

# 2024年第3季 投資總監洞察

## 青睞風險資產

### 軟著陸

成長和通膨逐漸放緩，近期的數據顯示美國經濟將呈現軟著陸。美國聯準會（Fed）採取漸進式降息措施有利於風險資產的表現。

### 股市漲勢擴大

儘管在結構性仍然看好科技類股，但預期漲勢可望擴大至其他類股。金融、能源、醫療保健類股和新興市場也將受惠。

### 延長債券投資組合存續期間

在高收益率的支撐，以及過去數季收益率曲線倒掛的反轉，使長天期債券變得具吸引力。將看好的投資等級（IG）債券投資組合存續期間延長為5至7年。

### 看好另類投資

藉由黃金、避險基金和私募資產提高投資組合的彈性。這些策略與公開市場的股市和債市相關性較低，但同時會隨著時間提升報酬。



Source: Unsplash

# 目錄

- |    |      |    |            |
|----|------|----|------------|
| 03 | 前言   | 40 | 亞洲不含日本股市   |
| 04 | 重點摘要 | 47 | 全球信貸       |
| 05 | 資產配置 | 54 | 外匯市場       |
| 24 | 美國股市 | 62 | 大宗商品       |
| 29 | 歐洲股市 | 69 | 另類投資       |
| 35 | 日本股市 | 78 | 專題策略：太空新領域 |

# 前言

親愛的貴賓您好，

當世界遭受一場規模空前的肺炎疫情的困擾時，您相信我們能夠熟練地駕馭過去兩年金融市場的動盪，且可能聽到許多不同的觀點。

隨著美國聯準會結束緊縮週期的可能性越來越大，市場動態的根本轉變已經在順利進行中。我們2024年第3季投資總監洞察的標題為“青睞風險資產”，在世界準備退出高利率環境之際對此進行了闡述。

這才是工作真正開始的地方。隨著穩定的基本面成為現實，2024年下半年是開始建構投資組合的時候了，還有什麼比由世界最佳銀行協助您實現這個目標更好的方式呢？

今年5月，星展銀行成為首家市值突破1,000億新幣的新加坡上市公司；鞏固我們作為財富管理合作夥伴的地位，在地緣政治不穩定的情況下保持穩定，但有能力與全球最優秀的公司競爭。事實上，我們2023年的股東權益報酬率為18%，躋身全球最大銀行前10%之列；而2024年第1季更創下19.4%的季度新高。

沒有責任，力量就毫無意義。在與我們的合作當中，我們希望透過多種方式讓您安心無憂。截至2023年底，超過60%的客戶投資資產獲得可持續評級。我們也繼續協助客戶向低碳經濟轉型，最近更為一家領先的再生能源解決方案提供商提供了3億新幣的綠色貸款。

在一個正處於巨大變革的世界，我邀請您加入我們，共創新世界。



許志坤

星展集團消費金融暨  
財富管理業務負責人

# 重點摘要

親愛的貴賓您好，

今年以來，股市持續走升，信貸利差也呈現收縮，證明我們呼籲投資組合應佈局風險性資產的策略奏效。

我們認為，美國經濟可望呈現金髮女孩經濟的情勢 – 不會過熱，也不會過冷。因此，隨著成長和通膨壓力趨緩經濟將呈現軟著陸的態勢，美國聯準會也可望採取漸進式的降息措施。觀察過去的經濟週期，漸進式的降息方式通常會促使股市走揚，且持續更長一段時間。

因此，我們持續認為可將閒置資金配置於擁有股票、債券和另類資產的均衡投資組合。

股票部份，看好具備穩固經濟護城河的優質企業；債券部份，看好存續期間較長的投資等級債券；另類資產部份，看好黃金和私募資產。這樣的投資組合結構在週期中，可望展現出優於市場的風險報酬。

本期的投資總監洞察當中，我們重點介紹一個新的投資主題："太空新領域"。

太空飛行商業化聽起來可能很新潮，但這個主題是近年來科技產業的擴張後快速科技創新的自然延伸。

祝您投資順利！



**侯偉福 · CFA**  
星展集團投資總監



# 降息前情勢複雜

資產配置  
2024年第3季

美國經濟的韌性與通膨黏性令聯準會將利率維持在高點更長一段時間。但企業強勁的利潤率和獲利可望繼續支撐股市表現。收益型資產部份，維持債券表現將優於高息股的觀點。此外，可考量配置避險基金和黃金分散投資組合風險。

# 2024年第3季 投資觀點摘要



## 總經政策

在通脹具黏性的環境下，美國聯準會在下半年將採觀望態度。歐洲央行開始降息。日本央行維持利率不變，縮減公債購買規模。中國持續採取支持性政策。



## 經濟展望

全球經濟成長動能趨緩，從ISM製造業訂單到零售銷售數據均出現疲軟跡象。歐洲服務業依然強勁，而中國勞動市場正在好轉。



## 股票市場

美國股市在“貪婪通脹”和強勁的獲利前景保持彈性。在政策支持和價值面支持下，亞洲不含日本（AxJ）股市可望有不錯的表現。



## 債券市場

緊縮政策和經濟成長動能趨緩，收益率正處於轉折點。持續看好評級為A/BBB的公司債。存續期間採取槓鈴式策略，看好1至3年投資等級債較高收益率，7至10年投資等級債高利差的機會。



## 利率

歐洲央行降息和聯準會可能降息可望使公債收益率曲線趨於陡峭。日本央行逆勢而行；日本公債收益率曲線可能趨於平坦。中國加大財政刺激力度，中國公債收益率曲線將趨於陡峭。



## 外匯市場

美國經濟表現趨緩、各國央行與聯準會推遲降息態度保持一致，以及即將來臨的美國大選帶來的風險，美元的強勢可能會減弱。



## 另類投資

地緣政治風險加劇、主要資產類別相關性降低，表現差異化擴大，提供超額報酬機會。部份避險基金策略可望有較佳的表現。



## 大宗商品

大宗商品出現漲勢擴大的跡象。銅受惠於中國的“綠色”需求和礦場開採中斷；可可則因供給短缺而走升。



## 專題

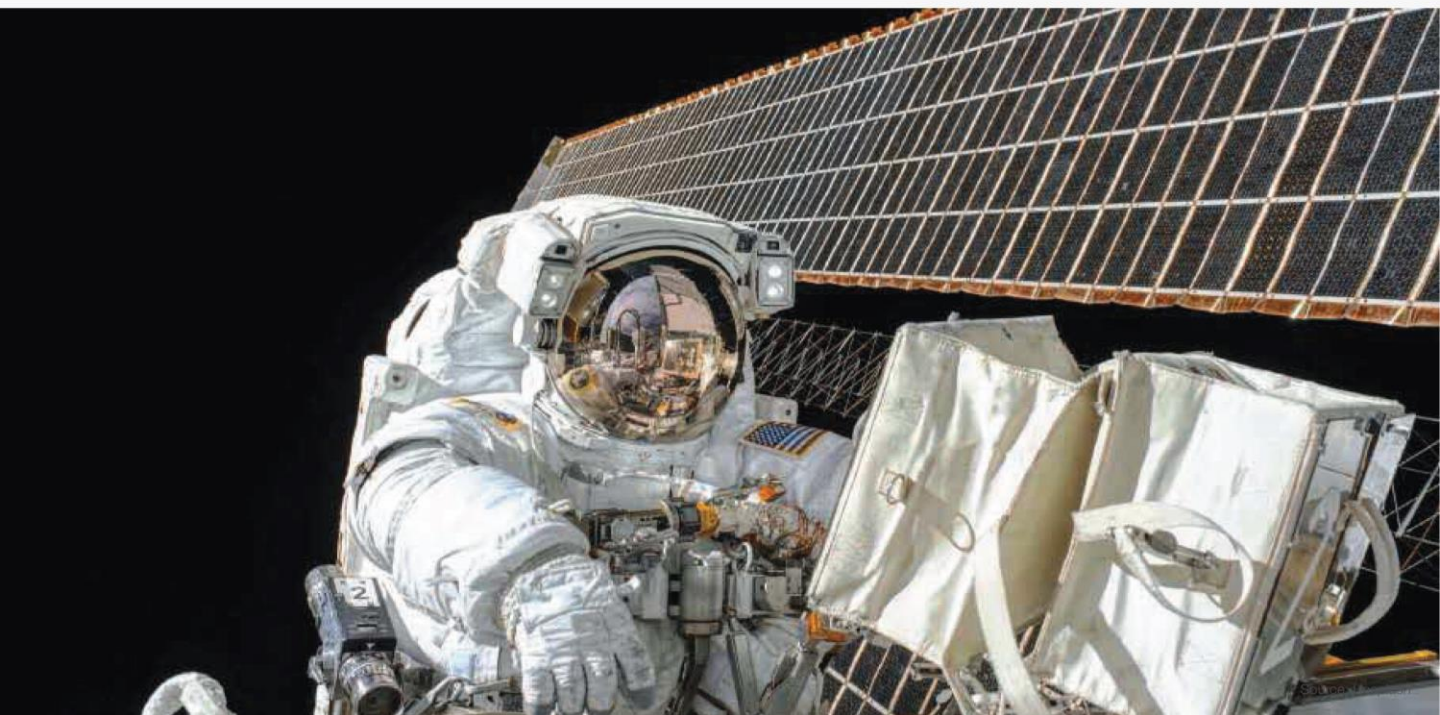
可重複使用火箭和小型衛星等創新為太空經濟開啓了新的發展，從衛星互聯網和地球觀測到太空旅行。



## 專題： 太空新領域

太空經濟的商業化正在推動科技創新和提高成本效率，提升相關產業到前所未有的高度。預計到2027年，太空經濟規模將增長41%，達7,720億美元。

帶動太空產業蓬勃發展的關鍵主題包括：(i) 太空經濟領域的佈局策略，(ii) 定位、導航和計時系統 (PNT: Position Navigation and Timing)，(iii) 地球觀測，以及 (iv) 太空旅遊。



# 資產配置

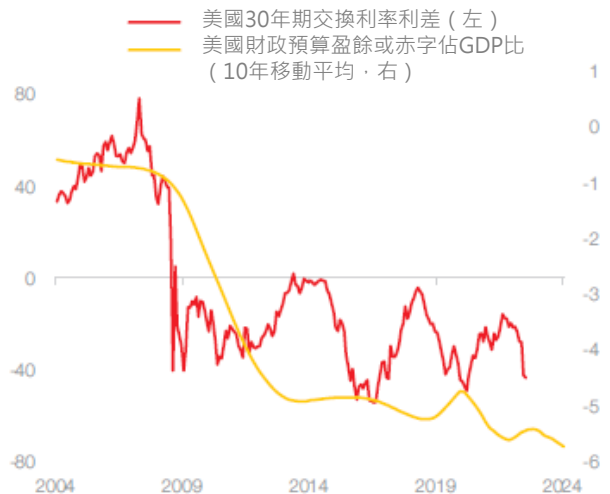
美國聯準會 (Fed) 遭市場認為優柔寡斷和被動反應的政策態度繼續主導著市場情緒。就在降息預期支持風險資產上漲時，2月份，Fed轉為“依賴數據”的態度，聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議紀錄略偏鷹派，徹底打亂了降息計劃。會議紀錄列舉了從快速降息的危險到需求強於預期的擔憂等多個理由，訊息很明確：並不急於放鬆貨幣政策。

目前很明顯地，Fed對通膨目標的執著是有問題的。與普遍看法相反，2%的通膨率並不是透過研究得出的。歷史經驗顯示，Fed從未設定過通膨目標 – 在惡性通膨的1970年代沒有，更不用說在1980年代。繼紐西蘭之後，當時Fed主席伯南克於2012年1月24日在《長期目標和貨幣政策聲明》中正式將2%的目標定為神聖不可侵犯的目標。

然而，當政策成為教條時，就會出現問題。在一個快速變化的世界中，堅持固定的、任意設定的目標不再有意義，這個世界正顯示出結構性通膨的早期階段，導致結構性較高的公債收益率。隨著全球地緣政治不確定性加劇，“供應鏈彈性”的需求成為焦點。不幸的是，供應鏈重組只會推高成本。因此，正如全球化在過去抑制了通膨一樣，通膨上揚也將扭轉這一局面。

最重要的是，美國嚴重的預算赤字並未顯示減緩的跡象，而30年期利率交換利差 (衡量稀缺性溢價的指標) 也證明了這一點。在赤字擴大的情況下，利差已嚴重變為負值，為了彌補這一缺口，美國財政部需要發行更多債務。這造成了棘手的局面，因為美國公債的大量發行意味著即使Fed降息，公債收益率也將維持在高點。簡而言之，2%的目標在新常態下不再有意義，聯邦基金利率期貨已反應“利率將維持在高點更長一段時間”的情況。

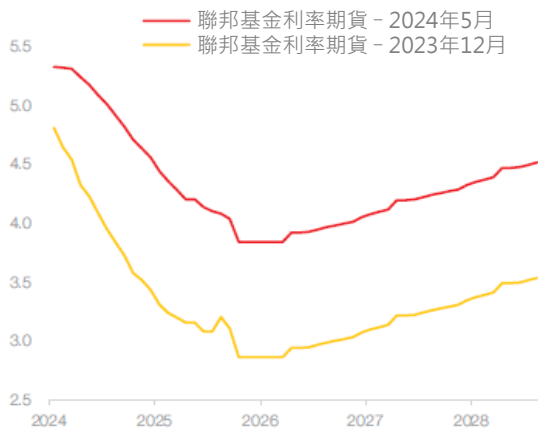
## 美國預算赤字沒有緩解的跡象



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月



### 聯邦基金利率期貨顯示，“利率將維持在高點更長一段時間”



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

無論如何，歷史上Fed很少能夠在不冒著經濟衰退風險的情況下大幅降低通膨。例如，1981年的“能源危機衰退”使通膨率從10.8%（1981年7月）降到1983-86年的平均3.3%。但時代已經變了。僅僅為了實現數字目標而對經濟造成嚴重損害的想法本身就是不可思議。畢竟，Fed的雙重使命是充分就業和物價穩定。

有趣的是，Fed今年整體上不願承諾降息，但這並未抑制市場情緒。美股在4月份回檔後，標普500指數已回升至歷史高點。簡言之，可以將其歸因於股票投資者普遍存在的天生樂觀情緒，因為降息週期的“可能性” – 無論程度如何 – 足夠維持股市的漲勢。

但它還不止於此。支撐市場的基本面因素良好，其中最主要的是廣泛的經濟韌性。事實上，目前美國經濟並沒有太多問題。例如，零售額繼續高於預期，在健康的就業市場的支持下，消費者支出提振經濟前景。

目前的美國非投資等級（HY）公司債利差證明了此樂觀觀點。利差約301個基點，債券投資人反應較高的ISM製造業指數。但爭論這樣的水準是否意味著過度樂觀是沒有意義的。相反地，重要結論是：儘管公債收益率上升，但經濟軟著陸的可能性很高。這對風險資產而言是正面的。

### 歷史上，通膨大幅回落通常伴隨經濟衰退 – 這是Fed希望避免的



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

### HY公司債利差反應樂觀的經濟前景



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

消費部份，需求無疑受到強勁勞動市場的支撐，薪資全面上漲。近年來帶動消費的另一個更引人注目的因素來自疫情期間累積的額外儲蓄。疫情結束後，這些超額儲蓄被釋放出來，引發了大規模的消費熱潮。

根據舊金山聯邦銀行的研究，超額儲蓄於2021年8月達到2.1兆美元的峰值，之後平均以每月700億美元的速度消耗，並在去年秋天加速至每月850億美元。根據此趨勢，超額儲蓄總額將在2024年第1季完全耗盡。如果這個假設正確，2024年下半年美國消費和通膨應該會面臨顯著的下滑壓力。

### 檢視“利率維持在高點更長一段時間”的經濟情勢

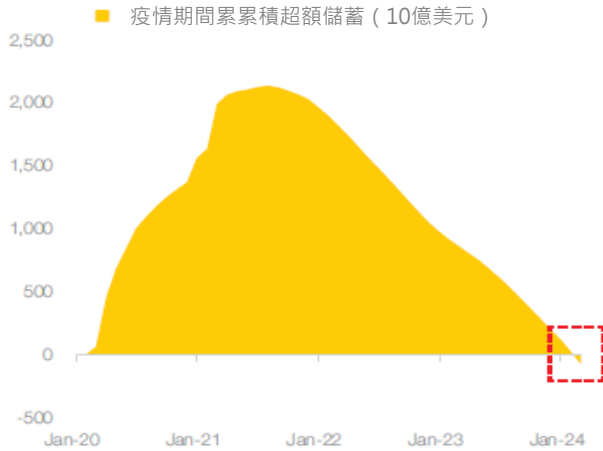
Fed近來態度傾向鷹派。從頻繁的提醒來看，獲得“更大的信心”需要比預期更長的時間，顯然降息的門檻很高。儘管存在微妙的鷹派色彩，但星展集團仍然認為，政策寬鬆即將到來，聯邦基金利率期貨顯示，11月至12月可能開始降息。為了讓Fed有信心採取寬鬆措施，必須具備兩件事：消費放緩和通膨舒緩。

### 疫情期間，美國個人儲蓄持續增加



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 美國於疫情期間累積的超額儲蓄在2024年第1季使用殆盡



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**Fed將降息 – 但降息幅度多少？** Fed今年和明年都有可能降息。然而，降息幅度仍有待商榷。根據聯邦基金利率期貨，市場預期從現在到2025年1月只會降息兩次，這與先前預計的六到七次降息顯見不同。雖然預期的變化歸因於最近的總經數據以及Fed關於需要獲得“更大信心”的鷹派言論，但還有其他因素發揮作用。

由於升息作為政策工具的效果不如之前想像的那麼有效，因此“利率維持在高點更長一段時間”的概念越來越

受到關注。綜上所述，近年來通膨飆升是供需因素共同作用的結果。隨著全球供應鏈壓力開始緩解，市場認為高利率將拖累總需求並壓低通膨。

但由於通貨膨脹仍然存在黏性，上述情況尚未完全發生。長期而言，結構性因素可能使公債收益率持續處於高點 – 例如製造業回流和公債發行量增加。除了上述原因，尚有：(1) 人口老化；(2) 俄烏戰爭和中東的地緣政治緊張局勢不斷升級，為大宗商品價格帶來上揚的壓力。

### 市場降息預期大幅降低



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**“利率維持在高點更長一段時間” 受害者。**市場普遍認為高利率環境對風險資產不利。但情況並非總是如此。很大程度上也取決於高利率是供給驅動還是需求驅動。當必須升息抑制供給驅動的通膨（例如油價飆升）時，風險資產往往表現不佳。相反地，當經濟成長導致通膨（以及政策利率）上升時，風險資產往往有較佳的表現。隨著全球供應鏈壓力的緩解，目前的高通膨/高公債收益率環境主要由需求驅動，總經情勢依然強勁。在此環境下，以下產業在“利率維持在高點更長一段時間”的環境下可望有較佳的表現。

**債券收益率上揚通常有利於能源股表現...**



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

- **擁有大量現金的大型科技企業：**由於高成長的商業模式，科技公司通常被視為“長期持有”的企業，在高利率環境下也通常表現不佳。但星展集團認為，這並不適用於大型科技領域，特別是對於擁有大量現金和穩健資產負債表的企業而言。

擁有最新創新和尖端技術的大型科技企業未來數年將實現強勁的獲利成長。市場普遍預期，大型科技企業2024年獲利將成長44%，2025年獲利也有19%的成長率。許多大型科技企業在公債收益率上升前幾年就採取了以低利率鎖定長期借款的策略性措施。這使他們免受利息成本上升的負面影響。

**...金融股呈現類似走勢**



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

- 槓桿率較低的上游能源企業：能源產業的獨特之處在於，由於其產品的本質，即使在高利率環境下，最終需求也傾向保持大致穩定。需求缺乏彈性，加上地緣政治不確定性導致油價上漲，有利於上游能源公司的前景。
- 商業不動產部位較低的大型金融股：高利率對銀行的淨利息收益率（NIM）前景有利，因為利息收入的重新定價速度往往快於貸款利息支出。此外，高利率環境也有利於銀行和保險公司持有的債券投資組合。

但仍需謹慎，高利率對於高負債的小型股而言是負面的，故宜避免佈局於擁有大量放款予高槓桿企業的銀行。此外，由於遠距工作的興起為商業不動產帶來了重大壓力，對擁有大量商業地產部位的銀行也持謹慎態度。

## 支持全球股市表現的因素

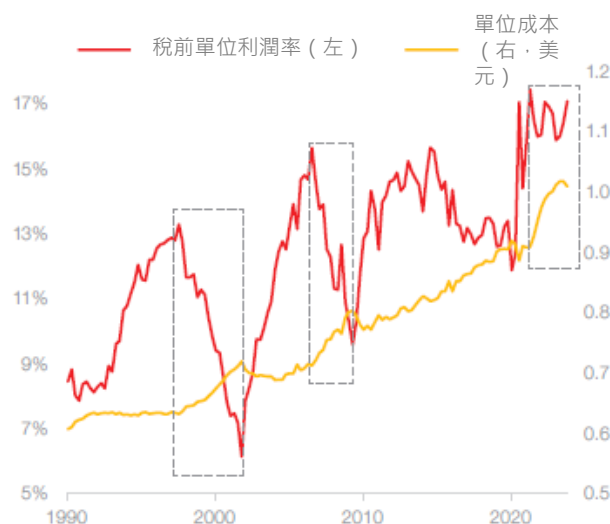
繼2024年上半年股市呈現強勁表現後，投資人自然會想到“股市漲勢會持續嗎？”。考慮到一系列潛在的不確定

