

# 2024年第4季 投資總監洞察

## 理想時機

### 聯準會焦點轉變

隨著物價趨於穩定，美國聯準會（Fed）已表示是時候開始降息。預期9月大幅降息50個基點將提高經濟軟著陸的可能性，並有利於風險資產的表現。

### 股市的漲勢將擴大

股市多頭走勢可望持續，並擴散到過去表現落後類股。美國大型科技類股和人工智慧（AI）相關主題的長期成長趨勢仍然良好。星展集團認為，可將不動產投資信託納入收益型資產投資組合。

### 維持較長天期的存續期間策略

隨著Fed降息，收益率曲線陡峭化將有利於長天期債券。將閒置資金以「槓鈴式」策略佈局投資等級債券，例如平均存續期間介於5至7年，並保持平均信用評級為BBB。

### 看好另類投資

黃金、避險基金和私募資產等是非市場方向性（non-market directional）的報酬來源之一。與全球市場低度相關對這類資產而言是較有利的趨勢。



# 目錄

- 03 重點摘要
- 04 資產配置
- 24 美國股市
- 29 歐洲股市
- 34 日本股市
- 39 亞洲不含日本股市
- 45 全球信貸
- 52 外匯市場
- 57 大宗商品
- 66 另類投資：黃金
- 73 專題策略：東協投資策略

# 重點摘要

親愛的貴賓您好，

過去兩季，我們曾經提到風險性資產仍可望有較佳的表現。進入第4季，在美國聯準會（Fed）大幅降息50個基點，美國經濟呈現軟著陸的機會增加，因此仍是佈局風險性資產的理想時機。

在那之後，債市和股市持續呈現上揚走勢。近期，原本表現較為落後的非科技類股開始出現優於美國科技類股的情況。儘管如此，我們仍認為，應以「槓鈴式」投資策略長期佈局；槓鈴的一端配置成長型資產，槓鈴的另一端則是配置收益型資產。

即使近期市場波動，大型科技股在成長型資產中仍然表現突出。與2000年網通泡沫不同，目前人工智慧（AI）革命是由自由現金流所帶動，而不是藉由債務來支持。這可以從許多大型科技企業擁有大量現金，且具備穩健的獲利能力獲得證明。我們認為，AI革命仍處於早期階段，且仍然具有巨大的成長潛力。

在漲勢擴大的主題部份，我們看好亞洲股市，因為它們將受惠於利率下滑和弱勢美元以及中國最近的刺激措施。特別是過去幾年表現不佳的東協（ASEAN）市場，未來可望有較佳的表現。

收益型資產部份，長天期投資等級債券提供穩定的現金流，且隨著美國聯準會進入降息循環，這些債券存在資本利得的機會。我們也看好亞洲不動產投資信託（REITs），例如新加坡不動產投資信託（REITs），因其評價面較具吸引力且負債結構良好。

另類投資仍然在我們的投資組合中佔據一席之地，預期黃金、避險基金和私募資產等將提供非相關性的報酬來源，或稱之為超額報酬（alpha）。

希望您喜歡這份報告，並祝您在今年最後一個季度的投資取得豐碩成果！



侯偉福 · CFA  
星展集團投資總監



Source: Unplash

# 理想時機

資產配置  
2024年第4季

美國聯準會（Fed）目前的寬鬆週期與1995年類似。經濟韌性和Fed降息，以及推動生產率提升的顛覆性科技進步，是風險資產的有利因素。在公債收益率下滑和弱勢美元的環境下，可佈局黃金、東協股市和亞洲不動產投資信託（REITs）。

# 2024年第4季 投資觀點摘要



## 總經政策

美國聯準會意外降息50個基點，開啟降息週期。歐洲央行今年年底前會再降息25個基點。日本央行目前維持利率穩定，預期2025年第1季將再升息。中國推出新支持性的刺激措施。



## 經濟展望

聯準會大幅度降息50個基點將增加經濟軟著陸的可能性，避免經濟陷入衰退。亞洲出口優於市場預期，主要受惠於電子產業的上升週期。



## 股票市場

成長放緩和弱勢美元應該有利於公用事業、消費必需和醫療保健等更具防禦性的類股。預期利率下降有利於東協股市和亞洲不動產投資信託 (REITs) 表現。



## 債券市場

持續看好評級為A/BBB的公司債。可採取槓鈴式存續期間策略，同時佈局1至3年和7至10年的投資等級 (IG) 公司債。預計歐洲公司債和MBS具投資價值。



## 利率

由於進入降息循環，美國和歐洲公債收益率曲線將趨於陡峭，而BOJ則是持續逆勢緊縮，這意味著日本公債收益率曲線將趨於平坦。預期中國公債收益率將呈現下滑。



## 外匯市場

在經濟軟著陸情境下，聯準會開始降息循環，預期美元指數 (DXY) 將跌破100。亞洲地區的出口復甦，可望支撐亞洲貨幣表現。



## 另類投資

隨著降息，黃金價格可望進一步上揚。在私募市場，由於在IPO和購併退出環境趨緊的情況下對流動性的需求增加，次級市場呈現成長趨勢。



## 大宗商品

軟性大宗商品價格因經濟動能放緩而走低。在供需有利的情况下，油價可望觸底回升。預期貴金屬將持續表現優異。



## 專題

東協受惠於「中國+1」戰略經濟。低利率和弱勢美元可望有助於支持強勁成長動能。



## 專題：東協 ( ASEAN ) 市場

儘管面臨阻礙，東協仍然保持強勁的成長動能。國內需求具韌性，勞動市場緊縮和穩定的物價，加上強勁的旅遊業和出口復甦，都是帶動成長的關鍵因素。隨著低利率和弱勢美元的預期，作為一個戰略經濟體的東協市場將迎來更多有利的條件。

每個東協國家都有其獨特的特色和成長題材，涵蓋製造業、資源豐富的商品生產國和金融服務提供商。這些因素共同提升了該地區作為重要投資區域的吸引力。

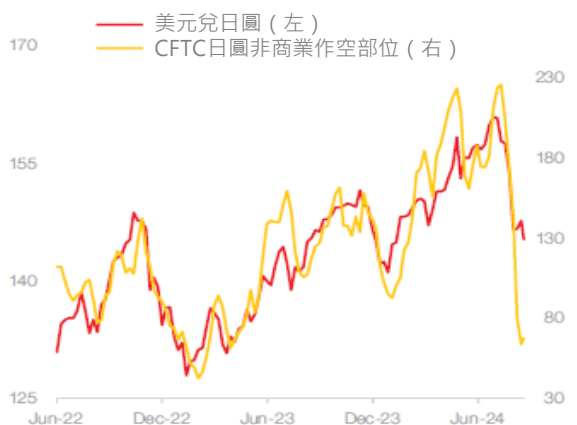


# 資產配置

「滿是喧嘩與騷動，卻毫無任何意義」。莎士比亞的名劇《馬克白》中的這句名言，恰如其分地描述了8月市場風險性資產的劇烈波動。當時交易員在日圓套利交易平倉的過程從欣喜若狂轉變為絕望，而就在那一刻，美國聯準會（Fed）的利率態度從呼籲“耐心”轉為迫切需要降息。並在9月的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議上如市場預期開啟降息循環。此次降息幅度高達50個基點，顯示Fed的重要轉捩點，且“利率點陣圖”也暗示著未來將可能繼續降息。隨著Fed利率態度的轉變，風險性資產呈現反彈，而8月的日圓套利交易平倉的賣壓目前似乎也已經結束。

星展集團認為，市場如此劇烈的波動是美國落後的貨幣政策和投資人情緒高漲的典型副產品，而市場波動是革命性的科技創新（例如生成式人工智能）所引發。到目前為止，很明顯Fed對通膨目標的執著在經歷結構性轉變，且瞬息萬變的世界是有問題的。其決策架構“依賴數據”，加上缺乏政策前景，意味著央行將永遠在追趕數據，並落後趨勢。Fed主席鮑威爾也承認利率前景並沒有“預設”路徑。若通膨比預期更加頑固，Fed可能再次轉向。

## 日圓交易套利平倉目前似乎已結束



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

## 公債收益率曲線的利差反映市場對未來衰退風險偏高的預期



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

投資人目前預期12個月內出現衰退的可能性很高。由於近期市場波動和Fed的政策慣性，此類假設表面上看來合乎邏輯。然而，必須清楚區分經濟現實和投資者的恐慌情緒。基於以下因素，星展集團認為美國經濟軟著陸的基本假設依然穩固：

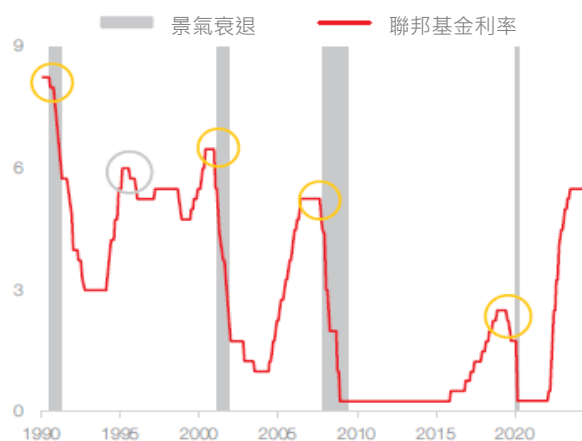
- 美國消費仍然穩健，零售銷售和就業數據顯示，並未出現即將衰退的跡象。2023年年中以來，企業獲利一直普遍處於上升趨勢，這有利於消費。
- 次貸危機以來，家庭和企業的資產負債表已大幅去槓桿並保持穩健。
- 最重要的是，Fed擁有充裕的貨幣寬鬆緩衝，因為聯邦基金利率高於30年平均水準約243個基點。

若這個假設成立，有合理的理由相信漲勢將持續擴大。根據傳統智慧，降息（及公債收益率下降）對風險資產是有利的，至少從現金流折現的角度來看是如此。由於積極降息週期的開始通常領先重大衰退，因此Fed的寬鬆政策與股市表現之間的關係並非那麼直接。

1986年以來，曾經發生過四次。例如，網路泡沫的破滅，Fed在30個月內將利率從6.5%降至1%，降幅達550個基點，因為經濟衰退在2001年2月開始。接下來，在次貸危機期間，隨著經濟急劇惡化，Fed再次以積極的方式降息。在這四次中的每一次，標普500指數在隨後的12個月平均下跌3%。

相反地，曾經有一次Fed採取寬鬆政策並未發生經濟衰退的情況，那就是1995年。在首次降息後，由於網際網路的出現開啟了一場新的工業革命，並將經濟活動推向另一個層次，標準普爾500指數在隨後的12個月上漲約13.9%。

### Fed降息通常在經濟衰退之前



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月



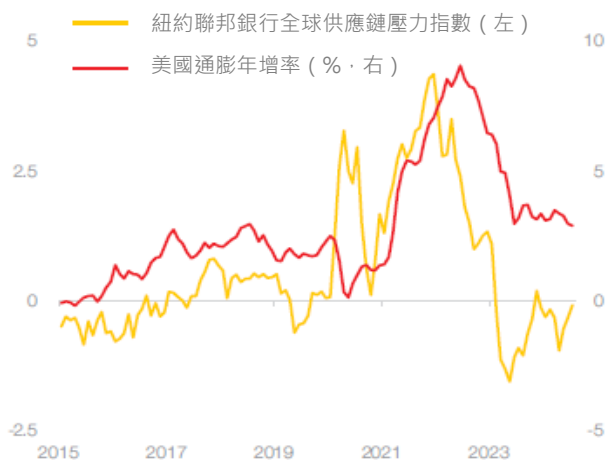
**為何目前的市場週期感覺像是1995年的重演？**目前Fed寬鬆週期與1995年之間有幾個相似之處。回顧一下，1994年，Fed展開了現代史上最積極的緊縮週期之一，試圖控制通貨膨脹並防止經濟過熱。然而，到了1995年年中，由於通膨壓力緩解，Fed態度轉變，在六個月內降息三次，開始中期寬鬆週期。

Fed在2022年開啟貨幣緊縮循環。面臨全球供應鏈中斷和地緣政治緊張局勢下的螺旋式通膨，Fed積極升息以應對數十年來最高的通膨水準。

現在，隨著新的貨幣寬鬆週期來臨，星展集團認為，目前的局勢在經濟和技術面都反應類似1995年的情況：

- 經濟情勢**：1995年的經濟在幾個層面與目前局勢非常相似。例如，1995年時美國GDP年增率均值為3.0%，這與目前的水準相當。當時，由於低失業率和工資上漲支撐了需求，消費者支出也經歷了穩定的增長。以下是1995年和2024年的主要相似之處：

### 疫情期間，全球供應鏈中斷導致美國通膨上揚



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

### 1995年與2024年的比較

	1995年 上半年	2024年 上半年
通膨	3.3%	3.0%
消費支出	2.3%	1.9%
工資增長	5.9%	4.9%
失業率	5.6%	3.9%

資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

- 科技創新 - 網際網路 vs. 人工智能 (AI)：1990年代見證個人電腦的快速崛起，更重要的是網際網路。Windows 95 和 Netscape Navigator 的推出是讓網際網路普及大眾的關鍵時刻。

現階段的AI熱潮反映了1990年代的個人電腦/網際網路時代，機器學習和神經網路的突破推動了企業和消費者的廣泛採用。2022年ChatGPT的推出帶動了新一波由AI驅動的創新，在許多方面，它對科技創新的影響類似 Netscape Navigator 和 Windows 95。

經濟韌性和Fed貨幣寬鬆的組合，加上推動生產力增長、革命性的科技進展，將成為目前風險性資產的重要驅動力，就像1990年代中期一樣，那是一個“大穩健時期”，在經歷了70年代和80年代的極端波動之後，通膨最終趨於穩定。

Fed主席鮑威爾經常稱讚長期經濟擴張時期為理想狀態，而副主席Jefferson則認為90年代中期與目前情況有相似之處。如果他們的評估是正確的，基於歷史趨勢，風險資產在未來幾季表現良好的可能性很高。星展集團的分析顯示，漸進式降息在24個月內的表現比積極降息時期高出63個百分點。

前瞻本益比部份，標普500等權重指數目前相較美國大型科技企業（以紐約證券交易所FANG+指數為代表）約折價50%，且高於長期平均折價的40%。預期目前股市的漲勢將擴及科技股以外的其他領域，因為公債收益率將呈現下滑。

### 美國非科技類股相較大型科技股折價幅度大



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

## 成長放緩，但不是衰退：如何從較低的債券收益率中獲益？

經濟成長放緩和就業市場疲軟的跡象促使Fed放慢步伐並轉向貨幣寬鬆政策。儘管軟著陸（不衰退）仍然是星展集團的基本情況假設，但成長確實在放緩，這正是問題的關鍵所在。理論上，從評價面角度來看，較低的債券收益率對高成長產業有利。然而，隨著經濟動能減弱，此優勢將被較弱的總體需求所抵消。

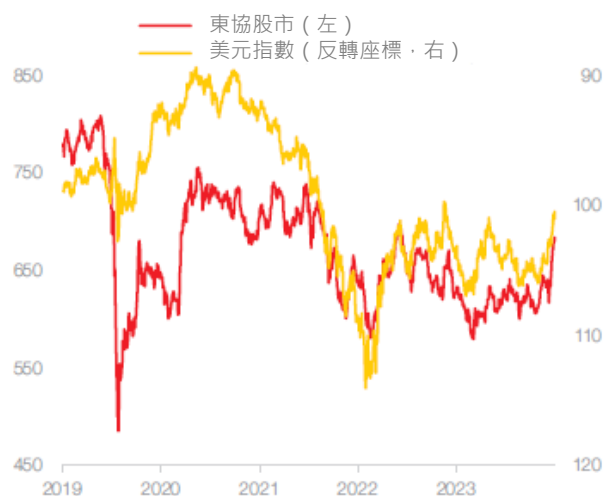
為了應對這種獨特情況，應增加對風險資產的曝險，這些資產具有以下特質：（1）儘管總體經濟趨緩，但需求仍具有韌性，和/或（2）受惠於債券收益率下滑和弱勢美元。包括：

- **東協股市**：東協擁有6.72億人口，隨著其年輕人口擁抱數位化，成為一個巨大的內需消費市場。“中國+1”策略也讓越南等國受益，因為該國提昇了價值鏈，並轉向生產智慧型手機和電動車。

經濟方面，預計東協6國的商品出口將在今年下半年繼續保持強勁的增長趨勢。根據星展集團經濟學家的預測，2024年東協6國的經濟成長可望實現4.7%的年增長率（去年為4.2%）。預期具有韌性的經濟前景，加上債券收益率下滑和弱勢美元，將有利於東協股市表現。

2000年以來，東協股市相對於全球股市表現與美元呈現密切的負相關。

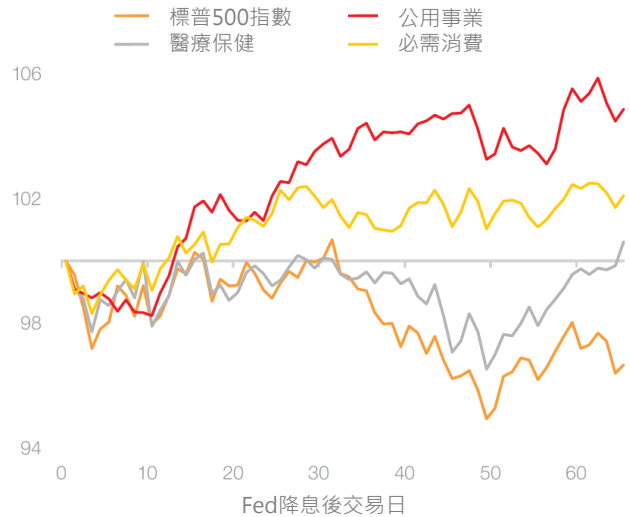
### 東協股市受惠於美元疲軟



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

- 防禦性類股：公用事業、必需消費和醫療保健。**以標準普爾500指數為代表，評估各類股在過去降息週期中的表現；數據顯示，公用事業、必需消費和醫療保健類股在開始降息後的三個月通常會表現優於大盤。支持表現優於大盤的因素在於，這些類股提供基本生活必需品，營收需求缺乏彈性。最重要的是，公用事業類股還提供高於平均水準的3.0%股息收益率（高於標準普爾500指數的1.4%），對於尋求收益的投資人具有吸引力。

### Fed首次降息後，公用事業、必需消費和醫療保健類股表現較佳



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

- 亞洲不動產投資信託 (REITs)：**REITs (尤其是亞洲) 是降息的主要受惠者，因其具有高槓桿率且對融資成本敏感。隨著Fed採行貨幣寬鬆政策，亞洲REITs可望受益：

- 融資成本降低：**REITs的核心商業模式為利用債務為其不動產交易融資。利率下降將降低融資成本並提高利潤率。這反過來又會為投資人帶來更高的收益，使REITs成為更具吸引力的收益來源之一。
- 較高的股息收益率：**亞洲REITs提供約6.0%的具吸引力的股息收益率，提高其在債券收益率下滑環境中對收益投資人的吸引力。美元疲軟將促使全球投資人在美國以外尋求更高的報酬。

### 亞洲REITs與債券收益率之間存在負相關性

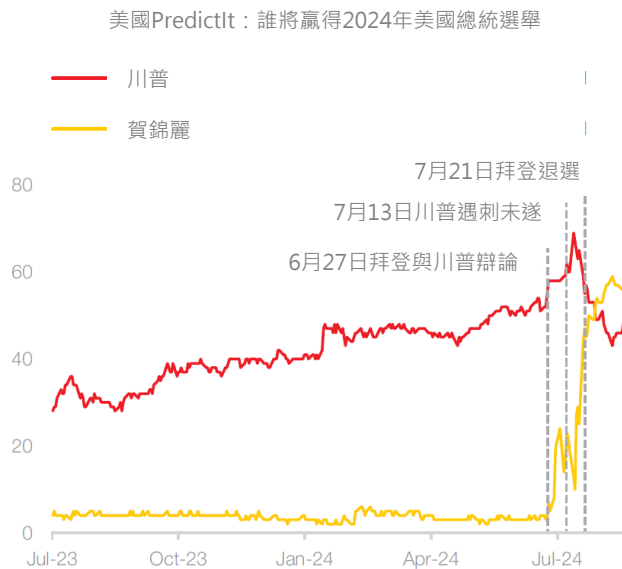


資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

- **黃金**：由於黃金是無息資產，與美元之間通常呈現逆相關。隨著Fed開始採取寬鬆貨幣政策，美元將可能逐漸走弱。地緣政策部份，中東和俄烏衝突加劇，也進一步推動了黃金的需求，因為投資人在波動的環境下將尋求避險性資產。

