

# 2025年第1季 投資總監洞察

## 開創新局

### 看好具韌性的風險資產

儘管目前地緣政治緊張局勢及特朗普的關稅政策帶來變革性的影響，但在美國聯儲局減息支撐經濟走向軟著陸的情況下，應持續投資。星展集團仍然看好以槓鈴式投資策略佈局，確保投資組合的韌性。

### 選擇性看好股票主題

槓鈴式投資策略當中增長型資產部份，除了運動相關主題外，星展集團也持續看好美國科技行業，因為人工智能（AI）的普及率仍在持續增長。

### 減息環境有助於債市

由於貿易戰升級可能導致經濟增長放緩，這將促使主要央行減息，進而提高債券的總回報。持續看好評級為A/BBB的公司債，存續期間則是著重於2至3年及7至10年。

### 看好另類投資

私募資產因與債市和股市的低相關性，在不確定的時期提供了良好的多元化選擇。近期私募股權估值的下調，為投資者提供了具吸引力的進場時機。



# 目錄

- 03 前言
- 04 重點摘要
- 05 資產配置
- 24 美國股市
- 30 歐洲股市
- 34 日本股市
- 41 亞洲不含日本股市
- 49 全球信貸
- 56 外匯市場
- 62 大宗商品
- 70 另類投資：黃金
- 74 專題策略：運動產業投資的崛起



# 前言

親愛的貴賓您好，

新的一年，將帶來新的開始。

2025年真的讓人感覺像是新篇章的開始。這種感覺是由許多因素所形成，有些正在醞釀，有些則即將爆發。例如特朗普即將開始他的第二次總統任期，兩場大型的戰爭正在進行，還有中國疲弱的經濟情勢可能反轉。

相關問題並非單獨存在。這些元素之間的相互作用，產生了無盡的可能性。一顆小石頭投進池塘，打破水面並激起一連串的漣漪。如果丟進一把石頭呢？那將是混亂。物理學家能理解池塘中的這些漣漪，就像我們看待目前的全球事件一樣，並為您的投資需求提供指引。

因此，我們擁抱了最新的科技。作為早期採用數碼科技（如生成式AI）的銀行，我們目前內部已經開發了接近一千個人工智能（AI）模型，這些模型不僅協助我們的科技團隊，也協助銀行各部門的同事。2024年，我們連續第三年榮獲《世界金融雜誌》頒發的私人銀行最佳內部科技應用獎。

在投資方面，您信任我們能夠協助您度過動盪的市場，但我們從事應對複雜性的業務也已經有一段時間了。我們2025年第1季的投資總監洞察，標題為“開創新局”，當中重點介紹投資組合中可以增進投資效益的領域。

感謝您對我們提供清晰指引的持續信任。祝您在新的一年里，事業豐收，心想事成。



許志坤

星展集團消費金融暨  
財富管理業務負責人

# 重點摘要

親愛的貴賓您好，

過去的一年，我們一直倡導以投資組合策略的方式充分投資。過去3季的投資觀點為 " 升勢擴大 "、" 青睞風險資產 " 和 " 理想時機 "。

事實上，我們所提出的看法均已實現，風險資產如公司債、股票、黃金和私募資產均呈現上升。我們的投資總監辦公室所倡導的槓鈴式投資策略在2024年（截至年12月4日）的回報率為15.6%。

展望2025年，是否持續看好風險性資產呢？

當然，地緣政治緊張局勢，且特朗普可能重啟關稅措施等變數，未來全球將面臨全新的局勢，也將面臨不少挑戰。在構建投資組合時，我們必須考慮到最壞的情況。我們對風險性資產仍持正面的觀點，且仍然認為應佈局投資等級公司債作為收益來源，同時以符合長期趨勢的增長股增強投資回報，並以黃金和對沖基金等另類資產作為分散風險的工具，這將有助於應對市場的高度波動。

我們對看好美國科技行業的觀點，仍然深具信心，因為這個觀點將受惠於日益普及的人工智能（AI）。同時，投資等級公司債仍然是收益型資產的關鍵部位。特別是在美國經濟呈現軟著陸，並進入減息周期的情況下。

若貿易戰升級並導致全球經濟放緩，投資等級債券可望有較穩健的表現。這是因為美國聯儲局極有可能會對經濟放緩作出回應，並加速採取寬鬆的利率政策。這個情境與2018年特朗普總統對中國加徵關稅及其他貿易壁壘時類似。與此同時，持有與市場波動無關的資產，如黃金和對沖基金將為整體投資組合增加韌性。

這個季度，我們也分析了運動產業的投資潛力，因為運動賽事實況轉播日益增加，以及追求頂級體育品牌的稀缺性，這個領域的投資機會將顯著增加。

祝您閱讀愉快，在新一年有豐富的投資表現！



侯偉福 · CFA  
星展集團投資總監



Source: Unsplash

# 新的世界秩序

資產配置  
2025年第1季

美國國會山莊形成紅色浪潮的局面將對未來數年的宏觀政策造成影響。為了因應擴張性財政政策和加劇的地緣政治緊張局勢，資產配置應持續採取槓鈴式投資策略。

# 2025年第1季 投資觀點摘要



## 宏觀經濟政策

美國聯儲局和歐洲央行即將進一步減息；儘管政治變化可能會導致延遲，日本央行仍將逐步加息。中國央行應還有進一步減息空間。



## 經濟展望

美國經濟持續呈現韌性；歐洲出口面臨需求疲弱的困境，經濟增長持續疲弱。中國可能進一步推出刺激措施，藉以提振國內消費。



## 股票市場

維持看好美股觀點；因為企業利潤率仍然良好、國內消費具韌性和強勁的人工智能相關資本支出。東盟繼續受惠於減息和“中國+1”策略。



## 債券市場

強勁的經濟將導致寬鬆步調放緩。在息差收窄的環境下，持續看好風險回報結構較佳評級為A/BBB的公司債。同時佈局2至3年期和7至10年期的投資等級(IG)公司債。



## 利率

預期美國聯儲局將持續減息，但由於市場參與者需要應對特朗普2.0政策，包括大規模減稅、關稅和財政赤字，因此利率可能出現較大的波動。



## 外匯市場

美國聯儲局鴿態度淡化和特朗普2.0政策開始落實將支撐美元指數(DXY)表現。歐元和人民幣最容易受到關稅威脅的影響。



## 另類投資

儘管近期金價呈現調整，但對黃金仍維持建設性觀點。



## 大宗商品

短期波動性可能持續；關稅上調帶來廣泛的需求風險，而能源安全關注將提升原油生產增長。中國需求仍是影響宏觀經濟環境的不確定因素。



## 專題

直播運動賽事的快速增長、對女性和青少年運動的日益熱情以及電子競技比賽的快速流行，帶動運動經濟的崛起。





## 專題：運動投資 – 致勝手冊

運動特許經營權透過不斷上升的估值和較低的市場相關性提供了穩定的投資價值，使其成為投資組合的策略性標的。

全球對運動特許經營權日益增長的興趣創造了連鎖反應，惠及運動產業的更廣泛生態系統。主要受惠者包括：（1）運動賽事分析，（2）串流媒體，（3）票務，以及（4）運動電競遊戲。



# 資產配置

美國人民已經發聲。共和黨贏得參議院和眾議院，在國會山莊形成紅色浪潮的局面，完全掌握行政和參眾兩院。這意味著特朗普擁有巨大的權力，足以推動任何政策議程，無論是減稅、氣候變遷還是邊境安全。對民主黨而言，這是個關鍵時刻，該黨面臨著迫在眉睫的生存危機，黨內缺乏明確的領導。民主黨曾經是工人階級聯盟的堅定捍衛者，如今卻越來越被視為“自由派精英”的政黨，過度強調進步意識形態，而非民生問題。

金融市場部份，特朗普的總統任期將對未來數年的政策產生持久影響。如果選舉言論真的反映到現實中，市場普遍預期即將到來的經濟衰退和美國聯儲局（Fed）大幅減息的假設將不復存在。特朗普的主要政策議程包括為美國公司減稅以及將“減稅與就業法案（TCJA）”擴大到所有收入水平，這些政策將從他第一天上任起迅速實施。這些減稅措施不僅會提高企業盈利能力，還會讓美國消費者有更多資金可以花用，進而促進國內消費。如果共和黨的議程完全落實，將有助於提升美國宏觀經濟增長動能。

必須留意，關稅上調和削減社會福利計劃所節省的成本，仍不足以彌補潛在的稅收損失；這將不可避免地導致美國財政狀況進一步惡化，而這是美國無法承擔的。根據國會預算辦公室（CBO）的預測，美國公共債務佔GDP的比重至2034年將超過122%，顯著高於二戰後的高位106%。巨額債務可能難以承受，但財政責任的概念顯然已被擱置一旁，因為特朗普正在努力兌現他的競選承諾。特朗普總統上任初期，通脹壓力將再度升溫，加上美國財政政策難以為繼，將導致債券收益率上升和美元走強。

## 難以承受的巨額債務



資料來源：Congressional Budget Office · 星展集團 2024年12月

**貿易戰：應該認真看待特朗普嗎？**競選期間，特朗普主張對中國商品徵收60%的關稅，對其他地區的商品徵收10至20%的關稅。雖然特朗普的競選言論是以關稅將由外國貿易夥伴支付為前提，但實際情況往往相反。關稅的負擔將由美國進口商承擔（導致企業利潤下降），或轉嫁給美國消費者（導致消費下降或儲蓄下降）。無論哪種情況，前景都令人堪憂。更糟糕的是，正如Paterson Institute for International Economics的研究顯示，關稅往往會導致美國製造的商品價格上漲。根據國際貨幣基金組織（IMF）的預測，美國貿易戰的重啟對2025年全球GDP的負面影響約0.8%，2026年則是1.3%。

為何共和黨勝選後，儘管全球貿易戰風險迫在眉睫，風險資產卻走升？有三個可能的解釋。首先，投資者不相信關稅將對全球經濟造成損害。第二，投資者相信特朗普是“交易性”的政策制定風格，最終將與主要貿易夥伴達成有利的協議，並避免貿易戰。第三，投資者將貿易戰的可能性放在次要地位，而選擇專注於特朗普擴張性政策的利好。

目前仍處於早期階段，事態發展可能朝任何方向，儘管特朗普最近任命參議員Marco Rubio為國務卿，任命Mike Waltz為國家安全顧問，兩位皆以對中國強硬著稱，這也暗示著未來充滿變數。在此情況下，投資組合的配置需謹慎。

## 特朗普2.0

**上調股市觀點至中立：歐股的疲弱抵銷了看好美股的觀點。**之前星展集團將股市觀點調降至看淡，因為債券在風險回報結構更具優勢，特別是從收益率息差的角度評估。特朗普2.0的到來將是開創新局，因為新政府將推出擴張性政策，並支撐2025年美股的表現。儘管調升關稅是否能有效刺激美國國內製造業復甦仍有待觀察，但特朗普的減稅計畫將帶動國內消費增長，並提升企業盈利。

為了順應美國新政策體制，星展集團將戰術性資產配置的股市觀點從看淡調升至中立。主要基於兩個因素：（1）歐股前景依然疲弱，因為該地區面臨經濟衰退風險上升和地緣政治阻力的雙重打擊；（2）特朗普2.0政策是否“受限”或“不受限”仍不確定，因此採取謹慎的策略。

**不確定時期採取“槓鈴式”策略。**在擴張性財政政策和地緣政治緊張局勢加劇的交叉影響下，資產配置需要採取“槓鈴式”策略，藉以實現：（1）找尋較受惠於特朗普擴張性政策的產業；以及（2）找尋具防禦性的資產類別，藉以分散投資組合可能受特朗普政策不利影響的風險。

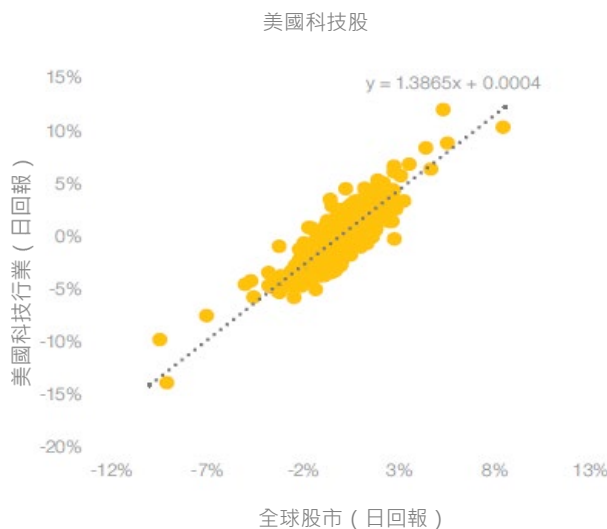


- 應對特朗普擴張性政策：
  1. 看好美股：戰術性資產配置對股市中立的觀點是因為對歐股持謹慎的態度。隨著特朗普擴張性政策的浪潮，維持看好美股的觀點，因為即將實施的減稅措施可望提升企業盈利。
  2. 看好美國科技行業：美股當中，看好科技行業基於兩個因素：(1) 根據前兩次總統選舉週期（特朗普和拜登時期）的分析顯示，美國各行業的表現沒有明顯趨勢。然而，在兩位總統任期，科技行業都表現優異。這突顯了科技行業長期增長的潛力。

美國科技股相對全球股市過去十年的貝他值 (beta) 高達1.4倍 (相較之下，歐洲為0.8倍)。這令投資者能夠在新政府推出減稅和放鬆管制政策時獲得較佳的回報。

- 應對貿易戰風險：
  1. 看好固定收益：隨著國債債息回升至4.4%附近，固定收益具投資吸引力，因為如果貿易緊張局勢比預期更嚴重地升級，它可以提供下調的保護。
  2. 看淡歐股：由於美國關稅上調將迫使中國出口商將其商品轉向歐洲市場，使競爭加劇，並為國內公司帶來利潤壓力，令歐股承壓。同時，持續的俄烏衝突和特朗普對北約的批判立場也將提高該地區的風險溢價。

### 美國科技行業 – 美國擴張性政策下的高貝他值投資



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 特朗普第一任總統任期內，美股表現優於歐股



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

3. **看好黃金**：雖然擴張性財政政策和較高的國債債息對黃金的短期前景構成壓力，但隨著投資者為貿易緊張局勢再度升級做準備，避險資產需求的增加將抵消此影響。此外，隨著美國財政狀況持續惡化，去美元的風險依然是一個持續存在的隱憂。

### 其他因素

儘管掌握美國政策變化至關重要，但也絕不應忽視決定市場趨勢的長期宏觀經濟因素，這些因素將超越特朗普總統任期周圍的短期雜訊。星展集團認為，以下因素將在2025年持續支持風險資產表現：

- 企業盈利率提升
- 家庭財富增加及內需消費的韌性
- 人工智能（AI）相關的企業資本支出

**企業盈利率提升**。星展集團對美國經濟的基本假設是“軟著陸”，而這種樂觀的前景並不令人意外。畢竟，由於美國就業市場仍然強勁，國內消費依然健康。同時，美國經濟驚喜指數在7月觸底後也經歷了急劇的轉變，宏觀經濟數據良好。特朗普採取寬鬆財政政策預期進一步支持了此觀點。

毫無疑問，全面性的全球貿易戰將對全球經濟造成重大損害。不過，市場預期2025年美國企業盈利將增長13%。為什麼呢？相對樂觀的預期可能是兩個因素所造成：（1）考量到缺乏能見度，預測者尚未將貿易戰對企業盈利造成的影響納入計算，或（2）企業盈利率普遍提升，先前在2023年第4季提過此看法，目前情況仍持續。

總而言之，當政策利率上升時，公司的利息支出比率往往會增加。在1988年至1989年和1999年至2000年之前的加息週期中，利息支出比率在Fed政策利率升至高位後六個季度達到高峰。隨後，在2004年至2006年的政策利率加息週期中，利息支出比率在政策利率達升至高位後十二個季度趨於穩定。

這種關係在2008年次貸危機後便不再成立。在零利率政策（ZIRP）時代，美國企業利用低債券收益率環境以低利率再融資其長期負債。因此利息支出比率大幅下降，在2024年6月大幅降至新低位5.7%，低於1971年3月以來的長期平均值22.1%，儘管聯邦基金利率已經提升。

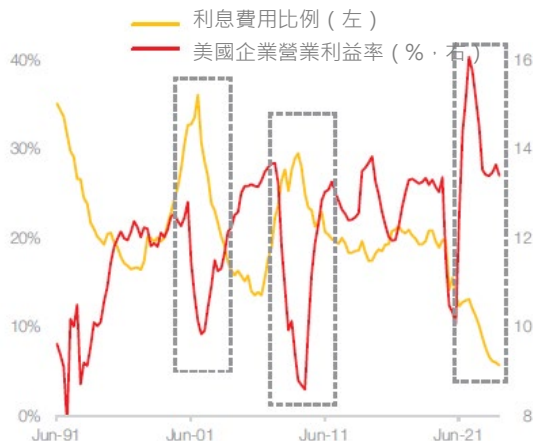
較低的利息費用意味著美國企業較高盈利的能力。這將有助於貿易緊張局勢，並支撐企業盈利的韌性。

### 儘管債券收益率上升，企業利息支出比率呈現下降



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 營業利益率與利息費用呈反向關係



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**家庭財富增加及內需消費的韌性。**美國人越來越富有。標普500指數和房地產的多年升勢已轉化為美國家庭財富的增加和財務安全的改善。聖路易斯聯邦銀行的數據顯示，從絕對數字來看，美國家庭的淨資產從2000年1月的104兆美元，在2024年4月已增長至154兆美元（複合年增率為5.2%）。淨資產佔個人可支配所得比率（衡量家庭財務健康的指標），也大幅升至785%，為兩年來的最高水平。

### 美國家庭去槓桿化



資料來源：Federal Reserve Bank of St. Louis，星展集團 2024年12月

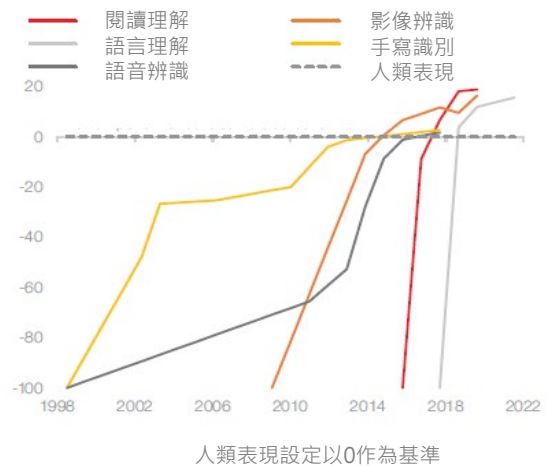
美國人的財富增加，借貸也減少了。家庭債務佔GDP比重已降至71%，為23年來的最低水平。

### 家庭財務健康狀況回穩



資料來源：Federal Reserve Bank of St. Louis · 星展集團 2024年12月

### AI能力超越人類表現



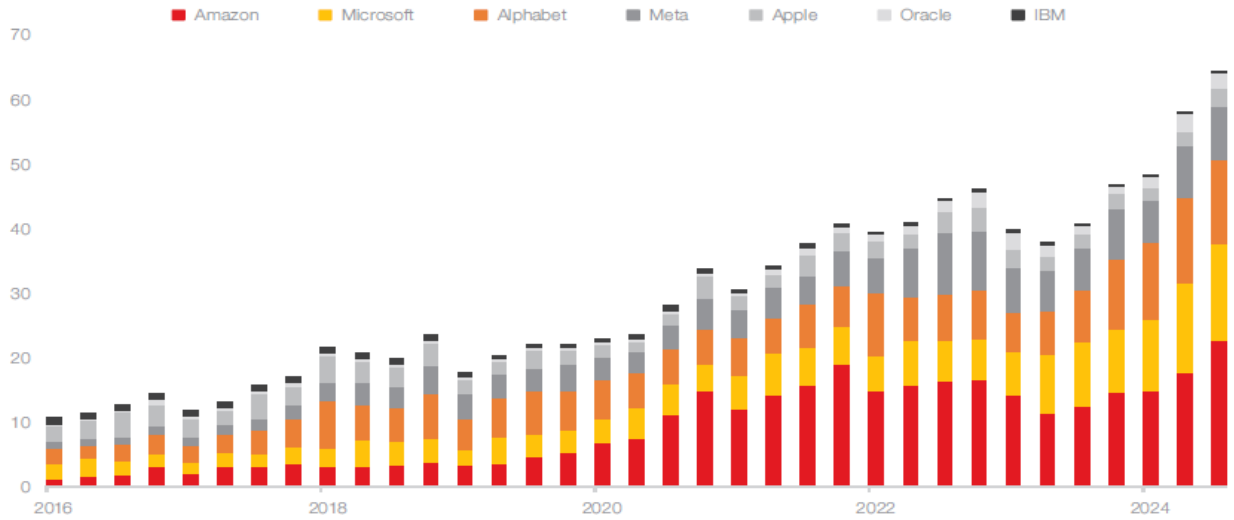
資料來源：Ourworldindata · Kiela et al · 星展集團 2024年12月

