

# CIO 洞察 1Q24

## 與時俱進。

### 美國利率見頂

經濟增長和通脹率的放緩預示著美國利率將見頂。2024年是把現金投入多元資產投資組合的時候了。預計一旦出現進一步降溫的跡象，減息就會啟動。

### 看好債券

聯邦基金利率已達15年來的高位，使固定收益類資產再次具有吸引力。追捧投資級公司債券，從而獲得最佳風險調整回報，同時保持適度的私募信貸基金缺口。

### 聚焦美國的增長和亞洲的價值

看好美國科技股的高質量增長和亞洲股票的深度價值。隨著息差開始利好債券，下調收息類股票評級。資產配置方面，調整股票為看淡，債券和私募資產保持看好。

### 上調黃金評級

在地緣政治風險加劇之際，利率和美元見頂對黃金的韌性形成支撐。央行的持續買入也提供了長期支持。繼續將黃金作為投資組合的風險分散佈局。



來源：iStock

# 目錄

02

前言

110

專題策略

靜奢風 110

03

行政摘要

下一代基礎設施 119

05

投資策略

133

詞匯表

資產配置 07

全球宏觀經濟 24

美國股市 38

歐洲股市 43

日本股市 49

亞洲（除日本外）股市 55

全球利率 63

全球信貸 72

全球貨幣 79

大宗商品 91

另類投資：黃金 96

另類投資：私募資產 103

# 前言

尊貴的客戶：

獨木舟運動員絕不會左顧右盼。他們的目標只在前方。在水面上，他們保持劃槳節奏，每劃一次，都會把獨木舟只推向前進。左、右、左、右。與潮汐、水流、風浪對抗。這是一種為強烈的使命感所召喚的精神力量和運動贊歌。

我們星展銀行始終錨定打造最佳銀行、創造美好世界的願景，就像海上的獨木舟運動員一樣，我們劃過了2023年的激浪湍流，在2024年我們將乘風破浪—正如我們2024年第一季度《CIO洞察》的標題涵義—與時俱進。

大西洋兩岸的銀行業動蕩、加上市場波動，已使全球財富的重心開始向亞洲偏移。在這個不斷變化的格局中，我們不僅鞏固了作為一家銀行的地位，而且值得信賴的財富管理合作夥伴的身份也更加夯實。我們的客戶，譬如您，見證了我們帶給您的無可比擬的承諾—這種承諾源自我們穩健的資本基礎、嚴格的成本管理、專業的投資水平、以及亞洲最安全銀行的殊榮。

星展信托有限公司將安全與創新完美結合，是亞洲首屈一指的信托公司之一，為我們的私人銀行客戶提供在星展數字交易平台交易數字資產並進行安全保管的服務。

2023年年中，我們也成為世界上第一家利用新加坡的可變資本公司（VCC）制度推出聯合家族辦公室結構化方案的私人銀行。星展鑄造坊聯合家族辦公室VCC基金（DBS Foundry Multi Family Office VCC）是一種下設多個子基金的傘形VCC基金，可為超高淨值家族提供一系列可定制的投資策略。這一解決方案不僅是我們家族辦公室方案的里程碑，也是體現我們持續創新承諾的典范。

除了銀行業務之外，我們還為所在社區創造影響力和推動有益變化方面發揮了積極作用。2023年8月，我們宣佈計劃在未來十年投入高達10億新元，用於改善低收入和弱勢群體的生活與生計問題。邁入新的一年，誠邀您與我們攜手同行。

在此，我祝您在新的一年銳意進取，收獲滿滿。



許志坤

主管  
零售銀行及財富管理

# 行政摘要

尊貴的客戶：

自2023年初以來，我們就明確主張投資者的現金投資應遵循《重塑60/40》。

我們的主張得到了回報。盡管地緣政治不確定性和經濟衰退風險帶來了諸多不利因素，但我們的槓鈴策略在2023年（截至12月1日）仍錄得10.7%的收益，本策略一端為創收型債券，另一端為長期增長型股票。

自聯儲局開始收緊政策以來，在16個月內共加息525個基點，是其歷史上最快的加息週期之一。利率作為評估未來現金流的貼現因素，一直是決定金融資產表現的關鍵性條件，這也解釋了在利率高企期間股票和債券所面臨的困境。

當前，隨著經濟增長和通脹數據趨於緩和，我們認為美國利率將見頂。因此，我們相信2024年將形成一個風險資產的有利環境。

2023年被稱為「瑰麗七巨頭」的美國大型科技股與大盤指數之間的巨大分歧，推動我們的槓鈴投資組合大幅跑贏相關基準的表現。

我們預計這種情況將會持續。目前債券債息高企，給股票市場設置了很高的門檻。除了優質的非必需消費品和科技相關公司外，其他行業大多數公司的盈利增長都將因債券債息超6%而面臨挑戰。

因此，增長型股票的表現將會繼續優於價值型股票也就不足為奇了，進而有助於在2024年強化我們槓鈴策略的成效。

本報告中，我們還強調了下一代基礎設施和奢侈品主題，以及這些板塊所蘊藏的大量機會。

祝您新的一年裡財源滾滾！



侯偉福，CFA

投資總監



# 轉折點

資產配置  
1Q24

三大重要轉折點即將交匯—反通脹加劇和聯儲局政策利率見頂，股票與債券債息差為負，以及美國國債債息曲線的反倒掛形態。建議看好投資級債券、私募資產和黃金。我們將股票評級下調至看淡，繼續偏好優質增長型公司。

# 投資概要1Q24



## 宏觀政策

當經濟增長和通脹開始放緩，聯儲局和歐洲央行將會啟動減息。日本央行將正常化其超寬鬆貨幣政策。隨著經濟增長企穩，亞洲減息空間收窄。



## 經濟前景

在日本經濟放緩、歐元區經濟停滯的情況下，美國經濟增長率降至1.2%，正實現軟著陸。電子產品出口將成為亞洲經濟增長的主要驅動力。



## 股市

看好科技和非必需消費品行業的優質增長股，以及亞洲股票的深度價值。下調收息類股票評級。



## 信貸

存續期為3-5年的A/BBB級信貸仍是最佳投資標的。受惠於美元走軟的額外一級資本債券銀行資本工具、優質新興市場信貸和本幣債券是關注亮點。



## 利率

美國和歐元區短端債息將因通脹和經濟增長放緩跡象而下降。鑑於為赤字提供資金的供應風險，對債息曲線長端持謹慎態度。除中國外亞洲地區減息空間因通脹風險收窄。



## 貨幣

隨著美國利率見頂，日圓將從美元走軟中獲益最多，其次是歐元。電子產品帶動亞洲出口復甦，將會支撐亞洲貨幣。



## 另類資產

地緣政治風險和聯儲局利率見頂對於黃金而言是有利因素。私募股權二級市場和私募信貸中的不良債務在當前環境下具有吸引力。



## 大宗商品

全球經濟增長乏力將打壓大宗商品需求。由於石油輸出成員國組織+沒有進一步減產，油價面臨下行風險。



## 專題

消費者觀念的演變正在重新定義奢侈品行業。結構性變化將推動對新基礎設施支出的需求。



專題：  
奢侈品，重新定義

良知消費主義是後疫情時代一個重要的關注點，促使企業採取新的戰略，讓自己脫穎而出。在奢侈品領域，「靜奢風」已經悄然嶄露頭角，對獨特性的渴望和「富裕焦慮」（即對炫富的日益謹慎）的出現對此也起到推動作用。



專題：  
下一代基礎設施

隨著全球奮力應對21世紀的挑戰，如氣候危機、人口結構變化、網絡攻擊和供應鏈動蕩，下一代基礎設施的需求將持續增長。



# 01. 資產配置。

侯偉福，CFA  
投資總監

鄭迪倫  
策略師

**新的一年，新的預測。**年終預測是一件棘手的事。由於人類大腦中固有的樂觀偏見，人們往往認為即將到來的一年將比上一年更好。我們也不例外。經歷了2022年拋售帶來的衝擊和失望，以及2023年的廣泛復甦之後，人們當然很容易認為2024年對風險資產來說將是更為有利的一年。

那麼，為什麼不是呢？畢竟，人們普遍預計隨著反通脹的滲透，聯儲局將終止貨幣緊縮政策，而減息的可能性無論多麼遙遠，都應該是何時而不是是否減息的問題。但歷史告訴我們，當聯儲局退出貨幣緊縮政策並轉向寬鬆政策時，風險資產的走勢往往是動蕩的。

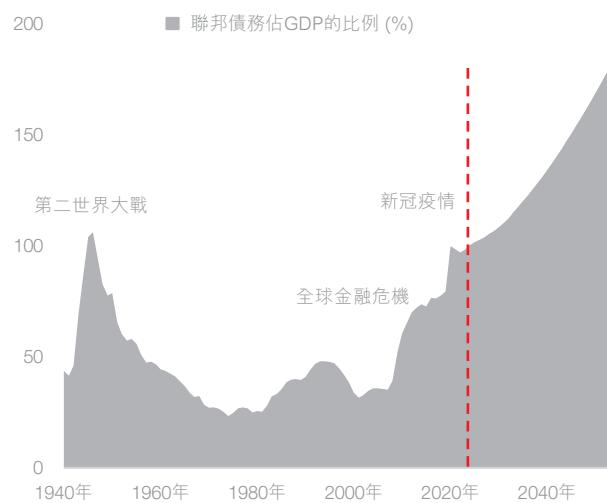
這是有道理的。從歷史上看，主要的貨幣寬鬆週期都是經濟衰退的先兆。1989年、2000年和2007年皆是如此。盡管聯儲局可能希望實現經濟「軟著陸」，但實際上，願望和現實只有一線之隔。情況可能會朝著另一個方向發展。政策失誤並不少見，尤其是考慮到聯儲局歷史上制定的政策有成功也有失敗。

聯儲局一直堅持使用一套依靠數據的政策方法，其中幾乎沒有前瞻性的成分，這是金融市場當前所面臨的關鍵不確定性之一。這是有風險的。

這使聯儲局暴露在意外的過度緊縮風險之中。美國經濟數據已經顯示出疲弱的早期跡象，住宅建築領域就是其中一例。

美國債務狀況及其難以為繼的財政狀況問題日益加劇，又築一道憂慮之牆。多年來財政的大手大腳，加上快速加息，使美國陷入了債台高築的尷尬境地。根據國會預算辦公室的數據，今年聯邦債務佔GDP的比例將達到98%，與1946年二戰後106%的高位已相差無幾。

## 美國負債已近二戰時期水平



來源：國會預算辦公室，星展銀行

隨著出現疫情超額儲蓄（盡管正在減少）和實際工資上升，美國經濟實現「軟著陸」仍是我們的基本情景預測。但鑑於金融市場的三大主要轉折點即將交匯，這並不能排除風險資產未來不會出現大幅波動：

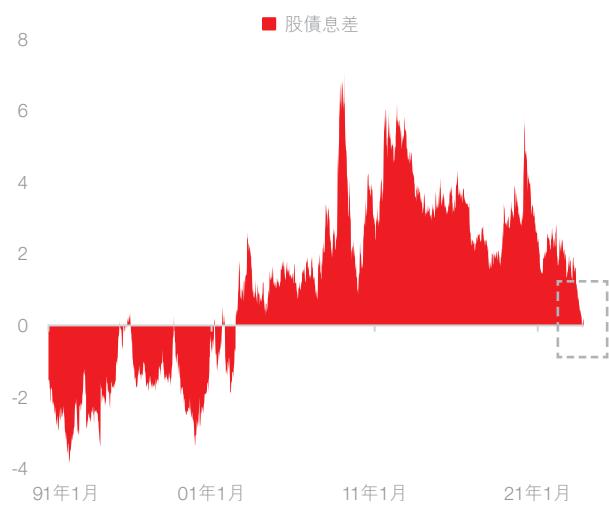
- 反通脹加劇和聯儲局見頂
- 股票與債券債息差為負
- 美國國債債息曲線的反倒掛形態

事實上，我們對以往的市場週期進行分析後得出一個結論：當上述因素交匯之時，風險資產可能會出現嚴峻的前景。尤其股票與債券債息差為負，是一個主要問題。盡管存在明顯的不利因素，但股票估值仍保持在高位，這顯然顯示投資者還沒有完全準備好接受輕鬆賺錢的時代已經結束的新現實。

鑑於這些轉折點的出現，2024年參與金融市場將需要極端實用主義，當然也要避免教條主義。我們為下一季度資產配置所制定的關鍵策略是：

- 將收息類股票下調至看淡，同時保持對長期主題優質增長型股票的大規模缺口
- 將成熟市場的美股評級上調至看好
- 將黃金評級上調至看好
- 繼續看好投資級債券和私募資產

轉折點I：股票與債券債息差為負



來源：彭博，星展銀行

轉折點II：美國10年期與2年期國債債息曲線反倒掛形態

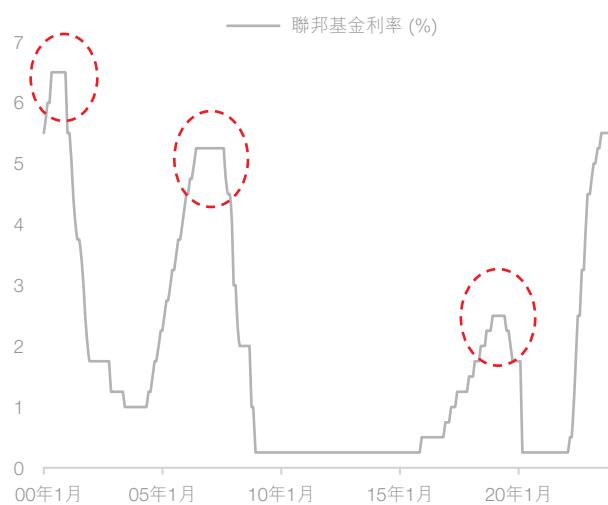


來源：彭博，星展銀行

**反通脹加劇和聯儲局見頂。**過去幾年，聯儲局不時出現舉棋不定的情況。在疫情後經濟重新開放時消費者價格開始飆升，聯儲局卻宣佈這一現象為「過渡性通脹」。如今，在通脹從高位大幅回落之際，聯儲局又在宣稱「長期高利率」。時間將會證明聯儲局的最新說法是否正確。

從上世紀70年代的石油危機到互聯網泡沫，再到後來的次貸危機，聯儲局的貨幣政策決定都出乎市場意料之外。回顧過去20年，聯儲局在一系列加息之後，維持高位利率的時間平均僅有10個月。我們目前正處於本次加息週期政策利率見頂後的第六個月。

聯儲局前幾次高位利率沒有維持太久



來源：彭博，星展銀行

對投資者來說，2024年更關心的問題是：  
通脹將何去何從？

簡要說來，最初的通脹飆升主要是由於經濟重新開放時嚴重的全球供應鏈中斷造成的供應衝擊。根據聯儲局的數據，「供應驅動型」和「需求驅動型」總體通脹率之差在2020年11月達到高位，這與當時全球供應鏈壓力的上升相吻合。但2021年以來，後者開始下滑，並最終在2023年5月觸底。供應鏈壓力的緩和轉化為廣泛的反通脹，美國整體CPI從2022年6月9.1%的高位降至目前的3.7%。

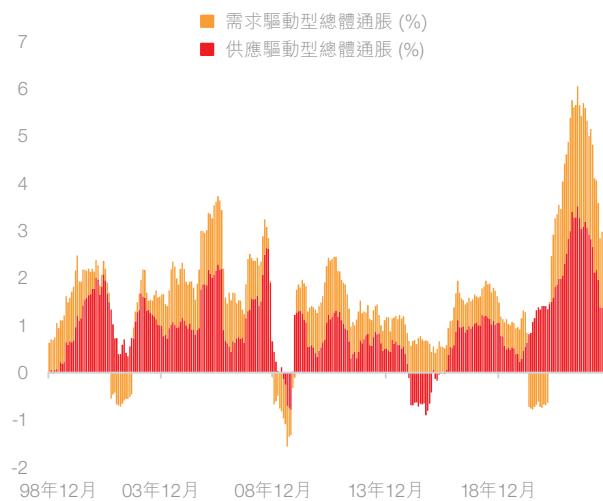
羅斯福研究所研究顯示，當前的反通脹趨勢是供應擴張而非需求收縮的結果。事實上，通脹下降的速度已不再與菲利普斯曲線同步。他們的結論與聯儲局的數據相吻合，該數據顯示在2020年12月至2023年9月期間，供應驅動型總體通脹率僅上升了0.1%，而需求驅動型通脹率則大幅上升了2.2%。

## 供應鏈壓力正在觸底



如果上述分析正確，那麼它將對聯儲局2024年的政策軌跡產生重大影響。在各經濟體首次重新開放並推高通脹時，聯儲局採取了進取的貨幣緊縮措施，在17個月內將政策利率上調了525個基點。但人們普遍認為，通過傳統的貨幣緊縮來應對供應衝擊（以及供應驅動型通脹）是無效的。事實上，上調政策利率就可以解決因俄烏衝突或中國疫情封控造成的供應鏈限制嗎？當然不能。

## 通脹壓力：供給驅動型vs需求驅動型



如今供給驅動型通脹壓力已大幅減弱，聯儲局加息效力的敘事將發生變化。目前美國10年期國債債息約為4.2%，總需求將會出現收縮，並在年內推動整體通脹率走低。這支持了我們的觀點，即聯儲局即將見頂。從歷史上看，隨著供應驅動型通脹的影響相對於需求驅動型通脪的影響逐漸減弱，美國國債債息的同比變動也將趨於收窄。美國長期國債的急速下挫也顯示投資者的悲觀情緒已達到頂點。

## 通脹動態顯示未來債券債息將下降



來源：彭博，星展銀行

話雖如此，我們認為圍繞聯儲局是會維持「長期高利率」還是會減息的討論並無實際意義，因為聯儲局採取的是一套依靠數據的政策方法。聯儲局的政策軌跡將繼續受到經濟數據高頻率波動的影響，同時還要看怎樣才能讓鮑威爾及其團隊「放心」地認為，轉向新的政策方向不會重新引發經濟通脹壓力。

## 美國長期國債急速下挫：投資者的悲觀情緒達到了頂點



來源：彭博，星展銀行

**負債息差：對股票走勢的影響。**股票盈利率與美國10年期國債債息之差（簡稱「收益息差」）在2023年10月由正轉負。這意味著，承擔股票風險（相對於持有債券）將不會再獲得補償。那麼，為什麼投資者願意接受如此低的風險回報呢？近因效應可能在這裡發揮了作用，即近期事件更受重視而產生的認知偏差。

次貸危機以來，股票市場一路高歌猛進。除了遭到與疫情相關的短暫拋售（隨後出現急速的V型復甦），股票市場在大多數

年份都取得了可觀的收益。不出所料，自滿情緒已悄然而至。盡管資本成本急速上升，地緣政治不確定性不斷加劇，但股票估值始終保持高位。顯然，投資者還沒有完全準備好接受環境已經發生變化的事實。

過去的95年間（1928年以來），負債息差情形只出現過29次，這說明當前的情況值得進一步進行分析。首先，在20世紀20年代至60年代，由於高盈利收益率（低市盈率）遠超債券債息，債息差總體為正值。但到了20世紀60年代末至21世紀初，這種情況開始發生變化，在此期間債券債息上升，超過了盈利收益率。

根據傳統思維，在債息上升的環境下，投資者預期經濟／盈利增長強勁（從而賦予更高的股票估值），則債息差為負。相反，在低債券債息環境下，投資者預期收益增長疲弱（從而賦予更低的股票估值），則債息差為正。我們對歷史數據分析顯示，這樣的假設是成立的：

- 將債息差為正的年份的盈利增長進行匯總，其年增長率中位數為3.6%
- 然而，債息差為負的年份，盈利增長中位數為7.6%，明顯更高

不過，更高的盈利軌跡並不一定意味著更高的股票回報：

- 在債息差為正的年份裡，年回報率中位數為7.6%
- 相反，債息差為負期間，年回報率中位數較低，為4.9%

在債息差為負期間，股票回報率整體疲弱，這顯示投資組合配置應該在未來一年降低對該資產類別的熱情。在債券債息高企的環境下，不應對全體股票一概而論，而是應該採取有針對性的方法聚焦長期趨勢和優質股票精挑細選。

1928年以來，股票與債券債息差為負的情形出現過29次



來源：彭博，星展銀行

**債息曲線出現反倒掛形態，聯儲局暫停加息：對股票和債券的影響。**隨著美國「軟著陸」預期不斷升溫，美國10年期國債債息出現飆升，歷來作為經濟衰退先兆的美國國債10年期與2年期債息曲線顯示出反倒掛的跡象。不過，盡管債息曲線趨陡（反倒掛）通常預示著宏觀前景向好，但歷史數據顯示，風險資產的情形未必如此。

回顧1976年以來的所有數據，我們觀察到從倒掛轉向反倒掛時，債息曲線的轉折點通常都會與聯儲局高位重合（或接近）。這種情況發生過三次：1989年、2000年和2007年。以下是風險資產在這些轉折點期間的表現：

- **1989年的聯儲局高位週期：**在此週期中，聯儲局高位從1989年2月持續到5月，而倒掛的債息曲線在1989年10月轉為正值。在債息曲線出現轉折點後的六個月內，股票（以標準普爾500指數為例）下跌了2.8%，12個月內下跌了10.7%。債券（以美國投資級公司債為例）的表現相對更好，在隨後的六個月內下跌了1.1%，12個月內上升了4.3%。
- **2000年的聯儲局高位週期：**在千禧年之交，聯儲局高位從2000年5月持續到12月，債息曲線在12月轉為正值。從6個月和12個月的角度來看，股票表現不

佳，分別下跌了7.3%和13.0%，而債券則分別上升了5.5%和10.3%。

· **2006-2007年的聯儲局高位週期：**在次貸危機之前，聯儲局從2006年6月至2007年8月一直按兵不動，在此期間，債息曲線於2007年6月轉為正值。在隨後的6個月和12個月裡，股市表現慘淡，分別下跌了2.3%和14.9%，而債券則分別上升3.8%和3.0%。

總的來說，很明顯，當(a)債息曲線出現反倒掛，以及(b)聯儲局開始下調政策利率時，股票的表現往往令人沮喪。從歷史上看，後一種情況都會在美國臨近經濟衰退時發生：

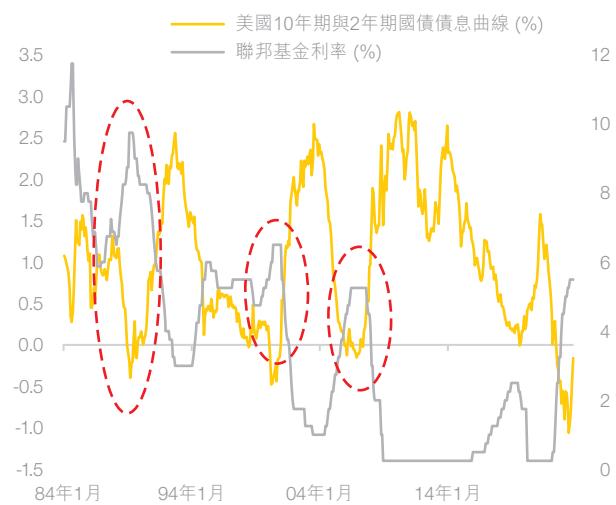
- 1989年的減息週期發生在20世紀90年代的經濟衰退之前，此次衰退主要是因為聯儲局進取的貨幣緊縮、油價飆升（1990年7月至10月期間上升142%），以及消費者信心暴跌。
- 2001年的減息週期發生在2001年3月至11月的經濟衰退之前，當時正值網絡泡沫破裂之後。
- 最後，2007年聯儲局減息發生在美國次貸危機引發的大衰退（2007年12月至2009年6月）之前。

## 歷史上聯儲局見頂和債息曲線反倒掛對金融市場的影響

	聯儲局 利率高位	美國經濟 衰退開始	倒掛的債息 曲線轉為正值	債息曲線轉為正 值後6個月內美 國股票的表現	債息曲線轉為正 值後12個月內美 國股票的表現	債息曲線轉為正 值後6個月內美 國債券的表現	債息曲線轉為正 值後12個月內美 國債券的表現
1	1989年 2-5月	90年7月	89年10月	-2.8%	-10.7%	-1.1%	4.3%
2	2000年 5-12月	01年3月	00年12月	-7.3%	-13.0%	5.5%	10.3%
3	2006年6月- 2007年8月	07年12月	07年6月	-2.3%	-14.9%	3.8%	3.0%
平均				<b>-4.1%</b>	<b>-12.9%</b>	<b>2.7%</b>	<b>5.8%</b>

來源：星展銀行

## 債息曲線轉折點與聯儲局高位重合



來源：彭博，星展銀行

在當前週期中，鑑於家庭和公司之間不存在結構性失衡，我們認為美國經濟軟著陸的可能性很高，這將緩和6個月和12個月股票表現的下行壓力。



## 2024年第一季度資產配置—預計債券將處於領先地位

類別	指數	分數範圍	股票				債券		
			美國	歐洲	日本	除日本外亞洲	發達國家政府	發達國家企業	新興市場
基本面	採購經理人指數	-1 to +1	-1	-1	0	1	1	1	0
	經濟意外指數	-1 to +1	-1	0	0	1	0	0	0
	通脹	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	1
	貨幣政策	-1 to +1	0	0	-1	0	0	0	0
	預測每股收益增長	-2 to +2	1	-1	-1	2	-	0	0
	盈利驚喜	-2 to +2	1	0	1	-1	-	0	0
估值	預測市盈率	-2 to +2	0	1	0	1	-	-	-
	市淨率與股本回報率	-2 to +2	0	0	-1	0	-	-	-
	債息-10年期國債債息	-2 to +2	-1	0	0	1	2	2	1
	自由現金流債息	-2 to +2	0	-1	1	0	-	-	-
市場動能	信用點差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	0
	資金流向	-2 to +2	1	0	0	0	1	0	0
	波動性	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	催化劑	-2 to +2	-1	0	-1	-1	-1	-1	0
	原始分數		-1	-2	-2	4	3	2	2
經調整分數*			<b>-0.05</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>0.19</b>	<b>0.27</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>

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

來源：星展銀行

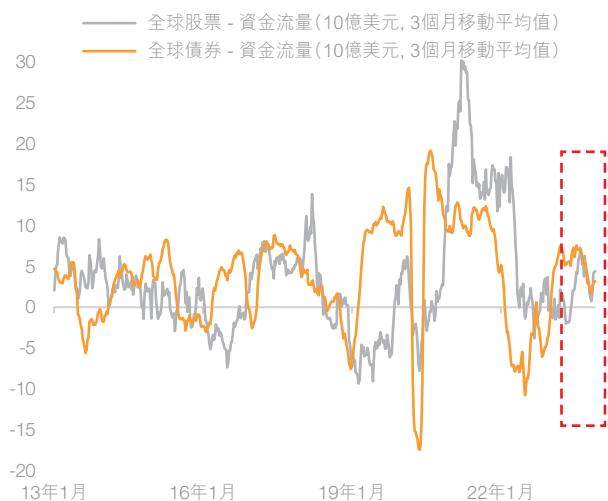
**跨資產一偏好債券勝於股票。**我們CAA框架的最新得分顯示對債券的偏好勝於股票。

**基本面：**美國國內消費一直保持韌性，其部分原因在於疫情超額儲蓄。但儲蓄餘額已開始下降，而且隨著高企的利率對經濟發揮作用，預計年內總需求將會走弱。這將對公司盈利能力產生連鎖影響，因其營收需求和利潤率都將面臨壓力。資產負債表薄弱且嚴重負債的公司將面臨利息支出增加的額外不利因素。

**估值：**2023年第四季度（截至12月5日），美國盈利收益率與美國10年期國債債息之差為0.4%，突顯了在這個節點上債券比股票相對更具吸引力。

**動能：**2023年第四季度（截至11月29日），全球債券淨流入342億美元，年初至今流入資金總額達2,739億美元。顯然，投資者預期聯儲局貨幣緊縮週期將於2023年結束，2024年可能會減息。隨著聯儲局見頂的預期推動324億美元資金流入股市，本季度股市的勢頭同樣樂觀。年初至今，共計有1,422億美元流入股市。

**債市資金流入的勢頭似乎略好於股市**



來源：EPFR Global, 星展銀行

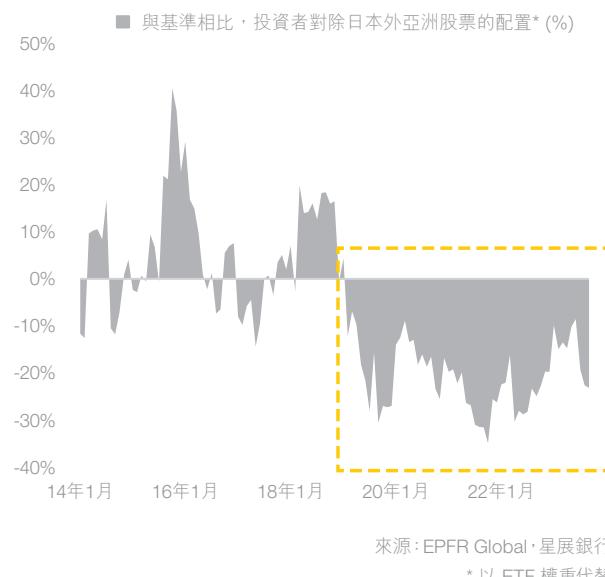
**股票：**克制對股息類股票的熱情；將成熟市場的美股評級上調至看好。2023年第三季度全球股市表現慘淡，總回報率下跌3.3%，而到了第四季度該資產類別出現小幅反彈，升幅為5.8%（截至12月5日）。美股以7.0%的升幅領跑成熟市場，這主要是因為債券債息放緩以及市場預期聯儲局貨幣緊縮週期已經見頂，推動科技板塊上升了12.2%。日本和除日本外的亞洲地區表現平平，分別上升了2.7%和0.9%。中國（跌6.3%）和東盟（跌0.7%）的疲弱嚴重拖累了除日本外亞洲地區的表現。

鑑於債息差為負（這使得債券相對更具吸引力），2024年第一季度，我們將股票資產類別的評級下調至看淡。但我們將股票范疇內的美股評級上調至看好，同時維持對歐洲的看淡和對日本的中性評級。其中的邏輯是：

- 更強勁的盈利前景**：根據普遍預測，預計美股將在2024年實現9.4%的盈利增長，遠高於歐洲0.5%和日本1.7%的增長預期。我們認為，由於科技相關公司勢頭強勁，美國市場盈利具有很大的上升空間。在第三季度財報季中，科技和通信服務分別錄得88.9%和84.2%的正盈利驚喜。
- 聯儲局見頂的受惠者**：鑑於聯儲局在2024年內減息的可能性很大，科技行業等「長期」公司將成為主要受惠者。較低的無風險利率（因此貼現率較低）將會轉化為科技相關股票的高估值。成熟市場中，美國對該板塊缺口最大，這將支撐其表現優於日本和歐洲。

因中國股市表現低迷，我們對除日本外亞洲地區的主張並未如願以償。但由於該地區的預測市盈率為14.5倍（成熟市場為18.5倍），我們認為2024年除日本外亞洲地區具有深度價值。根據基金追蹤機構EPFR Global的數據，23%的全球投資者對除日本外亞洲地區持看淡觀點，這顯示對該地區的極低預期。然而，其2024年的盈利增長前景仍然樂觀，高達20.2%（成熟市場為6.7%）。維持看好評級。

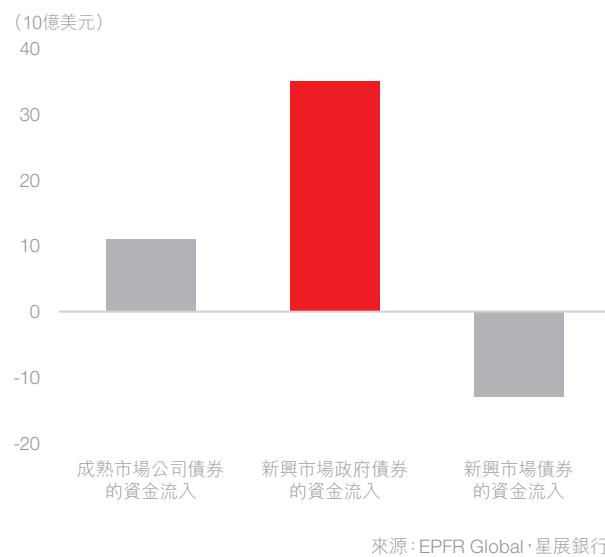
## 大量全球投資者對除日本外亞洲股票持看淡觀點



**債券**：高收益信貸違約率將上升；繼續持有3-5年期投資級信貸。因近期的通脹數據弱於預期，投資者迅速轉向，接受了聯儲局緊縮政策終於結束並可能於2024年減息的觀點。這種假設是合理的。鑑於對美國債務負擔不斷上升的擔憂日益加劇，隨著利率支出的增加，債券債息的每次飆升都會讓美國財政前景進一步惡化。

在這樣的環境下，我們繼續主張投資於投資級債券中的優質公司。在經濟週期當前階段，債券債息高企最終將會影響到更廣泛的經濟，並令總需求承壓。屆時，高收益信貸將面臨違約率上升，而投資級則不受影響。穆迪預計，2024年第一季度高收益信貸違約率將達到4.9%。投資級債券的最佳選擇是3-5年期板塊。

在聯儲局政策見頂預期升溫之際，大量資金流入成熟市場政府債券



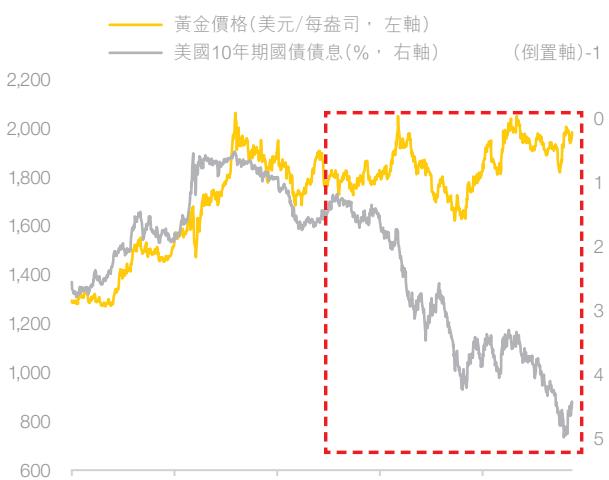
資金流方面，EPFR Global的數據強化了聯儲局即將見頂的觀點，其中發達國家政府債券在2023年第四季度（截至11月29日）的資金流入為352億美元，而新興市場債券則持續流出129億美元。今年成熟市場國家政府債券淨流入高達1,536億美元，而新興市場流出326億美元，這標誌著該趨勢將會延續。

**另類資產：黃金是最佳選擇；評級上調至看好。**表面上看，黃金的韌性大致可歸因於地緣政治不確定性，投資者在這種貴金屬中尋求避險。但這只是附帶效果。支撐其韌性更主要的驅動因素是人們普遍預期聯儲局貨幣緊縮週期已經見頂。在聯儲局見頂和地緣政治不確定性的雙重作用下，

黃金成為最佳選擇，我們認為未來還有上升空間。隨著「去美元化」問題日益受到重視，對美國債務負擔和財政可持續性更廣泛的擔憂還將會提高黃金的吸引力。評級上調至看好。

私募資產方面，由於最近幾個季度採取的貨幣緊縮政策給最弱的貸款企業帶來嚴峻的資金壓力，我們看到了不良債務方面的亮點。這為那些尋找債務被低估的破產（或即將破產）公司的不良債務投資者提供了機會。美國國債10年期-2年期債息曲線出現了反倒掛，從歷史上看，這是預示著公司違約即將見頂。可甄選個別缺口來對沖投資組合下行風險。

