

CIO 洞察 4Q23

把握下一個收益領域。

有望實現軟著陸

經濟增長放慢以及通脹趨緩預示著美國政策利率或將見頂。不過，降息還為時尚早。當前形勢對信貸和股票等風險資產還是有一定的支撐作用。

投資級債權為下一個收益領域

聯儲局快速推進政策正常化，從零利率升至全球金融危機前5%的水平。相對於股息收益類股票和現金存款來說，這對投資級債券更為有利，並使之一躍成為下一個收益領域。

繼續持有優質公司

繼續持有那些具有防禦能力和可持續盈利增長的優質公司。儘管中國估值吸引，但還是需要強而有力的刺激政策來持續推動經濟復甦。

另類資產帶來韌性

私募信貸和私募股本是投資組合獲得長期「阿爾法」回報的驅動來源。繼續持有黃金，以對沖市場震蕩和失衡。



來源: iStock

目錄

02 行政摘要

107 專題策略

大宗商品 **107**

04 投資策略

116 詞匯表

資產配置 **06**

全球宏觀經濟 **23**

美國股市 **35**

歐洲股市 **40**

日本股市 **48**

亞洲（除日本外）股市 **54**

全球利率 **66**

全球信貸 **75**

全球貨幣 **83**

另類投資：黃金 **95**

另類投資：私募資產 **100**

行政摘要

尊貴的客戶：

今年年初以來，我們堅定信念參與風險資產投資，取得了顯著的回報。儘管市場充斥著對經濟衰退的擔憂以及對通脹高企而引發加息的恐慌，但60/40投資組合帶來了高於現金存款的回報。

對於2023年的最後一個季度，我們建議投資者將多餘的現金投入到投資組合中，採用我們的槓鈴策略，重點關注信貸和股票市場中的優質公司。

隨著利率回升至2007年全球金融危機前的水平，擁有年均近6%票息債息的投資級債券一躍成為下一個收益領域，比股息收益類股票和現金存款更受追捧。

此外，如果有外部事件導致市場出現失衡，投資級債券可以在股市急劇下跌時對整體投資組合形成緩沖作用。這也與我們的CIO Liquid+策略相互呼應，該策略優先考慮一系列更高質量公司債券和低風險政府債券的組合，以確保震蕩時期債息維持穩定。

在槓鈴策略的增長端，繼續持有那些具有防禦能力和可持續盈利增長的優質公司。因此，我們仍然看好I.D.E.A.（創新者、顛覆者、賦能者和適應者）公司。

我們還認為，投資者應該創建私募資產缺口，因為這些資產長期回報主要來自於「阿爾法」增值收益，而不是受市場走勢影響的「貝塔」收益。

本報告中，我們對大宗商品進行了專題分析，包括其前景及在投資組合構架中所發揮的作用。

祝您閱讀愉快！



侯偉福，CFA

投資總監

審慎研究 與 重新調整

資產配置 4Q23

不斷變化的宏觀和地緣政治形勢需要我們重新調整基本情景預測。我們預計「長期高利率」環境將會再現，收益型股票將讓位給債券，同時靜待中國相關缺口迎來刺激政策。

投資概要 4Q23



宏觀政策

聯儲局將暫停加息，但資產負債表的縮減和實際利率的上升令貨幣環境繼續收緊，直到通脹降至目標水平。



經濟前景

長期高利率和融資條件收緊對經濟增長構成阻力。2023年美國和日本經濟增長放緩；中國和歐洲緩慢企穩。



股市

繼續持有優質股票，以應對宏觀經濟增長不確定性。在債券債息高企的情況下，精選股息收益類股票。



信貸

重申對3-5年存續期投資級信貸的偏好，因其能更好應對長期高利率環境。因息差擴大且違約率上升，對高收益信貸保持謹慎。



利率

隨著利率見頂，追捧安全性高的短存續期政府債券。美國國債的大規模發行和日本央行的溫和干預對長期債息構成上行壓力。



貨幣

美元指數年內將會走強。由於日本央行緊縮政策步伐緩慢，日圓繼續波動。歐元將面臨增長放緩以及與美元利率差為負的阻力。



另類資產

因私募市場面臨挑戰，私募股權二級市場頗具吸引力。黃金仍然是投資組合中分散風險的核心資產。



大宗商品

大宗商品整體進入新一輪的持續上升週期還為時過早。市場前景受到中國政策刺激乏力的影響。由於對經濟增長的擔憂，油價將會見頂。



專題

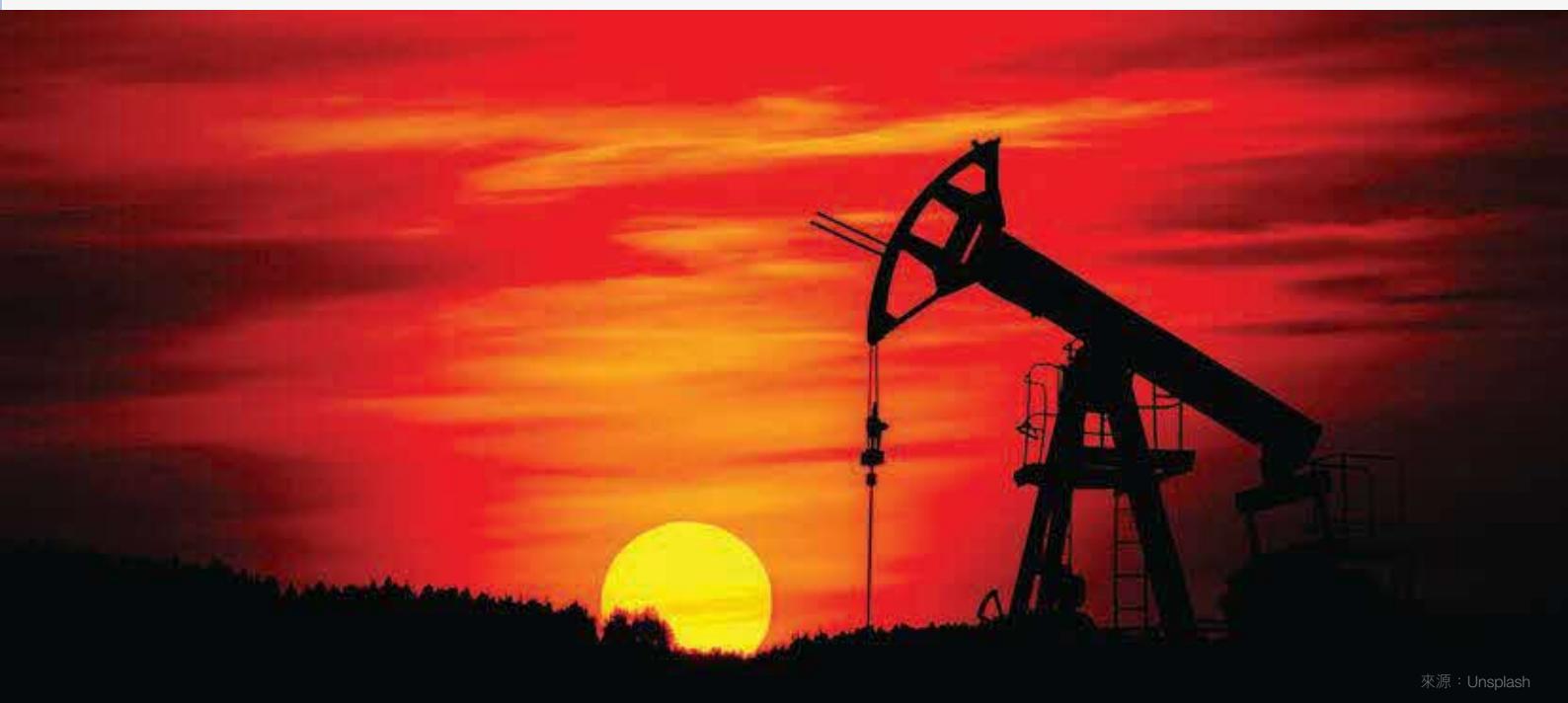
大宗商品投資回報最大化需要把握時機因素；調整投資組合缺口踏準下一輪的超級週期。繼續持有個別精選大宗商品以對沖通脹。



專題：大宗商品

由於宏觀經濟形勢有所緩和，7月份大宗商品出現反彈。但大宗商品進入新一輪的持續上升週期還為時過早。此外，中國作為全球最大的大宗商品消費國，正面臨一系列的不利因素，包括政策刺激乏力以及經濟增長疲弱。

本報告中，我們將探討大宗商品投資中的時機因素，包括大宗商品作為對沖通脹和分散投資組合風險工具所發揮的作用。



來源：Unsplash

01. 資產配置。

侯偉福，CFA

投資總監

鄭迪倫

策略師

衰退並未發生。已故經濟學家約翰·梅納德·凱恩斯有句名言：「當事實改變時，我也會隨之改變想法。」這句話說出了當今隨著全球金融市場而上下起伏的投資者的心聲。

2022年年中以來，市場就一直在預測美國將會「在12個月內」發生經濟衰退。其中的邏輯很簡單：高通脹加上利率上升將會打擊國內消費，使經濟陷入混亂。而美國國債債息曲線出現倒掛，這一現象歷來是經濟衰退即將來臨的先兆，讓這一假設更加穩固。

但一年過去了。而為人關注的經濟衰退卻仍然毫無蹤跡。我們將這種現象歸因於美國企業和家庭方面出現的一系列因素。企業方面，儘管債券債息不斷上升，但美國企業盈利仍不可思議地保持韌性，其原因可能在於：

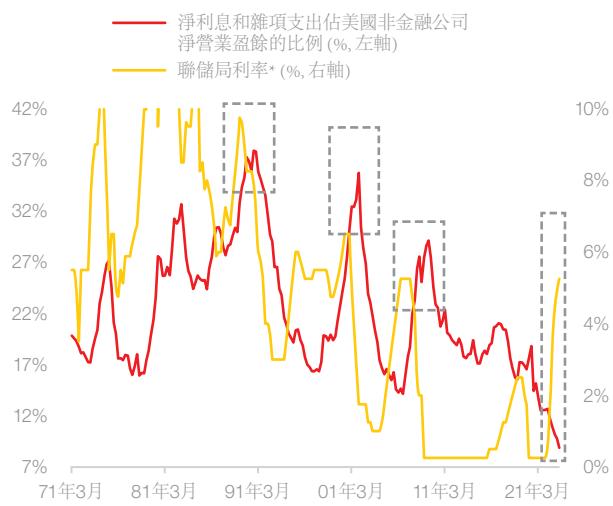
1. 利息支出大幅減少：傳統觀點認為，企業的利息支出會隨著政策利率的上升而增加，歷史上發生的案例如下：
- » 1989年3月，聯邦基金利率達到9.75%的峰值，利息支出（加上雜項）佔美國非金融公司淨營業盈餘的比例在隨後的六個季度達到37.9%的高點。
 - » 2000年6月，聯邦基金利率達到6.5%的峰值，隨後的六個季度，利息支出的比例達到35.7%的高點。

» 2006年6月，聯邦基金利率達到5.25%的峰值，利息支出的比例在隨後的12個季度達到29.1%的高點。

但次貸危機後，情況發生了逆轉。隨著世界各國央行將政策利率降至零利率水平，美國企業抓住機會，以低利率將其債務轉為長期固定利率的債務。

這就解釋了為什麼儘管在本輪貨幣緊縮週期中聯邦基金利率達到5.25%，但利息支出比例卻降至8.9%的低位（而長期平均水平為22.1%）。低利息支出使美國公司面對宏觀經濟不利因素還能保持企業盈利能力。

儘管債券債息在上升，但利息支出比例卻在下降

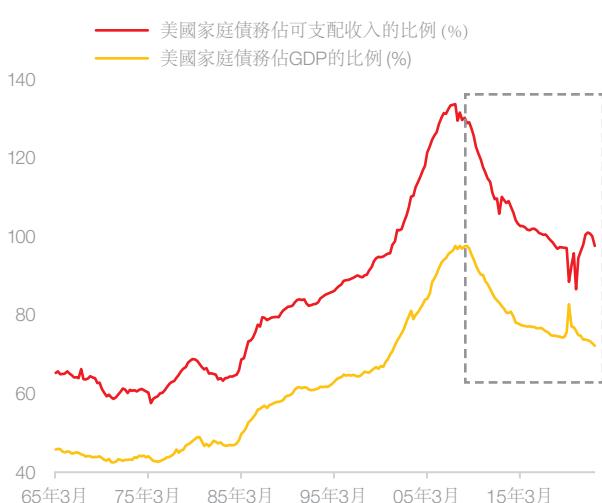


2. 「貪婪通脹」普遍：上個季度我們講過，「貪婪通脹」現象是指企業利用不斷上升的通脹，將其平均售價漲到遠高於投入成本的增幅。這就是為什麼儘管貨幣環境不斷收緊，但美國企業利潤率卻仍保持在較高水平的原因。聯儲局前副主席萊爾·布雷納德此前曾在今年年初強調過這一趨勢普遍存在。

家庭方面，美國國內消費同樣保持韌性，這是由於：

3. 利息支出大幅減少：疫情期間，由於聯邦政府採取了強有力的財政應對措施以及消費支出疲弱（鑑於經濟封控和保持社交距離的要求），美國家庭儲蓄以前所未有的速度增長。儘管此後這些儲蓄迅速減少，但聯儲局估計美國經濟社會中仍有約5,000億美元的額外儲蓄，對國內消費形成支撐。

美國家庭資產負債表狀況良好



來源：彭博，星展銀行

4. **家庭債務低**：美國家庭債務佔可支配收入的比例從2008年第一季度133.72%的高點回落至2023年第一季度的97.68%，此後一直保持在歷史低點附近。這顯示美國家庭的資產負債表仍然健康，由於繁榮時期沒有過度負債，加息對其影響較小。

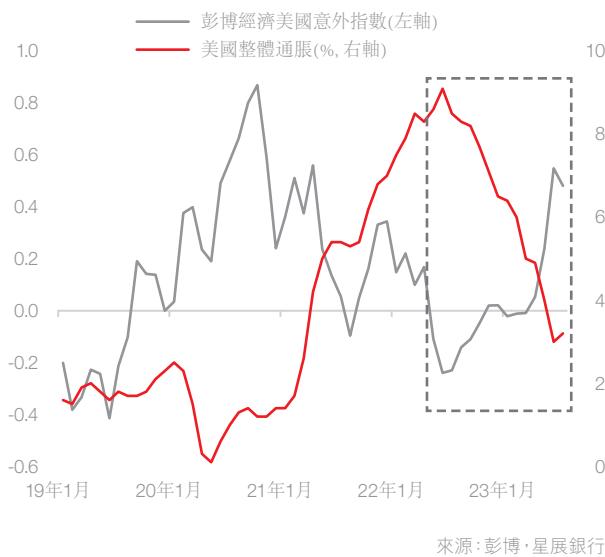
5. **勞動力市場具有韌性**：人們普遍認為，隨著加息讓經濟活動承壓，美國勞動力市場將會惡化。然而，現實恰恰相反。儘管聯儲局採取了進取的緊縮政策，但美國失業率卻接近歷史低點，同時工資升幅處於歷史高位，自2020年以來平均上升4.8%。

強勁的美國勞動力市場背後的支撐因素包括(a)對新冠疫情強有力的財政應對措施以及(b)因勞動力普遍短缺，重返勞動力市場的失業人員都能得以加薪的現象。

是時候重新調整基本情景預測了。顯然，市場嚴重誤判了美國經濟的實力及其潛在的韌性。鑑於「不冷不熱」局面（以通脹放緩和經濟勢頭堅挺為特徵）已經形成，美國經濟實現「軟著陸」的可能性正在上升。

但對抗通脹的鬥爭遠未結束。儘管全球通脹壓力有所緩和，但在前幾次加息的效果尚未顯現以前，各大央行目前面臨著兩難選擇：是進一步收緊政策，還是維持利率不變。

「不冷不熱」局面形成



與此同時，要解決當前的通脹挑戰，加息無疑已成為一種生硬而不恰當的工具。居高不下的通脹並非源於需求過熱，而是新冠疫情和持續的俄烏危機引發的全球供應鏈衝擊。解決供應衝擊從來都不是一件容易的事。

下一季度，不斷變化的宏觀和地緣政治格局需要我們重新調整基本情景預測。我們認為以下主題將成為2023年第四季度的焦點：

- 「長期高利率」環境再現
- 一個時代的終結：對債券的偏好高於收益型股票
- 中國：迫切需要政策明朗化

「長期高利率」環境再現

債券債息回升及其對風險資產的影響。經通脹調整後的債券債息正在上升。10年期通脹保值國債的債息已從4月6日1.06%的低點飆升至9月13日的1.922%，原因如下：

1. **美國經濟韌性：**美國經濟數據令人意外地呈上行趨勢，這從今年花旗經濟意外指數的大幅上升中可見一斑。零售銷售、ISM服務和強勁的就業數據都顯示，美國消費者能夠承受通脹和加息帶來的壓力。事實上，亞特蘭大聯儲目前預計，隨著經濟快速復甦，GDP增速將達到5.571%（7月3日為1.942%）。
2. **國債發行量不斷增加：**國債發行量呈上升趨勢。據美國財政部預測，10月份2年期國債的拍賣規模預計為510億美元（3月份為420億美元），而5年期國債的發行規模預計為520億美元（5月份為430億美元）。

拍賣規模的擴大基於兩大驅動因素：(a)隨著美國國債的平均利率在7月份達到2.873%（自2009年2月以來的最高水平），美國國債的償債成本不斷上升；(b)需要彌合稅收收入和政府支出之間的差額。

美國償債成本上升



美國預算赤字：能否持續？



3. 日本央行放寬債息曲線控制：日本央行已經採取措施放鬆債息曲線控制政策，允許10年期日本國債債息在1%區間內波動（此前為0.5%）。日本經濟韌性，加上物價壓力上升和日圓持續疲弱，可能會促使日本央行進一步收緊貨幣政策。

多年來，在全球追尋債息的過程中，日本投資者一直是外國債券的最大買家之一。但隨著日本債券債息走高，這些投資者將會越來越多地從國外市場轉向國內尋找機會，這將不可避免地給全球債券債息帶來上行壓力。

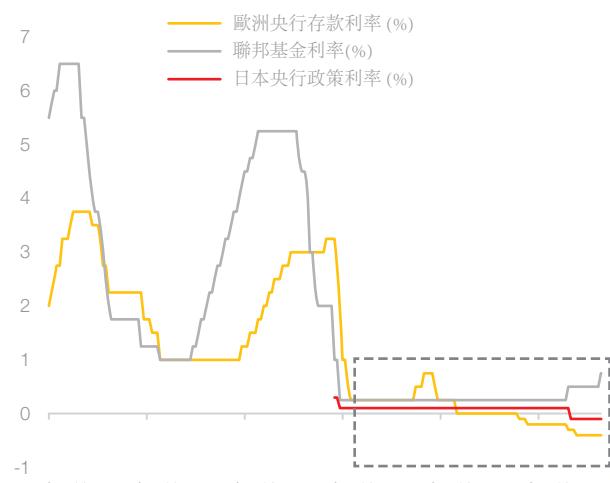
我們認為降息門檻已經設定得足夠高，聯儲局可能會在未來幾個月維持利率不變（在較高水平），直到出現經濟衰退的信號。在此之前，從估值角度來看，高企的債券債息預計將會讓增長型股票承壓。那些盈利能力較弱、現金流較低的公司受到的影響尤其大。

一個時代的終結：對債券的偏好高於收益型股票

全球「追尋債息」回顧。自2008年全球金融危機以來，聯儲局採取了「零利率」政策，將利率降至接近零利率的水平，日本央行此前也採取了類似的舉措。這一舉措，加上隨後數年的量化寬鬆政策，使長期國債債息保持在低位。

在隨後的十年裡，投資者普遍採用的一種投資組合策略就是在全球「追尋債息」。為了支持經濟活動，實現整體價格穩定，歐洲央行和日本央行分別於2014年和2016年推出了「負利率」政策，為隨後幾年全球負收益政府債券的泛濫開啟了大門。

次貸危機後政策利率下降



來源：彭博，星展銀行

負債息債券與債券債息大體成反比關係



債息不足促使投資組合配置者轉向收益型股票。全球金融危機後，全球債券債息萎靡不振。儘管在2017-2018年出現短暫緩和，但新冠疫情爆發後，債息再次陷入螺旋式下跌。為了拯救受危機重創的脆弱經濟，各國央行祭出了他們慣用的劇本，再次大幅削減政策利率。

債息不足迫使投資組合配置者將他們的風險缺口從政府債券轉向公司信貸和其他領域：

- » 2001-2010年，美國10年期國債的平均債息為4.1%。然而，進取的貨幣寬鬆政策和整體經濟不穩定性使得2011-2021年的平均債息降至2.1%（降幅為200個基點）。

應對債息不足的策略

	平均收益率(%)
10年期國債債息 (2001-2010年)	4.1
10年期國債債息 (2011-2021年)	2.1
債券混合債息 (2011-2021年)	2.6
債券和收益型股票混合債息 (2011-2021年)	3.1

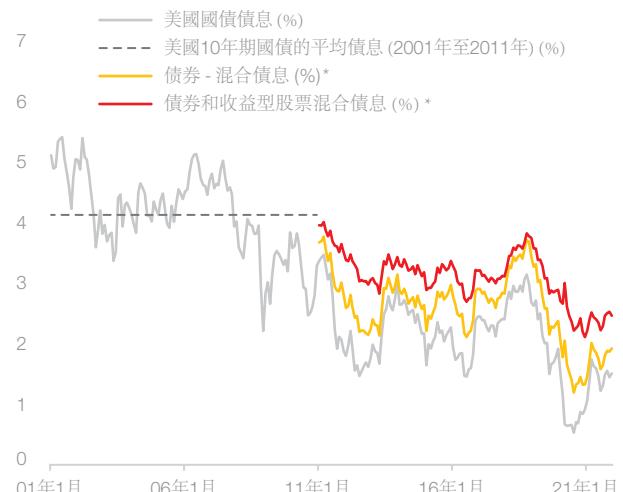
來源: 星展銀行

- 為了提高投資組合債息，投資者將他們的風險缺口從政府債券轉向公司信貸。從2011年到2021年，由同等權重的政府債券和公司債券組成的投資組合的平均債息為2.6%。
- 為了進一步提高投資組合債息，投資者將資產配置轉向收益型股票。從2011年到2021年，由同等權重的政府債券、公司債券和收益型股票組成的投資組合的平均債息為3.1%。

將債券和收益型股票相結合的第三種策略，在債息極度不足的時期被廣泛採用。

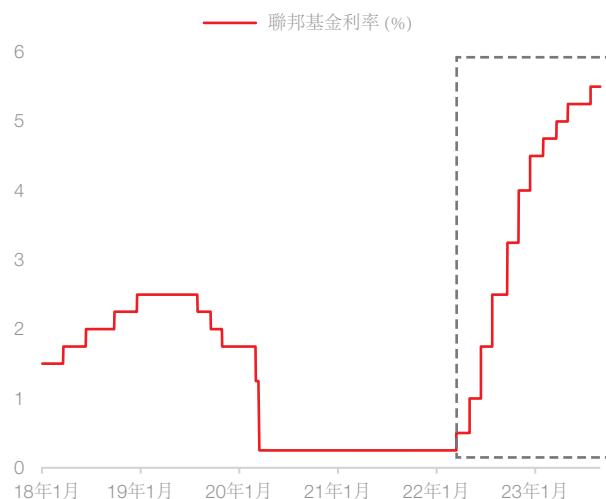
轉換賽道 - 對債券偏好的上升高於收益型股票。俄烏危機和供應鏈中斷導致疫情後通脹飆升，出乎各國央行意料之外。其中美國整體通脹率不斷上升，並在2021年6月達到9.1%的高點（自上世紀80年代初以來的最高水平），迫使聯儲局從「臨時性通脹」的敘事轉向鷹派的貨幣緊縮。

為了提高投資組合債息，投資者增加收益型股票缺口



*由美國政府債券和公司債券組成
來源: 彭博, 星展銀行

聯儲局從「臨時性通脹」敘事緊急轉向



來源:彭博,星展銀行

如今，鑑於債券債息預計將維持「長期高利率」，有必要對「追尋債息」的投資組合策略進行重新調整。

自2022年8月以來，債券（由國債和公司債券組成）的混合債息已經超過了收益型股票的股息。這顯示僅憑增加收益型股票已經不能助推提升投資組合的整體債息。因此，從債息的角度來看，在當前市場的週期階段，我們更為追捧債券多於收益型股票。

債券混合債息超過股息



*由美國政府債券和公司債券組成
來源:彭博,星展銀行

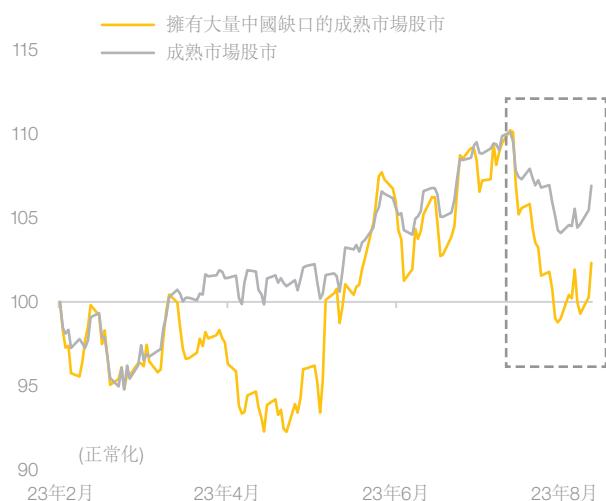
中國：迫切需要刺激計劃以及政策明朗化

「日本化」：中國的憂慮之墻。今年1月，人們對中國經濟前景信心十足。但隨後該市場接連受到衝擊，市場情緒迅速惡化。首先是疫情後經濟重新開放的力度不及預期。事實上，即使在新冠清零政策結束以後，中國消費者還仍然保持觀望態度，原先所預期的被壓抑的需求將對國內消費形成強勁刺激的希望化為泡影。

碧桂園危機再次引發了人們對房地產行業（約佔中國經濟的四分之一）和影子銀行領域的系統性擔憂。更關鍵的是，隨著圍繞中國結構性失衡的議論甚囂塵上，它也讓中國面臨「日本化」時刻成為關注的焦點。而與此同時，實施大規模刺激政策來挽救危局的希望仍然渺茫。儘管中國人民銀行下調了貸款利率，但這些政策措施的力度並不足以大幅提振經濟。

面對這些不利因素，投資者不會坐以待斃。中國相關缺口的去風險化正愈演愈烈；自8月以來，一個由擁有大量中國缺口的公司所組成的成熟市場指數表現跑輸大盤達4.3%（截至8月29日）。我們認為，在出台大規模貨幣／財政刺激計劃以及政府政策得以進一步明確之前，這種疲弱將會持續。

擁有大量中國缺口的成熟市場表現欠佳



來源：彭博，星展銀行



2023年第4季度資產配置 – 對債券的偏好高於股票

類別	指數	分數範圍	股票				債券		
			美國	歐洲	日本	除日本外亞洲	發達國家政府	發達國家企業	新興市場
基本面	採購經理人指數	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	經濟意外指數	-1 to +1	0	-1	0	1	-1	1	1
	通脹	-1 to +1	0	0	0	1	0	0	1
	貨幣政策	-1 to +1	0	0	-1	1	0	0	1
	預測每股收益增長	-2 to +2	0	-1	-1	0	-	0	0
	盈利驚喜	-2 to +2	1	-1	-1	0	-	0	0
估值	預測市盈率	-2 to +2	0	0	0	1	-	-	-
	市淨率與股本回報率	-2 to +2	0	-1	-1	0	-	-	-
	債息-10年期國債	-2 to +2	-1	-1	0	1	2	2	1
	自由現金流	-2 to +2	0	0	1	0	-	-	-
市場動能	信用點差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	0
	資金流向	-2 to +2	1	-1	1	0	2	1	-1
	波動性	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
催化劑	催化劑	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
	原始分數		1	-6	-2	5	3	4	3
經調整分數*			0.05	-0.29	-0.10	0.24	0.27	0.25	0.19

*註解：「調整後的分數」是用「原始分數」除以每個類別的最大可達分數計算得來的。

來源：星展銀行

跨資產 – 對債券的偏好略高於股票。根據我們CAA框架的最新評分，我們對第四季度股票和債券的觀點大致均為中性，對債券的偏好略高於股票（尤其股息類股票）。

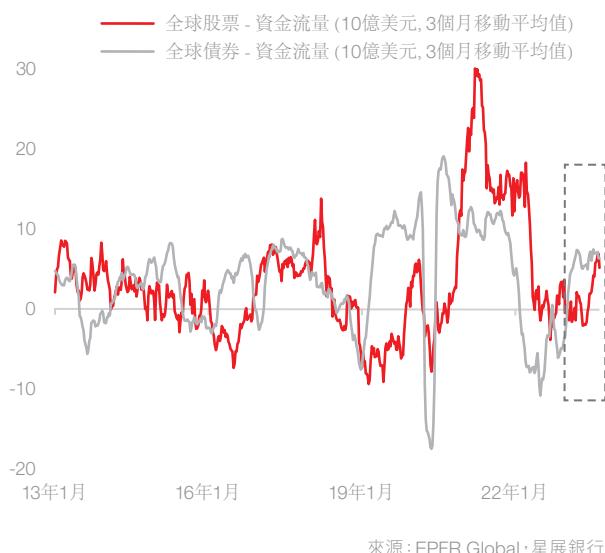
基本面：儘管金融環境趨緊，但從零售銷售和投資等經濟指數中可以明顯看出，美國經濟大體上仍保持韌性。企業和家庭資產負債表顯然非常穩健，足以緩沖資金成本的上升。同時，通脹正在放緩，未來通脹壓力激增的可能性很低。

