

CIO 洞察 3Q23

國王、皇后和城堡。

一線希望

嚴重衰退而風險較低，以及加息軌跡暫停，這對金融風險資產尤其是增長導向型行業都具有建設性意義。

善用槓鈴策略

風險資產已經調整了貼現率的急速上升，因此估值不再被高估。槓鈴一端繼續投資增長型股票，而另一端繼續投資創收型資產。

聚焦債券

由於歷史違約率極低，在投資組合中，投資級債券比現金存款具有更強的創收能力。

科技王牌

儘管近期股市升勢強勁，我們建議需繼續關注大型科技股。在人工智能趨勢的推動下，科技行業的盈利增長軌跡繼續保持強勁。



來源: Paros

目錄

02	前言	112	專題策略
			人工智能 113
03	行政摘要	130	詞匯表
05	投資策略		
	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	54	
	全球利率	64	
	全球信貸	73	
	全球貨幣	81	
	另類投資：黃金	93	
	另類投資：私募資產	99	
	大宗商品	104	

前言

尊貴的客户：

千淘萬漉雖辛苦，吹盡狂沙始到金。今年，金融市場動蕩不安，通脹居高不下，地緣政治局勢持續緊張帶來不確定性，在此背景下，星展銀行上下一心、全力以赴。我們把穩舵盤，乘風破浪，第一季度淨利潤飆升了43%，達到25.7億新元，股本回報率升至18.6%。

我們創下新高佳績，主要得益於淨息差的提高、業務勢頭的保持以及資產質量的彈性 — 所有這些都顯示我們有能力在動蕩形勢下有所作為。

雖然各市場並非一帆風順，但我們感謝您讓我們成為您值得信賴的財富合作伙伴，來從容應對挑戰。我們具有穩健的資本狀況，審慎的風險管理，以及靈活的執行力，為我們妥善管理您的財富奠定了良好的基礎。

最重要的是，雖然2023年發生了銀行業危機，但我們仍自豪地成為世界上最安全的銀行之一；我們的信用評級為「AA-」和「Aa1」，位居全球最高之列。

在一個愈加變幻莫測的世界裡，市場環境充滿了不確定性，但我們將堅持提供投資指導。我們的第三季度《CIO洞察》就擔負著這樣的使命。

我們希望這些見解能助您滿懷自信開展投資，置身市場而非擇時市場。



許志坤

主管
零售銀行及財富管理

行政摘要

尊貴的客戶：

儘管事態發展令人不安，比如大西洋兩岸的銀行業動蕩，以及隨之而來的對美國違約的擔憂（拜登最終簽署債務上限法案，違約在最後一刻得以避免），但是我們看到風險資產保持了韌性，甚至出現反彈，這非常令人鼓舞。

我們從今年年初開始就堅持「60/40投資組合」投資策略，取得了不俗的表現，回報率達10.7%（截至6月16日）。

長遠來看，我們主張將投資組合中多餘的現金開始投資部署。目前無風險利率已從18個月前接近於零的水平升至5.25%，這顯示金融資產的估值已經進行了相應調整，不再被高估。畢竟，公司債券和股票的定價是以無風險利率為基準的。

本季度的CIO洞察報告名為《國王、皇后和城堡》，之所以用重要的棋子命名，是因為這些棋子的作用反映了我們的投資組合策略。特別是，「城堡」代表創收資產，可以保護資本（「國王」）的購買力免受通脹的影響。其次是「皇后」——一個可以在棋盤上多個方向縱橫移動棋子，反映了我們對驅動資本收益的增長型資產的偏好。

在本報告中，我們還會強調人工智能將改變遊戲規則，讓我們對大型科技股的長期前景更加樂觀。

希望本文對您有所幫助！



侯偉福, CFA

投資總監

兩極分化 和 短視主義

資產配置 3Q23

我們預計股市將出現分化，普遍回報不高，但優質股和大型科技股將會有突出表現。創收資產方面，我們仍然看好投資級和新興市場債券。

投資概要3Q23



宏觀政策

聯儲局將維持利率穩定，年底前還將加息1至2次。而歐洲央行還將有一次加息，日本央行則採取數據觀望立場。



經濟前景

由於服務業需求強勁，通脹雖有所緩和，但仍處於高位。我們認為美國和歐洲經濟將會軟著陸。日本增長勢頭強勁，中國將採取刺激政策應對增長放緩，會對亞洲經濟復甦形成支撐。



股市

增長型股票將受惠於利率見頂。因增長前景誘人，堅定對大型科技股的信心。尋求在包括日本在內的亞洲甄選機會。



信貸

我們繼續追捧3至5年期高質量的信貸。在債息見頂和美元走勢放緩之際，新興市場優質信貸是機會所在。



貨幣

經濟韌性和市場壓力消退推動成熟市場央行開始考慮延長加息週期。只要緊縮措施不過度，那麼隨著「金髮姑娘-恰到好處」局面的形成，仍可能會有回旋的餘地。



利率

由於夏季將延續加息，美元指數將會盤整。在通脹已經不再失控的亞洲，出於對經濟增長的擔憂，各國央行暫停了加息週期，但是比起減息，它們更加看重匯率的穩定。



另類資產

黃金繼續受到央行大舉買入的支撐。參與私募市場以增加企業增長的缺口。



大宗商品

中國經濟增長低於預期以及「長期高利率」政策成為近期的阻力，將對需求造成抑制作用。



專題

人工智能會讓行業和經濟發生徹底變革。我們將會對長期不可逆轉的人工智能趨勢的受惠者進行探索。



專題: 人工智能

人工智能發展所掀起的巨浪將繼續通過經濟、政治、社會和投資領域重塑未來。

為了駕馭人工智能快速推進的形勢，把握其廣闊未來的發展潛力，我們探索在(1) 大型科技公司、(2) 半導體、(3) 雲端平台和(4) 網絡安全方面的長期投資機會。



來源: iStock

01. 資產配置.

侯偉福, CFA
投資總監

鄭迪倫
策略師

領跑者相比落後者：科技行業的優異表現讓市場回報扭曲失真。回報率兩極分化，市場扭曲失真，投資者短視主義，這就是當前的市場現狀。標普500指數今年已經上升了14.8%（截至6月14日）。表面上看一切都挺好。但如果你仔細閱讀頭條新聞，就會發現各個行業的回報率明顯兩極分化。美國科技股以40.9%的升幅領跑，而能源（跌7.5%）、材料（升4.6%）和工業（升6.4%）等傳統板塊則表現落後。

兩極分化的表現解釋了為什麼標普500指數年初至今的表現比標普500等權重指數高出10.0%，而美國科技板塊的優勢則更為明顯，跑贏36.1%。進一步說，如果把市值排名前五的公司（蘋果、微軟、Alphabet、亞馬遜和英偉達）的表現平均計算，這五家公司的表現跑贏標普500等權重指數高達68.8%，這同樣得益於最近對生成式人工智能的狂熱追捧。

其中傳達的信息非常明確：美國股市一直表現低迷，唯一表現不錯的就是美國科技板塊。這支撐了我們的主張，即對大盤持中性觀點，而對科技板塊持看好觀點。隨著下半年的到來，我們預計這種兩極分化將會持續，因為行業的表現將繼續受到以下形勢變化的影響，我們將其大致分為兩大陣營：

» 科技相關公司：勢頭受到債券債息和聯儲局軌跡的推動

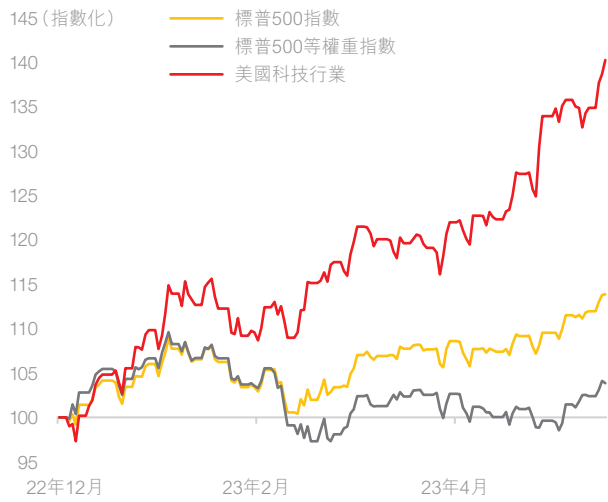
» 非科技相關公司：勢頭受到利潤壓力和經濟衰退擔憂的拖累

這就引出了我們下一個關於投資者短視主義的觀點。根據5月就業數據發佈後的市場反應，「金髮姑娘」交易正在卷土重來的市場傳言甚囂塵上。事實上，儘管就業數據強勁，由於市場認為薪資增長弱於預期，股市出現了反彈。投資者基本上接受了這樣一種觀點，即美國經濟將在不推高通脹的情況下繼續緩慢前行。

但這種假設的問題在於存在短視主義的風險—因為這只是基於一個月的數據，如果即將公佈的數據描繪出不一樣的畫面，這種敘事可能就會被推翻。我們將會密切關注這一領域，目前我們認為下半年有必要採取更為平衡的觀點。我們的基本假設和策略如下：

- 今年下半年可能會有更多加息動作，聯儲局將於2024年暫停息
- 但別高興得太早；從歷史上看，聯儲局在債息曲線倒掛之際暫停加息並不是風險資產的萬靈藥
- 股票回報普遍不高，但科技相關企業繼續跑贏大盤
- 繼續超配高質量加持的增長型股票
- 在新興市場優質債券中挖掘機會；維持對3-5年期A/BBB級信貸的偏好
- 以黃金缺口對沖市場波動；提高黃金倉位

市場回報的兩極分化

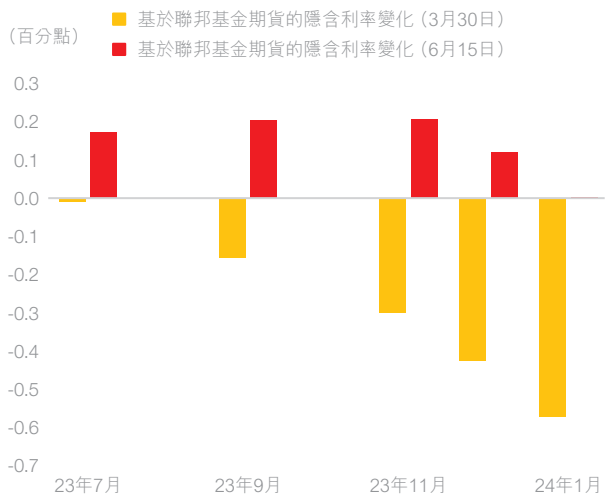


來源：彭博，星展銀行

派立場暫停；2023年下半年可能會有更多加息動作。在6月份的聯邦公開市場委員會會議上，聯儲局維持5.25%的政策利率不變。儘管央行預計未來家庭和企業的信貸狀況將會趨緊，但聯儲局主席鮑威爾還是強調下半年可能會再次適當收緊政策。事實上，7月份的會議如今被看做是一場「現場會議」，再次加息的可能性很高。

鷹派立場的轉向源於兩個因素：一，在勞動力市場持續緊張的情況下，核心通脹仍然保持粘性。二，對銀行業壓力的擔憂開

市場對聯儲局軌跡的預期巨幅波動



來源：彭博，星展銀行

始有所緩和。這就解釋了為什麼在《經濟預測摘要》中，2023年預測聯邦基金利率的中位數從5.1%上調至5.6%，而2024年的預測也從4.3%上調至4.6%。

鑒於最新的事態發展，我們現在預計7月份將會加息，如果外需反彈強勁，2023年第四季度可能會再次加息。聯邦基金期貨也同樣正在消化下半年加息一次的預期，這與3月底最初對下半年兩次減息預期的反應明顯不同。

儘管聯儲局大幅加息，但美國核心通脹仍處於高位



來源：彭博，星展銀行

2023年以後：聯儲局在債息曲線倒掛之際暫停加息一並不是風險資產的萬靈藥。我們認為，聯儲局將在2023年下半年最後一輪加息，之後將在明年暫停其貨幣緊縮週期。但暫停的持續時間將基本取決於即將到來的經濟收縮嚴重程度，以至於減息被認為是必要的。在聯儲局之前暫停期間，風險資產的表現好壞參半。

自1990年以來，聯儲局曾四次暫停貨幣緊縮週期。隨後的12個月裡風險資產總體上取得了積極的表現，股票和債券分別上升16.8%和7.0%，而由50%股票和50%債券組成的多元資產投資組合上升11.9%。然而，如果把債息曲線納入考慮因素的話，情況就會發生變化：

- » 當債息曲線沒有出現倒掛時，股票和債券的平均升幅分別為30.1%和9.9%，而多元資產投資組合的升幅為20.0%。
- » 然而，當債息曲線出現倒掛時，股票和債券的平均收益就變得更加溫和，分別為3.4%和4.2%，而多元資產投資組合的表現也同樣縮小為3.8%。

自1991年以來，發生過兩次聯儲局暫停加息同時債息曲線倒掛的情形



來源：彭博，星展銀行

如表所示，在聯儲局暫停加息同時債息曲線倒掛的情況下，股票和債券的表現好壞參半。在2000年5月暫停加息期間，股市下跌了11.6%，而在2006年6月，該資產類別上升了18.4%。不過債券表現相對一致，兩段時期分別錄得升幅為3.8%和4.7%。

從多元資產配置的角度來看（50%的股票和50%的債券），聯儲局暫停加息通常對投資組合12個月內的表現有積極影響，歷史上平均收益為11.9%。然而在債息曲線倒掛期間，我們認為由於衰退擔憂情緒蔓延，其表現屬於低迷到略負面的水平。

前幾次聯儲局暫停加息期間風險資產的表現

	聯邦基金利率	債息曲線	隨後12個月的股票表現*	隨後12個月的債券表現	50%股票和50%債券的多元資產投資組合在隨後12個月的表現
95年2月	6.00	0.44	31.4%	12.9%	22.2%
00年5月	6.50	-0.40	-11.6%	3.8%	-3.9%
06年6月	5.25	-0.01	18.4%	4.7%	11.5%
18年12月	2.50	0.20	28.9%	6.8%	17.9%
平均收益			16.8%	7.0%	11.9%
平均收益(債息曲線正常)			30.1%	9.9%	20.0%
平均收益(債息曲線倒掛)			3.4%	4.2%	3.8%

*以標準普爾500指數為代理

來源：彭博，星展銀行

優質、長存續期雙管齊下

早起的鳥兒有蟲吃：2023年下半年及以後的戰術策略。我們假設聯儲局將在2023年底結束其貨幣緊縮週期，然後暫停加息，隨後在2024年開始減息。基於上述假設，我們將採取以下策略：

- 優質、長存續期股票雙管齊下：股票存續期的定義是指投資者獲得股息以收回股票成本價格所需要的時間長度。存續期越短，投資者收回投資的速度就越快。相反，存續期越長則意味著投資者需要更長的時間才能收回成本。

最重要的是，股票存續期也是衡量股價對於利率變動敏感度的一個指數。存續期越短，股價對利率的敏感度就越低。相反，存續期較長的股票對利率變動的敏感度就更高。通常，增長導向型股票會表現出長存續期的特徵，而價值導向型股票則不然。

我們的基本情景預測是聯儲局今年暫停貨幣緊縮政策，然後2024年開始減息。債券債息預計即將走低，由此我們認為長存續期股票—尤其是那些高增長科技相關領域的股票—未來的勢頭將會更加強勁。

標普500指數的表現已經體現出這一趨勢。前文中已經說過，該市場年初至今上升了14.8%，但並非遍地開花。相反，隨著投資者對長存續期股票的熱情日益高漲，該市場的強勁表現主要是受到了科技板塊的推動。

基金追蹤機構EPFR Global的數據顯示，美國基金對科技領域的投資組合缺口在2021年11月達到33.1%的峰值。但去年聯儲局加快步伐大幅收緊貨幣政策，導致基金削減了其缺口，最終在2022年12月降至27.3%的低點。此後，由於預期聯儲局即將見頂，投資者開始轉向長存續期股票，到2023年4月，科技板塊的配置回升至30.2%，我們預計該趨勢將會持續。

基金對美國科技板塊的配置回升

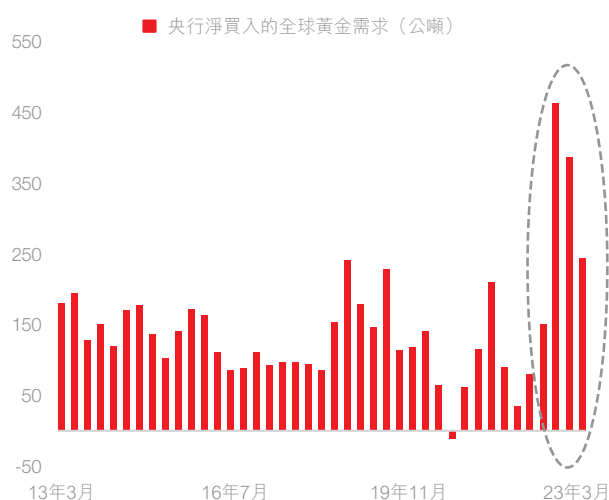


來源：EPFR Global，星展銀行

- 用黃金缺口對沖市場波動：年初至今黃金已經上升了6.5%，強勁的積極勢頭得益於兩大因素的影響：
 - » 一，最近的美國銀行業敗局加劇了人們對金融體系整體穩定性的擔憂，促使投資者開始考慮2023年下半年及以後的利率環境將會趨於溫和。黃金作為一種無息資產，與利率方向大致呈負相關。
 - » 二，隨著高企的債券債息給國內消費和經濟活動造成壓力，經濟衰退的風險不斷上升。預計在經濟不確定時期黃金將會取得良好表現。

除了上述因素以外，還有一個較少討論的問題，那就是全球央行正採取行動減少對美元的依賴反而轉向多元化。世界黃金協會的數據顯示，隨著俄羅斯入侵烏克蘭後西方國家開始對其進行制裁，各國央行的黃金買入量在2023年第一季度創下歷史新高。

央行的黃金需求不斷上升



來源：彭博，星展銀行

擁有大量美元資產的國家迫切尋求多元化持倉，黃金是受惠者之一。我們預計，在美元霸權面臨越來越多挑戰的情況下，黃金的勢頭將會持續。

注意您的盲區：應對美國商業地產阻力

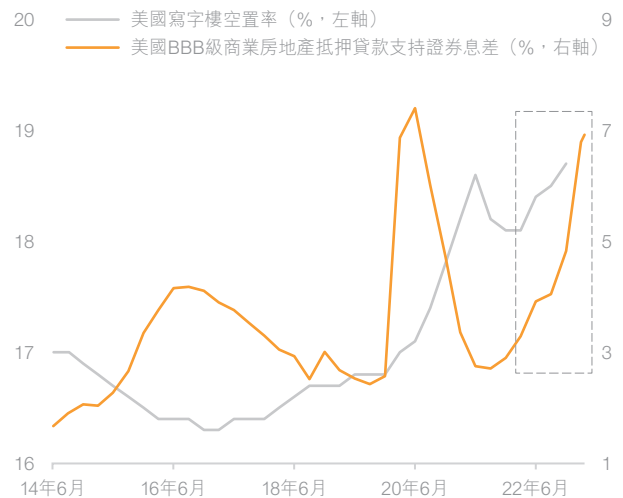
雙重打擊：空置率和債券債息雙雙增加。隨著進入2023年下半年，一個清晰的現實問題擺到了面前，由於寫字樓空置率激增，市值高達約20.7萬億美元的美國商業地產行業正面臨融資壓力。事實上，2019年12月疫情前的空置率為16.8%，到2022年12月這一數字已升至18.7%。而這與美國BBB級商業房地產抵押貸款支持證券期權調整後的息差不斷擴大相吻合。

美國商業地產正面臨結構性和週期性挑戰：

- **結構性挑戰—在家工作越來越多：**自疫情爆發以來，採用在家工作的公司不斷增加，這意味著美國寫字樓的入駐率有所下降。顯而易見，這種趨勢是結構性的，並將持續下去。麥肯錫的數據顯示，美國僱員普遍支持在家工作，在可以選擇的情況下，有87%的調查對象願意接受。
- **週期性挑戰—再融資風險上升：**無論從再融資還是估值的角度來看，債券債息上升都會使情況變得複雜。

到2025年底預計將有價值1.5萬億美元的商業地產債務到期，其中大部分債務是在債券債息接近於零的時期融資的。因此，在當前資金成本高企的環境下，企業會發

寫字樓空置率的上升與商業房地產抵押貸款支持證券息差的擴大相吻合



來源：彭博，星展銀行

現再融資已非常困難。最重要的是，債券債息上升也普遍轉化為更高的資本化率，這反過來又會抑制商業地產的估值。

如果美國商業地產領域崩盤，將對經濟造成怎樣的影響？MSCI數據顯示，美國地區性銀行在商業地產貸款中所佔份額最大，從2017年的17%大幅增長到2022年的27%（相比之下，政府機構的缺口從26%降至18%），如果商業地產領域崩盤，美國地區性銀行將會遭到最為嚴重的衝擊。鑒於小型銀行向商業地產的放貸規模約佔美國GDP的7%，因此將會造成更大範圍的實質性經濟影響。隨著商業地產行業壓力加劇，地區性銀行將會逐步收緊總體貸款缺口，這將進一步加大該行業的融資壓力。

這是否會導致2008年全球金融危機重演？

將當前形勢與2008年進行比較，我們認為，鑒於銀行目前的資本狀況要好得多，全球金融危機重演的可能性很低。事實上，在2008年全球金融危機爆發之前，美國大型銀行（以摩根大通、花旗集團和美國銀行為代表）的有形普通股權益與風險加權資產比率已經從2006年12月的6.3%惡化到2008年6月（危機爆發前夕）的4.4%。

但在全球金融危機之後，銀行的股權狀況發生了翻天覆地的變化。有形普通股權益與風險加權資產的平均比率已顯著改善至13.0%（截至2023年3月），使這些銀行能夠更好地抵禦未來的衝擊。此外，美國大型銀行不再像以前那樣對商業地產保持超大缺口，因此，如果商業地產崩盤，它們可以繼續向經濟提供流動性和資金。

美國商業地產領域崩盤：贏家和輸家。如果美國商業地產領域崩盤，潛在的贏家和輸家列表如下：

股票

風險範圍

- 由於恐慌情緒蔓延，擁有大量的商業地產缺口的美国小型銀行將面臨沉重的拋售壓力
- 擁有大量低級寫字樓缺口的美国商業地產公司將面臨嚴峻的拋售壓力

受惠者

- 因大型銀行的表現優於地區性銀行，金融行業將出現典型的高質量轉向現象
- 不斷增加的壓力將提高減息的政策預期，這將成為美国大型科技公司的利好因素

固定收益

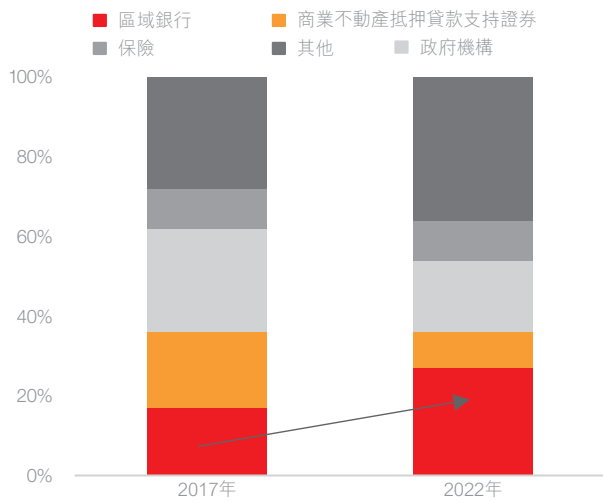
風險範圍

- 鑒於擁有商業地產行業的直接缺口，商業房地產抵押貸款支持證券將承受最大的壓力
- 由於不良貸款和準備金預期上升，銀行額外一級資本債券將面臨進一步的傳導壓力

受惠者

- 隨著減息的政策預期導致債息下降，美国短期國債將會獲益
- 鑒於償債能力更強，優質投資級信貸將保持穩定

地區性銀行在商業地產貸款中所佔份額最大



來源：彭博·星展銀行

美國大型銀行的財務健康狀況正在改善



來源：彭博·星展銀行

2023年第3季度資產配置 — 繼續看好另類資產

類別	指數	分數 範圍	股票				債券		
			美國	歐洲	日本	除日本 外亞洲	發達國 家政府	發達國 家企業	新興 市場
基本面	採購經理人指數	-1 to +1	0	0	0	1	0	0	0
	經濟意外指數	-1 to +1	0	-1	0	0	0	0	0
	通脹	-1 to +1	0	-1	0	0	0	0	0
	貨幣政策	-1 to +1	0	0	0	0	-1	0	0
	預測每股收益增長	-2 to +2	-1	-1	-1	0	-	-1	0
	盈利驚喜	-2 to +2	0	-1	0	1	-	0	0
估值	預測市盈率	-2 to +2	0	0	1	1	-	-	-
	市淨率與股本回報率	-2 to +2	0	-1	-1	1	-	-	-
	債息-10年期國債債息	-2 to +2	0	-1	0	1	0	0	0
	自由現金流債息	-2 to +2	0	0	1	0	-	-	-
	信用點差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	0
市場動能	資金流向	-2 to +2	-1	0	0	0	1	1	0
	波動性	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	催化劑	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
原始分數			-2	-6	0	5	0	0	0
經調整分數*			-0.10	-0.29	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00

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

來源：星展銀行

跨資產 — 對股票和債券的觀點為中性；另類資產為看好。我們CAA框架的最新得分顯示，從多元資產未來3個月表現的角度來說，我們對股票和債券持中性觀點。相反，我們的看好觀點落在另類資產領域。

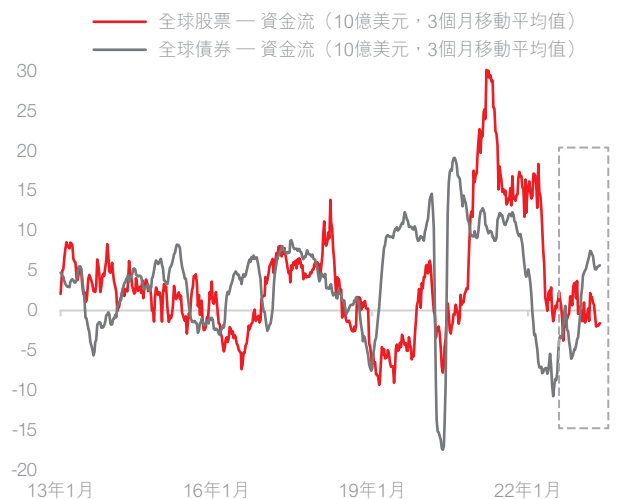
基本面：聯儲局進取的貨幣緊縮政策將會對下半年的投資和消費造成拖累。但儘管我們預計美國宏觀經濟勢頭將有所放緩，但嚴重的經濟衰退並不是我們的基本情景預測。原因在於，消費、就業和房屋需求等關鍵指數都顯示美國經濟的韌性具有深厚的基礎。此外，家庭資產負債表也保持穩健，這將有助於緩衝金融環境收緊所帶來的下行影響。

公司盈利方面，在美國最近的財報季中，報告正盈利意外的公司比例已從69%升至78%左右。但報告實際盈利增長的公司比例從63%降至58%；這與我們的觀點一致，即利潤的不利因素將拖累企業的盈利能力。已報告盈利增長率的行業包括通信服務（約29%）和材料（約34%）。

估值：隨著本季度債券債息出現大幅反彈，美國盈利債息與美國10年期國債債息之間的息差在2023年（截至6月15日）進一步收縮至1.0%。

動能：2023年第二季度資金繼續大量流入全球債券市場，隨著又有606億美元湧入，2023年的資金流入總額已達1,522億

債券基金的資金流入量保持強勁



來源：EPFR Global，星展銀行

美元。這與去年同期流出1,478億美元形成鮮明對比。隨著158億美元的資金流出，股市延續下行勢頭。

股票：擺脫短期情緒的束縛；要把眼光放長遠一些。我們對歐洲的看淡立場在2023年第二季度得到回報，該地區在本季度（截至6月14日）的升幅僅為3.1%，表現不佳，遜於中性評級的美國和日本市場（分別上升6.8%和10.5%）。不過對除日本外亞洲地區的看好立場並沒有取得預期表現，由於對中國的負面情緒不斷蔓延，市場基本持平。事實上，在除日本外亞洲地區，中國在本季度下跌了6.8%，其原因如下：

- 不斷升溫的中美地緣政治緊張局勢以及投資者對新「數字鐵幕」可能降臨的擔憂
- 房地產研發商普遍面臨的債務困境及其對整體經濟的影響
- 最初對中國重新開放高漲的樂觀情緒過後，經濟勢頭開始減弱

我們認為，這些擔憂大多是合理的，而且會持續下去（尤其是地緣政治方面）。中國股市目前的預測市盈率為11.0倍，比全球股市低36%（接近歷史低點）。這顯示對中國的擔憂已被大幅消化。

除了估值具有吸引力以外，中國企業的盈利前景依然樂觀。根據普遍預測，2022-2024年中國企業盈利的複合年均增長率預計將達到15.3%，遠高於美國(+4.0%)、歐洲(+2.5%)和日本(+6.0%)等發達國家。

由於中國是除日本外亞洲地區的重要市場，其強勁的盈利勢頭將對除日本外亞洲地區的盈利形成支撐，預計該地區的複合年均增長率將達到10.5%。

中國股價遠低於全球股市



來源：彭博，星展銀行

債券：弱化我們對新興市場債券的謹慎態度；在高質量公司中尋找機會。在新興市場債券領域，我們建議投資者把眼光放長遠一些。展望下半年之後的形勢，為以下因素做好佈局：(a)聯儲局可能在2024年暫停加息，同時美元見頂並出現新興市場貨幣利好消息；(b)明年債息可能下降，迫使投資組合配置者尋求傳統成熟市場以外的收益機會。話雖如此，儘管我們持建設性觀點，但我們也明白其估值只是大致合理，並不屬於「廉價」的範疇。

新興市場投資級基金的投資組合流入資金正在回升



來源：EPFR Global，星展銀行

因此，關鍵在於精挑細選，從風險回報的角度來看，我們僅推薦該板塊的優質投資級債券缺口。EPFR Global的數據顯示，投資者也採取了類似的思路。2022年，有332億美元的資金大量流出新興市場投資級債券，而新興市場高收益債券的流出資金則少得多，為53億美元。但今年形勢發生了逆轉。有17億美元資金流入新興市場投資級債券，而新興市場高收益債券則流出5億美元。

隨著聯儲局在金融不穩定性加劇以及通脹仍具粘性的逆流中艱難前行，我們認為可能會出台政策，最終會讓債息曲線變陡，而這支撐著我們對3-5年期A/BBB級信貸的偏好。

另類資產：市場錯位為私募資產帶來機會；上調黃金缺口。美國地區性銀行的壓力轉化為貸款條件進一步收緊。雖然這對整體經濟來說是利空因素，但對私募資產領域來說可能是利好。事實上，更嚴格的銀行貸款標準為直接貸款基金帶來了機會，使其能以更高的利率和嚴苛的條款向公司放貸。此外，由於公司面臨經濟放緩和流動性收緊的雙重打擊，市場錯位對特殊情況和不良債務策略來說也是一個福音。

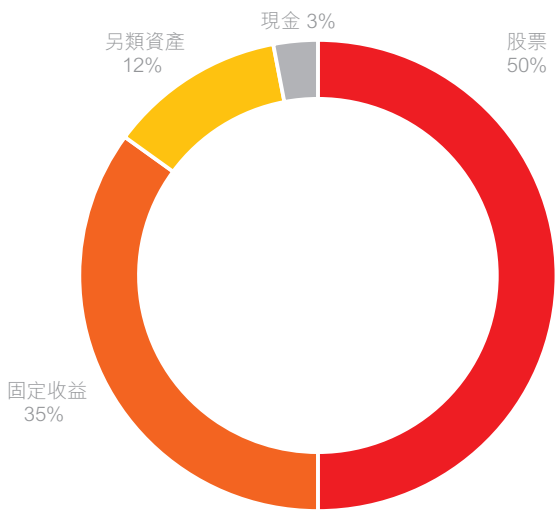
另外，我們將黃金評級上調至3個月中性，原因在於我們預期：(a)利率將在今年下半年見頂，然後在2024年轉為下降趨勢；(b)隨著債券高債息對整體經濟造成拖累，經濟衰退的風險已有所上升。保持充足的貴金屬缺口，作為投資組合的對沖工具。