盡管債券債息不斷上升，但黃金仍保持韌性

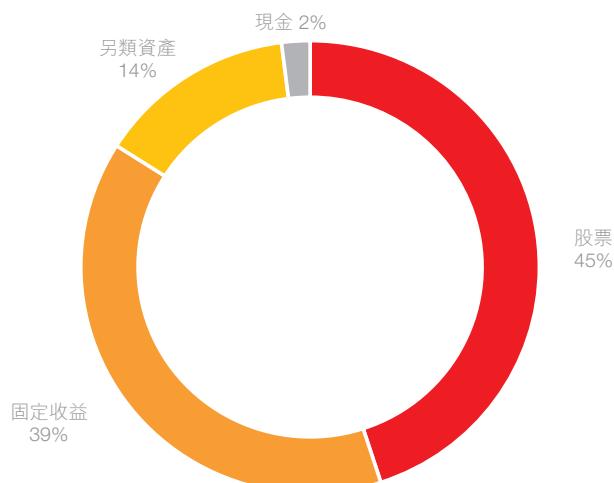


## 2024年第1季度的全球策略性資產配置

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

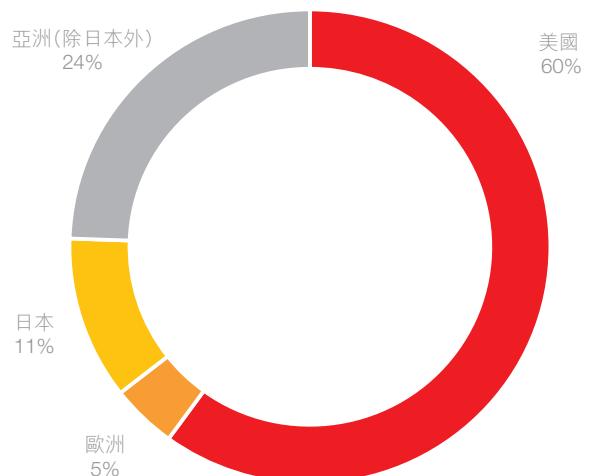
來源：星展銀行

策略性資產配置，資產類別（均衡風險取向）



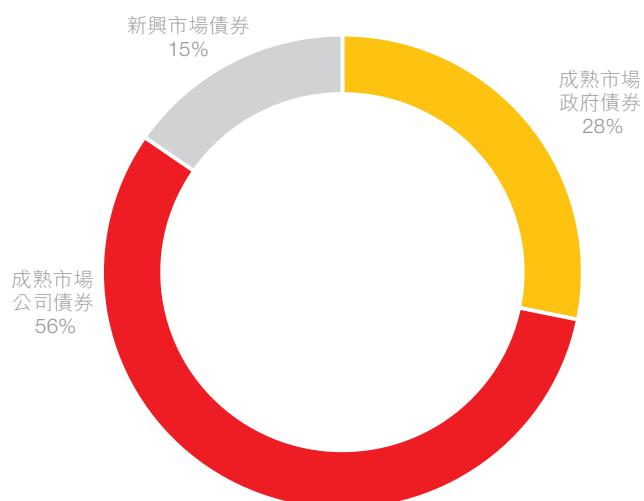
來源：星展銀行

策略性資產配置，股票的地域配置（均衡風險取向）



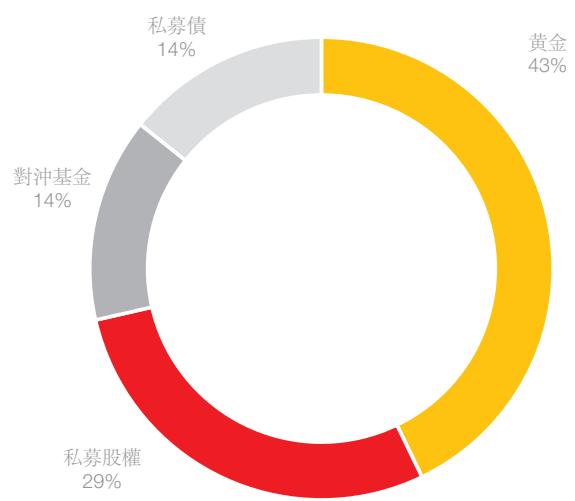
來源：星展銀行

策略性資產配置，根據固定資產中的債券（均衡風險取向）

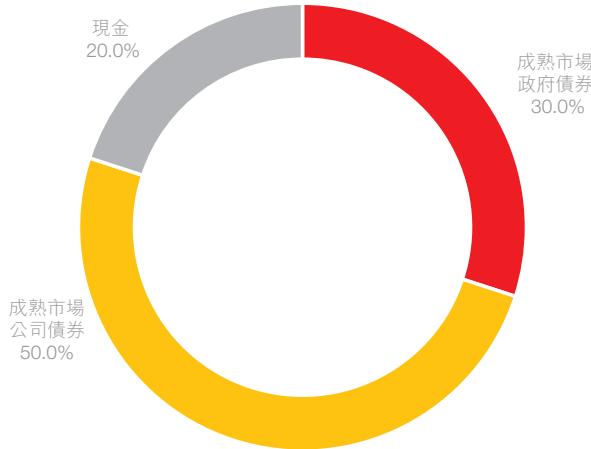


來源：星展銀行

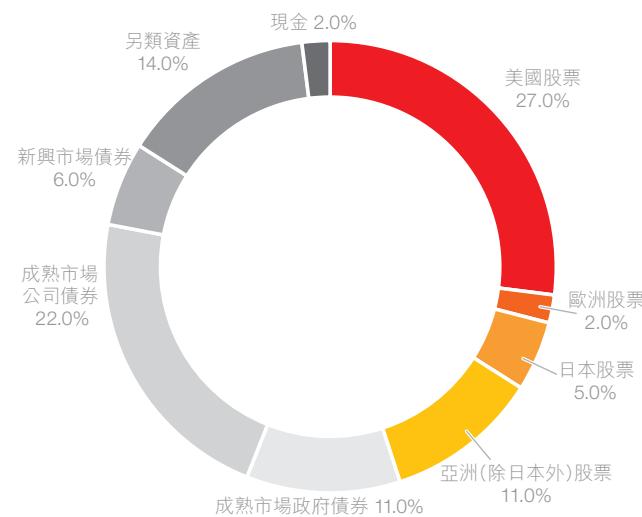
策略性資產配置，另類資產類別（均衡風險取向）



來源：星展銀行



來源：星展銀行



來源：星展銀行

### 低風險

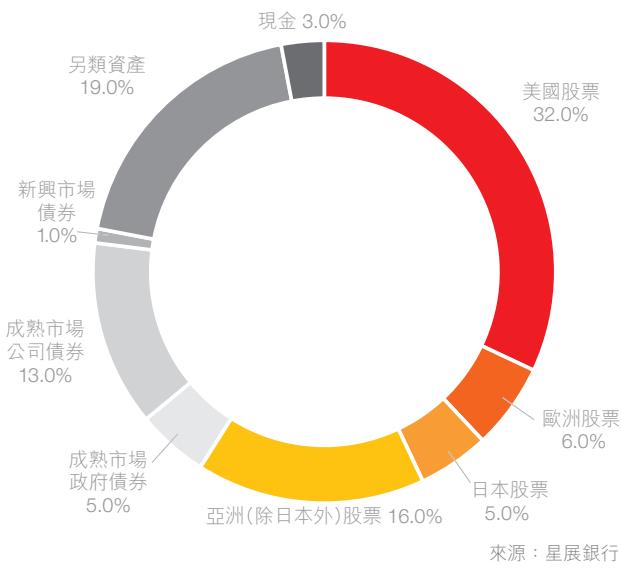
	策略性 資產配 置	策略性 資產配 置	活躍 佔比
股市	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
美國股市	0.0%	0.0%	
歐洲股市	0.0%	0.0%	
日本股市	0.0%	0.0%	
日本除外的亞洲股市	0.0%	0.0%	
<b>債市</b>	<b>80.0%</b>	<b>80.0%</b>	
成熟經濟體政府債券	30.0%	30.0%	
成熟經濟體公司債券	50.0%	50.0%	
新興經濟體債券	0.0%	0.0%	
<b>另類資產</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
黃金	0.0%	0.0%	
私募市場資產與對沖基金*	0.0%	0.0%	
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

\*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

### 中等風險

	策略性 資產配 置	策略性 資產配 置	活躍 佔比
股市	<b>45.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>-5.0%</b>
美國股市	27.0%	25.0%	2.0%
歐洲股市	2.0%	10.0%	-8.0%
日本股市	5.0%	5.0%	
日本除外的亞洲股市	11.0%	10.0%	1.0%
<b>債市</b>	<b>39.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>4.0%</b>
成熟經濟體政府債券	11.0%	10.0%	1.0%
成熟經濟體公司債券	22.0%	15.0%	7.0%
新興經濟體債券	6.0%	10.0%	-4.0%
<b>另類資產</b>	<b>14.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>4.0%</b>
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募市場資產與對沖基金*	8.0%	5.0%	3.0%
私募證券	4.0%	2.4%	1.6%
對沖基金	2.0%	2.0%	
私募借貸	2.0%	0.5%	1.5%
<b>現金</b>	<b>2.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-3.0%</b>

\*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資



## 高風險

	策略性 資產配 置	策略性 資產配 置	活躍 佔比
股市	<b>59.0%</b>	<b>65.0%</b>	<b>-6.0%</b>
美国股市	32.0%	30.0%	2.0%
歐洲股市	6.0%	15.0%	-9.0%
日本股市	5.0%	5.0%	
日本除外的亞洲股市	16.0%	15.0%	1.0%
債市	<b>19.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>4.0%</b>
成熟經濟體政府債券	5.0%	4.0%	1.0%
成熟經濟體公司債券	13.0%	7.0%	6.0%
新興經濟體債券	1.0%	4.0%	-3.0%
另類資產	<b>19.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>4.0%</b>
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募市場資產與對沖基金*	13.0%	10.0%	3.0%
私募證券	7.0%	4.9%	2.1%
對沖基金	4.0%	4.0%	
私募借貸	2.0%	1.1%	0.9%
現金	<b>3.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-2.0%</b>

\*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

註：

1. 以上是基於3個月的觀點。
2. 資產分配不能確保利潤或防止市場損失。
3. 「TAA」是指策略性資產配置。「SAA」是指策略性資產配置。
4. 投資組合的投資者類型分類與財務需求分析客戶風險狀況類型沒有直接關係，並且根據銀行專有的風險評級方法，沒有為投資組合分配任何產品風險評級。

# 未來經濟 增長放緩

全球宏觀經濟  
**1Q24**

2024年，經濟增長勢頭將會減弱。隨著2024年下半年減息，焦點將轉向聯儲局的寬鬆政策。鑑於再通脹取得成功的早期跡象，日本央行很可能考慮貨幣政策正常化。隨著人工智能驅動的需求推動北亞的復甦，中國將迎來軟反彈。



# 02.

# 全球宏觀經濟。

美國

**經濟增長和通脹放緩將在明年到來。**美國經濟在2023年的表現超過及格線。增長率可能接近2.5%，遠遠超出一年前的普遍預期。高利率和持續的通脹預計將導致消費、房地產市場和投資的低迷，同時可能給面臨貨幣和金融市場收緊的機構和投資者帶來金融不穩定性。23年第一季度，一些地區銀行的資產負債表上出現了固定收益期限錯配的問題，持有的債券也出現了按市價計值的巨額虧損，2023年似乎是一段艱難的旅程。

美國消費者和投資者很快就擺脫了金融市場動蕩的影響。零售額穩步增長，而房地產市場放緩幅度不大。盡管有巨大的借貸需求和評級機構的嚴格審查，美國的債務發行和償付仍然保持穩定。政府停擺相關的陰謀不時佔據新聞頭條，但從未持續足夠長的時間，對財政立場或經濟增長造成實質性阻礙。資本成本的上升並沒有導致信貸市場陷入困境，消費者貸款違約率也沒有大幅上升。最後，盡管消費者情緒反映對物價高企及貨幣政策收緊的不滿，但沒有證據顯示消費者受到嚴重打擊。消費貸款違約率僅略有上升。

泰米爾·拜格，Ph.D.

首席經濟學家

Radhika Rao

經濟學家

馬鐵英

經濟學家

Suvro Sarkar

分析員

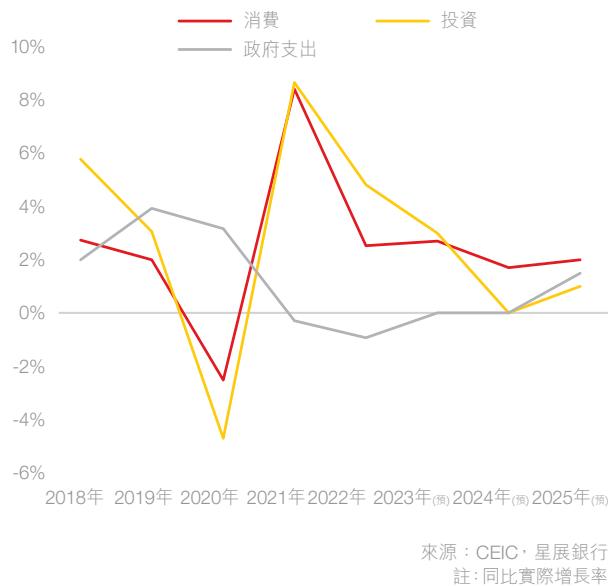
這是怎麼回事？讓我們考慮一下三大緩和措施，這無疑是一個不利的政策週期，必然會降低增長勢頭。首先，盡管實施了一年半的QE（量化寬鬆），聯儲局的資產負債表仍然龐大，相當於GDP的30%。銀行儲備或央行支持的流動性存量仍然充足，這有助於解決市場流動性、支付和結算問題。其次，能源通脹是2022年圍繞俄烏危機的不確定性和擔憂的主要來源，但隨著供給端的迎頭趕上和中國需求的放緩，能源通脹在2023年基本消失。第三，公共部門產業政策為綠色轉型和高科技相關投資提供了主要推動力，為創造就業和資本投資增加了動力。全行業推動人工智能的採用增加了這一勢頭。

**2024年會發生什麼？**我們認為期望更多相同的東西是不合理的。持續的QT（量化緊縮），不斷削減流動性，勢必會拖累金融業。名義和實際借貸成本都很高，這將開始損害消費和投資，進而影響就業。通脹可能會降至3%以下，但過去三年的累計價格上升將繼續損害購買力，尤其是在工資和就業增長失去動力的情況下。此外，如果資產市場出現波動，銀行和非銀行金融機構出現新的脆弱點，金融穩定狀況可能會惡化。

## 美國GDP增長和主要組成部分的貢獻



## 美國GDP的驅動因素



我們對增長放緩的預期並不是一個重大的看跌信號。我們認為，在近期通脹和經濟活動爆發之後，1%的低增長在某種程度上是不可避免的。在我們看來，不太可能出現長期衰退，尤其是在企業資產負債表狀況良好的情況下。經濟增長和通脹放緩可能為2024下半年減息鋪平道路，從7月起可能減息約100個基點。但軟著陸情景也可能使實際利率維持在對市場可能不是特別有利的水平。

## 沒有免費的午餐

龐大的財政需求表現在央行資產負債表的臃腫上，凸顯了關鍵的財政貨幣聯繫。盡管QT保持穩定，但全球最大的兩家央行的資產負債表依然龐大。聯儲局的資產負債表目前接近8萬億美元（佔GDP的30%），而歐洲央行的相應數字為GDP的50%，盡管QT計劃相對於聯儲局有所加快。QE已經成為本世紀主要央行貨幣政策工具箱中的關鍵組成部分。顯然，央行憑借印鈔和購買資產的權力，有能力推高資產價格、解決流動性危機、降低通貨緊縮風險。

但通過購買金融資產和注入銀行儲備金而建立起來的臃腫的中央銀行資產負債表，也帶來了一定的複雜性和成本。國際結算銀行和聯儲局官員的研究顯示，它們導致銀行過度依賴央行融資的金融體系。這反過來可能會扭曲銀行管理流動性和投資組合風險的動機。QE也被認為加劇了不平等，因為這種貨幣操作有利於那些擁有大量金融資產和財產的人，而將其他人拋在後面。

另一方面，收縮資產負債表在理論上是受歡迎的，因為它標誌著經濟狀況正常化，但也伴隨著一定的風險。隨著利率上升，各國央行持有的固定收益資產會出現資本損失。此外，當存在大量財政資金需求時，各國央行不再購買或持有債券，最終可能會破壞政府債券市場的穩定。美國就是一個典型的例子，盡管近期長期利率的放鬆使市場有所緩和，但美國國債市場的波動性仍明顯上升。

我們認為，G2各國央行的資產負債表需要在未來數月和數年繼續收縮，因為足以滿足市場流動性需求的資產負債表水平已經下降了數萬億美元。例如，聯儲局目前的每月資產負債表縮減率將使其從目前的7.8萬億美元水平到2024年底達到約6.5萬億美元，按歷史標準來看仍然偏高，因此有必要在2025年及以後進一步整合。

但複雜情況比比皆是。隨著2024年經濟增長放緩，減息勢在必行，這種情況能否與QT一起持續下去？這將要求聯儲局區分資產負債表操作和利率政策的影響。聯儲局和歐洲央行將面臨這一艱難的抉擇。

**量化寬鬆和量化緊縮的兩難選擇。**回到美國債務和赤字這一關鍵問題上來，如果2024年和2025年的QT一直持續下去，那麼它們會如何發展？如果債券債息出現波動或飆升，QT還能繼續嗎？我們認為，真

聯儲局和歐洲央行的資產負債表，佔GDP的百分比



來源：國際貨幣基金組織，星展銀行

正無序的債券市場可能會破壞整個軟著陸和資產負債表正常化的說法。雖然我們認為這種情況的可能性不會超過20%，但我們預計聯儲局將在這種情況下暫停QT。如果連這都不能保護債務市場，那麼最後一招就是重啟QE，這將對聯儲局的信譽造成相當大的損失。

因此，美國債券市場的陰影對美國財政部和聯儲局都十分突出。當局希望，私營部門對需求方的強烈興趣，加上供應方不會出現進一步的財政滑坡，將使市場在未來幾年保持穩定。我們認為，美國債務市場有很多有利因素，因此減輕了我們的擔憂。但我們應該保持警惕；對於債務發行人來說，天下沒有免費的午餐。

## 歐元區

**2024年增長勢頭將減弱。**歐元區經濟在23年第1季度至第3季度按年增長0.6%，連續增長勢頭在23年下半年戛然而止。緊縮的貨幣政策、艱難的地緣政治背景、能源供應中斷和高於目標的高通脹率的滯後影響，抵消了實際收入增加、勞動力市場緊縮和能源價格下降帶來的好處。受消費疲弱、對華出口放緩、能源不確定性和利率上升的拖累，德國正陷入停滯階段，其第三季度初步增長較本季度下降。這種前景與最近的Ifo指數略有改善不符，因為經濟活動正處於曲線的薄弱環節。

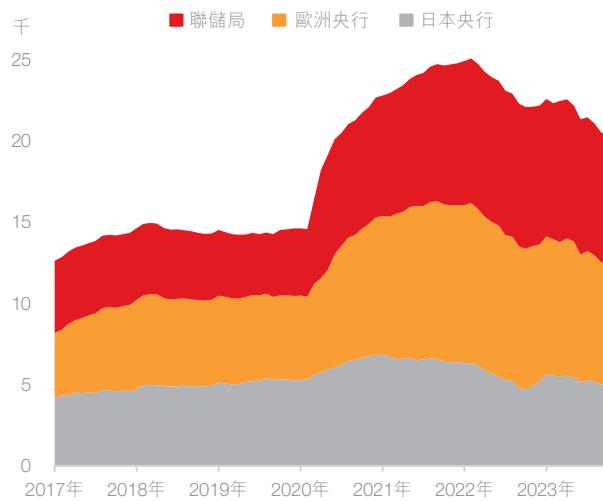
今年7至8月，零售額萎縮0.6%，與年初7%的增幅相比大幅放緩。而核心四國的製造業PMI在第四季度繼續下滑，整個歐元區的讀數處於收縮區間，徘徊在45.0以下。歐洲央行今年10月的銀行貸款調查顯示，所有貸款類別的信貸標準進一步收緊。與此同時，第三季度非金融企業的貸款需求下降了0.9%（第一季度為4.4%），家庭貸款需求下降了0.3%（第一季度為3%）。最終需求放緩可能會促使企業抑制進一步投資，除了建築活動增長放緩之外，2023年上半年資本形成放緩至0.5%，而去年同期為4%。由於歐洲央行發出長期高利率的信號（彌補推遲的財政整頓計劃），且2023年和2024年通脹率高於目標，GDP增速預計將從2023年的0.4%同比放緩至2024年的0.2%。

## 緊縮的金融環境和不確定的需求帶來負面影響



來源：CEIC，星展銀行

## QT可能會在未來幾年持續下去



來源：CEIC，星展銀行

價格壓力有所緩和，過去七個月和五個月的進口價格和生產者價格指數分別為紅色。由於基數較高，2023年10月的整體HICP通脹率大幅放緩至2.9%，低於4.2%的核心通脹率。我們預計，2023年的平均通脹率為5.6%，2024年將放緩至平均2.3%，而能源價格和意外天氣條件的影響將是未來面臨的主要風險。

由於經濟增長疲弱以及需要控制長端債券債息，歐洲央行可能會在24年上半年將主要再融資利率維持在4.5%，然後開始逐步降低利率。我們還預計，對疫情債券購買計劃的再投資將在24年上半年內停止。無論如何，正在進行的QT政策還需要數月甚至數年的時間才能恢復到疫情前的水平，並對國內流動性產生實質性影響。

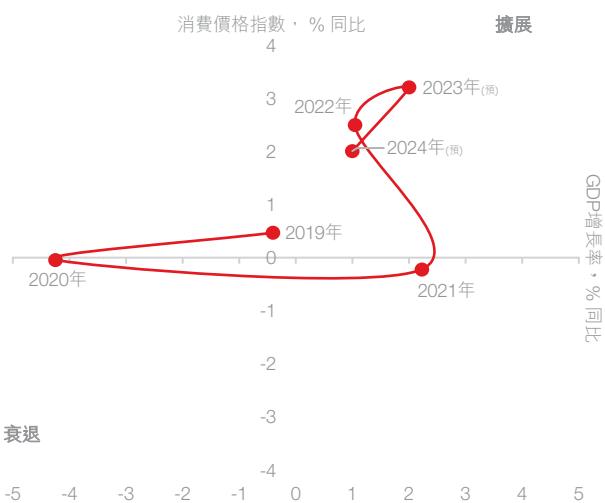
成員國的預算計劃顯示，整合計劃尚未回到正軌。歐盟財政規則修訂協議正受到密切關注，因為歐盟成員國需要提交國家債務削減計劃，以實現赤字目標，並進行必要的改革，以爭取更多時間來實施這些計劃。如果達成一致，新規則將於2025年實施，由於歐元區的財政狀況沒那麼糟糕，2024年可能是一個過渡年。在此期間，GDP赤字超過3%的國家仍將遵守之前的規則。

## 日本

受疫情後重新開放的推動，日本經濟在2023年出現強勁增長，並將在2024年實現正常化。隨著通貨再膨脹成功的早期跡象，日本央行考慮在未來一年實現貨幣政策正常化的條件已初步具備。

**GDP增長將從2.0%放緩至1.0%。**預計GDP增長率為1.0%，低於2023年的2.0%，反映了日本重新開放後需求的減少。盡管如此，有利的勞動力市場條件可能會支持消費增長。最大的勞工組織Rengo即將於2024年春季舉行的春斗談判中提出了「5%或更高」的目標，這比他們要求在2022年底加薪「5%左右」的目標更為遠

## 預計2024年經濟適度擴張



來源：CEIC，星展銀行

大。Rengo的2022年目標導致2023年春斗期間總工資增長3.7%，這顯示2024年總工資有可能增長4%。

預計2024年財政政策將持續支持消費增長。日本首相岸田文雄政府公佈了一項17萬億日圓的經濟刺激計劃，其中包括一次性削減所得稅和住宅稅，向低收入家庭發放現金，以及延長汽油、電力和天然氣價格補貼。考慮到自民黨黨魁選舉和2024年可能舉行的眾議院選舉，明年可能會出台類似的措施，以增加家庭收入和減輕成本負擔。

通脹率從3.2%降至2.0%。預計2024年CPI通脹率將從2023年的3.2%降至2.0%。日圓貶值帶來的成本推動型通脹預計將逐步消退。假設聯儲局在2024年下半年減息100個基點，由於息差改善，美元兌日圓有可能在年底前跌至135。相反，在通脹預期上升和工資增長的推動下，需求拉動型通脹可能會持續下去。根據消費者信心調查，超過90%的日本消費者預計來年物價將上升，而Tankan調查顯示，日本企業預計通脹率將保持在2%以上。

政策平衡利率從-0.1%升至0%。預計日本央行在2024年將政策平衡利率從-0.1%上調至0%。日本央行已經在2023年增加了債息曲線控制政策的靈活性，在沒有硬性上限的情況下容忍10年期日本國債債息在1%左右，下一步就是考慮終止債息曲線控制政策和負利率政策。後者可以得到相對有效的管理。目前，日本央行持有的存款

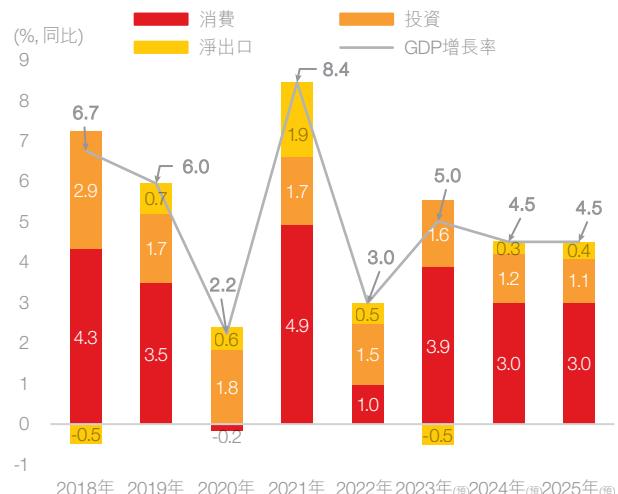
在「三層結構」下賺取利息，-0.1%的利率僅適用於日本央行經常賬戶存款餘額的一部分。將政策餘額利率從-0.1%提高到0%並不一定意味著短期實際利率上升10個基點，可以通過調整「三級結構」來減輕潛在影響。

## 中國

**即將觸底反彈。**經過三年的去槓桿化，中國房地產行業有望出現軟反彈，但尚未正常化。未竣工房屋、地方政府債務、地緣政治風險仍構成風險；盡管2024年的風險比2023年要低。

政府採取刺激措施，以提振房地產行業。與現代金融史上的其他房地產危機不同，中國可以避免房地產硬著陸，因為去槓桿

## 所有製成分對中國GDP增長的貢獻



來源：CEIC，星展銀行

化並未在所有行業參與者中展開。事實上，購房者正在增加槓桿。房貸利率和首付比例下調等刺激政策將繼續有利於購房者，而通過基礎設施投資的財政刺激將抵消房地產投資的缺口。例如，最近批准的用於基礎設施投資的1萬億人民幣特別國債相當於2022年中國GDP的0.8%。其中一半已分配到2023年，另一半預計將於2024年發行。

隨著政策緩和措施的到位，硬著陸的風險有所減弱，經濟環境可能會隨之改善。最近零售額的回升提供了這方面的新證據。提高免稅額等政策將為消費情緒提供一些支撐。然而，持續的經濟復甦取決於勞動力市場狀況；工資增長放緩，新增就業略有增加。

價值1.6萬億人民幣的未竣工房屋仍是面臨的主要風險。研發商目前正在縮減投資，以完成這些現有項目。2023年初至今，房地產投資同比下降9.3%，建築面積下降23.6%。這將導致地方政府債務狀況不斷惡化。據我們估計，包括地方政府融資平臺在內的地方政府債務總額已從2017年佔GDP的53.8%飆升至2022年的81.5%。目前有12個省份限制發行新的政府債券，突顯出地方政府財政的脆弱性。

低迷的土地銷售將進一步加重本已緊張的局面。截至2023年10月，地方政府的土地出讓收入同比下降20.5%，而在地方政府總收入中的佔比則從2020年的44.3%驟降至24.6%。

## 北亞

**AI推動北亞經濟復甦。**貿易週期已顯示出觸底跡象，預計2024年將繼續改善。隨著全球智能手機和個人電腦領域的庫存清理，再加上AI驅動的需求，電子行業呈現小幅上升。韓國和台灣地區的半導體出口在過去一年經歷了急劇下滑，但自23年第四季度以來，降幅已收窄至個位數。韓國的製造業產能利用率目前為70%，正接近疫情爆發前75%的水平。我們預計，韓國和台灣地區將在2024年全年受惠於貿易的持續復甦。

## 東盟

**未來將緩慢復甦。**對東盟來說，2023年是平淡無奇的一年。自2022年初開始的電子產品週期持續疲弱，在今年的大部分時間裡一直困擾著該地區的出口導向型經濟體。我們預計，2023年東盟六國經濟將實際增長4.3%。與2022年5.7%的增長率相比，這是相當不利的。馬來西亞、新加坡和越南受到的打擊最為嚴重，增長率下降了50-75%。

**電子產品週期疲弱是疫情的遺留問題。**在2020年和2021年電子產品購買量飆升之後，2022年至2023年，隨著遠程辦公的需求放緩和公司庫存飆升，全球客戶和企業得到了喘息。從行業庫存數據和消費者調查來看，我們認為本輪經濟週期終於結束，亞洲電子產品出口商在新的一年裡將會有一定的上升空間。

令人失望的不僅僅是電子產品出口。大宗商品價格在2021/22年大幅上升，但在2023年因能源供應方的強烈反應而回落。對於馬來西亞和印尼等國來說，這已成為增長的阻力。中國的需求疲弱也對該地區的貿易商和旅遊經營者起到了推波助瀾的作用。

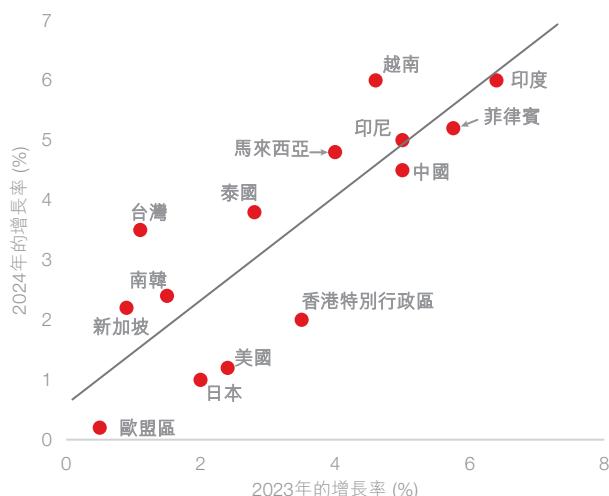
**2024年的前景將取決於這些阻力消散的程度。**我們有些樂觀地認為，2024年對該地區來說將是更好的一年，預計東盟六國的年度實際GDP增長率將上升30個基點。我們認為這種適度的預期轉變有三個關鍵驅動因素。首先，人們期待已久的電子產品需求復甦。PMI調查已經顯示，各種電子產品的預售訂單正在回升。芯片週期也開始出現，反映出人們對AI驅動的產品和服務的興趣日益高漲。未來前景面臨的一個風險是，美國經濟預計將放緩，不過我們認為，即使整體需求環境偏弱，芯片相關的週期也會繼續。

第二個驅動因素是區域旅遊業。雖然西方經濟體在疫情後重新開放已有三年，但2024年將是亞洲第一個完整年份。中國的封鎖於2022年結束，2023年則充滿了各種障礙，包括航班、護照和旅行團供應情況，以及需求緊張導致的高票價。我們認為，來年將標誌著這些阻力的正常化。該地區的酒店經營者、活動組織者和餐廳老板應該樂觀地展望2024年。

中國是決定東盟2024年前景成敗的最後一個因素。4%以上的經濟增長、大體穩定的監管環境和觸底反彈的房地產市場，將為該地區的出口商和企業帶來極大的安慰。隨著大量中國遊客重返該地區，以及對華大宗商品出口企穩，一些增長上行因素將成為現實。

2024年將面臨很多不利因素，從地緣政治到美國經濟可能放緩。亞洲的貿易開放在順境中是其優勢，在逆境中則是其阻力。盡管對夥伴國的需求無能為力，但我們預計亞洲政策制定者將保持寬鬆的貨幣政策，並準備好在聯儲局減息時減息。我們還預計，隨著中國、北亞、歐洲和美國的投資作為供應鏈重組的一部分進行部署，投資將面臨激烈的地區競爭。

#### 各經濟體2023年與2024年的GDP增長率



來源：CEIC，星展銀行

## 盡管OPEC+做出努力，油價仍將趨緩

**2024年預測下調。**我們對2024年布蘭特原油平均價格的預測從之前的每桶80-85美元下調至每桶75-80美元。這是由於供需趨勢疲弱、主要地緣政治風險逐漸減少以及OPEC+方面支撐價格的選擇有限，導致全球原油庫存水平居高不下。隨著美國產量達到創紀錄的水平，以及美國政府在大選年之前對制裁採取更加寬鬆的態度，我們認為，假設減息措施開始實施，24年上半年的平均油價將徘徊在每桶80美元以下，24年下半年才會有所回升。我們還將2025年的布蘭特原油平均價格預測為77-82美元／桶，略高於2024年的平均價格，原因是宏觀經濟狀況有所改善。

**2023年下半年反彈結束。**經歷了今年9月與10月的強勁反彈之後，油價失去了動力，截至撰稿時，布蘭特油價已從近期的最高位每桶95美元下跌到每桶80美元左右，跌幅約為15%。這與我們先前的觀點一致，即油價將在今年下半年見頂，然後

在2024至2025年放緩。由於加沙衝突尚未演變成一場全面的中東危機，加上以色列和哈馬斯最近停火，目前看來，更廣泛的地緣政治風險似乎有所緩和。美國對伊朗石油的制裁也沒有像人們擔心的那樣收緊，而美國對委內瑞拉石油出口的制裁已經部分解除，以確保美國的油價保持在可控範圍內。同時，供需基本面繼續受到全球經濟前景和2024年中國經濟復甦不確定性的挑戰。此外，非OPEC供應量的增加，尤其是美國，其產量恢復到1,300萬桶／日以上的高位比我們預期的要快得多，這在很大程度上抵消了沙特／俄羅斯的自願減產。過去幾周，美國原油庫存不斷增加，聯儲局仍持鷹派態度，這些都加重了對石油市場情緒的拖累，因為布蘭特和WTI的淨多頭頭寸在最近幾周急劇下降。

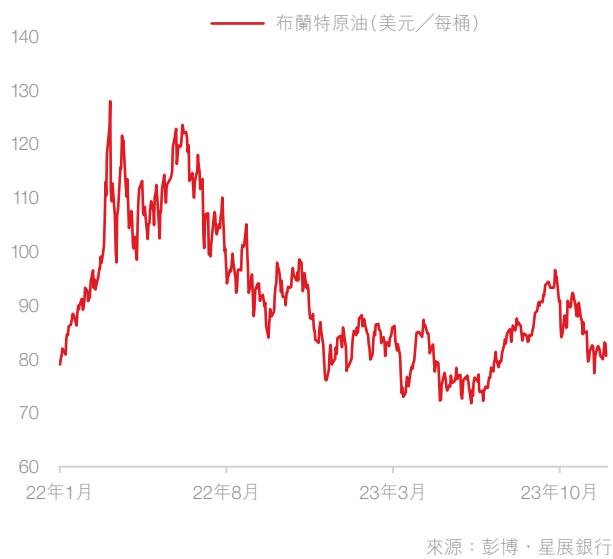
**OPEC+在最近一次會議上試圖穩定市場，但收效甚微。**我我們認為，2023年11月底舉行的最新OPEC+部長級會議在成果上存在欺騙性。雖然頭條新聞是幾個OPEC+國家宣佈額外自願減產每日220萬桶，但

## 2023年至2024年每季度的平均油價預測 - 星展銀行的基本假設情景

(每桶美元)	24年1季	24年2季 (預)	24年3季 (預)	24年4季 (預)	25年1季 (預)	25年2季 (預)	25年3季 (預)	25年4季 (預)
布蘭特 原油均價	77.5	76.0	79.0	80.5	79.5	78.5	80.0	78.5
西德中質 原油均價	73.5	72.0	76.0	77.5	76.5	75.5	77.0	75.5

來源：星展銀行

布蘭特原油價格可能在今年第三季度見頂



來源：彭博，星展銀行

以美國為首的非OPEC供應量在今年呈上升趨勢

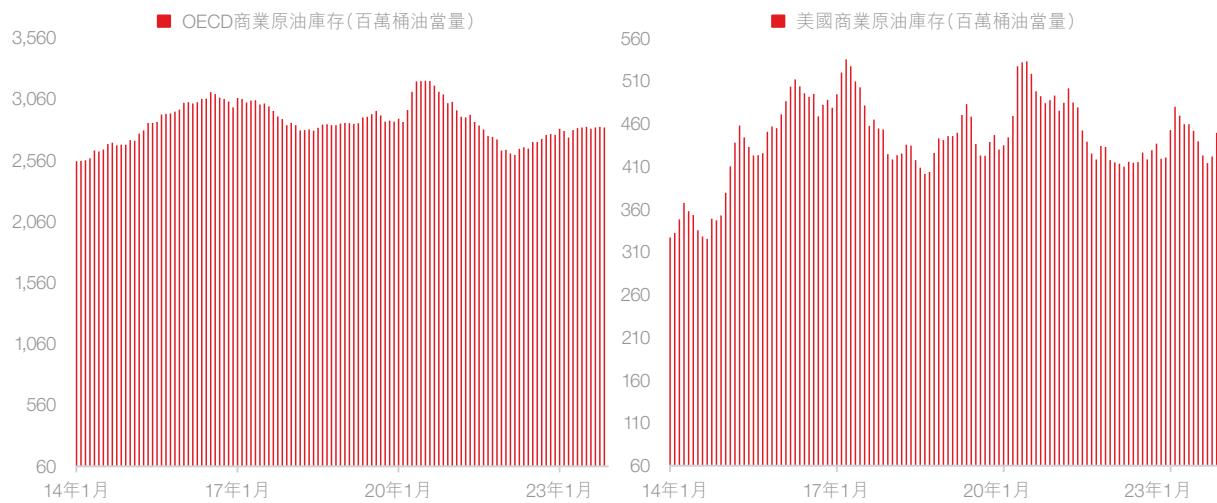


來源：彭博，星展銀行

關鍵在於細節。根據我們的計算，最新的OPEC+協議主要是現有供應削減的延續，根據我們的估計，24年第一季度的額外削減可能僅為每桶20萬桶。此外，OPEC成員國安哥拉對修訂後的產量目標表示不同意，如果可能的話，可能會超過這一目標。值得注意的是，這些削減都是單個成員國的「自願」削減，而不是像以前那樣作為集體削減的一部分。這也意味著，隨著過剩產能不斷增加，OPEC+成員國的市場份額不斷被非OPEC+成員國奪走，要說服OPEC+成員國作為一個集團繼續減產以將油價維持在一定水平之上並非易事。第二點需要注意的是，從2024年1月1日開始的削減只持續三個月，直到明年第一季度末，之後這些自願削減將根據市場情況逐步恢復。因此，這些削減可能在一定程度上有助於應對第一季度的季節性需求疲弱。然而，不確定性仍然存在，特別是考慮到石油需求在疫情後復甦的推動下，經過幾年高於趨勢的增長，將在2024年恢復正常。

進入2024年，較高的庫存水平將繼續對價格造成壓力。隨著2023年非OPEC供應量的增加，即使沙特在2023年下半年自願減產，也無法有效改變全球原油庫存狀況。經合組織的庫存在整個23年下半年仍然居高不下，這與我們在2021年大部分時間看到的庫存減少不同，庫存減少使2022年的庫存水平也很緊張，從而支持了2021／22年的油價回升。EIA報告的美國庫存水平也顯示，2023年10月／11月原油庫存意外急劇上升，這在一年中的這個時候是非典型的。

較高的庫存水平將繼續對價格造成壓力



## GDP增長和CPI通脹預測

	GDP增長率，同比%					CPI通脹率，同比%，平均				
	2021年	2022年	2023年預	2024年預	2025年預	2021年	2022年	2023年預	2024年預	2025年預
中國內地	8.1	3.0	5.0	4.5	4.5	0.9	2.2	1.0	1.6	2.0
中國香港	6.3	-3.5	3.5	2.0	2.5	1.6	1.9	2.0	2.0	2.2
印度	8.9	6.7	6.9	6.0	5.8	5.1	6.7	5.6	4.4	4.0
印度（財年）*	9.1	7.2	6.8	6.2	6.0	5.5	6.7	5.3	4.5	4.0
印尼	3.7	5.3	5.0	5.0	5.2	1.6	4.2	3.7	2.8	2.5
馬來西亞	3.1	8.7	4.0	4.8	4.8	2.5	3.4	2.5	2.9	2.5
菲律賓**	5.7	7.6	5.8	5.3	5.4	3.9	5.8	6.0	3.3	3.0
新加坡	8.9	3.6	0.9	2.2	2.5	2.3	6.1	4.7	3.5	2.4
南韓	4.1	2.6	1.5	2.4	2.2	2.5	5.1	3.6	2.4	2.3
台灣	6.5	2.4	1.1	3.5	2.6	2.0	2.9	2.3	1.7	1.7
泰國	1.5	2.6	2.3	3.3	3.0	1.2	6.1	1.3	1.7	2.0
越南	2.6	8.0	4.6	6.0	6.8	1.8	3.2	3.2	3.5	3.5
歐元區	5.3	3.5	0.5	0.2	1.0	2.6	8.4	5.6	2.4	2.2
日本	2.2	1.0	2.0	1.0	0.9	-0.2	2.5	3.2	2.0	1.3
美國	5.9	2.1	2.4	1.2	1.8	4.7	8.0	4.2	3.0	2.5

