

CIO 洞察 4Q24

理想時機。

聯儲局調整焦點

隨著物價漸趨穩定，聯儲局表示實施減息政策的時機已到。此次大幅減息50個基點，將增加經濟軟著陸的可能性。這對於風險資產具有建設性意義。

股市升勢廣度擴大

股市將繼續保持牛市，升勢將覆蓋至落後的板塊。美國大型科技股和人工智能主題股票正處於長期上升趨勢的盤整階段。增持新加坡房地產投資信託基金，以作為個人投資組合的收入來源。

保持長線投資

隨著聯儲局減息，收益率曲線陡峭化，倒掛迎來終結，這對長期債券來說是利好消息。從現金工具轉向平均投資期限為5-7年、平均信用評級為BBB級的投資級債券。

增配另類資產

黃金、對沖基金和私募資產成為非市場定向回報的額外來源。全球市場呈現的廣泛分散對於對沖基金策略來說是個好兆頭。



目錄

02 執行摘要

03 投資策略

資產配置 **06**

宏觀經濟 **21**

美國股市 **33**

歐洲股市 **38**

日本股市 **43**

亞洲(日本除外)股市 **48**

全球利率 **54**

全球信貸 **62**

全球貨幣 **69**

大宗商品 **77**

另類投資：黃金與私募資產 **83**

94 主題策略

東盟投資組合 **95**

109 詞彙表

執行摘要

尊敬的客戶：

在迄今為止的兩個季度中，我們已經詳細闡述了青睞風險資產這一觀點。進入第四季度，風險資產仍是最佳選擇，因為聯儲局意外減息50個基點將增加經濟軟著陸的可能性。

自減息以來，債券和股票指數一直呈上升趨勢。在最近的股市中，落後的非科技股開始追趕上美國科技股。儘管如此，我們仍然堅信我們的長期“杠鈴”策略，即一端是長期增長型股票，另一端是創收型資產。

儘管最近有所變動，但大型科技股在我們投資組合的增長端仍繼續大放異彩。與上世紀90年代的互聯網繁榮不同，如今的人工智能革命是由自由現金流而非借貸來提供資金支持。這一點在Alphabet、Amazon、Meta和Microsoft這些超大型公司中體現得淋漓盡致。由於業務成熟且利潤豐厚，這些超大型公司仍能不斷地獲得充裕的現金。我們認為人工智能革命尚處於起步階段，具有巨大的增長潛力。

就升勢擴大這一主題而言，我們看好東盟股市，因為該市場將受益於利率下降和美元走弱。儘管東盟股市多年來一直表現落後，但現在就是其大放異彩的時候。

在投資組合的收益端，期限較長的投資級債券將帶來持續的現金流，而且隨著聯儲局開始放寬貨幣政策，這些債券還有可能實現資本收益。我們還增持了新加坡房地產投資信託基金，因為其估值極具吸引力且財務指標穩健。

最後但同樣重要的一點是，另類資產將繼續在我們的投資組合中佔據重要地位，因為黃金、對沖基金和私募資產提供了非相關收益或阿爾法（Alpha）收益來源。

祝您閱讀愉快，並希望您最後一個季度的投資取得豐碩成果。



侯偉福，CFA

投資總監



理想時機

2024年第4季度
資產配置

聯儲局當前的寬鬆週期與1995年的週期類似。經濟韌性、聯儲局減息以及推動生產力提高的顛覆性技術進步，都將成為風險資產的利好因素。通過投資黃金、東盟股票和亞洲房地產投資信託基金，充分把握債券收益率下降和美元疲弱的機會。

2024年第4季度 投資概要



宏觀政策

聯儲局50個基點的大幅度減息，標誌著貨幣寬鬆政策的開始。歐洲央行同時迎來了今年的第二次減息。日本央行維持利率不變，但預計將從2025年第一季度開始逐步加息。中國繼續通過新的刺激措施提供政策支持。



經濟前景

此次大幅減息50個基點，將增加經濟軟著陸（而非經濟衰退）的可能性。受電子產品上升週期影響，亞洲出口超出預期。



股票

經濟增長放緩和美元走軟將有利於公用事業、必需消費品和醫療保健等防禦性較強的行業。利率下降將提振東盟股市和亞洲房地產投資信託基金。



信貸

最佳選擇仍然是A/BBB級信貸，採用久期杠鈴策略，即部分投入1-3年期信貸降低再投資風險，部分投入7-10年期信貸獲得風險溢價和息差收窄。美國抵押支持債券和歐洲信貸有望提供強勁的價值投資表現。



利率

在貨幣寬鬆政策下，美國和歐盟的曲線將變得更為陡峭。日本央行仍是特例，這意味著日本國債曲線傾向於趨平。預計中國國債收益率將下降。



貨幣

受聯儲局在經濟軟著陸環境下減息的影響，美元指數（DXY）很可能在下一屆美國總統任期內跌至100以下。亞洲地區鎖定著全球經濟的增長，受出口復蘇的提振，亞洲貨幣將會增值。



另類投資

隨著即將到來的減息，金價將再創新高。在私募市場，由於IPO和企業並購環境收緊，市場對資金流動性的需求有所增加，導致二級市場出現了驚人的增長。



大宗商品

由於經濟增長放緩，大宗商品價格疲弱。預計在供需形勢良好的情況下，油價將觸底。貴金屬仍然表現突出。



主題投資

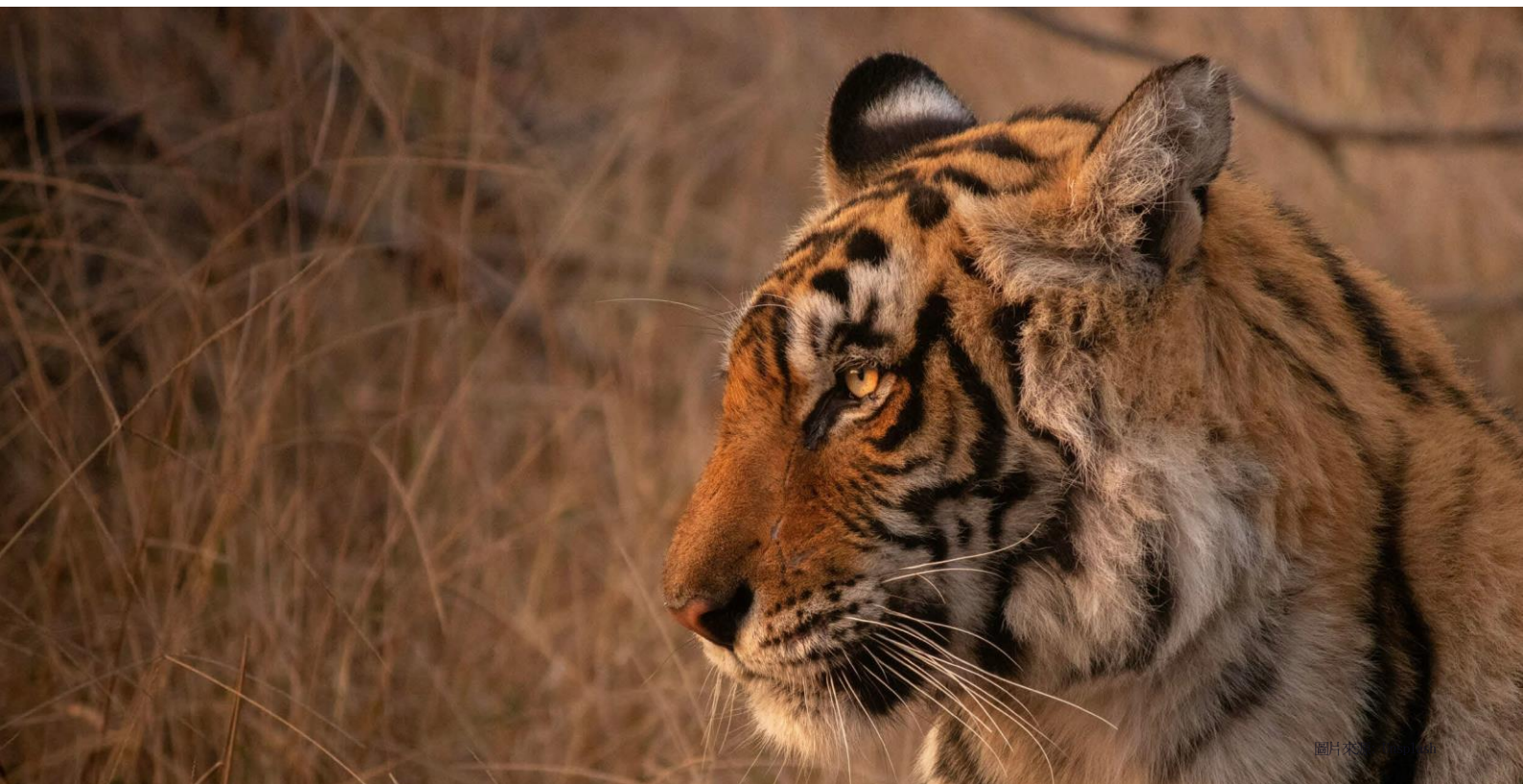
東盟作為策略經濟集團，將受益於“中國+1”策略。利率下降和美元疲弱帶來的利好將維持強勁的增長勢頭。



主題：東盟投資組合

東盟逆風前行，繼續保持強勁的增長勢頭。受勞動力市場緊缺和物價穩定的支撐，以及在旅遊業蓬勃發展和出口復蘇的推動下，彈性的國內需求成為經濟增長的主要驅動因素。隨著即將到來的利率下降和美元走弱，我們認為東盟作為一個策略經濟集團，將迎來更多的发展機遇。

每個東盟國家都有自己的獨特之處和發展歷程，涵蓋各種製造商、擁有豐富大宗商品資源的生產商以及金融服務提供者。受這些因素的影響，該地區作為主要投資目的地的整體吸引力持續增強。



圖片來源：iStock.com

01. 資產配置

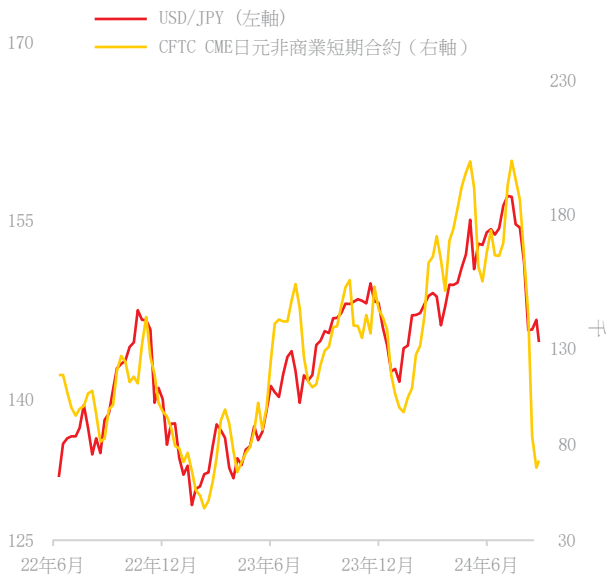
侯偉福, CFA
投資總監

鄭迪倫
策略師

“充滿著喧嘩與騷動，卻沒有任何意義”。這是莎士比亞戲劇《馬克白》中的一句名言，恰如其分地描述了以下情況：風險資產在8月拋售期間出現了劇烈波動，交易者在日元套息交易平倉時從興奮跌入了絕望。就這樣，聯儲局的論調從呼籲保持“耐心”轉向了迫切需要減息。在9月份的FOMC會議上，聯儲局也的確如期宣佈了減息。大幅減息50個基點的決定標誌著聯儲局的一個分水嶺時刻，而“點陣圖”預示著未來將會多次減息。隨著聯儲局的這一轉變，風險資產也恢復了上升勢頭，而8月份的日元套息交易大平倉現在已成為遙遠的記憶。

我們認為，近期金融市場的劇烈情緒波動是美國過時貨幣政策與投資者情緒高漲下的典型副產物，其誘因是顛覆性創新技術的面世（這裡指的是生成式 AI）。在當今瞬息萬變、正在經歷結構性轉變的世界中，聯儲局對通脹目標的執著顯然是有問題的。其決策框架的“資料依賴”性，再加上缺乏政策錨點，意味著聯儲局將始終處於追趕宏觀資料點的狀態，並落後於實際形勢。鮑威爾自己也承認，並沒有“預設”的利率路徑，而且如果通脹確實比預期更具粘性，聯儲局可能會再次轉變立場。

日元套息交易平倉似乎已經結束(截至目前)



資料來源：彭博社、星展銀行

國債息差顯示未來衰退風險較高



資料來源：彭博社、星展銀行

根據國債息差，投資者目前預測未來12個月很可能會發生經濟衰退。鑒於近期的市場波動和聯儲局的政策慣性，這些假設表面上看來似乎是合乎邏輯的。然而，人們也應該明確區分經濟現實和投資者的偏執。基於以下因素，我們仍堅持原來的基本假設，即美國經濟軟著陸：

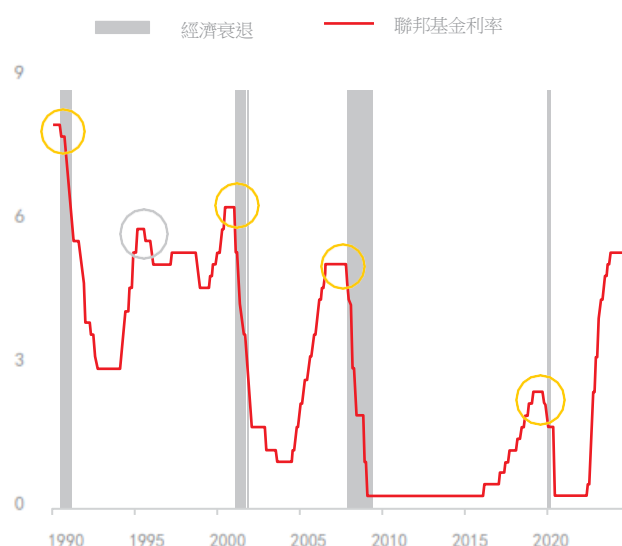
- 美國消費情況仍然健康，零售銷售和就業資料並沒有顯示出經濟即將衰退的跡象。自2023年年中以來，企業盈利一直處於明確的上升軌道，這對消費來說是利好消息。
- 自次貸危機以來，家庭和企業資產負債表大幅去杠杆化，保持平穩健康發展。
- 最重要的是，聯儲局對於採取寬鬆貨幣政策擁有巨大的緩衝空間，因為目前的聯邦基金利率與30年平均水平仍相差243個基點左右。

如果我們的假設成立，我們有合理的理由相信升勢將繼續擴大。根據傳統觀點，減息（和債券收益率下降）對風險資產會產生積極影響，至少從貼現金流的角度來看是這樣。鑒於激進減息週期的開始歷來伴隨著嚴重的經濟衰退，聯儲局寬鬆貨幣政策與股市表現之間的關係並不是那麼簡單。

自1986年以來的四次經濟衰退都證明了這一點。例如，互聯網泡沫的破裂後，聯儲局在30個月內減息 550個基點（由6.5%下降至1%），經濟衰退於2001年2月開始出現。接著，在次貸危機期間，隨著螺旋式下降，聯儲局再次激進地大幅減息。在這四次經濟衰退中，標普500指數在隨後的12個月裡平均下跌了3%。

相反地，聯儲局有一次在採取寬鬆政策後避免了經濟衰退，那是在1995年。在最初的減息之後，標普500指數在隨後的12個月內平均大幅上升了 13.9%左右，因為互聯網的到來掀起了一場新的工業革命，並將經濟活動推向了一個新水平。

聯儲局減息通常伴隨著經濟衰退



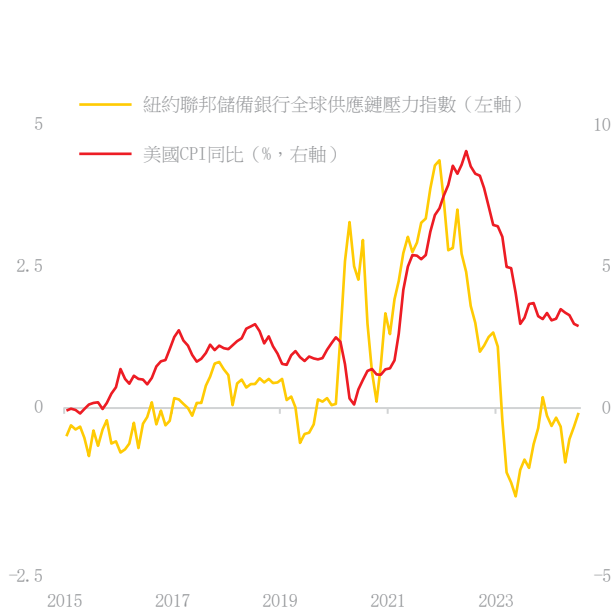
資料來源：彭博社、星展銀行

為什麼感覺當前的市場週期像是1995年的重演

我們發現，聯儲局當前的寬鬆週期與1995年有一些相似之處。簡單來說，聯儲局於1994年開啟了現代歷史上最激進的緊縮週期之一，主要是為了控制通脹，防止經濟過熱。然而，到了1995年年中，隨著通脹壓力的緩和，聯儲局轉變了立場，開始在週期中期執行寬鬆政策，在六個月內減息三次。

2022年聯儲局的貨幣緊縮週期讓人感覺似曾相識。面對全球供應鏈中斷和地緣政治緊張局勢所導致的通脹螺旋式上升，聯儲局大幅加息，旨在應對幾十年來最高的通脹水平。

疫情期間，全球供應鏈中斷導致美國面臨嚴重的通脹



資料來源：彭博社、星展銀行

現在，隨著貨幣政策寬鬆新時代的到來，我們認為從經濟和技術的角度來看，今天的情況都與1995年的情況十分相似：

- 經濟狀況：1995年的經濟狀況與目前的經濟狀況在幾個方面大致相似。例如，1995年美國的國內生產總值（GDP）平均為3.0%，與當前水平相近。當時，由於低失業率和工資上升支撐了需求，消費支出也經歷了穩定增長。下文列出了這兩個年份的主要相似之處：

1995年與2024年的對比

	1H95	1H24
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：彭博社、星展銀行

- **技術創新 - 互聯網與AI:**20世紀90年代，個人電腦迅速崛起，更重要的是，互聯網開始蓬勃發展。Windows 95和Netscape Navigator為大眾提供了便捷的互聯網訪問途徑，是互聯網發展史上一個十分重要的時刻。

如今，AI熱潮席捲而來，AI技術在機器學習和神經網路方面取得了突破性進展，在企業和消費者中得到了廣泛應用，這與20世紀90年代的個人電腦/互聯網時代十分相似。2022年，ChatGPT面世，引發了新一輪的AI驅動型技術創新熱潮。在許多方面，ChatGPT對技術創新的影響與Netscape Navigator和Windows 95所產生的影響相似。

經濟韌性和聯儲局貨幣寬鬆政策的結合，再加上推動生產率提高的顛覆性技術進步，將成為現今風險資產的重要利好因素 - 就像上世紀90年代中期一樣 - 一個“大緩和”時代，通脹在70年代和80年代經歷了多年的極端波動後終於

聯儲局主席鮑威爾經常吹捧維持長期經濟擴張是理想的情況，而副主席傑弗遜則認為90年代中期與當前形勢有相似之處。如果他們的評估是正確的，基於歷史趨勢，風險資產在未來幾個季度表現良好的可能性很高。我們的分析表明，在24個月的週期中，漸進式減息的效果會比激進減息的時期高出63%。

以預測市盈率為基準，標普500等權重指數目前的交易價格估值比美國大型科技股（由紐約證券交易所FANG+指數代理）低50%，這比40%的長期平均水平還要低。我們預計，隨著債券收益率下跌，當前股市的升勢廣度將擴大至科技股以外的其他板塊。

美國非科技板塊交易價格大幅低於大型科技股



資料來源：彭博社、星展銀行

經濟增長放緩，但沒有衰退：如何從債券收益率下降中獲益？

越來越多的經濟增長放緩跡象和疲弱的就業市場促使聯儲局放慢步伐，轉向貨幣寬鬆政策。雖然軟著陸（無經濟衰退）仍是我們的基本假設，但我們也認識到增長確實在放緩，而這正是難題所在。理論上，從估值的角度來看，債券收益率下降對高增長行業存在積極影響。然而，隨著經濟增長勢頭減弱，這一優勢將被疲弱的頂線需求所抵消。

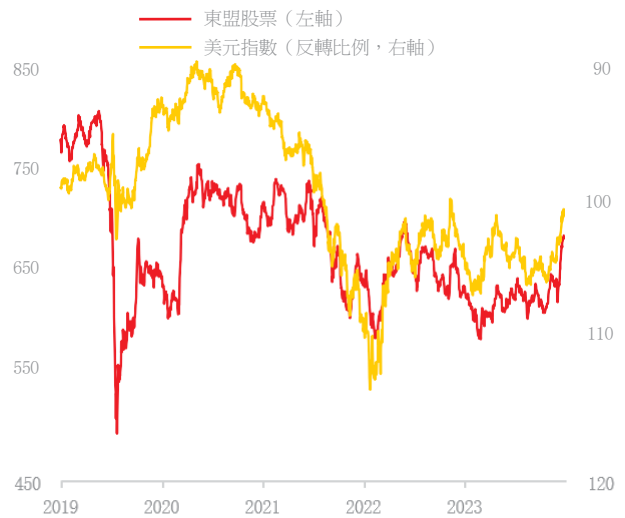
為了應對這種獨特的情況，人們應該投資具有以下特徵的風險資產：（1）儘管宏觀經濟整體放緩，需求仍具有韌性和/或（2）是債券收益率下降和美元疲弱的受益方。這些風險資產包括：

- **東盟股票**：東盟總人口為6.72億，隨著其年輕人口對數碼化的追捧，其國內消費發揮著重要的作用。向價值鏈上游邁進，並轉向智能手機和電動汽車製造的越南等國家，也受益於“中國+1 (China +1)”策略。

在經濟方面，東盟六國的商品出口的強勁勢頭預計會延續至今年下半年。根據我們經濟學家的預測，東盟六國有望在2024年實現4.7%的同比增長（去年為4.2%）。韌性的宏觀經濟前景、債券收益率下降以及美元疲弱，預計將成為東盟股市的利好因素。

自2000年以來，東盟對全球股市的相對表現與美元呈密切的負相關關係。

東盟股市將受益於美元疲弱



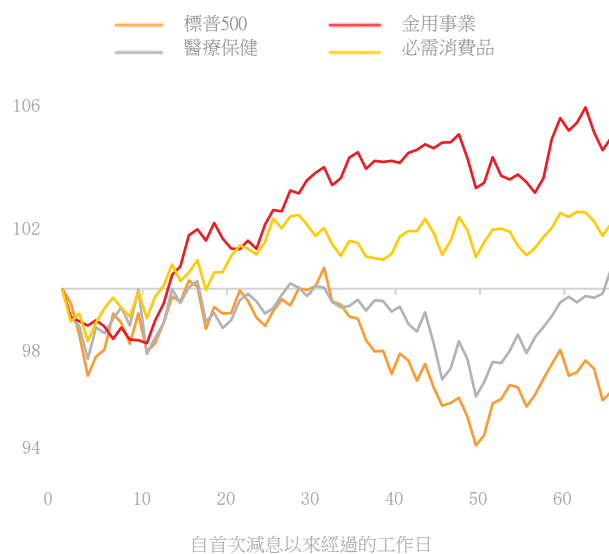
資料來源：彭博社、星展銀行

- 防禦板塊：公用事業、必需消費品和醫療保健。**以標普500指數為指標，我們分析了各個板塊在之前減息週期中的表現。我們的分析表明，公用事業、必需消費品和醫療保健在首次減息後的三個月內往往表現優異。這些板塊表現優異的共同原因是：這些板塊提供基本必需品，頂線增長需求缺乏彈性。最重要的是，公用事業等板塊也提供了高於平均水平的3.0%的股息收益率（而標普500指數為1.4%），這對尋求收益的投資者很有吸引力。

- 亞洲房地產投資信託基金：**房地產投資信託基金（尤其是亞洲的）是減息的主要受益方，因為它們的杠杆率很高，並且對融資成本很敏感。隨著聯儲局開始實施貨幣寬鬆政策，亞洲房地產投資信託基金也有望受益：

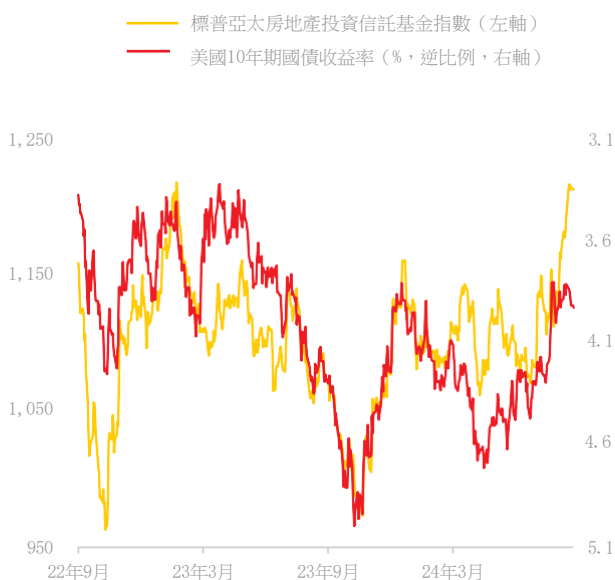
- 減低融資成本：**房地產投資信託基金的核心業務模式是利用債務為其房地產交易融資。利率的降低將減少融資成本，並提高得更高的收益分配，使房地產投資信託基金成為更具吸引力的創收投資。
- 更高的股息收益率：**亞洲房地產投資信託基金提供高達6.0%的吸引股息率。在債券收益率下降的環境中，增強了其對收益投資者的吸引力。美元疲弱將促使全球投資者在美國之外尋求更高的回報率。

在聯儲局首次減息後，公用事業、必需消費品和醫療保健的表現往往優於其他板塊



資料來源：彭博社、星辰銀行

亞洲房地產投資信託基金與債券收益率債務之間存在強烈的負相關關係



資料來源：彭博社、星辰銀行

- 黃金:** 作為一種無息資產，黃金與美元往往呈反比關係，隨著聯儲局放寬貨幣政策，市場預計美元將在下一季度走弱。在動盪的環境中，投資者會將目光投向避險資產。因此，中東和俄羅斯-烏克蘭地緣政治緊張局勢的升級為貴金屬提供了額外的推動力。

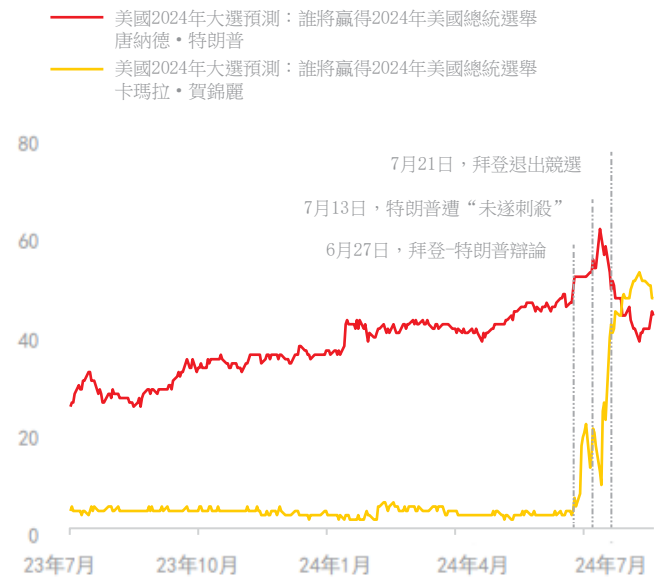
2024年6月，各國央行黃金淨購買量保持在119.2噸的強勁水平，世界黃金協會的調查表明，未來黃金將在全球總儲備中佔據更高的比例。這意味著作為對沖去美元化和貨幣貶值擔憂的儲備資產，黃金的地位日益上升。

美國總統選舉：交叉資產影響是什麼？

隨著2024年美國總統大選的臨近，市場正在為潛在的波動做好準備，這是由民主黨和共和黨候選人之間鮮明的政策對比所驅動的。鑒於美國國會兩黨在政治上的極端對立，美國已站在國運的十字路口。這次選舉尤為關鍵，因為選舉結果可能會深刻地重塑財政、貿易和貨幣政策。

在民意調查方面，特朗普最初在競選中處於領先地位，這得益於民眾對以經濟民族主義為中心的競選活動的強烈支持。然而，當拜登總統退出競選不再尋求連任，並為副總統賀錦麗獲得民主黨提名鋪平道路時，這場競選發生了重大轉折。自那以後，賀錦麗的勢頭越來越強勁，當前的民意調查也顯示她處於有利地位。

2024年美國總統選舉投票結果



資料來源：彭博社、星辰銀行

隨著11月5日大選的臨近，各種事件將一觸即發，許多事情仍可能在眨眼之間發生變化。下方列出了我們對民主黨或共和黨獲勝對交叉資產影響的情景分析：

股票：

- 共和黨獲勝:** 特朗普總統任期將為稅收敏感板塊創造短期機會，預計公司稅率將下調15%。能源、交通和金融服務等行業將受益於減低的稅收和寬鬆的監管。對進口商品（尤其是來自中國的商品）徵收更高的關稅，從而促進國內製造業的發展。

- **民主黨獲勝：**民主黨的勝利將意味著拜登議程和政策的延續。這與現行政策相比不太可能出現任何重大偏差。《平價醫療法案》和《晶片法案》等關鍵法案將繼續造福醫療保健和半導體等行業。

債券：

- **共和黨獲勝：**與普遍的看法相反，如果特朗普獲勝，債券收益率飆升的假設已被證明是毫無根據的。事實上，情況恰恰相反，因為我們的分析表明，在共和黨總統任期內，美國國債收益率通常趨於平穩。特朗普重新點燃全球貿易緊張局勢的可能性將成為推動收益率走低的主要因素。
- **民主黨獲勝：**由於民主黨獲勝通常會被視為進入“拜登2.0”時代，因此對債券的影響應該是中性的。我們對過去民主黨總統任期的分析表明，大選一年後，美國國債收益率曲線將逐漸變陡。

交叉資產 – 仍然重債券輕股票。我們CAA框架的最新評分仍然表明，投資者更青睞債券而非股票。

基本面：從PMI到零售銷售和製造業，美國的宏觀指標都指向一件事：美國經濟預計將會軟著陸。今年大部分時間呈下降趨勢的美國經濟也已意料之外地觸底，目前正在好轉。廣泛的經濟走強是顯而易見的，不僅在美國，而且在亞洲，由於出口強勁，該地區的製造商報告了訂單需求的激增。

有韌性的宏觀環境正在轉化為全球股市今年9.0%和明年12.2%的預期收益增長（同比2023年的0.9%）。按板塊劃分，成熟市場在這些時期的盈利增長率分別為7.3%和11.6%，而新興市場的增長動量明顯更強，分別為+16.8%和+16.0%。

估值：儘管美國股票收益率和美國10年期國債收益率之間的差距略有改善，達到+0.1%（截至8月29日），但相對而言，債券作為一種資產類別仍然更具吸引力。

動量：EPFR Global的資金流量資料表明，投資者開始將更多資金分配給股票，因為該資產類別從季初至今（截至8月21日）獲得了1,420億美元的資金流入，而債券的資金流入略低於1,150億美元。然而，年初至今，債券流量繼續以4,040億美元（股票為3,730億美元）領跑市場。

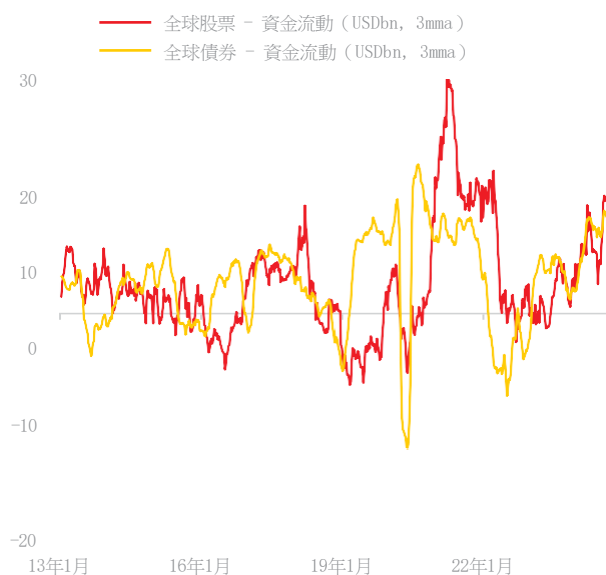
2024年第四季度資產配置 - 更青睞債券而非股票

類別	指標	分數 範圍	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	採購經理指數	-1至+1	0	0	0	0	0	0	0
	經濟意外指數	-1至+1	0	0	0	1	0	0	0
	通脹	-1至+1	0	0	0	0	0	0	0
	貨幣政策	-1至+1	-1	0	0	0	0	0	0
	每股收益增長率預估	-2至+2	1	-1	1	1	-	0	0
	盈利意外	-2至+2	1	-1	0	0	-	0	0
估值	預測市盈率	-2至+2	0	0	1	1	-	-	-
	市淨率與淨資產收益率	-2至+2	0	-1	-1	0	-	-	-
	盈利收益率 - 10年期收益率	-2至+2	-1	0	0	1	1	1	0
	自由現金流收益率	-2至+2	-1	0	1	0	-	-	-
	信用息差	-2至+2	-	-	-	-	-	0	-1
動量	資金流	-2至+2	2	0	0	0	1	1	0
	波動性	-1至+1	0	0	-1	0	0	-	-
	催化劑	-2至+2	0	0	0	0	0	0	0
原始分數			1	-3	1	4	2	2	-1
調整分數			0.05	-0.14	0.05	0.19	0.18	0.13	-0.06

*注意：“調整分數”的計算方法是用“原始分數”除以每個類別可達到的最高分數。

資料來源：星展銀行

2024年第三季的股票資金流動性略有增強



資料來源：彭博社、星展銀行

東盟交易價格大幅低於全球股市



資料來源：彭博社、星展銀行

股票：隨著聯儲局減息和美元走弱，東盟股市是時候大放異彩了。第三季度股市的表現清楚地反映了投資組合定位的重大轉變，因為投資者調整了他們的風險敞口，以順應聯儲局貨幣寬鬆政策的浪潮，乘勢而上。第二季度表現優異的市場，如美國（以技術為導向）和除日本外的亞洲（以價值為導向），成為本季度表現最差的市場。按季初至今計算（截至8月28日），表現最佳的市場（以美元計算）是日本（+6.1%）和歐洲（+5.7%），而美國（+2.6%）和除日本外的亞洲（+1.4%）表現不佳。

日本的優異表現十分有趣，因為國內股市在套息交易平倉時被大規模拋售。而其優異表現卻僅包括日元兌美元走強時的貨幣折算收益（按本幣計算，國內股市下跌4.6%）。雖然日本央行沒有計劃暫停政策正常化，但非商業空頭合約資料表明，套息交易平倉目前可能已經走到了盡頭。

對於即將到來的季度，由於對中國的結構性擔憂揮之不去，我們認為東盟股市將在聯儲局減息和美元疲弱的背景下跑贏大盤。自2001年以來，與美國（-0.38）、歐洲（-0.15）和日本（-0.12）股市相比，東盟股市與美元指數（DXY）的負相關關係達到了最高水平，為-0.50。從根本上說，美國國債收益率下降和美元疲弱有利於東南亞經濟體：

- 美元疲弱增強了東南亞國家的國際收支平衡，並減輕了其以美元計價的債務負擔
- 有吸引力的收益率息差導致國際資本流入東盟的預測市盈率為14.6倍，與全球股市相比低24%。在企業盈利韌性和美元疲弱的雙重推動下，估值重新評級即將到來。

在高利率制度下，高收益債券息差往往更窄



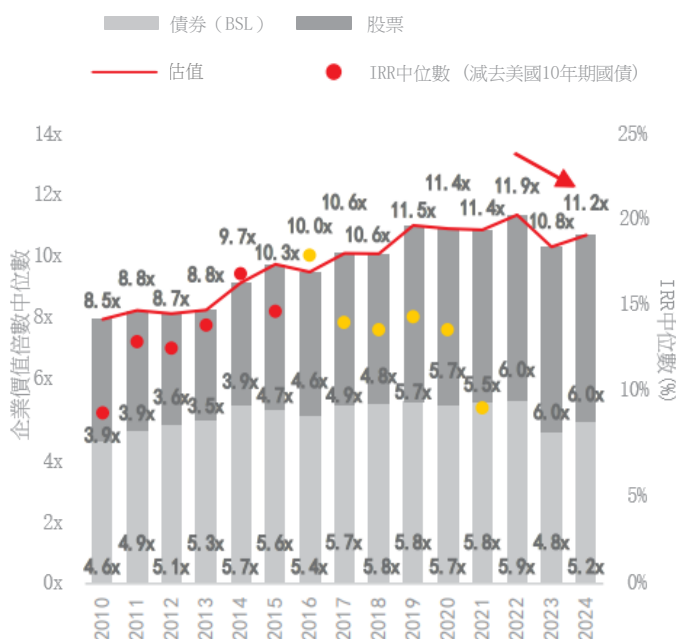
資料來源：彭博社、星展銀行

債券：在高利率環境下，普遍存在的信貸息差緊縮並不令人擔憂；通過投入1-3年期和7-10年期信貸來維持“杠鈴”策略。隨著聯儲局開始實施貨幣寬鬆政策，投資者不可避免地會質疑目前的息差是否足夠大，能夠彌補宏觀動量減弱時潛在的信貸風險飆升。考慮到儘管美國就業市場出現明顯的早期疲弱跡象，但信貸息差仍然較窄，這些問題均有據可循。然而，我們的信貸策略師的分析表明，在更高的利率制度下，高收益債券息差往往更窄，因為如果經濟增長動量減弱，央行就擁有更大的緩衝空間來減息。從這個角度來看，息差估值可能沒有人們想像的那麼高。

