

CIO 洞察 3Q24

青睞風險資產。

軟著陸

近期經濟資料表明美國經濟正在軟著陸，經濟增長和通脹雙雙放緩。聯儲局逐步減息的舉措將有利於風險資產。

股市升勢擴大

我們依然看好科技股結構性行情，預計其升勢將會擴大。金融、能源、醫療保健和新興市場等其他行業也將受惠。

延長債券期限

收益率的回升，加上過去幾個季度收益率曲線的反轉，使得長期債券極具吸引力。將投資級債券的投資組合期限延長至5-7年。

增持另類投資

利用黃金、對沖基金和私募資產來提高投資組合的韌性。這些策略與公開股票和債券市場的相關性不大，同時回報會隨著時間的推移而提高。



圖片來源：Unsplash

目錄

02	<u>前言</u>	99	<u>主題策略</u>
03	<u>執行摘要</u>		<u>太空：下一個新領域</u> 100
04	<u>投資策略</u>	114	<u>詞彙表</u>
<hr/>			
資產配置	04		
宏觀經濟	22		
美國股市	34		
歐洲股市	39		
日本股市	45		
亞洲（日本除外）股市	50		
全球利率	57		
全球信貸	66		
全球貨幣	73		
大宗商品	85		
另類投資：黃金與對沖基金	90		

前言

尊敬的客戶：

當世界遭受了一場規模空前的現代流行病衝擊時，你們依然相信我們能夠在過去兩年動盪的金融市場中應對自如，在這一過程中，大家可能也聽到過不少航海的類比。

我想請大家再來聽一聽這個問題：看到陸地時，我們該怎麼辦？越來越多的人認為，聯儲局已經完成了一個緊縮週期，幾乎沒有產生什麼影響，市場動態已經發生了根本性變化。在全球準備退出高利率環境之際，我們《2024年第三季度CIO洞察》的出版刊物《青睞風險資產》對此進行了闡述。

這才是我們真正發揮作用的地方。隨著基礎穩定的承諾得以實現，2024年下半年是開始進行建設的時候了，你們可以將世界上最好的私人銀行作為後盾來做這件事，還有什麼比這更好的方式嗎？

今年5月，星展銀行也有幸成為首家市值突破1000億新元的新加坡上市公司；鞏固了我們作為財富管理合作夥伴的地位，在地緣政治不穩定的情況下依然能夠保持穩定，並有能力與全球最優秀的公司競爭。事實上，2023年18%的股本回報率已經讓我們躋身全球最大銀行前10%之列；而2024年第一季度的股本回報率則創下了19.4%的季度新高。

若缺乏責任感，有實力也毫無意義。在與我們的合作中，我們希望通過多種方式讓你們感到安心。截至2023年底，我們的客戶有超過60%的投資資產獲得了可持續評級。我們還持續協助客戶向低碳經濟轉型，我們最近還為一家領先的可再生能源供應商提供了3億新元的綠色貸款。

世界正處於巨大變革的風口浪尖，我特此邀請大家加入我們，共同開闢新天地。



許志坤

主管, 零售銀行及財富管理

執行摘要

尊敬的客戶：

自今年年初以來，我們對投資組合參與風險資產的呼籲已經得到了可觀回報，股票持續上升以及信用息差壓縮均反映了這一點。

我們觀察到，美國正在形成“金髮姑娘”經濟——不太熱，也不太冷。換句話說，隨著經濟增長和通脹雙雙放緩的軟著陸現象，聯儲局將逐步減息。回顧過去的各個週期，利率的這種減息軌跡帶來更長時間的看漲趨勢。

因此，我們繼續主張將多餘現金配置在均衡的投資組合中，包括公開股票、債券和另類資產類別。

選擇擁有深厚股本護城河的優質公司、期限較長的投資級債券，並增持黃金和私募等另類資產。這樣的投資組合結構將顯示出優於市場週期的風險回報，同時利用“風險溢價”或現金增量回報。

在本刊物中，我們強調了一個新的投資主題：“太空新領域”。

讓太空飛行商業化，這聽起來可能很新奇，但這一主題卻是對近年來大型科技公司市場收益背後快速創新的一種自然延伸。例如，要讓特斯拉的半自動駕駛汽車與SpaceX的可重用火箭之間建立關聯並不難。

祝您閱讀愉快！



侯偉福, CFA
投資總監



圖片來源：iStock

複雜的最後一英里

2024年第三季度
資產配置

美國經濟韌性和黏性通脹促使聯儲局在更長時間內保持更高的政策利率。但鑑於利潤率和盈利強勁，預計股市將保持彈性。繼續青睞於債券，而非股息收益型股票。增加對沖基金和黃金的投資，以實現投資多元化。

2024年第三季度 投資概要



宏觀政策

在通脹居高不下的情況下，聯儲局將在今年剩餘時間裡繼續觀望。歐洲央行已經先於聯儲局放寬了貨幣政策。日本央行將保持利率不變，並縮減對日本國債的購買規模。中國將繼續實行支持政策。



經濟前景

全球增長勢頭正在放緩，從ISM製造業訂單到零售銷售，都出現了疲弱跡象。歐洲的服務業依然強勁，而中國的勞動力市場正在好轉。



股票

在“貪婪通脹”和強勁的盈利前景下，美國股市將保持彈性。在政策措施的支持下且估值要求不高的情況下，亞洲（日本除外）股市的表現將繼續走強。



信貸

收益率正處於政策緊縮和經濟勢頭減弱之間的轉捩點。最佳選擇仍然是A/BBB級信貸，採用杠鈴策略，持有時間介於絕對高收益的1-3年期信貸和寬利差的7-10年期信貸之間。



利率

歐洲央行減息和聯儲局今年可能的寬鬆政策應會轉化為更陡峭的曲線。日本央行繼續逆勢而行，日本國債的曲線可能會趨平。我們預計，隨著中國加大財政刺激力度，中國國債的曲線可能會變得陡峭。



貨幣

由於美國經濟表現欠佳、各國央行與聯儲局推遲減息的決定保持一致，以及即將到來的美國大選帶來的風險，美元可能會出現疲弱。



另類投資

地緣政治風險加劇、業績離散度擴大以及資產相關性降低，都帶來了更大的阿爾法機會。這就需要更深入研究對沖基金跑贏大盤的策略。



大宗商品

大宗商品價格升勢擴大，其中銅價因中國的“綠色”需求和礦山關閉而上升，嚴重的供應短缺導致可可價格大幅上升。



主題投資

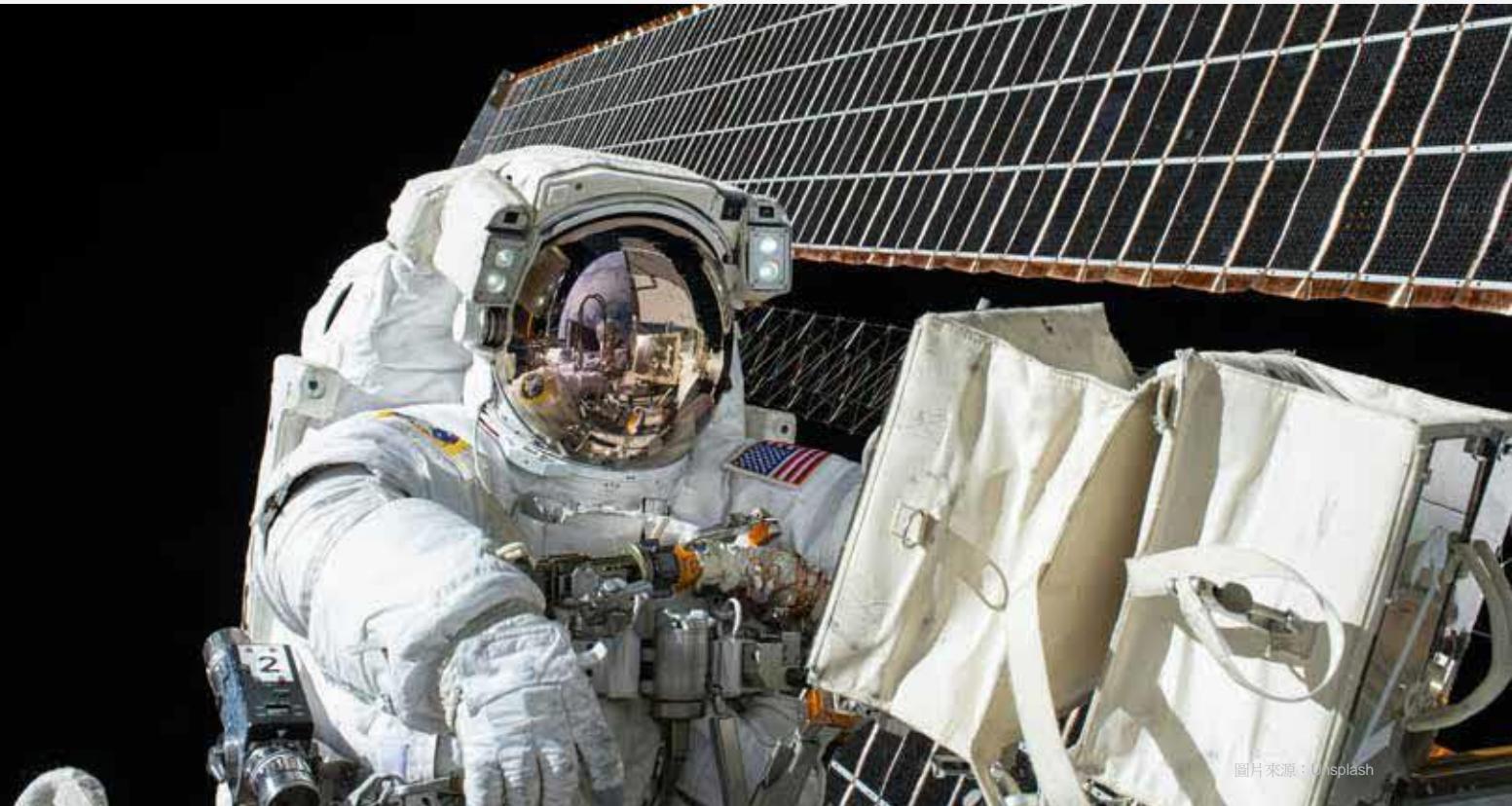
可重用火箭和小型衛星等創新為太空經濟開闢了新的可能性，其範圍涉及衛星網路到地球觀測，再到太空旅行。



太空： 下一個新領域

太空經濟商業化正在推動技術創新並提高成本效益，將該行業提升到前所未有的高度。到2027年，預計太空經濟將增長41%，達到7,720億美元。

這一高速增長的領域中蓬勃發展的關鍵主題包括：(i) 太空經濟的“鐵鎬和鐵鏟”，(ii) 定位、導航和授時(PNT)，(iii) 地球觀測以及(iv) 太空旅行。



圖片來源：Unsplash

01.

資產配置

侯偉福, CFA
投資總監

鄭狄倫
策略師

聯儲局在政策上繼續顯示出優柔寡斷和被動的態度。就在風險資產因減息預期紛紛投入競爭之際，這家“數據依賴型”央行卻在2月份突然改變其政策立場，發佈了一系列鷹派的FOMC會議紀要，來阻止這一切的發生。聯儲局給出了減息過快存在風險和擔憂需求強於評估等理由，其傳遞的資訊很明確：不急於放寬貨幣政策。

顯而易見，聯儲局當下對通脹目標的執著是有問題的。與主流觀點相反，2%的通脹目標並非通過研究、複雜的計算和實踐得出。從歷史上來看，聯儲局從未將通脹目標數值化，在惡性通脹的70年代沒有，在80年代當然也沒有。繼紐西蘭之後，時任聯儲局主席伯南克在2012年1月24日的《長期目標與貨幣政策策略聲明》中才正式將2%確立為通脹目標，從此這一目標就變得不容更改。

然而，當政策成為教條時，就會出現問題。在一個瞬息萬變的世界，通脹正處於結構性上升的初期，而債券收益率也呈現出結構性上升。因此，固守一個死板的、隨意得出的目標已不再有意義。隨著全球地緣政治的不確定性加劇，對“供應鏈彈性”的需求變得尤為突出。只可惜供應鏈重組只會推高成本。因此，正如全球化在

過去幾年抑制了通脹一樣，業務回流也將扭轉這一局面。

最重要的是，美國嚴重的預算赤字並沒有緩和的跡象，當前的30年期債券互換息差證明瞭這一點。隨著赤字不斷擴大，互換息差已跌入極大負值，為了填補這一缺口，美國財政部需要發行更多債券。這會造成一個棘手的局面，因為大量發行國債意味著即使聯儲局減息，債券收益率也將保持在高位。簡而言之，在新常態下，2%的通脹目標已經不再合理，聯邦基金期貨已經反映了利率“長期走高”的前景。

美國預算赤字狀況沒有緩和的跡象

—— 30年期美債互換息差(左軸)
—— 美國財政部預算盈餘/赤字
佔GDP的百分比 (10年期債券移動平均線，右軸)



資料來源：彭博社、星展銀行

聯邦基金期貨表明利率將“長期走高”



資料來源：彭博社、星展銀行

無論如何，聯儲局歷來鮮少可以在不冒經濟衰退風險的情況下大幅減低通脹。例如，1981年的“能源危機衰退”導致通脹率從1981年7月的10.8%下降到1983–86年的平均值3.3%。但是時代已經變了。僅僅為了實現一個數位目標而對經濟造成嚴重損害的執念令人匪夷所思。畢竟，聯儲局的雙重使命是充分就業和物價穩定。

有趣的是，雖然聯儲局整體上不願承諾今年減息，但這並未能抑制市場情緒。經過4月的自動回調後，標普500指數又回到了歷史高位。簡單來說，我們可以將此歸因於股票投資者中普遍存在的天生樂觀情緒，因為無論減息幅度有多小，只要存在減息週期的“可能性”，似乎都足以維持升勢。

但還不止於此。有良好的基本面因素在支撐著市場，其中最主要的是基礎廣泛的經濟韌性。確實，如今美國經濟並沒有太大的問題。例如，隨著消費者推動經濟向前發展，再加上健康的就業市場，零售銷售的表現繼續超出預期。

當前的美國高收益信用息差證明瞭這一樂觀看法。在301個基點的水平時，債券投資者預計ISM製造業指數將大幅走高。但是，針對這種水平是否意味著過度樂觀的爭論是毫無意義的。相反，這裡的重要結論是：儘管債券收益率維持在高位，但經濟軟著陸的可能性很高，我們已然接受了這一觀點。這對於風險資產來說是利好消息。

通脹大幅回落歷來伴隨著經濟衰退，這是聯儲局希望避免的局面



資料來源：彭博社、星展銀行

高收益公司債券市場定價反映出樂觀的經濟前景



把握“長期走高”的宏觀機制

聯儲局近來持鷹派立場。它不斷提醒人們，獲得“更大信心”需要比預期更長的時間。從這一點來看，顯然最終減息的門檻很高。但別搞錯了，儘管聯儲局持有輕微的鷹派立場，但隨著聯邦基金期貨價格反映了聯儲局會在11月-12月進行首次減息的預期，我們仍然認為放寬貨幣政策勢在必行。要想讓聯儲局下定決心減息，必須實現兩個目標：消費放緩和通脹進一步緩和。

強勁的勞動力市場無疑支撐了消費需求，全面提振了薪資。近年來，推動消費的另

一個更引人注目的因素是疫情期間積累的超額儲蓄。疫情結束後，這些超額儲蓄得以釋放，引發了大規模的消費熱潮。

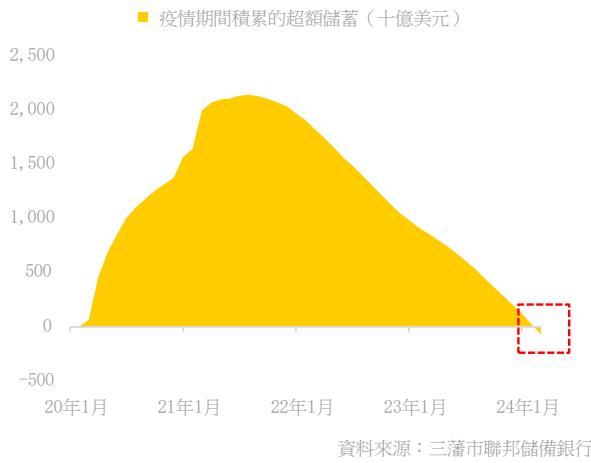
三藩市聯邦儲備銀行的研究表明，超額儲蓄在2021年8月達到2.1萬億美元的峰值，此後以平均每月700億美元的速度消耗，去年秋天加速至每月850億美元。按照這一發展軌跡，到2024年第一季度，超額儲蓄將全部消耗殆盡。

如果這一假設正確，那麼在2024年剩下的幾個月裡，美國的消費和通脹應該會面臨相當大的下行壓力。

疫情期間超額儲蓄激增



疫情期間積累的超額儲蓄預計將在2024年第一季度消耗殆盡



聯儲局將減息，但幅度有多大？我們可以肯定地說，聯儲局將在今明兩年減息。不過，減息幅度仍有待討論。根據聯邦基金期貨的價格，交易者預計聯儲局從現在到2025年1月只會減息兩次，這與此前的六至七次減息預期大相徑庭。雖然預期變化的原因之一是最近的宏觀資料以及聯儲局關於獲得“更大信心”的鷹派言論，但也有其他因素在起作用。

由於將加息作為一種政策工具的效果不如之前想像中那麼好，利率“長期走高”的概念逐漸獲得認可。整體來說，近年來通脹激增是供需因素共同作用的結果。隨著全球供應鏈壓力開始緩和，人們認為高利

率將對總需求造成壓力並減低通脹。

但由於通脹居高不下，以上提到情況尚未完全發生。從長期來看，我們認為結構性因素已經做好準備讓通脹率和債券收益率保持在高位。我們已在前文強調過其中兩個結構性因素，即業務回流量提高和國債發行量增加。除上述因素外，還有：(1)人口老齡化，隨著退休人員在老年時運用儲蓄，通脹會加劇；(2)俄羅斯/烏克蘭與中東地區的地緣政治緊張局勢升級，對大宗商品價格造成上行壓力。

交易者大幅減低了減息預期



利率“長期走高”下的受惠者。人們通常認為，高利率環境不利於風險資產。但情況並非總是如此。在很大程度上還取決於高利率是由供給驅動還是需求驅動。當必須上調政策利率以抑制供給驅動型通脹時，風險資產往往表現不佳，例如油價飆升。相反，當通脹率（以及政策利率）因經濟實力增強而上升時，風險資產往往表現卓越。

隨著全球供應鏈壓力的緩和，當前高通脹率/高債券收益率環境主要由需求驅動，因為宏觀經濟形勢依然強勁。在這種背景下，我們認為以下細分市場在“長期走高”的利率環境中應表現出色：

收益率上升整體上對能源行業有利……



資料來源：彭博社、星展銀行

- 持有大量現金的大型科技公司：鑑於其高增長商業模式，科技公司通常被視為“長期”投資物件，在高利率環境下表現欠佳。但我們認為，這一結論並不適用於大型科技公司，尤其是那些擁有巨額現金儲備和強勁資產負債表的公司。

大型科技公司擁有最新的創新和尖端技術，有望在未來幾年裡實現強勁的盈利增長。市場普遍預估大型科技公司2024年盈利將增長44%，2025年增長19%。許多這類大型科技公司在債券收益率飆升的前幾年就採取了以低利率鎖定長期借款的策略舉措。這樣就可以免受利率成本上升的負面影響。

…對金融行業同樣如此



資料來源：彭博社、星展銀行

- 負債率較低的上游能源公司：能源行業的獨特之處在於，由於其產品的本質特性，即使在高利率環境下，終端需求也往往大體上保持穩定。剛性需求，加上地緣政治不確定性導致的油價上升，這些都預示著上游能源公司的前景良好。
- 對商業地產投資較少的大型金融公司：高利率有利於銀行的淨息差前景，因為利息收入往往比貸款利息支出更快地進行重新定價。此外，高利率環境對銀行和保險公司所持有的債券投資組合也更為有利。但在這裡，必須要小心謹慎。高利率不利於負債率較高的小型公司。避開在這一領域擁有巨額貸款缺口的銀行。此外，由於在家工作的興起給商業地產帶來了巨大阻力，我們對在商業地產領域擁有巨額貸款缺口的銀行也持謹慎態度。

支撑全球股市的因素

經歷了2024年上半年的強勁升勢後，投資者心中自然而然有一個問題：“股市會維持在高位嗎？”考慮到美國總統大選的不確定性、中東和俄羅斯/烏克蘭之間的地緣政治緊張局勢等潛在的一系列不利

因素，投資者的這種擔憂無可厚非。

不過我們相信股市將在下半年保持彈性。除了聯儲局即將減息的積極影響外，我們認為股市還受以下因素支撐：

“貪婪通脹”下的利潤率韌性。我們在《2023年第三季度CIO洞察》中首先強調了“貪婪通脹”現象。這種現象本質上是指企業利用高通脹環境提高其產品售價，價格增幅遠高於投入成本的增幅。如今已過去近一年時間，從企業目前的利潤率來看，這一現象顯然仍然存在。

“貪婪通脹”現象依然存在 - 儘管成本飆升，但利潤率整體保持穩定

—— 單位利潤率（稅前） —— 單位成本



資料來源：聖路易士聯邦儲備銀行

美國經濟分析局的資料顯示，單位成本的急劇上升歷來伴隨著利潤率的回落。但這個週期卻有所不同。自2021年4月以來，由於疫情引發了嚴重的通脹，導致成本大幅飆升，但利潤率基本上保持在高位。我們認為，這種現象在很大程度上是由於“貪婪通脹”造成的，這一趨勢的延續對於企業盈利前景來說是一個好兆頭。

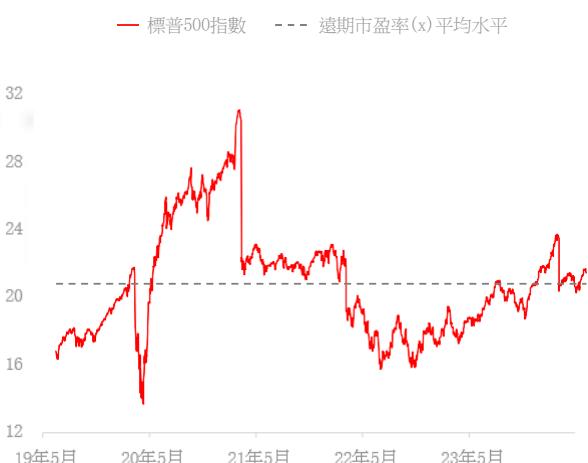
盈利前景強勁且估值要求不高。市場普遍預估標普500指數今年的盈利將增長10%。需要注意的是，市場在2023年經歷了盈利衰退，因此薄弱的基礎使得今年的資料將呈現大幅增長。儘管如此，2025年的前景同樣樂觀，受庫存補充、技術相關資本支出以及建築支出增加的推動，預計盈利將增長13%。

如果從長遠角度來看，美國股市的估值肯定很高。但如果從較短的市場週期來看，目前21.8倍的遠期市盈率實際上與5年平均水平基本一致。我們認為，不過高的估值和正面盈利增長的勢頭將共同支撐當前的市場反彈。

不斷上升的美國貨幣基礎提供了流動性支援。自2023年2月觸底以來，美國貨幣基礎一直呈上升趨勢，預示美國股市前景良好。從歷史上來看，美國貨幣基礎的變

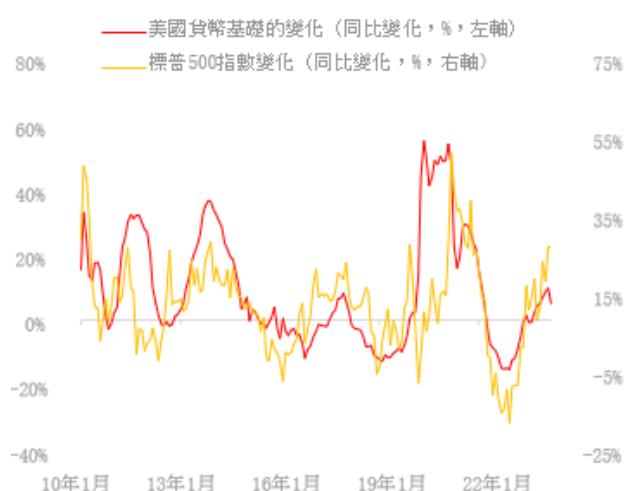
化與標普500指數的變化存在驚人的一致性。2024年第一季度，美國貨幣基礎平均同比增長8.7%，與標普500指數25.0%的平均增幅相吻合（長期平均增幅為9.0%）。

美國股市估值與5年平均水平基本一致



資料來源：彭博社、星展銀行

美國貨幣基礎的同比變化與標普500指數同比變化的密切相關性



資料來源：彭博社、星展銀行

2024年第三季度資產配置 - 債券仍受青睞

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美國	歐洲	日本	亞洲不含日本	成熟市場國債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	採購經理指數	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	經濟意外指數	-1 to +1	0	-1	0	0	0	0	0
	通脹	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	貨幣政策	-1 to +1	1	1	0	0	1	1	1
	每股收益增長率預估	-2 to +2	1	0	0	2	-	0	0
	盈利意外	-2 to +2	1	0	0	0	-	0	0
	遠期市盈率	-2 to +2	0	0	-1	1	-	-	-
估值	市淨率與淨資產收益率	-2 to +2	1	0	-1	0	-	-	-
	盈利收益率-10年期收益率	-2 to +2	-1	0	0	0	2	2	1
	自由現金流收益率	-2 to +2	-1	0	1	0	-	-	-
	信用息差	-2 to +2	-	-	-	-	-	-1	-1
動量	資金流	-2 to +2	0	-1	0	0	1	1	0
	波動性	-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			2	-1	-1	3	4	3	1
調整後分數			0.10	-0.05	-0.05	0.14	0.36	0.19	0.06

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

資料來源：星展銀行

多元資產 - 根據相對估值優勢，保持對債券的整體偏好。我們CAA框架的最新評分仍然表明，投資者更青睞債券而非股票。

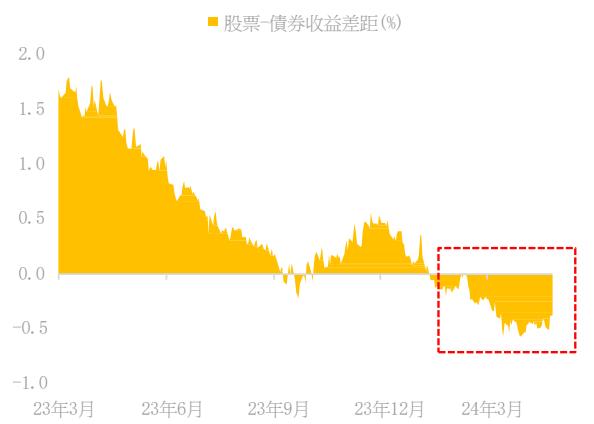
基本面：雖然2022–23年的強勁就業招聘勢頭可能已經過去，但美國勞動力市場的整體活力依然存在。隨著ISM指數逐漸回到擴張區間，製造業也出現了顯著改善。積極的宏觀經濟環境反過來支撐著企業盈利，儘管利率環境較高，但企業盈利依然強勁。

在全球範圍內，市場普遍預期今年盈利將增長7.7%。然而，成熟市場和新興市場的盈利軌跡存在顯著差異。雖然2024年成熟市場的盈利預計將增長6.1%，但新興市場的前景卻更為樂觀，在印度(+35.5%)和中國(+12.7%)等國的推動下，預計將增長18.5%。

估值：2024年第二季度（截至5月20日），美國盈利收益率和10年期國債收益率之間的差距已擴大至-0.5048%，加強了債券相對於股票的吸引力。

動量：EPFR Global的資金流資料仍然表明，投資者普遍更青睞於債券而非股票。從季初至今，債券資金流入量為709億美元（截至5月15日），而股票資金流入量則明顯較低，為257億美元。年初至今，也明顯呈現出同樣的趨勢，債券資金流總計2,292億美元，而股票則為1,675億美元。

股票-債券收益差距已跌入極大負值



資料來源：彭博社、星展銀行

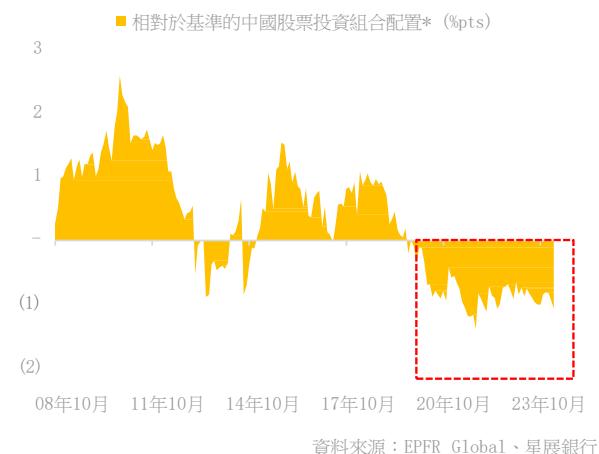
股票：龍爭虎鬥 - 中國股市蓄勢待發。2024年第二季度，亞洲（日本除外）股市持續復蘇，該地區的總回報率達到了7.7%（截至5月20日）。不出所料，中國股市表現最為突出，升幅達到了18.5%，人們的樂觀情緒高漲，認為最糟糕的政策不利因素已經過去，最近的一系列房地產措施支撐了這種樂觀情緒。中國股市中表現最好的是行業分別是通訊服務(+24.8%)、金融(+20.9%)和非必需消費品(+18.6%)。

隨著進入2024年第三季度，我們預計，在中國股市積極勢頭的推動下，亞洲（日本除外）股市將持續表現優異。驅動因素包括：

- 儘管年初至今有所上升，但估值大幅折價：中國股市年初至今已上升 16.0%，雖然升勢強勁，但市交易價格仍較成熟市場折價 42%（而長期平均折價 31%）。這表明還有進一步上升的空間。
- 支持性政策措施：儘管大規模的“火箭筒”式政策刺激沒有實現，但中國政府仍實施了一系列支持性措施，如：(1) 1 月將存款準備金率下調 50 個基點；(2) 消費品以舊換新計畫；以及(3) 新的房地產措施，其中包括 3,000 億人民幣再貸款，幫助國有企業購買未售出房屋。
- 投資組合的有利配置：根據 EPFR Global 的資料，投資組合配置者對中國股票的持倉依然嚴重不足。隨著市場情緒逐漸好轉，投資者可能會開始收回謹慎立場，在當前的輕倉情況下增加中國市場缺口。
- 強勁的盈利前景：中國企業盈利前景依然強勁，普遍預計 2024 年和 2025 年的增長率將分別達到 12.7% 和 13.0%（成熟市場分別為 6.2% 和 11.3%）。

債券：採用“杠鈴”策略，分別增持 1-3 年期和 7-10 年期債券。由於投資者減低了減息預期，從 2025 年 1 月前減息 6 至 7 次到目前的 2 次，美國國債收益率今年飆升。

投資組合配置者對中國股票持有量仍然不足



如果聯儲局減息幅度超過預期，這種復蘇將為債券投資者提供一個極具吸引力的機會視窗，他們能夠從更高的收益率中獲益，並獲得更大的資本增值機會。

無論如何，聯儲局的下一個政策舉措將是減息而非加息。因此，保留現金的決定將帶來巨大的再投資風險，將這筆資產重新分配到債券上將更為有利。公司債券面臨的一個常見阻力是息差收窄。毫無疑問，一旦宏觀經濟環境惡化，息差將擴大。然而，人們也應該意識到，當聯儲局開始放寬貨幣政策時，壓縮無風險利率將能大大彌補息差的擴大。