因為在2008年全球金融危機後，美國家庭開始進行大規模去槓桿化。淨財富上升和債務水平創歷史新低，這兩種正面因素預示著美國國內消費前景良好，而國內消費是美國經濟的基石（約佔GDP的70%）。

**AI – 經濟增長的催化劑。** AI的快速發展已將其技術推動至超越人類在各種任務的能力，包括閱讀和理解。透過使公司能夠自動化重複性工作，AI為許多產業開闢了提升效率的新途徑。毫無疑問，AI的發展透過生產力提升和企業資本支出推動經濟增長，為經濟帶來強勁的推動力。

- **生產力提升：** AI的影響具有變革性，因為這項技術讓企業能夠更有效率運作並提高生產力。根據PWC，AI將在2030年使全球GDP提升14%，並額外貢獻15.7兆美元。Statista的預測同樣樂觀，預期AI將在2035年為GVA（總增加值）貢獻30%。這些樂觀的預估突顯了AI作為未來數年經濟增長主要驅動力的重要性。

### 超大規模業者資本支出 ( 10億美元 )



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

- 企業資本支出：像亞馬遜、Google、微軟和Meta這樣的超大型企業日益增加與AI相關的資本支出是經濟增長的重大催化劑。投資金額從2016年的490億美元增長到1650億美元（複合年增率為16.4%）。根據彭博，隨著生成式AI需求刺激基礎設施（例如數據中心和超級電腦）的資本支出，超大型企業的AI相關資本支出總額將在2025年達到2000億美元。此外，與AI相關的資本支出也會對經濟的其他部分產生乘數效應，從半導體到房地產和能源。

## 2025年第1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	1	0	1	0	0	0
	預估企業盈利增長	-2 to +2	1	-1	0	0	-	1	0
	盈利優於預期	-2 to +2	1	-1	1	0	-	0	0
估值	前瞻市盈率	-2 to +2	0	0	0	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	0	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	-1	-1	-1	1	2	0
	波動度	-1 to +1	0	0	-1	-1	0	-	-
	利好利空	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			3	-3	-1	1	2	4	-1
調整後分數			0.14	-0.14	-0.05	0.05	0.18	0.25	-0.06

資料來源：星展集團 2024年12月

**跨資產觀點 – 維持看好債市的觀點。** 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：**主要的宏觀經濟指標持續顯示美國經濟具有韌性。儘管政策利率居高不下，但美國經濟驚喜指數在今年下半年出現轉機，ISM服務業指數自六月觸底以來已躍升至56.0。顯然，高利率環境並未大幅抑制經濟動能。然而，如果即將上任的特朗普政府迅速實施競選期間承諾的上調關稅，樂觀的展望則可能受到影響。

**企業盈利面，**由於缺乏明確性，市場分析師的預測尚無法反應特朗普政策的潛在影響。目前，市場預期成熟市場企業在2025年的盈利增長率為10%，因息稅前利潤率提高1.5%。新興市場的展望則略為樂觀，市場預期盈利增長將達14%。

**估值：**美國企業盈利收益率與美國10年期國債債息之間的差距降至負0.74%（截至11月18日），相對於債券而言，股票較不具吸引力。

**動能：**根據EPFR Global的資金流向數據，投資者對股債配置大致持平，截至11月6日，第4季以來流入股票和債券的資金分別為1,050億美元和1,020億美元。2024年以來，流入股票的金額為5,560億美元，流入債券的金額為5,810億美元。

## 資金同步流入股票和債券



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2024年12月

**股市：美國例外主義的延續；美國股市表現相對優於歐洲股市。** 特朗普重返白宮，預示著未來美國將實施更具擴張性的政策，包括削減企業和家庭稅收以及進一步放寬監管。對擴張性財政政策的預期帶動美股2024年第4季上升4.4%（截至11月13日）。然而，其他成熟市場股市表現大相逕庭，歐股和日股分別下跌9.0%和5.5%。2024年初，亞洲不含日本股市（AxJ）的強勁走勢似乎也已見頂，下跌了6.6%。基於現行財政及貨幣政策的利好因素，美國的特殊地位（以及表現優於其他市場）未來數季將持續。除了減稅措施外，在Fed持續採取寬鬆政策的支持下，美股也可望表現良好，儘管特朗普政策可能帶動通脹上升，但Fed目前仍無暫停減息的計畫。根據EPFR Global，投資者的佈局反映出對美股的熱情。截至2024年11月6日，當季淨流入美國註冊基金金額為600億美元，而歐洲和日本基金則淨流出20億美元。



反之，星展集團預期，歐股和AxJ在特朗普2.0將可能面臨阻力：

- 歐洲面臨的挑戰：歐洲股市正面臨美國上調關稅和中國出口可能從美國轉向歐洲市場的雙重打擊，這兩者都會加劇國內公司的競爭環境。特朗普的孤立主義立場對北約構成另一項阻力，因為特朗普之前曾威脅，若歐洲成員國未能增加國防支出，他將退出該聯盟。持續的俄烏衝突，加上新的區域安全問題，將成為影響歐股表現的負面因素。
- 亞洲不含日本 (AxJ) 股市面臨的挑戰：特朗普勝選後，AxJ股市面臨新的阻力。首先，隨著貿易戰風險的來源，考量到美國可能對中國出口商品課徵高額關稅，中國將成為受影響最嚴重的市場之一。中國低端出口產品、電動車電池和太陽能電池板生產商將容易受到這些措施的衝擊。其次，債券收益率反彈和美元走強，從歷史上來看均不利AxJ股市。儘管如此，星展集團仍維持看好AxJ股的觀點，因為該地區估值相對成熟市場折價約34%，顯示市場已反應不利因素。

債市：評估擴張性政策和關稅威脅的影響。傳統的假設是，隨著特朗普新政府實施減稅政策並全面推動經濟活動，

美元走強不利於亞洲不含日本股市；但估值折價將部份抵銷此影響



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

債券可能表現不佳。理論上，這是因通脹因素可能會為債券帶來重大風險。然而，這只是事情的一面。為了支付減稅的費用，特朗普需提高關稅。這就是問題的起源，因為全球貿易戰將嚴重擾亂經濟活動，所產生的不確定性將壓低債券收益率。在第一次貿易戰中已經發生過這樣的情況，儘管美國通脹趨於溫和，但在2018年後，國債債息開始呈現下降。

星展集團的研究顯示，在共和黨總統當選後一年，投資等級 (IG) 和非投資等級 (HY) 信用息差趨於平坦，因為促進經濟增長的政策支持經濟活動並降低違約風險。特朗普勝選後股市大幅反彈，預示著信用息差的展望良好。策略方面，應持續採取“槓鈴式存續期間”策略，配置存續期間介於2至3年和7至10年的公司債。看好A/BBB級別的IG公司債的風險回報結構。

EPFR Global的債券資金流數據強化了這個的觀點。2024年1至9月，資金流入IG金額達960億美元（流入HY金額為340億美元）。在2024年第4季，流入HY的資金與IG大致相似。這顯示隨著增長預期的改善，市場對HY的信心也呈現改善。

**另類資產：黃金短期可能面臨壓力；但美國債務結構的壓力將支撐長期需求。**市場預期特朗普的擴張性政策將帶動國債債息上升。由於黃金是無利息資產，黃金短期將面臨壓力。正如債券部分所述，星展集團預期新政府導致貿易緊張局勢將因不確定性增加而壓低債券收益率；相反地，這對黃金有利。此外，特朗普的政策將使美國公共債務在2026年至2035年增加約7.75兆美元。對美國財政前景可持續性的疑慮日增，將提高黃金的避險吸引力。

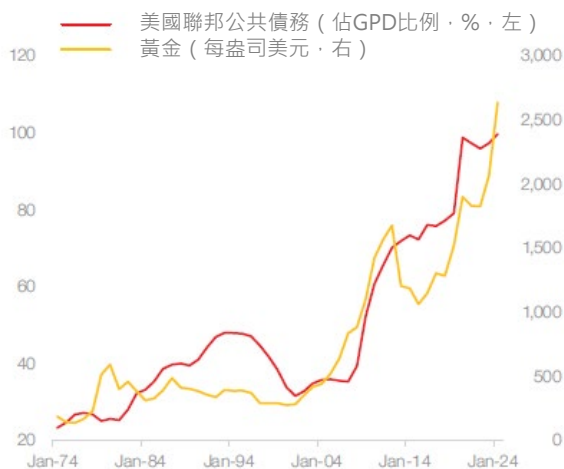
同時，未來一年政策不確定性的因素將提高私募資產的吸引力。因為私募資產與股票呈現高度的負相關性。星展集團認為，將公募資產與私募資產領域的半流動性基金相結合的投資組合策略將令投資者更能夠抵禦即將到來的宏觀經濟和政策面的影響。

### 儘管通脹趨緩，2018年後期國債債息仍呈現下降



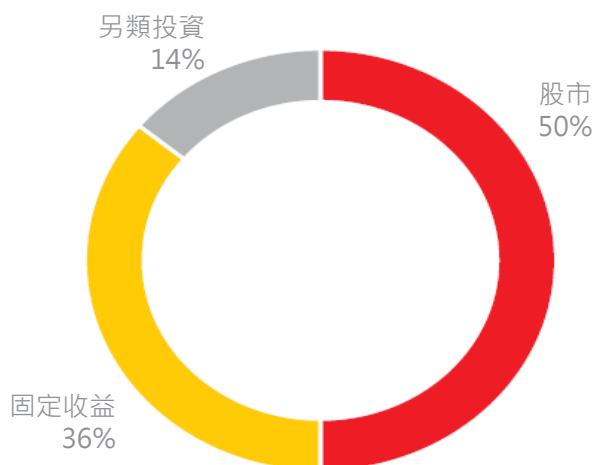
資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 金價與美國債務同步上升

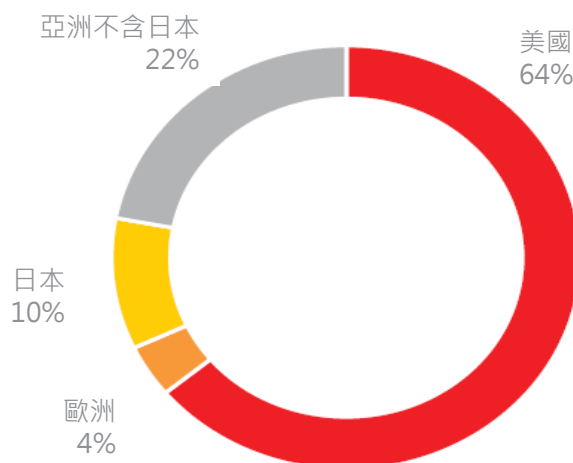


資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

TAA資產配置比例 (穩健型投資組合)

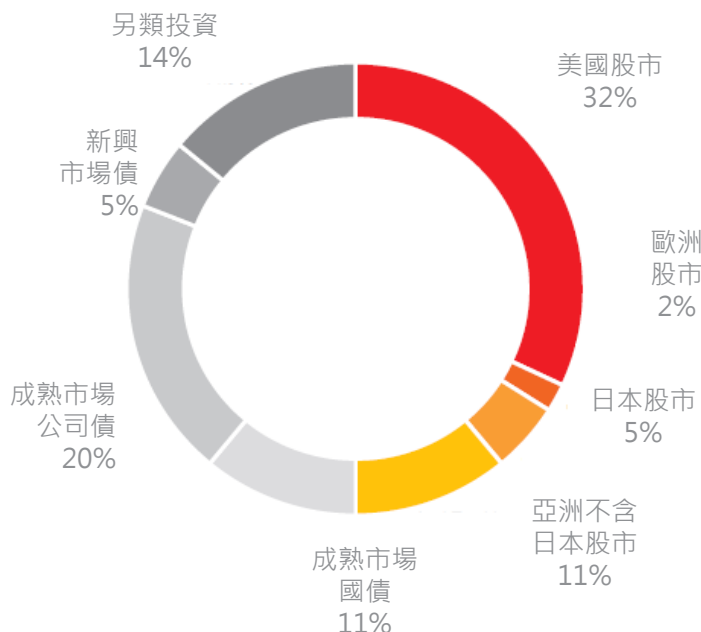
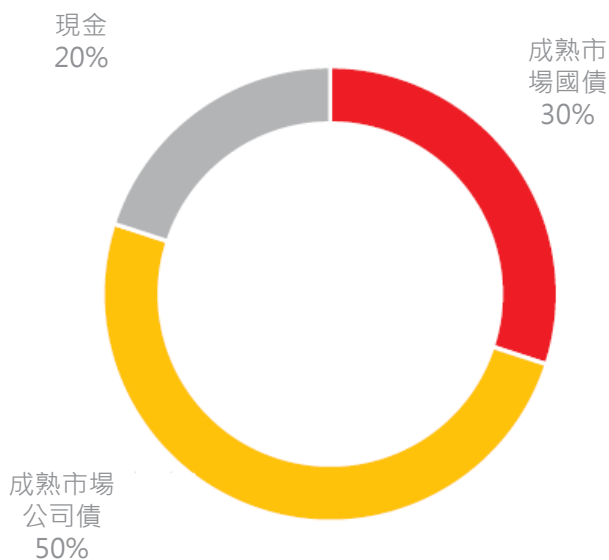


TAA股市地區配置比例 (穩健型投資組合)



2025年第1季全球戰術性資產配置 (TAA : Tactical Asset Allocation)

資產類別	3個月	12個月
<b>股票</b>	<b>中立</b>	<b>中立</b>
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
<b>固定收益</b>	<b>看好</b>	<b>看淡</b>
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
<b>另類投資</b>	<b>看好</b>	<b>看好</b>
黃金	看好	看好
私募資產和對沖基金	看好	看好
<b>現金</b>	<b>看淡</b>	<b>中立</b>



低風險

	TAA	SAA	差異
<b>股市</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
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%	0.0%	
<b>固定收益</b>	<b>80.0%</b>	<b>80.0%</b>	
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%	
<b>另類投資</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
黃金	0.0%	0.0%	
私募資產和對沖基金	0.0%	0.0%	
<b>現金</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	

中風險

	TAA	SAA	差異
<b>股市</b>	<b>50.0%</b>	<b>50.0%</b>	
美國	32.0%	25.0%	7.0%
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%
<b>固定收益</b>	<b>36.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>1.0%</b>
成熟市場國債	11.0%	10.0%	1.0%
成熟市場公司債	20.0%	15.0%	5.0%
新興市場債	5.0%	10.0%	-5.0%
<b>另類投資</b>	<b>14.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>4.0%</b>
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募資產和對沖基金	8.0%	5.0%	3.0%
<b>現金</b>	<b>0.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-5.0%</b>

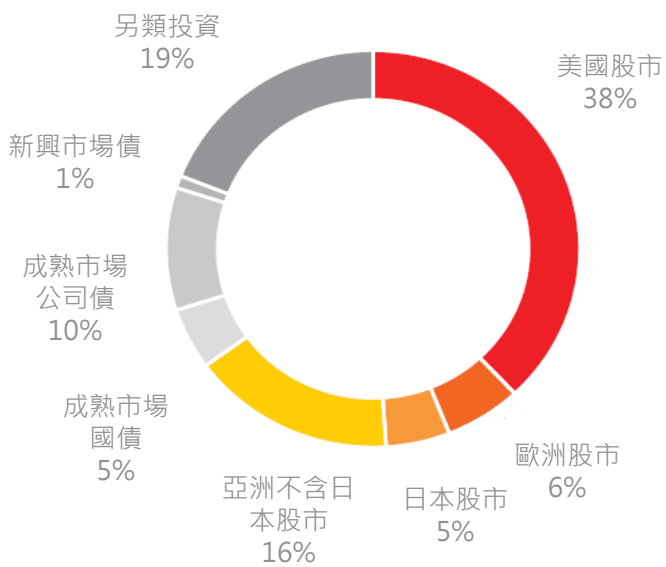
資料來源：星展集團 2024年12月

(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
<b>股市</b>	<b>65.0%</b>	<b>65.0%</b>	
美國	38.0%	30.0%	8.0%
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%
<b>固定收益</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>1.0%</b>
成熟市場國債	5.0%	4.0%	1.0%
成熟市場公司債	10.0%	7.0%	3.0%
新興市場債	1.0%	4.0%	-3.0%
<b>另類投資</b>	<b>19.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>4.0%</b>
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募資產和對沖基金	13.0%	10.0%	3.0%
<b>現金</b>	<b>0.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-5.0%</b>

資料來源：星展集團 2024年12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 )			
	2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F
中國	5.2	5.0	5.0	4.5	0.2	0.6	1.0	1.5
香港	3.3	2.4	2.5	2.5	2.0	1.5	1.5	1.5
印度	7.8	6.6	6.5	6.5	5.7	4.8	4.2	4.2
印尼	5.1	5.0	5.1	5.0	3.7	2.3	2.2	2.0
馬來西亞	3.6	5.3	4.8	4.6	2.5	1.9	2.8	2.3
菲律賓	5.6	6.0	5.8	5.6	6.0	3.0	2.6	2.4
新加坡	1.1	3.8	2.8	2.5	4.8	2.4	2.0	2.0
南韓	1.4	2.3	2.0	2.2	3.6	2.4	2.3	2.0
中國台灣	1.1	4.4	3.0	2.4	2.5	2.2	1.9	1.7
泰國	1.9	2.8	3.0	2.8	1.2	0.5	1.5	1.8
越南	5.0	6.8	6.8	6.6	3.3	3.7	3.5	3.3
歐元區	0.5	0.8	1.0	1.2	5.5	2.3	2.2	2.0
日本	1.7	-0.3	0.9	0.6	3.3	2.5	1.6	1.3
美國	2.5	2.5	2.0	2.0	4.1	3.0	2.3	2.5

\*以當年度3月回溯一年  
資料來源：CEIC · 星展集團 2024年12月

## 主要國家政策利率預估

國家	政策利率							
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
中國	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25
印度	6.25	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
印尼	5.75	5.50	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	5.50	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
新加坡	2.78	2.58	2.58	2.58	3.08	2.58	2.58	2.58
南韓	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
泰國	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
越南	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
歐元區	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
日本	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00
美國	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

資料來源：CEIC · 星展集團 2024年12月





# 最佳選擇

美國股市  
2025年第1季

隨著地緣政治局勢和貨幣政策的轉變也引發美國市場行業輪動。除了科技行業，特朗普2.0也將有利於美國金融、能源和非必需消費行業。

# 美國股市

**變幻莫測**。地緣政治和貨幣政策的轉變，美股也呈現大幅度的行業輪動走勢。特朗普在總統大選獲勝，國會即將出現共和黨全面掌控的局面，投資者立即開始佈局“特朗普交易”，即可能受惠於新政府政策變化的產業。正如在資產配置篇中所強調的，星展集團對美國政策的基本假設是：

- **第一階段 – 減稅**：隨著新政府迅速兌現減稅的競選承諾，這將帶動內需增長和增強企業盈利能力。然而，這種擴張性財政政策的缺點是將為美國財政狀況帶來壓力，不可避免地導致國債收率上升和美元走升。
- **第二階段 – 貿易緊張局勢升溫**：特朗普將提高關稅作為競選的核心內容；預期這將以某種形式實施，因為共和黨正在尋求新的途徑為其減稅提供資金。特朗普任命對中國態度強硬的官員（Marco Rubio 和 Mike Waltz）進入內閣，將確保未來幾年美國和中國之間的外交前景充滿坎坷。若超級大國之間的貿易緊張局勢顯著升級，國債收率將可能承壓，正如在特朗普的第一次總統任期內所見。

## 特朗普交易盛行



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**美國例外論 – 唯一的選擇**。在成熟市場股市中，美股仍是最佳選擇；投資者的投資組合部位也印證此點。根據EPFR Global (截至11月6日)，當季已有60億美元流入美國股票型基金，而歐洲和日本股票型基金則是呈現流出。強勁的資金流顯示投資者對美國經濟和企業盈利前景的信心：

- **經濟動能**：在人工智能 (AI) 相關資本支出強勁動能和國內消費彈性的支撐下，美國經濟持續強勁前進。2024年10月ISM服務業指數仍處於擴張區，為56.0 (歐洲為51.6，日本為49.7)，預期此趨勢將持續到2025年，市場普遍預期美國實質GDP增長率為1.9% (歐元區和日本則均為1.2%)。

