

2024年第2季 投資總監洞察

漲勢擴大

美國利率將逐漸下降

星展集團的基本假設是經濟軟著陸和漸進式減息，這將有利於債市和股市的表現。應持續投資，並將閒置資金配置於多元資產投資組合當中。

看好債市

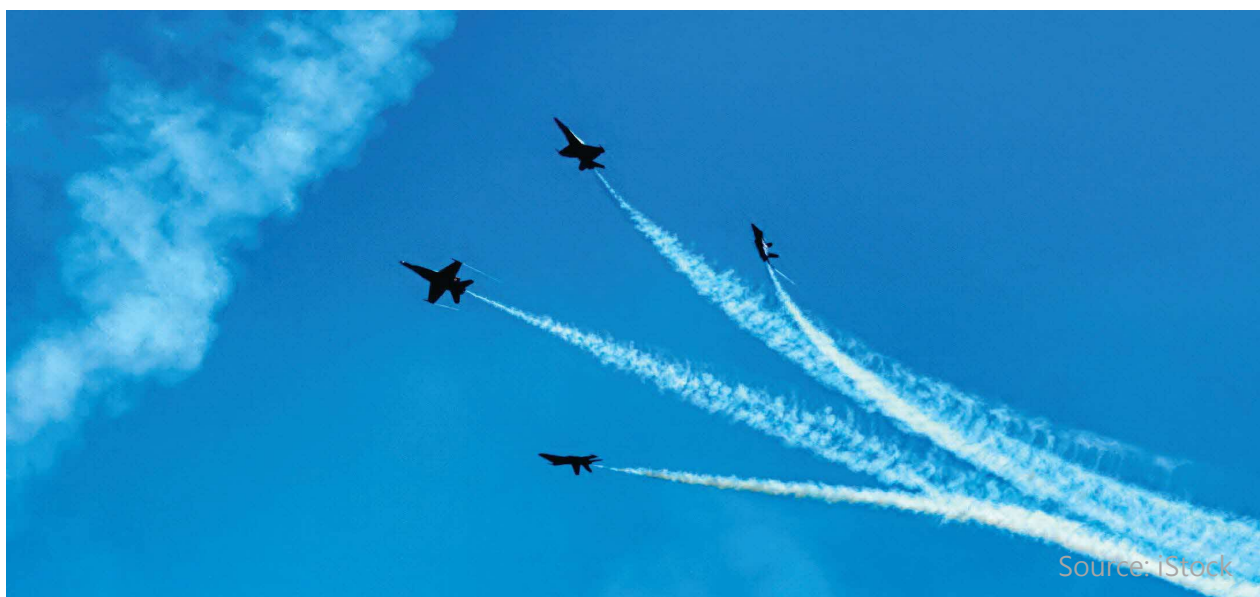
投資等級 (IG) 信貸收益率約5%，為投資組合提供穩定的現金流。應持續佈局平均存續期間介於3至5年的IG債券。星展集團預期，債券可望較現金存款有更好的總回報。

股市漲勢擴大

星展集團預期，與2023年主要由大型科技企業主導的升勢不同，隨著利率逐漸下降，其他行業也將參與升勢。能源和醫療保健等行業可望出現落後補升行情。

黃金的利好

黃金可望受惠於多國央行持續的買盤、逐漸下降的利率和弱勢美元的預期。



目錄

- | | |
|-------------|------------------------|
| 03 重點摘要 | 63 外匯市場 |
| 04 資產配置 | 71 大宗商品 |
| 26 美國股市 | 81 另類投資：黃金 |
| 32 歐洲股市 | 86 另類投資：私募資產 |
| 39 日本股市 | 92 專題策略：大型科技企
業的新典範 |
| 45 亞洲不含日本股市 | |
| 55 全球信貸 | |

重點摘要

親愛的貴賓您好，

2023年以來，我們呼籲投資者應將現金轉為投資的觀點，在2024年第1季持續有良好的表現。

儘管市場對美國聯儲局（Fed）減息的預期已經從今年初的七次，降至目前的三次，但風險性資產，尤其是股市持續上升。我們看好的主題科技、人工智能（AI）和低調奢華均有良好的表現。黃金的強勁走勢也有助於投資組合的表現

另一方面，儘管對利率敏感的債券表現大致持平，但投資等級公司債的年化收益率，仍然有約5%的水平。

除非通脹再次意外上升，在美國經濟軟著陸的情境下，緩慢的減息將有利於股票和信貸市場的表現。因此我們仍然認為應持續投資，並應將閒置資金佈局於均衡多元化的投資組合當中。

股市部份，應選擇具有穩固經濟護城河和盈利的企業。這些企業應包括非科技相關的行業，因為我們觀察到機會已擴散到其他行業，特別是能源和醫療保健。

債券部份，應持續佈局於評級為A/BBB的投資等級公司債，並可考慮將少部份資金佈局於評級為BB+的公司債。在美國收益率曲線呈現倒掛的情況下，仍然看好存續期間介於3至5年的債券投資組合。

在本期的投資總監洞察，我們重申看好優質大型科技企業的觀點。此外，我們也深入探討私募市場策略以及在多元投資組合中充分掌握投資私募股權和債權的好處和方法。

祝您投資順利！



侯偉福 · CFA
星展集團投資總監



巡航模式

資產配置
2024年第2季

在寬鬆的金融情勢和穩健經濟增長下，目前市場升勢即將擴大。由於債券具吸引力的風險回報，相對看好債券而不是高股息股票。投資者應配置私募資產，藉以提升風險調整後的回報。

2024年第2季 投資摘要



宏觀政策

美國聯儲局利率點陣圖顯示，2024年將減息3次的預期符合經濟軟著陸觀點。擔憂經濟增長疲弱，歐洲央行可能提早減息。日本央行也開始利率正常化。中國則將持續寬鬆。



經濟展望

儘管通脹具黏性，良好的採購經理人指數 (PMI) 數據顯示，全球經濟增長可能優於預期。亞洲出口明顯增長。中國需要額外的刺激措施藉以實現5%的經濟增長目標。



股票市場

企業盈利強勁和股份回購措施將支持美股擴大升勢。中國股市可望受惠於官方推出支持增長的政策。對日股與歐股的觀點仍然分別為中立和看淡。



信貸市場

投資級等級信貸、金融資本證券和MBS具投資機會。因擔憂美國財政赤字問題可能導致收益率曲線陡峭，持續看好存續期間介於3至5年，評級為A/BBB的信貸。



利率

經濟軟著陸和漸進式減息將促使美國和歐洲國債收益率曲線趨於陡峭。日本央行利率正常化將帶動日本國債收益率上升。



外匯市場

美國和歐洲即將進入減息週期，亞洲貨幣可望在出口好轉、日圓升值以及人民幣保持穩定的情況下回升。



另類投資

佈局多元化私募資產，分散配置於跨資產類別、策略以及年期，藉以優化投資組合收益率。



大宗商品

由於擔憂俄羅斯和中東供應中斷，油價持穩。隨著全球經濟動能放緩，大宗商品整體需求依然不溫不火。



專題

目前正處於人工智能轉型的早期階段。半導體、雲端、網絡安全和自動化領域符合長期增長趨勢。



專題： 全球大型科技企業

在本報告中，星展集團深入探討帶動科技行業發展動能的催化劑。大型科技企業顯著優異的表現是“Q-GARP”（優質增長且價格合理）的體現。目前大型科技企業估值的倍數已經上調，需要對“合理價格”有一個新的說法。報告摘要說明符合Q-GARP的大型科技企業、人工智能和網絡安全等三大領域。



資產配置

儘管美國長期國債收益率處於2008年至2010年的水平，但並未出現經濟增長減緩的情況。由於美國就業市場熾熱和工資增長強勁，美國聯儲局（Fed）應不會在5月之前減息。如預期，Fed在決策過程含糊其辭，堅持要在減息前看到“更多滿意數據”。

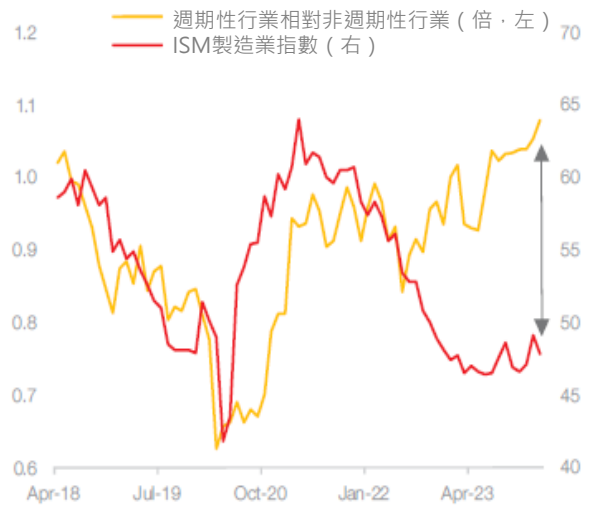
但是，Fed沒有具體定義“更多滿意數據”。顯而易見，寬鬆貨幣政策的門檻已提高，且需要充分理由。隨著通脹率逐漸朝2%的目標改善，且失業率仍維持在3.7%的低位，Fed基本上完成了就業率最大化和物價穩定的雙重使命。Fed主席鮑威爾曾指出，“經濟形勢確實良好”，不急於減息。

儘管Fed不願宣佈成功對抗通脹，對於政策利率週期的態度不明，但風險性資產已經開始表態。在Fed今年可望採取減息措施的預期下，標普500指數上升，美國非投資級信貸息差也呈現收縮。

美股走勢強勁，接下來的問題是：風險性資產是否已經達到“理性繁榮”階段？

表面上，市場指標確實顯示市場可能存在泡沫現象。例如，目前週期性行業相對非週期性行業倍數的水平相對應ISM製造業指數的水平應為64.5（但目前為47.8）。同樣地，國債收益率也與強勁的宏觀動力相關。很顯然，實體經濟和市場訊息之間也脫鉤。

股價反映了股市投資者對經濟前景極度樂觀



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

固定收益市場反映投資者對經濟前景更加樂觀



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

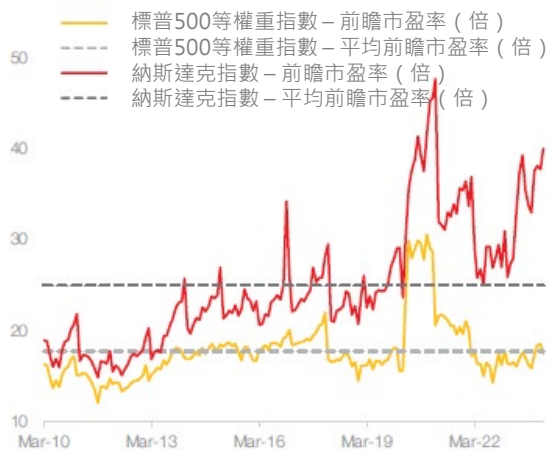
但細微差別很重要。雖然從廣義指數的角度來看，股市似乎表現良好，但必須留意的是，今年股市升幅主要是由少數幾個大型科技股所推動，其在標普500指數的權重偏高。如果在等權重的基礎上來看市場，情況就會截然不同。

為了詳細說明情況，分析納斯達克指數和標普500等權重指數目前的估值。納斯達克指數用於衡量投資者對科技股的熱情程度，而標普500等權重指數則被定位為代表實體經濟的企業。

- 納斯達克指數 – 估值高於長期均值的2個標準差：納斯達克指數的長期平均前瞻市盈率約25倍，而目前約40倍，顯示估值已高於均值的2個標準差的“昂貴”水平。
- 標普500等權重指數 – 估值低於長期均值：標普500等權重指數的長期平均前瞻市盈率約17.7倍，目前約17.4倍，低於長期均值。

估值數據顯示市場普遍存在巨大分歧。若排除科技相關行業的影響，傳統行業中非科技行業的估值目前看起來還算合理。

非科技行業的估值目前看起來合理



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

如果目前整體股市尚未處於繁榮旺盛階段，那麼科技行業的情況如何呢？歷經強勁升勢後，2000年的網絡泡沫破裂是否會重演？

對於“嬰兒潮世代”來說，2000年的科技行業崩潰是一段痛苦的經歷。人們自然會質疑目前由人工智能（AI）所帶動的科技行業上升是否會重演網絡泡沫時期，這是可以理解的。但是時代已改變。目前的市場情勢與90年代末期大不相同，尤其是在企業盈利面：

- 網絡泡沫時期：以標普500科技行業指數作為科技相關領域的指標。1997年3月至2000年3月，該指數升至歷史高位，上升了357%，主要受惠於企業盈利增長了27%和市盈率倍數擴張260%。
- 目前的升勢：該指數過去3年上升約63%，2024年2月收盤時收在3748.6點。升幅主要受惠於企業盈利增長47%，和估值擴張11%所支持。

整體而言，數據顯示目前股市升勢是由強勁的盈利基本面所支撐（並非估值倍數的擴張）。因此，2000年科技行業崩潰再現的機會偏低。

網絡泡沫的上升主要是由估值擴張，而目前科技股的上升則是由盈利帶動



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

由於“實體經濟”股票升勢相對落後，星展集團認為，目前股市升勢可望擴大，驅動因素如下：

- 金融情勢寬鬆
- 企業利息費用比率低
- 有利的投資組合部位
- 美國經濟存在韌性

寬鬆的金融情勢有利於企業盈利前景。金融情勢指數可以洞察金融體系的健全度，進而瞭解市場的經濟增長前景。星展集團分析高盛美國金融情勢指數 (GSFCI)，其中關鍵變數包括國債收益率、匯率、信用息差以及股票估值。

儘管美國國債收益率處於高位，但出乎意料的是美國金融情況仍寬鬆。目前指數水平約99.22，顯示金融情勢與聯邦基金利率 (FFR) 趨近零的水平相似。顯然地，國債收益率上升帶來的負面影響被股價上升和美國信貸息差收窄所抵消。

金融情勢與企業前瞻盈利增長呈現負相關

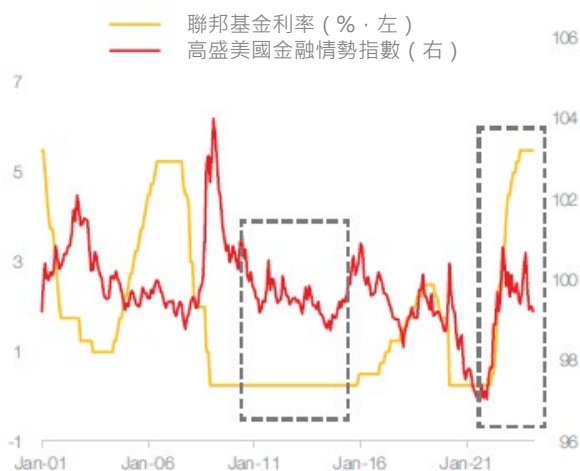


資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

歷史數據顯示，金融情勢的寬鬆程度與企業盈利增長呈現負相關。根據分析，目前的金融情勢所顯示的企業盈利增長率約10%，符合目前市場對2024年企業盈利年增率約10%的預估 (而2008年至2023年的平均企業盈利年增率僅約7%)。這可望支撐股市表現。

利息費用比率低，支持企業盈利。回顧2023年第4季投資總監洞察報告中所提及，企業的利息費用支出比率會隨著政策利率的上升而增加，且歷史經驗，情況也一直如此。1988年至1989年和1999年至2000年的加息週期中，FFR的高位與隨後六個季度的利息費用比率也出現類似的高位。在最近2004年至2006年加息週期中，在政策利率趨於穩定後，隨後12個季度，利息費用比率達到高位。

目前金融情勢與政策利率趨近零時的水平接近



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

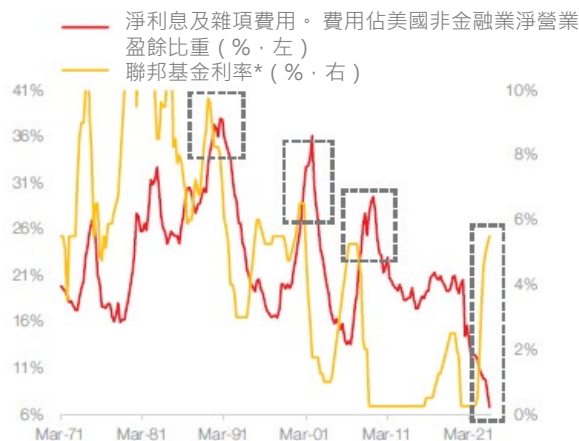
歷史數據顯示，利息費用比率和美國企業利潤率普遍呈現負相關：

- 在1999年至2000年的加息週期中，利息費用比率在2001年12月達到36.1%的高位，而美國企業利潤率則下降至6.1%的低位。
- 在2004年至2006年加息週期中，利息費用比率在2009年6月達到29.5%的高位，而美國企業利潤率則下降至6.67%的低位。

但在次貸危機之後，情況發生了逆轉。隨著世界各國央行將政策利率大幅下調至零附近，美國企業把握低利率機會，以較低利率再融資長期債務。這就解釋了為什麼儘管債券收益率上升，但利息支出比率卻下降至約6.8%的低位（長期平均值為22.3%）。

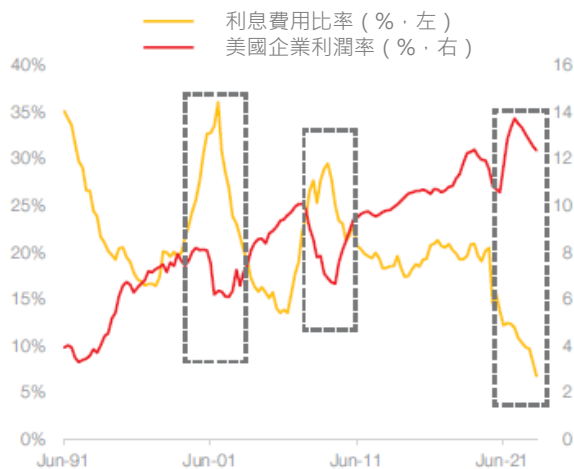
較低的利息費用比率支撐美國企業盈利。目前美國企業營業利潤率約12.36%（長期平均值為8.63%），這也支撐企業盈利穩定增長。

儘管債券收益率上升，但利息費用比率仍在下降



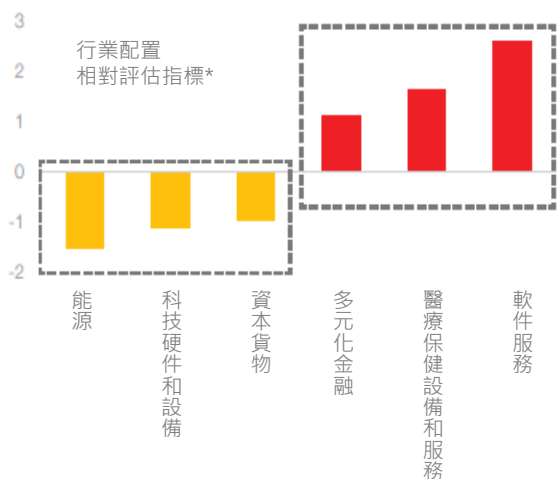
資料來源：彭博，星展集團 2024年3月
*圖表被截斷

利息費用比率與美國企業利潤率呈現反比關係



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

投資組合配置相對評估指標的差異



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2024年3月
* 以ETF權重為代表

投資組合配置顯示，有調整的空間。儘管各大新聞報導都強調目前股市升勢過度集中在科技股，但根據EPFR Global的行業配置數據顯示情況並非如此。

相對評估指標，目前超配的行业為軟件服務業（+2.6%）、醫療設備與服務業（+1.6%）以及多元化金融業（+1.1%）。另一方面，相對評估指標低配的行业分別是能源業（-1.5%）、科技硬件和設備業（-1.1%）以及資本貨物（-1.0%）。

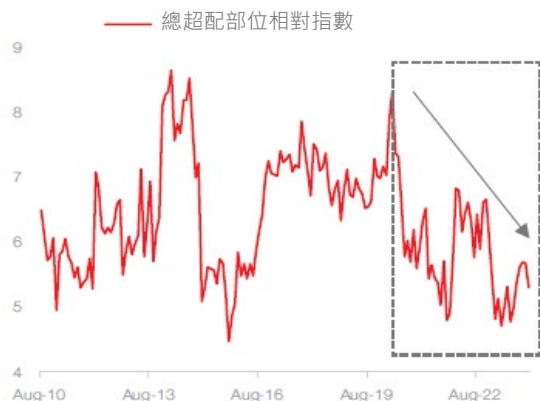
整體而言，排名前三的行业相對於評估指數超配5.3%，而排名後三的行业相對於評估指數則低配3.6%。但進一步觀察2010年以來總配置部位的趨勢。結果如下：

- **超配部位：**事實上，2020年以來，超配部位一直呈現下降，從8.3%下降至目前的5.3%。超配部位顯著降低的行业是軟件服務（降低3.2%）和醫療保健設備和服務（降低0.6%）。
- **低配部位：**隨著時間的推移，低配部位不斷惡化，下降至目前的3.6%。從行業來看，下列三個行业在此期間均出現下降：能源（降低2.0%）、科技硬件和設備（降低0.9%）和資本貨物（降低0.8%）。

根據以上數據，可以推斷出：

- 儘管軟件服務業的超配部位最大，但實際上自2020年以來一直呈下降趨勢。這顯示，部分科技行業的“繁榮旺盛”程度並不如市場擔心的極端，也降低了該行業拖累投資組合表現的風險。

三大超配行業部位呈現下降



資料來源：EPFR Global，星展集團 2024年3月
 註：包括軟件和服務、醫療設備和服務以及多元化金融

三大低配行業部位將呈現上升



資料來源：EPFR Global，星展集團 2024年3月
 註：包括能源、科技硬件和設備以及資本財

b. 然而，由於目前的水平與2015年的相似，投資者對“低配”部位已達極限。這增加了資金轉向這些行業（特別是能源行業）並擴大升勢的可能性。

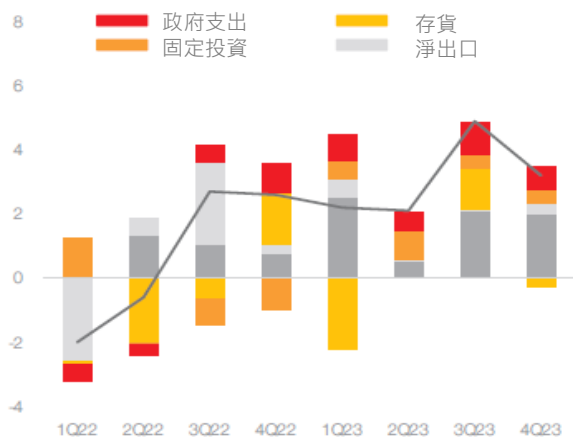
美國的經濟韌性受惠於強勁的消費。 美國經濟的頑強韌性令經濟學家感到意外。《基礎經濟學》告訴我們，高

利率環境將對消費、投資和整體經濟活動產生負面影響。但從最近的經濟數據來看，情況顯然並非如此。美國2023年第4季GDP季增年率為3.3%，高於市場預期的2.0%。去年第3季也是如此，GDP增長4.9%，高於市場預期的4.5%。

GDP的組成數據顯示，支撐美國經濟增長的關鍵因素是國內消費。事實上，在過去兩季以來，個人消費一直是GDP的最大貢獻因素，分別佔第3季和第4季增長的43%和63%。強勁的消費支出歸因於：（1）就業市場穩健和工資增長，（2）資產價格上升帶動財富效應以及（3）疫情後過剩的儲蓄。

除了疫情後過剩的儲蓄（將在某個時刻將耗盡）以外，星展集團認為，前兩個驅動因素將繼續存在，支持國內消費，進而支持更廣泛的經濟活動。這也支持星展集團對美國經濟“軟著陸”的基本假設。

對美國 GDP 的貢獻度（經季節調整後的季增年率%）



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月



2024年第2季星展集團投資總監辦公室資產配置架構 (CAA)

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美國	歐洲	日本	亞洲不含日本	成熟市場國債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	採購經理人指數	-1 to +1	0	0	0	1	0	0	0
	經濟意外指數	-1 to +1	0	0	0	1	0	0	0
	通脹	-1 to +1	-1	0	-1	0	-1	-1	0
	貨幣政策	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	估值企業盈利增長	-2 to +2	1	-1	0	2	-	0	0
	盈利優於預期	-2 to +2	1	0	1	0	-	0	0
估值	前瞻市盈率	-2 to +2	0	0	0	1	-	-	-
	市盈率與股東權益回報率	-2 to +2	0	0	-1	0	-	-	-
	盈餘債息與10年期國債債息比	-2 to +2	-1	0	1	1	2	2	1
	自由現金流	-2 to +2	1	-1	1	0	-	-	-
	信用息差	-2 to +2	-	-	-	-	-	-1	-1
資金流向	-2 to +2	0	-1	0	0	1	1	0	
動能	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	催化劑	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			1	-3	1	6	2	1	0
調整後分數			0.05	-0.14	0.05	0.29	0.18	0.06	0.00

資料來源：星展集團 2024年3月

跨資產觀點 – 債市相對股市較具吸引力。 最新的CAA框架評分顯示，相對股票，偏好債券。

基本面：從美國經濟數據可以清楚的看到，高利率以及取消疫情時期的援助並未影響美國國內消費，因為美國強勁的就業市場仍支撐著消費增長。消費者和企業情緒正在回升，若宏觀情勢持續強勁，星展集團可能會調升美國2024年GDP的預測。

相較之下，歐洲的情況則截然不同。儘管歐元區去年年底避免了技術性衰退，但歐元區經濟最近幾季卻停滯不前，尤其是德國和法國經濟顯著的疲弱。日本的國內消費和出口需求放緩，因此星展集團下調了日本GDP的預測。

估值：美國股市盈利收益率與國債收益率之間的息差在2024年第1季約負0.0354%（截至3月5日）。目前債市相對股市較具吸引力。

資金動能：根據EPFR，資金偏好債市。全球債市在2023年總淨流入金額達2808億美元，高於流入股市的1722億美元。2024年資金持續淨流入全球債市989億美元（截至2月21日），股市則是淨流入740億美元。

