

2022年第1季 投資總監洞察



一個分歧的世界

減碼量化寬鬆，
但企業獲利仍然
良好

儘管美國聯準會（Fed）的政策趨緊，但預期企業獲利成長仍可望支撐股市表現。大型科技企業將繼續處於領先地位；看好醫療保健和金融類股。

市場表現分歧

市場表現仍將呈現巨大的分歧。在負實質收益率的情況下，股優於債的觀點不變；股市當中，仍然相對看好美股和歐股。

進入元宇宙
（Metaverse）

次世代科技進入元宇宙將加惠 I.D.E.A.（Innovators、Disruptors、Enablers和Adapters，即創新者、顛覆者、推動者和適應者）相關公司。

收益型資產

仍然看好BBB/BB等級的亞洲信貸；高股息股票，包括新加坡不動產信託、中國大型銀行和歐洲大型能源企業等具有穩定收益的標的，為槓鈴式投資組合增加彈性。

目錄

02 前言

03 重點摘要

05 資產配置

26 美國股市

32 歐洲股市

40 日本股市

46 亞洲不含日本股市

57 全球信貸

66 外匯市場

73 另類投資：黃金

主題策略：

82 全球醫療保健

96 元宇宙

前言

親愛的貴賓您好，

2021年即將結束，展望2022年，我想先反思今年的一些關鍵發展。首先，感謝您選擇星展集團作為您信賴的財富管理伙伴。您的支持再次使我們受到矚目，並讓我們在2021年獲得Asiamoney和Global Finance最佳私人銀行獎項。我們期待2022年與您一起達到新高峰。

其次，您的信心使我們能夠在2021年創建新的投資組合解決方案。我們期待在2022年能為您提供更多的解決方案，協助您掌握投資契機。

最令人興奮的是，我們繼續運用銀行的人才和科技專才，為您推出可執行的投資洞察。在擴展智能銀行能力的同時，2022年將有更多市場洞察。

雖然全球市場仍然面臨許多不確定性，但我們仍會與您一起經歷投資旅程。為此，我很高興向您介紹2022年第1季的投資總監洞察，為您探索投資契機。

再次感謝讓我們成為您財富管理旅程的伙伴。



林森成

集團主管
消費金融與財富管理

重點摘要

親愛的貴賓您好，

2021年，全球主要金融市場的表現存在巨大的分歧。例如，全球股市上漲了約17%，而全球債券則是下跌約5%；股市部份，成熟市場的報酬率高達20%，表現大幅優於新興市場的下跌4%。同樣的分歧也出現在美股，過去5年，美國成長股的年化報酬率約31%，而價值股則只有12%。

股市的多頭走勢和市場表現分歧的情況會繼續嗎？

儘管市場對主要國家疫情的因應政策、美國聯準會的減碼量化寬鬆以及美股處於高檔仍存在疑慮，但我們仍然倡導應以投資組合以進行投資。

進入2022年，我們建設性的觀點維持不變。首先，世界走向數位經濟將是帶動科技業獲利的強力支撐，美國在這個領域具有代表性。此外，我們也認為金融類股可望受惠於利率正常化。其次，由於通膨上揚，負實質收益率的情況將繼續有利於股市相對債市的表現。


因此，市場表現分歧的情勢可能會持續。我們的“槓鈴式投資策略”仍將掌握相關的投資契機。

本季我們介紹槓鈴式投資策略中成長型資產的兩個主題：元宇宙和醫療保健。

祝您閱讀愉快，投資順利！



侯偉福 CFA
星展集團投資總監

An aerial photograph of a person surfing on a large, powerful wave. The water is a deep, vibrant blue-green, and the white foam of the wave is visible on the right side. The surfer is positioned in the center-left of the frame, riding the face of the wave. The overall scene is dynamic and captures the power of the ocean.

負實質利率和 具吸引力的 股票風險溢價 (ERP) 將支撐股市

2022年第1季資產配置

負實質利率對經濟有刺激作用。企業獲利成長在目前的週期仍保持韌性。納入另類投資作為投資組合多元化的資產類別之一。



2022年第1季 投資摘要



總經政策

聯準會以每月300億美元加速縮減購債，量化寬鬆將在2022年3月結束。經濟成長動能持續，2022年將升息2至3次。



經濟展望

緊急支持措施到期。財政和貨幣政策微幅緊縮對美國經濟增長構成壓力，下調美國GDP預測至3.5%。



通貨膨脹

因供給面受限和強勁的消費需求，美國核心PCE通膨達數十年高點。但分析顯示美國通膨壓力已逐漸達到高點。



股票市場

負實質利率和具吸引力的ERP支撐股市動能。聯準會貨幣政策正常化下，仍然看好美歐股市表現將優於亞股。



外匯市場

聯準會、英國央行和歐洲央行貨幣政策輪流正常化。隨著聯準會首次升息，美元指數將呈現升勢，之後再逐漸走弱。



利率

回歸基本面，美國10年期公債殖利率將回到1.5至2.0%區間的上緣。在歐元區，減少資產購買將推升長天期利率。



信貸市場

亞洲BBB/BB等級處於甜蜜點。亞洲信貸殖利率高於通膨，平均存續期間5年的投資組合將受惠殖利率曲線陡峭的滾動下移效應。



另類投資

黃金仍然是有效對抗通膨的工具，目標價為每盎司2,000美元。避險基金與風險性資產相關性低，納入投資組合可增強韌性。



主題

融合實體和虛擬實境，元宇宙是融合現實生活與數位化生活的地方。大型科技公司、遊戲引擎和半導體公司都是這個轉變的受惠者。



主題： 醫療保健

肺炎疫情促使市場關注醫療保健產業有關疫苗開發速度。

但除了疫情外，還有一些結構性的因素支撐醫療保健產業發展，即：1) 人口老化和預期壽命延長，2) 可支配所得和醫療支出增加，3) 持續研發推動醫療和技術進步。



主題： 元宇宙

元宇宙崛起，“平行宇宙”來臨，大型科技公司迅速加入潮流。標題已經說明了一切。臉書 (Facebook) 更名為Meta Platforms，微軟為其團隊會議服務 (teams conferencing service) 引入了數位化身。

大型科技公司、遊戲引擎和半導體公司在大规模轉型到元宇宙時成為受益者。參與此革命性的轉變並掌握投資機會。



Source: Unsplash

資產配置

2021年金融市場主要聚焦於總體經濟，投資人關注美國聯準會（Fed）縮減購債的議題。事實上，因Fed在2013年的“緊縮恐慌”事件，導致投資組合經理人留下了深刻印象。但這次情境不同，儘管Fed近期決定減少購債金額，星展集團“減碼量化寬鬆，但市場並不恐慌”的觀點符合市場表現，風險性資產保持穩定。隨著Fed縮減購債規模，相信2022年市場將聚焦以下主題：

- 公債殖利率曲線趨於平坦 – 過度擔憂
- 負實際利率和股票風險溢價提升支撐風險性資產
- 聚焦企業獲利 – 大型科技股獲利穩健
- 另類投資成為核心資產

市場過度擔心殖利率曲線趨於平坦化

3月以來，美國公債殖利率曲線經歷了“熊市趨平”，2年和10年期公債殖利率利差收窄了50個基點。由於通膨壓力增加，短天期利率上揚34個基點，反應Fed採取緊縮政策的預期上升。

另一方面，由於長期成長前景疲弱，因此長天期利率下滑了19個基點。

殖利率曲線趨平導致倒掛通常被認為是衰退的前兆，也使風險性資產價格修正。但這種籠統的假設存在誤導性。目前2年和10年期公債殖利率利差為110個基點，殖利率曲線尚未倒掛，歷史數據顯示，這並不代表未來6個月和12個月股市會呈現下跌走勢。

1980年以來，曾經出現四次殖利率曲線主要趨平期間（其中3次是“熊市趨平”，1次是“牛市趨平”）。6個月之後，結果喜憂參半，標準普爾500指數（作為風險性資產的代表）正報酬和負報酬的情況各半；平均報酬率為2.7%。12個月後，結果則更加明確，因為標準普爾500指數在所有4個殖利率趨平的期間都呈現正報酬，平均漲幅為12.7%。

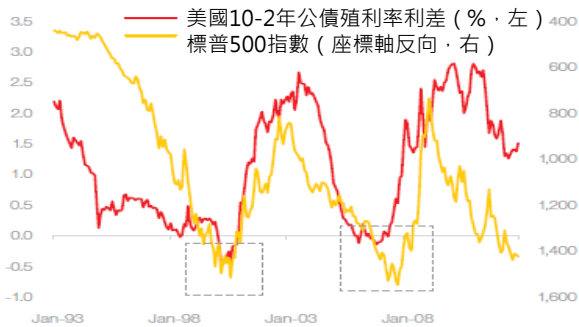
上述數據顯示，殖利率曲線從目前的水準進一步趨平未必會對風險性資產產生重大不利影響。近期，短天期利率上揚的部分原因是全球供應鏈中斷持續存在，通膨壓力不斷上升。然而，如果最終證明通膨上升是暫時性的，短天期利率的下滑將導致殖利率曲線再次陡峭。

債殖利率曲線趨平至1.1%水準後，標準普爾500指數表現

期間	標普500指數6個月後表現	標普500指數12個月後表現	殖利曲線平坦型態
1988年2月	-2.4%	7.9%	牛市趨平
1994年7月	2.7%	22.7%	熊市趨平
2004年12月	-1.7%	3.0%	熊市趨平
2016年1月	12.0%	17.5%	熊市趨平
平均	2.7%	12.7%	

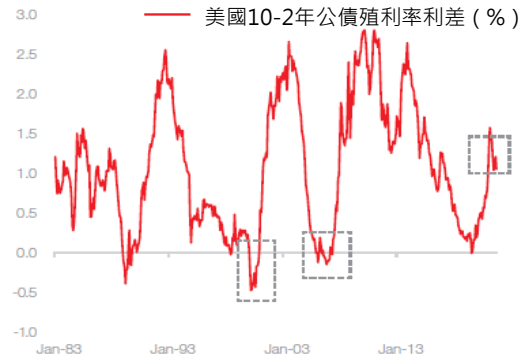
資料來源：星展集團 2021年12月

過往當殖利率曲線倒掛時，股市同時達高點



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

目前殖利率曲線並未倒掛



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

負實質利率和股票風險溢價 (ERP) 上升將支撐風險性資產表現

由於通膨壓力持續升溫，且政策制定者維持寬鬆貨幣政策的立場，全球主要國家普遍存在負實質利率的情況。在美國，儘管Fed轉趨鷹派，但星展集團認為，積極升息仍然是一個不斷變化的目標，因為這很大程度上取決於Omicron變種病毒的嚴重程度。即使Fed在2022年升息三次（假設通膨率為6%），實際利率也只會升至負5%。

負實質利率對經濟具有刺激作用，因為其鼓勵信貸增長並幫助政府償還負債。更重要的是，負實質利率通常也與股票市場的強勁表現有關。之前

美國實質利率出現如此嚴重的負值是在1970年代和1980年代初期：

- 1975年2月，負實質利率約為負5.2%，之後6個月和12個月，標普500指數分別上漲了6.5%、22%。
- 1980年6月，負實質利率約為負4.9%，之後6個月和12個月，標普500指數分別上漲了18.8%、14.9%。

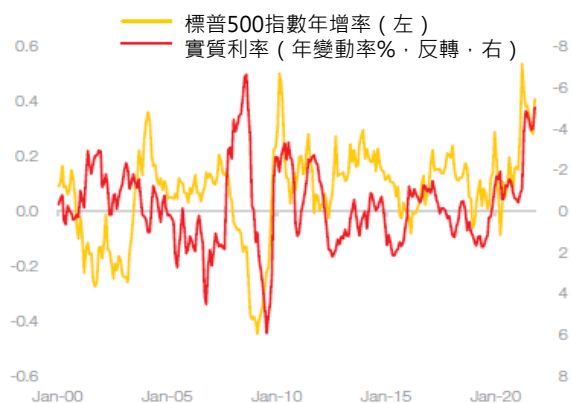
目前實質利率約為負6.0%，貨幣條件仍然寬鬆，這將支撐2022年風險性資產（尤其是股票）的表現。

實質利率維持在低水平



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

負實質利率支撐風險性資產



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

目前ERP維持在長期均值之上



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

聚焦企業獲利，大型科技股獲利穩健

疫情之後，企業獲利上修已過高點。與過去的商業周期一樣，預期企業獲利動能將恢復到溫和的步伐。然而，這絕不意味著當增長動能趨緩時，股市將經歷大幅調整。在前一個周期，企業獲利上修年增率在2010年5月達到高點，之後呈現下降趨勢，最終在2015年7轉為負值。在此期間，標準普爾500指數仍然上漲了約93%。

關於股票評價面上升的說法很多，特別是在前瞻本益比。但是，從投資組合的角度來看，單獨看待股票評價面沒有多大意義，因為這種方法沒有考慮到其他資產類別的評價面。在中央銀行寬鬆的環境下，資金需要找尋去處（債券或股票），較合適的評價工具是股票風險溢價（ERP：Equity Risk Premium）。

根據星展集團的股息折現模型（DDM：Dividend Discount Model），美股的ERP目前約為4.4%。雖然低於2021年初的5.0%，但仍高於3.9%的長期均值，這將有利股市表現。

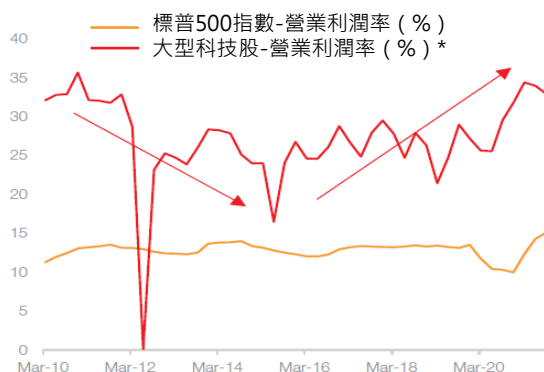
企業獲利成長動能達到高點時，股市未必立即修正



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

由於大型科技公司的獲利動能持續，預計企業獲利在目前的循環中將保持穩定。大型科技公司的平均獲利率自2015年觸底以來一直呈現上升趨勢，預期這個趨勢將持續。在星展投資總監據點報告－元宇宙篇探索了虛擬實境世界中令人興奮的新投資機會，且大型科技公司已準備好從這種變革中受益。

大型科技股獲利持穩



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

*包括蘋果，Meta Platforms，微軟，Alphabet，Netflix

另類投資在資產配置的重要性提升

另類資產成為資產配置中投資主流的概念正在獲得投資界的認可；研究顯示，該資產類別提高了傳統股票和債券投資組合的風險回報。根據 Preqin，隨著投資者冒險超越傳統資產類別，投資組合配置者對另類投資的興趣日益濃厚，管理的資產將從2010年的4.1兆美元增加到2025年的17.2兆美元。

什麼因素促使投資者轉向另類投資？

全球央行多年的寬鬆貨幣政策導致債券收益率觸及接近零的水準。此外，隨著債券與風險性資產的相關性越來越高，作為風險分散標的的有效性被認為正在減弱，促使投資者尋找其他替代標的。

根據Callen的數據，由60%的股票和40%的債券組成的所謂“多元化”投資組合的股票風險集中度高達99.85%。但加入不動產、非投資等級債券基金、避險基金等另類投資後，股票風險集中度降至79%。

投資人在另類投資中尋找什麼？

InvestNews 的調查顯示，投資者將更多資產分配給另類投資的主要原因是為了多元化（66%）。為了將替代方案納入傳統資產配置，使用了“因子方法”，因為這允許在共同基礎上進行評估。一般而言，投資者將資金配置另類投資的原因如下：

- 增加成長
- 增強收益
- 多元分散

增加成長

私募市場的資產往往比公開市場的資產產生更高的報酬，因為私人企業的所有者：（a）受監管負擔的約束較少，擁有更大的控制權，（b）不需提供季度財報，可以採用更長期的看法。近年來，強勁的股票和公司債市場促使投資者尋找其他成長機會。另類資產例如私募股權投資，需要承擔股權風險。

在私募股權領域，收購和創投部份多年來表現強勁。1998年以來，Refinitiv 私募股權收購指數已上漲3470%（全球股票上漲228%）。創投投資的表現更加出色；Refinitiv創投指數飆升12,470%，大幅超越全球股票表現。

私募股權購買策略表現優於全球股票



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

創投策略表現優於全球股票



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

增強收益

2008年次貸危機後，全球央行採取了積極的量化寬鬆政策，隨後全球公債殖利率出現了長達10年的下滑走勢。此外，肺炎疫情使公司出於資本保護目的也減少配息，導致全球股票的股息收益率偏低。

隨著這些變化，越來越多投資人在另類投資領域尋找收益機會，其中包括：(a) 不良債務，(b) 特殊情況，(c) 次順位債務，(d) 夾層融資，(e) 結構性信貸，以及(f) 特種融資。投資人對直接貸款的興趣特別強烈，因為該部門提供更高的收益。此外，鑑於抵押品和貸款文件的安全保障更大，直接貸款有較低的違約率和較高的回復率。

多元分散

資產配置的主要目的之一是分散投資和降低風險集中度。然而，在次貸危機之後，傳統的股債比（60%和40%）的觀念受到了質疑。由於主要央行的大規模量化寬鬆，股票和債券之間的相關性多年來大幅增加。

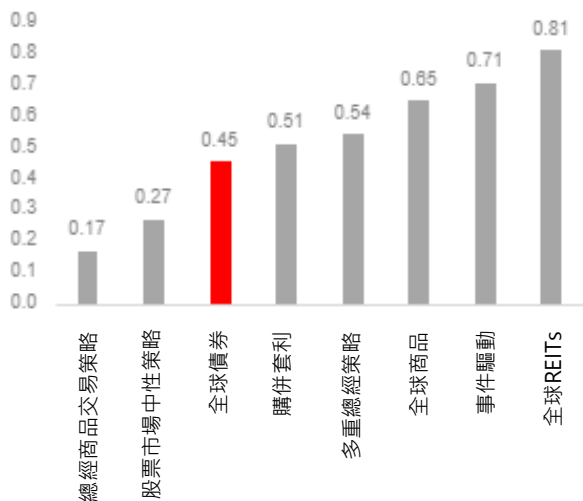
2000年至2008年期間，全球債券和股票的相關性僅為0.11。然而，2009年以來，它們的相關性增加到0.45。全球不動產信託（REITs）和全球商品也是如此，它們與股票的相關性分別上升至0.81和0.65。

避險基金策略和傳統資產的相關性（2009迄今）

	全球股票	全球債券	全球REITs	全球商品	股票市場中性策略	多重總經策略	總經商品交易策略	購併套利	事件驅動
全球股票	1	0.45	0.81	0.65	0.27	0.54	0.17	0.51	0.71
全球債券	0.45	1	0.55	0.35	-0.02	0.27	0.17	0.24	0.25
全球REITs	0.81	0.55	1	0.49	0.25	0.39	0.15	0.5	0.48
全球商品	0.65	0.35	0.49	1	0.32	0.36	0.02	0.42	0.53
股票市場中性策略	0.27	-0.02	0.25	0.32	1	0.21	0.08	0.4	0.22
多重總經策略	0.54	0.27	0.39	0.36	0.21	1	0.19	0.23	0.5
總經商品交易策略	0.17	0.17	0.15	0.02	0.08	0.19	1	0.16	0.14
購併套利	0.51	0.24	0.5	0.42	0.4	0.23	0.16	1	0.5
事件驅動	0.71	0.25	0.48	0.53	0.22	0.5	0.14	0.5	1

然而，一些避險基金策略正在發生相反的情況。在此期間，總經商品交易策略（總經/CTA）、合併套利和事件驅動與股票的相關性有所下降。事實上，與債券（0.45）相比，總經商品交易策略（0.17）和股票市場中性（0.27）與股票的相關性較低。這突顯了精選避險基金策略的多元分散優勢。

總經商品交易策略和股票中立避險基金策略與股票的相關性較低



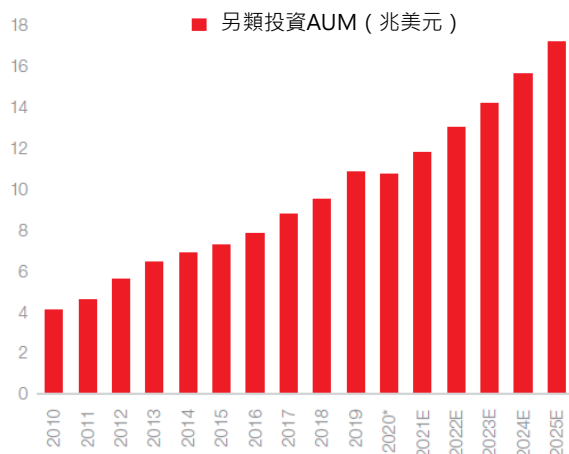
資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

隨著另類投資成為主流，未來增長潛力巨大

多年來，另類投資產業強勁增長。早期，隨著對新科技的投資在1960至1970年代佔據主導地位，創投引領了最初的成功浪潮。之後則是1980年代的槓桿收購熱潮。如今，另類投資領域的主要增長動力是新興市場，是資本來源，也是投資機會。

隨著另類資產成為主流，對另類資產的需求將會上升。Preqin數據顯示，將資金分配給另類投資的投資者數量從2008年的3,500人增加到2018年的11,000人（成長了約214%）。預計這一趨勢將保持強勁。根據2018年進行的一項調查顯示，84%的投資人計劃未來五年內將增加另類投資的部位。

另類投資資產規模（AUM）近年來顯著成長



資料來源：Preqin · 2021年1月至10月

2022年第1季星展集團投資總監辦公室資產配置架構 (CAA) - 股市相對債市具吸引力

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美股	歐股	日股	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	PMI	-1 to +1	0	0	0	0	-1	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	0	0	0	0	-1	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	-1	-1	0	-1	0	0	0
	貨幣政策	-1 to +1	-1	-1	-1	-1	0	0	0
	預估企業獲利成長	-2 to +2	1	1	1	0	-	0	0
	獲利優於預期	-2 to +2	2	0	1	0	-	0	0
評價面	前瞻P/E	-2 to +2	-1	0	1	0	-	-	-
	P/B與ROE	-2 to +2	0	0	-1	0	-	-	-
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	1	1	1	0	0	0	0
	自由現金流	-2 to +2	1	2	0	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	-1	0
動能	資金流向	-2 to +2	2	0	0	0	0	1	1
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	0	0	-1	0	-1	-1
總分			4	2	2	-3	-2	-1	0
調整後分數*			0.19	0.1	0.1	-0.14	-0.18	-0.06	0

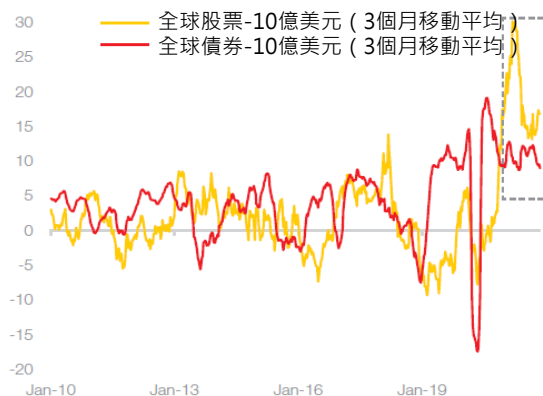
資料來源：星展集團 2021年12月

跨資產觀點：儘管預期漲勢將會趨緩，但仍然認為股市相對債市更具吸引力。從跨資產的角度來看，維持股市表現將優於債市的觀點。在CAA架構中，股市的綜合得分較高為0.06，而債市為負0.08。

基本面：隨著疫情時期緊急救助計劃即將到期，美國的財政政策擴張力道在2022年將放緩。再加上Fed開始縮減量化寬鬆政策，勢必會對整體經濟增長趨勢構成壓力。星展集團預期2022年美國GDP成長率為3.5%，而通膨年增率也將放緩至4.1%。儘管增長趨勢放緩，但預期企業獲利仍然樂觀。美國企業在2021年第3季獲利優於市場預期比約為82%，市場普遍預期2022年企業獲利將成長6.7%。

評價面：由於公債殖利率上升，美國股市盈餘殖利率與公債殖利率之間的利差已經縮小；但是，以目前約2.3%的水準（截至11月19日），股票相對債券仍具投資吸引力。

今年以來，資金流入股市的金額高於債券

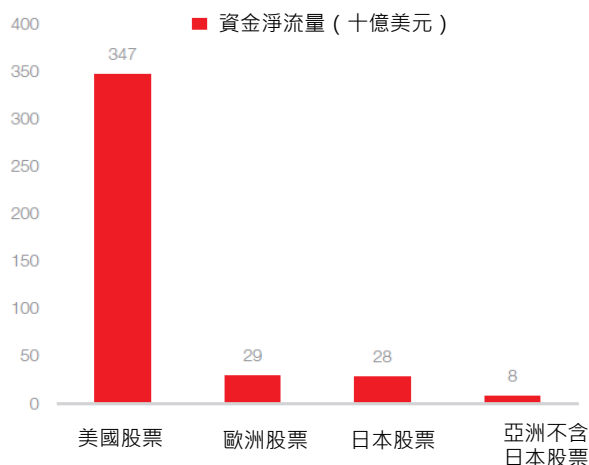


資料來源：EPFR Global，星展集團 2021年12月

資金動能：跨資產資金流向部份，2021年第四季（截至11月17日）全球股票淨流入1100億美元，而債券淨流入則大幅減少至680億美元。這也顯示在利率上揚的環境下，投資人對固定收益的興趣相對下降。2021年以來，股票淨流入（9040億美元）幾乎是債券（4960億美元）的兩倍。

