



CIO洞察2020年第2季 歷久彌堅

消除黑天鵝事件

在美聯儲減息150個基點和大規模財政刺激政策的帶動下，世界各國央行和政府迅速做出反應，以緩解COVID-19疫情和油價暴跌造成的經濟損失。

注意息差

除非此次疫情經久不散，否則與現金存款和債券相比，股票孳息率將獲得較強支持。

槓鈴策略增強韌性

採用槓鈴投資策略，繼續持有長期增長股票和創收資產。增長端偏好中國股票、醫療保健與科技板塊；創收端繼續持有股息股票。增持美國和亞洲市場。

在額外一級資本債AT1，亞洲信貸看到價值

在孳息率極低的世界中，應持有久期平均為4至5年的多元化公司債券投資組合。亞洲公司債券和一些AT1債券給予誘人的風險回報率。



目錄

- 01 行政摘要
- 02 資產配置
- 20 全球宏觀經濟
- 33 美國股市
- 39 歐洲股市
- 44 日本股市
- 49 亞洲（除日本外）股市
- 58 全球利率
- 67 全球信貸
- 74 全球貨幣
- 85 另類投資：黃金
- 90 另類投資：私募基金
- 93 專題1：5G — 第一部
- 102 專題2：基礎建設

註：除非另行說明，否則數據截至2020年3月23日。

行政摘要



尊敬的客戶，

金融市場在2020年第1季度經歷了極大的震盪，帶回了對2000年互聯網泡沫破滅和2008年全球金融危機的記憶。

面對兩個「黑天鵝」事件，即新型冠狀病毒肺炎COVID-19疫情和國際油價的暴跌，全球股市從峰值至谷底下跌了約30%，而美國國債孳息率也在第一季度創下歷史新低。顯然，在此輪定價中，市場正在消化全球衰退的可能性正在上升。

在美聯儲的帶領下，全球央行迅速放鬆了貨幣政策 — 美聯儲大幅下調150個基點至接近零的目標利率。全世界的政府還推出了大規模的財政刺激計劃，以減輕疫情流行帶來的經濟損失。

市場何去何從，應該如何定位您的投資組合？

當然，很大程度上取決於大流行的擴散程度和持續性。如果在整個夏季到未來的幾個月中，我們認為美國和歐洲的感染病例有所放緩，我們預計市場將趨於穩定和恢復。中國局勢的改善支持工廠的復工，確實是令人鼓舞的跡象，因為這意味著全球供應鏈的逐步正常化。

我們繼續提倡「槓鈴」組合。這樣的投資組合將在兩個重點領域持有全球多元化的證券。在一個重點領域，公司債券和產生股息的股票充當「創收者」，而長期增長股票則充當另一個「回報增強」元素。我們還將黃金作為投資組合中的「風險分散者」。

關於成長型股票，我們仍堅信科技，醫療保健和中國股市板塊。我們堅信，這樣的投資組合結構將在今天的風暴中歷久彌堅，並為未來的復甦鋪路。

我希望協助您在這不確定的時期裡堅守您的投資。



侯偉福
投資總監



來源：Unsplash

資產配置 | 2Q20

前途漫漫

宏觀展望



貨幣政策

全球宏觀衝擊促使美聯儲將利率削減至接近零並重新引入量化寬鬆政策。其它央行應會跟隨。



經濟增長

全球增長受到針對供應鏈的衝擊和阻礙。不恰當處理COVID-19疫情會引發大規模衰退。



地緣政治

中美之間在COVID-19疫情上打的口水戰以及年底的美國總統大選是中期阻力。



通貨膨脹

在需求衝擊和能源價格疲弱的情況下，通貨膨脹率將保持在低位。美國五年盈虧平衡通脹率顯示通脹預期保持疲弱。



財政政策

隨著貨幣寬鬆政策達到極限，財政支出將成為政策驅動力。世界各地的政府將宣布大規模刺激措施。

市場展望



股市

中期來看，債券和現金對股票的孳息率差距擴大，對股票起支持作用。相比歐洲和日本，我們持續增持美國和亞洲。



貨幣

成熟市場的利率下行並趨同，這將確保美元指數在94-100範圍內。美元兌日圓則不太可能突破100。



利率

當財政政策應對變得更加激進並且十國集團的降息被完全定價時，孳息率曲線將出現熊市走俏。



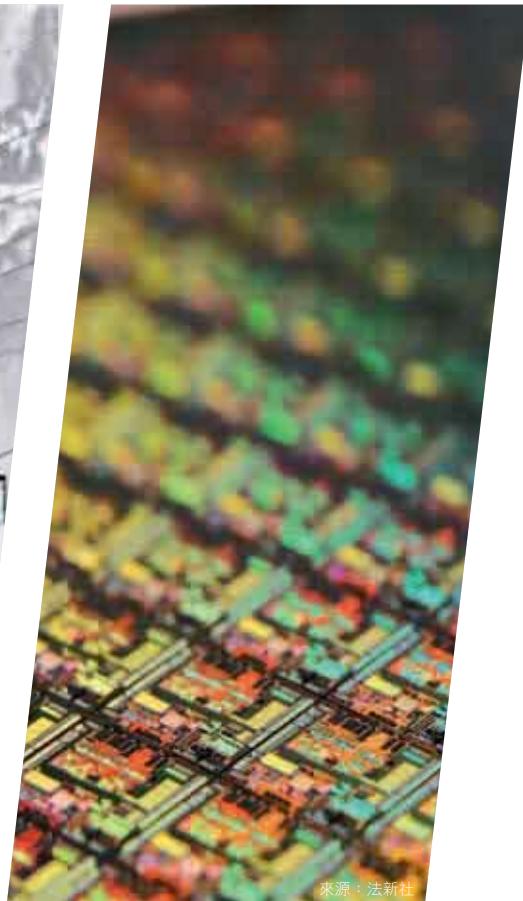
信貸

相比各信用等級的預期違約率，BB評級債券提供更佳孳息率。我們也青睞年期為1至5年的亞洲高收益債券。



專題

駕馭5G技術和全球基礎設施浪潮，以獲得長期投資機會。



新專題： 5G

社會對數據以及快速可靠的通訊的渴望從未如此強烈。5G通訊標準將提供更大的數據容量和更及時的回應時間。5G技術的採用將為投資者在未來十年的大部分時間內提供新的投資機會。



新專題： 基礎建設

城市化、數字化、氣候變化和不平等現象的不斷發展趨勢要求全球基礎設施領域做更多的工作。鑑於政府支出的限制，我們看到愈來愈依賴私募形式為公共基礎設施融資。基礎設施企業強大的定價能力和有限的同業競爭，能提供具有吸引力且可持續的回報率。



現有專題： 半導體行業

半導體行業極大程度上地改變了我們的世界。應對數字化浪潮的一個有效角度是對上游半導體生態系統進行投資。作為數字化的骨幹力量，在AI，物聯網和5G日益普及的推動下，上游技術的前途一片光明。

資產配置

侯偉福, CFA | 投資總監

鄭迪倫 | 策略師

回到2020年初，不管是中美貿易戰、美國總統遭彈劾、還是英國最終敲定脫歐，似乎沒有什麼能阻止全球大牛市繼續攀升。但新型冠狀病毒肺炎的出現讓市場開始崩盤。

在短短幾個交易日內，此輪病毒的擴散一手推動全球股市轉熊，成為史上最迅猛的下跌行情之一。疫情恐慌給全球風險資產帶來了第一波衝擊，而沙特與俄羅斯展開石油價格戰導致國際原油價格暴跌，第二波衝擊隨之而來。

市場的恐慌情緒顯而易見，價格指數在兩個方向上都達到了極值：(1)美國10年期國債孳息率觸及0.54%的歷史低點；(2)芝加哥期權交易所（CBOE）波動率指數觸及次貸危機以來的最高的75.5點；(3)標準普爾500指數下跌達9.5%，創下1987年「黑色星期一」以來

圖1：隨著疫情爆發對經濟造成更廣泛的衝擊，經濟衰退風險大幅增加



單日最大跌幅；(4)布蘭特原油價格下跌達24.1%，創下1991年海灣戰爭以來單日最大跌幅。

事實上，鑑於病毒爆發所帶來的未知因素，市場很快就對經濟和企業盈利下滑兩種情況做出了反應。隨著近期市場節節敗退，我們試圖回答以下問題：

- 1) 經濟衰退是否即將來臨？
- 2) 金融市場已經觸底了嗎？
- 3) 市場會出現「U型」還是「L型」反彈？

經濟衰退風險在攀升；但政策相應地緩解了影響。為了防止病毒的迅速傳播，一些國家開始「封城」、「鎖國」，導致經濟活動無法正常開展。如果封鎖持續，經濟衰退的可能性將大大增加。

圖2：美國10年期國債孳息率反映了宏觀經濟的季度疲弱

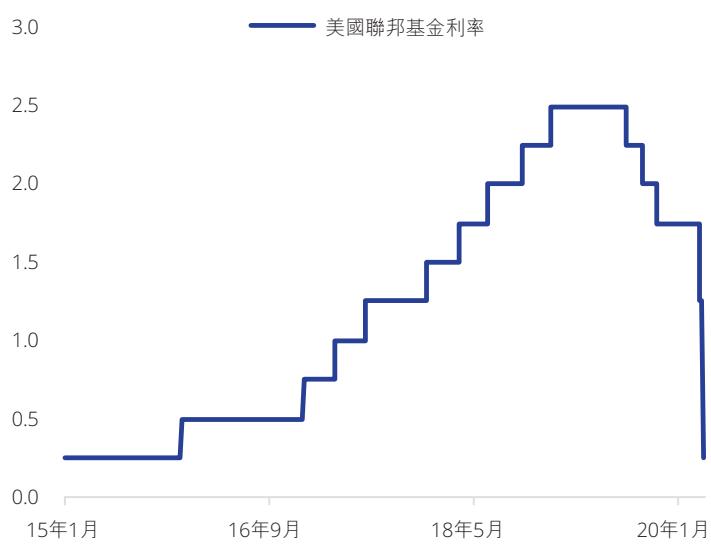


金融市場已消化了經濟衰退的未來風險。據美聯儲稱，市場指標顯示美國經濟出現衰退的可能性為30%，這與互聯網泡沫爆破和次按危機期間的水平大致相若（圖1）。同樣，美國10年期國債孳息率大幅下挫至1%以下，與極度萎縮的美國製造業採購經理人指數（PMI）走勢同步（圖2）。

目前形勢仍然不明朗，但我們認為經濟衰退的可能性已經大大增加。但令人欣慰的消息是，以下因素將緩解經濟放緩的總體影響：

1. 強勁的全球政策支持：鑑於病毒的迅速傳播，世界各國政府和央行已迅速採取行動：
 - 美國方面，美聯儲已將政策利率下調150個基點至接近零的水平（圖3）和重啟債券購買計劃，並首次包括購買公司債券。當局也在商討新一輪的經濟刺激方案。
 - 歐洲方面，因利率已觸底，貨幣寬鬆政策空間有限。但各國政府正在加大財政方面的政策力度。例如，德國已承諾向受到新冠疫情影響的公司提供無限額現金援助。
 - 中國方面，中國人民銀行將1年期和5年期貸款優惠利率分別下調至4.05%和4.75%，並指導國內主要貸款機構向受疫情影響的特定公司提供低息貸款。
2. 經濟衝擊襲來，復甦跡象隱現：新冠疫情的爆發對供應和需求均造成衝擊。中國製造業活動的停滯給全球供應鏈帶來了巨大壓力。儘管金融市場危機產生了負反饋循環，但隨著經濟／消費者信

圖3：美聯儲將政策利率降至近零水平，提前做出了政策響應



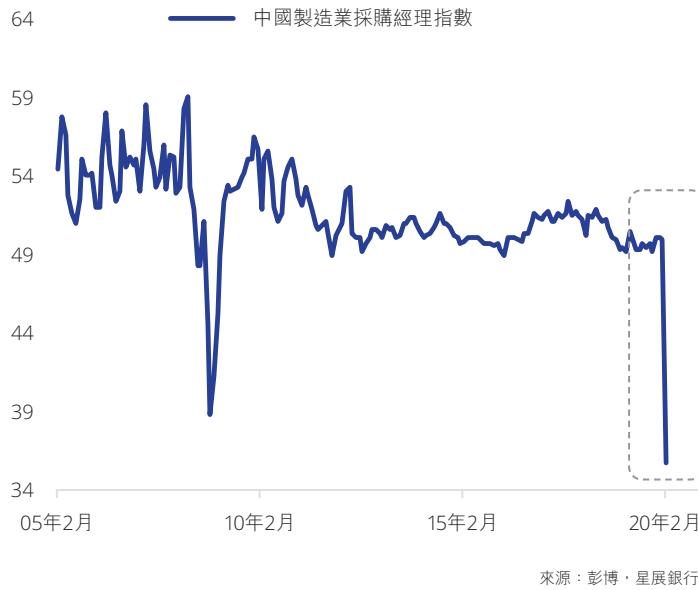
來源：彭博，星展銀行

心減弱，市場消費下降，這種供應衝擊將轉變為需求衝擊。然而，我們依然能夠看到復甦跡象萌發：

- 供應方面，隨著各企業包車接員工復工，中國工廠正逐步復工復產。如果中國能夠成功將其產能恢復到70%的水平，將標誌著經濟開始逐步復甦。
- 需求方面，我們認為病毒危機基本上是一個短暫事件，隨著天氣變暖將逐漸消失。這期間，一些經濟活動被迫取消，另一些則只是延遲。下半年宏觀勢頭最終將會出現反彈。

隨著市場情緒達到恐慌水平，市場距離底部也就不遠了；一旦新增病例觸及峰值，市場反彈將隨之展開。

圖4：受新冠疫情爆發影響，中國製造業活動銳減



由於危機帶來的未知因素太多，投資者的情緒已經進入恐慌狀態，今年全球股市經歷了高峰至波谷近30%的回調。

隨著市場的崩潰，全球股票估值已回落至13.2倍，較長期平均水平15.4倍低了14%。我們的貪婪與恐懼指標顯示，金融市場的「恐懼」程度已達到與2008年次貸危機相當的水平（圖5）。換句話說，市場情緒已經達到極端。

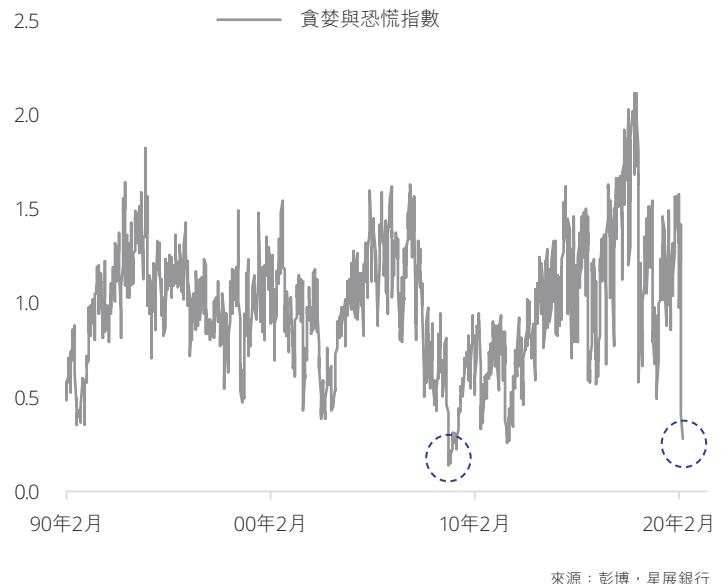
但是任何事情的發生都有意義。我們相信，在這場暴跌之後許多負面的不利因素已被充分「消化」。為了驗證我們的觀點，我們對債券和股票進行了一系列合理性檢查：

- **合理性檢查(1)：債券市場已消化了多少負面消息？**固定收益方面，市場反映出對經濟衰退和通縮的擔憂，美國10年期國債孳息率跌至0.5407%的低點（3月9日）。該孳息率水平與美國ISM製造業指數45大致相當，這一水平表明美國名義GDP

增長率為3.0%。

- **合理性檢查(2)：股票市場已消化了多少負面消息？**股市方面，名義GDP增長3.0%，與美國盈利增長中位數相當。標準普爾500指數的預測市盈率為14.1倍，比長期平均水平低17%，因此估值看起來具有吸引力。

圖5：貪婪與恐懼指標：投資者恐慌達到極端



然而，僅憑估值和極端投資組合定位，並不意味著投資者會大規模重返市場。若要吸引投資者回到市場，全球新增確診病例必須達到峰值。通過中國的情況可以顯而易見，在新增病例達到峰值後不久，恒生中國企業指數（HSCEI）便開始反彈，表現優於成熟市場指數。

如圖7所示，全球（不包括中國）患者人數仍在上升。根據中國的經驗，我們提出以下幾點看法：

- 中國方面，從新增病例數量激增直到新增數量達到峰值經歷了14天。
- 全球（不包括中國）方面，3月2日新增病例數量激增，截至3月13日已是第10天。但成熟經濟體政府明顯缺乏全面準備（檢測和封城措施），因此我們可以保守地估計峰值於4月下旬至5月才會出現。

圖6：標準普爾500指數估值已低於長期平均水平

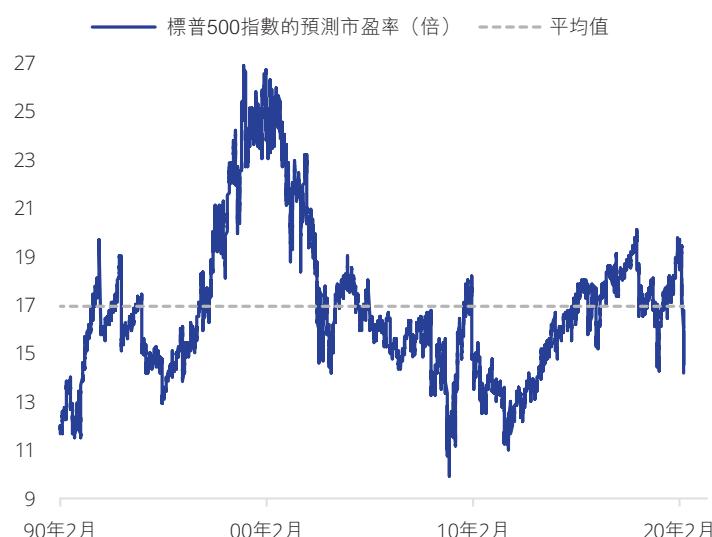
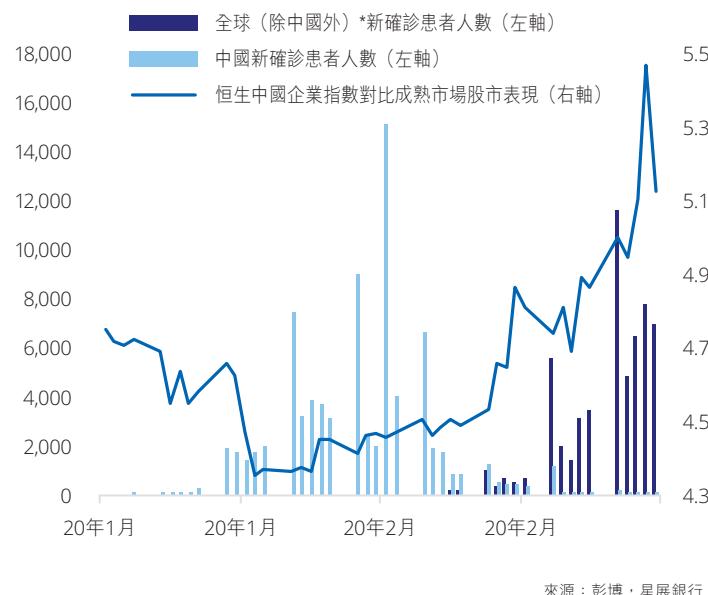


圖7：中國平均每日治癒量已超平均每日新增確診病例



在中國以外的新增病例數量達到峰值以前，各市場將繼續努力探尋方向，並可能對即將到來的經濟和企業數據產生劇烈反應。

考慮到供應衝擊的非經濟屬性，市場出現「U型」反彈的可能性更高。確定市場最終反彈將是「U型」還是「L型」的，有許多因素在起作用。主要取決於：(a)成熟經濟體控制疫情的速度；(b)全球經濟一籃子救援計劃的力度和協調程度。這是決定反彈形態的兩大未知因素。

在缺乏新信息的情況下，我們另辟蹊徑，轉而分析市場此前對非經濟衝擊的反應，得出以下結論：

從以上這些案例可以看出，市場在觸底後的三個月內平均反彈了23%。保守地說，我們預計本次新冠疫情

表1：以往非經濟衝擊對股市的影響

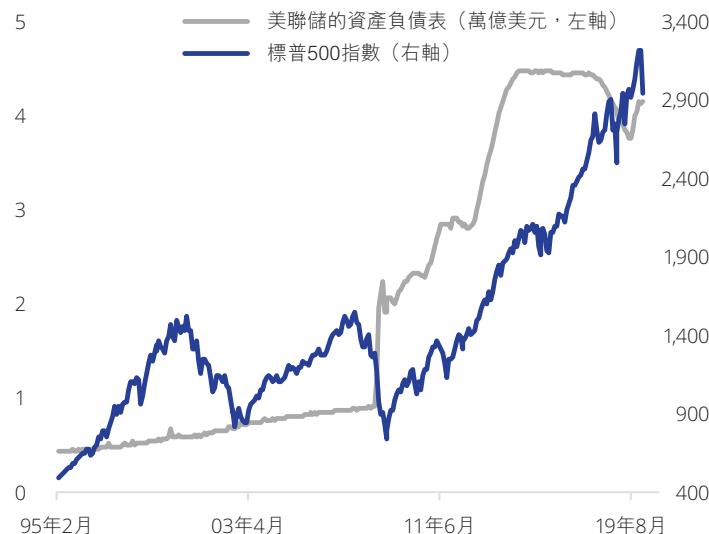
事件	市場軌跡
911事件	911事件之後，標準普爾500指數下調了12%後觸底。隨後三個月內反彈17%。
「非典」爆發	「非典」疫情爆發後，恒生指數經歷了高峰至低谷18%的下跌，隨後三個月內反彈32%。
福島核洩漏事故	2011年日本福島核洩漏事故發生後，日經225指數下跌22%後觸底。隨後三個月內反彈19%。

危機後，經濟反彈並不會像上面引用的例子那樣「V型」反轉，原因如下：

1. 這場疫情危機規模更大，影響到世界許多主要經濟體，而非福島核泄漏事故等更為「局部」的經濟體。
2. 全球供應鏈重啟可能比預期更困難。

儘管如此，我們也不認為市場會遵循「L型」軌跡，因為經濟增長很可能會得到強而有力的政策支持（圖8）。因此目前最可能出現的是「U型」反彈。

圖8：政策將繼續支撐經濟增長



來源：彭博，星展銀行

圖9：從歷史上看劇烈的市場波動只會使科技等創新行業出現短暫回落



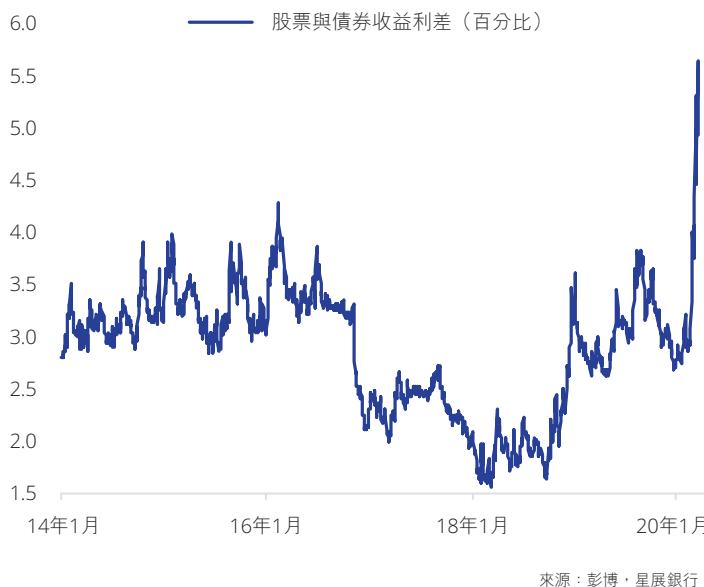
來源：彭博，星展銀行

放眼未來：關注結構趨勢

隨著投資者較全面了解新冠疫情爆發造成的實際經濟損失，風險資產將在未來幾個月內觸底。毫無疑問，這場病毒危機具有強大破壞性。但這也是一個短暫事件，與長期結構性趨勢無關。我們認為，以下因素將在未來幾個季度推動股市：

- 不斷擴大的股票與債券收益利差

圖10：股票和債券之間不斷擴大的孳息率差，提升了未來投資組合轉向股票的機會

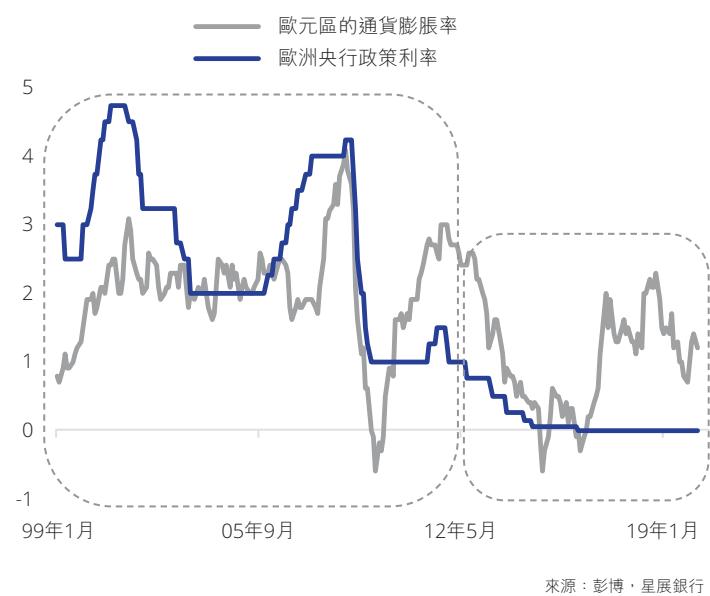


- 「別無選擇（TINA）」信念的盛行
- 勢不可擋的科技行業增長引擎

不斷擴大的股票與債券孳息率差，這一切都是相對的。股票價格的回落連同美國國債孳息率的下跌將債券與股票孳息率的差距推高至4.9%，為2013年以來的最高水平（圖10）。巨大的孳息率差表明，相對於債券，股票作為一種資產類別已變得更具吸引力。我們認為，鑑於全球將維持貨幣寬鬆政策，該趨勢在未來幾個季度仍將延續。

以歐元區為例。前歐洲央行行長德拉吉曾宣稱將「不惜一切代價」保護歐元，遭到詬病。歐洲央行隨後進行了一系列減息，政策利率在45個月內從1%降至0%。但隨著通脹持續的低迷，最終遠未達到理想效果（圖11）。

圖11：繼續執行貨幣寬鬆政策



與此同時，受新冠疫情危機影響，就連美國也加入了極端貨幣寬鬆政策的行列。該國央行已將政策利率降至零，同時重啟量化寬鬆計劃。

「別無選擇」信念盛行 — 為錢找個家。鑑於對宏觀的憂慮，世界各國央行目前均保持溫和立場。對孳息率的追逐預計將在2020年下半年重新主導市場。

新冠疫情危機無疑將對企業盈利產生負面影響。但我們認為，全球金融體系中的流動資金將繼續成為支撐風險資產的中流砥柱。歸根結底，錢終須找個家。

歐洲就是一個明顯的例子。過去十年宏觀經濟增長勢頭和企業盈利表現平平。但在歐洲央行不斷增加流動資金的支持下，歐洲區內股市也在緩慢爬升（圖12）。負利率的實施也導致在瘋狂追求孳息率的過程中，歐洲企業債券利差收窄（圖13）。

圖12：得益於歐洲央行流動性支持；儘管收益狀況不佳，歐洲股市仍然走高

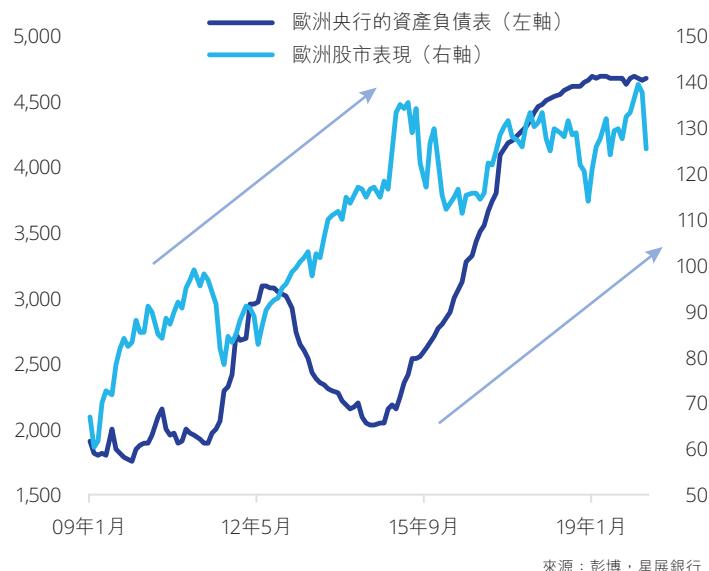
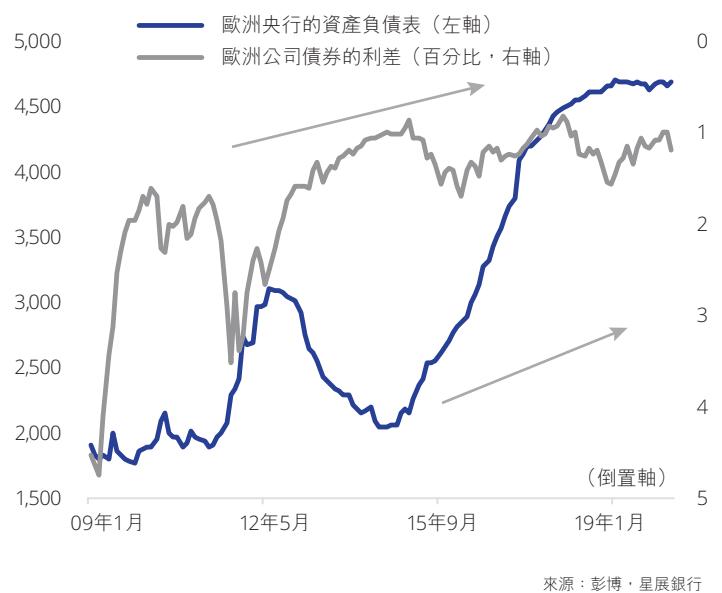


圖13：歐洲企業債券利差因市場對孳息率的追逐而收窄



來源：彭博，星展銀行



在此環境下，主要受益者將是：(1)股票，(2)孳息率更高的企業債券和新興市場債券。

勢不可擋的科技行業的引擎 — 創新的力量將戰勝暫時的不利因素。過去6年，美國科技股一直是推動國內股市表現的主要驅動力。自2014年以來，標準普爾500指數平均每年上漲10.4%。同時，科技板塊的平均漲幅為19.6%，表現優於大盤9.3%（圖14）。那麼，是什麼讓科技公司盈利如此具有韌性？主要有兩個因素：

- 強大的定價影響力
- 營運成本控制的改善

如圖15所示，儘管標準普爾500指數的生產毛利率(GPM)在過去30年基本持平，但科技行業的生產毛利率卻是另一番景象。科技股的生產毛利率從1990年2月的48.8%下跌至2002年2月互聯網泡沫破滅後的33.9%。此後科技公司生產毛利率一路反彈，目前已達47.9%。

圖14：美國科技股一直是推動美國股市表現的驅動力



在我們看來，這是由於近年來科技公司在推出新產品和服務的過程中，顛覆傳統行業、獲得市場份額，不斷提高定價能力，從而導致平均銷售價格(ASP)上升的結果。

另一個有趣的變化是，科技公司提高營運利潤率(OMR)的能力不斷增強，營運利潤率從2009年7月的低點12.1%，提升至目前的22.4%（圖16）。通常當一個公司營運利潤率擴張時，可以歸因於以下兩種情況之一：

- 毛利率層面所獲得較高的利潤過濾至經營層面
- 例如通過經營槓桿改進經營成本控制。

為了研究營運利潤率擴展是否歸因於更高的營運效率，我們分析了營業利潤率和生產毛利率之間的差值(OMR-GPM)。

如圖17所示，大盤的OMR-GPM差值基本持平。但就美國科技行業而言，這一數據已從2009年7月的-31%

圖15：科技生產毛利率 (GPM) 的上升趨勢，表明美國科技企業定價話語權正在提升



圖16：美國科技公司營運利潤率呈上移趨勢；但背後的驅動力是什麼？



縮小至目前的-25%。這表明改善營運成本控制在推動美國科技公司營運利潤率擴張方面發揮了一定作用。

油價疲弱是主要擔憂因素嗎？

在我們看來，市場對油價暴跌的恐慌是不合邏輯的。以往引發石油危機的主要原因往往是產量短缺導致價格上漲。但此次情況恰恰相反，是產量過剩導致價格下跌。

在盈利方面，我們預計油價下跌不會對標普500指數造成持久影響。首先，能源行業在標普500指數中的權重僅為2.8%。其次，能源成本下跌可降低美國製造商的投入成本，這實際上對經濟是絕對的利好。

可能馬上會有人指出，油價疲弱說明需求清淡，最重要的是將帶來通縮風險。但在我們看來，這種對通縮悲觀擔憂情緒似乎並不符合近期的宏觀經濟數據，以美國強勁的就業數據為例，如果不是因為近期疫情爆發，美國就業前景將持續樂觀。

圖17：我們的分析表明，營運利潤率改善的部分原因是營運效率的提高

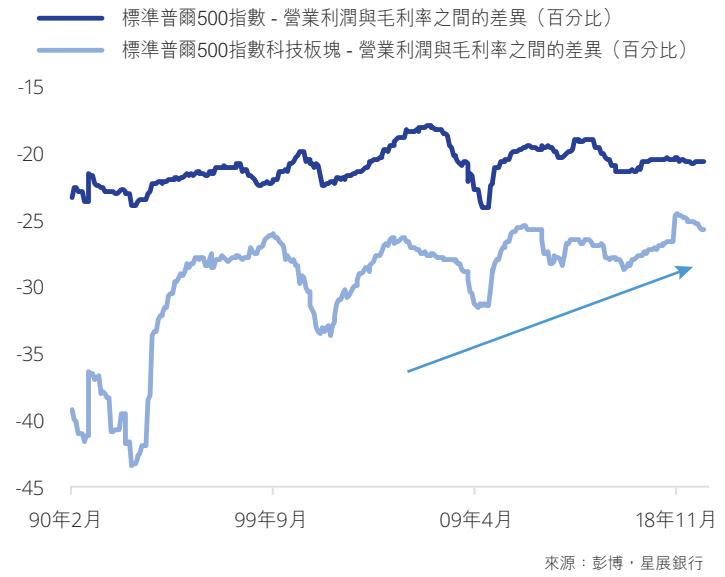


圖18：此前油價下跌對美國股市影響有限



2020年第2季度資產配置：堅定信念

表3：2020年第2季度CIO資產分配(CAA)框架

類別	指標	分數範圍	股票				債券		
			美國	歐洲	日本	除日本外 亞洲股票	成熟國家 政府債券	成熟國家 企業債券	新興市場 債券
基本面	採購經理人指數	-1 to +1	-1	-1	-1	-1	0	0	0
	經濟意外指數	-1 to +1	-1	-1	-1	-1	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	1	1	1	1	1	1	1
	貨幣政策	-1 to +1	1	1	1	1	1	1	1
	預測每股收益增長	-2 to +2	-1	-1	-1	-1	-	-1	-1
	盈利驚喜	-2 to +2	-1	-1	-1	-1	-	-1	-1
估值	預測市盈率	-2 to +2	1	1	1	2	-	-	-
	市賬率與股本回報率	-2 to +2	1	0	0	1	-	-	-
	孳息率 — 10年期國債孳息率	-2 to +2	2	2	2	2	-2	0	0
	自由現金流孳息率	-2 to +2	2	-1	0	1	-	-	-
	信用點差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	1
市場動能	資金流向	-2 to +2	0	0	0	1	1	0	1
	波動性	-1 to +1	-1	-1	-1	-1	0	-	-
	催化劑	-2 to +2	1	0	0	1	0	0	0
原始分數			4	-1	0	5	1	0	2
經調整分數*			0.19	-0.05	0.00	0.24	0.09	0.00	0.13

*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

堅持到底

經濟下滑的影響。

跨資產類別 — 股票相對於債券的吸引力有所增加。從交叉資產的角度來看，我們對股票的偏好高於債券。在我們的資產分配框架中，股票得分為0.10，高於債券的0.07。

基本面：新冠病毒疫情的擴散造成消費者信心下降，但同時由於旅遊業和全球供應鏈受到沉重打擊，預計疫情將嚴重拖累全球宏觀經濟增長勢頭。

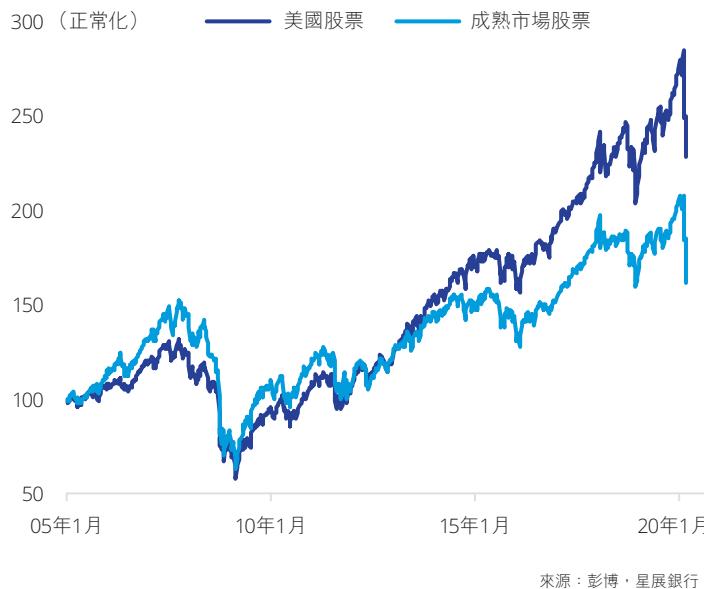
根據我們研究團隊的觀點，中國2020年GDP增長已下調至5.3%，而美國GDP增長預計也將從2019年的2.3%放緩至2.0%。話雖如此，儘管整體經濟增長面臨阻力，我們仍預計全球貨幣和財政寬鬆政策將緩解

估值：在交叉資產的角度來看，企業盈利孳息率與國債孳息率之間的差距仍然很大，達到4.9%，這支持了我們對股票而非債券的偏好。

動能：在交叉資產資金流方面，儘管股市出現大幅回調，但出人意料的是從股市流出的資金卻比預期要少。自2月26日當周以來，有400億美元資金從股票基金撤出，該資金甚至低於今年在此之前610億美元的資金流入。因此，今年迄今為止股市淨流入為130億美元。與此同時，債券基金同期淨流入1,110億美元。

股票：新冠病毒爆發是一個短暫事件；亞洲（日本除外）頭寸表現優異。我們此前呼籲對美國股票「增

圖19：美國股市表現繼續優於成熟市場



持」的觀點現在得到了應驗，因為今年以來美國股市的表現強於成熟市場。儘管市場劇烈波動，但由於美國企業的內在韌性，美股仍然保持了出色表現。鑑於此次危機的短暫性，投資組合配置者不太可能減持他們的核心股票，因為這些都為收益增長前景強勁的美國企業股。