2023年第3季度的全球策略性資產配置

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

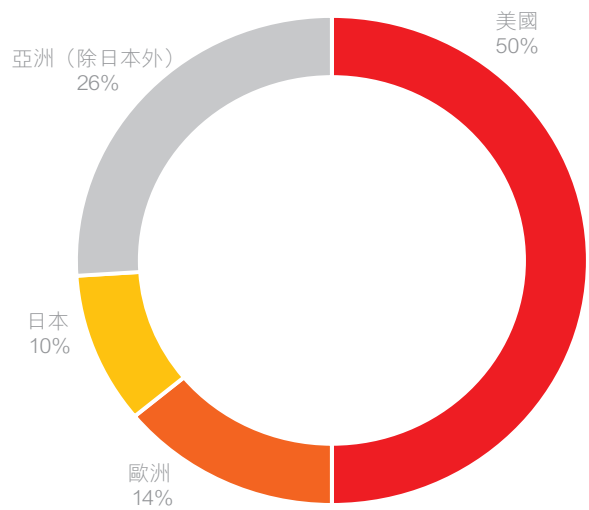
來源：星展銀行

策略性資產配置，資產類別（均衡風險取向）



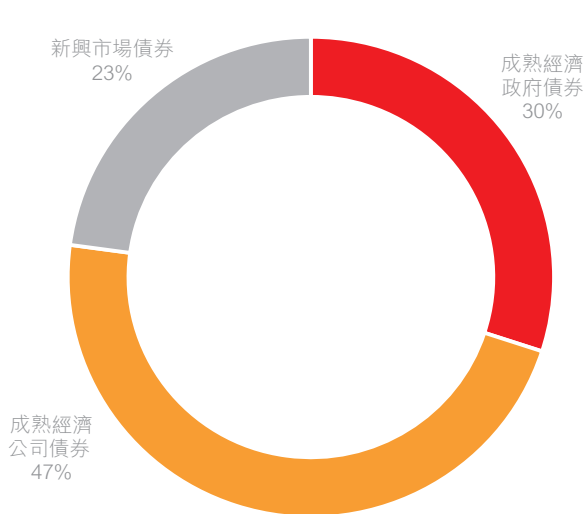
來源：DBS

策略性資產配置，股票的地域配置（均衡風險取向）



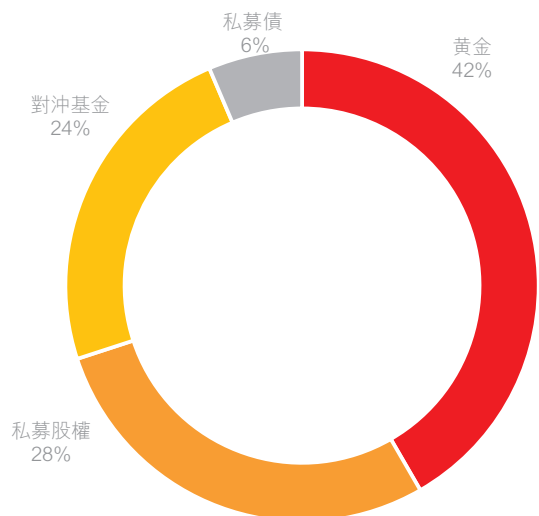
來源：DBS

策略性資產配置，根據固定資產中的債券（均衡風險取向）

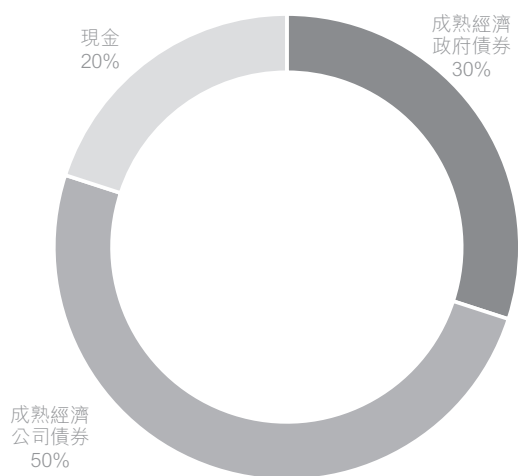


來源：DBS

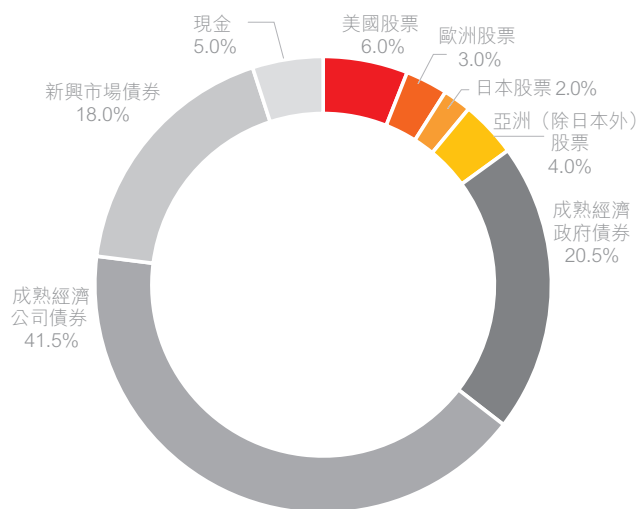
策略性資產配置，另類資產類別（均衡風險取向）



來源：DBS



來源：星展銀行



來源：星展銀行

保守型

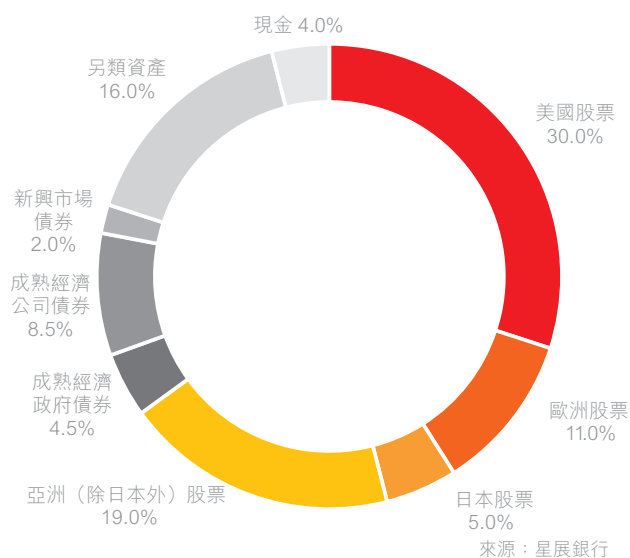
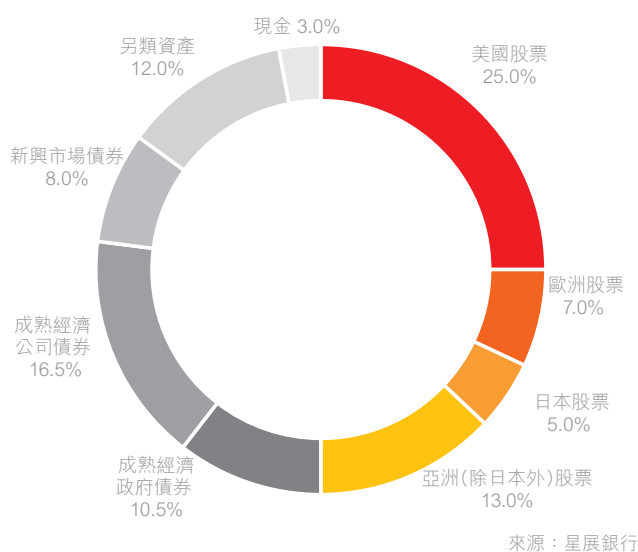
	策略性資產配置	策略性資產配置	活躍佔比
股市	0.0%	0.0%	
美國股市	0.0%	0.0%	
歐洲股市	0.0%	0.0%	
日本股市	0.0%	0.0%	
日本除外的亞洲股市	0.0%	0.0%	
債市	80.0%	80.0%	
成熟經濟體政府債券	30.0%	30.0%	
成熟經濟體公司債券	50.0%	50.0%	
新興經濟體債券	0.0%	0.0%	
另類資產	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
私募市場資產與對沖基金*	0.0%	0.0%	
私募證券	0.0%	0.0%	
對沖基金	0.0%	0.0%	
私募借貸	0.0%	0.0%	
現金	20.0%	20.0%	

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

溫和型

	策略性資產配置	策略性資產配置	活躍佔比
股市	15.0%	15.0%	
美國股市	6.0%	6.0%	
歐洲股市	3.0%	4.0%	-1.0%
日本股市	2.0%	2.0%	
日本除外的亞洲股市	4.0%	3.0%	1.0%
債市	80.0%	80.0%	
成熟經濟體政府債券	20.5%	20.0%	0.5%
成熟經濟體公司債券	41.5%	40.0%	1.5%
新興經濟體債券	18.0%	20.0%	-2.0%
另類資產	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
私募市場資產與對沖基金*	0.0%	0.0%	
私募證券	0.0%	0.0%	
對沖基金	0.0%	0.0%	
私募借貸	0.0%	0.0%	
現金	5.0%	5.0%	

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資



均衡型

	策略性資產配置	策略性資產配置	活躍佔比
股市	50.0%	50.0%	
美國股市	25.0%	25.0%	
歐洲股市	7.0%	10.0%	-3.0%
日本股市	5.0%	5.0%	
日本除外的亞洲股市	13.0%	10.0%	3.0%
債市	35.0%	35.0%	
成熟經濟體政府債券	10.5%	10.0%	0.5%
成熟經濟體公司債券	16.5%	15.0%	1.5%
新興經濟體債券	8.0%	10.0%	-2.0%
另類資產	12.0%	10.0%	2.0%
黃金	5.0%	5.0%	
私募市場資產與對沖基金*	7.0%	5.0%	2.0%
私募證券	3.4%	2.4%	1.0%
對沖基金	2.8%	2.0%	0.8%
私募借貸	0.8%	0.5%	0.2%
現金	3.0%	5.0%	-2.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

進取型

	策略性資產配置	策略性資產配置	活躍佔比
股市	65.0%	65.0%	
美國股市	30.0%	30.0%	
歐洲股市	11.0%	15.0%	-4.0%
日本股市	5.0%	5.0%	
日本除外的亞洲股市	19.0%	15.0%	4.0%
債市	15.0%	15.0%	
成熟經濟體政府債券	4.5%	4.0%	0.5%
成熟經濟體公司債券	8.5%	7.0%	1.5%
新興經濟體債券	2.0%	4.0%	-2.0%
另類資產	16.0%	15.0%	1.0%
黃金	5.0%	5.0%	
私募市場資產與對沖基金*	11.0%	10.0%	1.0%
私募證券	5.3%	4.9%	0.5%
對沖基金	4.5%	4.0%	0.4%
私募借貸	1.2%	1.1%	0.1%
現金	4.0%	5.0%	-1.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

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. 基於SAA模型，進取模型具有最高的風險，其次是均衡，溫和和保守，保守型的風險最低。
5. 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。

A pair of round, silver-rimmed glasses with clear lenses is resting on a stack of several old, thick books. The books have worn, brownish covers and visible page edges. The scene is lit from the side, creating a warm, golden glow and deep shadows, suggesting a quiet study or library setting.

經濟增長 放緩

全球宏觀經濟 3Q23

在地緣政治緊張局勢不斷升溫、能源價格不斷上升以及通脹居高不下的背景下，美國和歐洲未來的經濟增長將放緩。隨著重新開放的利好和供應鏈重建的扎根，日本將在2023年下半年迎來更大範圍的復甦。

02. 全球宏觀經濟.

泰米爾·拜格, Ph.D.
首席經濟學家

Radhika Rao
經濟學家

馬鐵英
經濟學家

Suvro Sarkar
分析員

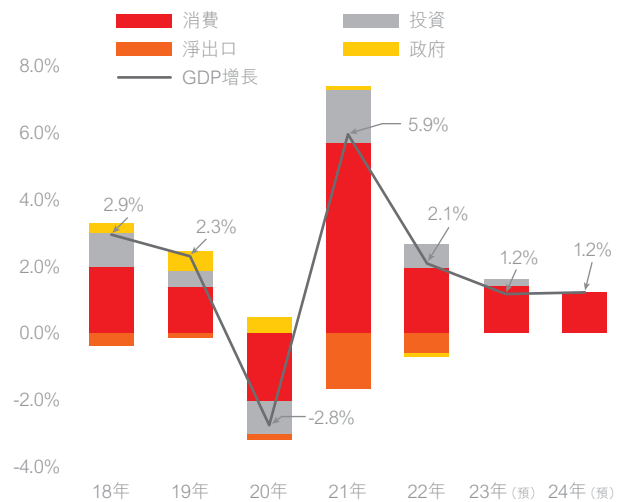
美國

經濟增長放緩。2020年，美國經濟大幅下滑，疫情對人們的生活和生計造成了毀滅性打擊。重大經濟支持措施和醫療突破推動了2021/22年經濟快速但不均衡的復甦。現在，經濟放緩即將到來。從2021年開始，通脹有所抬頭，2022年開始收緊貨幣政策。展望2023年下半年，經濟增長有可能出現大幅下滑。美國加息500個基點的影響必將減緩消費和投資。G2的需求疲弱勢必會傷害依賴出口的亞洲經濟體。

經濟放緩將在歐洲爆發戰爭、美中緊張關係升溫以及一系列去全球化力量的影響下成為現實，這一事實讓前景看起來更具挑戰性。

但目前還看不到大衰退的跡象。但是，必須強調的是，美國的經濟數據絕不預示著會出現大衰退。製造業可能處於疲弱狀態，但服務業PMI仍然穩居擴張區間。這種差異值得注意，因為製造業僅佔美國GDP的十分之一，而服務業佔四分之三以上。

美國GDP各細分板塊表現



來源：CEIC，星展銀行

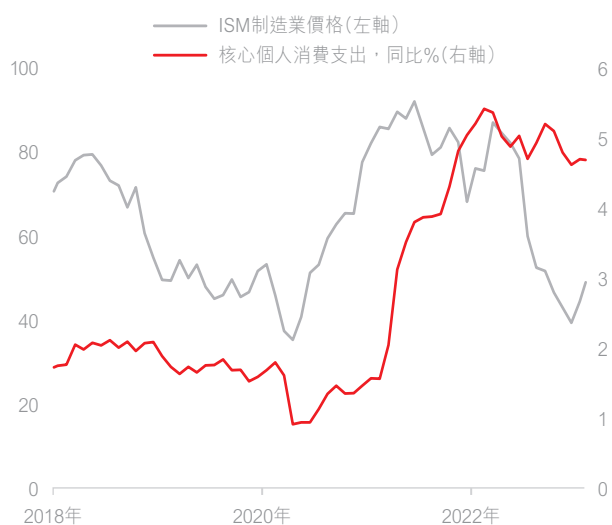
數據反映了經濟的繁榮。深度倒掛的債息曲線可能預示著即將出現下行趨勢，但消費（第一季度實際增長2.8%）、就業（失業率為3.5%，為半個多世紀以來的最低水平）和住房部門（儘管利率大幅上升，價格持平，但支出仍然強勁）的數據顯示，經濟仍在穩步發展。衡量經濟脆弱性的一個關鍵指數——家庭資產負債表顯示，近年來財富大量積累，這應該為應對利率上升提供足夠的緩衝。

事實上，經濟已經無視懷疑論者的質疑，目前增長率約為2%。關於就業、收入、支出和零售銷售的最新數據顯示，消費者對高利率和緊縮的貸款條件泰然處之。

誠然，信貸衝動已轉為負值，貨幣供應正在萎縮，對債務上限引發的財政緊縮的擔憂揮之不去，最近幾個月銀行業也受到了震蕩。然而，我們仍然認為，這些都顯示了經濟活動的放緩，而不是崩潰。

世界其他地區的情況如何？雖然存在著擔憂，但也有一些關鍵的抵消因素。歐洲看上去與美國沒有太大不同，而中國則走上了一條截然不同的軌跡，正從去年疫情的困境中復甦。出口商，特別是電子行業的出口商，在過去一年經歷了明顯的放緩，並開始出現低谷的跡象，而地區旅行和旅遊業則延續了上升勢頭。

由於服務需求強勁，美國核心通脹保持穩定



來源：CEIC，星展銀行

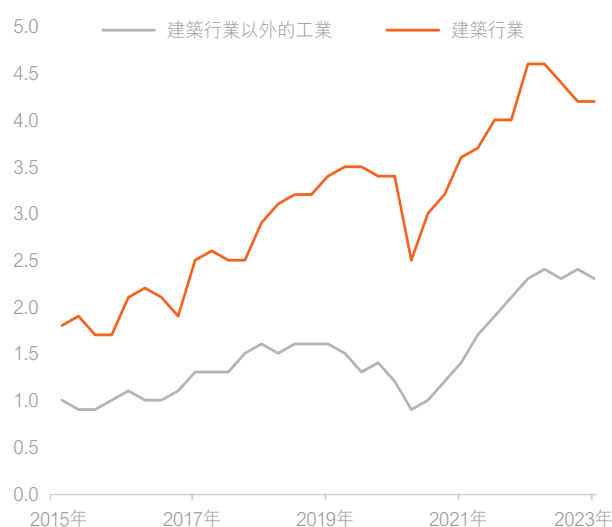
歐元區

歐元區調整後的GDP數據證實，高能源價格、地緣政治緊張局勢加劇帶來的不確定性以及粘性通脹已經對經濟造成了影響。經濟增長在今年年初陷入技術性衰退（23年第一季度和22年第四季度環比下降0.1%），儘管去年的部分不確定性因素有所緩和，包括供應鏈困境、天然氣／油價調整、勞動力市場緊張以及積極的貿易條件。但在歐洲央行大幅加息（超過400個基點）後，金融狀況趨緊抵消了這些影響。這些雙向力量可能會使今年的增長趨勢走向放緩。

消費者和企業信心指數在23年第一季度保持穩定，但在第二季度變得喜憂參半，正如5月份ZEW經濟現況指數下跌所顯示的那樣。勞動力條件仍然有利，失業率創下6.5%的歷史新低，工資增長以及協議工資增長在22年第四季度保持強勁。大型成員國的最低工資都在增長，其中西班牙的最低工資在23年上半年比前一年增長了3%，德國增長了五分之一。職位空缺仍然居高不下，即使已經脫離高點。

雖然這些因素應能支撐消費支出，但5月份的PMI反映了需求向服務而非商品的轉

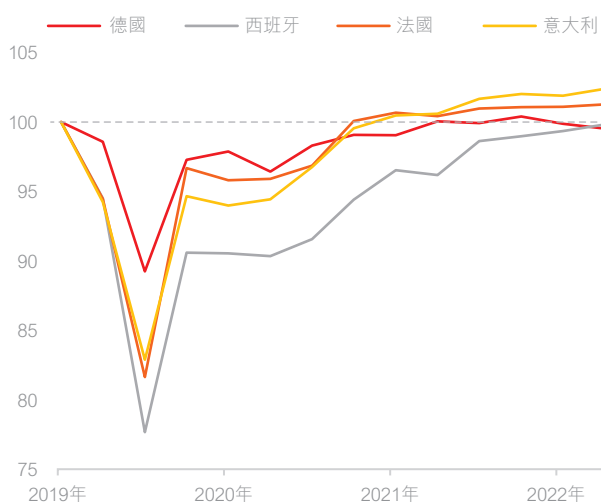
職位空缺



來源：CEIC，星展銀行

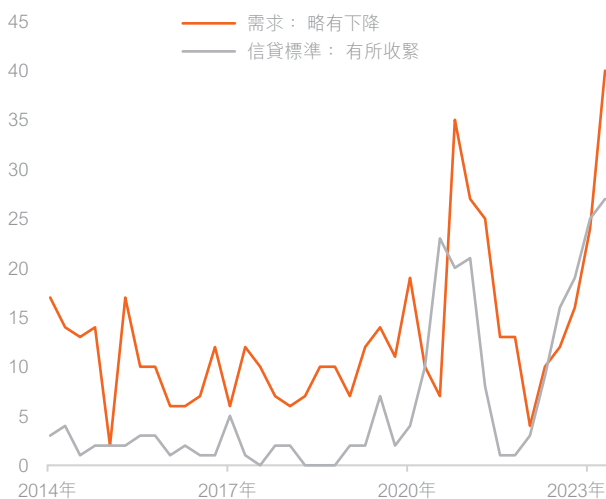
變，工業產出降至21年下半年的低點也反映了這一點。低能源成本有助於控制投入成本，但隨著庫存積累放緩，總產能利用率有所下降。與此同時，中間產品和資本貨物進口也開始下降，部分原因是基數效應。總體而言，企業消費和服務業的相互作用可能會成為工業活動疲弱的關鍵平衡因素，使GDP同比增長率保持在0.6%，而2022年為3.5%。四個核心成員國中大多數的產出已恢復到疫情前的水平。

核心4成員國恢復到疫情前的水平



來源：彭博，星展銀行

銀行業條件收緊



來源：CEIC，星展銀行

與此同時，事實證明，通脹具有粘性，市場預期也有所上升。在上次審查中，歐洲央行表示，儘管最新的銀行貸款調查出現了金融狀況收緊的跡象，但對通脹的擔憂仍然在未來的利率走勢中佔據上風。4-5月份CPI脫離高點，但仍高於目標；由於保護高能源價格的措施逐漸消失，能源通脹的路徑被扭曲。

此外，工資談判加劇了人們對「潛在通脹」的擔憂。在德國，公共部門近期在同意今年的幾筆免稅付款後，確定了2024年的增長率為5.5%。這是繼去年為彌補購買力的壓力而一次性上調之後的又一次上調。儘管供應方面的壓力有所緩和，但隨著更高的成本轉嫁到銷售價格上，企業利潤也在上升，增加了國內價格壓力。歐洲央行行長Lagarde堅持認為，有必要對通脹保持警惕，這顯示基準主要再融資利率可能會穩定在4.25%-4.50%之間。除此之外，還要優先考慮數據依賴性，通過嚴格的政策制定擴大暫停的範圍。

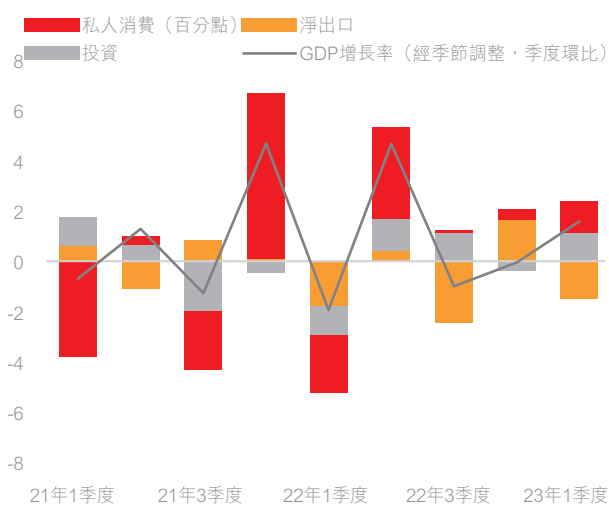
最後，歐元區債務與GDP的比率繼續下降，在GDP平減指數急劇上升的支持下，降至疫情前的水平。隨著通脹率的下降，這些比率今年可能會以較慢的速度下降，而歐盟委員會敦促成員國削減支出（特別是能源支持），並考慮增加收入來源，例如提高公司稅和財富稅。財政和債務門檻已經放寬，但可能會在2024-2025年恢復。

日本

重新開放利好促進經濟增長。繼第一季度(初步)同比增長1.3%或環比季率增長1.6%之後，今年GDP增長有望實現1%左右。重新開放的利好可能會在下半年繼續提振私人消費支出和服務出口。日本於5月8日正式將新冠肺炎降級為與季節性流感相同的類別，取消了自我隔離要求和戴口罩的建議。政府還於4月29日解除了新冠肺炎邊境控制措施。國內消費者信心開始回升，外國遊客數量繼續激增。截至第一季度，私人消費支出仍比2019年疫情前的水平低2%，而外國遊客入境人數仍比疫情前水平低30%。預計下半年將出現更廣泛、更全面的復甦。

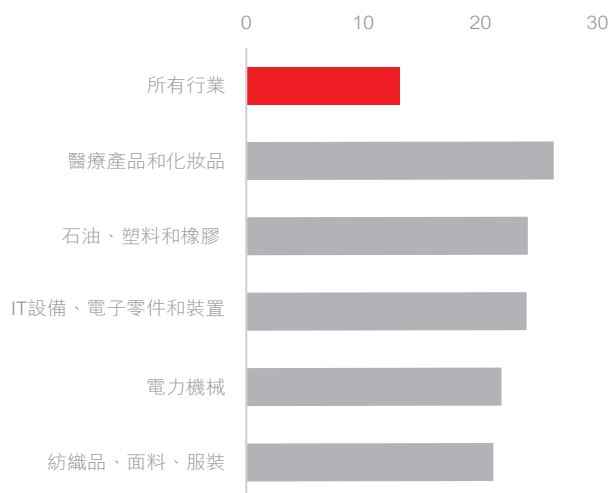
供應鏈重建可能將繼續推動投資增長。過去幾年的疫情衝擊和地緣政治緊張局勢迫使越來越多的日本跨國公司調整投資決策，以加強供應鏈的彈性。政府還實施了產業政策，以增加對一些具有戰略意義的重要行業的投資。日本對外貿易組織(JETRO)2022財年的一項調查顯示，約13%的日本公司正在實施或考慮將其海外業務回流日本。今年4月，日本政府批准為國家扶持的新半導體公司Rapidus提供價值2,600億日圓的額外補貼，目標是在北海道建設尖端的2納米芯片工廠，並在本十年後半段開始大規模生產。

國內需求支撐下的GDP增長



來源：CEIC，星展銀行

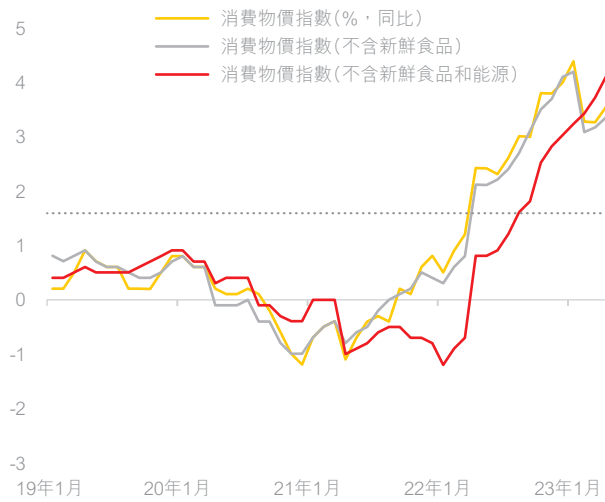
日本公司海外業務回流(%)



來源：JETRO調查（2023年3月），星展銀行



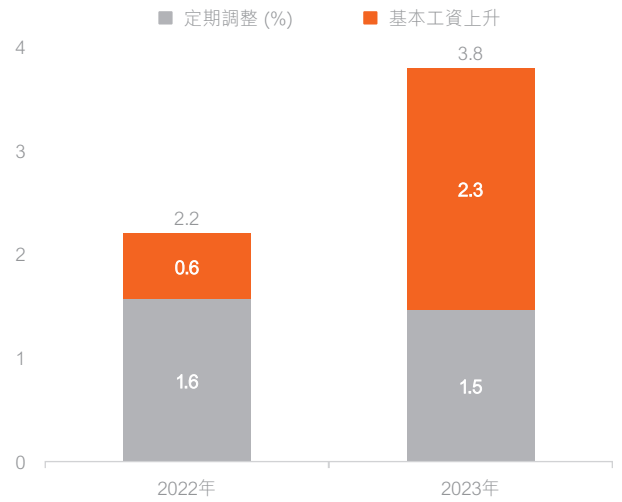
通脹率超過日本央行2%的目標



來源：CEIC，星展銀行

CPI通脹率可能在下半年繼續超過日本央行2%的目標。能源價格上升和日圓貶值帶來的通脹影響可能會隨著高基數效應的啟動而消失。另一方面，隨著通脹預期上升，工資增長開始回升，需求方面的價格動態正顯示出一些復甦跡象。在今年的春斗談判中，日本工會聯合會(RENGO)估計平均工資增長3.8%，高於2022年的2.2%，是30年來的最大增幅。這包括基本工資增長2.3%，與2022年的0.6%相比也有顯著增長。

春斗談判 — 工資升幅為30年來最大



來源：RENGO估計（2023年4月），星展銀行

預計日本央行將於下半年在YCC框架下調整貨幣政策。日本央行在4月份的會議上表示，將對貨幣政策進行廣泛的前瞻性審查，計劃時間範圍為1-1.5年，暗示短期內並不急於放棄YCC。下半年仍有可能修改政策（例如擴大10年期債息區間，將0%目標調整為5年期債息），以減少非常規寬鬆對日本國債市場和銀行業的副作用。

亞洲

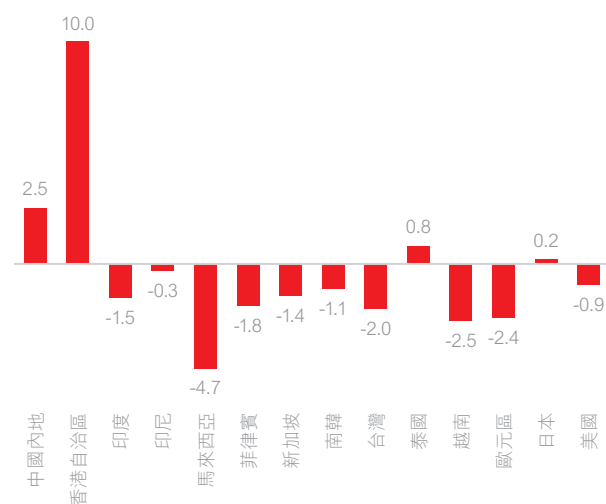
第二季度的頭條新聞主要是美國的債務上限問題和中國略顯平淡的復甦。儘管如此，23年第二季度將公佈令人滿意的GDP數據，令悲觀主義者失望。

人們期待已久的中國經濟反彈，結果遠沒有預期的那麼引人注目。雖然國內和出境遊都在回升，但這是一個曠日持久的過程。收入增長已經放緩，PMI也有所下滑。企業和抵押貸款放緩顯示投資和房地產行業疲弱。全球大宗商品價格失去了上

升勢頭，反映出中國的需求疲弱。儘管如此，根據我們的Nowcasting模型，由於強勁而有利的基數效應，中國第二季度實際GDP增長將約為7%。

但基數效應將在23年下半年消退，報告的增長數據將下降；要實現我們對中國5.5%的年增長率的預測，還有很多工作要做。需要實現的一些因素包括：進一步放鬆政策以刺激銀行貸款、增加企業投資和私人消費、部分外部需求回升、與美國的衝突沒有進一步升級以及加大監管打擊力度。

2023年的預期GDP增長減去2022年的實際增長

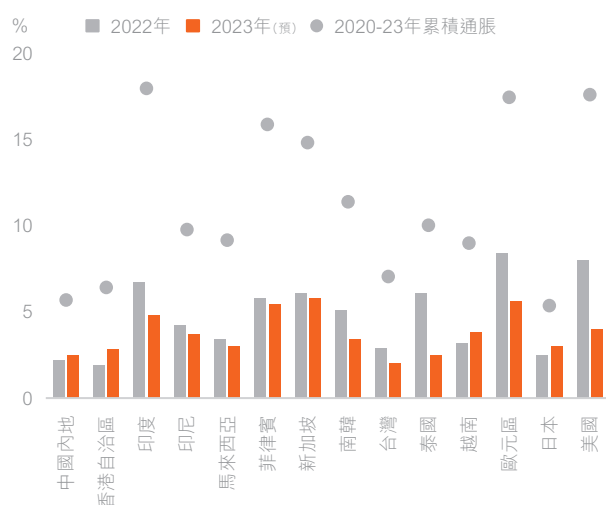


來源：CEIC，星展銀行

除中國外，我們認為基數效應將幫助該地區的一些經濟體。我們的Nowcasting模型估計，第一季度至第二季度，印度的實際GDP增長率將從4.6%升至6.5%，印尼的實際GDP增速將從5%升至5.2%，新加坡的實際GDP增幅將從幾乎持平升至2.2%。綜合這些因素，我們認為第二季度亞洲增長將有200個基點以上的上行空間。

不過然後呢？與中國一樣，各區域經濟體也將在今年下半年努力應對基數效應逐漸消退的問題。除了算術問題，重大挑戰正在醞釀之中：貿易、房地產市場、地緣政治和高利率。鑒於中國的巨大影響力，亞洲在2023年結束時的增長率將高於2022

通脹展望



來源：CEIC，星展銀行

可能會降至4%以下，但就有利的基數效應而言也僅此而已。怎樣才能將通脹率降至3%以下？在我們看來，這需要一次巨大的需求衝擊。除此之外，市場將不得不接受「長期高利率」。

對亞洲而言，除了限制政策寬鬆空間外，利率的有限下行可能會成為支撐區域貨幣的一個來源。它還可能迫使企業加強資產負債表，並消除一些市場房地產行業的泡沫。這條回歸正常的道路將會受到歡迎。

年，但進入2024年，增長勢頭將會減弱，只有少數情況例外。我們不確定是否有大幅寬鬆政策的空間來應對經濟放緩，因為這將取決於美國政策和全球風險環境。

強大的基數效應也會對通脹產生影響。一年前，原油和小麥價格同比上升約60%，與目前的-20%和-45%形成鮮明對比。我們懷疑，除非全球經濟出現嚴重下滑，否則關鍵的大宗商品價格還會有更大的下行空間。在美國，隨著時間的推移，通脹率

石油：擺脫衰退陰霾

由於對經濟的擔憂持續存在，我們略微下調了對2023年的總體預測，但下半年應該好於上半年。儘管俄烏危機持續的時間遠比我們預期的要長，但隨著時間的推移，它對石油市場的影響已經減弱，油價的地緣政治風險溢價也有所下降。隨著替代貿易路線的出現，對俄羅斯供應的中斷尚未成為現實。

由於對通脹、加息和全球經濟放緩的擔憂，今年開局緩慢，但油價在4月初得到了一針強心劑，當時OPEC+宣佈在去年以來的現有減產基礎上意外追加減產。然而，這種看漲押注並沒有持續很長時間，因為市場對中國經濟復甦速度的擔憂，加上通脹數據不容樂觀。在過去一個多月裡，對石油的看跌押注成倍增加，美國的債務上限又增加了一層不確定性，儘管後來已經得到解決。考慮到第二季度油價環境低於預期，我們已將全年布蘭特原油平均價格預測從早前的85-90美元/桶下調至82-87美元/桶。我們已經考慮到6月份OPEC+最近一次減產，我們認為這主要是為了釋放下行保護信號。然而，OPEC+減產的影響應在需求旺季全面顯現，這應該會導致全球庫存減少。在供需平衡加快和可能出現赤字市場的背景之下，我們預計23年下半年的油價走勢會更好。

OPEC+減產應有助於在23年下半年實現市場平衡。OPEC+出人意料地宣佈，從2023年5月起，在上一次修訂於2022年10月的

布蘭特原油價格在第二季度低於我們的預期

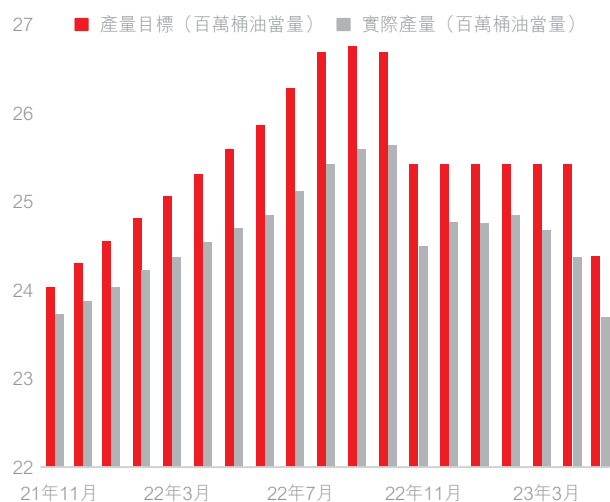


來源：彭博，星展銀行

現有減產協議基礎上，還將額外自願減產115萬桶/日。此後，在6月初的最近一次會議上，沙特阿拉伯宣佈在7月份自願將日產量再削減100萬桶，以平衡市場。這些都是強有力的信號，顯示OPEC+仍致力於將油價保持在80美元/桶以上。在平衡國內預算的驅動下，我們認為沙特可能會繼續不惜一切代價將油價維持在80美元/桶左右，甚至更高。這包括採取有計劃的先發制人的措施，確保供應方面的措施能夠消除對於潛在影響石油需求的宏觀擔憂。

中國的重新開放軌跡將受到密切關注。隨著中國在2022年底調整疫情防控政策，石油需求有望得到提振。中國的流動趨勢和經濟活動已顯示出復甦的跡象。這是在令人失望的2022年之後發生的，當時中國的石油消費和石油進口雙雙下降。

OPEC先發制人的減產旨在將油價維持在80美元／桶以上



來源：彭博，星展銀行

2023年，中國的石油需求可能會增長逾50萬桶／日。其最新一批石油進口配額和燃料出口配額已經遠遠高於去年，顯示即使在23年上半年，石油需求也增長良好。這比23年下半年可能出現的更多國內需求增長要早。由於感染人數激增可能會帶來障礙，23年上半年國內需求可能仍會有些波動。

但全球經濟整體放緩將抑制今年的樂觀情緒。我們早些時候將2023年全球石油需求增長預期下調至100萬桶／日；我們預計，美國、歐盟和日本等成熟經濟體的石油需求將大幅放緩，甚至可能出現負增長，這將在很大程度上被中國、印度和其他亞洲經濟體所抵消。2023年幾乎一半或一半以上的需求增長應該是由中國推動的。我們預計石油需求增長將在2024年反彈，預計到2024/25年，通脹將放緩至更加正常的水平。

預計油價不會回到100美元。我們的預測存在一定的上行風險，但如果油價升得太高，也可能會產生意想不到的影響，比如通脹延長和加息週期。這裡有多種力量在發揮作用，將價格保持在可控範圍內。在這個階段，我們可以有把握地說，儘管OPEC+大幅減產，但油價再次達到100美元／桶的可能性看起來依然遙遠，就像去年一樣。展望2024年，我們預計布蘭特原油平均價格將在這一年中放緩，但平均而言，與2023年相比，它將大致處於相似的水平。

2023年至2024年每季度的平均油價預測 — 星展銀行的基本假設情景

(每桶美元)	23年1季	23年2季	23年3季 (預)	23年4季 (預)	24年1季 (預)	24年2季 (預)	24年3季 (預)	24年4季 (預)
布蘭特原油均價	82.0	81.5	86.5	90.5	88.0	87.0	85.5	79.0
西德中質原油均價	76.0	76.5	82.5	86.5	85.0	84.0	82.5	76.0

來源：星展銀行

GDP增長和CPI通脹預測

	GDP增長率，同比%				CPI通脹率，同比%，平均			
	2021年	2022年預	2023年預	2024年預	2021年	2022年預	2023年預	2024年預
中國內地	8.1	3.0	5.5	5.0	0.9	2.2	2.5	2.2
中國香港	6.3	-3.5	6.5	2.0	1.6	1.9	2.8	2.0
印度	8.9	6.7	5.8	6.0	5.1	6.7	5.1	5.0
印度（財年）*	9.1	7.2	6.0	5.8	5.5	6.7	4.8	5.0
印尼	3.7	5.3	5.0	5.0	1.6	4.2	3.7	3.2
馬來西亞	3.1	8.7	4.0	4.8	2.5	3.4	3.0	2.5
菲律賓**	5.7	7.6	5.8	6.5	3.9	5.8	5.4	3.2
新加坡	7.6	3.6	1.7	2.8	2.3	6.1	5.8	4.3
南韓	4.1	2.6	1.5	2.4	2.5	5.1	3.4	2.0
台灣	6.5	2.5	0.5	3.5	2.0	2.9	2.0	1.4
泰國	1.5	2.6	3.4	3.8	1.2	6.1	2.5	2.0
越南	2.6	8.0	5.5	6.5	1.8	3.2	3.8	3.5
歐元區	5.3	3.5	0.6	1.0	2.6	8.4	5.6	2.5
日本	2.2	1.0	1.2	1.0	-0.2	2.5	3.0	1.0
美國	5.9	2.1	1.2	1.2	4.7	8.0	4.0	3.0

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

來源：CEIC，星展銀行

3個月期新元掉期利率3M SOR。*最優惠利率。

政策利率預測，截至季尾

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

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

來源：CEIC，星展銀行

利潤壓縮 在即

美國股市 3Q23

儘管聯儲局收緊貨幣政策和工資粘性，但美國企業盈利繼續保持韌性。我們對科技行業維持看好立場——人工智能的飛速發展將推動該行業。

03. 美國股市.

