

CIO 洞察 2Q24

擴大升勢。

美國利率減低

我們軟著陸和逐步減息的這一基本假設對債券和股票具有建設性意義。繼續持有投資，並將多餘現金配置到多元化投資組合中。

債券優於現金

債券以約5%的債息為投資組合提供穩定的現金流。繼續投資IG債券，平均投資期限為3-5年。預計債券息票和資本收益的總回報率將超過現金存款。

股市升勢擴大

與2023年由大型科技公司主導的上升不同，隨著利率下降，預計其他行業也將迎來上升。落後的能源和醫療保健行業將從中受惠。

黃金崛起

黃金繼續提供可觀的風險回報。黃金的推動因素包括央行持續買入、低利率以及美元疲弱。



Source: iStock

目錄

04

執行摘要

116

主題策略

05

投資策略

123

詞匯表

資產配置 **08**

宏觀經濟 **26**

美國股市 **38**

歐洲股市 **44**

日本股市 **51**

亞洲（日本除外）股市 **59**

全球利率 **69**

全球信貸 **78**

全球貨幣 **86**

大宗商品 **98**

另類投資:黃金與私人資產 **105**

大型科技公司的新範式 **117**

執行摘要

尊敬的客戶：

我們在2023年呼籲投資者將現金佈局於投資，這一呼籲繼續在2024年第一季度獲得了可觀回報。

儘管市場對聯儲局減息的預期已經從年初的七次減少到目前的三次，但風險資產，尤其是股市繼續走高。我們看好的投資主題如科技和人工智能，以及靜奢風，都獲得了巨大的收益。黃金在我們的投資組合中也表現強勁。

儘管對利率敏感的債券表現大致持平，但投資級別企業債的年化債息仍然有超約5%的水平。

除非通脹出乎意料地上升，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。我們建議參與投資，將閒置資金佈局於多元化的均衡投資組合當中。

在股票方面，繼續佈局具有深厚經濟護城河的盈利企業。這包括非科技相關行業，因為我們觀察到市場趨勢正在擴展到其他行業，特別是能源和醫療保健。

在債券方面，繼續選擇評級為A/BBB的投資級別企業債，並將少部分資金佈局於信用評級為BB+的債券。鑑於債息曲線倒掛，債券投資組合的最佳存續期為3-5年。

在本刊物中，我們再次重申投資於優質的大型科技公司。此外，我們還深入研究了私募市場的各種策略，以及如何在一個多元化的投資組合中充分獲取投資私募股權和債務帶來的益處。

祝您閱讀愉快，並希望您擁有一個穩健的投資季度。



侯偉福,CFA

投資總監



Source: iStock

巡航 模式

資產配置
2Q24

在寬鬆的金融環境和廣泛的經濟韌性的推動下，目前市場正在擴大升勢。鑑於債券的風險回報極具吸引力，因此我們對債券的偏好仍高於收益型股票。投資者應擴大對私人資產的投資，以提高風險調整回報。

投資概要2Q24



宏觀政策

聯儲局到2025年減息三次的點陣圖與軟著陸相符。出於對經濟增長的擔憂，歐洲央行可能會提前減息。日本央行已經開始實施政策正常化，中國的寬鬆政策仍將繼續。



經濟前景

在通脹加劇之際，表現優異的PMI指數為全球經濟增長帶來驚喜。亞洲出口量明顯上升。中國內地需要額外刺激來實現5%的增長目標。



股票

因強勁的盈利以及股票回購，美國股市升勢擴大，同時促增長政策應會支持中國內地股市復甦。日本保持中立，而歐洲則看淡。



信貸

IG信貸、銀行資本證券和抵押貸款支持證券迎來機遇。由於財政主導致曲線陡峭，最佳選擇是3-5年期的A/BBB級信貸。



利率

軟著陸和逐步減息令美國和歐洲的債息曲線陡峭化。日本央行的政策轉變將提高日本國債的債息。



貨幣

在美國和歐洲的減息週期中，亞洲貨幣市場將因出口好轉、日圓升值以及人民幣穩定而復甦。



其他選擇

通過節奏合理的多樣化投資計劃（計劃可跨資產類別、策略以及年份），從私人資產中獲取更高的回報。



大宗商品

由於俄羅斯和中東供應中斷，油價將保持穩固。隨著全球經濟增長勢頭放緩，大宗商品的需求依然不溫不火。



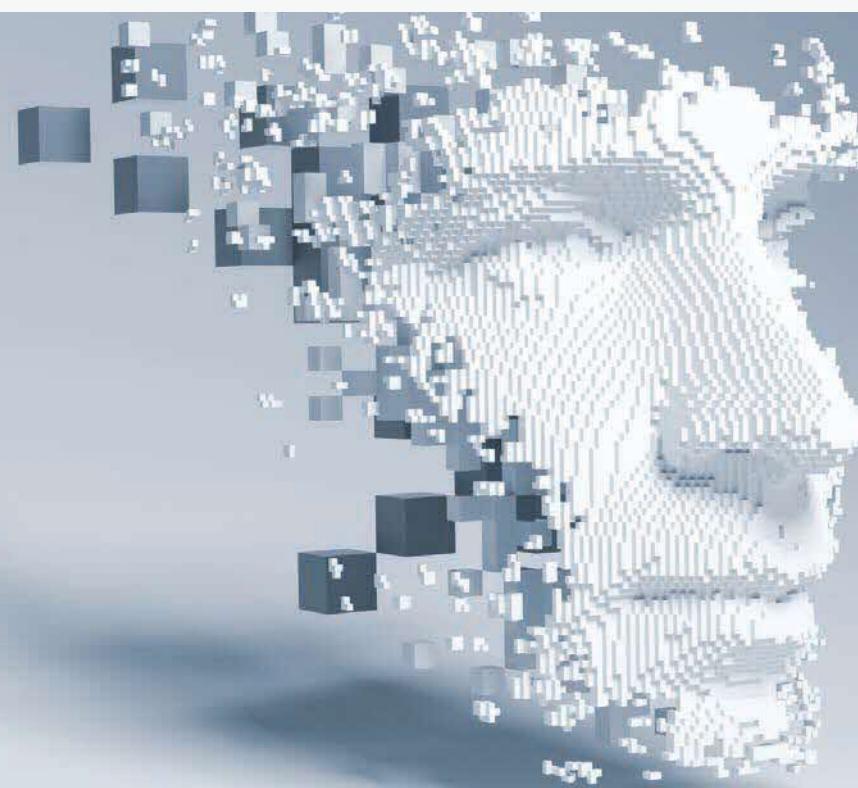
主題投資

我們正處於人工智能轉型的早期階段。半導體、雲服務、網絡安全和自動化將乘勢而起。



主題： 大型科技公司的新範式

大型科技公司令人印象深刻的表現是“Q-GARP”（優質增長合理價格）的體現。在大型科技時代，估值上升需要對“合理價格”重新定義。乘風破浪，投資大型科技、人工智能和網絡安全。



01. 資產配置

侯偉福,CFA
投資總監

鄭迪倫
策略師

儘管美國長期國債債息處於2008-2010年的水平，但期待已久的經濟勢頭回落卻並未發生。鑑於美國就業市場火熱和工資增長強勁的事實，聯儲局至少不會在5月之前減息。不出所料，央行故意在決策過程中含糊其辭，堅持要在減息前看到“更多滿意數據”。

但是，央行沒有具體說明“更多滿意數據”是指什麼。顯而易見，貨幣寬鬆的門檻已設置得很高，並且理由充分。隨著通脹率降至2%的目標，且失業率仍維持在3.7%的低位，央行基本上完成了就業率最大化和物價穩定的雙重使命。用聯儲局主席鮑威爾的話來說，這確實是“經濟形勢一片大好”，不用著急減息。

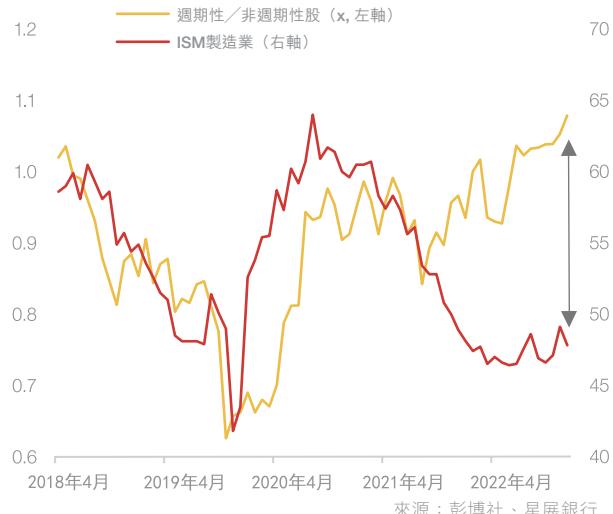
已經開始角逐。投資者迅速將“聯儲局最終會減息”這一情況納入了資產價格的考量，標普500指數上升了8%，美國高收益息差收窄了22個基點。

經過如此強勁的上升，相關問題來了：風險資產是否已經達到“旺盛”階段？

從表面上看，市場指數確實顯示市場存在一定程度的泡沫。例如，週期性股和非週期性股的比率當前與ISM製造業指數的64.5更為密切相關（目前為47.8）。同樣，債券的債息也與更強勁的宏觀走勢相

關。很顯然，真正的經濟現象和市場信息之間存在脫節。

股價反映了股票投資者對經濟前景極度樂觀



固定收益價格反映了固定收益投資者對經濟前景更加樂觀



但這裏的細微差別很重要。雖然從廣義指數的角度來看，股市似乎很旺盛，但必須注意的是，今年的上升主要是由少數幾只科技股推動的，即所謂的“美股七大科技巨頭”（Apple、Alphabet、Amazon、Microsoft、Meta、Nvidia 和 Tesla），在標普 500 指數中佔據重要權重。如果在同等權重的基礎上來看待市場，情況就會截然不同。

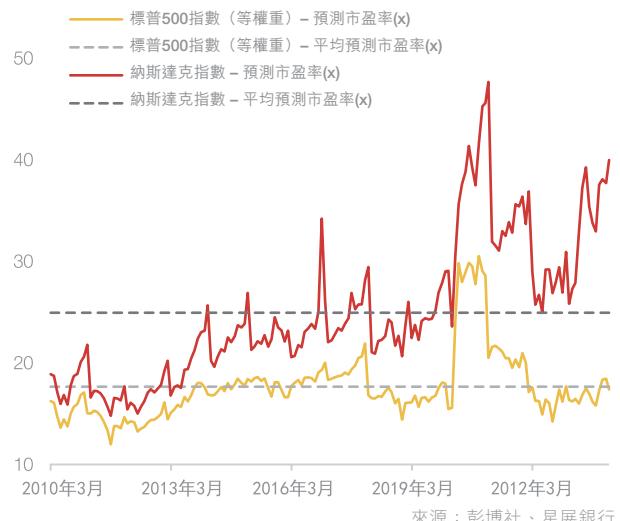
為了詳細說明情況，我們在同等權重的基礎上分析了納斯達克和標普500指數的現行估值。納斯達克指數用於衡量投資者對科技股的熱情程度，而標普500指數（同等權重）則被定位為代表實體經濟公司的指數。

- 納斯達克指數-估值超出+2標準差：納斯達克指數的長期平均預測市盈率為25倍，而目前的40倍顯示估值已超出兩個標準差的“昂貴”大關。
- 標普500指數（等權重）-估值低於長期平均值：標普500指數（等權重）的長期平均預測市盈率為17.7倍，目前的17.4倍低於其長期平均值。

估值數據揭示了市場中普遍存在的巨大分

歧。如果排除科技相關行業的全部影響，那麼傳統行業中非科技公司的估值實際上在當前看起來還算合理。

傳統非科技公司的估值在當前看起來合理



如果整體股市目前尚未處於旺盛階段，那麼科技股又如何呢？經過強勁上升後，2000年的互聯網泡沫破裂是否會重演？

尤其對於“嬰兒潮一代”來說，2000年的科技股崩盤是一段痛苦的經歷。人們自然會質疑當前由人工智能推動的科技股上升是否會重演互聯網泡沫，這是可以理解的。但是時代已經變了。如今的情況與上世紀90年代末大不相同，尤其是在企業盈利方面：

- 概括來說，以標普500科技指數作為科技相關領域的指數，後者已在2000年3月互聯網泡沫期間達到峰值。在3年的時間內，該指數已經自1997年3月上升了357%，這得益於27%的預期盈利增長和260%的估值倍數擴張。
- 在當前的升勢中，該指數在類似的3年時間內上升了63%，2024年2月收於3748.6點。這一上升得益於47%的預期盈利增長和11%的估值倍數擴張。

綜合來看，數據顯示當前的牛市是以強勁的盈利基本面為支撐（而不是估值倍數擴張）。因此，不太可能會重演2000年的科技股崩盤。

互聯網泡沫的上升主要是由估值驅動，而當前科技股的上升則更多是由盈利驅動



鑑於“實體經濟”股票目前欠缺旺盛，我們認為當前升勢即將擴大，驅動因素如下

- 金融狀況寬鬆
- 利息支出比率低
- 有利的投資組合倉位
- 美國的經濟韌性

寬鬆的金融狀況有利於企業的盈利。利用金融狀況指數可以洞察金融體系的健康狀況，進而了解市場的經濟增長前景。我們在分析中採用了高盛美國金融狀況指數(GSFCI)，獲取的關鍵變量包括國債債息、匯率、信用息差以及股票估值。

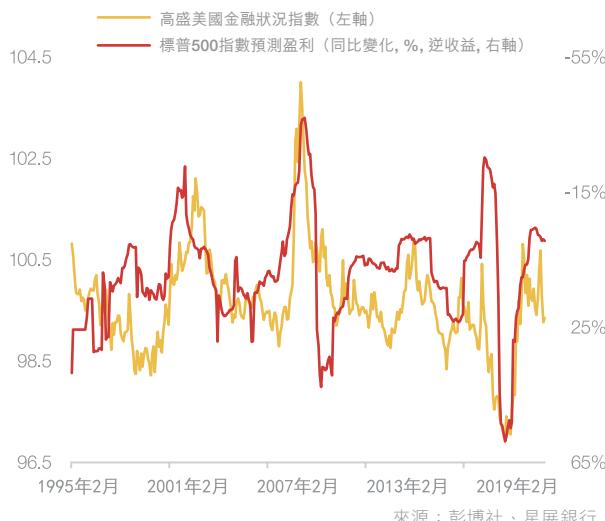
儘管債券債息居高不下，但出乎意料的是美國金融狀況卻依然寬鬆。當前的 99.22 顯示，如今的金融狀況與聯邦基金利率在零下限附近徘徊時的水平相似。顯然，債券債息上升帶來的負面影響被股價飆升和美國信用息差收窄所抵消。

歷史數據顯示，金融狀況的寬鬆程度與企業盈利增長呈密切的反比關係。根據回歸分析，當前的金融狀況與10%的盈利增長廣泛相關，這與2024年增長10%的共識預測一致（而2008-2023年的平均盈利增長為7%）。這對股市前景來說是個好兆頭。

如今的金融狀況與政策利率處於零下限時的水平相似



金融狀況與預期盈利增長之間普遍呈反比關係



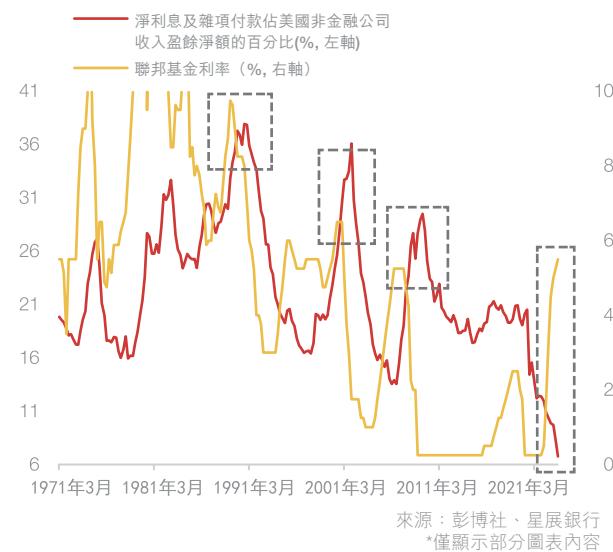
利息支出比率低是企業盈利的基礎。回顧2023年第四季度的CIO Insights調查報告，我們可以看到，公司的利息支出比率會隨著政策利率的上升而增加，從歷史上看，情況一直如此。在1988-1989年和1999-2000年的加息週期中，聯邦基金利率的峰值與隨後六個季度的利息支出比率的類似峰值一致。在最近的2004-2006年加息週期中，在政策利率趨於平穩後的12個季度後，利息支出比率達到峰值。

歷史數據顯示，利息支出比率和美國公司利潤率普遍呈反比關係：

- 在1999-2000年的加息週期中，利息支出比率在2001年12月達到36.1%的峰值，而美國公司利潤率則跌至6.1%的低位
- 在隨後的2004-2006年加息週期中，利息支出比率在2009年6月達到29.5%的峰值，而美國公司利潤率則跌至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下限，美國公司捉住機遇，以低利率將負債再融資為長期固定債務。這就解釋了為什麼儘管債券債息有所上升，但利息支出比率卻跌至6.8%的低位（而長期平均值為22.3%）。

低利息支出比率反過來又轉化為美國公司更高的營業利潤率。營業利潤率目前為12.36%（而長期平均值為8.63%），這就給企業帶來了充分的盈利空間。

儘管債券債息在不斷上升，但利息支出比率仍在下降



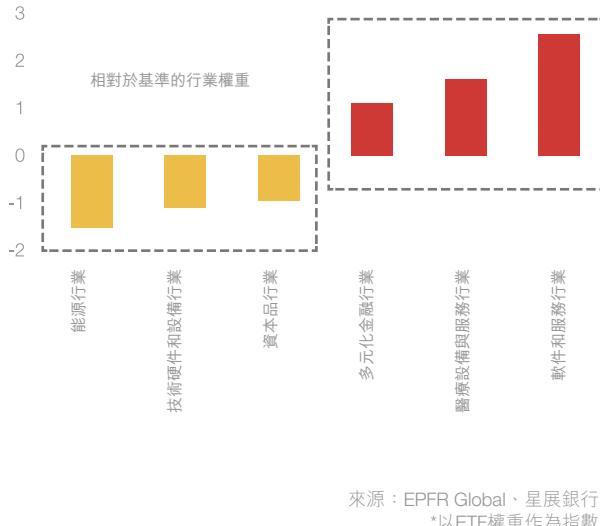
利息支出比率與美國利潤率呈反比關係



投資者的投資組合倉位顯示資金組合還有重新調整的空間。儘管各大新聞報道都強調在當前升勢中科技股過於集中，但EPFR Global的行業配置數據卻顯示情況並非如此。

目前，看好倉位最高的行業分別是軟件服務行業(+2.6%pts)、醫療設備與服務行業(+1.6%pts)以及多元化金融行業(+1.1%pts)。另一方面，看淡倉位最高的行業分別是能源行業(-1.5%pts)、技術硬件和設備行業(-1.1%pts)以及資本品行業(-1.0%pts)。

最高看好倉位和最高看淡倉位



綜合來看，排名前三的行業相對於基準看好了5.3%pts，而排名後三的行業則看淡了3.6%pts。但我們並沒有孤立地看待這些數據點，而是退一步考慮問題，觀察自

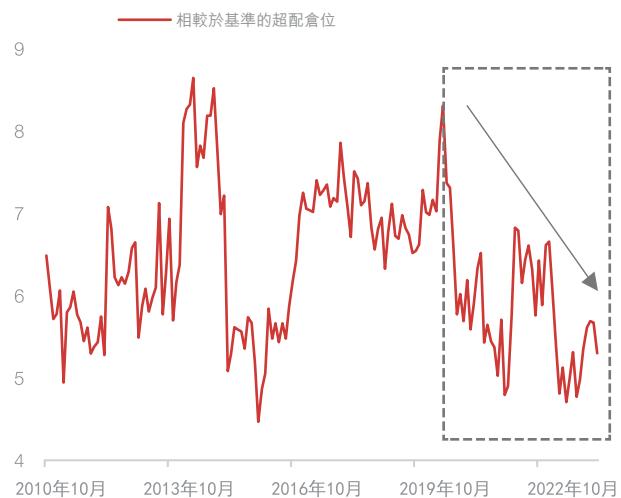
2010年以來總倉位的趨勢。調查結果如下：

- “看好”籃子：自2020年以來，該籃子的看好倉位實際上一直呈下降趨勢，從+8.3%pts已降至目前的+5.3%pts。看好倉位大幅減少的行業是軟件服務行業(-3.2%pts)和醫療設備與服務行業(-0.6%pts)。
- “看淡”籃子：隨著時間的推移，該籃子中的看淡倉位越來越低，已經從2018年12月的正值+0.1%pts降至目前的-3.6%pts。從細分領域來看，這三個行業在此期間均出現了下滑：能源行業(-2.0%pts)、技術硬件和設備行業(-0.9%pts)以及資本品行業(-0.8%pts)。

根據以上數據，我們可以推斷出：

- A. 儘管軟件服務行業的看好倉位最大，但實際上後者自2020年以來一直呈下降趨勢。這顯示，部分科技股的“旺盛”程度並不像人們所擔心的那樣極端，從而減低了該領域投資組合大幅縮減的風險。
- B. 然而，由於目前的水平與2015年的水平相似，投資者對“看淡”籃子的倉位已達極限。這增加了資金轉向這些領域（特別是能源領域）並擴大升勢的可能性。

前三名行業的總體看好倉位呈下降趨勢



來源：EPFR Global、星展銀行
注意：包括軟件和服務行業、醫療設備與服務行業以及多元化金融行業的總體看好倉位

後三名行業的總體看淡倉位呈上升趨勢



來源：EPFR Global、星展銀行
注意：包括能源行業、技術硬件和設備行業以及資本品行業的總體看淡倉位

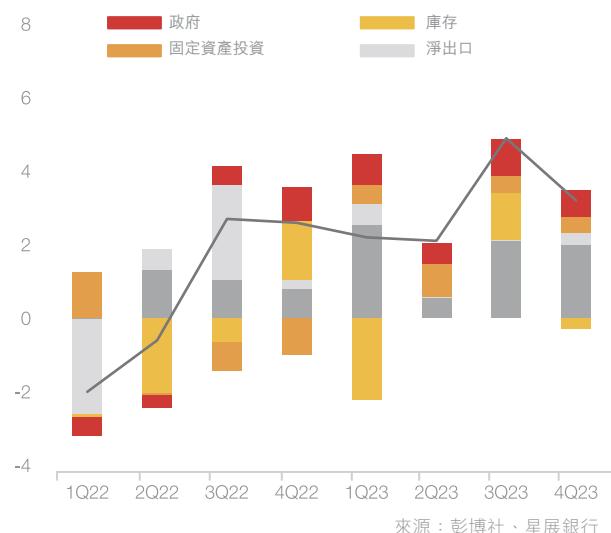
美國的經濟韌性得益於強勁的消費。美國經濟的頑強韌性令經濟學家感到意外。

《基礎經濟學101》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年第四季度的GDP環比增長3.3%（按年化計算），遠超共識預測2.0%的增長率。去年第三季度也是如此，GDP增長4.9%，超過4.5%的市場預期。

GDP數據的細分報告顯示，支撐美國經濟增長的關鍵因素是國內消費。事實上，在過去兩個季度，個人消費一直是GDP的最大貢獻因素，分別佔第三季度和第四季度增長的43%和63%。反過來，強勁的消費支出又歸因於：(1)健康的就業市場和工資增長，(2)資產價格整體上升導致財富效應以及(3)疫情後的過剩儲蓄。

除了疫情後的過剩儲蓄（將在某個時刻耗盡）以外，我們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。我們對美國經濟“軟著陸”的這一基本假設得以證實。

對美國GDP的貢獻（經季節調整後的季率）



來源：彭博社、星展銀行



Source: iStock

2024年第二季度資產配置-仍偏向債券

表格1：CIO資產配置(CAA)框架-2024年第二季度

類別	指數	分數範圍	股票				債券		
			美國	歐洲	日本	亞洲 (日本除外)	成熟 市場政府	成熟 市場公司	新興市場
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
	預測每股盈利增速	-2 to +2	1	-1	0	2	-	0	0
	盈利意外	-2 to +2	1	0	1	0	-	0	0
估值	預估市盈率	-2 to +2	0	0	0	1	-	-	-
	市賬率與股本回報率	-2 to +2	0	0	-1	0	-	-	-
	收益率-10年期國債收益率	-2 to +2	-1	0	1	1	2	2	1
	自由現金流收益率	-2 to +2	1	-1	1	0	-	-	-
動量	信用息差	-2 to +2	-	-	-	-	-	-1	-1
	資金流向	-2 to +2	0	-1	0	0	1	1	0
	流動性	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	催化劑	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
原始分數			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

來源：星展銀行

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

跨資產-重債券輕股票。根據我們CAA框架的最新評分，債券略優於股票

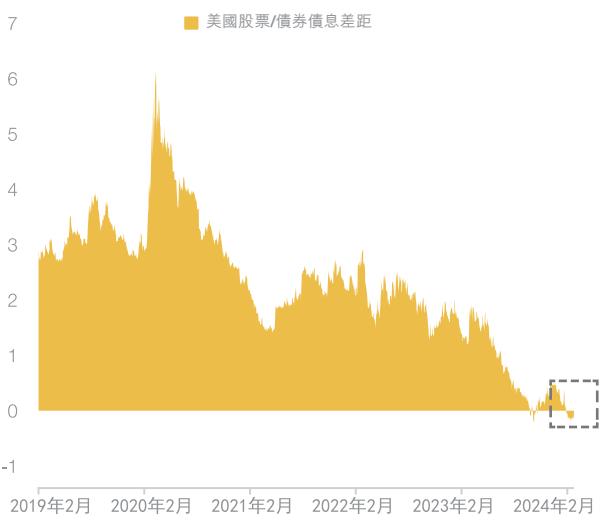
基本面：從即將公佈的美國經濟數據可以清楚地看到，高利率以及取消疫情時期的支持並未影響美國國內消費，因為仍有強勁的就業市場作為支撐。消費者情緒和企業經營情緒正在上升，如果強勁的宏觀走勢持續下去，我們有理由上調對美國2024年GDP的預測。

相比之下，歐洲的情況則截然不同。儘管去年年底避免了技術性衰退，但歐元區經濟最近幾個季度卻基本停滯不前，其中德國和法國的疲弱尤為明顯。由於日本的國內消費和出口需求放緩，因此我們下調了對GDP的預測。

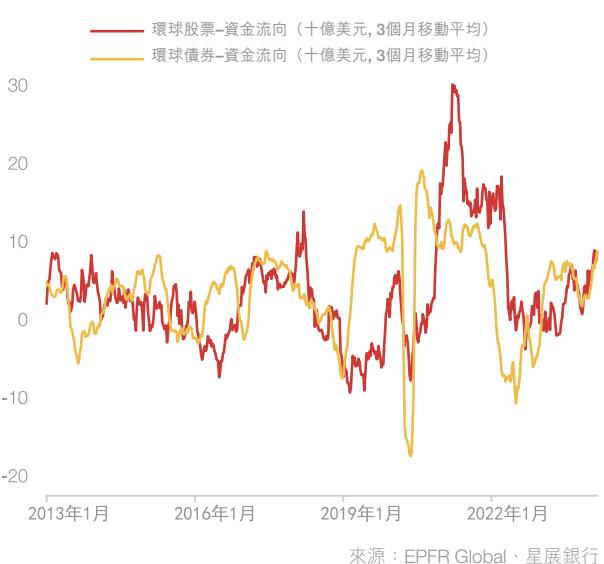
估值：2024年第一季度（截至3月5日），美國股票收益率與美國10年期國債債息的差距為-0.0354%，這凸顯了當前債券比股票更具吸引力。

走勢：EPFR Global的資金流向數據顯示，以跨資產類別為基礎，投資者普遍偏好債券。2023年，流入債券基金的金額達到2,808億美元，超過了流入股票的1,722億美元。今年，我們看到同樣的趨勢，有989億美元流入債券（截至2月21日），而流入股票的金額為740億美元。

當前債券比股票更具吸引力



債券的資金流向走勢仍略好於股票



股票：亞洲（日本除外）股市強勢復甦；保持看好觀點。俗話說“風水輪流轉”。AxJ股市確實如此，在經歷了可怕的2023年之後，陷入困境的市場開始顯露出復甦跡象，2023年該地區股市的表現比全球股市低16.5個百分點。自2月初以來，AxJ股市以8.2%的升幅引領升勢，一路跑贏全球股市，比全球股市高出2.3個百分點（截至3月18日）。由於以下原因，AxJ股市的反彈由中國引領（+11.4%）：

- **對政策支持的預期升高：**中國內地人民銀行季度政策實施報告中稱，將保持政策的靈活性，以支持國內消費，同時確保物價穩定。另外，中國內地財政部副部長王東偉也表示，中國內地政府將實施積極的財政政策來推動經濟增長。

綜上來看，政府顯然下定決心通過強有力的政策支持來維持中國的增長勢頭，這對國內風險資產的前景來說是個好兆頭。

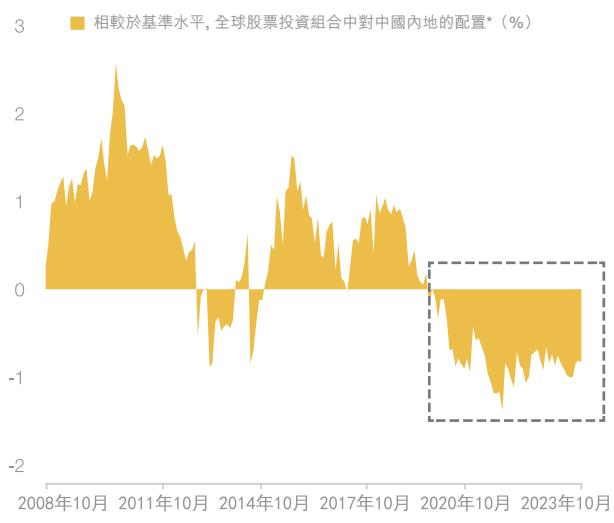
- **極具吸引力的估值支持：**在10.8的預測市盈率下，中國股市目前的交易價格比全球股市低40.0%。雖然可以繼續保持低價，但低估值確實顯示股價中已經體現出許多下行風險，為即將到來的回升設置的門檻也很低。

- **大量看淡投資組合倉位：**EPFR Global數據顯示，全球投資組合配置者對中國的看淡幅度為0.83%pts（比基準低43%），接近歷史最低位。投資組合的輕倉配置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，很有可能會大幅反彈。

中國內地股市的估值仍遠低於全球股市



投資組合配置者仍未大量持有中國股票



來源：EPFR Global、星展銀行

債券：與股票相比，風險回報極具吸引力；在3-5年期細分市場保持對投資級信貸的偏好。由於美國12月和1月的通脹率高於市場預期，最近一輪的反通脹已經暫停。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，進一步推高了債券債息。隨著美國10年期國債債息回到4.3%，債券債息的回升加上股票估值的上升，從跨資產的角度強化了我們對債券的偏好。

因為如果未來經濟狀況惡化，後者最能抵禦市場波動。我們從這裏看到了極具吸引力的風險回報。我們仍會對高收益債券持

謹慎態度，資金流向數據也再次證實了這一點。自2023年以來，流入投資級信貸的金額達到776億美元，遠高於高收益信貸的46億美元。

投資級信貸資金流入量高於高收益信貸

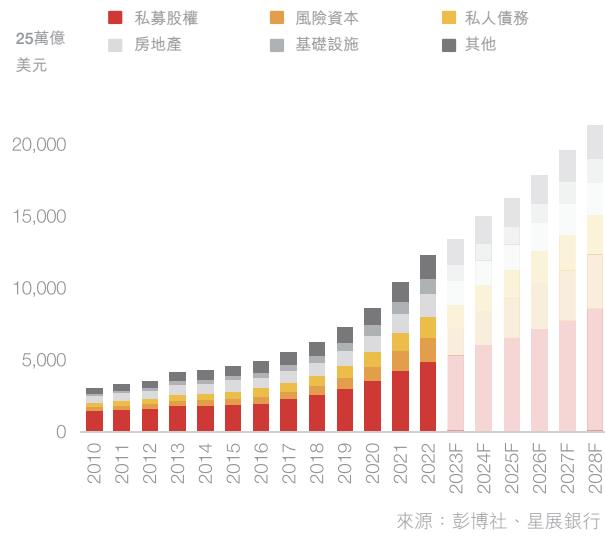


另類投資：在地緣政治不確定性中尋求黃金的反彈；增加私募資產的投資機會，獲得更多樣化的投資機會。我們生活的時代充滿了不確定性。俄羅斯、烏克蘭和中東地區的衝突不斷，並且目前尚未有結束的跡象。美國總統大選將加劇人們的擔憂，其結果將對全球地緣政治產生重大影響。這些都是顯而易見的不確定性，可能會在今年阻撓風險資產。為了阻止投資組合的下行風險，我們認為在這種環境下，大量投資黃金至關重要。如果人們認為債券債息已經達到峰值，所以聯儲局減息只是時間問題，而非會否減息。

與此同時，投資者對私募資產領域的興趣和參與度繼續保持強勁增長，我們建議投資組合配置者增加投資機會，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來說，投資私募市場為前者提供了機會（尤其是新興創新領域的機會），而這些機會在公開市場上仍未得到充分體現。
- **通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，通過積極參與相關資產的運營來創造價值。
- **採取更長的投資期：**私募資產的低流動性鼓勵投資者採取長期投資的觀點，同時減少在市場劇烈波動時期做出沖動投資決策的自然傾向。

私募市場的投資量穩步上升

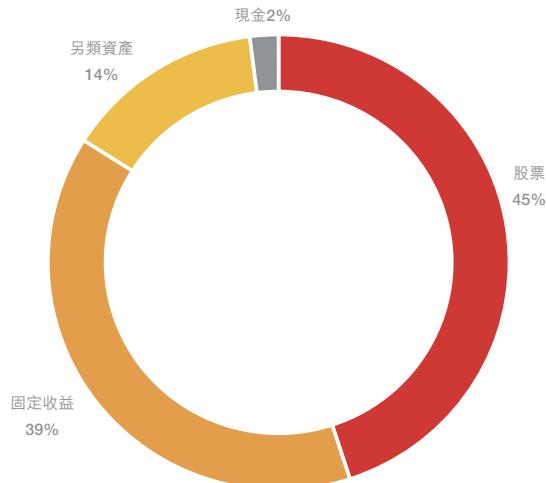


2024年第二季度全球策略資產配置

	3個月基準	12個月基準
股票	看淡	中性
美股	看好	看好
歐股	看淡	看淡
日股	中性	中性
亞洲（日本除外）	看好	看好
固定收益	看好	看淡
成熟市場政府債券	看好	看淡
成熟市場公司債券	看好	中性
新興市場債券	看淡	中性
另類資產	看好	看好
黃金	看好	看好
私人資產與對沖基金	看好	看好
現金	看淡	中性

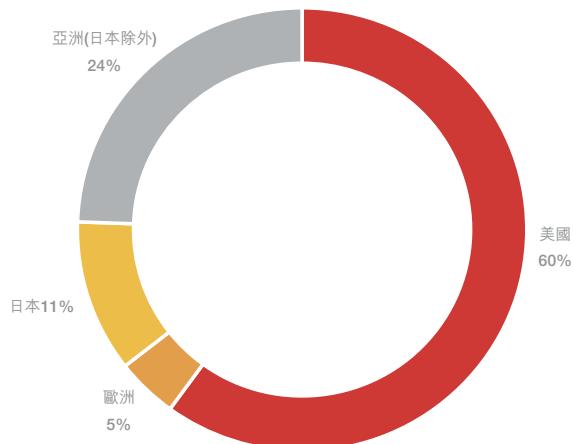
來源：星展銀行

按資產類別分類的策略資產配置
(中風險)