公司盈利方面，在最近的財報季中，報告正面盈利意外的美國公司比例從78.5%略升至約79.9%。儘管如此，由於企業繼續面臨利潤壓力，報告實際盈利增長的公司比例仍只有區區57.4%。盈利增長率較低的行業包括能源（約21.7%）和材料（約27.6%）。

估值：由於債券債息在第三季度延續上行走勢，美國盈利收益率和美國10年期國債債息之間的息差進一步收窄至0.324%（截至9月13日）。在當前節點，債券看起來比股票略具吸引力。

動能：第三季度全球債市的流入資金保持在509億美元（截至8月23日）的健康水平，年初至今流入資金總額達2,330億美元。股市的流入資金也有362億美元，佔全年淨流入總額近一半。

流入債市的資金繼續高於股市



來源: EPFR Global, 星展銀行

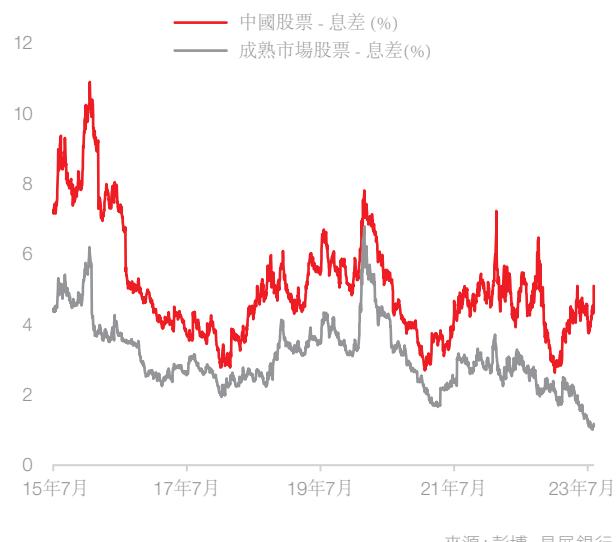
股票：因債券債息不斷上升，股票出現回落；預計地區間的表現差異不大。由於債券債息回升，導致出現大量獲利回吐，因此全球股市在2023年第三季度普遍回撤，跌幅為1.5%（截至8月25日），本輪拋售沒有一個地區從中幸免。成熟市場方面，日本和歐洲表現欠佳，分別下跌3.1%和3.0%。受能源領域強勁表現的提振，美國以0.8%的跌幅跑贏大盤。

因債券債息將維持「長期高利率」，我們預計股市將在2023年第四季度持續低迷，重要地區間的表現差異不大。2023年第二季度出現大幅上揚的走勢，主要是受到聯儲局見頂預期所推動。但杰克遜霍爾會議傳遞的信號顯示情況並非如此，所以，最初對那些利率敏感類股票的追捧將在未來幾個月有所消退。

成熟市場方面，鑑於美國和日本市場的宏觀增長勢頭較強，我們仍然偏好這兩個市場。另一方面，由於高通脹導致家庭削減消費開支，歐洲將繼續面臨經濟衰退的不利影響。

我們持續看好亞洲除日本以外的觀點仍然不足，鑑於中國股市整體疲弱。但因成熟市場股票的大幅走高，從估值角度來看，中國似乎頗具吸引力。其收益息差為5.1%，比成熟市場高出393個基點。只需一劑刺激政策的強心針，就能重新喚起該市場的「動物精神」。

中國股市收益息差具有吸引力



來源：彭博，星展銀行

形勢艱難，質高者勝。儘管整體形勢不利，但仍有一線希望：優質股票表現突出。以美國股市為例，自8月以來，美國優質股票的表現跑贏大盤。這強化了這樣一種觀點，即隨著資金成本不斷上升，那些基本面穩健並能應對困難環境的公司才是投資組合配置者的首選。

今年高收益信貸基金出現資金外流



債券：追捧優質債券；3-5年期的A/BBB級信貸仍是最佳選擇。大量政府債券具有誘人的實際債息，正在不斷擠壓私募債券的發行空間。這不可避免地迫使公司債券發行人推遲發行，寄希望於未來能夠以更優惠的利率完成融資。在這個去槓桿化的階段，投資者應該堅持持有擁有強大資產負債表的投資級信貸，以幫助他們平穩度過波動和高利率時期。3-5年期的A/BBB級信貸仍是最佳選擇。

同時，我們維持對高收益信貸的謹慎觀點。與投資級相比，高收益信貸的存續期要短得多，這意味著未來幾年的再融資風險更高。隨著高利率環境下違約風險的上升，我們預計明年高收益的息差將會擴大。EPFR Global的資金流數據支持我們的觀點。年初至今，投資級信貸的資金流入總額為412億美元（截至8月23日），而高收益信貸的資金流出總額為91億美元。

另類資產：在私募股權二級市場和私募信貸領域尋找機會；增加黃金缺口作為投資組合分散風險的工具。儘管公司估值放緩且退出前景黯淡，但我們仍在私募股權二級市場發現到機會。私募信貸也是如此。儘管後者面臨來自公開市場誘人的債券債息的競爭，但投資組合採用投機策略也能從多元化中受惠，因為它們能讓投資者對沖經濟混亂和違約帶來的不利影響。

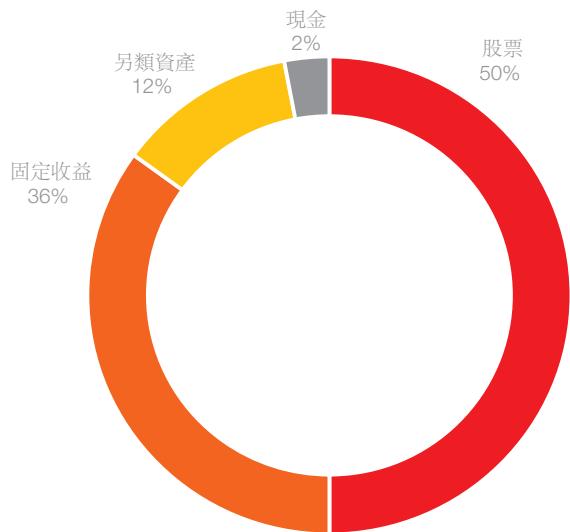
我們對黃金維持建設性觀點，12個月的目標價為2,050美元／盎司。聯儲局貨幣緊縮週期即將見頂，並可能於2024年下半年啟動降息，對於黃金都是利好消息。隨著地緣政治不確定性日益緊張，去美元化敘事不斷升溫，我們認為，除了ETF，各國央行的需求也將與日俱增。鑑於黃金與主要資產類別尤其是全球股票的相關性較低，因此增加黃金缺口，將其作為投資組合分散風險的工具。

2023年第4季度的全球策略性資產配置

	3個月的基礎上	12個月的基礎上
股市	中性	中性
美國股市	中性	看好
歐洲股市	看淡	看淡
日本股市	中性	看淡
日本除外的亞洲股市	看好	看好
固定收益	中性	看淡
成熟經濟體政府債券	看好	看淡
成熟經濟體公司債券	看好	中性
新興經濟體債券	看淡	中性
另類資產	看好	看好
黃金	中性	看好
私募與對沖基金	看好	看好
現金	看淡	中性

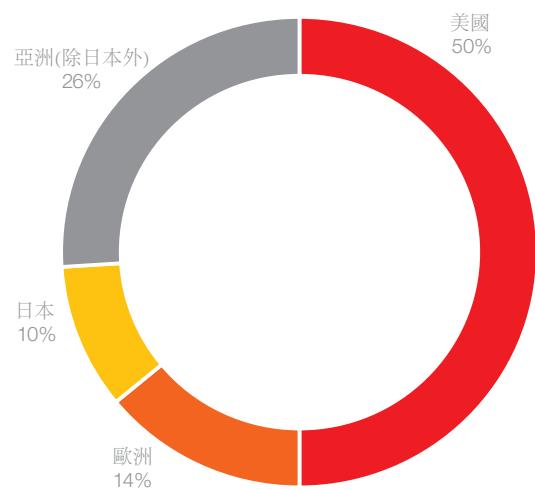
來源：星展銀行

策略性資產配置，資產類別（均衡風險取向）



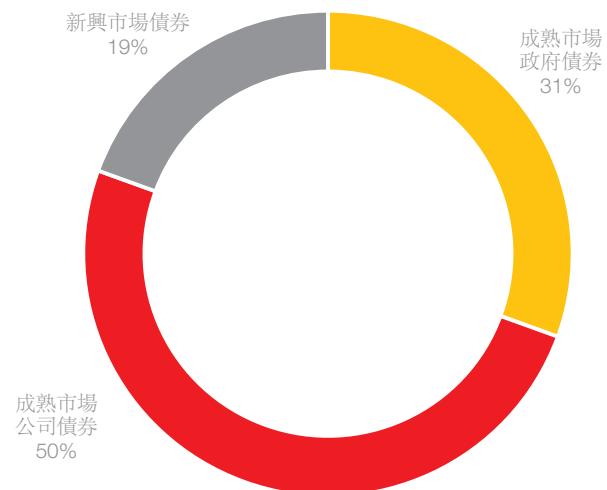
來源：星展銀行

策略性資產配置，股票的地域配置（均衡風險取向）



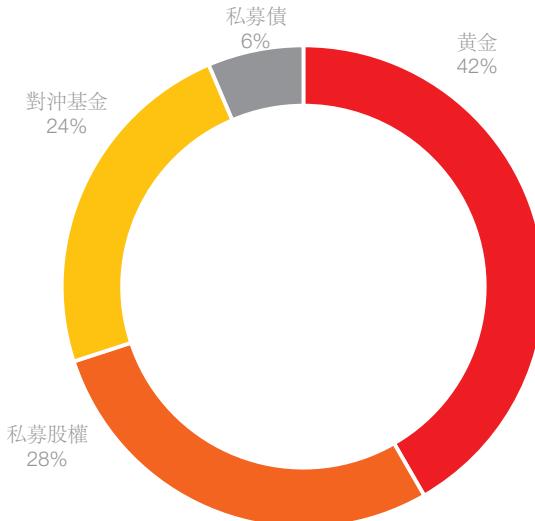
來源：星展銀行

策略性資產配置，股票的地域配置（均衡風險取向）

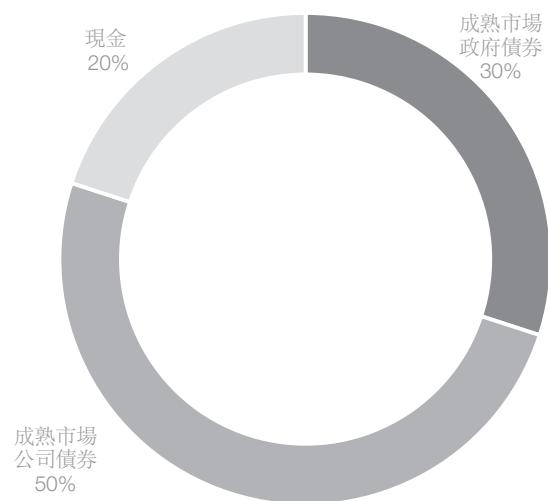


來源：星展銀行

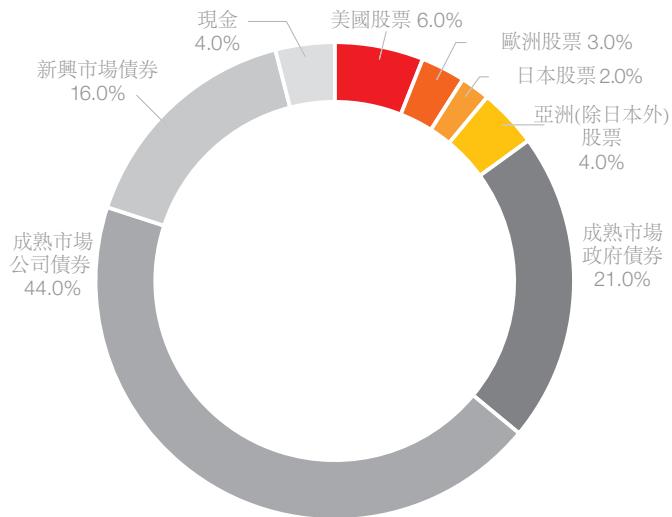
策略性資產配置，另類資產類別（均衡風險取向）



來源：星展銀行



來源：星展銀行



來源：星展銀行

保守型

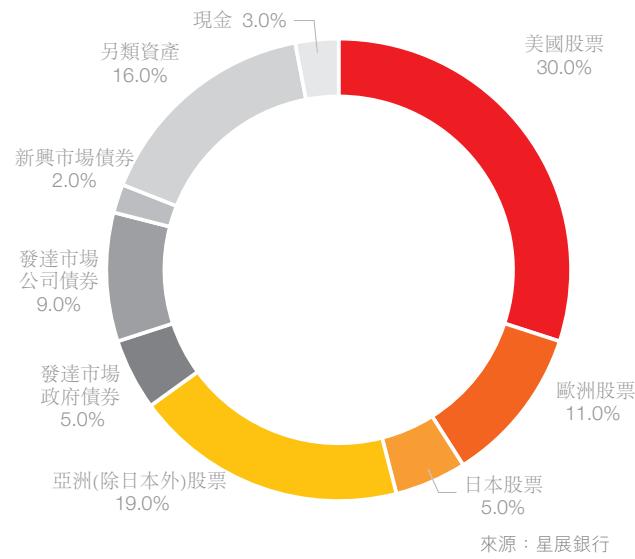
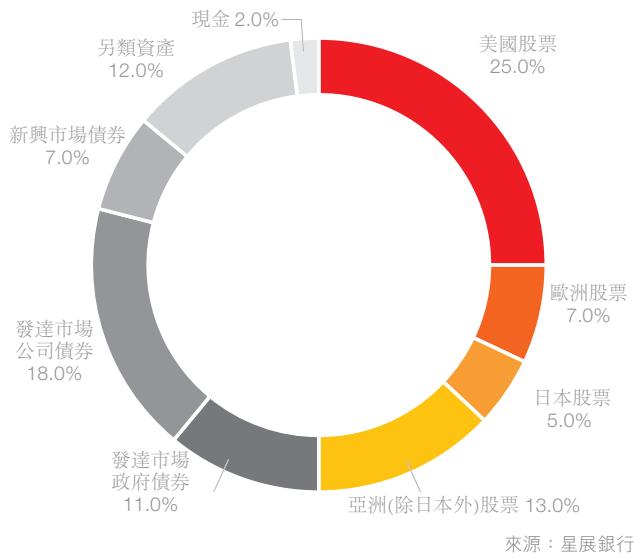
	策略性資產配置	策略性資產配置	活躍佔比
股市	0.0%	0.0%	
美國股市	0.0%	0.0%	
歐洲股市	0.0%	0.0%	
日本股市	0.0%	0.0%	
日本除外的亞洲股市	0.0%	0.0%	
債市	80.0%	80.0%	
成熟經濟體政府債券	30.0%	30.0%	
成熟經濟體公司債券	50.0%	50.0%	
新興經濟體債券	0.0%	0.0%	
另類資產	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
私募市場資產與對沖基金*	0.0%	0.0%	
私募證券	0.0%	0.0%	
對沖基金	0.0%	0.0%	
私募借貸	0.0%	0.0%	
現金	20.0%	20.0%	

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

溫和型

	策略性資產配置	策略性資產配置	活躍佔比
股市	15.0%	15.0%	
美國股市	6.0%	6.0%	
歐洲股市	3.0%	4.0%	-1.0%
日本股市	2.0%	2.0%	
日本除外的亞洲股市	4.0%	3.0%	1.0%
債市	81.0%	80.0%	1.0%
成熟經濟體政府債券	21.0%	20.0%	1.0%
成熟經濟體公司債券	44.0%	40.0%	4.0%
新興經濟體債券	16.0%	20.0%	-4.0%
另類資產	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
私募市場資產與對沖基金*	0.0%	0.0%	
私募證券	0.0%	0.0%	
對沖基金	0.0%	0.0%	
私募借貸	0.0%	0.0%	
現金	4.0%	5.0%	-1.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資



均衡型

	策略性 資產 配置	策略性 資產 配置	活躍 佔比
股市	50.0%	50.0%	
美國股市	25.0%	25.0%	
歐洲股市	7.0%	10.0%	-3.0%
日本股市	5.0%	5.0%	
日本除外的亞洲股市	13.0%	10.0%	3.0%
債市	36.0%	35.0%	1.0%
成熟經濟體政府債券	11.0%	10.0%	1.0%
成熟經濟體公司債券	18.0%	15.0%	3.0%
新興經濟體債券	7.0%	10.0%	-3.0%
另類資產	12.0%	10.0%	2.0%
黃金	5.0%	5.0%	
私募市場資產與對沖基金*	7.0%	5.0%	2.0%
私募證券	3.4%	2.4%	1.0%
對沖基金	2.8%	2.0%	0.8%
私募借貸	0.8%	0.5%	0.2%
現金	2.0%	5.0%	-3.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

進取型

	策略性 資產 配置	策略性 資產 配置	活躍 佔比
股市	65.0%	65.0%	
美國股市	30.0%	30.0%	
歐洲股市	11.0%	15.0%	-4.0%
日本股市	5.0%	5.0%	
日本除外的亞洲股市	19.0%	15.0%	4.0%
債市	16.0%	15.0%	1.0%
成熟經濟體政府債券	5.0%	4.0%	1.0%
成熟經濟體公司債券	9.0%	7.0%	2.0%
新興經濟體債券	2.0%	4.0%	-2.0%
另類資產	16.0%	15.0%	1.0%
黃金	5.0%	5.0%	
私募市場資產與對沖基金*	11.0%	10.0%	1.0%
私募證券	5.3%	4.9%	0.5%
對沖基金	4.5%	4.0%	0.4%
私募借貸	1.2%	1.1%	0.1%
現金	3.0%	5.0%	-2.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

註：

- 以上是基於3個月的觀點。
- 資產分配不能確保利潤或防止市場損失。
- 「TAA」是指策略性資產配置。「SAA」是指策略性資產配置。
- 基於SAA模型，進取模型具有最高的風險，其次是均衡，溫和和保守，保守型的風險最低。
- 投資組合的投資者類型分類與財務需求分析客戶風險狀況類型沒有直接關係，並且根據銀行專有的風險評級方法，沒有為投資組合分配任何產品風險評級。



分 岔 路 口

全球宏觀經濟 4Q23

全球經濟正經歷著截然不同的發展態勢。儘管背負著不斷上升的利率負擔，美國仍有望跑贏。而歐洲經濟增長放緩，其最大經濟體德國預計將出現萎縮。亞洲也正醞釀著風險，通脹態勢佔據主導地位。

02. 全球宏觀經濟。

泰米爾·拜格，Ph.D.

首席經濟學家

Radhika Rao

經濟學家

馬鐵英

經濟學家

Suvro Sarkar

分析員

美國

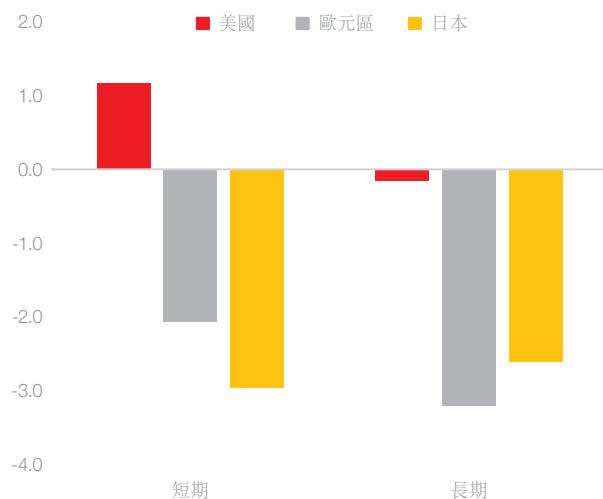
美國經濟週期的春天。零售銷售、住房、旅遊和投資等實體經濟指數非但沒有在5%以上的利率負擔下放緩，反而出人意料地上揚。事實證明，到目前為止，美國企業和家庭的資產負債表足夠穩健，能夠承受利率成本。未來幾個月，由於再融資，拖欠貸款的情況可能會增加，盈利可能會受到影響，但到目前為止，情況還不錯。目前，我們對2023年增長1.4%的預測仍有上升空間。

通脹一直在放緩。儘管食品和能源領域出現了一些不利的情況，但通脹率已從去年約9%的峰值回落到目前的3%左右。在我們的預測範圍內，進一步通貨緊縮的空間可能不大，但我們認為今年通脹壓力不會出現大幅反彈。聯儲局應該有較長的時間維持暫停加息。

聯儲局可能已經完全放棄了加息政策，但貨幣狀況並未完全收緊。央行資產負債表的縮減將持續到今年及以後。畢竟，儘管到目前為止實施了量化緊縮措施，但資產負債表仍高達8.2萬億美元，仍是疫情前水平的兩倍。

即使聯儲局保持政策利率不變，也會出台進一步的緊縮政策。在今年餘下的時間裡，我們預測總體通脹水平將再下降40個

實際利率仍有上升空間



來源：CEIC，星展銀行

實際利率通過取短期或長期利率與平均通脹之間的差值計算。

使用2023年年度通脹預測。利率參照2023年6月。

基點，核心PCE通脹水平將再下降80個基點。因此，實際利率有望上升40-80個基點。這將有助使聯儲局表現出對通脹的警惕性。

如果總體通脹率和核心通脹率都停留在3%左右，明年將會出現複雜情況。實際利率將停止上升，這將使聯儲局陷入困境，因為其2%的通脹目標仍難以實現。恢復加息將非常具有挑戰性，因為根據我們的預測，屆時經濟增長將達到1%，甚至更低。

歐洲或日本的情況截然不同。考慮到當前相對較高的通脹率，歐洲和日本的貨幣狀況甚至還遠未達到限制性水平。7月27日，歐洲央行進一步收緊政策，基準存款利率達到3.75%，與2001年的最高水平持平。儘管有跡象顯示歐元區通脹有所緩和，但歐洲央行的處境遠不如聯儲局。

我們確信，在經濟放緩之際，歐洲央行不希望打擊市場情緒，但我們也認識到，它無法發出鴿派信號。無論是進一步加息還是通貨緊縮，歐元區的實際利率只有一種選擇，那就是上升。日本央行在7月份的會議上表示，將把一年期國債債息0.5%的上限視為一種建議，而非硬性限制，這一聲明引發了日本貨幣和債券市場的重大波動。日本央行還表示，央行將以1%的債息購買債券，這實際上向上調整了債息曲線控制政策。雖然手段和方式與歐洲央行有很大不同，但結果大體相同 – 實際利率上升。

因此，長期較高的利率加上一定程度的反通脹，將推高主要經濟體的實際利率。這些事態發展不會像典型的名義政策加息那樣佔據頭條，但將對經濟增長（負增長）、貨幣（歐元和日圓兌美元升值）和信貸（融資條件收緊）產生深遠的影響。

歐元區

避免技術性衰退。23年上半年，歐元區經濟同比增長0.8%，低於2022年3.4%的平均增速。調整後的環比增速顯示，歐元區在年初勉強避免了一場技術性衰退，儘管增長勢頭有所減弱。法國和西班牙拉動了整體經濟增長，愛爾蘭是第二季度增幅最大的成員國（按季度增長3.3%，年度同比增長2.8%），擴大了整體增長。

下行趨勢有所放緩。在上半年情緒指數大幅調整之後，有早期跡象顯示，下行趨勢已有所放緩，並在第三季度穩定在疲弱水平，8月份的Sentix和ZEW情緒指數顯示了這一點。

可支配收入總額



來源：CEIC，星展銀行

家庭受惠於勞動力市場緊縮、實際工資增長改善以及可支配總收入（實際和名義）的回升。然而，面對全球能源價格反彈、地緣政治問題不斷發酵、通脹水平仍高於目標以及融資成本不斷上升，我們對消費支出能否大幅反彈持懷疑態度。

除非今年大宗商品價格大幅上升，否則這種提振很大一部分可能會體現在貿易條件的改善上，也會緩和企業成本的壓力。由於供應多元化趨勢強勁，歐元區去年安然度過了能源危機，今年的儲量水平可能得到良好支撐。可控的能源價格還將使各國政府能夠在未來幾個月逐步撤銷支持措施。我們將全年經濟增長預測維持在0.6%，比歐洲央行預測的0.9%（截至7月份的評估）更為保守。

儘管龐大的公共赤字有利於增長，但進取的利率緊縮舉措以及隨後向實體經濟的傳導，已經對行業和家庭的信貸需求造成了影響。7月份的銀行貸款調查顯示，2023年第二季度企業對貸款的淨需求下降至2003年調查開始以來的歷史最低水平。購房需求也受到高利率、房地產市場前景疲弱和消費者信心低迷的影響。

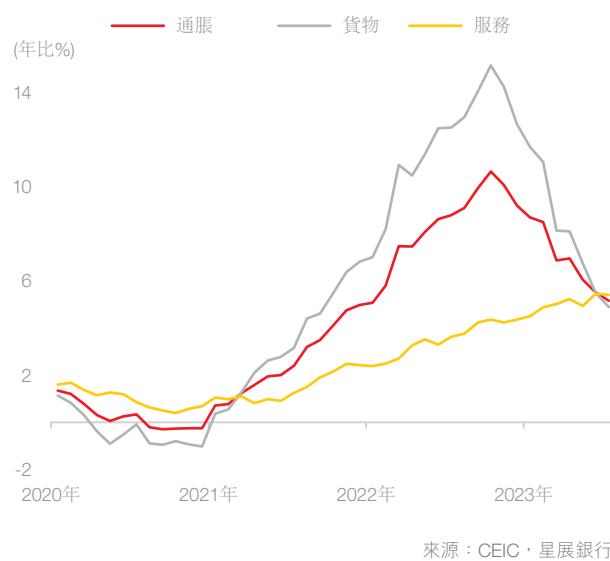
歐洲央行貨幣狀況指數收緊



來源：歐洲央行，CEIC，星展銀行

在工業品價格回調的推動下，總體通脹率的下降速度快於核心通脹率，而服務價格的壓力被證明具有粘性。在成員國中，通脹數據已被扭曲，例如，一年前的同一時間取消了對電費的支持。最近全球油價的反彈對通脹下降的速度構成了短期風險，這可能會使進一步緊縮的風險繼續存在。我們全年的平均水平為5.6%。

商品與服務通脹驅動因素



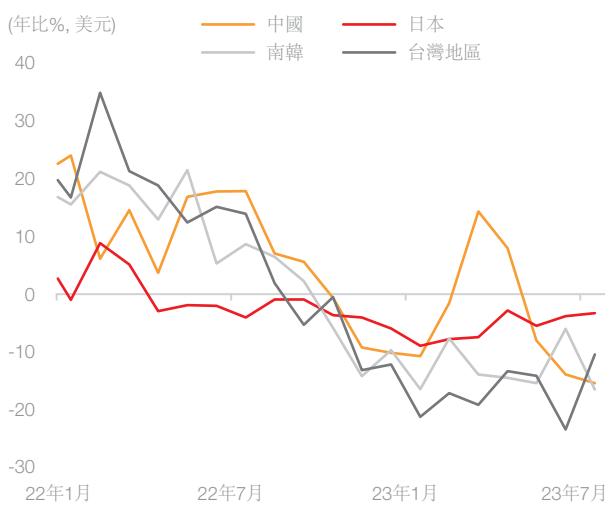
考慮到2023年9月的加息，本週期的累計升幅達到創紀錄的450個基點。總體和核心通脹數據都在下降，但仍高於目標。考慮到經濟活動指數的疲弱，進一步大幅加息的空間有限。在最近一次審查中，拉加德行長指出：「利率已經達到一定的水平，如果保持足夠長的時間，將對通脹及時回到目標水平做出重大貢獻。」這可以解釋為利率可能已經見頂，但政策將在較長時間內保持限制性，以緩和價格壓力，從而使政策方向轉向寬鬆的希望破滅。在財政方面，通脹放緩和GDP平減指數可能會導致今明兩年公共債務佔GDP水平的下降速度放緩（甚至有所回升）。

日本

扭轉經濟普遍放緩的趨勢。日本在第二季度保持2.0%的穩定增長率，與第一季度相當。2023年上半年強勁的GDP表現證明了將2023年全年增長預測從1.2%上調至2.0%的合理性。這意味著與上一年相比，增長速度明顯加快了約1%，扭轉了地區經濟普遍放緩的趨勢。

在全球貿易持續低迷的情況下，日本出口的表現略好於亞洲地區其他國家。其出口產品組合多樣化，對電子行業的依賴程度相對較小，這凸顯了它的韌性。電子產品佔日本出口總額的19%，而中國內地、韓

日本出口下降幅度相對較小



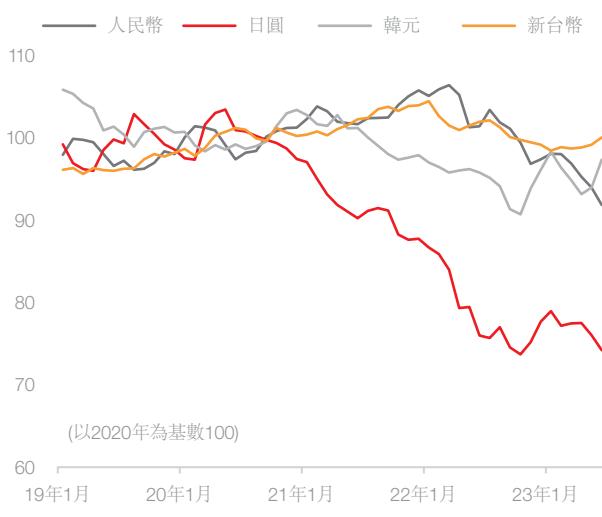
來源：CEIC，星展銀行

國和中國台灣的比例從30%到50%不等。受需求減弱和去庫存的影響，電子行業在疫情後遇到了挑戰。相反，佔日本出口17%的汽車行業正在復甦，這得益於供應鏈的穩定和芯片短缺的緩和。

