

CIO 洞察 1Q25

開創新局。

偏好風險且具備韌性

儘管地緣政治緊張局勢以及特朗普加征關稅會帶來顛覆性的變化，但鑒於聯儲局傾向於實現經濟軟著陸的情況下減息，還是需要繼續維持投資。採用我們的杠鈴策略來確保投資組合富有韌性。

選擇特定股票主題

在我們杠鈴策略中側重增長的這一端，體育特許經營權是一個極為引人注目的主題，同時，隨著人工智能的日益普及，我們仍一如既往地堅信美國科技股的投資價值。

減息利好債券

貿易戰不斷升級導致的經濟增長放緩，將促使央行減息，從而提高債券的總回報率。可將倉位配置在2-3年期以及7-10年期這兩個區間的A/BBB級債券上。

依靠私募資產保持 穩健

私募資產與債券和股票的相關性較低，能夠提升投資組合多元化，在局勢不確定的時期尤其如此。近期私募股權估值的下調提供了頗具吸引力的入場時機。



圖片來源：Unsplash

目錄

02	前言	97	主題策略
03	執行摘要		體育投資 98
04	投資策略	113	詞彙表
	資產配置	07	
	宏觀經濟	22	
	美國股市	33	
	歐洲股市	39	
	日本股市	44	
	亞洲(日本除外)股市	51	
	全球利率	59	
	全球信貸	67	
	全球貨幣	74	
	大宗商品	81	
	另類投資·黃金與私募資產	87	

前言

尊敬的客戶：

常言道：新年新氣象。

2025年著實讓人感覺像是開啟了一個全新的篇章。諸多因素交織在一起，加劇了這種感覺；有些因素在暗中發酵，有些則一觸即發。僅舉幾例來說——我們正在見證特朗普再次擔任總統、兩場備受矚目的戰爭仍在持續以及中國的經濟有望逆風翻盤。

這些都不是孤立的問題。這些因素相互作用，組合起來產生了無限的可能性。往池塘裡扔一顆石子，水面就會泛起一圈圈的漣漪。要是扔上一把石子呢？那就會是一片混亂。或者至少在外行人看來是這樣的。物理學家能弄明白池塘裡的這些漣漪——就如同我們審視當下的國際局勢，並為您的銀行業務需求提供指引一樣。

為此，我們積極擁抱前沿科技。作為率先採用生成式人工智能（GenAI）等數碼技術的銀行之一，我們如今已在全銀行謹慎地部署了近千個人工智能模型，這不僅為我們的技術人員提供了幫助，也助力了銀行從業人員。2024年，我們連續第三次榮獲《環球金融世界》頒發的“最佳私人銀行內部技術運用獎”。

在投資方面，您一直信任我們能引導您的投資組合挺過動盪的市場，而且我們從事應對複雜情況的業務也已經有一段時間了。我們2025年第一季度的《CIO洞察》刊物，其標題為“開創新局”，著重指出了在投資組合中應在何處採取進攻和防守策略。

感謝您一直以來對我們的信任，相信我們能為您掃清迷霧。祝您在新的一年里收穫滿滿。



許志坤

主管，零售銀行及財富管理

執行摘要

尊敬的客戶：

在過去的一年裡，我們一直主張對投資組合進行充分投資，我們的季度刊物—《洞察》，連續三期的標題分別是“漲勢擴大”、“青睞風險資產”以及“理想時機”。

事實上，隨著信貸、股票、黃金和私募資產等風險資產的上升，這些主張都得到了印證。因此，截至2024年12月4日，我們主打的杠鈴策略在本年度的回報率達到了15.6%。

進入2025年，這種偏好風險的投資策略還可行嗎？

誠然，應對地緣政治緊張局勢以及特朗普可能推行的關稅政策等顛覆性因素所帶來的影響，將是一項巨大的挑戰。在構建投資組合時，我們必須將最壞的情況考慮在內。雖然我們總體上仍然看好風險資產，但我們的策略是持有投資級信貸作為收益來源，同時持有長期增長型股票以提高回報率，並將黃金和對沖基金等另類資產作為分散風險的工具，這應有助於應對波動加劇的時期。

在人工智能日益普及的推動下，我們對美國科技股的增持立場仍然是我們對增長最有信心的舉措。投資級信貸是我們收益的根基所在，尤其是在美國經濟軟著陸導致利率下降的情況下。

貿易戰不斷升級，必然會加速全球經濟放緩，如果真的出現這種情況，聯儲局極有可能採取不斷升級的寬鬆政策作為應對措施，因此我們預計投資級債券的回報率將會上升，成為救命稻草。這種情況與2018-2019年特朗普總統對中國加征關稅和設置其他貿易壁壘的情形並無二致。與此同時，持有一些相關性較低的資產，如黃金和對沖基金，將增強投資組合的整體韌性。

鑒於體育賽事直播日益增長的吸引力，以及熱門體育特許經營權的稀缺性，我們在本期刊物中著重介紹了體育領域令人振奮的投資潛力。

祝您閱讀愉快，並希望您新一年的投資碩果累累。



侯偉福 ·CFA

投資總監



圖片來源: Unsplash

2025年第1季度 投資概要



宏觀政策

聯儲局和歐洲央行即將進一步減息，而日本央行雖然可能因政局變化而推遲加息，但應會繼續逐漸加息。我們認為中國央行還有進一步減息的空間。



經濟前景

美國經濟繼續展現出韌性，而歐洲由於主要出口產品需求低迷，經濟增長持續疲弱。中國可能會推出進一步的刺激措施來促進國內消費。



股票

繼續看好美國股市，受企業利潤上升、國內消費恢復、強勁的人工智能相關資本支出的支撐，美國股市得以提振。東盟將繼續受益於減息和“中國+1”策略。



信貸

預計經濟實力將呈現逐漸放緩的趨勢。在息差收窄的環境下，優先考慮A/BBB級信貸，以獲得最佳風險回報。分別增持2-3年期和7-10年期信貸，以管理再投資風險並充分利用曲線息差來盈利。



利率

預計聯儲局將下調利率，但隨著市場參與者努力應對“特朗普2.0”（包括大幅減稅、上調關稅和財政赤字），減息之路將充滿坎坷。



貨幣

隨著聯儲局逐漸收回鴿派立場以及“特朗普2.0”開始落實其政策綱領，美元將繼續走強。歐元和人民幣最易受到關稅影響。



另類投資

儘管近期金價出現調整，但其在結構上仍保持強勁升勢；採取同時投資私募基金和公共資產的投資組合方法。考慮使用半流動性工具來管理流動性。



大宗商品

預計在短期內將持續出現波動；關稅上調帶來了廣泛的需求風險，而對能源安全的關注將導致石油產量的上升。中國需求在宏觀層面仍然是一個未知數。



主題投資

體育經濟得以崛起，這得益於體育賽事直播的快速增長、人們對女子和青少年體育賽事的熱情日益高升以及電子競技比賽的人氣迅速攀升。

新的世界秩序

2025年第1季度 資產配置

隨著美國共和黨在選舉中取得三連勝，將在未來幾年對宏觀政策產生持久影響。為了應對擴張性財政政策和地緣政治緊張局勢加劇的雙重逆流，我們需要在資產配置中採取“杠鈴”策略，即在投資組合配置方面採取極端措施。



主題：體育賽事投資 - 制勝法寶

體育職業隊除了可以作為炫耀性資產受人矚目以外，還因其不斷上升的估值和較低的市場相關性而具備可靠的投資價值，從而成為投資組合策略補充的理想之選。

全球各地對體育職業隊的興趣日益濃厚，因而產生了連鎖反應，使更廣泛的體育生態系統受益。主要受益者包括：(i) 體育賽事分析，(ii) 直播，(iii) 票務以及 (iv) 體育視頻遊戲。



01. 資產配置

侯偉福，CFA
投資總監

鄭迪倫
策略師

美國人民已經發聲。隨著共和黨拿下參議院和眾議院控制權，國會山現在迎來了共和黨的三連勝，該黨完全控制著行政部門和立法機構的兩院。如此明確的授權意味著候任總統特朗普將擁有巨大的權利，確保他有能力推動減稅、氣候變化或邊境安全等任何方面的政策議程。對於民主黨來說，這是一個轉折時刻，該黨內部沒有一個明確的領導人，因此面臨著一場迫在眉睫的生存危機。民主黨曾經是工人階級聯盟的堅定捍衛者，但現在越來越多人認為該黨是“自由派精英”的政黨，過分強調進步意識形態而非民生問題。

對於金融市場來說，特朗普的當選將在未來幾年對宏觀政策產生持久影響。如果選舉言論確實轉變為現實，那麼普遍認為經濟衰退即將到來以及聯儲局將大幅下調政策利率的市場假設將不復存在。特朗普的主要政策議程是為美國公司減稅，並為所有收入水平人員延長《減稅與就業法案》(TCJA)，這些議程將從他就職第一天起開始實施。這些減稅措施不僅能提高企業盈利能力，還能釋放更多資金供美國消費者花費，從而推動國內消費。如果共和黨的議程全部得以實施，預計美國宏觀經濟增長勢頭將會更上一層樓。

與此同時，我們也不能忘記，預期的關稅上調和通過削減社會專案節省的成本並不足以彌補稅收損失。不可避免的是，這只會導致美國財政狀況進一步惡化，而美國將無法承受這一點。根據國會預算辦公室(CBO)的資料，到2034年，預計公眾持有的美國聯邦債務將超過GDP的122%，這一水平明顯高於第二

次世界大戰後106%的峰值。持續的慷慨是不可持續的。但隨著特朗普想要兌現他的競選承諾，財政責任的概念顯然也被暫時擱置了。

重新出現的通脹壓力，加上美國財政路徑的不可持續性，意味著在特朗普任職初期，債券收益率將上升，美元也將走強。

不可持續的慷慨



資料來源：國會預算辦公室、星展銀行

貿易戰：要把特朗普說的話當真嗎？在競選過程中，特朗普主張對中國商品徵收60%的關稅，而對其他國家/地區的商品徵收10-20%的關稅。雖然特朗普的競選言論建立在關稅將由對外貿易夥伴方支付的這一假設上，但現實往往相反。關稅負擔要麼由美國進口商承擔（導致企業盈利能力下降），要麼轉嫁給美國消費者（導致消費下降或儲蓄減少）。無論怎樣，看起來都有風險。更糟糕的是，正如彼得森國際經濟研究所的研究所示，關稅往往會導致美國製造商品價格上升，因為消費者轉向更便宜的替代品，國內生產商面臨更強勁的需求。根據國際貨幣基金組織的預測，美國貿易戰的再度爆發將導致全球GDP在2025年和2026年分別下降0.8%和1.3%。

在全球貿易戰迫在眉睫之際，為何共和黨大獲全勝後風險資產激增？有三種可能的原因。第一，投資者不相信關稅會對全球經濟造成多大的傷害。第二，鑒於特朗普的“交易型”政策制定風格，投資者認為他最終將與主要交易夥伴達成有利的協定，從而避免貿易戰。第三，投資者將貿易戰的前景放在了次要位置，而選擇將重點放在特朗普擴張性政策的利好上。

特朗普最近任命參議員瑪律科·盧比奧 (Marco Rubio) 為國務卿，並任命邁克·沃爾茨 (Mike Waltz) 為國家安全顧問，這兩人都眾所周知的對華鷹派，這表明未來的道路充滿著變數，但一切都還為時尚早，事態可能會朝著任何一個方向發展。在這種情況下，構建投資組合時應謹慎至上。

應對“特朗普2.0”

將股票評級上調至中性；對美國的積極態度被歐洲的疲弱所抵消。我們之前曾將股票評級下調至減持，因為債券的風險回報更為有利。從收益率差額的角度來看，情況更是如此。“特朗普2.0”的到來將改變遊戲規則，新政府將推出擴張性政策，推動美國股市明年走高。儘管關稅上調的效果（是否促進美國國內製造業復蘇）仍有待觀察，但毫無疑問，特朗普的減稅計畫將推動國內消費增長，並大幅提振企業盈利。

為了順應美國新的政策體制，我們將股票評級從減持上調至中性。我們從兩個角度出發，決定避免絕對增持股票：（1）歐洲股市的前景仍是一重大拖累，因為該地區面臨著經濟衰退風險不斷上升和地緣政治阻力的雙重壓力；（2）“特朗普2.0”是“受約束”還是“不受約束”仍充滿了不確定性，需要採取謹慎態度。

在不確定時期採取“杠鈴”投資組合策略。為了應對擴張性財政政策和地緣政治緊張局勢加劇的雙重逆流，應在資產配置中採取“杠鈴”策略。如想實現此目的，可在配置方面採取極端措施：（a）尋求投資貝塔值最高的行業，充分利用特朗普擴張性政策的上升空間；（b）尋求投資最具防禦性的資產類別，保護投資組合表現不受特朗普政策的下行影響。

• 應對特朗普擴張性政策：

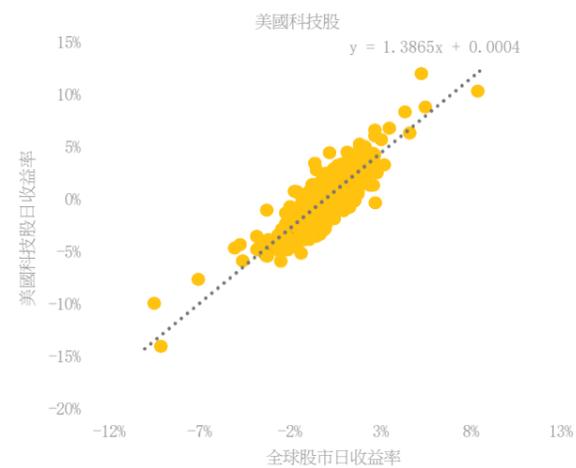
1. **增持美國股票：**如前所述，我們對股票作為一種資產類別持中性態度是源於我們對歐洲的謹慎立場。但是為了順應特朗普政策的浪潮，我們建議繼續增持美國股票，因為即將出臺的減稅政策將顯著提升企業盈利。
2. **增持美國科技股：**在美國市場中，我們青睞科技股有兩個原因：（1）我們對前兩個總統週期（特朗普和拜登執政期間）的分析顯示，美國各行業的表現未顯示出明確的趨勢。不過，在兩位總統任職期間，科技股都一致表現出色。這凸顯出該行業的長期增長潛力。

在10年時間裡，美國科技股的貝塔係數是全球股市的1.4倍（歐洲為0.8倍）。隨著新政府推出減稅和放鬆管制政策，投資者可從中獲得巨大收益。

• 應對貿易風險：

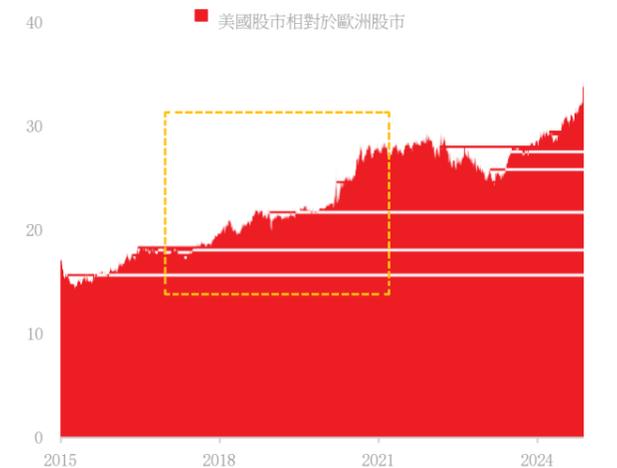
1. **增持固定收益產品：**隨著債券收益率回升至4.4%，我們認為增持固定收益產品將帶來具有吸引力的回報，因為如果貿易緊張局勢升級比預期更為嚴重，固定收益產品將能提供下行保護。
2. **減持歐洲股票：**由於美國關稅上調將迫使中國出口商將產品轉到歐洲市場，國內企業競爭和利潤壓力將會加劇，歐洲股市預計將表現不佳。與此同時，持續的俄烏衝突和特朗普對北約組織的批判立場也將提高該地區的風險溢價。

美國科技股 - 美國擴張性政策下的高貝塔值選擇



資料來源：彭博社、星展銀行

在特朗普首次擔任總統期間，美國表現優於歐洲



資料來源：彭博社、星展銀行

3. **增持黃金**：儘管擴張性財政政策的復蘇和債券收益率上升對黃金的短期前景帶來了壓力，但隨著投資者準備應對新一輪的貿易緊張局勢，對避險資產的需求上升將抵消這一影響。此外，隨著美國財政狀況持續惡化，去美元化風險仍然是一個持續令人擔憂的問題。

毫無疑問，一旦全面爆發全球貿易戰，將對世界經濟造成重大損害。根據普遍預測，TheStreet 預計 2025 年美國盈利仍將增長 13%。是什麼導致了這種脫節？這種相對的樂觀情緒可能是以下兩個因素所致：（1）由於缺乏可見性，預測者尚未考慮貿易戰對企業盈利的影響，或（2）企業利潤率普遍提高，這一點我們在 2023 年第 4 季度就已強調過，目前仍持此觀點。

雜訊之外

雖然把握國會山政策風向的起伏是明智之舉，但我們也不應忽視長期宏觀驅動因素，這些因素將決定特朗普總統任期內短期雜訊之外的市場走勢。我們認為，2025 年風險資產將繼續得到以下因素的大力支撐：

- 企業利潤率提高
- 家庭財富和國內消費韌性持續增加
- 人工智能相關的企業資本支出

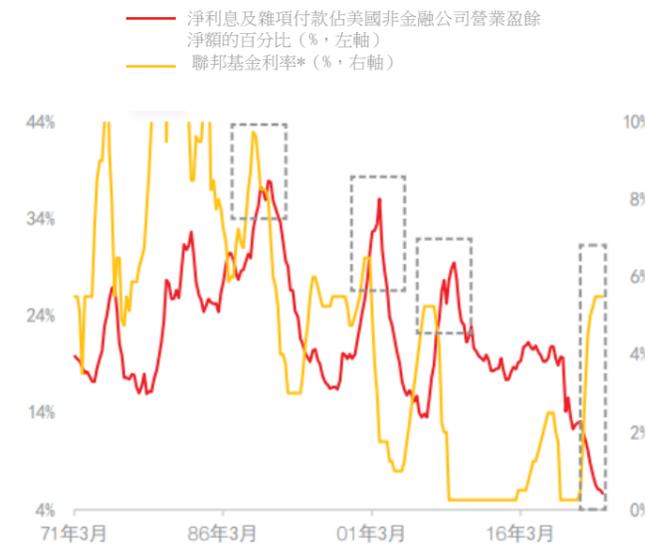
企業利潤率提高。我們對美國經濟的基本假設是“軟著陸”，這種樂觀的前景並不令人意外。畢竟，由於就業市場強勁，國內消費一直保持著健康狀態。與此同時，美國經濟意外指數在 7 月觸底後也出現了急劇好轉，宏觀資料出人意料地上升。對特朗普政府財政寬鬆政策的預期不斷上升，進一步支撐了這一觀點。

總而言之，當政策利率上調時，公司的利息支出比往往也會上升。在 1988-1989 年和 1999-2000 年的兩次加息週期中，利息支出比均在聯儲局政策利率見頂後 6 個季度達到峰值。隨後在 2004-2006 年的加息週期中，利息支出比在政策利率見頂後 12 個季度趨於平穩。

2008 年次貸危機後，這種關係不再成立。在零利率政策（ZIRP）時代，美國公司利用低債券收益率環境，以低利率為其長期負債進行再融資。這導致利息支出比急劇下降，儘管聯邦基金利率有所上升，但利息支出比仍在 2024 年 6 月創下 5.7% 的新低（自 1971 年 3 月以來的長期平均水平為 22.1%）。

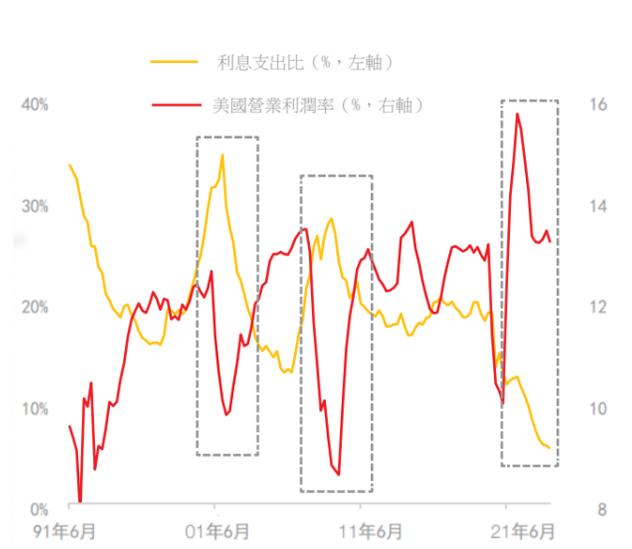
利息支出較低意味著美國企業的盈利能力更高。這將緩和貿易緊張局勢對企業的影響，並增強企業盈利的韌性。

儘管債券收益率有所上升，但利息支出比卻有所下降



資料來源：彭博社、星展銀行

營業利潤率和利息支出呈反比關係



資料來源：彭博社、星展銀行

不斷增加的家庭財富帶來消費復蘇。美國人變得越來越富有了。標普 500 指數和房地產多年來的上升已轉化為美國家庭財富的增加，並用於改善美國家庭財務安全。就絕對值來說，聖路易斯聯邦儲備銀行的資料顯示，美國家庭淨財富從 2000 年 1 月的 104 萬億美元增加到 2024 年 4 月的 154 萬億美元（複合年增長率為 5.2%）。淨財富佔個人可支配收入的百分比以及作為家庭財務健康狀況的指標，也飆升至 785%，為兩年來的最高水平。

美國人在變得越來越富有的同時，借貸也越來越少。自 2008 年全球金融危機後，美國家庭開始大規模去杠杆化，家庭債務佔 GDP 的比例已下降至 71%，

美國家庭去杠杆化



資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行、星展銀行

家庭財務健康狀況出現反彈

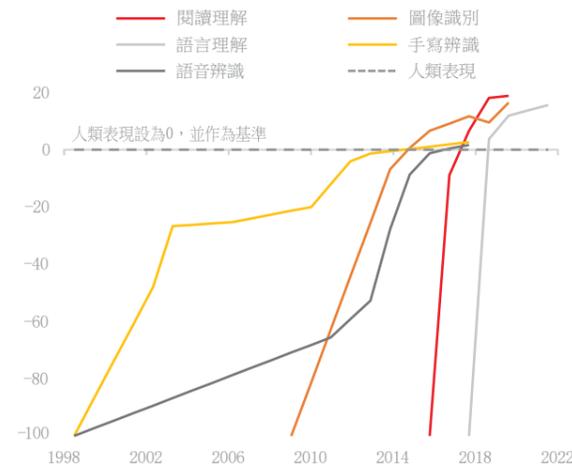


資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行、星展銀行

這是23年來的最低水平。由於淨財富不斷增長和債務水平創歷史新低，國內消費前景良好，而國內消費是美國經濟的基石（約佔GDP的70%）。

人工智能 – 促進經濟增長的催化劑。人工智能（AI）發展迅速，這項技術已在閱讀和理解等各項任務中超越了人類能力。人工智能可自動化公司的重複性工作，從而為製造業到娛樂業等各行各業開闢了新的效率提升途徑。

人工智能的能力超越了人類表現

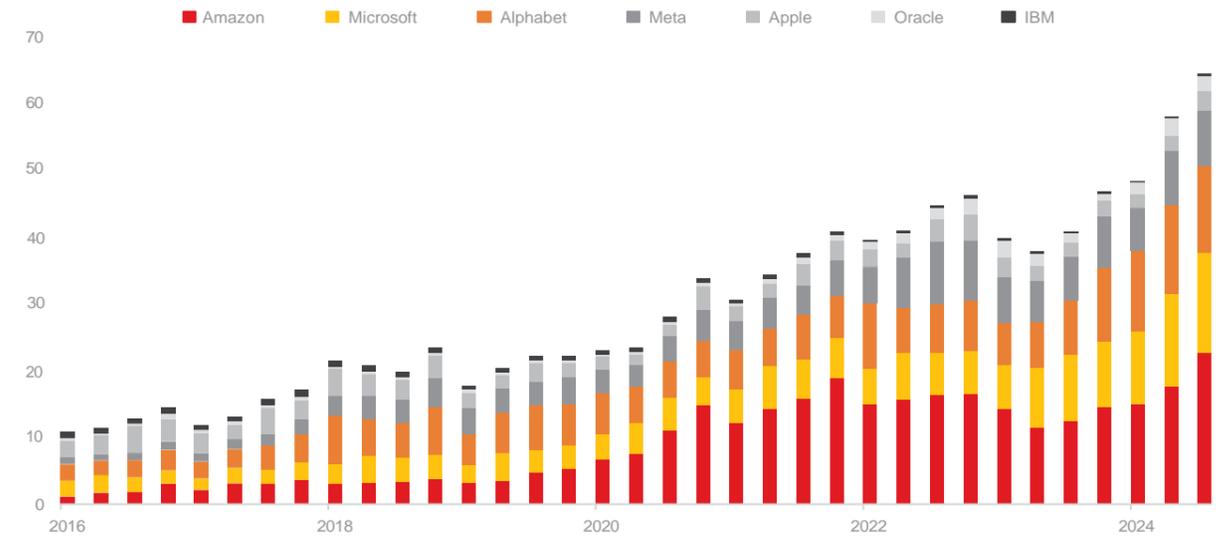


資料來源：Ourworldindata、Kiela等人、星展銀行

毫無疑問，通過生產力提升和企業資本支出來促進經濟增長，人工智能的進步對經濟產生了重大的推動作用：

- **生產力提升：**人工智能具有變革性的影響力，因為它能夠使企業更高效地營運並提高生產力。據普華永道估計，到2030年，人工智能可使全球GDP增長14%，並且額外貢獻15.7萬億美元。Statista的預測同樣樂觀，預計到2035年，人工智能將使GVA（總增加值）增加30%。這些估計都強調了人工智能在未來幾年作為經濟增長主要驅活力的重要性。

超大型企業資本支出（十億美元）



資料來源：彭博社、星展銀行

- **企業資本支出：**Amazon、Google、Microsoft和Meta等超大型企業不斷增加的人工智能相關資本支出是經濟增長的重要催化劑。這方面的投資額已從2016年的490億美元增加至1,650億美元（年複合增長率為16.4%）。據彭博行業研究的資料顯示，由於對生成式人工智能的需求刺激了基礎設施（如資料中心和超級電腦）的資本支出，預計到2025年，超大型企業的人工智能資本支出總額將達到2,000億美元。此外，人工智能相關資本支出還會對半導體、房地產和能源等其他經濟領域產生乘數效應。

2025年第1季度資產配置 - 將股票評級上調為中性，同時維持債券增持評級

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	1	0	1	0	0	0
	每股收益增長率預估	-2至+2	1	-1	0	0	-	1	0
	盈利意外	-2至+2	1	-1	1	0	-	0	0
估值	遠期市盈率	-2至+2	0	0	0	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	0	1	1	0
動量	自由現金流收益率	-2至+2	-1	0	1	0	-	-	-
	信用息差	-2至+2	-	-	-	-	-	0	-1
	資金流	-2至+2	2	-1	-1	-1	1	2	0
	波動性	-1至+1	0	0	-1	-1	0	-	-
	催化劑	-2至+2	0	0	0	0	0	0	0
原始分數			3	-3	-1	1	2	4	-1
調整分數			0.14	-0.14	0.05	0.05	0.18	0.25	-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

交叉資產 – 仍青睞於債券。我們CAA框架的最新評分表明，投資者更青睞債券而非股票。

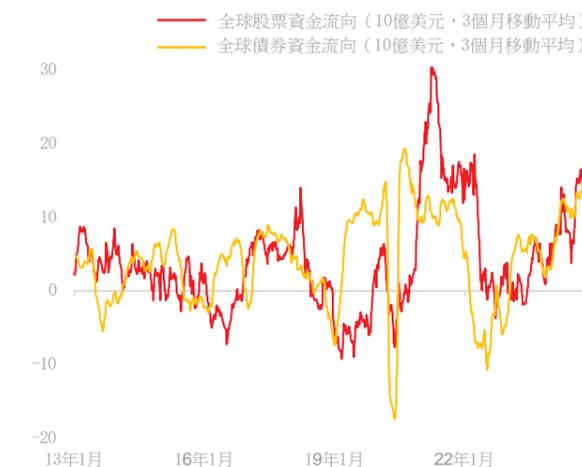
基本面：主流宏觀指標繼續顯示出美國經濟的韌性。儘管政策利率有所上調，但美國經濟意外指數在今年下半年出現了轉機，ISM服務業指數自6月觸底後已飆升至56.0。顯然，高利率環境未能從根本上抑制宏觀經濟勢頭。然而，如果即將上任的特朗普政府按照競選時的承諾迅速實施關稅上調，則可能打破這一樂觀前景。

在企業盈利方面，由於缺乏明確性，特朗普政策的潛在影響尚未充分反映在分析師的預測中。在這個關鍵時刻，受到息稅前利潤率增長1.5%的推動，TheStreet預測2025年成熟市場的股票收益將增長10%。新興市場的前景更略顯光明，預計盈利增長率為14%。

估值：美國盈利收益率和美國10年期國債收益率之間的差距已擴大至-0.74%(截至11月18日)。這進一步支撐了我們相對於債券減持股票的觀點。

動量：EPFR Global的資金流動資料表明，投資者對資產配置基本上漠不關心，因為從季初至今(截至11月6日)，分別有1,050億美元和1,020億美元的資金流入股票和債券。從年初至今，兩種資產類別的資金流入金額也大致接近，分別為5,560億美元(股票)和5,810億美元(債券)。

股票和債券的資金流動同步上升



資料來源：EPFR Global、星展銀行

股票：美國例外論的延續；美國股市表現相對優於歐洲股市。特朗普即將重返白宮，承諾美國未來將出臺更多擴張性政策，包括為企業和家庭減稅以及進一步放鬆管制。對擴張性財政政策的預期推動美國股市季初至今(截至11月13日)上升了4.4%。然而，其他成熟市場的情況卻截然不同，歐洲和日本分別下跌了9.0%和5.5%。自今年年初以來，亞洲(日本除外)(AxJ)的強勁反彈似乎也見頂，該地區下跌了6.6%。

鑒於當前財政和貨幣政策的利好，預計美國例外論(和優異表現)將在下一季度持續下去。除了減稅之外，聯儲局的貨幣寬鬆政策也將很好地支撐美國股市，因為雖然特朗普的政策具有高度通脹性質，但聯儲局(目前)並未打算暫停減息。根據EPFR Global的日益高漲。從季初至今(截至11月6日)，流入美國股市的淨資金為600億美元，而歐洲和日本的淨流出資金為20億美元。