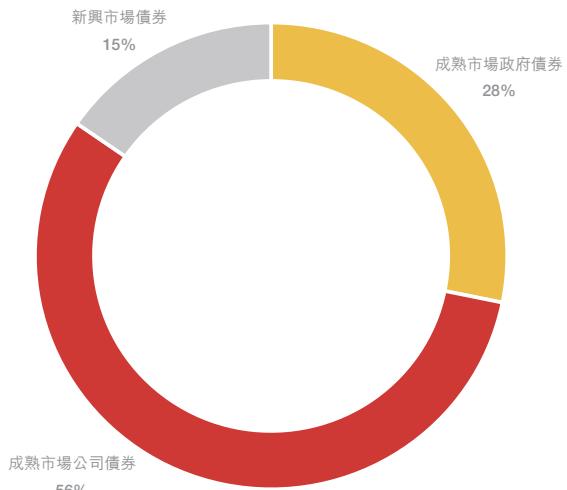
來源：星展銀行

股市中按地域分類的策略資產配置
(中風險)



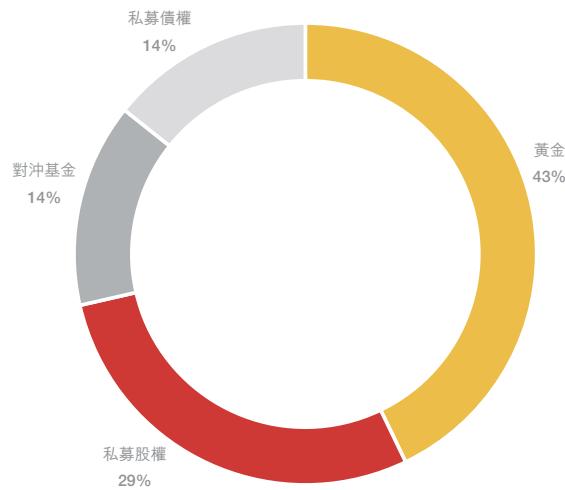
來源：星展銀行

固定收益中按債券類型分類的策略資產配置
(中風險)

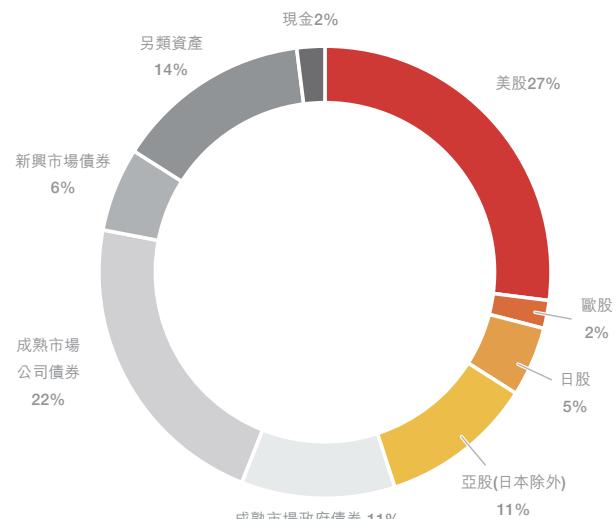
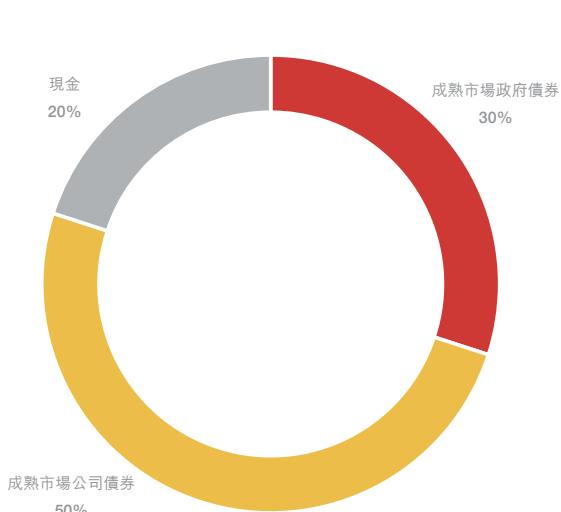


來源：星展銀行

其他選擇中按領域分類的策略資產配置
(中風險)



來源：星展銀行



來源：星展銀行

來源：星展銀行

低風險

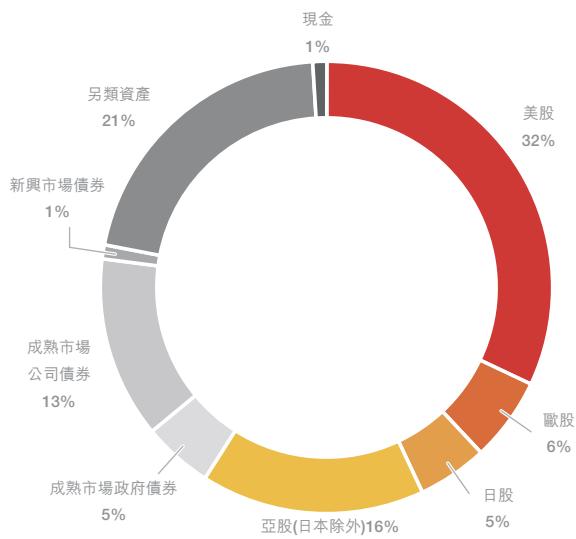
	TAA	SAA	活躍佔比
股票	0.00%	0.00%	
美股	0.00%	0.00%	
歐股	0.00%	0.00%	
日股	0.00%	0.00%	
亞洲（日本除外）	0.00%	0.00%	
固定收益	80.00%	80.00%	
成熟市場政府債券	30.00%	30.00%	
成熟市場公司債券	50.00%	50.00%	
新興市場債券	0.00%	0.00%	
另類資產	0.00%	0.00%	
黃金	0.00%	0.00%	
私人資產與對沖基金	0.00%	0.00%	
私募股權	0.00%	0.00%	
對沖基金	0.00%	0.00%	
私募債權	0.00%	0.00%	
現金	20.00%		

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

中風險

	TAA	SAA	活躍佔比
股票	45.0%	50.0%	-5.0%
美股	27.0%	25.0%	2.0%
歐股	2.0%	10.0%	-8.0%
日股	5.0%	5.0%	
亞洲（日本除外）	11.0%	10.0%	1.0%
固定收益	39.0%	35.0%	4.0%
成熟市場政府債券	11.0%	10.0%	1.0%
成熟市場公司債券	22.0%	15.0%	7.0%
新興市場債券	6.0%	10.0%	-4.0%
另類資產	14.0%	10.0%	4.0%
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私人資產與對沖基金	8.0%	5.0%	3.0%
私募股權	4.0%	2.4%	1.6%
對沖基金	2.0%	2.0%	
私募債權	2.0%	0.5%	1.5%
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



來源：星展銀行

高風險

	TAA	SAA	活躍佔比
股票	59.0%	65.0%	-6.0%
美股	32.0%	30.0%	2.0%
歐股	6.0%	15.0%	-9.0%
日股	5.0%	5.0%	
亞洲（日本除外）	16.0%	15.0%	1.0%
固定收益	19.0%	15.0%	4.0%
成熟市場政府債券	5.0%	4.0%	1.0%
成熟市場公司債券	13.0%	7.0%	6.0%
新興市場債券	1.0%	4.0%	-3.0%
另類資產	21.0%	15.0%	6.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
私人資產與對沖基金	14.0%	10.0%	4.0%
私募股權	7.0%	4.9%	2.1%
對沖基金	4.0%	4.0%	
私募債權	3.0%	1.1%	1.9%
現金	1.0%	5.0%	-4.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

- 備註：
- 以上內容基於三個月的觀點。
- 資產配置不能保證盈利，也不能防止市場損失。
- “TAA”指的是“策略資產配置”。“SAA”指的是“戰略資產配置”。
- 投資組合的投資者類型分類與金融需求分析客戶風險概況類型之間沒有直接關係，投資組合也不根據銀行的專有風險評級方法被分配任何產品風險評級。

企穩 跡象

宏觀經濟
2Q24

隨著美國通脹下降速度不夠快，預期現在將實施一輪溫和的政策寬鬆週期。歐元區和日本的增長看起來平淡，而中國內地的增長前景則期待貨幣和財政政策刺激。



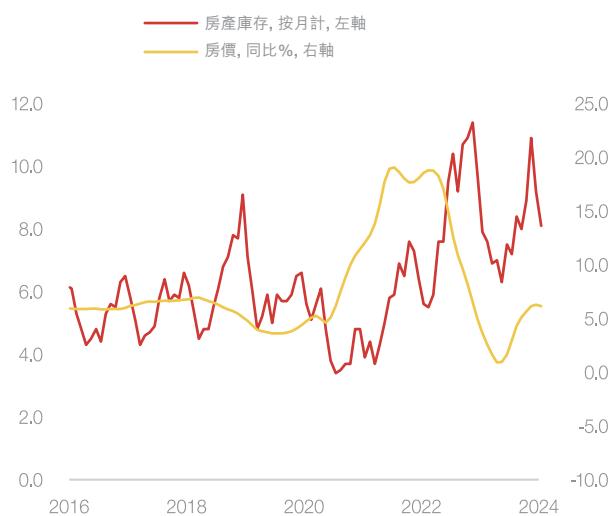
02. 宏觀經濟

泰穆爾·貝格
首席經濟學家
拉迪卡·拉奧
資深經濟學家
馬鐵英
資深經濟學家
蘇夫羅·薩卡
能源部門負責人

美國

通脹壓力緩和和市場定價。由於2023年12月下旬時聯儲局(Fed)有90%的可能性會在3月份下調利率，同時由於彈性數據和聯儲局較不鴿派的言論，全球固定收益市場在2024年初迅速轉向另一個方向。隨著第一季度接近尾聲，目前預計出現一個相當溫和的貨幣政策寬鬆週期，今年年中至2025年的減息將不超過200個基點。

美國房產庫存和房價



來源: 亞洲經濟數據庫, 星展銀行

我們認為，美國即將公佈的數據將為未來幾個月減息預期波動提供進一步空間。畢竟，12月份的樂觀預期並非毫無根據。由於2022/2023年貨幣政策收緊，再加上通脹減速（核心個人消費支出自2022年初達到峰值後下降了270個基點），人們對寬鬆政策即將到來的預期有所增長，這在一定程度上是可以理解的。

彈性數據使市場處於緊張局勢。儘管通脹數據令人欣慰，但過去幾個月我們並未跟著呼籲減息。相反，我們轉而關注頗有彈性的消費者需求數據。高利率和新冠時期支持措施的到期未能削弱美國消費者的信心或資產負債表。無論是否扣除汽車銷售，銷售額保持強勁增長，住房市場已經復甦，服務業正在回暖，股票和債券市場的大幅反彈增加了家庭淨資產。現在看來，2024年第一季度經濟增長有望達到2-2.5%。

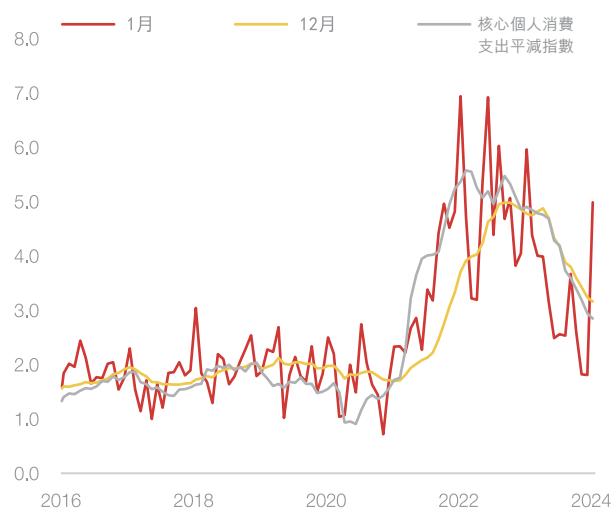
展望未來，除了消費者信心穩步攀升外，企業發展前景也有所改善。採購經理人指數(PMI)和供應管理學會(ISM)的調查數據顯示，近幾個月來，採購經理們士氣上升。

種種跡象顯示，2024年美國GDP增長有可能超過預計的1.5%。如果經濟增長能達到2%，那也只能與4%以上的長期債券收益一致。除了實際的經濟發展前景，另一個相關的問題是，如此強勁和有彈性的需求如何與2%的通脹率保持一致，尤其是在當前勞動力市場依舊緊峭的情況下。

通脹緩和不會持續太久。市場對1月份個人消費支出通脹數據持樂觀態度。個人消費支出（同比增長2.4%）和核心個人消費支出（同比增長2.8%）的通脹數據均符合預期，有助於實現年中減息。但達拉斯聯邦儲備銀行的個人消費支出平減物價指數（衡量核心個人消費支出的另一項指數）同比增長了5%。主要是由於金融服務與就醫價格飆升，計算機軟件和飲料價格上升。通脹有所緩和，但緩和程度有限。

我們認為以上情況不會讓聯儲局延長減息週期。如果通脹保持良好，建築業和零售銷售增速放緩，第二季度可能會有一定程度的減息。如果金融業不穩定，經濟增長可能將大幅放緩。但目前還沒有放緩的跡象。

美國個人消費支出通脹率、個人消費支出平減物價指數和核心個人消費支出



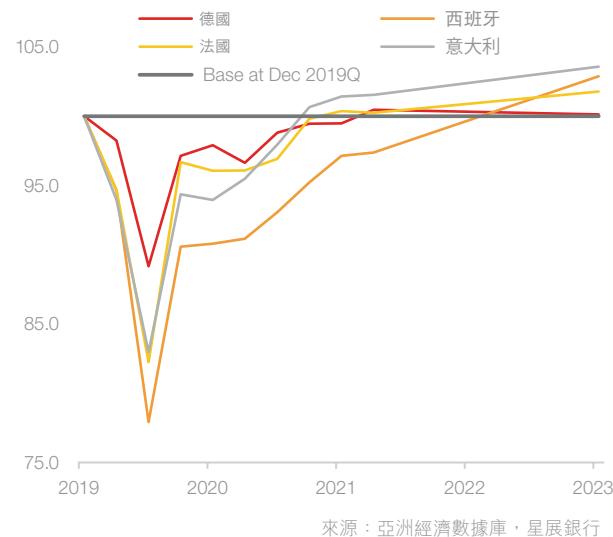
註: 季調後折年
來源: 達拉斯聯邦儲備銀行, 亞洲經濟數據庫, 星展銀行

歐元區

成員國各尋出路。歐元區經濟2023年末勉強避免了技術性經濟衰退，季調後的GDP增長與上一季度持平，同比增長0.1%（2023年平均同比增長約0.5%）。儘管避免了技術性經濟衰退，但歐元區經濟在過去五個季度基本停滯不前，環比增長-0.1%至0.1%。

並非所有成員國增長速度都相同，南歐國家的增速快於北歐國家。在“核心四國”中，西班牙季度增長0.6%，其次是意大利增長0.2%。造成這一差異的原因在於旅遊業強勁反彈、勞動力需求上升推動了參與率上升、製造業/出口增長以及財政槓桿支持。相比之下，德國經濟緊縮，法國則停滯不前。德國也勉強避免了經濟衰退，但由於製造業發展放緩、地緣政治愈加複雜、投入成本過高以及中國經濟增長放緩的綜合影響，過去五到六個季度，德國經濟停滯不前。

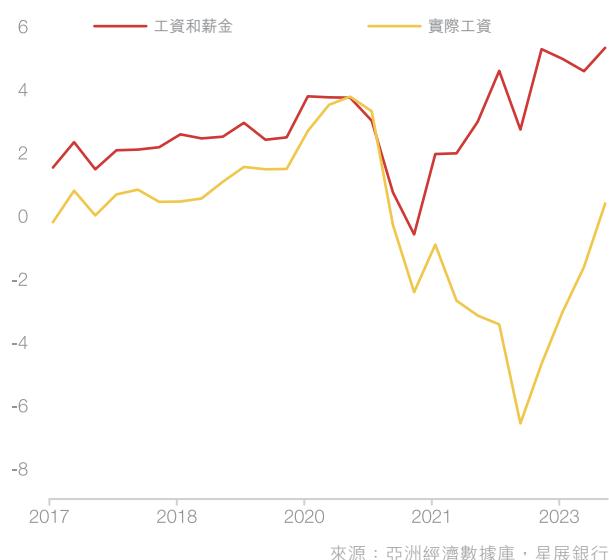
德國如履薄冰



前景穩定。今年經濟發展前景黯淡，預計經濟活動持續疲弱。歐盟委員會的經濟信心指數顯示，工業部門的指數與2024年初持平，而服務業的信心進一步走軟。

令人鼓舞的是，服務業的銷售價格預期略有下降，而商品的銷售價格預期更是有所下降，顯示由於產出缺口為負，紅海局勢造成的溢出效應影響有限。隨著通脹的回落、工資增長仍高於通脹，收入緊縮可能會緩和。實際工資正增長對家庭支出來說是個好兆頭。

實際工資回歸增長



歐洲央行傾向於第三季度減息。2024年初，銀行對家庭的貸款增長呈小幅增長，非金融企業的貸款增長也進入了持續疲弱狀態。與去年年中相比，金融和貸款條件有所放鬆。廣義貨幣高於2023年中期的低谷，但仍未出現連續回升。自2022年地緣政治局勢導致能源價格飆升，能源價格已大幅調整，能源銷售價格繼續下跌。這些好的基本沒有因為個別國家的問題（火車

罷工、農民抗議、德國的緊縮政策和紅海中斷的後果）而減弱。儘管企業部門經受住了能源價格的大幅上升，但價格、勞動力成本上升和投資增長（尤其是建築業）仍然疲弱。我們堅持2024年經濟預計同比增長0.2%。

銀行貸款持續疲弱



市場關注地緣政治局勢。自2022年以來，食品成本和能源成本減低，歐元區的通脹率得以在2024年初降至3%以下。紅海航運對歐洲-中東-亞洲的航運至關重要，各方將密切關注該通道中斷帶來的任何溢出風險。人們認為航運成本上升可能會將歐盟的通脹推高20至30個基點，而運輸時間延長則會緩和集裝箱和船舶產能過剩。

在採取利率措施前，歐洲央行將尋找通脹趨勢緩和的確鑿證據。人們將密切關注工資協商，這將決定未來一年的待投資項目和廣義價格風險。總之，我們預計當局在徹底改變政策方向之前，將密切關注國內（高頻數據、貸款標準、工資增長等）和外部（美國聯邦公開市場委員會、地緣政治）因素。我們傾向於預測在夏季或夏季之後減息。當前面臨的一大主要風險是地緣政治緊張局勢升級，歐盟比其他國家更容易受到影響。

日本

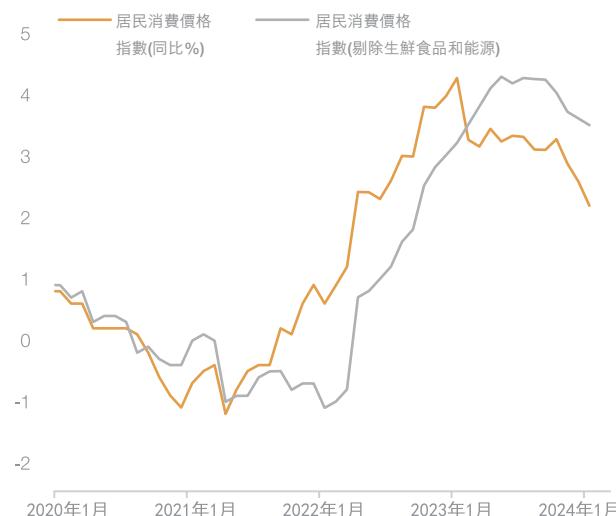
半導體行業反彈提振經濟。2024年的GDP增長預測已經從之前預估的1.0%下調至0.8%，下行風險繼續增加。這一調整反映了與重新開放後相關消費需求減弱，出口額低於預期。儘管如此，預計將有一些積極因素促使消費者購買力恢復，包括“春斗”後工資增長、通脹減速以及日圓更加穩定。此外，預計全球半導體/電子行業的週期性反彈將在未來幾個季度提振日本的出口並推動投資。

重建半導體供應鏈的舉措正在產生正面影響。在政府的大力支持下，台積電位於熊本的12/16納米和22/28納米工廠將於2024年第四季度順利進入量產。台積電在日本建立第二家工廠的談判也在進行，這家

工廠可能採用6/7納米技術。值得一提的是，安全與新興技術中心(the Center for Security and Emerging Technology)的研究顯示，日本晶圓廠從開始建設到開始生產的平均耗時為584天（1990年至2020年），工期少於美洲的736天和歐洲及中東的690天。

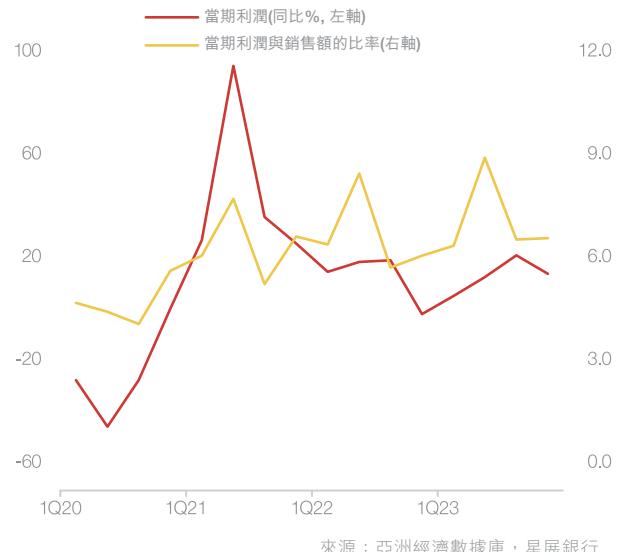
2024年通脹預期維持在2.0%不變。儘管商品價格有所下降，但服務業通脹仍穩定在2%以上。企業和消費者部門的通脹預期都維持在2%以上。企業利潤呈現兩位數的強勁增長，這顯示今年“春斗”期間日本的工資可能會上升，從而有可能推動需求拉升的通脹。

核心通脹率保持在2%以上

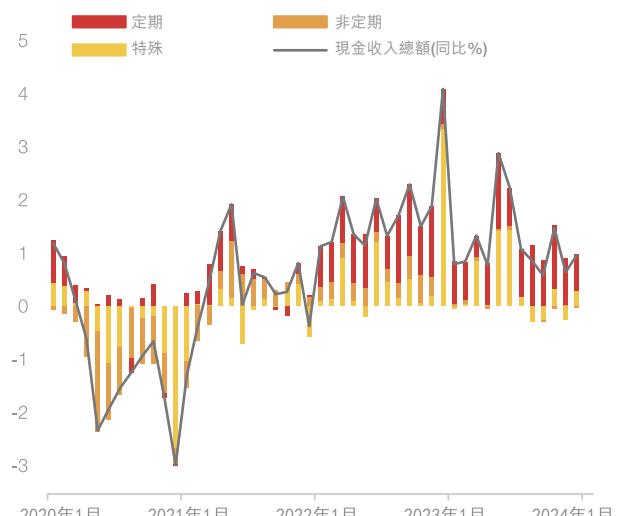


來源：亞洲經濟數據庫，星展銀行

企業利潤保持強勁



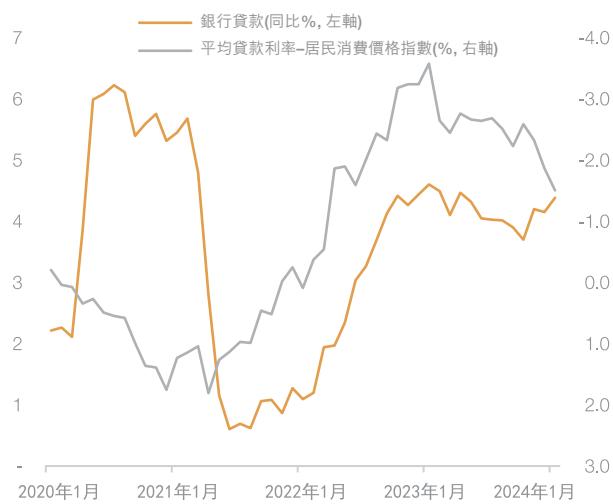
工資增長可能加快



來源：亞洲經濟數據庫，星展銀行

日本央行在3月份的會議上宣佈了一項重大的政策調整，終止了收益率曲線控制的量化寬鬆和質化寬鬆政策，以及負利率政策。日本央行恢復了短期利率目標機制，旨在將無抵押隔夜拆借利率控制在0-0.1%的範圍內。展望未來，日本央行或會在未來幾個季度採取更多措施，實現貨幣政策正常化。這些措施包括將隔夜利率提高到0.1%以上——逐步提高到反映通脹率和自然利率的水平，以及縮減/解除日本國債的購買。預計日本央行將謹慎行事，確保在3%的工資增長幅度下實現持續穩定的2%通脹率。我們預計日本央行將在2024年剩餘時間內維持政策利率不變，並在2025年第二季度將利率進一步上調至0.25%。

實際融資成本仍為負值



來源：亞洲經濟數據庫，星展銀行

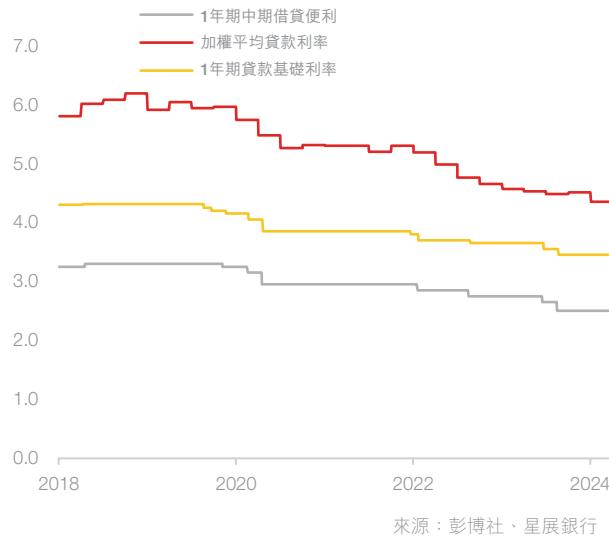
亞洲

中國內地繼續給全球經濟發展前景蒙上陰影。中國內地長期以來都是全球需求的主要來源，近年來經濟增長逐漸放緩，失衡和脆弱性問題日益加劇。從監管、治理和與大流行病相關的管制，到資產市場持續的深度拋售，國內民眾情緒多方受挫。

政府宣佈了一系列措施。中國內地的利率走勢與世界其它地區相反，在過去4年裏逐步下調。中央採取了財政刺激政策幫助地方政府擺脫困境，宣佈了支持債務和股票市場的措施加快了中期改革議程，特別是關於綠色轉型的議程。然而，低迷的情緒和金融市場壓力依然存在。

房地產板塊仍是一大逆風。房地產行業正面臨各種不利因素：個人需求和銀行體系資產負債表的通縮壓力、地方政府的融資壓力，解決房地產行業進一步惡化的問題仍是當務之急。

中國內地的關鍵利率



在這方面，最近結束的全國人民代表大會年度會議帶來了樂觀情緒。會議公佈的政策方向大致正確，聚焦於解決失衡、提振投資和支持消費。我們認為，《政府工作報告》中制定的目標是“比較大膽”的GDP目標、“克制”的財政赤字再加上審慎的貨幣政策。持續的經濟下行壓力需要中國政府持續的放鬆政策。因此，我們預計2024年貨幣和財政政策都將上行，以實現穩定和高質量增長的目標。

中國內地面臨地緣政治的不確定性。一些外部因素對經濟發展前景也有重要影響。包括外部需求、全球流動性狀況和地緣政治。無需過度擔心外部需求和全球流

動性，但是如果特朗普真的再次上任，中國內地與美國的關係會愈發緊張。與此同時，中國內地政府需要採取有力的支持性措施，提振消費、促進投資。最近公佈的政策就是在朝著正確方向前進。中國內地有充足的儲蓄和緩沖。是時候讓它們發揮作用了。

油價目前重回看漲區域。

迄今為止，2024年的油價走勢好於預期。鑑於紅海衝突和俄烏危機等地緣政治風險進一步擴大，我們稍微調整了2024年的布蘭特原油均價預測，即從75-80美元/桶上調至80-85美元/桶。另外，2024年年初至今，石油的需求表現好於預期，再加上OPEC+ 減產政策又延長了3個月，油價在短期內獲得了進一步支撐。從基本面來看，我們之前的預期是“2024年油價將基本維持在每桶80美元左右的區間”，目前暫未出現嚴重偏離此預期的情況。2024年第二季度和2025年的油價走勢在很大程度上取決於美國減息情況、中東危機如何演變，以及面對美國產量上升的趨勢，OPEC+能維持多久的減產。

星展銀行對2024/2025年季度平均油價的預測

(美元/桶)	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
布蘭特原油均價	81.0	81.0	83.5	82.0	78.5	77.5	81.5	81.0
西德州中級 原油均價	77.0	77.0	80.5	79.0	75.5	74.5	78.5	78.0

來源：星展銀行

地緣政治風險仍是影響油價的主要因素。在紅海，伊朗支持的胡塞武裝持續襲擊前往以色列或美國及其盟友國家的商業船只，這種敵對行動目前已持續了近3個月。紅海是全球石油和天然氣運輸的重要咽喉。美國能源信息署(EIA)估計，約10%的石油和石油產品運輸要經過曼德海峽，這是最近胡塞叛軍襲擊船只的焦點區域。然而，與霍爾木茲海峽的情況不同，這些船只可以繞行好望角。因此，這一中斷不會帶來嚴重的供應衝擊。經過紅海的石油和石油產品不是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則不同，石油來源於波斯灣地區並經過霍爾木茲海峽。因此，封鎖曼德海峽的不會產生與封鎖霍爾木茲海峽同樣的影響。到目前為止，像伊朗這樣的大國還沒有被直接卷入這場衝突，避免了衝突的全面升級。儘管石油市場仍處於緊張狀態，但油價目前只反映了有限的地緣政治風險溢價。

最壞的情況是什麼？儘管紅海地區的敵對行動升級，但布蘭特原油價格基本保持在區間波動。在最壞的情況下，這種狀態可能會發生變化，即戰鬥蔓延，直接影響到霍爾木茲海峽或海灣地區其他關鍵的石油生產或出口基礎設施。展望未來，如果伊朗、美國以及沙特阿拉伯和俄羅斯等其他國家介入該地區，它們的作用將至關重要。如果伊朗支持的胡塞叛軍衝突導致美伊緊張局勢升級，伊朗可能會再次受到更嚴厲的制裁。如果全面恢復對伊朗的制裁，我們認為油價可能會上探90美元/桶的水平，除非沙特通過恢復部分供應進行干預。在最壞的情況下，中東代理人戰爭升級，波斯灣的貿易路線會因此受到影響，世界上約20%的石油運輸經過霍爾木茲海峽，油價可能飆升至100美元/桶以上。但是，在我們看來，出現這些末日場景的可能性不大。控制油價將是美國大選的一個重要議題，因此我們認為美國將全力確保石油繼續供應，不會採取任何可能影響中東地區穩定的措施。

布蘭特原油價格在2024年第一季度顯示上升



OPEC+減產協議將再延長3個月，超過3個月後恢復供應將影響樂觀情緒。最近一次OPEC+部長級會議於2024年3月初舉行，會上沙特和俄羅斯牽頭延長了此前宣佈的自愿減產協議。雖然早些時候公佈的數據頗為驚人（220萬桶/天），但目前為止，2024年的實際額外減產量是較2023年底減少了20- 30萬桶/天。不過，延長減產協議有助於2024年第二季度實現供需平衡，並有望在2024年下半年使市場出現赤

字，這可以讓部分OPEC+成員國在不造成油價嚴重下跌的情況下緩慢減產。由於產能持續過剩，OPEC+成員國的市場份額不斷被美國等非OPEC+成員國搶走，說服OPEC+成員國整體繼續減產以將油價維持在一定水平以上並非易事。儘管預計2024年下半年的季節性需求趨勢會走強，而且一旦聯儲局開始減息，資金可能會重新流向風險較高的資產，但我們認為，隨著OPEC+逐漸恢復石油供應，油價仍將穩定在某個區間。

OPEC的減產將繼續穩定油價，但這種穩定能持續多久？



GDP增長與CPI通脹預報

	GDP增長, %同比					CPI通脹, %同比, 平均				
	2021	2022	2023	2024F	2025F	2021	2022	2023	2024F	2025F
中國內地	8.1	3.0	5.2	4.5	4.5	0.9	2.2	0.2	1.6	2.0
中國香港	6.3	-3.5	3.5	2.0	2.5	1.6	1.9	2.0	2.0	2.2
印度(財政年度基礎)*	9.1	7.2	7.6	6.8	6.5	5.5	6.7	5.3	4.5	4.0
印尼	3.7	5.3	5.1	5.0	5.2	1.6	4.2	3.7	2.8	2.5
馬來西亞	3.3	8.7	3.7	4.8	4.8	2.5	3.4	2.5	2.9	2.5
菲律賓	5.7	7.6	5.6	5.3	5.4	3.9	5.8	6.0	3.3	3.0
新加坡	9.7	3.8	1.1	2.2	2.5	2.3	6.1	4.8	3.5	2.4
韓國	4.1	2.6	1.4	2.4	2.2	2.5	5.1	3.6	2.4	2.3
中國台灣地區	6.6	2.6	1.3	3.5	2.6	2.0	2.9	2.5	2.2	1.9
泰國	1.6	2.5	1.9	2.8	3.0	1.2	6.1	1.3	0.9	2.0
越南	2.6	8.0	5.0	6.0	6.8	1.8	3.2	3.3	3.5	3.5
歐元區	5.3	3.5	0.5	0.2	1.0	2.6	8.4	5.5	2.4	2.2
日本	2.6	1.0	1.9	0.8	0.9	-0.2	2.5	3.3	2.0	1.3
美國	5.9	2.1	2.5	1.7	1.7	4.7	8.0	4.1	3.0	2.5

*指財政年度，例：2020年代表2021財政年 - 截至2021年3月結束

來源：CEIC, 星展銀行

貨幣政策利率預測，eop

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國內地*	3.45	3.45	3.45	3.35	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
韓國	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
中國台灣地區	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
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

*一年LPR; **3M SOR; ***基本利率

來源：CEIC, 星展銀行



Source: iStock

明亮的 視野

美國股市
2Q24

我們因盈利勢頭強勁和強勁的現金狀況而對科技保持高度信心的超配。
我們看好能源，因為它是廣泛反彈的受惠者。

03. 美國股市

鄭迪倫
策略師

標普500指數即將迎來大幅上升。在“資產配置”這一章節中，我們認為，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，美國市場的升勢擴大是合理的，其中一些驅動因素包括：

- 金融狀況寬鬆：儘管債券債息有所上升，但美國的金融狀況依然寬鬆。根據回歸分析，當前的金融狀況顯示2024年盈利將增長10%，預示著標普500指數的前景樂觀。
- 利息支出比率低：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。此後，儘管債券債息有所上升，但利息支出比率已降至6.8%的低位，這對企業效益是有利的。
- 美國經濟韌性：儘管聯儲局收緊了貨幣政策，但美國經濟依舊保持韌性。2023年第四季度GDP環比增長3.3%（按年化算），大大超出共識預測。健康的就業市場和資產價格上升帶來的財富效應預計將支撐國內消費。

升勢擴大的受惠者-能源和材料股。為了幫助投資者應對可能擴大的升勢，我們對標普500指數的行業板塊進行了基本篩選。篩選標準包括：(1)自2023年10月27日市場觸底以來的行業表現，以及(2)投資者在美國股票投資組合中的行業配置。以下是我們的調查結果：

- 行業表現：自去年10月市場觸底以來，標普500指數已上升25.3%（截至3月7日）。跑贏大盤的四個板塊分別是科技(+34.7%)、金融(+28.6%)、通信服務(+27.8%)以及工業(+26.9%)。

而另一方面，表現不佳的前五名分別是能源(+2.7%)、公用事業(+7.5%)、必需消費品(14.1%)、醫療保健(+19.0%)以及材料(+19.7%)。

- 行業倉位：EPFR Global數據顯示，在五大表現不佳的板塊中，投資組合配置者相對於基準標記為“看淡”的行業有：公用事業(-36%)、能源(-29%)、材料(-27%)和必需消費品(-15%)。