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

來源：CEIC，星展銀行

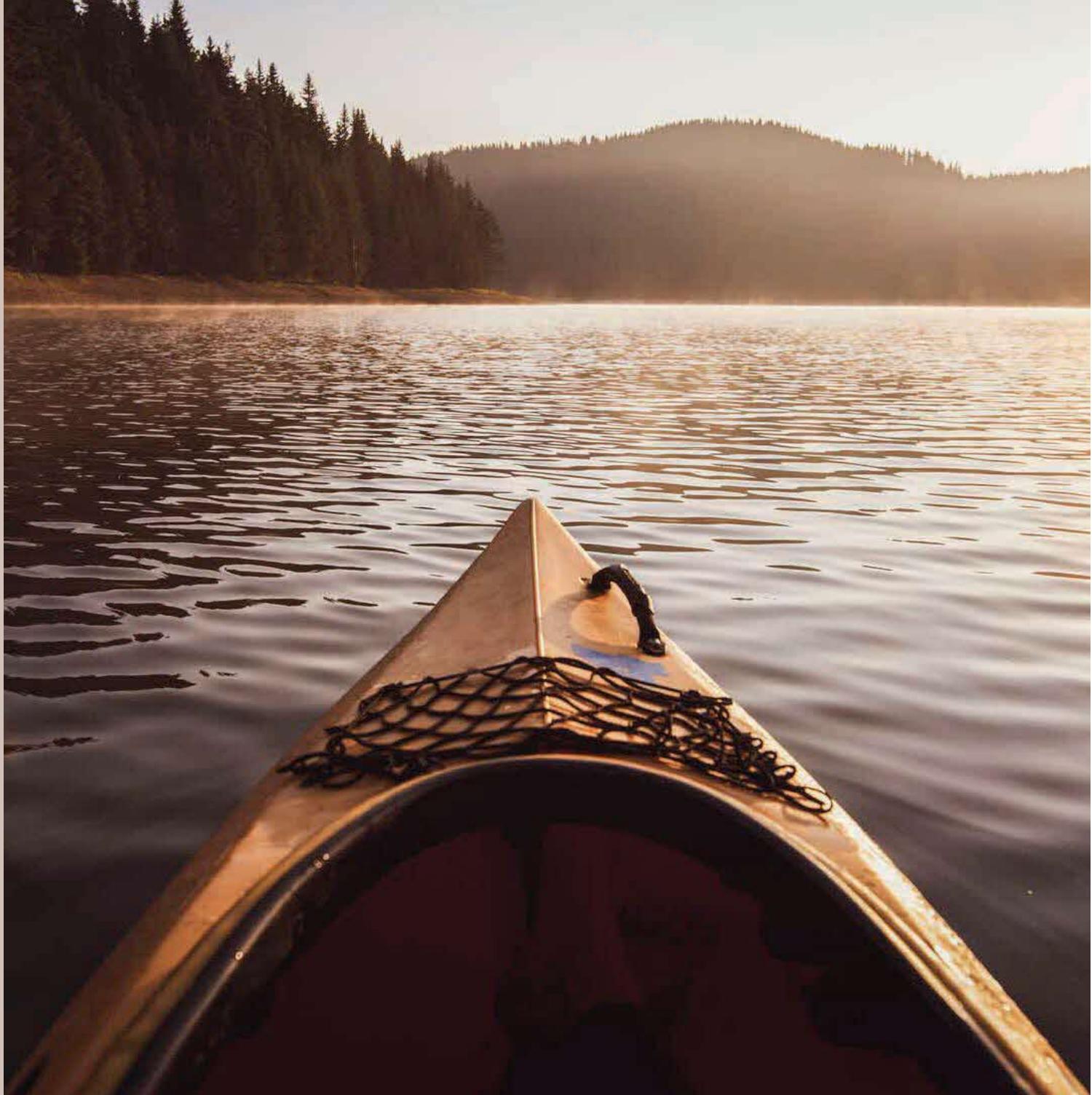
\*\*3個月期新元掉期利率3M SOR。\*\*\*最優惠利率。

## 政策利率預測，截至季尾

	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季	25年第1季	25年第2季	25年第3季	25年第4季
中國內地*	3.45	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.15	3.15
印度	6.50	6.50	6.00	5.50	5.00	5.00	5.00	5.00
印尼	6.00	6.00	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	6.50	6.50	6.00	5.50	5.00	5.00	5.00	5.00
新加坡**	3.60	3.52	3.25	3.08	2.78	2.58	2.58	2.58
南韓	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
台灣	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
泰國	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
越南***	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
歐元區	4.50	4.50	4.00	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00
日本	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10
美國	5.50	5.50	5.00	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50

\*1年期借貸利率。\*\*3個月期新元掉期利率3M SOR。\*\*\*最優惠利率。

來源：CEIC，星展銀行



# 股市收益 恢復在望

美國股市  
**1Q24**

鑑於美國股市強勁的盈利勢頭和可能的低利率走勢，相比其它成熟市場，投資者更追捧美國股市。繼續關注消費類和科技類公司的高質量增長。

# 03. 美國股市.

鄭迪倫  
策略師

**這都是相對的：將美國股票評級上調至3個月看好。**我們在24年第一季度的資產配置中下調了股票作為資產類別的評級，因為股票和債券之間的債息差距顯示後者的風險回報更高。對於收入領域尤其如此。目前，美國10年期國債債息為4.4%，與股息為2.7%的收息股相比，債券無疑更具吸引力。

相比較而言，與債券不同，收益型股票具有潛在「增長」上行的額外優勢。不過，從投資組合構建的角度來看，我們始終傾向於投資者通過增長型股票尋找增長機會，而不是收益型股票。這也是我們決定重債券輕收益型股票的原因。

但在資產配置方面，細微差別很重要。盡管我們對股市總體持謹慎態度，但我們仍

## 目前債券比收益型股票更具吸引力



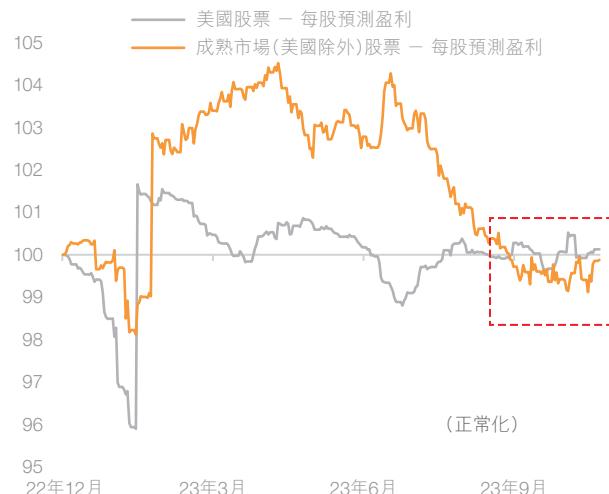
來源：彭博，星展銀行

將下一季度的美國市場評級上調至3個月看好。鑑於以下情況，我們預計美國在成熟市場區域的表現將超過其它國家：

- **強勁的盈利勢頭：**今年上半年，成熟市場（美國除外）的預測盈利勢頭遠強於美國。但在下半年，成熟市場（美國除外）相對盈利優勢開始減弱，而美國的預測盈利仍保持彈性。

從歷史上看，美國盈利與ISM製造業指數的變化密切相關。後者顯然已經觸底，這種下行趨勢的逆轉將是美國盈利前景的好兆頭。根據普遍預測，預計美國在2024年的盈利增長率為310.0%，大大高於成熟市場（美國除外）2.1%的預期增長率。

## 成熟市場（美國除外）預期盈利勢頭大幅減弱



來源：彭博，星展銀行

## ISM製造業觸底預示美國盈利走勢良好

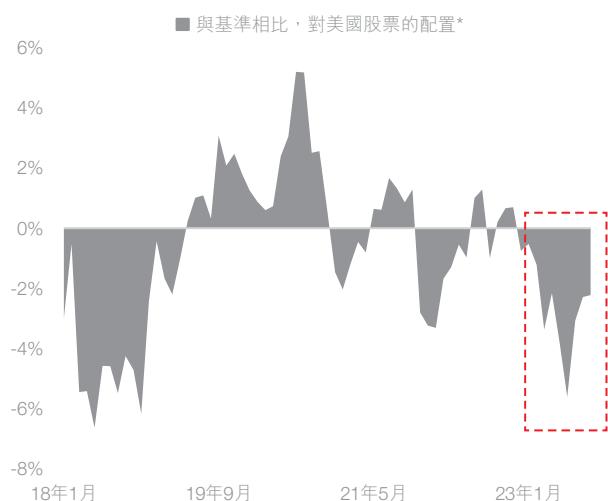


來源：彭博，星展銀行

- 美國股票持有量低：**根據EPFR Global的數據，全球股票基金適度看淡美國股票。從流量數據來看，今年（截至11月1日）流入市場的資金量為60億美元，相較之下，流入日本股票的金額為153億美元。

低持有率和低流動性的結合顯示，由於對聯儲局政策不確定性的擔憂揮之不去，投資者目前對市場的預期並非不高。但隨著今年盈利復甦勢頭增強，投資者將不得不至少將美國市場缺口提升至基準水平。

## 全球股票投資者目前正在看淡美國股票

來源：EPFR Global，星展銀行  
\*以 ETF 權重代替

**聯儲局高位：科技類股利好。**正如資產配置一章所強調的，我們相信聯儲局的高位即將到來。隨著之前的加息政策影響到更廣泛的經濟，近期的通脹數據顯示出放緩的跡象。事實上，最近公佈的10月份CPI為3.2%，低於市場預期的3.3%，已經引發了科技股的大幅反彈。

## 債券債息下降，科技股大幅反彈



2014年第一季度美國行業策略一堅持到底，順應長期趨勢

**CIO看好的板塊在第四季度表現強勁。**我們看好的板塊在23年第四季度（截至12月6日）的平均總回報率為6.4%，比中性板塊高出3.6個百分點，比看淡板塊高出1.3個百分點。在看好籃子中，科技股升幅

最大，為11.4%，其次是金融股，升幅為+7.90%。從本質上講，隨著美國通脹數據的緩和，對聯儲局高位的預期不斷上升，科技股在本季度出現反彈。

在我們的中性籃子中，能源板塊表現不佳，跌幅達10.0%。我們看淡評級中表現較弱的板塊包括日用消費品(+2.2%)和材料(+3.3%)。

**保持長線股：**科技股和醫療股。聯儲局在政策制定中堅持依賴數據的做法只意味著一件事：人們永遠無法在短期內了解央行的政策意圖。例如，即將公佈的數據突然出現意外轉折，可能會導致聯儲局的言論發生劇烈逆轉。在這種環境下，投資者在美國進行行業配置，不應基於宏觀假設，而應基於長期趨勢，這種做法具有啟發意義。

數碼化和人口老齡化是長期趨勢，無論商業週期和央行政策如何，這些趨勢都將持續存在。繼續投資於這些主題，乘勢而上。在技術相關領域，在採用AI來增強業務運營的「適配者」公司中尋找機會。

## 2024年第1季度美股板塊配置

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

來源：星展銀行

## 美股板塊表現與主要財務比率

	年初至今 總回報率 (%)	預測市盈率 (倍)	市賬率 (倍)	企業價值／ 息稅前利潤 (倍)	股本回報率 (%)	資產收益率 (%)
標普500指數	6.4	21.0	4.3	13.4	17.9	3.8
標普500金融	7.9	14.6	1.9	-	12.4	1.4
標普500能源	-10.0	10.9	2.2	6.6	21.5	10.4
標普500科技	11.4	31.4	10.7	20.8	29.8	12.6
標普500材料	3.3	19.0	2.8	11.8	13.6	5.8
標普500工業	7.1	20.1	5.2	14.2	24.4	6.5
標普500必需 消費	2.2	19.9	5.9	16.9	23.6	6.9
標普500非必 需消費	7.1	25.0	8.7	14.7	29.6	7.0
標普500通訊 服務	3.9	19.4	3.8	12.5	13.3	5.3
標普500公用 事業	8.1	16.8	1.9	12.1	8.9	2.3
標普500房 地產	11.3	34.8	2.7	18.5	7.2	3.0
標普500醫療 保健	2.5	20.2	4.6	15.8	18.3	6.4

來源：彭博

\* 截至2023年12月6日數據



# 經濟增長 令人不安

歐洲股市  
1Q24

對能源進口的高度依賴以及財政限制等結構性問題阻礙了經濟增長。選擇奢侈品、醫療和科技類優質股票，因為它們在增長緩慢的環境中仍然具有彈力。

# 04. 歐洲股市。

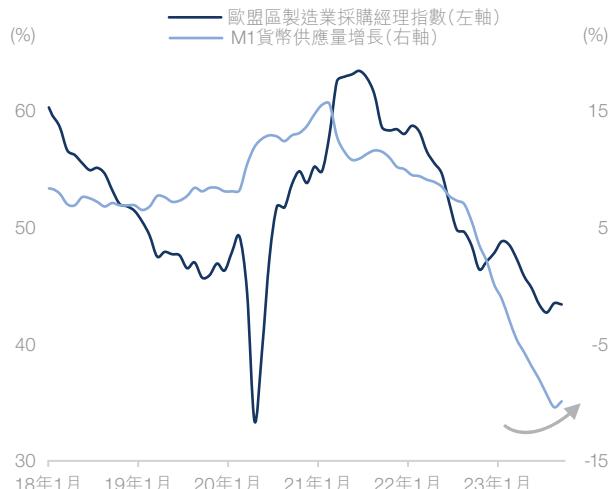
吳秀瓊  
策略師

**等待關鍵因素。**24年第一季度歐洲股市前景顯示出企穩的希望，投資者預期潛在上調重估的關鍵因素。盡管存在一些積極性，但由於該地區容易受到能源價格波動、財政整頓和地緣政治緊張局勢的影響，市場面臨宏觀尾部風險的可能性越來越大。

**繼續關注受惠於結構性需求趨勢的彈力板塊。**我們對歐洲的立場仍保持謹慎，因為市場輪動預計將受到債息變化的影響。保持對歐洲奢侈品、醫療和科技類優質股票的選擇性投資。這些板塊受惠於持續的結構性需求趨勢，使其在長期內具有彈力。在利率下調和增長乏力的環境下，具有長期增長潛力的公司處於有利地位，能夠蓬勃發展。

**通脹緩和、貨幣政策暫停和製造業復甦帶來的阻力正在減弱。**過去一年，由於天然氣價格飆升、歐洲央行的緊縮措施以及全球增長乏力，尤其是在中國，該地區的經濟形勢面臨著重大挑戰。與美國相比，這些因素導致歐元區的表現明顯不佳。最近幾個月，核心通脹率的下降幅度超過了最初的預期，提高了家庭實際收入，並為減息提供了空間。展望未來，我們預計經濟增速將逐漸放緩，繼2023年GDP增長0.5%之後，2024年將增長0.2%。受通脹壓力緩和、歐洲央行更加寬鬆以及中國穩

宏觀經濟環境改善，製造業有望復甦

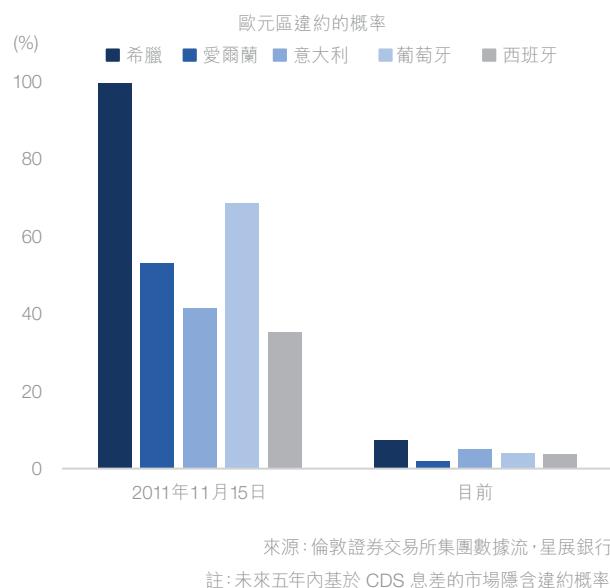


來源：倫敦證券交易所集團數據流，星展銀行

定增長支持的製造業週期性復甦的提振，經濟應在24年下半年顯現出企穩跡象。

政財政困境和預算問題依然存在。然而，歐洲的財政政策可能會帶來挑戰。例如，隨著各國政府逐步取消能源支持措施，並在明年初逐步實現疫情後資金正常化，一些板塊的增長可能會隨之放緩。在撰寫本文時，一項關於修改歐盟財政規定的協議正受到密切關注。如果各方達成一致，新規定將於2025年生效，2024年可能成為過渡的一年，歐元區的不利財政立場將有所緩和。

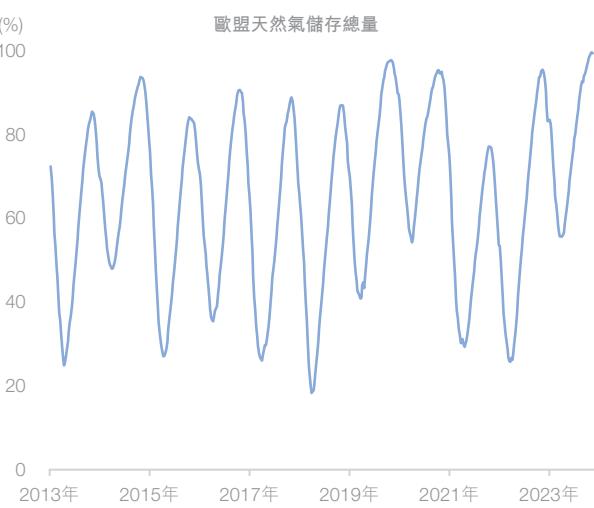
## 財政壓力暫時緩和



尤其是，預算問題成為人們關注的焦點，意大利是風險較高的國家之一，正在應對預算赤字上升的問題。我們預計，在歐盟有利的制度框架支持下，財政壓力仍將得到控制，但我們將對該地區面臨的長期財政挑戰保持警惕。這些財政不確定性可能會給整個地區的增長帶來壓力，因為緊縮的財政狀況可能會引發進一步的預算整合。

**能源倡議帶來了機遇。**由於嚴冬或地緣政治緊張局勢升級，天然氣價格再次飆升的風險仍然令人擔憂。這可能會給整體通脹帶來新的上行壓力，阻礙家庭實際收入的復甦。然而，由於需求已經疲弱、能源成本上升和庫存充足，對通脹的影響可能有限。與能源自足程度較高的美國形成對比的是，歐洲對外部資源的依賴，放大了其經濟的風險性。值得注意的是，歐洲正在積極努力，通過提高能源安全和獨立性的舉措來緩和這一問題。這些措施包括能源來源更加多樣化，以及投資可再生能源和提高能源效率。經過這些協同努力，該地區能源基礎設施的改善將成為未來經濟增長的主要推動力。

## 充足的儲存可降低價格飆升的風險



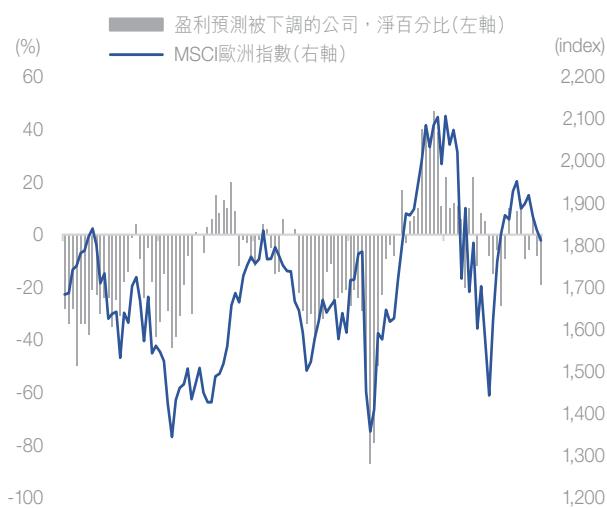
**盈利前景欠佳。**23年第三季度歐洲股市的盈利表現平平，過去兩個月，約30%的公司下調了盈利預期。歐洲指數在2023年4月達到高位後一直處於下行軌道，以應對當前疲弱的宏觀經濟狀況。這再次顯示歐洲股票市場面臨的不利因素，因為其仍在努力應對以特定板塊表現差異為標志的複雜背景。公司提供的前瞻性指引也不盡如人意，對來年盈利增長的普遍預期為7%。但值得注意的是，這一預測取決於材料、能源和通信板塊盈利的顯著改善。

**混合板塊的機遇。**23年第四季度出現了幾次趨勢逆轉。隨著債券債息在年底達到3%左右的高位，科技股出現了反彈。我們繼續看好科技板塊，尤其看好半導體行業，因為在AI熱潮的推動下，數碼化需求持續增長。

對利率敏感的房地產行業在23年第四季度面臨著利率觸頂帶來的不利因素，盈利預期和投資者信心均有所下降。雖然我們對歐洲房地產保持看淡，但對物流、數據中心和學生住宿特別關注。

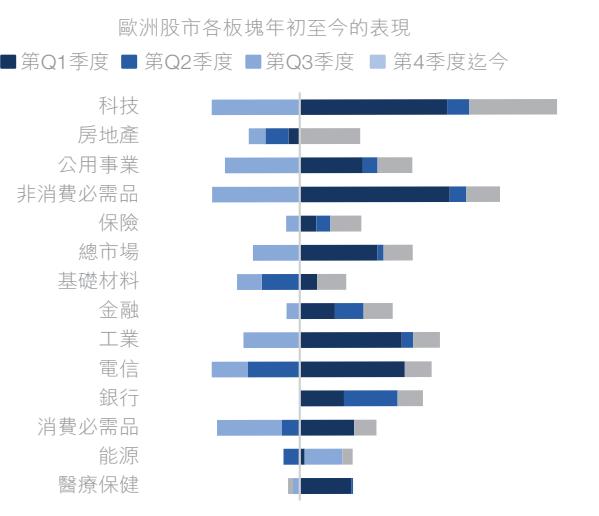
公用事業板塊在經歷了2023年的低迷表現後，在23年第四季度也出現了積極的好轉。歐洲將戰略重點放在提高能源基礎設施的彈性上，這對該板塊來說應該是個好兆頭。此外，技術的進步和消費觀念的

## 連續兩個月淨盈利下調



來源：倫敦證券交易所集團數據流·星展銀行

## 不同板塊的表現差異



來源：倫敦證券交易所集團數據流·星展銀行



轉變也模糊了傳統能源和新能源之間的界限，使該板塊迎來了新的參與者和能源來源。我們支持通過專注於新一代公用事業基礎設施的私人資產基金進行參與。

包括奢侈品、汽車和航空公司在內的非必需消費品板塊對家庭收入水平非常敏感，因此隨著通脹持續下降，它們將受惠於實際收入的上升。我們更看好奢侈品板塊，因為它受惠於全球需求的改善、千禧一代消費增長帶來的結構性增長以及不斷變化的電子商務趨勢。

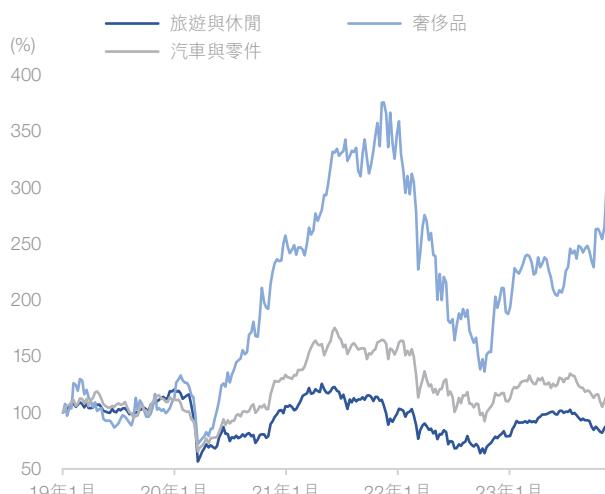
國際旅行，尤其是歐洲和亞洲之間的旅行依然保持強勁勢頭。消費者對豪華旅遊體驗的需求日益增長，對高端旅遊產品的需求預計將保持強勁。鑑於需求強勁、員工配備不足、飛機短缺以及有效的燃油對沖策略，我們預計歐洲航空公司的客運收益率將超過北美航空公司。

歐洲汽車行業在電動汽車轉型方面滯後。歐洲的電動汽車價格通常比傳統汽車高出33%左右。由於缺乏充電基礎設施、對電池壽命的擔憂以及價格問題，導致人們的購買計劃推遲。我們更傾向於價位合適、豪華車市場需求較大的製造商。

雖然銀行業在2023年表現穩定，但在增長放緩、信貸息差擴大和債息上升的背景下，可能會在2024年對銀行業產生不利影響。相反，成本削減和整合等有利的自下而上的動態可能會帶來選股機會。

最後，在經濟衰退時期，醫療板塊的收益應該會保持彈性。我們期待在生命科學領域尋找機會，尤其是糖尿病、肥胖症和心臟病等疾病的藥物領域，因為這些領域的全球需求正在穩步攀升。

### 奢侈品依然流行



來源：倫敦證券交易所集團數據流·星展銀行

# 樂觀情緒受阻

日本股市  
1Q24

投資者信心在債券債息上升和市淨率恢復暫無進展中有所減弱。考慮到日本政府的大力支持，我們看好上游半導體供應鏈。



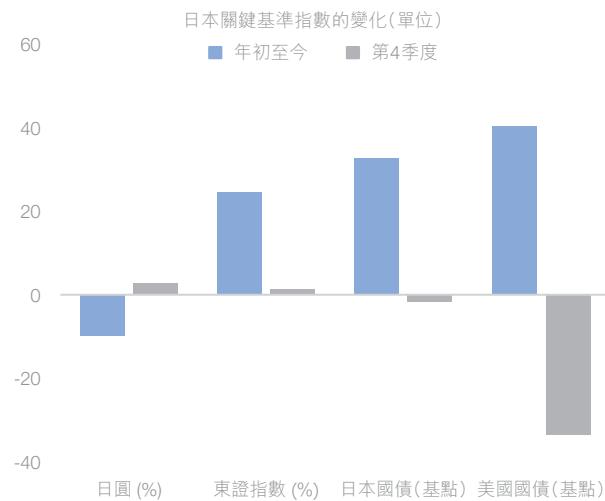
# 05. 日本股市。

吳秀瓊

策略師

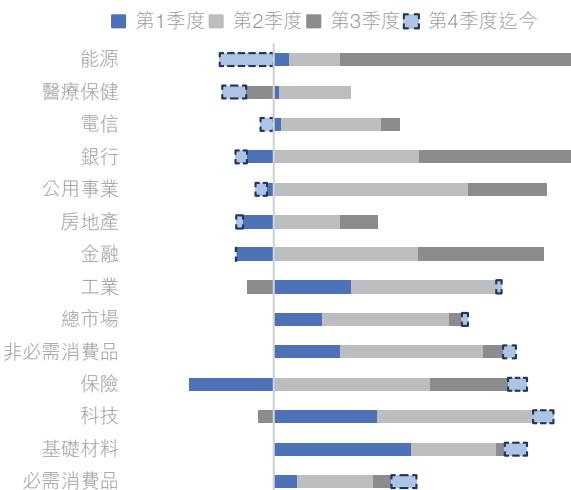
股市表現停滯。日本股市狀況在2023年第四季度惡化，由於投資者信心因日本和美國的長期利率都在上升而有所減弱，並且中東地區的地緣政治緊張加劇。十年期美國國債債息在2007年以來第一次衝擊5%；當日本央行在十月的貨幣政策會議上取消了國債債息1%的軟性限制，日本國債債息也接近了1%。日圓匯率一直徘徊，之後跌破了日圓兌美元匯率150的心理大關。外國投資者在2023年第四季度一整個11月都是資產淨出售的狀態，但是年初至今總體穩定保持了淨買入，資金流入總量為26萬億美元。

## 2023年第四季度主要特點由美國國債大動作驅動



科技和工業板塊起領作用。板塊角度來看，能源和銀行板塊在2023年第四季度翻轉了之前的強勁表現，因為油價和債券利率出現了短期內的觸頂跡象。與此同時，投資者們繼續追求在經濟上更為重要的板塊，如科技和工業。另一方面，防禦型的板塊，諸如醫療健康和通訊的表現微弱，盡管投資者們的風險偏好低，同時非必需品和必需品板塊都表現不錯。在基本材料板塊，化學品表現出眾。

## 2023年度版塊表現



**不太強勁的盈利趨勢和估值。**公司們紛紛開始在2023年十月末公佈今年三季度的業績，其中大多數公司的銷售額和每股盈利突破了預期。然而，由於中國出口庫存復甦弱於預期，前瞻性指引被下調。日圓匯率的預期一直在135.75，比目前水平高約10%，這種情況可能為換算盈利提供一定的緩衝。與此同時，國內需求股可能會從價格陡增中看到上行希望。例如，日本鐵路(JR)車票的基本價格在過去幾十年中基本沒有調整過。但是，隨著日圓貶值，能源價格和維護成本的增長，2023年十月一日，日本鐵路已經將價格進行必要的上調，升幅最高的是7日全通券，達到77%。

**東證指數的每股盈利增長預期已經開始下降，**目前2023財年為同比增長+12%，24財年預期僅為+8%。12個月的預測市盈率目前為高於平均1標準差，使得市場盡管在具有強勁的盈利增長和日本國債低債息的情況下也不那麼具有吸引力。對比來看，根據我們認為未來還有上行空間的市淨率，預計盈利將是積極的。東京證券交易所在3月要求市淨率低於1倍的企業公佈特定政策和行動來提升他們的價值，因為東京證券交易所想要提升資本成本和股票價格的管理意識。這個指示，盡管不是強制的，也被認為是吸引海外投資者興趣的信號。

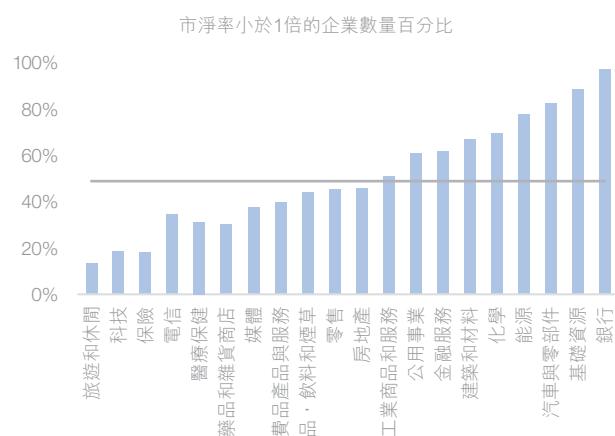
**有進展有限—**目前，東證股價指數(TOPIX)上市公司中48%的股價仍低於1倍，其中大多數來自銀行、基礎資源、汽車、能源化工和公用事業。有趣的是，這些公司都是「舊經濟」股票，由於淨資產債息表現不

**盈利趨勢在經歷了強勁的開局後開始恢復正常**



來源：倫敦證券交易所集團數據流，星展銀行

**市淨率低的「傳統經濟」板塊**



來源：倫敦證券交易所集團數據流，星展銀行

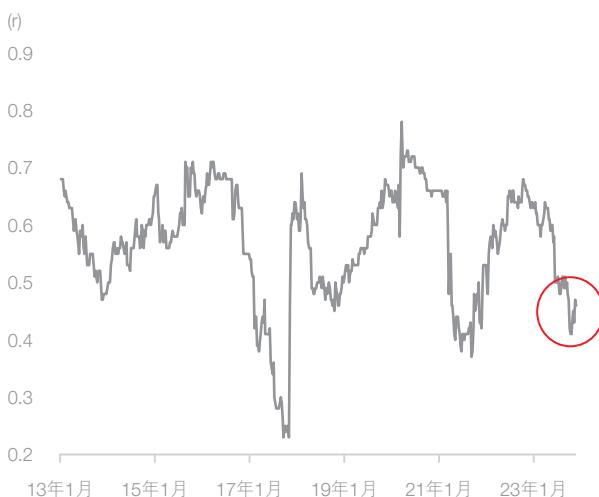
佳和日本央行的負利率政策，這些股票多年來一直在貶值。盡管通過股票回購和增加股息似乎還有恢復市淨率倍數的空間，但除非共同努力擴大利潤和重組業務，否則這些股票的上升不太可能持續。

股票與YCC政策脫離關係。日本央行在2023年10月會議期間進一步提高了債息控制曲線政策的靈活性。日本央行不再通過固定利率操作將10年期日本國債債息嚴格限制在1%，而是將1%的水平作為市場操作的參考。這意味著日本央行願意允許10年期日本國債債息超過1%。然而，目前尚不清楚日本央行在多大程度上能夠容忍高於1%的債息，以及市場是否會追逐債息或美元／日圓走高。

**日本央行對貨幣政策保持謹慎。**日本是唯一維持負利率政策(NRP)的國家，而世界各國央行都在大幅加息以抑制通脹。該政策已維持20多年，擺脫負利率將對日本經濟產生深遠影響，從企業投資到家庭儲蓄皆是如此。因此，我們認為日本央行在改變貨幣政策之前將非常謹慎。

目前，我們預計日本國債債息的走勢將與美國保持一致。因此，日本股市將受到全球風險情緒的影響，特別是對美國債券債息變化的影響。這意味著日本股市和美國股市之間的相關性應該有所增加。我們觀察到美國債券債息在4.5-5%的範圍內交易，但監控財政約束和債務拍賣結果對於債券債息潛在飆升至關重要。

東證與標普500指數的相關性正從低位開始上升

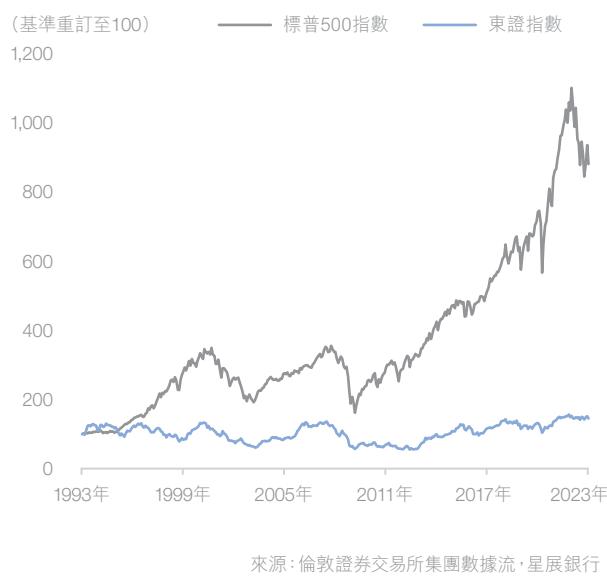


根據52周每周回報的滾動相關性計算得出  
來源：倫敦證券交易所集團數據流，星展銀行

**專注質量。**考慮到不確定的央行政策以及微弱的盈利趨勢和估值這一系列混合因素，我們強調繼續投資高質量企業的必要性。我們對日本股市依舊是選擇性的，關注企業的以下幾個方面：

1. 努力提升利潤並將業務合理化
2. 產生可持續的高淨資產收益率
3. 日本的重量級Sumotori企業—即具有經濟重要性的板塊，如半導體
4. 和人工智能需求相關的科技股
5. 與下一代基礎設施相關的企業，如雲網絡、能源轉型以及物流

日本股市在過去三十年的表現都不如美國



長期來看，日本超過美國以及克服其失去的幾十年的能力的問題一直存在。

前方就是結構性挑戰。盡管日本的科技創新歷史悠久，但經常被認為與其他一些經濟體相比在跟上創新腳步方面面臨挑戰。諸如在日本企業文化中深深扎根的傳統是其中一個因素—即穩定和一步一步來的進展被認為比快速但顛覆式的創新要更為有價值。盡管這種傳統認知使高品質產品源源不斷湧現，但也可能阻礙了突破性進步

的出現。日本的人口結構（如老齡化）和不積極支持初創企業和企業精神阻礙了經濟的發展。

為保持競爭能力，改革勢在必行。承認認知的不同是很重要的，但是日本依舊是在當今多個技術領域很重要的參與者。例如，日本在一些特殊類型的半導體設備方面依舊具有全球競爭力。然而，如日本政府承認的那樣，一直進行中的提升芯片行業的努力可能意味著該國在全球芯片市場中建立穩固位置的「最後一次機會」了。正在實施人工智能、機器人和半導體技術領域的計劃以培育創新。包括強調國際合作的改革措施代表著日本做出了重要的轉變，此前日本一直奉行自給自足政策。

#### 關鍵板塊推薦：日本的半導體行業實力

政府提供強大的支持來帶動板塊增長。半導體產業是日本政府下了決心要發展的，為的就是要在全球芯片市場佔據決定性地位。其核心策略一直是包括通過聯合企業Rapidus和美國建立夥伴關係，還包括日本企業與IBM以及歐洲的IMEC合作，推動下一代芯片的發展。此外，日本目標與其他國外的企業合作，例如台積電，來製造傳統設備的芯片生產基地，以建立日本自己的先進半導體製造產業。日本政府計劃補

貼國內外生產商1/3的資本成本，以生產特定的半導體設備、材料和裝備，要求是在日本國內進行10年的生產。

**日本具有優勢的頂級能力。**日本的芯片行業基礎設施強大，據稱全球行業領袖都認為日本是可以代替中國的芯片生產中心。日本在最先進的芯片生產形式所需的工具和材料方面具有卓越的能力，因為日本的供應商經常是其細分專業領域最好的企業。例如，在對先進芯片製造必需的極紫外光刻裝備(EUV)方面，東電電子(TEL)佔據了在線涂布機／研發機將近100%的市場份額，同為日本企業的日本電子株式會社和紐富萊佔據了全球掩膜製造91%的市場份額。日本還是全球半導體材料最大的製造國—該地位日本已經保有了數十年—在14種芯片製造最關鍵的材料方面佔據50%以上的市場份額，其中就包括了光掩模、光刻膠和晶圓。

## 日本在半導體領域發揮著關鍵作用



來源：倫敦證券交易所集團數據流，星展銀行



# 價值重估時刻 來臨

亞洲（除日本外）  
股市  
**1Q24**

低估值、美元利率見頂以及兩位數的收益增長率的同時到來意味著除日本外亞洲地區的良好走勢。2024年該地區將會有穩定的增長，其中中國將推行更大範圍的政策以及該地區股票相對於全球股票折價收窄。

# 06. 亞洲（除日本外）股市。

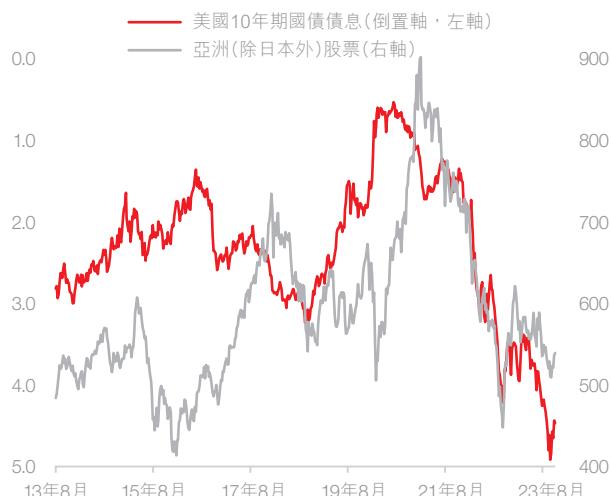
楊政齡  
策略師吳秀瓊  
策略師

充滿挑戰的2023年。除日本外的亞洲地區的股票截至今年11月底已經下跌了約6%，延續了去年的21%的下跌走勢，因為市場情緒繼續由於一系列的逆風而走低。中國疫情後的經濟恢復比預期要差，再加上亞洲全域的國內消費形勢的惡化、區域間的緊張局勢以及更久時間保持更高水平的聯儲局政策利率都給除日本外的亞洲地區的股市表現帶來很大的壓力。中東地區此前從未預料到的戰爭進一步加大了除日本外的亞洲地區和發達地區股市之間的回報差別，因為投資者們避免在發展中市場投資了。該地區之中，北亞和東南亞市場分別失去了7%和9%的市值，與之相比全球股市回報增長了接近10%。