相反，我們預計歐洲和亞洲（日本除外）將在新的政治體制（即“特朗普2.0”）下面臨越來越多的阻力：

- 歐洲面臨的挑戰：**歐洲股市面臨著美國關稅上調和中國出口可能從美國轉向歐洲市場的雙重壓力，這兩者都將惡化歐洲企業的競爭環境。特朗普對北約組織的孤立主義立場是另一個不利因素，因為這位候任總統此前曾表示，如果歐洲成員國不增加國防開支，他將退出北約。持續的俄烏衝突，加上新的地區安全顧慮，都將對歐洲股市造成威脅。
- 亞洲（日本除外）面臨的挑戰：**特朗普勝選後，亞洲（日本除外）股市再次面臨阻力。首先，隨著貿易戰的風險日益逼近，鑒於美國可能會對中國出口的商品徵收高額關稅，中國將成為受影響最大的市場之一。中國的低端出口產品、電動汽車電池和太陽能電池板生產商最容易受到這些措施的影響。其次，從歷史上來看，債券收益率反彈和美元重新走強並不有利於亞洲股市。儘管存在不利因素，但我們仍然建議增持亞洲（日本除外）股票，因為與成熟市場相比，該地區在交易價格上擁有34%的折扣，這表明市場已經消化了重大的不利因素。

美元走強不利於A&J股市；估值大幅折讓將部分緩和這一影響



資料來源：彭博社、星展銀行

債券：應對擴張性政策和關稅威脅的雙重逆流。

傳統的假設是，隨著特朗普政府推出減稅政策，並全面增加經濟活動，預計債券將表現不佳。理論上，這屬於通脹，應會對債券構成重大威脅。但是，這只是一方面。為了彌補減稅帶來的資金減少，特朗普需要提高關稅。這就是問題所在，因為全球貿易戰將嚴重破壞經濟活動，由此產生的不確定性將影響債券收益率。第一次貿易戰期間就發生過這種情況，儘管美國通脹有所緩和，但債券收益率到2018年底卻開始下降。

我們信貸策略師的研究表明，由於促增長政策支持著經濟活動並降低了違約風險，投資級和高收益信貸的信用息差在共和黨總統當選一年後趨於平穩。特朗普獲勝後股市大幅上升，對於信用息差的前景來說是一個良好開端。從策略角度來看，我們傾向於繼續採取“杠鈴”策略，可大規模配置2-3年期和7-10年期信貸。在信貸評級方面，A/BBB級能獲得最佳風險回報。

EPFR Global的債券資金流動資料進一步支撐了我們的觀點。在2024年的前9個月中，投資級信貸的資金流入額為960億美元（高收益信貸則為340億美元）。在本季度中，高收益信貸和投資級信貸的資金流入大致接近。這表明，隨著增長預期的提高，對高收益信貸的市場情緒也有所改善。

另類投資：黃金短期內面臨阻力；財政逆風支撐長期需求。對特朗普擴張性政策的預期推動債券收益率走高。由於黃金是一種無息資產，這對黃金來說會造成短期阻力。正如債券部分所述，隨著不確定性的增加，我們預計新政府引發的貿易緊張局勢將對債券收益率造成壓力。這卻反過來對黃金有利。此外，特朗普的政策預計將在2026年至2035年間增加約 7.75萬億美元的國債。人們對美國財政路徑可持續性的疑慮日益加劇，這將增加黃金的避險吸引力。

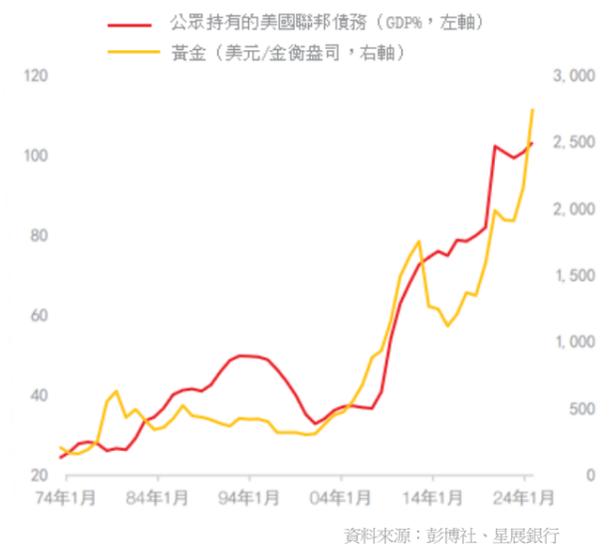
與此同時，未來一年政策的不確定性將增加私募資產的吸引力，因為私募資產與股票呈現出強烈的負相關性。我們認為，採取將公共資產和私募資產領域中的半流動資金相結合的投資組合策略，投資者就能夠抵禦即將到來的宏觀經濟風險和政策逆風。

儘管通脹有所緩和，但債券收益率在2018年底卻有所下降



資料來源：彭博社、星展銀行

金價與美國債務同步上升



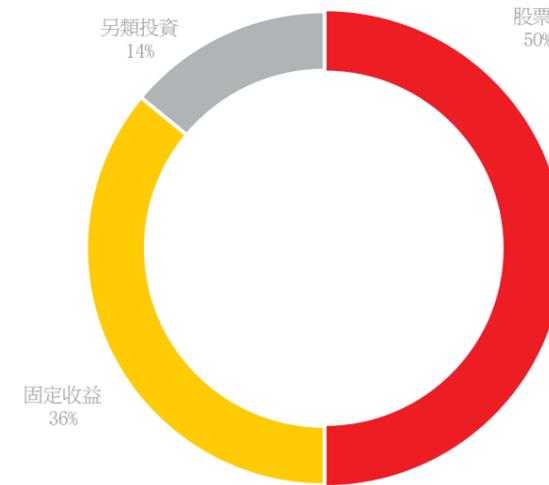
資料來源：彭博社、星展銀行

2025年第1季度全球戰術資產配置

	3個月基準	12個月基準
股票	中性	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

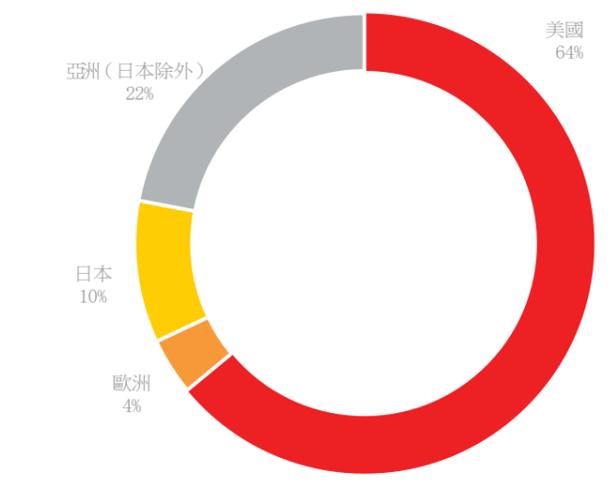
資料來源：星展銀行

按資產類別分列的戰術資產配置(中度風險)



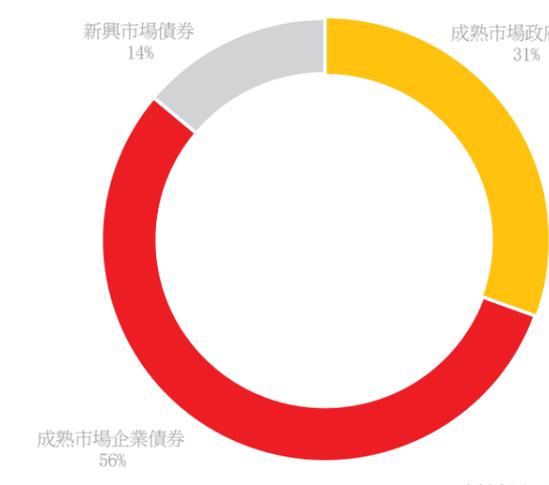
資料來源：星展銀行

股票市場中按地域分列的戰術資產配置(中度風險)



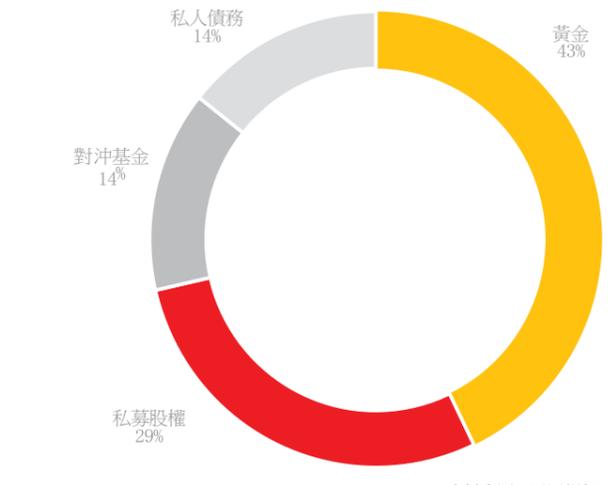
資料來源：星展銀行

固定收益中按債券類型分列的戰術資產配置(中度風險)

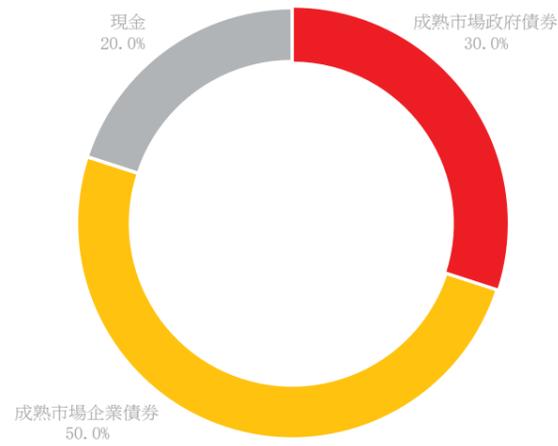


資料來源：星展銀行

另類投資中按領域分列的戰術資產配置(中度風險)



資料來源：星展銀行

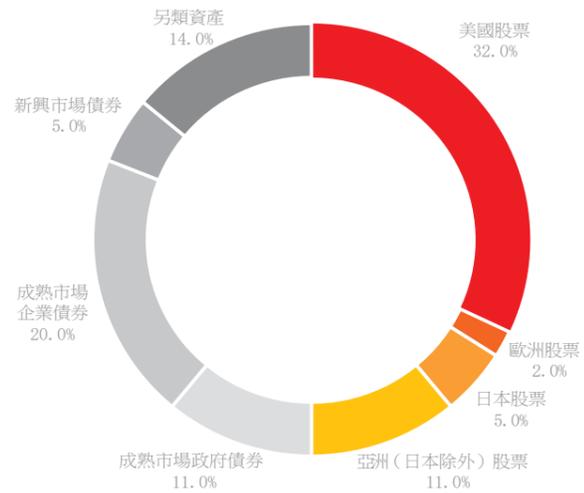


資料來源：星展銀行

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%	
- 私人債務	0.0%	0.0%	
現金	20.0%	20.0%	

**僅有P4風險評級的UCITs備選產品

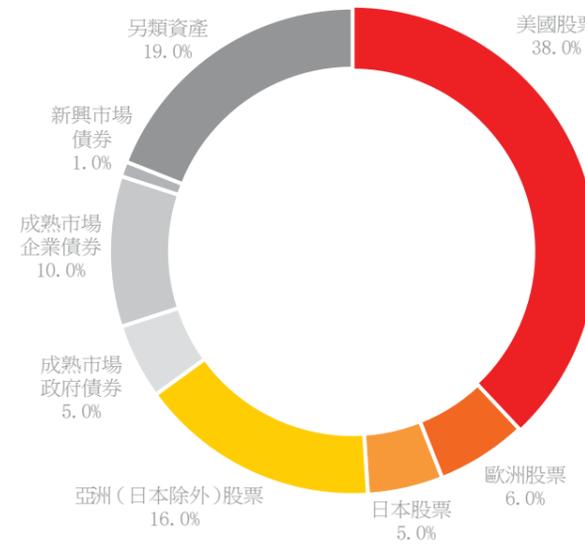


資料來源：星展銀行

中等風險

	TAA	SAA	活躍
股票	50.0%	50.0%	
美國	32.0%	25.0%	7.0%
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	36.0%	35.0%	1.0%
成熟市場 - 政府	11.0%	10.0%	1.0%
成熟市場 - 企業	20.0%	15.0%	5.0%
新興市場	5.0%	10.0%	-5.0%
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%	
- 私人債務	2.0%	0.5%	1.5%
現金	0.0%	5.0%	-5.0%

*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	65.0%	65.0%	
美國	38.0%	30.0%	8.0%
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	16.0%	15.0%	1.0%
成熟市場 - 政府	5.0%	4.0%	1.0%
成熟市場 - 企業	10.0%	7.0%	3.0%
新興市場	1.0%	4.0%	-3.0%
另類投資	19.0%	15.0%	4.0%
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募資產與對沖基金*	13.0%	10.0%	3.0%
- 私募股權	6.0%	4.9%	1.1%
- 對沖基金	4.0%	4.0%	
- 私人債務	3.0%	1.1%	1.9%
現金	0.0%	5.0%	-5.0%

*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“戰術資產配置”。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。

風險與機遇並存

2025年第1季度
宏觀經濟

在特朗普第二次執政期間，美國將會在財政和貨幣政策方面面臨重大挑戰，與此同時，提高關稅的威脅如陰霾般籠罩著亞洲和歐洲。中國很可能會推出更多刺激舉措以提振國內需求，而歐洲央行也會加大貨幣政策的刺激力度。我們預計油價會保持在70美元/桶的水平上，且下行空間有限。



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

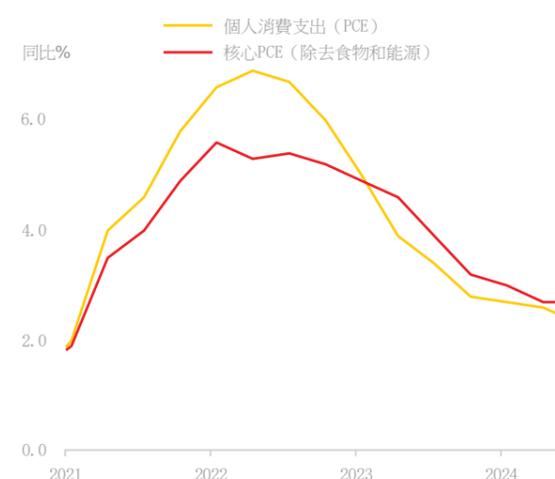
在見證了破紀錄的競選開支以及諸多戲劇性事件後，美國總統大選於2024年11月5日星期二舉行。除了選出總統和副總統外，美國民眾還對一系列其他機構進行了投票，包括美國參議院、眾議院、各州州長職位以及州立法機構。

這是一場難分勝負的選舉，民意調查顯示各候選人的領先或落後情況都在誤差範圍之內。但鑒於選舉人團制度的變幻莫測，最終的選舉結果顯示兩位元主要候選人之間存在著相當大的差距。隨著唐納德·特朗普就職，美國在領導層的選擇問題上仍將存在嚴重分歧。在移民、稅收政策、社會福利、公共債務、教育、醫療保健以及外交政策等方面缺乏共識，仍將是特朗普執政下的美國的顯著特徵。

此次大選是在經濟平穩時期舉行的，而四年前的大選則正值疫情時期，疫情相關的扭曲情況和不確定性籠罩著未來。這一次，儘管經歷了多年的貨幣政策緊縮週期，經濟仍保持著強勁的增長勢頭。高利率並未扼殺資產市場，強勁的企業和家庭資產負債表、圍繞人工智能展開的重大投資週期以及大量的財政支持都對資產市場起到了提振作用。商品通脹已經消退，諸多地緣政治風險來來去去，卻並未損害國內經濟活動或市場情緒。

在2025年1月20日就職後，特朗普總統將無法高枕無憂，因為在週期性的平穩表像背後暗藏著重大的結構性挑戰。財政狀況愈發難以為繼——公共債務淨額已超過GDP的100%，每年的利息支出高達1萬億美元。外國投資者非常願意持有美國國債這一全球頂級的AAA級資產，但也並非是無條件持有。頑固的服務通脹、缺乏財政整頓以及美元武器化，都是令人愈發不安的因素，而且需要儘早解決。在過去八年裡，美國已經果斷地從推動自由貿易轉向日益奉行保護主義政策。在特朗普的第二個任期內，針對中國以及世界其他國家的關稅將會提高。但是，即使是哈裡斯執政，估計也不會出現關稅下調的情況。中國在獲取先進技術上仍受到越來越多的限制，與中國有貿易往來的國家也面臨著審查；我們預計未來幾年這種態勢都不會緩和。

美國通脹



資料來源：美國經濟分析局、星展銀行

美國財政狀況與展望



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

注意：黃色方框內的區域表示國會預算辦公室所做出的預測。

如果採取哈裡斯那種相對更符合規則的政策，而非特朗普那種注重交易且反復無常的政策，美元和利率的前景是否會有所不同呢？有人可能會認為，特朗普的減稅和加征關稅政策會更容易導致通脹。然而，哈裡斯其實也並未準備有效的抗通脹計畫。毋庸置疑，如果財政問題得不到解決，通脹率很可能會升高。

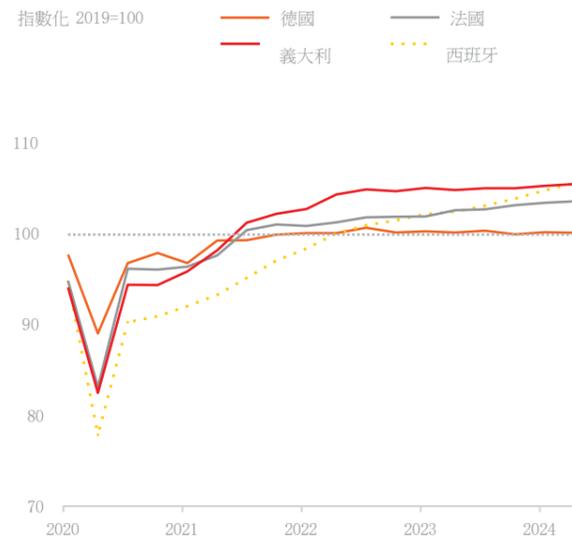
美國社會被黨派界限嚴重分裂。不過，根據我們對過去兩輪選舉週期的評估，我們推測在經濟政策缺乏明確性這一點上，是兩黨都存在的問題。

歐元區

歐元區經濟在2024年第一季度至第三季度期間平均同比增長0.7%，略高於2023年的0.5%。成員國之間存在相當大的異質性，該地區的核心經濟體仍然缺乏經濟增長活力，尤其是德國和義大利。

這種差異背後既有週期性因素，也有結構性因素在起作用。首先，由於面臨關鍵出口產品（如汽車和資本商品）需求疲弱帶來的不利因素，核心經濟體相對更容易受到製造業表現不佳的影響，進而出現出口復蘇滯後和投資情緒低迷的情況。其次，儘管經濟增長活力不足，但勞動力市場仍頗具韌性，表現為工資正增長和失業率較低。如果經濟持續萎靡不振，有限的傳導效應將會逐漸消失。第三，通脹放緩提升了實際購買力，但仍不足以實質性地提振消費需求。上述差距產生的原因為歐洲家庭儲蓄急劇增加，超過了新冠疫情前的水平。根據世界銀行的資料，歐洲的儲蓄率已升至15.7%，高於疫情前的12%，這反映出人們從根本上對未來收入和就業前景缺乏信心。

成員國之間的異質性

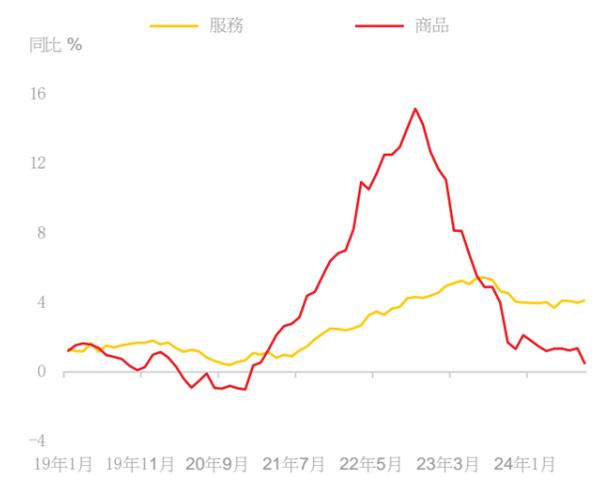


資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

服務業（包括旅遊業在內）表現出色，幫助抵消了經濟下降的部分影響，西班牙的情況就是如此。但是，這可能仍不足以使歐元區走上更加強勁的增長道路。考慮到這兩方面的風險，我們預計歐元區在2024年會同比小幅增長0.8%，而隨著歐洲央行繼續維持鴿派立場，2025年的增長率有可能提高至1.0%。

通脹環境較為溫和，加之2025年面臨的經濟增長風險，可能會促使歐洲央行加大貨幣政策刺激力度。我們預計到2025年歐洲央行會將存款便利利率下調至2.0%。歐元區還面臨著政治和財政方面的困境，法國就是一個典型的例子，該國新任總理面臨著嚴峻的財政收支平衡問題。惠譽將法國的主權信用評級展望下調至“負面”。與此同時，德國總理奧拉夫·朔爾茨試圖在其三黨聯盟破裂後維持穩定。德國擬於2025年2月23日提前舉行大選，加之不信任投票也迫在眉睫，德國未來一年的政治局勢將會充滿坎坷。除了通脹和經濟增長，市場還會關注歐元區的財政健康狀況。

服務通脹比商品通脹更具粘性



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

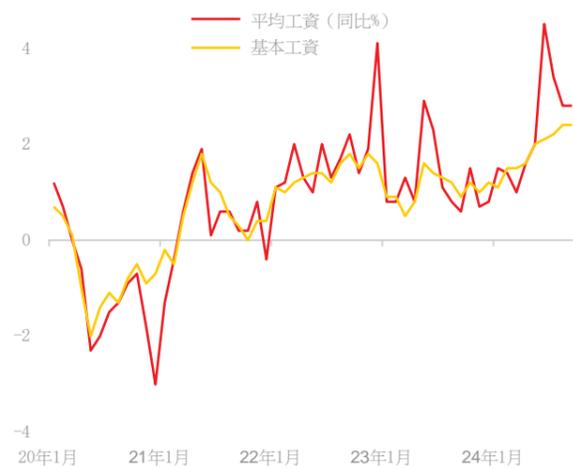
2025年，美國大選結果及其對歐洲的影響將成為關鍵焦點。諸多方面都存在很大的不確定性：即將在特朗普的第二個任期內出臺的關稅政策、美國在俄烏持續衝突中對烏克蘭的支持力度，以及美國預計實施的放鬆管制措施。在貿易方面，雙方緊密關聯。特朗普總統全面加征10%關稅的威脅猶如懸頂之劍，鑒於美國是歐盟最大的出口市場，這無疑會對歐盟產生影響 - 更不用說許多歐盟成員國目前還處於財政赤字的状态。與此同時，中國及其他交易夥伴經濟增長放緩所帶來的次生影響也不容忽視。此外，圍繞該地區未能達到北約設定的國防開支目標（佔GDP的2%）的批評之聲也日益凸顯，這可能會要求更多國家在未來的預算中增加對國防開支的分配。

日本

日本GDP預計將在2025年增長0.9%。由於美國新一屆政府的關稅威脅，出口可能會面臨一些不利因素。借鑒特朗普首次執政時期的經驗，預計日本政府會尋求與美國進行雙邊談判，以擴大從美國的進口，並增加在美製造業投資，力求避免遭受懲罰性關稅。

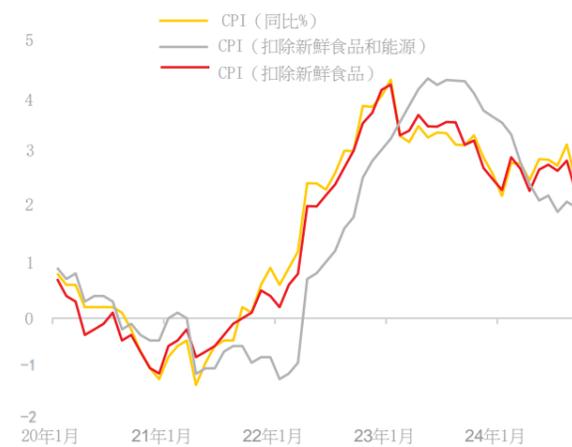
在國內方面，預計個人消費將會回升，這有助於抵消出口增長放緩所帶來的部分負面影響。日本連合會（Rengo）是最大的工會組織，其目標是在2025年至少爭取5%的工資升幅。這可能會使明年的平均工資增長約2%，從而增加家庭收入並支撐消費增長。

工資實現正增長



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

通脹保持在2%



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

消費者物價指數 (CPI) 通脹預計在2025年將穩定在略低於2%的水平，這主要得益於穩定的石油和食品價格以及趨於穩定的日元，而日元穩定將緩和輸入型通脹帶來的壓力。在需求方面，受工資穩步增長以及個人消費逐步復蘇的支撐，通脹可能會保持穩定。

預計日本銀行將根據GDP增長、工資走勢以及接近2%目標的通脹率，在2025年逐步實現超寬鬆貨幣政策正常化。我們預計到2025年底，日本銀行會將隔夜拆借利率提高至0.75%。此外，我們預計在2025年6月貨幣政策會議的中期評估期間，日本銀行會進一步削減其政府債券購買規模。

由於自民黨 (LDP) 及其執政聯盟夥伴公明黨在10月的大選中失去了多數席位，政府在實施財政政策和結構性改革方面很可能會面臨挑戰和延誤。儘管石破茂首相獲得連任，但其少數黨政府在推動關鍵立法方面可能會舉步維艱。石破茂及自民黨提議發放額外的現金補助以及能源補貼，以幫助那些面臨通脹壓力的家庭，同時增加對日本半導體和人工智能領域的公共資金投入。另一方面，反對黨國民民主黨則主張採取更為激進的財政刺激措施，比如提高免稅收入上限以及下調消費稅稅率。自民黨能否推動關鍵立法通過，以及為了獲得支援需要做出多大程度的讓步，這些仍有待觀察。

亞洲

在一場地緣經濟碎片化、財政主導以及技術顛覆相互交織的漩渦中，歷史正趨向於分崩離析。在這樣的新形勢下，資產市場正變得動盪不安。

此前市場的主流觀點是，未來經濟增長、通脹以及利率都將趨於緩和。在這種情形下，亞洲貨幣本應得到有力支撐，流入該地區的資本也理應增多。

然而，唐納德•特朗普當選美國第47任總統給這一市場觀點帶來了相當大的挑戰。如今看來，通脹和利率或許並不會像市場定價所顯示的那樣大幅下降，而且還存在金融不穩定的風險。

如果近幾個月來的經濟增長和通脹率高於聯儲局官員的預測，並且聯儲局開始收回其關於明年多次減息的指引，那麼這種情況就極有可能發生。這無疑會觸怒特朗普，為總統與聯儲局之間的衝突埋下伏筆，而聯儲局是被授權作為一個獨立機構而存在的。

亞洲的貿易目前還能維持，但能持續多久呢？



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

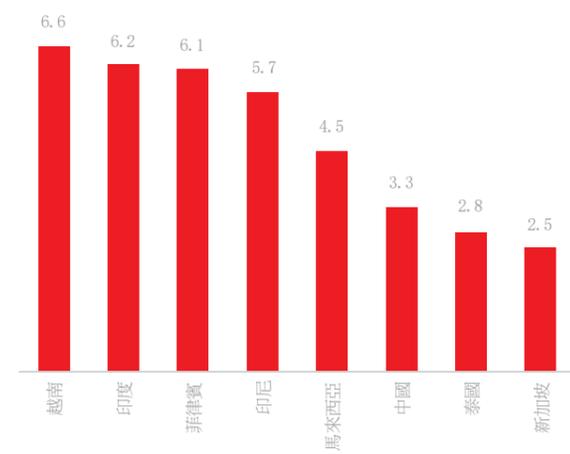
儘管加征關稅的威脅如影隨形，但從近期和中期來看，亞洲在貿易、旅遊和投資方面仍存在利好因素。我們相信，亞洲與美中的緊密聯繫能夠挺過特朗普的執政期。該地區對貿易和商業秉持開放的態度，這使其對投資者更具吸引力，尤其是與日益奉行內向型發展政策的西方形成了越發鮮明的對比。出口方面將會面臨更加嚴格的審查，也會遭遇更多監管難題，但亞洲在製造業和物流領域的規模優勢和卓越表現，以及強勁的企業和公共部門資產負債表，將使其在特朗普的第二個任期內處於有利地位。中國可能也會推出更多刺激舉措來提振國內需求。印度很有可能成為“中國+1”計畫的一大受益者，東南亞的若干國家也將從中獲益。此次美國大選標誌著美國堅定地轉向右翼，而亞洲將必須學會適應這一變化。

就資產價格而言，其短期前景較為明朗。極有可能實施的加征關稅將推高美元匯率，許多出口導向型經濟體的貨幣將面臨貶值壓力。地緣政治不確定性加劇是黃金的利好因素，同樣地，鑒於特朗普對比特幣表現出了極大的支援，這對加密數字貨幣也是利好因素。能源價格，尤其是化石燃料價格，會因特朗普提升產量的意圖而受到抑制；可再生能源價格可能會因特朗普的忽視而受到影響。股票價格可能會因企業減稅和大範圍放鬆管制的預期而上升。

接下來，固定收益的前景可能會變得不甚明朗。即便徵收高額關稅，也不會對美國財政收入產生太大影響，但特朗普提及的各種減稅和支出計畫將會導致預算赤字擴大。美國的長期利率極有可能會上升，進而影響到世界其他地區。從短期的角度來看，近期會實施一些寬鬆政策，但2025年的減息幅度目前尚無法確定。

我們預計，亞洲將努力逆流而上，以維持開放型經濟並與中美兩國保持良好關係，而這將成為2025年的標誌性特徵。這並非易事，但我們相信該地區將會全力以赴做到這一點。

亞洲GDP增長預測：2024-34



資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

油價可能在當前價格水平獲得支撐

油價徘徊在近期低位附近。由於需求端風險增加，布倫特原油價格的下跌幅度已超過15%，從2024年第二季度85美元/桶的均價，跌至2024年下半年約70美元/桶的近期低位。相反，到目前為止，中東爆發全面戰爭的危機已得到緩和。伊朗和以色列對彼此部署的打擊行動較為有限，避免了對能源基礎設施造成破壞。同時，中國放緩的需求趨勢、美國及其他發達經濟體疲弱的需求，以及歐佩克+可能增產所帶來的隱憂，都對油價走勢形成了壓制。此前，鑒於當前普遍存在的需求風險，我們已將布倫特原油平均基準價格預測下調，從早前2024年的80-85美元/桶和 2025年的72-77美元/桶，下調至2024年的77-82美元/桶和2025年的70-75美元/桶。在目前接近70美元/桶的價格水平上，我們認為石油已出現超賣，如果上行風險盡現，那麼油價就有反彈的空間。