在定位方面，我們建議投資者選擇高品質的信用評級為A/BBB的債券，並選擇性地增加信用評級為BB+的債券敞口。在期限方面維持“杠鈴”策略，優先選擇1-3年期（用於最小化再投資風險）和7-10年期（用於獲得更寬的息差和更高的利率敏感性）信貸。

另類投資：私募資產提高了風險調整後的回報率，降低了投資組合的波動性；黃金目標價格上調至 **2,835美元/盎司**。隨著美國總統大選臨近，市場波動性可能上升，投資者在其投資組合中將較大的比例分配給私募資產是較為明智的。我們的研究表明，納入私募資產有助於提高風險調整後的回報率並降低投資組合的波動性。從細分市場來看，最近私募股權的估值調整為投資者提供了頗具吸引力的入場機會，而私募信貸通過下降的違約率來產生穩定收益的能力也使其成為一種有吸引力的投資工具。

下調後的估值為投資者提供了頗具吸引力的入場點



資料來源：Pitchbook、星展銀行
 注意：黃色標記表示大部分未實現回報的年份。
 倍數資料截至2024年6月。

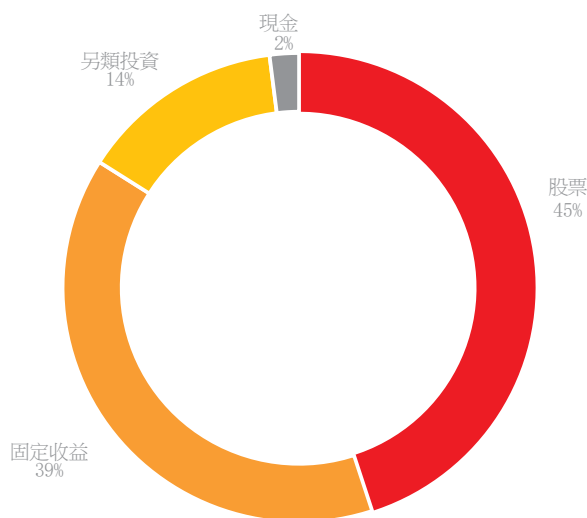
另外，在黃金方面，美元疲弱（聯儲局減息）以及中東和俄羅斯/烏克蘭地區持續存在的地緣政治不確定性預計將提振貴金屬價格。由於對去美元化和貨幣貶值的擔憂，各國央行的黃金購買量依然保持在高位。我們對金價未來走勢持樂觀態度，未來12個月滾動目標價格上調至2,835美元/盎司（高於之前的2,500美元/盎司）。

2024年第四季度全球策略資產配置

	3個月基準	12個月基準
股票	減持	中性
美國股票	增持	增持
歐洲股票	減持	減持
日本股票	中性	中性
亞洲（日本除外）股票	增持	增持
固定收益	增持	減持
成熟市場政府債券	增持	減持
成熟市場企業債券	增持	中性
新興市場債券	減持	中性
另類投資	增持	增持
黃金	增持	增持
私募資產與對沖基金	增持	增持
現金	減持	中性

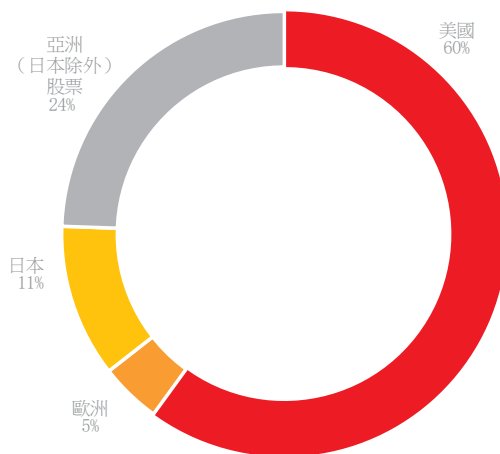
資料來源：星展銀行

按資產類別分列的策略資產配置(中等風險)



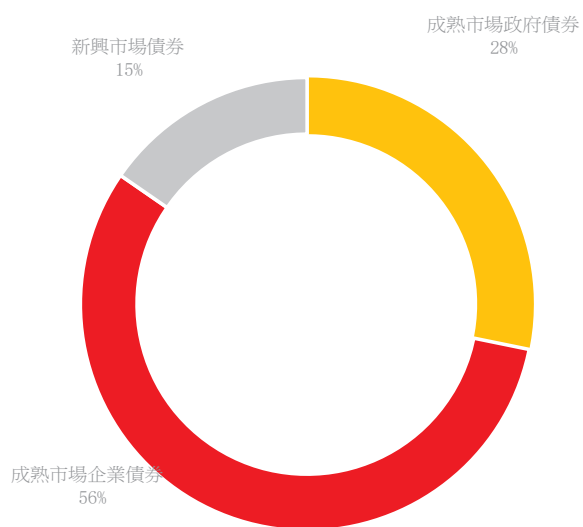
資料來源：星展銀行

股票市場中按地域分列的策略資產配置(中度風險)



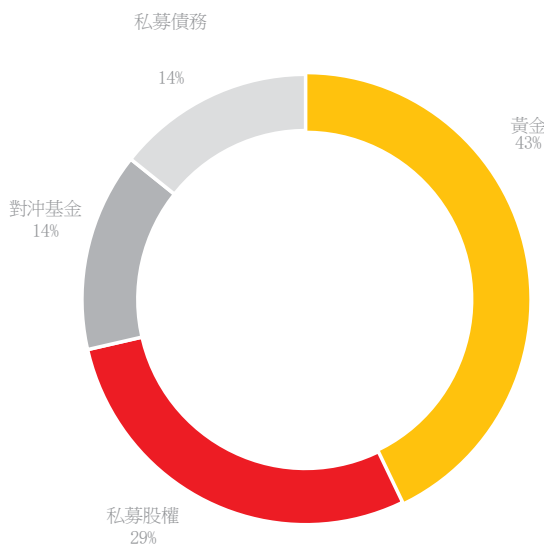
資料來源：星展銀行

固定收益中按債券類型分列的策略資產配置(中度風險)

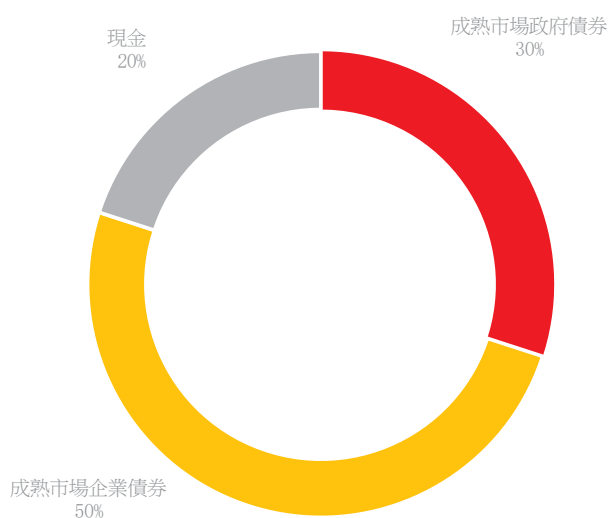


資料來源：星展銀行

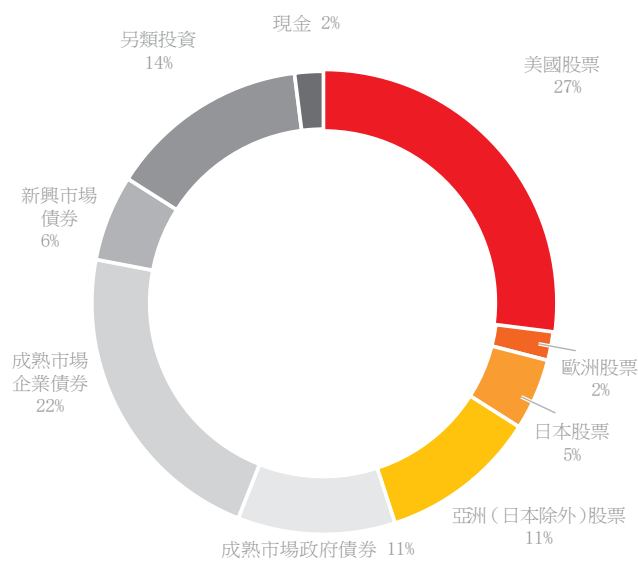
另類投資中按領域分列的策略資產配置(中度風險)



資料來源：星展銀行



資料來源：星展銀行



資料來源：星展銀行

低風險

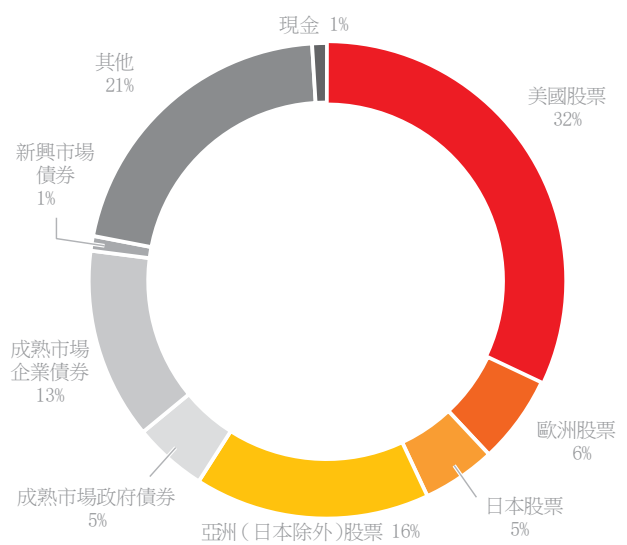
	TAA	SAA	活躍
股票	0.0%	0.0%	
美國	0.0%	0.0%	
歐洲	0.0%	0.0%	
日本	0.0%	0.0%	
亞洲(日本除外)	0.0%	0.0%	
固定收益	80.0%	80.0%	
成熟市場 - 政府	30.0%	30.0%	
成熟市場 - 企業	50.0%	50.0%	
新興市場	0.0%	0.0%	
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
私募資產與對沖基金*	0.0%	0.0%	
私募股權	0.0%	0.0%	
對沖基金	0.0%	0.0%	
私募債務	0.0%	0.0%	
現金	20.0%	20.0%	

*僅有P4風險評級的UCITs備選產品

中等風險

	TAA	SAA	活躍
股票	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(日本除外)	11.0%	10.0%	1.0%
固定收益	39.0%	35.0%	4.0%
成熟市場 - 政府	11.0%	10.0%	1.0%
成熟市場 - 企業	22.0%	15.0%	7.0%
新興市場	6.0%	10.0%	-4.0%
另類投資	14.0%	10.0%	4.0%
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募資產與對沖基金*	8.0%	5.0%	3.0%
私募股權	4.0%	2.4%	1.6%
對沖基金	2.0%	2.0%	
私募債務	2.0%	0.5%	1.5%
現金	2.0%	5.0%	-3.0%

*僅有P4風險評級的UCITs備選產品



資料來源：星展銀行

高風險

	TAA	SAA	活躍
股票	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 (日本除外)	16.0%	15.0%	1.0%
固定收益	19.0%	15.0%	4.0%
成熟市場 - 政府	5.0%	4.0%	1.0%
成熟市場 - 企業	13.0%	7.0%	6.0%
新興市場	1.0%	4.0%	-3.0%
另類投資	21.0%	15.0%	6.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
私募資產與對沖基金*	14.0%	10.0%	4.0%
私募股權	7.0%	4.9%	2.1%
對沖基金	4.0%	4.0%	
私募債務	3.0%	1.1%	1.9%
現金	1.0%	5.0%	-4.0%

*僅有P4風險評級的UCITs備選產品

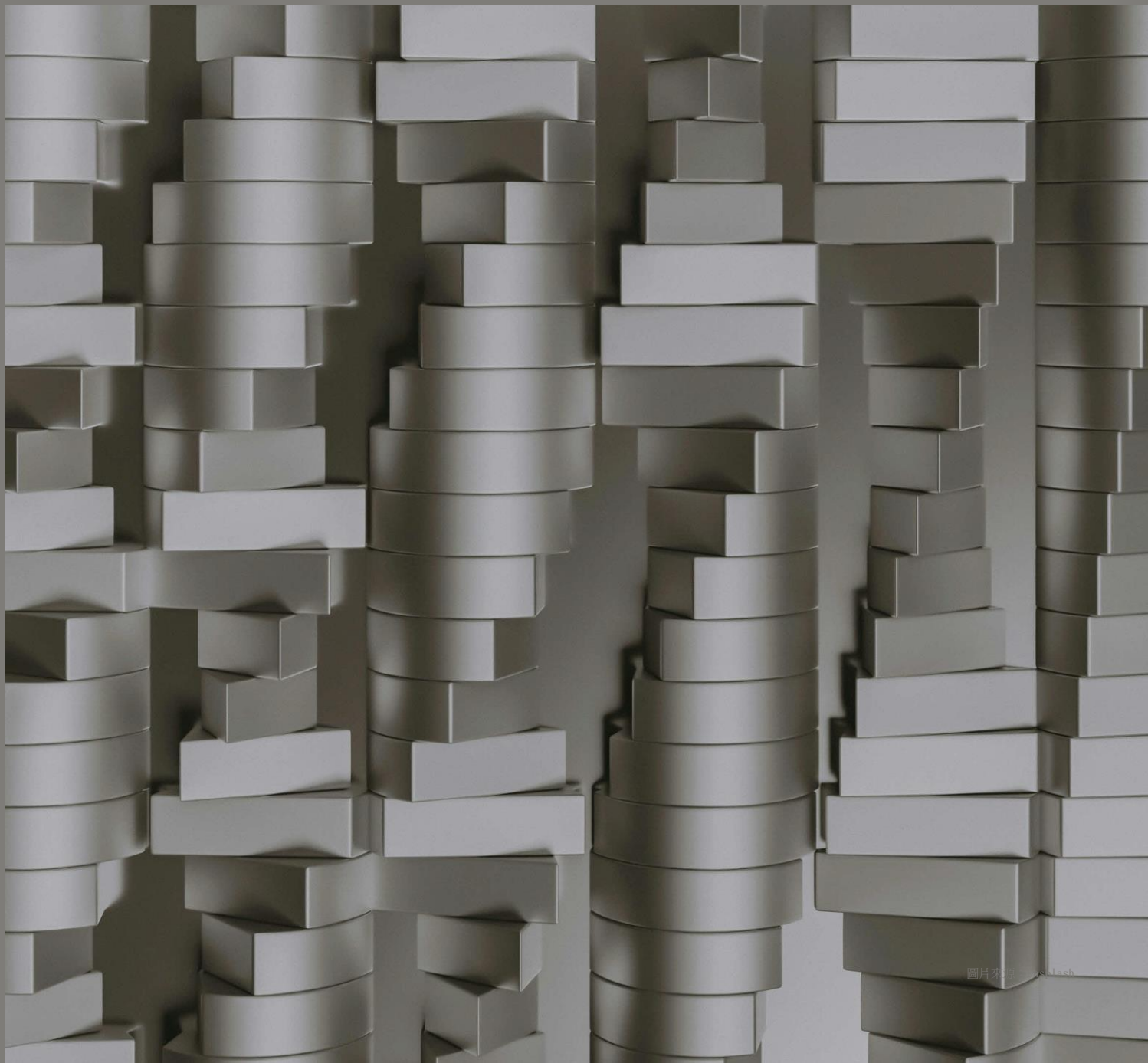
注意：

1. 以上內容基於三個月的時間週期。
2. 資產配置不能確保盈利或免遭市場虧損。
3. “TAA”是指“策略資產配置”“SAA”是指“戰略資產配置”。
4. 投資組合的投資者類型分類與“財務需求分析”客戶風險概況類型沒有直接關係，也沒有根據銀行專有的風險評級方法對投資組合進行任何的產品風險評級。

未來還將進一步減息

2024年第4季度
宏觀經濟

人們擔憂未來幾年的物價屬於合理現象，但對於聯儲局來說，目前並無任何證據表明在短期內不放寬貨幣政策是合理的做法，尤其是在現在油價下跌可能進一步緩和通脹的情況下。一系列減息即將到來。



02. 宏觀經濟

泰莫爾·拜格博士
首席經濟學家

拉迪卡·拉奧
資深經濟學家

馬鐵英
資深經濟學家

蘇夫羅·薩卡
分析師

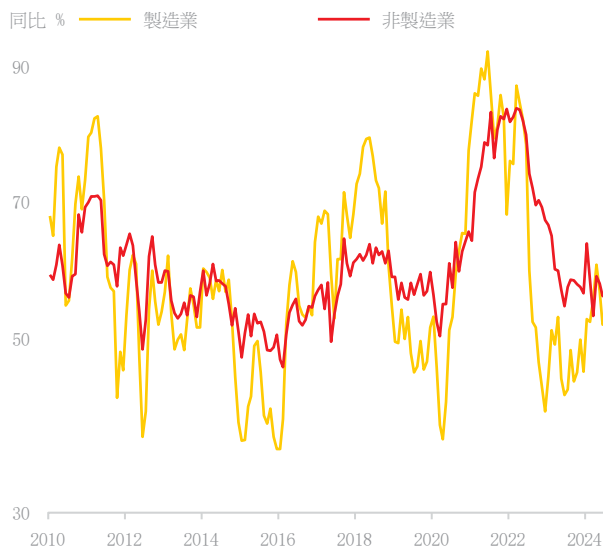
美國

認為美國通脹率在中期內仍將遠高於聯儲局2%目標的論點有很多：供應鏈重組將反復引發通脹衝擊；氣候變化將增加生產成本；短期導向的需求支援措施將提高工資和定價能力；老齡化和嚴格的移民政策將限制勞動力供應；貿易戰和技術戰將最終導致經營成本上升，且在生產過程中會出現大量效率低下和冗餘的情況。最後一個論點可以引申為“由於貿易保護主義的存在，國家會更容易受到通脹衝擊”。從定義上講，貿易保護主義意味著競爭減少和價格發現能力削弱。因此，讓“通脹精靈”重新回到2%的瓶子裡將是一件極具挑戰性的事。大多

數論點都是站得住腳的，但人們也應該意識到，抗擊通脹仍然是全球主要央行的重中之重，且聯儲局不會放棄其2%的目標。聯儲局在一年多的時間裡將政策利率維持在了5.5%，同時從金融體系中大量撤回資金流動性（量化緊縮）。這些政策措施，加上商品供應鏈正常化以及良性的大宗商品價格，使得通脹在過去一年裡得到穩步緩和，目前各項通脹指標均遠低於3%。這是五年來最好的一批通脹資料。

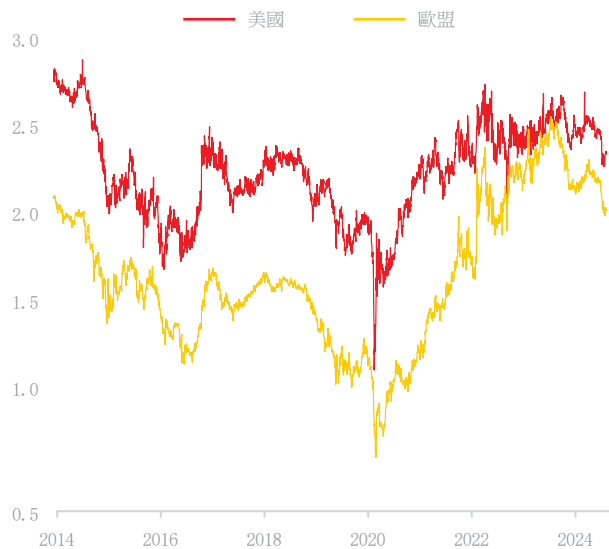
近幾個月來，通脹放緩和勞動力市場疲弱為減息提供了空間，這些考慮因素與那些擔心中期通脹前景的人所提出的結構性因素無關。

聯儲局調查：區域製造商支付和收到的價格



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

美國和歐盟的通脹預期



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

對於聯儲局來說，目前面臨兩個關鍵問題：第一，名義利率在當前週期內是否過高；第二，如果中期通脹預期上升，是否會影響聯儲局的可信度。

第一個問題（即名義利率是否過高）相對容易解決。低於3%的通脹率與高於5%的政策利率並不相符，尤其是在經濟開始出現疲弱的情況下。我們認為，作為一個負責實現就業最大化的機構，聯儲局將越來越難以證明維持如此高的利率是合理的做法。因此，在我們看來，9月的減息只是一個開始，到2025年底，將至少減息150個基點。這一預測是以通脹和經濟增長這兩方面的軟著陸為前提。

第二個問題也並不難解決。通脹預期、長期債券收益率和大宗商品價格的市場指標均未表明通脹預期有所上升。很多人認為金價將達到2,500美元，但這僅反映了自1980年（或2010年）以來3.7%的年化增長率。人們擔憂未來幾年的物價屬於合理現象，但對於聯儲局來說，目前並無任何證據表明在短期內不放寬貨幣政策是合理的做法。

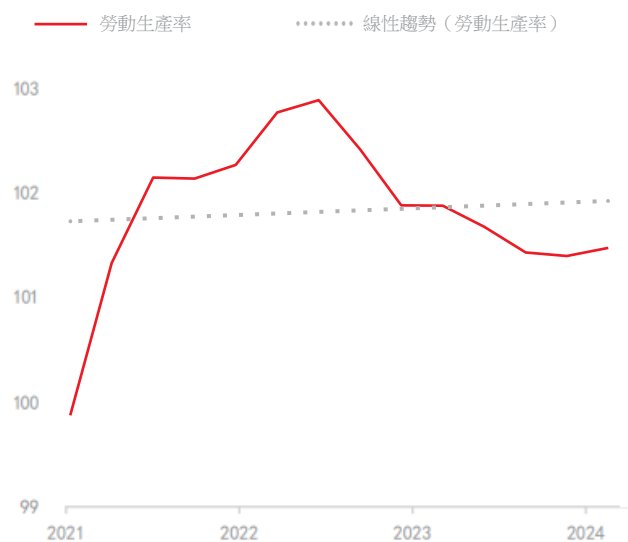
歐元區

歐元區經濟第二季度環比增長0.3%，增速與上一季度持平，表明經濟正在逐步從去年的停滯中復蘇。工資正增長且失業率較低，表明勞動力市場相對強勁，具有韌性。歐洲央行的一項研究（“長期低迷？近期生產率下降的原因”，Óscar Arce和David Sondermann，2024年5月6日，摘自歐洲央行博客）強調了在經濟活動疲弱環境下強勁就業增長的二分法思維。

調查顯示，在經濟活動放緩的初期，即使會影響勞動生產率，企業也更願意留住僱員。這也與政府在疫情期間支援企業留住其勞動力的短期計畫相吻合，而且2022-2023年間企業盈利能力增長強勁，這也為企業留住員工提供了空間。從週期性角度來看，這導致了歐元區勞動生產率下降，而美國則有所提升。隨著歐洲央行逐步開啟減息週期，限制性政策立場的影響也可能會逐漸消退。

與此同時，其他即將公佈的基於經濟活動的資料則沒有那麼振奮人心，包括過去三個月低迷的IFO指數、疲弱的PMI指數以及疲弱的工業生產資料。奧運會結束後，法國經濟資料提振了經濟情緒指標，

勞動生產率週期性下降



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

而法國以外的經濟情緒指標均較為疲弱；製造業訂單需求也反映出同樣的情況。大部分風險仍然是全球性的，包括主要市場（尤其是中國）的需求風險、貿易緊張局勢，以及貿易競爭力減弱。核心國家之間仍存在高度的異質性。重量級經濟體德國的經濟活動一直萎靡不振，儘管通脹率已從高位回落，但其經濟在第二季度仍下降了0.1%。相比之下，西班牙繼續保持領先地位，季度環比增長0.8%，法國緊隨其後，增長0.3%。我們維持今年歐元區經濟同比增長0.8%，明年增長1.2%的預測。

銀行貸款活動仍基本低迷，個人和非金融企業的貸款幾乎毫無增長勢頭。儘管採取了適度減息，但國內金融狀況仍然受限；銀行調查也表明需求狀況更為疲弱。如果要讓貸款增長出現持久復蘇，就需要疊加政策利率下調和需求的積極增長。

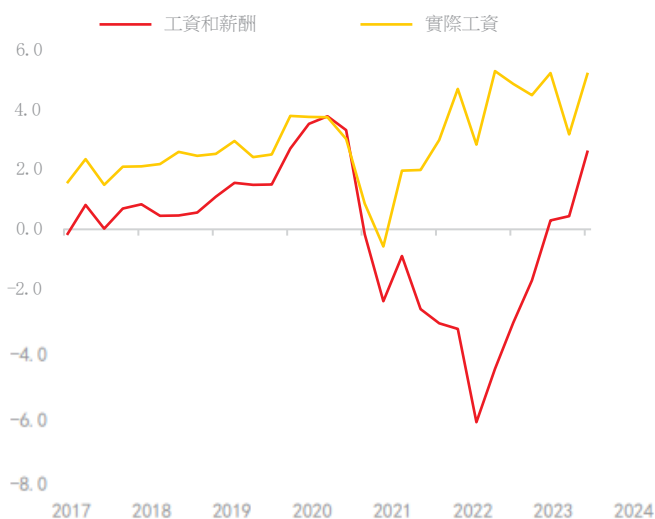
與此同時，通脹環境良好，8月通脹率從去年同期的2.6%降至2.2%。核心通脹率從7月份的2.9%略微降至2.8%。德國8月通脹率達到自2021年3月以來的最低值，能源價格下跌和利好的基數效應擴大了通脹率的下行趨勢。但仍然存在一些令人擔憂的情況。首先，歐元區總體資料顯示，服務業通脹粘性一直較高，高於整體通脹水平。其次，實際工資增長繼續加快，德國實際工資已經連續五個季度上升。除此之外，預計國內工會還將在夏季後的談判中爭取更高的工資升幅。這將使歐洲央行放鬆政策利率，儘管放鬆步伐會謹慎且穩妥。

IFO 營商環境 - 現狀和預期 (德國)



資料來源：德國經濟研究所、CEIC經濟資料庫、星展銀行

通脹放緩推動實際工資上升



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

日元空頭頭寸出現反轉



資料來源：彭博社、星辰銀行

美元兌日元和美日國債收益率缺口收窄



資料來源：彭博社、星辰銀行

日本

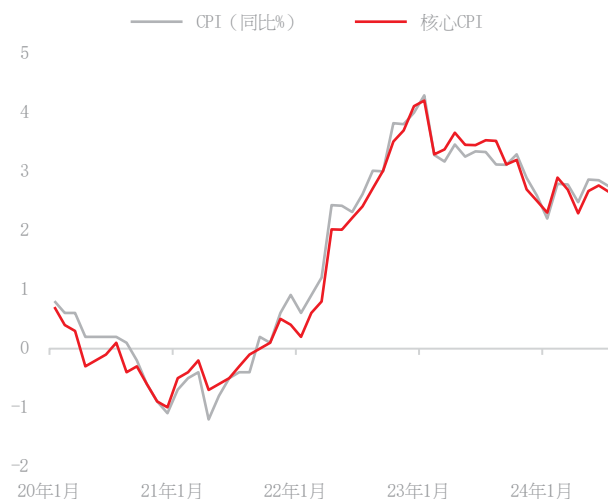
日本金融市場過去一個月的劇烈波動預計將得到緩和。7月31日，日本央行（BOJ）突然加息，導致日元套息交易大規模平倉，進而引發日元大幅升值，股市急劇下跌。日元非商業持倉淨頭寸、美元兌日元和美日國債收益率缺口等高頻指標表明，儘管套息交易平倉事件尚未完全結束，但最劇烈的階段應該已經結束。

隨著日元過度疲弱的問題得以解決，通脹率超調3%的風險已然降低。截至7月，核心CPI（不包括生鮮食品）已同比穩定在2.6%，預計從第四季度開始將降至2.0%。這一預測將近期日元反彈和政府恢復電力及天然氣補貼這些因素考慮在內。

預計實際工資或將實現正增長，從而支持未來幾個季度的個人消費和國內需求。除去獎金和其他額外回報，截至6月，基本工資同比增長2.2%，並且在今年剩餘時間裡，可能保持2.5%左右的升幅。因此，從第四季度開始，預計通脹調整後的實際工資將實現正增長。

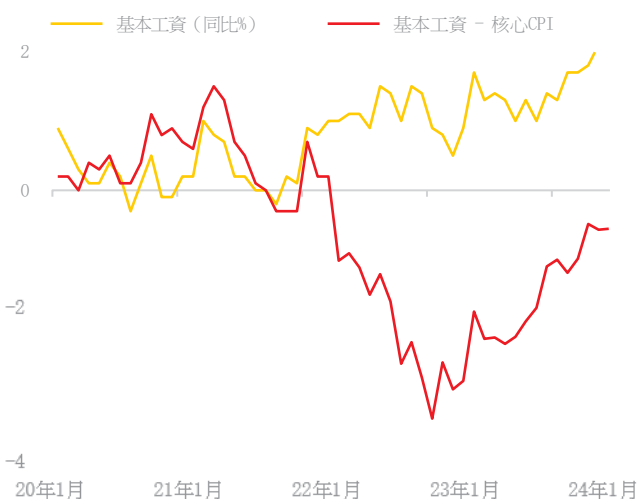
預計日本央行將在未來幾個季度逐步實現貨幣政策正常化。通脹超調風險是7月加息的主要驅動因素。隨著日元反彈減小了這一風險，進一步加息的緊迫性也已經降低。從中期來看，加強工資 - 價格動態可能會促使日本央行逐步將利率正常化至中性水平，預計為1%左右。我們維持原預測，認為日本央行將在2024年剩餘時間內將隔夜拆借利率保持在0.25%，並預計在2025年第一季度上調至0.50%。

通脹率穩定在2%



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

實際工資有望實現正增長



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

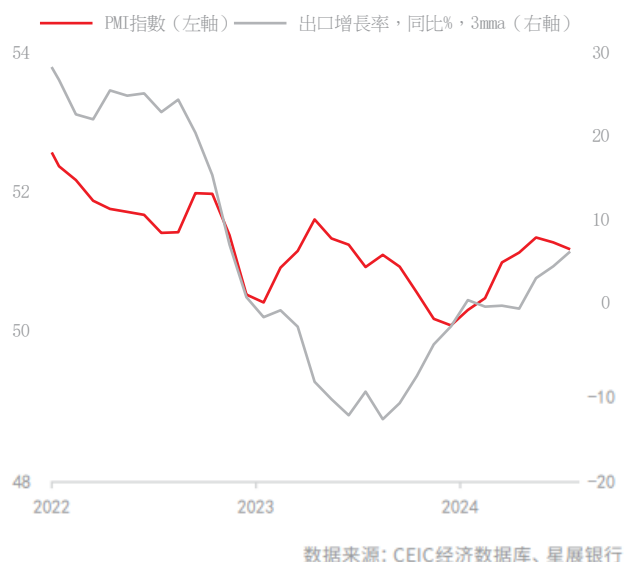
政治不確定性預計將會消退，同時未來幾個季度將出臺額外的財政政策支持。由於公眾對通脹和政治醜聞感到不滿，導致日本首相岸田文雄的支持率跌至歷史新低，因此他最近辭去了首相一職，結束了長期以來外界對其離職的猜測。日本需要在2025年10月前舉行大選，選出新任首相。預計在大選前將出臺進一步的財政刺激措施，以鼓勵企業提高工資，緩和低收入家庭的生活成本壓力。

亞洲

貿易戰可能會在明年加劇，而中東的緊張局勢導致運費不斷上升，但截至目前，全球貿易仍在蓬勃發展。第一季度出現的一些疲弱現象在第二季度有所緩和，該地區主要生產商的產品需求和出貨量均出現了可喜的增長，尤其是電子產品出口商。第三季度似乎確實取得了一些堅實的成果，可以看到7月的資料十分鼓舞人心。

首先是表現相對欠佳的國家。今年大部分時間裡，大宗商品價格和需求持平，這給印尼和馬來西亞帶來了壓力，這兩國第二季度的出口出現了輕微負增長。從好的方面來看，隨著7月出口呈現正增長態勢，最糟糕的時期或許已經過去。印尼製造商對此並未感到特別樂觀，但我們認為，大宗商品出口觸底可能會抵消這種情緒。與此同時，印度雖然不是電子產品出口大國，

東盟六國貿易與PMI指數



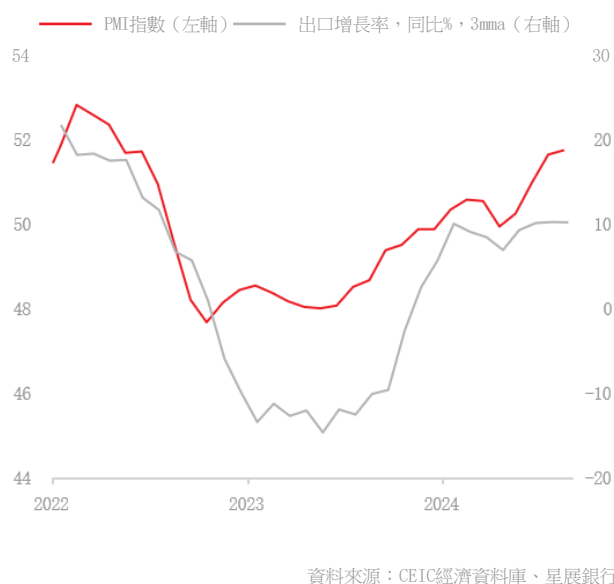
但其在全球貴重珠寶、化學品和輕工業製成品的供應中發揮著至關重要的作用。印度第二季度的出口增長了5%，是近兩年來的最好表現。

作為全球需求的指標，中國在第二季度經歷了一些貿易相關的波動，但截至6月出口同比增長5.8%，當季度勉強實現了2%的同比增長。7月出口同比增長7.7%，儘管超出預期，但中國製造商並未感到充滿信心，他們的調查反應近期有所趨弱。在美國大選即將到來之際，我們預計中國的貿易資料會出現一些波動，因為如果出現不友好的貿易行為，很可能會相應地出現一些貨物提前裝運的情況。儘管歷經多年貿易戰，中國出口商仍然成功地佔據著全球製造業的核心地位，生產產品覆蓋面極廣，且這一趨勢短期內不會改變。

新加坡的出口略有滯後，但我們認為第三季度會有所好轉。其製造商正日益變得積極。新加坡與越南雙邊貿易額激增，證明供應鏈正在不斷深化，而隨著即將落成的經濟特區，與馬來西亞之間的貿易也出現了新的發展勢頭。鑒於其在航運和高端製造業方面的作用，新加坡將受益於不斷發展的地緣經濟策略，從而推動貿易往來。

韓國、中國臺灣和越南是該地區三大電子產品生產國/地區，第二季度出口均同比增長8-10%。從個人電腦到智能手機，更不用說與人工智能相關的晶片，儘管存在前面所提到的不利因素，但這些商品的全球需求仍在上升。韓國8月的資料顯示，今年出口保持了增長勢頭，製造商信心穩步上升。亞洲出口商一如既往的重要且成功。

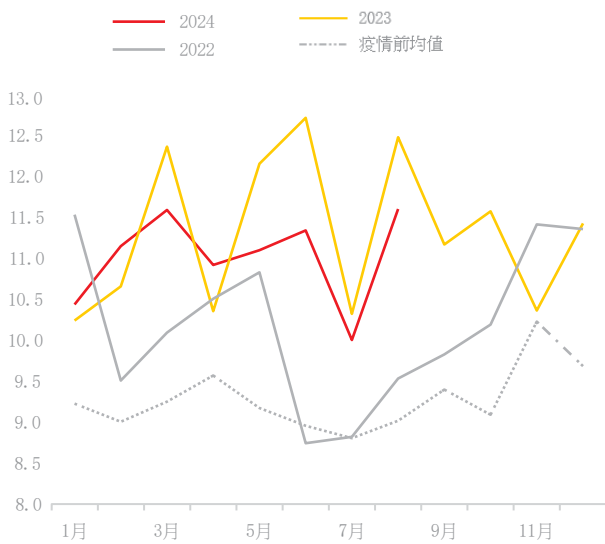
韓國貿易和PMI指數



由於需求趨勢惡化，油價進入看跌模式

目前需求擔憂佔據主導地位。儘管中東地區風險持續存在，由於需求擔憂佔據主導地位且歐佩克+供應增加迫在眉睫，布倫特原油價格在9月初暴跌逾10%至70美元/桶左右，而此前原油價格在2024年第三季度曾徘徊在80美元/桶附近。雖然油價的這一走勢符合我們的預期，即與2024年第二季度的近期峰值相比，2024年下半年油價將走弱，但其下跌幅度還是超出了我們的預估。對需求（尤其是來自中國的需求）的擔憂日益加劇，是近期石油看跌情緒的一個主要驅動因素。今年前7個月，中國煉油廠的平均產量為1,440萬桶/日，而2023全年的平均產量為1,480萬桶/日。同樣，中國今年的石油進口量也呈下降趨勢，年初至今的平均石油進口量為1,090萬桶/日，而2023年為1,130萬桶/日。美國今年的石油消費資料看起來也不是特別樂觀，同比來看，消費資料持平，仍低於新冠疫情前的水平。