多國央行對黃金的淨購買在2024年6月仍然強勁，達119.2噸。根據世界黃金協會（World Gold Council），未來黃金在全球儲備中所佔的比例將會增加。這也反應了黃金作為去美元化和貨幣貶值擔憂的避險工具地位可能正在上升。

## 2024年美國總統選舉民調



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

## 美國總統選舉：對跨資產的影響為何？

2024年美國總統選舉即將來臨，市場正為潛在的波動做好準備，因為民主黨和共和黨候選人間存在鮮明的政策差距。由於兩黨在國會存在極端的政治對立，美國正處於十字路口。這次選舉相當關鍵，因為結果可能深刻重塑財政、貿易和貨幣政策。

觀察民調的變化，共和黨候選人川普憑藉以經濟民族主義為核心的競選活動，最初獲得強大的支持領先民主黨候選人現任總統拜登。然而，選戰出現重大變化，拜登宣佈不再競選連任，副總統賀錦麗獲得民主黨提名。之後賀錦麗的支持率逐漸上升，目前民調顯示她當選的機率可能較高。

隨著選舉將在11月5日進行，情勢將持續變化，瞬息萬變。星展集團列出對民主黨或共和黨勝選下，對跨資產影響的情境分析：

### 股市：

- **共和黨勝選**：川普的總統任期可能會為與稅收敏感類股創造短線的機會，因為預期企業稅率將下調至15%。能源、運輸和金融服務等類股將從受惠於較低的稅率和更寬鬆的監管。提高進口關稅（特別是來自中國的進口商品）將促進國內製造業的發展。

- **民主黨勝選**：意味著拜登議程和政策的延續，政策出現重大偏差的機會較低。像「平價醫療法案 ( Affordable Care Act ) 」和「晶片法案 ( CHIPS Act ) 」這些重要政策將繼續支撐醫療保健和半導體等類股。

## 債市：

- **共和黨勝選**：與普遍的看法不同，星展集團認為，若川普勝選，債券收益率將大幅上升的假設並不成立。星展集團的分析顯示，事實上，在共和黨執政期間，美國公債收益率往往會趨平。川普重新點燃全球貿易緊張局勢的可能性將是一個主要因素，壓抑收益率走低。
- **民主黨勝選**：由於民主黨的勝選被視為「拜登2.0」，因此對債券的影響應該是中性。星展集團對過去民主黨總統任期的分析顯示，在選舉後一年，美國公債收益率曲線逐步變陡的趨勢較為明顯。

**跨資產觀點 – 維持看好債市，相對看淡股市的觀點。**根據星展集團最新的CAA框架評分，仍應優先考慮債市而不是股市。

**基本面**：從採購經理指數 ( PMI ) 到零售銷售和製造數據，美國的總體經濟指標都指向著：美國經濟正呈現軟著陸。今年大部分時間呈現下降趨勢的美國經濟驚喜指數也已觸底，並開始出現回升跡象。不僅美國，亞洲的經濟強勁也十分明顯，因為出口成長強勁，區域內的製造商訂單量充足。

這種堅韌的總經環境正在轉化成為全球股市的獲利成長預測；市場預期2024年將成長9.0%，2025年將成長12.2%（大幅高於2023年的成長0.9%）。以區域的角度分析，預期成熟市場的獲利成長在2024年和2025年分別為7.3%和11.6%，而新興市場則是較為強勁，分別為16.8%和16.0%。

**評價面**：雖然截至8月29日美國企業獲利收益率與美國10年期公債收益率之間的差距略微改善至0.1%，但相較之下，債券仍是相對較具吸引力的資產類別之一。

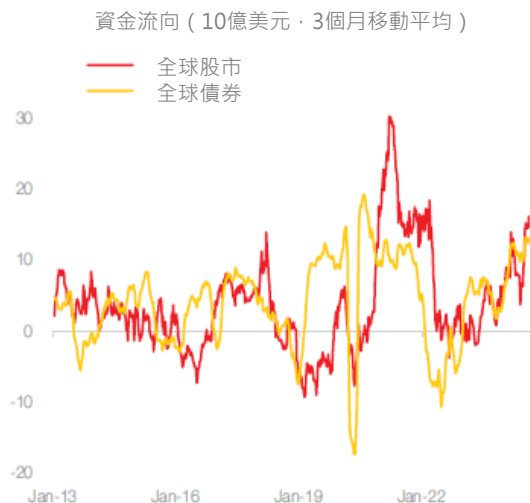
**動能**：根據EPFR Global的資金流向數據，投資人開始將更多資金分配到股市，截至8月21日，當季累積流入股市的資金達1420億美元，而流入債市的資金則略遜一籌，為1150億美元；今年以來，流入債市的金額達4040億美元，高於流入股市的3730億美元。

## 2024年第4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	0	0	1	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	0	0	0	0	0	0
	預估企業獲利成長	-2 to +2	1	-1	1	1	-	0	0
	獲利優於預期	-2 to +2	1	-1	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	0	-1	-1	0	-	-	-
	盈餘收益率與10年期公債收益率利差	-2 to +2	-1	0	0	1	1	1	0
	自由現金流收益率	-2 to +2	-1	0	1	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	-1
動能	資金流向	-2 to +2	2	0	0	0	1	1	0
	波動度	-1 to +1	0	0	-1	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			1	-3	1	4	2	2	-1
調整後分數			0.05	-0.14	0.05	0.19	0.18	0.13	-0.06

資料來源：星展集團 2024年9月

## 2024年第3季流入股票型基金的資金略微增強



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2024年9月

## 東協股市評價面相對全球股市呈現大幅折價



資料來源：彭博 · 星展集團 2024年9月

**股市：隨著Fed降息和弱勢美元，東協股市可望有較佳的表現。**2024年第3季股市表現清楚地反映了投資組合定位的重大變化，投資人調整配置以因應Fed即將進入貨幣寬鬆循環。第2季表現優異的市場，如美國（科技類股主導）和亞洲不含日本（價值面主導），在第3季成為表現相對落後的市場。截至8月28日，當季累積表現最佳的市場（以美元計算）是日本（上漲6.1%）和歐洲（上漲5.7%），而美國（上漲2.6%）和亞洲不含日本（上漲1.4%）則是較為落後。

儘管日股因套利交易平倉而遭到大幅拋售，但優異的表現主要受惠於日圓兌美元升值（以日圓計算，日股下跌幅度達4.6%）。儘管日本央行（BOJ）並沒有計劃暫停政策正常化，但投機

部位的空單合約數據顯示，套利交易平倉的情況可能已經接近尾聲，至少暫時如此。

展望第4季，儘管中國結構性問題仍然存在，星展集團認為，在Fed降息和弱勢美元的環境下，東協股市可望有良好的表現。自2001年以來，東協股市與美元指數（DXY）呈現高度負相關，為負0.50，相較之下，美股為負0.38，歐洲為負0.15，日本為負0.12。基本面部份，東南亞經濟也將受惠於較低的美國公債收益率和弱勢美元：

- 弱勢美元增強了東南亞國家的國際收支情況，並減輕以美元計價的債務負擔。
- 具吸引力的收益利率差，將促使國際資金流入。



東協股市本益比約14.6倍，相對全球股市折價約24%。在企業獲利具韌性和弱勢美元的情勢下，預期評價面的提升即將到來。

### 非投資等級 (HY) 公司債利差在高利率環境下通常趨緊



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**債市：**目前趨緊的公司債利差在高利率環境下應是個擔憂；星展集團維持「槓鈴式」存續期間策略，可同時均衡佈局存續期間介於1至3年和介於7至10年的債券。隨著Fed開啟降息循環，投資人難免會懷疑目前利差是否足夠寬，以應對總體經濟動能衰退時潛在的信用風險上升。這樣的疑慮是合

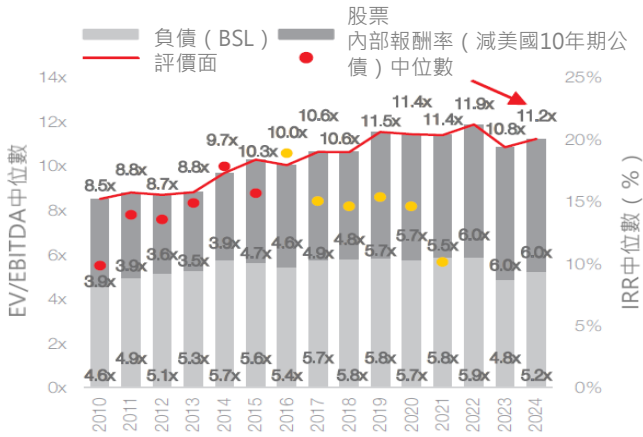
理的，因為即便美國就業市場出現早期疲軟跡象，利差仍保持緊縮。然而，星展集團的分析顯示，在高利率的環境下，非投資等級債券利差往往更為緊縮，因為當經濟動能惡化時，央行有較大的降息空間。

因此，利差的價值面可能並不是那麼昂貴。就配置而言，星展集團認為，投資人應著重於評級為A和BBB的投資等級 (IG) 債券，並選擇性地看好評級為BB+的債券。

存續期間策略部份，應採取「槓鈴策略」，可同時均衡佈局存續期間介於1至3年和介於7至10年的債券。對於期限結構，建議投資人亦維持「槓鈴式」策略，較看好1至3年期（降低再投資風險）和7至10年期（利差較大，且利率敏感度較大）。

**另類資產：**私募資產可以提升風險調整後報酬並適度降低波動度；預期黃金目標價上調至每盎司2,835美元。隨著美國總統選舉即將來臨，市場波動度可能上揚，投資人可配置適當比例於私募資產。星展集團的研究顯示，納入私募資產可能有助於提升風險調整後的報酬，並降低整體投資組合的波動度。

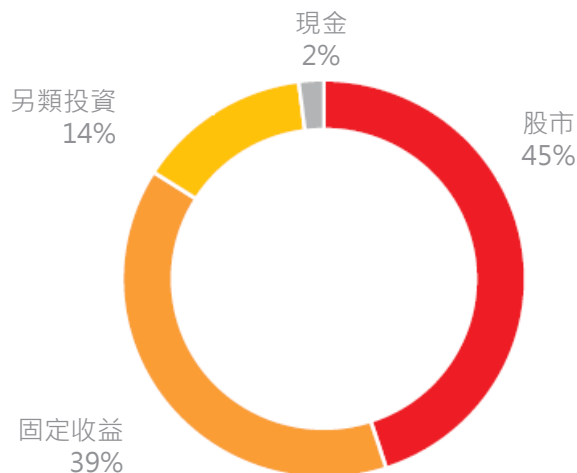
### 評價面下滑，為投資人提供具吸引力的進場點



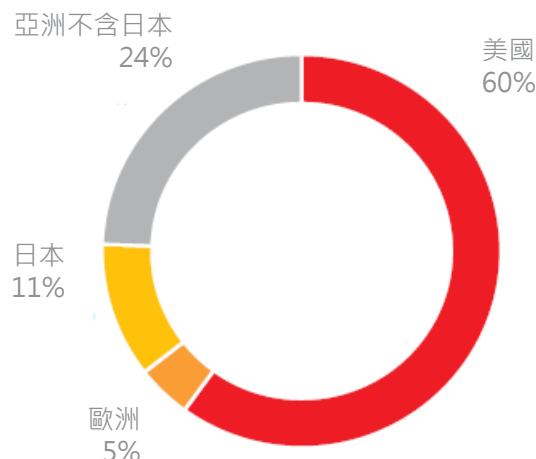
此外，黃金可望受惠於弱勢美元（在 Fed 降息的環境下）及中東和俄烏地緣政治的不確定性。此外，去美元化和貨幣貶值的擔憂，多國央行對黃金的買盤仍然強勁。星展集團仍然看好黃金，並預期將12個月的滾動目標價上調至每盎司2,835美元。

資料來源：Pitchbook, 星展集團 2024年9月  
 註：黃色標記表示大部分未實現回報的年份。  
 倍數數據截至2024年6月

TAA資產配置比例 ( 穩健型投資組合 )



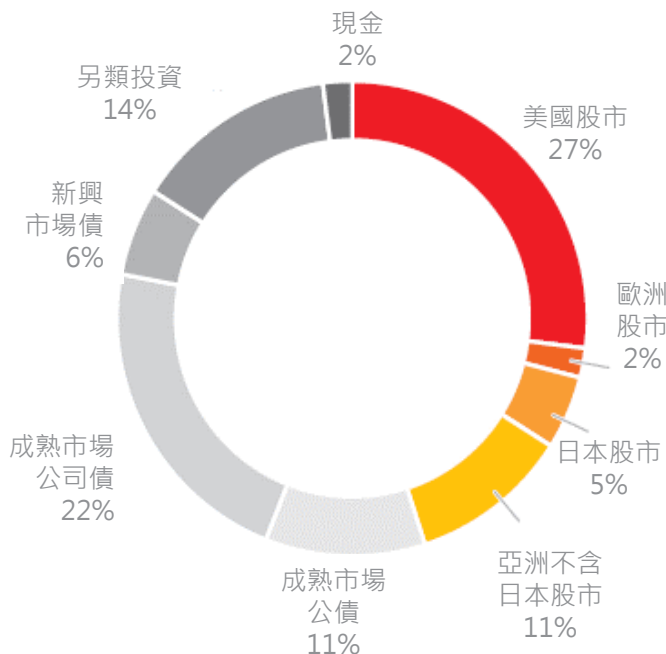
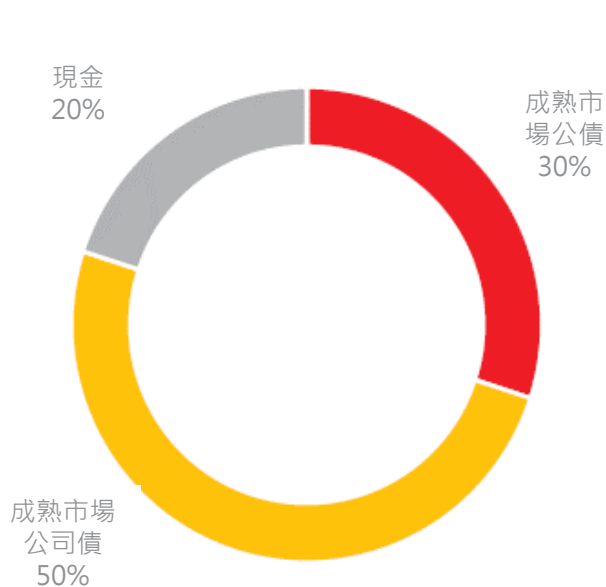
TAA股市地區配置比例 ( 穩健型投資組合 )



2024年第4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

資料來源：星展集團 2024年9月



低風險

	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>	

中風險

	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>

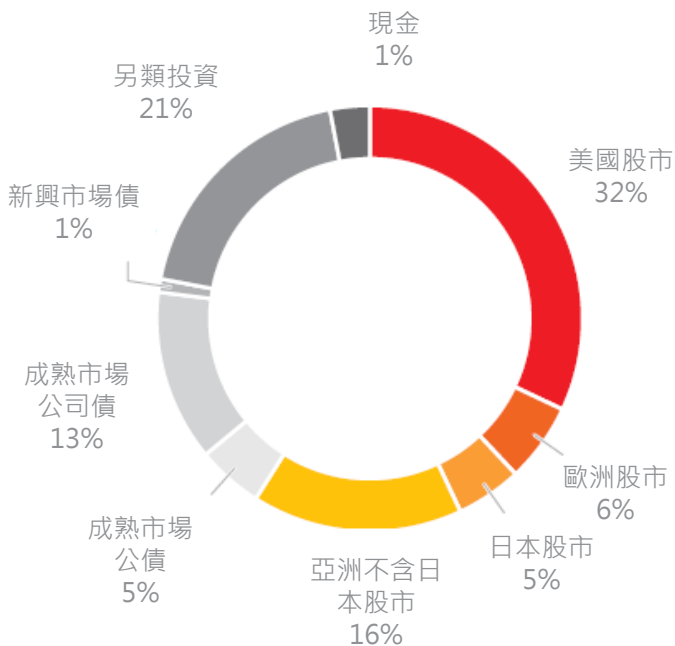
資料來源：星展集團 2024年9月

(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。



**高風險**

	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9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	經濟成長預估 ( % , 年增率 )				通膨預估 ( % , 年增率 )			
	2022	2023	2024F	2025F	2022	2023	2024F	2025F
中國	3.0	5.2	5.0	4.5	2.2	0.2	0.6	1.0
香港	-3.5	3.2	2.0	2.0	1.9	2.0	1.5	1.5
印度	6.7	7.8	7.1	6.5	6.7	5.7	4.4	4.2
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	5.3	4.8	3.4	2.5	2.4	2.8
菲律賓	7.6	5.6	5.6	5.4	5.8	6.0	3.7	3.5
新加坡	3.8	1.1	2.7	2.5	6.1	4.8	2.4	2.0
南韓	2.6	1.4	2.7	2.2	5.1	3.6	2.4	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	6.5	6.8	3.2	3.3	3.7	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	0.0	0.9	2.5	3.3	2.2	1.6
美國	2.1	2.5	2.3	1.7	8.0	4.1	2.9	2.3

資料來源：CEIC，星展集團 2024年9月。\*以當年度3月份往前回溯一年

主要國家政策利率預估

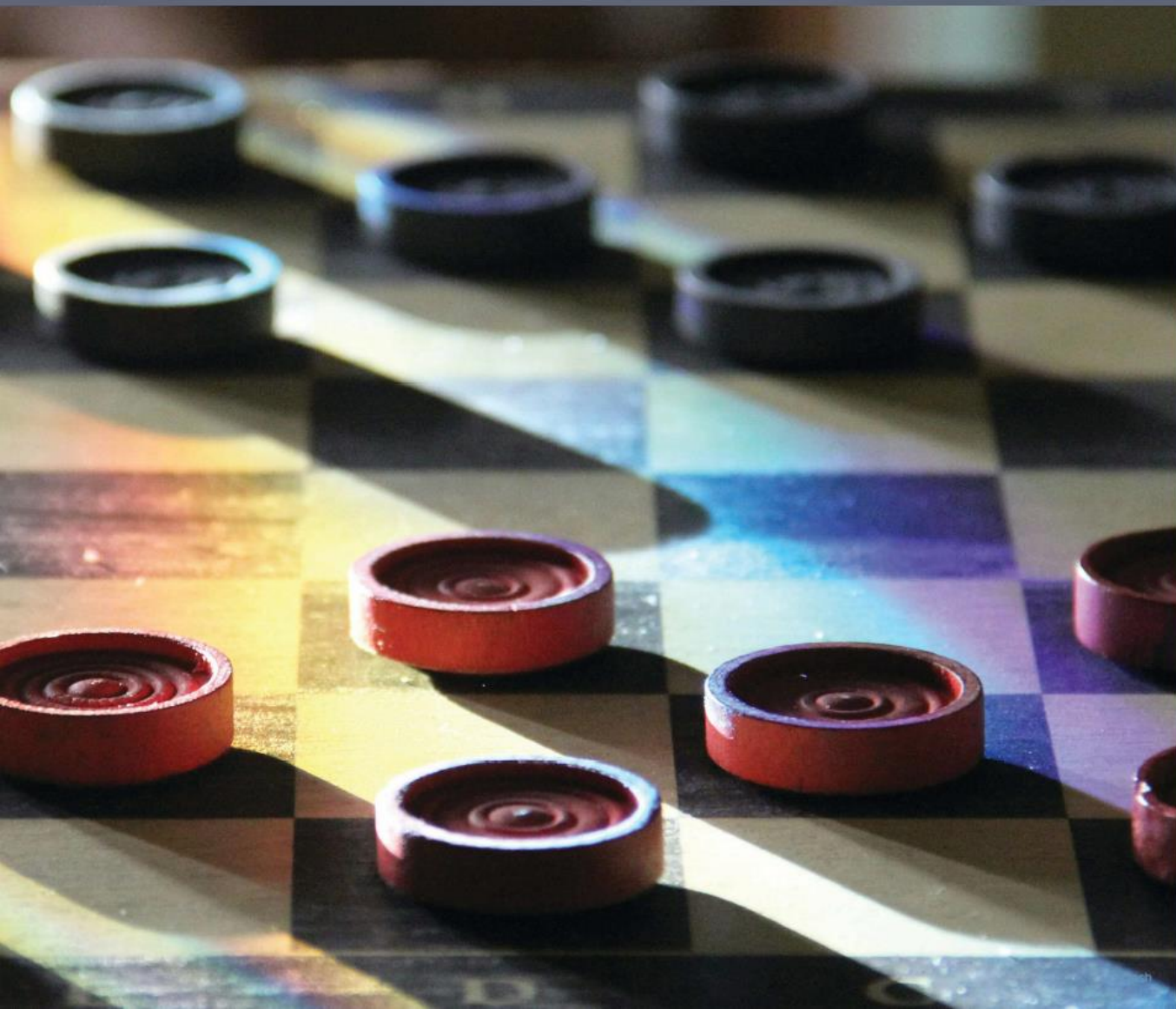
國家	政策利率							
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
中國	3.45	3.45	3.35	3.25	3.15	3.05	3.05	3.05
印度	6.50	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75	5.75	5.75
印尼	6.00	6.25	6.00	5.75	5.50	5.00	5.00	5.00
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75	5.25	5.00	5.00
新加坡	3.62	3.70	3.25	3.08	2.78	2.48	2.28	2.28
南韓	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
泰國	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
越南	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
歐元區	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00
日本	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75
美國	5.50	5.50	5.00	4.50	4.00	3.50	3.00	3.00