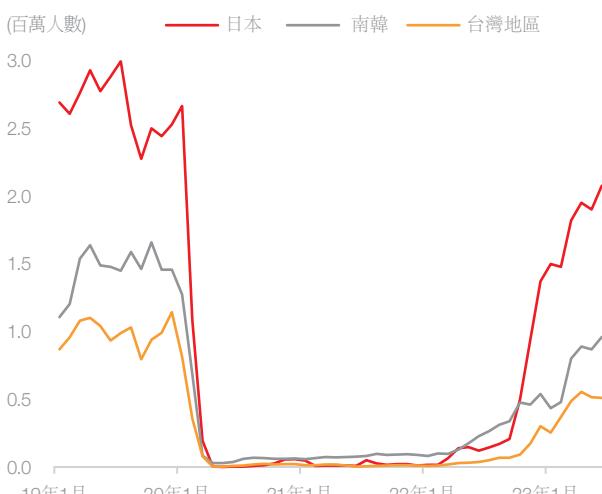
此外，日圓的大幅貶值也增強了日本出口的韌性。自2020年初疫情爆發以來，日圓REER指數已累計下跌25%。日圓貶值增強了日本出口產品的競爭力。隨著越來越多的日本跨國公司在疫情過後重建供應鏈，這也促進了生產回流的進程。

旅遊業推動日本經濟復甦。值得注意的是，自疫情後重新開放以來，日本的旅遊出口表現優於亞洲地區其他國家。中國在新冠疫情之前是主要的旅遊來源國，而日本在後疫情時代有效地實現了旅遊來源的多元化。2019年，中國遊客佔日本入境遊客總數的30%，而這一比例在2023年上半年僅為5%。目前，亞洲其他地區對日本入境遊客人數的貢獻率高達70%。日圓走弱和日本誘人的旅遊資源推動了這一令人印象深刻的復甦。

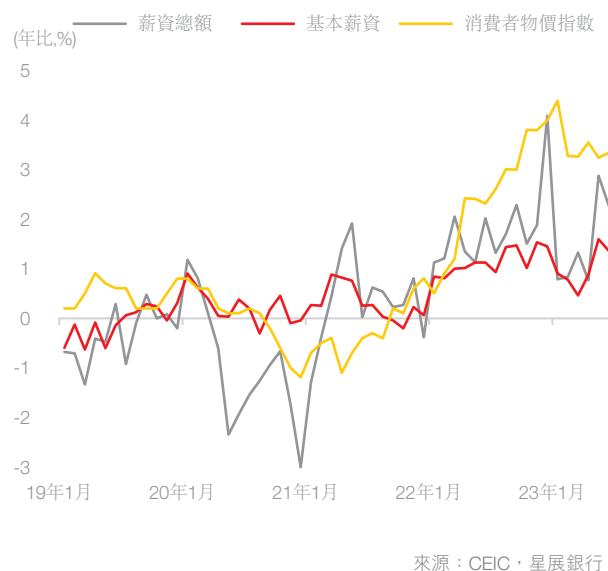
日圓REER指數自2020年以來下跌了25%



日本入境遊客人數已恢復80%



工資增長落後於通脹



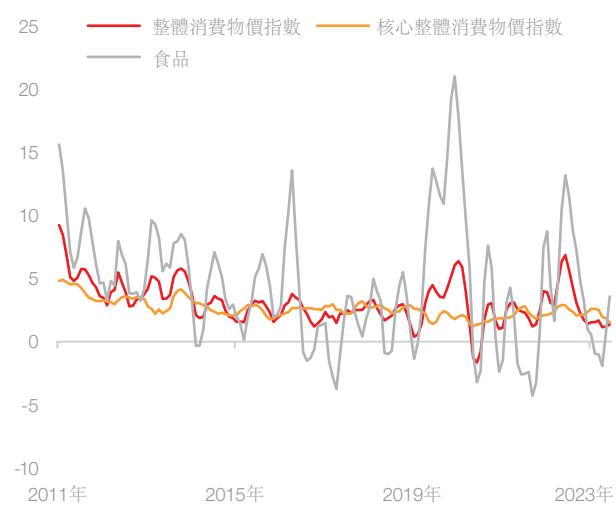
在國內方面，日本的消費支出復甦相對緩慢而循序漸進。私人消費支出已基本恢復到2019年第四季度疫情前的水平，但仍略低於2019年銷售稅上調前第三季度的水平。超低利率環境、資產價格上升、勞動力市場狀況改善和消費者信心復甦共同提振了消費前景。然而，主要障礙在於日圓貶值和進口成本上升導致的通脹飆升。儘管在「春斗」談判後工資增長有所回升，但仍未能充分抵消通脹的影響。結果，實際工資的下降削弱了消費者的購買力，抑制了消費。

儘管出口和內需表現各異，但令人印象深刻的總體增長支持了日本央行的主張：日圓疲弱的淨影響仍然有利於整體經濟。繼7月份YCC調整後，日本央行採取了更加靈活的做法，允許10年期日本國債債息在-0.5%至1.0%之間波動。我們預計日本央行將在今年剩餘時間裡維持YCC政策框架。

亞洲

如今對通脹的擔憂沒有一年前那麼明顯；在美國，總體通脹和核心通脹勢頭（按3M/3M季節性調整後的年率計算）目前分別低於3%和5%。鑑於美國貨幣政策對全球流動性和利率的過度影響，這是個好消息。隨著聯儲局在通脹情況改善的背景下暫停加息，全球許多央行也會找到暫停加息的空間。

亞洲通脹勢頭



但這並不意味著全球價格走勢是一致的。儘管歐洲和英國的通脹正在下降，但仍遠高於美國。對於英倫銀行和歐洲央行等機構來說，前景仍然充滿挑戰。

亞洲核心通脹穩定。亞洲的態勢有其自身的一系列特點。儘管受到供應方中斷、能源和食品價格飆升以及疫情時期政策引發的宏觀經濟波動的打擊，但該地區的核心通脹基本保持穩定。在整個週期內，我們衡量亞洲總體通脹勢頭的GDP加權指數一直保持在4%以下，與美國、歐盟或其他新興市場國家相比，這一發展態勢更為有利。我們認為，這主要是由於在疫情後的復甦階段，亞洲的產出缺口尚未縮小。畢竟，除了新加坡以外，該地區在疫情期間採取的刺激措施比在西方國家觀察到的要溫和得多。美國／歐盟／英國和亞洲之間的主要區別是總體通脹和核心通脹之間的聯繫。與大多數工業經濟體不同的是，亞洲的總體通脹往往會拉高核心通脹，而不是反過來。這是因為食品和燃料在亞洲新興市場CPI中所佔的比重遠遠大於工業產品。

亞洲正醞釀著風險。我們注意到，世界許多地區的糧食價格再度上升。從穀物到蛋白質，從食用油到蔬菜，由於厄爾尼諾現象以及烏克蘭的糧食供應狀況等因素，供應方的擔憂再度浮現。這可能會破壞今年剩餘時間裡亞洲的通貨緊縮態勢。

典型例子：印度。當局雖然對增長前景感到滿意，但也承認近期通脹存在大幅上行的風險，主要是由惡劣天氣和季節性因素導致的食品領域通脹所推動。除了糧食、豆類和其他蛋白質的來源價格上升外，不平衡的季風、持續的厄爾尼諾現象以及地緣政治緊張局勢導致的全球糧食價格上升等也加劇了通脹壓力。印度央行最近發表了謹慎的評論，同時將24財年的通脹預測從之前的5.1%上調至5.4%。

中國與印度形成了鮮明的對比，經濟增長放緩和通脹態勢形成了這種對比。這反映在運往中國的大宗商品價格，以及全球金屬和能源價格上。由於中國在全球大宗商品市場中扮演著舉足輕重的角色，其進口需求的減弱給全球經濟帶來了通貨緊縮的壓力。然而，我們並不認為這是一種完全的負面影響。商品通貨緊縮只會傷害少數相對富裕的出口國，而對於許多在通脹中掙扎的經濟體來說，商品通貨緊縮則會帶來可喜的緩和。

石油：23年下半年可能是石油的近期峰值

正如我們的預期，下半年走勢好於上半年。儘管OPEC+減產，但布蘭特原油價格在2023年第二季度仍在70-80美元/桶之間徘徊了一段時間，表現慢於預期。然而，油價在過去幾個月中有所反彈，突破了95美元/桶的大關。在我們之前的報告中，我們堅信2023年下半年油價走勢將會更好。這是因為供需平衡加快，以及鑑於沙特阿拉伯單方面減產和季節性需求上升，可能出現市場供應不足的情況。這一趨勢似乎符合我們的預期，儘管在沙特延長減產的背景下，這一速度比預期的快。

漲勢能否持續？雖然短期內石油市場供應不足可能繼續擴大並支撐油價，但我們預計，目前的單向上行道可能會面臨一些障礙。其中包括：如果未來數據惡化，人們對全球經濟前景的擔憂會再次出現；通脹持續走高會導致各國央行採取進一步的緊縮措施；每桶100美元的油價可能會破壞需求；美元環境走強等等。因此，儘管油價漲勢快於預期，我們目前仍維持布蘭特原油平均價格預測不變（23年下半年：85-90美元/桶；2024年：80-85美元/桶），並有上行傾向。

23年下半年布蘭特原油價格反彈



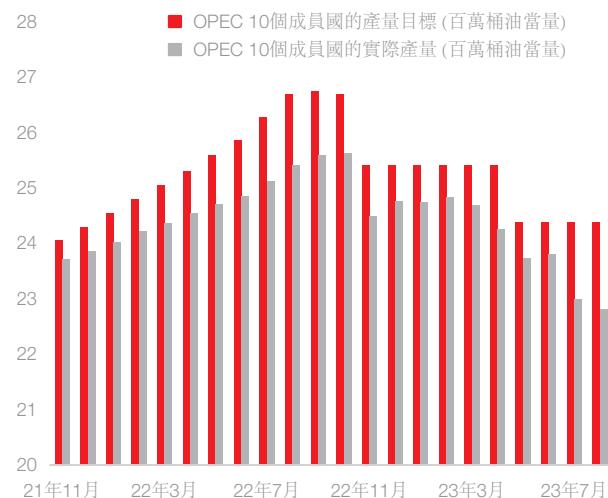
來源：彭博，星展銀行

沙特的持續減產推動市場出現供應不足狀況。油價最近一輪上升是由沙特和俄羅斯（程度較小）延長削減石油供應推動的。2023年9月5日，沙特宣佈將100萬桶/日的自願減產期限延長至2023年12月底。這將使沙特在當前幾個月的產量降到900萬桶/日左右，與2022年9月的1,100萬桶/日產量相比大幅下降。俄羅斯也將其30萬桶/日的出口削減期限延長至今年年底。鑑於市場形勢緊張，我們最初預計沙特將在今年年底前逐步取消部分減產，但現在看來，「不惜一切代價」保持油價高位的意圖顯得非常明顯。

全球經濟硬著陸的可能性有所減弱：我們上調了2023年石油需求預測。我們早些時候將2023年全球石油需求增長預期下調至100萬桶/日，儘管聯儲局和歐洲央行進行了多輪加息，但美國、歐盟和日本等成熟經濟體的石油需求仍未出現實質性放緩和負增長。鑑於2023年迄今為止的需求趨勢，我們正在將今年的全球石油需求增長預期上調至150萬桶/日。與全球機構（EIA、IEA）和OPEC的預測相比，這一預測仍較為保守。儘管我們預計會出現增長，但我們仍在關注新冠疫情前的需求高點（2019年第三季度記錄的1.019億桶/日）只會在2024年再次出現。

中國的石油需求還有令人失望的空間，這限制了我們對油價走勢的樂觀預期。在經歷了令人失望的2022年，石油消費和石油進口雙雙下降之後，中國在2022年底放棄了新冠疫情的清零政策，提振了人們對於石油需求強勁增長的期望。但是，最近幾個月的經濟數據依然令人失望，顯示經濟放緩趨勢仍在持續，零售銷售增長下滑，

OPEC先發制人的減產旨在將油價保持在高位



來源：彭博，星展銀行

投資和信貸增長受到房地產行業困境的拖累。在這種情況下，我們對2023年中國GDP增長5%的預測可能會面臨下行風險。儘管當局已開始降息，並可能考慮採取溫和的刺激措施來恢復經濟增長，但中國經濟和石油需求增長速度面臨的風險將繼續限制人們對油價的樂觀預期。

2023年至2024年每季度的平均油價預測 – 星展銀行的基本假設情景

(每桶美元)	23年1季	23年2季	23年3季 (預)	23年4季 (預)	24年1季 (預)	24年2季 (預)	24年3季 (預)	24年4季 (預)
布蘭特 原油均價	82.0	77.5	85.5	90.0	82.5	82.0	82.0	79.0
西德中質 原油均價	76.0	73.5	81.5	86.0	79.5	79.0	79.0	76.0

來源：星展銀行

GDP增長和CPI通脹預測

	GDP增長率,同比%				CPI通脹率,同比%,平均			
	2021年	2022年預	2023年預	2024年預	2021年	2022年預	2023年預	2024年預
中國內地	8.1	3.0	5.0	4.5	0.9	2.2	1.0	1.8
中國香港	6.3	-3.5	4.8	2.0	1.6	1.9	2.0	2.0
印度	8.9	6.7	5.8	6.0	5.1	6.7	5.8	4.0
印度(財年)*	9.1	7.2	6.0	5.8	5.5	6.7	5.5	4.2
印尼	3.7	5.3	5.0	5.0	1.6	4.2	3.7	3.2
馬來西亞	3.1	8.7	4.0	4.8	2.5	3.4	2.7	2.5
菲律賓**	5.7	7.6	5.8	6.5	3.9	5.8	5.4	3.2
新加坡	7.6	3.6	1.2	2.8	2.3	6.1	4.7	3.5
南韓	4.1	2.6	1.5	2.4	2.5	5.1	3.4	2.0
台灣地區	6.5	2.4	0.5	3.5	2.0	2.9	2.3	1.4
泰國	1.5	2.6	2.8	3.8	1.2	6.1	1.7	2.0
越南	2.6	8.0	4.6	6.5	1.8	3.2	3.0	3.5
歐元區	5.3	3.5	0.6	1.0	2.6	8.4	5.6	2.5
日本	2.2	1.0	2.0	1.0	-0.2	2.5	3.0	1.0
美國	5.9	2.1	2.0	1.2	4.7	8.0	3.9	3.0

*指財政年度，即2020年代表FY21 - 截至2021年3月的年度。*1年期借貸利率。

來源：CEIC，星展銀行

3個月期新元掉期利率3M SOR。*最優惠利率。

政策利率預測，截至季尾

	23年第1季	23年第2季	23年第3季	23年第4季	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季
中國內地*	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
印度	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.00	5.75	5.50
印尼	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	4.75	4.75	4.75
馬來西亞	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	6.25	6.25	6.25	6.25	5.75	5.25	5.25	5.25
新加坡**	3.53	3.62	3.75	3.75	3.75	3.62	3.35	3.08
南韓	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
台灣地區	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
泰國	1.75	2.00	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
越南***	6.00	4.50	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
歐元區	3.50	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00	3.50
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
美國	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50

*1年期借貸利率。**3個月期新元掉期利率3M SOR。***最優惠利率。

來源：CEIC，星展銀行

不冷 也不熱

美國股市 4Q23

美國經濟軟著陸指日可待。對於23年第4季度，我們尋求關注以下主題—選擇性技術類股票、更高的壽命和人口老齡化。繼續看好科技、通信服務、金融和醫療保健領域的股票。

03. 美國股市.

鄭迪倫
策略師

在宏觀動態不斷變化的情況下，標準普爾500指數表現有所放緩。在經歷了2023年第2季度的高活力之後，標準普爾500指數上升了8.7%（基於總回報率），而在2023年第3季度，表現又恢復到較為疲弱的水平，總回報率為0.6%（截至9月6日）。雖然公用事業（-5.6%）和必需消費品（-3.3%）等防禦性行業是業績的主要拖累，但能源行業表現出色。由於對全球供應緊縮的擔憂，能源板塊借助原油價格的上升勢頭，上升了12.4%（遠遠超過通信服務板塊5.4%的升幅）。

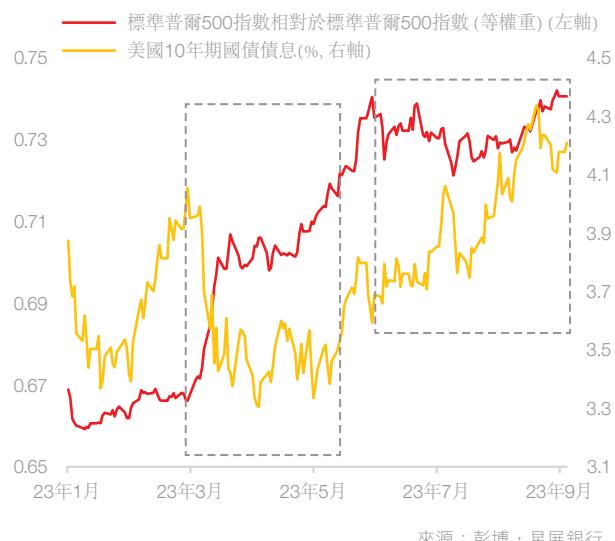
標普500指數第三季度上升完全由估值擴張推動



標準普爾500指數表現的細分揭示了兩件事：

1. 「軟著陸」預期上升，估值擴張：本季度所有升幅都是由估值倍數擴張而非盈利增長推動的。鑑於近期經濟數據的彈性，估值擴張反過來反映出人們對美國經濟可能實現「軟著陸」的樂觀情緒日益高漲。事實上，隨著美國經濟積聚動力，亞特蘭大聯儲預計GDP增長率為5.576%（7月3日為1.942%）。

隨著債券債息上升，成長型股票的表現將下降



2. 隨著債券債息上升，成長型股票的表現將下降：早在2023年第二季度，隨著成長型股票在債券債息下降的背景下上升，標準普爾500指數的表現大幅優於標準普爾500指數（等權重）。從估值角度來看，資本成本下降對成長型公司有利。然而，鑑於近期債券債息反彈以及「長期走高」的預期不斷上升，成長型股票的優異表現已大幅放緩，並且在利率保持高位的情況下仍將保持這種情況。

美國企業盈利：並不像最初想象的那麼糟糕。早在今年年初，華爾街就預計美國企業盈利將因利潤率壓縮而下降。鑑於利率上升預計將影響公司的營收，這種假設是有道理的。與此同時，勞動力市場的彈性和強勁的薪資增長預計將推高運營費用，從而導致公司利潤率受到擠壓。但最終，事情並沒有最初想象的那麼可怕。

按年初至今，標準普爾500指數過去12個月營業利潤率(OMR)下降1.1%。但儘管出現收縮，目前13.4%的OMR仍比12.0%的長期平均水平高出1.4個百分點。這種利潤率彈性反過來又轉化為強勁的盈利增長。在最近的財報季中，受技術、通信服務和醫療保健領域實力的推動，盈利意外仍高達79.6%。

投資者的行業配置：對電信服務和醫療保健抱有高度信心。EPFR Global的行業配置數據顯示，投資者目前對美國大多數行業

儘管面臨宏觀阻力，美國營業利潤率仍高於長期平均水平



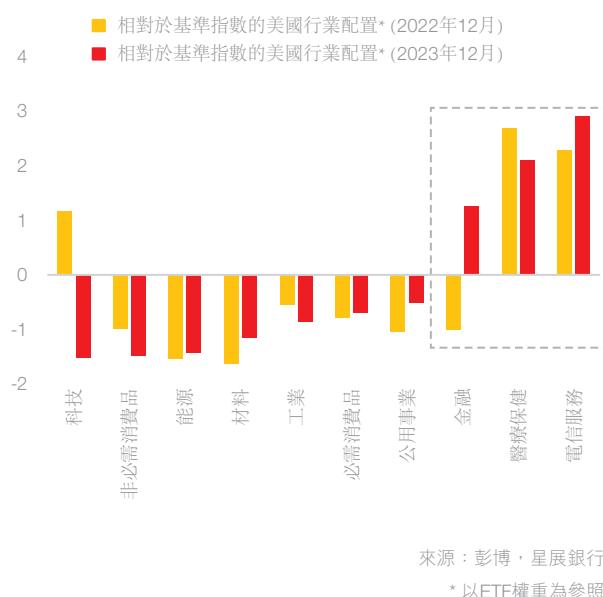
來源：彭博，星展銀行

的看淡是為了為其對電信服務、醫療保健和金融的看好提供資金。關鍵行業的轉變使得投資者從年初至今的科技股看好倉位（2023年12月看好1.2%）轉向金融股看好（2023年7月看好1.3%）。最新的部門分配數字顯示以下主題正在發揮作用：

- 科技相關投資的選擇性**：毫不奇怪，債券債息的上升迫使投資者削減了對科技相關股票的看漲立場。事實上，投資者已經轉向看淡科技股，轉而看好金融股。但並非所有與科技相關的股票都經歷了看淡。電信服務的行業配置實際上從2.3%上升至2.9%，這可能是由Alphabet和Meta Platforms等領頭羊公司的強勁勢頭推動的。

- 「長期走高」的重新出現：正如我們在資產配置章節中所強調的，鑑於(a)美國經濟韌性，(b)國債發行量增加，以及(3)日本央行放鬆YCC。債券債息上升有利於銀行淨息差的前景，這解釋了為什麼投資者在今年轉向看好美國金融股。
- 醫療保健的長期投資**：雖然今年投資者對醫療保健的投資略有放緩，但仍保持+2.1%的顯著看好。在人口老齡化的推動下，醫療保健仍然是一個長期的主題，該行業有望在2024年實現11.6%的盈利增長。

投資者看好電信服務、醫療保健和金融股



23年第4季度美國行業策略 – 維持主題策略

能源表現出色。2023年第三季度（截至9月6日），我們的「看好」評級比「看淡」評級高出4.4個百分點。在看好籃子中，通信服務業升幅最大，為5.4%，其次是金融業，升幅為1.7%。在看淡籃子中，表現最弱的板塊包括公用事業板塊（-5.6%）和必需消費品板塊（-3.3%）。與此同時，我們的中性評級籃子平均上升3.0%，這主要是由於本季度原油價格走高，能源股大幅上升（+12.4%）。

我們下一季度的行業分配沒有變化。我們的看好預測與市場大體一致，因為我們尋求接觸以下主題：

- 有選擇的持有科技股**：看好技術和通信服務
- 「長期走高」**：看好金融股
- 人口老齡化**：看好醫療保健

2023年第4季度美股板塊配置

美股板塊	看好	中性	看淡
	科技	房地產	公用事業
	通訊	能源	必需消費
	醫療保健	非必需消費	工業
	金融		材料

來源：星展銀行

美股板塊表現與主要財務比率

	年初至今的 回報 (%)	預測市盈率 (倍)	股價淨值比 (倍)	企業價值/ 息稅前利潤 (倍)	股本回報率 (%)	資產收益率 (%)	營業利潤率 (%)
標普500指數	0.6	20.6	4.2	14.1	17.6	3.6	13.4
標普500金融	1.7	14.4	1.8	-	12.1	1.3	18.9
標普500能源	12.4	12.1	2.4	5.5	26.0	12.7	17.3
標普500科技	0.5	30.2	10.5	23.2	29.1	12.1	23.6
標普500材料	-1.0	18.5	2.8	12.2	13.8	5.9	12.5
標普500工業	-0.8	19.7	5.2	14.6	25.4	6.7	11.8
標普500必需消費	-3.3	20.1	6.1	17.3	23.1	6.6	7.2
標普500非必需消費	-0.3	25.4	9.1	16.1	27.3	6.0	9.0
標普500通訊服務	5.4	18.7	3.6	13.5	11.3	4.4	14.8
標普500公用事業	-5.6	16.5	1.9	13.2	8.9	2.3	16.4
標普500房地產	-3.0	35.0	2.8	19.7	8.6	3.5	23.2
標普500醫療保健	-1.0	18.7	4.6	16.1	16.7	5.8	8.3

來源：彭博

* 截至2023年9月6日數據

企業盈利 可見度低

歐洲股市 4Q23

鑑於當前疲弱的宏觀經濟狀況以及對盈利可持續性的擔憂，我們預計短期內估值將保持低迷。此外，我們認為可能觸發當前水平上行重估的催化劑有限。

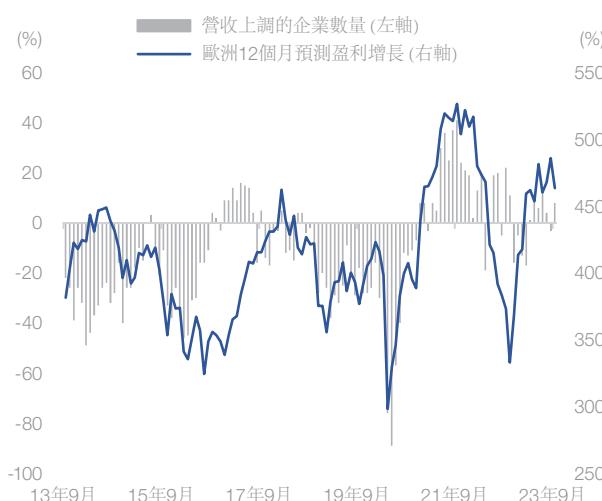
04. 歐洲股市.

吳琇瓊
策略師

利率上升抑制歐洲股市。歐洲股指今年上升了9%，其中大部分升幅集中在2023年上半年。在此期間，投資者對中國疫情後重新開放表現出樂觀態度，並欣慰地看到歐洲避免了潛在的衰退。然而，第三季度出現虧損主要是由於利率上升和經濟發展狀況不佳。

未出現上調盈利來推動股市上升。第二季度業績相當悲觀，大約20%的公司報告盈利意外樂觀。與上一季度相比，這一數字顯著下降，上一季度有61%的公司超出了盈利預期。因此，明顯缺乏推動股市上升所需的盈利上調。

指數上升所需的淨上調



來源:路孚特·星展銀行

歐元區避免了技術性衰退，但宏觀經濟仍然疲弱

歐元區經濟2023年上半年同比增長0.8%，較2022年3.4%的強勁平均增長有所放緩。不過，初步跡象顯示，隨著進入第四季度，這種減速已穩定在較低水平。

勞動力市場緊張、實際工資增長改善以及可支配總收入（無論是實際還是名義上）的增加都給家庭帶來了一些好處。值得注意的是，法國和西班牙的國內和全球旅遊業正在復甦，為整體增長做出了貢獻。

然而，鑑於近期全球能源價格反彈、地緣政治緊張局勢持續、通脹水平持續高企以及借貸成本上升，我們對消費支出大幅復甦的前景仍持謹慎態度。考慮到2023年9月的加息，本週期累計升幅達到創紀錄的450個基點。在此峰值利率上的任何長期暫停都將繼續凸顯貨幣狀況的收緊。

此外，最新的PMI數據顯示8月份進一步下滑，主要是由於服務業疲弱所致，而服務業通常被認為更具彈性。

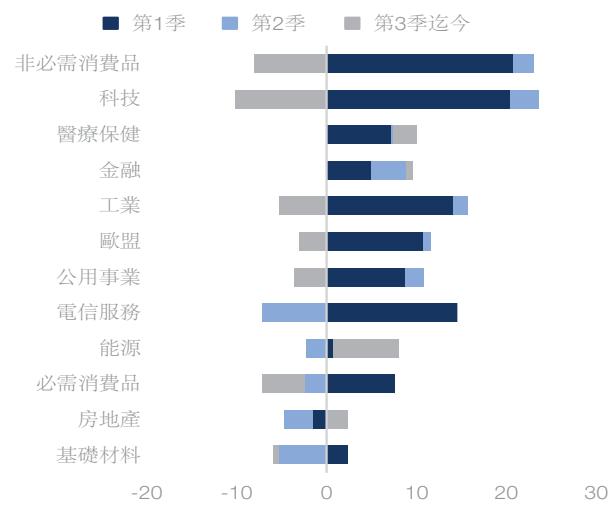
低估值但沒有重新評級的催化劑



來源:路孚特,星展銀行
註:範圍為平均值+/-1標準差

短期內估值將保持低迷。STOXXEurope600目前的預測市盈率為12.5倍，低於其10年平均水平14.2倍。鑑於當前疲弱的宏觀經濟狀況以及對盈利可持續性的擔憂，我們預計短期內估值將保持相對低迷，可能引發估值從當前水平向上重估的催化劑有限。引領指數上升的板塊是科技、非必需消費品和醫療保健。我們重申我們的積極立場，並繼續看好這些板塊，因為它們的盈利受到持久的長期趨勢的支撐。

歐洲年初至今各板塊表現



來源:路孚特,星展銀行

相比之下，我們將歐洲石油巨頭的評級下調至中性。這一調整受到較高利率環境的影響，隨著債息息差收窄，投資者對派息股票的興趣正在減弱。

能源—油價和盈利增長近期見頂

2024年油價走勢將小幅走低。布蘭特原油價格在一段時間內保持在70-80美元/桶的區間，第三季度攀升至100美元/桶。這一增長是由供需更快平衡以及沙特阿拉伯單方面減產和季節性需求增加可能出現的供應短缺市場推動的。然而我們認為要將油價維持在目前的水平，OPEC+需要嚴格的供應紀律，特別是通過沙特阿拉伯的出口限制，以及俄羅斯可能的一些出口限制。預計2023年下半年將出現供需平衡，這在很大程度上是人為的，一旦部分供應削減逐步逆轉（可能在2024年），油價可能會回落。因此，我們預計2024年油價軌跡略有下降。我們目前對布蘭特原油價格的平均預測為85-90美元/桶（2023年下半年）和80-85美元/桶（2024年），存在上行傾向。