股票部份，第4季美國股市持續出現620億美元的淨流入，而歐洲、日本和亞洲不含日本的總流入金額則只有70億美元。2021年以來，流入美國股票基金金額為3470億美元（而其他三個市場的總流入金額為650億元）。

2021年以來，資金流入美股的金額高於其他市場



資料來源：EPFR Global，星展集團 2021年12月

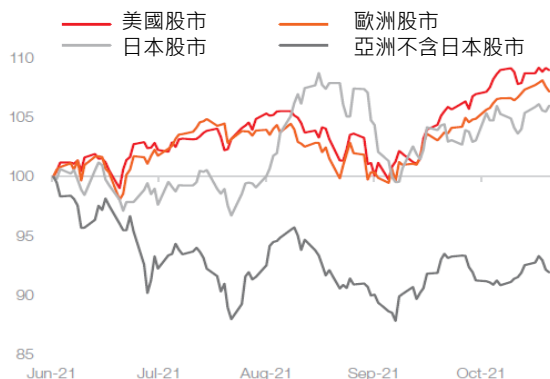
股市：維持美國和歐洲股市表現將優於亞洲不含日本股市的看法。事實證明，星展集團在2021年第三季將亞洲不含日本股市調降至看淡是合適的，第四季以來，該地區下跌了7.1%（截至11月18日），而全球股市上漲5.8%。整體而言，相對看好的美國和

歐洲股市平均上漲了6.9%，而相對看淡的日本和亞洲不含日本股市則是平均下跌1.8%。展望2022年，維持相對看好美國和歐洲股票的觀點，原因如下：

- 科技相關公司的獲利前景依然強勁，美國指數中科技股占比較高，有利標準普爾500指數走勢。
- 看好歐股的觀點基於二點：首先，歐洲央行是成熟國家中最鴿派的央行之一，貨幣寬鬆的持續性將支持股市表現。其次，歐洲地區沒有明顯的工資上揚壓力，舒緩了歐洲企業的利潤率壓力。

隨著Fed縮減購債計劃，預計未來數季亞洲不含日本市場表現將不如成熟市場。如果中國（尤其是互聯網領域）的政策更加清晰，星展集團將隨時檢視對亞洲不含日本股市的觀點。

2021年下半年，亞洲不含日本股市表現不如成熟市場

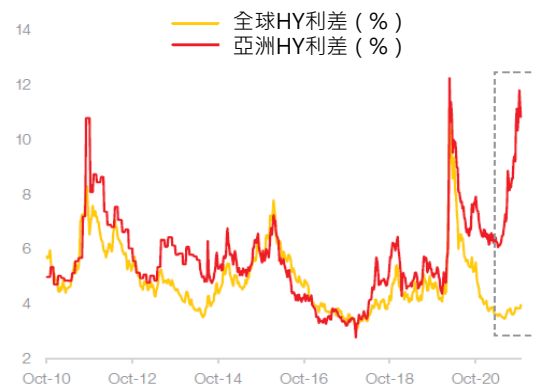


資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

債券：由於Fed減碼流動性支持措施，對全球非投資等級債券（HY）維持中立觀點，看好亞洲信貸的價值。隨著Fed縮減購債規模，使債券投資組合配置者將注意力轉移到基本面。儘管2020年初以來全球非投資等級債券的收益利率差大幅收緊，但其基本面未能趕上。當市場流動性開始縮減時，全球非投資等級債券的評價面和基本面脫鉤對投資者來說將是一個問題。

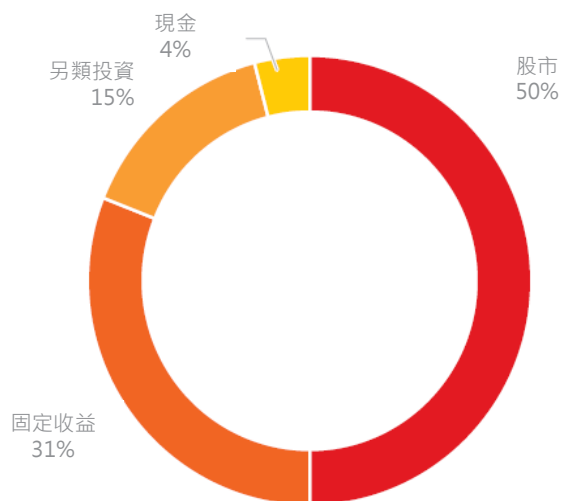
也就是說，一切都是代價的。相較之下，亞洲信貸的風險似乎在目前利差水準上已被充分反應。亞洲HY利差尤其反映了違約風險升高，這與信貸機構的預期背道而馳。星展集團仍持續看好亞洲HY，尤其是BBB/BB評等。

亞洲信貸利差擴大已反應信貸風險

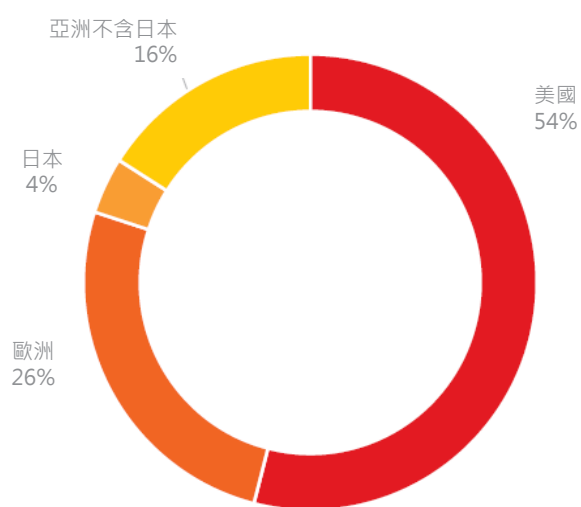


資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

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)

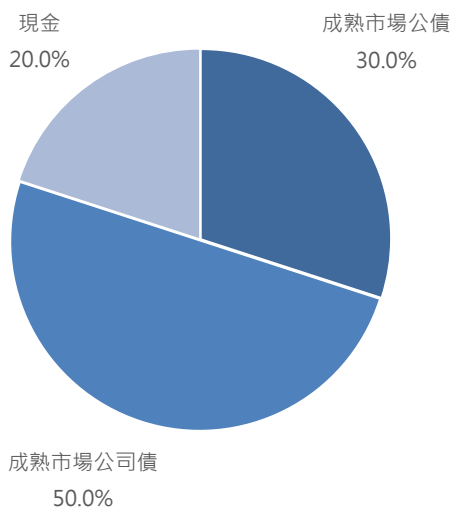


2022年第1季全球戰術性資產配置 (TAA : Tactical Asset Allocation)

資產類別	資產類別	
	3個月	12個月
股票	中立	中立
美股	看好	看好
歐股	看好	看淡
日股	看淡	看淡
亞洲不含日本	看淡	看好
固定收益	看淡	看淡
成熟市場公債	看淡	看淡
成熟市場公司債	中立	中立
新興市場債	看好	中立
另類投資	看好	看好
黃金	看好	看好
避險基金	看好	看好
現金	看淡	中立

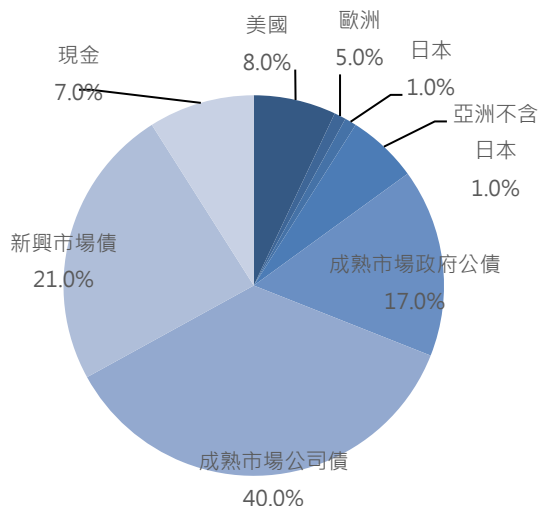
保守型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	0.0%	0.0%	
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%	0.0%	
固定收益	80.0%	80.0%	
成熟市場債券	80.0%	80.0%	
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%	
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金	20.0%	20.0%	



謹慎型投資組合

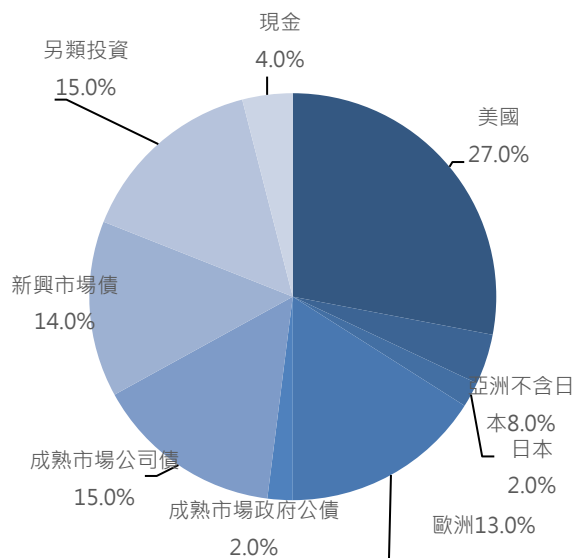
	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	8.0%	6.0%	2.0%
歐洲	5.0%	4.0%	1.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	1.0%	3.0%	-2.0%
固定收益	78.0%	80.0%	-2.0%
成熟市場債券	57.0%	60.0%	-3.0%
成熟市場公債	17.0%	20.0%	-3.0%
成熟市場公司債	40.0%	40.0%	0%
新興市場債	21.0%	20.0%	1.0%
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金	7.0%	5.0%	2.0%



資料來源：星展集團 2021年12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) 基於SAA模型，積極型投資組合的風險最高，其次是穩健型、謹慎型和保守型，保守型風險最低。
 (5) 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。

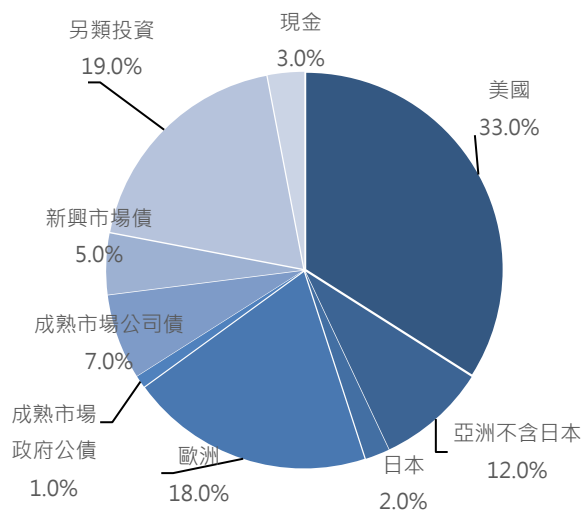
穩健型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	50.0%	50.0%	
美國	27.0%	25.0%	2.0%
歐洲	13.0%	10.0%	3.0%
日本	2.0%	5.0%	-3.0%
亞洲不含日本	8.0%	10.0%	-2.0%
固定收益	31.0%	35.0%	-4.0%
成熟市場債券	17.0%	25.0%	-8.0%
成熟市場公債	2.0%	10.0%	-8.0%
成熟市場公司債	15.0%	15.0%	0.0%
新興市場債	14.0%	10.0%	4.0%
另類投資	15.0%	10.0%	5.0%
黃金	9.0%	5.0%	4.0%
避險基金	6.0%	5.0%	1.0%
現金	4.0%	5.0%	-1.0%



積極型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	65.0%	65.0%	
美國	33.0%	30.0%	3.0%
歐洲	18.0%	15.0%	3.0%
日本	2.0%	5.0%	-3.0%
亞洲不含日本	12.0%	15.0%	-3.0%
固定收益	13.0%	15.0%	-2.0%
成熟市場債券	8.0%	11.0%	-3.0%
成熟市場公債	1.0%	4.0%	-3.0%
成熟市場公司債	7.0%	7.0%	0.0%
新興市場債	5.0%	4.0%	1.0%
另類投資	19.0%	15.0%	4.0%
黃金	8.0%	5.0%	3.0%
避險基金	11.0%	10.0%	1.0%
現金	3.0%	5.0%	-2.0%



資料來源：星展集團 2021年12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) 基於SAA模型，積極型投資組合的風險最高，其次是穩健型、謹慎型和保守型，保守型風險最低。
 (5) 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 成長率與通膨率預估表

國家	經濟成長預估 (% · 年增率)				通膨預估 (% · 年增率)			
	2020	2021F	2022F	2023F	2020	2021F	2022F	2023F
中國	2.3	8.0	5.3	5.0	2.5	1.0	2.5	2.2
香港	-6.1	6.0	3.0	2.7	0.3	1.5	2.2	2.0
印度*	-7.3	9.5	7.0	6.0	6.2	5.4	4.5	4.5
印尼	-2.1	3.6	4.8	4.3	2.0	1.5	3.0	2.5
馬來西亞	-5.6	4.0	5.0	4.7	-1.1	2.3	2.0	2.0
菲律賓	-9.6	5.0	6.5	6.3	2.4	4.3	3.3	3.3
新加坡	-5.4	7.0	3.5	3.0	-0.2	2.0	2.4	2.8
南韓	-0.9	3.8	2.8	2.8	0.5	2.3	2.0	1.7
泰國	-6.1	1.2	3.5	4.2	-0.8	1.0	1.3	1.6
越南	2.9	1.8	8.0	6.8	3.2	2.1	3.6	3.4
歐元區	-6.8	4.9	4.0	2.8	0.3	2.5	2.3	2.0
日本	-4.6	2.0	2.5	1.2	0.0	0.0	0.5	0.5
美國	-3.5	5.5	3.5	2.5	1.3	4.5	4.1	2.5

資料來源：CEIC，星展集團 2021 年 12 月。*3 月為止的會計年度

主要國家政策利率預估表

國家	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
中國	3.85	3.85	3.85	4.05	4.05	4.25	4.25	4.45
印度	4.00	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00	5.00	5.00
印尼	3.50	3.50	3.50	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50
馬來西亞	1.75	1.75	2.00	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50
菲律賓	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
新加坡	0.12	0.12	0.12	0.67	1.09	1.09	1.09	1.13
南韓	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50
泰國	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
越南	4.00	4.00	4.00	4.50	5.00	5.00	5.00	5.50
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
美國	0.25	0.25	0.25	0.75	1.25	1.25	1.25	1.25

資料來源：CEIC · 星展集團 2021 年12月

The background of the entire page is a photograph of the Statue of Liberty on the left, with the New York City skyline and the Hudson River in the distance. The sky is a clear, vibrant blue with some light, wispy clouds. The Statue of Liberty is shown from the waist up, holding the torch and tablet. The city skyline includes several prominent skyscrapers, and the water of the Hudson River is visible at the bottom. A crowd of people is gathered on the promenade in the foreground.

勇往直前

2022年第1季美國股市

儘管財政刺激措施有所放緩，但預期美國經濟成長動能仍將保持強勁。看好科技股和受惠於利率上升的金融股。

美國股市

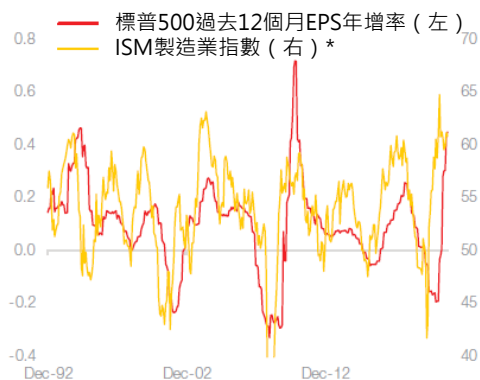
企業獲利上修和股票風險溢價 (ERP) 可望支撐2022年標準普爾500指數的表現。隨著經濟活動恢復正常，美股2021年表現強勁。今年以來，標普500指數上漲約26.3% (截至11月22日)，其中能源、金融和房地產是表現最好的類股，因為資產再膨脹主題升溫。儘管公債殖利率上揚，星展集團持續看好科技相關投資主題，包括科技、非必需消費品股和通訊服務類股平均上漲 27.5%，表現優於大盤。

展望2022年，星展集團認為，標普500指數將進一步走揚；近期短天期利率上揚和殖利曲線趨於平坦不會破壞股市的漲勢，股市上漲動能受下列因素支撐：

- 總體經濟動能帶動企業獲利上修：儘管財政刺激措施有所放緩，但預計2022年美國經濟成長趨勢仍將保持強勁。目前普遍預計標普500指數的獲利年增率為5%，星展集團認為，獲利數據可望獲得上調。另一方面，元宇宙主題的升溫是帶動科技相關投資主題的正面因素。

負實質利率和股票風險溢價 (ERP) 呈現正值：負實質利率顯示貨幣環境維持寬鬆，並且歷來有利股市表現。1975年和1980年期間，美國實質利率轉為負值之後，美股呈現走升。同時，目前股票風險溢價 (ERP : Equity Risk Premium) 高於長期平均水準，則是美股的另一個利多因素。

企業獲利持穩



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月
*圖表被裁斷

面對殖利率的上升和通膨粘性。在通膨壓力上升的環境下，美國聯準會（Fed）開始減碼量化寬鬆，預期2022年公債殖利率將呈現上揚。為了應對公債殖利率上升和通膨粘性，星展集團的觀點是：

- **看好金融類股：**數據顯示，當公債殖利率上升時，美國金融股往往表現良好。過去十年，2012年至2013年、2016年至2018年和2020年至今的表現便是如此。星展集團預期美國10年期公債殖利率至2022年底將升達2.3%，有利美國金融業的前景。
- **看好高營運槓桿的公司：**營運槓桿衡量收入增長轉化為營業收益增長。具有高營運槓桿公司的特點是固定成本相對於可變成本的百分比更高。這些公司往往會在經濟復甦階段表現得更好，在此情況下，更強勁的營收會轉化為利潤率擴張和更高的獲利能力。從總經面觀察，擁有高營運槓桿的產業包括科技和能源。相反的，零售和餐飲等行業的營運槓桿率較低。
- **避免高工資的公司：**美國的勞動力短缺推升了工資，如果這種情況持續，將影響營運結構工資較高的公司的獲利能力，尤其是服務業。

公債殖利率上升有利金融股表現



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

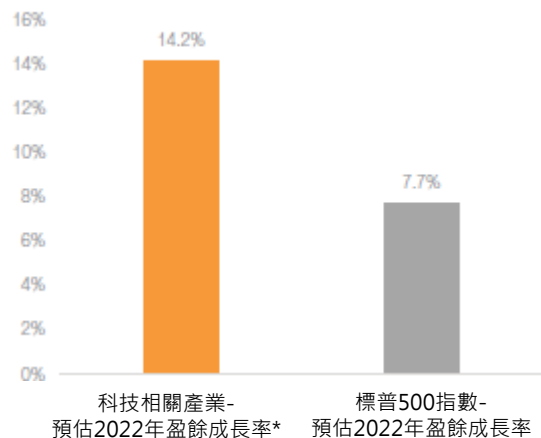


2022年第1季美國類股觀點：看好科技類股領漲

星展集團相對看好的類股在2021年第四季表現分歧。看好的科技和非必需消費股表現佳，分別上漲了15.9%和14.0%（截至11月25日），優於大盤的上漲9.4%。然而，醫療保健和通信服務類股則表現落後。

展望2022年，儘管公債殖利率上揚被視為將不利“長期增長”股，但星展集團仍維持看好科技相關的股票。這種擔憂是沒有根據的。相反的，預期全球數位化主題將持續盛行並繼續推動盈餘成長動能。市場普遍預測，與科技相關的股票（科技、非必需消費品和通訊服務類股）平均盈餘成長率為14.2%，高於標準普爾500指數的7.7%。

2022年科技相關股票獲利成長動能穩健



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

- 科技、非必需消費品和通訊服務類股平均每股盈餘成長

2022年第1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	房地產	必需性消費
	非必需性消費	能源*	工業
	醫療保健		
	金融		

*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2021年12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	22.5	4.8	16.9	18.7	3.7	15.2
標準普爾500金融	13.5	1.7	7.4	15.0	1.6	30.5
標準普爾500能源	14.7	2.0	10.6	5.2	2.2	3.3
標準普爾500科技	28.7	11.8	23.6	36.4	13.5	25.6
標準普爾500原物料	16.9	3.3	12.1	18.0	7.4	15.6
標準普爾500工業	27.9	5.7	17.2	18.0	4.5	11.5
標準普爾500必需消費	21.7	6.8	16.0	25.5	7.3	9.7
標準普爾500非必需消費	38.6	12.5	22.1	31.2	6.8	9.4
標準普爾500通訊服務	21.0	4.5	15.0	17.3	6.7	19.7
標準普爾500公用事業	20.5	2.3	1452	7.9	2.0	16.3
標準普爾500房地產	46.2	4.4	26.6	10.1	3.8	23.0
標準普爾500醫療保健	17.4	5.2	17.1	19.8	6.9	9.3

資料來源：彭博 2021年11月24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

擁抱新常態

2022年第1季歐洲股市

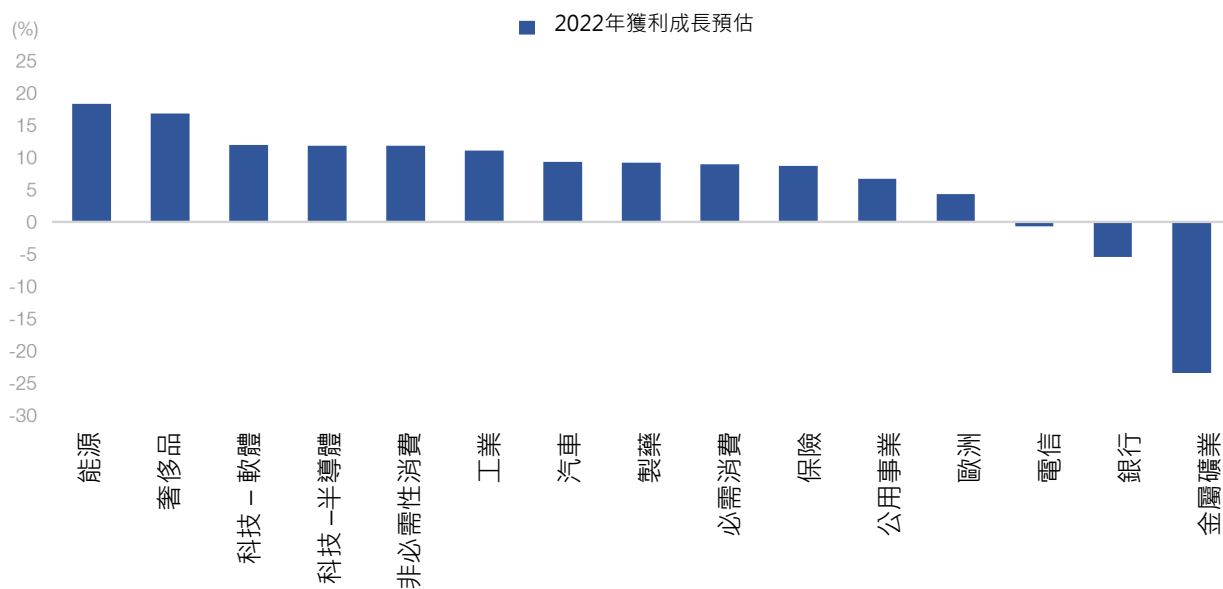
由於歐洲央行和各國政府的一致行動，歐洲股市在2021年有數十年來最好的年度表現。展望未來，隨著產業往增長轉型，歐股前景佳。

歐洲股市

隨著歐洲地區從肺炎疫情中復甦，2021年歐股的年度表現是數十年來最好的一年。歐洲央行（ECB）和各國政府已努力透過緊急救援和復甦基金確保經濟短期和長期的可持續復甦，家庭和企業也獲得現金和貸款援助。各國政府還利用復甦資金，即下一代歐盟（NGEU）資金來投資綠色項目和新的工業化項目，例如半導體和機器人。

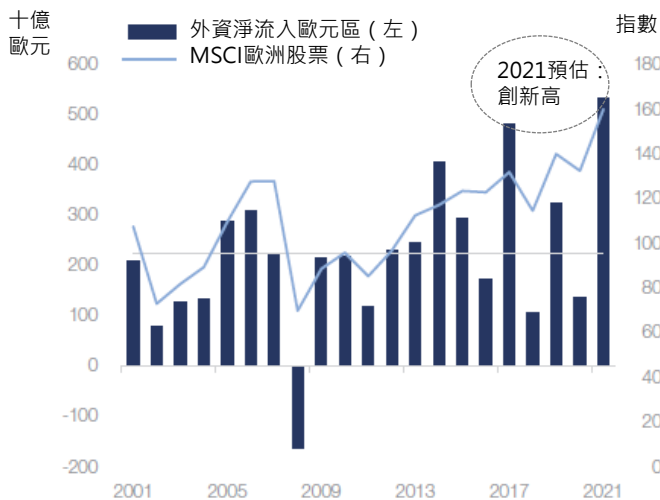
強勁的經濟增長推動盈餘恢復至危機前的水準；過去幾季，企業獲利優於市場預期。星展集團預期歐洲企業盈餘增長將以每年4至6%的速度成長，優於歷史增長趨勢。前景好轉的一個主要原因是指數中類股權重的變化，成長股權重提升。過去，歐洲地區擁有較多的舊經濟類股，例如能源和銀行股。現在，奢侈品和科技股已成為市場領導者，這些股票因其全球影響力和強大的品牌而強勁增長。