鄭迪倫
策略師

彈性消費和「貪婪通脹」支撐著美國企業盈利。美國財報季已接近尾聲，人們高度預期的企業盈利能力回落並未發生。事實上，儘管預期會出現以下不利因素：(a)聯儲局貨幣緊縮對消費的影響，以及(b)工資粘性導致利潤壓縮，但美國企業盈利仍保持彈性。儘管與上一季度相比，實際數據顯示有所放緩，但仍然超過市場預期：

- » 企業營收超越市場預期：78%的企業所公佈的季度業績超越市場預期（相比上一季度的69%）。超越預期的總百分比（指實際收益與估計收益）增長了6.40%，高於上一季度1.50%的升幅。
- » 企業收益增長：57%的公司報告盈利正增長，而總百分比增長（指當前盈利與之前盈利相比）為-2.75%。上一季度，62%的公司報告正增長，而總百分比增長為-2.65%。

我們認為，儘管存在明顯的宏觀不利因素，但美國企業盈利的整體強勁表現是兩個因素的結果：

- » 美國私人消費具有韌性：令聯儲局的官員們感到沮喪的是，美國就業市場依然強勁，5月份非農就業人數為339,000人（市場普遍預測為195,000人）。儘管平均每小時收入的變化略高於普遍預測的同比增長4.3%，但仍明顯高於同比增長3.0%的長期平均水平（自2007年3月以來）。強勁的就業和工資增長有助於抵消不斷上升的通脹壓力，並支撐美國國內消費的彈性。

具有韌性的美國就業市場支撐著國內消費



來源：彭博·星展銀行

» 「貪婪通脹」盛行：「貪婪通脹」現象是指企業利用不斷上升的通脹環境，將價格抬高至遠高於投入成本的實際升幅。聯儲局前副主席萊爾·布雷納德在年初也強調了這一現象。不斷上升的銷售價格，加上強勁的終端需求，是美國企業盈利的有利因素，尤其是在零售領域。

利潤率走阻力最小的路，不斷下行。標準普爾500指數的營業利潤率已從2022年2月的峰值16.2%降至目前的13.5%。儘管有所收縮，但後者仍高於疫情前13.0%的水平（截至2019年12月）以及12.2%的長期平均水平（自1993年6月以來）。這是不可持續的。隨著下半年宏觀不利因素加速蔓延（尤其是在就業和消費方面），我們預計利潤率將走上阻力最小的道路，不斷下行。

為了分析宏觀勢頭放緩對企業利潤率的影響，我們研究了ISM製造業（滯後12個

美國利潤率呈下降趨勢



來源：彭博，星展銀行

月）與標準普爾500指數營業利潤率之間的長期關係。我們的回歸研究顯示，ISM製造業的現值46.9（這意味著製造業活動處於收縮模式）通常與11.3%的營業利潤率相關，這相比當前水平收縮2.2個百分點。我們的粗略估計顯示，未來12-18個月，美國利潤率將面臨更多下行風險，投資者應調低他們的收益預期。

2023年第三季度美國行業策略 — 乘著科技股的東風

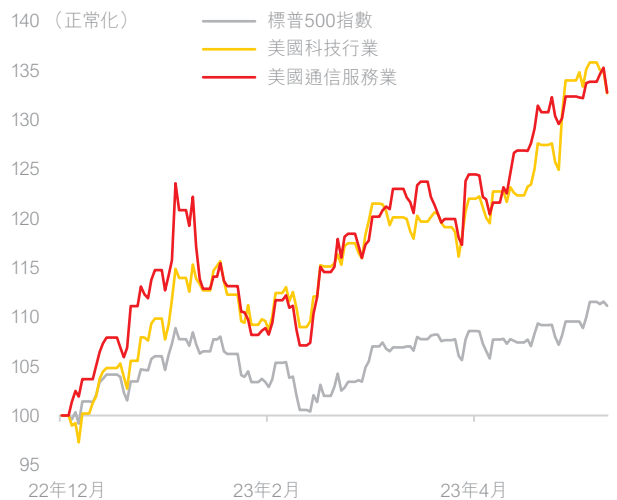
我們的看好看漲期權表現強勁。我們的美國板塊看漲期權在23年第二季度表現良好。從本季度至今（截至6月19日），我們的「看好」看漲期權平均上升9.1%，分別比「中性」(+3.5%)和「看淡」(-1.3%)看漲期權高5.5個百分點和7.8個百分點。

在看好領域，科技股(+16.2%)和通信服務股(+13.5%)表現最為突出，而醫療保健和金融股在本季度基本保持低迷。在看淡看漲期權中，主要落後者是日用消費品(+0.2%)和公用事業(-0.6%)。

「害怕錯過」的市場情緒：乘著科技股的東風。進入今年下半年，我們保持對美國科技股的積極立場。事實上，從年初至今，科技和通信服務等科技類股平均上升了33%，考慮到以下因素，我們預計這種勢頭將持續下去：

- **順應人工智能潮流：**英偉達股價的大幅上升將迫使資產管理公司加緊增加對人工智能相關股票的配置。這將為整個科技領域提供重要的助力。
- **聯儲局峰值預期：**市場對聯儲局暫停貨幣收緊政策的預期不斷上升，這將鼓勵將更多資金配置到科技股等長期股票上。

科技類股的勢頭強勁



來源：彭博，星展銀行

2023年第3季度美股板塊配置

	看好	中性	看淡
美股板塊	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

	預測市盈率 (倍)	股價淨值比 (倍)	企業價值/ 息稅前利潤 (倍)	股本回報率 (%)	資產債息 (%)	營業利潤率 (%)	營業利潤率 (%)
標普500指數	7.7	20.2	4.2	13.5	17.2	3.6	13.5
標普500金融	4.4	13.6	1.8	-	9.6	1.0	17.0
標普500能源	-2.1	10.7	2.2	4.9	30.9	14.9	18.7
標普500科技	16.2	30.4	10.2	19.9	27.9	12.1	23.6
標普500材料	1.3	17.8	2.9	11.2	15.8	6.6	13.3
標普500工業	4.2	19.9	5.2	13.9	24.0	6.5	12.2
標普500必需消費	0.2	20.7	6.1	17.4	22.3	6.6	7.2
標普500非必需消費	11.8	27.0	9.5	14.9	25.3	5.4	8.9
標普500通訊服務	13.5	18.2	3.5	12.6	11.0	4.3	14.4
標普500公用事業	-0.6	17.8	2.1	14.0	8.4	2.2	15.0
標普500房地產	0.8	35.3	2.9	19.7	8.9	3.6	22.7
標普500醫療保健	2.1	18.0	4.7	14.8	18.7	6.5	9.3

來源：彭博

* 截至2023年6月20日數據

選股 不選市

歐洲股市 3Q23

由於未來一季金融環境趨於緊縮，維持看淡歐股的觀點。然而，奢侈品、能源、科技和醫療保健類股仍是投資亮點。

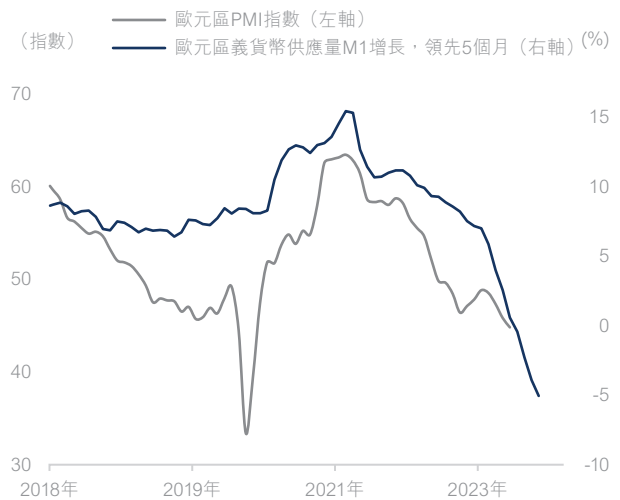
04. 歐洲股市.

吳琇瓊
策略師

謹慎看待歐股前景。繼今年的良好開局之後，歐洲股市在第二季度仍然停滯不前，原因是美國和歐洲銀行業出現一系列動蕩事件加劇了人們對全球經濟衰退的擔憂。這與我們對該區域的整體防禦性預測是一致的。我們認為，央行加息將導致貨幣狀況收緊，並對整體經濟產生影響。金融狀況趨緊主要是由能源價格飆升、俄烏衝突引發的市場動蕩、歐洲央行加息週期和高通脹造成的。因此，預計這些因素將對企業和家庭的支出、儲蓄和投資計劃產生負面影響，從而阻礙增長勢頭和收益前景。

近期的總經數據顯示，對歐洲持樂觀的看法面臨挑戰。德國是歐元區最大的經濟體，在今年年初經歷了技術性衰退。今年5月份，歐元區CPI同比上升至6.1%，雖有所下降，但仍處於高位；隨著針對能源價格高企採取的保護措施開始逐漸減弱，能源通脹可能會卷土重來。德國公共部門的工資談判在兩年內一度高達12%，這加劇了人們對「潛在通脹」的擔憂。勞動力市場的緊縮仍然是一把雙刃劍，因為它支持消費，但也助長了通脹上升的長期風險，並縮小了產出缺口。工業活動也仍然低迷，正如5月份的製造業PMI指數所顯示的那樣，該指數達到了21年下半年以來的最低水平。

PMI指數因貨幣環境收緊呈現下滑



來源：路孚特，星展銀行

工資增長和能源帶來的通脹壓力可能持續存在



來源：路孚特，星展銀行

與聯儲局相比，歐洲央行在對抗通脹方面似乎有些滯後，因此，我們預計，在歐洲央行的回購利率從疫情前的0%穩定在4%之前，歐洲央行將再加息25個基點。因此，隨著歐洲央行開始取消疫情救助計劃並啟動量化寬鬆，貨幣狀況預計將變得更加緊張。由於歐盟委員會需要尋找新的收入來源，例如提高企業稅和財富稅，以補充其遭受重創的預算，使得情況變得更加複雜。歐盟委員會敦促成員國減少公共支出以應對通脹，這加劇了局勢的複雜性。

估值

歐洲股市目前的市盈率為13倍，比平均水平低一個標準差。關於分析師每股收益調整的情緒已開始轉為負面，這顯示由於預期較低而出現的正收益意外期可能已經過去。展望未來，由於供應鏈多元化、區域化努力以及脫碳所需投資增加導致成本上升，中期利潤率可能受到負面影響。勞動力和能源成本的上升也會給利潤率帶來壓力。如果這些因素與銀行貸款條件收緊同時發生，導致失業率上升和衰退風險增加，市場表現可能受到嚴重影響。

經濟和收益普遍疲弱



來源：路孚特，星展銀行

股票的吸引力低於債券債息



來源：路孚特，星展銀行
波段為平均值和+/-一個標準差

考慮到艱難的宏觀經濟環境，儘管市場價格低廉，但顯然增長前景有限。我們的預測顯示，2023年的每股收益沒有增長，GDP將適度增長0.9%。此外，高現金回報率為股票設定了一個苛刻的標準。過去一年，股票風險溢價大幅下降，顯示與無風險資產相比，預期回報率相對較低。

要注重捕捉阿爾法回報。歐洲相對較低的波動性和具有吸引力的估值掩蓋了該區域對經濟衰退尾部風險的敏感性，特別是在貨幣狀況繼續收緊並打壓市場的情況下。因此，我們建議投資者在其組合中看淡歐洲股市。

其中，我們主張保持對奢侈品、IT和醫療保健行業的某些企業的缺口。這些企業必須是享有長期結構性趨勢的支撐。此外，歐洲的能源板塊提供股息和股票回購，也能增加投資組合的整體韌性。

侈品行業的前景正面。歐洲奢侈品牌的股價最近受到了人們對美國和中國經濟可能放緩的擔憂的影響，這會影響其今年晚些時候的盈利能力。我們認為，該行業的調整主要是因為獲利回吐以及投資者從防禦性的歐洲市場轉向配置與週期性的美國科技行業。

LVMH董事長兼首席執行官伯納德·阿爾諾計劃6月份的訪華之旅具有重要意義。此次訪問對於LVMH擴大其在中國最大的收購—收購美國珠寶商蒂芙尼的宏偉計劃至

特定板塊的增長和彈性



來源：路孚特·星展銀行

關重要。它還突顯了自去年12月解除封鎖措施以來，中國對商機的接受程度，並重申了中國作為奢侈品牌主要增長動力的關鍵作用。中國的富裕消費者延續了他們的消費習慣，進一步鞏固了中國對奢侈品行業的重要性。

儘管存在挑戰，但我們對歐洲奢侈品板塊的前景仍然樂觀，我們相信收益有可能超過預期。

能源板塊仍受到支撐。目前為止，有幾個因素限制了2023年的油價，包括全球經濟疲弱、對美國銀行業危機的擔憂以及中國從新冠疫情限制中緩慢復甦。然而，隨著OPEC+實施進一步減產，相當於全球每日1億桶需求的4.6%，油價有所緩和。預計

這些減產將逐漸加劇全球供應短缺，有可能推高價格。

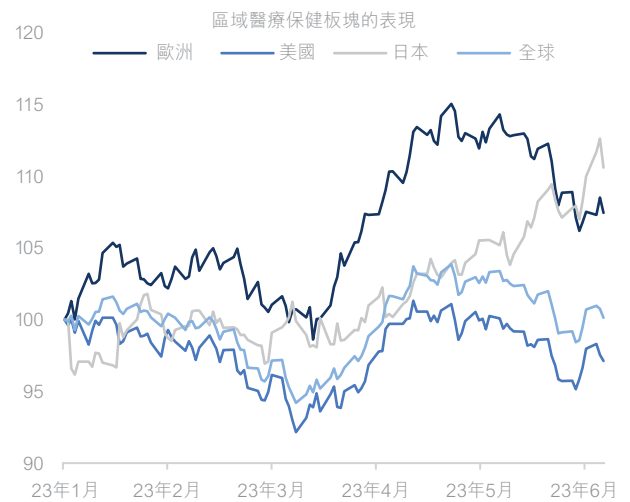
國的石油需求雖然在第一季度有所放緩，但目前正在復甦，預計將繼續為油價提供支撐。全球航空公司也將2023年該行業的利潤預測提高了一倍以上，顯示該行業已從疫情中顯著反彈。

此同時，美國尚未補充其戰略石油儲備 (SPR)，儲備目前處於37年來的最低點。因此，布蘭特原油價格應從近期低點反彈，並在今年下半年保持在每桶80-85美元的區間。考慮到這些因素，我們對歐洲石油巨頭的前景保持樂觀，因為他們將繼續受惠於高企的油價。

人工智能提振了醫療保健板塊。最近幾周人工智能相關概念股票繼續獲得資金追捧，其風頭甚至掩蓋醫療保健等防禦類股。這一趨勢已經負面影響到歐洲的醫療保健類股，例如投資者獲利回吐，或者轉投以增長為導向的行業股票，並且投資資金也從歐洲市場轉流進美國市場。

管市場出現拋售，但歐洲醫療保健板塊的表現仍優於美國和全球醫療保健板塊。這反映了該板塊在全球舞台上的實力和穩定性。歐洲擁有眾多世界領先的制藥公司，這些公司專門研發治療癌症、糖尿病和心臟病等慢性疾病的治療方法。該地區在非

歐洲醫療保健板塊表現優異



來源：路孚特，星展銀行

仿制藥出口方面表現出色，並在技術上與美國競爭。

來越多的醫藥公司在藥物研發和研發全流程中使用人工智能技術，以提高成功率和生產率等方面。利用人工智能不但提高了效率，也縮短了上市時間，降低了成本，並實現了更好的決策—所有這些都會為企業帶來更高的利潤和競爭優勢。

憑借雄厚的財力、資源、技術專長和知識，歐洲大型生物制藥公司處於有利地位，能夠有效利用人工智能應用並從中獲得巨大利益，最終提高其運營、研究能力和醫療行業的整體競爭力。

歐洲技術公司參與了該行業的全球價格變動



來源：路孚特，星展銀行

今年4月，歐盟達成了一項里程碑式的協議，通過《歐洲芯片法案》(ECA)來加強半導體產業，該法案旨在提高歐盟在技術領域對美國和亞洲的競爭力，同時確保對全球電子產品和設備的關鍵組件的控制。被稱為「革命性」的ECA法案，預計將動員430億歐元的公共和私人投資。該法案主要保護供應鏈，防止未來半導體短缺，並刺激對該行業的投資。這些新法規將歐洲定位在綠色和數碼化轉型所必需的尖端技術前沿，有望到2030年將歐盟全球半導體的市場份額翻一番，從10%提高到20%。

歐盟出台《歐洲芯片法案》，推動半導體行業。我們相信，人工智能將在推動半導體長期需求增長方面發揮關鍵作用，特別是隨著這一增長趨勢需要更大的芯片尺寸來滿足人工智能的要求。在荷蘭公司ASML的推動下，歐洲科技股加入了美國科技股的行列，該公司專門生產極紫外光刻機，可在硅晶圓上蝕刻複雜的微觀特徵。不過，ASML自己並不生產芯片。



樂觀情緒 上揚

日本股市 3Q23

日本正因中國的重新開放、日本央行的適應性貨幣政策以及市場改革而獲得上揚的勢頭。我們看好在日本經濟領域有著重要性的板塊其中重量級的企業 — 標記為「Sumotori」，以及日本銀行。

05. 日本股市。

吳琇瓊
策略師

旭日東升。日本股市已經升至1990年以來的最高水平，激發了對東證指數(TOPIX)上行趨勢將長期持續的樂觀情緒。中國的再度開放、適應性貨幣政策以及市場改革為日本市場帶來了機會。與美國相比，考慮到中美局勢愈加緊張，日本被認為是一個更適合入門投資的選擇，並能分散美國經濟可能下滑和未來供應鏈斷裂帶來的風險。

「安倍經濟學」和「岸田經濟學」。2013年，當時的日本首相安倍晉三，與前任日本央行行長黑田東彥一同設法振奮日本經濟，並通過財政擴張、貨幣寬鬆和結構性改革這「三支箭」使日本從2020年的通縮中復活。「安倍經濟學」確實有助於日本經濟，安倍任期內日本GDP比其前任任期內更高。出口、就業和生產力上升了；名義GDP自2013年以來（除2020年外）一直在增長。

股市受惠於安倍經濟學，東證指數(TOPIX)從2013年到2018年翻了一番。安倍經濟學帶來的穩定來自於一項計劃的存在、隨之而來的日圓貶值以及日本央行對股市的買入。這些都有助於支撐市場情緒和出口。然而，由於直到岸田時代才實現2%的通脹目標，人們對安倍經濟學的成功評價褒貶不一。

岸田於2021年9月就任首相，並將改革作為重點關注領域。他提出了「新資本主義」的概念，以縮小收入差距並重新分配財富，例如提高工資並為年輕人和工薪家庭提供更多補貼。岸田還遵循前任政府的主要產業政策，例如增強國內必需品供應鏈、增強技術能力、促進自由貿易和實現碳中和。與「安倍經濟學」一樣，岸田的新經濟思想也被稱為「岸田經濟學」。

安倍經濟學與岸田經濟學 — 重新評級需要結構性改革



來源：路孚特·星展銀行

日本央行前任行長黑田東彥的繼任者是上田一夫，後者在貨幣政策上的立場並不像前任行長那樣明確。他與黑田東彥所推行的超寬鬆貨幣政策無關，據信他在政策制定方面相對較少受到限制且更具創新性。然而，上田今年4月上任以來的鴿派立場卻出乎市場意料，導致日圓持續走弱。

新的二人組（首相+央行行長的組合）能否成功改革並取得前任組合的成功還有待觀察。明顯的區別在於日圓匯率在黑田時代從80貶值到130。如今，所有的目光都集中在上田和YCC政策變化的時機上，以確定美元兌日圓匯率能走多高。

日本企業的價值發掘

價值尚待發掘。自4月份以來，投資者開始湧入日本股市。以巴菲特為首，他將五家貿易公司的持股比例分別提高到7.4%，這使得他在日本的持倉量成為除美國和歐洲之外最大的。日本的市淨率為1.1倍，並且一半以上的東證股價指數(TOPIX)股票交易價格低於1倍，日本作為一個具有價值釋放潛力的廉價市場頗具吸引力。

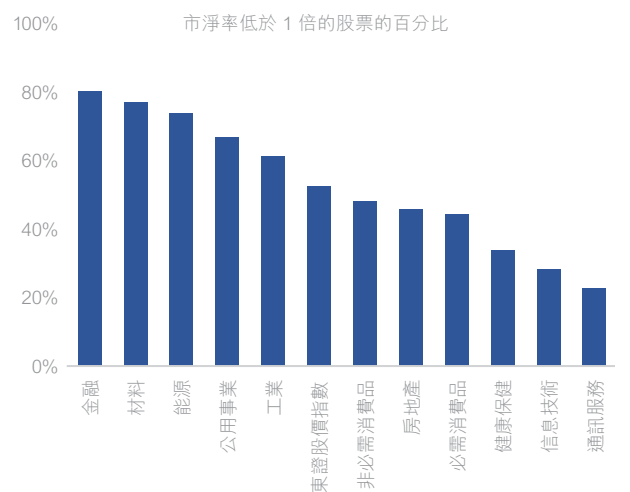
從歷史上看，日本企業一直因持有大量現金儲備而受到批評，這限制了投資者的回報和股本回報率。然而今年，東京證券交易所(TSE)已採取措施鼓勵公司提高資本效率，包括推行市淨率高於1倍的軟要求。此

東證股價指數(TOPIX)在日圓疲弱的環境下表現良好



來源：路孚特，星展銀行

超過50%的日本公司將釋放價值



來源：路孚特，星展銀行

後，公司通過派息和股票回購來提高資本利用率。這也符合岸田首相旨在縮小收入差距和重新分配財富的「新資本主義」改革議程。

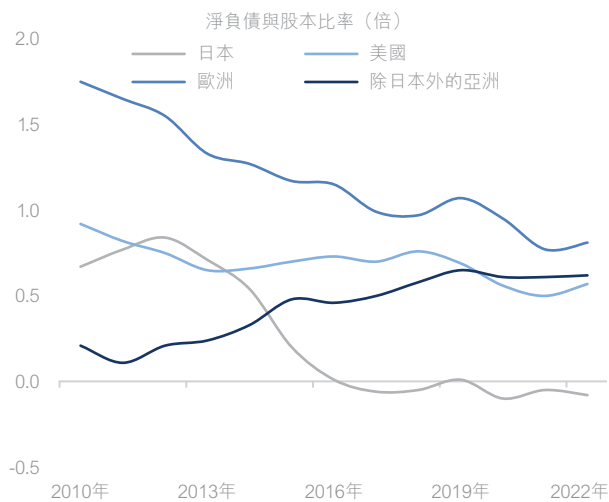
最大化資本效率。2010年至2013年間，東證(TOPIX)上市公司的平均淨負債與股本比率在0.6倍至0.9倍之間波動。此後，由於盈利、現金流和保留權益的增加，該比率一直呈下降趨勢。如今的平均數字是負數。儘管對資產負債表審慎有一定的優點，但這種趨勢在日本已經走得過遠，目前正在壓低股本回報率，從而壓低估值。改善公司治理是解決這一問題的方法之一，特別是對於資產負債表效率低下的公

司。提高回購和股息、分拆以及出售交叉持股等企業行為可以成為積極的股價催化劑。來自東京證交所的監管壓力也應該會加快這一進程。

密切關注通脹是否達到目標水平。由於今年的工資談判，日本工人預計將獲得26年來最大的工資升幅。儘管實際工資增長預計仍為負值，但高薪的重要性轉化為許多人可自由支配消費能力的增加。政府一再呼吁加薪的呼聲終於得到重視，這應該會增強消費者對經濟的信心。

今年4月，日本的核心通脹率（除新鮮食品 and 能源外）達到4.1%，再創40年來新高。

日本企業的槓桿率最低且接近於零



來源：路孚特，星展銀行

工資增長與通脹同步增長可能維持2%的預期目標



來源：路孚特，星展銀行

儘管日本的通脹滯後，水平也低於其他成熟經濟體，但從其他國家的經驗來看，通脹可能會比較具有粘性。此外，持續3%的工資增長可以支持工資和物價上升的良性循環，並化解日本的通縮心態。由於工資增長加快以及全球範圍內日圓疲弱，企業可能會改變其定價策略。需求依然強勁的餐飲、制藥、醫療保健服務和高端電子零件的價格上升可能會謹慎進行。政府批准的公用事業和交通提價得到了政策刺激的支持。最終，日本的通脹可能會陷入惡性循環，這可能對日本經濟和股市產生重大影響。

未來前景樂觀。過去一年，日經225指數多次逼近30,000點，但未能維持在該水平之上。全球逆風將更加強勁，總體上會降低對風險資產的興趣。然而，考慮到日本相對於美國股票的估值折扣，以及與其他成熟市場相比重新開放的延遲，這些對日本的影響可能較小。加上通貨再膨脹政策和「岸田經濟學」結構性改革的實施，我們認為日本市場可能會進行進一步重估。

我們看到以下機會：1)價值股可能會響應政府的改革號召；2)定價能力較強的內需股，受惠於工資和消費的上升；3)重量級企業 — 電子、半導體、汽車和自動化等經

濟重要行業，可能受惠於政府刺激措施；4)作為通貨再膨脹受惠者且債息可能上升的銀行。

我們還相信，我們正處於長期人工智能投資期的風口浪尖。這一趨勢將導致人工智能相關股票受到強烈關注，同時為許多此類公司帶來機會。在日本，生成式AI的日益普及在2023年創造了巨大的勢頭，使機器人和半導體領域的股票受惠。在建立廣泛使用人工智能模型所需的基礎設施所需的計算投資的初始階段，這些行業可能會成為主要贏家。

此同時，工業機器人領域的增長依然強勁，基恩士和發那科等行業主要參與者的持續出色表現和擴張就證明了這一點。我們預計短期內的幾個因素將進一步增強這一趨勢：

- 考慮到2021年工業生產系統佔全球機器人安裝量的近50%，中國的全面重新開放預計將推動工業生產系統支出的增加
- 全球範圍內的回流要求和強勁的國內資本支出將有助於自動化設置應用的增加

堅持 品質投資

亞洲（除日本外）股市 3Q23

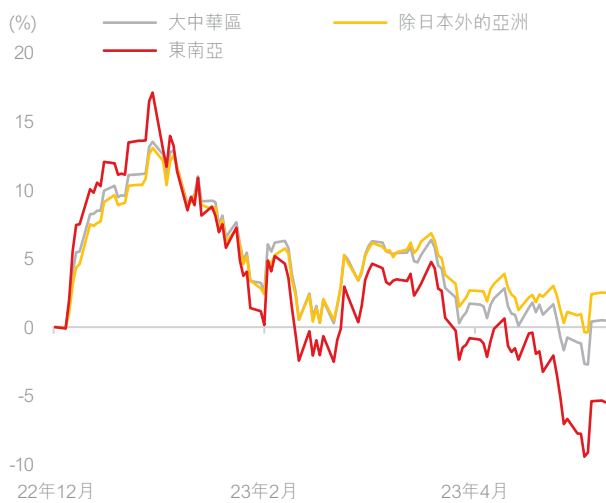
隨著國內消費復甦的勢頭增強，除日本外的亞洲地區將在2023年下半年實現增長。中國金融股將提供可持續的股息債息。在東盟地區，我們看好泰國、印尼和新加坡。

06. 亞洲（除日本外）股市.

楊政齡
策略師

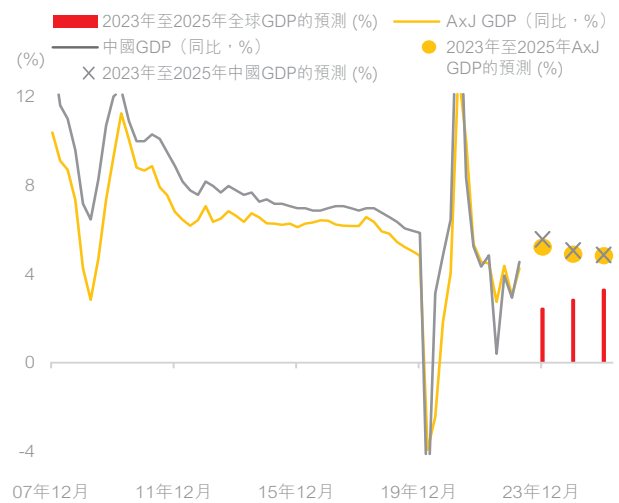
吳琇瓊
策略師

除日本外亞洲地區股市年初至今升幅



來源：彭博，星展銀行

除日本外亞洲地區GDP增速高於全球平均



來源：彭博，星展銀行

股票質量將戰勝波動。除日本外的亞洲地區股市今年伊始就處於高位，但在受到外部和內部不利因素的負面影響後，回吐了升幅。從外部來看，美國地區性銀行的倒閉、瑞銀與瑞信的意外合併以及持續存在的美國債務上限擔憂給該地區的情緒蒙上了長久的陰影。本地方面，北亞地區緊張局勢、宏觀數據意外疲弱以及刺激措施缺失進一步打壓市場表現。

進入今年下半年，我們的基本預測是，成熟市場經濟放緩，而隨著該地區擺脫新冠疫情封鎖和本土消費復甦，除日本外的亞洲地區將呈現增長軌跡。

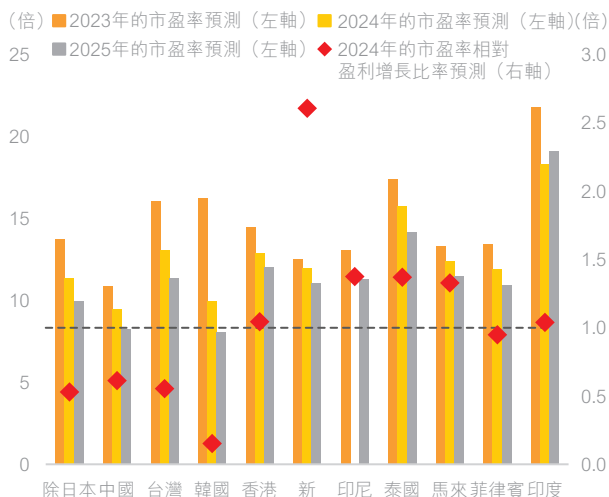
我們預計，除日本外的亞洲經濟體將在未來兩到三年內實現穩定增長。預計今年GDP將增長5.2%，然後在未來兩年穩定在4.8%，支撐企業盈利勢頭。

該地區的企業盈利預計將增長20%（2024年）和15%（2025年），預測市盈率分別為11倍和10倍。在該地區內，北亞今年的盈利增長相對更具吸引力，為15%，預期盈利倍數為10倍，而東盟的每股收益增長率為7%，市盈率為12倍。值得注意的是，中國在2024年和2025年的盈利倍數分別為9.5倍和8.2倍，這兩年的預期盈利增長率均為15%，市盈率增長在0.6倍至0.5倍之間。無論以任何標準衡量，這些都是有吸引力的水平。

多重條件支持我們對除日本外的亞洲經濟體的積極投資立場，包括估值大幅折價、重新開放勢頭帶來的推動力以及強勁的盈利趨勢。中國重新開放的主要受惠者是東盟地區，它也將從不斷加強的貿易關係中受惠。2022年，東盟與中國之間的貿易額達到980億美元，是2016年的兩倍，成為該地區最大的單一貿易伙伴。

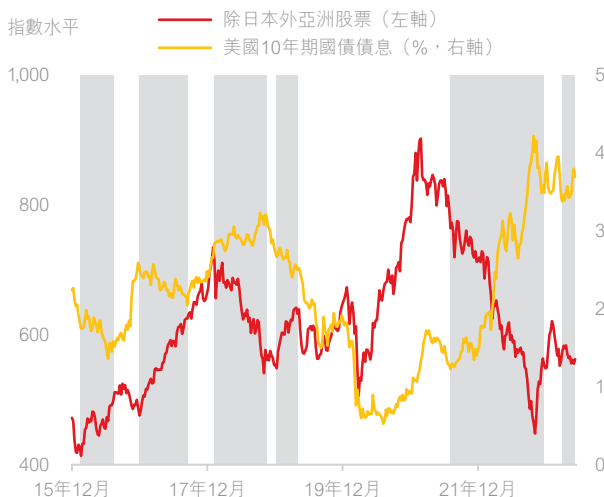
除日本外的亞洲股票與美國利率之間存在緊密的負相關關係。儘管美國聯邦基金利率目前可能保持在高位，但正在進行的加息週期預計最終將停止。鑒於此，該地區的股市預計將觸底並開始重新定價。與全球股票相比，除日本外的亞洲市場目前的交易估值存在較大折價。

除日本外亞洲地區:各市場的估值出現分歧



來源：彭博，星展銀行
波段代表1個標準差

與全球利率成反比關係



來源：彭博，星展銀行

估值處於歷史平均值……



來源：彭博，星辰銀行

……但仍較全球平均水平大幅折扣



來源：彭博，星辰銀行

重新評價目前狀況。經過2022年的低迷之後，2023/2024年盈利增長恢復兩位數應該會引發該地區股市的重新評級。然而，各個市場和行業的復甦和重新評級不太可能保持一致。

我們的總體首席投資官楨鈴戰略構建側重於長期主題。該地區的增長高於平均水平，但估值卻低於平均水平。我們對除日本外的亞洲地區股票的建設性立場得到以下支持：

1. 與表現出高通脹的成熟市場相比，通脹更加良性，因此有採取更寬鬆貨幣政策的空間

2. 企業盈利增長預計將超過全球平均水平。預計未來兩年該地區的盈利將分別增長20%和15%，而同期全球每股收益增長8%
3. 2年預測市盈率達到令人矚目的9倍至10倍水平，與全球平均水平15倍相比大幅折價
4. 機構基金配置偏低，預計隨著時間的推移這種情況將會逆轉
5. 企業基本面的復甦得益於該地區的重新開放、區域內貿易的加強以及中國經濟復甦的提振