對能源板塊持中性態度。在2021年和2022年與油價飆升相一致的盈利增長峰值之後，我們預計歐洲綜合石油巨頭在接下來的幾年中將經歷平穩的盈利增長，股息增長預計也將保持平穩。我們對歐洲綜合石油巨頭的主要興趣在於它們產生自由現金流和提供高股息的能力。然而，隨著歐元區債券債息從兩年前的低點-0.6%升至2.5%，5.2%的股息現在被認為不如以前那麼有吸引力。此外，該行業的公司選擇股票回購而不是股息作為獎勵股東的手段。儘管從長遠來看，此類決策應該有利於股東，但在全球情緒疲弱的背景下，該行業的市盈率持續下降。因此，我們將該行業的立場調整為中性。

歐洲石油巨頭盈利增長與油價對比



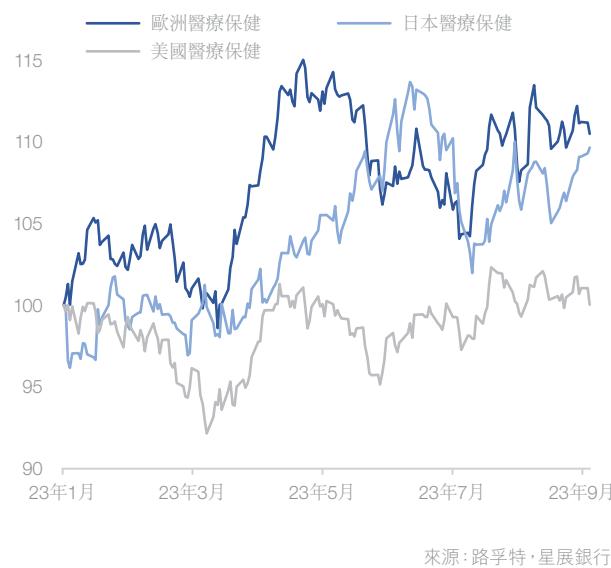
來源: 路孚特, 星展銀行

醫療保健

追捧制藥和醫療科技子行業。全球醫療保健行業在市場低迷時期始終表現出韌性，這主要是由於醫療保健服務需求缺乏彈性。有幾個因素決定了該行業的前景，包括人口老齡化、技術進步、醫療保健政策的變化、成本上升和富裕程度的提高。人口老齡化對醫療保健服務提出了更高的需求，而遠程醫療等創新則為提升護理和效率提供了機會。隨著全球疫情逐漸消退，醫療程序的強勁復甦、人員短缺的緩和以及新產品的推出可能會啟動一個推動增長的新興週期。

我們追捧在制藥和醫療技術設備子板塊運營的公司，特別關注擁有多元化產品組合的全球知名醫療保健公司。這些公司面臨的監管和定價壓力較小，並且面臨與藥物發現和專利期到期相關的風險也較小。

歐洲估值較低和監管風險較小導致業績差異



奢侈品行業—依然流行

尋找奢侈品行業的優質股票。在最新的2023年第二季度財報季中，非必需消費品行業的銷售額同比增長最高，達到12.1%。在這一領域，由於歐洲和中國的強勁銷售，LVMH（路威酩軒）和愛馬仕等奢侈品品牌的收入分別同比增長13%和22%。這一出色的盈利勢頭與今年歐洲非必需消費品行業約12.8%的升幅大體相關（而STOXX歐洲600指數約5.5%）。

奢侈品公司正在投資營銷舉措、品牌重塑工作和收購，以佔領更大的市場份額，其中主要包括千禧一代的消費習慣和不斷擴大的中產階級。一個值得注意的例子是蒂芙尼公司，其強勁的業績可歸功於其被路威酩軒集團收購後實施的新策略。這一戰略轉變涉及在廣告中更加關注社交媒體和名人代言，成功地與年輕消費者建立聯繫。因此，蒂芙尼現在成為該集團的第二大品牌。

長期趨勢上升



來源:路孚特,星展銀行

我們對該行業的積極態度依然存在，建議投資者積累該行業的優質股票。中國出境旅遊限制的取消可能會導致全球範圍內中國遊客的增加，為進一步增長提供有利的背景。

銀行—政府干預的擔憂持續存在

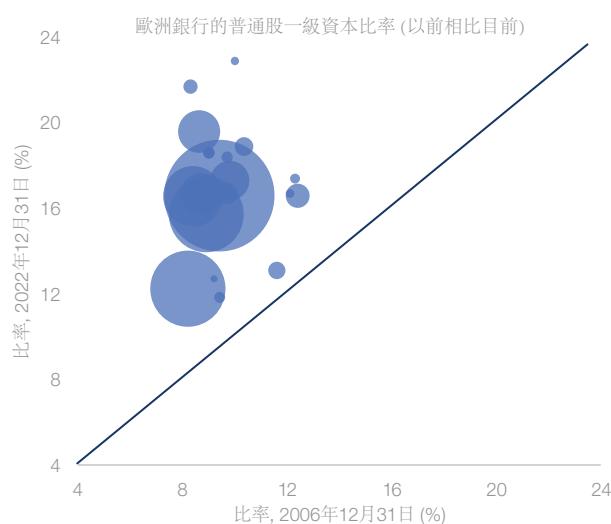
對銀行業的信心仍然很低。與大盤相比，銀行業目前的交易價格大幅折扣。投資者正在尋求更高的風險溢價，以彌補政府進一步意外干預的可能性。最近的事態發展，例如意大利政府宣佈對意大利銀行產生的超額利潤制定新的稅收目標，引發了人們對類似稅收措施可能擴展到其他歐洲國家的擔憂。由於該行業在政府的建議下於2020年暫停派息，以及瑞士信貸銀行的突然結算和最近的收購，加劇了這些擔憂。

儘管存在這些不確定性，歐洲銀行仍保持穩健的資產負債表。與後全球金融危機時期銀行因去槓桿化和資本要求上升而面臨重大資本挑戰相比，它們的資產負債表目前資本充足，平均CET1比率為15.5%。與全球金融危機之前的時期不同，家庭儲蓄率仍然較高，企業資產負債表相對健康。

然而，盈利前景依然黯淡。積極的利率緊縮措施及其對實體經濟的後續影響抑制了企業和家庭的信貸需求。7月份的銀行貸款調查報告顯示，2023年第二季度企業貸款淨需求大幅下降，達到2003年調查開始以來的最低點。高利率、房地產市場前景疲弱和消費者信心不足也影響了購房需求。

鑑於對宏觀經濟環境、信貸緊縮和盈利可持續性的持續擔憂，我們預計短期內估值仍將受到限制，推動行業價值重估的催化劑有限。

資本充裕的資產負債表



註: 45度線以上的氣泡顯示，與全球金融危機前相比，現在的充足率更好

來源: 路孚特, 星展銀行

歐洲科技板塊

歐洲科技板塊的基本面保持不變。雖然歐洲科技股的表現可能落後於美國科技股，但它仍是歐洲市場今年以來表現最好的板塊。該板塊由於美國債券債息在第三季度的上升受到了全球科技行業整合的一些影響。不過，其基本優勢和基本面依然保持不變。

特別強調的是，歐洲半導體行業正在持續的數碼化趨勢和去全球化轉變的風口。歐洲半導體公司主要專注於製造設備和芯片設計等上游業務，資本支出基本穩定。這些公司在各自的細分領域擁有技術領先的競爭優勢。例如，ASML生產全球最先進的計算機芯片，並在這方面佔有獨特的地位。值得注意的是，ASML的尖端芯片製造技術，包括沉積和沉浸光刻系統，以對中國實施由拜登政府首先倡導的出口限制。

歐洲科技行業在歐洲處於領先地位



來源:路孚特,星展銀行

在美國，最近頒佈的《芯片與科學法案》為半導體研究、研發和制造撥款超過520億美元，同時還為資本支出提供25%的投資稅收抵免。預計這項立法將促使許多公司加快對製造業的投資，從而促進半導體行業的資本支出前景。同樣，歐洲和日本也實施了類似的芯片法案或計劃，以建立本地製造能力並加強芯片安全。

迎接 通貨 再膨脹

日本股市 4Q23

受惠於名義GDP成長增加、日圓疲弱以及持續的企業改革，企業營收和估值偏低為日股提供了目標價格上調的潛力。

05. 日本股市.

吳秀瓊
策略師

股市上升動能轉弱。東證一部指數在今年上半年表現強勁，上揚20%後，市場動能於第3季趨緩，僅上升約5%；主要因美國經濟成長優於市場預期導致美國國債殖利率上揚，市場降低聯儲局降息的預期，且市場也擔憂美國企業債券的信用評級下調將引起財政方面的疑慮。央行政策面部份，日本央行的國債債息曲線控制政策也將10年期日本國債的上限從0.5%提高到1%。

日股目標價格還有被上調的空間。由於市場對日本企業盈利的狀況進行評估，TOPIX的漲勢暫停。2023會計年度第1季企業財報普遍優於市場預期，促使約20%的日本企業調高盈利預估。平均12個月的盈利成長率預估從年初的3.7%升至目前的7.8%。隨著名義GDP成長增速、支持性政策的推出、日圓疲弱和企業改革的推動，獲利可望支撐日股的基本面；儘管升幅可能趨緩，但這些因素可望繼續支撐市場表現。此外，目前日股的市盈率處於14倍附近，也是其10年均值，並且仍有進一步提升的空間，這也支持對日股樂觀的展望。

迎接通貨再膨脹

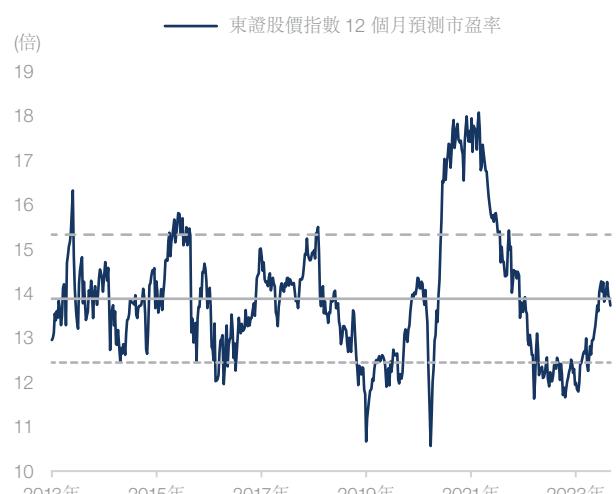
今年上半年，日本名義GDP增長加速，第二季年增率為5.4%。然而，這樣的成長主要是由通脹率升至3.3%和實質GDP成長2%所帶動。儘管這些數據高於歷史均值，

積極的企業盈收數據



來源:路孚特,星展銀行

平均市盈率有被上調的空間



來源:路孚特,星展銀行

但它們的可持續性以及對長期成長的影響仍存在不確定性。岸田新內閣政府將推出經濟刺激方案，其中包括應對通脹和人口減少等問題的措施，借以令日本經濟能夠「進入新的階段」。

央行行長植田和男認為，立即退出超寬鬆貨幣政策的可能性微乎其微，他認為，由強勁國內需求和較高薪資成長所帶動的通脹對可持續的通脹是必要的。本行的分析員認為，通貨再通脹的交易需要盈利的支撐才能夠持續。這些可能包括擁有較高全球市佔率的大型出口類股、零售和飲食業的非必需消費類股、半導體類股和銀行類股。

政府政策支持「經濟重要產業」借以維持成長

雖然全球貿易低迷，但日本的出口表現優於周邊國家。這種韌性可以歸因於其多元化的出口組合，包括電子、汽車、機械、高精設備以及新興旅遊業（被歸類為服務出口）。這些產業存在互補性，藉由各自的週期性降低對整體經濟的影響。例如，由於肺炎疫情後的供需變化和庫存去化，電子產業面臨挑戰。相反地，受惠於供應鏈穩定和晶片短缺情況的趨緩，佔日本出口總額17%的汽車產業則是正在復甦。這些經濟重量級的產業，長期以來培養了在全球市場的領導企業，並證明了它們的實力。

2020年以來，日圓匯率下滑約25%



來源: CEIC, 星展銀行

弱勢日圓給予強力的支撐。市場普遍預期，官方的支持措施將凸顯這些產業的經濟重要性。其中一個例子是疲弱的日圓，2020年初疫情爆發以來，日圓的名義有效匯率已經下滑了約25%。疲弱的日圓倒是增強了日本的出口競爭力，並鼓勵日本跨國公司在疫情後供應鏈重建中重新回流生產。此外，弱勢日圓也有助於當地旅遊業的復甦。

淨零碳排的目標為關鍵動能。日本政府和產業領袖合作並實現國家策略目標的另一個例子是半導體領域的投資，借以生產先進晶片。政府已經與汽車產業和工業集團合作，共同研發能源解決方案，實現淨零碳排的目標。

旅遊業蓬勃發展。值得注意的是，肺炎疫情後，日本的旅遊業表現優於亞洲地區其他國家。疫情前，中國遊客是旅遊業的主要來源國，但在疫情後，日本成功地將遊客來源多樣化。入境日本的外國遊客人數回升至疫情前水平的80%。中國遊客在2019年佔日本總遊客數的30%，但2023年上半年僅5%；亞洲其他地區的遊客則是佔70%。較便宜的日圓匯率和日本吸引人的旅遊資源強化了這個令人印象深刻的復甦。

本行分析員認為，為了抓緊目前的趨勢，投資者的佈局應著重於策略性關鍵產業中具有全球領先地位的公司。

消費因購買力減弱而受到壓抑

薪資成長是個阻礙。從國內經濟的角度看，通脹的顯著上揚主要因日圓貶值和進口成本的增加，這可能壓抑期待許久的國內消費復甦。儘管春斗薪資談判後，薪資有所成長，但尚無法對抗通脹壓力。

因此，實質薪資的減少已壓抑消費者的購買力，抑制了整體消費。本行的分析員認為，官方需採取進一步措施增強家庭財富。有趣的是，政府一直在推動個人藉由投資股市來積累財富。極低的利率環境、資產價格上升、就業市場改善以及消費者信心的恢復同時增強了消費前景，特別是在特色零售和餐飲等領域。

薪資成長落後通脹



來源:路孚特,星展銀行

日本的半導體產業

美國費城半導體指數今年表現亮麗，遠優於標準普爾500指數和其他主要指數。日本半導體指數也表現出色。

全球半導體表現強勁



來源:路孚特·星展銀行

本行分析員預測，在政府大力的支持下，日本半導體產業將繼續受惠於全球數碼化和去全球化的趨勢。首相岸田文雄已承諾投入數十億美元的補貼，借以提升晶片生產的能力，促使日本能夠利用美國和中國兩國關係緊張之際，重新取得半導體製造業的領導地位。日本的晶片製造設備和材料領域的關鍵地位是日本重新成為全球領導的重要因素。日本已設定在2027年建立先進晶圓廠，預計在四年內挑戰台積電並量產2納米晶片的目標。

軟銀集團旗下的英國半導體設計巨頭安謀今年9月在美國上市，在日本半導體領域引起高度關注。安謀以晶片設計和技術授權的專業知識而聞名，這在每年生產超過10億部智慧手機中所扮演的關鍵角色可見一斑。

日本銀行業

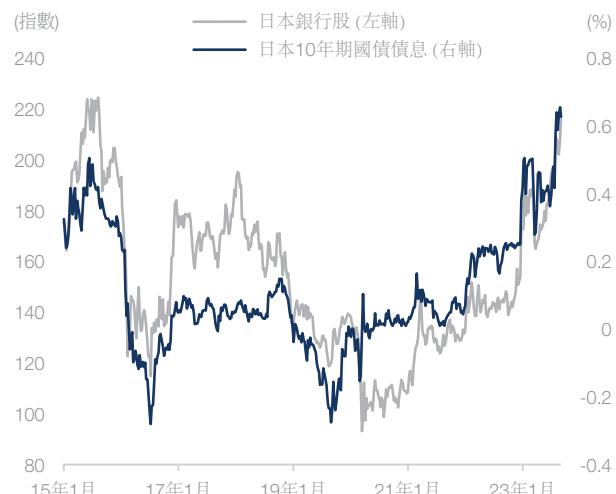
隨著央行對控制國債殖利率曲線上限逐漸放寬，日本銀行類股也顯著回升。這樣的調整已經發生兩次，第一次是2022年12月，最近一次是今年7月，現在日本10年期國債債息上限已升至1%。

當經濟處於通貨再膨脹的時期，銀行類股是主要受惠者，獲利通常也表現出色。除了來自業務組合或貸款組合的轉變、手續費收入相關服務的成長和營運成本降低所帶來的盈利改善外，銀行類股也可望受惠於貸款成長和息差擴大。放棄負利率政策，可望提升銀行類股的價值；因為這意味著銀行類股可望脫離多年負利率政策所導致的深度折價，且符合盈利前景改善的情況。

然而，對於銀行日本國債部位評價的部份，若日本央行決定完全放棄對債息曲線的控制，仍然存在擔憂。需要強調的是，銀行在資產負債表上持有日本國債，任何對會計價值的下滑主要會影響銀行的資本比率，並不會導致立即的損失。

一般而言，日本銀行業的資本充足率良好，可望承受這樣的損失，尤其是如果殖利率是逐漸上揚的情況。此外，銀行業擁有多元化且龐大的零售存款，其資本可望獲得基本的支撐。同時，由於息差擴大，基本盈利的改善可望抵消長期資本基礎的下滑。因此，整體而言，銀行仍可望受惠於較高的利率環境。

日本國國債債息和銀行類股同步走升



來源:路孚特,星展銀行

信心低迷 掩蓋 穩定的基本面

亞洲（除日本外）股市 4Q23

兩位數的盈利增長和對成熟市場的估值折讓支持了我們的看好立場。東盟將受惠於中國+1戰略帶來的外國投資者流入。繼續關注中國金融類股、科技平台公司、優質S-REITs和旅遊業。

06. 亞洲（除日本外）股市.

楊政齡
策略師

吳琇瓊
策略師

由於一系列挑戰影響了投資者的情緒和預期，亞洲（日本除外）股票今年的表現落後於全球市場，經歷年初的升幅後有所回落。

不利因素大於收益。由於該地區面臨一系列不利因素，比如聯儲局的鷹派立場對整體市場造成壓力，導致股票市場的表現每況愈下。作為該地區最大的經濟體和重要的貿易伙伴，中國的一系列不利事態發展，以及圍繞北亞的持續緊張局勢，進一步加劇了這種情況。

亞洲（日本除外）股票升幅回落



來源：彭博，星展銀行

亞洲（日本除外）各國有牢固的貿易關係

中國與東南亞國家的雙邊貿易, 3個月滾動平均 (十億美元)



來源：彭博，星展銀行

亞洲地區緊密聯系帶來的提振。儘管存在地緣政治方面的不利因素和全球經濟增長放緩，但不斷增長的雙邊地區貿易顯示，成員國之間的聯系更加緊密。值得注意的是，中國與東南亞國家之間的貿易總額持續上升，這凸顯了區域內相互依賴的重要性。

與美國債券債息呈反向關係

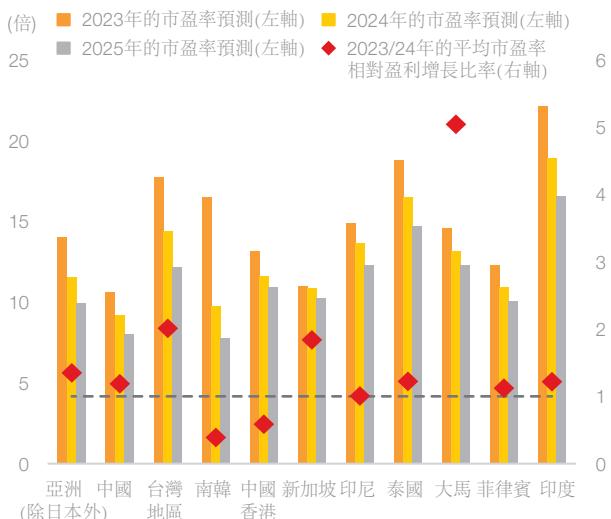


來源：彭博，星展銀行

亞洲（日本除外）股票回報率與美國利率之間存在密切的負相關關係。雖然聯儲局基金利率目前可能保持高位，但我們認為加息週期已接近尾聲。有鑑於此，在市場等待成熟市場放鬆貨幣政策的同時，預計該地區的股票將在當前水平上形成底部的基礎。

謹慎預期已反映在股價中。2023年亞洲經濟增長乏力，隨著亞洲地區逐漸擺脫疫情影響，預計亞洲（日本除外）企業部門2024年和2025年的盈利增長分別為22%和16%。9至11倍的預期市盈率顯示，股價已很大程度上體現出投資者的謹慎預期。

亞洲（日本除外）市場：各個市場估值分化



來源：彭博，星展銀行

在該地區，北亞的盈利預計將在未來兩年內增長15-16%，原因如下：

1. 隨著政府措施在2024年開始反映，中國股市在經歷了2023年的疲弱期後將出現復甦。
2. 台灣地區企業的盈利得益於人工智能的廣泛應用而推動了對半導體的強勁需求。
3. 預計未來兩年東南亞的盈利將增長7-8%。

與全球其他地區相比，亞洲地區市淨率出現大幅折讓，這是由市場情緒和信心造成的，而非盈利質量的問題。考慮到隨著時間推移和前景的復甦，我們預計大幅折讓將會收窄。

估值差距不斷擴大



估值低於歷史平均值



中國 - 等待政策實施

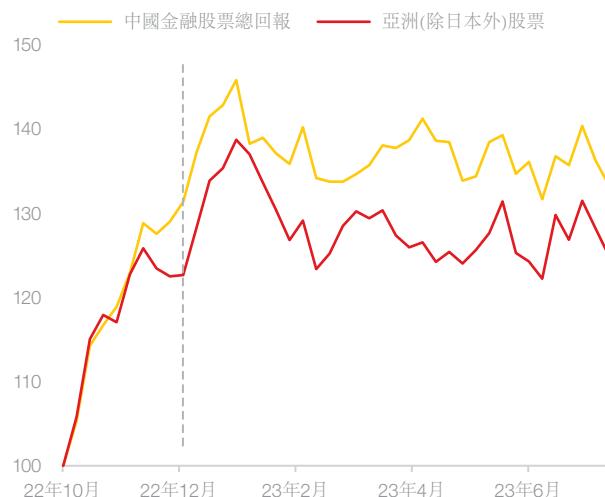
中國銀行業從年初至今的升幅已大幅回落。中國股市和金融類股面臨拋售壓力，較今年各自的峰值回落了約20%。我們對中國股市和金融類股的看好在本週期的早期收到了良好的效果，自黨的全國代表大會結束以來，它們分別實現了近60%和50%的總回報率，但由於最近圍繞房地產行業的一系列不利發展因素，回落了一半的升幅，打壓了市場情緒和前景。

房地產研發商的財務困境給中國股市帶來了震盪，因為市場擔心這會給銀行業帶來災難性的後果，並給隨著增長放緩而波動的整體經濟帶來蔓延性影響。

與此同時，以下消息最近給中國金融類股帶來了壓力：

1. 恒大因未能償還部分債務和利息而面臨破產風險
2. 擔心碧桂園拖欠利息而出現債券違約
3. 中國央行宣佈三個月來第二次下調MLF利率至2.5%，這引發了市場對銀行利潤率和派息能力的擔憂
4. 管理著價值約1萬億元人民幣的資產管理公司中植集團未支付部分投資信託產品

中國金融類股表現出韌性（2022年10月底為基準）

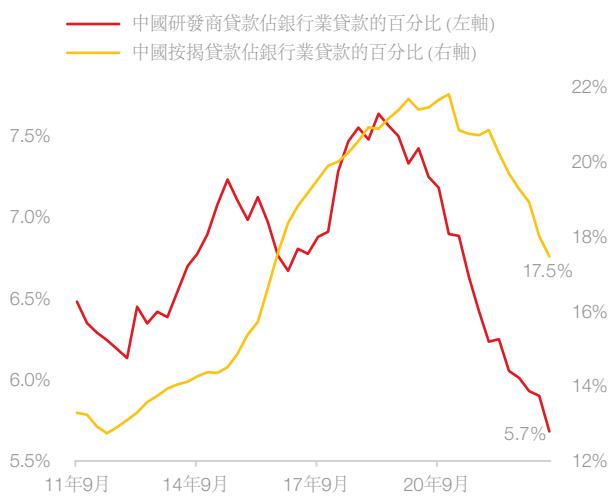


來源：彭博，星展銀行

銀行業處於防守狀態。儘管開發商受到償還債券和支付息票問題的困擾，但在過去四年中，銀行業一直在減少房地產相關貸款的風險缺口。截至6月底，房地產開發商貸款和按揭貸款佔銀行業貸款總額的23.2%，較19年第四季度的30%大幅下降。

值得注意的是，銀行業向開發商提供的貸款也從7.6%的峰值收縮至5.7%的多年低點。我們預計這下降趨勢在未來幾個季度將會持續，這將緩和對銀行資產質量的擔憂。

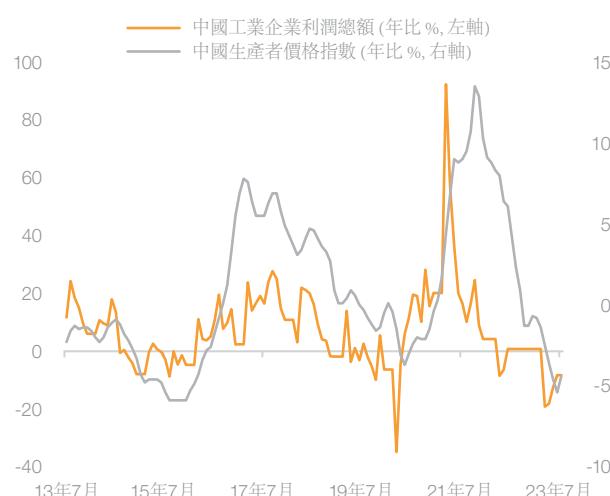
房地產貸款缺口下降



來源：彭博，星展銀行

預計政府將提供更多支持。中國宏觀經濟數據普遍弱於預期。出口萎縮、生產者價格指數下降和消費者信心指數偏低，促使政府將重點放在提振國內經濟和增強經濟韌性上。在這方面，我們預計政策制定者將推出更多的支持性措施，更重要的是，實施更有效的措施。

生產者價格指數(PPI)疲弱抑制工業利潤



國內信心不足

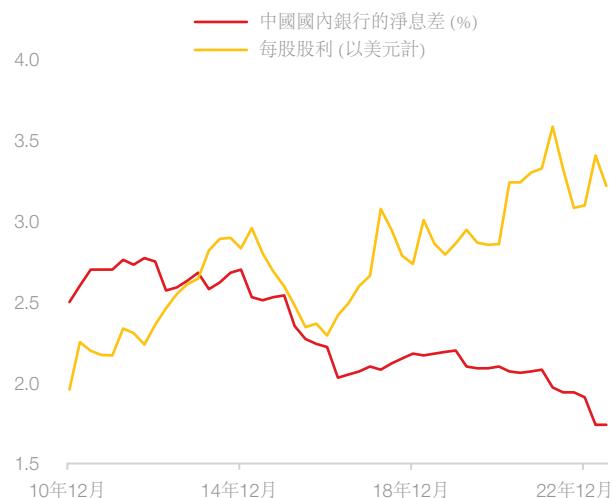


中國金融類股作為收益的來源

雖然中國銀行業的利潤增長在短期內可能會落後於GDP增長，但從長期來看，它們作為收入來源的角色依然不變。

這一點可以從淨息差和股息分配之間的分歧看出。自上世紀初以來，淨息差一直在下降，但這並沒有影響銀行的股息分配能力。同期，每股股息增長了60%，與淨息差趨勢相反。

股息分配未受淨息差影響

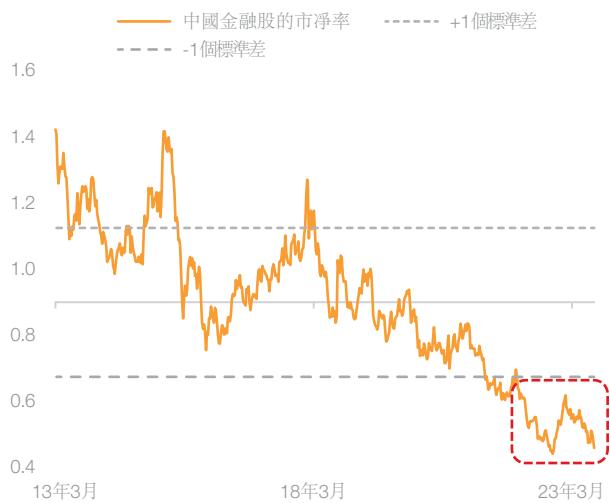


鑑於金融業對整體經濟和信心的重要性，我們預計政策制定者將採取一切可能的措施防止該行業發生危機。

儘管由於宏觀不利因素和債券債息上升導致投資資金從傳統派息股票流出，而該行業的估值持續走低，但我們對中國金融類股可持續派息的前提仍然成立。隨著成熟市場加息週期接近尾聲，繼續投資高股息債息股票的論調將再次出現。