2024年初至今中國石油進口量同比下降



資料來源：彭博社、星展銀行

歐佩克+急於推遲其減產計畫。6月初舉行的最新歐佩克和非歐佩克產油國部長級會議宣佈，將從2024年10月至2025年9月底逐步取消總計220萬桶/日的自願減產計畫。這導致了市場最初的看跌反應，但歐佩克+領導人紛紛強調，將根據市場情況靈活做出供應反應。考慮到油價已跌至70美元/桶的水平，歐佩克+現已將增產計畫推遲了兩個月至2024年12月。我們認為，這些計畫很可能會再推遲幾個月，以確保市場穩定，但代價是歐佩克+的市場份額會繼續下降。但計畫會永遠推遲下去嗎？不僅是產量，我們認為，沙特和其他海灣國家為了在供應恢復前支撐油價，過去幾個月也一直在削減出口量，

2024年迄今為止，歐佩克供應穩定，但需要在某個時候逆轉減產計畫



資料來源：彭博社、星展銀行

星展銀行對2024/2025年季度平均油價的預測

(美元/桶)	1Q24A	2Q24A	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
原油均價布倫特	82.0	83.0	78.5	75.0	71.0	72.0	76.0	75.5
西德州中級原油均價	77.0	79.0	75.0	72.0	68.0	69.0	73.0	72.5

資料來源：星展銀行

但我們估計，鑒於過剩產能正在累積，這些國家將難以長期實施這些策略。雖然歐佩克+增加供應的策略時機與聯儲局可能的減息時間相吻合（這通常有利於大宗商品價格），但我們認為，在未來幾個月，供需基本面（而非全球宏觀事件）將在決定油價方面發揮更大的作用，因而讓歐佩克+的決策情況變得更加複雜。

我們降低了基準情景中的油價預測。對未來需求減少和供應增加的預期意味著，儘管歐佩克+正在進行減產並削減出口、利比亞石油供應暫時中斷，以及中東地區風險加劇（源於以色列針對黎巴嫩真主黨的行動以及在伊朗對哈馬斯官員的襲擊），油價仍難以突破80美元/桶的水平。考慮到當前的需求風險，在基本情況下，我們將早前的2024年布倫特原油平均價格預測從80-85美元/桶下調至77-82美元/桶，2025年的價格預測從72-77美元/桶下調至70-75美元/桶。我們預計，隨著歐佩克+供應放鬆政策推遲、聯儲局可能減息以及在處於美元走弱的環境下，油價將從當前低位有所回升，但2025年的供需平衡疲弱將確保油價在可預見的未來保持平穩狀態。

布倫特原油價格9月下跌



資料來源：彭博社、星展銀行

如果地緣政治風險爆發，預計會出現什麼情況呢？在基準情景中，我們預計以色列 - 哈馬斯衝突將持續到2024年下半年或更長時間；但是我們預計衝突不會升級到超越有限和有針對性襲擊的現狀。石油市場的不確定性將會持續存在，布倫特原油價格可能會短暫飆升至80美元/桶以上，但鑒於歐佩克+在需求低迷的情況下從2024年第四季度開始逆轉減產計畫，我們認為這一價格不會持續下去。

如果伊朗及其代理人的襲擊比預期更為嚴重，從而導致以色列進行報復（但不足以引起全面的地區衝突），我們認為以色列可能會對伊朗的石油出口實施更為嚴厲的制裁，而這可能會導致油價突破100美元/桶的水平。

雖然我們認為這種可能性很低，但伊朗和以色列之間的全面長期衝突，包括其他地區國家之間的衝突，都可能會導致油價大幅飆升。地區性石油基礎設施遭到破壞或波斯灣主要咽喉要道被阻塞都可能造成這種局面，導致推升油價突破150美元/桶。

GDP增長和CPI通脹預測

	GDP增長，同比%					CPI通脹，同比%，平均值				
	2021	2022	2023	2024F	2025F	2021	2022	2023	2024F	2025F
中國大陸	8.1	3	5.2	5	4.5	0.9	2.2	0.2	0.6	1
香港特別行政區	6.3	-3.5	3.2	2	2	1.6	1.9	2	1.5	1.5
印度	8.9	6.7	7.8	7.1	6.5	5.1	6.7	5.7	4.4	4.2
印度(按財年計)*	9.1	7.2	8.2	7	6.5	5.5	6.7	5.4	4.2	4
印尼	3.7	5.3	5.1	5	5.2	1.6	4.2	3.7	2.8	2.5
馬來西亞	3.3	8.7	3.7	5.3	4.8	2.5	3.4	2.5	2.4	2.8
菲律賓	5.7	7.6	5.6	5.6	5.4	3.9	5.8	6	3.7	3.5
新加坡	9.7	3.8	1.1	2.7	2.5	2.3	6.1	4.8	2.4	2
韓國	4.1	2.6	1.4	2.7	2.2	2.5	5.1	3.6	2.4	2.3
中國臺灣	6.6	2.6	1.3	4.2	2.6	2	2.9	2.5	2.2	1.9
泰國	1.6	2.5	1.9	2.8	3	1.2	6.1	1.3	0.9	2
越南	2.6	8	5	6.5	6.8	1.8	3.2	3.3	3.7	3.5
歐元區	5.3	3.5	0.5	0.8	1.2	2.6	8.4	5.5	2.4	2.2
日本	2.6	1	1.9	0	0.9	-0.2	2.5	3.3	2.2	1.6
美國	5.9	2.1	2.5	2.3	1.7	4.7	8	4.1	2.9	2.3

*2020年代表2021財年；截至3月21日

**新的CPI數列。

***CPI通脹eop。

資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

政策利率預測，eop

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國大陸*	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
韓國	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
中國臺灣	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
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

* 1年期貸款市場報價利率；** 3個月新元掉期利率；***報價利率。

資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

為聯儲局轉向進行定位

2024年第4季度
美國股市

隨著聯儲局開始實施貨幣寬鬆政策，美股板塊輪動明顯。在經濟增長放緩和債券收益率下降的環境下，公用事業、必需消費品和醫療保健板塊將出現強勁的上升勢頭。美股升勢廣度的擴大和收益率的下降也將支撐美國小盤股的增長勢頭。



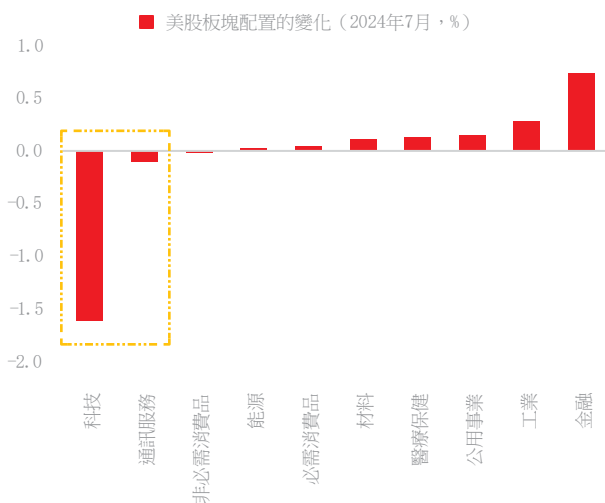
03. 美國股市

鄭迪倫
策略師

板塊輪動明顯，為聯儲局立場轉變蓄勢。在傑克遜霍爾會議上，聯儲局主席鮑威爾宣佈，鑒於美國整體通脹大幅放緩，是時候調整貨幣政策了。聯儲局政策立場的這一變化引發了2024年第3季度投資組合定位的巨大轉變。EPFR Global的資料顯示，投資者從科技相關板塊轉向防禦板塊和國內週期性投資。

板塊表現也同樣反映出了投資者的策略轉變：第3季度至今（截至9月4日），科技相關領域（科技、通訊服務和非必需消費品）平均下降3.9%，而防禦板塊（必需消費品、公用事業和醫療保健）則平均增長9.9%。從最新的定位和業績資料來看，投資者明顯在為以下方面進行策略定位：1) 經濟放緩和聯儲局實施貨幣寬鬆政策，2) 科技股盈利和人工智能貨幣化潛力可能會不盡如人意。

美股板塊輪動明顯

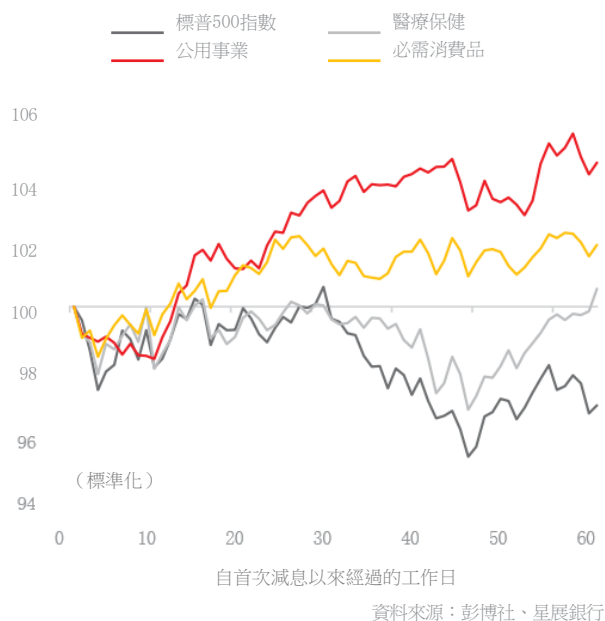


資料來源：EPFR Global、星展銀行

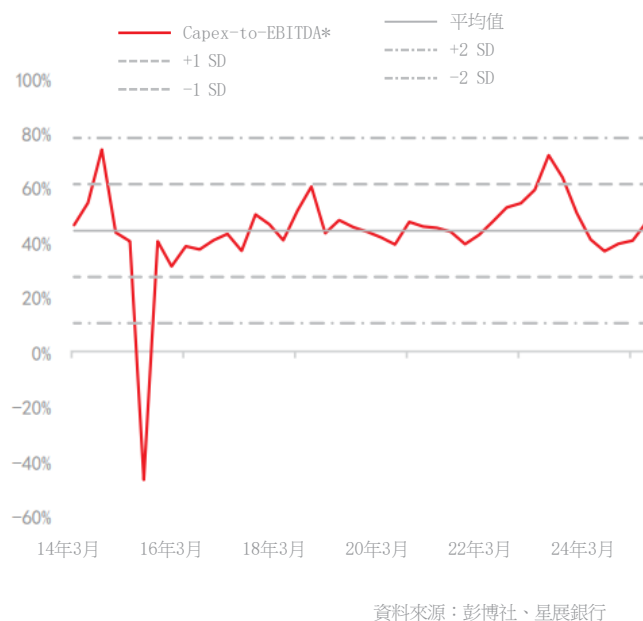
過往經濟週期中的減息受益股。聯儲局減息歷來伴隨著經濟衰退。在當前的市場週期中，美國經濟軟著陸仍然是基準情景。即便如此，我們也意識到宏觀增長勢頭正在顯示出放緩的跡象。在這種環境下，我們尋求投資於這樣的板塊：能夠在減息時從中獲益，並且能夠在增長勢頭放緩時保持韌性。根據我們對過往週期的分析，這些板塊包括：

- 公用事業**：鑒於公用事業提供電力、水和天然氣等基本必需品，其需求缺乏彈性。此外，公用事業公司提供頗具吸引力的股息收益率；隨著利率下降，注重收益率的投資者會逐步將配置從債券轉向收益型股票，公用事業股將從中受益。
- 必需消費品**：必需消費品的需求彈性極小，因為無論經濟環境如何，消費者都需要購買必需消費品。此外，較低的利率環境也降低了消費者的利息支出，提高了他們的消費能力。由於消費降級，產品物美價廉的公司將會受到消費者的青睞，並從中受益。
- 醫療保健**：與公用事業和必需消費品類似，無論宏觀經濟狀況如何，醫療保健的需求彈性普遍較小，在老齡化社會中更是如此。此外，製藥和生物科技公司需要大量資金用於研發，以推動創新和研發新產品。利率下調降低了研發支出的借貸成本。

公用事業、必需消費品和醫療保健板塊在聯儲局減息後表現優異



科技行業“超大規模公司”的資本支出與息稅折舊及攤銷前利潤之比（Capex-to-EBITDA）顯示出嚴格的資本管理



我們對最近四個減息週期的分析表明，在聯儲局首次減息三個月後，公用事業、必需消費品和醫療保健股均跑贏美國股市，平均分別高出9.0%、4.3%和4.2%。

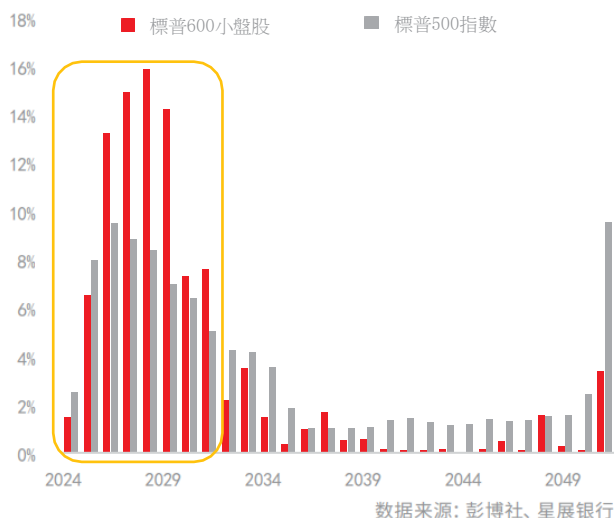
美國科技股的拋售帶來了機遇。除了估值方面的不利因素外，科技股最近的疲弱還源於對人工智能相關資本支出的擔憂不斷加劇，因為投資者對這些投資的貨幣化潛力表示質疑。我們認為，這種擔憂毫無根據，原因有二：

- **自由現金流所撐起的資本支出：**與互聯網時代不同，如今的人工智能革命是由自由現金流而非債務來提供資金支持。Alphabet、亞馬遜、Meta和微軟等“超大規模公司”通過其業務獲得了充裕的現金，這些公司的自由現金流預計將增長142%，即從2020年的1,428億美元增長到2026年的3,450億美元。

- **嚴格的資本管理：**科技行業的“超大規模公司”將其資本支出與息稅折舊及攤銷前利潤之比保持在約43%的10年平均水平。由此可見，這些公司採取謹慎嚴格的資本管理方法。這種自我維持的金融模式可以確保這些公司不會過度杠杆化，進而確保人工智能在發展過程中更能抵禦經濟波動。

最近，科技股拋售導致標普500指數大幅下跌，為投資者提供了加入人工智能潮流的機會，並且我們仍認為人工智能革命尚處於起步階段，具有巨大的增長潛力。

未來五年內到期的小盤股債務比例較高



凡人皆有得意之日——是時候重新審視美國小盤股了。隨著美國股市升勢廣度擴大，我們預計小盤股將受益於利率下降的環境。小盤股領域的中期催化劑包括：

1. 借貸成本降低導致盈利增加：美國小盤股往往對利率更為敏感，因為其中67%的公司的債務將在未來五年內到期，而大公司的這一比例則約為45%。這使得更多的小盤股公司能夠以較低的利率進行再融資，降低借貸成本。
2. 大幅估值貼現：標普600小盤股指數的預測市盈率為17.7倍，遠低於其20年的平均水平。此外，其交易價格也比標普500指數低22.9%。對於希望參與升勢廣度不斷擴大的美國股市的投資者來說，這是一個極具吸引力的機會。

EPFR Global的資金流動資料表明，投資者對美國小盤股的投資情緒正在回升。今年上半年，該領域淨流出15億美元。但以第3季度的季度累積計算，美國小盤股淨流入114億美元。我們預計，隨著投資者根據不斷變化的利率環境來重新定位其投資組合，這一勢頭將持續下去。

2024年第四季度美股板塊策略——轉向防禦板塊

隨著宏觀增長動量放緩，削減對防禦板塊的減持。美國股市升勢廣度擴大，加上各板塊對聯儲局寬鬆週期的開始做好定位轉變，使得防禦性股票在第三季度的增長表現十分優異。由於科技、通訊服務和能源股表現疲弱，我們的增持訂單減少了2.2%（截至9月5日）。而增長了6.0%的醫療保健股是唯一的例外。對於即將到來的第四季度，我們將對美股板塊配置進行以下調整，以適應新的宏觀環境。

- 將公用事業、必需消費品和房地產股評級從減持上調至中性：對於即將到來的第四季度，我們對這些板塊持中立態度，因為債券收益率下降將支撐其增長勢頭。隨著經濟增長勢頭放緩，投資者會青睞於需求穩定的防禦板塊（如公用事業和必需消費品），投資者對這些板塊的投資情緒也會隨之得到提振。就房地產股而言，隨著債券收益率下降，房地產投資信託基金將受益於投資者對收益型股票重新燃起的熱情。
- 將材料和非必需消費品股評級從中性下調至減持：雖然美國經濟的軟著陸可能仍然是基準情景，但有越來越多的跡象表明，宏觀增長動量正在放緩。因此，我們正在降低板塊配置中的增長風險，下調材料和非必需消費品等週期性股的評級。

美股板塊配置 - 2024年第四季度

美股板塊	增持	中性	減持
	科技	公用事業	材料
	通訊服務	金融	非必需消費品
	醫療保健	必需消費品	工業
	能源	房地產	

美股板塊關鍵財務比率

	遠期市盈率 (倍數)	市淨率 (倍數)	企業價值倍數 (倍數)	淨資產收益率 (%)	資產收益率 (%)	營業利潤率 (%)
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：彭博社
* 截至2024年9月5日的資料



勢頭放緩

2024年第4季度
歐洲股市

由於增長前景暗淡且股票估值受到抑制，歐洲股市的增長勢頭已然減弱。IT服務和醫療保健板塊以及精選奢侈品企業仍然存在機遇。我們對公用事業板塊持樂觀態度，該板塊將受益於利率下調和能源價格下降。

04. 歐洲股市

吳琇瓊
策略師

吳映璿
分析師

來去匆匆。隨著經濟增長和市場情緒回暖，歐洲在今年伊始呈現出積極態勢，讓人們產生了該地區可能正在擺脫經濟困難的樂觀情緒。可喜的復蘇跡象令市場對今年剩餘時間的前景充滿希望，但隨著時間推移，歐洲股市的增長勢頭卻幾乎消失殆盡。

歐元區GDP第二季度環比增長0.3%，增速與上一季度持平，表明經濟正在從去年的停滯中復蘇。然而，製造業和工業生產資料疲弱，繼續讓增長前景變得暗淡；儘管早些時候出現了改善跡象，但德國經濟在第二季度GDP下降0.1%後還是再次陷入了萎縮，未能向上修正，令人失望。

消費疲弱拖累經濟增長前景

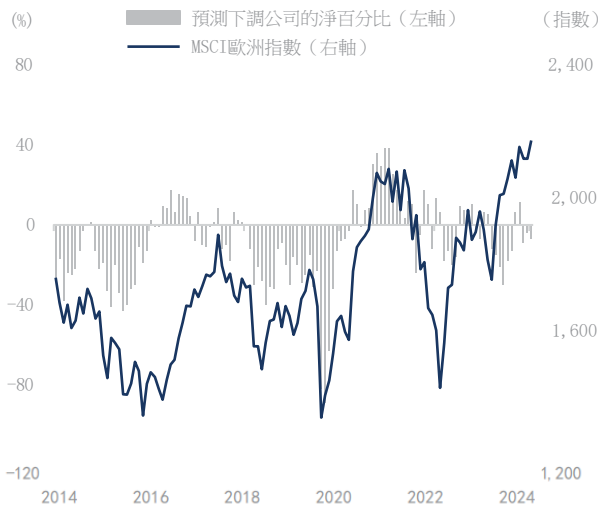


資料來源：倫交所Datastream、星展銀行

最近幾個月發生的事件加劇了歐洲市場的波動性。歐洲股票儘管價格低廉，但由於近期美國就業資料疲弱以及日元套利交易大幅平倉引發的市場暴跌，其還是未能倖免於影響；此前，法國總統埃馬紐埃爾·馬克龍突然宣佈提前選舉，導致法國股票和債券大幅下跌，引發了人們對危機蔓延的擔憂。這些風險規避事件將在短期內削弱投資者對歐洲股票的興趣。

目前並未顯示出反彈跡象。儘管歐洲股價較美股已大幅折讓，但財報季表現平平，因此仍未能提升其估值。在76%已公佈其盈利的公司中（截至8月26日），只有54%的企業獲利優於市場預期，主要集中在通訊、金融和房地產行業。金融業的增長一直處於低迷狀態，進一步減息可能會壓縮淨息差。與此同時，汽車和奢侈品開支減少繼續對非必需消費品行業造成壓力。

重回盈利下調



資料來源：倫敦所Datastream、星辰銀行

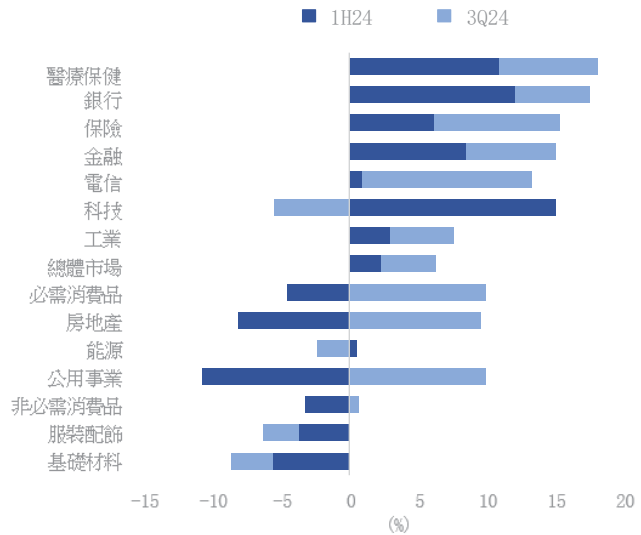
看好具韌性的產業。在短期內，疲弱的市場情緒將進一步壓縮已接近歷史低位的股票估值。除非債券收益率出現大幅下跌或企業盈利顯著提高，否則人們對歐洲股市能否持續上升仍存有疑問。我們維持減持歐洲股票的立場，並重點關注IT服務行業、醫療保健行業以及精選奢侈品企業中受基本面驅動的特定行業機會。我們對公用事業板塊持樂觀態度，隨著利率下調、油價下跌以及AI驅動的能源需求增加，該板塊可能會因投入成本降低而受益。

由於醫療保健板塊在歐洲股市中的地位舉足輕重，我們仍需要清楚地認識到該行業面臨的主要風險。司美格魯肽（Ozempic）等藥物已存在多年，但直到最近才因減肥藥的名號一夜走紅，進而登上頭條新聞。

此類藥物可模擬人體內的一種激素（GLP-1），有助於控制胰島素和血糖水平，因此十分適合糖尿病治療。《美國醫療保健雜誌》（American Journal of Medical Care）最近的一項研究發現，近40%的2型糖尿病患者，在開具胰島素藥物後的12個月內停止使用胰島素治療。研究人員指出，這一現象在開始服用GLP-1藥物的人群中尤為明顯。公司必須不斷創新以保持領先地位，否則就有被淘汰的風險。

儘管如此，醫療保健行業仍然受到嚴格的監管控制。由於對醫學試驗的限制更加嚴格，今年宣佈的歐盟新規可能會削減罕見病新療法的數定可能會抑制對醫學突破的投資，因為一些製藥公司可能別無選擇，只能放棄對罕見病的研究。

歐洲各板塊年初至今的表現



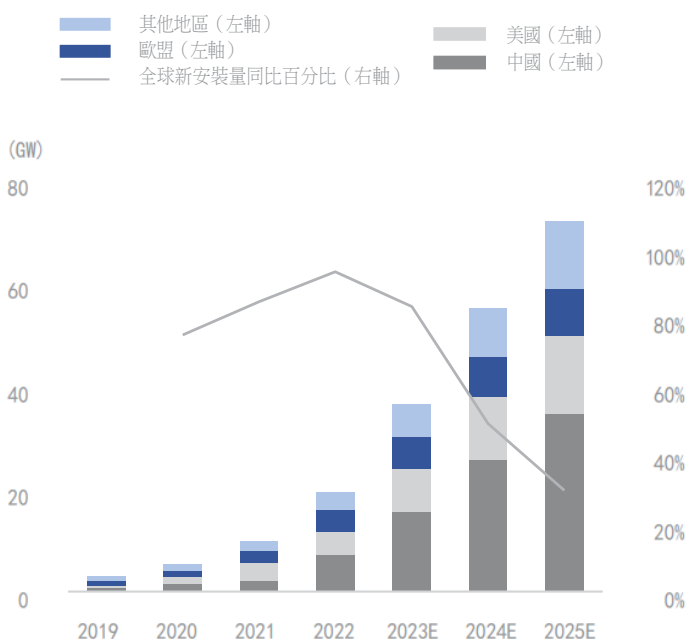
資料來源：倫敦所Datastream、星辰銀行
*資料截至2024年9月3日

繼續選擇靜奢品牌。由於經濟增長放緩和持續通脹導致消費者信心減弱，全球奢侈品行業正面臨一段不確定的時期。麥肯錫預測，由於中國等主要增長驅動因素繼續拖累奢侈品消費，該行業2024年的增長率為3 - 5%，低於2023年的5 - 7%。普華永道2024年的一項調查顯示，購物者正在放棄奢侈品，轉而購買必需品；約40%的受訪者預計，未來6個月他們會減少在奢侈品上的支出，或不會消費奢侈品。

儘管如此，我們相信仍然存在一些增長空間。日本等市場正逐漸成為新的增長領域，第一太平大衛斯的開業率下降了12%，但在更廣泛的亞太地區的新店活動卻有所增加。東京和新加坡是助力這一增長的關鍵因素，這得益於旅遊業的回暖和日元走弱（就日本而言）。我們仍然認為，奢侈品是一個長期結構性增長行業；特別是隨著收入差距不斷擴大，對價格敏感度較低以及更加追求獨家體驗感的需求將會日益突顯。該行業在短期內仍會面臨不利因素，因此應繼續選擇靜奢品牌，這些品牌能夠適應不斷變化的偏好，提供的不僅僅是物質上的滿足感，從而更有能力抵禦經濟衰退。

可再生能源帶來了新的機遇。在疫情和俄烏戰爭的雙重衝擊後，該地區對外國能源和化石燃料的供應十分依賴，歐洲各國政府對此感到震驚。隨之而來的能源危機加劇了歐洲轉向綠色能源的緊迫性，歐盟已設定目標，到2030年將溫室氣體淨排放量至少減少55%；除了側重於增加可再生能源部署和能源效率的政策外，歐盟還注重清潔能源供應鏈（包括製造業和關鍵礦產）的多樣性和彈性。

全球各地區新儲能專案安裝情況



資料來源：中關村儲能產業技術聯盟、伍德麥肯茲、EASE、星展銀行

國際能源署資料顯示，2023年可再生能源發電的投資總額接近1,100億美元，比上一年度增長了6%以上。儘管不斷地面臨盈利挑戰，丹麥和德國仍站在歐洲風力發電領域的前沿，而西班牙則在採用太陽能方面處於絕對的領先地位，在太陽能高產量時期，批發電價曾降至歷史最低水平。轉向更清潔、更安全的能源，將為投資可再生能源發電、配電網、能源存儲解決方案和新型交通方式創造重要機遇。

基礎設施建設中的機遇。由於現有資產老化以及傳統和新興行業中快速擴張的機遇，全球對基礎設施建設的需求正與日俱增。除了道路和橋樑，現代基礎設施還包括電動汽車充電站、資料中心、智能電網等高級資產。為了應對氣候變化和基礎設施惡化的雙重挑戰，全球基礎設施升級對於實現顛覆性技術和提高製造能力至關重要。

隨著全球政治更加碎片化，各國都將重點放在能源安全、供應鏈彈性和增強國內製造業上，從而產生了新的基礎設施項目。成熟市場，尤其是歐洲的成熟市場，正在努力應對基礎設施老化的問題。例如，歐盟的電網平均已有40年歷史。為此，歐盟正大力投資基礎設施，包括為交通項目（主要是鐵路）撥款超過70億歐元。此外，歐盟正在考慮設立1,000億歐元的基金來提振國防製造業。

在這個長期的趨勢中，從事以下領域的歐洲公司有望從中受益：1) 工程和建築服務，2) 生產用於基礎設施建設的原材料和複合材料，3) 製造和分銷重型建築設備和產品，4) 基礎設施運輸，以及5) 生產或銷售智能電網元件。



盈利支撐市場

2024年第4季度
日本股市

積極的盈利勢頭和持續的工資增長繼續支撐著日本股市。我們會重點關注半導體和IT服務板塊，以及受益於日本央行政策正常化的金融板塊。工業板塊中的重型機械子板塊也可能因國防開支的激增而加速增長。

05. 日本股市

吳琇瓊
策略師

吳映璿
分析師

去而複返。日本央行的意外加息、衰退擔憂的重新抬頭以及日元套息交易的大規模平倉，使得日本股市遭受重創，在短暫抹去年內升幅後，日本股市重返歷史高位。全球金融市場自此反彈，本月早些時候的崩潰現在看起來更像是一場短暫的震動——儘管它的發展方式突顯了日本市場面對貨幣風險時的脆弱性，以及恐慌的投資者是如何加劇外匯和股票市場的劇烈波動。

盈利勢頭良好。日本股市繼續跑贏大盤，盈利意外提振了目前低於其10年平均水平的估值。彭博社2024年第一季度的合併業績顯示，東證股價指數（TOPIX）成份公司的銷售額同比增長6.7%，經常性利潤增長10.8%，分別超出預期3.1%和9.5%。這表明盈利獲上調的可能性很大。預計今年全年每股收益增長率為13%，明年為18%，超過歷史平均水平。我們認為，日本的通脹正在推動經濟全面復蘇；除公用事業和消費品板塊外，大多數板塊的盈利增長都非常強勁，而在工資持續增長的背景下，這兩個板塊在今年下半年應該也會看升。

大多數板塊的盈利增長都非常強勁

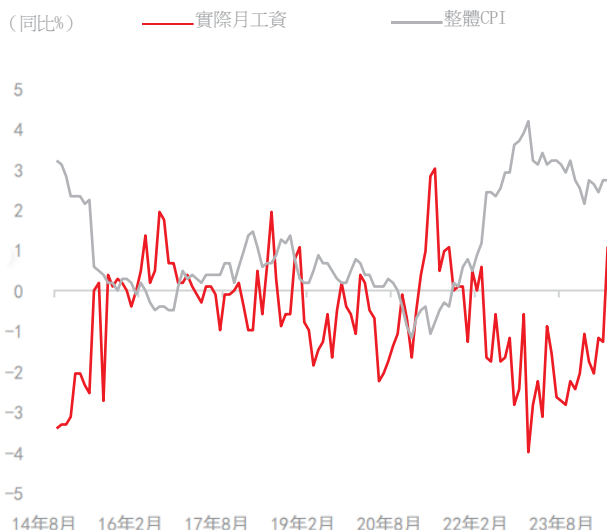
	Sales		Earnings	
	q/q%	estimate %beat/miss	q/q%	estimate %beat/miss
東證指數	7%	3%	11%	10%
能源	10%	12%	51%	7%
原材料	5%	1%	15%	17%
工業	7%	2%	16%	6%
非必需消費	8%	2%	2%	10%
必需消費	6%	2%	4%	-3%
醫療保健	10%	9%	-4%	26%
金融	6%	7%	30%	23%
IT	8%	4%	23%	12%
通訊服務	4%	1%	21%	-32%
公用事業	-6%	2%	-40%	41%
房地產	12%	4%	24%	22%

資料來源：彭博社、星展銀行

東證股價指數估值低於其10年平均水平



實際工資增長推動國內消費



短期波動。 第四季度，日本股市面臨幾個關鍵挑戰，包括日本央行的政策決定和日本與美國的領導層更迭；以及日元套息交易的再度崛起。一旦高度不確定性的情況消退，並且套息交易正常化，我們預計日本市場將在繼續重塑其經濟潛在結構性的力量的推動下加速增長。我們將在下文討論這些關鍵問題。

逐步收緊。 岸田文雄首相卸任正值日本的一個關鍵轉捩點。第二季度經濟增長出人意料，年化增長率達到3.1%，遠超預期，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%。

日本央行行長上田於8月23日的議會會議上重申，只要通脹和經濟資料符合預測，日本央行仍有望加息。我們預計不會出現破壞日本長期經濟前景的重大政策分歧。

領導層更迭。 新當選的石破茂將接替岸田文雄成為日本新首相。在三年任期內，岸田文雄一直宣導“新資本主義”這一概念，即強調結構性工資增長、國內投資的振興以及向數字社會的過渡。在他的領導下，日本勞工談判助推工資增長達到了30年來的最高水平；他還推動企業改革，以緩和多年來資本效率低下的問題，在投資者重新燃起興趣、日本股市指數超過歷史高位之際，提高股東回報。

在全球經濟增長放緩和地緣政治環境充滿挑戰的情況下，下一任首相將繼續面臨生活成本上升的挑戰。政策擔憂主要圍繞著對日本半導體板塊的支持性刺激以及利率的正常化這兩個方面。在此背景下，我們繼續看好日本的銀行和半導體板塊。

緩和日元波動。日本央行7月份意外加息導致日元套息交易大幅平倉，進而引發日元突然升值和金融市場大幅拋售。儘管平倉事件尚未完全結束，但日元非商業持倉淨頭寸、美元兌日元和美日國債收益率缺口等指標表明，套息交易平倉最劇烈的階段應該已經結束。隨著日元投機性空頭頭寸轉為中性，政府購買日元的干預風險已經降低。我們認為，日元已基本企穩，並可能在收益率息差收窄的情況下逐步升值。

美國大選結果懸而未決。美國領導人的更迭可能會對日本產生重大影響，因為這會影響全球貿易、國家安全、貨幣穩定、投資者情緒和整體經濟狀況的各種相關政策。需要關注的四個關鍵領域是：

- I. **貿易政策：**美國貿易政策的變化可能會影響日本的進出口，尤其是在採取更為保護主義的立場的情況下。
- II. **國家安全與外交政策：**美日同盟對日本的國家安全至關重要。美國國防和國際關係的政策轉向可能反過來影響日本的國家安全戰略和支出。
- III. **幣值波動：**美國大選往往會加劇市場波動，影響日元幣值。日元走強可能會損害日本的出口競爭力。
- IV. **貨幣政策：**或受美國大選影響的聯儲局政策會影響全球市場的利率和資本流動，進而影響日本的經濟和貨幣政策。

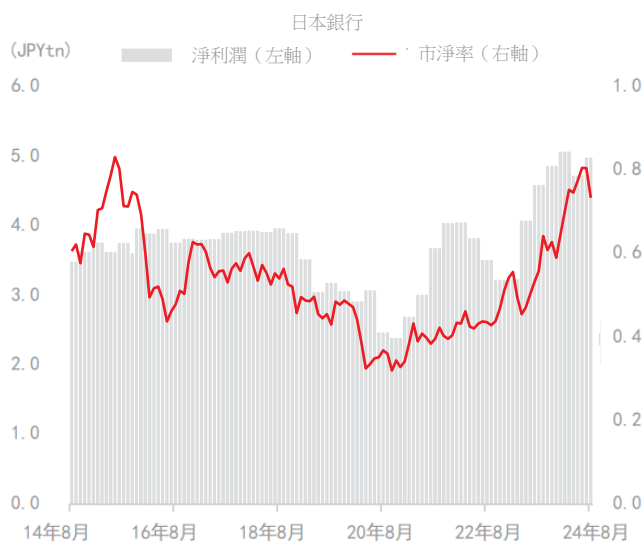
選擇性主題佔主導地位。我們仍然對日本股市保持中立立場，因為我們認識到當前的不確定性和貨幣波動性的增加將在短期內對風險偏好和企業投資產生影響。從長期來看，我們對日本股市持建設性態度，重點關注半導體和IT服務板塊。與此同時，金融板塊將受益於日本央行的利率正常化。此外，我們預計工業領域的重型機械子板塊將受益於國防開支的增加。我們將在下文討論催化劑。

日本央行政策變革為日本銀行帶來推動力。在多年受到接近零利率的束縛之後，我們預計隨著利率正常化，日本銀行淨息差（NIM）將擁有更好的表現。特別是，存款基礎極佳的日本大型銀行將從擴大的貸款息差中受益更多。淨收入和淨資產收益率繼續穩步增長，而且鑒於更高的利率和優化的資產負債表會帶來更好的回報，我們預計還會進一步上升。在政府的推動下，日本銀行已開始拋售其所持有的其他日本公司的大量股票。例如，三菱日聯金融集團（MUFG）和三井住友金融集團（SMFG）已宣佈計畫剝離所持豐田價值13.2萬億日元（合85億美元）的策略股份。

日本半導體的復興。我們繼續看好半導體和IT服務板塊，在政府的大力支持下，各行業的人工智能採用率迅速提升，而該板塊將從中受益。日本已經撥出約 2萬億日元（合137億美元）用於振興其半導體板塊，相較於之前配置的1.3萬億日元（約合89億美元）顯著增加。例如，Rapidus是其迄今為止最雄心勃勃的投資物件之一，計畫製造先進的2納米晶片，與台積電和三星電子一爭高下。