在信貸週期的這個階段，我們主張採用信貸投資“杠鈴”策略，重點關注以下方面：

- 1-3 年期的短期投資級信貸：這為投資者提供了減息的最高貝塔值
- 7-10年期的長期投資級信貸：這為投資者提供了更大的息差以及對利率的敏感度

美國企業息差收窄引發投資者擔憂

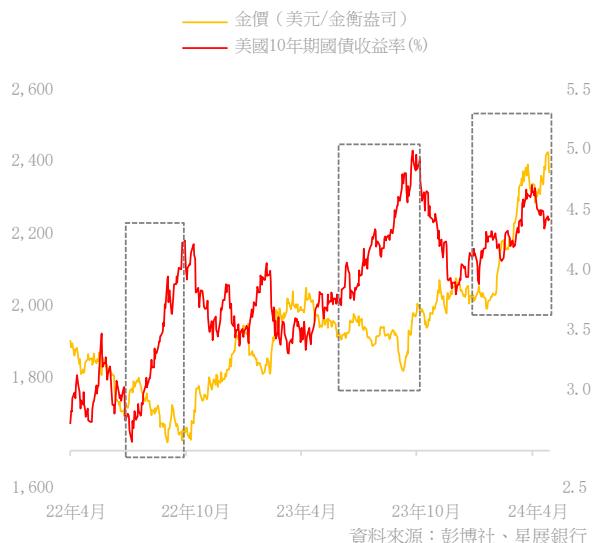


另類投資：採用對沖基金策略實現多元化收益；繼續增持黃金。央行政策和地緣政治格局的變化預示著金融市場將進入一個充滿不確定性的新時代。在另類投資領域，這也為投資對沖基金提供了新機會，因為頂尖的基金經理能夠在宏觀機制和地緣政治的劇烈變化中準確選擇贏家和輸家。

事實上，創造超額收益將是關鍵，在這種環境下應該表現良好的策略包括股票多空策略、事件驅動型交易策略以及相對價值策略。從投資組合的角度來看，增加對沖基金策略會帶來多元化收益。例如，宏觀策略與傳統資產類別的相關性較低。

與此同時，儘管債券收益率維持在高位，但黃金價格在第二季度出現了驚人的上升，其驅動因素包括：(1) 在俄羅斯/烏克蘭和中東地緣政治衝突升級之際，黃金作為避險資產的需求增加；(2) 由於對去美元化的擔憂日益加劇，央行買入黃金，導致大家更青睞於實物資產。我們對黃金持看升立場，並將12個月滾動目標價上調至2,500美元/盎司。黃金具有良好的風險回報和多元化收益。

債券收益率上升通常伴隨著金價持平或走弱；但這次不一樣

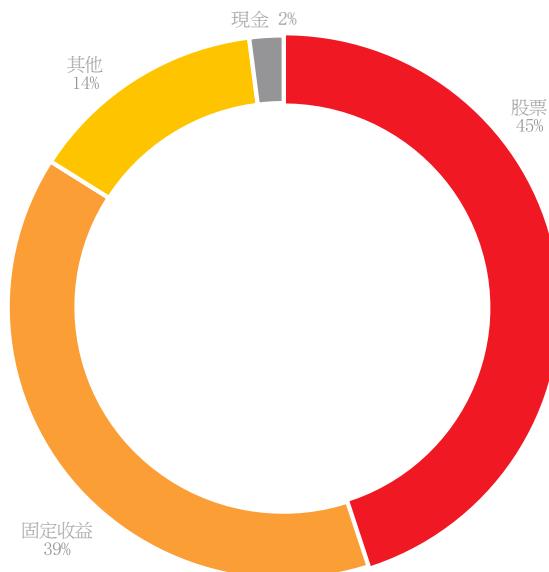


2024年第三季度全球戰術資產配置

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

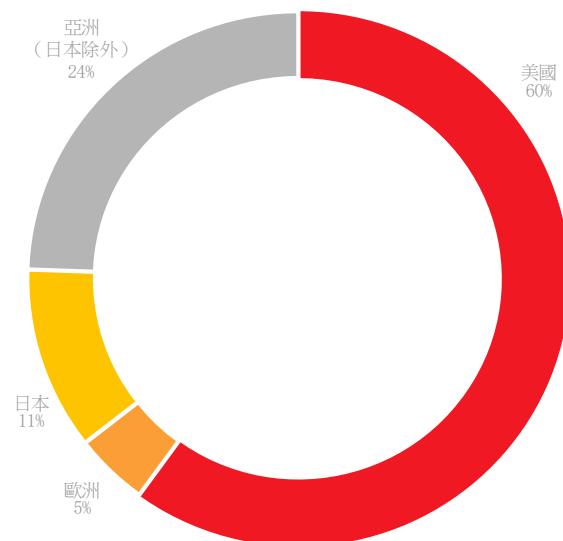
資料來源：星展銀行

按資產類別分列的戰術資產配置（中等風險）



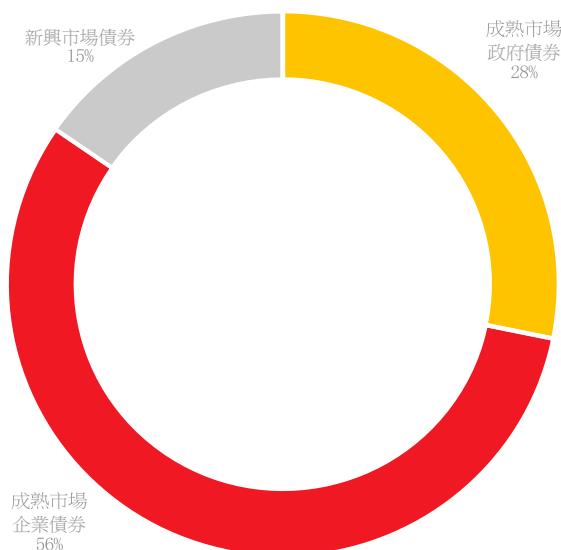
資料來源：星展銀行

股票市場中按地域分列的戰術資產配置（中等風險）



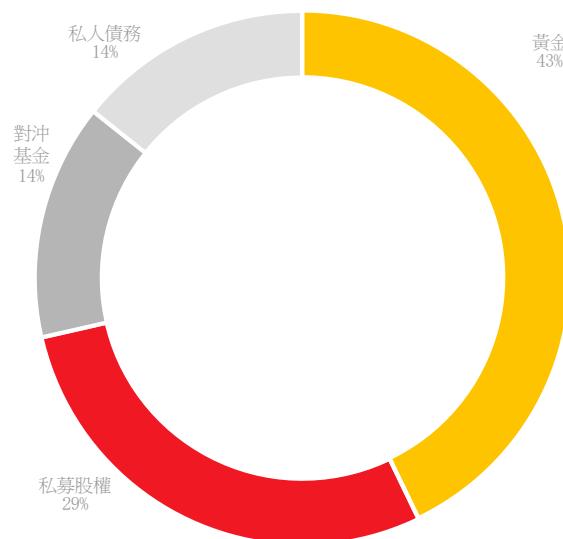
資料來源：星展銀行

固定收益中按債券類型分列的戰術資產配置（中等風險）

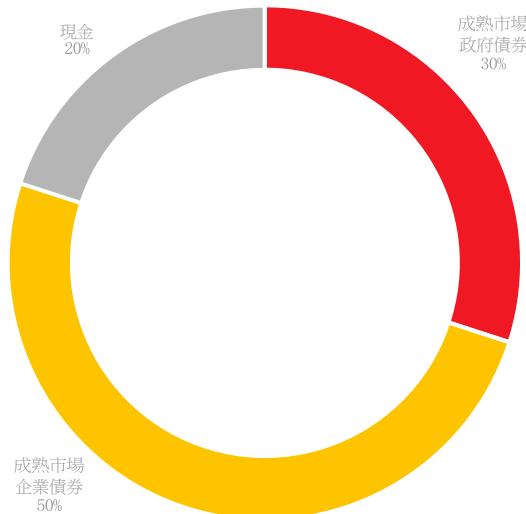


資料來源：星展銀行

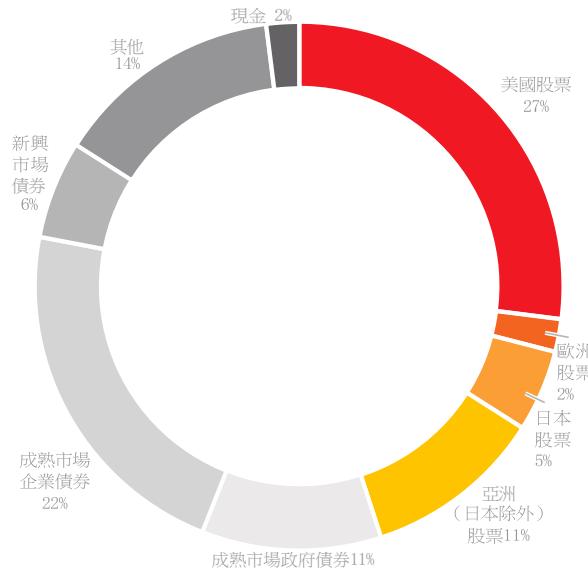
另類投資中按領域分列的戰術資產配置（中等風險）



資料來源：星展銀行



資料來源：星展銀行



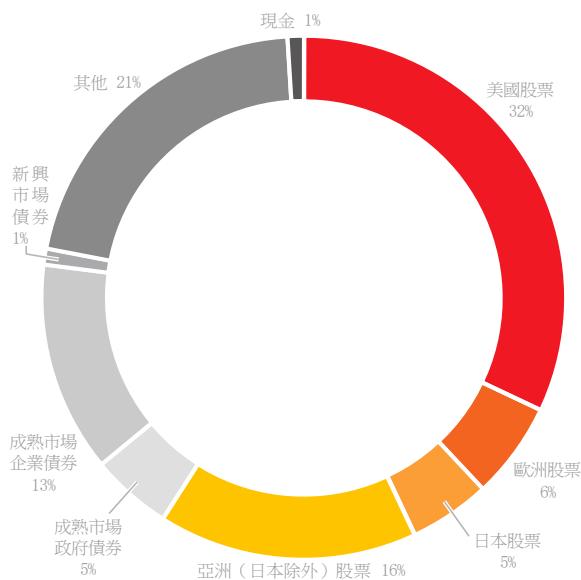
資料來源：星展銀行

低風險**中等風險**

	TAA	SAA	活躍		TAA	SAA	活躍
股票	0.0%	0.0%		股票	45.0%	50.0%	-5.0%
美國	0.0%	0.0%		美國	27.0%	25.0%	2.0%
歐洲	0.0%	0.0%		歐洲	2.0%	10.0%	-8.0%
日本	0.0%	0.0%		日本	5.0%	5.0%	
亞洲（日本除外）	0.0%	0.0%		亞洲（日本除外）	11.0%	10.0%	1.0%
固定收益	80.0%	80.0%		固定收益	39.0%	35.0%	4.0%
成熟市場 - 政府	30.0%	30.0%		成熟市場 - 政府	11.0%	10.0%	1.0%
成熟市場 - 企業	50.0%	50.0%		成熟市場 - 企業	22.0%	15.0%	7.0%
新興市場	0.0%	0.0%		新興市場	6.0%	10.0%	-4.0%
另類投資	0.0%	0.0%		另類投資	14.0%	10.0%	4.0%
黃金	0.0%	0.0%		黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私人資產與對沖基金*	0.0%	0.0%		私人資產與對沖基金*	8.0%	5.0%	3.0%
私募股權	0.0%	0.0%		私募股權	4.0%	2.4%	1.6%
對沖基金	0.0%	0.0%		對沖基金	2.0%	2.0%	
私人債務	0.0%	0.0%		私人債務	2.0%	0.5%	1.5%
現金	20.0%	20.0%		現金	2.0%	5.0%	-3.0%

*僅有P4風險評級的UCITs備選產品

*僅有P4風險評級的UCITs備選產品



資料來源：星展銀行

高風險

	TAA	SAA	活躍
股票	59.0%	65.0%	-6.0%
美國	32.0%	30.0%	2.0%
歐洲	6.0%	15.0%	-9.0%
日本	5.0%	5.0%	
亞洲（日本除外）	16.0%	15.0%	1.0%
固定收益	19.0%	15.0%	4.0%
成熟市場 - 政府	5.0%	4.0%	1.0%
成熟市場 - 企業	13.0%	7.0%	6.0%
新興市場	1.0%	4.0%	-3.0%
另類投資	21.0%	15.0%	6.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
私人資產與對沖基金*	14.0%	10.0%	4.0%
私募股權	7.0%	4.9%	2.1%
對沖基金	4.0%	4.0%	
私人債務	3.0%	1.1%	1.9%
現金	1.0%	5.0%	-4.0%

*僅有P4風險評級的UCITs備選產品

注意：

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

訊號中的雜訊

2024年第三季度
宏觀經濟

由於美國經濟資料表現參差不齊，市場目前處於觀望狀態。歐元區經濟溫和復蘇，通脹放緩，為歐洲央行減息奠定了基礎。日元持續疲弱影響通脹，引發了日本央行的擔憂。



圖片來源：iStock

02.

宏觀經濟

泰莫爾・拜格 博士
首席經濟學家

拉迪卡・拉奧
資深經濟學家

馬鐵英
經濟學家

蘇夫羅・薩卡
能源部門負責人

美國

今年以來，全球固定收益市場一直在希望和絕望之間來回擺動。聯儲局主席鮑威爾的言論和FOMC會議紀錄已多次對固定收益市場造成了打擊。這在很大程度上是因為聯儲局2%的通脹目標進程陷入停滯，迫使固定收益市場不得不接受聯儲局今年減息不會超過一次。但在非農就業人數或零售銷售資料低於預期的情況下，聯儲局有可能會減息兩次。

和聯儲局一樣，市場也會經歷幾個月的“觀望”期。關鍵問題是與通脹相關的雜訊。商品通脹已大幅得到緩和，但核心通脹的某些方面，包括租金、醫療保健以及金融服務，已成為令人擔憂的

問題。如果能源和食品價格如我們所料那般保持穩定，那麼2024年下半年將會出現另外一條可持續的通脹減緩趨勢。但正如鮑威爾主席所言，人們對這條道路的信心已經有所減弱。

另一個問題則是勞動力市場，但目前我們還未發現該市場有太多雜訊。2022/2023年火爆的就業市場可能已經過去，某些領域（如建築業和零售業）出現了一些疲弱，但整體市場仍呈現出積極勢。最近的就業資料在很大程度上反映了政府招聘放緩，我們認為這並非是新趨勢出現的跡象。由於目前沒有出臺財政緊縮措施，近年來大型基礎設施的支出仍滲透到了經濟層面，公共部門的招聘不會減少。

美國貨幣增長和通脹

(同比百分比) — M2 — CPI — 核心

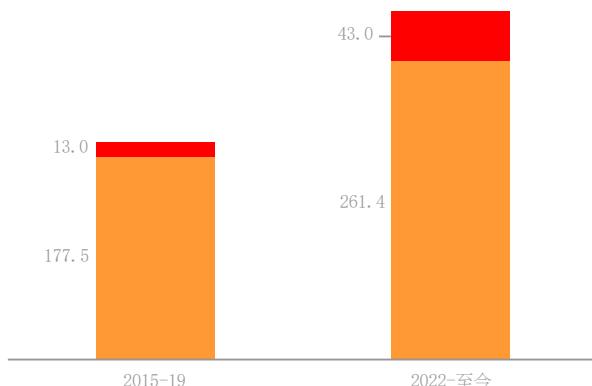
30



來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

美國非農就業人數：月均變化，經季節性調整，千人

■ 私營企業 ■ 公共部門

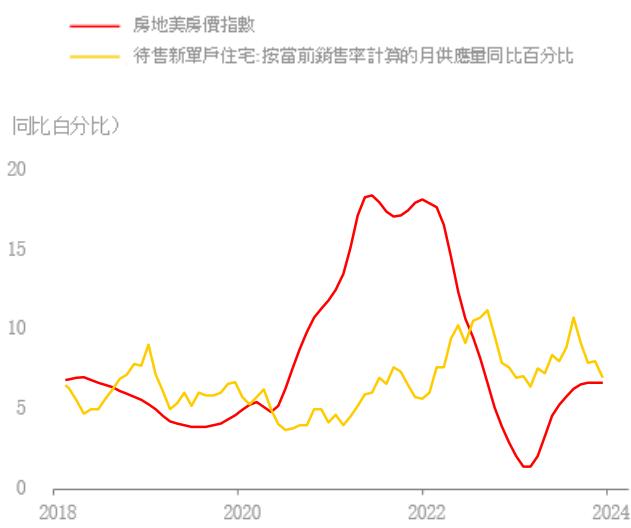


來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

通脹和勞動力市場發展如何與2024年下半年減息兩次的觀點保持在同一條軌道上？在我們看來，目前進展良好。油價（已開始下調）和租金（已出現下降趨勢）方面已出現輕微的通脹減緩趨勢現象，這將有助於聯儲局恢復對2%通脹目標的信心。此外，未來幾個月就業需求的小幅疲弱可能還會進一步增強聯儲局的信心。

但可能會出現這樣的一種情況：能源和租金成本沒有大幅下降，勞動力市場也沒有疲弱。鑑於中東局勢緊張，以及美國政府持續在財政上支持美國經濟，“通脹減緩趨勢極其輕微，就業市場也沒有進一步疲弱”的想法並不足為奇。我們認為發生這種情況的概率為30%。在這種情況下，聯儲局將在今年餘下時間靜觀其變，想要減息，但卻無能為力。根據4月和5月的資料，我們可以預估到，債券和貨幣市場在這種情況下會出現相當大的波動。未來的一年可能會充滿坎坷。

房地產市場再度趨緊



來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

在不減息的情況下，市場將如何表現？由於房地產和股市估值大幅上升，加上長期固定利率抵押貸款的優勢，大多數美國家庭對高利率的消化能力相當強。在我們看來，他們的掙紮不會對經濟造成巨大影響。美國企業也是如此，它們盈利強勁，而且不太容易受到較長存續期間風險的影響。是否存在金融穩定風險？在這方面，聯儲局不能有半點自滿情緒。聯儲局必須小心謹慎，確保銀行和非銀行金融體系在利率長期處於高位的情況下依然能保持強勁。

歐元區

在經歷了長時間的停滯後，歐元區經濟在 2024年初溫和復蘇。2024年第一季度，GDP環比增長0.3%（同比增長0.4%），增幅高於預期，創下自2022年第三季度以來的最快增長率。這讓歐元區擺脫了2023年下半年短暫出現的輕微技術性衰退，以及過去一年半中大範圍的經濟勢頭下降。經濟復蘇由四大核心經濟體引領，西班牙是增長最快的經濟體，環比增長0.7%，緊隨其後的分別是意大利（環比增長0.3%）和法國（環比增長0.2%）。德國環比增長率反彈至0.2%，較前一季度的萎縮0.5%有所改善，這主要歸功於投資額和出口額增加，以及愛爾蘭1.1%增長率起到的促進作用。

我們觀察到，4月PMI指數持續攀升，Sentix投資者信心指數有所改善，工業生產提高，失業率創歷史新低以及建築活動回暖。由此可見，經濟復蘇仍在繼續。儘管4月銀行

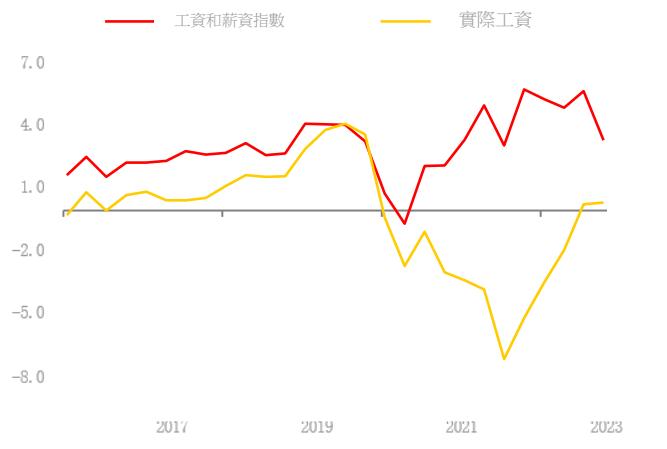
信貸標準略有收緊，但非金融企業貸款也有所增長。儘管受到緊縮政策條件的影響，但實際工資的小幅增長、財政整頓措施即將出臺以及第一季度的強勁業績表現，都標誌著今年的開局令人鼓舞。

隨著現有產能過剩，預計今年製造業產出會小幅增長，同時非住宅建築設備業也會有所改善。與此同時，勞動力市場依然緊張，實際工資增長因價格壓力有所緩和而有望恢復，儘管無法達到2021年的水平。根據歐盟委員會的春季評估，儘管美國和中國的經濟增長更為強勁，但偏好從商品轉向服務以及貿易密集型資本貨物增長放緩，這都會抑制歐元區的出口。鑑於今年的開局表現較為強勁，且預計需求杠杆會回升，我們將歐元區的增長預測從目前的0.5%上調至同比增長0.8%，同時將2025的預測從之前的1.0%上調至1.2%。產出缺口已明顯縮小，預計2024-2025年將在適度的負值上下徘徊。

通脹繼續放緩，3月整體通脹率同比穩定在2.4%，而核心通脹率則從2.9%下滑至2.7%。備受關注的服務業通脹率（權重為44.8%）在過去一年的升幅一直高於整體通脹率，從早些時候的4%放緩至3.7%，部分原因是復活節時間有所不同。另一方面，能源領域的反通脹脈衝（權重約為9.1%）開始消退，如果全球能源價格因地緣政治風險而上升，就會帶來新的壓力。歐洲央行估計，今年員工的人均薪酬將上升4.5%，而集體工資協議規定的升幅不超過4%，這表明存在潛在風險。第一季度經濟增長出現反彈，且核心通

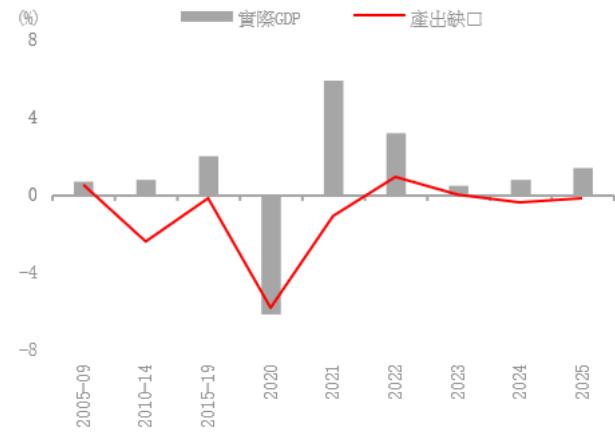
脹的放緩幅度小於預期，這讓歐洲央行在政策方面具有更大的靈活性。

實際工資增長正在緩慢回升



來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

潛在GDP與實際數據

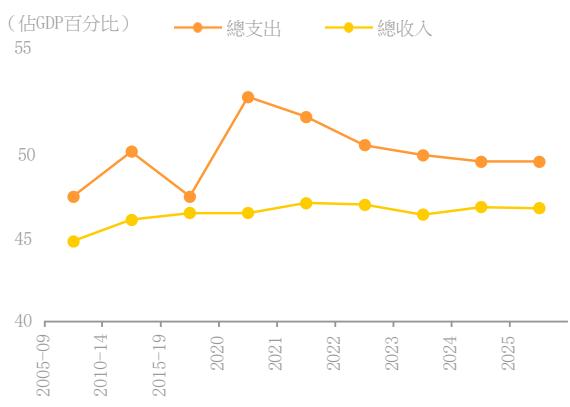


來源：歐盟委員會、星展銀行

鑑於不確定經濟復蘇能持續多久，且通脹率正朝著 2% 的目標邁進，歐洲央行在 6 月早於聯儲局放寬貨幣政策也就不足為奇了。我們認為，這表明政策立場的強硬態度有所減弱，暗示著約 100 個基點的淺幅減息週期。至於量化寬鬆計畫，已於 2022 年 3 月停止緊急資產購買計畫（PEPP）下的淨資產購買。2023 年 12 月，歐洲央行宣佈計畫在 2024 上半年繼續對到期證券的本金進行再投資，在 2024 下半年每月減少 75 億歐元的投資組合，並於年底停止再投資。

財政發展將是今明兩年值得關注的另一個關鍵因素。預計歐盟委員會將根據新規則提出財政調整路徑建議。違反歐盟赤字要求的成員國（赤字超過 GDP 的 -3%）可能會面臨“超額赤字程式”（EDP），義大利、法國、西班牙等國都屬於這一範圍。由於支出仍遠高於疫情前的水平，而收入增長卻基本持平，人們對財政緊縮的擔憂將會顯著增加。

總支出高於疫情前水平

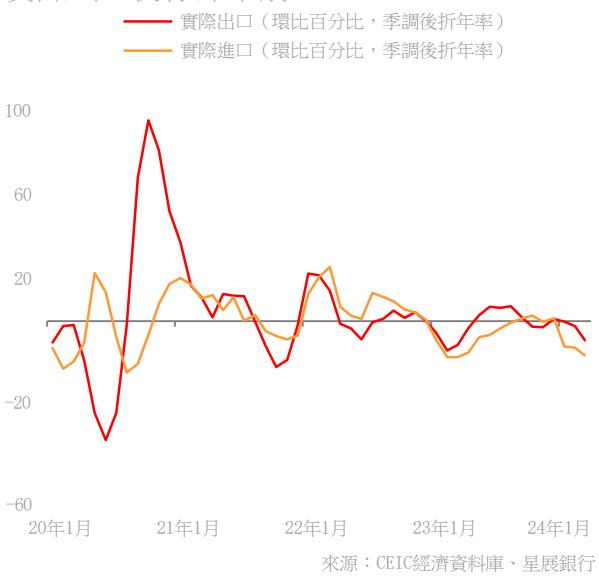


日本

第一季度 GDP 收縮幅度大於預期（初值：季節性調整後環比下降 2.0%），可能拖累全年經濟增長。我們已將 2024 年 GDP 增長預測從 0.8% 下調至 0.3%。我們預計日本央行將在 7 月的季度展望報告中下調其 2024 財年的 GDP 增長預測（當前預測值：0.8%）。

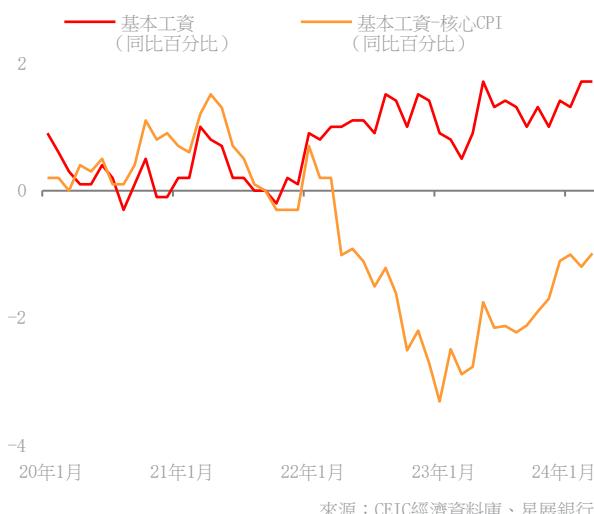
低於預期的 GDP 表現引發了關於日元疲弱是否有利於日本經濟的爭論。雖然日元貶值會促進出口收入，但日元在過去三年（2021 年至 2023 年）已貶值了 40%，日本的實際出口卻仍停滯不前。

實際出口仍停滯不前



此外，日元疲弱可能會刺激企業利潤和工資增長，但也會加速輸入型通脹。由於通脹率超過工資增長幅度，實際工資已經連續兩年下降。繼今年春季的“春鬥”之後，預計從第二季度開始，基本工資將同比增長2.5%左右。但是，我們估計日元貶值10%將導致核心CPI上升0.3%，且會有9個月的滯後。因此，預計第四季度CPI通脹率將同比反彈至2-3%，從而將實際工資拉回負值區間。為了抵消通脹壓力，可能需要在明年的“春鬥”期間上調工資。

實際工資持續下降



日本政府對日元的貶值速度表示擔憂。日本財務省涉嫌在4月29日和5月1日進行了兩輪日元買入幹預，總額達到9萬億日元。在9月自民黨領導人選舉之前，實際工資下降和消費者購買力減弱可能會加劇岸田文雄政府面臨的壓力。

在5月7日與日本首相岸田文雄會面後，日本央行行長植田和男也改變了其對日元的看法，強調日元大幅單邊貶值帶來了不確定性，對日本經濟產生了負面影響，這與此前認為日元貶值對日本整體經濟有利的言論形成了鮮明對比。

日本央行在利率政策上的基調也發生了輕微的轉變。在5月8日的議會會議上，植田行長表示，如果日元貶值嚴重影響通脹，則可能需要採取貨幣政策應對措施，這與早些時候在4月26日日本央行會議上的言論形成了鮮明對比，當時的會議表示近期日元貶值並沒有立即影響趨勢通脹。這究竟是日本央行的政策立場發生了重大變化，還是日本迫於政治壓力而做出的反應，目前尚不清楚。

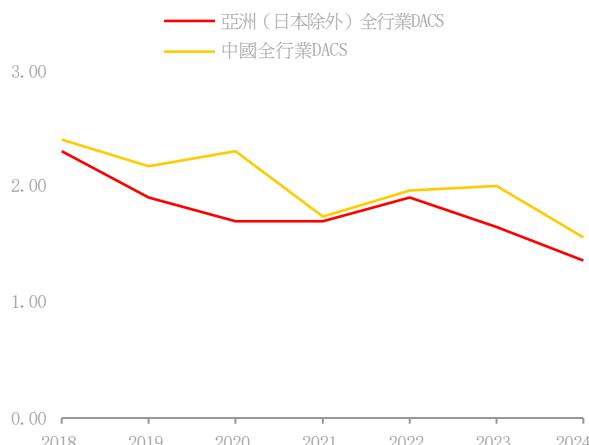
我們懷疑日本央行會在即將到來的6月和7月會議上加息，因此有必要密切監測“春鬥”後的工資資料和工資 - 價格動態。儘管如此，我們預計日本央行有可能在這些會議上縮減日本國債的購買規模，從而為第四季度利率從0.1%上調至0.25%鋪平道路。

亞洲

全球信貸市場持續強勁上升，從而阻礙了短期內對放寬貨幣政策的時機和程度進行大幅重新定價。在今年的上升之後，按歷史標準來看，投資級和高收益美元信貸非常充裕，正如人們所預料的那樣，對利率長期走高的擔憂將影響信貸風險定價。

信貸的美好時刻並不僅限於美國。新興市場信貸在各個地區和行業都出現了強勁上升。在亞洲（香港除外），我們關注的主要市場看起來都極具建設性。即使是在宏觀形勢一直充滿挑戰的中國，從金融到工業、從公用事業到能源行業，息差也一直在收窄。

亞洲信貸息差放緩



注意：星展銀行總信貸息差（DACS）指數顯示了以美元計價的亞洲企業普通債券的總零波動率息差。DACS指數越高，信貸投資者可獲得的收益就越高，市場對信貸風險的認知也越高。
來源：彭博社、星展銀行

長期受困的中國房地產行業仍然面臨壓力，但人們不應該忽視其自2023年11月以來140個基點的升幅。一系列支持性政策措施正在發揮作用。事實上，在信貸息差普遍收緊的情況下，亞洲市場中仍有一個細分領域有機會跑贏市場，那就是與中國內地和香港有關的房地產信貸。中國主要城市開始取消購房限制以刺激銷售。北京在五月初宣佈，允許居民家庭在五環外再買一套房。深圳也在五月放寬了購房限制，允許二孩及以上家庭在一些非核心區域再買一套房。這對中國住宅建築商來說是一個利好消息，投資者預計中國其他城市也會出臺更多放寬政策。

我們也在密切關注香港房地產信貸，其近期表現令振奮人心。香港減低印花稅讓香港開發商情緒高漲，城市購房限制放寬也可能會刺激被壓抑的購房需求。年初至今，香港房地產信貸息差略有收窄，但仍遠高於新冠疫情之前的標準。隨著市場對再融資成本的擔憂減弱，聯儲局開始減息可能成為下半年的另一個催化劑。

在亞洲其他地區，印度信貸在我們關注的所有六個關鍵行業都出現了強勁上升。印尼也是如此，反映出投資者對這兩個人口眾多、經濟增長前景良好的經濟體的投資情緒高漲。韓國整體表現良好，但其房地產和REIT行業除外，這些行業因存續期間風險較大而承受著壓力。

情緒高漲是有充分理由的。儘管利率較高並實行了量化緊縮，但各國央行的流動準備金依然充足，聯儲局、歐洲央行、英國央行以及日本央行的資產負債表總和（無論是名義價值還是佔GDP比例）仍高於疫情前的峰值。此外，雖然息差看起來很大，但它們是以5.5%的短期利率開始定價的，這意味著信貸收益率的絕對值極具吸引力。信貸投資者可能會發現息差收窄，但他們幾十年來從未獲得過如此高的回報。

不過，仍然存在另一個關於減息的重要觀點。人們認為，減息是為了實現聯儲局的通脹放緩目標，而不是應對經濟衰退。

美好時刻能一直持續下去嗎？在我們看來，只有在通脹不反彈的情況下，美好時刻才能一直持續下去。幾次意外的負通脹可能會阻止甚至逆轉信貸領域的歷史性上升。除此之外，信貸投資者都可以繼續看到一個回報豐厚的繁榮市場。