美國股市中最不受歡迎的板塊



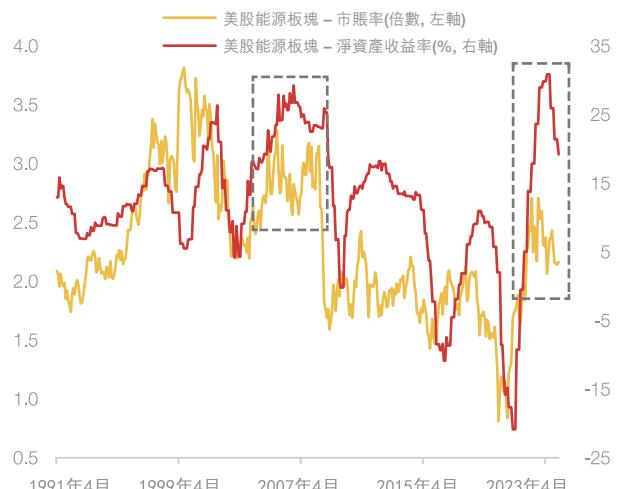
來源：EPFR Global、星展銀行

在美股板塊配置中，我們將能源股評級上調為看好，如果升勢擴大，我們相信該板塊將成為定向受惠者，因為：

- 淨資產收益率提高**：能源股的淨資產收益率正在回升，已從2021年4月的-20.8%升至2024年2月的19.3%。不過儘管有所上升，但市盈率仍處於2.2倍的低位（與2005-2008年的水平不同）。
- 投資組合輕倉配置**：美國投資組合配置者對能源板塊的看淡倉位已達到-28.8%的低位。這與2020年的極端情況大體一致，遠低於-17.8%的長期平均值。

大幅看淡能源股顯示投資者的期望值較低，因為大量負面的不利因素已經在股價之中體現出來。

淨資產收益率正在回升



來源：彭博社、星展銀行

淨資產收益率正在回升

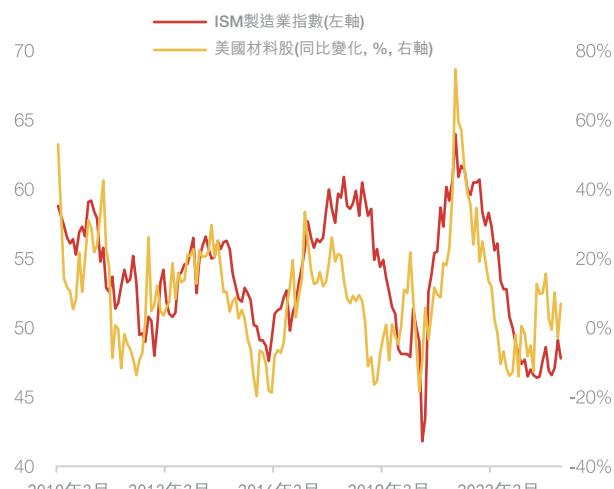


來源：EPFR Global、星展銀行
* 基於ETF權重

我們還將材料股評級上調至中性，我們相信該板塊將成為升勢擴大的另一受惠者，驅動因素包括：

1. **經濟軟著陸**：鑑於美國經濟的廣泛韌性，軟著陸的可能性越來越大，如果成功實現軟著陸，我們相信材料板塊將在未來幾個月呈上升趨勢。行業表現歷來與ISM 製造業指數相關，顯然，經濟活動的增長將為該領域帶來利好。
2. **投資組合輕倉配置**：目前美國投資組合中材料股的看淡倉位為-27%。這顯示投資者的倉位較輕且預期較低。

經濟勢頭的回升將有利於美國材料股



來源：彭博社、星展銀行

隨著盈利的回升，標普500指數股票回購將在**2024年**有所增加。據S&P Global 數據顯示，標普500指數在2023年第三季度的股票回購總額為5761億美元，較2022年第三季度同比下降19%。這不足為奇，因為股票回購情況歷來與企業盈利相關，而後者去年（按全年計算）下降了0.9%。

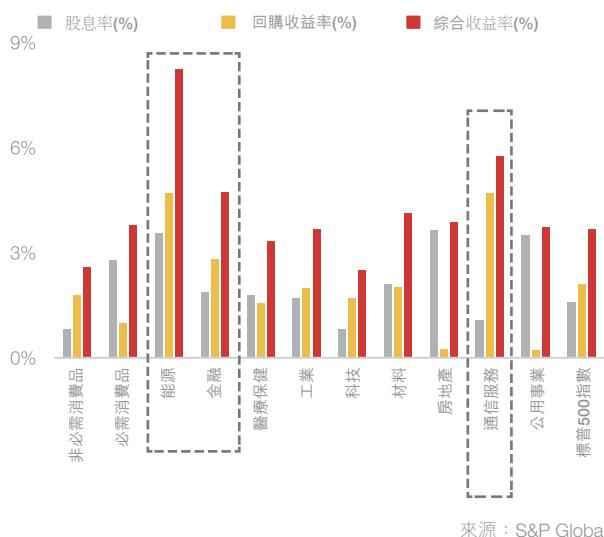
同樣，鑑於對今年盈利增長10%的共識預期，我們預計股票回購也會出現重大反彈。通信服務和能源股的回購收益率最高，為4.7%，其次是金融股，為2.8%。按綜合債息（包括股息和回購）計算，最高的是能源股(8.2%)、通信服務股(5.8%)以及金融股(4.7%)。

美國股票回購與盈利相關



來源：S&P Global

能源、通信服務和金融股的綜合收益率最高



2024年第二季度美國行業板塊策略-上調能源和材料股的評級；下調金融和房地產股的評級

CIO的行業組合在2024年第一季度保持強勁表現。我們的看好組合在2024年第一季度（截至3月11日）的平均總回報率為9.3%，比中性組合高出6.5個百分點，比看淡組合高出4.5個百分點。在我們的看好籃子中，科技股升幅最大，為10.9%，其次是通信服務股的10.6%以及金融股的8.2%。傳統上屬於防護性行業的醫療保健股也在本季度獲得了7.4%的可觀增長。

在我們的中性籃子中，表現最不佳的是房地產行業(-0.2%)，而在看淡組合中，表現最差的為公用事業(+1.1%)。

繼續對科技相關股充滿信心；積極轉向能源股。對科技相關板塊的充分信任已經獲得了豐厚回報，我們對這一領域繼續保持樂觀。該板塊自去年年底以來大幅增長，我們相信這種強勁的勢頭還會繼續，因為：

- 盈利勢頭強勁：預計科技板塊今年的盈利增長將達到21%，遠遠超過對整個股市10%的增長預期。以紐交所FANG+指數為指數，“大型科技公司”的勢頭更加強勁，預計2024年的盈利增長將達到44%。
- 持有大量現金：“大型科技公司”現金流充裕，為其賦予了併購能力，以深化產品/服務並提高“護城河”的質量。現在“七大科技巨頭”的現金總持有量為2400億美元（截至2023年12月）。

另外，鑑於以下原因：(1)淨資產收益率提高，(2)股息和回購收益率高以及(3)投資組合輕倉配置且預期較低，我們還將能能源股評級上調至看好。我們將金融股評級下調至中性，為此次看好提供資金支持。此外，由於預計會實現經濟軟著陸，我們還將材料股評級上調至中性，並下調房地產股評級至看淡來為這一轉變提供資金支持。

科技股盈利勢頭超強



來源：彭博社、星展銀行

美股板塊配置-2024年第二季度

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

來源：星展銀行

美股板塊關鍵財務比率

	預測市盈率 (倍數)	市賬率 (倍數)	企業價值倍數 (倍數)	淨資產 收益率(%)	總資產 收益率(%)	營業利潤率 (%)
標普 500 指數	21.3	4.7	14.0	18.1	3.9	13.7
標普 500 指數金融板塊	15.9	2.1	-	12.7	1.4	18.8
標普 500 指數能源板塊	12.4	2.2	6.3	19.3	9.4	14.6
標普 500 指數科技板塊	37.5	12.3	21.0	29.9	12.5	24.4
標普 500 指數材料板塊	21.8	3.1	13.7	9.6	4.1	10.8
標普 500 指數工業板塊	21.5	6.2	15.6	24.1	6.2	11.2
標普 500 指數必需消費品	20.2	6.1	14.9	25.5	7.8	8.1
標普 500 指數必需消費品	24.6	9.4	15.6	32.7	7.5	10.0
標普 500 指數通信服務	18.7	4.2	11.9	17.0	6.7	19.9
標普 500 指數公用事業板塊	15.7	1.9	11.9	10.0	2.5	19.4
標普 500 指數房地產板塊	36.8	3.0	20.3	7.7	3.2	23.2
標普 500 指數醫療保健板塊	19.5	5.1	17.5	16.5	5.8	7.1

來源：彭博社
*截至2024年3月11日的數據



Source: iStock

質量 至上

歐洲股市
2Q24

歐元區正在從低增長階段中以不同程度的速度復甦。考慮到歐洲央行可能的寬鬆政策，我們偏好奢侈品、醫療保健和科技行業，因為它們具有長期增長的趨勢。

04. 歐洲股市

吳秀瓊
策略師

不確定性中的韌性。2024年第一季度歐洲實體展現出韌性，與此同時全球風險偏好提升，緩和了人們對通脹的擔憂，增強了人工智能（AI）相關題材帶動科技行業的動能。歐洲半導體、奢侈品及醫療股收益表現強勁，升幅領先市場。然而，歐洲的宏觀經濟指數卻表現衰弱，在2023年第四季度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。由於盈利收益率和債券債息的差額接近歷史最低位，股權風險溢價（ERP）繼續受到壓縮。除非債券盈利收益率出現重大下跌或盈利收益率出現巨額上升，否則歐股升勢的可持續性無法得到保障。

ERP（盈利收益率減去債券債息）進一步壓縮



在第四財報季中，絕對盈利同比下跌了12.2%，但整體結果超過市場平均預估盈利3.9%。然而，各板塊之間的盈利差距頗大。科技和金融板塊表現出盈利正增長並超越了預期，而通訊和主要消費品板塊卻意外出現負增長。許多公司的盈利前景遭到下調而不是上調，這顯示市場對持續性的經濟復甦不抱信心。2024年市場平均預估盈利升幅為3%，其中IT和能源板塊拖了後腿，然而從訂單量和穩定的石油價格來判斷，這兩個板塊的數據很可能會優於市場預期。

盈利連續六個月遭到下調



經濟長期疲弱。有跡象顯示，經濟將穩定在疲弱狀態下。一些指數顯示當前已是最差狀況，並不會進一步惡化。關鍵指數包括：採購經理指數(PMI)雖開始上升但仍處在50的擴張與收縮大關之下、信貸需求增加、銀行借貸狀況穩定，且能源價格穩定在每桶80美元左右。

歐元區的復甦呈現分歧。但是，歐元國家卻在經歷不同程度的復甦。在歐元區核心四國當中，西班牙經濟環比增長了0.6%，而緊隨其後的意大利經濟增長為0.2%。這一差異是由一系列利好推動形成的，比如旅遊業強勢回溫，勞工需求的增長提高了勞動參與率，製造、出口部門出現增長，以及支持性的財政政策。相比之下，德國的經濟產量縮減，勉強避免了衰退，而法國卻呈現了呆滯。德國的製造業部門增長緩慢，與其地緣政治挑戰、高投入成本和過去五到六個季度以來中國緩慢的經濟增長，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歐洲市場投資者的信心，也對歐洲各個方面的經濟表現造成了影響，包括貿易干擾問題、能源安全問題和地區一體化問題。這些不確定因素和風險對經濟增長和穩定構成了威脅，如下所述：

貿易：歐洲的貿易關係很容易受到諸如貿易爭端和貿易制裁等地緣政治緊張態勢的影響，導致歐洲商業體出口減少、成本增加，從而影響經濟增長。近年來，出口到美國的產品若是內含中國生產的零組件均受到影響，如汽車製造商、服裝製造商和太陽能製造商，都冒著產品擱置在美國港口或從美國港口召回的風險。

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，美國將可能對歐盟課征新的關稅報道顯露，特朗普可能征收 10% 的全面關稅，以反擊歐洲針對美國科技公司征收的數字服務稅。歐洲央行行長拉加德警告稱，特朗普再次參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化努力方面。

能源：歐洲對能源進口依賴嚴重，尤其是天然氣和石油。這使得它很容易受能源供應地區（比如中東和俄羅斯）的地緣政治緊張局勢影響，導致供應短缺和價格瘋漲。不過，歐洲正在通過能源渠道多元化和投資可再生能源及其效率積極解決能源安全隱患。

地區一體化：歐洲內的地緣政治緊張局勢，包括成員國之間的意見分歧和分裂運動，會對地區一體化的努力形成阻礙，使

旨在解決共同經濟挑戰的凝聚政策難以順利實施。一些倡議（比如歐洲委員會提出的電訊部門跨國合併建議）旨在促進地區凝聚力，但可能對國內的公司構成挑戰。

雖然宏觀經濟疲弱使我們對歐洲市場持消極態度，奢侈品、科技和醫療等一些部門仍具投資吸引力。這些行業以商業體遍佈全球作為最大優勢，從國際市場獲得收益，可望受惠於長期增長的趨勢。

值得留意的行業

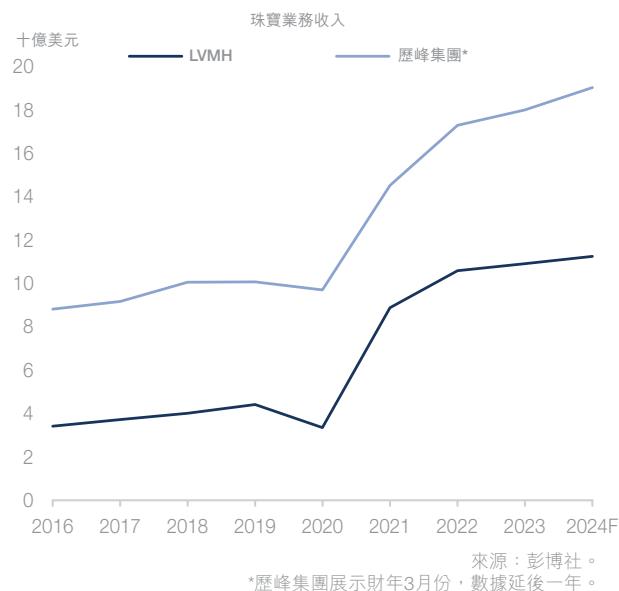
奢侈品—待重新定位。變動的經濟和政治格局對奢侈品行業形成了微妙的挑戰，尤其影響那些曾對奢侈品銷售貢獻巨大的中層買家。我們推崇那些與“低調奢華（Quiet Luxury）”主題聯繫在一起的名號，包括充分利用消費者不斷變化的思維方式保持優越盈利能力的品牌。我們在CIO據點重新定義奢華一文中進行過討論。在社會階層日益分化的背景下，微妙的富裕展示繼續受到正視和歡迎，這些品牌因而吸引了那些不受黏性通脹和債券債息上升時代影響的超級富豪。

在奢侈品銷售當中，目前珠寶銷售在一定程度上表現遜於皮革商品銷售。可是，正如歷峰集團(CFR SW)、LVM(MC FP)集團最近季度財報所顯露一些變化的跡象，顯示各珠寶品牌都將迎來非凡的表現。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，提高黃金產品和精致珠寶（以當代、易識別的設計為特色）的關注度。同時，珠寶行業還不約而同地提高了入門和中等價位產品的品質。

我們預測，這些舉措將使大眾對珠寶的感知更具包容性，使珠寶更好地融入當代生活方式，屆時珠寶將被視為一種日常飾品。傳統上，珠寶一直和高價位、且與鑽石和複雜的設計聯繫在一起，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，珠寶將日益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。

珠寶銷售是增長貢獻因素



醫療保健—GLP-1（胰高血糖素樣肽-1）實現盈利。醫藥領域具備巨大的上升潛能。GLP-1藥物以人體內蛋白質胰高血糖素樣肽-1(GLP-1)為靶點。在 2021 年，一種GLP-1藥物在68周的時間內使人體減重 15%，藥效極佳，使得這種藥品受到人們的關注。GLP-1藥物起初為輔助2型糖尿病病人控制血糖水平而研製，現獲得了廣泛認可，收獲主流媒體和社交媒體“重磅減肥藥”的綽號。

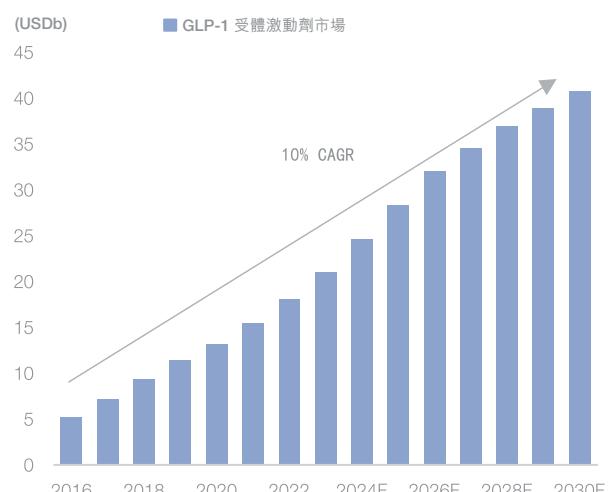
但是，GLP-1藥物的意義已不單單是減肥。2023年8月份，醫療數據揭露GLP-1藥物有減低心肌梗塞、中風發病率以及減少心臟病致死率20%的潛在作用，對此類藥物有重大意義。此外，在2023年10月份，臨床試驗也取得了積極進展，顯示使用 GLP-1藥物或能治療慢性腎病。有了這些積極進展，根據目前的統計數據，我們預測GLP-1藥物的使用者基數或會增長 27%，在2024年達到12億人。

全世界範圍內的醫藥公司正積極投入研發，搶佔未開辟的GLP-1藥物相關市場的主導權。我們預測，美國食品藥品管理局的批准和有利的臨床試驗結果將大力提振以GLP-1藥物為主要產品的醫藥公司的股票價格。預計在2024年，美國食品藥品管理局將批准GLP-1藥物用於心血管疾病的治療，關於其用於治療慢性腎病方面的積

極臨床數據也將發佈。

對於成功研製和推廣GLP-1藥物的歐洲製藥公司來說，這是一個重大的機遇。通過此舉，這些公司能夠築牢他們在糖尿病治療產業中的地位，促進提升市場份額，提高其在醫療行業和患者中的品牌認可度和信任度。這一推出創新性治療方法和擴大市場覆蓋率的策略性舉措將能夠激發收益增長。

增長中的全球GLP-1藥物市場



來源：沙利文公司、星展銀行



科技——眾目聚焦極紫外光刻。在歐洲科技領域，EUV（極紫外光）是最受重視的行業之一。作為一項先進的光刻技術，極紫外光刻對於半導體行業至關重要，是半導體製造的關鍵一環。只有極紫外光刻技術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。利用極紫外光刻技術，半導體製造商可以生產出晶體管密度更高、性能更好的芯片，同時減低功耗。有了這項技術，才可以研發出更先進的處理器、記憶芯片和其他集成電路等下一代電子設備。最後，極紫外光刻部門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歐洲製造商的關鍵客戶，我們仍然預測極紫外光刻部門將保持強勁的收益增長。這些客戶實行了各種策略性措施回避制裁，包括發掘其在全球的影響力、拓展多元化的合作伙伴關係、確保依法合規，並聯合利益相關者捍衛自己的利益。歐洲科技公司也積極聯合歐洲各個政府和監管機構，擁護保障這些公司商業利益、避免其受到美國制裁境外影響的政策。這些舉動大多是外交努力，旨在解決與美國實行的貿易和投資限制有關的問題。

此外，這些公司優先研發和銷售不受美國制裁影響的技術產品，避免與美國監管的潛在衝突。通過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，潛

在減少了對受美國制裁影響的技術的依賴性。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。

火熱的訂單延伸至2025年



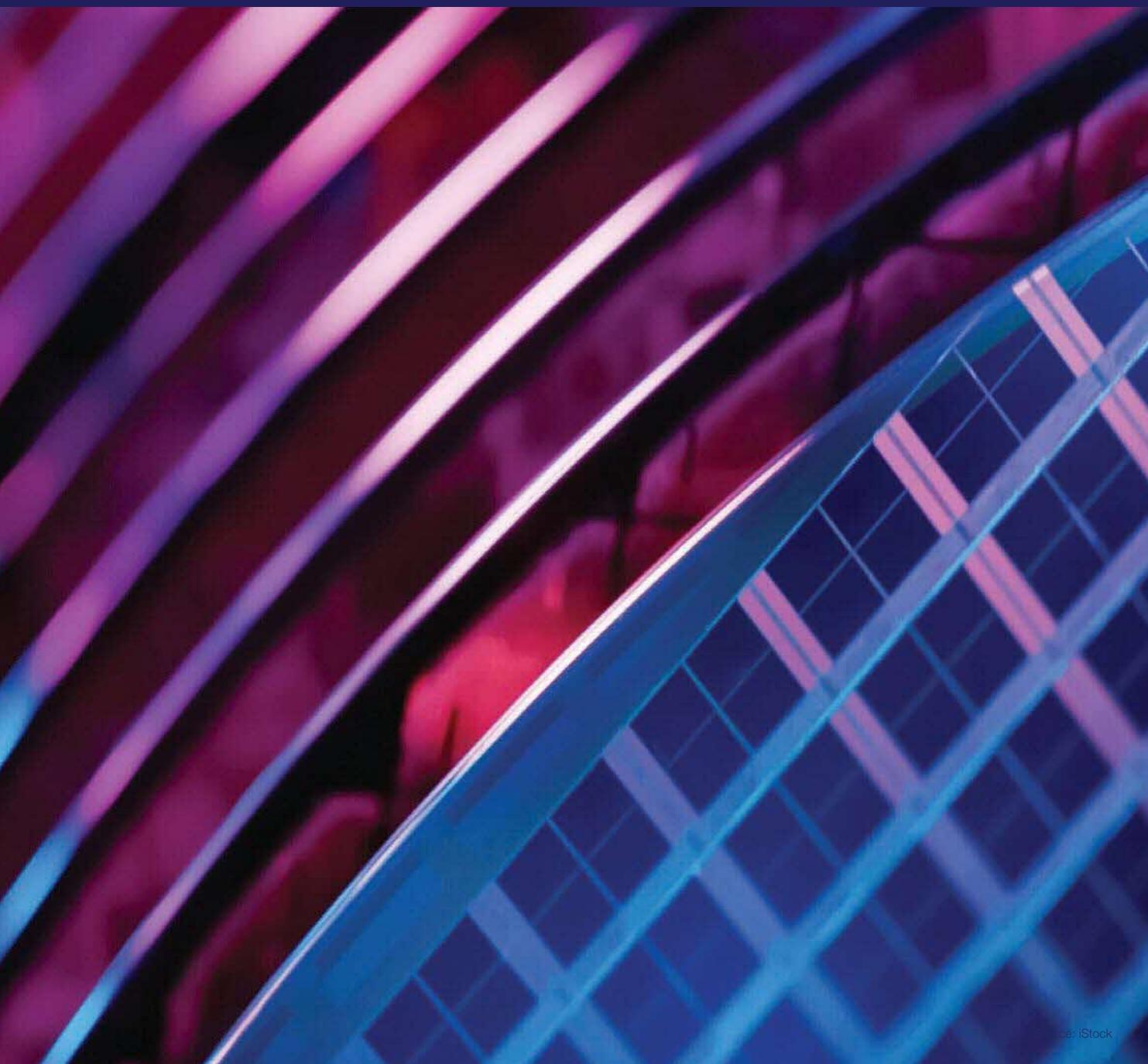
來源：彭博社。以愛思摩爾公司數據作為代表。

銀行行業-前景多空參雜。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，銀行收益平均比去年下跌11%。進入2024年，利率持續走高，大部分歐洲經濟體依然處於疲弱狀態，出現了融資成本升高、貸款增長遲緩等挑戰。因此，從淨利息收益率的角度來考慮，我們對銀行業的前景仍需保持謹慎態度。銀行業的成本準備金仍存在風險。在本季度，成本準備金包括訴訟和商業地產風險方面的準備金有待增加提撥。我們預測各銀行的存款保證金和資產質量將面臨更大的壓力。

日本 芯片復興

日本股市
2Q24

日本的經濟勢頭有所回升，預計第二季度將繼續保持。日本各銀行將受惠於日本央行的利率正常化，而半導體行業將因基礎設施的不斷增加和製造業專業知識的不斷深化而迎來新機遇。



05.

日本股市

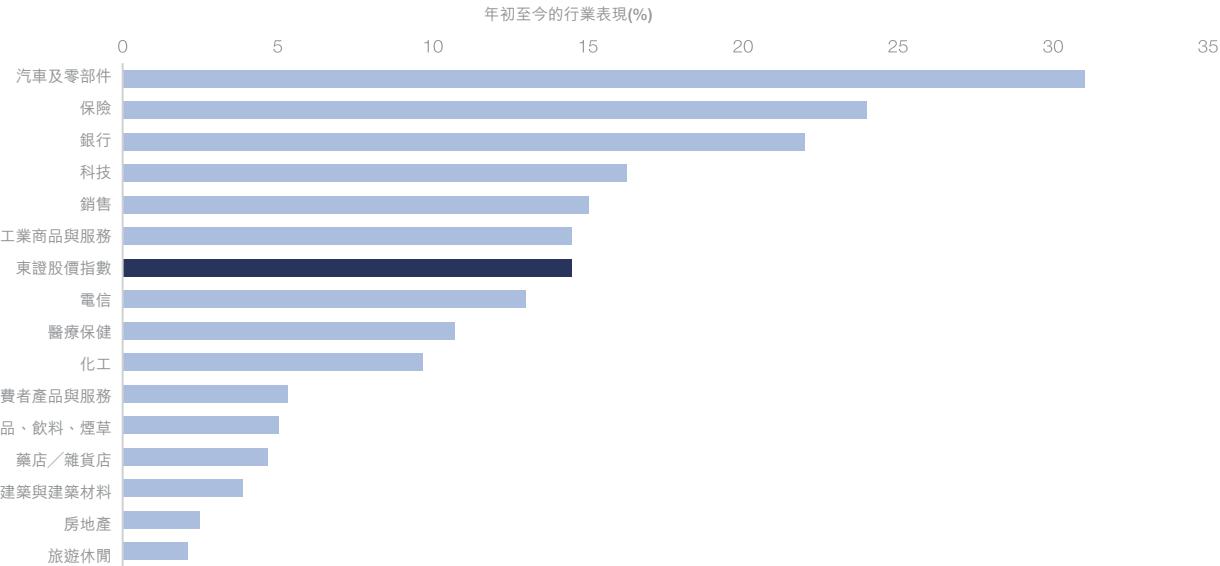
吳琇瓊
策略師

勢頭正在增加。2024年第一季度，隨著全球風險偏好提高，日本東證股價指數重拾上行軌跡，提振了日本股市。日本央行在2023年12月會議時決定推遲政策正常化和日圓貶值讓股票投資者鬆了一口氣，他們一直擔心貨幣政策轉變產生的潛在影響。儘管面臨經濟挑戰，但日本首相岸田文雄的結構性改革舉措還是引起了投資者的積極關注，掩蓋了社會對該國經濟疲弱的擔憂。外國投資者重新進入日本股市，尤其是在中國股市依然存在諸多不確定之際（雖然中國股票估值相對較低）。此外，全球半導體股的上升振興了日本的相關科技、工業和化學板塊。值得注意的是，日本東證股價指數成為第一季度表現最好的指數，以日圓計算的回報率為18.9%，以

面向全球開放的行業才是贏家

美元計算的回報率為10.7%。

向全球開放的益處。就各個行業而言，與以國內市場為導向的行業相比，那些盈利有很大部份來自海外的行業表現相對強勁。值得注意的是，汽車、電子電氣和機械等行業的表現在眾多行業中脫穎而出，這些行業在日本經濟具有舉足輕重的地位。儘管金融股預計將受惠於利率制度的變化，活絡的金融市場也令各大銀行享受手續費收入，獲取可觀的利潤。然而，公司必須熟練地應對各種挑戰（包括材料和勞動力成本的上升以及國內和中國的消費疲弱），未來才能以強勁的盈利能力來提高股價。



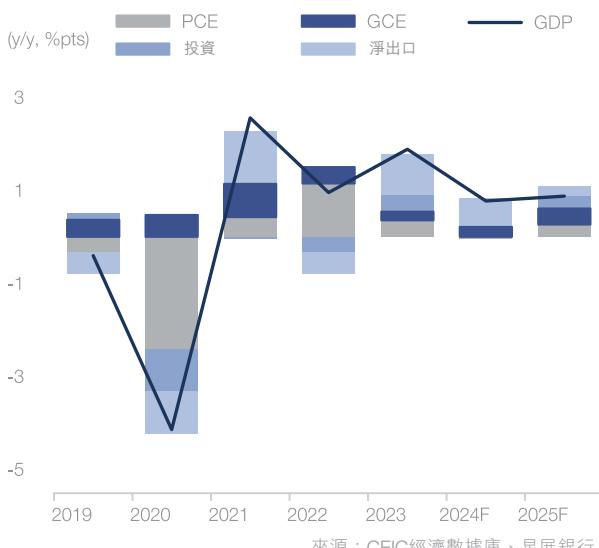
來源：倫交所、星展銀行

2023年第四季度出現技術性衰退，2024年增長放緩。

10月至12月期間，日本的國內生產總值(GDP)繼上一季度下降3.3%後意外下降了0.4%（按年化率計算），導致該國陷入衰退，失去世界第三大經濟體的地位。儘管隨後對這一數字進行了上調修訂，勉強避免了技術性衰退，但佔據經濟活動一半以上的私人消費卻連續兩個季度出現收縮。由於通脹上升超過工資增長，導致實際工資下降，限制了消費者的購買力，抑制了整體消費。此外，日本人口老齡化讓消費模式面臨長期挑戰。2023年人口進一步減少，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。

出口復甦跡象。展望未來，隨著邊境開放給旅遊業帶來的短暫利益消退，預計日本今年的GDP增長將繼續保持低迷。然而，由於對人工智能(AI)相關技術的需求日益增長（特別是電子芯片、零部件以及設備方面），有跡象顯示出口可能出現復甦。走弱的日圓預計將繼續支撐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年底才能體現出來，但由於對未來增長機會的預期，預計私人投資將會有所回升。

日本GDP增長細目



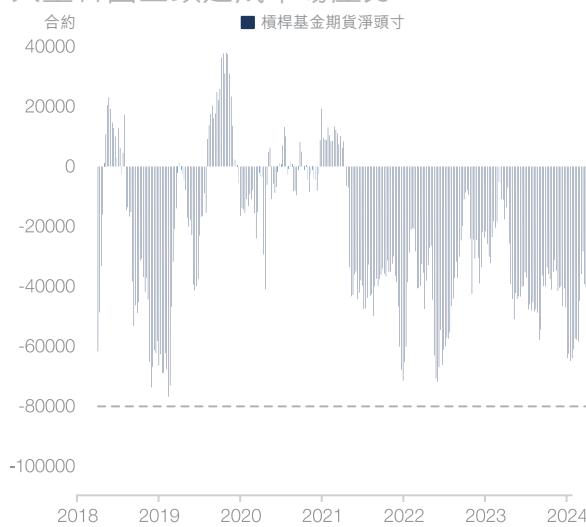
我們預期日本市場將在未來幾個月面臨多個挑戰，包括：

1. 日本央行的新時代

日本央行已著手實施利率正常化政策，終止了負利率政策並取消了收益率曲線控制政策。日本央行還將限制不同債息期限的債券購買上限，並停止購買東證 ETF 和房地產投資信托基金。我們認為，這是日本央行自信的體現，標誌著日本通縮時代的結束，同時迎來穩定經濟增長以及通脹的回歸。儘管如此，日本央行行長表示，將保持寬鬆的金融狀況，鑑於經濟復甦仍處於脆弱階段，因此這並非緊縮週期的開始。

我們認為，鑑於日本企業的負債較低且現金流充足，結束負利率對其來說是一件好事，因為持有大量現金將不再成為其收入的拖累。然而，隨著通脹以及工資的上升，企業可能不得不更加努力地使用這些現金。路透短觀的一項調查顯示，2/5 的受訪企業表示其希望在本財年增加資本支出並期望進一步加息。加上工資上升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，從而使整個銀行業受惠。但在此之前，非金融企業將不得不在國內需求萎縮的情況下，努力應對成本上升的問題。

大量日圓空頭造成市場壓力



來源：彭博社, 星展銀行

2. 日圓套利交易處於高位

日本股市投資者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。日圓套利交易是一種借入日圓進行投資以獲取更高回報的流行交易策略。由於大量的市場頭寸，這些交易的平倉可能會特別不穩定。

自日本央行在3月19日的政策會議上宣佈逆轉負利率後，只有少數人預計會再次加息，因此美元/日圓匯率一直穩固在150左右。鑑於工資大幅上升、股市走強、生產率增長不斷提高且貸款增長達到數十年來的新高，我們對日本央行利率將保持溫和走勢這一市場假設有所質疑。如果日本央行在加息後釋放出不那麼溫和的信號，預計日本國債債息將上升，日圓將迎來反彈。

與此同時，由於外國投資者的湧入，日經指數已超過1989年泡沫時代的高位。投資者突然回補日圓空單的過程也可能加大市場的波動。在BOJ貨幣政策會議前後，最好謹慎行事，因為投資者有理由盈利了結，特別是受惠弱勢日圓的行業。

3. 聯儲局政策

聯儲局政策無疑會影響日圓走勢，主要是由於美國和日本債券之間的利率差，歷史上該息差曾提振美元，削弱日圓。目前市場預期顯示聯儲局將減息4-6次，鑑於市場普遍預計聯儲局減息將引起美元走弱，日圓或會出現波動。然而，日本央行政策的不確定性，加上數據顯示美國經濟復甦，與日本疲弱的經濟前景形成鮮明對比，這又使得情況進一步複雜化。儘管存在這些因素，但必須要指出的是，以美元疲弱而日圓穩固作為基礎的這一假設可能並不謹慎。

4. 美國總統選舉

民意調查顯示，即將於11月份舉行的美國總統大選預計將是民主黨現任總統喬·拜登(Joe Biden)與前任共和黨總統唐納德·特朗普(Donald Trump)之間一場勢均力敵的再戰。

如果是拜登連任，我們預計將繼續保持廣泛的政策一致性，以加強聯盟為重點，協同努力共同面對全球挑戰。

日本和美國都是技術和創新方面的著名佼佼者。兩國在人工智能、5G技術、網絡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，特朗普對中國的態度預計將更加單邊化和更具交易性，不太重視獲得國際支持。這種立場可能會對在他執政期間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. 中國內地經濟復甦

日本與中國內地保持著緊密的經濟聯繫，但大多數日本企業對中國內地的經濟前景普遍持悲觀態度。主要是對中國內地經濟長期放緩的前景感到擔憂。近年來，中國內地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內地市場對日本產品和服務的需求，給日本企業帶來了挑戰。

為了應對這些挑戰，日本企業正在積極調整策略，以應對中國內地經濟放緩的局面。他們正在採取積極主動的適應性方

法，其特點是市場多元化、創新優先、優化供應鏈、建立戰略合作伙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減低風險並捉住增長機會。

策略

保持中立態度。在不確定性持續存在的情況下，我們繼續對日本保持中立態度，認識到這些因素可能會繼續影響風險偏好和企業投資決策，從而抑制日本增長前景出現意外上行的可能性。

雖然我們認可日本央行潛在政策變化和日圓走強帶來的挑戰，但我們預計這不會破壞積極趨勢。然而，鑑於估值升高，我們的注意力轉向受政府刺激措施和人工智能長期趨勢支撐的行業。值得注意的是，從市賬率來看，銀行股似乎被低估了，而半導體行業的復甦得益於政府的大力支持。

主要銀行的前景看好。我們對日本主要銀行業的前景看好。三大主要銀行的價值繼續被低估，交易市賬率在0.7至0.9倍之間。五家主要銀行拔備前的綜合收入淨利

潤同比強勁增長14%。由於與國內外大公司存在交易，手續費和傭金收入持續上升。

此外，甚至在日本央行可能調整負利率政策之前，銀行業內部就已經出現了手續費收入的利潤增長證據。我們預計，銀行建立的富有彈性的業務結構將繼續支撐其股價。這些結構已準備好利用宏觀經濟形勢的積極變化，包括日本央行採取措施後可能出現的加息。