我們仍然認為，基於當前價格的股息應保持在8%及以上。然而，在出現企穩跡象以及當局進一步的政策支持和實施之前，我們不會看好銀行和中國股票。

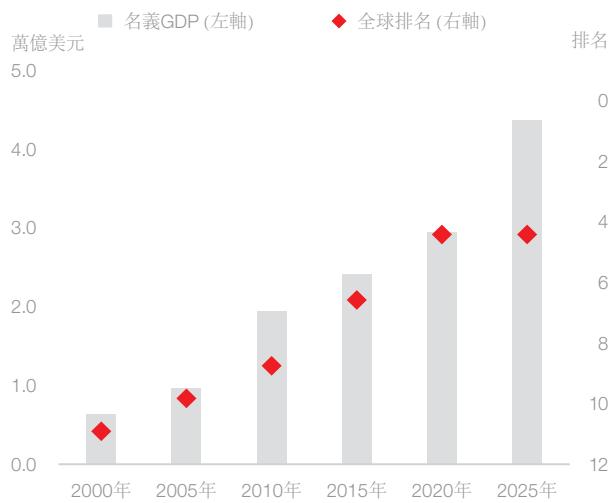
估值處於低位



東盟的韌性

我們預計，東盟六國經濟體將隨著有利的人口趨勢、區域一體化程度加強以及供應鏈多元化而蓬勃發展。這些因素有望使東盟經濟體免受全球經濟格局帶來的挑戰。東盟六國經濟體的表現強勁，超過了3.6%的全球增長率。這一成功可歸因於該地區經濟一體化程度的加強、中國的增長以及經濟指數的改善。在過去二十年裡，東盟六國的經濟經歷了顯著的發展，使其地位日益突出。預計到2025年，東盟六國的名義GDP將超過4萬億美元，使其成為全球第五大經濟體，僅次於美國、中國、日本和印度，並穩居亞洲第四位。

東盟六國名義GDP和世界排名





東盟面臨的直接挑戰

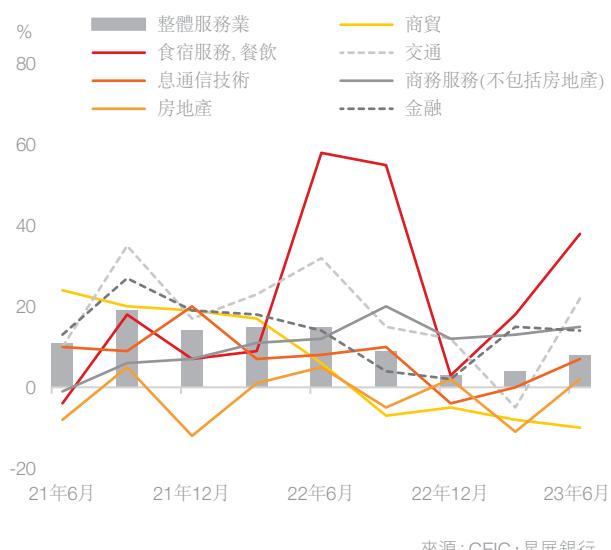
亮點在新加坡、泰國和印尼。東盟經濟體面臨的短期挑戰包括全球經濟增長放緩對出口導向型國家如新加坡、泰國和越南等產生了不利影響。此外，石油和食品價格上升導致通脹回升，可能促使中央銀行不得不進一步採取緊縮措施，從而抑制國內經濟增長。在資本市場流動方面，美元走強可能會導致資金從包括東盟在內的新興市場流出。從好的方面來看，中國遊客回歸所帶來的機遇將推動東盟國家的國際旅行和旅遊業的下一增長階段。新加坡、泰國和印尼是我們首選的東盟國家。

新加坡 - 看好旅遊服務業前景

儘管市場波動，旅遊業依然繁榮。2023年，在全球面臨外部挑戰的背景下，新加坡經濟正處於疲弱階段。儘管如此，服務業仍然保持韌性並繼續擴大，這主要歸功於旅遊相關的服務。截至7月，樟宜機場的客運量已恢復到2019年水平的45%。隨著航班連接逐步改善，預計下半年將有更多遊客湧入，尤其是來自中國的遊客。

鑑於疫情後全球航空客運活動大幅上升，渠道調查顯示，飛機維護、修理和運營（MRO）市場正變得越來越緊張。雖然航空公司仍有積壓的延期維修工作需要清理，但我們預計，由於新一代發動機普遍

服務業6個月預測業務預期有所下降，但仍保持樂觀



來源: CEIC, 星展銀行

存在技術問題，以及原始設備制造商交貨延期較長，促使航空公司推遲老舊飛機退役的時間，因此未來幾年內，MRO運營商的需求將有所增加。

酒店需求的驅動因素沒有改變，並足以支持23年下半年的強勁增長，這些因素包括(i)來自中國的入境人數大幅增加，(ii)隨著一級方程式賽車的舉辦，會展和獎勵旅遊活動將更加活躍，以及(iii)隨著航班運力的擴大，節約預算意識較強的旅行者將重新安排旅行計劃。由於債券債息上升，近期S-REITs行業出現了拋售，與去年同期相比，酒店S-REITs的入市價格具有吸引力。目前的價格對應的市淨率為約0.79倍，而

2022年8月為0.94倍。在運營方面，我們預計在2023年下半年，受海外市場推動，全年的每股分配（DPU）將按年增長15%，預期2023財年和2024財年的收益率分別為5.9%和6.5%。

儘管中國宏觀經濟數據疲弱，但2023年全球石油需求增長的趨勢也高於我們早前的預測。在多年投資不足之後，鑽井和浮式生產儲卸裝置（FPSO）等石油服務提供商的需求正迅速增長。

酒店行業歷史市淨率圖表（2017年 - 2023年7月）



泰國 - 政治透明度的影響

經過三個月的選舉僵局，泰國終於迎來了新總理。總理的任命降低了泰國增長前景面臨的最大國內風險和不確定性。隨著政府的成立和組建，我們預計商業環境會有所改善。新政府的首要任務是維持泰國疫情之後的經濟復甦，目前泰國的經濟復甦落後於亞洲其他國家。外國投資者的持倉較少，加上低估值和國內經濟復甦的背景下，證實了我們對市場的建設性看法。

旅遊業是泰國的主要驅動力。泰國消費者信心指數連續第13個月上升，並在6月23日創下40個月以來的新高。除非住宅領域外，私人消費繼續擴大，已經超過疫情前的水平。隨著國際遊客人數的加速增長，我們預計該指數將有所改善。2023年上半年國際遊客總數達到1,290萬人次，有望實現BOT 2023年2,900萬人次的目標。隨著對團體旅遊限制的放寬，預計來自中國的遊客人數將在下半年加速增長。

我們首選的板塊是國內消費復甦、旅遊和醫療旅遊的受惠者。重點關注在各自行業中擁有強大的現金流生成能力、積極的盈利前景、穩健的資產負債表和估值合理的領先企業。

泰國需要警惕的主要風險因素是，全球經濟形勢嚴峻，出口疲弱，以及厄爾尼諾效應帶來的農業產出風險。

印尼 - 關注2024年總統選舉

看好銀行和消費板塊。印尼將於2024年2月舉行下一屆總統選舉，佐科維的兩屆任期限制將結束，新總統將於2024年10月就職。我們對維持政治穩定持樂觀態度，尤其是在佐科維在議會中獲得超級聯盟支持的情況下。佐科維第二任期（2019-2024年）最重要的發展之一是強勁的外國直接

投資勢頭和可控的通脹。近期的趨勢是積極的經常賬戶、低通脹、穩定的印尼盾和國內生產總值恢復到5%，這應該會增強外國投資者對該國的信心。我們仍然看好銀行和消費板塊，並認為他們是人口結構和城市化長期趨勢的受惠者。

中國近期經濟放緩可能會抑制大宗商品價格，美元走強會分散新興市場的外資流入，以及厄爾尼諾現象對食品價格和通脹的影響是值得關注的主要風險。

消費者信心指數穩步上升



來源: CEIC, 星展銀行

印尼市場表現與大宗商品相關



來源: 路孚特, 星展銀行

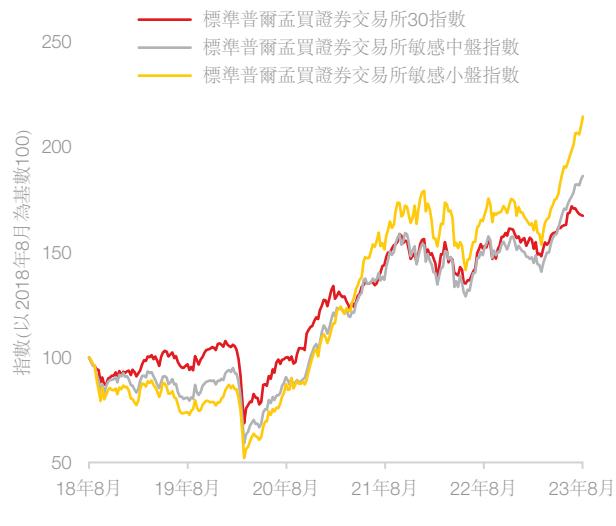
印度 - 收入和GDP增長突出

印度的吸引力與日俱增。在積極的盈利勢頭和外資流入的推動下，印度Sensex指數飆升至新高。有利的宏觀趨勢，包括通貨緊縮，印度儲備銀行加息停止，以及外國直接投資興趣增加，使得將印度視為中國的替代品，因為中國的增長和刺激政策令市場失望，進一步增強了印度的吸引力。

在印度，年輕、不斷增長的人口支撐著國內需求的增長，這顯示其主要消費品行業的穩健，而龐大的無銀行賬戶人口和政府對數字銀行的推動則支撐著銀行業的潛力。除了龐大且快速增長的人口外，支持性政策的推動以及對促進製造業增長的投資的關注也將推動印度製藥業的發展。促進投資的政策也將有利於印度充滿活力的IT服務業，印度國內的企業巨頭在利用全球數字經濟的長期增長趨勢的方面處於有利地位。

我們建議通過中／小盤共同基金向印度投資，它可以捕捉世界第五大經濟體名義GDP帶來的機遇，但由於其人均收入滯後，仍有很大的增長空間。

印度中小盤股的機會



來源：路孚特，星展銀行

亞洲（日本除外）市場 - 選擇性和主題性

可靠的基本面因素支持我們對亞洲（日本除外市場）持續採取建設性立場，包括估值折讓、穩定的盈利趨勢和中等收入支出的存在。此外，東盟也將從加強與中國的關係中受惠。

我們建議對亞洲（日本除外）市場保持選擇性和主題性的投資策略，因為各個國家和行業的復甦和重估並不相同。

尋找 中性利率

全球利率 4Q23

儘管進一步加息緊縮的大門並未關閉，但政策制定者已轉向更為平衡的立場。美國和歐元區的短期利率已趨於穩定，而長期利率還尚需時日。風險回報傾向於2-5年存續期板塊。

07. 全球利率。

成熟市場正尋找能夠與未來幾年的動蕩環境相匹配的新中性利率。從週期來看，聯儲局和歐洲央行即使還沒達到其各自緊縮週期的尾聲，可能也已十分接近。本輪週期中，聯儲局和歐洲央行已經分別加息525個基點和425個基點。儘管進一步緊縮的大門並未關閉，但政策制定者似乎已轉向更為平衡的立場。如果我們的觀點是正確的，那麼2年期美國國債和歐洲政府債券的上行空間應該有限。在G3國家中，只有日本央行被認為在應對通脹方面仍落後於世界其他國家。然而，儘管日本央行行動緩慢，但本輪週期中它也緊縮了兩次，目前將10年期日本國債債息上限設定為1%。

美國和歐元區的短期利率已趨於穩定，而長期利率還在尋找落腳點。在過去幾個季度裡，經濟衰退的擔憂情緒十分強烈，美國國債和德國國債債息曲線倒掛也反映了這一點。面對各央行大幅加息、銀行業承壓以及美國債務上限困局等不利因素，投資者開始擔心經濟下行風險和聯儲局降息問題。但此後市場焦點又轉向了經濟韌

廖裕銘

策略師

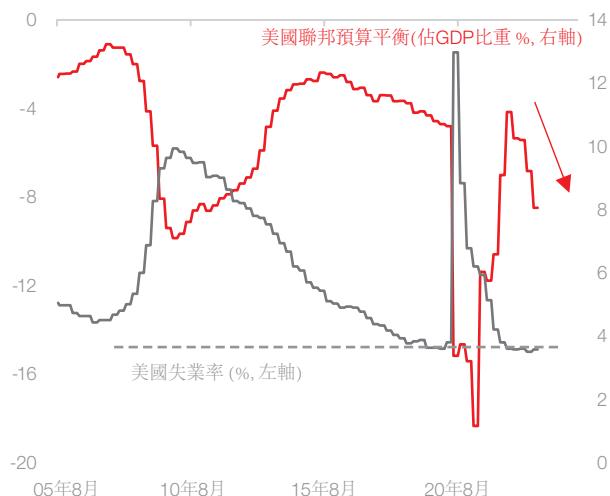
陳慶翰

策略師

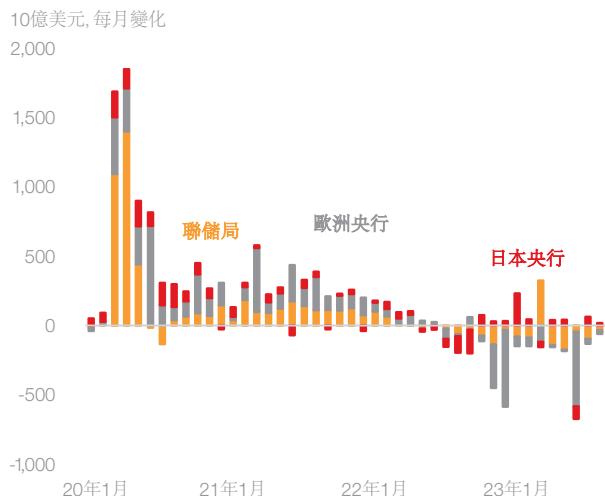
性、長期高利率、美國國債的大規模發行，以及日本央行減少干預（允許市場在決定10年期日本國債債息方面發揮更大作用）。我們還應該認識到，聯儲局和歐洲央行的量化緊縮仍在繼續。在其他條件不變的情況下，私營部門將不得不為不斷增加的政府債務提供資金。量化緊縮可能還會持續一年左右。輕微的經濟衝擊（即使導致有降息的必要）可能都不足以讓聯儲局或歐洲央行暫停量化緊縮。所有這些都顯示，債券期限越長，應該給予越高的期限溢價。

我們偏好安全性高的短存續期政府債券（2年期至5年期），因為聯儲局和歐洲央行的大部分緊縮政策已經完成。由於這些債券債息較高（還未消化太多降息預期），一旦全球經濟出現問題，它們可能就是一種安全投資。相反，對於長期債券則需要考慮更多因素。從曲線來看，我們仍然認為最有可能出現的情況是變陡。近幾個月出現了「熊市走峭」，但隨著經濟下滑趨勢日益明顯，可能會轉變為「牛市走峭」。

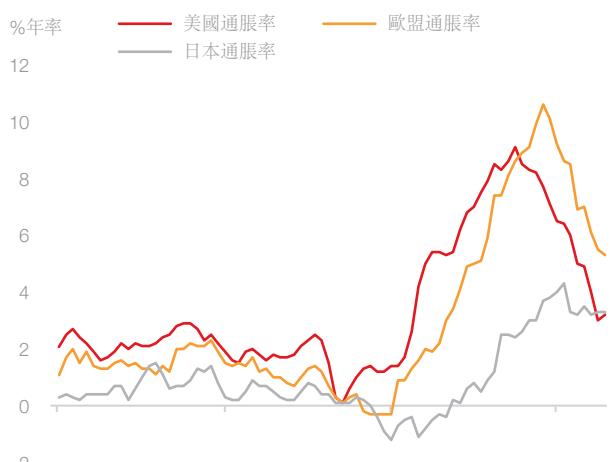
對美國財政的擔憂提升期限溢價



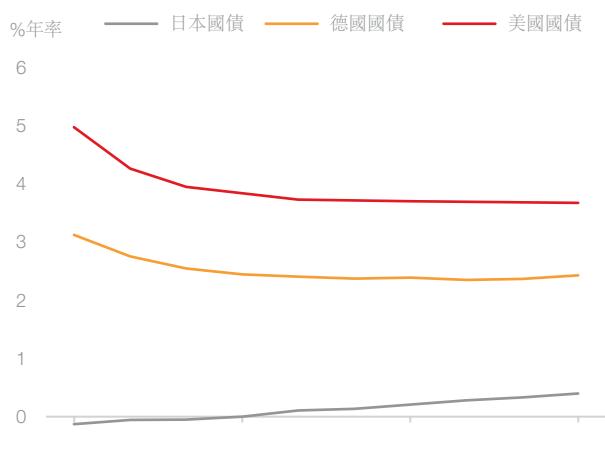
量化緊縮可能將再持續一年



遏制通脹的簡單部分已完成



因嚴重倒掛開始變陡



亞洲利率

人民幣利率：經濟增長的悲觀情緒

對中國前景的情緒仍然相當悲觀，因為經濟數據繼續令人失望，而且負面消息（圍繞房地產研發商和信托公司）引發了對金融風險蔓延的擔憂。政策制定者繼續承諾將支持經濟。如果支持舉措仍然偏重於進一步降息（公開市場操作利率／中期借貸便利利率／貸款基礎利率／存款利率／抵押貸款利率），那麼掉期利率可能會進一步下降。如果支持舉措轉向財政政策（例如，增發地方政府專項債券）或大力支撐房地產行業，這將更加有助於掉期利率探底。我們的基本情景預測是人民幣利率將穩定在當前的低位，上行空間不大。流動性看上去似乎足夠，但未必就是充裕的—與2022年第二季度至第四季度相比，7天回購定盤利率相對於公開市場操作利率並不低。如果我們注入更多流動性以規避蔓延風險，定存利率可能會走低。

印尼盾利率：存續期提升的空間有限

由於聯儲局利率見頂依然存在不確定性，印尼央行不太可能發出降息信號。10年期印尼國債不再具有吸引力—以下因素可能會將10年期美國國債收益的轉嫁率維持在60-80%的較高水平。首先，美元升值／印尼盾貶值將推高外匯風險溢價，國際投資者將需要獲得更高的印尼國債債息作為補償。第二，從估值角度看，10年期印尼國債-美國國債債息差應該被視為空間大且時間長，因此傾向於再次擴大。第三，由於曲線平坦且近期印尼央行的降息預期低，特別對於國內投資者來說，購買長期印尼國債的理由蒼白無力。我們認為10年期印尼國債債息相對於近端債息（0-3年期）至少需要進一步走峭30個基點，當地投資者才會普遍更加願意延長存續期。

中國掉期利率尚未見底



來源：彭博，星展銀行

印尼國債曲線平坦意味著延長存續期的動力不足



來源：彭博，星展銀行

印度盧比利率：大量債券供應和食品價格波動

印度央行承認，最近食品價格堅挺將顯著推高近期的通脹數據，但目前預計通脹將在7月至9月的第三季度見頂，並在隨後幾個季度放緩。然而，如果價格衝擊變得更加頻繁或持續，印度央行申明會隨時準備進一步加息以穩定通脹預期。由於7月和8月CPI數據已突破印度央行通脹目標區間的上限，我們預計隔夜指數掉期利率曲線將會開始消化10月下一次貨幣政策委員會會議的高加息幾率（超過50%）。印度政府債券供應量仍然很大，加之近期對食品價格波動的擔憂，隔夜指數掉期利率可能面臨進一步上行壓力。從外部來看，與其他地區掉期市場相比，美國加息也對隔夜指數掉期利率產生了更大的影響。從策略上講，隔夜指數掉期利率的每一次下跌都可能為入場的投資者帶來良好的風險回報。

韓元利率：在很大程度上是美國利率的貝塔指數

經濟前景似乎正在觸底，半導體行業可能即將迎來復甦。我們預計韓國央行利率已經見頂，但在核心通脹仍居高不下的情況下，仍有可能會出手抑制降息預期。由於韓國央行比較關注韓美息差及其對韓元利率的潛在影響，與亞洲其它央行相比，韓國央行對聯儲局政策的反應機制相對更為敏感。目前美國經濟數據依然堅挺，且市場急於消化更多的美國期限溢價，因此韓元掉期可能是衡量美國加息一個不錯的貝塔指數。儘管如此，對韓國股市的看漲情緒，以及相關股票的資金流入對韓元外匯形成支撐，可能會減弱美國加息對韓元掉期的影響。從技術層面來看，2023年韓國國債淨供應量的大幅減少是利好因素。

印度掉期利率上行壓力可能將持續存在



來源：彭博，星展銀行

對韓國掉期利率下調的消化已經解除



來源：彭博，星展銀行

馬來西亞令吉利率：立場正發生變化

馬來西亞央行立場正發生變化。通脹風險看上去不再偏向上行趨勢，金融失衡的風險現在也被認為影響有限。這一立場的變化證實了我們的觀點，即政策利率將在2023年剩餘時間內保持不變。此外，為了消除一些近期的通脹風險，對補貼政策進行更具針對性的調整以及取消部分價格管控的時間已被推遲到2024年。由於馬來西亞央行通過增加公開市場操作和票據發行規模來收緊流動性，吉隆坡銀行同業拆息率與政策利率之間的息差最近不斷擴大。近端債券債息和馬來西亞令吉掉期利率看起來也已充分消化了馬來西亞央行將利率維持在3.0%的水平。政府最近宣佈允許僱員公積金會員以退休儲蓄為抵押向銀行貸款，這可能會引起僱員公積金對長存續期政府債券需求下降的預期，並導致曲線變得更陡。

菲律賓披索利率：與美國利率相關性較低

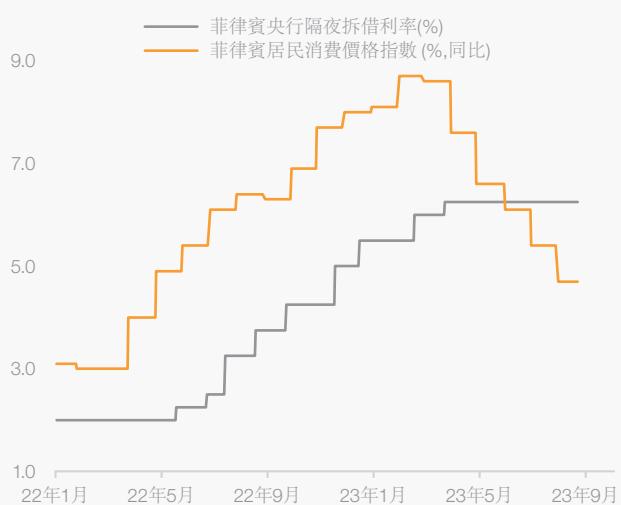
預計菲律賓央行將維持鷹派暫停，在2023年剩餘時間內保持6.25%的政策利率不變。總體通脹預計將在第四季度回落到目標水平，但菲律賓央行仍對進行中風險感到擔憂，包括近期全球能源和食品價格攀升，以及運輸成本、最低工資上調、公用事業等國內催化因素，此外還有疲弱的菲律賓披索。儘管政策利率下調的可能性不大，但由於其通常與美國加息的相關性較低，菲律賓政府債券的表現可能會跑贏亞洲地區債券。年初至今其財務表現也很強勁，第四季度淨發行的步伐可能會放緩。銀行業流動性仍處於高位，這將會推動銀行對債券的需求。

馬來西亞吉隆坡銀行同業拆息率與政策利率息差擴大



來源：彭博，星展銀行

菲律賓的政策利率將保持在6.25%不變



來源：彭博，星展銀行

新元利率：近端表現將繼續保持優異

緊縮週期可能已結束，預計金管局10月份將維持政策不變。鑑於聯儲局仍持鷹派立場，加上對穩定的隔夜平均利率以及陡峭的新元名義有效匯率政策的預期，我們認為各種因素仍然有利於近端（最長2年）隔夜平均掉期利率和新加坡政府債券(SGS)跑贏美國同類水平。在更遠端的曲線上，債券供應趨勢的分化將有助於錨定新加坡政府債券債息，使其不受美國國債債息上升的影響。雖然市場擔心美國國債供應量不斷增加，但對於新加坡政府債券卻沒有這種擔憂。在2024年上半年當我們接近聯儲局和金管局寬鬆週期的某個時點，新元利率表現將會開始遜於美元利率。

泰銖利率：泰國央行處於觀望模式

在有利的基數效應和大宗商品相關價格普遍下跌的助推下，通脹數據有所緩和。泰國央行在8月份會議上加息25個基點至2.25%，我們預計這是本輪週期最後一次加息。政策聲明暗示，因國內政治不確定性以及相應的經濟增長下行風險，泰國央行對通脹上行風險的立場已不再那麼強硬，並可能會採取觀望態度。第四季度旅遊業將會更加全面復甦，一些民粹主義的競選承諾（如現金救助、提高工資）可能會推進實施，收入和消費將隨之增加，屆時通脹風險可能將會上升。市場預期政策利率將在2.25%或2.50%見頂，我們認為該利率水平可能略微低估了未來的通脹風險。

仍然有利於近端隔夜平均掉期利率跑贏擔保隔夜融資掉期利率



來源：彭博，星展銀行

泰國掉期可能低估了通脹風險



來源：彭博，星展銀行

利率預測

		2023 年				2024 年			
		第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
美國	3個月SOFR OIS	4.91	5.26	5.38	5.38	5.38	5.25	4.75	4.38
	2年	4.03	4.90	5.00	5.00	4.85	4.70	4.50	4.30
	10年	3.47	3.84	4.35	4.35	4.30	4.30	4.25	4.25
	10年-2年	-56	-106	-65	-65	-55	-40	-25	-5
日本	3个月TIBOR	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
	2年	-0.06	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年	0.35	0.40	0.90	0.90	0.85	0.80	0.80	0.80
	10年-2年	41	47	90	90	85	80	80	80
歐元區	3個月EURIBOR	3.05	3.58	4.00	4.00	4.00	3.85	3.35	2.90
	2年	2.68	3.20	3.40	3.40	3.40	3.15	2.95	2.70
	10年	2.29	2.39	2.80	2.80	2.80	2.65	2.55	2.50
	10年-2年	-39	-80	-60	-60	-60	-50	-40	-20
印尼	3個月JIBOR	6.76	6.74	6.75	6.75	6.15	5.55	5.55	5.55
	2年	6.29	5.87	6.15	6.15	5.75	5.35	5.35	5.35
	10年	6.79	6.26	6.50	6.65	6.70	6.70	6.55	6.45
	10年-2年	50	39	35	50	95	135	120	110
馬來西亞	3個月KLIBOR	3.62	3.45	3.45	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
	3年	3.35	3.48	3.50	3.45	3.45	3.40	3.35	3.30
	10年	3.91	3.84	3.90	3.90	3.85	3.85	3.80	3.80
	10年-3年	53	36	40	45	40	45	45	50
菲律賓	3個月參考利率	6.09	6.41	6.25	6.10	5.60	5.10	5.10	5.10
	2年	5.86	6.31	6.25	6.10	5.60	5.25	5.25	5.25
	10年	6.23	6.29	6.80	6.75	6.25	6.00	6.00	6.10
	10年-2年	45	-2	55	65	65	75	75	85
新加坡	3個月SORA OIS	3.53	3.79	3.75	3.75	3.75	3.62	3.35	3.08
	2年	3.11	3.59	3.55	3.55	3.40	3.35	3.25	3.15
	10年	2.94	3.07	3.20	3.20	3.10	3.10	3.05	3.05
	10年-2年	-17	-52	-35	-35	-30	-25	-20	-10

% , 季度底 , 2年和10年國債債息 , 息差基點。

來源 : CEIC , 彭博 , 星展銀行

		2023年				2024			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
泰國	3個月BIBOR	1.89	2.21	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
	2年	1.79	2.14	2.30	2.35	2.30	2.25	2.25	2.25
	10年	2.43	2.56	2.70	2.75	2.70	2.65	2.65	2.65
	10年-2年	64	42	40	40	40	40	40	40
中國內地	1年期貸款利率	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.55	3.65
	3年	2.38	2.12	2.10	2.10	2.00	2.00	1.95	1.95
	10年	2.86	2.64	2.60	2.60	2.50	2.50	2.55	2.60
	10年-3年	48	52	50	50	50	50	60	65
中國香港	3個月HIBOR	3.71	4.97	5.28	5.28	5.28	5.20	4.75	4.38
	2年	3.78	4.56	4.80	4.80	4.65	4.50	4.30	4.20
	10年	3.53	3.86	4.25	4.25	4.20	4.20	4.15	4.15
	10年-2年	-25	-70	-55	-55	-45	-30	-15	-5
南韓	3個月存單	3.59	3.75	3.65	3.65	3.40	3.15	2.90	2.90
	3年	3.29	3.66	3.80	3.65	3.35	3.05	3.05	3.05
	10年	3.36	3.66	3.90	3.90	3.75	3.50	3.50	3.50
	10年-3年	7	0	10	25	40	45	45	45
印度	3個月MIBOR	7.44	7.19	7.20	7.20	7.15	6.60	6.35	6.10
	2年	7.05	7.02	7.05	6.90	6.85	6.20	5.90	5.65
	10年	7.31	7.12	7.30	7.30	7.15	7.05	7.00	6.95
	10年-2年	27	10	25	40	30	85	110	130

% , 季度底 , 2年和10年國債債息 , 息差基點。

來源 : CEIC, 彭博, 星展銀行

物以稀為貴

全球信貸 4Q23

我們從現金轉向3至5年存續期A/BBB級信貸。因預計2024年違約率將有所上升，隨著債息息差的不斷擴大，我們對高收益信貸保持謹慎。

08. 全球信貸。

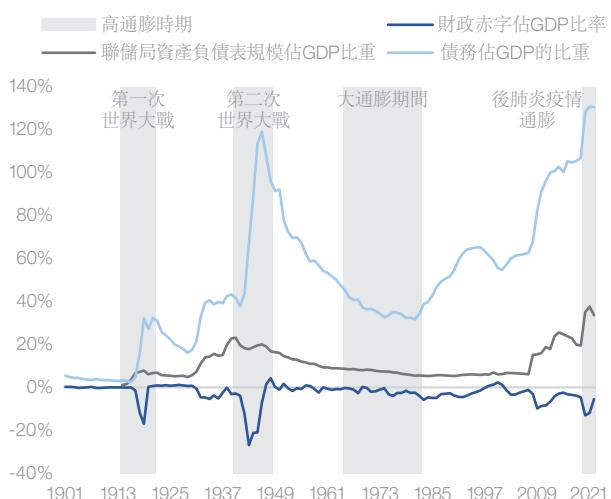
何均倫，CFA
策略師

高利率總能解決通脹問題嗎？傳統觀念認為可以，並能列舉出緊縮政策阻礙經濟活動的諸多途徑，包括(a)通過提高消費者參與消費以及公司參與投資所需的信貸成本來減緩增長，(b)鼓勵儲蓄，(c)降低資產的公允價值（提高未來現金流的貼現率），以及降低資產價格，(d)引起負「財富效應」，減少消費。正是出於這些原因，當40多年未見的全球通脹問題襲來，政策制定者於2022年開啟了歷來最進取之一的加息週期。