因素，包括美國總統大選以及中東和俄烏戰爭的地緣政治緊張局勢，這種擔憂是可以理解的。

不過，星展集團相信，下半年股市將維持韌性。除了Fed即將降息的正面影響外，市場也可望受惠於以下因素：

**“貪婪通膨”下企業獲利具韌性。**這種現象本質上是指企業利用高通膨環境，將銷售價格提高至遠高於投入成本的增加。從目前企業的利潤率來看，這種現象顯然仍在發揮作用。

**“貪婪通膨”的現象仍發揮作用，儘管成本激增，利潤率仍保持穩定**



資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行，星展集團  
2024年6月

正如美國經濟分析局的數據顯示，從歷史上看，單位成本的急劇上升往往伴隨著利潤率的下降。然而，本週期有所不同。儘管2021年4月以來，由於疫情引發的嚴重通貨膨脹，成本大幅上漲，但利潤率基本上保持在較高水準。星展集團認為，這種現象很大程度上是由於“貪婪通膨”所造成，這種趨勢的持續預示著企業獲利前景良好。

**強勁的獲利前景，且股票評價面並未過高。**市場普遍預測，標普500指數今年的獲利將成長10%。值得注意的是，企業獲利在2023年呈現衰退，因此今年獲利成長是基期因素。儘管如此，在庫存回補、科技相關資本支出和建築支出增加的帶動下，2025年企業獲利成長前景仍樂觀，市場仍預期獲利將成長13%。

長期而言，美國股市的評價面可能偏高。但如果從較短的市場週期的角度來看，目前21.8倍的前瞻本益比實際上接近5年均值。星展集團認為，評價面並未過高和正面的企業獲利成長動能將支持股市的漲勢。

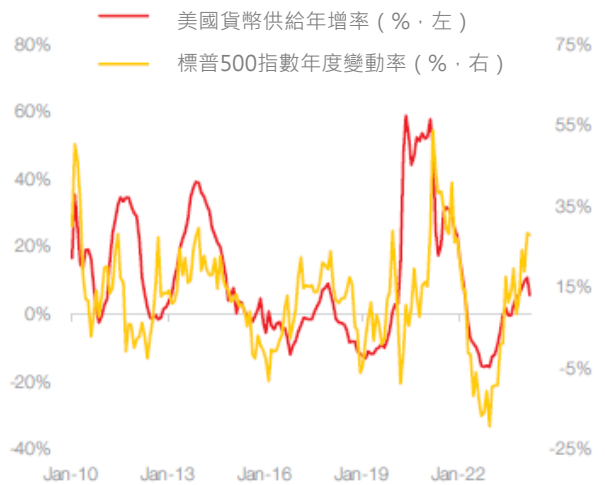
**美國貨幣供給上升提供流動性。**2023年2月觸底以來，美國貨幣供給一直處於上升趨勢，這對美股前景是有利的。歷史經驗顯示，美國貨幣供給的變化與標普500指數之間存在顯著相關性。2024年第1季，美國貨幣供給平均較去年同期擴張8.7%，標普500指數平均變動率為25.0%（長期平均為9.0%）。

### 美股評價面接近5年均值



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 美國貨幣供給與標普500指數年度變動率相關性高



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 2024年第3季星展集團投資總監辦公室資產配置架構 (CAA)

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美國	歐洲	日本	亞洲不含日本	成熟市場公債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	採購經理人指數	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	0	-1	0	0	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	貨幣政策	-1 to +1	1	1	0	0	1	1	1
	預估企業獲利成長	-2 to +2	1	0	0	2	-	0	0
	獲利優於預期	-2 to +2	1	0	0	0	-	0	0
評價面	前瞻本益比	-2 to +2	0	0	-1	1	-	-	-
	本淨比與股東權益報酬率	-2 to +2	1	0	-1	0	-	-	-
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	-1	0	0	0	2	2	1
	自由現金流	-2 to +2	1	0	1	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	-1	-1
動能	資金流向	-2 to +2	0	-1	0	0	1	1	0
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			2	-1	-1	3	4	3	1
調整後分數			0.10	-0.05	-0.05	0.14	0.36	0.19	0.06

資料來源：星展集團 2024年6月

**跨資產觀點 – 債市相對股市具吸引力。** 最新的CAA框架評分顯示，對債券的偏好仍大於股票。

**基本面：**雖然2022至2023年強勁的就業招聘趨勢可能已經過去，但美國勞動市場仍維持穩健。隨著製造業改善，ISM指數逐漸接近擴張區間。儘管處於較高的利率環境，正面的總經條件也將支持企業獲利成長。

從全球的角度來看，市場普遍預期今年企業獲利將成長7.7%。然而，成熟市場和新興市場的獲利前景仍存在明顯差異。雖然2024年成熟市場企業獲利將成長6.1%，但新興市場則相對樂觀，可望成長18.5%，主要受印度(+35.5%)和中國(+12.7%)的支持。

**評價面：**美股獲利收益率與公債收益率之間的利差在2024年第2季約負0.5048%（截至5月20日），凸顯了目前債市相對股市較具吸引力。

**資金動能：**根據EPFR Global，資金偏好債市。第2季以來，全球債市淨流入金額達709億美元（截至5月15日），淨流入股市的金額則是257億美元。今年以來也呈現出類似的趨勢，全球債市流入金額為2,292億美元，流入股市金額為1,675億美元。

**股市獲利收益率與公債收益率之間的負利差擴大**



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**股市：中國股市可望進一步走升。** 亞洲不含日本股市 (AxJ) 在2024年第2季持續復甦，約上漲7.7%（截至5月20日）。中國股市表現良好，上漲18.5%，因市場認為最糟糕的政策壓力時期應已過去，而最近一系列不動產措施支撐了樂觀情緒。中國股市中表現最好的類股是通信服務(+24.8%)、金融(+20.9%)和非必需消費類股(+18.6%)。

進入2024年第3季，星展集團預期中國股市正向動能可望持續，也將支持AxJ股市的表現，驅動因素包括：



- 儘管今年以來表現良好，但中國股市評價面仍呈現深度折價：中國股市年初以來已上漲16.0%，儘管股市強勁反彈，但股市評價面相對成熟市場股市仍然折價約42%（長期平均折價約31%）。這顯示未來股市仍存在上漲空間。
- 支持性政策措施：儘管大規模的“火箭筒式”政策刺激措施尚未實現，但中國政府仍實施了一系列支持性措施，如（1）1月份下調存款準備金率50個基點，（2）消費品以舊換新計劃，以及（3）新不動產措施，其中包括一項3000億人民幣的再貸款機制，藉以協助國有企業購買未售出的房產。
- 有利的投資組合部位：根據EPFR Global，投資組合經理仍然大幅低配中國股票。隨著市場情緒逐步改善，投資人可能會開始調整之前低配的謹慎心態，增加中國股市投資比重。
- 企業獲利前景強勁：中國企業獲利前景依然強勁，市場普遍預期2024年和2025年企業獲利將分別成長12.7%和13.0%（而成熟市場則分別為6.2%和11.3%）。

## 投資組合目前仍低配中國股市



資料來源：EPFR Global，星展集團 2024年6月

**債市**：可採取槓鈴式策略，配置介於1至3年和7至10年的投資等級（IG）公司債。隨著投資人調降降息的預期 – 原本預估Fed至2025年1月降息6至7次，目前調降至2次，美國公債收益率呈現上揚。

若Fed降息幅度超過預期，將為債券投資人提供極具吸引力的投資機會，投資人有獲得較高收益率和資本利得的機會。無論如何，Fed下一步的貨幣政策將是降息，而不是升息。因此，持有現金將面臨較大的再投資風險，不如趁現在將閒置資金佈局債券。針對公司債常見的問題是利差過窄。毫無疑問地，若總經情勢惡化，利差將會擴大。然而，也必需意識到，當Fed開始放寬政策時，無風險利率的下滑可以彌補利差的擴大。

在此債券週期階段，星展集團提倡採取“槓鈴式”債券投資策略，配置：

- 存續期間1至3年期的短天期IG公司債，投資人可直接受惠開始降息的好處。
- 存續期間7至10年期的IG公司債，投資人可鎖定目前較高的利差優勢以及較大的利率敏感度。

投資人擔憂美國公司債利差過度緊縮



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

**另類資產：運用避險基金策略多元化投資組合；持續看好黃金。**央行政策和地緣政治局勢的變化預示著金融市場進入一個不確定的新時代。在另類投資方面，也為避險基金開啟新的投資機會，因為經驗豐富的經理人可以從總經制度和地緣政治的變化中挑選出贏家和輸家。

的確，創造超額報酬將是關鍵，在此環境下可能表現良好的策略包括股票多空策略、事件驅動策略和相對價值策略。從投資組合的角度來看，配置避險基金可以提供多元化的好處。例如，宏觀策略與傳統資產類別的相關性較低。

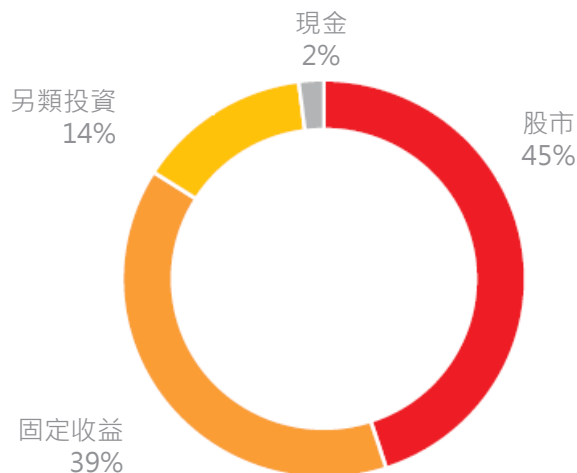
同時，儘管債券收益率上揚，黃金在第2季仍然表現出色，主要驅動因素包括：（1）俄烏戰爭和中東地區地緣政治衝突升級導致避險需求增加；（2）去美元化擔憂上升，令多國央行對實體資產的偏好增加，並增加黃金儲備。星展集團仍看好黃金前景，未來12個月滾動目標價為每盎司2,500美元。黃金具有良好的風險報酬和多元化的好處。

債券收益率上揚通常伴隨著金價持平或走弱；但這次不是

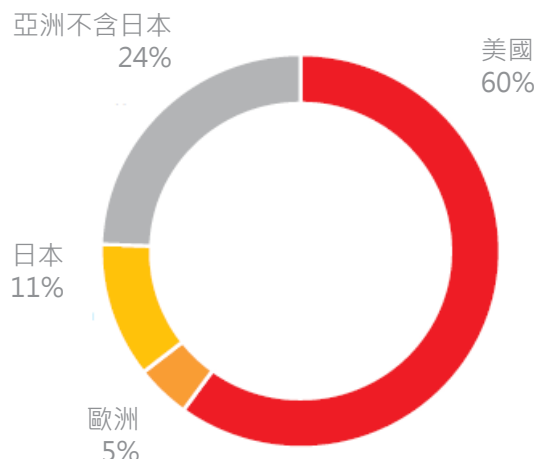


資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

TAA資產配置比例 (穩健型投資組合)

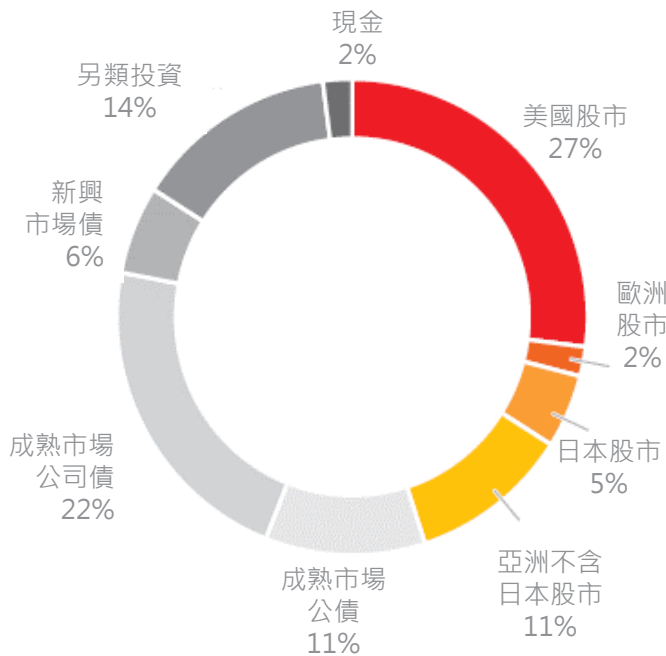
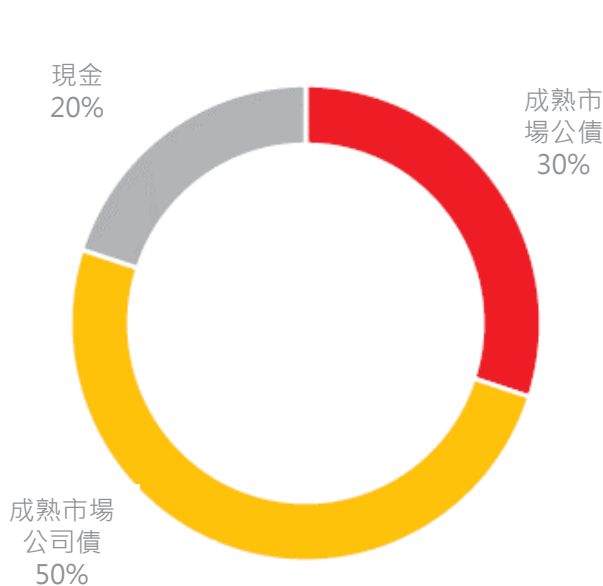


TAA股市地區配置比例 (穩健型投資組合)



2024年第3季全球戰術性資產配置 (TAA : Tactical Asset Allocation)

資產類別	3個月	12個月
<b>股票</b>	看淡	中立
美股	看好	看好
歐股	看淡	看淡
日股	中立	中立
亞洲不含日本股市	看好	看好
<b>固定收益</b>	看好	看淡
成熟市場公債	看好	看淡
成熟市場公司債	看好	中立
新興市場債	看淡	中立
<b>另類投資</b>	看好	看好
黃金	看好	看好
私募資產和避險基金	看好	看好
<b>現金</b>	看淡	中立



保守型

	TAA	SAA	差異
<b>股市</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
美國	0.0%	0.0%	
歐洲	0.0%	0.0%	
日本	0.0%	0.0%	
亞洲不含日本	0.0%		
<b>固定收益</b>	<b>80.0%</b>	<b>80.0%</b>	
成熟市場公債	30.0%	30.0%	
成熟市場公司債	50.0%	50.0%	
新興市場債	0.0%	0.0%	
<b>另類投資</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
黃金	0.0%	0.0%	
私募資產和避險基金	0.0%	0.0%	
<b>現金</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	

穩健型

	TAA	SAA	差異
<b>股市</b>	<b>45.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>-5.0%</b>
美國	27.0%	25.0%	2.0%
歐洲	2.0%	10.0%	-8.0%
日本	5.0%	5.0%	
亞洲不含日本	11.0%	10.0%	1.0%
<b>固定收益</b>	<b>39.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>4.0%</b>
成熟市場公債	11.0%	10.0%	1.0%
成熟市場公司債	22.0%	15.0%	7.0%
新興市場債	6.0%	10.0%	-4.0%
<b>另類投資</b>	<b>14.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>4.0%</b>
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
私募資產和避險基金	8.0%	5.0%	3.0%
<b>現金</b>	<b>2.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-3.0%</b>

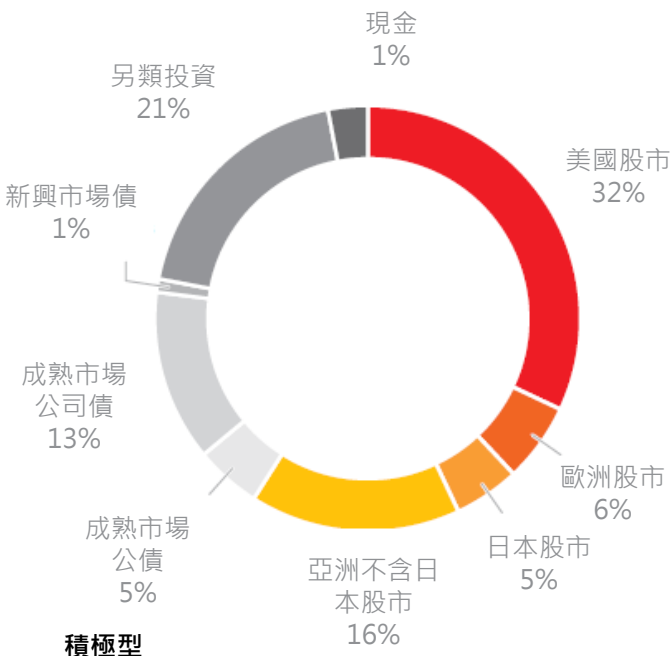
資料來源：星展集團 2024年6月

(1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。

(2) 資產配置並不保證獲利或保本。

(3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置

(4) 投資組合的投資人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，投資組合未根據銀行專有風險評級方法給予任何產品風險評級。



	TAA	SAA	差異
<b>股市</b>	<b>59.0%</b>	<b>65.0%</b>	<b>-6.0%</b>
美國	32.0%	30.0%	2.0%
歐洲	6.0%	15.0%	-9.0%
日本	5.0%	5.0%	
亞洲不含日本	16.0%	15.0%	1.0%
<b>固定收益</b>	<b>19.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>4.0%</b>
成熟市場公債	5.0%	4.0%	1.0%
成熟市場公司債	13.0%	7.0%	6.0%
新興市場債	1.0%	4.0%	-3.0%
<b>另類投資</b>	<b>21.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>6.0%</b>
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
私募資產和避險基金	14.0%	10.0%	4.0%
<b>現金</b>	<b>1.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-4.0%</b>

資料來源：星展集團 2024年6月

- (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
- (2) 資產配置並不保證獲利或保本。
- (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置
- (4) 投資組合的投資人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，投資組合未根據銀行專有風險評級方法給予任何產品風險評級。

## 主要國家GDP成長率與消費者物價指數 (CPI) 年增率預估

國家	GDP				CPI			
	2022	2023F	2024F	2025F	2022F	2023F	2024F	2025F
中國	3.0	5.2	5.0	4.5	2.2	0.2	1.6	2.0
香港	-3.5	3.2	2.0	2.5	1.9	2.0	2.0	2.2
印度*	6.7	7.8	7.1	6.5	6.7	5.7	4.6	4.0
印尼	5.3	5.1	5.0	5.2	4.2	3.7	2.8	2.5
馬來西亞	8.7	3.7	4.8	4.8	3.4	2.5	2.9	2.5
菲律賓	7.6	5.6	5.3	5.4	5.8	6.0	3.7	3.5
新加坡	3.8	1.1	2.2	2.5	6.1	4.8	2.8	2.4
南韓	2.6	1.4	3.0	2.2	5.1	3.6	2.8	2.3
台灣	2.6	1.3	4.2	2.6	2.9	2.5	2.2	1.9
泰國	2.5	1.9	2.8	3.0	6.1	1.3	0.9	2.0
越南	8.0	5.0	6.0	6.8	3.2	3.3	3.5	3.5
歐元區	3.5	0.5	0.8	1.2	8.4	5.5	2.4	2.2
日本	1.0	1.9	0.3	0.9	2.5	3.3	2.2	1.6
美國	2.1	2.5	2.0	1.7	8.0	4.1	3.3	2.5

資料來源：CEIC，星展集團 2024年6月。\*以當年度3月份往前回溯一年

## 主要國家政策利率預估

國家	政策利率預估 ( % )							
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國	3.45	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.15	3.15
印度	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.25	6.00	6.00
印尼	6.00	6.25	6.25	6.25	6.00	5.50	5.50	5.50
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	6.50	6.50	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75	5.75
新加坡	3.62	3.70	3.50	3.38	3.23	3.08	2.93	2.88
南韓	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
泰國	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
越南	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
歐元區	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00
日本	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50
美國	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00

資料來源：CEIC，星展集團 2024年6月

# 美股持續表現強勁

美國股市  
2024年第3季

在強勁的總經環境和寬鬆的金融條件支持下，美國企業獲利前景可望獲得提升，評價面偏高是合理的。維持看好科技、能源和醫療保健等可望受惠於利率維持在高檔更長一段時間的類股。





# 美國股市

**美國經濟的韌性支持股市表現。**“美國例外論”一詞對某些人來說可能存在爭議。但文字本身就說明一切。肺炎疫情結束以來，儘管政策利率持續上升，但美國經濟仍保持韌性。這種韌性很大程度上歸功於美國政府推出的強勁財政刺激措施，支持就業市場和薪資穩健成長；同時也支持國內消費。

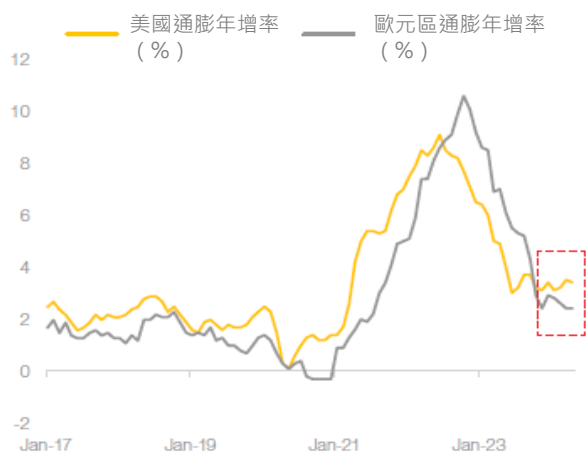
根據經濟合作組織（OCED）的預測，美國經濟可望恢復到疫情前的水準，預期今年的實質GDP成長率將達2.6%（高於2013年至2019年的平均成長率2.5%）。相較之下，歐元區的預估實質GDP成長率約0.7%（低於高於2013年至2019年的平均成長率1.9%）。

美歐經濟形勢的對比導致美國聯準會（Fed）和歐洲央行（ECB）的貨幣政策路徑呈現分歧。Fed持續強調將依賴數據藉以獲得“更多信心”政策的重要性，而ECB則在通膨壓力趨緩下開始實施寬鬆政策。事實上，由於俄烏衝突和能源價格上漲對歐洲國內消費帶來壓力，歐洲地區整體通膨年增率已從2022年10月的高點10.6%下滑至2.4%（美國則是3.4%）。