國防開支激增。日本24財年預算的重點為，政府計畫額外部署1.1萬億日元用於提升防禦能力，保障國家安全。日本最大的幾家國防承包商報告稱，在24財年，軍事和太空設備的訂單需求激增，預計在日本國防預算不斷增長的背景下，集團收入將迅速增長。政府承諾在27財年讓國防開支達到幾乎翻倍的水平，即GDP的2%左右，這與其國防開支約佔GDP的1%的傳統限制明顯不同。在地緣政治不穩定的環境下，這些因素可能會為重工業和機械板塊的龍頭股提供有力支援。

日本銀行的股價仍處於被低估的水平



資料來源：倫交所Datastream、星展銀行

在日元疲弱的大環境下，東證股價指數表現良好



資料來源：倫交所Datastream、星展銀行

建設性前景

2024年第4季度
亞洲（日本除外）股市

聯儲局寬鬆政策導致的美元走弱將為亞洲股市提供支撐，同時企業盈利復蘇應該也會推動亞洲股市進一步上升。在增長型股票方面，應繼續選擇上游技術供應鏈公司、平台型企業和消費驅動型行業。至於收益型股票，我們更青睞中國大型銀行和新加坡房地產投資信託基金。



06. 亞洲（日本除外）股市

楊政齡
投資總監（北亞區）

吳琇瓊
策略師

自今年年初以來，投資者對亞洲（日本除外）股市的謹慎程度有所降低，從市場回報和預測修正就可見一斑。投資者普遍預計亞洲市場的下行風險較低並預估企業盈利復蘇會支持亞洲股市進一步上升。基於企業盈利增長15%至20%的預期、估值合理以及投資者的相對輕倉，我們對亞洲市場仍持樂觀態度。

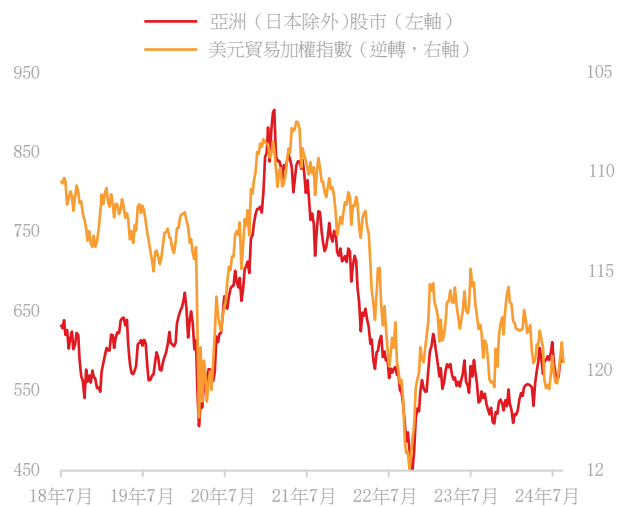
美國總統大選後，影響亞洲出口國和技術供應鏈的政治緊張局勢和貿易保護主義可能會持續存在。目前反對向中國轉讓技術的措施可能會延長亞洲地區的負面情緒。然而，鑒於目前已經採取的措施，進一步收緊政策帶來的影響或會比之前要輕。

備受期待的美國減息預計會提振亞洲股市。從歷史上來看，亞洲股市回報率與美國聯邦基金利率以及美元呈負相關關係。因此，投資資金應會流向亞洲股市，以尋找低價股。

儘管此前美國加息和美元走強不利於亞洲股市的股價，但即將到來的美國減息應會扭轉這一趨勢。投資者將重新關注亞洲股市，抓住美國貨幣寬鬆政策帶來的機遇。

投資資金對亞洲（日本除外）股市的相對減持阻止了進一步拋售股票。美國經濟放緩和全球利率下降有利於亞洲以國內為導向的市場，各國央行也有更大的貨幣寬鬆政策空間。因此，這堅定了我們增持亞洲（日本除外）股票的立場。

貨幣寬鬆政策將支撐亞洲股市



來源：彭博社、星展銀行

東南亞正受益於外國直接投資的激增。技術和數碼基礎設施是重點領域，包括資料中心、半導體後端製造以及可再生能源。外國直接投資激增彰顯了東南亞動態的增長軌跡，以及東南亞在亞洲地區經濟格局中的作用。我們還發現，新加坡房地產投資信託基金的價值正在顯現。新加坡房地產投資信託基金是一個重要收入來源，其在週期內年收益率可達到 5-6%。這些基金在利率下降的環境中極具吸引力，並且在杠鈴策略的收入端發揮著關鍵作用。

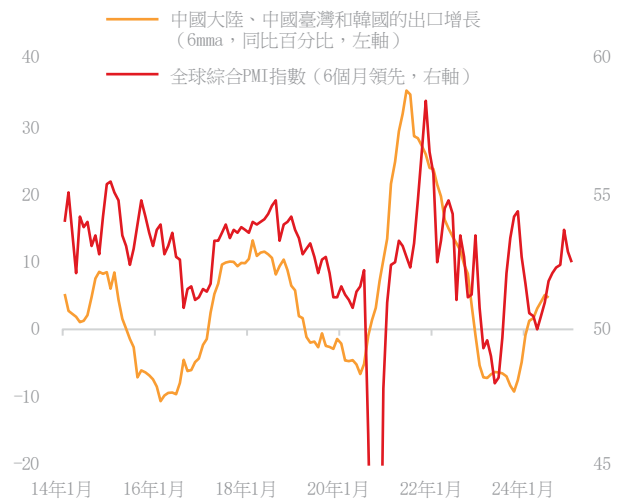
由於北亞地區的出口導向型活動以及東南亞國內消費浪潮的興起，亞洲地區在未來幾年將保持強勁的盈利勢頭。

全球PMI指數與中國大陸、中國臺灣以及韓國總出口之間的相關性表明，出口導向型收入前景光明，尤其是在全球擴張勢頭增強的情況下。技術進步以及新興市場相應擴大的需求推動了這一光明前景。由於此週期對企業盈利具有重大推動作用，亞洲地區股市有望上升，從而與全球股市的估值更加接近。

企業盈利趨勢良好，起到了支持作用，56%的公司達到或超過了預期。11個板塊中，有8個板塊報告的盈利超過預期，突顯出能源、醫療保健、工業、房地產、科技和公用事業等關鍵行業的盈利能力穩定。強勁的盈利加上估值折扣，應會推動股票估值反彈。

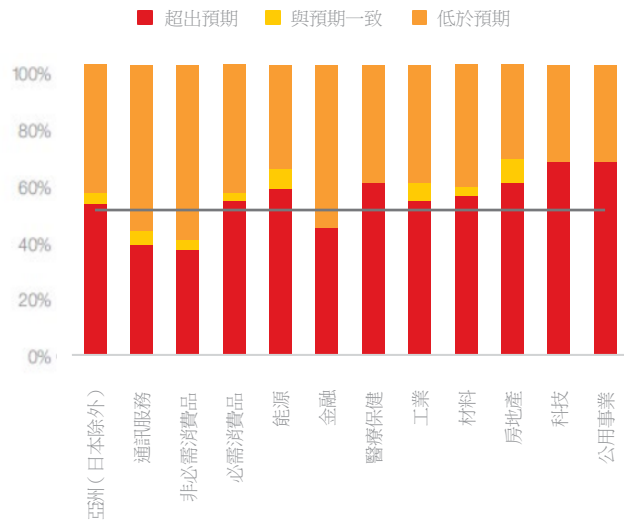
我們對杠鈴策略中的關鍵投資主題仍持建設性態度。在增長型股票方面，我們看好科技供應鏈公司、平台型企業以及消費驅動型行業，以上所有都將受益於持續的技術進步和不斷變化的消費趨勢。在收益型股票方面，我們支援穩健股息提供者，包括中國大型銀行和新加坡房地產投資信託基金。

亞洲出口和全球綜合PMI指數密切相關



來源：萬得、星展銀行

盈利超出預期



來源：彭博社、星展銀行

中國大陸

近期日元套利交易的平倉對股市產生了負面影響，但中國股市因其估值折扣較大且外資持股比例較低而成為了例外。

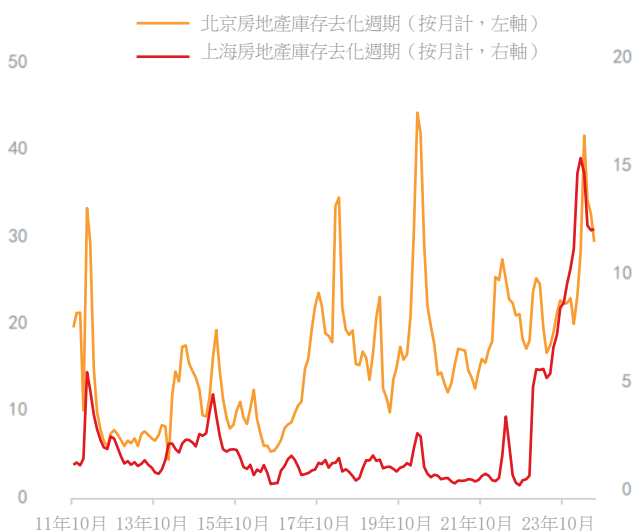
聯儲局減息將對中國市場產生積極影響，因為這將為中國央行提供更大的貨幣寬鬆空間，穩定房地產市場以及促進消費復蘇。全球利率下降還可以支撐新興市場的風險資產，這些資產自2022年以來一直表現不佳。

為了穩定低迷的房地產行業，中國政府採取了一系列支持性措施，這些措施是過去三年來我們所見過的最激進的措施。然而，房價持續疲弱以及庫存量居高不下均表明，還需採取更多措施來解決這一問題。由於房產在家庭資產中佔比很大，任何解決方案都將緩和公眾的預防性儲蓄態度並促進消費。

從好的方面來看，工業利潤已成為一個關鍵的積極指標。股市和工業利潤之間自2023年底以來的不一致應會隨著企業盈利能力的復蘇而趨於一致。此外，隨著企業盈利的反彈，股市估值也有望重新調整。

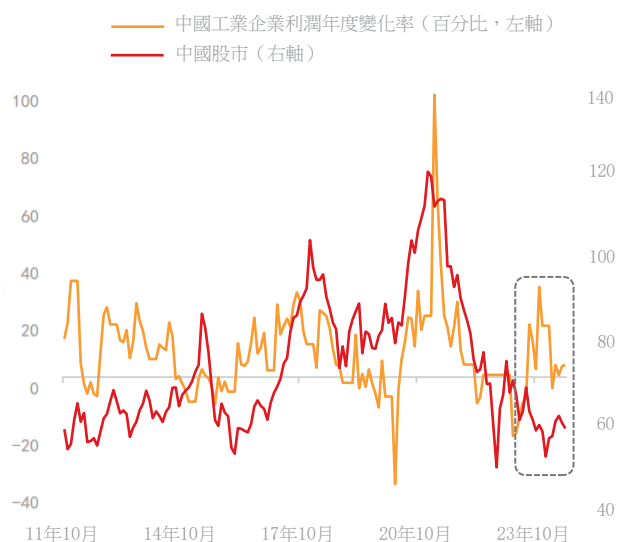
中國市場的情緒正在有所改善。政府正在採取措施，解決長期困擾投資者的問題。雖然這些實施仍處於早期階段，尚需時日才能顯現出其全部的影響，但當局設定的方向是具有建設性意義的。

需要更多支援措施來解決房地產庫存問題



來源：彭博社、星展銀行

工業利潤與股價密切相關



來源：彭博社、星展銀行

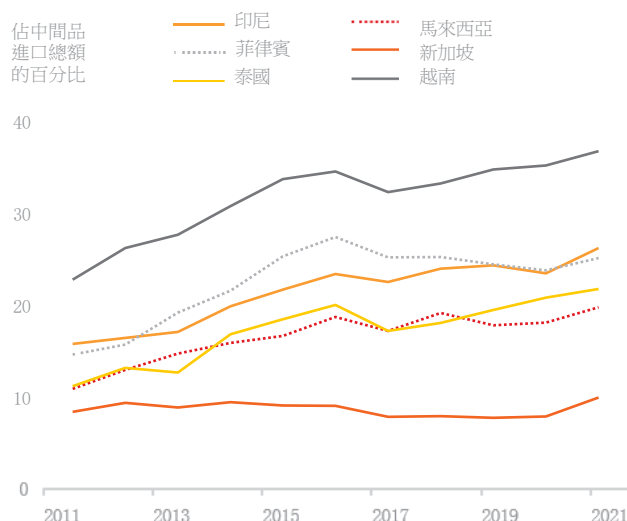
東盟受益於雙重利好因素

受美元走弱的推動，東盟於第三季度中期開始表現出色，從而增強了東盟資產的吸引力。該地區在後疫情時代表現出了非凡的韌性，東盟各經濟體在2024年上半年均實現了持續增長。印尼、馬來西亞、菲律賓和新加坡等國的GDP加速增長，而泰國和越南的GDP正增長則有所放緩。這一勢頭歸因於國內需求強勁、物價穩定、勞動力市場穩健以及出口市場復蘇，尤其是旅遊業的復蘇。受全球科技上升週期的推動，東盟六國商品貿易的週期性上升持續到了2024年中期，尤其是電子行業。

隨著各企業將生產轉移到該地區，試圖緩和中國和西方國家不斷升級的貿易緊張局勢的影響，東盟一直是中國對外資本流出的主要接收者。美國上調了“301條款”關於中國進口商品的關稅，而歐盟和加拿大則於2024年7月提高了對中國電動汽車的關稅。

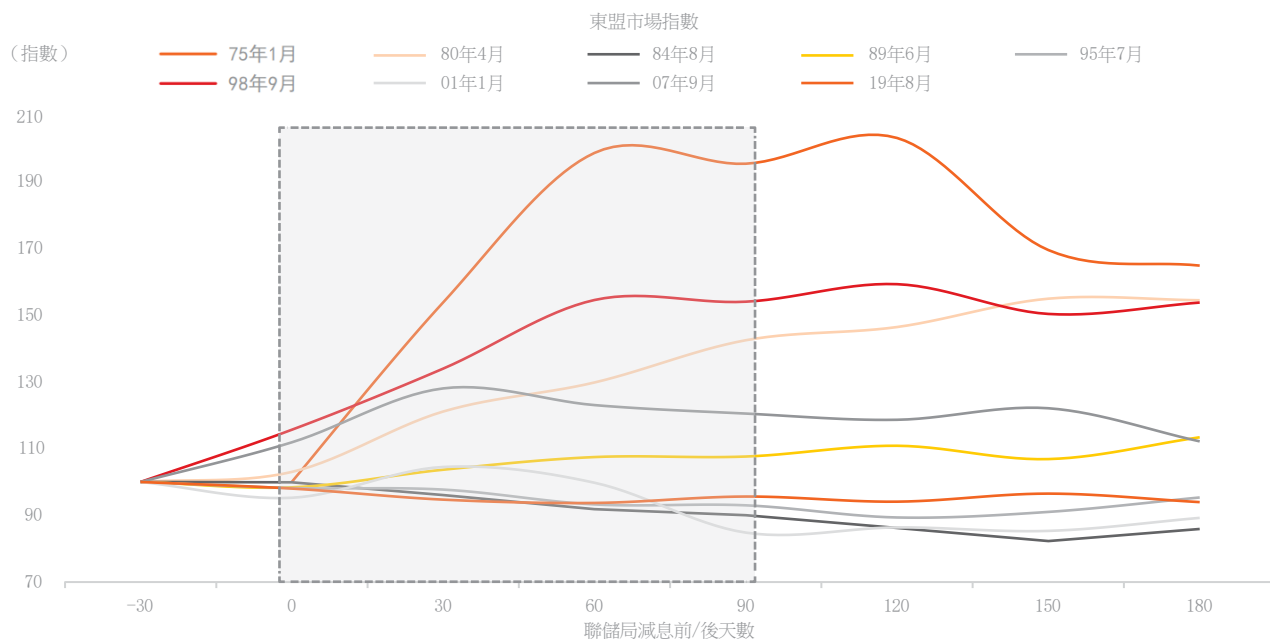
該地區是聯儲局貨幣寬鬆週期的主要受益者，利率敏感型行業在利率高企和利率上升期間表現不佳後出現反彈。隨著收益差異轉向有利於高股息收益股票的方向，預計這些股票會吸引投資者的資金流入；隨著高利率造成的負擔減輕，房地產和消費行業的需求可能會迎來復蘇。此外，高杠杆行業應會感到如釋重負。東盟政府債券有望受惠於美元走弱和美國國債收益率大幅下降的雙重利好因素，隨著投資資金的增加，為貨幣和股市形成一個正回饋環，從而讓更廣泛的市場受益。

東盟市場作為進口中間商的作用日益增強



來源：世界銀行、星展銀行

東盟市場作為早期適應者，在聯儲局減息的前三個月應會表現良好



來源：世界銀行、星展銀行

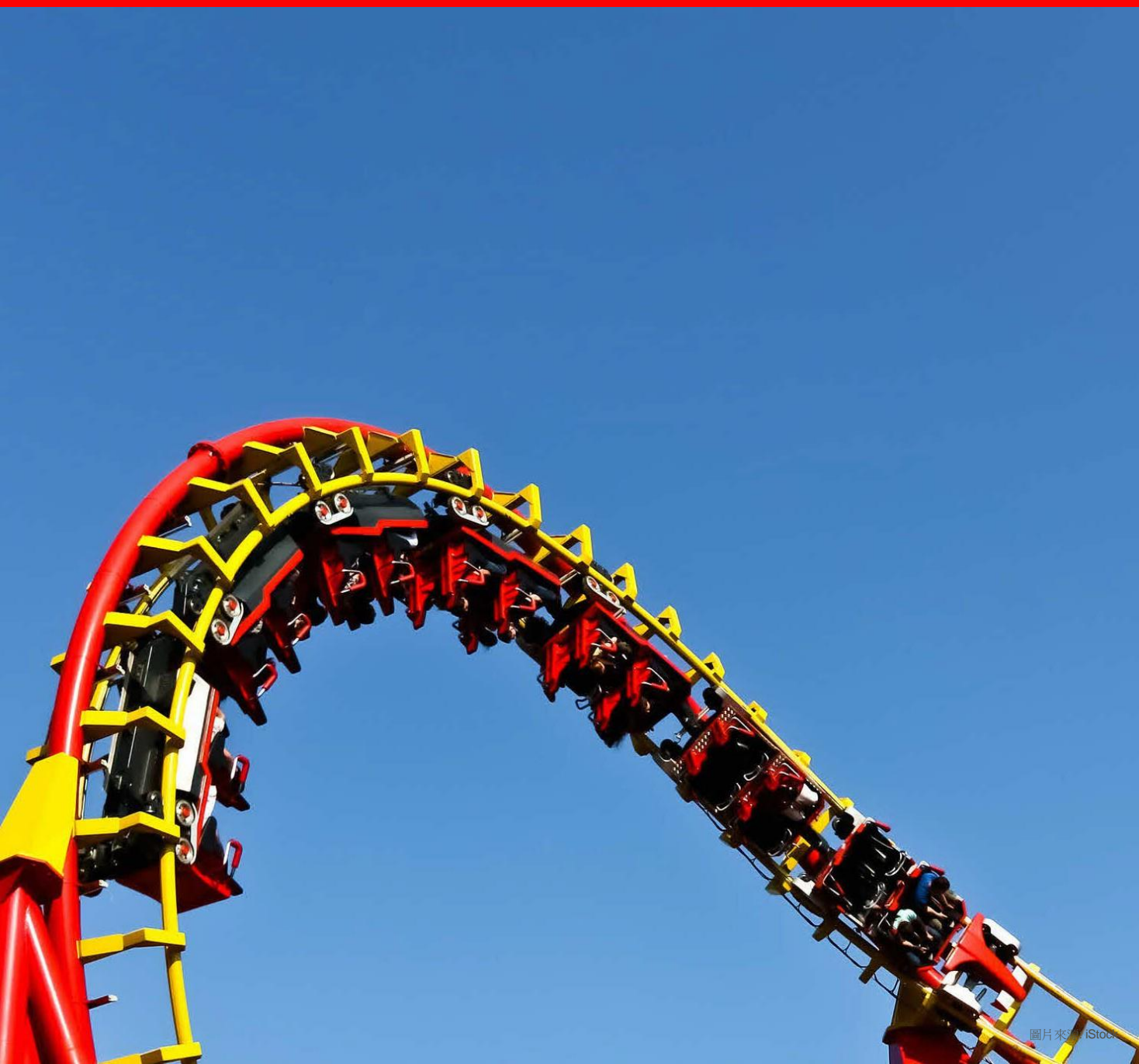
東盟重點行業推薦包括：1) 新加坡房地產投資信託基金，其中我們更青睞零售、工業、辦公和酒店業，因為它們可以憑藉強勁的有機和無機創收能力帶來盈利驚喜；2) 新加坡、馬來西亞和泰國電子和汽車行業的工業股；3) 印尼和菲律賓消費行業；4) 印尼大宗商

品行業；5) 泰國旅遊業和醫療保健業；以及6) 作為供應鏈重構主要受益者的越南。我們對銀行業也持樂觀態度。雖然利率較低可能給銀行的淨息差造成壓力，但隨著經濟活動回暖，貸款和手續費的收入前景預計會非常可觀。

貨幣寬鬆政策 全面展開

2024年第4季度
全球利率

隨著通脹擔憂的消退，成熟市場正開始在全面減息，預計未來幾個季度的收益率曲線將會更加陡峭。日本是唯一的例外，因為日本央行(BOJ)正在實施政策正常化。隨著聯儲局的減息，亞洲也將考慮重新向下調整利率。



07. 全球利率

廖裕銘
策略師

謝家曦
策略師

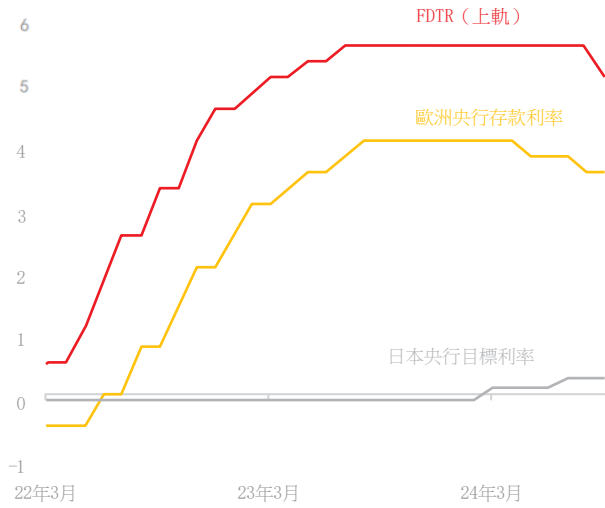
G10成員國中已有七家央行轉向寬鬆模式。隨著各國央行努力應對通脹加劇的情況，整個成熟市場進入了貨幣緊縮週期，進而導致了嚴重的收益率曲線倒掛和非常高的名義利率（與過去二十年相比）。在長期保持高政策利率後，大多數地區的通脹有所降溫，各國央行現在也紛紛開始優先考慮經濟增長。最重要的一點出現在傑克遜霍爾研討會上，當時聯儲局主席鮑威爾傳遞了一個明確的政策轉向信號，表明聯儲局將盡其所能“支持強勁的就業市場”。隨後，聯儲局在9月份減息50個基點。從言論的角度來看，雖然聯儲局聽起來是G10成員國央行中表現最為鴿派的，但成熟市場利率下降的速度和幅度最終將取決於資料的演變。這在很大程度上也取決於全球經濟，尤其是中國，以及大宗商品價格的走勢。

未來幾年，各發達國家都會大幅放寬利率政策。預計大部分寬鬆政策會在一年內實施，有趣的是，到了第三年，利率預計會上升。市場參與者預計，聯儲局和紐西蘭央行（RBNZ）將最為激進，預計將削減200多個基點。應放在更廣泛的背景下考慮這些法，並將資料和財務狀況納入其中。宏觀經濟背景和金融市場

似乎沒有受到過度壓力，這表明將實際利率調整到限制較少的水平是非常有意義的。鑒於人們目前對通脹的擔憂已逐漸消退，對不對稱反應（沒有加息風險的減息偏見）的擔憂也已經減弱，一些溢價已經普遍體現在成熟市場利率中。因此，這可能意味著，如果出現軟著陸，各國央行，尤其是聯儲局，最終可能會提供低於預期的利率。隨著政策制定者越來越意識到經濟增長的下行風險，成熟市場收益率曲線的長端可能會開始反映出對前景更加樂觀的態度。未來幾個季度仍有可能出現更陡峭的收益率曲線。

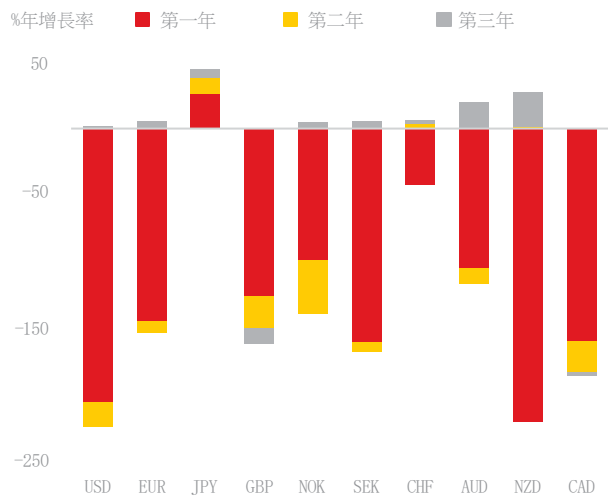
日本央行仍然是個例外。日本的經濟資料出人意料地上升，工資上升導致通脹率居高不下。儘管已經宣佈量化緊縮（QT）計畫，日本央行確實將短期利率上調至0.25%，但最終的中性利率可能更接近1%。然而，事實證明，在金融穩定和提高利率的需求之間取得平衡是十分棘手的。日元和日經指數的大幅波動可能會阻止日本央行採取激進的措施。然而，與世界其他地區背離的立場意味著日本國債收益率曲線將傾向於趨平。

美國/歐元區與日本利率之間出現背離



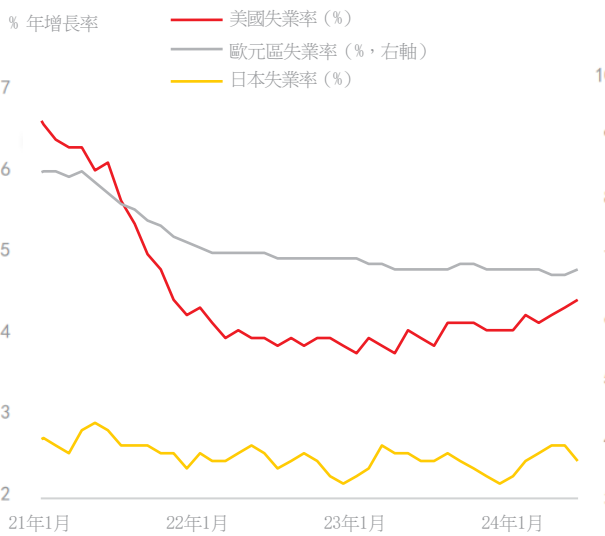
資料來源：彭博社、星展銀行

G10成員國普遍採取超寬鬆政策



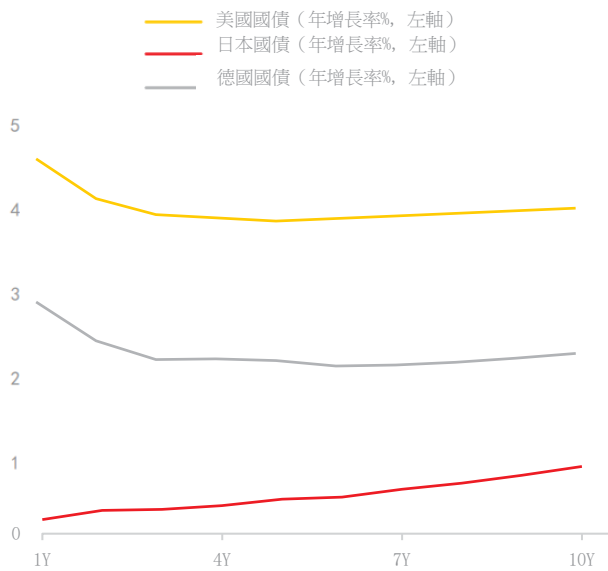
資料來源：彭博社、星展銀行

相較於其他國家，美國勞動力市場表現更加疲弱？



資料來源：彭博社、星展銀行

美國國債和德國國債收益率曲線進一步變陡



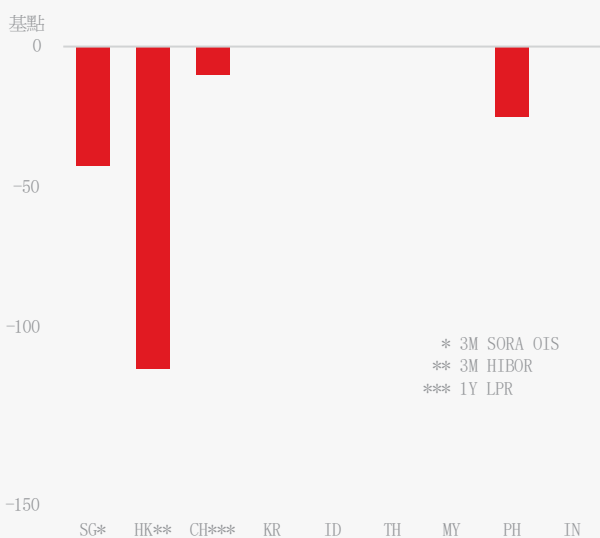
資料來源：彭博社、星展銀行

亞洲利率

人民幣利率：中國政府債券收益率下降，曲線變陡

鑒於疲弱的經濟資料，我們預計在進入第四季度後，中國央行將再次減息並採取財政刺激措施。信貸需求依然疲弱，新增人民幣貸款出現有史以來的首次收縮。在消費通脹較為溫和和生產通脹收縮的情況下，實際融資成本一直居高不下。在外部方面，隨著其他主要央行進入減息週期，基準利率下調的視窗已經出現。中國央行進一步減息造成的人民幣貶值壓力將是可控的。從策略角度來看，我們預計各個期限的中國政府債券收益率均會下降。在借貸情緒疲弱的情況下，央行可能會將過剩的流動性重新分配到債券中。在收益率曲線方面，預計會隨著減息而重回陡峭趨勢。此外，中國政府長期債券的發行仍將足以支撐經濟增長。中國央行的一級市場債券借貸和後續銷售也將有助於債券收益率保持穩定，並維持向上傾斜的中國政府債券收益率曲線。

年初至今政策利率的變化

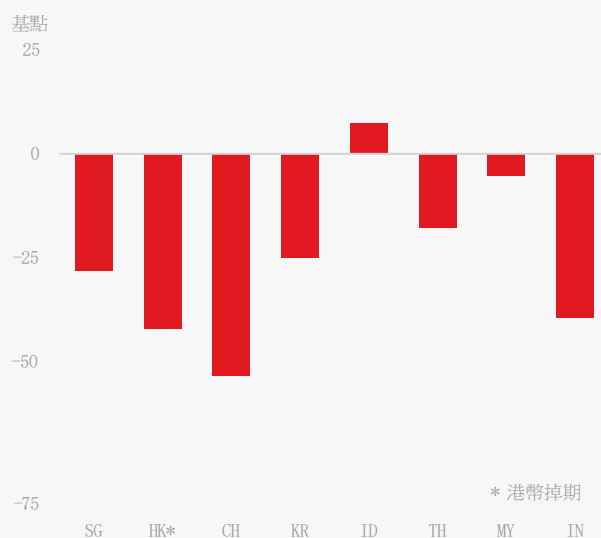


資料來源：彭博社、星展銀行

印尼盾利率：吸引力依然存在

印尼國債（GB）收益率在第四季度可能會以可控的速度下降。由於經濟增長放緩，印尼央行已開始減息。在可自由支配支出下降的情況下，家庭消費可能會有所放緩，製造業PMI的萎縮反映出了工業活動疲弱。大宗商品價格下跌也削減了企業利潤。在財政方面，立法者預計2025年預算赤字將有所縮小，這將有助於控制印尼國債收益率。與早些時候預期的更嚴重的財政平衡惡化相比，政府債券的供應也將縮減。也就是說，與美國國債相比，印尼國債收益率仍然具有吸引力，尤其是在市場普遍預計聯邦基金利率將會下調的情況下。從總回報的角度來看，穩定的貨幣也吸引了投資者。在收益率曲線方面，我們預計陡峭的趨勢將會回歸。

年初至今10年期政府債券收益率的變化



資料來源：彭博社、星展銀行

印度盧比利率：強勁經濟增長長期停頓和通脹擔憂

鑒於印度國債（IGB）在匯率穩定和收益率下降方面的優異表現，我們繼續看好它們。在美國經濟資料疲弱和聯儲局預期減息的背景下，印度盧比利率將進一步下降。其次，在服務和高附加值商品出口保持穩定的情況下，國際收支平衡的改善應有助於控制印度國債收益率。在金融帳戶方面，“中國+1”策略帶來的外商直接投資資金流入，以及將印度國債納入摩根大通全球新興市場多元化政府債券指數（JPM GBI-EM GD Index）帶來的資金流入，應該都會對印度國債收益率的下行壓力起到支撐作用。然而，在印度央行長期暫停利率措施和流動性緊張的情況下，印度國債收益率可能會緩慢下降。通脹仍然令人擔憂。食品價格上升可能會增加提高工資的需求，從而推升核心通脹。此外，消費和資本支出升勢強勁，應該也會促使印度央行開啟適度寬鬆週期。在流動性方面，國庫券發行量有所減少，印度央行已啟動可變利率逆回購操作，以回籠過剩的流動性。收益率曲線可能會變陡。由於新發行的14年期和30年期債券現在被排除在境外投資者有資格投資的證券之外，外國投資者可能會青睞10年期及以下的印度國債。

韓元利率：減息視窗現已打開

我們預計韓國國債收益率會比其他亞洲國家債券面臨更大的下行壓力。由於經濟增長和通脹放緩，韓國央行可能會在第四季度將政策利率下調25個基點。在最近的一次會議上，韓國央行將2024年的經濟增長和通脹預測分別從2.5%和2.6%下調至2.4%和2.5%。全國疲弱的房價（首爾除外）和較低的信貸增長正在推動韓國央行採取更溫和的立場。從外部來看，所預計的聯儲局9月減息，將為韓國央行採取類似舉措打開視窗。聯儲局減息預期幫助美元兌韓元回到1,300-1,350的區間，緩和了輸入型通脹，減輕了對資本外流的擔憂。其他看好因素包括：科技股外資流入增加，以及韓國國債未來可能會被納入富時羅素全球債券指數。

馬來西亞林吉特利率：目前在區間內波動

林吉特利率在上一季度與其他亞洲貨幣利率一同下降。據彭博社報導，這一下降是由於2024年7月外國投資者向馬來西亞債券市場注入了55億林吉特，這是一年來最大的月度資金流入。然而，我們預計馬來西亞政府債券（MGS）收益率不會進一步大幅下降。鑒於在經濟增長勢頭充滿韌性的情況下馬來西亞央行對高通脹保持警惕，我們預計該央行將保持暫停政策利率措施。馬來西亞央行預計2024年下半年通脹率將更高但仍然可控，部分原因是來自6月份柴油補貼的合理化改革。馬來西亞央行繼續預測整體通脹將保持在平均2.0-3.5%的範圍內。我們還預計，馬來西亞的實際國內生產總值增長率將從2023年的3.7%上升至2024年的5.3%，這得益於全球對馬來西亞電子產品出口需求的改善、入境旅遊業的持續復蘇以及有韌性的國內支出。如果市場能夠逆轉其對聯儲局減息的定價，MGS收益率可能會在短期內企穩。

菲律賓比索利率：國債收益率區間震盪繼續保持

菲律賓政府債券（RPG）收益率在過去幾個月大幅下降，與美元利率走勢一致。此外，菲律賓央行也是亞洲（不包括中國央行）第一個在這個週期開始放寬政策的央行。然而，我們認為，許多下跌已經被市場消化，並預計收益率將保持區間震盪。食品和公用事業通脹的上升降低了菲律賓央行實施減息政策的靈活性。在增長方面，淨出口的改善部分抵消了家庭消費的短缺。因此，央行不太可能通過過早放鬆利率來刺激經濟。保持穩定的比索利率仍然是菲律賓央行的首要任務。在財政方面，較高的政府債務佔GDP比率和持續的基礎設施支出也可能對政府債券收益率產生適度的上行壓力。

新加坡元利率：更寬鬆的流動性和聯儲局減息開始起效

隨著聯儲局寬鬆政策的實施，短期新元利率開始走低。有兩個因素需要考慮。首先，美元在過去幾個月大幅走弱，使得投資者進一步將目光轉向亞洲資產。此外，新元名義有效匯率（NEER）一直表現強勁，表明有資金流入新加坡。在此背景下，我們注意到，儘管聯儲局直至9月中旬之前都保持利率不變，但新元的流動性變得更加充裕，推動新加坡金融管理局票據、短期國庫券（T bills）和新加坡隔夜平均利率（SORA）定價走低。這代表新元利率在良性金融市場環境下走低的第一階段。其次，聯儲局減息的幅度最終將決定短期新元利率會穩定在什麼位置。假設在2025年底前，聯儲局將利率降至3%，且新加坡金融管理局將新元名義有效匯率區間的斜率降至1%以下，我們就有理由預計短期新元利率將穩定在2.0-2.5%的範圍內。

