基於下列兩點因素：

- **資本支出由自由現金流支持：**與網通泡沫時期不同，目前的AI革命有自由現金流支撐，而不是債務所支撐。像“超大規模企業”的科技龍頭擁有充足的現金流，這些公司的自由現金流預計將從2020年的1,428億美元增長142%，到2026年將高達3,450億美元。

- **嚴格的資本管理：**科技產業“超大規模企業”將資本支出與息稅折舊及攤銷前利潤（EBITDA）的比率維持在約43%的十年均值附近。代表這些公司在資本管理上的謹慎和紀律性。這樣的自我維持財務模式確保了這些公司不過度負債，使AI趨勢在面對經濟波動時更具韌性。

近期標普500指數科技行業的回調也為投資者提供了佈局AI浪潮的機會。星展集團認為，AI革命仍處於初期階段，擁有巨大的增長潛力。

未來五年小型股債務到期比例較高



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

風水輪流轉 – 重新評估美國小型股。
隨著美股升勢擴大，小型股將受惠於減息環境。小型股中期利好因素包括：

1. **借貸成本減低提升盈利能力：**美國小型股通常對利率較為敏感，因為未來五年約有67%的小型公司將面臨債務到期的壓力，而大型公司的比例約為45%。這使得更多小型公司能夠以較低的利率再融資，減低借貸成本。
2. **估值深度折扣：**標準普爾600小型股指數的前瞻市盈率約17.7倍，遠低於20年的平均水平。此外，該指數相較於標準普爾500指數也呈現22.9%的折扣。這為希望參與美股升勢擴大的投資者提供了極具吸引力的機會。

根據EPFR Global的資金流向資料顯示，投資者對美國小型股的興趣正在回升。今年上半年，小型股淨流出15億美元。但在2024年第3季以來，

美國小型股的淨流入金額達114億美元。預期這樣趨勢將持續，因為投資者正在調整投資組合，藉以適應不斷變化的利率環境。

2024年第4季美國行業觀點 – 行業輪動至防禦性行業

隨著整體經濟動能放緩，投資者將減少對防禦性行業的低配程度。美股升勢擴大加上行業輪動，為Fed減息週期開始進行佈局，促使防禦性行業在2024年第3季的表現優於增長股。星展集團看好的科技、通訊服務和能源行業表現疲弱，平均下跌2.2%（截至9月5日），而醫療保健行業則是上升6.0%。為了適應新的經濟環境，第4季星展集團對美股行業配置進行以下調整。

- **將公用事業、必需消費和房地產行業從看淡調升至中立：**因為較低的債券債息將支撐其動能。隨著經濟增長動能的減弱，投資者對公用事業和必需消費品等防禦性行業的情緒將改善，看好這些行業需求穩定性。對於房地產行業而言，房地產投資信託基金（REITs）在債券債息下降的情況下，將受惠於投資者對收益型股票的需求。
- **將原材料和非必需消費行業從中立下調至看淡：**儘管仍然認為美國經濟的軟著陸是基本情境，但經濟動能趨緩的跡象逐漸升溫。因此，下調原材料和非必需消費等週期性行業至看淡。

2024年第4季美國行業觀點

	看好	中立	看淡
美國行業	科技	公用事業	原材料
	通訊服務	金融	非必需消費
	醫療保健	必需消費	工業
	能源*	房地產	

*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2024年9月

美國主要行業關鍵數據

	前瞻市盈率	市帳率	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)	OPM (%)
標準普爾500指數	23.1	4.9	15.8	17.8	3.9	13.7
標準普爾500金融	16.9	2.2	7.3	12.4	1.5	17.9
標準普爾500能源	13.2	2.0	7.5	15.9	7.9	13.0
標準普爾500科技	32.6	11.9	25.3	30.4	13.2	26.2
標準普爾500原材料	22.2	3.0	14.3	10.9	4.7	11.0
標準普爾500工業	23.3	6.3	15.8	22.8	6.0	11.8
標準普爾500必需消費	21.7	6.9	16.9	25.1	7.3	7.4
標準普爾500非必需消費	24.9	8.9	15.6	32.7	8.0	10.8
標準普爾500通訊服務	19.5	4.4	14.0	18.1	7.3	20.5
標準普爾500公用事業	18.9	2.3	12.3	10.4	2.6	20.3
標準普爾500房地產	40.5	3.3	19.8	7.6	3.1	23.0
標準普爾500醫療保健	22.2	5.4	19.8	14.7	5.0	6.6

資料來源：彭博 2024年9月5日

EV/EBITDA：企業價值倍數；ROE：股東權益回報率；ROA：資產回報率；OPM：經營利潤率



動能趨緩

歐洲股市
2024年第4季

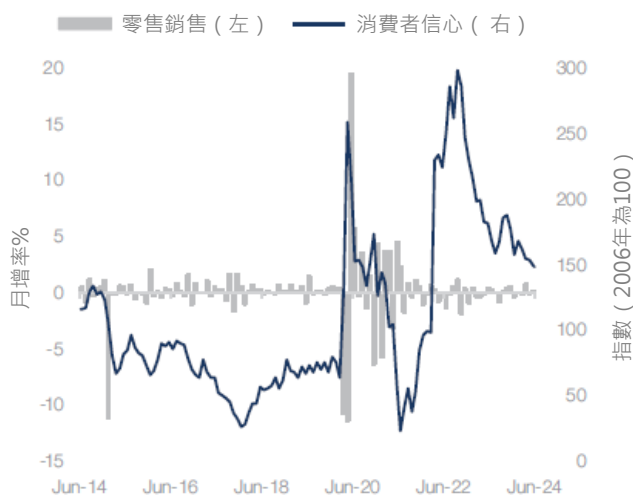
歐洲的動能因增長前景疲弱和股票估值受到壓抑而有所減弱。資訊科技服務和醫療保健行業以及特定奢侈品企業仍具投資機會。預期公用事業行業將受惠於減息和油價的下降，因此樂觀看待。

歐洲股市

表現不佳。歐洲在增長和市場氛圍回升下，投資者樂觀預期該地區經濟困境可能正在消退，今年初表現強勁。復甦的跡象也令投資者抱持樂觀的期待，但隨著時間的推移，受到疲弱整體經濟環境的拖累，歐股的動能基本上也已經消失。

歐元區2024年第2季GDP季增0.3%，與前一季持平，顯示經濟正在從去年的停滯中復甦。然而，疲弱的製造業和工業生產數據繼續削弱增長前景；儘管先前出現改善跡象，但德國經濟在第2季再次陷入萎縮，GDP衰退0.1%，令人失望的是未能向上修正。

不溫不火的消費影響增長前景



資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團
2024年9月

近幾個月的事件導致歐股的波動加劇。儘管歐股估值低廉，但仍未擺脫近期因美國疲弱的就業市場數據和日圓套利交易的急劇逆轉而引發的市場拋售；稍早，法國總統馬克龍突然提前選舉，導致法國股市和債券遭到大幅拋售，令市場擔憂風險擴散。這些避險事件短期削弱投資者對歐股的興趣。

股市反彈遙遙無期。儘管歐股估值大幅低於美股，但乏善可陳的財報季未能提升估值面。截至8月26日，在已公佈財報的公司當中，僅54%的企業盈利優於市場預期；通訊、金融和房地產行業表現較佳。金融行業的增長一直受到壓抑，淨利差 (NIM) 可能因進一步減息而受到壓縮。同時，汽車和奢侈品支出的減少也繼續拖累非必需消費行業。

企業盈利面臨下調壓力



資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團
2024年9月

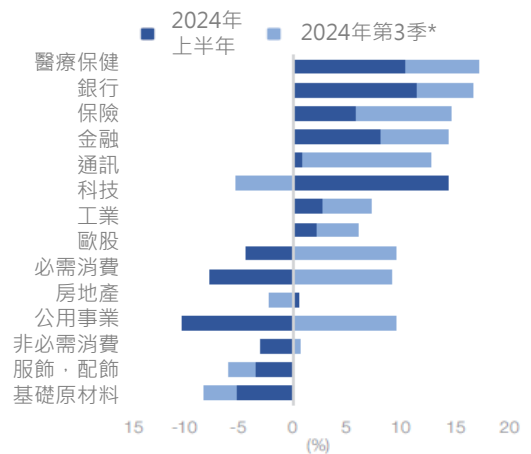
看好具韌性的產業。短期而言，疲弱的投資情緒將進一步壓抑原本已接近歷史低位的股市估值。在債券債息大幅下降或企業盈利大幅改善之前，歐股升幅的可持續性仍令人懷疑。星展集團維持相對看淡歐股的觀點，並看好IT服務和醫療保健行業的投資機會，以及特定奢侈品業者。星展集團對公用事業行業的看法樂觀，因為相關行業可望受惠於減息和油價下降促使投入成本降低，以及由人工智能 (AI) 所帶動的能源需求增長。

由於醫療保健行業在歐股扮演重要的角色。像Ozempic (針對治療第二型糖尿病) 等藥物已經存在多年，但由於最近作為減肥劑而一夜爆紅，成為新聞頭條。此類藥物模仿體內控制胰

島素和血糖濃度的荷爾蒙 (GLP-1)，使其適用於糖尿病治療。美國醫學護理期刊最近的一項研究發現，約40%的第二型糖尿病患者，在開立胰島素藥物後的12個月內停用藥物 – 研究人員指出，開始服用GLP-1藥物的患者尤其明顯。醫療保健公司必須不斷創新才能保持領先地位，否則就有可能遭到淘汰。

儘管如此，醫療保健行業仍受到嚴格的監管。今年宣佈的歐盟新規定威脅要減少罕見疾病的新療法數量，原因是對醫學試驗的限制更嚴格，可能會減少罕見疾病的治療選擇。這些規定可能會扼殺對醫療突破的投資，因為一些製藥公司可能別無選擇，只能放棄對罕見疾病的研究。

今年以來歐洲主要行業表現



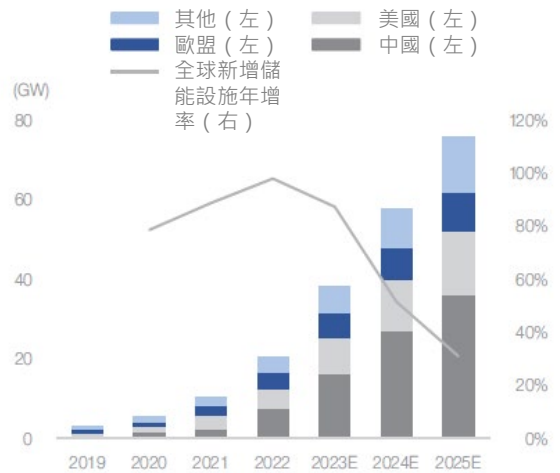
資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團
截至2024年9月3日

持續看好低調奢華。全球奢侈品業正面臨不確定時期，隨著經濟增長放緩和通脹持續，消費者信心減弱。麥肯錫預期該產業在2024年將增長3至5%，低於2023年的5至7%，因為中國等主要增長動能繼續拖累奢侈品支出。根據PwC 2024年的調查，消費者正在避開奢侈品，轉而購買必需品；約40%的受訪者預計在未來六個月內會減少或完全不再購買奢侈品。

儘管如此，星展集團仍然相信存在些增長機會。例如日本市場正成為新的增長領域，Savills《2024年全球奢侈品零售展望》顯示，雖然中國的奢侈品新店開張數量下降了12%，但整體亞太地區的新店活動有所增加。東京和新加坡在此增長中扮演了關鍵角色，日本的情況受益於旅遊業復甦和日圓走弱。星展集團仍然認為，奢侈品是一個長期的結構性增長產業；尤其是收入差距的擴大將突出價格敏感度較低、更加注重獨特體驗的需求。隨著該產業繼續面臨短期阻力，建議關注能夠適應變化偏好、提供不僅僅是物質滿足的低調奢侈品牌，使其在經濟低迷時更具韌性。

再生能源帶來新機遇。在經歷了肺炎疫情防控和俄烏戰爭的雙重衝擊後，歐洲政府開始警惕對外國能源和化石燃料供應的依賴。隨之而來的能源危機導致歐洲轉向綠色能源轉型的緊迫性——歐盟已設定目標，到2030年將淨溫室氣體排放量至少降低55%；除了專注於增加可再生能源和能源效率的政策外，還關注清潔能源供應鏈的多樣性和韌性，包括製造和關鍵原材料。

全球新增儲能設施（按地區）



資料來源：CNESA，Wood Mackenzie，EASE，星展集團 2024年9月

根據國際能源總署 (IEA)，2023年可再生能源發電的投資總額約1,100億美元，年增率超過6%。儘管盈利持續面臨挑戰，丹麥和德國仍是歐洲風電行業的主要採用者，而西班牙則引領了採用太陽能的激增，導致太陽能高產出期間批發電價跌至歷史新低。朝更清潔和更安全的能源轉型將創造巨大的機會，可再生能源發電、配電電網和儲能解決方案均可望受惠。

基礎建設相關的機會。全球對基礎建設發展的需求日益增長，原因在於現有設施老化以及傳統和新興產業的迅速擴張。除了道路和橋樑，現代基礎建設還包括先進設施，例如電動車充電站、數據中心、智能電網等。為了因應氣候變化和基礎建設惡化的挑戰，全球基礎建設升級對於實現顛覆性技術和製造能力的改進至關重要。

隨著全球政治日益分裂，各國專注於能源安全、供應鏈韌性和增加國內製造，促使新基礎建設項目的增加。已開發市場，尤其是歐洲，正與老化的基礎建設對抗。例如，歐盟電網的平均使用年限為40年。為此，歐盟正大量投資於基礎建設，包括超過70億歐元的交通項目（主要是鐵路）補助金。此外，歐盟也正在考慮設立1,000億歐元的基金來用於國防製造。

能夠受惠於這個長期趨勢的歐洲企業包括專精下列領域：1) 工程和建築服務，2) 基礎建設開發使用的原材料和複合材料的生產，3) 重型建築設備和產品的製造和分銷，4) 基礎建設運輸，以及5) 生產或銷售智慧電網零部件。



企業盈利的支撐

日本股市
2024年第4季

正面的盈利動能和持續的薪酬增長支撐日股表現。星展集團看好半導體和資訊科技（IT）服務行業，以及受惠於日本央行（BOJ）貨幣政策正常化的金融行業。工業行業中的重型機械業也可受惠於國防支出增加而加速增長。

日本股市

再度回到原點。日本央行（BOJ）意外加息、衰退恐懼再現以及日圓套利交易快速平倉，導致日股經歷了大幅波動，今年的升幅一度遭到抹去後，又再創歷史新高。全球金融市場隨後反彈，8月初的市場崩盤如今看起來更像是一場短暫的震盪。然而，事件的發展過程突顯了日本市場對於匯率風險的脆弱性，以及恐慌的投資者如何加劇外匯和股票市場的劇烈波動。