資料來源：CEIC · 星展集團 2024年9月

# 為進入降息循環做好準備

美國股市  
2024年第4季

隨著美國聯準會 ( Fed ) 開啟降息循環，美股呈現類股輪動。在經濟成長放緩和債券收益率下滑的環境下，公用事業、必需消費和醫療保健等類股可望表現強勁。預期美股漲勢擴大和收益率下滑也將支持美國小型股的動能。



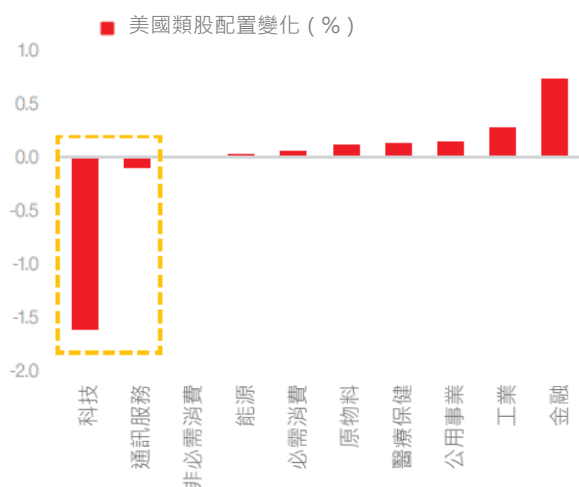


# 美國股市

美國聯準會 (Fed) 開啟降息循環，美股呈現類股輪動。在全球央行年會期間，Fed主席鮑威爾宣佈，由於美國整體通膨大幅放緩，是時候調整貨幣政策了。貨幣政策立場的變化在2024年第3季導致國際投資組合的大幅度調整。根據EPFR Global，投資人從科技相關類股轉向防禦性類股和內需週期性股票。

戰術性的變動也反應在各類股表現，截至9月4日，科技相關類股（包括科技、通信服務和非必需消費）平均下跌約3.9%，而防禦性類股（包括必需消費、公用事業和醫療保健）平均上漲約9.9%。從最新的投資佈局和類股表現數據來看，很明顯，以下兩項因素促使投資人進行戰術性佈局：1) 經濟放緩和Fed的寬鬆貨幣政策，2) 對科技企業獲利及人工智能 (AI) 貨幣化潛力失望。

## 美股呈現類股輪動

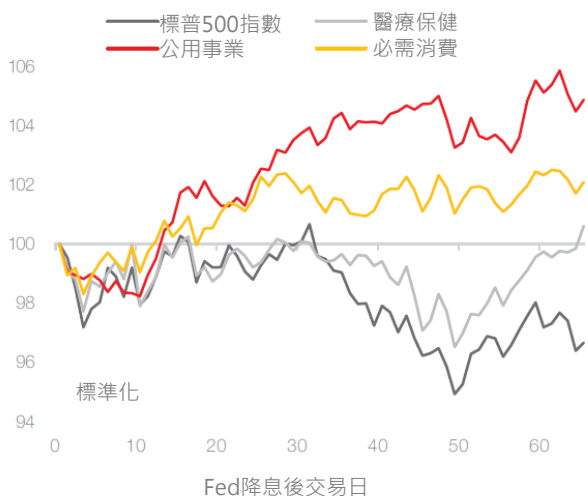


資料來源：EPFR Global · 星展集團 2024年9月

降息循環的受惠者。歷史上，Fed的降息往往發生在經濟衰退之前。目前市場週期，星展集團的基本假設仍是美國經濟將呈現軟著陸。儘管如此，總體經濟動能的確出現放緩的跡象。在此環境下，應佈局於既能受惠於降息，又能在經濟動能放緩時保持韌性的產業。基於對過去週期的分析，這些產業包括：

- 公用事業**：由於提供基本生活必需品（如電力、水和天然氣），公用事業的需求缺乏彈性。此外，公用事業通常提供較有吸引力的股息收益率；隨著利率下降，追求收益的投資人會逐漸將資產配置從債券轉向收益型股票，而公用事業股票將可能成為主要受益者。
- 必需消費**：必需消費的需求本質上較缺乏彈性，無論經濟環境如何，消費者都需要購買這類商品。此外，較低的利率環境也減少消費者的利息支出，而增強其消費能力。提供「價值型」低價商品的公司將成為受益者，因為消費者在經濟不確定時會傾向於購買較便宜的商品。
- 醫療保健**：與公用事業和必需消費類似，醫療保健的需求基本上較不受經濟條件的影響，尤其是在高齡化社會。此外，製藥和生技公司需要大量資本用於研發藉以推動創新和新產品的開發。利率的下滑減少了研發支出的借貸成本。

### Fed首次降息後，公用事業、必需消費和醫療保健類股表現較佳



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

### 科技“超大規模企業”的資本支出與EBITDA的比率代表資本管理有紀律



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

星展集團的分析顯示，在最近四個降息週期中，公用事業、必需消費和醫療保健類股在Fed首次降息後三個月內，平均表現優於大盤約9.0%、4.3%和4.2%。

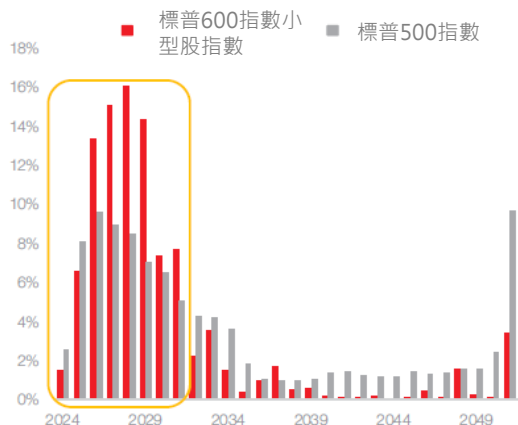
**美國科技股的回檔提供投資機會。**除評價面的壓力外，科技股近期的疲軟主要反應投資人對AI相關資本支出的擔憂，擔憂此類投資的貨幣化的潛力。星展集團認為這些擔憂沒有根據，係基於下列兩點因素：

- **資本支出受自由現金流支持：**與網通泡沫時期不同，目前的AI革命有自由現金流支撐，而不是債務所支撐。像“超大規模企業”的科技龍頭擁有充足的現金流，這些公司的自由現金流預計將從2020年的1,428億美元成長142%，到2026年將高達3,450億美元。

- **嚴格的資本管理：**科技產業“超大規模企業”將資本支出與稅息折舊及攤銷前利潤 (EBITDA) 的比率維持在約43%的十年均值附近。代表這些公司在資本管理上的謹慎和紀律性。這樣的自我維持財務模式確保其不過度負債，使AI趨勢在面對經濟波動時更具韌性。

近期標普500指數科技類股的回檔也為投資人提供佈局AI浪潮的機會。星展集團認為，AI革命仍處於初期階段，擁有巨大的增長潛力。

## 未來五年小型股債務到期比例較高



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**風水輪流轉 – 重新評估美國小型股。** 隨著美股漲勢擴大，小型股將受惠於降息環境。小型股中期利多因素包括：

1. **借貸成本降低提升獲利能力：**美國小型股通常對利率較為敏感，因為未來五年約有67%的小型公司將面臨債務到期的壓力，而大型公司的比例約為45%。這使得更多小型公司能夠以較低的利率再融資，降低借貸成本。
2. **評價面深度折價：**標準普爾600小型股指數的前瞻本益比約17.7倍，遠低於20年的平均水準。此外，該指數相較於標準普爾500指數也呈現22.9%的折價。這為希望參與美股漲勢擴大的投資人提供較具吸引力的機會。

根據EPFR Global的資金流向資料顯示，投資人對美國小型股的興趣正在回升。今年上半年，小型股淨流出15億美元。但在2024年第3季以來，美

國小型股的淨流入金額達114億美元。預期這樣趨勢將持續，因為投資人正在調整投資組合，藉以適應不斷變化的利率環境。

## 2024年第4季美國類股觀點 – 類股輪動至防禦性類股

隨著總體經濟動能放緩，投資人將減少對防禦性類股的低配。美股漲勢擴大加上類股輪動，為Fed降息週期開始進行佈局，促使防禦性類股在2024年第3季表現優於成長股。星展集團看好的科技、通信服務和能源類股表現疲軟，平均下跌2.2%（截至9月5日），而醫療保健類股則是上漲6.0%。為了適應新的經濟環境，第4季星展集團對美股類股配置進行以下調整。

- **將公用事業、必需消費和不動產類股從看淡調升至中立：**因為較低的債券收益率將支撐其動能。隨著經濟增長動能的減弱，投資人對公用事業和必需消費品等防禦性類股的需求將有所改善，看好這些類股需求穩定性。對於不動產類股而言，不動產投資信託（REITs）在債券收益率下滑的情況下，將可能受惠於投資人對收益型股票的需求。
- **將原物料和非必需消費類股從中立下調至看淡：**儘管仍然認為美國經濟的軟著陸是基本情境，但經濟動能趨緩的跡象逐漸升溫。因此，下調原物料和非必需消費等週期性類股至看淡。

## 2024年第4季美國類股觀點

	看好	中立	看淡
美國類股	科技	公用事業	原物料
	通訊服務	金融	非必需消費
	醫療保健	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9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	23.1	4.9	15.8	17.8	3.9	13.7
標準普爾500金融	16.9	2.2	7.3	12.4	1.5	17.9
標準普爾500能源	13.2	2.0	7.5	15.9	7.9	13.0
標準普爾500科技	32.6	11.9	25.3	30.4	13.2	26.2
標準普爾500原物料	22.2	3.0	14.3	10.9	4.7	11.0
標準普爾500工業	23.3	6.3	15.8	22.8	6.0	11.8
標準普爾500必需消費	21.7	6.9	16.9	25.1	7.3	7.4
標準普爾500非必需消費	24.9	8.9	15.6	32.7	8.0	10.8
標準普爾500通訊服務	19.5	4.4	14.0	18.1	7.3	20.5
標準普爾500公用事業	18.9	2.3	12.3	10.4	2.6	20.3
標準普爾500不動產	40.5	3.3	19.8	7.6	3.1	23.0
標準普爾500醫療保健	22.2	5.4	19.8	14.7	5.0	6.6

資料來源：彭博 2024年9月5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



# 動能趨緩

歐洲股市  
2024年第4季

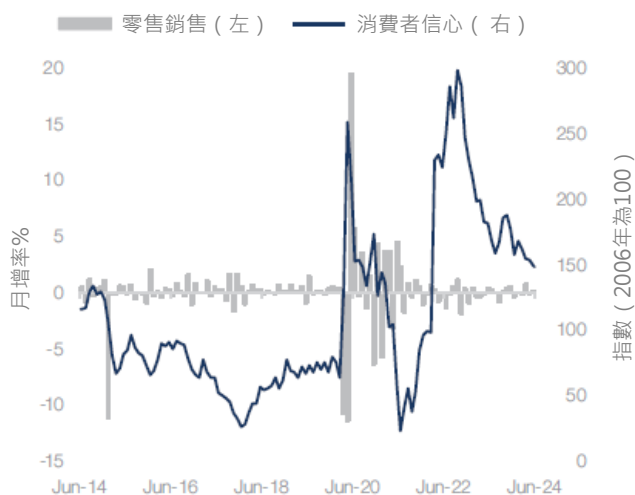
歐洲的動能因成長前景疲弱和股票評價面受到壓抑而有所減弱。資訊科技服務和醫療保健類股以及特定奢侈品企業仍具投資機會。對公用事業類股持正面看法，因預期該類股將因降息和油價的下滑而受惠。

# 歐洲股市

**表現不佳。**歐洲在成長和市場氛圍回升下，投資人樂觀預期該地區經濟困境可能正在消退，今年初表現強勁。復甦的跡象也令投資人抱持樂觀的期待，但隨著時間的推移，受到總經環境疲軟的拖累，歐股的動能基本上亦已消失。

歐元區2024年第2季GDP季增0.3%，與前一季持平，顯示經濟正在從去年的停滯中復甦。然而，疲軟的製造業和工業生產數據繼續削弱成長的前景；儘管先前出現改善跡象，但德國經濟在第2季再次陷入萎縮，GDP衰退0.1%，令人失望的是未能向上修正。

## 不溫不火的消費影響成長前景



資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團  
2024年9月

近幾個月的事件導致歐股的波動加劇。儘管歐股評價低廉，但仍未擺脫近期因美國疲弱的就業市場數據和日圓套利交易的急劇逆轉而引發的市場拋售；稍早，法國總統馬克宏突然提前選舉，導致法國股市和債券遭到大幅拋售，令市場擔憂風險擴散。這些避險事件短期削弱投資人對歐股的興趣。

**股市反彈遙遙無期。**儘管歐股評價面大幅低於美股，但乏善可陳的財報季未能提升價值面。截至8月26日，在已公佈財報的公司當中，僅54%的企業獲利優於市場預期；通訊、金融和不動產類股表現較佳。金融類股的成長一直受到壓抑，淨利差 (NIM) 可能因進一步降息而受到壓縮。同時，汽車和奢侈品支出的減少也繼續拖累非必需消費類股。

### 企業獲利面臨下修壓力



資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團  
2024年9月

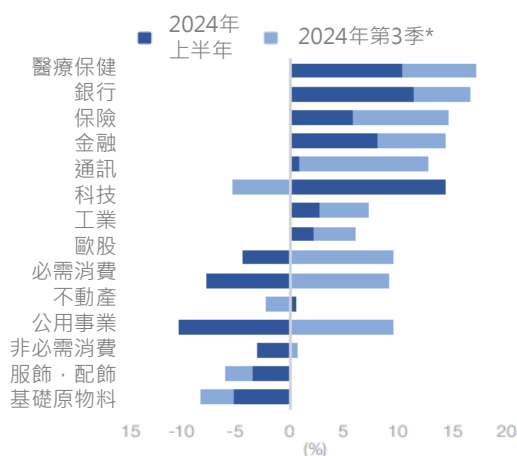
島素和血糖濃度的荷爾蒙 (GLP-1) , 使其適用於糖尿病治療。美國醫學護理期刊最近的一項研究發現，約40%的第二型糖尿病患者，在開立胰島素藥物後的12個月內停用藥物 – 研究人員指出，開始服用GLP-1藥物的患者尤其明顯。醫療保健公司必須不斷創新才能保持領先地位，否則就有可能遭到淘汰。

儘管如此，醫療保健類股仍受到嚴格的監管。今年宣佈的歐盟新規定威脅要減少罕見疾病的新療法數量，原因是對醫學試驗的限制更嚴格，如此將可能會減少罕見疾病的治療選擇。這些規定可能會扼殺對醫療突破的投資，因為一些製藥公司可能別無選擇，只能放棄對罕見疾病的研究。

**看好具韌性的產業。**短期而言，疲弱的投資情緒將進一步壓抑原本已接近歷史低點的股市評價面。在債券收益率大幅下降或企業獲利大幅改善之前，歐股漲幅的可持續性仍令人懷疑。星展集團維持相對看淡歐股的觀點，並看好IT服務和醫療保健類股的投資機會，以及特定奢侈品業者。星展集團對公用事業類股的持正面看法，因為相關類股可望受惠於降息和油價下滑促使投入成本降低，以及由人工智能 (AI) 所帶動的能源需求成長。

由於醫療保健類股在歐股扮演重要的角色。像Ozempic (針對治療第二型糖尿病) 等藥物已經存在多年，但由於最近作為減肥劑而一夜爆紅，成為新聞頭條。此類藥物模仿體內控制胰

### 今年以來歐洲主要類股表現



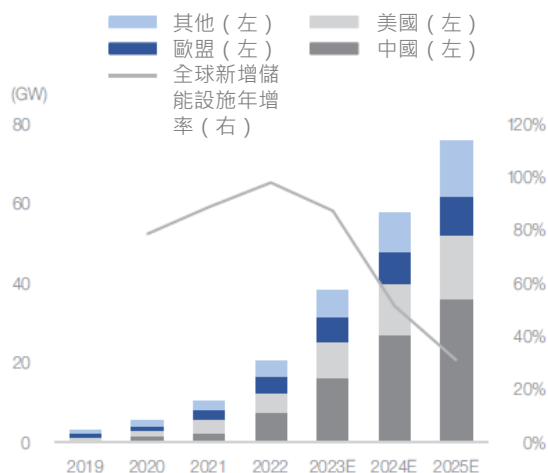
資料來源：LSEG · Datastream · 星展集團  
截至2024年9月3日

**持續看好低調奢華。**全球奢侈品業正面臨不確定時期，隨著經濟增長放緩和通膨持續，消費者信心減弱。麥肯錫預期該產業在2024年將增長3%至5%，低於2023年的5%至7%，因為中國等主要成長動能繼續拖累奢侈品支出。根據PwC 2024年的調查，消費者正在避開奢侈品，轉而購買必需品；約40%的受訪者預計在未來六個月內會減少或完全不再購買奢侈品。

儘管如此，星展集團仍然相信有其他成長機會。例如日本市場正成為新的增長領域，Savills《2024年全球奢侈品零售展望》顯示，雖然中國的奢侈品新店開張數量下降了12%，但整體亞太地區的新店活動仍有增加。東京和新加坡在此增長中扮演了關鍵角色，日本的情況受益於旅遊業復甦和日圓走弱。星展集團仍然認為，奢侈品是一個長期的結構性成長產業；尤其是收入差距的擴大將突出價格敏感度較低、更加注重獨特體驗的需求。隨著該產業繼續面臨短期阻力，建議關注能夠適應變化偏好、提供不僅是物質滿足的低調奢侈品牌，使其在經濟低迷時更具韌性。

**再生能源帶來新機遇。**在經歷了肺炎疫情防控和俄烏戰爭的雙重衝擊後，歐洲政府開始對依賴外國能源和化石燃料的供應有所警惕。隨之而來的能源危機導致歐洲對綠色能源轉型的緊迫性 – 歐盟已設定目標，到2030年將淨溫室氣體排放量至少降低55%；除了專注於增加可再生能源和能源效率的政策外，還關注清潔能源供應鏈的多樣性和韌性，包括製造和關鍵原物料。

全球新增儲能設施 (按地區)



資料來源：CNESA，Wood Mackenzie，EASE，星展集團 2024年9月



根據國際能源總署 (IEA)，2023年可再生能源發電的投資總額約1,100億美元，年增率超過6%。儘管獲利持續面臨挑戰，丹麥和德國仍是歐洲風電行業的主要採用者，而西班牙則引領了採用太陽能的激增，導致太陽能高產出期間批發電價跌至歷史新低。朝更清潔和更安全的能源轉型將創造巨大的機會，可再生能源發電、配電電網和儲能解決方案均可望受惠。

**基礎建設相關的機會。**全球對基礎建設發展的需求日益成長，原因在於現有設施老化以及傳統和新興產業的迅速擴張。除了道路和橋樑，現代基礎建設還包括先進設施，例如電動車充電站、數據中心、智能電網等。為了因應氣候變遷和基礎建設惡化的挑戰，全球基礎建設升級對於實現顛覆性技術和製造能力的改進至關重要。

隨著全球政治日益分裂，各國專注於能源安全、供應鏈韌性和增加國內製造，促使新基礎建設項目的增加。已開發市場，尤其是歐洲，正與老化的基礎建設對抗。例如，歐盟電網的平均使用年限為40年。為此，歐盟正大量投資於基礎建設，包括超過70億歐元的交通項目（主要是鐵路）補助金。此外，歐盟也正在考慮設立1,000億歐元的基金來用於國防製造。