**企業獲利前景可望大幅上調。**強勁的總經情勢和寬鬆的貨幣條件將支持美國企業獲利前景。預期今年企業獲利成長將達10.5%，2025年則將升至13.0%。在最新的財報季中，企業獲

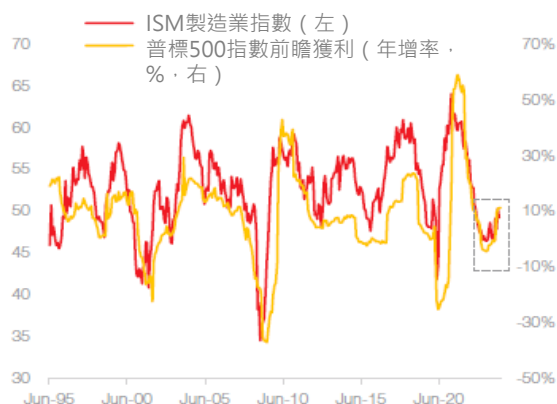
利優於市場預期的比率約80%，其中科技、必需消費和醫療保健類股表現較佳；美股財報表現優於歐股，道瓊歐洲600指數企業獲利優於市場預期的比率僅58%，因科技股財報不佳。

## 通膨情勢不同，導致貨幣政策路徑分歧



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 製造業前景復甦有助企業獲利前景



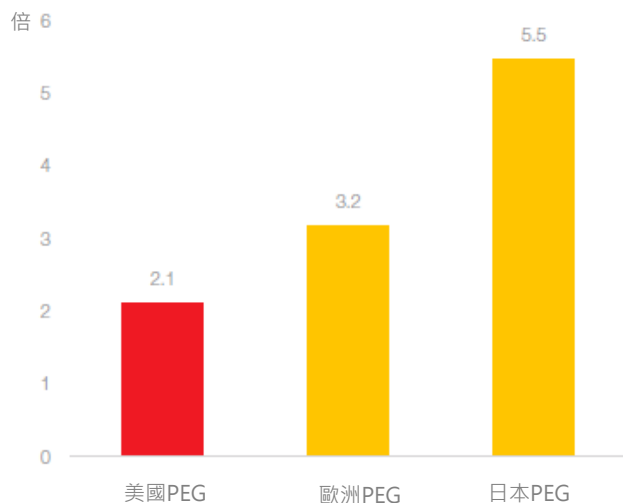
資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

從上而下的角度來看，美國企業獲利成長與ISM製造業指數高度相關。隨著ISM製造業指數持續回復至擴張階段，企業獲利也可望同步改善。從下而上的角度來看，星展集團認為人工智能（AI）的採用仍處於開始階段，隨著越來越多的產業/企業加入此潮流，科技相關的企業獲利可望獲得提升。最近由AI相關類股帶動公用事業類股反彈顯示，未來企業獲利將進一步提升。

**企業獲利成長強勁支持美股評價面的溢價。** 美股常見阻力是相對其他成熟市場評價面呈現溢價。但若是將長期獲利成長前景納入評價時，情況並非如此。正所謂“一分錢一分貨”。以前瞻本益比21.0倍計算，美國企業長期獲利成長率預估為8.9%，本益成長比（PEG）為2.1；低於歐股的3.2，日本的5.5。結論：美國評價面偏高是有原因的。

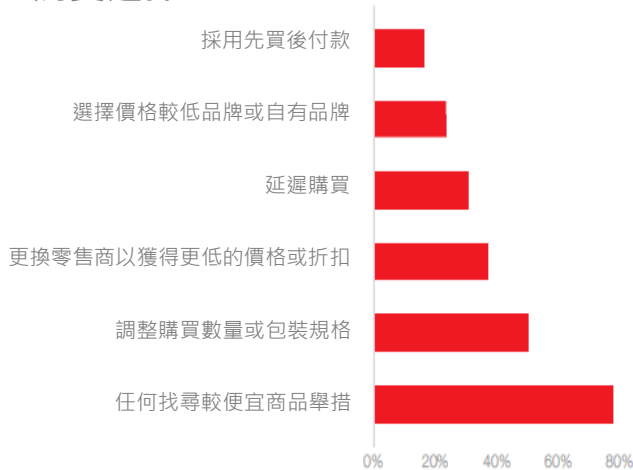
**通膨黏性和美國消費者降低消費選擇。** 儘管債券收益率上升和供應鏈壓力緩解，但美國通膨仍具黏性。很顯然，Fed升息措施已被證明效果不如預期，這可以歸因於各種結構性因素，例如製造業回流和人口結構的變化。通膨持續存在，也不意外地導致了“消費者緊縮”，越來越多的人降低消費選擇，並在購買時注重負擔能力。

### 企業獲利成長強勁支持美股評價面的溢價



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 76%的美國消費者計劃找尋較便宜的消費選擇



資料來源：McKinsey，星展集團  
資料截至2024年第1季

這樣的趨勢在低收入族群中尤其明顯，因為消費者面臨房貸壓力和日用品價格上漲的衝擊。根據麥肯錫，76%的受訪消費者正在採取“trade down”（找尋較便宜消費選擇），而36%的消費者則為了獲得更低的價格或折扣而改變零售商的選擇。49%的受訪者調整了購買的數量或金額，而23%的受訪者轉向購買更便宜的品牌或自有品牌。

在此環境下，相信提供較低價格的消費品公司或品牌的營收將呈現較強勁成長。此消費趨勢也為非必需消費品和必需消費品類股帶來投資機會。

### 2024年第3季美國類股觀點 – 維持看好科技和能源類股

星展集團看好的類股表現良好；公用事業類股受惠於AI潮流。2024年第2季（截至5月27日）看好的類股平均報酬率約1.3%，優於看法中立的類股約3.5%，也優於看淡的類股約0.4%。在相對看好類股當中，科技類股上漲5.6%，其次是通訊服務類上漲5.0%，能源類股則是下跌3.1%，醫療保健類股也下跌2.2%。

同時，值得注意的是，相對看淡的類股，受惠於AI題材，公用事業等防禦性類股上漲8.9%。事實上，隨著大型科技企業開始爭奪AI主導地位，不僅需要下一代晶片，數據中心也同樣重要。數據中心的能源消耗極高，有利公用事業前景，尤其是專注於核能的企業。

“利率維持在高點更長一段時間”有利於大型科技企業和特定能源企業。通貨具粘性以及“利率維持在高點更長一段時間”的環境有利於持有大量現金和資產負債表強勁的大型科技企業。由於大型科技企業在債券收益率上升前幾年就採取了鎖定長期低利率借款的策略，因此多數公司免受利息支出上升的負面影響。預期大型科技企業表現將優於消費相關企業和小型股。

此外，由於能源產品的終端需求往往缺乏彈性，因此負債率較低的上游能源企業在高利率環境中將表現良好。若油價因地緣政治不確定性而走揚，上游能源企業的獲利前景可望受惠。

### 儘管公債收益率上揚，大型科技企業仍然表現良好



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 2024年第3季美國類股觀點

	看好	中立	看淡
美國類股	科技	原物料	公用事業
	通訊服務	金融	必需消費
	醫療保健	非必需消費	工業
	能源*		不動產

\*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2024年6月

## 美國主要類股關鍵數據

	前瞻本益比	本淨比	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)	OPM (%)
標準普爾500指數	21.9	4.8	15.5	17.9	3.8	13.5
標準普爾500金融	15.8	2.1	7.4	12.3	1.4	17.7
標準普爾500能源	12.6	2.3	7.6	17.6	8.5	13.4
標準普爾500科技	31.1	12.1	23.5	29.5	12.7	25.4
標準普爾500原物料	21.6	3.1	14.8	10.9	4.7	11.1
標準普爾500工業	22.4	6.3	17.5	23.3	6.0	11.3
標準普爾500必需消費	20.0	6.3	14.8	25.0	7.4	7.9
標準普爾500非必需消費	24.0	8.9	16.0	32.9	7.9	10.5
標準普爾500通訊服務	19.4	4.5	13.0	18.2	7.3	20.6
標準普爾500公用事業	17.6	2.1	12.2	10.2	2.6	20.1
標準普爾500不動產	34.7	2.8	20.1	7.8	3.2	23.5
標準普爾500醫療保健	20.5	5.1	20.8	14.2	4.8	6.3

資料來源：彭博 2024年5月27日

EV/EBITDA：企業價值倍數；ROE：股東權益報酬率；ROA：資產報酬率；OPM：營益率



# 價值股的機會

歐洲股市  
2024年第3季

央行政策的支持和企業獲利優於市場預期顯示，歐洲最差的狀況可能已是過去式。星展集團看好基本面穩健的奢侈品、科技和醫療保健類股。

# 歐洲股市

星展集團預期第2季股市漲勢擴大的情況也加惠歐股表現，也提振了投資人對歐洲最差情況可能已結束的樂觀情緒。市場情緒改善提振投資人信心，提升對歐股的需求，特別是全球投資人嚴重低配歐股。

過去兩年，歐元區經濟成長明顯落後美國，經濟衰退的擔憂揮之不去。儘管對經濟前景存在擔憂，道瓊歐洲600指數今年以來仍表現強勁，上漲了約12%，優於標準普爾500指數的6.3%。

星展集團認為，下列因素可望支撐歐股的表現。這些因素形成了一個正循環，鼓勵更多投資，並帶動歐股的表現。

## 1. 貨幣政策支持

雖然美國聯準會（Fed）在利率指引方針上保持鷹派態度，但歐洲央行（ECB）在6月初降息，證實ECB將領先Fed降息的揣測。這為歐股提供了有利的環境，因為寬鬆政策可望支持經濟復甦，並緩解高利率的影響。

## 2. 景氣復甦跡象

德國投資情緒指標意外優於市場預期提升歐元區最大且最具挑戰性的經濟體出現“復甦”的期望。該數據與德國採購經理人指數（PMI）一致，顯示歐元區在第1季擺脫了技術性衰退並開始回復成長。值得注意的是，歐元區第1季實質GDP成長0.3%（未年化），高於所有主要經濟體的預期。數據也支持歐元區2024年的樂觀前景。

### 2023年的經濟成長觸底



資料來源：LSEG · IMF · 星展集團 2024年6月

### 3. 企業獲利優於市場預期

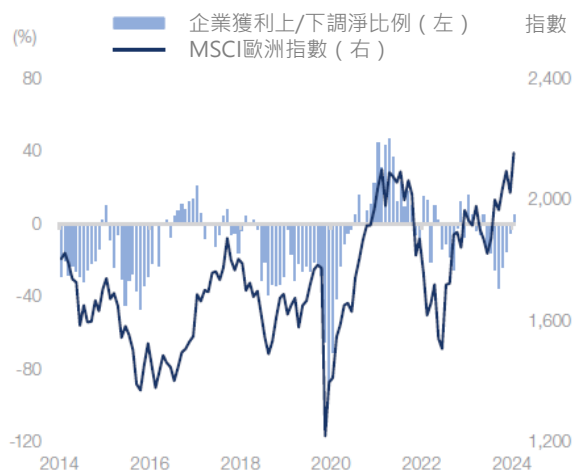
根據彭博，道瓊歐洲600指數當中412家已公布2024年第1季財報的企業，獲利優於市場預期的幅度為9%，營收優於市場預期的幅度則為負1%。這意味著獲利率優於市場預期。營收和獲利成長率分別衰退5%和6%。類股中，金融和醫療保健類股表現良好，營收和獲利強勁成長，且皆優於市場預期。金融類股上漲了12.3%，擺脫了去年瑞士信貸危機的影響。醫療保健類股主要受惠於GLP-1（胰高血糖素樣肽-1）藥物製造商的帶動。

企業獲利預估在連續七個月呈現下調後首次轉為上調，並確定景氣復甦趨勢。

#### 2024年第1季企業財報表現

	營收		獲利	
	成長率	相較預期	成長率	相較預期
道瓊歐洲600指數	(5)%	(1)%	(6)%	9%
能源	(14)%	(4)%	(31)%	8%
原物料	(9)%	(2)%	(18)%	17%
工業	(5)%	(0)%	(24)%	6%
非必需消費	(1)%	(0)%	(21)%	(2)%
必需消費	1%	1%	1%	5%
醫療保健	(2)%	1%	7%	9%
金融	3%	2%	15%	14%
科技	(8)%	(2)%	(24)%	7%
通訊	4%	2%	(1)%	12%
公用事業	(25)%	(12)%	(1)%	5%
不動產	6%	3%	(5)%	1%

### 企業獲利預估在連續七個月呈現下調後轉為上調



資料來源：LSEG · IMF · 星展集團 2024年6月

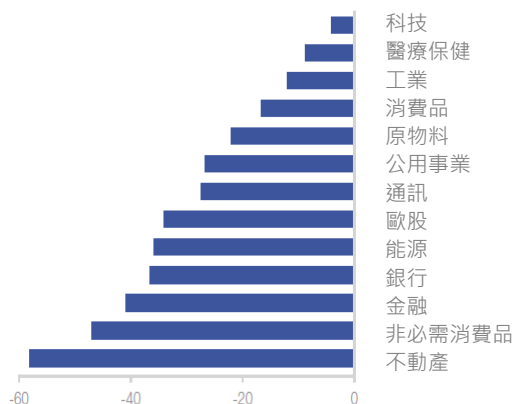
### 4. 價值股的機會

歐洲各類股相較美國各類股評價面呈現折價。在經濟復甦和週期性的環境下，若投資人偏好從成長股轉向價值股，而相較於美國科技股目前偏高的評價，歐股可能受惠於價值面的優勢。

美國和歐洲的股市組成有顯著差異。美股的高成長產業權重較大，例如科技和生物科技；這些產業的評價面通常較高。歐股則是有較高比重的傳統產業，例如製造業、公用事業和銀行業，這些產業的成長率較低，評價倍數也通常偏低。因此，若投資人偏好從成長股轉向價值股，歐洲的金融和工業類股則可望受惠。

## 歐股評價面相對美股呈現深度折價

各類股評價面折價幅度 - 歐洲相對美國各類股 (%)



資料來源：LSEG，星展集團 2024年6月

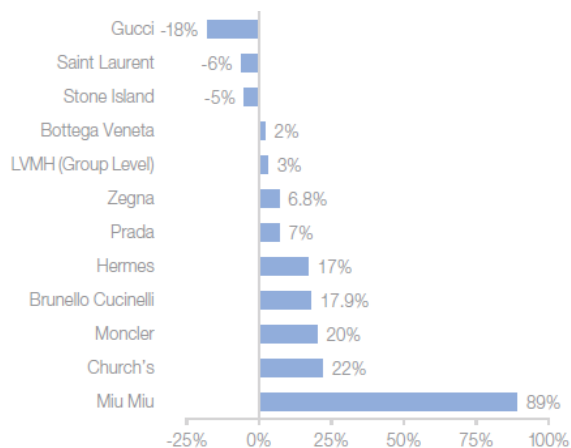
## 歐洲類股觀點

### 奢侈品

歐洲品牌繼續主導“低調奢華”。以低調優雅、專注品質和傳承為特徵，而非顯示財富的炫耀，低調奢華在財富不均加劇的背景下日益受到關注。未來五年，奢侈品產業將以中高個位數的複合年增率成長。亞太地區，特別是中國和印度貢獻顯著，受到旅遊業增長和年輕消費者財富增長的推動。近期財報結果突顯了低調奢華品牌的成功，這也顯示，在多樣化和競爭激烈市場環境下，其策略的有效性。

### 低調奢華主題獲利呈現成長

各奢侈品牌2024年第1季獲利成長率



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 策略

隨著股市漲勢擴大，國際投資人尋求正向發展的市場，可能會增加對歐股部位。資金流入可望支持歐股表現。

星展集團認為，可關注具有強勁基本面和成長前景的歐洲企業。看好奢侈品、科技和醫療保健行類股的結構性贏家。



全球富有韌性的消費者願意花錢購買奢侈品、服務或體驗。歐洲擁有大量此類產品和服務，其特點是悠久的歷史、精緻的文化以及對品質和獨特性的無與倫比的承諾。雖然歐洲豪華汽車品牌和手錶將受益於此趨勢；預期在7月和8月的巴黎夏季奧運會期間，奢華體驗可望進一步提升。旅遊業蓬勃發展有助於推動復甦，特別是在南歐經濟體國家。高端時尚、美食、航空公司和專屬住宿行業是主要受惠者。

### 科技領導者 – IT服務和聚焦極紫外光 ( EUV ) 設備

歐洲科技產業仍然是歐股的亮點，在數位化大趨勢的推動下具有強勁成長前景。

人工智能 ( AI ) 的最新浪潮代表了效率和生產力提升的範式轉變，生成式AI的顛覆速度快於過去的技术。

AI與歐洲IT服務的整合提供了巨大的增長潛力，可以推動自動化、加強數據分析、改善客戶體驗、加強網絡安全以及促進醫療、零售和金融等各產

業的創新。利用AI進步的歐洲IT服務提供商將處於領先地位，引領市場。

歐洲還是世界領先的半導體光刻設備製造商的總部所在地。相關技術對於推動下一代電子設備的開發至關重要，包括先進的處理器、存儲晶片和其他IC。因此，EUV領域的成功和進步直接影響全球半導體業的競爭力和創新能力。

隨著全球政府採取在地化戰略藉以保障供應鏈，並在AI晶片競賽中展開角逐，預期這類設備的銷售在可預見的未來將保持強勁增長。

### 歐洲醫療保健類股 – AI驅動藥物開發

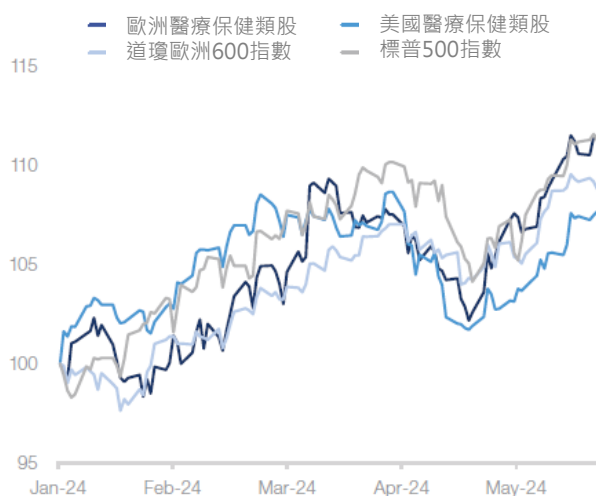
AI正在根本性地改變藥物發現的過程，透過提高效率、降低成本和增加成功的可能性。透過利用先進的算法和龐大的數據集，AI加速了藥物開發過程的每個階段，從最初的目標識別到臨床試驗。藥物發現的這場革命有望更快、更有效地治療各種疾病，最終改善患者的治療效果並推動醫學科學的發展。

星展集團認為，繼GLP-1之後的下一個重磅藥物將是癌症疫苗的開發。免疫學、基因學和生物技術的進步為有效癌症疫苗的開發提供了希望，這些疫苗可能在未來幾年內徹底改變癌症的預防和治療。基於在新冠疫苗中使用的mRNA技術的成功，許多公司正在探索用於癌症的mRNA疫苗。這些疫苗編碼腫瘤相關抗原或新抗原，這些抗原由患者自身的細胞產生，產生免疫反應。該領域發展迅速。

歐洲是一些全球最大的製藥公司的總部所在地。這些公司在研發方面投入巨資，推動了治療和藥物的重大創新。除了成功的商業階段藥物能夠穩定產生收入和現金流外，這些公司強大的藥物發現藍圖使其長期具投資吸引力。

值得注意的是，歐洲醫療保健類股表現不僅優於道瓊歐洲600指數，也優於美國醫療保健類股。由於市場漲幅過度集中在科技類股，美國醫療保健類股的表現也相對落後。資金流向歐股時可能集中在此關鍵領域。

### 歐洲醫療保健類股表現佳



資料來源：LSEG，星展集團 2024年6月



# 看好特定主題

日本股市  
2024年第3季

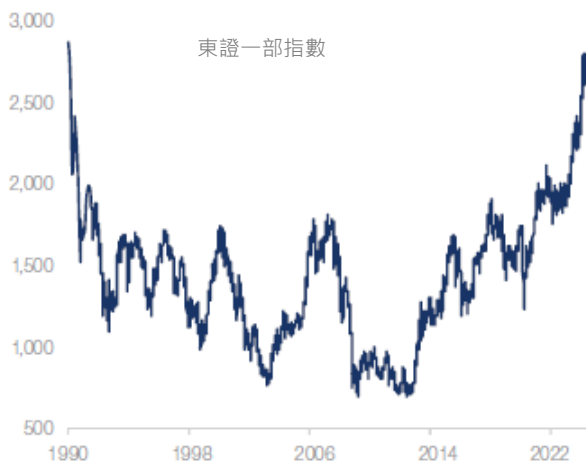
儘管日本企業謹慎看待2024年會計年度獲利前景，但企業治理改革和負利率的結束正在提升日股的樂觀情緒。人工智能（AI）的興起帶動半導體和IT服務業的發展；利率正常化，金融股具投資機會。

# 日本股市

在總經面存在不確定性的情況下，兩項關鍵的結構性變化持續支撐日本股市長期的表現：日本負利率時代的結束代表經濟邁向通膨的歷史性轉變，以及企業治理改革改善股東權益報酬率。

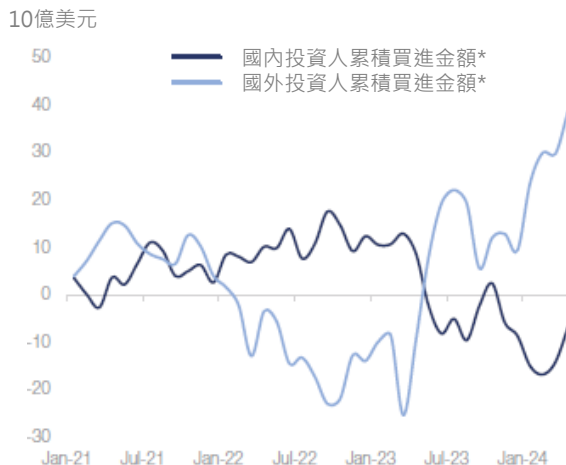
目前為止日股的強勁反彈導致一些投資人質疑市場是否已經見頂。然而，星展集團認為，漲勢尚未達到極限；因為國內散戶投資人最近才加入這波漲勢。在股市價格持續上漲的帶動下，投資人一月以來已從賣方轉變為活躍的買方。改版後的日本個人儲蓄帳戶（NISA）的官方數據顯示，成交值和帳戶開戶數趨勢良好，約95%股市交易透過NISA成長計畫投資國內股票。此外，截至今年4月，外國投資人已加碼投資290億美元，為市場上漲的主要動力。