油價目前依舊堅挺，但預計會緩慢下降

油價處於盤整階段。在4月初短暫飆升至90美元/桶以上後，布倫特原油價格已降至85美元/桶以下（截至撰稿時），這主要緣於油價的地緣政治風險溢價程度有所下降，以及最近歐佩克+會議達成的溫和結果。我們對2024年全年布倫特原油平均

價格的預測維持在80-85美元/桶的水平，偏向於該區間的低值端，這意味著2024年下半年的平均價格將低於2024年第二季度的峰值水平。我們認為基本面在今年餘下時間裡會發揮更大的作用，但以色列-哈馬斯和俄羅斯-烏克蘭衝突仍可能會不時引發波動。需求繼續超過預期，我們已將2024年石油需求增長預測從年初的100萬桶/日上調至140萬桶/日，預計美國經濟將從衰退轉向“軟著陸”，甚至可能“不著陸”，即在加息的情況下經濟仍保持穩定增長。中國的需求前景也在改善。在供應方面，歐佩克+減產協議已延長至9月，但從10月起供應量可能會增加，這可能會限制2025年的油價走勢。2024年下半年和2025年的油價走勢也將在很大程度上依賴於美國的減息情況。如果減息推遲到2024年9月以後，則可能會對油價的市場情緒產生不利影響。

星展銀行對2024/2025年季度平均油價的預測

(美元/桶)	1Q24A	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
布倫特原油均價	82.0	83.0	81.0	79.50	77.0	74.50	74.0	73.5
西德州中級原油均價	77.0	79.0	77.0	76.50	74.0	71.50	71.0	70.5

來源：星展銀行

6月的歐佩克+會議並沒有大幅提振油價。6月初舉行的最新歐佩克與非歐佩克產油國部長級會議宣佈，上一輪自願減產協議（總計220萬桶/日，自2023年11月生效）將延長至2024年9月底。這些自願減產的國家包括沙烏地阿拉伯、俄羅斯、阿聯酋、伊拉克、科威特、阿爾及利亞、哈薩克和阿曼，從2024年10月到2025年9月底，各國將按月逐步取消減產。不過，2023年4月宣佈的前一輪減產計畫（總計165萬桶/日）將延長至2025年12月底。

我們認為，市場原本預計減產至少會按照目前水平持續至2024年12月底。此公告宣佈後，雖然產油國可以從10月起根據市場情況靈活暫停或取消月度增產，但此公告也確實表明，當前的減產水平將難以長期實施。延長減產時間在一定程度上有助於維持2024年下半年的供需平衡，但2023年的情況不太可能再次上演（當時油價在9月份達到了95美元/桶的峰值），除非歐佩克+國家宣佈進一步減產，但現階段看起來不太可能。

布倫特原油價格從4月份的高位回落，但仍保持在78美元/桶以上的堅挺狀態



來源：彭博社、星展銀行

非歐佩克國家供應量的增加迫使歐佩克+國家控制其供應，沙烏地阿拉伯和阿聯酋等國被迫將產量降至低於其產能 20% 以上的水平。繼 2023 年急劇增加之後，美國今年的供應量在趨於平穩，但巴西、圭亞那和挪威等其他非歐佩克產油國的新項目將於 2024/25 年投產，這將使歐佩克+繼續面臨控制供應量的壓力。然而，這意味著歐佩克+國家的市場份額將持續下降。歐佩克+國家如何在不重挫油價的情況下緩慢減少減產，這將成為關注的重點。鑑於此前宣佈的月度增產計畫，我們預計歐佩克+國家 2025 年的平均產量將增加近 100-150 萬桶/日。考慮到前文提及的非歐佩克+國家的增產，市場將難以吸收這些產量。因此，與 2024 年相比，2025 年的供需平衡似乎更加脆弱。

暫不考慮地緣政治風險。今年 4 月，隨著伊朗的直接介入，加沙危機似乎會像滾雪球般演變成一場地區衝突。幸而，報復行動有限。自那以後，事態已經有所緩和，可能是美國等其他國家採取了外交干預，這些國家不希望局勢進一步升級。雖然以色列-哈馬斯仍在繼續交戰，也沒有出現任何停火跡象，而且可能還會像俄羅斯-烏克蘭戰爭那樣曠日持久，但我們預計這不會對石油市場產生重大影響，除非沙烏地阿拉伯和伊朗等關鍵國家介入或波斯灣地區遭受襲擊，而我們的基本假設並不認

為這種情況會發生。任何戰爭的爆發都可能導致油價短期飆升，但石油市場不再擔心衝突全面升級的可能性。

歐佩克減產協議可能會延長，但會延長多久？



來源：彭博社、星展銀行

GDP增長和CPI通脹預測

	GDP增長，同比百分比					CPI通脹，同比百分比，平均值				
	2021	2022	2023	2024F	2025F	2021	2022	2023	2024F	2025F
中國	8.1	3	5.2	5	4.5	0.9	2.2	0.2	1.6	2
香港特別行政區	6.3	-3.5	3.2	2	2.5	1.6	1.9	2	2	2.2
印度	8.9	6.7	7.8	7.1	6.5	5.1	6.7	5.7	4.6	4
印度(按財年計)*	9.1	7.2	8.2	7	6.5	5.5	6.7	5.4	4.5	4
印尼	3.7	5.3	5.1	5	5.2	1.6	4.2	3.7	2.8	2.5
馬來西亞	3.3	8.7	3.7	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	3.7	3.5
新加坡	9.7	3.8	1.1	2.2	2.5	2.3	6.1	4.8	2.8	2.4
韓國	4.1	2.6	1.4	3	2.2	2.5	5.1	3.6	2.8	2.3
中國台灣	6.6	2.6	1.3	4.2	2.6	2	2.9	2.5	2.2	1.9
泰國	1.6	2.5	1.9	2.8	3	1.2	6.1	1.3	0.9	2
越南	2.6	8	5	6	6.8	1.8	3.2	3.3	3.5	3.5
歐元區	5.3	3.5	0.5	0.8	1.2	2.6	8.4	5.5	2.4	2.2
日本	2.6	1	1.9	0.3	0.9	-0.2	2.5	3.3	2.2	1.6
美國	5.9	2.1	2.5	2	1.7	4.7	8	4.1	3.3	2.5

*2020年代表2021財年；截至3月21日

**新的CPI數列。

***CPI通脹eop。

來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

政策利率預測，eop

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國大陸*	3.45	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.15	3.15
印度	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.25	6	6
印尼	6	6.25	6.25	6.25	6	5.5	5.5	5.5
馬來西亞	3	3	3	3	3	3	3	3
菲律賓	6.5	6.5	6.5	6.5	6.25	6	5.75	5.75
新加坡**	3.62	3.7	3.5	3.38	3.23	3.08	2.93	2.88
韓國	3.5	3.5	3.5	3.25	3	2.75	2.5	2.5
中國台灣	2	2	2	2	2	2	2	2
泰國	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
越南***	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
歐元區	4	3.75	3.5	3.25	3	3	3	3
日本	0.1	0.1	0.1	0.25	0.25	0.25	0.5	0.5
美國	5.5	5.5	5.25	5	4.75	4.5	4.25	4

* 1年期貸款基礎利率；** 3個月新元掉期利率；***基礎利率。

來源：CEIC經濟資料庫、星展銀行

美國例外論 仍在繼續

2024年第三季度
美國股市

在強勁的宏觀環境和寬鬆的金融狀況下，美股盈利上升指日可待，其高估值的合理性也將得以證明。我們繼續看好科技、能源和醫療保健行業，這些行業將受惠於長期走高的利率。



03.

美國股市

鄭狄倫
策略師

在潛在的經濟韌性下，美國表現優異。有些人可能會質疑“美國例外論”一詞。但是資料可以說明一切。自新冠疫情結束以來，儘管政策利率持續上升，但美國經濟仍保持強勁。這種韌性在很大程度上歸功於美國政府推出的強有力的財政刺激措施，這些措施轉化為強勁的就業市場和健康的薪資增長；這反過來又支撐了國內消費。

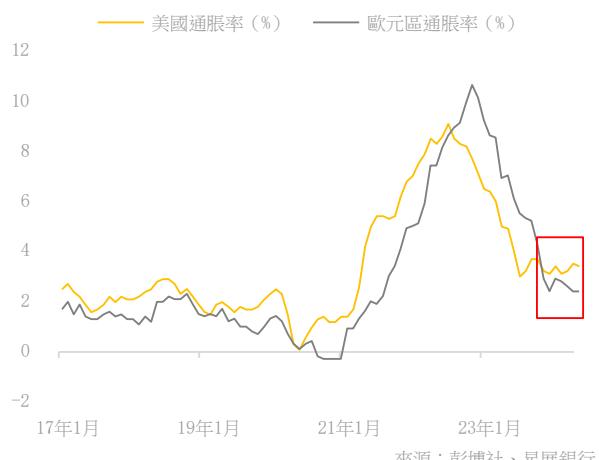
根據經合組織的預測，美國經濟有望恢復到疫情前的水平，預計今年的實際GDP增長率為2.6%（2013年至2019年的平均增長率為2.5%）。相比之下，歐元區實際GDP增長率預計將降至0.7%（2013年至2019年的平均增長率為1.9%）。

面對截然不同的經濟命運，聯儲局和歐洲央行走向了不同貨幣政策之路。聯儲局繼續強調在其資料依賴型政策方針中獲得“更多信心”的重要性，而歐洲央行則在通脹壓力放緩時繼續實施貨幣寬鬆政策。事實上，由於俄羅斯-烏克蘭衝突和能源價格上升影響了歐洲國內消費，歐區的整體通脹率已從2022年10月10.6%的峰值同比降至2.4%（美國同比降至3.4%）。

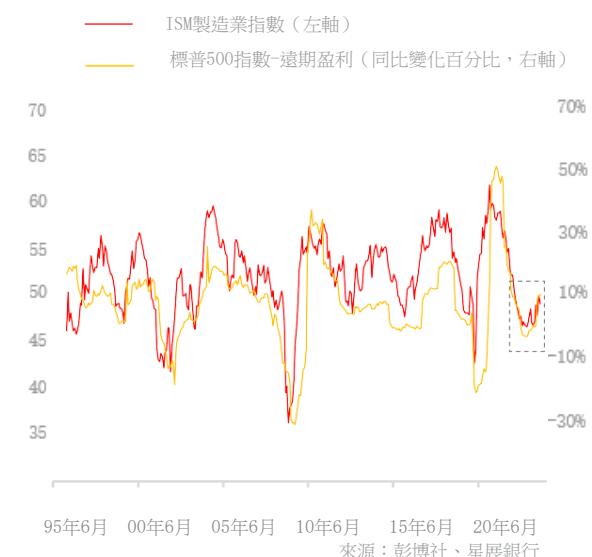
企業盈利預測大幅上調。強勁的宏觀環境和寬鬆的貨幣條件正推動美國企業盈利增長。預計今年的增長率將達到10.5%，2025年將達到13.0%。在最新的財報季中，盈利

約超過預期80%，這得益於科技、必需消費品和醫療保健行業的強勁增長。相比歐洲，這一資料更為可觀，因為斯托克600指數盈利約超過預期58%；與美國市場相反，科技行業是歐洲地區的最大拖累。

通脹條件不同導致貨幣政策路徑不同



製造業前景復蘇預示美國遠期盈利有所改善

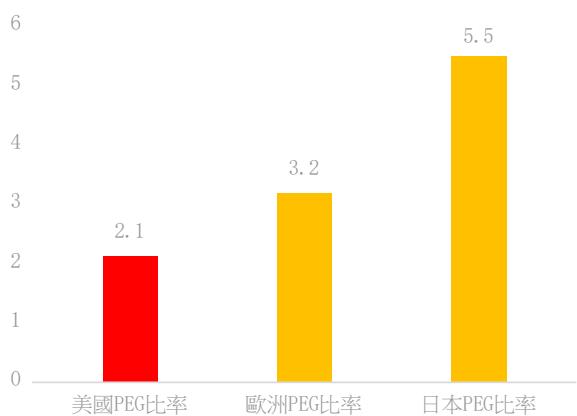


從自上而下的角度來看，美國盈利增長歷來與ISM製造業密切相關。隨著後者繼續恢復到擴展勢態，我們預計盈利也將隨之改善。最重要的是，從自下而上的角度來看，我們認為人工智能的應用仍處於起步階段，隨著越來越多的行業/公司加入這一浪潮，與科技有關的盈利將得到額外提升。英偉達近期的強勁業績以及人工智能推動的公用事業股的上升均表明，盈利有望進一步提升。

盈利強勁證明美國估值溢價是合理的。抵制美國股市的一個常見因素是其高於其他成熟市場的估值溢價。但當估值與長期盈利增長前景相提並論時，實際情況並非如此。“一分錢一分貨”這句諺語顯然就適用於這種情況。在遠期市盈率為21.0倍的情況下，美國的長期盈利增長率預計為8.9%，相當於市盈增長比（PEG）為2.1。與歐洲的3.2和日本的5.5相比，美國的PEG比率更加有利。結論：美國估值高是合理的。

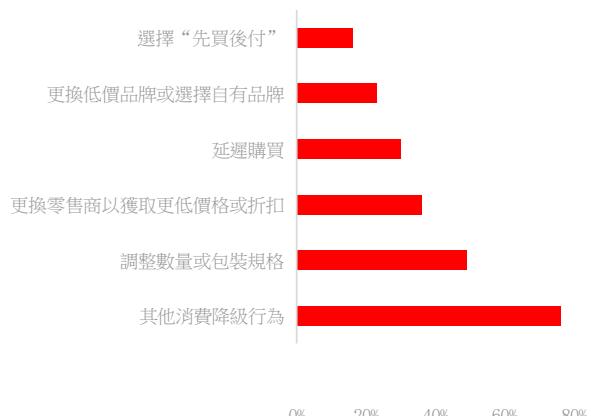
黏性通脹和美國消費者的“消費降級”。儘管債券收益率上升，供應鏈壓力有所緩和，但美國通脹仍然很有黏性。顯然，事實證明，聯儲局加息效果不如預期，這可能緣於各種結構性因素，例如業務回流和人口統計增加。不出所料，普遍存在的黏性通脹導致了“消費者緊縮”，越來越多人消費降級，並注重購物時的負擔能力。

盈利強勁證明瞭美國估值溢價是合理的



來源：彭博社、星展銀行

76%的美國消費者計畫減低消費



資料截至2024年第一季度
來源：麥肯錫

這種趨勢在低收入群體中尤其明顯，因為消費者要面臨按揭付款增加（由於高利率）和日常必需品價格上升的雙重壓力。麥肯錫資料顯示，76%的受訪消費者正在採取“消費降級行為”，36%的消費者為獲取更低價格或折扣而選擇更換零售商。49%的受訪者調整了購買數量或規模，23%的受訪者轉向低價品牌或自有品牌。

在這種環境下，我們認為，價位較低的消費品公司或品牌將實現更強勁的收入增長。這種趨勢為非必需消費品和必需消費品領域帶來了機遇。

2024年第三季度美國行業策略 - 堅守科技和能源行業

CIO看升板塊表現略好；公用事業成為AI的新興應用領域。我們的美國行業策略在2024第二季度表現略好，劃入增持籃子的行業平均上升1.3%（截至5月27日），超過中性籃子行業3.5個百分點，超過減持籃子行業0.4個百分點。在我們的增持籃子中，科技（+5.6%）和通訊服務（+5.0%）行業的強勁表現被能源（-3.1%）和醫療保健（-2.2%）行業的疲弱所抵消。

與此同時，值得注意的是，在我們的“減持”籃子中，公用事業等防守型行業成功實現了8.9%的最大升幅，因為這個行業目前被視為人工智能（AI）的應用領域。事實上，隨著大型科技公司開始爭奪AI的主導地位，不僅需要下一代晶片，資料中心也同樣重要。

資料中心的能源消耗極高，這對公用事業公司的前景來說是一個好兆頭，特別是那些聚焦核能的公司。

“長期走高”的利率環境將有利於大型科技公司和部分特定的能源公司。黏性通脹和利率持續“長期走高”的環境將有利於現金儲備豐富和資產負債表強勁的大型科技公司。大型科技公司在債券收益率上升的前幾年就已經採取了以低利率鎖定長期借款的策略舉措，因此許多公司可以免受利息支出增加的負面影響。我們預計大型科技公司的表現將優於消費者相關公司和小型公司。

此外，由於能源產品的本質特性，其終端需求往往缺乏彈性。因此，我們預計，負債率較低的上游能源公司在高利率環境下會表現良好。地緣政治的不確定性導致油價上升，這對上游能源公司的前景來說是好兆頭。

大型科技股走勢與債券收益率的上升同步



來源：彭博社、星展銀行

美股板塊配置 - 2024年第三季度

	增持	中性	減持
	科技	材料	公用事業
美股板塊	通訊服務	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

	遠期市盈率 (倍數)	市淨率 (倍數)	企業價值倍數 (倍數)	淨資產收益率 (%)	資產收益率 (%)	營業利潤率 (%)
標準普爾500指數	21.9	4.8	15.5	17.9	3.8	13.5
標準普爾500金融	15.8	2.1	7.4	12.3	1.4	17.7
標準普爾500能源	12.6	2.3	7.6	17.6	8.5	13.4
標準普爾500科技	31.1	12.1	23.5	29.5	12.7	25.4
標準普爾500原材料	21.6	3.1	14.8	10.9	4.7	11.1
標準普爾500工業	22.4	6.3	17.5	23.3	6.0	11.3
標準普爾500非必需消費	20.0	6.3	14.8	25.0	7.4	7.9
標準普爾500非必需消費	24.0	8.9	16.0	32.9	7.9	10.5
標準普爾500通訊服務	19.4	4.5	13.0	18.2	7.3	20.6
標準普爾500公用事業	17.6	2.1	12.2	10.2	2.6	20.1
標準普爾500房地產	34.7	2.8	20.1	7.8	3.2	23.5
標準普爾500醫療保健	20.5	5.1	20.8	14.2	4.8	6.3

*資料截至2024年5月27日
來源：彭博社



圖片來源：Unsplash

強大的價值主張

2024年第三季度
歐洲股市

歐洲央行的支援性政策和超出預期的企業盈利表明，歐洲最困難的時期可能已經過去。與美國相比，歐洲傳統行業佔比較大，這使得歐洲能夠從不斷擴大的升勢中獲益。我們繼續看好在奢侈品、科技和醫療保健領域擁有強勁基本面的歐洲公司。

04.

歐洲股市

吳琇瓊
策略師

第二季度升勢如我們預期般擴大，歐洲股市從中受惠，人們樂觀地認為歐洲可能已經度過最困難的時期。投資者信心因市場情緒提振而增強，市場對歐洲股票的需求也隨之上升。特別是那些大幅減持歐洲股票的全球投資者，他們的需求尤其強烈。

在過去兩年的大部分時間裡，歐元區的經濟表現明顯落後於美國，對經濟衰退的擔憂日益加劇。儘管經濟形勢堪憂，但歐洲斯托克600指數今年保持了上升勢頭，年初至今已上升12%，而標普500指數則上升6.3%。

我們認為，這種優異表現來源於多個因素（參見下文）。在這些因素的共同作用下，一個正回饋環得以形成，鼓勵更多的投資並推動歐洲股市進一步增長。這些因素包括：

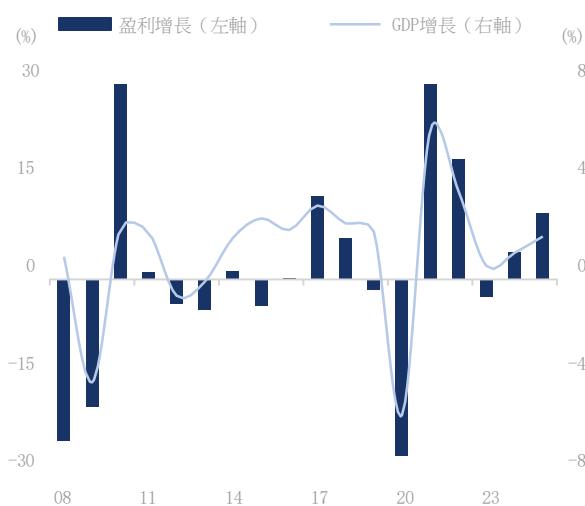
1. 支持性貨幣政策

儘管聯儲局仍保持鷹派的政策立場，但歐洲央行已於6月初實行減息，證實了歐洲央行先於聯儲局減息的猜測。這為歐洲股市提供了一個有利的環境，因為放寬貨幣政策將有利於經濟復蘇和緩和高利率的影響。

2 經濟復蘇跡象

德國市場情緒指數意外呈現出積極態勢，這個歐元區最大且最具挑戰性的經濟體之一有望迎來“復蘇綠芽”。此報告可以作為德國一項利好的採購經理人調查的補充，同時也分享了一些資料。這些資料顯示，歐元區在第一季度走出了技術性衰退，並且已開始恢復增長。值得注意的是，歐元區第一季度實際GDP增長了0.3%（未按年率計算），超過了所有主要經濟體的預期。這些報告使人們對該地區2024年的前景更加樂觀。

2023年增長觸底



來源：倫敦證券交易所集團、國際貨幣基金組織、星展銀行

3. 樂觀的財報季

根據彭博社彙編的資料，斯托克600指數中已有412家公司公佈了截至2024年第一季度的財報。其中，9%的公司報告的業績超過了分析師的預期。相應地，銷售額超出預期，達到了-1%，意味著利潤也超過了預期。銷售額和盈利增長均為負值，分別為-5%和-6%。表現突出的是金融和醫療保健行業，這兩個行業的銷售額和盈利增長強勁，超出預期。金融行業上升了12.3%，擺脫了去年瑞士信貸危機的影響。醫療保健行業主要由GLP-1藥品生產企業推動在連續七個月進行下調後，盈利預測迎來了首次上調，從而證實了“復蘇綠芽”的觀點。

第一季度財報

	銷售額		盈利	
	增長	意外	增長	意外
SXXP指數	(5)%	(1)%	(6)%	9%
能源	(14)%	(4)%	(31)%	8%
材料	(9)%	(2)%	(18)%	17%
工業	(5)%	(0)%	(24)%	6%
非必需消費品	(1)%	(0)%	(21)%	(2)%
必需消費品	1%	1%	1%	5%
醫療保健	(2)%	1%	7%	9%
金融	3%	2%	15%	14%
IT	(8)%	(2)%	(24)%	7%
通訊	4%	2%	(1)%	12%
公用事業	(25)%	(12)%	(1)%	5%
房地產	6%	3%	(5)%	1%

來源：彭博社

七個月以來盈利首次上調



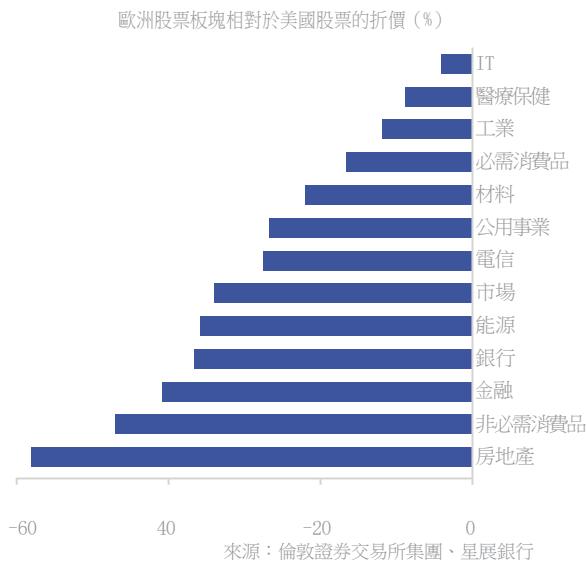
來源：倫敦證券交易所集團、星展銀行

4. 價值主張

歐洲股市各個板塊的交易價格通常都低於美國股市；隨著歐洲股市繼續低迷，這種估值差進一步擴大。在經濟復蘇和經濟週期性變化的背景下，與估值較高的美國科技股相比，投資者更願意從成長股轉向價值股。在這個時候，投資者的價值主張就顯得尤為突出。

美國和歐洲股市的構成明顯不同。美國市場彙聚了更多高增長行業，如資訊技術和生物科技，這些行業通常估值較高。相比之下，歐洲市場的傳統行業佔比更重，如製造業、公用事業和銀行業，這些行業的增長前景普遍較低，因此估值也較低。因此，在投資者從成長股轉向價值股的過程中，歐洲金融股和工業股將有所獲益。

歐洲股票大幅折價



策略

隨著升勢擴大，國際投資者可能會增加對歐洲股市的投資，旨在從積極的市場趨勢中盈利。資本湧入支撐歐洲股價上升。

重點關注基本面強勁、增長前景良好的歐洲公司。我們更看好奢侈品、科技和醫療保健行業的結構性贏家。

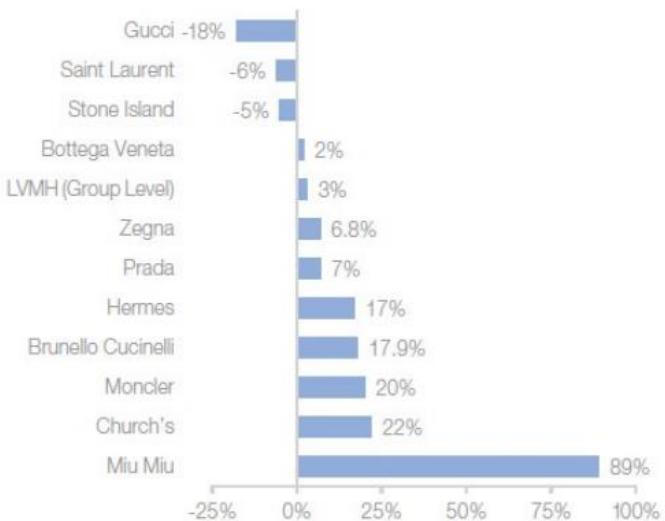
歐洲板塊評論

奢侈品轉變

歐洲品牌繼續主導著靜奢風市場。靜奢風的特點是低調的優雅，注重品質和質樸，而非公開炫富，隨著貧富差距加大，這種風格越來越受青睞。愛馬仕、LVMH旗下的一些品牌和普拉達等品牌正以其獨特而精巧的產品備受富裕客戶青睞。預計未來五年，奢侈品行業的複合年增長率將達到中高個位數。其中，在旅遊業增長和年輕富裕的消費者的推動下，亞太地區（尤其是中國和印度）將會做出重大的貢獻。最近的盈利突顯了靜奢風品牌的成功，Miu Miu、Moncler、Brunello Cucinelli和愛馬仕的有機零售銷售額實現了兩位數的顯著增長，其策略的有效性。

悄然盈利

各奢侈品牌2024年第1季盈利增長率



來源：彭博社、星展銀行

全球有彈性需求的消費者願意購買奢侈品、服務和體驗。這樣的產品和服務在歐洲比比皆是，其特點是品牌歷史悠久、文化底蘊深厚和無可比擬的品質和排他性承諾。歐洲豪車品牌和奢華手錶將受惠於這一趨勢，同時我們還預計，在7/8月的巴黎夏季奧運會期間，奢華體驗將得到提升。蓬勃發展的旅遊業有助於推動經濟復蘇，尤其是南歐經濟體的經濟。高端時尚、美食餐飲、航空公司和高檔住宿是主要受惠者。

科技引領者 – IT服務和極紫外光刻

歐洲科技板塊仍是歐洲股市的一大亮點，因為在數位化大趨勢的推動下，其增長前景極具彈性空間。AI的最新浪潮代表著效率和生產力提升的範式轉變，GenAI的顛覆性發展速度遠超過去的技術。

通過推動自動化、增強資料分析、改善客戶體驗、加強網路安全以及促進醫療保健、零售和金融等各個行業的創新，歐洲將AI融入到IT服務中，提供了巨大的增長潛力。充分利用AI技術進步的歐洲IT服務提供者將更具引領市場的優勢。

世界領先的半導體光刻工具製造商也位於歐洲。該公司在浸潤式和幹式光刻領域佔有80%的市場份額，並且是極紫外光刻（EUV）和高數值孔徑（NA）極紫外光刻等最先進光刻工藝的唯一供應商。有了這項技術，才可以開發出更先進的處理器、記憶晶片和其他積體電路等下一代電子設備。因此，EUV領域的成功和進步直接影響著全球半導體行業的競爭力和創新能力，台積電、三星和英特爾都是其客戶。

隨著全球各國政府採取本土化策略來保護供應鏈，以及對AI晶片的爭奪，在可預見的未來，預計此類設備的銷售將保持強勁。

歐洲醫療保健 – AI驅動的藥物研發

AI正在從根本上改變藥物研發，AI可以提高效率、減低成本並增加成功率。利用先進的演算法和龐大的資料集，AI可以加快藥物研發過程（從最初目標識別到臨床試驗）中的每個階段。藥物研發領域的這場革命有望為多種疾病帶來更快更有效的治療方法，從而最終改善患者結局並推動醫學發展。

我們認為，繼GLP-1之後的下一個重磅藥物研發是癌症疫苗。免疫學、基因組學和生物技術的進步為研發有效的癌症疫苗帶來了希望，這些疫苗可能在未來幾年改變癌症的預防和治療方式。基於mRNA技術在新冠疫苗中的成功應用，Moderna和BioNTech等公司正在研發mRNA癌症疫苗。這些疫苗對腫瘤相關抗原或新抗原進行編碼，然後由患者自身細胞生成抗體，從而引發免疫反應。該領域正在快速發展。

世界上一些最大的製藥公司都位於歐洲，如羅氏製藥、諾華製藥、諾和諾德、阿斯利康、葛蘭素史克以及賽諾菲。這些公司在研發方面投入了大量資金，因此在治療和藥物方面也取得了重大創新。除了成功進入商業化階段的藥物能夠穩定地產生收入和現金流之外，從長期來看，強大的藥物研發管道也讓這些公司具備投資價值。

值得注意的是，今年歐洲醫療板塊不僅跑贏了斯托克600指數，還超過了美國醫療板塊。由於科技板塊集中，醫療板塊在美國表現也不佳。流向歐洲的資金應投入這個關鍵板塊。

歐洲醫療板塊表現優異





圖片來源：Unsplash

精選主題佔據上風

2024年第三季度
日本股市

儘管日本企業對2024財年的公司指引持謹慎態度，但公司治理改革以及負利率時代的結束正在提振日本股市的樂觀情緒。AI的應用將提振半導體和IT服務行業，而由於利率正常化，金融業仍將是最佳的投資選擇。

05.