能夠受惠於這個長期趨勢的歐洲企業包括專精下列領域：1) 工程和建築服務，2) 基礎建設開發使用的原物料和複合材料的生產，3) 重型建築設備和產品的製造和分銷，4) 基礎建設運輸，以及5) 生產或銷售智慧電網零組件。



# 企業獲利的支撐

日本股市  
2024年第4季

正面的獲利動能和持續的薪資成長支撐日股表現。星展集團看好半導體和資訊科技（IT）服務類股，以及受惠於日本央行（BOJ）貨幣政策正常化的金融類股。工業類股中的重型機械業也可能受惠於國防支出增加而加速成長。

# 日本股市

**再度回到原點。**日本央行（BOJ）意外升息、經濟前景衰退恐懼再現以及日圓套利交易快速平倉，導致日股經歷了大幅波動，今年的漲幅一度跌回後，又再創歷史新高。全球金融市場隨後反彈，8月初的市場崩盤如今看起來更像是一場短暫的震盪。然而，事件的發展過程突顯了日本市場對於匯率風險的脆弱性，以及恐慌的投資人如何加劇外匯和股票市場的劇烈波動。

**正面的獲利動能。**日股表現持續相對優於其他市場，在獲利優於市場預期的支撐下，目前評價面低於10年均值。根據彭博的日本2024財年第1季企業財報顯示，東證一部（TOPIX）指數成份企業的營收年增6.7%，經常性獲利年增10.8%，分別優於市場預期3.1%和9.5%。這顯示獲利上調的可能性很大。預期全年每股獲利（EPS）成長率為13%，明年成長率則為18%，高於歷史均值。星展集團認為，日本的通貨膨脹正在帶動廣泛性的復甦；除了公用事業和消費類股外，多數產業的獲利成長強勁，這些產業在下半年可望受惠於薪資成長。

## 多數類股的獲利成長強勁

	Sales		Earnings	
	q/q%	estimate %beat/miss	q/q%	estimate %beat/miss
東證一部指數	7%	3%	11%	10%
能源	10%	12%	51%	7%
原物料	5%	1%	15%	17%
工業	7%	2%	16%	6%
非必需消費	8%	2%	2%	10%
必需消費	6%	2%	4%	-3%
醫療保健	10%	9%	-4%	26%
金融	6%	7%	30%	23%
IT	8%	4%	23%	12%
通訊服務	4%	1%	21%	-32%
公用事業	-6%	2%	-40%	41%
不動產	12%	4%	24%	22%

資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

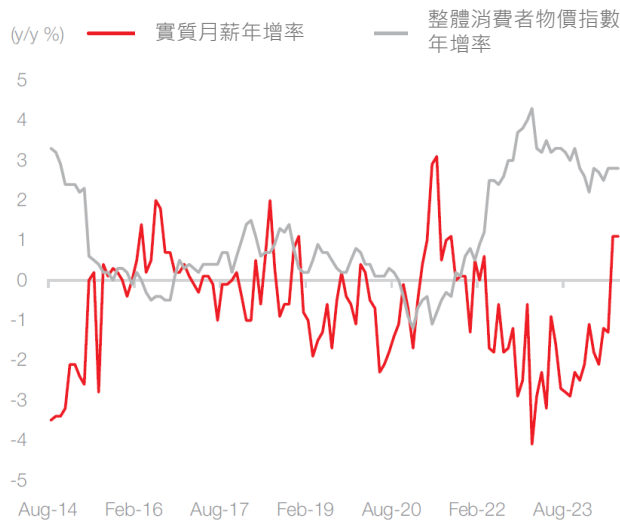
Sales：營收；Earnings：獲利；q/q%：季增率；estimate % beta/miss：優於 / 不如預期

### TOPIX前瞻本益比低於10年均值



資料來源：LSEG Datastream，星展集團  
2024年9月

### 實質薪資成長帶動國內消費



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**短期波動。**2024年第4季日本面臨多項關鍵挑戰，包括BOJ的政策決定、日本和美國元首的變動，以及日圓套利交易的死灰復燃。一旦高度不確定性的情況消退且套利交易趨於正常，星展集團預期日股可望受惠於持續重塑經濟結構的力量帶動，重回升勢。

**逐步緊縮的貨幣政策。**岸田首相的卸任正值日本經濟的關鍵轉折點。2024年第2季經濟成長意外上揚，年化成長率達3.1%，遠高於市場預期。這主要受惠於消費的強勁成長，6月經通膨調整後的薪資時隔兩年首次上揚，帶動了實際薪資成長，從年初的負2.3%顯著反彈。物價部份，截至6月，整體通膨率已穩定在2.8%，預期未來數月將降至2.0%。

BOJ總裁植田和男在8月23日的國會會議上重申，只要通膨和經濟數據符合預測，BOJ仍將繼續升息。星展集團預期，日本應不會出現重大政策分歧，導致長期前景脫軌。

**新任首相。**岸田文雄將把首相的職務交給石破茂。在岸田文雄的三年任期，他倡導「新資本主義」的概念，強調結構性薪資成長、振興國內投資以及轉向數位社會。在他的領導下，勞工談判的薪資成長達30年來的最高水準；他還推動企業改革藉以緩解多年來資本運用的低效率，令投資人重新產生興趣並看到日股再創新高，且改善了股東報酬。

新首相仍將面臨全球經濟成長放緩、地緣政治環境嚴峻等因素所導致民生成本上揚的挑戰。由於自民黨將繼續執政，星展集團預期政策上不會有重大差異，故應不會對日本企業和日股造成顯著的影響。主要政策關注點在於對日本半導體產業的支持性刺激措施，以及利率正常化。在此環境下，星展集團持續看好日本的銀行和半導體類股。

**緩解日圓波動。**BOJ在7月意外升息，引發了日圓套利交易急劇平倉，導致日圓突然大幅升值以及金融市場的劇烈震盪。雖然平倉尚未完全結束，但非商業日圓淨多頭部位、美元兌日圓匯率及美日公債收益率利差等指標顯示，最嚴重的套息交易平倉應已過去。隨著投機性做空日圓的部位轉為中立，政府進行干預日圓買入的風險也隨之減少。星展集團認為，日圓匯率基本上已經穩定，且可能在收益率差距縮小的環境下逐漸升值。

**美國大選的影響。**美國總統的變動可能會對日本產生重大影響，因為選舉結果將影響全球貿易、國家安全、貨幣穩定、投資人情緒和整體經濟情勢。故需要注意四個關鍵領域：

1. **貿易政策：**美國貿易政策的變化可能會影響日本進出口，特別是在採取更多保護主義立場的情況下。
2. **安全和外交政策：**美日同盟對日本的國家安全至關重要。美國在國防和國際關係方面的政策調整，將可能會反過來影響日本的國防戰略和支出。
3. **日圓匯率波動：**美國大選通常會造成市場波動加劇，進而影響日圓。日圓升值將不利日本的出口競爭力。
4. **貨幣政策：**可能受美國大選影響的美國聯準會（Fed）政策將會影響全球利率和資本流動，進而影響日本的經濟和貨幣政策。

**看好的專題。**整體而言，星展集團對日股的觀點仍是中性，也了解目前加劇的不確定性和貨幣波動短期內將影響風險偏好和企業投資。長期而言，星展集團對日股則是持建設性的觀點，看好半導體和IT服務類股以及受惠於日本利率正常化金融類股。此外，預期工業領域中的重型機械業將受惠於國防支出的增加。

**BOJ的政策轉變有利於日本銀行類股**

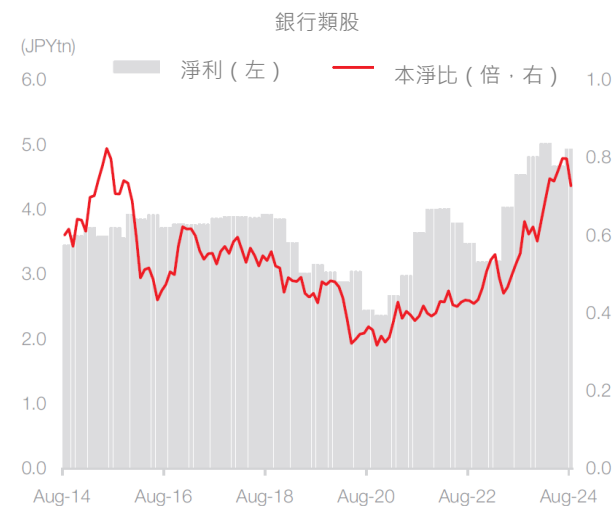
在經歷多年接近零利率的束縛後，星展集團預期，隨著利率正常化，日本銀行類股的淨息差（NIM）將更健康。特別是擁有存款基礎的日本大型銀行，將從擴大的貸款利差中受惠更多。淨利和股東權益報酬率持續呈現穩健的擴張，而且由於較高利率和更優化的資產負債表將可能帶來更好的報酬，也有進一步上揚的空間。在政府的推動下，日本銀行業已開始出售其對其他日本公司的龐大持股。例如，三菱日聯金融集團（MUFG）和三井住友金融集團（SMFG）已宣布計劃出售價值1.32兆日圓（85億美元）的豐田汽車策略性股權。

**日本半導體的振興**。由於強勁的政府支持，星展集團持續看好半導體和IT服務類股，因為相關類股是各行各業

快速採用AI的受惠者。日本已撥出約2兆日圓（137億美元）來振興半導體產業，這比先前分配的1.3兆日圓（約89億美元）大幅增加。例如，Rapidus是目前為止最雄心勃勃的努力之一，計劃製造先進的2奈米晶片，與台積電和三星電子競爭。

**增加國防支出**。日本2024財年的預算重點顯示，政府計劃額外增加國防支出1.1兆日圓藉以強化國家安全。日本領先的國防承包商報告指出，2024財年的軍事和航天設備訂單強勁，預計隨著國防預算的成長，營收將有機會迅速成長。政府承諾到2027財年將增加國防支出幾乎一倍，達到GDP的2%，這明顯偏離了傳統的國防支出限制（約佔GDP的1%）。在地緣政治不穩定的情況下，這些因素可能會支撐重工業和機械產業的龍頭業者。

**日本銀行類股持續遭到低估**



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團 2024年9月

**TOPIX指數在日圓疲軟的環境中表現較佳**



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團 2024年9月

# 具建設性的前景

2024年第4季  
亞洲不含日本  
股市

預期弱勢美元將有利於亞股表現，同時獲利復甦將進一步支撐亞股評價面的上調。成長型資產部份，看好上游科技供應鏈、平台企業和消費驅動型行業。收益型資產部份，看好中國大型銀行和亞洲不動產投資信託。



# 亞洲不含日本股市

年初以來，若依照亞洲不含日本 (AxJ) 股市的表現和企業獲利預測上修顯示，投資人對AxJ股市謹慎的態度有所改善。投資人普遍預期AxJ股市走弱的風險較低，並預期企業獲利的復甦可望支撐進一步提升。基於預期2024年企業獲利成長15%至20%、合理的評價面和相對較低的部位，星展集團仍然看好AxJ股市。

美國總統大選之後，影響亞洲出口國和科技供應鏈的政治緊張局勢和貿易保護主義可能持續存在。針對中國科技限制的措施可能延長AxJ的負面情緒。然而，由於目前已採取因應措施，進一步收緊的影響可能較過去溫和。

美國備受期待的降息有利亞股。歷史經驗顯示，亞股的表現通常與美國聯邦基金利率和美元呈現負相關。因此，資金可能流向AxJ尋找評價面較便宜的機會。

儘管美國升息和強勢美元之前對AxJ股市構成壓力，但美國降息應會扭轉這個趨勢。投資人將重新關注AxJ，藉以掌握美國進入貨幣寬鬆週期的正面影響。

目前全球投資組合相對低配AxJ股市，因此預期進一步賣壓相對有限。美國經濟成長放緩和全球利率下滑有利於

## 貨幣寬鬆有利AxJ股市表現



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

亞洲的內需市場，且央行也將有更多的空間進行貨幣寬鬆政策。因此，星展集團持續看好AxJ股市。

東南亞受惠於外商直接投資的激增。焦點領域包括科技和數位基礎設施，包括數據中心、半導體後段製程和可再生能源。這波外商直接投資的增加突顯了東南亞的動態成長軌跡及其在亞洲地區經濟格局中的重要性。星展集團也觀察到例如收益率介於5至6%的新加坡不動產投資信託 (S-REITs) 是重要的收益來源之一，具投資價值。在利率下滑的環境中具有吸引力，且是星展集團槓鈴式投資策略收益型資產的關鍵配置之一。



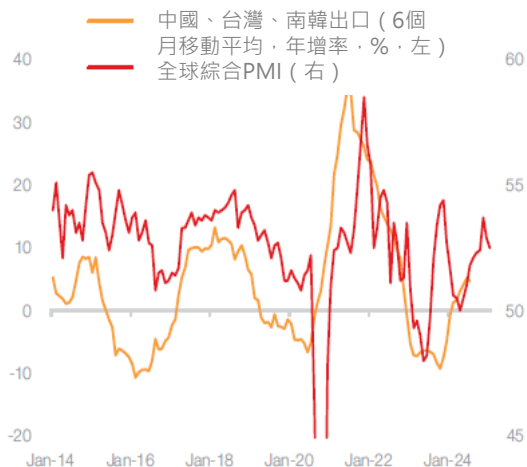
未來數年，東南亞的收益動能可望保持強勁，主要受惠於北亞地區出口的復甦，以及東南亞內需的興起。

由全球採購經理人指數 (PMI) 與中國、台灣、南韓出口總額的趨勢顯示，出口導向企業的營收前景良好，特別是全球擴張正逐漸增強。主要受惠於科技的進步，以及新興市場的需求擴張。由於景氣循環對收益有顯著的推動作用，預期東南亞股市將受惠，且評價面也可望升至接近全球同業。

企業獲利表現良好，56%的企業符合或優於市場預期。11個類股當中有8個類股財報優於市場預期，包括能源、醫療保健、工業、不動產、科技和公用事業類股的獲利相對穩健。獲利穩健，且價值面存在折價，可望帶動股市評價面的回升。

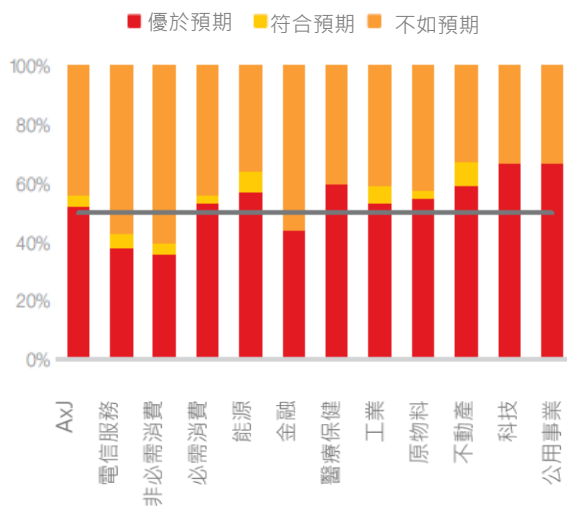
星展集團持續看好槓鈴式投資策略中的關鍵投資主題。成長型資產部份，星展集團看好科技供應鏈、平台企業和內需類股 – 相關類股可望受惠於科技持續進步和不斷提升的消費趨勢。收益型資產部份，星展集團仍然看好穩健的高息股，包括大型銀行和不動產投資信託。

### 亞洲出口與全球綜合PMI之間關係密切



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

### 優於市場預期的獲利



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

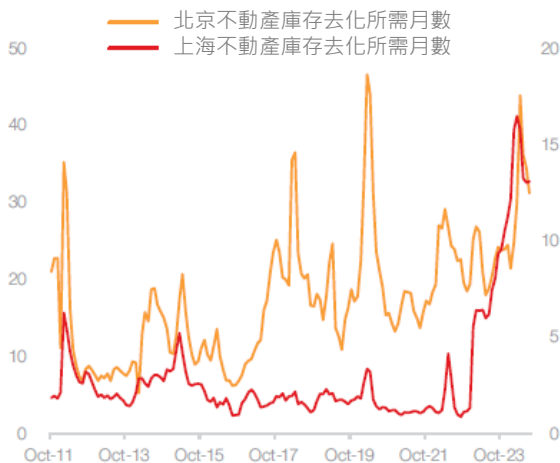
## 中國

最近日圓套利交易平倉對全球股市產生了負面影響，但中國市場除外，因為中國市場評價面折價且海外股東持有比率較低。

美國聯準會 ( Fed ) 降息可望有利中國市場表現，因為中國人民銀行 ( POBC ) 存在貨幣寬鬆的空間，穩定不動產市場，並有助於消費復甦。全球利率逐漸下滑也有利於2022年以來表現不佳的新興市場。

到目前為止，中國政府為穩定疲弱的不動產市場而推出的支持性措施，是過去三年最積極的措施。然而，房價持續疲軟，庫存水位居高不下，顯示需要更多措施才能解決問題。

### 解決不動產庫存問題需要更多支持性措施



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

由於不動產佔家庭資產的很大比例，任何解決方案都能緩解公眾的預防性儲蓄心態，並提振消費。

值得注意的是，工業企業利潤已成為一個關鍵的指標。2023年底以來，股價與工業企業利潤之間的差異，應會隨著企業獲利能力的復甦而趨於一致。此外，股市評價面可望因企業獲利的回升而重新調整。

中國市場情緒正在改善。官方正在採取因應措施以解決長期以來讓投資人感到不安的問題。儘管這些措施仍處於早期階段，產生全面影響仍需要時間才能實現，但官方設定的方向是正確的。

### 工業獲利與股價之間相關性密切



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

## 東協受惠於雙重利多

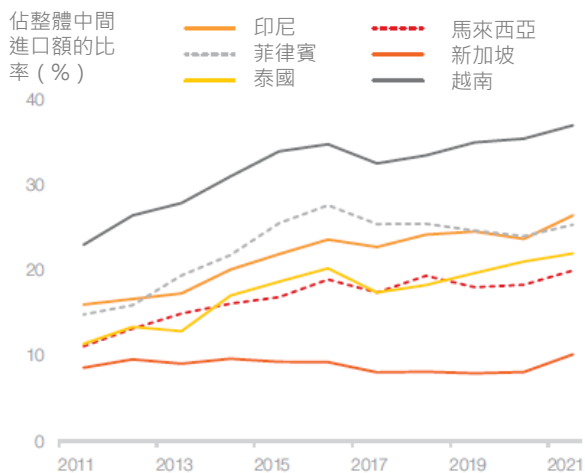
東協股市在2024年第3季中開始表現優異，主要受惠於弱勢美元，這增加了東協資產的吸引力。東協在後疫情時代展現出顯著的韌性，2024年上半年東協各經濟體持續呈現成長。印尼、馬來西亞、菲律賓和新加坡等國的GDP成長加速，而泰國和越南則經歷了較慢的正成長。這種動能來自於強勁的內需、穩定的價格、強勁的勞動市場以及出口的復甦，尤其是旅遊業。東協6國的商品貿易週期性上漲持續到2024年中，特別是在電子產品受惠於全球科技產業的成長週期。

東南亞一直是中國資金外流的主要接收地，因為企業將生產基地轉移到東南亞藉以降低中美貿易緊張局勢升級的影響。美國擴大了對中國進口的301條款關稅，而歐盟和加拿大在2024年7月也提高了對中國電動車的關稅。