然而，時代不同了。上述機制在很大程度上有效地阻礙了私營部門的信貸創造，但也留下了一個明顯的問題—如果私營部門的貨幣創造不是造成當前通脹的主因呢？從供應側來看，與其說是利率抑制了資本投資，有沒有可能地緣政治緊張局勢才是阻礙了商品、勞動力和資本的自由流動的更根本性因素？會不會需求更多是由對利率不敏感的赤字支出而非私營部門／家庭借貸所推動？

隨著數據變得越來越清晰，這些問題似乎也變成了反問句式。

本世紀20年代的通脹情況與歷史上戰時情況相似



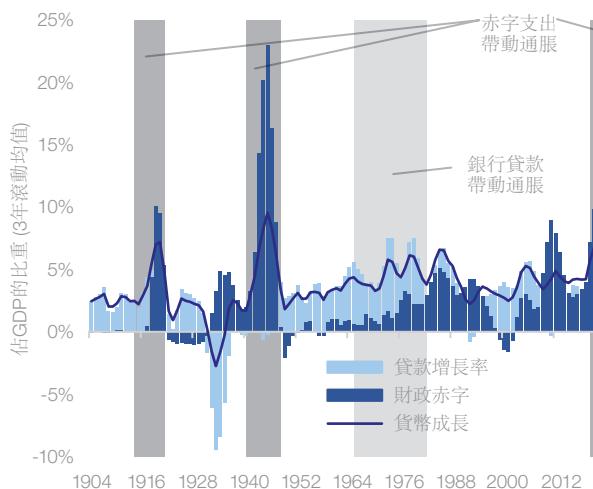
來源：彭博社、美聯邦儲備委員會、金融穩定中心、聖路易斯聯邦儲備銀行、Jordà-Schularick-Taylor宏觀歷史數據庫、星展銀行

歷史不會重演，但總會驚人的相似。事實上，仔細研究當前疫情後的通脹情況可以發現，在初期爆發階段財政政策發揮了巨大作用，與歷史上戰時的高赤字、高負債和央行資產負債表要素都十分相似。世界大戰期間為購買軍火和坦克產生了巨額赤字支出，而在疫情前後，失業救濟和不斷

增加的政府支出也同樣導致了巨額赤字支出。各國央行紛紛推行低利率並擴張資產負債表以控制債務負擔。曾被世界動蕩衝突打亂的供應鏈，現在又因地緣政治秩序重組和貿易回流所中斷。

赤字支出使貨幣供應量增加。如果我們對貨幣供應的歷史數據加以分析，可以看得更加清晰。上個世紀經歷過四個重要的高通脹時期，正如米爾頓弗里德曼所說，這些都是由貨幣總量增速快於產出增速所推動的。然而，在這幾次貨幣增長時期中，有三次是由於戰爭或「類似戰爭」的赤字支出，而只有一次，即上世紀70年代的大通脹，更多地是由銀行貸款引起（戰後工業繁榮和嬰兒潮一代勞動力帶來的有利人口結構，促成了一個工資和消費不斷上升的時代）。儘管在這些時期各國共同經歷了高通脹，但應對通脹的方法卻大相徑庭，這主要取決於引發通脹的誘因。

現在不是上世紀70年代—赤字支出是疫情後貨幣增長的主因



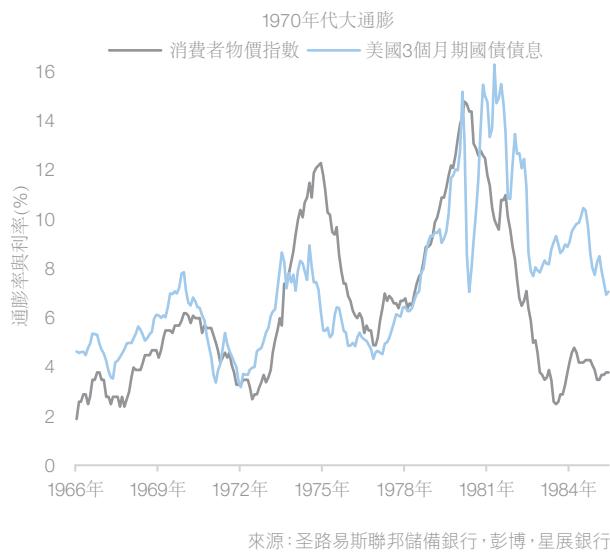
來源：彭博社、Jordà-Schularick-Taylor宏觀歷史數據庫、美國聯邦儲備銀行、林恩·奧爾登投資策略公司

一招鮮並不能吃遍天。與普遍觀念相反，加息並不總是解決通脹問題的必要條件。在第二次世界大戰20世紀40年代的十年中，通脹率最終在戰後回落到低位，而期間聯儲局一直將利率保持在遠低於通脹率的水平。當時的聯儲局主席馬里納·S·埃克爾斯將赤字支出視為一種逆週期政策工具，他認為戰後政府應該通過預算盈餘（而不是加息）來控制通脹。最終，戰爭結束了，赤字支出停止了，同時隨著世界迎來和平年代，供應鏈也實現了正常化。隨著通脹恢復正常化，加息也就淡出人們的視線。

加息不是40年代通脹問題的解決方案……



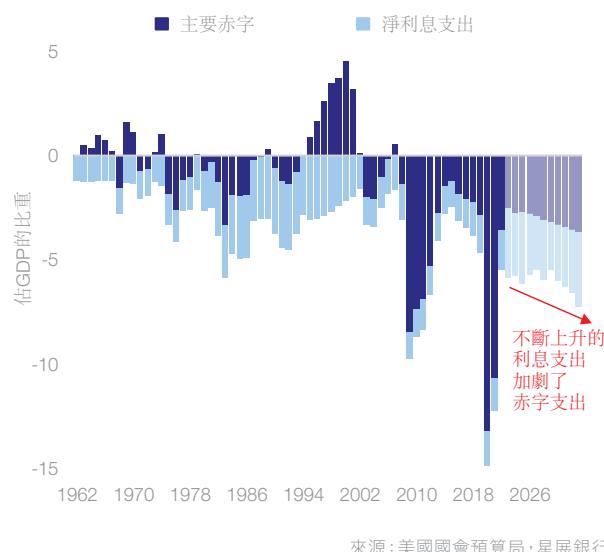
…但它解決了70年代的大通脹



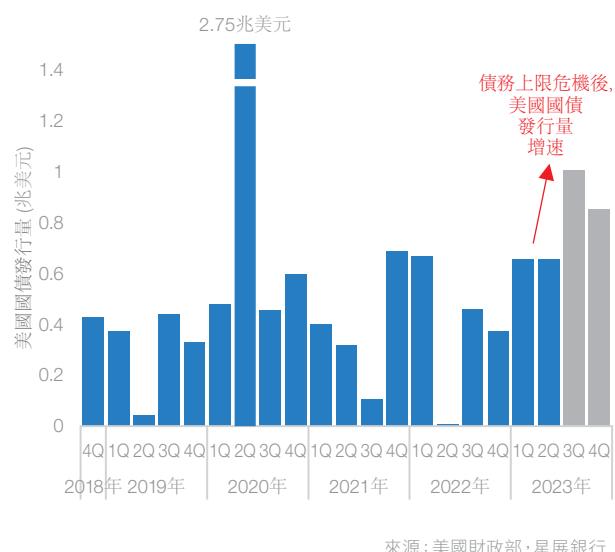
保羅·沃爾克—最合適的人選。而另一方面，20世紀70年代是加息成為必要之惡的十年。在銀行貸款的推動下，工資不斷上升，消費需求不斷增加，使得通脹預期被置於反饋環中反覆循環，從而導致物價飛漲。極高的利率充當了需求的「熔斷工具」，當銀行貸款是導致貨幣供應增長的主要原因而公共債務相對較低時，這種工具尤其有效。

用70年代的方法解決40年代的問題。既然相比70年代的通脹情況，疫情後的通脹與40年代的通脹更為相似，馬里納·埃克爾斯的方法可能是解決當前通脹問題更合適的選擇，但是人們也許會好奇為什麼聯儲局主席杰羅姆·鮑威爾卻援用了保羅·沃爾克的方法。緊縮政策和外交手段的結合似乎才是解決當前通脹問題更加完美的方案，但加息仍是直接奏效的首選，這也許是因為聯儲局缺少應對赤字驅動型通脹的工具。聯儲局的緊縮政策發揮了一定的作用，高利率減緩了私營貨幣創造的步伐，但只要赤字支出還在持續，剎車和油門就會同時啟動，這將導致通脹未來出現上下波動。

「失控列車」的赤字



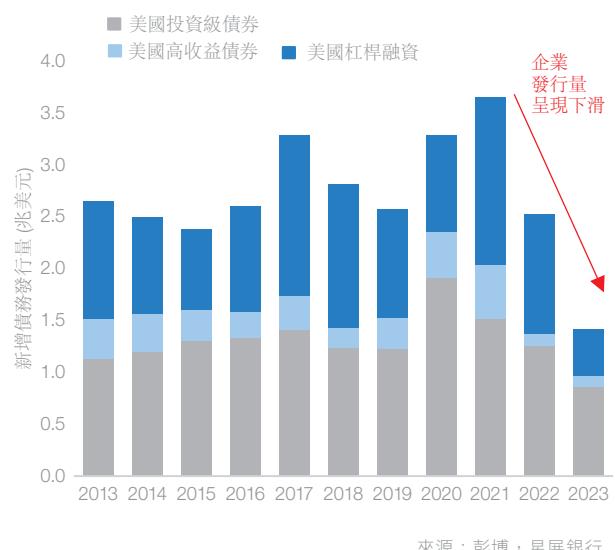
債務上限僵局後美國國債發行提速…



出人意料的反轉—高利率令通脹加劇。如今的高利率與70年代的高利率關鍵區別在於公共債務水平（如今>110%，而美國70年代約為40%）。債務基數如此之大，高利率導致利息支出不斷增加，由此帶來更高的赤字，從而進入餘額不斷膨脹的惡性循環。美國國會預算局敏銳地察覺到這一風險，它預測因利息服務成本不斷增加，未來10年的赤字將持續攀升。

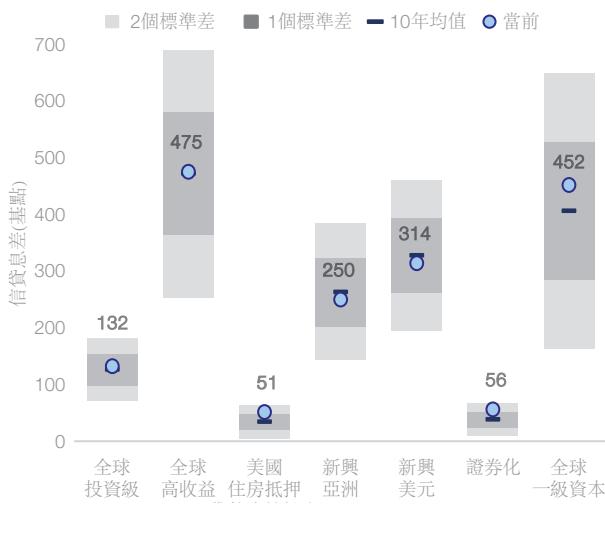
你之所失即我之所得。具有諷刺意味的是，政府的赤字卻是私營部門的盈餘。這可能就是為什麼美國經濟在面對高利率時繼續表現出令人意外的韌性—那些相對謹慎利用槓桿的私營部門正間接受惠於此類轉移。舉例來說，蘋果公司有約620億美元投資於短期政府票據，每年可以被動賺取30億美元左右的利息。

…而私營部門的債券發行正因高利率而崩潰



這對信貸意味著什麼？上述論點得出的推論就是，私營部門的融資需求將必然逐步被公共部門所擠佔。公司會發現很難以合理的價格找到貸款方，因為正實際利率的無違約風險政府債券數量將會越來越多。這種動態帶來的首波影響已經在未來幾個月的發行趨勢中明顯可見：預計僅2023年下半年，國債發行量就將達1.8萬億美元，而同時期公司一級債券的發行量則少之又少。

信貸息差反映了公司債券發行人的良性風險



來源：彭博，星展銀行

拖延策略。我們認為，公司債券發行人別無選擇，只能採取拖延策略，盡可能推遲發行，寄希望於利率最終得以下調，以便能以更加正常化的利率進行融資。某種程度上，這種「擠出效應」導致私營部門被動去槓桿化，隨著公司資產負債表的改善，在一定程度上有利於承擔公司信貸風險。(a)信貸風險從根本上得以改善，以及(b)信貸供應減少的技術性利好，兩個因素相疊加可能就是息差交易前景如此樂觀的原因。

決不能掉以輕心。但我們需要提醒的是：這對於信貸風險的甄選能力提出了更高的要求。如果公司確實正在推行去槓桿化，寄希望於未來利率正常化並達到較低水平，那麼投資者需要對那些財務穩健的信貸發行人進行佈局，以安然度過高利率時期，避免陷入流動性風險。出於以下兩個因素的考量，這種情況在一定程度上有利於高質量投資級債券發行人。

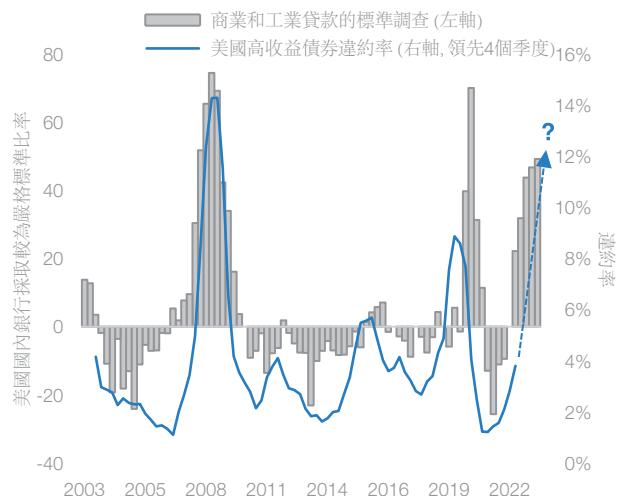
因存續期較長，投資級債券發行人能夠更好地抵御加息影響



來源：彭博，星展銀行

首先，投資級債券發行人的存續期在更大程度上得以延長，將加息帶來的風險降到最低。公司債券發行人利用2020-2021年的零利率環境將融資成本長期鎖定在低位。2021年，美國投資級債券發行人的平均存續期觸頂於8.8年之久，這意味著總體而言，這些公司在這十年剩餘的大部分時間內都不會面臨債券再融資壓力。然而，高收益市場的情況卻並非如此。我們需注意，高收益債券的平均存續期是投資級債券的一半，因為投資者不願長期持有高風險的垃圾債券。此外，這些發行人在2020-2021年低利率期間沒有積極延長存續期，這意味著他們可能會在2024-2025年面臨以更高利率進行再融資的風險。

貸款標準收緊意味著高收益債券違約率上升



來源：彭博，星展銀行

其次，評級機構預計2024年違約率將會上升。由於聯儲局緊縮政策的目的旨在抑制私營部門，以抵消公共部門的刺激政策帶來的赤字，因此銀行收緊貸款標準，阻止獲取流動性。工商業貸款標準調查通常是準確的違約週期領先指數，它顯示未來12個月的違約率將大幅上升，與信用評級機構的預測一致。這再次支持了投資者要配置高質量信貸，以避免信貸環境發生變化。

存續期風險不容小覷。我們仍致力於避免存續期風險，隨著以下幾個已知風險的臨近，我們更偏好3-5年存續期板塊：

- a. **通脹不確定性**。鑑於預計赤字支出增加會產生刺激效應，10年期約2.3%的盈虧平衡通脹率預期看上去似乎偏低，尤其是在債息曲線嚴重倒掛的情況下。
- b. **日本政策正常化**。日本央行似乎正在推進政策正常化，以應對國內不斷上升的通脹。因此，一些日本投資者的目光從較長期美國國債被吸引到了日本國債上。
- c. **國債發行量增加**。美國財政部將在2023年剩餘時間內發行更多國債，並可能利用債息曲線倒掛發行部分較長期國債。惠譽下調了美國債務評級，雖然這並不可怕，但就美國的債務軌跡而言並不樂觀。
- d. **大宗商品價格**。在「軟著陸」敘事下，大宗商品價格又在重新快速上升，這對未來的通脹形勢不是個好兆頭。

總之，我們向信貸投資者繼續重申對高質量信貸的偏好。我們認為加息週期已近尾聲，這讓我們相信，短期信貸的阻力幾乎已經消退。因此，鑑於存款利率可能已見頂，投資者應抓住機會從現金轉向短期信貸。投資級信貸具備雙重優勢：(a)更強勁的資產負債表，可助力應對長期高利率環境，以及(b)發行和供應量減少的技術性利好。我們對高收益債券持謹慎態度，由於預計2024年違約率將會上升，高收益債券息差可能會擴大。3-5年存續期A/BBB級信貸仍是最佳選擇。

強韌 美元

全球貨幣 4Q23

美元指數年內將會走強。由於日本央行緊縮政策步伐緩慢，日圓將維持波動。因與美元利率差為負，歐元面臨阻力。

09. 全球貨幣.

黃鯤誠

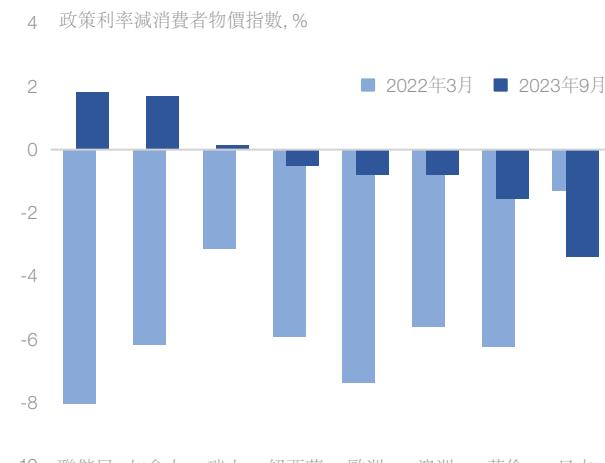
策略師

張偉亮

策略師

美元在2023年第三季度初遭到拋售，正是「來也匆匆，去也匆匆」。因聯儲局推行「長期高利率」，美元指數今年第三次出現回升。前兩次均以失敗告終，而這次不一樣的是美元背後有強勁的美國經濟前景作為支撐。全球不確定性加劇，包括中國經濟信心危機、地緣政治和經濟碎片化風險以及歐元區滯脹風險增加，這種形勢下，美元也成為避風港。到2024年，隨著各國央行緊縮週期的終結並將利率維持在高位，美國將成為實際政策利率最高的成熟市場，美元將從利率差中獲益。在美元指數一籃子貨幣中，日圓、加元和瑞典克朗已貶值至去年11月低點附近。相反，歐元、英鎊和瑞士法郎則更顯強勢，從同樣的低點已上升10-13%。歐盟委員會預測，德國將出現經濟衰退，對歐盟2023年和2024年的經濟增長造成拖累。2023年下半年英國陷入經濟衰退的可能性也有所增加。到2023年底，如果日本央行為貨幣政策正常化鋪平道路，日圓可能會出現反彈。

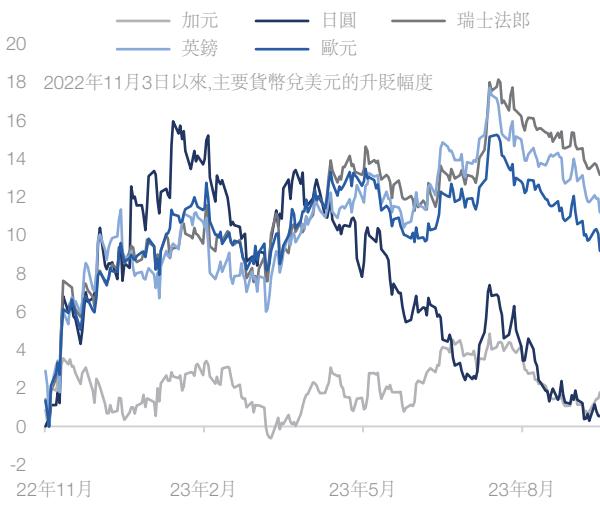
美國實際政策利率為正，為成熟市場中最高



來源：彭博，星展銀行

新興亞洲貨幣從5月份開始走弱。年初至今（截至9月中旬），除印尼盾外的亞洲貨幣兌美元呈下跌走勢。市場焦點從美國的金融壓力和債務上限危機轉向了中國令人失望的經濟復甦和房地產困局引發的信心危機。隨著美國經濟前景好轉，中美競爭不斷升級，對中國去風險化的擔憂蓋過了對去美元化的恐慌。9月初，人民幣是唯一貶值跌破去年最低點的貨幣。因聯儲局推行「長期高利率」，利率差開始利好於美國。相反，由於亞洲地區出口整體萎縮，亞洲各國央行暫停了將通脹控制在接近目標水平的措施。對東南亞來說，中美競爭已成為一把雙刃劍。除了通過「中國+1」戰略獲得投資機會，同時該地區對美國和中國施加影響的舉動保持警惕，並認為台灣地區是最危險的導火索。因此，投資者不應在2024年1月台灣地區領導人選舉前掉以輕心。

歐元、英鎊、瑞士法郎相對於其他美元指數貨幣更顯強勢



來源：彭博，星展銀行

美元指數從年內低點反彈至年內高點



我們不排除美元指數在2023年底創下新高的可能。除了7月份短暫跌破100外，美元指數今年一直在101-106區間內盤整。儘管惠譽在8月2日下調了美國的AAA債務評級，但在聯儲局第三次推行「長期高利率」後，2023年第三季度美元指數從99.6升至105，創下了今年最強勁的反彈。二月份的第一次嘗試推行由於硅谷銀行倒閉引發金融壓力而失敗。5月份的第二次嘗試則被美國聯邦債務危機及聯儲局6月14日首次暫停加息所拖累。而現在第三次推行，此時美國經濟前景有所改善，與中國和歐洲相比更加強勁。在7月26日的聯邦公開市場委員會會議上，聯儲局再次加息且其官員不再預測美國將出現經濟衰退。此後，亞特蘭大聯儲GDPNow模型將其2023年第三季度GDP環比增長預測從2.4%上調至5.57%。6月份CPI通脹率同比降至3.2%底部，8月份再次升至3.6%，而核心通脹率達4.3%，遠高於2%的目標。美國實際政策利率不僅為正，而且在G7中最高。

9月份加元走軟至1.33-1.39區間



我們預計美元兌加元將維持在1.35-1.40區間的偏上位置，即2022年9月中旬設定的1.30-1.40區間的上半部分。7月中旬美元遭到拋售後美元兌加元跌至10個月低點1.31，9月反彈至1.37。儘管8月份CPI通脹率同比從上月的2.8%升至3.2%，但9月份加拿大央行隔夜貸款利率保持在5%不變。隨著家庭消費增長率從4.7%降至0.2%，2023年第二季度加拿大經濟環比出人意料收縮了0.2%，貨幣政策轉為限制性，即實際政策利率為1.73%，高於加拿大央行預計的0-1%的中性區間。在17個月內加息475個基點後，借貸成本高企和銀行貸款標準收緊令抵押貸款部門承壓。8月份的失業率上升至5.5%，為2022年1月以來的最差水平。8月份核心通脹率同比降至3.6%，這是第八個月走低。與聯儲局2%的通脹目標不同，加拿大央行的目標區間為1-3%，這也是加拿大央行今年三次暫停加息而聯儲局只暫停一次的原因之一，導致美國實際政策利率(2.32%)高於加拿大(1.73%)。

歐元將在2023年內走軟並回吐今年升幅。在美國和歐元區7月份的央行會議對經濟增長前景的預測發生變化後，歐元貶值幾乎是板上釘釘。歐洲央行警告稱，歐元區的前景已經惡化，而聯儲局官員不再預測美國將出現衰退。在9月實施「鴿派加息」後，歐洲央行強調要保持長期高利率，以實現2%的通脹目標。滯脹正在挑戰歐盟的團結。布魯塞爾和優先考慮經濟增長的歐盟國家之間已經開始了預算之爭。意大利希望繼續暫停《穩定與增長公約》。由於新冠疫情和俄羅斯入侵烏克蘭，該公約自2020年以來一直被擱置。德國和法國呼籲歐盟委員會減輕企業的官僚負擔，以刺激對私營部門的投資。9月歐盟委員會下調2023-2024年經濟增長預測後，貿易保護主義傾向有所抬頭。歐盟委員會對中國向電動汽車制造商發放國家補貼展開了調查，而中國批評這是「公然的保護主義」。法國叫停了輻射超標的蘋果iPhone 12手機銷售，否則將面臨召回的風險。比利時和德國也進行了類似的調查。

儘管歐元已經回吐了今年的升幅，但目前仍處於高位



來源：彭博，星展銀行

預計英鎊將進一步回吐今年的升幅。7月中旬英鎊兌美元觸及1.3140的年內高點，8月回落至1.26。英國迷你預算危機後，引發英鎊大漲27%的因素已經消失。8月初英倫銀行第12次加息至5.25%後，其緊縮週期已接近尾聲。CPI通脹率同比從6月份的7.9%穩步下降至7月份的6.8%，首相里希·蘇納克兌現今年通脹減半承諾的預期大增。市場一致認為，2023年第四季度CPI通脹率同比平均為4.5%，低於去年10月的11.1%峰值。與2022年初不同，英國在未來一年不太可能避免經濟衰退。今年再次加息帶來了貨幣供應增加。8月份，標普CIPS服務業和製造業自1月份以來首次跌破50榮枯線。8月份，全國房價連續第七個月下跌，當月跌幅達5.3%，為2009年以來最差水平。根據當前利率期貨，預計英倫銀行將於今年在5.50%見頂，而不是在2024年第一季度的6.50%。

英鎊將回吐更多今年的升幅



來源：彭博，星展銀行

隨著大眾聚焦於日本央行將何時削減刺激措施，日圓波動性居高不下。日本央行和聯儲局之間的寬幅利率差可能會在2024年收窄，日本央行行長植田表示，一旦通脹率達到2%，可能就會終結負利率政策。7月，日本央行還提高了債息曲線控制框架的靈活性，允許10年期國債債息在0%上下50個基點的參考區間內浮動，最高可達1%。這一調整使市場在決定債券債息方面可以發揮更大的作用，這將改善市場運作，並在日本央行最終退出債息曲線控制時減緩衝擊。日圓波動也被認為是日本央行的一個要素，反映出對日圓疲弱的不安情緒。日本央行高管田村提到，用工荒和勞動力增長放緩可能會改變日本企業工資和價格制定行為。此外，隨著企業利潤連續第三年增長，可能進一步提振工資增速，從而持續通脹的可能性有所提升。因此，儘管日圓可能在短期內持續疲弱，但由於日本央行政策可能實現正常化，預計2024年美元兌日圓可能會跌破140。

2023年底日圓能否復蘇取決於日本央行



來源：彭博，星展銀行

美元兌瑞士法郎到2023年底將重返0.90以上。推動瑞士法郎在前七個月成為成熟市場最強貨幣的影響因素已經減弱。8-9月美國經濟韌性帶動美元反彈，美元兌瑞士法郎也受到影響。相反，2023年第一季度瑞士實際GDP增長率為0.3%，第二季度持平在0%，而2023年下半年其經濟增長更趨走軟。歐元區和中國經濟不利因素導致出口出現負增長，其製造業PMI自2009年以來首次低於40。9月21日瑞士央行沒有加息至2%的中性利率，與預期不一致。隨著CPI通脹率回到0-2%的目標區間，實際政策利率在6月份加息後轉為正值。經季節性調整的失業率在7月份達2.1%，創下9個月新高，工資水平也未能跟上通脹的步伐。瑞士央行可能會傾向於推行長期高利率。10月22日舉行的瑞士大選可能會產生一個更加右翼的政府，將阻礙最近重啟與歐盟合作協議的談判進程，該協議此前曾於2021年被伯爾尼取消。

瑞士央行加息結束後，瑞士法郎將成為最昂貴的貨幣



來源：彭博，星展銀行

澳元無法擺脫全球經濟增長擔憂的影響



來源：彭博，星展銀行

澳元面臨中國經濟放緩和加息帶來的下行風險。在2-8月期間，澳元在成熟市場貨幣表現的排名從倒數第一升至倒數第三。澳元從7月中旬的0.69跌至8月中旬的0.64。首先，由於美國經濟前景相對強勁，聯儲局推行「長期高利率」，因此美元指數從年內低點開始反彈。其次，澳洲央行在7月和8月暫停加息也於事無補。根據彭博社對經濟學家的調查和利率期貨，7月份CPI通脹率同比連續第四個月下降至4.9%，達到2022年2月以來的最低水平，在此以後，澳洲央行於2023年第四季度再次加息的可能性已經很小。第三，澳元受到中國經濟信心危機和亞洲貨幣貶值的拖累。澳洲有四分之三的商品出口到亞洲。澳洲財政部長吉姆·查爾默斯認為，澳洲央行大幅加息和中國經濟放緩是澳洲經濟面臨的兩個最大風險。澳洲儲備銀行新任行長米歇爾·布洛克計劃9月18日上任後，在制定利率時會納入氣候變化因素一併考慮。