- 企業盈利**：市場預期2025年美國企業盈利年增率約12.7%，主要受惠於科技領域強勁的增長趨勢，以及與AI相關的投資持續增加。歐洲和日本企業盈利增長預期則較為低迷，分別為6.4%和0.2%。

由於特朗普政策尚不明朗，市場的預測尚未完全納入潛在貿易戰的負面影響。然而，若特朗普的關稅威脅成真，歐洲將首當其衝，因其對美國的出口將面臨雙重打擊，包括關稅的增加以及中國商品從出口至美國轉向歐洲市場。日本為出口導向型國家，也將無法倖免，因為美國約佔其出口的22%。

**特朗普2.0的受惠者**。為振興國內製造業並創造新的就業機會，特朗普在選舉期間廣泛談及減稅和放寬監管的計畫。特朗普擴張性政策的受惠者包括：

- 美國金融業 – 放寬監管帶動增長**：特朗普2.0將傾向親商，並大幅重塑美國金融業的監管環境。潛在的監管變革包括放寬資本要求，這將使銀行能釋放更多資源用於增加貸款，創造更高的利潤。

另一個可能鬆綁的領域則是併購；由於近來監管環境趨緊，併購活動處於停滯狀態。2021年以來，併購活動瘦幅減少；隨著即將上任的特朗普政府傾向於採取較不嚴格的反托拉斯立場和縮短審批時間框架，這種低迷情勢可能顯著改變。

鬆綁法規促進併購活動



資料來源：Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances，星展集團  
2024年12月

- 美國能源行業 – 探勘：特朗普2.0勢將為能源產業，尤其是化石燃料公司帶來利好，這是由於特朗普追求美國“主導能源地位”。特朗普的“探勘，寶貝，探勘”口號強調了他致力提高美國國內原油和天然氣產量的承諾，其影響包括：

1. 可能撤銷拜登政府提出的環境限制措施，包括恢復對非自由貿易協定國家的液化天然氣 (LNG) 出口授權。
2. 可能會加快批准原油和天然氣生產所需的聯邦探勘許可和租約。這些措施的實施將為能源企業創造良好的經營環境。

最近任命Liberty Energy (一家大型水力壓裂公司) 執行長Chris Wright擔任新的能源部長，突顯特朗普致力於增強化石燃料生產的承諾。由於Wright倡導化石燃料，此項任命將重振化石燃料產業。

- 美國非必需消費行業 – 減稅及電動車法規改變的受惠者：受惠於強勁的消費者支出和通脹趨緩，非必需消費行業在2024年第4季表現良好

拜登政府任內，海上原油和天然氣許可大幅下降至19年低位



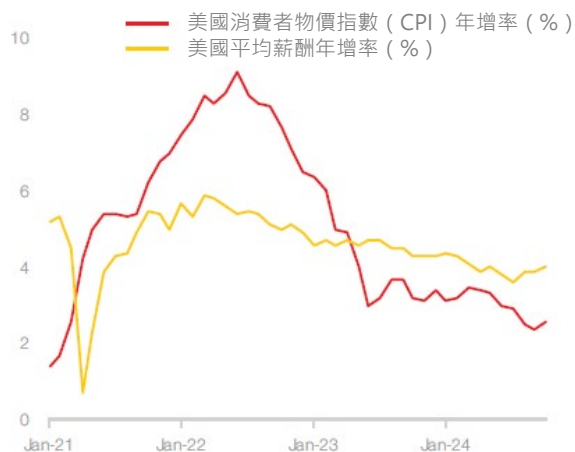
資料來源：E&E News, 星展集團 2024年12月

。隨著可支配收入增加和消費者購買力增強，電子商務、奢侈品和汽車的需求全面提昇。

在非必需消費行業當中，特斯拉成為特朗普當選的最大受益者之一，儘管特朗普競選時承諾取消電動車買家7,500美元的補貼。這項政策的改變可能導致美國電動車需求減少約27%，並為利潤較低的電動車業者帶來壓力。特斯拉作為行業領導者，將因此受惠，並對非必需消費行業產生重大影響，因為特斯拉的權重很大。特朗普承諾將減稅與就業法案 (TCJA) 的減稅範圍擴大到所有所得級別，這也將提振美國內需消費並推動非必需消費領域。



## 薪酬增長速度高於通脹率



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

## 2025年第1季美國行業策略 – 為特朗普2.0佈局

**特朗普2.0的行業輪動。**即將上任的特朗普政府將放寬管制，並採取擴張性政策，這將轉化為更高的債券收益率和強勢美元。因此星展集團調整了對美股的行業觀點，本季的主要變動如下：

- 上調金融行業至看好：金融行業可望受惠於稅賦降低和放寬管制。債券收益率反彈（特朗普擴張性政策的結果）也將提升銀行的淨利息收益率（NIM）。
- 上調工業行業至中立：特朗普的政策將促進美國國內製造業，支撐工業行業表現。可能受惠的產業包括運輸和資本貨物相關產業。
- 上調非必需消費行業至中立：特朗普的減稅措施將產生財富效應並提振消費支出，有利於非必需消費行業。
- 下調房地產行業至看淡：偏高的債券收益率從估值和租金收益率的角度來看，不利於房地產行業。此外，商業房地產市場低迷，且將持續面臨壓力。
- 下調公用事業行業至看淡：公用事業公司通常被定位為股息投資標的，而偏高的債券收益率降低其吸引力。

## 2025年第1季美國行業觀點

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

\*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2024年12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	25.3	5.2	16.1	17.6	3.8	14.0
標準普爾500金融	18.9	2.4	7.4	13.2	1.6	19.0
標準普爾500能源	16.0	2.2	7.8	14.2	6.9	11.9
標準普爾500科技	36.7	13.0	27.5	30.5	13.3	26.7
標準普爾500原材料	24.0	3.0	15.5	10.5	4.5	11.4
標準普爾500工業	27.3	6.8	17.2	23.4	6.4	12.3
標準普爾500必需消費	21.6	6.9	16.7	25.0	7.3	7.5
標準普爾500非必需消費	28.4	9.7	16.2	31.0	7.9	11.0
標準普爾500通訊服務	20.8	4.7	14.1	18.1	7.3	20.4
標準普爾500公用事業	20.0	2.4	13.1	10.8	2.7	20.9
標準普爾500房地產	41.1	3.3	21.9	7.2	3.0	23.4
標準普爾500醫療保健	20.9	5.0	20.1	13.0	4.4	6.6

資料來源：彭博 2024年11月22日

EV/EBITDA：企業價值倍數；ROE：股東權益回報率；ROA：資產回報率；OPM：營業利益率



# 經濟增長持續趨緩

歐洲股市  
2025年第1季

關稅和地緣政治緊張局勢的不確定性將繼續影響歐洲地區的前景。在投資者整體低配的情況下，仍然相對看好低調奢華、醫療保健和科技等結構性主題。



# 歐洲股市

**持續面臨挑戰。**展望2025年第1季，歐股前景仍不樂觀。歐洲經濟，尤其是其最大經濟體德國，仍承受壓力；疲弱的民間消費和建築業活動大幅下降，將導致德國經濟持續承壓。外部需求部份也面臨壓力，歐洲奢侈品和汽車製造等產業關鍵市場中國需求仍然低迷。

2025年美國大選的結果以及對歐洲的影響將成為主要焦點。特朗普再次當選美國總統可能實施的關稅、美國對烏克蘭衝突持續支持的程度以及放寬監管的預期，都存在巨大的不確定性。

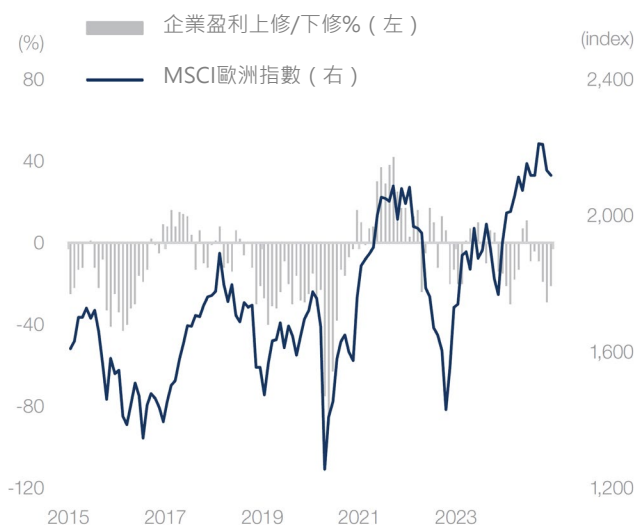
**更廣泛的貿易保護主義。**美國大選結果進一步使前景模糊不清。特朗普2.0可能發動更廣泛的貿易戰，包括對所有進口商品徵收10%至20%的全面性關稅，以及對來自中國的商品徵收60%至100%的額外關稅。由於歐盟對全球貿易持開放態度，歐洲與美國和中國在貿易、服務和投資方面存在著重大依賴關係。隨著美國經歷領導層的轉變，政策變動和關稅談判可能會加劇近期貿易中斷，增添持續進行供應鏈多元化所帶來的問題。這些不確定性將繼續壓抑歐洲企業的盈利預期，尤其是製造業。

最新的企業盈利財報表現疲弱。截至12月5日，在已公佈財報道瓊歐洲600指數成分股的412家公司中，2024年第3季的盈利增長率為負1%，略高於

市場預期2%。40%的企業呈現盈利增長，27%的企業盈利呈現衰退。目前市場預期2024財年和2025財年的每股盈餘增長率分別為負1%和正6%，但由於經濟疲弱，可能面臨下調風險。

**價格波動是另一個阻礙經濟增長的因素。**嚴峻的氣候迅速消耗天然氣儲備，對歐洲經濟構成重大挑戰。根據歐洲天然氣基礎設施數據，歐洲天然氣儲備量自2022年能源危機高峰以來，首次低於五年均值。由於歐洲風力發電量下降，庫存量正在迅速減少，這尤其令人擔憂，因為庫存量對冬季供應至關重要。

## 盈利疲弱導致評級下調



資料來源：LSEG Datastream，星展集團  
2024年12月

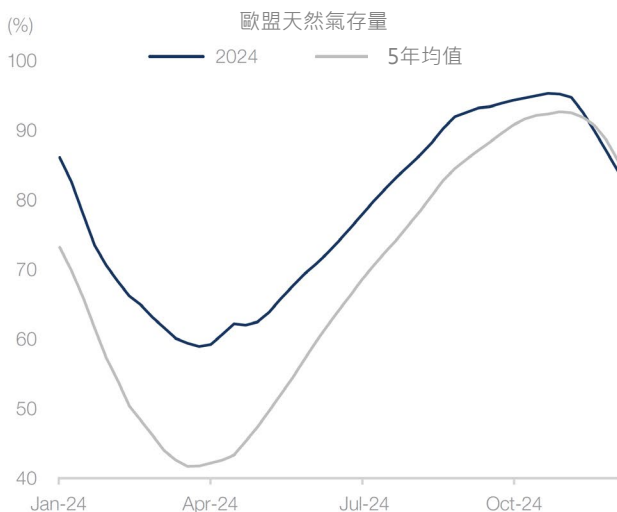
同時，歐洲地區的地緣政治緊張局勢加劇了人們對能源安全的擔憂。俄羅斯已停止向奧地利供應天然氣，而烏克蘭已宣布目前為期五年的協議在年底到期後，將不會與俄羅斯續簽天然氣運輸協議。高漲的天然氣價格對歐洲通脹下降的趨勢構成嚴重的威脅，可能會限制歐洲央行（ECB）進一步減息的空間，而這對於支撐放緩的經濟至關重要。

此外，根據歐洲委員會的數據，近半數歐洲企業將高昂的能源成本視為投資的主要障礙。若發電和電網容量沒有大幅擴展，歐洲將面臨改善製造效率的限制。隨著全球競爭日益激烈，歐洲地區有可能喪失其競爭優勢。

**缺乏增長動能。** 道瓊歐洲600指數目前預期市盈率約13.3倍，低於10年均值（14.1倍）。由於目前疲弱的宏觀經濟環境以及對企業盈利可持續性的擔憂，星展集團預期短期估值將持續低迷，缺乏可能提升估值（re-rating）的利好。相對而言，公用事業、醫療保健和金融行業的盈利增長較為強勁。另一方面，汽車和奢侈品支出下降持續拖累非必需消費品行業。

**持續關注具韌性的產業。** 長期而言，在利率下降的環境下可能為歐股提供良好的基礎，因為股市風險溢價下降。然而，目前艱困的宏觀經濟環境持續抑制投資者情緒。在企業盈利大幅改善之前，星展集團並不預期歐股的表現會優於其他市場。雖然維持看淡歐股的觀點，但星展集團仍然看好長期結構性主題，例如低調奢華、科技和醫療保健產業。

### 冬季向來是歐洲動盪不安的季節



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團  
2024年12月

### 便宜但缺乏提升估值的利好



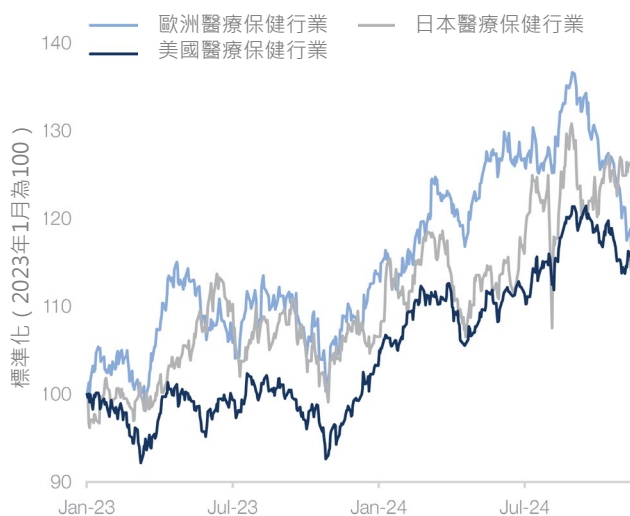
資料來源：LSEG Datastream · 星展集團  
2024年12月

**低調奢華**。全球消費者支出持續放緩，奢侈品牌正在爭相重新調整策略。這波持續的經濟衰退似乎具有明顯的周期性特徵，且中國經濟仍在增長放緩的擔憂中掙扎。肺炎疫情後消費泡沫的破裂，在奢侈品公司的近期財報中顯而易見，從發佈盈利預警到尋求政府支持以應對經濟放緩，許多公司所提出的前瞻指引依然低迷。在此環境下，超級高端品牌持續表現優異，讓低調奢華品牌持續受到關注，這些品牌與消費者擁有更深厚的連結和更強的品牌忠誠度。星展集團認為奢侈品產業是長期結構性增長的產業；特別是貧富差距擴大，將會出現價格不敏感、更注重獨特性和體驗式消費的需求。儘管奢侈品產業短期持續面臨挑戰，但佈局低調奢華品牌有助於抵禦經濟衰退的衝擊。

**醫療保健 – 看好製藥和醫療科技行業**。醫療科學的顯著進步提升了醫療保健品質和疾病預防工作，也改善了全球平均壽命。就市值而言，製藥業佔整體醫療保健行業的比例最大，全球主要製藥業者集中在美國和歐洲。近年來大型製藥廠大量開發出許多商業化的藥物和新藥的研發；慢性生活型態疾病（如第二型糖尿病、肥胖症和心臟病）的盛行是需求增加的關鍵來源。

**增長與穩健兼具**。歷史經驗顯示，較低的估值和較低的監管風險帶動了歐洲醫療保健企業表現優於美國競爭對手。受惠於充沛的研發資金和強大的專利保護，美國醫療保健行業通常在藥品和生物技術創新方面領先；歐洲醫療保健企業則是在藥品定價通

## 醫療保健行業作為防禦性佈局



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團  
2024年12月

常由政府控制，雖然可能意味著利潤率較低，但也有助於穩定價格。在市場波動加劇的期間，歐洲醫療保健行業的表現可能較為穩健。

**再生能源前景黯淡**。美國總統當選人特朗普在氣候變遷議題上的立場，且明確表示將減少對再生能源的支持。在歐洲主導氣候倡議方面缺乏美國這個強大的盟友，勢必會削弱全球合作減碳行動的動力，令歐洲國家更難達成再生能源的目標。在特朗普政府的領導下，潛在的關稅和變動的貿易態勢可能會影響歐洲綠色科技的出口市場，尤其是在太陽能 and 風電產業。全球轉向更清潔且更安全能源的轉變，長期被認為將為歐洲的再生能源領域（如能源生產、分配網路、能源儲存解決方案以及新型運輸基礎建設）創造重大投資機會，但美國領導層的交替無疑將對歐洲的再生能源產業蒙上陰影。



# 堅持到底

日本股市  
2025年第1季

除了日本央行政策和日圓波動帶來近期的不確定性之外，星展集團也關注日本人口老化和快速數碼化長期且不可逆轉的趨勢。受惠者包括半導體和資訊科技（IT）服務、汽車和汽車零件出口商以及金融行業。



# 日本股市

**選舉落幕。**日本2024年10月下旬舉行眾議院選舉後，星展集團預期日股焦點將從選舉的不確定性轉向日本央行（BOJ）政策和企業基本面。擴大的聯合政府上任，迫使各黨派達成脆弱的權力共享，政治仍存在不確定因素。儘管短期存在不確定性，但過去「安倍經濟學」和隨後的「岸田經濟學」的趨勢顯示，日本市場的主要驅動因素是日本銀行（BOJ）的政策和企業盈利，而不是政治局勢。

**持續採取擴張性政策。**日本經濟增長緩慢，2024年GDP增長預測為0%。雖然預期新政策將繼續保持擴張性藉以提振經濟，但銷售稅削減和國防支出等針對性的法案可能面臨挑戰。由於通脹率高達2.8%，日本最大的勞工聯盟團體Rengo已宣佈計劃在2025年尋求至少5%的加薪（與2024年增幅相同），藉以減輕生活成本壓力。此類措施應有助於支持國內消費。

儘管經濟增長疲弱，但東證指數（TOPIX）仍屢創新高，主要因企業盈利受惠於弱勢日圓以及前首相岸田文雄所推動的「新資本主義」。

## 儘管經濟增長疲弱，但東證指數仍屢創新高



資料來源：LSEG Datastream，星展集團

2024年12月

過去十年，受惠於企業盈利的支撐，TOPIX複合年增率（CAGR）高達7%。儘管某些時期經歷了市場過熱，但整體表現與盈利趨勢非常吻合。

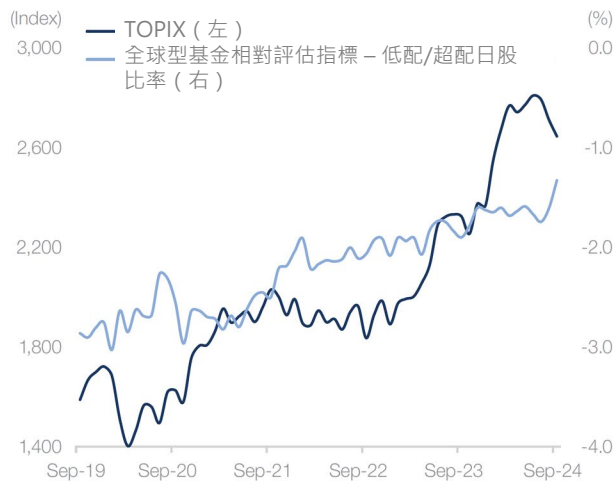
在此期間，市盈率（PE）平均約14倍，在肺炎疫情期間一度高達18.6倍，之後因企業盈利上升而有所回落。2024年初期，TOPIX因美元兌日圓匯率突破150而創下歷史新高，當時市盈率為16倍。目前，市盈率已回歸至歷史均值，與亞洲不含日本市場相當，但仍較印度市場更具吸引力。

### TOPIX表現與企業盈利增長趨勢相符



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團  
2024年12月

### 多數投資者仍然低配日股



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2024年12月

根據 EPFR ( Emerging Portfolio Fund Research ) 以及星展集團的調查顯示，儘管日股表現亮眼且投資者對其興趣正在提升，但多數機構投資者仍低配日股。低配的主要因素包括：對公司治理的擔憂、複雜的股權結構、文化和語言障礙，以及由於高債務水平、經濟停滯、超寬鬆貨幣政策、人口老化和勞動力萎縮等結構性問題而導致的預期增長前景受限。

過去兩年，岸田政府與日本交易所集團 ( JPX ) 合作，積極行銷日本市場藉

以吸引投資者並提升公司估值。措施包括鼓勵NISA ( 日本個人儲蓄帳戶，Nippon Individual Savings Account ) 投資、改善公司治理、推動薪酬增長、利率正常化以及促進數碼轉型和創新。