日本股市

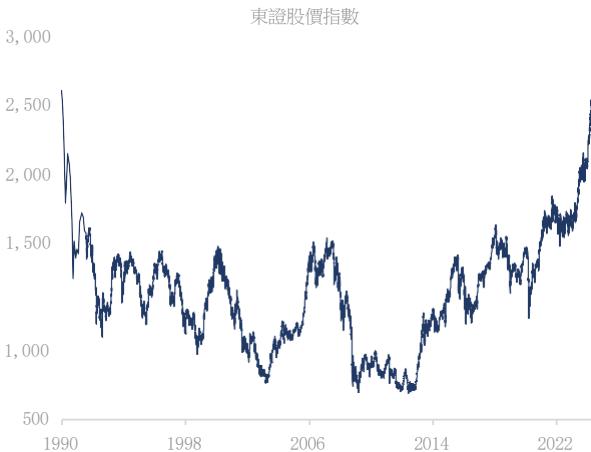
吳秀瓊
策略師

在宏觀經濟背景不確定的情況下，兩個關鍵的結構性變化繼續在較長時間內為日本股市帶來新的希望：日本負利率的結束標誌著向通脹經濟的歷史性轉變；公司治理改革將帶來更高的股東回報。

迄今為止的強勢上升讓一些投資者產生了市場是否已經見頂的質疑。不過我們認為市場尚未達到極限，因為國內散戶投資者

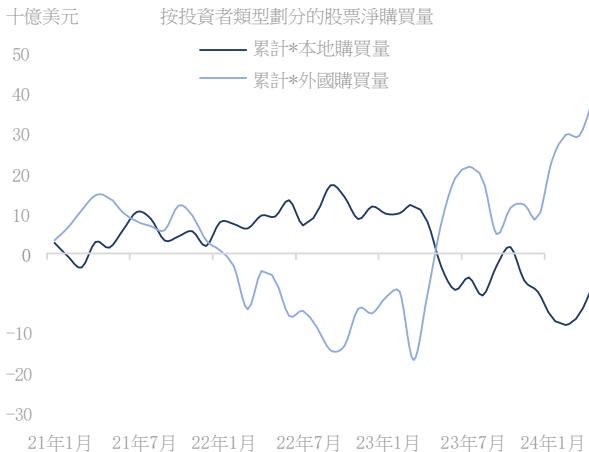
最近才加入這波升勢。在股價持續上升的推動下，自1月以來，這些投資者已經從賣家轉變為積極活躍的買家。有關改革後的日本個人儲蓄帳戶（NISA）的官方資料顯示，交易價值和開戶數量均有上升，NISA增長計畫下95%的股票投資流入日本國內股市。此外，截至今年4月，外國投資者又貢獻了290億美元的投資。外國投資者一直是推動股市上升的關鍵因素。

東證股價指數在泡沫時代的高位附近徘徊



來源：彭博社、星展銀行

國內外散戶投資者中的淨買家



*自2021年1月開始累計
來源：倫敦證券交易所集團

GDP萎縮與日元爭論

第一季度GDP低於預期（環比下降2.0%，按季節調整年率計），加劇了有關日元貶值是否有利於日本經濟的爭論。日本政府對近期日元快速貶值感到擔憂，強調日元突然的單邊貶值會帶來很多不確定性，從而對日本經濟產生負面影響。雖然日元貶值會提高出口收入、企業利潤和工資增長，但出口量停滯和實際工資下降等問題仍然存在。另外，日元貶值還會加速輸入型通脹，讓日本央行難以實現貨幣政策正常化。此外，由於購買力下降導致國內情緒低迷，岸田文雄政府會面臨更大的壓力。

消費者情緒跌至三個月以來的最低水平



對企業前景持謹慎態度

2023財年於2024年3月31日結束，很明顯，下一個財政年度的增長預期已經從2023財年的15%降至2024財年的7%。目前，市盈率估值約為15倍盈利，比10年平均值高出0.5個標準差。從12倍盈利(-1SD)重新評估到當前水平後，市場可能需要證明存在潛在的盈利上升，然後才能看到廣泛的市場趨勢。

財報發佈後，公司指引仍保持謹慎態度。預計各公司將在下一個財年面臨利潤壓力，原因如下：1) 繼2023財年日元大幅貶值後，日元貶值帶來的好處可能會減少；2) 公司需要在耗盡舊庫存後補充庫存，材料成本和商品一般成本（包括工資上升）會增加，從而導致銷售成本上升。

從好的方面來看，庫存補充和資本支出應會惠及工業和下游企業，包括中小型企業。定價能力強大的公司包括技術行業的硬體和軟件公司，日本有限的勞動力供應和市場對人工智能和半導體晶片日益增長的需求正在推動該行業的強勁增長。

市盈率的重新評估要歸因於幾個因素，特別是自沃倫·巴菲特投資估值較低的企業集團股票以來，已進入第二個年頭的公司治理改革。東京證交所(TSE)繼續向企業施壓，要求其改善低效的資本管理、解除無效的交叉持股，並配置多餘現金或將其

返還給股東。這些努力已經取得了可觀的成果，各公司增加股息和股份回購量的速度創下了紀錄。TSE 每月發佈一份“披露狀況”清單，以監督披露和合規情況。

然而，儘管市淨率也有所提高，但淨資產收益率並未明顯提升，仍約為美國企業的一半。我們強調，進一步重新評估將需要在現實中檢驗這些改革能為企業效益帶來的實際好處。

市盈率從12倍重新評估至15倍



因此，我們對日本保持中立態度。此前由“安田經濟學”推動的市場可能會暫停，轉向能產生超額回報的主題。這些主題包括：

AI應用的受惠者

在強而有力的政府舉措和大量行業投資的支持下，日本企業正在大力推進AI的應用。日本製造業等工業部門已經利用AI進行預測性維護、品質控制和生產過程優化。我們認為，日本的半導體和IT服務行業是直接受惠者。

半導體行業。我們繼續強調，受持續的晶片安全競爭推動，半導體行業成為了全球AI應用的主要受惠者。日本正致力於實現半導體製造本土化，以防止供應鏈中斷並增強韌性，確保為本土企業（包括汽車製造商和依賴於半導體的其他企業）提供可靠的晶片供應。日本國內汽車製造商、機器人、機械以及消費電子產品對半導體的強勁需求，加上其在半導體價值鏈（從機械到化工產品）中的綜合實力，支撐了日本重振其過去在半導體行業的主導地位的雄心。為支持這一舉措，日本已撥出3.9萬億日元（佔其GDP的0.71%），作為半導體行業的補充預算。

IT服務業。我們將IT服務業視為一個重要的增長領域，這得益於AI的快速應用以及不斷改善的商業環境。通過聘請內部或外部IT顧問來升級醫療保健、金融、零售等行業服務的這一現象尤其值得關注。例如，在醫療保健領域，AI正在徹底改變醫學影像分析、診斷和個性化醫療。IT公司正在開發能夠集成醫療技術、雲端計算和機器人技術的解決方案，以改善醫療服務。在金融領域，金融機構正在利用AI進行欺詐檢測、風險管理和演算法交易。銀行正迅速將AI融入其運營中，以提高效率和安全性。在零售領域，零售商正在將AI應用到客戶服務、庫存管理和個性化行銷中，同時電子商務平臺也在使用AI來優化用戶體驗，讓購物變得更加高效和個性化。

金融

在通脹和利率正常化的背景下，銀行仍然是最好的投資選擇。隨著終止了收益率曲線控制政策、可能停止購買日本國債並可能實行量化緊縮，債券收益率一直在穩步上升。這一趨勢表明，人們越來越相信，日本央行行長植田和男在進一步實現利率正常化和解決日元貶值問題方面承受的壓力越來越大。以推動貸款的方式來增加經濟活動應能改善銀行的盈利，從而擴大淨息差、增強貸款增長並增加手續費收入。

自4月底以來，日本10年期國債收益率上升了8個基點，達到了1.07%，而同期的美國

10年期國債收益率則下降了34個基點。同樣，30年期日本國債收益率已穩步攀升至2.3%，我們認為這一水平將提高保險公司的盈利能力。收益率曲線趨陡有利於保險公司提高投資收益、改善資產負債管理、提升盈利能力、加強風險管理以及增強整體財務健康狀況。這樣保險公司就能夠向客戶提供更具競爭力和吸引力的產品。

收益率曲線和日本金融業的相對表現



中小型企業派息工業股和科技股

隨著日本債券收益率上升，股息股的吸引力已在下降。然而在日本，這些公司注重企業改革，它們通過股息和股票回購來提高股東回報率，這讓這些公司又變得極具吸引力。隨著升勢擴大，預計中小型企業將尤為受惠。這些現金充裕的公司對企業並購和私募股權來說也是極具吸引力的目標，特別是那些處於半導體價值鏈中的公司，因為它們具有特定的專業技術。

非長期性疲弱

2024年第三季度
亞洲（日本除外）
股市

在以增長為導向的政府政策的支援下，2023年亞洲股市的疲弱局面有望逆轉，這將有助於該地區在未來五年推動全球經濟增長。鑑於基本面看起來很穩健，投資者可以增持亞洲股票。



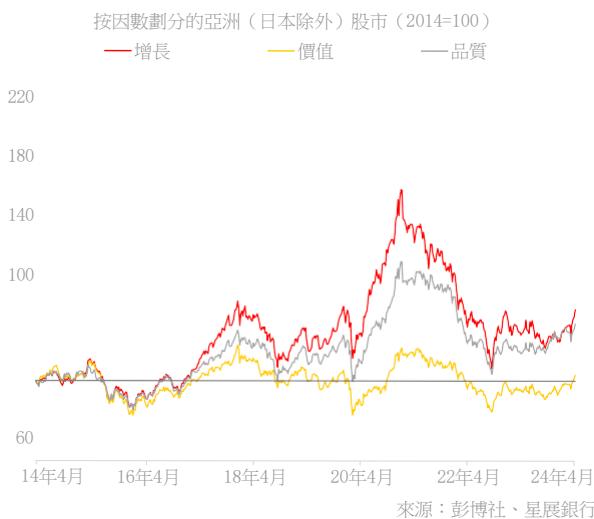
圖片來源：Unsplash

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

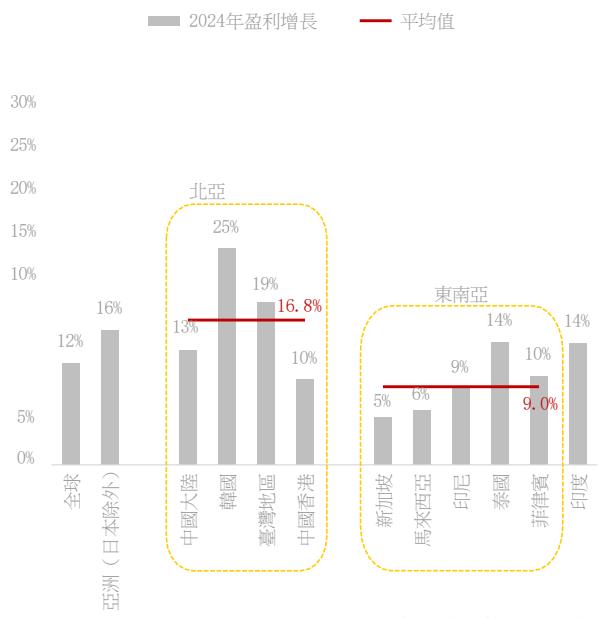
亞洲：品質和增長優於價值



儘管亞洲（日本除外）股市基本面穩健、企業盈利前景可觀，但其表現仍落後於全球股市。經歷了2023年的疲弱後，亞洲（日本除外）股市今年有望表現優異。

未來五年，該地區有望成為全球經濟增長的主要推動力。據國際貨幣基金組織預測，中國對全球經濟增長的貢獻預計將達到21%，超過七國集團的總和。

盈利前景正在改善



國際貨幣基金組織最近將亞洲經濟增長預測上調至4.5%。這一上調基於：(a) 中國的經濟增長預測上調；(b) 印度的經濟增長強勁；以及(c) 整個地區的私人消費強勁。

該地區的製造業勢頭正在好轉。隨著外部需求改善，新出口訂單恢復且定價穩定，製造業PMI指數飆升至13個月以來的最高水平。前景改善預示企業盈利能力提高，該地區有望在2024年實現16%的盈利增長，高於全球平均水平。

近年來，亞洲股市表現相對不佳的原因是估值壓縮，而非盈利疲弱。將於11月舉行的美國總統大選或會抑制亞洲（日本除外）股市，但我們認為以下因素會支撐該地區：

1. 亞洲相對不受外部經濟阻力的影響
2. 相對於全球水平的估值折讓
3. 為保持多元化投資，投資基金需要投資亞洲資產

我們仍堅持增持亞洲股票的觀點，原因如下：
(a) 估值較低；(b) 現金流正在改善；(c) 資產負債表良好；以及 (d) 盈利前景可觀。

從主題的角度來看，我們看好的該地區“增長”主題包括半導體製造、記憶體、自動化、能源轉型、平臺公司以及國內消費。

隨著債券收益率達到峰值以及聯儲局即將減息，我們看好的“收益”投資包括新加坡房地產投資信託和中國大型銀行。

估值上行空間



中國正在崛起 - 經濟復蘇有望

過去三年，由於地緣政治局勢緊張、全球需求疲弱以及國內政策調整，中國股市表現欠佳。

但情況正在好轉。隨著市場情緒回升以及投資者開始削減輕倉倉位，在香港上市的中國股票回報率已從其低谷上升至30%以上。

政策前景也開始轉好，政策制定者推出了旨在振興國內消費的支持性措施。

同時，中國企業增加股息支出和實行股份回購，以提高股東的價值。這些措施展現出人們對企業盈利前景的信心日益增強。

在貿易方面，美國對從中國進口的商品徵收了一系列關稅，包括電動汽車、電池、半導體、建築設備和太陽能電池等。受這些關稅影響的出口商品總計180億美元，約佔中國對美國出口額的4%，不到中國出口總額的1%。加收關稅將在2024至2026年間生效。

經濟復蘇加快



我們認為，鑑於中國企業的大部分收入來自國內市場，加收關稅不會對中國企業造成太大影響。

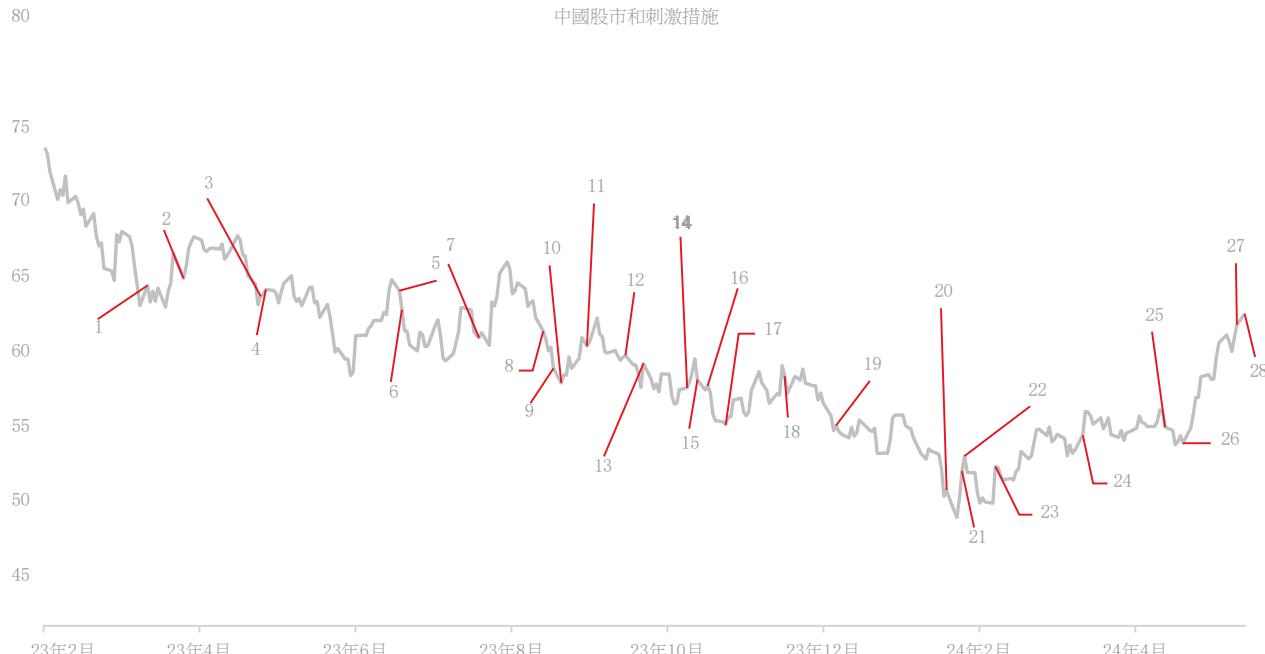
隨著政府實施恢復性政策和推動擱置項目完成，投資者正在走出去年的房地產困境。儘管任重道遠，但政策支持將繼續穩定地支持行業發展。

另一方面，政策制定者也在採取措施調整結構並向新經濟邁進，同時減少對傳統經

濟增長驅動因素的依賴。若這些舉措成功實施，中國將減少對房地產的依賴。

中國股市的估值已觸底，這為投資者提供了“安全邊際”。支持市場持續復蘇的因素包括：(a)政策支持；(b)更高的股東回報率；以及(c)對資本管理的投入。

中國政策刺激



來源：官方公告、星展銀行

東盟杠杆

我們預計，以下重新評估的因素將在短期內支撐東盟市場：

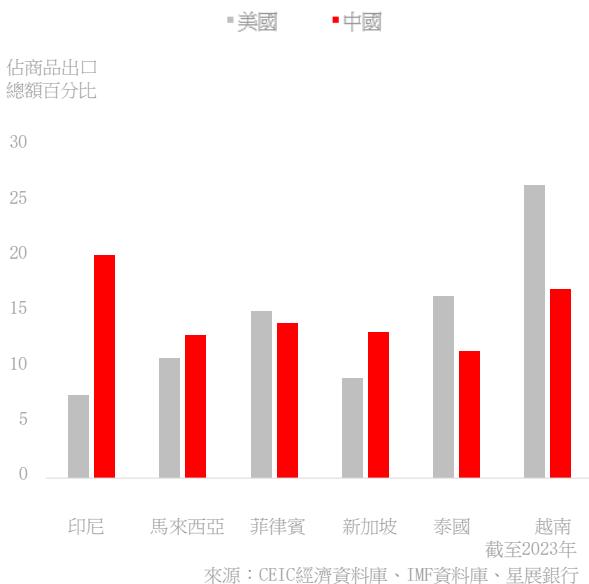
1. 東盟長期持續增長：儘管短期內面臨挑戰，但東盟地區的長期結構性增長依然強勁。中長期前景不受影響，讓東盟成為製造業方面極具吸引力的投資目的地。東盟的人口結構優勢可以提供豐富的勞動力，並支援高消費需求，是東盟樂觀前景的支撐。此外，東盟擁有完善的全球供應鏈，包括重要的自然資源、汽車和電子產品等，加上其靠近中國，還有免關稅貿易協定，讓該地區成為具有策略優勢的生產性投資選擇。

2. 有韌性的美國經濟將緩和國內疲弱局面：最近的資料表明，美國經濟正走向軟著陸，因此我們將美國的GDP增長預測上調至2%。鑑於美國是東盟國家的主要出口國，這一增長將有助於抵消國內和中國經濟增長放緩的影響。美國經濟韌性已經支撐著馬來西亞和泰國的出口。

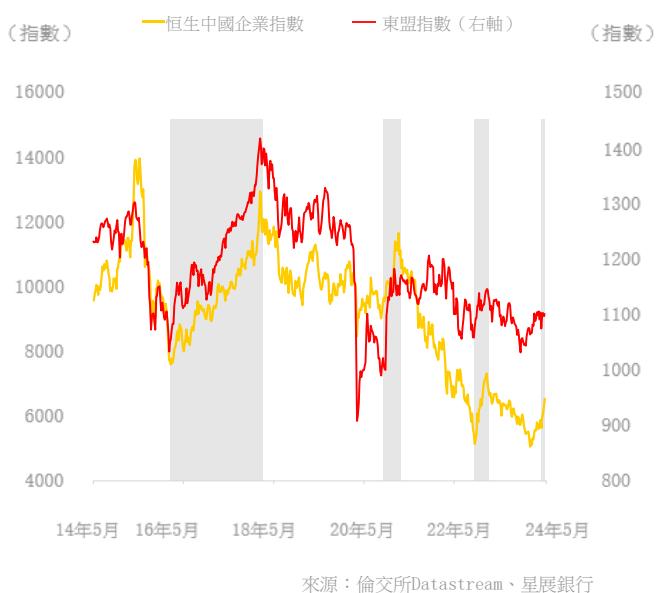
3. 中國股市復蘇：自1月底降至最低位後，香港恒生中國企業指數已飆升30%，表現優於成熟市場和新興市場基準。東盟股市也出現了類似的反彈。從歷史上來看，中國股市表現一直是東盟股市的領先指標，反映了受亞洲經濟增長復蘇和美元疲弱推動的共同市場情緒。

來自美國和中國的多元化增長引擎

東盟六國對美國和中國的商品出口



香港恒生中國企業指數和東盟指數走勢同步



新興市場崛起 - 越南

在東盟市場中，越南的表現最為突出。疫情爆發前，越南一直以7%的速度增長。在全球供應鏈多元化和“中國+1”策略的背景下，越南有望恢復其增速。就經濟增長和規模而言，越南有望與該地區其他國家相媲美，其GDP增長僅次於印度，經濟發展緊追新加坡的步伐。富時指數已將越南列入觀察名單，在9月即將進行的審核中，可能將其從“邊緣市場”升級為“二級新興市場”，並計畫到2025年納入摩根士丹利資本國際（MSCI）的觀察名單。由於目前的低估值和市值與GDP的比率，越南成為了具有高增長潛力的明確投資目的地。

印度的未來五年

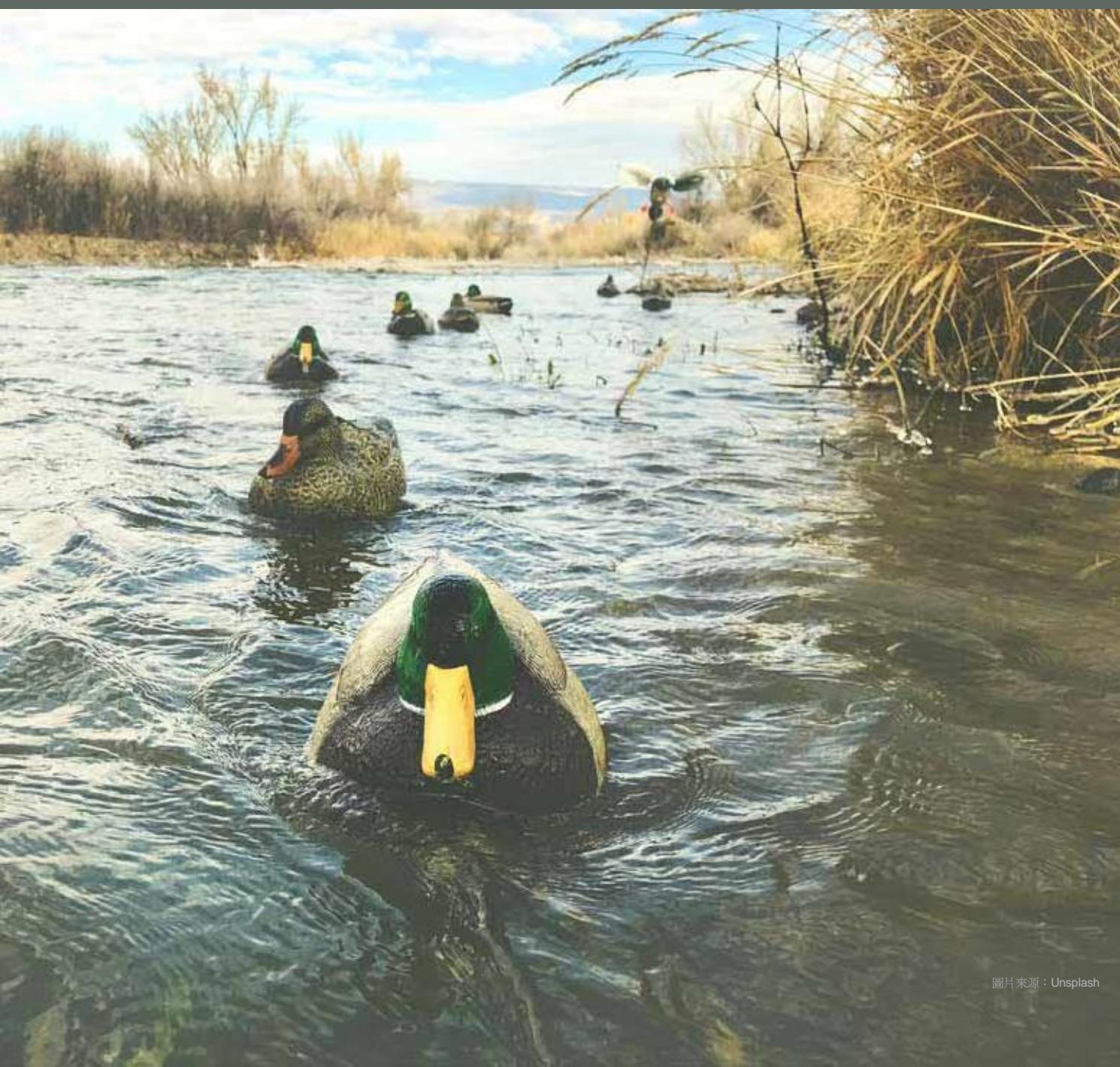
隨著6月4日印度宣佈莫迪贏得大選，我們相信印度國內情緒將繼續推高市場回報。儘管持續的高油價會成為內部情緒的隱患，但改善經常帳戶和財政狀況應能緩和這種敏感性。外國投資者同時也被估值所束縛。經風險調整後，我們更青睞於印度的中小盤股，它們的高增長潛力可能帶來巨大的回報，尤其是市值與GDP比率仍較低的情況下。隨著莫迪議程中公共資金支出幾乎增長近一倍，資本支出復蘇可能會在這一個十年期內繼續推動股市經濟和企業盈利增長。

關鍵投資主題。鑑於東盟的基本面完好，同時估值和貨幣匯率均已觸底，我們認為現在是投資東盟市場的好時機。通過零售和酒店業房地產投資信託基金有選擇地投資東盟旅遊業；與機場運營商、零售業和醫療旅遊等合作的泰國旅遊業；越南等“中國+1”策略的受惠者；泰國的工業地產開發商以及印度大宗商品公司。我們喜歡將東盟銀行視作彈性經濟體的代表。與此同時，我們對印度中小盤股的投資依然充滿信心。

鋪平道路

2024年第三季度
全球利率

預計全球貨幣政策將在2024年下半年轉趨寬鬆，但放寬程度因市場而異。美國經濟資料喜憂參半，不足以讓聯儲局大幅放寬政策，歐洲央行已經減息，但此後仍未表態。日本央行正在採取緊縮措施，仍然是一個例外。



07. 全球利率

廖裕銘
策略師

謝家曦
策略師

全球貨幣政策將在今年下半年轉趨寬鬆，屆時將能緩和利率壓力。過去幾個月，由於擔心期限溢價，市場參與者從年初的過度鴿派立場轉變為4月底/5月初的鷹派立場。我們認為，鑑於成熟市場的各國央行在經濟和貨幣政策週期的各個階段仍存在差異，因此還需細緻看待問題。

美國今年短期利率市場定價下調兩次似乎比較合適。美國近期資料喜憂參半，不足以成為聯儲局大幅放寬貨幣政策的理由。相反，失業率上升、零售銷售疲弱以及失業救濟申請人數增加，都表明美國經濟在放緩。除非經濟活動迅速惡化或金融系統遭受衝擊，否則聯儲局可能會重新調整減息措施。按理說，由於聯儲局主席為進一步加息設置了較高的門檻，曲線前端的收益率下行風險較大。另外，長期債券收益率會面臨一些下行壓力，但我們對黏性通脹持一定的謹慎態度，並認為在沒有重大衝擊的情況下，10年期債券收益率不太可能跌破4%。

歐元區已於6月下調25個基點，拉開了寬鬆貨幣政策的序幕。但對於後續舉措，市場可能不是很確定。可以肯定的是，在過去兩年的大部分時間裡，歐元區經濟明顯不如美國。但是，歐元區在2024年第一季度擺脫了技術性衰退。因此，歐洲央行可能不需要在這個週期內進行積極定價。無論如何，聯儲局和歐洲央行（以及大部分發達國家）可能會在今年放寬貨幣政策，這將導致曲線變得更為陡峭。

日本央行繼續逆勢而行。我們認為，與其他發達國家相比，日本國債收益率曲線可能會趨於平緩。面對日元貶值壓力，日本央行逐漸採取收緊措施，包括減少5-10年期國債的購買量。因此，未來幾個季度，日本央行可能會多次加息。鑑於日本央行的鷹派立場，我們認為利率曲線在前期會保持上行，後期則會漸趨平緩。

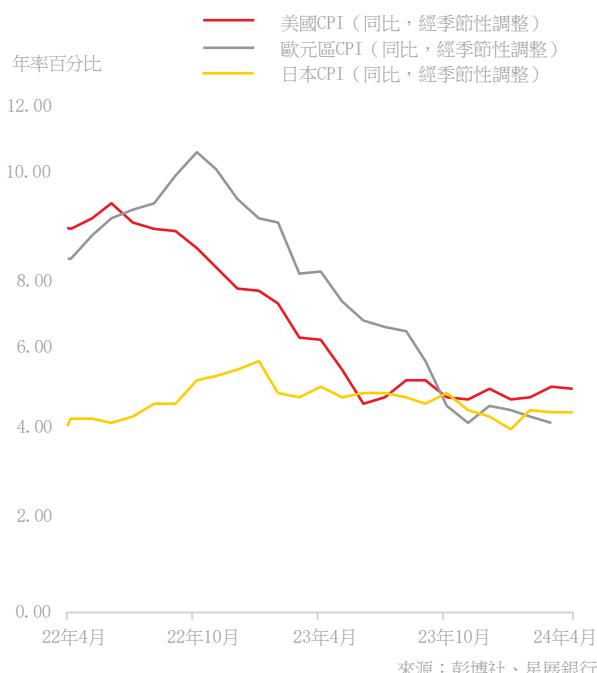
美國經濟在放緩，而歐元區則在回暖



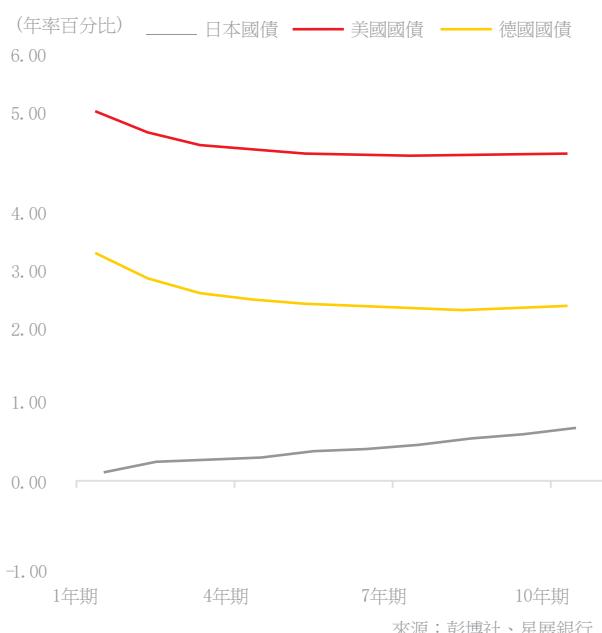
日本國債收益率曲線或面臨趨平壓力



美國和日本的通脹比歐元區更具黏性



美國國債和德國國債收益率曲線趨陡



亞洲利率

人民幣利率：正在趨陡

中國已經開始發行1萬億人民幣的超長期特別國債。此前，政治局曾呼籲在整體信貸資料放緩的情況下加快債券發行。隨著財政刺激措施的加速推進，我們重申了國債收益曲線陡峭化的核心策略。30年期國債收益率已從4月底的2.42%回升至2.55%左右。穩定的經濟資料，包括高於預期的第一季度GDP增長率、PMI以及勞動節假期期間國內旅遊收入的上升，將為長期債券收益率提供支撐。同時，由於減息預期增強，2年期和5年期等較短期債券收益率有所回落。央行可能會再次降存款準備金率，以緩和發行超長期債券帶來的流動性需求。我們認為，持續的經濟復蘇需要進一步放寬貨幣政策，CPI溫和也為政策利率下調留出了空間。

印尼盾利率：印尼國債收益率較高，仍具有吸引力

印尼央行於4月將政策利率上調25個基點至6.25%，旨在維持較高的實際收益率和穩定貨幣匯率。與美國10年期國債收益率的息差目前正在觸底，約為240個基點。由於印尼盾匯率受到美元走強、通脹加速以及貿易順差收窄的影響，印尼央行將繼續定期實施措施，以支撐印尼國債收益率和印尼盾匯率。這些措施包括沖銷幹預、在短期內吸引資金流入以及優化國有企業的美元儲備。外匯儲備下降和短期（不超過1年）印尼央行盾幣證券（SRBI）利率回升就是佐證。債券收益率有望隨著匯率的穩定而回升，印尼國債可能會再次吸引投資者的關注。

短期收益率或跟隨存款準備金率下降



來源：彭博社、星展銀行

10年期印尼國債仍得到良好支撐



來源：彭博社、星展銀行

印度盧比利率：強勁增長下長期不變

由於美國經濟疲弱以及聯儲局維持利率不變，印度盧比利率得以喘息。然而，由於聯儲局今年可能只有兩次溫和減息，預計印度央行會在長時期內維持利率不變。此外，消費和資本支出升勢強勁，應該也會促使印度央行保持利率不變。我們預計，2024財年的GDP增長率將從2023財年的6.7%增長至8.0%。在經濟持續增長的背景下，印度央行仍會密切關注食品價格。另外，燃料、服務和住房等非食品價格的通脹壓力正在緩和。鑑於印度國債在外匯和收益率上的優秀表現，我們繼續看好它們。我們認為，印度國債收益率的上行空間有限，原因如下：首先，外部平衡的改善應會抑制印度國債收益率。在貿易方面，服務和高附加值商品出口穩定。在金融帳戶方面，“中國+1”策略帶來的外商直接投資資金流入，以及將印度國債納入摩根大通全球新興市場多元化政府債券指數（JPM GBI-EM GD Index）帶來的資金流入，應該都會起到推動作用。與此同時，由於債券回購不足，國債發行量已有所削減。大選後，政府支出預計將有所增加。孟買銀行同業拆借利率和回購利率之間的息差也在相應地縮小。我們預計，一旦流動性狀況改善，拆借利率將向回購利率靠攏。