Fed寬鬆週期促使東南亞成為主要受惠者，在高利率和利率上升期間表現

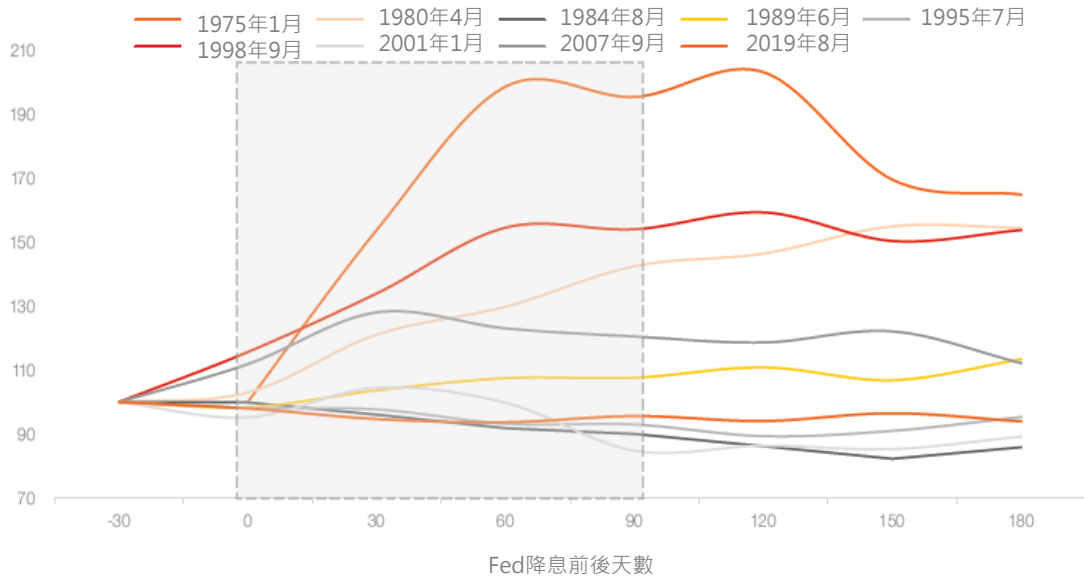
不佳的利率敏感型產業出現反彈的走勢。由於收益率具吸引力，高息股可望吸引資金流入；隨著較高利率的負擔減輕，對不動產和消費產業的需求將逐漸復甦。此外，高槓桿產業的壓力也將舒緩。東協政府公債則可望受惠於弱勢美元和美國公債收益率大幅下滑的雙重利多，隨著投資資金的增加，為當地貨幣和股市創造良性循環，整體市場將受惠。

## 東協市場作為進口中間商的角色日益增強



資料來源：世銀·星展集團 2024年9月

### 東協股市在Fed降息後三個月的表現良好



資料來源：世銀·星展集團 2024年9月

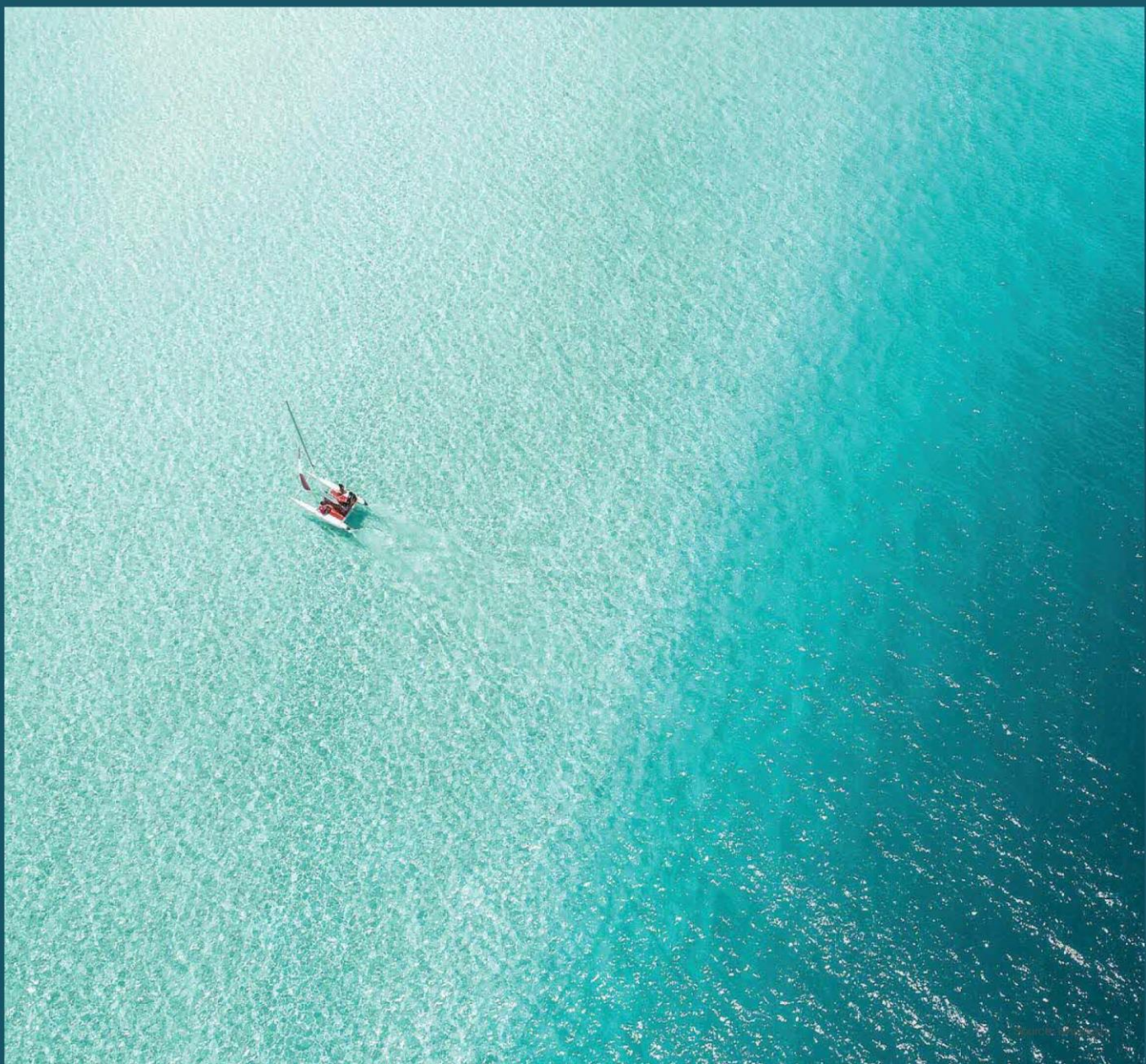
星展集團看好東協地區的主要產業包括：例如，1) 新加坡不動產投資信託 (S-REITs)，特別是零售、工業、辦公室和酒店相關領域，因具備韌性而可創造內部和外部收益能力的基礎上，可望提供優於市場預期獲利；2) 新加坡、馬來西亞和泰國的電子和汽車類股；3) 印尼和菲律賓的消費類股；4)

印尼大宗商品類股；5) 泰國旅遊和醫療保健類股；6) 越南部份則是中國+1策略的主要受惠者。星展集團對銀行類股維持正面觀點；雖然較低的利率可能壓抑銀行的淨息差，但隨著經濟活動的回升，預期貸款和手續費收入前景良好。

# 高收益率的時代即將結束

全球公司債  
2024年第4季

在政策轉向的初期，評級為A和BBB的公司債仍是較佳的選擇；採取槓鈴式存續期間策略，同時佈局1至3年期公司債（藉以降低再投資風險）以及7至10年期公司債（掌握風險溢價和收益率利差收窄的機會）。預期美國抵押貸款證券（MBS）和歐洲公司債具投資價值。



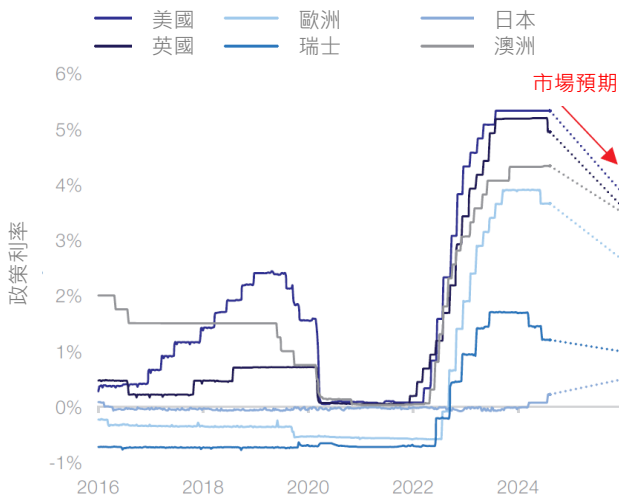
# 全球公司債

**回歸現實。**債券市場在經歷了近兩年利率不斷上升後，美國聯準會 (Fed) 自疫情危機以來首次降息，幅度達50個基點，市場將鬆一口氣。星展集團在「[第3季投資總監洞察：全球公司債](#)」以「**臨界點**」為題，指出美國經濟在下半年將開始疲軟，並制定因應的策略；固定收益投資人應延長存續期間並更積極地將閒置資金佈局債券，藉以降低再投資風險，因為利率環境已過高點。展望未來，這樣的前景目前仍然非常重要，甚至更加重要，因為市場普遍預期，已開發國家央行的政策利率在 2025 年底前仍將持續呈現下滑的趨勢。

然而，全球經濟趨緩促使央行調降政策利率，這對公司債投資人而言是個難題：隨著經濟增速普遍放緩，公司債的壓力是否可避免地會浮現？債券市場在2024年下半年初就有徵兆，當時通膨壓力開始減弱，更重要的是，美國就業數據開始走弱 – 7月失業率小幅超過了Fed對長期失業率4.2%的預估。利差波動一度升至2023年美國區域銀行危機以來的高點，但隨著市場對衰退的擔憂消退，波動有所緩解。這些迅速的波動顯示，債券投資人的主要擔憂：因為目前的利差僅略高於多年來的最低水準，現有的利差是否足夠補償債券持有者所承擔的信貸風險。

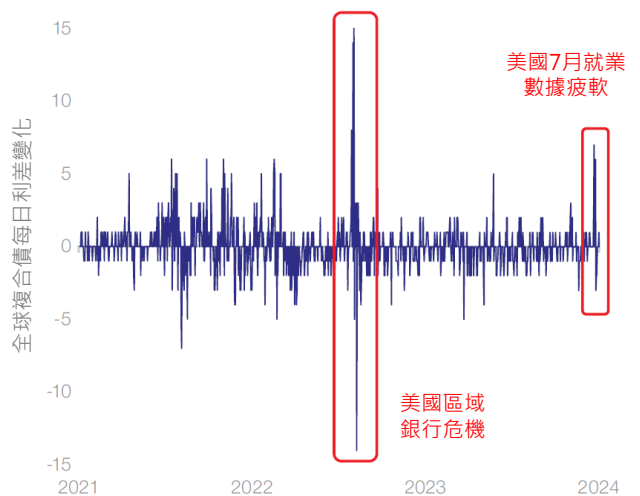
## 經濟放緩對公債有利，對公司債不利？

### 市場預期普遍預期，多數已開發經濟體的利率將呈現下滑



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

### 2023年銀行危機以來，未曾見過的利差壓力



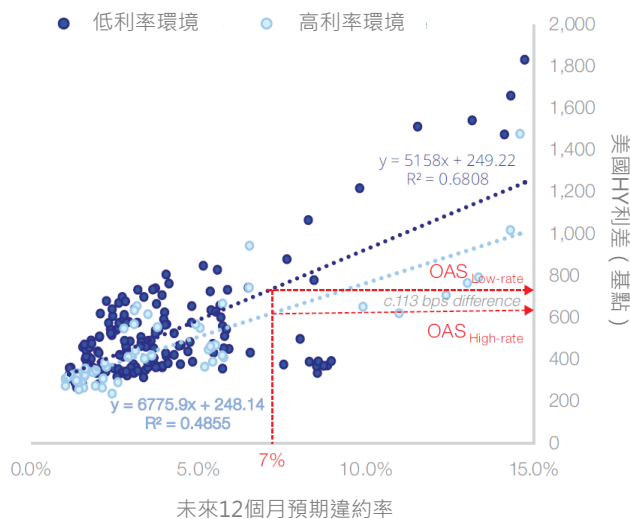
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**利差收窄的正當理由。**此類擔憂當然並非意外。然而，星展集團認為，在目前制度下，公司債利差合理收窄有幾個基本原因，除了在肺炎疫情後，政府財務結構（下滑）和企業財務結構（提升）呈現分歧之外；這也如同星展集團在「[第2季投資總監洞察：全球公司債](#)」中所述。

首先，在較高利率環境下，非投資等級（HY）公司債利差趨緊。理論上，較高的無風險利率為經濟衰退中的回報提供緩衝，因為如果出現意外的經濟衰退，央行有更大的降息空間，進而能有效降低持有公司債的風險溢價。另一方面，低利率環境下幾乎沒有降息空間，投資人會要求更高的利差，藉以彌補經濟衰退時下滑的預期報酬。根據美國HY利差與12個月預期違約率的簡單回歸分析顯示，對於相同的預期違約率（以7%為參考），在利率較高的環境，合理的利差趨緊（約113個基點）。因此，由於利率下滑可以減輕經濟衰退時利差擴大的影響，因此目前HY的利差價值面可能不如之前預期的高。

**同樣是利差趨緊，但原因不同。**投資等級（IG）公司債利差展現出與歷史均值相似的趨緊程度，但原因不同。星展集團相信，在肺炎疫情期間Fed會對固定收益市場進行非同尋常的干預後，IG風險在結構上已經降低；意即在2020年公司債市場出現嚴重的混亂後，已推出主要和次級市場公司信貸工具（PMCCF和SMCCF）應對。

**在利率較高的環境下，HY利差收窄是正常的**

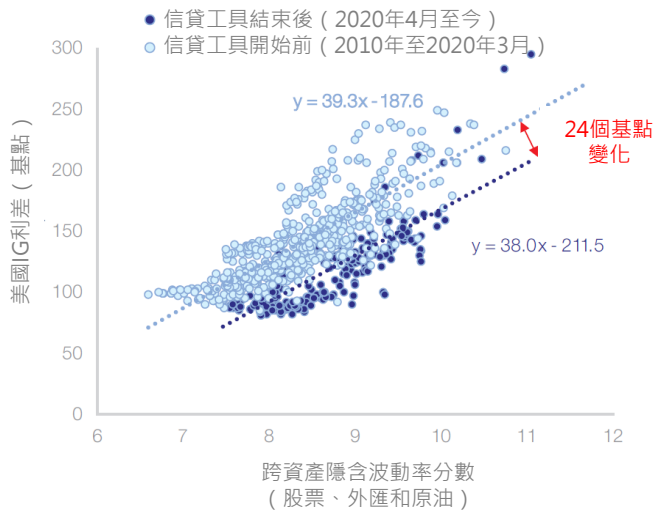


資料來源：彭博，穆迪投資人服務公司，星展集團  
2024年9月

註：高利率環境定義為美國10年期公債收益率大於3.5%的情況

儘管這些工具已經到期，但市場現在意識到，Fed不僅有可能干預美國公債和MBS，而且在必要時也有可能干預公司債市場 – Fed「賣權」現在也適用於IG。為了量化Fed「賣權」的價值，星展集團根據跨資產隱含波動率分數（包括股票、外匯和原油）對美國IG利差進行回歸分析，並發現利差相對於風險的平行下移 – 即對於相同程度的廣泛市場不確定性，自Fed推出信貸工具以來，美國IG利差現已收窄約24個基點。

## Fed "賣權" 已降低風險溢價



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月  
註：隱含波動率分數是股票、外匯和原油波動率的等權重對數函數

## 企業到目前為止尚未面臨更高的再融資利率



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

**利差風險低並不意味著沒有利差風險。** 話雖如此，較低的合理利差並不意味著投資人可以毫無選擇的承擔公司債風險。經濟疲軟往往會對IG和HY公司債市場產生不同的影響。HY公司債的市場風險肯定會更加明顯，因為在經濟放緩的情況下，違約和重組可能會損害總報酬；而對IG而言，由於具有相對穩健的資產負債表和較好的融資管道，這些公司能夠更穩健的面對經濟放緩，因此IG公司債違約的情況較不令人擔憂。

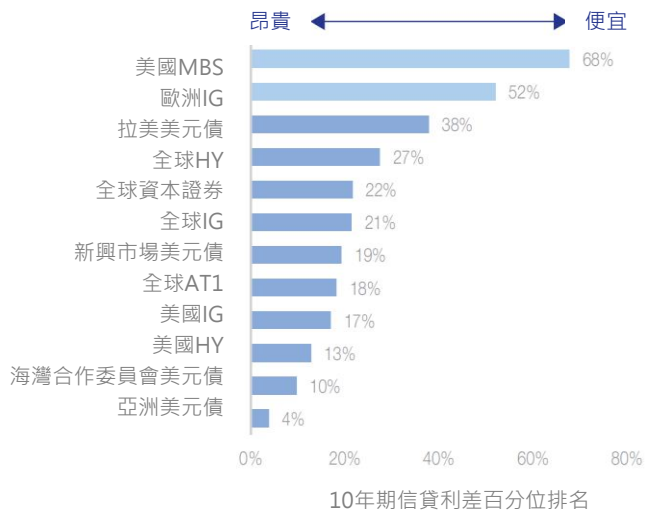
融資部份，星展集團也意識到，在經歷最新的升息週期後，這是企業約40年來首次面臨更高的再融資成本。1980年代中期以來，公司債收益率通

常低於10年移動平均值，這意味著過去40年大多數公司的平均再融資成本通常是呈現下滑，直到現在。因此，星展集團相對看好評級為A/BBB的公司債的品質，同時也選擇性的看好結構較為穩健的BB等級債券，因為時間會證明部份公司最終會因較高的利息負擔而面臨較大的獲利壓力。

**選擇表現可能優於市場的債券。** 儘管星展集團相信大多數固定收益市場在利率下降時期可能會表現良好，但先前討論過的利差趨緊的環境仍需要篩選，藉以獲得良好的價值。以要求不高的利差而言，例如有美國MBS（不動產抵押貸款證券）和歐洲IG公司債。



### MBS 和歐洲IG仍然相對便宜



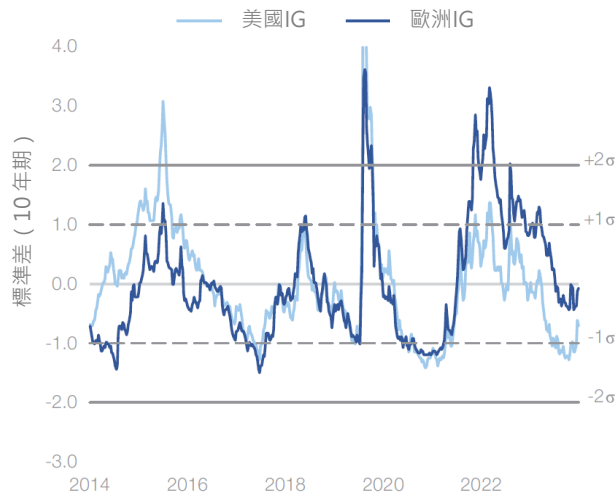
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**不同類型固定收益的報酬。** MBS利差仍處於歷史上較低的水準，這可能是由於 ( a ) Fed在量化緊縮 ( QT ) 下拋售MBS部位，以及 ( b ) 由於商業不動產疲軟而產生的對商業MBS的擔憂。這使其成為債券中為數不多的投資人仍能透過承擔政府相關風險而預期可能獲得5%以上收益率的領域之一，特別是那些在嚴重困境時期被視為Fed政策工具的機構MBS。當然，此類工具的凸性意味著在利率下降的環境中不太可能出現資本利得 ( 借款人傾向於以較低的利率為其抵押貸款再

融資 )，但星展集團相信投資人已獲得足夠的補償，藉以抵消機構 MBS目前較高收益率的提前償還風險。

**跨越大西洋尋找較好的利差。** 歐洲IG公司債也展現出相對較便宜的價值面。長期以來，指數利差一直較美國同類指數利差更緊俏，這可能是由於 ( a ) 全球金融海嘯以來，歐洲央行 ( ECB ) 的政策一直較為鴿派，以及 ( b ) ECB較早干預公司債市場。現在情況正好相反，整體而言，歐洲IG公司債利差較美國IG公司債利差更寬鬆，且接近10年均值，而大多數其他公司債市場在利差方面仍然相對偏貴。

### 歐洲IG利差價值面並不貴



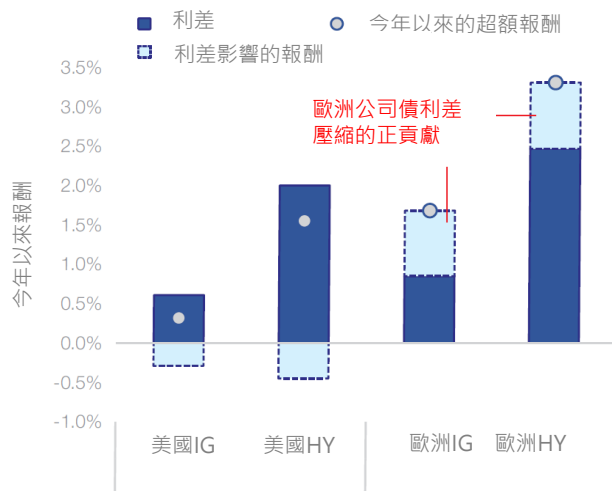
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**歐洲利差收窄帶動公司債表現。** 儘管利差擴大可能意味著市場預期歐洲經濟將進一步放緩，但擴大的利差不僅有助於提高利差收益，而且歐洲利差的普遍收窄已導致歐洲IG和HY公司債市場在2024年以來的表現均優於美國市場。星展集團相信，隨著政策利率持續下滑，尋求收益的心態將再度興起，這樣的動能也得以持續。