債券：美國國債孳息率將保持低位；亞洲BB級信貸產品迎來機會。隨著金融市場繼續評估新冠病毒爆發所帶來的最終經濟影響，我們預計短期內將繼續有大量資金流向避險資產，美國10年期國債孳息率將在低位徘徊（圖22）。

在信貸領域，我們對新興市場債券繼續維持「增持」評級，尤其偏好亞洲高收益債券。如圖23所示，自2018年初以來，亞洲高收益／投資級息差一直呈上移趨勢，增加了亞洲高收益債券為投資者帶來正回報的機會。我們看好亞洲高收益企業，因為它們現金流穩定，債務償還能力強。亞洲BB級企業債券是我們的首選敞口。

圖20：亞洲（日本除外）表現優異的時期

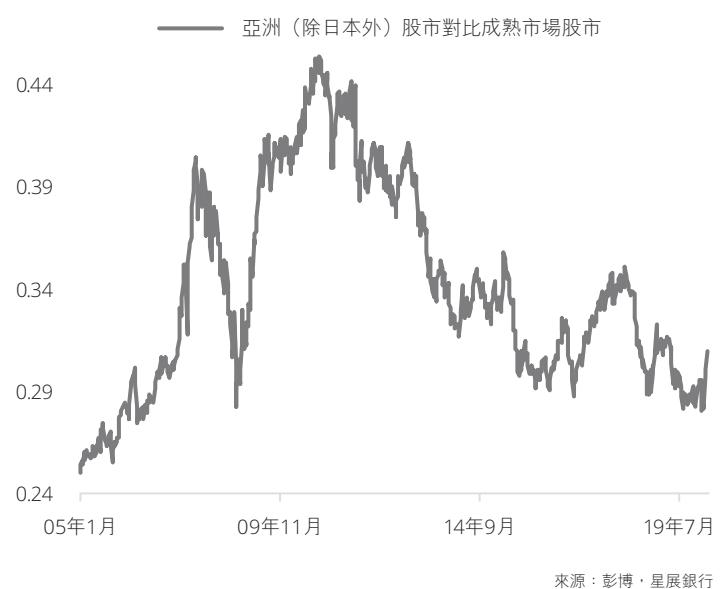


圖21：亞洲（日本除外）市場交易價格比成熟市場更具吸引力

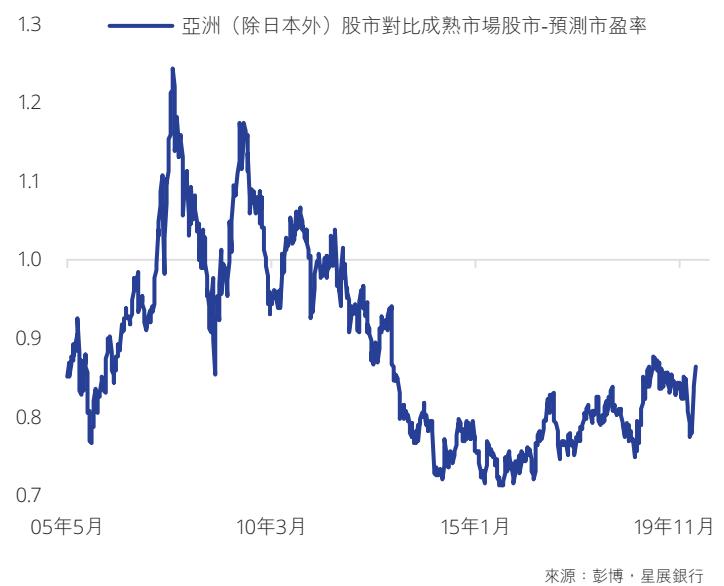
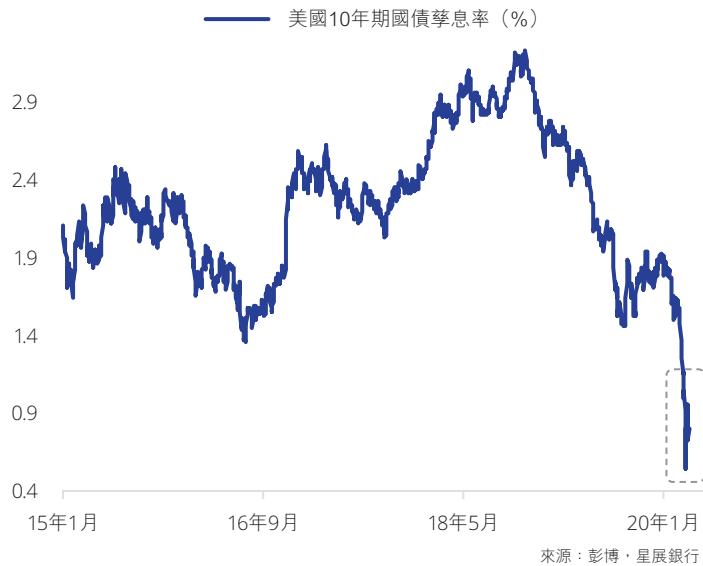


圖22：隨著對全球宏觀經濟的擔憂日甚，美國國債孳息率將保持低位



與此同時，未來數月除日本以外的亞洲股市有望跑贏歐洲等成熟市場，原因如下：

圖23：亞洲高收益債券的估值相對具吸引力



1. 肺炎新增確診病例峰值，這將極大地提振市場情緒。
2. 亞洲市場交易價格仍將比成熟市場更具吸引力（圖21）。



圖24：戰術性資產配置，資產類別（均衡風險取向）

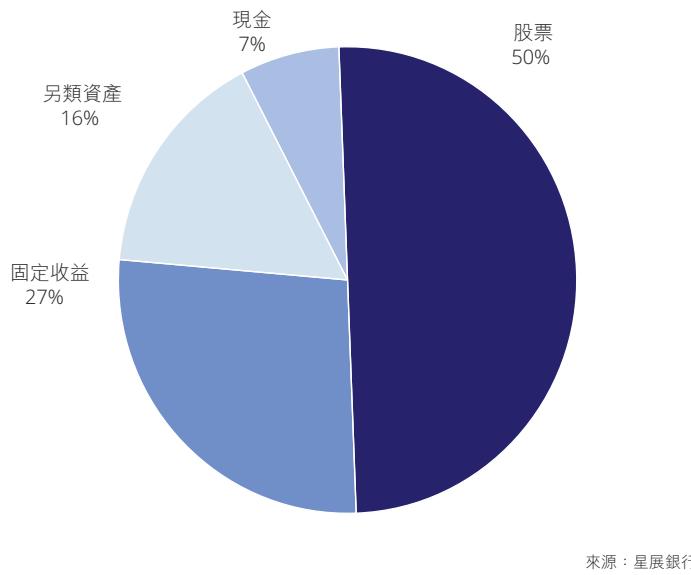


圖25：戰術性資產配置，股票的地域配置（均衡風險取向）

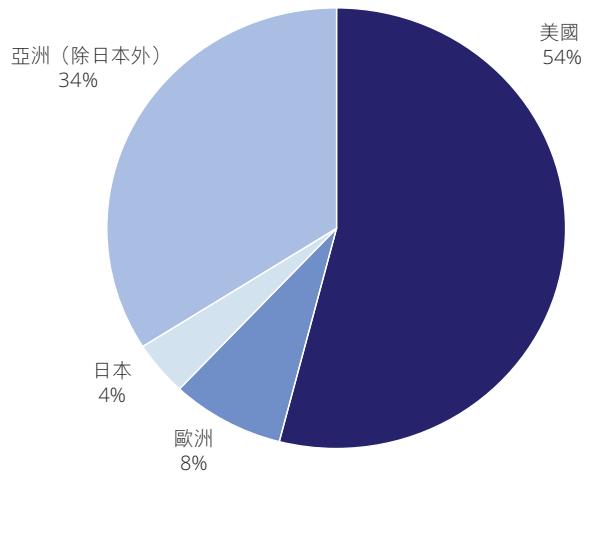


表4：2020年第2季度全球戰術性資產配置（TAA）

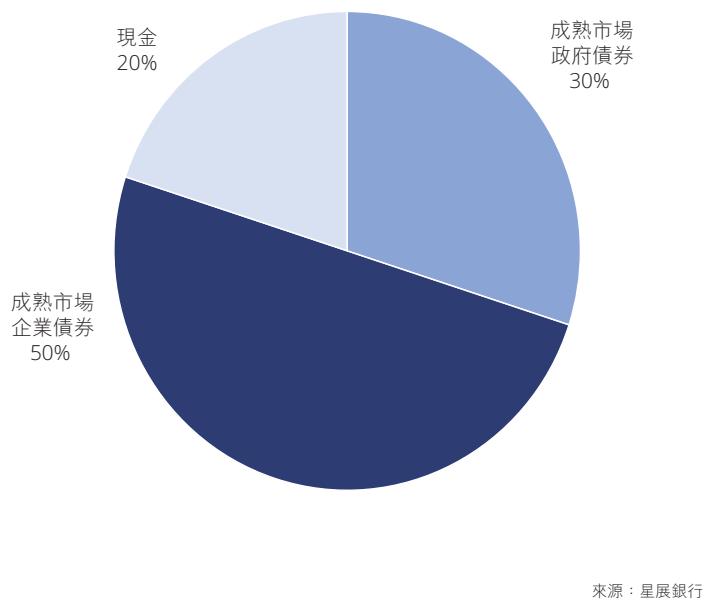
資產		
	三個月的基礎上	十二個月的基礎上
股市	中性	中性
美國股市	增持	增持
歐洲股市	減持	減持
日本股市	減持	減持
日本除外的亞洲股市	增持	增持
債市	減持	減持
成熟經濟體政府債券	減持	減持
成熟經濟體公司債券	減持	中性
新興經濟體債券	增持	中性
另類資產	增持	增持
黃金	增持	增持
對沖基金	增持	增持
現金	增持	中性

來源：星展銀行

保守型

	戰術資產配置	戰略資產配置	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%	
成熟經濟體債券	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%	
對沖基金*	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

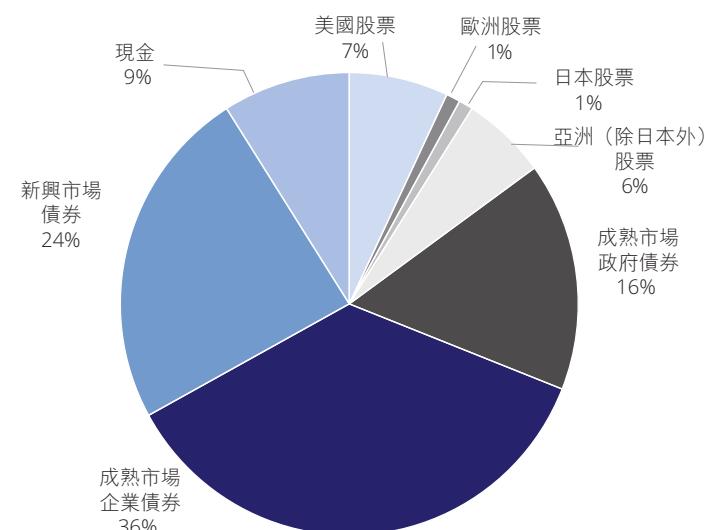


來源：星展銀行

溫和型

	戰術資產配置	戰略資產配置	活躍佔比
股市	15.0%	15.0%	
美國股市	7.0%	6.0%	1.0%
歐洲股市	1.0%	4.0%	-3.0%
日本股市	1.0%	2.0%	-1.0%
日本除外的亞洲股市	6.0%	3.0%	3.0%
債市	76.0%	80.0%	-4.0%
成熟經濟體債券	52.0%	60.0%	-8.0%
成熟經濟體政府債券	16.0%	20.0%	-4.0%
成熟經濟體公司債券	36.0%	40.0%	-4.0%
新興經濟體債券	24.0%	20.0%	4.0%
另類資產	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
對沖基金*	0.0%	0.0%	
現金	9.0%	5.0%	4.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

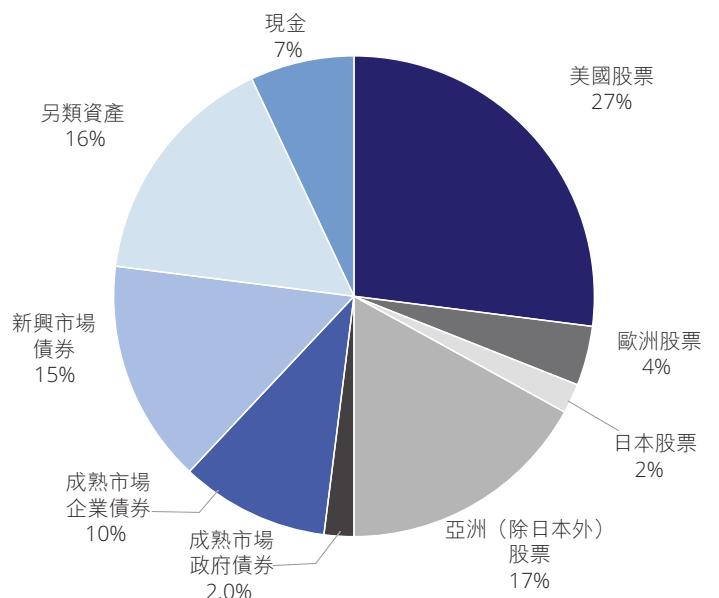


來源：星展銀行

均衡型

	戰術資產配置	戰略資產配置	活躍佔比
股市	50.0%	50.0%	
美國股市	27.0%	25.0%	2.0%
歐洲股市	4.0%	10.0%	-6.0%
日本股市	2.0%	5.0%	-3.0%
日本除外的亞洲股市	17.0%	10.0%	7.0%
債市	27.0%	35.0%	-8.0%
成熟經濟體債券	12.0%	25.0%	-13.0%
成熟經濟體政府債券	2.0%	10.0%	-8.0%
成熟經濟體公司債券	10.0%	15.0%	-5.0%
新興經濟體債券	15.0%	10.0%	5.0%
另類資產	16.0%	10.0%	6.0%
黃金	9.0%	5.0%	4.0%
對沖基金*	7.0%	5.0%	2.0%
現金	7.0%	5.0%	2.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資

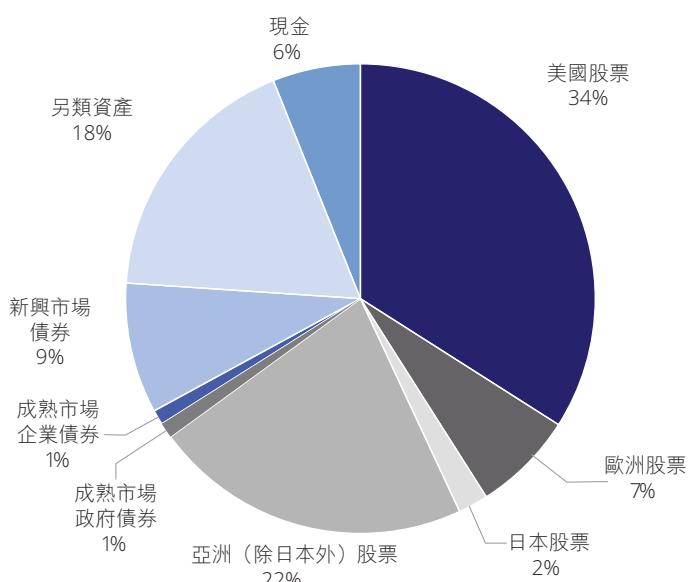


來源：星展銀行

進取型

	戰術資產配置	戰略資產配置	活躍佔比
股市	65.0%	65.0%	
美國股市	34.0%	30.0%	4.0%
歐洲股市	7.0%	15.0%	-8.0%
日本股市	2.0%	5.0%	-3.0%
日本除外的亞洲股市	22.0%	15.0%	7.0%
債市	11.0%	15.0%	-4.0%
成熟經濟體債券	2.0%	11.0%	-9.0%
成熟經濟體政府債券	1.0%	4.0%	-3.0%
成熟經濟體公司債券	1.0%	7.0%	-6.0%
新興經濟體債券	9.0%	4.0%	5.0%
另類資產	18.0%	15.0%	3.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
對沖基金*	11.0%	10.0%	1.0%
現金	6.0%	5.0%	1.0%

*只有P4風險評級的可轉讓證券替代品集體投資



來源：星展銀行

註：

1. 以上是基於三個月的觀點。
2. 資產分配不能確保利潤或防止市場損失。
3. 「TAA」是指「戰術資產分配」。「SAA」是指「戰略資產分配」。
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，保守性的風險最低。
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。



來源：Unsplash

全球宏觀經濟 | 2Q20

疫情衝擊效應

全球宏觀經濟

Taimur Baig, Ph.D. | 首席經濟學家

Radhika Rao | 經濟學家

Ma Tieying | 經濟學家

Suvro Sarkar | 分析員

美國

美國經濟今年本來只是扮演甚少出鏡的配角。鑑於流動性充裕、利率低、失業率也保持紀錄低位、工資穩定增長、並通過堅挺的資產價格促進良好的財富效應、消費者和企業信心指數正在升溫，美國經濟在今年第1季度初期輕鬆踏上2-2.5%的增長路線。中美簽署的第一階段貿易協議也被視為世界最大兩個國家的貿易爭端暫告一個段落。

事實上，大家本來預期今年市場的目光將圍繞美國政治的主軸戲：首先是1月份美國總統特朗普的彈劾聽證會，接著是11月份的美國大選，而投資者也已在琢磨特朗普是否會戰勝代表民主黨的主要候選人，並把這些概率反應在資產價格中。關於特朗普將如何調整國內外政策以競爭獲得連任，眾說紛紜。另外，民主黨內的中間派和左派之間的紛爭也對市場有影響。然而，這種狀況完全被新冠肺炎疫情COVID-19的全球爆發以及俄羅斯和沙特阿拉伯之間的石油戰爭所逆轉。美國市場今年1月份和大部分2月份對疫情所帶來的潛在經濟代價渾然未知，儘管生產停滯和旅行中斷的跡象愈來愈多。

對於已強勁上漲的股市尤為如此。債券市場走勢更為謹慎，政府債券瘋狂上漲，反應出市場對經濟可能放緩的擔憂。這種擔憂開始使公司債券市場承壓，尤其

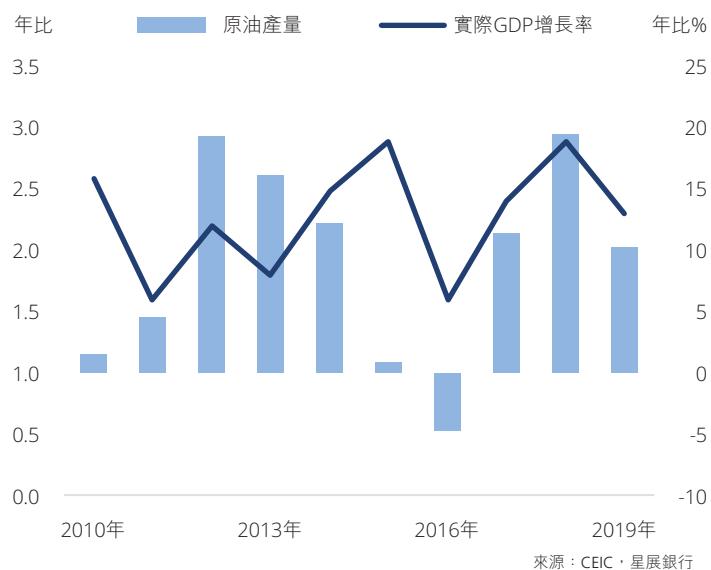
是旅行行業和對供應鏈敏感的公司債券利差。隨著三月份的到來，市場信心急轉直下。消費和投資的展望極其暗淡。

受到影響最大的是大宗商品行業，特別是能源，人們對能源相關公司在今年的投資和收益產生疑慮。在最近幾年中，頁岩油革命提高了產量，美國成為能源淨出口國。石油產量和美國經濟的增長現在結伴而行。

在過去，油價低迷毫無疑問是美國消費者的福音（因而利於整體經濟）。但如今，因低油價對頁岩油企業的負面影響，這已經不是個利好因素。

在此背景下，我們將美國2020年的增長預測下修至

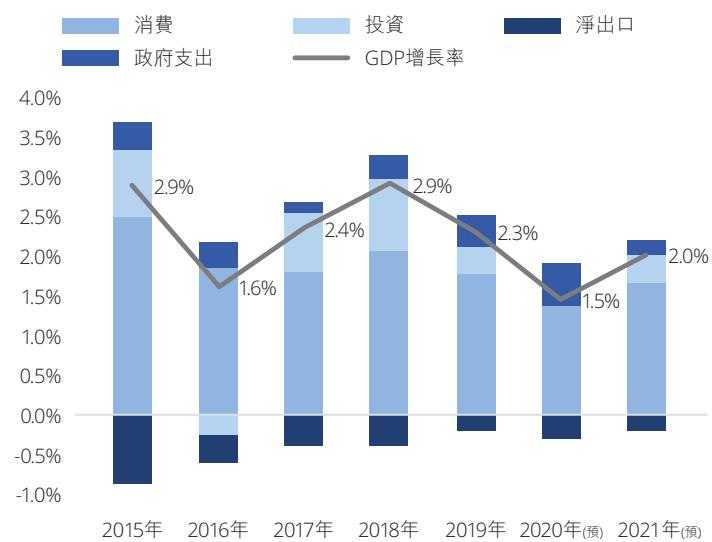
圖1：美國經濟的增長和石油出產量增長步調一致



1.5%。經濟疲弱大部分會體現在第2季度，因此我們預計美國第2季度的GDP環比增長將出現萎縮。投資將很可能遭受最大的打擊，但消費支出也很可能大幅下跌。我們認為這個預測所面臨的風險是非對稱的。如果出現類似漫長的石油產量戰或抗疫得到有限的效果，這些情景將導致美國經濟的增長滑跌更多。相反地，我們想不出有什麼情景能讓美國經濟增長變得更強勁。

隨著全球經濟趨緩變得漫長且無序，美國決策者將很可能進行幹預以提供支持。財政政策方面，美國政府將向因工作停滯而被擠出市場的中小企業提供支持。貨幣政策方面，美聯儲將承受愈來愈多的壓力，通過公開的減息以及注入流動性來保持寬鬆政策。量化寬鬆也有可能實施。

圖2：美國GDP增長及成分



歐元區

歐元區經濟在2019年以暗淡的色調收場，其GDP增長率在第4季度趨緩至同比0.9%，是自2013年末以來增長率最低的一年。全年GDP同比增長1.2%，是六年來最弱的一年。作為四個核心國之一的德國已停滯不前，錄得零增長，而在意大利和法國，經過季節調整後的季度環比增長率則出現萎縮。換句話說，在新冠狀肺炎疫情的威脅以及美國加徵關稅的風險之前，歐元區的經濟在2019年末已露出孱弱跡象。

目前，艱難的外部環境仍是主要風險，而隨著新冠肺炎疫情變得更嚴峻，當地內需也極其孱弱，加大了歐元區經濟衰退的風險。除了美國計劃在今年三月份提高歐盟飛機進口關稅之外，對汽車的潛在關稅將是下

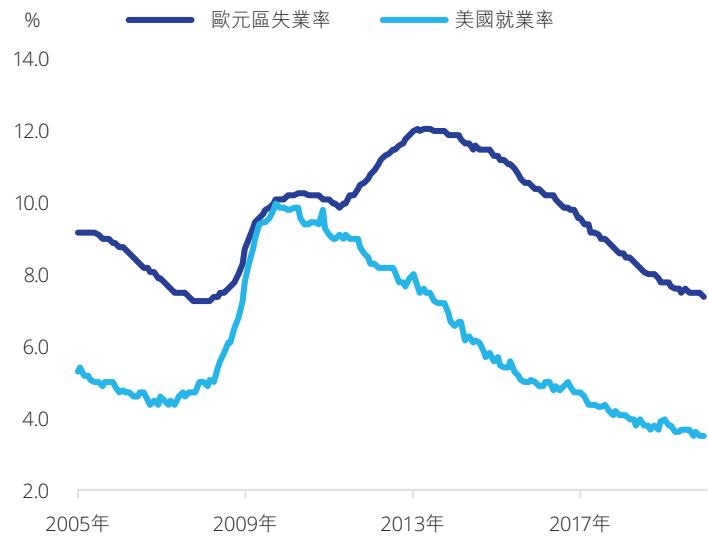
一個威脅。德國在汽車業和美國市場方面的敞口是成員國中最高的。況且，新冠肺炎疫情對歐元區成員國如意大利、西班牙和德國以及中國大陸的經濟增長和服務行業前景也造成負面的影響。

歐元區的製造業和貿易業經歷了艱難的一年，在疫情的衝擊下，政府實施封城措施，多數商店關門，人們被迫居家減少開支，零售業和消費受到嚴重傷害。整體失業率雖然維持在10年來的低位，但各國之間的分歧仍很大。工資增長開始抬頭，但談判工資卻失去控制方向的能力。借貸條件良好，即使非金融企業的信貸胃納在一定程度上出現萎縮。縱覽全部因素，歐元區經濟的衰退風險應會加劇，我們決定將2020年的GDP預測下調至同比增長0.7%（對比之前的1.1%），而2021年同比增長1.0%。

圖3：2019年的增長率是近六年來最弱的

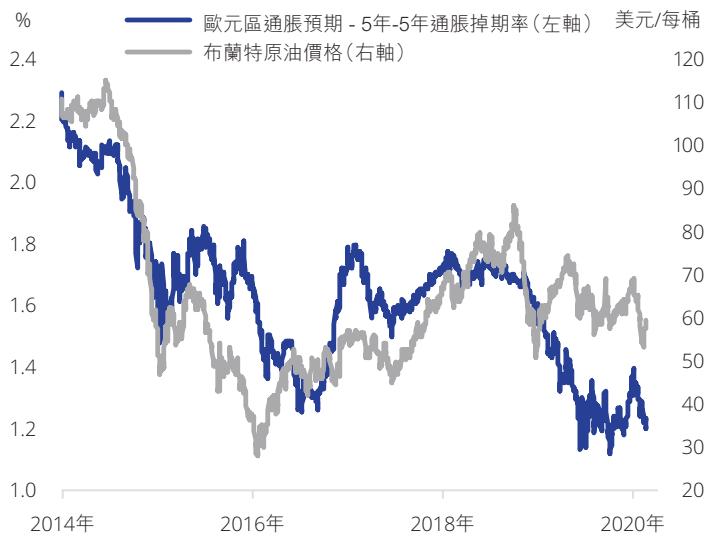


圖4：整體失業率雖然繼續下降，但各經濟體存在分歧



來源：CEIC，星展銀行

圖5：通脹預期低迷



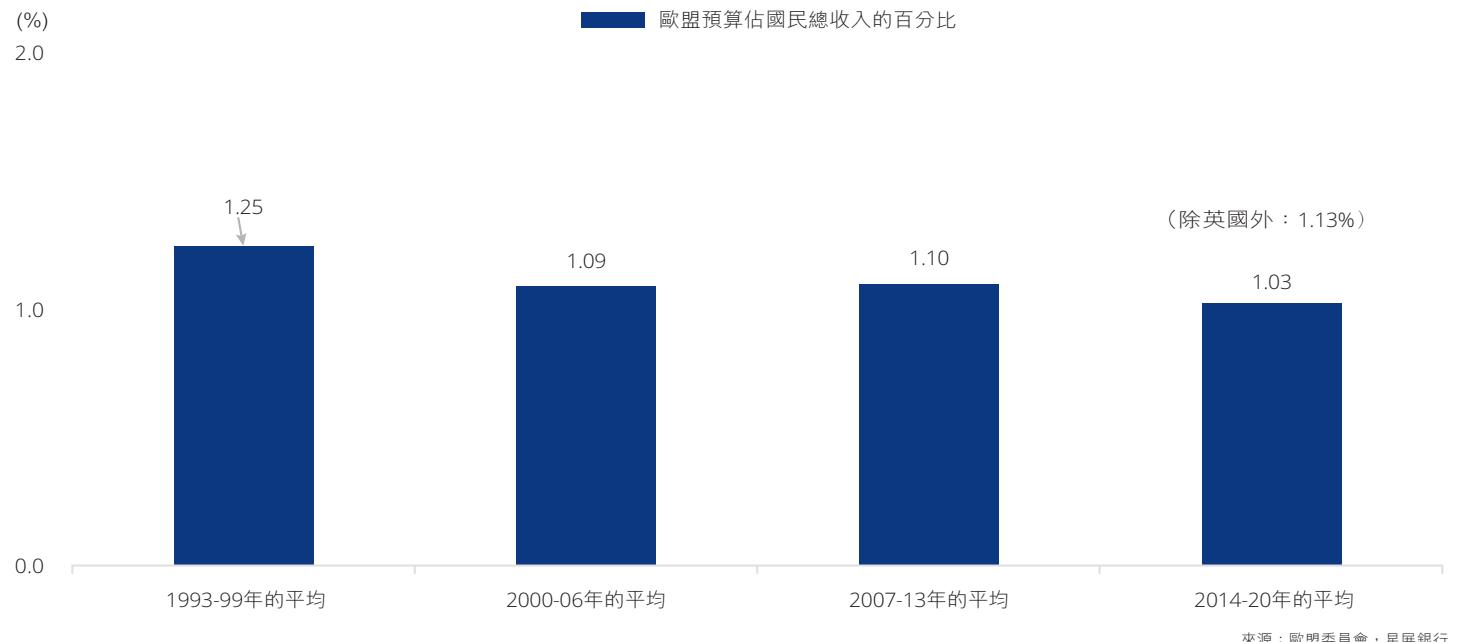
來源：彭博，星展銀行



整體通脹率和核心通脹率在2020年初出現分歧，但這應該不會持續。隨著全球能源價格的急劇下跌以及疲弱的需求，整體通脹應會下跌並在今年一直低於央行的通脹率目標。我們也將今年的通脹預測調低至1.0%，相比之前的1.2%。針對美聯儲激進的寬鬆措施以及國內的增長風險，歐洲央行已經推出開放式量化寬鬆計劃，其中一部分被稱為緊急抗疫購債計劃(PEPP)，並可能會隨後降低存款利率。

除此之外，歐洲央行的策略性審視還包括價格穩定性使命和政策工具箱的回顧和評估。與現行的「略低於2%」通脹目標相比，央行可能將其收緊鎖定為「2%」（抬高政策正常化的標準）或通過對稱性通脹目標使之更靈活。無論採取哪項措施，央行官員必進行激烈的爭論。

圖6：過去幾個週期中歐盟預算的規模



歐盟2021-26年預算的討論將主導未來幾個月的行情。預算淨貢獻國（需要1%的GNI）和淨接受國之間的談判將複雜化，特別是在英國退出歐盟之後。德國在默克爾總理指定繼任者辭去基督教民主聯盟領袖後便陷入了政治領袖危機之中，所以這次預算討論的時間並不合時宜。由於右翼黨派在歐盟其他國家獲得更大勢力，這些預算相關討論將很可能變得激烈起來。

日本

我們認為日本正處於技術性衰退的邊緣。由於2019年10月實施的消費稅上調的衝擊，季調後的季度GDP環比增長在去年第4季度急劇萎縮至-7.1%，私人消費支出下跌至-11%。由於今年新冠肺炎疫情COVID-19的爆發，日本第1季度的增長可能再次萎縮。為了反映

疫情短期的負面影響，我們將日本2020年的GDP增長預測從0.5%下修至0.2%。2021年預測從0.9%微整至1.1%。

日本的私人消費支出從消費稅上調的打擊中恢復過來，預期可能至少推遲一個季度，即從2020年第1季度推遲到第2季度。2月末日本已有數百宗新冠狀肺炎疫情的確診病例，是中國大陸之外病例數最高的國家之一。這次與2003年非典疫情有很大的不同，當時日本沒有感染病例。因此我們認為這次日本國內的消費者應會相對謹慎，包括暫時減少購物、在外就餐、旅行和娛樂活動，因而影響第1季度的消費支出。

與此同時，日本的入境旅遊人數將很可能遭受重創。中國政府在新冠肺炎疫情爆發後已開始頒布海外團體

圖7：日本銷售稅上調後，2019年第4季度的GDP增長驟降

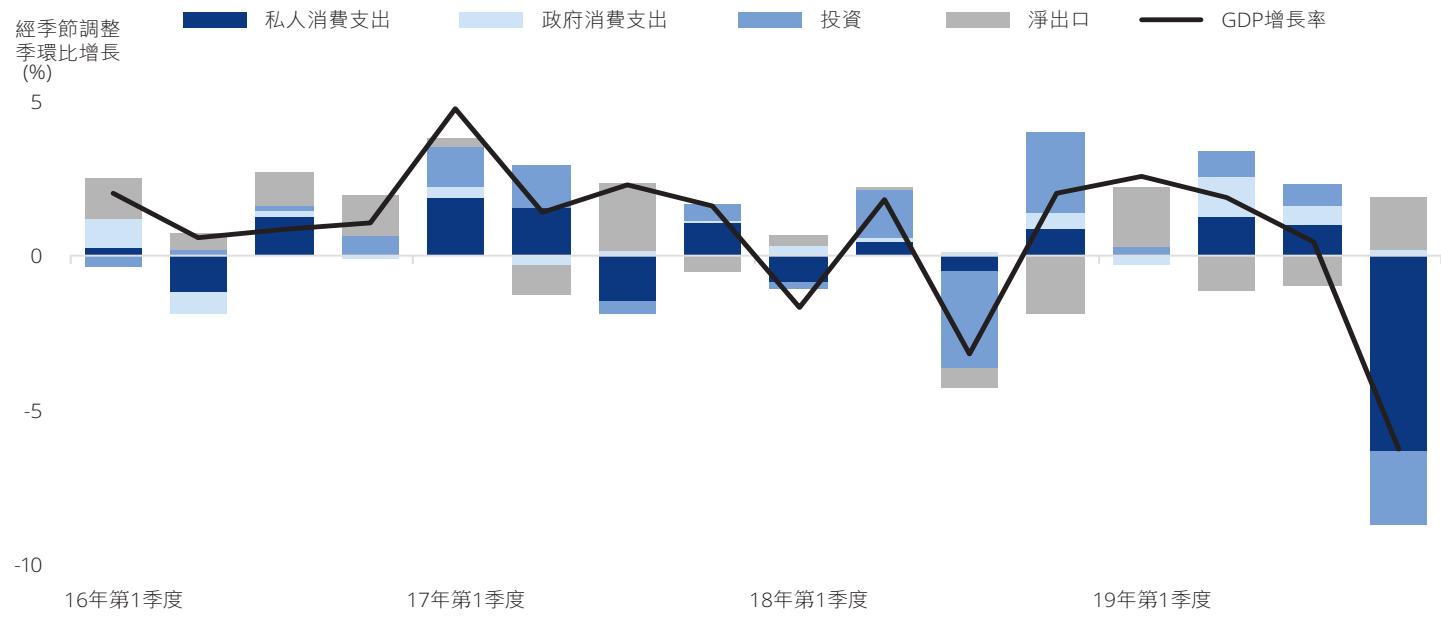
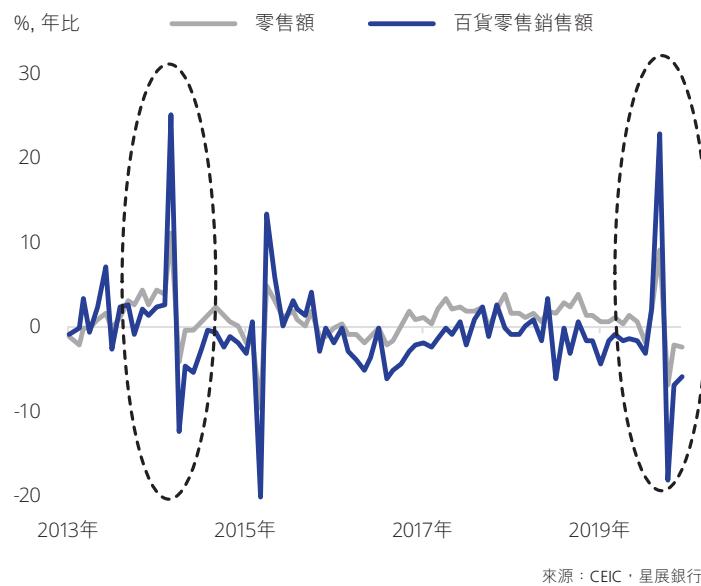


圖8：國內消費仍然脆弱，如同2014年



旅遊禁令。東京那時也限制了來自湖北和浙江省的旅客。鑑於中國大陸是日本旅遊最大的客源地，份額佔30%，中國遊客數量的下滑預計將使入境旅遊收入至少減少10-20%。更重要的是，如果在疫情風險在未來幾個月仍繚繞不散，配合東京奧運會到訪日本的遊客數量將會低於預期。

另外，中國供應鏈的中斷以及中國需求放緩使日本出口和工業生產短期展望蒙上一層陰影。儘管中國大陸多數省份已結束延長的春節假期，但由於旅行限制、隔離以及其他管控措施，很多工廠仍在竭力恢復正常生產量。供應鏈渠道對日本造成的漣漪效應將不可避免，因為日本25%的中間商品出口到中國市場，其19%的中間商品從中國大陸進口。

自安倍經濟學建立以來，在過去7年裡日本央行每次

圖9：中國大陸在全球中間產品出口中的份額

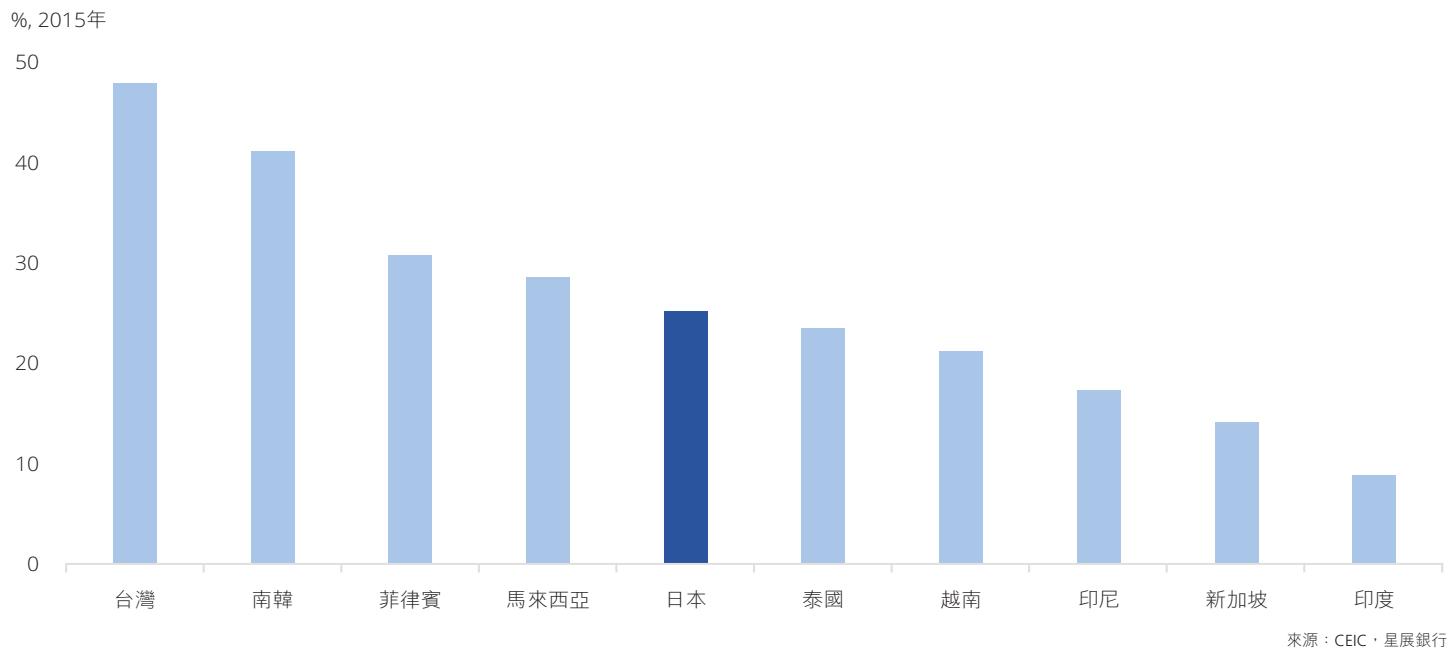


圖10：日本央行在2014年和2015／16年應對衰退風險



都會對衰退風險採取應對措施，包括2014年消費稅上調以及2015年中國大陸導致的全球經濟放緩。這一次，鑑於消費稅上調和疫情爆發的雙重打擊，日本央行將會認為有必要再次做出應對。我們維持日本央行在2020年上半年降低短期政策利率的預測。