星展集團預期，新任首相石破茂持續推動相關政策，進一步支持投資者信心和市場的發展。

儘管市場在強勁的盈利增長和新流動性流入的帶動下似乎準備升至新高，但某些因素可能會干擾TOPIX在2025年與基本面的表現。包括：



**BOJ政策與日圓走勢備受關注。**由於弱勢日圓推高生活成本並加劇民怨，市場一直密切關注BOJ的動向。進一步的政治不確定性可能會使BOJ的加息措施更加複雜，因為部份政黨堅決反對利率正常化；聯合政府可能會使BOJ更難有效提高利率或控制日圓貶值。選舉後，日圓波動性再次上升。星展集團仍然認為，日本將在2025年繼續進行超寬鬆貨幣政策的正常化，符合GDP增長、薪酬增長趨勢以及接近2%的通脹目標。

**日圓套利交易仍有增長空間。**由於日圓利率較低，日圓仍是具吸引力的融資貨幣，因此日圓兌美元仍面臨貶值壓力。自三週前重新回到淨空倉以來，日圓空倉增加，且速度加快。淨空倉為7月初高位的35%，由於美國和日本選舉結果的不確定性，日圓套利交易似乎仍有增長空間。

## 日圓套利交易再現



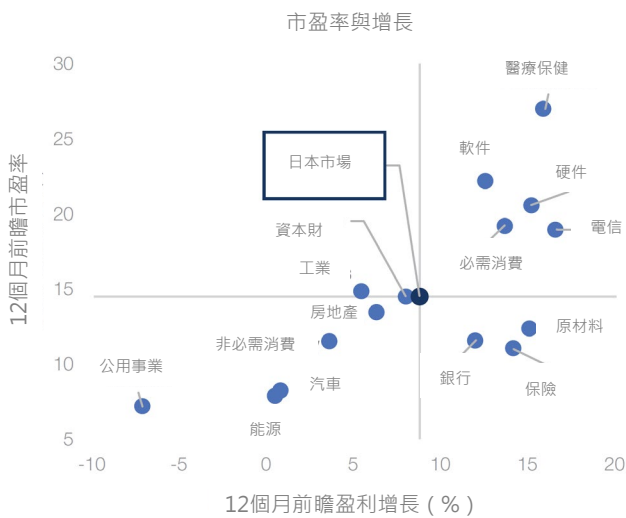
資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**美國大選後餘波盪漾。**美國領導階層轉換可能對日本產生重大影響，因為影響範圍包括全球貿易、國家安全、貨幣穩定、投資者情緒和整體經濟的政策。特朗普2.0可能會創造一個由較低的利率、更多的減稅和財政支出所支持的經濟，這些也都可能會導致通脹上升。這使得美國聯儲局 (Fed) 減息空間變小，並支撐美元表現；進一步的貿易保護主義政策則可能影響日本的進出口。

**盈利前景。**市場預期，日本企業2024年整體盈利將增長9%。表現優於大盤的行業包括醫療保健、科技、必需消費、原材料和金融。

同時，目前估值低於市場均值的行業，例如銀行、保險、原材料、汽車、能源、公用事業和房地產，具有上調 (re-rating) 的潛力。估值上調可能源自於企業為回應日本交易所集團持續呼籲的市場改革 (旨在提高效率和股東價值) 而進行的企業重組努力。

### 金融及原材料行業的機會



資料來源：LSEG Datastream，星展集團  
2024年12月

持續著重於長期增長且結構性趨勢不可逆轉的題材。相關主題包括日本的高齡化、數碼化趨勢及出口產業的競爭優勢。受惠者包括：

1. **半導體和IT服務**：日益增長的AI商業化、數碼轉型以及人口老化的情況將帶動生產力提升，進而促進半導體和IT服務供應商的增長。
2. **汽車及自動化產品出口業者**：相關業者將持續受惠於弱勢日圓。
3. **金融行業**：日本銀行業受惠於利率正常化及企業活動復甦。估值仍遭低估，市帳率約0.9倍，遠低於金融海嘯前的水平及全球同業，對國際投資者而言極具吸引力。

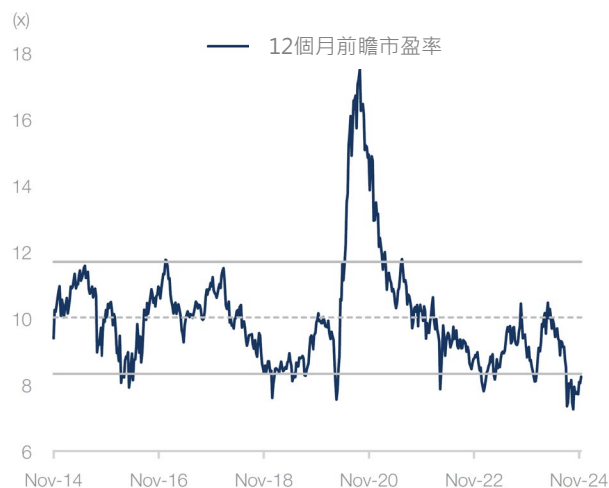
**AI趨勢推升半導體需求。**全球半導體產業經歷了動盪的一年，人工智能 (AI) 需求最初提振其前景以及更廣泛的晶片製造產業，但美國抑制對中國科技出口的措施為半導體製造商帶來壓力。在顯著的利好因素下，星展集團持續看好半導體產業的領導者。日本半導體設備協會 (SEAJ) 對在日本半導體製造設備銷售持樂觀態度，預期2024財年營收將增長15%至4.25兆日圓，這是基於記憶體投資的復甦。該協會預期2025年營收將增長10%，因為邏輯/晶圓代工和記憶體領域持續穩健的投資。

在政府數十億美元補貼的支持下，日本持續努力復興曾經居於領先地位的半導體產業。由於持續的貿易緊張局勢和供應鏈多元化，日本持續調整其全球價值鏈，減少對中國的依賴，並積極投資國內和東南亞的生產。日本國內，汽車製造商、機器人、機械和消費電子等產業對半導體的強勁需求，更增添了全球對AI相關晶片的強勁需求。

**在特朗普風險和貿易緊張局勢下的日本汽車行業。**過去六個月，日本汽車行業已調整超過30%，原因包括：（1）2025財年展望下修，（2）亞洲市場充滿挑戰，（3）與品質相關的醜聞，（4）日圓套利交易的收斂。星展集團認為，日本汽車行業價值正在浮現，目前預估市盈率約8.2倍，低於歷史均值的1.1個標準差，這是肺炎疫情以來難得一見的水平。展望未來，9月份產量正常化以及產品銷售持續增長/推出，將有助於支持銷售額的復甦。星展集團認為，未來12個月盈利增長0.8%的市場預期存在上修空間。

繼歐盟和美國對中國電動車徵收更多關稅後，競爭格局可能發生變化。更嚴格的進口管制，以及特朗普第二任期取消電動車補貼，可能為日本汽車製造商創造機會，使其在油電混合車領域站穩腳跟，因為日本業者已是全球油電混合車的領先廠商，市佔率接近50%。

### 日本汽車行業：價值已逐漸浮現



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團

2024年12月

**金融行業可望受惠於利率正常化和企業活動。**日本銀行業與全球同業一樣，在2024年第3季表現良好，主要反映Fed開始減息之際，企業活動有所復甦。這種環境使銀行能夠從不斷增長的信貸需求、增加的貸款額、更高的費用收入和更高的盈利能力中受惠。

星展集團維持對主要銀行業的樂觀展望。儘管近期表現不佳，日本銀行業仍遭到低估，目前市帳率約0.9倍，低於金融海嘯前的1.5倍，也低於全球銀行行業的1.2倍。特朗普的勝選被視為有利於美國銀行行業，因為他的政策可能促進通貨再膨脹的環境，進而可能提升全球銀行行業的估值。再加上BOJ的加息，使日本銀行業對國際投資者越來越具有吸引力。

此外，日本銀行業正在積極投資金融科技和數碼銀行平台，藉以現代化營運模式並吸引年輕客戶。與科技公司的合作以及藉由數碼轉型將著重於減低成本，並帶動中期的盈利能力。值得注意的是，股票回購和股息支付正在增加，進一步提高股東價值。

## 日本金融行業表現優於其他行業



資料來源：LSEG Datastream，星展集團

2024年12月

# 選擇性機會

2025年第1季  
亞洲不含日本  
股市

關稅風險籠罩市場，但中國的寬鬆貨幣政策和財政刺激措施可望提供支撐，因估值相對全球股市呈現深度折扣。銀行行業、新加坡房地產投資信託基金（S-REITs）、科技供應鏈和旅遊業仍是投資亮點。





# 亞洲不含日本股市

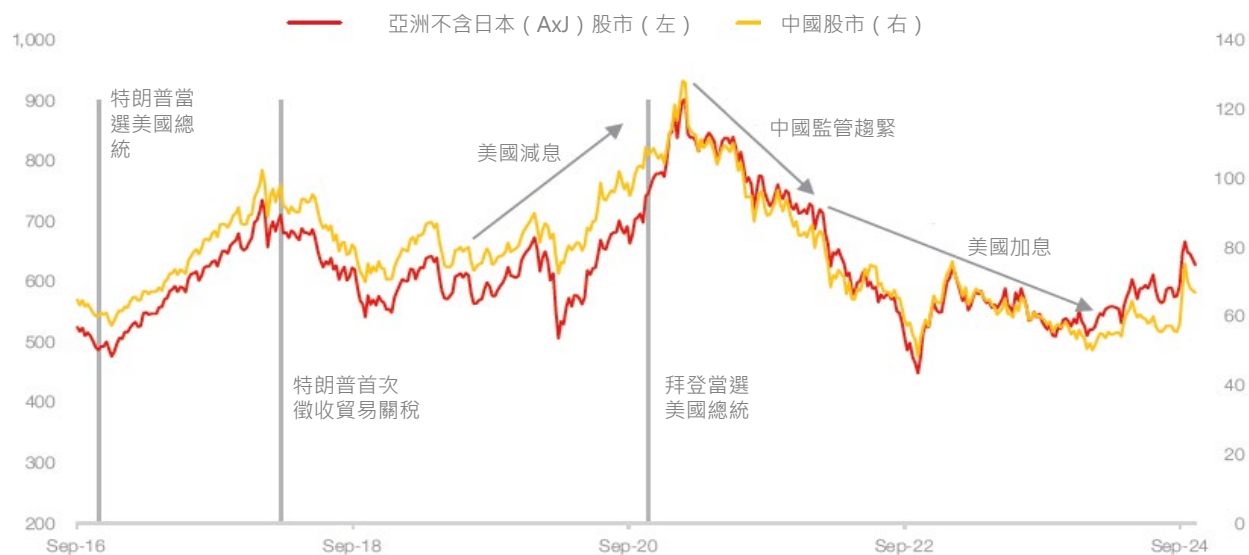
美國總統大選結果增添亞洲不確定性，特朗普總統上任後恐將進一步擴大嚴厲的貿易政策。然而，特朗普（2017年）和拜登政府時期的貿易關稅措施和選擇性進口限制，對中國股市整體表現並未產生重大影響。

2019年以來，中國股市的表現主要受內部因素的影響。這些因素包括國內政策收緊、房地產產業的困境、疫情封鎖造成的經濟增長放緩以及通縮壓力。

雖然美國總統選舉在各地區和貿易組織之間引發了波動，但星展集團預期長期的動態將隨著時間逐漸恢復正常，正如以往的週期一樣。隨著局勢逐漸平息，未來亞洲和中國將迎來更有利的政策確定性。

到目前為止，市場普遍預期美國將對出口至美國的商品實施更多關稅或管制。由於供應鏈持續多元化，因此新關稅措施對企業信心的影響可能不如過去嚴重。

## 過去兩任美國總統任內亞洲及中國股市的表現



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月



市場預期亞洲可望加深區域整合，並尋求與歐洲、中東和拉丁美洲建立新的貿易聯繫，藉以減輕美中貿易緊張局勢的影響。

同時，由於貿易緊張情勢持續，企業尋求將供應鏈多元化至東南亞，東盟可望受惠於美國聯儲局（Fed）進一步的寬鬆貨幣政策。在“中國+1”策略下，可望帶動更多外國直接投資流入亞洲地區，而中國本身也是這些流入的主要貢獻者之一。同時，東盟地區龐大的國內市場相對較能抵禦關稅風險，而較低的勞動力成本、鄰近中國、區域供應鏈效益以及政府的激勵措施，也將持續帶動外國直接投資流入該地區。

有針對性的貨幣寬鬆和選擇性財政支持仍將是支持中國內需和增長動力的主要因素。這些措施也將提振投資者的預期。雖然全球基金低配中國股市的情況短期可能不會改變，但低配幅度縮小可能支持中國股市未來的表現。

亞洲資產整體表現向來與全球利率呈負相關。隨著利率走勢對亞洲有利，亞股過去表現落後，未來估值有上調（re-rating）機會，特別是權重較高

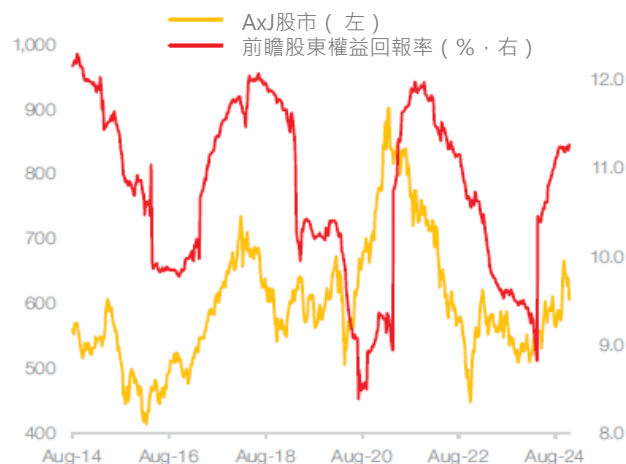
的指數成份股和利率敏感型資產可望有較佳的表現。

星展集團認為，三個利多因素支撐AxJ股市長期趨勢：

- 全球利率呈現下降
- 企業盈利能力趨穩
- 估值的深度折扣

較低利率環境將促使資金流入高增長市場，AxJ股市將成為投資者尋求增長和收益的具吸引力市場。長期而言，星展集團對AxJ股市維持樂觀的看法。

### 股東權益回報率改善



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 估值折扣幅度可望縮小



考量美國新政局及可能推出的新貿易政策、減息週期、亞洲貿易流量增加以及中國的刺激政策，下表為主要投資主題及前景。

資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 機會和風險

機會	穩健	風險
平台和互聯網企業	電力和公用事業	電動車製造和電池供應鏈
壽險	通訊	汽車製造商
科技和軟件		太陽能供應鏈
旅遊		低端出口商
大型銀行		建築原材料
新加坡REITs		

## 中國

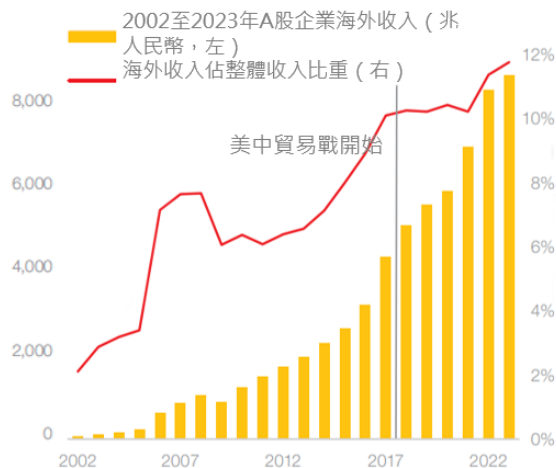
中國人民銀行 ( PBOC ) 2024年9月意外推出提振市場的措施：一連串寬鬆措施，包括降低存款準備金率 ( RRR ) 以及調降政策利率和房貸利率。相關政策都是為了提振經濟和支撐疲弱的股市。

在全國人民代表大會 ( NPC ) 上，針對地方政府融資平台 ( LGFV ) 長期存在的債務負擔，也推出因應措施，包括提供12兆人民幣的債務置換、特別債券發行和擔保。

儘管市場反應平淡，星展集團預期中國政府將採取更全面性的措施藉以加快經濟增長。這些措施可能會為股市估值帶來支撐。

隨著時間推移，中國企業已改善收入多元化和盈利品質。例如，2023年海外收入佔整體收入比率已升至12%，大幅高於2000年時約2%的水平。值得注意的是，儘管2018年初開始實施貿易關稅，海外收入仍進一步擴張。星展集團預期，隨著中國企業透過多

## 海外收入結構性擴張



資料來源：WIND，星展集團 2024年12月

元化對外投資、確保全球供應鏈、當地化生產以及進入新興市場藉以提升生產效率和需求，海外貢獻將持續增加。

即使美國對中國的出口商品徵收關稅並限制其進口商品，中國仍成功實現貿易多元化，擴大了貿易收入來源，並降低了對單一市場的依賴。2022年底，中國與全球其他地區的貿易餘額已高於與美國的貿易餘額。

星展集團建議投資者持續關注AxJ股市和中國股市，因為基本面和投資前景極具吸引力。

## 多元化貿易夥伴



資料來源：世銀，星展集團 2024年12月

中國政府近期發布的指引顯示，其致力於解決長期存在的地方政府融資平台債務問題。這終將釋放資源，並為地方政府和金融機構提供更廣泛的政策選擇，使其能夠專注於增長、生產性資本支出、商業債務償還、工資發放和改善財務狀況。相關措施可能提供更穩定和可預測的監管環境，這對於提振投資者信心至關重要。

資本進駐及解決地方政府融資平台債務是銀行業的正向發展，因為消除了資產負債表的不確定性因素，釋放資源，用於更有生產力和實際的增長領域。

## 中國經濟逆轉阻力

外部因素	現況	影響
美國貿易關稅	持續進行，可能上調	負面
美國利率	逆轉	正面
內部因素	現況	影響
IPO市場低迷	不確定	負面
通縮壓力	持續	負面
寬鬆貨幣政策	持續	正面
財政刺激	新提議	正面
私營部門的支持	新提議	正面
針對平台公司的政策	逆轉	正面
針對線上遊戲開發商的政策	逆轉	正面
針對收緊房地產市場的政策	逆轉	正面
針對收緊金融市場的政策	逆轉	正面
政策缺乏清晰度	逆轉	正面

## 東盟 ( ASEAN ) 及印度克服美國大選波動

投資者等待特朗普於1月20日就職典禮及隨後的政策宣佈，對東盟股市持謹慎觀點。在Fed減息及中國推出刺激措施後，包括東盟在內的新興市場樂觀情緒提升。

值得注意的是，東盟市場似乎已反應美國減息幅度的減少，尤其是美國國債債息上升及美元走強；美國10年期國債債息攀升至4.422%，美元指數 ( DXY ) 升至106.1，導致東盟股市表現落後美股。儘管如此，2024年以來，東盟股市表現優於中國股市，並在區域內表現強勁的產業支持下，成為一個多元化投資市場。隨著貿易緊張局勢加劇，供應鏈多元化變得必要，東盟可能從“中國+1”策略中受益。投資機會可透過以下主要投資主題：

- 1. 銀行股受惠於穩定的經濟。**星展集團預期，儘管面臨週期性阻力，2025年東盟經濟體將保持穩健。尤其是新加坡銀行業，在5%的股息率和穩定的盈利增長潛力的支持下，應該會保持彈性。由於美國減息次數預期減少，淨息差可能出現意外上升，以及系統內流動性充裕，存款利率可能下降得更快。隨著財富管理部門業務手續費收入持續增加以及交易

## 新加坡銀行業股東權益回報率與股價走勢

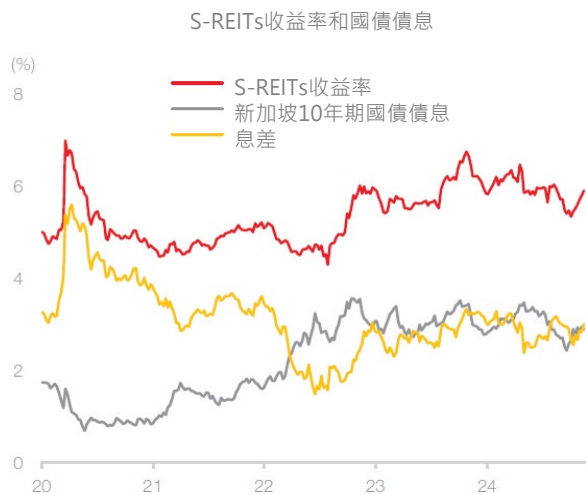


資料來源：LSEG Datastream · 星展集團 2024年12月

和投資收入的改善，銀行業強勁的趨勢可望持續。印尼銀行在不良貸款改善、信用成本下降和流動性風險降低以及貸款穩定增長的背景下，資產品質穩定。

- 2. 新加坡房地產投資信託基金 ( S-REITs )：**特朗普勝選導致美國10年期國債債息攀升至4.4%，壓抑S-REITs的表現，過去一個月約下跌10%。但值得注意的是，Fed利率正常化仍在進行中。由於S-REITs通常以短期債務融資，因此將受益於較低的利息成本，這可能支持派息趨勢逐步復甦。2025財年S-REITs收益率約6%，高於新加坡10年期國債債息約3.5%，仍具投資吸引力。