債券相對股票具吸引力



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

債券的資金流向走勢仍略優於股票



資料來源：EPFR Global，星展集團 2024年3月

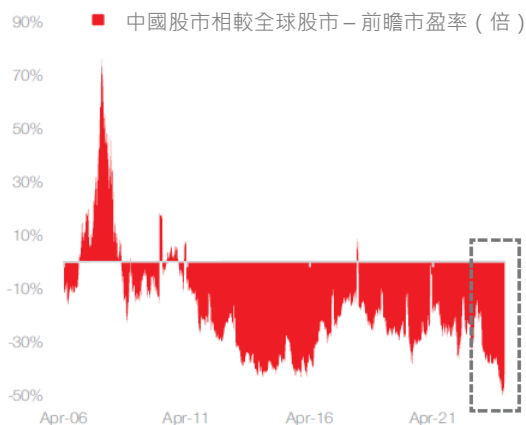
股市：亞洲不含日本 (AxJ) 股市強勢復甦；維持看好觀點。俗話說“風水輪流轉”。AxJ股市確實如此，在經歷了艱困的2023年後，陷入困境的市場開始顯露出復甦迹象，2023年AxJ股市表現落後全球股市約16.5%。2月初以來，AxJ股市約上升8.2%，升幅高於全球股市約2.3% (截至3月18日)。AxJ股市反彈主要是由中國股市所帶動，基於：

- **對政策支持的預期升溫：**中國人民銀行 (PBOC) 季度政策實施報告指出，將保持政策的靈活性，藉以支持國內消費，同時確保物價穩定。此外，中國財政部副部長王東偉也表示，中國政府將實施積極的財政政策來推動經濟增長。

整體而言，中國官方決心透過強勁政策支持來維持中國的增長動能，這將有利於當地風險性資產的表現。

- **具吸引力的估值支持：**中國股市目前的前瞻市盈率約10.8倍，相較全球股市折扣約40%。雖然便宜的東西可能會更便宜，但較低的估值也顯示股價已反應下行風險，且即將反彈的門檻也很低。

中國股市的市盈率相較全球股市仍呈現深度折扣



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

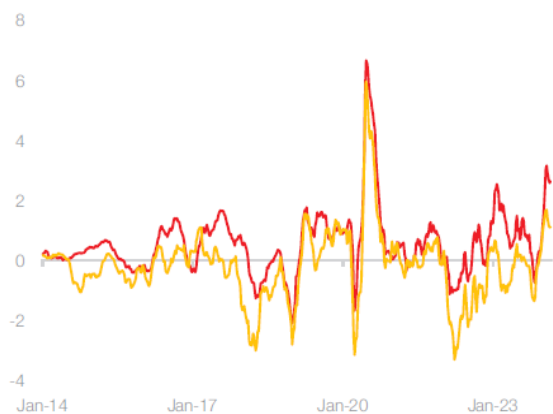
投資組合配置者仍未大量持有中國股票



資料來源：EPFR Global·星展集團 2024年3月

投資等級 (IG) 信貸吸引流入的資金高於高收益等級 (HY) 信貸

10億美元，
3個月移動平均



資料來源：EPFR Global，星展集團 2024年3月

- 投資組合大量低配部份：**根據EPFR Global，全球投資組合配置低配中國股市約0.83%（相對於評估指標，低配幅度高達43%），接近歷史最低位。投資組合的低配顯示投資者預期較低，當催化劑（尤其是政策明確性）重新出現時，很有可能大幅反彈。

債市：相對股市，債市風險回報具吸引力；維持看好存續期間介於3至5年的投資等級信貸（IG）。由於美國12月和1月的通脹率高於市場預期，近期通脹放緩趨勢似乎暫停。為滿足美國政府龐大的財政需求而發行的美國國債需求低於預期，進一步推升了國債收益率。隨著美國10年期國債收益率回到4.3%，國債收益率的回升加上股票估值回升，從跨資產的角度強化看好債券的觀點。

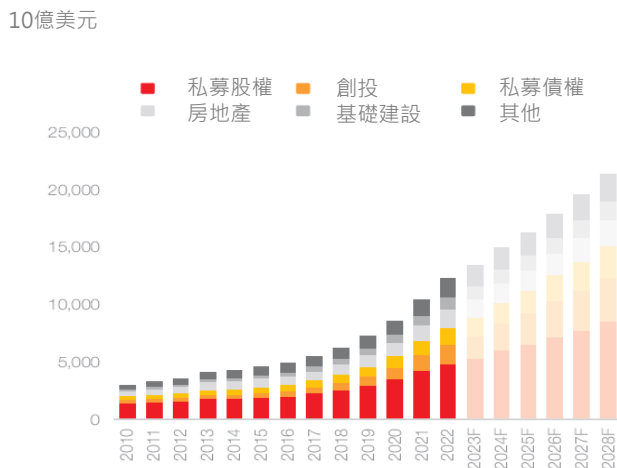
企業信貸部份，維持看好存續期間介於3至5年的IG信貸。因為如果未來經濟狀況惡化，較能抵禦市場波動。星展集團也發現IG極具吸引力的風險回報。對高收益等級（HY）信貸持謹慎態度，資金流向數據也再次證實此觀點。2023年以來，流入IG信貸的金額達到776億美元，遠高於流入HY信貸的46億美元。

另類資產：在地緣政治不確定性中尋求黃金的韌性；配置私募資產多元化佈局投資機會。我們生活在不確定的時代。俄烏戰爭和中東持續衝突尚未出現結束的跡象。加上美國總統選舉的不確定性，結果將對全球地緣政治產生重大影響。這些都是目前市場明顯的不確定因素，也可能在接下來時間影響風險性資產的表現。為了保護投資組合的下跌風險，在目前的環境下，星展集團認為配置黃金的部份至關重要。特別是如果市場認同國債收益率已達高位，且Fed減息只是時間問題而非是否減息。

投資者對私募資產領域的興趣和參與度繼續強勁增加，建議投資組合配置者增加佈局私募資產投資機會，原因如下：

- 更廣泛的投資機會：**對於願意犧牲一定程度資產流動性的投資者而言，投資私募市場提供了機會（尤其是新創領域的機會），而這些機會在公開市場上仍未得到充分體現。

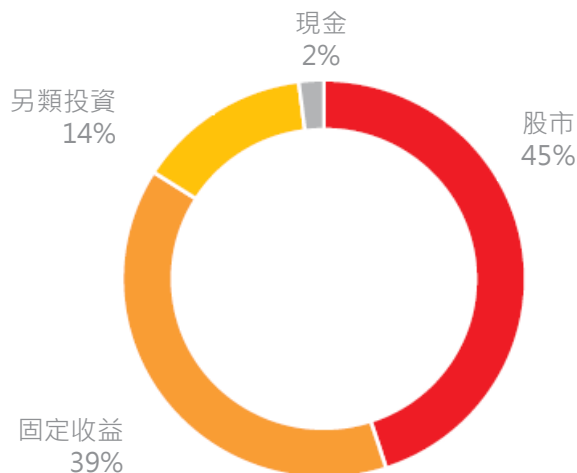
參與私募市場投資穩定增加



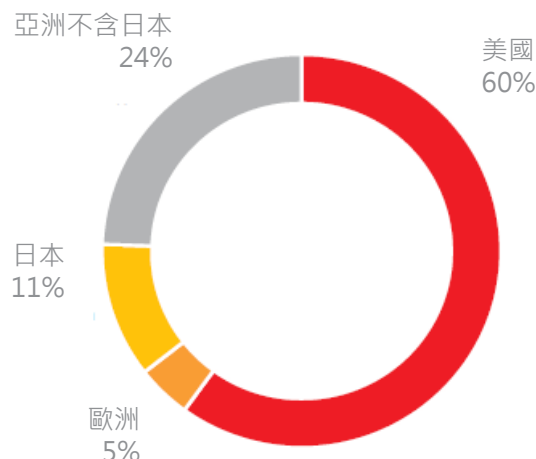
資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

- 透過主動管理創造價值：私募資產交易的複雜性讓投資者能夠在不透明的市場發現機會，透過積極參與相關資產的運營來創造價值。
- 更長的投資期間：私募資產的低流動性促使投資者以長期投資的策略佈局，同時減少在市場劇烈波動時期做出衝動投資決策。

TAA資產配置比例 (穩健型投資組合)



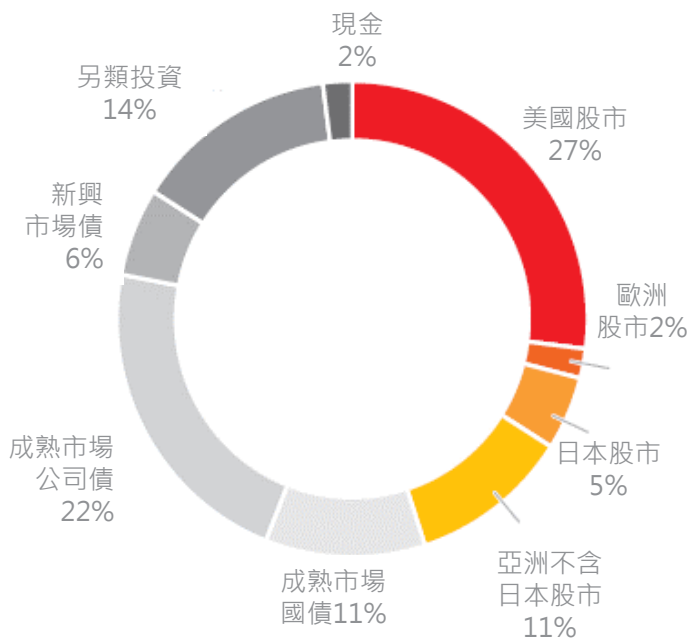
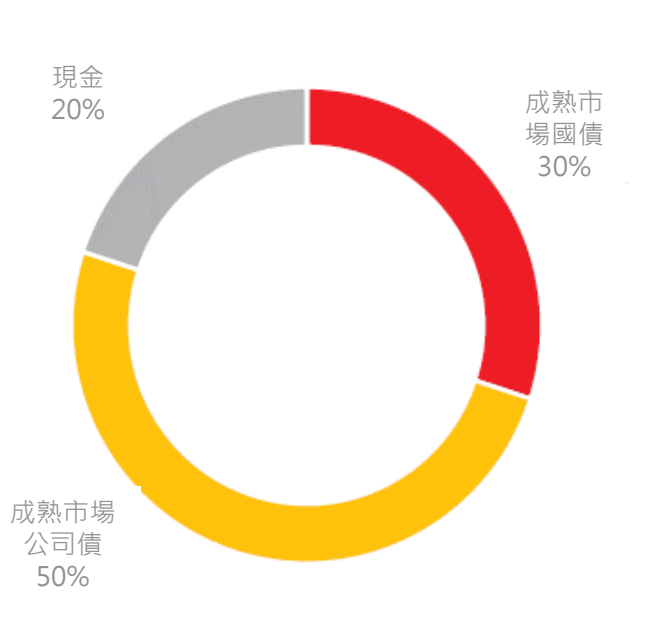
TAA股市地區配置比例 (穩健型投資組合)



2024年第2季全球戰術性資產配置 (TAA : Tactical Asset Allocation)

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

資料來源：星展集團 2024年3月



保守型

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

穩健型

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

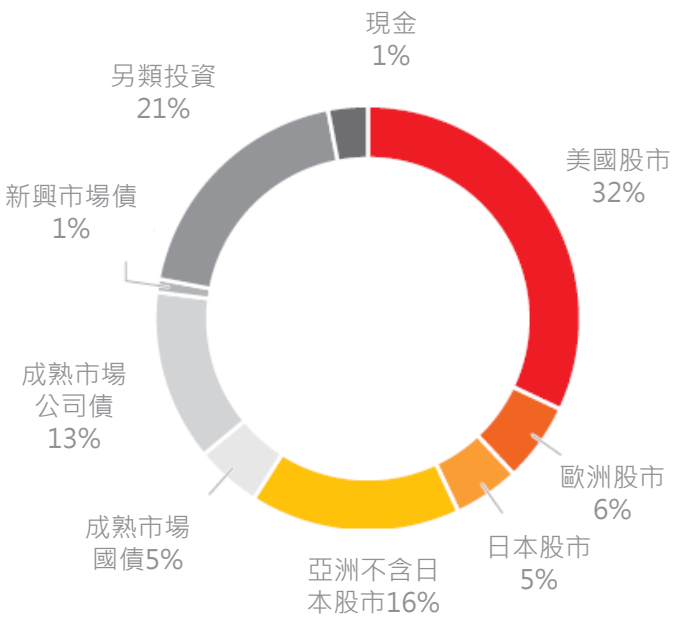
資料來源：星展集團 2024年3月

(1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。

(2) 資產配置並不保證盈利或保本。

(3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置

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



積極型

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

資料來源：星展集團 2024年3月

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

主要國家GDP增長率與通脹率預測

國家	GDP %				CPI %			
	2022	2023	2024F	2025F	2022	2023	2024F	2025F
中國	3.0	5.2	4.5	4.5	2.2	0.2	1.6	2.0
中國香港	-3.5	3.5	2.0	2.5	1.9	2.0	2.0	2.2
印度*	6.7	7.7	6.3	6.0	6.7	5.6	4.4	4.0
印尼	5.3	5.1	5.0	5.2	4.2	3.7	2.8	2.5
馬來西亞	8.7	3.7	4.8	4.8	3.4	2.5	2.9	2.5
菲律賓	7.6	5.6	5.3	5.4	5.8	6.0	3.3	3.0
新加坡	3.8	1.1	2.2	2.5	6.1	4.8	3.5	2.4
南韓	2.6	1.4	2.4	2.2	5.1	3.6	2.4	2.3
中國台灣	2.6	1.3	3.5	2.6	2.9	2.5	2.2	1.9
泰國	2.5	1.9	2.8	3.0	6.1	1.3	0.9	2.0
越南	8.0	5.0	6.0	6.8	3.2	3.3	3.5	3.5
歐元區	3.5	0.5	0.2	1.0	8.4	5.5	2.4	2.2
日本	1.0	1.9	0.8	0.9	2.5	3.2	2.0	1.3
美國	2.1	2.5	1.7	1.7	8.0	4.1	3.0	2.5

資料來源：CEIC，星展集團 2024年3月。*3月為止的會計年度

主要國家政策利率預測表

國家	政策利率估值 (%)							
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國	3.45	3.45	3.45	3.45	3.25	3.15	3.15	3.15
印度	6.50	6.50	6.50	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
印尼	6.00	6.00	6.00	5.25	5.00	5.00	5.00	5.00
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	6.50	6.50	6.50	5.75	5.50	5.50	5.50	5.50
新加坡	3.60	3.52	3.25	3.08	2.78	2.58	2.58	2.58
南韓	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
泰國	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
越南	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
歐元區	4.50	4.50	4.00	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25
美國	5.50	5.50	5.00	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50

資料來源：CEIC · 星展集團 2024年3月



發光 地平線

美國股市
2024年第2季

維持對科技相關行業建設性觀點。科技行業的利好因素包括強勁的盈利動力和現金流。看好能源行業將受惠於漲勢擴大和股東權益回報率的改善。

美國股市

標普500指數漲勢擴大。在資產配置篇中，星展集團指出，儘管今年股市出現強勁反彈，但從歷史數據來看，標普500指數中的非科技公司估值看起來是合理的。因此，美國股市升勢擴大是合理的，驅動因素包括：

- **金融情勢寬鬆：**儘管國債收益率上升，但美國的金融情勢依然寬鬆。根據分析，目前的金融情勢顯示，2024年企業盈利將增長10%，可支撐標普500指數。
- **利息費用比率低：**次貸危機後，隨著各國央行開始積極放鬆貨幣政策，美國企業以低利率為其債務進行再融資。儘管國債收益率上升，但利息支出費用比率已降至6.8%的低位，這有利於企業盈利前景。
- **美國經濟韌性：**儘管美國聯儲局（Fed）緊縮貨幣政策，但美國經濟依舊保持韌性。2023年第4季GDP季增年率為3.3%，高於市場預期。就業市場穩健和資產價格上升帶來的財富效應預計將支撐國內消費。

漲勢擴大的受益者 – 能源和原材料行業。為了幫助投資者應對可能擴大的升勢，星展集團對標普500指數的行業進行基本篩選，標準包括：（1）2023年10月27日市場觸底以來的各行業表現，以及（2）投資者在美國股票投資組合中的行業配置。

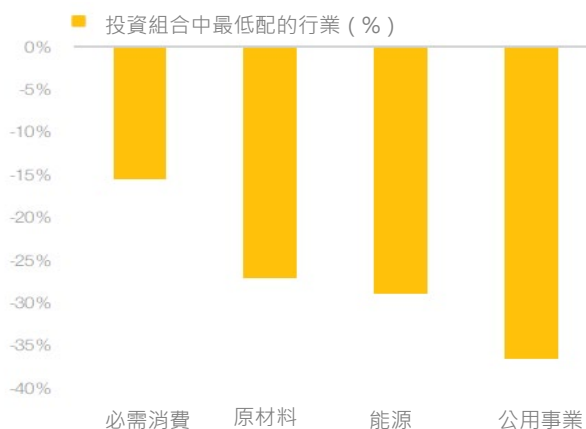
以下為觀察結果：

- **行業表現：**去年10月市場觸底以來，標普500指數已上升25.3%（截至3月7日）。表現優於大盤的行業分別為科技（+34.7%）、金融（+28.6%）、通訊服務（+27.8%）以及工業行業（+26.9%）。

另一方面，表現較差的五個行業分別為能源（+2.7%）、公用事業（+7.5%）、必需消費（14.1%）、醫療保健（+19.0%）以及原材料行業（+19.7%）。

- **行業部位：**根據EPFR Global，表現最差的五個行業中，在投資組合配置相對評估指標為“低配”的有：公用事業（-36%）、能源（-29%）、原材料（-27%）和必需消費（-15%）。

投資者最低配美股的行業

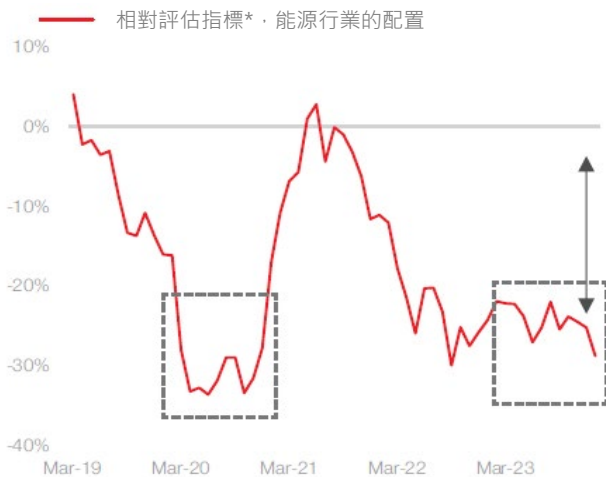


股東權益回報率 (ROE) 回升



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

能源行業低配已達相對低位



資料來源：EPFR Global，星展集團 2024年3月
*以ETF權重為代表

美股行業的觀點部份，星展集團將能源行業上調至看好，若股市漲勢擴大，能源行業可望受惠，因為：

1. **ROE正在改善**：能源行業ROE開始回升，已從2021年4月的負20.8%升至2024年2月的19.3%。儘管ROE回升，但市賬率仍維持在2.2倍的低位（與2005年至2008年不同）。
2. **投資組合低度配置**：美股投資組合配置低配能源行業的幅度處於約28.8%的低位，這與2020年的極端情況一致，也低於長期平均值的17.8%。大幅低配能源行業顯示投資者的期望較低，因為股價多已反應負面因素。

經濟動力回升將有利原材料行業前景



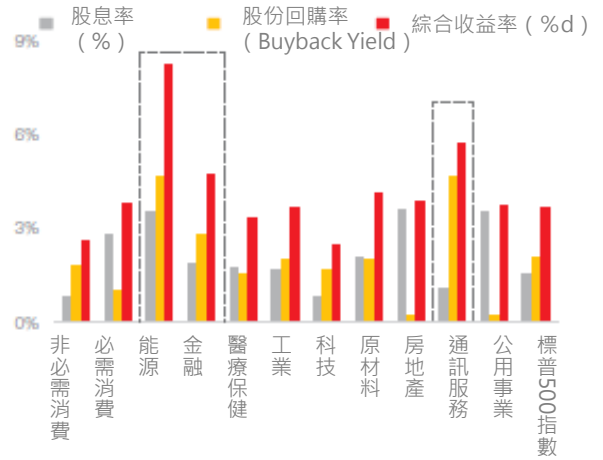
資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

美國企業回購與盈利具相關性



資料來源：S&P Global · 星展集團 2024年3月

能源、通訊服務和金融行業的綜合收益率最高



資料來源：S&P Global · 星展集團 2024年3月

此外，原材料行業也上調至中立，因為預期原材料行業也將受惠於漲勢擴大，基於：

- 1) **經濟軟著陸**：由於美國經濟具有韌性，經濟軟著陸的可能性上升；若是如此，原材料行業在未來數月可望呈現上升走趨。原材料行業與ISM製造業指數呈現密切相關，經濟動力增長也有利於原材料行業的前景。
- 2) **投資組合低度配置**：美股投資組合對原材料行業的低配幅度達到27%。這顯示投資者持有部位較低且預期也較低。

隨著企業盈利回升，2024年標普500指數企業回購金額將增加。根據S&P Global，標普500指數在2023年第3季回購金額為5761億美元，較2022年同期下滑19%。這不意外，因為回購歷來與企業盈利相關，而企業2023年盈利衰退0.9%。

同樣地，市場預期今年企業盈利將增長10%，因此回購也可望出現顯著反彈。通訊服務和能源行業的股份回購收益率最高，為4.7%，其次是金融行業，為2.8%。綜合收益率（包括股息和回購）部份，最高的是能源行業（8.2%）、通訊服務行業（5.8%）以及金融行業（4.7%）。

2024年第2季美股行業觀點 – 調升能源行業和原材料行業觀點，調降金融和房地產行業觀點

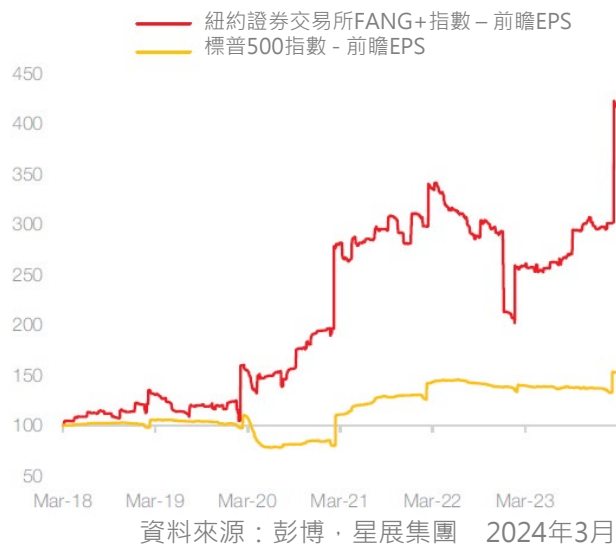
星展集團看好的行業在2024年第1季表現良好，平均回報率為9.3%（截至3月11日），優於看法中立的行業約6.5%，優於看淡的行業約4.5%。在相對看好行業當中，科技行業升幅最大，為10.9%，其次是通訊服務行業的10.6%以及金融行業的8.2%。傳統上屬防禦行業的醫療保類也上升了7.4%。

在持中立觀點的行業中，表現較弱的是房地產行業（-0.2%），而在看淡行業中，表現最差的為公用事業行業（+1.1%）。

星展集團對科技行業持建設性觀點；調升能源行業至看好。科技行業去年底以來大幅上升，強勁的動力可望持續，因為：

- **企業盈利動力強勁**：預期科技行業今年盈利增長將達21%，高於大盤10%的增長預估。以紐約證交所FANG+指數為例，“大型科技企業”的盈利動力更強勁，2024年將增長44%。

科技行業盈利動力強勁



- **持有大量現金**：“大型科技企業”現金部位充裕，能透過併購深化產品/服務的提供，同時增強其“護城河”特性。目前“七大科技公司”的總現金部位已高達2400億美元（截至2023年12月）。

此外，星展集團調升能源行業至看好，基於：（1）ROE改善，（2）高股息和股份回購收益率以及（3）投資組合低配且預期較低。調低金融股觀點至中立，藉以增持能源行業部位。此外，預期經濟軟著陸，將原材料行業觀點調升至中立，藉由減持房地產行業至看淡來增持原材料行業。

2024年第2季美股行業觀點

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

*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2024年3月

美股主要行業關鍵數據

	前瞻市盈率 (X)	市賬率 (X)	EV/EBITDA (X)	ROE (%)	ROA (%)	OPM (%)
標準普爾500指數	21.3	4.7	14.0	18.1	3.9	13.7
標準普爾500金融	15.9	2.1	--	12.7	1.4	18.8
標準普爾500能源	12.4	2.2	6.3	19.3	9.4	14.6
標準普爾500科技	37.5	12.3	21.0	29.9	12.5	24.4
標準普爾500原材料	21.8	3.1	13.7	9.6	4.1	10.8
標準普爾500工業	21.5	6.2	15.6	24.1	6.2	11.2
標準普爾500必需消費	20.2	6.1	14.9	25.5	7.8	8.1
標準普爾500非必需消費	24.6	9.4	15.6	32.7	7.5	10.0
標準普爾500通訊服務	18.7	4.2	11.9	17.0	6.7	19.9
標準普爾500公用事業	15.7	1.9	11.9	10.0	2.5	19.4
標準普爾500房地產	36.8	3.0	20.3	7.7	3.2	23.2
標準普爾500醫療保健	19.5	5.1	17.5	16.5	5.8	7.1

資料來源：彭博 2024年3月11日

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



Source: Shutterstock

品質仍是 關鍵

歐洲股市
2024年第2季

歐元區各國正在經歷不同程度從疲弱增長階段的復甦。由於歐洲央行（ECB）潛在的寬鬆政策，看好奢侈品、醫療保健和科技行業的長期增長機會。

歐洲股市

不確定性中的韌性。2024 年第1季度歐股表現具有韌性，與此同時，全球風險偏好提升，舒緩了投資者對通脹的擔憂，增強了人工智能 (AI) 相關題材帶動科技行業的動力。歐洲半導體、奢侈品與醫療保健行業在強勁的盈利數據支持下，表現領先市場。儘管如此，歐洲的宏觀指標卻表現疲弱，在 2023 年第4季勉強避免了經濟衰退。市場對經濟回穩的期待和新一輪復甦的跡象，再加上歐洲央行 (ECB) 可能採取寬鬆措施，影響了市場氛圍。由於企業盈利收益率和債券收益率的息差接近歷史低位，股市風險溢價 (ERP) 持續受到壓縮。除非債券收益率出現重大下滑或是企業盈利收益