韓元利率：推遲下調

韓國央行可能會將首次減息從2024年第二季度推遲到第三季度，我們已將今年的減息幅度預測從75個基點下調至50個基點。與亞洲其他國家一樣，美元走強也在抑制著韓國央行減息的靈活性。除了韓元走弱以外，油價上升也加劇了國內通脹，因為韓國是淨進口石油國。儘管如此，我們仍然認為韓國央行將會調整政策立場，在2024年第三季度先於聯儲局減息。消費者情緒減弱、家庭債務高企以及房地產市場萎靡，已將韓國央行推向鴿派陣營。因此，我們認為，韓國國債收益率會比其他亞洲國家面臨更大的下行壓力。其他看漲因素包括：科技股外資流入增加、韓國國債未來可能會納入富時羅素全球債券指數。

印度盧比利率處於拉鋸戰局面：減息延遲與印度國債納入JPM GBI-EM GD Index



韓國央行推遲首次減息



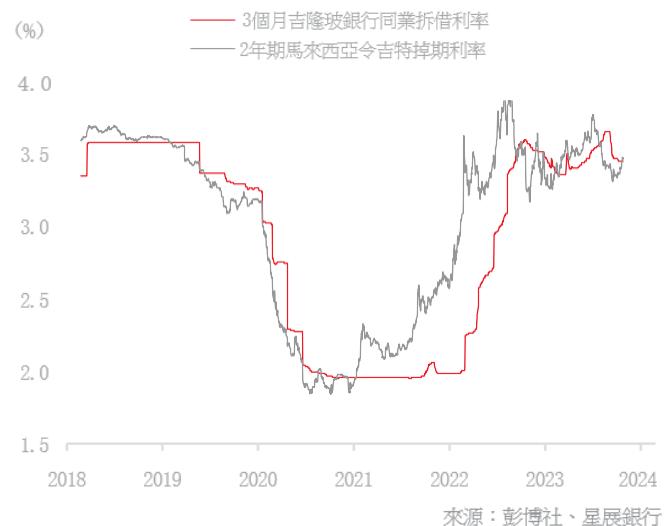
馬來西亞令吉特利率：目前在區間內波動

由於馬來西亞令吉特兌美元和其他亞洲貨幣的匯率表現出色，預計馬來西亞央行將繼續維持利率長期不變。為了支撐貨幣價值，馬來西亞央行和政府關聯公司將國外投資收益匯回國內並兌換為馬來西亞令吉特，與印尼央行主動加息的做法形成了鮮明的對比。同時，穩定的通脹（過去6個月CPI一直徘徊在1.5%-2%左右）也讓馬來西亞央行能夠將政策利率維持在當前水平。經濟增長方面，出口、國內支出和旅遊業的增長應能維持馬來西亞令吉特利率穩定。不過，隨著聯儲局在下一個週期小幅放寬貨幣政策，令吉特與美元的利率差可能會擴大。

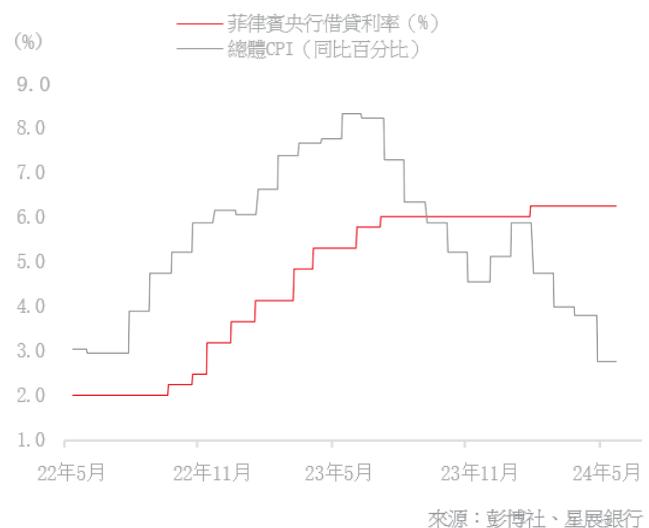
菲律賓比索利率：目前不會下調

鑑於菲律賓央行可能會在2024年第三季度將政策利率維持在該地區的最高水平（6.5%），菲律賓國債收益率或會保持在高位。事實上，美國推遲減息週期以及由此引起的美元走強已經給菲律賓比索匯率造成了巨大壓力，並仍將是未來幾個季度的風險因素。另外，國內經濟基本面情況堅挺，比如消費強勁、失業率創歷史新低，也減低了通過過早減息來刺激經濟的必要性。當前基礎設施支出佔GDP的5-6%，將推動國債收益率走高。天氣條件惡劣和全球價格上升導致整體通脹率堅挺在3.5%-4%左右，也削弱了菲律賓央行減息的靈活性。

在長期維持不變的情況下，馬來西亞令吉特利率在區間內波動



菲律賓央行實際政策利率遠高於正值區間



菲律賓

新加坡元利率：做好發行長期債券的準備

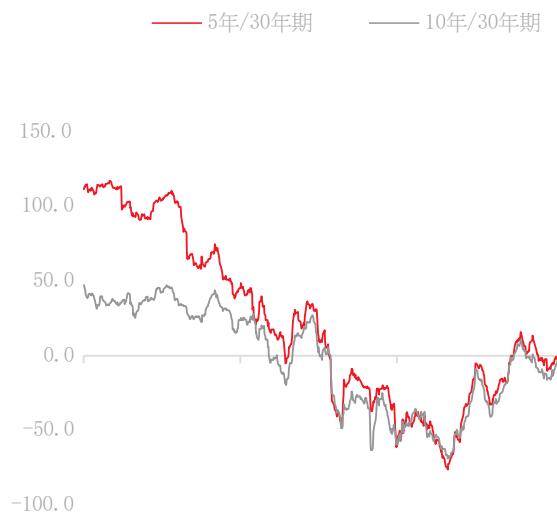
我們認為，新加坡超長期（大於10年）政府

債券收益率曲線未來幾個月可能表現不佳，其主要原因是發行日程不同。15年期（MD）和50年期（綠色基礎建設債券）拍賣分別定於7月29日和9月26日進行。聯儲局仍有望在今年晚些時候減息，久期擔憂似乎已消散，但超長期債券的不佳表現可能會體現在新加坡政府債券的10年/30年期和5年/30年期債券收益率曲線中。我們更看好5年期債券，因為它能體現未來的經濟衰退風險；我們還看好10年期債券，因為今年剩餘時間內沒有計劃發行此類期限的債券。新加坡10年期政府債券供應不足也表明，與SORA和UST相比，其表現優異的空間更大（尤其是在美國經濟軟著陸的情況下）。

泰銖利率：泰銖收益率得到良好支撐

隨著減息的可能性減低，泰國政府債券收益率的下行風險也在消退。最近的資料（如第一季度GDP增長率）已經超出了市場和泰國央行的預期。得益於全球經濟特別是中國經濟的韌性，旅遊業和商品出口將繼續支撐泰國經濟增長。從國內來看，私人消費仍然是經濟增長的主要驅動因素，但也面臨數字錢包政策帶來的上行風險。政府還傾向於通過長期債券來促進公共支出，進而刺激經濟增長。通縮的結束也減低了減息的緊迫性。總而言之，泰銖收益率將得到良好支撐且正在趨陡。

新加坡政府債券收益率曲線可能趨陡



來源：彭博社、星展銀行

泰銖利率反映了泰國央行政策利率下調



來源：彭博社、星展銀行

政策利率預測，eop

		2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
美國	3M SOFR OIS	5.30	5.25	5.00	4.88	4.63	4.38	4.13	3.88
	2Y	4.62	4.95	4.75	4.60	4.40	4.20	4.10	4.00
	10Y	4.20	4.60	4.55	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
	10Y-2Y	-42	-35	-20	-10	10	30	40	50
日本	3M TIBOR	0.26	0.25	0.25	0.40	0.40	0.40	0.65	0.65
	2Y	0.19	0.35	0.45	0.55	0.65	0.70	0.75	0.80
	10Y	0.73	1.10	1.10	1.10	1.00	1.00	1.00	1.00
	10Y-2Y	54	75	65	55	35	30	25	20
歐元區	3M EURIBOR	3.91	3.70	3.45	3.20	3.05	3.05	3.05	3.05
	2Y	2.85	3.10	3.00	2.90	2.85	2.85	2.85	2.85
	10Y	2.30	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
	10Y-2Y	-55	-50	-40	-30	-25	-25	-25	-25
印尼	3M JIBOR	6.93	7.10	7.10	7.10	6.85	6.35	6.35	6.35
	2Y	6.43	7.05	7.05	6.95	6.85	6.85	6.85	6.85
	10Y	6.69	7.15	7.10	7.00	6.90	6.90	6.90	6.90
	10Y-2Y	27	10	5	5	5	5	5	5
馬來西亞	3M KLIBOR	3.59	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
	3Y	3.49	3.50	3.45	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
	10Y	3.85	3.80	3.75	3.65	3.65	3.55	3.55	3.55
	10Y-3Y	36	30	30	30	30	20	20	20
菲律賓	3M PHP ref rate	6.41	6.50	6.10	5.70	5.50	5.50	5.50	5.50
	2Y	6.04	6.25	6.00	5.75	5.50	5.50	5.50	5.50
	10Y	6.23	6.55	6.35	6.15	5.85	5.85	5.85	5.85
	10Y-2Y	19	30	35	40	35	35	35	35
新加坡	3M SORA OIS	3.62	3.70	3.50	3.38	3.23	3.08	2.93	2.88
	2Y	3.45	3.50	3.40	3.30	3.20	3.10	3.00	2.95
	10Y	3.11	3.25	3.20	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15
	10Y-2Y	-34	-25	-20	-15	-5	5	15	20

%，期末，2年期和10年期國債收益率，息差基點
*掉期利率

來源：CEIC經濟資料庫、彭博社、星展銀行

		2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
泰國	3M BIBOR	2.65	2.65	2.60	2.60	2.55	2.55	2.55	2.55
	2Y	2.16	2.30	2.20	2.10	2.05	2.05	2.05	2.05
	10Y	2.50	2.65	2.65	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
	10Y-2Y	34	35	45	50	55	55	55	55
中國大陸	1Y LPR	3.45	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.15	3.15
	2Y	1.91	1.80	1.70	1.70	1.60	1.60	1.60	1.60
	10Y	2.30	2.30	2.20	2.20	2.15	2.15	2.15	2.15
	10Y-2Y	39	50	50	50	55	55	55	55
中國香港 特別行政區	3M HIBOR	4.72	4.55	4.40	4.20	4.05	3.85	3.60	3.35
	2Y*	4.28	4.60	4.40	4.20	4.00	3.80	3.70	3.60
	10Y*	3.84	4.05	3.95	3.90	3.85	3.85	3.85	3.85
	10Y-2Y	-44	-55	-45	-30	-15	5	15	25
韓國	3M CD	3.63	3.60	3.55	3.45	3.20	2.95	2.70	2.70
	3Y	3.32	3.35	3.30	3.15	3.00	2.80	2.80	2.80
	10Y	3.40	3.40	3.35	3.30	3.25	3.20	3.20	3.20
	10Y-3Y	8	5	5	15	25	40	40	40
印度	3M MIBOR	7.48	7.20	6.95	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80
	2Y	7.03	6.90	6.75	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70
	10Y	7.06	7.00	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95
	10Y-2Y	3	10	20	25	25	25	25	25

%，期末，2年期和10年期國債收益率，息差基點
*掉期利率

來源：CEIC經濟資料庫、彭博社、星展銀行

轉捩點

2024年第三季度
全球信貸

由於利率期貨定價顯示今年會有一到兩次減息，且加息風險已經消除，固定收益資產將有助於對沖喜憂參半的經濟資料。此外，如果減息次數大於預期，固定收益資產還將會獲得資本收益。將投資組合久期延長至5–7年，同時增持短期信貸和長期信貸。



圖片來源：Unsplash

08.

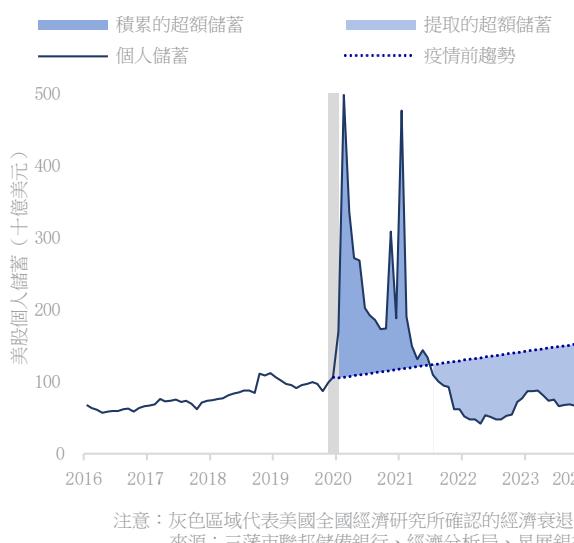
全球信貸

何均倫，CFA
策略師

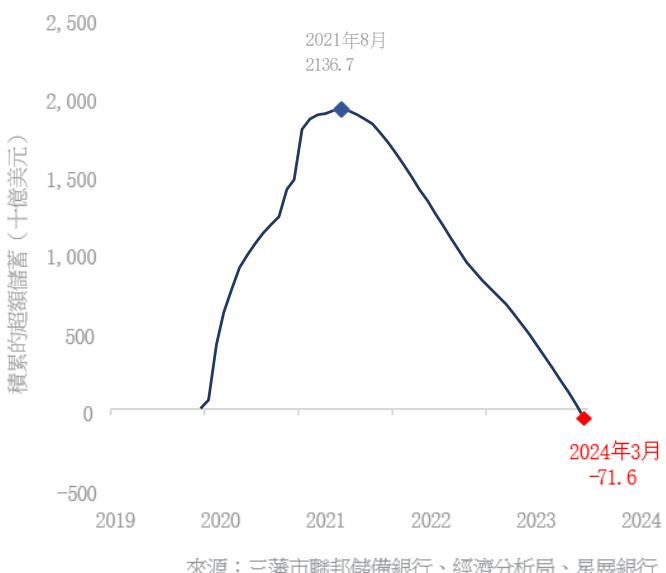
去而復返。儘管其他債券市場對今年上半年聯儲局大幅減息的預期感到歡呼雀躍，但進入2024年，我們以謹慎的態度對待這種熱情。畢竟，我們更關心的是財政赤字支出的擴張效應與貨幣緊縮的收縮效應相互作用時可能產生的波動，我們在題為“應對衰退”的2024年第二季度全球信貸展望中提及過這種二分法。事實證明，所有這些財政支出確實創造了一個比預期更健康的私人領域，在經歷了一些強勁的增長、通脹和就業資料之後，不斷變化的市場逐漸淡化了減息的說法。

尚未做好準備。然而，隨著2024年下半年臨近，我們認為一系列風險正在迫近，這些風險會讓前景變得不明朗；即使是財政刺激（政府財政的額外經濟影響）也可能無法再支撐美國企業/家庭至今在面對高利率時所表現出的那種韌勁。首先，疫情期間超額儲蓄積累而來的盈餘（這在很大程度上要歸功於政府的慷慨轉移性支出）已消耗殆盡；自2024年3月以來，美國家庭的儲蓄支出已超過了疫情前的趨勢，這可能是由於通脹以及商品和服務價格的黏性所致。失業。當工作穩定性高、職位空缺多的時候，儲蓄不足就不再是一個問題。然而，資料表明，去年勞動力市場的緊縮不太可能進一步持續下去。

疫情後的儲蓄率已從盈餘轉為赤字…



…導致積累的超額儲蓄被完全耗盡



勞動力市場不太可能長期緊縮



在2021-2022年的“大辭職潮”中，一度出現每個失業人員配對兩個以上空缺崗位的情況；這是一個允許高離職率和跳槽者獲得高額加薪的員工市場。隨著時間推移，勞動力市場已進行了適度調整，這種職位空缺已經消失，而運轉率表明，到2024年下半年，我們將看到每個失業人員對應的職位空缺降至疫情前的水平。因此，到今年年底，更高的工資增長可能也無法挽救日益減少的家庭儲蓄。

鴿派退場。對於債券投資者來說，好消息是，在一系列利好資料公佈後，市場似乎沒有充分意識到這些風險，因為他們現在不會再比聯儲局更加鴿派。儘管他們一度有些操之過急，在立場最鴿派的時候預計會有近七次減息，但現在的期貨市場預計

年底前只會減息一到兩次，這與聯儲局基於點陣圖的指引基本一致。如果出現動盪，那麼固定收益資產類別就會具有更強的對沖能力；投資者將在此動盪時期獲得更高的收益，而且當聯儲局減息幅度不得不大於指引/預期時，他們還能還能從資本增值中獲益。

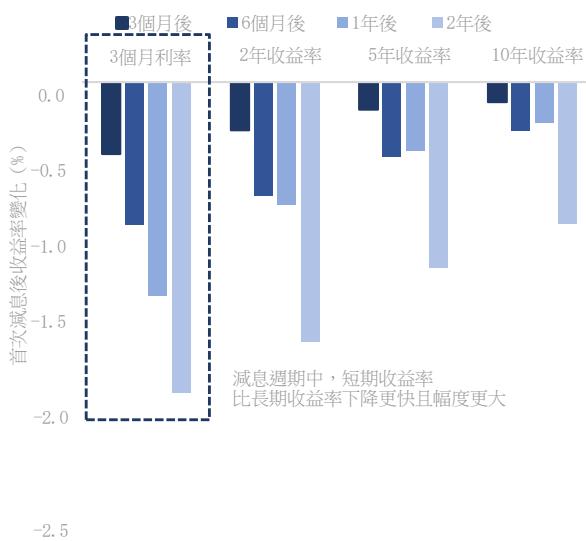
注意現金再投資風險。此外，鑑於聯儲局主席傑羅姆·鮑威爾在5月的FOMC會議上也否定了進一步加息以對抗通脹黏性的想法，債券的下行風險有所緩和。鮑威爾強調，在利率“長期走高”的論調中，市場的側重點應是“長期”而不是“走高”。

市場不會再比聯儲局更加鴿派



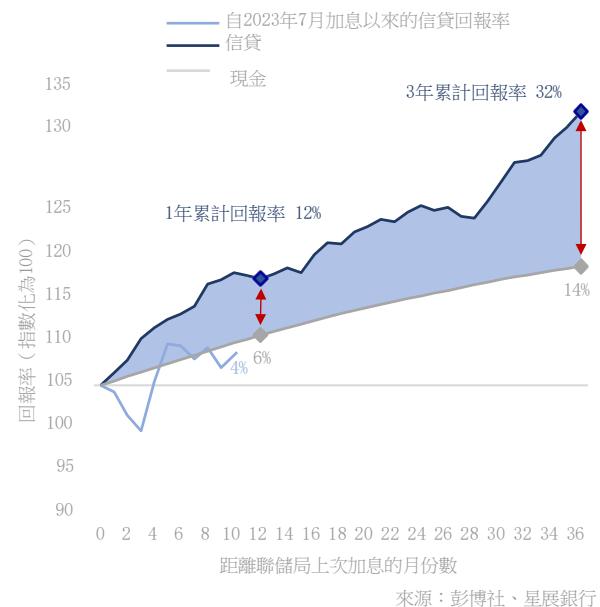
毫無疑問，加息週期已經進入了尾聲。因此，利率的下一步走向更可能是下調而非上調。這也隱晦地表明，持有現金會比持有固定收益資產更容易產生“下行風險”。如果我們正處於減息週期的邊緣，那麼首次減息後，往往是短期收益率下降最快且幅度最大；在政策週期的轉捩點，現金總是面臨最高的再投資風險。

減息週期中現金利率風險最大



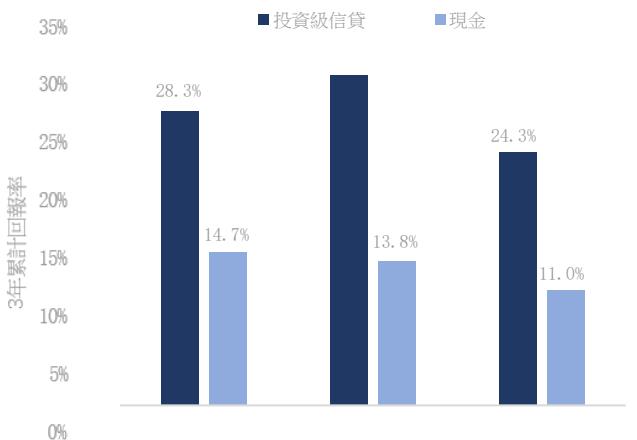
今天的收益率是為了明天。另一方面，信貸的結果恰恰相反。通過以更長久期債券以確保現行的收益率，投資者可以(a)在更長時間內保持目前的高票息收益率，(b)在減息導致整體收益率環境減低的情況下，從價格上升中獲益。回顧1984年以來的政策週期，週期中最後一次加息之後的三年時間裡，信貸的平均累計回報率遠超現金。儘管如此，精明的投資者會注意到，當前的“聯儲局暫停加息”未能讓債券回報率達到之前的水平；事實上，“長期走高”的論調已經根深蒂固，足以引發人們對固定收益的擔憂。然而，我們認為，這顯然是可以從“當別人恐懼時貪婪”中獲益的情況，因為高票息收益率是債券未來回報的有力指標。

加息週期結束後，信貸表現優於現金



無需糾結市場時機。最好的時機是什麼？一旦貨幣緊縮政策接近尾聲，似乎無需糾結進入債券市場的精確時機。根據過去40年的五個完整貨幣政策週期，無論是上次加息前還是一直到首次減息前都選擇信貸而非現金的投資者，在接下來的三年裡，會見證信貸的累計超額回報率遠遠高於現金。

債券投資者無需過於精確地把握減息時機

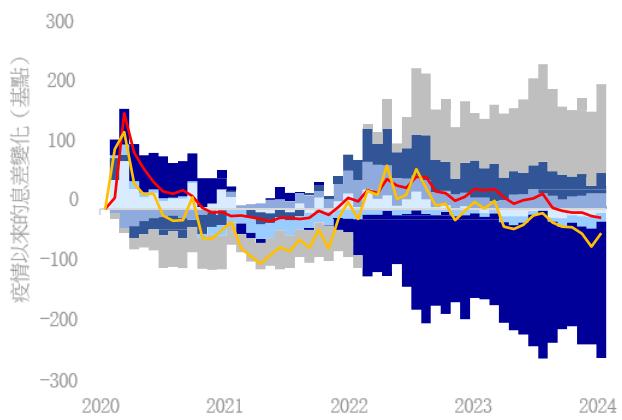


來源：彭博社、星展銀行

信貸息差是否過窄？信貸目前面臨的主要爭議可能是息差過窄的事實，距離2021年創下的千禧年後最低位相差無幾。我們試圖根據選定的輸入變數（股票和債券波動率、收益率水平、油價、美國小盤股）對美國投資級息差進行建模，以確定每個變數對模型隱含息差的貢獻。分析結果顯示，信貸息差的表現與更廣泛的宏觀發展一致，自2022年以來的息差收窄在很大程度上可以由以下兩方面來共同解釋：(a) 美國國債收益率上升以及 (b) 股市回報率強勁（以有韌性的經濟增長背景為支撐）。儘管這種歷史資料分析對預測未來息差走向的效果較差，但如果年底增長勢頭有所放緩，則仍可直觀地看出息差將擴大。因此，我們繼續建議投資者保持高品質投資，重點關注 A/BBB 類資產，以減低風險。

美國國債高收益率和強勁的經濟增長是自2022年以來息差收窄的主要原因

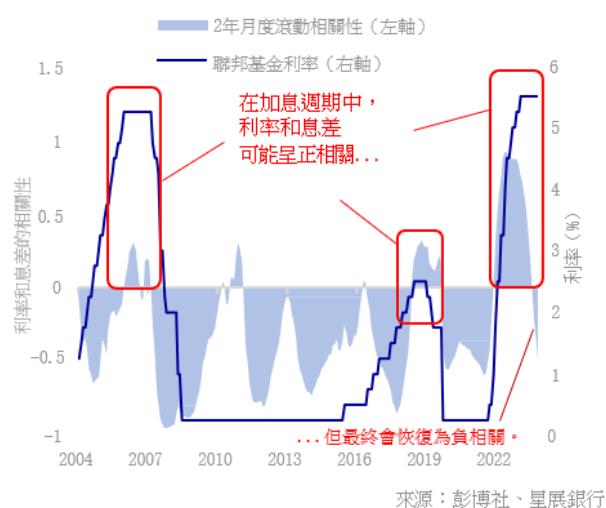
■ 股票波動率 ■ 布倫特原油
■ 美國國債波動率 ■ 美國小盤股指數
■ 美國10年期國債名義收益率 ■ 美國10年期國債實際收益率
■ 美國IG息差 ■ 模型隱含息差



來源：彭博社、星展銀行

利率和息差不再呈正相關關係。這種情況下的一線希望是，利率和息差不再具有加息週期中的正相關關係。過去20年，我們觀察到，息差和利率從週期開始到中期往往都呈正相關，這對債券投資者來說是最不利的結果，因為價格需要抵禦利率上升和息差擴大的雙重阻力。然而，息差和利率的關係現已恢復為負相關，這意味著隨著息差擴大，利率更有可能會減低（反之亦然）。這在週期的後期動態中更為典型，任何因增長停滯而出現的風險溢價擴大都將更容易得到政策支持。這似乎也與聯儲局目前的政策指引一致，隨著通脹率逐漸接近目標，他們的反應將會更加不對稱，即努力防止通脹率再次上升，同時也會避免不必要的緊縮，以免給實體經濟活動或就業帶來進一步的下行壓力。

利率和息差已恢復為負相關



切勿見樹不見林。儘管如此，投資者也不應因息差收窄而忽視事實：絕對收益率處於15年來的最高水平。按照疫情前的常態，投資級信貸絕對收益率的息差/利率構成比例約為40/60，而我們現在觀察到的比例是15/85。儘管息差收窄造成了這種不平衡，但很大程度上也受到激進的加息週期後無風險利率成分佔比過大的影響。簡單的均值回歸可能意味著，通過壓縮無風險利率獲得的阿爾法值比通過擴大息差損失的阿爾法值要更多。

信貸息差收窄不應影響高絕對收益率



在這個轉捩點上適合採用杠鈴久期策略。我們曾建議在較長時間內採用短期策略，預計經濟擴張將呈現意外的積極態勢，持續時間也要比最初預想中長得多。週期接近尾聲時，我們必須採取更為精准的杠鈴策略，重點關注固定收益投資組合中的兩個超大倉位：

A. 投資級信貸/BB+評級成為1-3年期信貸新星

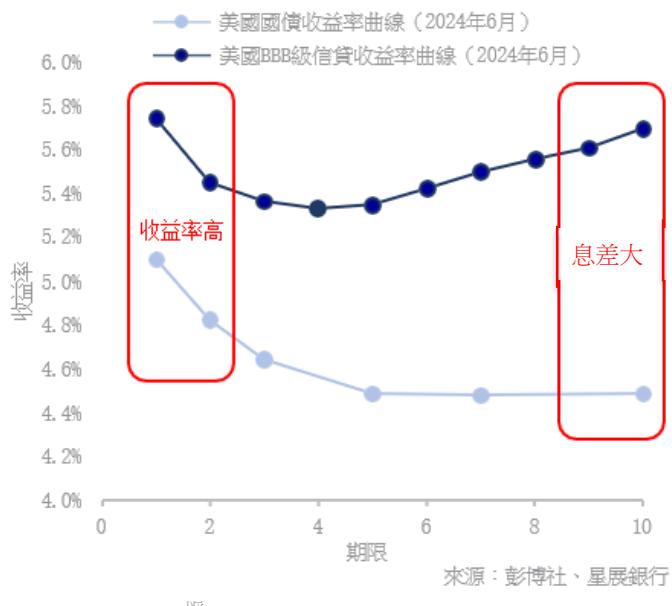
短期方面，投資者應增持1-3年期的短期投資級信貸，以便充分抓住加息週期的轉捩點。一旦減息，短期利率受到的影響最大，因此短期信貸將更有把握從利率環境的重新定價中獲益。高BB+評級的短期信貸新星有望被上調至投資級，也是一種有機會獲得超額收益的投資策略。

B. 7-10年久期投資級信貸

隨著美國國債收益率曲線倒掛，長期債券收益率仍然存在波動風險。儘管如此，結果是這一類別內的信貸息差要大得多；一旦減息週期到來，投資者就可以獲得更好的息差補償並鎖定高票息回報率。美國的財政發展軌跡仍然存在風險，但縮減量化緊縮規模（自2024年6月起將美國國債縮量從600億美元減少至250億美元）有助於緩衝可能增加的國債供應量。我們認為，

現在任何久期信貸的下跌都是一個更好的買入機會，可以建立更高品質、更長久的倉位，以擴大投資範圍。

久期杠鈴是兩全其美的策略



總之，隨著本輪週期峰值的臨近，債券投資者應更積極地將現金配置到固定收益資產中。起始收益率高，再加上處於貨幣政策週期的轉捩點，因此有機會在未來多年獲得強勁回報。但是投資者需要保持A/BBB級信貸的品質，並且只在BB+級信貸中選擇可能成為新星的信貸。投資組合久期應採用杠鈴策略，重點關注（a）1-3年期信貸，在貝塔值最高時持倉以減低政策利率，以及（b）7-10年期信貸，充分利用息差擴大和利率敏感性。總的來說，這應會將投資組合久期延長至5-7年，為投資者在未來更長時期內創造穩定收入奠定基礎。

開高走低

2024年第三季度
全球貨幣

隨著美國經濟表現不再那麼優異，下半年美元可能逐漸走弱，而歐元則可望保持顯著的彈性。鑑於政府所採取的措施，日元和人民幣等亞洲貨幣恢復較為穩定的走勢。



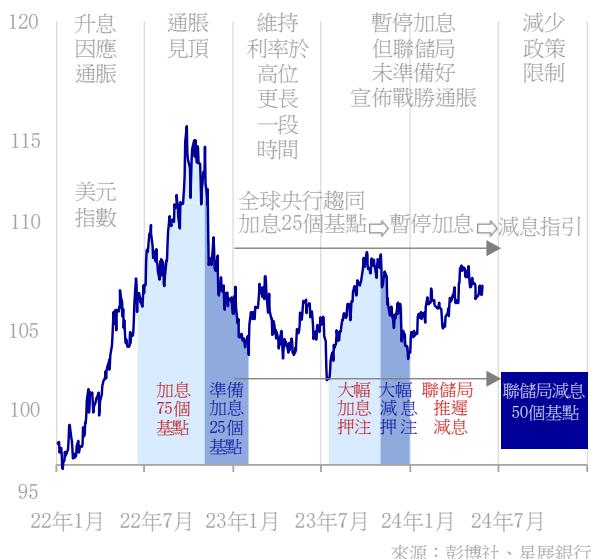
09.