正面的盈利動能。日股表現持續相對優於其他市場，在盈利優於市場預期的支撐下，目前估值低於10年均值。根據彭博，日本2024財年第1季企業財報顯示，東證（TOPIX）指數成份企業的收入年增6.7%，經常性盈利年增10.8%，分別優於市場預期3.1%和9.5%。這顯示盈利上調的可能性很大，預期全年每股盈利（EPS）增長為13%，明年增長18%，高於歷史均值。星展集團認為，日本的通脹正在帶動廣泛性的復甦；除了公用事業和消費行業外，多數產業的盈利增長強勁，這些產業在下半年可望受惠於薪酬增長。

多數行業的盈利增長強勁

	Sales		Earnings	
	q/q%	estimate %beat/miss	q/q%	estimate %beat/miss
東證指數	7%	3%	11%	10%
能源	10%	12%	51%	7%
原材料	5%	1%	15%	17%
工業	7%	2%	16%	6%
非必需消費	8%	2%	2%	10%
必需消費	6%	2%	4%	-3%
醫療保健	10%	9%	-4%	26%
金融	6%	7%	30%	23%
IT	8%	4%	23%	12%
通訊服務	4%	1%	21%	-32%
公用事業	-6%	2%	-40%	41%
房地產	12%	4%	24%	22%

資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

Sales：收入；Earnings：盈利；q/q%：季增率；estimate % beta/miss：優於 / 不如預期

TOPIX前瞻市盈率低於10年均值



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團
2024年9月

實質薪酬增長帶動國內消費



資料來源：彭博 · 星展集團 2024年9月

短期波動。2024年第4季日本面臨多項關鍵挑戰，包括BOJ的政策決定、日本和美國元首的變動，以及日圓套利交易的死灰復燃。一旦高度不確定性的情況消退且套利交易趨於正常，星展集團預期日股可望受惠於持續重塑經濟結構的力量所帶動，重回升勢。

逐步緊縮的貨幣政策。岸田首相的卸任正值日本經濟的關鍵轉折點。2024年第2季經濟增長意外上升，年化增長率達3.1%，遠高於市場預期。這主要受惠於消費的強勁增長，6月經通脹調整後的薪酬時隔兩年首次上升，帶動了實際薪酬增長，從年初的負2.3%顯著反彈。物價部份，截至6月，整體通脹率已穩定在2.8%，預期未來數月將降至2.0%。

BOJ總裁植田和男在8月23日的國會會議上重申，只要通脹和經濟數據符合預測，BOJ仍將繼續加息。星展集團預期，日本應不會出現重大政策分歧，導致長期前景脫軌。

新任首相。岸田文雄將把首相的職務交給石破茂。在岸田文雄的三年任期，他倡導「新資本主義」的概念，強調結構性薪酬增長、振興國內投資以及轉向數碼化。在他的領導下，勞工談判的薪酬增長達30年來的最高水平；他還推動企業改革藉以緩解多年低效率的資本運用，令投資者重新產生興趣並看到日股再創新高，且改善了股東回報。

新首相仍將面臨全球經濟增長放緩、地緣政治環境嚴峻等因素所導致民生成本上升的挑戰。由於自民黨會繼續執政，星展集團預期政策上不會有重大差異，應不會對日本企業和日股造成顯著的影響。主要政策關注點在於對日本半導體產業的支持性刺激措施，以及利率正常化。在此環境下，星展集團持看好日本的銀行和半導體行業。

緩解日圓波動。BOJ在7月意外加息，引發了日圓套息交易急劇平倉，導致日圓突然大幅升值以及金融市場的劇烈震盪。雖然平倉尚未完全結束，但非商業性淨日元頭寸、美元兌日圓匯率及美日國債債息息差等指標顯示，最嚴重的套息交易平倉應已過去。隨著投機性做空日圓的部位轉為中立，政府進行日圓買入干預的風險有所減少。星展集團認為，日圓匯率基本上已經穩定，且可能在債息息差差距縮小的環境下逐漸升值。

美國大選的影響。美國總統的變動可能會對日本產生重大影響，因為結果將影響全球貿易、國家安全、貨幣穩定、投資者情緒和整體經濟情勢。需要注意四個關鍵領域：

1. 貿易政策：美國貿易政策的變化

可能會影響日本進出口，特別是在採取更多保護主義立場的情況下。

2. 安全和外交政策：美日同盟對日本的國家安全至關重要。美國在國防和國際關係方面的政策調整可能會反過來影響日本的國防策略和支出。
3. 日圓匯率波動：美國大選通常會造成市場波動加劇，進而影響日圓。日圓升值將不利日本的出口競爭力。
4. 貨幣政策：可能受美國大選影響的美國聯儲局（Fed）政策會影響全球利率和資本流動，進而影響日本的經濟和貨幣政策。

看好的專題。整體而言，星展集團對日股的觀點仍是中性，也了解目前加劇的不確定性和貨幣波動短期內將影響風險偏好和企業投資。長期而言，星展集團對日股則是持建設性的觀點，看好半導體和IT服務行業以及受惠於日本利率正常化的金融行業。此外，工業領域中的重型機械業將受惠於國防支出增加。

BOJ的政策轉變有利於日本銀行行業

在經歷多年接近零利率的束縛後，星展集團預期，隨著利率正常化，日本銀行行業的淨息差（NIM）將更健康。特別是擁有存款基礎的日本大型銀行，將從擴大的貸款息差中受惠更多。淨利潤和股東權益回報率持續呈現穩健的擴張，而且由於較高利率和更優化的資產負債表將帶來更好回報，行業也有進一步上升的空間。在政府的推動下，日本銀行業已開始出售其他日本公司的龐大持股。例如，三菱日聯金融集團（MUFG）和三井住友金融集團（SMFG）已宣布計劃出售價值1.32兆日圓（85億美元）的豐田汽車策略性股權。

日本半導體的振興。由於強勁的政府支持，星展集團持續看好半導體和IT服務行業，因為相關行業是各行各業

快速採用AI的受惠者。日本已撥出約2兆日圓（137億美元）來振興半導體產業，這比先前分配的1.3兆日圓（約89億美元）大幅增加。例如，Rapidus是目前為止最雄心勃勃的努力之一，計劃製造先進的2納米晶片，與台積電和三星電子競爭。

增加國防支出。日本2024財年的預算重點顯示，政府計劃額外增加國防支出1.1兆日圓藉以強化國家安全。日本領先的國防承包商報告指出，2024財年的軍事和航天設備訂單強勁，預計隨著國防預算的增長，收入將迅速增長。政府承諾到2027財年將增加國防支出幾乎一倍，達到GDP的2%，這明顯偏離了傳統的國防支出限制（約佔GDP的1%）。在地緣政治不穩定的情況下，這些因素可能會支撐重工業和機械產業的龍頭業者。

日本銀行行業持續遭到低估



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團 2024年9月

TOPIX指數在日圓疲弱的環境中表現較佳



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團 2024年9月

具建設性的前景

2024年第4季
亞洲不含日本
股市

弱勢美元將有利於亞股表現，同時盈利復甦將進一步支撐亞股估值的上調。增長型資產部份，看好上游科技供應鏈、平台型企業和消費驅動型行業。收益型資產部份，看好中國大型銀行和新加坡房地產投資信託基金。



亞洲不含日本股市

年初以來，亞洲不含日本 (AxJ) 股市的表現和企業盈利預測上調顯示，投資者對AxJ股市謹慎的態度有所改善。投資者普遍預期AxJ股市下行的風險較低，並預期企業盈利的復甦可望支撐進一步的上調。基於2024年企業盈利增長15%至20%、合理的估值和相對較低的部位，星展集團仍然看好AxJ股市。

美國總統大選之後，影響亞洲出口國和科技供應鏈的政治緊張局勢和貿易保護主義可能會持續存在。針對中國科技限制的措施可能延長AxJ的負面情緒。然而，由於目前已採取措施，進一步收緊的影響可能較過往溫和。

美國備受期待的減息有利亞股。歷史經驗顯示，亞股的表現通常與美國聯邦基金利率和美元呈現負相關。因此，資金可能流向AxJ尋找估值較便宜的機會。

儘管美國加息和強勢美元之前對AxJ股市構成壓力，但美國減息應會扭轉這個趨勢。投資者將重新關注AxJ，藉以掌握美國進入貨幣寬鬆週期的正面影響。

目前全球投資組合相對低配AxJ股市，因此進一步拋售相對有限。美國經濟增長放緩和全球利率下降有利於亞洲

貨幣寬鬆有利AxJ股市表現



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

的內需市場，且央行也將有更多政策空間進行貨幣寬鬆。因此，星展集團持續看好AxJ股市。

東南亞受惠於外商直接投資的激增。焦點領域包括科技和數碼基礎設施，包括數據中心、半導體後段製程和可再生能源。這波外商直接投資的激增突顯了東南亞的動態增長軌跡及其在亞洲地區經濟格局中的重要性。星展集團也觀察到股息率介於5至6%的新加坡房地產投資信託基金 (S-REITs) 是一個重要的收益來源，具投資價值。在利率下降的環境中具有吸引力，且是星展集團槓鈴式投資策略收益型資產的關鍵配置。

未來數年，東南亞的盈利動能可望保持強勁，主要受惠於北亞地區出口的復甦，以及東南亞內需的興起。

全球採購經理人指數 (PMI) 與中國、台灣、南韓出口總額的趨勢顯示，出口導向企業的收入前景良好，特別是全球擴張正逐漸增強。主要受惠於科技的進步，以及新興市場的需求擴張。由於此上行景氣週期對盈利有顯著的推動作用，東南亞股市將受惠，且估值也可望升至接近全球同業。

企業盈利表現良好，56%的企業符合或優於市場預期。11個行業當中有8個行業業績優於市場預期，包括能源、醫療保健、工業、房地產、科技和公用事業行業的盈利穩健。盈利穩健，且估值面存在折扣，可望帶動股市估值進一步回升。

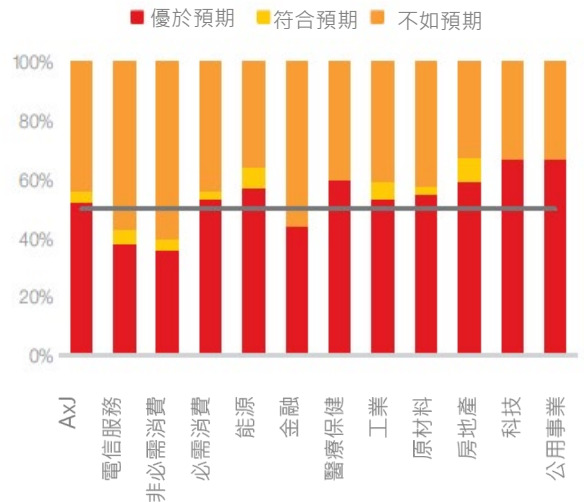
星展集團持續看好槓鈴式投資策略中的關鍵投資主題。增長型資產部份，星展集團看好科技供應鏈、平台型企業和內需行業 – 相關行業可望受惠於科技持續進步和不斷提升的消費趨勢。收益型資產部份，星展集團仍然看好穩健的高息股，包括大型銀行和S-REITs。

亞洲出口與全球綜合PMI之間關係密切



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

盈利優於市場預期



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

中國

最近日圓套利交易平倉對全球股市產生了負面影響，但中國市場除外，因為中國市場估值折扣且海外投資者持有比例較低。

美國聯儲局 (Fed) 減息可望有利中國市場表現，因為中國人民銀行 (PBOC) 存在貨幣寬鬆的空間，穩定房地產市場，並有助於消費復甦。全球利率逐漸下降也有利於2022年以來表現不佳的新興市場。

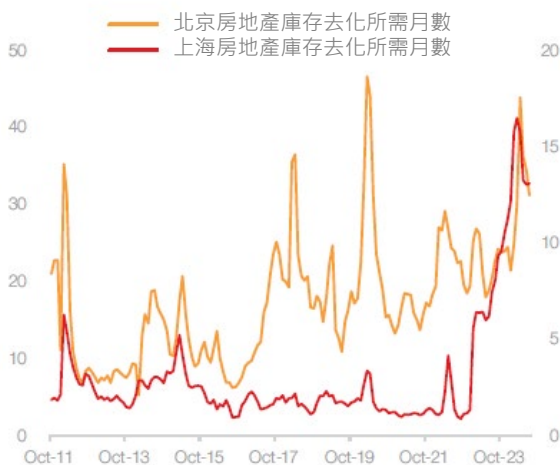
到目前為止，中國政府為穩定疲弱的房地產市場而推出的支持性措施，是過去三年最積極的措施。然而，房價持續疲弱，庫存水位平居高不下，顯示需要更多措施才能解決問題。

由於房地產佔家庭資產的很大一部分，任何解決方案都能緩解公眾的預防性儲蓄心態，並提振消費。

值得注意的是，工業企業利潤已成為一個關鍵的指標。2023年底以來，股票與工業利潤之間的差異，應會隨著企業盈利能力的復甦而趨於一致。此外，股市估值可望因企業盈利的回升而向上調整。

中國市場情緒正在改善。官方正在採取措施解決長期以來讓投資者感到不安的問題。儘管這些措施仍處於早期階段，全面影響仍需要時間才能實現，但官方設定的方向是正確的。

解決房地產庫存問題需要更多支持性措施



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

工業利潤與股價之間相關性密切



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

東盟受惠於雙重利好

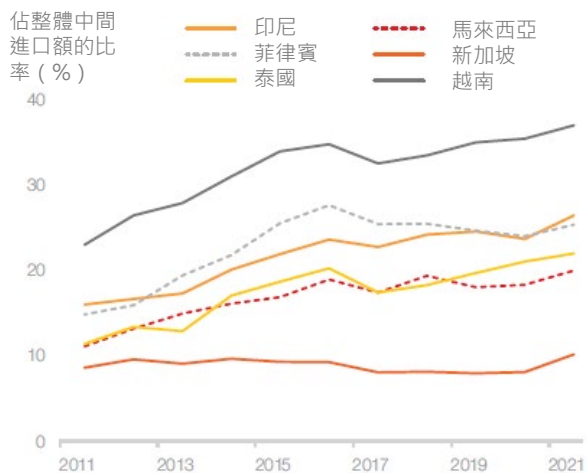
東盟股市在2024年第3季中開始表現優異，主要受惠於弱勢美元，這增加了東盟資產的吸引力。東盟在後疫情時代展現出顯著的韌性，2024年上半年東盟各經濟體持續呈現增長。印尼、馬來西亞、菲律賓和新加坡等國的GDP增長加速，而泰國和越南則經歷了較慢的正增長。這種動能來自於強勁的內需、穩定的價格、強勁的勞動市場以及出口的復甦，尤其是旅遊業。東盟6國的商品貿易週期性上升持續到2024年中，特別是在電子產品受惠於全球科技產業的上行增長週期。