率大幅上升，否則歐股升勢的可持續性無法獲得保障。

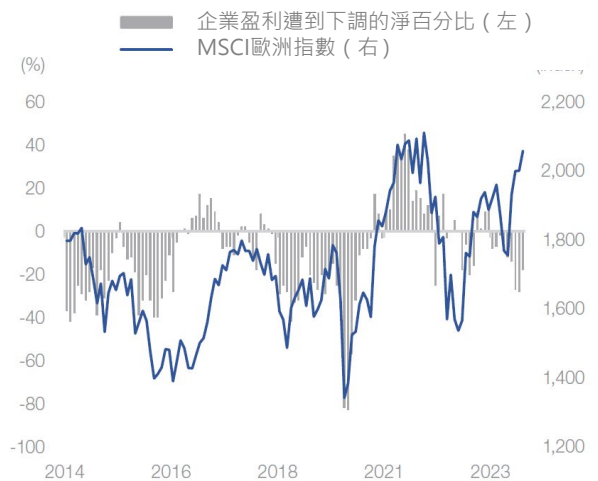
2023年第4季的企業財報顯示，盈利年增率為負12.2%，但整體盈利數據優於市場預期3.9%。然而，各行業之間的差距頗大。科技和金融行業的盈利呈現正增長，且優於市場預期，而通訊和必需消費行業卻意外出現負增長。許多企業的盈利預估遭到下調而不是上調，這顯示市場並不看好持續性的復甦。市場預期，2024年企業盈利將增長3%，主要受資訊科技和能源行業拖累；然而，從訂單量和穩定的油價來判斷，這兩個行業的數據很可能會優於市場預期。

ERP進一步壓縮



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

企業盈利連續六個月遭到下調



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

經濟在較低水準上穩定。有跡象顯示，經濟將持續處於偏弱的情況。部份指標也顯示目前已經是最差的狀況，並不會進一步惡化。關鍵指標包括：採購經理指數（PMI）雖開始上升，但仍低於50的臨界值、信貸需求增加、銀行借貸狀況穩定，且油價持穩於每桶80美元左右。

歐元區的復甦呈現分歧。歐元區各國經歷不同程度的復甦。核心四國當中，西班牙第4季GDP季增0.6%，義大利則是0.2%。這樣的差異主要是由一系列利好所促成，比如旅遊業強勢復甦、勞工需求的增長提高勞動參與率、製造和出口出現增長以及支持性的財政政策。相較之下，德國的產出縮減，勉強避免了衰退，而法國卻呈現停滯。德國製造業增長緩慢，與地緣政治挑戰、高投入成本和過去五到六個季度以來中國疲弱的經濟增長，均是壓抑其經濟表現的重要因素。

歐洲的地緣政治挑戰

地緣政治挑戰正在削弱投資者對歐洲市場的信心，當然也對歐洲經濟表現造成了影響，包括貿易干擾問題、能源安全問題和區域整合問題。這些不確定性因素和風險對經濟增長和穩定構成威脅。

貿易：歐洲的貿易很容易受到貿易爭端或制裁等地緣政治緊張局勢的影響，導致歐洲企業出口減少、成本增加，

進而影響經濟增長。近年來，出口到美國的產品若是內含中國生產的零部件均受到影響，如汽車製造商、服裝製造商和太陽能製造商，都面臨產品遭擱置在美國港口或被退回的風險。

今年11月美國將進行總統大選，目前民調顯示，特朗普處於領先地位，若是他當選下屆美國總統，美國將可能對歐盟徵收新的關稅。媒體報導，特朗普可能全面徵收10%的關稅，藉以反擊歐洲針對美國科技公司徵收的數個服務稅。ECB總裁拉加德警告，特朗普若勝選可能對歐盟的利益構成嚴重威脅，特別是在貿易政策和氣候變遷方面的努力。

能源：歐洲能源高度依賴進口，尤其是天然氣和原油。這也使它很容易受能源供應地區（如中東和俄羅斯）的地緣政治緊張局勢導致供應短缺和價格上升的影響。不過，歐洲正在通過能源多樣化和投資可再生能源及能源效率積極解決能源安全問題。

區域整合：歐洲地緣政治緊張局勢，包括成員國之間的意見分歧和分裂運動，將阻礙區域整合，導致解決共同經濟挑戰的政策難以順利實施。部份議題，例如歐洲委員會提出的電訊部門跨國合併建議等促進地區的凝聚力，但可能對國內企業構成挑戰。

雖然宏觀疲弱使星展集團看淡歐股，但奢侈品、科技和醫療等行業仍具投資吸引力。這些產業佈局全球為其最大優勢，盈利來自國際市場，可望受惠於長期增長的趨勢。

值得留意的行業

奢侈品 – 準備重新調整。政經情勢的變化對奢侈品行業形成了微妙的挑戰，尤其影響那些曾對奢侈品銷售貢獻巨大的中階買家。星展集團看好與“低調奢華 (Quite Luxury)”主題相關的題材，包括充分利用消費者不斷變化的思維方式保持穩健盈利能力的品牌。資訊主管優勢：重新定義的奢侈品文中曾提出相關研究結論。在社會階層日益分化的情況下，這些品牌對財富的微妙體現越來越受到歡迎，因而吸引超級富豪；面對膠著的通脹和債券收益率偏高的時代，這些超級富豪較能良好的度過衝擊。

在奢侈品銷售當中，目前珠寶銷售在一定程度上表現不如皮革產品。正如 Richemont (CFR SW) 和 LVMH (MC FP) 最新一季的財報顯示，珠寶品牌都表現強勁。這種變化可以歸功於一些策略性嘗試：聚焦產品多元化和創新，當代、易識別的設計為特色，提高黃金產品和精緻珠寶的關注度。同時，珠寶業還不約而同地提高了入門和中等價位產品的品質。星展集團預期，這樣的發展方向將使消費者對珠寶的感知更具包容性，使珠寶更融入當代生活方式，屆時珠

珠寶銷售是增長來源



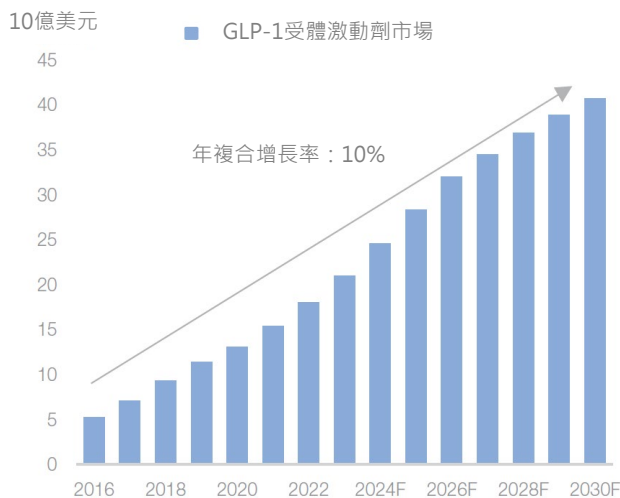
資料來源：彭博，星展集團 2024年3月
*. Richemont會計年度為3月制

寶將被視為一種日常飾品。傳統上，珠寶一直被視為高價，且與鑽石和複雜的設計相關，因此人們通常感覺珠寶不適合日常佩戴，特別是不適合專業的場合。然而，隨著產品結構的演進和對其裝飾功能的強調，珠寶將逐漸被視為可以在多種場合，包括工作場所靈活佩戴的飾品選擇。

醫療保健 – GLP-1 (胰高血糖素樣肽-1)。製藥領域具備巨大的潛能。GLP-1藥物以人體內的蛋白質GLP-1為目標，在2021年引起市場的關注，當時一種特定的GLP-1讓使用者在68週內出現減重15%的顯著效果。GLP-1藥物起初為輔助第2型糖尿病患控制血糖水平而研製，現在獲得了廣泛認可，在主流媒體和社交媒體上獲得了「重磅減肥藥」的稱號。



全球GLP-1藥物市場正在增長



資料來源：Frost & Sullivan，星展集團 2024年3月

但是，GLP-1藥物的意義已不單單是減肥。2023年8月份，醫療數據揭露GLP-1藥物也有降低心肌梗塞、中風發病率以及降低心臟病致死率20%的潛在作用，對此類藥物有重大意義。此外，2023年10月，臨床試驗也取得了積極進展，數據顯示使用GLP-1藥物可能治療慢性腎臟病。有了這些正面的進展，根據目前的統計資料，星展集團預期GLP-1藥物的使用者基數可能增長27%，在2024年達到12億人。

全球製藥公司正積極投入研發，搶佔尚未開發的GLP-1藥物相關市場的主導權。星展集團預測，美國食品藥品管理局（FDA）的批准和正面的臨床試驗結果可望支撐以GLP-1藥物為主要產品的製藥公司的表現。預期在2024年，FDA將批准GLP-1藥物用於

心血管疾病的治療，關於其用於治療慢性腎臟病方面的正面臨床數據也將陸續被發表。

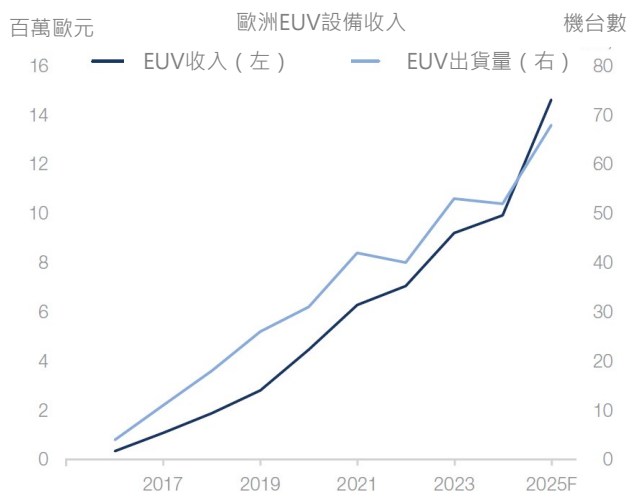
對於成功研發和推廣GLP-1藥物的歐洲製藥公司而言，這是一個重大的機會。這些公司能夠穩固他們在糖尿病治療領域的地位，促進提升市佔率，提高其在醫療保健產業和患者中的品牌認同度和信任度。推出創新性治療方法和擴大市場覆蓋率的策略可望帶動收入增長。

科技 – 聚焦極紫外光（EUV）設備。歐洲科技領域當中，EUV（極紫外光）設備是最受重視的行業之一。作為一項先進的光刻技術，EUV設備對半導體產業至關重要，是半導體製造的關鍵一環。只有EUV科技能夠製造出符合現代科技（如人工智能）需要的更小、更複雜的半導體元件。利用EUV技術，半導體製造商可以生產電晶體密度更高、性能更好的晶片，同時減低功耗。有了這項技術，能夠開發更先進的處理器、記憶體晶片和其他IC等下一代電子設備。最後，EUV設備的成功和進步將直接影響全球半導體產業的競爭力和創新能力。雖然美國的制裁影響了關鍵客戶，星展集團仍然預期EUV相關設備將保持強勁的收入增長。這些客戶採取了策略性措施回避制裁，包括發掘其在全球的影響力、拓展多元化的合作夥伴關係、

確保依法合規，並聯合相關業者捍衛自己的權益。歐洲科技公司也積極聯合歐洲各個政府和監管機構，擁護保障這些公司的權益、避免受到美國制裁的影響。這些措施多是外交努力，旨在解決與美國實行的貿易和投資限制有關的問題。此外，這些公司優先開發和銷售不受美國制裁影響的科技產品，避免與美國監管的潛在衝突風險。藉由投資研發和創新活動，這些公司能夠對產品和服務進行創新，減低受美國制裁影響科技的依賴性。這種策略性的手段提高了它們在面臨監管挑戰時的競爭力和適應能力。

銀行行業 – 前景喜憂參半。約60-70%歐洲企業已公告2023年第4季財報，盈利數據疲弱，優於市場預期的比率接近歷史低位，銀行行業盈利年增率為負11%。進入2024年，利率持續處於高位，多數歐洲經濟體依然疲弱，也面臨融資成本升高、貸款增長緩慢等挑戰。因此，從淨息差 (NIM) 的角度來看，星展集團仍然持謹慎態度。銀行業仍需提撥儲備金，第1季包括訴訟和商業房地產風險相關的儲備金。星展集團預期，各銀行的存款利潤和資產品質將面臨更大的壓力。

至2025年，訂單仍然強勁

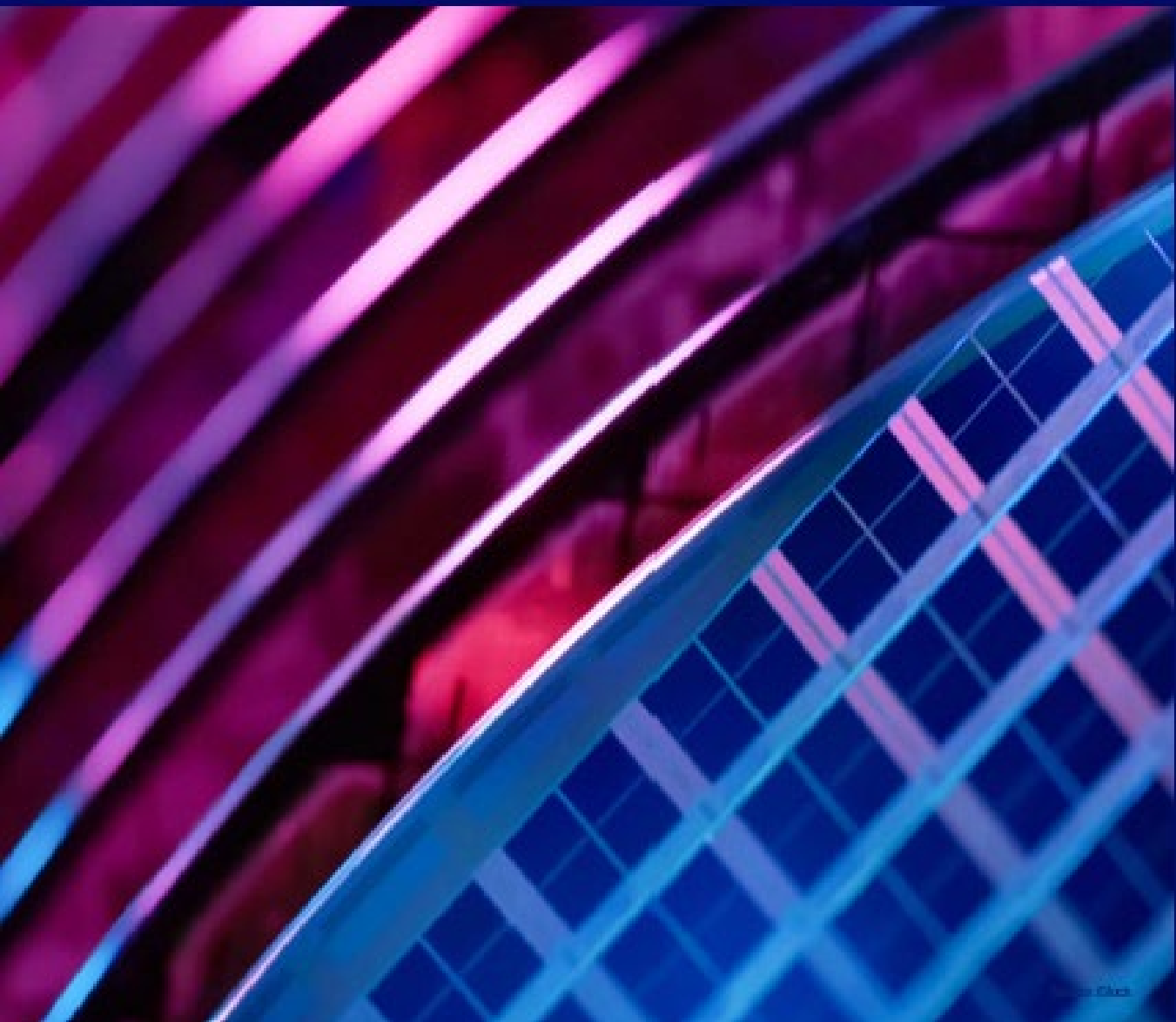


資料來源：彭博，星展集團 2024年3月數據以ASML為代表

日本晶片業復興

日本股市
2024年第2季

日本走勢有所增強，第2季可望持續。日本銀行業將受惠於日本央行的利率正常化，而半導體產業將因基礎設施的發展和製造專業知識的深化而獲得新的動力。



日本股市

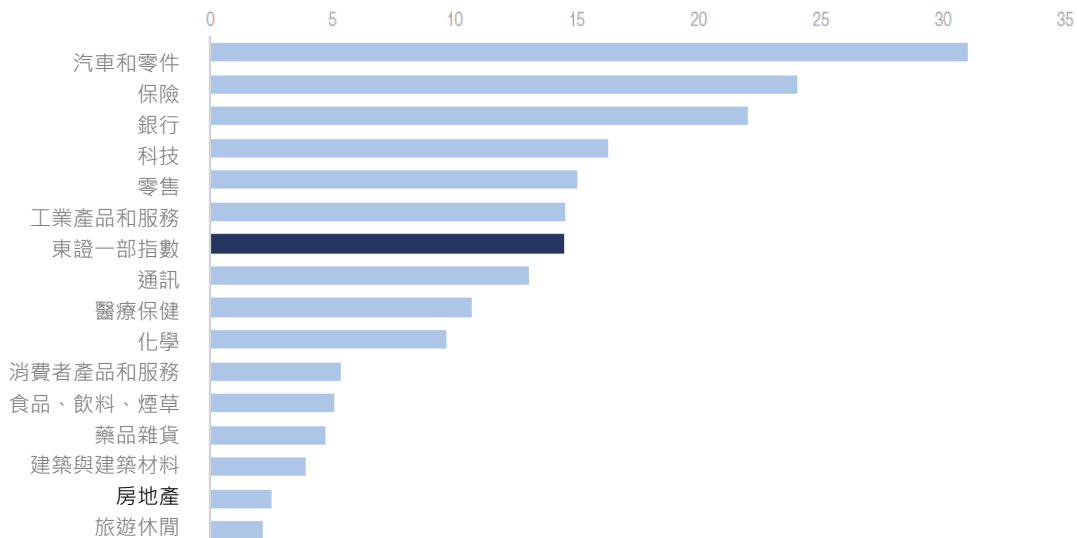
股市走勢回升。2024 年第1季，隨著全球風險偏好提升，日本東證一部指數 (TOPIX) 重拾升勢，提振日本股市表現。日本央行 (BOJ) 在2023年12月會議時決定推遲利率政策正常化和日圓貶值令投資人鬆了一口氣，因市場一直擔心貨幣政策轉變產生的潛在影響。儘管經濟面臨挑戰，但日本首相岸田文雄的結構性改革舉措還是引起投資人積極關注，抵銷對經濟疲弱的擔憂。外國投資人重新回到日本股市，尤其是在中國股市依然存在諸多不確定之際。此外，全球半導體行業的上漲也提振日本相關科技、工業和化學行業的表現。值得注意的是，TOPIX指數在第1季表現優異，以日圓

計價的回報率為18.9%，以美元計價的回報率為10.7%。

佈局全球業務的企業將受惠。就個別產業而言，相較內需導向的產業，有顯著盈利來自海外的產業表現較為強勁。特別是，對於日本經濟至關重要的汽車、電子和電器、以及機械等產業表現突出。雖然金融業預計將從利率正常化轉變中受益，但在繁榮的金融市場中，主要銀行目前正從手續費收入中獲得可觀利潤。然而，公司必須能夠靈活應對挑戰，包括上升的原物料和勞動成本，以及國內和中國消費的低迷，然後才能展示強勁的盈利能力支撐股價表現。

佈局全球業務的企業將是贏家

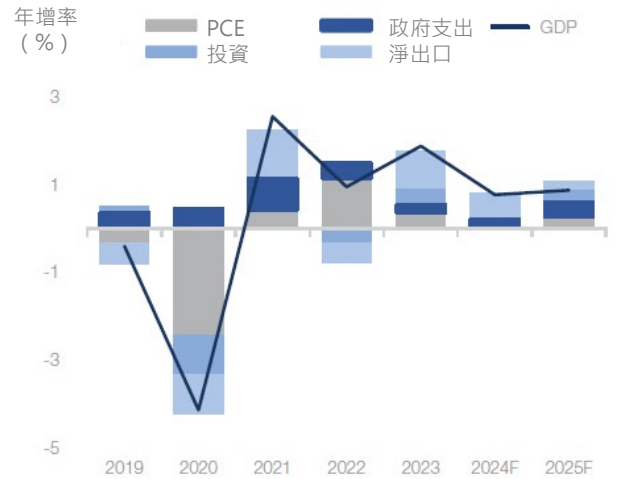
各行業今年以來表現 (%)



日本經濟2023年第4季出現技術性衰退，2024年增長放緩。10月至12月期間，日本GDP繼上一季度萎縮3.3%後意外下降了0.4%（年率），導致日本陷入衰退，失去世界第三大經濟體的地位。儘管隨後上調經濟數據，勉強避免了技術性衰退，但佔經濟活動一半以上的私人消費卻連續兩季出現萎縮。由於通貨膨脹上升幅度超過工資增長，導致實際工資下滑，抑制了消費者的購買力，並影響整體消費。此外，日本人口老化讓消費模式面臨長期挑戰。2023年人口數進一步減少，新生兒人數為75.9萬，而死亡人數為159萬，加劇了日本的人口困境。

出口呈現復甦跡象。展望未來，隨著邊境開放為旅遊業帶來的短暫利益消退，日本今年GDP增長將持續低迷。然而，由於對人工智能（AI）相關科技的需求日益增長，已有跡象顯示出口可能出現復甦，特別是電子晶片、零組件以及設備。此外，弱勢日圓也將持續支持包括商品和服務在內的出口收入。雖然建立台積電半導體工廠的全面影響可能要到2024年底才能實現，但在未來增長機會下，私人投資也可望回升。

日本GDP增長類別



資料來源：CEIC，星展集團 2024年3月

星展集團預期，日本市場未來數月將面臨多項挑戰，包括：

1. BOJ政策新曙光

BOJ已著手實施利率正常化政策，終止了負利率政策（NIRP）並取消了收益率曲線控制（YCC）機制。BOJ還將限制不同收益率期限的債券購買上限，並停止購買TOPIX的ETF和日本REITs。星展集團認為，這是BOJ自信的體現，代表著日本通縮時代的結束，同時迎來穩定經濟增長和通貨膨脹。儘管如此，BOJ官員表示，由於經濟復甦仍處於脆弱階段，將保持寬鬆的金融狀況，並非緊縮週期的開始。

由於日本企業的負債較低且現金部位高，結束負利率政策對其而言是正面的，因為持有大量現金將不再影響盈利。然而，隨著通貨膨脹以及工資的上漲，企業可能不得不更加努力地運用這些現金。根據路透短觀的調查顯示，約五分之二受訪企業表示希望在本會計年度增加資本支出，並預期利率會進一步上升。隨著工資上調以及政府努力提高企業的淨資產收益率，可能會開始一個良性的通貨再膨脹週期，銀行業將受益。但在此之前，非金融業將在國內需求萎縮的情況下，努力應對成本上漲。

2. 日圓套利交易盛行

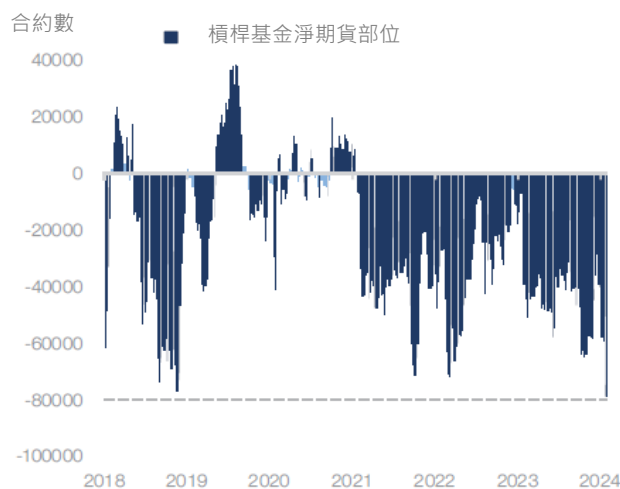
日本股市投資人應密切關注日圓走強的潛在影響，尤其應考慮到日圓套利交易的盛行。日圓套利交易是借日圓進行投資藉以獲取更高回報率的交易策略。由於市場部位高，因此交易平倉時波動率可能會較明顯。

BOJ在3月19日的政策會議宣布結束負利率政策後，美元兌日圓匯率一直在150附近波動。由於工資上揚、股市走高、生產力增長不斷提高且貸款增長達到數十年來的新高，因此BOJ利率將保持鴿派的假設可能面臨挑戰。若BOJ在升息後釋放較不鴿派的訊號，日本國債收益率將上揚，日圓可能呈現回升走勢。

同時，在外資擁入日股的情況下，日經225指數已超過1989年泡沫時期的

高位。投資人退出日圓空頭部位，在平倉過程中可能會加劇市場波動，特別是因日圓走弱而受惠的產業。

大量做空日圓的部位對市場造成壓力



資料來源：彭博，CFTC，星展集團 2024年3月

3. 美國聯儲局 (Fed) 貨幣政策

Fed貨幣政策無疑會影響日圓走勢，主要是基於美國和日本國債之間收益率的利差；歷史經驗顯示，兩國利差的擴大通常支撐美元走強，並壓抑日圓走弱。市場普遍預期Fed今年將減息可能導致美元走弱，日圓可能出現波動。然而，BOJ政策的不確定性，加上數據顯示美國經濟相對穩健，在日本疲軟的經濟前景下，使得情況更加複雜。儘管存在這些因素，但仍需留意，美元走弱和日圓走強的基本假設可能存在風險。

4. 美國總統選舉

11月舉行的美國總統大選將由民主黨現任總統拜登 (Joe Biden) 與共和黨的前任總統特朗普 (Donald Trump) 再次對決；民意調查顯示，目前由特朗普領先。