**額外的避險收益。** 除了價值面並不昂貴之外，以美元計價的歐洲固定收益投資人還有一個額外的收益來源。由於Fed和ECB過去兩年的政策差異（Fed整體上較為鷹派），換算為美元時，以歐元計價的公司債可能會有超過100個基點的差異。根據期貨市場，政策差異將逐漸收窄，這種避險收益可能會隨著時間的推移而減少；因此，投資人可善用此機會。

**槓鈴式存續期間策略仍然適合降息週期。** 2024年下半年以來，星展集團倡議採取槓鈴式存續期間策略，同時配置：(a) 1至3年期公司債，藉以利用貨幣政策週期的轉折最大程度降低現金的再投資風險，以及(b) 7至10年期公司債，藉以獲取更廣泛的利差溢價和對降息週期更為敏感的價格變動。無論利率最終的走向如何，預期1至3年的區段可提供報酬的確定性，而7至10年區段的風險報酬相對良好。

### 較高的歐洲IG利差緩衝了今年以來的表現



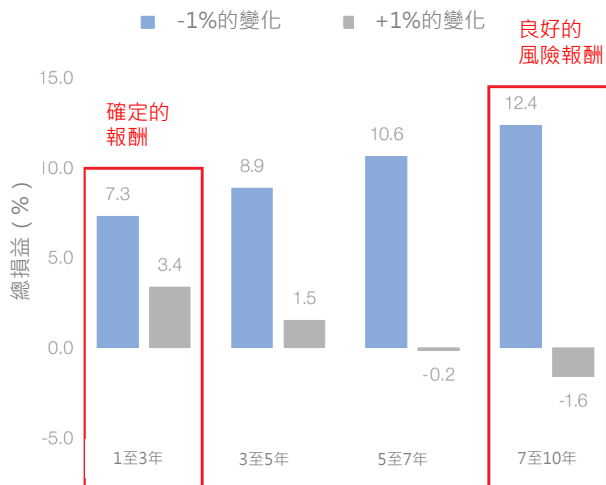
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

### 把握歐洲公司債外匯避險收益



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

### 維持1至3年和7至10年的槓鈴式存續期間策略



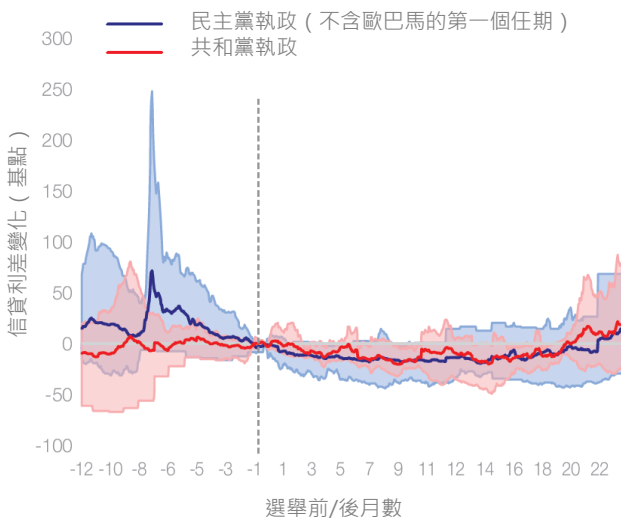
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

潛在放緩的可能，星展集團仍然看好評級為A/BBB的債券，並且選擇性的看好BB+評級的債券。經驗豐富的投資人可以留意美國 MBS 和歐洲公司債市場，在日益昂貴的环境下尋找價格相對合理的固定收益資產。

投資組合存續期間部份，可繼續採用槓鈴策略，同時配置 (a) 1至3 年期公司債，最大程度降低現金的再投資風險，以及 (b) 7至10 年期公司債，藉以獲取更廣泛的利差溢價和對降息週期更為敏感的價格變動。若配置得當，債券投資組合將能夠良好地應對政策週期的轉變；請注意，目前較高的收益率未來未必能夠輕易獲取。

**美國總統大選。** 首先要注意的是，公司債利差在共和黨或民主黨總統之間幾乎沒有差異；企業資產負債表實力、獲利能力、貨幣政策和流動性等對利差的影響更大且更直接。有趣的是，在兩黨執政下，利差在選舉後12個月均有下降的趨勢 – 這可能是因為市場擺脫了四年一度的主要風險事件。因此，公司債投資人可無需因為選舉而對固定收益投資組合過於擔憂。

### 美國總統選後公司債利差表現良好



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月  
註：由於與全球金融海嘯的接近而產生的扭曲，因此排除歐巴馬的第一個任期。

整體而言，由於貨幣政策正在轉向降息週期，投資人應繼續將閒置資金轉為佈局固定收益。經濟數據仍然支持軟著陸的預期，全球央行有足夠的保障開始下調政策利率。由於景氣仍有

# 預期美元將重回貶值趨勢

全球外匯市場  
2024年第4季

在下一任美國總統任期內，美元指數（DXY）可能會跌破100，這主要受美國聯準會（Fed）降息以及經濟軟著陸的影響。隨著出口回升，亞洲貨幣可望受惠於亞洲地區支撐全球經濟成長。



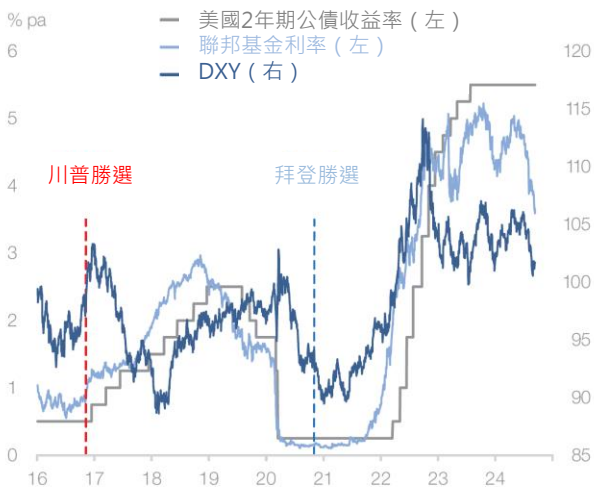
# 全球外匯市場

重新考慮美元貶值的議題。由於美國聯準會 (Fed) 為控制數十年來的高通膨而積極升息，美元指數 (DXY) 在2022年1月至9月期間上漲了超過20% 升至115。然而，2022年12月以來，DXY的交易區間已下滑到100至107，這主要受Fed“利率維持於高檔更長一段時間”政策和美國經濟成長強勁的支撐。2024年第3季，Fed對通膨壓力放緩的信心增強，並於9月開始降息週期，藉以避免美國勞動市場進一步降溫。若全球經濟和金融市場沒有重大衝擊，星展集團預期美國經濟成長將從2024年的2.3%放緩至2025年的1.7%，且若Fed將降息至3.00%，DXY在接下來的12至15個月將可能跌破100點。

星展集團不會因2024年11月5日美國總統選舉的結果，而對美元的影響進行一概而論的判斷，例如若前總統川普 (共和黨) 當選，美元可能走強；而若副總統賀錦麗當選，美元可能會走弱。與2017年和2021年不同，下一任總統任期將於2025年開始，屆時Fed將處於降息週期，而不是升息週期。過去兩任總統任期內，美國聯邦債務從20兆美元激增至33兆美元，這將限制新政府的經濟政策。然而，川普的保護主義政策對全球經濟構成更大的威脅；而賀錦麗的總統任期對亞洲新興市場 (作為全球經濟的主要成長引擎) 應該是有利的，有助於當地貨幣的升值，除非出現地緣政治衝擊。

## DXY 在美國總統大選後將面臨Fed降息週期的壓力

## 更陡峭的美國公債收益率曲線可能會削弱美元



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**歐元。** 歐元可望受惠於去美元化；此外，由於歐元區通膨下滑，相較於Fed為避免美國勞動市場進一步降溫而進行的降息，歐洲央行（ECB）降息次數可能較少。

**英鎊。** 英鎊的前景可望有所改善，主要受惠於英國趨於穩定的政治局勢、更快速的經濟復甦以及與歐盟關係的改善。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月



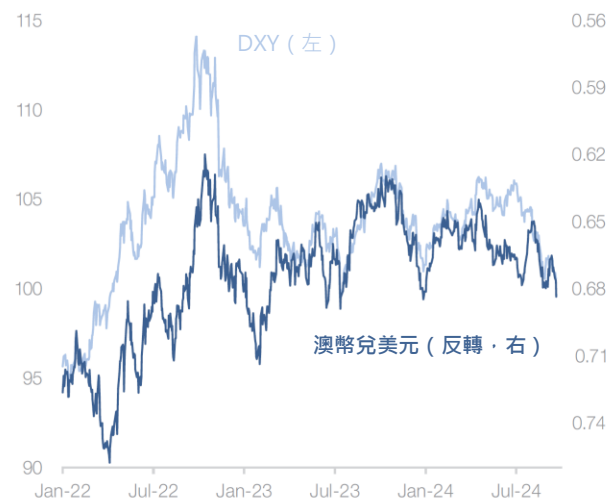
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**瑞郎。** 瑞士央行（SNB）可能會舒緩Fed降息週期對美元造成的壓力，進而抑制瑞郎升值的壓力。

**澳幣。** 澳幣可能在亞洲貨幣走強的環境下突破今年介於0.64至0.68的交易區間，但仍面臨日圓套利交易平倉導致的波動以及澳洲央行（RBA）延遲2025年降息的影響。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**紐幣。**在相對較為強勁的亞洲貨幣和亞洲經濟復甦的帶動下，預期紐幣兌美元將突破今年介於0.5850至0.6330的區間。



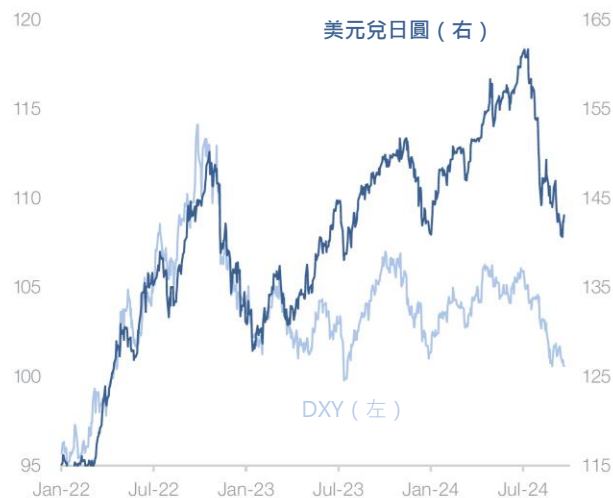
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**加幣。**隨著加拿大央行 (BOC) 與 Fed 同步進入降息循環，預期加幣兌美元的表現將相對落後其他貨幣，這主要是因為疲軟的商品周期。



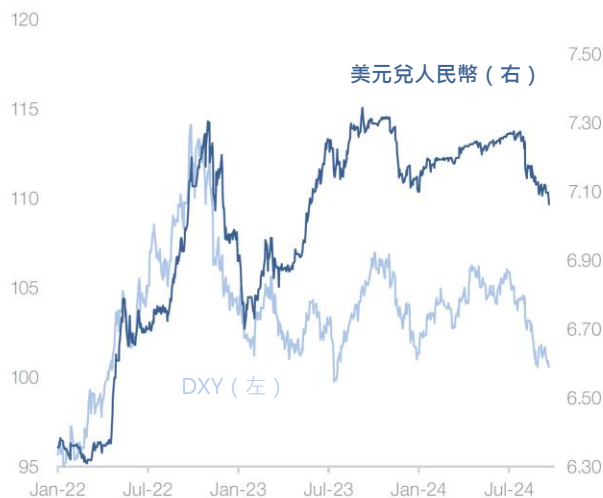
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**日圓。**在Fed降息和日本央行 (BOJ) 升息的環境下，日圓兌美元可望逐漸走升，預期升值走勢將持續到2025年，市場將對日圓套利交易平倉仍保持警惕。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**人民幣。**預期人民幣的表現在弱勢美元下的回升將受到中國經濟疲弱和美中競爭的壓抑。



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

## 星展集團主要匯率預估

	18 Sep	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
美元兌人民幣	7.0810	7.08	7.04	7.00	6.98	6.94	6.90
美元兌港幣	7.7930	7.79	7.79	7.78	7.78	7.77	7.77
美元兌印度盧比	83.756	83.7	83.4	83.0	82.7	82.3	82.0
美元兌印尼盾	15335	15320	15190	15070	14950	14820	14700
美元兌馬幣	4.2435	4.25	4.20	4.20	4.15	4.15	4.10
美元兌菲幣	55.732	55.7	55.2	54.7	54.2	53.7	53.2
美元兌新幣	1.2952	1.29	1.29	1.28	1.28	1.27	1.27
美元兌韓圓	1324	1320	1310	1290	1280	1260	1250
美元兌泰銖	33.361	33.3	33.2	33.0	32.8	32.7	32.5
美元兌越南盾	24629	24610	24490	24370	24250	24120	24000
澳幣兌美元	0.6764	0.68	0.68	0.69	0.70	0.70	0.71
美元兌加幣	1.3605	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31
歐元兌美元	1.1119	1.11	1.12	1.13	1.14	1.14	1.15
美元兌日圓	142.29	142	140	137	135	132	130
紐幣兌美元	0.6209	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.65
美元兌瑞郎	0.8462	0.85	0.84	0.84	0.84	0.83	0.83
英鎊兌美元	1.3214	1.32	1.33	1.34	1.34	1.35	1.36
美元指數 ( DXY )	100.596	100.5	99.9	99.3	98.7	98.1	97.5

資料來源：星展集團 2024年9月  
註：季底預估





# 仍然選擇性看好

大宗商品  
2024年第4季

由於全球經濟動能放緩，大宗商品價格已經回吐上半年大部份的漲幅，造成這對工業金屬和原油的影響。故選擇性看好部份農產品。

# 大宗商品

**前進三步，後退兩步。**在上次的季度報告中，星展集團說明大宗商品綜合指數的復甦；然而，這並未持續太久。2024年第3季，大宗商品指數回吐了年初以來的漲幅。截至9月25日，彭博大宗商品指數 (BCOM) 和高盛商品指數 (GSCI) 分別上漲1.6%和0.2%。其表現不佳主要是受總經相關因素所影響；西方和中國的經濟成長放緩，以及中國三中全會期間未宣佈額外的政策刺激措施，因而抵消上半年預期大宗商品反彈的樂觀情緒。

## 大宗商品在 2024年第3季回吐了大部分年初以來的漲幅

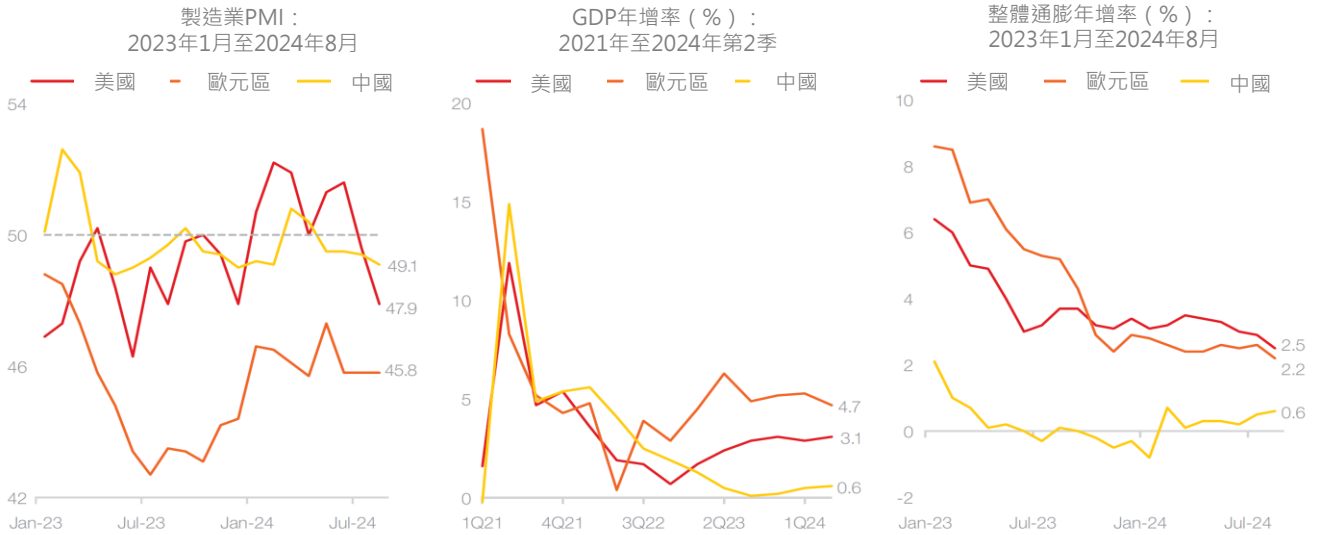


資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**總經環境疲軟。**製造業部份，美國7月製造業採購經理人指數 (PMI) 時隔七個月再次陷入收縮，8月繼續下滑。歐洲製造業 PMI 連續26個月低於50，中國製造業活動也不溫不火，7月連續第三個月呈現萎縮。GDP部份，主要的意外來自中國；中國2024年第2季GDP年增4.7%，低於市場預期的5.1%。這壓抑市場對大宗商品需求的短期前景，因為中國是多數大宗商品的全球最大的消費國。通膨數據也顯示全球經濟成長放緩，今年初以來，三大主要地區的通膨數據均出現下滑或停滯。此外，美國7月勞動市場大幅降溫，新增非農就業人數遠低於市場預期 (實際11.4萬人，市場預期為17.5萬人)。

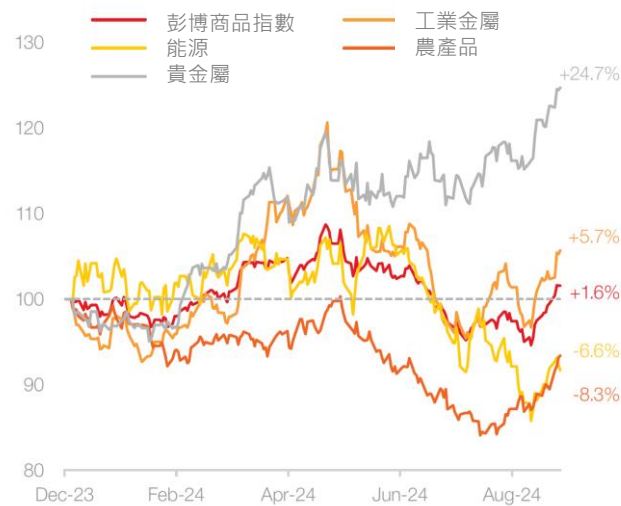
**貴金屬是唯一表現較佳的大宗商品。**若依商品類型評估大宗商品的表現，貴金屬今年以來上漲了24.7% (截至9月25日)；受惠於地緣政治風險升高和美國聯準會 (Fed) 即將降息的預期，黃金和白銀的表現強勁表現。工業金屬回吐了部份上半年的漲幅，今年以來上漲約5.7%；因投資人擔憂供應充裕，能源和農產品則是分別下跌8.3%和6.6%。

## 進一步冷卻的總經指標



資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

## 主要大宗商品今年以來的表現

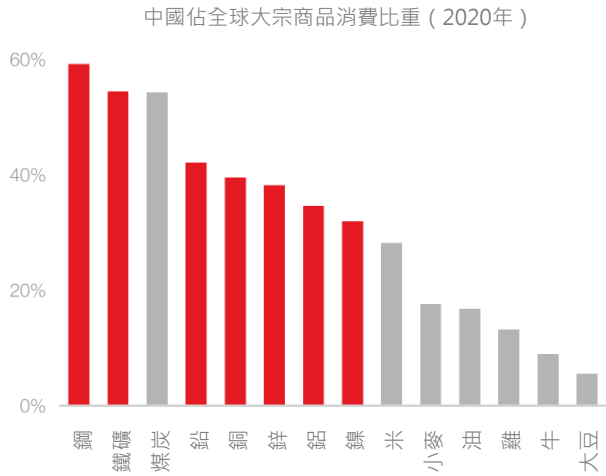


資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

## 工業金屬

**短線多空參雜。**中國是全球最大的大宗商品消費國，特別是金屬。中國佔全球鋼鐵和鐵礦石的需求分別為59%和54%，鎳、鋁、鋅、銅和鉛的需求部份則是介於30%至45%。表面上，金屬的前景與中國的成長軌跡緊密相連。雖然因中國最新的GDP成長不如市場預期，加上缺乏針對處於困境的不動產業的新刺激措施，短期可能壓抑金屬價格。然而，這種負面影響可能受Fed降息所抵銷（至少部分抵銷），這對金屬需求而言應該是利多因素，尤其是對利率敏感的金屬，例如銅。數據顯示，儘管存在滯後性，但銅價在Fed的開始降息循環後通常會呈現上揚走勢。