除日本外的亞洲地區高質量增長和價值分道而行



美元利率和除日本外的亞洲地區的股票之間存在負相關



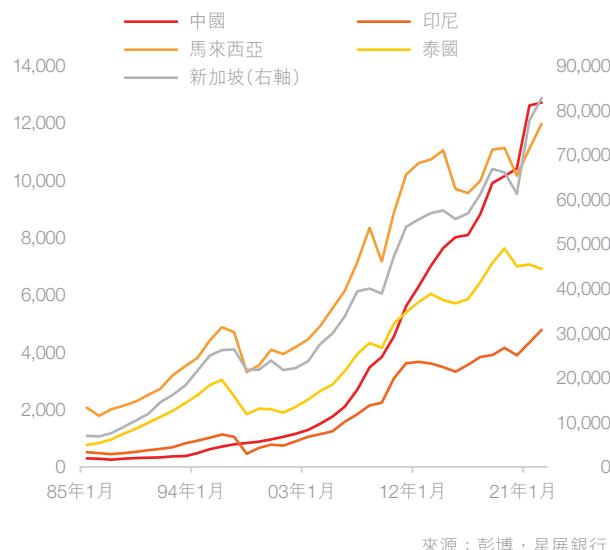
亞洲——一個以增長潛力著名的地區。2024年整個地區將會出現更強勁的增長，因為中國推出更廣泛的政策將會帶來企業營收的增長。在過去十年中，我們推崇的高質量增長投資的方式明顯比價值投資帶來了更好的收益表現。我們繼續深信，投資於高質量增長企業的投資者假以時日一定會有很好的收獲。

美元利率見頂的積極影響。隨著聯儲局連續兩次會議上決定將聯儲基金利率保持穩定，聯儲局的暫停動作已經成為了主流敘事。區域市場現在也可以稍微喘口氣了。歐洲央行、英倫銀行和香港金管局以及東南亞國家央行們都因為通脹數據持續下降而類似地將政策利率保持不變。

美元利率走勢放緩的預期以及在2024年年中的最終下降（根據當前的聯儲基金利率期貨）應該會進一步支撐除日本外的亞洲地區的股票的回升。利率見頂將會給該地區帶來觸底效應，因為除日本外的亞洲地區的股票和美元利率之間一直存在負相關。

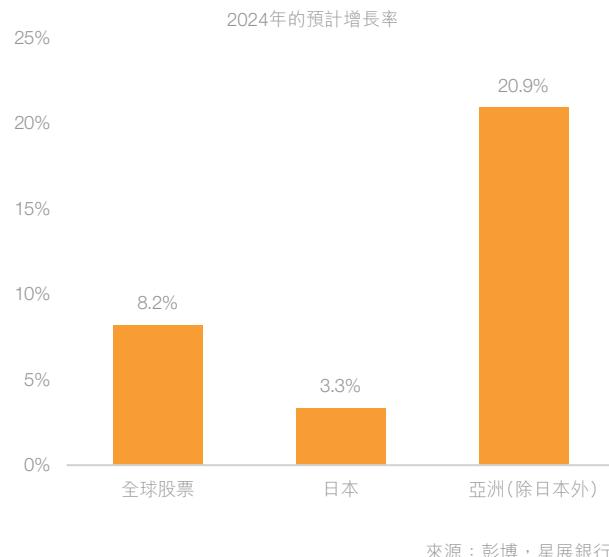
另外一股除日本外的亞洲地區的具有建設性的結構性順風則是人均GDP的增長，它處於上行軌道，並為國內消費韌性建立了堅實的基礎。

亞洲的人均名義GDP（美元）形成令人敬畏的力量



很明顯，與全球其他地區相比，除日本外的亞洲地區企業預計將在2024年和2025年帶來更加具有吸引力的盈利增長，分別達到20%和15%。這是相較前一年狀況的大幅恢復，也是除日本外的亞洲地區扭轉過去兩年慘淡表現的一個因素。

## 亞洲盈利增長——一個不能被忽視的因素



因此，我們發現了令人信服的基本面原因來支持繼續看好除日本外的亞洲地區股票，並有選擇性地投資於長期主題。從增長角度來說，我們依舊追捧半導體、互聯網平台和多元化金融。聯儲局關於利率在更長時間內保持在更高水平的敘事已經引起該地區分紅股的股價調整，如新加坡的REITs，但是可持續收益顯得具有吸引力，投資者們應該繼續投資，因為全球利率都見頂了。在此背景下，只要有明確跡象顯示全球利率下跌，市場情緒恢復加快，我們則將繼續進一步增加權重。

## 中國

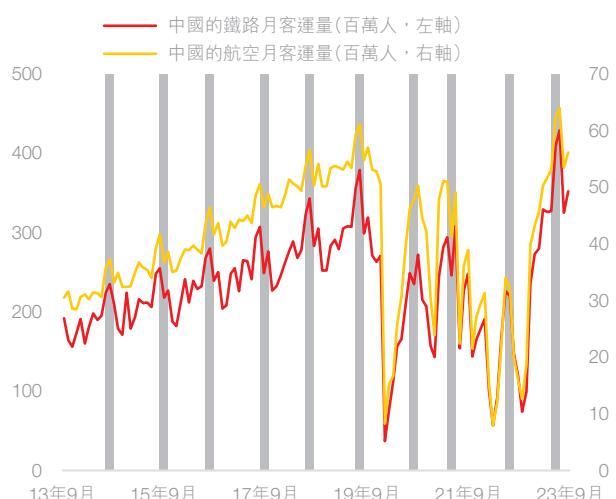
中國是2023年表現最差的主要市場之一。截至11月末，中國股市以美元計下跌了8%，其中一半都是外匯帶來的影響。然而，今年三季度的GDP達到了4.9%的增長，比預計更好，意味著消費和支出的觸底，使得官方制定的5%的經濟增長目標在年底得以實現。

**消費重回軌道。**假期旅行已經完全恢復。暑期一般被認為是國內支出的晴雨表，今年暑期的航空運輸及鐵路運輸的月客運量數據都分別達到了6000萬和4億人次以上，超過疫情前的最高位。消費復甦已經重回正軌，因為旅遊和休閒活動都是國內市場情緒的值得依賴的指數。

總體消費復甦應該會在2024年繼續蓄力，由於服務業活動反彈，消費者信心從多年的低點開始恢復。家庭信心被房價及股市下跌導致的負財富效應深深影響，這使得總家庭存款增長。隨著政府繼續出台刺激措施—其中有一些旨在解決房地產開發商相關問題—消費者信心應該會逐步恢復，並釋放一些超額儲蓄，盡管具體什麼時候會實現還是個問題。

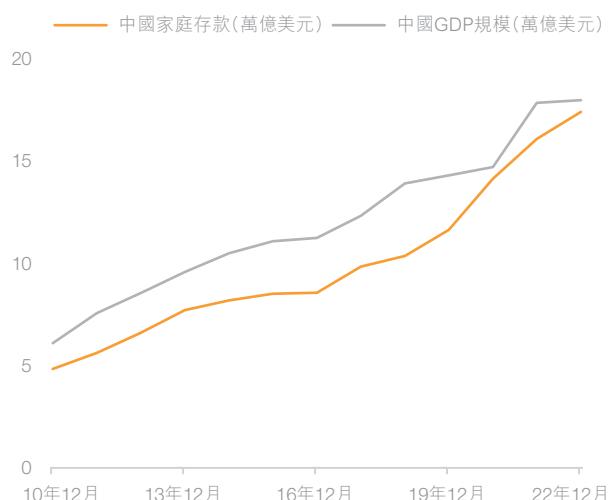
另外一個關注的重點，是年輕人就業恢復。青年人失業率能夠看到的最新的數據是2023年六月的21.3%，但當私營企業更新企業投資並開始大幅招聘的時候，青年人就業情況應該會逐步復甦。

## 國內旅行恢復



來源：彭博，星展銀行

## 家庭存款是經濟的重要支柱



來源：彭博，星展銀行

政府刺激政策帶來的順風。至今宣佈的政策措施包括貨幣寬鬆、刺激大件物品和家庭用品消費的措施、降低個人所得稅。1萬億人民幣的央行特殊債券的發售應該會減少各地區當地的財政壓力，並支持相關的公共投資。2024年將會是實施政策以激發經濟上升勢頭的年份。特別是，提升三四線城市房地產市場需求和保交樓的措施來達成「L型」的穩定效果。

我們相信大部分有關中國的悲觀預期都被投資者們考慮在內了，證據就是估值的下跌以及政府宣佈解決國內問題的措施有恢復跡象。

相較於全球以及其他新興市場股市，中國股市非常不佳的表現可能將反轉，理由如下：

1. 估值：中國股市目前的市淨率為1.2倍，遠低於全球和其他新興市場股市的2.7倍與1.7倍。
2. 盈利：中國企業預計將在2024年產生非常具有吸引力的盈利，預測盈利增速為15%
3. 美元利率見頂

我們對更廣泛的展望保持建設性意見，因為市場參與者都期待政策實施；重點關注將從政府支出和刺激措施中受惠的主題和行業。新上市企業顯示政府政策有所放鬆，而中美緊張局勢也可能出現緩和。受惠者包括平台公司、人工智能技術研發商、技術服務以及增長型的多元化金融。在收入方面，大型國有銀行將從中受惠，因為全球利率的最終下降將再次吸引收益追逐者的興趣。

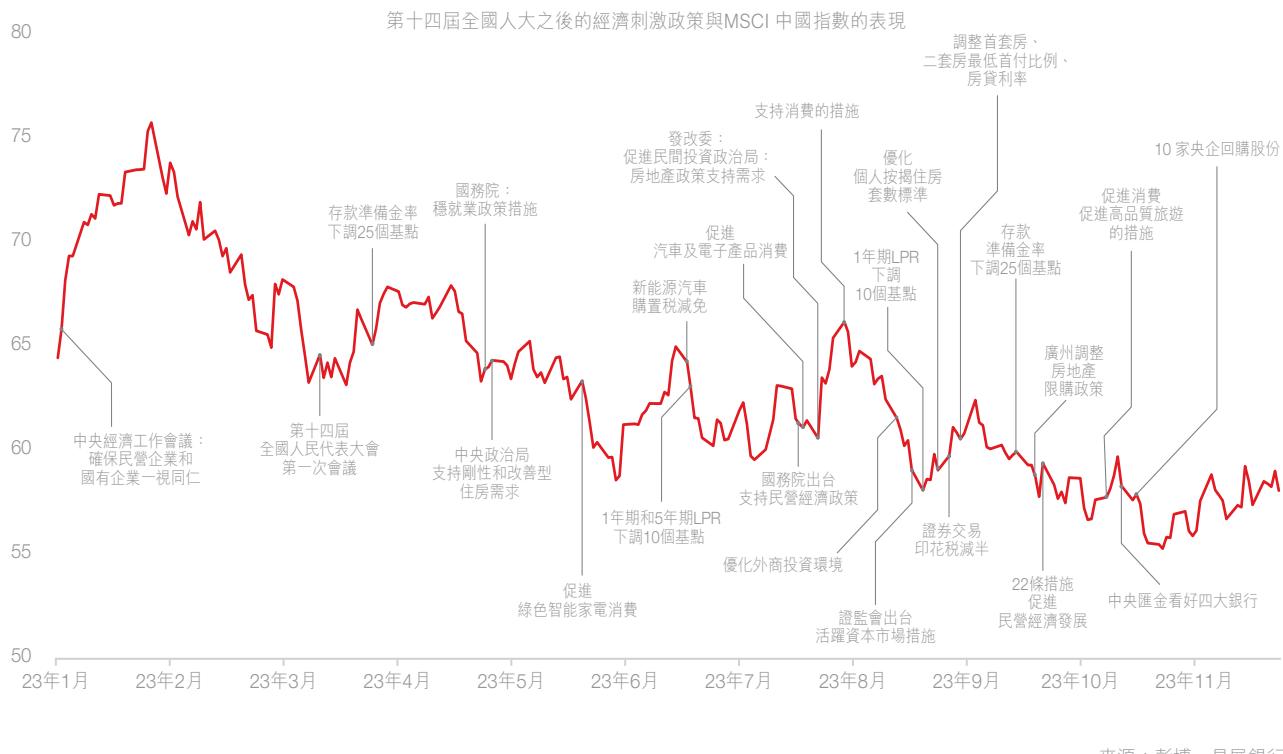
### 估值廣泛折價



來源：彭博，星展銀行

下圖展示了刺激措施如何恢復穩定並解決給房地產和消費帶來影響的障礙。

## 中國政府政策舉措一覽



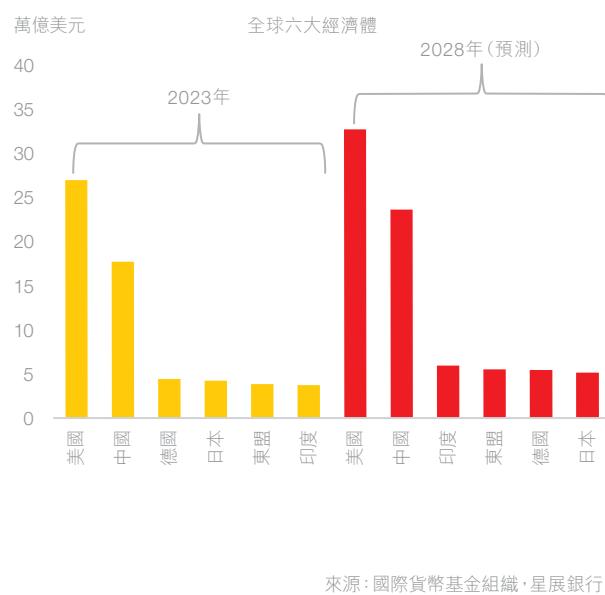
來源：彭博，星展銀行

聯儲局的暫停動作對東盟和印度市場來說是個好兆頭

由於我們預計2024年聯儲局立場將不再強硬、美元疲弱以及債息下降，因此我們預計東盟市場情緒將有所改善。經濟增長預計將更加強勁，出口和投資復甦將成為關鍵驅動力，而消費將從高通脹和高利率中恢復過來。經過過去幾年的大流行、大宗商品價格飆升、高利率和地緣政治干擾造成的波動後，增長應該會趨於穩定。

該地區的經濟增長持續超過全球，為企業擴張提供了肥沃的土壤。預計到2030年，東盟將成為世界第四大經濟區，名義GDP將超過4萬億美元。得益於結構性順風、有利的人口結構和加強的區域一體化，東盟和東盟成員國在面對全球經濟挑戰時表現出了韌性。

## 東盟和印度將會在未來五年內和中國情況一致



隨著中國經濟增長企穩以及支持性政策的實施，現在正是重新考慮對與中國經濟增長和復甦相關的行業進行投資的有利時機。中國預計2024年GDP增長4.5%，被視為全球增長放緩情況下的穩定因素，政府刺激和監管轉變提供了潛在的政策保證。東盟內有望從中國增長中受惠且較少面臨政策風險的三個關鍵領域是：

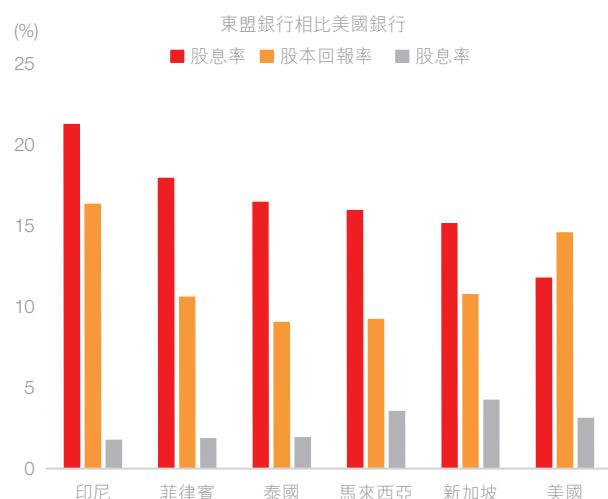
1. 大宗商品，特別是鋼鐵和煤炭，受惠於中國基礎設施帶動的復甦
2. 參與「中國+1」戰略的企業，受惠於全球供應鏈重構
3. 符合「中國+1」戰略的房地產、公用事業和基礎設施等關鍵基礎設施提供商

## 近期可投資主題包括：

1. 印尼選舉，消費者和電信公司將受惠於選舉活動的增加
2. 臨時免簽帶動泰國旅遊收入增長
3. 新加坡的工業企業受惠於全球旅行和石油服務活動的廣泛復甦和資本支出

鑑於積極的經濟前景，長期較高的利率也應繼續支持該地區銀行的盈利。盡管銀行可能會在 2024 年面臨略低的淨息差和更高的準備金，但那些擁有強勁資產負債表和特許經營權的銀行仍應受惠於更好的增長環境。財富管理、普惠金融、數碼化轉型以及跨境貿易和投資是該行業的關鍵增長領域。

股本公司回報率看好印尼銀行，債息看好新加坡銀行



來源：倫敦證券交易所集團數據流，星展銀行

印度的宏觀經濟背景依然有利，預計2024財年GDP平均同比增長6-6.5%。盡管面臨降雨量低於平均水平、油價高企、私營部門投資不平衡等挑戰，但經濟仍保持良好勢頭。該國一直是全球增長最快的主要經濟體之一，股票機會往往與這一成功息息相關。推動這一增長的關鍵行業包括技術、消費品和服務。

印度的金融部門，包括銀行和非銀行金融機構，在支持經濟活動方面發揮著至關重要的作用。我們看到了成熟的金融機構以及該領域創新的金融科技公司的亮點。

印度擁有強大的IT行業，包括軟件服務、IT諮詢和業務流程外包(BPO)。在這個數碼化轉型時代，參與工程和研發(ER&D)的公司以及受惠於人工智能和數字技術支出的公司應該表現良好。

印度不斷壯大的中產階級和日益增長的城市化趨勢促進了消費品和服務業的增長。這包括涉及快速消費品、零售和電子商務的公司。最近收入不平等擴大的趨勢為汽車、飲料、食品、服裝、旅遊和奢侈品零售等行業的高端化提供了機會。

# 軟着陸

全球利率  
1Q24

美國和歐元區經濟放緩仍是我們的核心情景。預計聯儲局和歐洲央行將在明年下半年減息。日本央行有可能放棄債息曲線控制政策，從而給長端債息帶來上行壓力。亞洲減息的可能性較小。



# 07. 全球利率。

廖裕銘

策略師

G3國家2024年的利率和曲線走向將取決於全球經濟狀況和各國央行的立場。在一個多重危機的世界裡，衝擊往往更為頻繁。因此，預計市場會有相當大的靈活性和波動性。從目前的情況來看，我們認為聯儲局已經完成了加息。即使服務業開始降溫，電子、製造業和／或中國經濟的週期性復甦很可能會帶來順風。歐元區的壓力更大，歐洲央行在2024年可能面臨更大的放鬆政策壓力。最後，在貨幣政策正常化方面，日本央行迄今仍處於落後狀態。就水平而言，除了日圓利率外，美元和歐元利率可能被視為偏高。我們該何去何從？

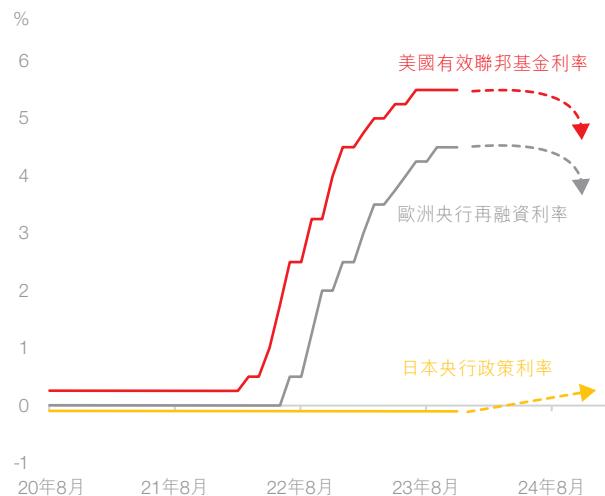
2024年經濟放緩（尤其是美國和歐元區）仍是我們的核心情景。預計聯儲局和歐洲央行將在24年下半年減息。我們認為風險是平衡的。從邏輯上講，中度到嚴重的經濟衰退將促使聯儲局大幅減息，這對短期利率（2年期左右）非常有利。但如果出現軟著陸，或者經濟在短期內再次加速，聯儲局可能會推遲減息。反過來，金融狀況的急劇惡化也可能促使聯儲局立即減息。這三種情況在2023年的不同時期都出現過。有鑑於此，5年期利率（已大幅上升）可能會更好地對沖經濟衰退（聯儲局

減息）的風險，尤其是如果美國經濟的彈性遠超預期。反之，雖然10年期和30年期利率也會有同樣的表現，但鑑於美國不利的財政形勢，我們會稍微謹慎一些。

除了美國財政方面的不利因素外，日本央行可能會取消債息曲線控制政策。在目前的情況下，很難從日本央行的行動衡量整體的流動性調整。在捍衛債息上限（目前為1%）、減緩日本國債債息上升以及捍衛日圓之間，短期走勢難以預測。而我們強調，2024年有很大的可能會取消YCC。如果發生這種情況，10年期日本國債債息可能會穩定在1-1.5%的區間，給長端DM債息帶來上行壓力。最後，還有一個更為複雜的問題，也即日本央行甚至可能在YCC取消之前就加息。但我們認為，這將對中期日圓利率產生有限的溢出效應。

我們維持對美元和歐元曲線陡峭化的預期。如果全球經濟保持穩定，並推遲到2024年底或以後減息，陡峭化可能會推遲。陡峭化的速度和程度取決於市場預期下滑的程度。最後，2024年，所有年期的日圓利率都可能上升。

## G3政策利率的差異



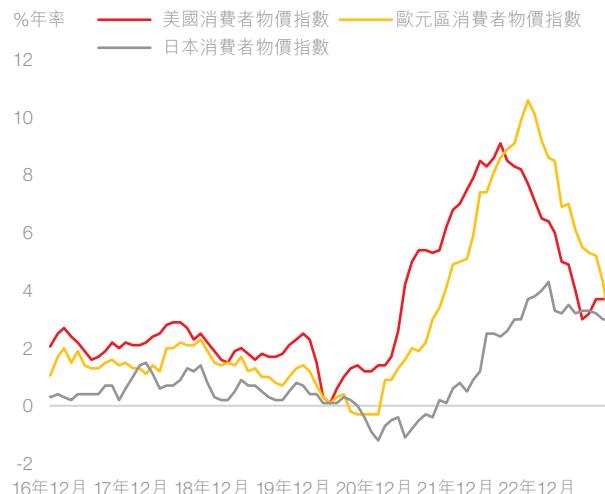
來源：彭博，星展銀行

## 日本央行可能在2024年繼續正常化



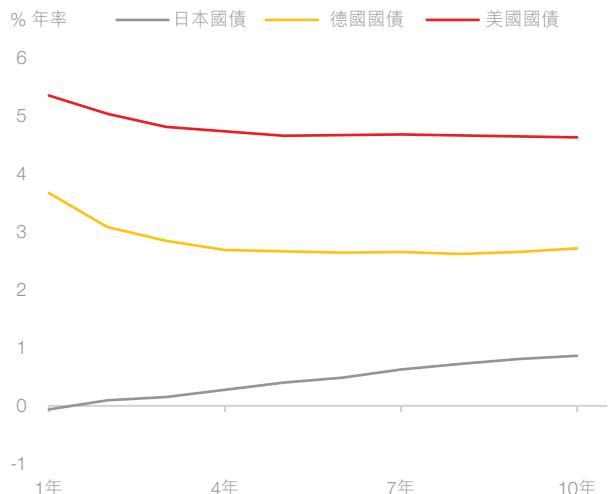
來源：彭博，星展銀行

## 通脹穩定在高於疫情前的水平



來源：彭博，星展銀行

## 軟著陸將使曲線在2024年再次變陡



來源：彭博，星展銀行

## 亞洲利率

### 人民幣利率：資金狀況可能保持緊張

我們對人民幣匯率持中性立場。在曲線的前端，貨幣市場利率和1-2年期掉期利率相對於政策利率（央行7D逆回購）顯得過高，似乎與經濟復甦的低迷態勢不符。但政策制定者可能會在一段時間內保持資金緊張地狀況以支撐匯率，並降低資本外流風險。因此，雖然我們預計曲線前端會走低，但預測這種潛在走勢的時間卻很有難度。政策制定者似乎也熱衷於通過更多的財政刺激來支持經濟；這可能意味著2024年的財政赤字和債券淨發行量會高於目前的預期。如果2024年政策利率也下調，則曲線將趨於陡峭。在聯儲局加息週期達到頂峰後，中美息差有望進一步擴大。

### 1年期人民幣掉期利率似乎過高



來源：彭博，星展銀行

### 印尼盾利率：外部環境趨於良性

2024年，印尼國債的外部環境可能變得更加有利。預計聯儲局利率將達到頂峰，下一個減息週期可能會在第三季度開始，從而導致國外對印尼國債等高貝塔值EM債券的強勁需求。外部金融條件的潛在寬鬆也可能意味著印尼盾將更加穩定，從而使印尼央行能夠靈活地在下半年下調政策利率，並使印尼盾債息大幅下降。印尼的宏觀基本面依然穩健，國內通脹保持穩定，財政狀況良好。經常賬戶可能會保持小幅赤字，但我們預計投資組合流入足以抵消赤字。我們認為印尼國債面臨的一個風險是，一些投資者可能會重新調整投資組合，轉而購買更多的印度國債，這可能會以犧牲其持有的印尼國債為代價。

### 10年期印尼國債可能因外部環境更加有利而反彈



來源：彭博，星展銀行

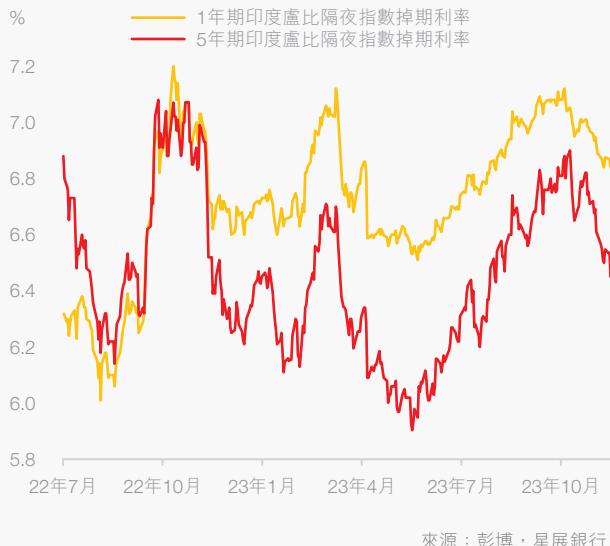
## 印度盧比利率：看好債券指數納入

我們對印度盧比掉期持接受偏好，對印度國債持看漲立場。最嚴重的國內通脹擔憂可能已經過去。假設沒有新的供應衝擊，在有利的基數效應下，預測通脹數據預計將保持低位。因此，實際利率預計將會上升，並推動市場對下一輪印度央行減息週期的預期，我們估計下一輪減息週期將於24年第三季度開始。目前，我們認為掉期市場對下一個減息週期的減息幅度定價過低。我們還看好印度國債，因為摩根大通GBI-EM全球多元化納入流程將於2024年6月開始，這將帶來大量外資流入並支持債券情緒。在該地區，印度國債以相對較低的債息和貨幣波動性及提供較高的債息，使其成為一項有吸引力的投資。指數流入量可能大於預期，因為我們預計投資者會傾向看好。

## 韓元利率：率先降低政策利率

我們看好韓元掉期，但由於韓元利率相對於美國和全球利率的貝塔系數通常較高，因此把握反彈時機很有挑戰性。早在2021年，韓國央行就率先在該地區開始利率正常化。我們預計下一輪韓國央行減息週期將於24年第二季度開始，早於其他央行。除了減息之外，另一個看漲觸發因素是KTB可能被納入富時羅素的WGBI指數，這可能會推動較低的長期KTB債息重新定價。財政政策繼續保持謹慎，我們預計債券供應壓力不會太大。隨著家庭槓桿率繼續快速上升，韓國央行有可能進一步加息，以抑制國內需求並控制金融穩定風險。

## 下一輪印度央行減息週期仍定價過低



來源：彭博，星展銀行

## 下一輪韓國央行減息週期也定價過低



來源：彭博，星展銀行

## 馬來西亞令吉利率：補貼合理化的風險

我們對馬幣利率持中性立場。2024年預算顯示，財政方面的整合幅度超過預期，這對債券供應前景來說是個小幅利好。但財政狀況的改善在一定程度上得益於補貼合理化的推遲，這可能會產生潛在的通脹沖動，並阻止馬來西亞央行與該地區其他央行一起減息。如果令吉疲弱也持續到2024年，那麼將需要馬來西亞央行維持利率防禦，並進一步縮小減息的空間。我們預計，盡管大多數地區央行預計都會減息，但馬來西亞央行今年全年仍將政策利率維持在3.00%。如果不減息，則可能意味著馬幣利率反彈的可能性相對較小。

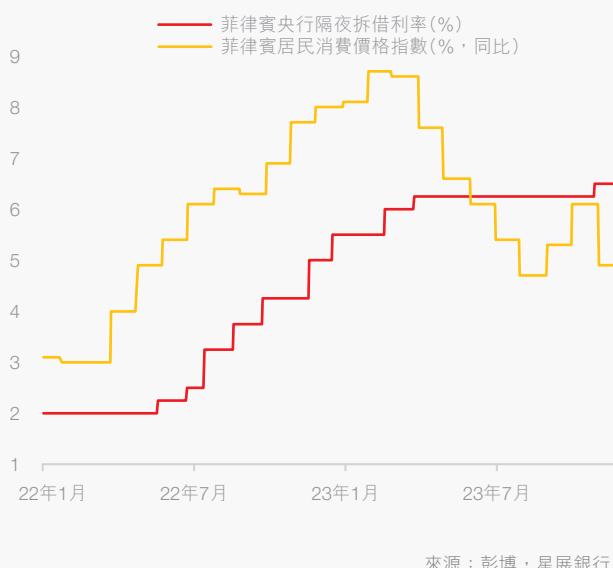
## 馬來西亞隔夜利率-政策利率息差較大



## 菲律賓披索利率：可能表現不佳

我們對菲律賓國債持中性立場。我們預測政策利率將達到高位，菲律賓央行將在第三季度開始減息。主要擔憂是，上行通脹風險會持續到明年，迫使菲律賓央行繼續加息。2024年的存續期供應量增加也是一個問題，目前尚不清楚債券需求是否增加，以吸收更大的供應量。由於傳統上與美國利率的相關性較低（預計美國利率將在2024年下降），菲律賓國債的表現也可能低於其他地區債券。

## 菲律賓通脹粘性高於預期



## 新元利率：不平坦的下行通道

新元利率的走勢在取決於全球經濟如何適應發達國家的高利率水平。我們認為，鑑於美國經濟在明年上半年仍具有韌性，在通脹降溫允許聯儲局開始有節制的減息之前，軟著陸仍是最可能的情景。如果全球通脹降溫，新加坡的物價壓力也會減輕。金管局預計明年核心通脹率為2.5-3.5%。若排除1月份商品及服務稅上調的影響，這將在1.5%-2.5%區間。若該情況持續下去，金管局版本的「長期保持高利率」政策可能是維持SGDNEER區間，任何寬鬆措施都將緊跟聯儲局的步伐。因此，SORA利率可能已見頂並將在區間內波動，然後隨著聯儲局減息，在明年下半年才出現明顯的下跌。但聯儲局減息到SORA利率下調的轉嫁率可能不到100%。其影響很可能與我們所看到的加息週期相反，SORA利率並沒有跟隨SOFR至超過5%。相反，SORA利率的折價可歸因於SGDNEER上升預期和更為充裕的新元流動狀況。當經濟狀況變得更具挑戰性時，以及當市場猜測NEER斜率趨於平緩時，SORA利率的折讓也會縮小。

## 泰銖利率：上升空間較小

我們相對看跌2024年泰銖掉期和泰國國債。與其他地區的利率市場相比，泰銖利率的起始水平非常低，這意味著在下一個全球利率下行週期中，泰銖利率的上升幅度較小。債券投資者似乎對明年預算中的政府支出規模感到擔憂，尤其是現金發放，這可能會對公共債務水平、債券發行規模和評級前景產生負面影響。泰國央行也可能在較長一段時間內保持鷹派立場，因為相關的消費增長可能會引發更大的通脹風險。到目前為止，疫情後旅遊業的復甦弱於預期，主要是由於中國遊客入境正常化進展緩慢。如果明年油價上升，泰國的經常賬戶可能再次承受壓力，並影響泰國國債的總回報率。

## SORA將在24年下半年走低



## 泰國掉期上升的空間相對較小



## 利率預測

		2024年				2025年			
		第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
美國	3個月SOFR OIS	5.38	5.25	4.75	4.38	3.88	3.38	3.38	3.38
	2年	4.85	4.70	4.50	4.20	3.70	3.60	3.60	3.60
	10年	4.70	4.50	4.30	4.10	4.00	4.00	4.00	4.00
	10年-2年	-15	-20	-20	-10	30	40	40	40
日本	3個月TIBOR	0.12	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.30	0.30
	2年	0.15	0.20	0.25	0.30	0.40	0.40	0.40	0.40
	10年	1.20	1.20	1.20	1.20	1.10	1.00	1.00	1.00
	10年-2年	105	100	95	90	70	60	60	60
歐元區	3個月EURIBOR	4.00	3.85	3.35	2.90	2.50	2.50	2.50	2.50
	2年	3.20	3.10	2.95	2.70	2.50	2.50	2.50	2.50
	10年	2.70	2.60	2.55	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	10年-2年	-50	-50	-40	-20	0	0	0	0
印尼	3個月JIBOR	6.95	6.70	6.20	5.70	5.40	5.40	5.40	5.40
	2年	6.90	6.60	6.00	5.50	5.30	5.30	5.30	5.30
	10年	6.90	6.60	6.40	6.30	6.20	6.20	6.20	6.20
	10年-2年	0	0	40	80	90	90	90	90
馬來西亞	3個月KLIBOR	3.65	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
	3年	3.50	3.40	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
	10年	3.85	3.80	3.75	3.65	3.65	3.50	3.50	3.50
	10年-3年	35	40	40	30	30	15	15	15
菲律賓	3個月參考利率	6.50	6.50	6.00	5.50	4.90	4.80	4.80	4.80
	2年	6.20	6.00	5.85	5.30	4.80	4.70	4.70	4.70
	10年	6.60	6.35	6.10	5.90	5.45	5.35	5.35	5.35
	10年-2年	40	35	25	60	65	65	65	65
新加坡	3個月SORA OIS	3.60	3.52	3.25	3.08	2.78	2.58	2.58	2.58
	2年	3.40	3.35	3.25	3.15	2.80	2.70	2.70	2.70
	10年	3.20	3.00	2.80	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70
	10年-2年	-20	-35	-45	-45	-10	0	0	0

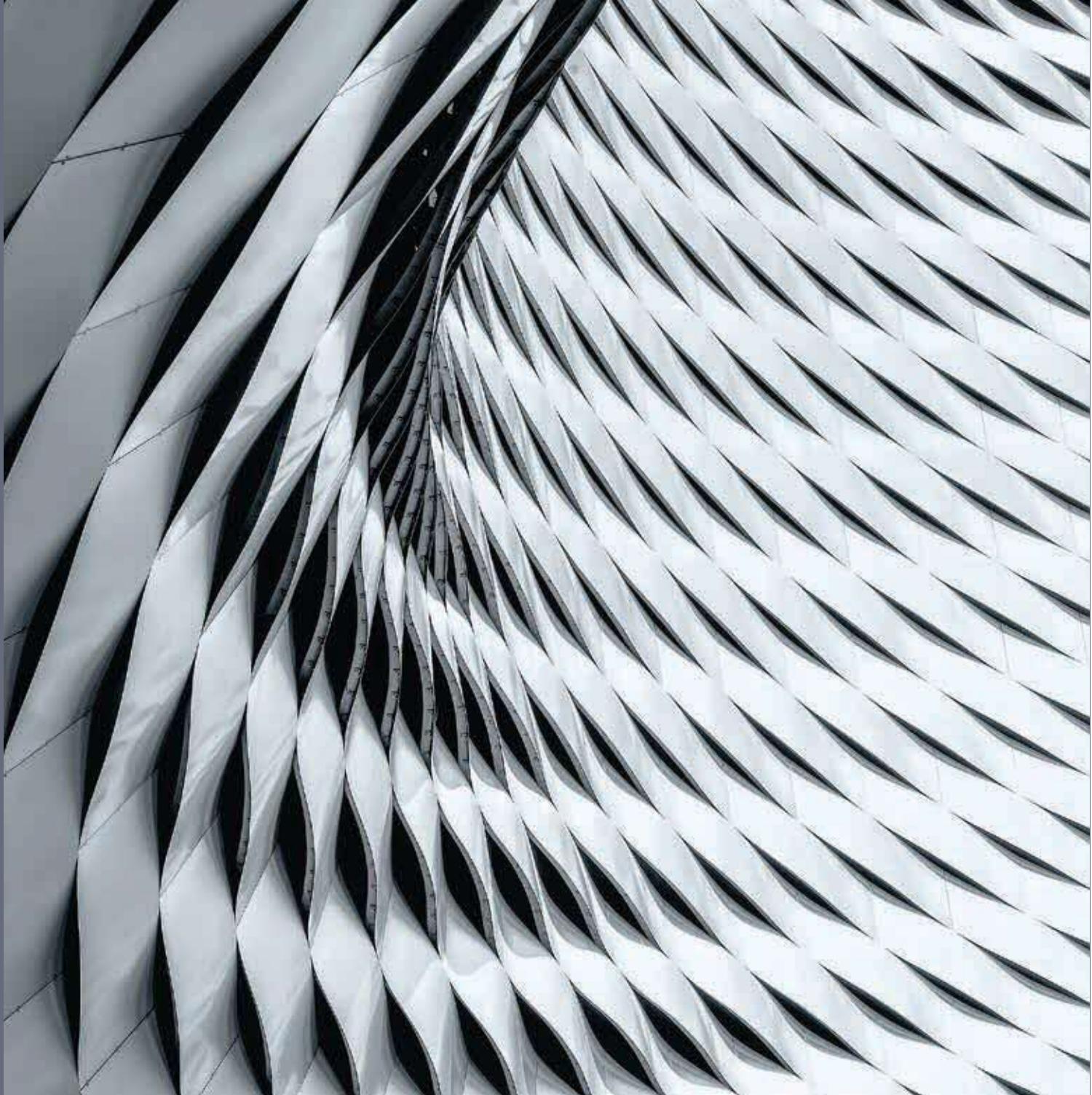
% , 季度底 , 2年和10年國債債息 , 息差基點。

來源 : CEIC , 彭博 , 星展銀行

		2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
泰國	3個月BIBOR	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65
	2年	2.60	2.60	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	10年	3.30	3.25	3.10	3.10	2.90	2.90	2.90	2.90
	10年-2年	70	65	60	60	40	40	40	40
中國內地	1年期貸款利率	3.45	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.15	3.15
	3年	2.40	2.40	2.45	2.45	2.50	2.50	2.60	2.60
	10年	2.60	2.60	2.65	2.65	2.70	2.70	2.80	2.80
	10年-3年	20	20	20	20	20	20	20	20
香港	3個月HIBOR	5.28	5.20	4.70	4.33	3.83	3.33	3.33	3.33
	2年	4.65	4.50	4.30	4.10	3.60	3.50	3.50	3.50
	10年	4.60	4.40	4.20	4.00	3.90	3.90	3.90	3.90
	10年-2年	-5	-10	-10	-10	30	40	40	40
南韓	3個月存單	3.75	3.45	3.20	2.95	2.70	2.70	2.70	2.70
	3年	3.70	3.30	3.00	2.80	2.75	2.75	2.75	2.75
	10年	3.90	3.75	3.60	3.40	3.30	3.30	3.30	3.30
	10年-3年	20	45	60	60	55	55	55	55
印度	3個月MIBOR	7.15	7.10	6.60	6.10	5.60	5.60	5.60	5.60
	2年	7.15	6.70	6.10	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60
	10年	7.35	7.30	7.20	7.10	7.00	7.00	7.00	7.00
	10年-2年	20	60	110	150	140	140	140	140