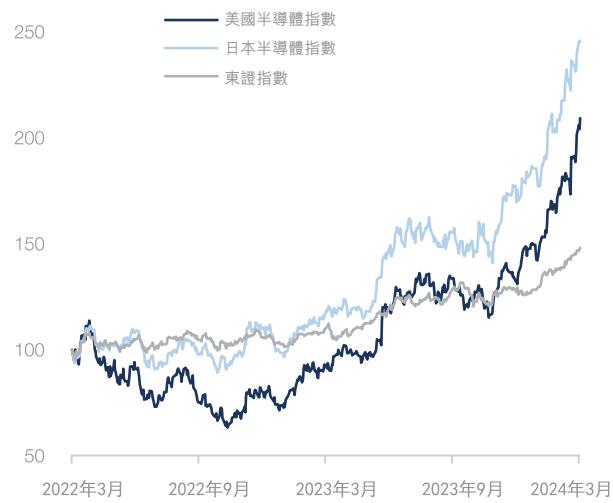
日本半導體行業重新煥發活力。台積電在九州設立首家日本工廠，這個關鍵時刻標志著日本努力振興其半導體製造業，並確立其在該領域的重要全球參與者地位。台積電進入日本帶動了整個行業的投資，預計到2027年將把日本在全球半導體製造業中的份額提升至3%。台積電與索尼和豐田等日本巨頭的合作旨在加強日本對電子、汽車和國防等各個領域至關重要的芯片的獲取。

最大的半導體材料製造商。我們預計日本已強大的芯片基礎設施會產生連鎖反應。日本在生產尖端芯片必需的工具和材料方面擁有卓越的能力，其供應商往往在其專業領域處於行業領先地位。值得注意的是，東京電子主導著(TEL)EUV光刻設備市場，而日本企業JEOL和NuFlare在全球掩模製造領域佔據著重要份額。日本是全球最大的半導體材料製造國，在光掩模、光刻膠和硅片等關鍵材料方面佔據著超過50%的份額。

打造國內半導體領先地位。日本正在積極促進其半導體行業的發展，振興東北九州的半導體中心，並且正在北海道建立一個新的半導體中心。九州通常被稱為“硅島”，是日本主要半導體製造廠的所在地。東北地區（包括仙台和福島周邊地區）擁有SUMCO和Shin-Etsu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。日本更廣闊的願景包括通過由行業資深人士領導的Rapidus等舉措，並與像IBM和歐洲IMEC等全球領軍者

合作，從而打造國內領先地位。這一舉措旨在從2027年開始在北海道實現尖端芯片的大規模生產。

日本半導體行業增速超過美國





緩慢而 穩定

亞洲（日本除外）
股市
2Q24

現有的不利因素已很大程度反映在股價上。亞洲（日本除外）股票的估值折讓較大。我們預期將出現積極的催化劑會讓市場情緒好轉。

06. 亞洲（日本除外）股市

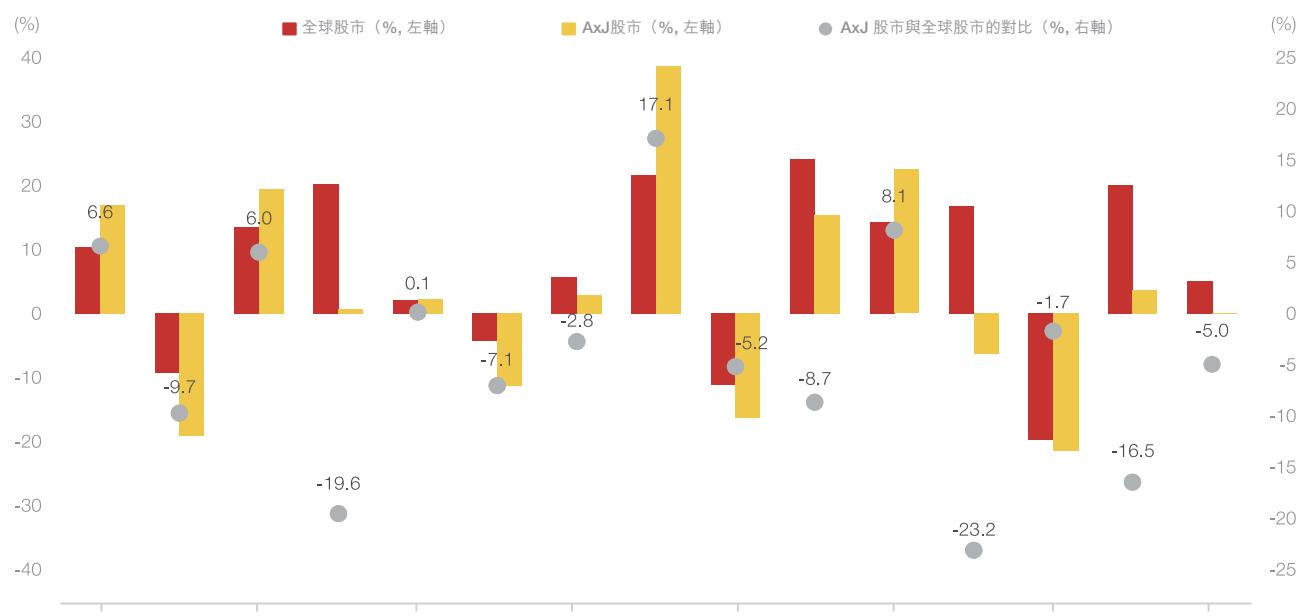
楊政齡
星展集團投資總監（北亞區）

吳琇瓊
策略師

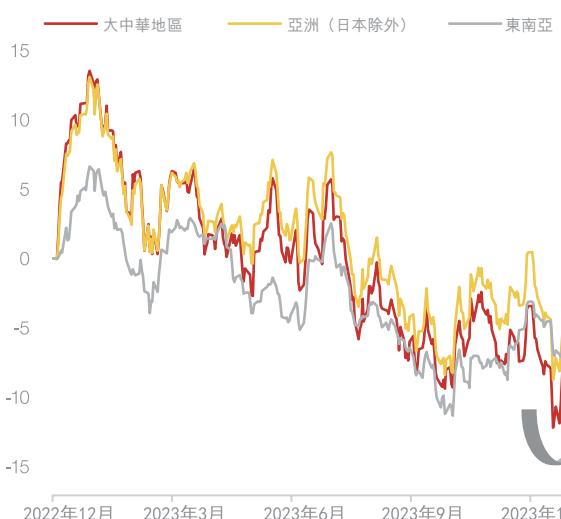
與我們的預期相反，由於通貨緊縮、消費放緩、房地產供應過剩以及全球投資者持續採取低配置，AxJ股市在2024年伊始出現疲弱。

中國內地在過去十年表現欠佳。2012年、2017年和2020年，中國內地股市的優異表現提高了AxJ股市的整體回報。除此之外，在過去十年的大部分時間裏，AxJ股市的表現都不如全球股市。在2021年至2023年期間，由於持續的不利因素，該地區連續三年表現低於全球同行。這些不利因素包括市場對中國內地經濟在溫和政策措施下復甦的擔憂、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。

比較AxJ和全球股市的回報



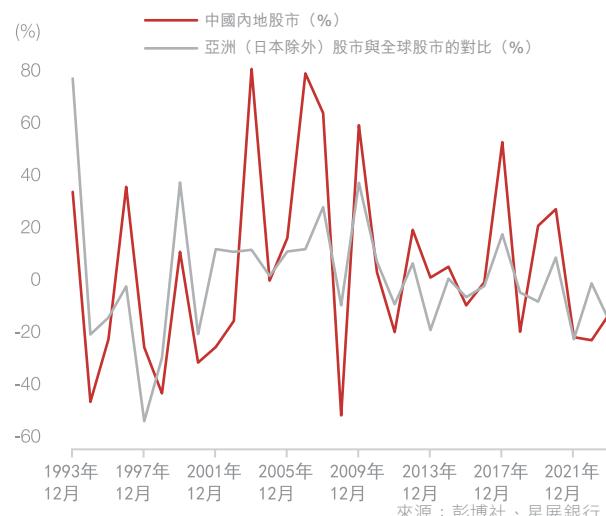
近幾個月AxJ股市表現不佳



來源：彭博社、星展銀行

上一次MSCI中國內地指數出現連續三年下跌（2000-2002年），隨後強勁的反彈幅度超過80%。當前的大幅折價、極低的估值以及投資者輕倉配置，為中國內地政府加大政策支持最終扭轉經濟形勢時的股市反彈奠定了基礎。屆時，該地區表現不佳的局面有望得到逆轉。

中國內地股市的反彈增強了AxJ股市的表現



東南亞-財政刺激效果。東南亞(SEA)國家預計將在2024年推出財政刺激措施，扭轉疫情後的財政緊縮局面。值得注意的是，根據歷史數據，從中長期來看，政府推動的支持性措施對企業盈利大有裨益。然而，在實施財政刺激措施時，東南亞國家需要盡力在重振經濟增長、抑制通脹和管理債務水平之間取得平衡。

自疫情開始以來，隨著東南亞啟動了一系列財政刺激措施來穩定國內經濟，該地區的公共債務出現了前所未有的激增。隨著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越來越重，加劇了當前情況。隨著利率預計將從當前水平回落，這些國家的政府可能會鬆一口氣，能夠將其資金用於更具生產性的支出。

中國內地

採取促增長措施對抗通縮壓力。中國內地的通縮壓力阻礙了市場發展，GDP平減指數連續三個季度處於負值，這是自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。通貨緊縮不僅影響了企業盈利，還因實際利率上升而導致股市評級下調。

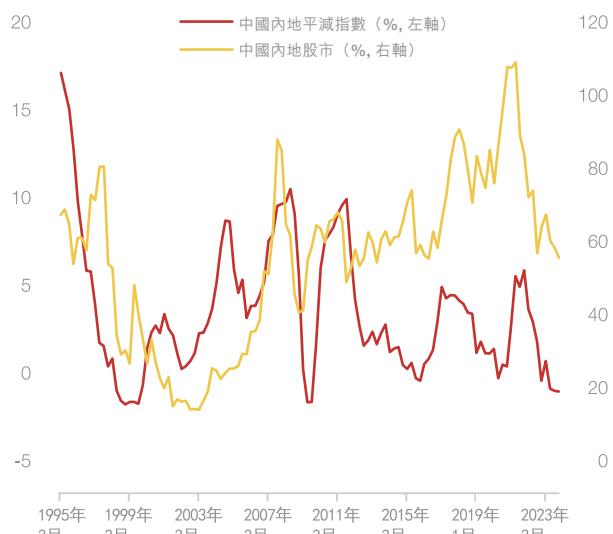
然而，中國內地也並非第一次面對通貨緊縮挑戰。在亞洲金融危機（1997-1998年）、中國內地股市拋售（2015年年中）、全球金融危機（2008-2009年）以及新冠疫情（2020年）期間皆有所出現。

歷史數據顯示，通貨緊縮平均持續三個季度，最長持續時間為七個季度。在之前的通貨緊縮中，隨著通貨再膨脹措施的成功，中國內地的經濟增長最終逆轉了局面。最近的物價下降凸顯出需要政府的額

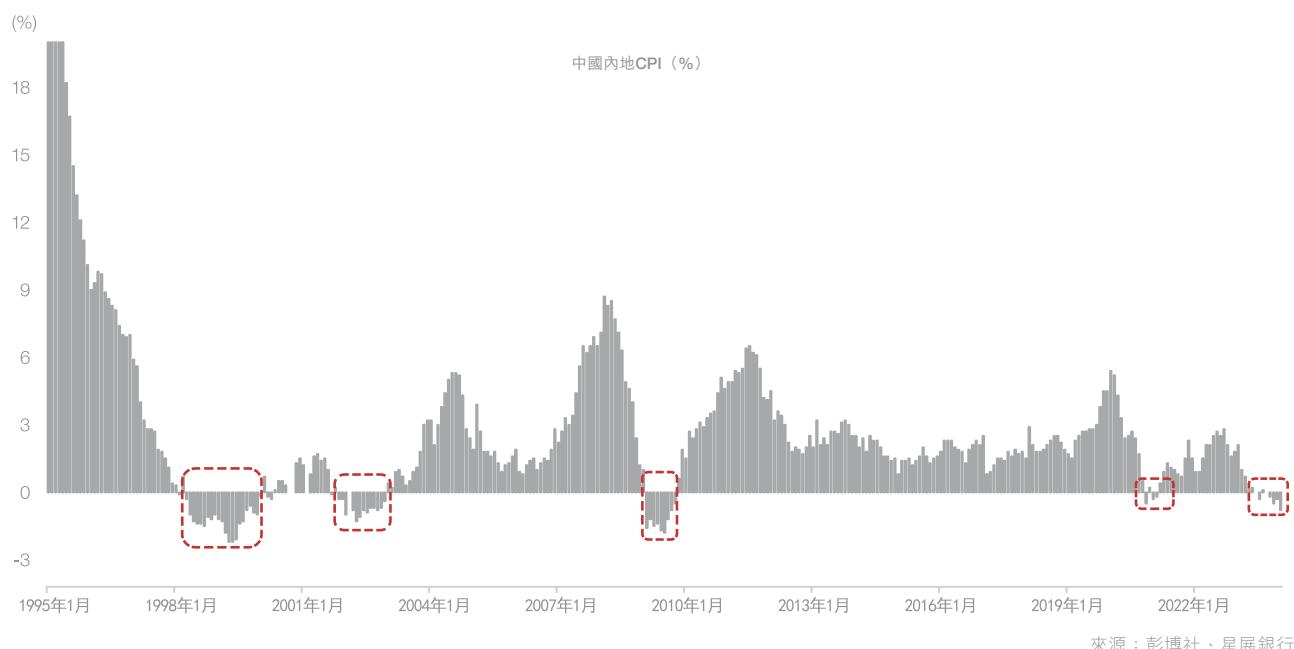
外支持來振興經濟並恢復消費者信心。中國內地的市場表現與平減指數數據密切相關。因此，GDP平減指數是確定市場何時觸底的領先指數。

實施促增長措施預計將恢復GDP平減指數的增長，這將有助於提振市場情緒。鑑於去年市場基數較低，再加上逐漸復甦的國內消費，我們預計物價指數將逐步走出通縮。

更強勁的通貨再膨脹措施可能支撐股市表現



之前四次CPI負增長平均持續了三個季度



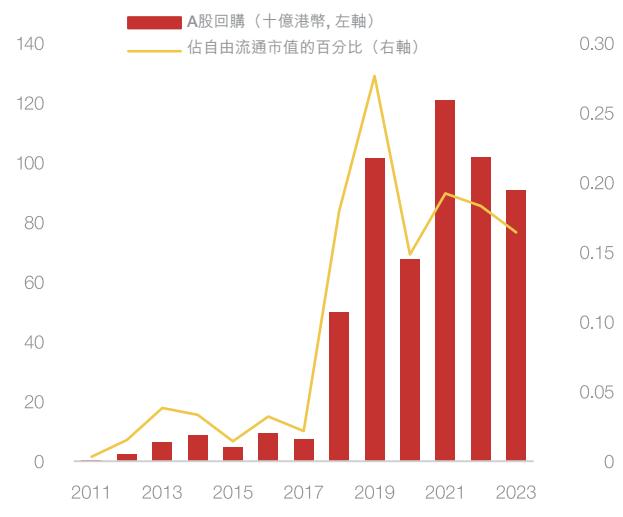
PPI通脹與產業利潤密切相關。此前的PPI數據與利潤增長勢頭同步變化。隨著PPI有望在2024年下半年恢復勢頭，其應會推動中國股市的盈利上調並支持估值擴張。

中國香港增加股票回購支持市場。中國香港宣佈的回購數量一直在增加，於2023年底達到最高水平。據觀察，每當中國香港指數觸底，港企就會宣佈增加回購。可以推測，越來越多的公司會開始通過股票回購來支撐其股價。事實上，他們在2023年的回購支出達到了1,250億港幣的歷史新高。

PPI與企業盈利密切相關



為支持市場在中國香港和上海交易所進行的股票回購



大量的股票回購可能反映出越來越多的公司認為其股票被低估，他們擁有穩健的資產負債表並期望未來能進行有效的重估。這顯示這些公司對其前景充滿信心，這反過來有助於提振投資者情緒，為股價奠定基礎。

為了使其資本市場與全球標準接軌，更好地反映上市實體的真實價值，中國內地政府出台了一些政策舉措，如將國有企業的市值管理作為上市公司的關鍵績效考核指數。

政府舉措為中國內地帶來上行空間。在中國內地，消費放緩和房地產行業面臨的長期問題繼續帶來悲觀的市場情緒。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內地股市與全球同行之間的市場回報分化。

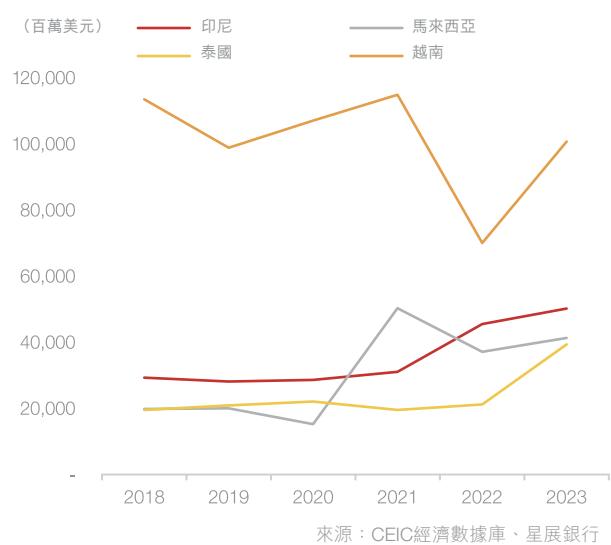
為了提振萎靡的資本市場，重塑投資者對資本市場的信心，重新激發投資者的參與度，中國內地政府推出了一系列的政策舉措。我們預計當局會採取更多措施來重振房地產行業，尤其是要確保停工項目的完工以及仍在建設中的預售新房的交付。這將有助於防止整體經濟的進一步下滑。

南亞：東盟與印度

美元價值是東盟市場的關鍵決定因素。影響東盟市場的主要因素仍是美元，外匯在股票表現中發揮著至關重要的作用。美元貶值是該地區表現提升的必要條件。美元貶值或會在今年成為現實，尤其是在聯儲局考慮下半年減息之際。相反，任何美元重新走強的跡象都可能讓東盟市場面臨挑戰。

話雖如此，但國內市場中特定行業的動態有望推動Alpha收益的產生。各個領域都充滿著潛在機會：印尼的銀行和電信公司、泰國的旅遊和工業地產、新加坡的房地產投資信托基金和銀行以及馬來西亞的建築業。此外，由於其指數可能被納入全球基準，越南市場可能會經歷重新評級。

“中國內地+1”多元化推動更多外商直接投資流向東盟





東盟和印度的亮點

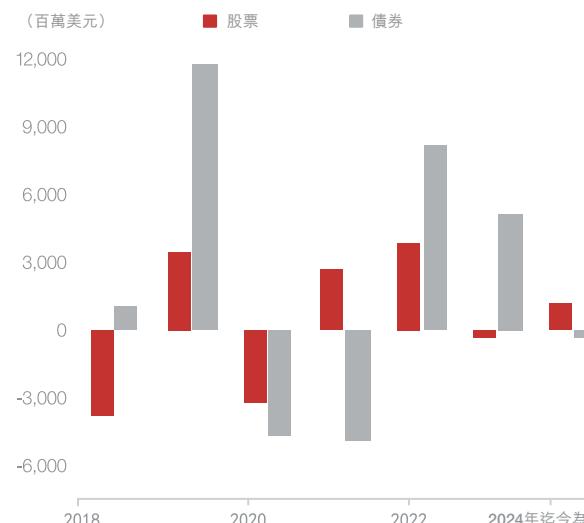
印尼：2月中旬總統大選之後，印尼市場反響積極。在大盤股中，銀行和電信公司2月份表現良好，業績強勁，指引穩健。在政治領導層面，在10月的就職典禮前，我們相信Joko Widodo 總統將繼續執行現有的經濟支持政策，包括首都項目(IKN)、社會援助計劃以及礦產資源的下游化政策。也就是說，即使就職後，我們仍期望新總統能繼續執行 Widodo 發起的計劃。

新加坡：由於聯儲局加息預期調整以及美國辦公機構因持續估值挑戰而暫停單位分配，新加坡房地產投資信托基金經歷了下滑。我們看好銷售和酒店業房地產投資信託基金，這兩個行業將從“斯威夫特經濟學”（這一術語描述了流行歌星Taylor Swift在各國表演時對當地經濟的推動）和即將到來的一系列大型會展（會議、獎勵旅遊、大型企業會議和活動展覽）活動中收益。於此同時，新加坡銀行在強勁的盈利中繼續支付豐厚的股息。

馬來西亞：人們對馬來西亞突出的國家級主題展現出濃厚的興趣，例如政府的刺激措施、向可再生能源的轉變以及柔佛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激勵。建築股成為這些發展的主要受惠者。

泰國：由於經濟疲弱以及數字錢包計劃等財政刺激措施的延遲，新政府面臨各種挑

每年流入印尼的資金



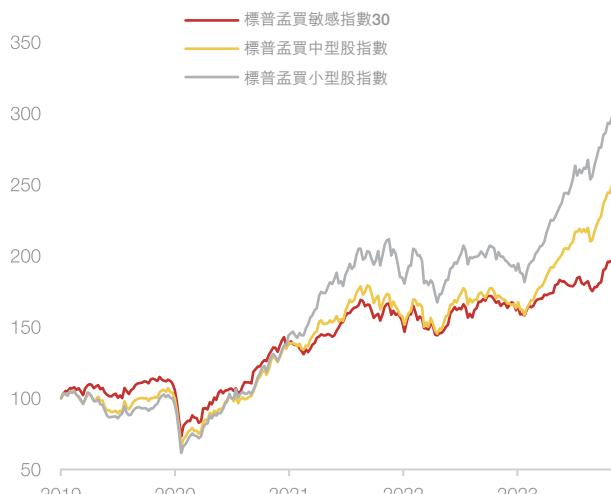
來源：彭博社、星展銀行

戰，因此對泰國的投資情緒仍然低迷。但是，我們預計外商直接投資的申請和旅遊業將逐漸復甦，同時政治分歧將逐步得到解決，這將推動該國今年邁向更加穩定的增長軌跡。

越南：過去五年，越南已成為東盟增長最快的市場之一，隨著企業採取“中國+1”等戰略，地緣政治緊張局勢下的供應鏈轉移顯著受惠。自2017年以來，年複合增長率為7.1%，2022年人均GDP突破4000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，全國僅38%的人口居住在城市地區。因此，政府致力於基礎設施投資，以推動城市化率和人均GDP增長。我們預計市場可能會進行重新評級，特別是考慮到越南指數可能在今年內被納入全球基準。

印度：迄今為止，印度經濟已展現出非凡的韌性，並有望在來年保持強勁表現。此外，盈利預測繼續超出預期，預計未來12個月將增長14%，考慮到印度超過8%的強勁GDP升幅，我們認為這一預期是可實現的。為了應對估值的上升，同時利用有吸引力的增長前景，我們建議考慮投資中小型基金。這些基金尤其吸引流動資產充足的國內投資者。此外，最近對此類基金的監管警告預計將促進加強風險管理措施。

印度中小型股的表現



總體而言，預計AxJ企業2024年的盈利增長將超過15%，顯著優於全球市場，標志著較上年大幅復甦。在北亞、韓國和中國台灣地區，由於半導體需求的復甦，盈利預計將增長15-25%。與此同時，中國企業預計將實現百分之十幾的盈利增長。

該地區4.7%的強勁GDP增長預測以及出口觸底的情況都對這一預期提供了支撐。在此背景下，以印度、菲律賓、印尼和中國為首的亞洲將保持遠高於全球平均水平的GDP增速。隨著盈利持續改善以及復甦之路變得更加清晰，將促使繼續擴大AxJ公司的估值倍數。

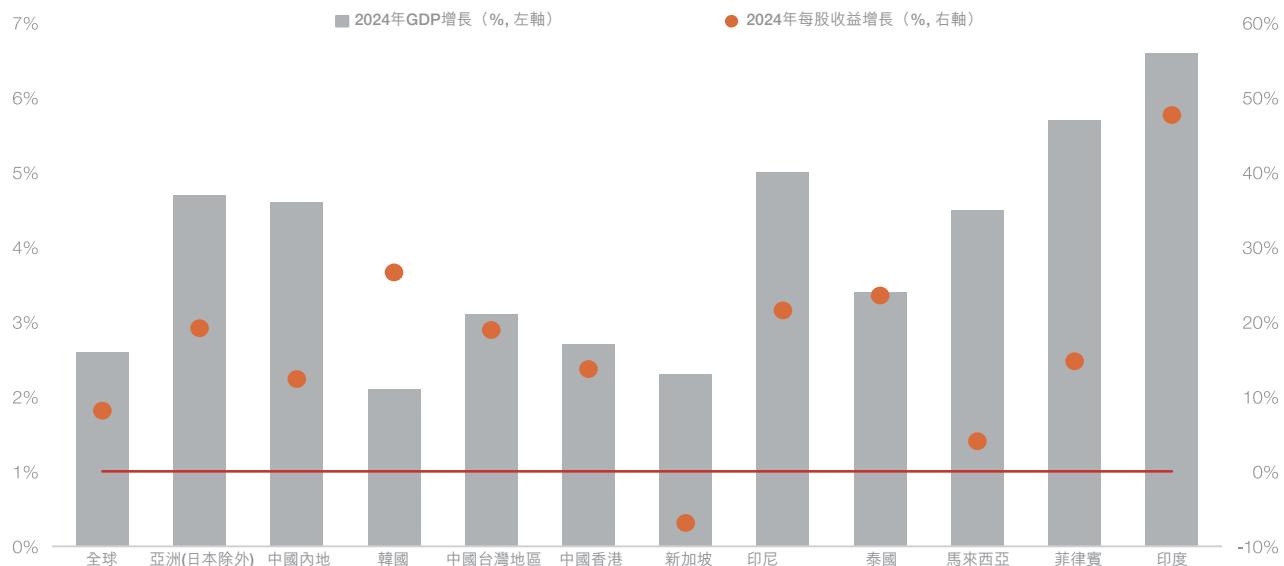
投資者很大程度上已在股價中體現出該地區的現有不利因素。在11-12倍的預測市盈率下，AxJ地區的交易估值與歷史平均值和全球平均值相比大幅減低。因此，任何積極催化劑的出現都有可能降低下行風險，導致投資方向的轉變。

以GDP平減指數觸底為背景，在投資者對優質增長的偏好推動下，轉向AxJ股市是今年值得關注的一個趨勢。催化劑包括：

1. 股票回購及其對市場信心的影響
2. 聯儲局減息壓低無風險利率並重振投資者的風險偏好

3. 估值較全球同行大幅減低
4. 可能提前實施財政刺激措施
5. 連續三年表現不佳後預期減低

穩步增長的亞洲GDP，可持續的每股收益前景

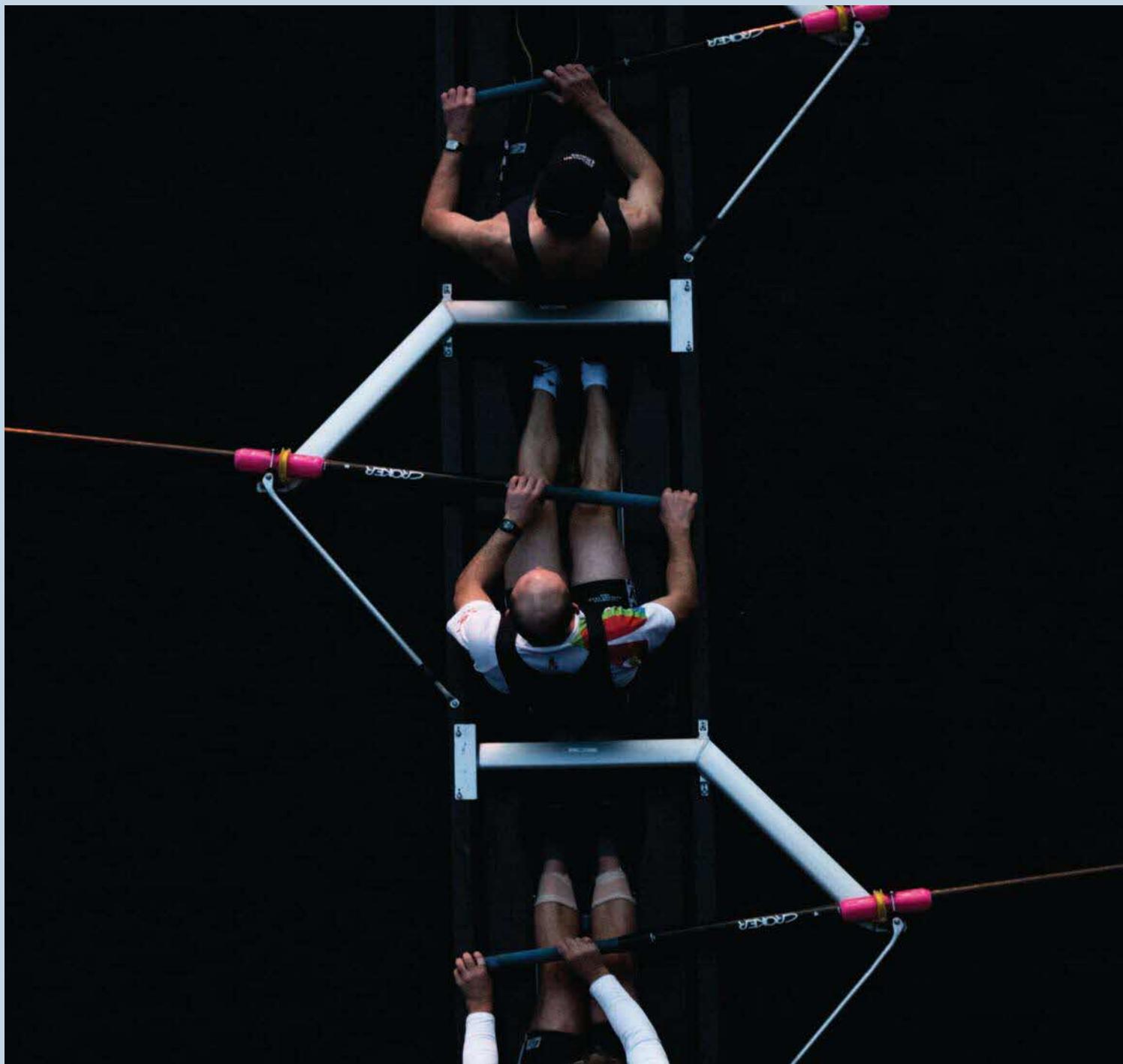


來源：彭博社、星展銀行

市場韌性存在 細微差別

全球利率
2Q24

已做好軟著陸的準備。經濟增長放緩以及溫和的通脹將導致G3利率走低，使債息曲線陡峭化。亞洲利率將保持穩定，因為各國央行正在等待聯儲局給出更為明確的信號。



07. 全球利率

廖裕銘
策略師

今年年初以來，G3經濟體之間不同程度的韌性使DM市場債息持續走高。在美國，市場參與者正努力為合適的聯儲局路徑定價。鑑於聯儲局12月貨幣政策轉變與數據（薪酬和通脹）意外上行的情況，2年期債息可能會出現很大波動。在1月份最鴿派的時期，市場定價為聯儲局今年將有六次以上的減息。在數據表現強勁的情況下，對寬鬆政策的押注有所減少，市場預計到2025年將有六次減息，與12月份聯儲局的點陣圖一致。在歐元區，隨著下半年經濟進入停滯期，對經濟增長的擔憂更加明顯。通脹問題似乎有所緩和，而經濟增長乏力，市場上出現了歐洲央行將比聯儲局更早減息的猜測。最後，日本經濟在2023年下半年進入衰退期。不過，我們不會對GDP數據給予太大權重，仍然認為日本央行有可能進一步重歸正常化。

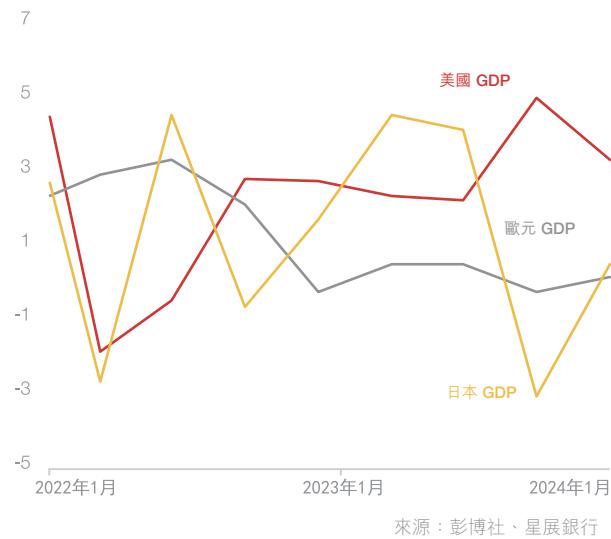
從通脹的角度看，美國可能面臨價格黏性壓力。全年通脹率接近3%，核心PCE平減指數在2023年的最後幾個月按三個月的年化計算約為2%。市場希望重燃，認為隨著物價目標的實現，即使勞動力市場保持強勁，聯儲局也有重新調低利率的空間。然而，1月份的數據出現了變化。服務業通脹與核心通脹一起回升。再加上強

勁的勞動力市場，情況似乎更類似於“不著陸”的情景。與此同時，儘管日本央行是成熟市場經濟體中最鴿派的央行，但日本的通脹預期顯示出對該問題相當擔憂。短期利率仍為負值，即使在債息控制曲線（YCC）的上限轉為參考利率，10年期債息也沒有突破1%。由於1月份CPI意外走高，市場可能會擔心日本央行滯後於市場。

G3債息從2023年底/2024年初的低迷水平回升，使定價變得更加合理，不再維持過低水平。展望未來，全球經濟前景仍不明確。過去兩年，市場定價曾多次在極端樂觀和悲觀之間搖擺不定。在前景並不明確的情況下，我們仍然堅持軟著陸（增長放緩、通脹更加溫和）的觀點，認為年內利率將普遍減低，DM曲線會變得陡峭。

以下四張圖表可以說明這一點

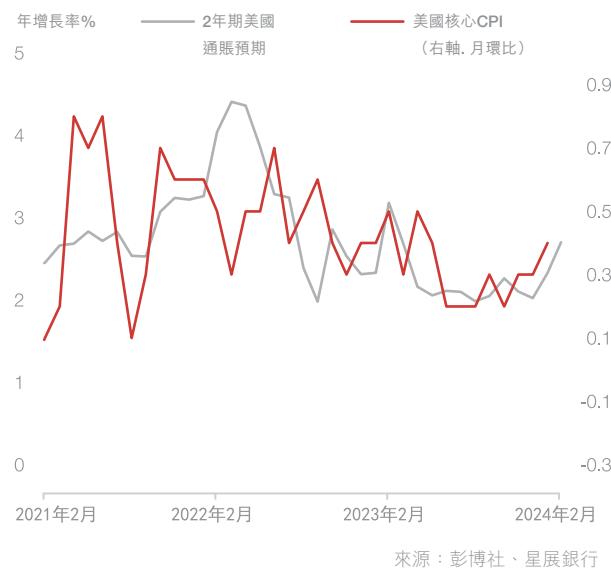
美國在G3中韌性最強



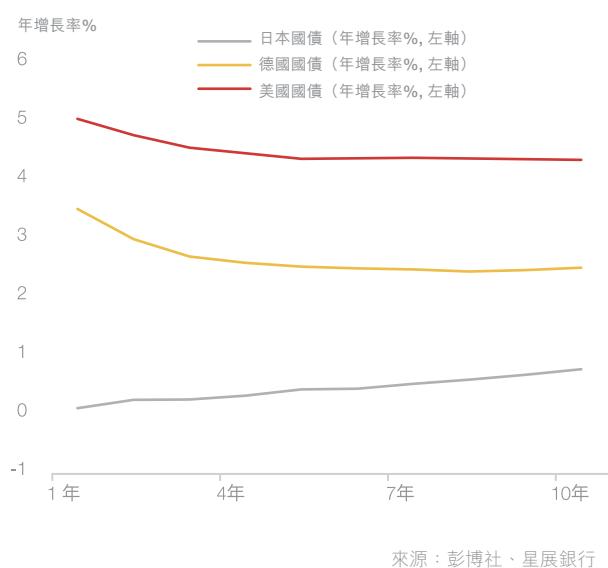
日本通脹擔憂揮之不去



美國的黏性通脹？



經濟普遍出現韌性，曲線趨於平緩



亞洲利率

人民幣利率：聯儲局出台政策前不會減息

相對於2年期和10年期債息，30年期中國內地政府債券（CGB）債息的大幅下跌反映了緊急減息的市場定價。不過，我們認為，在聯儲局首次減息之前，政府可能會在上半年將1年期MLF利率維持在3.45%。最重要的是，中國內地人民銀行希望維持人民幣匯率穩定，從而防止資本外流。與此同時，決策者正在等待之前政策對經濟產生的綜合性影響。在過去的三個月裏，政府通過MLF和PSL分別注入了10170億和5000億元人民幣。此外，存款準備金率下調50個基點，預計將釋放額外1萬億元人民幣的流動性，從而抵消特別國債發行帶來的市場擠壓。下一次減息的具體時機主要取決於經濟數據的表現。1月至2月數據表現良好，使得中國內地央行未出台減息政策。從政策上看，我們認為中國內地政府債券債息將保持穩定，但下行風險存在。