中國 — 品質引領潮流

儘管中國股市年初表現強勁，但未能維持其表現。儘管第一季度GDP增長和企業盈利好於預期，但仍落後於全球股市。

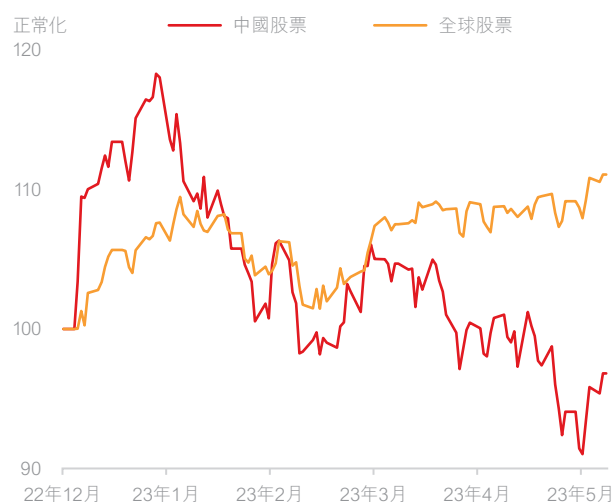
由於迫在眉睫的不利因素，一些催化劑需要比預期更長的時間才能實現。這些因素包括出口勢頭放緩、北亞局勢、與七國集團關係、政府仍需要進一步刺激措施以及宏觀數據不均衡。

在首席投資官槓鈴策略框架的收入方面，我們更看好中國大型國有銀行，它們以可持續且有吸引力的債息獎勵投資者。成長角度方面，我們繼續看好保險板塊、大型科技平台公司和A股。

追捧大型國有銀行。自去年二十大閉幕以來，中國金融股股價表現良好，今年以來升幅進一步擴大。自2022年10月底以來，中國保險業和整個金融業的回報率分別為60%和35%，年初至今升幅約為10%，原因如下：

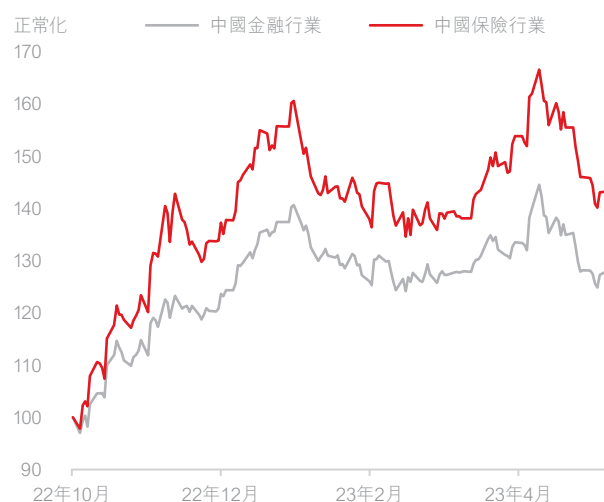
1. 美國加息預期即將結束。這一發展應該會扭轉中國大型銀行和債券之間債息壓縮的局面
2. 大幅估值折價的縮小
3. 社會融資總量增速恢復至11.7%，回到2022年1月的水平
4. 可持續的股息債息和總回報的吸引力

2023年中國股市表現落後於全球同行



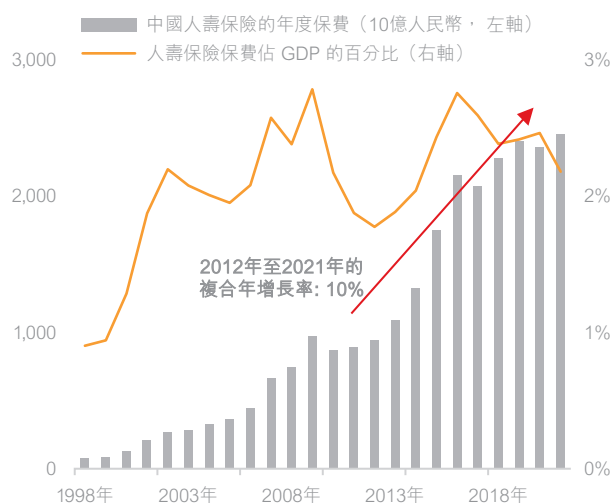
來源：彭博，星展銀行

中國銀行業和保險業提供支撐性估值



來源：彭博，星展銀行

中國壽險保費上升



來源: 彭博, 星展銀行

對保險業有建設性作用。由於中國保險業對廣大人民群眾至關重要、良好的經營環境和增長前景，我們對中國保險業持建設性態度。截至2021年底，壽險年保費達到2.5萬億元人民幣，2012年至2021年複合年增長率高達10%，令人印象深刻。

另一個增長動力是中國壽險滲透率的提高，截至2021年，中國壽險滲透率僅佔GDP的2.2%，遠低於香港(20.5%)、美國(12.4%)、新加坡(11.4%)等其他市場和經合組織國家(9.4%)。隨著中國人壽保險滲透率的加速，該行業未來幾年收入和利潤的上行潛力仍然令人鼓舞。

中國銀行業和保險業提供支撐性估值

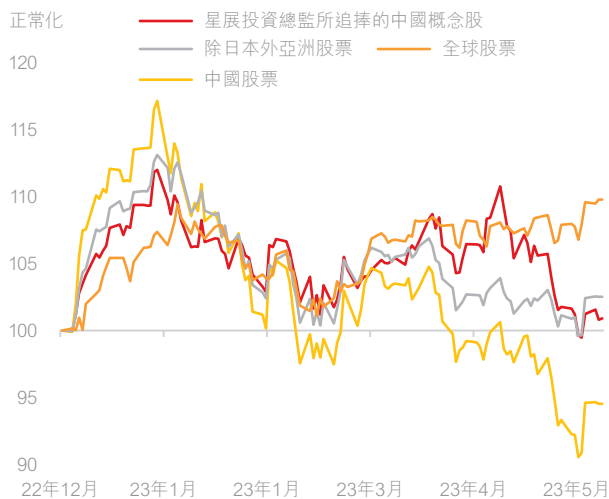


來源: 彭博, 星展銀行

投資者正在關注中國平台公司的政策打壓、嚴格的新冠疫情措施下的人員流動限制以及中美之間持續的貿易緊張局勢導致的2022年盈利低迷。展望未來，他們對收益的改善抱有希望。

我們仍然認為，隨著重新開放後的勢頭加快和市場混亂逆轉，首席投資官選擇的中國主題應繼續帶來有吸引力的投資回報。

投資總監對中國投資主題的推薦表現優於更廣泛的中國股市



來源：彭博，星展銀行

東盟受惠於美國利率和經濟增長峰值

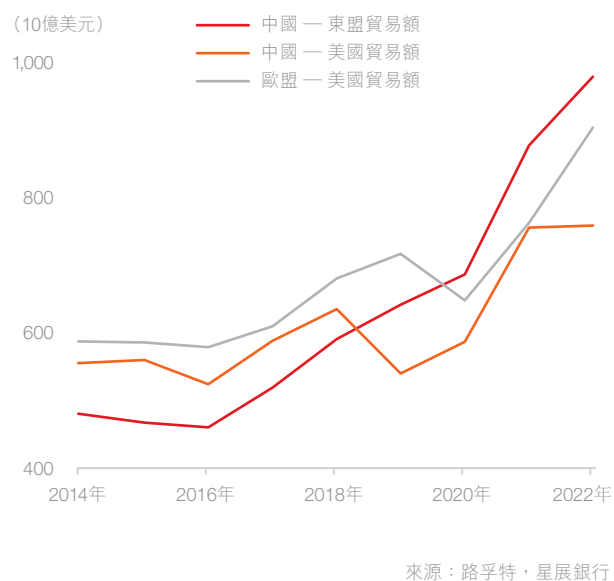
增長軌跡放緩。大多數東盟六國（泰國除外）今年的增長軌跡預計將放緩。這主要是由於大宗商品和電子行業低迷導致對外貿易下降、重新開放後需求正常化以及金融狀況趨緊。儘管如此，由中國帶來的抵消作用以及東盟地區內部私人消費增長的彈性可能會帶來積極的驚喜。

中國帶來的抵消作用有利於東盟出口商，它們在區域全面經濟伙伴關係(RCEP)中與中國分享了世界上最大的貿易協定。隨著中國逐步開放，東盟出口觸底反彈，顯示供應鏈約束正在緩和，中國進口需求正在復甦。因此，中國與東盟之間的貿易流量現在大於美國與歐盟以及美國與中國之間的貿易流量。

多元化和製造業遷移的受惠者。東盟還受惠於供應鏈多元化和製造基地向其他國家的遷移，在中美貿易緊張局勢加劇和全球新冠疫情相關供應鏈中斷的背景下，這是全球商業格局中日益增長的趨勢。進口商正在通過從多個國家採購商品並減少對中國等單一市場的依賴來實現供應商基礎多元化。這一戰略有助於減輕與貿易爭端、關稅和全球供應鏈中斷相關的風險。

越南和馬來西亞等東盟國家已成為製造業轉移的有吸引力的目的地。這些國家具有多項優勢，包括與中國相比較低的勞動力成本、熟練的勞動力、改善的基礎設施以及旨在吸引外國投資的優惠政府政策。此外，它們靠近中國的地理位置提供了物流優勢和進入供應鏈的機會。這為東盟國家帶來了許多經濟利益，增強了它們的韌性。

中國與東盟貿易額目前位居全球第一



東盟市場與美元走勢相反



我們認為，隨著美國加息結束，該地區資產的吸引力應該會增加，因此東盟的市盈率重估可以持續。美元今年有所調整，從而為亞洲貨幣和債券市場提供了支撐，為該地區帶來了資金流入並支撐了股市。

與此同時，能源和食品價格上揚的放緩將使東盟消費者輕鬆很多，因為兩者都是消費籃子的主要組成部分。在有利的人口結構、不斷壯大的中產階級、快速城市化和信貸供應的背景下，私人消費應保持彈性。

通過與東盟的接觸增強投資組合的彈性。 我們認為，在美國經濟放緩的背景下，接觸東盟主題可以增強投資組合的彈性。下面，我們確定了該地區的寶藏 — 那些擁有競爭優勢並有望從各自市場的長期結構性趨勢中受惠的行業。

泰國：未來將經歷正增長。 泰國經濟增速從2022年第四季度的1.4%反彈至今年第一季度的2.7%，經季節性調整後的實際GDP最終恢復到疫情前的水平。2023年第一季度私人消費擴張強勁，應會繼續支持2023年內需和整體實際GDP增長。投資和政府支出已滯後。我們認為，選舉後，隨著政府組建穩定，商業環境應會改善，而週期性出口放緩已顯示出緩和跡象。受惠於消費復甦、旅遊和醫療旅遊、利率上升以及外國直接投資回報的股票應該表現良好。

印尼：幾乎不可能的事情正在開始發生。 印尼的國內增長可能會在2023年上半年表現強勁，但在下半年因基數效應、即將舉行的選舉以及大宗商品價格放緩導致出口放緩而放緩。通脹也有望從8月和9月的水平大幅調整，從而緩和家庭購買力。印尼債券市場已開始利用有利的息差吸引外資淨流入，其中盧比是年初至今表現最好的地區貨幣。下半年，聯儲局暫停升息、盧比穩定、通脹可控以及全球市場平靜，這些因素可能為印尼央行轉向寬鬆週期提供有利的背景。印尼雅加達綜合指數(JCI)將

受惠於2023年下半年更有利的環境。對經濟表現敏感的行業，如大宗商品和銀行，應該表現良好。

新加坡：追捧新加坡房地產信托基金(S-REIT)。 隨著2023年的進展，S-REIT正在經歷格局變化，導致估值和價格上升。隨著聯儲局加息週期接近尾聲，投資者應該尋找該行業的投資機會，股息預期可能會因業績而上調超出預期，融資成本降低。入住率保持強勁，超過95%。值得注意的是，2023年第一季度的租金調整令人驚喜地上升，特別是在工業（超過10%）和零售（超過5%）領域。酒店業繼續呈現積極的發展軌跡，每間可用客房收入(RevPAR)

S-REITS與債券之間有息差



來源：路孚特，星展銀行

持續超過新冠疫情爆發前的水平。然而，由於租賃勢頭似乎正在放緩，可能導致其實力放緩，因此請謹慎對待辦公樓行業。

目前的債息為5.5%，這顯示負1標準差下的債息息差為2.8%（與10年期新加坡債券債息相比），這對投資者考慮重新進入該行業具有吸引力。然而，重要的是要有選擇性並優先考慮即使在相對較高的利率環境下也能保持股息的S-REIT。

印度：追求行業頂級企業的品質。在印度，儘管宏觀趨勢積極，包括CPI增速放緩、經常賬戶改善以及印度央行暫停加息週期，但印度市場年初至今表現不佳，按美元計算下跌5.2%。造成這種疲弱的因素可能有幾個：與Adani集團相關的持續發展和盈利增長放緩令市場參與者感到恐慌，而中國的重新開放轉移了印度股市的部分注意力和資本。今年迄今為止，外國機構投資者一直是印度市場的淨賣家，資金流出額達2.3億美元。然而，我們注意到過去三個月外國機構投資者活動略有復甦。

隨著估值放緩，目前低於1個標準差，高於歷史平均水平，我們看到了對印度結構強勁的行業進行長期投資的機會。這些行業包括制藥、IT服務、銀行和消費品。與通常依靠美元疲弱而繁榮的東盟新興市場不同，印度市場與全球風險偏好密切相關，而不是與美元密切相關。因此，美國市場的強勁表現，尤其是在美國債務上限引發的波動之後，預計將對印度市場產生積極影響。

印度：2013年以來累計外國機構投資者流量



來源：路孚特，星展銀行

印度估值現在更容易接受



來源：路孚特，星展銀行

政策放緩

全球利率 3Q23

經濟韌性和市場壓力消退推動成熟市場央行開始考慮延長加息週期。各央行的緊縮政策只要不過度，那麼隨著「金髮姑娘」局面的形成，仍可能會有回旋的餘地。

07. 全球利率。

廖裕銘
策略師

陳慶翰
策略師

許多發達國家可能已進入貨幣緊縮週期的尾聲。美國方面，聯儲局在短短一年多的時間裡已經加息500個基點，並決定在6月份暫停加息，但同時又為今年晚些時候進行加息留出一些選擇餘地。我們認為，政策制定者現在進一步意識到了下行風險。儘管即將來臨的銀行業危機風險似乎已經減弱，但過去幾個月一連串的銀行倒閉事件警告人們，過度緊縮可能會產生意想不到的後果。此外，政策有滯後性。雖然目前的勞動力市場數據顯示經濟仍在增長，但隨著商業地產領域開始出現壓力，有必要採取更加謹慎的態度。事實證明在兩個目標之間取得平衡絕非易事，但至少通脹正朝著正確的方向發展。我們認為聯儲局應該能夠再加息一次，而後將在2023年保持利率穩定。如果不出意外，減息應該要到2024年才能實現。同時，我們認為量化緊縮政策至少還將持續一年。

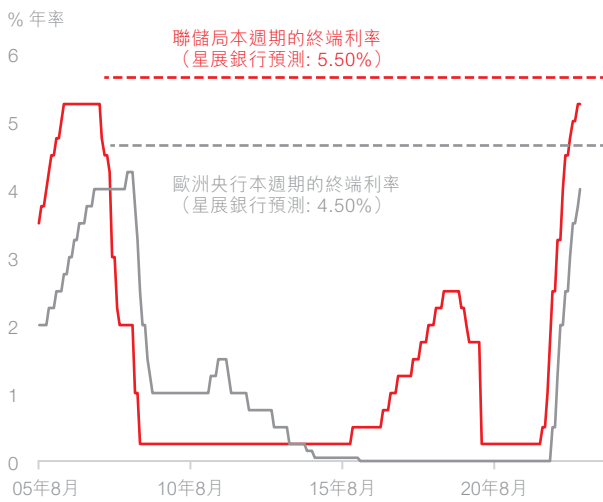
歐洲央行比聯儲局晚了幾步。在本輪週期中，歐洲央行緊縮政策的啟動時間晚於聯儲局，目前也面臨著略高的價格壓力。因此，我們預計歐洲央行還會加息50個基點，上調至4.50%的終端利率。請注意，歐洲央行也剛剛停止了資產購買計劃，而啟動了量化緊縮政策，未來幾個季度將從緊急抗疫購債計劃中轉移資產。要注意的是，歐洲央行在2022年底就開始減少根據定向長期再融資操作計劃發放的貸款，因此它收縮資產負債表的啟動時間早於聯儲

局。其結果是，在緊縮政策見頂之前歐洲央行還有很多工作要做，目前的數據支持這種鷹派立場。

與當前的價格壓力相比，日本央行的行動仍然相當緩慢。與美國和歐元區相比之下，日本的消費者物價指數並未下降。供給側壓力可能是罪魁禍首，同時工資上升以及持續的高通脹可能會引發更高的通脹預期。無論如何，日本央行可能會在2023年第三季度擴大債息曲線控制區間。無論如何，預計到2024年年中左右，在獲得貨幣政策評估的結論後，債息曲線控制才有可能全面解除。市場逐漸認識到，日本央行將致力於維持現有曲線，同時通脹盈虧平衡也在相應上升。

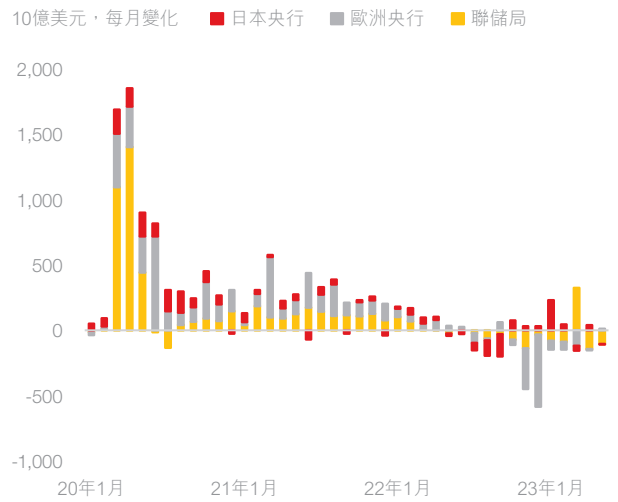
隨著貨幣緊縮政策接近尾聲，成熟市場曲線在很大程度上仍然倒掛。由於市場參與者依然認為中性利率低於當前水平，這種情況可能會在未來幾個季度仍將持續。對經濟衰退的擔憂也使政府債券存在一定溢價。如果情況有變，政策制定者迅速轉向，則會出現牛市變陡的非對稱風險（使2年期/10年期曲線走平或升高），但這不是我們的基本情景預測。在可預見的未來，日本國債債息曲線將呈現正斜度形態。即使債息曲線控制被取消，在未考慮短期加息之前，這仍然是一個很大的障礙。

聯儲局可能已經結束加息，歐洲央行緊隨其後



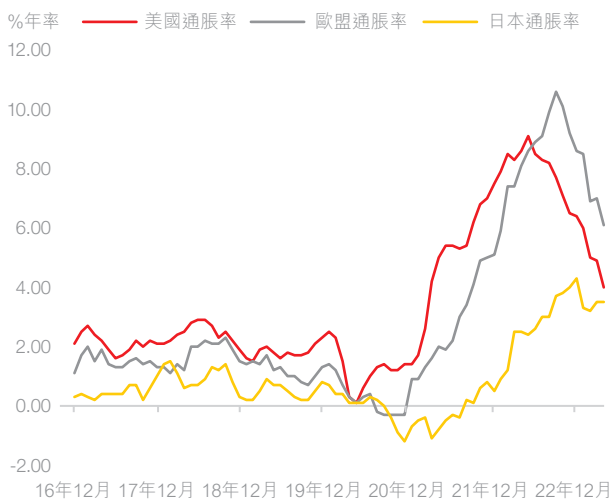
來源：彭博，星展銀行

聯儲局和歐洲央行啟動量化緊縮政策



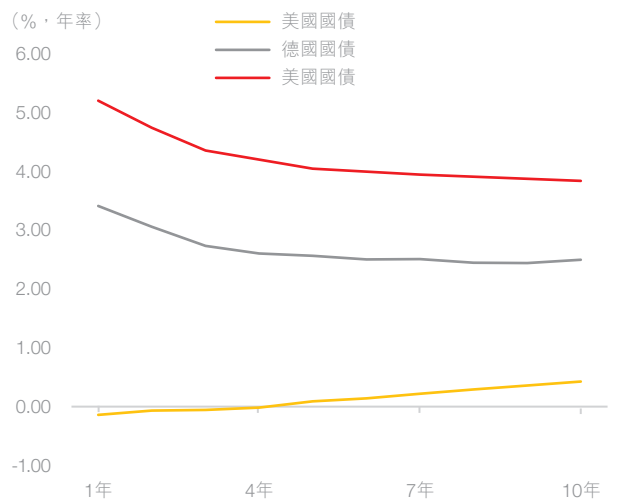
來源：彭博，星展銀行

G3國家消費者物價指數分化



來源：彭博，星展銀行

日本國債債息曲線不太可能與同行一樣出現倒掛



來源：彭博，星展銀行

亞洲利率

人民幣利率：各市場對復甦前景態度悲觀

第二季度的數據全面疲弱，低於預期，這顯示在重新開放的推動下，第一季度增長強勁復甦，但現在正在放緩。相對於政策利率，市場利率正在走低，顯示了市場現在預期未來會減息，流動性狀況也會更加寬鬆。我們預測1年期貸款基準利率在第三季度將會下調10個基點，這意味著1年期中期借貸便利可能也會下調。流動性方面，我們認為，由於採取穩健的貨幣政策，流動性將會保持平衡。也就是說，如果未來幾個月信貸需求疲弱，流動性可能會變得更加充裕。以目前的利率掉期水平來看，市場顯然對增長前景非常悲觀。除非數據進一步顯著惡化，否則利率掉期更有可能會出現盤整，而不是繼續下跌。

人民幣利率掉期正回落至重新開放前的水平



來源：彭博，星展銀行

印尼盾利率：可能最先啟動減息

印尼央行正保持中性的暫停加息，這是符合邏輯的，因為通脹風險相對較低，貨幣一直保持穩定／表現優異。事實上，我們預計印尼央行將會是最先減息的央行之一，最早今年8月就會啟動。從貨幣市場利率、銀行業指數和印尼央行公開市場操作來看，其流動性一直很寬裕。得益於政府良好的財政狀況和充足的現金盈餘，為在外部風險事件導致市場波動時減少發行量提供了靈活性。印尼國債可提供高質量套利和一定的核心利率缺口，即儘管印尼-美國10年期國債息差很小，但如果美國利率下跌，印尼國債債息仍可能下跌。資金流入方面，印尼國債仍然對外資有吸引力，但與2022年11月-2023年1月期間相比，資金流入肯定已經有所放緩。

印尼 — 美國10年期國債息差很小

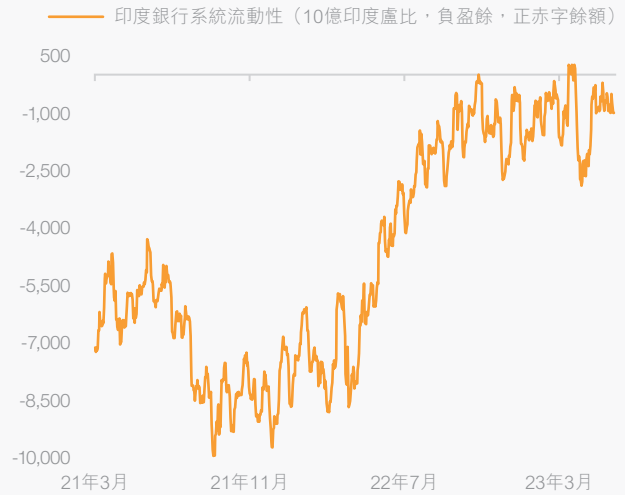


來源：彭博，星展銀行

印度盧比利率：對流動性緊張的擔憂正在緩和

印度央行已暫停進一步加息，同時維持「退出寬鬆」的立場。總體通脹水平一直在放緩。預計基數效應在第二季度會發揮有利作用，月度消費者物價指數應該會輕鬆地低於6%的目標區間上限。這為印度央行爭取了延長暫停加息的時間，意味著通脹數據不太可能會帶來隔夜指數掉期利率上行壓力。由於印度央行的盈餘轉移已超預算，且銀行存款預期增加（因2,000盧比面值紙幣被回收），因此對流動性緊張的擔憂正在緩和。我們預計印度央行將使用可變利率回購／逆回購拍賣來管理中性和小額盈餘之間的流動性狀況。從債券互換息差擴大可以看出，巨量的債券供應可能已經被市場充分消化。

印度流動性收緊



來源：彭博，星展銀行

韓元利率：央行抑制減息預期

經濟前景仍然疲弱 — 電子產品出口復甦可能還需要更多時間，而韓國央行連續加息也可能進一步對房地產價格和消費造成打壓。我們預計韓國央行利率已見頂，但由於核心通脹仍居高不下，減息預期可能會有所推遲。考慮到我們預計聯儲局也將在2024年減息，2024年將有三次減息的市場預測似乎比較合理。只要韓國央行繼續推遲減息預期，利率掉期就難以消化更多次的減息，也很難從當前水平出現大幅下跌。減少韓國國債淨發行量是技術上的積極因素，為了避免外匯缺口，我們更傾向於在外匯對沖或資產互換息差基礎上持有韓國國債。

韓國國債已經計入一些減息預期



來源：彭博，星展銀行

馬來西亞令吉利率：保持在3%比較合理

5月份馬來西亞央行出人意料地加息25個基點——或許是先發制人的最後一次加息，以防範金融失衡風險（家庭債務水平是亞洲最高之一）和通脹上行風險（內需具有韌性）。在馬來西亞央行意外加息以及銀行流動性持續寬鬆後，吉隆坡銀行同業拆息率-隔夜政策利率將會繼續收縮。儘管調整更多針對性補貼政策以及取消某些限價措施會對下半年的通脹構成上行風險，但對已經完成加息的馬來西亞央行來說，將馬來西亞國債的前端債息和馬來西亞令吉利率互換保持在3.0%的水平看起來比較合理。最近發佈的政策允許僱員公積金人員以退休儲蓄為抵押提取銀行貸款，這可能會引起市場預期僱員公積金對長期政府債券的需求下降，從而導致曲線變陡。

鑒於央行已經完成加息，3年期的令吉利率互換價格合理

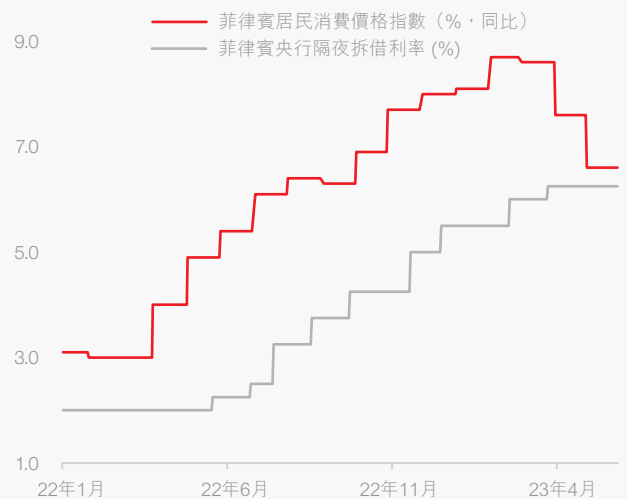


來源：彭博·星展銀行

菲律賓披索利率：估值虛高

菲律賓央行5月份開始暫停鷹派政策，此前12個月為了對抗高通脹已經大幅加息425個基點。儘管總體通脹目前有所放緩，但我們認為持續走高的10年期菲律賓國債（2022年11月以來）升幅已經過度，估值已經變得虛高。而相對於政策利率，10年期國債債息處於歷史低位，這可能意味著對通脹上行風險的緩衝很小，而且距下一輪減息週期可能會更加遙遠。通脹上行風險的驅動因素包括食品供應限制、厄爾尼諾現象對食品價格和電價的不確定性影響，以及運輸費用和工資的潛在調整。

通脹上行風險意味著菲律賓的政策利率必須維持在高位



來源：彭博·星展銀行

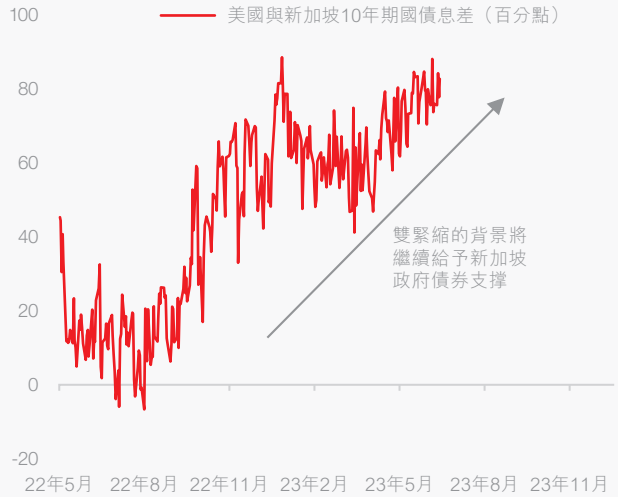
新元利率：延續優異表現

今年4月，金管局選擇按兵不動，顯示已經採取了足夠的緊縮措施。由於金管局是本輪週期中最早實施緊縮政策的國家之一，暫停加息也就不足為奇了。鑒於前景謹慎，我們有理由認為金管局將在10月份再次維持政策不變。鑒於多個發達國家央行選擇稍稍延長緊縮週期，在本輪週期此時此刻，風險得以平衡。特別是我們認為聯儲局可能會再加息一次至5.50%的終端利率。同樣，也有人猜測金管局可能會重啟緊縮週期。相應地，雙重緊縮的局面（聯儲局和金管局）已經延長數月，顯示從接收的角度來看，新元利率相對於美元利率的突出表現短期內可能仍然存在。然而除此之外，如果經濟確實調頭下行，兩家央行都將必須放鬆政策，那麼我們就可以合理地預期美元利率的降幅將大於新元利率。

泰銖利率：通脹風險可能被低估

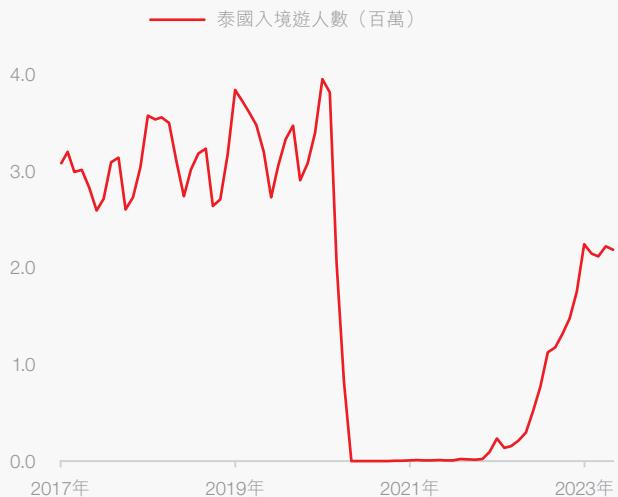
在基數效應的積極作用下，通脹已經降至泰國央行的目標範圍，並且預計在未來幾個月將維持在該範圍內。泰國央行仍持鷹派立場，但對成本傳導的潛在延遲和需求主導的價格壓力持謹慎態度。下半年旅遊業將進一步全面復甦，一些民粹主義的競選承諾（如派發現金、加薪）可能得以執行，從而導致收入和消費的增加，因此通脹風險可能會上升。市場預期政策利率將在2.00%見頂，而我們則認為這可能低估了未來的通脹風險。

新加坡國債的優異表現可能會持續更久



來源：彭博，星展銀行

泰國旅遊業復甦帶來了一些國內通脹的風險



來源：彭博，星展銀行

利率預測

		2023年				2024年			
		第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
美國	3個月SOFR OIS	4.91	5.13	5.38	5.38	5.38	5.25	4.75	4.38
	2年	4.03	5.00	5.00	5.00	4.85	4.70	4.50	4.30
	10年	3.47	4.10	4.10	4.10	4.00	4.00	4.00	4.00
	10年-2年	-56	-90	-90	-90	-85	-70	-50	-30
日本	3個月TIBOR	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
	2年	-0.06	0.00	0.00	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
	10年	0.35	0.50	0.70	0.70	0.68	0.68	0.65	0.65
	10年-2年	41	50	70	70	70	70	67	67
歐元區	3個月EURIBOR	3.05	3.55	4.05	4.05	3.90	3.80	3.30	2.90
	2年	2.68	3.35	3.45	3.45	3.30	3.10	2.90	2.70
	10年	2.29	2.85	2.85	2.85	2.70	2.60	2.50	2.40
	10年-2年	-39	-50	-60	-60	-60	-50	-40	-30
印尼	3個月JIBOR	6.76	6.75	6.25	5.95	5.70	5.65	5.65	5.65
	2年	6.29	5.90	5.80	5.75	5.70	5.70	5.55	5.45
	10年	6.79	6.40	6.50	6.65	6.70	6.70	6.55	6.45
	10年-2年	50	50	70	90	100	100	100	100
馬來西亞	3個月KLIBOR	3.62	3.45	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
	3年	3.38	3.35	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
	10年	3.91	3.80	3.70	3.65	3.70	3.75	3.75	3.80
	10年-3年	53	45	40	35	40	45	45	50
菲律賓	3個月參考利率	6.09	6.25	6.25	6.10	5.60	5.10	5.10	5.10
	2年	5.73	5.85	5.85	5.70	5.20	4.85	4.85	4.85
	10年	6.18	5.90	5.90	5.85	5.35	5.10	5.10	5.20
	10年-2年	45	5	5	15	15	25	25	35
新加坡	3個月SORA OIS	3.53	3.62	3.75	3.75	3.75	3.62	3.35	3.08
	2年	3.11	3.55	3.55	3.55	3.40	3.35	3.25	3.15
	10年	2.94	3.15	3.15	3.15	3.05	3.05	3.05	3.05
	10年-2年	-17	-40	-40	-40	-35	-30	-20	-10

%，季度底，2年和10年國債債息，息差基點。

來源：CEIC，彭博，星展銀行

		2023年				2024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
泰國	3個月BIBOR	1.89	2.25	2.50	2.50	2.45	2.40	2.35	2.35
	2年	1.79	2.25	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45
	10年	2.43	2.80	3.20	3.25	3.35	3.35	3.30	3.30
	10年-2年	64	55	75	80	90	90	85	85
中國內地	1年期貸款利率	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.55	3.65
	3年	2.38	2.30	2.45	2.60	2.65	2.70	2.70	2.70
	10年	2.86	2.80	2.95	3.10	3.15	3.20	3.25	3.25
	10年-3年	48	50	50	50	50	50	55	55
香港	3個月HIBOR	3.71	4.73	5.08	5.08	5.08	5.00	4.55	4.38
	2年	3.78	4.90	4.90	4.90	4.75	4.60	4.40	4.20
	10年	3.53	4.00	4.00	4.00	3.90	3.90	3.90	3.90
	10年-2年	-25	-90	-90	-90	-85	-70	-50	-30
南韓	3個月存單	3.59	3.70	3.65	3.65	3.40	3.15	2.90	2.90
	3年	3.29	3.80	3.80	3.65	3.35	3.35	3.30	3.25
	10年	3.36	3.90	3.90	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
	10年-3年	7	10	10	10	15	15	20	25
印度	3個月MIBOR	7.44	7.25	7.25	7.20	6.95	6.40	6.15	6.15
	2年	7.05	6.95	7.05	6.90	6.45	5.80	5.65	5.65
	10年	7.31	7.25	7.30	7.30	7.15	7.10	7.00	6.95
	10年-2年	27	30	25	40	70	130	135	130

%，季度底，2年和10年國債債息，息差基點。

來源：CEIC，彭博，星展銀行

機遇 正在出現

全球信貸 3Q23

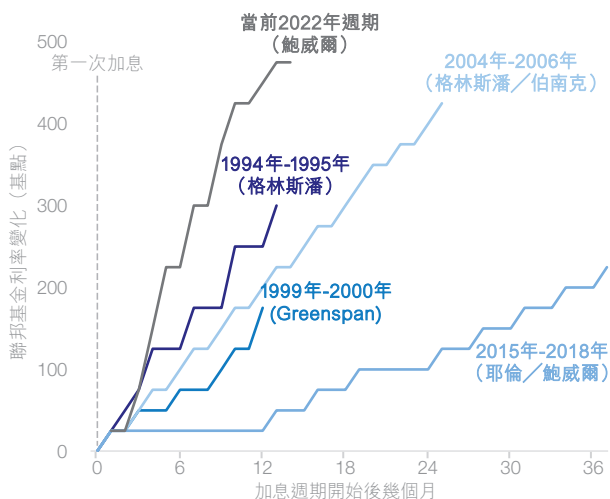
由於預期債息將見頂且美元匯率溫和，高質量新興市場債券表現良好的要素已就位。3-5年期段的最佳點仍然是A/BBB評級信貸。

08. 全球信貸.