繼年初表現強勁之後，布倫特原油價格在2024年下半年持續走低



資料來源：彭博社、星展銀行

歐佩克+再次推遲其增產計畫。歐佩克+此前計畫從2024年10月起直至2025年9月底，逐步恢復總計220萬桶/日的自願減產計畫。在2024年下半年油價下降之後，歐佩克+先是將增產時間推遲了兩個月至 2024年12月。而就在美國大選前夕，歐佩克+又將增產時間再推遲了一個月至年底，且未作進一步解釋。因此，很明顯歐佩克+的供應對舉措仍會根據市場狀況保持靈活性，如果油價繼續維持在接近70美元/桶的水平，那麼在接下來的幾個月裡歐佩克+或許都不會考慮增產。由沙烏地阿拉伯和俄羅斯牽頭的歐佩克+，寧願以犧牲其市場份額為代價，也要確保市場穩定，即維持較高的油價。鑒於過剩產能不斷增加，我們預計這些策略難以長期實施，但歐佩克+仍希望明年的全球需求趨勢能夠有所回升，並且非歐佩克的石油供應顯現出趨穩的跡象。

星展銀行對2024/2025年季度平均油價的預測

(美元/桶)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
布倫特原油均價	82.0	85.0	78.5	74.0	74.0	71.0	75.0	76.0
西德州中級	77.0	80.5	75.5	71.0	71.0	68.0	72.0	73.0

資料來源：星展銀行

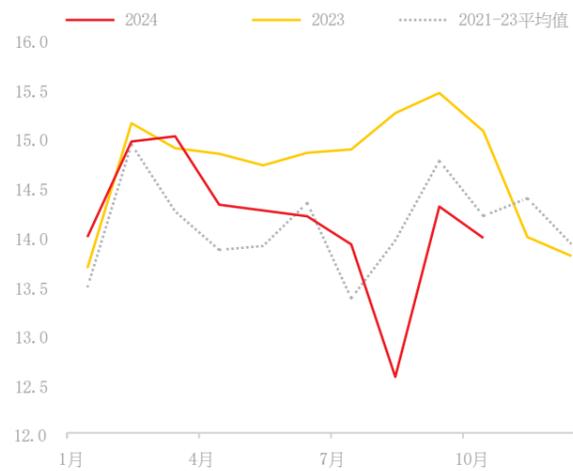
歐佩克2024年的供應量不會增加，而且很可能會進一步削減



資料來源：彭博社、星展銀行

中國的刺激措施能重振國內的石油需求嗎？近期市場之所以看跌石油，主要是因為人們日益擔憂石油需求，尤其是擔憂中國的需求。今年前10個月，中國煉油廠的平均產量為1,420萬桶/日，而2023年全年的平均產量為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1,100萬桶/日，而2023年為1,130萬桶/日。為了提振經濟，中國政府自9月以來實施了強有力的刺激措施，包括減息和增加公共支出。這可能會使中國經濟在2024年和2025年保持5.0%的增長率。因此，在刺激措施推動基礎設施投資和建設，從而促進大宗商品進口量復蘇的情況下，我們認為石油進口量明年可能會有所回升。

中國煉油廠2024年的產量（百萬桶/日）遠低於2023年的水平



資料來源：彭博社、星展銀行

在當前的價位水平下，上行風險要大於下行風險。一方面，地緣政治風險在美國大選之後有所增加。在大選前夕，幕後的外交努力遏制了以色列對伊朗的襲擊以及報復行動。然而隨著大選的結束，由於以色列在多條戰線上持續發動攻勢，且毫無停火跡象，地緣政治風險很可能再度爆發。與此同時，鑒於華盛頓已授權烏克蘭使用美制遠端導彈對俄羅斯進行縱深打擊，俄烏衝突也有可能進一步加劇。因此，我們預計油價在70美元/桶這一水平上的下行空間較為有限，而中國需求資料的改善以及歐佩克+的推遲增產則可能會為石油提供上行空間。

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	2026F	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
中國大陸	8.1	3.0	5.2	5.0	5.0	4.5	0.9	2.2	0.2	0.6	1.0	1.5
中國香港特別行政區	6.3	-3.5	3.3	2.4	2.5	2.5	1.6	1.9	2.0	1.5	1.5	1.5
印度	8.9	6.7	7.8	6.6	6.5	6.5	5.1	6.7	5.7	4.8	4.2	4.2
印度(按財年計)*	9.7	7.0	8.2	6.3	6.4	6.5	5.5	6.7	5.4	4.7	4.1	4.0
印尼	3.7	5.3	5.1	5.0	5.1	5.0	1.6	4.2	3.7	2.3	2.2	2.0
馬來西亞	3.3	8.9	3.6	5.3	4.8	4.6	2.5	3.4	2.5	1.9	2.8	2.3
菲律賓	5.7	7.6	5.6	6.0	5.8	5.6	3.9	5.8	6.0	3.0	2.6	2.4
新加坡	9.7	3.8	1.1	3.8	2.8	2.5	2.3	6.1	4.8	2.4	2.0	2.0
韓國	4.6	2.7	1.4	2.3	2.0	2.2	2.5	5.1	3.6	2.4	2.3	2.0
中國臺灣	6.7	2.7	1.1	4.4	3.0	2.4	2.0	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
泰國	1.6	2.5	1.9	2.8	3.0	2.8	1.2	6.1	1.2	0.5	1.5	1.8
越南	2.6	8.0	5.0	6.8	6.8	6.6	1.8	3.2	3.3	3.7	3.5	3.3
歐元區	5.3	3.5	0.5	0.8	1.0	1.2	2.6	8.4	5.5	2.3	2.2	2.0
日本	2.7	1.2	1.7	-0.3	0.9	0.6	-0.3	2.5	3.3	2.5	1.6	1.3
美國	5.9	2.1	2.5	2.5	2.0	2.0	4.7	8.0	4.1	3.0	2.3	2.5

*2020年代表2021財年；截至3月21日

資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

政策利率預測，eop

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
中國大陸*	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25
印度	6.25	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
印尼	5.75	5.50	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	5.50	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
新加坡**	2.78	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58
韓國	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
中國臺灣	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.875	1.875
泰國	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
越南***	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
歐元區^	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
日本	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00
美國	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

* 1年期貸款最低利率；** 3個月期新元隔夜平均利率/隔夜指數掉期；*** 再融資利率；^ 存款便利利率 資料來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行



唯一的選擇

2025年第1季度
美國股市

由於地緣政治格局和貨幣政策瞬息萬變，美國投資組合將會發生輪動。除了科技板塊，特朗普再次執政還會使美國金融、能源和非必需消費品板塊受益。

03. 美國股市

鄭迪倫
策略師

吹起變革之風。地緣政治和貨幣政策風向的轉變引發了美國投資組合配置的劇烈調整。隨著特朗普在總統選舉中取得明顯的決定性勝利，以及共和黨將在國會山贏得三連勝，投資者毫不猶豫開始配置“特朗普交易”，即投資可能從新政府的政策變化中受益的板塊或行業。正如我們在“資產配置”章節中強調的那樣，我們對美國政策的基本假設是：

- **第I階段 - 減稅：**如果新政府迅速採取行動兌現其競選時的減稅承諾，那麼這將有利於提振國內消費，以及增強企業的盈利能力。然而，這種財政慷慨的缺點是會給美國財政狀況帶來壓力，不可避免地導致債券收益率上升和美元走強。
- **第II階段 - 貿易緊張局勢升級：**特朗普競選言論的核心是加征關稅；在共和黨尋求新的途徑來彌補減稅資金之際，預計加征關稅措施將以某種形式實施。任命對華鷹派人士瑪律科·盧比奧 (Marco Rubio) 和邁克·沃爾茨 (Mike Waltz) 為內閣成員，定會讓未來幾年的中美外交之路充滿坎坷。如果超級大國之間的貿易緊張局勢明顯升級，債券收益率將面臨下行壓力，正如我們在特朗普首次執政期間看到的那樣。

青睞“特朗普交易”



資料來源：彭博社、星展銀行

美國例外論 - 唯一的選擇。在成熟市場領域，美國股市仍是唯一的選擇，投資者的投資組合配置就反映了這一點。EPFR Global的資金流動資料顯示，從季初至今（截至11月6日），有60億美元的資金流入美國股票基金，而歐洲和日本市場則出現資金外流的現象。強勁的資金流動勢頭凸顯出投資者對美國經濟和盈利前景充滿信心：

- **經濟勢頭：**得益於人工智能相關資本支出和國內消費復蘇的強勁勢頭，美國經濟繼續保持強勁增長。2024年10月，ISM服務業指數保持擴張態勢，達到56.0（歐洲和日本分別是51.6和49.7），預計這一勢頭將持續到2025年，市場普遍預測美國實際GDP將增長1.9%（歐洲和日本則將增長1.2%）。

- **企業盈利：**根據市場普遍預測，隨著人工智能相關投資的不斷增加，受科技股強勁增長勢頭的推動，預計2025年美國股市的盈利增長將達到12.7%。相較之下，歐洲和日本股市的盈利增長前景則較為黯淡，分別為6.4%和0.2%。

在這個關鍵時刻，由於缺乏明確性，分析師的預測尚未完全考慮到潛在貿易戰的負面影響。然而，如果特朗普的關稅威脅變為現實，預計歐洲將首當其衝，因為歐洲將遭受雙重壓力，一是美國對其出口商品加征關稅，二是中國商品的關稅增加，這些商品從美國市場流入歐洲市場。作為一個出口導向型國家，日本也不會毫髮無損，因為美國在日本出口額中佔比很大，約為22%。

特朗普再次執政期間的受益者。為了振興國內製造業和創造新的就業機會，特朗普在競選期間多次談到減稅和放鬆管制計畫。特朗普擴張性政策的受益者有：

- **美國金融業 - 放鬆管制推動增長：**預計“特朗普2.0”將強調親商議程，並會大幅重塑美國金融業的監管環境。監管方面會出現一些潛在變化（包括放寬資本要求），這將使銀行能夠釋放更多資源來增加放貸，從而獲得更高的盈利。

另一個可能放鬆管制的領域是並購領域，由於監管環境嚴格，這一領域最近一直不太景氣。自2021年以來，並購交易大幅下降，但隨著即將上臺的特朗普政府採取不太嚴格的反壟斷立場以及審批時間縮短，這種低迷狀態可能會逆轉。

放鬆管制以促進並購活動



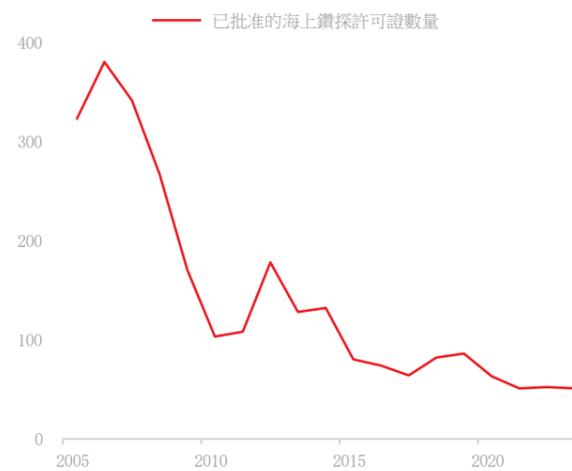
資料來源：Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances、星展銀行

- **美國能源行業 - “鑽探吧，寶貝，鑽探”**：由於特朗普希望美國佔據“能源主導”地位，特朗普在第二次執政期間將為能源行業提供巨大的推活力，尤其是化石燃料公司。特朗普的“鑽探吧，寶貝，鑽探”（Drill, baby, drill）口號突顯了其想提高國內石油和天然氣產量的決心，其含義是：

1. 可能撤銷拜登政府施加的環境限制，包括恢復對非自由貿易協定國家出口液化天然氣（LNG）的授權。
2. 可能加快批准石油和天然氣生產所需的聯邦鑽探許可證和租賃。實施這些措施將為能源公司創造有利的經營環境。

最近，Liberty Energy（最大的水力壓裂公司之一）的首席執行官克裡斯·賴特（Chris Wright）被提名為新一任的能源部長，這凸顯了特朗普提高化石燃料產量的決心。鑒於賴特大力宣導使用化石燃料，這一任命將重振化石燃料行業。

拜登執政期間，海上石油和天然氣開採許可證數量跌至19年來的低位



資料來源：E&E News、星展銀行

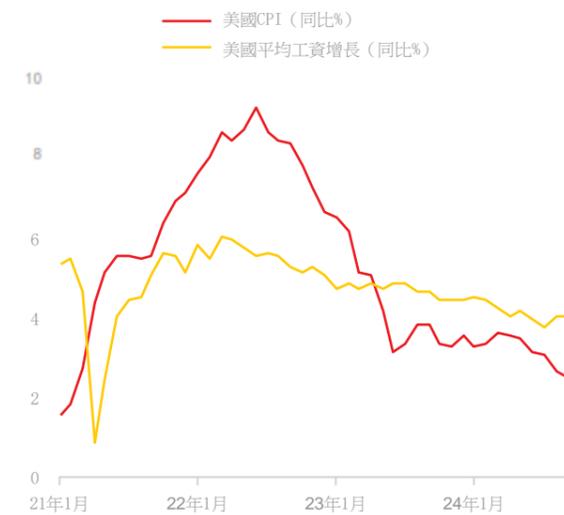
- **美國非必需消費品行業 - 減稅和電動汽車法規變化的受益者**：非必需消費品是2024年第4季度表現最好的板塊之一，這得益於消費者支出強勁和通脹放緩。隨著可支配收入提高和消費者購買力增強，電子商務、奢侈品和汽車的市場需求也全面增加。

在非必需消費品指數中，特斯拉（Tesla）已然成為特朗普再度當選的最大受益者之一，因為特朗普曾在競選中承諾取消電動汽車稅收抵免。

目前，購買電動汽車最高可獲得7,500美元的稅收抵免。這一政策變化可能導致美國電動汽車需求減少27%左右，給利潤較低的電動汽車製造商帶來壓力。處於行業領導地位的特斯拉有望從這一政策中受益，考慮到特斯拉在該指數中的權重，這將對非必需消費品領域產生巨大影響。

特朗普承諾針對所有收入水平人員延長《減稅與就業法案》(Tax Cuts and Jobs Act, TCJA)，這也將刺激美國國內消費，並推動非必需消費品領域的發展。

工資增長超過通脹



資料來源：彭博社、星展銀行

2025年第1季度美股板塊策略 - 配置“特朗普2.0”

“特朗普2.0”帶動板塊輪動。即將上任的特朗普政府預計將推出放鬆管制和擴張性政策，這將推動債券收益率上升以及美元走強。因此，我們有必要對美股板塊配置進行一些戰術性調整，本季度的主要變化如下：

- **將金融行業評級上調至“增持”**：金融行業有望從減稅和放鬆管制中受益。債券收益率的反彈（特朗普擴張性政策的結果）也將提高銀行的淨息差。
- **將工業股評級上調至“中性”**：特朗普推動美國國內製造業的政策將支撐工業股的增長勢頭。運輸和資本貨物等行業可能會從中受益。
- **將非必需消費品股票評級上調至“中性”**：特朗普的減稅政策將產生財富效應並促進消費者支出。這對於非必需消費品的消費起到了積極推動作用。
- **將房地產股評級下調至“減持”**：從估值和租金收益率的角度來看，債券收益率較高不利於房地產市場。此外，商業房地產領域處於低迷狀態，仍是持續的阻力。
- **將公用事業股票評級下調至“減持”**：公用事業公司通常被定位為股息投資公司，債券收益率高將降低其吸引力。

美股板塊配置 - 2025年第1季度

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

美股板塊關鍵財務比率

	預測市盈率 (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 (%)
標普500指數	25.3	5.2	16.1	17.6	3.8	14.0
標普500指數金融板塊	18.9	2.4	7.4	13.2	1.6	19.0
標普500指數能源板塊	16.0	2.2	7.8	14.2	6.9	11.9
標普500指數科技板塊	36.7	13.0	27.5	30.5	13.3	26.7
標普500指數材料板塊	24.0	3.0	15.5	10.5	4.5	11.4
標普500指數工業板塊	27.3	6.8	17.2	23.4	6.4	12.3
標普500指數必需消費品	21.6	6.9	16.7	25.0	7.3	7.5
標普500指數非必需消費品	28.4	9.7	16.2	31.0	7.9	11.0
標普500指數通信服務	20.8	4.7	14.1	18.1	7.3	20.4
標普500指數公用事業板塊	20.0	2.4	13.1	10.8	2.7	20.9
標普500指數房地產板塊	41.1	3.3	21.9	7.2	3.0	23.4
標普500指數醫療保健板塊	20.9	5.0	20.1	13.0	4.4	6.6

資料來源：彭博社
* 截至2024年11月22日的資料



持續性放緩

2025年第1季度
歐洲股市

貿易關稅以及地緣政治緊張局勢帶來的不確定性將持續給該地區的前景帶來壓力。在整體減持的情況下，仍對低調奢華、醫療保健以及科技等結構性主題保持樂觀態度。

04. 歐洲股市

吳琇瓊
策略師

吳映璿
分析師

遭遇多重逆流。進入2025年第一季度，歐洲股市前景依然黯淡。歐洲的經濟增長仍然面臨壓力，尤其是其最大的經濟體德國；繼2023年經濟萎縮0.3%之後，在個人消費疲弱和建築業活動急劇下降的情況下，預計德國經濟會持續衰退。從外部來看，歐洲面臨著中國需求不溫不火的不利情況，而對於歐洲的奢侈品和汽車製造等行業來說，中國是一個至關重要的市場。

2025年，美國大選的結果及其對歐洲的影響將成為一個主要的關注點。眾多的不確定性正在悄然逼近，如特朗普可能會在第二個任期內出臺新的關稅政策、美國在俄烏持續衝突中對烏克蘭的支持力度、以及美國預計採取放鬆管制行動。

更廣泛的貿易保護主義。特朗普承諾在第二個任期內發動更廣泛的貿易戰，其中包括對所有進口商品統一徵收10%至20%的關稅，並對從中國進口的商品額外徵收60%至100%的關稅。鑒於歐盟對全球貿易持開放態度，歐洲與美國和中國在貿易、服務以及投資方面有著重大的依存關係。隨著美國領導層的更迭和供應鏈持續多元化，政策變化和關稅談判可能會加劇短期內的貿易混亂局面。這些不確定性將繼續抑制歐洲企業的盈利前景，尤其是那些嚴重依賴製造業的企業。

最新的企業財報季表現平平。根據彭博社的資料，在斯托克600指數（STOXX 600）中，有412家公司已經發佈財報（截至12月5日）。基於這412家公司的資料，日曆年2024年第三季度的總盈利增長率為-1%，不過比預期略高出2%。40%的公司報告盈利呈現正增長，而27%的公司則出現負增長。目前，2024財年和 2025財年的每股收益預估增長率分別為-1%和6%，但鑒於經濟正在走弱，我們預計會有進一步下降的風險。

能源價格波動是經濟增長的另一大阻礙。惡劣的天氣狀況會迅速耗盡天然氣儲備，從而給歐洲經濟帶來了巨大的挑戰。根據歐洲天然氣基礎設施組織的資料，自2022年能源危機高峰以來，歐洲大陸的天然氣儲備首次降至五年平均水平以下。這種下降情況尤其令人擔憂，因為能源儲備對於冬季至關重要，而由於歐洲各地風力發電量減少，能源供應正在迅速被耗盡。

企業盈利疲弱導致評級下調

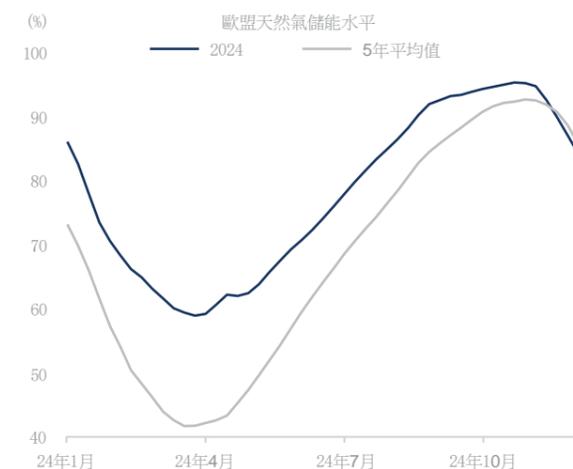


資料來源：倫敦所Datastream、星展銀行

與此同時，該地區的地緣政治緊張局勢加劇了人們對能源安全的擔憂。俄羅斯已停止向奧地利供應天然氣，而烏克蘭也已宣佈，在當前為期五年的天然氣過境協議到期後（今年年底），將不再與俄羅斯續簽相關協議。天然氣價格上升嚴重阻礙著歐洲的反通脹趨勢，這可能會限制歐洲央行進一步減息的能力，而減息對於歐洲放緩的經濟具有重要的支撐作用。

根據歐盟委員會的調查，近半數的歐洲公司都將高昂的能源成本視作投資的主要障礙。如果發電量和電網容量沒有顯著的擴充，歐洲在提升製造效率方面將會面臨諸多限制。隨著全球競爭日益激烈，該地區正面臨著失去競爭優勢的風險。

對於歐洲來說，冬季一直是一個不穩定的季節



資料來源：倫敦所Datastream、星展銀行

缺乏經濟增長活力。斯托克600指數目前的預測市盈率為13.3倍，徘徊在其10年期平均值14.1倍以下。鑒於當前疲弱的宏觀經濟狀況以及對企業盈利可持續性的擔憂，我們預計估值在短期內將維持低迷狀態，而能夠促使估值從當前水平持續上升的催化因素有限。盈利增長相對較強的板塊是公用事業、醫療保健和金融。另一方面，汽車和奢侈品支出的回落繼續給非必需消費品板塊造成壓力。

繼續選擇具有韌性的板塊。從更長期的角度來看，隨著股權風險溢價下降，減息的大背景可能會成為歐洲股票市場賴以發展的良好基礎。然而，當前嚴峻的宏觀經濟環境仍在持續打壓著投資者的情緒。在企業盈利出現實質性改善之前，我們預計歐洲股市不會出現反彈。雖然我們對歐洲股市維持減持立場，但我們仍然看好長期的結構性主題，比如低調奢華品牌、科技以及醫療保健等領域。

估值低，但缺乏重估的催化劑

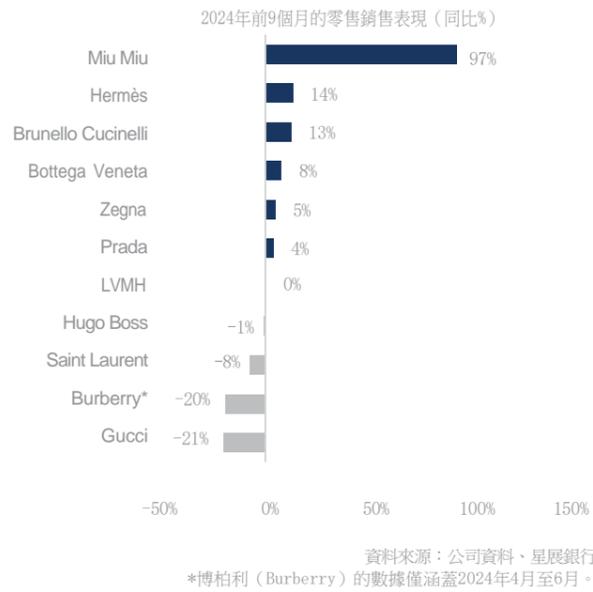


資料來源：倫敦所Datastream、星展銀行

奢侈品市場低迷現象加劇。隨著全球消費支出持續放緩，奢侈品牌正紛紛重新調整策略。中國經濟在日益增長的放緩擔憂中艱難反彈，而在這種情況下，當前的低迷態勢似乎呈現出特別明顯的週期性。從奢侈品公司近期的財報來看，後疫情時代消費泡沫的破滅顯而易見。總體而言，從發佈盈利預警到為應對經濟放緩而尋求政府支持，各公司管理層給出的業績指引都比較悲觀。

在這樣的環境下，面向超級富豪的品牌仍然表現出眾，那些與消費者聯繫更密切、獲得消費者更高忠誠度的靜奢品牌持續受到關注。繆繆 (Miu Miu) 就是一個經典的案例。業內專家將繆繆的迅速崛起歸因於其對產品和款式成功革新。經過推陳出新，繆繆打造出能引發話題的單品，獲得了更多受眾的喜愛。我們仍然認為，奢侈品是一個長期結構性增長產業；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。鑒於該行業在短期內仍將面臨挑戰，選擇靜奢品牌可以作為應對經濟放緩的一種緩衝手段。

奢侈品銷售持續兩極分化



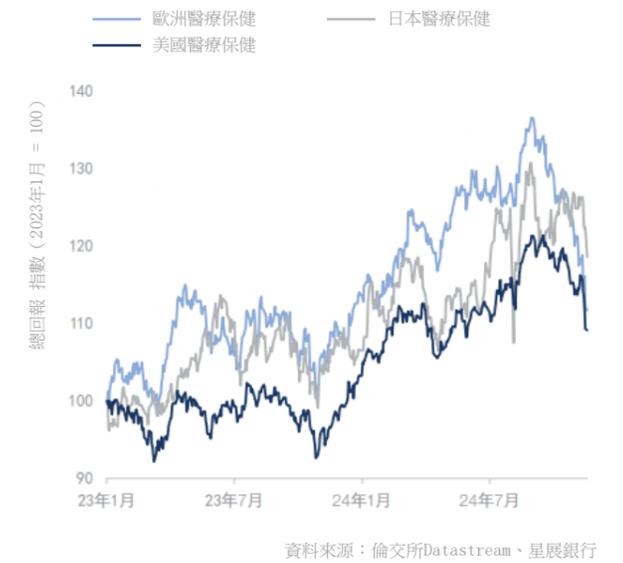
醫療保健 - 看好製藥和醫療科技子板塊。醫學的巨大進步提升了醫療保健與疾病預防工作的品質，提高了全球預期壽命。按市值計算，製藥子板塊在醫療保健板塊中佔比最大，全球大多數收入最高的公司都集中在美國和歐洲。近年來，大型製藥企業開展了大量的研發工作，開發出了眾多處於商業化階段的藥物以及一系列新藥；慢性生活方式疾病日益高發是需求增長的一個關鍵來源，如2型糖尿病、肥胖症和心臟病等。

增長與穩定。從歷史上看，較低的估值和較低的監管風險使得歐洲醫療保健企業表現優於其美國競爭對手。美國醫療保健領域在製藥和生物技術創新方面通常處於領先地位，這得益於雄厚的研發資金和強有力的專利保護；然而，在歐洲醫療保健公司所處的市場中，藥品定價通常由政府管控，這可能會導致利潤率較低，但有助於實現更加穩定的價格。在市場波動加劇的時候，歐洲醫療保健板塊或許能提供更多的穩定性。

可再生能源前景黯淡。在氣候變化和可再生能源支持削減方面，特朗普總統的立場是顯而易見的。在氣候行動管理方面，美國是歐洲的強大盟友。因此，美國的缺席將不可避免地削弱全球協調減碳行動的勢頭，使歐洲國家更難實現其可再生能源目標。特朗普政府執政下可能出臺的關稅政策以及不斷變化的貿易動態，可能會影響歐洲綠色技術出口市場，尤其是太陽能 and 風能領域。

長期以來，選擇更清潔、更安全能源的全球能源轉型原本有望為歐洲可再生能源領域（如新能源發電、配電網、儲能解決方案以及新型交通能源基礎設施等方面）創造重大投資機會，但美國的領導層更替無疑會給歐洲的可再生能源板塊蒙上一層陰影。

將醫療保健作為防禦性板塊



堅持到底

2025年第1季度
日本股市

除了日本央行政策和日元波動在短期內帶來的不確定性，我們還重點關注日本人口老齡化和快速數碼化這些不可逆轉的長期驅動因素。受益者包括半導體和資訊科技服務業、汽車和汽車零部件出口企業以及金融業。



05. 日本股市

吳琇瓊
策略師
吳映璿
分析師

選舉已然結束。隨著10月下旬日本大選結束，我們預計日本股市的焦點將從選舉的不確定性轉向央行政策和企業盈利基本面。一個擴大的聯合政府即將成立，迫使各黨派達成權利分享協定，但這些協定並不牢靠，很可能會導致政治不穩定。儘管短期記憶體在不確定性，但“安倍經濟學”和隨後“岸田經濟學”的過去趨勢表明，日本央行政策和企業盈利才是日本市場的主要驅動力，而非政治結果。

將繼續實施擴張性政策。日本經濟一直以來都增長緩慢，今年的GDP增長率預計為0%。為了提振經濟預計新政策仍將保持擴張性，但銷售稅減免和國防開支等有針對性的法案可能會面臨重重困難。由於通脹率高達2.8%，日本最大的工會組織Rengo宣佈，計畫在2025年將工資至少提高5%（與今年升幅一致）以幫助緩和和生活成本壓力。這些措施應會支持國內消費。

但不管怎樣，疲弱的經濟增長並未限制東證股價指數創下新高，而日元走弱和前首相岸田文雄推動“新資本主義”的舉措則提高了企業盈利。

儘管經濟前景低迷，東證股價指數仍創下新高



資料來源：倫敦Datastream、星展銀行

過去10年7%的年複合增長率由盈利支撐。過去十年，東證股價指數的年複合增長率為7%，這主要得益於盈利增長。雖然週期中經歷了某些繁榮時期，但整體表現與潛在的盈利趨勢密切相關。

在新冠疫情期間，市盈率平均約為14倍，峰值時為18.6倍，之後盈利才趕上來。今年早些時候，由於美元兌日元匯率超過了150，東證股價指數市盈率達到16倍，創下歷史新高。目前，市盈率已回到歷史平均水平，與亞洲（日本除外）市場相當，不過其估值仍比印度更具吸引力。

東證股價指數表現與盈利增長相稱



資料來源：倫交所Datastream、星展銀行

EPFR的調查結果和我們的管道檢查表明，儘管日本市場表現出色，且機構投資者對該市場興趣日益濃厚，但投資仍然不足。投資不足的主要原因有對公司治理的擔憂、複雜的所有權結構、文化和語言障礙，以及由於高債務水平、經濟停滯、超寬鬆貨幣政策、人口老齡化、勞活力減少等結構性問題而認為增長前景有限。