印尼盾利率：國內經濟穩健，債息保持穩定

印尼央行可能會將政策利率維持在6.0%不變，直到在2024年第四季度下調至5.25%。換句話說，印尼央行不會因為國內經濟韌性強而提前在聯儲局減息之前就進行減息。最近的總統選舉為市場穩定和政策的連續性奠定了基礎。其中包括大額基礎設施項目、提升商品價值鏈、新首都建設進展以及繼續實施社會援助項目，這些均顯示今年的財政赤字將略有擴大。今年的通脹率處於央行設定的1.5-3.5%範圍內，印尼央行將通過定期購買來平衡外部資金融資的擔憂和緩和印尼國債債息上升的壓力。印尼國債債息預計在未來幾個季度將大體保持穩定。

中國內地1年期掉期利率升高意味著流動性收緊



10年期印尼國債債息將保持穩定



印度盧比利率：強勁增長推遲減息

印度相對強勁的經濟基本面為貨幣政策委員會（MPC）推遲減息時間留出了空間。我們預期今年下半年預計將減息50個基點，而之前的預測是減息100個基點。貨幣政策委員會已將2025財年的經濟增長預測從先前的6.5%上調至7%，原因在於政府的資本支出推動，私營行業獲得二次衍生效益以及農村冬季作物（rabi）播種量增加的跡象帶動農村需求回暖。在對外貿易方面，經常賬戶赤字收窄顯示增長勢頭強勁，背後的推動力主要來源於電子產品出貨量和服務業出口的快速擴張。同時，儘管核心通脹率已經得到控制，但政府對食品通脹仍持謹慎態度。不過，考慮到資本流入比較明顯，我們會繼續看好印度政府債券（IGBs）。除了在“中國+1”策略下不斷增加的外國直接投資外，將印度國債納入摩根大通全球新興市場政府債券指數（GBI-EM GD指數）將控制印度盧比利率。與印度的債券發行規模和外部融資需求相比，預期指數流入量是巨大的。

韓元利率：年中減息

我們維持自己的觀點，即韓國央行將在聯儲局之前調整政策立場，並在今年年中開始減息。今年的減息幅度可能會達到75個基點。經濟基本面疲弱，通脹跡象消退，使得減息非常必要。雖然2024年國內生產總值（GDP）增長預測達到了2.1%，但國內需求預期下調，尤其是在私人消費方面。因此，政府將核心CPI預測從之前的2.3%下調至2.2%。加上其他貨幣刺激措施，如擴大對中小企業的貸款支持，短端韓元利率預計將面臨更大的下行壓力。其他看升因素包括外資增加流入科技股，以及韓國國債未來可能被納入富時羅素全球債券指數。

印度盧比利率在推遲減息和納入GBI-EM GD之間角力



來源：彭博社、星展銀行

下一輪韓國央行減息週期即將到來



來源：彭博社、星展銀行

馬來西亞令吉利率：目前在區間內波動

在過去幾個季度裏，馬來西亞令吉利率和債息很大程度上在區間內波動。在此期間，馬來西亞國家銀行（BNM）持續暫停加息。隨著美元匯率從高位回落，馬來西亞利率互換也趨於平緩，預計利率在未來兩年將小幅下調。在通脹方面，我們認為物價已趨於穩定，不再對經濟穩定構成威脅。值得注意的是，2023年12月和2024年1月的總體和核心CPI均低於2%。在經濟增長仍然走低的情況下（即使旅遊業持續反彈），我們認為未來幾個季度將有更多的理由逐步減息。除通脹動態外，今年的財政整合也值得關注。然而，補貼合理化帶來的大部分節餘要到2024年下半年才會顯現出來，因此馬來西亞國家銀行可能傾向於先觀察財政動態，再評估是否有必要減息。

菲律賓披索利率：向較寬鬆政策調整

菲律賓政府債券（RPGB）的債息已從本輪週期的高位回落，在過去幾個季度中很大程度上在區間內波動。在收緊政策方面，菲律賓央行一直是亞洲最積極的央行之一。去年年底，在外部壓力下，菲律賓央行在長時間暫停後進行了加息。在國內看，我們認為未來減低緊縮政策的條件正趨於一致。1月份的總體和核心CPI分別低於3%和4%。逆回購利率為6.50%，實際利率現在已具有限制性。隨著貿易差額和經常賬戶出現暫時性反彈，市場猜測菲律賓央行會提早做出調整。因此，我們認為，未來幾個季度菲律賓政府債券債息將有所下降。

馬來西亞國家銀行適度減息已被定價



來源：彭博社、星展銀行

實際政策利率遠高於正值區域



來源：彭博社、星展銀行

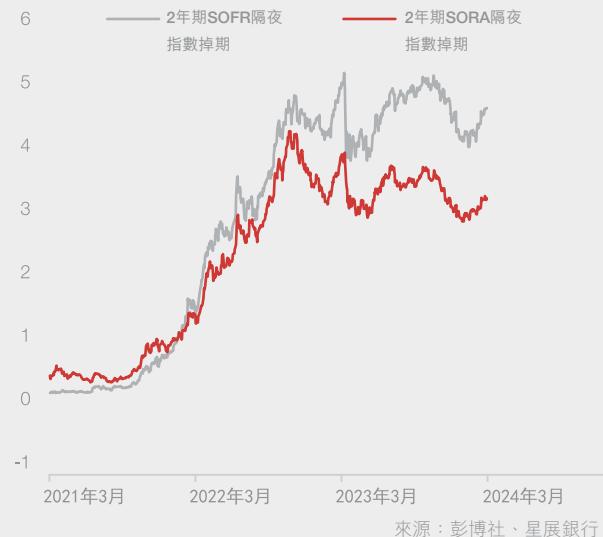
新元利率：目前較美元利率有較大折讓

與美元隔夜利率（SOFR OISs）相比，新加坡隔夜利率（SORA OISs）在短期內將持續出現較大折讓。目前，利率市場的壓力應該很小。因此，SORA-SOFR息差應反映新元NEER的預估升值速度。可以說，這一點在曲線前端最為明顯，因為市場仍在為雙緊縮定價（相對較高的美元利率和相對陡峭的新元有效匯率斜率）。在曲線的更遠處，隨著聯儲局和新加坡金管局回歸正常化，SORA對SOFR的折讓會隨著聯儲局減息和新加坡金管局在未來某個時間點減低斜率而減少。在情況迅速變化的背景下，2年期SORA-SOFR息差在過去幾個月裏一直波動不定。鑑於美國數據穩固和經濟衰退風險減弱，我們預計聯儲局和新加坡金管局在2024年中期都將按兵不動，從而使2年期SORA-SOFR息差保持相對較寬的水平。

泰銖利率：減息迫在眉睫

泰國政府債券債息繼續面臨下行壓力。雖然泰國央行連續第二次決定將政策利率維持在2.50%，但投票意見不一致，這是2022年以來首次出現這樣的情況。七位貨幣政策委員會（MPC）成員中有兩位贊成減息25個基點。如果經濟數據繼續不如人意，將為下一季度減息50個基點創造可能空間。事實上，BOT已將2024年的經濟增長和總體通脹預測分別下調至2.5-3.0%和接近1%（原預測為3.2%和2.0%）。全球需求受限和電子產品週期回升延遲預計將影響泰國的出口表現。此外，通縮壓力導致實際利率處於多年來的高位，因此有理由先於聯儲局進行減息。

前端SORA OIS的表現仍將優於SOFR OIS



泰銖利率已為BOT減息定價



利率預測

		2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
美國	3M SOFR OIS	5.38	5.25	4.75	4.38	3.88	3.38	3.38	3.38
	2Y	4.85	4.68	4.50	4.20	3.70	3.60	3.60	3.60
	10Y	4.60	4.50	4.30	4.10	4.00	4.00	4.00	4.00
	10Y-2Y	-25	-18	-20	-10	30	40	40	40
日本	3M TIBOR	0.12	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.30	0.30
	2Y	0.15	0.20	0.25	0.30	0.35	0.35	0.35	0.35
	10Y	1.10	1.10	1.10	1.10	1.00	1.00	1.00	1.00
	10Y-2Y	95	90	85	80	65	65	65	65
歐洲	3M EURIBOR	4.00	3.85	3.35	2.90	2.50	2.50	2.50	2.50
	2Y	3.20	3.10	2.95	2.70	2.50	2.50	2.50	2.50
	10Y	2.60	2.55	2.55	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	10Y-2Y	-60	-55	-40	-20	0	0	0	0
印尼	3M JIBOR	6.95	6.95	6.95	6.20	5.95	5.45	5.45	5.45
	2Y	6.20	6.15	6.15	6.05	5.95	5.90	5.90	5.90
	10Y	6.60	6.55	6.55	6.45	6.35	6.35	6.35	6.35
	10Y-2Y	40	40	40	40	40	45	45	45
馬來西亞	3M KLIBOR	3.65	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
	3Y	3.50	3.40	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
	10Y	3.85	3.80	3.75	3.65	3.65	3.50	3.50	3.50
	10Y-3Y	35	40	40	30	30	15	15	15
菲律賓	3M PHP ref rate	6.50	6.50	6.10	5.70	5.50	5.50	5.50	5.50
	2Y	6.20	6.00	5.85	5.50	5.20	5.20	5.20	5.20
	10Y	6.60	6.35	6.10	5.90	5.45	5.45	5.45	5.45
	10Y-2Y	40	35	25	40	25	25	25	25
新加坡	3M SORA OIS	3.60	3.52	3.25	3.08	2.78	2.58	2.58	2.58
	2Y	3.40	3.33	3.25	3.15	2.80	2.70	2.70	2.70
	10Y	3.20	3.05	2.90	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70
	10Y-2Y	-20	-28	-35	-45	-10	0	0	0

%,期末,2年期和10年期國債債息,息差基點
*掉期利率

Source: CEIC, Bloomberg, DBS

		2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
泰國	3M BIBOR	2.65	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15
	2Y	2.10	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
	10Y	2.40	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
	10Y-2Y	30	45	45	45	45	45	45	45
中國內地	1Y LPR	3.45	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.15	3.15
	2Y	2.00	1.95	1.95	1.90	1.85	1.85	1.85	1.85
	10Y	2.30	2.20	2.20	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15
	10Y-2Y	30	25	25	25	30	30	30	30
中國香港	3M HIBOR	4.68	4.55	4.45	4.08	3.68	3.18	3.18	3.18
	2Y*	4.20	4.03	4.00	3.95	3.65	3.55	3.55	3.55
	10Y*	3.90	3.85	3.80	3.75	3.60	3.60	3.60	3.60
	10Y-2Y	-30	-18	-20	-20	-5	5	5	5
韓國	3M CD	3.65	3.45	3.20	2.95	2.70	2.70	2.70	2.70
	3Y	3.35	3.30	3.20	3.10	3.05	3.05	3.05	3.05
	10Y	3.43	3.33	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23
	10Y-3Y	8	3	3	13	18	18	18	18
印度	3M MIBOR	7.35	7.20	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95
	2Y	7.00	6.90	6.75	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70
	10Y	7.05	7.00	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95
	10Y-2Y	5	10	20	25	25	25	25	25

%,期末,2年期和10年期國債債息,息差基點

* 换期利率

Source: CEIC, Bloomberg, DBS



Source: Unsplash

應對 下行市場

全球信貸
2Q24

持續強勁的經濟增長以及通脹的黏性顯示，減息之路可能沒那麼明確。對信貸保持積極態度。最佳選擇仍是3-5年期的A/BBB級信貸。

08. 全球信貸

何均倫,CFA

策略師

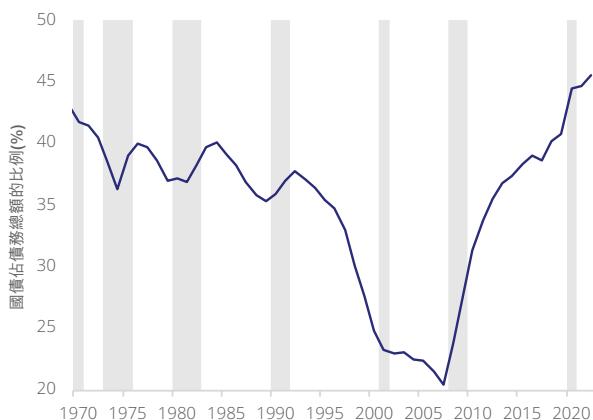
陳詩韻

分析師

從來沒有這麼容易。今年，債券投資者很容易受引誘遵循“只要央行減息，就應該買入債券”這一簡單主流觀點。但是，大家應該對持續強勁的經濟增長和頑固的通脹加以注意，減息之路或許並不像最初想象的那樣簡單了。我們認為這一複雜情況值得探討。

大政府（債務）時代。若要了解大政府時代，首先需要了解固定收益供給面的動態變化。自千禧年以來，企業信貸市場發展迅速，但在新冠疫情時期的財政擴張之後，國債在美國固定收益市場中的份額現已創下新紀錄，幾乎佔到總額的一半。因此，在制定固定收益策略時，赤字、貨幣政策、主權信用評級和中央銀行干預等因素已經變得與企業資產負債表實力和企業盈利同樣重要，甚至更為重要。

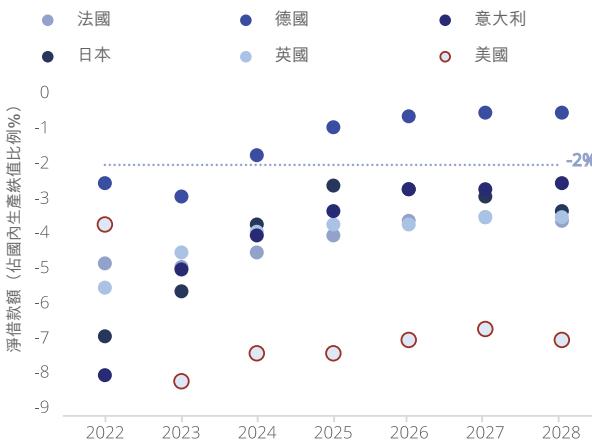
國債佔據當今美國固定收益市場幾乎一半份額



來源：聖路易斯聯邦儲備銀行、美國全國經濟研究所、星展銀行
注意：陰影區域代表美國全國經濟研究所確認的經濟衰退期

借貸狂潮。鑑於美國的債務/GDP仍高於100%，美國國債供應旺盛的情況不足為奇。更令人驚奇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，我們在《2023年第四季度全球信貸展望》中著重闡釋了這一現象。傳統而言，高利率會提高融資成本，從而抑制借貸和貨幣創造；但是，當借款人是對價格不敏感卻負債累累的政府，且有社會保障、醫療和國防等強制性支出需求時，高利率會增加利息支付成本，從而加重債務負擔，導致政府陷入失控、永無止境的赤字中。因此，雖然大多數發達國家預計在未來幾年會減少淨借款，但國際貨幣基金組織認為，美國的赤字在未來十年內仍將保持在國內生產總值的7%左右水平。

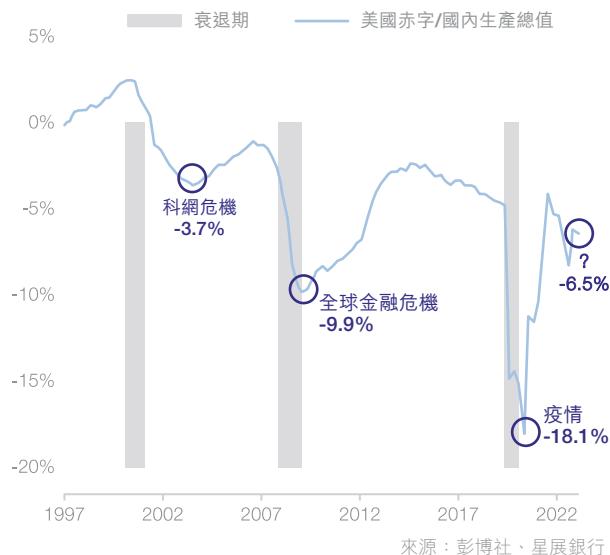
美國赤字週期往復



來源：國際貨幣基金組織《全球經濟展望（2023年10月）》、星展銀行

支出超出需要。想想這種現象有多奇怪。從歷史上看，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、失業率較低，美國的赤字卻佔國內生產總值的6.5%，這是前所未聞的財政浪費。我們認為，這在導致各項經濟指數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減低之路變得曲折。

2023年經濟強勁，但赤字支出巨大



誰在購買國債？如此龐大的赤字和國債發行量需要同樣強勁的資金來源，但這些並非常見的外匯儲備和中央銀行。自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，聯儲局和其他全球央行正忙於通過量化緊縮政策來收縮其失衡的資產負債表。

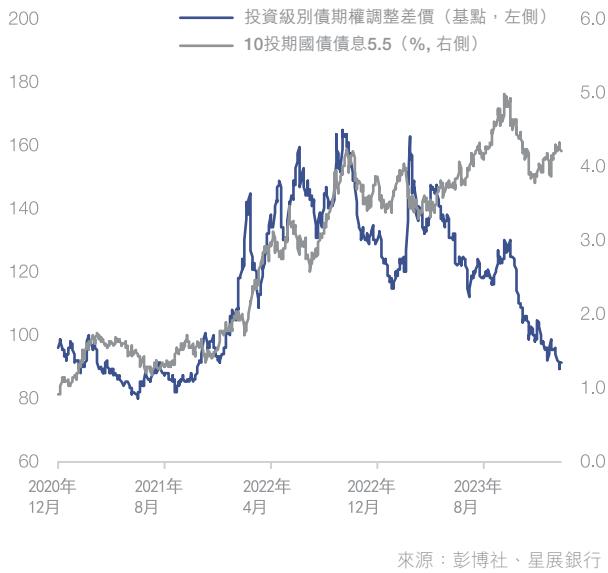
國內部門（養老金、保險、家庭）買單



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部門接收，包括養老金和共同基金、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，之前討論的公共部門赤字最終是私營部門的盈餘。

此外，這些私營部門儲蓄正在以2008年以來的最高利率賺取利息，從而形成了《聖經》中提到的良性週期——“因為凡有的，還要給他更多，他就豐富有餘”。我們認為，這種公共赤字與私人盈餘的二分法是制定信貸策略的良好視角。

公私部門的巨大差距



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）的二分法很可能會導致各經濟部門之間出現比平時更大的差距。直接或間接接受財政援助的部門（如依賴中上層階級消費的企業、或科技巨擘等擁有大量盈餘現金儲備的部門）將繼續蓬勃發展，而對高利率最敏感的部門（如商業房地產、小型銀行）將繼續面臨更多壓力。因此，

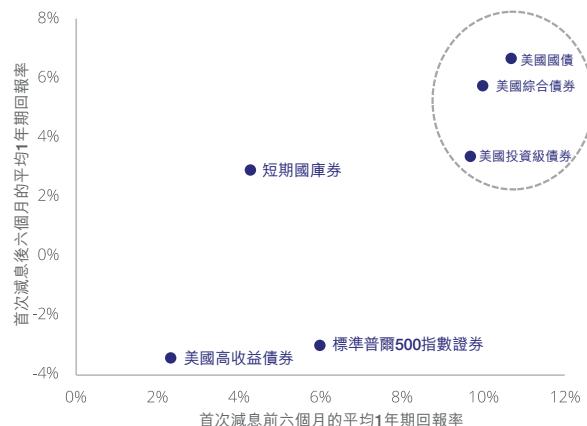
從信貸的角度來看，值得通過這個框架進行思考，分析出這種分化下的潛在贏家/輸家。

一些潛在的贏家包括：

A. BBB/BB級的優質發行人

商業部門健康發展的必然結果是信用息差持續樂觀。因此，我們認為，固定收益投資者仍更適合選擇優質的企業信貸，原因是（a）息差溢價高於國債，而且注意（b）在本輪週期中，企業的財務紀律比政府更為謹慎。信貸評級上調可能也會帶來特定的阿爾法機會；一個重要的策略是挑選“墮落天使”（之前從投資級別降級至BB+類的高收益債券），期待息差收窄帶來的上行空間。但是，投資者需要認真挑選，切記在聯儲局加息週期後的首次減息前後，只有最優質的固定收益才能表現最佳。

優質固定收益在聯儲局首次減息前後表現出色



注意：基於月度數據。圖表顯示了在過去五個寬鬆週期中，如果在聯儲局首次減息前/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。

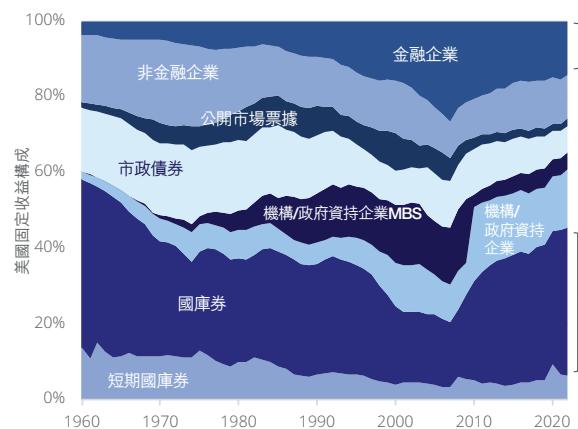
B. 銀行資本證券（投資級別）

鑑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。我們認為，這對精明的投資者來說是一個機會，因為

(a) 企業部門的盈餘或意味著需要計提的壞賬準備金減少，而 (b) 債息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。即使如此，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，我們想強調的是，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，重點關注那些穩健的投資級別大型銀行，優先考慮那些在銷售、機構和財富管理業務方面擁有多元化特許經營權的銀行。

金融企業在全球金融危機後去槓桿化

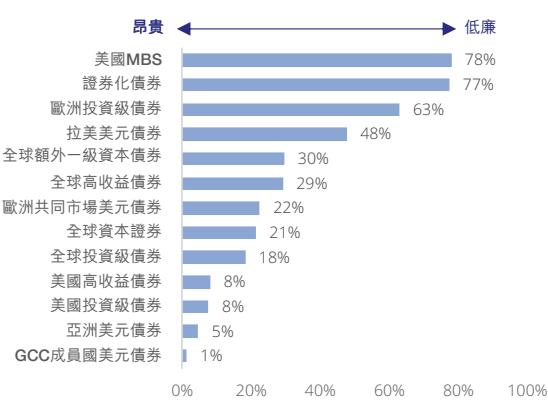


來源：聯邦儲備委員會、聖路易斯聯儲、星展銀行

C. 美國抵押支持證券（MBS）

我們不能不提到美國債券市場最大的資產類別之一——機構抵押支持證券。實力雄厚的家庭不會拖欠抵押貸款。此外，由於大多數美國房主在2020-2021年的低利率時期對抵押貸款進行了再融資，提前償付風險已經下降。目前，超過四分之三的指數票面利率低於3.5%；鑑於現行利率為c.7%，房主不太可能提前償還這些抵押貸款。即使如此，MBS息差仍處於歷史最低水平，這可能是由於（a）聯儲局在量化緊縮政策下看淡其持有的MBS；（b）鑑於CRE行業疲弱，商業MBS面臨外圍問題。我們認為機構MBS是最佳選擇，鑑於機構MBS有政府支持，而且在嚴重危機時期是聯儲局的優先政策工具。

美國MBS交易價格處於歷史低位



來源：彭博社、星展銀行

我們的謹慎之處。同樣值得強調的是，在這種兩極分化中，最突出的信貸風險在哪裏。如前所述，對高利率最敏感的部門將在貨幣緊縮中首當其衝。這些部門包括：

A. 垃圾級發行者：

私營部門的實力終究是有強弱之分的，資產負債表或利息覆蓋率薄弱的公司不太可能在利率長期走高的環境中生存下來。高收益發行者的發行期限要短得多，未來幾年的再融資需求可能會對利息負擔造成逐步衝擊，從而可能造成損失。

B. 依賴槓桿行業的發行人（公用事業、房地產投資信托基金）

同樣，在低利率時代依賴較高槓桿率來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，在這一領域，借款人更多的是通過資產處置來支撐資產負債表，而不是通過債務融資進行收購。

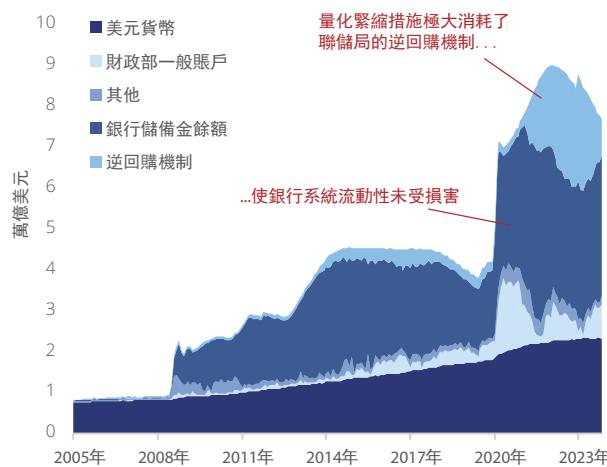
C. 長年期債券

在減息週期中，人們總是傾向於持有對較低利率具有最高貝塔系數的債券——長期債券。然而，債券投資者需要了解與量化

緊縮和國債發行有關的金融基礎設施的某些技術性問題，以便就此做出更明智的決定。

量化緊縮的“減震器”。自2022年中期開始實施量化緊縮以來，銀行系統的流動性一直未受影響，這主要是由於聯儲局逆回購機制（RRP）的存在，該機制保護了系統流動性免受縮減。我們認為，這支持了迄今為止的國債市場運作。此逆回購機制將於2024年6月失效，除非聯儲局逐漸縮減量化緊縮，否則銀行準備金可能在此之後迅速下降，從而影響系統流動性。我們認識到，2019年的回購危機源於上一輪量化緊縮週期中的準備金餘額降至可行水平以下。

在逆回購機制的保護下，銀行系統的流動性未受到量化緊縮的影響



來源：彭博社、星展銀行

財政部間接影響了貨幣政策。傳統上，美國財政部通過發行約20%的短期票據及其餘則通過發行長期票據和債券來籌集赤字資金。然而，自2023年以來，財政部的票據發行總量超出了正常水平——考慮到債息曲線倒掛意味著短期票據比長期債券和票據的成本更高，這是一個奇怪的結果。因此，通過發行國債減低的存續期風險抵消了量化緊縮所增加的存續期風險。鑑於票據在債務總額中所佔比例已達到建議的上限，這種做法不太可能繼續下去。

美國國債影響了存續期風險



來源：國債拍賣數據、星展銀行

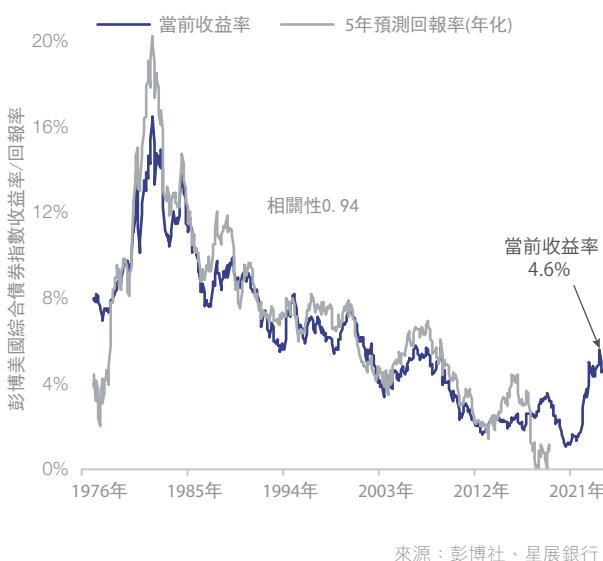
我們的短年期策略仍適用於當前情況。在注意到財政擴張和貨幣緊縮的對立後，我們自2022年起建議將存續期定為3-5年。從那時起，在利率波動的波濤洶湧中航行的投資者就會認識到，他們可以獲得非常相似的回報，但波動性要小得多。由期限更短、質量更高的固定收益組成的“流動性+”策略在這方面的表現也相對較好。鑑於這種財政與貨幣的對立仍在發揮作用，我們認為即使在減息週期的邊緣，也沒有令人信服的理由去承擔存續期風險。

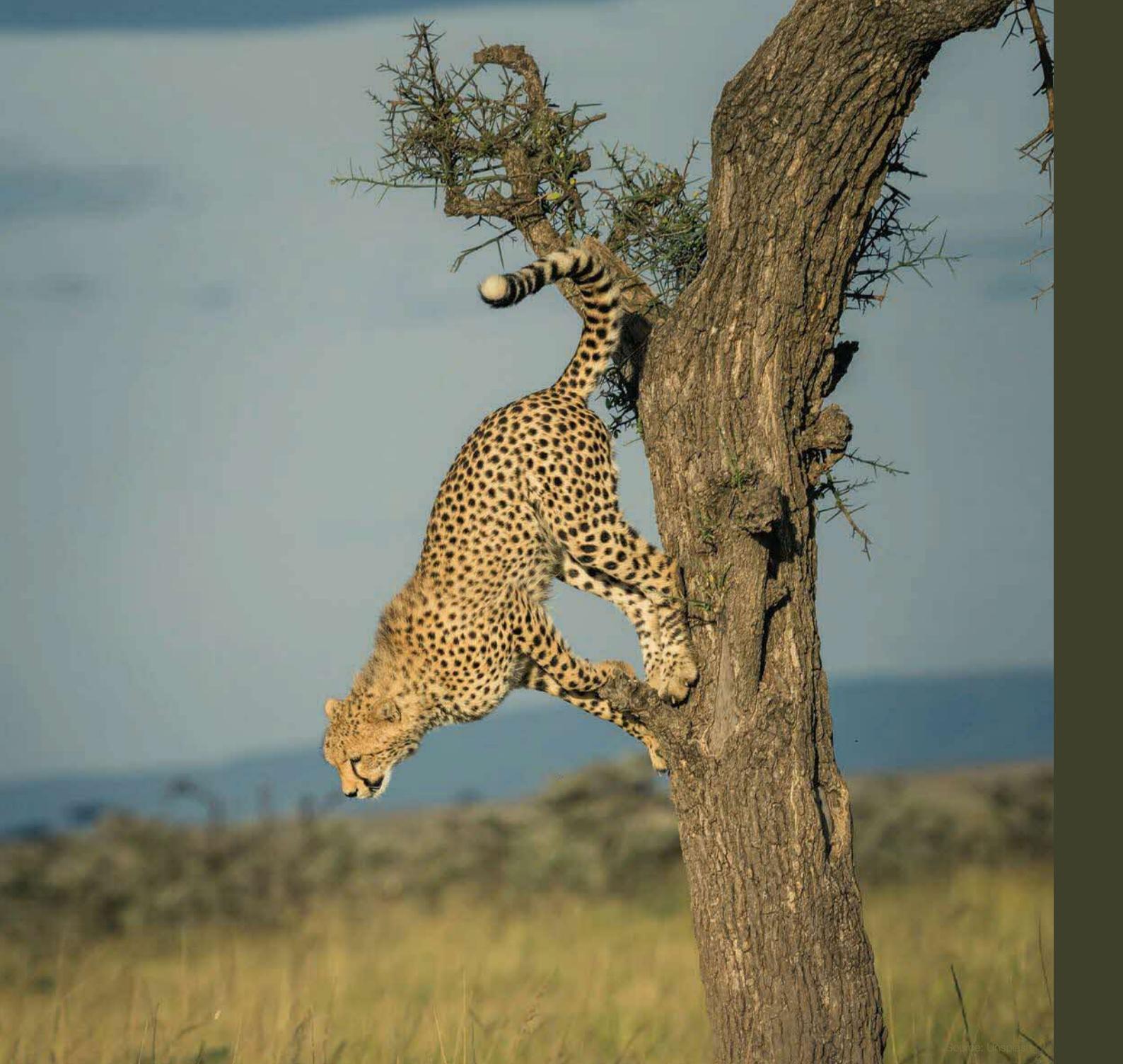
短年期投資債息相同，但波動性卻小得多



總之，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，如今債券的高起始債息預示著未來的豐厚收益。然而，投資者應對垃圾級債券和存續期風險保持謹慎的態度。投資級信貸、金融資本工具和MBS的機會很多。A/BBB級信貸仍是最佳選擇，但鑑於私營部門的強勁表現，BB+級信貸中的一些的精選品種可能會成為後起之秀。在財政佔主導地位的制度下，3-5年期期限仍是應對債息波動和曲線陡峭化的最佳選擇。

當前債息是未來收益的良好指數





Source: Unsplash

蓄勢 待發

全球貨幣
2Q24

隨著通脹率從2022年底的數十年峰值回落，成熟市場貨幣開始加強。與此同時，鑑於聯儲局的預期減息以及美國的“金髮姑娘”經濟，亞洲貨幣市場更有可能恢復平靜。

09. 全球貨幣

黃鯤誠
策略師張偉亮
策略師

通脹數據從2022年底多年的高位開始下滑，成熟市場（DM）貨幣已開始呈現盤整。同時，亞洲貨幣可望逐漸回升，因為市場普遍預期聯儲局（Fed）即將減息，且美國處於不會過熱也不會過冷的金髮女孩（Goldilocks）經濟情況。成熟市場（DM）貨幣呈現盤整。通脹數據在2022年底達到數十年來的高位後開始下滑，DM貨幣也開始呈現盤整走勢。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和經濟活動放緩和潛在金融壓力之間的需要，主要為商用房地產債務。許多央行計劃在通脹持續朝目標改善後，在今年夏天調降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，我們仍然謹慎看待，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。

自聯儲局2023年7月最後一次加息後，大多數貨幣都處於同一區間



來源：彭博社、星展銀行

亞洲貨幣今年稍晚可望逐漸回升。首先，市場對Fed減息的預期和美國經濟呈現金髮女孩的經濟情況可能在今年稍晚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）和債息曲線控制（YCC）政策最終可望扭轉日圓疲弱的走勢。第三，人民幣和中國內地經濟可望逐漸回穩。美國總統選舉期間美中關係緊張局勢可能暫歇。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。

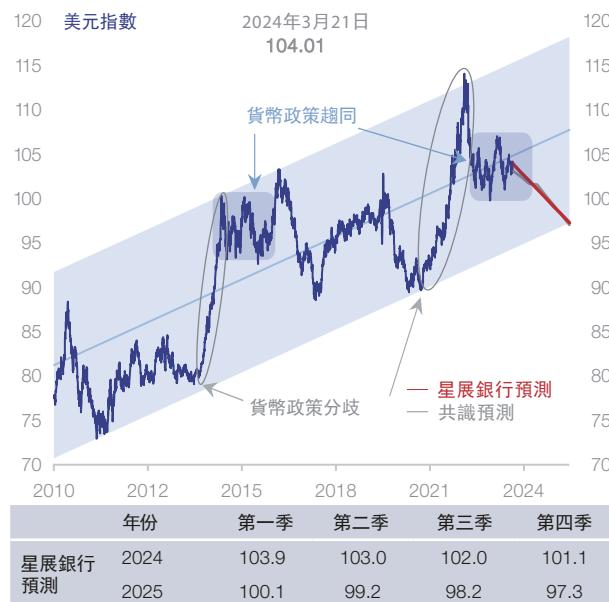
2024年市場預估主要央行利率

2024	聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	瑞士央行	日本央行	澳洲聯儲	紐西蘭儲備銀行	加拿大央行
1月	5.50	4.50		1.75	-0.10			5.00
2月			5.25		4.35	5.50		
3月	5.50	4.50	5.25	1.50 0.10	4.35		5.00	
4月		4.50			0.10	5.50	5.00	
5月	5.50		5.00		4.35	5.50		
6月	5.25 4.25	5.00	1.50	0.10	4.35		4.75	
7月	5.25 4.00			0.10	5.50	4.75		
8月		4.75			4.10 5.25			
9月	5.00	4.00	4.75	1.25 0.20	4.10		4.50	
10月		3.75			0.20	5.00	4.25	
11月	4.75		4.50		4.10	4.75		
12月	4.75	3.50	4.50	1.25 0.30	3.85			4.25