若是拜登連任，政策將保持一致性，藉以加強聯盟為重點，共同努力面對全球挑戰。

日本和美國都是科技和創新方面的佼佼者。兩國在AI、5G科技、網路安全和太空探索等領域加強合作，在推動創新、刺激經濟增長和加強日本企業在全球市場的競爭力方面具有巨大潛力。

相反地，特朗普對中國的態度將更加單邊化，不太重視獲得國際支持。這種立場可能會對與中國有業務往來的公司產生不利影響，因為政策可能傾向於更具對抗性的做法。

5. 中國經濟復甦

日本與中國保持著緊密的經濟聯繫，但大多數日本企業對中國的經濟前景普遍持悲觀態度。主要是對中國經濟長期放緩的前景感到擔憂。近年來，中國已從快速增長階段轉向溫和擴張階段，這引發了日本企業的擔憂。這種放緩影響了中國市場對日本產品和服務的需求，為日本企業帶來了挑戰。

因應這些挑戰，日本企業正積極調整策略，應對中國經濟放緩的局面。他們正採取積極主動的適應性方法，包括市場多元化、創新優先、優化供應

鏈、建立戰略合作夥伴關係並充分利用政府支持。這些措施的共同目的是在不斷變化的經濟環境中降低風險並掌握增長機會。

策略

對日股維持中立觀點。在不確定性持續存在的情況下，星展集團維持對日本股市中立的觀點。這些因素可能會繼續影響風險偏好和企業投資決策，進而抑制日本增長前景出現意外上揚的可能性。

雖然星展集團也認為BOJ潛在的政策調整和日圓走強將帶來挑戰，但預期這樣的情況並不會破壞正面的趨勢。然而，由於估值偏高，應將焦點著重於受惠於政府刺激措施和AI長期趨勢支撐的產業。值得注意的是，從市帳率的角度來看，銀行行業似乎被低估了，而半導體產業的復甦則是受惠於政府的大力支持。

企業盈利上揚，市帳率有調升空間



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團 2024年3月

主要銀行業前景良好。星展集團看好日本大型銀行的前景。主要大型銀行的價值持續遭到低估，市帳率處於0.7至0.9倍之間；存款準備金前的淨利年增14%。由於與國內外大公司交易活動，手續費和傭金收入持續增加。

此外，即使在BOJ負利率政策可能調整之前，銀行業已出現了手續費收入增長的佐證。星展集團預期，銀行行業將持續獲得支持，因為它們建立的強大業務結構將能夠充分順應格局的正面變化，包括BOJ可能升息。

日本半導體產業重返榮耀。台積電在九州設立首家日本工廠，這個關鍵時刻標誌著日本努力振興半導體製造，並確立在相關領域的重要參與者的地位。台積電進入日本帶動了整個產業的投資，預期到2027年將把日本在全球半導體製造的佔比提升至3%。台積電與Sony（索尼）和Toyota（豐田）等日本大型企業的合作旨在加強日本取得電子、汽車和國防等各個領域至關重要的晶片。

最大的半導體材料製造商。星展集團預期日本原本就已經強大的晶片基礎設施將產生連鎖反應。日本在生產尖端晶片必需的工具和材料方面擁有卓越的能力，相關供應商往往在專業領域處於領導地位。值得注意的是，日本業者在全球掩模製造領域處於關鍵地位。日本是全球最大的半導體材料製造國，在光罩、光阻劑和矽晶圓等關鍵材料擁有超過50%的市占率。

日本半導體產業表現優於美國半導體產業



資料來源：LSEG Datstream，星展集團 2024年3月
*Global X Japan Semiconductor指數

培育國內半導體領導人才。日本正在積極促進半導體產業的發展，振興九州、東北的半導體中心，且正在北海道建立一個新的半導體中心。九州通常被稱為“日本的矽島”，是主要半導體廠的所在地。東北地區（包括仙台和福島周邊地區）擁有SUMCO和信越化學等主要供應商，以及以半導體材料研究和工程實力而聞名的東北大學。日本更長遠的願景包括藉由產業資深人士主導成立的Rapidus，並與像IBM和歐洲IMEC等全球領導業者合作，進而培育國內半導體領導人才。預計2027年開始在北海道將大規模量產尖端晶片。



緩慢穩定增長

2024年第2季
亞洲（除日本外）
股市

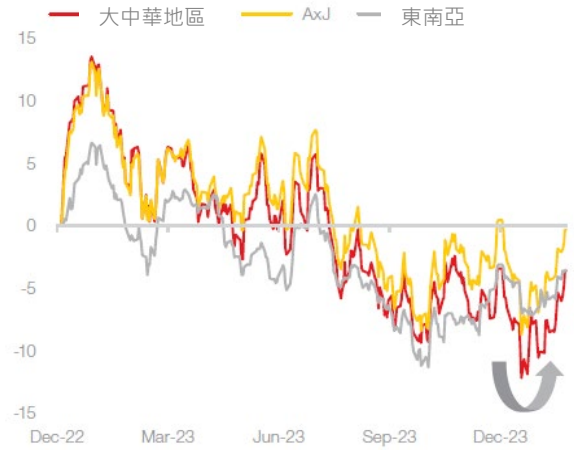
市場已充分反應利空因素。亞洲（除日本外）股市估值呈現折讓。星展集團預期正面的催化劑將改善市場情緒。

亞洲（除日本外）股市

2024年第1季，由於通縮、消費放緩、房地產供應過剩以及全球投資人持續配置較低，亞洲（除日本外）（AxJ）股市表現疲弱。

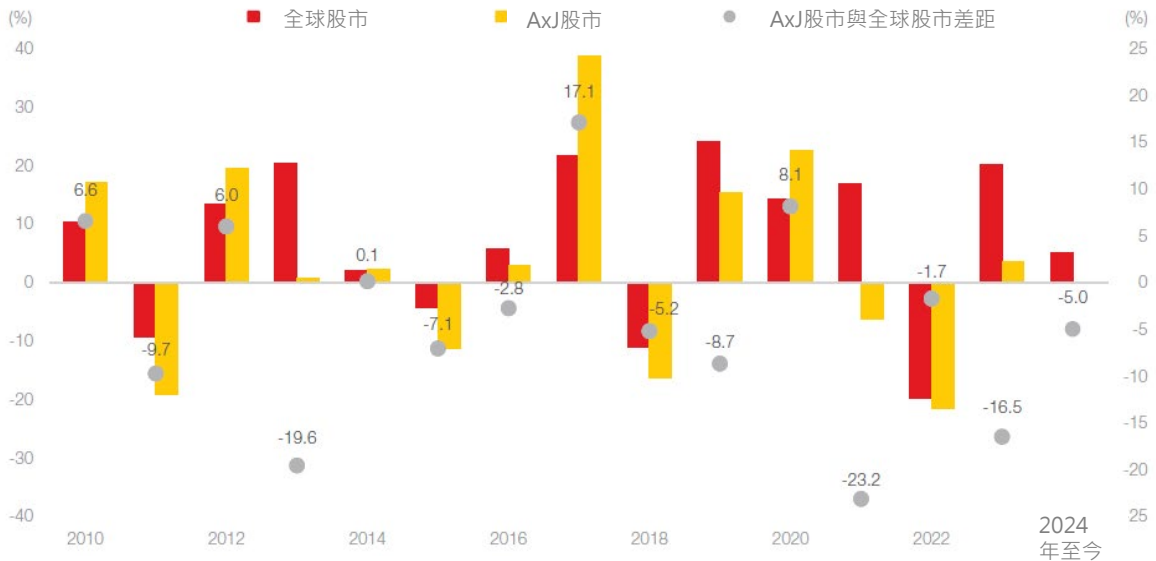
中國過去十年表現不佳。2012年、2017年和2020年，中國股市的優異表現提高了AxJ股市的整體回報。然而，在過去十年大部分的時間，AxJ股市的表現都不如全球股市。2021年至2023年期間，由於持續的不利因素，AxJ股市連續三年表現落後其他主要股市。這些不利因素包括市場對中國經濟在溫和政策下復甦的擔憂、美國利率居高不下、供應鏈中斷以及中美之間持續的緊張局勢。

近幾個月AxJ股市表現不佳



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

AxJ股市與全球股市的表現



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

上一次MSCI中國指數出現連續三年下跌（2000年至2002年），隨後便出現強勁的反彈，幅度超過80%。目前大幅折讓、估值偏低以及投資人相對配置較低，為中國政府加大支持性政策扭轉經濟情勢支撐股市表現奠定基礎。屆時，AxJ股市表現不佳的局面可望獲得逆轉。

中國股市的反彈曾經帶動AxJ股市的表現



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

東南亞 – 財政刺激效果。市場預期，2024年東南亞（SEA）國家在可望推出財政刺激措施，扭轉疫情後的財政緊縮局面。值得注意的是，歷史數據顯示，中長期而言，政府推動的支持性措施有利於企業盈利復甦。然而，在實施財政刺激措施時，東南亞國家必需在振興經濟增長、抑制通膨和管

理債務水準之間取得平衡。

疫情以來，隨著東南亞啟動了一系列財政刺激措施穩定國內經濟，該地區的公共債務出現了前所未有的增長。過去兩年利率的上升，這些國家在債務償還方面的財政負擔也越來越重，加劇了目前的情況。隨著利率將逐漸從目前水平下調，可望減輕這些國家政府的壓力，能夠將資金用於更具生產力的支出。

中國

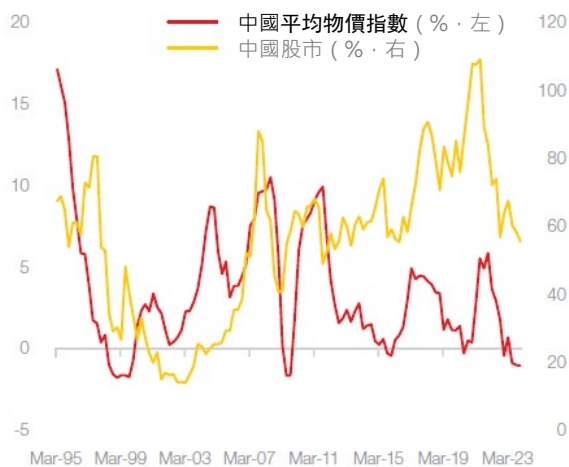
中國採取促進經濟增長措施對抗通縮壓力。中國的通縮壓力壓制了市場，GDP平均物價指數連續三個季度處於負值，為1999年以來最長的一次。這主要是由於食品和能源價格疲弱，以及後疫情時期的總需求低迷所致。通縮不僅影響了企業盈利，股市估值還因實際利率上揚而遭到下調（de-rating）。

然而，中國也並非第一次面對通縮的挑戰。亞洲金融危機（1997年至1998年）、全球金融海嘯（2008年至2009年）、中國股市遭拋售（2015年中）以及疫情（2020年）期間皆曾經出現。

歷史數據顯示，通縮平均持續三個季度，最長為七個季度。在之前通縮時期，隨著支持通貨再膨脹措施的成功，中國經濟增長最終能夠逆轉局面。最近的物價下調突顯了政府需要提出額外的措施藉以振興經濟並恢復消費者信心。中國市場表現與平均物價指數數據密切相關。因此，GDP平均物價指數是確定市場何時觸底的領先指標。

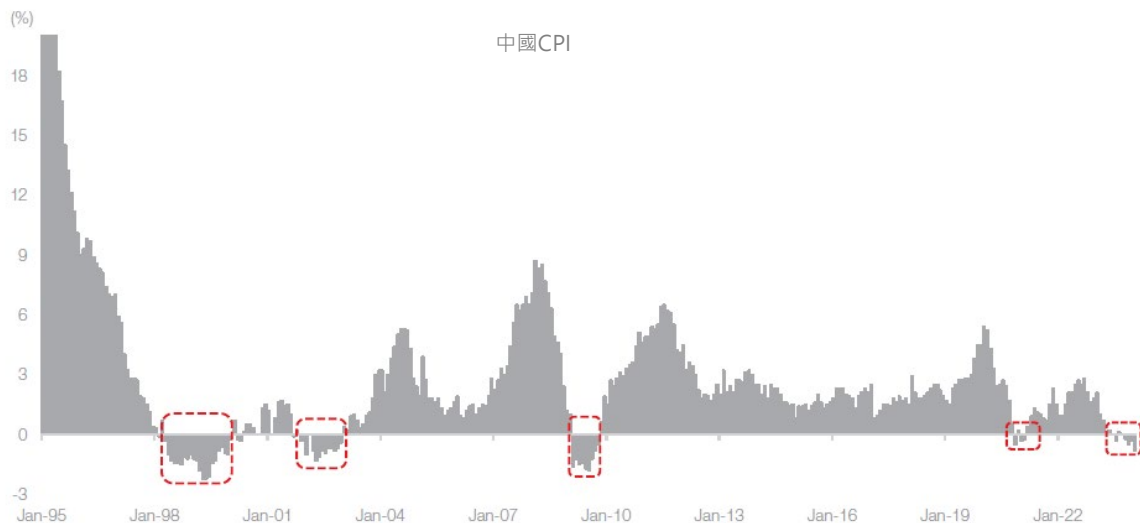
實施促進增長措施可望恢復GDP平均物價指數的增長，這將有助於提振市場情緒。由於去年市場基數較低，再加上逐漸復甦的國內消費，星展集團預期物價指數也可望逐步走出通縮。

更強勁的通貨再膨脹措施可能支撐股市表現



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

中國前四次消費者物價指數（CPI）呈現負增長期間，平均持續了三個季度



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

生產者物價指數 (PPI) 與產業盈利密切相關。歷史數據顯示，PPI數據通常與企業盈利增長走勢同步。隨著PPI可望於2024年下半年回升，可望帶動中國股市盈利上調，並支撐估值的提升。

PPI與企業盈利密切相關



資料來源：彭博 · 星展集團 2023年12月

香港企業增加股份回購將支撐市場表現。香港市場宣佈股份回購的情況呈現增加，並於2023年底達到最高水平。歷史顯示，每當香港指數觸底，企業就會宣佈增加回購。因此，可以預期將有越來越多公司會開始藉由股份回購來支撐股價。事實上，他們2023年股份回購的金額達到1,250億港幣的歷史新高。

香港和上海交易所股份回購情況回暖，可望支撐當地股市的表現



資料來源：Wind · 星展集團 2024年3月



資料來源：Wind · 星展集團 2024年3月

大量的股份回購可能反映越來越多的公司認為股價遭到低估，他們擁有穩健的資產負債表並期望未來估值能夠上調。這也顯示，這些公司對營運前景充滿信心，將有助於提振投資人情緒，支撐股價表現。

為了使資本市場與全球標準接軌，更好地反映上市公司的真實價值，中國政府也推出了一些政策措施，例如將國有企業的市值作為上市公司的關鍵績效評估指標。

政府推出的措施可望支撐中國表現。中國消費放緩和房地產行業面臨的長期問題繼續壓抑市場情緒。此外，與西方的持續緊張關係以及全球經濟增長放緩加劇了中國股市與全球股市之間分歧的表現。

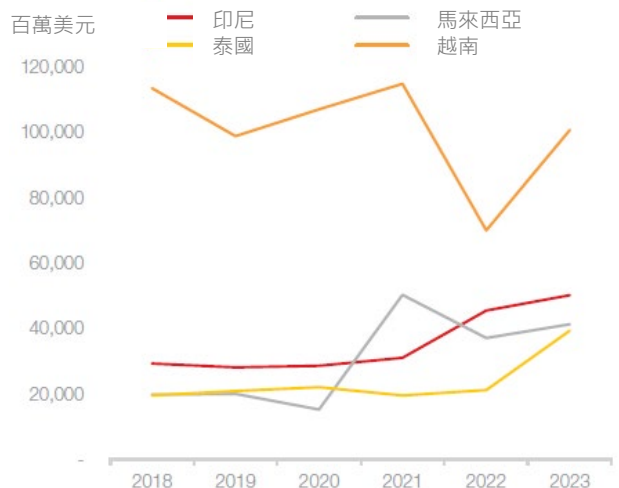
為了提振萎縮的資本市場，重啟投資人對資本市場的信心，重新刺激投資人的參與度，中國政府推出了一系列的政策。星展集團預期官方將採取更多措施重振房地產行業，尤其是要確保停工項目的完工以及仍在建設中預售新房的交付。這將有助於防止整體經濟進一步下滑。

東協與印度

美元的強勢與否是影響東協股市的關鍵因素。影響東協股市的主要因素仍是美元；弱勢美元有利於東協股市表現。今年美元可能回軟，尤其是美國聯儲局（Fed）考慮在下半年可能減息。相反地，若美元走強可能會令東協股市面臨挑戰。

話雖如此，但國內市場中特定產業的表現可能創造額外價值。各產業存在潛在的投資機會：印尼的銀行和電信公司、泰國的旅遊和工業地產業、新加坡的房地產投資信托和銀行業，以及馬來西亞的建築業。此外，由於越南股市可能會被納入全球股票指數，越南市場估值存在上調的機會。

「中國+1」策略多元化推動更多外國直接投資流向東協市場



資料來源：CEIC，星展集團 2024年3月



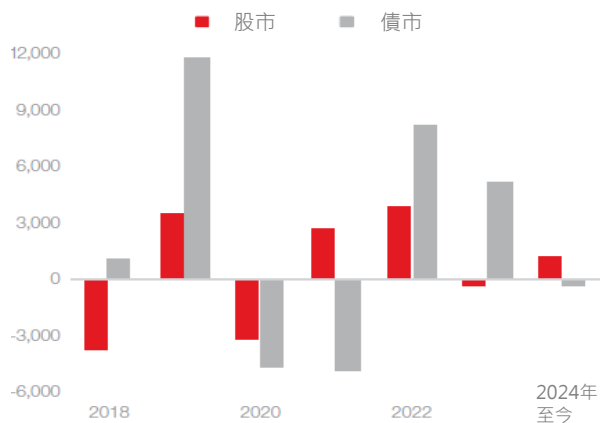
東協投資亮點

印尼：2月中總統大選之後，印尼市場反應正面。由於盈利強勁的前瞻指引，銀行和電信類股在2月份表現良好。政治領導層面，在10月的就職典禮前，總統左科威（Joko Widodo）將繼續執行現有的支持性的經濟政策，包括首都計劃（IKN）、社會援助計劃以及礦產資源的下游化政策。也就是說，即使在就職後，新任總統Prabowo Subianto也可望繼續執行左科威發起的計劃。

新加坡：由於Fed加息預期調整以及美國商用房地產因估值持續面臨挑戰而暫停分發股息，新加坡房地產投資信託（S-REITs）表現不佳。星展集團看好零售和酒店業REITs，這兩個產業將受益於“泰勒絲經濟學 Swiftonomics”（流行歌星Taylor Swift 在各國表演時對當地經濟的推動）和即將舉行的一系列大型活動展覽。同時，新加坡銀行業盈利強勁，也持續分派良好的股息。

馬來西亞：馬來西亞政府政策主題吸引市場目光。例如政府的刺激措施、可再生能源的轉型以及柔佛州房地產和經濟部門的重建，這些都受到柔佛新山與新加坡之間建立的經濟特區所刺激。建築業將成為這些發展的主要受益者。

每年流入印尼的資金



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

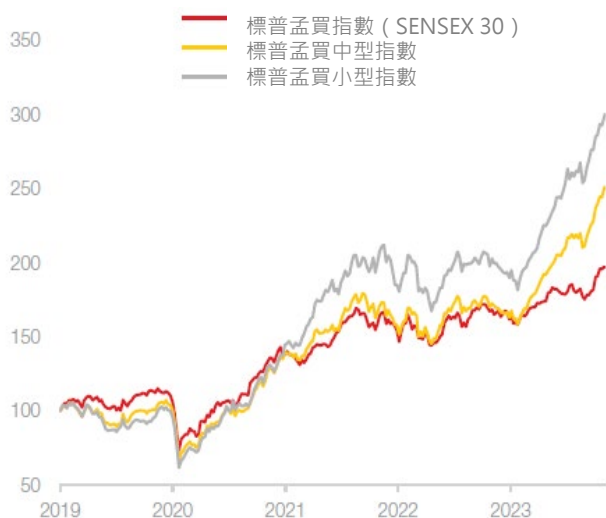
泰國：經濟疲軟以及數碼化錢包計劃等財政刺激措施的延遲，新政府面臨各種挑戰，市場對泰國的投資情緒仍然低迷。但是，星展集團預計海外直接投資的申請和旅遊業將逐漸復甦，同時政治分歧亦將逐步獲得解決，這將推動該國今年邁向更加穩定的增長。

越南：過去五年，越南已成為東協市場中增長最快的國家之一，隨著企業採取“中國+1”策略，越南從地緣政治緊張局勢下的供應鏈轉移中受益匪淺。越南自2017年以來GDP年複合增長率為7.1%，2022年人均GDP突破4,000美元。儘管經濟大幅增長，但越南仍處於城市化的早期階段，截至2021年，只有38%的人口居住在城市地區。

因此，政府致力於基礎設施投資以提升城市化率和人均GDP。星展集團預期越南股市估值可能會獲上調，特別是考慮到越南指數可能在今年內被納入全球股票指數。

印度：至今為止，印度經濟表現穩健，在未來仍將保持強勁表現。此外，企業盈利預期持續超出預期，考慮到印度應可實現GDP超過8%的強勁增長，因此預測企業盈利未來12個月將增長14%。因此。為了應對股市估值的上升，同時利用有吸引力的增長前景，可考慮佈局中小型基金。這些基金對流動性充足的國內投資者特別有吸引力。此外，最近針對此類基金的謹慎監管預計將加強風險管理。

印度中小型股表現強勁



資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團
2024年3月

整體而言，預計AxJ企業2024年盈利增長將超過15%，顯著優於全球市場，也較前年呈現大幅復甦。在北亞，受惠於半導體需求的復甦，預計南韓和台灣企業盈利將增長15至25%。同時，中國企業盈利將增長15至17%。

AxJ地區經濟增長4.7%的強勁增長預測以及出口觸底的情況皆支持上述預期。在此背景下，以印度、菲律賓、印尼和中國為首的亞洲GDP將保持遠高於全球GDP平均水平。隨著企業盈利持續改善以及復甦前景更加清晰，AxJ企業估值有望獲得上調。

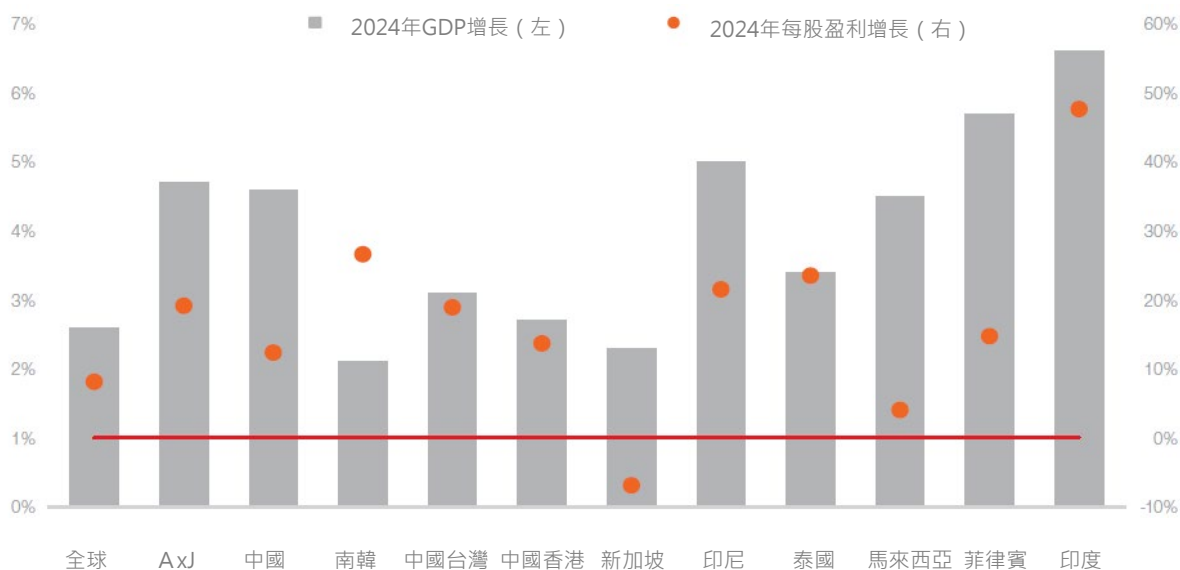
目前市場已充分反應利淡因素。AxJ目前預期市盈率約11至12倍，相較歷史平均值和全球股市估值呈現大幅折讓。因此，星展集團預期，正面的催化劑有助於支撐下行風險，並改善市場情緒。

在GDP平均物價指數觸底的背景下，投資人偏好優質增長股，市場焦點將轉向 AxJ 股市，催化劑包括：

1. 股份回購及其對市場信心的影響
2. Fed減息壓抑無風險利率，並提升投資人風險偏好

3. 估值相較全球股市呈現大幅折讓
4. 財政刺激措施可能提早實施
5. 股市連續三年表現不佳後，市場預期偏低

亞洲GDP增長穩健，每股盈利前景穩定



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月



因應下降風險

環球信貸
2024年第2季

經濟增長持續強勁和通脹的黏性顯示，減息的過程可能不容易。星展集團持續看好存續期間介於3至5年，評級為A/BBB的投資級別債券。

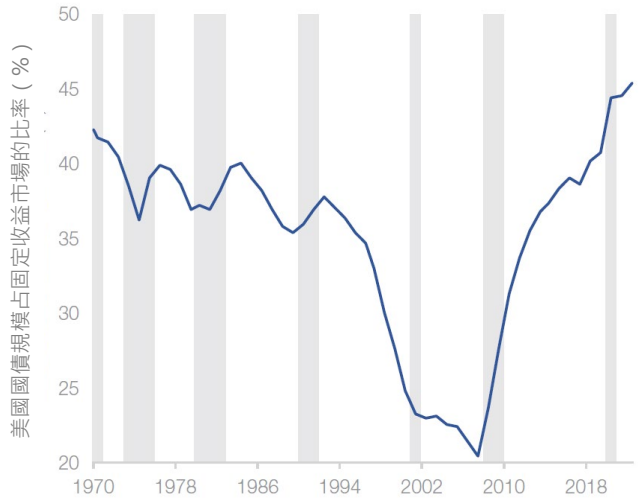
環球信貸

一直以來都不容易。今年，債券投資者普遍遵循“只要央行減息，就應該買入債券”這個簡單的主流觀點。但是，投資者應該留意持續強勁的經濟增長和膠著的通脹；減息步伐或許並不如最初預期的直接。星展集團認為，這個複雜的情況值得探討。