在過去的兩年間，岸田文雄政府與日本交易所集團（JPX）通力合作，積極推動日本市場，以吸引投資者並提高企業估值。採取的舉措包括鼓勵少額投資非課稅制度（NISA）投資、改善公司治理、推動工資增長、使利率正常化以及促進數碼化轉型和創新。

大多數投資者都減持了日本股市



資料來源：EPFR Global、星展銀行

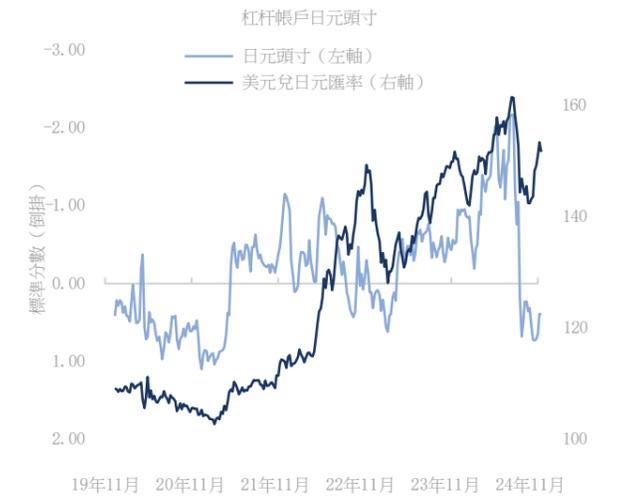
我們預計，在新首相石破茂（Shigeru Ishiba）的帶領下，會繼續推行這些舉措，從而進一步支撐投資者信心並支持市場發展。

儘管盈利增長強勁且有新的流動資金注入，市場似乎有望創下新高，但某些動態可能會在2025年破壞東證股價指數和基本面的一致性。這些動態包括：

備受關注的日本央行政策和日元走向。由於日元疲弱導致生活成本上升，民眾的不滿情緒日益加深，市場一直關注著日本央行的舉措。進一步的政治不確定性可能使日本央行的加息議程變得複雜，因為部分黨派堅決反對利率正常化；聯合政府的成立可能會加大日本央行提高利率或有效管理日元貶值的難度。大選之後，日元再次出現劇烈波動。我們仍然認為，根據GDP增長率、工資趨勢以及接近2%目標的通脹率，日本將在2025年實現其超寬鬆貨幣政策正常化。

日元套利交易仍有上升空間。由於利率較低，日元仍是一種極具吸引力的融資貨幣。因此，日元應該繼續在高位上展現出阻力最小的走勢。自三周前恢復淨空頭頭寸以來，日元空頭頭寸繼續以更快的速度增加。淨賣出額已達到2024年7月初峰值的35%；鑒於美國和日本大選結果的前景充滿了不確定性，日元套利交易似乎仍有上升空間。

日元套利交易可能捲土重來



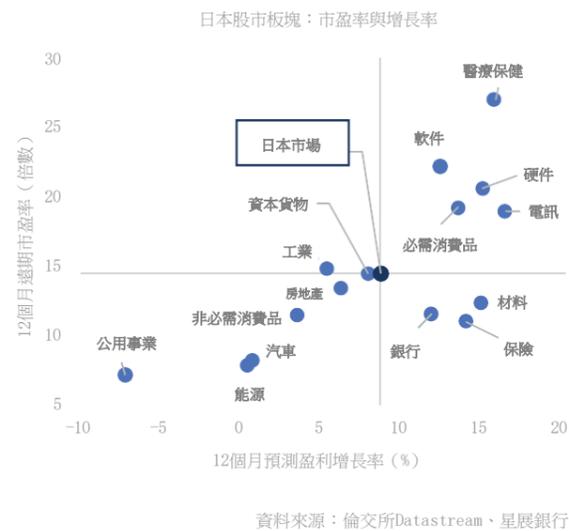
資料來源：彭博社、星展銀行

美國大選的影響。此外，美國領導人的更迭可能會對日本產生重大影響，因為這會影響與全球貿易、國家安全、貨幣穩定、投資者情緒和整體經濟相關的各種相關政策。“特朗普2.0”可能會創造出這樣的一種經濟，即利率較低且會有更多減稅和財政支出，而這可能會加劇通脹。這減少了聯儲局減息的空間，為美元走強鋪平了道路；進一步的保護主義貿易政策可能會給日本的進出口帶來更大的波動。

盈利前景。市場普遍預測今年日本企業的總盈利將增長9%。預計將跑贏大盤的板塊有醫療保健、科技、必需消費品、材料和金融。

與此同時，目前估值低於市場平均水平的板塊，如銀行、保險、材料、汽車、能源、公用事業和房地產，都有可能重新估值。日本交易所集團（JPX）持續呼籲進行市場改革，以提高效率和股東價值，為了回應這一呼籲，企業會進行重組，進而可能會推動重新估值。

金融和材料板塊的機會



除了考慮短期波動性之外，我們還關注不可逆轉的長期結構性趨勢，這些趨勢將帶來可持續的增長和回報。主題驅動因素包括日本的人口老齡化、數碼化趨勢以及其在出口領域的競爭優勢。受益者包括：

- i. **半導體和IT服務業：**日益增長的人工智能商業化、數碼化轉型以及人口老齡化都將推動生產力提高，從而促進半導體和IT服務供應商的增長。
- ii. **汽車和自動化出口企業：**這些出口企業將繼續因日元疲弱而獲得競爭力。
- iii. **金融業：**利率正常化和企業活動復蘇，讓日本銀行從中獲益。日本銀行的估值仍然過低，市淨率僅為0.9倍，遠低於全球金融危機前的水平和全球同行，因此對國際投資者具有極大的吸引力。

人工智能趨勢提高了半導體的市場需求。全球半導體行業經歷了動盪的一年，人工智能需求最初提振了該行業與更廣泛的晶片製造業的前景，但美國限制對華技術出口的舉措在短期內給半導體製造商帶來了阻力。由於存在明顯的有利因素，我們主張繼續投資半導體領域，並重點關注行業領軍者。日本半導體設備協會（SEAJ）對日本製造的半導體製造設備的銷售情況持樂觀態度，預計2024財年的收入將增長15%（達到4.25萬億日元），原因是記憶體投資有望復蘇。得益於對邏輯晶片/代工廠和記憶體持續進行的穩健投資，SEAJ預計明年收入將增長10%。

在數十億美元政府補貼的支持下，日本將繼續致力於重振其一度佔據主導地位的半導體行業。鑒於持續的貿易緊張局勢和供應鏈多元化，日本將繼續重新配置其全球價值鏈，擺脫對中國的依賴，並大力投資國內和東南亞生產。在日本，汽車製造、機器人、機械裝置和消費電子產品等行業對半導體需求巨大，增強了全球對人工智能相關晶片的強勁需求。

在特朗普風險和貿易緊張局勢下的日本汽車行業倉位。在過去6個月中，受以下因素影響，日本汽車行業股價已上升超過30%：

- (i) 下調了截至2025年3月的財年預期，
- (ii) 亞洲市場充滿挑戰，
- (iii) 品質相關醜聞以及
- (iv) 日元套利交易平倉。我們看到該行業正顯現出價值，目前估值並不高，預測市盈率为8.2倍，比歷史市盈率範圍低1.1個標準差（為新冠疫情以來的最高水平）。展望未來，自2024年9月開始實現生產正常化，且產品銷量持續增加/持續發佈新產品，這些都有助於銷量的復蘇。市場普遍預測未來12個月的盈利將增長0.8%，但我們認為還有上升空間。

此外，隨著歐盟和美國對中國電動汽車加征關稅，競爭環境可能會發生變化。特朗普的第二個任期將會實施更嚴格的進口管制措施並取消電動汽車補貼，這可能為日本汽車製造商帶來機會，鞏固日本汽車製造商在混動汽車領域的地位；事實上，日本汽車製造商目前以近50%的總市場份額處於領先地位。

日本汽車行業：價值正在顯現



資料來源：倫敦所Datastream、星展銀行

金融業將受益於利率正常化和企業活動。與全球同類股票一樣，日本銀行行業在2024年第3季度表現超出預期。在聯儲局開始減息之際，日本銀行行業的出色表現表明，市場仍低估了企業活動的復蘇情況。在利率較低的背景下，由於貸款需求日益增多、貸款量增加、手續費收入增加以及盈利能力提高，銀行有望從中受益。

我們對日本大型銀行維持看升態度。儘管日本銀行行業最近表現優異，但其仍被低估，歷史市淨率僅為 0.9 倍，而其在全球金融危機前的水平為 1.5 倍，全球銀行行業的平均水平為 1.2 倍。特朗普贏得大選可能會使美國銀行業從中受益，因為他的政策可能會再次引發通脹，從而有助於對全球銀行進行重新評級。再加上日本利率上升，這就使得日本銀行對全球投資者的吸引力越來越大。

此外，日本銀行正在大力投資金融科技和數碼化銀行平台，以實現業務現代化，吸引年輕客戶。與科技公司進行合作，以及將策略重點放在通過數碼化轉型來降低成本上，這些都有望提高中期盈利能力。值得注意的是，股票回購增多，派息比率也有所增加，從而進一步提升了股東價值。

日本金融板塊有望跑贏大盤



資料來源：倫敦Datastream、星展銀行

選擇性機會

2025年第1季度
亞洲(日本除外)股市

關稅風險為股市蒙上了一層陰影，不過中國的寬鬆貨幣政策和財政刺激措施將會提供支撐，因其相關估值較全球股票有很大的折價。銀行、新加坡房地產投資信託基金（S-REIT）、科技供應鏈以及旅遊業相關板塊依舊是亮點所在。



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

美國總統大選的結果給整個亞洲蒙上了一層不確定性的陰影，特朗普上台後可能會進一步擴大嚴厲的貿易政策。然而，在特朗普（2017年起）和拜登執政期間，貿易關稅和選擇性進口限制措施對中國股市的總體回報並無重大影響。

儘管美國總統大選已在各地區和貿易主體中引發了波動，但我們預計，長期的發展態勢會日漸正常，正如過去的週期一樣。隨著時間推移，局勢逐漸明朗，亞洲和中國未來政策的確定性會更高。

自2019年以來，反而是一系列內部因素對中國股市產生了更為嚴重的影響。這些因素包括國內政策收緊、房地產行業困境、新冠疫情導致的經濟下降以及通縮壓力。

到目前為止，市場已經基本接受了這樣的預期：未來可能會對出口美國的產品徵收額外關稅或實施額外管制。得益於供應鏈的持續多元化，任何新關稅政策可能都不會對企業信心造成嚴重的影響。

過去兩屆美國總統任期內的亞洲和中國股市



資料來源：彭博社、星展銀行

亞洲有望深化區域一體化與協作，在歐洲、中東和拉丁美洲尋求新的貿易關係，以緩和美中貿易緊張局勢所帶來的影響。

與此同時，由於在持續的貿易緊張局勢下，企業尋求在東南亞實現供應鏈多元化，東盟有望從聯儲局進一步的寬鬆政策中獲益。在供應鏈重構策略下，這將推動更多的外國直接投資流入該地區，而中國自身也是這些流入資金的主要貢獻者之一。同時，東盟龐大的國內市場相對而言更能免受關稅風險的影響，而且較低的勞動力成本、毗鄰中國的地理位置、區域供應鏈效率以及政府激勵措施，預計都將繼續推動外國直接投資流入該地區。

定向寬鬆的貨幣政策和有選擇的財政支持仍將是支撐中國國內需求和經濟增長勢頭的主要因素。預計這些措施會提升投資者的預期。我們預計該地區在全球基金中的減倉狀況在短期內不會扭轉，但減倉的收斂能夠從當前水平上帶來上行空間。

亞洲資產的整體表現往往與全球利率呈負相關。鑒於利率變動對該地區有利，表現不佳的亞洲股票存在重新估值的空間。特別是指數權重股和對利率敏感的資產類別，這些資產應該會開始跑贏大盤。

有三股有利因素支撐著除日本外亞洲地區（AxJ）的長期趨勢：

- a. 全球利率下降
- b. 企業盈利能力趨於穩定
- c. 估值大幅折價

較低的利率環境將引導資金流入高增長市場，這使得除日本外的亞洲地區在那些既追求增長又看重收益的投資者眼中頗具吸引力。長期看好該地區的觀點仍然不變。

股東回報有所提升



資料來源：彭博社、星展銀行

估值折價收窄



資料來源：彭博社、星展銀行

考慮到美國總統大選以及隨之而來可能出臺的新貿易政策、減息週期的開啟、亞洲內部貿易流量的增加以及中國的刺激政策舉措，我們列出了一系列普遍存在的主題，並針對每個主題給出了相應的展望。

機遇與風險

機遇	穩定	受阻
平台及互聯網公司	電力及公用事業公司	電動汽車原始設備製造商及電池供應鏈
人壽保險	電訊	汽車製造商
科技及軟件		太陽能供應鏈
區域旅遊		低端出口商
大型銀行		建築材料
新加坡REIT		

中國

中國央行在9月採取了出人意料的市場提振舉措：一系列寬鬆貨幣政策，降低存款準備金率（RRR）以及下調政策利率和抵押貸款利率。這些舉措都旨在助力經濟發展和提振日益疲弱的股市。

人大常委會進一步發佈了相關舉措，以解決長期存在的地方政府融資平台（LGFV）債務負擔問題。這些舉措包括一項發放12萬億元人民幣的化債計畫，主要用於債務置換、專項債券發行以及擔保。

儘管市場對此反應平淡，但我們預計中國政府將會出臺更加全面的措施來加快經濟增長。這些措施可能會成為估值的基礎，為中國股市提供支撐。

隨著時間的推移，中國企業豐富了其收入來源的多樣性，提升了盈利品質。例如，海外收入佔總收入的比重從世紀之交時僅有的2%上升至2023年的12%。值得注意的是，儘管美國於2018年初開始加征貿易關稅，但中國的海外收入仍實現了進一步增長。中國企業通過多元化對外投資、穩固全球供應鏈、實現生產當地語系化以及進入新興市場等方式來提高生產效率和滿足需求，從而增強應對外部風險的收入韌性，因此我們預計其海外收入的佔比將繼續增加。

海外收入的結構性增長

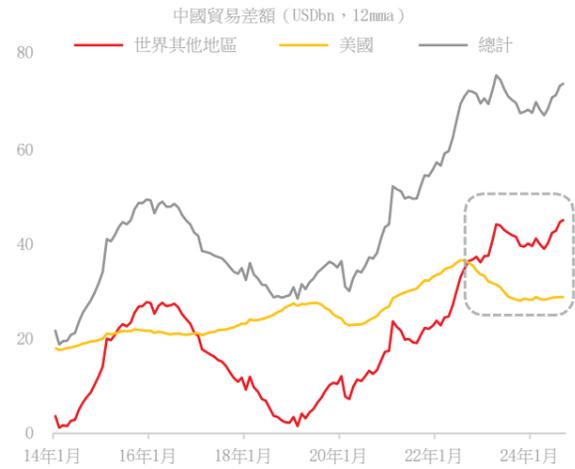


資料來源：萬得、星展銀行

甚至在美國對中國出口商品加征貿易關稅並限制進口品類之後，中國仍成功實現了貿易多元化，拓寬了貿易收入來源，並降低了對單一市場的依賴。2022年末成為了一個分水嶺，彼時中國對世界其他國家和地區的貿易差額超過了對美的貿易差額。

我們建議投資者持續關注除日本外的亞洲市場以及中國市場，因其內在的基本面和前景極具吸引力。

貿易夥伴多元共進



資料來源：萬得、星展銀行

憑藉近期出臺的指導意見，中國政府展現出了解決地方政府融資平台債務這一長期問題的決心。最終，這將釋放資源，並為地方政府和金融機構提供更廣泛的政策選擇，使其能夠專注於經濟增長、生產性資本支出、商業債務償還、薪酬發放以及財務實力提升。此類舉措能夠營造一個更穩定且可預測的監管環境，這對於增強投資者信心至關重要。

於銀行板塊而言，注資以及解決地方政府融資平台債務問題能夠形成積極的發展態勢，因為這些舉措消除了資產負債表方面的不確定性，為更具生產性、更具體的增長領域釋放了資源。

中國經濟面臨的不利因素正在逆轉

外部因素	現狀	影響
美國貿易關稅	仍在持續，且有可能升級	負面
美國利率走勢	正在逆轉	正面
國內因素	現狀	影響
低迷的IPO市場	尚不明朗	負面
通縮壓力	仍在持續	負面
貨幣政策寬鬆	仍在持續	正面
財政刺激政策	新出臺	正面
對私有主體的支持政策	新出臺	正面
針對平台企業的政策	正在逆轉	正面
針對線上遊戲開發者的政策	正在逆轉	正面
房地產市場政策收緊	正在逆轉	正面
金融市場政策收緊	正在逆轉	正面
政策缺乏明確性	正在逆轉	正面

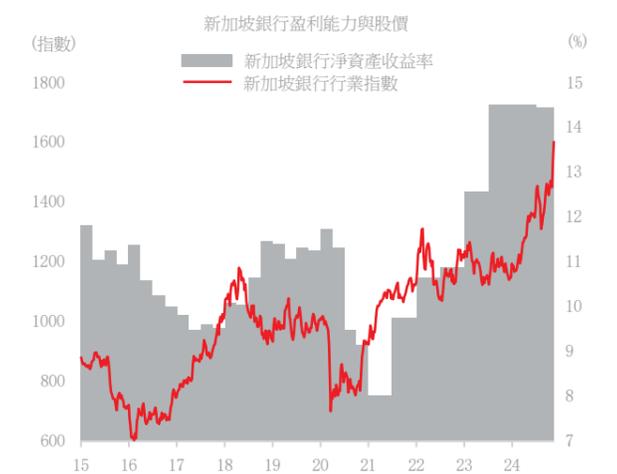
東盟和印度克服美國大選帶來的波動

東盟股票市場預計將採取謹慎立場，因為投資者正在等待1月20日的特朗普總統就職以及隨後可能發布的各項政策聲明。在此說明一下，在聯儲局減息以及中國出臺刺激計畫之後，包括東盟在內的新興市場曾一度樂觀情緒高漲，但在特朗普贏得美國總統大選之後，這種熱情便消退了。

值得注意的是，東盟市場似乎對減息幅度的預期較低，尤其是考慮到收益率上升以及美元走強的情況。10年期國債收益率攀升至4.422%以及美元指數達到106.1便證明了這一點，這也導致東盟市場相對於美國市場表現欠佳。儘管如此，東盟市場今年的表現優於中國市場。此外，鑒於該地區的部分板塊表現強勁，東盟市場可作為投資亞洲市場時分散風險的一項選擇。隨著貿易緊張局勢加劇，供應鏈多元化變得愈發必要，東盟可能會從產業鏈重構戰略中獲益更多。可通過以下關鍵投資思路來進行佈局：-

- 銀行是穩定經濟的受益者。**我們預計，儘管存在週期性不利因素，東盟經濟體在2025年仍將保持穩定。尤其值得一提的是，新加坡的銀行應能保持韌性，5%的股息收益率以及穩定的盈利增長潛力將為其提供支撐。由於預計減息次數減少，淨息差（NIM）可能會帶來上行驚喜，而且鑒於系統流動性充裕，存款利率可能會加速下降。隨著財富活動的持續激增以及交易和投資收入的改善，手續費收入的強勁增長勢頭將會持續下去。印尼的銀行在不良貸款率改善、信貸成本下降以及風險流動性（LaR）降低且貸款穩定增長的情況下，資產品質持續保持穩定。

新加坡銀行淨資產收益率及股價



資料來源：倫交所Datastream、星展銀行

- S-REIT:** 在特朗普勝選推動美國10年期國債收益率升至4.4%時，S-REIT遭遇了損失 - 過去一個月下跌了約10%。不過值得注意的是，聯儲局的利率正常化進程仍在持續推進。由於通常借入的是短期債務，S-REIT有望從較低的利息成本中獲益，這可能會助力其分紅趨勢逐步恢復。該板塊目前基於2025財年預測的收益率超過6%，相較於10年期新加坡政府債券，仍保持著約3.5%的頗具吸引力的息差。

應對特朗普格局

2025年第1季度
全球利率

在美國經濟復蘇之際，隨著市場參與者努力應對特朗普執政的局面、巨額財政赤字以及不確定的通脹，利率的發展軌跡或會一波三折。

S-REIT的3%息差仍具吸引力



資料來源：倫交所、星展銀行

隨著“特朗普2.0”的到來，印度迎來機遇

印度孟買30指數（Sensex）近期跌至五個月低位，較9月26日的歷史高位低了10%。這是在企業盈利不佳、外國投資者資金外流以及對持續通脹壓力的擔憂等背景下發生的。特朗普贏得大選所產生的影響擾亂了市場的上升行情，美元走強且債券收益率上升。展望未來，更具吸引力的估值、強勁的國內流動性，以及隨著週期性食品通脹的消退，印度儲備銀行（RBI）可能減息等情況都帶來了更多機遇。作為主要的資訊技術外包中心，印度有望從特朗普再次當選以及美國經濟例外主義中獲益。此外，印度的大型工業企業很有可能從持續的基礎設施投資中受益，而中小盤股則會從數碼化進程中獲益。

3. 泰國是我們預測的唯一一個2025年經濟增速可能會加快的經濟體。泰國GDP增速預計將從今年的2.7%加快至2025年的3.5%，除了價值1450億泰銖的數字錢包第一階段發放計畫之外，這還得益於後續即將出臺的更多刺激措施。然而，政治因素可能會給市場帶來不利影響，因為目前正在針對執政黨進行多項調查。作為產業鏈重構現象、泰國國家投資基金（Vayupak）、刺激措施以及潛在減息舉措的受益者，我們對此仍然十分看好。



07. 全球利率

廖裕銘
策略師

謝家曦
策略師

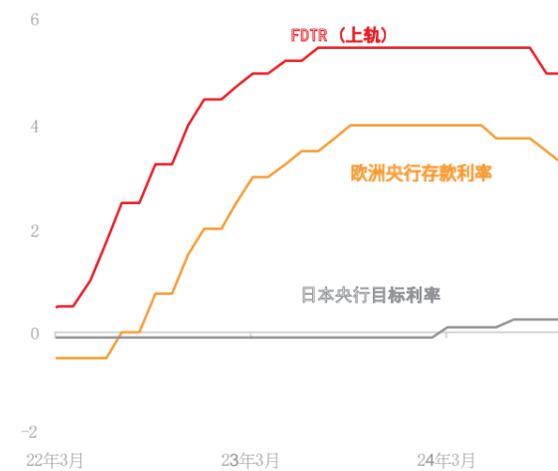
對於大部分G10成員國來說，利率正常化意味著政策利率降低。十個國家中有七個已經在2024年減息，鑒於政策環境仍然受限，利率可能還會進一步下調。儘管如此，各國央行的減息壓力都不盡相同。目前，加拿大央行、紐西蘭儲備銀行和歐洲央行似乎最有理由在2025年繼續延長寬鬆貨幣週期。然而，聯儲局的情況卻並非如此，因為美國的經濟資料已經意外回升。聯儲局的減息週期或會比當前預期的要短，這就是風險所在。另一方面，利率正常化意味著日本央行將調高利率。儘管政治不確定性（例如自民黨聯盟丟掉了多數席位）可能意味著日本央行會採取謹慎立場，但我們注意到，日元過度疲弱還是會促使日本央行做出反應。日本央行加息很可能會延續到2026年。因此，我們可以看到，除日本外，其他成熟市場的曲線均略有變陡。

預計經濟增長會展現出強大的韌性，而通脹則面臨上行風險。過去幾年，市場參與者曾多次錯誤地押注全球/美國經濟將陷入衰退。但事實證明，儘管利率有所上升，全球經濟每一次都展現出了驚人的韌性。此外，隨著特朗普勝選，人們認為美國經濟增長會出現上行風險，美國將出臺更多的企業減稅政策。我們

還注意到，如果財政刺激措施取得成功，那麼中國經濟可能會在2025年開始出現週期性轉變。與此同時，大部分成熟市場的通脹已明顯下降。這是各國央行降低利率的藉口。然而，我們注意到，未來基數效應將不再有利，並且需要考慮粘性通脹。2025年，可能會再次進一步加征關稅並出現其他貿易摩擦，尤其是在特朗普重新掌權後，情況會更甚。盈虧平衡點和期限溢價已大幅上升，反映出對即將上任的特朗普政府有著更高的通脹和經濟增長預期。

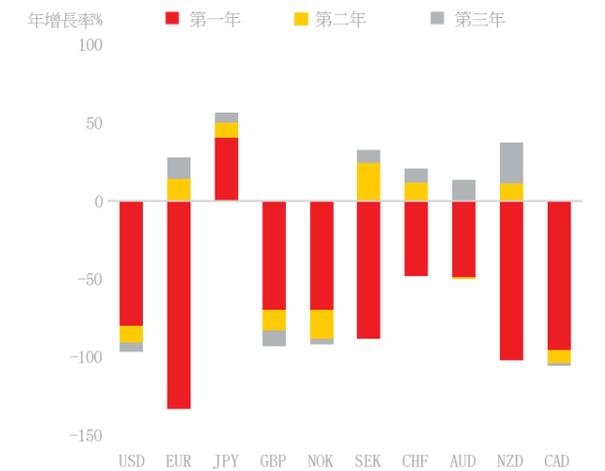
“債券衛士”嚴陣以待。對美元資產（包括美國國債）的擔憂可能會反復出現。似乎並未顯示出想要解決美國預算狀況的政治意願，即使經濟保持強勁，財政赤字也可能達到GDP的5-6%。隨著特朗普重返總統寶座，赤字偏見將進一步加劇。如果出現巨額財政赤字或央行獨立性受到威脅，可能會削弱市場對美元資產的信心。我們還注意到，為了避免在美元武器化時陷入困境，資產管理者將持有資產多樣化。在這種情況下，去美元化可能會成為一個關鍵主題。如果美元開始失去其作為價值儲存手段的吸引力，投資者很可能會要求更高的收益率溢價來持有美國國債。

聯儲局/歐洲央行進一步減息，日本央行進一步加息



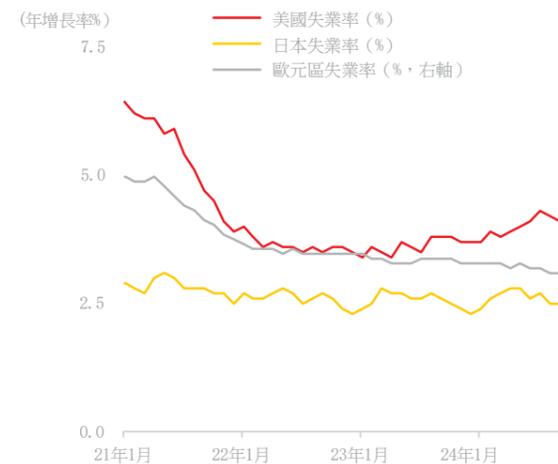
資料來源：彭博社、星展銀行

2025年應基本實現中性政策利率



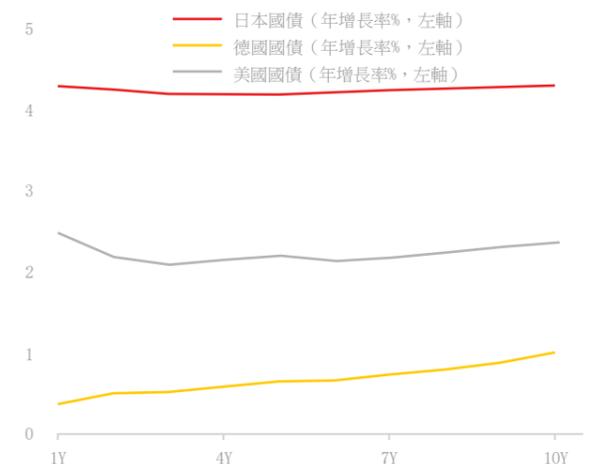
資料來源：彭博社、星展銀行

G3國家勞活力市場韌性十足



資料來源：彭博社、星展銀行

政策調整期間收益率曲線趨於平穩



資料來源：彭博社、星展銀行

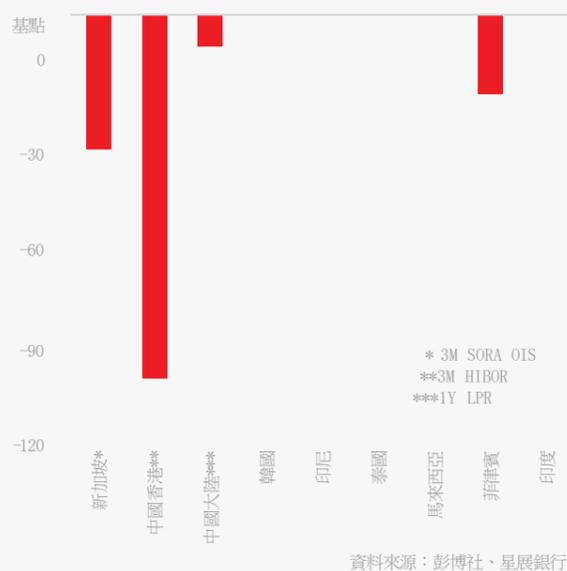
亞洲利率

人民幣利率：收益率曲線變陡

進入2025年，中國國債（CGB）的收益率曲線將繼續變陡。供應增加和經濟增長勢頭穩定將大力支撐長期國債收益率。2024年第4季度，中國政府的財政支持撥款為4.07萬億人民幣。2025年，這一金額可能會提高至10.5萬億人民幣。值得注意的是，中央政府有更多促進增長的空間，其債務與GDP之比為24.0%，低於G20的水平（74%）。額外刺激資金將用於置換地方政府債務，讓地方政府收購未出售的存量住房和閒置土地，以建設經濟適用房。

與此同時，短期國債收益率仍將保持穩定。2025年，我們預計1年期LPR將再次下調50個基點。儘管新一屆美國政府可能會提高關稅，但人民幣仍將保持穩定，從而為中國央行減息留出空間。與過去相比，中國現在更有能力應對貿易保護主義。在資金流動性方面，直接逆回購等新工具可能會抑制短期利率。額外的融資管道將緩和年底的資金流動性狀況，從而緩和因刺激措施引發的債券發行導致的流動性流失。