截至2024年3月22日，四捨五入至0.25%

來源：彭博社、星展銀行

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



來源：彭博社、星展銀行

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，令主要貨幣呈現盤整。然而，這個區間的波動也被解讀為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。

加元仍處於區間震蕩走升格局



來源：彭博社、星展銀行

美元兌加幣自2022年9月以來一直在1.31至1.39區間波動。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%的美國聯邦基金利率（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。我們也認為，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。

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將減息七碼的預期，帶動歐元兌美元從1.05升至1.11。然而，由於Fed努力減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減低限制性區間，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。

歐元表現受ECB和Fed減息預期的影響



來源：彭博社、星展銀行

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，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。

英鎊可望持穩，除非BOE決定在Fed之前減息



來源：彭博社、星展銀行

日圓應該會在息差收斂時逐漸觸底。儘管日本央行(BOJ)已結束負利率和債息曲線控制(YCC)政策，但日圓利率並未大幅上升，日本10年期國債債息仍處於約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。我們預期，至2024年底，美元兌日圓將走弱至140左右。

日圓的復甦需要BOJ發出更多政策正常化的信號



來源：彭博社、星展銀行

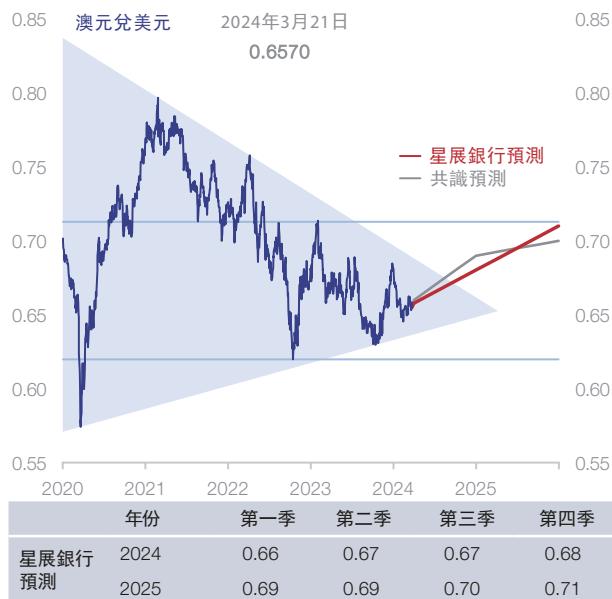
被高估的瑞士法郎可能會貶值至每美元兌0.92-0.94，然後因Fed於2024年下半年減息的預期而趨於穩定。瑞士法郎是2023年表現最好的貨幣。其兌美元匯率升值近10%，超過其他美元指數組成貨幣-英鎊(5.4%)、瑞典克朗(3.5%)、歐元(3.1%)、加元(2.4%)以及日圓(-7%)。美元兌瑞士法郎於去年12月跌至0.8333的低位，因為此前瑞士央行(SNB)並未推動瑞士法郎進一步升值以應對通脹，2023年年中以來，通脹已降至0-2%的目標區間。在2024年第1季，SNB引導美元兌瑞士法郎上升至0.90，具體措施如下：1)1月指出瑞士法郎的實際升值正在損害國內企業，2)3月宣佈貨幣政策已實現穩定，3)在3月21日的會議上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。

SNB在2024年第一季度意外減息，導致瑞士法郎走弱



來源：彭博社、星展銀行

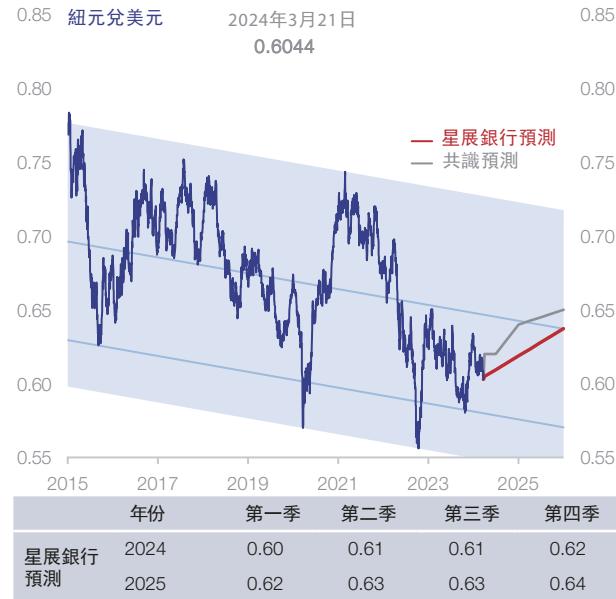
澳元短期內橫盤，中期持謹慎樂觀態度



來源：彭博社、星展銀行

2023年以來，澳元兌美元匯率一直在0.63-0.69區間波動。澳元的升值前景主要取決於Fed是否會會早於澳洲聯儲(RBA)8月減息，進而導致美元走弱。若是日本收緊其超寬鬆貨幣政策致日圓走強、中國經濟和人民幣匯率更加穩定以及週期性出口復甦，應會支撐東亞(澳洲最大出口市場)貨幣。但是我們不能排除澳洲經濟風險平衡從通脹轉向增長過程的波動。自RBA去年11月意外加息後，CPI通脰率從11月的4.3%同比下降至1月的3.4%，接近RBA2-3%的目標和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年第四季度GDP同比緩慢增長1.5%，為三年來的最低位，導致人均GDP第三次出現環比收縮。

紐元需要美元走弱和亞洲貨幣走強才能復甦



來源：彭博社、星展銀行

紐元兌美元匯率在0.60-0.65區間內有上行趨勢。Fed的政策方向在2024年將繼續影響紐元走勢。利率期貨顯示，紐西蘭儲備銀行(RBNZ)將於8月減息，即可能在Fed減息的兩個月後。因此，紐元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，在過去的一年半裏，紐元的升勢停滯在0.64和0.65這兩個關鍵阻力位。雖然希望維持官方現金利率在5.5%的限制性水平，但RBNZ預計CPI通脰率將從2023年第四季度的同比4.7%恢復至2024年第三季度1-3%的目標。儘管旅遊業是該國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。由於收入受到經濟放緩的影響，Luxon政府會發現，很難將整頓財政金融活動作為強大經濟的先決條件。

亞洲貨幣

人民幣

貨幣政策正在加強人民幣的穩定性，預計在Fed開始放鬆貨幣政策後，人民幣將逐步復甦。儘管美元在2024年上升，但中國內地人民銀行(PBOC)中國內地通過設定強勁的在岸人民幣定盤價，向市場強調了其對人民幣進一步疲弱的容忍是有限度的。此外，中國內地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月將股票的流出轉為流入。這些政策行動也有助於人民幣的穩定。在經濟方面，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。這對於要實現5%的增長目標來說是個好兆頭，復甦的初步跡象可能會支撐對人民幣的市場情緒。但與亞洲其他國家不同，人民幣仍將適度而非強勢走強。PBOC可能在2024年下半年隨Fed減息，息差可能不會縮小過多。圍繞即將到來的美國大選地緣政治風險預計也將抑制人民幣匯率，美元兌人民幣匯率將適度回落至7。

港幣

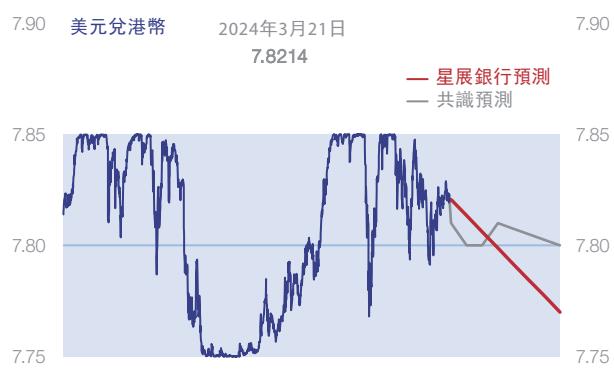
美元兌港幣匯率目前可能略高於其可兌換區間的中點，港幣短期利率仍略低於美元利率。中國香港的總餘額在2023年11月觸底後已停止下降，目前正在再次擴張。相對充足的港幣流動資金導致美元兌港幣換匯點成為自2023年6月以來的最低值。與此同時，自2023年10月以來，因為中國香港金融管理局不再限制可兌換區間的上限，外匯儲備也穩定在4250億美元左右。在此期間，《中國香港2024-2025年度財政預算案》公佈了支持房地產市場的重大政策變化，例如完全取消購房的額外印花稅。這可能緩和高實際利率下對房地產行業的擔憂，從而吸引更多資本流入香港房地產和股市。此外，在政策的支持下，中國內地的市場情緒也在逐步改善，可能會增加內地遊客的數量。展望未來，除了美國利率預期將下降以外，這些事態發展可能還會對美元兌港幣造成壓力。

港元靜待聯儲局減息料跌穿中間價



來源：彭博社、星展銀行

與其他亞洲貨幣相比，人民幣將適度復甦



來源：彭博社、星展銀行



韓元

在人工智能相關半導體需求不斷增長的推動下，隨著出口持續復甦以及大量外國投資組合流入，韓元可能走強。外國投資者對韓國的投資情緒在2024年一直高漲，年初至今流入韓國的外國股票和債券達到112億美元。這是自2012年以來1-2月外國投資組合流入韓國的最大金額。到目前為止，對韓元的任何積極影響都被同樣大規模的當地投資者股本外流所抵消。儘管如此，股本的流入可能要比流出更為持久，尤其是從市賬率來看，韓國股市的估值更具吸引力。事實上，韓國政府推出了一項“企業價值提升計劃”，試圖努力解決韓國股市的“折扣”問題，該計劃旨在改善上市公司的管理問題，提高股東回報。雖然尚未發佈詳細的指導方針，但這很可能會進一步推動股本流入並支撐韓元。外需拉動的經濟增長、股市的積極發展以及房價的觸底反彈可能使美元兌韓元匯率回落至1300。

新元

我們預計新加坡央行(MAS)在4月將維持新元政策不變。然而，我們預計新元名義有效匯率(NEER)政策區間的斜率將在7月略有下降，這與我們對Fed以及其他央行在夏季減息的預期一致。我們認為沒有任何理由減低政策區間的中點，上一次採取這一措施是在新冠疫情引發的經濟衰退和全球金融危機期間。根據新加坡央行3月發佈的《經濟師調查報告》，多數受訪者預計今年新坡經濟將增長2.0-2.9%，高於貿易與工業部1-3%的預測。大多數樂觀情緒來自外部，即美國經濟軟著陸、科技行業有望復甦以及中國經濟前景更加穩定。因此，美元兌新元匯率可以保持在與2023年相同的1.31-1.37區間，但今年有下行趨勢。

韓元可望脫離價格通道的最高位



來源：彭博社、星展銀行

新元呈溫和的升值態勢



來源：彭博社、星展銀行

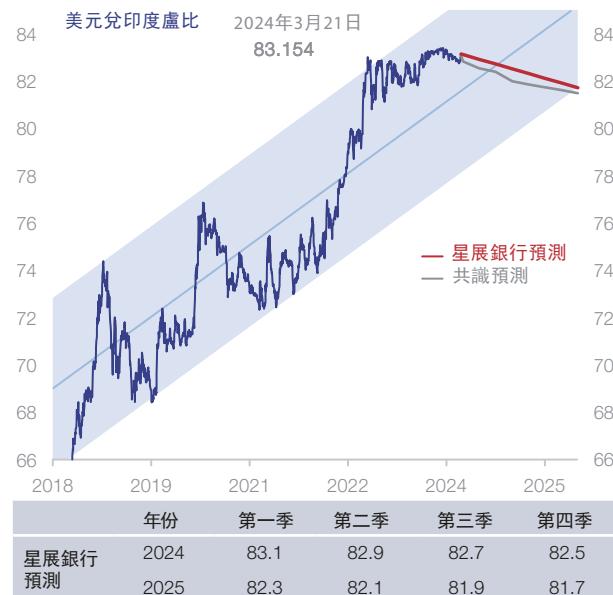
印度盧比

自2023年以來，印度盧比兌美元匯率一直保持在**81.5-83.5**的窄幅區間，之後有可能升值。國際貨幣基金組織在最新的第四條磋商報告中將印度的匯率制度重新歸類為“穩定匯率制度”而非浮動匯率制度。這個決定意味著，如果決策者決定放鬆管制，將匯率保持在狹窄的交易區間內，印度盧比將走強。印度股市繼續創下歷史新高，截至2023年12月，第三季度經濟增長率同比超過8%。摩根大通(J.P. Morgan)計劃在2024年6月至2025年3月期間，根據該國的完全無障礙通道將印度政府債券納入其債券指數，彭博將在2025年1-10月期間緊隨其後。民意調查顯示，印度總理Narendra Modi將在4-5月的人民院選舉中獲得第三個五年任期。莫迪承諾，到2027-2028年，印度將成為5萬億美元的經濟體，到2047年成為發達國家。

印尼盾

去年10月印尼意外加息後，美元兌印尼盾匯率主要穩定在**15,400-15,800**區間。印尼央行(BI)將政策利率維持在6%不變，以確保匯率穩定並抑制通脹。BI的基準情景是，當美元受到美國減息的影響時，將在今年下半年減低利率。為了減少印尼盾受美元波動的影響，BI和印度央行於3月簽署了一份諒解備忘錄，以促進在跨境交易中雙邊使用印尼盾和印度盧比。在2月的印尼大選中，Prabowo Subianto當選為印尼第八任總統。儘管投資者對Prabowo承諾繼續保持Jokowi的政策表示歡迎，但他們想要明確Prabowo如何在保持財政信譽的同時實現其雄心勃勃的8%經濟增長目標和民粹主義措施。Prabowo在10月上任時對財政部長的選擇將尤為重要。

印度盧比可能隨著貨幣市場再次開始波動



來源：彭博社、星展銀行

Fed減息將對印尼盾帶來較小的波動



來源：彭博社、星展銀行

馬來西亞林吉特

我們認為積極的事態發展將支持馬來西亞林吉特走向穩定和復甦。首先，馬來西亞央行(BNM)和馬來西亞政府共同努力，通過鼓勵政府關聯公司匯回境外收入以及口頭干預來支持馬來西亞林吉特。《商業時報》訪問的經濟學家估計，馬來西亞林吉特的基本價值為每美元3.90-4.40，而2月的最低水平為4.80。其次，我們認為2024年4.8%的經濟增長前景更好，而2023年為3.7%。由於中美之間的科技戰，馬來西亞被公認為全球半導體供應鏈中的關鍵一環。今年1月，馬來西亞和新加坡簽署了一份諒解備忘錄，共同研發一個經濟特區，藉以吸引投資。最後，在馬來西亞的新國王柔佛州Sultan Ibrahim Iskandar 強烈支持總理Anwar Ibrahim 和聯合政府參加2028年2月的下一屆大選後，馬來西亞的政治局勢可望更趨穩定。

泰銖

我們對泰銖保持建設性態度。1-2月，由於Fed反擊大幅減息的預期，美元得以回升，泰銖也未能幸免。然而，泰銖表現出超強韌性，並未像馬來西亞林吉特和日圓一樣回到2022-2023年的低位。儘管2023年第四季度經濟意外收縮，且自10月起整體消費出現通縮，但泰國央行(BOT)頂住了政府的減息壓力。今年1月，由於外國遊客人數大幅反彈，消費者信心達到47個月來的最高水平。出口增長於去年9月轉為正增長，今年1月同比加速至7.2%。我們預計2024年經濟增長將從2023年的1.9% 提高至2.8%，經常賬戶盈餘佔GDP的比例將從1.4%擴大到2.5%。鑑於美元兌泰銖匯率與美元指數存在密切的關聯性，Fed在 2024年下半年減息100個基點時，該匯率應該會下跌。

馬來西亞林吉特正獲得決策者的支持



來源：彭博社、星展銀行

除非亞洲貨幣表現不盡人意，否則泰銖將保持在32.7-36.3區間



來源：彭博社、星展銀行

菲律賓披索

對2024年美元兌菲律賓披索的平均匯率為55-58的官方假設是合理的。該貨幣對自2022年10月的59下跌後，於2023年初開始在54-57區間盤整。保持匯率穩定仍將是菲律賓央行(BSP)今年的首要任務。除了在今年晚些時候與Fed同步減息之外，BSP還計劃制定一個外匯干預框架並重振互換市場。今年3月，菲律賓各銀行表示將逐步減息來緩和通脹，以支持國內消費和經濟增長，Moody's認為這將有助於維持一個穩定的前景。繼2023年表現超越其他東盟國家後，菲律賓這個富有彈性的經濟體今年仍將是亞洲增長最快的經濟體之一。然而，該國面臨著政治挑戰，Marcos和Duterte之間的不和削弱了2025年中期選舉中的聯盟和特朗普在11月的美國總統大選中當選總統的希望。

越南盾

越南盾的前景應會隨著時間推移而有所改善。在2023年將GDP增長目標放緩至5.1%後，我們預計越南將在2024年實現其6-6.5%的官方目標。出口復甦將導致經常賬戶盈餘擴大至GDP的3%。也就是說，當Fed最終減息美元走弱時，越南盾的升值可能會落後於其他亞洲貨幣。一個原因是越南面臨著來自其他亞洲國家日益激烈的競爭，這些國家將自己定位於“中國+1”策略。從去年9月至今年3月，越南與美國、日本和澳洲建立了全面策略伙伴關係，將其外交關係提升至最高水平。另一個原因是政府希望越南央行(SBV)保持低利率，確保企業能獲得融資。SBV對此做出了回應，將今年的信貸增長目標定為15%，高於2023年的14%。

菲律賓披索2023年以來一直保持在54.5-67.0區間



來源：彭博社、星展銀行

越南盾在回調後可望迎來復甦



來源：彭博社、星展銀行

星展銀行貨幣預測

匯率, eop	3月21日	2024年第一季度	2024年第二季度	2024年第三季度	2024年第四季度	2025年第一季度	2025年第二季度	2025年第三季度	2025年第四季度
中國內地	7.1995	7.14	7.08	7.02	6.96	6.92	6.86	6.80	6.80
中國香港	7.8214	7.81	7.81	7.80	7.79	7.78	7.78	7.77	7.76
印度	83.154	82.9	82.7	82.5	82.3	82.1	81.9	81.7	81.7
印尼	15,669	15,510	15,370	15,230	15,100	14,960	14,820	14,680	14,680
馬來西亞	4.7155	4.65	4.60	4.55	4.50	4.40	4.35	4.30	4.30
菲律賓	56.042	55.7	55.4	55.1	54.9	54.6	54.3	54.0	53.0
新加坡	1.3439	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32	1.31	1.31	1.31
韓國	1,322	1,310	1,300	1,290	1,280	1,270	1,260	1,250	1,200
泰國	36.307	35.7	35.2	34.6	34.1	33.6	33.0	32.5	32.5
越南	24,781	24,660	24,540	24,430	24,320	24,210	24,090	23,980	23,400
澳洲	0.6570	0.67	0.67	0.68	0.69	0.69	0.70	0.71	0.71
加拿大	1.3531	1.35	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32	1.31	1.31
歐元區	1.0860	1.10	1.11	1.11	1.12	1.13	1.14	1.15	1.15
日本	151.62	148	145	142	139	136	133	130	130
紐西蘭	0.6044	0.61	0.61	0.62	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64
瑞士	0.8975	0.90	0.90	0.91	0.91	0.92	0.92	0.92	0.90
英國	1.2658	1.28	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.33
美國	104.007	103.0	102.0	101.1	100.1	99.2	98.2	97.3	97.3

澳洲、歐元區、紐西蘭和英國為直接報價

仍然處於 在懸崖

大宗商品
2Q24

對大宗商品這一資產類別持謹慎態度，等待全球經濟復甦的明確跡象。能源轉型、全球變暖和碳減排是需要長期關注的重點領域。



10. 大宗商品

吳俊勇
分析師

概述

等待減息。進入2024年第二季度，聯儲局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的範圍，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會持續下去。

全球經濟引擎雖然運轉中，但卻趨緩。然而，在美國以外的地區，經濟勢頭似乎已明顯放緩；與2023年12月相比，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增長也呈現出類似的情況，美國在2023年第三

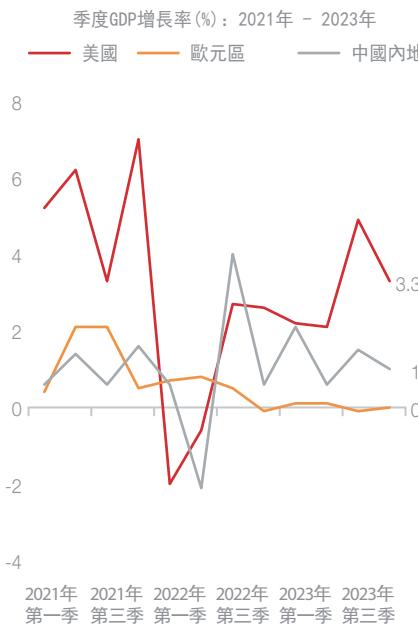
季度和第四季度分別實現了4.9%和3.3%的強勁增長率。相比之下，歐元區勉強避兔了技術性衰退，而中國內地在同期出現了適度擴張。通脹部份，儘管頭條新聞都在吹捧美國核心通脹死灰復燃，但更相關的大宗商品總體通脹指數（包括能源和食品價格）從2023年12月的3.4%同比下降至2024年1月的3.1%。歐元區的通脹率也繼續小幅下降（2024年1月同比增長2.8%，2023年12月同比增長2.9%），而中國內地通縮加劇，2024年1月同比下降0.8%，2023年12月同比下降0.3%。

採購經理人指數（PMI）低迷



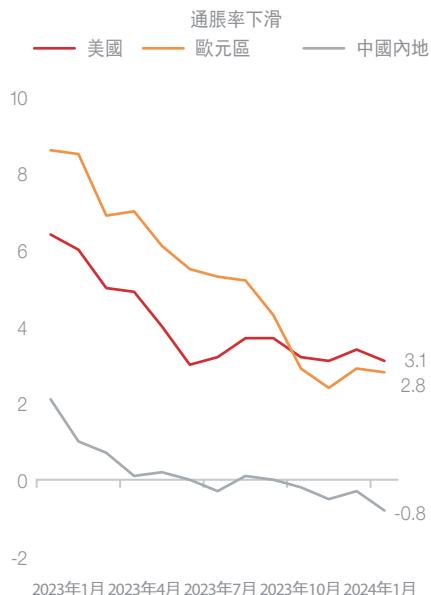
來源：世界經濟論壇

GDP增長放緩



來源：世界經濟論壇

通脹率下滑



來源：世界經濟論壇

總體而言，指數顯示出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。

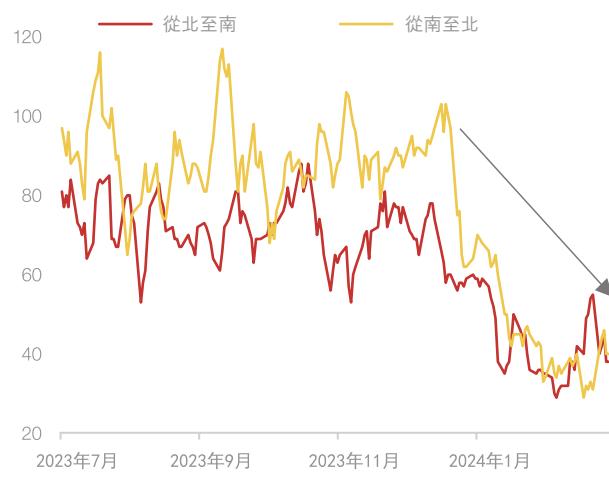
能源

中東緊張局勢升級。以色列-哈馬斯衝突繼續導致供應鏈中斷的風險影響大宗商品。從2023年11月到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“銀河領袖”號(Galaxy Leader)的車輛運輸船，並將其運到也門港口。1月下旬，他們襲擊並摧毀了大宗商品交易巨頭托克(Trafigura)經營的“馬林·

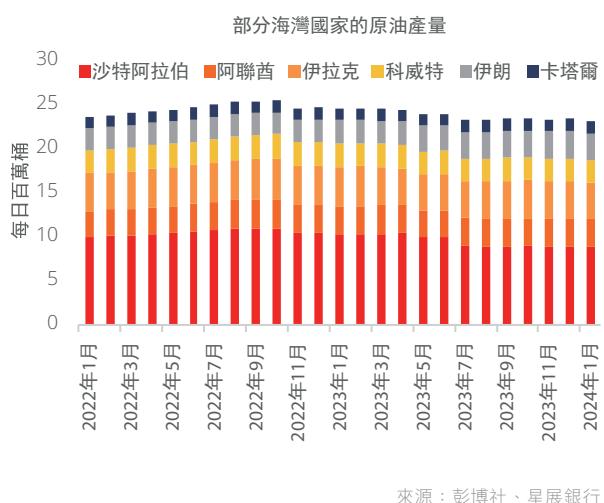
羅安達”號(Marlin Luanda)油輪。這些事件不僅通過劫持和摧毀船隻，還通過避開經紅海的貿易路線，影響了全球供應鏈。

貿易中斷為油價上升提供了空間。這些中斷對全球油價的影響最為明顯，從2023年11月中旬至今年2月底，全球石油價格上升了約8%。鑑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，這一增長幅度並不令人意外。因此，該地區衝突的任何升級預計都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，正如我們在2023年多次看到的那樣。

經過蘇伊士運河的油輪數量：7天滾動平均值



全球很大一部分原油運輸要經過霍爾木茲海峽



工業金屬

(暫時)停滯的電動汽車需求。預計2024年電動汽車的需求和銷量可能呈現下降。美國電動汽車巨頭特斯拉(Tesla)公佈，2023年第四季度營收為252億美元，低於分析師預期的256億美元，同比僅增長3%，為三年多來最慢的增長速度。此外，該公司還發佈了警告，稱未來一年的銷售增長將“明顯放緩”。同樣，全球銷量最大的電動汽車製造商比亞迪(BYD)宣稱其2023年淨利潤增長大幅減低，在74.5%至86.5%之間，遠低於2022年446%的驚人增幅。這一整體趨勢顯示，至少在短期內，全球電動汽車的購買勢頭將陷入停滯。

鋰價目前處於低谷期。這種放緩對大宗商品生產商和價格產生了實質性影響，尤其是鋰。鋰是電動汽車電池的關鍵材料。全球最大的鋰生產商雅保(Albemarle)宣佈裁員並減少資本支出，以應對電動汽車增長放緩和售價下降的情況。報告顯示，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，其價格已暴跌至2022年底峰值水平的近六分之一。儘管長期而言，基於供需缺口，鋰價將會上升，但在2024年剩餘時間內，市場動態似乎並不利於這種電池金屬。目前鋰價的回落反映了電動汽車轉型中預期的非線性進展。

由於供應過剩和電動汽車需求放緩，鋰價下跌



來源：亞洲金屬網

中國內地房地產市場困境仍在繼續。中國內地的建築活動仍遠低於預期水平，困擾房地產研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預計將會帶來一些穩定的金屬需求。整體而言，我們預計中國內地工業金屬需求在未來兩個季度不會出現重大變化，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，尤其是近期最大的綠地研發項目之一——巴拿馬科布雷銅礦(Cobre mine)暫時停產。

中國內地房地產投資尚未復甦



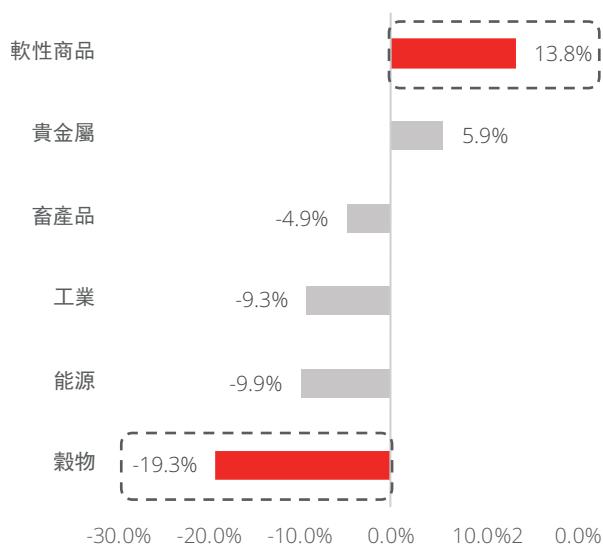
來源：彭博社、星展銀行

農產品

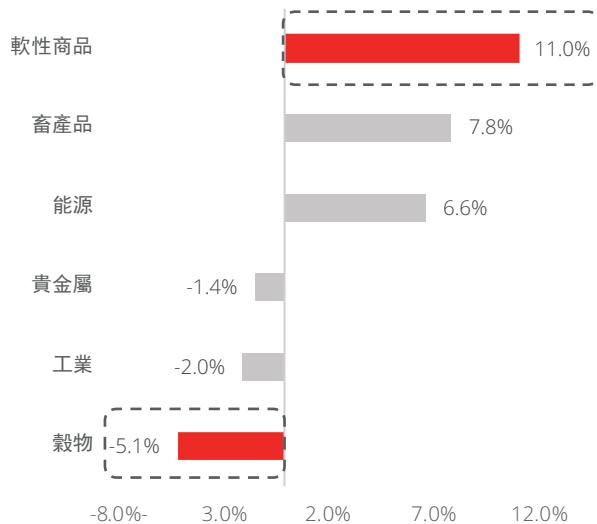
2023年，軟性商品表現優異，但是穀物的表現則不盡人意。農產品在2023年的表現最為兩極分化，其中穀物在大宗商品綜合體中的表現最差(-19.3%)，而軟性商品表現最好(+13.8%)。2024年延續了這一趨勢，2024年1月穀物價格進一步下跌5.1%，而同期軟性商品價格上升11.0%。

農產品內部的兩極化表現

2023年表現



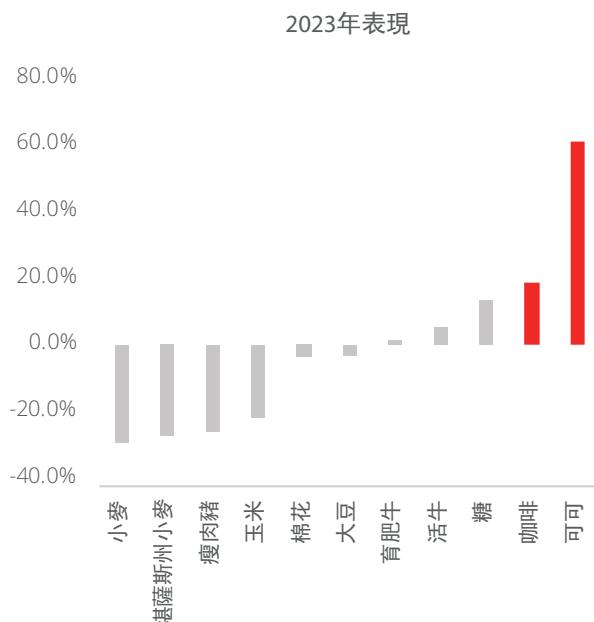
2024年1月表現



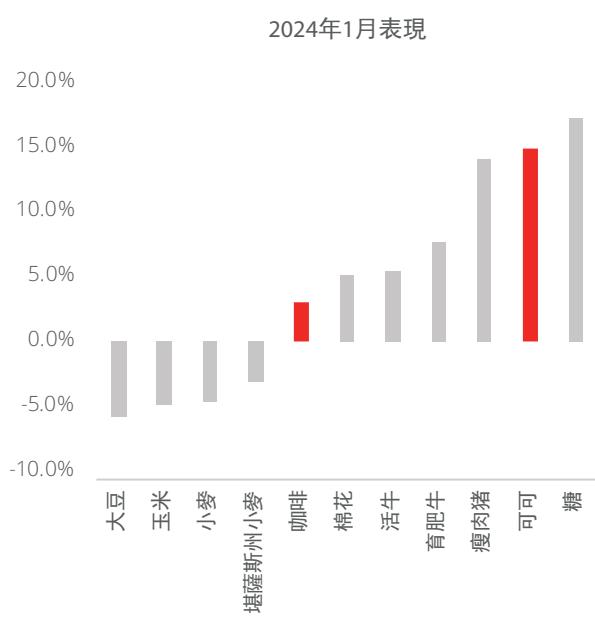
來源：彭博社、星展銀行

由於供應強勁，穀物價格下跌。農產品表現不佳很大程度上歸因於供應強勁。美國玉米產量預計在2023-24農產品銷售年度將達到3.898億公噸，同比大幅增加3860萬公噸，創下新紀錄。同樣，身為全球最大和第三大大豆生產國的巴西和阿根廷，其大豆產量預計將在2023-2024年度實現強勁增長。2023年12月，美國農業部將巴西大豆2023-24農產品銷售年度出口量預估環比上調1.03億公噸，創歷史新高。儘管俄羅斯退出“黑海穀物倡議”(Black Sea Grain Initiative)可能會給全球糧價（特別是小麥）帶來上升風險，但迄今為止對價格的影響不大。這是因為烏克蘭有能力繼續通過該國西部邊境的駁船、公路和鐵路等方式出口穀物和油籽。

可可和咖啡成為超級明星



可可和咖啡在軟性商品中表現最為優異。軟性商品表現優異的主要推動力是可可，2023年上升了60.8%，2024年1月又進一步上升了14.9%價格的大幅上升反映出全球可可市場的持續短缺，預計到2024年將連續第三年持續短缺。出現短缺的原因有多個，包括對可可和可可產品的彈性需求、厄爾尼諾現象（聖嬰現象？）造成的供應衝擊、化肥緊缺以及科特迪瓦和加納爆發的腫枝病，這兩個國家的可可總產量佔全球產量的三分之二。咖啡也是軟性產品細分市場的重要貢獻者，2023年的收益增長了20%，2024年1月又進一步增長了3.1%。咖啡的優異表現同樣也是由於穩定的需求以及惡劣天氣導致的供應和庫存減少。同樣值得注意的是，咖啡價格可能是上述紅海運輸中斷的受惠者，因為咖啡通常通過集裝箱（而不是散貨船）運輸，而且從蘇伊士運河改道的集裝箱船比散貨船更多。



來源：彭博社、星展銀行

結論

大宗商品繼續面臨緊縮貨幣環境的不利影響，從PMI到GDP增長和通脹的眾多宏觀經濟數據反映了這一點。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、天氣狀況、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，我們可以看到標普高盛總回報(GSCI TR)指數的表現明顯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，我們繼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。從長期來看，我們認為能源轉型、全球變暖和碳減排等主題重點領域仍在發揮作用，並將促進大宗商品需求的轉變。

由於能源比重較高，GSCI TR指數年初至今表現相對較佳



來源：彭博社、星展銀行

GSCI和BCOM指數板塊權重

	BCOM TR指數 (%)	GSCI TR指數 (%)
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