何玆倫, CFA
策略師

經歷了速度與激情，結局呢？對於金融市場投資者來說，這似乎是有史以來最長的16個月，進取的2022年加息週期終於即將結束，(a)全球通脹出現暫時穩定的跡象，(b)美國銀行業中出現系統性壓力，(c)全球各國央行官員在前瞻性指引中不再那麼強硬，而是更加謹慎。無論加息幅度如何，從鮑威爾領導的聯儲局加息的速度和幅度來看，這一加息週期已經載入史冊。

2022年加息週期在速度和幅度上佔據主導地位

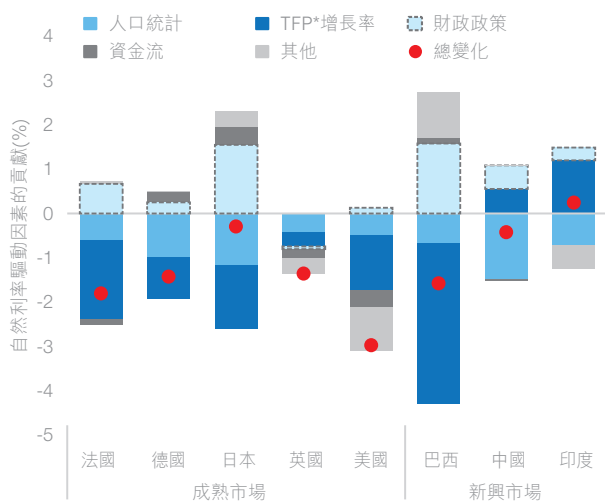


來源：彭博，星展銀行

加息加到多高才算足夠高？然而，儘管人們很容易因為利率達到16年來的最高水平而認為「工作已經完成」，但精通市場的人知道，單獨談論名義利率是遠遠不夠的。1979年，聯儲局將利率提高到令人瞠目結舌的14%，但當時的觀點——理所當然——認為這還不足以抑制不斷上升的通脹。三十年後，在全球金融危機之後，聯儲局將利率降至零，但人們的擔憂卻恰恰相反——這不足以提振需求和通脹。這種對比提出了一個明顯的問題：為什麼14%的利率有時太低，而有時0%的利率又太高，無法調節通脹？

關鍵是，名義利率必須始終根據某個參考水平來衡量，以確定其宏觀經濟影響——這一標準被稱為自然利率。自然利率指的是既不刺激性也非緊縮性的利率，與潛在產出和通脹穩定一致。從理論上講，將政策利率降低到該自然利率以下就像踩經濟油門，而將政策利率提高到該自然利率之上就像踩剎車。即使面對幾十年來最鷹派的聯儲局，通脹率仍然居高不下，這就引出了一個問題：結構性變化（例如地緣政治調整、去全球化、國債需求減少等）是否實際上導致了經濟衰退？自然利率上升，導致央行不得不比以前進一步加息，以達到同等程度的金融狀況收緊。

過去40年來自然利率有所下降



來源：Platzer 和 Peruffo (2022)，國際貨幣基金組織，星展銀行
 註：圖表顯示1975-79年至2015-19年自然利率變化
 *TFP：全要素生產率

降低利率以獲得更長的復原時間。對於這一討論，我們認為國際貨幣基金組織最近的一項研究具有啟發意義。研究發現，在1970年代末至2010年代末的40年間，特定的共同力量導致大多數國家的自然利率下降，例如(a)人口老齡化和(b)全要素生產率(TFP)下降。歸因於全球金融危機的遺留影響、信息技術革命帶來的收益減少、全球貿易衰退和政治不確定性上升。這些長期

存在的力量不容易被抵消。鑒於「人口結構決定命運」，以及生產率的突然提高難以預測（人工智能技術雖然前景廣闊，但仍然是一個不斷發展的空間），預計世界最終仍將在這一輪通脹之後回到較低自然利率的道路上。同期，抵消這些下降的最大因素是財政支出。不幸的是，2022年末的英國金邊債券市場危機和幾個月前的美國債務上限慘敗告訴我們，財政揮霍已經接近極限，並且不太可能在未來幾年提供同樣的制衡力量。

這也許就是為什麼普遍預期聯儲局只需將政策利率穩定在5-6%之間就能控制通脹，因為聯儲局本身仍然預測美國長期可持續均衡利率僅為2.5%（根據他們的點圖）。剎車已經啟動，通脹和經濟放緩只是時間問題。

利率暫停後現金會出現的情況。如果我們確實處於加息週期暫停附近，那麼值得注意的是安全工具（即現金和債券）之後的表現如何。首先需要注意的是，現金存款債息立即搖搖欲墜，在最後一次加息後不久就有迅速下降的趨勢。這意味著持有超額現金的投資者將面臨很高的「再投資」風險——從現在開始將定期存款轉入更高收益工具的可能性隨著時間的推移而迅速下降。

現金會沒有用



來源：彭博，星展銀行

加息暫停後債券會發生什麼。另一方面，高起始票息債息和利率下降環境的結合是債券回報的強勁推動力，(a)強勁的經常性派息收入和(b)更高的債券價格提升帶來的資本收益。儘管如此，值得注意的是，並非所有債券市場的表現都相似。利率下降的環境往往與新出現的危機同時發生，這對於風險較高的市場來說並不是好兆頭。這或許就是為什麼優質債券——投資級債券和國債——在加息暫停後表現優於高收益債券的原因；如果發生危機，低評級信貸的息差仍可能大幅擴大。正是從這個角度來看，隨著經濟在拐點上搖搖欲墜，我們仍然偏好優質債券。

債券在聯儲局停止加息後上揚

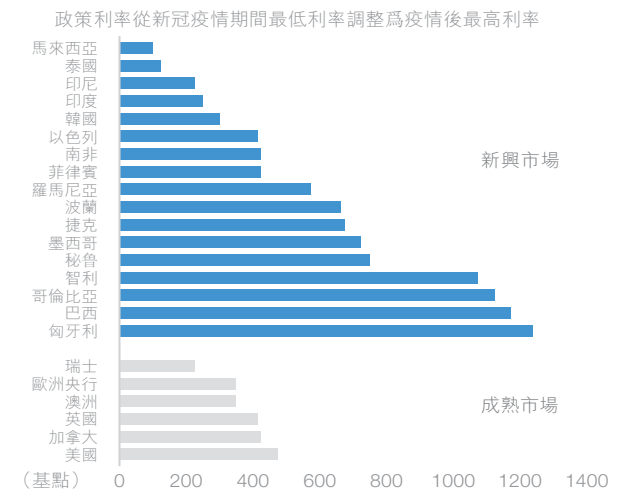
暫停加息的時刻	正在形成的令人擔憂的因素	之後6月期收益			
		美國投資級債券	美國高收益債券	十年期美國國債	新興市場美元指數期貨
1995年二月	通脹消退	9.6%	8.9%	10.0%	21.0%
1997年三月	亞洲貨幣危機	8.2%	9.4%	9.2%	15.2%
2000年五月	互聯網泡沫破裂	6.9%	-4.6%	8.2%	6.8%
2006年六月	房地產市場走緩	6.0%	8.4%	5.7%	10.5%
2018年十二月	中美貿易緊張局勢	9.9%	9.9%	7.3%	9.4%
平均值		8.1%	6.4%	8.1%	12.6%

來源：彭博，星展銀行

新興市場是個例外。以「較低」風險範圍來考慮的投資市場，唯一例外是新興市場信貸 — 傳統上它與較高風險相關。然而，在聯儲局暫停加息週期後，這一領域的表現明顯優於大盤，原因是(a)聯儲局暫停加息後美元走強見頂，有利於新興市場貨幣；(b)較低的利率環境鼓勵了在美國海外廣泛尋求收益的機會。我們認為這一次也不例外。對於固定收益投資組合來說，優質的新興市場債務值得考慮，未來幾個月將有幾個明星債市出現。

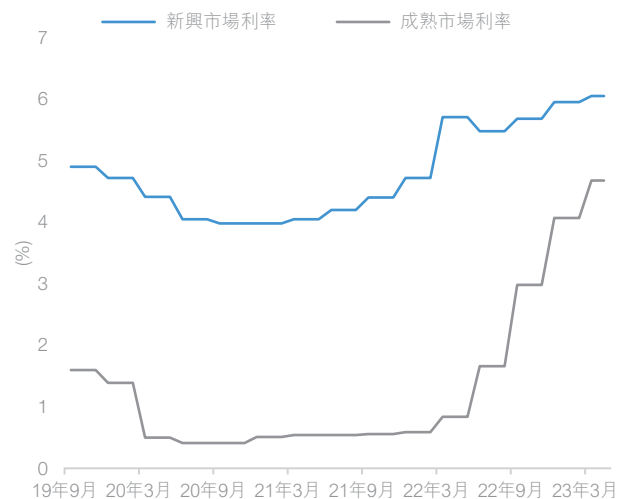
具有成熟市場特徵的新興市場。首先，國際貨幣基金組織的上述報告還同時提到，與成熟經濟體自然利率接近疫情前水平不同，新興市場由於人口老齡化，自然利率將出現更大幅度的下降。生產率下降，但在未來幾十年內應該會加速。例如，在中國，自然利率預計在未來30年內穩步下降約1.5%，到2050年降至零左右。

新興市場迅速而積極地加息以應對通脹……



來源：國際結算銀行，星展銀行
數據截至2023年3月31日（2023年5月9日提取）

…導致平均名義利率和實際利率更高

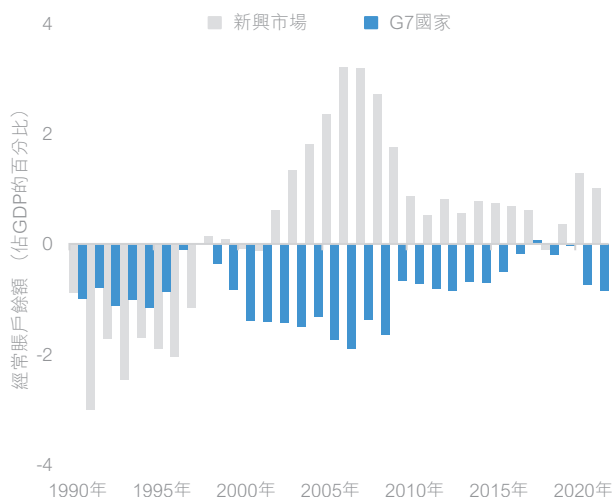


來源：彭博，星展銀行

新興市場政策制定者熟悉通脹問題。然而，與預期的自然利率下降相反，事實上，自疫情危機觸底以來，新興市場央行更加積極地加息以應對通脹，導致平均政策利率大幅上升。值得注意的是，通脹在一定程度上是由大宗商品供應方驅動的，而且許多新興市場國家是淨出口國，現實情況是，與成熟市場國家相比，通脹的威脅並不大。因此，新興市場實際利率也遠高於成熟市場，如果世界恢復到「利率長期較低」的範式，新興市場債務將迎來更大的推動力。

新興市場國家已成為淨儲蓄國。其次，值得稱贊的是，與1982年拉美債務危機和1997年亞洲金融危機的「教訓」相比，2022年美元大幅走強，主要新興市場經濟體幾乎沒有出現斷裂。新興市場國家跨過了千年歷史，飽受各種債務危機的創傷，導致致使它們積累了大量外匯儲備，而這些儲備正輕而易舉地阻礙貨幣貶值。由於市場預期美國正在醞釀制定更加專注於內在產業發展的政策，我們認為新興市場儲備仍足以緩衝中期的系統性衝擊。

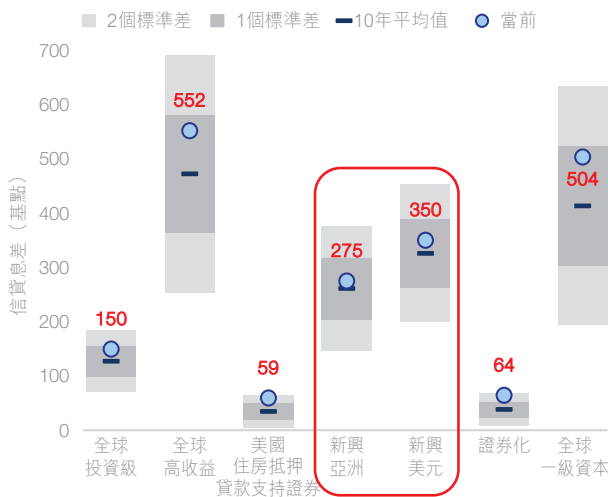
新興市場擺脫了美元走強的困境



來源：世界銀行，星展銀行
截至2021年的數據。1996年之前的七國集團數據不包括日本。

你的債務不是我的資產。最後，一個更加長期的考慮是正在不斷擴張的以更多本國貨幣結算的雙邊貿易，這些正發生於金磚國家和因地緣政治結盟的國家和相關主體之間（正如我們在中國與沙特對人民幣定價石油合同的考慮中所觀察到的那樣）。雖然仍處於早期階段，但主要出口國的去美元化努力可能會致使各國間貿易所需的外匯儲備更加平衡，這與世界已經習慣的美元主導體系形成鮮明對比。

尚未有新興市場討價還價



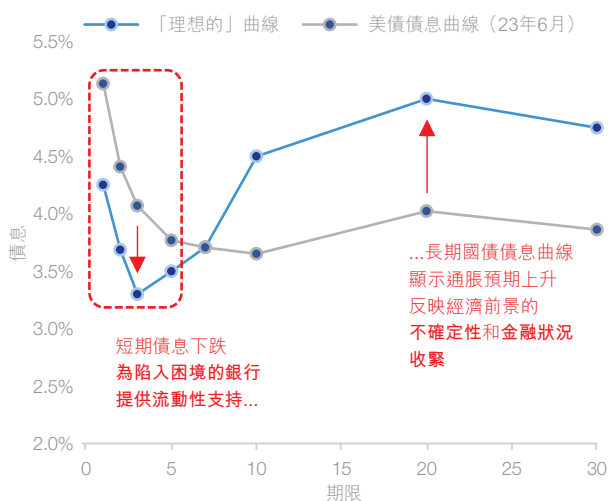
來源：彭博，星展銀行

當然，這將推動資金流入貿易伙伴的本幣債券，這將是結構性順風。然而目前，雖然投資者對新興市場本幣債券的熟悉程度、流動性和市場深度與G3經濟體的債務相比仍然相形見绌，但對於希望利用上述有利趨勢的投資者來說，這是一條少有人走的路。儘管如此，我們認為債券投資者應該密切關注這些本幣債券市場，以便未來考慮超額收益的生成。

然而，估值最終是公平的。唯一的限制是，大部分積極趨勢可能已經被新興市場美元信貸市場定價，並指出當前息差僅對其長期水平公平。雖然這降低了獲得非凡回報的可能性，但這並不能否認這樣一個事實，即中期來看，新興市場債券的配置仍然值得投資者考慮，並指出高利率和強勢美元的不利因素可能會在明年減弱。對於新興市場本幣來說，外匯升值也可能是未來超額回報的另一個來源。

我們可能會出錯的地方。顯然，通脹再度加速的前景，以及相關的進一步加息以抑制需求的必要性，雖未達成共識，但仍然是合理的結果，可能會抵消新興市場債券的積極預期。注意到一些力量是地緣政治因素且難以預測（例如故意收緊大宗商品市場供應以提高價格），我們的基本策略不會根據異常值制定。我們還認為，政策制定者面臨著無法令人羨慕的難題：維持(a)金融穩定（面對銀行倒閉）和(b)遏制通脹，並因擔心出現更嚴重的衰退而無法進一步提高利率。我們對新興市場的積極看法不會延伸到面臨更高再融資風險的前沿市場，也不會延伸到高槓桿化和不透明領域，例如正在面臨增長放緩風險的中國地方政府融資平台。

更陡的曲線的「理想」結果



來源：彭博，星展銀行

解決方案 — 更陡峭的債息曲線。考慮到這一點，可能的結果是(i)維持／允許短期美國國債利率適度下降 — 注意這是銀行在其賬簿中主要持有的部分（最多5年期國債）— 以維持充足的銀行如果經濟衰退隨之而來，則允許資本化，以及(ii)允許長期資本上升以反映通脹的不確定性並收緊金融情況。鑒於聯儲局早在2011年就曾實施過「扭轉操作」來拉平債息曲線以刺激需求，那麼考慮採取「扭轉操作」來扭轉預期結果、發行長期債券購買短期債券來使曲線變陡的做法並不罕見。這就是為什麼我們仍然贊成將3-5年期限作為債券投資組合的最佳選擇。

總之，我們繼續重申，信貸投資者可對高質量債券有投資偏好。然而，考慮到債息見頂和強勢美元環境的緩和，在多元化投資組合中不應忽視高質量的新興市場股票。我們看好亞洲的高質量新興市場債券，以及中東或拉丁美洲的大宗商品出口國，這些國家擁有投資級評級，可以從結構性較高的商品或大宗商品價格中受惠。儘管這條路人跡罕至，但債券投資者也應該密切關注新興市場本幣債券市場的脈搏，以獲取未來的超額收益，並注意到與成熟市場相比，目前的實際利率較高。儘管債息曲線仍然倒掛，且隨著各大央行和聯儲局的退出，長期國債的結構性需求正在減弱，但我們對存續期持謹慎態度。3-5年期段的最佳點仍然是A/BBB級信貸。



貨幣政策 正常化， 外匯市場 的波動度降低

全球貨幣 3Q23

聯儲局在第3季將延續升息，美元指數(DXY)也將持續呈現盤整。亞洲地區部份，由於通脹不再失控，許多央行在擔憂經濟成長的同時，暫停升息循環，並傾向維持匯率穩定，而不是減息。

09. 全球貨幣.

黃紹誠
策略師

張偉亮
策略師

2023年前五個月，美元指數(DXY)及主要成份（歐元和英鎊）在主要央行輪流進行貨幣政策正常化的情況下在呈現狹幅區間盤整格局。每當聯儲局態度偏鷹時，總會掩蓋其他央行的升息傾向時，美元就會重回升勢，反之亦然。美國的整體通脹已從高點回落，但核心通脹仍具粘性，在勞動力市場趨緊的情況下，價格指數仍高於聯儲局的目標。儘管尚無法宣佈戰勝通脹，但主要央行已開始將升息幅度降至傳統的25個基點，並表示接下來將視經濟的表現，並結束過去一年每次會議升息的作法。主要央行明確表示，利率仍然是控制通脹的主要工具。英國小型預算危機、部份美國和瑞士的銀行倒閉，各國央行也展示了其他穩定金融風險的工具。儘管我們預期主要貨幣的匯率將持續呈盤整，但我們對DXY是否能夠突破今年介於101至106的區間持謹慎態度。2011年的經驗值得留意，今年下半年市場焦點可能從美國債務上限危機轉為歐洲主權債務危機。

亞洲兩大貨幣呈現貶值，拖累多數亞洲貨幣兌美元走弱。由於中國經濟復甦令人失望，中美關係不佳，美元兌人民幣升破7。另一方面，日本央行(BOJ)對調整貨幣政策仍有耐心，而Fed則是相對較為鷹派，美元兌日圓走升。隨著通脹不再失控，許多央行因擔心經濟情勢而暫停升息循環，不過央行希望的是外匯市場穩定而不是減息。新加坡4月維持新幣政策不變，10月也可以如此。然而，中國出意外調降銀行存款準備金率並減息，越南也大幅減息。越南盾回升了2022年約60%的貶幅後趨於穩定。印尼盾的表現較佳，因為它僅在2022年第4季走弱，且於1月時開始回升。印度盧比自去年9月以來處於81至83疲弱的區間。泰銖在五月大選後失去升值動力。除非歐洲出現任何衝擊，否則亞洲貨幣在夏季時全球升息循環達到高峰後重新站穩腳步，市場逐漸開始為聯儲局未來逐漸減息做好準備。

2011年美國債務上限危機後，原本疲弱的美元強勁回升

今年美國債務上限危機後，歐元區經濟普遍表現疲弱



來源：彭博，星展銀行

來源：彭博，星展銀行

DXY在聯儲局的鷹式暫停升息下在101至106區間震蕩

120 **DXY美元指數** 2023年區間：101.0至105.7（4.6%高低點差距）
 2023年6月6日：103.9（美元迄今漲0.3%）
 2022年底：103.5（美元漲8.2%）



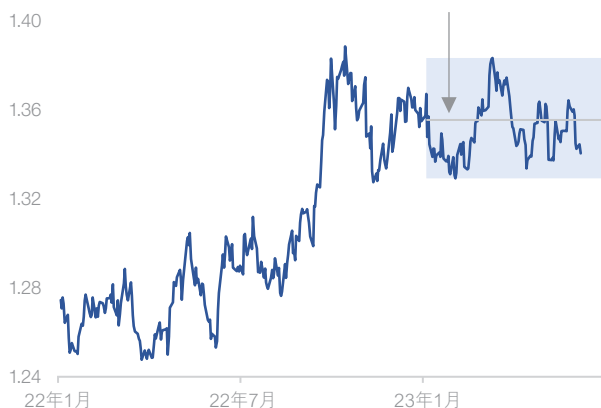
	年度	第一季	第二季	第三季	第四季
星辰銀行	2023	102.5	104.5	106.0	105.0
預測	2024	104.0	103.0	102.0	101.0

來源：彭博·星辰銀行

美元指數(DXY)未能突破去年11月至今年1月調整後建立的101至106交易區間。3至4月時的美國銀行業危機和5至6月時的美國債務上限危機，結果是茶壺內的風暴。整體而言，美元指數隨美國公債券債息波動，但未與聯儲局今年的利率預期脫鉤。5月3日，聯邦基金利率(FFR)升至5-5.25%，高於多數美國通脹指數。聯儲局將政策定性為限制性政策，並在6月暫停升息。市場可能會錯誤判斷聯儲局本次的升息已經結束，並壓抑美元指數至101以下。由於美國勞動力市場降溫的速度不夠快，核心通脹率仍然居高不下，無法很快回到2%的目標。6月的聯邦公開市場委員會會議後所提出的點陣圖顯示，未來仍可能繼續升息。看空美元的投資人必須承認，如果美元指數最重要的組成歐元走弱，美元就將走強。然而，由於金融環境趨緊，歐洲基本面已經減弱，歐洲央行發出信號稱已進入加息週期的最後階段。

加元在9月進入1.33至1.39交易區間的弱勢區間

1.44 **美元/加元** 2023年區間：1.3290至1.3830（4.1%的高低點差距）
 2023年6月6日：1.3404（加元迄今漲1.1%）
 2022年底：1.3554（加元跌6.8%）



	年度	第一季	第二季	第三季	第四季
星辰銀行	2023	1.35	1.35	1.38	1.37
預測	2024	1.36	1.36	1.35	1.34

來源：彭博·星辰銀行

美元兌加元可能處於去年9月以來介於1.32至1.40交易區間的上緣。美加息差擴大的情況將支撐美元表現。在1月升息至4.5%後，加拿大央行在3月和4月暫停升息，而聯邦基金利率在5月則是升至5-5.25%。美元兌加元今年的走勢與市場對聯儲局的預期相關性較高。因為加拿大央行預期通脹將在2024年底回到2%的目標，並希望將中性利率維持在高於通脹率1至2%，加拿大央行在2023年並沒有減息的計劃。大宗商品價格下跌也導致加拿大經常帳盈餘在2022年下半年轉為赤字。但是，能源價格下跌和積極的升息已促使通脹率低於政策利率。消費者物價指數年增率在去年6月達到8.1%的高點後，在今年4月已降至4.4%，而核心CPI年增率則是從5.6%降到4.2%。控制通脹避免經濟受到因升息而衝擊抵押貸款至關重要，因為抵押貸款佔當地家庭負債的約75%。2021年，加拿大的家庭債務約佔GDP的107%，是G7國家中最高的。

歐元兌美元已逐漸失去優勢。歐元從2022年第4季的低點0.95回升後，今年在1.05至1.11呈現區間盤整。在2月和5月，每當聯儲局升息預期掩蓋過歐洲央行的升息預期，歐元便會回吐升幅。3至4月，由於美國銀行業出現危機，歐元回彈至1.11。接下來，德國在今年第1季的技術性衰退則是削弱了支撐歐元回升的樂觀情緒。整體和核心CPI也從高點回落。歐洲央行認為，去年7月以來升息375個基點後，貨幣政策已升至限制性的水平，因此與聯儲局同時在5月將升息幅度放緩至傳統的25個基點，並表示緊縮週期已經進入最後階段，6月和7月再升息兩次後將可能暫停升息。儘管通率仍高於2%的目標，但歐洲央行希望藉由要求政府控制財政支出以及企業和員工避免薪資螺旋式上升藉以對抗通脹。此外，成員國還推動歐盟委員會削減歐盟2024年的預算，因為相關計劃／項目的預期受到通脹和過去升息導致借貸成本上揚。

英鎊為今年以來表現最好的成熟市場貨幣，但接下來可能逐漸走弱。英鎊兌美元今年一度升值4.9%至1.2680，這可能是今年的高點。截至5月26日，英鎊貶值至1.2344，回到第1季1.18至1.2450的交易區間。儘管國際貨幣基金組織(IMF)不再預測英國經濟將會衰退，但仍存在陷入衰退的風險。在經歷了7個月雙位數年增率後，4月CPI終於降至8.7%，這也使英倫銀行能夠與聯儲局一樣在3月和5月將升息幅度降至「正常」的25個基點。不幸的是，通脹仍遠高於2%的目標，且4月核心CPI年增率觸及6.8%的31年高點。隨著食品價格處於41年來最高水平，保守黨政府計劃限制超市的基本食品價格。財政大臣杭特(Jeremy Hunt)支持以更多的升息藉以壓抑通脹，即使經濟陷入衰退。然而，較高的借貸成本增加了政府債務利息和消費者房貸利息。

12月以來，歐元一直處於1.05至1.11區間



來源：彭博，星展銀行

「迷你預算」危機後，英鎊回升至1.18-1.27區間



來源：彭博，星展銀行

日本央行(BOJ)強調耐性，日圓的不確定性擴大。日本央行總裁植田和男在上任後的首次會議上維持貨幣政策不變，並強調在評估通脹是否持續高於2%時需要耐心。儘管日本央行在4月的展望中將2023財年和2024財年的通脹預測上調了0.1%至0.7%，但對2025財年的通脹預測仍維持低於2%，這顯示日本央行仍然不太相信通脹長期將達到2%的目標。儘管如此，日本的潛在物價壓力急劇上升，核心CPI年增率為4%至5%。肺炎疫情後旅遊業的復甦可能使服務業維持強勁，日本5月服務業採購經理人指數(PMI)上揚至3年來的高點。3月以來，日圓兌美元貶值約5%，但並無助於進口物價，這使財政部的外匯官員神田真人警告，過度貶值是不可取的。2022年9月至10月，美元兌日圓匯率升至140-150後，財政部進行干預措施；因此，若美元兌日圓升破140，官方進行干預的風險可能上升。我們預期，一旦日本央行擺脫危機時期的環境，日圓可望進一步逐漸回升。

在日本央行維持貨幣政策的情況下，日圓無法升破130



來源：彭博，星展銀行

美元兌瑞郎將介於0.90至0.94區間的上緣盤整。在瑞士政府批准援助瑞士信貸並準備出售外幣後，美元兌瑞郎在4月至5月貶破0.90。5月4日，美元兌瑞郎於0.8820 (2021年1月低點) 觸底前後，瑞士央行表示，瑞郎並非主要的政策工具。當美元兌瑞郎在2021年回升至0.90以上時，接下來的12個月在0.90至0.94之間呈現盤整。美元兌瑞郎走勢將受息差變化的影響，儘管聯儲局可能進一步升息，但仍無濟於事。市場預期瑞士央行在6月22日將升息至1.75%，這可能是緊縮循環的最後一次升息。瑞士央行也將加入聯儲局、歐洲央行和英倫銀行的行列，將升息幅度縮小至傳統的25個基點。在CPI年增率從2月的3.4%降至4月的2.6% (12個月低點) 後，可能在2024年初回到0至2%的目標。在進入10月22日的聯邦選舉之前，政治不確定性可能有所加劇。

瑞士法郎可能偏弱



來源：彭博，星展銀行

澳元今年可能偏弱

0.80 澳元/美元 2023年區間：0.6505至0.7135（9.7%的高低點差距）
 2023年6月6日：0.6669（澳元迄今跌2.1%）
 2022年底：0.6813（澳元跌6.2%）



	年度	第一季	第二季	第三季	第四季
星展銀行	2023	0.67	0.66	0.64	0.65
預測	2024	0.67	0.68	0.70	0.71

來源：彭博，星展銀行

技術面，澳元兌美元在反彈前可能會先貶破**0.65**。澳元在年初至2月時曾經升值4.8%，但年初至5月時則是貶值了約4.6%。3至4月美國銀行業危機時美元弱勢，但澳元並未受惠。首先，澳洲央行在升息至3.60%後，於4月暫停了升息週期。儘管澳洲央行在5月和6月再次升息，但是在聯儲局升息預期也增加的情況下，澳元無法抵禦與美元利率呈現負息差的壓力。其次，由於中國重新開放後復甦乏力，且美中關係惡化，人民幣呈現弱勢，澳元也隨之走弱。正面的是，財政部長Jim Chalmers宣佈，截至2023年6月的財年，澳洲將實現15年來的首次預算盈餘。然而，他也承認，由於經濟壓力，未來將很難維持盈餘。在5月進行獨立審查後，如果澳洲央行錯誤預測今年通脹將放緩，總裁Philip Lowe的七年任期可能在9月結束。除了住房供應趕不上人口成長外，生產效率的成長也低於薪資成長。

紐元可能貶破0.60並創今年以來的新低點

0.74 紐元/美元 2023年區間：0.6020至0.6505（8.0%的高低點差距）
 2023年6月6日：0.6088（紐元迄今跌4.1%）
 2022年底：0.6350（紐元跌7.0%）



	年度	第一季	第二季	第三季	第四季
星展銀行	2023	0.63	0.60	0.58	0.59
預測	2024	0.61	0.62	0.63	0.64

來源：彭博，星展銀行

由於經濟前景疲弱，紐元兌美元可能貶破**0.60**。在2月1日升至0.6506的年度高點後，一直到5月，紐元在此三個月期間處於0.61至0.64交易區間的下緣盤整。5月26日，紐元貶至0.6033的新低。首先，紐元在升息循環結束時是疲弱的。5月24日，紐西蘭央行升息25個基點至5.50%的高點。CPI年增率在三個季度保持在7.2至7.3%後，於2023年第1季降至6.7%。財政部預期，至2024年中期，CPI年增率將放緩至3.3%，接近1-3%的目標區間。其次，標準普爾警告，經常帳赤字超過預期可能為紐西蘭AA+的外債評級帶來壓力。第三，財政部宣佈2022至2023財年（7月至6月）的預算赤字為69.7億紐幣，明顯高於12月時預測的36.3億紐元。官方已將回到預算盈餘的時間推遲了一年到2025至2026財年。最後，10月14日的大選導致懸峙議會的可能性很大。民調顯示，目前執政的工黨與反對黨國家黨的支持度旗鼓相當。

亞洲貨幣

人民幣

中國經濟復甦情勢疲弱壓抑人民幣表現。中國重新開放後，經濟活動的激增有所放緩，5月製造業PMI降至48.8，4月工業生產月增率也呈現下滑，零售銷售在第1季強勁成長後也放緩。此外，中美間的政治緊張情勢並未改善，近期有關半導體貿易的限制顯示，兩國關係仍然緊張。可以理解的是，投資人情緒受到影響，中國第1季創紀錄的股票流入現已逆轉為小幅流出。此外，由於中國經濟動能趨於疲弱，且通脹趨緩，中國公債債息也呈現下滑，5月時美中債息差擴大，也削弱了人民幣資產的吸引力。最近官方對中資銀行降低存款利率可能會進一步刺激資金外流。儘管資本外流，但貿易一直是亮點，出口成長強勁，進口成長仍然溫和。中國的貿易順差正在擴大，並可望在今年達到創紀錄的1兆美元。儘管美元兌人民幣在第3季仍可能處於7.16的高點附近，但強勁的經常帳餘額可望支撐人民幣。

港元

美元兌港元從交易區間上緣回落。由於4-5月港元流動性收緊，美元兌港元從7.85的上限小幅下跌。香港的資產負債總規模已從3月份的770億港元大幅降至5月份的450億港元。100萬港元的香港銀行間同業拆借利率轉而升至5%，導致美元與港元的利率差從2月份的峰值大幅收窄。這降低了美元兌港元長期套利交易的吸引力，並緩和了美元兌港元的上行壓力。儘管如此，正利率差仍然存在，並會繼續支撐美元兌港元匯率維持在7.75-7.85的上半部分區間。同時，聯儲局持續的量化緊縮和一段時期的限制性政策意味著美元利率可能會在高位維持一些時間。我們預計港元與美元利率之間的差距將逐漸收窄，這將有助於美元兌港元在2023年末回落至7.80。與此同時，在緊張局勢中，港元掛鉤美元的聯繫匯率制度將何去何從，猜測仍在繼續。

美元兌人民幣匯率可能介於7.20至7.30波動



來源：彭博，星展銀行

港元在自由兌換範圍內波動加大



來源：彭博，星展銀行

韓元

儘管人民幣和日圓走弱，但韓元持穩。雖然3月以後亞洲其它貨幣均遭到拋售，但韓元卻維持在1,270-1,350區間盤整，相當有韌性。為何如此呢？首先，韓國出口的長期疲弱似乎已經結束，2023年第一季度的出口可能自2022年第二季度以來首次出現環比增長。此外，進口也有所收縮，貿易逆差可能較第一季度大幅收窄。5月份流入債券的境外資金飆升至近120億美元，創下自2021年6月以來的最大單月債券資金流入，這進一步對貿易形勢形成支撐。這些因素促成了韓元相對優異的表現，儘管債券資金流在一定程度上受到了貨幣對沖。人工智能相關支出的持續加碼對韓國科技行業出口來說是個好兆頭，可能會對全球需求放緩起到緩衝作用。韓國房地產市場也在逐漸走出底部，5月份價格跌速有所放緩。隨著美元走強，美元兌韓元可能會接近1,350，我們認為，由於出口和房地產市場正在持穩，對韓元進一步形成支撐，韓國經濟有望實現軟著陸。

韓元處於1,300／美元上方，具有防禦性



新元

美元兌新元在2月2日觸底於1.3032，在5月進入1.32-1.36區間。4-5月，新元兌美元貶值1.5%至1.35。金管局(MAS)在4月份暫停了緊縮週期。除非通脹進一步加劇，否則我們預計10月份政策仍將保持不變。以3個月移動平均值計算，去年9月份CPI通脹率同比達到7.3%的峰值，今年4月份降至5.9%，落在官方對2023年5.5-6.5%的預測範圍內。然而，核心通脹率在2月晚些時候達到5.4%的峰值，4月放緩至5.2%，但仍超出了3.5-4.5%的預測。新加坡企業將其對2023年非石油國內出口的預測下調至萎縮8-10%，低於此前估計的-2%至0%。持久的電子產品下行週期，被加息打壓的歐美消費需求，以及中國服務業主導的復甦需求緩慢，都對新加坡的對外板塊構成拖累。但貿易和工業部預計不會出現技術性衰退，因為旅遊業復甦提升了服務業的韌性。