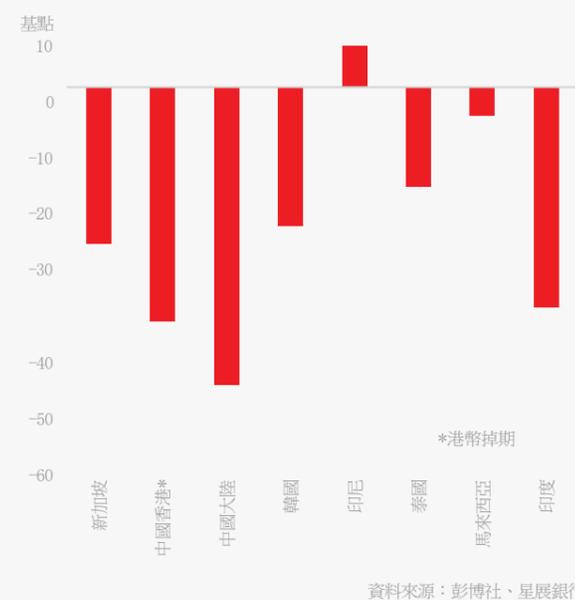
年初至今政策利率的變化



印尼盾利率：減息和政策連續性

美國國債收益率上升對印尼國債等高收益資產造成了壓力，壓縮了與美國國債的息差。該貨幣第3季度的反彈勢頭未能在第4季度維持下去。市場對印尼銀行（BI）即將出臺的貨幣寬鬆政策持更加謹慎的態度。但我們認為，印尼銀行將繼續減息，從而控制印尼盾利率。得益於新政府投資方面的政策連續性，2025年的GDP增長率將加快至5.2%。通脹放緩導致實際利率上升，也為2025年的7天回購利率進一步下調75個基點留下了空間。如果按照預期進行減息，利率曲線可能會再次陡峭化。短期利率仍將受到控制，因為印尼銀行正在通過公開市場操作（OMO）注入資金流動性，從而抵消壓力。在財政方面，印尼2025年-2.5%的GDP赤字可能會推高長期債券收益率，因為新政府將加強投資和社會福利，這就需要擴大預算缺口。據政府估計，2025年政府債務預計將增長19.7%。

年初至今10年期政府債券收益率的變化



印度盧比利率：週期性放緩導致減息

在“特朗普貿易”環境下，與亞洲其他國家相比，印度處於有利地位。印度政府債券（IGB）收益率略有上升，而印度盧比兌美元上季度小幅貶值，表現優於其他貨幣。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可以控制IGB收益率。供應鏈重構帶來的外國直接投資資金持續流入以及印度債券納入全球指數後的投資組合資金流入，使印度盧比匯率整體保持穩定。2024年上半年，外國直接投資同比增長41.2%。資金流動性狀況寬鬆使得短期利率保持在低位，MIBOR回購利率差降至2023年8月以來的最低水平。

從曲線上看，2025年將進一步陡峭化。鑒於週期性放緩的跡象，可能會在2025年第1季度開始減息。GDP同比增長率從2024年第2季度的7.8%放緩至第3季度的6.7%。由於估值高且存在盈利擔憂，大量外國投資組合資金流出股市。與此同時，長期債券供應將保持充足狀態，10年期以上債券將佔總借款的75%以上。

韓元利率：韓國國債收益率繼續走高

“特朗普貿易”對韓元利率影響較小。自美國大選以來，10年期韓國國債（KTB）收益率下跌，因為韓國銀行（BOK）在11月提前進行減息。與美國國債的息差壓縮超過140個基點。通脹迅速緩和、國內需求疲弱以及美國潛在關稅帶來的外部不確定性也都證明了此次減息的合理性。不過韓國國債收益率進一步下跌的空間可能有限。由於韓元疲弱，韓國銀行在2025年可能只會進行兩次減息。短期韓國國債收益率可能會獲得一些支撐。同時，長期韓國國債收益率可能會隨著美國國債收益率的上升而上升。根據政府預算，較高的債務與GDP之比以及韓國國債供應量同比增長27%也將提高長期債券收益率。總體而言，這些動態都表明收益率曲線趨於穩定，3年期/10年期息差徘徊在10-20個基點左右。

馬來西亞林吉特利率：盈利了結放緩

馬來西亞政府債券（MGS）是上季度表現最差的國債之一。鑒於今年前三個季度的優異表現，外國投資者紛紛在“特朗普貿易”環境下進行盈利了結並削減其持有量。在國內，這種失望情緒源於通脹風險上升，而這種上升是由財政措施所致，例如提高銷售和服務稅以及將於2025年實施的津貼合理化等。這就是說，不斷縮小的財政赤字將抑制MGS收益率。預計到2025年，財政赤字將進一步縮小至GDP的3.8%。與收入增長（5.5%）相比，支出增速將有所放緩（3.3%）。電子產品出口復蘇帶來的持續資金流入，以及馬來西亞國家銀行（BNM）延長暫停加息，都將使馬來西亞林吉特匯率和MGS收益率保持穩定。

菲律賓比索利率：國債收益率維持在區間內波動

菲律賓比索利率應會隨著當前政策利率的下調而下降。在本季度大幅加息後，菲律賓中央銀行（BSP）已先發制人地放寬了貨幣政策。我們預計2024年將減息50個基點，隨後再減息125個基點，到2025年底基準利率降至4.75%。失業率上升和消費增長放緩都是即將減息的前兆，而通脹放緩也為減息留出了空間。外國直接投資資金持續流入將有助於保持菲律賓比索利率。CREAT（企業復蘇和稅收優惠政策）以及CREAT MORE（最大限度地創造振興經濟的機會）等積極政策以及供應鏈重構策略，正在吸引更多資金流入。2022年至2023年，外國直接投資資金流入基本保持穩定，2024年1月至7月的資金流入額比去年同期增長約7.5%。

新加坡元利率：延續優異表現

新加坡元利率的出色表現（相對於美元利率）有望延續到2025年初。雖然美國已開始放鬆貨幣政策，但由於市場表現，我們在本輪週期中的預期減息次數已經減少。受美國經濟資料的韌性和特朗普政府給經濟增長/通脹帶來的上行風險的影響，美元利率可能會走高。相反，新加坡的核心CPI似乎一直徘徊在3%左右，導致新加坡金融管理局（MAS）至今尚未放寬貨幣政策。在資金流動性充裕的情況下，大力看好新元名義有效匯率（SGDNEER），新加坡元利率將變得更加穩定。因此，美元兌新加坡元匯率的息差目前在其週期範圍內徘徊。只有當美國經濟出現實質性疲弱跡象時，息差才會收窄。

泰銖利率：泰國國債收益率穩定

泰國銀行（BOT）延長暫停加息，泰銖利率應會保持穩定。由於旅遊收入和私人消費的提高，2025年GDP增長率應保持在3.0%。遊客人數已恢復至2019年87%的水平。與此同時，由於食品和能源價格上升，通脹狀況正在得以改善。在財政方面，政府債券供應的增速有所放緩，六個月滾動變化從2023年12月的4-5億泰銖降至2024年9月的1.73億泰銖。這些都將抑制泰國國債收益率。

利率預測

	2025				2026				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
美國	3M SOFR OIS	3.88	3.38	3.38	3.38	3.38	3.38	3.38	3.38
	2Y	3.90	3.60	3.60	3.60	3.70	3.80	3.80	3.80
	10Y	4.20	4.20	4.20	4.30	4.40	4.50	4.50	4.50
	10Y-2Y	30	60	60	70	70	70	70	70
日本	3M TIBOR	0.65	0.65	0.90	0.90	1.00	1.15	1.15	1.15
	2Y	0.70	0.80	0.90	0.95	1.00	1.10	1.10	1.10
	10Y	1.05	1.05	1.10	1.15	1.25	1.25	1.25	1.25
	10Y-2Y	35	25	20	20	25	15	15	15
歐元區	3M EURIBOR	2.70	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
	2Y	2.20	2.10	2.10	2.10	2.10	2.20	2.30	2.40
	10Y	2.35	2.30	2.25	2.25	2.30	2.40	2.50	2.50
	10Y-2Y	15	20	15	15	20	20	20	10
印尼	3M JIBOR	6.60	6.35	6.10	6.10	6.10	6.10	6.10	6.10
	2Y	6.40	6.10	6.10	6.20	6.25	6.30	6.30	6.30
	10Y	6.70	6.40	6.45	6.55	6.60	6.65	6.65	6.65
	10Y-2Y	30	30	35	35	35	35	35	35
馬來西亞	3M KLIBOR	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
	3Y	3.45	3.40	3.40	3.40	3.45	3.45	3.45	3.45
	10Y	3.85	3.80	3.85	3.90	3.95	4.00	4.00	4.00
	10Y-3Y	40	40	45	50	50	55	55	55
菲律賓	2Y	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	4.80	4.80	4.80
	10Y	5.50	5.30	5.35	5.40	5.45	5.50	5.50	5.50
	10Y-2Y	50	55	60	65	70	70	70	70
新加坡	3M SORA OIS	2.78	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58
	2Y	2.75	2.55	2.55	2.55	2.60	2.70	2.70	2.70
	10Y	2.85	2.85	2.85	2.95	3.05	3.15	3.15	3.15
	10Y-2Y	10	30	30	40	45	45	45	45

%，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

讓債券再創輝煌

2025年第1季度
全球信貸

預計將呈現逐步寬鬆的走勢。在息差收窄的環境下，優先考慮 A/BBB 級債券，以獲取最佳的風險收益。增持 2-3 年期以及 7-10 年期債券，分別用以管控再投資風險以及利用擴大的息差曲線下降來盈利。

		2025				2026			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
泰國	3M BIBOR	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
	2Y	2.05	2.00	2.00	2.00	2.05	2.15	2.15	2.15
	10Y	2.30	2.35	2.40	2.45	2.50	2.60	2.60	2.60
	10Y-2Y	25	35	40	45	45	45	45	45
中國大陸	1Y LPR	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25
	2Y	1.40	1.30	1.30	1.30	1.30	1.20	1.20	1.20
	10Y	2.05	2.00	2.00	2.00	2.00	1.90	1.90	1.90
	10Y-2Y	65	70	70	70	70	70	70	70
中國香港 特別行政區	3M HIBOR	3.38	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
	2Y*	3.20	2.90	2.90	2.90	3.00	3.10	3.10	3.10
	10Y*	3.30	3.30	3.30	3.40	3.50	3.60	3.60	3.60
	10Y-2Y	10	40	40	50	50	50	50	50
韓國	3M CD	2.85	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
	3Y	2.55	2.40	2.40	2.50	2.55	2.60	2.60	2.60
	10Y	2.70	2.60	2.65	2.80	2.85	2.90	2.90	2.90
	10Y-3Y	15	20	25	30	30	30	30	30
印度	3M MIBOR	7.00	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65
	2Y	6.35	6.00	6.00	6.00	6.05	6.10	6.10	6.10
	10Y	6.55	6.45	6.50	6.55	6.60	6.65	6.65	6.65
	10Y-2Y	20	45	50	55	55	55	55	55

%，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



08. 全球信貸

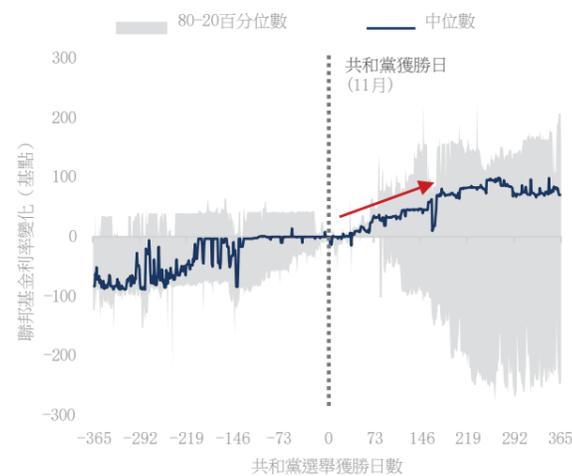
何均倫, CFA
策略師

陳慶富, PhD
分析師

四年一度的風險已然過去。如果說有一個風險事件讓投資者2024年全年都一直惦記著，那便是美國大選。最近，這場大選以共和黨在國會大獲全勝而告終。大選過程並非毫無變數 - 民主黨候選人喬·拜登在競選中期突然被替換，共和黨候選人唐納德·特朗普則遭遇多次暗殺，這些情況都可能改變我們所知的歷史進程。然而，儘管市場迫切希望能從美國大選的熱潮中緩口氣，但這一選舉結果又讓人們想起了那段在2016年大選後的幾年壓抑日子。當時，在貨幣和貿易政策方面，特朗普採取了非正統的社交媒體方式，推高了整個風險資產領域的波動性和隱含風險溢價。

鴿派主張剛一出現便消失了。在特朗普當選引發的種種情況中，沒有哪個市場像債券市場那樣尤為恐懼。首先，關於聯儲局減息週期的觀點已經搖搖欲墜，因為人們預計特朗普會優先處理國內生產商減稅和美國製造業產能回流事宜，而這可能會開啟美國經濟強勁增長、通脹上升以及就業增加的又一輪週期。這可能會迫使聯儲局長時間按兵不動，再次提升現金相較於債券的吸引力 - 對於那些經歷過2021-2022年債券熊市的固定收益投資者來說，這種情況再熟悉不過了。不祥的是，我們對自羅奈爾得·雷根時代以來過去七個共和黨執政時期的分析表明，由於支持性的經濟政策，聯儲局利率在共和黨執政期間往往會走高。

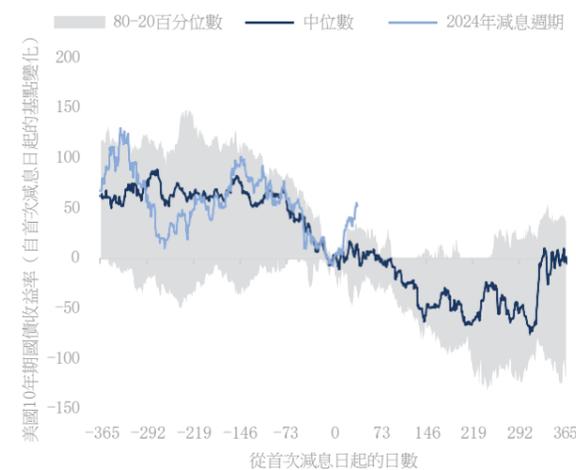
共和黨執政往往伴隨著政策收緊



資料來源：彭博社、星展銀行

猶如“土拔鼠日”一樣，赤字擔憂週期往復。其次，鑒於有觀點稱美國已然處在債務不斷高築的道路上，特朗普不僅提議延長其首個任期內啟動的減稅政策，而且還打算進一步加大對國內生產商的減稅力度，這再次引發了美國長期債務可持續性的問題。美國10年期國債收益率在大選後飆升。儘管就特朗普提議的預期影響而言，這一走勢是合理的，但對於政策減息週期來說，這一走勢並不符合常規。

美國10年期國債收益率飆升，超出了鴿派政策的常規範圍



資料來源：彭博社、星展銀行

逆流而上，打破共識。儘管我們對政策不那麼鴿派和較高收益率的論點表示理解，但我們試圖說明，在特朗普政策的傳統假設下，一些風險被誇大了，而債券為何在構建平衡投資組合的創收方面仍然是極具吸引力的投資選擇。我們別忘了，特朗普的首個任期充斥著總統對聯儲局政策的過度干預，他屢屢要求減息以支持經濟，無視聯儲局獨立性的神聖性。要知道，如今的通脹的推活力更多歸因於（1）供應鏈受阻、（2）地緣政治衝突以及（3）政府不受利率影響的借貸和支出 - 所有這些都與貨幣政策關係不大。由此可以認為，提高利率對於抑制供應端的這些因素的效力要小得多，而特朗普在其第二任期內恐怕會毫不猶豫地提出這一點。

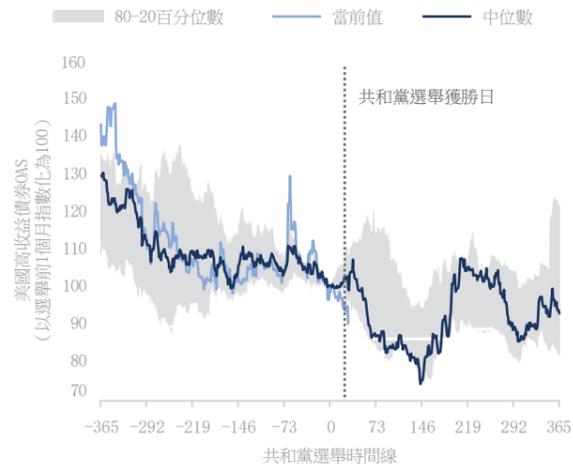
共和黨執政時期一直對投資級（IG）信貸起到支持作用……



資料來源：彭博社、星展銀行

信貸息差在共和黨執政時期表現良好。此外，由於共和黨向來傾向於促進經濟增長的政策，這對風險資產起到了支持作用，信貸息差顯然會從中受益。回顧過去的七個共和黨執政時期，投資級債券和高收益債券的信貸息差在共和黨總統當選後的一年時間裡往往都保持著平穩態勢。對於信貸投資者來說，這意味著即便當前息差相較於歷史水平處於較窄區間，他們仍能夠在更長時間內獲取息差溢價，因為此類具有經濟支持性的政策往往會降低短期內信貸事件/違約風險上升的可能性。因此，鑒於政策走向表明美國經濟實力在可預見的未來可能會持續走強，我們對優質的高收益債券仍持樂觀態度。

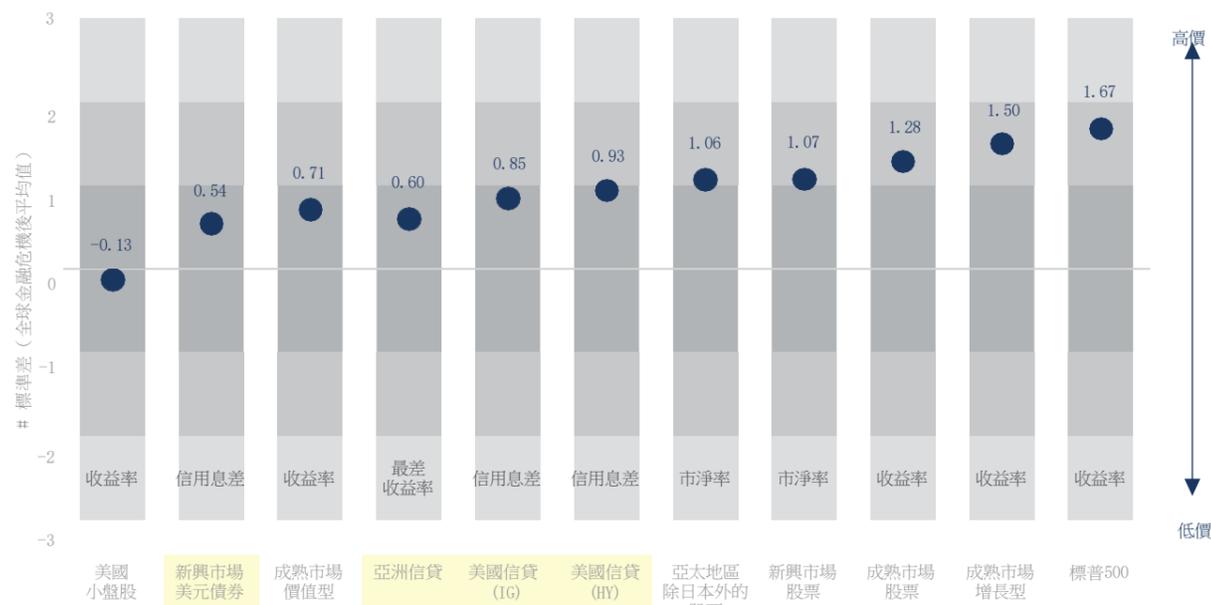
●●還有高收益 (HY) 信貸



資料來源：彭博社、星展銀行

息差和收益類金融工具仍處於估值合理的狀態。鑒於債券投資者對息差收窄感到擔憂，人們還必須考慮相對於其他資產類別估值的極端情況，以便更公允地認識相對價值。我們通過將各類資產的傳統估值指標（股票的收益率或市淨率、固定收益資產的息差/收益率）與其全球金融危機後的平均值進行對比，對一系列資產類別加以比較。除美國國債外，與自身的歷史估值水平相比，大多數其他風險資產的估值都顯得偏高，而實際上在觀察的風險資產範圍內，信貸估值處於更為“合理”的水平。誠然，股票市場的高估值可由強勁的預期收益增長率（這並未體現在市盈率或市淨率指標中）來解釋；但令我們感到欣慰的是，與如今其他可投資的公開市場資產相比，投資者並未為固定收益資產支付過高的溢價。

在整個估值區間內，固定收益市場處於估值合理的狀態



資料來源：彭博社、摩根大通市場資料查詢平台、星展銀行

關稅威脅悄然逼近。最重要的是，只要涉及特朗普，每一項稅收減免舉措背後總會伴隨著貿易方面的隱憂。雖說上述那些促進經濟增長的政策可能會給債券市場帶來不利影響，但他在競選活動中承諾過的一項舉措 - 關稅，依然令人憂心忡忡，這堪稱經濟樂觀前景中的最大隱患。儘管關稅會推高通脹，也可能促使製造業活動回流，但我們要指出的是，這確實仍會導致效率損失，進而抑制全球經濟增長 - 而這種結果最終可能且已經導致債券收益率下降。特朗普的首個任期就是例證 - 雖說減稅舉措起初極大地增強了人們對經濟強勁增長的預期，並為聯儲局在2017年至2018年的加息週期提供了支撐，但關稅及貿易緊張局勢最終還是給全球經濟前景蒙上了陰影，致使美國10年期國債收益率一路下降，到2019年底已降至約1.5%，而且這還是在新冠疫情爆發之前的情況。

尋求避險。對債券來說，2019年的政策突然轉向是一股強大的助力，當年各品質層級的信貸市場都取得了強勁收益；實際上，在這場突然興起的收益追逐熱潮中，美國國債屬於落後者。而且，由於當前特朗普執政時期是在一輪政策加息週期之後（不像2016年時發生在加息之前），如今債券投資者面臨又一輪鷹派政策的風險相對較小。

債券通過了敏感性測試。目前較高的起始收益率也讓債券在預測12個月預測回報率方面具備了數學上的優勢，因為票面利息為利率波動提供了緩衝。我們基於以下幾種情形對各類固定收益市場的總回報進行了預測：（1）利率上升1%；（2）利率無變化；（3）利率下降1%，並且注意到儘管利率前景存在不確定性，但在各種不同結果下獲得正收益率的可能性依然很高。然而，超長期美國國債（期限大於25）交易看起來風險較大，因為一旦利率意外上升1%，就可能會侵蝕掉近三年的票息支付。

特朗普第一個任期結束時，收益率因關稅問題下降



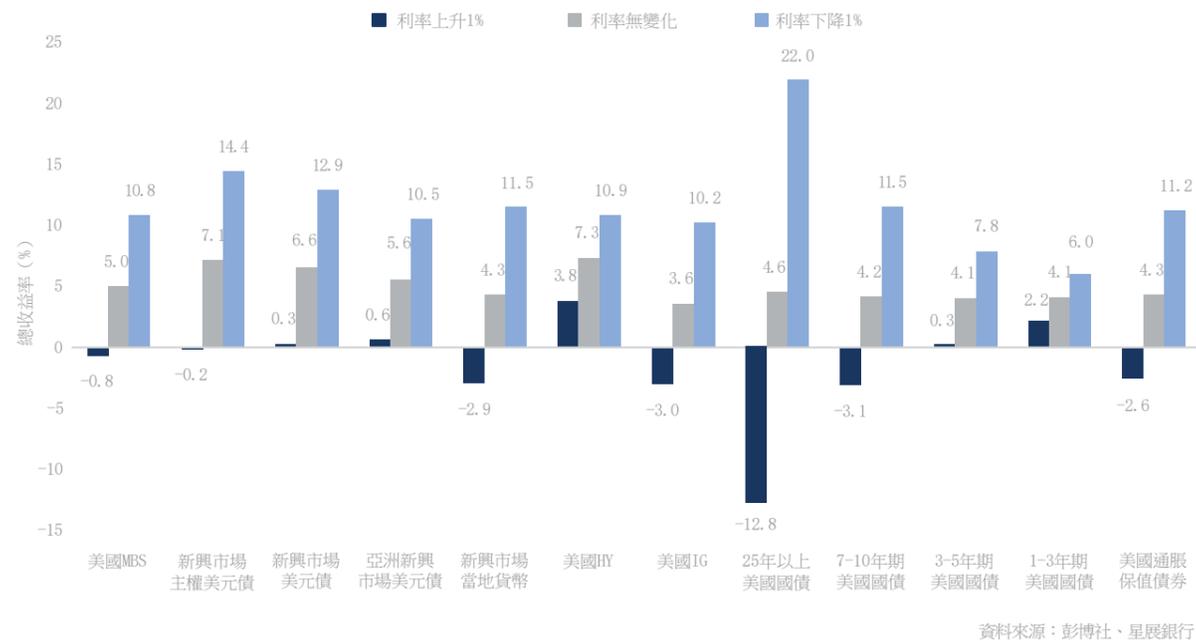
資料來源：彭博社、星展銀行

貿易戰和政策轉向對債券有利



資料來源：彭博社、星展銀行

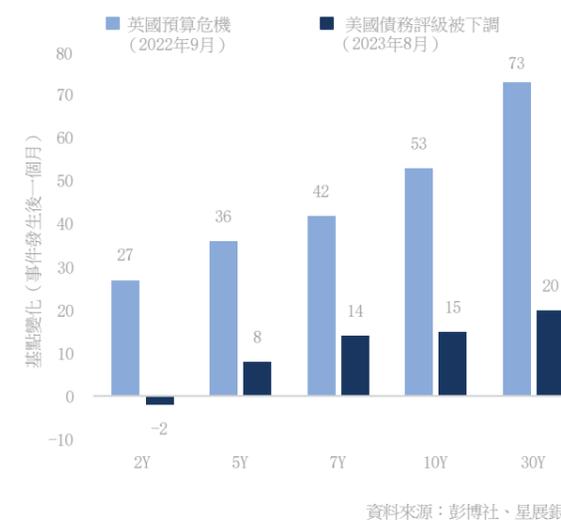
儘管利率存在波動，但債券的預期收益前景仍然樂觀



長存續期風險是非對稱的。債券投資者會很自然地認為，在減息週期中，只需買入最長存續期的債券，就能從利率下行的環境中獲利。然而，這裡存在兩個錯誤的假設：其一，（1）聯儲局基金利率（一種短期政策利率）的下調會使30年期利率同等幅度下降；其二，（2）不同期限的債券面臨同等的風險概率。前一個假設之所以錯誤，是因為收益率曲線可能變陡，即便政策利率下降，長期利率也可能不會隨之下降（甚至可能上升）。後一個假設不準確是因為，鑒於如今許多成熟經濟體存在財政可持續性方面的擔憂，長期債券面臨著更高的風險概率。尤其值得一提的是，在2022年英國預算危機以及2023年美國債務評級被下調這兩個事件中，隨著債券期限溢價方面的風險開始累積，收益率曲線急劇變陡。

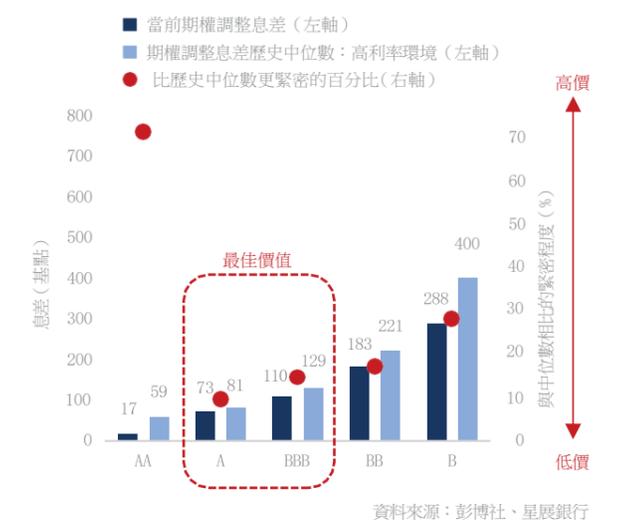
杠鈴型存續期策略兼顧了兩方面的優勢。基於這些原因，我們對超長期債券持謹慎態度，並繼續推薦採用存續期杠鈴策略，重點關注固定收益投資組合中的兩個超大頭寸：（1）2-3年期信貸資產，利用加息週期的轉變將現金再投資風險降至最低；（b）7-10年期信貸資產，擴大信用息差溢價。隨著特朗普當選後收益率曲線變陡，我們認為這是增加存續期的一個機會，特別是7-10年期債券，原因在於（1）這是信貸曲線最陡峭的部分，能帶來下降收益；（2）目前美國10年期國債收益率接近我們估算的長期公允價值區間，即4-4.5%。

財政可持續性風險對長期債券的影響尤為突出



與歷史水平相比，A/BBB級債券息差目前處於合理狀態。就信用評級而言，我們繼續將A/BBB級債券作為優先考慮對象，因為對於潛在的不確定性，投資者在風險收益方面能獲得最佳補償。我們還對比了高利率環境下（定義為自1980年以來實際利率處於其四分位數的月份）各評級層級的平均信用息差與當前水平，發現從息差角度來看，A/BBB級債券相較於其歷史水平仍是“最便宜”的。從這個角度來講，投資者可以放心採納上述建議，即通過持有A/BBB級信用債券來延長存續期，而不是選擇風險更低的AA級債券或國債，因為後兩者針對利率波動所提供的息差補償更少。

A/BBB信用評級仍是所有評級中最合理的



總而言之，投資者不應懼怕那種認為特朗普執政對債券不利的說法。雖然特朗普及共和黨的傳統稅收政策本質上是能夠促進經濟增長的，但他對於關稅的偏好形成了一股抵消力量，可能會拖累全球經濟的樂觀情緒。全球各國央行仍處於政策減息週期之中，不過鑒於當前經濟資料仍較為穩健，減息的速度仍有待商榷。投資者應堅守品質，選擇具有可觀價值的A/BBB級信用債券，並且僅選擇投資品質較好、能夠抵禦潛在經濟增長放緩的高收益BB級債券。投資組合的存續期應採用杠鈴策略 - 增持（1）2-3年期債券，將現金再投資風險降至最低；（2）7-10年期債券，以充分利用擴大的息差。我們將信貸曲線變陡視為著重關注7-10年期債券的機會，因為這是信貸曲線最陡峭的部分，同時考慮到美國10年期國債收益率目前接近我們估算的4-4.5%這一長期公允價值區間。

美元將繼續獲得支持

2025年第1季度
全球貨幣

隨著聯儲局立場變得不那麼鴿派以及特朗普政府即將兌現政策承諾，美元將繼續獲得支持。歐元和人民幣最易受到關稅影響。



09. 全球貨幣

吳端正
策略師

李若凡
策略師

驗證美元走強的因素。2024年第4季度的美元上升是符合預期的。自10月以來，市場一直預期聯儲局的減息幅度要小於預期。此外，在特朗普勝選後，市場預計他的政策將對美元產生強烈的積極影響。進入2025年第1季度，這些預期中哪怕有一個得到驗證，美元就有可能迎來新的上升。