## 東證一部指數來到泡沫時代高點



資料來源：彭博，星展集團 2024年 6月

## 國內散戶和外資為淨買家

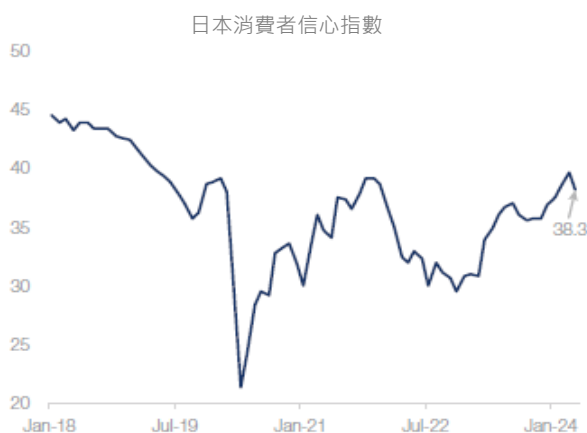


資料來源：LSEG，星展集團 2024年6月  
\*累計日期自2021年1月起

## GDP成長趨緩以及弱勢日圓的爭論

第1季GDP成長不如市場預期（調整後季增年率為負2.0%）加劇了有關日圓疲軟對日本經濟有利的的爭論。日本政府對近期日圓快速貶值表示擔憂，強調日圓突然單方面貶值會帶來不確定性，對經濟產生負面影響。儘管日圓貶值促進了出口收入、企業利潤和工資成長，但出口量停滯和實際工資下降等問題仍然存在。此外，它還會加速輸入性通膨，並使日本央行（BOJ）貨幣政策正常化的努力變得更加複雜。此外，由於購買力下降導致國內情緒減弱，岸田首相政府面臨的壓力也增加。

## 消費者信心降至3個月低點



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 企業前景謹慎

在2024年3月31日結束的會計年度之後，很明顯下年度企業獲利成長預計將從2023會計年度的15%下降至2024會計年度的7%。目前，本益比約為15倍，較10年均值高出0.5個標準差。本益比從12倍（負1個標準差）重新回升至目前水準後，市場可能需要證明潛在的獲利上漲空間是合理的，然後才能觀察到廣泛的市場趨勢。

財報公佈後，企業對未來獲利前瞻指引仍保持謹慎。基於下列因素，預計企業在下一會計年度將面臨利潤率壓力：1) 日圓匯率在2023會計年度大幅貶值後，日圓疲軟帶來的優勢可能會減弱；2) 企業在消化舊庫存後需要回補庫存，因原物料成本和一般商品成本（包括工資上漲）增加，將帶動銷售成本上升。

從正面因素來看，庫存回補和資本支出應該有利於工業和下游企業，包括中小企業。具有強大定價能力的公司包括硬體和軟體科技領域的公司，日本有限的人力資源供應以及對AI和半導體晶片不斷增長的需求正在推動強勁增長。

部份因素有利於本益比重新獲得調升，尤其是自巴菲特投資被低估的綜合企業股票以來的第二年公司治理改革。

東京證券交易所 (TSE) 繼續向企業施壓，要求它們改善低效率的資本管理、解除非生產力的交叉持股，以及將多餘的現金返還給股東。這些努力得到成效，企業以創紀錄的速度增加股利和股票回購。TSE每月發布一份揭露狀態列表，以監控揭露和合規性。

然而，雖然本淨比 (PB) 有所改善，但股東權益報酬率 (ROE) 並未顯著提升，仍然約只有美國企業一半的水準。星展集團認為，這些改革須為企業獲利能力帶來實際好處，評價面才會有上調空間。

## 日股前瞻本益比自12倍升至15倍



資料來源：LSEG，星展集團 2024年6月  
註：灰色虛線為正/負一個標準差

因此，星展集團維持對日股中立的觀點。先前由「岸田文雄經濟學」所帶動的行情可能暫停，轉向特定能夠創造超額報酬的主題。這些主題包括：

## AI相關受惠者

在強而有力的政府措施和重大產業投資的支持下，日本企業對AI的採用正在不斷提升。日本的工業部門，例如製造業，已經開始利用AI進行預測性維護、品質控制和優化生產流程。星展集團認為，直接受惠者是日本的半導體產業和IT服務業。

**半導體產業**。在持續的晶片安全性競賽的推動下，半導體產業是全球AI採用的主要受惠者。日本正致力於半導體製造的在地化，藉以防止供應鏈中斷並增強彈性，確保為當地企業（包括汽車製造商和其他依賴半導體的企業）能夠獲得可靠的晶片供應。日本國內汽車製造商、機器人、機械和消費電子等產業對半導體的強勁需求，加上其在半導體價值鏈（從機械到化學品）的綜合實力，支持了振興曾經佔據主導地位的半導體產業的雄心。為了支持這項舉措，官方已為半導體產業的補充預算提撥3.9兆日圓，約GDP的0.71%。

**IT服務業**。在AI的快速採用和商業環境改善的推動下，IT服務業成為重要的成長領域。透過聘請內部或外部IT顧問來升級醫療保健、金融和零售等產業的服務業尤其值得關注。例如，在醫療保健領域，AI正在徹底改變醫學影像分析、診斷和個人化醫療。IT企業正在開發整合醫療技術、雲端運算和機器人技術的解決方案，藉以增強醫療服務。在金融領域，金融機構正在利用AI進行詐欺偵測、風險管理和演算法交易。銀行正在迅速將AI融入其營運中，以提高效率和安全性。在零售領域，零售商正在採用AI進行客戶服務、庫存管理和個人化行銷，而電子商務平台則利用AI來增強用戶體驗，使購物更具效率和個人化。

## 金融業

在通膨上揚和利率正常化的環境下，仍然是佈局銀行業的良機。收益率曲線控制（YCC）政策的終止、購買日本公債措施可能結束以及可能的量化緊縮後，日本公債收益率呈現穩步上揚走勢。這樣的趨勢顯示，投資人越來越相信日本央行總裁植田和男面臨進一步實現利率政策正常化和解決日圓疲軟問題的壓力越來越大。提升貸款成長藉以活絡經濟，銀行業淨利息收益率（NIM）擴張，更強勁的貸款成長和費用收入可望改善銀行體質。

4月底以來，日本10年期公債收益率已上漲8個基點至0.98%，儘管同期間

## 日本收益率曲線和金融股表現



資料來源：LSEG，星展集團 2024年6月

美國10年期公債收益率下滑了34個基點。日本30年期公債收益率則是穩定攀升至2.3%，此水準應有助放改善保險業者的獲利能力。公債收益率曲線陡峭有助於保險業者提高投資收益、改善資產負債管理、提高獲利能力、加強風險管理和加強整體財務體質。保險企業也能夠向客戶提供更具競爭力 and 吸引力的產品。

## 中小型企業股利發放 – 工業及科技股

隨著日本公債收益率的上升，高息股的吸引力已下降。然而，日本企業改革透過股息或買回庫藏股提高股東權益報酬率，藉以提升公司的投資吸引力。隨著漲勢擴大，中小型企業可望受惠。這些現金充裕的公司基於技術優勢，也是吸引併購和私募股權的投資標的，特別是和半導體價值鏈相關的企業。

# 不會永遠弱勢

2024年第3季  
亞洲不含日本  
股市

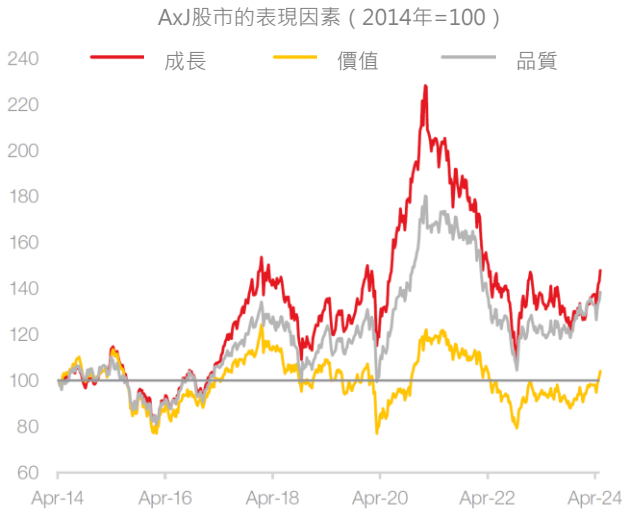
2023年亞洲不含日本股市疲軟的表現可望逐漸改善。受惠於以成長為導向的政府政策，將有助於該地區未來五年帶動全球成長。基本面表現穩健，也支持星展集團看好亞洲不含日本股市的立場。





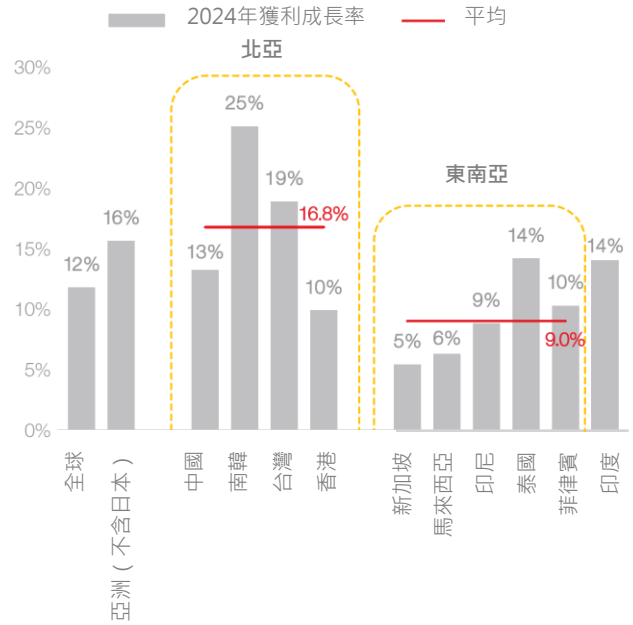
# 亞洲不含日本股市

## 亞洲：品質與成長股表現優於價值股



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

## 獲利前景改善



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

儘管亞洲不含日本 (AxJ) 基本面穩健且企業獲利前景具有彈性，但表現仍落後全球股市。在2023年疲軟的表現後，AxJ股市今年可望有較佳的表現。AxJ地區未來五年將成為全球經濟成長的主要推動力。

根據國際貨幣基金組織 (IMF) 的預測，中國對世界經濟成長的貢獻度將高達21%，超過七大工業國 (G7) 的總和。

IMF最近將亞洲經濟成長預測上調至4.5%，主要基於：(a) 上修中國GDP預估，(b) 印度經濟強勁成長，以及(c) 強勁的私人消費。

AxJ地區的製造業正在好轉。受惠於新出口訂單復甦以及外部需求改善促使價格穩定，製造業採購經理人指數 (PMI) 升至13個月高點。前景的改善有利於企業獲利提升；市場預期，2024年AxJ股市獲利將成長16%，高於全球股市的平均水準。

過去數年，亞洲股市表現不佳的主要原因，是評價面壓縮，並非獲利成長疲軟。儘管美國11月即將進行總統大選，並可能對AxJ股市構成壓力，但星展集團認為，以下因素將支撐AxJ股市的表現：

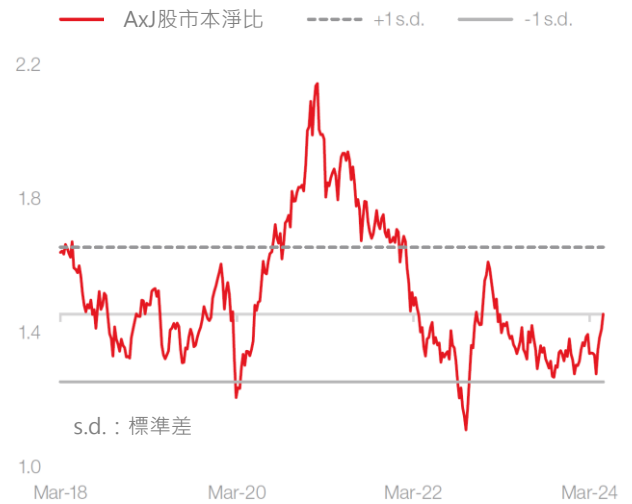
1. 亞洲相對較不受外部經濟壓力的影響
2. 評價面相對全球股市呈現折價
3. 藉由佈局亞洲維持投資組合多元化

星展集團維持看好AxJ股市的觀點，因為 ( a ) 評價面便宜，( b ) 現金流改善，( c ) 資產負債表穩健，以及 ( d ) 正面的獲利前景。

從主題的角度來看，星展集團看好AxJ地區具備 " 成長 " 題材的領域，包括

半導體製造、記憶體、自動化、能源轉型、平台公司和內需。隨著債券收益率見頂和美國聯準會 ( Fed ) 準備進入降息循環，星展集團青睞的 " 收益 " 資產包括新加坡房地產投資信託 ( REITs ) 和中國大型國有銀行。

### 價值面存在上調空間



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 中國崛起 – 未來復甦的希望

過去三年，由於地緣政治緊張、全球需求疲軟以及國內政策轉向，中國股市表現不佳。但情況正在好轉。隨著市場情緒回升以及投資人開始減少低配的水準，MSCI中國指數已從低點回升超過30%了。

政策前景也有所改善，政策制定者推出振興國內消費的支持性措施。

同時，中國企業正在透過增加股利支付和買回庫藏股提升股東權益。這些措施凸顯了投資人對企業獲利前景的信心持續增強。

貿易部份，美國對從中國進口的產品徵收一系列關稅，包括電動車、電池、半導體、建築設備和太陽能電池。受關稅影響的出口商品清單合計約180億美元，佔中國對美國出口比率約4%，不到中國出口總額的1%。額外的關稅將在2024年至2026年生效。

## 復甦步伐加快



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

星展集團認為，由於中國企業大部分營收來自國內市場，因此對中國企業的整體影響有限。

隨著官方實施恢復性政策並帶動停擺項目的完成，投資人正逐漸走出不動產產業導致的窘境。支持性政策可望穩定不動產業，但仍有許多工作要做

同時，政策制定者正在採取措施重組並轉向新經濟，同時減少對傳統經濟成長動能的依賴。這些措施的成功實施將降低中國對不動產的依賴。

中國股市價值面已觸底回升，為投資人提供了 " 安全邊際 "。支持市場持續復甦的因素包括：( a ) 政策支持，( b ) 更好的股東權益報酬率，以及 ( c ) 對資本管理的承諾。

## 中國推出多項刺激政策



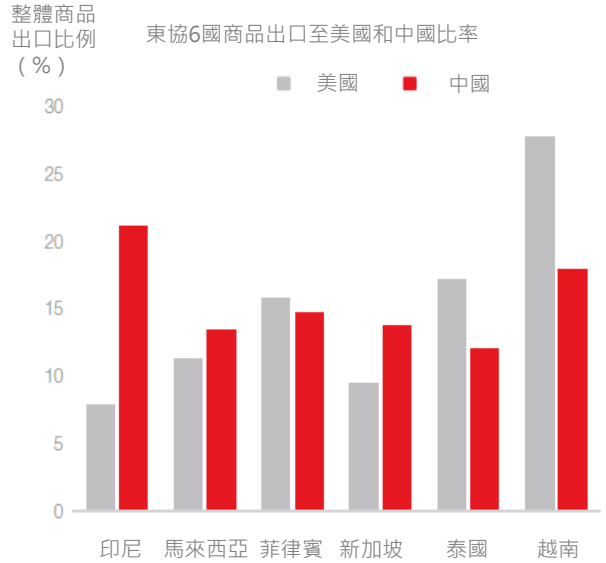
- |                       |  |
|-----------------------|--|
| 1 第14屆全國人大第1次會議       | 15 中央匯金增持4家主要銀行                              |
| 2 調降存款準備金率25個基點       | 16 10家央企買回庫藏股                                |
| 3 優化調整穩就業政策           | 17 財政部發行1兆人民幣的公債                             |
| 4 政治局會議：改善住房需求        | 18 中美兩國元首會晤                                  |
| 5 減免新能源車相關稅賦政策        | 19 財政部提高社保基金股權投資限額                           |
| 6 調降1年期和5年期LPR 10個基點  | 20 國家隊買股票                                    |
| 7 促進汽車及電子產品消費         | 21 調降存款準備金率50個基點RRR；國資委將市值納入國企績效評估指標 ( KPI ) |
| 8 優化外商投資環境            | 22 人民銀行和中國金檢局指定貸款用於償還不動產開發商現有債務和債券           |
| 9 證監會推出活躍資本市場措施       | 23 證監會：加強融券業務監管                              |
| 10 調降1年期LPR 10個基點     | 24 國務院：推動消費品更新                               |
| 11 調整首套房、二套房最低首付及房貸利率 | 25 證監會：加強監管，提升上市公司品質和加強投資人保護                 |
| 12 調降存款準備金率25個基點      | 26 證監會：與香港資本市場合作五項措施                         |
| 13 推出22條促進民營經濟發展措施    | 27 中國考慮港股通股利免稅                               |
| 14 促進旅遊和消費發展          | 28 財政部將發行1400億美元長期債券                         |

## 東協市場

### 預期短期內以下因素將支持東協市場：

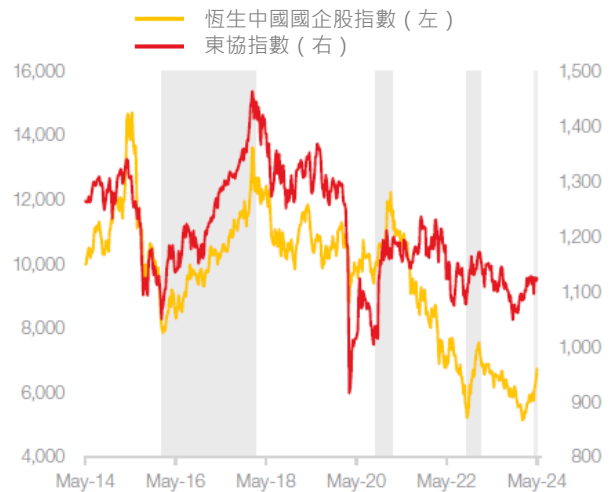
- 東協長期成長前景穩定：**儘管短期面臨挑戰，但東協地區長期結構性成長依然強勁。中長期前景不受影響，使東協成為製造業投資具吸引力的投資目的地。東協有利的人口結構支撐了強大的勞動力和高消費需求，並支撐正向前景。此外，東協地區連接良好的全球供應鏈，包括重要的天然資源、汽車和電子中心，加上鄰國中國和免關稅貿易協定，使東協成為生產據點替代方案的戰略優勢選擇。
- 美國經濟具有韌性，緩解東協地區的疲軟：**近期數據顯示，美國經濟正朝向軟著陸，星展集團調升美國GDP成長預測至2%。由於美國是東協國家的主要出口國之一，美國經濟成長將有助於抵消東協市場國內和中國成長放緩的影響。美國經濟的韌性支持馬來西亞和泰國的出口。
- 中國股市復甦：**香港恆生指數1月下旬觸及低點以來上漲約30%，優於成熟市場和新興市場股市的表現。東協股市也出現類似反彈。歷史經驗顯示，中國股市的表現一直是東協股市的領先指標，反應亞洲經濟復甦和弱勢美元。

## 來自美國和中國的多元化成長引擎



資料來源：CEIC · IMF DOTS · 星展集團  
2024年6月

## 香港恆生中國國企股指數和東協指數走勢密切



資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團  
2024年6月

## 崛起的新興市場 – 越南

越南是東協市場的佼佼者。疫情前，越南經濟成長率為7%，受惠於全球供應鏈多元化和「中國+1」策略，預計將恢復成長動能，可望躋身其他國家行列。就成長和規模而言，越南的GDP成長僅次於印度，經濟正在趕上新加坡。富時指數（FTSE）即將在9月評估將越南股市從邊境新興市場升級為二級新興市場的觀察名單，並計劃2025年納入MSCI指數的觀察名單。市值占GDP比率和較低的評價面顯示，越南具有高成長潛力。

## 印度的未來5年

隨著總理莫迪在6月4日贏得大選，相信國內情緒改善將繼續提振市場表現。儘管高油價對國內情緒構成風險，但經常帳和財政狀況的改善應該會減輕

此敏感性。同時，外國投資者與股市評價面具相關性。在風險調整的基礎上，相對看好印度的中小型股，其高成長潛力提供了顯著回報的機會，特別是在中小型股市值占GDP之比重仍然較低的情況下。隨著莫迪的政策包括增加公共資本支出成長接近一倍，資本支出復甦可能會繼續帶動經濟和企業獲利成長，並支持股市表現。

**關鍵投資主題。**由於東協市場基本面良好，且評價面和貨幣匯率已觸底，現在是佈局東協市場的良機。透過零售和酒店房地產投資信託選擇性地佈局東協旅遊業；泰國旅遊業與機場營運商、零售和醫療保健旅遊等；中國+1戰略受惠國，例如越南；泰國的工業地產開發商；印尼的大宗商品參與者。星展集團看好東協銀行類股，因經濟體具韌性；同時也看好印度中小型股。



# 臨界點

全球公司債  
2024年第3季

利率期貨市場顯示，今年美國聯準會（Fed）將降息一至兩碼，且升息風險已消除；佈局固定收益能夠對好壞參半經濟數據環境下進行避險，同時受惠於降息。將投資組合存續期間期延長到5至7年，同時看好短天期和長天期公司債。

# 全球公司債

今年上半年，當其他債券市場對美國聯準會 ( Fed ) 大幅降息的預期歡欣鼓舞時，星展集團在進入2024年時對這種熱情持謹慎態度。畢竟，投資人應留意赤字支出的擴張效應與貨幣緊縮的收縮效應相互作用時可能引發的波動性。事實證明，這些財政支出確實創造了一個較預期更健康的私部門，在經歷了幾次強勁的成長、通膨和就業數據後，市場逐漸淡化了降息的預期。

**尚未做好準備。**然而，隨著進入2024年下半年，星展集團認為市場正接近一個風險轉折點，這使前景變得模糊不清；即使是官方的財政刺激，在目前相對較高的利率環境下，也可能無法對美國企業/家庭產生相同程度的影響。首先，疫情期間累積的超額儲蓄，其中不乏慷慨的政府補助，已被逐漸耗盡；2024年3月以來，美國家庭不僅超出疫情前的儲蓄趨勢，更持續動用儲蓄，這可能是由於通膨和商品服務價格的持續上漲所致。

**就業機會減少。**當工作安全性高，職缺眾多時，儲蓄減少便不是一個主要問題。然而，數據顯示，過去勞動市場的緊張狀態不太可能持續。2021年至2022年的"大辭職"浪潮中，曾經有一段時間每個失業者有兩個以上的工作機會；這是一個供需失衡的勞動市場，促使離職率上升，並對跳槽者提供高昂的薪資誘因。隨著時間的推移，

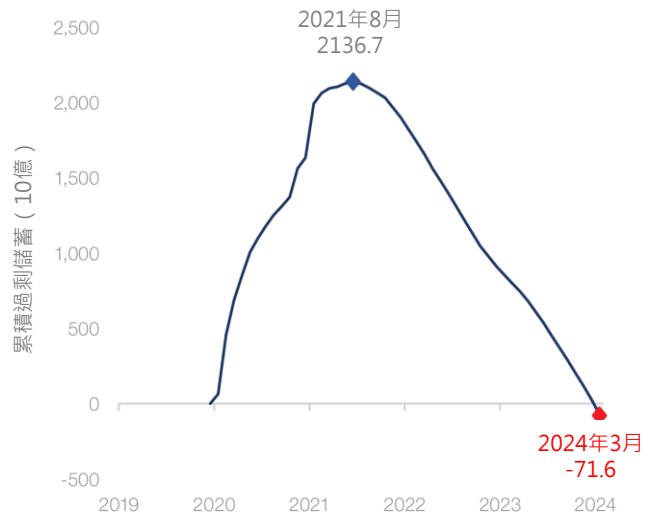
## 疫情後美國的儲蓄已從過剩轉為赤字...