### S-REITs收益率息差約3%，具投資吸引力



資料來源：LSEG，星展集團 2024年12月

### 特朗普2.0，印度具投資機會

近期印度孟買證券交易所指數跌至5個月低位，較9月26日的歷史高位下跌約10%。主要受企業盈利下降、海外投資者資金外流以及對持續通脹壓力的擔憂所影響。特朗普當選後，美元走強和債券收益率上升，壓抑了市場表現。展望未來，更具吸引力的估值、強勁的國內流動性和印度央行在糧食驅動的週期性通脹消退後可能減息，都帶來進一步的投資機會。作為主要的IT外包中心，印度將受惠於特朗普2.0和美國持續的經濟優勢。此外，印度大型工業企業可能受惠於持續的基礎設施投資，而中小企業則可望受惠於數碼化轉型。

- 3. 泰國2025年經濟增長可能加速。** 星展集團預期，泰國2025年GDP增長將加速至3.5%，高於2024年的2.7%，除了第一階段價值1,450億泰銖的數碼錢包發放外，還將宣布更多刺激措施。然而，市場可能擔憂政治局勢的發展，因為執政黨目前正接受調查。星展集團持續看好受惠於“中國+1”策略、Vayupak國家投資基金、刺激措施和潛在減息的預期。



# 讓債券再次偉大

全球公司債  
2025年第1季

星展集團預期，主要央行貨幣政策將採取逐漸寬鬆的步調。優先考慮評級為A/BBB的公司債，藉以在息差較小的環境中獲得較佳風險回報。看好存續期間介於2至3年期和介於7至10年期的投資等級公司債，藉以管理再投資風險以及掌握息差下降的機會。

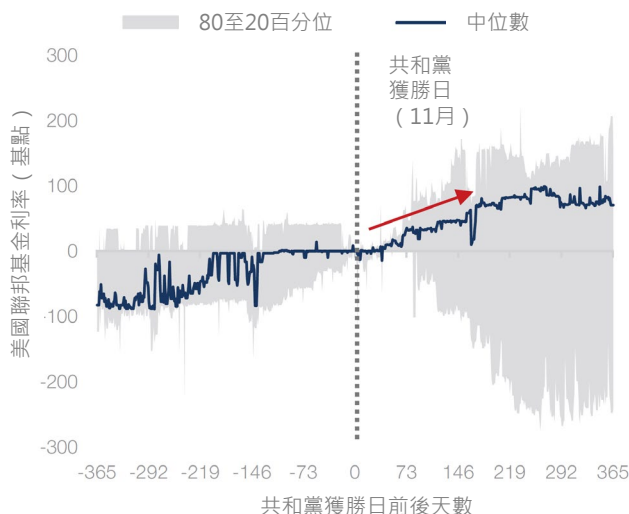


# 全球公司債

四年一度的風險終於結束。令投資者2024年都在擔心的美國大選，結果以共和黨掌控參眾兩院告終。然而，儘管市場渴望從美國大選的熱潮中獲得一些喘息，但這一結果卻讓人回想起2016年大選後的幾年，當時特朗普藉由社交媒體處理貨幣和貿易政策的非常規方式加劇了波動性，並提高了所有風險資產的隱含風險溢價。

鴿子來得快去得也快。美國大選期間，債券市場的恐懼嚴重。首先，美國聯儲局（Fed）進入減息週期的說法陷入混亂，因為預期特朗普的減稅政策（針對國內生產商）和美國製造業的回流，可能引發美國另一波強勁的經濟增長、通脹和就業。這可能迫使Fed延長觀望態度，再次提高現金相對於債券的吸引力，對於那些經歷了2021年至2022年債券熊市的固定收益投資者來說，這是一個熟悉的情境。但是，星展集團評估雷根時代以來過去七次共和黨執政時期的數據顯示，由於支持性的經濟政策，Fed在共和黨執政時期，通常會採取加息措施。

## 共和黨執政時期通常伴隨著緊縮的貨幣政策

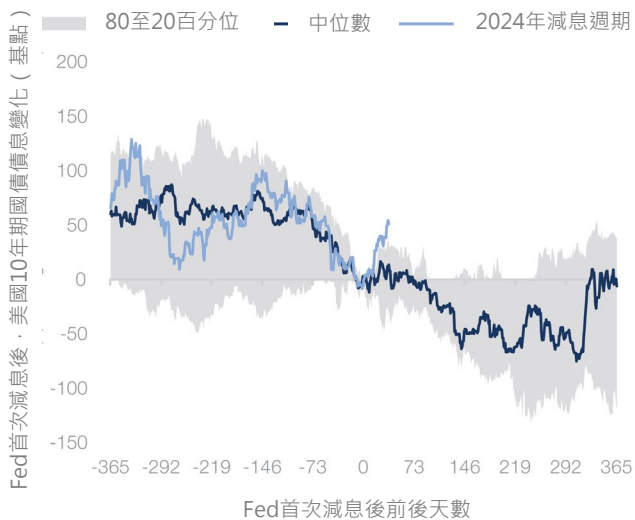


資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**赤字恐懼再現。**其次，在美國債務不斷上升的情況下，特朗普的提案不僅要延長其第一任期內實施的減稅措施，還要進一步削減國內生產商的稅收，再次引發了美國長期債務可持續性的問題。大選過後，美國10年期國債債息飆升，雖然符合特朗普政策，但不同於過去的減息週期。



### 不同於鴿派貨幣政策的常態，美國10年期國債債息呈現上升



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 共和黨總統執政時期IG公司債息差通常持穩...

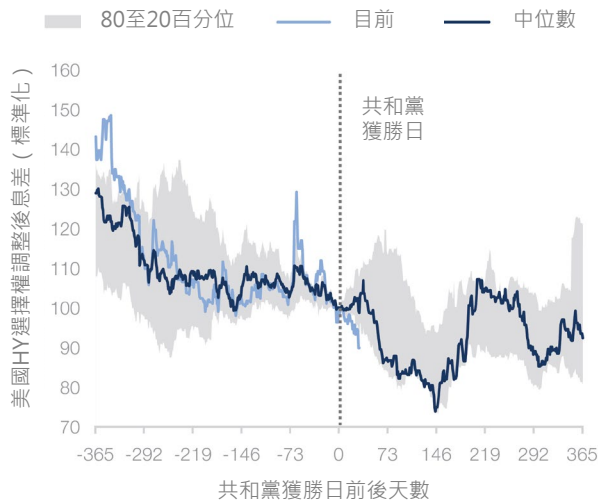


資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**逆勢而行。**雖然較不鴿派的政策可能導致較高的收益率，但星展集團仍認為，平衡型的投資組合當中，債券仍是具吸引力創造收益的投資，並且認為市場對特朗普政策的風險過度誇大。不過，特朗普的第一個任期的確充滿了總統過度干涉Fed政策的情況，他一再要求降低政策利率藉以支持經濟，這違背了央行獨立性的重要性。由於目前的通脹衝擊主要是因為：(1) 供應鏈障礙；(2) 地緣政治衝突；以及(3) 利率不敏感的政府借貸和支出，這些都與貨幣政策幾乎沒有關係，較高的利率在抑制這些供給面的因素效果要小得多；而特朗普在第二個任期內也不會猶豫的提出這個問題。

**公司債息差在共和黨執政下通常持穩。**由於共和黨政策傳統上支持風險性資產的表現，公司債息差可望受惠。觀察過去七次共和黨執政時期，投資等級 (IG) 和高收益等級 (HY) 債券的息差在共和黨總統當選後一年通常表現良好。對投資者而言，這意味著即使息差相對於歷史而言較窄，也可以獲得更長時間的息差溢價，因為具有經濟支持作用的政策往往會降低信用事件/違約的風險。因此，政策結果顯示美國經濟實力在可預見的未來可望持續，星展集團也持續看好品質較佳的HY債券。

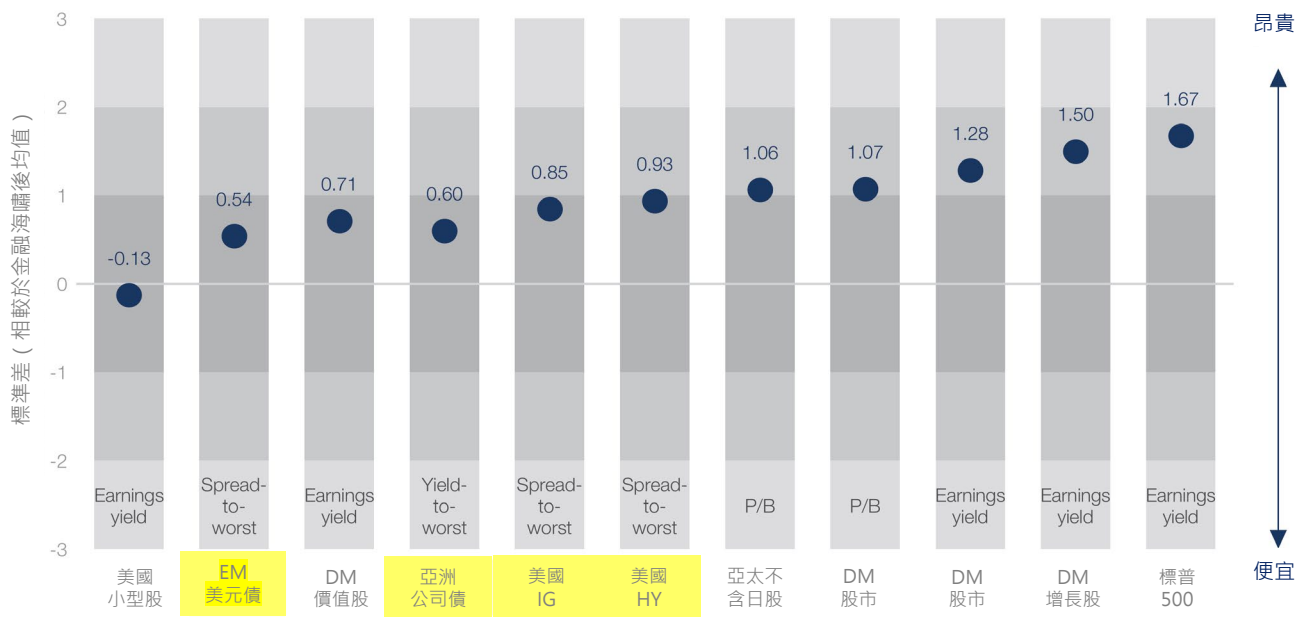
### ...以及HY信貸



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**息差與收益率合理。**由於債券投資者擔心息差已經趨緊，因此必須考慮相對於其他資產類別的價值面極端情況，才能更公平地評估相對價值。星展集團分析估值指標（股票盈利收益率或市帳率，固定收益的息差與收益率），藉以比較主要資產類別在金融海嘯後的平均水平。除美國國債外，多數其他風險資產的估值都高於歷史均值；然而，公司債的估值則是處於“合理”的水平。股市估值偏高主要是由強勁的預期盈利增長率所支持；但相較於其他風險資產，固定收益的溢價並未過高。

### 固定收益市場估值合理



Earnings yield：盈利收益率  
 Spread to worst：息差  
 P/B：市帳率  
 EM：新興市場  
 DM：成熟市場

資料來源：彭博，JP Morgan Markets DataQuery，星展集團 2024年12月

**關稅威脅迫在眉睫。**在特朗普執政下，每次減稅總是會伴隨著貿易面的擔憂。雖然上述促進增長的政策可能對債券構成壓力，但是特朗普在競選活動中指出令人擔憂的關稅措施則是樂觀情緒下最大的隱憂。關稅有通脹效應，可能鼓勵製造業回流，但仍可能導致效益損失，進而抑制全球經濟增長，並可能導致債券收益率下降，且也確實已經曾導致了這樣的結果。特朗普的第一個任期具有說明意義，雖然減稅最初確實提振了對強勁增長的預期，Fed也在2017年至2018年進入加息週期，但關稅和貿易緊張最終抑制了全球經濟前景，導致美國10年期國債債息在2019年底跌至約1.5%，值得注意的是，這是在疫情爆發之前。

**避險情緒。**2019年政策的轉向帶動債券市場的表現，當年公司債市場所有

評級的債券表現良好，而美國國債的表現則是相對落後。此外，由於特朗普第二個任期是處於加息週期之後（不同於2016年），對目前的債券投資者而言，面臨另一輪鷹派政策的風險相對較小。

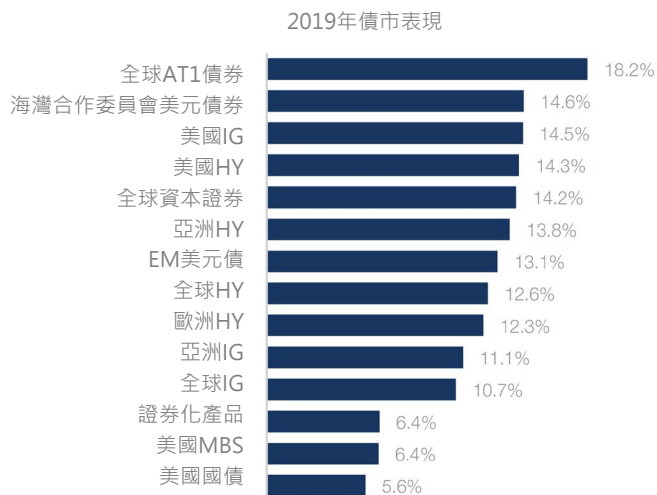
**敏感度分析。**目前較高的收益率也為預測債券12個月前瞻收益提供了優勢，因為息票為利率波動提供了緩衝。星展集團根據以下情境評估主要固定收益市場的潛在總收益：（a）利率上升1%；（b）利率維持不變；（c）利率下降1%；儘管利率前景存在不確定性，但正回報的可能性仍然很高。值得注意的是，超長期的美國國債（>25年）存在較高的風險；長期債券利率意外上升1%可能會侵蝕近三年的息票。

**特朗普第一任期結束時，由於關稅導致國債債息下降**



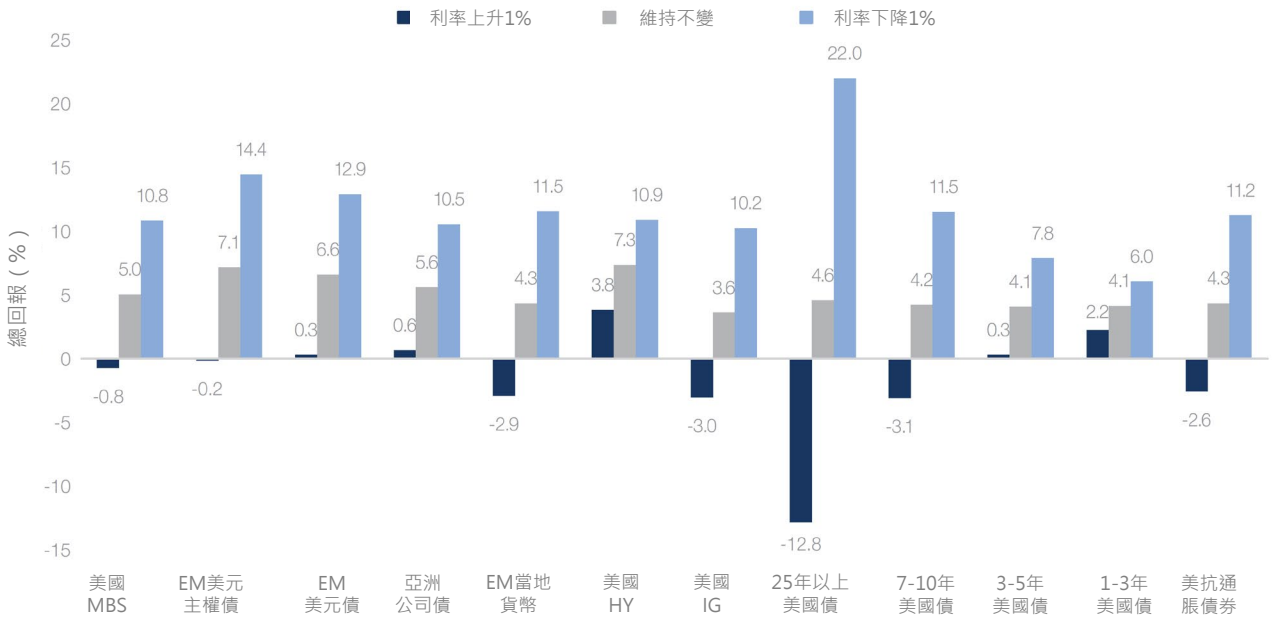
資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**貿易戰和政策轉向有利於債券**



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

## 儘管利率波動，債券預期回報仍然良好



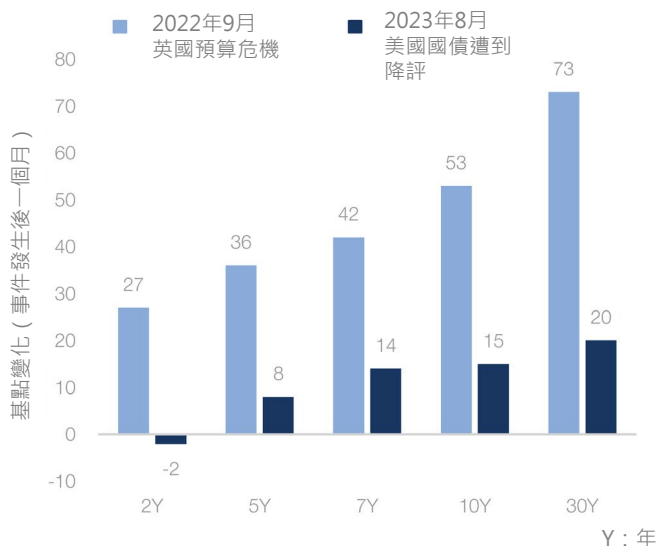
資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**長存續期間的風險並不對稱。**債券投資者通常會認為減息週期買入最長期的債券，將受惠於利率下降。然而，這裡存在兩個錯誤的假設；(1) 認為 Fed 調降聯邦基金利率（短期政策利率）會等比例地反應在 30 年期利率，(2) 認為不同期限的風險機率相等。前者的假設是錯誤的，因為收益率曲線有可能變陡；即使政策利率下調，長期利率未必會隨之下降（甚至可能上升）。後者的假設也不準確，因為由於許多成熟經濟體目前面臨財政可持續性的問題，長期債券的風險可能更高。特別是，2022 年英國的預算危機以及 2023 年美國的債務評級遭下調時，隨著風險在債券期限溢價中累積，收益率曲線急劇變陡。

**槓鈴式存續期間策略兩全其美。**基於上述因素，星展集團對超長期債券仍持謹慎態度，並持續認為應採取槓鈴式存續期間策略，著重於：(1) 2 至 3 年期公司債，藉以降低現金的再投資風險；以及 (2) 7 至 10 年期公司債，藉以掌握較寬的息差溢價。隨著特朗普當選導致收益率曲線陡峭化，星展集團認為這是延長存續期間的機會，尤其是在 7 至 10 年，因為 (1) 這是公司債收益率曲線上最陡峭的點，將受惠於“Roll-down benefits”（滾動收益：即當債券的到期日逐漸接近時，債券價格通常會因為其剩餘期限變短而上升）；以及 (2) 美國 10 年期國債債息目前接近星展集團預測 4 至 4.5% 長期合理區間。

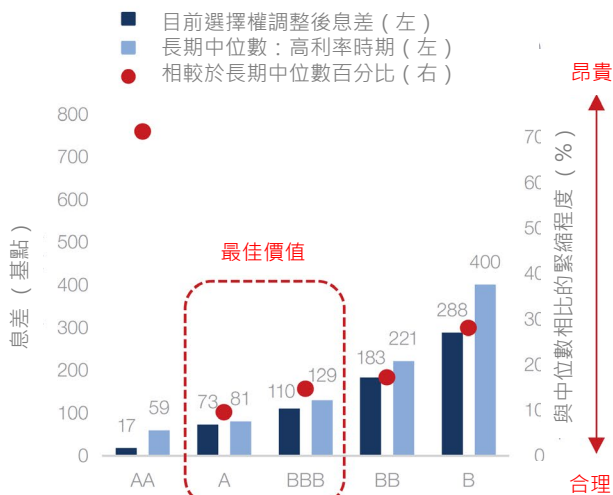


### 財政可持續性風險不成比例地影響長期債券



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 評級為A/BBB的債券評價最為合理



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

評級為A/BBB的債券息差相對長期均值而言較為合理。就信用評級而言，星展集團持續看好評級為A/BBB的公司債，因為以風險回報的角度評估，投資者能獲得最佳的潛在不確定性的補償。評估歷史上高利率的環境（定義為1980年以來實質利率處於第四分位數的月份）不同評級的平均信用息差與目前的水平進行比較，A/BBB評級債券的息差仍處於歷史上相對“便宜”的水平。因此，星展集團認為可佈局評級為A/BBB長期公司債，而不是風險較低的AA公司債/國債，因為其所提供的利率波動息差補償較少。