聯儲局態度的轉變可能推動美元上升。聯儲局的寬鬆週期通常不利於美元。但美元在短期內更多受到利率政策變化的影響。2024年第4季度公佈的美國經濟資料好於預期，再加上特朗普獲勝，市場認為 2025年第1季度的減息幅度會比2024年第3季度要小得多，從而推動美元上升。有一種風險是，市場預期可能會過度偏向鷹派，如果市場不得不從價格上反映出2025年第1季度的更多次減息，美元就會變得脆弱。然而，如果聯儲局在1月和/或3月的FOMC會議上釋放不會減息的信號，驗證了人們對減息的猜測，那麼美元的升幅將擴大。

美元前景與聯儲局預期變化密切相關



資料來源：彭博社、星展銀行

美國大選結果印證了週期性驅動美元上升的說法。特朗普政府加上共和黨主導的國會，使得美國政府將在政策上採取更積極的方針。延長TCJA減稅法案應會對仍具韌性的美國經濟起到刺激作用，但這只是暫時的。與此同時，歐元區正面臨週期性疲弱，而中國也未能完全擺脫國內挑戰，此類刺激措施將強化美國的宏觀例外論，自然就會產生對美元有利的結果。

美元指數在2018-2019年貿易戰中走強



美元多頭頭寸接近最高水平



歐洲央行比聯儲局日益鴿派



相悖，因為瑞士法郎走強不利於瑞士國家銀行實現其政策目標。目前，存在瑞士通脹可能低於瑞士國家銀行目標區間的風險。瑞士法郎升值會讓這種情況更加嚴重。瑞士法郎升值也會抑制經濟增長；因此，預計瑞士國家銀行（SNB）將通過減息和定期干預來暗中抑制瑞士法郎走強。總體而言，預計美元兌瑞士法郎和歐元兌瑞士法郎的匯率將在2025年第1季度小幅下降。

日元下跌空間有限。 日元未能延續2024年7到8月期間大量套利平倉帶來的升勢。由於美國國債和日本國債收益率差再度擴大，日元空頭頭寸得以重建。儘管如此，日本政府和日本銀行還是會採取應對措施控制日元疲弱態勢。此外，日本銀行加息週期（無論其進程多麼緩慢）的前景以及地緣政治風險的加劇，應都會吸引一些購買日元的資金流入。因此，與前幾輪美元走強不同，日元這次不會成為表現不佳的主要貨幣。

加征關稅的威脅進一步支撐美元。 由於中國和歐元地區經濟嚴重依賴貿易，中國和歐元地區將首當其衝，受到額外貿易關稅的負面影響。可以肯定的是，雖然美國經濟可能不會從提高關稅中獲得淨收益，但減少對貿易的依賴卻意味著受到的衝擊更小。額外徵收關稅將拖累中國、歐元區和其他交易夥伴的經濟增長。這些國家採取的任何抵消措施始終都要通過本國貨幣兌美元貶值來實現。

程度、時機和內容問題。 特朗普會推動美元上升這一基礎已經確立。但還是有一些注意事項：（1）2024年第4季度美元上升的幅度可能已經反映出這些政策的影響，以及（2）政策的時機和內容可能無法滿足市場的高度預期，從而導致美元走低。

事實上，美元多頭頭寸當前已經過多，而且對美元看漲期權相對於看跌期權的興趣已接近年度高位。儘管如此，預計特朗普上任第一天，就會通過實施額外貿易關稅來落實貿易政策。減稅政策的立法過程需要時間，但“紅潮席捲”的結果為特朗普政府在任期初期實現減稅政策提供了最佳時機。

歐元疲弱是毫無疑問的。 甚至在美國大選之前，歐元區在2024年的大部分時間內就一直面臨著增長乏力的問題。額外徵收關稅將給經濟增長前景增添了另一個不利因素。由於歐元區經濟的開放性，任何貿易壁壘都將產生直接的負面影響。此外，歐元區的大部分貿易往來都與中國有關。如果明年中國經濟增長受到衝擊，可能會帶來第二輪負面影響。再加上德國和法國國內政局不穩，以及俄烏衝突持續不斷，將導致歐元面臨一系列無法迅速解決的擔憂。唯一切實可行的抵消措施是歐洲中央銀行更快減息，從而促使歐元走弱。因此，歐元將首當其衝，承受利率調整帶來的影響。我們認為，投資者應在2025年第1季度做空歐元。

瑞士法郎走強將面臨瑞士國家銀行的阻力。 在歐元區經濟增長和關稅憂慮的背景下，瑞士法郎應從任何歐元的輪動中受益。如果俄烏衝突持續加劇，瑞士法郎作為避險貨幣也將具有吸引力。然而，這些對瑞士法郎有利的驅動因素與瑞士國家銀行的政策目標

美國和日本國債收益率差日益擴大，日元淨空頭頭寸再度出現



澳元前景與中國息息相關。短期內，澳元與中國的關係最為密切，關稅風險與希望中國實施財政刺激措施之間相互影響。關稅風險成為主導因素仍是當前的基本預期，必然會對中國產生負面影響。這會對澳元造成拖累。澳洲國內驅動因素對澳元有利，因為澳大利亞儲備銀行（RBA）是最不鴿派的主要央行之一。然而，這一驅動因素正因聯儲局減息腳步日益放緩而漸漸消失，可能不會轉換成對澳元的實質性利好。綜合來看，澳元兌美元可能大致呈橫盤走勢。

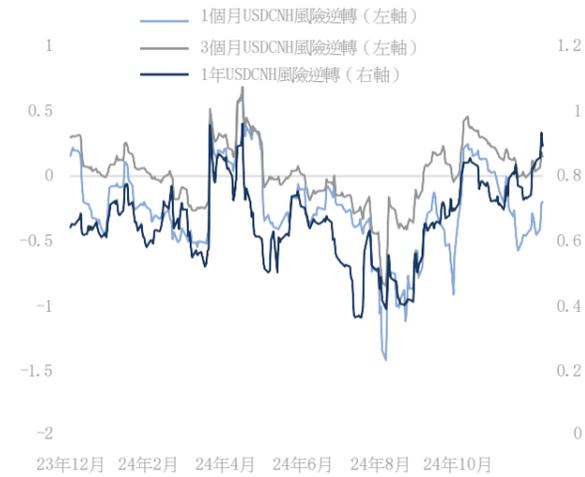
從現在到2025年底，澳大利亞儲備銀行和聯儲局潛在的利率變化



資料來源：彭博社、星展銀行

關稅威脅繼續令人民幣承壓。不出所料，特朗普勝選和“紅潮席捲”的結果令人民幣遭受重創。關稅威脅仍在悄然逼近，特朗普上任第一天就可以通過下達行政命令來徵收額外關稅。再加上中國人民銀行（PBOC）的寬鬆政策，將美元兌人民幣匯率推升至 7.3000 區間。從積極的角度來看，中國人民銀行已採取措施來阻止人民幣貶值，例如設定低於預期的美元兌人民幣每日中間價和收緊離岸人民幣流動性等。因此，人民幣可能不會立即貶值。然而，中國人民銀行這些措施的目的從來都不是逆轉人民幣走勢。在期權領域，美元兌人民幣的風險逆轉也表明，投資者對美元兌人民幣匯率有濃厚的做多興趣，尤其是在後端。展望未來，儘管這些額外關稅的徵收時間和具體內容還存在相當大的不確定性，這會在短期內讓美元兌人民幣匯率走勢不明朗，但人民幣尚未擺脫困境。

人民幣看跌押注集中在後端



資料來源：彭博社、星展銀行

美元兌新元匯率呈現上行趨勢。新加坡國內驅動因素有利於新元走強，因為新加坡金融管理局也是不太鴿派的央行之一。然而，隨著新加坡金融管理局與其他主要央行一起逐步放寬貨幣政策，對新元利好的這一驅動因素應會在2025年逐漸消退。全球性因素更有可能成為主要影響。包括新元在內的亞洲貨幣在傳統上都一直與人民幣相關聯。美國大選之後，這種關係進一步加強，因為額外徵收關稅被視作對整個亞洲經濟體的共同威脅，而不僅僅是中國。在這種背景下，如果美元兌人民幣匯率向 7.3000 走高，那麼美元兌新元匯率可能會出現隱性上行趨勢，走向 1.3600 區間。

缺乏能立即讓人民幣上升的催化劑。持續增長的經濟和不斷變化的貨幣政策意味著中美債收益率差可能繼續擴大，美元兌人民幣匯率將走強。美國經濟仍具有韌性，中國經濟則需要更多刺激措施來應對持續的挑戰，這兩者之間仍然存在巨大差異。然而，如果有新一輪的刺激政策，可能也要等到2025年3月的全國人民代表大會中才會出臺。這種差異可能不會那麼快消失。此外，在外界認為聯儲局將放緩減息步伐之際，預計中國人民銀行也將進一步放寬政策。總體而言，預計2025年第1季度美元兌人民幣匯率將徘徊在7.3000左右，並有上升趨勢。

星展銀行貨幣預測

匯率·期末	12月6日	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
中國大陸	7.2715	7.29	7.29	7.21	7.10	7.10	7.10	7.06	7.06
中國香港	7.7795	7.80	7.80	7.79	7.78	7.78	7.79	7.77	7.77
印度	84.695	84.5	85.0	85.5	86.0	86.2	86.4	86.6	86.8
印尼	15,845	16,025	16,025	15,795	15,450	15,450	15,450	15,335	15,335
馬來西亞	4.4195	4.56	4.56	4.46	4.30	4.30	4.30	4.24	4.24
菲律賓	57.748	60.0	60.0	58.9	57.3	57.3	57.3	56.8	56.8
新加坡	1.3427	1.36	1.36	1.34	1.31	1.31	1.31	1.30	1.30
韓國	1,423	1,420	1,420	1,390	1,350	1,350	1,350	1,335	1,335
泰國	34.068	35.2	35.2	34.5	33.5	33.5	33.5	33.1	33.1
越南	25,385	25,615	25,615	25,305	24,845	24,845	24,845	24,695	24,695
澳大利亞	0.6391	0.64	0.64	0.66	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
加拿大	1.4157	1.41	1.41	1.39	1.36	1.36	1.36	1.35	1.35
歐元區	1.0568	1.03	1.03	1.05	1.09	1.09	1.09	1.10	1.10
日本	150.00	157	157	153	147	147	147	145	145
紐西蘭	0.5831	0.58	0.58	0.59	0.61	0.61	0.61	0.62	0.62
瑞士	0.8788	0.90	0.90	0.89	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
英國	1.2744	1.24	1.24	1.26	1.30	1.30	1.30	1.31	1.31
美國	106.06	108.5	108.5	106.4	103.3	103.3	103.3	102.2	102.2

澳大利亞、歐元區、紐西蘭和英國為直接報價。



仍在靜觀其變

2025年第1季度
大宗商品

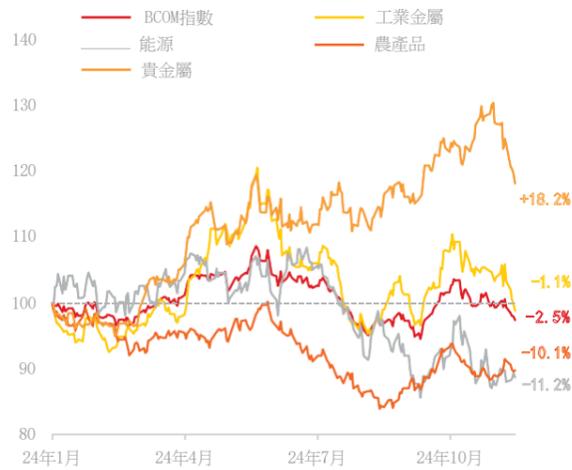
在第二次執政期間，特朗普可能會加征關稅，這會給工業金屬和農產品帶來需求風險。另外，美國的能源安全議程還會抑制油價。在供應面臨挑戰的情況下，咖啡和可可繼續因全球需求的韌性而表現出色。

10. 大宗商品

吳俊勇
分析師

停滯不前。在上一季度，我們闡述了在宏觀經濟疲弱以及中國缺乏新的政策刺激的情況下，大宗商品綜合體是如何回吐了上半年的大部分升幅。此後，出現了許多重要的事態發展；中國宣佈了兩輪新的重大刺激措施（9月的寬鬆貨幣政策和11月的財政刺激政策）；與此同時，美國大選正式落下帷幕，特朗普全面勝選，共和黨在參眾兩院大獲全勝。從邏輯上講，由於這些事態發展或會再次引發通脹，人們希望大宗商品至少能得到一定程度的提振。然而，情況並非如此。2024年第四季度，大宗商品繼續小幅下降。截至

2024年第四季度，大宗商品在動盪的背景下跌幅擴大

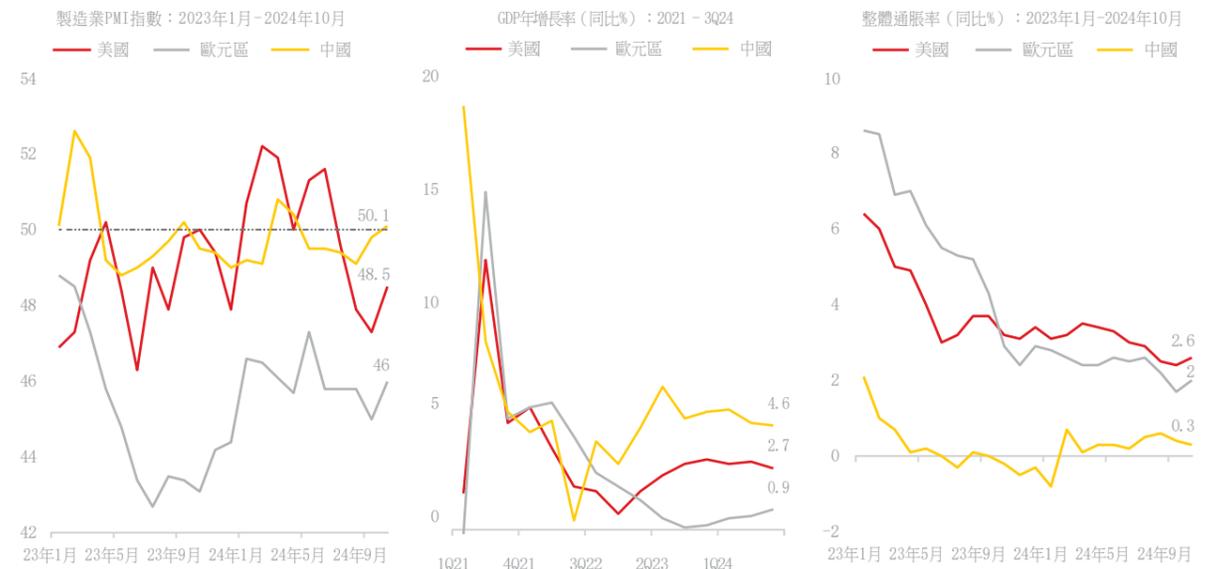


資料來源：彭博社、星展銀行

11月14日，大宗商品年初至今的跌幅為-2.5%，其中能源子品類領跌。在2024年的前九個月裡，貴金屬的表現極為出色。但即使如此，貴金屬在月初至今（截至11月14日）也下跌了7.2%。儘管出現了新的刺激因素，大宗商品依然表現不佳，這是為什麼呢？

中國的刺激措施力度大，但仍然不足。北京方面出臺的雙重刺激舉措，達到了自新冠疫情以來的最大力度。11月8日宣佈的10萬億元人民幣財政一攬子計畫，將用於重組地方政府債務、釋放此前受限的資源，並將支出重點重新聚焦於“發展和改善公共福利”方面。儘管此舉值得稱讚，但市場普遍認為，這些措施的力度不足以解決困擾中國經濟的關鍵問題，其中最主要的問題是房地產市場低迷和國內消費不振。人們認為這些措施更多的是在支撐經濟，而非重振經濟。因此，大宗商品的需求前景依然黯淡。也許，北京方面正在積蓄力量，為特朗普即將出臺的關稅政策做好準備，並會適時宣佈更多舉措。但就目前的情況來看，中國的宏觀經濟形勢依舊不溫不火。需要特別指出的資料點包括：其一，中國2024年第三季度GDP同比增長4.6%，看起來似乎難以達到官方設定的全年目標5%；其二，製造業採購經理人指數（PMI）在10月進入擴張區間，但也只是剛剛達到（50.1）。

中國GDP增長可能不會達到5%的目標

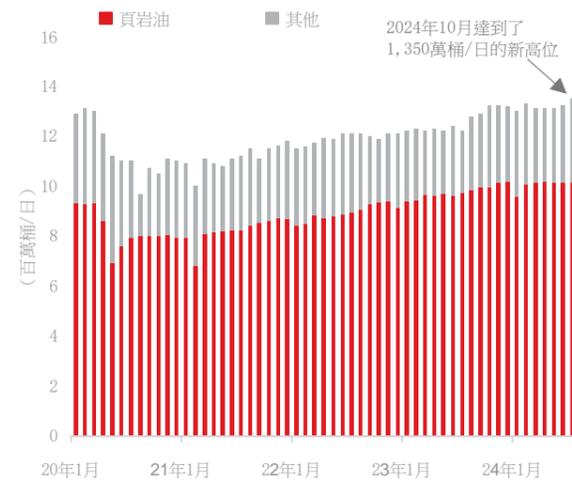


資料來源：彭博社、星展銀行

特朗普將會讓大宗商品市場變得更加複雜。特朗普上臺所產生的影響不容小覷，因為他在能源方面的立場會影響美國國內的石油供應，而鑒於美國如今是全球最大的產油國，全球石油供應也會受到影響。特朗普政府對脫碳和工業化專案的干預，還會影響到金屬的需求。此外，即將出臺的關稅政策將會帶來新的複雜局面，因為這些關稅很可能會抑制來自中國和歐洲的出口，進而降低市場對眾多大宗商品的需求。

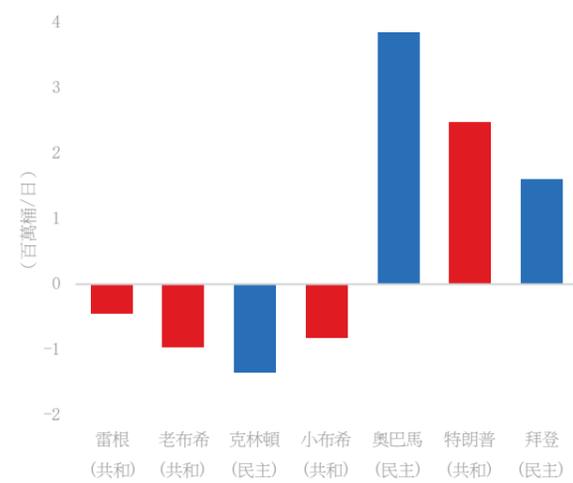
能源安全是美國的一大優先事項。特朗普曾多次宣稱，他打算通過增加國內石油產量以及讓能源價格更加親民來降低通脹。這一意圖在斯科特·貝森特 (Scott Bessent) 提出的“3-3-3”政策中體現得最為明顯，而特朗普已提名貝森特出任財政部長等職位。該政策的要求包括：到2028年，預算赤字削減至 GDP的3%；GDP增長3%；國內石油和天然氣日產量增加300萬桶。儘管美國的產量最終將由市場力量決定，但特朗普的議程無疑會促使產量走向增長。此外，歐佩克+計畫於2025年逐步取消220萬桶/日的自願減產，這將進一步增加供應增長的風險。在此背景下，我們預計油價將被限制在70-75美元/桶的區間內。儘管如此，我們可以預計綜合能源企業和油田服務公司將受益於美國石油和天然氣活動的整體增長。

美國石油產量持續攀升



資料來源：彭博社、星展銀行

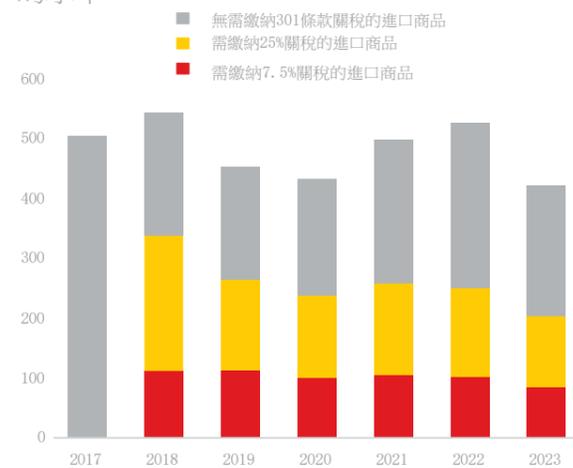
歷任總統任期內美國原油產量變化



資料來源：彭博社、星展銀行

對金屬來說，關稅上調是一大風險。脫碳仍然是金屬需求在長期內的關鍵驅動力。然而，在中短期內，一些因素會讓情況變得更加複雜，其中最主要的因素就是特朗普即將實施的加征關稅舉措。特朗普提議對中國徵收60%或更高的關稅，對世界其他國家則徵收10%到20%關稅。因此，第二輪關稅戰確實有可能爆發。在這種情形下，美國從中國進口的商品數量很可能會下降（就像2017年至2023年期間那樣），而且中國的GDP增長可能會大幅下降2%以內。除中國之外，國際貨幣基金組織預計，若美國在2025年將關稅提高10%，全球GDP到2026年可能會下降0.7%。總體而言，如果特朗普的關稅舉措真的付諸實施，其對大宗商品價格的影響很有可能是負面的，尤其是從近期的市場情緒角度來看。在各類大宗商品中，金屬受到的影響將尤為嚴重，因為許多加征關稅的主要進口商品類別（例如電動汽車及其零部件、電池以及電池部件等）都是金屬需求的驅動因素。

需繳納關稅的進口商品額仍低於貿易戰前的水平



資料來源：美國國際貿易委員會資料查詢網站、稅務基金會

美國進口品類及適用關稅

進口品類	新稅率	實施年份 (現行稅率)	實施年份 (新稅率)
電動汽車(EV)	25%	100%	2018, 2024
半導體	25%	50%	2018, 2025
太陽能電池	25%	50%	2018, 2024
注射器及針頭	0%	50%	New, 2024
部分鋼鋁產品*†	7.50%	25%	2019, 2024
鋰離子電動汽車電池	7.50%	25%	2019, 2024
鋰離子非電動汽車電池*	7.50%	25%	2019, 2026
電池部件*	7.50%	25%	2019, 2024
部分個人防護裝備(PPE) *†	7.50%	25%	2019, 2024
醫用橡膠手套及手術手套*	7.50%	25%	2019, 2026
天然石墨及永磁體	0%	25%	New, 2026
其他關鍵礦物	0%	25%	New, 2024
岸邊集裝箱起重機	0%	25%	New, 2024

*關稅最初於2019年實施時為15%，並於2020年1月降至7.5%
†鋼鋁產品以及個人防護裝備的現行稅率範圍為0到7.5%

資料來源：Visual Capitalis[†]

中國刺激措施和美國推進工業化帶來的潛在利好因素。關稅會導致經濟收縮，而有可能抵消這一影響的因素之一是中國的進一步刺激政策。然而，由於暫不清楚具體內容，這些措施的影響難以量化，而且這些措施很可能是被動實施的，並非出於主動意願。在面臨關稅問題時，另一個能為金屬需求提供一定支撐的關鍵因素是美國對再工業化的推進；減稅和放鬆管制等財政舉措，以及推動製造業回流的行動，能

夠提振美國的金屬消費量，並部分抵消關稅對世界其他地區造成的負面增長影響。此外，儘管特朗普此前對可再生能源和電動汽車持批評態度，但一種新的說法正在興起，即圍繞以汽車製造為重點的國內“製造業復興”。五角大樓在其首份國防工業策略中承認，有必要加快“新興技術及產品的開發與生產，例如自主系統、量子技術、人工智能以及能夠同時滿足軍事和民用經濟需求的先進材料”。

農產品也面臨關稅上調風險。爆發第二輪關稅戰的可能性也將對農產品子品類產生負面影響；針對電動汽車和電池的上調關稅舉措很可能會促使中國採取報復措施，而最明顯的反制領域可能會是美國的穀物、大豆和牲畜出口。值得慶倖的是，鑒於美中農產品貿易基數較低，且在過去十年間一直在下降，目前已低於美中貿易戰前的水平，下行風險可能不會十分顯著。不過，這取決於貿易談判的進展情況，若中國採取安撫措施，比如採購美國農產品，則可能會帶來上行潛力。

軟性商品仍然表現出色。在農產品領域內，軟性商品是值得持續關注的關鍵板塊，在第四季度繼續保持著出色的表現。按年初至今計算（截至11月18日），軟性商品上升了19.2%，比整體農產品的表現高出29.4%。同期，可可和咖啡分別上升了123.0%和44.3%，這得益於全球需求具有韌性且強勁的類似有利因素，而面臨長期性（全球變暖）和特殊性（歉收及疾病爆發）等挑戰的供應也推升了價格。

軟性商品的表現比其他農產品更出色



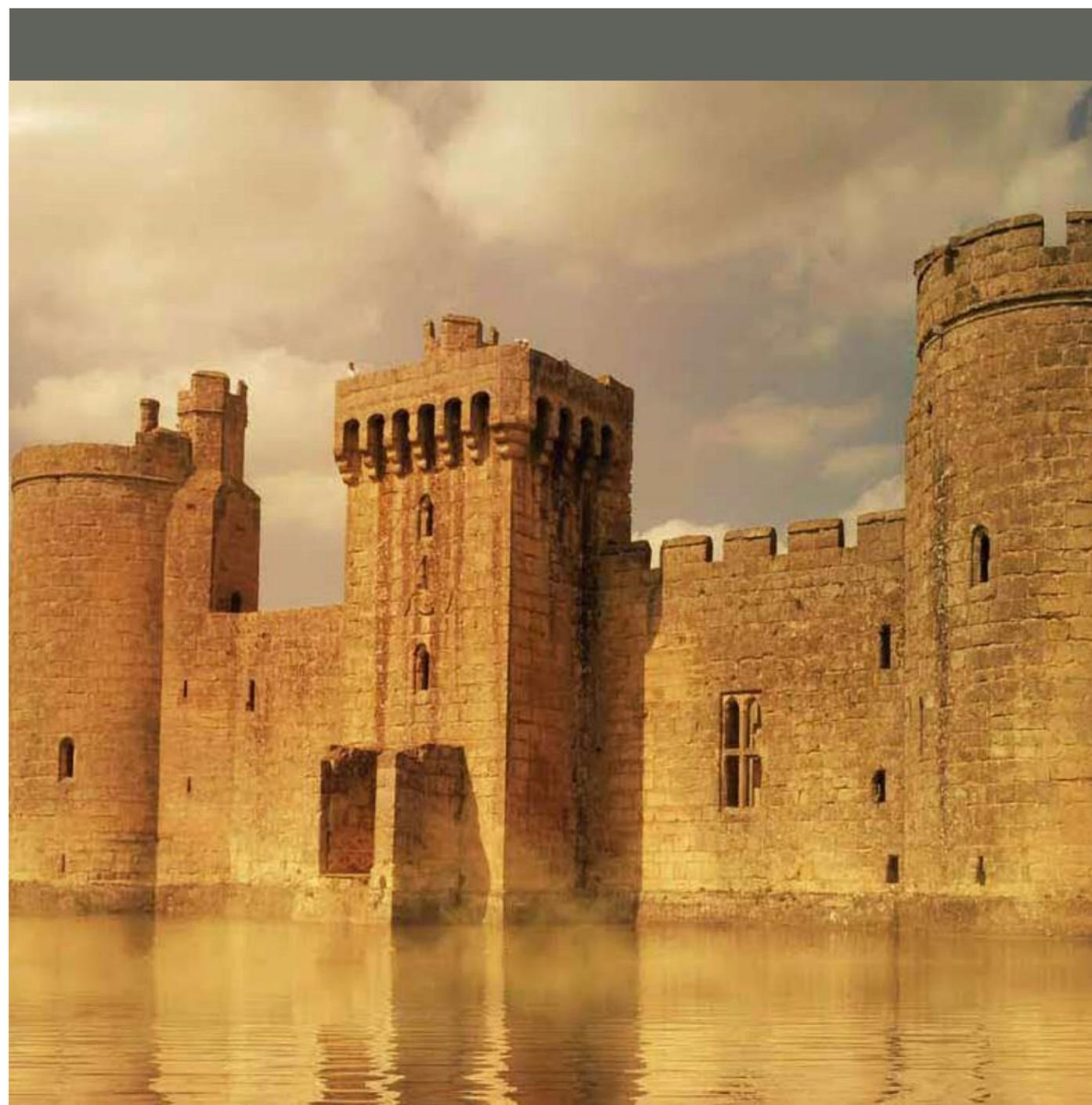
資料來源：彭博社、星展銀行

短期內波動將佔據主導。在中國刺激措施效果不佳以及特朗普再次當選帶來關稅難題的背景下，大宗商品的短期前景很可能會受到劇烈波動的困擾。中國的進一步刺激政策以及特朗普促經濟增長政策（如有）所帶來的任何潛在利好因素，都需要時間才能顯現其成效。在此背景下，我們建議對大宗商品綜合體持選擇性態度；貴金屬領域可能存在機會，不過從中長期來看，仍存在貶值風險；另外基於有利的供需動態，像咖啡和可可這類特定的軟性商品也存在機會。選擇與單個大宗商品、大宗商品組合或大宗商品指數掛鉤的結構性產品是一個好方法，在等待全球宏觀形勢更具確定性期間，客戶可以瞭解特定大宗商品並進行戰術性投資。

另類資產極具韌性

2025年第1季度
另類資產：
黃金和私募資產

美國財政赤字看起來將在特朗普執政期間繼續擴大，因此黃金的結構性優勢仍然極具吸引力。半流動性工具讓獲得私募資產的途徑變得大眾化，使資金流動性受限的投資者可以創建公私資產混合投資組合。