資料來源：舊金山聯邦銀行 · Bureau of Economic Analysis · 星展集團  
2024年6月

註：陰影區域代表NBER確認的經濟衰退期

## ...導致累積的超額儲蓄被完全耗盡



資料來源：國際貨幣基金組織全球經濟展望 (2023年10月) · 星展集團 2024年3月



勞動市場已逐漸恢復正常，這樣的職缺已經消失，以目前的情況分析，至2024年下半年，每個失業者的職缺數將降至疫情前水準。因此，到年底時，透過薪資成長支撐家庭儲蓄的可能性很小。

### 勞動市場不太可能長期保持趨緊的狀態



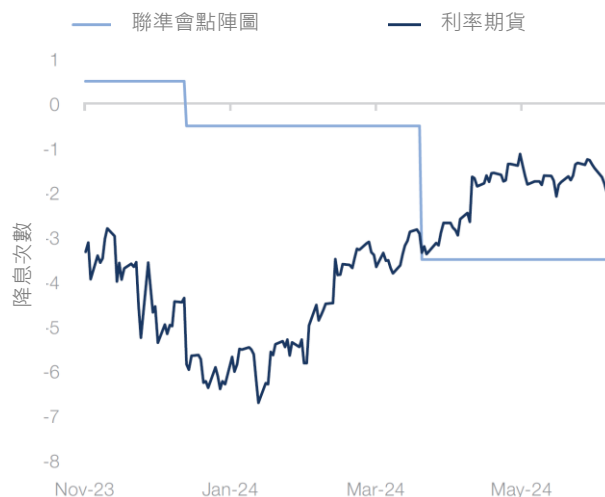
資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**Fed已不再鴿派。**對於債券投資人來說，好消息是，在一系列正面的數據公佈後，市場似乎低估此類風險，因為市場預期的降息次數已不再大幅多於Fed。市場在最鴿派的情況下預期今年Fed將降息七碼，但利率期貨顯示，現在市場預期到今年底只會降息一至兩碼，接近Fed的點陣圖。這增強了固定收益資產的避險特性，一旦市場波動較高時，投資者在此期間可獲得較高的收益率，同時當聯邦儲備系統不得不進行比預期更明顯的降息時，還可從資本增值中受益。這使得固定收益資產在動盪時期具有更強的避險特性；投資人在此期間可以獲得

更高的收益率，但當Fed不得不比指引或預期更大幅度地降息時，也能獲取資本利得。

**留意現金的再投資風險。**債券的下滑走勢有所緩解，因為Fed主席鮑威爾在5月聯邦公開市場委員會（FOMC）會議也排除了進一步升息藉以對抗通脹的想法 – 強調維持利率於高點“更長”一段時間，而不是“更高”。依據目前的金融情勢，Fed下一次貨幣政策的方針應是降息而不是升息。若是即將進入降息循環，那麼在第一次降息之後，短期收益率通常會下滑得最快，幅度也可能很大；在貨幣政策循環交替時，現金總是面臨較高的再投資風險。

### 市場不再比Fed更鴿派

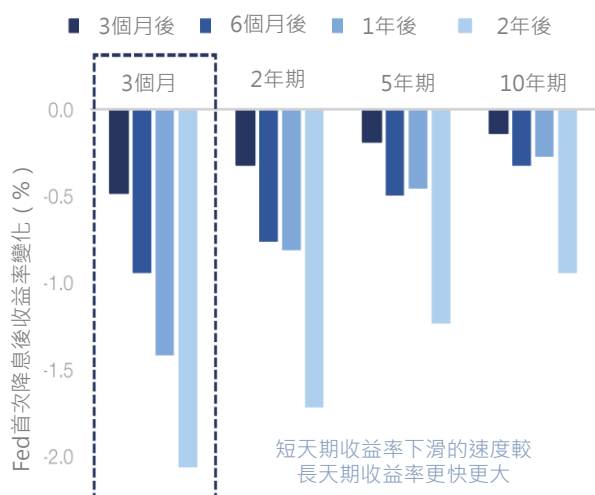


資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

目前較高的收益率將成為歷史。歷史經驗顯示，投資人可以佈局較長存續期間的債券，藉以鎖定目前較高的收益率，同時享受降息的過程，債券收益率下滑所帶來的資本利得。觀察1984年以來的政策循環，最後一次升息後，平均而言，債券市場的三年累積報酬遠遠超過現金利率提供的報酬。觀察細微的投資人會注意到，在目前

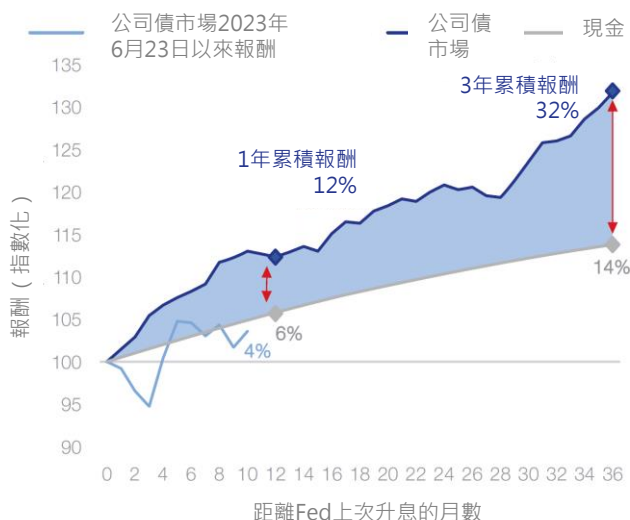
Fed暫停升息環境，債券的表現並不如以往；事實上，“維持利率於高檔更長一段時間”的情況已經根深蒂固，足以在固定收益市場製造出對未來的恐懼感。然而，星展集團認為，這明顯是一個機會，投資人可以考慮的是，在“別人恐懼時貪婪”，因為目前偏高的收益率是債券未來表現有力的指標。

### 進入降息循環時，現金利率將快速下滑



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 升息循環結束後，公司債市場的表現優於現金利率的表現

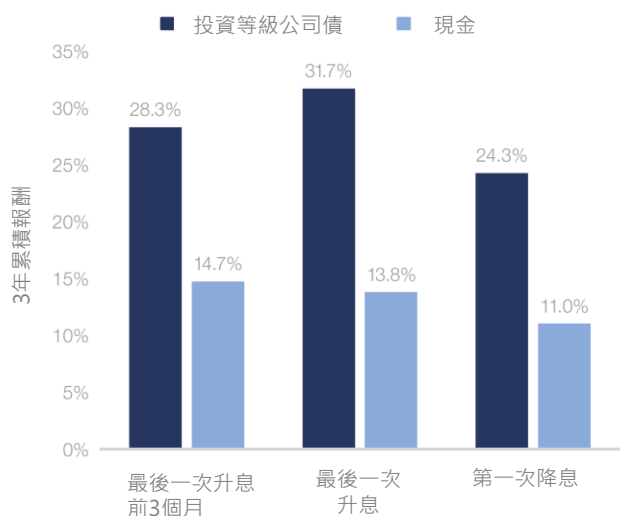


資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**不擇時進場。**一旦緊縮政策接近尾聲，精確的佈局債券時機似乎並非必要。根據過去40年的五個完整政策循環，選擇佈局公司債的投資人，無論是在升息之前，還是一直等到第一次降息，都會看到三年後公司債的良好表現。

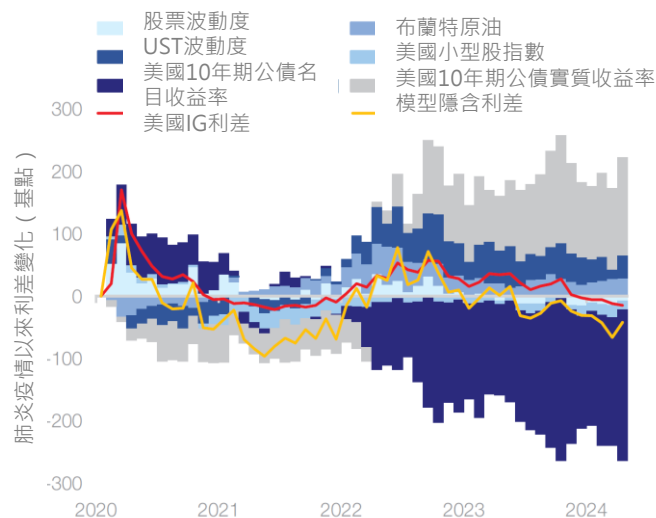
**債券利差是否過窄？**目前對債券市場的主要爭議或許在於利差過於狹窄 – 與2000年後的最低水準（2021年）相差無幾。星展集團將許多因子（股票和債券波動度、收益水準、油價和美國小型股）納入評估，並建構美國投資等級（IG）公司債利差的模型，藉以確定每個因子對隱含利差的貢獻。分析顯示，債券利差的表現與總經發展一致 – 2022年以來的利差收斂主要可以用（a）較高的美國公債（UST）收益率以及（b）強勁的股市報酬（支持強勁的成長背景）來解釋。雖然對歷史數據的此類分析在對未來利差走向做出預測的功效較小，但直觀地預期若至年底的成長趨緩，利差將擴大是合理的。因此，星展集團持續看好IG，特別是評級為A/BBB的公司債，藉以降低風險。

### 債券投資人不需要精確地判斷降息時機



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 偏高的UST收益率和美國經濟強勁成長是2022年以來利差收緊的主要原因

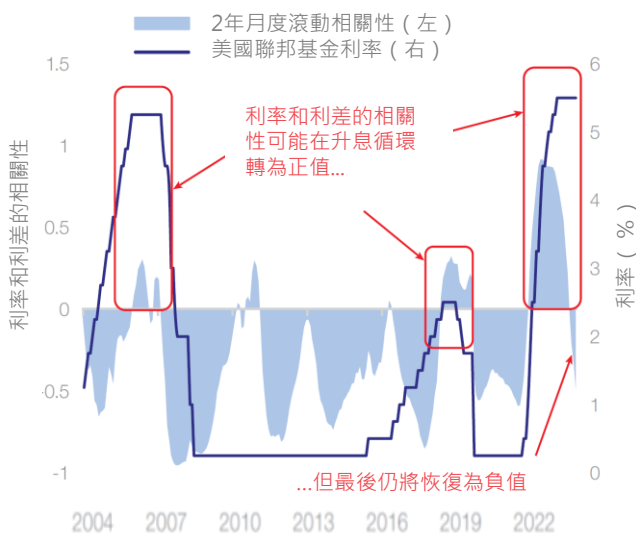


資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**利率和利差不再呈正相關**。在這種情況下的一線希望是，利率和利差不再像升息循環仍在進行時那樣呈現正相關。過去20年，利差和利率在週期開始到中期往往呈正相關 – 這對債券投資人而言是最糟糕的情況，因為價格需要應對利率上升和利差擴大的雙重壓力。然而，現在它們已經恢復為負值 – 這意味著利差擴大更有可能以較低的利率來滿足（反之亦然）。這是典型的循環後期動態，其中由於成長停滯而導致的風險溢價擴大將更容易得到政策支持。這似乎也符合Fed目前的政策指引；隨著通膨逐漸接近目標，他們將試圖防止經濟再次加速，但又避免不必要的緊縮，避免對實體經濟活動或就業造成進一步的下滑壓力。

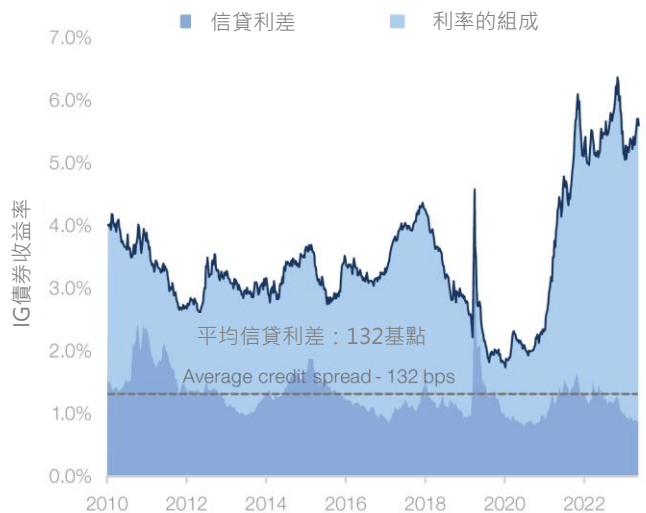
**避免 " 見樹不見林 "**。儘管如此，投資人不應讓利差趨緊影響收益率已升至15年來高點的事實。疫情前，IG債券收益率的組成是40%利差和60%利率，而現在的比例為15%和85%。雖然利差趨緊導致這種失衡，但其中很大程度上也受到Fed積極升息後，無風險利率偏高的影響。簡單的均值回歸可能意味著，在無風險利率下滑的過程獲得的超額報酬優於利差擴大的損失。

**利率和利差的相關性已恢復為負值**



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**趨緊的債券利差不應影響目前偏高的收益率**



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

槓鈴式存續期間策略適合目前的市場環境。星展集團看好較短存續期間的觀點已經很長一段時間，預期經濟擴張的正面效果將比原本想像的更長。在接近循環結束時，需採取稍微校準的槓鈴式策略，著重於固定收益投資組合中的兩個部位：

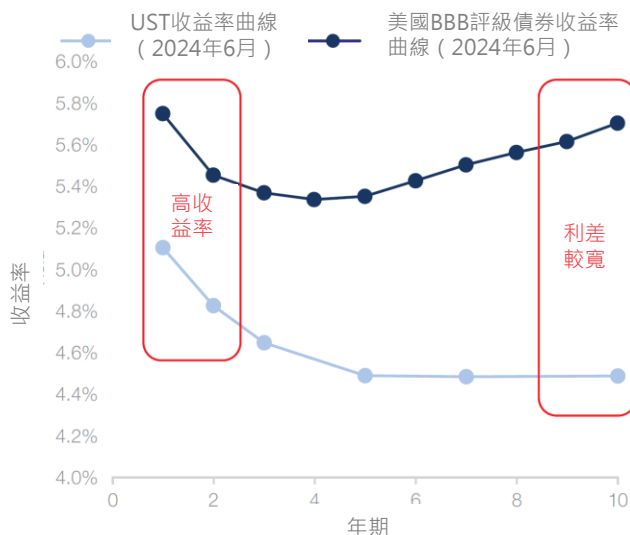
### A. 存續期間介於1至3年，評級為IG和具備調升評級潛力的BB+ 債券

短天期部份，投資人應繼續佈局存續期間介於1至3年的IG債券，藉以因應循環的轉變。由於一旦降息，短天期利率受到的影響最大，因此這部份可望受惠於利率環境的重新定價。短天期，評級為IG和具備調升評級潛力的BB+ 債券可望提供優於市場表現的機會。

### B. 存續期間介於7至10年的IG債券

由於美國公債收益率曲線仍然倒掛，長天期債券存在波動風險。然而，值得注意的是，這部分的債券利差更寬；投資人可以獲得更高的利差補償，若進入降息循環，還可以長期鎖定高息票。雖然美國財政結構仍然存在風險，但縮減量化緊縮（2024年6月起，Fed縮減公債持有金額從每個月600億美元降至250億美元）的措施有助於緩衝潛在的公債供給增加。星展集團認為，長天期債券下滑時為買進的機會，投資人應佈局IG債券，並為長期投資做好準備。

## 兩全其美的槓鈴式存續期間策略



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

整體而言，隨著利率已達本次循環的高點，債券投資人可更積極地將閒置資金佈局固定收益。目前較高的初期收益率，加上政策循環可能出現的轉變，為未來多年的表現提供了機會。星展集團持續看好評級為A/BBB的債券，且選擇性地看好具備調升評級潛力的BB+ 債券。同時，投資組合採取槓鈴式存續期間策略 – 重點關注 (a) 1至3年期，因為降息時短天期利率受到的影響最大，以及 (b) 7至10年期，藉以掌握目前較大利差和較高利率敏感性的機會。這將使投資組合的平均存續期間介於5至7年，為投資人創造長期穩定的收益。

# 美元開高走低

全球外匯市場  
2024年第3季

隨著美國經濟變得較不異常強勁，美元在2024年下半年將面臨貶值壓力，而歐元則可望保持顯著的彈性。在政府採取措施的情況下，日圓和人民幣等亞洲貨幣可望恢復較為穩定的走勢。



# 全球外匯市場

2024年前4個月，支撐美元兌主要貨幣“異常”強勁的動能已開始減弱。全球主要央行與美國聯準會謹慎立場趨於一致，透過延遲和減少今年的降息次數藉以壓抑通膨回到目標水準。2023年下半年至2024年第1季，美國經濟從意外強勁的成長轉向軟著陸，而歐盟和英國經濟則是逐漸擺脫了技術性衰退。更多國家對抗強勢美元導致的匯率過度波動，這也使貿易夥伴之間簽訂了更多當地貨幣的貿易協定和貨幣互換額度。4月份，美日韓發表三邊聯合聲明，就外匯市場進行“密切磋商”，也為部份國家干預匯市做好準備。星展集團仍然預期，美國聯準會（Fed）將開始採取寬鬆貨幣政策，從2024年第3季至2025年底，每季均會降息25個基點，因此維持美元將逐漸走貶的觀點。此外，無法持續的美國聯邦債務可能成為11月美國總統大選的一項關鍵議題。

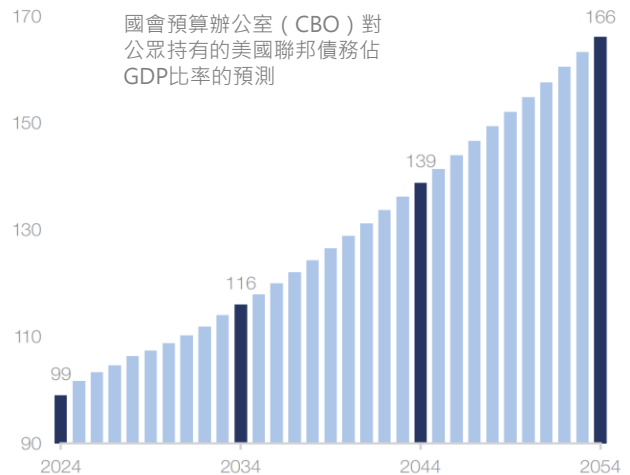
亞洲貨幣在經歷了2024年上半年的弱勢後可望逐漸回穩。匯率波動主要受強勢美元的影響，而部份貨幣兌美元的負利差則支撐美元的表現。儘管馬幣、越南盾和菲律賓披索兌美元貶值至歷史新低，但中期而言，在指數基礎上與亞洲貨幣並沒有脫勾。有關另一場亞洲危機的言論被誇大了，而且與亞洲地區由出口復甦、股市表現穩健、信用違約交換和外匯存底所帶動經濟穩健成長的情況不符。在政府採取更多解決令人失望的經濟和陷入困境的不動產行業的支持性措施下，中國維持人民幣匯率的穩定。市場傳言，日本官方干預貶至40年低點的日圓，藉以穩定匯市，日本央行（BOJ）在3月結束負利率政策後也將再次升息。近期對亞洲貨幣進行價差交易的興趣重新燃起，但當美元貶值時，如同過去1至2年，每當Fed轉為鴿派可能導致市場動盪。