亞洲

亞洲各個經濟體的展望接二連三被降級。新加坡經濟2019年第4季同比增長1.0%，使全年的增長達到0.7%。在發布該數據的同時，當局也將2020年的GDP增長預測下調至-0.5%至1.5%的區間。星展銀行的2020年的GDP增長預測為0.9%，因此稍微高於官方預測區間的中點。我們雖意識到此預測面臨愈來愈大的下行風險，但我們同時認為新加坡政府會採取不少措施支持就業和幫助中小企業渡過難關。

對於泰國，我們已將2020年增長預測下修至2%（之前為3%），但由於疫情對生產和旅遊構成的風險，還有持續的乾旱以及揮之不散的政治摩擦都會重創經濟展望。因此，我們將做好準備在需要時進一步下調我們的預測。

日本經濟的展望一天天變得黯淡。由於新冠肺炎疫情的爆發和工廠生產可能被中斷，政府提高消費稅後所預期的消費支出的復甦很可能推遲。此外，入境遊客數也很可能下跌，使萬眾期待的東京奧運會蒙上一層陰影。由於生產和出口前景預計在近期內會惡化，我們將日本的2020年GDP增長預測從0.5%下修至0.2%。

同樣地，我們將韓國今年的增長預測從2.4%下調至2.2%，但隨著當地新冠病毒的確診人數上升，此預測可能又面臨被下調風險。今年2月底感染人數的與日俱增引起市場恐慌，從而導致利率瘋狂上漲。

圖11：受到非典疫情影響地區的入境遊客人數

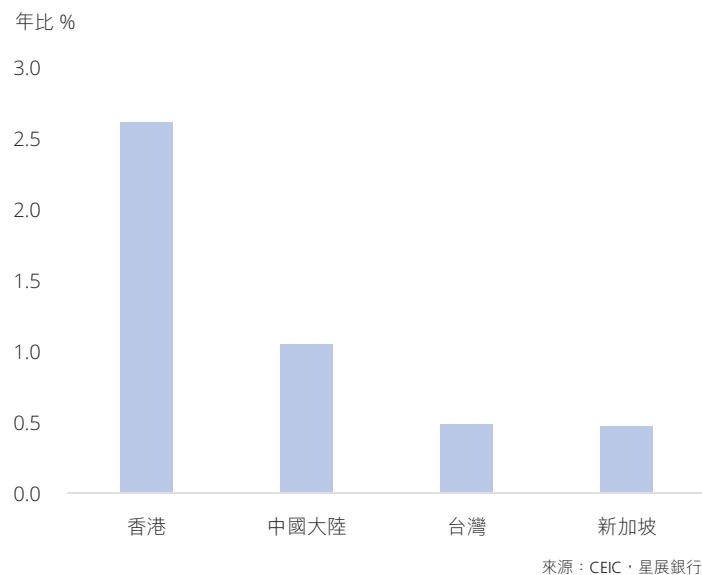
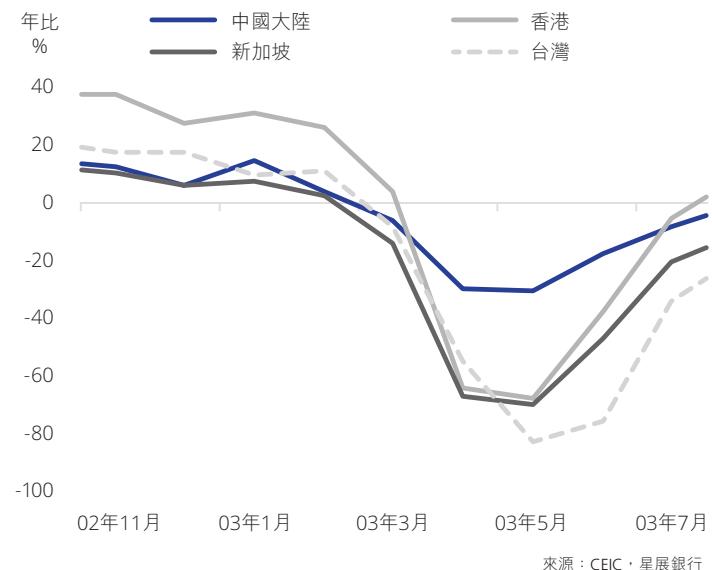


圖12：2003年非典疫情造成的GDP經濟損失



縱觀中國大陸，即使員工已在2月底陸續回返工作職位，企業復工復產的進度仍緩慢，因此生產、支付、貿易結算、貨運、旅遊、交通和娛樂等行業被顛覆的可能性仍很普遍。新鮮食品在中國需要等很久才能清關，買賣雙方之間將出現有關責任認定的糾紛。市場對公司債券的擔憂在升溫，貿易業中用於擔保和預付的公認制度可能會受到挑戰。即使沒有確診病例的國家也可能會開始感受到疫情對旅遊和貿易業的衝擊。

服務行業的損失目前已經很明顯，但耐用品生產和消費支出的大幅下滑還未被反映在數據裡。中國3月份工業產出的急劇反彈可能可以彌補自春節假期以來的部分損失；但是，中國大陸GDP季度環比下降看起來將不可避免。

中國大陸最大省份之一的電力使用量的最近高頻數據表明，建築、批發和零售以及工業部門已盡快恢復到

春節前水平。即使企業實行雙班，復甦即將來臨，我們認為今年仍未有足夠的時間來彌補損失掉的產出。我們認為中國經濟在第1季必然出現萎縮，但在第2季會恢復到某種程度，而今年下半年將是產出導向的強勢復甦。我們認為這應有助於中國經濟在2020年實現約為4.5%區間的平均增長。

我們已開始看到亞洲各央行實施的貨幣政策寬鬆以及貨幣貶值（特別是韓元、新元和泰國銖）。新加坡的2020年預算明顯是逆周期的，我們預計亞洲其他政府將會跟進。

石油

國際原油市場面臨前所未有的需求銳減。

全球實施封城帶來動盪的第2季度。在伊朗與中東其他地區的地緣政治衝突中，今年強勢開局後的布蘭特原油價格已從2020年初每桶69.00美元的峰值下滑，截至撰稿之時收市價大約在每桶27.00美元的水平。

今年3月份第一周維也納會議期間OPEC+聯盟談崩減產計劃後原油價格在3月9日狂跌大約20%，這是自1991年以來的最大單日跌幅。但沙特阿拉伯和俄羅斯計劃



來源：Unsplash

表1：星展銀行基本預測情景 — 2020年至2021年每季度的平均油價預測

(每桶美元)	20年第1季（預）	20年第2季（預）	20年第3季（預）	20年第4季（預）	21年第1季（預）	21年第2季（預）	21年第3季（預）	21年第4季（預）
布蘭特原油均價	47.5	23.0	33.5	36.5	40.5	39.5	44.0	45.0
西德州中質原油均價	42.0	19.0	29.5	32.5	36.5	35.5	40.0	41.0

來源：星展銀行

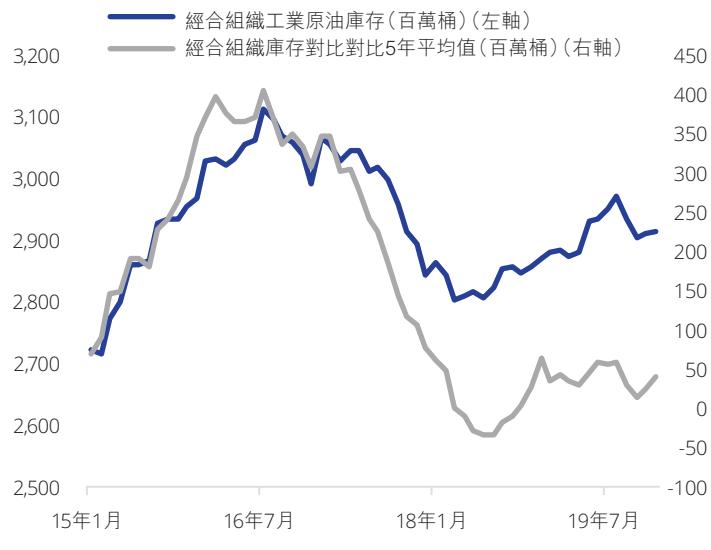
從4月起增加產量的前景已經不被重視，因新冠狀肺炎疫情擴散全球，多個國家和城市進入了疫情下的限制模式以遏制病毒傳播，這些措施將對需求造成巨大的打擊。

隨著汽車的行駛和空中旅行受到嚴格限制，原油需求的銳減可能會在今年4月達到每日1千萬桶（同比減少10%）的峰值，而2020年全年的原油需求預計會削減每天700萬桶。考慮到這一點，我們將2020年的整體石油需求增長預測從原本的每天會增加100萬桶下調至每天將減少300萬桶。

另一方面，石油供應可能在今年每日增加100萬桶以上，因為隨著OPEC的減產令在今年第1季度未到期，之後的形勢將變幻莫測。因此，我們大幅調低了油價預測，目前預計布蘭特原油在2020年的平均價格將在每桶32-37.00美元區間，比2019年的平均每桶64.00美元的價格下跌了近50%。2020年的供應需求差異導致庫存過剩，這將繼續使2021年的油價承壓；我們預計布蘭特原油的平均價格在2021年將在每桶40-45美元區間。

未來幾周石油需求可能需求斷崖式下跌。由於新冠狀肺炎疫情的患者人數在全球仍沒有放緩的跡象，而且有愈來愈多的國家為了遏制病毒傳播而進入封鎖模式，市場對石油的需求預測一天比一天黯淡。我們估

圖13：全球原油的庫存水平將在短期內急劇上升

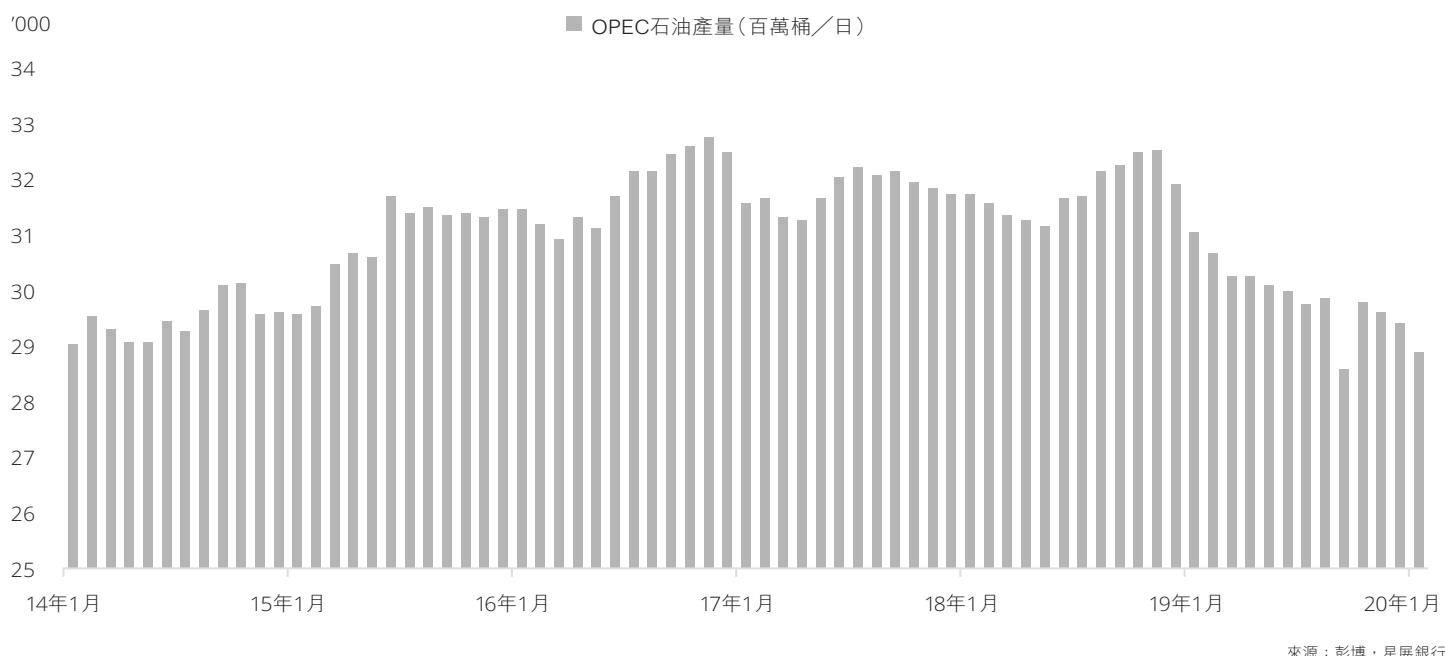


來源：國際能源署，星展銀行

計，在未來幾周裡（特別是4月），石油需求在高峰時可能會同比下降近10%或下跌多達每日一千萬桶，今年第二季度的總體石油需求可能平均同比下降近700萬桶／每日。此輪石油需求下降的幅度是前所未見的。

考慮到今年第1季度的需求將會銳減（下降約500-600萬桶／每日），以及病毒的傳播速度可能在春季或夏季會放慢，我們預計在今年第三季度，國際原油的需求會下跌約300萬桶／每日，或同比下降3%，並要等

圖14：OPEC石油減產現在可能分崩離析



來源：彭博，星展銀行

到第4季度才看到原油需求在今年首次呈正增長。但是，如果西方國家在春季至夏季仍無法控制病毒的傳播速度，那麼嚴峻的封鎖措施將持續到下半年，並使原油需求和油價進一步呈壓。

OPEC+減產會議上不歡而散以及沙特與俄羅斯之間的石油價格戰將增加多餘供應。OPEC成員國與非成員國俄羅斯在3月5-6日就石油減產的會議破裂，無法對今年3月31日後的進一步減產達成共鳴，因為俄羅斯不同意將更多市場份額讓給美國頁岩油行業。沙特則通過增加歐洲客戶的石油銷售折扣進行報復，並暗示增產，在自己發起的市場份額戰中對抗俄羅斯，以使俄羅斯回到談判桌。

全面開打的市場份額戰將重創油價，因為OPEC和俄羅斯在當前水平下加起來有400萬桶／每日的額外產量。沙特和其OPEC盟友可以維持多久的激進姿態將很難預測，特別是油價直線下跌之後。但是，無容置疑，俄羅斯可以承受低油價的時間要長於多數OPEC成員國。

但截至現在，OPEC+聯盟何時再次召集（如果還有的話）將是未知數（6月的會議還未確認）。不過，我們認為沙特脆弱的財政狀況將使其無法承受與俄羅斯長時間對抗，因此認為雙方將在3個月到6個月裡將會和解。可是到了那時，可能已經對油市造成嚴重後果。

表2：GDP增長和CPI通脹預測

	GDP增長率，同比%				CPI通脹，同比%，平均			
	2018	2019f	2020f	2021f	2018	2019f	2020f	2021f
中國內地	6.6	6.1	4.5	5.6	2.1	2.6	2.3	2.5
香港	3.0	-1.7	-2.0	1.5	2.4	2.7	2.5	2.5
印度	6.8	5.3	5.1	5.4	4.0	3.7	5.1	4.2
印度（財年）*	7.3	6.2	5.0	5.3	3.6	3.4	4.8	4.2
印尼	5.2	5.0	4.4	4.9	3.2	3.1	3.1	3.2
馬來西亞	4.7	4.3	4.0	4.6	1.0	0.7	1.6	1.8
菲律賓**	6.2	5.9	6.0	6.3	5.2	2.8	3.5	3.3
新加坡	3.1	0.7	0.9	1.8	0.4	0.6	1.1	1.5
南韓	2.7	2.0	2.2	2.3	1.5	0.4	1.5	1.3
台灣	2.7	2.7	2.3	2.2	1.3	0.6	1.0	1.1
泰國	4.2	2.4	0.5	1.1	1.1	0.8	0.8	1.0
越南	7.1	7.0	6.2	6.7	3.5	2.8	4.4	3.0
歐元區	1.9	1.2	0.7	1.0	1.8	1.2	1.0	1.2
日本	0.3	0.7	0.2	1.1	1.0	0.5	0.7	0.6
美國***	2.9	2.3	1.5	2.0	1.9	2.3	1.8	2.1

* 指截至3月的年份，即2020代表20財年-截至2020年3月的年份。** 新的CPI系列。*** CPI通脹。

來源：CEIC，星展銀行

表3：政策利率預測，截至季度底

	20年1季	20年2季	20年3季	20年4季	21年1季	21年2季	21年3季	21年4季
中國內地*	4.00	3.85	3.70	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55
印度	5.15	4.90	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65
印尼	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
馬來西亞	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50
菲律賓	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
新加坡**	0.85	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
南韓	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
台灣	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
泰國	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
越南***	6.00	5.50	5.00	5.00	5.00	5.00	5.50	6.00
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
美國***	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

*1年期借貸利率。***3個月期新元掉期利率3MSOR。***最優惠利率。

來源：CEIC，星展銀行



Live more,
Bank less



來源：Unsplash

美國股市 | 2Q20

機會湧現

美國股市

鄭迪倫 | 策略師

美國股市在第一季度遭遇投降性拋售，因新冠肺炎病毒疫情擴散至其他成熟國家，使最初的樂觀情緒轉變為恐慌。隨著各國實行封鎖隔離，當地商業活動陷入停滯，風險資產定價也朝著最糟經濟衰退情景急轉直下。由於對這場疾病爆發的嚴重程度知之甚少，投資者紛紛選擇避險，標準普爾500指數陷入史上最快的下行調整，而此輪拋售是劇烈和全面的。

若要在此時估計此次疫情將給全年造成多少經濟損失，那將不過是一項純粹學術性的分析。世界是否能迅速地反彈，取決於：

- 全球政府的應對政策是否協調
- 此次危機是否會對消費者和企業信心產生永久的負面影響

如果信心迅速恢復，被壓抑的需求將得以釋放，那下半年的經濟活動將得到重大提振。但如果市場情緒仍保持謹慎，宏觀經濟增長預測將隨之被下調。

雖然短期會有波動，但這一切終將會過去；應在受益於長期趨勢的投資主題中尋找機會。投資者應學會分辨結構性和暫時性的不利因素。在我們看來，中美貿易戰對風險資產構成更大威脅，因為它受兩個超級大國的意識形態分歧所驅，而達成共識絕非易事。但像新冠病毒疫情這種暫時性的不利因素與之不同，它是一場自然災害，雖然在中期內它會造成一些損傷，但這些最終會消失。

圖1：風險規避情緒上升 — 標普500指數和美國10年期國債孳息率同步大幅下跌



來源：彭博，星展銀行

若投資者能夠承受短期的震蕩，市場目前的疲弱其實帶來逢低布局與長期投資主題的機會，比如美國電子商務、醫療保健和千禧世代消費主題等。畢竟，此次疫情爆發並不會阻止許多公司繼續進行創新或向市場投放新產品。這場危機也不會扭轉人口老齡化的趨勢，老齡化必然會拉升全球的衛生保健需求。

危機之後：尋找具韌性的企業盈利和合理的估值。美國股票的特點之一在於其具有韌性的企業盈收。兩年前中美貿易戰剛打響之時，市場觀察人士曾預測貿易僵局將導致美國企業盈利大幅下降。但這種情況仍未發生。

圖2：規避風險情緒上升-波動加劇



2018年初至今，美國企業的過去12個月盈利上漲了28%（圖3）。增長勢頭依然表現強勁，近期報告季中明顯看出有高達75%左右的企業盈利超預期，而68%左右的企業實現了盈利增長，這些都突顯出美國企業盈利的韌性。

圖4：美股的預測市盈率仍與其長期平均相比有折讓

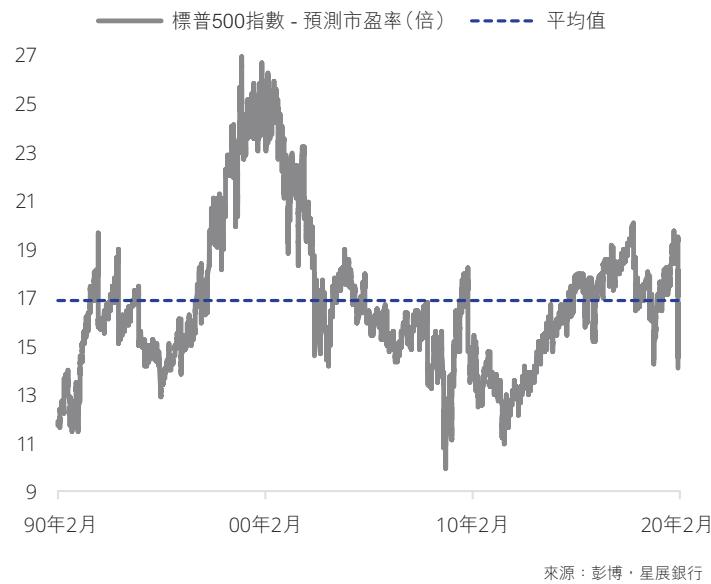
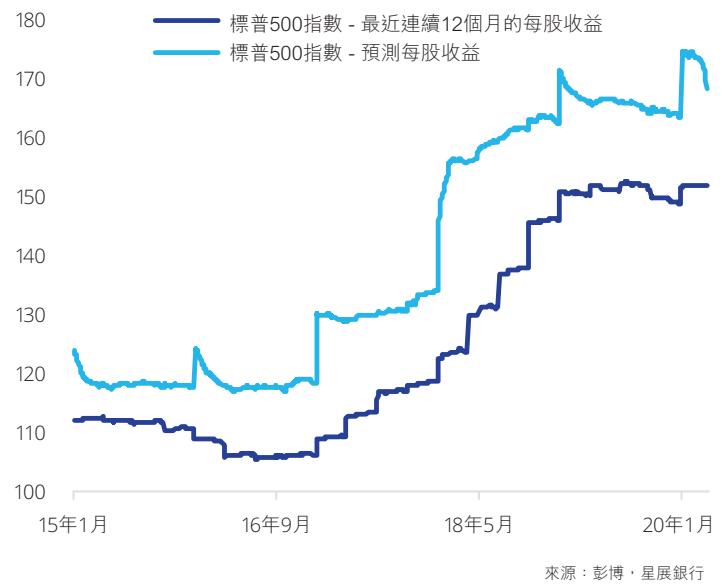
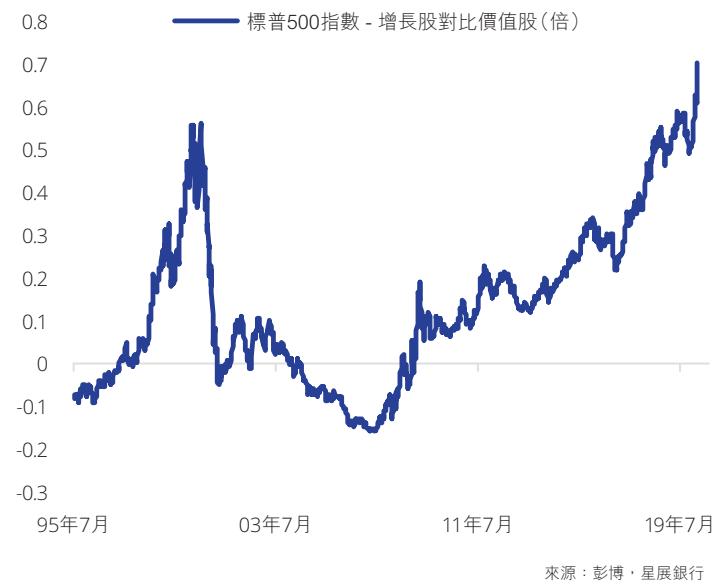


圖3：中美貿易局勢雖緊張，但美國企業盈利之前仍能取得增長



毫無疑問，新冠病毒疫情造成第一季度經濟和商業活動的突然停止，因此美國公司的盈利預測將在第二季度被大幅下調。但是這種疲弱將是暫時的，我們預計下半年企業營收將反彈。

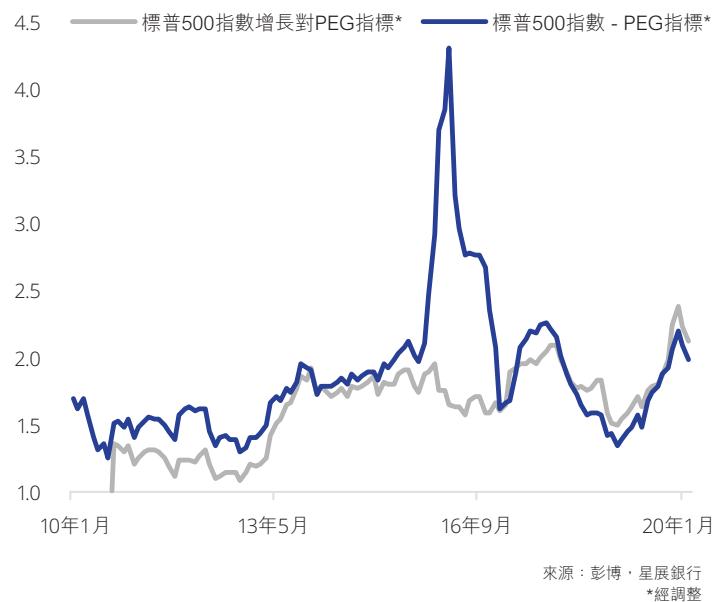
圖5：美國成長型股票的表現將繼續優於價值型股票



估值方面，標準普爾500指數的預測市盈率目前為14.1倍，與該指數長期平均市盈率相比有17%折讓（圖4）。鑑於未來幾個月美國企業的營收將大幅下跌，其隱含市盈率似乎不再像目前那般具有吸引力。

但是我們有不同的看法。如果投資者意識到美國企業在下個季度的盈利疲弱只是暫時性的，那麼當前的估值水平將是提供長期投資者購買美國具有增長潛力股票的一個良機。

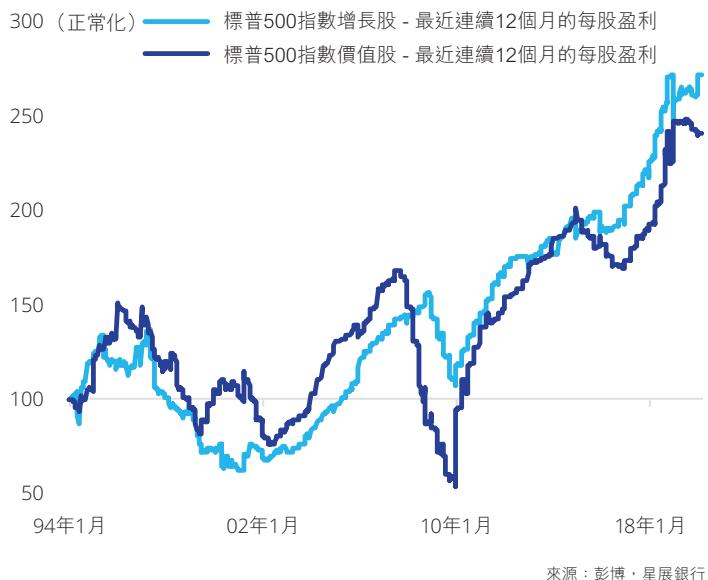
圖6：美國成長型股票市盈率對比盈利增長比率與市場基本一致



投資風格分析 — 比起其價值，應更重視成長預期。就投資風格而言，我們更青睞美國成長型股票，而非價值型股票。自2007年年中以來，美國成長型股票的表現一直優於價值型股票（圖5），我們預計這一趨勢將持續下去，原因如下：

- 美國成長型股票的盈利勢頭強於價值型股票。
- 儘管成長型股票的市盈率相對盈利增長比率高於價值型股票，但與整個市場走勢基本一致（圖6）。

圖7：美國成長型股票較價值型股票具更強盈利勢頭



2020年第二季度的美國行業板塊配置

債券孳息率在宏觀經濟不確定的情況下將保持低位；我們對美國房地產行業保持樂觀。沒有人能準確預測新型冠狀肺炎病毒疫情將如何演變。但有一點是肯定的一各國央行將保持寬鬆姿態，因為：

- 新冠病毒疫情的不確定性
- 中美貿易局勢的不確定性
- 能源價格走低導致通脹前景疲弱

在這種環境下，我們建議投資者考慮美國房地產行業，因為其孳息率歷來與10年期國債孳息率成反比（圖8）。從本質上講，低債券孳息率會通過兩個渠道為房地產市場帶來好處：

1. 低利率意味著購房融資成本較低，從而能提升整體需求。
2. 由於債券孳息率處於低位，房地產信托基金作為「類債券資產」而變得更具吸引力。

圖8：美國房地產行業與10年期國債孳息率成反比關係



來源：彭博，星展銀行

同時，鑑於近期的市場價格走勢，我們決定將消費必需品行業的評級下調至中性立場，同時我們維持對非消費必需品行業的增持評級。

表1：美股板塊配置

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

來源：星展銀行

表2：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 (%)	資產孳息率 (%)	營業利益 (%)
標普500指數	13.9	2.5	10.6	15.8	3.2	13.4
標普500金融	8.4	0.9	-	12.9	1.4	25.0
標普500能源	15.2	0.7	6.1	2.1	1.0	2.8
標普500科技	17.3	5.7	13.7	29.4	10.6	22.4
標普500材料	13.5	1.7	10.6	7.3	3.0	8.5
標普500工業	12.4	3.3	9.3	22.0	5.3	11.5
標普500必需消費	16.5	5.0	14.7	21.8	6.2	8.4
標普500非必需消費	17.1	5.9	10.3	31.1	6.4	8.8
標普500通訊服務	14.0	2.6	9.9	14.4	5.6	18.2
標普500公用事業	14.6	1.7	11.4	11.2	2.9	20.1
標普500房地產	28.2	2.7	17.4	10.5	4.0	22.7
標普500醫療保健	12.6	3.4	12.6	18.0	6.3	9.4

來源：彭博
*數據截至2020年3月20日



來源 : Unsplash

歐洲股市 | 2Q20

下行風險

歐洲股市

吳秀瓊 | 策略師

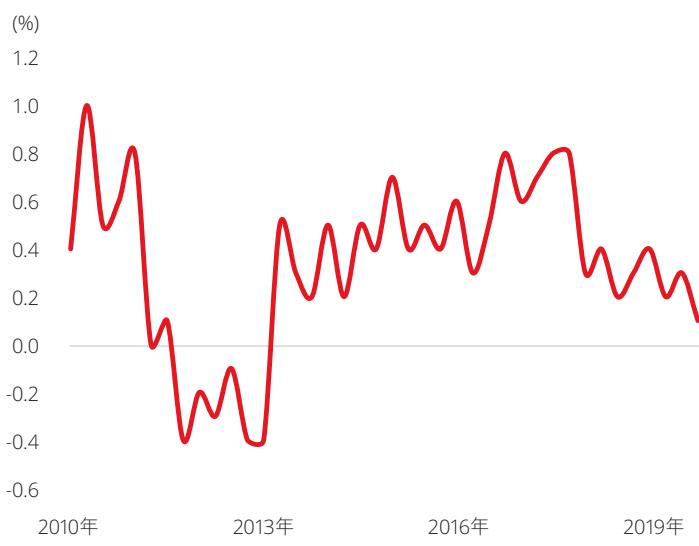
歐洲是遭受新冠病毒肺炎侵襲較重的地區。截至撰寫本文時，歐洲疫情的確診病例人數已近50,000名，當中意大利是受災最嚴重的國家，有超逾25,000名患者。隨著歐洲各國政府採取不同的措施遏制疫情的蔓延，預計該地區的病例人數將在未來幾周內將持續上升。

全球央行都正在密切關注新冠病毒肺炎疫情對全球經濟的負面影響，並在未來可能採取更多刺激性措施。這尤其是因為中國製造業活動在今年2月和3月停滯，國際油價大幅下跌，並且世界衛生組織終於決定將新冠病毒肺炎定性為全球性流行病。

與此同時，由於對全球經濟放緩繼續影響市場表現的恐慌情緒，歐洲市場加入了全球避險拋售的行列。我們認為市場反應是過度的，並且許多負面新聞已經被市場充分消化。但是，我們認為歐洲地區的股票的反彈將會落後於其他地區，主要由於以下幾個原因。

基礎較差。歐元區在2019年的GDP增長率僅在1.2%，是過去六年內最低的水平。去年第4季度，在貿易戰陰影下，德國出口進一步衰退，導致德國經濟基本停滯，而法國和意大利的經濟也季度同比收縮。幾乎可以肯定的是，隨著意大利已成為新冠病毒肺炎最新的爆發地，封國後當地的社會與經濟活動因為疫情幾乎陷於停滯，因此將會在本季度陷入技術性衰退。在美國可能會對該地區出口的汽車加徵關稅、與英國艱難的脫歐後談判以及新冠病毒爆發的多重因素下，歐元區應需要推出大幅度的財政刺激計劃。

圖1：GDP增速降至過去六年最低點（經季節性因素調整後的環比年化增長率）

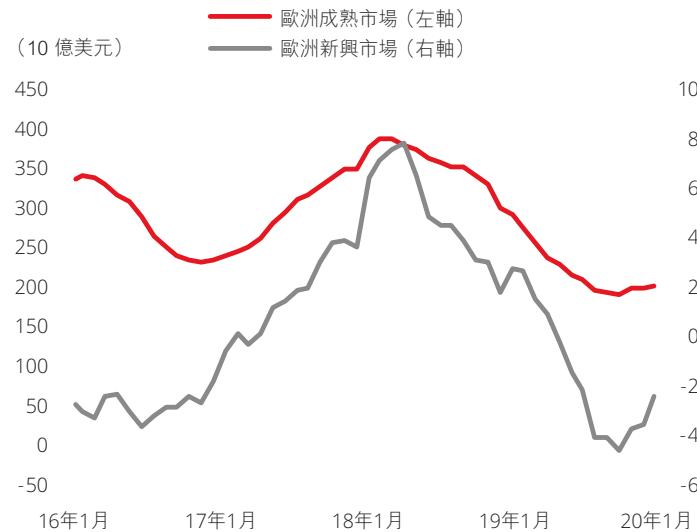


來源：彭博

並未做好應對新冠病毒的準備。歐洲新發病例數依舊在增長，而在這次疫情中心的中國武漢，在採取謹慎的防控措施後，新增病例數已經開始穩定。在我們看來，還未看到歐洲病例數增長趨勢的大幅下滑。2003年亞洲已經積累了應對SARS的經驗，但歐洲在這方面卻沒有充分做好準備。如果新冠病毒發展成為一種流行病，未來就將要花上更長的時間去與之戰鬥，而這將會對歐洲的城市帶來更大的影響。

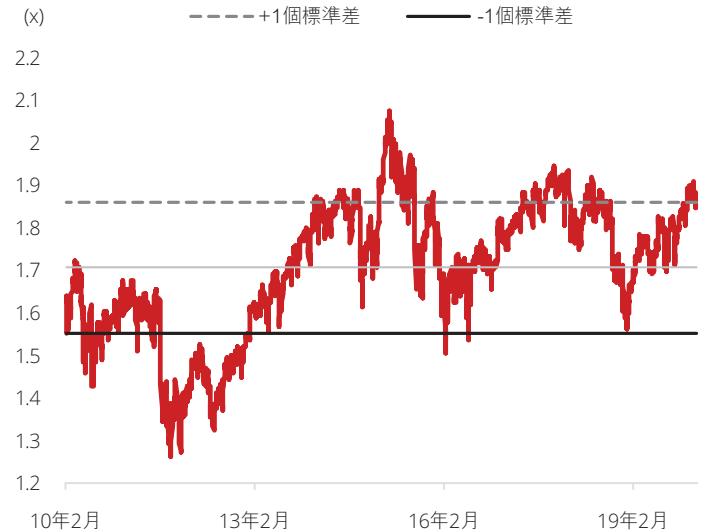
歐洲的政治火藥味漸濃。由於民粹主義在全歐洲經濟低潮和大量來自歐洲以外地區的移民湧入的背景下興起，歐洲政治持續處在一個高度緊張的態勢中。英國正在為一場為期10個月的艱難談判做準備，以在12月31日後與歐盟建立面向未來的關係。由於德國總理默克爾正面臨下台的壓力，該國也面臨政治領袖危機。

圖2：累計流入歐洲的投資資金



來源：EPFR・星展銀行

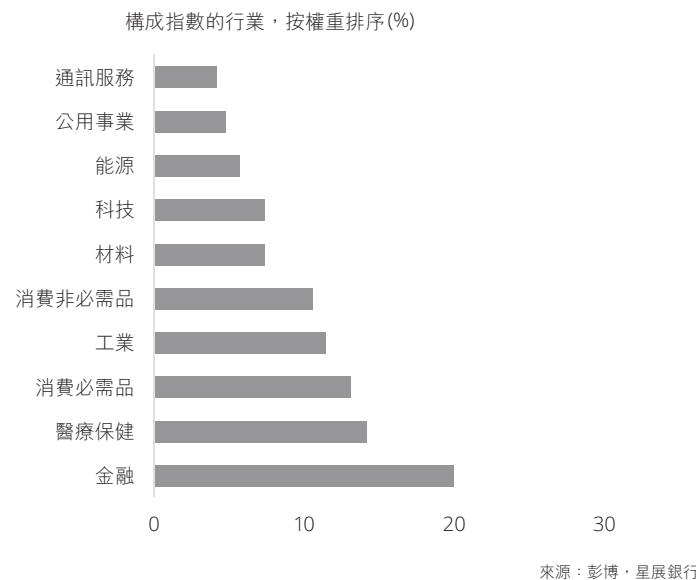
圖3：市賬率處於1個標準差範圍的高位



來源：彭博



圖4：歐洲主要市場指數的行業權重分佈



政治上的不確定性大部分都反映在經濟不穩定、歐元和英鎊走弱以及五年來的負利率中。累計流入該地區的資產自2016年以來由於歐洲機遇的缺乏而保持不變甚至減少。

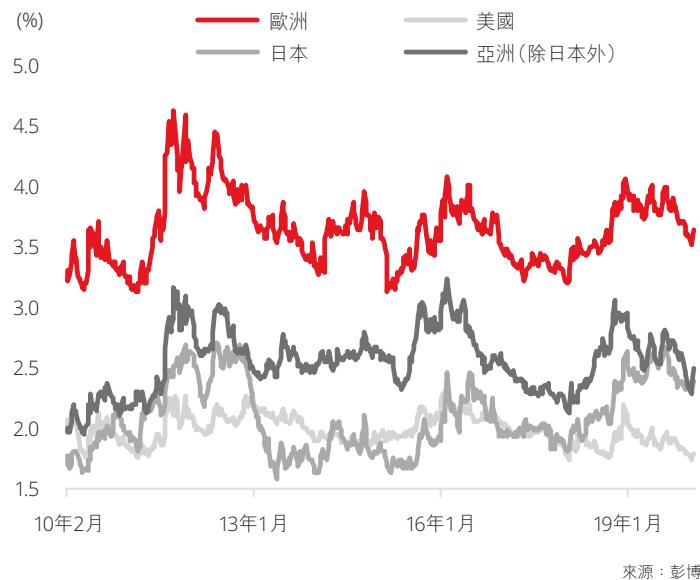
估值並不低。在為該市場尋找正向因素的過程中，我們發現當地的市賬率仍處於歷史高位。這是因為在過去這些年利率不斷降低、2010年代中期的歐元區危機、英國脫歐帶來的不確定性以及過去兩年的貿易戰，導致淨資產孳息率在持續下跌。