來源：彭博社、標普道瓊斯指數



新的 平衡

另類資產：
黃金和私人資產
2Q24

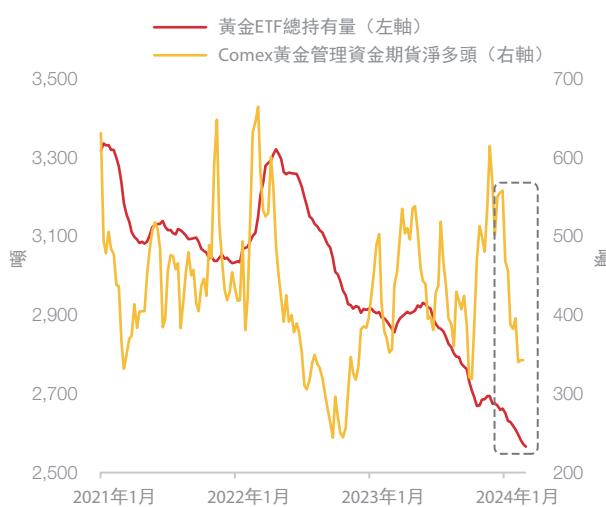
在地緣政治局勢緊張和央行買入的情況下，維持黃金2,250美元/盎司的目標價。利用私募市場投資的優勢，通過適度平衡的多元化投資計劃建立缺口。

11. 另類資產： 黃金

吳俊勇
分析師

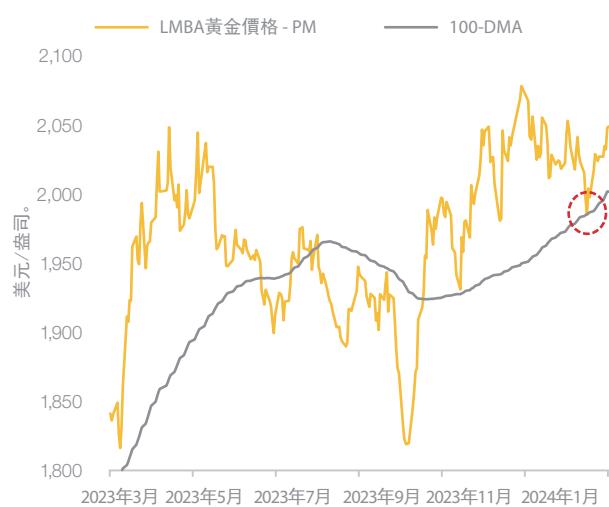
回吐12月的部分升幅。黃金在2024年開局不穩，繼去年12月的出色表現後，回吐了部分升幅（截至2月29日累計下降0.9%）。某種程度上看，這種情況並非意料之外，因為：1) 在經歷如此大幅反彈後出現了盈利拋售；2) 利率方面的變化削弱了市場對黃金的樂觀情緒。關於第(2)點，2024年第一個月，美國通脹回升，勞動力市場繼續保持韌性，這使得聯儲局提前減息的希望幾乎破滅，導致美元走強，國債債息提升。美國經濟持續強勁對黃金的短線投資定位產生了影響，1月份全球黃金ETF流出51噸，1月份COMEX黃金管理資金期貨淨多頭減少了206噸。

ETF和黃金期貨流出影響了1月份的回報率



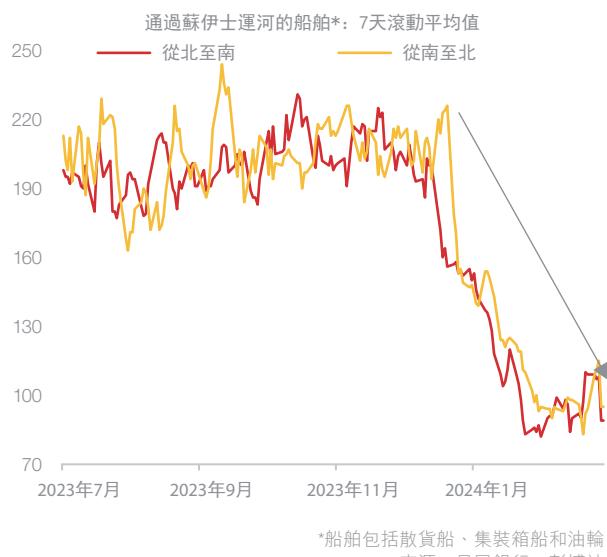
韌性仍是黃金的一大關鍵詞。儘管出現了回落，但黃金仍然相對穩固。今年以來，黃金僅在2月14日測試過一次100日移動平均線（100-DMA）。在下午的黃金定價會議上，LBMA價格跌至1,985美元/盎司，與100-DMA處於同一水平。然而，不久之後就出現了反彈。儘管美元和利率自此之後略有走強，但黃金價格一直保持在2,000美元/盎司以上，接近去年11月底的水平。儘管在美國經濟表現出韌性之後，減息時間可能晚於最初預期，但市場一致認為黃金的基本面是積極的，未來減息的預期仍然存在。

黃金在100-DMA以上仍有支撐



地緣政治風險可能是一把雙刃劍。黃金在2024年前兩個月表現出的韌性，部分程度上也和持續存在的地緣政治風險相關。俄烏戰爭爆發至今已有兩年多，但仍未出現任何收尾跡象。更具相關性的事件是以色列與哈馬斯在中東引發的衝突，去年11月，親哈馬斯胡塞武裝分子在紅海發動代理戰爭，致使衝突升級。作為避險資產，黃金無疑會從當前地緣政治局勢中受惠。

自紅海襲擊開始後，蘇伊士運河的船舶流量有所下降



然而，地緣政治風險也有弊端，可能成為供應鏈壓力和通脹風險的潛在來源。例如，自從胡塞武裝在紅海發動襲擊以來，通過蘇伊士運河的船舶流量出現了大幅下降，進而影響了貨運成本和能源價格等方面。如果通脹因此上升，債息會進一步回升，將對黃金產生不利影響。

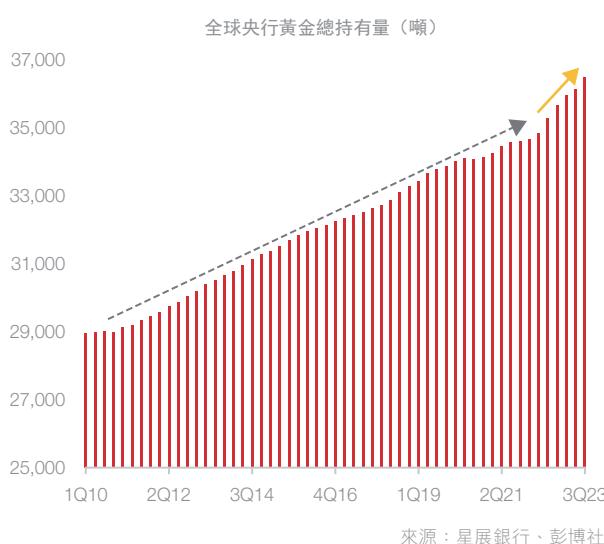
全球供應鏈壓力緩和態勢可能出現逆轉



來源：星展銀行、彭博社

央行救市。過去兩年市場動蕩不安，不過有一點沒有改變，就是央行強勢購買黃金。長期趨勢來看，我們可以發現，2022年第二季度之前和之後的購買活動存在明顯差異；後期的購買活動速度明顯加快。例如，2022年，中央銀行黃金購買量創造了歷史紀錄，需求總量達到1,081.9噸，2023年緊隨其後（1,037.4噸）。我們預計這一趨勢將持續下去，有以下兩大原因：1) 國際制裁事件不斷增加；2) 長期去美元化勢頭不斷增強。就第（1）點而言，世界比以往任何時候都更意識到制裁風險，尤其在俄羅斯入侵烏克蘭之後，黃金為各國提供了建立抵抗力和規避制裁

2022年下半年以來，央行的買入速度有所加快



的途徑。關於第（2）點，世界正在緩慢穩步走向多極化，這提升了黃金對許多國家的吸引力。儘管美元儲備貨幣地位並未受到直接威脅，但新興國家和發達國家都越來越多地希望實現外匯儲備的多樣化，將中性硬資產，如黃金納入其中。中國內地、波蘭和新加坡的中央銀行是近年來最大的黃金買家。值得注意的是，央行強勢買盤不僅為黃金提供了長期支撐，還起到了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，當黃金遭遇拋售時，部分央行會伺機買入，這種情況並不少見。

中國內地人民銀行持續購買，餘地充裕



結論

目標仍在但前路坎坷。在央行買盤、世界秩序走向多極化以及中印需求強勁的大背景下，黃金的長期利好因素依然存在。短期來看，全球各地衝突和選舉帶來的不確定性也會對黃金產生利好。然而，最大的影響來自於利率和美元方面的進展。如果通脹增長和就業數據持續意外走高，我們

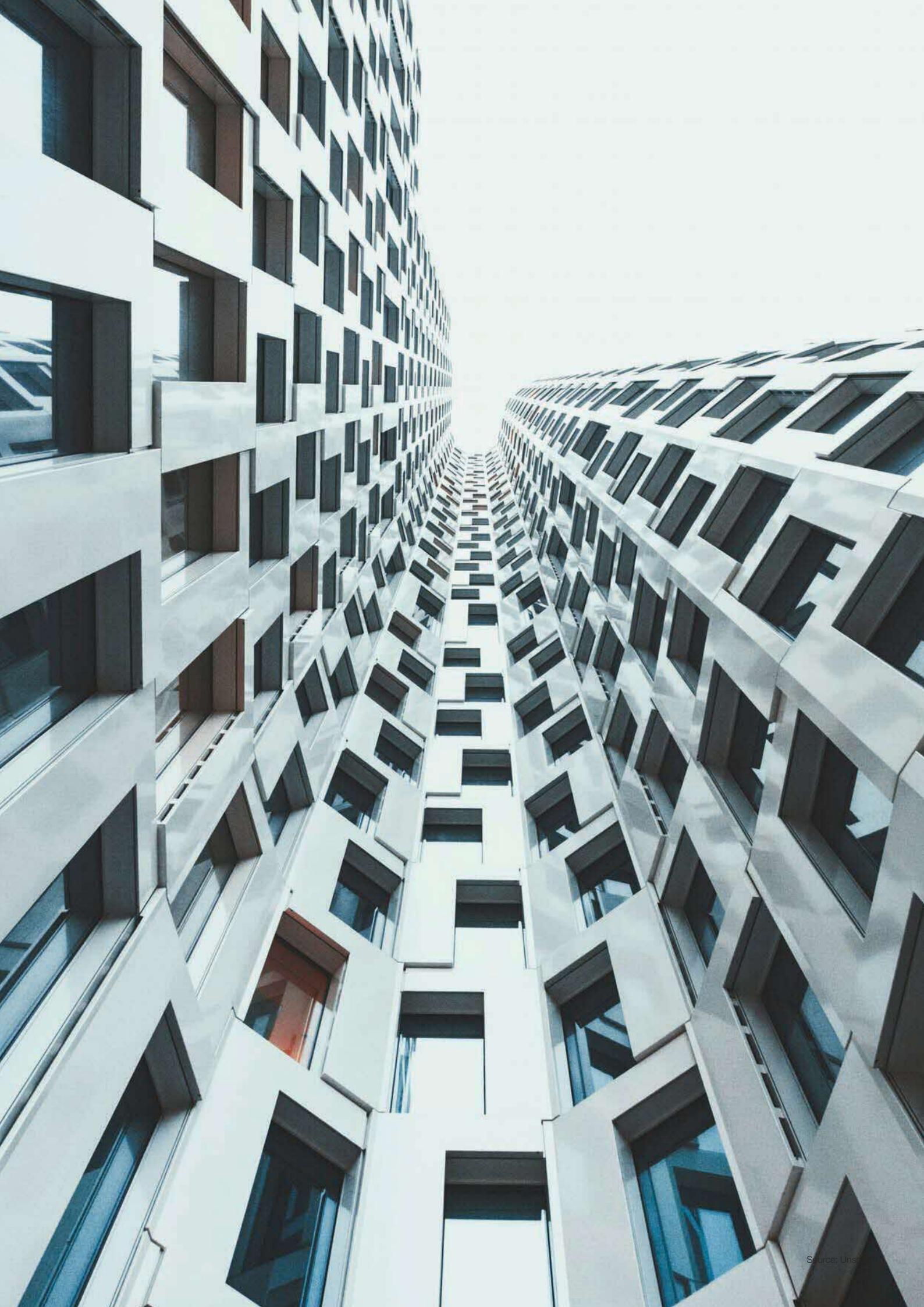
或會看到黃金下滑。然而，即使宏觀數據表現強勁並進一步加息，也會給貴金屬帶來希望；加息會隨著時間的推移增加經濟持續衰退的可能性，而當經濟衰退真正發生時，也一定會出現減息。總而言之，雖然我們預期減息最終會發生，但最大的不確定性在於何時發生。基於這些因素，我們將繼續維持12個月目標價2250美元不變。

金價對美元和10年期美國國債債息的敏感性

CPI為3%，經濟衰退的可能性為60%	UST10 債息(%)	DXY				
		90	95	100	105	110
	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

當前範圍
可能範圍

來源：星展銀行

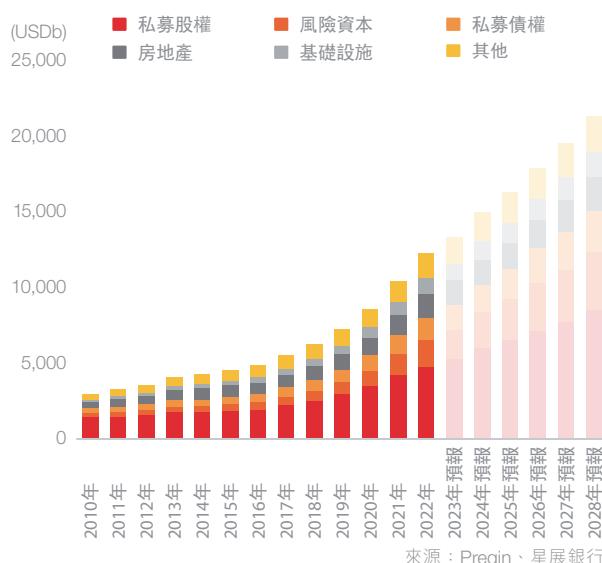


11. 另類資產：私人資產

陳詩韻
分析師

二十年以來，私募市場的重要性迅速提升。企業和投資者越來越多地認識到遠離公眾視線的好處，這支持了私募市場的發展，（1）私營公司的價值增加；（2）投資者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營企業。私募市場提供了大量投資機會，成為企業增長和價值創造的中心，可提供超額回報，因此投資者對私募市場的興趣和參與度得到了穩步上升。考慮到投資者對私募市場的認識和興趣有所提高，本文將為那些希望在核心投資組合中納入該領域的投資者提供介紹和參考。

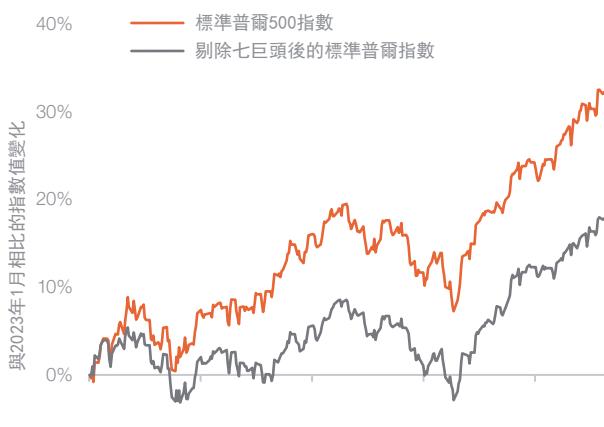
對私募市場的興趣和參與度穩步增長



為什麼投資私募市場？投資私募市場的好處包括：

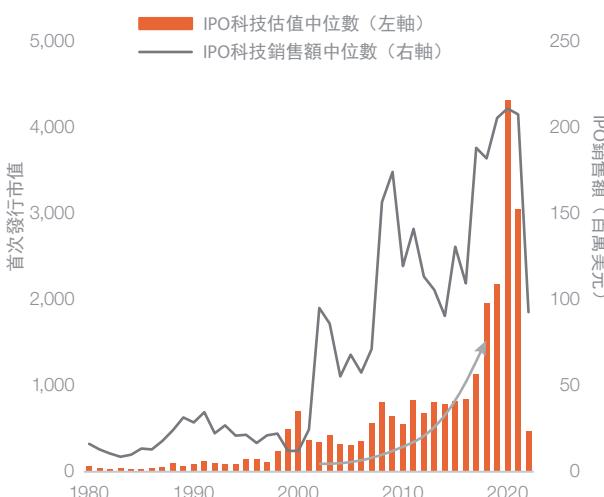
- 1. 私募市場的投資範圍更廣。**許多新興創新成果在公開市場上的代表性仍然不足，但投資者可以通過擴大私募市場投資份額獲得這些機會。此外，公開市場的業績表現更加集中，增長越來越多地依賴於少數幾家公司，這顯示，將私募市場作為多元化投資的重要來源非常必要。
- 2. 通過積極管理創造價值。**由於持有大量股份，流動性較差，私募市場公司往往強調長線投資。再加上對投資管理的參與，私募市場公司與有限合伙人的利益緊密相連，共同致力於通過投資組合公司的可持續增長和成功發展創造價值，而非僅關注短期股價波動。
- 3. 利用非流動性的行為優勢。**雖然持有非流動性私人資產可能會讓投資者很難應對不可預見的變化或機會，但這種非流動性也有助於避免在市場波動時出現沖動性拋售傾向，使投資組合免受固有行為偏差的影響。

S&P500指數上升主要歸功於七家公司的成功發展



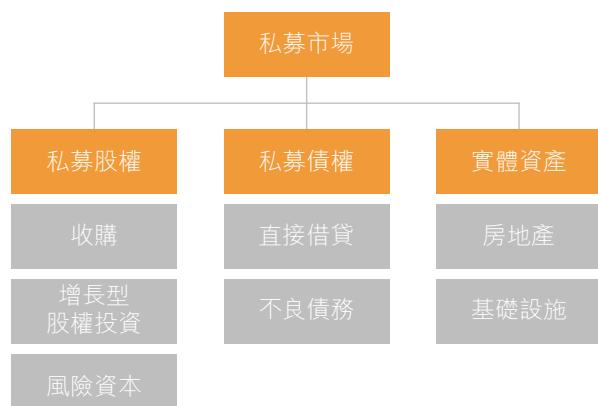
來源：彭博社、標普全球、星展銀行

公司在首次公開募股前獲得更多價值，私募市場將收益收入囊中



來源：Jay Ritter、佛羅裏達大學沃靈頓商學院、星展銀行
注意：數據截至2022年

主要私募市場資產類別和策略



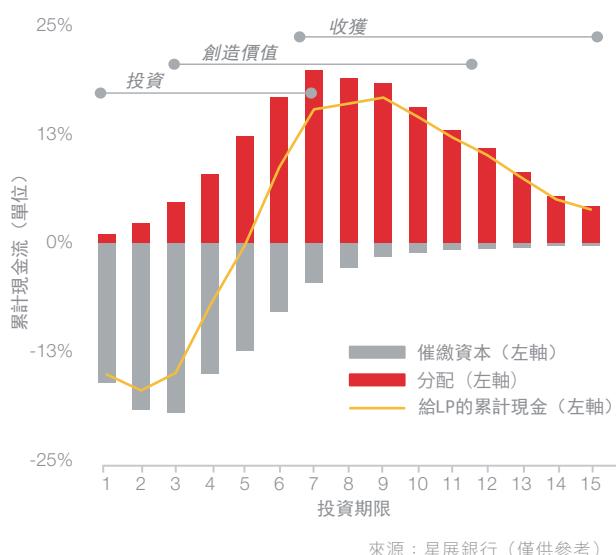
來源：星展銀行

- **私募市場投資的特點。**儘管私募市場投資在提高風險調整後的回報和擴大投資機會方面前景廣闊，但實際上將私募市場投資引入投資組合中的實際問題通常會成為即使是精明投資者的入市障礙。複雜性包括：

- 我們應該何時投資以及投資多少，以達到分配目標？
- 我們應該如何處理已承諾但尚未調用的資金？
- 當基金向我們返還資金時，我們如何維持我們的分配？

投資於典型的私募股權基金。通過典型的私募股權基金投資私人資產的方式如下：投資者作為有限合伙人（LP）承諾參與新的主基金。這是一個有限生命週期的封閉型工具，直接投資於私人公司或資產。基金通常不會一次性調用承諾的資本。相反，這是在一個預定的期間內逐漸進行的，當基金投資組合公司時。普通合伙人通常會與投資組合投資的管理團隊合作，增強其價值，直到投資成熟。在基金生命週期的後期，基金出售其投資，並產生現金，將其分配給其LP。這種總體現金流模式被稱為“J-曲線”，如下所示：

私募股權投資J曲線示例



在私人資產中達到目標配置。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，初涉私募市場的投資者無法通過一次性投資單一基金來實現其對任何私募市場資產類別的目標暴露度。相反，建立和維護私募市場計劃是一個多年的過程，涉及現金流規劃，並在各種資產類別的新基金中分配承諾。

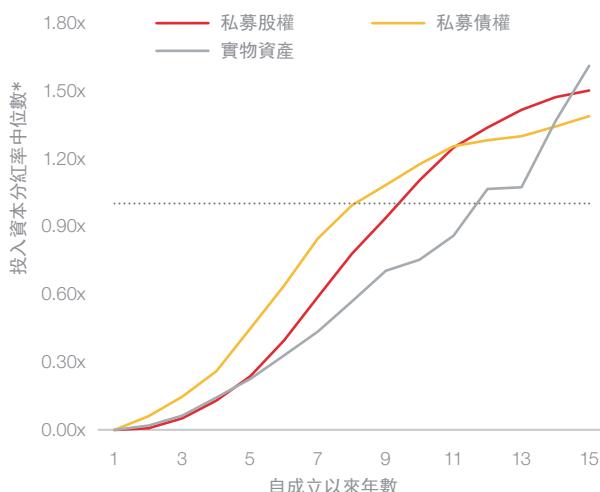
現金流規劃。資本調用和分配是不確定的，並超出了LP的控制範圍。因此，投資者必須仔細規劃資本調用和分配，因為他們在私募市場投資的每個階段預算現金流需求。

- 資本調用。**對於封閉型基金的承諾可能需要幾年時間才能實現，LP必須確保足夠的流動性來滿足這些義務。為了避免對回報產生現金拖累，投資者可以將用於私募市場資本調用的資金投資於流動的公開市場工具中，直到需要時——這樣可以捕捉市場的 β 值，或者將其持有為現金或等價現金以保持流動性。
- 分配和績效。**隨著基金投資組合的成熟，基礎投資績效和投資期間的分配（在初始承諾時是不確定的）會影響投資者的配置目標。因此，保持對私人資產的穩定配置意味著持續地將資

金分配給新的投資。最終，通過構建一個私募市場投資的滾動計劃投資者的投資組合將有效地變得自我融資，因為來自早期產品的分配通常會抵消對新產品的投入，減少了投資者需要的額外現金支出。

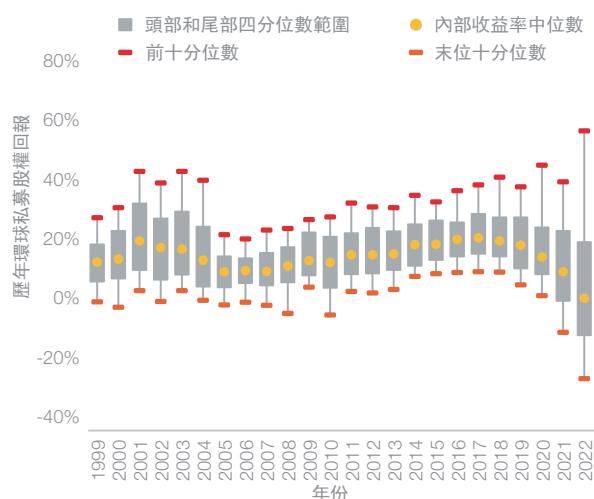
不同基金策略，年份，和基金經理的多樣化。分配給私募市場的投資者必須進一步注意，私募市場策略並不是同質化的。例如，根據Pitchbook的分析，私募債務基金平均比私募股權或實物資產更快地調用和分配資本，而風險投資的繁榮與衰退週期呈現出更加波動的回報。每個不同的年份（基金的起始年份）在基金績效分散和中位績效方面歷史上也存在差異。

各種私募市場資產類別的投入資本分紅率中位數



*投入資本分紅率：實收資本的分配。基金返還給投資者的總資本與實收資本的比率

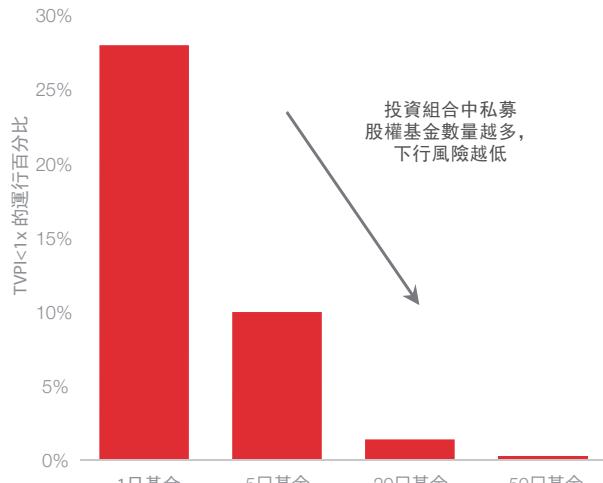
歷年環球私募股權回報



來源: Pitchbook, 星展銀行
數據截至2023年6月30日

私募市場內各種現金流和回報檔案的差異突顯了在私募市場配置中進行多樣化的重要性。在地理位置、管理者、策略和年份方面分散承諾，已被發現對私人資產組合的風險暴露具有積極影響，通過減少對任何經濟環境或管理者的依賴。Diller和Jackel的一項研究發現，將資金分散投資於隨機選擇的基金組合中，損失資本的風險顯著減低。這再次強調了定期承諾於多個新基金是必要的，不僅是為了隨時間保持穩定的配置，還要構建一個多樣化和有韌性的投資組合。

分散性的私募股權投資組合抵禦下降風險效果最好



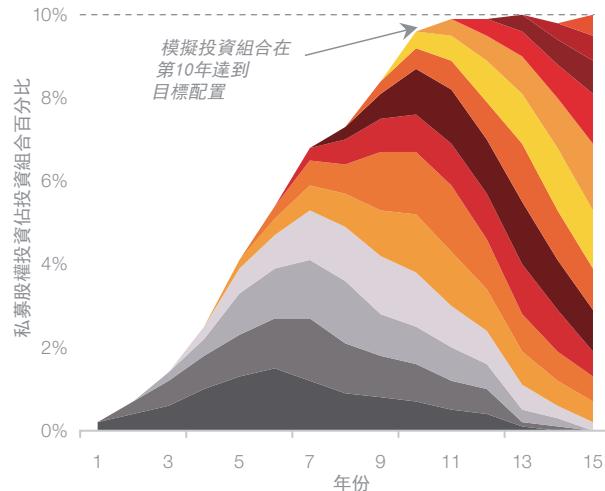
來源：“私募股權投資的風險”，作者：Christian Diller博士、Christoph Jackel博士和Montana Capital Partners，可通過英國私募股權與風險投資協會獲取。

注意：私募股權基金模擬投資組合的投入資本總倍值數（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劃的一般性準則：

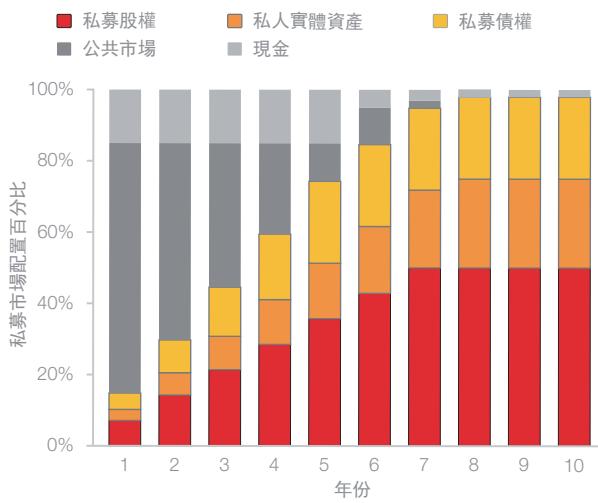
- 對於初次接觸私人資產的投資者，我們建議在數年內建立對每個私人資產類別的目標投資，可能需要長達10年的時間，才能在私募市場實現資本的完全部署。
- 投資者可每年將目標私募股權投資中的一部分投入其中。在此後的幾年中，早期資金將得到分配，這些現金可能會被重新分配到新的基金中。
- 為避免現金拖累回報，投資者可將指定用於私募市場資本調用的資本分配：(a) 投資於流動性較好的公共工具，直到需要時為止，以便在投資過程中捕捉市場的平均收益，或(b)以現金或現金等價物形式持有，獲得流動性。

多年私募股權投資分配承諾計劃示例



來源：星展銀行（僅供參考）
模擬投資組合在每個年份投資一只基金。
每個色帶代表投資一只私募股權基金

建立新的私募市場分配示例



來源：星展銀行（僅供參考）

如何投資私募市場？考慮到私募市場基金投資相對複雜，通過一級市場基金進行投資的投資者最好擁有足夠的資源，每年對多個基金經理進行盡職調查，並對持有的各種基金進行監控。另外，個人也可以選擇將這些責任委托給自由裁量計劃。在此計劃下，投資顧問不僅可以提供管理基金計劃所需的服務，還可以幫助投資者接觸到備受大家追捧的最佳基金經理。

此外，值得注意的是，除了一級市場基金外，尋求私募市場投資機會的投資者還擁有一系列不同選擇。每種選擇是否適用，取決於投資者的分配規模、專業知識水平和傾向的參與程度等因素。

- **直接投資或聯合投資**：可直接投資於私營公司或資產。這通常需要高水平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，因此不適合一些尋求多元化投資私募市場的投資者。投資者也可以與承擔管理責任的普通合伙人（通常是私人資產公司）共同投資，從而有機會與特定的私人資產基金經理一起進行投資。
- **二級市場基金**：二級市場基金從LP處購買現有的一級基金股權。二級市場基金在一級市場基金業績週期的較後階段購買權益，可減輕J曲線效應，並為投資者縮短流動性不足的持續時間。除了縮短/減低J曲線外，二級市場基金的投資在一級市場計劃開始時也很有用，可提供更快的投資機會，並在不同策略、地域和年份實現投資的多樣化。

• **基金中的基金（FOF）**：基金中的基金（FOF）將投資者的資金匯集起來，形成一個多樣化的私募市場基金投資組合。通過放棄投資的控制權，首次進入私募市場的投資者即可通過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者通常會選擇FOF，但對他們來說，但實施一級市場基金計劃可能並不可行。

• **半流通基金**：這些基金是開放式結構，投資者可選擇定期認購和贖回股份。半流動結構的流動性通常是通過部分投資組合投資於流動資產來實現，可稀釋私募市場的風險缺口。雖然通常不存在J曲線，但鎖定期和基金層面的限制仍可能適用。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，但在市場縮水或陷入困境時不應依賴該機制。

平衡流動性與資本需求。最終，投資者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劃所需的長期承諾。例如，規模較小的個人投資者可以考慮將基金或半流動性私人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劃，投資者應探索並了解構建計劃的各個層面，從而在未來數年內享受私募市場投資帶來的收益。



大型科技公司的 新範式

主題策略
2Q24

大型科技公司令人印象深刻的表現是“Q-GARP”（優質增長合理價格）的體現。在大型科技時代，估值上升需要對“合理價格”重新定義。把握投資大型科技、人工智能和網絡安全的浪潮。

12. 全球科技巨擘

楊政齡
星展集團投資總監（北亞區）

吳俊勇
分析師

這趟科技列車無法停止。長期以來，CIO Office一直對科技巨擘持建設性觀點。儘管2022年和2023年聯儲局持續加息讓投資者信心不穩，但我們仍然認為，在強勁的盈利增長、資產負債表優勢、結構性和充足的淨現金基礎上，科技行業將會卷土重來。對於利率上升會抑制終端需求這一觀點，我們也提出了質疑；我們認為，人工智能(AI)的出現是一種增長催化劑，將為科技巨擘帶來新的增長範例，其中許多公司構成了這個新興技術的結構支柱。此外，科技巨擘在過去兩年中進一步鞏固了主導地位，通過創新和無機增長在越來越多的科技相關垂直領域建立了權威。這一系列的逆勢預測取得了良好的結果，自2022年11月到2024年2月，科技巨擘表現驚人，升幅超過137%。

科技巨擘股票表現優於市場，並有望繼續保持優異的表現



來源：星展銀行、彭博社

最新財報季證實了這樣的趨勢。2023年第四季是科技巨擘的另一個強勁季度，許多行業巨頭在營收和盈利方面都表現出色。他們的強勢表現為其繼續在來年取得更好的業績奠定了堅實的基礎。即使對業績指引不那麼樂觀的公司，股價仍保持彈性增長；這顯示投資者已不重視短期因素；事實上，他們正將目光投向那些長期的催化劑。

2023年第四季度主要科技巨擘財報表現

公司	2023年第四季度收入	2023年第四季度盈利	業績指引	今年以來至2月22日的表現(%)
Apple (AAPL US)	符合預期	符合預期	比較樂觀	-5.3%
Microsoft (MSFT US)	符合預期	超過預期	比較樂觀	7.0%
Alphabet (GOOGL US)	符合預期	超過預期	樂觀	2.1%
Amazon (AMZN US)	超過預期	大幅超過預期	樂觀	11.0%
Nvidia (NVDA US)	超過預期	超過預期	非常樂觀	36.3%
Tesla (TSLA US)	符合預期	符合預期	保守	-21.6%
Meta Platforms (META US)	超過預期	超過預期	樂觀	32.2%
Netflix (NFLX US)	符合預期	超過預期	比較樂觀	17.8%
AMD (AMD US)	超過預期	符合預期	悲觀	11.5%
TSMC (2330 TT)	超過預期	超過預期	樂觀	20.5%

來源：彭博社、星展銀行

充分相信Q-GARP。科技巨擎的強勁表現促使我們創造了“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頗豐但估值不過高的公司。然而，在如今科技巨擎當道的時代，估值倍數已經擴張，在考慮增長、質量、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專注於在各自行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，我們認為最符合這一策略的領域是：i)科技巨擎；ii)人工智能(AI)以及 iii)網絡安全。

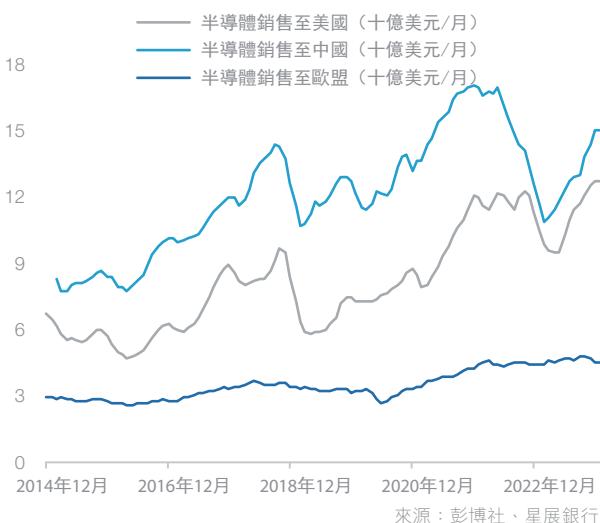
“
AI為我們在有機增長和貨幣化（Alphabet的搜索業務）提供了機會，而我們目前還處於這個領域的早期階段。
—— Sundar Pichai · Alphabet CEO

科技巨擎

我們認為，在以下催化劑的推動下，大型科技公司將繼續是股市的亮點：

催化劑1：半導體行業復甦在望。半導體芯片組是當今多數技術的核心基礎，是上游技術領域的良好晴雨表。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，正在穩步復甦。我們認為，這代表了該行業的轉折點，庫存問題正在逐步得到解決。再加上需求觸底的跡象，我們可能會看到整個半導體行業進一步復甦。