泰銖利率：大幅下降的空間較為有限

泰國央行連續第八次會議（8月舉行）保持其政策利率，但表示正在監測信貸資產品質惡化和有所收緊的財務狀況。而同樣出現的是更好的週期性增長前景預期。遊客支出有所回升，尤其是在CNYTHB交叉盤走弱的情況下。在個人消費增長的持續支持下，政府支出將迅速到位。然而，信貸資產品質已經惡化，泰國央行強調需要密切監測對借貸成本的影響，因為這可能會損害經濟活動。如果經濟前景發生變化，央行仍保留了一定的靈活性來調整利率。即使存在一些減息的空間，考慮到絕對收益率並沒有那麼高，我們也不應預期泰銖利率會像聯儲局那樣採取激進的減息週期。

利率預測

	2024				2025				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
美國	3M SOFR OIS	5.30	5.32	4.75	4.38	3.88	3.38	2.88	2.88
	2Y	4.62	4.73	3.70	3.60	3.50	3.40	3.35	3.35
	10Y	4.20	4.39	3.80	3.85	3.85	3.90	3.95	4.00
	10Y-2Y	-42	-34	10	25	35	50	60	65
日本	3M TIBOR	0.26	0.31	0.45	0.50	0.65	0.65	0.90	0.90
	2Y	0.19	0.36	0.50	0.55	0.70	0.80	0.90	0.95
	10Y	0.73	1.06	1.10	1.10	1.05	1.05	1.05	1.05
	10Y-2Y	54	70	60	55	35	25	15	10
歐元區	3M EURIBOR	3.91	3.71	3.45	3.20	3.05	3.05	3.05	3.05
	2Y	2.85	2.89	2.65	2.60	2.60	2.50	2.50	2.50
	10Y	2.30	2.56	2.50	2.45	2.45	2.40	2.40	2.40
	10Y-2Y	-55	-33	-15	-15	-15	-10	-10	-10
印尼	3M JIBOR	6.93	7.18	7.10	6.85	6.60	6.10	6.10	6.10
	2Y	6.43	6.81	6.65	6.50	6.35	6.20	6.20	6.20
	10Y	6.69	7.08	6.85	6.75	6.65	6.55	6.55	6.55
	10Y-2Y	27	27	20	25	30	35	35	35
馬來西亞	3M KLIBOR	3.59	3.59	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
	3Y	3.49	3.53	3.35	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
	10Y	3.85	3.86	3.75	3.65	3.65	3.55	3.55	3.55
	10Y-3Y	36	33	40	40	40	30	30	30
	2Y	6.04	6.21	6.00	5.85	5.65	5.30	5.30	5.30
新加坡	10Y	6.23	6.66	6.15	6.05	5.90	5.65	5.65	5.65
	10Y-2Y	19	45	15	20	25	35	35	35
	3M SORA OIS	3.62	3.58	3.25	3.08	2.78	2.48	2.28	2.28
	2Y	3.45	3.34	2.40	2.30	2.35	2.35	2.30	2.30
	10Y	3.11	3.21	2.40	2.50	2.50	2.55	2.60	2.70
10Y-2Y	-34	-13	0	20	15	20	30	40	

%，期末，2年期和10年期國債收益率，息差基點

*掉期利率

資料來源：CEIC經濟資料庫、彭博社、星展銀行

		2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
泰國	3M BIBOR	2.65	2.65	2.60	2.60	2.55	2.55	2.55	2.55
	2Y	2.16	2.34	2.20	2.10	2.05	2.05	2.05	2.05
	10Y	2.50	2.67	2.60	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	10Y-2Y	34	33	40	40	45	45	45	45
中國大陸	1Y LPR	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.05	3.05	3.05
	2Y	1.91	1.66	1.50	1.45	1.40	1.40	1.35	1.35
	10Y	2.30	2.21	2.20	2.10	2.05	2.05	2.00	2.00
	10Y-2Y	39	55	70	65	65	65	65	65
中國香港 特別行政區	3M HIBOR	4.72	4.75	4.05	3.78	3.38	2.88	2.38	2.38
	2Y*	4.28	4.22	3.15	3.00	2.90	2.80	2.75	2.75
	10Y*	3.84	3.77	3.15	3.20	3.25	3.30	3.35	3.40
	10Y-2Y	-44	-44	0	20	35	50	60	65
韓國	3M CD	3.63	3.60	3.60	3.35	3.10	2.85	2.60	2.60
	3Y	3.32	3.18	3.00	2.85	2.70	2.55	2.40	2.40
	10Y	3.40	3.26	3.08	2.98	2.88	2.78	2.68	2.68
	10Y-3Y	8	8	8	13	18	23	28	28
印度	3M MIBOR	7.48	7.31	7.15	6.90	6.65	6.45	6.45	6.45
	2Y	7.03	6.99	6.75	6.50	6.40	6.30	6.30	6.30
	10Y	7.06	7.02	6.85	6.75	6.65	6.55	6.45	6.45
	10Y-2Y	3	3	10	25	25	25	15	15

%，期末，2年期和10年期國債收益率，息差基點

資料來源：CEIC經濟資料庫、彭博社、星展銀行

*掉期利率

短期走高

2024年第4季度
全球信貸

在政策轉向初期，最佳選擇仍然是A/BBB級信貸，採用存續期
杠鈴策略，即通過1-3年期信貸降低再投資風險，以及通過7-10
年期信貸獲得風險溢價和收益率息差壓縮。美國抵押支持債券
和歐洲信貸有望提供強勁的價值投資機會。



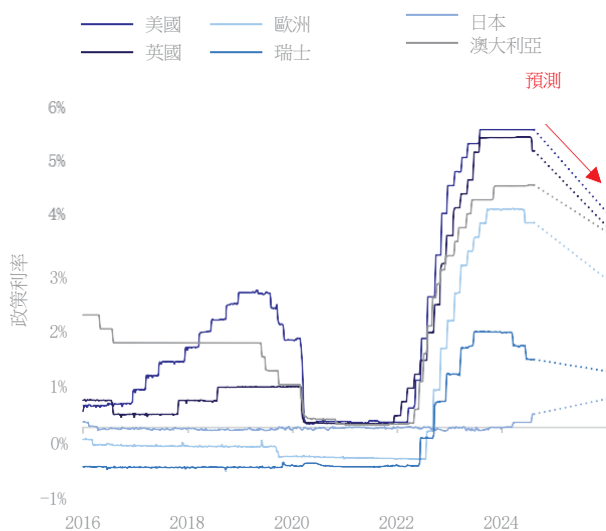
08. 全球信貸

何均倫，CFA
策略師

回到現實。繼利率持續上升近兩年後，聯儲局宣佈了疫情危機以來的首次減息，債券市場想必都集體鬆了一口氣，且此次減息幅度達到50個基點。我們為2024第三季度信貸展望起了一個十分貼切的標題“轉捩點”。當時我們就已意識到，經濟會在下半年開始走弱，我們也提出了相應的策略，即固定收益投資者應延長投資期限。此外，由於利率不再高企，固定收益投資者還應更積極地將現金投入到債券中，以降低再投資風險。展望未來，鑒於市場預測發達國家的央行政策利率在2025年底前仍保持下行趨勢，這一展望在今天仍然非常重要，甚至更加重要。

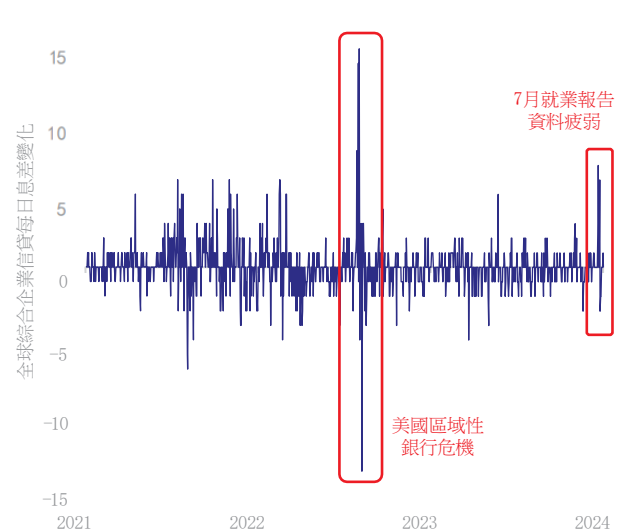
經濟放緩對利率有利，但對信貸不利。在全球經濟疲弱的情況下，各國央行降低政策利率確實給信貸投資者帶來了一些困境；那麼，隨著經濟增長普遍放緩，是否會不可避免地出現信貸壓力？隨著通脹力量開始消退，更重要的是，美國就業資料開始走弱（7月失業率略高於聯儲局自己預估的4.2%的長期失業率），在轉入2024年下半年之際，債券市場就已預見到了這一結果。每日信用息差波動率曾一度飆升至2023年美國區域性銀行危機以來的最高水平，隨後因對經濟衰退的擔憂逐漸消散，市場才恢復平靜。這種快速飆升揭示了債券投資者更普遍的擔憂之一，即由於當前息差仍略高於其多年來來的緊縮水平，可能不足以補償債券持有人的信用風險。

成熟經濟體整體下調利率預測



來源：彭博社、星展銀行

信用息差壓力創2023年銀行危機以來新高



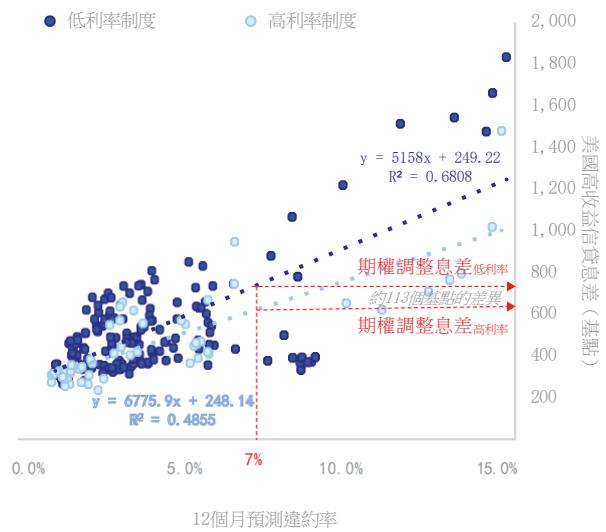
來源：彭博社、星展銀行

信用息差收窄的正當理由。這種擔憂當然並非意料之外。但我們希望重申，除了疫情後看到政府信譽（下降）和企業信譽（上升）存在差異之外，在當前制度下，還有幾個根本原因可以解釋為什麼收窄企業息差是合理的；我們在 2024 年第二季度信貸展望中提及過這種公私二分法。

首先，據觀察，在高利率制度下，高收益信貸息差往往趨於收緊。從概念上講，較高的無風險利率為經濟衰退期間的回報提供了緩衝，因為如果出現意外的經濟衰退，各國央行會擁有更多的減息空間，從而可以有效降低持有企業信貸的風險溢價。另一方面，低利率制度幾乎沒有給減息留出空間，投資者將要求擴大息差，以在經濟衰退期間彌補下降的預期回報。美國高收益信貸息差與 12 個月預測違約率的簡單回歸分析表明，對於相同的預期違約率（以 7% 作為參考），在利率較高的情況下，公允價值息差會更窄（收窄約 113 個基點）。因此，由於利率下降可能會緩和經濟衰退期間息差擴大帶來的影響，如今的高收益信貸息差估值可能並不像最初想像中的那麼高。

同樣的收窄，原因卻不同。由於其他原因，投資級信貸息差相對於歷史平均水平也表現出類似的收窄現象。我們認為，聯儲局在疫情危機期間對信貸市場採取了非常規干預措施後，投資級信貸的風險在結構上已有所降低；該措施即是，為應對 2020 年公司債券市場的嚴重混亂，啟動了一級市場企業信貸工具（PMCCF）和二級市場企業信貸工具（SMCCF）。雖然這些工具已經到期，但市場現在意識到，如果有必

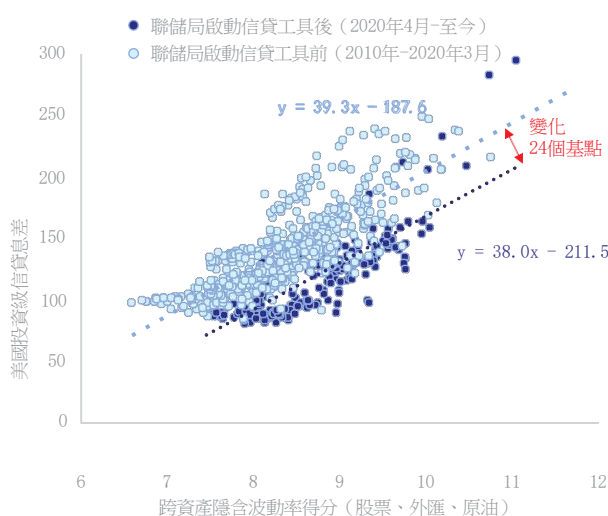
在高利率制度下，高收益信貸息差收窄是正常現象



來源：彭博社、穆迪投資者服務公司、星展銀行
注：高利率制度定義為 10 年期美國國債利率大於 3.5% 的時期

要的話，聯儲局不僅有可能干預國債/抵押貸款支持證券，還有可能干預公司債券，聯儲局現對投資級信貸也存在“看跌期權”。為了量化這種“看跌期權”的價值，我們對美國投資級信貸息差與跨資產隱含波動率得分（包括股票、外匯和原油）進行了回歸分析，我們注意到，相對於風險，息差呈現出平行下降趨勢，即在更廣泛的市場不確定性相同的情況下，自聯儲局啟動信貸工具以來，美國投資級信貸息差目前收窄了約 24 個基點。

聯儲局在信貸中的“看跌期權”降低了風險溢價



來源：彭博社、星辰銀行
注：隱含波動率得分是股票、外匯和原油波動率的等權對數函數。

到目前為止，企業尚未面臨更高的再融資利率



來源：彭博社、星辰銀行

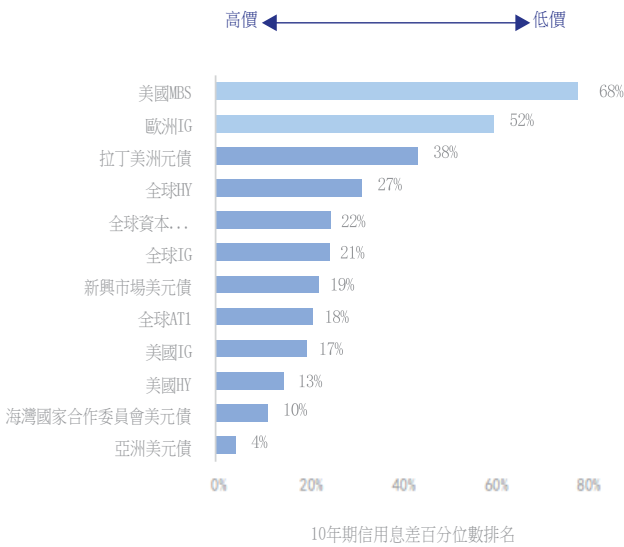
息差風險低並不意味著沒有息差風險。因此，公允價值息差較低並不意味著投資者在投資信貸時應不加以鑒別地冒險。經濟疲弱往往會給投資級和高收益信貸市場帶來不同的結果。高收益信貸市場的風險無疑更加明顯，在經濟放緩的情況下，違約和重組可能會損害該市場的總回報，而投資級信貸則不必那麼擔心這類違約的即時性，因為這些公司擁有更強勁的資產負債表和更好的融資管道，使其能夠更好地抵禦經濟放緩。

說到融資，我們也意識到，在最近的加息週期之後，這是近40年來企業首次面臨更高的再融資成本。

自上世紀80年代中期以來，信貸收益率普遍呈現出低於10年移動平均線的趨勢，這意味著在過去40年裡經營的大多數公司中，直至今日其平均再融資成本都普遍有所下降。因此，我們傾向於繼續保持A/BBB級信貸的品質（強勁的BB級信貸除外），同時時間會證明，是否有公司最終會因利息負擔過重而面臨過度的利潤壓力。

將貝塔值轉化為阿爾法值。儘管我們相信，在利率下降的時代，大多數固定收益市場也能表現良好，但之前討論過的息差收窄環境最終仍迫使我們作為投資者在債券市場中篩選高價值債券。有兩個市場在要求不高的息差估值中脫穎而出，分別是（a）美國抵押貸款支持證券和（b）歐洲投資級信貸。

抵押貸款支持證券和歐洲信貸仍處於歷史低位



來源：彭博社、星辰銀行

不同固定收益回報概況。抵押貸款支持證券息差仍處於歷史最低水平，這可能是由於（a）聯儲局在量化緊縮政策下減持其持有的抵押貸款支持證券；（b）鑒於商業地產行業疲弱，商業抵押貸款支援證券面臨週邊問題。這使其成為了債券市場中為數不多投資者通過承擔政府相關風險仍能獲得接近5%收益率的領域之一，尤其是在嚴重危機時期，機構抵押貸款支持證券優先成為聯儲局的政策工具。誠然，此類工具的特性意味著在利率下降的環境下獲得資本收益的可能性較小（借款者傾向於以較低的利率進行抵押貸款再融資），但我們認為，目前機構抵押貸款支援證券較高的絕對收益率足以補償投資者的提前還款風險。

冒險跨越大西洋，獲得更好的息差。歐洲投資級信貸也出現類似的低估值。信用息差指數長期以來一直低於美國同類指數，這可能是由於（a）自全球金融危機以來，歐洲央行一直採取較為鴿派的政策；（b）歐洲央行較早干預企業債券市場。如今情況正好相反，歐洲投資級信貸息差（i）總體上大於美國投資級信貸息差；（ii）交易價格與10年平均水平一致，而大多數其他信貸市場的息差仍處於歷史高位。

歐洲信用息差估值不高



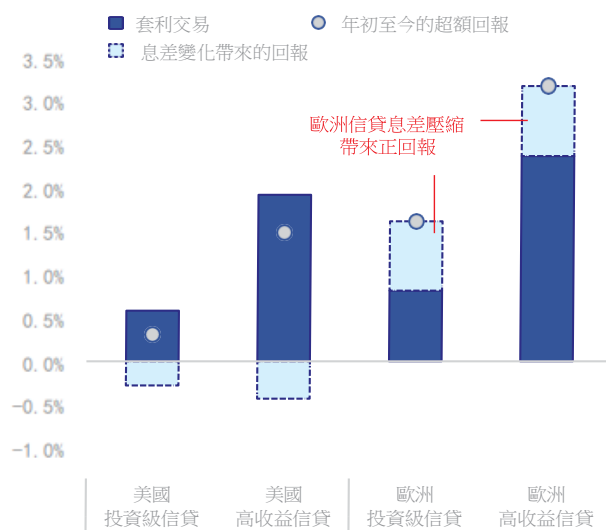
來源：彭博社、星辰銀行

歐洲息差壓縮提高了信貸回報。 儘管如此大的息差可能預示著歐洲經濟將進一步放緩，但我們注意到，息差擴大不僅有助於提升套利交易，而且歐洲息差的廣泛壓縮還令歐洲投資級和高收益信貸市場表現強勁，在2024年初至今都優於美國同類市場。我們認為，隨著政策利率繼續下降，追求收益的心態會死灰復燃，而且這種勢頭可能會持續下去。

對沖收益帶來的額外收益。 除了估值不高之外，以美元為基礎的歐洲信貸投資者還有額外的收益來源。由於聯儲局和歐洲央行過去兩年的政策差異（聯儲局整體上更為鷹派），當現金流換回以美元計算時，以歐元計價的信貸可能會出現超過100個基點的上升。值得注意的是，根據期貨市場定價，政策差異預計會縮小，這種增量對沖收益可能會隨著時間的推

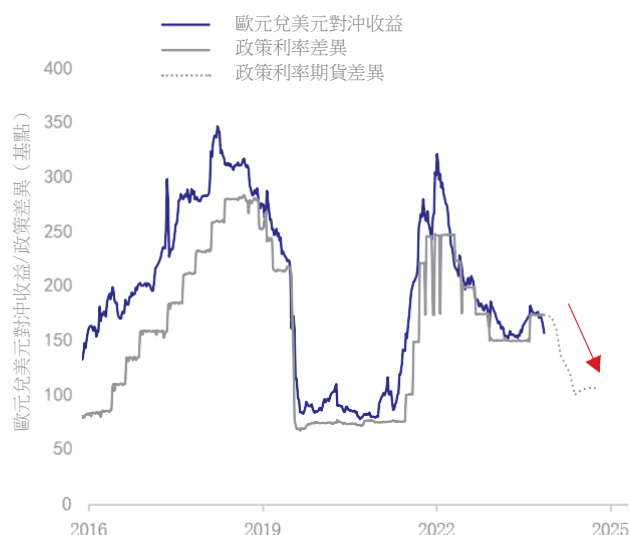
移而減少；因此，投資者應趁此機會抓住這些優勢。杠鈴存續期策略仍然適合減息週期。自2024下半年以來，我們一直建議採用存續期杠鈴策略，重點關注固定收益投資組合中的兩個超大頭寸：（a）1-3年期信貸，利用加息週期的轉變將現金再投資風險降至最低；（b）7-10年期信貸，擴大信用息差溢價並提高對減息週期的價格敏感性。這一策略仍然非常重要，值得注意的是，1-3年期信貸肯定能帶來正回報，而無論利率最終走向如何，7-10年期信貸的風險回報似乎都是可觀的。

歐洲息差走高緩衝了年初至今的回報



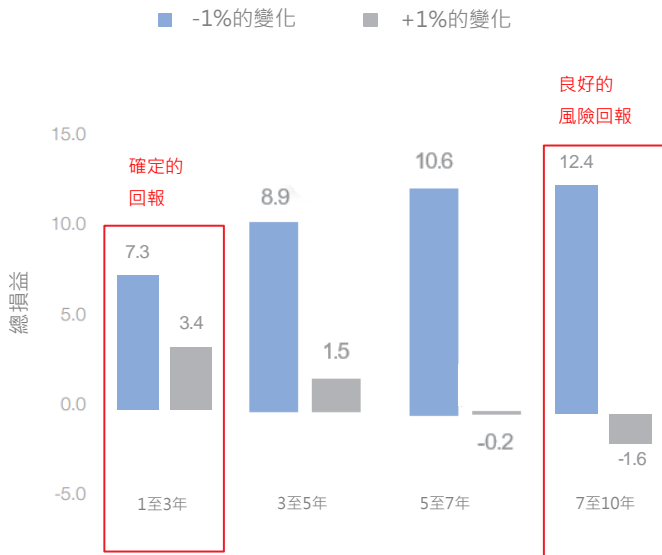
來源：彭博社、星展銀行

利用歐洲信貸的外匯對沖收益盈利



來源：彭博社、星展銀行

維持1-3年期和7-10年期信貸存續期杠鈴策略

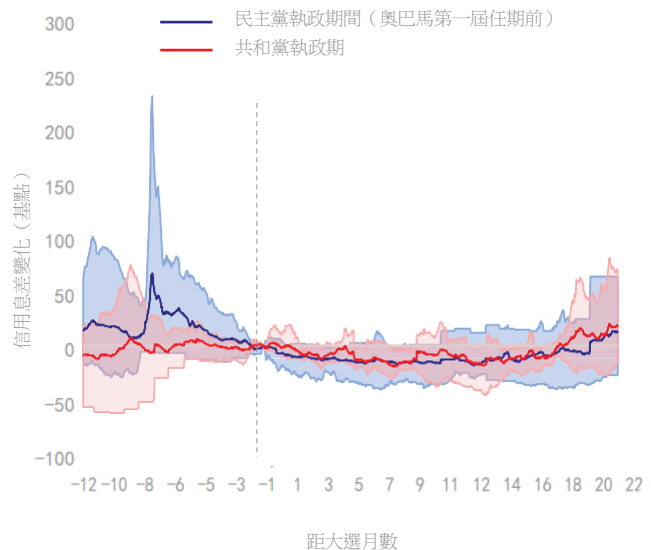


來源：彭博社、星展銀行

總而言之，隨著我們從暫停週期過渡到減息週期，債券投資者應繼續從現金轉向固定收益。依然有資料表明，軟著陸觀點仍然存在，全球各國央行也有足夠的理由開始下調政策利率。投資者需要保持A/BBB級的品質信貸，並且只在BB+級信貸中選擇有可能抵禦增長放緩的信貸。在日益昂貴的市場中，熟練的投資者可以在美國抵押貸款支持證券和歐洲信貸市場中尋求價格合理的固定收益證券。投資組合期限應採用杠鈴策略，增持（a）1-3年期信貸，以將現金再投資風險降至最低，以及（b）7-10年期信貸，以充分利用擴大的息差和利率敏感性。如果持倉得當，債券投資組合將能很好地應對政策週期的轉變，但需要注意的是，未來可能不容易再出現如今的高收益率。

談談美國大選。 如果我們不提及2024年第四季度的突出風險事件——美國總統大選，那可就太失職了。從數量上看，首先需要注意的是，信用息差在共和黨和民主黨執政期間內差異並不大；這是直觀觀察的結果，因為其他因素（企業資產負債表實力、盈利能力、貨幣政策、資金流動性等）對息差有著更大、更直接的影響。有趣的是，在兩黨執政期間，息差在大選後的12個月內均呈現出下降趨勢，這可能是因為市場擺脫了四年一度的關鍵風險事件。因此，信貸投資者不應將對大選的過度擔憂歸咎於其固定收益投資組合。

大選後信用息差表現良好

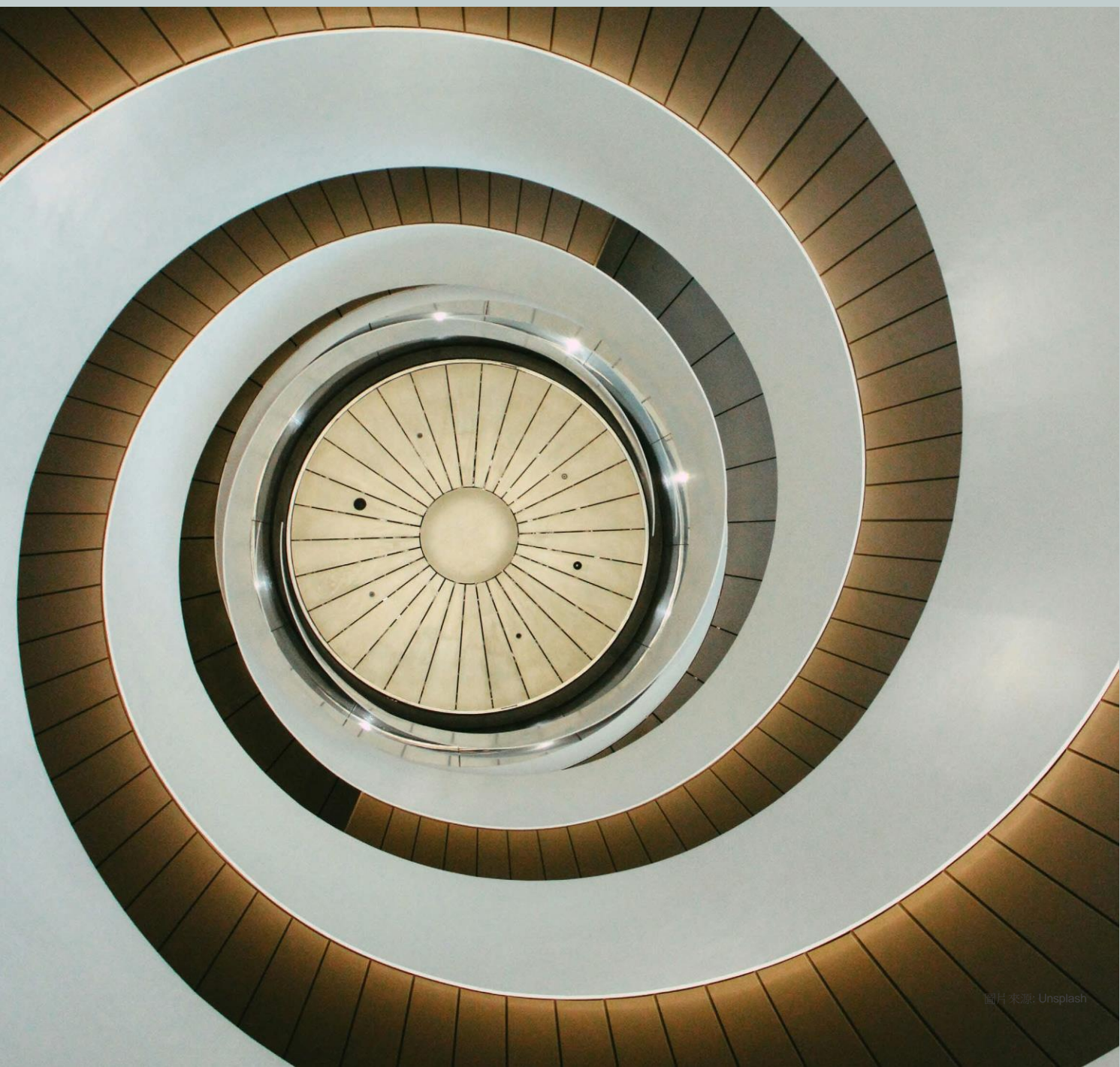


來源：彭博社、星展銀行

美元將重歸疲弱

2024年第4季度
全球貨幣

在下一屆美國總統任期內，美元指數（DXY）可能會跌破100，這主要受聯儲局（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。



09. 全球貨幣

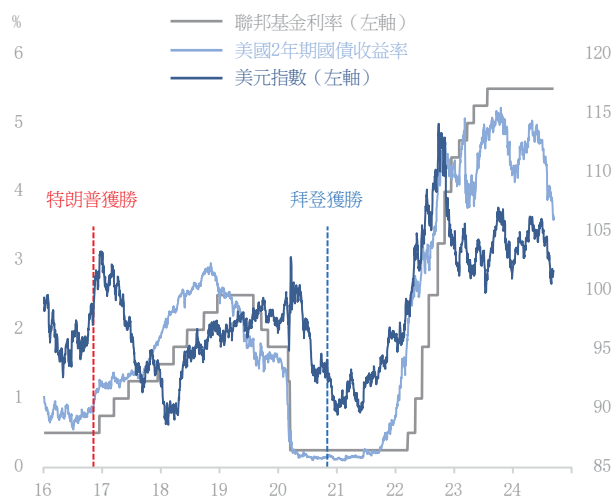
黃鯨誠
策略師

張偉亮
策略師

現在，是時候開始考慮美元重回貶勢的議題了。2022年1月至9月，聯儲局為控制數十年來的高通脹而激進加息，美元指數飆升超過20%，達到115點。自2022年12月以來，在聯儲局“利率維持於高位更長一段時間”的立場和美國經濟異常增長的支撐下，美元指數在100-107區間的下緣盤整。在2024年第三季度，聯儲局對通脹壓力放緩的信心增強，並於9月開啟減息週期（將利率下調50個基點），以避免美國勞動力市場進一步降溫。除非全球經濟和金融市場受到衝擊，否則我們預計美國經濟增長將從今年的2.3%降至2025年的1.7%，聯儲局將進一步減息200個基點至3%，美元指數將在未來12-15個月內跌至100以下。

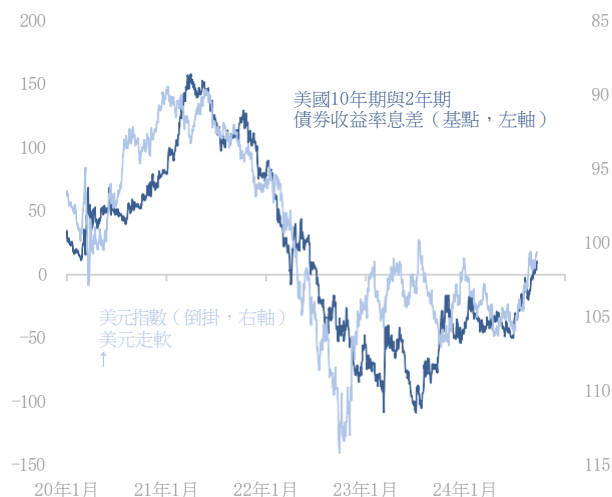
我們不會因2024年11月5日美國總統選舉的結果，而對美元的影響進行一概而論的判斷，即如果共和黨候選人唐納德·特朗普獲勝，美元會走強，或者如果副總統卡瑪拉·賀錦麗獲勝，美元就會走弱。與2017年和2021年不同，下一屆總統任期將於2025年開始，屆時聯儲局將進入寬鬆週期，而非加息週期。在過去兩屆總統任期內，美國聯邦債務從20萬億美元激增至33萬億美元，這將對即將上任的政府的經濟政策產生限制。然而，特朗普的保護主義政策對全球經濟構成了更大的威脅。除非存在地緣政治衝擊，否則賀錦麗的總統任期應該對作為世界經濟增長重要引擎的新興亞洲更為有利，並使亞洲貨幣從中受益。

美國總統選舉後，美元指數面臨聯儲局減息週期的壓力



資料來源：彭博社、星展銀行

正向且陡峭的美國債券收益率曲線應會削弱美元



資料來源：彭博社、星展銀行

歐洲貨幣

與聯儲局為避免美國勞動力市場進一步降溫而減息相比，歐洲央行因歐元區通脹下降而減少減息，歐元作為去美元化貨幣應因此受益。

得益於更穩定的政治格局、加速的英國經濟復蘇以及與歐盟的關係有望回暖，英鎊的前景已經有所改善。



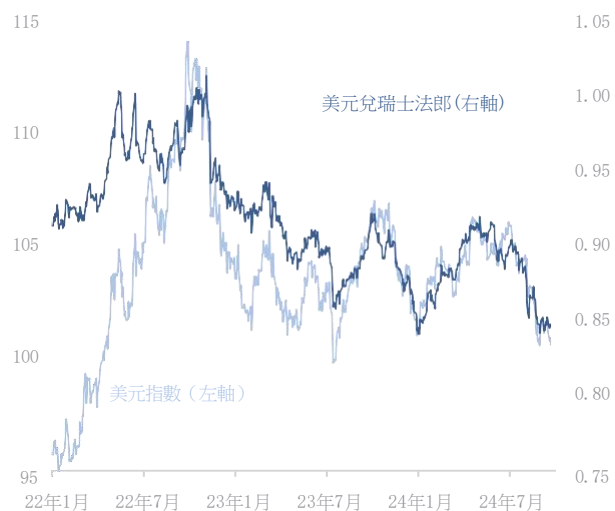
資料來源：彭博社、星展銀行



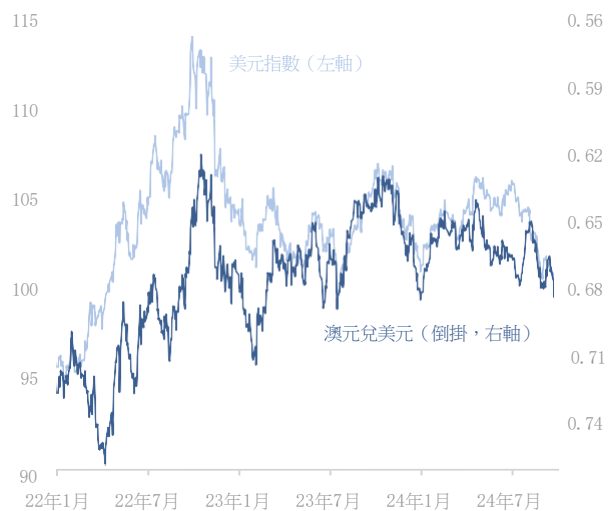
資料來源：彭博社、星展銀行

聯儲局減息週期對美元造成下行壓力，而瑞士國家銀行可能會緩和聯儲局減息對瑞士法郎造成的升值壓力。

由於亞洲貨幣走強，澳元應會突破今年的0.64-0.68區間，但仍會面臨日元套息交易平倉和澳大利亞央行明年推遲減息帶來的波動。



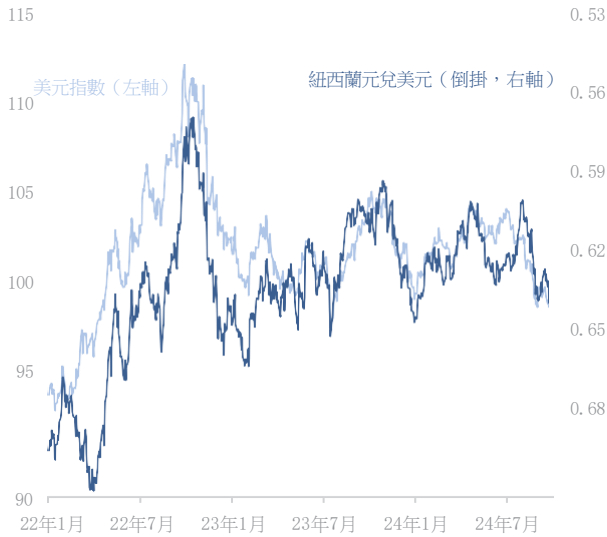
資料來源：彭博社、星展銀行



資料來源：彭博社、星展銀行

在相對較為強勁的亞洲貨幣和亞洲經濟復蘇的帶動下，預期紐西蘭元兌美元將突破今年介於 0.5850 至 0.6330 的區間。

隨著加拿大央行（BOC）與 Fed 同步進入減息迴圈，預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：彭博社、星辰銀行