歐洲整體的市場資本總額中缺乏創新行業。與其他國家相比，歐洲市場缺乏能駕馭長期增長趨勢的行業，例如電子商務或科技類等創新生板塊。該地區反而聚集了許多傳統周期性的行業股，例如汽車和金融板塊。科技股僅僅佔整個市場的7%，相比在美國的22%。

在歐洲可採取的策略

歐洲股票股息率平均在約4.9%，是全球最高水平。歐洲如今是全球採取的負利率中最低的，而高收益的股

圖5：歐洲擁有最高比例的高收益股票



票將會從養老金以及收入這些亟待收益的投資資金流入中獲得支撐。在歐洲所有行業中，能源、金融以及通訊類的股息率是最高的。

在尋找高收益的公司股票過程中，我們層層淘出那些從經濟周期的高峰至低谷時期都能持續支付股息的公司。這就可能會涵蓋那些能夠持續增長股息的公司——比如那些會實施固定的股息支付率政策，促使股息隨著基本營收增長。在此情況下，我們青睞那些具有產生自由現金流的能力並一直支付股息的公司。

我們尤其青睞歐洲的石油巨頭公司，因他們能夠帶來8-9%的收益，並且我們相信他們強大的自由現金流以及營運框架，使這些公司能夠持續產生股息。此外，在以美元計的總收益基礎上，歐洲能源行業表現超越了油價走勢。我們預計國際油價會在近期內交易於每桶40-70美元區間。

綠色歐洲協議

歐洲正處在應對氣候變化的前線，並仔細研究減少碳

排放以及到2050年達到淨零排放的目標。《歐洲綠色協議》以及其目標將會影響從農業到貿易到能源生產在內的所有行業，因為它改變了我們在碳密集型行業（如鋼鐵、水泥以及紡織）中消耗能源的方式，以及我們消費食品、使用材料以及旅行的方式。我們預計，在能源效率、能源再利用、電動汽車以及離岸風能的研發將會獲得關注並能在達到淨零排放的過程中實現。對該投資主題的表現就通過參與綠色債券以及通過發現具有創新及實現能力的「氣候冠軍」。



圖6：能源和金融板塊

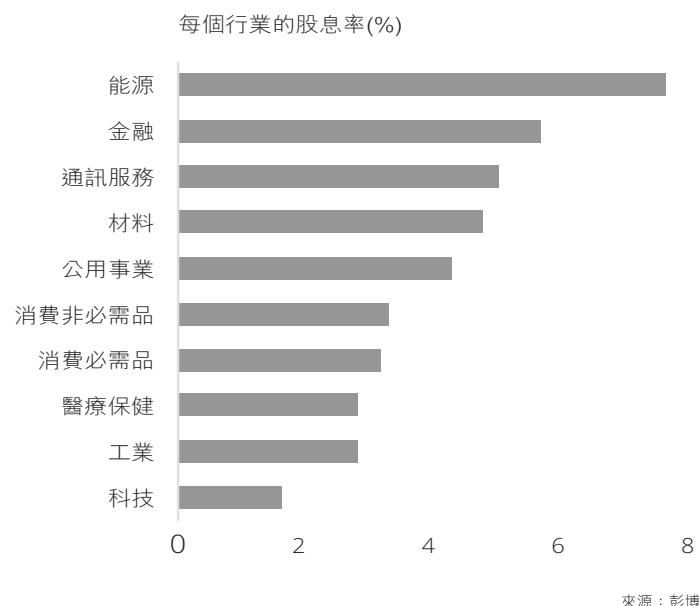


圖7：歐洲政府債券孳息率相比歐洲石油巨頭股息率





來源：Unsplash

日本股市 | 2Q20

下跌但
未出局

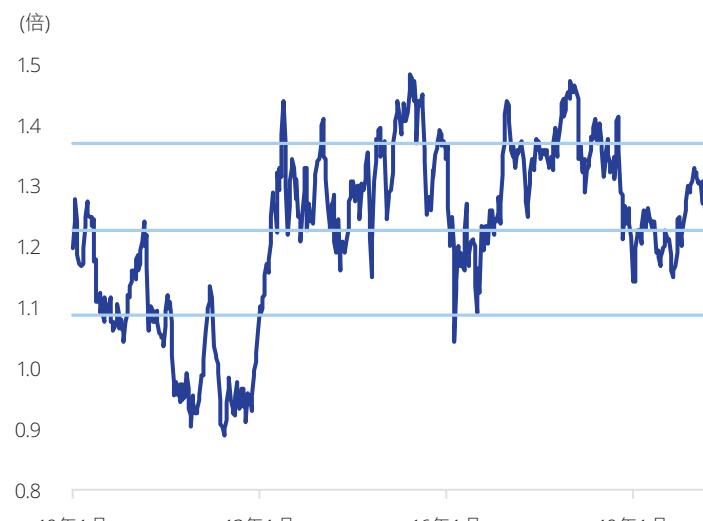
日本股市

吳秀瓊 | 策略師
Glenn Ng, CFA | 證券分析師

日本股市自去年第四季的復甦目前看來只是曇花一現。鑑於新冠肺炎疫情的爆發和經濟衰退風險加劇的擔憂導致投資者的風險偏好銳減，日本股票也加入全球市場拋售行列。儘管全球央行介入以緩解市場擔憂，市場拋售仍在加速。美聯儲採取了前所未有的措施，在12天內在兩次議息會議之間兩次降息，共計150個基點，而美聯儲的聯邦基金利率目前處於全球金融危機時的水平。我們認為，需要在公共衛生、貨幣和財政政策方面採取全球一致的對策，以恢復對金融市場的信心。

日本股市是否存在進一步的下行風險仍有待觀察。我們預計日本經濟將在今年第一季度陷入技術性經濟衰退。

圖1：日本股票的估值接近歷史低點



退。鑑於疫情爆發對全球供應鏈的溢出效應及對全球旅遊業的打擊，宏觀經濟數據可能會非常難看。與此同時，日本去年10月增加消費稅後，當地消費者支出至今受到衝擊。

如果安倍政府措施不得當，市場將危如累卵。我們認為日本政府將推出大量一籃子計劃，以遏制公眾對公共衛生、財政和貨幣政策的信心崩潰。一旦市場對政府控制疫情的能力失去信心，則2020年東京奧運會將可能無法如期舉行。五月底將是做出決定的重要關節點。

我們認為日本央行將加大刺激力度以支持經濟。迄今為止，其對債券市場和指數基金ETF的單日購買量已創紀錄，我們預計政府還會有更多類似措施。

以市賬率而言，日本股票的估值看起來相當低，我們認為可能會出現一波逢低買入，給日本市場帶來一定的支撐。此外，日本央行的流動資金扶持政策以及當地公司治理改革行動等均可能對股市起到支持作用。

高波動性仍可能持續。在美聯儲意外減息150個基點後，日本央行可能試圖採取更多貨幣寬鬆政策，以遏制日圓升值。從統計數據來看，如日圓強勁，則通常與股市呈負相關。因此只要避險資金持續流動，日圓就可能繼續升值。自2017年以來，美元兌日圓一直在100-115區間內波動。我們認為這是東證指數(Topix) 保持不受影響的合適範圍。

企業盈利持續低迷

日本企業盈利的下行風險相當廣泛。當前各宏觀因素均不利於市場前景，包括影響出口需求的疲弱全球增長環境、貿易戰對汽車行業的影響、增值稅對零售商

圖2：市場可能受到日圓的壓力（東證指數相比美元兌日圓匯率）



利潤率的影響、負利率對銀行的影響等。如果疫情持續下去，這些下行風險將加劇，尤其對旅遊業而言更甚。

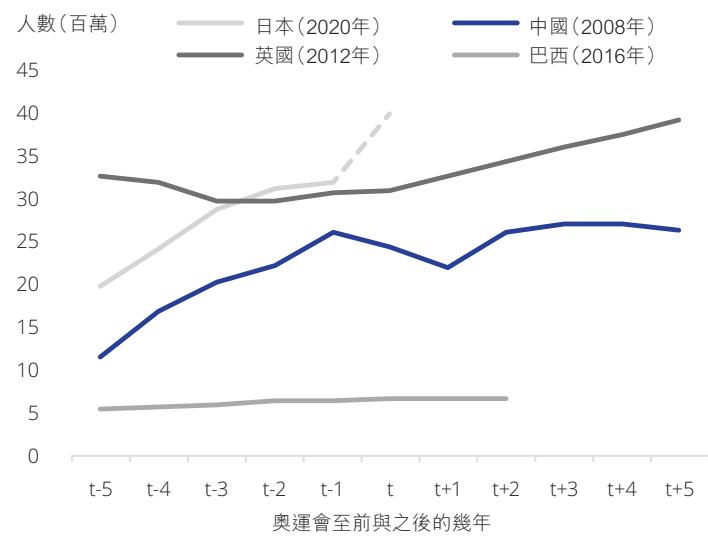
下調對旅遊業前景的預測，專注於變革趨勢

值得注意的是，在2019年，除香港、澳門和泰國外，日本是中國遊客第四大最青睞的旅遊目的地。來自中國的遊客佔日本遊客總數的30%左右。只要中日兩國的外交關係繼續改善，中國旅遊業的回歸就只是一個時間問題。但出於戰術性投資的考慮，在疫情對該行業的影響更清晰之前，我們決定下調對該行業的預測。我們目前的基本情景是奧運會仍將如期舉行。東京奧運會本該是今年夏季旅遊業的助推器。但根據疫

情恢復的速度，東京奧運會期間訪日的遊客人數可能遠不及預期。

儘管疫情爆發，但我們認為那些能從日本變革趨勢中受益的企業仍將風生水起。這些主題趨勢包括人口結構變化（人口老齡化、勞動力短缺）；全球千禧世代生活方式的轉變（消費模式的改變、遊戲文化的興起、各種休閒活動）；以及物聯網（電子商務、雲計

圖3：近幾屆奧運會主辦國的遊客人數

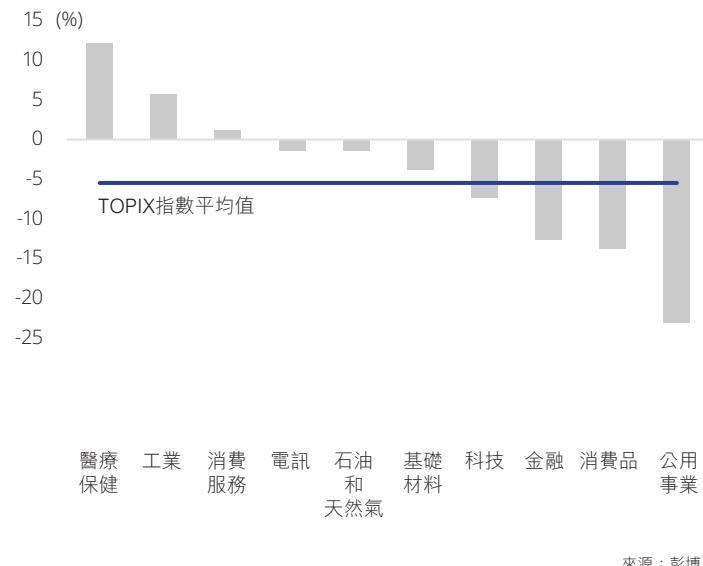


算、自動化）。能夠採取策略適應這些長期趨勢的公司將是長期贏家。特別在當前環境下，日本醫療保健和機器人行業、以及上游半導體設備製造商更具韌性。

公司治理和提高股東回報率是產生阿爾法的關鍵

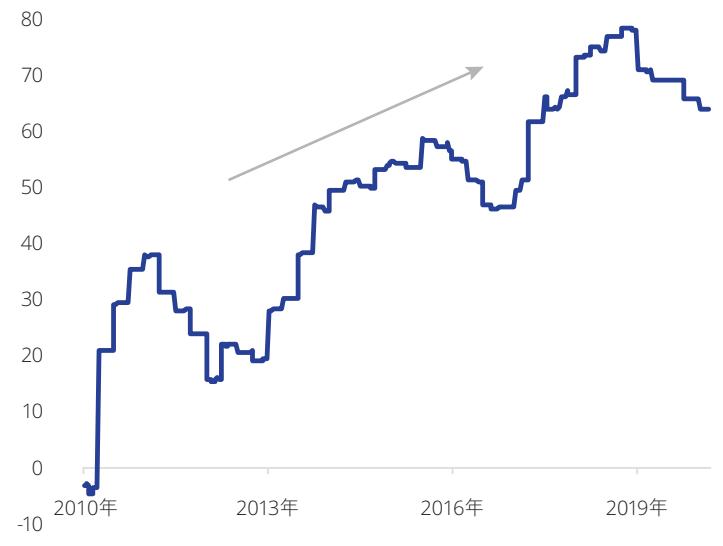
在當前低增長和盈利預期下調的環境下，不論宏觀或市場情緒如何變化，改善公司治理以及積極提高股東回報率，是日本長久以來堅持的主題。

圖4：日本東證指數：2019年各行業的盈利增長明細—醫療保健和工業是增長的領頭羊



來源：彭博

圖5：每股盈利（EPS）持續上漲和通縮環境互相矛盾（過去12個月的每股盈利）



來源：彭博

這對日本尤為重要，因為儘管自2012年啟動安倍經濟學以來日本企業盈利強勁反彈，但是日本上市公司資產負債表普遍效率低下——這是管理層在通縮時代心態延續至今的結果。

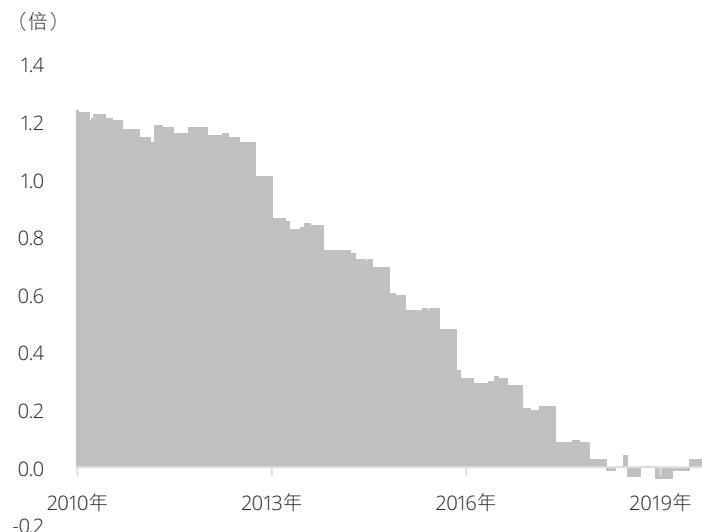
2010-2013年期間，東證指數中上市公司的平均淨負債率為1.0-1.4倍。但自2013年以來，由於盈利、現金流和保存股本的增長，該比率一直呈下降趨勢。目前為負數。儘管資產負債表審慎性有其優點，但在日本已出現過猶不及的情況，正打壓股本回報率（ROE），進而壓低估值。

改善公司治理是解決這一問題的辦法之一，尤其是資產負債效率低下的企業，管理層通常要為股東解鎖股權。提高股票回購和股息、分拆和出售交叉持股等公司行為，可能成為推動股價上漲的積極催化劑。



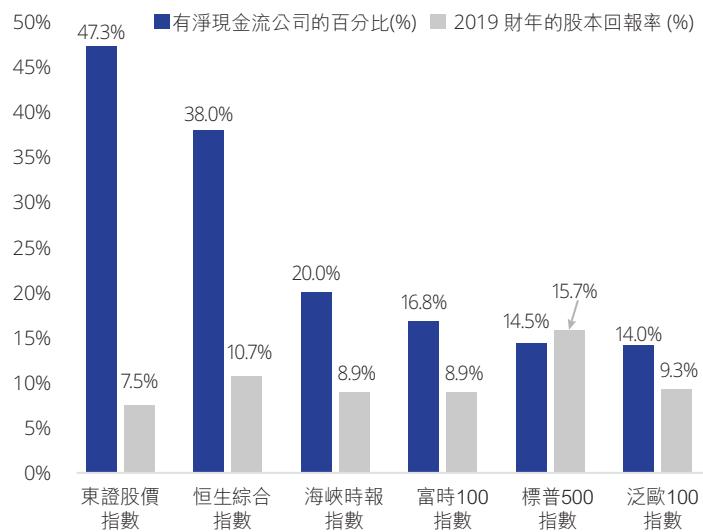
來源：Unsplash

圖6：日本企業的平均淨負債率幾近於零



來源：彭博

圖7：高現金額抑制日本的股本回報率



來源：彭博

表1：日本的主要投資專題

主題	行業
人口老齡化	製藥
	醫療設備
	醫療保健服務
勞動力短缺	IT服務
	人力資源服務／招聘
科技	IT服務
	電子商務
	金融科技
	自動化
	電子遊戲
公司治理	半導體
	因個股情況而定

來源：星展銀行



來源 : Unsplash

除日本外的亞洲股市 | 2Q20

表現將突出

亞洲（除日本外）股市

楊政齡 | 策略師
吳秀瓊 | 策略師

鼠年伊始中美簽署第一階段中美貿易協議後，使市場鬆了一口氣。但不久之後出現的新冠肺炎疫情COVID-19促使世界衛生組織在1月30日宣布該流行病為國際公共衛生緊急事件。

新冠肺炎疫情最直接的影響是重創了國內消費、服務業以及整體經濟增長。為了應對挑戰以及抑制經濟的下滑，各國政府已積極地加大政策支持，以協助企業渡過難關及恢復信心。

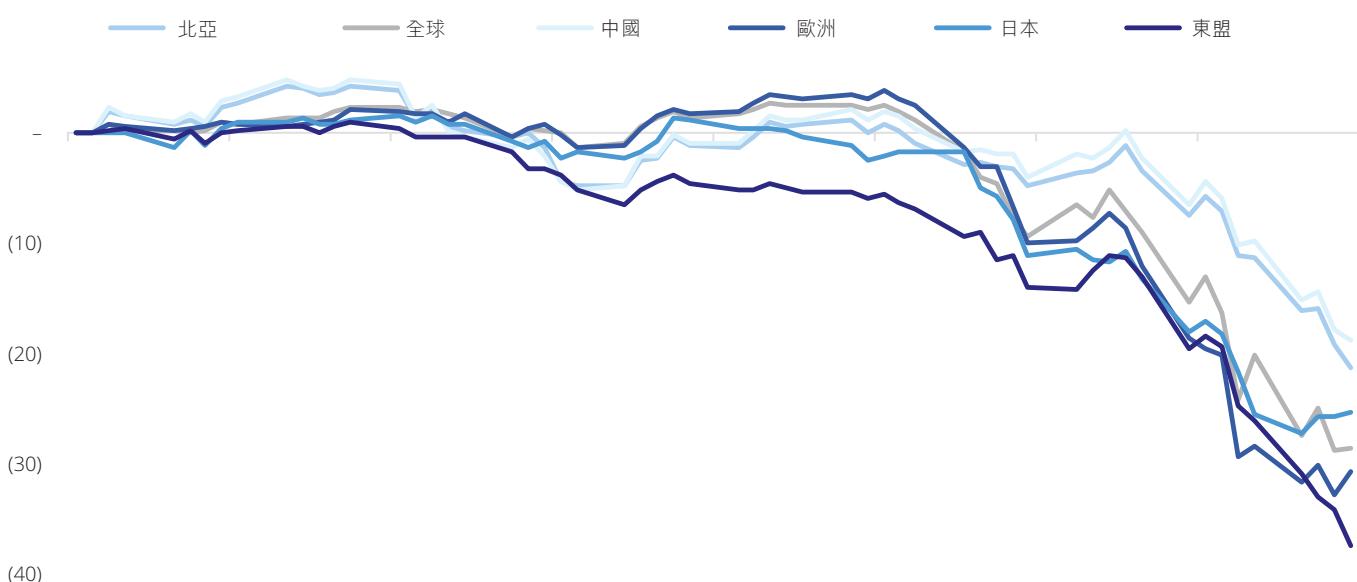
因此，我們預計在此期間電子商務和上游半導體等行

業將比典型的一線零售業更有韌性。中長期受益的另一行業是大型國有銀行——政府通過這些實體執行其擴張政策，以扭轉經濟。

自今年伊始，股指一直承受拋售壓力（圖1）。例如，由於投資者趨向避險，今年迄今北亞的股市已下跌約20%，而東盟市場則滑跌約40%。我們認為，未來具有較好長期基本面的行業將能有強勁的恢復。

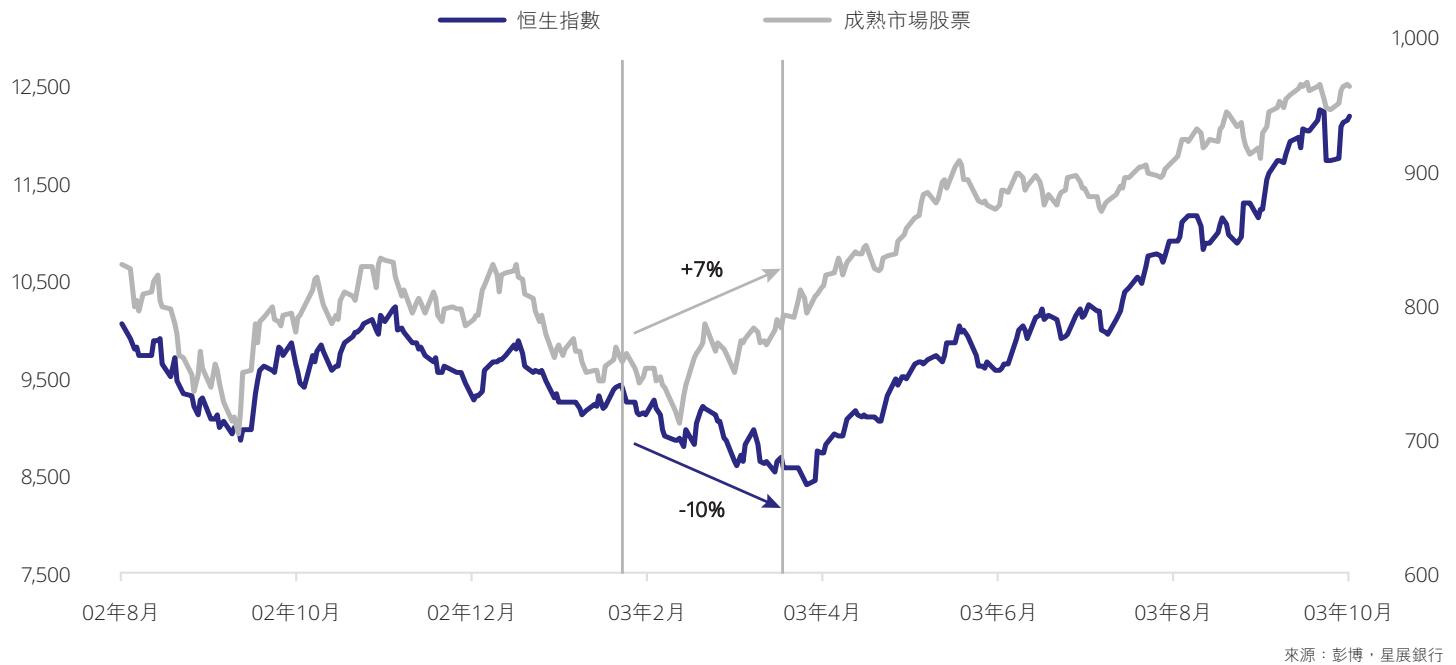
回顧2003年的「非典」事件，那時市場出現短期的崩跌，例如香港股市先是調整了大約10%，但隨後

圖1：亞洲股市沒有逃過此輪大拋售



來源：彭博，星展銀行

圖2：非典期間的市場走勢



上漲。我們認為，這次的疫情一旦趨於穩定，市場將會有類似的走勢。

中國央行將大型國有銀行的存款準備金率降至12.5%後，貨幣政策操作仍有較大空間，以便為更廣泛的私人企業和消費行業提供流動性（圖3）。

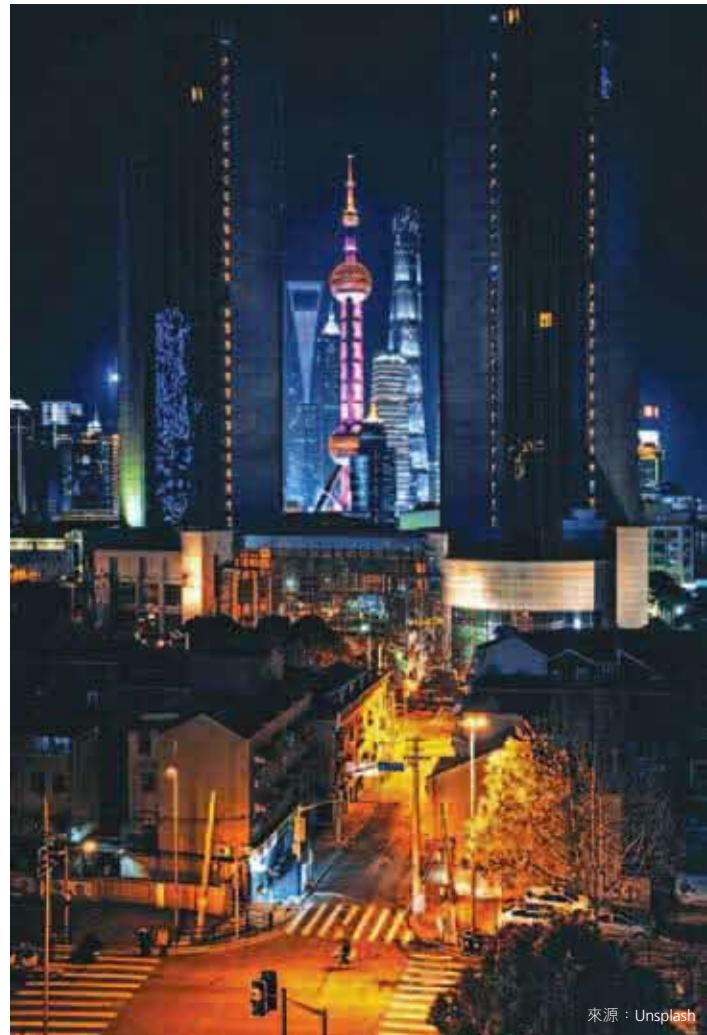
中國企業的自由現金流孳息率為8%，已從10年前的負收益水平大幅改善，企業的資產負債表一直保持健康，過去5年總債務權益比為維持於120%（圖4）。

這些改善以及中國人民銀行的寬鬆立場讓我們仍看好中國股市。

圖3：支持性政策將發揮作用



圖4：穩健的資產負債狀況

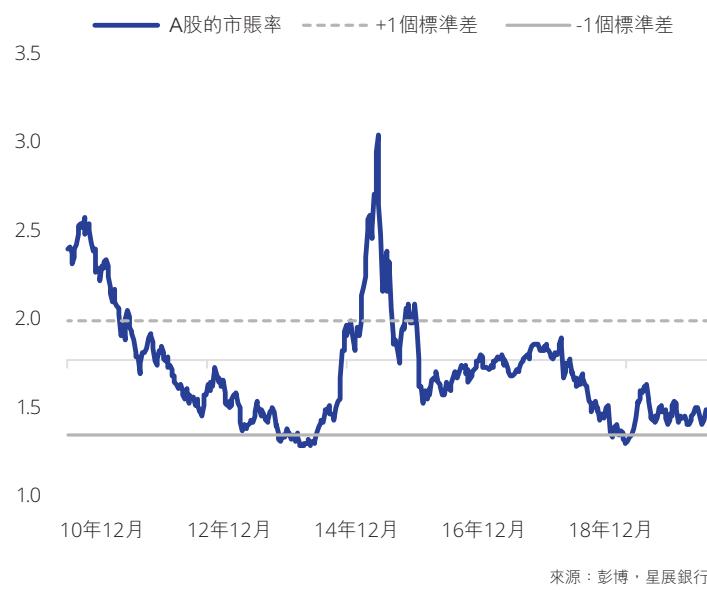


大中華區股票的預測盈利應至少有百分之十幾，而預測市盈率仍具吸引力，為8-9倍（圖5）。市盈率對增長比例小於1倍，也具有吸引力。這些股票當前的交易價格落在其歷史市賬率平均值負一個標準差的範圍內，因此為投資者提供誘人的風險回報率。相應地，中國在岸股票—上海A股一同樣處於歷史估值低位（圖6）。

圖5：大中華區股票—誘人的估值



圖6：中國在岸股票



亞洲半導體 — 借數字化東風

由於在技術供應鏈中所處的優勢地位，亞洲科技業將乘上長遠數字化和網絡浪潮。亞洲科技公司在晶圓代工、邏輯IC（集成電路）設計、記憶卡（內存、閃存）、半導體後端封裝和測試等領域尤為突出。其他領域包括印製電路板、外殼、顯示面板、音響、傳感器、手機攝像頭以及其他被動元件等下游組件。

我們看好上游半導體和集成電路設計公司，因為這些供應鏈成員有較好的定價權，因此有更好的盈利能力。例如，由於新技術的出現（例如智能手機、雲計算和高性能計算），亞洲領先晶圓代工廠的EBITDA（息稅折舊及攤銷前利潤）率自全球金融危機以來一直略高於50%（圖7）。相反地，下遊元件供應鏈的盈利能力一直掙扎在較低的個位數（圖8），且沒有反轉跡象。

圖7：亞洲半導體供應鏈盈利能力

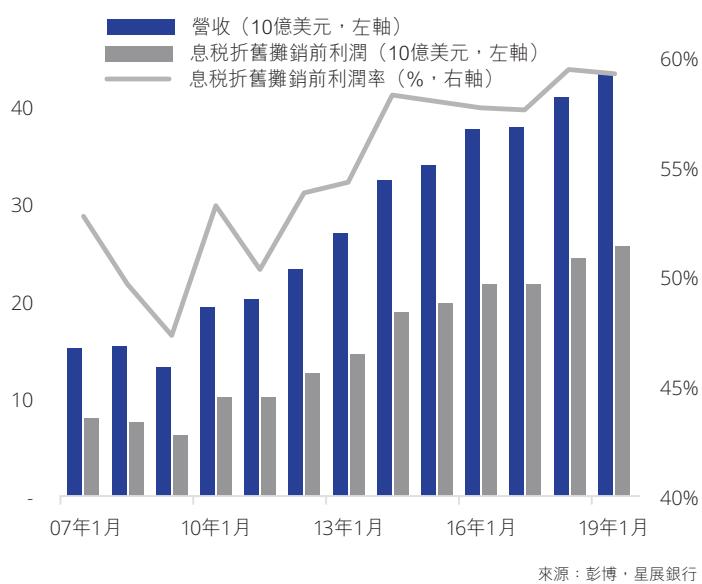
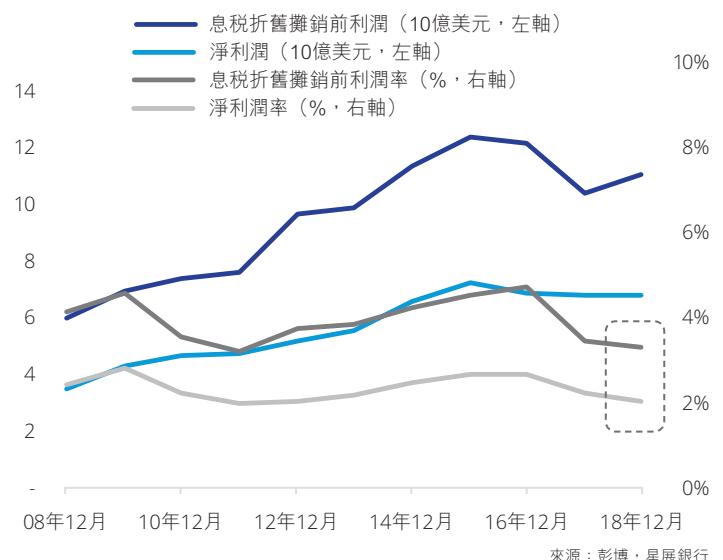


圖8：亞洲科技行業的下游 — 盈利能力受壓



在今年第二季度，我們仍建議在一個全球投資組合中對亞洲（除日本外）股市維持增持立場。在亞洲區域，具有長期增長潛能和誘人派息率的行業將是我們關注的板塊。

東盟 — 新冠病毒肺炎疫情阻礙復甦步伐

東盟對中國大陸遊客極度依賴，因此新冠病毒疫情爆發對該地區影響巨大。2019年，東盟國家總計接待了2,000多萬中國遊客，人數佔到地區遊客總數的25%之多。再加上多個國家升級全球旅行限制，我們估計2020年第1季度東盟地區將會減少的旅遊接待數量相當於GDP的1.5%。除此以外，價值鏈斷裂和需求疲弱也嚴重打擊了出口和工業生產。由於亞洲貨幣貶值，對以當地貨幣計價的資產包括房地產、股票和債券的需求應會減弱。在第一季度，按美元計算，東盟市場資產價值總計虧損高達33%，其中以泰國跌幅最大；新加坡儘管是其中表現最好的，按美元計算也虧損了27%。

圖9：中國大陸赴東盟國家遊客數量是六年前的三倍以上

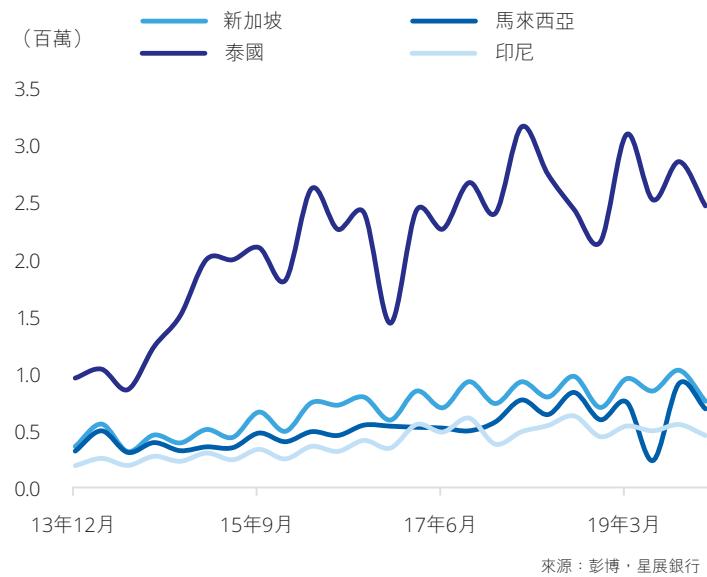
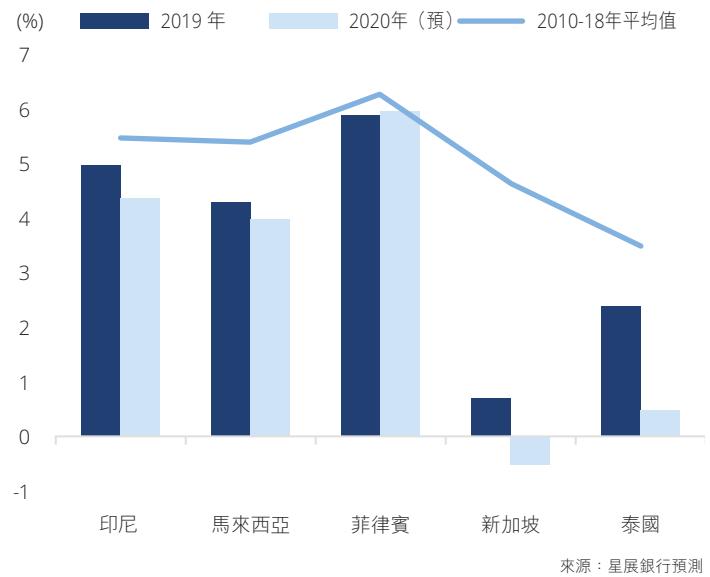


圖10：東盟國家GDP增長和預期 — 不太可能回到過去的光輝歲月

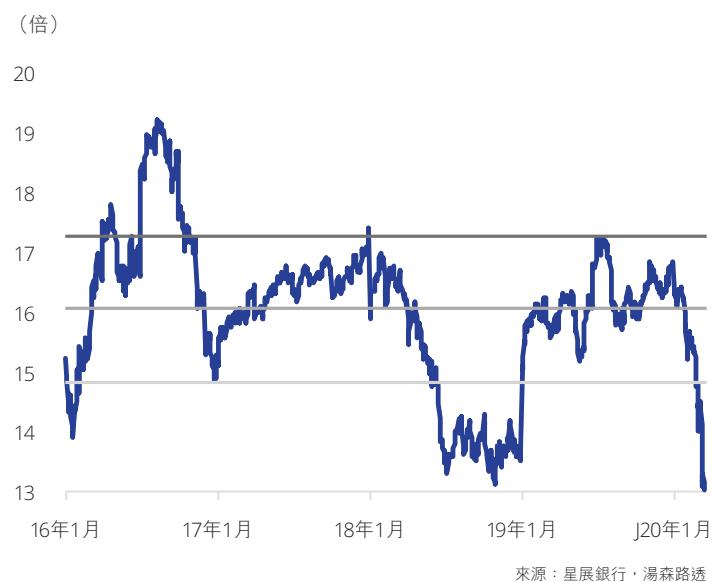


到目前為止，金融市場對疫情爆發的反應很大，尤其是東盟市場。該地區還未從中美貿易戰中恢復過來，僅僅出現些許輕微的恢復和穩定的跡象，又經歷了這輪增長休克。亞洲國家央行很快採取了政策工具，幫助經濟抵禦短期負面影響。印尼、馬來西亞、泰國以及菲律賓均在最近一次的政策會議上下調政策利率，新加坡2020年的財政預算達到了史上最多的名義GDP（國內生產總值）2.1%的財政赤字。

在全球增長放緩、如油價、貨幣以及利率等宏觀變量波動的情況下，對東盟7%的盈利增長的一致預期受到了下行風險。的確，我們的經濟學家下調了對今年油價、貨幣以及GDP增長的預期。由於東盟地區沒有如科技和電子商務這類創新行業，並且非常缺乏成長型行業，而更多的是傳統週期性經濟股，如大宗商品、汽車以及銀行，這些行業對經濟環境的變化高度敏感。