整體而言，投資者不應過度擔心有關特朗普執政對債券市場不利的說法。雖然傳統上特朗普與共和黨稅制政策

本質上是支持增長的，但他對關稅的偏好卻帶來了相反的力量，可能壓抑全球樂觀情緒。儘管因經濟數據仍然健康，減息速度存在爭議，但全球主要央行仍處於減息週期。投資者應選擇高品質的A/BBB級別債券，這些債券提供良好的價值；此外，HY公司債當中評級為BB的債券則是具備抗衰退潛力的優質標的。投資組合應維持槓鈴式存續期間策略，同時配置（1）2至3年期公司債，藉以降低現金的再投資風險；以及（2）7至10年期公司債，掌握較大的息差。星展集團認為，收益率曲線的陡峭化是一次機會，特別是針對7至10年期，因為這是曲線最陡峭的部分，同時考慮到美國10年期國債債息目前接近星展集團預測長期合理的區間（4%至4.5%）。

# 美元表現持續獲得支撐

全球外匯市場  
2025年第1季

隨著美國聯儲局 ( Fed ) 不再那麼鴿派且特朗普政府開始施政，美元可望受到支撐。歐元和人民幣則是受關稅議題威脅最為嚴重的貨幣。



# 全球外匯市場

**評估強勢美元。**美元在2024年第4季的升值走勢主要受市場預期調整的影響；10月以來，市場預期美國聯儲局 ( Fed ) 減息幅度將小於原本預期。此外，特朗普勝選後，市場預期其政策將對美元產生強烈的正面影響。展望2025年第1季，若其中一項獲得驗證，美元仍可能找到新的升值因素。

## 美元走勢與市場對Fed貨幣政策預期的變化相關



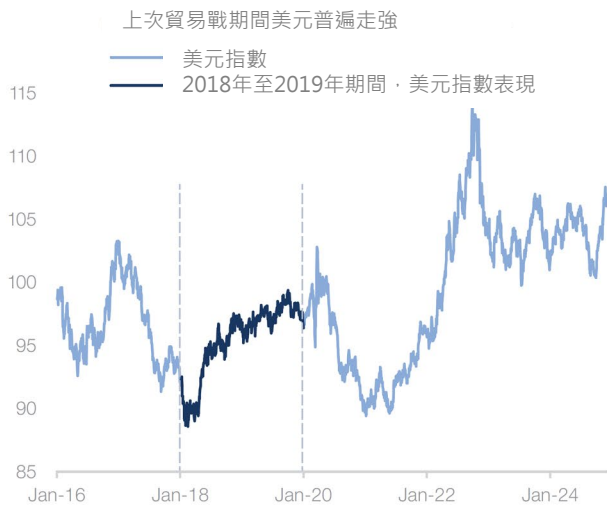
資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**Fed態度的轉變可能成為美元的利好因素。**Fed的寬鬆週期通常不利美元表現。然而，短期內美元走勢主要取決於利率政策的變化。[圖 1：美元走勢與Fed貨幣政策預期變化的關係]。2024年第4季優於市場預期的美國經濟數據和特朗普勝選，令市場必須考慮2025年第1季的減息幅度可能小於2024年第3季，推升美元。市場預期可能過度偏向鷹派，但是若市場被迫重新考慮2025年第1季的減息幅度更大，美元則將面臨壓力。然而，若Fed暗示1月和/或3月聯邦公開市場委員會 ( FOMC ) 會議可能不再減息，美元的升勢將可能持續。

**美國大選結果強化了週期性驅動強勢美元的論述。**特朗普政府加上共和黨掌控的國會，將允許政府採取更積極的政策。延長 " 減稅就業法案 ( TCJA ) " 的減稅措施應會對仍然具有韌性的美國經濟產生刺激作用，儘管這種作用是暫時的。與歐元區經濟面臨週期性疲弱以及中國未能令人信服地擺脫國內經濟的挑戰同時發生，這種刺激措施將突顯美國宏觀經濟經濟的特殊性，且自然而然地導致美元走強。

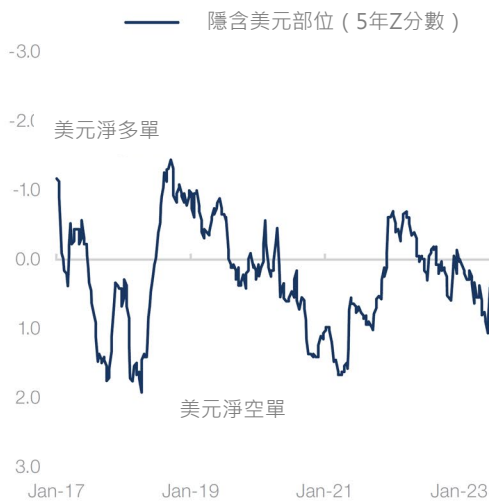


## 美元指數在2018年至2019年貿易戰時走強



資料來源：彭博·星展集團 2024年12月

## 美元多頭部位接近高位



資料來源：彭博·星展集團 2024年12月

**額外關稅的威脅進一步支持美元。**由於經濟嚴重依賴貿易，受到額外關稅負面影響的地區主要是中國和歐元區。可以肯定的是，儘管美國經濟可能不會從更多關稅中完全獲益，但對貿易的依賴程度較低意味著受到的打擊將較為溫和。額外關稅將壓抑中國、歐元區和其他貿易夥伴的增長。這些國家採取的措施無可避免地會導致當地貨幣兌美元貶值。

**程度、時機和實質內容的問題。**特朗普政策有利美元的根本基礎已確立。然而，仍有一些需要留意的地方：(1) 2024年第4季美元升幅可能已反應了這些政策的影響，(2) 政策的時機和實質內容可能無法滿足市場偏高的預期，導致美元令人失望。的確，做多美元的部位

現在已經擁擠，看升美元期權相對於看跌期權的興趣接近年度高。儘管如此，特朗普交易將會因為額外的貿易關稅（最早在特朗普上任第一天實施）而獲得驗證。此外，企業減稅的立法過程需要時間，但共和黨全面勝選的結果將為特朗普政府提供任期初期迅速實現減稅的最佳機會。

**弱勢歐元是核心觀點。**即使在美國大選前，歐元區的經濟在2024年大部分的時間都面臨壓力。額外關稅的可能性為增長前景增添了另一個負面因素。由於歐元區經濟的開放性，任何貿易障礙都會產生直接的負面影響。此外，歐元區的許多貿易聯繫都與中國有關。如果中國2025年經濟增長受到打擊，可能會

### ECB被認為比Fed更鴿派



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

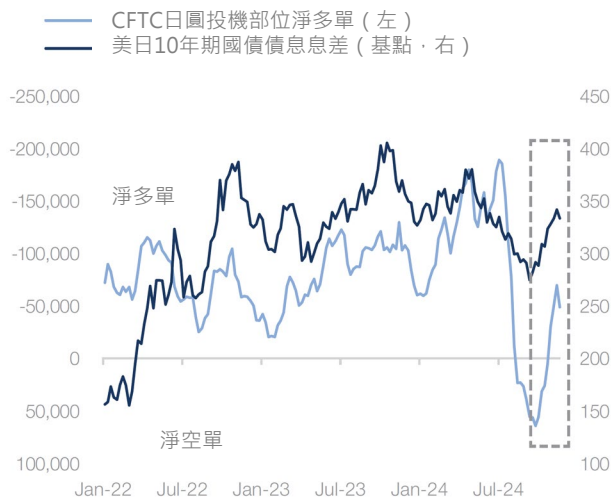
產生第二輪負面影響。這與德國和法國不穩定的國內政治以及持續的俄烏衝突相結合，導致投資者對歐元產生了一系列無法迅速扭轉的擔憂。另一方面，歐洲央行（ECB）更快速的減息，也將導致歐元走弱。因此，歐元將承受一定程度的衝擊。星展集團持續認為歐元表現將相對弱勢。

**強勢瑞郎將面臨瑞士央行（SNB）的阻力。**在歐元區的增長和關稅擔憂中，任何資金從歐元轉出都應有利於瑞郎。作為避險貨幣，若俄烏衝突持續加劇，瑞郎也將具有吸引力。然而，這些瑞郎的利好因素與SNB的政策目標相悖，瑞士的經濟並無法受惠於強勢貨幣。現在瑞士通脹低於SNB目標區間，強勢瑞郎將加劇這樣的情況。瑞郎上升也有抑制增

長的效應；因此，SNB將藉由減息和定期干預來暗中抵制瑞郎走強。整體而言，2025年第1季美元兌瑞郎和歐元兌瑞郎可能略微走弱。

**日圓走弱的空間有限。**日圓未能延續2024年7月至8月期間因大量資金回補套利交易部位而產生的升勢。由於美國國債與日本國債債息息差再次擴大，日圓的空單再次增加。然而，弱勢日圓將引來日本政府和日本央行（BOJ）的反彈。此外，BOJ目前處於加息週期（即使是漸進式），以及地緣政治風險加劇，應該會吸引一些日圓的買盤，因此，與以往美元走強的情況不同，日圓未必會成為落後者。

### 美日收益率息差擴大，日圓淨空頭部位增加



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月



**澳幣走勢與中國息息相關。**短期內，澳幣與中國聯繫較為緊密，關稅風險與中國財政刺激措施的相互作用是關鍵。基本假設仍然是關稅風險目前將是主導因素，進而對中國產生較為負面的影響，這拖累了澳幣表現。儘管國內因素對澳幣有利，因為澳洲央行（RBA）是主要央行中最不偏鴿派的央行之一；然而，由於Fed減息的幅度越來越小，這個因素正在被稀釋，並且可能不會轉化為澳幣的利好。整體而言，澳幣兌美元可能呈現橫行整理走勢。

### RBA和Fed隱含利率變化（目前至2025年底）



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**關稅的威脅持續壓抑人民幣。**特朗普勝選及共和黨全面執政後，人民幣將受到壓抑。然而，美元兌人民幣的升勢似乎受限於7.2500。在期權市場，美元兌境外人民幣風險逆轉指標和隱含波動率回落，進一步顯示做空人民幣的興趣已耗盡。[圖7：做空人民幣耗盡]。中國人民銀行（PBOC）也採取行動，例如設定低於市場預期的每日中間價和收緊境外人民幣流動性，藉以減緩人民幣貶值速度。因此，人民幣立即大幅走弱的風險可能已消除。然而，這些PBOC行動的目的從來都不是扭轉人民幣的趨勢。關稅威脅仍然存在，額外關稅可以在特朗普上任第一天藉由行政命令實施。總而言之，額外關稅開始的時機和內容存在相當大的不確定性，令短期美元兌人民幣的走勢蒙上陰影。人民幣尚未脫離險境。

**人民幣缺乏立即的利好因素。**持續的經濟增長和貨幣政策的發展意味著美元與人民幣之間的收益率息差可能仍將偏大，美元兌人民幣匯率將保持強勢。美國經濟依然強勁，而中國經濟則需更多刺激措施來應對持續存在的挑戰，兩者之間仍存在較大的差異。然而，若出現另一輪刺激措施，可能要等到2025年3月的全國人民代表大會（NPC）才會推出。這種差異可能不會很快消失。此外，市場預期PBOC將進一步放寬貨幣政策，而Fed則被認為將放慢減息步伐。整體而言，2025年第1季美元兌人民幣匯率將維持在7.2000至7.3000區間內震盪，並略微偏向升值。

## 星展集團主要匯率預估

	6 Dec	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
美元兌人民幣	7.2715	7.29	7.29	7.21	7.10	7.10	7.10	7.06	7.06
美元兌港幣	7.7795	7.80	7.80	7.79	7.78	7.78	7.79	7.77	7.77
美元兌印度盧比	84.695	84.5	85.0	85.5	86.0	86.2	86.4	86.6	86.8
美元兌印尼盾	15,845	16,025	16,025	15,795	15,450	15,450	15,450	15,335	15,335
美元兌馬幣	4.4195	4.56	4.56	4.46	4.30	4.30	4.30	4.24	4.24
美元兌菲幣	57.748	60.0	60.0	58.9	57.3	57.3	57.3	56.8	56.8
美元兌新幣	1.3427	1.36	1.36	1.34	1.31	1.31	1.31	1.30	1.30
美元兌韓圓	1,423	1,420	1,420	1,390	1,350	1,350	1,350	1,335	1,335
美元兌泰銖	34.068	35.2	35.2	34.5	33.5	33.5	33.5	33.1	33.1
美元兌越南盾	25,385	25,615	25,615	25,305	24,845	24,845	24,845	24,695	24,695
澳幣兌美元	0.6391	0.64	0.64	0.66	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
美元兌加幣	1.4157	1.41	1.41	1.39	1.36	1.36	1.36	1.35	1.35
歐元兌美元	1.0568	1.03	1.03	1.05	1.09	1.09	1.09	1.10	1.10
美元兌日圓	150.00	157	157	153	147	147	147	145	145
紐幣兌美元	0.5831	0.58	0.58	0.59	0.61	0.61	0.61	0.62	0.62
美元兌瑞郎	0.8788	0.90	0.90	0.89	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
英鎊兌美元	1.2744	1.24	1.24	1.26	1.30	1.30	1.30	1.31	1.31
美元指數 ( DXY )	106.06	108.5	108.5	106.4	103.3	103.3	103.3	102.2	102.2

資料來源：星展集團 2024年12月  
註：季底預估



Source: Unplash

# 繼續等待

大宗商品  
2025年第1季

特朗普2.0下潛在的關稅上調對工業金屬和農產品構成需求風險，而美國能源安全議題則壓抑油價。儘管供給面臨挑戰，但由於全球需求強勁，咖啡和可可持續有較佳的表現。

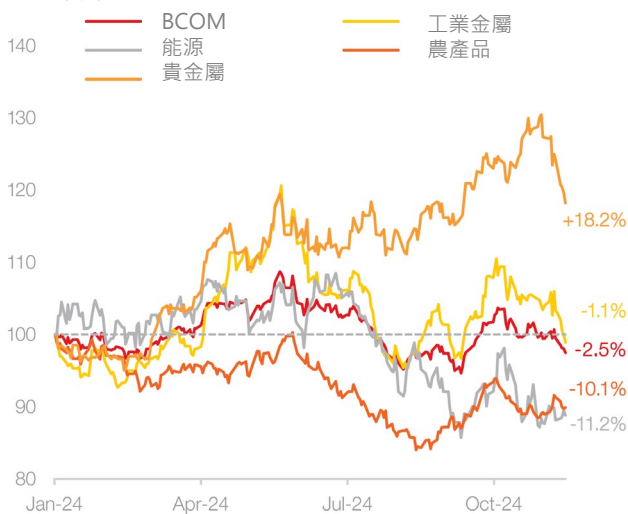


# 大宗商品

**無明顯進展。**上一季，星展集團探討了大宗商品整體在疲弱的宏觀經濟環境和中國缺乏新刺激措施下，回吐了上半年大部份的升幅。此後發生許多關鍵事件；中國宣佈了兩輪新重大刺激措施（9月的貨幣寬鬆和11月的財政刺激），而美國大選特朗普壓倒性的勝利和共和黨在國會兩院的全面勝利結束。邏輯上，市場會預期這些事件帶動通脹上升，至少在一定程度上提振大宗商品。然而，事實並非如此。2024年第4季，大宗商品持

續小幅下降，2024年截至11月14日，跌幅約2.5%，其中能源價格跌幅較大。即使是2024年前九個月表現較佳的貴金屬，截至11月14日，當月份下跌了7.2%。儘管市場出現了新的催化劑，為什麼大宗商品仍然表現不佳呢？

## 2024年第4季大宗商品市場在動盪環境下進一步走弱

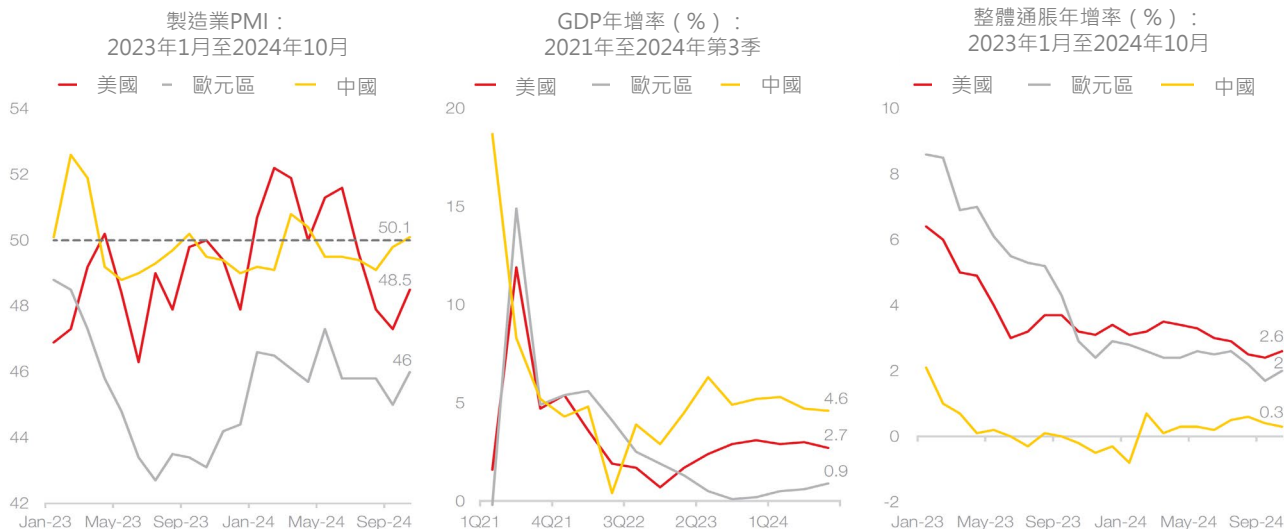


BCOM : Bloomberg Commodity Index

資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**中國的刺激措施 – 規模大，但仍不足。**中國雙管齊下的刺激措施規模很大 – 為肺炎疫情以來最大規模的刺激措施。11月8日宣布的10兆人民幣財政方案將用於重組地方政府債務，釋放先前受限的資源，並將支出重點轉向“發展和公共福利改善”。雖然值得讚揚，但市場普遍認為這些措施不足以解決困擾中國經濟的關鍵問題，其中最主要的是地產市場低迷和國內消費疲弱。市場對這些措施的看法是，它們更多的是支持經濟而不是通貨再膨脹。因此，大宗商品的需求預期仍然低迷。或許中國正在儲備力量，藉以應對即將到來的特朗普關稅，並將在適當時候宣布更多措施。但就目前情況而言，中國宏觀經濟情勢依然不溫不火。值得關注的重要數據包括：1) 中國2024年第3季GDP年增4.6%，似乎低於官方設定的5%的全年目標；2) 10月製造業採購經理人指數 (PMI) 勉強進入擴張區間 (50.1)。

## 中國GDP年增率可能低於5%的目標



資料來源：彭博·星展集團 2024年12月

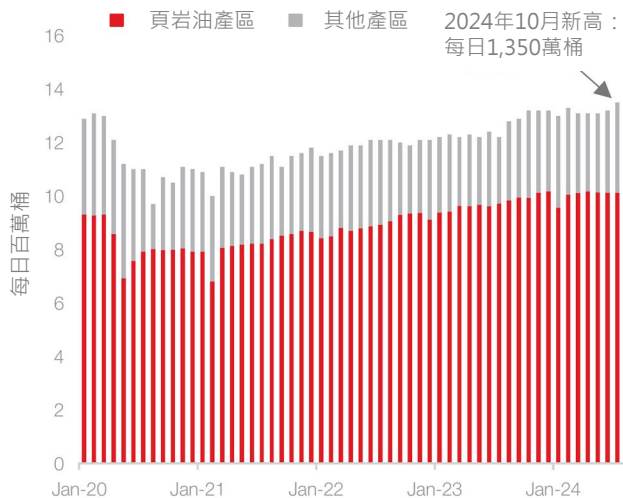
**特朗普上任將使大宗商品市場更加複雜。** 特朗普上任的影響不容小覷，因為他對能源的立場將影響美國國內原油供給，並進而影響全球供給，因為美國現在是世界上最大的原油生產國。這也將因特朗普政府對減碳和工業化項目而影響金屬需求。此外，即將實施的關稅也將導致新的複雜性，因其可能會抑制來自中國和歐洲的出口，並進而減少對眾多大宗商品的需求。