資料來源：彭博社、星辰銀行

到 2025 年，日元將在聯儲局進一步減息和日本央行進一步加息的推動下持續復蘇，讓市場對日元套息交易的進一步平倉保持警惕。

美元走弱下的人民幣復蘇，應仍會受到中國疲弱的國內經濟和美中持續競爭的壓抑。

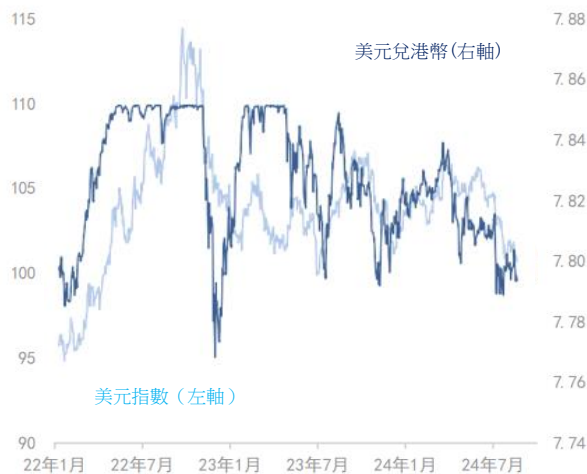


資料來源：彭博社、星辰銀行



資料來源：彭博社、星辰銀行

美元兌港幣應該會重複過去增長的先例，即在聯儲局減息週期中進入7.75-7.85匯率區間的下半部分。



資料來源：彭博社、星展銀行

東北亞貨幣的波動、與美元之間逐步縮小的息差、對技術產品出口的積極需求，都推動了韓元的復蘇。



資料來源：彭博社、星展銀行

作為價格接受者的美元兌新加坡元進入較低的1.20-1.32區間，即2011-2014年的後全球金融危機區間，而美元指數則是繼續貶值至90-100區間。



資料來源：彭博社、星展銀行

同歷史一樣，在聯儲局開啟減息週期後，全球投資者開始搶購印尼股票和債券，印尼盾隨之走升。



資料來源：彭博社、星展銀行

馬來西亞林吉特走勢發生了令人印象深刻的逆轉，成為亞洲表現最好的貨幣，而這得益於安瓦爾政府吸引外國投資的外交努力。



資料來源：彭博社、星展銀行

由於與美國的息差收窄、泰國經濟在旅遊業和出口復蘇的帶動下達到潛在增長，美元兌泰銖匯率可能貶至新冠疫情後 30-38 區間的下半部分。



資料來源：彭博社、星展銀行

影響菲律賓比索的主要因素並非國內政治或地緣政治，而是在美元走弱的情况下，該國經濟強勁的中期增長和穩健的經濟政策。



資料來源：彭博社、星展銀行

越南盾將努力在吸引外商投資和在“中國+1”戰略的競爭對手中保持競爭力之間取得平衡。



資料來源：彭博社、星展銀行

美元的疲弱、資本流入創下歷史新高的印度股市，以及印度政府債券被納入一些全球債券指數，這些應該都能夠體現在被低估的印度盧比的幣值上。



資料來源：彭博社、星展銀行

星展銀行貨幣預測

匯率, 期末							
	9月18日	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國大陸	7.0810	7.08	7.04	7.00	6.98	6.94	6.90
中國香港	7.7930	7.79	7.79	7.78	7.78	7.77	7.77
印度	83.756	83.7	83.4	83.0	82.7	82.3	82.0
印尼	15335	15320	15190	15070	14950	14820	14700
馬來西亞	4.2435	4.25	4.20	4.20	4.15	4.15	4.10
菲律賓	55.732	55.7	55.2	54.7	54.2	53.7	53.2
新加坡	1.2952	1.29	1.29	1.28	1.28	1.27	1.27
韓國	1324	1320	1310	1290	1280	1260	1250
泰國	33.361	33.3	33.2	33.0	32.8	32.7	32.5
越南	24629	24610	24490	24370	24250	24120	24000
澳大利亞	0.6764	0.68	0.68	0.69	0.70	0.70	0.71
加拿大	1.3605	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31
歐元區	1.1119	1.11	1.12	1.13	1.14	1.14	1.15
日本	142.29	142	140	137	135	132	130
紐西蘭	0.6209	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.65
瑞士	0.8462	0.85	0.84	0.84	0.84	0.83	0.83
英國	1.3214	1.32	1.33	1.34	1.34	1.35	1.36
美國	100.596	100.5	99.9	99.3	98.7	98.1	97.5

澳大利亞、歐元區、紐西蘭和英國為直接報價。



選擇性投資

2024年第4季度
大宗商品

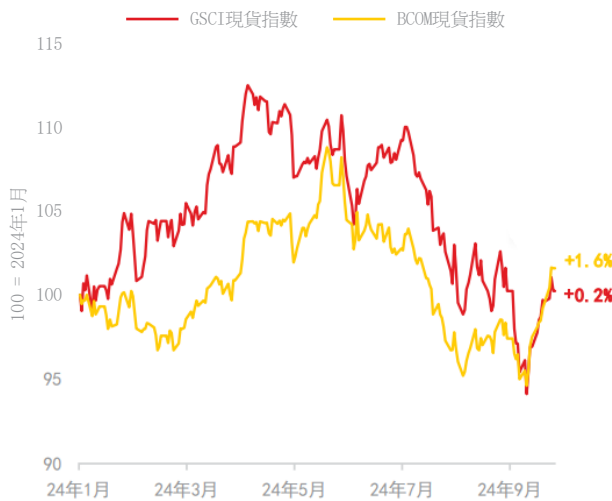
在全球經濟增長勢頭放緩和供應擔憂的雙重影響下，大宗商品回吐了上半年的大部分升幅。選擇性投資能源、工業金屬和農產品。

10. 大宗商品

吳俊勇
分析師

進一步，退兩步。在上個季度的報告中，我們詳細介紹了大宗商品綜合體的復蘇。然而，這種復蘇並未持續太久。在第三季度中，大宗商品指數漸趨下跌，回吐了今年早些時候的升幅。年初至今（截至9月25日），彭博商品指數和高盛商品指數分別上升1.6%和 0.2%。這種表現不佳的情況可能源於宏觀因素；西方國家和中國的經濟增長勢頭都在放緩，再加上中國在三中全會期間並未宣佈新的政策刺激，這在很大程度上削弱了上半年推動大宗商品上升的市場亢奮情緒。

大宗商品在2024年第3季度回吐了年初至今的大部分升幅

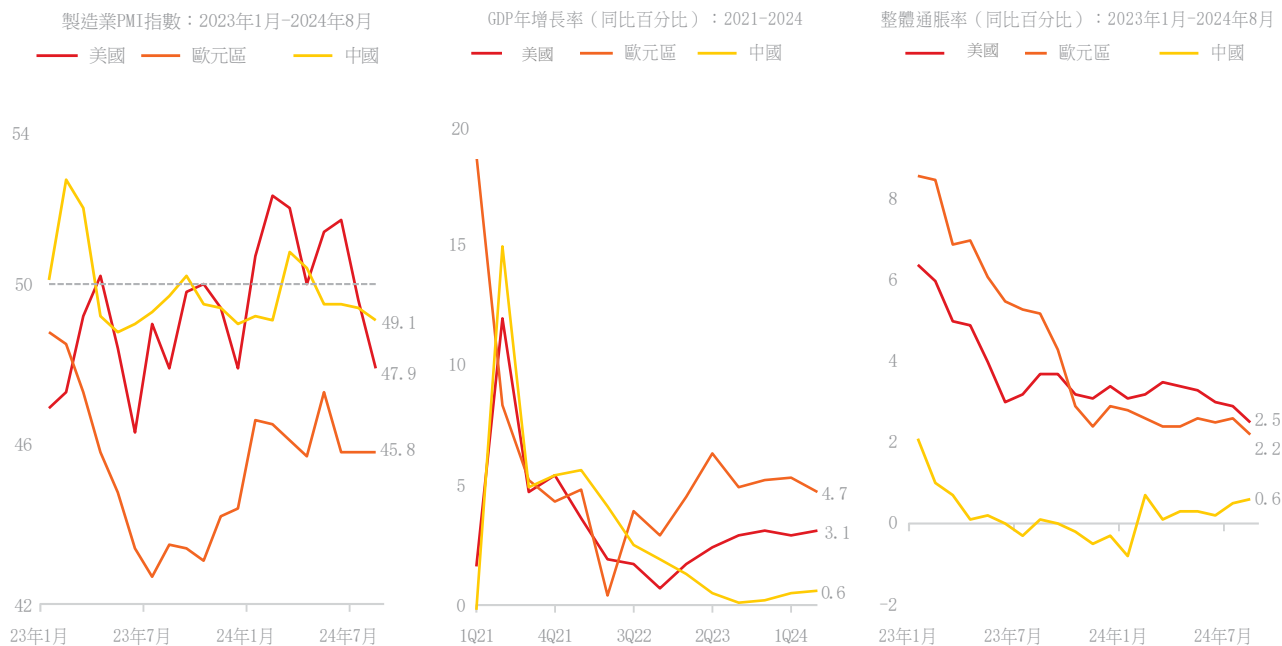


來源：彭博社、星展銀行

宏觀環境依然疲弱。製造業方面，美國在七月出現了七個月以來的首次收縮，並在八月繼續進一步下降。歐洲製造業PMI指數已連續26個月低於50，中國製造業活動依舊不溫不火，到八月已連續四個月處於收縮狀態。就GDP增長而言，主要的下行意外是中國，其2024年第二季度GDP同比增長4.7%，低於市場5.1%同比增長的預期。這在短期內削弱了大宗商品需求的前景，因為中國是全球多數大宗商品的最大的消費國。通脹資料也表明，全球經濟增長勢頭正在放緩，三大中心區域的通脹資料自今年年初以來均出現下降或停滯。此外，美國勞動力市場七月大幅降溫，當月非農就業人數（11.4萬人）遠低於預期（17.5萬人）。

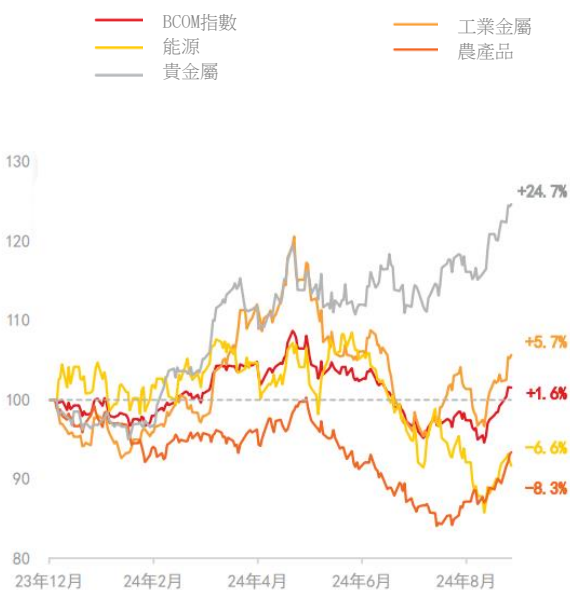
唯一表現優異的是貴金屬。若細分大宗商品子資產類別的表現，我們可以看到，貴金屬的表現突出，其年初至今的回報率高達24.7%（截至9月25日），這主要是由於在地緣政治風險加劇和聯儲局即將減息的背景下，黃金和白銀表現強勁。工業金屬上半年升幅放緩，年初至今僅小幅上升了5.7%，而在市場擔憂供應是否充足的影響下，能源和農產品分別下降了8.3%和6.6%。

宏觀指標進一步降溫



來源：彭博社、星展銀行

大宗商品子資產類別年初至今的表現

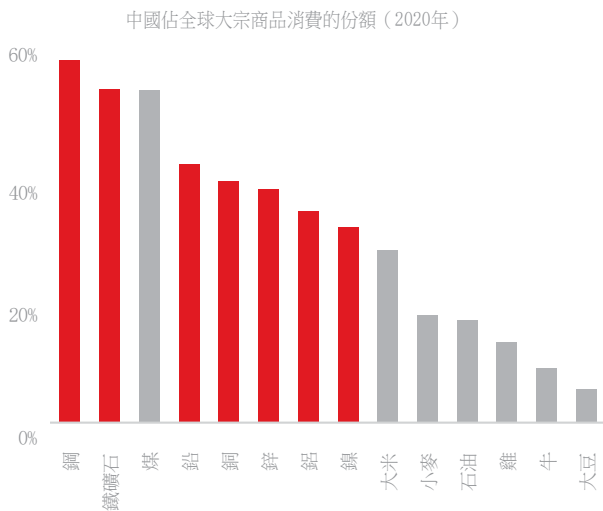


來源：彭博社、星展銀行

工業金屬

近期形勢喜憂參半。中國是全球最大的大宗商品消費國，尤其是金屬。中國對鋼和鐵礦石的需求分別佔世界需求的59%和54%，對鎳、鋁、鋅、銅和鉛的需求約佔世界需求的30%到45%。從表面上看，金屬的前景將與中國的增長趨勢密切相關。中國最近的GDP增長未達預期，再加上疲弱的房地產行業缺乏新的政策刺激，可能會在短期內打壓金屬價格。

中國是全球金屬最大消費國



來源：《交通運輸地理學》、星辰銀行

從歷史上看，銅價曾因減息而上升

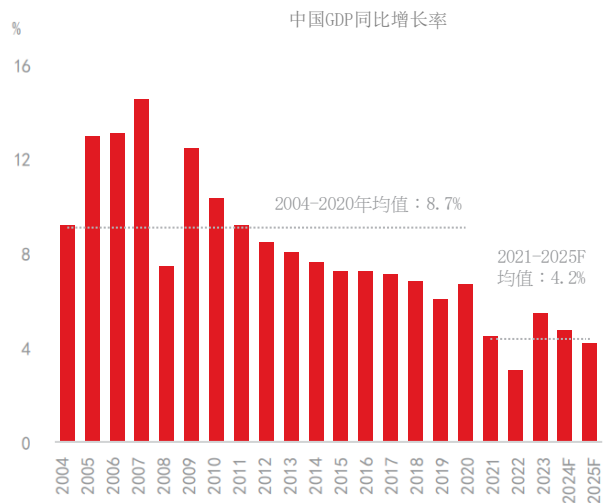


來源：彭博社、星辰銀行

不過，由於聯儲局最近轉向鴿派立場，可能會抵消這一消極勢頭（至少是部分抵消），這可能會對金屬需求起到整體的推動作用，尤其是銅等利率敏感的金屬。從下面的銅價走勢圖可以看出，銅價通常會隨著聯儲局的減息週期而上升，雖然上升會比減息週期滯後。

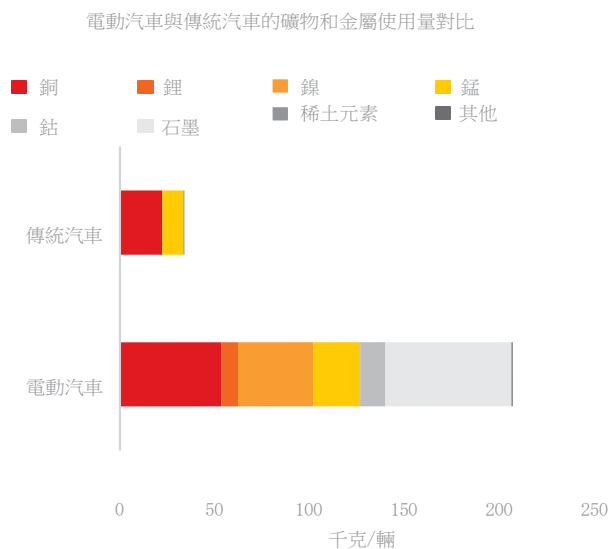
長遠來看將部分而非統一上升。雖然工業金屬的短期前景尚不明朗，但從長遠來看，受脫碳以及製造業回流和友岸外包復蘇的推動，其前景無疑一片光明。然而，需要注意的是，與本世紀初金屬價格普遍上升的情況有所不同，未來我們可能會看到整體金屬領域中出現更有針對性和選擇性的上升。這是由於中國GDP增長正在放緩；我們可能會看到增長率從2004至2020年間的8%以上放緩至4%區間。

中國GDP增長放緩的時代



來源：彭博社、星辰銀行

電動汽車使用的銅和電池金屬明顯多於傳統汽車



來源：國際能源署

房地產行業轉型將不利於黑色金屬和鋁。中國將重點從房地產行業轉移，將會對黑色金屬產生淨負面影響。這並不意外，因為中國約60%的粗鋼需求是由建築業推動的。鋁也將在一定程度上受到負面影響，因為鋁也有約25%的最終用途來自於建築業。對銅和電池金屬的淨影響應該很小，因為不斷增長的電動汽車（EV）出口量以及可再生能源基礎設施（如太陽能電池板和風力渦輪機）項目應能抵消房地產需求下降帶來的影響。

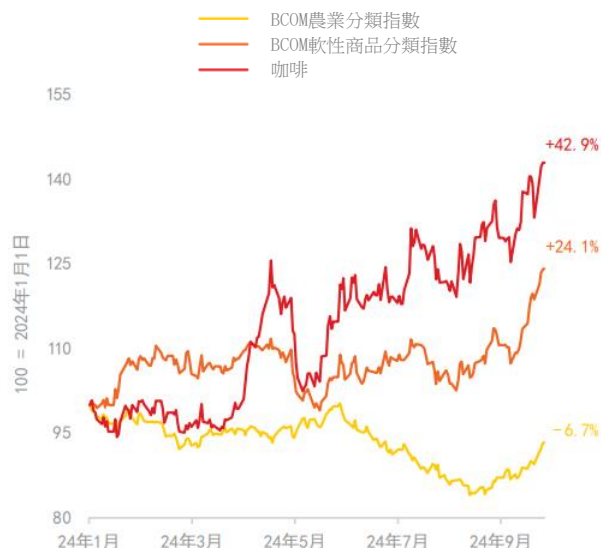
脫碳則有利於銅和電池金屬。全球脫碳運動以及中國政府對推動綠色科技發展的承諾顯然將有利於綠色金屬，特別是銅以及鋰、鎳、鈷和錳等電池金屬。電動汽車使用的銅和錳分別是傳統汽車的2.4倍和2.2倍，並且還大量使用了傳統汽車不使用的鋰、鎳和鈷。受美國和歐盟關稅政策的影響，中國電動汽車的

產量和出口量在短期內均有所下降，但從長期來看，電動汽車的普及趨勢將保持不變，並且會為銅和電池金屬帶來結構性需求。

農產品

在農產品中，咖啡為軟性商品的卓越表現提供動力。雖然農產品今年的開局表現並不理想，但軟性商品（即咖啡、棉花和糖）的表現卻意外出色，其年初至今（截至9月25日）的升幅已達到24.1%，這主要得益於咖啡的搶眼表現（上升42.9%）。咖啡的這一表現很大程度上是由於過去五年全球咖啡供需達到了良好的平衡狀態。

在咖啡的推動下，軟性商品年初至今表現優異



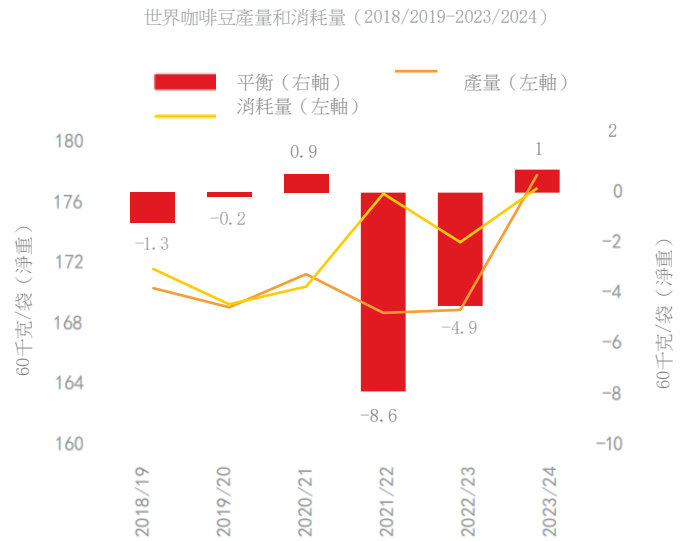
資料來源：彭博社、星展銀行

從結構上看，咖啡的前景良好。展望未來，由於咖啡需求相對缺乏價格彈性，以及全球變暖持續減少咖啡豆產量和可用於咖啡豆種植的土地，預計咖啡供需將繼續維持良好的平衡狀態。在過去五年裡，阿拉比卡咖啡豆和羅布斯塔咖啡豆的價格分別上升了170%和305%，也反映出咖啡前景良好的這一趨勢。對2023/2024年度（從2023年10月1日至2024年9月30日）咖啡豆的預測產量有所增加，主要是由於咖啡豆存在兩年一次的生產效應，即咖啡樹在來年產量更高。2022/2023年咖啡豆消耗量下降是偶發因素所致，在這種情況下，咖啡豆庫存量會高於平均水平，這又反過來減少了當年從國際市場購買的需求。

結論

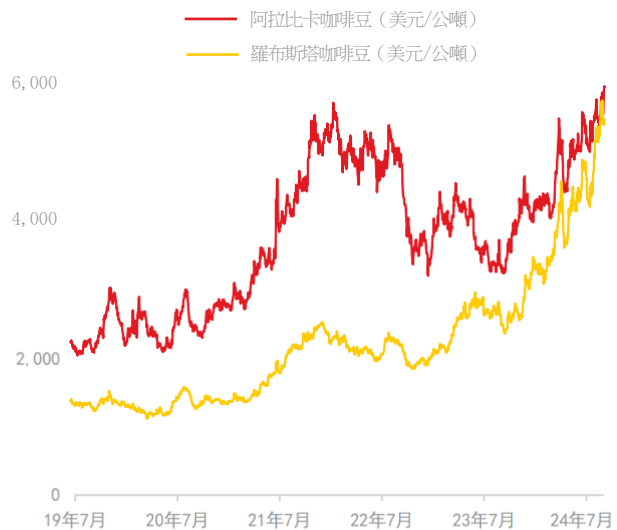
等待廣泛地市場復蘇，同時有選擇性地投資。人們仍在等待更廣泛的經濟復蘇。儘管美國已開始實施貨幣寬鬆政策，但整體宏觀環境依然不利於大宗商品；雖然美國GDP增長依然強勁，但就業和製造業資料疲弱削弱了這一勢頭。此外，中國的結構性增長放緩對大宗商品需求的實質性復蘇構成了挑戰。展望未來，我們可能會看到部分大宗商品子資產類別表現優異的情況，而非更廣泛的價格上升。在這種背景下，客戶應繼續有選擇性地投資大宗商品。選擇與單個商品、商品籃子或商品指數掛鉤的結構性產品是一個好方法，客戶在等待宏觀條件進一步改善之時，可以瞭解特定商品並進行策略性投資。

良好的咖啡供需平衡



來源：國際咖啡組織

咖啡豆價格飆升



來源：彭博社、星辰銀行

維持增持另類資產

2024年第4季度
另類資產：黃金和私募資產

債券收益率和美元下跌支撐金價保持堅挺。在私募市場上，二級市場正在復興，這得益於收緊的IPO、並購退出環境對流動性的需求增加。



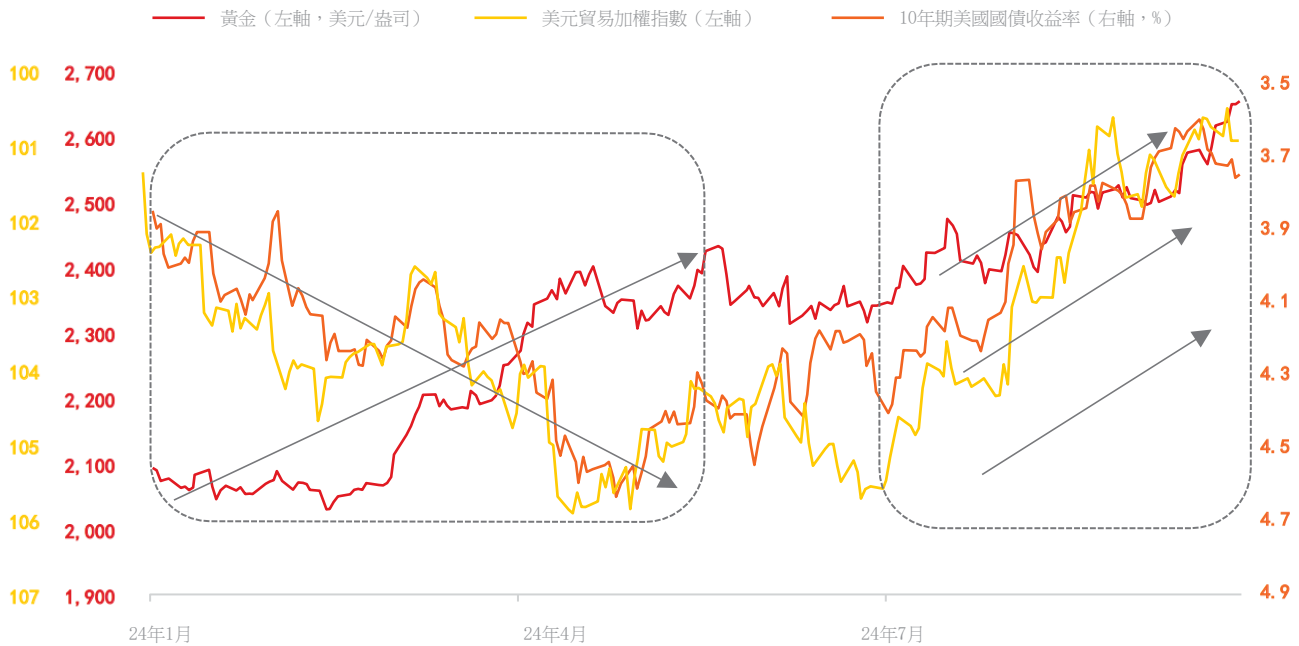
11. 另類資產：黃金

吳俊勇
分析師

美元和利率重新發揮影響。我們注意到，自2023年6月以來，在受到美元和利率上升的影響時，黃金的表現更具韌性，這對無息資產來說是不尋常的。然而，今年7月，黃金與利率和美元之間的負相關關係突然恢復，這主要是受到美國經濟疲弱的跡象（通脹和就業資料緩和）以及聯儲局轉向鴿派立場的前景所推動。

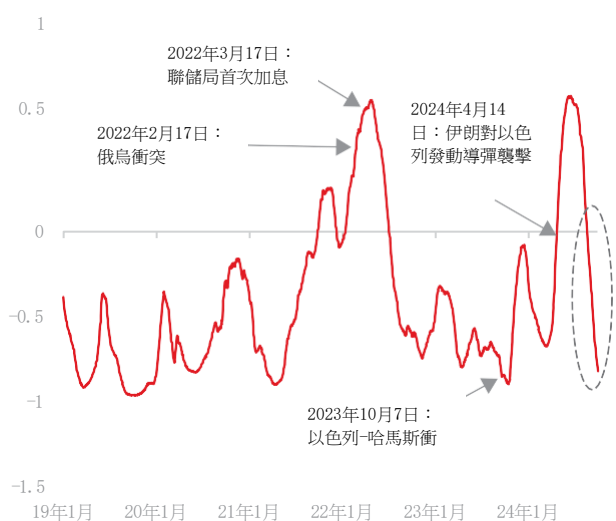
聯儲局四年來首次減息。到9月，備受期待的轉向確實成為了現實，聯儲局自2020年3月以來首次減息（50個基點）。在此期間，美元和利率再次攪動市場風雲，推動黃金在9月25日攀升至2,671美元/盎司的歷史新高。雖然未來宏觀經濟資料將如何發展總是存在著不確定性，但基本情況將是經濟軟著陸和聯儲局進一步減息。截至9月25日，芝商所預測，在年底之前，目標利率大概有50%的可能性再降低75個基點。這一減息週期為黃金未來的反彈奠定了良好的基礎。

聯儲局轉向鴿派之際，美元和利率重新發揮影響



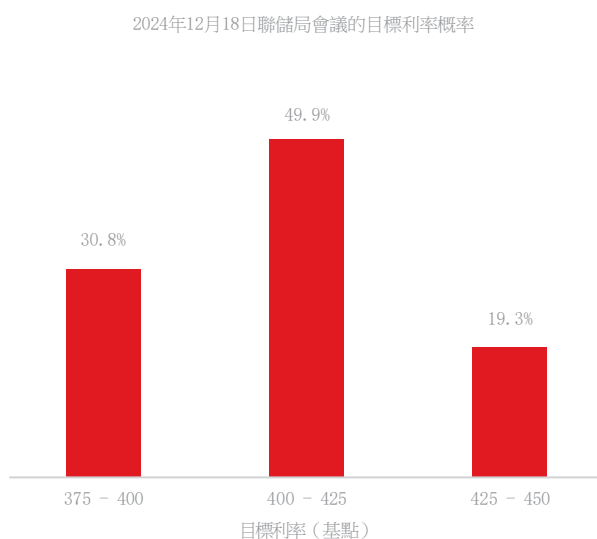
資料來源：彭博社、星辰銀行

黃金利率相關性*回到負值區域



資料來源：彭博社、星展銀行
*相關性是根據黃金和美國10年期國債收益率的6個月滾動日價計算的

市場預計到2024年底將減息3-4次



資料來源：芝加哥商業交易所集團
截至9月25日

地緣政治繼續為避險資產黃金提供上行動力。地緣政治仍然是黃金價格的一個關鍵短期驅動力因素。這方面的最新進展是伊朗-以色列緊張局勢可能升級。與此同時，在歐洲，俄烏衝突也沒有減弱的跡象，事實上，如果特朗普在11月再次當選，可以預料到情況會變得更加複雜。鑒於特朗普針對美國援助烏

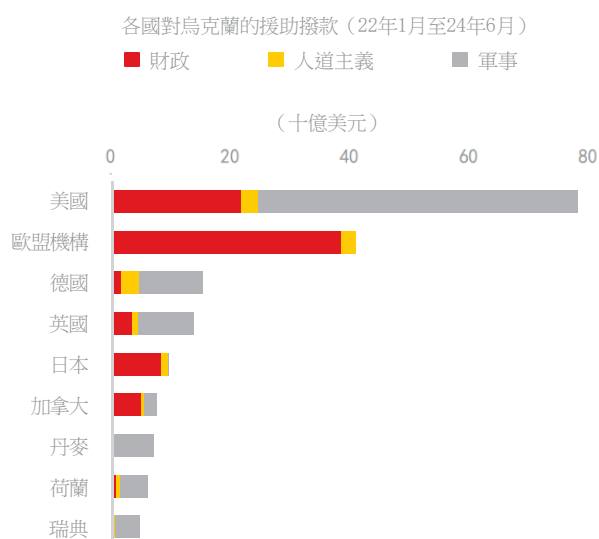
克蘭計畫的直言不諱的批評，他可能會在未來進一步削減軍事和財政援助。上述任何衝突的爆發都可能導致避險需求增加，從而引發黃金價格反彈。基於對過往避險事件的分析，我們發現這些反彈平均能夠持續13天，導致價格平均上升7.1%。

過往避險事件造成黃金反彈的持續時間和幅度

	開始日期	幅度Δ% (從低位元到高位)	反彈持續時間 (天)
俄烏衝突	2022年2月24日	8.0%	14
矽谷銀行 (SVB)、銀門銀行 (Silvergate)、簽名銀行 (Signature Bank) 和瑞士信貸相繼倒閉	分別於2023年3月8日, 10日, 12日和15日	12.5%	26
第一共和銀行 (First Republic Bank) 倒閉	2023年5月1日	3.4%	4
以色列-哈馬斯衝突爆發	2023年10月7日	9.5%	16
伊朗對以色列發動導彈襲擊	2024年4月14日	2.0%	6
	平均值	7.1%	13

資料來源：彭博社、各大新聞機構、星展銀行

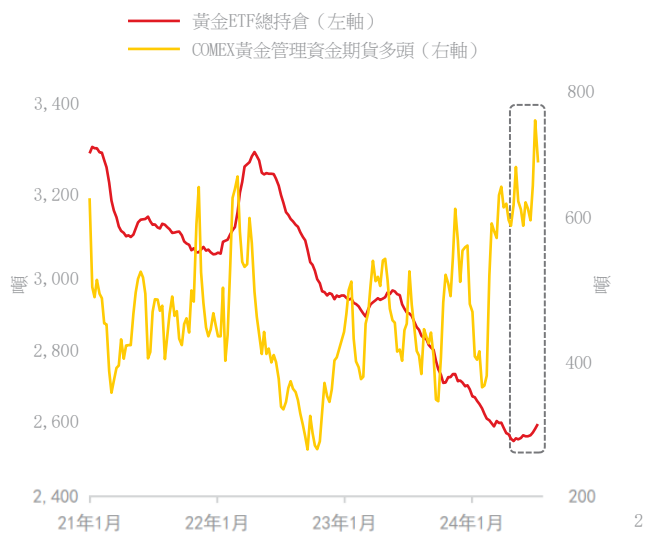
美國目前是烏克蘭最大的援助國



資料來源：Statista、星展銀行

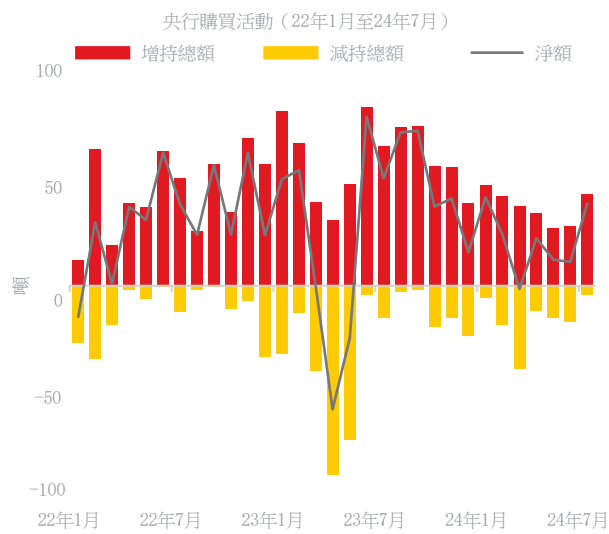
ETF流量反彈。隨著聯儲局首次減息，市場對黃金的投資需求，特別是黃金ETF，已經有所回升。黃金ETF總持倉於5月在約2,500噸水平處觸底後反彈，截至8月已連續四個月均出現流入。黃金ETF上一次連續幾個月出現流入是在2023年5月。從地區角度來看，亞洲連續第18個月實現流入，而歐洲和美國分別連續第四個月和第二個月實現流入。如果宏觀經濟資料意外上行，我們應該會看到聯儲局繼續進一步減息。這反過來又將為黃金ETF流量的復蘇帶來進一步的推動力。

ETF總持倉在5月份觸底後反彈



資料來源：金屬聚焦、Refinitiv GFMS、世界黃金協會

2024年央行購買量依然強勁

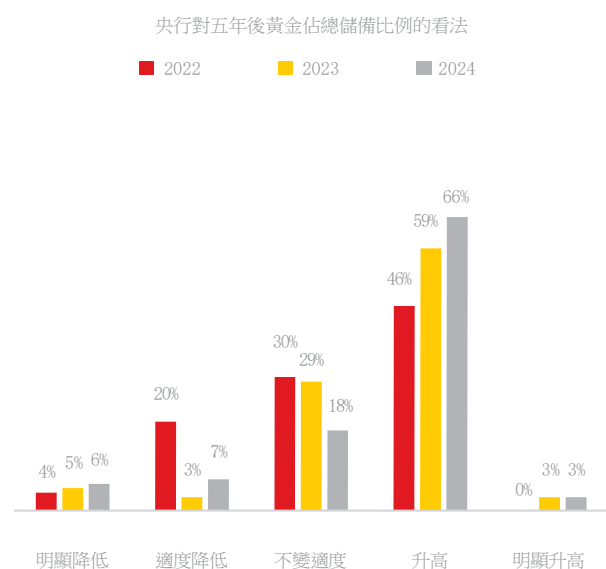


資料來源：世界黃金協會、國際貨幣基金組織

各國央行對黃金仍充滿信心。儘管2024年上半年央行的黃金購買活動略有放緩，但整體勢頭仍然相對強勁。2024年1月至7月，各國央行的淨購買總量為161.5噸，與去年同期164.2噸的淨購買量旗鼓相當。我們仍然認為，在當今日益複雜的金融和地緣政治格局中，各國央行仍傾向於將黃金作為儲備資產。世界黃金協會最新的央行黃金儲備調查結果也支持了這一說法；69%的受訪央行認為，五年後，黃金將