東南亞一直是中國資金外流的主要接收地，因為企業將生產基地轉移到東南亞藉以降低中美貿易緊張局勢升級的影響。美國擴大了對中國進口的301條款關稅，而歐盟和加拿大在2024年7月也提高了對中國電動車的關稅。

Fed寬鬆週期促使東南亞成為主要受惠者，在高利率和利率上升期間表現

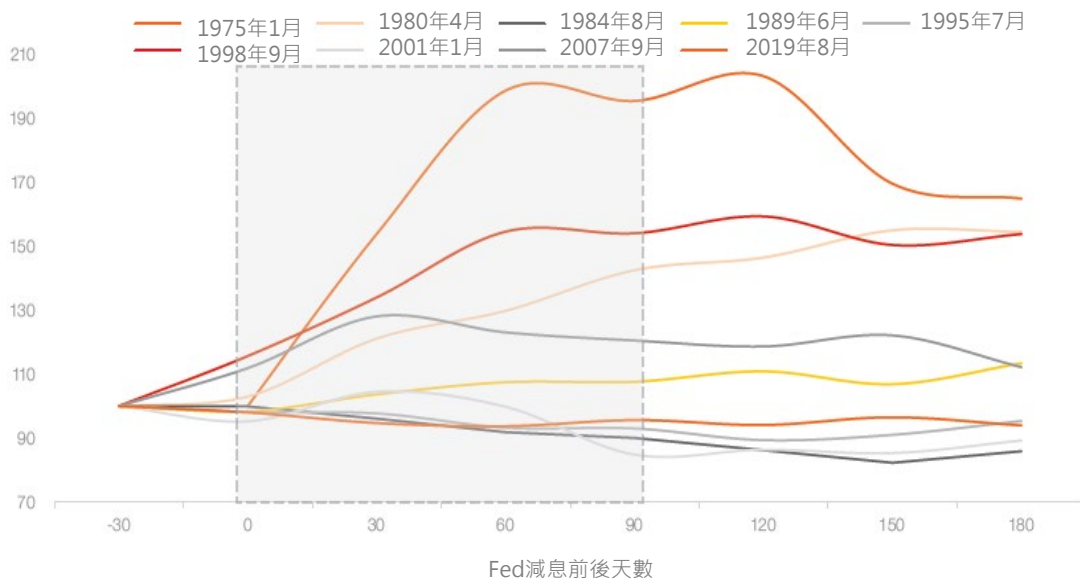
不佳的利率敏感型產業出現反彈的走勢。由於股息具吸引力，高息股可望吸引資金流入；隨著較高利率的負擔減輕，對房地產和消費產業的需求將逐漸復甦。此外，高槓桿產業的壓力也將舒緩。東盟政府國債則可望受惠於弱勢美元和美國國債債息大幅下降的雙重利好，隨著投資資金增加，為當地貨幣和股市創造良性週期，整體市場將受惠。

東盟市場作為進口中間商的角色日益增強



資料來源：世銀·星展集團 2024年9月

東盟股市在Fed減息後三個月的表現良好



資料來源：世銀·星展集團 2024年9月

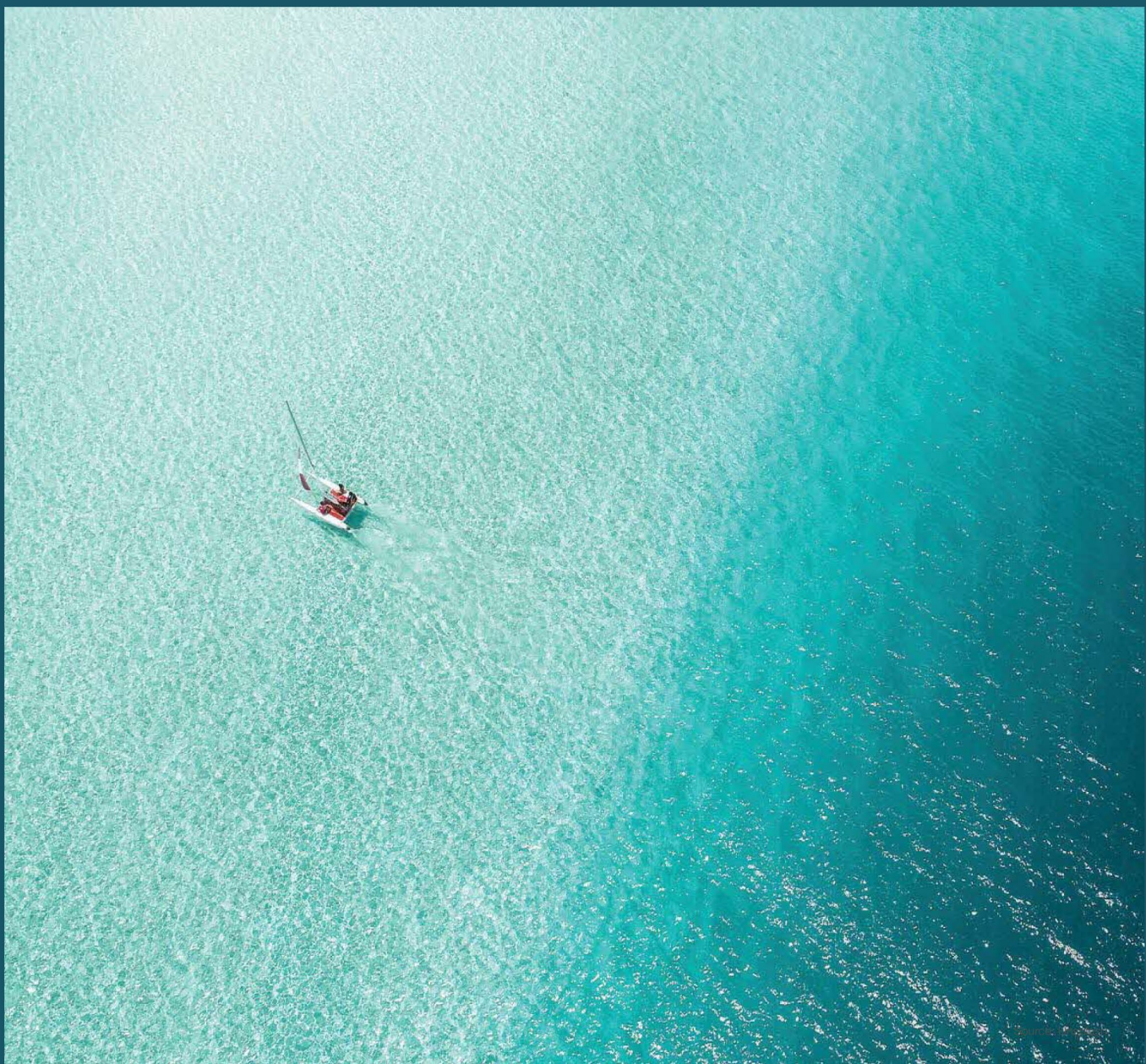
星展集團看好東盟地區的主要產業包括：1) 新加坡房地產投資信託基金 (S-REITs)，特別是零售、工業、辦公室和酒店相關領域，因具備韌性創造有機和非有機收入能力的基礎上，可望帶來優於市場預期的盈利驚喜；2) 新加坡、馬來西亞和泰國的電子和汽車行業；3) 印尼和菲律賓的消費行業；

4) 印尼大宗商品行業；5) 泰國旅遊和醫療保健行業；6) 越南部份則是中國+1策略的主要受惠者。星展集團對銀行行業維持正面觀點；雖然較低的利率可能壓抑銀行的淨息差，但隨著經濟活動的回升，預期貸款和手續費收入前景良好。

高收益率的時代即將結束

全球公司債
2024年第4季

在政策轉向的初期，評級為A/BBB的公司債仍是較佳的選擇；採取槓鈴式存續期間策略，同時佈局1至3年期公司債（藉以減低再投資風險）以及7至10年期公司債（掌握風險溢價和債息息差收窄的機會）。美國抵押貸款證券（MBS）和歐洲公司債具投資價值。

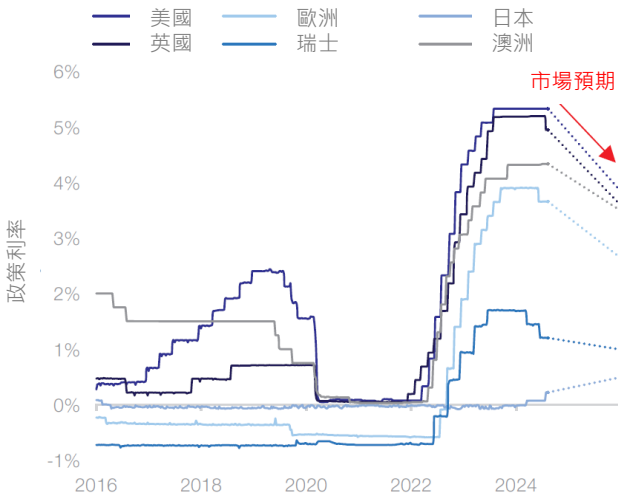


全球公司債

回歸現實。債券市場在經歷了近兩年利率不斷上升後，美國聯儲局 (Fed) 自疫情危機以來首次減息，幅度達50個基點，市場將鬆一口氣。星展集團在“第3季投資總監洞察：全球公司債”以“臨界點”為題，指出美國經濟在下半年將開始疲弱，並制定因應的策略；固定收益投資者應延長存續期間並更積極地將閒置資金佈局債券，藉以減低再投資風險，因為利率環境已過高位。展望未來，這樣的前景目前仍然非常重要，甚至更加重要，因為市場普遍預期，發達國家央行的政策利率在 2025 年底前仍將持續呈下降的趨勢。

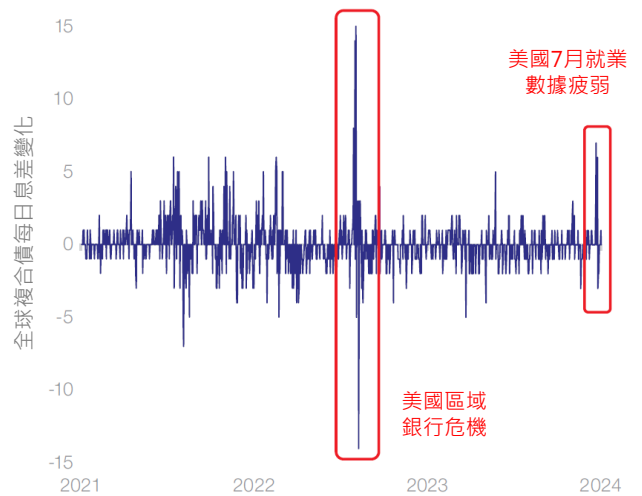
經濟放緩對國債有利，對公司債不利？然而，全球經濟趨緩促使央行調底政策利率，這對公司債投資者而言是個難題：隨著經濟增速普遍放緩，公司債的壓力是否不可避免地會浮現？債券市場在2024年下半年初就有徵兆，當時通脹壓力開始減弱，更重要的是，美國就業數據開始走弱 – 7月失業率小幅超過了Fed對長期失業率4.2%的預估。息差波動一度升至2023年美國區域銀行危機以來的高位，但隨著市場對衰退的擔憂消退，波動有所緩解。這些迅速的波動顯示，債券投資者的主要擔憂：現有的息差是否足夠補償債券持有者所承擔的信貸風險，因為目前的息差僅略高於多年來的最低水平。

市場預期普遍預期，多數發達經濟體的利率將呈現下降



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

2023年銀行危機以來，未曾見過的息差壓力



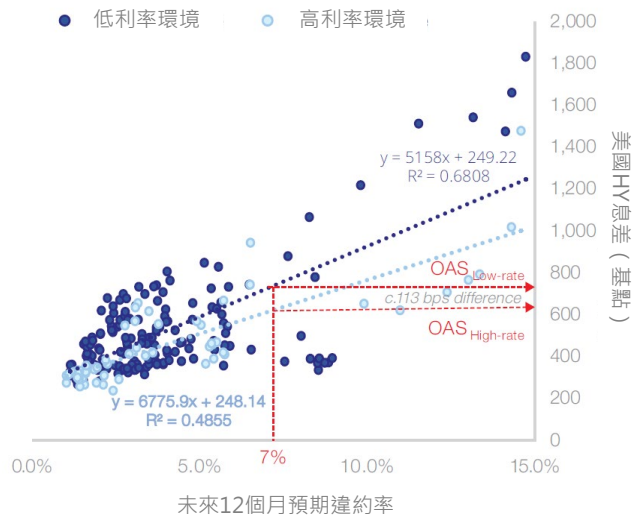
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

息差收窄的正當理由。此類擔憂當然並非意外。然而，星展集團認為，在目前制度下，公司債息差合理收窄有幾個基本原因，除了在肺炎疫情後，政府財務結構（下降）和企業財務結構（提升）呈現分歧之外；這也是星展集團在 " 第2季投資總監洞察：全球公司債 " 中所描述的。

首先，在較高利率環境下，高收益等級（HY）公司債息差趨緊。理論上，較高的無風險利率為經濟衰退中的回報提供緩衝，因為如果出現意外的經濟衰退，央行有更大的減息空間，進而能有效減低持有公司債的風險溢價。另一方面，低利率環境下幾乎沒有減息空間，投資者會要求更高的息差藉以彌補經濟衰退時下降的預期回報。美國HY息差與12個月預期違約率的簡單回歸分析顯示，對於相同的預期違約率（以7% 為參考），在利率較高的環境，合理的息差會趨緊（約113個基點）。因此，由於利率下降可以減輕經濟衰退時息差擴大的影響，目前HY的息差估值可能不像最初認為的那麼高。

同樣是趨緊，但原因不同。 投資等級（IG）公司債息差展現出與歷史均值相似的趨緊程度，但原因不同。星展集團相信，在肺炎疫情期間Fed對固定收益市場進行非同尋常的干預後，IG風險在結構上已經減低；也就是說，在2020年公司債市場出現嚴重的混亂