全球貨幣

黃鯤誠
策略師張偉亮
策略師

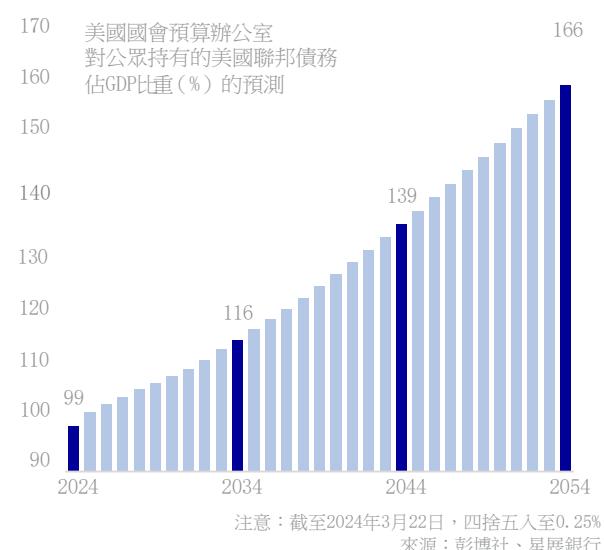
2024年前四個月，美元在全球市場保持“異常”強勁的勢頭，但如今這波升勢的動力已開始減弱。全球央行已與聯儲局的謹慎立場達成一致，即在今年延遲減息以及減少減息次數，將通脹拉回目標值。在2023年下半年至2024年第一季度期間，美國經濟從高速增長過渡到軟著陸，而歐盟和英國經濟則走出了技術性衰退。更多的國家對抗美元走強造成的匯率過度波動，所以交易夥伴之間簽訂了更多的當地貨幣貿易協定並達成貨幣互換額度。美國、日本和韓國於4月發表了一份三方聯合聲明，表示將就匯率市場進行“密切磋商”，這為一些國家的貨幣幹預鋪平了道路。當聯儲局開始放鬆貨幣政策限制，即從2024年第3季度到2025年每季度減息25個基點時，我們仍然預期美元將逐漸貶值。儘管如此，不可持續的美國聯邦債務可能會成為美國11月總統選舉中的焦點問題。

當聯儲局獲得減息信心時，美元將走弱



在經歷了2024年的艱難開局後，亞洲貨幣市場有望恢復平靜。我們將匯率波動主要歸因於美元的走強，一些貨幣對美元的負收益率差放大了這一點。儘管馬來西亞林吉特、越南盾和菲律賓比索對美元貶值至歷史新低（每日收盤），但從中期來看，它們與其他亞洲貨幣的指數並未出現偏差。有關亞洲再次爆發危機的言論被誇大了，與亞洲地區的實際情況不符。在出口復蘇、股市表現堅挺、信用違約互換和外匯儲備穩定的背景下，亞洲經濟穩定增長。為應對令人失望的經濟和陷入困境的房地產行業，中國政府實施了更多措施，人民幣匯率也因此保持穩定。市場傳言，日本採取了幹預措施，旨在穩定處於40年低位的日元。日本央行希望在3月份結束負利率政策後再次加息。當美元貶值時，市場會重燃對亞洲貨幣套利交易的熱情，但情況可能不太穩定，就像過去一兩年聯儲局轉向鴿派時的情形一樣。

美國聯邦債務可能成為11月美國大選的焦點問題



在美國經濟軟著陸期間，美元指數因聯儲局減息預期走低



來源：彭博社、星展銀行

美元指數 (DXY) 或在 2024 年下半年下跌至 100-107 區間下緣，即 2022 年 12 月設定的區間。美國經濟的表現已經不再那麼優異了。2024 年第一季實際 GDP 年化增長率降至 1.3%（環比，按季節性調整年率計算），自 2022 年第二季度以來首次低於 2%。紐約聯儲的一項研究估計，截至 2024 年 3 月，美國家庭已經耗盡了疫情期间積累的超額儲蓄。美國銀行業報告稱，低收入消費者對支出變得更加謹慎並且難以償還貸款。美國經濟諮詢會報告稱，70% 的受訪者認為美國將在未來 12 個月陷入經濟衰退。在第一季度的黏性通脹後，通脹有望再次放緩，並為聯儲局提供在 2024 年下半年減息 50 個基點的信心。國會預算辦公室預計，聯邦政府債務佔 GDP 的比重將從 2024 年的 99% 增加到 2054 年的 166%，這可能會在 11 月 5 日舉行的美國總統選舉中，成為一個壓抑美元表現的焦點問題。

加元仍保持區間波動並有升值傾向



來源：彭博社、星展銀行

2024 年下半年，在聯儲局減息致使美元走弱後，美元兌加元匯率將會貶至 1.31-1.39 的下緣。自 2023 年以來，美元兌加元匯率一直與美元指數密切相關，自聯儲局於 7 月最後一次加息後，這種關係有所加強。加拿大央行認為，美國和加拿大的利率分歧是有限度的。例如，自 2023 年年中以來，美加政策利率差一直穩定在 50 個基點。儘管加拿大的 CPI 和核心通脹率在 4 月份降至 3% 以下，但加拿大央行希望在考慮減息之前，能有更多證據表明通脹率會持續朝著 2% 目標前進，這與聯儲局的情況如出一轍。我們認為加拿大央行和聯儲局將會獲得在 2024 年下半年減息 50 個基點的信心。之後，大宗商品價格可以重新發揮其作為加元驅動因素的傳統作用；5 月份，不斷上升的黃金和銅價格將股市推至歷史新高。

歐元兌美元匯率的交易區間從2023年的1.0450–1.1275收窄至今年的1.06–1.11。歐洲央行和聯儲局分別自2023年9月和7月以來維持利率不變。儘管預計歐洲央行將在6月先於聯儲局減息，但歐元仍表現得十分堅挺。我們將此歸因於歐元區經濟在2024年第一季度擺脫了技術性衰退。相反，在2023年下半年取得3.4–4.9%的優異表現後，美國經濟年化增長率在2024年第一季度放緩至1.6%（環比，按季節性調整年率計算）。儘管美國黏性通脹導致聯儲局發出的減息信號越來越少且越來越晚，但歐洲央行無法預先承諾在6月之後進一步減息，即仍然遵循其資料依賴、逐次會議決策的方法。雖然我們預計歐洲央行和聯儲局將在2024年下半年減息，但過去的經驗表明，聯儲局的行動將早於歐洲央行並使美元走弱。作為美元指數最重要的組成部分，歐元可望再次升至1.10。

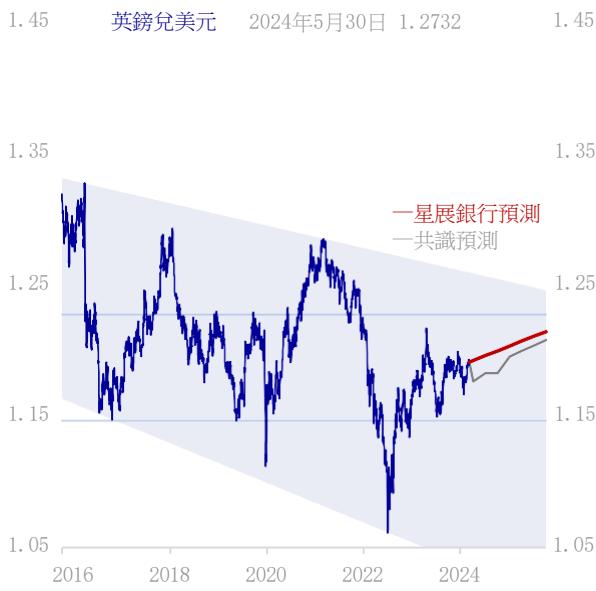
走出技術性衰退的歐盟經濟支撐歐元走強



來源：彭博社、星展銀行

英鎊的表現有望繼續保持穩定，將維持在今年1.24–1.30的交易區間波動。繼11月至2月的1.25至1.28穩定期之後，由於美國黏性通脹和聯儲局不那麼鴿派的態度，英鎊兌美元匯率於3月至4月期間從1.29暴跌至1.23。英鎊隨後在5月回升至1.28，令人印象深刻，其原因是美國的經濟表現有所下滑和英國經濟在2024年第一季度擺脫了技術性衰退。與此同時，英國前四個月的CPI通脹率從4%同比降至2.3%，接近2%的官方目標，增強了英國央行今年夏天減息的信心。為了在經濟前景改善的情況下兌現將通脹減半的承諾，首相裡希·蘇納克（Rishi Sunak）宣佈於7月4日提前舉行大選。相反，如果聯儲局在11月美國大選前減息，美元將會因此走弱。

走出技術性衰退的英國經濟支撐英鎊走強



來源：彭博社、星展銀行

日元的貶值空間受到官方幹預風險的限制。4月底至5月初，日元疑似官方的幹預措施抑制了套利交易和國內資金投資海外債券。市場幹預的短期影響已經減弱，但由於擔心引發更多幹預，美元兌日元匯率可能會被抑制在160以下。美國、日本和韓國於4月發佈的三方聯合聲明表明，政策制定者對日元疲弱的擔憂在加劇，利率差會持續給日元帶來壓力。同時，日元大幅低估有利於日本商品和服務。日本今年年初至今的遊客人數終於超過了2019年疫情前的水平，因此其過去12個月的旅遊淨餘額激增至290億美元。同樣，與一年前的1,590億美元相比，12個月的貿易逆差已大幅縮小至410億美元左右。隨著日本12個月的經常帳戶盈餘飆升至GDP的4.2%（2022年：2.1%），日本國債收益率因日本央行縮減資產購買的預期而攀升，以及針對貶值的政策阻力加大，日元或會在美國利率下降時保持穩定並回升。

日元面臨幹預和日本央行的進一步加息



來源：彭博社、星展銀行

瑞士法郎在前四個月貶值8.5%，成為僅次於日元的第二疲弱貨幣。美元兌瑞士法郎匯率可能會在0.88–0.92區間內盤整。雖然聯儲局在2024年第一季度推遲了減息，但瑞士央行在3月份減息25個基點至1.50%，打響了全球央行減息第一槍。然而，在CPI通脹率從3月份的1%上升到4月份的1.4%後，瑞士央行不太可能在6月份再次減息。除了將通脹上升歸因於瑞士法郎疲弱之外，瑞士央行還估計自然利率（或稱“R*”），可能高於預估的0%。此外，瑞士與美國10年期債券收益率差從1月份的-307個基點擴大至5月份的-390個基點後，又縮小至-360個基點。我們認為聯儲局將在2024年下半年減息50個基點，這將導致美元在全球普遍疲弱，套利交易的收益也將隨之消失。

瑞士法郎下跌與高於預期的通脹相衝突



來源：彭博社、星展銀行

2025年晚些時候的減息或會支撐澳元走強
0.85 澳元兌美元 2024年5月30日 0.6633 0.85



來源：彭博社、星展銀行

我們認為2024年下半年，由於貨幣政策分歧，澳元兌美元匯率將升至0.63-0.69的上緣。澳洲聯儲今年可能會將現金利率目標維持在4.35%的水平，這是基於其對CPI通脹率的預測，即通脹率會在2025年下半年降至2-3%的目標，並在2026年達到中間值2.5%。與之相反的是，我們預測聯儲局將在2024年下半年減息50個基點，利率在今年年底前將降至4.75-5.50%。這種貨幣政策分歧至關重要，因為澳元兌美元匯率在0.63-0.69區間內的波動與澳美10年期債券收益率差在0%±30個基點區間內的波動一致。澳元兌美元匯率在4月19日跌至0.6365（年初至今貶值6.6%）左右的年度最低水平後，於5月20日大幅回升至0.67（年初至今貶值1.7%）。

紐西蘭元已走出技術性衰退

0.85 紐西蘭元兌美元 2024年5月30日 0.6115 0.85



來源：彭博社、星展銀行

紐西蘭元兌美元匯率在2023年2月設定的0.58-0.68區間內有上行趨勢。紐西蘭儲備銀行表示可能會在美國之後減息；我們認為聯儲局會在2024年下半年減息50個基點。除了將長期名義中性利率上調25個基點至2.75%外，紐西蘭儲備銀行還上調了對2025年第一季度（5.62%，前值為5.47%）和第二季度（5.54%，前值為5.33%）的現金利率預測。考慮到非貿易通脹的緩慢下降，紐西蘭儲備銀行預計通脹將在2024年第四季度恢復到1-3%的水平。然而，除非通脹預期再次上升，否則紐西蘭儲備銀行無意加息。根據其貨幣狀況調查，兩年期通脹預期從2024年第一季度的2.5%降至2024年第二季度的2.33%三年低位。紐西蘭經濟在2024年第一季度擺脫了技術性衰退，有望提振紐西蘭元，但失業率的抬頭將抵消相應的增長。紐西蘭財政部預計，失業率將從2024年第一季度的4.3%上升至2025年年初的5.1%。

亞洲貨幣

人民幣

人民幣匯率的穩定是由政策支撐的，儘管一觸即發的貿易緊張局勢仍會帶來風險。中國人民銀行將人民幣在岸定價維持在7.10左右，以錨定人民幣，但中國的貿易環境正在喪失優勢。美國對部分中國產品，尤其是電動汽車，加征關稅，貿易保護主義情緒也在不斷升溫。在斯特雷薩舉行的七國集團會議上，與會者對中國的非市場政策和措施表示擔憂，同時警告聲稱可能考慮採取措施確保“公平競爭環境”。如果其他國家也對更多的中國商品加征關稅，中國很可能會在尋求緩衝出口放緩的同時承受人民幣走弱的壓力。我們的預測建立在習主席訪法後中歐關係得以改善，並將中歐貿易摩擦控制在一定的範圍內。聯儲局在2024年下半年開始減息後，即使考慮到人行可能減息，負利率差持續存在的情況，這仍可能會支撐人民幣小幅走強。美國大選圍繞貿易和投資限制的言論所引發的人民幣波動風險，仍然不言而喻。

政策支持措施緩衝了人民幣匯率波動

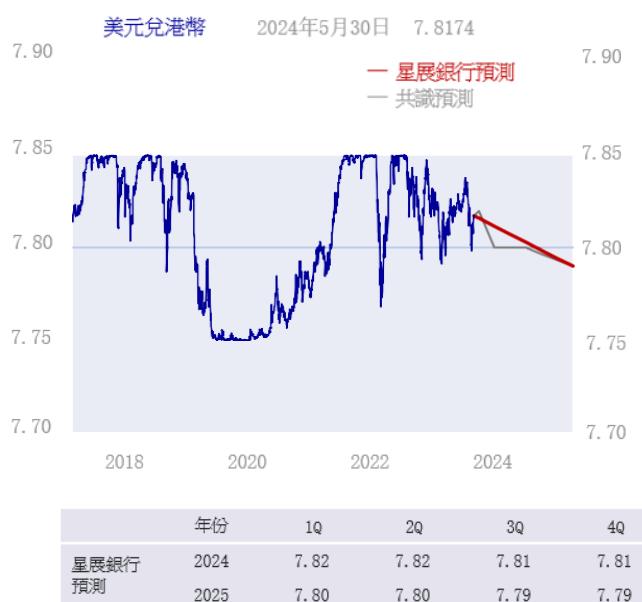


來源：彭博社、星展銀行

港幣

短期內，美元兌港幣匯率可能會在可兌換區間的中點附近徘徊。雖然4月底流動性收緊以來，一個月期的香港銀行同行業拆借利率（HIBOR）已上升約20-30個基點，但與美國利率的差距仍然相當大。因此，在聯儲局的減息時間更加明確之前，利率差可能會繼續吸引將港幣兌換成美元的存款，從而持續支撐美元兌港幣匯率。與此同時，香港的總結餘穩定在450億美元左右，外匯儲備也幾乎沒有變化，約4,200億美元。由於美元兌港幣匯率在2023年9月之後未曾測試過可兌換區間的上限，任何增加的港元流動性緊縮都應受到限制。恒生指數扭轉了今年年初的熊市開局，至今仍在強勁反彈。支持中國大陸和香港房地產市場的各種政策措施的推出，提振了市場情緒，其中包括中國央行為國有企業購買未售出商品房提供的再貸款機制。如果資金能持續流入香港股市，美元兌港幣匯率可能會降至略低於交易區間中點7.80的位置。

港幣正等待聯儲局減息以跌破中位



來源：彭博社、星展銀行

韓元

韓元是對美元波動最為敏感的亞洲貨幣，當美元走弱時，韓元疲弱的勢態將會出現逆轉。在聯儲局推遲減息和美元走強的推動下，美元兌韓元匯率反彈走高，但我們預計反彈幅度不會超過1,400，這是自2022年9月以來從未被突破的心理水平位。2年期美元兌韓元的利率差已擴大至130個基點以上，使得美元兌韓元匯率在短期內將保持升勢。但韓國經濟基本面強勁，並且可能會在美國放鬆利率時，進一步支持韓元復蘇。中國經濟復蘇以及新的人工智能應用所推動的半導體需求激增，提振了韓國的出口。韓國央行已將其2024年經濟增長預測從2.1%上調至2.5%，但預計將持續追蹤聯儲局在今年晚些時候的政策利率減低情況，以及通貨緊縮和消費者支出疲弱方面的進展。與此同時，由於投資者可能對立法機構反對改革感到失望，投資組合的資金流入有所放緩。然而，大型半導體公司的可觀收益或會支撐外國

新元

美元兌新元匯率與美元指數密切相關，在2023年7月聯儲局最後一次加息後，相關性接近90%。簡單地說，美元兌新元匯率在過去一年的1.32-1.37區間反映了美元指數的101-107區間。因此，當聯儲局在2024年下半年減息時，美元兌新元匯率和美元指數都將儲減息前放鬆其新元名義有效匯率(NEER)政策，我們也並不會對此感到驚訝。在本次全球緊縮週期中，新加坡金融管理局先於聯儲局開始和結束緊縮週期。新加坡4月份的CPI和核心通脹分別放緩至2.7%和3.1%，均落在其2024年2.5-3.5%的官方預測範圍內。新加坡金融管理局希望其政策保持“適當的限制性”，能夠在2025年初將核心通脹率減至2%。儘管實際GDP增長已從2023年第四季度的1.2%放緩至2024年第一季度的0.1%（環比，經季節性調整），但貿易與工業部對製造業和電子業的逐步復蘇持樂觀態度，仍將今年的經濟增長預測維持在1-3%的水平。

韓元突破價格通道的疲弱弱勢並不會持續



來源：彭博社、星展銀行

新元終將受到美元指數走弱的影響



來源：彭博社、星展銀行

印度盧比

印度盧比是今年僅次於港幣的第二大堅挺的亞洲貨幣。儘管印度盧比在4月份貶值至1美元兌83.6盧比的歷史新低，但與東亞貨幣平均4.4%的貶值相比，這僅下降了0.4%。由於印度是該地區經濟增長最快的國家，Sensex指數於4月9日創下了75,124點的歷史新高。4月，國際貨幣基金組織預測2025年印度名義GDP將超過日本，較之前的10月預測提前了一年。展望未來，我們認為印度盧比會憑藉相對有利的利率差而升值。我們認為，在2024年下半年，印度央行會將利率維持在6.50%不變，並且聯儲局將減息50個基點至5%。印度的CPI通脹率從12月的5.7%下降到4月的4.8%，完全落在4-6%的目標區間。此外，印度政府債券被納入全球債券指數，印度盧比將因此受惠。

印尼盾

2020年新冠肺炎經濟衰退以來，印尼盾於2024年第二季度首次短暫跌破1美元兌16000。與其他亞洲貨幣一樣，因為聯儲局在今年前四個月對聯儲局激進減息押注進行了反擊，由此引發的強勢美元對印尼盾也產生了壓力。為了緩和強勢美元對印尼盾的衝擊，印尼央行於4月30日將利率上調25個基點至6.25%。我們預計在2024年下半年，當美元因美國減息兩次而貶值時，美元兌印尼盾匯率將從其長達十年的價格通道的上限回落。普拉博沃·蘇比延多（Prabowo Subianto）將於10月就任總統，他希望在任期的前兩三年實現8%的經濟增長。為了實現這一目標，普拉博沃將繼續執行即將離任的總統佐科·維多多（Joko Widodo）的國內加工政策，即將棕櫚油轉化為柴油。印尼吸引了微軟等美國公司和比亞迪、Neta Auto等中國電動汽車製造商汽車的新一輪投資。

印度盧比是一種相當穩健而非疲弱的貨幣



來源：彭博社、星展銀行

聯儲局減息後，印尼盾面臨的壓力有望得到緩和



來源：彭博社、星展銀行

馬來西亞林吉特

美元兌馬來西亞林吉特匯率在10月、2月和4月均未能突破4.80，今年可能會有所下跌。首先，我們預計聯儲局將會在2024年下半年減息50個基點，屆時美元將在全球範圍內走弱。如果馬來西亞央行能繼續維持利率不變，負利率差對馬來西亞林吉特的影響將會消退。其次，我們預測，馬來西亞今年的GDP增長將從2023年美國經濟軟著陸時的3.7%重新加速至4.8%，接近官方增長目標區間4-5%的最高值。第三點，在任的領導人即國王蘇丹易葛拉欣（Sultan Ibrahim）和總理安瓦爾·易葛拉欣（Anwar Ibrahim）極為親商，所以政治不確定性已大大減少。在這種背景下，馬來西亞重新建立起外國直接投資者對其發展前景的信心。馬來西亞和新加坡於1月簽署了一份建設柔佛-新加坡經濟特區的諒解備忘錄（MoU）。作為該國崛起中的頂級資料中心，柔佛在吸引跨國公司投資方面處於有利地位。

泰銖

泰銖成為今年亞洲新興市場中表現最差的貨幣，截至5月31日，泰銖已貶值7%，跌至1美元兌36.7泰銖。由於聯儲局因美國黏性通脹而推遲減息以及泰國10月至3月的負通脹，泰銖深陷其與美國之間偏大且為負的債券收益率差。然而，泰國央行沒有提高利率，並在需要時進行幹預，以抑制匯率的過度波動。即便如此，根據美泰10年期債券收益率差，我們估計美元兌泰銖的公允價值約為36，泰國較高的外匯儲備也只能將公允價值拉低至34-35。因此，如果聯儲局真的在2024年下半年減息50個基點，泰銖可能會迅速反彈。為了提高泰國規避美元風險的能力，泰國央行和中國央行於5月簽署了一項諒解備忘錄（MoU），旨在促進以本幣進行結算的雙邊交易。

馬來西亞林吉特的疲弱狀態尚未致其跌破1美元兌4.80



來源：彭博社、星展銀行

泰銖自2023年7月聯儲局最後一次加息以來，一直維持在34-37區間



來源：彭博社、星展銀行

菲律賓比索

我們預計，在聯儲局於2024年下半年減息，致使美元走弱後，菲律賓比索將趨於穩定。若通脹在5月達到峰值，並在7月後開始逐漸下降，那麼菲律賓央行還應抓住機會，與聯儲局同步減息50個基點。菲律賓政府5月的首次全球債券發行定價較低，倍受追捧，證明瞭人們對該國強勁的發展前景及其經濟管理能力充滿了信心。儘管如此，菲律賓央行在4月以色列-伊朗衝突期間，為解決菲律賓比索的疲弱而進行的幹預暴露了一些擔憂。更加雪上加霜的是，由於擔心石油進口帳單增加和海外勞工外匯匯款中斷，菲律賓股市回吐了今年的升幅。投資者還將關注菲律賓與中國在中國南海領土爭端問題上的緊張關係，以及菲律賓與美國及其盟友（如日本和澳大利亞）之間更加密切的防務關係。

越南盾

美元兌越南盾匯率可能在觸及其價格通道的上限後趨於穩定。我們預計，當美國恢復通縮進程時，美元將回吐今年的升幅，並為聯儲局在2024年下半年減息50個基點鋪平道路。這有望削弱越南盾在2023年7月聯儲局最後一次加息後面臨的主要壓力，即越南與美國10年期債券之間的收益率差持續偏大且為負，為150-200個基點。與共識預測有所不同的是，我們認為受到高收益率差的限制，美元兌越南盾匯率不會跌出價格通道的上半部分。世界銀行對越南政府能否實現其今年6-6.5%的經濟增長目標表示懷疑。銀行貸款較12月僅增長1.34%，低於越南央行2024年15%的目標。在聯儲局減息致使美元走弱來臨之前，政策制定者可能會繼續通過幹預市場、公開市場操作以及加息來收緊流動性，以穩定越南盾。

菲律賓比索處於價格通道56–60的半區間



來源：彭博社、星展銀行

越南盾處於價格通道24,400–26,000的區間中間



來源：彭博社、星展銀行

星展銀行貨幣預測

匯率，eop

	5月30日	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國大陸	7.2327	7.22	7.18	7.12	7.08	7.04	7.00	6.96
中國香港	7.8174	7.82	7.81	7.81	7.80	7.80	7.79	7.79
印度	83.315	83.2	83.0	82.8	82.6	82.4	82.2	82.0
印尼	16265	16200	16000	15800	15600	15400	15200	15000
馬來西亞	4.7045	4.70	4.65	4.65	4.60	4.55	4.55	4.50
菲律賓	58.629	58.5	58.2	57.9	57.6	57.3	56.9	56.6
新加坡	1.3501	1.35	1.34	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32
韓國	1379	1370	1350	1330	1310	1290	1270	1250
泰國	36.718	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
越南	25455	25430	25360	25290	25220	25140	25070	25000
澳大利亞	0.6633	0.67	0.67	0.68	0.69	0.70	0.70	0.71
加拿大	1.3681	1.36	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31
歐元區	1.0832	1.09	1.09	1.10	1.11	1.12	1.12	1.13
日本	156.82	156	153	150	148	145	142	139
紐西蘭	0.6115	0.61	0.62	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64
瑞士	0.9033	0.90	0.90	0.89	0.89	0.89	0.88	0.88
英國	1.2732	1.28	1.28	1.29	1.29	1.30	1.30	1.31
美國	104.72	104.5	103.7	103.0	102.2	101.5	100.7	100.0

澳大利亞、歐元區、紐西蘭和英國為直接報價。



圖片來源：Unsplash

重整旗鼓

2024年第三季
大宗商品

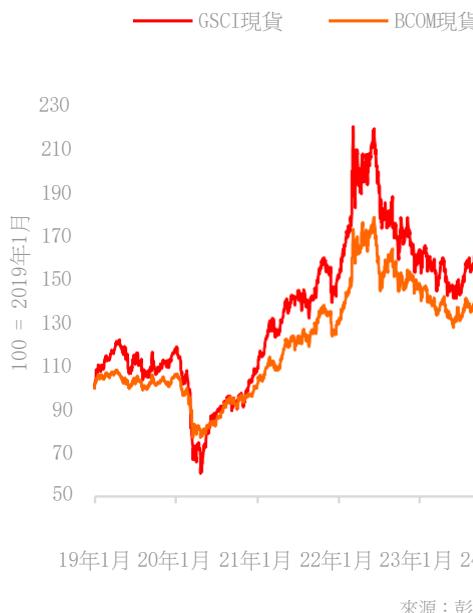
大宗商品市場正呈現出復蘇跡象。今年，金屬、能源和可可的價格飆升。由此可見，儘管高利率和強勢美元等宏觀阻力持續存在，基本面因素和地緣政治風險仍能推動大宗商品上升。

10. 大宗商品

吳俊勇
分析師

廣義大宗商品今年出現反彈。經過近兩年的盤整，大宗商品市場出現全面復蘇跡象。我們已有多篇文章說明貴金屬（黃金：再創歷史新高）和能源（全球石油和天然氣：美國葉岩油新時代的曙光）年初至今的升勢。工業金屬和部分農產品市場也出現了復蘇，但卻較少有人關注。按年初至今（截至5月29日）計算，以能源為主的高盛商品指數（GSCI）上升了10.6%，而能源、金屬和農產品佔比更為均衡的彭博商品指數（BCOM）同期則是上升了8.1%。

大宗商品市場在2024年恢復生機

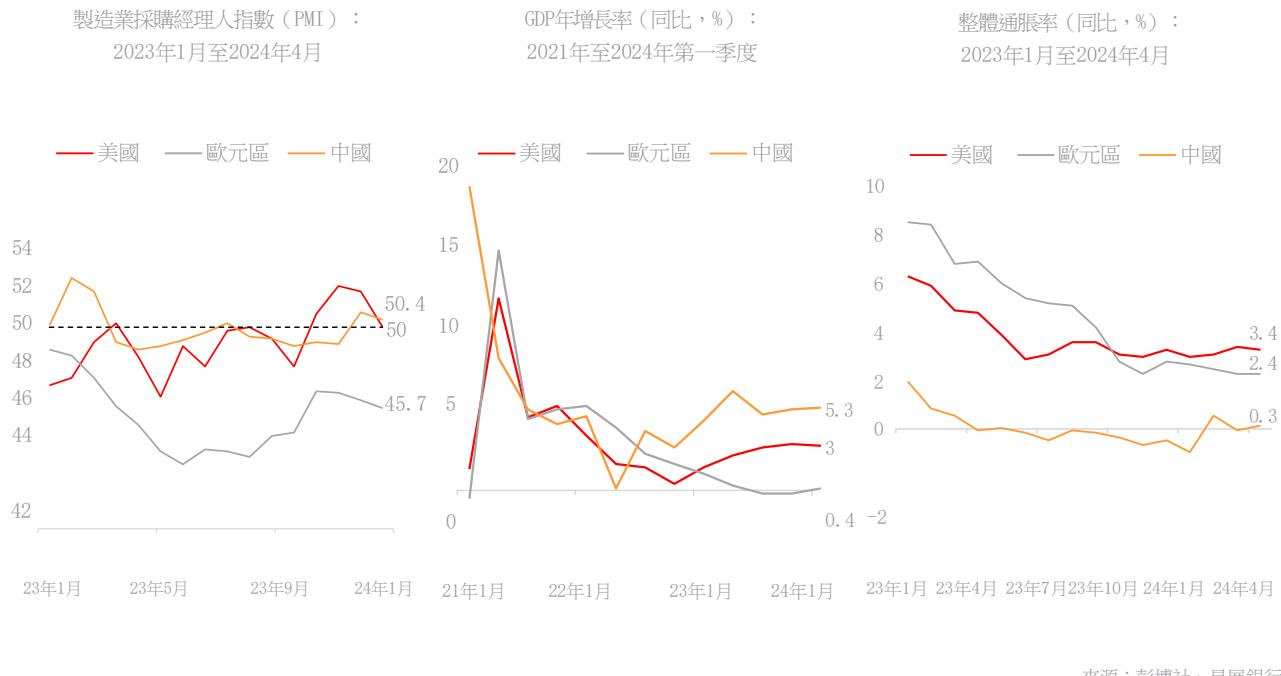


宏觀經濟狀況是否有所改善？然而，儘管大宗商品價格有所回升，但尚難以斷定自2022年和2023年以來，宏觀經濟狀況有了實質性改善。加息和強勢美元等不利因素仍在發揮作用，至於中國經濟，雖然其高速增長令人欽佩（2024年第一季度GDP同比增長5.3%），但仍受到房地產市場債務問題和青年失業率上升的困擾。此外，萬眾期待的聯儲局寬鬆政策可能會成為大宗商品市場的主要推動力，但隨著美國通脹的回升，聯儲局或會推遲寬鬆政策實施。總的來說，儘管宏觀方面似乎取得了一些進展，大宗商品價格最終可能觸底，但市場觀察人士一直期待的重大轉機尚未到來。

美國國債收益率仍在影響大宗商品



宏觀指標趨穩，但並不強勁



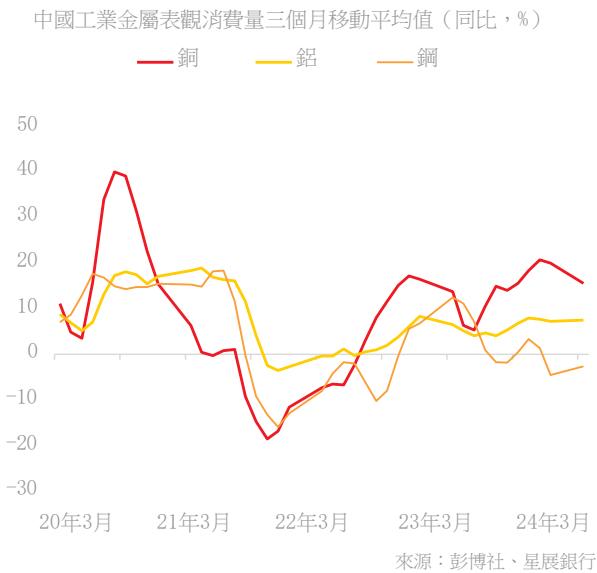
來源：彭博社、星展銀行

基本面加上地緣政治風險。如果宏觀背景沒有得到實質性改善，那麼是什麼因素推動了大宗商品年初至今的上升？我們認為，關鍵大宗商品的大部分價格走勢都可以用基本面因素來解釋。工業金屬尤其如此，工業金屬深受需求季節性變化、庫存存貨/縮減存動態以及礦山供應等供給側因素的影響。同樣地，農產品也深受季節性變化、現有庫存以及惡劣天氣事件或預報等不可抗力因素的影響。此外，地緣政治風險是今年年初至今的一股重要市場力量（俄烏激戰不停和哈以衝突升級），在推動大宗商品價格上升方面發揮了一定的作用，但其影響通常較為短暫，並且所引起的價格走勢通常呈波浪式。