奢侈品和科技類股已成為成長領導者



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

資金流入支撐歐股表現



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

其次，經濟活動在封鎖期間趨緩數月後出現了強勁反彈。這是由於被壓抑的需求以及大規模財政刺激措施的實施。此外，由於擔心供應鏈不穩定，工廠訂單將繼續保持強勁。實施非常嚴格封鎖的可能性偏低；因此，經濟放緩的程度會較小，服務業比製造業受到的影響更大。

第三，雖然不太可能再次推出大規模財政刺激政策，但已向經濟注入了大量流動性，藉以幫助家庭和企業應對肺炎，一些流動性被分配到綠色轉型和科技升級等特殊項目中，以實現長期可持續性增長。預計歐洲央行今年將維持寬鬆貨幣政策。

在了解歐洲新常態後，投資人的興趣開始回到歐洲地區。星展集團在6月時將歐股的戰術性資產配置上調至看好。

通貨膨脹和Omicron變種病毒風險。 展望未來，隨後的新一波的疫情和通膨是歐洲地區必須應對的兩大阻力。

變種病毒的威脅再次引發投資人擔憂，但市場應該能夠從容應對第四波疫情，原因如下。首先，與去年相比，過去一年的疫苗接種率逐漸上升，也避免了重症和死亡人數急遽的上揚。

採購經理人指數 (PMI) 回升至擴張模式



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

最後，由於企業獲利強勁回升，基本面更加穩固。儘管歐股在2021年表現良好，但評價面僅回到2019年底的水準，這並不昂貴。

因應高通膨。隨著歐盟區通膨升至十年高點，市場將擔心成本推動的通膨會在未來數月抑制消費者預期和利潤率。

歐股本益比處於2019年底的水準

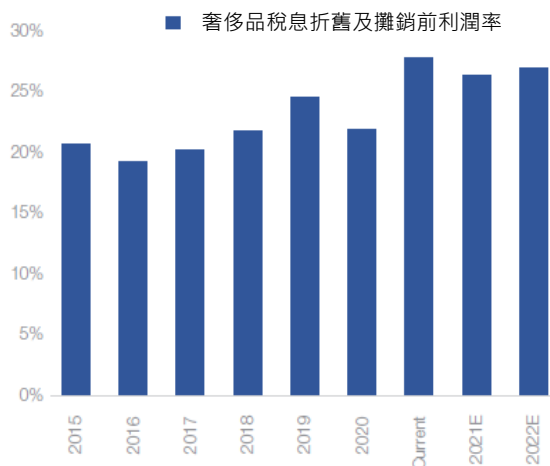


資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

事實上，利潤率升至歷史高點是上半年盈餘強勁增長的關鍵驅動力。鑑於2022年企業將面臨成本上升和政府支持減弱，評估歐洲各個產業將如何受到增長放緩和通膨上升的影響。非必需消費品、能源和科技股獲利增長可能更具彈性。

非必需消費類股可望轉稼成本，但必需消費類股轉稼能力較低。儘管通膨率較高，但星展集團認為，隨著疫情過後，消費者持有大量現金，企業可以輕鬆地將成本轉稼給消費者。由於供應鏈中斷而被壓抑的需求和有限的供應可能會推動消費者購買。這適用於奢侈品等非必需消費和化妝品和營養保健品等特殊消費類別。需求彈性較低的必需消費品受原物料成本上升的影響最大。

高利潤率的奢侈品可應對通膨上升風險



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

預期網路銷售收入將繼續保持強勁增長。在疫情期間，網路銷售商業模式大幅提升，這往往是一項高利潤的業務，因為它具有高度的可擴展性。

銀行業淨息差 (NIM) 未能上揚。歐洲的利率仍然很低，歐洲企業的現金仍然充裕，而且大多數已經接受歐洲央行救助基金提供的貸款。預計歐洲央行明年將維持負政策利率，看好手續費收入占比較高的歐洲銀行股票。

能源股是通膨上升的核心。歐洲大型能源企業應繼續利用油價上漲，產生強勁的利潤和自由現金流。肺炎疫情的捲土重來對石油需求構成了最大威脅，否則石油需求會隨著全球經濟的

開放而上升。同時，石油輸出國組織 (OPEC) 的生產反應仍然根據需求復甦的步伐進行調整。星展集團預估2022年布蘭特原油平價為每桶75至80美元，2023年則為85至90美元。

能源類股：參與油價的上揚趨勢



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月



歐洲成長股I.D.E.A.

隨著科技股在歐洲股市變得顯著，I.D.E.A的框架挑選歐洲公司是駕馭加速數位化趨勢的戰略，其中一些在歐洲擁有高績效公司的業務包括：

創新者 (Innovators)。生命科學產業包括在生物科技、製藥、神經科學、醫療設備等領域運營的公司。肺炎疫情以及隨後對疫苗的研發清楚地強調了生命科學公司在社會中發揮的重要作用。隨著科學突破的繼續，這種情況在未來幾年將更加顯著。

破壞者 (Disruptors)。3D列印製造是透過從數位文件，並在機器中放置連續的材料薄層來製造3D物體的過程。3D列印減少了為新零件或設備開發原型的交付週期和成本。3D列印的商業應用包括醫療和牙科、航太和國防以及工業產品。

創新者和推動者 (Innovators和Enablers)。半導體晶片構成了數位化轉型的基礎，設備、系統、網絡和設備由晶片提供動力。2020年全球半導體行業市值約4400億美元，預計在未來十年中將持續增長。歐洲擁有世界上最大的半導體製造設備製造商之一，也是半導體解決方案的世界領先者。

推動者和適應者 (Enablers和Adaptors)：能源轉型是能源生產和消費系統的結構演變。它包括全球能源部門從化石能源系統向風力和太陽能等更多可再生能源的轉變。轉型的關鍵支柱包括越來越多採用可再生能源、電氣化、科技進步以及能源儲存、運輸和基礎設施的改進。歐洲處於綠色倡議的最前端，並高度致力於到2050年實現淨零碳排。公司包括適應者如歐洲大型能源企業等，推動者如礦業公司、為電動汽車、風能和太陽能生產設備和系統的工業公司。

半導體銷售呈現上揚



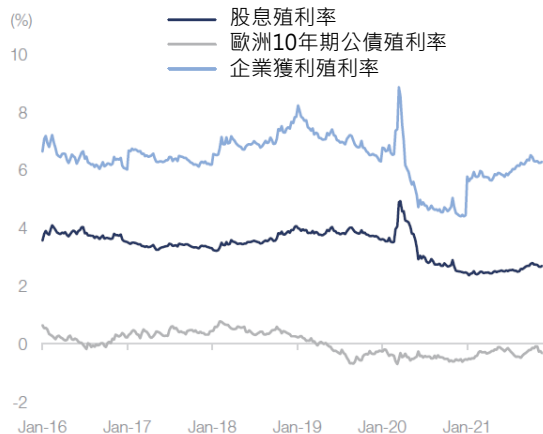
資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

歐洲收益的創造者

歐洲公債殖利率維持在負0.3%左右的水準。因此，從企業獲利殖利率和債券殖利率的角度來看，歐股看起來非常有吸引力。星展集團認為，歐洲的公債殖利率將繼續低迷，促使投資者尋求非投資等級債券的替代品，如高息股票。此外，鑑於強勁的盈餘成長趨勢以及在去年暫停配息後恢復配息，股息仍有增長的潛力。

在全球主要地區中，歐洲的股息收益率最高。歐洲大型能源企業、礦業公司和保險公司擁有有吸引力的股息，這些股息是可持續性的。

負公債殖利率提升歐股的吸引力



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月



國內順境， 全球逆境

2022年第1季日本股市

由於日股的評價面相對美股便宜，因此來自全球其他地區的風險對日本的影響較小。日本的通膨壓力仍然是良性的，預期日本央行（BOJ）仍將維持寬鬆政策。星展集團持續看好I.D.E.A.概念的股票。

日本股市

隨著肺炎疫情的改善，預期2022年日本經濟可望有更快的成長。疫苗接種率的提升和肺炎疫情不再惡化，因此預期限制措施可望逐漸放寬。日本幾乎已經取消了對國內活動的所有限制。不過，為了應對新變種病毒Omicron的威脅，官方已關閉邊境。

星展集團認為，日本政府在2022年7月下屆上議院選舉前將專注於改善國內消費者信心。新任首相岸田文雄 (Fumio Kishida) 提出了“新資本主義”的概念，以減少所得差距和財富重分配，例如提高薪資和提供年輕和勞工家庭更多補貼。由於上屆政府的支持措施的不足，因此預期新政府可望推出大規模的財政刺激措施。去年因肺炎疫情而中斷的國內“去旅行”的補助將於2022年1月重啟。

與此同時，在限制放寬後，工廠活動連續第10個月呈現擴張。這與肺炎疫情後全球電子和半導體產品需求回升是一致的。由於全球科技業投資週期的好轉，提振了對日本製造的半導體設備和材料的需求，電子和化學品的出口到目前為止仍然強勁。但由於全球車用晶片持續短缺，汽車出口則是呈現放緩。星展集團仍然預期出口訂

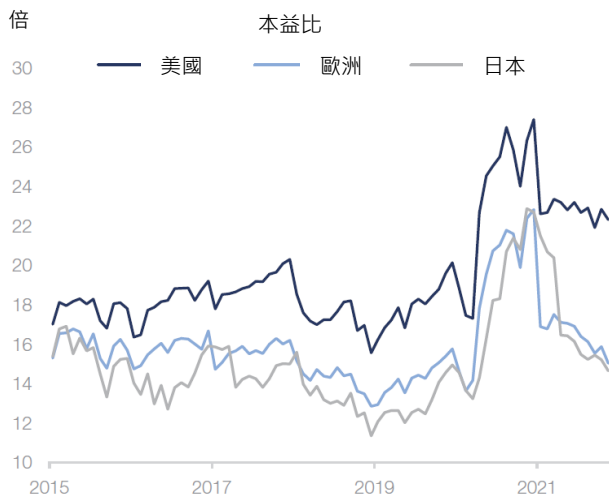
單將保持強勁，因為大多數公司會因為擔心再次封鎖而增加零組件的庫存。

岸田的關鍵產業政策很可能會依循前任政府。其中包括強化必需品的國內供應鏈、提高科技能力、促進自由貿易和實現碳中和等。前任政府曾經成功遊說台積電在熊本縣興建22-28奈米晶圓廠。該廠將於2022年開始建設，預期2024年開始生產。同時，岸田在最新的COP-26氣候峰會上也表示，日本將加大投資，將化石燃料電廠轉變為零排放電廠，並開發對電動車至關重要的下一代電池和馬達。

星展集團相信，日本的企業信心已經恢復，而且隨著肺炎疫情最糟的情況已經過去，日本的經濟前景正在好轉。經合組織 (OECD) 預估，日本2022年GDP成長率將達3.4%，高於長期趨勢。

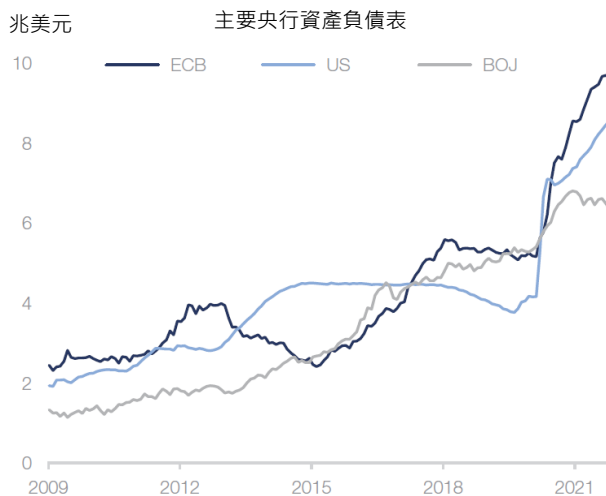
市場前景。日經225指數在2021年數度挑戰30,000點，但無法成功守住。全球其他市場將面臨的壓力可能更強大，因此將壓抑風險性資產表現，但由於日股的評價面相對美股便宜，預期日股所受到的影響可望較小。

日股相對美股便宜



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

BOJ最不可能減碼量化寬鬆

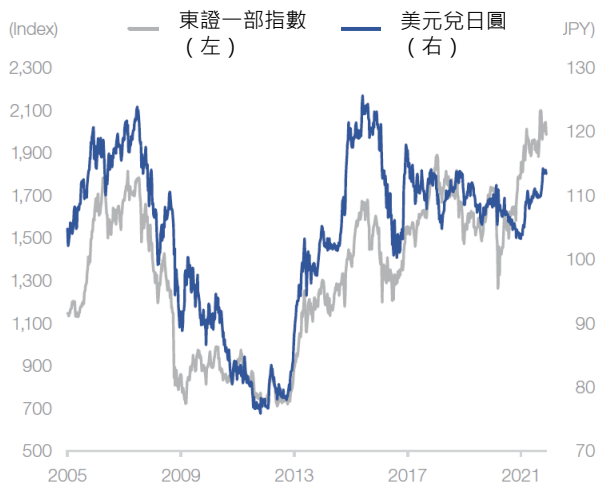


資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

日本央行 (BOJ) 尚不會採取緊縮措施。與正在減碼量化寬鬆和計劃升息的其他央行不同，預期BOJ將維持寬鬆政策，因為日本通膨水準仍然良好。雖然上游面臨成本壓力，但由於需求尚未出現過度強勁的情況，日本製造商無法有效地轉嫁成本。

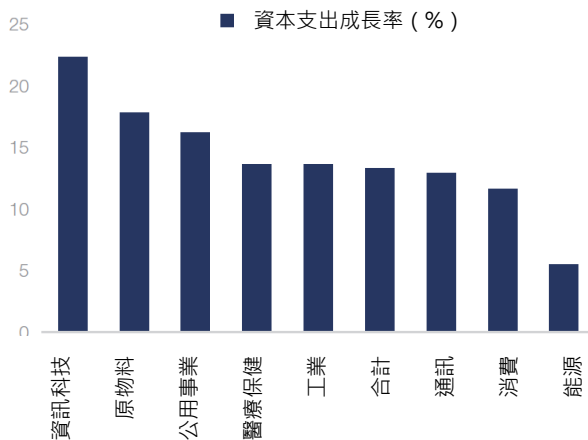
出口商受惠弱勢日圓。2021年日圓兌美元貶值了約8%。因此，當出口商將美元的獲利轉換為日圓時可望受惠。星展集團相信，弱勢日圓將進一步提升日本的出口競爭力。由於電子商務是在“無邊境”的環境下運作，購買日本消費品（通常被視為較佳的優質產品）會相對便宜。日本產品如化妝品、服裝、食品和電子產品，通常在客戶調查中被視為高度理想的產品。

弱勢日圓可望支撐日股



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

科技和公用事業的資本支出成長最為強勁



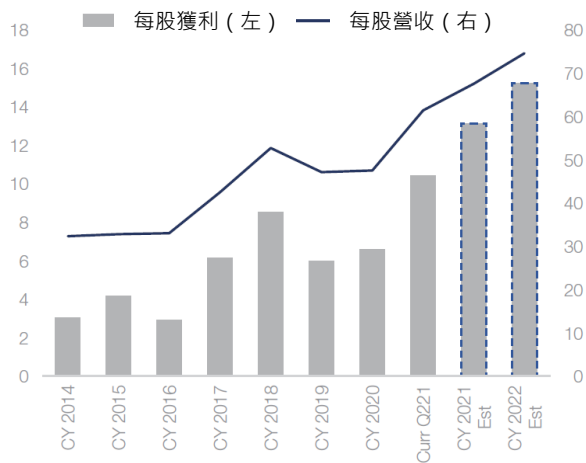
資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

全球資本支出成長。成熟市場在經歷多年投資不足後，全球資本支出在後疫情時代可望激增；這主要是受惠於低利率以及公共支出，如美國政府的5500億美元基礎設施方案和歐洲3000億歐元的“歐洲全球門戶夥伴關係戰略”，在數位、運輸、能源和醫療保健相關領域的支出。與此同時，數位化、千禧世代的消費、人口老化和淨零碳排等因素也帶動科技、基礎設施、醫療保健和清潔能源項目的投資，這也導致需求面結構性的改變。

標準普爾預測2021年全球資本支出成長13%至約3.7兆美元。日本的營造和工程公司、設備製造商和原物料/複合材料製造商可望受惠。相關產業的日本企業具備全球競爭力。

在所有產業當中，全球科技產業的資本支出呈現創紀錄的擴張。半導體製造商正在加快資本支出計劃，因為預期在肺炎疫情和中國加緊發展高科技產業驅動的加速數位化，半導體需求將十分強勁。此外，日本、美國和歐洲正在追求關鍵技術“自給自足”，也鼓勵高科技半導體公司在當地設廠。這也帶動半導體生產設備 (SPE) 的需求。日本的SPE製造商的獲利強勁，且手中訂單達到一歷史高點。在2021年達到創紀錄的獲利後，相關公司在2022年將進一步成長。

SPE市場沒有放緩的跡象

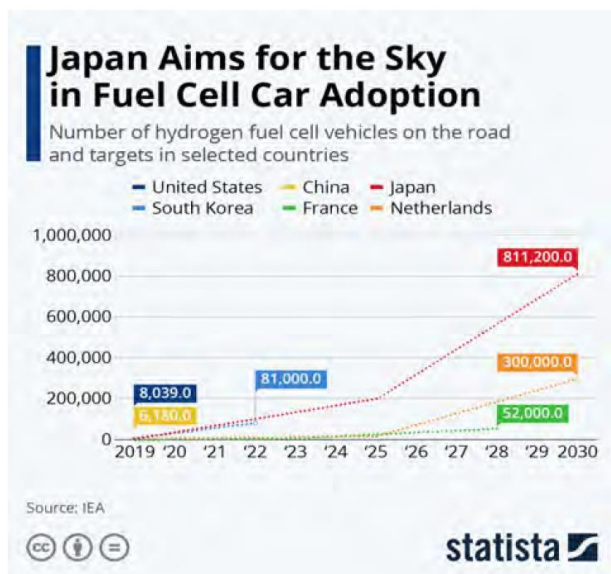


資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

日本I.D.E.A.s

對於日本，星展集團持續看好符合 I.D.E.A. 框架長期成長的公司（創新者、顛覆者、推動者和適應者；即 Innovators、Disruptors、Enablers 和 Adapters）。20世紀以來，日本發明家和企業家在電子產品和機器人領域推出了許多現代革命性和廣泛使用的科技，並且是數位化的先驅；例如，Discman、手持式遊戲、卡拉OK、鋰電池和第一個機器人。Sony、豐田和任天堂等日本家喻戶曉的名字仍然是全球知名的品牌，他們可能在這一個新數位時代不斷改造自己。

在創新者當中，氫能源可能是下一個綠色能源革命。日本政府已宣佈要在2050年達到淨零碳排的目標，市場也普遍預期氫相關技術將在電動車產業扮演重要的角色。根據國際能源署（IEA）的數據，日本是燃料電池汽車目標最高的國家。日本汽車製造商將以氫氣動力車的市場領導者，協助日本達到目標。



資料來源：statista

日本因人口老化所導致勞動力短缺，對數位化的需求更有迫切性的情況下，IT系統整合商有助於提升企業數位化能力。政府積極主動的加速數位化將促使民間更有數位化的誘因。

推動者如企業和就業服務業者，有助於緩解日本的慢性勞動力短缺。相關產業主要包括招聘公司，該公司使雇主有效地媒合線上平台的求職者。

適應者擁抱數位時代。日本的電玩產業是一個適應者，因為相關業者已經接受透過線上會員帳戶有效貨幣化的轉變，並促使客戶積極參與，從而創造更強的客戶維繫和行銷新標題。

作為一個工業化的國家，日本有許多**推動者**可以促進有效的數位化和科技改造。其中一些範例是用於自動化機器人製造商、汽車電池製造商、IT系統整合商和線上人力資源平台。



成長減緩但未衰退

2022年第1季亞洲不含日本股市

高能源價格、肺炎疫情和流動性限制的短期週期性阻力壓抑亞洲前景。因此，亞洲不含日本盈餘前景可能黯淡。

亞洲不含日本股市

電力短缺、政策收緊和債務水平上升，尤其是中國房地產開發商的債務水平，已經影響了整個亞洲的商業情緒。這導致亞洲不含日本和中國的GDP增長前景下調。2021年3月時，市場普遍預計亞洲不含日本和中國2021年的GDP增長率分別為7.5%和8.5%，但此預估數字目前分別下調至7.2%和8.3%，未來還會有更多下調空間。同時，國際貨幣基金組織將中國2022年的增長預測下調至5.6%。

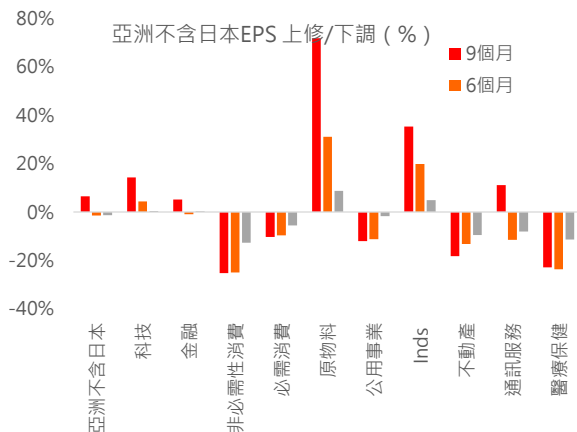
美國升息藍圖的公佈凸顯了全球兩大經濟體之間的政策分歧。中國近期將大型銀行存款準備金率下調至11.50%，為2007年以來的最低水平，小型銀行存款準備金率為9.50%（均自12月15日生效）。這顯示中國人民銀行將持續放鬆貨幣環境以支持放緩的經濟增長。預計中國在政策方面將保持寬鬆，

並專注於面對上升的下行風險。

儘管隨著全球經濟逐漸重新開放和終端需求正常化，亞洲產量的訂單仍然強勁，但供應鏈中斷、暫時性能源緊張、肺炎疫情病例捲土重來和流動性限制等短期週期性阻力在未來幾季將繼續對該地區的前景構成壓力。因此，亞洲不含日本股票的盈餘預測可能會繼續向下修正。

九個月前，在科技、金融、原物料、工業和通訊服務行業的推動下，前瞻盈餘成長將出現溫和增長，但最近幾個月的預測有所下調。預計盈餘前景黯淡將在短期內持續。例如，恆生中國企業指數的每股盈餘預測跌至10年來

盈餘預測尚未見底



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

盈餘成長動能仍疲弱



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

雖然全球投資者對最近幾次監管收緊令中國和新興市場進入整理模式感到震驚，但中國仍然是新興市場投資者投資組合的核心組成部分，因為其規模、重要性和長期盈餘成長潛力。

儘管亞洲不含日本的整體增長前景在中期可能會放緩，但長期趨勢和成長軌跡保持不變，因為政府有足夠的空間啟動刺激政策以防止經濟長期放緩。

亞洲不含日本股市評價面上調將取決下列因素：

1. 中國監管收緊措施逐步收緊
2. 解決中國能源供應問題，支持亞洲工業生產

3. 科技、電子商務、金融和非必需消費品等重要行業的盈餘上調
4. 解決房地產開發商債務問題的最終解決方案，緩解對銀行業的擔憂

估值具吸引力，有機會獲上調。 隨著上述因素的進展，預計亞洲不含日本股票目前估值折價狀況將收窄。

由於互聯網和房地產公司等少數行業的政策重置，這些產業被拋售，導致中國股票的本淨比P/B修正至歷史平均值的負1個標準差。這與中國以外的亞洲其他地區形成鮮明對比，後者表現更好。

中國股票評價面具吸引力



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

亞洲不含日本評價面

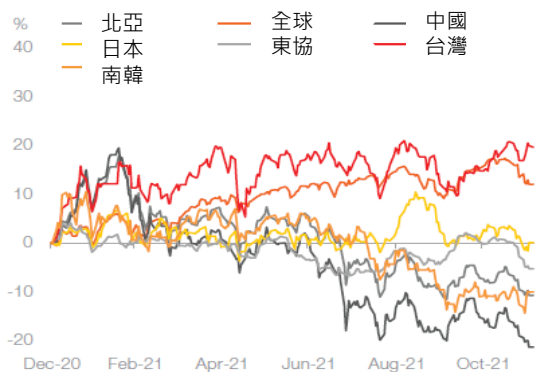


資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

預計這些政策阻力會隨著時間的推移而趨於穩定，星展集團維持對亞洲不含日本股票長期建設性觀點。繼續採用包括增長和收益主題的“槓鈴式”策略。在增長方面，找尋數位化平台公司、線上商務和生態系統、集成電路設計和晶圓代工以及人壽保險公司。在收益型資產方面，尋找提供可持續和有吸引力的股息收益率的行業，即中國大型銀行和新加坡REIT。