在利率較高的環境下，HY息差收窄是正常的

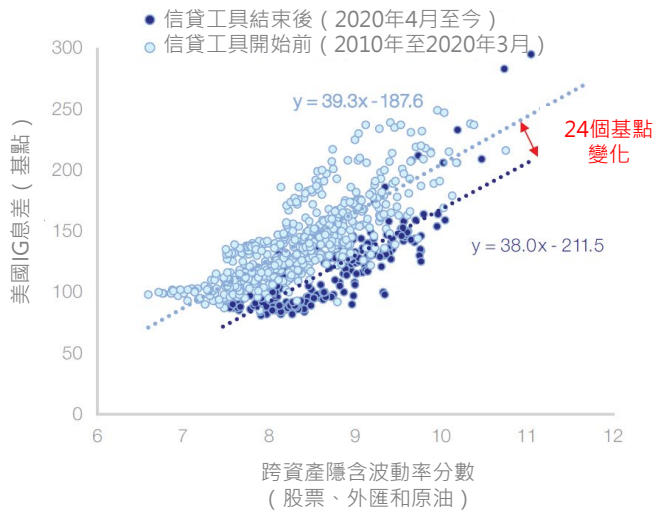


資料來源：彭博，穆迪投資者服務公司，星展集團
2024年9月

註：高利率環境定義為美國10年期國債收益率大於3.5%的情況

後，已推出主要和次級市場公司信貸工具（PMCCF和SMCCF）應對。儘管這些工具已經到期，但市場現在意識到，Fed不僅有可能干預美國國債和MBS，而且在必要時也有可能干預公司債市場 – Fed " 賣權 " 現在也適用於IG。為了量化Fed " 賣權 " 的價值，星展集團根據跨資產隱含波動率分數（包括股票、外匯和原油）對美國IG息差進行回歸分析，並發現息差相對於風險的平行下移 – 即對於相同程度的廣泛市場不確定性，自Fed推出信貸工具以來，美國IG息差現已收窄約24個基點。

Fed "賣權" 已減低風險溢價



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月
註：隱含波動率分數是股票、外匯和原油波動率的等權重對數函數

企業到目前為止尚未面臨更高的再融資利率



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

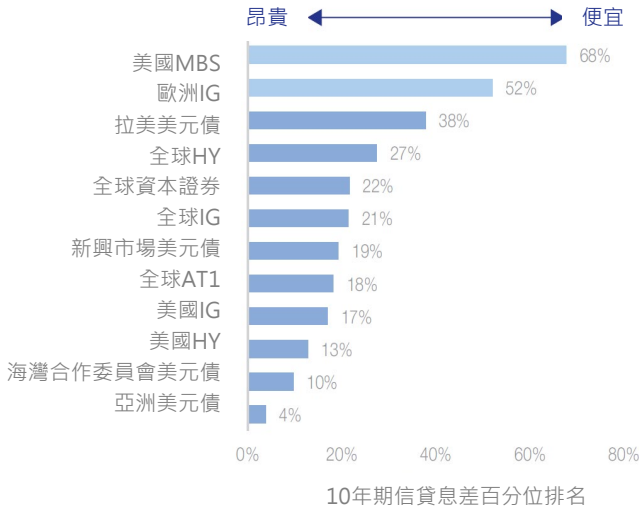
息差風險低並不意味著沒有息差風險。 話雖如此，較低的合理息差並不意味著投資者可以無不選擇的承擔公司債風險。經濟疲弱往往會對IG和HY市場產生不同的影響。HY市場的風險肯定會更加明顯，因為在經濟放緩的情況下，違約和重組可能會損害總回報；而對IG而言，由於更穩健的資產負債表和更好的融資管道，這些公司能夠更穩健的面對經濟放緩，因此IG違約的情況較不令人擔憂。

融資部份，星展集團也意識到，在經歷最新的加息週期後，這是企業約40年來首次面臨更高的再融資成本。1980年代中期以來，公司債債息通常低於10年移動平均值，這意味著過去

40年大多數公司的平均再融資成本通常是呈現下降，直到現在。因此，星展集團相對看好評級為A/BBB的公司債的品質，同時也選擇性的看好結構較為穩健的BB等級債券，因為時間會證明部份公司最終會因較高的利息負擔而面臨較大的盈利壓力。

選擇表現可能優於市場的債券。 儘管星展集團相信大多數固定收益市場在利率下降時期可能會表現良好，但先前討論過的息差趨緊的環境仍需要篩選，藉以獲得良好的價值。以要求息差估值不高而言，有兩個市場脫穎而出，即 (a) 美國MBS (房地產抵押貸款證券) 和 (b) 歐洲IG。

MBS 和歐洲IG仍然相對便宜



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

但星展集團相信投資者已獲得足夠的補償，藉以機構 MBS目前較高的債息抵消提前償還風險。

跨越大西洋尋找較好的息差。歐洲IG也展現出便宜的估值。長期以來，指數息差一直較美國同類指數息差更緊俏，這可能是由於 (a) 全球金融海嘯以來，歐洲央行 (ECB) 的政策一直較為鴿派，以及 (b) ECB較早干預公司債市場。現在情況正好相反，整體而言，歐洲IG息差較美國IG息差更寬鬆，且接近10年均值，而大多數其他公司債市場在息差方面仍然偏貴。

不同類型固定收益的回報。MBS息差仍處於歷史上最便宜的水平，這可能是由於 (a) Fed在量化緊縮 (QT) 下拋售MBS部位，以及 (b) 由於商業房地產疲弱而產生的對商業MBS的擔憂。這使其成為債券中為數不多的投資者仍能透過承擔政府相關風險而獲得5%以上債息的罕見領域，特別是那些在嚴重困境時期被視為Fed政策工具的機構MBS。當然，此類工具的凸性意味著在利率下降的環境中不太可能出現資本利得 (借款人傾向於以較低的利率為其抵押貸款再融資) ，

歐洲IG息差估值並不貴



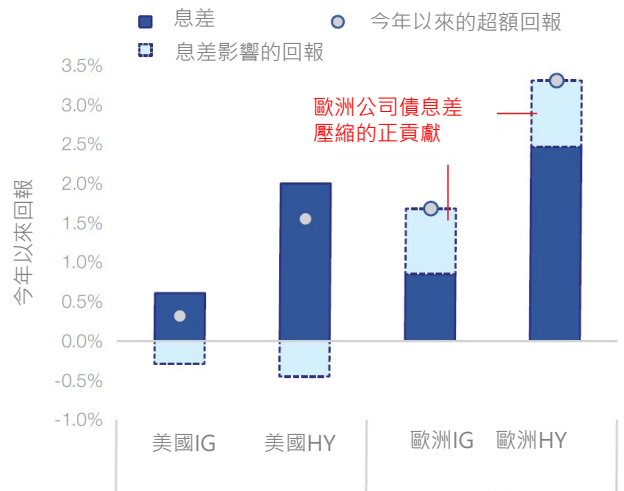
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

歐洲息差收窄帶動公司債表現。儘管息差擴大可能意味著市場預期歐洲經濟將進一步放緩，但擴大的息差不僅有助於提高息差收益，而且歐洲息差的普遍收窄已導致歐洲IG和HY市場在2024年以來的表現均優於美國市場。星展集團相信，隨著政策利率持續下降，尋求收益的心態將再度興起，這樣的動能也得以持續。

額外的對沖收益。除了估值並不昂貴之外，以美元計價的歐洲固定收益投資者還有一個額外的收益來源。由於Fed和ECB過去兩年的政策差異（Fed整體上較為鷹派），換算為美元時，以歐元計價的公司債可能會有超過100個基點的好處。根據期貨市場，政策差異將逐漸收窄，這種對沖收益可能會隨著時間的推移而減少；因此，投資者應在這些收益仍然存在時利用這個機會。

槓鈴式存續期間策略仍然在減息週期適用。2024年下半年以來，星展集團倡議採取槓鈴式存續期間策略，同時配置：（a）1至3年期公司債，藉以利用貨幣政策週期的轉折最大程度減低現金的再投資風險，以及（b）7至10年期公司債，藉以獲取更廣泛的息差溢價和對減息週期更為敏感的價格變動。無論利率最終的走向如何，1至3年的區段提供了回報的確定性，而7至10年區段的風險回報良好。

較高的歐洲IG息差緩衝了今年以來的表現



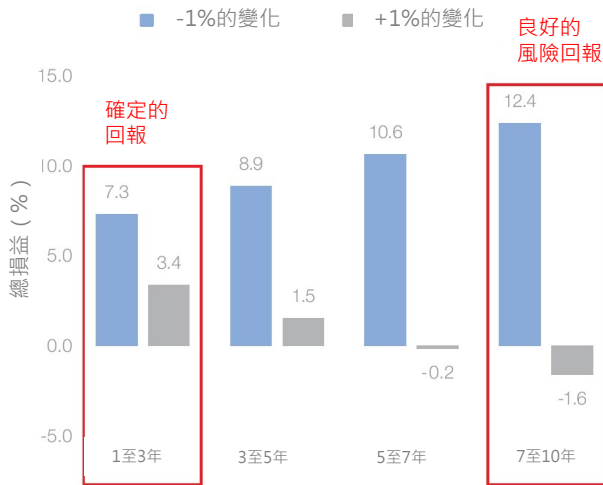
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

把握歐洲公司債外匯對沖收益



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

維持1至3年和7至10年的槓鈴式存續期間策略



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

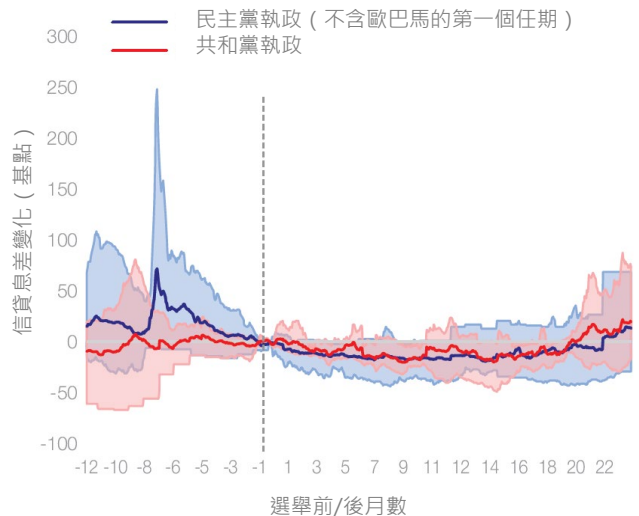
潛在放緩的可能，星展集團仍然看好評級為A/BBB的債券，並且選擇性的看好BB+評級的債券。經驗豐富的投資者可以留意美國 MBS 和歐洲公司債市場，在日益昂貴的环境下尋找價格合理的固定收益資產。

投資組合存續期間部份，應繼續採用槓鈴策略，同時配置 (a) 1至3年期公司債，最大程度減低現金的再投資風險，以及 (b) 7至10年期公司債，藉以獲取更廣泛的息差溢價和對減息週期更為敏感的價格變動。配置得當債券投資組合將能夠良好地應對政策週期的轉變；請注意，目前較高的收益率未來未必能夠輕易獲取。

美國總統大選。 首先要注意的是，公司債息差在共和黨或民主黨總統之間幾乎沒有差異；企業資產負債表實力、盈利能力、貨幣政策和流動性等對息差的影響更大且更直接。有趣的是，在兩黨執政下，息差在選舉後12個月均有下降的趨勢 – 這可能是因為市場擺脫了四年一度的主要風險事件。因此，公司債投資者不應該因為選舉而對固定收益投資組合過於擔憂。

整體而言，由於貨幣政策正在轉向減息週期，投資者應繼續將閒置資金轉為佈局固定收益。經濟數據仍然支持軟著陸的預期，全球央行有足夠的保障開始下調政策利率。由於景氣仍有

美國總統選後公司債息差表現良好



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月
註：由於與全球金融海嘯的接近而產生的扭曲，因此排除歐巴馬的第一個任期。

美元將重回貶值趨勢

全球外匯市場
2024年第4季

在下一任美國總統任期內，美元指數（DXY）可能會跌破100，這主要受美國聯儲局（Fed）減息以及經濟軟著陸的影響。隨著出口回升，亞洲貨幣可望受惠於亞洲地區支撐全球經濟增長。



全球外匯市場

是時候重新考慮美元貶值的問題。由於美國聯儲局 (Fed) 為了控制數十年來的高通脹而積極加息，美元指數 (DXY) 在2022年1月至9月期間上升了超過20%升至115。然而，2022年12月以來，DXY的交易區間已下降到100至107，這主要受Fed " 利率維持於高位更長一段時間 " 政策和美國經濟增長強勁的支撐。2024年第3季，Fed對通脹壓力放緩的信心增強，並於9月開始減息週期，藉以避免美國勞動市場進一步降溫。若全球經濟和金融市場沒有重大衝擊，星展集團預期美國經濟增長將從2024年的2.3%放緩至2025年的1.7%，且Fed將減息至3.00%，DXY在接下來的12至15個月將跌破100點。

星展集團不會將2024年11月5日美國總統選舉的結果對美元的影響一概而論，例如前總統特朗普 (共和黨) 若當選，美元可能走強；而若副總統賀錦麗當選，美元可能會走弱。與2017年和2021年不同，下一任總統任期將於2025年開始，屆時Fed將處於減息週期，而不是加息週期。過去兩任總統任期內，美國聯邦債務從20兆美元激增至33兆美元，這將限制新政府的經濟政策。然而，特朗普的保護主義政策對全球經濟構成更大的威脅；而賀錦麗的總統任期對亞洲新興市場 (作為全球經濟的主要增長引擎) 應該是有利的，有助於當地貨幣的升值，除非出現地緣政治衝擊。

DXY 在美國總統大選後將面臨Fed減息週期的壓力



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

更陡峭的美國國債債息曲線可能會削弱美元



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

歐元。 歐元可望受惠於去美元化；此外，由於歐元區通脹下降，相較於Fed為避免美國勞動市場進一步降溫而進行的減息，歐洲央行 (ECB) 減息次數可能較少。

英鎊。 英鎊的前景有所改善，主要受惠於英國趨於穩定的政治局勢、更快速的經濟復甦以及與歐盟關係的改善。



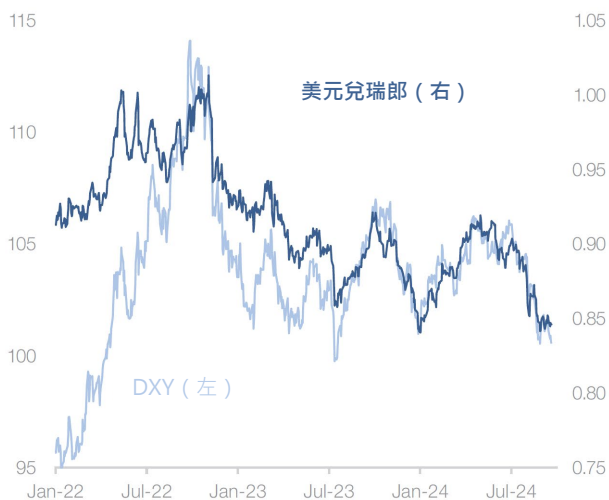
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