高政府債務時代。若要瞭解這個時代，必須先了解固定收益供給面的動態變化。儘管2000年以來企業債市場快速發展，但是在新冠疫情時期的財政擴張後，美國國債在固定收益市場的佔比已創新高 – 約佔總規模的一半。因此，在制定固定收益策略時，赤字、貨幣政策、主權信貸評級和央行干預等因素已經變得與企業資產負債表實力和盈利同樣重要，甚至更為重要。

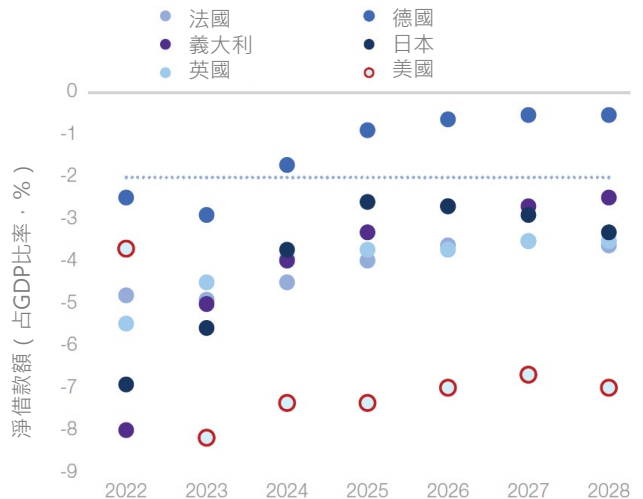
借貸狂潮。由於美國債務佔GDP比仍高於100%，美國國債供應充裕的情況不足為奇。令人意外的是緊縮貨幣政策與高債務相互作用產生了不合常理的現象，星展集團在2023年第4季投資總監洞察：環球信貸中重點摘要說明這樣的情況。傳統上，高利率會提高融資成本，從而抑制借貸和貨幣擴張；但是，當借款人是對價格不敏感卻負債累累的政府（有社會保障、醫療和國防等強制性支出需求）時，高利率會增加還本付息的成本，從而加重債

目前美國國債規模佔美國固定收益市場的比率接近一半



資料來源：聖路易斯聯邦銀行，美國全國經濟研究所 (NBER)，星展集團
2024年3月
註：陰影區域代表NBER確認的經濟衰退期

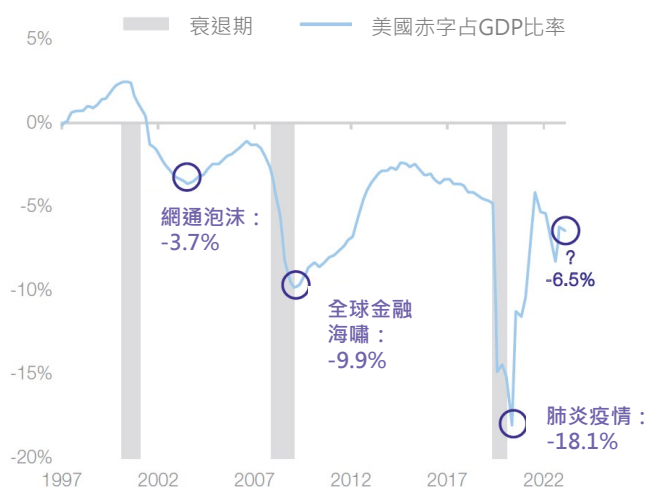
美國赤字沒有喘息的機會



資料來源：國際貨幣基金組織全球經濟展望 (2023年10月)，星展集團 2024年3月

務負擔，導致政府陷入失控、永無止境的赤字中。因此，雖然大多數成熟經濟體預期未來數年會減少淨借貸，但國際貨幣基金組織（IMF）認為，在進入21世紀30年代之前，美國的赤字仍將保持在GDP的7%左右的水平。

2023年經濟強勁，但赤字支出巨大



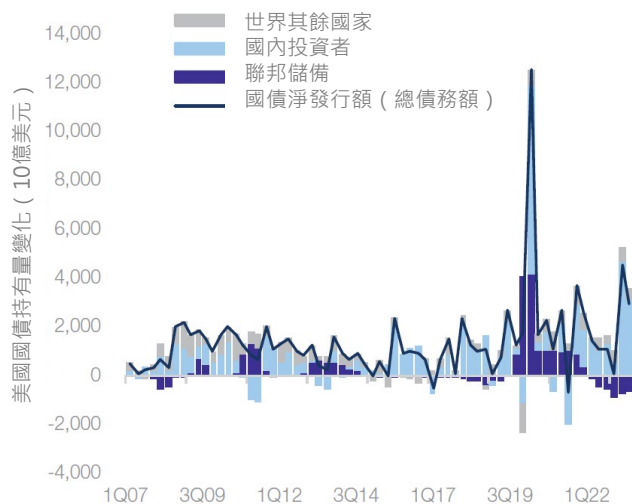
資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

超出必要的支出。想想這種情況有多奇怪。歷史經驗顯示，只有在經濟衰退之後，美國的赤字支出才會超過GDP的5%；由於在經濟衰退時需要採取反週期政策來刺激經濟增長，這種現象是合乎邏輯的。然而，2023年經濟增長強勁，且失業率偏低，但美國的赤字卻占GDP的6.5%，這是前所未見的財政浪費。星展集團認為，這在

導致各項經濟指標持續強勁中起到了重要作用，使本應刺激債券市場復甦的增長放緩和利率降低之路變得曲折。

誰在購買國債？赤字和國債發行量過高，需要同樣強勁的買家，但這些買家並非常見的外匯儲備和央行。2010年以來，外資在美國國債市場的參與度持續下降；而近期（a）美元走強，（b）美國主權評級下調，以及（c）去全球化的論調使得外匯儲備管理者更加厭惡美國國債。上一次危機中的“最後貸款人”也沒有購買；相反地，美國聯儲局（Fed）和其他環球央行正忙於藉由量化緊縮政策來收縮其失衡的資產負債表。

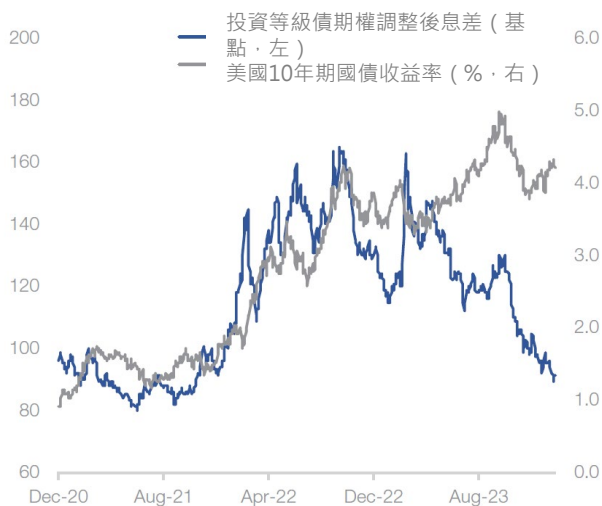
國內投資者（退休金、保險業和家庭）買進國債



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

現金富翁更富。從數據上看，疫情後國債發行淨額的激增實際上幾乎完全由國內機構/投資者所吸收，包括退休金和共同基金、保險公司以及其他家庭/企業儲蓄。這再次證明了美國企業和家庭的實力；畢竟，公共部門的赤字最終是私營機構的盈利。此外，這些私營機構的儲蓄以2008年以來最高的利率水平賺取利息。星展集團認為，這種公私部份的分歧，是制定企業債策略的良好視角。

國債與企業債呈現巨大差距



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

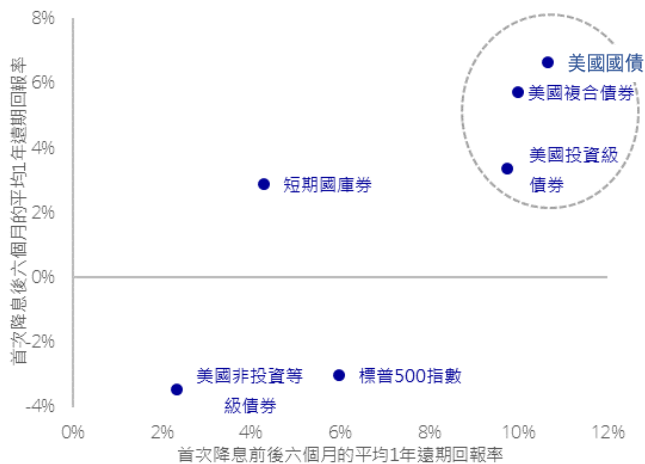
二分法和差距。從本質上講，這種財政擴張（具有刺激作用）和貨幣緊縮（具有抑制作用）的二分法很可能導致不同經濟產業間出現較平時更大的差距。直接或間接受財政援助的產業（如依賴中上層階級消費的企業、或大型科技企業擁有大量現金儲備）將繼續蓬勃發展，而對高利率最敏感的產業（如商業房地產、小型銀行）將繼續面臨更多壓力。因此，從企業債的角度來看，值得藉由這個框架進行思考，評估潛在贏家/輸家。

一些潛在的贏家包括：

A. 信貸評級為BBB/BB級的優質發行人

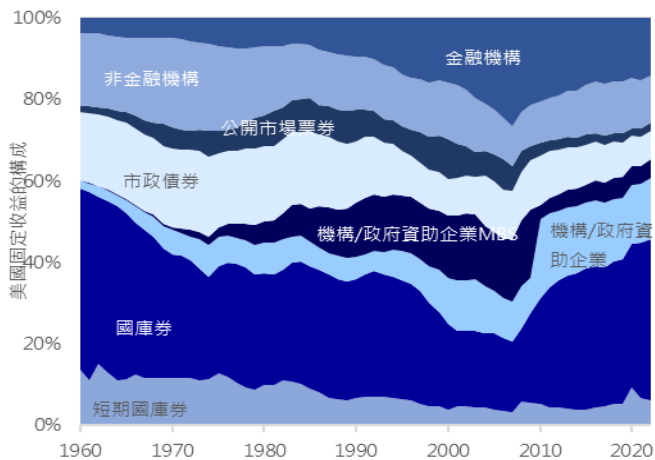
健康的企業發展的必然結果是企業債息差持續樂觀。因此，星展集團認為，固定收益投資者仍更適合選擇優質企業債，原因是（a）相對國債存在息差，而且注意（b）在本次週期，企業的財務紀律比政府更為謹慎。企業債升級可能也帶來潛在超額回報的機會；一個重要的策略是挑選“墮落天使”（之前從投資級別降至BB+級的高收益等級債券），期待息差收窄帶來的上揚空間。但是，投資者需要認真挑選，通常在Fed進入加息週期後的首次減息前後，只有最優質的固定收益才能有較佳的表現。

優質固定收益在Fed首次減息前後表現出色



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月
 註：基於月數據。圖表顯示過去五個寬鬆週期，若在Fed首次減息前/後六個月的任何時間買入此資產類別，並持有12個月的平均月度總回報

金融企業在全球金融海嘯後去槓桿



資料來源：Fed，聖路易斯聯邦銀行，星展集團 2024年3月

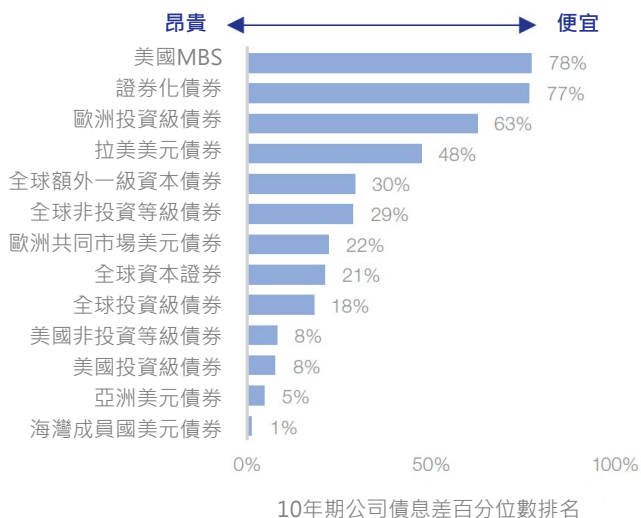
B. 銀行資本證券

由於金融資本工具的息差仍偏離歷史正常水平，2023年銀行倒閉事件的陰影似乎尚未在投資者心中完全消退。星展集團認為，這對精明的投資者而言是一個機會，因為 (a) 企業盈利或許意味著需要較、機構和財富管理業務方面擁有多少的壞帳準備金，而 (b) 收益率曲線陡峭化的可能性意味著即使面臨減息，也能維持較高的淨息差。即便如此，許多歐洲銀行仍在根據監管要求保持足夠的緩衝資本，這意味著該行業的健康狀況依然良好。但是，星展集團想強調的是，由於小型銀行集中涉足商業房地產 (CRE) 行業，因此未來可能會有更多小型銀行倒閉。投資者應精挑細選，重點關注穩健的投資等級 (IG) 大型銀行，優先考慮那些在零售元化特許經營權的銀行。

C. 美國抵押貸款證券 (MBS)

美國國債市場最大的資產類別之一——機構抵押貸款證券。實力雄厚的家庭不會拖欠抵押貸款。此外，由於多數美國業主在2020年至2021年的低利率時期對抵押貸款進行了再融資，提早還款風險已經下降。目前，超過四分之三的指數票面利率低於3.5%；由於目前利率約7%，業主不太可能提前償還這些抵押貸款。即便如此，MBS息差仍處於歷史最便宜的水平，這可能是由於 (a) Fed在量化緊縮政策下減碼持有的MBS；(b) 由於CRE行業疲弱，商業MBS面臨相關的問題。星展集團認為，鑒於機構MBS有政府支持，而且在嚴重危機時期是Fed的優先政策工具，機構MBS應是最佳選擇。

美國MBS價格處於歷史低點



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

星展集團的謹慎之處。 同樣值得強調的是，在這種兩極分化中，最突出的企業債風險在哪裡。如前所述，對高利率最敏感的領域將在貨幣緊縮中首當其衝。這些產業包括：

A. 高收益等級 (HY) 發行人

私營機構的實力終究有強弱之分，資產負債表或利息覆蓋率薄弱的公司不太可能在利率處於高位更長一段時間的環境下生存。HY發行人發行的存續期間相對較短，未來數年的再融資需求可能會對利息負擔逐漸造成衝擊，進而造成損失。

B. 依賴槓桿的發行人 (公用事業和房地產投資信託)

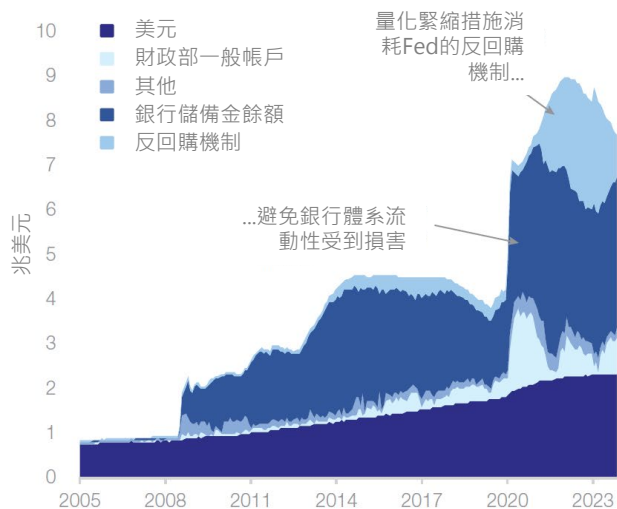
同樣，在低利率時代依賴較高槓桿率提高股本回報的發行人會發現，他們的商業模式在這個新時代會大打折扣。CRE領域的結構性疲弱就是這種壓力的體現。在這個領域，借款人更多的是藉由資產處置來支撐資產負債表，而不是藉由債務融資進行收購。

C. 長存續期債券

在減息週期，人們總是傾向於持有對較低利率具有最高啤打系數 (Beta) 的債券 – 長存續期債券。然而，債券投資者需要瞭解與量化緊縮和國債發行有關的問題，藉以做出更明智的決策。

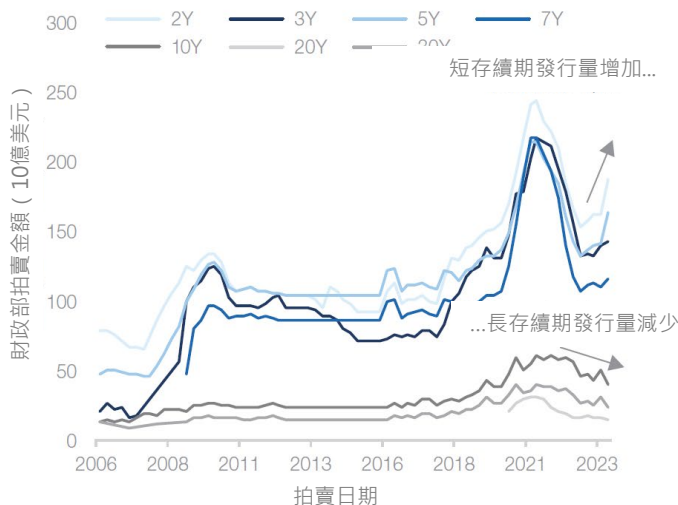
量化緊縮 (QT) 有一個“避震器”。 2022年中開始實施QT以來，銀行體系的流動性一直未受影響，這主要是由於Fed的逆回購機制 (RRP) 的存在，RRP機制保護了系統流動性免受縮減。星展集團認為，這支援了迄今為止的國債市場運作。RRP機制將於2024年6月結束，除非Fed逐漸縮減QT，否則銀行準備金可能在此之後將迅速下降，從而影響系統流動性。星展集團認識到，2019年的回購危機源於上一輪QT週期的準備金餘額降至可行水平以下。

在RRP的保護下，銀行體系的流動性未受到QT的影響



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

美國國債影響了存續期間風險

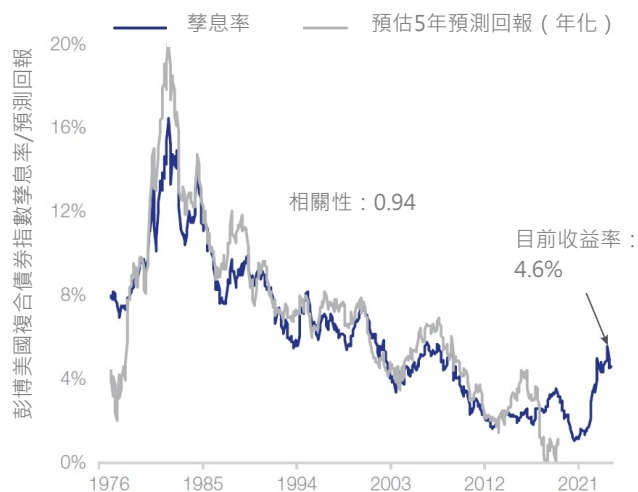


資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

財政部間接影響了貨幣政策。傳統上，美國財政部藉由發行約20%的短存續期票據籌集赤字資金，其餘資金則藉由發行長存續期票據和債券來籌集。然而，2023年以來，財政部的票據發行總量超出了正常水平 – 考慮到孳息曲線倒掛意味著短存續期票據比長存續期債券和票據成本更高，這是一個奇怪的結果。因此，藉由發行國債降低的存續期間風險抵消了QT所增加的存續期間風險。由於短存續期票據在債務總額中所占比例接近高位，這種做法不太可能繼續。

整體而言，債券投資者應保持對此資產類別的樂觀態度，但要謹慎考慮風險。毋庸置疑，目前債券的高孳息率預示著未來的潛在收益。然而，投資者應對HY債券和存續期間風險保持謹慎的態度。投資等級（IG）企業債、金融資本工具和MBS的機會很多。A/BBB級企業債仍是最佳選擇，但由於私營機構的強勁表現，BB+等級債券中的部份優質債券可能重回IG。在財政占主導地位的制度下，看好存續期間介於3至5年的IG企業債，因應孳息波動和孳息曲線陡峭的環境。

現時孳息率是未來收益的良好指標



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月



箭在弦上

全球外匯市場
2024年第2季

通脹數據從2022年底多年的高位開始下滑，成熟市場（DM）貨幣已開始呈現整固。同時，亞洲貨幣可望逐漸回升，因為市場普遍預期美國聯儲局（Fed）即將減息，且美國處於不會過熱也不會過冷的（Goldilocks）經濟情況。

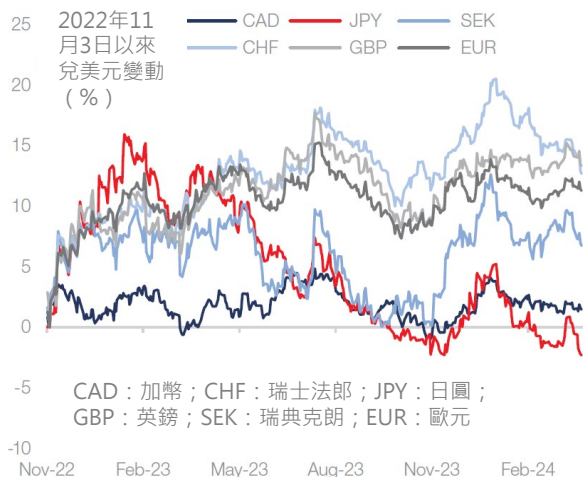
全球外匯市場

成熟市場 (DM) 貨幣呈現整固。通脹數據在2022年底達到數十年來的高位後開始下滑，DM貨幣也開始呈現整固走勢。自那時起，全球主要央行陸續將大幅加息的作法調整為傳統每次25個基點的加息幅度，並在2023年開始暫停。主要央行在2024年的貨幣政策更趨於一致，謹慎權衡控制通脹的努力與緩解經濟活動放緩和潛在金融壓力之間的需要，主要為商業房地產債務。許多央行計劃在通脹持續朝目標改善後，在今年夏天調低處於限制性水平的利率。過去一年，Fed減息預期的幅度超過其他央行，因此壓抑美元表現。與去年不同，美國的增長可能不會那麼突出，歐元區和英國在2024年也不會那麼悲觀。儘管如此，星展集團仍然謹慎看待，因為美國總統選舉年總是出現特殊風險，例如2008年的全球金融海嘯，2012年的

歐債危機，以及2016年的英國脫歐公投。

亞洲貨幣今年稍後可望逐漸回升。首先，市場對Fed減息的預期和美國經濟呈現不冷不熱的經濟情況可能在今年稍後開始對美元形成壓力。這使得亞洲國家將制定優先考慮貨幣穩定性和低利率的貨幣政策。其次，日本結束負利率 (NIRP) 和收益率曲線控制 (YCC) 政策最終可望扭轉日圓疲弱的走勢。第三，人民幣和中國經濟可望逐漸回穩。美國總統選舉期間美中關係緊張局勢可能暫停。第四，亞洲相對較高的經濟增長前景將吸引投資者，而不是DM經濟體低迷的增長。在美中緊張局勢的情況下，企業為了分散製造和採購業務，應會繼續偏好印度和東南亞。

2023年7月Fed最後一次加息後，多數貨幣處於相同的區間



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

2024年市場預估主要央行利率

2024	FED	ECB	BOE	SNB	BOJ	RBA	RBNZ	BOC
Jan	5.50	4.50		1.75	-0.10			5.00
Feb			5.25			4.35	5.50	
Mar	5.50	4.50	5.25	1.50	0.10	4.35		5.00
Apr		4.50			0.10		5.50	5.00
May	5.50		5.00			4.35	5.50	
Jun	5.25	4.25	5.00	1.50	0.10	4.35		4.75
Jul	5.25	4.00			0.10		5.50	4.75
Aug			4.75			4.10	5.25	
Sep	5.00	4.00	4.75	1.25	0.20	4.10		4.50
Oct		3.75			0.20		5.00	4.25
Nov	4.75		4.50			4.10	4.75	
Dec	4.75	3.50	4.50	1.25	0.30	3.85		4.25

FED：美國聯儲局；ECB：歐洲央行；BOE：英國央行；SNB：瑞士央行；BOJ：日本央行；RBA：澳洲央行；RBNZ：紐西蘭央行；BOC：加拿大央行

資料來源：彭博，星展集團
截至2024年3月22日，四捨五入至0.25%

美元指數 (DXY) 在100至107的交易區間存在走弱的風險。過去一年，Fed與其他主要央行貨幣政策方向幾乎一致，令主要貨幣呈現整固。然而，這個區間的波動也解讀為Fed意圖與市場認知的脫勾。例如，因市場積極預期2024年Fed可能大幅減息七次，DXY在2023年11月至12月從107下跌至101。然而，由於Fed利率點陣圖的中位數顯示，減息幅度為三次，DXY在2024年第1季一度回升至105。星展集團預期，在美國經濟呈現軟著陸的情境下，全球經濟增長樂觀的情緒可望改善，今年夏天越接近Fed減息的時機，美元的表現可能偏弱；因此，拜登與特朗普在美國總統選舉中再次對決的不確定性不太可能阻止投資者放棄追求更高的回報。

美元兌加幣自2022年9月以來一直在1.31至1.39區間震盪。加拿大的貨幣政策前景與美國類似。加拿大央行 (BOC) 在2023年7月最後一次加息，與Fed相同。BOC的隔夜拆貸款利率為5%，略低於5.25至5.50%的聯邦基金利率 (FFR)。由於核心通脹仍高於目標，因此兩國央行均未在3月採取減息措施。今年1月，加拿大的核心消費者物價指數 (CPI) 年增率為3.4%，高於1至3%的目標，而美國的核心PCE年增率為2.8%，也高於2%的目標。截至三月中旬，利率期貨顯示，BOC和Fed將在夏季開始逐漸減息三次。市場普遍預期Fed減息幅度將大於其他央行，因此偏好出售美元的做法。星展集團也認為，美元兌加幣從今年中開始可能走弱，逐漸進入1.31至1.35區間的下緣。