% , 季度底 , 2年和10年國債債息 , 息差基點。

來源 : CEIC , 彭博 , 星展銀行



# 加息暫停 意味著投資機會

全球信貸  
**1Q24**

利率上升暫停後，債券的表現將優於現金。繼續追捧投資級債券多於高收益債券；在3-5年期階段，A/BBB信貸仍然是最佳選擇。銀行資本工具、高質量新興市場信貸和本幣債券存在投資機會。

# 08. 全球信貸。

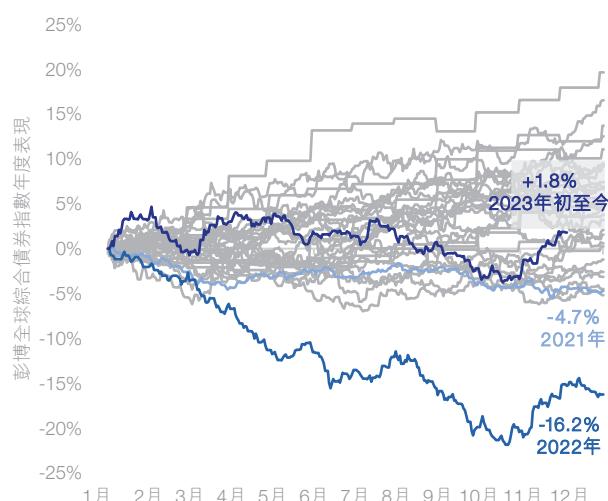
何均倫，CFA  
策略師

吳俊勇  
策略師

這本來應該是債券之年。進入2023年，投資者不乏規避風險的理由，(a)即使在2022年12月加息50個基點之後，聯儲局仍維持強硬立場，(b)金融體系出現破裂的早期跡象-英國養老金基金和美國中型銀行的資產負債表收益資產面臨著嚴重的賬面損失，(c)俄羅斯-烏克蘭衝突沒有結束的跡象。此後，不僅聯儲局又加息了100個基點，大西洋兩岸的多家銀行也紛紛倒閉，中東又出現了新的戰事。此外，2023年經濟衰退預期升至新冠大流行爆發以來的最高水平。僅憑這些發展，投資者就會認為債券將成為今年表現最出色的投資資產類別。

期望與現實相去甚遠。與市場預期形成鮮明對比的是，風險市場的表現令人難以置信。美國標準普爾指數和納斯達克指數—在大盤「七大科技股」的表現引領下一出現了超出預期的升幅。高收益債券不僅支付巨額息票，總體上息差收窄至其5年平均水平。即使是極度波動而聞名的比特幣，年初至今也無視監管的風險，上升了約150%。另一方面，以彭博全球綜合債券指數為代表的「更安全」固定收益工具今年迄今升幅約為1.8%，表現遜於現金。雖然該指數在2021年和2022年分別下跌了4.7%和16.2%，到了2023年，均值回歸也仍無法提振固定收益。

## 債券市場表現連續三年受壓



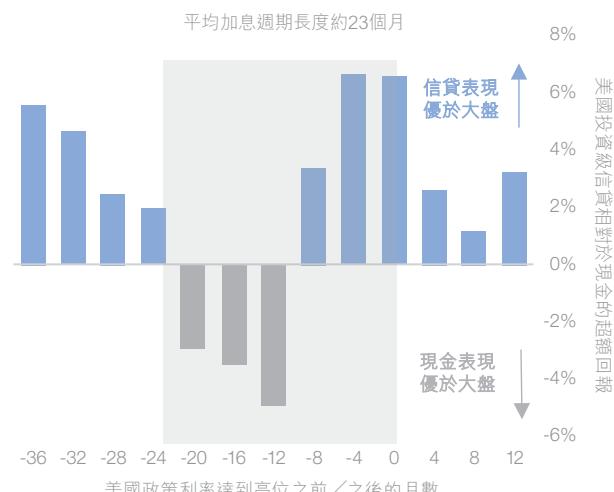
來源：彭博社，星展銀行。1990年以來的數據

**風險來自存續期。**業績歸因顯示，大部分的跌幅來自存續期相關的因素，特別是在2023年下半年初始，債息曲線急劇陡峭的時候。我們在2023年第三季度和第四季度的全球信貸展望中已強調了這一點。鑑於這些擔憂，我們建議全年應採用短期、高質量的信貸投資組合，並稱其為流動性+策略。盡管2023年固定收益表現普遍不溫不火，但該策略為投資者創造了不俗的風險調整後回報。

接下來我們該怎麼做？我們認為，債券需求低迷並不完全因為股票大幅的上升，而是因為現金具有吸引力。從收益型配置的角度來看，當債息差異微不足道時，不難想想許多投資者不願放棄現金所提供的確定性而轉向債券。雖然2022-2023年可能確實如此，但我們認為，鑑於期待已久的聯儲局政策暫停即將生效，2024年需要對債券進行更認真的考慮。

**現金存款獲取高息的日子已過去。**我們研究了1984年以來的數據，比較了政策利率見頂前後美國投資級信貸相對於現金的1年期超額回報。我們注意到，在加息週期的早期（暫停前12至20個月），現金是更好的選擇。然而，投資者不必等到利率見頂後信貸才開始跑贏大盤。這是因為市場通常會先於政策週期而變化；資金在政策週期結束前流動，以便更長時間地鎖定更高的債息。我們的分析顯示，信貸表現甚至可能早在週期結束前四到八個月就開始出現。鑑於2022-2023年現金回報率超過信貸，遵循典型週期意味著從2024年起，信貸表現可望有更佳的表現。

## 在加息週期結束之前信貸開始跑贏現金



來源：彭博·星展銀行

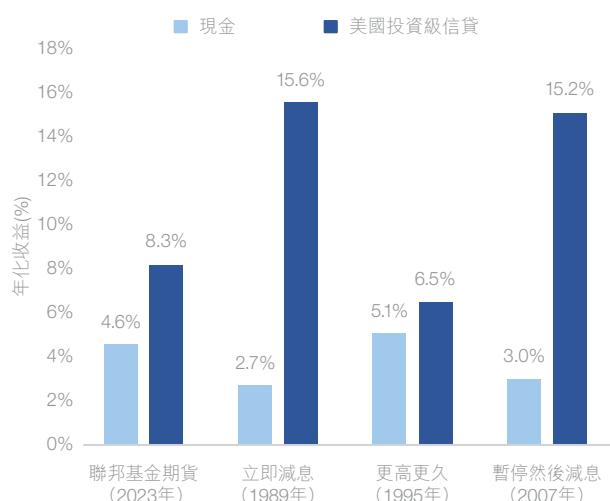
註：自1984年12月以來的數據。加息週期從週期中的第一次加息開始，到達到該週期政策利率高位時結束。

**使用各種利率路徑進行情景分析。**毫無疑問，「長期保持高利率」的呼聲提出了這樣的觀念：在未來很長一段時間內，現金債息可能仍是債券的良好替代品。因此，為了預測未來幾年信貸與現金的表現，我們在模彷歷史情景的四種情景下預測了未來三年聯邦基金利率的可能路徑，包括(a)立即減息的路徑—在1989年暫停加息後立即減息，(b)利率長期較高—模彷1995年的路徑，(c)暫停然後減息—比如2007年，以及(d)使用當前的聯邦基金期貨預測。然後，我們根據預期債息變動比較了信貸與現金的預期年化回報。

根據聯邦基金利率的各種歷史路徑…



…信貸表現優於現金的可能性很大



來源：彭博，星展銀行

假設：(a)聯邦基金利率上限不低於0.25% · (b)由彭博美國企業投資級指數代表的美國投資級表現 · (c)僅債息曲線平行移動 · (d)信用息差保持不變。

在各種情況下，信貸的表現都優於現金。值得注意的是，在加息暫停後，信貸在所有這些不同的情境下表現較好，如上所示。值得注意的是，即使在20世紀90年代路徑之後的長期較高利率的情景中，信貸仍然較現金獲得較佳的邊際收益。

信貸在壓力測試下也表現良好。由於投資環境存在很大的不確定性，投資者可能仍然認為，考慮到現在保本比資本回報更重要，現金不用承擔存續期風險和信用風險會是更好的選擇。然而，鑑於短期高質量信貸市場的大部分起始債息目前接近6%，只有在非常極端的加息和／或息差擴大的情況下，投資者才會最終在一年的期間面臨虧損。

根據我們的估計，利率需要上升超過200個基點，信貸息差同時擴大超過80個基點，短期投資級信貸才會在一年內陷入虧損。這本身就是一種不太可能發生的情況。通常，息差擴大是經濟疲弱的症狀，從而否定了加息的必要性。相反，如果利率確實因強勁增長而推高，那信貸息差應該會保持良好表現。如長期出現較高的利率和較大的息差，會是不正常的情況。

信貸僅在極端情況下才會面臨損失

信用 差異化 率變化	利率變化								
	-100基點	-50基點	0基點	+50基點	+100基點	+150基點	+200基點	+250基點	
-60基點	8.7%	7.8%	6.8%	5.8%	4.9%	3.9%	3.0%	2.0%	
-40基點	8.3%	7.4%	6.4%	5.5%	4.5%	3.6%	2.6%	1.6%	
-20基點	8.0%	7.0%	6.0%	5.1%	4.1%	3.2%	2.2%	1.3%	
0基點	7.6%	6.6%	5.7%	4.7%	3.7%	2.8%	1.8%	0.9%	
+20基點	7.2%	6.2%	5.3%	4.3%	3.4%	2.4%	1.4%	0.5%	
+40基點	6.8%	5.8%	4.9%	3.9%	3.0%	2.0%	1.1%	0.1%	
+60基點	6.4%	5.5%	4.5%	3.6%	2.6%	1.6%	0.7%	-0.3%	
+80基點	6.0%	5.1%	4.1%	3.2%	2.2%	1.3%	0.3%	-0.7%	
+100基點	5.7%	4.7%	3.7%	2.8%	1.8%	0.9%	-0.1%	-1.0%	
+120基點	5.3%	4.3%	3.4%	2.4%	1.4%	0.5%	-0.5%	-1.4%	

來源：彭博，星展銀行

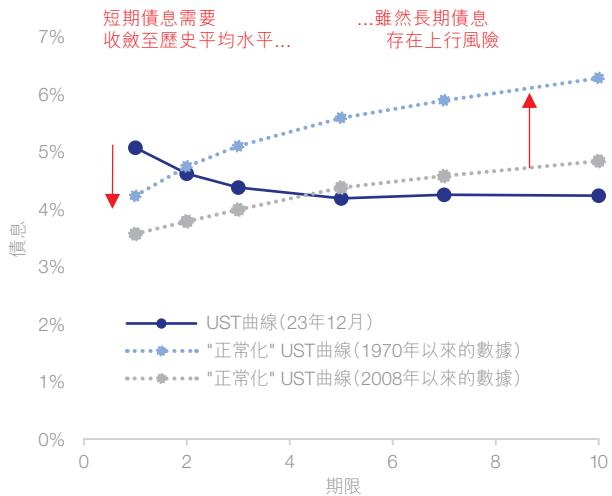
加息暫停後，債券提供了更多選擇。最重要的是，在加息暫停後，債券現在比現金提供更多的選擇，因為再投資風險現在超過了存續期風險。暫停加息意味著利率的未來方向更有可能是持平／下降而不是上升。因此，如果利率(a)長期保持較高水平，短期投資級信貸將獲得比現金更高的息差，而(b)減息週期將看到債券資本收益的潛力—是現金無法提供的機會。

那麼為什麼不鎖定長年期債券來獲得這種選擇呢？當人們考慮的不是鎖定存續期，而是在存續期風險超過潛在回報之前應承擔多大程度的風險時，問題就變得更加複雜。這讓我們考慮在更典型的條件下「正常化」債息曲線應該是什麼樣子，其中(a)曲線向上傾斜，(b)政策利率接近中性，以及(c)通脹預期得到很好的錨定。近似這種「正常化」債息曲線的形狀使我們能夠了解每個期限內的風險。

如何估算債息的「合理水平」？在債息曲線上的每個點， $t$ 年期債券的名義債息可以用以下各項之和表示：  
(i) 實際中性利率、  
(ii)  $t$ 期間的通脹預期和  
(iii) 期限溢價，近似持有期限為 $t$ 的債券的風險。市場明白，在某種程度上，疫情大流行後的零利率環境是一種反常現象，最終必然會回歸到歷史水平。因此，我們使用了這三個組成部分的長期平均值，同時使用了(1)1970年以來的數據（用於長期比較）和(2)2008年以來的數據（如果未來幾年全球金融危機後的長期停滯環境佔主導地位）觀察均值回歸會帶我們走向何方。

在這兩種情況下，「正常化」債息曲線都是向上傾斜的，有趣的是，前端債息仍然

相對歷史平均水平，前端債息曲線存在最大溢價

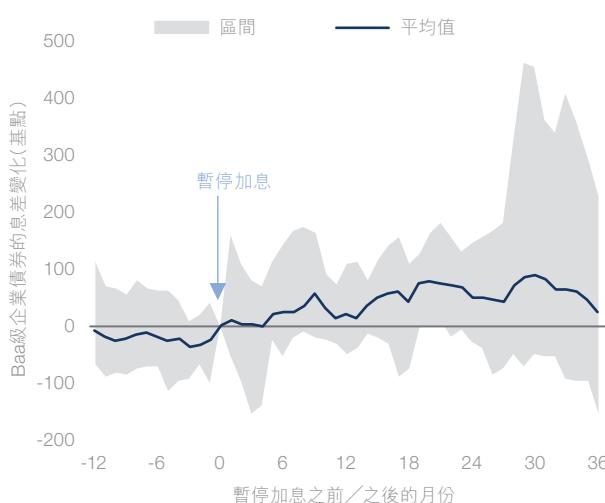


來源：彭博，星展銀行

遠高於歷史平均水平，而長年期債息可能會出現更多上行風險，這意味著會出現回歸。存續期的最佳點似乎仍位於曲線的3-5年段。

**謹慎防範信用風險。**投資者還應對暫停加息後的信貸風險保持謹慎。盡管投資者直觀地認為，加息週期暫停後不利因素應該會減弱，但數據似乎顯示，即使在利率達到高位之後，信貸風險也可能在表面之下累積。縱觀1972年以來的總體息差數據，我們注意到，在暫停加息之後，平均信貸息差繼續擴大，這可能是由於企業適應更高的融資成本和收緊的貸款條件所面臨的壓力。這導致我們在2024年繼續追捧投資級信貸而不是高收益信貸，而A/BBB細分市場仍然是信貸的最佳選擇。

### 加息暫停後信用息差擴大



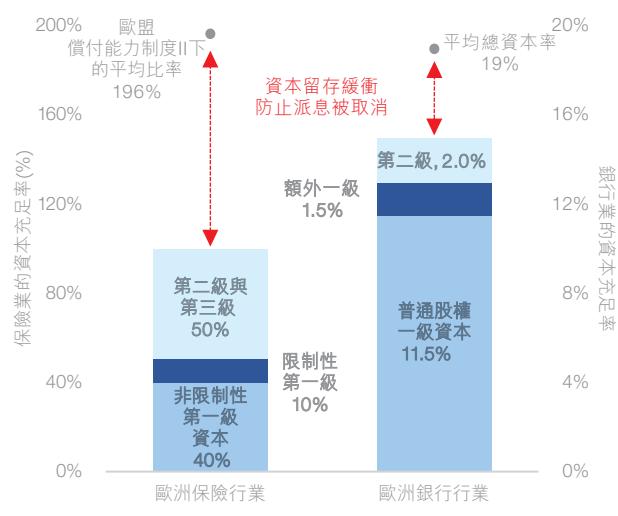
來源：穆迪投資者服務公司、聖路易斯聯儲、星展銀行  
註：1972年以來的數據

**信貸亮點。**目前，信貸領域有幾個亮點值得強調：

### A.AT1銀行資本工具

2023年初，由於美國和瑞士備受矚目的銀行倒閉，圍繞銀行資本債券的情緒受到了巨大打擊，考慮到所涉及的風險，投資者開始認為次級AT1工具應該更像股票而不是債券。雖然這是事實，但我們也相信，由於此類銀行倒閉並未導致全球金融功能失調，因此此類資本工具確實達到了防止特殊風險成為系統性風險的目的。

歐洲保險業有大量的資本緩衝



來源：彭博，星展銀行

目前，金融或有資本工具的債息仍接近9%，估值仍與企業同等水平相差較大；暗示這個領域可能存在價值。從根本上來說，許多歐洲銀行仍然保持著足夠的資本緩衝來滿足監管要求，這意味著該行業仍然保持良好的健康狀況。然而，考慮到我們可能會處於信貸週期的後期，我們將保持對優質投資級發行人的偏好，即使是金融行業也是如此。

## B.新興市場信貸和本幣債券

聯儲局的暫停加息通常也標志著美元持續強勢的結束。因此，隨著美元融資緊張程度的緩和，而潛在的超額收益將以外匯收益的形式出現在高債息之上，本幣新興市場債券可能會受惠。在美元計價新興市場信貸方面，我們還認為，亞洲的高質量新興市場債券以及中東／拉丁美洲的投資級大宗商品出口商將繼續受惠於全球對材料和能源的穩定需求。

**債券配置可能會在2024年變得有利。**最後，信貸的結構性順風可能會以全球各地投資組合資產配置調整的形式出現。我們注意到，在新冠疫情後的低收益年份，資產管理公司一直在減少債券的投資組合配置。加息週期後債息的大幅上升可能會導致固定收益配置增加和回復看好，從而為債券帶來資金流動的支持。

總而言之，我們認為聯儲局接下來的暫停加息會給予投資者信心將現金配置於債券。投資者應抓住機會從現金轉向短期信貸；A/BBB信貸在3-5年期限段中仍處於最佳位置。信貸領域的某些亮點還包括(a)交易範圍仍然相當廣泛的銀行資本工具，以及(b)高質量的新興市場信貸和本幣債券，這些債券可能受惠於走弱的美元。

## 投資組合配置可能會回歸債券



來源：聯儲局，星展銀行



# 正常化的 一年

全球貨幣  
**1Q24**

隨著各國央行貨幣政策正常化，美國經濟將在年內失去增長勢頭。亞洲出口復甦有利於該地區貨幣，可以緩和日圓和人民幣的貶值壓力。

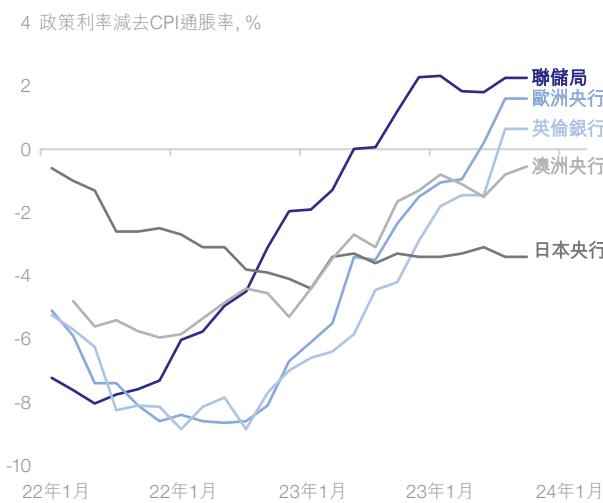
# 09. 全球貨幣.

黃鶴誠  
策略師

張偉亮  
策略師

成熟市場貨幣可能在2024年繼續盤整，美元有下行傾向。全球央行的貨幣政策基本保持一致。他們認為，在2024年初經濟前景高度不確定的情況下，通脹將保持粘性。在確信通脹正持續接近目標水平之前，各央行希望利率在較長時期內保持高位，並將繼續打壓市場急於提前減息的情緒。我們預計年內美元將因央行政策正常化而失去動力。日本可能會從第二季度開始放棄負利率政策和債息曲線控制框架。相反，當其他央行準備宣佈對抗通脹取得勝利時，聯儲局或會率先降低實際利率。不幸的是，2024年充滿了不確定性和風險。國際貨幣基金組織強調了經濟前景面臨的三大挑戰：全球金融環境更加嚴峻、地緣政治分裂不斷加劇以及氣候變化代價高昂。烏克蘭-俄羅斯和以色列-哈馬斯之間的戰事可能影響烏克蘭（3月）、俄羅斯（3月）和美國（11月）的總統選舉。

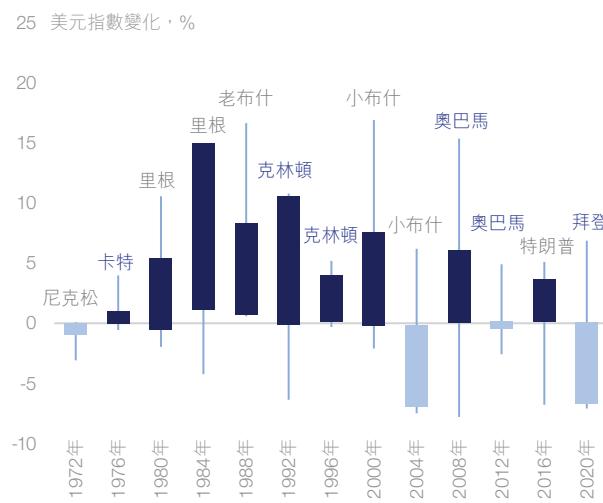
因正實質利率，聯儲局、歐洲央行和英倫銀行能夠暫停加息，而澳洲央行和日本央行則會滯後



來源：彭博，星展銀行

在2024年1月台灣領導人和議會選舉前夕，中國內地將會加倍施壓，這可能會導致亞洲貨幣在2024年初出現一些波動。目前，我們假定不會出現誤判，不會發生讓中美為防止競爭演變為衝突所做的努力付諸東流的情況。但朝鮮憑借其軍事武器、核武器、網絡攻擊和間諜衛星能力，仍對朝鮮半島構成持續威脅。除非東北亞地區發生地緣政治災難，在聯儲局和全球央行減息後，日圓和人民幣貶值壓力就會終結，在此情況下，2024年下半年出口將會復甦，有利於亞洲貨幣。在G7經濟體受累於過去的加息之際，東南亞將會憑借強勁的內需脫穎而出。印尼和印度選舉的有利結果，將鼓勵境外投資者繼續在這些國家實施「中國+1」策略。菲律賓、馬來西亞和泰國新當選的領導人也渴望吸引境外直接投資。到明年底，如果11月美國總統大選的不確定性增加，屆時風險偏好可能會下降。

在前兩屆美國總統大選年期間，美元出現雙向風險



來源：彭博，星展銀行

美元指數因G10貨幣政策趨同而出現盤整



來源：彭博，星展銀行

當聯儲局確認加息週期結束時，美元將失去動力。美元指數未能突破2023年上半年設定的101-106區間。因出現反通脹希望（6月：同比3%）而對區間下限發起的衝擊在7月中旬下探至99.6後宣告失敗。隨後，由於GDP增長強勁（2023年第三季度：經季節調整季度環比增長4.9%）而突破上限的努力在10月份觸及107.3後流產。整個2023年，聯儲局都在用「長期高利率」的口號打壓市場急於減息的情緒。預計到2024年上半年，兩黨將在同一個問題上繼續拉扯。如果美國經濟實現軟著陸，明年年中通脹向2%目標邁進的步伐應該會加快。如果是這樣的話，我們預計聯儲局將通過降低實際利率來實現貨幣政策正常化，從2024年下半年開始首次減息100個基點，把聯邦基金利率從目前5.25-5.50%的高位降下來。我們不能排除美元走強的可能性；如果聯儲局因全球經濟／金融市場受到衝擊而大舉減息，或者通脹持續上升繼續推高利率，那麼美元將重新扮演起避險貨幣的角色。

2023年9月以來加元一直處於1.31-1.39區間



來源：彭博，星展銀行

我們預計2024年美元兌加元將繼續在1.31-1.39之間盤整。該區間是2022年10月美元兌加元達1.40的高位後形成。年初至今（截至11月24日）加元兌美元貶值1%，明顯小於紐元和澳元4.7%和3.7%的跌幅。除非出現不可預見的衝擊，否則美元兌加元不太可能像2015年貨幣戰爭或2020年新冠疫情爆發期間那樣飆升至1.45。上一個緊縮週期中，在美國儲2018年12月最後一次加息之後，以及隨後的2019年7-10月三次減息期間，美元兌加元呈區間震蕩下行走勢。到2024年，市場普遍預期，在美國CPI通脹率在第二季度回落至1-3%的目標水平時，加拿大央行將跟隨聯儲局減息100個基點。而在這之前，加元將因陷入困境的房地產行業而面臨風險。因其按揭付款急劇上升，國際貨幣基金組織將澳洲和加拿大列為面臨最大違約風險的國家。加拿大央行表示，有60%的固定利率抵押貸款持有人必須在2026年底之前續簽抵押貸款。由於經濟增長持續疲弱，失業率上升超出預期，房主可能也將面臨更大壓力。

2024年歐元或將再次盤整。由於歐元區和美國的貨幣政策趨同，2023年前11個月歐元兌美元在1.04和1.13之間波動。隨著通脹從高位回落，歐洲央行和聯儲局先將加息步伐放緩至25個基點，而後暫停加息週期。然而，仍然遠高於目標水平的通脹率卻讓它們難言勝利。就目前的情況來看，它們兩者都認為，在較長時間內將利率保持高位，可以及時將通脹降至2%的目標。我們認為明年下半年各國央行將啟動利率正常化，歐洲央行將跟隨聯儲局把政策利率下調100個基點。鑑於對歐元區尤其是德國經濟前景的悲觀情緒，歐洲央行不太可能恢復加息。歐洲央行希望歐盟國家保證財政政策與其抗通脹的目標保持一致。布魯塞爾也開始推動成員國從中國轉移風險。2024年春季，北約將在俄羅斯總統大選前後舉行聯合指揮演習，屆時地緣政治緊張局勢可能會再次對歐元造成困擾。

類似2015-2016年，歐元將維持在1.05-1.15區間



來源：彭博，星展銀行

英鎊缺乏持續上升或下跌的強勁動力。2023年，英鎊兌美元在1.30以上或1.20以下都難以為繼。隨著首相蘇納克(Rishi Sunak)兌現其在今年將通脹減半的承諾，英倫銀行於9月份暫停了加息週期。遺憾的是，通脹的下降也反映了當地經濟的停滯，國際貨幣基金組織稱其為G7國家中最疲弱的經濟體，並預測2023年和2024年的增長率分別僅為0.5%和0.6%。盡管秋季預算報告中提出了「史上最大的工人減稅計劃」，但英國預算責任辦公室對2024年的經濟增長預測僅微增至0.7%。更複雜的是，仍然遠高於目標水平的通脹率讓英倫銀行難言勝利，因此它不得不加入歐洲央行和聯儲局的行列，施行長期高利率。英國預算責任辦公室預計，明年底通脹率將會降至2.8%，2025年將達到2%的目標。即便如此，市場仍普遍預期英國和美國的政策利率將在2024年減息至4.50%後趨同。貨幣和財政政策會繼續在支持經濟增長和應對通脹之間搖擺不定，從而造成英鎊兌美元上下波動。

英鎊在脫歐公投後形成的區間內震蕩



來源：彭博，星展銀行

日圓可能最終會從2023年的極度疲弱中逆轉，因為我們預計2024年美日債息差將會收窄。美國利率高位可能已經過去，聯儲局或在2024年初維持暫停，因此2023年7月的加息可能是本輪週期的最後一次。與此同時，2023年10月允許提高債息曲線控制的靈活性之後，我們預計日本央行將於2024年上半年調整其負利率政策，將10年期日本國債債息1%的上限從硬性指數改為僅供參考。事實上，我們認為，這種債息曲線控制的靈活性將有助於為最終的政策正常化創造空間，因為當最終結束債息曲線控制政策（可能在2024年下半年）時，它會限制對全球債券市場的溢出效應。日本短期利率和10年期利率走高，再加上聯儲局減息，可能壓抑美元兌日圓大幅貶值，就像2023年升值時那樣迅猛。日圓被嚴重低估，如果境外收益優勢的吸引力開始減弱，日本保險公司、養老基金和銀行很可能會將他們所持有的境外資產調倉轉向日圓資產。

### 日圓正為日本央行結束負利率政策和債息曲線控制政策做好準備



來源：彭博，星展銀行

2024年，美元兌瑞士法郎預計將穩定在2023年第二季度形成0.86-0.92的交易區間。瑞士央行於6月份最後一次加息至1.75%。盡管政策利率低於2%的中性利率，但自7月份以來，瑞士已成功地將其CPI和核心通脹率控制在0-2%的目標範圍內。假定政策利率穩定在1.75%不變，9月份瑞士央行預測，2023年和2024年的平均通脹率均為2.2%左右，然後在2025年降至1.9%。不過，2022年實現2.7%的經濟增長之後，增長預測就不再那麼樂觀了。市場普遍認為2023年將微增0.8%，2024年略微提升至1.1%。因此，瑞士央行不需要瑞士法郎進一步升值來控制輸入性通脹，這樣做也不會面臨重大的政治障礙。11月，美國財政部將瑞士從貨幣監控名單中刪除。在2022年3月至2023年11月期間，瑞士法郎對美元顯著升值10.4%，跑贏歐元5.8%的升幅和基本穩定的英鎊。因此，在美元對主要貨幣普遍疲弱的情況下，美元兌瑞士法郎能夠保持穩定。

### 瑞士法郎被高估，即將進行盤整



來源：彭博，星展銀行

## 澳元在0.62-0.72區間盤整



來源：彭博，星展銀行

在經歷了艱難的一年之後，我們預計澳元兌美元將保持在0.62-0.72之間。除非出現不可預見的衝擊，2024年那些削弱澳元兌美元匯率的因素應會逆轉。首先，我們預計政策利率差將在2024年有所收窄，對澳洲有利。在經歷了四次暫停後，澳洲央行於11月將現金利率目標上調25個基點至4.35%，因此可能還會再次加息。由於人們擔心房價會回到創紀錄的高位，澳洲央行認為失業率要從10月份的3.7%上升到4.5%，才能使通脹率從2023年第三季度的5.6%回落到1-3%的目標區間。不過，如果聯儲局在2024年下半年啟動貨幣政策正常化並減息100個基點，澳洲央行或許僅能減息50個基點。其次，美國經濟將從跑贏澳洲變成被其反超。我們預計美國GDP增長率將從2023年的2.4%減半至2024年的1.2%，而市場普遍認為澳洲的增長率將從1.8%放緩至1.5%。中國與阿爾巴尼斯政府領導下的澳洲的關係有所改善，平衡了2024年中國經濟增長放緩的趨勢，亞洲是澳洲最大的貿易市場，其相對較高的增長率對澳洲經濟可以起到緩衝作用。

## 紐元在經歷了充滿挑戰的一年之後將呈現盤整



來源：彭博，星展銀行

經過一年的貶值，我們預計紐元兌美元將在0.58-0.65區間盤整。紐西蘭和美國的加息週期在今年都達到了5.50%的高位。由於人們認為CPI通脹率將在最後一個季度達到1-3%的目標，市場普遍預期2024年紐西蘭央行將把利率下調至4.75%。該央行2023年第四季度的季度調查顯示，2024年的通脹預期從上季度的4.2%降至了3.6%。減息應有助於解決因家庭借貸成本壓力上升帶來的資產質量惡化問題。2024年下半年，由於11月美國總統大選的不確定性，聯儲局可能會減息100個基點至4.50%，美元將會貶值。如果隨著中國經濟和房地產行業不斷企穩，亞洲出口萎縮出現轉機的話，那麼紐西蘭經濟的前景或將有所改善。但紐元也面臨著一些不確定性。紐西蘭國家黨、行動黨和優先黨共同領導的聯合政府將履行其在10月14日大選中的承諾，計劃對紐西蘭央行進行外部審查。三大政黨都希望削減政府開支、充盈政府賬戶、降低稅收。

## 亞洲貨幣

### 人民幣

人民幣貶值壓力可能會逆轉，因為市場最終將會對人民銀行穩定人民幣的努力做出妥協——這是我們強烈堅持的觀點，與市場不一致。今年11月的拜登-習近平峰會成為推動人民幣回升的關鍵因素，美國總統拜登表示美國希望與中國改善關係來幫助中國經濟，隨後人民幣應聲而漲出乎投資者意料。這顯示，即使大選之年政治格局充滿風險，美國政府也不太可能在明年採取對抗性的行動。美國投資者自2022年以來一直在大規模看淡中國資產，拜登的言論可能會鼓勵他們增加對中國資產的配置。中國房地產行業仍處於困境之中，但明年將會迎來巨大的增長利好。我們有理由期待，外部需求回升、聯儲局減息預期以及平穩的台灣選舉，能讓緊張形勢得以緩和，進而促進資本回流。此外，今年第四季度到2024年上半年，中國財政赤字佔GDP的比例將增加0.8%，這將在一定程度上緩和中國的經濟增長。雖然還遠談不上熱情高漲，人民幣仍將會獲得很好的支撐。

### 港元

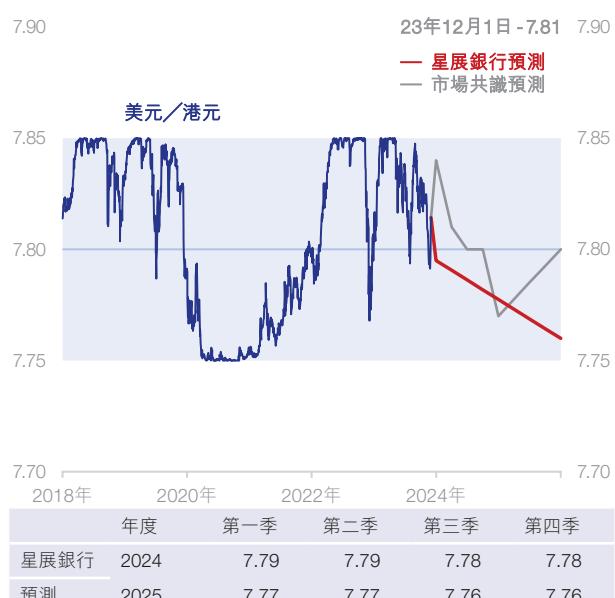
美元兌港元已回落至其可兌換區間的中點位置，因為港元受到香港銀行間同業拆借利率上升的支撐，該利率已接近甚至有時超過了相同期限的美元利率。自今年第二季度以來，香港的賬戶總餘額已停止下降，並穩定在450億美元左右（佔GDP的1.5%）。港元流動性收緊導致12個月的香港銀行間同業拆借利率在11月攀升至約5.65%，接近2022年底的高位。港元加息同時美元走軟，可能會繼續將美元兌港元打壓在7.80中點的下方。香港的外匯儲備也將穩定在4,160億美元左右，自2022年初以來，香港外匯儲備已下滑近兩年時間。在今年10月17日實施港元與美元掛鉤40周年之際，香港金管局總裁余偉文撰文表示，香港無意也沒有必要改變聯繫匯率制度。他稱贊聯繫匯率制度是一個健全的制度，是香港貨幣和金融穩定的壓艙石，多年來已逐步形成了高度的可靠性。我們堅信，港元與美元掛鉤對香港來說是一項令人信服的政策選擇，短期內幾乎沒有調整的風險。

### 人民幣最壞的情況可能已在2023年出現



來源：彭博，星展銀行

### 港元回落至其可兌換區間的下半部分



來源：彭博，星展銀行

## 韓元

在出口和工業生產復甦、韓國央行減息預期推遲、以及日圓和人民幣走強等利好因素的推動下，韓元可能會表現堅挺。隨著電子產品週期觸底回升，韓國出口在2023年第四季度走出了疲弱期，並可能很快迎來2022年年中以來的最快同比增速。目前，中國的外需仍是拖累因素，但韓國對美國的依賴程度開始提升，在美國供應鏈中的作用不斷增強，起到了平衡作用。其製造業活動有所加強，工業生產也在回升，而被證明將會更加持久的通脹，促使韓國央行將2024年的核心CPI預測從2.1%上調至2.3%，導致韓國央行維持利率的時間可能會長於市場預期，這將支撐韓元進一步上升。隨著韓國出口前景變得更為樂觀，抵消了對韓國家庭債務高企和消費需求放緩的擔憂，在經歷了8月至10月連續三個月的境外投資組合資金流出後，資金可能會出現回流。2024年，日圓帶來的貿易競爭力問題可能也會減弱，為韓元逐步走強鋪平道路。

## 新元

我們預計2024年美元兌新元將與2023年一樣，繼續在1.30-1.38的區間內震蕩。未來一年，隨著各國央行啟動貨幣政策正常化，美元將會失去動力。根據我們對聯儲局在2024年下半年減息100個基點的預期，我們預測新加坡金管局將在2024年7月降低新元名義有效匯率政策區間的斜率。如果2024年新加坡的經濟產出缺口略為負值，那麼稍趨平緩的斜率更有利於其2-3%左右的經濟增長形勢。金管局認為，明年CPI所有項目通脹率將從今年的5%降至3-4%，核心通脹率將從4%降至2.5-3.5%。剔除2024年1月1日消費稅上調1%的影響後，對CPI和核心通脹的預測將分別下調至2.5-3.5%和1.5-2.5%。不過，2024年充滿了不確定性和風險，金管局決定在2024年進行四次而不是兩次政策審查，就凸顯了這一點。最糟糕的情況包括：a)G7經濟體的高利率導致世界經濟硬著陸，b)中國經濟和房地產行業形勢發展繼續令人大失所望，以及c)圍繞中美關係、台灣、朝鮮和南中國海問題發生地緣政治誤判。

## 韓元或將回歸其長期價格通道



來源：彭博，星展銀行

## 新元韌性不可忽視

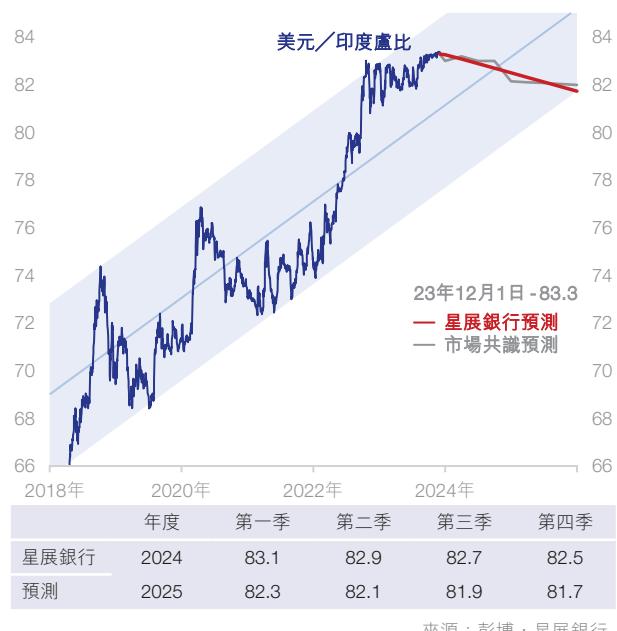


來源：彭博，星展銀行

## 印度盧比

**2024年，美元兌印度盧比將繼續保持異常的穩定，同時有下行傾向。**匯率在80.9至83.5的區間內波動，這3.2%的波幅明顯小於2022年的13%，也是1999年以來的最小波幅。美元兌印度盧比在2023年11月創下83.475的歷史新高，但僅比2022年10月的83.3高位高出0.2%。令印度盧比如此穩定的因素如下。首先，當該地區美元走強時，印度央行即出手干預。其次，由於印度央行於2月份最後一次加息後，GDP增長重新加速，印度股市創下歷史新高。第三，印度相比美國始終保持正值且較大的利率差。投資者將密切關注2024年4月至5月的印度大選。反對黨組成了統一戰線，以增大機會來阻擊印度人民黨第三次獲勝並成為執政黨。在前四個選舉年，美元兌印度盧比的交易區間會增大到6%至14%之間。明年下半年，我們預計印度央行將跟隨聯儲局減息100個基點。印度相對較快的經濟增長和全球美元走軟將使美元兌印度盧比保持偏向下行的趨勢。