瑞郎。 瑞士央行 (SNB) 可能會舒緩Fed減息週期對美元造成的壓力，進而抑制瑞郎升值的壓力。

澳幣。 澳幣可能在亞洲貨幣走強的環境下突破今年介於0.64至0.68的交易區間，但仍面臨日圓套利交易平倉導致的波動以及澳洲央行 (RBA) 延遲2025年減息的影響。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

紐幣。在相對較為強勁的亞洲貨幣和亞洲經濟復甦的帶動下，紐幣兌美元將突破今年介於0.5850至0.6330的區間。



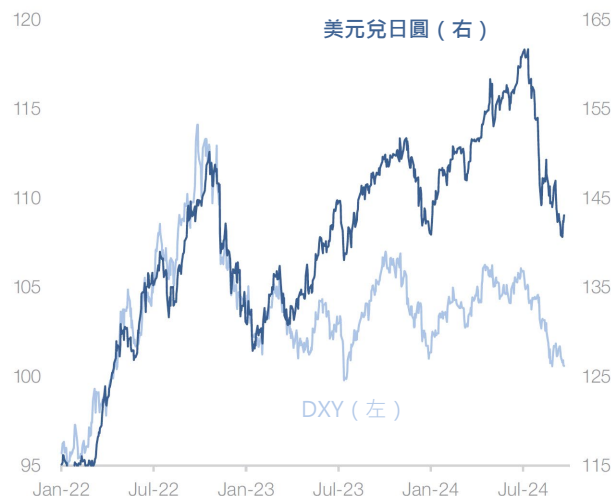
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

加幣。隨著加拿大央行 (BOC) 與 Fed 同步進入減息週期，加幣兌美元的表現將相對落後其他貨幣，這主要是因為疲弱的商品週期。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

日圓。在 Fed 減息和日本央行 (BOJ) 加息的環境下，日圓兌美元可望逐漸上升，預期升值走勢將持續到 2025 年，市場將對日圓套利交易平倉仍保持警惕。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

人民幣。人民幣的表現在弱勢美元下的回升將受到中國經濟疲弱和中美競爭的壓抑。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

星展集團主要匯率預估

	18 Sep	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
美元兌人民幣	7.0810	7.08	7.04	7.00	6.98	6.94	6.90
美元兌港幣	7.7930	7.79	7.79	7.78	7.78	7.77	7.77
美元兌印度盧比	83.756	83.7	83.4	83.0	82.7	82.3	82.0
美元兌印尼盾	15335	15320	15190	15070	14950	14820	14700
美元兌馬幣	4.2435	4.25	4.20	4.20	4.15	4.15	4.10
美元兌菲幣	55.732	55.7	55.2	54.7	54.2	53.7	53.2
美元兌新幣	1.2952	1.29	1.29	1.28	1.28	1.27	1.27
美元兌韓圓	1324	1320	1310	1290	1280	1260	1250
美元兌泰銖	33.361	33.3	33.2	33.0	32.8	32.7	32.5
美元兌越南盾	24629	24610	24490	24370	24250	24120	24000
澳幣兌美元	0.6764	0.68	0.68	0.69	0.70	0.70	0.71
美元兌加幣	1.3605	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31
歐元兌美元	1.1119	1.11	1.12	1.13	1.14	1.14	1.15
美元兌日圓	142.29	142	140	137	135	132	130
紐幣兌美元	0.6209	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.65
美元兌瑞郎	0.8462	0.85	0.84	0.84	0.84	0.83	0.83
英鎊兌美元	1.3214	1.32	1.33	1.34	1.34	1.35	1.36
美元指數 (DXY)	100.596	100.5	99.9	99.3	98.7	98.1	97.5

資料來源：星展集團 2024年9月
註：季底預估



仍然選擇性看好

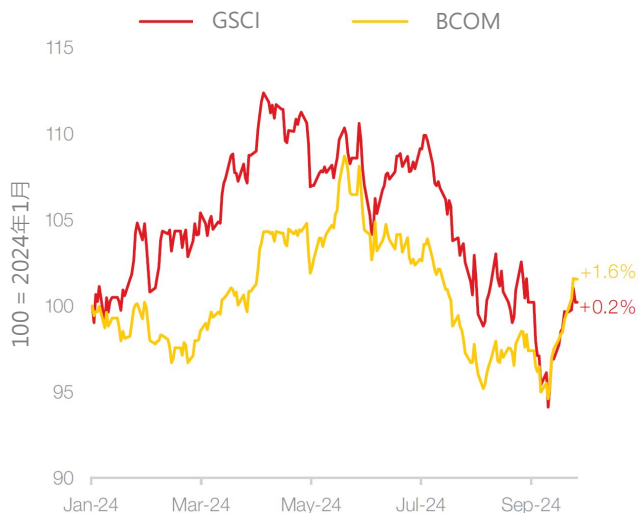
大宗商品
2024年第4季

由於全球經濟動能放緩，大宗商品價格已經回吐了上半年大部份的升幅，這對工業金屬和原油造成了影響。選擇性看好部份農產品。

大宗商品

前進三步，後退兩步。在上次的季度報告中，星展集團說明了大宗商品綜合指數的復甦；然而，這並沒有持續太久。2024年第3季，大宗商品指數回吐了年初以來的升幅。截至9月25日，彭博大宗商品指數（BCOM）和高盛商品指數（GSCI）分別上升1.6%和0.2%。表現不佳主要是受整體經濟相關因素所影響；西方和中國的經濟增長放緩，以及中國三中全會期間沒有宣佈額外的政策刺激措施，也抵消了上半年大宗商品反彈的樂觀情緒。

大宗商品在 2024年第3季回吐了大部分年初以來的升幅

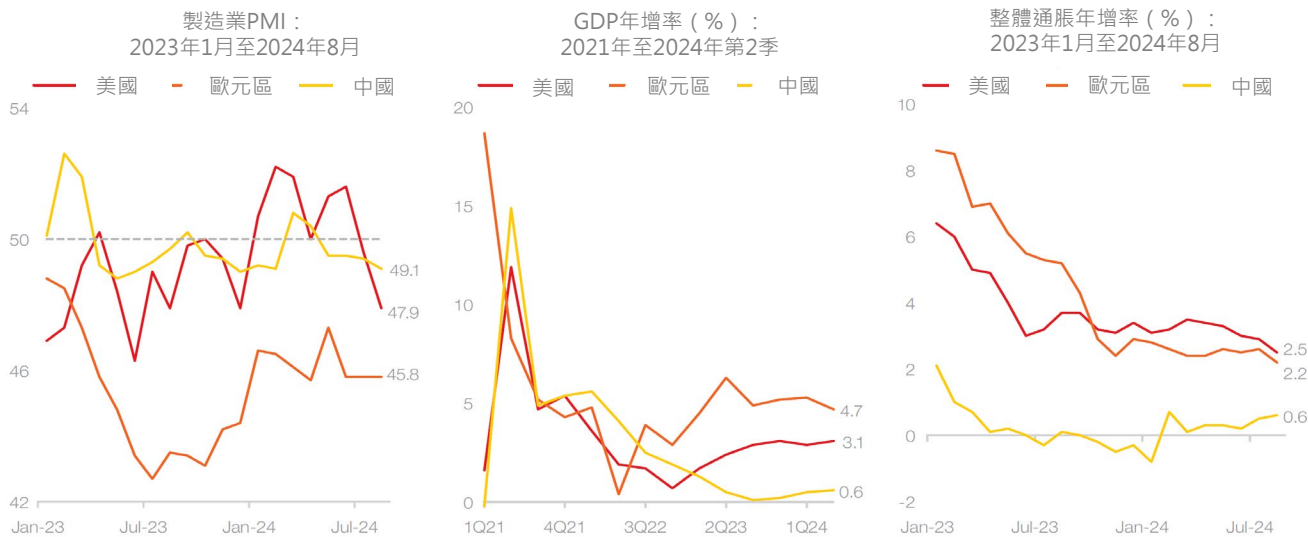


資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

整體經濟疲弱。製造業部份，美國7月製造業採購經理人指數（PMI）時隔七個月再次陷入收縮，8月繼續下降。歐洲製造業 PMI 連續26個月低於50，中國製造業活動也不溫不火，7月連續第三個月呈現萎縮。GDP部份，主要的意外來自中國；中國2024年第2季GDP年增4.7%，低於市場預期的5.1%。這壓抑市場對大宗商品需求的短期前景，因為中國是多數大宗商品的全球最大的消費國。通脹數據也顯示全球經濟增長放緩，今年初以來，三大主要地區的通脹數據均出現下降或停滯。此外，美國7月勞動市場大幅降溫，新增非農就業人數遠低於市場預期（實際11.4萬，市場預期17.5萬）。

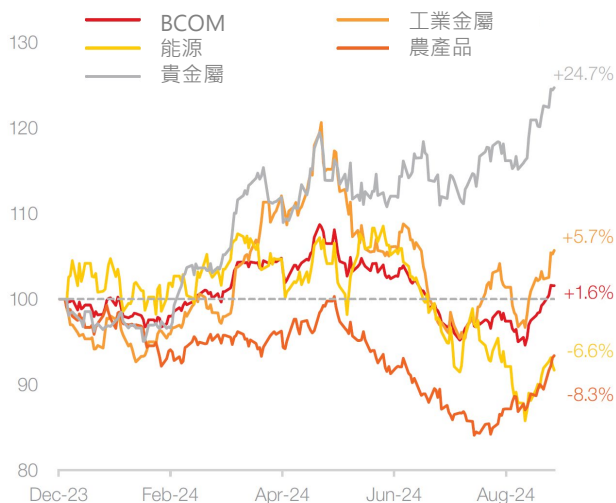
貴金屬是唯一表現較佳的大宗商品。依類型評估大宗商品的表現，貴金屬今年以來上升了24.7%（截至9月25日）；受惠於地緣政治風險升高和美國聯儲局（Fed）即將減息的預期，黃金和白銀的表現強勁表現。工業金屬回吐了部份上半年的升幅，今年以來上升約5.7%；因投資者擔憂供應充裕，能源和農產品則是分別下跌8.3%和6.6%。

進一步冷卻的整體經濟指標



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

主要大宗商品今年以來的表現

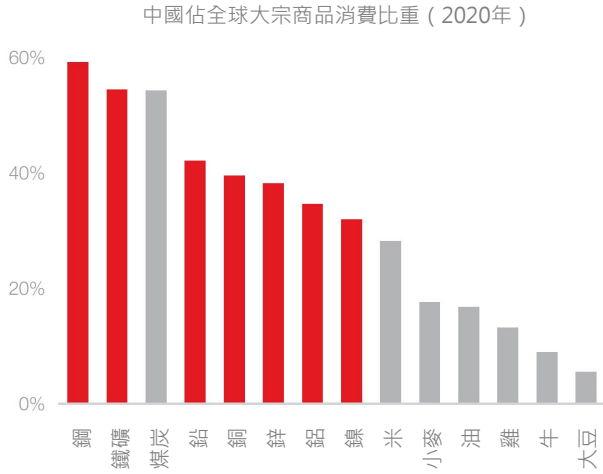


資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

工業金屬

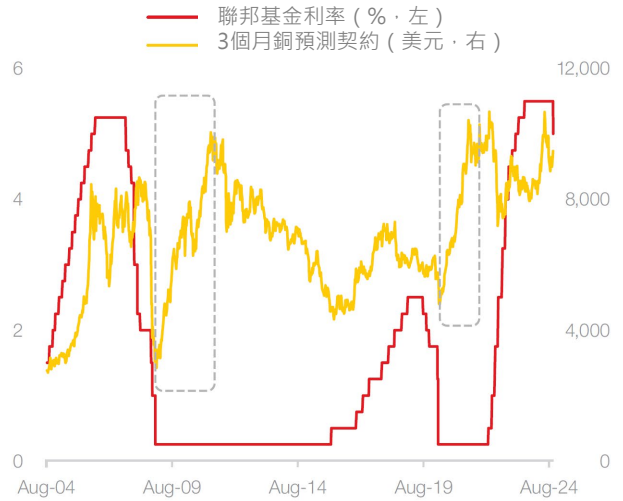
短線好壞參半。中國是全球最大的商品消費國，特別是金屬。中國分別佔全球鋼鐵和鐵礦石需求的59%和54%，鎳、鋁、鋅、銅和鉛的需求部份則是介於30%至45%。表面上，金屬的前景與中國的增長軌跡緊密相連。中國最新的GDP增長不如市場預期，加上缺乏針對處於困境的房地產業的新刺激措施，短期可能壓抑金屬價格。然而，這種負面影響可能受Fed減息所抵銷（至少部分抵銷），這對金屬需求而言應該是利好因素，尤其是對利率敏感的金屬，例如銅。數據顯示，儘管存在滯後性，但銅價在Fed的開始減息週期後通常會呈現上升走勢。

中國是全球大部分金屬的主要消費國



資料來源：The Geography of Transport · 星展集團 2024年9月

歷史經驗顯示，銅通常受惠於減息



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

長期而言，並非全面性的上升。雖然工業金屬的短期前景不明，但長期前景仍然良好，可望受惠於去碳化、企業本地化設廠/境外設廠擴張的帶動。然而，重要的是要注意，有別於2000年代初期金屬價格廣泛性走升的情況，各種不同金屬的走勢可能較為分歧。由於中國經濟增長正在放緩，中國未來的GDP年增率可能會從2004年至2020年間超過8%降至4%左右。

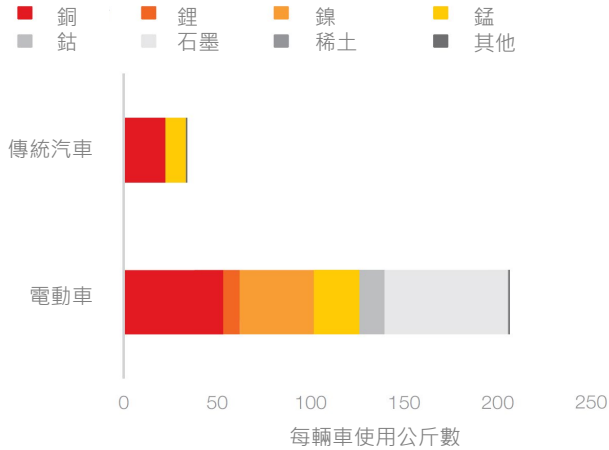
中國GDP增長率趨緩的時代



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

電動車使用的銅和電池金屬明顯多於傳統汽車

與傳統汽車相比，電動車中使用的礦物和金屬



資料來源：IEA 2024年9月

從房地產轉向，不利黑色金屬和鋁。中國將重點從房地產業轉移，這將不利黑色金屬。因為中國粗鋼需求有約60%來自營建業。鋁也將受到一定程度的負面影響，因為有約25%的最終用途也來自營建業。對銅和電池金屬的淨影響應很小，因為房地產需求下降可望被電動車（EV）和其他可再生能源基礎設施（例如太陽能 and 風機）的需求增加所抵消。