在美國經濟軟著陸的情況下，市場預期Fed將採取減息措施，DXY走弱

加幣仍處於區間震盪走升格局



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

2023年至2024年，歐元兌美元一直介於1.05至1.12之間波動，受Fed的影響遠大於歐洲央行（ECB）。例如，2023年第4季，市場對Fed將減息七次的預期，帶動歐元兌美元從1.05升至1.11。然而，由於Fed努力降低這些過度積極的預期，這個反彈是短暫的，導致歐元兌美元在1月至2月時貶至1.07。3月貨幣政策會議討論降低限制性區間，同時ECB的研究人員也下調了通脹預測，預期至2025年將回到2%的目標。這兩項發展將可能使ECB在8月前採取減息措施，令市場猜測ECB減息時間可能早於Fed。由於市場預期Fed減息將壓抑美元表現，因此，越接近這兩個央行首次減息的時刻，市場波動可能進一步加劇。

英鎊兌美元在Fed夏天開始減息週期前將介於1.20至1.30的區間波動；Fed開始減息時將壓抑美元表現。2023年7月，英鎊兌美元一度升至約1.3150，接近2022年3月Fed首次加息時的水平。儘管英國經濟在2023年下半年陷入輕微技術性衰退，但自2023年12月以來，英鎊介於1.25至1.29的區間震盪。然而，英鎊可能會因BOE將採取減息措施而出現波動。BOE已開始衡量通脹與經濟增長之間的風險。2月至3月，BOE行長Andrew Bailey對第二輪效應（即對抗通脹將需要更高的失業率）的擔憂有所減輕。他在國會表示，消費者物價指數（CPI）將在春天達到2%的目標，然後在年底再次上升，並強調BOE在減息之前不需要等到整體通脹率達到2%的水平。

歐元表現受ECB和Fed減息預期的影響



英鎊可望持穩，除非BOE決定在Fed之前減息



日圓應該會在息差收斂時逐漸觸底。儘管日本央行 (BOJ) 已結束負利率和收益率曲線控制 (YCC) 政策，但日圓利率並未大幅上升，日本10年期國債收益率仍處於約0.7%。由於BOJ的鴿派政策展望，以及持續買進日本國債，短期仍對日圓造成壓力。然而，星展集團仍然認為，由於BOJ的下一步計劃應是小幅調升利率，而Fed和ECB則是正準備減息，美國與歐元區相對於日本的息差已接近週期的高位；因此，日圓匯率也很可能逐漸觸底回升。日圓的期貨投機部位顯示，空單口數非常高；然而，相對於基本面，星展集團認為，日圓匯率遭到過度低估。因此，若日本經濟增長優於市場預期，導致BOJ進一步調整仍然寬鬆的貨幣政策，日圓則可望回升。星展集團預期，至2024年底，美元兌日圓將走弱至140左右。

被高估的瑞士法郎可能會走弱至0.92-0.94，之後因Fed將於2024年下半年減息的預期而趨於穩定。瑞士法郎是2023年表現最好的貨幣之一；兌美元匯率升值約10%，優於其他美元指數組成貨幣 - 英鎊 (5.4%)、瑞典克朗 (3.5%)、歐元 (3.1%)、加幣 (2.4%) 以及日圓 (-7%)。美元兌瑞士法郎於去年12月貶至0.8333的低位，因為瑞士央行 (SNB) 並未推動瑞士法郎進一步升值以應對通脹，2023年年中以來，通脹已降至0-2%的目標區間。2024年第1季，SNB引導美元兌瑞士法郎上升至0.90，具體措施如下：1) 1月指出瑞士法郎的實際升值正在損害國內企業，2) 3月宣佈貨幣政策已實現穩定，3) 在3月21日的會議，SNB成為全球第一家減息的央行。儘管SNB今年可能會再減息兩次，但Fed今夏的預期減息幅度應會超過其他央行，導致美元走弱。

日圓的回升需要BOJ發出更多貨幣政策正常化的訊號



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

SNB在2024年第1季意外減息，導致瑞士法郎走弱



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

2023 年以來，澳幣兌美元匯率一直介於0.63至0.69區間波動。澳幣的升值前景主要取決於Fed是否會早於澳洲央行 (RBA) 8月的減息，進而導致美元走弱。另一方面，若是日本收緊其超寬鬆貨幣政策致日元走強、中國經濟和人民幣匯率更加穩定以及週期性出口復蘇，應會支撐東亞 (澳大利亞最大出口市場) 貨幣。但是，尚不能排除澳大利亞經濟風險平衡從通脹轉向經濟增長過程的波動。自RBA去年11月意外加息後，CPI年增率從11月的4.3%降至1月的3.4%，接近RBA的目標 (2至3%) 和2024年上半年3.3%的預測。1月失業率升至4.1%，高於RBA對2024年上半年4%的預測。2023年第4季GDP年增率僅1.5%，為三年來的最低位，導致人均GDP第三次出現季度的收縮。

紐幣兌美元介於0.60至0.65區間波動，並存在升值的可能性。Fed的政策方向在2024年仍將繼續影響紐幣走勢。利率期貨顯示，紐西蘭央行 (RBNZ) 可能於8月減息，即可能在Fed減息後的兩個月。因此，紐幣匯率不太可能重回去年10月因美國減息預期而導致的0.58的低位。然而，在過去的一年半，紐幣的升勢停滯於0.64和0.65兩個關鍵壓力。雖然希望維持官方現金利率於5.5%的限制性水平，但RBNZ預期CPI年增率將從2023年第4季的4.7%，在2024年第3季降至1-3%的目標。儘管旅遊業是紐西蘭第二大出口收入來源，但房地產行業卻因高借貸成本和十年來最大的住房存量而仍在苦苦掙扎。收入由於所得受到經濟放緩的影響，官方會發現，很難將整頓財政金融活動作為振興經濟的先決條件。

澳幣短線呈現橫向整固，中期謹慎樂觀



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

紐幣需要美元走弱和亞洲貨幣走強才能回升



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

人民幣

貨幣政策正在增強人民幣的穩定性，預期在Fed開始減息後，人民幣將逐步回升。儘管美元在2024年上升，但中國人民銀行（PBOC）藉由設定強勁的在岸人民幣定價，向市場強調對人民幣進一步疲弱的容忍是有限度的。此外，中國國有基金已開始購買在岸ETF，這有助於遏制投資者的負面情緒，並在2月和3月將股票的流出扭轉為流入。這些政策行動也有助於人民幣的穩定。經濟面，雖然房地產行業持續拖累，但固定資產投資目前似乎正在觸底反彈。有助於實現5%的經濟增長目標，復甦的初步跡象可望支撐人民幣的市場情緒。但與亞洲其他國家不同，人民幣仍將適度而非強勢走升。PBOC可能在2024年下半年隨Fed減息，因此息差可能不會過多縮小。圍繞即將到來的美國大選地緣政治風險也將抑制人民幣匯率，星展集團預期，美元兌人民幣匯率將適度回落至7。

相較於其他亞洲貨幣，人民幣將適度回升



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

星展集團主要匯率預估

	21 Mar	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
美元兌人民幣	7.1995	7.14	7.08	7.02	6.96	6.92	6.86	6.80	6.80
美元兌港幣	7.8214	7.81	7.81	7.80	7.79	7.78	7.78	7.77	7.76
美元兌印度盧比	83.154	82.9	82.7	82.5	82.3	82.1	81.9	81.7	81.7
美元兌印尼盾	15,669	15,510	15,370	15,230	15,100	14,960	14,820	14,680	14,680
美元兌馬幣	4.7155	4.65	4.60	4.55	4.50	4.40	4.35	4.30	4.30
美元兌菲幣	56.042	55.7	55.4	55.1	54.9	54.6	54.3	54.0	53.0
美元兌新幣	1.3439	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32	1.31	1.31	1.31
美元兌韓圓	1,322	1,310	1,300	1,290	1,280	1,270	1,260	1,250	1,200
美元兌泰銖	36.307	35.7	35.2	34.6	34.1	33.6	33.0	32.5	32.5
美元兌越南盾	24,781	24,660	24,540	24,430	24,320	24,210	24,090	23,980	23,400
澳幣兌美元	0.6570	0.67	0.67	0.68	0.69	0.69	0.70	0.71	0.71
美元兌加幣	1.3531	1.35	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32	1.31	1.31
歐元兌美元	1.0860	1.10	1.11	1.11	1.12	1.13	1.14	1.15	1.15
美元兌日圓	151.62	148	145	142	139	136	133	130	130
紐幣兌美元	0.6044	0.61	0.61	0.62	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64
美元兌瑞郎	0.8975	0.90	0.90	0.91	0.91	0.92	0.92	0.92	0.90
英鎊兌美元	1.2658	1.28	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.33
美元指數 (DXY)	104.007	103.0	102.0	101.1	100.1	99.2	98.2	97.3	97.3

資料來源：星展集團 2024年3月
註：季底預估

仍處於邊緣

大宗商品
2024年第2季

星展集團對大宗商品的觀點仍保持謹慎，並等待全球經濟復甦的明顯跡象。能源轉型、全球暖化和減碳是長期關注的重點領域。



大宗商品

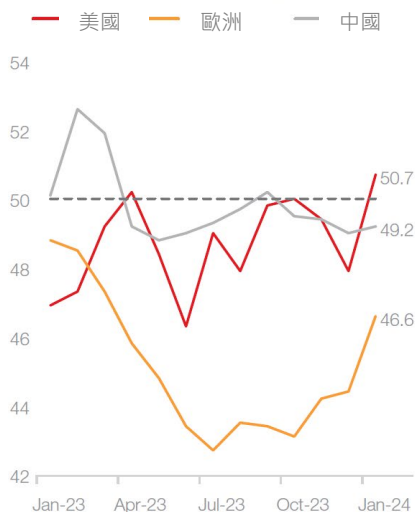
等待減息。進入2024年第2季，美國聯儲局 (Fed) 等許多央行顯然已經停止了加息措施。然而，尚未有央行減息，這意味著利率仍處於限制性的水平，並對大宗商品需求造成壓力。由於美國經濟和勞動力市場異常堅韌，提前減息的希望也逐漸破滅，這種充滿挑戰的狀況可能持續。

全球經濟引擎雖然運轉中，但卻趨緩。在美國以外的地區，經濟走勢似乎已明顯放緩；相較於2023年12月，美國2024年1月的採購經理人指數 (PMI) 數據略有改善，但中國和歐元區仍然疲弱。GDP增長也呈現類似的情況，美

國2023年第3季和第4季GDP季增年率分別為4.9%和3.3%。相較之下，歐元區勉強避免了技術性衰退，而中國在同一期間則是出現適度擴張。通脹部份，儘管頭條新聞都指出美國核心通脹死灰復燃，但與大宗商品更相關的整體通脹指數 (包括能源和食品價格) 年增率從2023年12月的3.4%，在2024年1月降至3.1%。歐元區的通脹率也繼續小幅下滑 (2024年1月年增2.8%，2023年12月年增2.9%)，而中國的通縮則是加劇，2024年1月年增率為負0.8%，2023年12月年增率為負0.3%。

PMI低迷

製造業PMI：2023年1月至2024年1月



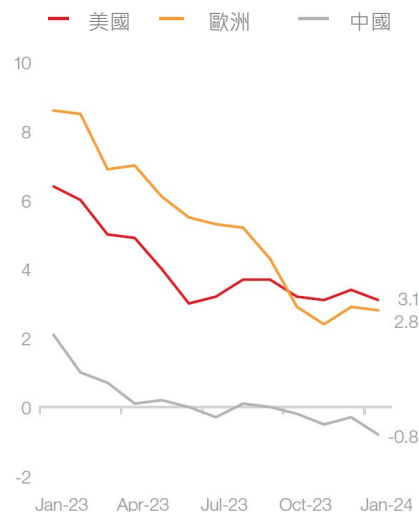
GDP 增長乏力

GDP季增率 (%)：2021年至2023年



通脹呈現下滑

整體通脹年增率 (%)



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

整體而言，指標顯示經濟活動疲弱和放緩的趨勢，對可能的減息和其他重大宏觀經濟催化劑的能見度不足。

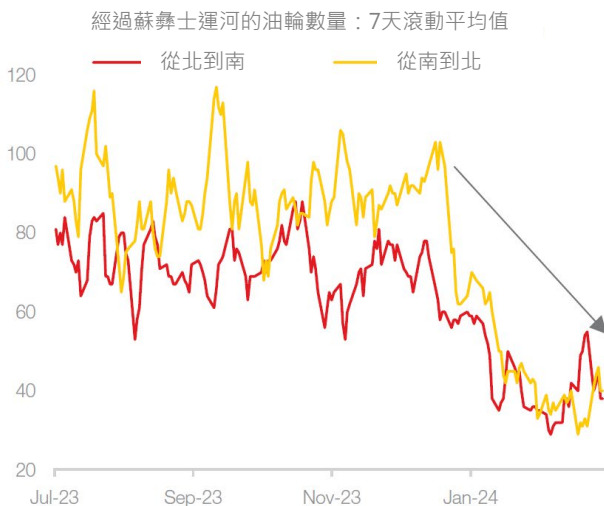
能源

中東緊張局勢升級。以色列與哈馬斯的衝突持續導致供應鏈中斷的風險，影響大宗商品價格走勢。2023年11月至2024年1月，充當伊朗代理人和哈馬斯支持者的胡塞武裝分子一直在紅海對船隻發動襲擊。11月，他們扣押了一艘名為Galaxy Leader的車輛運輸船，並將其運到葉門港口。1月下旬，他們襲擊並摧毀了大宗商品交易商Trafigura運營的Marlin Luanda油輪。

這些事件影響了全球供應鏈，不僅因為船隻被劫持和摧毀，貿易路線也因此需要避開紅海。

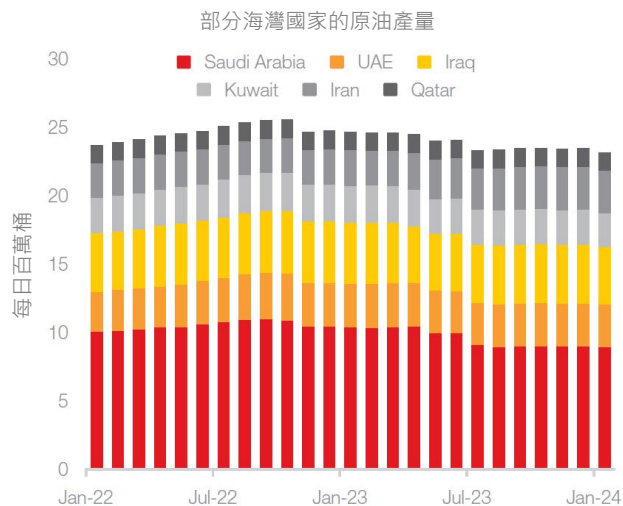
貿易中斷使油價存在上漲空間。這些中斷對全球油價的影響最為明顯，2023年11月中旬至今年2月底，全球石油價格上漲了約8%。由於全球約四分之一的原油生產和三分之一的相關貿易要經過霍爾木茲海峽 (Straits of Hormuz)，這樣的升幅並不令人意外。因此，該地區衝突升級將導致大宗商品價格飆升，尤其是原油價格，儘管這是短期的，但這樣的情況在2023年也曾多次發生。

蘇彝士運河油輪運輸量呈現下滑



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

全球很大一部分原油運輸需經過霍爾木茲海峽



Saudi Arabia：沙烏地阿拉伯；UAE：阿拉伯聯合酋長國；Iraq：伊拉克；Kuwait：科威特；Iran：伊朗；Qatar：卡塔爾。

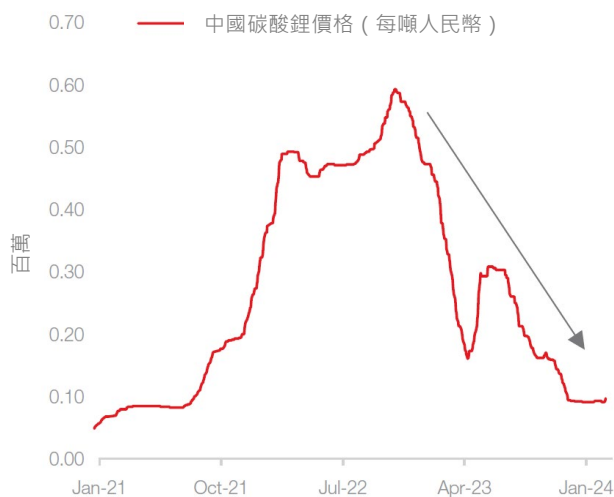
資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

工業金屬

暫時停滯的電動車 (EV) 需求。 市場普遍預期2024年電動車的需求和銷量可能呈現下降。美國電動汽車大廠特斯拉 (Tesla) 2023年第4季營收為252億美元，低於市場預期的256億美元，年增率僅3%，為三年多來最慢的增長速度。此外，Tesla還警告，未來一年的銷售增長將“顯著放緩”。同樣地，全球銷量最大的電動汽車製造商比亞迪的業績預告則是指出，2023年淨利增長幅度將大幅降低，介於74.5%至86.5%之間，遠低於2022年446%的驚人增幅。這樣的趨勢顯示，至少在短期內，全球EV的需求將陷入停滯。

鋰價目前處於低點。 EV銷售的放緩對大宗商品生產商和價格產生了實質的影響，尤其是鋰。鋰是EV電池的關鍵材料。全球最大的鋰生產Albemarle宣佈裁員並減少資本支出，藉以因應EV增長放緩和售價下滑的情況；裁員人數約佔員工總數的4%。碳酸鋰是一種用於電池的精煉產品，價格已重挫至2022年底高位的約近六分之一。儘管長期而言，基於供需缺口，鋰價仍可能走揚，但在2024年剩餘時間，市場動態似乎並不有利於這個電池金屬。目前鋰價的回落反映了EV轉型中預期的非線性進展。

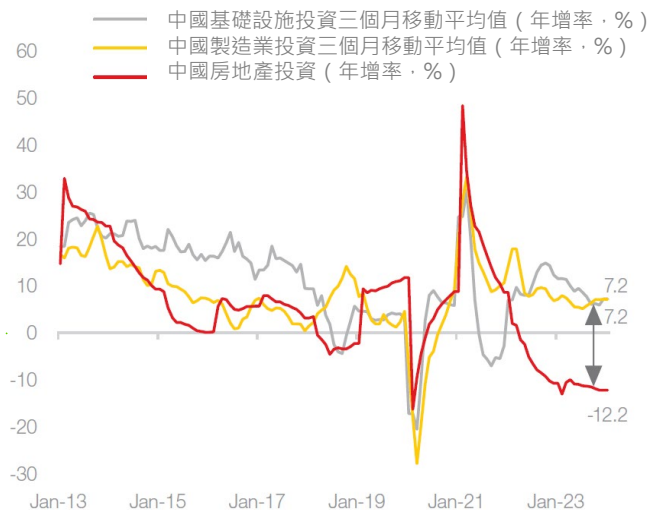
由於供應過剩和EV需求放緩，鋰價走弱



資料來源：Asian Metal Inc · 星展集團
2024年3月

中國房地產市場困境仍在持續。 中國的建築活動仍遠低於市場預期，困擾房地產開發商的債務問題還沒有明確的解決方案。然而，對基礎設施和製造業的投資可望帶來一些穩定的金屬需求。整體而言，星展集團預期中國工業金屬需求在未來兩個季度應不會出現重大變化，尤其是銅和鋁等高用量金屬。今年以來截至2024年3月1日，鋁價已下跌6.5%，而銅價則小幅下跌0.8%。由於供應面因素，銅價表現相對優於鋁，尤其是全球大型銅礦之一的巴拿馬Cobre銅礦暫時關閉。

中國房地產投資尚未復甦



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

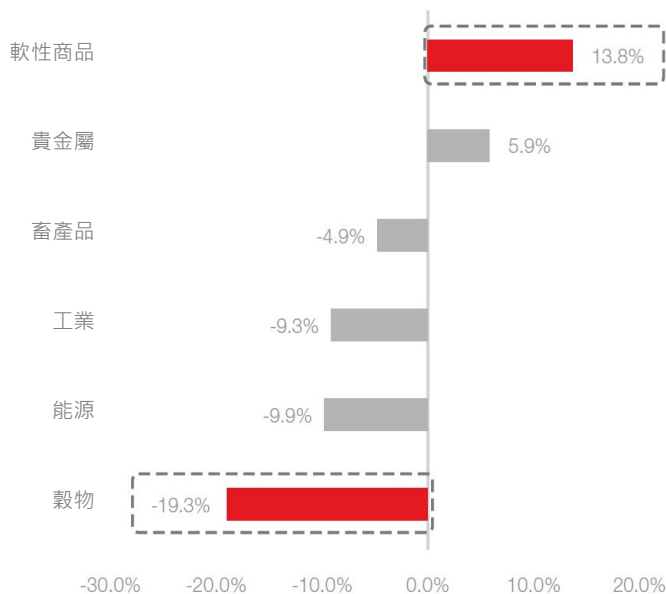
農產品

2023年，軟性商品表現優異，但是穀物的表現則不盡人意。農產品在2023年的表現兩極，穀物的表現最差（下跌19.3%），而軟性商品表現最佳（上漲13.8%）。2024年初延續了這個趨勢，2024年1月穀物價格進一步下跌5.1%，而軟性商品價格則是上漲11.0%。

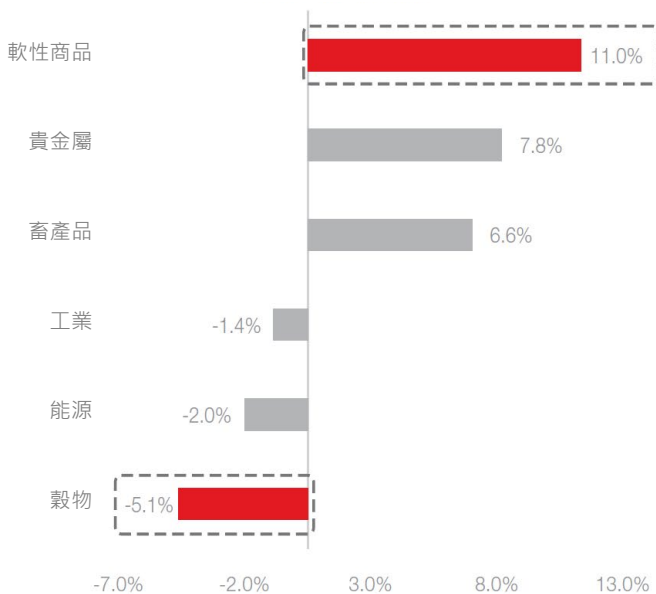
由於供應強勁，穀物價格走弱。農產品表現不佳很大程度是因為供應強勁。2024年美國玉米產量預計將達到3.87億公噸，較前一年度大幅增加3860萬

農產品的表現兩極分化

2023年表現



2024年1月表現



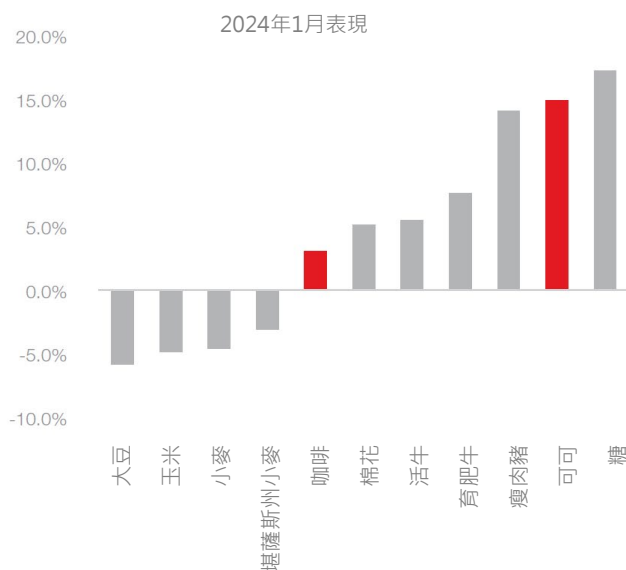
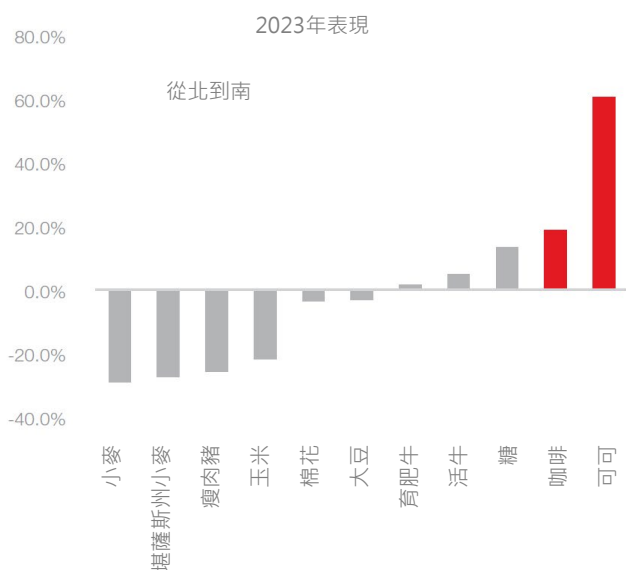
資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

公噸，創下新紀錄。同樣地，全球最大和第三大大豆生產國的巴西和阿根廷的產量在2023年至2024年強勁增長。2023年12月，美國農業部將2024年巴西大豆產量預估上調2.1%至9950萬公噸，創歷史新高。儘管俄羅斯退出“黑海穀物協議”（Black Sea Grain Initiative）可能導致全球糧食價格（特別是小麥）上揚，但迄今為止對價格的影響不大。主要受烏克蘭有能力繼續藉由該國西部邊境的船隻、公路和鐵路等其他方式出口穀物和油籽。

可可和咖啡在軟性商品中表現最佳。軟性商品表現較佳的主要動力是可可，2023年上漲了60.8%，2024年1月又進一步上漲了 14.9%。價格大幅上揚

反映出全球可可市場持續短缺，市場預期到2024年將連續第三年持續短缺。出現短缺的原因很多，包括對可可和可可產品的彈性需求、厄爾尼諾現象造成的供應衝擊、化肥短缺以及象牙海岸和加納爆發的腫枝病，這兩個國家的可可總產量占全球產量的三分之二。咖啡也是軟性商品的重要貢獻者，2023年的上漲了20%，2024年1月又進一步上漲了3.1%。咖啡較佳的表現同樣也是由於穩定的需求以及惡劣的氣候導致供應和庫存減少。同樣值得注意的是，咖啡價格上揚也可能是受紅海運輸中斷的影響，因為咖啡通常藉由貨櫃船（而不是散裝船）運輸，而且從蘇彝士運河改道的貨櫃船比散裝船更多。