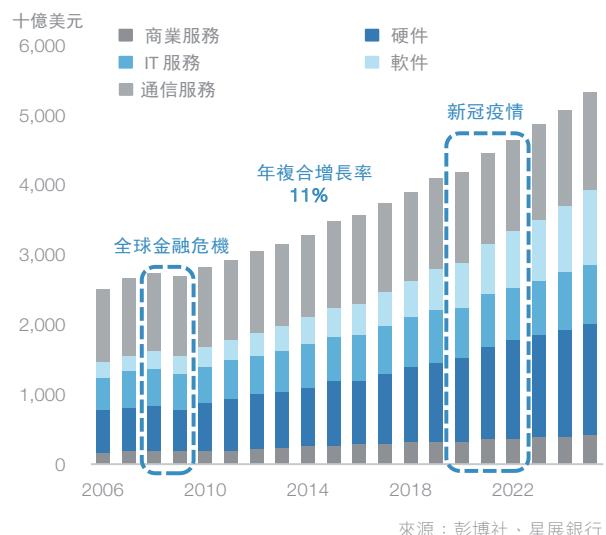
全球半導體銷售回升



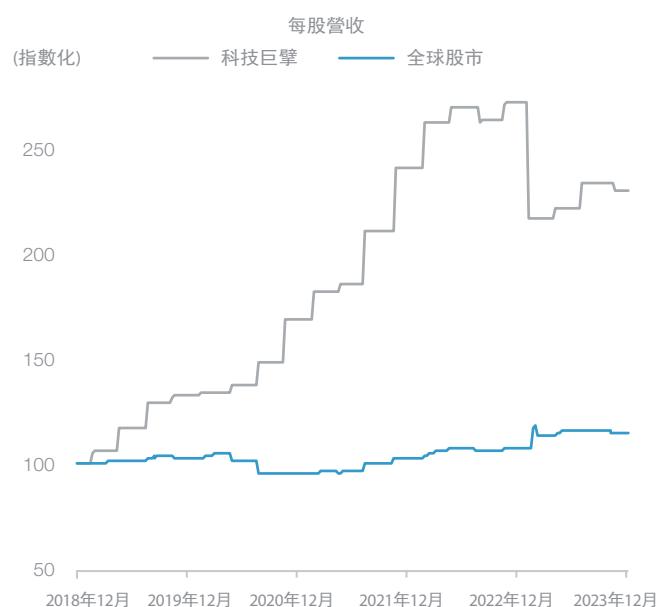
催化劑2：全球IT支出呈現上升趨勢。全球IT支出預計將持續上升且基礎廣泛，涵蓋服務、硬件、軟件和通訊，到2025年，潛在市場總規模可達5.3萬億美元。這種上升趨勢在過去二十年中一直保持不變，甚至在新冠疫情封鎖高峰期也持續存在。唯一的例外是2009年全球金融危機期間的一次小波動。隨著雲端計算和AI嵌入式應用的普及，我們認為，科技巨擘和行業領導者已經準備好進入這個不斷增長的市場。

催化劑3：強勁的收入和盈利基礎。該行業的表現在很大程度上得益於其強勁的收入和盈利增長，其增長速度超過了大盤。對科技相關產品的持久終端需求以及科技巨擘令人欽佩的定價能力應該會繼續支撐此趨勢的發展。

總規模達數萬億美元的潛在市場



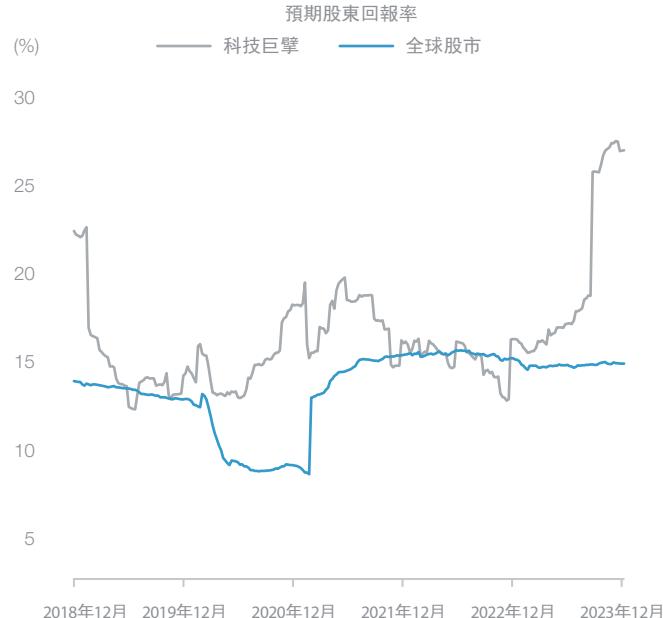
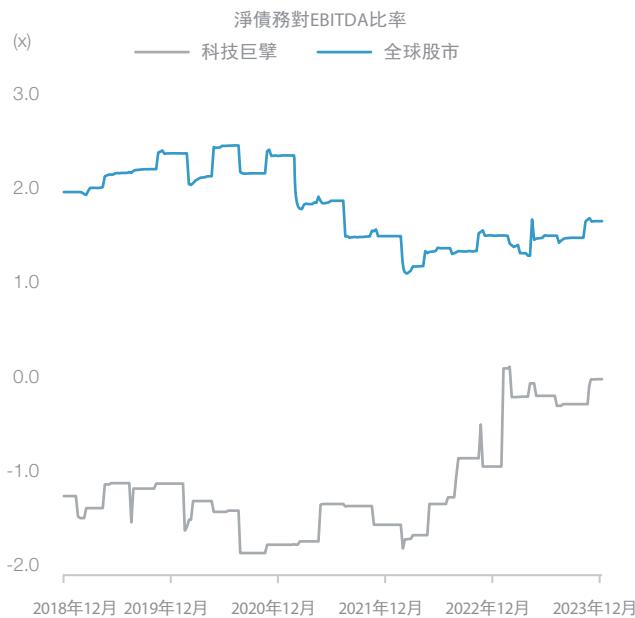
科技巨擘的優異表現源於其卓越的營收和盈利增長



來源：彭博社、星展銀行

來源：彭博社、星展銀行

對槓桿的依賴程度低，股東回報高

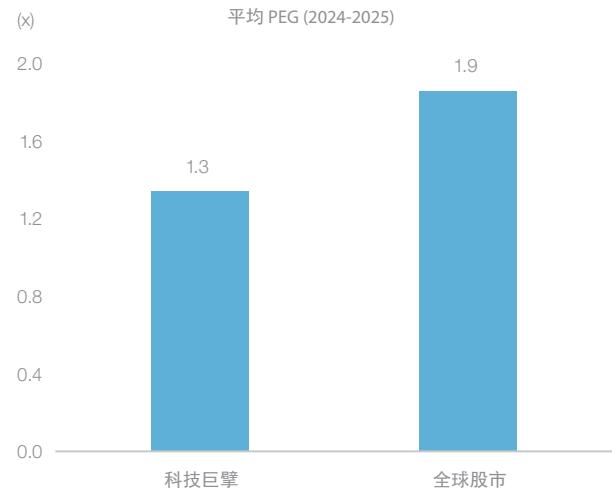


來源：彭博社、星展銀行

催化劑4：穩健的資產負債表和股東回報。多數科技巨擘的淨債務為負，因此與槓桿率更高的公司相比，其資金流動性和財務穩定性會更高。此外，龐大的現金儲備使其具備併購的財務實力。這種對槓桿的低依賴性，加上併購活動帶來的增長，讓科技巨擘的股東回報通常高於全球股市。

催化劑5：增長調整後的估值仍有上升空間。儘管反對者可能會認為科技巨擘的股價存在巨大溢價（2024年和2025年市盈率分別為約30倍和約26倍），但我們認為，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，2024/25年度的平均市盈率相對盈利增長比率(PE/G)一點也不高。科技巨擘的2年平均PE/G為1.3倍，與全球股市的1.9倍相比，明顯更低。

盈利增長和品質證明了估值溢價的合理性

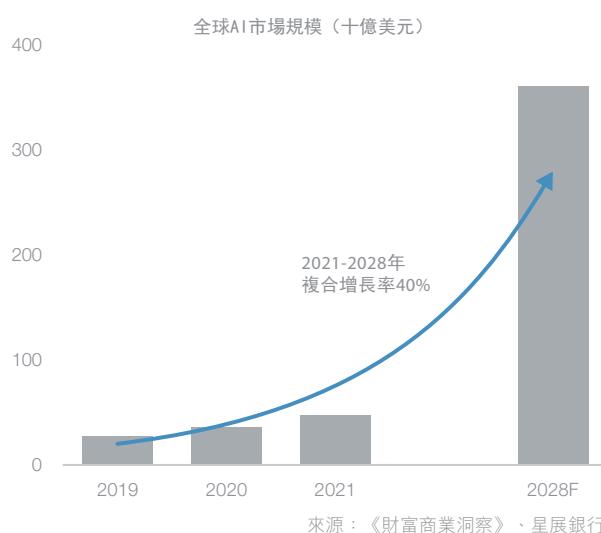


來源：彭博社、星展銀行

人工智能 (AI)

AI引領潮流。隨著ChatGPT的發佈及其快速普及，人們對AI的興趣激增。ChatGPT、Bard和Dall-E等生成式AI應用程序可用於生成無數的輸出，從文本和圖像到代碼和音頻等更專業的輸出均可。這為企業和個人用戶都帶來了巨大的益處，凸顯了AI相關領域巨大的市場潛力。

全球AI市場規模（十億美元）



由於AI的收入潛力預計在未來十年將快速增長，因此我們相信下列支柱產業將在這一趨勢中受惠匪淺。

支柱產業1：集成電路-芯片設計和半導體代工廠。半導體是通往數字世界的基石。AI模型在訓練和生產中通常都需要先進的芯片組。市場研究機構TrendForce估計，2020年GPT模型需要約20,000個GPU來處理訓練數據，而展望未來，運行ChatGPT預計至少需要30,000個GPU。AI在各行各業的進一步發展和應用只會加大對GPU、微處理器、電源管理IC等需求，尤其是隨著商業研發佔據主導地位，這對人工智能模型的速度和複雜性的需求也將不斷增加。

支柱產業2：雲端平台。一旦AI模型經過充分訓練且認為其適合商業用途，很可能就會將這些模型部署在雲端平台上，以便於普通用戶群進行訪問。語言、圖像、視頻、音樂等模型的激增自然會引發對雲公司托管這些模型的需求。鑑於生成式AI特別擅長生成大量內容，因此產生大量資料的企業（新聞網站、電子商務平台、在線視頻）也可能需要雲提供商不斷增加的托管空間。

支柱產業3：網絡安全。生成式AI在“深度偽造”方面尤其具有天賦，深度偽造技術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信息。例如，新加坡政府創科部門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編寫和定制的網絡釣魚郵件的點擊率明顯更高。這就對所有平台的網絡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、行業和國家的需求都在激增。

黃仁勳，Nvidia CEO

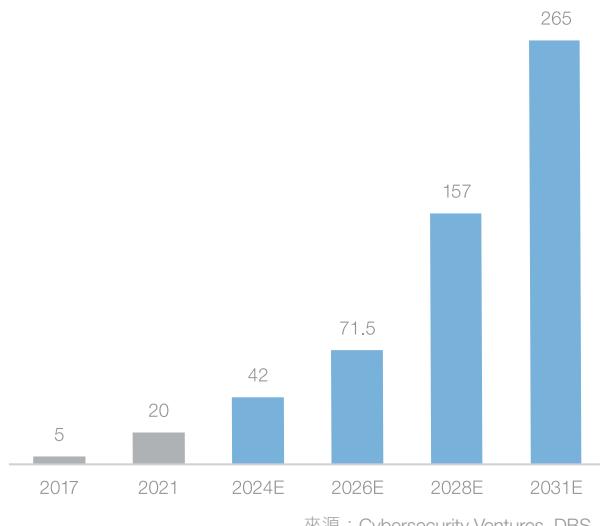
”

網絡安全

日益增長的網絡安全需求。全世界受惠於信息時代非常多，大眾可輕易獲取數據，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信息時代所取代。企業現在比以往任何時候都必須投入資源來保護其數字程序和平台。除了AI帶來的威脅之外，企業目前還面臨著提高網絡安全的壓力，原因包括：

- 數據泄露和勒索軟件的成本不斷上升—必須投入越來越多的資源來檢測網絡攻擊並在遭受攻擊後採取合規措施。
- 網絡攻擊日益複雜—AI等技術正在被用於製造網絡攻擊，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。

勒索軟件導致全球損失的預估（十億美元）



來源：Cybersecurity Ventures, DBS

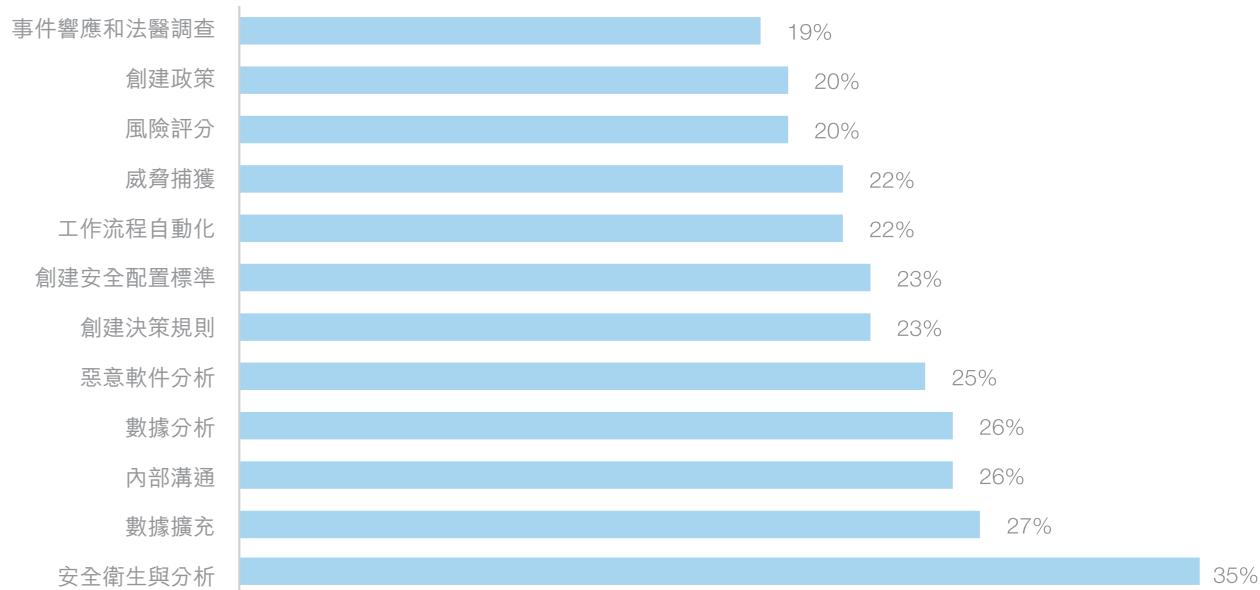
- 混合辦工成為新常態—在家工作增大了公司數據和數碼平台的安全隱患，尤其是通過終端設備。

AI—既是矛，也是盾。雖然AI加劇了網絡攻擊的威脅，但這項技術也可以用來增強網絡安全解決方案。AI在網絡安全中的發展和集成可用於檢測甚至抵禦網絡攻擊。例如，AI可用於分析現有惡意軟件的數據庫，並分辨出可用於識別新惡意代碼的模式。35%的首席信息安全官已經在使用AI來採取積極的安全措施，預計有61%將在未來12個月內採用AI。

網絡安全領域的贏家。隨著新技術的採用，網絡安全領域不斷發展，業內最大參與者將處於最佳位置，能站在新發展的最前沿，並吸引優先考慮高質量和安全解決方案的客戶。隨著在家工作趨勢持續發展，另一個重點領域就是終端安全；公司需要持續保護企業IT網絡終端（包括計算機、筆記本電腦和物聯網設備），使其免受網絡威脅。因此，從2024年到2034年，終端安全需求預計將以9.2%的驚人複合年增長率增長。

利用星展銀行CIO I.D.E.A.策略掌握大型科技公司的價值。不斷湧現的創新和新技術重塑了我們的世界，增強了科技投資的吸引力。科技巨擎及其周邊生態系統符合Q-GARP的特徵。在CIO槓鈴策略的增長方面，我們主張投資者採用Q-GARP理念，通過星展銀行CIO I.D.E.A.（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：雲端計算、半導體、能源轉型、AI、數據分析、軟件應用以及網絡安全。

生成式AI融入網絡安全領域



來源：世界經濟論壇

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。

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

本文件所載信息可能是不完整或簡明的，並可能未包括數個條款和規定，也不鑑別或界定與任何實際交易相關的全部或任何風險。此處包含的任何條款、條件和意見可能是從各種渠道獲得的，星展銀行或其相關的公司、附屬企業或任何董事或員工（統稱為“星展集團”）均不對其準確性或完整性做出任何明示或暗示的保證，因此對此不承擔任何責任。本信息中的信息可能會進行進一步的修訂、驗證和更新，星展集團對此不承擔任何責任。

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

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

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

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

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

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

金融服務。

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

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

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

星展銀行全球範圍股票業務一般披露/免責聲明

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

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

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

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

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

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

評級或風險評估相一致。

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

2021年6月3日，美國總統拜登簽署了第14032號行政命令（以下簡稱“行政命令”），以取代2020年11月12日公佈的第13959號行政命令。該行政命令於2021年8月2日起生效，禁止美國人投資於該行政命令內的與中國軍事或監控行業有聯繫的中國企業（以下簡稱“CMC”）的公開市場交易的證券行及其衍生產品。被列入CMC的企業名單可於美國財政部網站內找到。

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

分析師聲明

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

公司相關披露/ 法定披露

一. 截至2024年2月29日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或及其子公司和/或其他聯營公司持有該報告推薦的Alphabet

Inc, Electronic Arts Inc, Meta Platforms Inc, Netflix Inc, Airbnb Inc, Amazon. Com Inc, Booking Holdings Inc, Expedia Group Inc, Ford Motor Company, General Motors Co, McDonald's Corp, MercadoLibre Inc, Nike Inc, Starbucks Corp, Tesla Inc, COCA COLA CO, Colgate-Palmolive Co, Costco Wholesale Corp, Estee Lauder Companies Inc, Kraft Heinz Co, Pepsi Co Inc, Procter & Gamble Co, Wal-Mart Stores Inc, Chevron Corp, ConocoPhillips, EOG Resources Inc, Exxon Mobil Corp, Marathon Petroleum Corp, Pioneer Natural Resources Co, Valero Energy Corp, Affirm Holdings Inc, Bank of America Corporation, Berkshire Hathaway Inc, Blackrock Inc, Citigroup Inc, Coinbase Global Inc, The Goldman Sachs Group Inc, Jpmorgan Chase & Co, Mastercard Inc, Morgan Stanley, PayPal Holdings Inc, Robinhood Markets Cl a Ord, Visa Inc, Wells Fargo & Co, Abbvie Inc, Amgen Inc, Becton Dickinson, Lilly (Eli) And Co, Gilead Sciences Inc, Johnson And Johnson, Merck And Co., Inc, Moderna Inc, Pfizer Inc, Vertex Pharmaceuticals Inc, Delta Air Lines Inc, Lyft Inc, Uber Technologies Inc, United Airlines Holdings Inc, Adobe Inc, Advanced Micro Devices Inc, Analog Devices Inc, Apple Computer Inc, Applied Materials Inc, Broadcom Ltd, Intel Corp, International Business Machines Corp, Intuit Inc, Lam Research Corp, MICRON TECHNOLOGY INC, Microsoft Corp, Nvidia Corporation, Oracle Corp, Qualcomm Inc, Salesforce Inc,

Texas Instruments Inc, Workday Inc, Zoom Video Communications Inc, Albemarle Corporation, Alcoa Corp, Freeport McMoran Copper-B NextEra Energy Inc, Bp Plc, Shell Plc, SUZUKI MOTOR CORPORATION, Toyota Motor Corporation, Ajinomoto Co Inc, Mitsubishi UFJ Financial Group, MIZUHO FINANCIAL GROUP INC, TOKIO MARINE HOLDINGS INC, Terumo Corporation, DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD, MITSUI FUDOSAN CO LTD, Perusahaan Gas Negara, NetLink NBN Trust, SEA Limited, StarHub, SingTel, Genting Singapore, Sheng Siong Group, Thai Beverage Public Company, Wilmar International, OCBC, UOB, ComfortDelgro, Keppel Ltd, SATS, Sembcorp Industries, Seatrium Ltd, ST Engineering, Yangzijiang Shipbuilding, Venture Corporation, CapitaLand Ascendas REIT, CapitaLand Ascott Trust, CapitaLand Integrated Commercial Trust, CDL Hospitality Trusts, City Developments, CapitaLand China Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Hong Kong Land, Keppel DC REIT, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, Parkway Life Real Estate Investment Trust, Suntec REIT, UOL Group, Keppel Infrastructure Trust, Airports of Thailand, Bangkok Dusit Medical Services, CP ALL, PTT, PTT Exploration & Production, Siam Cement, HDFC Bank Ltd (ADR), ICICI Bank Ltd (ADR), Infosys Ltd - Sp Adr的專有利益。

截至2024年3月15日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或及其子公司和/或其他聯營公司持有該報告推薦的Agricultural Bank of China Ltd (1288 HK), China Mobile Ltd (941 HK), AIA Group Ltd (1299 HK), Alibaba (HK) (9988 HK), Aluminum Corp of China Ltd (2600 HK), Baidu Inc (9888 HK), Bank of China Ltd (3988 HK), BOC Hong Kong Holdings Ltd (2388 HK), Bank of Communications Co Ltd (3328 HK), BYD Co Ltd (1211 HK), Cathay Pacific Airways Ltd (293 HK), China Construction Bank Corp (939 HK), China Life Insurance Co Ltd (2628 HK), China Merchants Bank Co Ltd (3968 HK), China Overseas Land & Investment Ltd (688 HK), China Petroleum & Chemical Corp (386 HK), China Resources Beer Holdings Co Ltd (291 HK), China Resources Land Ltd (1109 HK), China Telecom Corp Ltd (728 HK), China Vanke Co Ltd (2202 HK), CITIC Securities Co Ltd (6030 HK), CK Asset Holdings Ltd (1113 HK), CNOOC Ltd (883 HK), Country Garden Holdings Co Ltd (2007 HK), Country Garden Services Holdings Co Ltd (6098 HK), Fortune Real Estate Investment Trust (778 HK), Geely Automobile Holdings Ltd (175 HK), Hang Lung Properties Ltd (101 HK), Hang Seng Bank Ltd (11 HK), Henderson Land Development Co Ltd (12 HK), Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd (388 HK), HSBC Holdings PLC (5 HK), Hysan Development Co Ltd (14 HK), Industrial & Commercial Bank of China Ltd (1398 HK), JD.com Inc (9618 HK), JD Logistics Inc (2618 HK), Kerry Properties Ltd (683 HK), Lenovo Group Ltd (992 HK), Li Auto Inc (2015 HK), Li Ning Co Ltd (2331 HK), Link REIT (823 HK), Meituan (3690 HK), MTR Corp Ltd (66 HK), NetEase Inc (9999 HK), New World Development Co Ltd (17 HK), NIO 'A' (9866 HK), PetroChina Co Ltd (857 HK), Ping An Insurance Group Co of China Ltd (2318 HK), Postal Savings Bank of China Co Ltd (1658 HK), Sands China Ltd (1928 HK), Sino Land Co Ltd (83 HK), Sun Hung Kai Properties Ltd (16 HK), Swire Properties Ltd (1972 HK), Tencent Holdings Ltd (700 HK), Tsingtao Brewery Co Ltd (168 HK), Wharf Holdings Ltd/The (4 HK), Xiaomi Corp (1810 HK), XPENG 'A' (9868 HK), ZhongAn Online P&C Insurance Co Ltd (6060 HK) and ZTE Corp (763 HK)的專有利益。

[1]有聯繫者指 (i) 分析師的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；(ii) 某信托的受托人，而分析師、其配偶、親

生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信託的受惠人或酌情對象;或(iii)慣於或有義務按照分析師的指示或指令行事的另一人。

[2]經濟利益指任何通常為人所知的財務權益，例如就證券發行人或新上市申請人證券的投資，或證券發行人或新上市申請人及公司或分析員之間的財務通融安排;但不包括根據正常交易關係而作出的商業貸款，或在任何集體投資計劃的投資(儘管事實上該計劃擁有涉及證券發行人或新上市申請人證券的投資)。

二. 截至2024年2月29日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或其子公司和/或其他聯營公司擁有本報告中推薦的NetLink NBN Trust, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CDL Hospitality Trusts, Capitaland China Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Keppel DC REIT, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust共計超過0.5%的已發行股本的淨長倉。

截至2024年3月15日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或其子公司和/或其他聯營公司擁有本報告中推薦的China Telecom Corp Ltd (728 HK), Fortune Real Estate Investment Trust (778 HK) and Postal Savings Bank of China Co Ltd (1658 HK)共計超過0.5%的已發行股本的淨長倉。

三. 截至2024年2月29日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國、其子公司和/或其他聯營公司實有利於擁有NetLink NBN Trust, Capitaland China Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Keppel DC REIT, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Logistics Trust共計1%的任何級別普通股股份。

截至2024年3月15日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國、其子公司和/或其他聯營公司實益擁有Fortune Real Estate Investment Trust (778 HK) and Postal Savings Bank of China Co Ltd (1658 HK)共計發行人市值的1%。

四. 投行業務服務酬金

截至2024年2月29日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡以及子公司和/或星展唯高達美國聯營公司，在過去十二個月內已經收到為Mercedes Benz Group AG, Volkswagen AG, Toyota Motor Corporation, Agricultural Bank of China, AIA Group, Bank of China, Bank of China Hong Kong, Bank of Communications, China Construction Bank, China Merchants Bank, ICBC, BOC Aviation, China Overseas Land, Henderson Land, Link REIT, Sun Hung Kai Properties, Wilmar International, Keppel Ltd, SATS, Sembcorp Industries, ST Engineering, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CapitaLand Integrated Commercial Trust, City Developments, CapitaLand China Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Guocoland, Hong Kong Land, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, Parkway Life Real Estate Investment Trust, Keppel Infrastructure Trust進行投行業務服務酬金。

五. 截至2024年2月29日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡以及子公司和/或星展唯高達美國聯營公司，將在未來三個月內收到或尋求索取為Bank of America Corporation, Citigroup Inc, The Goldman Sachs Group Inc, Morgan Stanley, Agricultural Bank of China, Bank of China, Bank of China Hong Kong, Bank of

Communications, China Construction Bank, China Merchants Bank, ICBC, Keppel Ltd, CapitaLand Integrated Commercial Trust進行投行業務服務酬金。

六. 截至2024年2月29日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡以及子公司和/或星展唯高達美國聯營公司，在過去十二個月內受顧管理/共同管理Mercedes Benz Group AG, Agricultural Bank of China, AIA Group, Bank of China, China Construction Bank, BOC Aviation, China Overseas Land, Henderson Land, Link REIT, Sun Hung Kai Properties, Wilmar International, Keppel Ltd, SATS, Sembcorp Industries, ST Engineering, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CapitaLand Integrated Commercial Trust, City Developments, CapitaLand China Trust, Digital Core REIT, Frasers Centrepoint Trust, Guocoland, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, Parkway Life Real Estate Investment Trust, Keppel Infrastructure Trust公開招股事務。

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

八. 董事/托管人權益：

截至2023年12月31日，Olivier Lim Tse Ghow，星展集團董事會成員是StarHub and Advisor of Frasers Property Ltd公司主席/董事成員。

截至2024年3月1日，Jimmy NG，星展集團管理委員會成員是Keppel Ltd公司董事成員。

截至2023年12月31日，Tham Sai Choy，星展集團董事會成員是Keppel Ltd公司董事成員。

截至2024年3月1日，Sim S. LIM，星展集團管理委員會成員是ST Engineering公司獨立非執行董事。

截至2023年12月31日，Judy LEE，星展集團董事會成員是Mapletree Logistics Trust公司董事成員。

九. 先前投資推薦的披露

星展銀行有限公司、星展唯高達新加坡、星展銀行香港、星展唯高達美國以及子公司和/或聯營公司可能在之前12個月的時間內對該研究報告推薦的同一證券/投資工具發表過不同的投資建議。請聯繫報告首頁內列出的首席分析員了解之前12個月星展銀行、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國以及子公司和/或聯營公司發表過的投資建議。

派發限制條件

概述

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

澳洲

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

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

該報告僅限派發予《公司法》規定的大額投資者。

中國香港

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

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

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

本信息因您屬於“專業投資者”（定義見香港《證券及期貨條例》）而提供予您，並僅供您私人使用，不得傳遞或披露予任何人士，亦不得以任何方式複製或轉載。

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

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

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

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

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

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

因此，我們未曾編製歐盟Regulation (EU) No 1286/2014條例（“PRIIPS法規”）所要求的向歐洲經濟區的銷售投資者提供或出售投資產品或以其他方式提供投資產品的關鍵信息文件，

並且因此，根據PRIIPS法規，向歐洲經濟區的任何銷售投資者提供或出售投資產品或以其他方式提供投資產品可能構成違法行為。為此目的，星展集團將評估賬戶實益擁有人（或就信托賬戶而言，委托人）是否屬於歐洲經濟區銷售投資者。

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

馬來西亞

該報告由Alliance DBS Research Sdn Bhd（簡稱ADBSR）在馬來西亞派發。該報告的收件人應就報告所產生或相關的問題向以下簽字人聯繫，聯繫電話為603-2604 3333。除前述一般披露/免責聲明外，該報告的收件人須注意ADBSR（該報告的編製者），其控股公司Alliance Investment Bank Berhad，其各自相關及聯營公司、關聯方、董事、員工、代理及其任何相關方可能持有該報告內所提及的證券並進行證券交易，亦有可能為目標公司提供或尋求提供經紀業務、投行業務/公司諮詢業務以及其他服務，並有可能通過經紀業務、投行業務/公司諮詢業務以及其他服務從目標公司獲得並尋求獲得酬金。



Wong Ming Tek，執行董事，ADBSR

新加坡

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

本推廣未經新加坡金管局或其他地方的任何監管機構審查。

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

泰國

本文件由星展唯高達（泰國）有限公司（“星展唯高達泰國”）派發。

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

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

如本文件包含研究報告或其摘錄，該研究報告由星展唯高達泰國在泰國分發。

如對其中資料有任何疑問，請聯繫[Chanpen Sirithanarattanakul]

（電郵：research@th.dbs.com）。

英國

本報告由星展銀行香港發行。該公司受香港金融管理局監管。

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

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

迪拜國際金融中心

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

本文件來自於迪拜國際金融中心（以下簡稱DIFC）運營的星展銀行有限公司分行，交易名稱為「星展銀行有限公司（迪拜國際金融中心分行）」（以下簡稱星展銀行DIFC）。星展銀行DIFC在迪拜國際金融中心註冊，註冊編號為156，辦事處登記地址為units 608 - 610,6th Floor , Gate Precinct Building 5, PO Box 506538 , DIFC , Dubai , United Arab Emirates。

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

如本文件包含研究報告，而該研究報告是由其中提及的實體（可能是星展銀行有限公司或第三方）編製，並由星展銀行DIFC提供予您，上述報告是未經DFSA審查或授權。獲得上述研究報告應理解為，雖然內容被認為是可靠，但並未得到星展銀行DIFC的獨立驗證。

除非另有說明，否則本報告不構成根據《市場法》（DIFC 2012年第1號法律）第12條所定義的「向公眾發售證券」或《集體投資法》第19條第2款（DIFC 2010年第2號法律）定義的「買賣基金單位要約」。

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

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

美國

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

美國，而非其聯營公司。

其他地區

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

如果使用MSCI ESG數據的附加免責聲明

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

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

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

星展銀行區域研究辦事處

中國香港

DBS Bank (Hong Kong) Ltd

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

新加坡

DBS Bank Ltd

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

印尼

PT DBS Vickers Sekuritas (Indonesia)

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

泰國

DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd

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

詞匯表

簡稱	定義	簡稱	定義
AI	人工智能	eop	期末
ASEAN	東南亞國家聯盟	EPFR	新興投資組合基金研究
ASP	平均售價	EPS	每股收益
AT1	額外一級	ESG	環境、社會和治理
AUM	管理資產	ETF	交易所交易基金
AxJ	亞洲（日本除外）	EU	歐盟
bbl	桶	EUV	極紫外線
BI	印尼央行	EV	電動汽車
BNM	馬來西亞央行	FOMC	聯邦公開市場委員會
BOC	加拿大央行	FDI	外國直接投資
BOE	英格蘭央行	FX	外匯
BOJ	日本銀行	G2	兩國集團
BOK	韓國央行	G3	三國集團
BOT	泰國央行	G7	七國集團
BSP	菲律賓中央銀行	G10	十國集團
bpd	每日桶數	GDP	國內生產總值
bps	基點	GFC	全球金融危機
CAA	CIO資產配置	GST	商品及服務稅
CAGR	複合年增長率	HIBOR	香港銀行同業拆息
CBO	國會預算辦公室	HICP	消費物價調和指數
CET1	普通股一級資本	HKMA	香港金融管理局
CIPS	英國皇家採購與供應學會	HY	高債息
CPI	消費物價指數	IEA	國際能源署
DM	成熟市場	IndoGB	印尼政府債券
dma	日移動平均線	IG	投資級
DPU	每單位分配	IGB	印度政府債券
DXY	美元指數	IMF	國際貨幣基金組織
EBIT	息稅前利潤	IPO	首次公研發行
EBITDA	未計利息、稅項、折舊及攤銷前盈利	IRS	利率掉期
EC	歐盟委員會	ISM	供應管理研究所
ECA	歐洲芯片法	IT	信息技術
ECB	歐洲中央銀行	JGB	日本政府債券
EGB	歐洲政府債券	KLIBOR	吉隆坡銀行同業拆放利率
EIA	能源信息管理局	KTB	韓國國債
EM	新興市場	LERS	聯繫匯率制度

簡稱	定義	簡稱	定義
LGB	地方政府債券	QT	量化緊縮
LGFV	地方政府融資工具	RBA	澳洲儲備銀行
LP	有限合伙人	RBI	印度儲備銀行
LPR	貸款最優惠利率	RBNZ	紐西蘭儲備銀行
LSTA	貸款聯合與交易協會	REER	實際有效匯率
LVMH	酩悅-軒尼詩-路易威登	REIT	房地產投資信托基金
MAS	新加坡金融管理局	RPGB	菲律賓政府債券
MBS	抵押支持證券	ROA	資產回報率
MLF	中期借貸便利	ROE	股本回報率
mmbpd	每日百萬桶	RRR	必要回報率
MNC	跨國公司	SAA	策略性資產配置
NATO	北大西洋公約組織	SBV	越南國家銀行
NEER	名義有效匯率	SD	標準差
NIM	淨息差	SGS	新加坡政府證券
NIRP	負利率政策	SNB	瑞士國家銀行
NPL	不良貸款	SOE	國有企業
OBR	預算責任辦公室（英國）	SOFR	有擔保隔夜融資利率
OECD	經濟合作與發展組織	SORA	新加坡隔夜利率平均值
OIS	隔夜指數掉期	TAA	策略性資產配置
OMO	公開市場業務	ThaiGBs	泰國政府債券
OPEC+	石油輸出國組織	TOPIX	東京股票價格指數
OPM	營業利潤率	TP	目標價格
OTC	柜台交易	TPI	稅率與價格指數
P/B	市盈率	TSE	東京證券交易所
P/E	市盈率	UCITS	可轉讓證券的集體投資承諾
PBOC	中國人民銀行	UHNW	超高淨值
PC	個人電腦	UST	美國財政部
PCE	個人消費支出	WFH	在家工作
PE	私募股權	WTI	西德克薩斯中質油
PER	市盈率	YCC	債息曲線控制
PMI	採購經理人指數	YTD	年初至今
PPI	生產者價格指數	ZIRP	零利率政策
QE	量化寬鬆		

CIO 往期洞察



1Q24 CIO洞察
與時俱進
2023年12月



4Q23 CIO洞察
把握下一個收益領域
2023年9月



3Q23 CIO洞察
王、后和城堡
2023年6月



2Q23 CIO洞察
撥雲見日
2023年3月



1Q23 CIO洞察
重塑 60/40
2022年12月



4Q22 CIO洞察
聚焦聯儲局
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

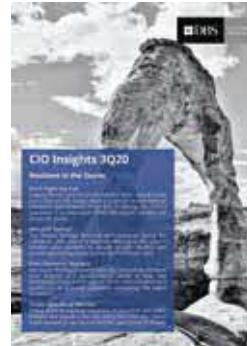
CIO 往期洞察



1Q21 CIO洞察
曙光乍現
2021年12月



4Q20 CIO洞察
邁向復甦
2020年9月



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

CIO 往期洞察



1Q18 CIO洞察

堅定信念

2017年12月