儘管如此，東盟地區市場通過其市盈率展現出價值，長期價值投資者將在股價極低的時候進行抄底。

圖11：東盟地區市場—市盈率接近歷史低點



- 受益於強勁美元的公司

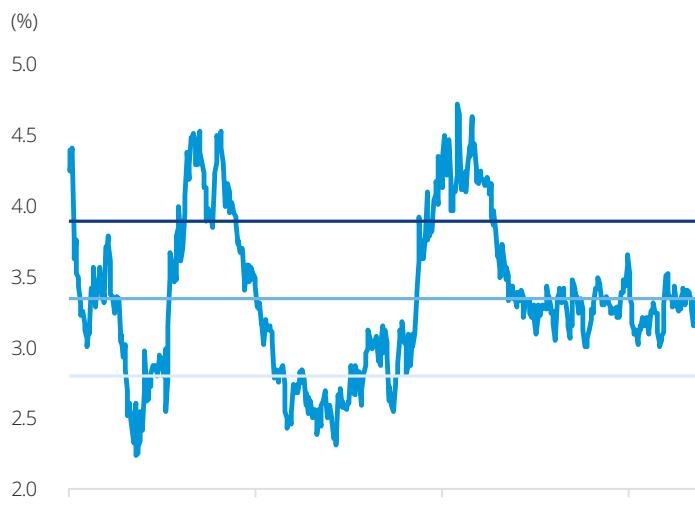
東盟地區貨幣今年起至今貶值了3%，而未來趨勢也將會繼續下行。如出口行業這類以美元入帳的行業將因本國貨幣較弱而更具競爭力。這類行業將會在這樣的環境中體現出韌性。

- 高收益股票將會從低利率環境中收益

東盟市場平均孳息率為4.3%。高股息孳息率的股票將會從較低的債券孳息率中獲益。新加坡市場的股息孳息率達到5.6%，是該地區最高水平之一，將會在這場波動劇烈的交易市場中有利於投資者。新加坡房地產投資信託以及銀行的支付的股息孳息率超過了5%，我們相信這類股息收益支付將會是可持續的。

一旦市場恢復常態，我們預計新加坡房地產投資信託基金便會反彈。股息孳息率與債券孳息率的差距已進

圖12：新加坡房地產投資信託基金vs新加坡十年期政府債券孳息—儘管價格強勁增長，價值依舊存在



來源：彭博，星展銀行

圖13：新加坡房地產投資信託基金孳息率對比股息孳息率，再投資能獲得具有吸引力的長期收益



來源：彭博，星展銀行

一步擴大，因此該行業目前給予的平均6%股息非常具有吸引力。在該行業裡，我們更青睞工業地產信託，尤其是與商業園區相關的。儘管電子商務和物流行業呈現長期趨勢，工業地產信託的股息孳息率依舊處於高位。有現金流和低債務水平的支撐，工業地產信託的強勁基本面使其能夠購入收益增長的資產，並增加股息支付。酒店房地產投資信託和零售房地產信託正受到新冠疫情爆發的負面影響。但是，由於它們相關資產的結構和多元化性質，我們認為疫情對零售房地產信託的每單位股息的影響應限制在5%左右，對酒店房地產投資信託的每單位股息的影響則應限於約20%。

- 國內消費

我們青睞東盟地區國家國內消費表現。長期角度來看，該地區受到地理優勢和生活方式結構性轉變的支撐。短期來看，該行業將會受益於國家為緩衝疫情爆發負面影響而採取的刺激性政策。

圖14：新加坡銀行一直在穩定提供股息收益

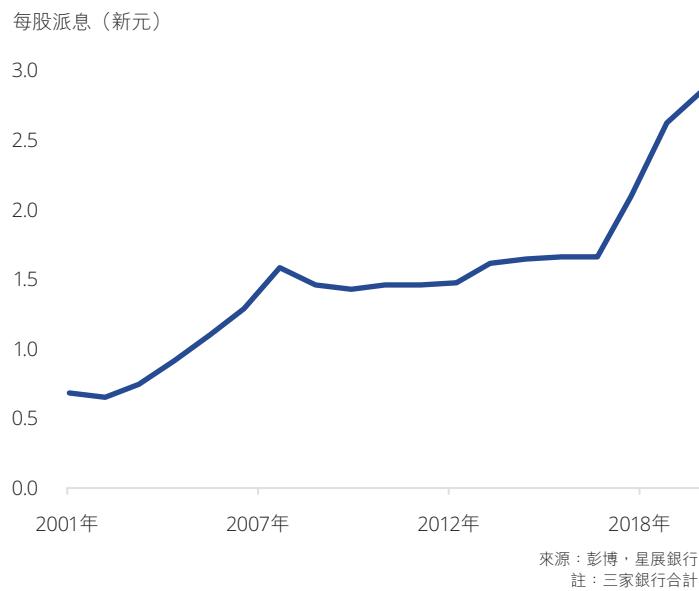
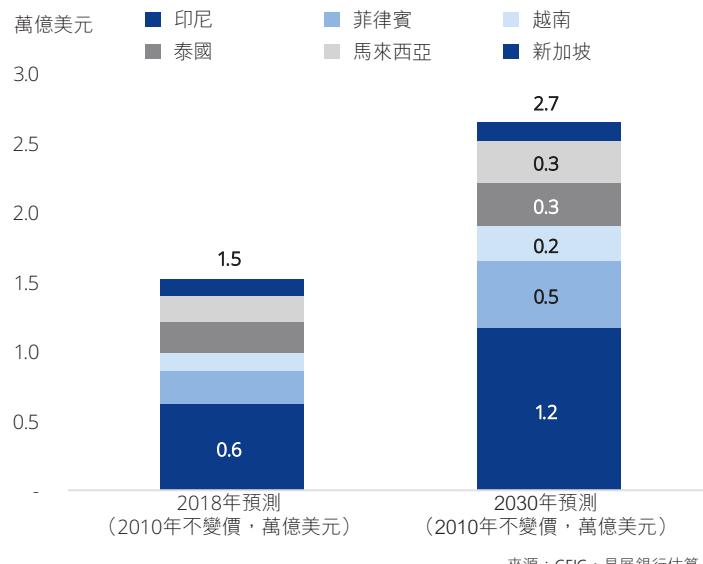


圖15：東盟地區消費將會到2030年實現翻倍



東盟地區正向新數字時代轉型

東盟股票市場依舊缺乏創新型公司。在我們看來，這影響了證券交易的增長，也讓投資者們對該地區市場缺乏興趣。然而，隨著新加坡數字銀行的發展，印尼初創企業的興起，該地區股票市場的未來前景還是不錯的。

新加坡數字銀行牌照

新加坡將於今年6月頒發數字銀行牌照，這將加快新加坡及整個地區向數字化轉變的進程。牌照申請人包括中國大陸的幾家超級應用程序公司、非銀行公司、金融科技以及電子商務公司，其中很多在亞洲地區已有廣泛的運營。我們認為數字銀行牌照將會以創新銀行業務以及支付解決方案來加快數字銀行在東盟地

區國家的發展，而非向銀行業務覆蓋不廣泛的行業拓展。

數字銀行對新加坡銀行的顛覆預期不大，因為大多數已開始朝數字化轉型發展。

印尼 — 獨角獸公司

印尼一直以來都是初創企業成長的新熱土。投資者都被印尼的消費潛力吸引，這股潛力是來自於其地理優勢，以及一直以來印尼都被稱為是最大的電子商務市場以及東南亞最大的數字經濟體。投資者名單裡不乏許多顯赫的私募基金投資者，如軟銀、阿里巴巴、騰訊以及穀歌。目前印尼擁有五家科技獨角獸（估值在10億美元以上的初創企業），分別從事叫車服務、電商、在線旅行社以及金融科技支付。我們認為這些

公司上市只是時間問題，並且它們如果上市，將會拓寬整個市場。其他前景良好的初創企業也從事醫療健康以及教育領域，這些領域都是政府重點發展並提供資金支持的。本地媒體和通訊公司也一直在與這些初創企業合作，以利用這市值高達1,300億美元的數字經濟。

圖16：對印尼電商初創企業的融資源源不斷



表1：亞洲主要投資主題摘要

主題	受益人
5G，半導體，雲科技	北亞代工廠，集成設計
電子競技	遊戲平台
人口老齡化	保險業
股息股票	新加坡銀行
	中國大型銀行
	新加坡房地產投資信託
亞洲國內消費	中國電子商務
	印尼消費
政府刺激措施	中國銀行
市場改革	中國A股
	越南

來源：星展銀行



來源：Unsplash

全球利率 | 2Q20

對經濟增長的衝擊

全球利率

廖裕銘 | 策略師
陳慶翰 | 策略師

新型冠狀病毒肺炎給全球經濟增長帶來威脅，其影響正在持續顯現。全球電子／製造業復甦跡象可能將延遲到2020年第二季度才會出現。更重要的是，服務業（尤其是旅遊和零售相關行業）預計將持續疲弱到2020年年中。隨著中國以外地區的感染病例快速增加，同時中國大陸工業生產復甦仍極其緩慢，市場供給和需求之間的矛盾可能將日益突出。美聯儲已經緊急減息至零利率，並宣佈了（至少7,000億美元的）量化寬鬆政策。但我們認為美國目前不會出現負利率。

成熟市場各央行將採取減息或購買資產措施來支持全球經濟。澳洲央行和加拿大皇家銀行均已實施貨幣寬鬆政策。歐洲央行和日本央行面臨的減息壓力也將會加劇。但我們注意到G-3經濟體中，只有美聯儲有餘地大幅減息。而歐元區和日本政策利率已處於負值，政策可能會對金融體系造成意外影響，這使得兩地決

圖1：疫情恐慌情緒下G-3國債孳息率曲線扁平

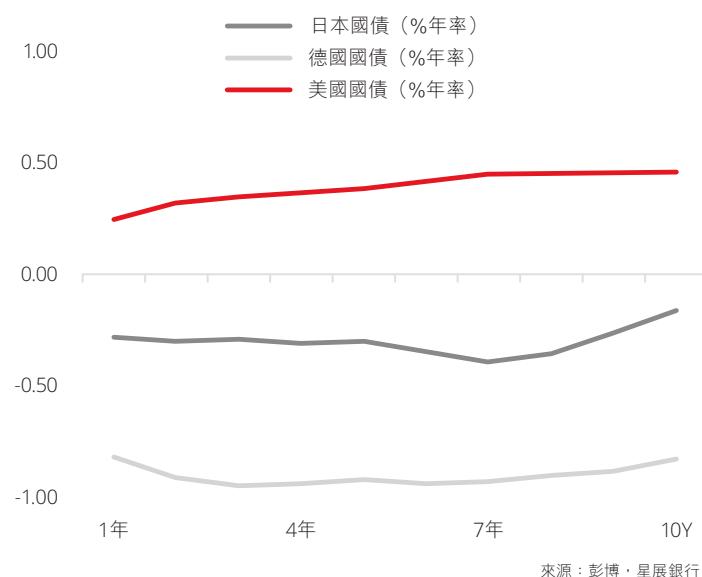
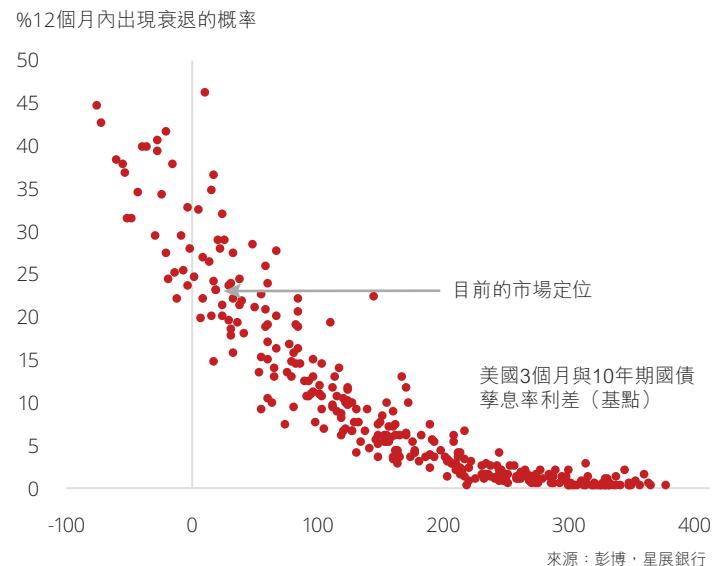


圖2：美聯儲降息能否避免經濟衰退？



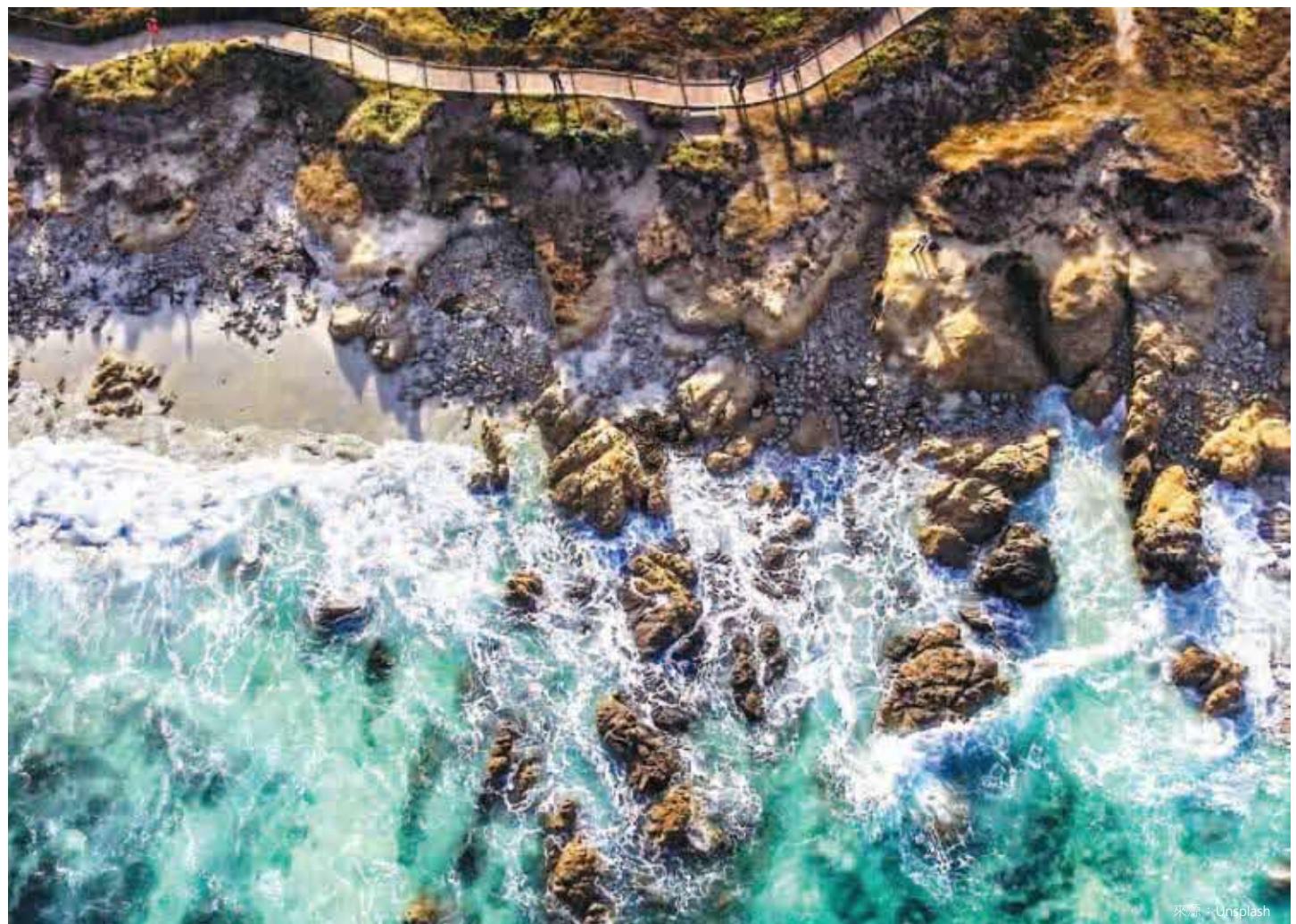
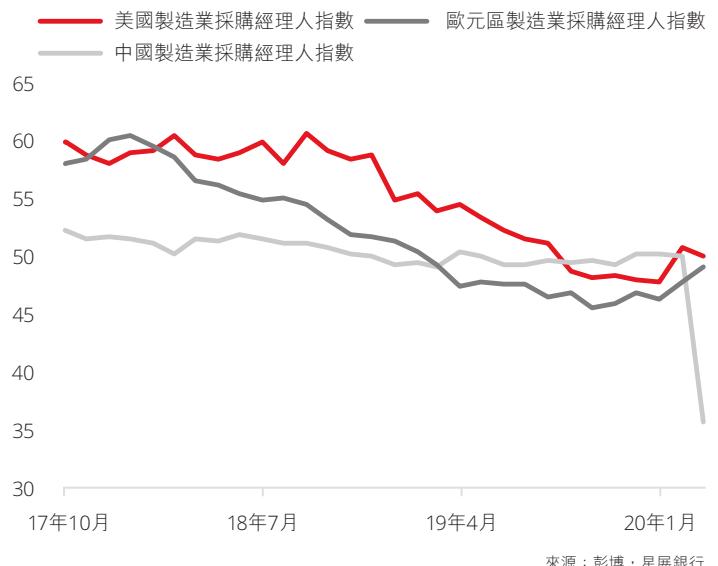
策者更加慎重。我們認為，必要時歐洲央行可能會象徵性降息，而日本央行可能會按兵不動。

總體而言，參考非典疫情的發展情況，我們認為全球經濟活動將在下半年回升，這或將拉高G-3孳息率。歸根結底，這取決於全球各政府控制疫情的速度有多快，以及第二季度天氣轉暖是否會像人們普遍預期的那樣阻擋病毒傳播。積極的財政政策可能比貨幣政策有效得多，這也會在很大程度上緩解數月來的經濟壓力。當財政應對措施變得更加積極、G-10集團減息充分被市場消化後，這些國家的孳息率曲線將出現倒掛。如果疫情圍堵措施和財政政策能夠迅速出台，將會減輕美聯儲緩解經濟壓力的負擔。

圖3：比非典疫情更嚴重



圖4：2020年下半年經濟才會回暖



亞洲利率

人民幣利率：抗疫

中國大陸對新冠病毒肺炎的恐慌情緒已有所緩和，但我們預計中國政府將繼續採取措施支持經濟。春節假期後市場重新開市，中國國債孳息率曲線上揚。雖然這在一定程度上反映出對經濟增長的擔憂，但我們注意到，中國央行一直積極向金融體系提供流動性。7天回購利率和3個月期限的上海銀行間同業拆借利率（3M Shibor）是流動資金狀況改善的主要受益者。值得注意的是，3M Shibor已跌破2.60%。目前的短期利率水平略低於2015／16年度水平，當時人們強烈擔憂中國經濟會「硬著陸」。此外，我們認為對財政的擔憂可能會在一定程度上推高較長期利率，當然，這還需要與外國買家的資金流入量互相平衡。我們猜測，鑑於成熟市場孳息率不高，投資者將轉而購買中國政府債券。

圖5：因對經濟增長擔憂，中國國債孳息率走低



印度盧比利率：依靠政策支持

在印度央行的大力支持下，印度政府債券數月來大幅反彈。從表面上看，印度央行似乎按下了暫停鍵，自去年10月以來逆回購利率一直維持在4.90%。隨著食品價格持續上漲，今年1月份總體通貨膨脹率同比大幅上升至7.8%（為2014年以來的最高水平），國家對政策利率的謹慎態度可見一斑。但2019年末的「扭曲操作」（購買較長時期債券、出售較短期債券）以及2月份通過長期回購操作注入流動資金等非常規政策，表明仍存在寬鬆政策傾向。雖然全球利率和油價受疫情影響仍處於低迷水平，市場狀況總體上仍有利於印度政府債券。一旦通脹開始回落，印度央行進一步採取寬鬆政策的預期可能會卷土重來，這將成為印度債券市場另一利好。5年期債券孳息率已經出現大幅回升，而通常我們都喜歡逢低買入。

圖7：印度國債孳息率曲線的中段具有吸引力

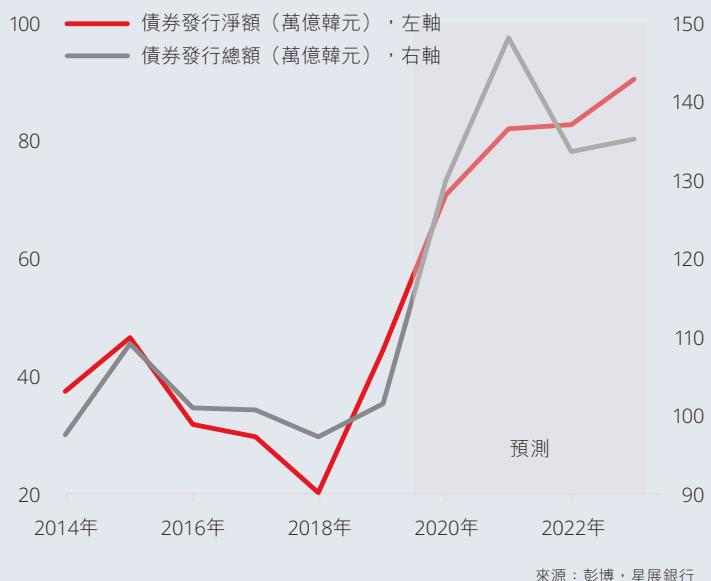


來源：彭博，星展銀行

韓元利率：孳息率曲線仍會繼續走峭

我們認為，南韓應廣泛且聯合使用潛在的貨幣寬鬆政策和預期的財政擴張政策，但這並未引起足夠重視。在時機方面，我們預計韓國央行將在2020年第二季度減息，以應對疫情給經濟帶來的衝擊。考慮到中國大陸供應鏈中斷以及需求放緩等因素對韓國製造業和出口可能造成的實質性影響，市場定價肯定還有波動空間，幅度將超過此輪減息。未來幾年，財政政策預計將轉向更加擴張，以支持經濟增長，但這也意味著更大規模的債券發行量。經濟財政部2020年韓國國債發行計劃顯示，總發行量將從102萬億韓元增至131萬億韓元，淨發行量從45萬億韓元增至71萬億韓元。因此，相對於美元利率，韓元利率可能會進一步陡峭。

圖8：韓國債券發行量預計會增加



來源：彭博，星展銀行

馬來西亞令吉利率：曲線偏低

基於馬來西亞經濟和政治近期的發展形勢，我們已不再看漲年期更長的馬來西亞政府證券。當地的政治不確定局勢可能會持續一段時間。預計國際油價下跌將致使政府的石油相關收入縮減，加之經濟活動疲弱可能導致稅收減少，因此我們需要對馬來西亞財政問題惡化和債券發行量增加的風險進行監測。此外，因債券指數變化而導致投資資金的外流也構成了技術上的阻力，這些阻力將繼續對市場產生負面影響。據我們估計，在摩根大通政府債券指數 — 新興市場指數決定降低馬來西亞政府債券在該指數中的權重（已確認事件）後，將有約20-25億美元的投資資金外流；而由於馬來西亞政府債券可能被撤出富時環球政府債券指數（潛在事件），將有約40-80億美元資金撤出。馬來西亞央行將面臨更大的壓力，需要採取更多措施支持經濟。我們認為，投資者需要定位在掉期曲線的前端，即1年後的1年期利率或2年後的1年期利率，將貨幣寬鬆的風險敞口最大化，同時將財政和政治不確定性的風險敞口最小化。

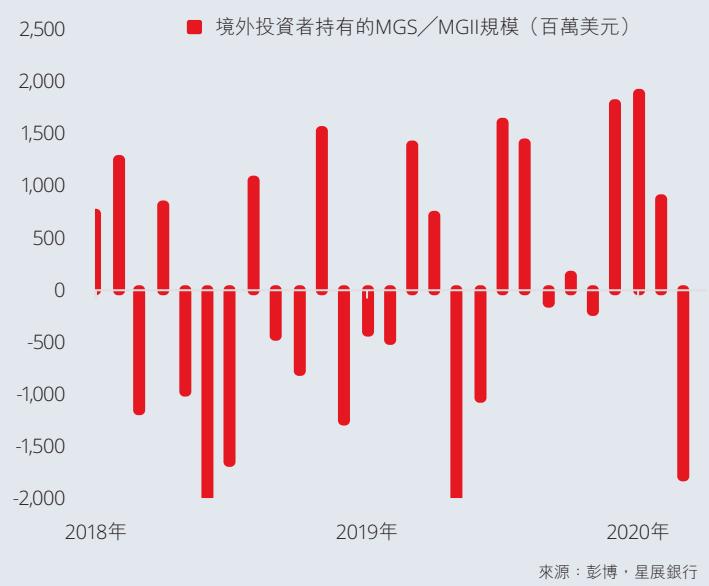
菲律賓披索利率：估值仍高

我們認為，菲律賓披索利率的估值目前相當高。硬通貨政府債券與美國國債之間的利差正接近歷史低點。本地貨幣債券的相應利差看上去不那麼緊，但我們認為這與今年較高的貨幣風險是相對應的。通脹風險溢價的大幅壓縮，曾推動2019年大部分時間的持續上漲，但目前這趨勢也已接近尾聲。估值雖高，但我們認為短期內不會有任何引發利率下降的因素。與亞洲其它國家相比，菲律賓受疫情影響較小，因此經濟前景似乎無恙，而政府基礎設施支出回升，預計將會對今年的經濟增長帶來支持。其通脹率也會很好地控制在菲律賓中央銀行的目標範圍內。特別是由於菲律賓中央銀行持續下調存款準備金率，充裕的在岸流動資金將繼續抑制利率上行壓力。

圖9：外國對馬來西亞債券的需求可能會放緩



圖10：菲律賓央行利率走廊的銀行同業買賣利率持續走低



新加坡元利率：非典重演

新加坡元利率相對於美元利率將保持較高關聯度，直至疫情結束。隨著人們對疫情爆發擔憂加劇，新元名義有效匯率估計已跌至其交易區間的下半部分。由於市場參與者推斷新加坡元走弱將持續，導致外匯疲弱，短期新元掉期利率飆升。我們認為，市場正重演2003年非典疫情劇本，匯率疲弱（以及新加坡金管局通過改變貨幣區間的斜率和中心軸來放寬貨幣政策）也通過利率空間中反映出來。隨著對疫情的擔憂在未來幾個月逐漸消退，我們猜測新加坡元將反彈，帶動新元利率上漲並超越美元利率。與此同時，隨著美聯儲降息被市場消化，預計新加坡銀行間同業拆借利率（Sibor）／掉期利率（SOR）將下跌。

圖11：新加坡元利率反映美聯儲下調預期



泰銖利率：起點低，不看好

2020年泰國經濟前景已顯頹勢，而疫情爆發進一步更加大了其下行風險。鑑於該國對中國大陸旅遊業的高度依賴，我們的分析師已將其今年的經濟增長預期從3%下調低至2%。除了存在重大的經濟增長擔憂以外，由於起點水平相當低，我們不看好泰國利率。在利率下調和地區經濟增長疲弱的情況下，與其他經濟上受到疫情影響的亞洲國家（如新加坡和韓國）相比，泰國掉期利率和債券波動最大。考慮到10年期債券孳息率已跌破1%，且政策利率已接近或觸及泰國央行的下限水平，通過債券的年期獲益的空間並不大。從總回報的角度來看，泰銖似乎是受疫情打擊最為嚴重的貨幣，因此，不能再依靠當地貨幣債券來獲取超常收益。

圖12：泰國利率隨美國反彈



表1：利率預測

		2020年				2021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Libor	0.60	0.45	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
	2年	0.40	0.40	0.40	0.45	0.50	0.50	0.60	0.70
	10年	0.60	0.80	1.00	1.25	1.35	1.45	1.50	1.60
	10年-2年	20	40	60	80	85	95	90	90
日本	3個月Tibor	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	2年	-0.25	-0.20	-0.15	-0.13	-0.13	-0.10	-0.13	-0.10
	10年	-0.10	-0.10	-0.05	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年-2年	15	10	10	8	13	10	13	10
歐元區	3個月Euribor	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60
	2年	-0.85	-0.80	-0.75	-0.65	-0.60	-0.55	-0.55	-0.55
	10年	-0.50	-0.40	-0.30	-0.20	-0.15	-0.10	-0.10	-0.10
	10年-2年	35	40	45	45	45	45	45	45
印尼	3個月Jibor	5.10	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90
	2年	6.00	5.80	5.60	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
	10年	8.00	7.80	7.60	7.40	7.20	7.00	7.00	7.00
	10年-2年	200	200	200	190	170	150	150	150
馬來西亞	3個月Klibor	2.80	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.75
	3年	3.00	2.70	2.45	2.45	2.45	2.45	2.70	2.95
	10年	3.25	3.50	3.50	3.75	3.60	3.70	3.50	3.60
	10年-3年	25	80	105	130	115	125	80	65
菲律賓	3個月PHP參考利率	3.50	3.25	3.10	3.05	3.00	2.95	2.90	2.90
	2年	4.10	3.95	3.85	3.85	3.80	3.80	3.80	3.85
	10年	4.60	4.50	4.30	4.20	4.25	4.35	4.40	4.50
	10年-2年	50	55	45	35	45	55	60	65
新加坡	3個月Sibor	0.80	0.65	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	2年	1.10	1.05	0.80	0.80	0.80	0.80	0.90	1.00
	10年	1.50	1.50	1.60	1.75	1.75	1.75	1.80	1.80
	10年-2年	40	45	80	95	95	95	90	80
泰國	3個月Bibor	0.87	0.62	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
	2年	0.87	0.62	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
	10年	1.50	1.40	1.30	1.25	1.35	1.45	1.50	1.60
	10年-2年	63	78	93	88	98	108	113	123
中國內地	1年期貸款利率	4.00	3.85	3.70	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55
	3年	2.10	2.20	2.25	2.30	2.35	2.40	2.40	2.40
	10年	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.70	2.80	2.80
	10年-3年	50	40	35	30	25	30	40	40
香港	3個月Hibor	1.10	0.75	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
	2年	0.70	0.60	0.60	0.65	0.70	0.70	0.80	0.90
	10年	0.80	1.00	1.20	1.45	1.55	1.65	1.70	1.80
	10年-2年	10	40	60	80	85	95	90	90

%，季度底，2年和10年國債孳息率，利差基點。

來源：CEIC，彭博，星展銀行

		2020年				2021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
南韓	3個月存單	1.40	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
	3年	1.00	1.00	1.05	1.05	1.05	1.05	1.10	1.10
	10年	1.25	1.25	1.35	1.35	1.45	1.45	1.55	1.55
	10年-3年	25	25	30	30	40	40	45	45
印度	3個月Mibor	5.80	5.55	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30
	2年	5.20	5.20	5.30	5.40	5.40	5.40	5.40	5.40
	10年	6.00	6.00	6.15	6.30	6.40	6.40	6.40	6.40
	10年-2年	80	80	85	90	100	100	100	100

%，季度底，2年和10年國債孳息率，利差基點。

來源：CEIC，彭博，星展銀行



來源：Unsplash

全球信貸市場 | 2Q20

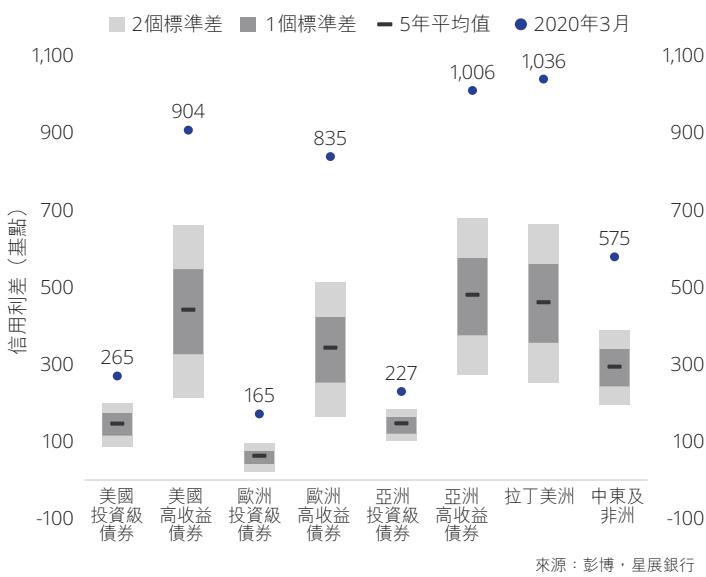
青睞額外一級資本債券
和亞洲信貸

全球信貸市場

何均倫，CFA | 策略師

一年內的改變真大。儘管債券市場在2019年的回報率超逾其長期平均水平，但在2020年看起來將是均值回歸的一年。市場遭遇了兩個黑天鵝事件—首先是新冠肺炎疫情引起經濟活動停滯的擔憂打擊了全球的需求，隨之是石油生產量上升供應的衝擊，無法達成進一步減產協議而導致了全面的價格戰。

圖1：2019年全球信貸利差處在多個標準偏差範圍內



市場已經將和危機水平一樣高的恐懼定價。在短短幾個月內，信貸利差從前所未有的緊縮演變成前所未有的走寬，這一現象被美國國債孳息率的不斷地下滑所放大。我們確實承認，如果經濟增長長期放緩，流動性急劇收緊，過度槓桿化的行業的確面臨違約風險。另一方面，隨著利差的普遍擴大，這也意味著投資者將有些機會以不錯的價格買進那些具有強大資產負債

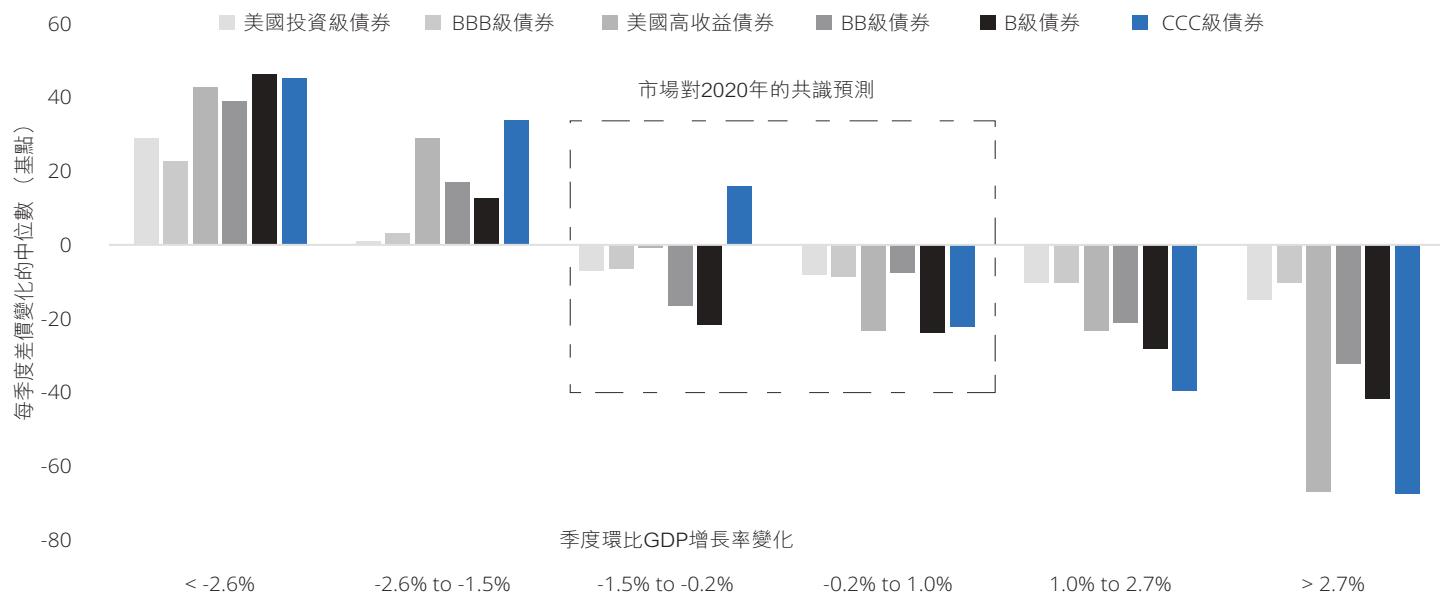
表、能夠抵擋市場波動的公司債券。由於最近的事件使最精明的投資者都做出錯誤的判斷，因此我們需要退後一步來觀察信貸市場的一些宏觀趨勢，以便更好地評估整體情況才做出投資決策。

信貸市場在溫和的增長環境中表現得相當有韌性。首先，根據彭博社的預測，儘管經濟衰退的可能性有所增加，但預計美國經濟在下半年能出現正增長。這意味著，即使經濟增長萎縮一到兩個季度，環比增長應被視為是「何時」而非「會不會發生」的問題，世界經濟最終應學會從病毒衝擊中恢復。如圖2所示，在歷史上，即使經濟增長適度收縮，除了評級較低的CCC級信貸以外，其他信貸利差仍會縮窄。

今年迄今，投資評級債券的利差平均擴大了約150個基點，高收益債券的利差平均擴大了約600個基點，



圖2：企業信貸利差對GDP季環比增長變化率的敏感性（自2003年起）



來源：彭博，星展銀行

看來市場已經把幾個季度的增長衰退計入價格。然而，市場尚未計入經濟的復甦。

貨幣政策也支持企業信貸市場。美國的貨幣政策也自2008年危機以來以最大力度給予市場支持。美聯儲在今年3月令人意外地將利率大幅下調150個基點至0-0.25%的下限，並表示他們計劃將在未來的一年內會分別增持至少5,000億美元美國國債和2,000億美元的住房抵押貸款證券。這些緊急措施是為了避免經濟前景在全球新冠肺炎疫情的擴散和油價的下跌的衝擊下不要繼續惡化。更重要的是，此舉將使美聯儲的資產負債表規模增加到5萬億美元，超過先前量化寬鬆時代達到的4.5萬億美元。

圖3：美國的貨幣政策正常化相當短暫



來源：彭博，星展銀行

由於政策利率維持在接近零的水平，大大的低於了2.50%的聯邦基金利率長期預期中值，因此我們可以預期，貨幣政策將更趨寬鬆，而這總體上將支撐風險資產。儘管市場波動加劇，但傳統告訴我們，在適度經濟增長和寬鬆貨幣政策的聯手下，高收益資產會獲得良好的支撐。

投資者應該從存續期風險還是信貸風險中尋求更高的收益嗎？一般來說，投資者如要獲得多一點收益則須承擔兩種主要風險之一：存續期風險或信貸風險。目前從宏觀經濟角度看，承擔其中一種風險的確比另一種風險更為有利。

對久期風險保持謹慎態度。在市場避險情緒上升之後，投資者進行安全投資轉移，因此長期債券（通常指期限在10年或以上的債券）的表現明顯優於其他債券。以目前估值來看，作為多數美元企業債券的定價

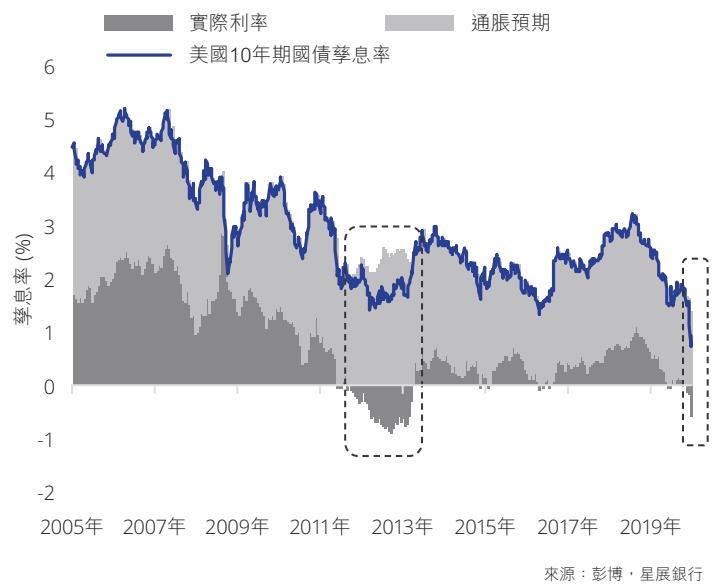
圖4：美國2年期與10年期國債利差接近零



基礎的美國國債孳息率曲線持續呈現平坦化，已達到10年來最平。此前投資者承擔10年期風險對比2年期風險多獲得近250個基點的回報，而到了今年3月這一利差卻已壓縮至70個基點左右（圖4）。