可可和咖啡表現突出



結論

大宗商品持續面臨貨幣環境緊縮的不利影響，從PMI到GDP增長和通脹的眾多宏觀數據反映了這點。雖然今年大宗商品的表現略有回升，但大部分的優異表現可能歸因於特殊因素（例如地緣政治衝突、氣候因素、礦山關閉等）和週期性因素，而不是結構性因素。尤其是能源，便是中東緊張局勢升級的受惠者。因此，標普高盛商品總回報（GSCI TR）指數的表現顯著優於彭博大宗商品總回報（BCOM TR）指數，因為前者的能源比重明顯較高。總而言之，星展集團持續謹慎看待大宗商品，等待貨幣環境寬鬆和全球經濟復甦更加明朗的跡象。長期而言，星展集團認為，能源轉型、全球暖化和減碳等議題仍在發揮作用，並將促使大宗商品需求的轉變。

由於能源比重較高，GSCI總回報指數今年以來表現相對較佳



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

GSCI和BCOM指數權重

(%)	BCOM	GSCI
能源	29.9	61.5
農產品	29.5	18.0
畜產品	6.0	5.8
工業金屬	15.6	10.6
貴金屬	19.0	4.1

資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

原油：油價可能呈現區間震盪格局

2024年第1季，油價表現優於市場預期。由於紅海緊張局勢與俄烏危機尚未終結，地緣政治風險持續干擾油價走勢，星展集團將2024年布蘭特原油均價預測從每桶75至80美元略微上調至80至85美元。同時，2024年以來的需求優於市場預期，石油出口國組織與盟國（OPEC+）減產協議再度延長三個月，進一步穩定油價表現。基本面部份，油價與原本的預估並未出現太大變化，即2024年油價將基本維持在約每桶80美元的水平。2024年下半年和2025年的油價走勢在很大程度上取決於美國減息的情境、中東危機如何演變以及面對美國產量上升的趨勢，OPEC+的減產措施能維持多久。

地緣政治風險仍是影響油價的關鍵因素。在紅海，伊朗支持的胡塞武裝組

織持續襲擊前往以色列或美國及其盟國的商業船隻，這樣的敵對行動已持續將近3個月。紅海是全球原油和天然氣運輸的重要咽喉。美國能源資訊局（EIA）估計，約10%的原油和相關產品運輸需經過曼德海峽，這也是近期胡塞武裝組織襲擊船隻的焦點區域。然而，與霍爾木茲海峽的情況不同，這些船隻可以繞行好望角。因此，這個中斷並不會導致嚴重的供應衝擊。航行經過紅海的原油和相關產品並非在紅海港口生產和出口的，是由其他地方而來，與波斯灣地區的情況不同，原油來自於波斯灣地區且需經過霍爾木茲海峽。因此，封鎖曼德海峽的影響不會和封鎖霍爾木茲海峽相同。到目前為止，像伊朗這樣的大國還沒有被直接捲入這場衝突，避免了衝突的全面升級。儘管原油市場仍處於緊張狀態，但油價目前只反應了有限的地緣政治風險溢價。

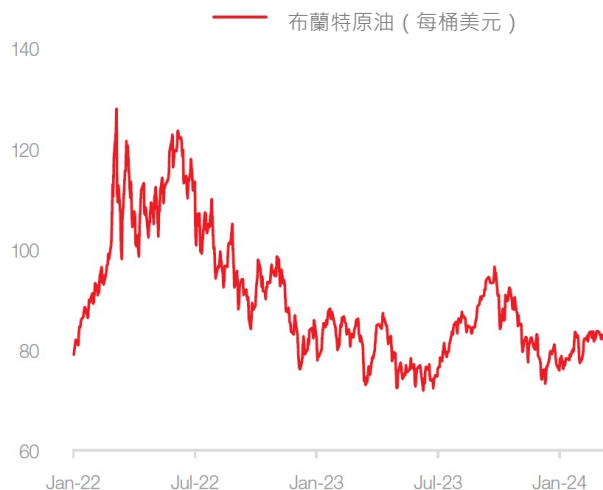
星展集團2024年至2025年每季平均油價預估

每桶美元	2024年第1季	2024年第2季	2024年第3季	2024年第4季	2025年第1季	2025年第2季	2025年第3季	2025年第4季
布蘭特原油	81.0	81.0	83.5	82.0	78.5	77.5	81.5	81.0
西德州中級原油	77.0	77.0	80.5	79.0	75.5	74.5	78.5	78.0

資料來源：星展集團 2024年3月

最壞的情境是什麼？儘管紅海地區的敵對行動升級，但布蘭特原油價格基本上呈現區間震盪。在最壞的情況下，即戰事擴大，直接影響到霍爾木茲海峽或波斯灣地區其他關鍵的原油生產或出口基礎設施。展望未來，若伊朗、美國以及沙烏地阿拉伯和俄羅斯等其他國家介入該地區，相關的影響至關重要。如果伊朗支持的胡塞叛軍衝突導致美伊緊張局勢升級，伊朗可能再次受到更嚴厲的制裁。星展集團認為，若是全面恢復對伊朗的制裁，油價可能會上探每桶90美元，除非沙烏地阿拉伯恢復部分供應進行干預。最壞的情況下，中東代理人戰爭升級，波斯灣的貿易路線會因此受到影響，全球約有20%的原油運輸需經過霍爾木茲海峽，油價可能飆升至每桶100美元以上。但是，星展集團認為，發生這些末日情境的可能性不大。控制油價將是美國大選的一個重要議題，因此美國將全力確保原油供應正常，不會採取任何可能影響中東地區穩定的措施。

布蘭特原油價格可能已在第3季見頂



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

OPEC+減產協議再延長3個月，3個月後恢復供應將限制樂觀情緒。

OPEC+部長級會議於2024年3月初舉行，會上沙烏地阿拉伯和俄羅斯主導延長自願減產協議。雖然公佈的數據時令人意外（每日220萬桶），但目前為止，2024年的實際每日額外減產量較2023年底減少了20至30萬桶。不過，延長減產協議有助於2024年第2季實現供需平衡，並可望在2024年下半年出現供給不足，這可以讓部分OPEC+成員國在不造成油價嚴重下跌的情況下逐漸增產。由於產能持續過剩，OPEC+成員國的市佔率不斷流失至美國等非OPEC+成員國，說服OPEC+成員國繼續減產藉以將油價維持在一定的水平以上並不容易。儘管預期2024年下半年的季節性需求可望走強，而且一旦美國聯儲局（Fed）開始減息，資金可能會重新流向風險較高的資產，但星展集團認為，隨著OPEC+逐漸恢復原油供應，油價的升幅仍然有限。

OPEC的減產將繼續穩定油價，但這種穩定能持續多久？



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月



新 平衡點

另類資產
黃金
2024年第2季

在地緣政治緊張局勢和央行買盤的支持下，星展集團維持黃金未來12個月的目標價為每盎司2,250美元不變。

另類資產：黃金

回吐2023年12月的部分升幅。黃金在2024年初走勢震盪；繼去年12月出色的表現後，回吐了部分升幅（截至2月29日下跌約0.9%）。某種程度上，這樣的情況並不令人意外，因為：1）在經歷如此大幅反彈後出現了獲利了結賣壓；2）市場對減息時機預期的延後，壓抑了對黃金的樂觀看法。關於（2），2024年1月，數據顯示，美國通脹壓力再現，勞動市場仍然保持韌性，令美國聯儲局（Fed）提前減息的希望幾乎破滅，導致國債收益率與美元上升。美國經濟持續表現強勁壓抑短線黃金的表現，1月全球黃金ETF持有量流出了51噸，1月紐約商品交易所（COMEX）黃金期貨淨多頭部位也減少了206噸。

黃金的關鍵 – 韌性。儘管出現回調，但黃金仍然相對堅挺。今年以來，黃金僅在2月14日測試過一次100日均線；當天下午，倫敦金銀市場協會（LBMA：The London Bullion Market Association：）價格跌至每盎司1,985美元，與100日均線一致。然而，不久後就出現了反彈。即使美元和利率一度上升，金價仍然維持在2,000美元之上，接近去年11月底的水平。儘管在美國經濟表現出韌性後，減息時間可能較預期晚，但市場一致認為黃金的基本面良好，未來Fed仍然會採取減息措施。

黃金ETF和黃金期貨的流出影響了1月的表現



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

黃金在100日均線仍然有支撐



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

地緣政治風險可能是一把雙面刃。黃金在2024年前兩個月表現出的韌性，部分因素與持續的地緣政治風險相關。俄烏戰爭爆發至今已超過兩年，但尚未出現任何結束跡象。更相關的事件則是以色列與哈馬斯在中東的衝突持續，且去年11月，親哈馬斯的胡塞武裝份子在紅海發動了代理戰爭，致使衝突升級。作為避險性資產，黃金的表現很自然受惠於緊張的地緣政治局勢。然而，地緣政治風險也可能導致供應鏈壓力和通脹上升的風險。例如，自從胡塞武裝份子在紅海發動襲擊以來，由於航運業者紛紛繞道，藉由蘇伊士運河的船隻流量大幅下滑，進而影響貨運成本和能源價格。若通脹因此上升，收益率也將進一步回升，則可能壓抑黃金表現。

央行救市。過去兩年市場動盪，不過有一點沒有改變，就是仍有許多央行持續購買黃金。長期而言，相較於2022年第2季之前的購買活動，2022年第2季之後的購買活動速度明顯加快。2022年，全球央行黃金購買總量高達1,081.9噸，創歷史紀錄，2023年則小幅下滑至1,037.4噸。星展集團預期這個趨勢可望持續，基於兩個關鍵因素：1) 國際制裁事件不斷增加；2) 長期去美元化的趨勢增強。就第(1)點而言，目前的全球環境比過去任何時候都更意識到制裁風險，尤其是在俄羅斯入侵烏克蘭之後，黃金為各國提供建立對抗和規避制裁的方法。

紅海襲擊開始後，蘇伊士運河的船隻流量有所下滑

通過蘇伊士運河的船隻*：7天滾動平均值



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

全球供應鏈壓力舒緩的情況可能出現逆轉



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

第(2)點部份，世界正在逐漸走向多極化，這也提升了黃金對許多國家的吸引力。儘管美元儲備貨幣的地位並未受到直接威脅，但越來越多新興國家和成熟經濟體都希望外匯儲備多元化，納入中性硬資產如黃金。中國、波蘭和新加坡央行是近年來的關鍵黃金買家。值得注意的是，央行的強勢買盤不僅為黃金提供了長期支撐，也有穩定貴金屬價格的作用。央行在一定程度上對價格比較敏感，因此，當黃金遭到拋售時，部分央行會伺機買進，這樣的情況並不少見。

中國人民銀行持續買進黃金，且仍有增加的空間



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

2022年下半年以來，央行買進黃金的速度加快



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

結論

目標仍在但前景仍存在波動風險。在全球央行買盤、世界秩序走向多極化以及中印需求強勁的環境下，黃金長期的利好因素依然存在。短期而言，世界各地的衝突和大選所帶來的不確定性將支撐黃金的表現。然而，影響金價走勢的最主要因素還是利率和美元的表現。若是通脹壓力再現和就業數據持續高於市場預期，將可能壓抑金價。然而，即使總經數據表現強勁並進一步加息，貴金屬仍存在希望；加息會隨著時間的推移增加經濟衰退的風險，而當經濟衰退真正發生時，Fed終究還是會採取減息的措施。整體而言，儘管星展集團預期Fed終將減息，但最大的不確定性在於時機。基於這些因素，星展集團對黃金未來12個月的目標價預估維持每盎司2,250美元不變。

金價對美元和美國10年期國債收益率的敏感性

美國10年期國債收益率 (%)		美元指數 (DXY)				
		90	95	100	105	110
消費者物價指數 (CPI) 於3%· 60%的機率陷入衰退	2.00	2,552	2,448	2,344	2,240	2,136
	2.50	2,509	2,405	2,301	2,197	2,093
	3.00	2,466	2,362	2,258	2,154	2,050
	3.50	2,423	2,319	2,215	2,111	2,008
	4.00	2,380	2,277	2,173	2,069	1,965
	4.50	2,338	2,234	2,130	2,026	1,922
	5.00	2,295	2,191	2,087	1,983	1,879

可能區間

目前區間

資料來源：星展集團 2024年3月

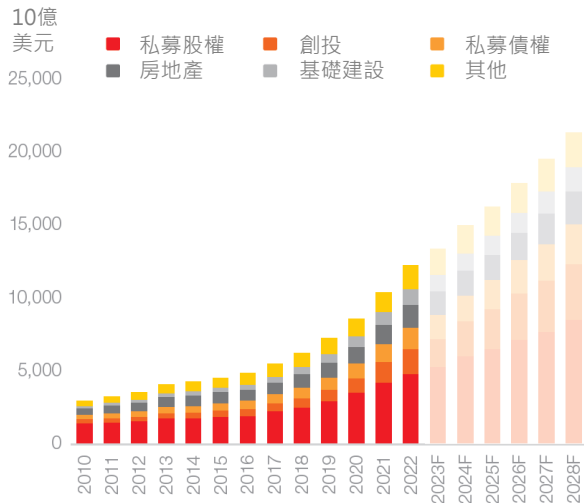
另類資產：私募資產

過去二十年，私募市場的重要性迅速提升。企業和投資人越來越了解到遠離公眾關注的好處，這也支撐私募市場的發展，包括企業的價值增加和投資人對私募市場的參與度提升。如今，許多規模最大、最具影響力的公司都是私人擁有。由於私募市場存在大量的投資機會，成為企業增長和價值創造中心，且有超額報酬的可能，因此投資人對私募市場的興趣和參與度穩步增加。考慮到投資人對私募市場的認識和興趣有所提高，本文可供希望在核心投資組合中納入相關領域的投資人參考。

為什麼投資私募市場？投資私募市場的好處包括：

- 1. 私募市場的投資範圍更廣。**許多初創公司在公開市場上的代表性仍然不足，但投資人可以藉由擴大私募市場投資佔比獲得這些機會。此外，公開市場的表現更集中，增長越來越依賴少數幾家公司，這顯示，將私募市場作為多元化投資的重要來源非常必要。
- 2. 藉由積極管理創造價值。**由於持有大量股份，流動性較差，在私募市場集資的公司往往會強調長線投資。再加上對投資管理的參與，公司與合夥人的利益緊密相連，共同致力於藉由投資組合公司的可持續性增長和成功發展創造價值，而不是只關注短期股價波動。
- 3. 利用流動性不佳的優勢。**雖然持有流動性不佳的私募資產可能使投資人很難因應無法預期的變化或機會，但流動性不佳也有助於避免在市場波動時出現衝動拋售的情況，保護投資組合免受個別行為偏差的影響。

對私募市場的興趣和參與度穩步增長



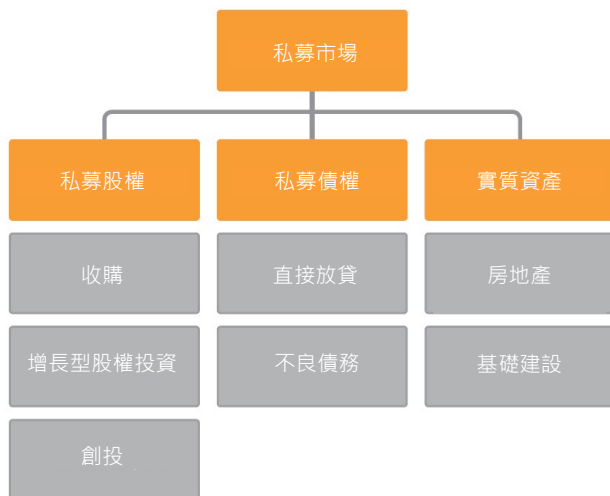
資料來源：Preqin · 星展集團 2024年3月

美國標普500指數強勁的表現主要歸功於大型科技股



資料來源：彭博 · S&P Global · 星展集團
2024年3月

主要私募市場資產類別和策略



資料來源：星展集團 2024年3月

公司價值在首次公開發行 (IPO) 前獲得提升，私募市場將盈利納入囊中



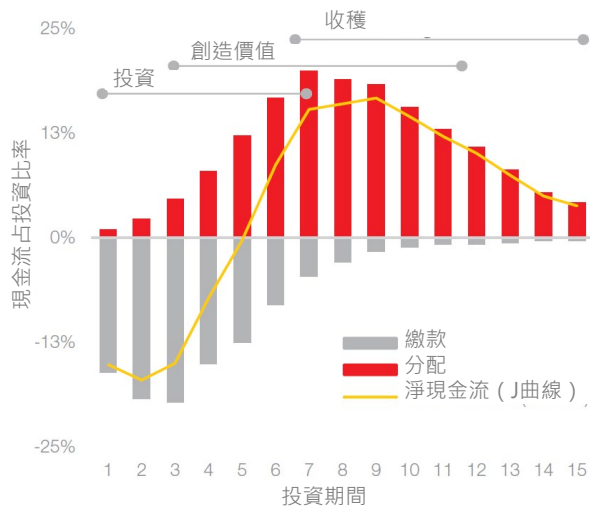
資料來源：Jay Ritter · Warrington College of Business · University of Florida · 星展集團
數據截至2022年

私募市場的特色。 私募市場投資包括以下資產類別：私募股權、私募債務和實質資產。一般而言，投資人可藉由基金，直接投資私人企業或資產。資產管理團隊負責募集、評估並積極管理基金投資的企業組合。由於私募市場投資存在細微差別，投資人必須瞭解私募市場基金的特點。包括：

- 應該承諾多少以及何時達到目標投資金額？
- 應該如何處理已承諾的，尚未投資的資金？
- 當基金返還資本時，如何維持配置？

投資於典型的私募股權基金。透過典型的私募股權基金投資私募資產的原理如下：投資人作為有限合夥人（Limited Partners：LPs）承諾投資一項新的初級市場基金。這是一種生命週期有限的封閉式工具，直接投資於私人公司或資產。該基金通常不會一次調用全部承諾資本。相反，當基金對投資組合公司進行投資時，這是在預定時間逐步完成的。普通合夥人通常會與投資組合的管理團隊合作，藉以提升價值，直到投資成熟並盈利。在基金生命週期的最後幾年，基金逐漸出售部位轉為現金，並分配給予LP。這種整體現金流模式被稱為“J曲線”，如下圖所示：

私募股權投資的J曲線



資料來源：Pitchbook，星展集團 2024年3月

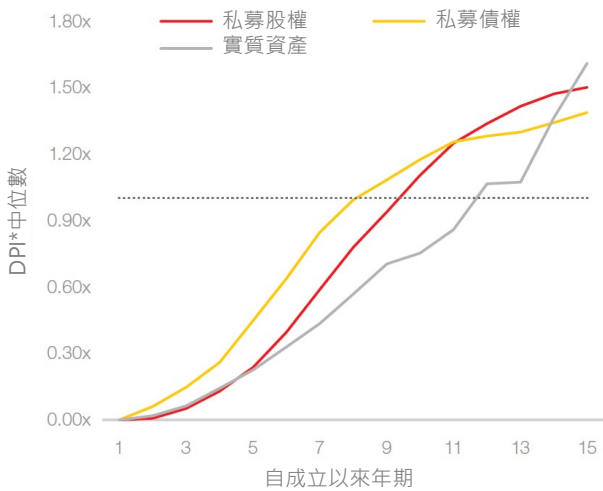
達到私募資產分配目標。這種私募市場基金典型的J曲線現金流模式意味著，與公開市場投資不同，新進入私募市場的投資者無法一次透過單一基金實現對任何私募市場資產類別的目標投資。相反地，建立和維護私募市場計劃是一個多年的過程，需要現金流規劃以及對各種資產類別的新基金的承諾。

現金流規劃。繳款和分配是不確定的，超出了LP的控制範圍。因此，投資人在為私募市場投資的每個階段的現金流需求制定預算時，必須仔細規劃繳款和分配。

- 繳款。**對封閉式基金的承諾可能需要幾年時間才能兌現，LP必須確保足夠的流動性來履行這些義務。為了避免現金拖累回報，投資人可以將專門用於私募市場的資金投資於流動性較佳的公募工具，直到需要為止 – 藉以掌握市場的表現，或是以現金或約當現金部位持有。
- 分配和表現。**隨著基金投資組合的成熟，投資期間的基本投資表現和分配（在初始投資時不確定）會影響投資人的分配目標。因此，維持對私募資產的穩定配置需要不斷調整對新投資的配置。最終，透過建立投資私募市場基金的滾動計劃，投資人的投資組合將有效地實現自籌資金，因為早期基金的分配通常可以用於投資新基金，進而減少投資人所需的額外現金支出。

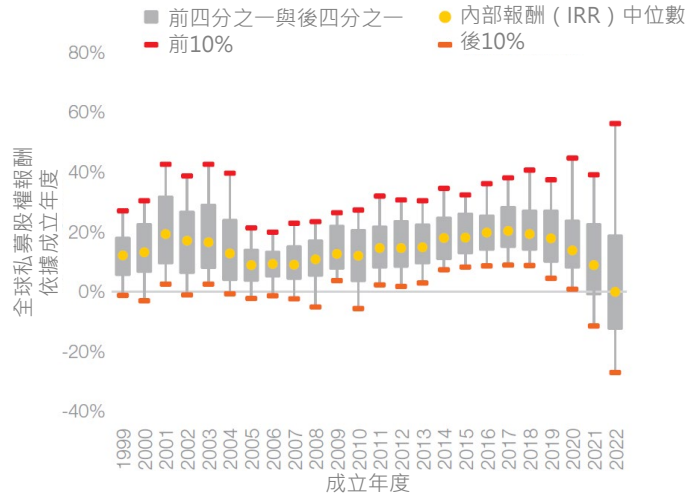
策略、年期和經理人的多元化。投資人佈局私募市場必須進一步了解私募市場策略並非同質性的。例如，根據Pitchbook的分析，私募債權基金的平均繳款期比私募股權或實質資產更快，而創投的成功和失敗週期會使報酬有較大的波動。歷史經驗顯示，每個不同的年期（基金開始年）的基金表現也存在差異。

各種私募市場資產類別DPI中位數



資料來源：Pitchbook · 星展集團 2024年3月
 *DPI (Distributions to paid-in-capital) : 分配相對已投資資本

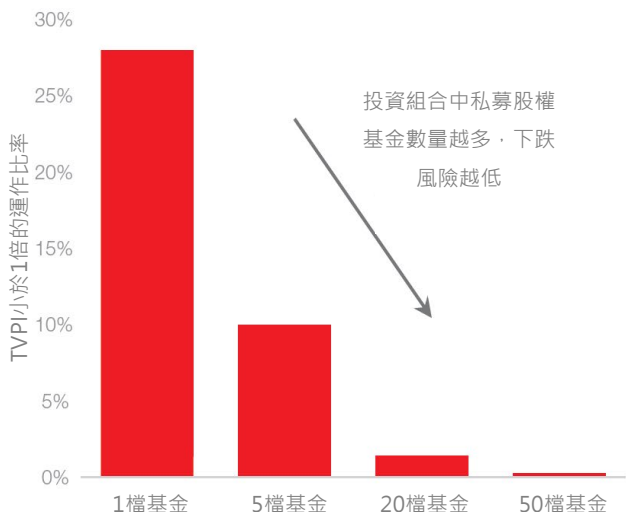
投資時間/年期表現和分散



資料來源：Pitchbook · 星展集團 2024年3月

不同現金流和表現顯示投資私募市場時多元化的重要性。藉由減少對任何經濟環境或經理人的依賴，分散配置不同區域、經理人、策略和年期對私募資產組合的曝險有正面的影響。Diller和Jackel的一項研究發現，隨著基金數量的增加，在隨機選擇的基金組合中損失資本的風險會顯著下降。這再次顯示，定期投入多檔新基金是必要的，不僅能確保分配的長期穩定性，還能構建一個多元化，且有彈性的投資組合。

良好分散的私募股權投資組合能有效抵禦下跌風險



資料來源：“私募股權投資的風險”，作者：Christian Diller博士、Christoph Jackel博士和Montana Capital Partners，可藉由英國私募股權與風險投資協會獲取。

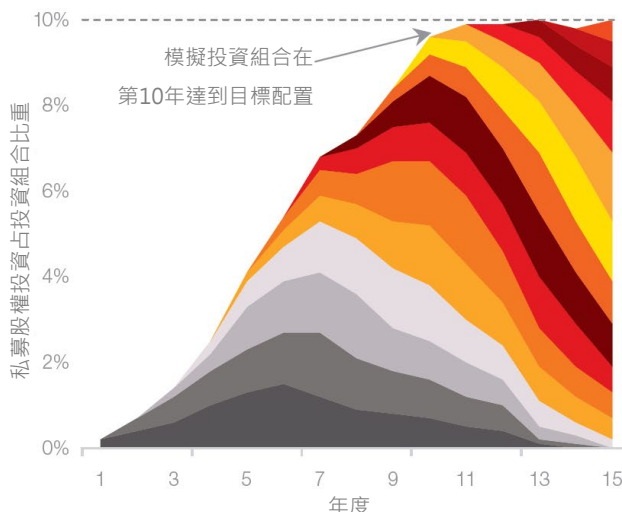
註：私募股權基金類比投資組合的投入資本總值倍數 (TVPI) 在10年後低於1倍的案例。運行次數：5000

* TVPI是衡量基金內投資價值加上目前分配總額與向基金繳款金額總和的比率

制定私募市場投資計畫的一般性準則：

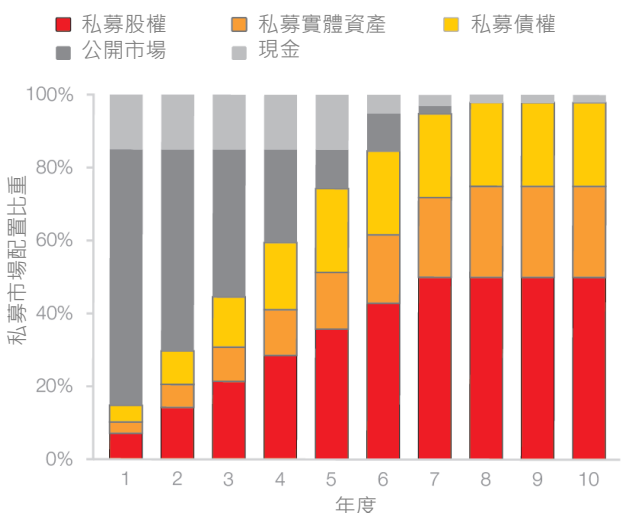
- 對於初次接觸私募資產的投資人，應該在數年內建立對每個私募資產類別的投資目標，可能需要多年的時間，才能在私募市場實現資本的完全佈署。
- 投資人可每年將目標私募股權投資中的一部分投入其中。在此後的幾年中，早期資金將得到分配，這些資金可能會被重新分配到新的基金中。