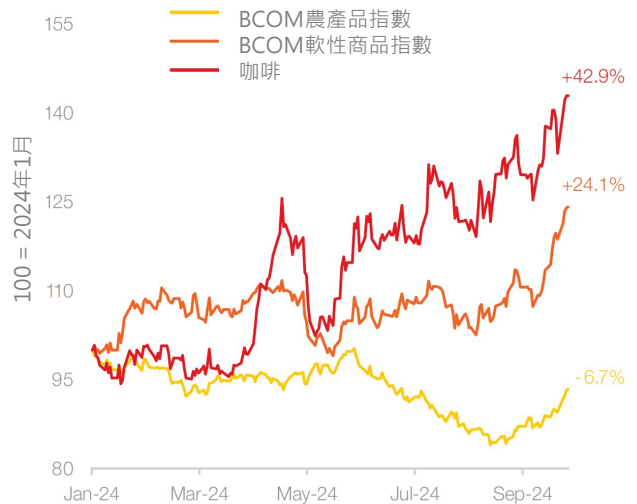
減碳措施有利於銅及電池金屬。全球減碳浪潮與中國承諾進一步發展綠色科技，顯然有利於綠色金屬，尤其是銅和電池金屬，如鋰、鎳、鈷和錳。電動車使用的銅和錳分別是傳統汽車的2.4倍和2.2倍，並大量使用傳統汽車不使用的鋰、

鎳和鈷。儘管由於美國和歐盟的關稅，中國的電動車產量和出口量短期有所下降，但電動車的長期增長趨勢依然存在，並應為銅和電池金屬提供結構性需求。

農產品

咖啡帶動軟性商品今年以來表現優於其他農產品。儘管今年以來農業產品在各類商品次資產類別中表現最差，但軟性商品（咖啡、棉花和糖）的表現卻意外優異，今年以來至8月23日上升9.8%，主要受咖啡亮眼表現（+31.2%）所帶動。這主要因為過去五年全球咖啡供需均衡。

咖啡帶動軟性商品今年以來的表現優於農產品



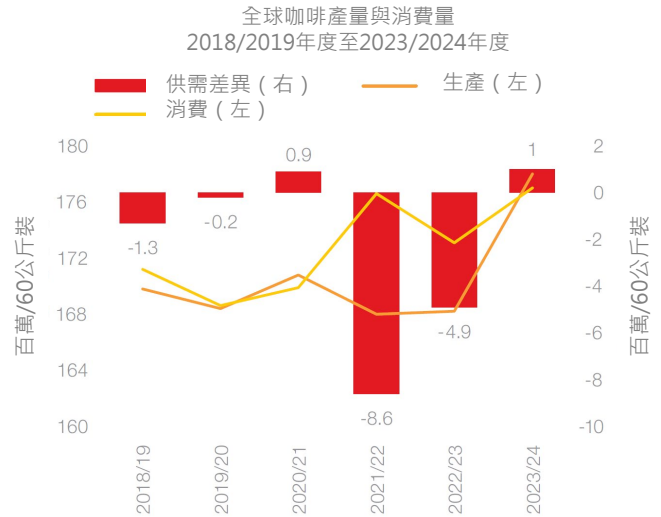
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

咖啡前景將受惠於結構性因素。展望未來，由於咖啡需求的價格彈性相對較低，且全球暖化持續導致咖啡產量和可種植咖啡的土地減少，因此供需結構可望支撐咖啡價格。過去五年，阿拉比卡咖啡和羅布斯塔咖啡的價格分別上升約1.5倍和2.5倍。2023年10月1日至2024年9月30日的預測產量將呈現增長，很大程度上是由於兩年生產效應，即咖啡在交替年份產量更高。而前一個年度消費量的下降也是一次性因素，因為咖啡庫存的下降幅度大於平均水平，這反而又減少了當年對國際市場採購的需求。

結論

在等待全面復甦的同時，選擇性看好大宗商品。持續等待更廣泛的經濟復甦。雖然貨幣寬鬆即將到來，但美國整體經濟對大宗商品而言仍然不具吸引力；儘管GDP增長依然良好，但就業和製造業數據表現疲弱。此外，中國結構性增長放緩對廣泛大宗商品需求的實質性復甦構成了巨大挑戰。展望未來，不同大宗商品次資產類別的表現將呈現分歧，並非全面性上升。在此環境下，應選擇性看好大宗商品。

有利的咖啡供需



資料來源：International Coffee Organisation
2024年9月

咖啡價格飆升



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

油價因需求疲弱而陷入熊市

對需求的擔憂是目前影響油價走勢的關鍵因素。儘管中東局勢風險持續存在，布蘭特原油價格在2024年第3季曾在每桶80美元附近震盪，但投資者擔憂需求前景，且石油輸出國組織與盟國（OPEC+）即將增產，布蘭特原油價格在9月初重挫超過10%至每桶70美元附近。雖然趨勢符合星展集團對下半年油價疲弱的預期，但相較於2024年第2季的高位，跌幅大於原本的預估。尤其是對中國需求的憂慮，是近期油市走弱的主要驅動因素。2024年前七個月，中國煉油廠平均每日用油量為1,440萬桶，相較低於2023年的全年日均量（1,480萬桶）。而中國的原油進口量今年也呈現下降趨勢，今年以來的日均進口量為1,090萬桶，也低於2023年的日均量

（1,130萬桶）。美國的原油消費數據今年的表現也不太樂觀，大致與去年持平，且仍低於疫情前的水平。

OPEC+ 急於延遲增產計劃。2024年6月初的OPEC與非OPEC盟國部長會議上，宣佈總量為每日220萬桶的自願減產將從2024年10月開始逐步取消，直至2025年9月底。這個消息引發了市場悲觀的反應，但OPEC+領導人迅速強調，供給應對將根據市場情況保持靈活性。由於油價已跌至每桶約70美元，OPEC+現在已將增產計劃延遲兩個月至2024年12月。儘管這將繼續以OPEC+市佔率為代價，但星展集團認為可能會再延遲數月，藉以確保市場穩定。但是，能夠一直延遲嗎？星展集團認為，過去數月，沙特阿拉伯和其他波斯灣國家也在減少出口支撐

中國2024年以來的原油進口年增率呈現下降



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

2024年OPEC供給維持穩定，但減產終將在某個時刻結束



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

星展集團2024年至2025年每季平均油價預估

每桶美元	2024年 第1季	2024年 第2季	2024年 第3季	2024年 第4季	2025年 第1季	2025年 第2季	2025年 第3季	2025年 第4季
布蘭特原油	82.0	83.0	78.5	75.0	71.0	72.0	76.0	75.5
西德州中級原油	77.0	79.0	75.0	72.0	68.0	69.0	73.0	72.5

資料來源：星展集團 2024年9月

油價，但隨著過剩產能的增加，這些策略將越來越難以長期執行。儘管OPEC+的增產時間戰略性地與美國聯儲局（Fed）潛在減息時機一致，而這通常有利於大宗商品價格表現，但星展集團認為，未來數月，供需基本面對油價的影響較大於全球宏觀經濟事件，這將使OPEC+決策所需考慮的因素更加複雜。

布蘭特原油價格在9月顯著走弱



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

星展集團下調對油價的預估。隨著需求下降和供給增加的預期，即使OPEC+持續減產和降低出口，以及利比亞原油供給的暫時中斷和中東地緣政治風險加劇（以色列對黎巴嫩真主黨的行動及在伊朗對哈馬斯官員的行動），油價仍難以突破每桶80美元。在目前需求風險的環境下，星展集團將2024年布蘭特原油均價預測下調到每桶77至82美元，2025年的預測則是下調到每桶70至75美元，低於原本預期的80至85美元和72至77美元。星展集團預期，OPEC+增產的推遲以及Fed減息和美元走弱的情況下，油價將從目前的低位有所回升，但2025年進入供需失衡的情況下，油價在可預見的未來將維持溫和的走勢。

星展集團對地緣政治風險爆發的基本假設為何？基本假設部份，星展集團預期以色列與哈馬斯的衝突將持續到2024年第4季甚至更久；但不會超過現狀的有限和針對性攻擊。油市仍將存在一些不確定性；布蘭特原油價格短期可能會出現超過每桶80美元的走勢，但將不會持續，因為OPEC+將從2024年第4季開始增產，而需求仍有待提升。

若伊朗及其代理人發動比預期更猛烈的攻擊，以色列進行報復（但局勢未升級為全面地區衝突），星展集團預期，伊朗原油出口將面臨更嚴格的制裁，這可能會帶動油價突破每桶100美元。

雖然星展集團認為機率不高，但如果伊朗與以色列之間爆發全面且持久的衝突，涉及其他地區國家，可能會導致油價大幅走升。這種情況可能源於中東地區原油基礎設施受損或波斯灣關鍵通道被封鎖，油價則可能升破每桶150美元。

仍然看好另類資產

另類資產： 隨著債券債息和美元走低，金價表現穩健。
黃金
2024年第4季



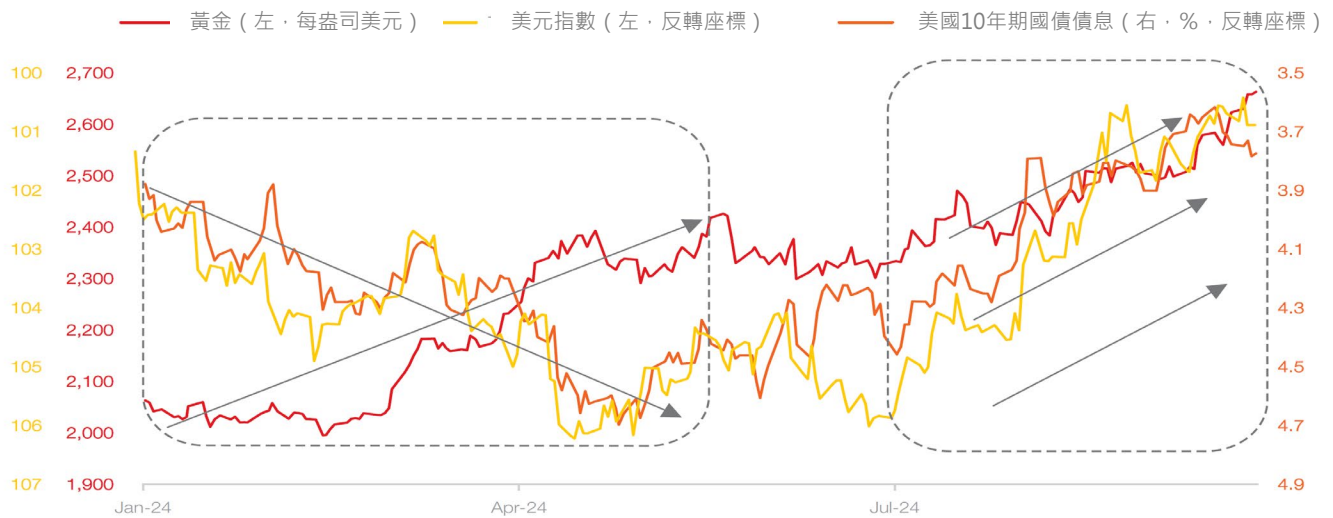
另類資產：黃金

美元和利率與黃金的負相關再現。2023年6月以來，黃金相對美元和利率的韌性越來越強烈，這對無息資產而言並不尋常。然而，2024年7月，黃金與利率/美元的負相關突然回歸，這主要是因美國經濟出現疲弱的跡象 – 趨緩的通脹和就業數據 – 以及鴿派的美國聯儲局 (Fed)。

4年來Fed首次減息。市場期待很久的轉變終於實現，Fed自2020年3月以

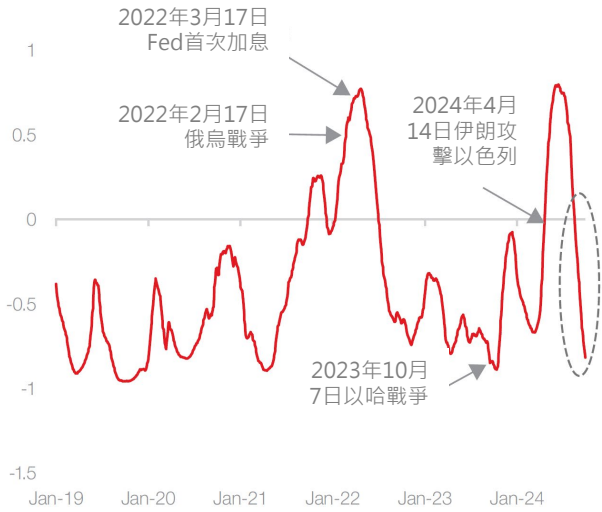
來首次減息 (下調50個基點)。在此期間，美元和利率的下降支撐金價在9月25日升至每盎司2,671美元的歷史高位。儘管未來整體經濟情勢仍存在不確定性，但基本假設情境仍是軟著陸，且Fed將進一步減息。截至9月25日，芝加哥商品交易所 (CME) 顯示，期貨市場預期今年再減息75個基點的機率約50%。美國進入減息週期也為金價未來的表現奠定了良好基礎，這也將支撐黃金的表現。

Fed開始進入減息週期，美元和利率與黃金的負相關再現



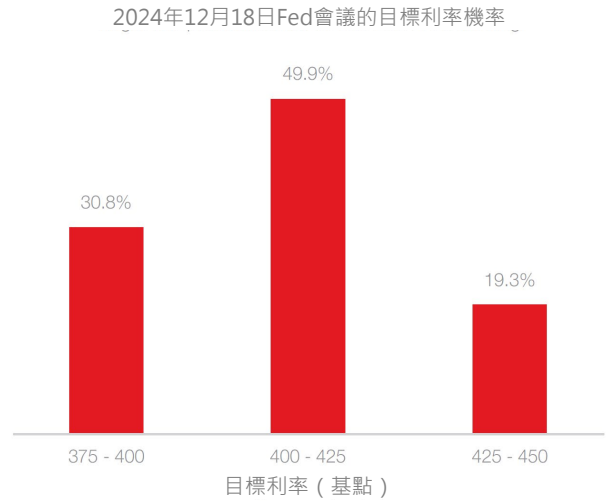
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