新元受其強勢貨幣政策的支撐



印度盧比

去年10月以來，印度成功地將美元兌印度盧比匯率穩定在81-83區間。印度央行利用美元疲弱時期增加外匯儲備，並在去年美元飆升期間用於保持印度盧比相對穩定。2022年第4季度放緩至4.6%之後，實際GDP增長在2023年第1季度反彈至同比6.1%。儘管自2022年第4季度以來出口呈負增長，但貿易逆差從去年7月份的300億美元減半至今年4月份的150億美元。更重要的是，CPI通脹率從1月份同比6.5%降至4月份的4.7%，回落到2-6%的目標範圍內。在印度央行4月份暫停加息後，風險偏好有所改善。鑒於印度央行傾向於中性貨幣政策立場，利率可能已經在上次1月份加息後達到6.50%的峰值。4月至5月間，孟買敏感指數收復了去年12月至3月間的失地。印度也是那些尋求降低中國供應鏈風險的跨國公司的首選目的地之一。

印度盧比在去年美元見頂後非常穩定



來源：彭博，星展銀行

印尼盾

美元兌印尼盾在2023年餘下的時間裡可能在14,800-15,300呈現區間盤整。截至5月底，印尼盾兌美元從年初升值3.8%至14,994，是升幅最大的亞洲貨幣。印尼盾在1月底才開始反彈，比亞洲其他貨幣晚了兩個月。5月30日，印尼央行預測美元兌印尼盾將從2023年平均14,800-15,200降至2024年的14,600-15,100。印尼央行預計CPI通脹率將在2023年第3季度回落到今年2-4%的目標水平，在2024年繼續降至1-3%的目標，在2-5月維持利率不變之後，它打算避免減息。同時，它希望通過扭轉操作保持高債息，以此吸引外資流入。為了應對3-4月兩位數的出口萎縮，政府於5月解除了長達20年的疏浚海砂出口禁令。從積極的方面來看，財政部報告稱，因稅收激增29%，而支出微升5.7%，今年年第一季度實現預算盈餘128.5萬億印尼盾。此外，投資者將密切關注2024年2月即將舉行的總統和大選的政治形勢發展。

印尼盾迎頭趕超亞洲地區的升值步伐



來源：彭博，星展銀行

馬來西亞令吉

美元兌令吉將保持在今年4.20-4.40交易區間的上緣。年初到1月底，令吉升了約4%，但今年以來至5月則是貶值了4.5%，這與其他亞洲貨幣走勢一致。例如，人民幣1月升值3%，今年以來至5月貶值了3%。馬來西亞央行1月暫停升息，而聯儲局在2月卻說需要在較長的一段時間內保持較高的利率。馬來西亞經濟在去年第4季出現五個季度以來的首次萎縮後，3月央行再次暫停升息。政府更是將今年GDP增長預期從4.5%削減為4-5%，反映出全球前景的不確定。當地股市年初至5月下跌7.3%，超過2022年全年4.6%的跌幅。儘管4月CPI通脹率同比降至3.4%，為11個月以來的最低點，但5月份央行卻意外加息25個基點至3%。考慮到政府的燃料和電力補貼削減計劃，央行預測今年的平均通脹率為2.8-3.8%，高於2%的目標。在強勁的內需推動下，今年第1季GDP環比再次增長0.9%。世界銀行認為馬來西亞需要新的收入來源以實現財政整頓。

與大多數亞洲貨幣相比，馬來西亞令吉的波動較大



來源：彭博，星展銀行

泰銖

與2022年不同，相比許多亞洲貨幣，泰銖展示出更大的韌性和更小的波動。美元兌泰銖匯率在去年10月達到38.5的峰值後開始走弱，今年1月在32.6觸底，5月在33.5-35.5區間盤整。泰國重新開放後，今年的GDP增長有所提升，除此以外，CPI通脹率也回落到官方設定的1-3%的目標。儘管自去年10月以來出口出現負增長，但我們預計在經歷了兩年赤字後，2023年經常賬戶將出現盈餘。泰國央行5月31日暗示，為了保持實際利率為正，在六次加息25個基點至2%以後還將進一步加息，2%也是2023年和2024年的核心通脹率預測。BOT預計2023年的總體通脹率平均為2.5%，2024年為2.4%。選民淘汰了君主制/軍政府而擁護民主派政黨上台，大選過後股市遭到拋售，體現出政治前景一片黯淡。但有一點是明確的，那就是泰國的經濟前景取決於新政府能否和平地順利執政。

泰國重新開放支撐泰銖



來源：彭博，星展銀行

菲律賓披索

美元兌菲律賓比紹交易區間可能從前五個月的53.5-56.5升至55-58。美元兌菲律賓比紹在去年10月升到59.3的峰值後開始下滑，2月在53.6觸底，5月升至56上方。4月，菲律賓央行擴大匯率風險保護計劃，允許大型銀行的客戶對沖其符合條件的外幣債務。發展預算協調委員會還將今年美元兌披索的匯率預測從去年12月的55-59下調至53-57。菲律賓今年的經濟增速從去年的7.6%降至5.8%，通脹率從5.8%降至5.4%。由於通脹率高於2-4%的目標，同時希望與美國保持較大的利率差，我們預計菲律賓央行在5月將暫停加息，而後將利率維持在6.25%。菲律賓央行降低銀行存款準備金率的計劃取決於通脹率在今年第四季度能否回落到目標水平。經常賬戶和預算赤字今年都將會收縮，但仍分別佔GDP的4%和6%，相比去年的4.4%和7.3%。今年第一季度，出口負增長使貿易逆差從一年前的131億美元擴大至146億美元。

越南盾

美元兌越南盾今年在23410-23860的穩定區間內面臨上行風險。儘管我們看到越南的經常賬戶赤字今年轉為盈餘，但這種反轉反映了這個外向型經濟體所面臨的阻力。歐美的高利率導致需求低迷，導致前5個月出口同比下降了11%。隨後製造業活動的回落也導致進口下降了17%。越南國家統計局報告稱，截至今年5月20日，註冊的外國直接投資總額下降了7.3%。繼實際GDP增長率從2022年第3季同比13.7%降至2023年第1季的3.3%之後，4-5月越南央行兩次下調再融資利率共計100個基點至5%，此外3月還將貼現率下調了100個基點。前五個月的CPI平均通脹率為3.6%，低於越南央行的4.5%目標。由於融資困難，建築商已經暫停了1200多個項目，緩和負債累累的房地產行業也是貨幣寬鬆政策的目標。儘管存在週期性阻力，但許多外國投資者仍將越南視為中國供應鏈的替代選擇。

菲律賓披索將保持在官方設定的53-57區間內



來源：彭博，星展銀行

越南盾走勢持穩



來源：彭博，星展銀行

星展銀行匯率預測

匯率，季度底								
	6月5日	23年第2季	23年第3季	23年第4季	24年第1季	24年第2季	24年第3季	24年第4季
中國內地	7.1023	7.12	7.16	7.08	7.02	6.94	6.88	6.80
香港	7.8383	7.84	7.84	7.83	7.82	7.80	7.79	7.78
印度	82.678	82.2	82.2	81.8	81.3	80.9	80.4	80.0
印尼	14,891	14,930	15,200	15,080	14,960	14,840	14,720	14,600
馬來西亞	4.5765	4.60	4.70	4.60	4.55	4.45	4.40	4.30
菲律賓人	56.204	56.4	57.0	56.6	56.2	55.8	55.4	55.0
新加坡	1.3493	1.35	1.37	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32
南韓	1,308	1,310	1,330	1,310	1,290	1,270	1,250	1,230
泰國	34.786	34.9	35.5	34.9	34.4	33.8	33.3	32.7
越南	23,500	23,500	23,530	23,460	23,390	23,310	23,240	23,170
澳洲	0.6617	0.66	0.64	0.65	0.67	0.68	0.70	0.71
加拿大	1.3445	1.35	1.38	1.37	1.36	1.36	1.35	1.34
歐元區	1.0713	1.07	1.05	1.06	1.07	1.09	1.10	1.11
日本	139.58	140	143	140	137	133	130	127
紐西蘭	0.6070	0.60	0.58	0.59	0.61	0.62	0.63	0.64
瑞士	0.9063	0.91	0.94	0.93	0.92	0.92	0.91	0.90
英國	1.2438	1.24	1.21	1.22	1.23	1.24	1.25	1.26
美元指數	104.002	104.5	106.0	105.0	104.0	103.0	102.0	101.0

澳洲、歐元區和英國是直接報價。

來源：彭博，星展銀行

利好消息 接踵而至

另類投資：黃金 3Q23

在經濟增長和通脹不確定性加劇的背景下，央行紛紛買入黃金，對金價構成支撐。我們將目標價格上調至2,050美元/盎司。

10. 另類投資：黃金。

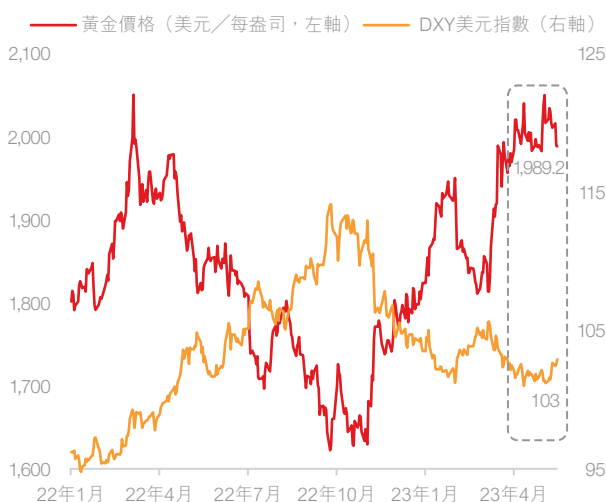
吳俊勇
分析師

抓住市場恐慌加劇的時機。黃金在4和5月中突破2,000美元/盎司大關，歸因於一系列全球風險事件所導致的避險情緒所推動：i)西方銀行倒閉（最近一例為第一共和銀行）；ii) OPEC+意外減產；以及iii)美國債務上限談判。但我們認為，除了恐慌驅動性需求激增之外，這些事件對黃金需求更是帶來了根本性的持久影響。例如，持續的銀行業壓力為聯儲局提供了一個迫切的理由，一旦形勢惡化，聯儲局將會減息，而減息普遍被認為利好於黃金。另一方面，OPEC+意外減產進一步強化了未來以粘性通脹或日益加劇的衰退風險為主導的可能性，而這兩種情形都有利於黃金，因為黃金既被視為避險資產，也是通脹對沖工具。簡而言之，上個季度這些事態的發展對黃金產生了積極的雙重影響，使其回歸上行趨勢；恐慌的加劇刺激中短期資金流入，而不斷上升的增長風險和粘性通脹提振了黃金的長期需求前景。在此背景下，我們將目標價格從1,950美元/盎司上調至2,050美元/盎司。

維持與美元相關性。我們在第二季度展望中提到，黃金在很大程度上受美元驅動，這一點沒有改變。今年1月對美國經濟軟著陸的前景展望導致美元走軟，從而刺激黃金出現一個月的強勁表現。但2月份，

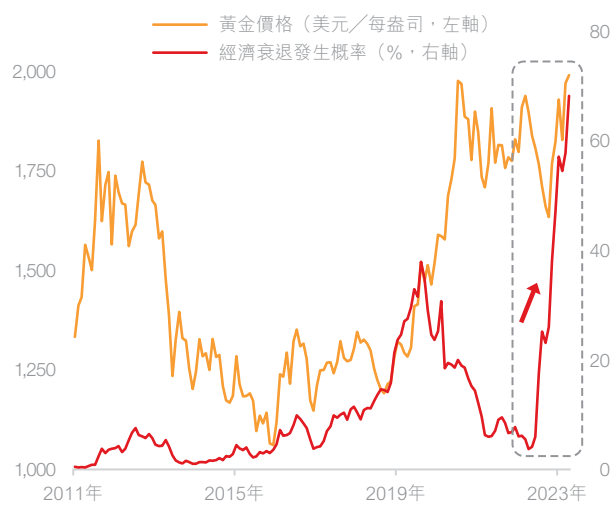
一系列強勁的美國宏觀經濟數據迅速將利率敘事轉變為實行「長期高利率」，從而回吐了上月的大部分升幅。聯儲局近幾個月來的抗通脹言論對金價造成打壓（至少短期內），因此這一趨勢將會延續，而隨著宏觀經濟數據放緩，使減息的可能性加大，進而會對貴金屬形成提振作用。通脹、失業率、工資增長和消費者信心等宏觀經濟指數正朝著正確的方向發展，但降速不夠快，因此我們認為利率可能會在未來一段時間內保持高位，這將在一定程度上抑制金價。從長期來看，我們預計利率和美元終會鬆動，從而推動金價上升。

聯儲局回歸鷹派立場導致5月份金價回吐升幅



來源：彭博，星展銀行

經濟衰退風險已升至20年來最高水平



來源：紐約聯邦儲備銀行，彭博，星辰銀行

是經濟衰退還是通脹？無論發生哪種情況，黃金都是贏家。債券債息息差、制造业PMI數據以及通脹都顯示美國發生經濟衰退的可能性正在上升。據紐約聯邦儲備銀行估計，發生經濟衰退概率（以10年期和3個月國債利率之間的期限息差衡量）已從2022年6月的不到10%上升到2023年4月底的68%。因此目前來看，美國經濟將進入衰退幾乎已成定局；只是發生衰退的時間和程度尚不能明確。在經濟衰退期間，當其他風險資產價格下跌時，黃金作為避險資產將會上升。如果美國經濟能夠成功避免衰退（這並不是我們的基本情景預測），其推論就是通脹率將保持高位。在此情形下，黃金仍將受惠，因為歷史趨勢顯示黃金是一種很好的通脹對沖工具。

黃金與通脹...



來源：彭博，星辰銀行

...以及通脹預期的相關性緊密



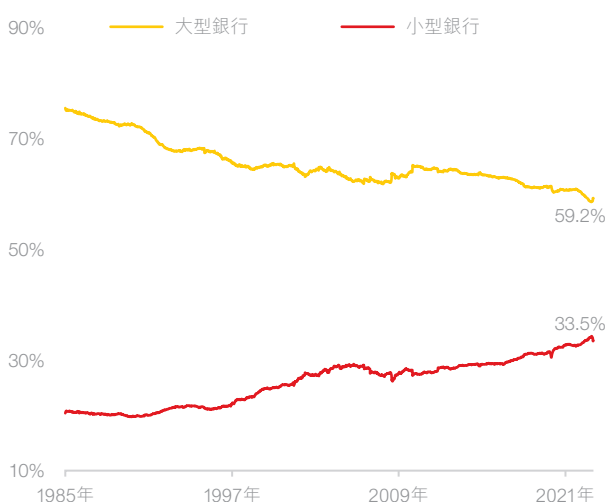
來源：彭博，星辰銀行

其他利好消息蓄勢待發。儘管最近金價出現一輪波動，但我們認為，金價還有更多利好消息，且尚未在價格中體現。其中包括：

- i. 美國商業地產行業面臨挑戰
- ii. 來自黃金ETF和期貨的資金流；以及
- iii. 在地緣政治緊張局勢的背景下，央行不斷加大黃金購買力度

如果商業地產行業崩盤，黃金將從中受惠。黃金往往在危機和波動時期大放異彩，商業地產估值萎縮可能成為下一只落地的靴子。簡單來說，工作習慣的結構性變化（即在家工作的興起）以及加息因素相疊加，對商業地產行業估值的可見性造成了影響。這給美國銀行業帶來了新的壓力，尤其是中小型地區性銀行，因為商業地產行業的貸款額約佔到其貸款總額的70%。一旦出現「厄運循環」，即估值模糊導致貸款條件收緊和貸款違約，我們可能將會看到美國銀行業發生系統性的流動性風險事件。根據聖路易斯聯邦儲備銀行數據顯示，小型國內特許銀行（定義為資產規模排名在25位開外的所有國內特許銀行）在銀行信貸總額中的佔比一直在擴大，從1985年的約20.4%增長至2023年4月的約33.5%。由於小型銀行佔美國銀行信貸總額的三分之一，這些銀行潛在的流動性凍結可能會對更廣泛的美國經濟產生重大影響。雖然這種情形還遠未得到證實，但很容易理解，商業地產行業面臨的壓力被市場解讀為重大風險事件，這將推動向安全資產的轉移，表面上有利於黃金需求。

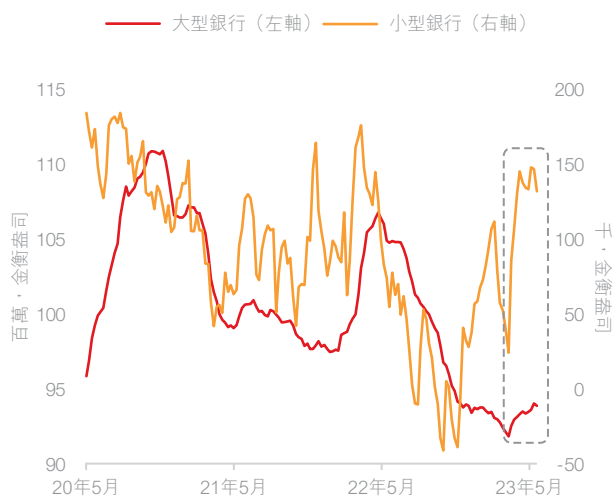
小型銀行在美國的銀行信貸總額中佔比不斷上升



來源：聖路易斯聯邦儲備銀行，星展銀行

黃金ETF已走出多年低點。除了2022年2月因俄烏戰爭出現飆升外，在過去兩年相當長的時間裡黃金ETF資金流一直保持低迷。但隨著小型銀行危機、地緣政治局勢緊張、對增長的擔憂、美元疲弱以及通脹高企的不斷發生，我們看到在2023年黃金已經多次突破每盎司2,000美元，ETF資金流也有所回升。儘管由於聯儲局鷹派立場有所回歸，金價得以暫時休整，但是由於成熟經濟體面臨的壓力不斷加大，同時中美關係日益緊張（去美元化是長期的潛在主題），從長遠來看，持有黃金的理由更加充分，因此我們認為已經出現了根本性的避險轉移。雖然金價在2,000美元的關鍵阻力位附近來回拉鋸，但投資者的緊迫感與日俱增，因為能以低於該價位囤積黃金的時間可能所剩無幾。世界各國央行一直繼續熱衷於買入黃金，進一步增強了這種緊迫性。

4月份黃金ETF資金流入和黃金期貨淨多頭頭寸均有所增加



來源：彭博，星展銀行

第一季度央行買入量創10年新高



來源：彭博，星展銀行

央行開始普遍大舉買入。2022年是央行黃金需求創紀錄的一年；世界黃金協會數據顯示，黃金的總需求達到1,078噸，其中大部分需求來自當年最後兩個季度。雖然2023年第一季度的季度環比降至228噸，但這一數字仍然亮眼，因為這代表了176%的同比增長，並打破了2013年第一季度創下的171噸的歷年第一季度購買紀錄。不過或許有一個重要趨勢更值得注意，儘管新興市場央行在過去兩個季度是購買主力，但本季度的買家也擴展到了成熟市場央行。有四家央行的買入量佔了大頭：新加坡金融管理局、中國人民銀行、土耳其共和國央行和印度儲備銀行。在這四家銀行中，新加坡金融管理局是最大的買家，本季度買入69噸黃金，持有總量增至222噸，比2022年高出45%。長期

以來，我們一直在闡述央行購買黃金的趨勢，旨在降低其自身對美元和美元資產的風險，雖然中國和其他新興市場央行是曾經的主力，但我們也看到成熟市場央行加入了這一行列。這是「去美元化」這一更大、更長期主題的一部分，也是遠離石油美元的行動。正是在這種背景下，我們認為央行淨買入將會持續。

白銀將受到全球緊縮的影響。儘管從3月中旬到5月初白銀價格上升了30%，但我們認為全球金融緊縮將會影響未來的白銀需求，尤其是在聯儲局表示利率將保持高位的情況下。此外，中國太陽能電池板使用白銀作為生產投入，其需求可能會隨著中美緊張局勢升級而受到影響。但是白銀是一種偽貴金屬，與黃金相比，它不太像

一種避險資產，因此它不會像黃金那樣從投機性或恐慌驅動性需求中受惠。所以儘管我們上調了黃金的目標價格，但維持白銀目標價格在每盎司27.9美元，我們預計目前金銀比將高於其歷史平均水平。

我們將目標價格上調至每盎司2,050美元。此次上調的主要利好因素在於經濟衰退的可能性大幅上升；在我們的模型中，我們將美國有80%的概率發生經濟衰退設定為達到我們目標價格的關鍵假設。我們還預計：i)整體CPI為5.0%（已達到）；ii)美元

指數進一步走弱至95-100區間，10年期美國國債債息在3.0-3.5%之間，我們的目標價格將會實現。如前所述，如果聯儲局決定在下半年實施減息（這並非我們的基本情景預測），則價格存在進一步上行的風險。在此情形下，我們有理由進一步調整目標價格。如果金價能夠站穩每盎司2,050美元上方，通脹、美國國債債息、美元、或經濟衰退可能性的前景將發生意想不到的重大變化。

金價對美元和10年期美國國債債息的敏感性

美國十年國債收益(%)	85	90	95	100	105	110
2.5	2,439	2,334	2,228	2,123	2,018	1,912
3.0	2,353	2,247	2,142	2,036	1,931	1,826
3.5	2,266	2,161	2,055	1,950	1,844	1,739
4.0	2,179	2,074	1,969	1,863	1,758	1,652

假設CPI為5%
率為80%

來源：星展銀行
可能的價格範圍

私募市場： 企業增長 之地

另類投資：私募資產 3Q23

企業越來越依靠私募市場來保持其增長。進入私募市場的傳統障礙被降低了，以讓企業管理的私人財富能夠進入並滿足財富人群越來越多的需求。對投資者來說，這是一個很好的利用私募市場來提高企業增長的機會。

11. 另類投資： 私募資產。

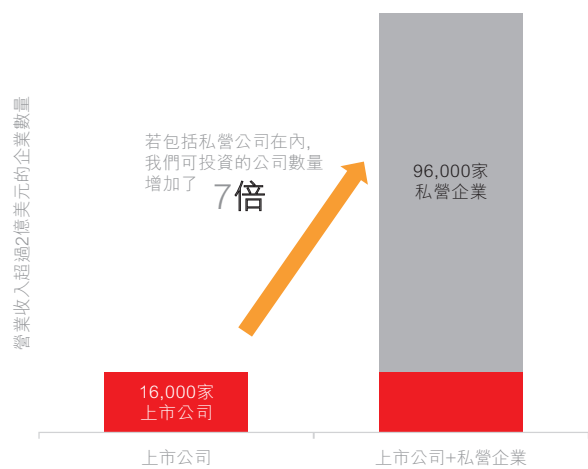
陳詩韻
分析員

過去二十年，私募市場的地位日益凸顯。企業和投資者都越來越認識到遠離公眾視線的好處，這支持了私募市場的增長——具體體現在：(1)私營公司的價值不斷增加，以及(2)投資者對私募市場的參與度不斷提高。如今，許多規模最大、最具影響力的公司都是私營企業。由於私募市場提供了重要的投資機會，並成為企業增長和價值創造的中心，因此投資者對私募市場的興趣和參與度的穩步增長也就不足為奇了。

私募市場的機會非常重要、不容忽視。投資者尋求私募市場機會的最令人信服的原因之一是，相對於公開市場的規模而言，私募市場中有著成群的機會。全球約有96,000家年收超過2億美元的私營公司，而上市公司僅有約16,000家。此外，自2000年以來，上市公司的數量一直在穩定地下降，這證明了重點向私募市場的結構性轉變。今天仍然只投資於公開上市證券的投資者將錯過多達85%的可投資公司，這一數字不容忽視。

越來越多的公司選擇以不上市的方式發展。公司越來越依賴私募市場來維持增

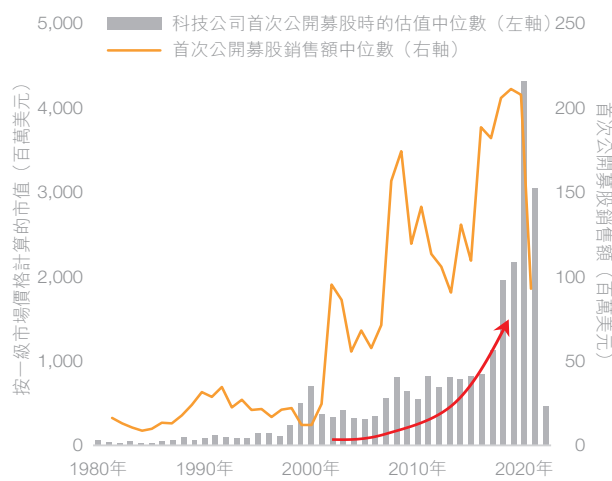
那些只投資公開市場的人錯過了超過80%的公司



來源：S&P Capital IQ、星展銀行
註：收入指截至2023年5月23日最新年收入>2億美元

長。全球IPO數據證明了這一點，這些數據顯示公司：(1)保持私有狀態的時間更長，(2)在私有狀態下達到更大的規模並獲得更多的價值。例如，亞馬遜在1997年（成立僅三年後）公司成立早期進行首次公開募股時，籌集了5,400萬美元，市值達到4.38億美元。

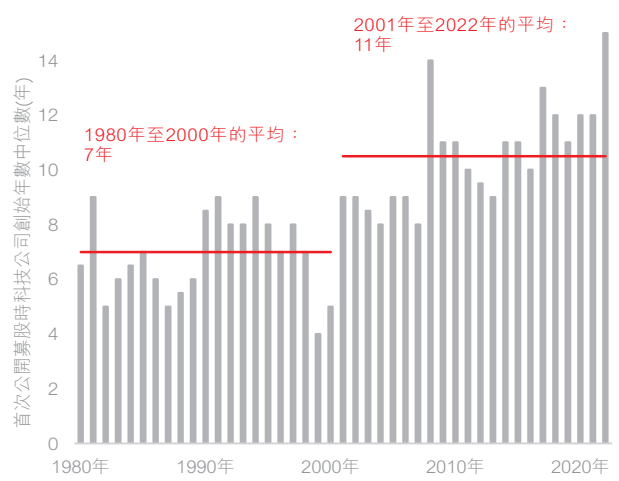
私營企業變得規模越來越大、越來越有價值



來源：Jay Ritter，星辰銀行
註：數據截至2022年

儘管在IPO類別中表現出色，但考慮到自2010年代末以來觀察到的數十億美元的上市，這種規模的上市在今天被認為是微不足道的。以Coupang 2021年的IPO作為對比，2018年的最後一次私募融資中，該公司的估值已達到90億美元。該公司最終上市時，市值飆升至600億美元。分析師將其IPO需求歸因於其強大的市場地位，該公司自成立11年來已成為韓國最大的電子商務平台。公司在其生命週期的後期保持私有狀態，並在私募市場上達到令人驚嘆的估值，這顯示忽視私募市場投資的投資者會放棄企業高增長的機會和缺口。

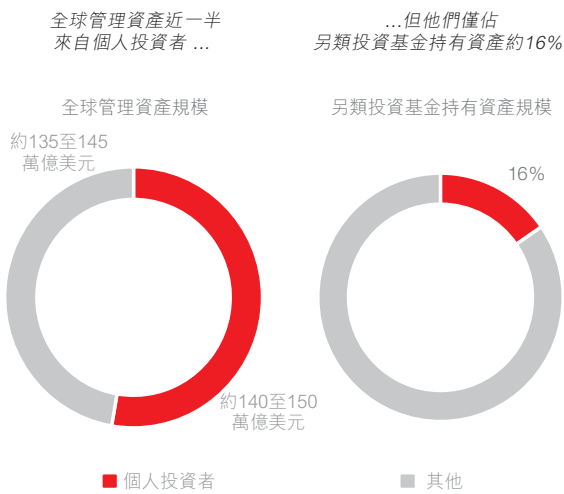
公司保持私有狀態的時間更長



來源：Jay Ritter，星辰銀行
註：數據截至2022年

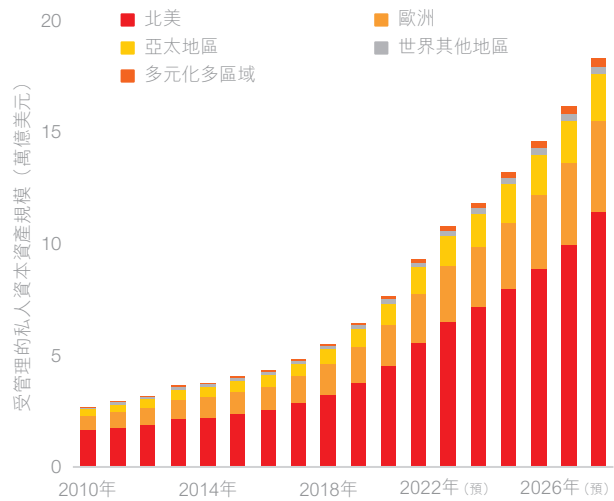
私募市場投資主要是機構資金的領域，但這種情況將會改變。鑒於公司籌集資金的方式以及公共領域之外投資的好處的這些趨勢，經驗豐富的投資者將其配置轉向私人市場也就不足為奇了。因此，2009年以來，公司每年在私募市場籌集的資金都多於公開市場。然而，儘管配置到私募市場很重要，但私募市場投資的好處主要由機構投資者和超級富豪等享受。根據諮詢公司貝恩公司的數據，儘管私人財富（即高淨值和超高淨值個人）佔全球資產的一半以上，但該細分市場僅擁有另類投資基金的16%（其中大部分投資於私募市場）。

私人財富在私人市場投資中所佔比例不足



來源：貝恩2023年私募股權報告，星展銀行

民間投資資本不斷增加



來源：Preqin，星展銀行
註：截至2022年底的預測

私募市場從未像今天這樣容易進入。富有人群在私人資產中的代表性不足可能歸因於限制個人獲得私人資產的各種因素，包括難以獲得的最低承諾投資水平、對長期持有不易交易的資產的擔憂以及對資產類別缺乏認識。然而，因為人們對私人財富管理規模的不斷增長，以及富人對獲得公共資本無法獲得的機會的需求不斷增加，該行業現在認識到接納私人財富領域的必要性。私人資產投資公司現在已經開始降低對個人的一些傳統壁壘，例如，通過以下方式：

- 接受較低的最低投資—私人資產基金的最低投資額通常高於典型基金，傳統上每支基金的最低投資額高於100萬美元。考慮到投資組合內的多元化私人資產配置需要多種不同的資產，這使得許多富人無法進行私人資產配置。然而，隨著近期的發展，私人資產公司現已將最低投資額降低至10萬美元以下，從而更容易對私人資產進行規模較小但多元化的配置。

- 供部分流動性一本質上，私人資產的持有範圍不如公共資產廣泛，這使得它們缺乏流動性（即投資者不能頻繁地調整倉位）。可以理解的是，一些個人投資者回避私募投資，以避免陷入他們不再想要但無法出售的風險。為了解決這一問題，私人資產公司推出了創新結構，旨在為投資者提供提前變現所持資產的途徑。

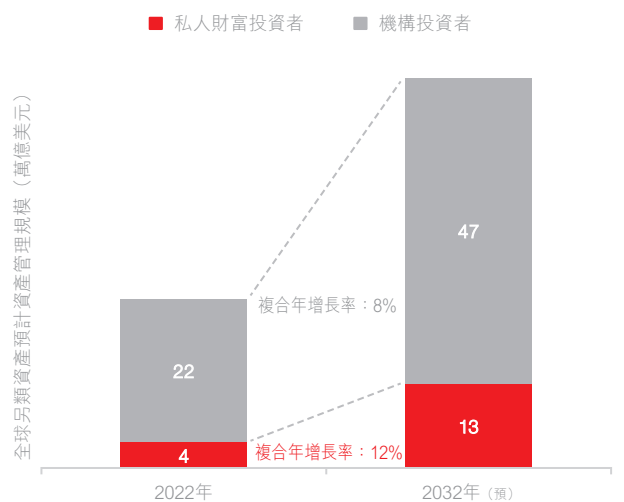
即使有這樣的結構，探索這一領域的新投資者仍然必須(1)意識到所提供的流動性程度可能是有限的，並且(2)願意做出長期承諾，認識到長期性是投資私營公司與生俱來的特徵，並為多元化投資組合帶來好處，以補充其他更具流動性的資產。一方面，缺乏頻繁的公開交易使投資免受市場情緒劇烈波動的影響，並允許根據基本面對投資進行估值。私人資產投資者也傾向於持有投資相對較長的時間。在私募股權中，這個時間可能從至少三到四年到十多年不等，這為被投資公司提供了成長、獲得價值和產生回報的時間。

我們正處於投資者利用越來越多的私募機會的十字路口。個人投資者越來越理解和重視私募市場投資的好處，同時開放更多渠道鼓勵個人進入私募市場。鑒於這些發展，貝恩公司的分析估計，未來十年，私人財富投資者持有的全球另類資產管理規模每年將增長約12%，其中大部分將由私

人資產推動。與此同時，私募市場數據提供商Preqin預計，到2025年，個人投資者將增加對私募股權的配置，年均增長率約為19%。

結論。隨著企業增長的大部分發生在私營領域，並且越來越多的公司選擇保持私有狀態，進入私募市場對於尋求新的多元化選擇的成熟投資者來說至關重要。認識到私人財富部門的重要性，頂級私人資產公司正在帶頭為富人提供私人市場準入機會。雖然現在有一個明顯的趨勢，私人財富開始越來越多地進入私人市場，但剛進入私人市場的個人必須首先了解投資非流動性私人公司和他們可能更熟悉的其他資產之間的區別，以便從將私人資產作為由多種資產類別組成的投資組合的補充來持有中受惠。

私人財富預計將越來越多地配置到私募市場



來源：貝恩2023年私募股權報告，星展銀行



大宗商品： 進一步， 退兩步

大宗商品 3Q23

大宗商品價格在2022年6月升至高點後逐漸走弱。中國經濟復甦推動了對工業金屬和能源需求，仍然是唯一能夠支撐大宗商品的亮點。我們維持長期正面的觀點，但短期將因宏觀經濟面趨緩而面臨壓力。

12. 大宗商品.