## 印度盧比在81-84的窄幅區間內保持韌性



來源：彭博，星展銀行

## 印尼盾

**我們預計2024年美元兌印尼盾將繼續在14500至16000之間盤整，這是其2022年中以來一直保持的區間。**我們的預測與印尼央行一致，即2024年美元兌印尼盾的平均匯率為15510。盡管與2022年12月的15770相比，2023年10月15970的高位略有上升，但2023年前11個月的平均匯率為15215。10月，印尼央行9個月來首次再次加息，以緩衝美元復甦對匯率的影響。我們預計2024年印尼經濟增長將穩定在5%，與2023年的表現相仿。因境外投資者將對印尼在「中國+1」策略中的潛力進行評估，其投資決策將取決於2024年2月總統和立法選舉的結果。由於通脹率連續第二年保持在2-4%的目標範圍內，印尼央行可能會跟隨聯儲局在2024年下半年減息100個基點。2019年下半年全球經濟軟著陸，在其減息後，美元兌印尼盾出現了下跌。如果前景比預期更糟，美元兌印尼盾可能將會飆升，就像2020年第一季度新冠疫情爆發期間那樣。

## 印尼盾在14500-16000寬幅區間內保持韌性



來源：彭博，星展銀行

## 馬來西亞令吉

**有必要對2023年前11個月馬來西亞令吉的疲弱表現保持清晰的認識。**導致2023年10月美元兌馬來西亞令吉創下4.80歷史新高的因素包括：美國10年期國債債息在7月至10月美元復甦期間超過了馬來西亞；日圓和人民幣貶值對亞洲貨幣造成廣泛影響；以及馬來西亞GDP增長放緩，與美國在2023年第三季度的反彈形成鮮明對比。盡管貨幣市場波動加劇，但2023年4.22-4.80的交易區間僅比2022年4.17-4.75區間略有放大。從歷史上看，美元兌馬來西亞令吉有從其價格通道高位回落的記錄。展望未來，我們認為，如果美國經濟放緩，2024年馬來西亞GDP增長率將從2023年的4%升至4.8%，同時盡管聯儲局預期會在2024年下半年減息100個基點，但馬來西亞央行會將利率穩定在3%不變。財政部將CPI從2023年的2.5-3%小幅上調至2024年的2.1-3.6%，不過這並不是大問題，因為這是政府財策的一部分，其中包括提高稅收和降低補貼，目的是在中期內提高馬來西亞對境外投資者的吸引力。

## 泰銖

**2023年泰銖比許多亞洲貨幣更具韌性。**盡管5月份大選後出現政治不確定性，但美元兌泰銖並未超過2022年7月至10月美元反彈期間創下的高位。交易區間也從2022年的32.0-38.5（幅度為19.8%）縮小到2023年的32.5-37.3（幅度為14.3%）。首先，泰國央行在亞洲加息次數最多（5次）；其實際政策利率也超過了美國。其次，在經歷了兩年的赤字後，泰國有望在2023年實現經常賬戶盈餘。雖然泰國未能幸免於整個地區的出口萎縮，但重新開放邊境帶來了旅遊業收入的復甦，使得泰國經濟從中受惠。世界銀行預計，2024年的入境遊客人數將會超過疫情前的水平。此外，泰國還將受惠於明年下半年的出口復甦，我們預計屆時聯儲局將減息100個基點。隨著GDP增長從今年的2.3%提速至2024年的3.3%，從而推動通脹率從1.3%升至1.7%，我們預計2024年全年泰國央行將保持利率不變。央行和評級機構對政府相關支出計劃提出了財政可持續性的擔憂，我們也將對此保持密切關注。

## 當形勢對美元不利時，馬來西亞令吉會迅速回升



來源：彭博，星展銀行

## 泰銖尚未突破其長期區間



來源：彭博，星展銀行

## 菲律賓披索

我們的分析顯示美元兌菲律賓披索將維持在53-57區間，同時有下行傾向，這與菲律賓政府的預期一致。2023年，美元兌菲律賓披索保持在54-57的官方預測區間內，前11個月平均為55.7，與2022年波動較大的51-59區間形成鮮明對比。在7月至10月期間，面對因美國長期債券債息上升而復甦的美元，菲律賓央行發揮關鍵作用，穩定了菲律賓披索的匯率。今年10月26日，菲律賓央行意外加息，將其政策利率設定在高出美國100個基點的水平。展望2024年，菲律賓央行將跟隨聯儲局在2024年下半年減息100個基點，維持利率差不變。我們認為通脹率將從6%大幅改善至3.3%，與2-4%的目標區間一致。盡管預計菲律賓GDP增長將從今年的5.8%放緩至明年的5.2%，但相比美國減半至1.2%的GDP增長率，菲律賓經濟增長依然引人矚目，尤其是如果其出口復甦勢頭良好的話。評級機構忽略增長放緩的預測，基於對該國宏觀經濟管理和基本面的信心，給予該國投資級債務評級。然而，菲律賓和中國之間關係惡化將是投資者關注的焦點。

## 越南盾

我們預測未來兩年美元兌越南盾將回到2023年的23,500低點。我們認為2024年越南將重新成為東南亞增長最快的經濟體。我們預測其GDP增長將從2023年的4.6%加速至2024年6%，處於官方6-6.5%目標的低端。隨著通脹率從3%上升到3.5%，2024年全年越南央行可能會將利率維持在4.50%不變。假設我們對聯儲局在2024年下半年減息100個基點的預測是正確的，那麼美國的政策利率應該會與越南央行利率趨同。隨著9月和10月出口增長由正轉負，2024年經常賬戶赤字很有可能會轉為盈餘。對於陷入困境的房地產行業，標普全球等評級機構認為大規模蔓延的風險有限，指出越南不存在中國那樣嚴重的過剩和投機問題。該板塊佔銀行業貸款總額的25%，而公司債券僅佔貸款總額的3%左右。越南還面臨著來自其他東盟國家日益激烈的競爭，它們都在努力吸引那些希望從中國轉移風險的全球公司的境外投資。

## 菲律賓披索的官方預測區間為53-57



來源：彭博，星展銀行

## 越南盾保持在長期價格通道內



來源：彭博，星展銀行

## 星展銀行匯率預測

匯率，季度底

	12月1日	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季	25年第1季	25年第2季	25年第3季	25年第4季
中國內地	7.1285	7.08	7.04	7.00	6.96	6.92	6.88	6.84	6.80
中國香港	7.8144	7.79	7.79	7.78	7.78	7.77	7.77	7.76	7.76
印度	83.295	83.1	82.9	82.7	82.5	82.3	82.1	81.9	81.7
印尼	15,485	15,310	15,220	15,130	15,040	14,950	14,860	14,770	14,680
馬來西亞	4.6735	4.60	4.55	4.50	4.50	4.45	4.40	4.35	4.30
菲律賓人	55.405	55.0	54.7	54.4	54.2	53.9	53.6	53.3	53.0
新加坡	1.3335	1.33	1.33	1.32	1.32	1.32	1.32	1.31	1.31
南韓	1306	1280	1270	1260	1240	1230	1220	1210	1200
泰國	34.243	34.4	34.1	33.8	33.6	33.3	33.0	32.8	32.5
越南	24,287	24,100	24,000	23,900	23,800	23,700	23,600	23,500	23,400
澳洲	0.6675	0.67	0.68	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70	0.71
加拿大	0.6209	1.35	1.34	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32	1.31
歐元區	1.0884	1.11	1.11	1.12	1.13	1.13	1.14	1.14	1.15
日本	146.82	145	143	140	138	136	134	132	130
紐西蘭	0.6209	0.62	0.62	0.62	0.63	0.63	0.63	0.63	0.64
瑞士	0.8692	0.88	0.88	0.89	0.89	0.89	0.89	0.90	0.90
英國	1.2710	1.28	1.29	1.29	1.30	1.31	1.32	1.32	1.33
美元指數	103.27	101.9	101.2	100.5	99.9	99.2	98.6	97.9	97.3

澳洲、歐元區和英國是直接報價。

# 維持現狀

大宗商品  
1Q24

目前，大宗商品價格相比股市正處於多年低位，但我們建議全球經濟復甦跡象更加明確之前保持謹慎。



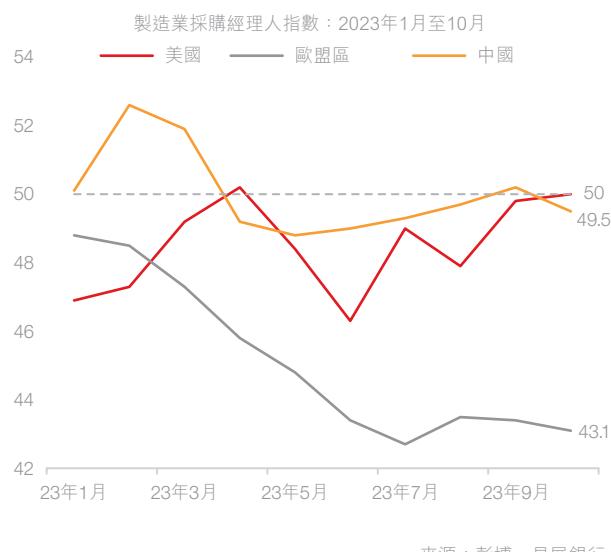
# 10. 大宗商品。

吳俊勇  
分析員

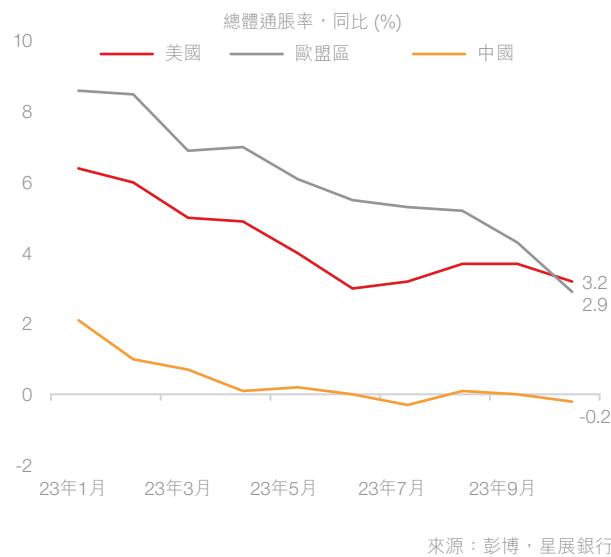
地緣政治風險帶來影響。2023年第4季，大宗商品領域需要關注的議題就是中東衝突造成地緣政治風險。它有幾大影響。首先，它為油價帶來了額外的上行風險，特別是如果衝突升級並擴大到整個地區。對伊朗原油可能實施的制裁以及貿易路線潛在的中斷風險等因素可能會導致油價飆升(>每桶100美元)。其次，貴金屬(尤其是黃金)將因波動加劇而受惠。盡管風險溢價已經開始消退，但該地區持續的衝突可能會給價格帶來一定的支撐。毋庸置疑，如果衝突升級並擴散到整個地區，價格還有進一步上升的風險。不過，這並不是我們的基本情景預測，這主要是因為考慮到美國為了遏制衝突所投入的極大努力(例如，與伊朗舉行非正式談判以及採取外交手段呼籲以色列減少侵略行動)。

**宏觀形勢依然低迷。**衝突問題先放一邊，該資產類別的宏觀背景依然低迷。經濟增長特別是推動工業金屬和能源需求的製造業活動繼續疲弱。2023年10月美國製造業採購經理人指數(PMI)為50.0，與上月持平，而歐洲和中國仍處於收縮區間(分別為43.1和49.5)。成熟市場通脹盡管粘性仍高，超過央行的目標水平，但已從今年早些時候的高位大幅回落，顯示貨幣政策已為其經濟成功降溫。10月份的整體通脹率為3.2%，而歐洲物價同比上升2.9%。中國方面，消費者價格走低，10月份消費者物價指數(CPI)同比下降0.2%。盡管中國

## PMI仍然低迷



## 通脹放緩



## 美国WTI 321裂解價差接近两年低点



來源：彭博，星展銀行

## 中國國有煉油廠開工率自9月以來急速下滑



來源：彭博，星展銀行

政府顯示了促增長的政策立場，也宣佈了進一步的刺激措施，但這些數據進一步證實，其經濟復甦依然乏力。這與大宗商品價格趨緩相一致；年初至今（截至11月14日），彭博商品總回報指數下跌4.1%。

能源一供應緊張與需求不穩並存。除中東衝突的影響外，能源市場基本面整體保持不變；產生影響的因素仍然主要包括：i)沙特和OPEC+主動減產造成供應側受限；ii)「長期高利率」政策和中國經濟復甦乏力帶來需求側問題。在需求側，需要注意煉

油價差已經大幅下降，這顯示12月和2024年初的原油需求可能會有所萎縮。衡量原油採購價與汽油、柴油等成品油售價之差的美國WTI 321裂解價差，當前已處於近兩年低位。同樣，10月底中國獨立煉油廠也出現了自1月初以來的首次負增長，導致國有煉油廠的開工率下滑，11月已減至約76%。此外，臨近年底汽油和柴油消費通常會出現季節性下跌，這將進一步抑制能源需求。鑑於供應緊張而需求不穩，我們預計2023年剩餘時間布蘭特原油均價為每桶85美元，2024年將進一步跌至每桶80-85美元。

**工業金屬—受制於製造業和建築業困境。**如上所述，全球主要經濟體的製造業活動在2023年大部分時間裡都乏善可陳。這將繼續打壓對工業金屬的需求。中國也不例外，盡管它採取了寬鬆的貨幣政策（與西方世界的許多國家形成對比）；製造業活動仍在小幅萎縮，建築業仍受到房地產行業違約的困擾。我們對工業金屬的看法保持不變：因宏觀背景疲弱，我們整體上保持謹慎，而因對於電氣化大趨勢的缺口，我們選擇對銅的偏好。

- 銅**—由於電動汽車的需求和銷售不斷增長以及電網存儲容量迅速擴大，有利於銅的長期需求，因此看好銅。例如，比亞迪公佈的2023年上半年利潤同比增長超200%。同樣，理想汽車公佈的2023年上半年收入同比增長271%。
- 鋁**—對鋁持中性觀點，因為盡管運輸業對鋁的終端需求佔很大比例，但仍有約25%用於建築和房地產行業。
- 鋼鐵和鐵礦石**—盡管今年價格走強，但我們仍看跌鋼鐵，因為除了中國房地產行業需求疲弱外，我們認為供應可能會增加，原因包括：i)海運供應量增加；ii)中國國內廢鋼供應量增加；iii)中國鋼鐵出口減少，這將增加國內供應。

## 中國鋼鐵進口量仍處於多年來的低位



來源：彭博，星展銀行

## 工業金屬有所回升，但低於2年趨勢



來源：彭博，星展銀行

**農產品一盡管天氣多變，但供應依然具有韌性。**小麥價格受到中國進口需求增加的支撐，但因俄羅斯和美國產量大增而被抵消。烏克蘭在與俄羅斯衝突持續的情況下，繼續通過臨時糧食走廊出口小麥和玉米。這種韌性顯示，全球糧食供應仍具有合理的多元化和韌性，從而抑制了價格上升。大豆的情況與此相似，巴西繼續擴大種植面積；10月份的出口量達到840萬噸，同比增長25%。就農產品整體而言，氣候變化關係到天氣模式的變化，特別是厄爾尼諾和拉尼娜現象加劇，導致降水變率增大，從而對農作物產量造成影響。盡管面臨各種挑戰，但全球供應鏈的多樣性，加上生產國為應對天氣變化而採取的積極措施，使得過去幾年的供應量能夠跟上供應中斷的步伐。

**因地緣政治風險疊加，繼續關注大宗商品週期的轉折。**由於供應中斷可能帶來價格尤其是能源和貴金屬價格上升的風險，中東衝突為大宗商品提供了有利的疊加因素。不考慮特殊風險，受西半球限制性貨幣環境以及東半球增長勢頭放緩的影響，該資產類別面臨的形勢依然疲弱。正如我們在能源市場所看到的那樣，供應短缺可能會推動反彈，但事實證明這種反彈大都曇花一現。估值雖仍處於多年低點，但因缺乏進一步的驅動因素和更具支撐性的宏觀形勢，大宗商品價格可能在未來一段時間內保持在低位。我們對該資產類別仍持謹慎觀點，靜待全球經濟復甦更加明確的跡象出現。

估值具有吸引力，但要向上突破還需驅動因素



來源：彭博，星展銀行



# 順風 勢頭強勁

另類投資：  
黃金  
1Q24

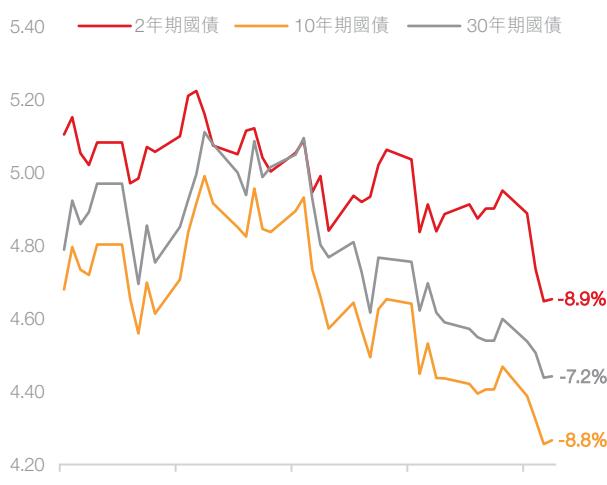
利率見頂和美元走強的跡象推動黃金升至歷史高位。加上地緣政治風險、央行持續買入和潛在的ETF資金流入等利好因素，我們認為黃金將進一步上升。

# 11. 另類投資：黃金

吳俊勇  
分析師

利率見頂使黃金飆升至歷史高位。自去年3月聯儲局加息週期開始以來，利率和美元一直是黃金的主要阻力；這是有道理的，因為國債債息代表了持有無息黃金的（無風險）機會成本。但是，風向最近開始發生轉變，美國國債債息似乎已經見頂。自今年10月初以來，整個國債債息曲線已經大幅下降；2年期、10年期和30年期美國國債債息分別下降了8.9%、8.8%和7.2%（截至11月30日）。黃金價格反而大幅上升，甚至在12月4日達到每盎司2,110美元的盤中高位，隨後回吐部分升幅。

隨著聯儲局暫停加息的勢頭增強，利率曲線開始下滑



來源：彭博，星展銀行

增強對實際利率和美元上升對金價下行的抵禦能力。但值得注意的是，即使在最近這輪由利率驅動的上升之前，自23年下半年開始以來，黃金對實際利率上升的下行敏感性一直在減弱；從6月1日到11月30日，被視為實際利率代表的10年期通脹指數美國國債(GTII10)債息上升了43.2%，而黃金上升了3.5%。即使我們忽略近期利率逆轉和以色列-哈馬斯衝突對黃金價格的支撐作用，下行敏感性降低的觀點仍然有效，2023年6月1日至10月6日期間（就在中東緊張局勢升級之前），GTII10債息上升73.6%，而黃金下跌7.3%。利率和美元是否會繼續成為黃金的利好因素，將取決於美國的通脹是否能得到控制，這將決定聯儲局是否會停止加息。

**進一步加息受到美國債務增長的限制。**雖然有可能進一步加息，但我們認為，加息將受到美國政府高負債水平的限制。要了解美國債務膨脹到何種程度，不妨看看近期美國主權債務應付利息的變化軌跡；在聯儲局於2022年首次加息25個基點後一年內，總利息支出增加了約50%，達到約9,700億美元。此外，根據國會預算辦公室(CBO)的預測，到2025年（債務上限暫停的最後期限），淨利息支出將達到8,350億美元，這將使這一非生產性支出領域的規模超過國防和醫療保險等其他強制性支出類別。所有這些都顯示，在不加劇美國政府本已龐大的1.7萬億美元財政

實際利率和美元自6月以來飆升，但黃金仍保持韌性

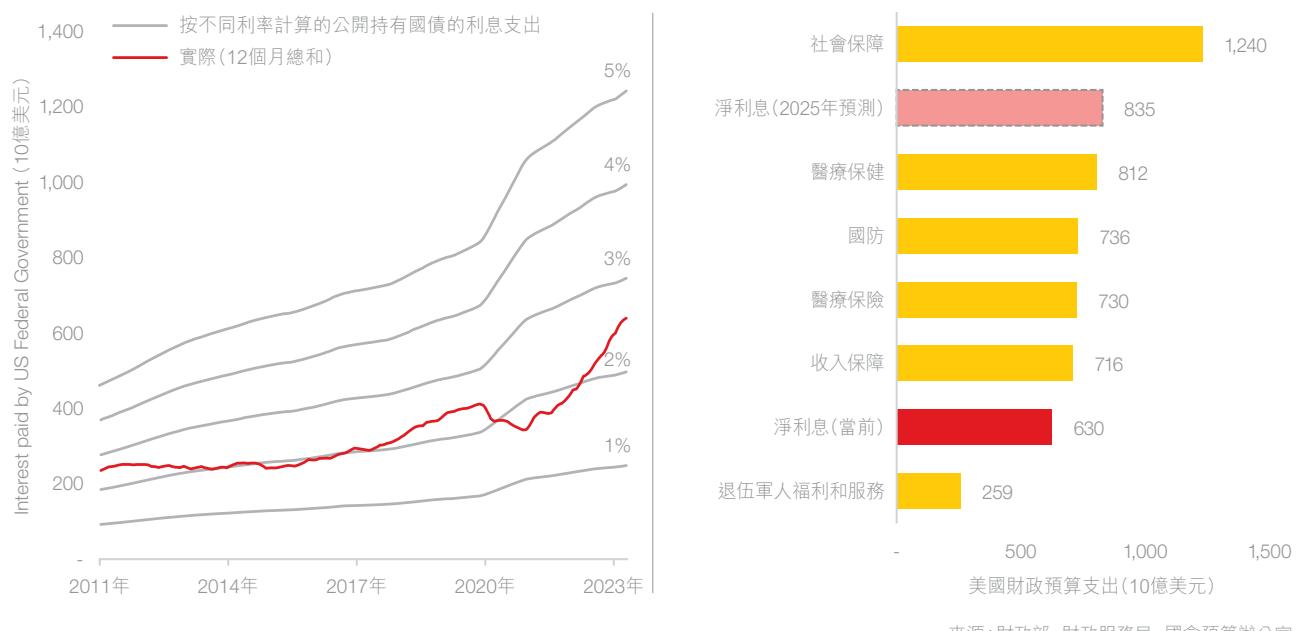


赤字的情況下，聯儲局進一步加息的空間有限，這是除2021年新冠疫情導致的2.8萬億美元之外，有記錄以來的最大赤字。在《CIO 市場洞悉》系列下所發表的「信貸：政策利率如何影響赤字」（2023年9月29日出版）一文中，我們詳細闡述了利率上升對美國利息支出的影響。對黃金的推論是，盡管利率可能進一步驅動黃金價格下行，但幅度有限。

**地緣政治風險依然存在。**鑑於黃金作為避險資產的地位，在動蕩時期獲益幾乎已成定局。不出所料，最近以色列-哈馬斯緊張局勢的升級顯著提振了黃金價格，2023年10月的現貨價格上升了6.8%。目前仍不確定的是，價格將何去何從。在很大程

度上，這將取決於衝突的發展態勢，如果衝突得到控制，大幅度的升勢可能已經過去。我們分析了過去的避險事件對黃金價格的影響，發現此類事件導致黃金價格上升平均持續15天，平均上升約8.0%，而最近的中東局勢衝突與此分析完全一致；升勢持續了15天，價格從低谷到最高位上升了9.5%。盡管如此，我們認為衝突帶來的上行風險依然存在；如果出現局勢升級和區域蔓延的跡象，我們很可能會看到黃金在短期內再次上升。鑑於美國及其盟國為遏制衝突所做的外交努力，其中包括與伊朗進行秘密會談，警告不要讓衝突升級，以及在以色列和加沙北部之間維持一條安全通道，我們不認為進一步升級是基本情況，盡管可能性依然存在。

淨利息支出預計將增加，成為財政支出的重要組成部分



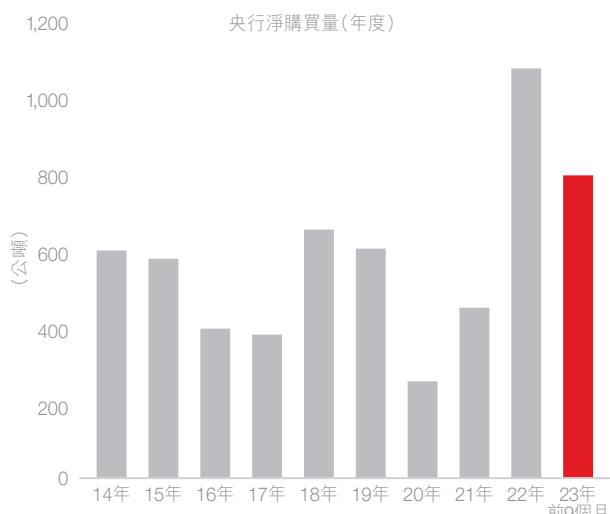
過去避險事件中黃金上升的持續時間和幅度

事件	開始日期	△% (從低谷到高峰)	上升持續時間 (天數)
俄烏戰爭	2022年2月24日	8.0%	14
硅谷銀行、銀門銀行、簽名銀行和瑞信倒閉	分別在2023年3月8、10、12和15日	12.5%	26
第一共和銀行倒閉	2023年5月1日	3.4%	4
	平均	8.0%	15

來源：彭博，各新聞媒體，星展銀行

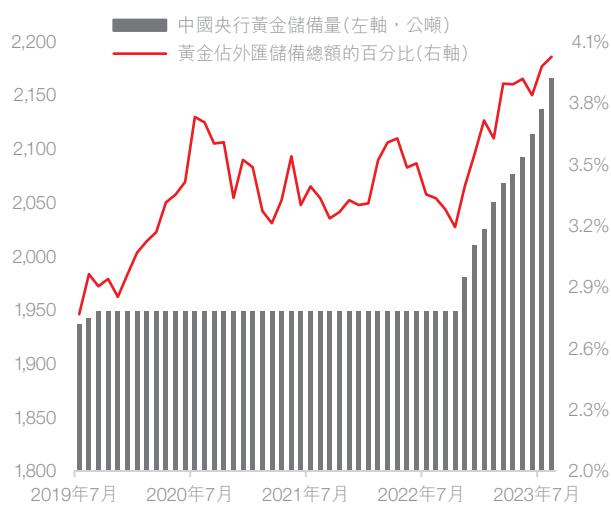
**央行持續買入。**央行買入為黃金帶來額外的利好，從4月和5月的淨負值轉為6月、7月和8月的淨正值。繼今年上半年創下紀錄後，全球央行在7月和8月保持購買勢頭，今年首9個月累計的購買量達800噸。最大的買家仍然是中國、波蘭和土耳其，7月份包括卡塔爾、新加坡和捷克共和國。中國央行一直非常積極地增加黃金儲備，最近一次購買量高達23噸黃金，其購買熱潮已持續了12個月，自2022年11月以來總購買量有266噸。我們認為，央行購買力度的持續增強是廣泛地緣政治趨勢的一部分，涉及到那些希望實現外匯儲備多元化、看好中性硬資產的國家。從長遠來看，這一趨勢將對金價起到支撐作用。

**央行在上半年創紀錄的買入後繼續買入：**今年首9個月累計購買量達800噸



來源: Metal Focus, 彭博, 星展銀行

**2022年11月以來中國黃金儲備穩步增長**



來源: 中國人民銀行, 世界黃金協會

**全球最大實物黃金市場的需求依然強勁。**自今年7月份以來，上海黃金交易所的基準金價一直高於倫敦金銀市場協會的金價。盡管溢價已從9月中旬每盎司126美元的高位有所下降，但仍保持在每盎司24美元的可觀水平。盡管中國後來放寬了對黃金的進口限制，這是中國早些時候為保護人民幣而實施的，顯示中國市場對貴金屬的需求穩健。10月份黃金提取量（即國內黃金需求）環比下降，但同比仍保持增長，且高於5年平均水平。

**ETF資金流入仍處於極度低迷的水平。**從技術層面來看，我們還看到ETF資金尚未恢復流入，這意味著當合適的因素出現時，還有額外的流動性推動黃金價格進一步上升。盡管中東發生衝突，黃金ETF總持有量基本保持不變，仍在8,700萬金衡盎司左右。這顯示來自機構、消費者和央

## 取消進口限制後，滬金溢價依然存在



行的實際需求強勁。當黃金上次觸及2000美元／盎司的水平時，ETF持有量要高得多，約為9,400萬金衡盎司，這顯示黃金在當前水平上仍有進一步的上行空間。

**政策利率動態、地緣政治風險、ETF資金流入和央行買入都是黃金的利好因素。**由於通脹似乎已得到控制，且出於對債務可持續性的擔憂，聯儲局繼續加息的空間有限，因此我們有理由認為，利率已經見頂，並將從現在開始走低。加上持續的地緣政治風險溢價、ETF資金流入低迷以及央行持續買入，我們認為黃金未來還有進一步上行空間。在此基礎上，我們將12個月目標價格從每盎司2,050美元上調至每盎司2,250美元，2024年下半年聯儲局可能減息，美元走弱是我們的主要催化劑。原則上，我們繼續主張投資者持有黃金作為分散投資組合風險和對沖黑天鵝的工具。

## 盡管中東發生衝突，但ETF資金流入仍保持低迷



利率見頂和地緣政治緊張局勢將促使黃金突破其持續3年的區間



## 過去避險事件中黃金上升的持續時間和幅度

美國10年期 國債債息 (%)	美元指數				
	90	95	100	105	110
2.00	2,552	2,448	2,344	2,240	2,136
2.50	2,509	2,405	2,301	2,197	2,093
3.00	2,466	2,362	2,258	2,154	2,050
3.50	2,423	2,319	2,215	2,111	2,008
4.00	2,380	2,277	2,173	2,069	1,965
4.50	2,338	2,234	2,130	2,026	1,922
5.00	2,295	2,191	2,087	1,983	1,879

可能區間

可能區間	當前區間
------	------

來源：星展銀行

# 一個 全新的世界

另類投資：  
私募資產  
**1Q24**

在經歷「廉價」資金的年代之後，私募市場如今必須應付借貸成本上升和退出困難的全新挑戰。在這個新世界中，槓桿密集型結構最具風險，而動態更加追捧二級市場投資和不良債務。



# 12. 另類投資： 私募資產。

陳詩韻

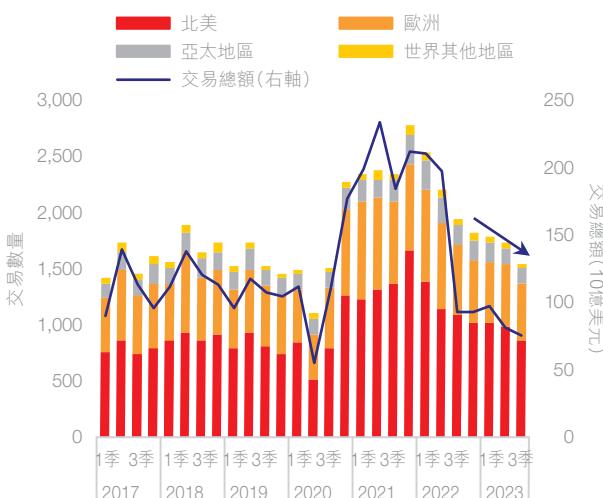
分析員

**一個時代的終結。**自全球金融危機以來的這幾十年是私募投資市場的黃金時代，在以零為底限的利率環境之下，機構資本大筆投入私募市場，追求更高的債息、更低的波動性以及更高的多樣性，這使得私募市場吸收了充足的資本。然而，時代變了。2022至2023年期間的急速加息導致全球私募交易增長的大幅放緩。經濟增速放緩、更高的通脹率以及結構性的資本成本上升帶來了全新的挑戰。隨著無風險債券能夠提供豐厚的收益，私募市場投資必須努力克服以下幾點：(1)風險更低而債息更高的資產的競爭，導致對於私募資產的需求下降，以及(2)應對資本成本上升的問題，這給依賴槓桿放大回報的企業和投資結構帶來壓力。盡管有這些挑戰，私募市場在過去這幾十年的動態顯示，隨著新的價值來源的產生，私募市場仍然在不斷發展。

## 私募股權：重新定義價值創造

當下的情況給私募股權帶來了多重挑戰，其中包括募資變困難、借貸成本帶來的對以來金融工程的價值創造模型的可行性的質疑、由於退出前景不溫不火而延長的持有期限以及對估值的擔憂。行業的發展促使人們更加重視通過投資組合公司的運營改進來創造價值。盡管有市場挑戰，對二級市場的投資還是保持吸引力，私募股權也仍然是在高增長市場和板塊中獲取創新性商業模式的途徑。

## 私募股權支撐的收購交易流疲弱



來源: Preqin · 星展銀行

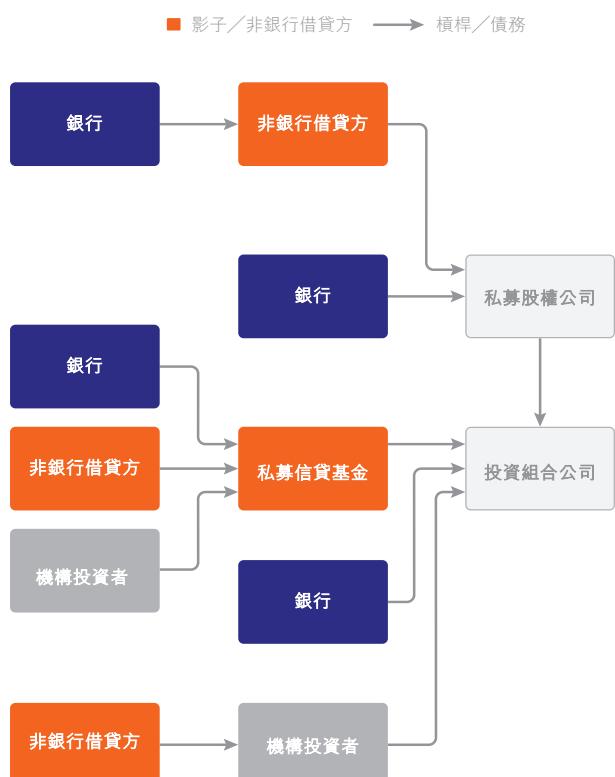
## 關鍵領域為：

1)某些私募股權結構的高槓桿率在高利率環境下面臨風險

**債務對私募股權公司的商業模型一直很重要**，並且借貸成本提升、資本可獲得性下降的環境導致對多層槓桿中潛藏的風險的擔憂。投資者們不再能將低成本且充足的債務融資視作理所當然。私募市場結構中的所有實體，包括基金、基金管理公司、投資組合公司，甚至基金投資者，一直都能够從銀行以及越來越多的非銀行／影

子銀行的借貸方處獲得各類槓桿。過去十年產生債務的便利性使得私募股權出現層層槓桿成為可能，如果事實證明迅速增長的利息成本過於高昂，或者債權人突然撤資，這種情況如今會在整個生態系統中帶來壓力風險。

**層層槓桿：整個私募市場中已經出現了不透明的信貸類型**



來源：彭博，星展銀行

對槓桿的擔憂可能會因持有期限的增長而被增強，由於賣家堅持等待更好的退出市場。收購投資的平均持有期限已經上升至6年以上，高於私募股權投資一般的3-5年。對槓桿收購交易來說，持有期限的延長可能意味著同時需要再融資或延長相應的收購貸款，此外，匿名提供的證據顯示針對持有期限延長以及新的貸款，出現了越來越普遍的實物支付形式（在這種情況下借款人可以以非現金的方式支付利息），這可能會導致信用風險的加劇。

但是一些其他貸款機構已經變得更加保守。Pitchbook的分析顯示，對私募股權貸款的機構也變得更加厭惡風險，證據即為銀團貸款在2023年一季度的平均債務與稅息折舊及攤銷前利潤之比為4.7倍，相較於2021年的5.3倍的高位向下調整。貸款機構正在要求私募股權公司繳納更多股權，因為利率上升、厭惡風險的貸款方以及現有的契約都限制了它們能夠利用的債務總量。

2)通過操作性提升創造的價值對私募股權可持續優勢很重要

**更高利率環境促使人們重新審視私募股權如何創造價值。**金融工程的不具可行性以及過度使用槓桿正在奠定轉向強調通過真正的操作性提升來創造價值。那些通過更加可持續性價值創造策略進行私募股權投資的有限合伙人們可能在理解他們所投資的企業創造價值的方法論以及可獲得的資源方面做得更好。在提升投資組合公司

的操作方面具有可持續優勢的私募股權公司需要積極參與投資組合公司的戰略和運營。這需要能夠接觸到公司內部運營團隊／行業專家，和／或戰略和運營顧問，來制定並實施價值最大化提升。

私募股權支撐的企業佔據了500億美元以上的不良貸款



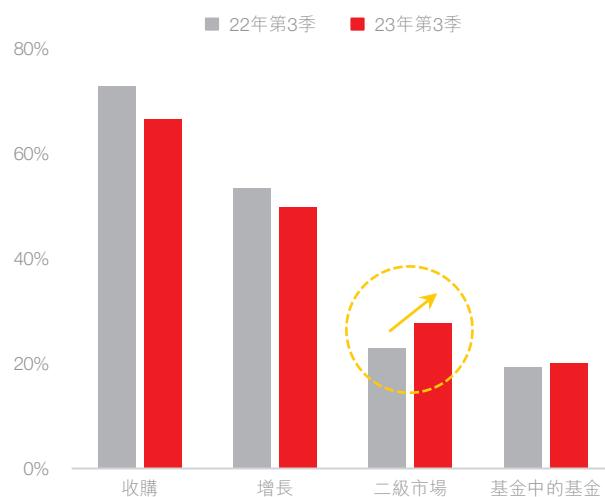
來源：彭博社，星展銀行  
註：總計為彭博社截至2023年7月7日的估計值。  
數據不包括私人信貸行業的債務。

3)困難的退出環境以及現存的有限合伙人對流動性的需求更加追捧二級市場投資

私募股權二級市場仍然具有吸引力。有限合伙人越來越轉向到二級市場尋找流動性，因為需要等待更長時間才能獲得更好的退出環境，基金需要更長時間才能將資本返還給投資者。分母效應也導致越來越多的機構有限合伙人調整他們在二級市場中的資金分配。因此在二級市場中出現的供過於求的投資機會導致出現了買方市