紐元最終跌破0.60



來源：彭博，星展銀行

8月份紐元自去年11月以來首次跌破0.60，將在該水平以下繼續低迷。紐西蘭央行於5月24日結束了加息週期，本輪週期共加息共12次，將官方現金利率上調525個基點升至5.50%。6月中旬紐西蘭統計局報告稱，該國經濟在2023年第一季度進入技術性衰退。同比CPI通脹率在2022年第二季度見頂於7.3%，在今年第二季放緩至6%，這是2021年第四季度以來的最低水平。因經濟不利因素對盈利和資產質量造成衝擊，6月惠譽將紐西蘭銀行的前景評級從中性下調至惡化。儘管8月惠譽肯定了其AA+主權評級的穩定前景，但惠譽警告稱，高額的家庭債務和創紀錄的經常賬戶赤字（2022年佔GDP的8.1%）可能帶來風險。10月14日大選後新組建政府必須堅持強有力的治理，並承諾在中期降低政府債務總額佔GDP的比例。民意調查顯示，中右翼反對黨（包括國民黨和行動黨）將贏得多數支持，並組建聯合政府。

亞洲貨幣

人民幣

中國央行正加大力度穩定人民幣匯率。由於面臨經濟增長放緩、企業盈利能力下降、對房地產債務的擔憂和政策利率下調，資金正加速流出中國。相對於美元的負利率差今年第三次擴大，國有銀行為了準備降低抵押貸款利率，8月底將存款利率下調了10-25個基點。為了穩定人民幣情緒，9月份中國警告稱，可能會採取措施打擊單邊外匯投機行為。中國央行已經頒佈了一系列措施來支撐人民幣，包括在近兩個月內設定強勢的人民幣定盤價，收緊離岸人民幣市場的流動性，以及將在岸外匯存款準備金率下調200個基點至4%。我們認為，人民幣進一步的貿易加權貶值與政策制定者的意圖並不一致。然而，如果美元全面走強，美元兌人民幣仍可能向上調整。3萬億美元外匯儲備和大量經常項目盈餘為穩定人民幣的政策導向提供了堅實的支撐。我們認為人民幣穩定是可以實現的，預計美元兌人民幣將在7.30-7.40上下盤整，然後在2024年末回落至7.00以下。

港元

美元兌港元在7.80上方盤整。儘管仍處於7.75-7.85交易區間的上半部分附近，但由於港元流動性緊張，美元兌港元波動性有所加劇。5-8月期間，香港總餘額保持在約450億港元的多年低點，對香港銀行間同業拆借利率形成支撐，並在整個曲線上將與美元間的負利率差縮小至50個基點以下。因此，儘管零星的港元流動性變化仍可能推動美元兌港元出現短暫反彈，但美元兌港元的多頭套利交易已不再具有吸引力。與此同時，香港的最優惠利率在今年5月和7月累計上調了25個基點，這顯示市場利率的上升正加速向貸款利率傳導，可能會讓房地產市場活動承壓。不過，金管局應會堅決維持美元兌港元的聯系匯率制，繼續更好地服務於香港，為其發揮北亞金融樞紐的作用提供支撐。進入2024年，鑑於聯儲局可能會減息，同時隨著中國遊客人數恢復到疫情前的水平，經濟活動不斷復甦，因此美元兌港元最終可能會跌破7.80的中點。

人民幣受到信心危機的拖累



來源：彭博，星展銀行

港元在7.80-7.85的可兌換區間內波動



來源：彭博，星展銀行

韓元

韓元面臨出口疲弱和家庭債務帶來的風險。在經歷了自去年以來的長期下滑後，韓國出口增長觸底，但復甦卻一直疲弱，猶豫不前。與此同時，中國經濟放緩和日圓再次疲弱，讓人們對2024年之前出現強勁反彈的希望破滅。此外，由於加息，家庭債務負擔增加，可能會導致信貸緊張，並給消費帶來壓力。雖然韓國的家庭債務拖欠率以絕對值計算處於較低水平，但正在回升至2015年的水平。韓國房地產市場已顯現出觸底回升的跡象，8月份房價跌幅月度環比收窄至-0.1%，應該會對房地產債務的擔憂起到抑制作用。儘管韓國央行應對通脹的態度聽起來仍然強硬，但鑑於增長風險限制了對韓元的支持，利率可能會保持不變。因韓國半導體行業表現弱於預期，今年第二季高於往常的債券和股票的外資流入規模也有所減少。鑑於內外部需求風險，我們認為今年第四季美元兌韓元會上探至1,360，明年上半年將保持在1,300以上。

新元

美元兌新元在今年第四季可能升至1.36-1.39區間。9月份，美元升至已維持7個月的1.32-1.36區間以上。我們預計金管局將在10月份的政策會議上會維持新元名義有效匯率政策不變。2021年10月至2022年10月，新元名義有效匯率政策區間的逐步升值有助於降低通脹。今年前7個月平均環比為0.3%，CPI所有項目和核心通脹將分別達到金管局2023年4.5-5.5%和3.5-4.5%的預測值。同比核心通脹率在7月份降至3.8%，今年底將達到金管局的2.5-3%目標範圍內。與此同時，新加坡的經濟前景隨著全球經濟趨緩而變得黯淡。8月，工業貿易部將今年GDP增長預測從0.5-2.5%下調至0.5-1.5%。一個月後，人力部警告稱，今年勞動力需求可能會進一步降溫。政府正在密切關注中美競爭帶來的不可預測的危險後果。如果全球陷入經濟衰退，新元名義有效匯率將會跌至政策區間的下半部分，一如2000年2月新冠疫情爆發期間的情形。在這種情況下，我們預計美元兌新元將升至1.40以上。

韓元受到支撐，但力度有限



來源：彭博，星展銀行

美元兌新元走高至1.32-1.36區間以上



來源：彭博，星展銀行

印度盧比

我們不排除美元兌印度盧比升破去年81-83區間的可能。印度盧比對美元在今年第三季的反彈展示了韌性。然而，9月份美元兌印度盧比與美元兌人民幣的價格高於去年的高點，這可能是因為印度希望吸引那些追求「中國+1」戰略的公司的投資。因此，如果總理納倫德拉·莫迪領導的印度人民黨在明年4-5月的大選中的領先優勢縮小，會令投資者感到緊張。儘管GDP同比增長率從去年第四季的4.5%回升至今年第二季的7.8%，但選民對高通脹和失業率感到不滿。為了阻止人民黨的第三次勝利，反對黨已經展開合作。盧比還面臨聯儲局和印度央行政策利率差進一步收窄的風險，在美國本輪緊縮週期中，該利率差已從350個基點降至100個基點。與印度央行相比，聯儲局更有可能在第四季度加息，印度央行不希望7月至10月後CPI通脹率仍然高於2-6%的目標。自去年第四季以來。印度的出口萎縮對經常賬戶赤字帶來壓力，但在2023-24財年，赤字將能達到GDP 5.9%的目標。

印尼盾

美元兌印尼盾在最後一個季度的平均匯率可能為15,440，實現了官方對今年14,800-15,200的預測。儘管印尼盾是亞洲表現最好的貨幣，但美元兌印尼盾從今年第二季度的14,600-15,000升至第三季度的15,000-15,400區間，與整個亞洲的貶值走勢一致。印尼盾也未能幸免整個地區出口萎縮和對美利率差大幅收窄的影響。自2月份以來，印尼央行一直將利率保持在5.75%不變，而聯儲局在7月份又再次加息100個基點至5.25-5.50%。隨著CPI通脹率回落到2-4%的目標範圍內，印尼央行希望匯率和國內債券債息能擺脫聯儲局更多意外緊縮政策的影響，這只會使美國債息和美元走高。為了實現這一目標，央行於8月24日宣佈將結束「扭轉操作」，並從9月15日開始發行印尼央行印尼盾證券(SRBIs)，為國外基金提供「非常有吸引力」的債息。印尼將於2024年2月舉行總統大選，選舉週期將於今年第四季全面展開，在此之前印尼充滿了不確定性。評級機構和外國投資者需要得到保證：下一任總統將繼續推行佐科總統高度依賴私人投資的經濟政策。

印度盧比可能會跌破已持續一年的區間



來源：彭博，星展銀行

印尼盾沒能頂住亞洲貨幣貶值的衝擊



來源：彭博，星展銀行

馬來西亞令吉

美元兌馬來西亞令吉可能進一步向去年的高點靠攏。馬來西亞令吉是今年東南亞表現最弱的貨幣。自年初至9月7日，馬來西亞令吉貶值5.8%至一美元4.6755，接近去年11月4.7485的最低水平。馬來西亞令吉因11月至1月的美元拋售而回吐了90%的升幅。7月20日，3年期美國-馬來西亞債券債息差由負轉正，9月7日升至42個基點。馬來西亞央行2022年加息四次，2023年僅加息一次，即5月份上調25個基點至3%。CPI通脹率同比從6月份的2.4%降至7月份的2%，低於馬來西亞央行對2023年2.8-3.8%的平均預測值。在2023年第二季度GDP增長率同比降至2.9%的兩年低點後，馬來西亞央行預計全年增長將達到其預測的4-5%的低位。與其他亞洲貨幣一樣，全球經濟放緩打擊了馬來西亞的出口，也讓馬來西亞令吉受挫。從長遠來看，馬來西亞總理安瓦爾·易卜拉欣將馬來西亞定位為一個中立的投資目的地，以應對中美競爭加劇的局面。在吸引特斯拉和谷歌在馬來西亞開店後，投資者對馬達尼經濟框架的信心有所提高。

馬來西亞令吉是除日本外亞洲最疲弱的貨幣



來源：彭博，星展銀行

泰銖

美元兌泰銖可能會升至35.5-37.5區間。儘管5月14日泰國大選後帶來了政治不確定性，但美元兌泰銖仍在33.7-35.7區間波動。我們將泰銖較其他亞洲貨幣的相對穩定歸因於泰國央行今年跟隨聯儲局四次加息。泰國央行數據顯示，2.25%的政策利率接近中性，或在此利率水平下，可保持經濟3-4%的增長而不會出現財政失衡，同時又能實現可持續通脹。然而，在經濟從2023年第一季度同比2.6%放緩至2023年第二季度的1.8%後，泰國央行希望下調其2023年3.6%的增長預測。由於前八個月CPI通脹率平均為2%，泰國央行計劃下調其今年的2.5%通脹預測。儘管泰國央行傾向於降低匯率波動，但它不會去違背市場規律。9月5日，泰國總理賽塔·他威信及其11黨聯合政府向國王宣誓就職。惠譽認為，在競選中承諾增加社會支出，這將在短期內支撐經濟增長，但會限制財政整頓，並增加政府債務與GDP比率的上行壓力。

泰銖沒能擺脫美元反彈的影響



來源：彭博，星展銀行

菲律賓披索

美元兌菲律賓披索將在2023年剩餘時間裡升至56-58區間。隨著7-9月全球美元反彈，美元兌菲律賓披索從54飆升至57。在此期間，菲律賓-美國政策利率差收窄至不到100個基點。8月份，美國的實際政策利率（232個基點）高於菲律賓（95個基點）。人們懷疑政府今年能否實現6-7%的增長目標。2022年在旅遊和大選的推動下經濟實現7.6%的強勁增長，但由於出口萎縮、政府支出減少和借貸成本增加對內需造成拖累，2023年上半年經濟增長降至5.3%。隨著菲律賓央行預測CPI通脹率（1-8月同比從8.7%降至5.3%）將在2023年第四季度回落到2-4%的目標，在3月份第9次上調利率至6.25%，菲律賓央行隨後暫停加息。在加息425個基點後，6月30日菲律賓央行將銀行存款準備金率下調250個基點至9.5%，以「確保國內流動性和信貸狀況的穩定」。6月，發展預算協調委員會將今年的美元兌菲律賓披索預測下調至55-57。早在4月份，該預測已經從去年12月的55-59下調至53-57。

菲律賓披索將上探55-57的官方預測區間



來源：彭博，星展銀行

越南盾

美元兌越南盾在2023年第三季度隨美元反彈。截至9月中旬，美元兌越南盾觸及九個月高點24,195，收復了11月至1月拋售時回撤的一半失地。依賴貿易的越南經濟要實現2023年6.5%的官方增長目標的可能性有所降低。由於全球需求疲弱、全面反腐運動以及房地產低迷，GDP增長率從2022年強勁的8%（亞洲最高）放緩至2023年上半年的3.7%。7月份，惠譽認為房地產行業拖累政府的風險有所下降，但標普認為，該問題可能會蔓延至銀行業。8月份，世界銀行將越南2023年、2024年和2025年的增長預測分別下調至4.7%、5.5%和6%。當美國財政部長珍妮特·耶倫7月訪問河內時，越南央行承諾不會「利用匯率政策創造不公平的貿易競爭優勢」。年初至9月8日，越南盾兌美元貶值1.8%，幅度低於除日本外亞洲貨幣2.5%的平均水平。9月份美國總統喬·拜登訪問越南期間，越南將其與美國的關係提升到與中國、俄羅斯、印度和韓國一致的最高水平。

越南盾回吐了11月至1月升幅的一半



來源：彭博，星展銀行

星展銀行匯率預測

匯率，季度底

	9月14日	23年第3季	23年第4季	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季
中國內地	7.2789	7.29	7.38	7.26	7.14	7.02	6.90
中國香港	7.8285	7.83	7.84	7.83	7.81	7.80	7.79
印度	83.040	83.2	84.0	83.8	83.6	83.4	83.2
印尼	15,355	15,380	15,500	15,350	15,200	15,050	14,900
馬來西亞	4.6838	4.70	4.75	4.70	4.65	4.60	4.55
菲律賓	56.755	56.9	58.0	57.4	56.9	56.3	55.8
新加坡	1.3635	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.34
南韓	1,326	1,330	1,360	1,340	1,310	1,290	1,260
泰國	35.778	35.9	36.5	35.9	35.3	34.6	34.0
越南	24,195	24,210	24,310	24,140	23,980	23,810	23,640
澳洲	0.6440	0.64	0.62	0.64	0.65	0.67	0.69
加拿大	1.3508	1.36	1.39	1.38	1.36	1.35	1.34
歐元區	1.0643	1.06	1.05	1.07	1.09	1.11	1.12
日本	147.47	148	152	148	144	140	136
紐西蘭	0.5912	0.59	0.57	0.58	0.60	0.61	0.63
瑞士	0.8956	0.90	0.93	0.92	0.92	0.91	0.91
英國	1.2409	1.24	1.21	1.23	1.25	1.27	1.29
美元指數	105.405	105.6	107.0	105.5	103.9	102.4	100.9

澳洲，歐元區和英國是直接報價。

來源：彭博，星展銀行

保持 容光

另類投資：黃金 4Q23

利率和美元的最終見頂應該會對黃金構成支撐。鑑於其與股票和信貸的相關性較低，黃金仍然是分散投資組合風險的核心資產。

10. 另類投資：黃金

吳俊勇

分析師

同樣的老（美元）故事。在這一點上，金價走勢與美元成反比就不足為奇了。自去年3月聯儲局加息週期開始以來，黃金基本上起到了美元制衡的作用，當美元走強時，黃金下跌，反之亦然。23年第三季度黃金的表現好壞參半 – 7月份，在美元疲弱的背景下，貴金屬出現了一些上升(+3.1%)，因為市場預計加息會提早結束，由於實現了「恰到好處」的條件。然而，隨著美國通脹指數恢復了一些勢頭，8月份這些升幅出現逆轉。7月總體通脹率從6月的3.0%微升至3.2%（總體通脹率自2022年6月以來首次上升），PPI意外上升。這重新打開了進一步加息的可能性之門，並導致美元小幅走強。

黃金繼續與美元呈現強烈的負相關關係



美元最終走弱應該對黃金有利。儘管比預期更熱的宏觀數據可能會促使未來進一步加息，但我們認為，由於債務可持續性擔憂，進一步收緊貨幣政策將受到限制。目前美國債務與GDP之比處於較高水平，繼續加息將大幅增加美國政府為其主權債務支付的利息金額。因此，在通脹數據沒有出現極端意外的情況下，可以安全地假設美國利率最終將在不久的將來暫停。這可能會削弱美元。美國與其他發展中國家之間的息差將會縮小，這將為金價的上升提供支撐。

實際利率和名義利率可能會有所不同。除美元外，黃金與國債債息也存在很強的負相關性。這是有道理的，因為當利率上升時，持有黃金的機會成本就會上升。由於利率預計將在更長時間內保持高位，人們擔心這種機會成本將打壓金價。如果加息幅度超過廣泛預測的5.5%的最終利率，這種情況可能會進一步加劇。雖然這種擔憂是有道理的，但我們認為它們的規模可能有點被夸大了，因為持有黃金的機會成本更多地與實際利率相對應，而不是與名義利率相對應。隨著通脹率下降，甚至在7月份出現一些復甦，我們開始看到實際利率在2023年第二季度停滯甚至下降。值得注意的是，美國未來3個月年化實際利率預期從6月的2.7%下降至7月的2.4%。無論通脹是保持粘性還是重拾動力，我們都可能會看到名義利率和實際利率的方向

性自聯儲局加息週期開始以來首次出現背離，國債債息與黃金之間的強負相關性減弱價格可能會發生。

輕度滯脹應該對黃金有利。名義利率的同時增長和實際利率的停滯／下降顯示經濟可能正在進入一種讓人想起滯脹的狀態。考慮到近幾個月來美國勞動力市場出現疲弱跡象 – 7月份非農就業人數為187,000人，低於經濟學家預測的200,000人，這一點尤其重要。GDP低增長但正增長，加上持續高漲的通脹，顯示缺乏真正的經濟增長，並對通脹與失業之間的傳統關係構成挑戰。從歷史上看，黃金受惠於這種情況帶來的不確定性，因為投資者紛紛湧向避險資產以保護自己免受下行風險的影響。

ETF仍處於超賣狀態，黃金期貨出現進一步資金外流。7月和8月ETF流量仍為負值，但流出量已收窄，如果合適的催化劑出現，投資流量將有回升的能力。在各地區中，亞洲是7月份唯一的資金流入來源地，錄得淨正流入1.315億美元。同月，歐洲和美國分別錄得巨額資金流出13.122億美元和9.856億美元。截至8月中旬，全球黃金ETF總持有量為9,070萬金衡盎司，為2020年4月以來的最低水平，比2020年11月創下的1.108億金衡盎司高點低18%。COMEX黃金管理資金也出現大量資金外流上一季度的期貨；他們的淨持倉量從7月下旬的1.36億金衡盎司下降至8月中旬的7,600萬金衡盎司。所有這些都凸顯了ETF和黃金衍生品的需求潛力，因為它們目前都處於超賣狀態。

儘管名義利率持續上升，但短期實際利率預期已開始下降



8月份黃金ETF持有量和COMEX淨多頭減少

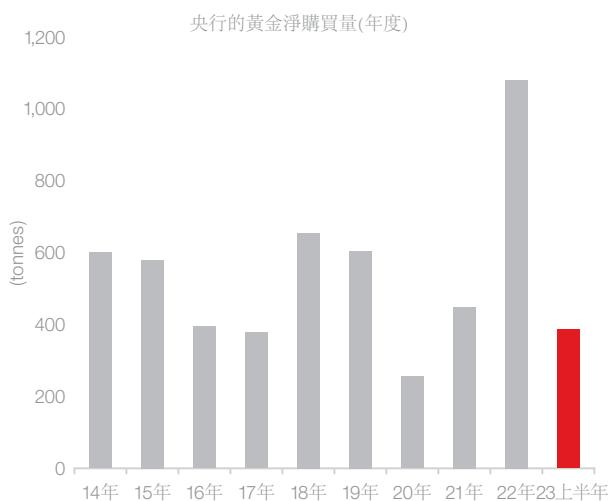


來源：彭博，星展銀行

央行購買放緩，但仍保持堅定積極態度。儘管遠未達到2022年下半年的重要水平，但央行黃金購買量在2023年仍然強勁。2023年第二季度，6月份央行披露的黃金購買總量為55噸，這是自2月份以來第一個月出現大量購買。這使得該季度淨購買總量達到103噸，2023年上半年累計淨購買總量達到387噸，創下上半年央行購買記錄。從國家層面來看，歷史上最大的黃金買家之一的土耳其在連續三個月淨銷售後，於6月重新成為淨買家。本月其他主要買家包括中國和波蘭。儘管本季度需求可能有所緩和，但我們認為長期趨勢仍然是積極和建設性的。去美元化正在緩慢但肯定地獲得動力；各國正在放棄使用美元進行特定貿易交易，並積極實現外匯儲備多元化，以減少對美元和美元資產的依賴或集中。黃金將從這一趨勢中受惠，因為它是一種現成的替代品，是一種不與任何經濟體國家掛鉤的中性硬資產。

金飾需求、金條和金幣投資保持彈性。儘管上一季度平均金價創歷史新高，但全球金飾消費仍略有增長；2023年第二季度需求量同比增長3%至476噸。這主要是由中國推動的，由於新冠疫情後的復甦，中國

今年上半年央行黃金購買量創上半年紀錄，達387噸



來源：彭博，世界黃金協會，星展銀行

的需求更加堅挺；本季度需求總量為132噸，同比增長28%。這有助於抵消印度需求疲弱的影響，因為消費者因創紀錄的金價而望而卻步。總體而言，金飾需求尚未恢復至10年平均水平，但在金價極高的環境下，需求仍被認為相對強勁。金條和金幣需求也推動了2023年第二季度黃金需求的強勁增長；2023年第二季度的總需求為278噸，比22年第二季度高6%。這主要是由中國、土耳其和中東市場特定需求激增推動的。

黃金仍然是替代品領域的中流砥柱。我們對黃金保持看好，十二個月目標價為2050美元／盎司。由於利率將於2023年達到峰值，並且可能在2024年下半年降息，美元和利率的前景將走弱；這將是中短期內金價最相關的驅動因素。當美元和利率催化劑成為現實時，ETF和（在較小程度上）場外衍生品形式的投資需求應該會為金價上升提供充足的流動性。此外，隨著地緣政治緊張局勢繼續影響去美元化敘事，央行

購買似乎已經進入了一個購買增加的新時代，儘管進展緩慢。考慮到黃金與其他主要資產類別的相關性較低，尤其是全球股票（過去50年與黃金的相關係數為0.10），我們繼續主張將黃金作為投資組合風險分散資產。投資者可以通過以下方式獲得黃金缺口：i) 實物黃金；ii) 黃金期貨；iii) 實物黃金和金礦股票的ETF和管理基金；或iv) 直接持有金礦股票，這本質上是以黃金實現槓桿的做法。

黃金與主要資產類別的相關性較低

類資產類別	全球股票	全球投資級債券	美國高收益債券	新興市場債券	主權投資級債券	大宗商品	原油	工業金屬	軟商品	食品類商品	黃金
全球股票	1.00	0.35	0.65	0.59	0.51	0.45	0.23	0.59	0.39	0.19	0.10
全球投資級債券	0.35	1.00	0.32	0.41	0.89	0.22	0.09	0.31	0.32	0.10	0.42
美國高收益債券	0.65	0.32	1.00	0.61	0.56	0.41	0.23	0.46	0.41	0.21	0.07
新興市場債券	0.59	0.41	0.61	1.00	0.83	0.29	0.22	0.40	0.40	0.12	0.29
主權投資級債券	0.51	0.89	0.56	0.83	1.00	0.31	0.21	0.34	0.40	0.19	0.45
大宗商品	0.45	0.22	0.41	0.29	0.31	1.00	0.84	0.62	0.70	0.42	0.29
原油	0.23	0.09	0.23	0.22	0.21	0.84	1.00	0.43	0.45	0.23	0.18
工業金屬	0.59	0.31	0.46	0.40	0.34	0.62	0.43	1.00	0.57	0.40	0.33
軟商品	0.39	0.32	0.41	0.40	0.40	0.70	0.45	0.57	1.00	0.53	0.35
食品類商品	0.19	0.10	0.21	0.12	0.19	0.42	0.23	0.40	0.53	1.00	0.18
黃金	0.10	0.42	0.07	0.29	0.45	0.29	0.18	0.33	0.35	0.18	1.00

來源：彭博，摩根大通，路孚特，倫敦金屬交易所，阿姆斯特丹泛歐交易所，聯合國糧食及農業組織

私募資產 帶來的 一線機會

另類投資：私募資產 4Q23

私募市場投資包括不同的策略，每種策略對具有挑戰性的環境會有不同的反應。雖然利率上升和增長放緩抑制了估值，但這為進入私募資產，尤其是私募股權二級市場提供了一個極具吸引力的切入點。

11. 另類投資： 私募資產。

陳詩韻

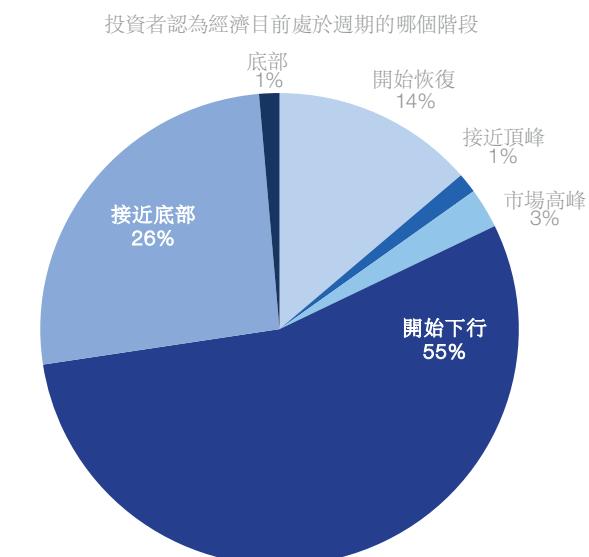
分析員

人們意外地發現，儘管進取的政策收緊、高利率和頑固的通脹有可能在短期內破壞經濟和金融資產的表現，但焦點仍在從公開資本市場向私募資本市場結構性轉移。即便如此，私募市場投資也不能完全免疫於廣泛投資前景不利因素的影響。這些不利因素抑制了經濟增長，使私募市場的交易流動性放緩。資產估值面臨下行壓力，資金套現的機會變得越來越少。

值得注意的是，私募市場投資只是公開市場以外進行投資的總稱。它包括多種策略，每種策略對動蕩的環境都有不同的反應。在本季度更新中，我們研究了當前形勢下各種私募市場投資策略的前景。

融資挑戰、增長放緩抑制了風險投資和成長型股權投資的前景。對於需要資金的成長型公司來說，最近幾個季度充滿了挑戰。企業發現籌集資金變得更加困難，隨著權力的鐘擺向有資金可動用的基金傾斜。隨著資金成本的上升，投資者的眼光越來越敏銳，在選擇投資時會越來越重視企業的盈利能力。

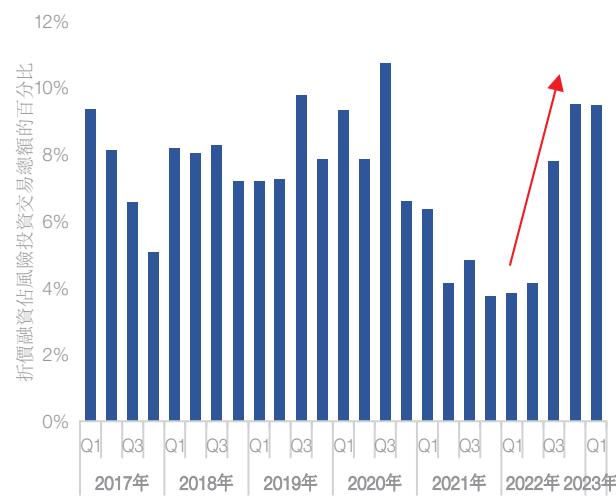
投資者預計宏觀經濟環境下行



來源：2023年6月Preqin投資者調查，星展銀行

在過去，市場生態系統的發展受到容易獲得的資本推動，並側重於增長前景和總潛在市場等收入驅動因素，但機會成本的上升和經濟增長的放緩，再加上小公司融資條件緊張，導致估值自2020/21年之前的繁榮以來有所放緩。這種充滿挑戰性的環境體現在風險投資支持的公司折價融資、沖銷和重組的現象越來越普遍上。

估值校準：折價融資*在風險資本領域越來越普遍

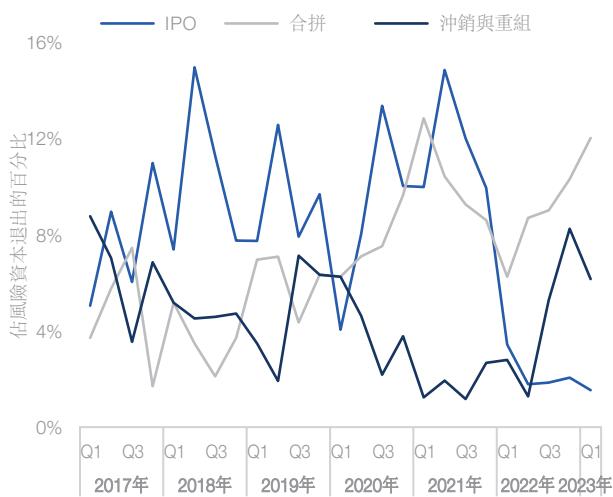


來源: Preqin, 星展銀行

*折價融資：公司以低於上一輪融資的每股價格發行股票的融資輪次

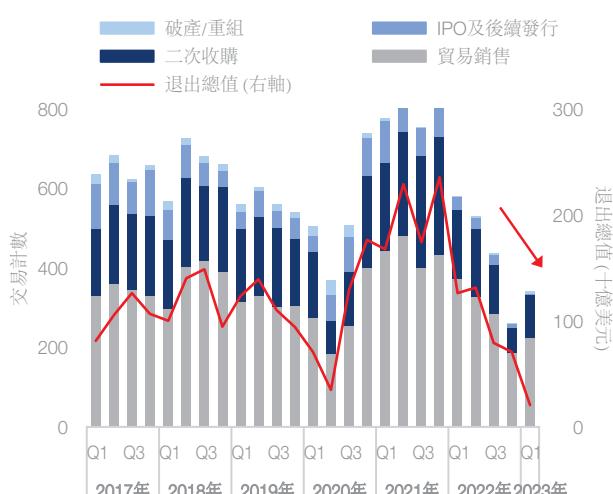
高借貸成本和不溫不火的退出環境對收購策略的前景構成挑戰。收購策略通常涉及使用大量債務收購一家公司。浮動利率借貸在收購交易中十分普遍，可以想象，借貸成本的上升將影響此類投資的可行性。此外，收購的退出前景也不容樂觀，退出活動達到了疫情初期以來的季度最低水平。儘管隨著買賣雙方最終就資產估值達成一致，退出可能加速，但目前缺乏合適的退出機會，意味著基金的投資持有期延長，並可能延遲向有限合伙人分配資金。這將使有限合伙人無法將現有基金的分配款項用於新的投資中，從而加劇私募資產本已緊張的融資前景。