吳俊勇
分析員

唯一不變的就是變。到目前為止，2023年宏觀經濟前景面臨壓力，大宗商品的表現也因此不如預期。2022年下半年大宗商品的需求面臨不確定因素；俄烏戰爭後，大宗商品價格在2022年6月升至高點，接受下便呈現緩跌走勢。2023年第1季，中國放棄新冠清零政策後，情況看起來有了極大的改善，而西方國家的經濟則是正走向軟著陸。然而，正面的情況未能持續，因為第2季的市場氛圍較為謹慎。美歐部份銀行倒閉，美國商用地產評價下滑，美國債務上限議題干擾了風險情緒。在撰寫本文時，聯儲局還宣佈利率可能在今年剩餘的時間保持較高水平，這也將繼續壓抑需求，且經濟仍面臨衰退的風險。

中國的復甦延遲。我們原本預期第2季，在中國重新開放後將推動大宗商品的表現；但是，雖然中國對大宗商品的需求有所上升，但程度卻不如預期。今年以來，中國的宏觀經濟數據喜憂參半；儘管年第1季國內生產總值年增率為4.5%，優於市場預期，且4月服務業採購經理人指數強勁升至56.4，但4月製造業PMI則是降至49.5，顯示製造業活動呈現收縮。生產者物價指數(PPI)年增率今年以來也持續呈現負值，這也顯示生產者的平均銷售價格已經下滑。展望未來，我們預期中國經濟的復甦情勢各產業不一，並非全面性；例如，電動車制造和儲能將優於建築和非能源基礎建設。此外，週期性的壓力可望在

今年稍晚逐漸減弱，復甦態勢在2023年第4季將較顯著。

估值有利，但需要耐心等待。中國經濟正出現復甦的跡象，但美歐利率的上揚令投資人普遍存在疑慮。雖然長期投資的不足，但目前供應仍能夠符合需求；然而，庫存趨緊的情況也時常導致大宗商品價格上揚。在週期性方面，大宗商品需要正面的催化劑。然而，大宗商品長期的利多因素維持不變：沒有大宗商品就無法推動下一波經濟成長，不斷變化的全球地緣政治格局傾向自給自足的態度將增加原物料、能源和貴金屬的需求。隨著大宗商品指數相對於美國標準普爾500指數比率已降至50年來最低點，令人相信大宗商品即將進

大宗商品指數相對標準普爾500指數比率已降至50年來最低水平



來源：彭博，星展銀行

入下一個超級週期。然而，週期性因素，例如較佳的利率環境為先決條件；因此，在此之前，大宗商品價格不太可能持續走揚。

工業金屬

製造業和建築業的需求呈現分歧。長期以來，我們一直看好「綠色金屬」，因為它們在清潔能源轉型和電氣化趨勢中扮演著至關重要的角色。此外，近期綠色金屬（特別是銅和鋁）的表現也可望優於黑色金屬（即鐵礦石和鋼鐵）。這是由於中國製造業的前景將優於建築業。雖然中國製造業活動在1月起步緩慢，但隨後數月略有回升，這顯示相關領域的挑戰更具週期性。另一方面，建築和非能源基礎設施正經歷更多的結構性壓力，由於回報低，面臨融資瓶頸。

銅可望受惠於中國電動車去化庫存和充電網絡的成長。在重新開放後，包括陰極銅和電池在內的電動車關鍵原料的生產因肺炎病例的上揚而受到負面影響；這也導致1月的電動車銷量不佳。然而，隨著疫情持續改善和重新開放的步調加快，之後出現回升動能；由於特斯拉決定提高在中國的售價，因此促使中國電動車生產商比亞迪4月銷售量較3月成長，而理想汽車4月

的銷售量也創下歷史新高。儘管電動車銷售量有所成長，但銅價仍然低迷，這主要是由於過去9個月電動車庫存的積累。電動車產業的庫存與銷售比目前介於1.2至1.6倍，高於平均水平的約1.0倍。雖然庫存持續減少，但我們預期2023年下半年電動車相關的銅需求仍然強勁。此外，銅需求也可望繼續受到國家能源基礎設施投資的支持。市場預期，至2025年，中國的新能源儲存容量將從2022年底的8.7GW（百萬瓦）成長到50GW之上，2023年中國對銅的需求則將增加約2.4%，而這將發生於年底。這些季節性因素為銅價提供了潛在的上升潛力。

2023年中國基礎設施投資仍然呈現正面發展



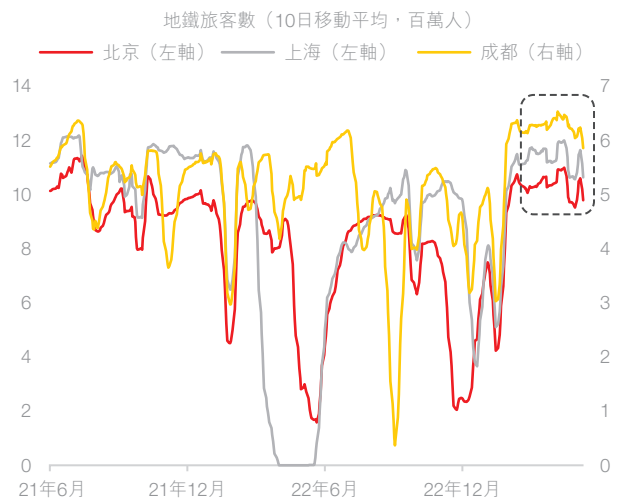
來源：彭博，星展銀行

儘管建築業面臨挑戰，但鋁仍存在利多因素。 因為最終需求約25%來自建築業，鋁的短期前景不如銅。無論如何，運輸設備也佔鋁需求約四分之一，可望提供一些支持。隨著中國電動車銷量的回升和國內出遊全面恢復，火車和公共汽車等大眾交通工具的鋁需求也可望增加。再加上鋁庫存已達高點並正在接近去化庫存週期的尾聲，儘管建築相關需求面臨挑戰，但鋁仍存在利多因素。由於雲南乾旱導致水電短缺，供給面受到限制，這將限制鋁冶煉和精煉。如果鋁庫存進一步下降，對鋁精煉的限制可能會轉化為更高的價格。

能源能源

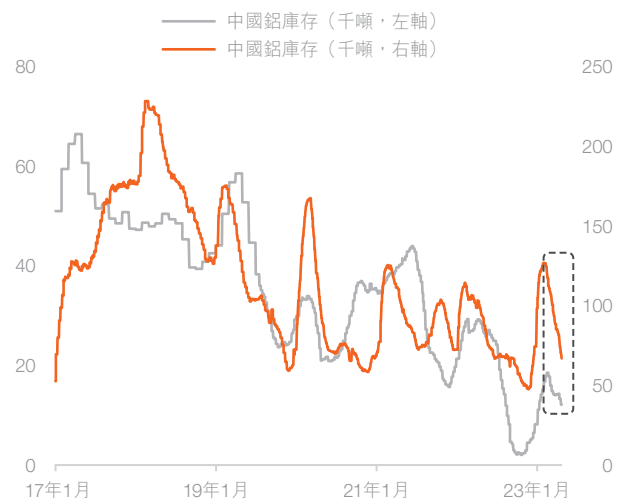
儘管價格波動，但基本面仍然樂觀。 過去一季，能源產業遭受了沉重打擊；部份美歐銀行的倒閉、美國Fed重新採取鷹派態度、經濟衰退風險以及對中國復甦的疑慮，導致避險情緒急劇上升，導致油價重挫。儘管如此，排除價格波動的情況，能源產業的基本面仍然健康。雖然中國的需求在第1季呈現放緩，但正處於復甦的道路上，由於石油輸出國組織與盟國(OPEC+)減產和美國頁岩油產量停滯，供給面應維持合理。今年能源的最大阻力將是正在進行的全球緊縮，因為主要央行，尤其是成熟經濟體的央行，繼續高度關注對抗通膨。這將抑制總需求和風險情緒。

中國地鐵移動數據重回高點



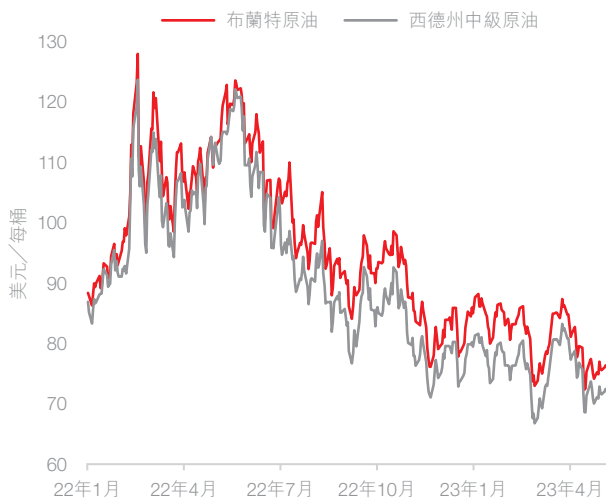
來源：彭博，星展銀行

中國鋁和銅庫存呈現下滑



來源：彭博，星展銀行

2023年第2季，部份美歐銀行倒閉壓抑油價表現

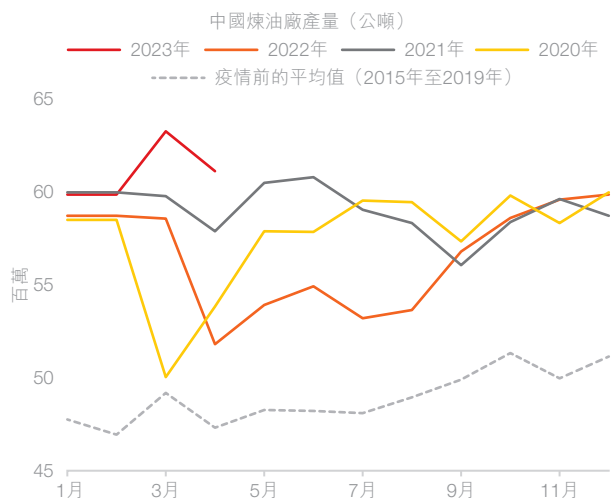


來源：彭博，星展銀行

總體而言，我們預期布蘭特原油價格將呈現區間盤整，2023年將介於每桶85至90美元之間震蕩。

中國經濟復甦帶動需求。雖然2023年第1季中國經濟資料好壞參半，但它正朝著正確的方向發展。今年第1季GDP成長4.5%，高於市場預期，我們預期中國全年GDP年增率將

2023年第1季，中國煉油活動高於歷史趨勢



來源：彭博，星展銀行

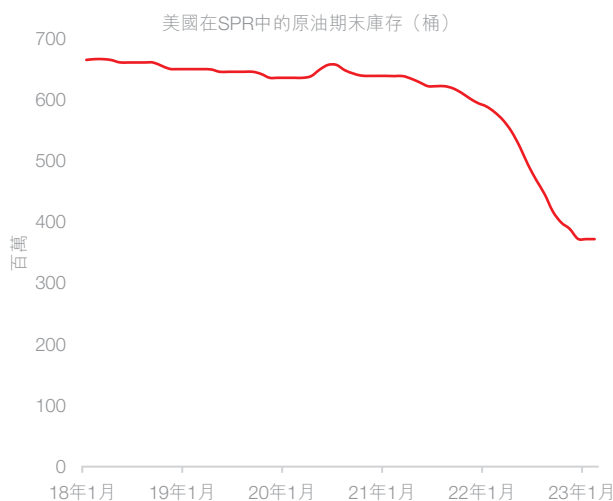
升至5.0至5.5%。這也將是推動能源需求的關鍵。中國石油日需求量在2022年萎縮了40萬桶，而主要受惠於國內強勁的流動性趨勢以及進出中國的國際旅行逐漸增加，2023年日需求量可能回升100萬桶。需求成長也反應在煉油廠，其產出量高於今年年第1季的趨勢。此外，中國已經降低今年第二批石油出口配額，轉而關注國內需求，這顯示消費正在回升。

美國需求放緩，但戰略石油儲備的回補提供了上揚空間。2022年第2季以來，美國石油消耗量持平，原因是汽油價格上升以及過去一年利率迅速上升導致需求放緩。這個趨勢延續到2023年第1季，總消耗量較前年下滑7%，也低於疫情前的水平約4%。在產品方面，汽油消耗量與去年持平，較疫情前的水平低5%。不過，焦點應著重於戰略石油儲備；在2022年5月開始至年底，每日釋出約90桶SPR後，美國SPR已降至366.9萬桶，這是37年來的最低水平，低於5年均值42%。回補戰略石油儲備將使美國石油需求回升。事實上，美國能源部已於5月15日宣佈，將購買300萬

桶石油，將於8月交付。由於共和黨認為供應緩衝過低，我們預期，美國至今年底將回補更多戰略石油儲備。此外，目前油價處於每桶接近70美元的水平，顯著低於去年出售儲備的價格。

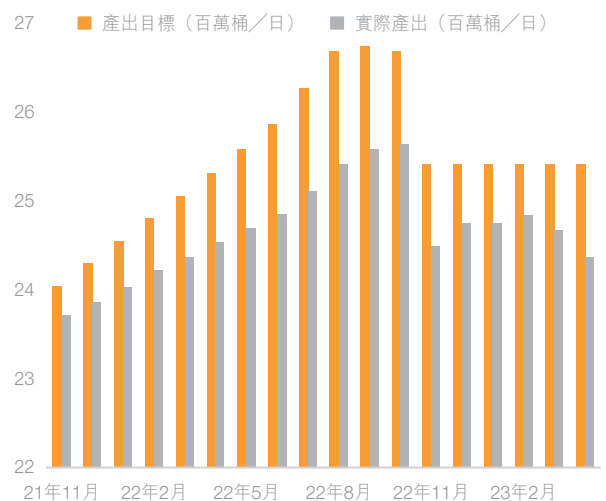
OPEC+進一步減產，美國頁岩油產量停滯不前。全球原油供應將進一步收緊，OPEC+在4月意外宣佈每日減產115萬桶。這是在去年10月每日減產200萬桶的基礎上。由於部份OPEC+成員國的實際產量仍低於目標產量，減產應該會支撐布蘭特原油價格於每桶80美元附近。美國頁岩油日產量似乎也停滯於1,240萬桶，增加供

美國SPR處於近37年的低點



來源：美國能源信息管理局，星辰銀行

OPEC+去年10月每日減產200萬桶



來源：彭博，星辰銀行

美國頁岩油日產量徘徊在約1,240萬桶

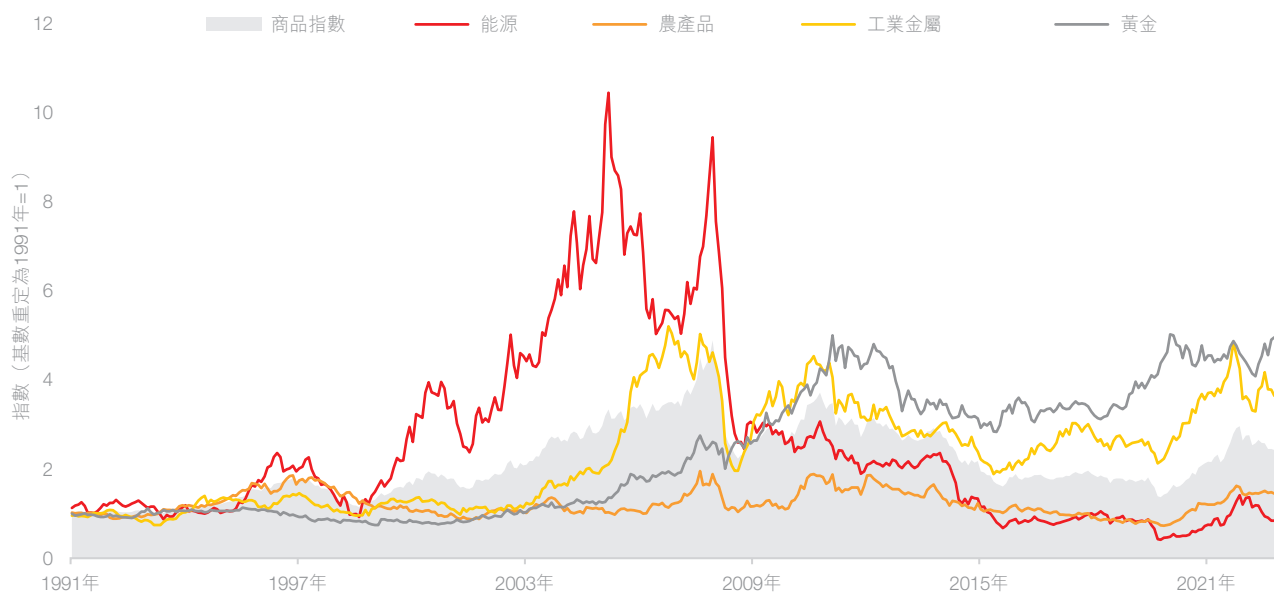


來源：彭博，星展銀行

給的風險很小。我們預期，石油產量將徘徊在這個區間附近，因為儘管2022年產生了強勁的現金流，但資本支出預算並未大幅增加。我們預期，2023年日產量將溫和成長60萬桶，這對油價構成的下滑風險偏低。

進一步，退兩步。由於美國經濟衰退風險處於20年高點，美歐貨幣政策仍然趨緊，從需求的角度來看，中國仍然是大宗商品市場的關注焦點。即便如此，中國經濟可能不像原本預期呈現全面性的復甦。供給面，儘管仍不足以持續支撐價格上升，但資本支出不足和供給趨緊仍然是關鍵議題。在此基礎上，我們認為短期對大宗商品應保持謹慎；在全球利率和經濟成長前景發生重大變化之前，大宗商品的表現可能會落後於其他主要資產類別。儘管如此，長期而言，我們對大宗商品仍然樂觀；未來數年，電氣化的進程將看到對綠色金屬的需求快速成長，而氣候變遷將對食品和農產品的供給構成挑戰。中期而言，由於世界持續依賴化石燃料進行運輸等應用，能源產業也將持續獲得支撐。

過去30年主要商品指數的表現



來源：彭博，星展銀行

探索 人工智能前沿

專題策略 — 人工智能

曾經僅存在於科幻小說的想象世界現在卻已成為塑造我們世界的有形力量。人工智能的變革力量將顛覆現有的商業模式，產生新的贏家和輸家。在本章中，我們將研究大型科技公司、硬件制造商、雲端平台和網絡安全參與者如何成為人工智能革命的受惠者。

13. 人工智能.

星展銀行
投資總監辦公室

人工智能逐漸步入成熟階段。1950年，現代認知科學之父阿蘭·圖靈設計了「圖靈測試」，以評估機器表現智能行為的能力。70多年來這一直都屬於科幻小說的範疇；但如今，人工智能終於將這一決定性的轉變成為現實。2022年將被人們銘記，

因為在這一年機器成功地征服了圖靈的模仿遊戲 — (i)谷歌的一名工程師聲稱LaMDA有「意識」，(ii) OpenAI的ChatGPT以其類似人類的自然語言輸出而風靡全球。

人工智能新浪潮： 超越特定任務的基礎模型

傳統的人工智能要經過 監督式學習

使用特定數據針對特定任務進行訓練，每一項新任務都需要重新訓練，就像每烹飪一道新菜都需要一份新食譜一樣。

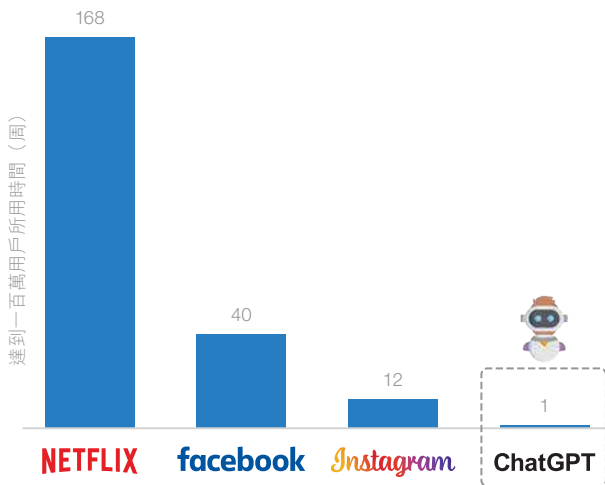


基礎模型取得重大突破

能夠進行無監督式／自我監督式學習的單一模型 — 使用廣泛的非結構化數據進行訓練，可執行超出訓練內容的多項任務。這可以比作訓練有素的廚師，能夠利用自己的技能來烹飪各種的菜餚，而不僅僅效仿食譜的內容。

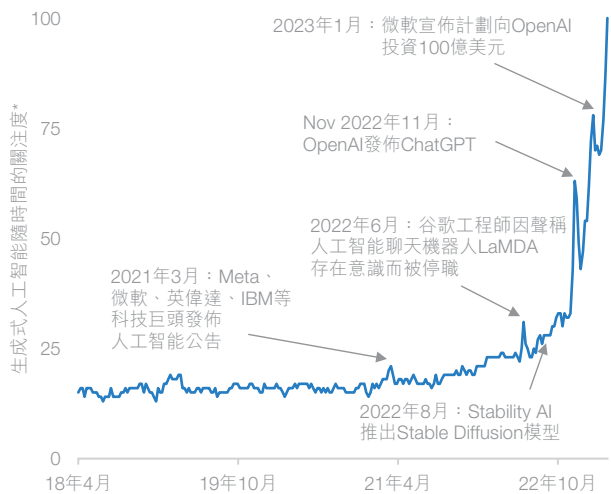


臉書花了近一年的時間才達到CHATGPT在一周內取得的成就



來源：網飛、Meta、OpenAI、星展銀行

對生成式人工智能的興趣激增



人工智能的新浪潮。然而，人工智能研發的最新進展似乎使人工智能超越了迄今為止都佔據主導地位的特定任務模型。例如，使用經過廣泛的非結構化數據訓練的基礎模型，生成式人工智能模型可以執行超出其直接訓練內容的多項任務，甚至似乎表現出自己的創造力——這標志著人工智能進步的巨大飛躍。要衡量這項進步的重大意義，只需看看ChatGPT風靡全球的傳播速度，它在發佈後僅五天時間就達到了100萬用戶的里程碑。與其他生成式人工智能原型一樣，ChatGPT已經讓世界對這項技術將會如何重塑人類企業的無限可能性興奮不已。

超凡的業務外包能力讓人工智能擁有不可估量的未來。異軍突起的新技術可能會讓熟悉人工智能多年來漸進式發展的技術內部人士感到困惑，但當這種創新突然向龐大的非技術用戶開放時，不能低估其病毒式傳播的力量。它可以激發人們的想象力，向大家展示了這樣一個世界：從認知上的簡單任務（發送電子郵件、編輯照片、撰寫演講稿）到技術上的複雜任務（導演視頻、制作原創音樂或起草法律合同），未來都將由非人類代理瞬間完成。這或許聽上去像科幻小說，但這樣一個超級高效的世界正在迅速成為現實——其影響涵蓋了經濟、政治、社會、道德、投資等各個領域。隨著這種突破性的顛覆正以驚人的速度向我們襲來，我們認為現在就是著手佈局人工智能未來的最佳時機。

人工智能 里程碑

人工智能的起源

艾倫·圖靈認識到機器展現智能的潛力，提出了「圖靈測試」

人工智能的第一個冬天

開發工作成果有限，導致資金減少，人工智能停滯不前

IBM的「深藍」在國際象棋比賽中擊敗了加里·卡斯帕羅夫

AlphaGo擊敗頂級圍棋選手

借助機器學習技術，人工智能能夠制定複雜的策略並擊敗柯潔

生成式人工智能興起

ChatGPT 風靡全球，描繪了人工智能發展的無限前景和無限可能

來源：美國計算機科學家 John McCarthy、Mark I Perceptron、Symbolics3640 via Flickr、Stan Honda/法新社 通過蓋蒂圖片社、星展銀行

1950年

1956年

1970年
-1980

1980年

1997年

2011年

2017年

2018年

目前

約翰·麥卡錫創造「人工智能」一詞

達茅斯會議將人工智能作為一個多學科研究領域

專家系統出現

隨著專家系統的出現，使機器能夠做出決策，人工智能重新流行起來

蘋果推出SIRI

憑借首批基於人工智能的虛擬助手之一，在高級語音識別軟件方面取得突破

歐盟制定人工智能倫理準則

來源：CHATGPT、歐盟委員會、Go Player Ke Jie 來自 Getty Images、Unsplash、星展銀行



投資表述

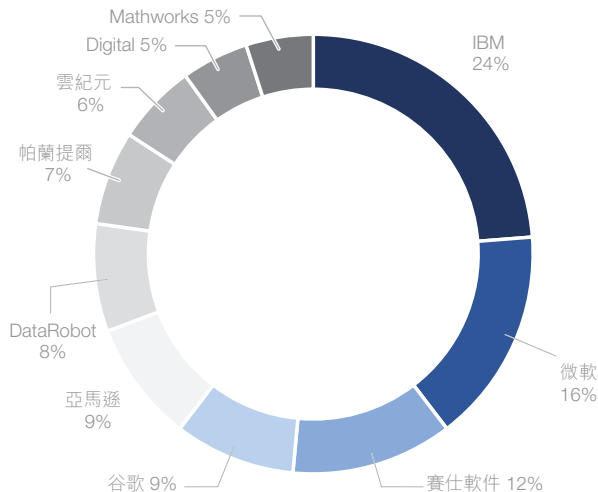
尋找下一個熱點。投資者總是時刻留意著下一個iPhone或下一個特斯拉，希望抓住下一波創新浪潮的風口，從而收獲巨額回報。然而，識別顛覆性技術中的贏家並不是主要的困難；更確切地說，問題在於：(a)缺乏能夠真正抓住新技術優勢的可投資途徑，因為這些公司可能還是私有企業（甚至根本尚未成立）；或者(b)要認識到這種優勢有多少已經被計入現有的機會

中，這是個複雜的問題。儘管如此，我們認為目前有四大主要主題將會成為人工智能革命的長期受惠者。

1. 大型科技企業

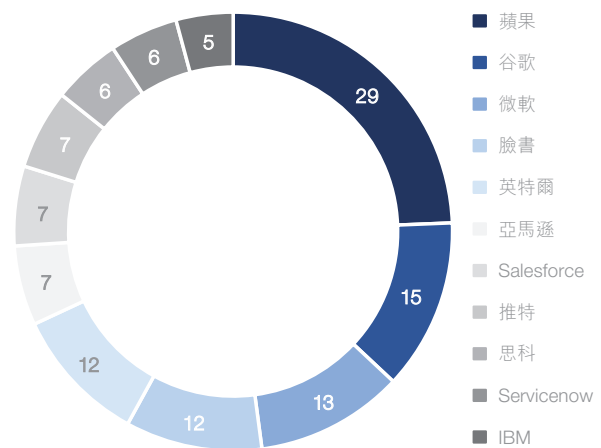
強者恒強。眾所周知，在勢不可擋的技術顛覆和數碼化長期趨勢下，大型科技企業（FAAMG — Facebook、蘋果、亞馬遜、微軟和谷歌）已成為結構性贏家。具有(a)數十億美元的現金儲備，(b)觸手可及的科技人才，以及(c)用於訓練人工智能模型的

人工智能軟件領導者中排名前六的公司佔據了約75%的市場份額



來源：Statista，星展銀行

2010-2021年部分人工智能相關收購案

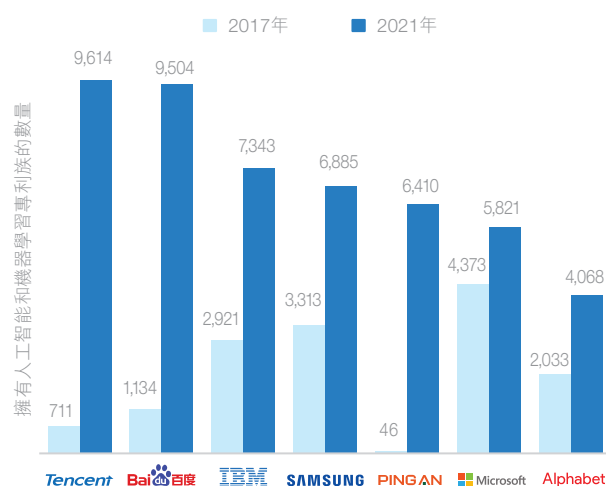


來源：CBInsights，星展銀行

龐大用戶數據庫，人工智能革命下的結構性東風會越發強勁。

大型科技企業，大手筆投資。此外，訓練人工智能模型需要強大的計算能力和高昂的運行成本，而這些成本只有最賺錢的公司才有實力承擔。例如，據報道，僅GPT-3的單次訓練就要花費Open AI約1,200萬美元。在經歷了網絡效應如何導致「贏家通吃」的格局之後，這些支出對科技行業無疑必不可少。難怪大型科技企業紛紛開始投入巨資，近年來的人工智能相關收購案明顯體現出這一趨勢。

擁有人工智能／機器學習專利最多的公司



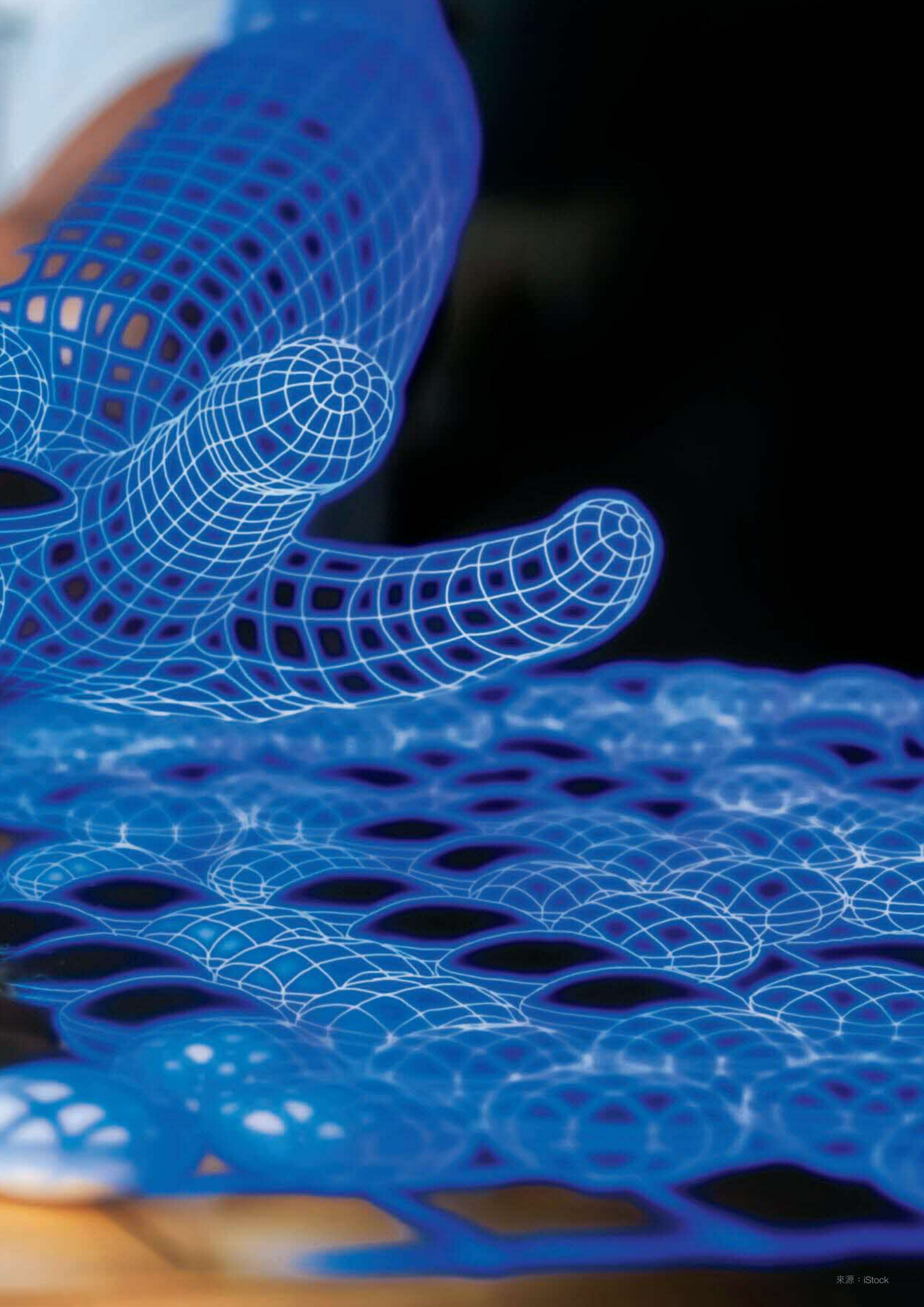
來源：Statista、律師聯訊PatentSight、星展銀行

按類型和公司劃分的生成式人工智能應用示例

	OpenAI	stability.ai	DeepMind	Meta	NVIDIA
圖像	Dall-E2	Stable Diffusion	Imagen Image	Make-a-scene	eDiff-I
語言	ChatGPT	StableLM	PaLM	LlaMa	MT-NLG
代碼	ChatGPT CoPilot		Pitchfork	Aroma	
音頻	JukeBox	Dance Diffusion	MusicLM	Audio Gen	
生物化學	BioGPT/ MoLer	Libre Fold	Alpha Fold2	ESMFold/ Galactica	MegaMol Bart

來源：公司網站、星展銀行





2. 硬件制造商-芯片設計商+半導體代工廠

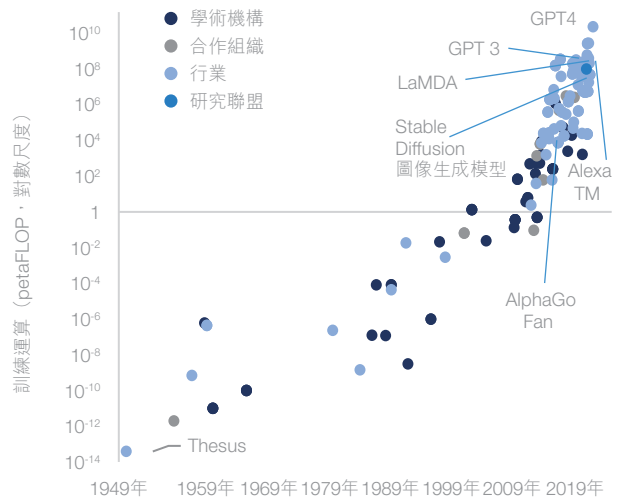
半導體是數字世界的基石。人工智能模型無論是在培訓中還是在生產中，通常都需要先進的芯片組。例如，因為微軟Azure數據中心由數萬個英偉達GPU提供驅動，所以ChatGPT得以瞬間生成回答。市場研究機構TrendForce估計，2020年GPT模型需要約2萬個GPU來處理訓練數據，而未來預計至少需要3萬個GPU才能支持ChatGPT的運行。

各行業對人工智能的進一步研發和應用只會增加對GPU、微處理器、電源管理芯片等硬件的需求，特別是隨著商業研發的接棒，對人工智能模型響應速度和能力水平的要求會越來越高。

3. 雲端平台

模型數據需要有個家。一旦人工智能模型經過充分訓練並被認為適合商業用途，它們可能就會被放置到雲端平台上，以便普通用戶通過API輕鬆訪問。語言、圖像、視頻、音樂等模型的激增自然會讓負責托管的雲端平台公司的需求大幅提高，同時也需要不斷提升帶寬來滿足人工智能應用的增加。

用於訓練人工智能系統的計算能力



來源：Sevilla等、OurWorldInData、星展銀行

人工智能生成內容的「寒武紀大爆發」。鑒於生成式人工智能尤其擅長生成大量的內容，長篇內容的制作企業（新聞網站、電子商務平台、在線視頻）也可能需要雲端平台供應商不斷增加托管空間。

4. 網絡安全

我們所有人要做的就是確保我們以一種有利於人類的方式使用人工智能，而不是損害人類

蘋果公司CEO蒂姆·庫克

人工智能的陰暗面。信息時代讓整個世界受惠匪淺 — 數據獲取大眾化，知識滲透到世界各地的數百萬人。但這一時代如今已經讓位於由人工智能掌控的錯誤信息時代。生成式人工智能在「深度偽造」方面尤其天賦異稟，這種以逼真的方式吸收一個人相似之處的合成媒體，可以用來大規模傳播錯誤信息。我們認為，這對所有平台的網絡安全提出更大需求，特別是防止盜用身份用於盜竊或其他惡意目的。

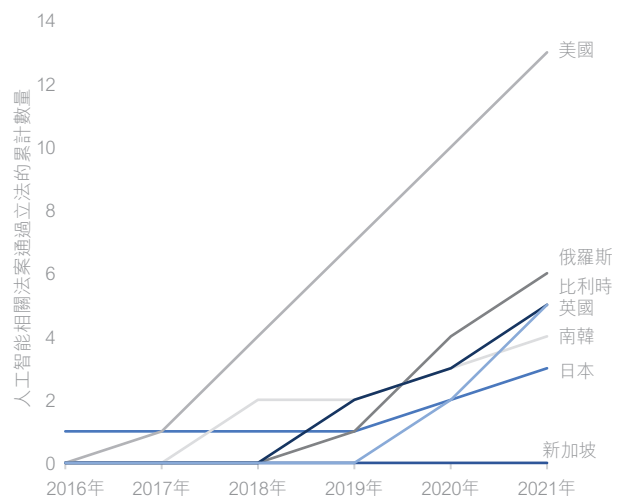
例如，新加坡GovTech進行的一項實驗發現，與人工生成的電子郵件相比，使用生成式人工智能編寫和定制的網絡釣魚電子郵件的點擊率要高得多，這顯示存在被網絡犯罪分子利用的可能。此外，幣安網高管Patrick Hillmann報告稱，騙子制作了他的人工智能全息圖來誘騙人們參加會議。這些情況說明當前惡意濫用生成式人工智能的真正威脅已經出現。