場，這使得二級市場基金能夠以歷史最具吸引力的低價購買股份，這也意味著有限合伙人們能夠在當前獲得比預期更高的收益。

私募股權投資者的目標策略：對二級市場的興趣日益濃厚



盡管私募股權二級市場投資依舊剛剛開啟，睿勤數據顯示二級市場基金僅佔市場上私募股權基金的約3%以及全部資本的約11%（截至2023年三季度），我們預計更多的基金將會在未來數個季度中在二級市場上發售，考慮到二級市場的情況更好了。

#### 4)後期風險投資支持的投資可能會出現最大程度的估值調整

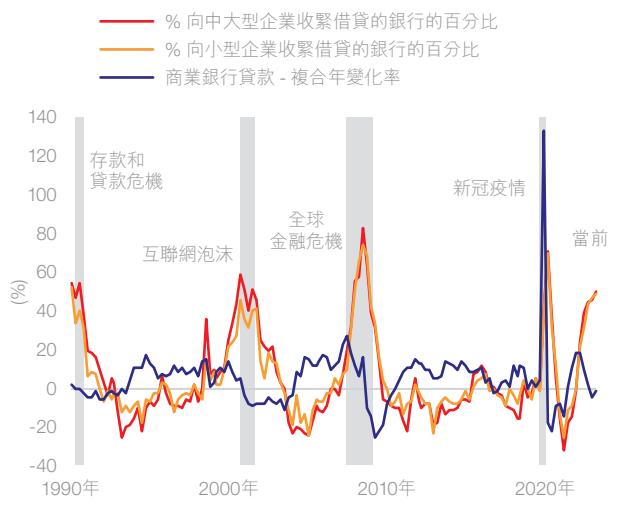
**艱難的退出形勢已經導致了估值再調整，**尤其是對Instacart這種後期風險投資支持的企業來說。2023年9月IPO將該公司估值低於100億美元，該估值遠遠達不到2021年疫情導致的生活用品外賣風潮期間其390億美元的估值頂峰。早前的估值可能是反映了對其增長預期的樂觀態度。這一實實在在的估值下調給後期投資者帶來了巨大的損失。積極角度來看，這展現了可能的估值正常化的信號，給私募市場中資金配置較少的個人投資者提供了更多合理的進入的時點。雖然私募市場依舊是投資於創新型企業的最佳通道，依舊建議要對因夸張宣傳和過於進取的增長預期導致的估值膨脹保持警惕。

#### 私募信貸：平衡之舉

我們對私募信貸投資的關注重點依舊是要在銀行非居間化帶來的結構性機會以及如今的利率環境下浮動利率結構帶來的具有吸引力的收益，和私募信貸行業管理信貸風險加劇的能力和違約率上升的環境之間找到平衡。

**銀行非居間化的順風大大增強了全球私募信貸市場的增長，使其市場規模增長至世界金融危機後的五倍，約1.6萬億美元的規模。**多德-弗蘭克法案作為一個轉折性事件，加速了向非銀行募資的轉變，隨著銀行穩步從借貸行為中退出。在當前的緊縮

#### 銀行借貸收緊給私募信貸帶來機會

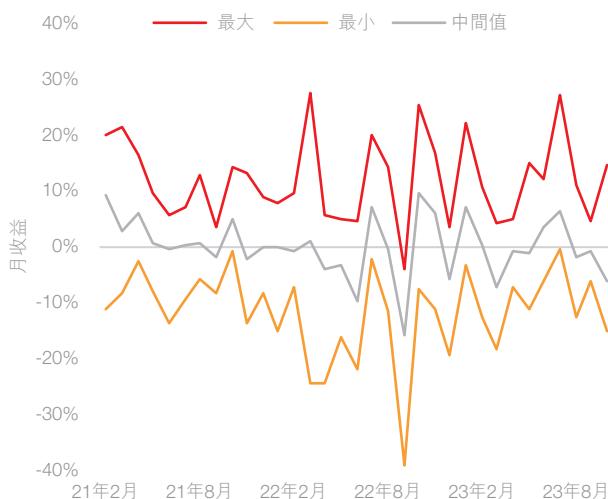


來源: St Louis 聯儲, 星展銀行  
上述數據為美國商業和工業貸款數據

週期中，另類放款方，尤其是私募信貸基金，通過填補銀行借貸的空缺，勢必在結構性角度獲益。盡管更高利率環境以浮動利率結構有益於放款方，另一方面又給更具風險的業務帶來了挑戰，導致實實在在地增加了利率成本。由於利率增長的影響開始給高度槓桿化、浮動利率的借款方帶來壓力，私募信貸發展將會如何還有待觀察。

**在先行指數中明顯能夠看到信貸壓力累積的信號，**主要的評級機構預計未來數月將會出現更多的貸款違約，由於企業們應付償還利息以及再融資的挑戰。必須注意到當前私募信貸行業的規模和結構並未經受任何一場大型危機的考驗。考慮到信貸評

## 私募信貸行業高度離散的收益表現\*

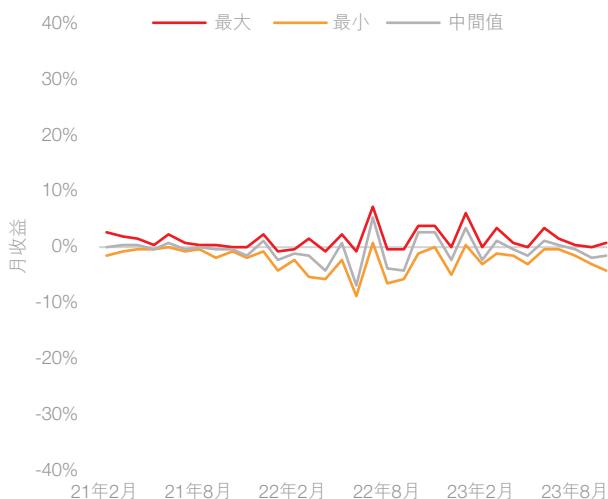


\*私募信貸收益的離散使用上市BDC企業的收益進行代理

估、結構以及監控在私募信貸降低風險中的關鍵作用，最首要強調的依舊是管理人的選擇以及投資前的盡調，因為我們進一步注意到了收益的廣泛離散現象。

充足的備用金和貸方與有壓力的借款人密切合作以避免違約的傾向，顯示蓬勃發展的私人信貸市場可以作為下一個違約週期的潛在緩衝。例如，盡管金融狀況整體收緊，但標準普爾數據顯示，私人信貸借款人已將其到期期限推遲到較晚的年份，為

## … 和高收益債券基金相比

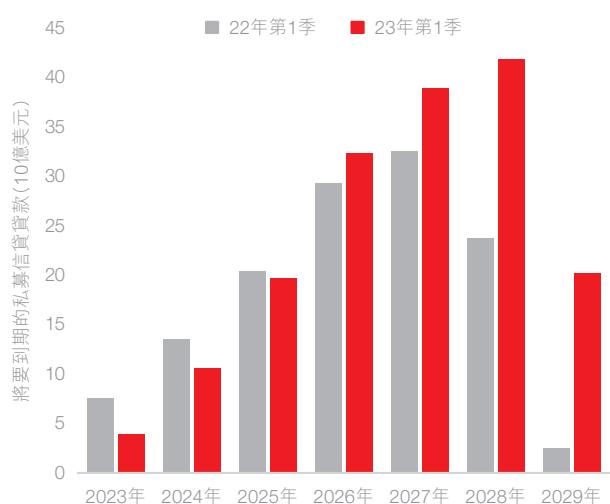


來源：彭博，星展銀行

債務到期爭取了時間。值得注意的是，隨著利率在較長時間內保持較高水平，這也將導致未來幾年持續的融資壓力。

**私募信貸市場的風險顯示，現在可能是投資者配置不良債務策略的最佳時機。**在所有私募債務策略中，不良債務在2023年的融資活動中出現了最大幅度的增長—預計未來違約率將會上升。由於融資壓力、利率上升和增長放緩給最弱的借款人帶來了最大的壓力，在這種不祥的前景中，一線

## 緩兵之計：私募信貸的最晚到期時限已經被推遲至之後數年



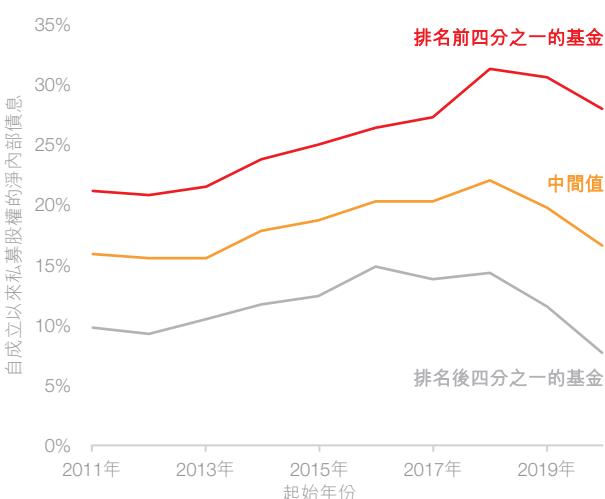
來源：標普全球評級信貸研究及洞察·星展銀行  
根據基於BDC持有的按年到期的私募信貸貸款的公允價值

希望是大幅貼現的不良債務供應激增帶來的機遇。憂心忡忡的管理者們預見到了一個肥沃的獵場，並期待著引人注目的交易流，並開始準備通過儲備備用金來抓住這樣的機會。因此，不良債務管理公司正在籌集資金的數量創歷史新高——截至2023年6月，已有80多家不良債務基金正在籌集資金，這一數字高於過去十年的任何時候。同樣，越來越多的投資者也開始關注不良債務的機會，在睿勤的投資者調查中，49%的受訪者預計該策略將成為未來幾個月表現最佳的私募信貸策略。

## 結論

總結來看，私募市場，曾經因低利率和充足的資本而興，現在需要面對全新的挑戰。借貸成本上升、持有週期變長都帶來了風險。要產生可持續的價值，非常迫切的就是要轉向關注操作層面的提升，與此同時二級市場投資在一個充滿挑戰性的退出格局中脫穎而出。在私募信貸中，需要注意保持收益和違約率增長之間的微妙平衡。越來越多的信貸壓力的信號為不良策略帶來獨一無二的機會，由於基金們準備面臨可能會上升的貼現的不良債務。私募資產基金的表現極為不同強調了基金管理者和盡調在私募資產新世界中規避風險、抓住機會的極端重要性。

## 私募股權IRR收益表現離散



來源：Preqin·星展銀行



# 靜奢風

專題策劃  
1Q24

隨著對可持續發展和良知消費主義的關注度日益提升，人們的心態正在發生轉變。這體現在低調奢華風的日漸盛行上，亦即廣為人知的「靜奢風」，消費者開始悉心甄選恒久而精致的產品。

# 13. 靜奢風。

星展銀行  
投資總監辦公室

**小富得意炫耀，大貴優雅低調。**在這個不斷發生全球性變革的時代，對可持續發展和良知消費主義的關注度日益提升，企業渴望憑借全新戰略脫穎而出。疫情帶來的變化也激發了人們不僅滿足於物質商品，而對生活方式也更為挑剔，消費者更加注重有益身心的裝飾、休閒和餐飲體驗。在奢侈品領域中，這體現在低調奢華風的日漸盛行上—亦即廣為人知的「靜奢風」，是對經久不衰、精致低調的悉心甄選。

近來引起社交媒體熱議的Gwyneth Paltrow法庭穿搭、以及HBO熱播劇《Succession：繼承之戰》所描繪的奢華而又簡約的生活方式，讓「靜奢風」再次成為關注的焦點，但其根源可以追溯到19世紀的鍍金時代和18世紀的法國，是對經濟繁榮時期狂熱炫富的一種抗拒表現。上世紀90年代也是如此，實用穿搭的極簡主義美學因Donna Karan和Miuccia Prada等品牌而聲名鵲起，並成為流行時尚。

**桃李不言。**靜奢風一詞恰當地體現了其精髓所在—偏愛含蓄而非浮華、顯眼的品牌形象。想想Isabel Marant和Vanessa Bruno的合身廓形，Loro Piana和Brunello Cucinelli的羊絨針織衫，Max Mara的長束帶羊毛大衣，以及Maison Margiela的解構主義系列。這些膠囊衣櫥的主打產品省卻時髦的標志和可辨識的字母圖案，而與極致時尚和自信淡然融合起來。

打入奢侈時尚界的高端市場是一項偉大的成就，新品牌鮮有成功者。從愛馬仕到香奈兒，從古馳到路易威登—時尚界一直由大牌電影明星和歷代皇室成員所追捧的傳統品牌所主導。其它一些留存至今的知名品牌也是鳳毛麟角，包括The Row、Jil Sander、Bottega Veneta、Khaite 和 Savette。它們的品牌形象和設計圖案體現了對精湛工藝的承諾和對細節無與倫比的關注，每件單品都由技藝高超的工匠使用頂級材料精心打造，最終呈現的服裝和配飾讓衣櫥散發出奢華而簡約的魅力。

**懂的都懂(#iykyk)。**The Row由Olsen姐妹創立，它迅速站到了低調奢侈品領域的舞台中央。今年1月和2月，該品牌的搜索量比去年同期增長了185%；同時，該品牌的Margaux托特包在MatchesFashion.com上架不到一周又繼續售罄。眾所周知，Olsen姐妹很少在社交媒體上現身，她們的生活籠罩著一層神秘的面紗，偶有短暫的公開露面都備受關注和猜測。不管媒體如何喧囂，奧爾森姐妹對時尚產業的變幻都不為所動—在一個全天候由社交媒體聯接互通和品牌形象所主導的世界裡，她們對周圍的紛紛擾擾毫不關心，這讓她們更引人注目。

## 「靜奢風」將蔚然流行

「靜奢風」會否只是曇花一現？這能在多大程度上體現出持久性的文化轉變，以致於可以重新定義消費者的消費觀念、消費決策的制定，及其與品牌和企業的互動方式？在本報告中，我們將透過現象看本質，對推動奢侈品重新定義的因素進行深入分析。

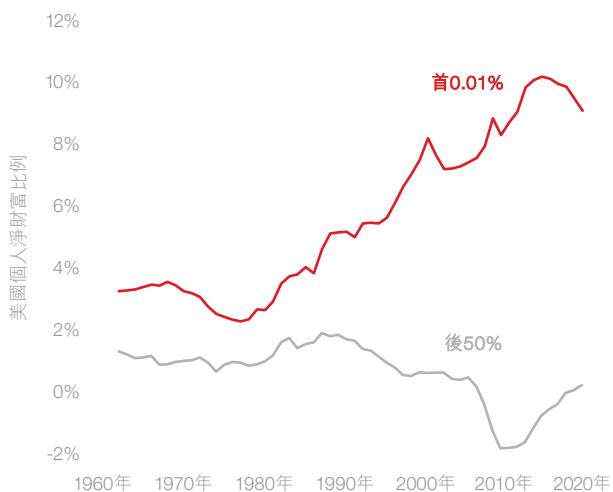
### I. 富裕焦慮的出現

### II. 渴望獨特性

### III. 良知消費主義的崛起

**I. 隨著貧富差距的擴大，出現了富裕焦慮現象。**生活成本危機將懸殊的社會差距置於聚光燈之下。人們對超級精英人士囤積財

不斷擴大的社會鴻溝：自70年代以來，貧富差距日益懸殊



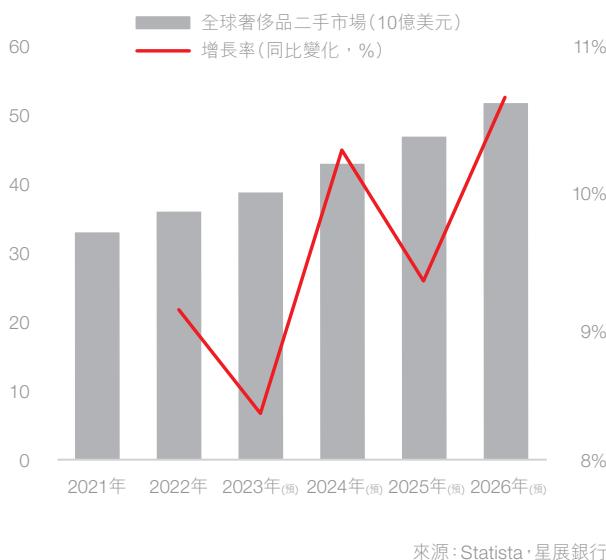
來源：世界不平等數據庫·星展銀行

富的不滿情緒不斷升級，這在多次社會動蕩中都得以體現。例如，今年4月，法國工人反對養老金改革，衝擊了奢侈品巨頭路易威登巴黎總部，當時正值該集團慶祝自己成為歐洲最有價值公司之際。這種抗議社會差距日益擴大的集體反彈，導致有錢人對炫富愈發謹慎。因此，奢侈品牌不得不重新審視其產品，以及如何繼續維護客戶關係。

**II. 因奢侈品消費的大眾化趨勢，人們渴望擁有獨特性。**第二個因素來自對獨特性的追求，這或許是對試圖推動奢侈品消費大眾化的力量（如社交媒體和二手市場的興起）的一種反擊。奢侈品的吸引力在於其具有稀有性和獨特性；不僅說明有購買能力，而且還顯示能得到別人得不到的物品和體驗。因此，也能理解那些面向頂級消費者的品牌為何要對其產品供應加以限制。

有趣的是，二手市場顯示出了讓這些奢侈品消費大眾化的潛力。Vestiaire Collective 和Farfetch等知名二手交易平台的出現，為奢侈品消費提供了便利，也降低了門檻。全球奢侈品二手市場的規模不斷攀升，預計到2026年將達到520億美元（2021年為330億美元），年複合增長率達9.5%。

## 奢侈品消費大眾化：全球奢侈品二手市場正在興起



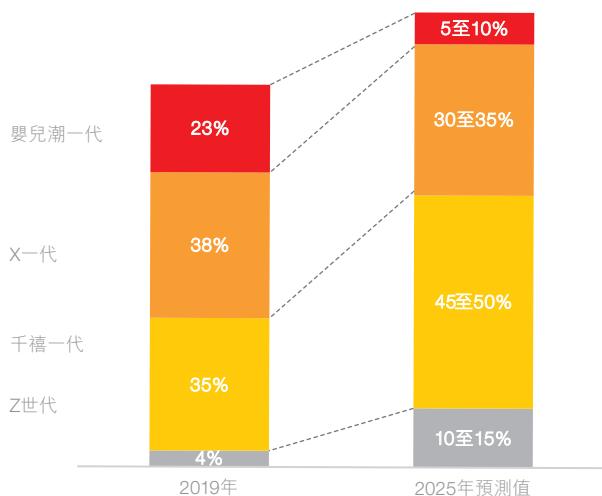
因此，轉為低調奢華是挑剔的精英人士為捍衛自己的獨特性而做出的有力回應，他們低調行事，避免公開炫富，轉而選擇含蓄優雅，注重恒久品質、精致工藝以及舒適得體。

**III：良知消費主義的興起推動消費者注重高品質奢侈品。**到2025年，千禧一代將成為奢侈品市場的主力軍。千禧一代大都生活在極度關注環境問題的時代裡，他們是有良知的消費者，對品牌針對環境和社會的承諾滿懷期望。

千禧一代通常會選擇同那些價值觀與其自身信仰相一致的品牌進行互動。這些消費者越發意識到他們的購買行為會對地球造成影響。安永未來消費者指數研究發現，超過半數的受訪者越來越關注他們的購買行為對環境和社會所帶來的影響。

良知消費主義的日益盛行進而又推動消費者（尤其是千禧一代）轉向注重品質和工藝的靜奢風品牌。如今，具有環保意識的消費者不再追求最近風靡一時的花哨印花，而是追捧強調品質和耐用性的商品。

到2025年，千禧一代將成為奢侈品市場的主力軍



## 完全沉浸：追求獨特體驗

奢侈品新時代的到來對一系列行業帶來深刻的影響，反映出消費者價值觀和偏好已發生廣泛的轉變。消費者需求不再僅僅滿足於終端產品本身；與品牌的關聯度以及享受奢侈品的投資體驗變得更為關鍵。物

品的價格標籤固然重要，但已不再是其價值的最終裁判員——工匠精神和獨特性在決定物品價值方面同樣重要。

消費者是如何從主流奢侈品牌轉向偏愛具有更多獨特性的小眾品牌的呢？下面舉例說明：

### 鐘表

百達翡麗、愛彼和江詩丹頓被譽為奢侈鐘表中的「神聖三位一體」，是赫赫有名的奢侈鐘表集大成者。

盡管它們依然享有極高的價值和地位，但其中有一部分關注度已經被分散到了獨立的手表製造商，如Philippe Dufour, F.P. Journe和Roger W. Smith。這在一定程度上歸功於Hodinkee等鐘表流行趨勢媒體刊物越來越多的報道。

除了卓越的工藝，這些製造商的吸引力主要來自其限量生產鐘表的獨特性。相比之下，勞力士等品牌每年量產手表約100萬只，而Roger W. Smith和Philippe Dufour等工匠通常將年產量控制在10只以內。

### 香水

工匠超越大品牌的另一個領域是香水。小眾香水，或由獨立調香師或手工作坊製作的香水，近年來正嶄露頭角。

事實上，香水愛好者已經習慣於將名牌香水（如香奈兒、迪奧、古馳）等同於主流品味，而將小眾香水等同於細膩和精致。

諸如Francis Kurkdjian, Roja Dove和Frederic Malle這樣的獨立調香師，通過向特定鑒賞家群體提供超豪華的昂貴香水而一舉成名。然而，隨著靜奢風的興起，可以說最近連他們都在某種程度上被劃歸到了主流界。

### 美食

除了米其林星級餐廳，會員制餐廳成為新銳。米其林星級曾經是廚師和餐館老闆成功與否的權威衡量標準。20世紀90年代和21世紀初的烹飪大師，包括Joel Robuchon、Alain Ducasse和Gordon Ramsey等人，都有一個共同點，那就是都獲得了大量的米其林榮譽。

然而，高檔餐飲業的格局自此發生了巨大變化——還是出於人們對獨特性的渴望。如今，頂級餐廳不再追求主流榮譽，而是主動回避這些榮譽。

值得注意的是，曾被譽為世界上最好的壽司餐廳、並被拍攝成紀錄片《壽司之神》(Jiro Dreams of Sushi)的數寄屋橋次郎餐廳，在成為會員制餐廳後，失去了米其林三星的評級。

## 軟繁榮：靜奢風市場的增長潛力

鑑於靜奢風市場的小眾本質，與之相關的行業數據肯定是有 limited 的。因此，為了全面分析評估靜奢風市場未來的增長潛力，我們採用了「自下而上」的方法，具體如下：

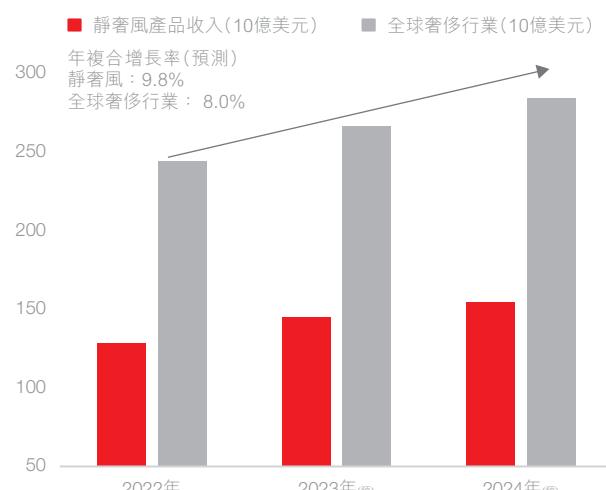
- 彭博全球奢侈品指數按照不同的成分公司有所細分。我們在該指數的30家成分公司中來確認哪些可以歸類為靜奢風。
- 被歸類為「靜奢風」的公司必須具有以下特質：(a)專注於低調優雅，具有深厚的傳統和對品質的堅定承諾，(b)保持產品的獨特性和稀缺性。
- 該指數30家公司中有7家符合上述標準。它們是：(1)愛馬仕，(2)Moncler，(3) LVMH酩悅·軒尼詩-路易·威登集團，(4) Financière Richemont（歷峰集團），(5) Swatch Group（斯沃琪集團），(6) Brunello Cucinelli，以及(7) Ermenegildo Zegna。

對這幾家公司2023財年和2024財年的預測收入（基於彭博社）進行綜合分析，我們的結論認為，靜奢風公司總收入的年複合增長率預計將達到9.8%，超過整體市場的8.0%。

根據我們的分析和結論，可以得出三條重要啟示：

- 靜奢風公司擁有業內最高的營業利潤率，甚至超過了美國科技公司。亮眼的財務表現凸顯了其獨特價值定位，將審美感染力與強大的商業模式完美結合。
- 消費者越來越追捧注重恒久優雅且可持續的奢侈品，而不是傳統的、更為張揚的奢侈品。
- 公司策略調整勢在必行，要將靜奢風產品融入產品組合，以應對市場動態的不斷變革。

## 靜奢風公司有望實現更強勁的增長



來源：彭博，星展銀行

## 矢志不移：靜奢風的受惠者

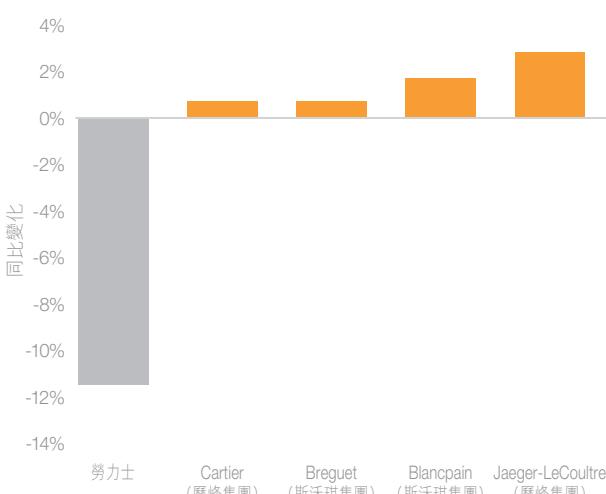
隨著消費者紛紛被這些品牌的精湛工藝和優雅成品散發出來的獨特性所吸引，我們不禁要問，這對該行業的未來意味著什麼，而作為投資者，我們又能從中得到什麼？如果奢侈品真的很「安靜」，我們又該如何為投資組合篩選出潛在的獲益機會呢？

**聚焦奢侈品的低調受惠者。**隨著低調奢華的潮流日益盛行，該領域中部分搶佔先機的公司和品牌將會獲益更多。這些品牌以含蓄而又極具影響力的奢華方式著稱，它們注重工藝、品質和低調的品牌形象，為這一趨勢奠定了基礎。它們以提供精致而含蓄的奢華體驗的能力脫穎而出，與當今挑剔的消費者不斷變化的偏好完美契合。

為了找出這種文化／觀念轉變的潛在受惠者，我們將公司分為兩類：

**軟奢侈品：注重低調優雅，收獲紅利。**軟奢侈品領域中，那些體現靜奢風特質的公司今年表現可圈可點。它們強調優雅氣質和經久不衰，與挑剔的消費者產生了共鳴，令其表現優於更為高調張揚的品牌。

## 非主流品牌的表現更勝一籌



來源：WatchCharts · 星展銀行

隨著靜奢風的興起，消費者越來越傾向於含蓄而更加精致的奢侈品消費，我們注意到行業動態正發生重大轉變。

**硬奢侈品：悄然興起的靜奢風潮流。**在「硬奢侈品」領域，靜奢風潮流帶來的微妙影響正變得越來越明顯。例如，一向以奢華著稱的知名品牌勞力士，其二手市場的價格動態發生了顯著變化。根據WatchCharts的數據，勞力士在2023年第三季度的手表價格同比大幅下降了11.5%。

相比之下，Breguet、Blancpain、Cartier和Jaeger-LeCoultre等以時尚的設計和卓越的機械性能而聞名的非主流品牌，在二手市場上的價格出現了微妙但顯著的上升，平均升幅1.5%。

## 贏家通吃：尋找具有「護城河」特質的靜奢風公司

靜奢風的核心在於對客戶需求的關注。在選擇忽視潮流的同時，公司需要追尋富裕的消費者並匹配其低調的品味。要瞄準這些小眾客戶，必須要了解他們的生活方式和偏好。

而能與這種特質產生共鳴的品牌，不僅可以滿足挑剔的客戶，還會在不斷變化的市場中實現優異的業績表現。它們有能力迎合高端消費者的價值取向，說明它們具有獲取高額利潤的能力，使其能夠抵御不斷變化的社會和宏觀經濟潮流。

為了保持在奢侈品領域的競爭優勢，品牌需要擁有「護城河」特質，使其能夠在競爭中脫穎而出，並保護自身的行業定位。這些特質包括：

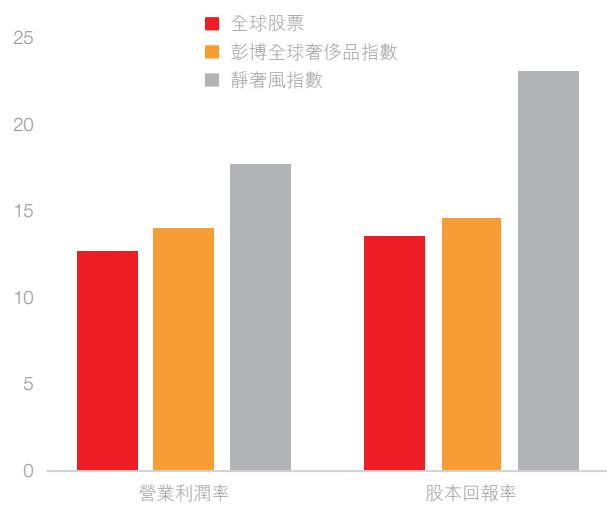
- 經久不衰的品牌傳承
- 獨特性的魅力
- 精湛的工藝
- 牢固的客戶忠誠度
- 持續的創新能力

**獨特的行業定位轉化為優秀的財務狀況。**前文中所強調的每一個因素在創造獨特和可持續的優勢方面都發揮著至關重要的作用，使公司產品能夠收取更高的價格溢價。

這些溢價進而又轉化為更強勁的營業利潤率和更高額的股本回報率。我們的分析顯示，靜奢風公司在這兩個方面都表現出色：

- » **營業利潤率**：全球奢侈品行業的營業利潤率高於全球股市（分別為14.1%和12.8%）。經對奢侈品領域進行深入研究，我們的分析顯示靜奢風板塊的營業利潤率更高，達到17.8%，說明靜奢風公司具有高額定價的能力。
- » **股本回報率**：情況同上，全球奢侈品行業的股本回報率高於全球股市（分別為14.7%和13.7%）。在奢侈品領域中，靜奢風板塊的股本回報率高達23.1%，再次勝出。

### 高端品牌的高額利潤率



來源：彭博·星展銀行

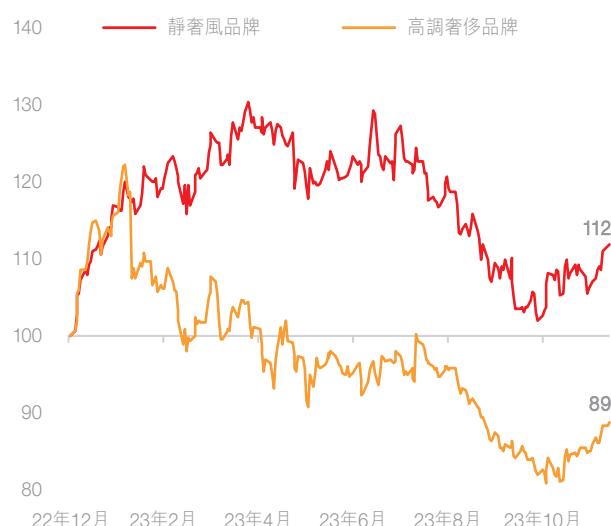
**優秀的財務狀況帶來強勁的股票表現。**軟奢侈品領域中，那些體現靜奢風特質的公司今年表現可圈可點。它們強調低調的優雅和恒久的品質，與挑剔的消費者產生了共鳴，令其表現優於更為高調張揚的品牌，這些「高調奢侈品」更注重大膽惹眼的品牌形象和設計圖案，通常以突出的標志和浮華的審美為特徵。

隨著靜奢風的興起，消費者越來越傾向於含蓄而更加精致的奢侈品消費，我們注意到行業動態正發生重大轉變。這種轉變進而又轉化為靜奢風品牌比高調的奢侈品牌高出23%的強勁表現。預計兩者表現上的差異將會持續存在。

## 總結

被重新定義的奢侈品所擁有的魅力，正在開啟一個低調自信、用心消費的新時代。隨著消費者需求繼續朝著新的方向演變，品牌和公司必須緊跟潮流—增長來自創意和機遇，以及品牌擁抱創意和機遇的方式。

## 靜奢風品牌表現優於高調奢侈品牌



來源：彭博，星展銀行

公司將這些創意投入市場的速度往往是決定成敗的關鍵因素。從本質上講，在不斷變化的社會經濟背景下，如果可以不斷適應多變的消費者偏好，同時又能維持超越物質滿足層面的關聯度，行業參與者將會成功抓住重新定義奢侈品的機會，吸引客戶一再光顧。



# 下一代 基礎設施

專題策劃  
**1Q24**

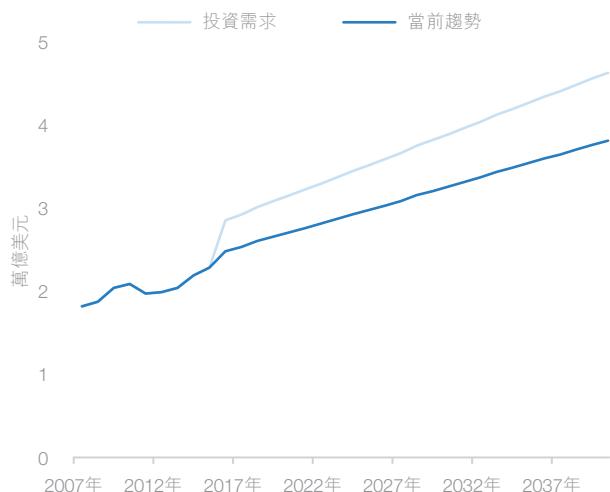
隨著全球努力應對氣候危機、人口結構變化、網絡攻擊和供應鏈動蕩，對下一代基礎設施的需求將持續增長。這為部署資本以建設面向未來的基礎設施資產提供了誘人的機會。

# 14. 下一代基礎設施。

星展銀行  
投資總監辦公室

基礎設施是社會的支柱。從為高速連接提供動力，到分配能源和管理廢物，基礎設施系統的各方面對社會的運轉都至關重要。然而，世界卻面臨著令人擔憂的基礎設施資金短缺問題。根據全球基礎設施中心的數據，從2015年到2040年，根據當前趨勢，基礎設施投資需求將累計超過15萬億美元的資金。隨著發展中國家資本投資需求的飆升，這種長期的公共投資不足預計將導致嚴重的基礎設施赤字。除了迫切需要更換現有的老化基礎設施外，對可靠的下一代基礎設施的需求也在不斷增長。氣候危機、人口結構變化、城市化、網絡攻擊和供應鏈動蕩都需要有彈性和適應性的基礎設施來應對21世紀的新挑戰。

全球面臨累計15萬億美元的基礎設施缺口

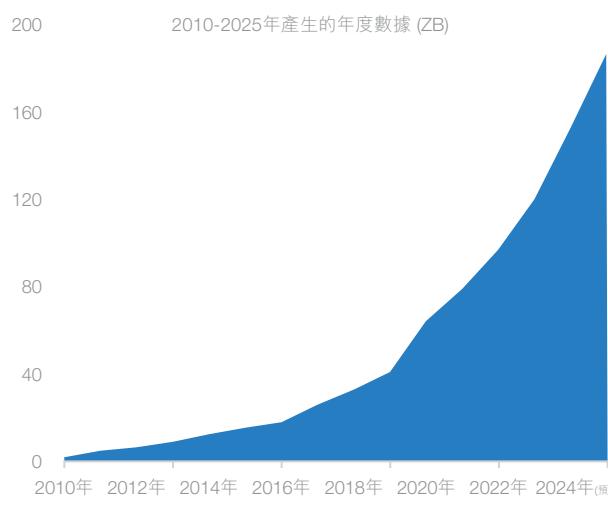


來源：全球基礎設施中心・星展銀行

各國政府大力投資基礎設施建設。各國政府敏銳地意識到更新老化資產和建設新資產的迫切需要，一直在向這一領域分配大量資源。例如，拜登政府的《兩黨基礎設施法》、《通脹削減法案》和《芯片法案》共同承諾在未來十年內支出約2萬億美元。歐盟的全球門戶策略還制定了到2027年基礎設施投資約3億歐元的目標。盡管數額巨大，但此類公共資金仍不足以滿足迅速增長的基礎設施需求。各國政府面臨的挑戰使得公共資源日益稀缺；全球金融危機之後，公共金融機構一直專注於修復其資產負債表。最近，疫情帶來的財政挑戰（社會轉移支付增加，稅收減少）使成熟經濟體的預算更加緊張。

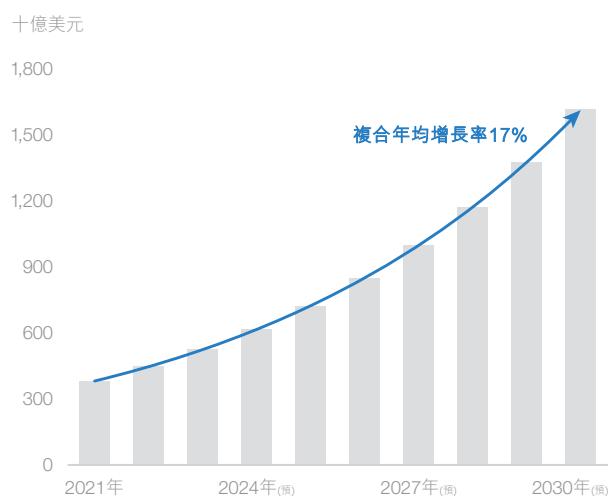
但迫切需要私營部門投資來彌補這一缺口。各國政府認識到自身的局限性，日益呼籲私營部門更積極地參與基礎設施建設，例如通過公私夥伴關係。這為投資者創造了有利可圖的機會，使他們能夠獲得風險調整後穩定且有吸引力的基礎設施資產回報。此外，結構性變化將推動對基礎設施支出的穩定需求。下一代基礎設施的機會在以下幾大支柱領域隨處可見，我們強調了推動此需求的幾個關鍵趨勢：

## 全球每年產生的數據不斷增加



來源: Statista, Bernard Marr & Co, 星展銀行

## 雲端計算潛在市場總量不斷增長



來源: 研究機構, 星展銀行

## 1. 雲端網絡：未來的基礎設施

基於雲端的數據中心出現極大地改變了企業和人們的工作方式。預計到2025年，全球每年將產生181ZB或181萬億GB的數據。雲端服務的廣泛採用將推動對數據中心、可靠的雲端網絡及其周圍生態系統的需求。這將通過數據中心、雲端網絡、數據存儲設施和先進基礎設施支持雲端計算的發展，從而實現這些組件的無縫連接。