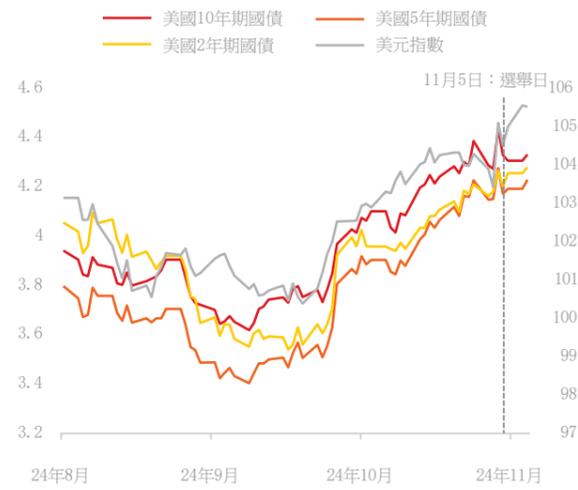
11. 另類資產：黃金

吳俊勇
分析師

特朗普2.0：黃金在短期內的走勢喜憂參半。我們在上一季度的報告中詳細介紹了自2024年下半年以來金價與美元重新呈現出負相關性，以及這種關係如何成為近期黃金走勢的主要推活力。不出所料，隨著特朗普的再次當選和“紅潮”席捲國會兩院，黃金經歷了一個調整階段；大選結束後不久（11月6日至11日），美國國債收益率全面走高（10年期：上升6個基點；5年期：上升8個基點；2年期：上升10個基點），美元也走強（美元指數：上升2.0%），導致金價下跌4.4%。特朗普在財政問題上的寬鬆立場和上調關稅傾向，提高了投資者對通脹率和利率上升的預期，這在短期內可能會對金價造成壓力。拋開預期不談，政策利率走勢目前似乎未受到特朗普勝選的影響。在大選之後，聯儲局繼續減息25個基點，聯儲局主席傑羅姆·鮑威爾（Jerome Powell）補充說道，“選舉不會對政策利率決定產生影響”，他對美國經濟“感覺良好”，暗示如果經濟資料允許，可能會維持貨幣寬鬆政策。

“長期走高”不是既定事實。儘管投資者目前最擔心的是利率在特朗普任期內會“長期走高”，但特朗普的言論和政策行動常常會不一致。因此，這種情況是否會成為現實還遠未可知。在候任總統特朗普的第一個任期內，史蒂芬·姆努欽（Steven Mnuchin）擔任了四年的財政部長。他在接受媒體採訪時表示，特朗普將“非常小心”，不會讓關稅重新引發通脹，而特朗普在第二個任期內的當務之急是延長《2017年減稅與就業法案》。有觀點認為，特朗普上任必然會導致

美國大選後，美國國債收益率和美元均有所上升



資料來源：彭博社、星展銀行

通脹率和利率上升，但也沒有實質性證據能充分證明這一點。如果我們回看過去10年的5年期預期通脹率（5Y5Y，該指標衡量的是自當日起五年後的5年期平均預期通脹率），我們會發現大選後的通脹率預期並沒有出現實質性的飆升。此外，如果我們看看過去八屆共和黨總統任期內的美國10年期國債收益率的中位數，就會發現，並沒有有力的證據證明收益率會在大選後的一年內大幅上升。

大選後，長期通脹率預期基本停滯不動



資料來源：聖路易聯邦儲備銀行

歷史表明，國債收益率在共和黨執政期間不會大幅上升



資料來源：彭博社、星展銀行

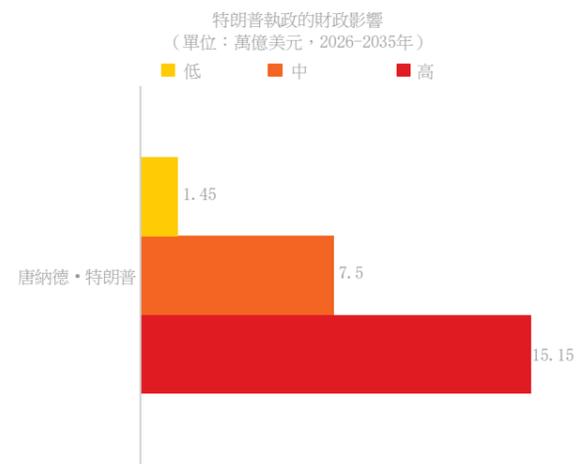
不斷增長的財政赤字將推動黃金的長期需求。儘管黃金的短期前景不太明朗，但黃金的長期投資論點仍然清晰且令人信服，這在很大程度上是源於美國財政赤字極有可能會增長的預期。在特朗普執政期間，財政赤字的基本預期是到2035年增長7.5萬億美元。即使是最低預期，財政赤字也是大幅增長1.45萬億美元。這對黃金來說是有利的，因為美國債務上升會影響投資者對風險和美元的看法，這樣就可以通過以下機制來提升黃金的吸引力：

- **避險需求** - 對美國金融健康狀況的懷疑可能會導致普遍的避險情緒。
- **美元走弱** - 對美國經濟的信心減弱可能會導致美元走弱；如果財政狀況不可持續，即便利率上升，美元也可能走弱。

- **政策利率約束** - 高企的債務水平限制了聯儲局隨意加息的能力；這應該有助於控制利率驅動的下行風險。

世界正在日益多極化。黃金的另一個長期利好因素是日益加劇的全球多極化。特朗普的再次當選預計會加劇或至少維持這種趨勢向前發展。特朗普在多邊主義和政府間組織上的敵對立場、對關稅和回流等貿易保護主義政策的偏好，以及在外交政策上的對抗性和交易性立場，都可能成為加劇全球多極化的因素。這對黃金來說是有利的，因為更多國家/地區將尋求規避美國和以美元計價的資產帶來的風險。再加上美國債務不斷增加，黃金作為擺脫美元依賴的分散風險手段，其吸引力不容小覷。各國央行也認識到了這一現實，在過去三年一直在穩步增加黃金購入量。

在特朗普執政期間，美國財政赤字預計將有所增長



資料來源：聯邦預算問責委員會，這是一個支持降低財政赤字的非盈利組織

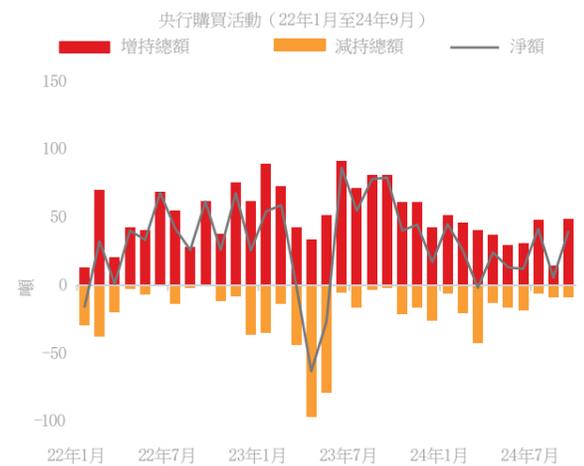
黃金與美國債務具有相關性，美國債務預計將上升



資料來源：彭博社、星展銀行

儘管短期內存在不確定性，但在結構上看好黃金。雖然黃金的短期前景存在不確定性，但從長遠來看，仍有一些結構性因素使黃金處於有利地位。如上所述，特朗普第二個總統任期的開始將以利率下降而非利率上升為標誌，美國不太理想的財政狀況，再加上特朗普在外交和貿易政策上的對抗性立場，應會維持黃金作為避險手段的吸引力。在此基礎上，我們認為 12 個月目標金價將維持在上季度的 2,835 美元/盎司。由於黃金與公開股票和債券沒有相關性，黃金還在整體投資組合中發揮著分散風險的關鍵作用。

各國央行在2024年第3季度繼續保持黃金淨買入勢頭



資料來源：世界黃金協會、國際貨幣基金組織

另類資產：私募資產

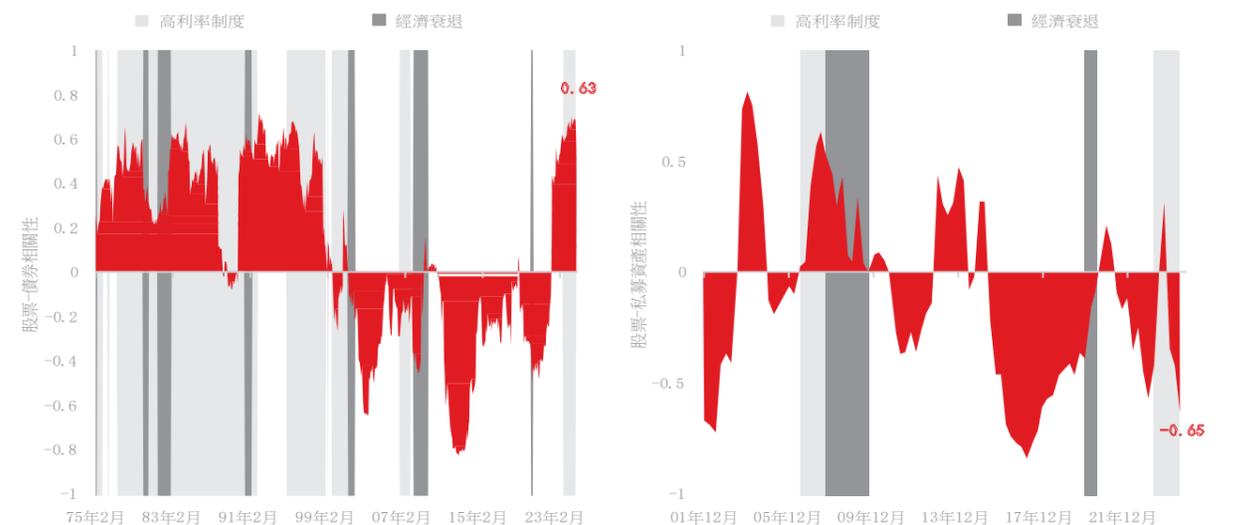
何均倫, CFA
策略師
陳慶富, PhD
分析師

應對變革之風。當今投資者面臨著諸多複雜因素，比如不斷變化的增長預期、通脹飆升、地緣政治變化、貨幣政策方向、財政慷慨等等。在大量的不確定因素下，傳統60/40投資組合的可靠性在根本上受到挑戰。幾十年來，投資者一直依靠股票債券間的負相關性來構建多元化投資組合，債券可在股票低迷時起到緩衝作用。最近，這種相關性發生了逆轉，曾在股票低迷時期提供下行保護的債券也未能發揮作用。

應運而生。另類資產類別取代了債券的位置，一躍成為投資組合多元化的有利選擇，尤其是私募市場中的另類資產。全球金融危機（GFC）後，私募資產大部分時間都與公開上市資產的表現不具有相關性，最近與股票表現呈現出-0.65的強烈負相關性。這可能會促使私募資產經風險調整後的年化收益率非常可觀，與公開上市的股票和債券形成了鮮明對比。

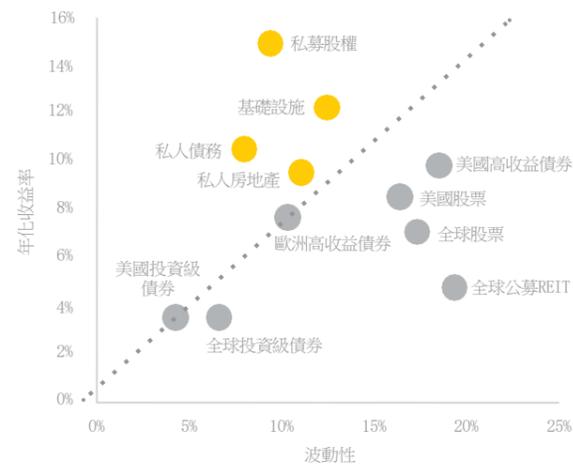
需要付出耐心。與股票和債券不同，另類資產的流動性可能極低。私募資產的長期增長潛力巨大，因而特別容易被收購。因此，在投資結構上應長期持有，限制在到期前退出。作為回報，投資者得到了巨額的回報承諾，即所謂的非流動性溢價。捐贈基金等機構投資者有穩定的資金來抵禦市場波動，他們將長期增長置於流動性之上，並將其投資組合的很大一部分（通常超過50%）都分配給另類資產。捐贈基金投資模型是追求非流動性溢價的典型。這一策略傾向於將大量投資組合配置給私募股權和風險資本等缺乏流動性的私人另類資產，從而獲得超額回報，同時也配置相當數量到流動性資產，以管理私人投資中的資本調用。因持有較多的非流動性私募資產，規模較大的捐贈基金的表現往往優於小型捐贈基金，這凸顯出私募資產對混合投資組合業績的影響力。

在目前的高利率制度下，強烈的負相關性有利於私募資產而非債券，從而實現投資組合多元化



資料來源：彭博社、Pitchbook、星展銀行
注意：使用標普500指數、彭博美國長期國債指數和Pitchbook私募資本指數計算的兩年追蹤相關性。高利率制度是指實際利率（即經個人消費支出調整後的聯邦基金利率）高於第50個百分位的時期。

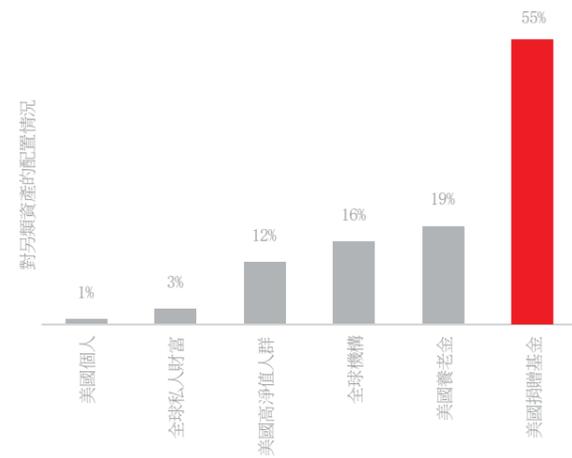
私募資產的風險回報極具吸引力，促使人們重新考慮經典的“60/40”投資組合配置



資料來源：Pitchbook、彭博社、星展銀行
注意：回報率和波動率是根據22年（2002年3月至2024年3月）的季度指數回報率計算得出

全力以赴。儘管捐贈基金模型取得了成功，但仍有一些改進空間，特別是在平衡回報率與高度缺乏流動性的投資者的流動性需求方面仍需改進。私人另類資產固有的流動性不足，可能會讓個人投資者面臨巨大挑戰。當出現意外開支時，個人投資者可能會被迫在不利時期清算資產。必須準備更多流動資金，從而讓捐贈基金模型適合個人投資者。

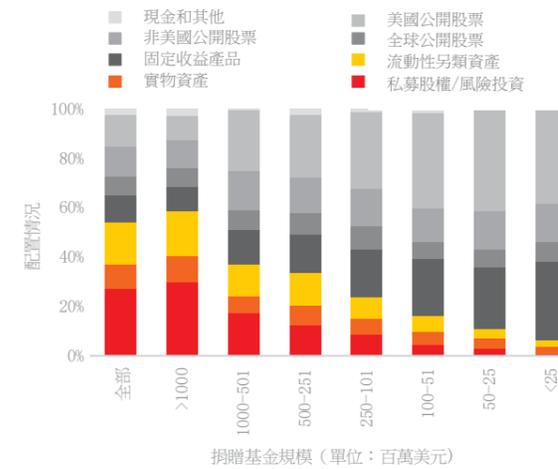
捐贈基金等機構投資者引領個人投資者配置另類資產



資料來源：KKR全球財富投資解決方案、星展銀行
注意：資料截至2023年12月31日

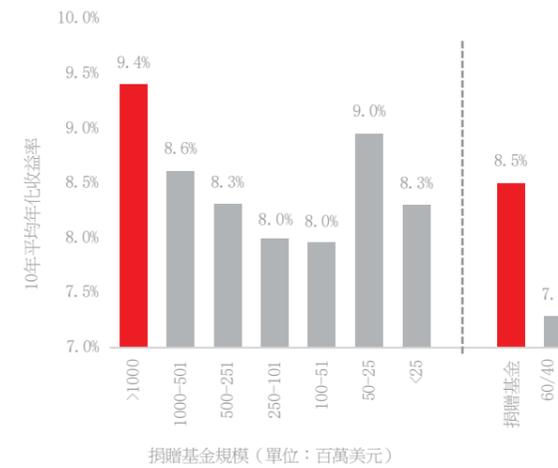
不完全缺乏流動性。半流動性基金（也稱“常青基金”）作為有效的流動性管理工具，越來越受歡迎。半流動性基金維持了現金和貨幣市場工具的流動性。這種流動性可讓基金滿足運營需求，而無需動用前期資本承諾，從而使資本能夠全部立即部署到目標資產。因此，這些基金可以更快實現複利，並更早地進行更一致的分配。重要的是，這種流動性允許靈活贖回。在未請求贖回的情況下，可以通過持續的再投資獲得資本基礎，從而避免頻繁籌資的需要。這種結構以經濟高效的方式迅速擴展，從而讓基金經理可以專注於創造價值。

規模較大的捐贈基金減少對公共資產的投資，更多地投資另類資產



資料來源：《NACUBO-TIAA 2021年捐贈基金研究》、星展銀行

另類資產配置較高的基金在10年期間似乎能獲得更高的收益率

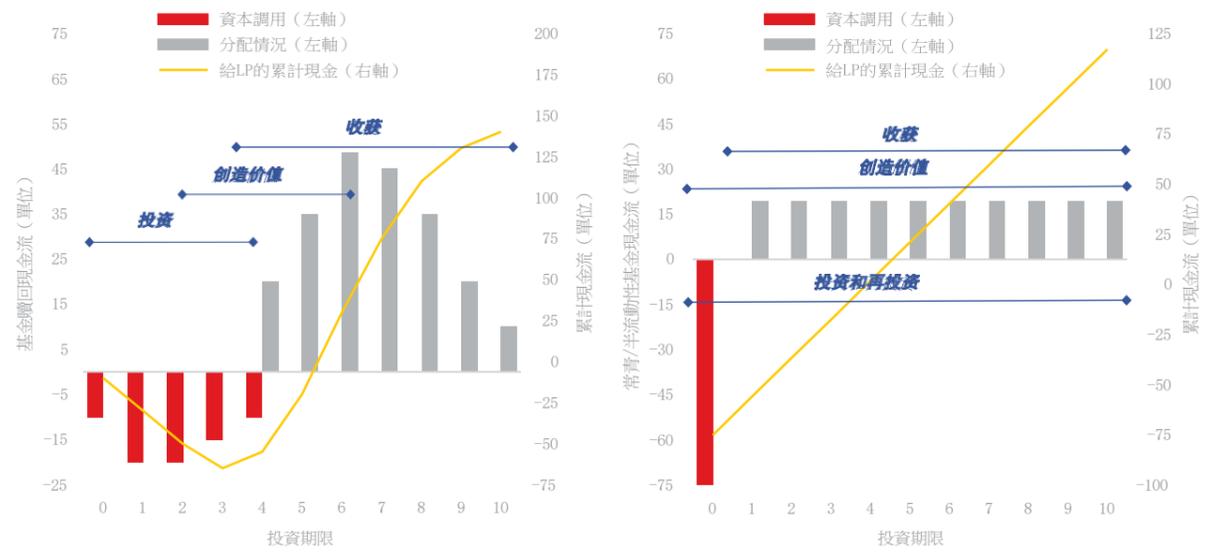


資料來源：《NACUBO-TIAA 2021年捐贈基金研究》、彭博社、星展銀行

注意盲點。半流動性結構在提供流動性準備金的同時，也存在一些操作風險。投資者可能面臨贖回上限（通常為資產淨值的3-5%）和季度處理，年度贖回限制在20%左右。流動性不足會進一步推遲贖回，這與“半流動性”的標籤相矛盾。此外，投資者爭相套現可能會迫使該基金出售資產，可能削弱多元化投資組合，對堅持下來的投資者的回報造成損害。因此，資產構成至關重要。基礎資產需要具備充足的流動性，以便基金更好地應對贖回，而不會擾亂核心投資活動，也不會影響其表現。

天作之合。二級市場日漸成為半流動性基金的主要組成部分，以讓流動性結果變得更具可預測性並降低風險。通過二級市場交易，半流動性基金能夠以折扣價收購成熟的基礎資產（通常可產生收益），且資產品質的可見度較高。這意味著已部署的資本往往從一開始就能為基本面強勁的資產帶來複利回報，從而確保早期的分配方式可靠。基金經理還可以利用二級市場交易的便利性和半流動性基金的流動性，快速構建由上百家基礎公司組成的多元化投資組合。憑藉廣泛和高品質的資產基礎，可更加高效地定期贖回資金，對整體流動性的影響相對較小，從而產生更穩定的收益。

常青/半流動性基金中的承諾資本可立即部署，從而更早、更定期地賺取分配收益



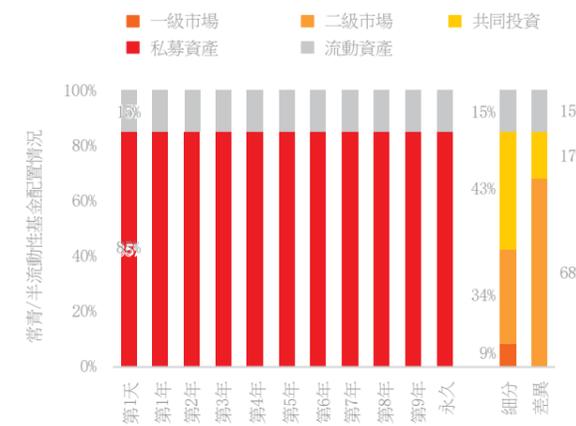
資料來源：星展銀行

注意：一級市場私募股權基金贖回和常青/半流動性基金的最终内部收益率分別預計為13.8%和11.9%，以此為基礎構建現金流。不同基金的實際資本調用和分配情況可能會有不同，因此現金流僅供參考。

混合投資。從以往經驗來看，主要由私募二級市場基金組成的半流動性基金的下行趨勢明顯減弱（與一級市場基金相比），而上行趨勢明顯增強（與一級市場和二級市場基金相比）。這凸顯出半流動性基金結構和二級市場之間的協同作用，以及混合投資組合

可能產生的影響。在捐贈型混合投資組合的背景下，通過半流動性工具增加基礎二級市場投資，有望可以通過顯著降低風險來提高風險調整回報率。

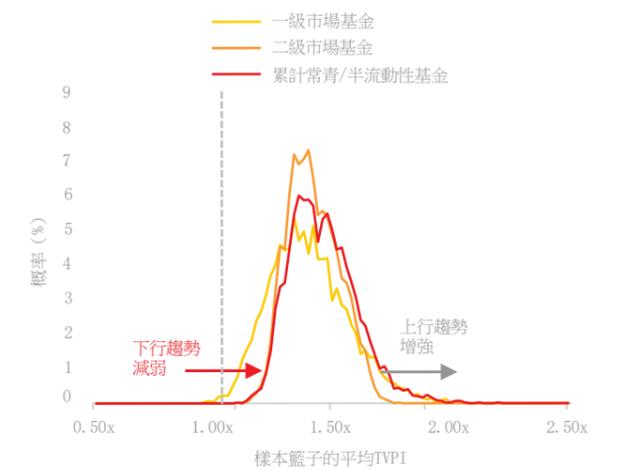
常青/半流動性基金已發展到可提供大量私募二級市場敞口



資料來源：KKR、行健資本、星展銀行

注意：數據僅供參考。流動資產是指現金和國債。細分差異代表了常青/半流動性基金產品範圍具有代表性的兩個極端，由上述基金經理提供，其中包括（左）40%的二級市場投資、50%的共同投資、10%的一級市場投資以及（右）80%的二級市場投資、20%共同投資、無一級市場投資。顯示的集中度按比例進行調整，以滿足15%的流動性需求。一些常青/半流動性基金可能未達到15%的流動性需求。

常青/半流動性基金擁有大量二級市場敞口，可明顯減弱下行趨勢並增強上行趨勢

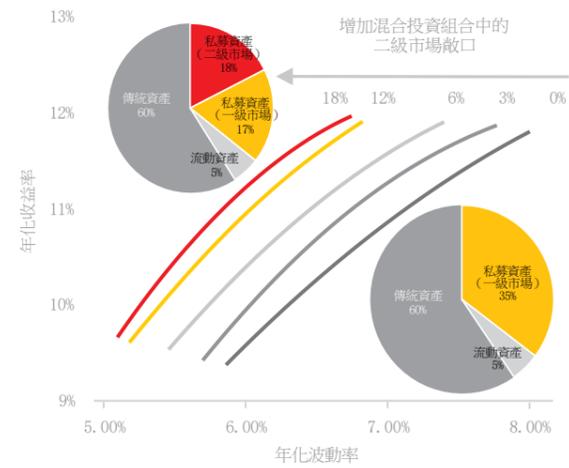


資料來源：Pitchbook、星展銀行

注意：常青/半流動性基金的概率模型是通過對平均加權TVPI進行5000次模擬構建而來，這些加權TVPI是從隨機選擇的20檔基金籃子中計算得出，其中80%是二級市場基金、15%是共同投資基金、5%是一級市場基金。從Pitchbook資料庫中抽取了2013年至2024年的中端市場私募股權（並購資本、成長資本）和風險投資基金。

未經雕琢的璞玉。充分分散化且能夠解決流動性問題的投資策略將有利於私募市場投資的未來。捐贈型混合投資組合在配置公共資產的同時還大量配置了另類資產，能夠很好地應對宏觀經濟挑戰。然而，還可以進一步優化該模型，從而提高個人投資者的資金流動性。半流動性基金在不斷增長的二級市場擁有大量敞口，投資這些基金可以實現這一目標，還能在未來幾年獲得強勁的風險調整回報率。

增加捐贈型混合投資組合中的基礎二級市場敞口可改善風險回報率



資料來源：Pitchbook、彭博社、星展銀行

注意：對2000年3月至2024年3月的季度指數回報率進行了均值-方差優化。一級市場私募資產包括2%的房地產、2%的基礎設施和31%的3:1私募股權；私募信貸組合，以31%的私募股權/私募信貸組合為代價引入二級市場敞口，其3:1的比例保持不變。流動性另類資產包括對沖基金和黃金，而傳統資產則包含公開股票、固定收益產品和現金



體育投資的興起

2025年第1季度
主題策略

在串流媒體以及人們對女子體育和青少年體育日益高漲的熱情的推動下，體育經濟獲得了強勁的增長勢頭。我們深入探討體育特許經營權及其周邊生態系統所展現出的巨大投資潛力。

12. 體育投資

鄭迪倫
策略師
林泳銳, CFA
分析師
吳冠忠
分析師

從2018年國際足聯世界盃吸引了全球近半數人口（約35.7億人）收看，到每年有數百萬人親臨現場觀看環法自行車賽，體育已是一個規模龐大且發展迅速的產業，它既能為人們帶來歡樂，又能增進人與人之間的情誼，還能促進身體健康。

加速增長：不斷發展的體育經濟的需求前景

在濃厚興趣的推動下，體育產業近期的需求出現了顯著增長。據Statista統計，2024年全球體育市場收入達4,630億美元，預計將以7%的複合年增長率（CAGR）增長至2033年的8,620億美元。這些增長預期可歸因於以下因素：

» **串流媒體革命。**近年來，亞馬遜、蘋果、穀歌、奈飛和Meta等大型科技巨頭一直在積極爭取體育賽事直播串流媒體版權。據標普全球市場財智估計，2016年至2024年間，網路電視（OTT, Over-The-Top）平台在體育媒體版權方面的支出以令人矚目的74.3%複合年增長率實現增長。而且，隨著更多公司意識到體育賽事直播的價值，這一趨勢預計還將持續。據普華永道估計，全球體育媒體版權市場規模預計在2019年至2024年間將以5.3%的複合年增長率增長至2024年的606億美元。

» **女子體育打破壁壘。**從歷史上看，女子體育在媒體報導、觀眾數量和投資方面一直遜色於男子體育。對比國際足聯的賽事，男子世界盃在過去30年裡平均每場有310萬名觀眾到場觀看，而女子世界盃平均每場的觀眾人數僅為100萬。不過，2023年女子世界盃成為了一個轉捩點，其觀眾人數達到了198萬，較2019年增長了75%。

» **挖掘青少年的潛力。**青少年體育正逐漸成為體育產業的主要增長驅動力。在美國，青少年體育每年創造的收入超過190億美元，全球青少年體育市場預計在2019年至2026年將以23%的複合年增長率增長至2026年的776億美元。該領域的益處不僅局限於經濟方面，研究表明，家長因青少年體育有益於身心健康而給予大力支持，而且青少年參與體育活動與終身參與體育活動之間存在著明顯的關聯。

» **電子競技——全球現象。**全球有超過25.8億遊戲玩家，遊戲是最受歡迎的娛樂形式之一。作為最受歡迎的遊戲類型之一，體育類電子遊戲脫穎而出，諸如《FIFA》、《NBA 2K》和《F1》等遊戲讓粉絲們能夠在休閒和競技層面與自己喜愛的球隊及運動員進行互動。隨著數碼平台的不斷拓展，電子競技有望觸及全球更廣泛的受眾，從而釋放出巨大的增長機會。

為什麼體育投資正在成為終極身份象徵

購買一支職業體育隊伍已經成為終極身份象徵，驅動力來自擁有數量極為有限的球隊所帶來的聲望。像微軟的史蒂夫·鮑爾默（NBA洛杉磯快船隊）、沃爾瑪的羅伯·沃爾頓（NFL丹佛野馬隊）和拉斯維加斯金沙集團的米里亞姆·阿德爾森（NBA達拉斯獨行俠隊）等億萬富翁都是這個專屬群體的一員。

此外，體育投資之所以受到精英人士的青睞，還有其合理的經濟原因：

1. 稀缺性推動體育特許經營權估值飆升

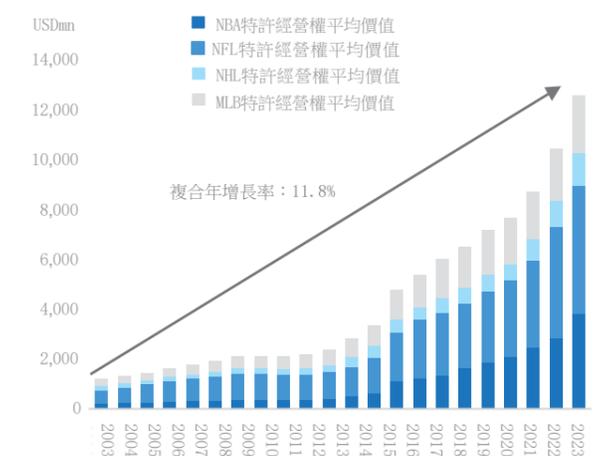
據Stadium Maps顯示，在北美五大聯賽：美國職業籃球聯賽（NBA）、國家橄欖球聯盟（NFL）、國家冰球聯盟（NHL）、美國職業棒球大聯盟（MLB）和美國職業足球大聯盟（MLS）中，總共只有153個體育特許經營權。特許經營權數量有限，主要是因為各聯賽為授對於新球隊的加入制定了嚴格的要求。這種稀缺因素增加了特許經營權的吸引力，使其成為令人垂涎的資產，並推高了其價值。NBA、NFL、NHL和MLB的特許經營權平均價值正分別以14.5%、11.4%、10.5%和10.5%的強勁複合年增長率增長。