多年私募股權投資分配承諾計畫示意圖



資料來源：星展集團 2024年3月
 模擬投資組合在每個年度投資一檔基金。每個色帶代表投資一檔私募股權基金。

建構新私募市場投資配置示意圖



資料來源：星展集團 2024年3月

如何投資私募市場？由於私募市場基金投資相對複雜，藉由初級市場基金進行投資的投資人最好擁有足夠的資源，每年對多位經理人進行盡職調查，並對持有的各種基金進行監控。此外，個人也可以選擇將這些責任委託給量身訂做計畫。在此計畫下，投資顧問不僅可以提供管理基金計畫所需的服務，還可以協助投資人接觸到備受青睞的最佳基金經理。此外，值得注意的是，除了初級市場基金外，尋求私募市場投資機會的投資人還擁有一系列不同選擇。每種選擇是否適用，取決於投資人的分配規模、專業知識水準和傾向的參與程度等因素。

- **直接投資或聯合投資：**可直接投資於私人公司或資產。這通常需要多的資源和專業知識來尋找、評估和管理投資。這也需要一定的規模，因此不適合一般尋求多元化投資私募市場的投資人。投資人也可以與承擔管理責任的普通合夥人（通常是私募資產管理公司）共同投資，從而有機會與特定私募資產基金經理一起投資。
- **次級市場基金：**次級市場基金從LP處購買現有的初級基金股權。次級市場基金在初級市場基金績效週期的較後階段購買權益，可減輕J曲線效應，並為投資人縮短流動性不足的期間。除了縮短/降低J曲線外，次級市場基金的投資在初級市場計畫開始時也很有用，可提供更快的投資機會，並在不同策略、地區和年度實現投資的多樣化。

- **組合型基金 (Fund of Fund)：**組合型基金將投資人的資金彙集起來，形成一個多樣化的私募市場基金投資組合。放棄投資的控制權，首次進入私募市場的投資人即可藉由多樣化途徑接觸到很難碰到的頂級基金經理。尋求多元化私募市場機會的投資人通常會選擇組合型基金，因為對他們而言，參與初級市場基金計畫可能並不合適。
- **半流動基金：**這些基金是開放式結構，投資人可選擇定期認購和贖回股份。半流動結構的流動性通常是藉由部分投資組合投資於流動資產來實現，因此會稀釋私募市場的風險。雖然通常不存在J曲線，但可能有閉鎖期和基金的限制。因此，儘管個別情況下需要提取資本時可能依靠流動性機制，但若市場大幅下跌或陷入困境時不應依賴該機制。

平衡流動性與資本需求。最後，投資人在確定如何進入私募市場時必須考慮以下因素：管理、投資組合多樣化、成本以及參與私募市場計畫所需的長期承諾。例如，規模較小的個人投資人可以考慮將基金或半流動性私募資產作為構建投資組合的工具，因為私募市場投資的流動性較差，可用於配置的資金有限。總之，要構建一個成功的私募市場計畫，投資人應探索並瞭解構建計畫的各個層面，從而在未來數年內享受私募市場投資帶來的好處。



大型科技企業的新典範

專題策略
2024年第2季

大型科技企業良好的表現是“Q-GARP（優質增長且價格合理）”的體現。在新科技時代，估值面的擴張需要對“合理”有新的定義。順應大型科技企業、人工智能（AI）和網路安全的潮流。

範式轉移 (Paradigm Shift)

科技列車無法停止。長期以來，星展集團投資總監辦公室一直對大型科技企業持建設性的觀點。儘管2022年和2023年美國聯儲局 (Fed) 持續加息影響投資者信心，但星展集團仍然認為，在強勁的盈利增長、資產負債表穩健、結構性和充足淨現金的基礎上，科技產業終將回歸。星展集團也懷疑利率上揚會抑制終端需求的觀點；因為人工智能 (AI) 的出現是增長催化劑，將為大型科技企業帶來新的增長範例，其中許多公司構成了這個新興科技的結構支柱。此外，過去兩年，大型科技企業進一步鞏固了主導地位，藉由創新和無機增長在更多的科技相關垂直領域建立了權威。這一系列非市場共識的觀點表現良好，2022年11月至2024年2月，大型科技企業表現驚人，升幅超過137%。

大型科技企業表現優於市場，並可望保持優異的表現



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

最新季度盈利證實了這樣的趨勢。2023年第4季大型科技企業仍然強勁，許多產業龍頭的收入和盈利都表現出色。他們強勁的基本面也為今年更好的業績奠定了穩固的基礎。即使業績指引不那麼樂觀的公司，股價仍保持韌性；這顯示，投資者並不重視短期因素；事實上，他們正著重於長期的潛在利好或催化劑。

2023年第4季主要科技行業業績公佈情況

公司	2023年第4季收入	2023年第4季盈利	業績指引	今年以來至2月22日表現 (%)
Apple	符合預期	符合預期	稍早樂觀	-5.3%
Microsoft	符合預期	超過預期	比較樂觀	7.0%
Alphabet	符合預期	超過預期	樂觀	2.1%
Amazon	超過預期	大幅超過預期	樂觀	11.0%
Nvidia	超過預期	超過預期	非常樂觀	36.3%
Tesla	符合預期	符合預期	保守	-21.6%
Meta	超過預期	超過預期	樂觀	32.2%
Netflix	符合預期	超過預期	比較樂觀	17.8%
AMD	超過預期	符合預期	悲觀	11.5%
台積電	超過預期	超過預期	樂觀	20.5%

資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

充分相信Q-GARP。大型科技企業的強勁表現促使星展集團創造了“Q-GARP (Quality Growth-at-a-Reasonable-Price)”一詞，即優質增長且價格合理。傳統上，“GARP”策略涉及到選擇盈利良好但估值面不高的公司。然而，目前大型科技企業當道，估值面的倍數已經擴張；在考慮增長、品質、定價能力以及經濟護城河的存在時，需要一個新的“合理”基準。Q-GARP專注於在各自產業中具有一流品質和最大增長潛力的公司。由於目前市場的增長由科技主導，星展集團認為最符合目前市場環境的領域包括：i) 科技巨擘；ii) 人工智能 (AI) 以及 iii) 網路安全。

大型科技企業

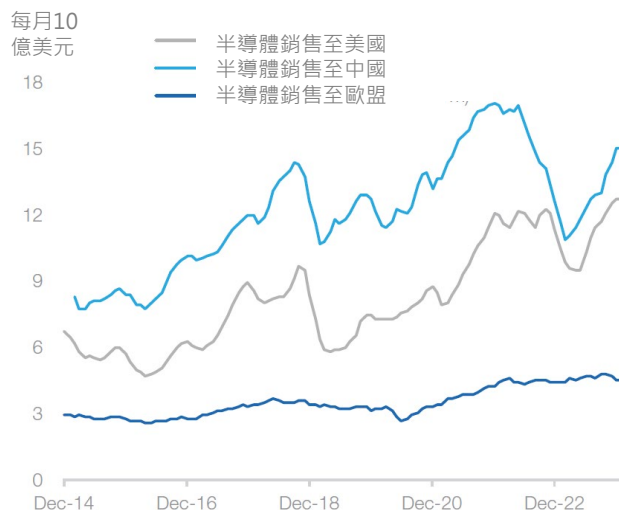
星展集團認為，在以下催化劑的推動下，大型科技企業將繼續是股市的亮點：

催化劑1：半導體產業的復甦。半導體晶片組是目前多數科技的核心，是上游科技領域的良好晴雨錶。經歷了長達一年的放緩後，在AI及相關服務新需求的推動下，中國和美國市場的半導體銷售已於2023年中期走出低谷，呈現穩健的復甦。星展集團認為，這代表了相關產業的轉捩點，庫存問題正逐步獲得解決。再加上需求觸底的跡象，半導體產業可望進一步復甦。

“AI為我們在有機增長和貨幣化 (Alphabet 的搜索業務) 提供了機會，而我們目前還處於這個領域的初期階段。”

Sundar Pichai ·
谷歌母公司Alphabet執行長

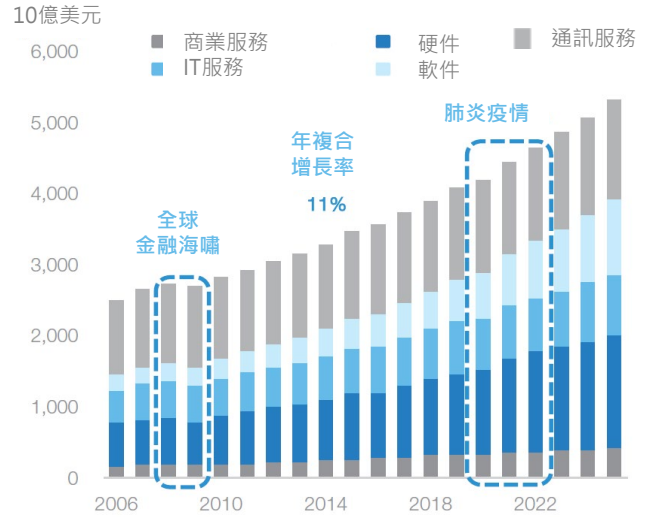
全球半導體銷售回升



資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

催化劑2：全球IT支出呈現上升趨勢。 預期全球IT支出將持續呈現增加且更為廣泛，包括服務、硬件、軟件和通訊，到2025年，整體潛在市場規模高達5.3兆美元。這樣的上升趨勢在過去二十年一直保持不變，甚至在新冠疫情封鎖高峰期也持續存在。唯一的例外是2009年全球金融海嘯期間的一次小波動。隨著雲端運算和AI嵌入式應用的普及，星展集團認為，大型科技企業和產業領導者已經準備好進入這個不斷增長的市場。

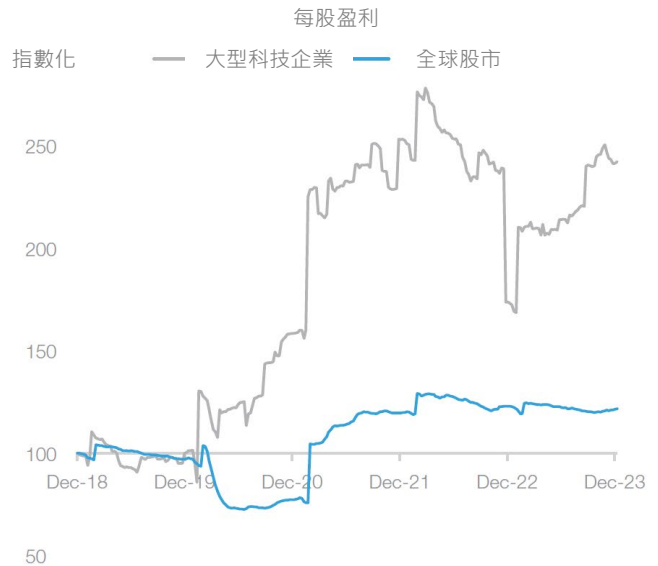
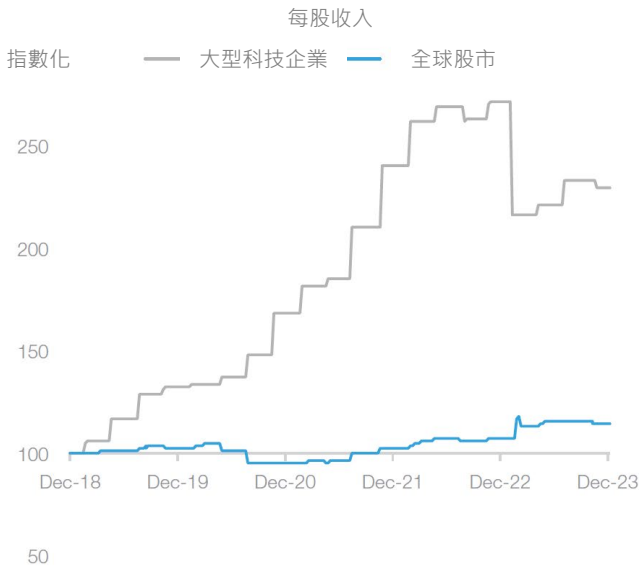
總規模高達數兆美元的潛在市場



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

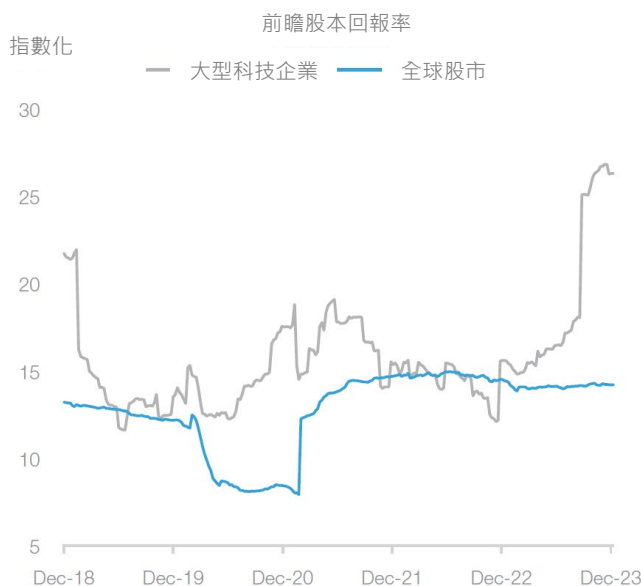
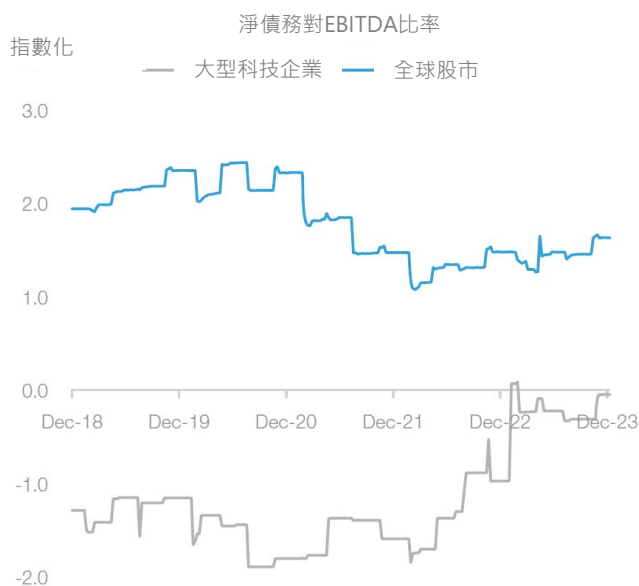
催化劑3：強勁的收入和盈利基礎。 科技產業的表現在很大程度上受惠於強勁的收入和盈利增長，且增長速度高於整體股市。對科技相關產品的持久終端需求以及大型科技企業令人欽佩的定價能力應該會繼續支撐此趨勢的發展。

大型科技企業優異的表現主要基於良好的收入和盈利增長



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

對槓桿的依賴程度低，股本回報率高



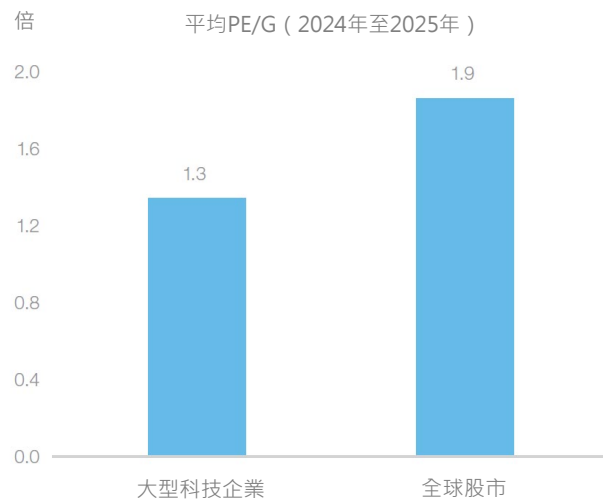
資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

催化劑4：穩健的資產負債表和股東回報。多數大型科技企業的淨債務為負，因此與槓桿率較高的公司相比，流動性和財務穩定性更高。此外，龐大的現金儲備使其具備並購的財務實力。這種對槓桿低度依賴，加上併購活動帶來的增長，讓大型科技企業的股本回報率通常高於全球股市。

不高。大型科技企業的2年平均PE/G為1.3倍，顯著低於環球股市的1.9倍。

催化劑5：增長調整後的估值面仍有上升空間。儘管反對者可能會認為大型科技企業的股價存在巨大溢價（2024年和2025年市盈率分別約30倍和約26倍），但星展集團認為，考慮到相關公司的品質，溢價是合理的；這些公司將盈利增長和真實安全性相結合，這在股市是非常罕見的。在增長調整後的基礎上，2024年和2025年的平均市盈率相對盈利增長比率（PE/G）並

盈利增長和品質證明了估值面溢價的合理性

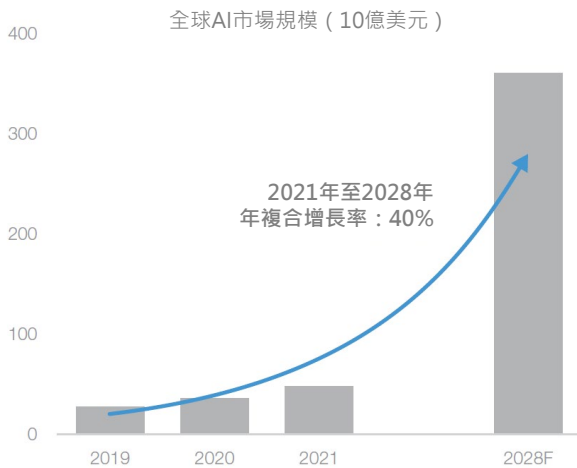


資料來源：彭博，星展集團 2024年3月

人工智能 (AI)

AI引領潮流。隨著ChatGPT的發佈及快速普及，人們對AI的興趣激增。ChatGPT、Bard和Dall-E等生成式AI應用程式可用於生成無數的輸出，從文章和圖像到代碼和音訊等更專業的輸出。這為企業和個人都帶來了巨大的好處，凸顯了AI相關領域巨大的市場潛力。

全球AI市場規模



資料來源：Fortune Business Insights · 星展集團
2024年3月

由於AI的收入潛力在未來十年將快速增長，因此星展集團相信下列支柱產業可望受惠。

支柱1：積體電路 – 晶片設計和半導體代工廠。半導體是通往數碼世界的基石。AI模型在訓練和生產中通常都需要先進的晶片組。市場研究機構TrendForce估計，2020年GPT模型需要約20,000個圖形處理器 (GPU) 來處理訓練數據，而展望未來，預期ChatGPT至少需要30,000個GPU。AI在各行各業的進一步發展和應用只會增加對GPU、微處理器、電源管理IC等需求，尤其是隨著商業發展佔據主導地位，這對AI模型的速度和複雜性的需求也將不斷增加。

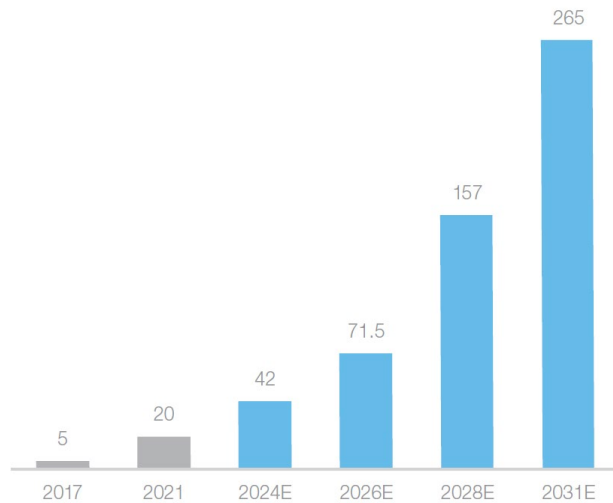
支柱2：雲端平台。一旦AI模型經過充分訓練且適合商業用途，很可能就會將這些模型部署在雲端平台，以便於一般用戶使用。語言、圖像、影片和音樂等模型的激增自然會引發對雲端公司託管這些模型的需求。由於生成式AI特別擅長生成大量內容，因此產生大量數據的企業 (新聞網站、電子商務平台和線上影片) 也可能需要雲端提供商不斷增加的託管空間。

支柱3：網路安全。生成式AI在“深度偽造”方面尤其具有天賦；深度偽造科技以逼真的方式同化一個人的相似之處，可用於大規模傳播錯誤資訊。例如，新加坡政府創科產業進行的一項試驗發現，與人親手寫的電子郵件相比，使用生成式AI編寫的網路釣魚郵件點擊率明顯更高。這就對所有平台的網路安全產生了更大的需求。

“加速計算和生成式AI已經達到了臨界點。全球各公司、產業和國家的需求都在激增。”

黃仁勳，
Nvidia (輝達) 執行長

勒索軟件導致全球損失的預估 (10億美元)



資料來源：Cybersecurity Ventures · 星展集團
2024年3月

網路安全

日益增長的網路安全需求。全球受惠於資訊時代非常多，民眾可輕易獲取數據，也可向全世界數百萬人傳播知識。但現在，在AI的推動下，這種情況已經被錯誤資訊時代所取代。企業現在比過去任何時候都必須投入資源來保護數碼程式和平台。除了AI帶來的威脅，企業目前還面臨著提高網路安全的壓力，原因包括：

- **數據洩露和勒索軟件的成本不斷上升** – 必須投入越來越多的資源檢測網路攻擊並在遭受攻擊後採取合規措施。
- **網路攻擊日益複雜** – AI等科技正在被用於製造網路攻擊，這些攻擊可

以更好地躲避檢測，而且攻擊頻率比以前高得多。

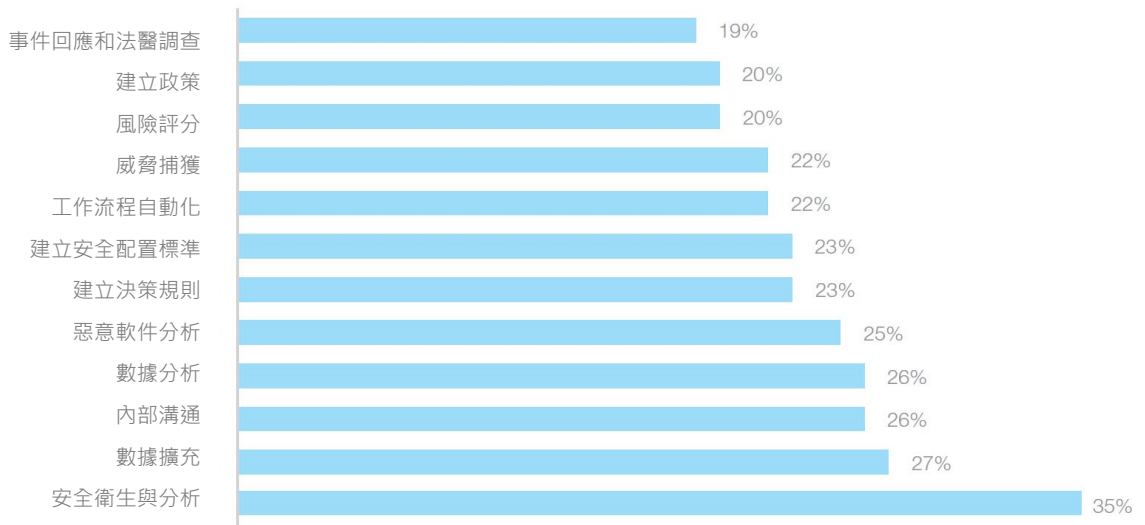
- **混合辦公成為新常態** – 遠端辦公增加了公司數據和數碼平台的安全潛在風險，尤其是藉由終端設備

AI – 既是矛，也是盾。雖然AI加劇了網路攻擊的威脅，但這項科技也可以用來增強網路安全解決方案。AI在網路安全中的發展和整合可用於檢測甚至抵禦網路攻擊。例如，AI可用於分析現有惡意數據庫，並分辨出可用於識別新惡意程式碼的模式。35%的企業資安總監 (Chief Information Security Officers) 已經在使用AI採取積極的安全措施，預計有61%企業在未來12個月將採用AI。

網路安全領域的贏家。隨著新科技的採用，網路安全領域不斷發展，業內最大參與者將處於最佳位置，能站在新發展的最前沿，並吸引優先考慮高品質和安全解決方案的客戶。隨著遠端辦公趨勢持續發展，另一個重點領域就是終端安全；公司需要持續保護企業 IT 網路終端（包括電腦、筆記型電腦和物聯網設備），使其免受網路威脅。因此，從2024年至2034年，終端安全需求預計將以9.2%的年均複合增長率上升。

善用星展集團投資總監辦公室的 I.D.E.A.策略掌握大型科技公司的投資機會。不斷湧現的創新和新科技重塑了世界，增強了科技投資的吸引力。大型科技企業及周邊生態系統符合Q-GARP的特徵。在投資總監槓鈴式策略中增長型資產的部份，星展集團持續認為投資者應採取Q-GARP概念，藉 I.D.E.A.（Innovators、Disruptors、Enablers和Adapters：創新者、顛覆者、推動者和適應者）策略在以下垂直領域掌握長期增長主題：雲端運算、半導體、能源轉型、AI、數據分析、軟件應用以及網路安全。

生成式AI融入網路安全領域



資料來源：彭博·星展集團 2024年3月

免責聲明和重要提示

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

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

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

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

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

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

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

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

迪拜國際金融中心

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

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

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

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

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

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

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

香港

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

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

新加坡

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

泰國

本通訊是由星展唯高達證券（泰國）有限公司（「DBSVT」）發出。

英國

本通訊來自星展銀行有限公司倫敦分行，地址為9th Floor, One London Wall, London EC2Y 5EA。星展銀行有限公司受新加坡金融管理局監管，並獲得審慎監管局授權和監管。星展銀行有限公司受金融行為監管局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。