沒有實際的回報。隨著長期美國國債孳息率繼續創下歷史新低，愈來愈難以證明投資者應承擔的期限風險。最值得注意的是，直到30年年期為止，美國國債的全部孳息率都在2%（美聯儲的通脹目標）之下進行交易。這意味著如果美聯儲實現通脹目標，購買和持有期限最長的無風險國債到期的收益將不足以維持投資者的美元購買力。沒有人可以比傳說中的投資者巴菲特簡明扼要地概括，他提到以低於聯邦政府利率，試圖貶值這筆錢的手段向聯邦政府放貸是「沒有

圖5：美國10年期國債孳息的成份比例圖解



意義的」。

通過將名義10年期美國國債孳息分解為實際利率和通脹預期部分，我們可以更清楚地看出負實際利率是近期孳息率下降的主要驅動力（圖5）。這類似於2011年至2013年期間的歐洲債務危機以及隨後宣布的債券購買計劃，期間年期溢價首先觸及負數區間。由於長期利率更多地是由政策行動而非基本面所驅動，因此投資者應保持對存續期的謹慎，尤其是在貨幣政策似乎逐漸超出其可行極限的情況下。

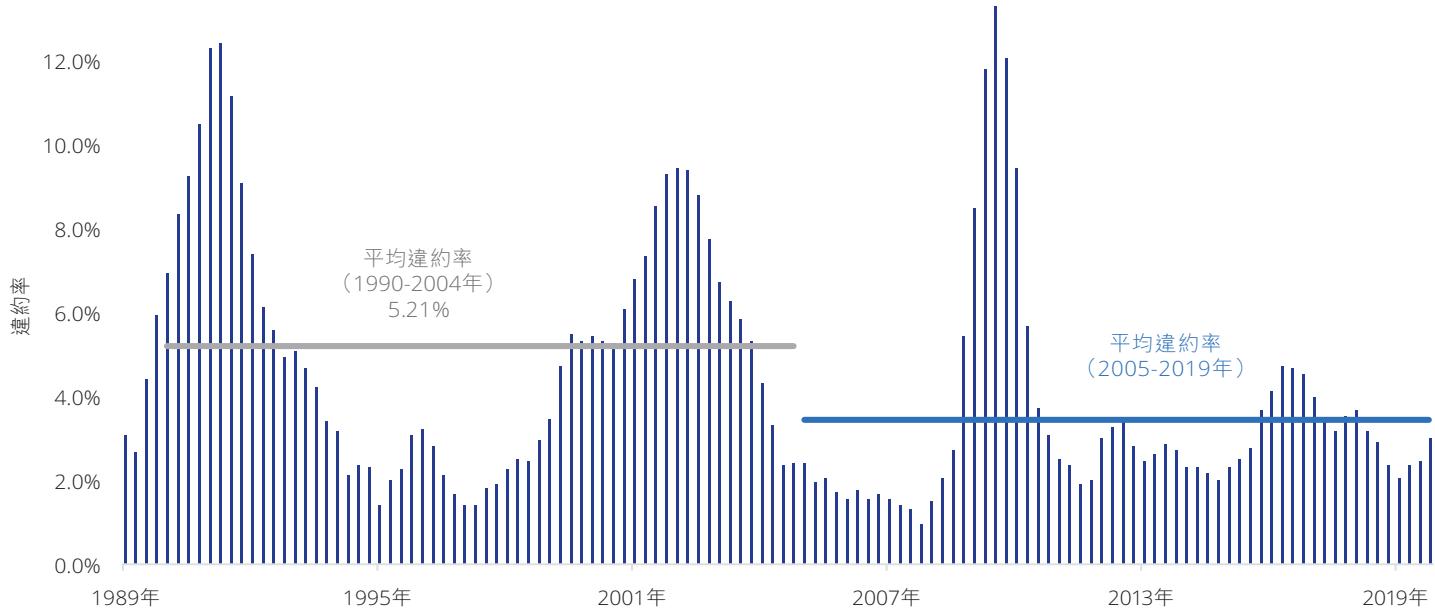
選擇性承擔信貸風險敞口的理由。在選擇較低評級的企業信貸（從投資級別債降至高收益債）來追逐更高的收益時，投資者也通常會擔心該債券的評級變成更負面，甚至發行方違約這類更糟糕的情況。隨著今年經濟衰退機率的增加，這將變得更加重要。但是，還有一些長期因素能使投資者有信心在長期內選擇性地

增加對某些信貸的風險敞口。

違約率趨降的發展趨勢。從更長遠的角度來看全球投機級債券的違約趨勢，值得注意的是，與1990-2004年的15年期間相比，在2005-2019年的15年間，違約率其實下降了近2%（圖6）。

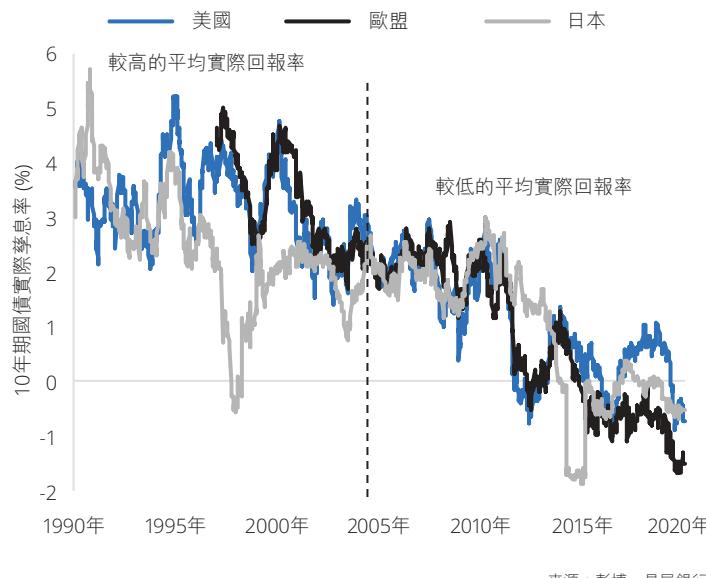
我們有足夠的理由來相信自2016年以來，全球最大的經濟體中逐漸進入負數區域和其一系列變化在本質上是長期性的，而非周期性的。這意味著債務的實際價值隨著時間的推移而下降，而這也將改善整個信貸市場的債務可償付能力。但是，這並不意味著投資者可以擺脫國家／行業層面的壓力；例如，如果布蘭特原油價格長期維持在今年3月的30美元／桶左右，與能源有關的美國，拉美和歐洲，中東和非洲高收益發行人肯定會看到違約率的上升。

圖6：1989年至2019年全球投機級債券的年度違約率



來源：穆迪投資服務公司，星展銀行

圖7：1990年至2019年10年間的實際回報率



來源：彭博，星展銀行

圖8：高收益與投資級信用利差比與其各自的長期平均值



來源：彭博，星展銀行

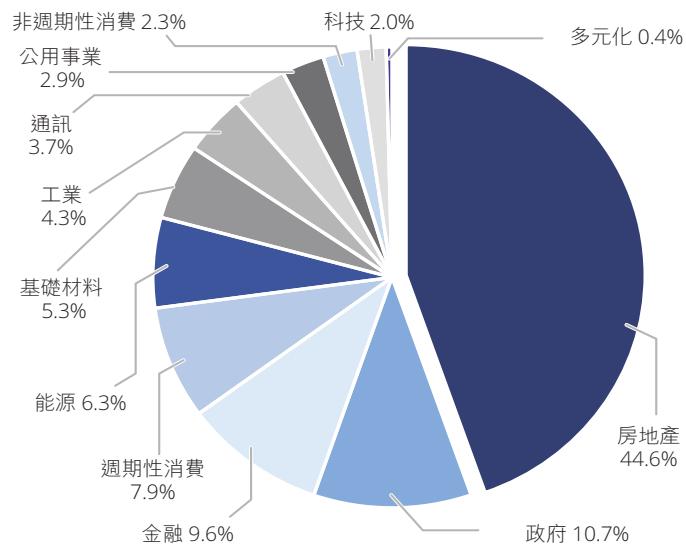
考慮到全球當前面臨的債務負擔率在歷史高位（需要注意的是，在世界上大多數市場更傾向公共債務甚於企業債務），我們認為政策制定者更有意在可見的未來將實際回報率保持在較低水平以避免系統性壓力。因此，除非經濟衰退導致違約率出現明顯周期性上升，否則違約率維持較低水平可能將成為新常態。

仍然存在小撮估值不高的企業信貸。如果投機級別債券的違約率佔比更低，我們則可以認為隨著時間的推移，高收益企業債與投資級企業債的信用利差收窄是合理的現象。我們使用利差比率（用高收益債券的信用利差除以投資級債券的利差）來衡量兩者的相對估值，並且我們觀察到只有一個板塊，即亞洲高收益，高於美國／拉美以及其自身的長期平均水平，當然這可能是由於2018年以來中美貿易緊張局勢的加劇（圖8）。

評估亞洲高收益估值是否必要。由於貿易緊張局勢的風口已在很大程度過去了，是時候來由亞洲高收益債券目前在亞洲投資級之上的價差倍數來評估當前風險是否值得。從美元亞洲高收益債券領域的行業構成來看，我們注意到大多數發行人（約佔45%）在房地產行業（圖9），相對不受油價下跌的影響。能源板塊指數僅約6%直接暴露於石油價格。此外，由於亞洲經濟體是石油的淨進口國，因此較低的原油價格實際上對亞洲更為利好。

現在，亞洲的主要風險是病毒的長期爆發將阻礙經濟復甦。但是，由於確診，隔離和遏制手段迅速，且亞洲國家具有有效執行的政治意願和體制能力，該地區目前在新病例下降和恢復率上升方面表現最佳。

圖9：當前利差相對其五年平均平均值標準偏差數



來源：彭博，星展銀行

展望2020年，亞洲仍是一個頗能吸引外國投資資金流的市場。從宏觀角度看，成熟國家各央行的鴿派傾向以及美國大選前後的不確定性，使得新興市場債務顯現吸引力。特別對亞洲市場而言，世貿組織對2020年亞洲整體經濟增長前景預測為4.8%，與對成熟經濟體1-2%的預測相比更具吸引力。

作為單一地區，亞洲在應付低迷的過程中繼續表現出充足的財政和貨幣政策空間，鑑於亞洲債券市場的深度，目前幾乎沒有跡象表明存在廣泛的系統違約風險。鑑於全球信貸遭到無休止的拋售，我們相信，在這個孳息率不斷降低的新世界中，投資者可以通過體面的信貸分析來發現亞洲的一些價值空間，以期獲得公平的回報。

我們認為亞洲BB評級且期限為1-5年的高收益企業信貸以及10年期的亞洲A／BBB評級，可以為投資者提供價值。此輪拋售後，部分歐洲／亞洲額外一級資本看起來也很有吸引力。這些信貸產品目前的孳息率為4-7%，在風險調整的基礎上提供了良好的回報，因此星展銀行槓鈴投資組合的創收部分會考慮配置它。但我們強調，在投資套利資產時，投資者不應被高孳息率所迷惑；良好的信貸基本面仍是防範下行風險的必要措施。



Live more,
Bank less



來源：法新社

全球貨幣 | 2Q20

進一步調整

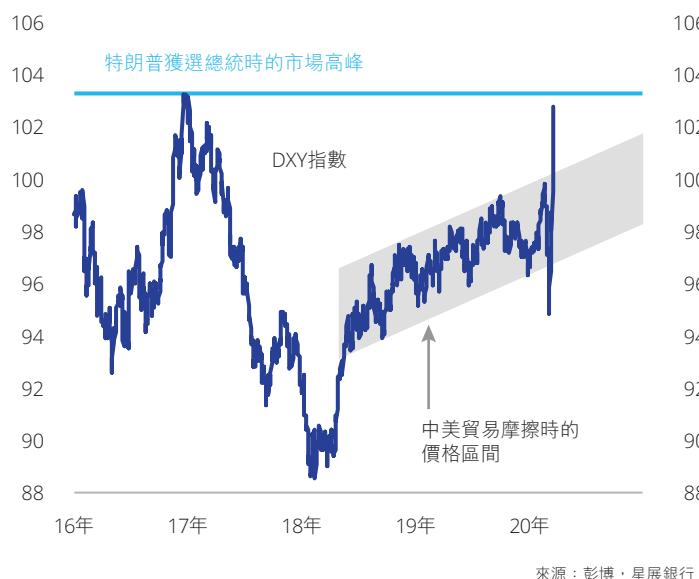
全球貨幣

黃鯤誠 | 策略師

全球貨幣匯率展望在今年第一季度經歷了大幅改變。隨著新型冠狀病毒肺炎疫情從中國大陸擴散至全世界，市場也從最初對中美貿易戰問題達成暫時休戰協議的樂觀情緒轉變成目前的恐慌。美國股市在一周多的時間裡重挫超逾10%後，美聯儲在3月3日緊急降息50個基點。美元貶值，同時美國10年期國債孳息率因市場預測美聯儲將減息至零點而跌至低於1%的歷史低點。國際原油價格在3月9日滑跌30%，並引發了一波全球股市熔斷，投資者為避險而將資金轉移至日圓及瑞士法郎。

美元指數已在COVID-19被定義為大流行和美元流動性短缺後突破其中美貿易戰時期的價格區間。漲勢可能會停在其2016年高點附近。上兩次美聯儲在非例會期間的突然減息是在2001年和2008年。那兩次的減息並未使美元指數立刻滑跌，而是先下行調整。但兩次降息的前因後果是迥然不同的。

圖1：美元



回顧過去，在千禧年科技泡沫爆破後，美國幾家大公司相繼曝出的假帳醜聞使美元在2002年面臨信任危機。然而，美元卻在2008年9月世界金融危機雷曼兄弟的破產至2009年美聯儲採取第一次量化寬鬆政策之間走強。美聯儲率領其他成熟市場央行將利率降低至0-0.25%，再加上延長的掉期利率，應有助於穩定美元指數及其主要成分。

歐元正確地位於量化寬鬆區間1.05-1.15的低端。雖然美聯儲在3月緊急降息，美國經濟仍然比歐元區更強。目前為止，後者的新冠病毒患者人數也比美國高，這些因素也促使歐盟的幾個大型經濟體—意大利、德國以及法國一步步接近經濟衰退。歐洲央行宣布了一項7,500億歐元的大流行緊急購買計劃，以購買政府和企業債券。歐盟各國政府也在努力採取財政刺激措施，以應對冠狀病毒帶來的經濟影響。

圖2：COVID-19導致全球股票拋售

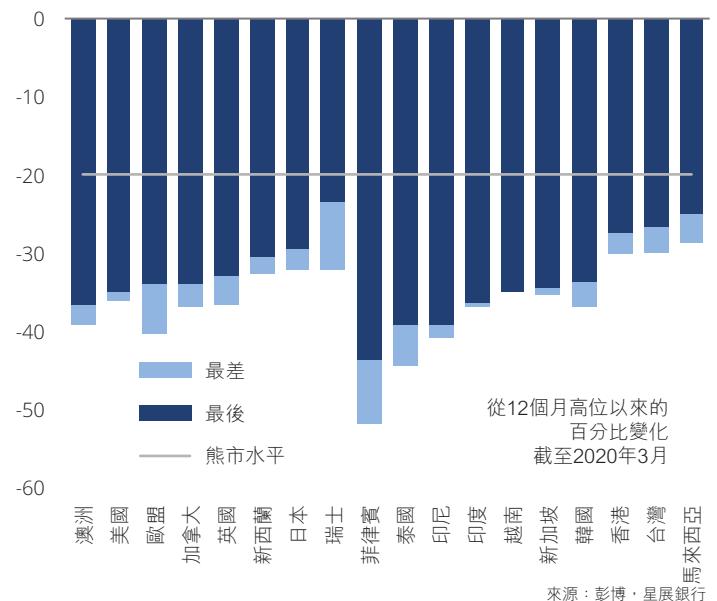


圖3：歐元



圖4：英鎊



冠狀病毒已經像英國脫歐公投事件一樣重擊英鎊。新冠肺炎疫情已經取代英國脫歐成為短期內挫傷原本已脆弱的英國經濟的第一大因素。英國零售商已出現供應鏈斷裂的問題，同時英國企業發出警告，稱這可能會導致五分之一的勞動力無法工作。英國央行在3月26日的會議之前，就在3月11日緊急降息。這次降息幅度比預想要高，達到50個基點，使基準利率降至0.25%的歷史低點。英國央行可能會重啟量化寬鬆政策，以刺激經濟增長。同日，財政大臣蘇納克宣布出台自1992年以來規模最大的財政刺激政策，並讓脫歐後的預算走向更大的赤字路線。英國與歐盟已就英國脫歐後兩者之間的關係開始討論。如果兩方無法達成有意義的貿易協議作為保障，那麼英國企業就無法完全擺脫12月31日過渡期結束時硬脫歐的可能性。

日圓在今年第一季度經歷大幅震蕩，但我們預測兌美元匯率將不會跌破100。在2月19至26日，日圓貶值至110的時候，其避險地位被短暫質疑過。自去年10月日本政府增徵消費稅以及颱風「海貝斯」導致GDP增

長率按年率計算降幅7.1%，增值稅上升後日本經濟曾出現回彈，而這輪回彈又被新冠肺炎疫情打破。美股在一周左右狂瀉10%以及之後3月3日美聯儲緊急降息之前，美元曾被認為是一個替代選項。除非另一場全球金融危機降臨，否則日本可能會通過政府養老基金進行隱性干預，嘗試保持美元兌日圓匯率在100以上。

冠狀病毒並未能使瑞士法郎脫離其0.96至1.02的貿易戰範圍。美國財政部在今年一月中旬將瑞士重新拉回其貨幣操控國觀察名單中。這個做法並不太可能阻止瑞士央行對美聯儲3月3日突然減息作出反應，例如進行減息或對外匯商場進行干涉以限制對瑞郎的需求。瑞士央行正考慮採取利率分層手段，以減輕在需要進一步減息的情況下已為負的利率所產生的副作用。央行在1月下旬，又再次進行了回購操作，維護銀行體系流動性合理充裕。新冠肺炎疫情對瑞士在歐洲及亞洲的主要貿易夥伴所帶來的經濟衰退風險，也會對依賴出口的瑞士經濟產生負面影響。

圖5：日圓

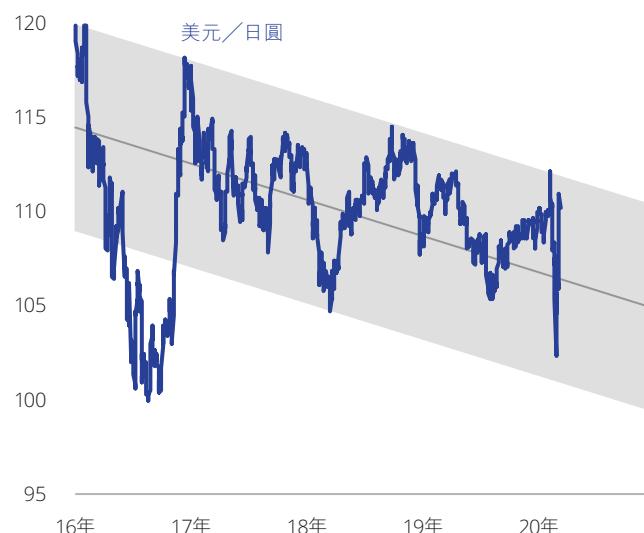


圖6：瑞士法郎

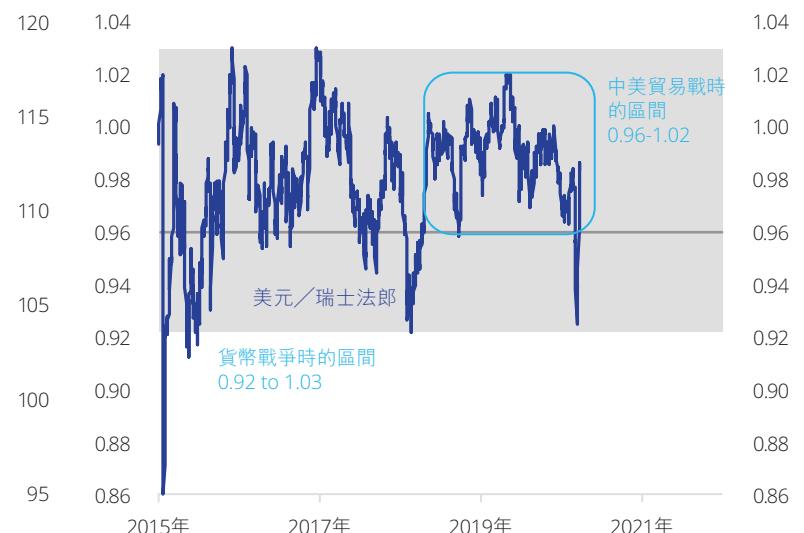


圖7：澳元

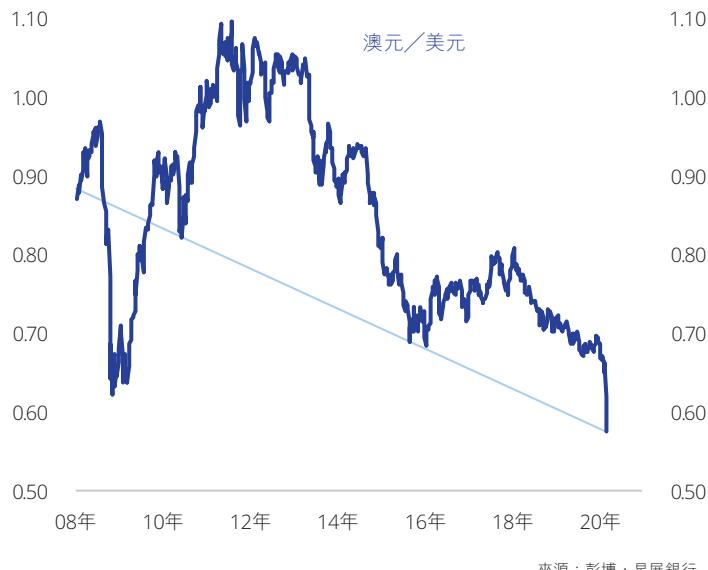
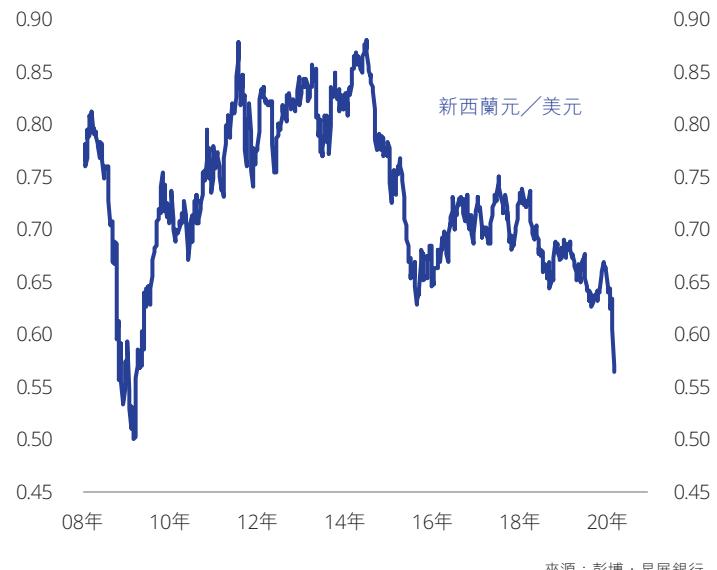


圖8：新西蘭元



澳元兑美元在跌破0.60後可能企穩。澳洲正在與美國協調，引導其貨幣和財政實力來對抗冠狀病毒。澳洲聯儲和美聯儲政策利率已收斂在0.25%左右；兩者也都在進行量化寬鬆。政府一直在推動大規模刺激計劃，以支持由於疫情以及更早的叢林大火引起的經濟衰退。但是，並非一切都是黯淡的。這個嚴重依賴中國大陸旅遊，學生和商品需求的國家可能會受益於預期中國在第二季度的反彈。

新西蘭元，和疲弱的澳元相似，可能會跌破0.60。正如澳洲一樣，新西蘭也身處自然災害和傳染病疫情的

逆境中。史上時間最長之一的涵蓋北島、奧克蘭以及北懷卡托的大面積乾旱嚴重影響了農民。新冠疫情也將因中國大陸的經濟放緩以及旅行限制而影響新西蘭出口商品和服務。新西蘭財政部將需要在去年12月之後再一次降低增長預期和預算赤字預期。政府在今年1月下旬宣布將在9月19日的大選之前增加基礎設施支出，旨在中期內支持新西蘭經濟增長。但這個措施將可能將經常賬戶赤字保持在GDP的3%以上的高水平。

亞洲貨幣

人民幣

人民幣兌美元匯率已貶值至6.85-7.20區間，這發生在與美國第二輪關稅戰之後，當時匯率還在6.70-7.00區間。鑑於今年1月15日中美雙方簽署的第一階段貿易協定取消或僅部分撤回了第二輪徵稅，因此匯率最近一直穩定於該交易區間。如果要將人民幣匯率拉至6.80以下，則中美兩國需要再簽署一次小型貿易協定以撤回更多關稅，尤其是2018年較早時候徵收的幾批。但不幸的是，由於新冠肺炎疫情和今年11月即將舉行的美國總統大選，第二階段的貿易協定年內難以出爐。在未來數個季度中，中國的首要任務是控制疫情傳播，還要控制其對經濟的影響，當局主要是要通過保證充足的流動性、降低借貸成本以及採取「有目標、分階段」的財政措施的方法，但以上措施將會對中國已經較高的預算赤字增加壓力。在疫情達到最高峰之前，中國將無法排除必須忍受人民幣匯率破7的可能。

圖9：人民幣



港幣

港幣兌美元之聯繫匯率制度將保持韌性，儘管社會運動和新冠肺炎疫情對經濟增長的風險存在。由於香港銀行同業拆借利率上行而流動性緊縮、美聯儲去年的三次減息以及中美貿易緊張局勢在1月中旬正式放鬆，港幣最近升值至三年來的高點。因新冠肺炎疫情帶來的重大打擊，香港經濟今年或將出現背靠背的衰退，在2019年香港也是東亞地區唯一出現經濟衰退的經濟體。為緩沖這個「如海嘯般的」衝擊，香港15年來第一次宣布預算赤字。此外，影響了經濟活動的社會運動又將可能在今年9月舉行的立法會選舉期間卷土重來。社會活動已導致穆迪評級機構於1月20日對香港的主權債務評級進行了降級。結合以上因素，我們預測7.75-7.85的可兌換性範圍應會維持不變，但美元兌港幣匯率仍有回到7.80或中點的空間。

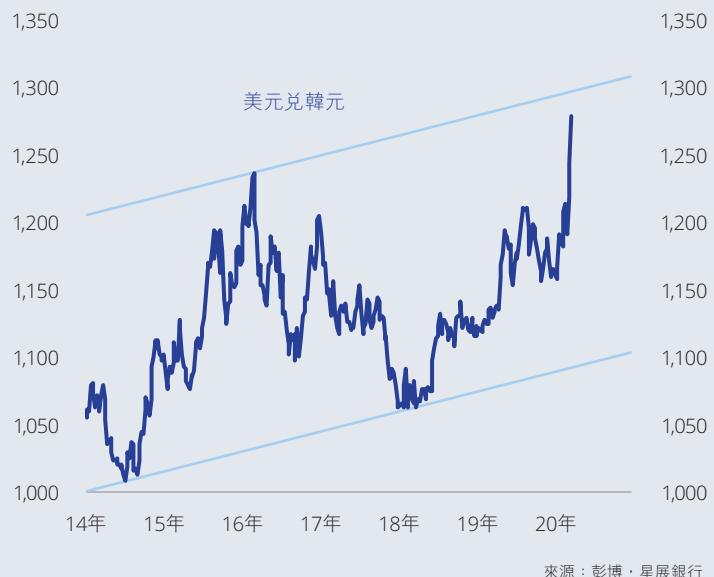
圖10：港元



韓元

韓國在此次疫情中並沒能幸免於難，但其下限可能會在1,300。由於韓國最近成為亞洲地區新型冠狀病毒的累積病例第二高的經濟體，從中美簽署第一階段貿易協定所萌生的經濟復甦的跡象因此破滅。在當年非典疫情當中，韓國經濟因個人消費支出的大幅削減而從2002年的7.4%的增速於2003年大幅降至2.9%。今年2月27日，韓國央行下調其2020年GDP增速預期，從之前的2.3%降至2.1%。隨著韓國經濟連續兩年未能實現官方2.5-2.6%的預期經濟增速，該國可能會實施減息措施。與此同時，3月4日，韓國政府公布了一套11.7萬億韓元的經濟刺激方案，以緩衝經濟所受到的影響。如議會通過，政府債務將可能從之前規劃的GDP的39.8%增至41.2%。儘管這並未影響到韓國的主權債務評級的穩定性，但並不代表不會對韓國的企業造成負面影響。

圖11：韓元



新元

經濟衰退的風險削弱了新元，但支撐可能在1.45左右。中美貿易戰沒做到的，新冠肺炎做到了。2月，這場流行病已使新元名義有效匯率降至政策區間較低的範圍，並可能在2020年引發經濟衰退。今年的官方經濟增速預期於2月17日從之前的0.5-2.5%降至-0.5-1.5%區間。新冠肺炎疫情破滅了從中美貿易戰休戰中萌生的經濟復甦的跡象，而新加坡政府預計該疫情將會比2002至03年的非典對經濟的衝擊更大。政府正計劃出台第二輪刺激計劃，以緩解疫情對經濟的影響，並可能動用儲備金為其提供資金。新元名義有效匯率政策區間很可能在4月政策審查或之前結束升值路徑，並重新走低。也就是說，如果中國在第二季度從疫情中領先復甦，新元可能會觸底。

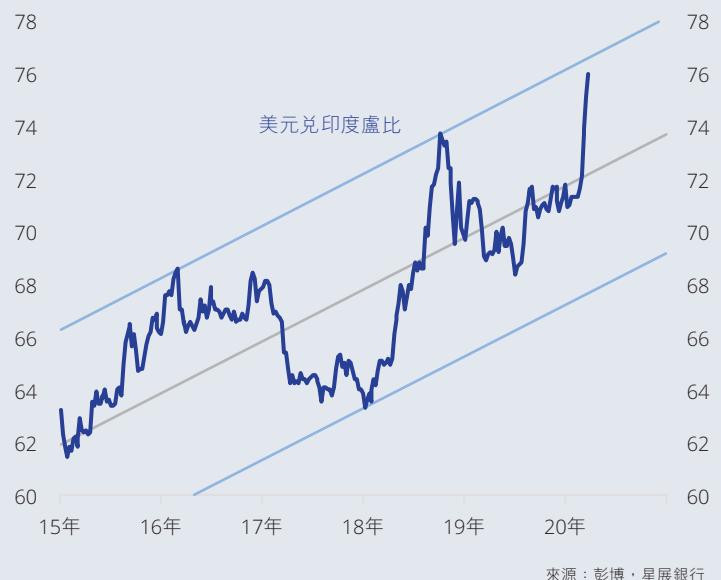
圖12：新加坡元



印度盧比

印度盧比匯率正貶值至歷史最低水平。印度盧比的根本弱點在其未因1月15日中美第一階段的貿易協定以及3月3日美聯儲突然減息而升值而充分體現出來。印度已出現滯漲的風險。在2018年3月和2019年12月之間，印度的實際GDP同比增速已從8.1%穩步降至4.7%，創六年新低。與此相反，2019年消費物價通脹每月都在增加，從2.0%增加至2020年1月的7.6%。印度的通脹水平高於其官方設定的2-6%的目標範圍，印度央行將會被迫在將回購利率從2019年的6.50%降至5.15%之後退場觀望。穆迪與國際貨幣基金組織已就財政狀況下滑對印度密切關注，尤其是印度政府因過度借貸而難以提升財政收入。信用評級機構惠譽因印度政府接手印度商業銀行而開始密切關注其系統性風險。更糟的是，印度股市因全球經濟增長恐慌以及新冠疫情而經歷了拋售。

圖13：印度盧比



印尼盾

像全球金融危機一樣，印尼盾的貶值可能會迅速消失。針對因新冠疫情而導致的資本外流，印尼央行發佈了穩定印尼盾匯率的5個措施。其一，從3月16日開始，美元存款準備金率將會減半至4%。其二，印尼盾存款準備金率將會從4月11日降低50個基點。其三，印尼央行將會在無本金交割遠期市場、現貨市場以及二級市場的政府債券購買方面繼續施加三重干涉政策。其四，印尼盾債券的外國投資者可將回報放入本地銀行。其五，鼓勵外國投資者利用印尼國內銀行進行投資活動。外部來看，美聯儲3月3日突然減息將有助於減少避險資金轉入美元的行動。印尼盾的穩定性也依賴經濟的韌性。中國大陸的復甦會對印尼盾提供支持。

圖14：印尼盾



馬來西亞令吉

在突破其4.05-4.20貿易戰區間後，馬來西亞令吉可能會在4.50附近獲得支撐。馬來西亞的實際GDP增速在中美貿易戰期間已降至低於同比5%，而由於新冠肺炎疫情將會進一步降至4%以下。儘管中美第一階段貿易協定已於1月15日公布，但並未能拉動馬來西亞經濟增長，反倒在2019年第四季降至十年來最低點的3.6%。馬來西亞政府已將其2020年經濟增長目標從之前的4.8%降至3.2-4.2%的區間。為緩衝疫情對經濟的影響，該國政府已推出了200億林吉特的一系列財政刺激政策。央行也已分別在1月22日與3月3日進行了兩次緊急降息，並有可能再次採取寬鬆政策。消費價格通脹兩年都未實現，並在2019年保持在全球金融危機後的最低點0.7%。馬來西亞國內政治也一直令投資者擔憂。在前總理馬哈蒂爾辭任之後，國王任命穆希丁·亞辛為新任總理。此舉能否在2023年下一次選舉之前減輕政治危機仍待觀察。

泰銖

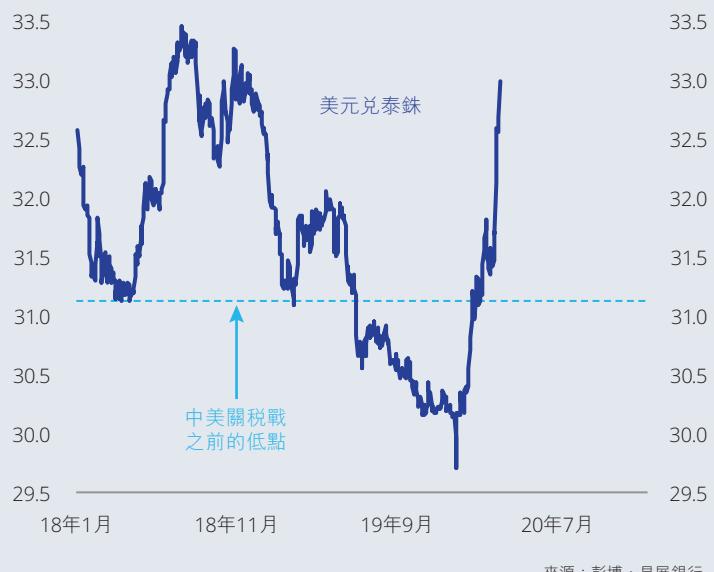
泰銖已沖銷了大部分貿易戰期間的收益。在試圖在一月中旬中美貿易戰休戰之際升值至30以下未果後，美元兌泰銖匯率已經回到貿易戰之前的低點，在31左右。由於泰銖升值影響了貿易和旅遊業，實際GDP同比增速在2019年第四季達到1.6%，為五年來的最低點。泰國政府不再期待經濟增速會從去年的2.4%在今年因中美貿易戰休戰而升至2.7-3.7%的區間。根據泰國國家規劃部門預估，如果新冠肺炎疫情能夠在第一季得到控制，則今年的經濟增速能夠達到2.5%，但如果疫情還要延續到第二季的話，增速將會預計低至1.5%。泰國央行在20年第一季將利率下調了50個基點至0.75%，並為縮小與美國同行之間的差距敞開了大門。泰國推出財政支持速度較慢，主要因為聯合政府支持率低、國家內部矛盾、黨派倒戈以及反對派阻礙立法。

圖15：馬來西亞令吉



來源：彭博，星展銀行

圖16：泰銖



來源：彭博，星展銀行

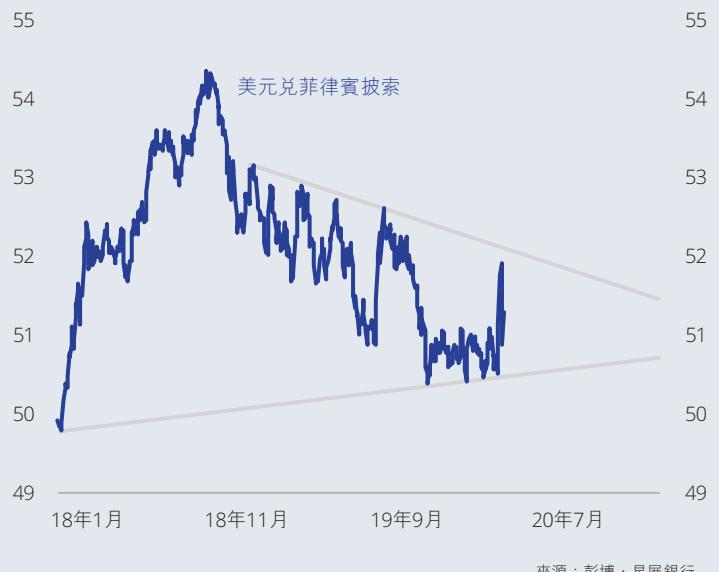
菲律賓披索

菲律賓披索也不會在新冠疫情中幸免。我們預計美元兌菲律賓披索將會超越去年十月形成的50.3-51.1的區間。最初認為政府將2019年時達到八年來最低水平的5.9%的經濟增速在今年會提升至6.5-7.5%區間目標，這種樂觀情緒如今不復存在。大型基礎設施建設項目的輸出管道無法為經濟抵擋新冠肺炎疫情和塔爾火山爆發所導致的逆風。旅遊業將會因遊客數量減少而受損，而遊客不僅來自中國大陸，還有韓國、日本和台灣地區。在2月6日，為緩衝經濟壓力，菲律賓央行針對當時情況減息25個基點至3.75%。到2月22日為止，儘管該國僅確診3例新冠肺炎患者，1例死亡，但在海外服務的人員在鑽石公主號遊輪上以及在香港都有感染。遣返回國的海外服務人員將可能在未來造成更多病例，並會導致抵消較高的貿易赤字以及控制經常賬戶赤字所需匯款的減少。