中國-等待穩定。中國股市在2021年走勢震盪，為全球表現最差主要股市之一。相較之下，台灣和韓國科技股表現強勁，其他亞洲股市表現更好，東南亞股市基本持平。

中國股市表現落後



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

對ADR看法維持謹慎



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

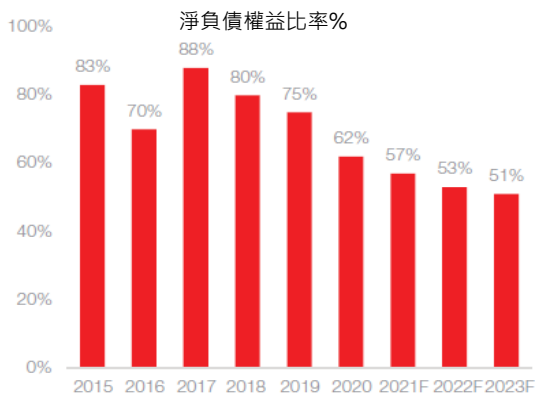
房地產開發商—仍需時間。恆大集團和其他幾家房地產開發商債券違約的消息在2021年第三季引發了市場動盪。隨後，央行重申風險將得到控制，預計不會造成廣泛影響，安撫市場情緒。

在此背景下，我們認為，一些房地產開發商的困境不會導致中國房地產市場出現普遍問題。認為政府為遏制房地產開發部門過度放貸和改善開發商財務狀況而採取措施，自2020年8月起推出“三條紅線”指引是審慎的。該指南包括：

1. 資產負債率上限為70%
 2. 淨資產負債率上限100%
 3. 現金對短期負債比率在1倍以上
- 開發商必須在2023年之前滿足標準。目前，其中一些已經達成。

開發商的平均淨負債權益比率從2017年的88%顯著下降至2020年的62%，預計到2023年將進一步改善至50%。這符合政府提高行業資產負債表質量的指示。展望未來，預計該行業將進一步抑制資本支出以改善資產負債表。

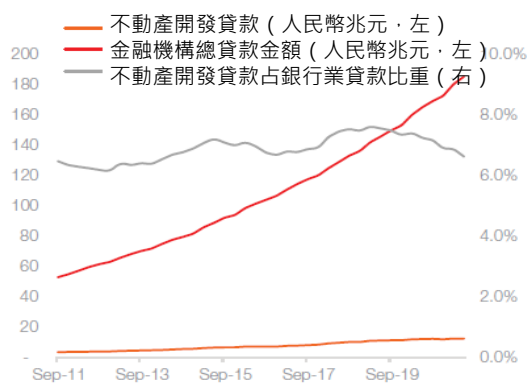
資產負債表進一步改善



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

銀行業對房地產開發部門的曝險一直處於可控水平。截至2021年第三季，房地產開發商的貸款總額為人民幣12.3兆，在2019年第二季達到7.6%的峰值後，下降至銀行業人民幣貸款總額的6.5%。

房地產開發部門的曝險處於可控水平



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

印度：國內增長強勁，但全球長面臨阻力。印度似乎是Delta變種病毒傳播非常嚴重的國家。隨著大多數限制措施的放寬，經濟活動幾乎恢復到疫情前的增長水平。

由於實質利率為負值、流動性充裕、政府支持政策以及消費回升，企業盈餘可能強勁成長。公共和私人投資流動可能會在印度推動一個新的投資週期，料會支持對印度市場的重新評級。星展集團認為國內外投資者對印度市場的看法應該會繼續保持正面。

儘管如此，市場對油價、通膨和利率的高度敏感、全球宏觀環境的不確定性以及偏高的估值是不利因素，可能成為印度股市波動的來源。股市的表現不太可能重複今年年初至今34%的強勁報酬。與市場估值有關的幾個指標顯示明年的報酬率溫和。

對印度採取主題投資方法，以符合我們投資於長期增長趨勢的全球主題。其中包括加速數位化、人口老齡化和

亞洲消費主題。受益行業包括科技和醫療保健。慎選銀行和消費類股股票，考慮到成本上升將對這些行業構成不利影響。

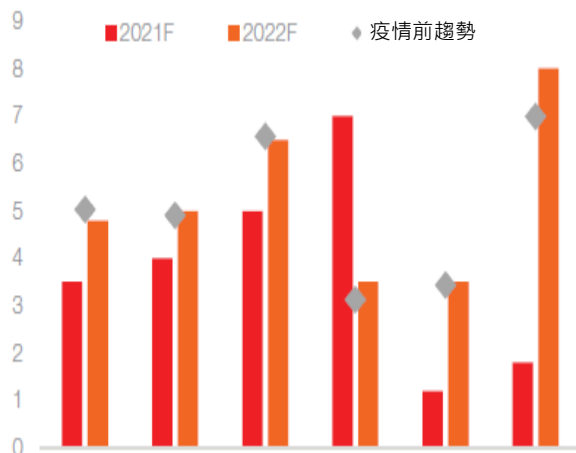
東協經濟重啟謹慎。由於疫苗接種率落後，東協仍然是最後一批重新開放的地區之一。隨著疫苗接種率的上升和社會限制的放鬆，期待經濟增長逐步改善。在經歷了2021年令人失望的一年之後，在私人消費增長的推動下，該地區將在2022年恢復到疫情前的水平。由於2021年疫情期間經濟封鎖，製造業增長出現一些挫折並沒有破壞該地區強勁的出口前景，因為該地區仍然是主要的電子製造中心。馬來西亞、泰國和越南因疫情封鎖對全球供應鏈中斷造成顯著影響。

市場估值和流動性不支持高報酬率

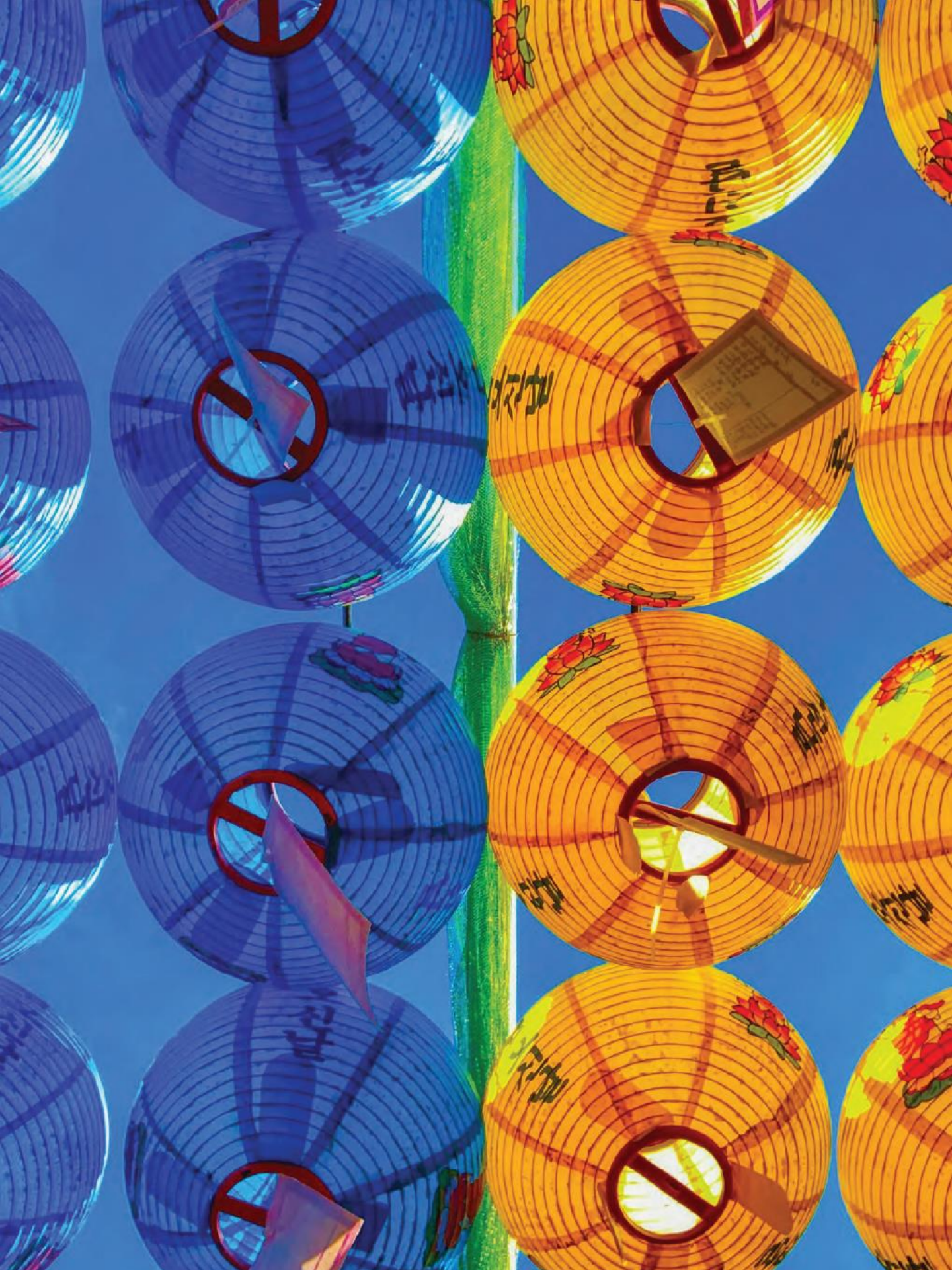


資料來源：彭博，CEIC，星展集團 2021年12月

東協市場迎來更好的一年



資料來源：IMF，CEIC，星展集團 2021年12月
F：星展集團預估



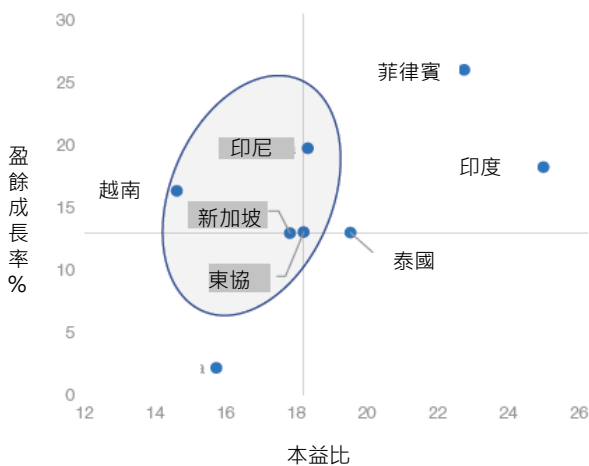
然而，由於經濟增長乏力導致盈餘成長低於預期，東協市場的本益比高於疫情爆發前水平。

無估值阻力



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

風險/報酬角度而言，偏好新加坡、印尼和越南



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

在沒有估值阻力的情況下，對東協市場持謹慎看法，因為其面臨美國聯準會縮減量化寬鬆、利率上升、omicron 變種病毒、中國經濟放緩、供應鏈中斷和通膨的風險。投資亮點在新加坡、印尼和越南。

新加坡的地方性實驗。當發現新的病異毒株omicron時，新加坡的“與新冠病毒共存”的開幕式遭遇了挫折。回顧過去實施緊縮措施的時期，新加坡海峽時報指數一直徘徊在3,000點上方。

新加坡銀行仍有望上漲



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

隨著目前疫苗接種率提升，我們相信市場會得到強有力的支持。銀行和房地產投資信託基金在目前水平上仍然具有吸引力。

由於全球貨幣緊縮週期可能將於明年開始趨溫和，新加坡銀行業評價面具備調升機會。預計美國將在2022年下半年升息兩次，然後在2023年初再升息兩次。根據敏感性分析顯示，每升息25個基點將導致淨息差增加3-7個基點，新加坡銀行業的淨利潤將增長2-6%。充足的貸款損失撥備意味著潛在的債務回收，可能會提升2022財年度獲利。由於強勁的資本水平，預計

2022財年的股利配發將進一步上升。

新加坡 REITs 繼續支付4-6%的股息，我們喜歡它作為我們槓鈴投資組合的收益來源。工業REITs在整個疫情期間表現具有韌性，在過去兩年中加大了收購力度。因此，預計工業REITs在2022財年度每單位可分配收入 (DPU) 將增長約3.1%，高於歷史平均水平2.1%。我們特別喜歡有能力在收購中出人意料或著手開發項目以推動收益和資產淨值增長的REIT。

對航空公司和機場管理等其他“重新開放”業務的可持續性保持謹慎，因為對疫情的持續擔憂可能繼續對這些行業構成風險和波動。

印尼受惠商品週期。肺炎疫情形勢改善和大宗商品超級週期有利印尼在2022年的表現。克服對通膨上升、全球貨幣緊縮以及第四波疫情可能蔓延的擔憂，政府和央行採取了良好的措施。與2013年的緊縮期間相比，印尼應該不太容易受到美國聯準會緊縮週期的影響，因為外國人持有印尼債券的比重較低。再加上大宗商品出口強勁和進口減少導致經常帳餘額改善，印尼盾因此保持穩定。

流動性仍然充裕，隨著經濟的重新開放，明年的信貸需求將增長。鑑於2022年升息的可能性，我們尋找小額貸款收益率較高且儲蓄存款CASA比率較低的銀行。

印尼正受益於商品週期的反彈和日益增長的電動汽車趨勢。與電池製造和商品出口相關的外國直接投資正以創紀錄的水平增長。2021年1月至9月期間，總出口年增40%。因此，我們看好大宗商品行業是這次經濟復甦的主要受益者。

越南的製造業恢復正常。主要城市疫苗接種率接近90%的進展幫助越南捲土重來，因為他們的勞動力返回胡志明市和河內的工業中心經營工廠。投資和其他經濟活動可能會在2022年回升。政府可能會準備2022/3年有意義的財政刺激計劃，因為此類支持措施過去並不那麼有力。由於不良貸款可能上升，在週期階段慎選銀行股。房地產和工業部門將受益於經濟擴張。

貸款需求減緩，銀行系統流動性充裕



資料來源：星展集團 2021年12月

股市隨商品週期上升而走揚



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

泰國旅遊—觀望。同時，隨著泰國逐步放鬆封鎖措施，泰國的重新開放計劃仍在按計劃進行，但歐美光的不確定性可能構成威脅。雖然這為投資者提供了積累旅遊相關股票的機會，但我們認為需要一段時間才能看到顯著改善。我們尋找結構性需求和可持續性驅動變化的受益者，例如受益於電動汽車採用率上升、數位化轉型和網絡安全的受益者。

馬來西亞經濟重啟。馬來西亞的GDP預計將在2022年增長5.5-6.5%，而2021年為3-4%（2020年為負5.6%）。儘管如此，2022年的預算赤字只會從2021年預計的6.5%小幅改善至6%。截至2021年9月，政府債務佔GDP的63%，隨著2022年的預算赤字，該占比可能會進一步上升。政府因此以33%（而不是24%）的稅率，對利潤超過1億馬幣的公司徵收一次性“繁榮”稅，這對在大馬交易所上市的大型公司來說將是一個重大的負面影響。

2022年，經濟改善將不可避免地使大多數行業受益。我們認為，一些公司將受益於疫情後的復甦，其中包括受益於政府啟動經濟活動和增加私人消費的公司。在2022年下半年大選之前，政府還可能於2022年上半年加快合約發放。建築業是馬來西亞基礎設施業的代表，電信部門也將從政府提高寬頻覆蓋率和普及率的舉措中受益。

抗通膨策略

2022年第1季全球信貸

債券和通貨膨脹通常無法很好的共處。由於近期偏高的通膨數據，市場處於緊張狀態，應採取信貸市場策略佈局受惠通膨的產業、次順位債務和被低估的信貸，降低通膨上揚的影響。

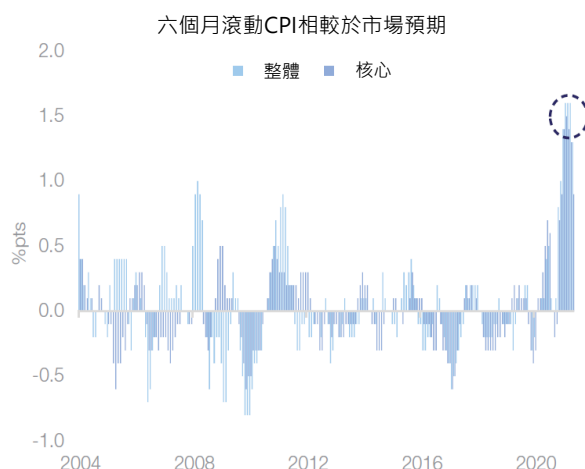
全球信貸

通膨來臨。通膨環境下，債券投資的難度相對較高。一般而言，債券投資人會收到固定票息和到期時的本金，因為投資人認為 (a) 央行不會大幅度升息，導致現金成為更具吸引力的替代品，且 (b) 在可預見的未來，通膨不會侵蝕這些固定票息的購買力。其中，美國聯準會 (Fed) 指出，將加快減碼量化寬鬆步調，並可能在2022年進行升息，而近期的通膨數據也持續干擾債市的表現。

通膨持續處於高點。是否為暫時性，最新的通膨數據仍然偏高，令許多經濟學家感到困惑。整體和核心消費者物價指數 (CPI) 六個月滾動市場共識正處於過去20年的高點，這意味著市場持續低估通膨。這樣的情況將可能導致更高的通膨預期。

這種扭曲大部分是因為肺炎疫情後需求強勁回升，導致暫時性的供給瓶頸。儘管星展集團相信供應鏈中斷的價格壓力會隨著時間獲得改善，但有幾個其他關鍵總經情勢的轉變顯示，通膨在這個十年可能比上個十年的平均水準更高，債券投資人不可忽視的轉變包括：

20年來最大的通貨膨脹高於市場預期



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

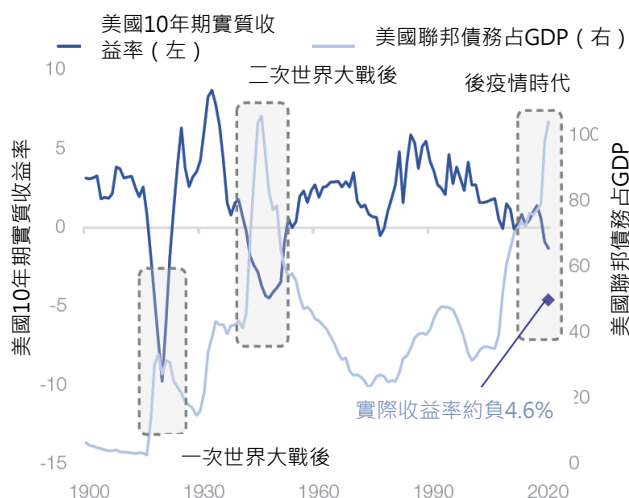
- 1. 全球化的速度減緩。**全球化是一種壓抑物價的力量（特別是成熟經濟體），允許外包他地生產，藉以降低勞工和其他成本。但是，肺炎疫情令各國政府和企業覺悟，應該維持一定程度的境內生產能力，藉以減輕未來全球供應鏈中斷的影響。

2. **人口結構老化**。傳統上，由於消費需求的降低，人口老化被視為會壓抑價格的因素。然而，更多退休人口也降低了有效的勞動力，這也導致薪資上揚的壓力。此外，由於老齡人口的主要消耗商品和服務成份（醫療保健、住房和教育）的通膨往往高於年輕人的主要消耗商品和服務的成份（食品和非必需品）。人口老化導致消費者物價指數（CPI）有更多項目的價格上揚。

3. **勞工的議價能力提升**。由於肺炎疫情，部份勞工對工作的期待有所調整，因此“大規模辭職”近期已成為熱門話題。此外，官方政策面態度轉向解決財富不均的情況，未來政策制定者尋求扭轉加劇不平等的趨勢，追求促進公平就業和薪資成長政策的趨勢，增加未來勞工占GDP的比重。這很自然的也會導致通貨膨脹。

通貨膨脹是債務的朋友。有些人可能會認為過去十年受惠於科技創新，並未導致通貨膨脹，這樣的情況不會輕易的改變。此外，政策制定者仍然擁有貨幣工具，因應通膨的威脅。然而，歷史經驗顯示，在債務占GDP比率偏高的期間，利率通常無法快速上揚，因為擔心債務可能無法償還。當全球債務負擔很高，例如在肺炎疫情後，全球債務占GDP超過350%，通貨膨脹反而可能是借貸的朋友而不是敵人。

高債務，低實際收益率



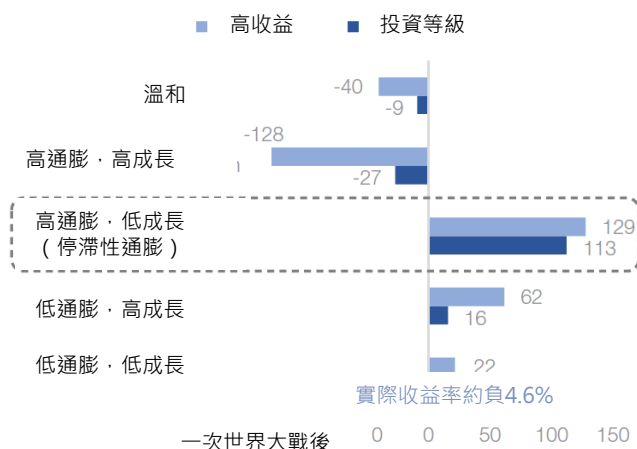
資料來源：CBO · NYU Stern · 聯準會 · 星展集團
2021年12月

債務的膨脹比償還債務更容易。從高債務的情況去槓桿有三個主要意義，即 (a) 債務違約，(b) 財政審慎；增加稅收與減少支出，以及 (c) 允許通貨膨脹藉以降低實際的債務負擔。特別是美國，不太可能看到美元債務的違約，因為美國本身就能夠印美元。政治局勢也顯示，官方害怕失去選票，也比較不會採取財政緊縮的措施。上一次聯邦債務達到高峰期間，就在20世紀的兩次世界大戰之後，政府實施了金融抑制 (financial repression)；允許通貨膨脹上揚，藉以降低債務占GDP，進而導致深度負收益率。

留意停滯性通膨風險。投資人需要注意的是，政策制定者可能不會採取沃爾克時代 (Volcker era) 對抗通膨的措施；因為，美國聯準會 (Fed) 在2020年已轉為平均通膨目標框架。然而，除了通膨率處於多年來的高點外，經濟成長也可能趨緩，因此也產生停滯性通膨風險擔憂。這對信貸投資產生了影響，特別是，在停滯性通膨的

環境下，信貸利差通常會擴大。這次影響的程度可能更嚴重，因為目前的殖利率處於歷史低點、利差趨緊且投資等級債的存續期間風險更是數十年來的高點。

停滯性通膨與信貸利差擴大同時發生



資料來源：彭博 · 星展集團 2021年12月

高通膨或低通膨通常分別與個人消費支出 (PCE) 年增率大於3.5%或小於2%相關，而低成長和高成長則分別與實際產出缺口小於負0.5%和大於0%相關。

存在風險，但仍受控。星展集團認為，由於政策制定者已經證明採取財政和貨幣槓桿措施可以支撐全球經濟從2000年後最嚴重的衰退中復甦，因此，停滯性通膨的風險相對可控。這可能是為什麼在過去30年中很少發生停滯性通膨（定義為PCE年增率大於3.5%和產出缺口小於負0.5%）；多數發生在1970年至1990年之間的衰退。然而，尋求收益的投資人仍有必要佈局信貸投資組合因應通貨膨脹的風險。