貧民窟的百萬富翁：使用MidJourney生成的圖像



來自印度的數字藝術家戈庫爾·皮萊創作了一系列億萬富翁的肖像，其中包括（從左起順時針方向）美國前總統唐納德·特朗普、商業巨頭馬克·扎克伯格和比爾·蓋茨，以及企業家埃隆·馬斯克，將他們的形象置於貧民窟的背景之中。

法規正在慢慢迎頭趕上人工智能的發展步伐



來源：《2022年人工智能指數報告》、OurWorldinData、星辰銀行國家立法機關通過的、以「人工智能」為標題或正文關鍵詞的法案數量

不斷變化的格局意味著機會無處不在。雖然這些是我們目前的主要主題，但我們鼓勵投資者在評估其他潛在贏家時，繼續保持理智謙遜，要謹記，蘋果的iPhone革命催生了全新的應用和內容生態系統，在過去十多年裡取得了巨大的增長。目前最大的機會可能還未到來。

未來的世界與過去迥然不同。人工智能革命給周圍世界帶來的變化之快，很可能會讓人類措手不及。認知勞動者需要對自己的「專業知識」保持一種新的謙虛態度，要學會在日常工作中利用人工智能技術，將其作為自己腦力的延伸。

資本方也會積極成為這些技術的早期應用者，要注意這可能會形成贏家通吃的局面，對行業先行者的回報可能會不成比例。隨著勞動力市場轉型，企業對人才和技術優勢的競爭加劇，政策制定者尋求出台相關法規，以及全球大國對人工智能霸權的激烈爭奪，一個動蕩的時代可能隨之而來。

然而，最終生產力將會有所提高，新型就業崗位將會得以創造，這都有利於為人類帶來高質量發展，為久懸未決的問題（醫療條件、氣候問題、糧食和資源短缺等）提供全新解決方案，並成為有史以來最大的人類資產。

正如他們所講，最好的還沒有到來；更確切地說，人類已來到人工智能紀元的邊緣。

人工智能行業參與者示例

人工智能軟件和平台	人工智能芯片設計商	半導體代工廠
<ul style="list-style-type: none"> · 谷歌 Deepmind TensorFlow · 亞馬遜 Bedrock · 微軟 OpenAI · H2O.ai · IBM Watson · Salesforce Einstein 	<ul style="list-style-type: none"> · 英偉達 Volta, Xavier, H100 · IBM AIU · 賽靈思 Versal, Everest · 超微半導體公司 銳龍, 鑷龍 · 蘋果 ANE · 英特爾 至強, Nervana · 博通 Jericho3-AI · 高通 Cloud AI 100 · 達索 · 阿里巴巴 漢光 800, 玄鐵 · 百度 昆侖 · 恩智浦半導體 NXP eIQ · 亞馬遜 AWS Inferentia · ARM Trillium, ARM neural 	<ul style="list-style-type: none"> · 台積電 · 三星 · 中芯國際 · 格羅方德半導體 · 華虹宏力半導體 · 東部高科

來源：星展銀行，各種來源

備註：

*一般產品風險評級

風險等級1至5級代表潛在損失的相對等級；其中1級為風險最低，5級為風險最。

**來源

MS = 晨星，DBS = 星展集團研究，SocGen = 法國興業銀行

***評級

DBS集團研究評級

- 星展銀行，星展Alliance建議基於絕對總回報*評級制度，定義如下：
 - » STRONG BUY（在未來3個月內有20%的總回報，在此期限內有明確的股價催化劑）
 - » BUY（在未來12個月內，小盤股的總回報率為15%，大盤股買入價為10%）
 - » HOLD（在未來12個月的總回報小盤股，權重股在- 10%至10%）
 - » FULLY VALUED（在未來12個月內負總回報率即10%）
 - » SELL（在未來3個月內負20%的總回報率，在此期限內有可識別的催化）。

Jefferies評級

- 買入：描述我們預計在12個月內提供15%或以上的總回報（價格升值加債息）的證券。
- 持有：描述我們預計在12個月內提供+15%或-10%的總回報（價格升值加債息）的證券。
- 業績不足：描述我們預計在12個月內提供-10%或更低的總回報（價格升值加債息）的證券。

12個月的法國興業銀行股票評級

- BUY: 12個月內的股東總回報絕對預測為15%或更多。
- HOLD: 12個月期間的股東總回報絕對預測在0%至15%之間
- SELL: 12個月內的股東總回報絕對低於0%

股東總回報率是指預期的股價增值以及所有預測的現金股利收入，包括12個月期間支付的特別股息收入。

免責聲明及重要說明

本文中的信息由星展銀行有限公司（公司註冊編號：196800306E）（「星展銀行」）發佈，僅供參考。本出版物適用於星展銀行及其子公司或分支機構（統稱「星展」）以及已交付該出版物的客戶，未經星展銀行事先書面許可，不得複製，傳播或傳達給任何其他人。

本出版物並非也不會構成或構成向您提供的認購，參與或按照所述進行任何交易的任何要約，推薦，邀請或邀請的一部分，也不構成邀請或允許向公眾提供要約的意圖。出於現金或其他對價而訂閱或進行任何交易，因此不應被視為如此。

本出版物中的信息可能是不完整的或簡明的，並且可能不包含許多條款和規定，也不標識或定義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。對此不承擔任何責任。本文中的信息可能會進行進一步的修訂，驗證和更新，星展集團不承擔任何責任。

陳述的所有數字和金額僅用於說明目的，對星展集團無約束力。本出版物未考慮任何特定人士的特定投資目標，財務狀況或特定需求。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，也不依賴於此處包含的信息對因任何安排或進行任何交易而引起的任何財務或其他後果的信托責任或義務。為了對任何交易及其後果建立自己的獨立分析，您應酌情諮詢自己的獨立財務、會計、稅務、法律或其他勝任的專業顧問，以確保您進行的任何評估均適合您自己的財務、會計、稅收和法律約束條件和目標，而不以任何方式依賴星展集團或星展集團可能在本文件中表達或在討論中口頭給您的任何立場。

與過往業績有關的任何信息，或基於過往業績或其他市場假設的任何未來預測，不應當被視為未來結果的可靠指數。

如果本出版物是通過電子傳輸（例如電子郵件）分發的，則不能保證這種傳輸的安全性或無差錯，因為信息可能會被攔截，破壞，丟失，破壞，延遲或不完整或包含病毒。因此，發送者對信息內容中由於電子傳輸而引起的任何錯誤或遺漏概不負責。如果需要驗證，請索取紙質版本。

對於居住或位於本出版物的發送、出版、供應或使用可能與法律法規相違背的任何地方、州、國家或其他行政轄區的任何人或實體，本出版物都不會向其發送、意在發送或供其使用。

如果您通過電子郵件收到本出版物，您不得分發或複製此電子郵件。如果您不是目標收件人或者錯誤地收到本郵件，請通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，監視和記錄其人員或向其人員進行的電子和電話通信的權利。無法保證電子通信的安全性，準確性和及時性。本文件不適用於美利堅合眾國或任何1933年美國證券法下的SEC規則S中定義的「美國公民或居民」或「美國人」。

除非另有聲明，本出版物並非投資研究報告，因此應僅作為提供信息。本出版物並未依據旨在促進投資研究獨立性的法律要求而編制。本出版物也並非由星展銀行所進行的獨立、中立或客觀的研究分析或推薦所編制，不應被視作這類內容或作為此類內容而被依賴。

星展銀行內部公司、星展銀行的董事或員工或與其相關的人員／實體可能投資了提及的基礎產品，並可能會影響這些產品的交易。星展銀行內部公司可能與這些基礎產品的提供商有盟約或其他合同性協定，來營銷或銷售其產品。當星展銀行內部企業是產品提供商時，此類公司可能會從投資者處收取費用。此外，星展銀行內部公司可能會向此處提及的公司或附屬公司進行或試圖進行經紀人業務、投行業務以及其他銀行業或金融服務業務。

本信息可能包含報價、評論或分析。任何此類報價、評論或分析都基於反映我們的誠信、判斷或選擇的假設及參數，並因此不對其準確性、完整性或合理性做出保證。所有包含在此文件中或在任何討論中口述於您的信息、估計、預測及意見都僅在指明的日期前構成我們的判斷，並可能會未經告知即出現改變。市場條件或任何假設的變化都可能對此處陳述的估計或意見帶來實質性影響。

金融工具的價格與可及性會未經告知即出現改變。在任何情況中，過去表現並不能保證未來的結果，並且由於各種經濟、市場和其他因素的關係，未來的結果可能不能達到我們／您的預期。

此處提及的投資產品並非是唯一與任何研究報告中的觀點相一致的產品，並可能不是最受您追捧或最適合您的產品。市場中還有其他可獲得的、並可能更適合您的投資特點、目標以及財務狀況的投資產品。

迪拜國際金融中心

本出版物是按照迪拜金融服務管理局的規則手冊中的商業行為模塊所定義的專業客戶或市場對手方提供給您的，任何不符合被分類為以下條件的客戶都不應依賴該出版物依據迪拜金融服務管理局規則的專業客戶或市場交易對手。

本出版物由星展銀行在迪拜國際金融中心（「DIFC」）所經營的分行所發行，註冊名稱為「星展唯高達證券（DIFC分行）」（「星展DIFC」），已註冊於迪拜國際金融中心的迪拜公司註冊處，公司編號15的，其註冊辦事處位於阿拉伯聯合酋長國迪拜國際金融中心門區5號樓，6樓608-610室，郵箱號碼506538。

星展 DIFC 受迪拜金融服務管理局（「DFSA」）監管，其註冊編號為 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>。

在本出版物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，即為儘管其中包含的信息被認為是可靠的，該信息尚未得到星展 DIFC 的獨立驗證。

除非以其他方式提及，本出版物並不構成市場法第 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（2010 年 DIFC 法第 2 條）中所定義的「發售基金單位」的概念。

DFSA 不承擔審核或核實此類出版物或任何與此類投資有關的文件的責任，並且不受到任何 DFSA 出或通過的任何形式的規定的約束。因此，DFSA 並未批准此類出版物或任何與此類投資相關的文件，也未採取措施對此類出版物或相關文件中信息進行核實。DFSA 並未評估任何本出版物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），我們或 DFSA 都並未以任何方式決定這些投資是否符合伊斯蘭教法。

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

香港

本出版物由星展銀行（香港）有限公司（中央編號：AAL664）（即「DBSHK」）發行，該公司受香港金融管理局（即「香港金管局」）和證券及期貨事務監察委員會監管。在香港，星展銀行私人銀行是星展銀行（香港）有限公司的私人銀行部門。

在星展香港並不向您兜售或推薦任何金融產品或交易性執行服務的情況下，星展香港並非您的投資顧問以您的受托人身份行事。如果星展香港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。星展香港不會要求您簽署本文件其他的條款或任何其他文件，星展香港可能會要求您做的任何聲明都不會違背本條款。

任何情況下，星展香港從未根據提供的信息就投資結果給予過、也將不會給予任何的、代表、保證以及其他確保。「金融產品」意為「證券與期貨法令」（香港法例第 571 章）中定義的任

何證券、期貨合約或使用槓桿的外匯合約。「使用槓桿的外匯合約」僅適用於由具有第 3 型受監管活動執照的個人所交易的合約。本信息並未經過香港金管局或任何其他地方的監管機構審閱或批准。

本資訊是將您作為（依據香港證券與期貨法令定義的）「專業投資者」提供給您的，僅用作您個人之用，並不應被傳遞或透露給其他任何人，也不應以任何方式複製或復現。

在本出版物中包含研究報告的情況下，除另有說明外，星展香港不是研究報告的發行方。諸如本研究報告的發行是基於明確地理解了以下信息，即為儘管其中包含的信息被認為是可靠的，該信息尚未得到星展香港的獨立驗證。

本報告由星展銀行的人員所編制，該人員未獲香港證券及期貨事務監察委員會批准可以依據證券及期貨條例（香港法例第 571 章）在香港進行受規管的證券諮詢活動。本報告在香港發行，由星展香港負責，星展香港是一家在香港證券及期貨事務監察委員會註冊的註冊機構，依據《證券及期貨條例》（香港法例第 571 章）進行受規管的證券建議活動（香港）。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。

如對本材料有任何疑問，請通過 dbsvnhk@dbs.com 聯系林子津先生（註冊編號 AH8290）。

新加坡

本出版物由星展銀行發行，星展銀行是《財務顧問法》中定義的豁免財務顧問，並受新加坡金融管理局（即「MAS」）監管。

本條廣告並未經過新加坡金融管理局或其他地方的任何一個監管機構的審閱。

本出版物包含研究報告或其摘錄，該研究報告由星展銀行或星展唯高達證券（新加坡）（公司註冊編號 198600294G）

（「DBSVS」）在新加坡發行，這兩家公司均為《財務顧問法》中定義的豁免財務顧問，並受新加坡金融管理局監管。依據《財務顧問條例》第 32C 條款的規定，星展銀行和／或 DBSVS 可發行其各自的外國實體、附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如報告向新加坡的非合格投資者、專業投資者或機構投資者發行，星展銀行僅在法律規定的範圍內對此類人員就報告內容承擔法律責任。新加坡收件人如需諮詢因本報告引起的或與報告有關的事宜，請致電 68788888 與星展銀行聯系。

泰國

本出版物由星展唯高達證券（泰國）有限公司（「DBSVT」）發行。

本資訊中的信息並非意圖作為一項購買或售賣任何證券、衍生品或任何金融產品或服務、提供財務諮詢或投資建議、輔助或辦理存款業務或在任何行政轄區域內提供任何其他金融產品或金融服務的要約、要約邀請或要約招徠。本出版物中的信息的提供僅用於提供信息，並無意圖且不應作為一項建議。

本出版物並未被任何一家泰國的監管機構審閱過，也並未作為招股說明書被登記於泰國證券和交易委員會辦公室。因此，任何與證券、衍生品或任何其他金融產品、服務的認購或購買的要約、銷售或要約邀請相關的文件及材料都只可能由適用法律法規準許的實體進行傳播發行。DBS和DBSVT並無意圖招徠您進行任何證券、衍生品或其他任何金融產品或服務的投資或認購，並且此類招徠只會由適用法律法規準許的實體進行。

本出版物包含研究報告或其摘錄，該報告由DBSVT在泰國發行。

如對本材料有任何疑問，請通過 research@th.dbs.com 聯繫 Chanpen Sirithanarattanukul。

英國

本出版物由星展銀行有限公司倫敦分行發行（「星展英國」）。星展英國受審慎監管局授權並受金融行為監管局的監管以及審慎監管局的有限監管。有關星展英國受審慎監管局監管範圍的詳細信息，可應要求提供。

本出版物包含研究報告或其摘錄，該報告由金管局監管的新加坡星展銀行有限公司編制。

關於英國，本報告僅供星展英國及其各自的關聯公司和附屬公司的客戶使用，且本文件的任何部分不得(i)以任何形式或通過任何方式備份、影印或複製，或(ii)事先未經星展英國書面同意而進行再發行。本出版物的使用對象是在投資方面具有專業經驗的人士。遵照本出版物進行的任何投資活動只能由此類人員開展。在投資方面沒有專業經驗的人士不應依賴本出版物。

馬來西亞

本出版物包含研究報告或其摘錄，該報告由安聯星展研究有限公司（「ADBSR」）在馬來西亞發行。從ADBSR收到本報告的收件人，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），其控股公司安聯投資銀行有限公司、其各自關聯公司、附屬公司、其董事、高級職員、員工、代理人以及與其中任何一方相關或關聯的各方可能持有本報告中所提及的證券頭寸，並可能影響此處提及的證券交易，還可能為有關公司提供或尋求提供經紀、投資銀行/企業顧問及其他服務。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/或尋求獲取報酬。

ADBSR執行董事Wong Ming Tek



印尼

本出版物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。

由PRIIPS監管（定義如下）的投資產品並非意圖也並不應該被主動提供、出售給歐洲經濟區（「EEA」）的散戶投資者，或使EEA區域內的散戶投資者能夠獲得此類投資產品。為此，散戶投資者指的是這種個人：

1. 在2014/65/EU號法令（修訂後為「MiFID II」）第4(1)條第(11)點定義的散戶客戶；或
2. 2002/92/EC號法令（修訂後為「保險調解令」）概念中的顧客，在該令中此類顧客不具有MiFID II第4(1)條第(11)點中定義的專業投資者；或
3. 不具有2003/71/EC號法令（修訂後為「招股說明書法令」）中定義的投資者資格的個人

因此，沒有(EU)第286/2014號規定（「PRIIPS規定」）中要求的用來向EEA區域的散戶投資者主動提供或銷售投資或使EEA區域的散戶投資者可獲得此類投資的關鍵信息文件被編制，並且因此，在PRIIPS規定下向EEA區域的散戶投資者主動提供或銷售投資或使EEA區域的散戶投資者可獲得此類投資的做法可能是違法的。為此，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

摩根士丹利資本國際ESG研究有限公司及其附屬公司不對此處包含的任何摩根士丹利資本國際ESG數據做出任何明示或暗示的保證或陳述，也不承擔任何責任。摩根士丹利資本國際ESG數據僅供您內部使用，不得進一步重新分發或用作任何金融產品或指數的基礎。任何摩根士丹利資本國際ESG數據本身都不可作為確定證券買賣標的或時機的依據。

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，鑒於替代方案有限，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。

法律信息

本出版物包含東方匯理基金、東方匯理指數解決方案基金和第一鷹東方匯理SICAV基金的若干子基金的相關信息，這些子基金可依據新加坡《證券和期貨法》（第289章）（「SFA」）在新加坡註冊為認可計劃，或依據《2005年證券和期貨（投資要約）（集體投資計劃）條例》附表6被告知為受限計劃。如子基金或相關股份類別在新加坡被告知為受限計劃，則此類子基金或相關股份／單位類別未得到新加坡金融管理局的授權或認可，不得向新加坡散戶公眾發售。因此，相關股份／單位不得直接或間接向新加坡人士提供或出售，或作為認購或購買的邀請對象，除非是(i)SFA第304條規定的機構投資者，(ii)第305(1)條規定的相關人士，或第305(2)條規定的任何人，並符合SFA第305條規定條款，或(iii)符合其他規定及SFA任何其他適用條款。該子基金在香港為非證監會授權基金，僅適用於專業投資者。投資者應謹慎對待此要約。

1. 該子基金投資於全球多元化的各種資產類別，包括股票和債券。
2. 投資該子基金可能使投資者面臨市場波動、流動性、信貸及提前償付的風險。使用金融衍生工具進行套期保值、高效投資組合管理和／或優化回報，可能會導致估值風險、交易對手風險及發行人信用風險。子基金也可能會涉及次級債券、債務證券及新興市場的相關風險。與成熟市場相比，投資新興市場可能會帶來更高的經濟和政治不確定性。
3. 經理擁有向子基金持有人派發股息的絕對自由裁量權。派息的收益來源包括利息收入及子基金投資的債務證券產生的資本收益。如果該利息收入和／或資本收益不足，則股息可從歸屬於相關類別的資本中分配。派息的申報和／或支付（無論是出自利息收入、資本收益和／或資本）可能會降低相關類別的資產淨值。支付股息和支付金額的歷史數據並不代表未來的股息和支付金額。
4. 該子基金的價值可能會波動，子基金可能蒙受重大損失。
5. 投資者不應僅根據本文件作出投資決策。

本出版物提及的所有基金均未經香港證券及期貨事務監察委員會的授權認可。因此，該等基金的股份或單位在香港不向公眾開放，亦不得以公開發售、公開廣告或任何類似方式在香港發行。該子基金是一款複雜的產品，僅適用於專業投資者。建議投資者謹慎對待該要約。本出版物未經香港任何監管機構審查，香港任何監管機構均不對這些基金的財務狀況或本出版物中任何聲明或意見的準確性負責。強烈建議任何對出版物內容有疑問的投資者尋求獨立的專業意見。本出版物包含研究報告，星展香港不是該研究報告的發行人，除非另有說明。該研究報告的發行是基於對以下情況的明確理解：雖然其中所含信息據信是可靠的，但這些信息尚未得到星展香港的獨立驗證。

該子基金僅供香港《證券及期貨條例》所界定的專業投資者，不適用於散戶投資者。禁止對此處提供的任何信息進行全部或部分傳播、複製、復現、修改或翻譯。建議投資者謹慎對待有關要約。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作出的任何陳述或表達的意見的準確性負責。強烈建議任何對文件內容有疑問的投資者尋求獨立的專業意見。

本出版物包含星展銀行有限公司（公司註冊號196800306E）（「管理人」）管理的星展I.D.E.A基金（「子基金」）的相關信息。該子基金並非依據新加坡《證券和期貨法》（「SFA」）第289章第286條被授權或依據《證券和期貨法》第287條被認可的集體投資計劃。該子基金未獲金管局授權或認可，該子基金的參與股（「參與股」）不得向新加坡散戶公眾發售。因此，本文件及其中的材料不應被傳播、發行給新加坡公眾，優先股也不應被發售、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。本文件不是SFA中定義的招股說明書。子基金將僅在私募備忘錄的基礎上接受認購，其複件可從星展銀行有限公司獲得。本文件未經新加坡金融管理局審閱。

該子基金只接受依據《私募發行備忘錄》（「備忘錄」）進行認購。備忘錄可向星展銀行有限公司索取。該子基金投資的價值及任何收益可能減少也可能增加。該子基金不保證業績。此外，過去表現不是當前或未來表現和收益的保證或可靠指數。其業績數據沒有將參與股發行和贖回所產生的備金和成本計算在內。

本出版物並不構成公眾廣告或投資建議，並僅為個人所用且為機密內容。

本資訊所含信息應與備忘錄的全文一同閱讀。

提醒事項：

1. 該子基金投資於在全球範圍內的股票證券。
2. 經理可自行決定不發行子基金單位，並在不晚於初始報價階段結束後的14個營業日內將收到的申請款項（無利息）退還給投資者。
3. 投資於本子基金可能使投資者面臨市場波動和流動性風險。與成熟市場相比，投資新興市場可能會導致更高的經濟和政治不確定性。
4. 該子基金的價值可能會波動，子基金可能蒙受重大損失。投資者不應僅根據本文件作出投資決策。

說明:

1. 我們採用定性方法系統地分析每只基金的特徵、風險和業績屬性，以找出我們認為可以增值的基金。通過分別對基金經理進行訪談，我們研究了5個關鍵因素：人員、產品、流程、投資組合和業績。
2. 基金業績數據來自晨星投資分析平台和／或彭博終端。3個月、6個月和1年的業績回報是累計數據，而3年和5年的業績回報是年化數據。提供的所有數據均截至2022年7月31日或能得到的此前最近的資產淨值日期。累計和年化的業績數據均按買入價以美元計算，除非另有說明。在適用的情況下，還提供了該基金與其適當基準的相對業績。
3. 標準差是對風險的一種統計度量。標準差越高，波動性越大，因此潛在風險也就越大。假設基金的回報率符合標準正態分佈，預計該基金約68%的年度總回報率與年平均回報率的標準差介於+1到-1之間。
4. 星展銀行基金甄選團隊根據其對基金的競爭優勢的評估結果確定基金評級，代表著團隊對該基金在未來18至36個月內相對於同類基金及其指定的資產類別基準表現的信心水平。但投資者應注意，星展FST基金評級並不是對基金作為一種資產類別的看法，也不是對基金未來業績的保證。評級高的基金並不意味著它適合所有投資者，也不應被視為買入或賣出相關基金的建議。在決定投資或購買所提及的任何基金之前，潛在投資者應充分考慮其特定的投資目標、財務狀況或特殊需求，並就基金的匹配度向財務顧問徵求意見。

本出版物未經新加坡、香港、迪拜國際金融中心、英國或其他地方的任何監管機構審查或授權。對於與發行者有關的研究出版物，沒有安排更新計劃或發行週期。

有關集體投資計劃或基金的附加免責聲明

如果本出版物提及任何集體投資計劃或基金，相關信息可通過星展銀行網站和／或星展digibank獲取，以供參考。

公司特定／監管披露

1. 截至2022年11月30日，星展銀行有限公司、星展香港、星展唯高達證券新加坡私人有限公司（「DBSVS」）或它們的子公司和／或其他附屬公司持有本報告中推薦的凱德置地投資有限公司、華僑銀行、萊佛士醫療集團、新加坡航空有限公司、泰國飲料公共有限公司、大華銀行、萬特電子、印多福食品、凱德騰飛房地產投資信託基金、凱德雅詩閣信託、凱德中國信託、星獅地產信託、豐樹物流信託、豐樹泛亞商業信託、太陽百貨中的自營頭寸。截至2022年10月31日，星展銀行有限公司、星展香港、星展唯高達證券新加坡私人有限公司（「DBSVS」）或它們的子公司和／或其他附屬公司持有本報告中推薦的曼谷高速公路和地鐵、正大集團CPALL、泰華農民銀行、TISCO金融集團的自營頭寸。

2. 截至2022年11月30日，星展銀行有限公司、星展香港、DBSVS、它們的子公司和／或其他附屬公司持有本報告中推薦的凱德置地投資有限公司、凱德中國信託、星獅地產信託、豐樹物流信託的淨多頭頭寸超過已發行總股本的0.5%。
3. 截至2022年11月30日，星展銀行有限公司、星展香港、DBSVS、星展唯高達證券美國(DBSVUSA)、它們的子公司和／或其他附屬公司實益持有凱德騰飛房地產投資信託基金、星獅地產信託、豐樹物流信託的普通證券任一類別的1%。

投資銀行服務的報酬

1. 截至2022年11月30日，星展銀行有限公司、星展香港、DBSVS、它們的子公司和／或DBSVUSA其他附屬公司在過去12個月內已收到凱德置地投資有限公司、新加坡航空有限公司、凱德騰飛房地產投資信託基金、凱德雅詩閣信託、豐樹物流信託、豐樹泛亞商業信託的投資銀行服務報酬。
2. 截至2022年11月30日，星展銀行有限公司、星展香港、DBSVS、它們的子公司和／或DBSVUSA其他附屬公司在過去12個月內為凱德置地投資有限公司、新加坡航空有限公司、凱德騰飛房地產投資信託基金、凱德雅詩閣信託、豐樹物流信託、豐樹泛亞商業信託管理或共同管理其證券的公開發行。
3. DBSVUSA自身沒有投資銀行或研究部門，在過去12個月內，它也沒有以經理或聯席經理的身份參與任何證券公開發行，或參與任何其他投資銀行交易。任何美國人，如希望獲得進一步信息，包括對本免責聲明中披露的任何澄清說明，或希望對本文件中討論的任何證券進行交易，請單獨與DBSVUSA聯繫。

管理者／受托人利益：

1. 林穎堅（Anthony LIM Weng Kin），星展集團控股有限公司董事會成員，自2022年9月30日起擔任凱德置地投資有限公司董事。
2. 林之高（Olivier Lim Tse Ghow），星展集團控股有限公司董事會成員，自2022年9月30日起擔任萊佛士醫療非執行董事。
3. 余林發（Peter Seah Lim Huat），星展集團控股有限公司主席兼董事，自2022年9月30日起擔任新加坡航空有限公司董事／主席。

對於先前所作投資建議的披露：

星展銀行有限公司、星展唯高達證券新加坡私人有限公司（「DBSVS」）、它們的子公司和／或其他附屬公司可能在過去12個月內就本研究報告中推薦的相同的證券／工具發表過其他投資建議。如需查看星展銀行有限公司、星展唯高達證券新加坡私人有限公司（「DBSVS」）、它們的子公司和／或其他附

屬公司在過去12個月內發佈的投資建議，請與所列的首席分析師聯系。

本報告中論述的估值、意見、估計、預測、評級或風險評估是根據若干估計和假設而得出的，必然會受到重大不確定性和意外事件的影響。應該預料到，估值、意見、估計、預測、評級或風險評估所根據的一項或多項估計不會成為現實，或與實際結果有很大差異。因此，本文所述的估值、意見、估計、預測、評級或風險評估不可作為星展集團（和／或與前述實體關聯的任何人員）的表示和／或保證，即：

- a. 此類估值、意見、估計、預測、評級或風險評估或其基本假設將會實現；以及
- b. 保證未來的結果或事件將與其中所述的任何此類估值、意見、估計、預測、評級或風險評估一致

如需了解所涵蓋的公司或價格目標相關的估值方法和假設條件，請與首席分析師聯系。

本報告中關於大宗商品所做出的任何假設都是為了對本文提及的某公司（或多家公司）進行預測的目的。它們不應被解讀為與本報告所述大宗商品相關的實物商品或期貨合約的交易建議。

星展唯高達證券美國有限公司是一家在美註冊的券商，自身沒有投資銀行或研究部門，在過去12個月內，它也沒有以經理或聯席經理的身份參與任何證券公開發行，或參與任何其他投資銀行交易，也沒有開展做市業務。

對於先前所作投資建議的披露：

星展銀行有限公司可能在過去12個月內就本研究報告中推薦的相同證券／工具發佈了其他投資建議。請聯系列出的分析師以查看星展銀行有限公司在過去12個月內發佈的投資建議。

倘若本文件英文版—中文譯文有任何歧義，概以英文版為準。

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	EPF	員工公積金
ASP	平均售價	EPFR	新興投資組合基金研究
ASW	東盟單一窗口	EPS	每股收益
AUM	資產管理規模	ERP	股權風險溢價
AxJ	亞洲（日本除外）	ESG	環境、社會和治理
bbl	桶	ETF	交易所交易基金
BI	印度央行	EU	歐洲聯盟
BIS	國際結算銀行	EV	電動車
BNM	馬來西亞央行	FOMC	聯邦公開市場委員會
BOC	加拿大央行	FDI	外商直接投資
BOE	英倫銀行	FII	境外機構投資者
BOJ	日本央行	FX	外匯
BOK	韓國央行	G2	兩國集團
BOT	泰國央行	G3	三國集團
BRICS	巴西、中國、印度、俄羅斯和南非	G7	七國集團
BSP	菲律賓中央銀行	GDP	國內生產總值
bpd	桶/每天	GFC	全球金融危機
bps	基點	GPU	圖形處理單元
CAGR	複合年增長率	GW	吉瓦
CGB	中國政府債券	HIBOR	香港銀行同業拆放利率
CPI	消費者價格指數	HKMA	香港金融管理局
CRE	商業房地產	HY	高收益
DM	成熟市場	IC design	集成電路設計
dma	日移動平均線	IndoGB	印尼政府債券
DPU	每單位分佈	IG	投資評級
DXY	美元指數	IGB	印度政府債券
EBIT	息稅前利潤	IMF	國際貨幣基金組織
EBITDA	息稅折舊攤銷前利潤	IOT	物聯網
EC	歐盟委員會	IPO	首次公開募股
ECA	歐洲芯片法	IRS	利率掉期
ECB	歐洲中央銀行	ISM	供應管理協會
EM	新興市場	IT	信息技術

簡稱	定義	簡稱	定義
JCI	印尼雅加達綜合指數	P/B	市淨率
JETRO	日本貿易振興機構	P/E	市盈率
JGB	日本政府債券	PBOC	中國人民銀行
KLIBOR	吉隆坡銀行同業拆借利率	PCE	個人消費支出
KTB	韓國國債	PE	私人產權
LaMDA	對話應用程序的語言模型	PER	市盈率
LATAM	拉美	PM	投資組合經理
LGFV	地方政府融資平台	PMI	採購經理人指數
LME	倫敦金屬交易所	PPI	生產者價格指數
LVMH	酩悅軒尼詩路易威登	PRR	價格與研究比率
LTRO	長期再融資選擇	QE	量化寬鬆
M&A	併購	QT	量化緊縮
MAS	新加坡金融管理局	R&D	研究與研發
MBS	抵押貸款支持證券	RBA	澳洲儲備銀行
MGS	馬來西亞政府證券	RBI	印度儲備銀行
mmbpd	百萬桶／日	RBNZ	紐西蘭儲備銀行
MNC	跨國公司	RCEP	區域全面經濟伙伴關係
MOF	日本財務省	REER	實際有效匯率
MTI	新加坡貿工部	REIT	房地產投資信托
NAV	資產淨值	RENGO	日本工會聯合會
NEER	名義有效匯率	RevPAR	每間可用客房的收入
NFIB	全國獨立企業聯合會	RM	客戶關係經理
NGL	天然氣液體	ROA	資產回報率
NIM	淨息差	ROE	股本回報率
NPC	人大	RRR	存款準備金率
NPL	不良貸款	RWA	風險加權資產
OECD	經濟合作與發展組織	S-REITs	新加坡房地產投資信托
OIS	隔夜指數掉期	SAA	戰略資產配置
OMO	公開市場操作	SBV	越南國家銀行
OPEC+	石油輸出國組織	SD	標準差
OPM	營業利潤率	SGP	穩定與增長公約

簡稱	定義	簡稱	定義
SME	中小型企業	ThaiGBs	泰國政府債券
SNB	瑞士國家銀行	TOPIX	東京股票價格指數
SOE	國有企業	TP	目標價
SOFR	擔保隔夜融資利率	TPI	稅收和物價指數
SORA	新加坡平均隔夜利率	TSE	東京證券交易所
SPR	戰略石油儲備	UCITS	可轉讓證券集體投資承諾
SVB	硅谷銀行	UST	美國財政部
SWIFT	全球銀行間金融電信協會	WTI	西德克薩斯中質油
TAA	策略資產配置	WTO	世界貿易組織
TAM	總目標市場	YCC	產量控制曲線
TCE	有形普通股	YTD	今年迄今
TFP	全要素生產率	YTW	最差債息

CIO 往期洞察



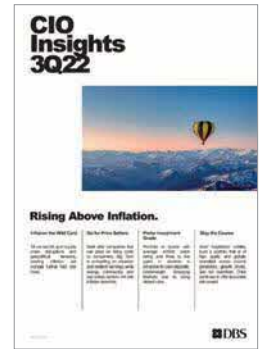
2Q23 CIO 洞察
撥雲見日
2023年3月



1Q23 CIO 洞察
重塑 60/40
2022年12月



4Q22 CIO 洞察
聚焦聯儲局
2022年9月



3Q22 CIO 洞察
跨越通脹
2022年6月



2Q22 CIO 洞察
風暴中的良策
2022年3月



1Q22 CIO 洞察
分歧的世界
2021年12月



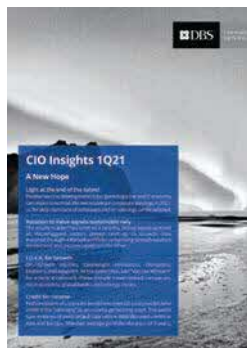
4Q21 CIO 洞察
勇往直前
2021年9月



3Q21 CIO 洞察
如願以償
2021年6月



2Q21 CIO 洞察
重回正軌
2021年3月



1Q21 CIO 洞察
曙光乍現
2021年12月



4Q20 CIO 洞察
邁向復甦
2020年9月



3Q20 CIO 洞察
傲然屹立
2020年6月

CIO 往期洞察



2Q20 CIO 洞察
歷久彌堅
2020年3月



1Q20 CIO 洞察
新世界的嶄新思維
2019年12月



4Q19 CIO 洞察
所向披靡 破浪前行
2019年9月



3Q19 CIO 洞察
瞬息萬變的世界
2019年6月



2Q19 CIO 洞察
順勢而贏
2019年3月



1Q19 CIO 洞察
拉鋸戰
2018年12月



4Q18 CIO 洞察
峰回路轉
2018年9月



3Q18 CIO 洞察
乘風破浪 揚帆遠航
2018年6月



2Q18 CIO 洞察
前路崎嶇不平
2018年3月



1Q18 CIO 洞察
堅定信念
2017年12月