工業金屬

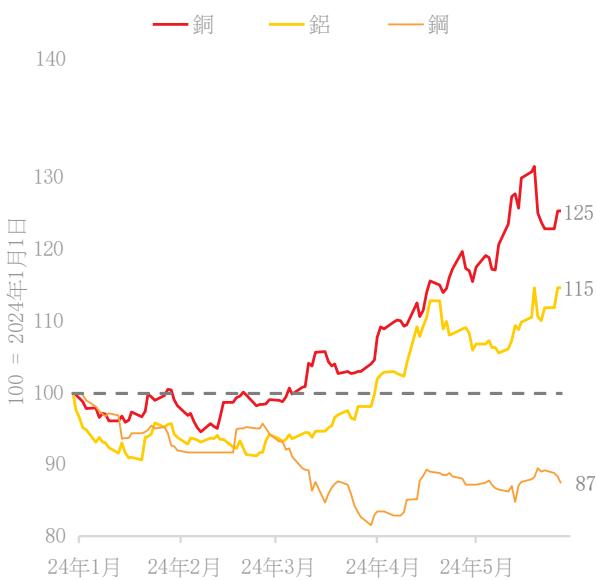
中國需求支撐綠色金屬走高。中國對綠色金屬的強勁需求，是工業金屬大宗商品今年表現強勢的關鍵推動力之一。儘管房地產行業一直萎靡不振，但中國政府非常重視發展綠色經濟，給綠色金屬價格帶來了明顯的積極影響。可再生能源、電網和電動汽車方面的政策支持都為銅和鋁等綠色金屬的強勁表現做出了貢獻。如前所述，自2023年年中以來，中國的銅和鋁消費呈現強勁增長，並且在今年年初至今，增長勢頭仍在繼續。另一方面，鋼鐵主要應用於建築業，在綠色領域的應用較少，消費量因此有所下降。因此，銅和鋁的價格今年迄今為止分別上升了25.3%和14.7%，而鋼鐵價格則同期下跌了12.5%。

中國的綠色金屬需求激增

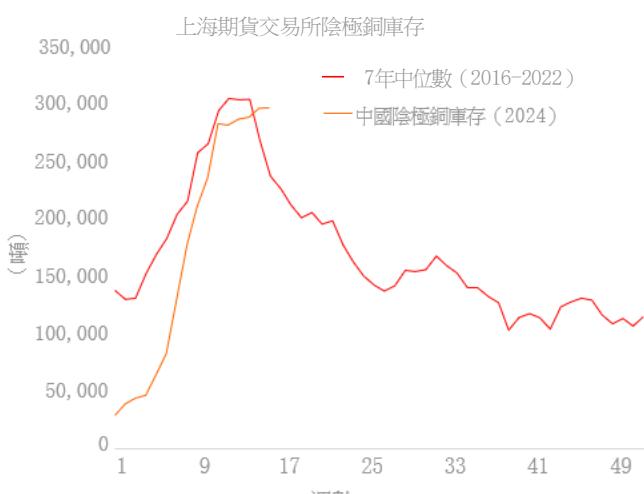


礦山停產和季節性累積庫存的結束導致銅供應趨緊。除了中國的需求激增外，由於礦山產量回落和庫存即將季節性減少，銅還面臨著供應趨緊的問題。在礦山產量回落方面，巴拿馬銅礦（全球最大的銅礦之一）持續停止運營，再加上 Los Bonces 和 Quellaveco 等其他礦山也進一步停產，精煉銅的供應量將會減少，2024年的銅供需狀態也會從平衡轉向明顯的供應赤字。在中國方面，銅的季節性累庫現象似乎也將走進尾聲，庫存下跌階段的到來也將進一步支撐銅價上升。

價格走勢出現分化（年初至今）



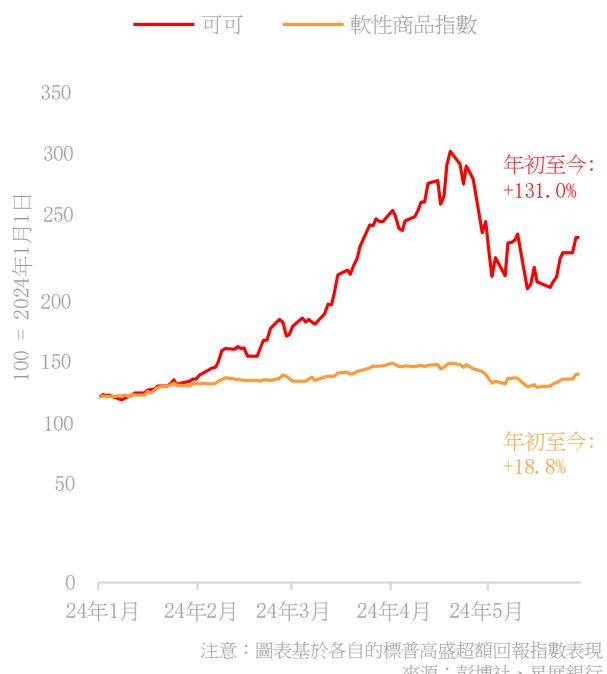
銅庫存季節性下降將支撐價格上升



農產品

可可價格飛升。可可延續了去年的輝煌表現，今年年初至今（截至5月29日）的升幅達到了131.0%。供應相關因素仍然是價格大幅上升的主要驅動力，比如厄爾尼諾現象造成的供應衝擊、化肥緊缺以及象牙海岸與迦納地區爆發的腫枝病。象牙海岸和迦納的可可總產量佔全球產量的三分之二。除這些因素外，還存在投資不足、樹木老化和產量下降等結構性問題，這些問題進一步推動了全球可可供應赤字的上升。雖然產量可能會在隨後的收成中有所恢復，但結構性問題仍然突出，表明供需缺口縮小之路漫長且困難重重。

供應緊張的背景下，2024年的可可升幅驚人（年初至今）



結論

耐心是一種美德。儘管大宗商品複合體的價格在2024年第一季度表現良好，但現實是宏觀經濟形勢並沒有得到實質性改善；美國通脹的回升和貨幣寬鬆政策的推遲再次將經濟復蘇一腳踢跑。正如我們在部分軟商品和工業/貴金屬中看到的那樣，大宗商品複合體中將出現一些跑贏大盤的商品，但直到全球利率環境發生明顯變化之前，這些商品現在並將繼續主要受到特殊基本面因素的驅動。對於將目光投向特殊大宗商品的客戶來說，與商品籃子或指數掛鉤的結構化產品可以使其投資組合具有清晰的針對性。然而，在更廣泛的資產類別層面上，我們仍在等待更加明確的貨幣政策放鬆跡象和更加強勁的全球經濟復蘇。

佈局低度相關資產 優化投資組合

2024年第三季度
另類資產：
黃金和對沖基金

在地緣政治風險增加、央行結構性增持以及金條和金幣需求激增的推動下，上調黃金目標價格至2,500美元/盎司。與傳統的60/40投資組合相比，對沖基金提供了卓越的風險回報率和多元化收益。



11.

另類資產：黃金

吳俊勇
分析師

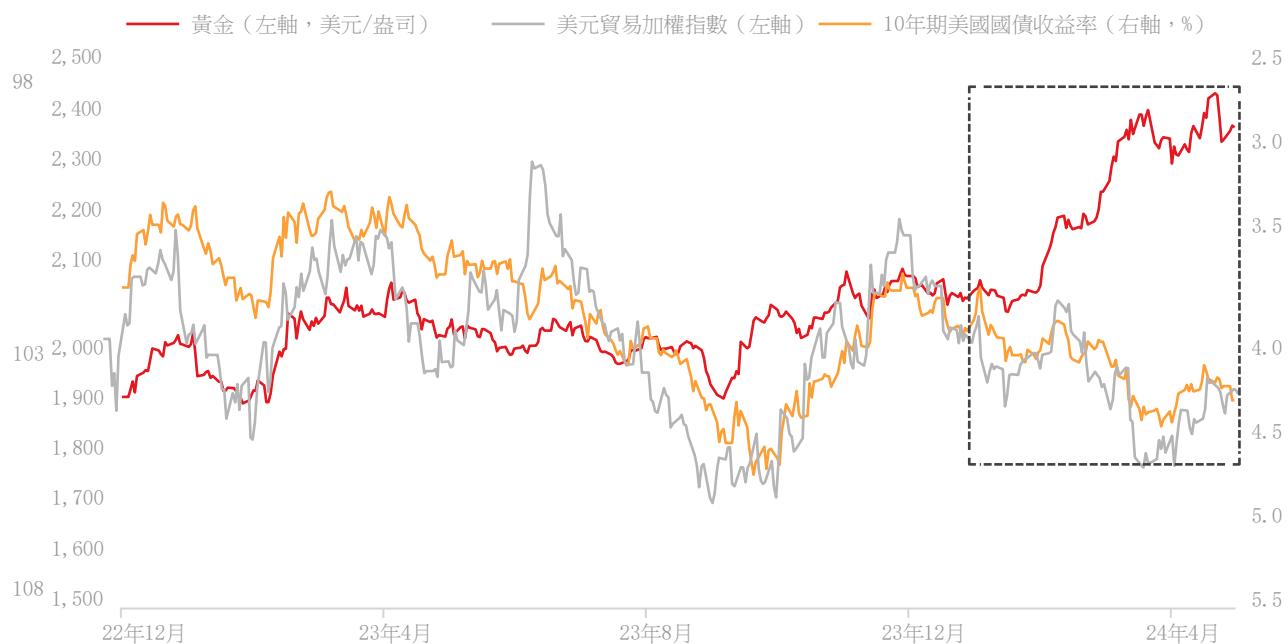
一場突如其來的反彈。2024年前兩個月，黃金價格表現平淡。然而，這種疲弱只是暫時的，因為黃金在隨後幾周迅速反彈並屢創歷史新高，於5月20日達到了2,450美元/盎司的最高位。自那以後，金價略有回落，截至撰稿時（5月29日）的交易價格為2,356美元/盎司，相當於年初至今上升了14.2%。

主導因素中的美元和國債收益率退居次要地位。這一波升勢令市場觀察人士感到困惑，因為債券收益率和美元的貶值幅度遠不足以支撐金價如此攀升。事實上，在3月1日至5月29日期間，10年期美國國債收益率和美元指數分別上升了8.8%和0.8%。這一走勢證實

了我們的觀點，即黃金和美國國債收益率之間的反比關係已大幅減弱。金價近期的意外飆升似乎由其他因素推動，至於是哪些因素，分析師則各執一詞。

地緣政治風險是一個關鍵的短期驅動因素。近期反彈背後可能存在幾個因素，其中最重要的是避險需求。在俄烏衝突和哈以衝突曠日持久且持續升級的背景下，黃金可以對沖地緣政治風險，其吸引力不斷上升。隨著伊朗加入中東衝突，黃金的地緣政治風險溢價可能會保持在較高水平。下圖顯示

美元和美國國債收益率走強的情況下，金價仍在繼續攀升

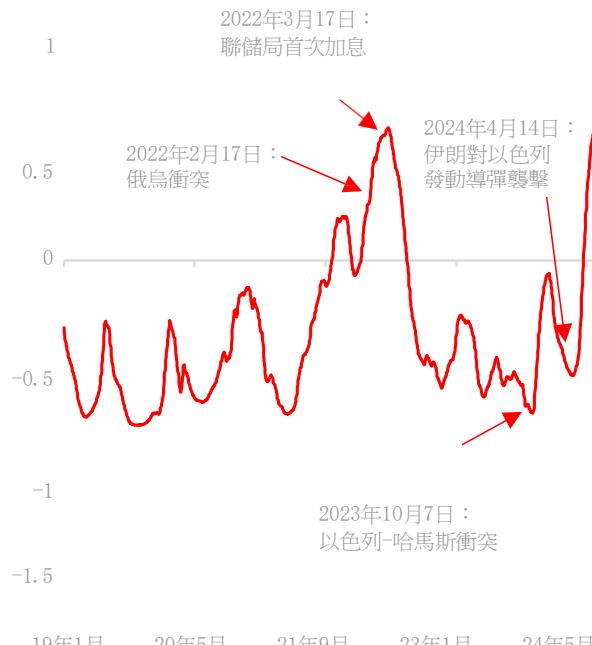


來源：彭博社、星展銀行

在衝突期間，黃金和美國國債收益率的負相關性會如何受到挑戰；我們可以看到，隨著2022年2月俄烏衝突全面爆發，這種情況開始出現，但在2022年3月聯儲局開始加息後，這種情況很快就消失了。2023年10月，中東爆發衝突，這種情況再次出現；隨後，即在2024年4月，伊朗介入衝突後，也出現了同樣的情況。

央行結構性增持。金價上升的另一個重要推動力來自央行的增持。全球央行日益成為黃金長期基本面需求的重要來源。自2022年下半年以來，央行加速增持黃金；2022年和2023年的需求量均超過1000噸，遠遠高於過去十年約600噸的年均需求。我們預計，隨著去美元化勢頭的增

衝突升級期間，黃金和美國國債收益率的相關性*往往會飆升

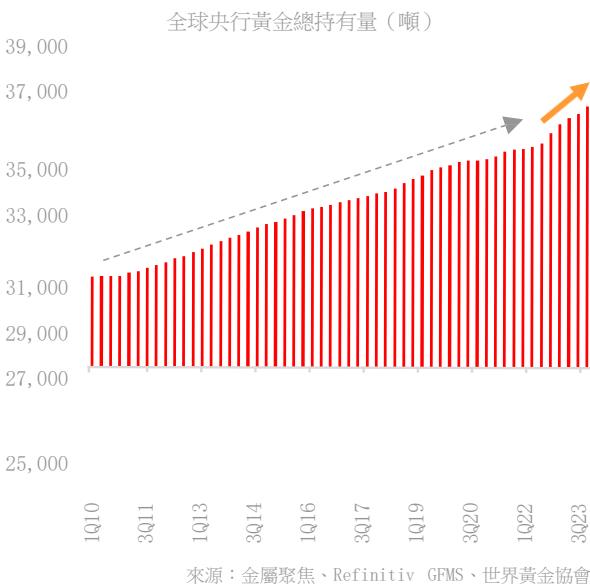


*相關性是根據黃金和美國10年期國債收益率的6個月滾動日價計算的
來源：彭博社、星展銀行

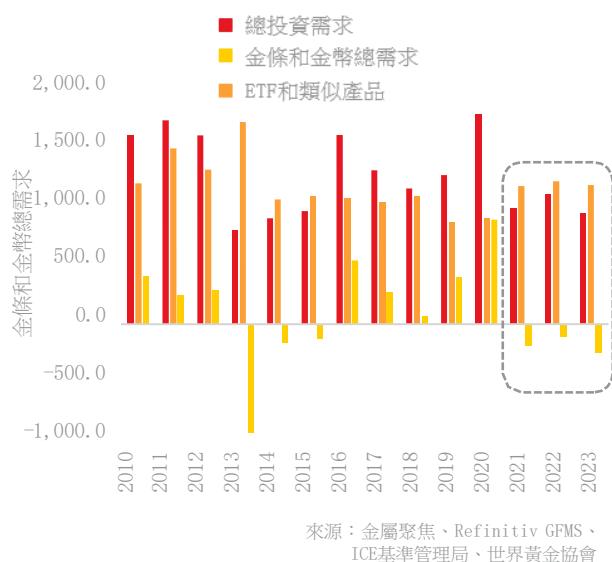
強，以及各國央行繼續偏好不會面臨制裁風險或不受跨境監管安排約束的實物資產，黃金增持趨勢將持續下去。黃金和利率的負相關性逐漸減弱，這支援了“央行增持是結構性而非週期性”的猜測。

金條和金幣的需求增加。過去三年，人們都在重點關注黃金ETF的持續外流，但這可能導致一葉障目，不見泰山。儘管2021年至2023年黃金ETF出現了贖回，但由於金條和金幣需求強勁，黃金投資需求保持穩定。中國和印度的情況尤其如此，這兩個國家的金條和金幣需求分別同比增長27%和7%。黃金的吸引力不僅限於中央銀行；私人投資者也在增加黃金的購買量。在轉向追求隱私性和有形性的情況下，許多投資者考慮投資實物黃金而非ETF，因為ETF交易會被記錄在案，持有量也會被登記，缺乏隱私和匿名性。此外，持有黃金實物可以解決交易對手風險，這也是原因之一。

自2022年下半年以來，央行加速增持黃金



金條和金幣的穩定需求部分抵消了黃金ETF的外流



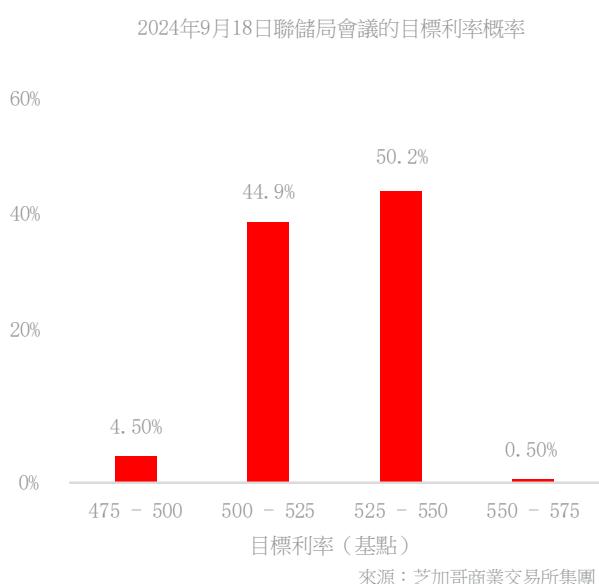
印度和中國的金條和金幣需求日益增長

	各國金條和金幣需求（噸）					
	2022	2023	同比 增長率 (%)	4Q22	4Q23	同比 增長率
印度	173.6	185.2	+7	56.4	66.7	+18
中國	226.8	287.2	+27	63.7	85.0	+33

來源：金屬聚焦、Refinitiv GFMS、ICE基準管理局、世界黃金協會

利率變化仍是一個未知數。儘管黃金和利率的負相關性在此期間已有所減弱，但無法回避的事實是，利率始終代表著持有無息黃金的機會成本。因此，由於美國通脹回升，減息延遲預期不斷升高，這將在中短期內讓金價持續承壓。市場最初預計聯儲局最早會在6月減息，但這並沒有實現。截至5月28日，芝商所聯儲局觀察工具（FedWatch）預測，聯儲局9月減息的可能性為49.4%。當利率最終走低時，將積極推動金價上升。但就目前而言，利率軌跡仍然是一個依賴於資料的未知數。

減息預期較2024年年初有所下降



整體看升。即使減息形勢尚未明朗，但黃金市場整體仍傾向於看升。在地緣政治方面，烏克蘭和中東衝突不斷升級，加劇了市場在中短期內的避險需求。從長期來看，借助央行增持的形式，地緣政治也是黃金的長期催化劑。私人投資者的金條和金幣需求強勁，進一步增加了黃金的長期基本面需求。最後，今年的美國大選和財政可持續性問題存在潛在的右尾風險，這進一步加劇了市場的擔憂。在此基礎上，我們將黃金 12 個月滾動目標價上調至 2,500 美元/盎司（之前為 2,250 美元）。總的來說，我們繼續宣導投資者將黃金納入其投資組合，因為黃金具有可觀的風險回報率和風險分散特性。

黃金與美國持續上升的債務呈正相關



黃金尚未突破經通脹調整後的歷史高位



11.

另類資產： 對沖基金

何均倫，CFA
分析師

對沖基金的“七年饑荒”。自2014年以來，對標普500指數採取簡單的買入並持有策略，總的來說會跑贏大多數對沖基金，使得對沖基金經理幾乎慘遭淘汰；畢竟，在一個充滿看升情緒的市場中，誰還需要對沖呢？然而，過往業績往往不能代表未來的表現——隨著宏觀形勢的發展，這一口號尤其適用於對沖基金。

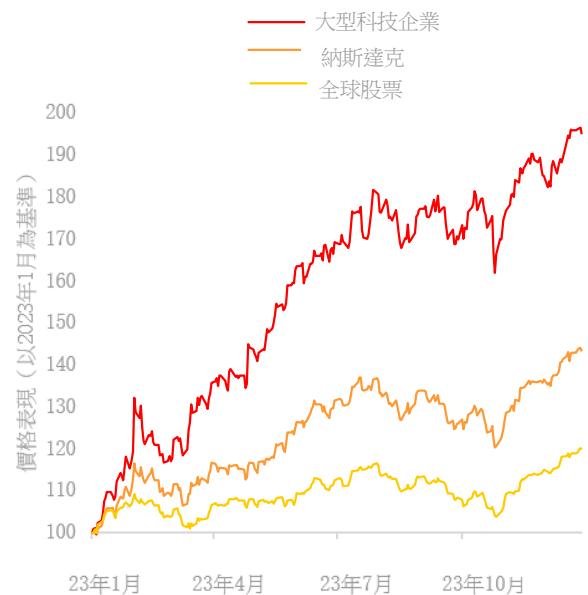
應對複雜世界的複雜策略。新冠疫情過後，投資者面臨著一些此前未遇到過的問題。國際關係方面的問題愈發明顯，全球化正在消退，資產回報越來越受到政治力量而非經濟力量的影響。東歐和中東持續不停的戰爭也在提醒人們：在人類歷史上，和平並非永久常態。考慮到這些不確定性，專注於研究宏觀策略的對沖基金可以成為傳統60/40投資組合的良好對沖工具。傳統60/40投資組合的回報主要由經濟因素決定。

地緣政治風險成為新常態



從業績分歧中盈利。隨著各國央行回收流動性，公司的基本面開始變得重要起來。不斷變化的政治格局也意味著，管理者將有機會通過在政策變化中辨別贏家而盈利。從本質上講，阿爾法收益很可能會重新成為業績的關鍵驅動因素。最近各行業（大型科技公司與其他公司）和地區（美國與中國）的業績分歧已經表明，對沖基金經理可以借此創造大量阿爾法收益。

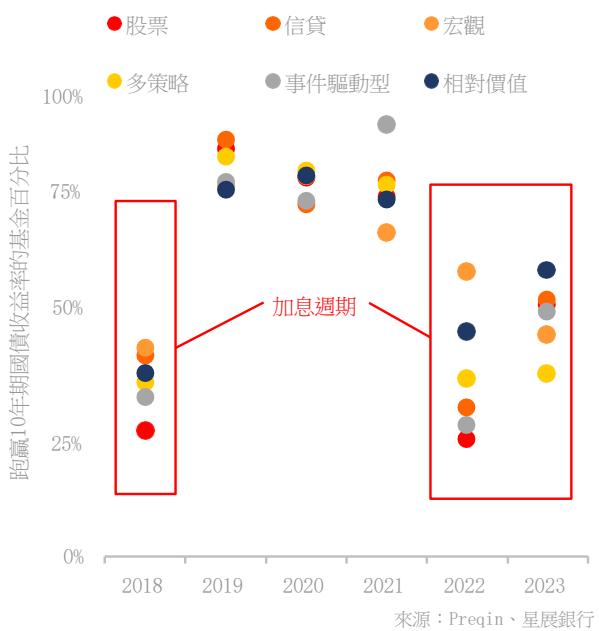
業績分歧為阿爾法收益創造了機會



對沖基金復蘇的新跡象。儘管經歷了2010年代“失落的十年”，對沖基金的業績表現已在2023年基本恢復。2023年9月至今，Preqin的所有對沖基金指數上升了5.9%，如果按年計算則為上升8.0%。若從純回報率的角度來看，基金的表現仍然不如全球股票和60/40的股票/債券投資組合，但其夏普比率較好，表明經風險調整後的回報率更高。

守得雲開見月明。然而，高利率給對沖基金造成了威脅。在主要央行於2022年加息後，大多數策略的對沖基金都未能跟上10年期美國國債收益率的步伐。儘管如此，令我們感到欣慰的是，(a) 2022年的快速加息只是一次性調整，(b) 聯儲局已經非常當的時機。

少有基金能夠跑贏較高的利率

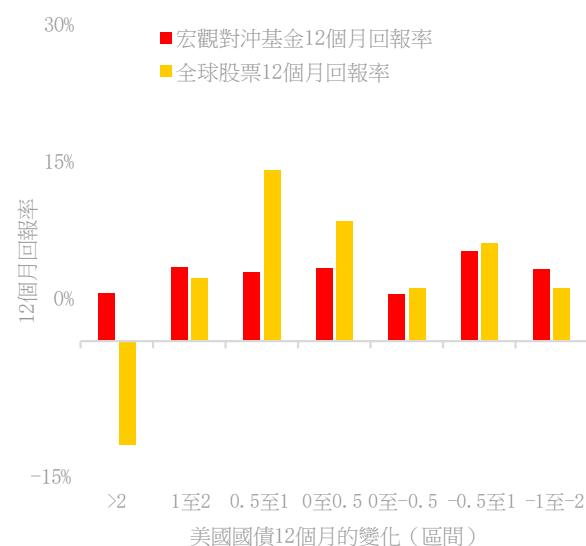


後疫情時代與疫情前五年的對沖基金、全球股票和債券的風險回報統計資料

	2020年1月 – 2023年9月			截至2019年12月的5年		
	Preqin所有對沖 基金指數	全球 股票型	彭博全球 綜合指數	Preqin 所有對沖	全球 股票型	彭博全球 綜合指數
回報	8.2%	6.9%	-4.0%	6.8%	8.7%	2.3%
風險	9.7%	19.2%	7.4%	4.5%	11.6%	4.4%
夏普比率	0.67	0.27	-0.75	1.26	0.66	0.28
索提諾比率	3.08	1.59	-3.71	6.30	3.22	1.47
Omega比率	1.94	1.36	0.68	2.84	1.79	1.48
CVaR (95%)	-6.0%	-10.0%	-4.7%	-2.6%	-7.2%	-2.8%
股票Beta值	0.46	1.00	0.25	0.36	1.00	0.04

來源：Preqin、星展銀行

全球宏觀策略在利率快速變化期間表現最佳



來源：Preqin、聖路易士聯儲、星展銀行

仍然是投資中唯一的免費午餐。最後，投資者不應忽視對沖基金策略。對沖基金策略可以為投資組合帶來多樣化收益。儘管新冠疫情前那幾年的特點是低波動性和低回報，但在2020年代，對沖基金策略的回報率分佈範圍大幅擴大，這可能會增強傳統平衡型投資組合的風險回報特性。

宏觀對沖基金策略與其他策略以及主要資產的相關性較低
截至2023年9月的三年內，對沖基金策略與公共市場回報率的月度相關性

	宏觀策略	所有策略	股票策略	事件驅動型策略	信貸策略	相對價值策略	多策略	全球股票型	彭博巴克萊全球綜合指數	彭博巴克萊大宗商品指數
宏觀策略	1.00									
所有策略	0.71	1.00								
股票策略	0.70	0.98	1.00							
事件驅動型策略	0.78	0.96	0.95	1.00						
信貸策略	0.57	0.89	0.90	0.87	1.00					
相對價值策略	0.68	0.91	0.91	0.92	0.87	1.00				
多策略	0.76	0.99	0.98	0.98	0.90	0.92	1.00			
全球股票型	0.56	0.88	0.90	0.80	0.79	0.74	0.86	1.00		
彭博巴克萊全球綜合指數	0.24	0.59	0.65	0.48	0.67	0.50	0.58	0.68	1.00	
彭博巴克萊大宗商品指數	0.64	0.46	0.45	0.54	0.47	0.43	0.52	0.39	0.25	1.00

來源：Preqin、星展銀行

下一個前沿陣地

2024年第三季度
主題策略

過去40年，太空船的發射成本下降了98%左右。此外，太空經濟呈現爆炸式增長，預計到2027年將達到7,720億美元。本節深入探討了太空經濟，解釋其為何不僅局限於太空旅遊，更預示著投資和人類自身的未來。



12.

下一個前沿陣地

鄭狄倫
策略師

林泳銳，CFA
投資組合分析師

吳冠忠
分析師

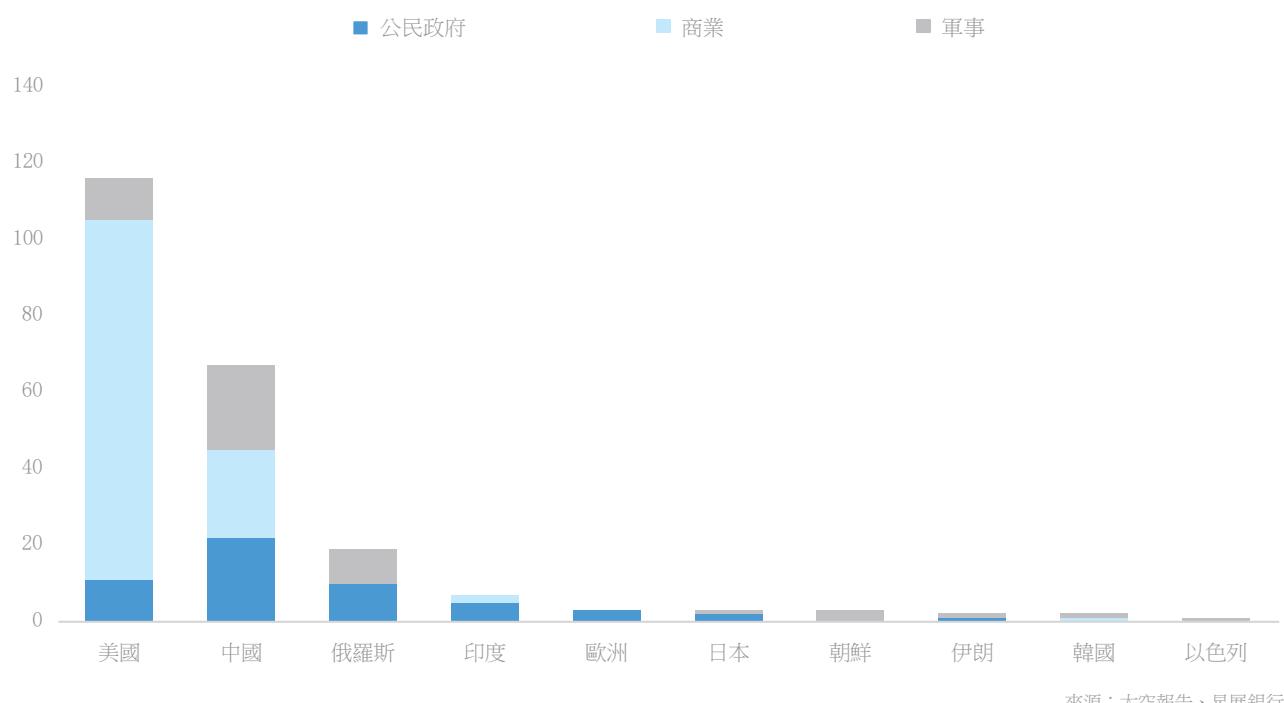
在不算太久的一段時間前，在那個相當近的天體上，人類邁出了登上月球的第一步。尼爾·阿姆斯壯是第一個踏上月球的宇航員，他在1969年那宿命般的一天說：“我踏出的是一小步，但人類踏出的是一大步。”他這句話，印證著美國阿波羅計畫的成功。在冷戰時期的太空競賽中，蘇聯發射了人造衛星斯普特尼克1號(Sputnik1)。為了能與蘇聯抗衡，美國的阿波羅計畫應運而生。

然而，這一飛躍的承諾卻停滯了幾十年。20世紀80年代，挑戰者號太空梭在升空73秒後不幸爆炸，並隨著冷戰讓位給新的和平時代，人類大幅放慢了探索太空領域的步伐。

然而，近年來，人類開始重新追求宇宙的主導權，已從地緣政治和技術競爭演變為涉及世界各地政府和私人實體的多邊合作。

過去幾十年，國際合作進入了新的時代，太空探索呈現指數級增長。在這方面，國際空間站(ISS)的建立就是最好的例證，象徵著太空研究和探索領域的全球合作夥伴關係。私營公司(包括太空探索技術、藍色起源和維珍銀河)的加入也為太空產業增添了活力，通過創新和競爭推動了技術進步並減低了成本。

2023年按國家和類別劃分的發射嘗試



美國在太空競賽中處於領先地位：商業領域繁榮發展下的成就：美國在太空探索領域的領先地位仍然毋庸置疑，火箭發射次數比其他任何國家都多。2023年，美國共實施了116次發射，佔世界總發射量的52%，其後是中國、俄羅斯和印度，分別佔比30%、8.5%和3.1%。在大多數國家中，航太領域仍然由政府和軍事機構主導，但美國並非如此，依託高度發達的商業航太工業，美國的商業發射量佔美國總發射量的比例達到驚人的81%。太空探索轉向以私有化為主的模式，不僅刺激了創新，擴大了可及性，還為其他國家樹立了榜樣。

減低成本，推動太空經濟：可重複使用火箭和小型衛星的興起

過去，太空探索的成本非常高昂，使得該行業主要由政府機構主導。然而，在過去幾十年裡，太空探索經歷了巨大的轉變，商業化大大減低了資金准入障礙，成為了推動太空探索的重要因素。以下是一些使得太空探索在經濟上更加可行的關鍵創新：