較高的通貨膨脹，成為不忽視的風險，星展集團提出了三個主要信貸策略，藉以對抗通膨。

停滯性通膨發生在90年代之前



資料來源：彭博，Moody's Investors Service，聯準會，星展集團 2021年12月

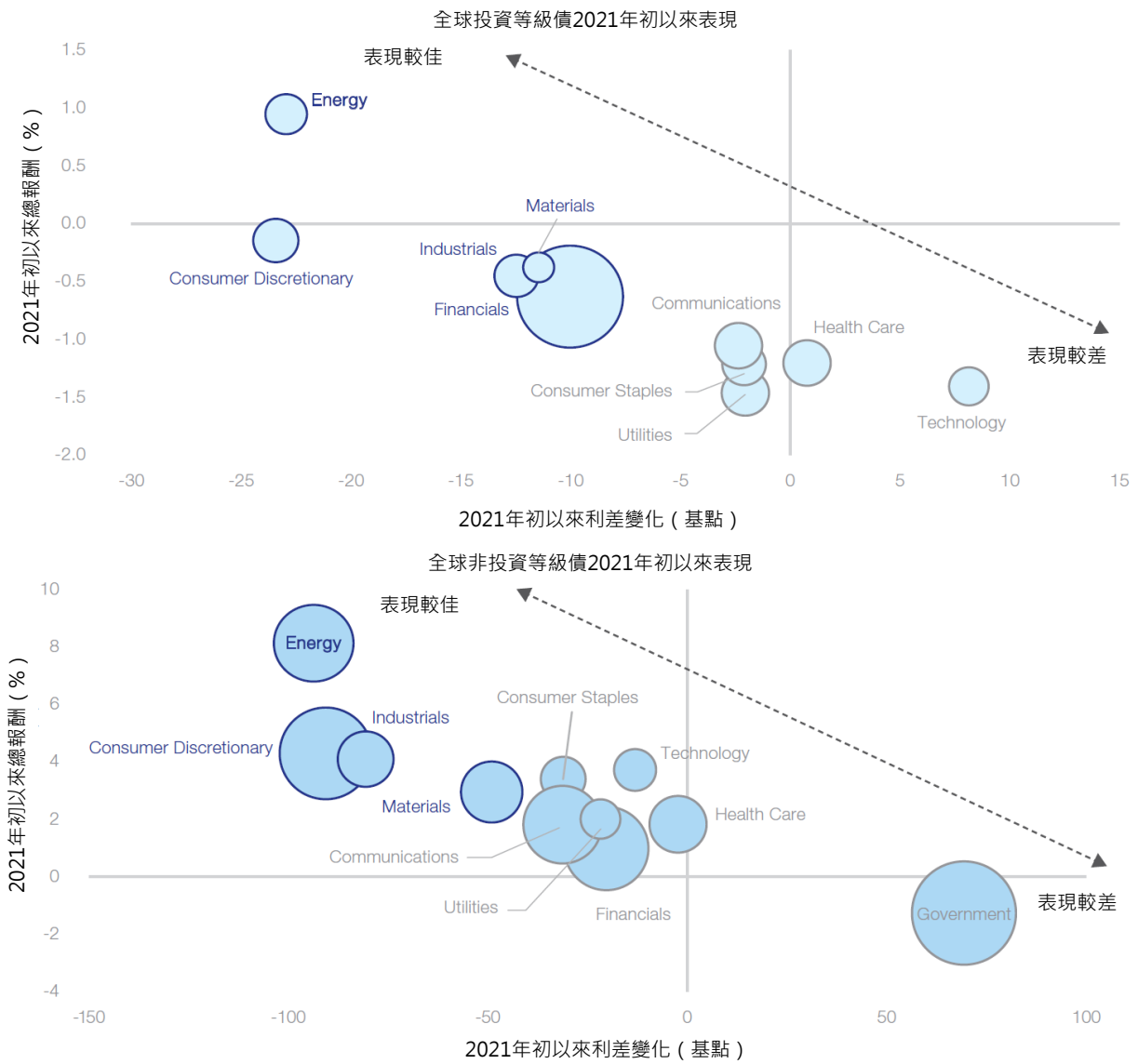
高通膨為PCE年增率大於3.5%，低成長為產出缺口小於負0.5%

策略 1：著重於對抗通貨膨脹的贏家

產業贏家。由於通膨的不確定性將逐漸發生在各類資產價格，可關注受惠於高通貨膨脹的產業；例如較高的商品價格和陡峭的殖利率曲線受惠者：

- I. **能源和其他與商品相關的信貸：**由於更高的商品價格可望提升利潤率，因為收入的成長通常會高於生產成本的成長；
- II. **工業和原物料產業：**較高的基礎設施投資和全球資本支出需求的復甦；
- III. **非必需消費產業：**經濟重新開放可望繼續支持對零售、汽車、旅遊和娛樂場所的需求，這些產業也是通貨膨脹的重要成份；
- IV. **金融產業：**受惠於殖利率曲線陡峭的受惠者，如銀行AT1和保險公司RT1（銀行淨息差可望提升的機會，且保險公司有機會找尋到收益高於負債值貼現率的資產）。

對通膨較敏感的產業在IG和HY都有較佳的表現



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月
 泡泡大小代表產業占指數比重

值得注意的是，2021年以來，能源產業信貸在投資等級 (IG) 和非投資等級 (HY) 市場均有較佳的表現；其中工業、原物料和非必消費產業也有不錯表現。金融業在IG有較佳的表現，但金融業在HY的表現則較為落後。星展集團仍然看好金融業的表現，因為持續的通膨壓力和較高利率將支撐它們在2022年的表現。

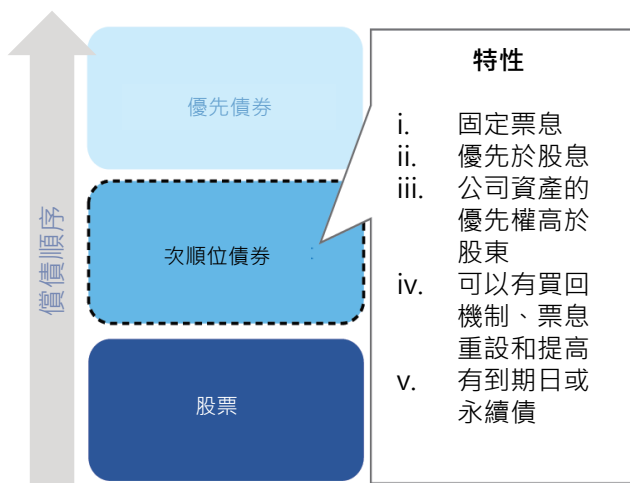
策略2：利用資本結構等級篩選債券

次順位債券具備優勢。在追求較高收益時，多數信貸投資人都會傾向藉更高的信貸風險或存續期間風險獲得較高的收益，但佈局次順位債券是另一種可行的選擇。

次順位債券和特別股的優勢。由於償還順序在傳統債券之後，因此投資人可獲得較高的收益。由於平均評級較高，美國特別股平均評級為IG，歷史數據顯示，長期違約率偏低。

有利的結構。隨著通貨膨脹和更高的利率，次順位債券可望受惠。許多次順位債券可以降低投資組合的利率風險，因為發行人可能買回債券（降低存續期間風險），具有票息重設和提升機制，藉以與當時環境相對稱的方式調整收益率，甚至可能在特定的期間後，成為浮動利率。由於這些機制，即使在2014年至2018年之間的最後一次聯準會 (Fed) 的收縮週期，這些債券過去十年的表現仍然穩健。

次順位債券的獨特性



資料來源：星展集團 2021年12月

資本證券過去十年中只有一年出現虧損



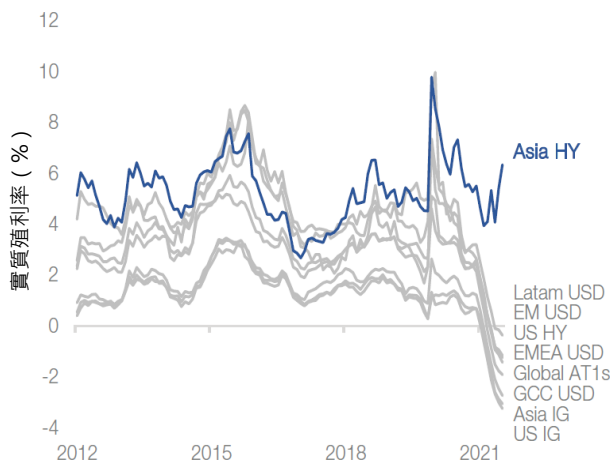
資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

策略3：評價面合理

追求正實質收益。消費者物價指數 (CPI) 處於近20年的高點，且信貸收益處於歷史低點，甚至連高收益債的實質殖利率也呈現負值。事實上，多數美元信貸收益率低於CPI年增率的六個月移動平均調整名義收益率，但亞洲非投資等級 (HY: High Yield) 則是少數仍然較高的市場。

中國房地產業的壓力。中國對亞洲HY成份很關鍵的房地產業採取較嚴謹的監管措施，導致有再融資需求的發行人面臨流動性危機，並迅速成為償付能力危機。雖然風險已經上升，但星展集團認為監管機構最終會抑制他們的政策，以避免系統性違約，這將導致更嚴重的社會和金融不穩定風險。

亞洲HY是一個可擊敗通膨的市場



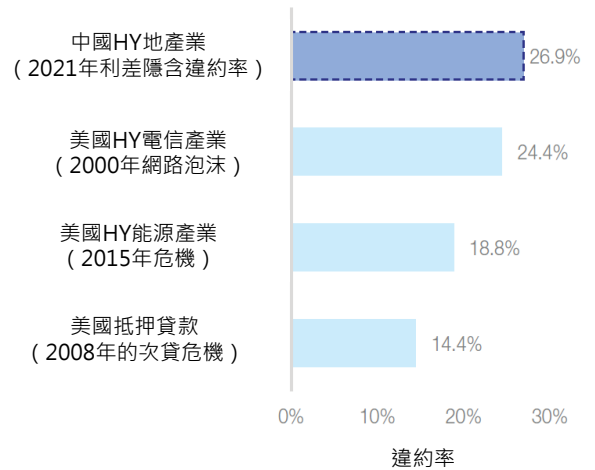
資料來源：彭博，星展集團 2021年12月
以CPI年增率的六個月移動平均調整名義收益率計算實質收益

中國房地產信貸利差顯示違約率將比前一個危機還糟的情況。

星展集團的基本假設是中國房地產的壓力不會發展成為一個系統性危機，利差所顯示的是市場過度恐慌；目前一年期隱含違約高達26.9%，大幅高於過去實際發生違約的危機，如 (a) 美國HY電信產業在2000年網路泡沫後 (24.4%)，(b) 美國HY能源產業在2015年的危機 (18.8%)，(c) 美國抵押貸款在2008年的次貸危機 (14.4%)。因此，亞洲HY在恐懼中存在投資機會，特別是評級BBB和BB的部份。

星展集團認為，投資人可以藉由信貸市場策略因應較高通膨的風險。首先，佈局受惠於通膨和陡峭殖利率曲線的產業，藉以降低通膨對固定票息的負面影響。其次，從債務結構的特性發掘次順位債券的利基。最後，價值面合理的亞洲HY殖利率仍高於通膨；儘管需要等待政策決策者更清楚地溝通才能得知是否具有價值面提升的機會，但星展集團看好BBB和BB等級的債券。存續期間部份，星展集團認為5年是殖利率曲線最陡峭的位置，由於仍有通膨風險，尚無增加存續期間風險的急迫性。

中國房地產業利差顯示極端的違約率



資料來源：Fitch Ratings · S&P · Mortgage Bankers Association · 星展集團
2021年12月
利差顯示未來一年違約和恢復率為20%

通膨風險 超過 同步復甦的希望

2022年第1季全球外匯市場

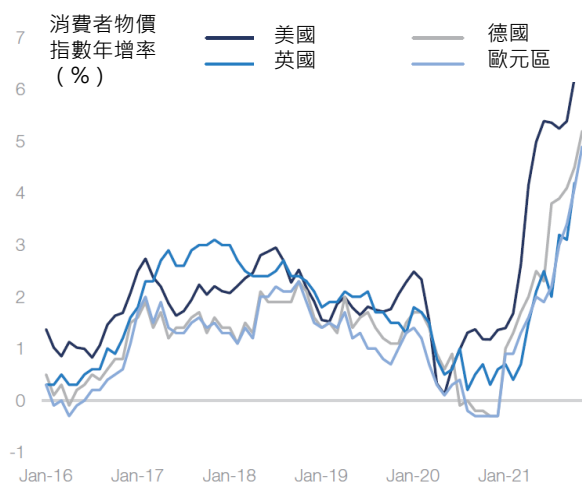
由於中國經濟放緩、全球供應鏈持續中斷和勞動力短缺，健康和同步的全球復甦仍然難以實現。

全球外匯市場

星展集團預期美國聯準會 (Fed) 將在2022年第4季升息兩次，同時美元也可望獲得支撐。但美元的走勢將較為震盪，因為其他G10經濟體也逐漸面臨通膨的問題，其他央行也會面臨貨幣政策正常化的壓力。由於中國經濟放緩及其清零的抗疫政策、持續的全球供應瓶頸和勞動力短缺、政治分化的蔓延以及央行對暫時性通膨看法可能有誤的風險，健康和同步的全球復甦仍然難以實現。許多國家提高疫苗接種率和採用“與病毒共存”的策略並不意味肺炎疫情的結束。限制和封鎖措施仍可能恢復，尤其是當疫情再次給醫療體系帶來壓力時。民眾對抗疫措施的抗議也暴露了政府與人民在平衡權利和責任方面的認知差距，官方的支持率已呈現下滑。

2022年美元指數 (DXY) 的升勢將不像2021年下半年那麼激進，且可能較為震盪。2021年11月時，Fed開始減碼量化寬鬆規模，DXY升高點96.9，年初以來的升幅約7.7%。星展集團預期Fed將在2022年中前完成減碼量化寬鬆措施，並在2022年第4季升息兩次。根據CFTC的數據，由於實質GDP回升至肺炎疫情前水準、消費者物價指數 (CPI) 升至近30年高點以及失業率接近疫情前的水準，Fed的立場傾向鷹派，投機者也在2021年下半年積極的增持美元。然而，英國和歐元區通膨也已顯著上升，高於其央行的目標。由於歐元和英鎊合計占DXY權重約70%，Fed、英國央行 (BOE) 和歐洲央行 (ECB) 的貨幣政策正常化將在外匯市場中扮演關鍵的角色。根據歷史經驗，星展集團預期美元指數在Fed首次升息前將呈現升勢，之後再轉為弱勢。

其他成熟市場的通貨膨脹也呈現上揚



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

星展集團預期Fed將在2022年第4季升息兩次，美元走勢也將持穩



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

2022年，歐元將處於1.09至1.15交易區間的下緣。2021年歐元兌美元貶值約8.3%至1.12（截至11月）。投機者持續減碼淨多頭部位，在10月轉為負值。歐元因ECB的鴿派立場和Fed傾向鷹派而表現疲軟。ECB總裁拉加德堅稱，美國在實現通膨目標的進程較歐元區快，並推遲了ECB在2022年升息的預期。她也堅持，ECB並未縮減而是重新調整肺炎疫情緊急購買計劃（PEPP）。展望未來，ECB在2022年捍衛其溫和的暫時性通膨立場將變得更加困難。隨著德國11月消費者物價指數（CPI）年增率升至5.2%，ECB將逐漸面臨需要推出貨幣政策正常化計劃的壓力，藉以因應高於央行2%的通膨目標。

英鎊兌美元在2022年將處於1.28至1.33交易區間的下緣。英鎊從肺炎疫情中的反彈在2021年5月達到高點（1.4212），升幅約23.7%；2020年3月疫情爆發期間一度貶至1.1485的低點。Fed態度在6月會議轉鷹後，英鎊開始走弱。11月，BOE意外不升息的決定壓抑英鎊至1.32的低點。英鎊2021年大約貶值3.4%，回吐了肺炎疫情以來31%的升幅。2022年，BOE升息預期的利多可能會被Fed提前升息和英國脫歐後的風險所抵消。2016年英國脫歐公投後，英鎊便處於1.20至1.33區間的下緣，這與硬脫歐風險和國內政治不確定性有關。擔心英國政府可能會觸發《北愛爾蘭協議》第16條規定並引發與歐盟的貿易戰。《衛報》指出，如果英國首相強森的支持率低於保守黨的水準，保守黨議員可能不再支持強森。

歐元兌美元下探1.10至1.15區間



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

英鎊兌美元受BOE升息和英國脫歐/政治風險所干擾



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

2022年美元兌日圓將介於115至120。日圓是2021年最疲軟的G10貨幣；兌美元貶值了約10%，至114.82。與西方國家高於趨勢的通膨形成鮮明對比，日本距離實現2%通膨目標還有很長的路要走。星展集團的經濟學家預期，2022年和2023年日本消費者物價指數（CPI）將處於0.5%的低點。與全球逐漸取消肺炎疫情支持措施的趨勢相反，岸田內閣於11月19日宣布了創紀錄的55.7兆日圓的刺激計劃。大約56%的支出將用於增加病床和醫療用品、疫苗開發以及為下一波疫情做準備。因此，日本央行（BOJ）可能會花更多時間討論而不是逐步取消其肺炎疫情的措施。除非出現任何使日圓成為避險貨幣的經濟衝擊，否則日圓表現應該會相對疲軟，因為BOJ持續採取寬鬆貨幣政策與Fed和其他央行的縮減和升息之間存在分歧。

除非出現無法預期的衝擊，預計2022年美元兌瑞郎將升至0.95之上。雖然也是負殖利率貨幣，但瑞郎在2021年較歐元和日圓更具彈性。星展集團預期這樣的情況在2022年不會持續，因為Fed的升息預期將支撐美元走強。瑞士央行（SNB）並不急於加入G10央行的貨幣政策正常化。瑞士經濟2021年第3季剛剛走出第二次技術性衰退的窘境。儘管10月消費者物價指數（CPI）年增率達1.2%，為三年來的高點，但仍穩定的低於2%的目標。SNB的通膨預測（2021年為0.5%，2022年為0.7%，2023年為0.6%）顯示物價穩定，並沒有迫在眉睫的威脅。由於實質匯率處於6年高點，SNB似乎更關注瑞郎的升勢，尤其是其避險地位。SNB將維持擴張性貨幣政策，並隨時準備在必要時干預匯市，藉以支持經濟從肺炎疫情中復甦。

日圓有貶值到115至120的可能



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

美元兌瑞郎將因Fed升息而升至0.95之上，而SNB則是傾向鴿派



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

預期2022年澳幣兌美元將介於0.68至0.75之間呈現弱勢盤整。2020年3月至2021年2月澳幣升值了約39%，至12月回吐了約43.5%的升幅。根據CFTC數據，至10月，投機者已累積了創紀錄的淨空頭部位，Fed的鷹派貨幣政策正常化計劃和中國經濟放緩壓抑了澳洲鐵礦石和煤炭等主要大宗商品出口的價格。由於擔心利率和稅賦隨著經濟復甦而增加，澳洲家庭債務偏高的情況將受到關注。儘管澳洲央行（RBA）在11月2日結束了殖利率曲線控制政策，但RBA認為通貨膨脹是由肺炎疫情引起的。市場共識預估澳洲2022年消費者物價指數（CPI）將從2021年的2.7%放緩至2.5%，處於2至3%的通膨目標範圍內。RBA對升息的三個標準（工資成長3%、失業率4%和潛在通膨率2.5%）的預測可能在2023年才會實現。另一方面，美元在2022年第4季Fed兩次升息的情況下將保持強勁。

2022年，紐幣兌美元將在0.68附近呈現盤整。2021年，紐幣貶值了約5.3%至0.70；2020年3月至2021年2月紐幣升值了約30%，至12月回吐了約38%的升幅。紐幣2021年下半年於0.6750和0.7200之間呈現盤整。2021年6月以來，Fed的鷹派傾向支撐美元走升，也抵消了紐西蘭央行（RBNZ）於10月和11月連續升息的效果，指標利率調升兩碼至0.75%。通膨（2021年第3季年增率：3.9%）和未來兩年通膨預期飆升至十年高點（2021年第4季：3.0%），而失業率（2021年第3季：3.4%）則是降至歷史低點。在傳染性更強的Delta變種毒導致當地肺炎疫情惡化後，官方改變了其“清零”政策，轉而採用較不嚴格的限制措施。儘管RBNZ預計隨著時間的推移會進一步取消貨幣刺激措施，但也認為高房價是不可持續的，是對貨幣和金融穩定的挑戰。星展集團認為美元將受Fed在2022年第4季兩次升息的支持。市場預期，紐西蘭2022年實質GDP成長率將從2021年的5.3%放緩至3.5%，而CPI年增率將從3.5%降至2.7%。RBNZ預期，現金利率將從2021年底的0.75%上調至1.50%。

澳幣將處於肺炎疫情前交易區間的下緣



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

紐幣有可能貶至肺炎疫情前區間的下緣



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

人民幣被高估了；美元兌人民幣的合理價位應接近6.60。2021年人民幣逆勢升值了約2.8%至6.3670（截至12月9日）。由於人民幣兌CFET一籃子貨幣處於六年高點，人民銀行（PBOC）對人民幣單向升值發出警告。畢竟，中國實質GDP年增率從2021年第1季疫後高點的18.3%，連續第2個季度放緩，第3季GDP年增率降至4.9%；主要受到來自大宗商品、科技和房地產業的壓抑，以及電力短缺和清零的抗疫政策所影響。由於10月通貨膨脹年增率為1.5%，是2021年官方設定的3%目標的一半，PBOC在2021年全年將1年期貸款利率維持在3.85%。PBOC在2021年12月第二次下調存款準備金率（RRR）50個基點，且調升金融機構的外匯存款RRR至9%（從7%）。基於更強的美元指數、創紀錄的美股與疲軟的中國股市相比，美元兌人民幣應該會升至6.60附近。

人民幣無法持續逆勢走強



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

星展集團主要匯率預估

	9-Dec	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
美元兌人民幣	6.3776	6.47	6.54	6.60	6.56	6.52	6.48	6.44	6.40
美元兌港幣	7.7972	7.81	7.82	7.83	7.82	7.81	7.80	7.79	7.78
美元兌印度盧比	75.520	75.0	76.0	77.0	76.5	76.0	75.5	75.0	74.5
美元兌印尼盾	14367	14500	14600	14700	14600	14500	14400	14300	14200
美元兌馬幣	4.2165	4.25	4.30	4.35	4.32	4.29	4.26	4.23	4.20
美元兌菲幣	50.289	51.0	51.5	52.0	51.7	51.4	51.1	50.8	50.5
美元兌新幣	1.3650	1.37	1.38	1.39	1.38	1.37	1.36	1.35	1.34
美元兌韓圓	1174	1190	1205	1220	1210	1200	1190	1180	1170
美元兌泰銖	33.602	34.0	34.5	35.0	34.6	34.2	33.8	33.4	33.0
美元兌越南盾	22650	22655	22605	22555	22500	22450	22400	22350	22300
美元兌越南盾	0.7149	0.71	0.70	0.69	0.70	0.71	0.72	0.73	0.74
澳幣兌美元	1.2713	1.28	1.29	1.30	1.30	1.29	1.28	1.27	1.26
歐元兌美元	1.1293	1.11	1.10	1.09	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14
美元兌日圓	113.49	115	116	117	118	117	116	115	114
紐幣兌美元	0.6795	0.67	0.66	0.65	0.66	0.67	0.68	0.69	0.70
美元兌瑞郎	0.9236	0.94	0.95	0.96	0.95	0.94	0.93	0.92	0.91
英鎊兌美元	1.3221	1.30	1.29	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33
美元指數 (DXY)	96.271	97.5	98.5	99.5	98.5	97.5	96.5	95.5	94.5

資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

微光閃耀

2022年第1季：黃金

黃金與許多資產類別的不相關性，適合將其納入投資組合，做為因應衰退、惡性通貨膨脹和較高波動度尾端風險的分散工具。星展集團仍然預期，金價在2022年將升至每盎司2,000美元。

另類投資：黃金

由於消費者物價指數 (CPI) 升至近30年的高點，在美國通膨議題的支撐下，黃金在2021年第4季成為市場焦點。儘管美元走強且債券殖利率上升，但隨著黃金接近其“合理價值”，第4季黃金仍上漲了約3%。然而，黃金2021年一直呈現區間波動。

由於通膨成為更大的擔憂，黃金的前景變得更具不確定性。最近關於提前升息和加快減碼量化寬鬆步伐的討論有所升溫。隨著布蘭特原油價格持續高於每桶75美元附近、全球供應鏈瓶頸揮之不去以及肺炎疫情後的復甦處於初期階段，未來數月通膨將持續存在。根據星展集團的評估，由於就業市場吃緊，薪資有上揚的風險，美國CPI可能維持於5%以上的高點直到2022年5月。

如果通膨未能獲得控制，導致提早升息，停滯性通膨的風險將可能上揚。各項美國聯準會 (Fed) 的觀察指標，如核心CPI、PCE通膨和通膨損益平衡，都顯示價格壓力顯著擴大，這是Fed不能忽視的。美國總統喬拜登也已宣布將解決通膨問題列為重中之重。通膨失控會傷害消費者信心和經濟成長，而升息會影響市場情緒，這些都是投資人必須防範的不確定性。

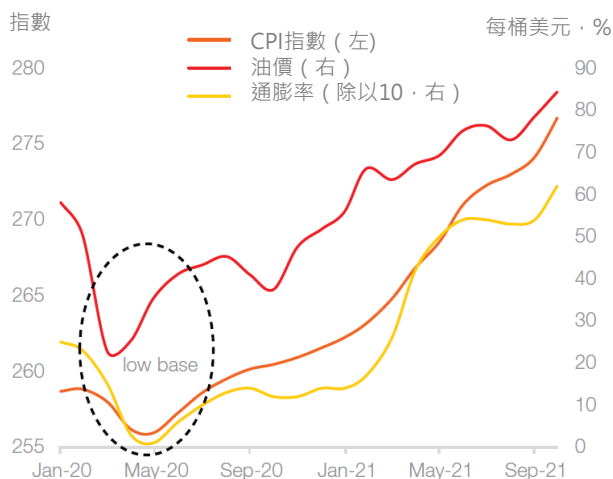
特別是當肺炎疫情再次惡化，且更多國家或地區重新實施封鎖時。考慮到2022年停滯性通膨和貨幣緊縮的風險，星展集團評估黃金的歷史表現，藉以判斷2022年可能的趨勢。

黃金在不同經濟週期和總經環境下的表現

主要發現如下：

黃金是一種有效抗通膨的工具，在惡性通膨時期可以提供更好的保護。作為一種實質資產，黃金長期以來一直被視為對抗通膨的工具。簡而言之，由於通貨膨脹，現金的價值將開始下降。歷史數據顯示，黃金在惡性通貨膨脹時期具有更好的保護購買力效果。