越南盾

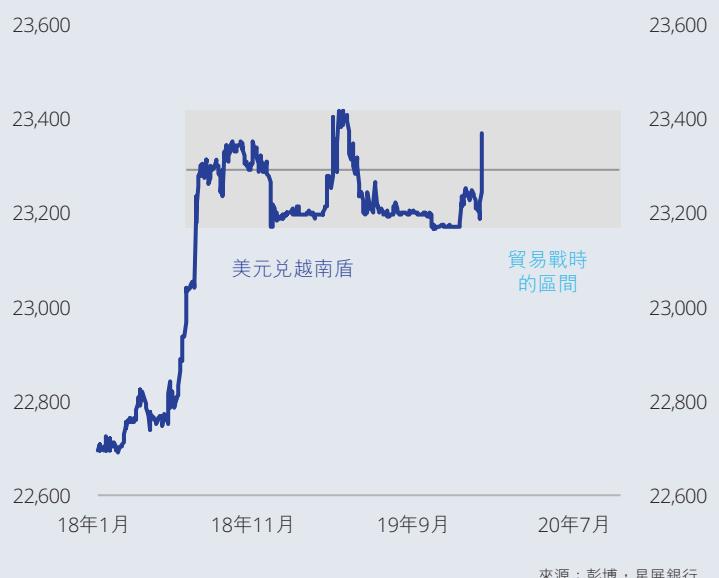
越南盾今年將密切跟蹤亞洲貨幣而起伏。和中美貿易戰的影響不同，新冠肺炎疫情下，越南成為了受害者而非受益者。越南最大的貿易夥伴——中國大陸的新冠肺炎疫情影響越南的出口，導致一月份出口同比下降14.3%；並由於缺少外商投資企業所需的中國工人和其他中國企業，越南的生產也可能受損。越南將不太可能達到2020年的6.8%的官方經濟增速目標。該國計劃與投資部預計，如果疫情能夠在第一季度結束前得到控制，則增速將會降低至6.27%；如第二季度結束前得到控制，將降至6.09%。越南國家銀行正遭遇放寬貨幣政策的壓力，但同時面臨兩大困難：其一，消費價格通脹已在一月份達到6.43%，創六年新高，去年九月僅在1.98%，現已突破了官方設立的4%的最高限度。其二，越南依舊被美國列在匯率操縱國觀察名單之上。

圖17：菲律賓披索



來源：彭博，星展銀行

圖18：越南盾



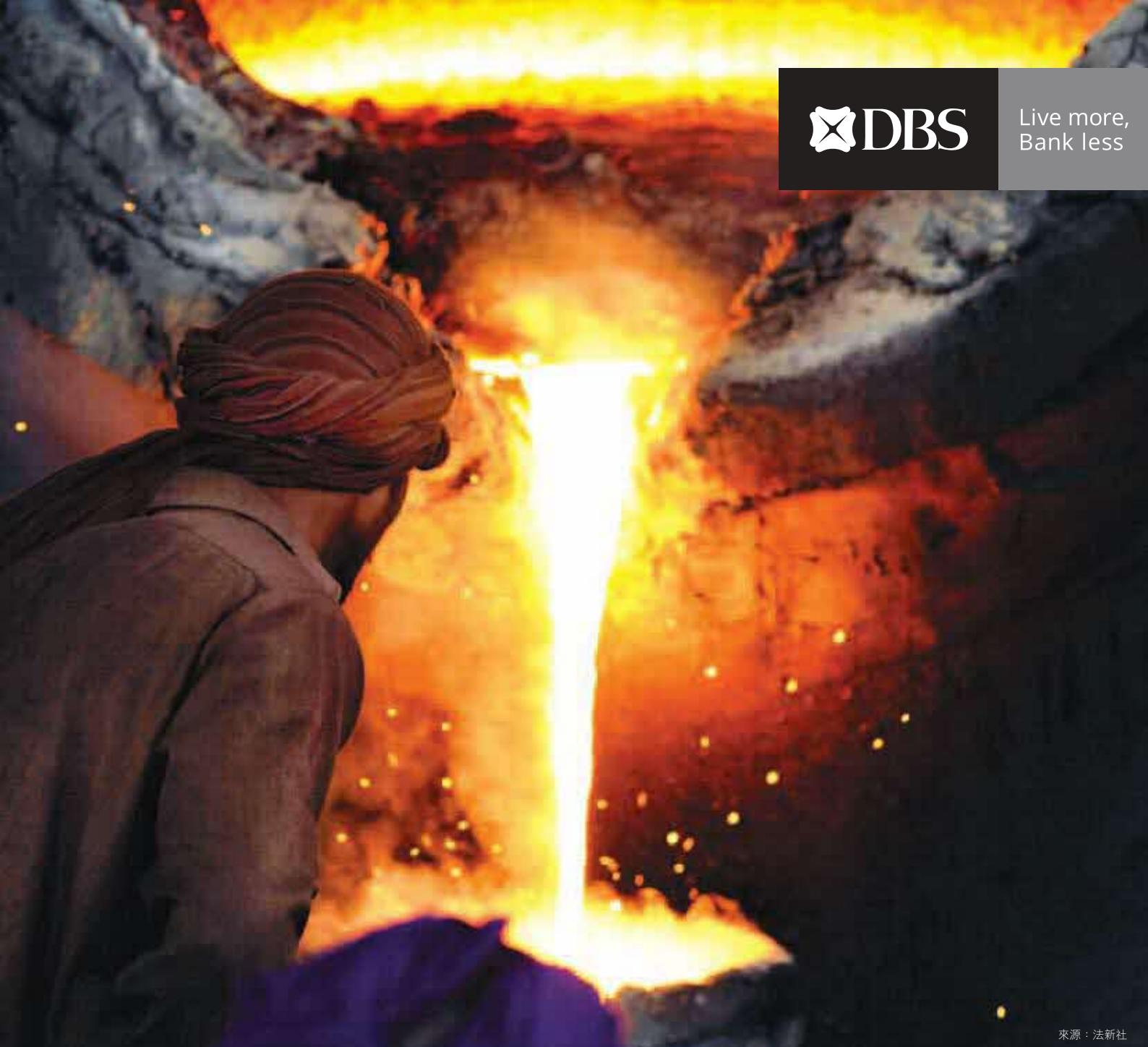
來源：彭博，星展銀行

表1：星展銀行貨幣預測

匯率，季度底	20年第2季	20年第3季	20年第4季	21年第1季	21年第2季	21年第3季	21年第4季
中國大陸	7.05	7.00	6.95	6.90	6.85	6.80	6.75
香港	7.80	7.78	7.77	7.76	7.76	7.75	7.75
印度	75.5	75.5	75.0	75.0	74.5	74.5	74.0
印尼	14,200	14,100	14,000	13,900	13,800	13,700	13,600
馬來西亞	4.30	4.25	4.20	4.18	4.16	4.14	4.10
菲律賓	51.9	51.3	50.7	50.5	50.3	50.1	49.9
新加坡	1.41	1.39	1.37	1.36	1.35	1.34	1.33
南韓	1220	1200	1180	1160	1140	1120	1100
泰國	32.3	31.8	31.2	31.0	30.8	30.6	30.4
越南	23,300	23,250	23,200	23,170	23,170	23,170	23,170
澳洲	0.65	0.65	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68
歐元區	1.09	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14	1.15
日本	109	107	105	104	104	104	103
新西蘭	0.62	0.63	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68
瑞士	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94
英國	1.25	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	1.31

澳洲、歐元區和英國是直接報價。

來源：彭博，星展銀行



來源：法新社

另類資產：黃金 | 2Q20

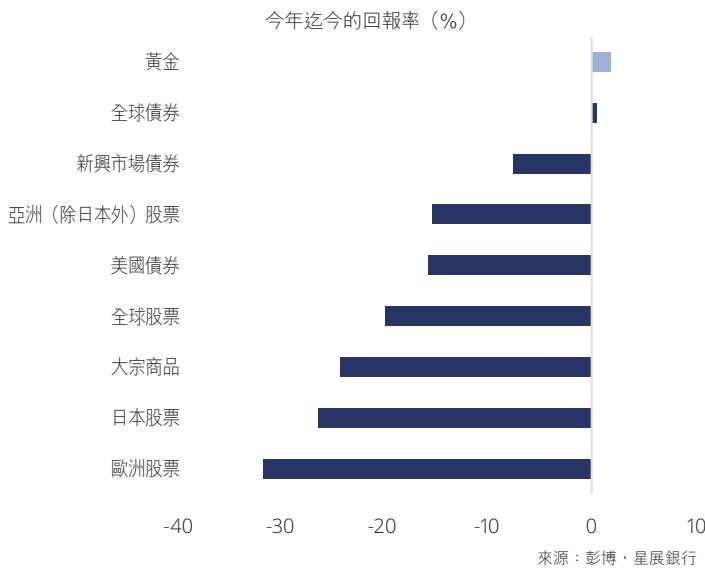
韌性

另類資產：黃金

吳秀瓊 | 策略師

黃金在2020年第一季成為了焦點，美伊危機加劇，新冠病毒肺炎爆發等都大幅影響了市場情緒。黃金在過去三個月給予高達2%的孳息率，表現超越大多數資產類別及貨幣，真正印證了黃金是一個有效的對沖資產。當環球利率下跌，黃金的持有成本幾乎為零的情況下更是如此。

圖1：年初迄今，黃金的表現超越其他資產類別



因市場對疫情擴散的擔憂，黃金價格一度飆漲至每盎司1,680美元。這波的黃金漲潮主要是由於對中國帶來的全球經濟放緩的恐懼情緒導致的。與此同時，我們的分析師對中國的GDP增速預期進行了調整，從今年的5.8%調整至5.3%，並且認為在第一季度可能降至4.7%，第二季度預計回升至5%。金價對於經濟衰退

圖2：金價隨著經濟衰退風險而上揚



風險高度敏感，正如圖2所顯示。我們認為，關於經濟衰退的討論將會在疫情影響顯示在經濟數據上時繼續盛行。那時金價應將會再次證明其價值。

債券收益在央行將會實施支持措施的基礎上，從疫情爆發開始後一路下跌。亞洲各國央行已經開始減息，並且我們認為日本央行將會降至負利率。與此同時，G-3經濟體正繼續實行量化寬鬆政策，繼續向經濟系統中增加流動性以保持利率在低水平。我們認為金價將會繼續得到支撐，因為利率維持在低水平降低了持有黃金的機會成本，並因此吸引眾多投資者將黃金作為真正財富來持有（圖3）。

圖3：金價與利率的走勢呈負相關



黃金在通脹和通縮時期說都能起到對沖作用。作為硬通貨，黃金一直以來都被認為是對沖通脹的資產，並能在超通脹的時期更具保值的作用（圖4和圖5）。

圖4：黃金價格的漲幅往往比通脹率高（自1971年以來CPI指數設定為100）...

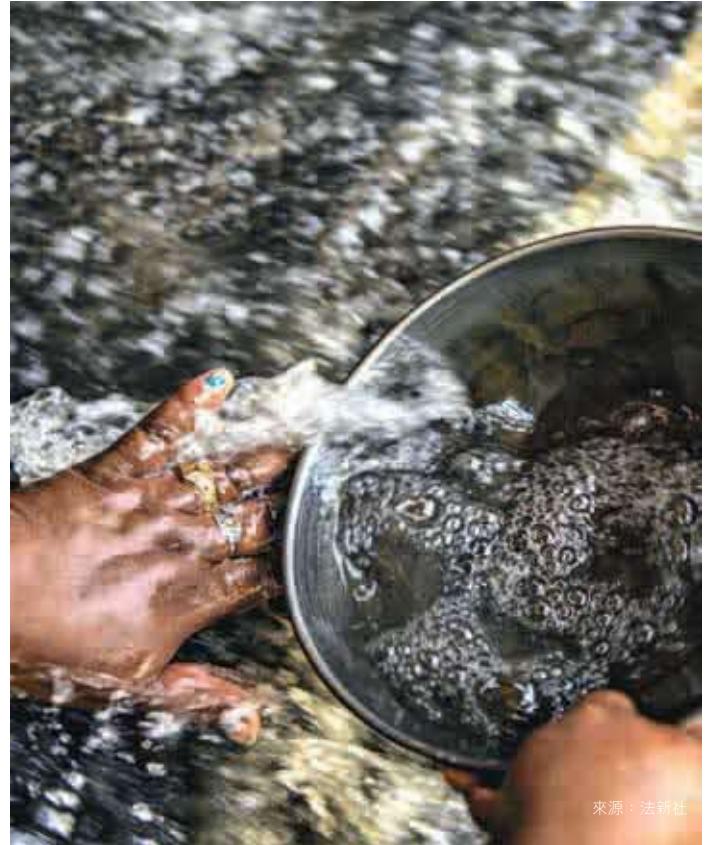
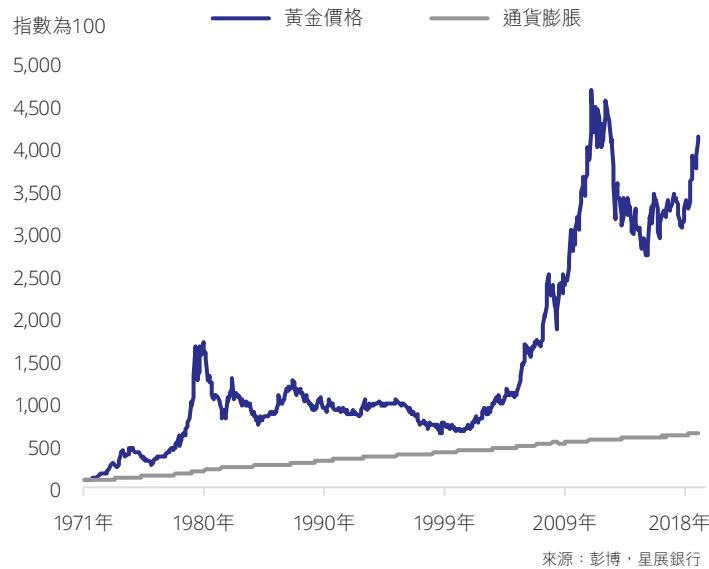


圖5：...尤其在高通脹率期間更是如此（黃金在不同的通脹時期的平均表現）

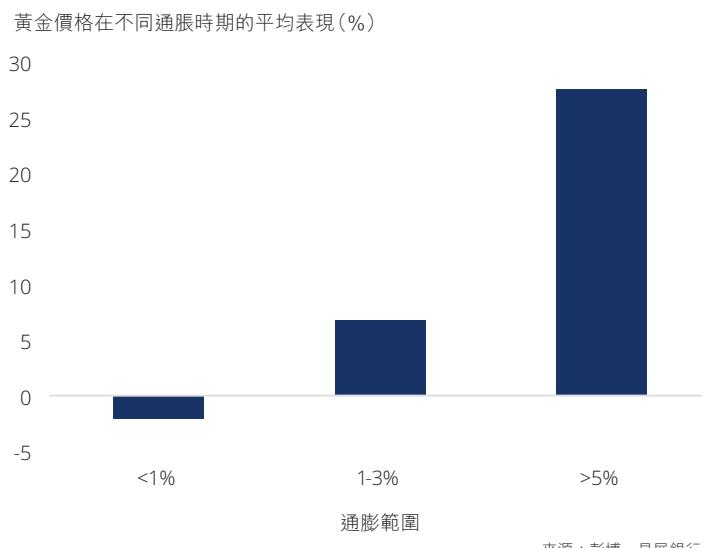




表1：黃金價格預測範圍（美元／盎司）

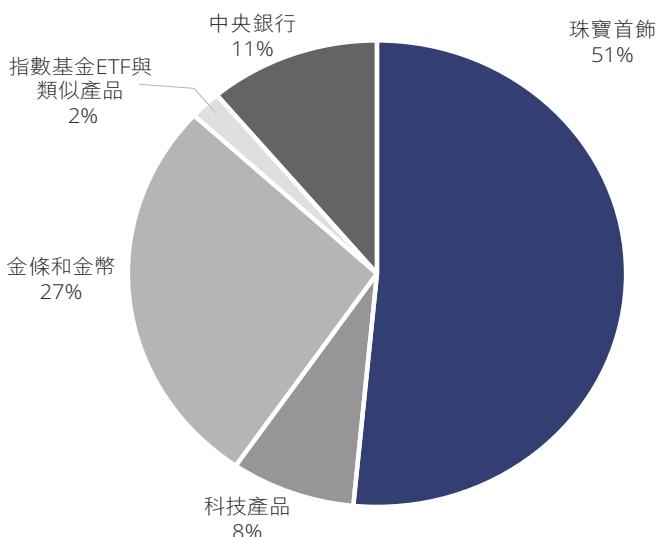
	2020年第2季度	2020年第3季度	2020年第4季度	2021年第1季度
最終價	1,647	1,663	1,679	1,695
高端	1,874	1,890	1,906	1,921
低端	1,421	1,437	1,453	1,469

來源：星展銀行

從統計學角度來看，黃金在通貨緊縮時期並不一定能起著風險對沖的作用。從直覺判斷並不為錯，這是因為這段時間尤其會出現明顯的消費和投資下降，兩者都會減少將黃金作為珠寶的需求。畢竟，51%的黃金都是作為奢侈品購買的（圖6）。

然而，近年來黃金需求一直有上升，尤其是來自於央行的需求。儲備管理人自從2010年以來一直是黃金的淨購買者，他們最近使用黃金來使外匯儲備多元化。我們認為，這是因為黃金比多數貨幣表現更好，而金融市場的波動愈來愈頻繁。

圖6：按購買目的劃分對黃金的需求



來源：世界黃金協會

圖7：央行的淨購入一直是黃金需求的穩定來源

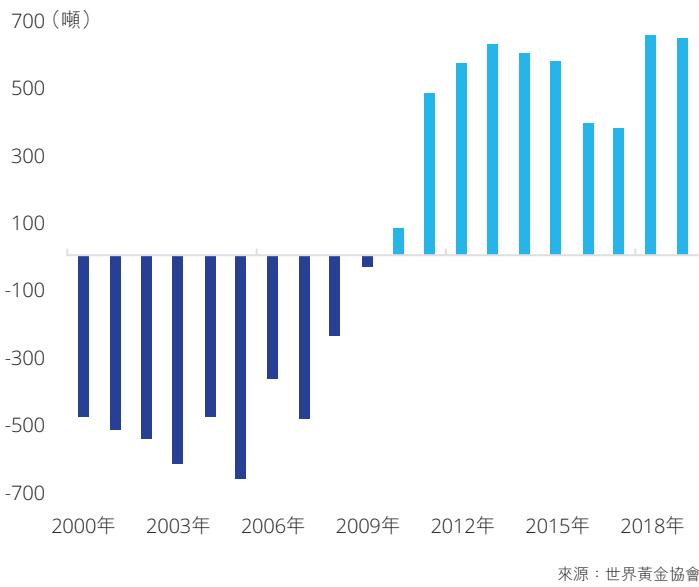


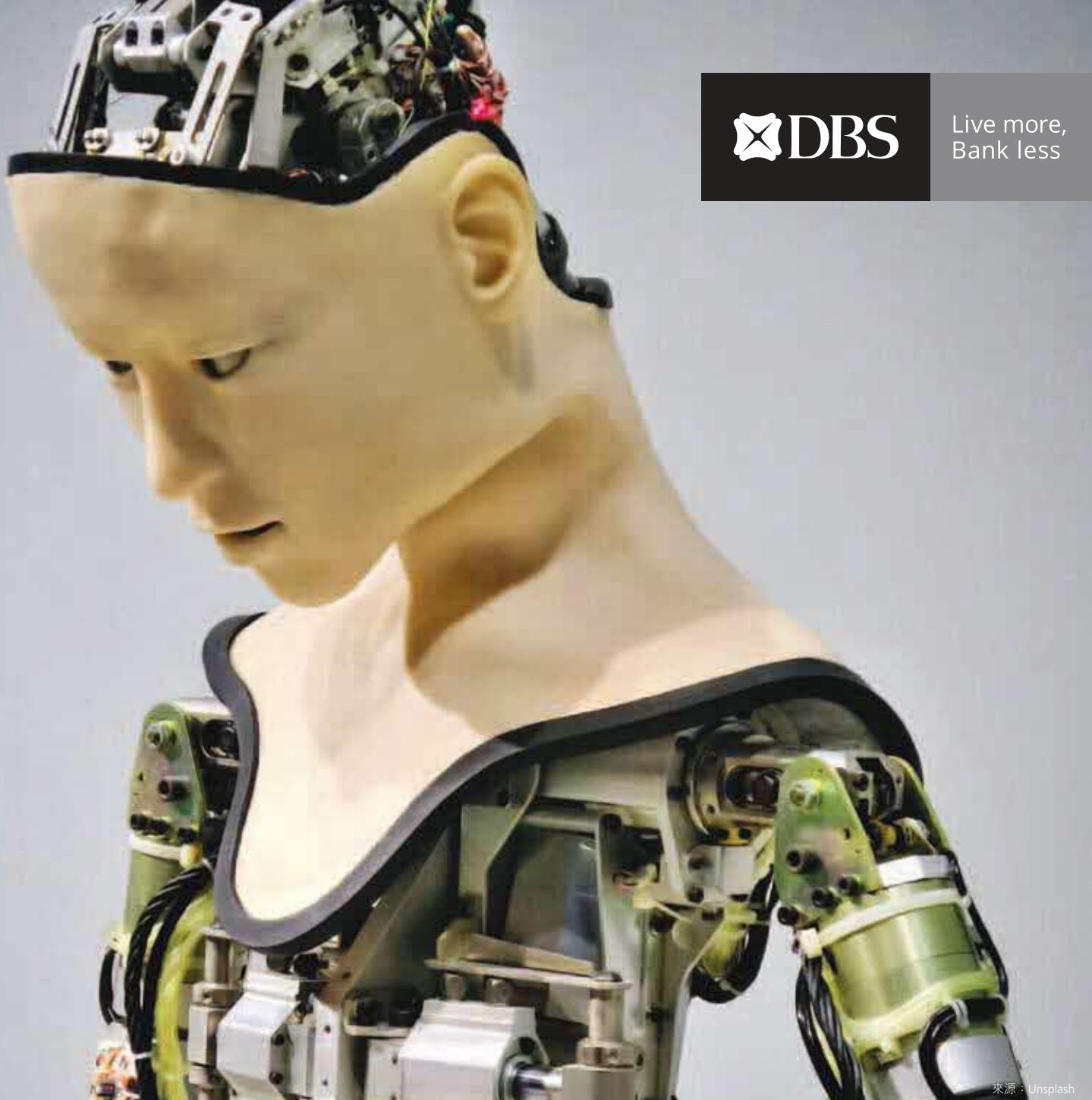
圖8：金價預測模式



央行購買黃金的目的是長期持有黃金，並分散全球地區。我們認為央行的收購行為將會增加黃金長期價格趨勢的穩定性。

我們認為，只要有穩定的長期需求，金價的長期趨勢將會是向上的。我們的黃金價預測格模式主要顯示黃金對比債券孳息率的變化（負相關）、美元指數變化（負相關）以及經濟衰退可能性（正相關）的敏感度。

在近期內，新冠病毒的爆發可能將會提升經濟衰退的風險—中國經濟活動停滯，而日本也將可能在2020年第一季度陷入技術性衰退。隨著央行紛紛減息以刺激經濟增長，債券孳息率也可能因此滑跌。我們預計，日本將會在今年三至四月的會議後進一步降息至-0.2%。美元指數快速接近100的心理大關，如果美元走弱，投資者在近期內也應當關注是否有新的機遇。很明確的是，2009-2013年黃金價格的極高點正是和美元走弱時間相吻合的。



來源：Unsplash

另類資產：私募基金 | 2Q20

人工智能投資

另類資產：私募基金

Andrew Yeo
Xavier Toh

人工智能

人工智能（AI）強調創造智能機器、程序和應用程序引擎，以學習解決通常需要人類智慧才能解決的問題。這些創造範圍包括視覺感知、語音識別、決策和自然語言處理。多年來，人工智能的發展已取得長足進步，目前其應用遍及我們生活的許多領域，例如：

1. 使用谷歌地圖將實時交通訊息傳遞給數百萬用戶，並通過動態數據流創建有效路線
2. 通過我們智能手機的面部或語音識別功能執行任務（解鎖手機、啟用錢包支付、或使用虛擬機器人助手）
3. 倉庫使用機器人自動化功能實現高效訂單處理

據金融數據供應商Preqin的數據顯示，過去三年亞洲人工智能領域的風險投資總額增長7倍，達到61億美元，2018年共達成223宗交易。中國一直是該市場的主力軍，2018年中國交易總額為56億美元，佔比93%。

中國方面，面部識別和監控、以及自然語言處理等逐漸得到關注和投資。鑑於人工智能行業未來10年的估值和投資規模，不難看出一些投資者將意識到人工智能的巨大潛力，尤其在中國與美國。但什麼是推動私募股權巨額投資於人工智能領域的主因？

人工智能投資的三大主要驅動因素

1. 數據顯示，人們更傾向於通過私募形式投資人工智能行業，大約是公募投資的兩倍以上。這是因為人工智能的趨勢往往是超長遠與長期的；如果通過公開市場投資，投資者將面臨廣泛的Beta風險，而通過專門領域投資則可以更好地管理這一

點。如果投資者願意承受更大的風險，那麼他們應在B或C輪融資中更早地進行投資，便可以獲得比上市公司更高的估值。

2. 投資者也認為私企將是創新主力。在公司成立初期，創始人或員工擁有公司的多數股份是典型情況。在以創始人為主的公司中，強烈的共同願景形將成了強大的創造力。
3. 此外，投資者也堅信在未來幾十年內，人工智能將是主導科技投資的主要板塊。根據資產管理公司Investcorp、Mercury Capital Advisors、IMD商學院和通訊諮詢公司ICR的一項調查顯示，69%的投資者認為人工智能和機器學習是未來30年影響他們投資方式的主要趨勢。

人工智能投資的退出和估值趨勢

我們利用不同初創企業達到獨角獸地位所需的時間以衡量動能和投資者對人工智能私人資產的需求，結果發現，與其他獨角獸相比，成功的人工智能公司通常能更快地達到獨角獸地位。一家公司自成立起達到「獨角獸」地位的平均時間約為7年。但從下表可以看出，在不到一年的時間裡，有19家公司的估值競相達到了10億美元，其中大多數公司都在技術／人工智能領域和／或在其業務中應用了人工智能算法。

用以上述數據作為衡量標準，我們認為市場雖然仍處於人工智能投資周期的早期階段，但在未來幾年，人工智能初創企業很可能將加速通過並購或首次公開募股退出。此類情況還可能發生在除了美國納斯達克市場（NASDAQ）以外的新興市場，例如日本的創業板Mothers和中國科創板（STAR）。因此，目前的確是通過私募股權投資基金投資人工智能的良機。

行業	企業名	估值(十億美元)	成立時間	何年達到估值10億美元	估值達到10億美元所耗時間 (年)
咖啡	瑞幸咖啡	1	2017	2018	0
科技／硬件	小米	46	2010	2011	1
科技／人工智能	Illumio	1	2013	2014	1
科技／人工智能	Uptake	2.3	2014	2015	1
科技／人工智能	APUS集團	1	2014	2015	1
電子商務	貝貝網	1	2014	2015	1
在線教育	達達	1	2014	2015	1
科技／人工智能	北京微影時代	2	2014	2015	1
電子商務	時尚電商集團	1.1	2014	2015	1
科技／人工智能	碳雲智能	1	2015	2016	1
電子商務	拼多多	15	2015	2016	1
農業科技	Indigo農業	1.4	2016	2017	1
保健（癌症發現）	GRAIL	2.46	2016	2017	1
房地產	易商紅木	2.8	2016	2017	1
在線電影票務	貓眼-微影	3	2016	2017	1
人工智能芯片	寒武紀	2	2016	2017	1
約車	滿幫集團	6	2017	2018	1
型移動	Bird Rides	1	2017	2018	1

來源：Comparethemarket，星展銀行

專題策略 | 2Q20

5G - 第一部分



 DBS

Live more,
Bank less

專題I：5G - 第一部分

楊政齡 | 策略師

I. D. E. A. : 創新者(IInnovator), 賦能者(Enabler)

在實體及無所不在的虛擬網絡上對數據、高速通訊以及可靠連接的渴求從未如今日這般強烈，並會愈來愈強烈。對廣域網絡、多功能通訊、物聯網(IoT)、信息訪問／交換以及高效連接的巨量需求正在不斷推動新通訊體系結構並拓展其極限。

第五代（5G）移動無線電話通訊標準是目前的第四代長期演進（LTE）技術標準之後的新一輪通訊技術的進化，為全球移動網絡運營商（MNO）通過一種嶄新而強勁的營運平台推進著範式轉換。

自從近十年前4GLTE進行了成功且具有革命性的運用，全世界開始向更宏大的存在轉變。本質上來說，5G通訊標準傳輸更巨量的數據容量，提升了反應時間，這些都是有望對通訊行業產生變革性的影響。

在適配設備可供使用的基礎上，5G技術預計將從2020年開始在全球範圍應用。這種新型無線通訊標準如今正在成為現實。因此，投資者們應當隨著5G技術及其生態系統的興起而佈局相關投資機會。

圖1：5G生態系統





新連接時代



一個萬物互聯世界
的特徵是...



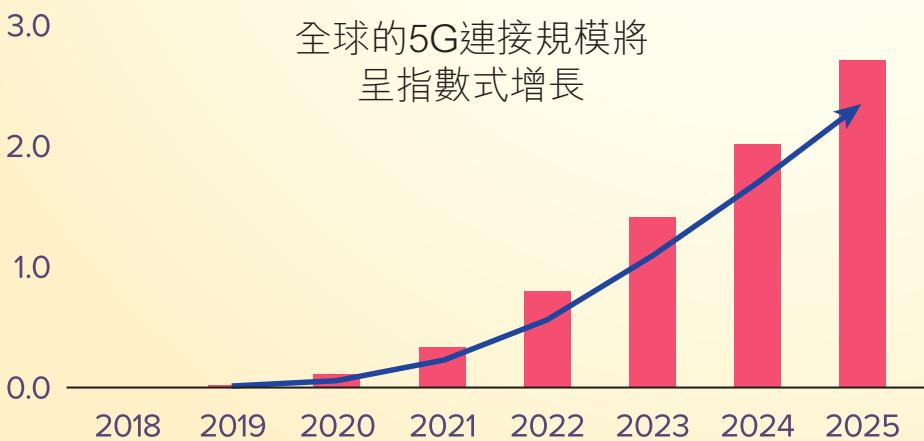
高生產率



沒有邊界



互動性高



下載一部2小時的電影需要：



◆ 5G時代將推動半導體芯片產業發展

◆ 向5G網絡的大規模遷移將創造新的投資機會

◆ 到了2025年,全球50%的人口將擁有5G連接

無線通訊標準的演進

無線通訊標準自從建立後經歷了多個進化和技術創新階段，經歷了很長的過程。

5G能夠完美達到以下目標：

- 卓越的下載及上傳速度
- 無縫數據傳輸
- 更好的語音及視頻通話質量
- 可靠的流動連接
- 以更大的數據容量實現物聯網同步連接
- 新技術開發平台

這些則會對以下方面提供支持：

- 數據創造與依賴程度不斷提升：數據創造和使用的體量將會在未來數年繼續上升。5G能夠提升網絡管理、網絡連通及可靠性。
- 同步性連接的需求：物聯網的迅速發展將會拉升5G技術需求，以保持設備與網絡兩個終端間連接的連續性。
- 對準確連接能力的需求：5G連接是具有方向性的，能在無干擾的情況下精准地與特定設備連接。

- 對速度的需求：高速獲取數據的能力及數據容量使得用戶能高效提取大量數據，這將進一步增強5G的可行性。

- 對低延遲的需求：這對於長距離及關鍵任務功能的實現尤其重要。

科技賦能者

通訊技術領域一系列的演變給我們的生活帶來了大幅變化。第一波巨變始於40年前，從那時開始，每一種通訊標準（都是以G為衡量單位，代表著Generation：世代）都會每十年演進一次（表1）。

通訊標準的發展也促進了新型服務的產生。例如，5G技術將能為增強現實、超可靠雲計算、智能工廠／機器人、自動駕駛汽車以及重症遠程醫療的應用提供高速且數據質量更好的支持。

1G—模擬蜂窩系統。基於模擬標準上的第一代無線蜂窩通訊技術。僅提供語音通話，並易受干擾。

2G—首個數字蜂窩系統。該技術將音聲信號加密，已實現更好的通話質量，覆蓋更大頻段以滿足同步連接的需求。這技術還標志著短消息服務的開端；減輕了網絡擁擠並能提供來電號碼顯示。

表1：通訊標準發展過程

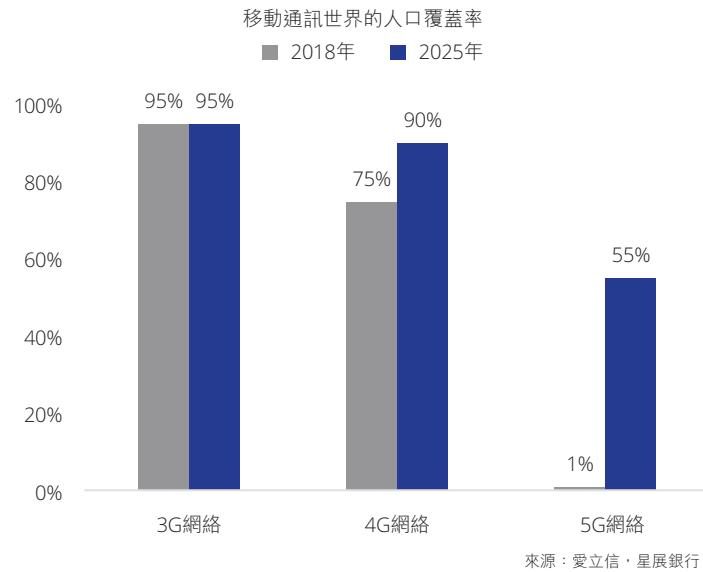
	1G	2G	3G	4G	5G
商業化時間	上世紀80年代	上世紀90年代	本世紀初	2010年代	2020年代
應用範圍	語音通話	語音通話、短訊服務、多媒體短訊服務、有限的網頁瀏覽	高速瀏覽、應用軟件	視頻會議、移動電視	多用途應用（物聯網、增強現實、虛擬現實等）
典型速度	14.4千位每秒	56-115千位每秒	5.8-14.4兆比特每秒	100-300兆比特每秒	100-5000兆比特每秒

3G—更快的數據傳輸速度，更大的數據容量。3G提供了如移動互聯網訪問、視頻通話以及數據漫遊之類的更多功能。

4G-LTE（長期演進技術）。4G提供了更多的功能，如移動網絡訪問、移動遊戲、視頻流及下載以及移動視頻會議。同時，還能實現4G和Wi-Fi之間的無縫切換。

5G—高速、多種連接，能夠實現多任務處理。可實現設備間的無縫銜接，並將手中的智能手機逐漸演變成物聯網設備之一。5G技術還能在機器對機器（M2M）、設備對設備（D2D）以及人對人（H2H）之間實現高效連接。

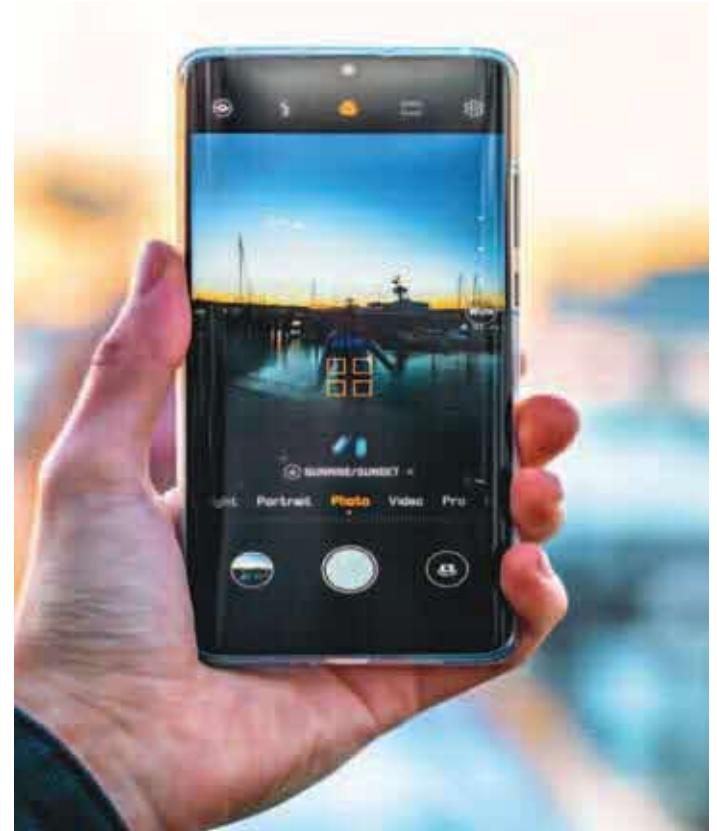
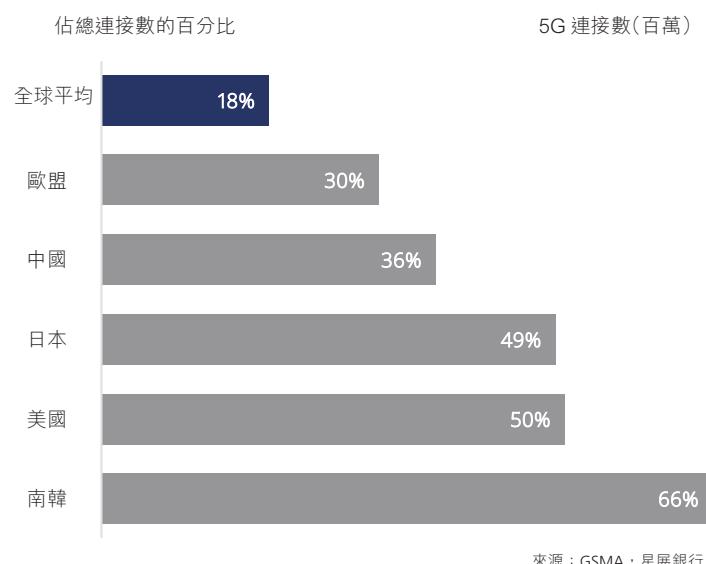
圖2：移動通訊覆蓋全球人口數量



移動電話的滲透率不斷上升

移動電話通訊，或手機通訊，已經融入人們的日常生活，我們也愈來愈依賴它們的存在。全世界90%以上的人口都享有基本的3G移動設備連接服務，75%以上的人口已經能夠使用更高端的4G技術進行通訊訪問（圖2）。

圖3：2025年的5G滲透率



來源：Unsplash

圖4：全球5G連接數將會呈指數級增長

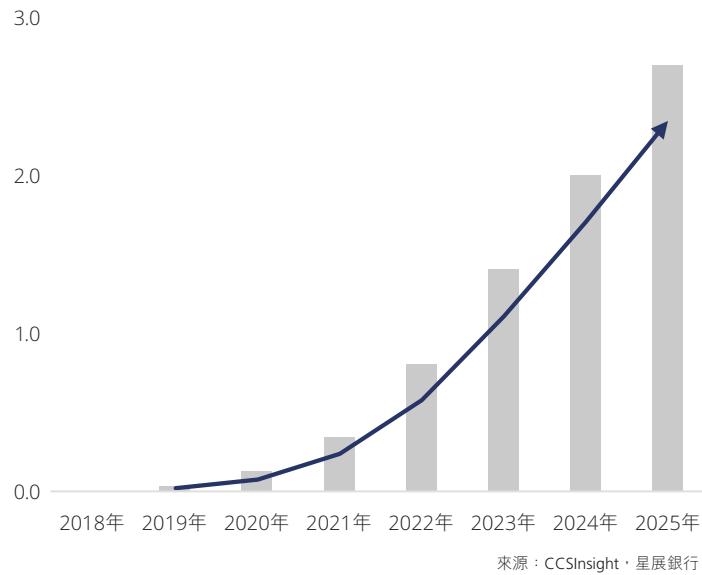


圖5：手機物聯網（IOT）連接數將會呈指數式增長



到了2025年，預計世界上一半以上人口將享有5G網絡。比如，1.88億或美國移動通訊連接數量的一半用戶將會使用5G技術（圖3）：在中國，儘管5G的佔有率不足全部移動通訊連接數的36%，使用者數量也將超過6億之多，等於美國與印尼兩國目前的人口總和。