## 當Fed有信心降息時，美元將走弱



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 美國聯邦債務可能成為11月美國大選的關鍵議題



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

美元指數 ( DXY ) 在2024年下半年可能貶值至100至107區間的下緣，即2022年12月的區間。2024年第1季實質GDP季增年率降至1.3%，為2022年第2季以來首次低於2%。紐約聯邦銀行的研究顯示，截至2024年3月，美國家庭已經耗盡因肺炎疫情而產生的超額儲蓄。美國銀行業的報告顯示，低收入消費者對支出變得更加謹慎，並難以跟上貸款的付款。美國經濟諮商會報告也指出，70%的受訪者認為美國未來12個月可能陷入衰退。在經歷了艱難的第1季後，通膨可望再次放緩，並促使Fed在2024年下半年降息50個基點。美國國會預算辦公室 ( CBO ) 則是預期，聯邦政府債務不斷增加，將從2024年佔GDP的99%增加到2054年的166%，在逐漸接近11月5日美國總統選舉時，這可能會成為壓抑美元表現的議題。

由於Fed降息預期將導致2024年下半年美元走弱，美元兌加幣可能貶到1.31至1.39區間的下緣。2023年以來，美元兌加幣走勢一直與DXY走勢密切相關，這樣的情況在Fed的2023年7月最後一次升息後更為緊密。加拿大央行 ( BOC ) 認為，美國和加拿大的利差有限。例如，2023年中期以來，美國與加拿大的利差一直穩定於50個基點。儘管加拿大4月消費者物價指數 ( CPI ) 和核心CPI跌破3%，但BOC希望有更多證據顯示，在考慮降息之前，這種向2%目標邁進的走勢得以持續，這與聯準會的情況一致。星展集團認為BOC和Fed會有信心在2024年下半年降息50個基點。之後，大宗商品價格可能會重新發揮支撐加幣表現的傳統因素。

由於市場預期美國經濟呈現軟著陸，DXY因Fed降息預期而走低



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

加幣仍維持區間波動且有升值傾向



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月



歐元兌美元的交易區間從2023年1.0450至1.1275收窄到今年的1.06至1.11。2023年9月和7月以來，ECB和Fed均維持利率不變。儘管有ECB在6月（在Fed之前）降息的預期，但歐元仍展現出顯著的彈性。主要受惠於歐元區經濟在2024年第1季擺脫了技術性衰退。相反地，繼2023年下半年經濟成長3.4%至4.9%的出色表現後，美國2024年第1季GDP季增年率放緩至1.6%。儘管美國通膨仍然偏高，導致Fed指出延遲降息或降息幅度較小，但ECB並未預先承諾在6月後將進一步降息，仍維持未來貨幣政策將視經濟數據情勢的方式。雖然星展集團預期ECB和Fed將在2024年下半年降息，但歷史經驗顯示，這樣的發展可能壓抑美元的表現。作為DXY權重最大的成分貨幣，歐元可能再次升至1.10。

今年以來，英鎊持續介於1.24至1.30區間波動。11月至2月持穩於1.25至1.28一段時間後，英鎊兌美元在3月至4月一度從1.29重貶至1.23，因為美國通膨偏高和Fed態度不那麼鴿派，支撐美元走強。在美國經濟表現不佳和英國經濟在2024年第1季擺脫技術性衰退的推動下，英鎊在5月回升至1.28。同時，英國前四個月的消費者物價指數（CPI）年增率從4%降至2.3%，接近官方2%的目標，這讓英國央行（BOE）更有信心考慮今年夏天降息。由於達成了經濟前景改善的情況下並將通膨率減半的承諾，首相蘇納克呼籲於7月4日提前舉行大選。相反地，美元則可能會因Fed在11月美國大選前降息而走弱。

### 歐元因歐盟經濟擺脫技術衰退而持穩



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 英鎊受惠於英國經濟擺脫技術性衰退



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

由於官方干預的風險，日圓的貶值空間有限。4月下旬至5月初，疑似官方干預的日圓買盤，抑制了套利交易和國內資金投資海外債券。市場干預的短期影響已經減弱，但美元兌日圓可能因擔心引發更多干預而被限制在160之下。美日韓4月的三邊聲明顯示政策制定者對日圓疲軟的擔憂加劇，但利差因素仍然壓抑著日圓表現。同時，日圓大幅低估有利於日本商品和服務。今年以來，到訪日本的遊客數終於超過2019年疫情前的水準，淨旅遊餘額在過去12個月大幅升至290億美元。同時，貿易逆差已大幅改善至約410億美元，低於一年的約1,590億美元。隨著日本經常帳盈餘回升至GDP的4.2%（2022年：2.1%），日本央行（BOJ）資產購買規模減少的預期帶動日本公債收益率上揚，並舒緩日圓貶值的壓力，一旦美國利率呈現下滑，日圓可望回穩並走升。

美元兌瑞郎在前四個月升值8.5%後，可能會介於0.88至0.92區間盤整，成為僅次於日圓的第二弱貨幣。儘管Fed推遲2024年第1季的降息，但瑞士央行（SNB）在3月成為首個將利率下調25個基點至1.50%的央行。然而，在CPI年增率從3月的1%升至4月的1.4%後，SNB不太可能在6月再次降息。除了將通膨上揚歸咎於疲軟的瑞郎外，SNB還認為自然利率或R\*可能高於預期的0%。此外，瑞士10年期公債與美國10年期公債收益率的負利差從1月負307個基點擴大到5月的負390個基點至負360個基點。星展集團預期，Fed在2024年下半年將降息50個基點，這將促使美元兌主要貨幣走弱，且套利交易也將逐漸減少。

### 日圓面臨官方干預和BOJ進一步升息



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 瑞士法郎的貶值與高於市場預期的通膨衝突



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

2024年下半年，由於貨幣政策分歧，星展集團預期澳幣兌美元將介於0.63至0.69區間的上緣波動。基於2025年下半年CPI將降至2至3%目標並在2026年達到2.5%的預測，澳洲央行（RBA）今年可能將現金利率目標維持在4.35%不變。星展集團仍然預期今年下半年Fed將降息50個基點至5.00%。貨幣政策分歧的情況至關重要，澳洲與美國10年期公債券收益率利差將在0%正負30個基點附近波動，也將支撐澳幣兌美元在0.63至0.69區間的上緣震盪。澳幣兌美元在4月19日一度貶至今年的低點0.6365附近，並於5月20日大幅回升至0.67。

紐幣兌美元在2023年2月以來介於0.58至0.68的交易區間上緣波動。紐西蘭央行（RBNZ）暗示，在Fed降息後可能降息；星展集團預期Fed將在2024年下半年降息50個基點。除了將名目長期中性利率調高25個基點至2.75%外，RBNZ還調高2025年第1季（5.62%，高於原本預估的5.47%）和第2季（5.54%，高於原本預估的5.33%）的現金利率預測。RBNZ預期通膨將在2024年第4季回到1至3%的目標。然而，除非通膨預期再次上揚，否則RBNZ無意升息。根據其貨幣狀況調查，兩年通膨預期從2024年第1季的2.5%降至2024年第2季的三年低點2.33%。紐幣也可望受惠於紐西蘭經濟在2024年第1季擺脫技術性衰退，但失業的復甦情勢則可能壓抑升幅。財政部預期失業率將從2024年第1季的4.3%升至2025年初的5.1%。

### 澳幣受到降息時機延至2025年的支撐



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 紐幣已擺脫技術性衰退



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 人民幣

儘管不斷升溫的貿易緊張局勢帶來風險，但支持性的政策支撐人民幣的表現。中國人民銀行（PBOC）將在岸人民幣中間價穩定在7.10附近，但中國的貿易環境變得越來越不利。美國提高了部分中國產品（尤其是電動車）的關稅，而保護主義情緒也正在蔓延。在斯特雷薩（Stresa）舉行的七大工業國（G7）會議上，與會者對中國的非市場政策和做法表示擔憂，同時警告可能採取措施確保“公平競爭環境”。若其他國家更廣泛地對中國商品課徵關稅，中國很可能會考慮讓人民幣貶值，藉以舒緩出口放緩的影響。星展集團的基本假設是，在國家主席習近平訪問法國後關係改善的支撐下，中歐貿易的摩擦可能有限。儘管PBOC可能降息，負利差仍然存在，不過，一旦Fed下半年開始降息，仍可能支撐人民幣小幅升值。美國總統大選圍繞貿易和投資限制的議題導致人民幣的波動仍然是個風險。

## 人民幣受惠於支持性政策措施的緩衝



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 星展集團主要匯率預估

	30 May	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
美元兌人民幣	7.2327	7.22	7.18	7.12	7.08	7.04	7.00	6.96
美元兌港幣	7.8174	7.82	7.81	7.81	7.80	7.80	7.79	7.79
美元兌印度盧比	83.315	83.2	83.0	82.8	82.6	82.4	82.2	82.0
美元兌印尼盾	16265	16200	16000	15800	15600	15400	15200	15000
美元兌馬幣	4.7045	4.70	4.65	4.65	4.60	4.55	4.55	4.50
美元兌菲幣	58.629	58.5	58.2	57.9	57.6	57.3	56.9	56.6
美元兌新幣	1.3501	1.35	1.34	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32
美元兌韓圓	1379	1370	1350	1330	1310	1290	1270	1250
美元兌泰銖	36.718	36.6	36.3	35.9	35.6	35.3	34.9	34.6
美元兌越南盾	25455	25430	25360	25290	25220	25140	25070	25000
澳幣兌美元	0.6633	0.67	0.67	0.68	0.69	0.70	0.70	0.71
美元兌加幣	1.3681	1.36	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31
歐元兌美元	1.0832	1.09	1.09	1.10	1.11	1.12	1.12	1.13
美元兌日圓	156.82	156	153	150	148	145	142	139
紐幣兌美元	0.6115	0.61	0.62	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64
美元兌瑞郎	0.9033	0.90	0.90	0.89	0.89	0.89	0.88	0.88
英鎊兌美元	1.2732	1.28	1.28	1.29	1.29	1.30	1.30	1.31
美元指數 ( DXY )	104.72	104.5	103.7	103.0	102.2	101.5	100.7	100.0

資料來源：星展集團 2024年6月  
註：季底預估



# 重拾動能

大宗商品  
2024年第3季

大宗商品出現復甦跡象。儘管在高利率和強勢美元的壓力下，反應基本面和地緣政治風險，今年以來金屬、能源和可可仍然有強勁的表現。

# 大宗商品

今年以來大宗商品普遍走揚。經過將近兩年的盤整後，各類大宗商品出現復甦跡象。貴金屬和能源今年表現良好，但工業金屬和部分農產品的復甦相對較少受到關注。今年以來截至5月29日，能源權重較大的GSCI指數上漲10.6%，而更平均分配於能源、金屬和農產品的彭博大宗商品指數 (BCOM) 同期間則是上漲8.1%。

**總經環境是否有所改善？** 儘管大宗商品價格回升，但很難說總經環境自2022

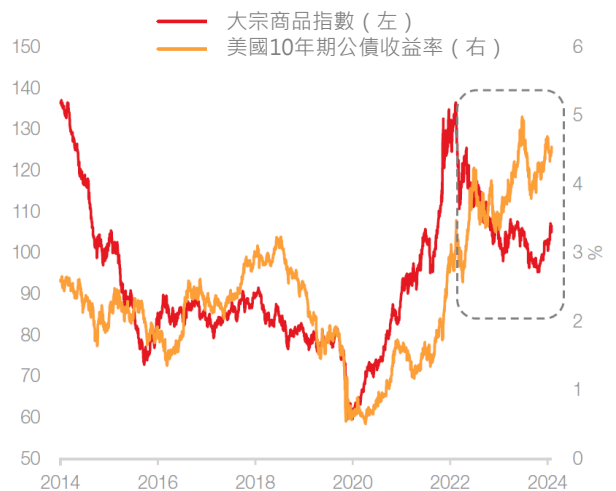
年和2023年以來有實質性的改善。目前仍處於高利率和強勢美元的環境，中國經濟雖然以可觀的速度成長 (2024年第1季GDP年增率達5.3%)，但不動產市場的債務問題和不斷上升的青年失業率仍然存在。此外，由於美國通膨回升，原本應該支撐大宗商品的美國聯準會 (Fed) 降息措施可能延遲。整體而言，雖然總經面有所改善，大宗商品價格或已見底，但市場期待的大反轉尚未到來。

## 2024年大宗商品呈現回升走勢



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

## 公債收益率仍壓抑大宗商品



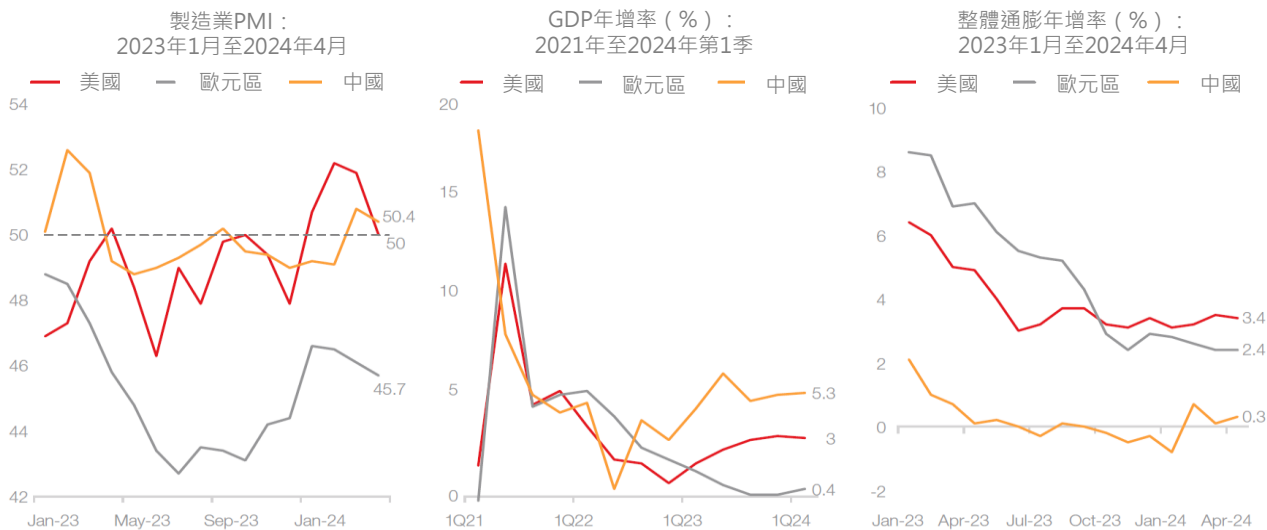
資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

**基本面加上地緣政治風險**。若總經環境尚未實質改善，今年以來帶動大宗商品走揚的因素是什麼呢？星展集團認為，主要商品的價格走勢可以用基本面因素來解釋。對於工業金屬尤其如此；工業金屬受季節性需求、庫存動態（補庫存/去庫存）及其他供給面因素如礦場供給等影響很大。同樣地，農產品也與季節性、庫存及不可抗力事件，如不利氣候或趨勢高度相關。此外，地緣政治風險 – 如2024年以來持續影響市場的俄烏戰爭和以哈衝突升級 – 也與大宗商品價格走揚有一定的關係，儘管這種影響通常是短暫且波動較大。

### 工業金屬

**綠色金屬受中國需求支撐**。今年工業金屬表現強勁的一個重要動力是中國對綠色金屬的需求強勁。儘管不動產業表現疲軟，但中國支持綠色經濟的政策對綠色金屬價格產生明顯正面的影響。可再生能源、電網和電動車相關的政策支持，都促使銅和鋁等綠色金屬的強勁表現。2023年中以來，中國對銅和鋁的消費顯著成長，且2024年以來仍然強勁。另一方面，鋼鐵消費則因綠色應用較少且主要用於建築而較為疲軟。因此，今年以來銅和鋁分別上漲25.3%和14.7%，而同期鋼鐵價格則是下跌12.5%。

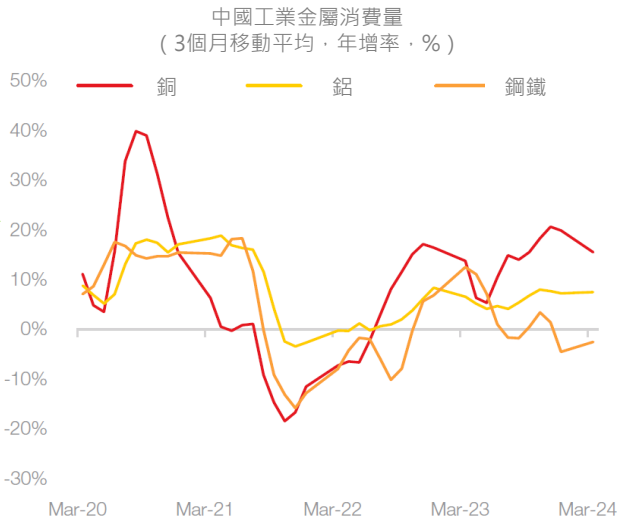
### 總經指標表現穩健，但並不強勁



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

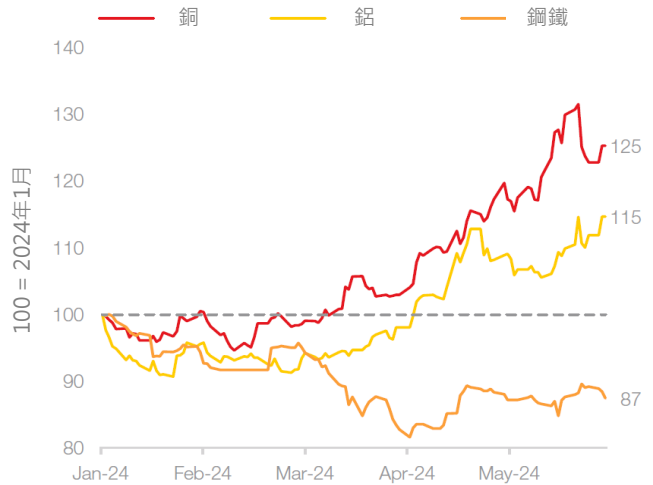


### 中國綠色金屬需求強勁



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

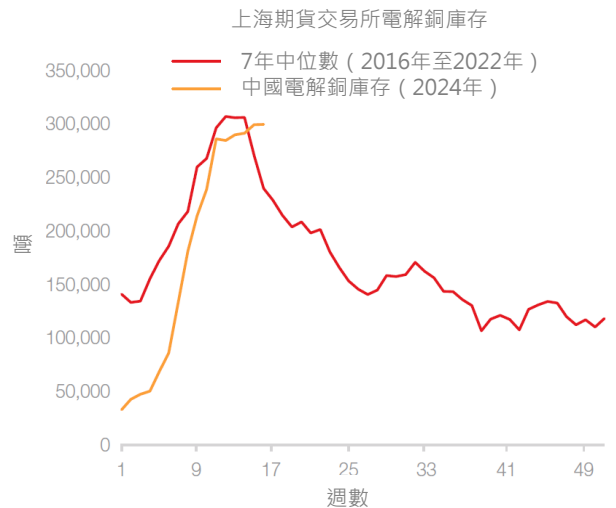
### 今年以來表現分歧



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

礦場開採中斷和季節性建立庫存結束導致銅的供需趨緊。除了中國的強勁需求，銅也面臨著供給緊張的情況，因為礦場產量（供給）減少和即將到來的季節性庫存減少。關於礦場產量減少，全球最大銅礦之一的Cobre Panama礦場持續停工，以及其他如 Los Bances 和 Quellaveco 礦場的生產中斷，將減少精煉銅的供給，使2024年呈現供不應求。在中國，季節性建立銅庫存即將結束，轉向去化庫存階段可望進一步支撐銅價表現。

### 即將到來的季節性去化庫存可望支撐銅價



資料來源：Wind·星展集團 2024年6月

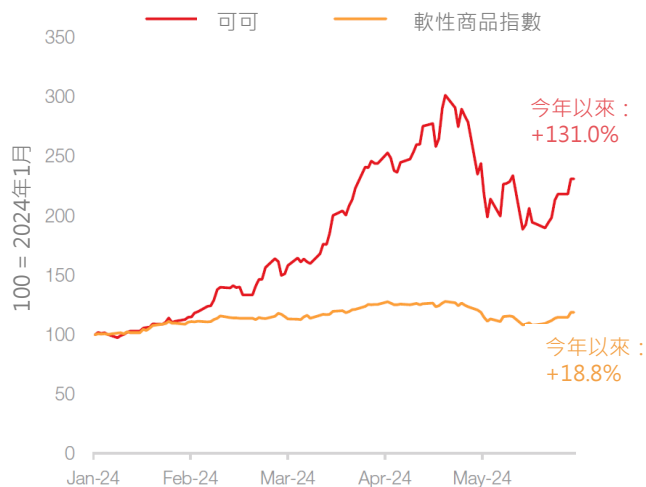
## 農產品

**可可價格飆升。**可可延續了去年的出色表現，今年以來上漲131.0%（截至5月29日）。帶動價格上漲的主要因素仍是供給相關問題：聖嬰現象導致的供給衝擊、肥料短缺以及象牙海岸和加納的腫脹芽病爆發，這兩國的產量佔全球產量的三分之二。此外，還有結構性問題，例如投資不足、樹齡老化和產量下滑，這些都進一步加劇了全球可可供應的缺口。儘管產量可能在後續收成中恢復，但結構性問題顯示，長期而言，要縮小供需差距可能仍有挑戰。

## 結論

儘管2024年第1季部份大宗商品表現出色，但總經環境並未實質性改善；由於美國聯準會（Fed）對抗通膨只取得小幅進展和降息時機再度延遲，再次阻礙了經濟復甦。大宗商品的表現仍可能呈現分歧，部分軟性商品和工業/貴金屬將繼續由特殊基本面因素驅動，直到全球利率環境發生顯著轉變。星展集團仍在等待貨幣環境放寬和全球經濟更穩健復甦的明確訊號。

### 在供給緊縮的情況下，2024年以來可可表現強勁



資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

**原油：油價目前仍具韌性，但可能趨緩**

**油價呈現盤整。**布蘭特原油價格在4月初一度升破每桶90美元後，之後回落至80美元附近，主要受地緣政治風險溢價下滑以及近期石油輸出國組織與盟國（OPEC+）會議結果較市場預期溫和的影響。星展集團維持2024年布蘭特原油均價於80至85美元區間的預估，並認為油價可能處於區間的下緣，這意味著下半年平均油價可能低於第2季的水準。儘管俄烏戰爭和以哈衝突可能持續，但今年下半年，基本面的發展將是影響油價較為關鍵的因素。需求持續優於預期，因此星展集團上調2024年原油需求成長預測，從年初時預期的每日100萬桶上調至140萬桶；基於美國經濟可望呈現“軟著陸”的情勢，甚至“不著陸”的基礎下。中國的需求前景也呈現改善。供給面，OPEC+減產已延長至9月，但從10月起供給可能增加，並壓抑2024年下半年和2025年油價的表現。此外，2024年下半年和2025年的油價表現