I. 可重複使用火箭的運行

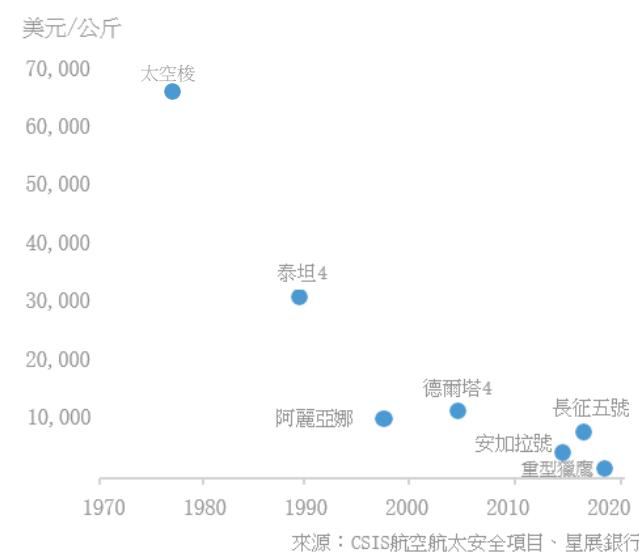
II. 小型衛星的激增

I. 可重複使用火箭的運行：一次性火箭的建造設計成本非常高昂，佔據火箭發射費用的大頭。儘管美國航空航天局（NASA）等政府機構投入了大量資源來探索可重複使用火箭，但正是太空探索技術公司等私營企的開拓性努力將這項技術推向了新的高度。

2015年12月，太空探索技術公司的獵鷹9號（Falcon 9）是一枚為實現可重複使用目的而精心設計的二級火箭，其一級火箭能夠在分離後重返大氣層並成功返回地面，是太空探索技術公司在太空探索之旅中的一個關鍵里程碑。這一突破性的成使太空探索技術公司能夠將火箭中最昂貴的部件再次投入飛行，有效地減低了太空探索成本。

策略與國際研究中心（CSIS）的一項研究顯示，向近地軌道發射重型有效載荷的成本從1981年的約6.54萬美元/公斤下降到2020年的1,500美元/公斤（按2021財年美元計算），減幅約為98%。隨著再使用性技術的發展和普及，我們預計重用閾值會增加，從而大大減低發射成本。

向近地軌道發射重型有效載荷的成本（經通脹調整）



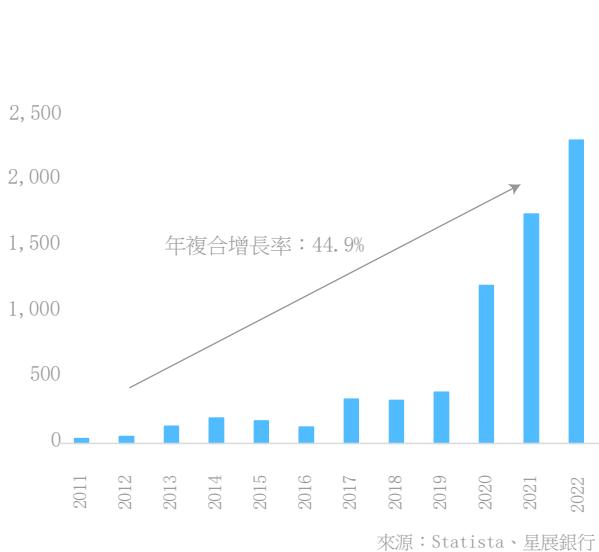
II. 小型衛星的激增：雖然天上的衛星越來越多，但它們的體積也越來越小。太空基金會資料庫的資料顯示，自2012年以來，每個有效載荷的衛星平均重量已驚人地減少了約80%，即從2012年的21,548公斤驟降至2022年的431公斤。技術不斷地進步，小型衛星的能力不斷提高，是衛星重量下降的重要原因。

NASA將小型衛星定義為重量小於180公斤、尺寸不大於“大廚房冰箱”的衛星。與建造成本通常高昂的大型衛星不同，小型衛星可以使用市場上的零件商品實現大規模生產，這使得小型衛星更加便宜，讓更多組織更容易獲得。

因此，根據Statista的資料，全球小型衛星發射數量呈上升趨勢，從2011年發射的39顆增加至2022年的2,304顆，複合年增長率達44.9%。

全球小型衛星發射數量呈上升趨勢

■ 小型衛星發射數量



貨幣化角度：太空經濟的投資主題

隨著投資者、超高淨值（UHNW）個人以及公司越來越多關注太空經濟，本期《CIO Vantage Point》詳細探討了在快速擴張的太空行業中，那些蓬勃發展的關鍵投資主題，即：

- I. 太空經濟的“鐵鎬和鐵鏟”
- II. 定位、導航和授時（PNT）
- III. 地球觀測
- IV. 太空旅遊業

I. 太空經濟的“鐵鎬和鐵鏟”

蓬勃發展的太空經濟為投資者帶來了難以抗拒的機會，投資者可以利用太空事業不可或缺的工具和服務盈利。執行太空任務的公司將依靠航天器—包括衛星和運載火箭—在太空執行任務。此外，這些航天器的成功部署取決於高效和可靠的發射服務。意料之中的是，我們在以下方面看到了機遇：

- >> 發射服務
- >> 太空製造業

發射服務：發射服務對整個太空經濟至關重要。根據Allied Market Research的估計，2022年太空發射服務的價值為139億美元，預計將以13.4%的複合年增長率增長至

2032年的473億美元。發射服務過去主要由政府主導，而今私營公司則在通過技術突破和創新商業模式重塑太空格局。

發射嘗試和部署的有效載荷



太空應用在推動著經濟的增長，而發射服務正是各種太空應用的基石。例如，通訊、地球觀測和導航衛星的部署取決於發射能力的可用性。這些太空服務反過來又為一系列下游產業提供了支援，從全球連通性與精準農業到天氣預報與環境監測，成為推動太空經濟的關鍵因素。

近年來，私營航太公司在發射嘗試和有效載荷方面已經超過了政府主導的發射任務。太空探索技術公司、聯合發射聯盟（波音公司和洛克希德·馬丁公司的合資企業）和火箭實驗室（Rocket Lab）等公司在現代太空經濟中發揮的重要作用突顯了這一轉變。

太空製造業：太空製造業包括運載火箭、衛星和航天器部件的生產，這些機器對通訊與地球觀測等活動至關重要。太空製造業是成的製造技術，處於學科發展的最前沿。

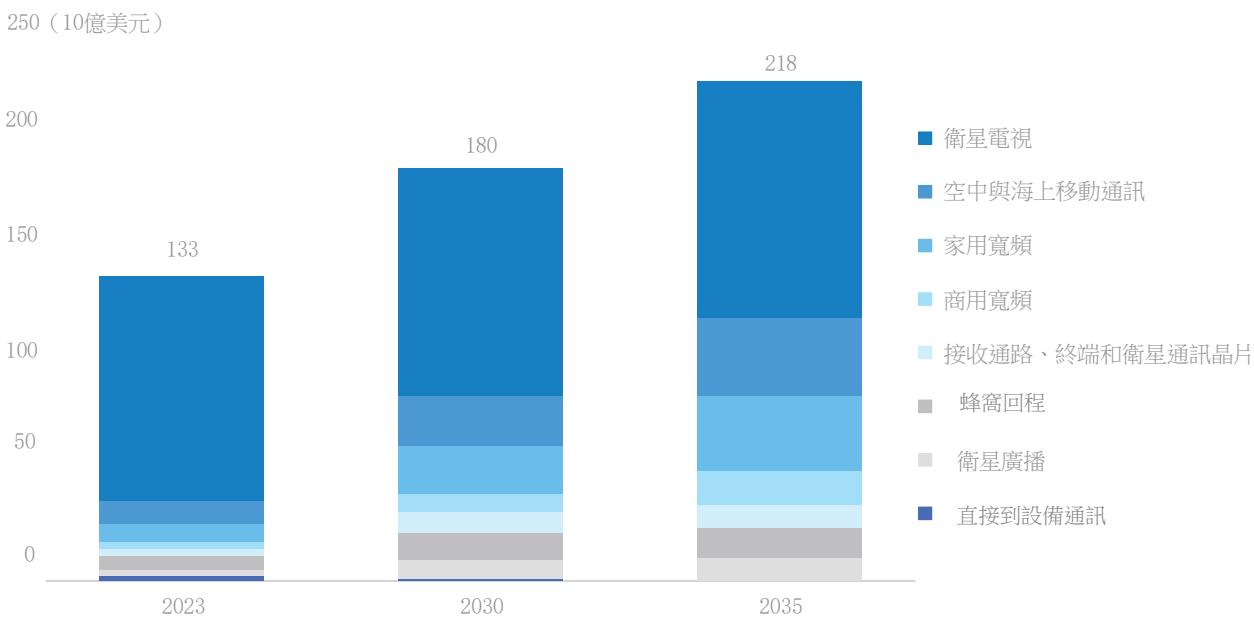
根據Mordor Intelligence的估算，僅衛星製造市場規模在2024年就達到2,449億美元，並預計以9.73%的複合年增長率增長至2029年的3,896.9億美元。

II. 定位、導航和授時 (PNT)

太空經濟的支柱。衛星在全球通訊中發揮著至關重要的作用，使資訊能夠在世界各地傳輸。世界經濟論壇的估算表明，通訊導航衛星 (GPS) 和運載火箭等“支柱”應用約佔太空經濟總量的 50% (2023 年約 3,300 億美元)。與此同時，Market.us 預測，衛星通訊市場將從 2022 年的 761 億美元增長至 2032 年的 1,827 億美元，複合年增長率達 9.4%。

衛星通訊網路為偏遠地區的電話與互聯網接入、現場直播、安全軍事通訊等一切通訊提供支撐。這些通訊網路是連結到定位、導航和授時 (PNT) 應用程式上的，因為

商業通訊收益增長



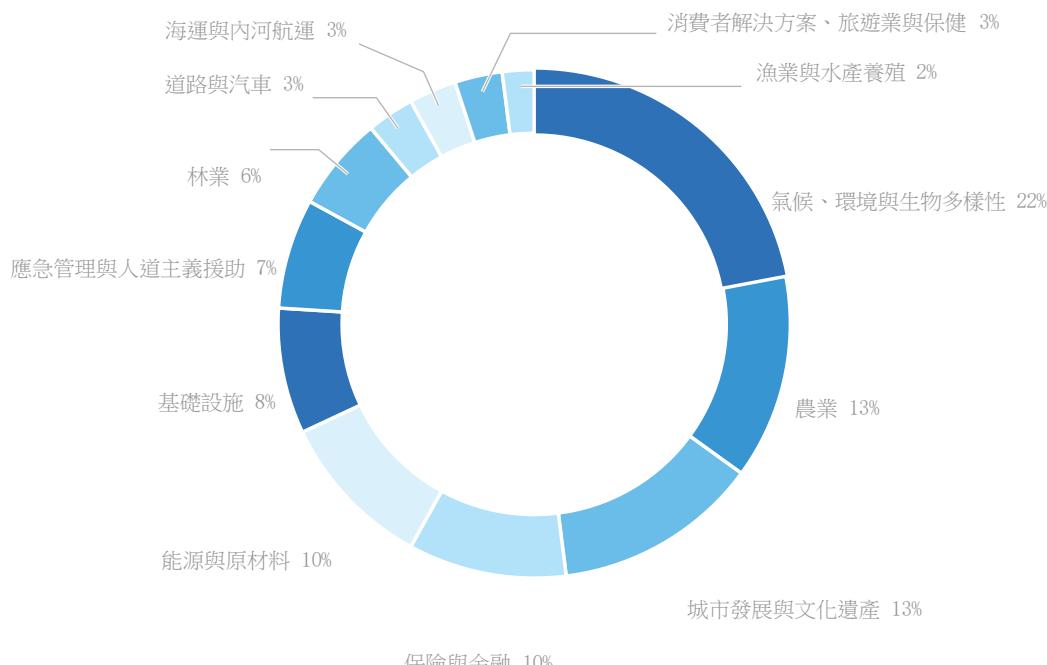
它們通常依賴於基於衛星的系統提供的精確定時和定位能力來確定位置、同步時間並導航路線。

全球導航衛星系統 (GNSS)。全球導航衛星系統是向全球使用者提供準確定位、導航和授時資訊的衛星星座。全球定位系統 (GPS) 就是其中之一。雖然許多人瞭解 GPS，但 GPS 只是幾種全球導航衛星系統中的一種。此外還包括，俄羅斯的全球導航衛星系統——格洛納斯 (GLONASS)，中國的北斗導航衛星系統 (BeiDou) 以及歐盟的伽利略系統。這些系統相互獨立並進行協同工作，因為 GNSS 接收機可以利用來自多個星座的信號來增強準確性和可靠性。

強大的PNT系統的重要性。美國商務部的一項研究顯示，自20世紀80年代面世以來，GPS估計為美國經濟貢獻了1.4萬億美元。GPS中斷一天可能會導致10億美元以上的損失，在農民種植季等關鍵時期，這一數字可能還會上升至450億美元。這些統計資料表明，在各個領域的基本經濟活動中，全球定位系統發揮著不可或缺的支援作用。

太空經濟的持續增長、衛星技術與小型化技術的進步以及衛星星座的縮小，都使得部署和運行衛星系統的成本大幅減低，而發射可靠性和頻率的提高將促進大量新應用的發展。

地球觀測收益明細



來源：歐盟空間計畫局、星展銀行

III. 地球觀測

地球觀測過去主要應用於天氣預報、災害監測和生物多樣性評估，但這種情況如今已發生了顯著的變化，地球觀測的覆蓋範圍和影響擴大到了多個行業，並成為一種可以應用至多個領域（甚至滲透到金融與保險等領域）的強大工具。在地球觀測方面，歐盟空間計畫局（EUSPA）劃分出了12個具有可量化收益流的不同細分市場。

根據Verified Market Reports，基於衛星的地球觀測服務市場預計將以6.52%的複合年增長率，實現從2023年的38億美元至2030年的113億美元的強勁增長。地球觀測市場的巨大增長可歸因於以下兩個關鍵因素：

- 傳感技術的進步
- 地球觀測資料需求的不斷增長

傳感技術的進步：這推動了衛星圖像和地理空間資料在品質、解析度和覆蓋範圍方面的革新。值得注意的是，空中客車 (Airbus) 的Pleiades Neo星座和麥克薩科技 (Maxar) 的Legion星座等創新提高了空間解析度，使其達到了精確到30釐米的地面採樣距離 (GSD)。

地球觀測資料需求的不斷增長：麥肯錫的報告指出，到2030年，每平方公里所收集的高解析度地球圖像數量，預計將以約14%的複合年增長率，從約1.75億張圖像增長至5億張以上。資料需求的增長源自各行各業不斷增加的用例。

此外，有關環境管理的監管要求不斷提高，加上納入環境、社會和治理 (ESG) 倡議的必要性日益增強，促使各公司利用地球觀測資料來實現這些目標。

IV. 太空旅遊業

2001年，美國商人鄧尼斯·蒂托 (Dennis Tito) 成為世界第一位太空遊客，他乘坐俄羅斯聯盟號太空船 (Soyuz) 前往國際空間站 (ISS)，並為此支付了2000萬美元的巨大費用。蒂托的太空“遊客”經歷表

明，只要擁有足夠的經濟能力，個人也可以到太空旅行。自那以後，這一事例鼓舞了幾代太空遊客奔赴太空。

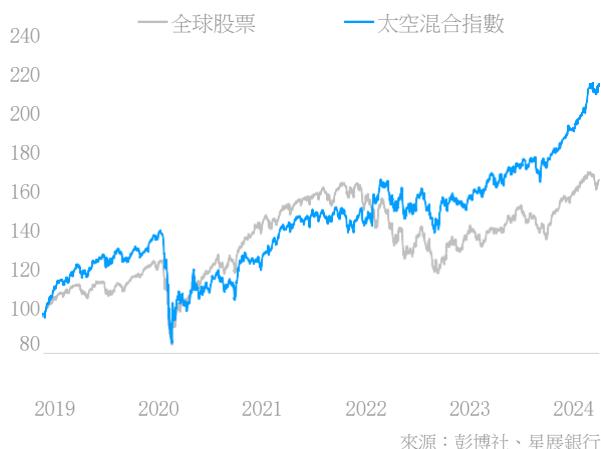
技術的進步減低了太空旅遊的成本，比如亞軌道旅行——曾經需耗費數百萬美元——現在的價格則為25萬至45萬美元。太空旅遊變得簡單可行，在富人間掀起興趣熱潮。北極星市場研究公司 (Polaris Market Research) 預測太空旅遊業將實現顯著增長，預計將以47.4%的複合年增長率，從2024年的12億美元增長至2032年的279億美元。

根據世界經濟論壇的資料，在2035年之前，太空旅遊收益可能僅來自尋求太空旅行體驗的超高淨值客戶。然而，隨著成本的持續下降，太空旅行將變得更加實惠，使得更廣泛的人群都可以接觸到這種體驗。這不僅會推動太空旅遊大眾化，還會擴大太空旅遊市場，並有可能將其轉變為主流行業。

有力的基本面支撐了太空主題的強勁表現

我們構建了一個“太空主題籃子”，其中包括對太空行業有重大投資的公司。自2019年以來，該籃子的資產表現超過了全球股票51% pts，這證明瞭該行業強勁的增長軌跡。與太空經濟相關的次級投資主題越來越受歡迎，由此我們預計這一勢頭將推動該行業的指數級增長。除了強勁的股票表現外，涉足太空領域的公司還擁有高於大盤的混合淨資產收益率（23.5%相比14.4%）。這一趨勢突顯了太空相關投資的吸引力，也彰顯了該行業在提供可觀回報方面的潛力。

“太空主題籃子”表現強勁，跑贏全球股票



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。

本檔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。

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

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

任何與過去業績相關的資訊，或基於過去業績或其他假設的任何未來預測，不一定是未來結果的可靠指標。如果本檔通過電子傳輸（例如電子郵件）分發，則無法保證此類傳輸是安全或無錯誤的，因為資訊可能會被攔截、損壞、丟失、毀壞、延遲到達或不完整到達或包含病毒。因此，發送方不承擔因電子傳輸而導致的資訊內容的任何錯誤或遺漏的責任。如果需要驗證，請索取硬紙質版本。

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

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

除非另有說明，本檔並非投資研究，僅供作為資訊參考。本檔並未根據為促進研究獨立性的法律要求而撰

寫，並非旨在構成來自星展銀行的獨立、中立或客觀的研究分析或建議，且不應被視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雇員或與之有聯繫的個人/實體可能在本檔所提及的產品中持有頭寸，並可能就本文中提及的產品進行交易。星展集團內的公司可能和產品的提供者有聯盟或其他合同安排，以推廣或銷售其產品。如果星展集團內的關聯公司是產品提供商，該公司可能會從投資者處收取費用。此外，星展集團內的關聯公司也可能向本檔中提及的公司或關聯公司提供或試圖提供經紀、投資銀行及其他銀行或金融服務。

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

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

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

星展銀行全球範圍股票業務一般披露/免責聲明

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

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

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

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

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

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

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

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

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式消除、避免或處理與研究報

告相關或因此產生的潛在利益衝突。負責該研究報告的分析師團隊與星展集團投資銀行部門是分開獨立運作的。星展集團擁有相關程式確保研究部門與投資銀行部門各自的機密資訊得到妥善處理。星展集團所得報酬與星展集團投資銀行部門具體業務沒有直接聯繫。

公司相關披露/法定披露

1. 截至2024年4月30日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達證券（新加坡）私人有限公司（“星展唯高達新加坡”）、星展唯高達美國或及其子公司和/或其他聯營公司持有該報告推薦的Alphabet Inc, Electronic Arts Inc, Meta Platforms Inc, Netflix Inc, The Walt Disney Co, 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, Tjx Companies Inc, Workday Inc, Hilton Worldwide Hldgs Inc, Home Depot Inc, Marriott International, Coca Cola Co, Colgate-Palmolive Co, Costco Wholesale Corp, Estee Lauder Companies Inc, Kraft Heinz Co, Pepsi Co Inc, Procter & Gamble Co, Target Corp, Wal-Mart Stores Inc, Mondelez International Inc-A, Chevron Corp, ConocoPhillips, Exxon Mobil Corp, Marathon Petroleum Corp, Pioneer Natural Resources Co, Valero Energy Corp, Affirm Holdings Inc, Bank of America Corporation, Blackrock Inc, Charles Schwab Corp, 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, Upstart Holdings, Visa Inc, Wells Fargo & Co, American Express Co, Fiserv Ord SHS, Robinhood Markets Cl A Ord, Futsu Holdings Ltd, Berkshire Hathaway Inc, Abbvie Inc, Amgen Inc, Becton Dickinson, Bristol-Myers Squibb Co., Lilly (Eli) And Co, Gilead Sciences Inc, Johnson And Johnson, Merck And Co., Inc, Moderna Inc, Pfizer Inc., Vertex Pharmaceuticals Inc, West Pharmaceutical Services 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 Cor, Intuit Inc, Lam Research Corp, Micron Technology Inc, Microsoft Corp, Nvidia Corporation, Oracle Corp, Qualcomm Inc, Salesforce Inc, Texas Instruments Inc, Workday Inc, ON Semiconductor Ord, Stmicroelectronics Nv-Ny Shs, Albemarle Corporation, Alcoa Corp, Freeport McMoran Copper-B, Prologis Inc, BP Plc, Shell Plc, Anheuser-Busch Inbev, Denso Corporation, Fast Retailing Co Ltd, Honda Motor Co Ltd, Suzuki Motor Corporation, Toyota Motor Corporation, Asahi Group Holdings Ltd, Kao Corporation, Shiseido Company Limited, Mitsubishi UFJ Financial Group, Sumitomo Mitsui Financial Group Inc, Tokyo Electron Limited, Renesas Electronics Corp, Mitsubishi Estate 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, Singapore Exchange, ComfortDelGro, Keppel Ltd, SATS, Sembcorp Industries, Seatrium Ltd, ST Engineering, Yangzijiang Shipbuilding, Singapore Airlines Limited, 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, Frasers Logistics & Commercial Trust, CapitaLand Investment Ltd, Keppel Infrastructure Trust, Minor International, CP ALL, PTT, PTT Exploration & Production, Krung Thai Bank, Bangkok Dusit Medical Services, Bumrungrad Hospital, Airports of Thailand, Bangkok Expressway and Metro, KasikornBank, SCB X PCL, PTT Global Chemical, Siam Cement, United Microelectron-SP ADR, HDFC Bank Ltd (ADR), ICICI Bank Ltd (ADR), Cathay Pacific Airways Ltd, CNOOC Ltd, PetroChina Co Ltd, HSBC Holdings PLC的專有利益。

截至2024年5月14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China Mobile Ltd, China Telecom Corp Ltd, Tencent Holdings Ltd, Alibaba (HK), BYD Co Ltd, Geely Automobile Holdings Ltd, JD.com Inc, Li Auto Inc, Li Ning Co Ltd, Meituan, NIO 'A' , Sands China Ltd, XPENG 'A' , ANTA Sports Products Ltd, China Resources Beer Holdings Co Ltd, Tsingtao Brewery Co Ltd, China Petroleum & Chemical Corp, AIA Group Ltd, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, China Construction Bank Corp, China Life Insurance Co Ltd, China Merchants Bank Co Ltd, CITIC Securities Co Ltd, Hang Seng Bank Ltd, Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd, HSBC Holdings PLC, Industrial & Commercial Bank of China Ltd, Ping An Insurance Group Co of China Ltd, Postal Savings Bank of China Co Ltd, ZhongAn Online P&C Insurance Co Ltd, Country Garden Services Holdings Co Ltd, JD Logistics Inc, Baidu Inc, Lenovo Group Ltd, NetEase Inc, Xiaomi Corp, ZTE Corp, Aluminum Corp of China Ltd, China Overseas Land & Investment Ltd, China Resources Land Ltd, China Vanke Co Ltd, CK Asset Holdings Ltd, Country Garden Holdings Co Ltd, Fortune Real Estate Investment Trust, Hang Lung Properties Ltd, Henderson Land Development Co Ltd, Hysan Development Co Ltd, Kerry Properties Ltd, Link REIT, MTR Corp Ltd, New World Development Co Ltd, Sino Land Co Ltd, Sun Hung Kai Properties Ltd, Swire Properties Ltd, Wharf Holdings Ltd/The的專有利益。

2. 截至2024年4月30日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國或其子公司和/或其他聯營公司擁有本報告中推薦的NetLink NBN Trust, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CDL Hospitality Trusts, CapitaLand China Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Keppel DC REIT, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust共計超過0.5%的已發行股本的淨長倉。

截至2024年5月14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),, Postal Savings Bank of China Co Ltd, Fortune Real Estate Investment Trust共計超過0.5%的已發行股本的淨長倉。

3. 截至2024年4月30日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國、其子公司和/或其他聯營公司實益擁有NetLink NBN Trust, Capitaland Ascendas REIT, CapitaLand China Trust, Daiwa House Logistics Trust, Digital Core REIT, ESR-Logos REIT, Frasers Centrepoint Trust, Keppel DC REIT, LendLease Global Commercial REIT, Mapletree Logistics Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust共計1%的任何級別普通股股份。

截至2024年5月14日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡、星展唯高達美國、其子公司和/或其他聯營公司實益擁有Postal Savings Bank of China Co Ltd, Fortune Real Estate Investment Trust共計發行人市值的1%。

投行業務服務酬金

4. 截至2024年4月30日，星展銀行有限公司、星展銀行香港、星展唯高達新加坡以及子公司和/或星展唯高達美國的聯營公司，在過去十二個月內已經收到為Volkswagen AG, BNP Paribas, Toyota Motor Corporation, Wilmar International, Singapore Exchange, Keppel Ltd, SATS, Sembcorp Industries, Seatrium Ltd, ST Engineering, Singapore Airlines Limited, Capitaland Ascendas REIT, Capitaland Ascott Trust, CapitaLand Integrated Commercial Trust, City Developments, CapitaLand China Trust, Digital Core REIT, Frasers Centrepoint Trust, Frasers Hospitality Trust, Guocoland, Hong Kong Land, Mapletree Industrial Trust, Mapletree Logistics Trust, Parkway Life Real Estate Investment Trust, Frasers Logistics & Commercial Trust, AIA Group Ltd, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, China Construction Bank Corp, China Merchants Bank Co Ltd, HSBC Holdings PLC, Industrial & Commercial Bank of China Ltd, BOC Aviation Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, China Overseas Land & Investment Ltd, Henderson Land Development Co Ltd, Link REIT, Sun Hung Kai Properties Ltd, Swire Properties Ltd進行投行為的酬金。

5. 截至2024年4月30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, BNP Paribas, Keppel Ltd, CapitaLand Integrated Commercial Trust, Bank of China Ltd, BOC Hong Kong Holdings Ltd, Bank of Communications Co Ltd, China Construction Bank Corp, China Merchants Bank Co Ltd, Industrial & Commercial Bank of China Ltd進行投行為的酬金。

6. 截至2024年4月30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BNP Paribas, Wilmar International, Singapore Exchange, Keppel Ltd, SATS, ST Engineering, Singapore Airlines Limited, 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, Frasers Logistics & Commercial Trust, AIA Group Ltd, Bank of China Ltd, China Construction Bank Corp, BOC Aviation Ltd, Cathay Pacific Airways Ltd, China Overseas Land & Investment Ltd, Henderson Land Development Co Ltd, Link REIT, Sun Hung Kai Properties Ltd, Swire Properties Ltd 公開招股事務。

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

董事/託管人權益：

8. 截至2024年3月31日，Olivier Lim Tse Ghow，星展集團董事會成員，在StarHub擔任公司主席和董事成員並在Frasers Property Ltd擔任顧問。

9. 截至2024年5月2日，Sok Hui CHNG，星展集團管理委員會成員，在Singapore Exchange擔任公司董事成員。

10. 截至2024年3月31日，Tham Sai Choy，星展集團董事會成員，在SGX Listings Advisory Committee擔任公司主席並在Keppel Ltd擔任公司董事成員。

11. 截至2024年5月2日，Jimmy NG，星展集團管理委員會成員，在Keppel Ltd擔任公司董事成員。

12. 截至2024年5月2日，Sim S. LIM，星展集團管理委員會成員，在ST Engineering擔任公司獨立非執行董事。

13. 截至2024年3月31日，Peter Seah Lim Huat，星展集團主席及董事會成員，在Singapore Airlines Limited擔任公司董事成員和主席。

14. 截至2024年3月31日，Judy LEE，星展集團董事會成員，在Mapletree Logistics Trust擔任公司董事成員。

15. 截至2024年3月31日，Anthony LIM Weng Kin，星展集團董事會成員，在CapitaLand Investment Ltd擔任公司董事成員。

派發限制條件

概述

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

澳大利亞

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

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

該報告僅限派發予《公司法》規定的大額投資者。

中國香港

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

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

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

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

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

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

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

印尼

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

我們不計畫將符合PRIIPS法規（定義見下文）的投資產

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

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

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

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

馬來西亞

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



Wong Ming Tek，執行董事，ADBSR

新加坡

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

本推廣未經新加坡金管局或其他地方的任何監管機構審查。

如本檔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並非合格投資

者、專家投資者或機構投資者的人士，星展銀行僅在法律要求的範圍內就本報告的內容對該等人士承擔法律責任。有關本報告引起的或涉及的事宜，新加坡收件人應聯繫星展銀行（電話：6878 8888）。

泰國

本文件由星展唯高達（泰國）有限公司（“星展唯高達泰國”）派發。

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

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

如本檔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 [Chapen 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資訊。

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

迪拜國際金融中心

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

本檔來自於迪拜國際金融中心（以下簡稱DIFC）運營的星展銀行有限公司分行，交易名稱為「星展銀行有限公司（迪拜國際金融中心分行）」（以下簡稱星展銀行DIFC）。星展銀行DIFC在迪拜國際金融中心註冊，註冊編號為156，辦事處登記地址為units 608-610,

6th Floor, Gate Precinct Building 5, PO Box 50653,
DIFC, Dubai, United Arab Emirates。

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

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

除非另有說明，否則本報告不構成根據《市場法》（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檔，本檔並且不受 DFSA 任何形式的監管或審批約束。因此，DFSA 並未批准本檔或與是次投資有關的任何其它相關文件，也未採取任何措施來驗證本檔或任何相關檔中的資訊，並且對此不承擔任何責任。DFSA 尚未評估與檔相關的任何投資適用性，並且對任何伊斯蘭投資（或被確定為符合伊斯蘭教法的其它投資），我們和 DFSA 均未確定它們是否符合任何形式的伊斯蘭教法。

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

美國

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

其他地區

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

如果使用 MSCI ESG 資料的附加免責聲明

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

環境、社會和治理（ESG）評級固然是星展銀行在篩選

投資產品過程中的重要考量之一，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准。

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

詞彙表

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

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

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

CIO 往期洞察



2Q24 CIO洞察
擴大升勢
2024年3月



1Q24 CIO洞察
与时俱进
2023年12月



4Q23 CIO洞察
把握下一个收益领域
2023年9月



3Q23 CIO洞察
王、后和城堡
2023年6月



2Q23 CIO洞察
拨云见日
2023年3月



1Q23 CIO洞察
重塑 60/40
2022年12月



4Q22 CIO洞察
聚焦美联储
2022年9月



3Q22 CIO洞察
跨越通胀
2022年6月



2Q22 CIO洞察
风暴中的良策
2022年3月



1Q22 CIO洞察
分歧的世界
2021年12月



4Q21 CIO洞察
勇往直前
2021年9月



3Q21 CIO洞察
如愿以偿
2021年6月

CIO 往期洞察



2Q21 CIO洞察
重回正轨
2021年3月



1Q21 CIO洞察
曙光乍现
2020年12月



4Q20 CIO洞察
迈向复苏
2020年9月



3Q20 CIO洞察
傲然屹立
2020年6月



2Q20 CIO洞察
历久弥坚
2020年3月



1Q20 CIO洞察
新世界的崭新思维
2019年12月



4Q19 CIO洞察
所向披靡 破浪前行
2019年9月



3Q19 CIO洞察
瞬息万变的世界
2019年6月



2Q19 CIO洞察
顺势而赢
2019年3月



1Q19 CIO洞察
拉锯战
2018年12月



4Q18 CIO洞察
峰回路转
2018年9月



3Q18 CIO洞察
乘风破浪 扬帆远航
2018年6月

CIO 往期洞察



2Q18 CIO洞察

前路崎岖不平
2018年3月



1Q18 CIO洞察

坚定信念
2017年12月