**能源安全是美國的關鍵優先事項。** 特朗普曾多次宣佈，他打算透過國內原油的增產和降低能源價格來降低通脹。這個意圖可以用被提名擔任財政部長

Scott Bessent提出的“3-3-3”政策來詮釋。該政策包括在2028年前將預算赤字削減至GDP的3%、GDP年增率達3%以及增加國內原油和天然氣的日產量300萬桶。雖然美國的產量最終將由市場的力量決定，但特朗普的議程無疑會使其偏向增產。此外，石油輸出國組織與盟國 (OPEC+) 計劃在2025年逐步取消每日220萬桶的自願減產，這將進一步增加供給增加的風險。在此環境下，星展集團預期布蘭特原油價格將維持在每桶70至75美元的區間。儘管如此，大型能源企業和油田服務公司將受惠於美國未來整體更高的原油和天然氣探勘活動。

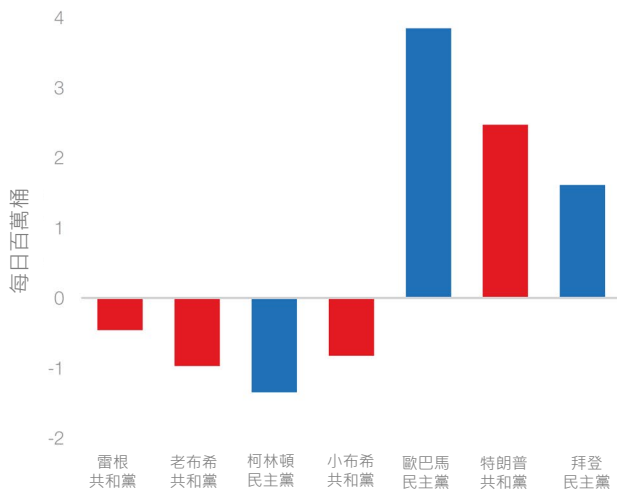


### 美國原油產量持續增加



資料來源：彭博·星展集團 2024年12月

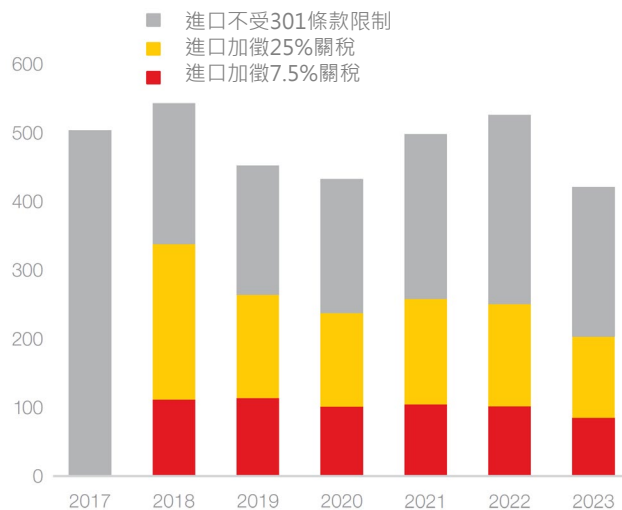
### 美國總統改變美國原油產量



資料來源：彭博·星展集團 2024年12月

**調升關稅對金屬構成重大風險。**減碳持續為長期推動金屬需求的主要動力。然而，中短期仍有部份因素會使情況複雜化，其中最關鍵的是特朗普即將上調的關稅。由於對中國徵收的關稅可能高達60%，對世界其他地區則為10至20%，貿易戰2.0的風險確實存在。在此情況下，美國自中國的進口量可能會下降（如同2017年至2023年間的情況），進而衝擊中國的經濟增長，影響程度可能高達2%。國際貨幣基金組織（IMF）預測，美國在2025年提高關稅10%，可能導致2026年全球GDP增長減少0.7%。整體而言，若特朗普的關稅措施真的實施，對大宗商品價格的影響將是負面，尤其是從短期的市場情緒來看。大宗商品當中，金屬將受到不成比例的影響，因為許多受關稅影響的進口商品（例如電動車及其零件/配件、電池和電池零件等）都是金屬需求的驅動因素。

### 徵收關稅的進口量仍低於貿易戰前的水平



資料來源：US International Trade Commission Dataweb · The Tax Foundation 2024年12月

## 美國進品商品及適用關稅

進口類別	現行稅率	新稅率	現行稅率實施年度	新稅率實施年度
電動車 (EV)	25%	100%	2018	2024
半導體	25%	50%	2018	2025
太陽能電池	25%	50%	2018	2024
注射器與針頭	0%	50%	新規	2024
部分鋼鐵與鋁製品**	7.50%	25%	2019	2024
鋰離子電動車電池	7.50%	25%	2019	2024
鋰離子非電動車電池*	7.50%	25%	2019	2026
電池零件*	7.50%	25%	2019	2024
部分個人防護設備 (PPE) **	7.50%	25%	2019	2024
橡膠醫療與外科手套*	7.50%	25%	2019	2026
天然石墨與永磁體	0%	25%	新規	2026
其他關鍵礦物	0%	25%	新規	2024
裝卸機械 (船舶至岸邊起重機)	0%	25%	新規	2024

\* 2019年實施的關稅起初為15%，並於2020年1月降至7.5%

† 現行稅率對於鋼鐵、鋁製品和個人防護設備的稅率範圍為0%至7.5%

資料來源：Visual Capitalist 2024年12月

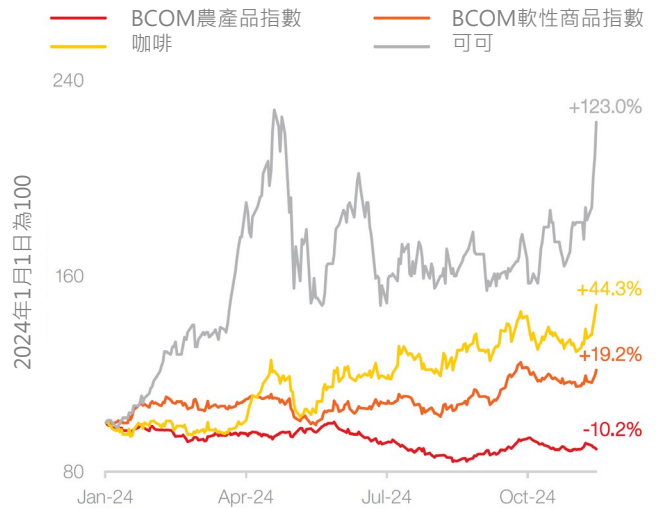
**來自中國刺激措施和美國工業化的潛在利多因素。**可能抵消關稅影響的因素包括中國進一步的刺激措施。然而，由於細節尚不明朗，且這些措施可能是被動而非主動，因此很難量化這些措施的影響。另一個面對關稅課徵可能為金屬需求提供一些支持的重要因素則是美國再工業化的推動；減稅和放寬監管等財政措施，加上推動製造業回流，可能會提振美國對金屬的需

求，抵消部份關稅對世界其他地區造成的負面影響。雖然特朗普之前曾批評可再生能源和電動汽車，但圍繞著創造一個側重於汽車製造的國內“製造業復興”的新論點正在出現。國會在其首份國防工業策略中，承認需要加快“自主系統、量子科技、人工智能 (AI) 和可滿足軍隊和民生經濟需求的先進原材料和產品的研發和生產。

農產品也面臨關稅調升的風險。貿易戰2.0的也可能對農產品產生負面影響；電動車和電池的關稅調升可能會促使中國採取報復措施，而最可能的反制措施將是針對美國穀物、大豆和牲畜的出口。由於美中農業貿易基數低，且過去十年一直呈現下降，低於美中貿易戰前的水平，因此下調風險可能並不顯著。然而，取決於貿易談判的結果，中國可能透過購買美國農產品來安撫，並存在機會。

軟性商品持續有較佳的表現。在農產品領域中，軟性商品是一個持續關注的重要領域，並在2024年第4季持續表現優異。軟性商品2024年截至11月18日上升19.2%，表現優於整體農產品的29.4%。可可和咖啡同期間分別上升123.0%和44.3%，主要受到全球需求強勁且持續，以及因長期性因素（全球暖化）和個別因素（收成不佳和疾病爆發）導致供應受阻的類似利多因素所帶動。

## 軟性商品表現優於其他農產品



BCOM : Bloomberg Commodity Index

資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

短期仍將維持波動。在中國缺乏刺激措施以及特朗普勝選引發關稅問題的環境下，短期大宗商品市場可能高度波動。任何來自中國進一步刺激措施和特朗普政府的促進增長政策的潛在利多因素，都需要時間印證。因此，星展集團仍然選擇性看好大宗商品；較有可能的機會為貴金屬以及受惠於有利的供需動態的特定軟性商品，例如咖啡和可可。

## 油價可望有所支撐

**油價在近期的低位震盪。**由於需求面風險增加，布蘭特原油平均價格已從2024年第2季每桶85美元跌至2024年下半年約每桶70美元的低位，跌幅超過15%。同時，中東爆發全面性危機的風險則是有所降低。伊朗和以色列採取有限的軍事行動，避免損害能源基礎設施。此外，中國需求趨勢不佳、美國和其他成熟經濟體的需求疲弱，以及原油輸出國組織與盟國（OPEC+）可能即將增產的預期，都抑制了油價表現。星展集團已下調布蘭特原油均價預測，目前預期2024年為77至82美元和2025年70至75美元，低於原本預期的80至85美元和72至77美元，主要因素為需求風險。星展集團認為，目前接近每桶70美元的水平，油價略微超賣。

**OPEC+ 再次延後增產計劃。**OPEC+原本計劃從2024年10月開始，逐步恢復總計每日220萬桶的自願性減產，直至2025年9月底。然而，在2024年下半年油價下跌後，OPEC+首先將增產延遲兩個月至2024年12月。就在美國大選前，OPEC+再次將增產延遲一

### 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	85.0	78.5	74.0	74.0	71.0	75.0	76.0
西德州中級原油	77.0	80.5	75.5	71.0	71.0	68.0	72.0	73.0

## 布蘭特原油價格在年初強勁的表現後，2024年下半年呈現震盪下調走勢



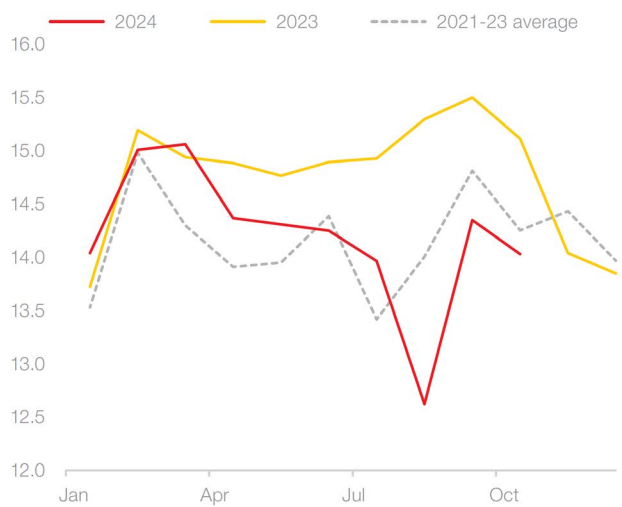
個月至年底，但未進一步解釋。因此很明顯，OPEC+的供應將繼續依據市場情況靈活調整，若油價維持在每桶70美元附近，增產可能會再延遲數月。OPEC+由沙烏地阿拉伯和俄羅斯領導，寧願確保市場穩定（更高的油價），即使持續犧牲市佔率也在所不惜。雖然星展集團預期由於產能過剩的累積，難以長期採取這樣的策略，但OPEC+希望2025年的全球需求趨勢回升，且非OPEC國家的供應將可能持平。

### 2024年OPEC不增產，並進一步延後增產時間



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### 2024年中國煉油廠日產量 (百萬桶) 遠低於2023年的水平



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

**中國的刺激措施能否重振原油需求？**近期油價走弱的主要因素是對需求的擔憂日益加劇，尤其是中國。2024年前十個月，中國煉油廠的平均日煉油量為1420萬桶，而2023年全年的平均日煉油量為1480萬桶。同樣地，中國2024年原油進口量也呈下降趨勢，2024年以來平均原油進口量約每日1100萬桶，而2023年則為每日1130萬桶。為提振經濟，中國政府自9月以來實施了強而有力的刺激措施，包括減息和增加公共支出。這可能使經濟在2024年和2025年保持5.0%的增長。因此，星展集團認為，2025年的原油進口量可能會回升，刺激措施將帶動基礎設施投資和建設，進而提振商品進口。

**油價上升的風險大於下跌的風險。**美國大選後地緣政治風險上升。背後的外交努力已抑制以色列對伊朗的攻擊及反制行動，尤其是在美國大選之前。然而，隨著大選結束，由於以色列在多個戰線上持續發動攻勢，且沒有停火跡象，地緣政治風險可能再次爆發。同時，由於烏克蘭已獲得使用華盛頓提供的長程飛彈攻擊俄羅斯境內更深目標的許可，烏克蘭與俄羅斯的衝突也存在升級風險。因此，星展集團預期油價在每桶70美元的下落空間有限，而上的空間可能來自於中國需求改善以及OPEC+延遲增產。



# 另類資產仍具韌性

另類資產：  
黃金  
2025年第1季

由於特朗普領導下的美國財政赤字將增加，黃金的結構性需求仍然存在。

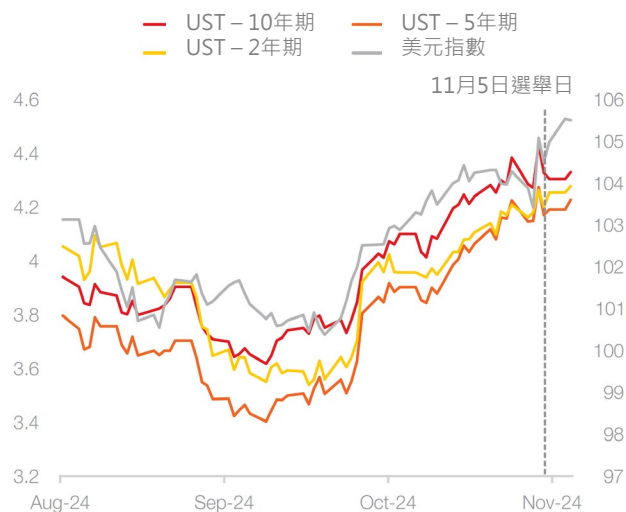


## 另類資產：黃金

**特朗普2.0：短期黃金好壞參半。**星展集團在上季投資總監同察報告中指出，2024年下半年以來金價與美元的負相關性，以及這如何成為近期黃金的主要推動力。毫不意外地，隨著特朗普的勝選以及國會兩院的紅色浪潮，大選結束後（11月6日至11日），黃金陷入盤整，美國國債債息上升（10年期上升6個基點；5年期上升8個基點；2年期上升10個基點），美元指數（DXY）上升2.0%，導致黃金下跌4.4%。特朗普在財政政策上的寬鬆立場和對關稅的偏好加劇投資者對通脹和利率上升的預期，短期可能壓抑黃金表現。儘管如此，政策利率前景似乎尚未受特朗普勝選的影響。美國大選後次日，聯儲局（Fed）繼續減息25個基點，Fed主席鮑威爾表示，“選舉不會對政策利率決定造成影響”，他對美國經濟“感覺良好”，這顯示若是經濟數據允許，貨幣寬鬆政策可能會持續。

**“利率維持在高位更長一段時間”並非必然。**儘管市場參與者目前最擔心的是特朗普領導下的“利率維持在高位更長一段時間”，但由於他的言論和政策行動之間往往存在分歧，這種情況是否成真尚未確定。特朗普第一個任期擔任財政部長的 Steven Mnuchin在

### 美國大選後國債債息和美元走升



UST：美國國債  
資料來源：彭博·星展集團 2024年12月

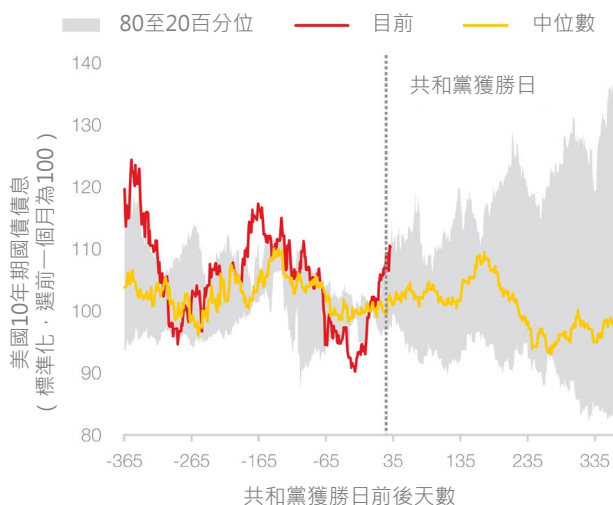
接受媒體採訪時表示，特朗普將“非常謹慎”，避免因調升關稅而重燃通脹隱憂；且特朗普第二任期的當務之急將是延長2017年的減稅與就業法案。特朗普任期內必定導致通脹和利率上升的說法也沒有證據的充分支持。若觀察5年期的5年前瞻通脹率（5Y5Y）過去10年的走勢，藉以衡量未來5年的預期平均通脹率，大選後預期通脹並未出現實質飆升的情況。此外，若觀察過去八次共和黨總統任期的美國10年期國債債息的中位數，也沒有令人信服的證據顯示收益率將在選舉後的一年大幅上升。

### 美國大選後長期通脹預期大致不變



資料來源：Federal Reserve Bank of St. Louis  
2024年12月

### 歷史數據顯示，在共和黨總統任期內，美國國債債息並未大幅上升



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

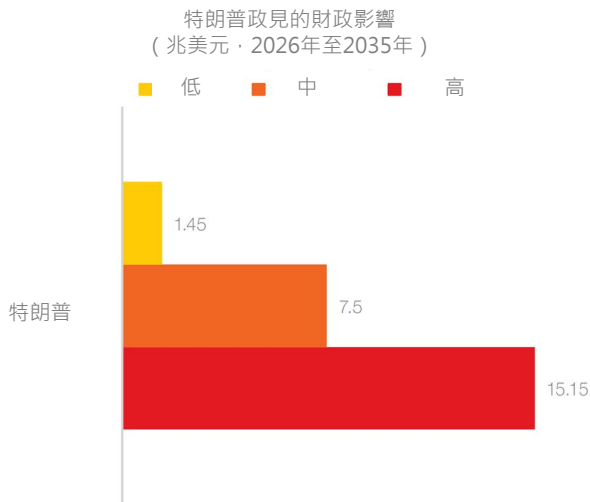
**不斷上升的財政赤字將帶動長期黃金需求。**儘管黃金短期前景不明朗，但長期投資題材仍然明朗且具吸引力；因為市場普遍預期美國財政赤字將大幅增長。在特朗普任內，基本假設是到2035年財政赤字將增加7.5兆美元。即使在保守預估的情況，赤字也可能增加1.45兆美元。這對黃金而言則是利好因素，因為美國債務增加會影響投資者對風險和美元的看法，也將提升黃金的吸引力：

- **避險需求** – 對美國金融健康狀況的疑慮可能提振整體風險規避情緒。
- **美元走弱** – 對美國經濟信心減弱可能導致美元走弱；即使利率居高不下，若財政狀況難以為繼，美元也可能走弱。

- **政策利率限制** – 目前的債務水平限制了Fed無差別加息的能力；這應該有助於限制利率帶動的下降風險。

• **一個日益多極化的世界。**黃金的另一個長期利好因素是全球多極化日益加劇。特朗普的連任將加劇或至少維持這個此趨勢。特朗普對多邊主義和政府間組織的敵對立場，對關稅和企業回流等保護主義政策的偏好，以及在外交政策上採取對抗性和交易性的立場，所有這些因素都可能加劇多極化。這將是黃金的利好，因為更多國家將尋求降低與美國和美元計價資產的風險。加上美國債務不斷增加，黃金作為一種擺脫美元，多元化儲備的吸引力不容低估。主要央行認識到這個現實，並在過去三年穩步增加了黃金的購買量。