黃金與利率相關性轉為負值



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

市場預期2024年底將減息3至4次



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

地緣政治緊張，避險需求持續支撐黃金表現。地緣政治仍然是短期影響黃金的主要因素。最新的發展是伊朗和以色列緊張局勢潛在升級的風險。與此同時，歐洲地區，俄烏戰爭也尚無舒緩跡象，而且如果特朗普在11月再次當選美國總統，情況可能會更加複雜。由於他對美國援助烏克蘭計劃直

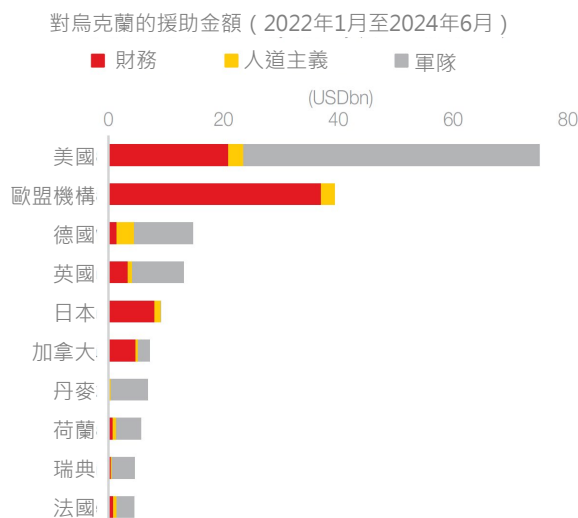
言不諱的批評，特朗普可能會在未來減少進一步的軍事和財政援助。上述任何衝突的爆發都可能導致避險需求增加，並帶動黃金上升。根據對過去風險事件的分析，星展集團發現這些升勢平均持續 13 天，價格平均上升 7.1%。

過去風險事件，黃金升勢持續期間和幅度

	開始日期	變動 % (從低位到高位)	反彈持續日數
俄烏戰爭	2022年2月24日	8.0%	14
美國區域銀行與瑞信倒閉	2023年3月8日、 10日、12日 及15日	12.5%	26
美國第一共和銀行倒閉	2023年5月1日	3.4%	4
以哈衝突的開始	2023年10月7日	9.5%	16
伊朗攻擊以色列	2024年4月14日	2.0%	6
	平均	7.1%	13

資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

美國目前對烏克蘭提供援助最多



資料來源：Statista·星展集團 2024年9月

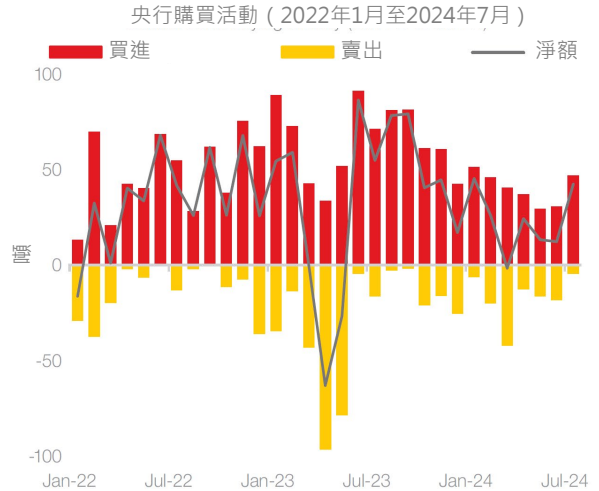
資金已開始回流黃金ETF。隨著Fed轉向鴿派，對黃金的投資需求已經回升，尤其是黃金ETF。在5月觸及約2,500噸的低位後，黃金ETF總持有量已逐漸回升，並出現連續4個月的資金淨流入。黃金ETF上次出現連續數月的資金流入是在2023年5月。亞洲連續第18個月出現資金淨流入，而歐洲和美國則是連續第4個月和第2個月呈現資金淨流入。若宏觀經濟數據優於市場預期，未來Fed可能採取漸進式減息。這也將進一步帶動黃金ETF資金流的復甦。

黃金 ETF 持有量在 5 月觸底回升



資料來源：Metals Focus · Refinitiv GFMS · World Gold Council 2024年9月

2024年來自央行的買盤仍然強勁



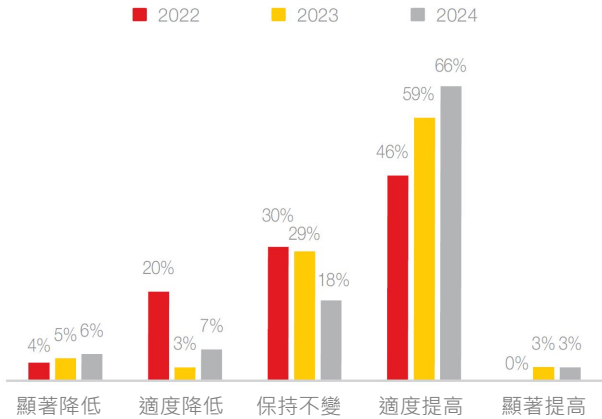
資料來源：World Gold Council · IMF 2024年9月

多國央行維持對黃金的信念。 儘管2024年上半年央行購買黃金的活動略有放緩，但趨勢仍然相對強勁。從2024年1月到7月，多國央行的合計淨購買量達161.5噸，低於去年同期的164.2噸。星展集團持續認為，在目前日益複雜的金融和地緣政治環境下，許多國家的央行仍會將黃金視為儲備資產。世界黃金協會最新央行黃金儲備調查的結果支持這個論點；69%的

受訪者認為，五年後黃金佔全球總儲備（外匯和黃金）的比例將會更高，高於2023年的62%和2022年的46%。62%的受訪者認為美元佔全球總儲備的比率可能呈現下降，高於2023年的55%和2022年的42%。這顯示，多國央行視黃金為對抗貨幣貶值、財政可持續性及去美元化等問題的避險工具，未來可能會增加持有黃金。

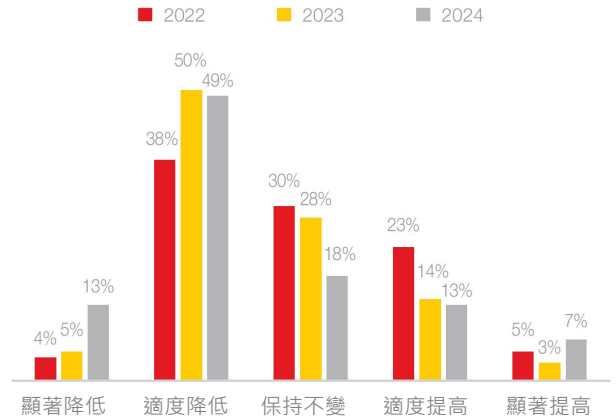
黃金獲得多國央行的青睞

央行對於5年後黃金佔總儲備比例的看法



去美元化是未來多國央行的擔憂

央行對5年後美元佔總儲備比例的看法



資料來源：World Gold Council 2024年9月

資料來源：World Gold Council 2024年9月

黃金仍有上升空間。近期支持黃金的主要潛在利好是Fed將進入減息週期。此外，地緣政治和11月的美國大選仍是影響短期金價表現的關鍵因素。中至長期而言，星展集團仍然看好黃金。財政可持續性、貨幣貶值和去美元化等議題均支持結構性多國央行的買盤

和黃金的投資需求。因此，星展集團將黃金12個月滾動目標價上調至每盎司2,835美元。星展集團也持續認為，投資者可將部分資金配置於黃金，因其與股票和債券是不相關的資產類別。

黃金價格對美元和美國10年期國債債息的敏感度分析

美元指數 (DXY)

美國10年期國債債息 (%)	95	100	105	110	115
3.50	2,910	2,894	2,877	2,861	2,844
3.75	2,877	2,861	2,844	2,828	2,811
4.00	2,845	2,828	2,812	2,795	2,779
4.25	2,812	2,795	2,779	2,762	2,746
4.50	2,779	2,762	2,746	2,729	2,713
4.75	2,746	2,729	2,713	2,696	2,680
5.00	2,713	2,696	2,680	2,663	2,647

資料來源：星展集團 2024年9月



東盟投資策略

專題策略 東盟市場持續受惠於中國+1策略，為各產業提升價值
2024年第4季 鏈帶來機會。長期增長動能包括獲取關鍵原材料、鄰近低成本製造和供應商，以及在日益協作的投資環境中進行能源轉型的共同努力。

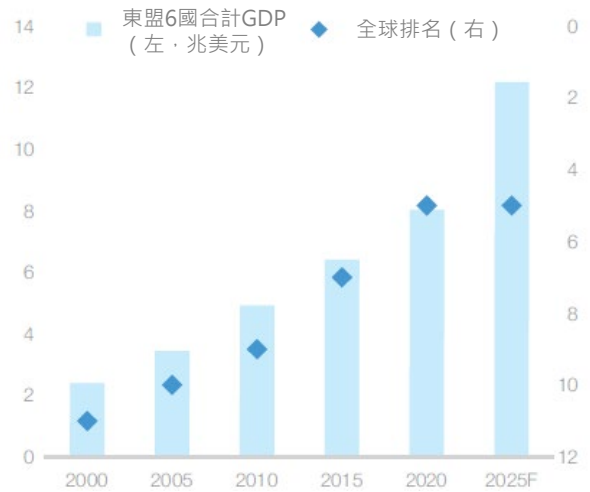
東盟投資策略

後疫情時代為投資者帶來過去未曾考慮的元素。地緣政治動盪和保護主義政策擾亂全球經濟、分裂貿易網路、監管環境和全球供應鏈。也削弱了全球貿易和投資流動的穩定性；隨著世界轉為逆全球化，既創造了障礙，也創造了孤立的機會。

隨著投資者為全球經濟放緩做好準備，東盟繼續展現出作為一個由五個支柱支持的策略經濟聯盟的潛力，包括有利的人口結構、帶動城市化和經濟增長的基礎設施建設、豐富的自然資源、眾多具吸引力的旅遊景點，以及作為中國+1多元化策略的理想地區。

可持續性的增長。儘管面臨外部阻力，東盟經濟體在2024年上半年維持增長動能。所有經濟體的GDP都有所增長，其中印尼、馬來西亞、菲律賓和新加坡的增速在此期間有所加快，而泰國和越南的增速則有所放緩。強勁的內需、勞動市場趨緊和穩定的物價，加上強勁的旅遊業和出口市場的復甦，帶動了經濟增長。

東盟6國經濟體維持強勁增長動能



資料來源：IMF，星展集團 2024年9月

集體的成功。東盟已在電子、航太、半導體、機械和包裝食品等產業擁有強勁的出口地位。除了擴張的潛力之外，由於該地區在生物製藥和化學品等高價值產業中扮演的角色相對較小，中國+1策略也為東盟經濟體提供了在各自領域中向上提升價值鏈的機會，追求更高附加值，並利用工業4.0來提高生產力。

東盟地區的整體驅動力包括獲得關鍵原材料、靠近供應商以及專注於能源轉型的政策，此外還有由成員國之間的緊密合作促進的更為自由的投資政策環境。

到2050年，東南亞聯盟將超越德國，成為全球第四大經濟體。

一個區域，九個國家

東南亞各國都有獨特的發展和增長故事，包括以製造業為主的經濟體、商品豐富的生產者以及金融服務供應商。這些因素共同促成了該地區的投資吸引力。

新加坡

憑藉相對有利的稅收政策和策略地位，新加坡為外國投資者提供了極具競爭力和前所未有進入亞洲市場的途徑，是通往該地區的門戶。企業可以享受80多項避免雙重徵稅協定、可觀的稅收減免以及與周邊亞洲國家、歐盟、美國、中國和印度簽訂的眾多自由貿易協定（FTA）。

S-REITs具吸引力凡股息率



資料來源：LSEG Datastream，星展集團 2024年9月

新加坡穩定的政治環境和健全的法律制度為企業提供了一個安全和可預測的環境，再加上新加坡受過良好教育和具備技能的勞動力，以及一流的基礎設施，包括高效的交通系統、先進的電信和良好的港口設施。

新加坡房地產投資信託基金（S-REITs）、銀行業和新加坡當地全球領先企業，擁有強勁的長期投資機會。

印尼

數十年來，印尼已發展成為一個充滿活力的民主國家，擁有東南亞最大和最具活力的經濟體。現在作為G20經濟體的成員，憑藉其作為東盟最大經濟體（世界第16大經濟體）的地位，以及年輕且龐大的勞動力（近1.37億勞動力，年齡中位數低於30歲）和快速擴大的中產階級，為外國投資者提供了巨大的長期增長潛力。

雅加達綜合指數與全球商品價格之間的相關性高



資料來源：LSEG Datastream，星展集團
2024年9月

由於國內消費增長，印尼相較於其他低成本國家，展現出持續高增長的態勢。多年來，印尼在民主政府的領導下，致力於經濟發展，政治維持相對穩定；該政府持續實施審慎的宏觀經濟政策和結構改革，以增強商業增長。

印尼是一個資源豐富的國家，大宗商品約佔印尼出口的60%。農業在經濟中持續扮演不可或缺的角色，約佔該國三分之一的勞動力。為了降低對全球大宗商品價格衝擊的脆弱性，印尼正專注於發展下游加工能力，藉以提升其供應鏈的韌性。

銀行、消費以及商品和能源是印尼活躍產業

泰國

泰國人口約6,600萬，位於東南亞中心地帶，與中國和印度等區域主要市場有極佳的連結。泰國是東盟僅次於印尼的第二大經濟體，於2011年獲得中高收入國家的地位。

泰國以全球主要糧食和農產品供應國自豪，包括稻米和天然橡膠。其經濟高度多元化，涵蓋製造業、農業、旅遊業到醫療保健等成熟產業。

東盟醫療旅遊穩定增長

預估來自海外的病患佔收入比例



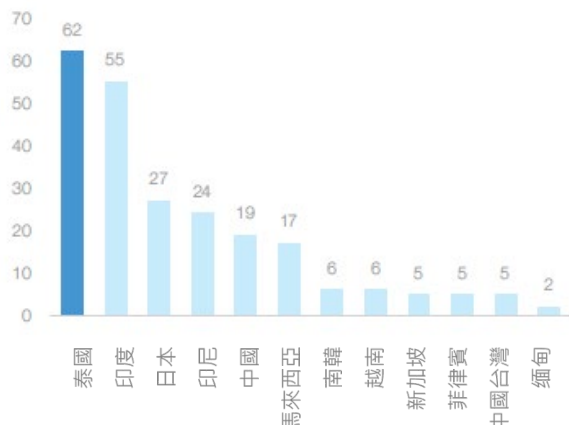
資料來源：各家公司，星展集團 2024年9月

泰國已是汽車製造業的重鎮，並積極爭取電動車製造業的更大市佔率；外商直接投資的興趣主要集中在電子和汽車領域。根據泰國商務部的數據，2023年泰國五大出口類別分別是汽車零件和配件、自動數據處理機械、寶石和珠寶、橡膠製品和精煉燃料。眾所皆知，泰國的旅遊業也為酒店、零售和相關服務業提供了大量投資機會。