隨著IPO市場低迷，風險資本沖銷和合併越來越多



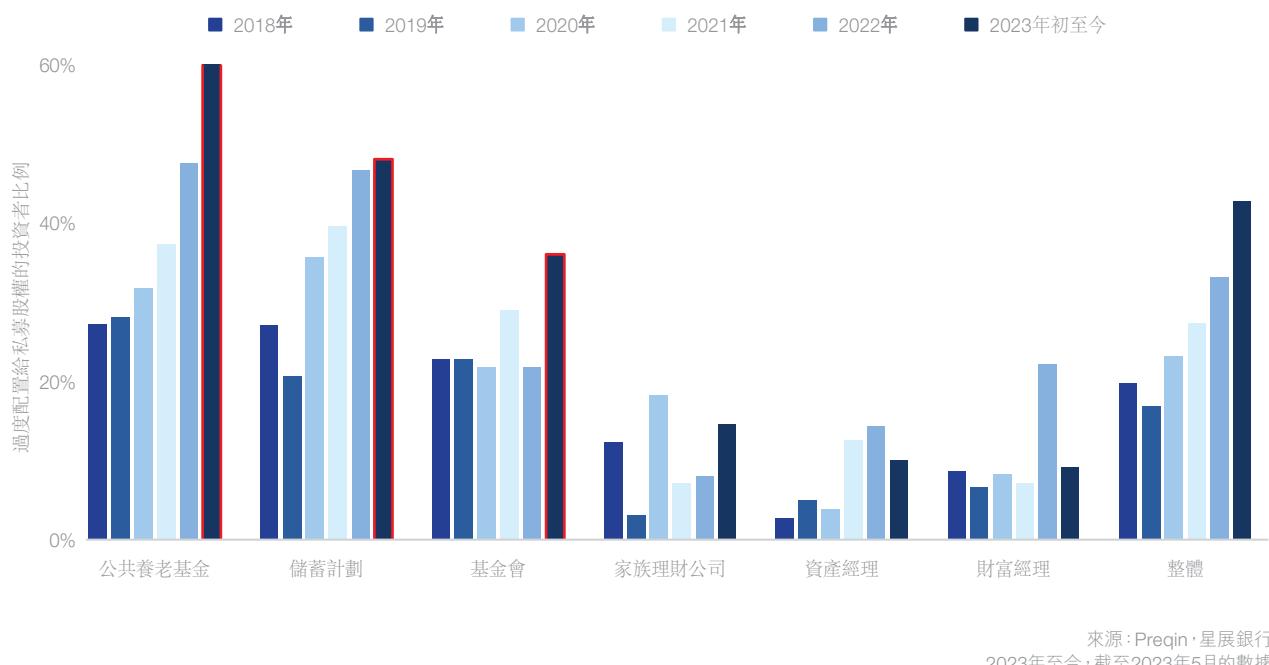
來源: Preqin, 星展銀行

PE退出活動放緩



來源: Preqin, 星展銀行

目前，一半以上的養老金和捐贈基金被過度分配給私募股權



私募股權二級市場受惠於廣泛的市場不利因素。在充滿挑戰的私人市場投資環境中，存在一線希望，二級投資機會越來越有吸引力，也即私募股權二級基金從一級投資者手中收購現有的私募股權頭寸。除了結構性因素（比如私募股權行業的發展和成熟需要二級市場的流動性來源）之外，當前的市場動態也為私募股權二級市場帶來供應。其中包括：

- 私募股權基金的期限即將結束，但缺乏合適的退出機會，如果無法延長投資持有期，則可能被迫在二級市場上出售所持股份（例如，由有限合伙人要求提取資金）。

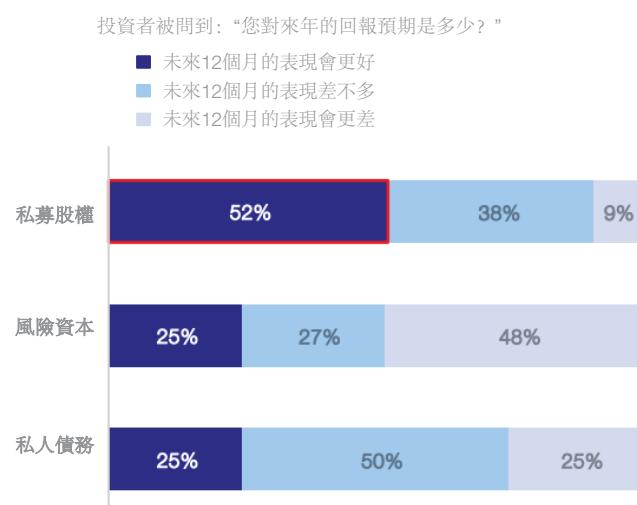
- 公開市場的波動導致許多大型有限合伙人（養老金和捐贈基金）現在被過度分配到該資產類別。這些投資者需要重新平衡其投資組合，這進一步增加了私募股權二級市場機會的充足供應。

二級市場投資機會過剩使其成為買方的市場，二級市場基金能夠以歷史上極具吸引力的折扣價購買股權，然後轉化為更好的預期收益。

與整體私募股權相比，二級基金年份表現良好



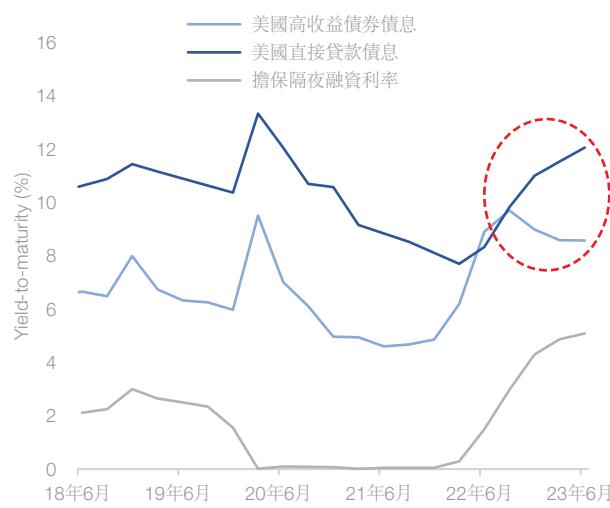
相對於其他私募資產，投資者在短期內對私募信貸表現仍持樂觀態度



私募信貸是對其他資本來源的補充，在信貸緊縮的情況下為企業提供支持。與此同時，根據Preqin和標準普爾的調查，投資者似乎更追捧私募信貸（也稱為私募債務）。直接貸款策略構成了私募信貸的主體，當前環境下支持直接貸款的因素包括：

- 更多借款人尋求私募信貸融資 – 中型市場借款人的債務融資已變得稀缺，而這些借款人歷來是大多數直接貸款基金的目標。銀行貸款標準的收緊和高收益債券發行的放緩，意味著私人信貸基金有機會為更優質的資產提供融資，這些資產以前可能已被其他貸款機構注資。
- 私募信貸基金具有更大的談判能力-眾所周知，直接貸款交易都有針對借款人不履約而保障放貸人資本的條款。目前緊張的融資條件增強了貸款人的談判能力，使其能夠獲得更高的定價，並與借款人簽訂更有利的契約。
- 浮動利率貸款受惠於利率上升-隨著利率飆升至歷史新高，直接貸款債息也相應上調，使得直接貸款債息相對於債券的債息息差具有吸引力。

直接貸款收益率已隨利率上升而調整



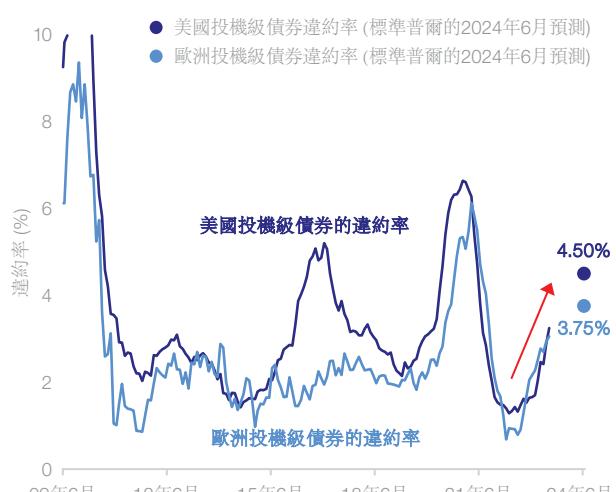
銀行正在收緊貸款標準



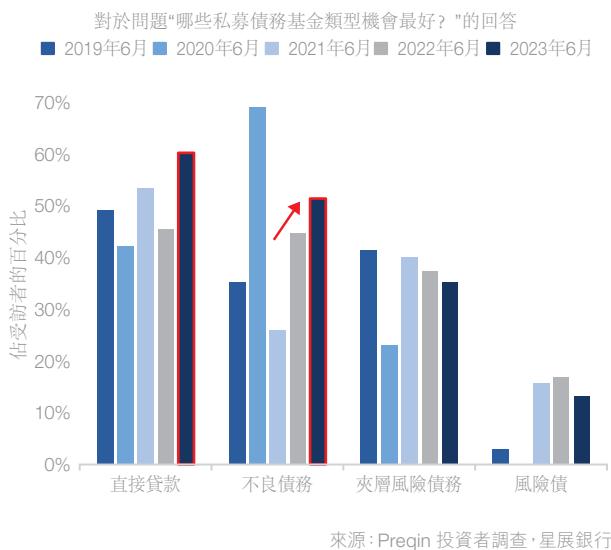
儘管有這些好處，但我們也注意到，在增長放緩的環境下，企業的信貸質量和流動性都會受到影響，因此風險也隨之而來。對於負債累累的企業來說，成本上升和消費者預算萎縮尤其令人擔憂，因為盈利能力和需求的進一步惡化將會使這些企業陷入困境。儘管直接貸款基金與借款人之間的有利關係將有助於潛在的債務償還談判，但違約率上升仍然是一個相關風險。

由於再融資的困境加劇，陷入困境的情況越來越多。鑑於上述態勢，標準普爾預計，在未來幾個月，投機級信貸中的貸款違約現象將更加普遍，因為企業發現為其負債再融資或籌集新資金變得越來越困難。LCD數據顯示，未來幾年到期的貸款將超過晨星LSTA美國槓桿貸款指數歷史上的任何可比時期。到25年第一季度末，將

投機級信貸違約呈上升趨勢



不良債務引起投資者的興趣



有900億美元到期，這是未來兩年到期的最大季度成交量。

不斷上升的違約率創造了不良投資機會。儘管這些前景為更廣泛的投資環境描繪了一幅黯淡的畫面，但在這種情況下，不良債務基金通常會蓬勃發展。違約率上升和市場失衡為不良基金創造了更多機會。難怪自2021年以來，私募資產投資者對不良債務策略的興趣有所回升。

全天候投資組合的多元化。考慮到各種私募市場策略在波動的宏觀經濟環境中表現不同，不同私募資產類別的缺口可以作為投資組合多元化的另一個來源。儘管私募股權面臨公司估值放緩和退出前景黯淡的不利因素，但在二級市場找到了一線機會，從結構和技術角度來看，都具有吸引力。私募信貸面臨來自公開信貸市場有吸引力的債券債息的競爭。儘管如此，投資於機會主義策略的多元化投資組合，可以讓投資者利用進一步的市場失衡和違約來對沖經濟危機。

於鑑於私募資產的回報與公共市場相比存在很大差異，經理人的選擇在私人市場投資中發揮著核心作用。這一點在經濟下行週期中尤為重要，因為在這種情況下，創造阿爾法收益在很大程度上取決於經理人的技能和人脈，他們能夠發現並確保獲得有吸引力的機會，並在困境中為有限合伙人設計出最佳的退出結果。

深入評估 大宗商品投資

專題策劃 - 大宗商品 4Q23

長期持有大宗商品的好處在大宗商品超級週期中最為明顯，因此應把握好時機。持有特定大宗商品，而不是廣義大宗商品，作為對沖通脹的工具。

12. 大宗商品。

吳俊勇
分析員

由於宏觀經濟形勢緩和，大宗商品在7月份迎來反彈。7月份，大宗商品出現了小規模復甦，儘管只是整體當中的小部分。OPEC+和沙特推動的減產終於開始對原油價格產生實質性的上行影響；由於中國成功地進行了汽車去庫存化，銅和鋁等工業金屬找到了一些價格穩定的途徑；因為俄烏衝突造成的港口中斷以及全球惡劣的天氣條件，農產品再次飆升。但也許更重要的是，美國（在某種程度上也包括西歐）的整體宏觀環境似乎正朝著「金髮姑娘」的趨勢發展：聯儲局加息週期即將結束，通脹趨緩，GDP增長和失業率保持彈性。從本質上講，大宗商品的需求狀況開始出現實質性好轉。

7月份大宗商品漲勢主要是能源帶動的



來源：彭博，星展銀行

對中國需求的疑慮抑制了樂觀情緒。這些利好因素的疊加推動了7月份大宗商品的強勁表現；彭博大宗商品指數上升5.8%，能源分類指數上升11.4%。農產品和工業金屬分類指數當月也分別上升2.1%和6.4%。不過，這是否意味著現在是進入大宗商品市場的好時機？我們認為，現在距離可持續的新一輪反彈週期還為時尚早，宏觀經濟形勢可能很快發生變化。西方國家正在經歷「不冷不熱」時期，中國的情況也遠非完美。由於未達到投資者對公佈的政策刺激措施的預期，投資者對中國的投資情緒有些萎靡。中國近期的宏觀數據也不盡如人意：7月份的製造業PMI指數仍低於50，處於收縮區間，而6月份的青年失業率升至21.3%的歷史新高。最後但同樣重要的一點是，中國房地產和影子銀行業的崩潰進一步大幅降低了中國相關的缺口風險。因為中國是全球最大的大宗商品消費國，這些負面因素無疑抑制了大宗商品的需求前景。

中國是工業金屬的主要生產國和消費國

	前3大消費國/地區	前3大製造國/地區
鋁	中國 - 60% 歐盟 - 10% 美國 - 8%	中國 - 60% 俄羅斯 - 5% 加拿大 - 5%
銅	中國 - 55% 歐盟 - 12% 美國 - 7%	中國 - 43% 歐盟 - 10% 智利 - 9%
鎳	中國 - 54% 歐盟 - 9% 美國 - 3%	中國 - 20% 日本 - 6% 加拿大 - 4%
鋅	中國 - 50% 歐盟 - 14% 美國 - 7%	中國 - 46% 歐盟 - 14% 南韓 - 6%
粗鋼	中國 - 52% 其它亞洲地區 - 19% 歐盟 - 8%	中國 - 51% 其它亞洲地區 - 20% 歐盟 - 8%

來源：彭博，星展銀行

銅價與中國GDP增長緊密相連



來源：彭博，星展銀行

仔細審視大宗商品投資。由於中國給大宗商品領域蒙上了一層陰影，我們認為下一個超級週期的切入點還沒有到來。除了探討投資者何時應該出手之外，我們還試圖回答以下一些有關大宗商品投資的問題：

1. 大宗商品投資如何增加投資組合的回報？
2. 大宗商品是否是對沖通脹的有效工具？
3. 大宗商品是否是分散投資組合風險的有效工具？
4. 在一個平衡、全面的投資組合中，大宗商品應該如何表現？

把握市場時機可以提高大宗商品投資回報率。與股票和債券不同的是，對於大宗商品而言，把握市場時機可能優於「市場時間」。我們進行了一項分析，比較了兩種投資組合的回報率：一種是為股票和債券分配60/40的權重，一種是為股票和債券分配55/35的權重，其餘10%的權重則分配給大宗商品。在1999年12月30日至2023年8月10日期間，60/40投資組合的年化回報率為6.4%，優於包含大宗商品的投資組合6.2%的回報率。當我們將回溯期縮短至10年（2013年8月10日至2023年8月10日）時，大宗商品造成的表現不佳依然存在 – 60/40投資組合的年化回報率為3.4%，而大宗商品加權投資組合的回報率為3.1%。歷史數據說明了一個簡單明了的問題：將大宗商品納入投資組合會拖累整個投資組合的回報率，至少在給定的時間範圍內是這樣。從表面上看，更長的回溯

期對大宗商品更有利，因為20世紀60年代至70年代是大宗商品超級週期，在布雷頓森林體系廢除後美元貶值和20世紀70年代石油衝擊的背景下，大宗商品價格增長了兩倍多。從理論上講，在超級週期中投資大宗商品是合理的。那麼，一個顯而易見的問題是：我們現在處於超級週期嗎？不幸的是，答案是否定的；供應因投資不足而受到限制，需求雖然在增長，但基礎並不廣泛，更多的是針對次級資產類別，而且價格已經回吐了2020年疫情導致的供應衝擊和2022年俄烏戰爭帶來的大部分升幅。

特定大宗商品比廣義大宗商品能更有效地對沖通脹。我們同樣比較了30年、20年和10年期大宗商品與美國CPI指數的表現，發現兩者之間存在微弱的正相關性。在30年和20年的回溯期，相關性分別為0.22

近期歷史顯示，大宗商品並不能提高60/40投資組合的回報率

(年化回報率，%)	時間範圍	
	1999年12月30日-2023年8月10日	2013年8月10日-2023年8月10日
投資組合		
60/40 - 股票和債券	6.40%	3.40%
55/35/10 - 股票、債券和大宗商品	6.20%	3.10%

來源：彭博，星展銀行

銅和小麥與過去10年的通脹率呈現出很強的正相關性

(相關係數)	時間範圍		
	30年	20年	10年
大宗商品			
WTI	0.26	0.40	0.56
LME銅	0.25	0.38	0.74
小麥	0.32	0.41	0.76

來源：彭博，星展銀行

和0.24。在10年回溯期，相關性減弱至0.16。這顯示，在近期歷史上，大宗商品作為通脹對沖工具的有效性有限。而特定大宗商品可能在這方面更有效。我們研究了三種常見的特定大宗商品 – 原油、銅和小麥，發現隨著時間的推移，這三種大宗商品與通脹的相關性都在增加。值得注意的是，在過去10年中，銅和小麥都與通脹有著很強的正相關性（大於0.7）。儘管如此，必須承認，過去十年的通脹水平相對較低，因此應謹慎看待這些10年期數據。總體而言，大宗商品能否有效保護投資者免受通脹對資本的侵蝕，目前尚無定論。

不可否認的是，投資組合具有風險分散功能。鑑於大宗商品與股票和債券等其他主要資產類別的低相關性，我們毫不避諱地主張投資大宗商品，這一點從未改變。作為投資組合的風險分散工具，這種低相關性在歷史上的多個不同時期也是普遍存在的。在過去30年中，廣義大宗商品與全球股票的負相關性非常弱(-0.09)，與全球債券的正相關性也很弱(0.17)。從這一點來看，在投資組合中持有大宗商品顯然有助於降低波動相關的風險。然而，目前尚不清楚的是，在投資組合中持有大宗商品是否會帶來更高的風險調整後收益；換句話說，大宗商品降低投資組合風險的程度是否高於犧牲的收益。這個問題的答案有待商榷，數據無疑會根據所選的時間範圍描繪出不同的圖景。如前所述，長期持有大宗商品的好處在大宗商品超級週期中感受最為明顯，因此應把握好時機。

股票、債券和商品在一段時間內的不同表現



來源：彭博，星展銀行

過去十年間，負滾動債息抑制了大宗商品投資回報



來源：彭博，星展銀行

期貨溢價的麻煩。在我們的《CIO據點：大宗商品投資》一書中，我們強調了負滾動債息是大宗商品投資中的一個潛在風險。當大宗商品市場處於期貨溢價（預測期貨價格高於近期期貨和現貨價格的情況）時，投資者不得不通過退出近期期貨並同時渴望期限較長的合約來展期大宗商品頭寸，這時就會出現負滾動債息。負滾動債息是造成大宗商品現貨指數和總回報指數之間表現差異的部分原因。後者追蹤投資完全抵押的大宗商品期貨投資回報，對大多數投資者來說更為現實，因為實物交割大宗商品往往是不可行的。

應對負滾動債息。為了盡量減少負滾動債息的問題，一些基金和交易所交易基金(ETF)將其風險缺口分散到不同的到期日（而不僅僅是前一個月），並通過每日滾動合約來維持這種恒定的到期日狀況。為了完全避免滾動債息，投資者還可以在適當或可行的情況下直接投資於實物大宗商品（如貴金屬）。

細節決定成敗。總而言之，長期買入並持有大宗商品的策略很少（如果有的話）能提高傳統60/40投資組合的回報。此外，儘管大宗商品與其他主要資產類別的相關性

較低，但它始終是投資組合的風險分散工具，因此無法有效對沖通脹。雖然這似乎是對大宗商品的一個糟糕評價，但事實遠非如此。大宗商品仍然發揮著分散投資組合風險的重要功能，根據大宗商品的超級週期改變大宗商品的配置將進一步提高這一功能的有效性，並有助於實現投資組合的風險調整後回報最大化。

動態投資組合定位更為可取。在大宗商品市場不滿足超級週期條件的時期，保持較低的大宗商品配置比例，轉而通過結構性

產品等更具策略性的途徑來表現該資產類別，可能會更加穩健。另外，投資者也可以選擇採用主題性更強的大宗商品投資方法。例如，投資者如果因長期電氣化趨勢而看好綠色金屬，可以投資於電池金屬價值鏈上的公司。歸根結底，投資的終極警告也適用於大宗商品：過去的表現（或缺乏表現）並不能保證未來的表現，反之亦然。不過，回顧歷史，我們有望更好地了解如何在投資組合中對大宗商品進行最佳定位，無論是時機選擇、配置還是產品表達。

使用1973-2023年每周數據的相關矩陣

資產類別	全球股票	全球投資級債券	美國高收益債券	新興市場債券	主權投資級債券	大宗商品	原油	工業金屬	軟商品	食品類商品	黃金
全球股票	1.00	0.35	0.65	0.59	0.51	0.45	0.23	0.59	0.39	0.19	0.10
全球投資級債券	0.35	1.00	0.32	0.41	0.89	0.22	0.09	0.31	0.32	0.10	0.42
美國高收益債券	0.65	0.32	1.00	0.61	0.56	0.41	0.23	0.46	0.41	0.21	0.07
新興市場債券	0.59	0.41	0.61	1.00	0.83	0.29	0.22	0.40	0.40	0.12	0.29
主權投資級債券	0.51	0.89	0.56	0.83	1.00	0.31	0.21	0.34	0.40	0.19	0.45
大宗商品	0.45	0.22	0.41	0.29	0.31	1.00	0.84	0.62	0.70	0.42	0.29
原油	0.23	0.09	0.23	0.22	0.21	0.84	1.00	0.43	0.45	0.23	0.18
工業金屬	0.59	0.31	0.46	0.40	0.34	0.62	0.43	1.00	0.57	0.40	0.33
軟商品	0.39	0.32	0.41	0.40	0.40	0.70	0.45	0.57	1.00	0.53	0.35
食品類商品	0.19	0.10	0.21	0.12	0.19	0.42	0.23	0.40	0.53	1.00	0.18
黃金	0.10	0.42	0.07	0.29	0.45	0.29	0.18	0.33	0.35	0.18	1.00

來源：彭博，摩根大通，路孚特，倫敦金屬交易所，阿姆斯特丹泛歐交易所，聯合國糧食及農業組織

免責聲明和重要提示

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

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

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

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

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

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

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

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

迪拜國際金融中心

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

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

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

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

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

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

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

香港

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

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

新加坡

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

泰國

本通訊是由星展唯高達證券（泰國）有限公司（「DBSVT」）發出。

英國

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

詞匯表.

簡稱	定義	簡稱	定義
AI	人工智能	eop	期末
ASEAN	東南亞國家聯盟	EPF	員工公積金
ASP	平均售價	EPFR	新興投資組合基金研究
AUM	管理資產	EPS	每股收益
AxJ	亞洲（日本除外）	ESG	環境、社會和治理
bbl	桶	ETF	交易所交易基金
BI	印尼銀行	EU	歐洲聯盟
BNM	馬來西亞國家銀行	EV	電動車
BOC	加拿大央行	FOMC	聯邦公開市場委員會
BOE	英格蘭銀行	FDI	外商直接投資
BOJ	日本央行	FX	外匯
BOK	韓國央行	G3	3國集團
BOT	泰國央行	G7	7國集團
BSP	菲律賓央行	GDP	國內生產總值
bpd	每天桶	GFC	全球金融危機
bps	基點	HIBOR	香港銀行同業拆放利率
CAGR	複合年增長率	HKMA	香港金融管理局
CET1	普通股權一級資本	HY	高收益
CIPS	英國特許採購與供應學會	IEA	國際能源署
CPI	消費者價格指數	IndoGB	印尼政府債券
DBCC	發展預算協調委員會（菲律賓）	IG	投資級別
DM	成熟市場	IMF	國際貨幣基金組織
dma	日移動平均線	IPO	首次公開募股
DPU	每單位分佈	IRS	利率掉期
DXY	美元指數	ISM	供應管理協會
EBIT	息稅前利潤	IT	信息技術
EBITDA	息稅折舊攤銷前利潤	JGB	日本政府債券
EC	歐盟委員會	KLIBOR	吉隆坡銀行同業拆借利率
ECA	歐洲芯片法	LGB	地方政府債券（中國）
ECB	歐洲央行	LGFV	地方政府融資平台
EGB	歐洲政府債券	LME	倫敦金屬交易所
EIA	能源信息管理局	LP	有限合伙人
EM	新興市場	LPR	貸款優惠利率

簡稱	定義	簡稱	定義
LSTA	銀團貸款和貿易協會	RBI	印度儲備銀行
LVMH	酩悅軒尼詩路易威登	RBNZ	紐西蘭儲備銀行
MAS	新加坡金融管理局	REER	實際有效匯率
MBS	抵押貸款支持證券	REIT	房地產投資信託
MLF	中期借貸便利	ROA	資產回報率
mmbpd	百萬桶／日	ROE	股本回報率
MNC	跨國公司	S-REITs	新加坡房地產投資信託
NEER	名義有效匯率	SAA	策略性資產配置
NIM	淨息差	SBV	越南國家銀行
NIRP	負利率政策	SD	標準差
NPL	無不良貸款	SGS	新加坡政府證券
OIS	隔夜指數掉期	SNB	瑞士國家銀行
OMO	公開市場操作	SOFR	擔保隔夜融資利率
OPEC+	石油輸出國組織	SORA	新加坡平均隔夜利率
OPM	營業利潤率	SRBIs	印尼銀行盧比證券
OTC	在柜台	TAA	策略性資產配置
P/B	市盈率	ThaiGBs	泰國政府債券
P/E	市盈率	TOPIX	東京股票價格指數
PBOC	中國人民銀行	TP	目標價
PCE	個人消費支出	TPI	稅收和物價指數
PE	私人產權	TSE	東京證券交易所
PER	市盈率	UCITS	可轉讓證券集體投資承諾
PM	總理	UST	美國國庫證券
PMI	採購經理人指數	WTI	西德克薩斯中質油
PPI	生產者價格指數	YCC	產量控制曲線
QT	量化緊縮	YTD	今年迄今為止
RBA	澳洲儲備銀行		

CIO 往期洞察



3Q23 CIO洞察
王、后和城堡
2023年6月



2Q23 CIO洞察
撥雲見日
2023年3月



1Q23 CIO洞察
重塑 60/40
2022年12月



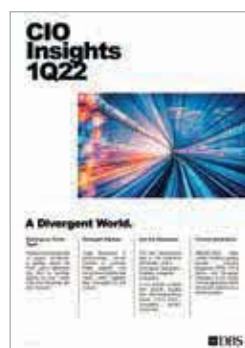
4Q22 CIO洞察
聚焦聯儲局
2022年9月



3Q22 CIO洞察
跨越通脹
2022年6月



2Q22 CIO洞察
風暴中的良策
2022年3月



1Q22 CIO洞察
分歧的世界
2021年12月



4Q21 CIO洞察
勇往直前
2021年9月



3Q21 CIO洞察
如願以償
2021年6月



2Q21 CIO洞察
重回正軌
2021年3月



1Q21 CIO洞察
曙光乍現
2021年12月



4Q20 CIO洞察
邁向復甦
2020年9月

CIO 往期洞察



3Q20 CIO洞察
傲然屹立
2020年6月



2Q20 CIO洞察
歷久彌堅
2020年3月



1Q20 CIO洞察
新世界的嶄新思維
2019年12月



4Q19 CIO洞察
所向披靡 破浪前行
2019年9月



3Q19 CIO洞察
瞬息萬變的世界
2019年6月



2Q19 CIO洞察
順勢而贏
2019年3月



1Q19 CIO洞察
拉鋸戰
2018年12月



4Q18 CIO洞察
峰回路轉
2018年9月



3Q18 CIO洞察
乘風破浪 揚帆遠航
2018年6月



2Q18 CIO洞察
前路崎嶇不平
2018年3月



1Q18 CIO洞察
堅定信念
2017年12月