## 在特朗普的領導下，美國財政赤字將呈現增長



資料來源：Committee for a Responsible Federal Budget  
2024年12月

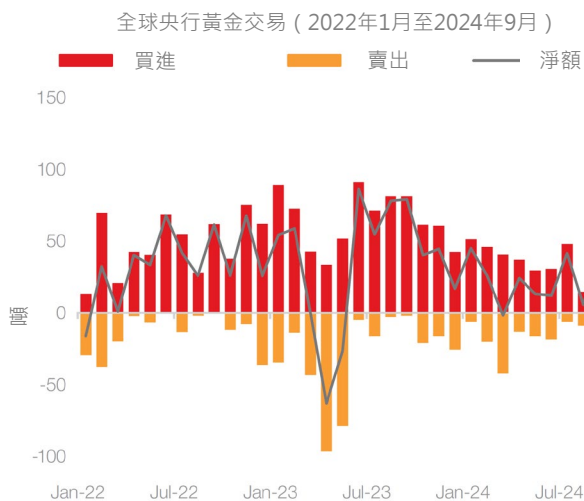
## 黃金與美國債務水平相關，預計將會上升



資料來源：彭博·星展集團 2024年12月

儘管短期有不確定性，但長期仍有結構性利好。雖然短期黃金存在不確定性，但長期而言，結構性因素使貴金屬處於有利地位。如前所述，特朗普第二任總統任期的開始將是減息週期而非加息週期，美國財政狀況不太理想的情況，加上特朗普在外交和貿易政策上的敵對立場，將支撐黃金的避險吸引力。因此，星展集團維持黃金未來12個月每盎司2,835美元的目標價不變。由於黃金與股票和債券存在不相關的特性，在投資組合中也將發揮風險分散的關鍵作用。

## 多國央行在2024年第3季維持淨買超黃金的趨勢



資料來源：World Gold Council · IMF  
2024年12月





# 運動產業投資的崛起

專題策略  
2025年第1季

受到串流媒體和女性及青少年運動日益增長的熱情驅動，運動經濟動能顯著提升。星展集團深入探討運動特許經營權及其相關生態系統所帶來的投資潛力。



# 運動產業投資

從吸引全球近一半人口（約35.7億人）收看2018年世界盃足球賽（FIFA World Cup），到每年數百萬人親臨觀看環法單車賽，運動產業規模已非常龐大，且發展迅速，同時提供娛樂、促進友誼和健身的推廣。

## 加速增長：運動經濟不斷演變下的需求展望

受惠於民眾高度的興趣，運動產業近期需求顯著增加。根據Statista，2024年全球運動市場收入高達4,630億美元，並將以7%的複合年增率增長，至2033年將達到8,620億美元的規模。因為：

- **串流媒體革命**。近年來，亞馬遜、蘋果、谷歌、Netflix和Meta等大型科技企業積極收購直播運動賽事串流媒體的版權。根據S&P Global Market Intelligence，2016年至2024年間，OTT（Over-The-Top：透過網際網路直接向觀眾提供的線上串流影音服務）平台在運動媒體版權上的支出以74.3%的複合年增率（CAGR）大幅增長。

此外，隨著越來越多公司意識到直播運動賽事的價值，這個趨勢可望持續。根據PwC，全球運動媒體版權市場在2024年將升至606億美元

，2019年至2024年的複合年增率為5.3%。

- **打破女子運動的藩籬**。從歷史來看，在媒體報導、觀看人數和投資方面，女子運動一直低於男子運動。以FIFA為例，男子世界盃30年平均有310萬觀眾，而女子世界盃則是只有100萬觀眾。然而，2023年女子世界盃成為了轉捩點，吸引了198萬觀眾，較2019年增長了75%。
- **發揮青年潛力**。青少年運動正成為運動產業的主要增長動力。在美國，青少年運動每年創造超過190億美元的收入；市場預期，至2026年將達到776億美元，2019年至2026年的複合年增率為23%。運動產業不僅限於經濟層面，研究顯示家長大力支持青少年運動對身心健康也有好處，且青少年投入運動與終身運動之間存在明確的關係。
- **電子競技（eSports） - 全球現象**。全球擁有超過25.8億電子遊戲玩家，也是最受歡迎的娛樂之一。運動類電子遊戲尤其突出，例如FIFA、NBA 2k和F1等遊戲讓粉絲們能夠在休閒和競爭層面上與自己喜愛的隊伍和球員互動。隨著數碼平台的擴展，電子競技勢必將觸及更廣大的全球觀眾，釋放巨大的增長機會。

## 為何運動投資正在成為終極身份象徵？ 主要聯盟運動特許經營權的稀缺性

擁有數量極其有限的球隊帶來聲望，因此購買職業運動隊伍已成為地位的象徵。像微軟的Steve Ballmer（NBA洛杉磯快艇隊）、沃爾瑪的Rob Walton（NFL丹佛野馬隊）和拉斯維加斯金沙集團的Miriam Adelson（NBA達拉斯獨行俠隊）這樣的億萬富翁是這個獨特群體的一部分。

此外，運動投資受精英人士歡迎亦有充分的財務因素：

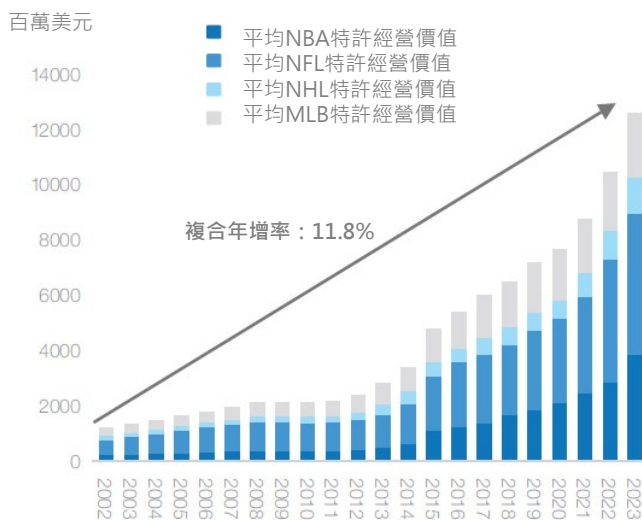
### 1. 稀缺性推高運動特許經營權的價值

根據Stadium Maps，北美洲五大聯盟：國家籃球協會（NBA）、國家橄欖球聯盟（NFL）、國家冰上曲棍球聯盟（NHL）、美國職業棒球大聯盟（MLB）和美國職業足球大聯盟（MLS）僅有153個隊伍。有限的球隊主要是由於各聯盟設立了嚴格的標準來批准新球隊的加入。這種稀缺性提高了球隊的吸引力，使其成為令人垂涎的資產，並推高了牠們的價值。NBA、NFL、NHL和MLB的平均球隊價值分別以14.5%、11.4%、10.5%和10.5%的複合年增率增長。

聯盟	特許經營數量
NBA	30
NFL	32
NHL	32
MLB	30
MLS	29

資料來源：Stadium Maps，星展集團 2024年12月

### 運動特許經營價值的強勁增長趨勢



資料來源：Statista，星展集團 2024年12月

## 2. 運動投資的多元化效益

2002年至2023年間，主要美國職業運動聯盟的特許經營權價值與股票和債券等傳統資產類別相比，呈現低度相關甚至負相關。這種相關性主要因為運動收入的很大一部分來自廣播權和贊助協議，這些協議通常是長期協議，為這些運動特許經營權提供了穩定和經常性的收入。此外，可用的運動特許經營權數量有限，造成了稀缺性，有助於維持價值，使運動特許經營權不易受市場波動的影響。

## 2. 私募股權的長期關注帶動營運效率

運動聯盟最初不願參與私募股權投資，擔心私募股權基金的高槓桿和“短線”性質會損害財務穩定性和長期的成功。然而，到了2000年代，私募股權開始採取長期投資策略。此後，私募股權已證明有能力透過推動收入增長、提高營運效率和利用人脈關係來爭取贊助協議來提昇價值，促使運動聯盟和特許經營權重新考慮參與其中。由於私募股權投資的好處，北美主要聯盟已修改規定，允許私募股權持有運動特許經營權的股權。

### 美國主要運動聯盟與傳統資產類別的相關性 ( 2002年至2023年 )

	標普500	美國國債	NBA	MLB	NFL	NHL
標普500	1.00	-	-	-	-	-
美國國債	0.28	1.00	-	-	-	-
NBA	0.01	-0.29	1.00	-	-	-
MLB	-0.10	-0.20	0.79	1.00	-	-
NFL	-0.17	-0.46	0.68	0.47	1.00	-
NHL	0.22	-0.41	0.23	0.20	0.02	1.00

資料來源：Statista · 星展集團 2024年12月

## 運動賽事轉播權交易範例

運動賽事	轉播權持有人	交易價格 (百萬美元)	受權期間	年期
NBA	Disney, NBC, Amazon Prime Video	76,000	2025 - 2036	11
MLB	ESPN, Fox, TNT	12,000	2021 - 2028	7
MLB	Apple	595	2022 - 2029	7
NFL	Amazon, CBS, ESPN, Fox, NBC, NFL Network	100,000	2022- 2033	10
NFL Christmas Day games	Netflix	400	2024 - 2027	3
NFL Sunday Ticket	YouTube	14,000	2023 - 2030	7
NHL	ESPN, TNT Sports	4,400	2021 - 2028	7

資料來源：The Hollywood Reporter · 星展集團 2024年12月

## 主要運動聯盟已允許私募股權的投資

運動聯盟	允許私募股權基金投資的年度	特許經營權最多可出售給基金的比例	單一基金對特許經營權的最大持股比例	單一基金可持有的團隊最大數量
MLB	2019	30%	15%	No limit
NBA	2020	30%	20%	5
MLS	2020	30%	20%	4
NHL	2021	30%	20%	5
NFL	2024	10%	10%	6

資料來源：Sportico · 星展集團 2024年12月

## 運動產業的商業化：運動特許經營權創造收入的方式

運動聯盟是經濟的強大引擎，充分利用球迷的熱情和直播運動賽事的全球吸引力，收入來源多元化。運動產業的商業化正在蓬勃發展。從數十億美元的轉播權交易和聯盟的贊助，到比賽日的銷售和針對特定球隊的合作夥伴關係，運動生態系統都在最大限度地提高盈利潛力。這種雙重（核心和衛星）收入結構確保聯盟的共同增長和各個球隊的財務自主權。

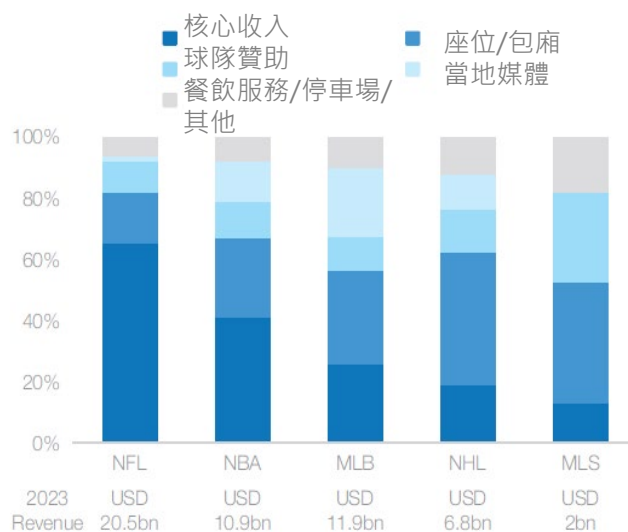
### 1. 核心收入 ( Central Revenue )

核心收入是各團隊總收入的主要成份。它在聯盟層面產生，並平均分配給各個團隊。核心收入的主要組成包括：

- **全國性轉播權**：此權利構成核心收入的很大一部分，這些轉播權是聯盟層級與主要電視網和串流平台協商。例如NFL在2021年簽訂為期11年的協議價值高達1,110億美元，平均分配給聯盟的32支球隊。

- **聯盟級別贊助**：這些是聯盟層面達成的合作夥伴關係。2023年全球運動贊助市場規模價值為1055億美元，市場預期將以7.6%的複合年增率增長，至2030年將高達1895億美元。
- **門票及豪華包廂**：雖然門票銷售通常與個別球隊相關，但這部分收入會被集中起來，並根據門票收入共享系統進行分配。在NFL，所有門票銷售額的40%會進入一個資金池，重新分配給所有球隊，而主場隊則是保留60%。2023年，NFL的門票和豪華包廂收入為30億美元。強勁的需求從價格趨勢中可以看出，2023年有13支NFL球隊的門票價格調升幅度達兩位數，平均升幅為8.6%。

### 美國運動聯盟收入細項



資料來源：Visual Capitalist, Sportico · 星展集團 2024年12月

\*核心收入包括媒體/廣播權、商品、共享門票收入和其他贊助

USD bn：10億美元；Revenue：收入



## 2. 本地收入 ( Local Revenue )

本地收入包括門票銷售（不含聯盟級別的共享收入）、貴賓席、球隊專屬贊助、當地媒體轉播權、特許經營、停車費、商品銷售及其他。這些收入由各個球隊創造並保留。

- 門票銷售及貴賓席：各團隊透過一般門票、貴賓席及豪華包廂的銷售創造可觀收入。
- 贊助：各團隊自行洽談並取得品牌贊助協議。這可能包括場館冠名權、廣告和合作夥伴關係。
- 當地媒體版權：團隊與當地電視台和廣播電台協商當地轉播權。這可能包括季前賽和聯盟級全國協議未涵蓋內容的轉播權。
- 餐飲服務、停車位和商品：比賽日收入，例如食品和飲料銷售、停車費以及在球場銷售的球隊商品，直接歸各隊所有。

## 運動特許經營權以外的機會

**運動特許經營權相關的生態系統**。全球對運動特許經營權的興趣日益濃厚，產生了正面的連鎖效應。以下是受惠於快速擴張的主要領域：

### 1. 運動數據分析

運動分析是指搜集和分析數據藉以增強團隊的決策能力，進而提升球隊在場上和組織業務方面的表現。專業運動領域數據分析的應用，因2011年電影《魔球》而廣受到關注，該片描繪了奧克蘭運動家隊總經理Billy Beane利用運動數據分析識別被低估的球員，並以有限的預算打造一支具有競爭力球隊的真實故事。由於運動數據分析為球隊帶來的好處，Mordor Intelligence預期，運動數據分析市場將以30.04%的複合年增率增長，從2024年的28.7億美元增長到2029年的139.3億美元。

### 2. 串流

高速網絡和智能手機的普及導致串流平台侵蝕了傳統付費電視（或訂閱電視）在直播運動賽事上的主導地位。

根據eMarketer，美國線上直播運動賽事觀看者（定義為每個月至少觀看一次線上直播運動賽事的人數）將以9.6%的複合年增率增長，從2022年的8400萬人增長到2026年的1.211億人。這個顯著增長為串流媒體平台提供了更多的收入機會，廣告商的支出將從2022年的287.5億美元增長到2026年的443.2億美元，複合年增率為11.4%。

### 3. 售票

門票是運動產業中一個至關重要的部分。隨著體驗經濟的興起，直播活動已成為大眾的熱門選擇。這從全球門票市場規模即可看出。根據Statista Market Insights，2023年全球門票市場價值達775.3億美元，疫情過後強勁復甦。

2023年，直播運動和音樂活動主導了票務收入，分別佔總收入的41%和39%；由於直播活動的總收入將大幅增長，這樣的分佈也可望持續，至2028年將升至940億美元。

### 4. 電子競技

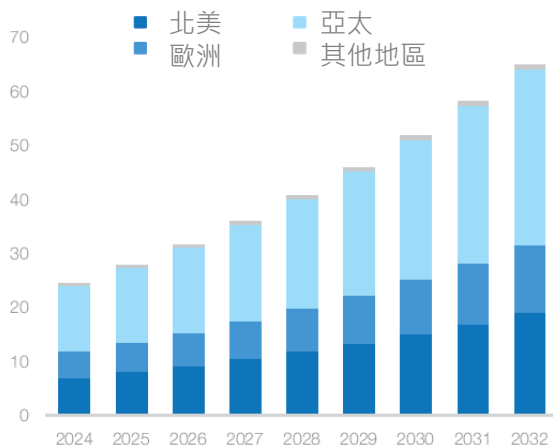
根據YouGov，運動電玩玩家往往也是相關運動的粉絲。例如，67%的Madden NFL遊戲玩家也是狂熱的美式足球迷。運動愛好者不僅在現實生活中，也在虛擬世界中尋求與他們最喜歡的運動聯繫。隨著傳統運動持續受到歡迎，這種熱情也會轉化為對運動電玩遊戲日益增長的興趣。因此，全球運動電玩遊戲市場預計將以約13.0%的複合年增率增長，從2024年的約240億美元增長到2029年的約650億美元。

追蹤運動賽事的玩家比率 (%)

運動電玩

	Madden NFL	NBA 2K	MLB	FIFA	NHL
美式足球	67	59	56	47	59
籃球	56	62	52	41	55
棒球	51	47	58	29	56
足球	20	18	33	47	31
冰上曲棍球	25	22	33	18	59

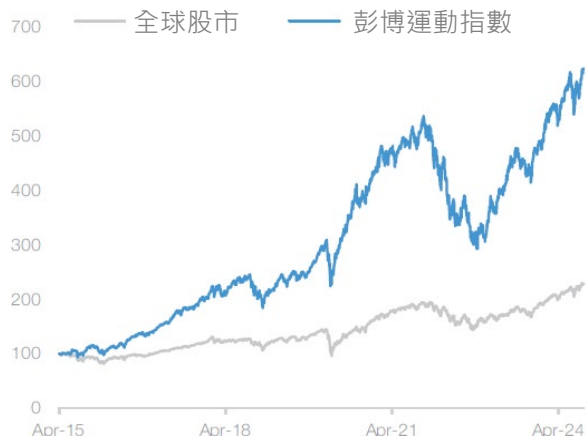
全球運動電子遊戲收入 (10億美元)



資料來源：YouGov，星展集團 2024年12月

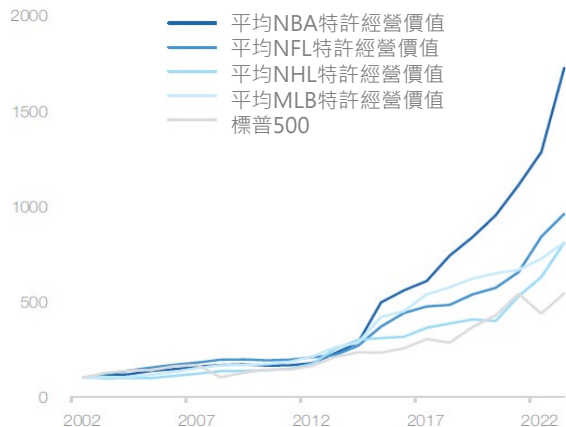
資料來源：Statista，星展集團 2024年12月

### (1) 運動相關指數表現較佳



資料來源：彭博，星展集團 2024年12月

### (2) 美國主要聯盟特許經營權表現較佳



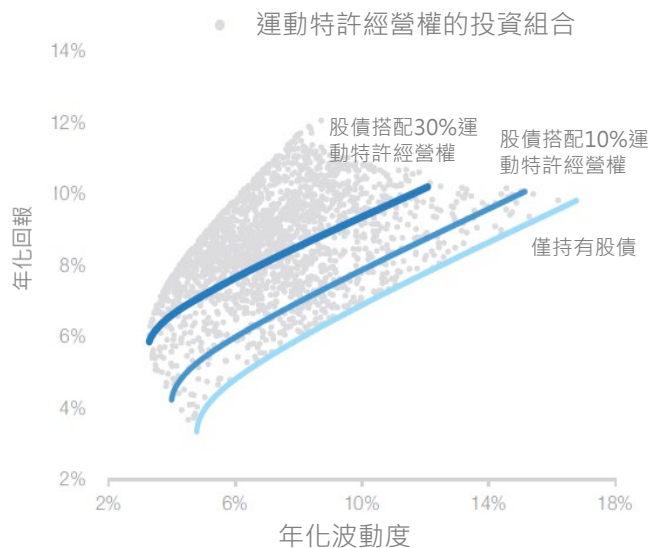
資料來源：Statista，彭博，星展集團 2024年12月

### 運動主題的強勁表現

隨著串流媒體的興起以及女子和青年運動市場的蓬勃發展，運動經濟已獲得巨大動力，成為引人注目的增長主題。以彭博運動指數為代表的運動主題過去十年的表現大幅優於全球股市396%。私募領域部份，從2002年到2023年，NBA、NFL、NHL和MLB的運動特許經營權分別優於全球股市1184%、418%、266%和268%。

此外，將運動特許經營權納入投資組合也有多元化的好處，改善整體投資組合的風險與回報結構。如圖所示，相較於僅有股票和債券的效率前緣，將投資組合的10%配置到運動特許經營權，能夠有效的改善風險與回報結構。若將配置增加到30%，則是更進一步提升效果。這也證明在投資組合增加運動特許經營權的好處，可使投資者在承擔特定風險水平的情況下獲得較高的回報。

### 運動特許經營權提升效率前緣



資料來源：Statista，彭博，星展集團 2024年12月

## 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的限制。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的監管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。