也與美國降息時機和步調高度相關。若降息延至2024年9月之後，可能不利油價表現。

**6月的OPEC+會議並未支撐油價。**在6月的會議，OPEC+宣佈上一輪總計每日220萬桶的自願性減產（2023年11月起生效）將持續到2024年9月底。自願性減產包括沙烏地阿拉伯、俄羅斯、阿聯酋、伊拉克、科威特、阿爾及利亞、哈薩克和阿曼，將從2024年10月到2025年9月底逐月取消。然而，2023年4月宣佈的上一輪總計每日165萬桶的減產計畫將持續到2025年12月底。市場預計減產至少將持續到2024年12月底。儘管聲明指出，從10月起將根據市場狀況暫停或轉為月度增產保持彈性，但這顯示，目前的減產難以長期實施。延長減產有助於在2024年下半年一定程度上支撐供需平衡，但不太可能看到2023年的情勢重演，當時油價在9月升至每桶95美元附近的高點，除非OPEC+進一步減產。

### 星展集團2024年至2025年每季平均油價預估

每桶美元	2024年 第1季	2024年 第2季	2024年 第3季	2024年 第4季	2025年 第1季	2025年 第2季	2025年 第3季	2025年 第4季
布蘭特原油	82.0	83.0	81.0	79.5	77.0	74.5	74.0	73.5
西德州中級原油	77.0	79.0	77.0	76.5	74.0	71.5	71.0	70.5

資料來源：星展集團 2024年6月

## 布蘭特原油價格仍維持區間波動，2024年僅小幅上揚



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

非 OPEC 國家的供給量增加迫使 OPEC+ 控制產量，沙烏地阿拉伯和阿聯酋等國被迫減產，減產幅度超過原產能的 20%。儘管來自美國的供給在 2023 年大幅增加，但今年已趨於穩定；然而，巴西、蓋亞那和挪威等其他非 OPEC+ 預計將在 2024 年至 2025 年投產新項目，這將繼續為 OPEC+ 帶來控制供給的壓力。這也意味著 OPEC+ 將持續流失市佔率。OPEC+ 如何在緩慢取消減產而不嚴重影響油價之間取得平衡將是值得關注的焦點。進入 2025 年，根據已公佈的月度增產時間表，星展集團預期 OPEC+ 的每日產量平均將增加約 100 萬至 150 萬桶，市場將難以消化來自非 OPEC+ 的增產。因此，相較於 2024 年，2025 年似乎較難達到供需平衡。

## OPEC 減產可能延長，但會持續多久？



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

地緣政治風險目前暫時成為次要因素。四月時，加薩危機似乎就像滾雪球一樣演變成區域衝突，而伊朗也直接介入。值得慶幸的是，報復行動有限，可能由於美國等其他國家的外交干預，緊張情勢隨後逐漸冷卻。儘管以哈馬衝突持續，而且很可能會是一場持久的事件，就像俄烏戰爭一樣，但可能不會對原油市場產生重大影響，除非沙烏地阿拉伯和伊朗等國介入或波斯灣受到攻擊；星展集團的基本假設是危機不會擴散。任何敵對行動的爆發都可能導致短期油價的上揚，但油市不再對衝突全面升級的可能性感到緊張。

# 佈局低度相關資產 優化投資組合

另類投資  
黃金和避險基金  
2024年第3季

星展集團維持黃金每盎司2,500美元的目標價。國際地緣政治風險加劇、多國央行結構性買盤以及金條和金幣需求強勁。避險基金提供優於傳統股六債四投資組合的風險報酬和多元化收益。



# 另類投資：黃金

**突然的漲勢。**2024年的前兩個月，金價表現平淡。然而，疲軟的走勢並未持久，因為黃金很快的便迅速上漲至歷史新高，在5月20日觸及每盎司2,450美元。之後，金價呈現回檔，截至5月29日時，每盎司價格為2,356美元，今年以來上漲了約14.2%。

**美元和公債收益率退居次要地位。**這次的漲勢讓市場感到困惑，因為債券收益率和美元的下滑幅度並不足以支撐如此的漲勢。事實上，3月1日至5月29日期間，美國10年期公債收益率和美元指數（DXY）分別上漲了8.8%和0.8%。這樣的走勢印證了星展集團的觀點，即黃金與公債收益率之間的負相關性已大幅減弱。儘管美元和公債收益率走揚，但金價近期仍然表現

強勁，市場分析師在對金價的突然上漲的關鍵因素看法分歧，顯示金價走勢似乎受到其他因素的影響。

**地緣政治風險是關鍵的短期因素。**最近的上漲有數個因素，其中最顯著的是避險需求。俄烏長期戰爭以及以哈衝突的曠日持久和升級繼續增強黃金作為地緣政治風險避險的吸引力。隨著伊朗加入中東爭端，黃金的地緣政治風險溢價可能會維持在高點。下圖顯示，黃金和美國公債收益率之間的負相關在衝突期間受到挑戰；2022年2月的俄烏戰爭出現了這種情況，但聯準會在2022年3月開始升息，扭轉了這種情況。2023年10月的中東衝突以及2024年4月伊朗的介入也發生了類似的情形。

## 儘管美元和公債收益率走揚，但金價近期仍然表現強勁



**多國央行的結構性買盤。**另一個支撐金價的關鍵因素則是央行買盤。世界各國央行已成為黃金長期基本需求日益重要的來源。2022年下半年以來，多國央行黃金的買盤加速；2022年和2023年的需求量均超過1,000噸，遠高於過去十年的年度均值約600噸。星展集團預期，隨著去美元化的趨勢增強以及主要央行繼續將偏好轉向不受制裁風險或不受跨境託管約束的實體資產，這樣的趨勢可望持續。黃金和利率負相關性的改變支持了這樣的猜測：央行增加黃金部位是結構性，而不是週期性。

**金條和金幣的需求增加。**儘管2021年至2023年實體黃金ETF呈現淨流出的情況，但由於金條和金幣需求強勁，黃金的投資需求保持穩定。對於中國和印度來說尤其如此，金條和金幣的需求年增率分別為27%和7%。金條的吸引力不僅限於央行；私人投資人也增加黃金購買量。由於隱私和有形偏好的轉變，許多投資人傾向持有實體黃金而不是ETF，因為ETF交易會被記錄，缺乏隱私和匿名性。交易對手風險也是導致投資人改為持有實體黃金的另一個因素。

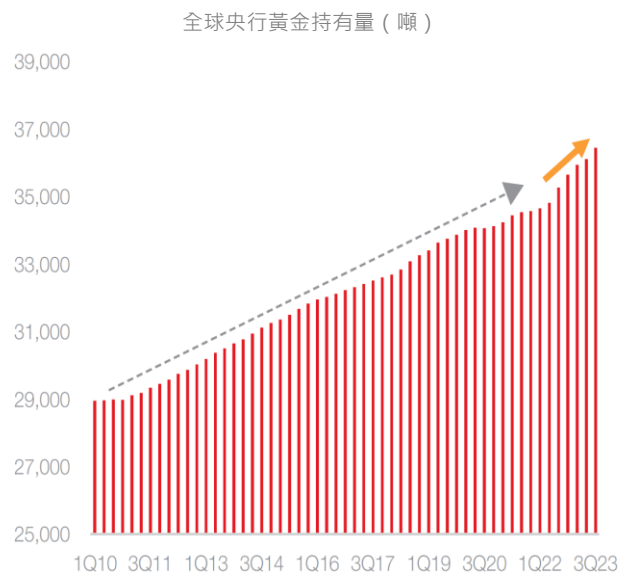
**黃金與美國公債收益率之間的相關性\*在地緣政治衝突升級期間往往會大幅上揚**



\*相關性是根據黃金和美國10年期公債收益率的6個月滾動每日收盤價計算

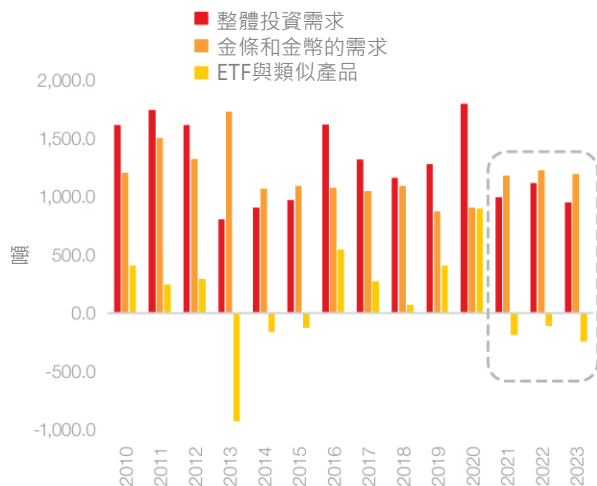
資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

**2022年下半年以來，多國央行加速黃金的購買**



資料來源：Metals Focus · Refinitiv GFMS · World Gold Council 2024年6月

### 穩定的金條和金幣需求部分抵消了實體黃金ETF的淨流出



資料來源：Metals Focus · Refinitiv GFMS · ICE Benchmark Administration · World Gold Council 2024年6月

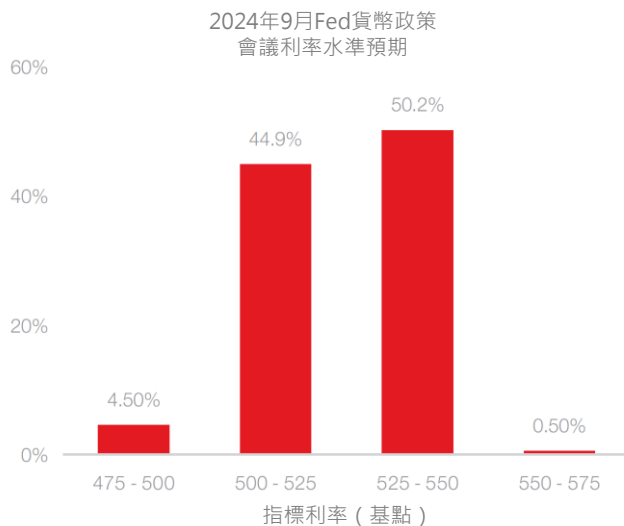
利率水準是變數。儘管與金價逆相關性在已經減弱，但不可避免的事實是，利率始終代表持有無法創造孳息黃金的机会成本。因此，美國通膨回升導致延後降息的預期不斷增強，中短期仍將繼續打壓金價。市場原本預期Fed最快會在6月開始降息，但並未實現。截至5月28日，芝商所FedWatch工具顯示，9月降息的可能性為49.4%。一旦利率開始下滑，這將成為黃金正面的利多。

### 印度和中國的金條和金幣需求不斷成長

金條和金幣需求量 (噸)						
	2022年	2023年	年增率 (%)	2022年第4季	2023年第4季	年增率 (%)
印度	173.6	185.2	+7	56.4	66.7	+18
中國	226.8	287.2	+27	63.7	85	+33

資料來源：Metals Focus · Refinitiv GFMS · ICE Benchmark Administration · World Gold Council 2024年6月

### 降息預期大幅低於2024年初



資料來源：CME Group 2024年6月



**仍然看好。**儘管缺乏降息時機的明確性，但整體而言，星展集團仍然看好黃金未來的表現。地緣政治部份，俄烏戰爭和中東衝突升級正在加劇中短期的避險需求。長期而言，地緣政治因素也導致多國央行增加購買黃金而成為長期催化劑。投資人強勁的金條和金幣需求進一步增加了對黃金的長期基本需求。最後，今年美國總統大選潛在的尾端風險以及財政可持續性疑慮進一步加劇了市場擔憂。因此，**星展集團未來12個月黃金的目標價為每盎司2,500美元。**整體而言，星展集團繼續認為，投資人可將黃金納入投資組合，因為黃金具有有利的風險報酬和風險分散特性。

### 黃金尚未突破通膨調整後的歷史新高



資料來源：彭博，星展集團 2024年6月

### 黃金與不斷上升的美國債務呈正相關



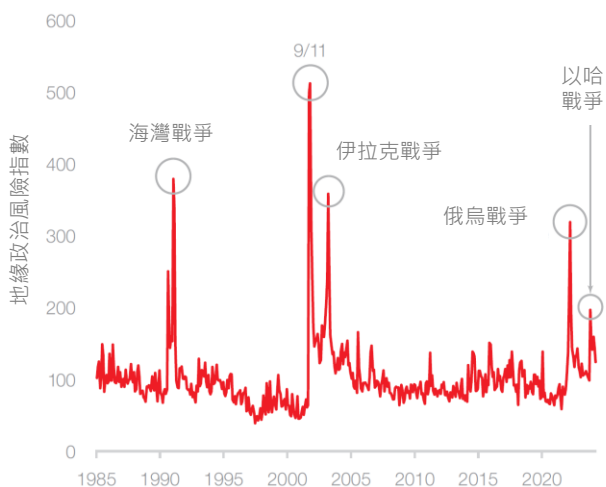
資料來源：彭博，Federal Reserve Bank of St. Louis，星展集團 2024年6月

# 另類投資：避險基金

避險基金的“七年饑荒”。2014年以來，簡單的買進並持有標普500指數的策略表現優於多數避險基金，幾乎使避險基金經理變得多餘；畢竟，在一個由多頭情緒主導的市場中，誰還需要避險呢？然而，過去的表现往往不能預示未來的表現 – 這句話對於隨著總經環境演變的避險基金尤其適用。

複雜世界中的複雜策略。後疫情時代為投資人帶來過去從未考慮的新因素。國際關係問題變得更加突出，全球化正在改變，資產報酬越來越受政治的影響，而不是經濟。東歐和中東的戰爭持續也提醒我們，和平在人類歷史上並非永久常態。在這種不確定性下，專注於總經策略的避險基金可能是傳統股六債四投資策略的良好避險工具，因為傳統投資組合的報酬主要來自經濟情勢。

## 地緣政治風險成為新常態



資料來源：Economic Policy Uncertainty · 星展集團 2024年6月

受惠於分歧。隨著各國央行收回流動性，公司基本面開始變得重要。變幻莫測的政治環境也意味著，經理人可以在政策變化中辨別出贏家。本質上，alpha (超額報酬) 可能會重新成為總報酬的關鍵因素。事實上，最近各行各業 (大型科技企業與其他公司) 和地區 (美國與中國) 表現分歧已經顯示出，經理人有充足的機會來創造 alpha。

### 市場表現分歧，創造alpha的機會

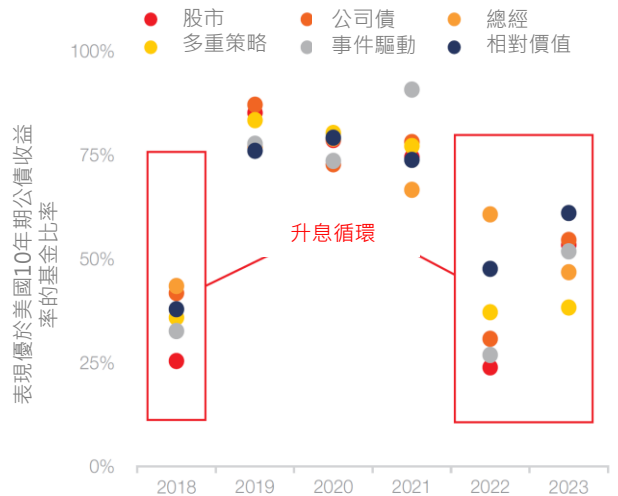


資料來源：彭博·星展集團 2024年6月

**避險基金的新生跡象。**儘管2010年代被稱為“失落的十年”，但避險基金的表現在2023年已大幅改善。Preqin的避險基金指數截至2023年9月為止上漲了5.9%，年化報酬率為8.0%。雖然從報酬的角度來看，避險基金的表現仍不如全球股市和股六債四的投資組合，但它們擁有較高的夏普值，這顯示風險調整後的報酬優於其他投資。

**一線希望。**然而，高利率對避險基金構成威脅。隨著主要央行在2022年升息，多數避險基金的策略無法提供高於美國10年期公債收益率。然而，2022年的利率快速上升代表了一次性的重新調整；而且，美國聯準會（Fed）已明確排除升息的可能性。

### 僅少數避險基金能跟上較高的利率



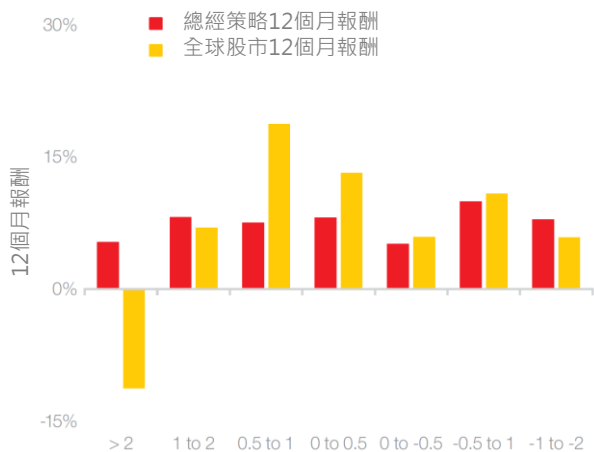
資料來源：Preqin·星展集團 2024年6月

## 避險基金、全球股市和全球債市在後疫情時代與疫情前五年的風險和報酬數據比較

項目	2020年1月至2023年9月			2014年12月至2019年12月的五年		
	Preqin全避險基金指數	全球股票	彭博全球綜合指數	Preqin全避險基金指數	全球股票	彭博全球綜合指數
報酬	8.2%	6.9%	-4.0%	6.8%	8.7%	2.3%
風險	9.7%	19.2%	7.4%	4.5%	11.6%	4.4%
夏普值	0.67	0.27	-0.75	1.26	0.66	0.28
Sortino值	3.08	1.59	-3.71	6.3	3.22	1.47
Omega值	1.94	1.36	0.68	2.84	1.79	1.48
條件風險值 ( CVaR · 95% )	-6.0%	-10.0%	-4.7%	-2.6%	-7.2%	-2.8%
股票的貝他值	0.46	1.00	0.25	0.36	1.00	0.04

資料來源：Preqin · 星展集團 2024年6月

## 全球總經策略在利率快速變化時期的表現最佳



資料來源：Preqin · St Louis Fed · 星展集團 2024年6月

最後，投資人不應忽視對投資組合增加避險基金策略所帶來分散風險的效益。雖然疫情前避險基金因市場的低波動度而表現不佳，但2020年代見證了避險基金策略報酬更廣泛分散，這可望增強傳統平衡投資組合的風險報酬特性。

### 總經避險基金策略對其他策略和主要資產類別的相關性偏低

2020年9月至2023年9月避險基金策略和主要資產類別報酬相關性 (月度)

	總經策略	所有策略	股票策略	事件驅動策略	信用策略	相對價值策略	多元策略	全球股市	彭博巴克萊全球綜合指數	彭博巴克萊商品指數
總經策略	1.00									
所有策略	0.71	1.00								
股票策略	0.70	0.98	1.00							
事件驅動策略	0.78	0.96	0.95	1.00						
信用策略	0.57	0.89	0.90	0.87	1.00					
相對價值策略	0.68	0.91	0.91	0.92	0.87	1.00				
多元策略	0.76	0.99	0.98	0.98	0.90	0.92	1.00			
全球股市	0.56	0.88	0.90	0.80	0.79	0.74	0.86	1.00		
彭博巴克萊全球綜合指數	0.24	0.59	0.65	0.48	0.67	0.50	0.58	0.68	1.00	
彭博巴克萊商品指數	0.64	0.46	0.45	0.54	0.47	0.43	0.52	0.39	0.25	1.00

資料來源：Preqin · 星展集團 2024年6月

# 太空新領域

專題策略  
2024年第3季

過去40年，發射太空船的成本下降了約98%。同時，太空經濟爆炸性成長，預期到2027年將達到7,720億美元。星展集團研究相關主題，並解釋了為何它將超越太空旅遊，並探討投資的未來以及人類的影響。



# 太空新領域

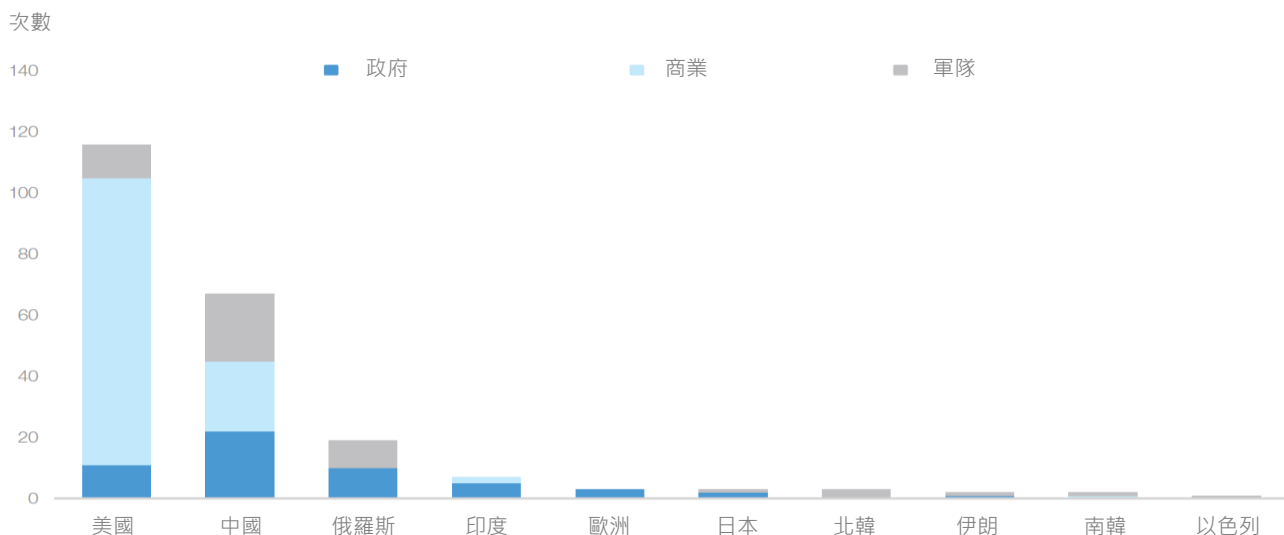
不久前，人類在月球上踏出了第一步。1969年，Neil Armstrong（阿姆斯壯）成為第一位踏上月球的人類，他在具有歷史意義的一天說：“這是個人的一小步，卻是人類的一大步。”這句話見證了美國阿波羅計劃的成果；這個計劃是美國在冷戰時期太空競賽期間，回應蘇聯1957年發射人造衛星Sputnik 1（史普尼克1號）而制定的。