基期效應和油價，未來數月通膨處於高點



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

* 相關性以26週滾動式週報酬計算

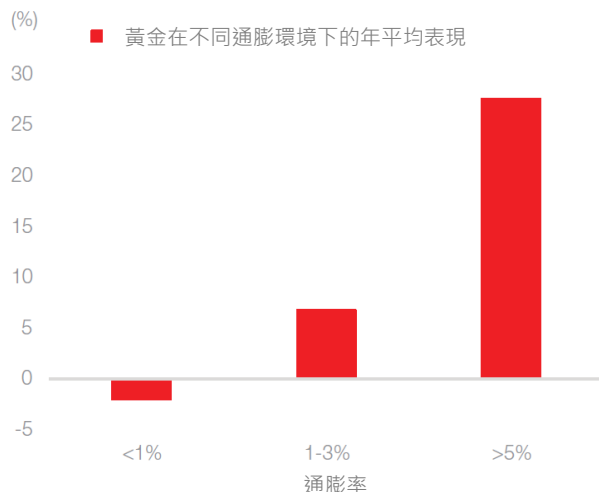
直覺上，較高的通膨通常伴隨著強勁的經濟成長，具有可自由支配的消費能力。印度是兩個最大黃金首飾消費國之一，預期未來兩年的經濟成長率將超過7%。這應該會繼續支撐黃金的需求。儘管明年中國經濟成長放緩，但中國對黃金的需求多年來一直保持穩定。

黃金在不同經濟週期和總經環境下的表現

平均金價表現 (%)	
衰退	17.2
停滯性通膨	21.2
通貨緊縮	5.8
通貨再膨脹	-0.4
經濟與通膨溫和成長 (Goldilocks)	-3.4
高度通膨	25.1

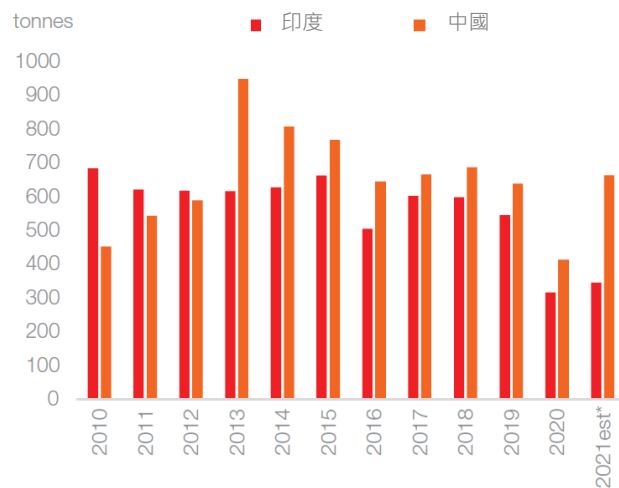
資料來源：星展集團 2021年12月

黃金在高度通膨的環境下表現出色



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

中國的黃金首飾消費具有彈性，印度正在復甦



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月
* 依據前三季的數據推斷

停滯性通貨膨脹帶動了對黃金等避險資產的需求。停滯性通貨膨脹是通膨過高，並抑制消費，導致企業利潤受到打擊的一種情況。相關的經濟風險將導致投資人規避風險性資產並轉向黃金作為更安全的投資選擇。

黃金對升息的恐懼比預期的小。與直覺相反，歷史數據顯示，黃金在美國聯準會 (Fed) 即將升息的環境中表現良好。星展集團認為這可以藉由黃金對於股票和債券的相對價值來解釋。

Fed升息並未影響黃金價格



資料來源：星展集團 2021年12月
陰影區代表利率上升時期

黃金與美元的不對稱反向關係使其成為一種有效的替代貨幣。在法定貨幣和黃金之間，每當美元貶值時，投資人心理上仍然會傾向佈局黃金，且黃金被視為保值的替代品。

相反地，美元貶值也會增加其他國家貨幣的購買力，從而增加對以美元計價的黃金的需求。例如，如果這些貨幣升值，以人民幣和印度盧比計價的黃金會更便宜。

然而，黃金對強勢美元的敏感度不如美元弱勢時期；有時，黃金和美元可以同時走升。作為世界儲備和貿易貨幣，當美元升值時，黃金可能被作為其他貶值貨幣的避險工具，需求也可能增加，特別是在低利率時期。

2022年展望

星展集團認為，2022年上半年全球經濟成長的不確定性仍將居高不下，通膨上升以及市場對企業獲利和Fed升息預期將進行調整。市場尚未評估肺炎疫情對全球經濟的影響、撤回疫情期間推出的援助措施帶來的不安全感以及學習與肺炎共存的實驗結果。

星展集團預期2022年經濟成長將放緩、Fed將至少升息兩次、美元將走強以及債券殖利率溫和走高。風險性資產的波動可能偏高。因此，黃金與許多資產類別不相關的特性使其處於良好的位置，作為投資組合的避險工具，藉以因應衰退和惡性通貨膨脹的尾部風險以及更高的波動性。當實際利率為負且存在很大不確定性時，黃金的表現可望提高以其作為風險分散器的投資組合風險與報酬係數。

星展集團維持2022年金價將達到每盎司2,000美元的目標。在美元和股市波動期間，金價可能會走揚。若通膨率居高不下且Fed升息落後應有的速度，金價則可能升至2,100美元。

Fed升息並未影響黃金價格



資料來源：星展集團 2021年12月
陰影區代表利率上升時期

白銀

作為一個貴金屬選擇，白銀在2021年的表現不佳可歸因於黃金環境疲軟，因此缺乏投資需求。由於成本膨脹打擊了太陽能供應鏈，對作為白銀主要工業用途的太陽能電池板的需求低於市場預期；太陽能電池板的成本八年來首次上漲。供應鏈中斷、貿易戰惡化以及原物料成本上升也威脅著白銀的前景。儘管如此，隨著全球比以往任何時候都更需要清潔能源並努力實現淨零排放，太陽能應該會獲得更多的利用。

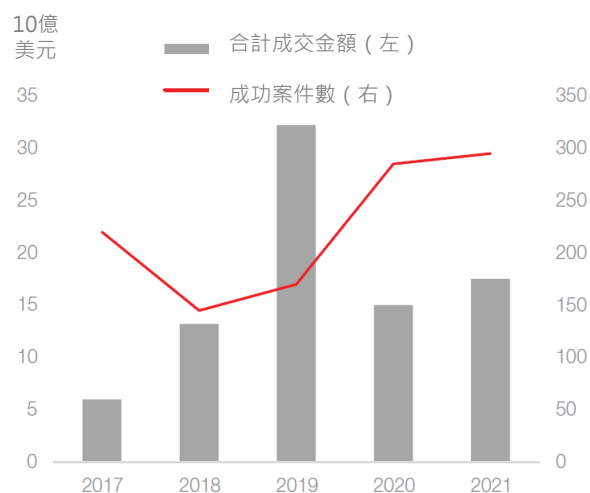
由於對黃金對白銀比率較不那麼樂觀，星展集團下調白銀價格預測至每盎司28美元，預期短期太陽能的逆境仍持續存在。

黃金礦業

黃金礦業在2021年的表現落後金價。這主要是由於市場專注於產量成長，且購併交易低於市場預期，這很可能是受到肺炎疫情的影響。事實上，礦商必須尋找潛在的成長目標，藉以改善其長期成長前景、有意義的資源和儲備升級，以及顯著的降低成本。由於2021年現金流強勁，星展集團認為2022年併購活動可能加速。

因此，可著重於良好的現金流、更高的股息以及受惠金價的黃金股票。2022年那些能夠擴大產量、擁有強勁營運績效或在整合產業中價值面有吸引力的公司表現可望優於大盤。儘管如此，1,800美元或更高的金價，營運槓桿仍然具有足夠的吸引力。

優質的金礦商很少



資料來源：星展集團 2021年12月

黃金礦業具吸引力

損益表	2016	2017	2018	2019	2020	2021	說明
黃金產量 (千盎司)	31,337	28,253	28,979	30,918	27,889	20,144	較低的生產和銷售
黃金銷售 (千盎司)	30,123	28,295	29,233	30,711	26,658	19,908	
平均價格 (每盎司美元)	879	936	886	1,038	1,327	1,780	較高的價格
平均現金成本 (每盎司美元)	684	750	741	820	825	917	低現金成本
平均現金利潤成本 (每盎司美元)	195	186	145	218	502	863	高營運槓桿
平均維持營運成本 (每盎司美元)	793	838	825	891	944	1,059	營運成本上揚

資料來源：星展集團 2021年12月
以2021年前三季的數據推斷

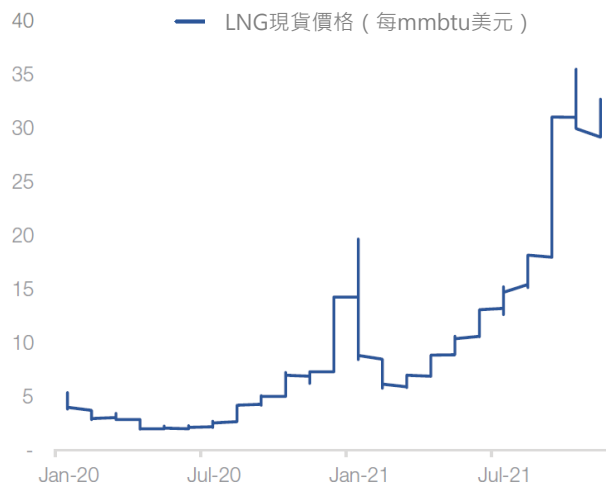
原油

高油價將持續更長的時間

由於天然氣市場的外溢效應，星展集團調升近期的預估。第4季布蘭特原油價格已經突破每桶80美元的價格，受到全球許多地區面臨能源危機，一度更升至85美元。歐洲的天然氣危機也導致LNG（液化天然氣）價格從2020年每百萬英熱單位（mmbtu）約5美元升至25至30美元；主要因上游的投資不足，天然氣的供需不均衡。由於冬天的來臨和庫存水準仍然很低，特別是在歐洲甚至在北亞，星展集團認為部份需求將轉至原油；若冬天較正常水準更冷，即使在肺炎疫情惡化的情況下，原油的需求仍可能會增加。由於未來數月不太可能解決天然氣供應的情況，星展集團調整了對布蘭特原油價格的評估，預估2021年的均價為70至75美元，2022年的均價為75至80美元（原本預估2021年的均價為67至72美元，2022年的均價為70至75美元）。冬天過後，星展集團預計2022年上半年天然氣和油價走勢可望趨緩，但在2022年下半年旺季來源時則將再次走升。

同時，石油輸出國組織與盟國（OPEC+）並不急於提升產量。儘管在多方的呼籲下，OPEC+在11月的會議中仍然決定維持每月增加日產量40萬桶的決定。OPEC+計劃每月增加日

近期創紀錄的天然氣價格將繼續帶動油價走升



資料來源：彭博，星展集團，2021年12月

產量40萬桶，並在2022年9月以有序的方式結束減產措施。天然氣市場的危機及外溢至原油市場的效應並未影響OPEC+的計劃。到目前為止，由於美國頁岩油業者並未有效復產，似是OPEC+對每桶70美元以上的油價感到放心的因素之一；不像過去，他們並不預期美國業者會迅速增產，搶奪OPEC+的市占。目前，在沒有如2014年高油價時期，促使美國頁岩革命的風險下，OPEC+國家似乎仍可享受較高油價的好處。另一個因素是，並非所有OPEC+國家都可以一夜之間增產高於計劃的產量，因為奈及利亞和安哥拉等成員正在努力滿足現有的生產配額。

OPEC產量仍然隨需求復甦調整



資料來源：彭博·星展集團·2021年12月

資本支出趨勢和鑽機數未隨油價大幅回升



資料來源：彭博·星展集團·2021年12月

中期而言，投資不足的情況將進一步推升油價，因為全球鑽機數明顯落後於油價的復甦。儘管2021年油價呈現大幅上揚走勢，但全球大型能源企業的資本支出並未恢復。在2014年的油價崩盤後，全球大型能源企業放緩了上游勘探、生產和整體資本支出。在2019年略有改善之後，肺炎疫情進一步導致支出放緩，降至低於2014年之前的一半。這個趨勢部分反映了要達到碳排放目標的策略，並將資本支出轉移到清潔能源；特別是歐洲，部分是為了遵守更高的股東權益報酬。如圖所示，全球石油鑽機平台數多年來通常與油價走向接近。然而，2020年中以來，油價已顯著回升，但鑽機數卻未呈現同步走勢；有許多因素導致生產者不再積極支出。

預期2023年油價將高於2022年的水準。2022年市場供需可望呈現合理的平衡，因為OPEC+未來10個月仍將每日增產40萬桶。但展望未來，星展集團相信，油價在2022年底和之後可能再次升至每桶80美元或更高；因此，一旦需求恢復到疫情前水準，航空旅行在2023年逐漸復甦，且OPEC閒置產能將降至正常水準；此外，由於近年來上游的嚴重投資不足，也可能對非OPEC國家的供給成長產生影響。因此，星展集團認為2023年的平均布蘭特原油價格將升至每桶85至90美元。

2022年至2023年季度平均油價預測

每桶美元	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
布蘭特 原油價格 均價	77.5	77.0	78.5	80.5	82.5	84.5	89.0	92.0
西德州中級 原油價格 均價	74.5	74.0	75.5	77.5	79.5	81.5	86.0	89.0

資料來源：星展集團 · 2021年12月



醫療保健類股

具備長期成長潛力

投資主題 – 醫療保健類股

肺炎疫情使醫療保健類股成為關注焦點，且疫苗也以前所未見的速度進行研發。醫療保健類股的長期基本面強勁，獲利和股價表現穩健。仍有長期的成長機會。

長期成長趨勢

醫療保健類股約佔全球股市權重11%，顯示該產業的穩定和長期成長的特性。

肺炎疫情使醫療保健產業成為市場焦點。由於全球製藥公司、政府和援助機構的努力，疫苗以前所未見的速度開發成功。2021年初，肺炎疫苗主要由Pfizer-BioNTech（輝瑞BNT），Moderna（莫德納），牛津大學與Astrazeneca（AZ），Johnson & Johnson（嬌生）和Sinovac（中國科興）所製造，名單也持續增加當中。這個成就是基於對生物科技研發和數據分析重大改善的結果。在美國，開發肺炎疫苗最初是由美國政府領導與生物醫學公司合作，以100億美元成立的Operation Warp Speed（OWS：曲速行動），藉以加快肺炎疫苗的研發和分配，並由世界衛生組織（WHO）協助組織的疫苗開發合作。

憑藉其強勁的長期基本面，醫療保健產業有穩健的獲利和股價表現。與此同時，醫療保健產業也展現出防禦的特質，如較低的波動度。

穩健的獲利和股價表現（2010=100）...



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

...和較低的波動度（2017=100）



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

醫療保健產業的潛在利多包含：

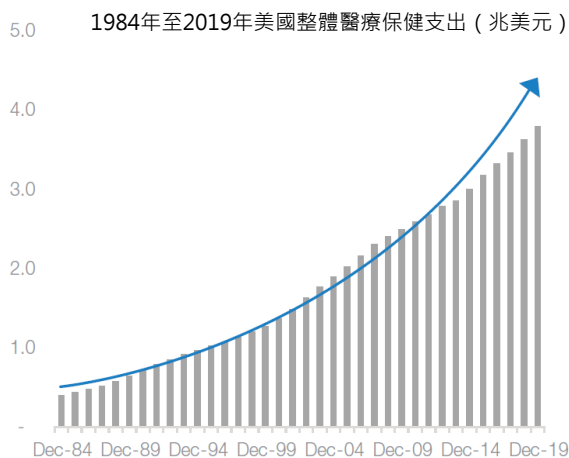
1. 人口老化和更長的壽命，進而提高醫療產品和服務的需求。
2. 可支配所得成長和更多醫療相關費用支出。
3. 持續性研發促進醫療和科技進步，擴大了新的和現有疾病治療的整體潛在市場（TAM）。

醫療保健相關支出呈現增加。60歲以上人口占比的增加將帶動對醫療保健服務的需求。生技研究、藥品開發、

設備和服務的大量支出和創新將擴大醫療保健的TAM。過去三十年，美國每年的醫療保健支出總額在2020年已大幅成長至4兆美元，相當於美國GDP的五分之一，使其成為最大的支出類別之一。

由於存在法令趨緊的風險（藉以降低成本），星展集團認為，更合理的監管機制，可望促使主管機關、業者的獲利和研發成本與終端使用者之間達到較為平衡的情況。

1984年以來，美國醫療保健支出成長10倍



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

醫療保健支出相當於美國五分之一的GDP



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月
* PCE : Personal consumption expenditure

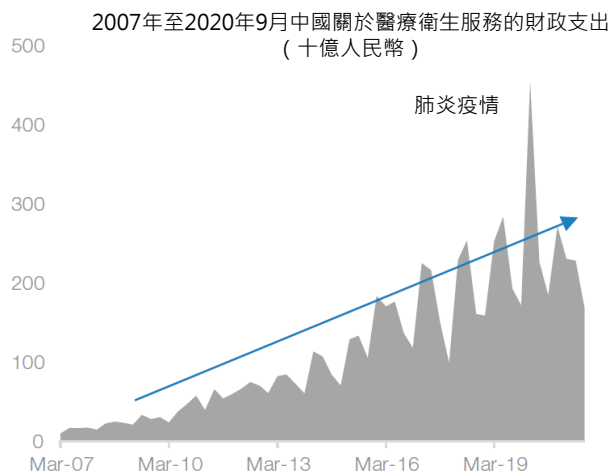
美國並不是唯一面臨醫療保健支出上揚的國家。中國的藥品、醫療保健服務和解決方案市場也呈現快速成長。2020年，中國在醫療和服務相關支出已超過1.1兆人民幣，且仍然迅速成長當中。由於中國醫療保健相關支出目前僅占GDP的5%，相較於美國的比率，仍有大幅上揚的空間。中國的**第14個五年計劃**中（2021年至2025年），醫療保健便是優先的產業之一，主要著重於生命科學、醫療保險、醫療保健系統、遠程醫療、中醫和慢性病管理（資料來源：KPMG）。

特別是，目前中國五年計劃所著重的七個“前沿科技”產業當中，有兩項是醫療保健相關產業。包括：

- a. 基因組學與生物科技：創新疫苗和生物安全研究
- b. 臨床醫學和健康：再生醫學中的尖端治療研究，可再生和恢復受損細胞、組織和器官的藥物

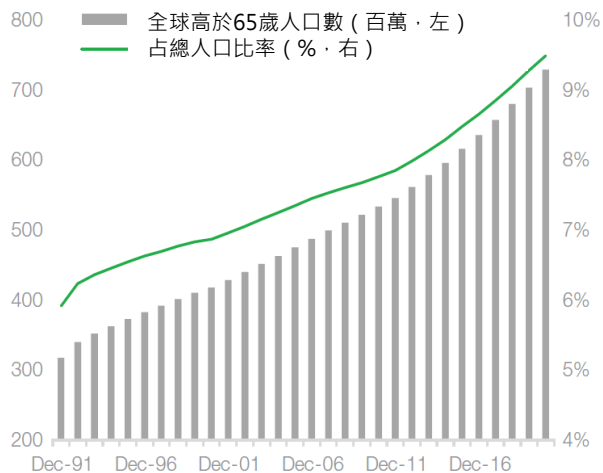
高齡人口比率上升。由於全球高齡人口比率的上揚，導致醫療和服務的需求增加。截至2020年底，全球65歲以上人口有7.3億人，相當於全球人口的9%；至2028年，這個數字將成長至9.3億和27%。這主要屬於戰後嬰兒潮世代，也將促使醫療保健相關服務和解決方案有強勁的成長。

中國是醫療保健支出的大國



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

全球高齡人口比例呈現上揚



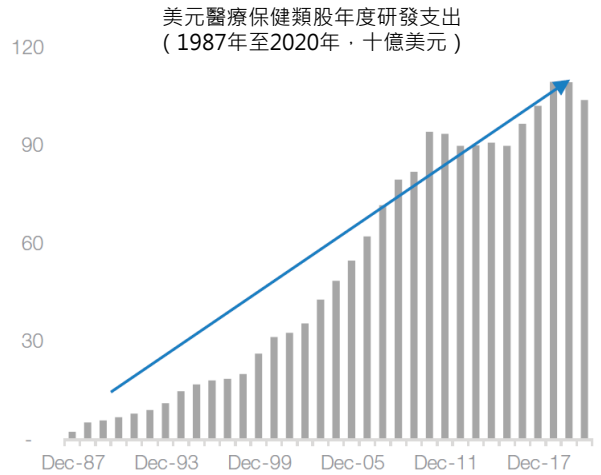
資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

為新療法進行研發。帶領醫療和科技進步的持續性研發將擴大TAM。例如，製藥業的研發支出隨著企業努力制定有效的治療而加速，藉以因應不斷增加的疾病和病毒。預期2024年全球製藥公司的研發支出將成長至2130億美元，約是2010年兩倍。這還不含生技、基因組學、醫療器材和治療研究等其他醫療保健業所產生的部份。顯然，研發支出持續呈現成長。

全球支出包括新藥、診斷和醫療設備的研發。美國醫療保健產業每年的研發支出約1000億美元，而歐洲和日本則相對較少。

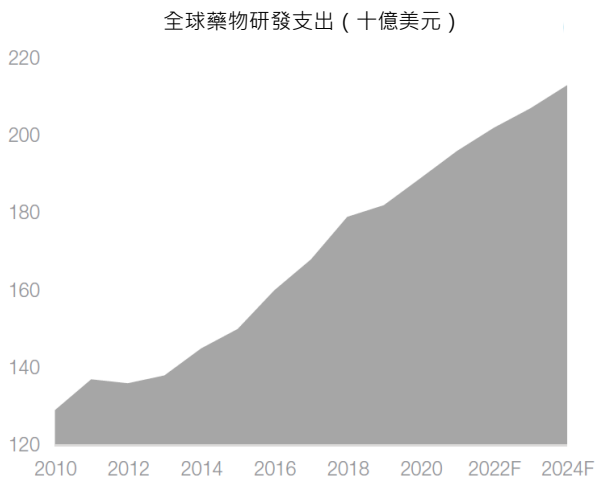
過去數年，由於製藥和生物醫學公司在發現新療法的情況下，美國食品及藥物管理局 (FDA) 在對生物學治療的承諾下，穩定的提升核准的數量。

對研發支出的承諾



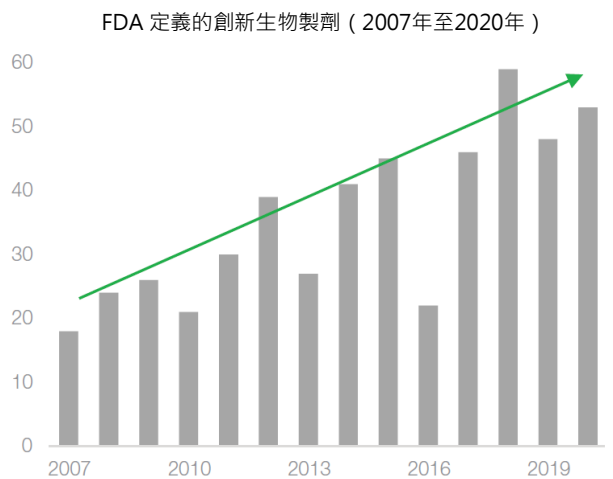
資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

2010年至2024年全球藥物研發支出呈現成長



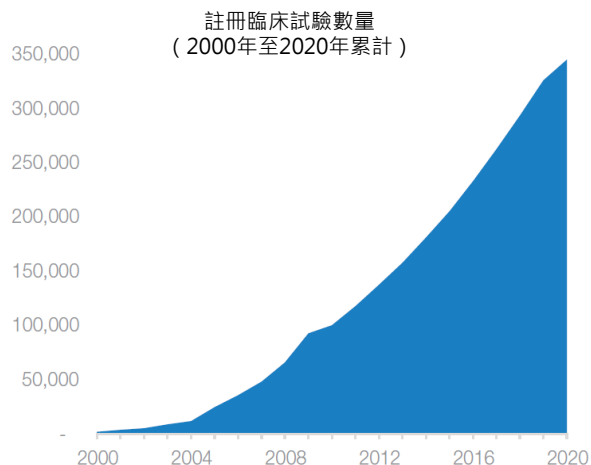
資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

正在開發更多的新療法



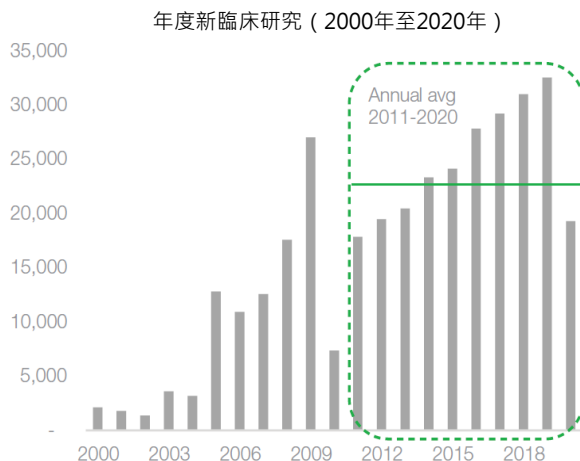
資料來源：ClinicalTrials.gov，星展集團 2021年12月

長期和持續性的臨床試驗 (2000年至2020年)