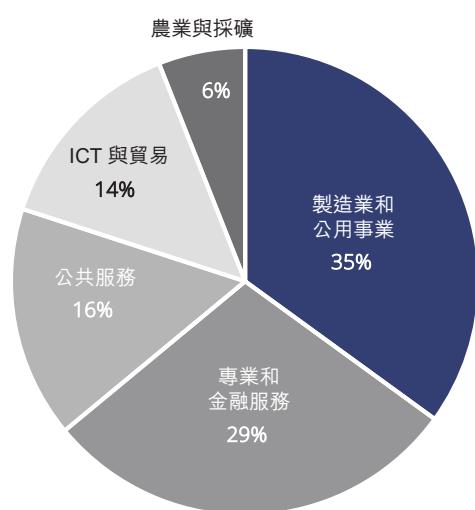
5G-新賦能者

從供應角度來說，隨著更精密的芯片組、設備以及網絡的普及，全球電訊營運商將持續推出5G服務，5G技術使用量也將會經歷指數式增長（圖4）。而從需求角度來說，新內容、對速度的追求、對數據的依賴

表2

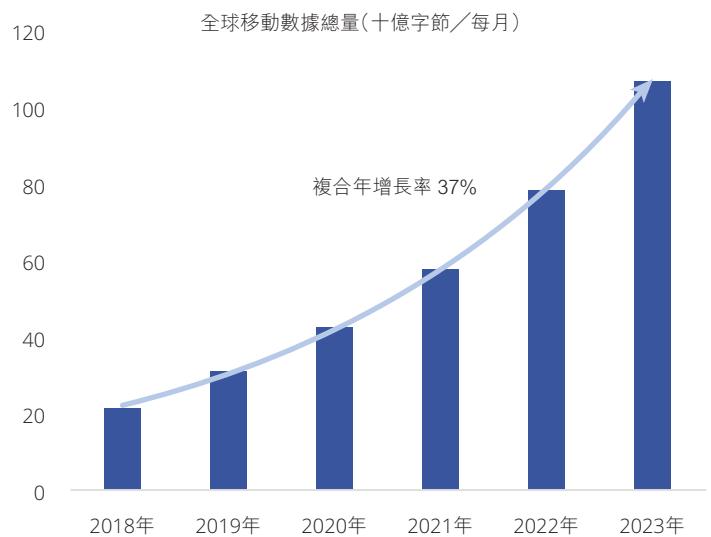
半導體行業	設備製造行業	相關服務
通訊芯片	通訊網絡	共享網絡
電源管理集成電路	傳輸基站	工業自動化
模擬集成電路	新型智能手機	人工智能
記憶芯片	自控設備	娛樂內容
多存取計算	無人機控制	遠程教育
	遠程醫療	雲網絡
	高速路由器	智能農業
		智能電網
		數據分析

圖6：5G應用帶來的經濟影響



來源：GSMA，星展銀行

圖7：未來四年移動數據消費預計呈指數式增長

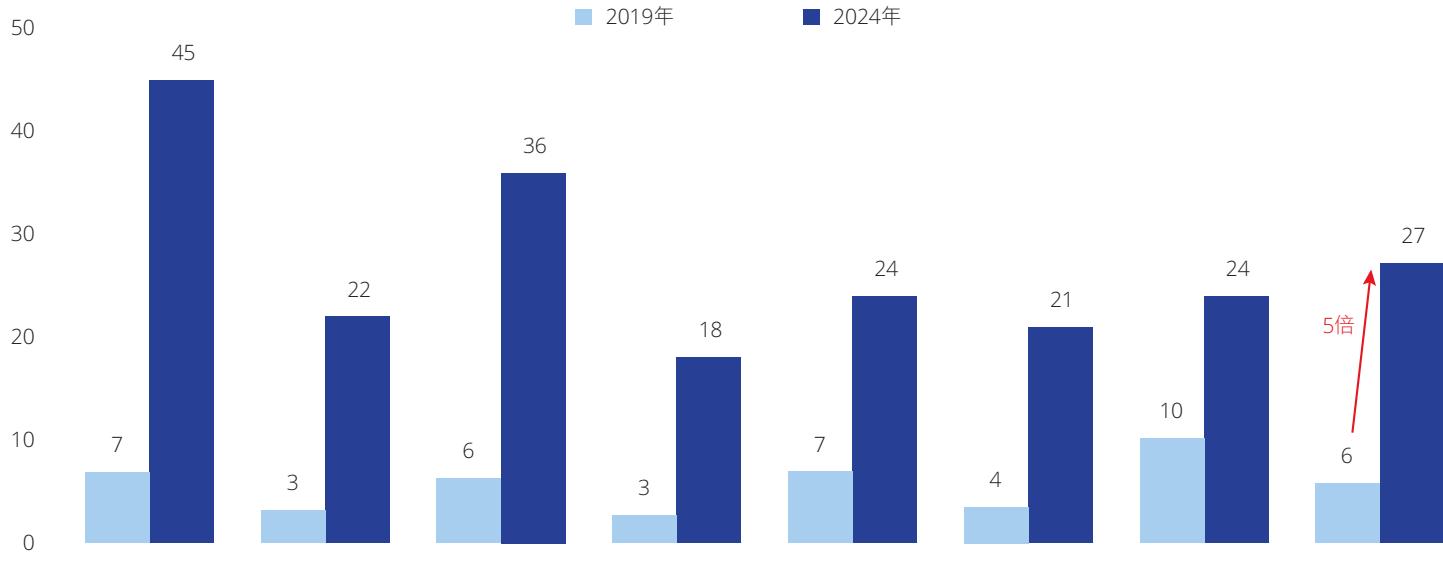


來源：愛立信，彭博，星展銀行



圖8：每個手持設備的數據通訊量將會成倍增長

每部智能手機產生的移動數據流量(吉字節／每月)



的增多，以及對無阻連接的需求也是如此。本質上，這些新發展將會促進這種新常態在移動物聯網中的應用（圖5）。

5G技術將推動半導體、通訊設備以及相關服務的發展（表2）。根據全球移動通訊系統聯盟的估計，5G的推出將會為全世界在未來15年作出2.2萬億美元的經濟貢獻（圖6）。

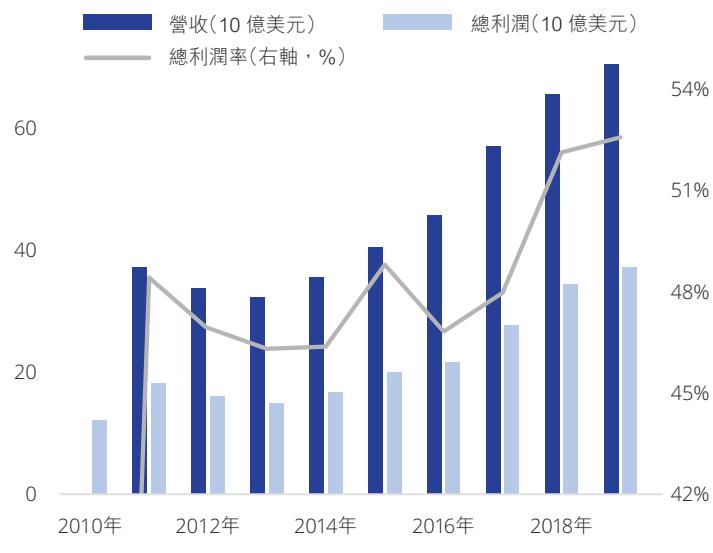
隨著5G使用規模的逐漸擴大，5G將會對實現全球大量數據流動（圖7）以及每個設備上的數據密集度（圖8）起到關鍵的作用，因此對那些一直關注著指向未來創新主題的投資者們提供了新的投資選擇。

5G時代的贏家 –集成電路製造商及半導體製造商

每一代新通訊標準的出現都會開啟一個全新的技術生態系統和帶來新的投資機遇。每一項成功的創新都有一條強勁的供應鏈圍繞支持。5G也是如此。新通訊集成電路、高端晶圓製造以及無數種互聯芯片組的湧現為5G的發展帶來了顛覆性的改變。

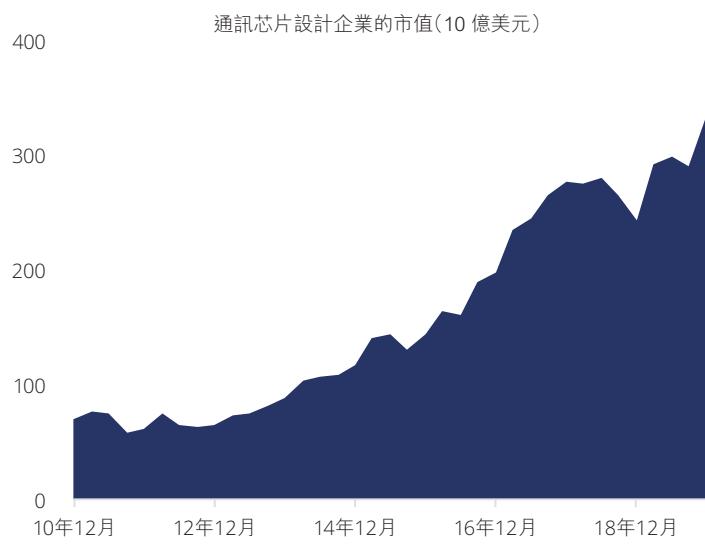
射頻混合信號、現場可編程門陣列、模擬變頻器、應用處理器、基頻芯片、射頻助推器和濾波器、功率放大器及存儲驅動器等技術配件的設計和生產，對5G這種新通訊標準的成功應用是至關重要的。為了推動這個新的技術生態系統獲得成功，這些高端通訊芯片組也變得愈來愈小、愈來愈輕，更具多向性、更持久，並能大量生產；更重要的是，它們能夠更完美地與其

圖9：公司營收和獲利能力的持續擴大



來源：彭博，星展銀行

圖10：通訊集成電路設計行業以3,000億美元的市值獨樹一幟



來源：彭博，星展銀行

他功能性芯片互相連接。

儘管5G標準並未以大型商業化的方式覆蓋全球，其基本應用、5G賦能的網絡、裝備、設備以及內容的發展都已讓半導體和集成電路設計行業情緒高漲。

在過去十年間，全球領先的通訊集成電路設計公司的營收和獲利能力（圖9）都在從3G邁向4G技術演進的過程中經歷了數倍增長。這以公司的市值從1,000億美金不到上升至3,000億以上就能明顯看出（圖10）。隨著5G成為無線通訊的下一個巨大技術跨越成果，這些公司的情況也會是如此，並將產生嶄新的投資機會。



專題策略 | 2Q20

全球基礎設施

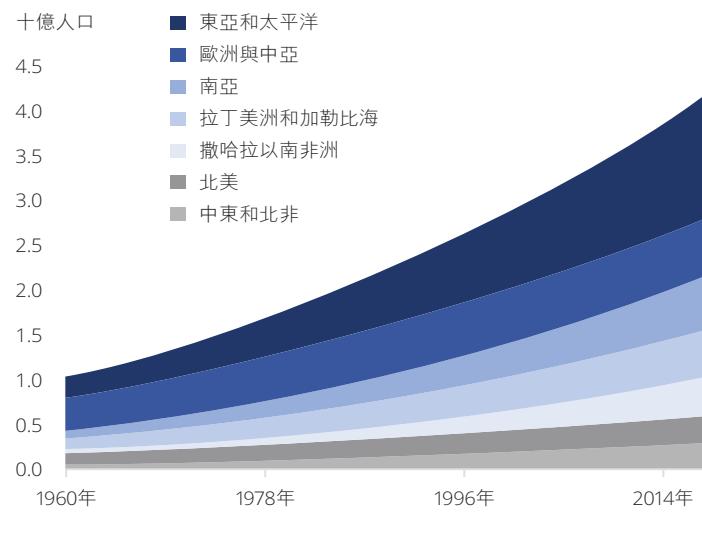
專題II：全球基礎設施

何均倫，CFA | 策略師

傳奇投資者索羅斯曾說：「我認為經濟國際化和市場全球化的優點雖頗多，但單依靠市場是不足夠的，因為市場無法照顧到社會的需求。」也許時間已證明了他的睿智。無論是通過社交媒體平台、還是民主選舉或街頭抗議活動等渠道，我們多數人都發現2019年除了股市表現創紀錄外，社會需求未得到滿足也是一大特徵。僅舉幾例：

- 智利 — 因地鐵票價上漲，引發國內針對不平等現象的民間抗議活動。
- 海地 — 抗議者因燃料價格上漲和電力短缺而要求總統辭職。
- 黎巴嫩 — 最初是因當局建議徵收「WhatsApp」稅而起，其後演變成對政府無法提供基礎服務（例如電、水和公共衛生）的抗議活動。

圖1：全球城市人口的指數式增長



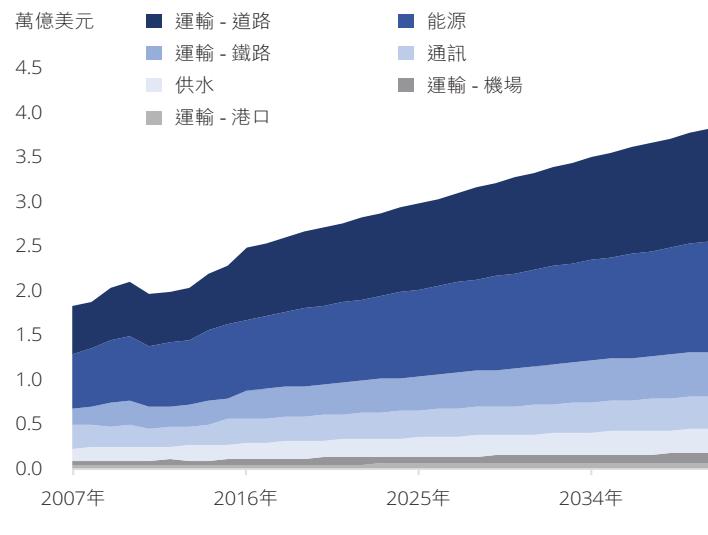
條條大路通向基礎設施。在吵鬧與暴力事件中，很容易錯過潛藏於這些抗議活動中的共同特徵 — 基礎設施，或者更準確地說，基礎設施的匱乏。世界各國政府逐漸意識到，儘管其他各種潛在的社會裂痕也可能導致民眾普遍的幻滅感，但現有的基礎設施無法滿足基本需求往往是引發各種社會動盪事件的導火線，如果不加以重視，則會導致社會秩序陷入混亂。這些抗議聲浪以及許多其他演變趨勢，都在共同呼籲擴大全球基礎設施投資建設。

我們將在下文中更詳細地介紹其中一些趨勢。

趨勢1 — 全球城市化

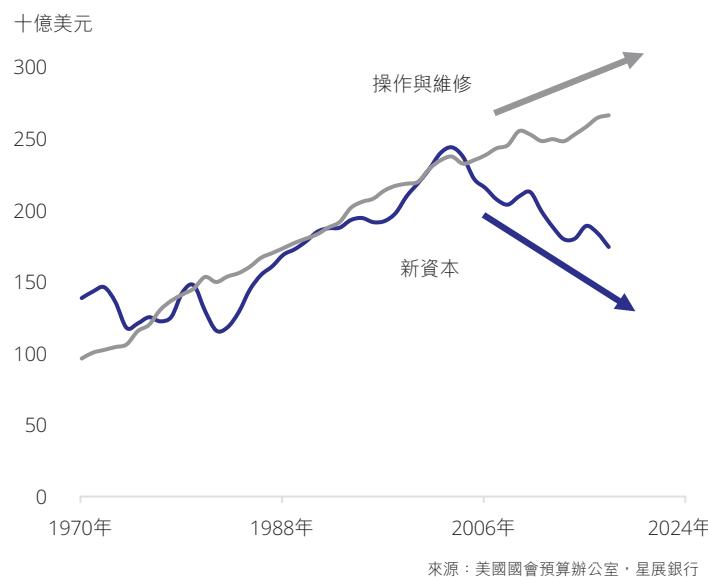
持續全球城市化是社會變化發展的一大趨勢。根據世界銀行數據顯示，全球城市人口比例從1960年的34%上升至2018年的55%，預計到2050年規模將翻倍，屆時全球70%的人口將在城市中生活（圖1）。

圖2：預計全球基礎設施年度投資需求



顯而易見，持續的城市化將導致基礎設施需求不斷增長。全球基礎設施中心預計，按照趨勢發展，如果要提供相當的基礎設施，2040年前全球將面臨累計15萬億美元的投資缺口。不滿情緒不斷增多，也許是一種危險的預兆，因此該投資缺口不容忽視（圖2）。

圖3：美國公共基礎設施支出



趨勢2 – 數字化和氣候變化的衝擊

2017年美國土木工程師協會對美國基礎設施的狀況和表現打出了令人沮喪的成績（D+）。個中原因不難理解。自2004年起維護費用支出就趕超新項目投資額，公共基礎設施支出呈現明顯背馳趨勢（圖3）。

基礎設施僅靠維護愈來愈不可行，它無法避免影響全球經濟的兩個最具衝擊性因素-數字化和氣候變化。

- 數字化 – 為了實現智能城市的願景，需要新的基礎設施融合類似的「智能」技術以保持互聯互通。其應用範圍廣泛，從支持數據採集、分析和規劃的智能道路，到促進分布式發電的數字化電力網絡。如果僅靠維護過時的道路和網絡結構，註定將被淘汰。
- 氣候變化 – 基礎設施資產愈來愈容易受到與氣候相關因素的影響，這些因素包括海平面上升、地震、乾旱、暴風雨等。但據麥肯錫公司

圖4：名義價格變化（以2008年為基期）



(McKinsey & Co) 研究顯示，世界各國政府和基礎設施擁所有者在基礎設施的氣候適應性方面投資仍明顯不足，氣候變化的預期影響無法得到有效緩解。此外，氣候變化也將繼續推動可再生能源發電的發展，破壞環境的基礎設施維護工程將受到嚴格審查。

考慮到這些衝擊因素，新的資本投資須確保基礎設施與這些不斷發展的趨勢保持同步。由於這些衝擊性因素在地理位置上無法預測，因此其影響不僅與美國基礎設施有關，而且與世界其他地區也息息相關。

趨勢3 – 貨幣政策效果減弱

過去十年金融市場的特徵無疑是量化寬鬆政策的崛起，該政策是央行用來緩解經濟疲弱的實際政策工

具。如果僅憑資產價格來衡量，人們可能會發現對該政策效果很難給出差評，畢竟在2010-2019年股票和債券幾乎獲得了最好回報。不過話雖如此，實體經濟已開始出現裂痕。自經濟大蕭條以來，美聯儲資產負債表已上漲四倍以上，而經濟增長和通貨膨脹始終低於目標水平（圖4）。

愈來愈多的人認為，減息和量化寬鬆對實體經濟的影響，只相當於對資產價格影響的一小部分。最近，央行行長們還鼓勵使用財政槓桿來推動經濟向前發展，他們指出，在利率接近下限、資產負債表已經過剩的情況下，貨幣政策存在局限性。

這些財政槓桿以基礎設施支出的形式獲得支持。在利率接近零的情況下，隨著「擠出效應」的減弱，財政

圖5：美國財政乘數範圍

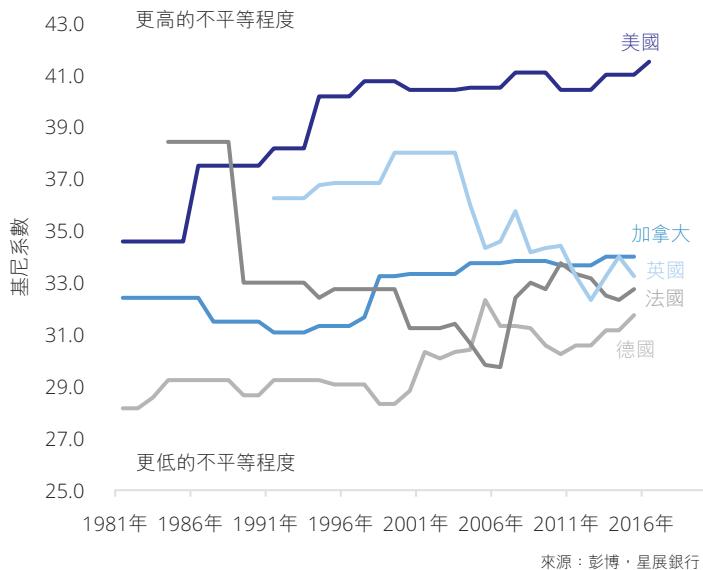


來源：美國國會預算辦公室，星展銀行

乘數（每一美元財政支出帶來的經濟增長）可能會更高。

據美國國會預算辦公室估算，基礎設施支出的轉移支付具有最高的乘數估算值，因此其作為合法財政槓桿可以用來減輕貨幣政策壓力，從而穩定經濟（圖5）。

圖6：美國基尼系數

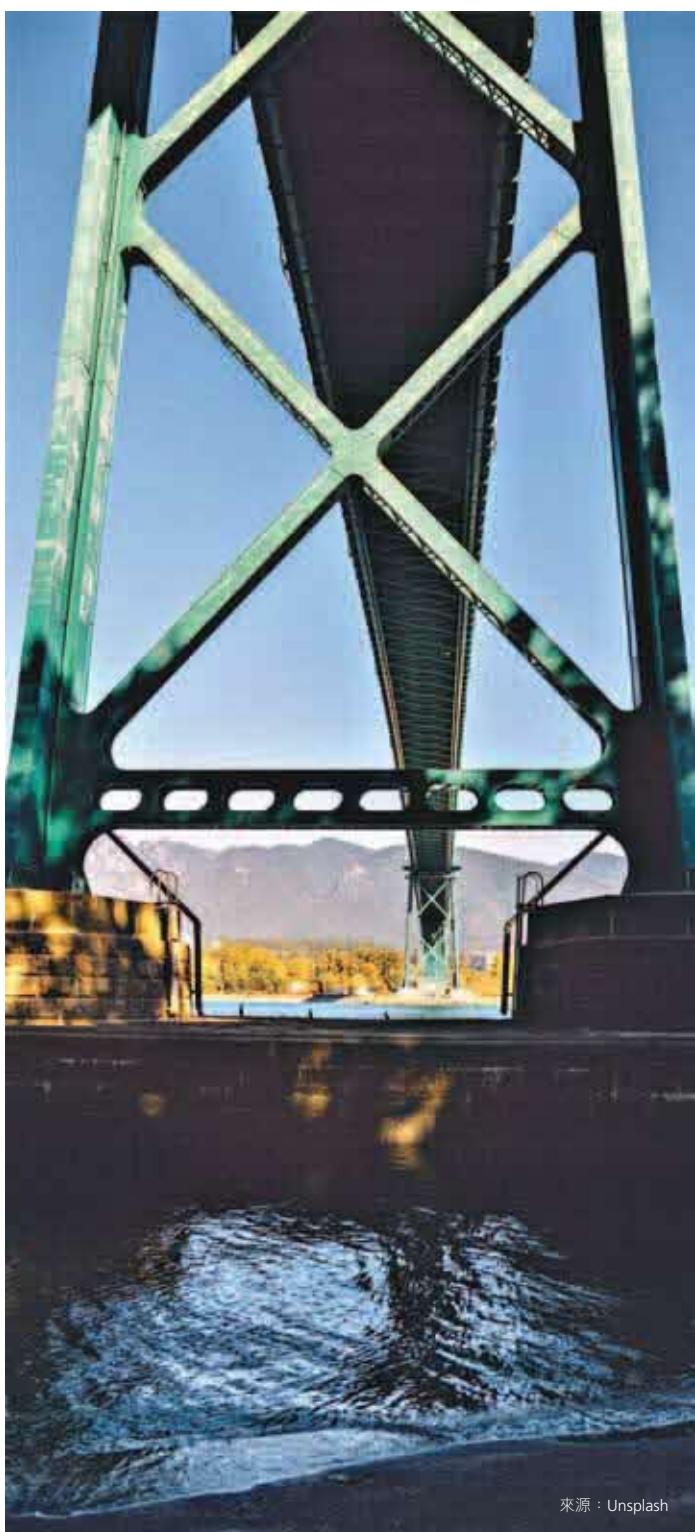


趨勢4 – 不平等加劇

資產價格上漲的一個不利因素是貧富差距加劇，這也是最近全球各地抗議活動的一大特點。美國情況更為複雜，人們認為，美國2017年出台的《減稅與就業法案》是以犧牲中下層階級的利益為代價而使富人受益。衡量不平等程度的美國基尼系數處於歷史最高水平，這並非巧合（圖6）。

教育、保健、衛生、交通等形式的基礎設施支出仍然是在整個社會財富再分配的重要機制。它可以促進社會流動，對接勞動力與核心經濟活動，強化訊息向弱勢群體的流動，通過這些方式發揮作用。對於那些擔憂民粹主義浪潮日益高漲的政府而言，他們知道這種效益需要更長時間的積累過程，生產性基礎設施的需求不會很快釋放。

不斷發展的趨勢帶來新的機遇。我們陷入了一種有趣的失衡狀態，即基礎設施需求正迅速超過許多政府能夠為提供資金的能力。因許多政府和市政當局在平衡預算上面臨困難，公共債務正在上升，因此不可避免



地將愈來愈依賴私人資本為公共基礎設施融資。但這並不是說承擔費用是純粹的慈善行為。從私人資本的角度來看，基礎設施投資有幾個吸引人的因素，我們認為這有利於能恰當評估這些因素的投資者。

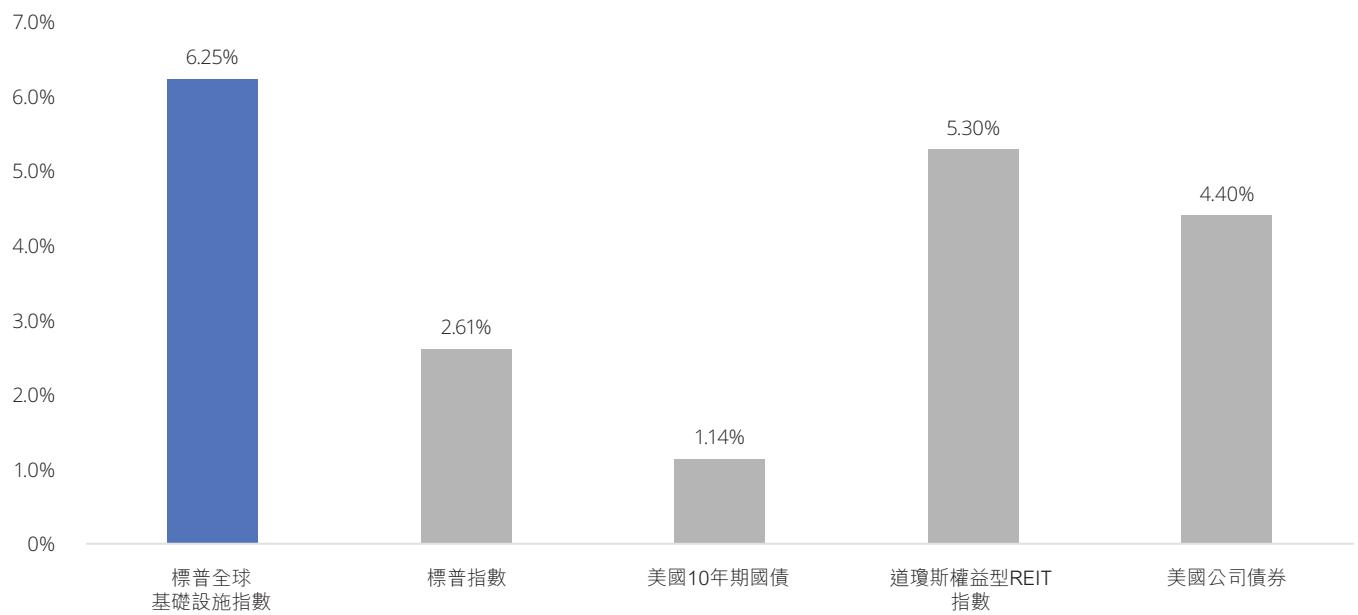
基礎設施資產的價值主張

高額且持續的股息支付。如今孳息率持續偏低，我們在上一期就類債券資產在這種新環境中的吸引力作了詳盡論述，而基礎設施資產非常適合擔任這一角色。由於其應用無處不在、合約期長、收益受監管、周期性有限以及對大宗商品價格的風險敞口較小，它們具

有很高的現金流可見性和確定性。因而它們可以發行更多的債務，同時又不會影響信貸質量。基礎設施資產特別是上市的基礎設施資產，與其他資產類別相比，能產生可觀的收益，這證明其在投資者投資組合中具備創收能力的候選資格（圖7）。

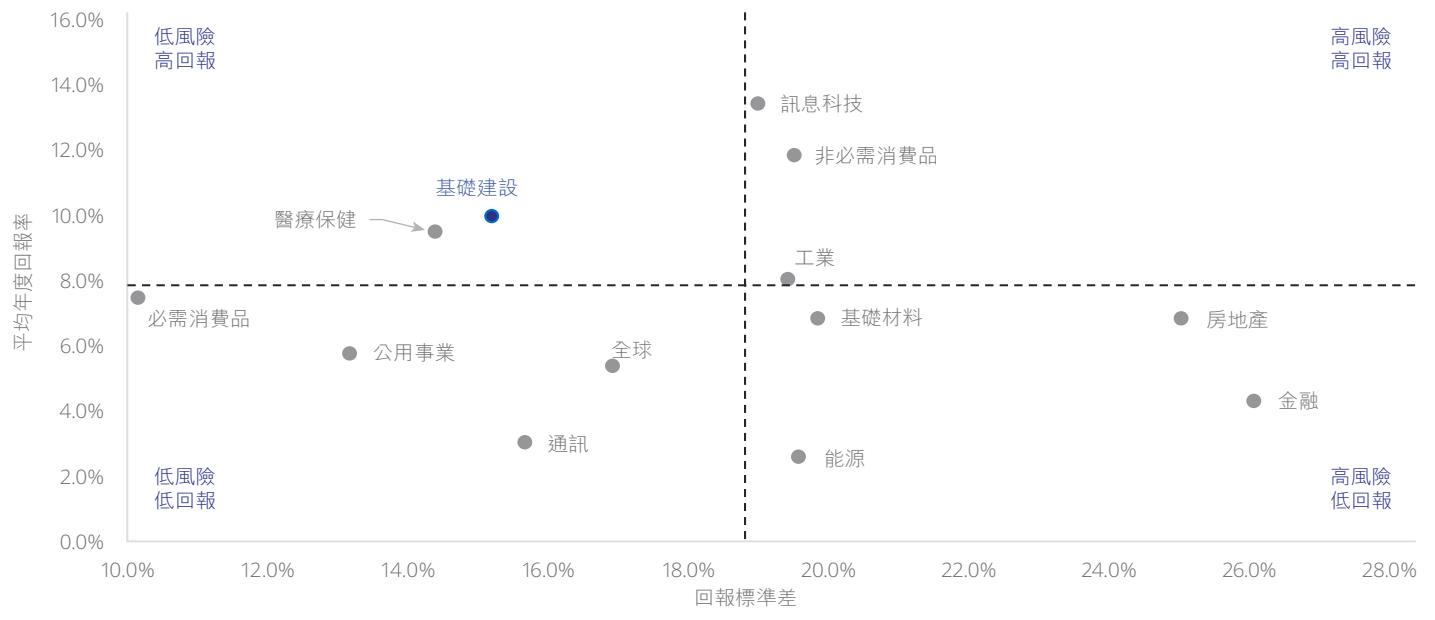
基礎設施因成本傳遞結構特點以及競爭有限，所以具有強大的定價權。考慮到一些限制競爭的因素，如通脹掛鉤價格（特別是在歐洲和澳洲）、高門檻以及監管保障措施，基礎設施資產可以穩定地提高其服務價格。相對於經常在通脹環境中面臨價格壓力的純債

圖7：各種資產類別的孳息率比較



來源：彭博，星展銀行

圖8：各子行業的風險收益曲線



來源：彭博，星展銀行

券，此類資產更具優勢。基礎設施實際現金流的穩定性是一項獨有特色，可將資產類別提升至更高水平。可稱其為具有收益的類債券資產。

良好的風險調整回報率。縱觀各子行業的長期平均回報率和回報率波動性，基礎設施資產是一個獨特的類別。很少有其他行業能夠提供投資者高於平均的平均回報率，同時又在較長時期內保持低於平均的波動率（圖8）。

由於與其他資產類別的相關性較低，因此基礎設施資產具有多元化優勢。基礎設施投資的另一個關鍵好處，就是它產生的總收益與其他傳統資產類別（包括股票、債券和房地產）相關性較低。

將一部分投資分配給基礎建設資產將有助降低投資組合的整體波動性，同時可提高總體回報。

基礎設施投資的風險因素

人們常說基礎設施資產是自然壟斷資產，但這並意味著它們毫無風險。雖然有不少風險因素共同作用於基礎設施資產，但與其最緊密相關的是政治風險和技術風險。

- 政治風險 – 政治力量平衡的轉變可能會導致政權更迭和新政實施，從而可能改變基礎設施項目的可行性。作為「一帶一路」倡議的一部分，中國在馬來西亞的基礎設施項目就是一個很好的例子。2018年「希望聯盟」選舉中戰勝在任執政聯盟「國民陣線」之後，馬哈蒂爾重新擔任總理，其後暫停此項目，等待進一步的審查。因此，在那些內部政治不穩定的司法管轄區內，投資資本可能很快就會面臨風險。

表1：各種資產類別的相關矩陣

	標普全球基礎設施指數	標普指數	MSCI世界指數	安碩美國房地產指數	彭博巴克萊國際政府債券	彭博巴克萊全球綜合債券
標普全球基礎設施指數	1					
標普指數	0.77	1				
MSCI世界指數	0.79	0.97	1			
安碩美國房地產指數	0.57	0.32	0.20	1		
彭博巴克萊國際政府債券	0.29	-0.01	0.04	0.20	1	
彭博巴克萊全球綜合債券	0.44	0.12	0.17	0.29	0.98	1

來源：彭博，星展銀行

技術風險—追求創新將不可避免地導致部分結構的過時，且基礎建設本身也會遭到破壞。風險最大的細分領域是能源和交通基礎設施。前者曾被簡短地提及過：風能和太陽能等可再生能源價格競爭力的提升將使經濟擺脫對化石燃料的依賴。而隨著電動汽車和無人駕駛汽車的發展，後者正面臨重大變革。車輛與基礎設施一體化的必要性可能要求對公共交通結構進行重大的重新設計。

對未來世界基礎建設的投資機會。如果過去十年中市場讓投資者收穫良多，或許在未來十年，接力棒將交到投資者手中，讓他們回饋社會。基礎設施投資也許是最兩全其美的事，它不僅讓投資者有機會為新世界

的建設奠定堅實的基礎，同時它還帶來相當的利潤和多樣化收益，足以讓基礎設施投資在任何投資組合配置中佔有一席之地。此外，它的投資渠道也多種多樣，包括與基礎設施相關的共同基金、私募股權基金，甚至直接投資的基礎設施項目。

分而治之。我們建議投資者分散關注點。對於新興市場基礎設施，投資者可以將目標鎖定在基礎交通、網絡和供水上，以把握增長趨勢和現代化趨勢。對於成熟市場基礎設施，投資者可以在可再生能源和數字化方面尋找機會，參與創新轉型以塑造未來全球基礎設施的方向。

投資總監辦公室投資主題

現有主題	2020年第2季度新加入主題	2020年第2季度被剔除主題
<u>創收型</u> <u>BBB／BB評級美元信貸</u> <u>新加坡房地產投資信託</u> <u>中國大型銀行</u> <u>歐洲綜合石油專業</u>		
<u>增長型</u> <u>雲計算</u> <u>工業自動化</u> <u>半導體，集成線路設計</u> <u>電子商務</u> <u>千禧世代：電子競技</u> <u>千禧世代：運動休閒風</u> <u>全球醫療</u> <u>中國A股</u>	<u>增長型</u> <u>5G</u>	<u>增長型</u> <u>旅遊業</u>

免責聲明和重要說明

本文中的信息由星展銀行有限公司（「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。

本文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瞭解該交易，並已根據自己的目標和情況對交易的適當性進行了獨立評估。特別是，您應該閱讀與該產品有關的所有相關文檔，並可能希望尋求財務或其他專業顧問的建議，或者進行您認為必要或適當的此類獨立調查。如果您選擇不這樣做，則應仔細考慮本出版物中提到的任何產品是否適合您。星展集團（DBS Group）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。

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。

本出版物不針對任何人或實體，也不打算供任何人或實體分發或使用，而該人或實體是任何地方，州，國家或其他司法管轄區的公民或居民，或將在該地區，州，國家或其他司法管轄區進行分發，發佈，提供或使用。違反法律或法規。

如果您已通過電子郵件收到此通信，請不要分發或複制此電子郵件。如果您認為收到此電子郵件有誤，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。無法保證電子通訊的安全性，準確性和及時性。

迪拜國際金融中心

本出版物由在迪拜國際金融中心（「DIFC」）經營的星展銀行有限公司分行發行，商品名稱為「星展唯高達證券（DIFC 分行）」（「星展DIFC」），已在迪拜國際金融中心的註冊處註冊編號156的公司，其註冊辦事處位於阿拉伯聯合酋長國迪拜國際金融中心PO Box 506538 PO5 06大樓5樓6樓608-610室。DBS DIFC受迪拜金融服務管理局（「DFSA」）監管，其參考編號為F000164。有關DBS DIFC及其附屬公司的更多信息，請訪問<http://www.dbs.com/ae/our--network/default.page>。

本出版物是按照DFSA業務手冊《行為模塊》（「COB模塊」）中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根據DFSA規則的專業客戶或市場交易對手。

香港

本出版物由星展銀行（香港）有限公司（CE編號：AAL664）（「DBSHK」）發行，受香港金融管理局（「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。

除另有說明外，星展銀行不是研究報告的發行人。發出這份研究報告是基於明確的理解，即儘管其中包含的信息被認為是可靠的，但該信息尚未得到星展銀行的獨立驗證。

新加坡

本出版物由星展銀行有限公司（公司註冊號196800306E）（「星展銀行」）發行，星展銀行有限公司是《金融顧問法》所定義並受新加坡金融管理局（「MAS」）監管的免稅財務顧問。

泰國

本出版物由星展唯高達證券（泰國）有限公司（「DBSVT」）發行。

英國

本出版物由位於倫敦EC4M 8AB的聖保羅教堂院65號Paternoster House 4樓的星展唯高達證券（英國）有限公司發行。（「DBS Vickers UK」）由金融行為監管局（「FCA」）授權和監管。

倘若本文件英文版一中文譯文有任何歧義，概以英文版為准。

製作：
星展銀行投資總監辦公室

星展銀行（香港）有限公司