五大聯盟中體育特許經營權的稀缺情況

聯賽名稱	特許經營權數量
美國職業籃球聯賽（NBA）	30
國家橄欖球聯盟（NFL）	32
國家冰球聯盟（NHL）	32
美國職業棒球大聯盟（MLB）	30
美國職業足球大聯盟（MLS）	29

資料來源：Stadium Maps、星展銀行

體育特許經營權價值的強勁增長勢頭



資料來源：Statista、星展銀行

2. 體育投資有助於分散風險

在2002年至2023年，美國幾大體育聯盟的特許經營權平均價值與股票、債券等傳統資產的相關性較低，甚至呈現負相關。這種關係主要源於以下事實：體育產業收入的很大一部分來自轉播權和贊助協議，而這些通常都是長期的，能為這些體育特許經營權提供穩定的週期性收入。此外，可供選擇的體育特許經營權數量有限，這一稀缺因素有助於維持其估值保持穩定，使得體育特許經營權不易受到市場波動的影響。

美國大型體育聯盟與傳統資產的相關性（2002年至2023年）

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

資料來源：Statista、彭博社、星展銀行

3. 私募股權的長期關注推動運營效率提升

體育聯盟起初不願與私募股權（PE）合作，主要是擔心私募股權基金的高杠杆及其“短期主義”特性會有損財務穩定性並阻礙長期發展。然而，到了21世紀初，私募股權開始採取長期投資策略。自那以後，私募股權通過推動收入增長、提高運營效率以及利用人脈關係來確保贊助協議，證明了其提升價值的能力，這促使體育聯盟和特許經營方重新考慮與其進行合作。認識到私募股權的優點後，北美的幾大體育聯盟選擇了修改規定，允許私募股權持有體育特許經營權的股份。

體育賽事轉播交易示例

體育賽事	持權轉播商	交易價值 (百萬美元)	交易涵蓋時段	交易期限(年)
NBA	迪士尼、NBC、亞馬遜Prime Video	76,000	2025 - 2036	11
MLB	ESPN, Fox, TNT	12,000	2021 - 2028	7
MLB	蘋果	595	2022 - 2029	7
NFL	Amazon, CBS, ESPN, Fox, NBC, NFL Network	100,000	2022- 2033	10
NFL聖誕	奈飛	400	2024 - 2027	3
NFL 周日賽程門票	YouTube	14,000	2023 - 2030	7
NHL	ESPN, TNT Sports	4,400	2021 - 2028	7

資料來源：好萊塢報導、星展銀行

五大體育聯盟如今允許私募股權持有球隊股份

體育聯盟	允許私募股權基金持有體育特許經營權股份的年份	特許經營權可出售給基金的最大持股比例	單一基金針對一個特許經營權的最大持股比例	單一基金最多可入股的球隊數量
MLB	2019	30%	15%	無限制
NBA	2020	30%	20%	5
MLS	2020	30%	20%	4
NHL	2021	30%	20%	5
NFL	2024	10%	10%	6

資料來源：Sportico、星展銀行

體育商業化：體育特許經營權如何創造收入

體育聯盟堪稱經濟巨頭，依靠球迷的熱情和現場體育賽事的全球吸引力形成了多種收入管道，並蓬勃發展。體育產業的商業化規模正在不斷擴大，蓬勃發展。從價值數十億美元的轉播協定、覆蓋全聯盟的贊助，到比賽日銷售以及球隊專屬合作關係，體育生態系統的方方面面都旨在將盈利潛力最大化。這種中央和本地收入的雙重收入結構確保了整個聯盟的共同發展以及各球隊的財務自主性。

1. 中央收入

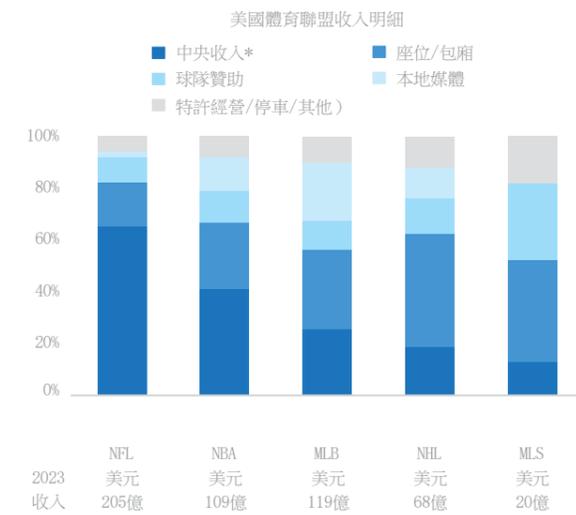
中央收入構成了各球隊總收入的主要部分。中央收入是從聯盟層面獲得收入，並由聯盟平均分配給各

隊。中央收入的主要構成部分如下：

- » **“全國轉播權”**：這些轉播權是在聯盟層面與主要網路和串流媒體平台談判達成的，佔中央收入的很大一部分。這方面的一個典型例子就是NFL在2021年達成的協議，其價值高達令人咋舌的1,110億美元，為期11年，將在聯盟的32支球隊間平均分配。
- » **覆蓋全聯盟的贊助**：這些是在聯盟層面達成的合作關係。2023年全球體育贊助市場規模估值為1,055億美元，預計將以7.6%的複合年增長率增長至2030年的1,895億美元。

- » **門票及豪華包廂**：雖然門票銷售額通常與各球隊相關，但在門票收入分成制度下，這部分收入中的一部分會被匯總起來並進行集中分配。在NFL中，所有門票銷售收入的40%會進入一個資金池，以便在所有球隊間進行重新分配，而主場球隊保留60%。2023年，NFL通過售賣普通及豪華包廂門票創造了30億美元的收入。從價格走勢中可以明顯看出強勁的需求，2023年有13支NFL球隊的門票價格出現了兩位數的升幅，整個聯盟的平均漲幅達到了8.6%。

美國體育聯盟收入明細



資料來源：Visual Capitalist、Sportico、星展銀行
*中央收入包含媒體/轉播權、商品銷售、共用門票收入以及其他贊助收入

2. 本地收入

本地收入包括門票銷售（不包括聯盟層面的共用收入）、高級座位、球隊專屬贊助、本地媒體版權、特許經營、停車費用、商品銷售以及其他收入。這些由各球隊自行創收並保留。

- » **“門票銷售與高級座位”**：各球隊通過出售普通入場門票、高級座位以及豪華包廂來獲取可觀的收入。
- » **“球隊贊助”**：各球隊自行與品牌方協商並達成贊助協定。這可能包括體育場、廣告以及合作關係的冠名權。
- » **“本地媒體版權”**：各球隊與本地電視臺和廣播電臺協商地方轉播權事宜。這可能涵蓋季前賽的轉播權以及聯盟層面全國性協定未涵蓋內容的相關版權。
- » **“特許經營、停車費用、商品銷售”**：諸如食品飲料銷售、停車費以及在體育場內銷售球隊周邊商品所產生的比賽日收入，都直接歸各球隊所有。

賽場之外的良機：體育特許經營權之外的機遇

體育特許經營權的周邊生態系統。全球對體育特許經營權日益增長的興趣產生了有益的連鎖反應。下方列出了可以通過這個快速發展的產業獲益的關鍵領域：

1. 體育分析

體育分析是指收集和分析資料，以助力球隊做出決策，推動球隊賽場表現和組織商業運營方面不斷改進。體育資料分析在職業體育領域的應用因2011年那部熱門電影《點球成金》而廣受關注，該影片根據真實故事改編，奧克蘭運動家隊總經理比利·比恩（Billy Beane）利用體育分析來發掘被低估的球員，並在有限的預算條件下打造出一支頗具競爭力的球隊。鑒於體育分析為特許經營權帶來的諸多益處，據Mordor Intelligence預計，體育分析市場將以30.04%的複合年增長率，從2024年的28.7億美元增長至2029年的139.3億美元。

2. 串流媒體

高速互聯網和智慧手機帶來的便利，導致串流媒體平台逐漸削弱了傳統付費電視（也稱為訂閱電視）曾經在體育賽事直播方面的主導地位。

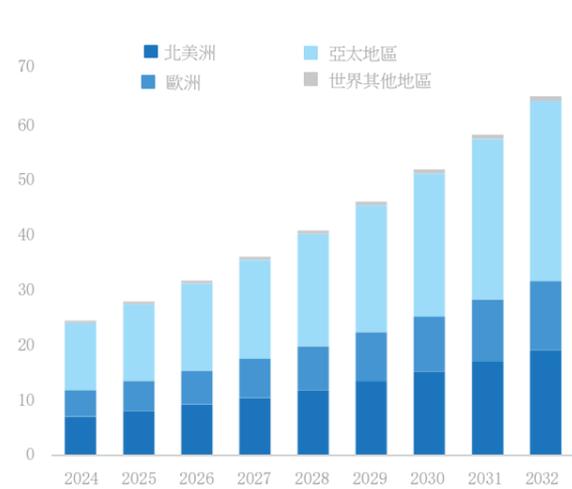
據eMarketer的資料顯示，美國體育賽事直播的串流媒體觀眾（指每月至少有一次通過數位化平台觀看體育賽事直播的個人）數量將以9.6%的強勁複合年增長率，從2022年的8,400萬人增至2026年的12,110萬人。這一顯著增長為串流媒體平台帶來了更多的收入機會，預計廣告商的支出將從2022年的287.5億美元增長至2026年的443.2億美元，對應的複合年增長率高達11.4%。

關注體育賽事的遊戲玩家比例 (%)

關注的體育項目	所玩的體育電子遊戲				
	麥登橄欖球	NBA 2K	MLB The Show	FIFA 足球世界	NHL
橄欖球	67	59	56	47	59
籃球	56	62	52	41	55
棒球	51	47	58	29	56
足球	20	18	33	47	31
冰球	25	22	33	18	59

資料來源：輿觀、星展銀行

全球體育電子遊戲收入 (十億美元)



資料來源：Statista、星展銀行

3. 票務

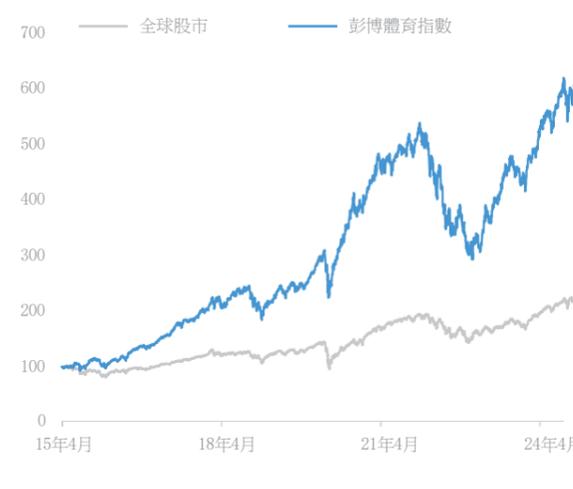
票務是體育產業的一個重要組成部分。隨著體驗式經濟的興起，現場活動已成為了人們的熱門選擇。這一點從全球活動票務市場的規模便可見一斑。據Statista市場洞察估計，全球現場活動票務市場在疫情後經歷了強勁復蘇，其2023年的市場規模估值為775.3億美元。

2023年，現場體育賽事和音樂活動在票務收入格局中佔據主導地位，分別佔總收入的41%和39%。現場活動的總收入預計將大幅增長，並且到2028年有望達到940億美元，所以這一收入分佈情況很有可能持續下去。

4. 體育電子遊戲

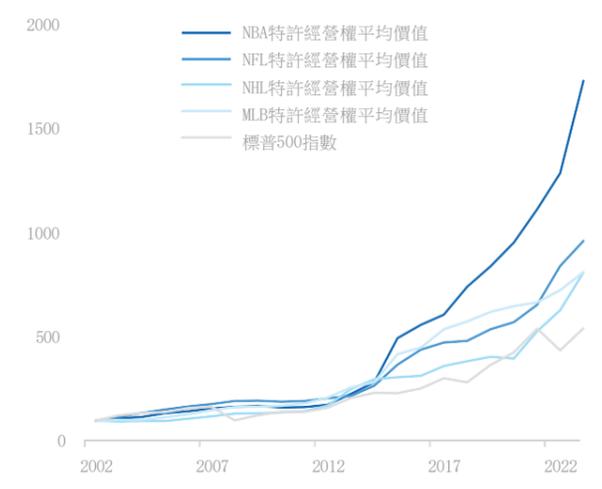
根據輿觀 (YouGov) 開展的一項調查，體育電子遊戲玩家往往也是相應體育項目的粉絲。例如，《麥登橄欖球》的玩家中有67%也是狂熱的橄欖球迷。體育愛好者不僅在現實生活中，也會在虛擬世界裡尋求與自己喜愛的體育項目建立聯繫。隨著傳統體育持續受到關注，這種熱情也將轉化為對體育電子遊戲日益增長的興趣。因此，全球體育電子遊戲市場預計將以約13.0%的強勁複合年增長率，從2024年的約240億美元增長至2029年的約650億美元。

(1) 體育指數的優異表現



資料來源：彭博社、星展銀行

(2) 美國四大體育聯盟特許經營權的優異表現



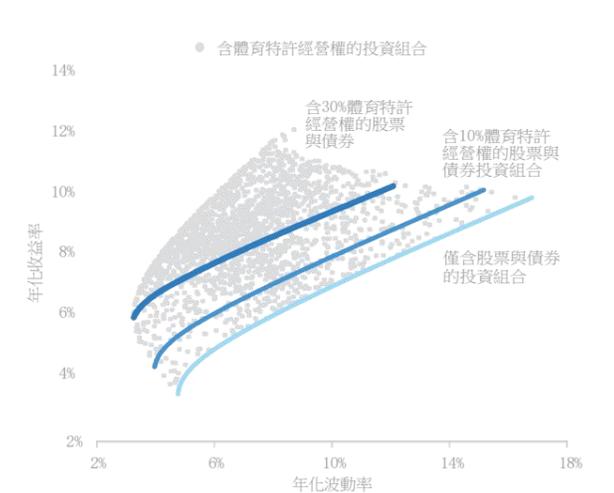
資料來源：Statista、彭博社、星展銀行

體育主題表現出色

隨著串流媒體的出現，以及女子和青少年體育市場的強勁增長，體育經濟發展勢頭迅猛，並且已成為一個引人注目的增長故事。以彭博體育指數為參照，在過去十年間，體育主題的表現大幅超越全球股市396個百分點。在私募領域，從2002年到2023年，NBA、NFL、NHL和MLB的體育特許經營權分別展現出了領跑大盤1,184個百分點、418個百分點、266個百分點和268個百分點的卓越表現。

此外，將體育特許經營權納入投資組合還能分散風險，改善整個投資組合的風險收益狀況。如右圖所示，相較於僅由股票和債券兩種資產構成的有效邊界，投資組合配置10%的體育特許經營權可使有效邊界上移。若將配置比例提高到30%，則能進一步拓展有效邊界。這體現了將體育特許經營權納入投資組合的益處，即讓投資者在承擔既定風險水平的情況下獲得更高的回報。

體育特許經營權使有效邊界上推



資料來源：Statista、彭博社、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。

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，並不承擔因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檔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信的權利。電子方式通信的安全性、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

系的個人/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，過去的表现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況。

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。

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

1. 2024年10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”）、星展唯高達美國及其子公司和/或其他聯營公司持有該報告推薦的CapitalandAscendas REIT, Capitaland Ascott Trust, Capitaland China Trust, Capitaland Integrated Commercial Trust, Capitaland Investment Ltd, CDL Hospitality Trusts, City Developments, ComfortDelgro, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust,

Frasers Logistics & Commercial Trust, Genting Singapore, Hong Kong Land, Keppel Infrastructure Trust, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, NetLink NBN Trust, OCBC, Parkway Life Real Estate Investment Trust, SATS, SEA Limited, Seatrium Ltd, Sheng Siong Group, Singapore Exchange, Singapore Airlines Limited, ST Engineering, StarHub, SingTel, Suntec REIT, Thai Beverage Public Company, UOB, UOL Group, Venture Corporation, Wilmar International, Yangzijiang Shipbuilding, Advanced Info Service, Airports of Thailand, Bangkok Dusit Medical Services, Bangkok Expressway and Metro, Bumrungrad Hospital, CP ALL, Charoen Pokphand Foods, KASIKORNBANK, Krung Thai Bank, Minor International, PTT, PTT Exploration & Production, PTT Global Chemical, SCB X PCL, Siam Cement, Bank Central Asia, Bank Mandiri, Perusahaan Gas Negara, Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, UNITED MICROELECTRON-SP ADR, HDFC Bank Ltd (ADR), ICICI Bank Ltd (ADR), Abbvie Inc, Adobe Inc, Advanced Micro Devices Inc, Affirm Holdings Inc, Airbnb Inc, Albemarle Corporation, Alphabet Inc, Amazon.Com Inc, American Airlines Group Inc, American Express Co, Amgen Inc, Analog Devices Inc, Apple Computer Inc, Applied Materials Inc, Automatic Data Processing Inc, Bank of America Corporation, Berkshire Hathaway Inc, Blackrock Inc, The Boeing Co, Booking Holdings Inc, Bristol-Myers Squibb Co., Broadcom Ltd, Charles Schwab Corp, Chevron Corp, Citigroup Inc, COCA COLA CO, Coinbase Global Inc, Colgate-Palmolive Co, ConocoPhillips, Costco Wholesale Corp, CONSTELLATION ENERGY ORD, DELL TECHNOLOGIES CL C ORD, Delta Air Lines Inc, Electronic Arts Inc, Lilly (Eli) And Co, EOG Resources Inc, Estee Lauder Companies Inc, Expedia Group Inc, Exxon Mobil Corp, Fedex Corp, FISERV ORD SHS, Ford Motor Company, Freeport McMoran Copper-B, Futu Holdings Ltd, General Motors Co, Gilead Sciences Inc, The Goldman Sachs Group Inc, Hilton Worldwide Hldgs Inc, Halliburton Co, HP Inc, HCA Healthcare Inc, Intel Corp, International Business Machines Cor, Intuit Inc, Johnson And Johnson, Jpmorgan Chase & Co, Kraft Heinz Co, Lam Research Corp, Lyft Inc, Marathon Petroleum Corp, Marriott International, Mastercard Inc, McDonald’s Corp, MercadoLibre Inc, Merck And Co., Inc, Meta Platforms Inc, MICRON TECHNOLOGY INC, Microsoft Corp, Moderna Inc, Mondelez International Inc-A, Morgan Stanley, Netflix Inc, NextEra Energy Inc, Nike Inc, Nvidia Corporation, ON SEMICONDUCTOR ORD, Oracle Corp, Occidental Petroleum Corp, Paypal Holdings Inc, Pepsi Co Inc, Pfizer Inc., Procter & Gamble Co, Prologis Inc, Qualcomm Inc, Regeneron Pharmaceuticals, Robinhood Markets Cl A Ord, RTX Corporation, Salesforce Inc, Starbucks Corp, S And P Global Inc, TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, Target Corp, Tesla Inc, Texas Instruments Inc, Uber Technologies Inc, United Airlines Holdings Inc, United Parcel Service Inc, Upstart HoldingsValero Energy Corp, Verizon Communications, Vertex Pharmaceuticals Inc,

Visa Inc, Wal-Mart Stores Inc, The Walt Disney Co, Wells Fargo & Co, West Pharmaceutical Services Inc, Workday Inc, Yum! Brands Inc, Zoom Video Communications Inc, Bp Plc, Shell Plc, DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD, Fast Retailing Co Ltd, Honda Motor Co Ltd, Mitsubishi Estate Co Ltd, Mitsubishi UFJ Financial Group, MIZUHO FINANCIAL GROUP INC, RENESAS ELECTRONICS CORP, SONY CORPORATION, SUMITOMO CORPORATION, Sumitomo Mitsui Financial Group Inc,

TDK CORPORATION, TOKIO MARINE HOLDINGS INC, TOKYO ELECTRON LIMITED, Toyota Motor Corporation, HSBC Holdings PLC的專有利益。

截至2024年11月21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Agricultural Bank of China Ltd, AIA Group Alibaba (HK) Aluminum Corp of China Ltd, ANTA Sports Products Ltd, Baidu Inc, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, BYD Co Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, China Construction Bank Corp, China Life Insurance Co Ltd, China Merchants Bank Co Ltd, China Mobile Ltd, China Overseas Land & Investment Ltd, China Petroleum & Chemical Corp, China Resources Beer Holdings Co Ltd, China Resources Land Ltd, China Telecom Corp Ltd, China Unicom Hong Kong Ltd, China Vanke Co Ltd, CITIC Securities Co Ltd, CK Asset Holdings Ltd, CNOOC Ltd, Country Garden Holdings Co Ltd, Country Garden Services Holdings Co Ltd, Fortune Real Estate Investment Trust, GDS Holdings, Geely Automobile Holdings Ltd, Hang Lung Properties Ltd, Hang Seng Bank Ltd, Henderson Land Development Co Ltd, Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd, HSBC Holdings PLC, Hysan Development Co Ltd, Industrial & Commercial Bank of China Ltd, JD.com Inc, Kerry Properties Ltd, Lenovo Group Ltd, Li Auto Inc, Li Ning Co Ltd, Link REIT, Meituan, MTR Corp Ltd, NetEase Inc, New World Development Co Ltd, NIO ‘A’, PetroChina Co Ltd, Ping An Insurance Group Co of China Ltd, Postal Savings Bank of China Co Ltd, Sands China Ltd, Sino Land Co Ltd, Sun Hung Kai Properties Ltd, Swire Properties Ltd, Tencent Holdings Ltd, Trip.com Group Ltd, Tsingtao Brewery Co Ltd, Wharf Holdings Ltd/The, Xiaomi Corp, XPENG ‘A’, ZhongAn Online P&C Insurance Co Ltd的專有利益。

截至2024年10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HSBC Holdings PLC的專有利益。

2. 截至2024年10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Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust, Keppel Infrastructure Trust, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, NetLink NBN Trust的共計超過0.5%的已發行股本的淨長倉。

截至2024年11月21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Fortune Real Estate Investment Trust, Postal Savings Bank of China Co Ltd 共計超過0.5%的已發行股本的淨長倉。

3. 截至2024年10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Capitaland Ascendas REIT, Daiwa House Logistics Trust, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree

Logistics Trust, NetLink NBN Trust共計1%及以上的任何級別普通股股份。

截至2024年11月21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Fortune Real Estate Investment Trust Postal Savings Bank of China Co Ltd共計發行人市值的1%及以上。

投行業務服務酬金

4. 截至2024年10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Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, Capitaland Integrated Commercial Trust, City Developments, Digital Core REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust, Hong Kong Land, Keppel Infrastructure Trust, Mapletree Logistics Trust, OCBC, SATS, Seatrium Ltd, Singapore Exchange, Singapore Airlines Limited, Thai Beverage Public Company, Wilmar International, Agricultural Bank of China Ltd, AIA Group Ltd, Aluminum Corp of China Ltd, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, BOC Aviation Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, China Construction Bank Corp, China Merchants Bank Co Ltd, Geely Automobile Holdings Ltd, HSBC Holdings PLC, Industrial & Commercial Bank of China Ltd, Link REIT, MTR Corp Ltd, Swire Properties Ltd, Bank of America Corporation, Citigroup Inc, The Goldman Sachs Group Inc, Morgan Stanley, Bayerische Motoren Werke AG, BNP Paribas, Iberdrola, Mercedes Benz Group AG, Volkswagen AG, Toyota Motor Corporation 進行投行服務的酬金。

5. 截至2024年10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Capitaland Integrated Commercial Trust, Agricultural Bank of China Ltd, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, China Construction Bank Corp, China Merchants Bank Co Ltd, Industrial & Commercial Bank of China Ltd, Bank of America Corporation, Citigroup Inc, The Goldman Sachs Group, Morgan Stanley, BNP Paribas進行投行服務的酬金。

6. 截至2024年10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Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Integrated Commercial Trust, City Developments, Digital Core REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust, Keppel Infrastructure Trust, Mapletree Logistics Trust, OCBC, SATS, Singapore Exchange, Singapore Airlines Limited, Wilmar International, Agricultural Bank of China Ltd, AIA Group Ltd, Aluminum Corp of China Ltd, Bank of China Ltd, BOC Aviation Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, China Construction Bank Corp, Geely Automobile Holdings Ltd, MTR Corp Ltd, Swire Properties Ltd, Bayerische Motoren Werke AG, BNP Paribas, Iberdrola, Mercedes Benz Group AG, Volkswagen AG公開招股事務。

董事/託管人權益

- 截至2024年9月30日，Anthony Lim Weng Kin，星展集團董事會成員，在CapitaLand Investment Ltd擔任董事成員。
- 截至2024年9月30日，Olivier Lim Tse Ghow，星展集團董事會成員，在Frasers Property Ltd擔任顧問。
- 截至2024年9月30日，Judy Lee，星展集團董事會成員，在Mapletree Logistics Trust擔任董事成員。
- 截至2024年11月1日，Sok Hui Chng，星展集團管理委員會成員，在Singapore Exchange擔任董事成員。
- 截至2024年9月30日，Tham Sai Choy，星展集團董事會成員，在SGX Listings Advisory Committee擔任主席。
- 截至2024年9月30日，Peter Seah Lim Huat，星展集團主席及董事會成員，在Singapore Airlines Limited擔任董事會成員及主席。
- 截至2024年11月1日，Sim S. Lim，星展集團管理委員會成員，在ST Engineering擔任獨立非執行董事。
- 截至2024年9月30日，Olivier Lim Tse Ghow，星展集團董事會成員，在StarHub擔任主席及董事。
- 有一名受雇于星展銀行香港和/或星展唯高達香港或與星展銀行香港和/或星展唯高達香港有關聯的個人擔任谷歌的高管。
- 截至2024年11月1日，Piyush GUPTA，星展集團管理委員會成員，在Mastercard Asia Pacific Advisory Board擔任董事會成員。
- 有一名受雇于星展銀行香港和/或星展唯高達香港或與星展銀行香港和/或星展唯高達香港有關聯的個人擔任的MasterCard Asia Pacific Pte Ltd高管。
- 截至2024年11月1日，Sanjoy Sen，星展集團管理委員會成員，在Visa Inc擔任Visa亞太區高級客戶委員會成員。

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）。

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Directive2014/65/EU指令（及其修訂，“MiFIDII”）第4（1）條第（11）款定義的零售客戶；或

ii. 歐盟Directive2002/92/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MiFIDII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Directive2003/71/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ADBRS）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ADBRS（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，ADBRS

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。

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（星展星展英國鈾）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MSCIESG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。MSCIESG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。MSCIESG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量之一，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 Pivat 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	發達市場	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	簡稱	定義	簡稱	定義
DXY	美元指數	HIBOR	香港銀行同業拆息	MIBOR	孟買銀行同業拆借利率	R&D	研發
EBIT	息稅前利潤	HICP	消費物價調和指數	MICE	會議、獎勵旅遊、大型會議和展覽	RBA	澳大利亞儲備銀行
EBITDA	未計利潤，稅項折舊及撇銷前盈利	HKMA	香港金融管理局	mmbpd	每日百萬桶	RBI	印度儲備銀行
EC	歐盟委員會	HY	高收益率	mmt	百萬公噸	RBNZ	紐西蘭儲備銀行
ECA	歐洲晶片法	IEA	國際能源署	MNC	跨國公司	REER	實際有效匯率
IndoGB	印尼政府債卷	NIRP	負利率政策	MPC	貨幣政策委員會（印度、泰國）	REIT	房地產投資信託基金
IG	投資極	NISA	日本個人儲蓄帳戶	MSCI	摩根士丹利資本國際	RPGB	菲律賓政府債卷
IGB	印度政府債卷	NPL	不良貸款	NATO	北大西洋公約組織	ROA	資本回報率
IMF	國際貨幣基金組織	NYSE	紐約證券交易所	NEER	名義有效匯率	ROE	股本回報率
IPO	首次公開發行	OBR	預算責任辦公室（英國）	NIM	淨息差	TIBOR	東京銀行同業拆借利率
IRS	利潤掉期	OECD	經濟合作與發展組織	RRP	逆回購工具	TOPIX	東京股票價格指數
ISM	供應管理研究所	OIS	隔夜指數掉期	RRR	必要回報率	TP	目標價格
IT	資訊科技	OMO	公開市場業務	SAA	戰略性資產配置	TPI	稅率與價格指數
JGB	日本政府債卷	OPEC+	石油輸出國組織	SBV	越南國家銀行	TSE	東京證券交易所
JIBOR	雅加達銀行同業拆借利率	OPM	營業利潤率	SD	標準差	TSMC	臺灣積體電路製造公司
JPM	摩根大通政府債券	OTC	櫃檯交易	SEA	東南亞	UAE	阿聯酋
GBI-EM GD	- 新興市場指數	P/B	市盈率	SGS	新加坡政府證券	UCITS	可轉讓證券的集體投資承諾
KLIBOR	吉隆坡銀行同業拆放利率	P/E	市盈率	SME	中小型企業	UHNW	超高淨值
KTB	韓國國債	PBOC	中國人民銀行	SNB	瑞士國家銀行	UST	美國財政部
LBMA	倫敦金銀市場協會	PC	個人電腦	SOE	國有企業	WFH	居家上班
LEO	近地軌道	PCE	個人消費支出	SOFR	有擔保隔夜融資利率	WTI	西德克薩斯中質油
LEERS	聯繫匯率制度	PE	私募股權	SORA	新加坡隔夜利率平均值	YCC	收益率曲線控制
LGB	地方政府債卷	PEG	市盈增長比	SRBI	印尼銀行印尼盾證券	YTD	年初至今
LGFV	地方政府融資工具	PEPP	疫情緊急資產購買計畫	TAA	戰略性資產配置	ZIRP	零利率政策
LP	有限合夥人	PER	市盈率	Tha iGBs	泰國政府債卷		
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				

CIO 往期洞察



4Q24 CIO 洞察
理想時機
2024年9月



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
与时俱进
2023年12月



4Q21 CIO 洞察
勇往直前
2021年9月



3Q21 CIO 洞察
如願以償
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



4Q23 CIO 洞察
把握下一个收益领域
2023年9月



3Q23 CIO 洞察
王、后和城堡
2023年6月



2Q23 CIO 洞察
拨云见日
2023年3月



1Q23 CIO 洞察
重塑 60/40
2022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



4Q22 CIO 洞察
聚焦美联储
2022年9月



3Q22 CIO 洞察
跨越通胀
2022年6月



2Q22 CIO 洞察
风暴中的良策
2022年3月



1Q22 CIO 洞察
分歧的世界
2021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

CIO 往期洞察



4Q18 CIO洞察
峰回路转
2018年9月



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