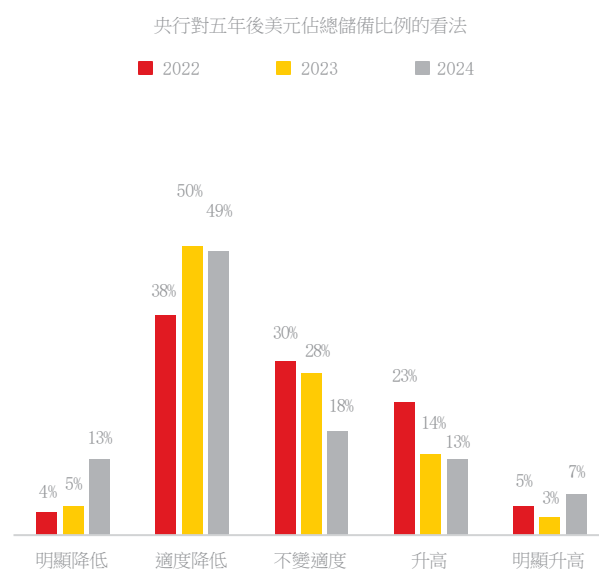
在全球總儲備（外匯和黃金）中佔據更高的比例，高於2023年的62%和2022年的46%。相應地，62%的受訪央行認為美元在全球總儲備中的比例將降低，高於2023年的55%和2022年的42%。這表明，各國央行將黃金視為貨幣貶值、財政可持續性和去美元化等問題的對沖工具，並可能在未來增加對貴金屬的總持倉。

黃金越來越受到央行的青睞



資料來源：世界黃金協會

去美元化是各國央行未來重點關注的問題



資料來源：世界黃金協會

黃金擁有更多上升空間。在短期內，聯儲局和其他央行的進一步寬鬆貨幣政策是金價的主要催化劑。此外，地緣政治和11月的美國大選週期仍然是短期金價的另一個關鍵驅動因素。從中長期來看，我們仍然看好黃金。財政可持續性、貨幣貶值和去美元化等主題都支援央行結構性購買和一般對黃金的投資需求。在此基礎上，我們將黃金12個月滾動目標價上調至2,835美元/盎司（之前為2,500美元）。我們還繼續支援投資者將投資組合的一部分配置於黃金，因為黃金與股票和債券不存在相關性。

預測12個月金價對美元和美國10年期國債收益率的敏感性

UST10Y收益率 (%)	美元指數				
	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：星展銀行

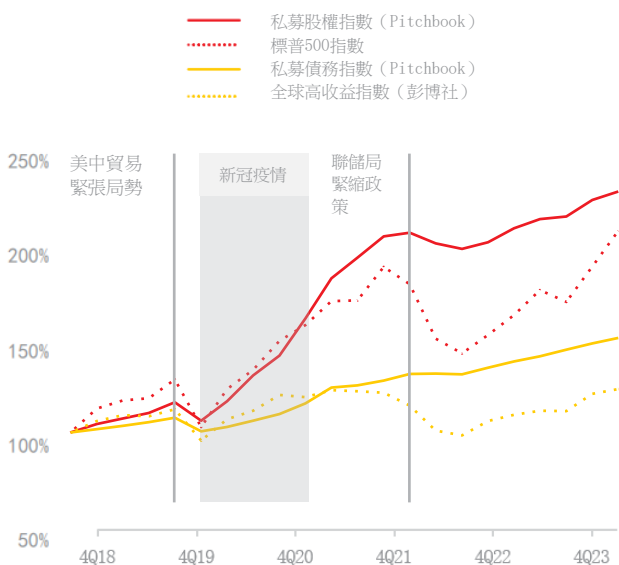
11. 另類資產：私募資產

何均倫, CFA
策略師

重點關注流動性。在這十分艱難的一年裡，市場充斥著經濟不確定性和地緣政治風險，但私募市場表現出了顯著的韌性。然而，緊縮的貨幣政策和冷卻的退出環境所導致的流動性緊縮加劇，有可能破壞其持續增長。傳統退出策略的替代方案是非常重要的，可以確保私募資產在困難時期繼續提供價值。

“越高”越升，“越低”越降。私募和傳統資產在各種宏觀經濟和地緣政治背景下存在不同的表現。在疫情恢復階段，私募股權和債務的表現開始跑贏大盤並延續至今。即使面對聯儲局 2022 年第一季度開始加息時的不確定性，這種表現似乎也經受住了考驗。雖然在此期間私募股權確實與公募股權一樣遭受了損失，但這些損失的幅度要小得多，恢復時間也要短得多。根據全球金融危機早期的總回報抽樣，與公募股權相比，私募股權的回撤時間確實更短、幅度也確實更小。

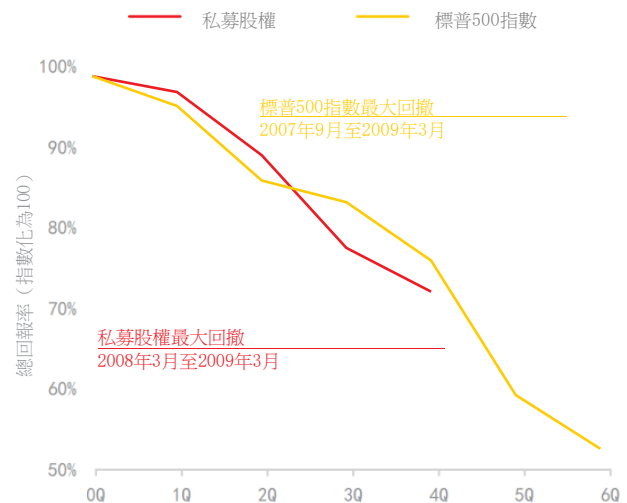
在後疫情時代，私募資產的表現優於傳統資



資料來源：Pitchbook、Preqin、彭博社、星展銀行

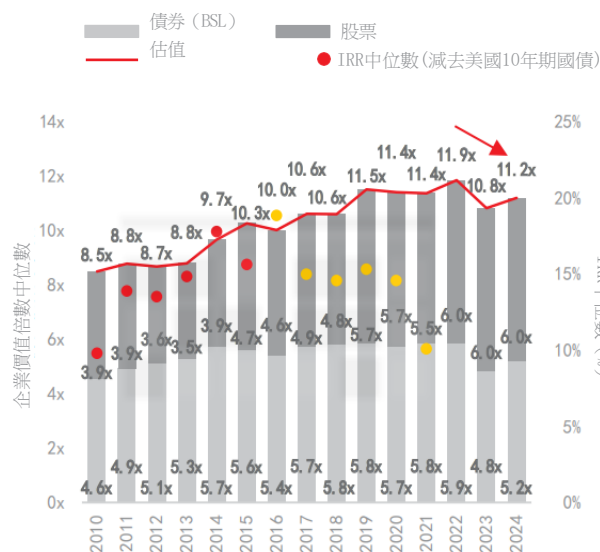
低位入場更有優勢。2022 年聯儲局緊縮政策的加息以及隨後幾輪公開市場調整，促使私募股權估值倍數從 2022 年後全球金融危機的 11.9 倍峰值降至 2023 年的 10.8 倍。由於利率（儘管預計今年晚些時候會下降）可能仍會保持在遠高於疫情前的水平，估值在未來幾年可能不會大幅回升。然而，較低的估值為買方提供了機會，不僅提供了更低的入場點，而且如果市場狀況隨後有所改善，內部收益率恢復的可能性也會增加。儘管即將到來的聯儲局寬鬆政策在短期內可能會相當溫和，但它將為長期校準的資本成本降低奠定基礎，使得內部收益率在 2025 年有將所提高。

在全球金融危機期間，與傳統資產相比，私募股權的回撤時間更短、幅度更小



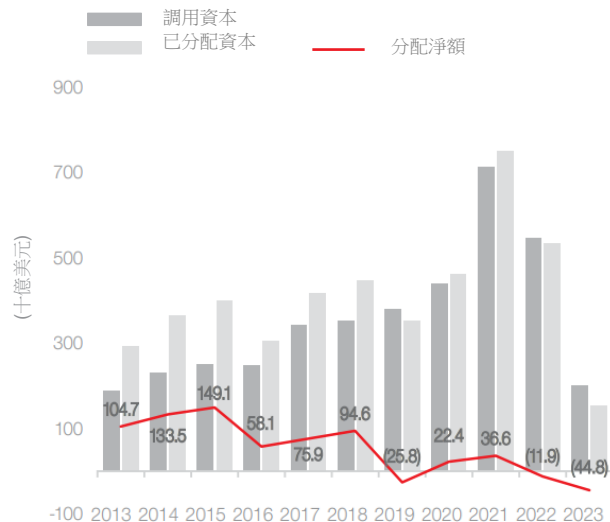
資料來源：Pitchbook、Preqin、彭博社、星展銀行

下調後的估值為投資者提供了較低的入場點



資料來源：Pitchbook、星展銀行
 注意：黃色標記表示大部分未實現回報的年份。
 倍數資料截至2024年6月。

由於退出機會很少且間隔時間長，私募投資組合的現金流為負



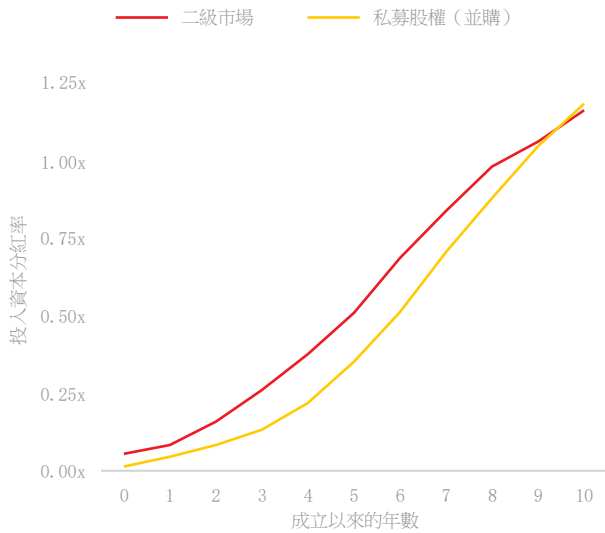
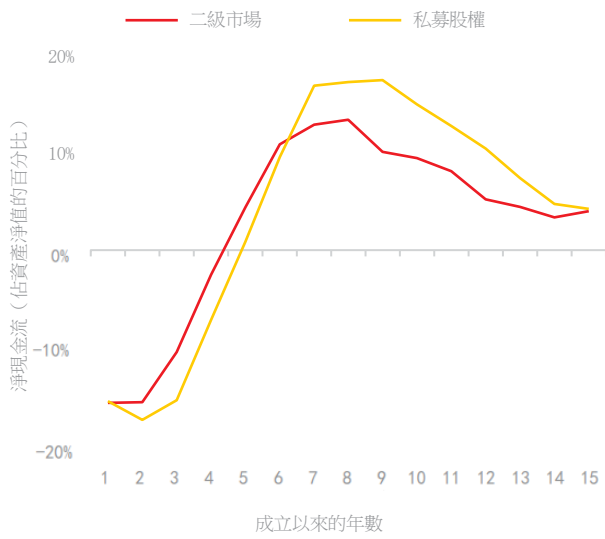
資料來源：Pitchbook、星展銀行

關於流動性的爭論很多。“低估值”的售出前景是私募股權賣方難以咽下的苦果。2022年至2023年間，私募股權交易的買賣價差仍然很大，阻礙了交易活動。退出活動停滯導致約33%的資產淨值（或合1.2萬億美元）被困在私募股權基金中（Pitchbook）。與此同時，私募投資組合的現金流負增長越來越大。隨著賣方堅持要求更友好的交易環境，他們無意中承受了流動性不足和機會成本的衝擊。

二級市場的前景。然而，風險也孕育著機遇。一級市場的這些挑戰推動了二級市場的增長，為私募股權投資者提供了其急需的流動性和投資組合再平衡機會。二級市場的吸引力源於它們能夠減輕J曲線效應（初始費用超過早期回報），並加快實現現金流轉正。

一級市場基金最初經常要面臨負現金流的情況，並大概在第五年的時候才能實現現金流轉正，而二級市場基金在第四年就能實現這一目標。更快的流動性來自以折扣價收購成熟資產（已經支付了初始費用），從而能夠更快退出和更早分紅。二級市場基金的投入資本分紅率（DPI）資料顯示，第六年的DPI為0.69倍，大大超過了一級市場基金的0.51倍。儘管一級市場基金的回報最終會趕上二級市場基金，但早期的流動性和幅度更小的J曲線對新投資者或面臨現金流問題的投資者來說是無價的。

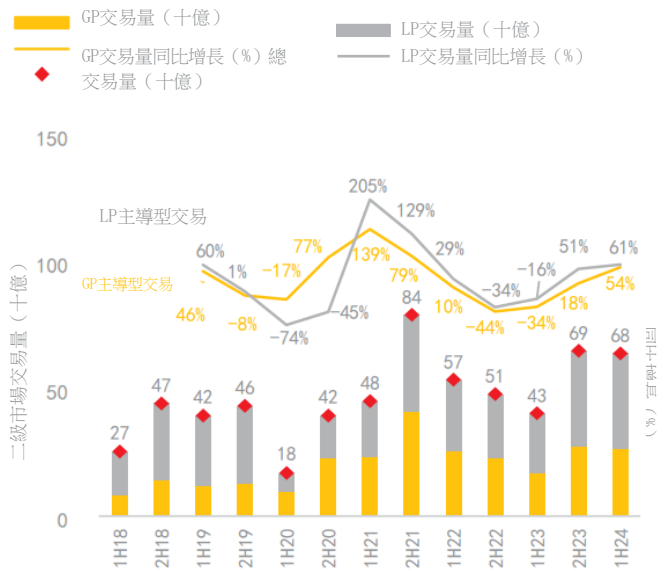
二級市場改善現金流並產生早期分紅



資料來源：Pitchbook、星展銀行

緊跟潮流。在流動性需求的推動下，二級市場正在經歷驚人的增長。2024 年上半年的交易量超過了過往上半年交易量的歷史新高，總價值達到680億美元（同比58%）。市場已經蓄勢待發，其年度交易量到年底將達到創紀錄的1,400億美元。

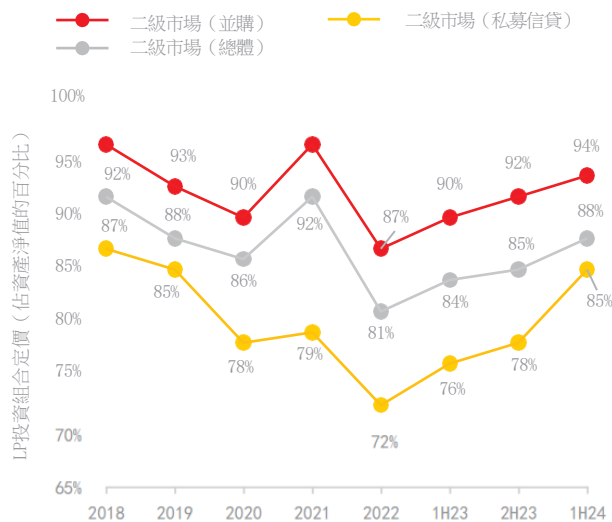
創紀錄的上半年交易量為年底創下歷史新高奠定了基礎



資料來源：Jefferies、星展銀行

在價格方面。隨著交易量的增長，二級市場的價格正升至兩年以來的最高位。二級市場並購表現出強勁的定價軌跡，從2022年佔資產淨值的87%到2024年上半年的94%。這一增長似乎表明了市場處於賣方市場——買方對折扣的興趣超過了賣方清算的緊迫性。精明的投資者可能會注意到，折扣會隨著定價的上升而逐漸減少，並可能使得降低J曲線效應的有效性減小以及削減分紅。即將到來的減息可能會緩和退出困境，但也可能加劇折扣縮減，因為賣方會等待退出而非打折出售。然而，考慮到每年約1,400億美元的二級市場交易量遠遠不及需要退出的約7,590億美元的鎖定價值（Pitchbook），我們認為，折扣可能會達到平衡，而不是進一步減少。

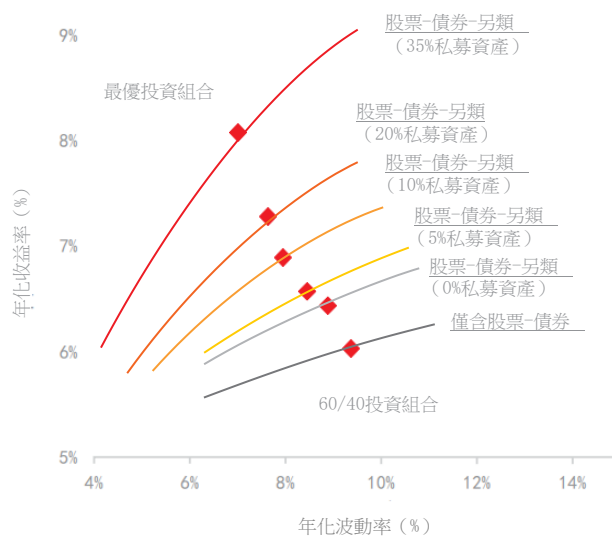
價格上升反映了二級市場需求的增長



資料來源：Jefferies、星展銀行

堅持持有私募資產。動盪的市場需要重新平衡投資策略。截至2022年12月，股票和債券之間的相關性升至約0.6的高位（KKR）。根據我們的模型，相關性的增加降低了傳統60/40投資組合的效率，我們發現在10%的波動率下，該投資組合的回報率僅達到略低於6%的水平。我們的研究表明，納入私募資產似乎可以提高風險調整後的回報率，並降低投資組合的波動性。研究發現，在波動率低於8%的情況下，私募資產佔35%的投資組合的回報率接近8%。私募資產與傳統資產的相關性較低，極大地提升了投資組合多樣化。踏入一個充滿不確定性的時代，投資者應考慮使用私募資產來提高投資組合的多樣化和韌性。

增加私募資產配置增加了投資組合的有效邊界



Pitchbook、彭博社、星展銀行



圖片來源: Unsplash

東盟投資組合

2024年第4季
主題策略

東盟（ASEAN）繼續受益於“中國+1”策略，為各個行業向價值鏈上游攀升提供了機會。長期增長動力包括：獲得關鍵材料、靠近低成本製造廠和供應商以及在日益合作的投資環境中共同努力實現能源轉型。

12. 東盟投資組合

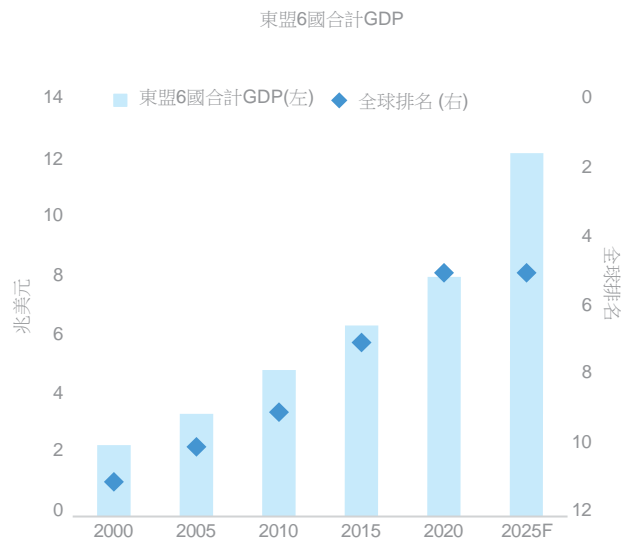
吳琇瓊
策略師
吳映璿
分析師
星展集團研究部

新冠疫情過去後，投資者面臨著一些此前未遇到過的問題。地緣政治動盪和保護主義政策正在擾亂全球經濟，並破壞貿易網路、監管環境和全球供應鏈。這破壞了全球貿易和投資流動的穩定性，在世界退回到去全球化的過程中，既製造了障礙，又創造了獨立機會。

在投資者為全球經濟放緩做準備之際，東盟作為一個策略經濟集團，在五大支柱的支持下繼續展現出巨大的潛力，這五大支柱包括有利的人口結構、推動城市化和經濟增長的基礎設施建設、豐富的自然資源、大量極具吸引力的旅遊目的地以及“中國+1”多元化策略的理想目的地。

可持續增長。東盟經濟體克服重重困難，在2024上半年繼續保持增長勢頭。所有經濟體的GDP均實現增長，其中印尼、馬來西亞、菲律賓和新加坡在此期間的增速有所加快，而泰國和越南的增速則有所放緩。受勞動力市場緊缺和物價穩定的支撐，以及在旅遊業蓬勃發展和出口市場復蘇的推動下，強勁的國內需求推動了經濟增長。

東盟6國經濟體保持強勁增長勢頭



來源：國際貨幣基金組織、星展銀行

實現共贏。東盟在電子、航空航太、半導體、機械和包裝食品等領域已佔據強大的出口地位。除了具有擴張潛力之外，“中國+1”策略還為東盟經濟體提供了在各自領域向價值鏈上游攀升的機會，以便追求更高附加值的細分市場以及利用“工業4.0”來提高生產率，因為該地區在生物製藥和化工等高價值產業中發揮的作用相對較小。

該地區的主要驅動力包括易獲取關鍵材料、靠近供應商以及專注於能源轉型的政策，此外，成員國之間的密切合作也促進了更自由的投資政策環境。

到2050年，東南亞經濟集團有望超越德國，從世界第五大經濟體上升到第四大經濟體。

一個地區，九個國家

每個東盟國家都有自己的獨特之處和發展歷程，有製造業驅動的經濟體，也有大宗商品資源豐富的生產國或金融服務提供國。在這些因素的共同作用下，這些國家成為了該地區極具吸引力的投資目的地。

新加坡

新加坡憑藉優惠的稅收政策和策略地位，為外國投資者提供了進入亞洲市場的機會，這些機會都極具競爭力且史無前例，新加坡也因此成為了進入該地區的門戶。企業可以享受80多項避免雙重徵稅協定、大幅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貿易自由協定（FTA）。

S-REIT利用股息收入



來源：倫交所Datastream、星展銀行

新加坡政治環境穩定、法律體系健全，可為企業提供安全且可預測的環境，這得益於該國受過高等教育和技術熟練的勞動力以及一流的基礎設施，包括高效的交通系統、頂尖的電信技術和大量的港口設施。

新加坡房地產投資信託基金、銀行和新加坡本土全球領先企業均表現強勁，可作為長期投資目標。

印尼

幾十年來，印尼已經發展成為一個朝氣蓬勃的民主國家，是東南亞最大、最具活力的經濟體。印尼現在是二十國經濟集團的成員國，是東盟最大的經濟體（世界第16大經濟體），擁有年輕而龐大的勞動力隊伍（平均年齡30歲以下的工人有近1.37億），中產階級隊伍也在迅速壯大，因此為外國投資者提供了巨大的長期增長潛力。

受不斷增長的國內消費推動，與其他低成本國家相比，印尼一直持續保持著高增長。多年來，在致力於經濟發展的民主政府的領導下，該國維持了相對的政治穩定；政府表示，將繼續謹慎實施宏觀經濟政策和結構性改革，為企業的發展提供更多的便利。

雅加達綜合指數與全球大宗商品價格密切相關



來源：倫交所Datastream、星展銀行

印尼是一個資源豐富的國家，大宗商品佔其出口的 60%左右。農業繼續在經濟中發揮著不可或缺的作用，全國三分之一的勞動力雇傭都來自農業。印尼易受全球大宗商品價格衝擊的影響，為了克服這一弱點，印尼正在重點發展下游加工能力，以提高其供應鏈的韌性。

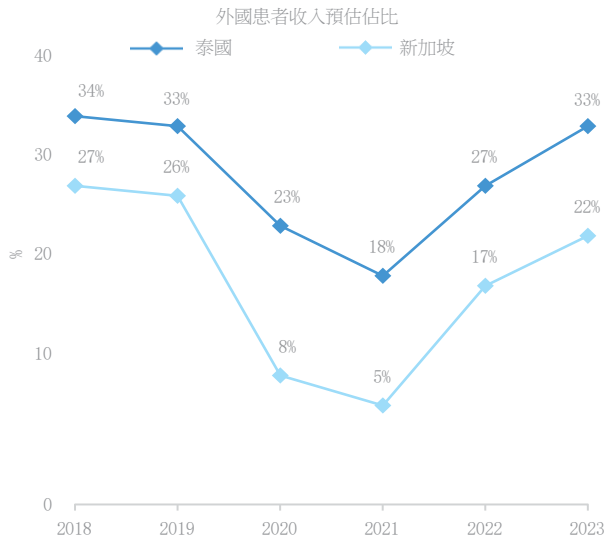
印尼的銀行、消費以及大宗商品和能源行業都表現活躍。

泰國

泰國擁有6,600萬人口，位於東南亞中心地帶，與中國和印度等該地區的主要市場有著良好的連通性。泰國是東盟中僅次於印尼的第二大經濟體，於2011年躋身中上收入國家行列。

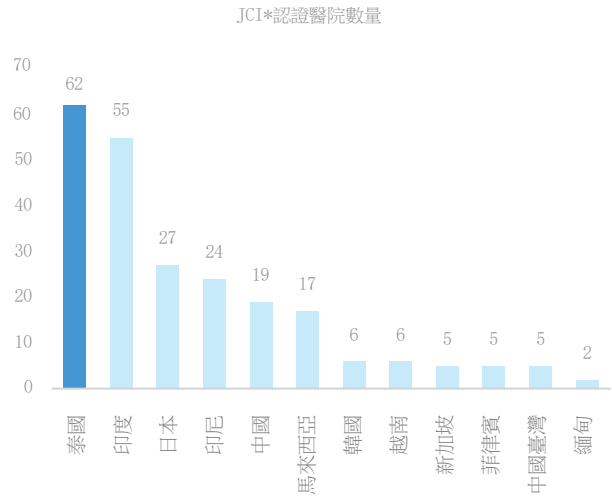
泰國是世界上主要的糧食和農產品（包括大米和天然橡膠）產地，因而享有重要的地位。泰國的經濟高度多元化，包括各種成熟行業，從製造業、農業、旅遊業到醫療保健等。

東盟醫療旅遊業穩步增長



來源：各公司資料、星辰銀行

泰國醫療保健 - 強勁的競爭對手



來源：國際醫療衛生機構認證聯合委員會、星辰銀行
*JCI是全球醫療保健的行業標準，以美國標準和實踐為基準

泰國已經是一個重要的汽車製造中心，目前正在爭取在電動汽車製造領域佔據更大的市場份額；外國直接投資感興趣的領域主要集中在電子和汽車行業。據泰國商務部資料顯示，2023年泰國前五大出口類別分別是汽車及其零部件和配件、自動資料處理設備、寶石和珠寶、橡膠製品以及精煉燃料。眾所周知，泰國的旅遊業也為酒店、零售和相關服務的投資提供了重要機會。

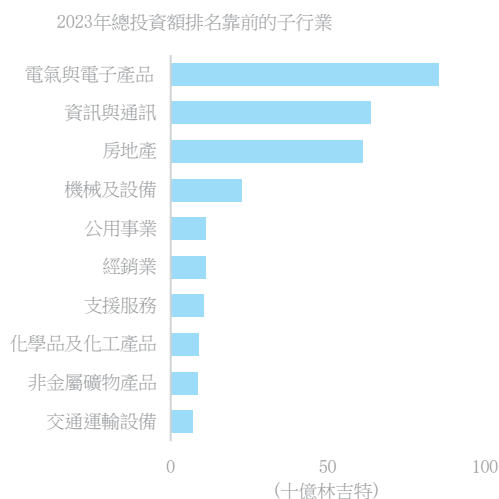
我們看好泰國的旅遊業、醫療業以及汽車相關行業。

馬來西亞

馬來西亞位於印度洋和南中國海之間的策略位置，所有主要航空和航運線路均可提供便利的服務。馬來西亞憑藉其強大且可持續的經濟基礎、適宜營商的環境以及充滿活力的勞動力，成為該地區極具吸引力並具備成本競爭力的投資目的地。

馬來西亞是農業和礦業商品主要出口國，其出口動態發生了一些變化，農產品和礦產品出口量均有所下降，但製成品的出口激增抵消了這一影響。

投資者押注於馬來西亞基礎設施建設和資料中心需求不斷增長



來源：馬來西亞投資發展局

馬來西亞在全球供應鏈中的重要性正在迅速提升，特別是受中美貿易緊張局勢的影響，對於尋求分散業務風險的半導體生產商來說，馬來西亞是一個理想的地點。馬來西亞成熟的工業部門也為醫療保健、電子產品、數碼經濟和伊斯蘭金融等諸多領域帶來了機遇。這一轉變反映了馬來西亞正邁向高附加值產業，突出全球需求發生了更廣泛的變化以及經濟體內的結構性改革。

通過將吉隆坡綜合指數中的銀行、公用事業和基礎材料股作為一個投資組合，投資於廣泛市場ETF。

菲律賓

菲律賓是2022年全球增長最快的新興市場之一，其 GDP增長達到了7.6%，為1976年以來的最快增速。這個東南亞國家正在努力減少對海外匯款的依賴，並逐步發展其國內產業，以提升特定行業的全球價值鏈，從而帶來新的投資機會。此外，其受過高等教育、會講英語的大量勞動力仍然很搶手，尤其是在其他國家的醫療和酒店行業。

菲律賓的業務流程外包（BPO）行業仍是該國經濟的關鍵，2022年貢獻了約325億美元，比2021年增長 10%。菲律賓在BPO方面僅次於印度，該行業未來仍可能是該國經濟的關鍵組成部分，超過匯款。

我們認為房地產和消費類股票是菲律賓的最佳選擇。

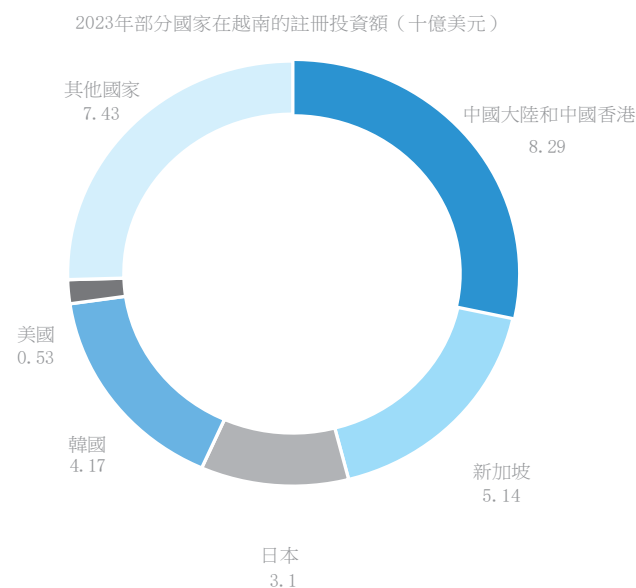
CLMV – 柬埔寨、老撾、緬甸和越南

柬埔寨、老撾、緬甸和越南統稱為CLMV國家，代表了東盟的前沿市場。預計到2050年，東盟經濟集團將成為世界第四大經濟體。CLMV國家的崛起吸引了更多投資者對該地區的興趣，是該地區經濟增長的主要推動因素。

儘管CLMV國家處於不同的發展階段，各自為政且均在發展初期，但這些國家仍然顯示出了巨大的增長潛力，為尋求投資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），標誌著其成為國際社會堅定而強大的交易夥伴。自那時起，該國簽訂了許多貿易自由協定和避免雙重徵稅協定，並且越南還是“中國+1”策略的主要受益者。

越南的消費市場和工業化領域帶來了充滿活力的機遇。

越南的主要投資者



來源：路透社、越南統計局
*資料截至2023年11月20日

東盟投資組合：主題

國家/地區	主題/產業	拉動因素
東盟		東盟地區人口充滿活力、國家資源豐富，形成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
		政治穩定、法治環境良好；擁有金融、航運和航空區域商業中心；具備高技能人才；十分開放且擁有眾多自由貿易協定
新加坡	新加坡房地產投資信託基金	經濟多元化、稅收效率高且收益率吸引，以強大的監管架構、資金流動性以及新加坡經濟穩定下全球房地產市場的增長潛力為後盾
	銀行	銀行的股息收益率仍頗具吸引力，預測股息收益率可達到6-10%。對於持有過剩資本的新加坡銀行，股息有進一步上升的潛力
	全球領先企業	知名本土企業，這些企業擁有全球知名度且在各自領域具備深厚的專業知識
馬來西亞		電子組裝和回測方面專業能力強；勞動力受過良好教育；棕櫚油、橡膠以及石油和天然氣資源豐富
		擁有區域汽車生產中心；基礎設施和物流網路強大
泰國	旅遊業	泰國旅遊局的目標是在2024年實現850億美元的旅遊業收入，並致力於進一步提升該行業
	醫療	泰國在過去十年中策略性地發展了其醫療旅遊業，成為東南亞的主要旅遊目的地之一
	“中國+1” 策略	跨國公司正在泰國建立或擴大其製造工廠，以減少對中國的依賴

來源：星展銀行

東盟投資組合：主題思想

國家/地區	主題/產業	拉動因素
		勞動力成本低且勞動力年輕；服務行業專業能力強，尤其是業務流程外包行業
菲律賓	房地產	基礎設施建設將有利於擁有大量土地儲備的房地產公司
	消費	受中產階級不斷壯大、人口年輕化且充滿活力、城市化步伐不斷加快以及數字連通性激增的推動，國內消費行業顯示出強勁的增長潛力
印尼		自然資源豐富，涵蓋農業、原油和金屬/礦產等；人口結構有利且國內市場龐大；投資動力強勁
	銀行	印尼經濟的代表行業；GDP增長前景和銀行滲透率支撐著貸款增長；淨資產收益率和現金流量與資產比率極具吸引力
	大宗商品	下游政策以及轉向電動汽車是推動鎳行業發展的其中一些驅動因素
越南	消費	從長遠來看，龐大的人口結構和不斷上升的收入趨勢將支撐消費行業的前景
	醫療保健	印尼仍然缺乏醫療基礎設施；正在推行政策改革，以推動該行業的需求和支出
越南		勞動力成本為東盟國家最低；擁有外商投資扶持政策；十分開放且擁有眾多自由貿易協定

來源：星展銀行

本資訊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士。

本檔不是且不构成或形成任何認購或參與所述任何投資的要約、推薦、邀請或招攬的一部分，亦不旨在邀請或允許向散戶發出認購或參與任何交易以獲取現金或其他對價的要約，且不應被視為此類要約。

本檔所載資訊可能是不完整或簡明的，並可能未包括數個條款和規定，也不鑒別或界定與任何實際交易相關的全部或任何風險。此處包含的任何條款、條件和意見可能是從各種管道獲得的，星展銀行或其相關的公司、附屬企業或任何董事或員工(統稱為“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。本資訊中的資訊可能會進行進一步的修訂、驗證和更新，星展集團對此不承擔任何責任。

本檔中列出的所有數字和金額僅供說明之用，對星展集團不具約束力。本資訊並未考慮任何特定人士的投資目標、財務狀況和特殊需求。在進行購買本出版物中提到的任何產品的任何交易之前，您應採取步驟以確保您瞭解該交易，並已根據自己的目標和情況對交易的適當性進行了獨立評估。特別是，您應該閱讀與該產品有關的所有相關文檔，並可能希望尋求財務或其他專業顧問的建議，或者進行您認為必要或適當的此類獨立調查。如果您選擇不這樣做，則應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，並不承擔任何依據本資訊中包含的內容做出的任何安排或參與的任何交易而導致的任何財務或其他方面後果的信託責任或義務。為建立您對任何交易及其後果的獨立分析，您應酌情諮詢您自己的獨立財務、會計、稅務、法務或其他專業顧問，以在不以任何方式依賴星展集團或任何星展集團可能在本文中書面表述或在討論中與您口頭表述的觀點、並根據您自身的財務、會計、稅務以及法律限制及目標的基礎上確保您做的任何評估都是適合您的。

任何與過去業績相關的資訊，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標。如果本檔通過電子傳輸(例如電子郵件)分發，則無法保證此類傳輸是安全或無錯誤的，因為資訊可能會被攔截、損壞、丟失、毀壞、延遲到達或不完整到達或包含病毒。因此，發送方不承擔因電子傳輸而導致的資訊內容的任何錯誤或遺漏的責任。如果需要驗證，請索取硬紙質版本。

本檔所載的資訊並無意分發給在任何司法轄區或國家的任何人士或實體或供其使用(如該等傳發或使用違反該等司法轄區或國家的法律或法規)。

如果您通過電子郵件收到此資訊，請勿分發或複製此電子郵件。如果您認為您誤收了此電子郵件，請告知寄件者或立即與我們聯繫。星展集團保留出於監管或運營目的而監視和記錄其工作人員發出或收到的電子方式和電話方式通訊的權利。電子方式通訊的安全性、準確性和及時性無法得到保證。本檔不擬提供於美國公民或居民或任何根據美國1933年證券法下的規則S或基金說明書中所定義的“美國人士”。

除非另有說明，本檔並非投資研究，僅供作為資訊參考。本檔並未根據為促進研究獨立性的法律要求而撰寫，並非旨在構成來自星展銀行的獨立、中立或客觀的研究分析或建議，且不應被視作這類內容或作為此類內容而被依賴。

星展集團內的公司或星展集團的董事或雇員或與之有聯繫的個人/實體可能在本檔所提及的產品中持有頭寸，並可能就本文中提及的產品進行交易。星展集團內的公司可能和產品的提供者有聯盟或其他合同安排，以推廣或銷售其產品。如果星展集團內的關聯公司是產品提供商，該公司可能會從投資者處收取費用。此外，星展集團內的關聯公司也可能向本檔中提及的公司或關聯公司提供或試圖提供經紀、投資銀行及其他銀行或金融服務。