然而，這個躍進的承諾，停滯了數十年。20世紀80年代，挑戰者號太空梭升空73秒後發生爆炸的悲劇，以及冷戰結束世界逐漸走向和平的新時代，人類的

太空探索進程逐漸放緩。然而，近年來，人類對太空霸權的追求再次浮出檯面，從地緣政治和科技競賽演變成包括各國政府和民間企業的多方面合作。

過去數十年，太空探索在國際合作的新時代下迎來了指數級成長，國際太空站（ISS：International Space Station）的建立便是很好的證明，它象徵著全球在太空研究和探索方面的夥伴關係。民間企業的加入（包括SpaceX、Blue Origin和維珍銀河）也為太空產業注入了活力，藉由創新和競爭帶動科技進步並降低成本。

## 2023年按國家和類別劃分的發射嘗試



**美國在太空競賽領域處於領先地位：**蓬勃發展的商業化獲得勝利。美國仍是太空探索領域當之無愧的領導者，發射的火箭數量超過其他國家。2023年，美國進行了116次發射，占全球總發射量的52%，而中國、俄羅斯和印度分別以30%、8.5%和3.1%緊追在後。與多數政府和軍方倡議仍主導太空產業的情況不同，美國受惠於高度商業化太空產業，商業發射占美國總發射量的81%。這種將太空探索私有化模式的轉變不僅刺激了創新並擴大了可及性，也為其他國家樹立了榜樣。

**藉由降低成本帶動太空經濟：可重複使用火箭和小衛星的興起**

歷史上，由於太空探索相關的成本高昂，因此也限制該產業的發展主要倚重於政府機構的支持。然而，太空探索在過去數十年經歷了戲劇性的轉變，這在很大程度上要歸功於商業化的努力；而這些努力顯著的降低進入太空的財務門檻。以下是太空探索的關鍵創新：

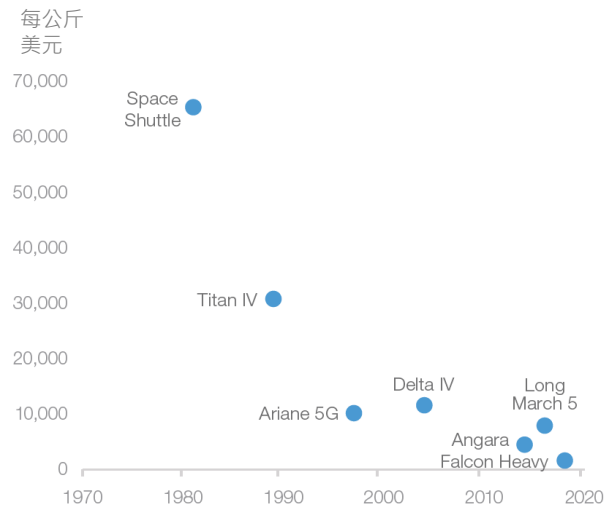
1. 可重複使用火箭的運行
2. 小型衛星 ( SmallSats ) 的激增

**1. 可重複使用火箭的運行：**過去，發射火箭最大的成本是打造只能使用一次的火箭。儘管類似NASA ( 美國太空總署 ) 的政府機構已投入大量資源發展可重複使用火箭的概念，但卻是由SpaceX等民間企業的開創性努力將這項技術推向新境界。

2015年12月，SpaceX的Falcon 9 ( 獵鷹9號 ) 運載火箭是一個經過精心設計藉以實現可重複使用的兩節火箭，這個旅程達到了一個重要的里程碑，也就是開發了一個能夠重複使用並安全回到地面的火箭。SpaceX突破性的成就有效的降低發射火箭費用最高的部份，並節省了太空探索的成本。

根據戰略與國際研究中心 ( CSIS ) 的研究，低軌衛星 ( LEO ) 的發射成本已經從1981年的每公斤約6.54萬美元降至2020年 ( 2021財年 ) 的1.5萬美元，下降約98%。隨著可重複使用技術的進步和更普及，星展集團預期，重複使用率可望提升，並使發射成本進一步降低。

**低軌衛星發射成本 ( 通膨調整後 )**



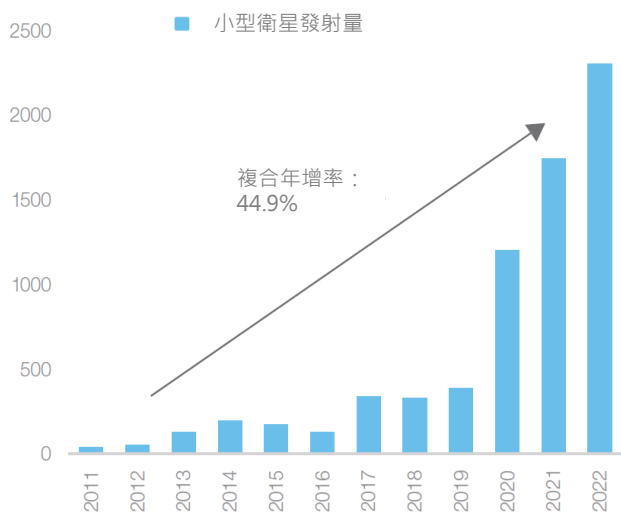
資料來源：CSIS Aerospace Security Project · 星展集團 2024年6月



2. **小型衛星 ( SmallSats ) 激增**：太空越來越擁擠，但衛星的體積則是越來越小。根據太空基金會數據庫，2012年以來，衛星的平均質量大幅減少了約80%，從2012年的2,1548公斤降至2022年的僅431公斤。這種轉變是由於小型衛星功能不斷提升所帶動的科技進步。

根據NASA的定義，小型衛星為質量小於180公斤且尺寸不超過「大型廚房冰箱」的衛星。不同於造價昂貴的大型衛星，小型衛星可以使用商用零件大量生產，這使得它們更便宜，因此更容易普及至不同的機構。

### 全球小型衛星的發射量呈上升趨勢



資料來源：Statista，星展集團 2024年6月

因此，全球小型衛星的發射量呈上升趨勢，根據Statista，2011年發射了39個小型衛星，至2022年則是發射了2,304個，複合年增率為44.9%。

### 太空經濟投資的貨幣化

隨著太空經濟吸引投資人、超富裕人士 ( ultra-high-net-worth : UHNW ) 和企業的興趣日益濃厚，星展集團詳細探討這個快速擴張的產業蓬勃發展的主要投資專題，即：

1. 太空經濟領域的佈局策略
2. 定位、導航和計時系統 ( PNT : Position Navigation and Timing )
3. 地球觀測
4. 太空旅遊

#### 1. 太空經濟領域的佈局策略

蓬勃發展的太空經濟為投資人提供了一個良好的機會，可以藉由佈局太空事業不可或缺的工具和服務獲利。踏上太空任務的公司將依賴太空船 ( 包括衛星和運載火箭 ) 來執行任務。此外，這些太空船的成功部署取決於高效且可靠的發射服務。星展集團在以下領域觀察到一些機會：

- 發射服務
- 太空領域相關的製造

**發射服務：**發射服務對整個太空經濟至關重要。根據 Allied Market Research，2022年發射服務市場價值約139億美元，預期至2032年將成長至473億美元，複合年增率約13.4%。過去是由政府主導計畫，現在則是由民間企業透過科技突破和創新的商業模式重塑太空。

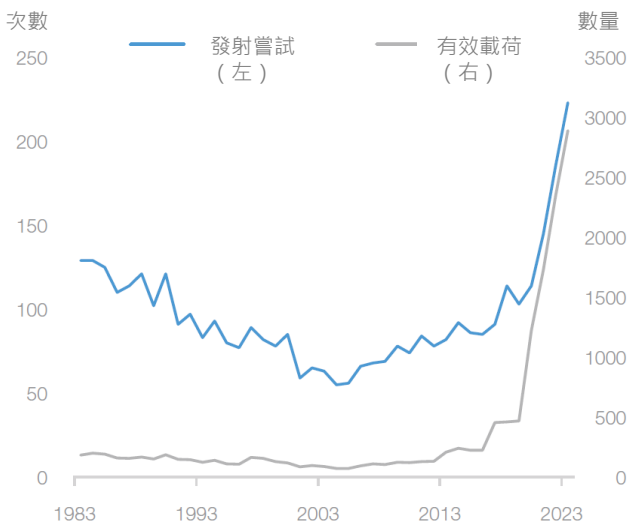
發射服務支撐著太空領域更廣泛的應用。例如，通訊、地球觀測和導航衛星的部署取決於發射能力的可用性。這些太空領域的服務也加惠下游產業，從全球連線和精密農業到天氣預報和環境監測，並成為太空經濟的關鍵推手。

近年來，民營太空公司在發射嘗試和有效載荷已高於政府主導的任務。這種轉變凸顯了SpaceX、聯合發射聯盟（波音和洛克希德馬丁的合資企業）和Rocket Lab等公司在現代太空經濟中扮演的重要角色。

**太空領域相關的製造：**相關的製造包括生產運載火箭、衛星和太空船零組件，這些零組件對於從電信到地球觀測等活動至關重要。太空相關製造本質上屬於材料科學和工程等多項學科的前沿。

根據Mordor Intelligence，單是衛星製造市場，2024年的預估規模已有2,449億美元，預期到2029年將成長到3,896.9億美元，複合年增率為9.73%。

### 發射嘗試和部署的有效載荷



資料來源：The Space Report，星展集團  
2024年6月

## 2. 定位、導航和計時系統 ( PNT : Position Navigation and Timing )

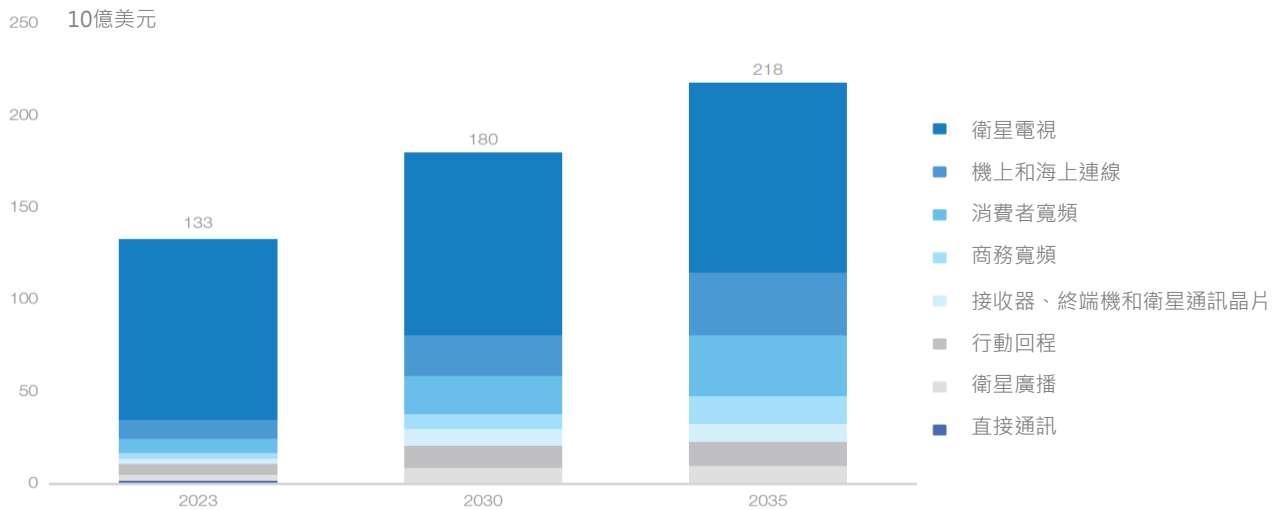
**太空經濟的支柱。** 衛星在全球通訊至關重要，並促使世界各地的資訊傳輸。世界經濟論壇的估計顯示，" 骨幹 " 應用，例如用於通訊和導航的衛星 ( GPS ) 和運載火箭，約占太空經濟總量的50% ( 2023年約3,300億美元 )。與此同時，Market.us預測，衛星通訊市場將從2022年的761億美元成長到2032年的1,827億美元，複合年增率為9.4%。

衛星通訊網路支撐著從偏遠地區的電話通訊和網際網路存取到現場直播和

安全的軍事通訊等。通訊網路與定位、導航和計時系統的應用密不可分，因為它們通常依賴衛星系統提供的精確計時和定位功能來確定位置、同步時間和導航路線。

**全球導航衛星系統 ( GNSS )。** GNSS是提供準確定位、導航和計時資訊給全球使用者的衛星。雖然許多人稱之為全球定位系統 ( GPS )，但這只是眾多GNSS中的一種。例如，俄羅斯擁有的全球導航衛星系統 ( GLONASS )，中國的北斗衛星導航系統和歐盟的伽利略系統。雖然這些系統獨立運作，但又彼此合作，因為GNSS接收器可以利用來自多個衛星的訊號來提高準確性和可靠性。

### 商業通訊的營收呈現成長



資料來源：World Economic Forum · 星展集團 2024年6月

**強大PNT系統的重要性。**美國商務部進行的一項研究顯示，1980年代以來，GPS已經為美國經濟貢獻了約1.4兆美元。沒有GPS的一天可能導致超過10億美元的損失，在農民播種的季節等關鍵時期，這個金額可能飆升至450億美元。這些數據證明GPS是支持各產業基本經濟活動不可或缺的關鍵工具。

隨著太空經濟持續成長，衛星科技、小型化和小型衛星的進步使部署和操作衛星系統的成本大幅降低，而發射的可靠性和頻率的提升將促進大量新應用的發展。

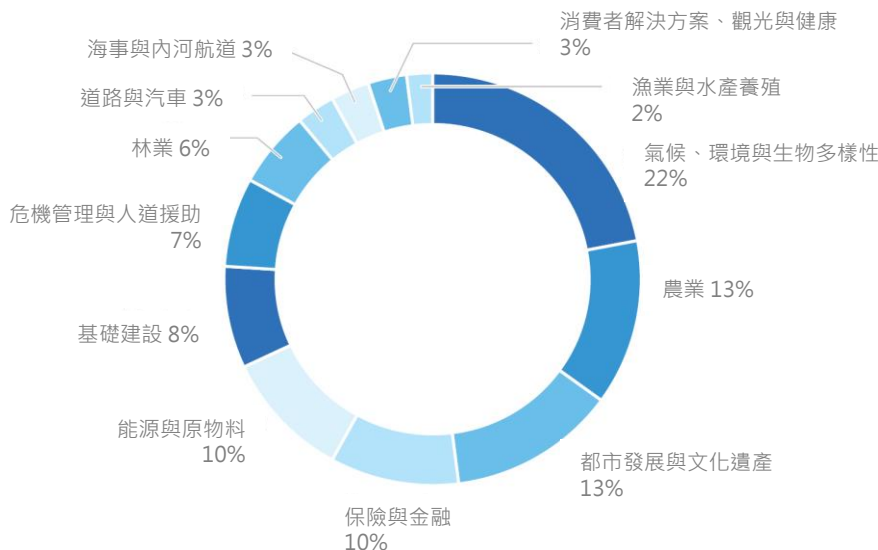
### 3. 地球觀測

地球觀測過去主要用於天氣預報、災害監控和生物多樣性評估，現已經歷了一場非凡的演變，擴大在許多產業的影響力，成為一個功能強大的工具，具有廣泛的應用，甚至滲透到金融和保險等領域。

在地球觀測的領域當中，歐盟太空計畫 (EUSP) 已經確定了12個具有可量化收入來源的市場。

根據Verified Market Reports，基於衛星的地球觀測服務市場將從2023年的38億美元穩健成長至2030年的113億美元，複合年增率為6.52%。地球觀測市場的巨大成長可歸因於兩個關鍵因素：

### 地球觀測收入分類



- 感測技術的進步
- 地球觀測數據需求的增加

**感測技術的進步：**這引發了衛星影像和地理數據的品質、解析度和覆蓋範圍的革命。值得注意的是，空中巴士 Pléiades Neo 衛星和Maxar的Legion 衛星等創新已提高了空間解析度，實現了精細到30公分的底面取樣距離（GSD）。

**對地球觀測數據的需求持續增加：**根據麥肯錫，高解析度地球影像將從每平方公里約1.75億張影像成長到2030年的5億多張影像，複合年增率為14%。對數據需求的增加主要來自於更廣泛的產業使用。

此外，關於環境管理的監管要求不斷提高，以及納入環境、社會和治理（ESG：Environmental、Social和Governance）倡議的迫切需要，已促使企業利用地球觀測數據來實現這些目標。

#### 4. 太空旅遊

2001年，美國商人Dennis Tito成為第一位太空遊客，他在支付了2,000萬美元的費用後，乘坐俄羅斯聯盟號太空船前往國際太空站（ISS）。這也顯示，只要有財力，個人就可以前往太空旅行。在那之後，激勵了一代又一代的太空遊客。

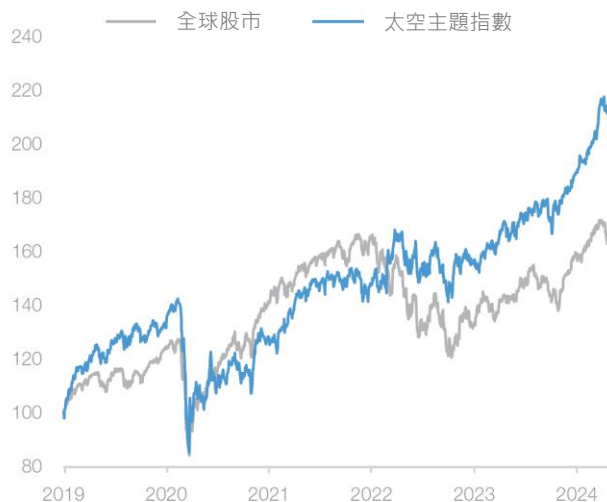
隨著科技進步降低了太空旅遊的成本，曾經價格高達數百萬美元的亞軌道旅程，現在只要25萬至45萬美元。這種可及性也引起富人的興趣。Polaris Market Research預測，太空旅遊產業將大幅成長，從2024年的12億美元成長至2032年的279億美元，複合年增率高達47.4%。

根據世界經濟論壇，直到2035年，太空旅遊營收可能僅限於尋求太空旅行體驗的超高淨值客戶。然而，隨著成本持續下降，太空旅遊將變得更加實惠，為更廣泛的民眾開放體驗。這不僅會使太空旅遊更普及，還會擴大太空旅遊的市場，並有可能轉變為主流產業。

## 在強勁基本面的支撐下，太空相關主題表現相對較佳

星展集團建構了 " 太空主題指數 "，其中包括對太空產業有意義佈局的企業。2019年以來，這個指數的表現優於全球股市約51%，這證明了太空產業強勁的成長軌跡。隨著與太空經濟相關的次投資主題獲得關注，星展集團預期這樣的動能可望帶動相關產業呈現指數性的成長。除了強勁的股價表現之外，與太空相關的公司也擁有比大盤更高的股東權益報酬率 ( ROE )，分別為23.5%與14.4%。這種趨勢突顯了太空相關投資的吸引力與潛力。

## " 太空主題指數 " 表現優於全球股市



資料來源：彭博 · 星展集團 2024年6月

**重要注意事項及聲明:**

本文件所載資料（“有關資料”）僅供參考，並未針對任何特定人士的特定投資目標、財務狀況、風險承受能力或其特定需求而提供。有關資料並不構成任何申購或買賣任何投資產品或服務之推介、要約、要約之引誘、投資建議、或誘導任何人進行任何交易或建議其採取任何避險、交易或投資策略。本文件提及之經濟走勢看法不必然代表投資之績效，在任何情況下，有關資料並非、亦不應被視作或依賴為任何投資建議。

除非另有書面協議，星展銀行（台灣）（“本行”）並非您的投資顧問或受託人，本行亦不會對您或對任何人士因使用本文件或信賴有關資料而引起之任何損失或後果承擔任何責任。有關資料雖由本行認為可靠的資料來源獲得，惟本行並未就有關資料之準確性、完整性或適時性作出任何性質之陳述或保證；並且本文件所引用之訊息僅係市場之過去表現，並非未來表現之保證，市場之狀況訊息萬變，有關資料所有的資訊、觀點及任何所提及的價格均可能隨時間而有所調整或改變而不再另行通知。

在任何情況下，本行均不就未來市場表現提供任何擔保或保證。任何人士於作出任何投資決定前，均應詳閱相關產品或服務之說明、銷售文件、風險說明及其他相關文件，並應針對本身之特別投資目標、財務狀況、風險承受能力、特別需求以及相關產品或服務之銷售文件中所揭露之風險因素，自行衡量相關產品或服務是否為適合您之投資標的或尋求專業財務顧問之建議後，始決定是否進行相關投資或交易。

若您決定不作該等諮詢，亦應審慎考慮本文件所載任何產品對您是否適合。本文件不得由任何人士在本文件所提及之服務及產品未獲准在當地提供或將違反當地法例或規則之任何司法管轄區內散佈，亦不得向不合法的任何人士散佈，並且不構成對該人士作出推介、要約或邀請、建議。本文件之智慧財產權屬於本行所有，非經本行事前同意或授權，不得任意複製、轉載、引用、抄襲、修改、散佈或為任何其他方式之使用。