看好旅遊、醫療以及汽車相關產業。

泰國醫療保健 – 強勁的競爭者

JCI* 認證醫院數量



資料來源：Joint Commission International、星展集團 2024年9月

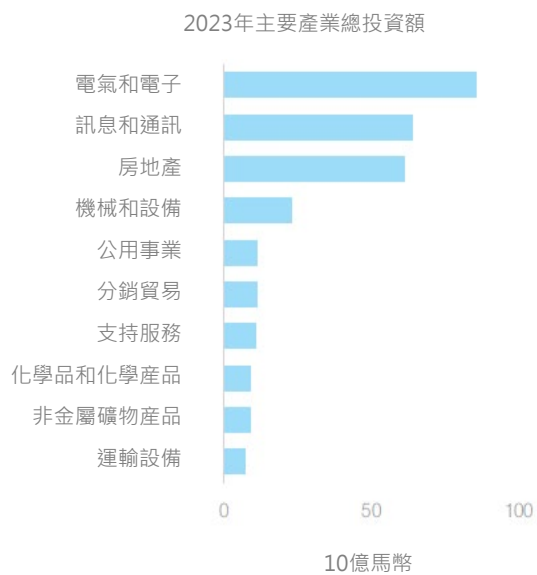
*JCI 是全球醫療保健業的標準，以美國標準和慣例為基準

馬來西亞

馬來西亞位於印度洋和南海之間，地理位置優越，所有主要航空和航運路線均可直達。馬來西亞強勁且可持續的經濟基礎、適合商業的環境和充滿活力的勞動力使其成為該地區具有吸引力且具有成本競爭力的投資地點。

馬來西亞作為主要的農產品和礦產出口國，其出口動態已發生變化，農產品和礦產出口下降，而製成品出口激增。

投資者預估馬來西亞基礎設施建設和數據中心需求增長



資料來源：Malaysia Investment Development Authority · 星展集團 2024年9月

由於美國和中國之間的貿易緊張局勢，馬來西亞在全球供應鏈中的重要性迅速提升，成為半導體生產商尋求分散風險的理想地點。馬來西亞完善的工業部門例如醫療保健、電子產品、數碼化經濟和伊斯蘭金融等眾多領域具投資機會。這種轉變反映了馬來西亞向高附加值產業發展的進展，並突顯了全球需求的廣泛變化和經濟結構的轉型。

菲律賓

菲律賓是2022年全球發展最快的新興市場之一，GDP年增7.6%，為1976年以來最快。菲律賓正努力減少對海外匯款的依賴，並逐漸發展其國內產業，以在特定產業中提升其全球價值鏈，創造新的投資機會。此外，菲律賓受過良好教育且會說英語的人口眾多，特別是在其他國家的醫療和酒店業中備受青睞。

外包業務流程（BPO）產業在菲律賓仍然是該國經濟的關鍵，2022年貢獻約325億美元，較2021年增長10%。菲律賓的BPO僅次於印度，而該行業未來很可能會繼續成為其經濟的關鍵，增長速度超過國際匯款收入。

房地產和消費行業是菲律賓的投資首選。

CLMV – 柬埔寨、老撾、緬甸和越南

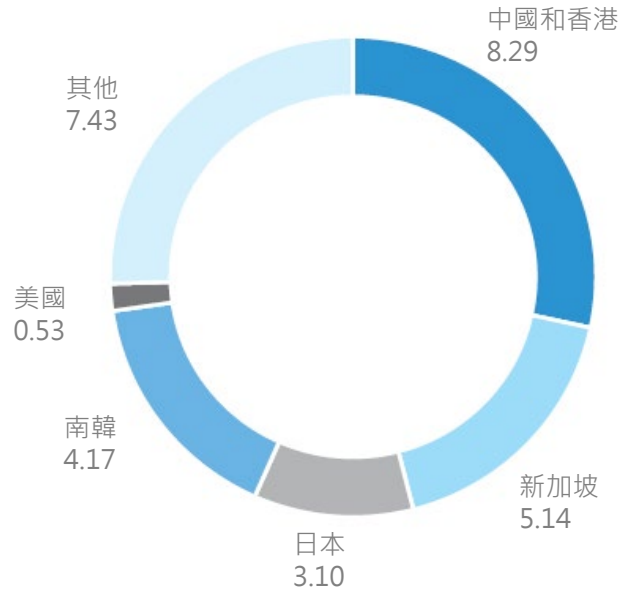
柬埔寨、老撾、緬甸和越南統稱為 CLMV 國家，代表東盟的前沿市場（Frontier Markets）。至2050年，整體東盟經濟體可望成為世界第四大經濟體。CLMV國家的崛起是帶動該地區投資者興趣的主要因素。

儘管各國發展處於不同階段，分散且尚處於起步階段，但CLMV仍展現出顯著的增長潛力，為希望進入發展中經濟體的外國投資者提供了機會。越南於2007年加入世界貿易組織（WTO），標誌著其成為全球社會承諾且強大的貿易夥伴地位有所提升。自那時起，該國已簽署多項自由貿易協定（FTA）和雙重避稅協定，並且是中國 +1 策略的主要受益者。

越南的消費市場和工業化領域提供了充滿活力的機遇。

越南主要投資者

2023年在越南註冊投資國家（10億美元）



資料來源：Reuters, Vietnam Statistics Office · 星展集團 2023年11月20日

東盟投資策略：相關主題

地區 / 國家	主題 / 產業	利好因素
東盟		東盟地區人口眾多且資源豐富的國家創造了一個強大的區域市場，有助於抵消全球經濟放緩的不利影響
新加坡		政治穩定和良好的法治；金融、航運和航空領域的區域商業樞紐；高技能人才；非常開放，擁有大量自由貿易協定
	S-REITs	多元化、稅務效率和有吸引力的收益，由新加坡穩定經濟、全球房地產市場的強大監管框架、流動性和增長潛力提供支持
	銀行業	銀行提供具有吸引力的股息率，預期股息率在6-10%之間。有超額資本的新加坡銀行有進一步提高股息的潛力
	全球領導企業	知名的本土企業，在各自領域擁有全球影響力和深厚專業知識
馬來西亞		電子組裝和測試方面的專業知識；受過良好教育的勞動力；棕櫚油、橡膠和石油天然氣資源豐富
泰國		區域汽車生產中心；強大的基礎設施和物流網絡
	旅遊業	泰國觀光局將2024年的觀光收入目標定為850億美元，並致力於進一步提升該產業
	醫療	泰國在過去十年中已策略性地發展其醫療旅遊產業，成為東南亞旅遊的主要目的地之一
	中國+1	跨國公司正在泰國設立或擴大其製造設施，以減少對中國的依賴
菲律賓		勞動力成本低，勞動力年輕；服務業的專業知識，尤其是業務流程外包
	房地產	基礎設施開發使擁有大量土地儲備的房地產公司受益
	消費者	在不斷壯大的中產階級、年輕而充滿活力的人口、日益增長的城市化和數碼化連接性的推動下，國內消費部門顯示出強勁的增長潛力
印尼		天然資源豐富，涵蓋農業、原油和金屬/礦產；人口結構良好，國內市場龐大；強勁的投資推動
	銀行業	印尼經濟的代表；貸款增長受GDP增長前景和銀行滲透率的支撐；股東權益回報率和資本充足率具吸引力
	大宗商品	下游政策與電動車轉型共同支持鍊行業
	消費者	長期來看，龐大的人口和收入增長趨勢支撐消費產業前景
	醫療保健	印尼仍然缺乏醫療保健基礎設施；正在進行政策改革以推動行業需求和支出
越南		勞動力成本在東盟國家中最低；支持外商投資政策；靠近中國；非常開放，自由貿易協定數量眾多

免責聲明和重要提示

本信息由星展銀行有限公司（公司註冊號：196800306E）（「星展銀行」）發佈，僅供參考。本出版物供星展銀行及其子公司或附屬公司（統稱「星展銀行」）以及已交付的客戶使用，未經星展銀行事先書面許可，不得複製、傳播或傳播給任何其他人。

本出版物不構成也不構成任何要約、推薦、邀請或招攬您訂閱或進行所述任何交易的一部分，也無意邀請或允許向公眾提出要約為現金或其他對價而認購或進行任何交易，不應被視為此類交易。

本文中的信息可能不完整或精簡，並且可能不包括許多條款和規定，也不識別或定義與任何實際交易相關的所有或任何風險。本文包含的任何條款、條件和意見可能是從各種來源獲得的，星展銀行及其各自的董事或員工（統稱「星展集團」）均不對其準確性或完整性做出任何明示或暗示的保證，因此對此不承擔任何責任。本文中的信息可能會被進一步修改、驗證和更新，星展集團對此不承擔任何責任。

所有數字和金額僅供說明之用，並不對星展集團具有約束力。本出版物不考慮任何特定人士的具體投資目標、財務狀況或特殊需求。在進行購買本出版物中提及的任何產品的任何交易之前，您應採取措施確保您了解該交易，並根據您自己的目標和情況對該交易的適當性進行了獨立評估。特別是，您應該閱讀與產品相關的所有相關文件，並可能希望尋求財務或其他專業顧問的建議，或者進行您認為為此目的必要或適當的獨立調查。如果您選擇不這樣做，您應該仔細考慮本出版物中提到的任何產品是否適合您。星展集團不充當顧問，對於因依賴本文所含信息進行任何安排或進行任何交易而產生的任何財務或其他後果不承擔任何信托責任或義務。為了對任何交易及其後果進行自己的獨立分析，您應該諮詢您自己的獨立財務、會計、稅務、法律或您認為適當的其他有能力的專業顧問，以確保您所做的任何評估都適合您。您自己的財務、會計、稅務和法律限制和目標，而不以任何方式依賴星展集團或星展集團可能在本文中或在討論中口頭向您表達的任何立場。

與過去業績相關的任何信息，或基於過去業績或其他假設的任何未來預測，不一定是未來結果的可靠指數。

如果本出版物通過電子郵件等電子傳輸方式分發，則無法保證此類傳輸的安全或無錯誤，因為信息可能會被攔截、損壞、丟失、毀壞、延遲到達或不完整，或者包含病毒。因此，發件人對因電子傳輸而可能出現的信息內容的任何錯誤或遺漏不承擔任何責任。如果需要驗證，請索取硬拷貝版本。

本出版物不針對任何屬於任何地方、州、國家或其他司法管轄區的公民或居民或位於該等司法管轄區的任何個人或實體，或旨在供其分發或使用。違反法律或法規。

如果您通過電子郵件收到此通訊，請不要分發或複製此電子郵件。如果您認為您錯誤地收到了這封電子郵件，請立即通知發件人或與我們聯繫。星展集團保留出於監管或運營目的而監控和記錄其人員進行的或與其人員進行的電子和電話通信的權利。電子通信的安全性、準確性和及時性無法得到保證。

迪拜國際金融中心

本出版物是因您符合迪拜金融服務局(DFSA)之《業務單元守則》（「COB」）中所定義的專業客戶或市場對手方而提供給您的，任何不符合DFSA所定義的專業客戶或市場對手方的客戶，不應依賴本出版物內的信息採取任何行動。

本出版物由在迪拜國際金融中心（「DIFC」）經營的星展銀行有限公司分行發行，營業名稱為「星展銀行有限公司（DIFC分行）」（「星展DIFC」），已在DIFC公司註冊處註冊（註冊號156），其註冊辦事處位於阿拉伯聯合酋長國迪拜國際金融中心(DIFC)大門區5號樓6層608-610室，郵政信箱506538號E。

星展DIFC受迪拜金融服務管理局（「DFSA」）監管，其參考號為F000164。

如果本通訊包含研究報告，則該研究報告由其中提及的實體（可能是星展銀行有限公司或第三方）準備，並由星展DIFC提供給您。該研究報告未經DFSA審核或授權。此類研究報告的發佈是基於明確的理解，即雖然其中包含的信息被認為是可靠

的，但該信息尚未經過星展銀行DIFC的獨立驗證。除非另有說明，本通訊不構成《市場法》第12條（2012年DIFC法第1條）中所定義的「向公眾發售證券」或《集體投資法》第19(2)條（DIFC法律2010年第2號）中所定義的「基金份額的發售」。

DFSA不承擔審查或核實本通訊或與本次投資相關的任何相關文件的責任，並且本投資不受DFSA任何形式的監管或批准約束。因此，DFSA並未批准本通訊或與本次投資相關的任何其他相關文件，亦未採取任何措施核實本通訊或任何相關文件中所載的信息，且對此不承擔任何責任。DFSA並未評估本通訊中提及的投資是否適配任何一條伊斯蘭教投資的要求（或任何被認為符合伊斯蘭教法的投資），本行和DFSA都並未以任何方式決定這些投資是否符合伊斯蘭教法。

本通訊提及的任何投資可能是不能立即兌現的，並且／或受到其轉售的限制。潛在購買者應該對任何投資都自行進行盡調。如果您對於本文件中的內容有不理解之處，您應向獲得授權的財務顧問進行諮詢。

香港

本通訊是由星展銀行（香港）有限公司（中央編號：AAL664）（「DBSHK」）發出，該公司受香港金融管理局（「HKMA」）及香港證券及期貨事務監察委員會的監管。在香港地區，星展私人銀行是星展銀行（香港）有限公司的私人銀行部門。在香港地區，星展私人銀行是星展銀行（香港）有限公司的私人銀行部。

除非報告另有說明，星展香港並非研究報告的發行人。該研究報告的發佈是基於明確的理解，即雖然其中所包含的信息被認為是可靠的，但該信息尚未經過星展香港獨立核實。

新加坡

本出版物由星展銀行有限公司（公司註冊號：196800306E）（「星展銀行」）分發，該銀行是《財務顧問法》中定義的豁免財務顧問，並受新加坡金融管理局（「MAS」）監管。

泰國

本通訊是由星展唯高達證券（泰國）有限公司（「DBSVT」）發出。

英國

本通訊來自星展銀行有限公司倫敦分行，地址為9th Floor, One London Wall, London EC2Y 5EA。星展銀行有限公司受新加坡金融管理局監管，並獲得審慎監管局授權和監管。星展銀行有限公司受金融行為監管局以及審慎監管局的有限監管。有關星展銀行有限公司倫敦分行受審慎監管局監管範圍的詳細信息可根據要求提供。