資料來源：ClinicalTrials.gov · 星展集團
2021年12月

不妥協的努力發展醫學

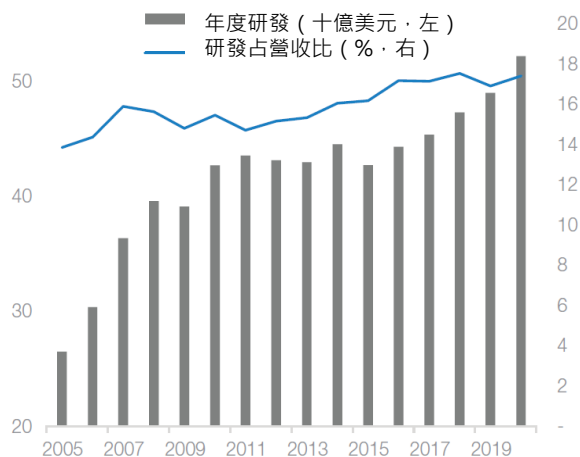


資料來源：彭博 · 星展集團 2021年12月

2000年以來，美國共有35萬次臨床試驗，用於開發新藥，這也促使醫療保健產業領導者有很多治療成功紀錄和龐大的專利組合。特別是近10年，醫療保健公司每年平均有2.4萬項臨床研究，或每天進行65項新研究。

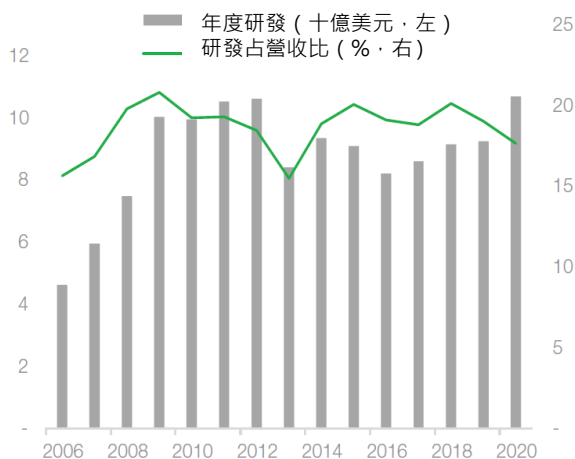
並不只有美國企業承諾大筆研發支出。值得注意的是，歐盟和日本製藥公司的研發支出占營收比也高達20%，顯示他們對生物醫學研發的貢獻。

歐洲醫療保健公司研發支出



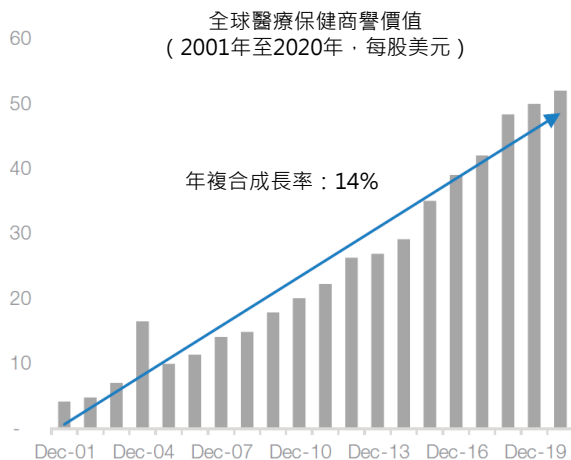
資料來源：彭博 · 星展集團 2021年12月

日本醫療保健公司研發支出



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

專利權價值持續呈現上揚



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

專利權。製藥公司對成功研發的藥物和治療，策略性保障其專利權。一旦獲得授權，專利權通常使其擁有20年合法排他性和侵權保護。目前，市場普遍擔心專利權即將到期的藥物。星展集團的分析顯示，由於以下原因，這些擔心並不合理：

仔細評估，製藥公司受專利權期限的影響已較10年前小，因為製藥公司已更具彈性。雖然專利保護的結束令學名藥可以用較低的價格進入終端市場，並使消費者可以取得更便宜的替代方案，但產業領導者手中專利權價值在2020年已升至新高，例如，新療法和治療總是持續的在研發並註冊，且增加全球的TAM。

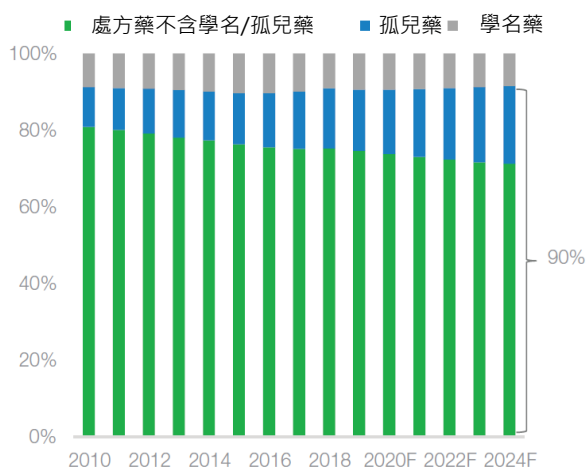
專利藥。產業領導者已經證明，他們通常在新藥開發的競爭中領先。當熱銷藥品的專利到期時，這些公司早已取得大筆利潤，累積了巨額資本儲備，並開發下一個新專利權，以滿足新療法的需求。由於長期累積的利潤，在專利到期後，他們也能夠調降專利藥品的售價，藉縮小與學名藥的差價。實際上，部份患者寧願支付高一點的價格購買專利過期的品牌藥，而不是學名藥。因此，這種藥品在全球醫療保健處方箋市場中仍占有一席之地。

學名藥占全球的總營收比率不到10%，市場也普遍預期比率將大致維持在這個範圍。大部份的營收占比仍將由領先的製藥公司的品牌藥和孤兒藥所掌控。孤兒藥通常會有來自政府的支持，藉以治療罕見疾病，專利也是由主要醫療保健公司所掌控。由於研發有高額的成本，孤兒藥的製造商通常被授予法律和商业專用性。預期專利藥和孤兒藥未來數年的合併營收仍將占全球營收約90%。

專利權到期後。星展集團認為，市場對“專利懸崖”的擔憂被過度渲染。比較2010年至2014年和2015年至2019年的兩個五年期間，專利權到期對全球營收的影響分別為4.9%和5.0%。預期未來五年專利權到期的影響將降至3.0%，緩解醫療保健公司的壓力。

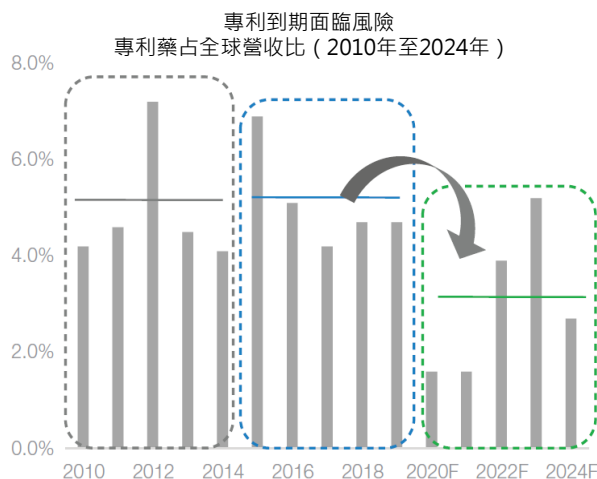
專利到期時間表是確定的，而未來五年的專利懸崖並不像預期的那樣糟糕，因為醫療保健公司持續構建專利庫，並強化營收來源。有遠見的業者也會進行併購，藉以強化專利組合和產品線發展。

學名藥不是威脅



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

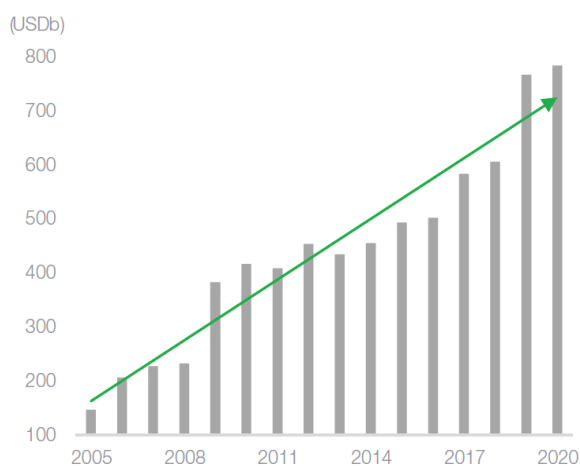
專利到期壓抑營收



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

星展集團仔細評估美國、歐洲和日本的主要醫療保健公司的數據。過去15年，他們所擁有的專利權價值增加5倍（攤銷後）。醫療保健公司資產負債表的實力使他們能夠藉由投資研發來保護新藥或藉由併購獲得專利藥。

產業領導者的專利庫顯著成長



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

例如，AbbVie開發了Humira並採用了有效的專利戰略來維持全球暢銷藥的商業價值。Humira專利在2023年到期前，AbbVie已經成功推出Imbruvica，並成為其下一個熱銷產品，其中包括165項專利的申請，且已有88項獲得通過。AbbVie還獲得附加專利，藉以確保額外的九年擴展專利權，使其商業排他性長達29年。此外，該公司還獲得下一代免疫學藥物Skyrizi和Rinvoq的批准，可望彌補Humira專利權即將到期的缺口。

不可否認，專利權到期的確會壓抑利潤率。

為了避免專利藥到期後面臨學名藥的競爭力，主要醫療保健公司一直採取以下方法因應：

1. 加強新藥的研究和開發，藉以取代相同疾病的到期藥物，但具有更可靠的效果，並在另外20年的周期中獲得專利
2. 開發新藥以滿足之前未獲解決的醫療問題並確保專利
3. 調降到期專利藥價格，藉以鞏固市占率。具有相同的醫療效果，價格僅小幅高於學名藥，降低使用者轉換的情況
4. 擴展現有平台至生物製劑和診斷
5. 開發孤兒藥物，並商業化
6. 與同業合併並進入新市場、採購新專利和進行臨床試驗
7. 加強獨立行銷，減少透過中間商模式
8. 開發自有品牌，高品質的學名藥和生技仿製藥
9. 創新使現有流程更有效，推動改良療法涵蓋更多同一疾病的菌株

資料來源：pharmaceuticalonline.com，星展集團
2021年12月

專利到期只是在投資醫療保健產業時考慮的眾多因素之一。除了專利期限之外，應考慮到主要基本面因素，如獲利成長、獲利情況、獲利可持續性、資產負債表品質、股東權益報酬、現金流、創新、產品線規模以及全球長期發展動態。

佈局醫療保健產業

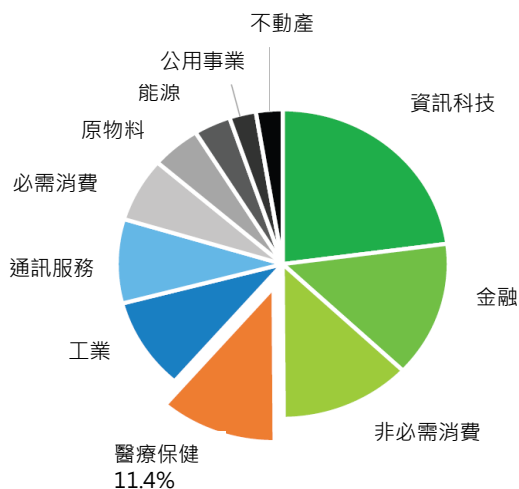
星展集團看好大型製藥公司，因為：

1. 擁有強勁的財務實力進行研發，和專業知識確保專利權獲得保護

2. 擁有足夠的資源併購同業，確保有持續性的產品線
3. 有政府支持，可以進行獨家孤兒藥物研究，藉以增加利潤
4. 價值面具吸引力

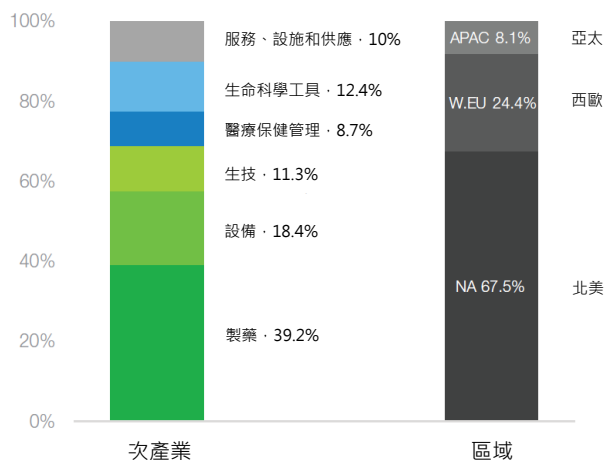
除了成長軌跡外，醫療保健的多樣化和規模使其成為建構投資組合的關鍵產業，包括以下次產業：製藥、設備、生技、醫療保健管理、生命科學工具、服務、設施管理和醫療用品。

醫療保健是關鍵產業



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

製藥、設備和生技是由成熟國家的公司領導的主要次產業



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

投資觀點

大型製藥公司的市場地位、資本化業界領先的產品組合、產品線管理能力和市占比，將繼續保持領先。強勁的資產負債表、更好的研發能力和長期經營紀錄是維持其市場地位的重要因素。

產業領導者已與較小和早期的利基製藥公司進行合作，藉以獲得更好的研發結果，並提高臨床試驗的成功率。這有助於解決目前缺乏測驗藥品產品線而面臨專利懸崖業者的問題。

與週期性產業不同，醫療保健產業，面對經濟循環時，營收和獲利均呈現上揚的趨勢。

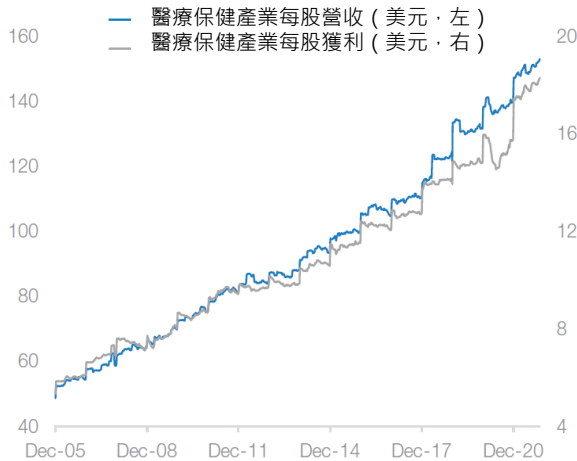
醫療保健產業評價面具吸引力，目前的前瞻本益比 (P/E) 接近歷史長期均值，而本淨比 (P/B) 的上揚則是有高於25%的股東權益報酬率 (ROE) 所支撐。

評價面較高是合理的



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

營收和獲利均呈現上揚



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

具吸引力的ROE



資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

評價面與全球股市一致...



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

...ROE顯著較高



資料來源：彭博·星展集團 2021年12月

從相對評價面的角度觀察，醫療保健產業過去通常高於全球股市；但2020年的第2季以來，評價面則是低於全球股市或與全球股市一致。星展集團認為，這樣的情況是投資人重新思考佈局醫療保健產業的機會；因為該產業的ROE高於全球股市的平均值。

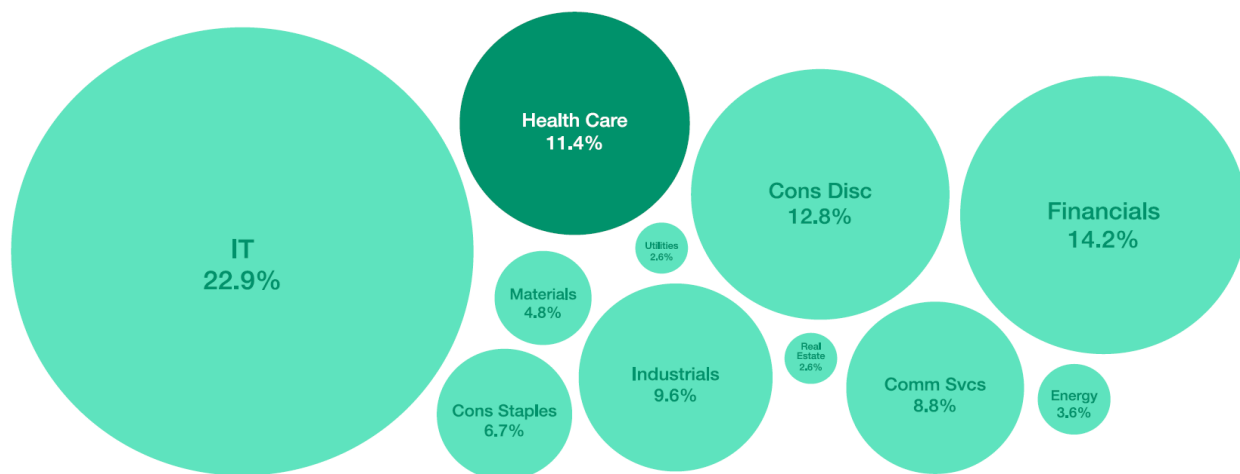
星展集團預期，長期而言，醫療保健產業的獨特和良好的基本面可望支撐其評價面重回溢價（高於全球股市）。這些包括獲利以及醫療保健公司持續

性的研發，促使得TAM擴大，並在未來數十年中，對當下和後代的基本重要性。發現抗病毒、新療法以及公眾的可用性，將重塑全球醫療保健產業。

醫療保健公司顛覆、重塑和改造業務模式，並適應典範轉移，因為世界對醫療的需求不斷的演變。產業領導者處於良好的地位，並深入了解診斷、預防、治療和治愈未知疾病的新方法。因此，適合有遠見的投資人長期佈局。

Health Care: Secular Tailwinds ahead

Health Care is an important sector in the global context



We favour bigger pharmaceutical companies for their:



Financial strength to conduct R&D



Expertise to ensure patent protection



Financial strength to acquire industry peers to enhance pipeline

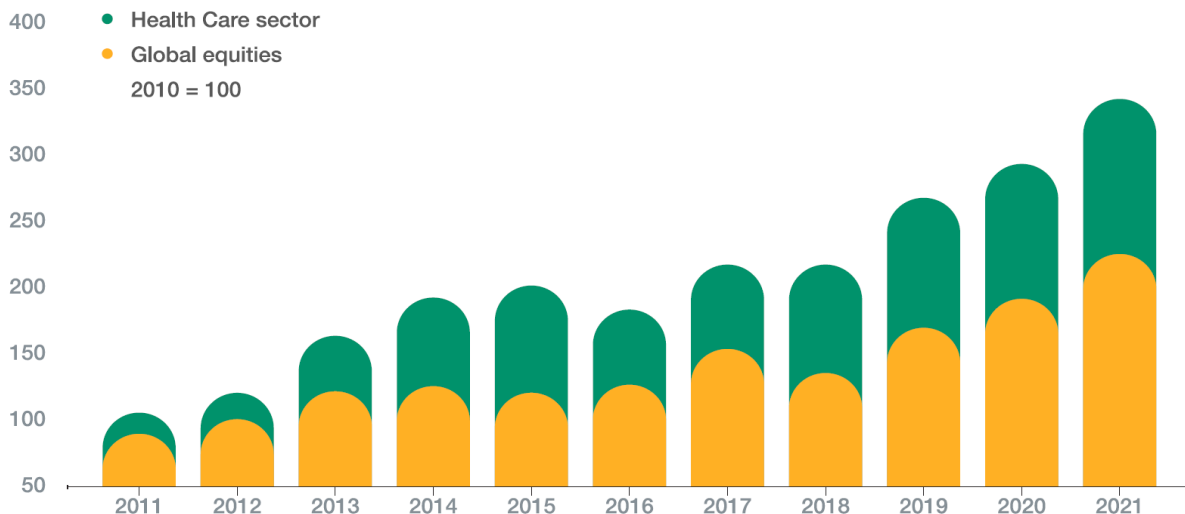


Support from governments to do exclusive drug research



Attractive valuations

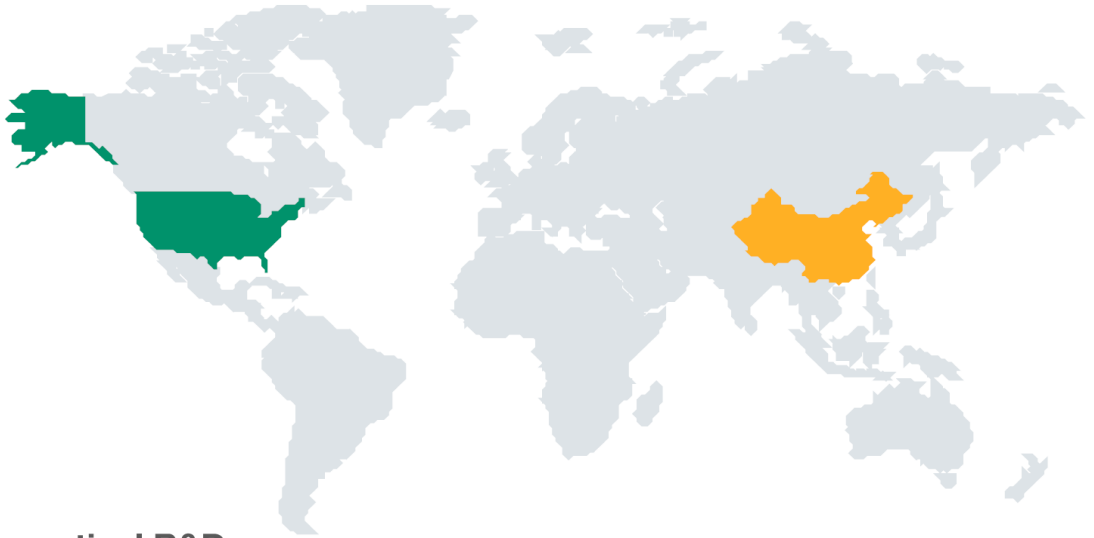
The sector has seen a solid upward trajectory



US and China are big spenders in Health Care

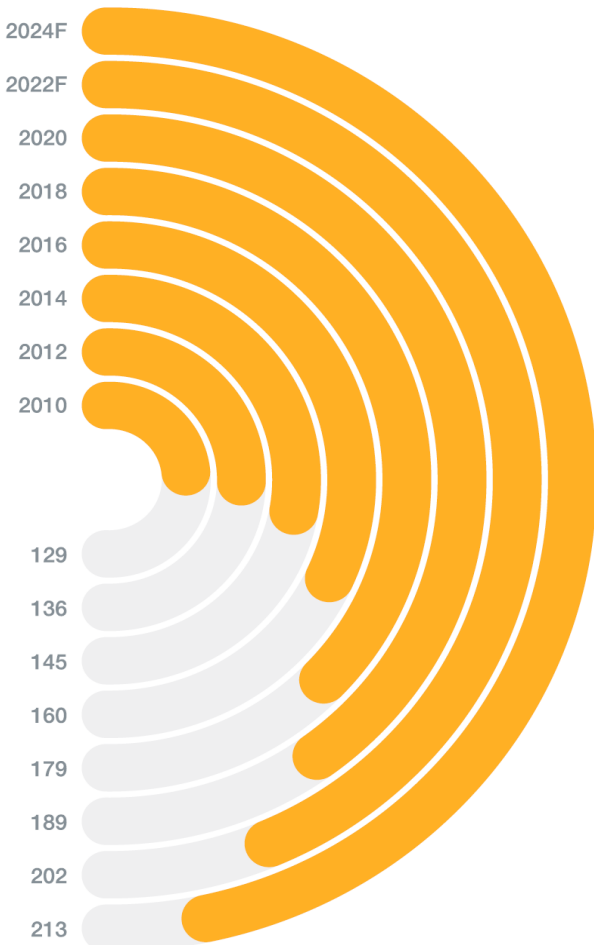
2019 total health care expenditure:

- US: USD3.8t
- China: USD27b



Global pharmaceutical R&D spend is set to increase

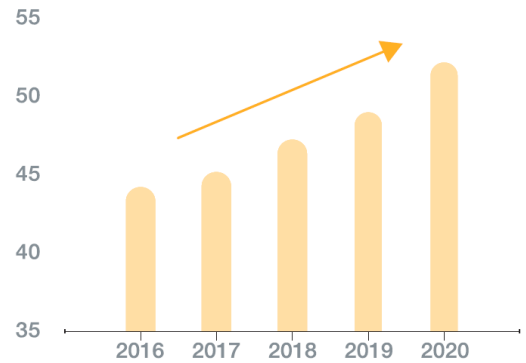
Global pharmaceutical R&D spend, 2010-2024 (USDb)



Health Care firms in Europe and Japan are committed to biomedical R&D

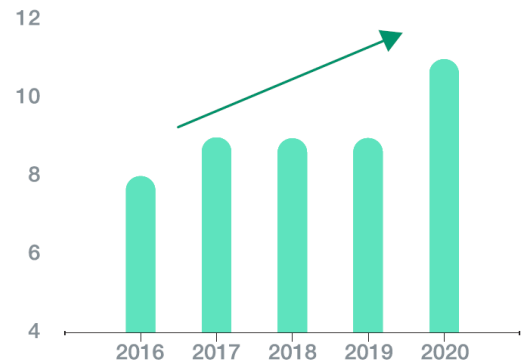
Europe health care firms R&D spend

● Annual R&D (USDb)



Japan health care firms R&D spend

● Annual R&D (USDb)



元宇宙： 從虛構成為到現實



這是現實生活嗎？ 這只是幻想嗎？

元宇宙 (Metaverse)：從虛構到現實。“元宇宙”一詞首次出現在史蒂芬森 (Neal Stephenson) 1992年的小說《潰雪 (Snow Crash) 》中；Meta為古希臘語，意為“超越”，Verse則是“宇宙”的縮寫。結合實體、增強、虛擬和混合實境，元宇宙是現實與數位生活的環境；是一個在平行宇宙中，你自己、你朋友和你家共存世界的“數位雙胞胎”。簡言之，元宇宙的核心特徵是：