### 中國是全球大部分金屬的主要消費國



資料來源：The Geography of Transport · 星展集團 2024年9月

### 歷史經驗顯示，銅通常受惠於降息



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

長期而言，並非全面性的走揚。雖然工業金屬的短期前景不明，但長期前景仍然良好，可望受惠於去碳化、企業在地化設廠/境外設廠擴張的帶動。然而，重要的是要注意，有別於2000年代初期金屬價格廣泛性走升的情況，各種不同金屬的走勢可能較為分歧。由於中國經濟成長正在放緩，中國未來的GDP年增率可能會從2004年至2020年間超過8%降至4%左右。

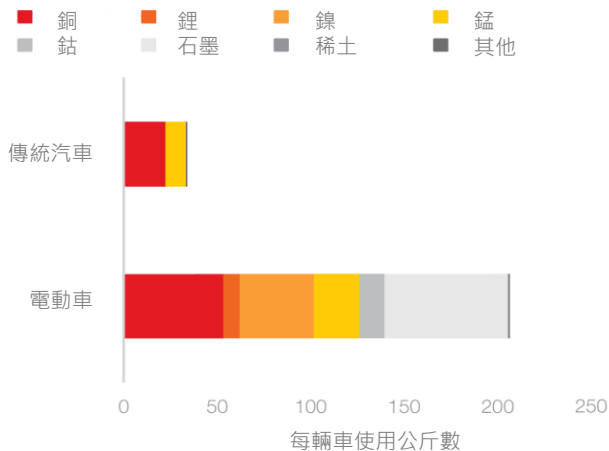
### 中國GDP成長率趨緩的時代



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

## 電動車使用的銅和電池金屬明顯多於傳統汽車

與傳統汽車相比，電動車中使用的礦物和金屬



資料來源：IEA 2024年9月

從不動產轉向，不利黑色金屬和鋁。中國將重點從不動產業轉移，將不利黑色金屬。因為中國粗鋼需求約有60%來自營建業。鋁也將受到一定程度的負面影響，因為約有25%的最終用途也來自營建業。但對銅和電池金屬的淨影響應很小，因為不動產需求下滑可望被電動車（EV）和其他可再生能源基礎設施（例如太陽能 and 風機）的需求增加所抵消。

減碳措施有利於銅及電池金屬。全球減碳浪潮與中國承諾進一步發展綠色科技，顯然有利於綠色金屬，尤其是銅和電池金屬，如鋰、鎳、鈷和錳。電動車使用的銅和錳分別是傳統汽車的2.4倍和2.2倍，並大量使用傳統汽車不使用的鋰、

鎳和鈷。儘管由於美國和歐盟的關稅，中國的電動車產量和出口量短期有所下滑，但電動車的長期成長趨勢依然存在，並應可為銅和電池金屬提供結構性需求。

## 農產品

由咖啡帶動的軟性商品今年以來表現優於其他農產品。儘管今年以來農業產品在各類商品次資產類別中表現最差，但軟性商品（咖啡、棉花和糖）的表現卻意外優異，今年以來至8月23日上漲9.8%，主要受咖啡亮眼表現（+31.2%）所帶動。這主要因為過去五年全球咖啡供需均衡。

### 咖啡帶動軟性商品今年以來的表現優於農產品



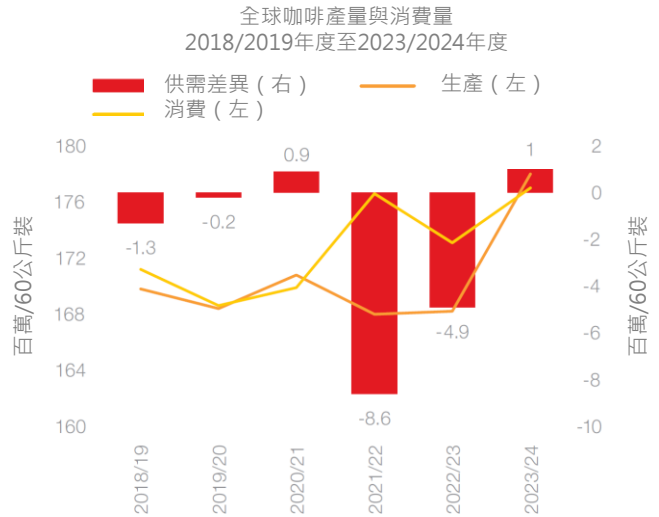
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**咖啡前景將受惠於結構性因素。**展望未來，由於咖啡需求的價格彈性相對較低，且全球暖化持續導致咖啡產量和可種植咖啡的土地減少，因此供需結構可望支撐咖啡價格。過去五年，阿拉比卡咖啡和羅布斯塔咖啡的價格分別上漲約1.5倍和2.5倍。2023年10月1日至2024年9月30日的預測產量將呈現成長，主要是由於兩年生產效應，即咖啡在交替年份產量更高。而前一個年度消費量的下滑也是一次性因素，因為咖啡庫存的下降幅度大於平均水準，這反而又減少了當年對國際市場採購的需求。

**結論**

**在等待全面復甦的同時，選擇性看好大宗商品。**持續等待更廣泛的經濟復甦。雖然貨幣寬鬆即將到來，但美國整體總經環境對大宗商品而言仍然不具吸引力；儘管GDP成長依然良好，但就業和製造業數據表現疲軟。此外，中國結構性成長放緩對廣泛大宗商品需求的實質性復甦構成了巨大挑戰。展望未來，不同大宗商品之各次資產類別商品的表現將呈現分歧，並非全面性走升。在此環境下，應選擇性看好大宗商品。

**有利的咖啡供需**



資料來源：International Coffee Organisation 2024年9月

**咖啡價格飆升**

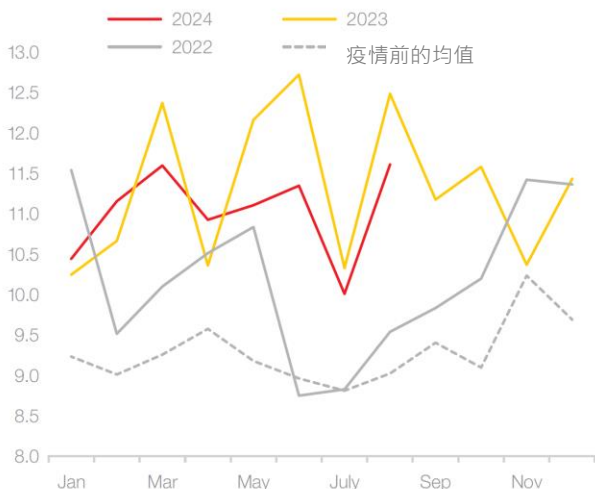


資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

## 油價因需求疲軟而陷入熊市

**對需求的擔憂是目前影響油價走勢的關鍵因素。**儘管中東局勢風險持續存在，布蘭特原油價格在2024年第3季曾在每桶80美元附近震盪，但因投資人擔憂需求前景，且石油輸出國組織與盟國（OPEC+）即將增產，布蘭特原油價格在9月初重挫超過10%至每桶70美元附近。雖然趨勢符合星展集團對下半年油價疲軟的預期，但相較於2024年第2季的高點，跌幅大於原本的預估。尤其是對中國需求的憂慮，是近期油市走弱的主要驅動因素。2024年前七個月，中國煉油廠平均每日用油量為1,440萬桶，相較低於2023年的全年日均量（1,480萬桶）。而中國的原油進口量今年也呈現下滑趨勢，今年以來的日均進口量為1,090萬桶，也低於2023年的日均量（1,130萬桶）。美國的原油消費數據

### 中國2024年以來的原油進口年增率呈現下滑



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

今年的表現也不太樂觀，大致與去年持平，且仍低於疫情前的水準。

**OPEC+ 急於延遲增產計劃。**2024年6月初的OPEC與非OPEC盟國部長會議上，宣佈將從2024年10月開始逐步取消總量為每日220萬桶的自願減產，直至2025年9月底。這個消息引發了市場悲觀的反應，但OPEC+領導人迅速強調，供給將視市場情況保持靈活應對。由於油價已跌至每桶約70美元，OPEC+現在已將增產計劃延遲兩個月至2024年12月。儘管這將繼續以OPEC+的市佔率為代價，但星展集團認為可能會再延遲數月，藉以確保市場穩定。但是，針對是否能夠一直延遲，星展集團認為，過去數月，沙烏地阿拉伯和其他波斯灣國家也在減少出口以支撐油價，但隨著過剩產能的增加，這些策略將越來越難以長期執行。

### 2024年OPEC供給維持穩定，但減產終將在某個時刻結束



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

### 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	78.5	75.0	71.0	72.0	76.0	75.5
西德州中級原油	77.0	79.0	75.0	72.0	68.0	69.0	73.0	72.5

資料來源：星展集團 2024年9月

儘管OPEC+的增產時間戰略性地與美國聯準會 (Fed) 潛在降息時機一致，而這通常有利於大宗商品價格表現，但星展集團認為，未來數月，相較於全球總經事件，供需基本面對油價的影響較小，這將使OPEC+決策時所需考慮的因素更加複雜。

#### 布蘭特原油價格在9月顯著走弱



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

OPEC+ 持續減產和降低出口，以及利比亞原油供給的暫時中斷和中東地緣政治風險加劇 (以色列對黎巴嫩真主黨的行動及在伊朗對哈馬斯官員的行動)，油價仍難以突破每桶80美元。在目前需求面存在風險的環境下，星展集團將2024年布蘭特原油均價預測下調到每桶77至82美元，2025年的預測則是下調到每桶70至75美元，低於原本預期的80至85美元和72至77美元。星展集團預期，在OPEC+增產的推遲以及Fed降息和美元走弱的情況下，油價將從目前的低點有所回升，但2025年進入供需失衡的情況下，油價在可預見的未來將維持溫和的走勢。

**星展集團對地緣政治風險爆發的基本假設為何？**在基本假設部份，星展集團預期以色列與哈馬斯的衝突將持續到2024年第4季甚至更久；但不會超過現狀的有限和針對性攻擊。油市仍將存在一些不確定性；布蘭特原油價格短期可能會出現超過每桶80美元的走勢，但將不會持續，因為OPEC+將從2024年第4季開始增產，而需求仍有待提升。

星展集團下調對油價的預估。隨著需求下滑和供給增加的預期，即使



若伊朗及其代理人發動比預期更猛烈的攻擊，以色列進行報復（但局勢未升級為全面地區衝突），星展集團預期，伊朗原油出口將面臨更嚴格的制裁，這可能會帶動油價突破每桶100美元。

雖然星展集團認為機率不高，但如果伊朗與以色列之間爆發全面且持久的衝突，並涉及其他地區國家，則可能會導致油價大幅走揚。這種情況可能源於中東地區原油基礎設施受損或波斯灣關鍵通道被封鎖，而油價則可能升破每桶150美元。

# 仍然看好另類資產

另類資產：  
黃金  
2024年第4季

隨著債券收益率和美元走低，金價表現相對穩健。



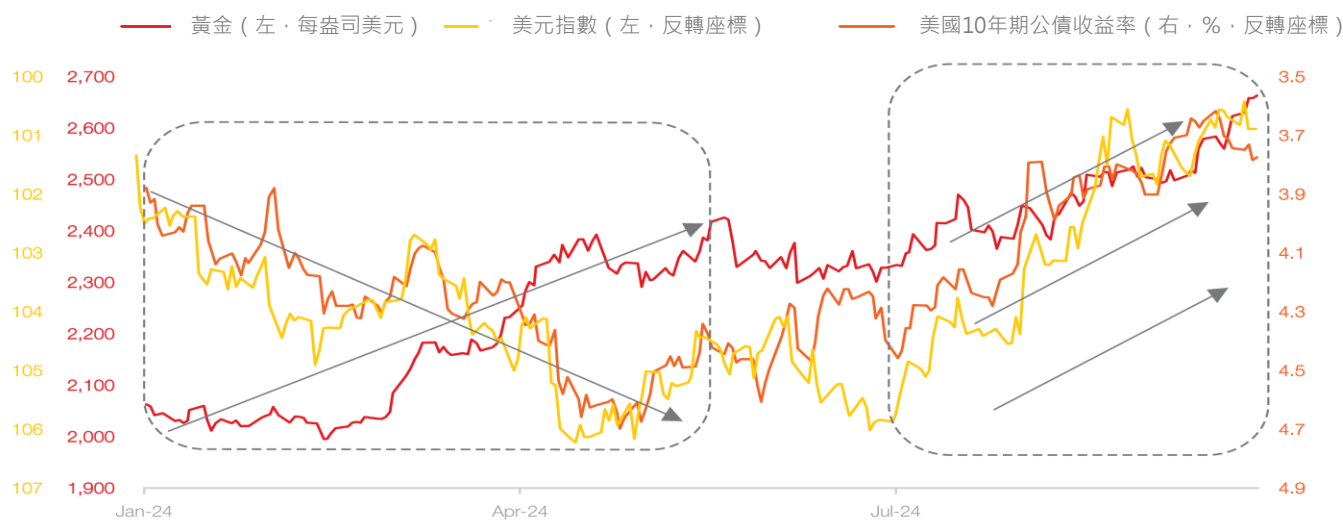
# 另類資產：黃金

美元和利率與黃金的負相關再現。2023年6月以來，黃金相對美元和利率的韌性越來越強烈，這對無息資產而言並不尋常。然而，2024年7月，黃金與利率/美元的負相關突然回歸，其主因為美國經濟出現疲軟的跡象 – 趨緩的通膨和就業數據 – 以及鴿派的美國聯準會 (Fed)。

4年來Fed首次降息。市場期待很久的轉變終於實現，Fed自2020年3月以

來首次降息 (下調50個基點)。在此期間，美元和利率的下滑支撐金價在9月25日升至每盎司2,671美元的歷史高點。儘管未來總體經濟情勢仍存在不確定性，但基本假設情境仍是軟著陸，且Fed將進一步降息。截至9月25日，芝加哥商品交易所 (CME) 顯示，期貨市場預期今年再降息75個基點的機率約50%。美國進入降息循環也為金價未來的表現奠定了良好基礎，預期將可支撐黃金的表現。

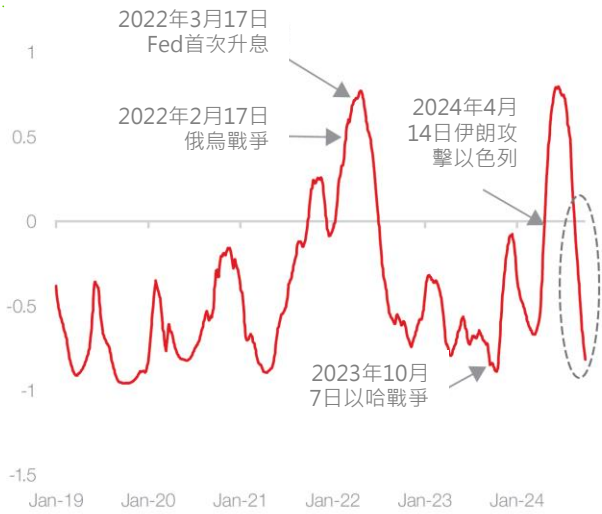
## Fed開始進入降息循環，美元和利率與黃金的負相關再現



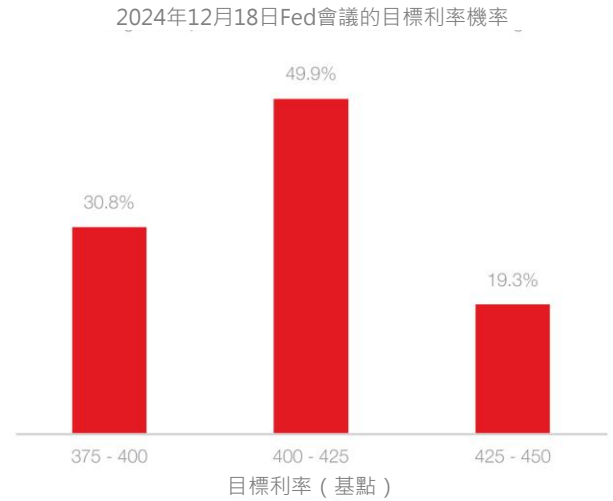
資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

### 黃金與利率相關性轉為負值

### 市場預期2024年底前將降息3至4次



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月



資料來源：彭博，星展集團 2024年9月

**地緣政治緊張，避險需求持續支撐黃金表現。**地緣政治仍是短期影響黃金的主要因素。最新的發展是伊朗和以色列緊張局勢潛在升溫的風險。與此同時，歐洲地區，俄烏戰爭也尚無舒緩跡象，而且若川普在11月再次當選美國總統，情況可能會更加複雜。由

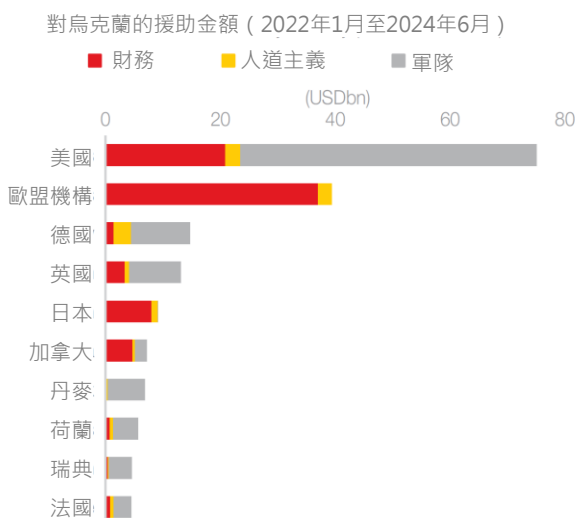
於他對美國援助烏克蘭計劃直言不諱的批評，川普可能會在未來減少進一步對烏的軍事和財政援助。上述任何衝突的爆發都可能導致避險需求增加，並帶動黃金走升。根據對過去風險事件的分析，星展集團發現此類漲勢平均持續 13 天，而價格平均上漲 7.1%。

## 過去風險事件，黃金漲勢持續期間和幅度

	開始日期	變動 % (從低點到高點)	反彈持續天數
俄烏戰爭	2022年2月24日	8.0%	14
美國區域銀行與瑞信倒閉	2023年3月8日、 10日、12日 及15日	12.5%	26
美國第一共和銀行倒閉	2023年5月1日	3.4%	4
以哈衝突的開始	2023年10月7日	9.5%	16
伊朗攻擊以色列	2024年4月14日	2.0%	6
	平均	7.1%	13

資料來源：彭博·星展集團 2024年9月

## 美國目前對烏克蘭提供援助最多



資料來源：Statista·星展集團 2024年9月

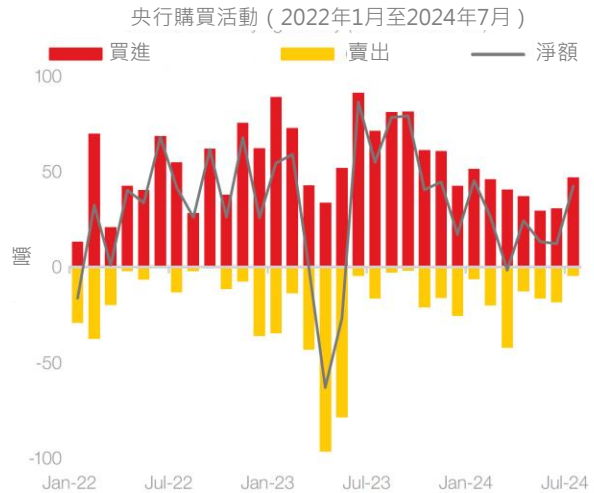
資金已開始回流黃金ETF。隨著Fed轉向鴿派，對黃金的投資需求已經回升，尤其是黃金ETF。在5月觸及約2,500噸的低點後，黃金ETF總持有量已逐漸回升，並出現連續4個月的資金淨流入。黃金ETF上次出現連續數月的資金流入是在2023年5月。亞洲連續第18個月出現資金淨流入，而歐洲和美國則是連續第4個月和第2個月呈現資金淨流入。若總經數據優於市場預期，未來Fed可能採取漸進式降息。這也可能將進一步帶動黃金ETF資金流的復甦。