本資訊可能包括報價、評論或分析。任何此類報價、評論或分析是基於反映我們的善意、判斷或選擇的假設和範圍而準備的，因此不保證其準確性、完整性或合理性。本文中包含的或在討論中向您口頭傳達的所有資訊、估計、預測和觀點構成我們截至所示日期的判斷，如有更改，恕不另行通知。市場狀況或任何假設的變化可能所陳述的對任何預估或意見產生重大影響。

金融工具的價格和可用性如有更改，恕不另行通知。集合計畫份額的價值及份額產生的收入(如有)可能增加也可能減少。在任何情況下，過去的表現都不能保證未來的結果，並由於各種經濟、市場和其他因素，未來的結果可能不達到我們/您的預期。

本檔中提及的投資產品並非唯一符合任何研究報告中所述觀點的產品，也不一定是您最青睞或最適合您的投資產品。市場上還有其他更適合您的投資概況、目標和財務狀況的投資產品。

星展銀行全球範圍股票業務一般披露/免責聲明

該報告由星展銀行有限公司編撰。該報告僅供星展銀行有限公司及星展唯高達(新加坡)私人有限公司(簡稱“星展唯高達新加坡”)各自相關聯營公司及附屬公司客戶使用。報告任何內容不得(1)以任何形式，任何方法抄襲、複印或是複製或(2)在事先未經星展銀行香港書面同意的情況下進行轉發。

該報告中陳述的研究基於公認可靠的資訊來源，但本公司(合指“星展銀行有限公司”及“星展唯高達新加坡”及相關聯營公司、附屬公司、個別董事、員工、雇員及代理(合指“星展集團”)沒有對任何公司進行盡職調查，未對任何資訊及來源進行核實，或未考慮任何我們認為在準備研究報告時相關或適合的其他因素。因此，我們不對其準確性、完整性和正確性作任何陳述或擔保。在不作事先通知的情況下，所述觀點可能會隨時調整。該報告用於一般發行。該報告所含任何推薦並未針對特定投資對象，金融形勢或某一特定客戶的特別要求。該報告僅供收件人參考，不得取代收件人獨立作出投資決策，收件人應自行獲取獨立法律和金融投資建議。星展集團不承擔任何因使用，依賴該報告或針對該報告所進行的進一步溝通而引起的直接、間接和/或隨之而來的損失(包括利益損失索賠)。該報告不得被視為任何證券的出售要約或購買要約邀請。星展集團和其附屬公司以及/或在上述機構工作的人員有時會與該報告中提及的證券有利益關係。星展集團可能持有並交易該報告提及的證券，並有可能為上述公司提供或尋求提供經紀業務，投行業務以及其他銀行業務。

截止本報告發表日期，在此作出的任何估值、觀點、估算、預測、評級或風險評估也會構成報告涉及的判斷，並且不能擔保未來的結果或者事件與該估值、觀點、估算、預測、評級或風險評估一致。該報告中的資料如有變化，概不通知，並不能保證其準確性。報告中提及的資料可能不完全或精簡，並且可能不包含關於某一公司(或某些公司)的所有重大資訊。星展集團沒有義務對本報告中的資訊進行更新。

本報告未經新加坡、香港或其他地區監管部門授權或審核，並且沒有為任何發行者定期按時更新研究報告的計畫。

該報告中的估值、觀點、估算、預測、評級或風險評估基於某些估算和假設，因此本質上受制於重大不確定事項以及偶然因素。做出報告中的估值、觀點、估算、預測、評級或風險評估所基於的一個或多個假設可能不會實現或者與實際結果相差甚遠，因此不應依賴於該報告所包括的估值、觀點、預計、預測、評級或風險評估，並將其作為星展集團（和/或任何與上述實體相關的個人）的如下陳述和/或擔保：

1. 該估值、觀點、預計、預測、評級或風險評估或其潛在的假設將實現，及
2. 保證未來結果或事件與所提及的估值、觀點、預計、預測、評級或風險評估相一致。

如想瞭解覆蓋公司的估值方法及預測或目標價，請與第一作者聯繫。該報告中作出關於大宗商品的假設，目的在於對上述某一公司（或某些公司）作出預測，不得被視為本報告提及大宗商品實物交易或期貨交易合同推薦。

2021年6月3日，美國總統拜登簽署了第14032號行政命令（以下簡稱“行政命令”），以取代2020年11月12日公佈的第13959號行政命令。該行政命令於2021年8月2日起生效，禁止美國人投資於該行政命令內的與中國軍事或監控行業有聯繫的中國企業（以下簡稱“CMIC”）的公開市場交易的證券行及其衍生產品。被列入CMIC的企業名單可於美國財政府網站內找到，網頁為<https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/consolidated-sanctions-list/ns-cmic-list>。

星展唯高達證券（美國）股份有限公司（“星展唯高達美國”）是一家在美國註冊的券商，未設投資銀行部門或研究部門，在過去的十二個月內也沒有以經理人或聯席經理人的身份進行投資銀行業務，也沒有參與做市活動。

分析師聲明

為該研究報告的內容負主要責任的分析師保證就其報告中提及的公司及其證券的觀點，無論是整體還是部分都準確地反映了他/她的個人觀點。分析師保證他/她過去，現在和將來的酬金沒有任何一部分與該報告的某一推薦或觀點有直接或間接的關聯。無論是對研究報告的整體還是部分負主要責任的分析師保證他/她或他/她的有聯繫者[1]不擔任該報告所提及發行人或新上市申請人（包括房地產投資基金的管理公司高級人員，而對其他實體，則指負責管理證券發行人或新上市申請人的高級人員或具相同工作性質的人員）的高級人員。主要對研究報告內容負責的分析師及其有聯繫者與該分析師評論的發行人或新上市申請人沒有任何經濟利益[2]連在。星展銀行擁有相關程式消除、避免或處理與研究報告相關或因此產生的潛在利益衝突。負責該研究報告的分析師團隊與星展集團投資銀行部門是分開獨立運作的。星展集團擁有相關程式確保研究部門與投資銀行部門各自的機密資訊得到妥善處理。星展集團所得報酬與星展集團投資銀行部門具體業務沒有直接聯繫。

公司相關披露/法定披露

2024年7月31日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達證券（新加坡）私人有限公司（“星展唯高達新加坡”）、星展唯高達美國或及其子公司和/或其他聯營公司

持有該報告推薦的Alphabet Inc, Electronic Arts Inc, Meta Platforms Inc, Netflix Inc, Verizon Communications, The Walt Disney Co, Airbnb Inc, Amazon.Com Inc, Booking Holdings Inc, Expedia Group Inc, Ford Motor Co, General Motors Co, Hilton Worldwide Hldgs Inc, McDonald's Corp, MercadoLibre Inc, Nike Inc, Starbucks Corp, Tesla Inc, Yum! Brands Inc, Coca Cola Co, Colgate-Palmolive Co, Costco Wholesale Corp, Estee Lauder Companies Inc, Kraft Heinz Co, Mondelez International Inc-A, Pepsi Co Inc, Procter & Gamble Co, Target Corp, Wal-Mart Stores Inc, Chevron Corp, ConocoPhillips, EOG Resources Inc, Exxon Mobil Corp, Marathon Petroleum Corp, Occidental Petroleum Corp, Valero Energy Corp, Affirm Holdings Inc, American Express Co, Bank of America Corp, Berkshire Hathaway Inc, Blackrock Inc, Charles Schwab Corp, Citigroup Inc, Coinbase Global Inc, Fiserv Ord Shs, Futu Holdings Ltd, The Goldman Sachs Group Inc, Jpmorgan Chase & Co, Mastercard Inc, Morgan Stanley, Paypal Holdings Inc, Robinhood Markets Cl A Ord, S&P Global Inc, Upstart Holdings, Visa Inc, Wells Fargo & Co, Abbvie Inc, Amgen Inc, Bristol-Myers Squibb Co., Lilly (Eli) And Co, Gilead Sciences Inc, Johnson And Johnson, Merck And Co., Inc, Moderna Inc, Pfizer Inc., Regeneron Pharmaceuticals, Vertex Pharmaceuticals Inc, West Pharmaceutical Services Inc, American Airlines Group Inc, Automatic Data Processing Inc, The Boeing Co, Delta Air Lines Inc, Lyft Inc, RTX Corp, Uber Technologies Inc, United Airlines Holdings Inc, Adobe Inc, Advanced Micro Devices Inc, Analog Devices Inc, Apple Computer Inc, Applied Materials Inc, Broadcom Ltd, First Solar Inc, Intel Corp, International Business Machines Corp, Intuit Inc, Lam Research Corp, Micron Technology Inc., Microsoft Corp, Nvidia Corp, On Semiconductor Ord, Oracle Corp, Qualcomm Inc, Salesforce Inc, Texas Instruments Inc, Workday Inc, Zoom Video Communications Inc, Albemarle Corp, Freeport McMoran Copper, Prologis Inc, Constellation Energy Ord, BP Plc, Shell Plc, Denso Corp, Fast Retailing Co Ltd, Honda Motor Co Ltd, Toyota Motor Corp, Ajinomoto Co Inc, Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group Inc., Sumitomo Mitsui Financial Group Inc., Terumo Corp, Sumitomo Corp, Renesas Electronics Corp, Tokyo Electron Ltd, Mitsubishi Estate Co Ltd, NetLink NBN Trust, SEA Limited, StarHub, SingTel, Genting Singapore, Sheng Siong Group, Wilmar International, OCBC, UOB, Singapore Exchange, ComfortDelgro, SATS, Sembcorp Industries, Seatrium Ltd, ST Engineering, Yangzijiang Shipbuilding, Singapore Airlines Ltd, Venture Corporation, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, Capitaland Integrated Commercial Trust, CDL Hospitality Trusts, Capitaland China Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Hong Kong Land, Keppel DC REIT, Keppel REIT, Lend Lease Global Commercial REIT, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, Parkway Life Real Estate Investment Trust, Suntec REIT, UOL Group, Frasers Logistics & Commercial Trust, Capitaland Investment Ltd, Advanced Info Service, Minor International, CP ALL, PTT, PTT Exploration & Production, Krung Thai Bank, KasikornBank, SCB X Plc, Bangkok Dusit Medical Services, Bumrungrad Hospital, Airports of Thailand, Bangkok Expressway

and Metro, PTT Global Chemical, Siam Cement, United Microelectron, HDFC Bank Ltd, ICICI Bank Ltd, Bank Central Asia, Bank Mandiri, Perusahaan Gas Negara 的專有利益。

截至2024年8月27日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或其子公司和/或其他聯營公司持有該報告推薦的 China Mobile Ltd, China Telecom Corp Ltd, China Unicom Hong Kong Ltd, Tencent Holdings Ltd, Alibaba (HK), ANTA Sports Products Ltd, BYD Co Ltd, Geely Automobile Holdings Ltd, JD.com - SW, Li Auto, Li Ning Co Ltd, Meituan, NIO Inc, Sands China Ltd, XPENG Inc, China Resources Beer Holdings Co Ltd, Tsingtao Brewery Co Ltd, China Petroleum & Chemical Corp, CNOOC Ltd, PetroChina Co Ltd, AIA Group Ltd, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, China Construction Bank Corp, China Life Insurance Co Ltd, China Merchants Bank Co Ltd, CITIC Securities Co Ltd, Hang Seng Bank Ltd, Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd, HSBC Holdings PLC, Industrial & Commercial Bank of China Ltd, Ping An Insurance Group Co of China Ltd, Postal Savings Bank of China Co Ltd, ZhongAn Online P&C Insurance Co Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, Country Garden Services Holdings Co Ltd, Baidu Inc - HK, GDS Holdings (HK), Lenovo Group Ltd, NetEase - S, Xiaomi Corp, Aluminum Corp of China Ltd, China Overseas Land & Investment Ltd, China Resources Land Ltd, China Vanke Co Ltd, CK Asset Holdings Ltd, Country Garden Holdings Co Ltd, Fortune Real Estate Investment Trust, Hang Lung Properties Ltd, Hysan Development Co Ltd, Kerry Properties Ltd, Link REIT, MTR Corp Ltd, New World Development Co Ltd, Sino Land Co Ltd, Sun Hung Kai Properties Ltd, Wharf Holdings Ltd/The 的專有利益。

截至2024年7月31日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或其子公司和/或其他聯營公司擁有本報告中推薦的NetLink NBN Trust, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CDL Hospitality Trusts, CapitaLand China Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Keppel DC REIT, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust 共計超過 0.5% 的已發行股本的淨長倉。

截至2024年8月27日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或其子公司和/或其他聯營公司擁有本報告中推薦的Postal Savings Bank of China Co Ltd, Fortune Real Estate Investment Trust 共計超過0.5%的已發行股本的淨長倉。

截至2024年7月31日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國、其子公司和/或其他聯營公司實益擁有NetLink NBN Trust, Capitaland Ascendas REIT, CapitaLand China Trust, Daiwa House Logistics Trust, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Logistics Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust 共計1%的任何級別普通股股份。

截至2024年8月27日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國、其子公司和/

或其他聯營公司實益擁有Postal Savings Bank of China Co Ltd, Fortune Real Estate Investment Trust 共計發行人市值的1%。

投行業務服務酬金

截至2024年7月31日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡以及子公司和/或星展唯高達美國的聯營公司，在過去十二個月內已經收到為Seatrium Ltd, Capitaland Ascott Trust, Digital Core REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust 進行投行服務的酬金。

截至2024年7月31日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡以及子公司和/或星展唯高達美國聯營公司，將在未來三個月內收到或尋求索取為 Bank of America Corp, Citigroup Inc, The Goldman Sachs Group Inc, Morgan Stanley, Mercedes Benz Group AG, Volkswagen AG, BNP Paribas, Toyota Motor Corp, Wilmar International, OCBC, Singapore Exchange, SATS, Singapore Airlines Ltd, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CapitaLand Integrated Commercial Trust, CapitaLand China Trust, Guocoland, Hong Kong Land, Keppel REIT, Mapletree Logistics Trust, OUE REIT, Parkway Life Real Estate Investment Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust, Geely Automobile Holdings Ltd, AIA Group Ltd, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, China Construction Bank Corp, China Merchants Bank Co Ltd, Guotai Junan Securities Co Ltd, HSBC Holdings PLC, Industrial & Commercial Bank of China Ltd, BOC Aviation Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, China Overseas Land & Investment Ltd, Link REIT 進行投行服務的酬金。

截至2024年7月31日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡以及子公司和/或星展唯高達美國聯營公司，在過去十二個月內受顧管理/共同管理 Mercedes Benz Group AG, BNP Paribas, Wilmar International, Singapore Exchange, SATS, Singapore Airlines Ltd, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CapitaLand China Trust, Digital Core REIT, Frasers Centrepoint Trust, Guocoland, Keppel REIT, Mapletree Logistics Trust, OUE REIT, Parkway Life Real Estate Investment Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust, Geely Automobile Holdings Ltd, AIA Group Ltd, Bank of China Ltd, China Construction Bank Corp, BOC Aviation Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, China Overseas Land & Investment Ltd 公開招股事務。

星展唯高達美國沒有其投資銀行和證券研究部門，在過去12個月中該公司也未以經理人或聯席經理人的身份進行過投資銀行業務或證券的公開招股。身處美國的個人如想獲取更多資訊，包括對該聲明中披露的澄清，或就本文中提及某一有價證券進行交易，請聯繫星展唯高達美國。

董事/託管人權益

截至2024年7月30日，Olivier Lim Tse Ghow，星戰集團董事會成員，在StarHub擔任公司主席和董事成員。

截至2024年8月12日，Sok Hui Chng，星展集團管理委員會成員，在Singapore Exchange擔任公司董事成員。

截至2024年7月30日，Tham Sai Choy，星展集團董事會

成員，在SGXListings Advisory Committee擔任公司主席。

截至2024年8月12日，Sim S. Lim，星展集團管理委員會成員，在ST Engineering擔任公司獨立非執行董事。

截至2024年7月30日，Peter Seah Lim Huat，星展集團主席及董事會成員，在Singapore Airlines Ltd擔任公司董事成員和主席。

截至7月30日，Judy Lee，星展集團董事會成員，在Mapletree Logistics Trust擔任公司董事成員。

截至2024年7月30日，Anthony Lim Weng Kin，星展集團董事會成員，在CapitaLand Investment Ltd擔任公司董事成員。

派發限制條件

概述

該報告不針對、派發或提供給以下個人或實體的使用。該個人或實體是位於派發、發佈、獲得或使用該報告違反法律法規的地區、省市、國家等管轄區域的公民或居民。

澳大利亞

該報告由星展銀行、星展唯高達（新加坡）私人有限公司（“星展唯高達新加坡”）或星展唯高達香港在澳大利亞派發。星展銀行在澳大利亞的金融服務執照號碼為475946。

星展銀行、星展唯高達新加坡及星展唯高達香港均豁免《2001年公司法》規定向收件者提供金融服務需持有澳大利亞金融服務執照的要求。根據新加坡法律，星展銀行及星展唯高達新加坡受新加坡金管局監管，星展唯高達香港受香港證券及期貨事務監察委員會監管，均有別於澳大利亞法律。

該報告僅限派發予《公司法》規定的大額投資者。

中國香港

本文件由星展銀行（香港）有限公司（CE編號：AAL664）（“星展香港”）派發，星展香港受香港金融管理局（“香港金管局”）及香港證券及期貨事務監察委員會監管。在香港，星展私人銀行（DBS Private Bank）是星展銀行（香港）有限公司的私人銀行業務部門。

若星展香港未向您招攬銷售或推薦任何金融產品，或者若任何服務是作為交易執行服務提供的，則星展香港並非以您的投資顧問或受託人的身份提供服務。若星展香港向您招攬銷售或推薦任何金融產品，該金融產品必須是在考慮您的財務狀況、投資經驗及投資目標之後對於您而言具有合理的適合性的產品。本檔的任何其他條款或星展香港可能要求您簽署的任何其他檔或星展香港可能要求您作出的任何聲明均不會減損本條款的規定。

在任何情況下，星展香港未曾且將來亦不會就基於所提供的資訊而作出的任何投資的結果作出任何聲明、擔保或其他保證。“金融產品”系指《證券及期貨條例》（香港法例第571章）中定義的任何證券、期貨合約或杠杆式外匯交易合約。就“杠杆式外匯交易合約”而言，其僅適用於由持牌經營第3類受規管活動的人士所買賣的該等合約。本資訊未經香港金管局或其他地方的任何監管機關審查或授權。

本資訊因您屬於“專業投資者”（定義見香港《證券及期貨

條例》）而提供予您，並僅供您私人使用，不得傳遞或披露予任何人士，亦不得以任何方式複製或轉載。

如本文件包含研究報告，除非其中另有注明，否則星展香港並非該研究報告的發佈者。該研究報告系基於以下明確諒解而分發，即儘管其中所載資訊被認為是可靠的，但該資訊未經星展香港獨立核實。

本報告由星展銀行的人員編制，該人員並非根據《證券及期貨條例》（香港法例第571章）獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌在香港從事就證券提供意見的受規管活動。本報告在香港派發，並歸屬於星展香港。星展香港是一家在香港證券及期貨事務監察委員會註冊的註冊機構，根據《證券及期貨條例》（香港法例第571章）經營就證券提供意見的受規管活動。星展銀行有限公司香港分行是一家在新加坡成立的有限責任公司。

如對本檔資料有任何疑問，請聯繫Dennis Lam（香港金融管理局註冊號碼：AH8290）（電郵：dbsvhk@dbs.com）。

印尼

如本文件包含研究報告或其摘錄，該報告由PTDBS Vickers Sekuritas Indonesia（“星展唯高達印尼”）在印尼分發。

我們不計畫將符合PRIIPS法規（定義見下文）的投資產品向歐洲經濟區（“歐洲經濟區”）的任何零售投資者提供、出售或以其他方式提供，且該等投資產品不應向該等零售投資者提供、出售或以其他方式提供。為此目的，零售投資者系指符合以下一項（或多項）條件的人士：

- i. 歐盟Directive 2014/65/EU指令（及其修訂，“MiFID II”）第4（1）條第（11）款定義的零售客戶；或
- ii. 歐盟Directive 2002/92/EC指令（及其修訂，“保險仲介指令”）規定的客戶，且該客戶不符合MiFID II指令第4（1）條第（10）款定義的專業客戶標準；或
- iii. 不屬於歐盟Directive 2003/71/EC條例（及其修訂，“招股說明書指令”）規定的合格投資者。

因此，我們未曾編制歐盟Regulation EU No 1286/2014條例（“PRIIPS法規”）所要求的向歐洲經濟區的零售投資者提供或出售投資產品或以其他方式提供投資產品的關鍵資訊檔，並且因此，根據 PRIIPS法規，向歐洲經濟區的任何零售投資者提供或出售投資產品或以其他方式提供投資產品可能構成違法行為。為此目的，星展集團將評估帳戶實益擁有人（或就信託帳戶而言，委託人）是否屬於歐洲經濟區零售投資者。

PRIIP是指應償還給投資者的金額由於比照參考價值或涉及一項或多項並非由投資者直接購買的資產的表現而受到波動影響的任何投資。

馬來西亞

該報告由 Alliance DBS Research Sdn Bhd（簡稱 ADBSR）在馬來西亞派發。該報告的收件人應就報告所產生或相關的問題向以下簽字人聯繫，聯繫電話為 603-26043333。除前述一般披露/免責聲明外，該報告的收件人須注意 ADBSR（該報告的編制者），其控股公司 Alliance Investment Bank Berhad，其各自相關及聯營公司、關聯方、董事、員工、代理及其任何相關方可能持有該報告內所提及的證券並進行證券交易，亦有可能為目標公司提供或尋求提供經紀業務、投行業務/公司諮詢業務以及其他服務，並有可能通過經紀業務、投行業務/公

司諮詢業務以及其他服務從目標公司獲得並尋求獲得酬金。



Wong Ming Tek, 執行董事, ADBSR

新加坡

本檔由星展銀行發行，星展銀行為《金融顧問法》定義的豁免財務顧問，受新加坡金融管理局（“新加坡金管局”）監管。

本推廣未經新加坡金管局或其他地方的任何監管機構審查。

如本文件包含研究報告或其摘錄，該研究報告由星展銀行或星展唯高達證券新加坡（公司註冊編號：198600294G）（“星展唯高達新加坡”）在新加坡分發，上述兩家機構均為《財務顧問法》定義的豁免財務顧問，受新加坡金管局監管。星展銀行及/或星展唯高達新加坡可根據《金融顧問條例》第32C條項下的安排分發其各自的海外實體、聯營公司或其他海外研究機構發佈的報告。如果本報告在新加坡分發給並非合格投資者、專家投資者或機構投資者的人士，星展銀行僅在法律要求的範圍內就本報告的內容對該等人士承擔法律責任。有關本報告引起的或涉及的事宜，新加坡收件人應聯繫星展銀行（電話：6878 8888）。

泰國

本文件由星展唯高達（泰國）有限公司（“星展唯高達泰國”）派發。

本檔所載資訊並非在任何司法轄區購買或出售任何證券、衍生品或任何其他金融產品或服務、提供財務建議或投資建議、促進或接受存款或提供任何類型的任何其他金融產品或金融服務的要約、邀請或招攬。本檔所載資訊僅供參考之用，並不旨在提供建議且不應被解釋為建議。

本檔未經泰國任何監管機構審查，亦未作為招股說明書在泰國證券交易委員會辦公室登記。因此，與證券、衍生品或任何其他金融產品或服務的要約、出售或認購或購買邀請相關的任何檔和材料，僅可由適用法律法規允許的實體傳閱或分發。星展銀行和星展唯高達泰國無意招攬您投資或認購任何證券、衍生品或任何其他金融產品或服務，任何該等招攬將由適用法律法規允許的實體進行。

如本文件包含研究報告或其摘錄，該研究報告由星展唯高達泰國在泰國分發。

如對其中資料有任何疑問，請聯繫 [Chanpen Sirithanarattanaku]（電郵：[research@th.dbs.com]）。

英國

本報告由星展銀行香港發行。該公司受香港金融管理局監管。

本報告由星展銀行有限公司倫敦分行（星展星展英國鈔）在英國發佈。星展英國由審慎監管局授權也由金融行為監管局監管和審慎監管局有限管理。我們可以根據要求提供關於審慎監管局監管程度的詳細資訊。

該報告僅供星展英國及其相關、聯營公司及附屬公司客戶使用。報告任何內容不得（1）以任何形式，任何方法抄襲，影印或是複製或（2）在事先未經星展英國的書面同意的情況下進行轉發。本報告僅供有專業投資經驗的個人在作投資決定時使用及進行本報告產生的投資活動。沒有

專業投資經驗的個人不應依賴本報告作出投資決定。

迪拜國際金融中心

本檔是提供予您作為迪拜金融服務管理局（以下簡稱DFSA）的商業行為模組監管規則（以下簡稱COB模組）中定義的專業客戶或市場交易對手，任何不符合根據DFSA規則被歸類為專業客戶或市場交易對手人員不應依賴以上資訊或採取行動。

本檔來自於迪拜國際金融中心（以下簡稱DIFC）運營的星展銀行有限公司分行，交易名稱為「星展銀行有限公司（迪拜國際金融中心分行）」（以下簡稱星展銀行DIFC）。星展銀行DIFC在迪拜國際金融中心註冊，註冊編號為156，辦事處登記地址為units608-610, 6thFloor, GatePrecinctBuilding5, POBox50653, DIFC, Dubai, United Arab Emirates。

星展銀行DIFC受DFSA監管，DFSA參考編號為F000164。有關星展銀行DIFC及其附屬公司的更多資訊。

如本檔包含研究報告，而該研究報告是由其中提及的實體（可能是星展銀行有限公司或協力廠商）編制，並由星展銀行DIFC提供予您，上述報告是未經DFSA審查或授權。獲得上述研究報告應理解為，雖然內容被認為是可靠，但並未得到星展銀行DIFC的獨立驗證。

除非另有說明，否則本報告不構成根據《市場法》（DIFC2012年第1號法律）第12條所定義的「向公眾發售證券」或《集體投資法》第19條第2款（DIFC2010年第2號法律）定義的「買賣基金單位要約」。

DFSA不負責審查或驗證本文件或與投資有關的任何相關文件，本文件並且不受DFSA任何形式的監管或審批約束。因此，DFSA並未批准本文件或與是次投資有關的任何其它相關文件，也未採取任何措施來驗證本檔或任何相關檔中的資訊，並且對此不承擔任何責任。DFSA尚未評估與檔相關的任何投資適用性，並且對任何伊斯蘭投資（或被確定為符合伊斯蘭教法的其它投資），我們和DFSA均未確定它們是否符合任何形式的伊斯蘭教法。

本檔涉及的任何投資都可能缺乏流動性和/或受到轉售限制。潛在買家應自行對任何投資進行盡職調查。如您不理解本檔的內容，請向已獲授權的財務顧問進行諮詢。

美國

本報告由星展銀行香港編寫。星展唯高達美國沒有參與報告的編撰。本報告中署名研究員並非美國金管局註冊研究員，亦非星展唯高達美國關聯人員。研究員不受美國金管局2241條對研究員薪酬、與上市公司交流內容、公開露面以及股票交易相關規定的約束。該報告由星展唯高達美國在美國境內派發，並對報告內容負責。本報告可能僅派發給符合證監會15a-6條規定定義美國大型機構投資者以及星展唯高達美國授權的其他同等資質機構投資者及合格個人投資者。在美國收到該報告的個人，如欲對本報告中提及的證券實行交易，請直接聯繫星展唯高達美國，而非其聯營公司。

其他地區

在其他任何地區，除非法律法規另有規定，該報告旨在派發給當地法律法規定義的合格投資者、專業投資者、機構投資者或者熟練投資者。

如果使用 MSCI ESG 資料的附加免責聲明

MSCI ESG Research LLC 及其附屬公司不對此處包含的任何 MSCI ESG 資料做出任何明示或默示的保證或陳述，也不承擔任何責任。MSCI ESG 資料僅供您的內部使用，不得進一步重新發送或用作任何金融產品或指數的基礎。MSCI ESG 資料本身均不能用於決定買入或賣出哪些證券或何時買入或賣出。

環境、社會和治理（ESG）評級固然是星展銀行在篩選投資產品過程中的重要考慮之一，但更關鍵的是，在決定任何投資前，我們需要先評估該投資是否穩妥可靠，以及是否可以做好投資回報與風險的平衡。在某些情況下，鑒於替代方案有限，結合考慮所有投資相關因素後，我們可能會酌情選擇 ESG 評級為 BB 或更低的產品，並會向您披露此類評級。

中文研究報告標準免責聲明僅供參考及便捷使用，內容若有含糊不清晰，或中、英文免責聲明兩者之間有不一致或疏漏之處，當以英文免責聲明內容為準。

星展銀行區域研究辦事處

中國香港

DBS Bank (Hong Kong) Ltd
聯繫：Dennis Lam
13th Floor One Island East,
19 Westlands Road,
Quarry Bay, Hong Kong
電話：852 3668 4181
傳真：852 25211812
電子郵件：dbsvhk@dbs.com

新加坡

DBS Bank Ltd
聯繫：Andy Sim
12 Marina Boulevard
Marina Bay Financial Centre Tower 3
Singapore 018982
電話：65 6878 8888
電子郵件：groupresearch@dbs.com
公司註冊號碼：196800306E

印尼

PT DBS Vickers Sekuritas (Indonesia)
聯繫：Maynard Priajaya Arif
DBS Bank Tower Ciputra World 1, 32/F
Jl. Prof. Dr. Satrio Kav. 3-5 Jakarta 12940, Indonesia
電話：62 21 3003 4900
傳真：6221 3003 4943
電子郵件：indonesiaresearch@dbs.com

泰國

DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd
聯繫：Chanpen Sirithanarattanakul
989 Siam Piwat Tower Building,
9th, 14th-15th Floor
Rama 1 Road, Pathumwan, Bangkok Thailand 10330
電話：66 2 857 7831
傳真：66 2 658 1269
電子郵件：research@th.dbs.com
公司註冊號碼：0105539127012
Securities and Exchange Commission, Thailand

詞彙表

簡稱	定義	簡稱	定義
AI	人工智能	ECB	歐洲中央銀行
ASEAN	東南亞國家聯盟	EDP	超額赤字程式
ASP	平均售價	EGB	歐洲政府債券
AT1	額外一級	EIA	能源資訊管理局
AUM	管理資產	EM	新興市場
AxJ	亞洲(日本除外)	eop	期末
bb1	桶	EPFR	新興投資組合基金研究
BCOM	彭博商品指數	EPS	每股收益
BI	印尼銀行	ESG	環境、社會和治理
BIBOR	曼谷銀行同業拆借利率	ETF	交易所交易基金
BNM	馬來西亞銀行	EU	歐盟
BOC	加拿大銀行	EURIBOR	歐元區銀行同業拆借利率
BOE	英格蘭銀行	EUV	極紫外線
BOJ	日本銀行	EV	電動汽車
BOK	韓國銀行	FDA	美國食品藥品監督管理局
BOT	泰國銀行	FDI	外國直接投資
BSP	菲律賓中央銀行	FOMC	聯邦公開市場委員會
bpd	每日桶數	FX	外匯
bps	基點	G2	兩國集團
CAA	CIO資產配置	G3	三國集團
CAGR	複合年增長率	G7	七國集團
CBO	國會預算辦公室	G10	十國集團
CET1	普通股一級資本	GDP	國內生產總值
CGB	中國國債	GFC	全球金融危機
CIPS	英國皇家採購與供應學會	GLP-1	胰高血糖素樣肽1
CPI	消費物價指數	GNSS	全球導航衛星系統
CRE	商業房地產	GPU	圖形處理器
CSIS	美國戰略與國際研究中心	GPS	全球定位系統
DACS	星展銀行總信貸息差	GPT	基於轉換器的生成式預訓練模型
DM	成熟市場	GSCI	高盛商品指數
dma	日移動平均線	GSFCI	高盛美國金融狀況指數
DPU	每單位分配	GST	商品及服務稅

簡稱	定義	簡稱	定義
DXY	美元指數	HIBOR	香港銀行同業拆息
EBIT	息稅前利潤	HICP	消費物價調和指數
EBITDA	未計利潤，稅項折舊及撤銷前盈利	HKMA	香港金融管理局
EC	歐盟委員會	HY	高收益率
ECA	歐洲晶片法	IEA	國際能源署
IndoGB	印尼政府債卷	NIRP	負利率政策
IG	投資極	NISA	日本個人儲蓄帳戶
IGB	印度政府債卷	NPL	不良貸款
IMF	國際貨幣基金組織	NYSE	紐約證券交易所
IPO	首次公開發行	OBR	預算責任辦公室（英國）
IRS	利潤掉期	OECD	經濟合作與發展組織
ISM	供應管理研究所	OIS	隔夜指數掉期
IT	資訊科技	OMO	公開市場業務
JGB	日本政府債卷	OPEC+	石油輸出國組織
JIBOR	雅加達銀行同業拆借利率	OPM	營業利潤率
JPM	摩根大通政府債券	OTC	櫃檯交易
GBI-EM GD	- 新興市場指數	P/B	市盈率
KLIBOR	吉隆坡銀行同業拆放利率	P/E	市盈率
KTB	韓國國債	PBOC	中國人民銀行
LBMA	倫敦金銀市場協會	PC	個人電腦
LEO	近地軌道	PCE	個人消費指出
LEERS	聯繫匯率制度	PE	私募股權
LGB	地方政府債卷	PEG	市盈增長比
LGFV	地方政府融資工具	PEPP	疫情緊急資產購買計畫
LP	有限合夥人	PER	市盈率
LPR	貸款最優惠利率	PMI	採購經理人指數
LSTA	貸款聯合與交易協會	PNT	定位、導航與授時
LVMH	酩悅，軒尼詩，路易威登	PPI	生產者價格指數
M&A	合併與收購	PSL	抵押補充貸款
MAS	新加坡金融管理局	Q-GARP	以合理價格優質增長
MBS	抵押支持債卷	QE	量化寬鬆
MLF	中期借貸便利	QT	量化緊縮

簡稱	定義	簡稱	定義
MIBOR	孟買銀行同業拆借利率	R&D	研發
MICE	會議、獎勵旅遊、大型會議和展覽	RBA	澳大利亞儲備銀行
mmbpd	每日百萬桶	RBI	印度儲備銀行
mmt	百萬公噸	RBNZ	紐西蘭儲備銀行
MNC	跨國公司	REER	實際有效匯率
MPC	貨幣政策委員會（印度、泰國）	REIT	房地產投資信託基金
MSCI	摩根士丹利資本國際	RPGB	菲律賓政府債券
NATO	北大西洋公約組織	ROA	資本回報率
NEER	名義有效匯率	ROE	股本回報率
NIM	淨息差	TIBOR	東京銀行同業拆借利率
RRP	逆回購工具	TOPIX	東京股票價格指數
RRR	必要回報率	TP	目標價格
SAA	戰略性資產配置	TPI	稅率與價格指數
SBV	越南國家銀行	TSE	東京證券交易所
SD	標準差	TSMC	臺灣積體電路製造公司
SEA	東南亞	UAE	阿聯酋
SGS	新加坡政府證券	UCITS	可轉讓證券的集體投資承諾
SME	中小型企業	UHNW	超高淨值
SNB	瑞士國家銀行	UST	美國財政部
SOE	國有企業	WFH	居家上班
SOFR	有擔保隔夜融資利率	WTI	西德克薩斯中質油
SORA	新加坡隔夜利率平均值	YCC	收益率曲線控制
SRBI	印尼銀行印尼盾證券	YTD	年初至今
TAA	戰略性資產配置	ZIRP	零利率政策
ThaiGBs	泰國政府債券		

CIO 往期洞察



3Q24 CIO 洞察
青睞風險資產
2024年6月



2Q24 CIO 洞察
擴大漲勢
2024年3月



1Q24 CIO 洞察
與時俱進
2023年12月



4Q23 CIO 洞察
把握下一個收益領域
2023年9月



3Q23 CIO 洞察
王、后和城堡
2023年6月



2Q23 CIO 洞察
撥雲見日
2023年3月



1Q23 CIO 洞察
重塑 60/40
2022年12月



4Q22 CIO 洞察
聚焦美聯儲
2022年9月



3Q22 CIO 洞察
跨越通脹
2022年6月



2Q22 CIO 洞察
風暴中的良策
2022年3月



1Q22 CIO 洞察
分歧的世界
2021年12月



4Q21 CIO 洞察
勇往直前
2021年9月

CIO 往期洞察



3Q21 CIO 洞察
如愿以偿
2021年6月



2Q21 CIO 洞察
重回正轨
2021年3月



1Q21 CIO 洞察
曙光乍现
2020年12月



4Q20 CIO 洞察
迈向复苏
2020年9月



3Q20 CIO 洞察
傲然屹立
2020年6月



2Q20 CIO 洞察
历久弥坚
2020年3月



1Q20 CIO 洞察
新世界的崭新思维
2019年12月



4Q19 CIO 洞察
所向披靡 破浪前行
2019年9月



3Q19 CIO 洞察
瞬息万变的世界
2019年6月



2Q19 CIO 洞察
顺势而赢
2019年3月



1Q19 CIO 洞察
拉锯战
2018年12月



4Q18 CIO 洞察
峰回路转
2018年9月

CIO 往期洞察



3Q18 CIO 洞察
乘风破浪 扬帆远航
2018年6月



2Q18 CIO 洞察
前路崎岖不平
2018年3月



1Q18 CIO 洞察
坚定信念
2017年12月