亞馬遜網絡服務、微軟Azure、谷歌計算平台和阿里雲端等領先的雲端提供商已經在這一快速增長的業務領域進行了大量投

資，錨定了雲端容量和網絡的普遍性和實用性。盡管如此，每年不斷增長的數據量意味著總是需要更多的容量，投入更多的資本，以及需要更多其他參與者的加入。

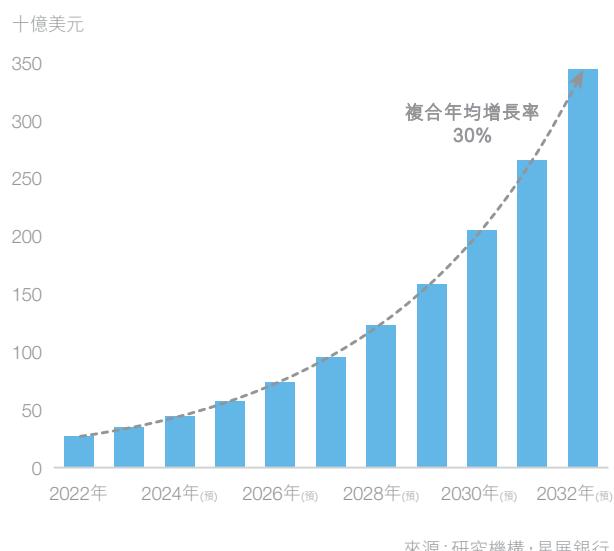
## 2. 能源轉型：電氣化的未來

能源轉型意味著從根本上擺脫傳統的化石燃料，轉向更清潔、更可持續的能源，包括能源生產、分配和消費的各個方面。轉向更清潔、更安全的能源將為投資可再生能源發電、配電網、儲能解決方案和新型交通方式創造重大機會。

例如，雖然風能和太陽能等可再生能源在很大程度上被視為碳中和的能源，但它們具有固有的可變性、不可預測性和能源供應的間歇性。儲能系統是解決這些限制的一種方案，對這些系統的需求主要來自發電和配電網領域。電網級儲能是市場的主導力量，因為其規模相當大，尤其是在與可再生能源發電設施相結合的情況下。

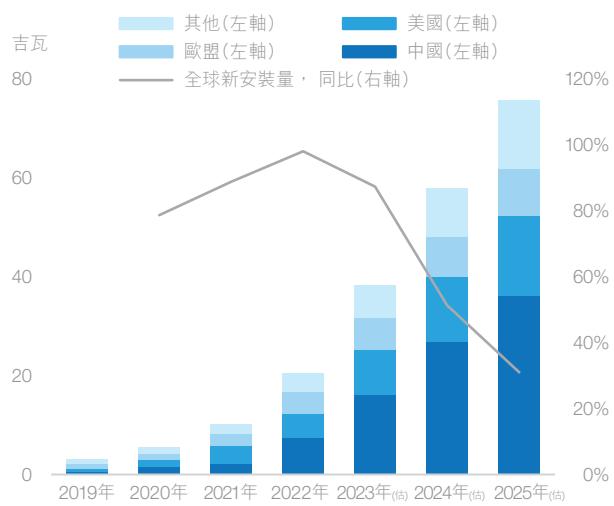
儲能系統作為實現碳中和的重要組成部分發揮著至關重要的作用，而電動汽車則是能源轉型的另一個突出和變革性的體現。電動汽車生態系統包括從事電氣化、自動化、機器人和動力產品生產和銷售的企業。電池、半導體和充電基礎設施等關鍵領域的技術創新在推動電動汽車廣泛採用方面發揮著關鍵作用。我們預計，隨著越來越多的消費者接受電動汽車，對充電基礎設施的需求將激增。充電技術的不斷創新，注重更快的充電速度和更加用戶友好的解決方案，增強了電動汽車的吸引力。此外，各國政府也在激勵和規範充電站的安裝，包括公用事業公司、充電網絡運營商和汽車製造商在內的私營實體也在擴大投資此類基礎設施。

## 電動汽車充電站市場價值



來源：研究機構，星展銀行

## 全球新能源儲能項目安裝情況（按地區劃分）



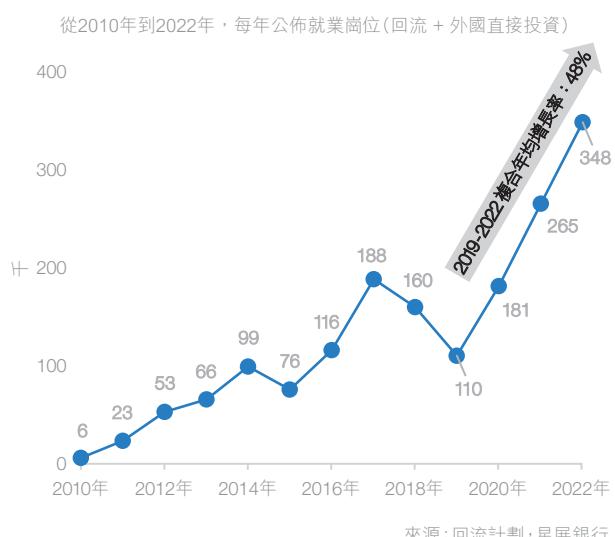
來源：中關村儲能產業技術聯盟，伍德麥肯茲，歐洲儲能協會，星展銀行

### 3. 運輸和物流：建立彈性供應鏈

在新冠肺炎和俄烏戰爭的雙重衝擊之下，全球各國政府和企業已經意識到，不僅需要提高供應鏈效率，還需要增強彈性。因此，我們看到了一種日益增長的回流趨勢：企業將製造業的工作崗位從海外轉移到本土，政府在支持和激勵這些活動方面發揮著積極作用。運輸和物流基礎設施往往被忽視，而這正是推動產業轉移的關鍵部分—產業轉移不僅僅是改變貨物的生產地點，而是一個涉及原材料和製成品整個價值鏈的搬遷和重新佈局的綜合過程，要確保每一步都能得到適當處理和倉儲。這一重大轉變將推動對運輸和物流基礎設施的需求大幅增長。

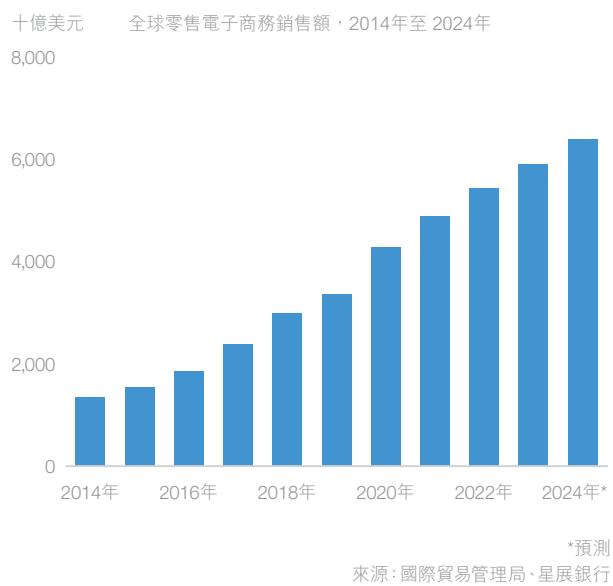
**回流是一種全球現象。**我們在眾多發展中國家和發達國家目睹了這一現象。印度正在積極推動其電子和制藥領域的「印度製造」計劃，德國和意大利正在回流汽車和紡織製造等關鍵製造活動，而美國則通過其《通脹削減法案》和《芯片法案》，設法將半導體和電動汽車／電池相關的製造活動轉移到本土。2019年至2022年期間，美國因回流和外國直接投資而公佈的就業崗位年複合增長率達到驚人的46.8%，足以說明美國回流現象的規模。

自2019年以來，美國的回流和外國直接投資驅動的就業崗位激增



**電子商務：長期順風。**支撐運輸和物流基礎設施需求的另一個長期趨勢是電子商務的興起。運輸和物流是現代電子商務的運營支柱。隨著電子商務銷售額到2024年將進一步增長至6.4萬億美元，對下一代智能倉庫的需求將大幅增加，以減少與勞動力相關的挑戰和物流複雜性，並進一步優化庫存流動。目前缺乏強大的物流基礎設施以及結構性順風帶來了大量的投資機會。

到2024年，全球零售電子商務銷售額將達到6.4萬億美元

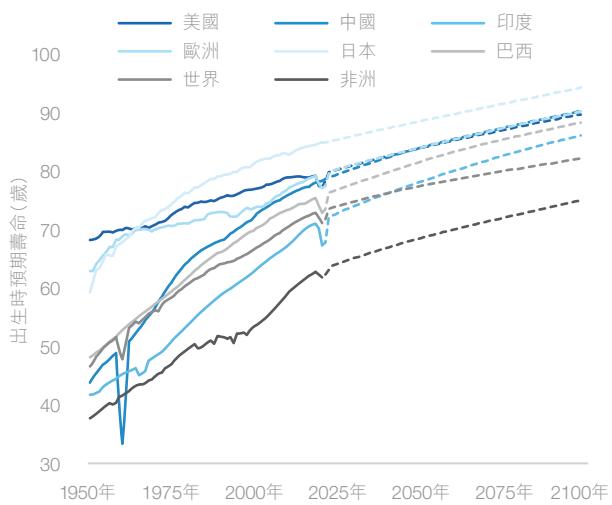


#### 4. 社會基礎設施：將城市轉變為社區

近期發生的新冠肺炎等事件暴露了社會脆弱性，凸顯了社會基礎設施在維持社區方面的重要作用。社會基礎設施資產包括學校、醫院、監獄和社區住房。盡管可靠的教育、醫療、住房、安全和娛樂設施無疑是必不可少的，但其效益卻難以量化。盡管如此，經濟學家注意到它們對經濟增長和就業的巨大貢獻，社會科學家也強調社會資本形成與社區福利之間的聯繫。此外，不斷演變的社會和人口變化，威脅到現有基礎設施的充足性，需要對這一支柱進行持續投資，以維持基本的城市功能。這些結構性變化包括：

- 人口老齡化影響基礎設施需求—隨著預期壽命的延長，人口老齡化，尤其是成熟經濟體中，將加劇養老和醫療領域基礎設施的壓力。這為私營機構提供了機會，特別是在社區住房和長期護理設施方面。

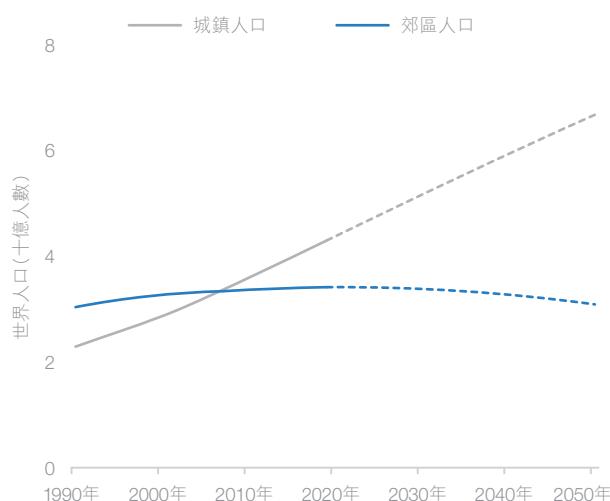
#### 全球老齡化人口



來源：「數據看世界」，聯合國，世界人口展望（2022），星展銀行  
註：虛線表示預測

- 快速城市化增加了對城市基礎設施的需求—正如疫情所表現的那樣，城市密度的上升可能會在危機期間給醫療保健系統帶來挑戰。這強調了充足的基礎設施對緩和現有設施壓力的重要性。
- 數碼化重新定義社會基礎設施格局—對服務於公共場所的智能基礎設施的需求增加，可能會給投資者帶來新的挑戰和機遇。

## 全球一半以上的人口生活在城市地區



來源：「數據看世界」，根據聯合國發佈的《世界城市化前景》(2018) · 星展銀行  
註：虛線表示預測

這些利好因素凸顯了社會基礎設施投資的必要性，並顯示可以讓更多的私人資本參與有關的投資項目。鑑於社會基礎設施固有的「公益」性質和積極的外部效應，公共部門很可能仍然是主要的提供者。融資模式預計將依賴公共支付，確保為投資者提供穩定的現金流。

**基礎設施投資策略。**私營部門認識到基礎設施投資可在長期內提供可靠、令人信服的風險調整後回報，因此一直渴望參與基礎設施投資。基礎設施投資通常可以分為不同的策略，根據標的資產的特點、風險缺口水平和回報類型加以區分。這些策略概括如下：

## 基礎設施策略的主要特點

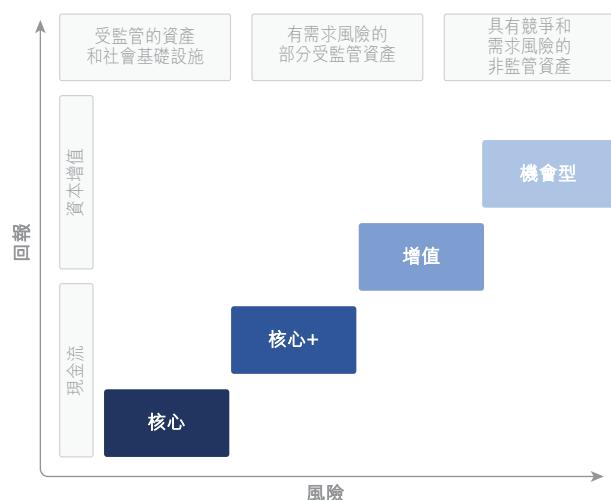
	資產特徵	回報來源
核心型	產生回報的重要資產，通常在監管和政治環境透明的地區	穩定、高度可預測的現金流
核心+	已完工資產，通常在較不成熟市場。資產可能面臨需求波動，但具有風險緩和功能（如長期合同、監管支持）	現金流可能受到某些需求波動影響
增值型	需要更大程度提升的資產，可能通過改善運營和／或戰略重新定位來實現	通過重新定位、增加需求、提高效率和／或擴大規模來增加價值
機會型	需要研發／建設的資產	相關資產的資本增值

來源：Preqin · 星展銀行

**投資實現未來數碼化、低碳世界。**基礎設施投資一般都是長期承諾，以實物資產為後盾，通常能抵御通脹；尋求基礎設施投資的投資者最好了解不同基礎設施策略的細微差別。具有更多核心特徵的資產能夠在整個經濟週期中提供持續的需求和穩定的現金流。另一方面，增值或機會型基

礎設施資產面臨更激烈的競爭以及建設和需求風險，同時提供潛在的資本增值。在各種策略中，下一代基礎設施所強調的關鍵趨勢為眼光獨到的投資者提供了明確而現實的機會，使他們能夠在現在和未來幾十年內將資本部署到面向未來的基礎設施中。

### 基礎設施策略的風險和回報概況



來源：睿勤，星展銀行

## 免責聲明和重要提示

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

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

本文件所載信息可能是不完整或簡明的，並可能未包括數個條款和規定，也不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渠道獲得的，星展銀行或其相關的公司、附屬企業或任何董事或員工（統稱為「星展集團」）均不對其準確性或完整性做出任何明示或暗示的保證，因此對此不承擔任何責任。本信息中的信息可能會進行進一步的修訂、驗證和更新，星展集團對此不承擔任何責任。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

本文件中提及的投資產品並非唯一符合任何研究報告中所述觀點的產品，也不一定是您最追捧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。

## 迪拜國際金融中心

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

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

星展DIFC受迪拜金融服務局（「DFSA」）監管，其參考編號為F000164。有關DBS DIFC及其附屬公司的更多信息，請訪問<http://www.dbs.com/ae/our-network/default.page>。

在本通訊包含研究報告的情況下，該研究報告是由其中提到的實體編制的，該實體可能是星展銀行有限公司或第三方，並由星展DIFC提供給您。該研究報告並未被DFSA審核或授權。諸如本研究報告的發行是基於明確地理解了以下信息，即為盡管其中包含的信息被認為是可靠的，該等信息未經迪拜國際金融中心的獨立核實。

除非另有說明，本通訊不構成《市場法》第12條(2012年DIFC法第1條)中所定義的「向公眾發售證券」或《集體投資法》第19(2)條（DIFC法律2010年第2號）中所下定義的「基金份額的發售」。

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

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

## 香港特別行政區

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

如果星展銀行（香港）有限公司未向您推銷或推薦任何金融產品，或未提供交易執行環節中的任何相關服務，則星展銀行（香港）有限公司不是您的投資顧問或受托。如果DBSHK向您兜售或推薦任何一個金融產品，那麼該金融產品一定是與您的財務狀況、投資經驗和投資目標合理適配的。DBSHK可能要求您

簽署本文件相關的條款或任何其他文件或可能會要求您做的任何聲明，都不會減損本條款的效力。

在任何情況下，星展香港未曾且將來亦不會基於所提供的信息就任何投資的結果作出任何陳述、保證或其他保證。「金融產品是指《證券及期貨條例》（香港法例第571章）中定義的任何證券、期貨合約或槓桿式外匯交易合約。就「槓桿式外匯交易合約」而言，其只適用於由獲得發牌經營第3類受規管活動的人所買賣的該等槓桿式外匯交易合約。本信息未經金融管理局或其他地方的任何監管機構審查或授權。

本信息以您身為「專業投資者」（根據《香港證券及期貨條例》定義）僅供您私人使用，不得傳遞或透露給任何人，也不得以任何方式複製或複製。

若文件包含研究報告，除非該報告中另有說明，DBSHK並非該研究報告的發佈機構。分發該研究報告是基於明確達成以下認識，即雖然其中包含的信息被認為是可靠的，但該等信息未經DBSHK獨立核實。

該報告由星展銀行人員編制，而該人員並非獲得香港證券及期貨事務監察委員會的持牌代表，無法根據《證券及期貨條例》（香港法例第571章）的規定在香港特別行政區從事證券諮詢活動的受規管活動。本報告在香港特別行政區由DBSHK分發。DBSHK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，並根據《證券及期貨條例》（香港法例第571章）可進行受規管的證券提供諮詢活動。星展銀行有限公司香港分行是一家在新加坡註冊成立的有限責任公司。

如對本文內容有任何疑問，請聯繫Dennis Lam（註冊號：AH8290），電子郵件：[dbsvhk@dbs.com](mailto:dbsvhk@dbs.com)。

## 新加坡

本文件是由星展銀行有限公司發出，DBS是根據新加坡《金融顧問法》中定義的豁免金融顧問（Exempt Financial Adviser），並受新加坡金融管理局（「MAS」）監管。

**此廣告未經MAS或其他地方的任何監管機構審查。**

如果本文件包含研究報告或其摘錄，則該研究報告由星展銀行或星展唯高達證券（新加坡）（公司註冊號198600294G）（「DBSVS」）在新加坡分發，兩者均為新加坡《財務顧問法》所定義的豁免財務顧問，並受新加坡金融管理局監管。星展銀行和／或星展銀行可以根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自外國實體、附屬機構或其他外國研究機構製作的報告。如果報告在新加坡分發給《證券與期貨法案》所定義的認可投資者、專家投資者或機構投資者，則星展銀行僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電68788888聯繫星展銀行，以了解由本文件引起的或與之相關的事宜。

## 泰國

本通訊由星展唯高達證券（泰國）有限公司（「DBSVT」）發出。

本通訊所載信息無意成為在任何司法管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、提供金融建議或投資建議、促進或接受存款或提供任何其他金融產品或任何類型金融服務的要約、邀請或招攬。本通訊所載信息僅供參考之用，無意提供建議且不應被解釋為提供建議。

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

如果本文件包含研究報告或其摘錄，則該研究報告由DBSVT在泰國分發。

如果對本文內容有任何疑問，請發送電子郵件至[research@th.dbs.com] 聯繫 [Chanpen Sirithanarattanakul]。

## 英國

本出版物由星展銀行有限公司的倫敦分行所發行（「DBS UK」）。DBS UK獲得英國審慎監管局的授權，並接受英國金融行為監管局的監管和審慎監管局的有限監管。我們可應要求提供與審慎監管局監管範圍相關的詳情。

如果本文件包含研究報告或其摘錄，則該研究報告是由星展銀行（新加坡）所編制的，後者受新加坡金融管理局所監管。

在英國，本報告僅適用於星展英國、其關聯公司和附屬公司的客戶。未經星展銀行英國事先書面同意，本文件的任何部分不得(i)以任何形式或由任何人複印、影印或複製；或(ii)再分發。本通訊僅分發給具有專業投資經驗的人士，所涉及的投資或投資活動僅與此類人士進行。無專業投資經驗的人士不應依賴本通訊。

## 馬來西亞

如果本文件包含研究報告或其摘錄，則該報告由安聯星展研究有限公司（「ADBSR」）在馬來西亞分發。從ADBSR收到的本報告的收件人，如需諮詢任何因本報告引起的或與本報告有關的事宜，請致電603-2604 3333與下列簽署人聯繫。除了一般披露／免責聲明外，本報告的收件人應注意，ADBSR（本報告的編制者）、其控股公司安聯星展研究有限公司、其各自的關聯和關聯公司、附屬公司、其董事、管理人員、員工、代理人以及其中任何一方相關或有聯繫的各方可能擁有報告中所提證券的頭寸，並可能進行交易買賣，還可能為有關公司提供或尋求提供經紀、投資銀行／企業諮詢和其他服務。此外，他們也可能已就經紀、投資銀行／企業顧問及其他服務從有關公司獲取報酬和／或尋求獲取報。

ADBSR執行董事，Wong Ming Tek

## 印尼

如果本文件包含研究報告或其摘錄，該報告由星展唯高達證券印尼有限公司（「DBSVI」）在印尼發行

本行不計劃將符合PRIIPS法規（定義如下）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、出售或使能他們夠獲得此類投資產品。為此目的，零售投資者系指屬於以下一項（或多項）的人士：

歐盟金融工具市場指令第2014/65/EU號（修訂後，「MiFID II」）第4(1)條第(11)點所定義的零售客戶；或

經修訂的歐盟保險分銷指令第2016/97號指令所指的客戶，而該客戶不符合 MiFID II第4(1)條第(10)點所定義的專業客戶；或不是歐盟規例第 2017/1129號（經修訂，「招股說明書條例」）所界定的合格投資者

因此，歐盟規例第1286/2014號（修訂後的《優先股政策規例》）並無就發售或出售債券或以其他方式向東亞經濟區的散戶投資者發售債券所需的主要資料文件擬備，因此，根據《優先股債券規例》，發售或出售債券或以其他方式向東亞經濟區的任何散戶投資者發售債券或以其他方式出售債券可能屬違法。為此目的，星展銀行集團將對該賬戶的獲益持有人（或信托賬戶的委托人）是否是EEA 區域內的散戶投資者進行評估。

PRIIP是投資者受償的數額受到參考值或因並非由投資者直接購買的一種或多種資產所帶來的波動性影響的投資類型。

## 其它行政轄區

在任何其他行政轄區，除法律或法規另有限制外，本出版物僅適用於此類行政轄區法律和法規所定義的合格的、專業的、機構的或經驗豐富的投資者。

## 如果使用MSCI ESG數據的附加免責聲明

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

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

## 星展I.D.E.A.基金

本文件包含星展銀行有限公司（公司註冊號：196800306E）（簡稱「基金經理」）管理的星展I.D.E.A基金（簡稱「子基金」）相關的信息。該子基金並非一項由新加坡《證券及期貨法》第289章第286條下以及第287條下獲認可的集體投資計劃。該子基金並未被新加坡金管局（即MAS）授權或認可，因此該子基金的參與股份（即「參與股份」）並不被允許向新加坡零售公眾人士發售。因此，本文件不應被傳播、發行給新加坡公眾，其參與股份也不應被發售、銷售給新加坡公眾或作為一項認購或購買的要約邀請提供給新加坡公眾，無論以直接或間接的形式，除非對象是(i)（SFA定義的）SFA第304條的機構投資者；(ii)（SFA定義的）SFA第305條、並依照SFA第305條明確條件的以及2018年證券和期貨（投資者類別）規定第三條中明確的官方認可投資者，或(iii)符合SFA可適用法條條件的機構投資者或官方認可投資者。

子基金的認購申請僅可以根據向新加坡金管局登記註冊的招股說明書（「招股書」）的規定被接受。招股書副本可向星展銀行有限公司索取。子基金的價值和獲得的收入可升可跌。子基金無業績回報保證。此外，過往表現並非當前或未來業績和收益的保證或可靠指數。回報數據並未計入參與股份發行和贖回所產生的傭金和成本。

本文件不構成投資建議，是針對個人的且保密的。

本文件所含信息應與招股書全文一並閱讀。

## 警告

1. 子基金投資於全球股票證券。
2. 基金經理可酌情決定不發行子基金單位，並在首次發售期結束後14個工作日內將收到的申請款項（不計利息）退還給投資者。
3. 投資於該子基金可能使投資者面臨市場波動和流動性風險。此外，投資新興市場可能會比成熟市場帶來更高的經濟和政治不確定性。
4. 子基金的價值可能會波動，且子基金可能會蒙受重大損失。投資者不應僅根據本文件作出投資決定。

## 星展CIO 檢銓策略創收型基金

本文件包含有關東方匯理 - 星展CIO 檢銓策略創收型基金FUND（簡稱「基金」）的信息，該基金是東方匯理的子基金，後者是根據新加坡法律組成傘型基金的單位信托基金。該基金的管理人為東方匯理新加坡有限公司（Amundi Singapore Limited，地址為：萊佛士坊80號，大華銀行1號大廈，#23-01，新加坡郵區048624）（東方匯理新加坡有限公司和／或其附屬公司，以下個別或合稱「東方匯理」）。

在新加坡，本文件不適合也不應提供給新加坡的零售公眾。基金通過東方匯理進行分配，該公司地址為：萊佛士坊80號，大華銀行1號大廈，#23-01，新加坡郵區048624。東方匯理受新加坡金融管理局（「MAS」）監管。

本文件應被視為基金公開說明書（「新加坡信息備忘錄」）的一部分，該信息備忘錄應被視為包括並納入基金的公開說明書／

發行備忘錄（「招股說明書／備忘錄」、任何補充文件與基金有關的招股說明書／備忘錄、本文件以及不時發送或提供給與基金有關的合格參與者的任何其他文件、信件、通訊或材料。因此，在未參考新加坡信息備忘錄或將其作為新加坡信息備忘錄的一部分的情況下，不得依賴本文件或單獨解釋本文件。投資者在決定投資該基金之前應閱讀新加坡信息備忘錄。

根據新加坡《證券和期貨法》第305條的定義、第289章和2005年《證券及期貨（投資要約）（集體投資計劃）規例》第六附表所列明，該基金被歸納為限制性計劃。新加坡信息備忘錄中所列的基金下發售的股份／單位未經授權或經金管局認可，不得向零售公眾提供。

因此該子基金的參與股份（即「參與股份」）並不被允許向新加坡零售公眾人士發售。因此，本文件不應被傳播、發行給新加坡公眾，其參與股份也不應被發售、銷售給新加坡公眾或作為一項認購或購買的要約邀請提供給新加坡公眾，無論以直接或間接的形式，除非對象是(i)（SFA定義的）SFA第304條的機構投資者；(ii)（SFA定義的）SFA第305條、並依照SFA第305條明確條件的以及2018年證券和期貨（投資者類別）規定第三條中明確的官方認可投資者，或(iii)符合SFA可適用法條條件的機構投資者或官方認可投資者。

本文件僅供參考，並非推薦、財務分析或建議，也不構成在任何司法管轄區購買或出售基金的招攬、邀請或要約，如果此類要約、招攬或邀請屬於非法行為。該信息不用於分發，也不構成是向任何美國人（根據美國1933年證券法下的規則S和基金的新加坡信息備忘錄中所定義）對美國或其管轄範圍內的任何領土或屬地出售任何證券或服務或受其管轄的財產的要約，也不構成購買任何證券或服務的要約或邀請。該基金未根據美國1940年《投資公司法》在美國註冊，該基金的股份／單位也未根據1933年《證券法》在美國註冊。因此，本文件僅供分發或僅用於允許的司法管轄區以及在不違反適用法律或監管要求的情況下接收該信息的人員，或者需要Amundi或其附屬公司在這些國家／地區註冊的情況。

通過接受本文件以及與基金股份／單位的要約或銷售有關的任何其他文件或材料，您聲明或保證此人（根據新加坡法律的定義）符合上述條款並在此同意受這些條款的約束，有權接收本文件。

過往業績和所做的任何預測不代表基金的未來表現。請注意，除非新加坡公開說明書所載的相關股份類別股息政策另有列明，否則概不保證會做出分派／派息（如適用）。在此所提供的任何觀點或意見有可能隨時進行更改，恕不另行通知。本文件中的信息旨在用於廣泛傳閱，並未考慮具體投資目的、財務狀況或任何投資者的特定需求。投資者在承諾購買基金份額前，不妨就基金的適用性尋求財務顧問的建議，並在接受投資建議時考慮具體投資目標、財務狀況或任何人士的特定需求。

在適用和於新加坡公開說明書擬定的情況下，基金可投資於金融衍生品，作為投資策略的一部分，而大部分回報可能來自金融衍生品策略。在該等情境下，正如新加坡公開說明書所詳列，基金將涉及與該等投資相關的風險。新加坡公開說明書載有更多關於風險因素的陳述。投資於基金需承受投資風險，包括可能損失投資本金。該等活動不一定適合所有投資者。基金份額的價值和份額累計收益（如有）可能上升或下跌。任何預測、推測或目標

僅供說明之用，並非任何形式的保證。該等信息僅供說明之用，可不時予以更改。所展示的個別證券描述僅用以說明我們的投資理念應用，不得視為東方匯理的建議。

除非另有指明，本文件所載信息截至本文件的刊發日期。本文件所含的一些信息獲取自據信可靠但未經獨立驗證的來源，不過東方匯理及其附屬公司認為內容公正且不具誤導性。由於湊整所致，百分比相加的總和可能不等於100%。東方匯理概不承擔任何因使用本文件所載信息而直接或間接引致的責任。東方匯理及其聯營公司、董事、關聯方和／或僱員可能不時對本文件提及的投資擁有權益和／或承銷承諾。東方匯理概不保證已經識別與本文提及交易相關的所有風險，也不就閣下應否進行任何該等交易提供建議。東方匯理沒有就本文提及的任何該等交易的優點、合適性、預期成功或盈利能力做出任何陳述。

本文件和新加坡信息備忘錄並非「證券及期貨法」所定義的招股說明書，因此，並不受「證券及期貨法」所規定的與招股說明書內容相關的條規所管制，受要約人／投資者應仔細考慮相關投資是否合適其本身。新加坡金融管理局對本文件的內容不承擔任何責任。

此文件未經新加坡金融管理局審查。

未經東方匯理的事先書面批准，不得複印、複製、修改、翻譯或分發本文所載信息。

在香港，該子基金並未獲得證監會授權。因此，該等基金的股份或份額不得在香港向公眾人士發售，且不得在香港以公研發售、刊登廣告或任何類似方式分銷。本文件僅供根據香港《證券及期貨條例》定義的專業投資者，不可分發給零售投資者。本文件所提供的任何信息的全部或部分分發、複製、拷貝、修改或翻譯均被禁止。投資者務請審慎對待本要約。本文件未經香港任何監管機構審閱，香港任何監管機構均不對基金的財務穩健性或本文件中的任何陳述或表達意見的準確性承擔任何責任。投資者如對本文件的內容有任何疑問，強烈建議尋求獨立的專業意見。

子基金投資於全球股票和債券等多元化資產類別。

投資於該子基金可能使投資者面臨市場波動、流動性、信用和提前償還風險。使用金融衍生工具進行對沖、有效的投資組合管理和／或優化回報的目的可能會導致發行人面臨估值風險、交易對手風險和信用風險。子基金亦可能涉及與次級債券、債務證券及新興市場相關的風險。投資新興市場可能會比成熟市場帶來更高的經濟和政治不確定性。

基金經理將全權酌情決定是否就子基金做出任何股息分派。股息分派的資金來源可能包括子基金所投資的債券證券所產生的利息收入或者資本收益。如果利息收入和／或資本收益不足以支付股息分派，則基金經理可酌情決定股息從相關類別的資本中支付。宣佈和／或股息分配（無論來自利息收入、資本收益和／或資本）可能導致相關股份的資產淨值下跌。

子基金的價值可能會波動，且子基金可能會蒙受重大損失。投資者不應僅根據本營銷通信作出任何投資決定。

本文件不擬提供於美國公民或居民或任何根據美國1933年證券法下的規則S或基金說明書中所定義的「美國人士」。

## 星展CIO流動基金

### 免責聲明和重要說明

本通訊所載信息無意成為在任何司法管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、提供金融建議或投資建議、促進或接受存款或提供任何其他金融產品或任何類型金融服務的要約、邀請或招攬。本通訊所載信息僅供參考之用，無意提供建議且不應被解釋為提供建議。

本通訊所載信息無意成為在任何司法管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、提供金融建議或投資建議、促進或接受存款或提供任何其他金融產品或任何類型金融服務的要約、邀請或招攬。本通訊所載信息僅供參考之用，無意提供建議且不應被解釋為提供建議。

本文件包含星展銀行有限公司（公司註冊號：196800306E）（「基金經理」）管理的星展CIO流動基金（Scalar Retail Fund VCC（「公司」）的附屬基金）（「子基金」）的信息。此子基金是根據《證券及期貨法》第286條下認可的集體投資計劃。子基金的參與股份（「參與股份」）獲准向新加坡零售公眾人士發售。本文件是根據《證券及期貨法》所定義的招股說明書，因此，《證券及期貨法》中有關招股說明書內容的法定責任將適用於此。您應謹慎考慮該項參與股份的投資是否適合您。

子基金的認購申請僅可以根據向新加坡金管局登記註冊的招股說明書（「招股書」）的規定被接受。招股書副本可向星展銀行有限公司索取。本文件構成招股書的一部分，應與招股書一同閱讀。在決定認購或購買本附屬基金中的參與股份之前，潛在投資者應先閱讀招股書。子基金的價值和獲得的收入可升可跌。子基金無業績回報保證。此外，過往表現並非當前或未來業績和收益的保證或可靠指數。回報數據並未計入參與股份發行和贖回所產生的傭金和成本。

本文件不擬提供於美國公民或居民或任何根據美國1933年證券法下的規則S或基金說明書中所定義的「美國人士」。

截至2023年11月30日，本文件所含信息被視為最新的信息。

本廣告或文件未經新加坡金融管理局審閱。

### 警告

子基金的資產全部投資於純全球債類產品（配置偏重於亞洲市場），在為投資者提供高流動性的同時提高債息。

投資於該子基金可能使投資者面臨市場波動和流動性風險。投資於外國市場可能會產生投資於國內市場通常不會產生的風險。此類風險包括貨幣匯率的變化、市場流動性不足以及可獲取信息不足、政府對交易所、經紀人和發行人的監管弱化、增加的社會、經濟和、政治的不確定性；以及更大幅度的價格波動。

子基金的價值可能會發生波動，且子基金可能會蒙受重大損失。投資者不應僅根據本文件作出投資決定，而應參閱招股書。

子基金無回報保證，無法確保子基金的投資目標將會實現。過往表現並非當前或未來業績和收益的保證或可靠指數。

## 法律信息

本文件不是且不構成或形成任何認購或參與所述任何投資的要約、推薦、邀請或招攬的一部分，亦不旨在邀請或允許向散戶發出認購或參與任何交易以獲取現金或其他對價的要約，且不應被視為此類要約。本文件所含信息均從可靠的來源獲得，但未經過獨立核實。您應自行對本文件所含信息的相關性、準確性、充分性和可靠性進行獨立評估。本文件所含信息如有更改，恕不另行通知。

在新加坡，未經星展銀行有限公司（公司註冊號：196800306E）事先書面許可，不得複製、發送或向任何其他人士傳達本文件。分發應通過星展銀行有限公司進行。本文件包含關於星展CIO流動基金（Scalar Retail Fund VCC的附屬基金）（「子基金」）的信息，此子基金已經新加坡金融管理局（「MAS」）授權，可向新加坡零售公眾人士發售。子基金的認購僅可以根據招股書的規定接受，而招股書的副本可向星展銀行有限公司索取。本文件未經新加坡金融管理局審閱。

在香港，該子基金並未獲得證監會授權。因此，該等基金的股份或份額不得在香港向公眾人士發售，且不得在香港以公研發售、刊登廣告或任何類似方式分銷。本文件僅供根據香港《證券及期貨條例》定義的專業投資者，不可分發給零售投資者。本文件所提供的任何信息的全部或部分分發、複製、拷貝、修改或翻譯均被禁止。投資者務請審慎對待本要約。本文件未經香港任何監管機構審閱，香港任何監管機構均不對基金的財務穩健性或本文件中的任何陳述或表達意見的準確性承擔任何責任。投資者如對本文件的內容有任何疑問，強烈建議尋求獨立的專業意見。

子基金的資產全部投資於純全球債類產品（配置偏重於亞洲市場），在為投資者提供高流動性的同時提較高債息。  
投資於該子基金可能使投資者面臨市場波動和流動性風險。投資於外國市場可能會產生投資於國內市場通常不會產生的風險。此類風險包括貨幣匯率的變化、市場流動性不足以及可獲取信息不足、政府對交易所、經紀人和發行人的監管弱化、增加的社會、經濟和、政治的不確定性；以及更大幅度的價格波動。  
子基金的價值可能會波動，且子基金可能會蒙受重大損失。  
投資者不應僅根據本文件作出投資決定，而應參閱招股書。  
本子基金並無回報保證，無法確保子基金的投資目標將會實現。  
往表現並非當前或未來業績和收益的保證或可靠指數。星展銀行有限公司、其關聯公司、其董事和／或僱員可能在本文件中提及的投資中擔任職務。本文件不擬提供於美國公民或居民或任何根據美國1933年證券法下的規則S或基金說明書中所定義的「美國人士」。

## 警告

如與本文件的任何譯文有任何不一致之處，應以英文版本為準。

# 詞匯表

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

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

# CIO 往期洞察



4Q23 CIO洞察  
把握下一個收益領域  
2023年9月



3Q23 CIO洞察  
王、后和城堡  
2023年6月



2Q23 CIO洞察  
撥雲見日  
2023年3月



1Q23 CIO洞察  
重塑 60/40  
2022年12月



4Q22 CIO洞察  
聚焦聯儲局  
2022年9月



3Q22 CIO洞察  
跨越通脹  
2022年6月



2Q22 CIO洞察  
風暴中的良策  
2022年3月



1Q22 CIO洞察  
分歧的世界  
2021年12月



4Q21 CIO洞察  
勇往直前  
2021年9月



3Q21 CIO洞察  
如願以償  
2021年6月



2Q21 CIO洞察  
重回正軌  
2021年3月



1Q21 CIO洞察  
曙光乍現  
2021年12月

# CIO 往期洞察



**4Q20 CIO洞察**  
邁向復甦  
2020年9月



**3Q20 CIO洞察**  
傲然屹立  
2020年6月



**2Q20 CIO洞察**  
歷久彌堅  
2020年3月



**1Q20 CIO洞察**  
新世界的嶄新思維  
2019年12月



**4Q19 CIO洞察**  
所向披靡 破浪前行  
2019年9月



**3Q19 CIO洞察**  
瞬息萬變的世界  
2019年6月



**2Q19 CIO洞察**  
順勢而贏  
2019年3月



**1Q19 CIO洞察**  
拉鋸戰  
2018年12月



**4Q18 CIO洞察**  
峰回路轉  
2018年9月



**3Q18 CIO洞察**  
乘風破浪 奕帆遠航  
2018年6月



**2Q18 CIO洞察**  
前路崎嶇不平  
2018年3月



**1Q18 CIO洞察**  
堅定信念  
2017年12月