### 黃金 ETF 持有量在 5 月觸底回升



資料來源：Metals Focus · Refinitiv GFMS · World Gold Council 2024年9月

### 2024年來自央行的買盤仍然強勁



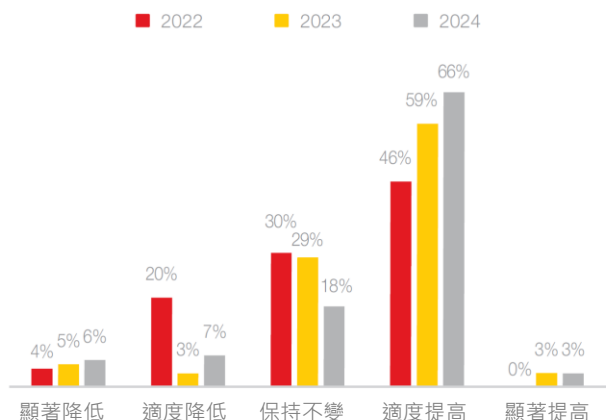
資料來源：World Gold Council · IMF 2024年9月

**多國央行維持對黃金的信念。** 儘管2024年上半年央行購買黃金的活動略有放緩，但趨勢仍然相對強勁。從2024年1月到7月，多國央行的合計淨購買量達161.5噸，低於去年同期的164.2噸。星展集團持續認為，在目前日益複雜的金融和地緣政治環境下，許多國家的央行仍會將黃金視為儲備資產。世界黃金協會最新央行黃金儲備調查的結果亦支持此論點；69%的

受訪者認為，五年後黃金佔全球總儲備（外匯和黃金）的比例將會更高，高於2023年的62%和2022年的46%。62%的受訪者認為美元佔全球總儲備的比率可能呈現下滑，高於2023年的55%和2022年的42%。這顯示，多國央行視黃金為對抗貨幣貶值、財政永續性及去美元化等問題的避險工具，未來仍可能會增加持有黃金。

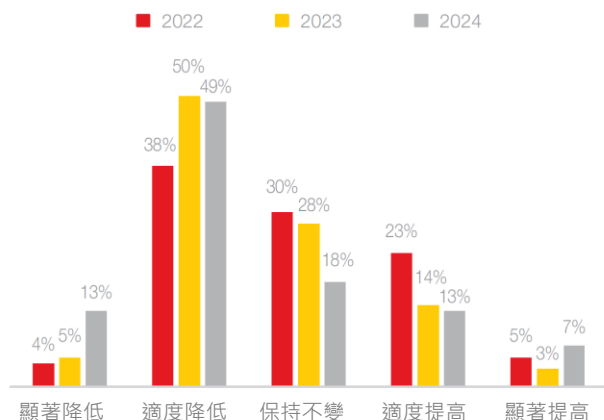
### 黃金獲得多國央行的青睞

央行對於5年後黃金佔總儲備比例的看法



### 去美元化是未來多國央行的擔憂

央行對5年後美元佔總儲備比例的看法



資料來源：World Gold Council 2024年9月

資料來源：World Gold Council 2024年9月

**預期黃金仍有上漲空間。**近期支持黃金的主要潛在利多是Fed將進入降息循環。此外，地緣政治和11月的美國大選仍是影響短期金價表現的關鍵因素。中至長期而言，星展集團仍然看好黃金。財政可持續性、貨幣貶值和去美元化等議題均支持結構性多國央

行的買盤和黃金的投資需求。因此，星展集團將黃金12個月滾動目標價上調至每盎司2,835美元。星展集團也持續認為，投資人可綜合考量資產配置與風險承受度等因素後將部分資金配置於黃金，因其與股票和債券是不相關的資產類別。

### 黃金價格對美元和美國10年期公債收益率的敏感度分析

美國10年期公債殖利率 (%)	美元指數 ( DXY )				
	95	100	105	110	115
3.50	2,910	2,894	2,877	2,861	2,844
3.75	2,877	2,861	2,844	2,828	2,811
4.00	2,845	2,828	2,812	2,795	2,779
4.25	2,812	2,795	2,779	2,762	2,746
4.50	2,779	2,762	2,746	2,729	2,713
4.75	2,746	2,729	2,713	2,696	2,680
5.00	2,713	2,696	2,680	2,663	2,647

資料來源：星展集團 2024年9月





# 東協投資策略

**專題策略**      東協市場持續受惠於中國+1戰略，為各產業提升價值  
**2024年第4季**   鏈帶來機會。長期成長動能包括獲取關鍵原物料、鄰近  
                                 低成本製造和供應商，以及在日益協作的投資環境  
                                 中進行能源轉型的共同努力。

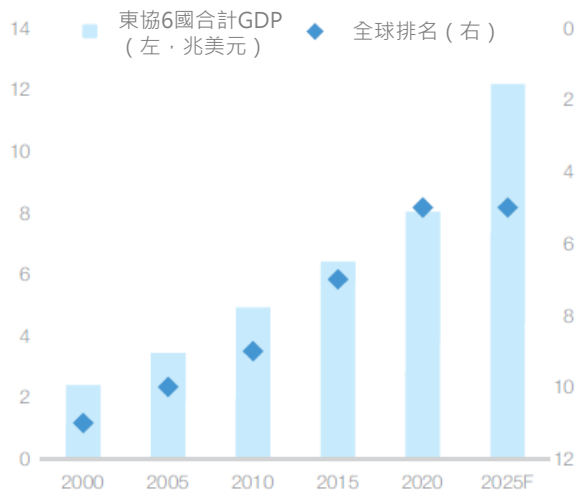
# 東協投資策略

後疫情時代為投資人帶來過去未曾考慮的元素。地緣政治動盪和保護主義政策擾亂全球經濟、分裂貿易網路、監管環境和全球供應鏈。也削弱了全球貿易和投資流動的穩定性；隨著世界轉為逆全球化，既創造了障礙，也創造了孤立的機會。

隨著投資人為全球經濟放緩做好準備，東協繼續展現出作為一個由五個支柱所支持的戰略經濟聯盟的潛力，包括有利的人口結構、帶動城市化和經濟成長的基礎設施建設、豐富的自然資源、眾多具吸引力的旅遊景點，以及作為中國+1 多元化戰略的理想地區。

**可持續性的成長。** 儘管面臨外部阻力，東協經濟體在2024年上半年維持成長動能。所有經濟體的GDP都有所增長，其中印尼、馬來西亞、菲律賓和新加坡在此期間有加速成長，而泰國和越南的成長則有所放緩。強勁的內需、勞動市場趨緊和穩定的物價，加上強勁的旅遊業和出口市場的復甦，帶動了經濟成長。

## 東協6國經濟體維持強勁成長動能



資料來源：IMF，星展集團 2024年9月

**集體的成功。** 東協已在電子、航太、半導體、機械和包裝食品等產業擁有強勁的出口地位。除了擴張的潛力之外，由於該地區在生物製藥和化學品等高價值產業中扮演的角色相對較小，中國+1 戰略也為東協經濟體提供在各自領域中向上提升價值鏈的機會，追求更高附加價值，並利用工業4.0以提高生產力。

東協地區的整體驅動力包括獲得關鍵原物料、靠近供應商以及專注於能源轉型的政策，此外還有藉由成員國之間的緊密合作以促進的更為自由的投資政策環境。

到2050年，東南亞聯盟將超越德國，成為全球第四大經濟體。

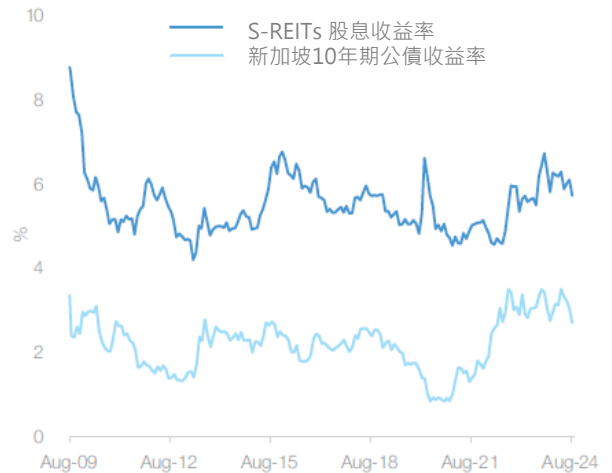
### 一個區域，九個國家

東南亞各國都有獨特的發展和成長故事，從以製造業為主的經濟體轉變為商品豐富的生產者或金融服務供應商。這些因素共同促成該地區的投資吸引力。

### 新加坡

憑藉相對有利的稅捐政策和戰略地位，新加坡為外國投資人提供了極具競爭力和前所未有進入亞洲市場的途徑，成為通往該地區的門戶。企業可以享受80多項避免雙重課徵稅協定、可觀的稅收減免以及與周邊亞洲國家、歐盟、美國、中國和印度簽訂的眾多自由貿易協定 ( FTA ) 。

### S-REITs具吸引力凡股息收益率



資料來源：LSEG Datastream，星展集團 2024年9月

新加坡穩定的政治環境和健全的法律制度為企業提供了一個安全和可預測的環境，再加上新加坡受過良好教育和具備技能的勞動力，以及一流的基礎設施，包括高效的交通系統、先進的電信和良好的港口設施。

例如新加坡不動產信託 ( S-REITs )、銀行業和新加坡當地全球企業，可視為擁有較佳的長期投資機會。

## 印尼

數十年來，印尼已發展成為一個充滿活力的民主國家，擁有東南亞最大和最具活力的經濟體。現在作為G20經濟體的成員，憑藉其作為東協最大經濟體（世界第16大經濟體）的地位，以及年輕且龐大的勞動力（近1.37億勞動力，年齡中位數低於30歲）和快速擴大的中產階級，為外國投資人提供了巨大的長期增長潛力。

### 雅加達綜合指數與全球商品價格之間的相關性高



資料來源：LSEG Datastream · 星展集團  
2024年9月

由於國內消費成長，印尼相較於其他低成本國家，展現出持續高增長的態勢。多年來，印尼在民主政府的領導下，致力於經濟發展，政治維持相對穩定；該政府持續實施審慎的宏觀經濟政策和結構改革，以增強商業增長。

印尼是一個資源豐富的國家，大宗商品約佔印尼出口的60%。農業在經濟中持續扮演不可或缺的角色，約佔該國三分之一的勞動力。為了降低對全球大宗商品價格衝擊的脆弱性，印尼正專注於發展下游加工能力，藉以提升供應鏈的韌性。

**銀行、消費以及商品和能源是印尼活躍產業。**

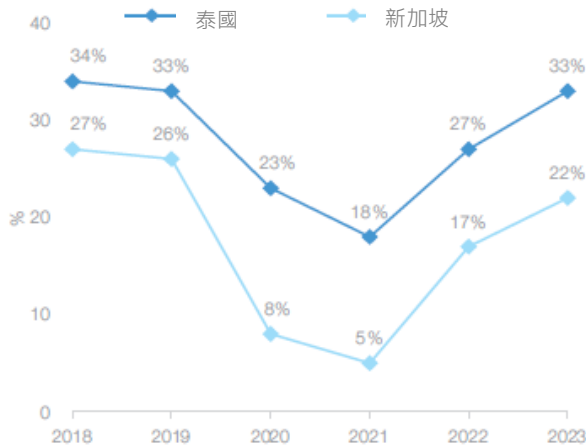
## 泰國

泰國人口約6,600萬，位於東南亞中心地帶，與中國和印度等區域主要市場有極佳的連結。泰國是東協僅次於印尼的第二大經濟體，於2011年獲得中高收入國家的地位。

泰國以全球主要糧食和農產品供應國自豪，包括稻米和天然橡膠。其經濟高度多元化，涵蓋製造業、農業、旅遊業到醫療保健等成熟產業。

## 東協醫療旅遊穩定增長

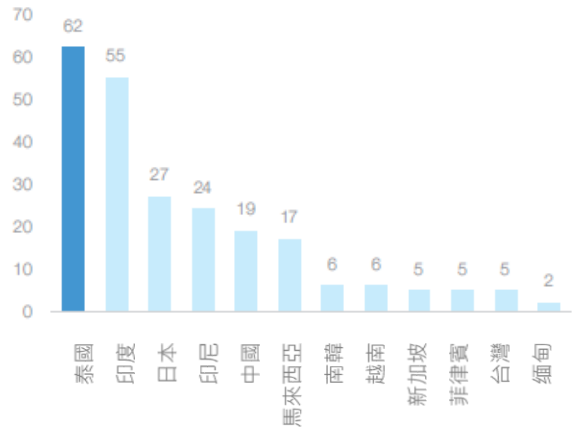
預估來自海外的病患佔營收比例



資料來源：各家公司，星展集團 2024年9月

## 泰國醫療保健 – 強勁的競爭者

JCI\* 認證醫院數量



資料來源：Joint Commission International、星展集團 2024年9月

\*JCI 是全球醫療保健業的標準，以美國標準和慣例為基準

泰國已是汽車製造業的重鎮，並積極爭取在電動車製造業更大的市佔率；外商直接投資的興趣主要集中在電子和汽車領域。根據泰國商務部的數據，2023年泰國五大出口類別分別是汽車零件和配件、自動數據處理機械、寶石和珠寶、橡膠製品和精煉燃料。而眾所皆知，泰國的旅遊業也為酒店、零售和相關服務業提供了大量投資機會。

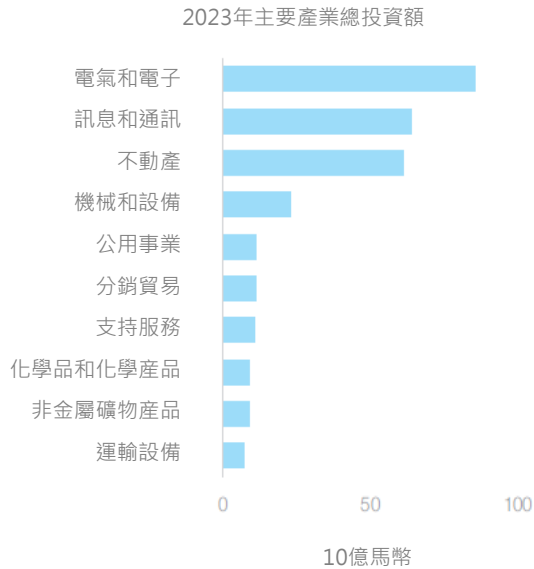
**看好旅遊、醫療以及汽車相關產業。**

## 馬來西亞

馬來西亞位於印度洋和南海之間，地理位置優越，所有主要航空和航運路線均可直達。馬來西亞強勁且可持續的經濟基礎、商業環境和充滿活力的勞動力使其成為該地區具有吸引力且具有成本競爭力的投資地點。

馬來西亞作為主要的農產品和礦產出口國，其出口動態已發生變化，農產品和礦產出口下降，而製成品出口激增。

## 投資人預估馬來西亞基礎設施建設和數據中心需求增長



資料來源：Malaysia Investment Development Authority，星展集團 2024年9月

由於美國和中國之間的貿易緊張局勢，馬來西亞在全球供應鏈中的重要性迅速提升，成為半導體生產商尋求分散風險的理想地點。馬來西亞完善的工業部門，例如醫療保健、電子產品、數位化經濟和伊斯蘭金融等眾多領域亦具投資機會。此轉變反映了馬來西亞向高附加價值產業發展的進展，並突顯了全球需求的廣泛變化和經濟結構轉型。

## 菲律賓

菲律賓是2022年全球發展最快的新興市場之一，GDP年增7.6%，為1976年以來的最高年增率。菲律賓正努力減少對海外匯款的依賴，並逐漸發展其國內產業，以在特定產業中提昇全球價值鏈，創造新的投資機會。此外，菲律賓受過良好教育且會說英語的人口眾多，特別是在其他國家的醫療和酒店業中備受青睞。

外包業務流程（BPO）產業在菲律賓仍然是該國經濟的關鍵，2022年貢獻約325億美元，較2021年增長10%。菲律賓的BPO僅次於印度，而該行業未來很可能會繼續成為其經濟的關鍵產業，增長速度超過國際匯款。

**不動產和消費類股是菲律賓的投資首選。**

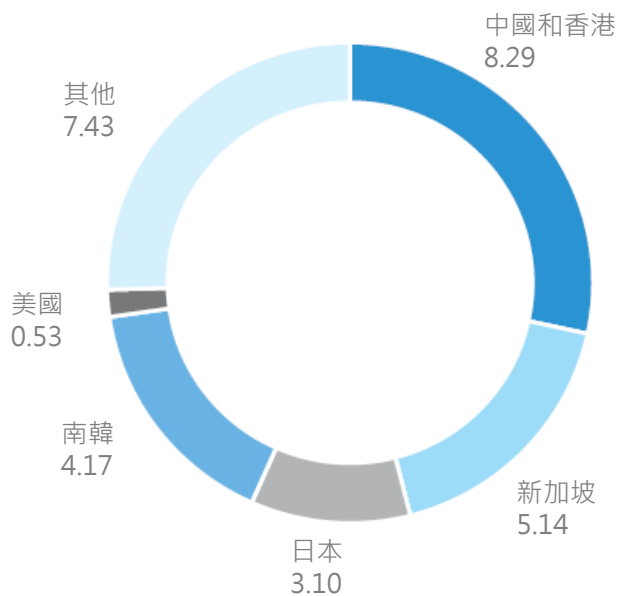
## CLMV – 柬埔寨、寮國、緬甸和越南

柬埔寨、寮國、緬甸和越南統稱為CLMV國家，代表東協的前沿市場（Frontier Markets）。預期至2050年，整體東協經濟體可望成為世界第四大經濟體。CLMV國家的崛起是帶動該地區投資人興趣的主要因素。

儘管各國發展處於不同階段，分散且尚處於起步階段，但CLMV仍展現出顯著的成長潛力，為希望進入發展中經濟體的外國投資人提供機會。越南於2007年加入世界貿易組織（WTO），代表其已提昇全球社會承諾且強大的貿易夥伴的地位。自此，該國已簽署多項自由貿易協定（FTA）和雙重避稅協定，並且是中國 +1 戰略的主要受益者。

## 越南主要投資者

2023年在越南註冊投資國家（10億美元）



資料來源：Reuters · Vietnam Statistics Office · 星展集團 2023年11月20日

## 東協投資策略：相關主題

地區 / 國家	主題 / 產業	利多因素
東協		東協地區人口眾多且資源豐富的國家創造了一個強大的區域市場，有助於抵消全球經濟放緩的不利影響
		政治穩定和良好的法治；金融、航運和航空領域的區域商業樞紐；高技能人才；非常開放且擁有多項自由貿易協定
新加坡	S-REITs	多元化、稅務效率和相對具有吸引力的收益，由新加坡的穩定經濟、全球不動產市場的強大監管框架、流動性和增長潛力等提供支持
	銀行業	銀行提供具有吸引力的股息收益率，預期股息收益率在6%-10%之間。有超額資本的新加坡銀行亦有進一步提高股息的潛力
	全球領導企業	知名的本土企業，在各自領域擁有全球影響力和深厚的專業知識
馬來西亞		具備電子組裝和測試方面的專業知識；受過良好教育的勞動力；棕櫚油、橡膠和石油天然氣資源豐富
泰國		區域汽車生產中心；強大的基礎設施和物流網絡
	旅遊業	泰國觀光局將2024年的觀光收入目標定為850億美元，並致力於進一步提升該產業
	醫療	泰國在過去十年中已策略性地發展其醫療旅遊產業，成為東南亞旅遊的主要目的地之一
	中國+1	跨國公司正在泰國設立或擴大其製造設施，以減少對中國的依賴
菲律賓		勞動力成本低，勞動力年輕；具有服務業的專業知識，尤其是業務流程外包
	不動產	基礎設施開發將使擁有大量土地儲備的不動產公司受益
	消費者	在不斷壯大的中產階級、年輕而充滿活力的人口、日益增長的城市化和數位化連結的推動下，國內消費部門顯示出強勁的增長潛力
印尼		天然資源豐富，涵蓋農業、原油和金屬/礦產；人口結構良好，國內市場龐大並有強勁的投資推動
	銀行業	印尼經濟的代表；貸款增長受GDP增長前景和銀行滲透率的支撐；股東權益報酬率和資本適足率相對具吸引力
	大宗商品	下游政策與電動車轉型可望共同支持鍊行業
	消費者	長期來看，龐大的人口和收入增長趨勢支撐消費產業前景
	醫療保健	印尼仍然缺乏醫療保健基礎設施；正在進行政策改革以推動行業需求和支出
越南		勞動力成本在東協國家中最低；支持外商投資政策；靠近中國；市場非常開放且自由貿易協定數量眾多



**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。