- 直播和連續，一天24小時，每週7天都在發生
- 提供跨越現實和虛擬世界的體驗
- 是一個功能齊全的經濟體

早在80年代，世界就已經藉由VPL Research (由科學家Jaron Lanier於1984年創立的公司) 見證了Metaverse早期的發展；該公司所創造的DataSuit是一種為使用者提供直覺回饋的全身感官裝備。1993年，SEGA (大型遊戲公司) 在夏季國際消費電子展上推出了原型虛擬實境 (VR : virtual reality) 頭盔。這些發展為VR未來的發展播下了種子。

最初是科幻小說中的一個新想法，如今正在迅速成為現實。肺炎疫情的衝擊和社交距離措施導致越來越多的線上活動，從工作到教育再到基本的社交互動。在數位環境中共享人類體驗將成為新常態，這已經在電玩領域發生了 (Fortnite、Animal Crossing和Roblox)。一個新的數位社會即將到來，為全球文明帶來典範轉移。



元宇宙的興起—革命性的改變商業、社交和工作

隨著元宇宙的到來，世界將不再相同。

想像自己處於一個人類以“數位化身”進入元宇宙的世界。在這個虛擬世界，人類可以進行日常活動，例如玩遊戲、與同事見面或看電影。虛擬產品（無論是實際產品的數位版本，還是僅存在於虛擬世界中的產品）將在元宇宙中擁有自己獨特的價值，所有權藉NFT保存。

在元宇宙，人類可以建立虛擬關係與虛擬家庭，並且可以創建新的虛擬身份。隨著消費者開始從數位世界的消費中獲得類似的滿足（例如購買虛擬自行車進行虛擬騎行或購買虛擬手錶慶祝朋友生日），現實和虛擬生活之間的界限將變得越來越模糊。

虛擬社區的興起將對未來幾年企業的營運方式產生重大影響，例如：



■ **廣告。比真實的更好：**元宇宙的興起意味著公司需要將越來越多的廣告預算，從線下/線上世界轉移到虛擬經濟中。重要的是，由於人類在元宇宙中的行為與現實生活不同，企業需要對虛擬世界中的消費者行為進行新的研究。

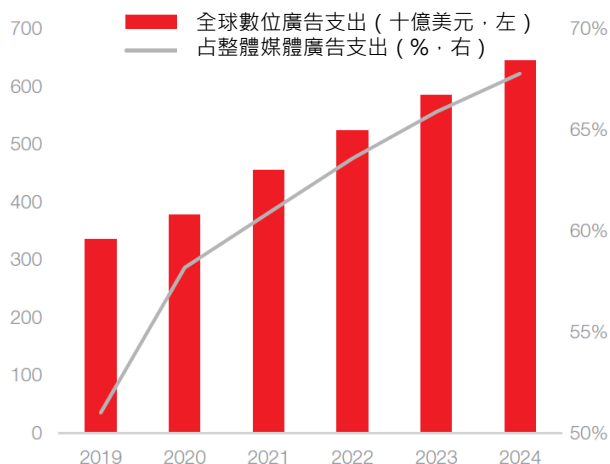
已經開始朝虛擬廣告前進。現在，奢侈品牌允許虛擬消費者在實際產品發佈前試用其奢侈品的虛擬版本並不少見。或者，也有一些品牌發佈時裝系列的純數位版本。

以Gucci為例。這家時尚公司今年稍早為Roblox推出了一系列產品；其中，網路化身可以穿著Gucci產品，並在虛擬的“Gucci 花園”（類似佛羅倫薩的實際花園）中參觀。與此同時，Louis Vuitton更進一步，發布了“Louis the Game”，目的在於向不熟悉的新消費者介紹品牌。

顯然地，這些大品牌的活動主要是針對現在沒有能力購買他們實際產品的消費者，但可能在未來某個時候買得起。與此同時，消費者行為的轉變對企業如何花費廣告支出產生巨大影響。

2020年，雖然全球廣告支出經歷了有記錄以來最糟糕的一年，但數位廣告仍然成長了12.7%。隨著消費者的注意力轉向數位媒體，品牌和企業開始將更多的廣告預算用於搜索和展示廣告。

全球數位廣告市場



資料來源：eMarketer，星展集團 2021年11月

■ **零售業。是時候“實體數位化 (Phygital)”** 並掌握兩個世界的精華了。傳統上，消費者會去實體店面購買需要的產品。這種零售模式讓消費者可以親身感受和試用實際的商品。然而，缺點是：a) 浪費通勤時間，b) 尺寸和顏色的欠缺，無法讓消費者做出明智的決定。

電子商務的到來改變了遊戲規則。消費者現在會依據最喜歡的影響者的建議下（即社交電子商務），藉由網路方便地在家中查看產品，而不是花時間在通勤上。

便利性解釋了為什麼電子商務市場在2020年大幅成長25.7%，且滲透率上升了4%；因為陷入肺炎疫情封鎖的消費者轉向電子商務來滿足他們的購物需求。但電子商務有一個明顯的缺點：與實體零售商店不同，消費者在購買前無法看到和感覺實體產品。

元宇宙的零售，藉實體數位化將使消費者能夠兩全其美。實體數位化（Phygital）一詞便是指實際（physical）體驗與數位（digital）體驗的融合，元宇宙中的銷售可以藉由以下方式進行：

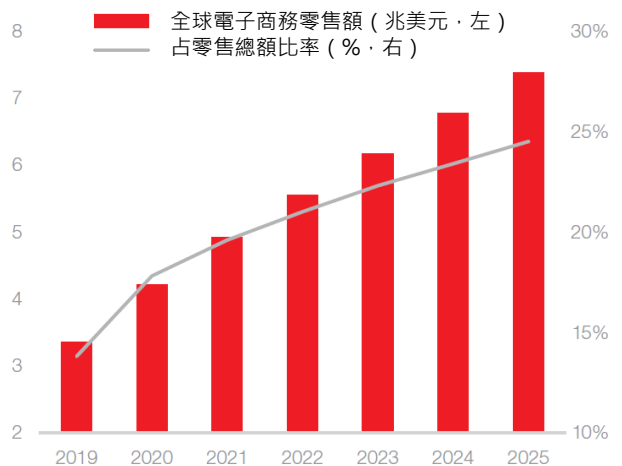
“消費者A”穿著全身觸覺回饋裝置TESLASUIT和VR頭盔，進入元宇宙參觀紐約第五大道的虛擬lululemon商店。他將看著一件襯衫，並開始試穿；TESLASUIT讓消費者A能夠體驗現實生活中試穿襯衫的實際感覺。對此，他很高興，購買了襯衫，並附有免費的數位襯衫給他的數位化身。消費者A繼續他的虛擬購物之旅，同時實體襯衫將送到他的真實地址。

聽起來像是科幻小說中的場景？不。隨著元宇宙的到來，這種“實體數位化”的購物體驗將成為未來世代的新實際。



資料來源：iStock 2021年11月

全球電子商務市場



資料來源：eMarketer，星展集團 2021年11月

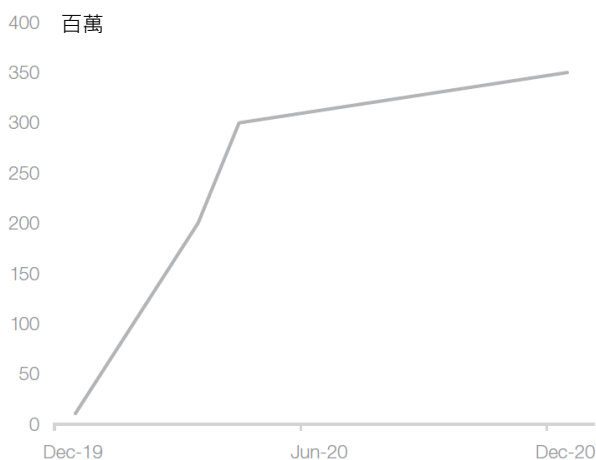
■ **遠距工作。超越Zoom的視訊會議**：但是在元宇宙的環境下，虛擬會議將經歷另一個革命性的變化。小螢幕和單調的畫面將成為歷史。取而代之的是VR將讓使用者擁有“空間感”，而不是受平面螢幕的限制，使用者將能夠在虛擬會議中共享多個螢幕。

這使公司處於矛盾的處境。管理者們已經厭倦了在螢幕上與員工交流，然而，減少辦公空間所節省的巨大成本又是不容忽視。這也是越來越多企業採取“混合模式”的主要原因，員工有一半的時間在辦公室工作，一半時間在家工作。

元宇宙的早期採用者：大型科技和遊戲公司

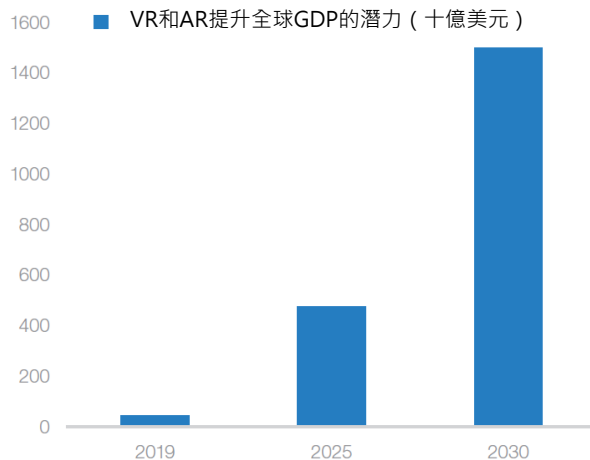
虛擬實境 (VR) / 擴增實境 (AR) 的成長。目前，元宇宙還處於初期階段，尚不清楚這個產業最終會成長到多大的境界。然而，觀察VR與AR產業的近期成長軌跡將對此有所了解。

Zoom使用者大幅成長



資料來源：Businessofapps，星展集團 2021年11月

VR和AR的興起



資料來源：PwC，星展集團 2021年11月

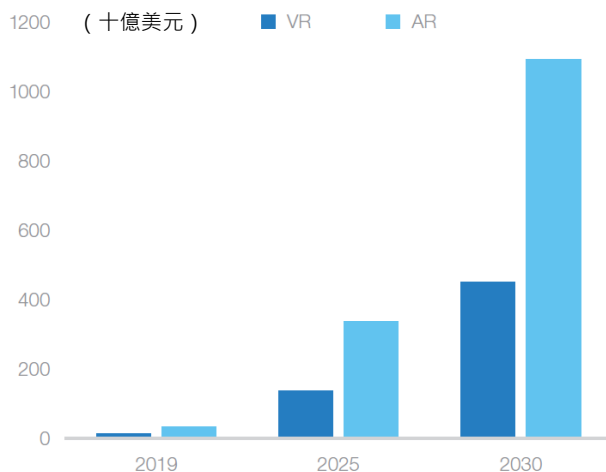
根據PwC的預估，2019年至2025年，VR和AR市場對全球經濟的貢獻將從46.4億美元成長927%至4,760億美元。到2030年，相關產業對全球經濟的貢獻將達1.5兆美元，2019年至2030年的年複合成長率（CAGR）高達37%。AR與VR的佔比分別為71%與29%。

AR與VR也是一個創造就業機會的產業。根據PwC的預估，相關產業的工作機將從2019年的824,634增加到2030年的23,360,639，CAGR高達36%。分佈的地區部份，至2030年，多數新增的工作機會在中國（29%）和美國（10%）。

除了扮演推升全球經濟的關鍵之外，



評估VR和AR的經濟貢獻



資料來源：taxfoundation.org · 星展集團 2021年9月

大型科技與電玩企業：誰將成為元宇宙的領導者？事實上，AR和VR市場只是元宇宙的一小部份。目前，還沒有人能夠確定，元宇宙最終將成為什麼樣子，以及誰將成為領導者。

由於元宇宙普遍被視為次世代的網際網路，因此毫無疑問地，大型科技企業擁有巨大的潛力。像谷歌和臉書這樣的公司在雲端運算和虛擬實境進行重大投資，已準備好元宇宙的到來。但大型電玩公司如Epic Games也具備潛力。在發展的初期，星展集團認為有三個動能將帶動元宇宙的發展：

■ 動能I：社群媒體

■ 動能II：遠距工作

■ 動能III：電玩 (Video Gaming)

動能I：社群媒體

大型科技公司是推動元宇宙的關鍵角色。當全球最大的社群媒體公司臉書宣佈未來將朝“元宇宙公司”轉型時，轟動了全球科技業。事實上，臉書已改名為“Meta平台”，執行長左克伯 (Mark Zuckerberg) 也概述了公司將製造消費者能夠負擔頭盔的計劃，藉此讓更多的使用者可以進入元宇宙並窺探數位經濟的規模。

很顯然，大型科技企業正在進入虛擬世界的“測試版本”。

由於在社群媒體的領導地位，臉書的動作特別重要。如果臉書走向元宇宙，其他人會效仿嗎？很明顯，答案是會的。

社群媒體的使用在網路滲透率上升之後開始成長。根據Datasocial，截至2021年4月，全球共有47億網際網路的使用者，約全球61%的人口。在網路使用者中，其中93%是頻繁的社群媒體使用者 (約44.8億)，這佔全球人口的57%。最近的趨勢顯示，成長的軌跡是巨大的，例如：

- 全球網路使用者每年成長5.7%，預期肺炎疫情後的成長率將增加。
- 過去12個月，社群媒體使用者增加了13.1%。

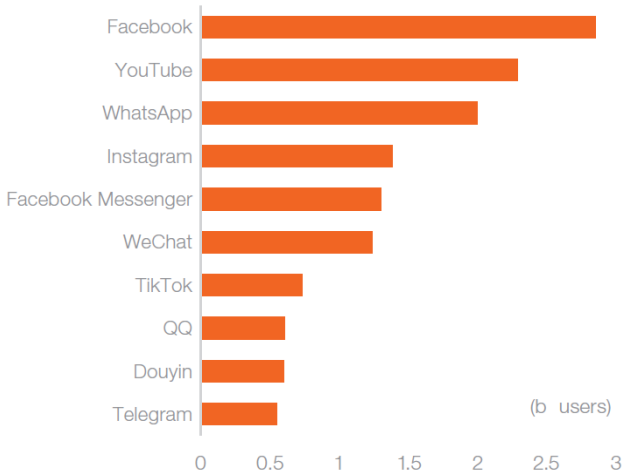




由於全球網路普及率仍僅有61%，未來十年仍可望有強勁成長的機會。

從社交媒體轉型至元宇宙。目前，全球有93%網路使用者的也使用社交媒體，隨著全球網路滲透率的不斷提升，社交媒體帳戶數也將同步成長。這對元宇宙的前景有很好的推動作用。以臉書為例。臉書目前每月擁有35億個活躍用戶。若成功地向使用者銷售合理價格的VR頭盔，並吸引他們進入虛擬世界，光是臉書就可能將全球一半的人口帶進元宇宙的世界。

十大最受歡迎的社交網絡

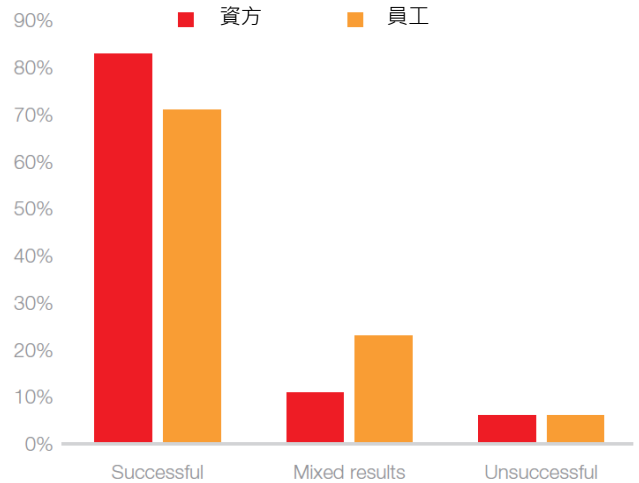


資料來源：彭博·星展集團 2021年11月

動能II：遠距工作

重新想像企業的運作。後疫情時代，全球興起遠距工作的模式。人類的生活、工作和娛樂方式因為疫情產生了翻天覆地的變化。辦公室部份，在多年反對為員工提供遠距工作後，企業已經意識到，事實上在家工作（WFH）是可以非常效率的。PwC的研究顯示，83%接受調查的資方認為遠距工作是成功的（之前的調查為73%）。此外，超過一半的資方（52%）認為遠距工作提高了生產力（之前的調查為44%）。

遠距工作很成功



資料來源：PwC·星展集團 2021年11月



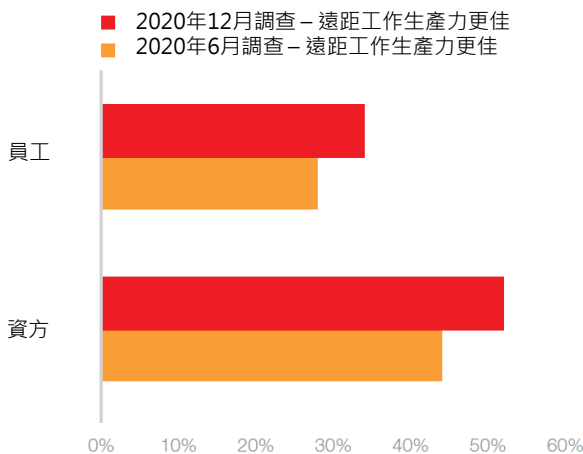
這調查顯示，遠距工作並不會在肺炎疫情結束後消失的暫時趨勢。相反地，這種現象將繼續存在，而且是新常態。除了節省租金外，遠距工作還可以提高員工的生產力。不出所料，這種現象可望在未來幾年獲得更廣泛的認可。根據Ericsson，目前中小型白領企業有40%的員工採取遠距工作模式，預期至2030年將成長至58%。

臉書最近發布的虛擬會議室（Horizon Workrooms）可能是元宇宙遠距工作場所外觀的初版。隨著VR頭盔的品質和標準的改善，未來將有越來越多機構接受以VR參加會議。

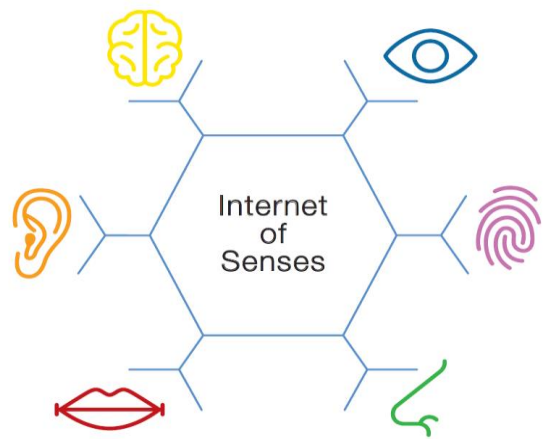
此外，微軟也宣佈藉由Teams會議計劃揭露其元宇宙的規劃，該計劃將有數位化身的特色。這個服務預計將於2022年上半年推出，它將提供使用者對Excel和PowerPoint等微軟程式的虛擬存取。藉由使用Mesh軟體，使用者可以藉由AR或VR頭盔（例如微軟的HoloLens）進行虛擬和增強實境的體驗。

感官網路（IoS：Internet of Senses）；遠距工作的新範式轉變。在元宇宙，虛擬會議不再在小電腦螢幕前進行。相反地，使用者將在他們周圍獲得完整的感官體驗，這就是“感官網路”。由Ericsson創造，基本上，IoS藉由將線上體驗從視覺和聽覺擴展到味覺、觸覺和嗅覺。這使得遠距工作對使用者來說更加身臨其境。

提升長期在家工作的生產力



資料來源：PwC，星展集團 2021年11月



資料來源：Ericsson，The Noun Project，星展集團 2021年11月

Ericsson研究顯示，至2030年，完全“非物質化”的辦公室可望成真。屆時，使用者可以在工作時體驗到真正的溫度，或者在虛擬休息區享受咖啡的“數位味道”。可能性是無限的。在Ericsson進行的一項調查中，81%居住於都市的早期採用者對IoS的構想持開放態度，而68%的人希望到2030年至少有一個IoS應用程式。

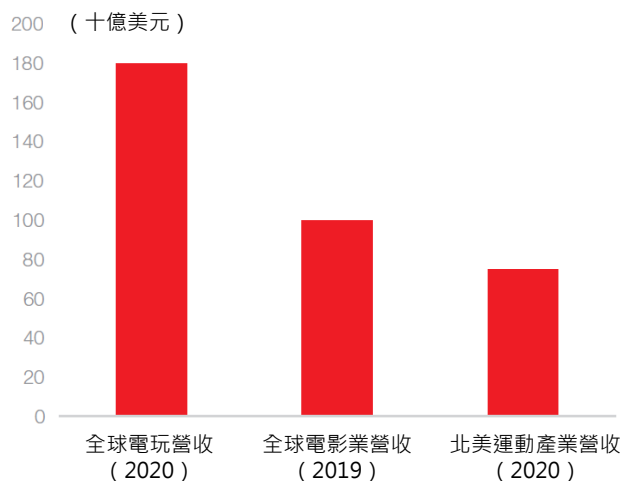
IoS的發展在推動元宇宙遠距工作扮演關鍵角色。

動能III：電玩 (Video Gaming)

電玩業者具領導地位；元宇宙最早的版本從這裡開始。電玩產業持續呈現強勁的成長。Newzoo的數據顯示，全球電玩玩家將從2020年的27億個，成長至2023年的31億個。玩家不再被視為“少數”，因為現在全球有超過

一半的網路使用者是玩家。根據IDC的數據，2020年電玩產業的營收成長超過20%，達1,800億美元。

全球電玩營收超過全球電影和北美運動產業



資料來源：IDC · Motion Picture Association · PWC · 星展集團 2021年11月



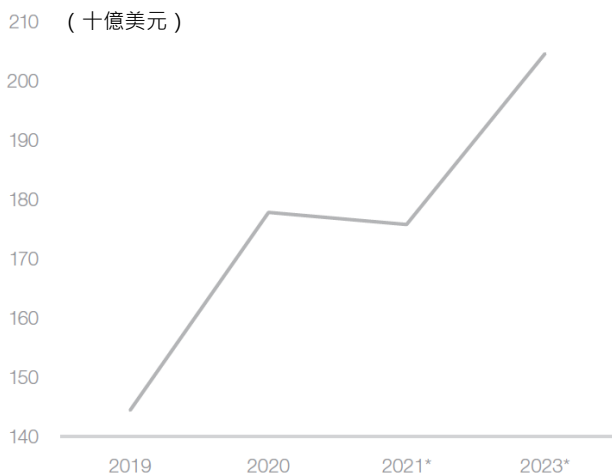
這使得電玩產業的營收領先全球電影產業。

由於有巨大的成長潛力，因此元宇宙最早的雛型是從電玩所開始的。事實上，在像“Roblox”和“Fortnite”這樣的流行電玩，除了在遊戲中互動外，玩家也在其中進行其他社交活動。例如：

» 在像Fortnite（有超過3.5億個玩家的多人遊戲便允許玩家進入“派對皇家”模式（一個無暴力的社交空間），玩家們可以聚在一起並在大螢幕上觀賞音樂會。

» 2021年5月，Roblox（擁有超過每月199萬的活躍玩家的線上遊戲平台）與Gucci合作，在遊戲中舉辦“Gucci園區體驗”。玩家可以為遊戲化身試穿或購買Gucci的時裝配飾。以上的範例展現了電玩平台業者是

全球電玩市場（預估）



資料來源：Newzoo · 星展集團 2021年11月

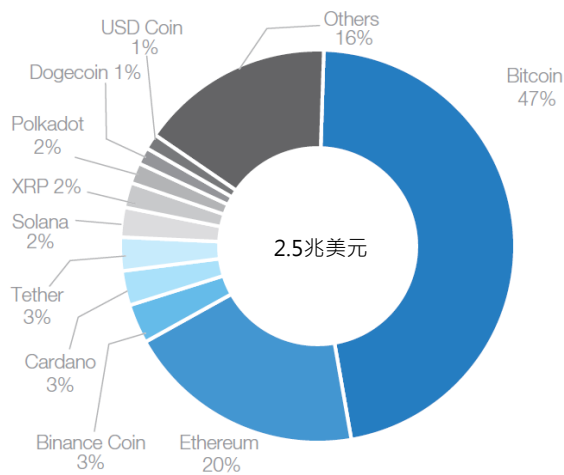
能力在將數百萬玩家帶進大型活動，並將玩家轉為合作廠商的客戶。隨著全球電玩玩家持續成長，相關產業將扮演建立元宇宙初期基礎的關鍵角色。

區塊鏈 – 元宇宙的心跳

為了使元宇宙正常運作，有關支付服務和所有權的科技至關重要。畢竟元宇宙是一個平行宇宙，且有自己運作的經濟。帶動相關服務於元宇宙發展的科技包含加密貨幣和NFT。

■ **支付功能**。在元宇宙的環境可以採用加密貨幣支付；去中心化、對等網絡系統（peer-to-peer），並無中央主管機關（如政府或央行）。“資產”是一種數位代幣，它存在於被稱為“區塊鏈”的共享的帳簿上。

加密貨幣市場總市值



資料來源：Coinmarketcap · 星展集團 2021年10月

加密貨幣部份，個人交易是公開的；但個別身份是被隱藏在“公用密鑰”（一個隨機字母數位加密代碼，如同“電子郵件地址”收發加密貨幣）。

現在，加密貨幣總市值約2.5兆美元。比特幣佔其中的46%，而剩餘的部份則是由超過6,500種的加密貨幣所構成。除了在加密貨幣具主導地位外，比特幣的市場最近也超越了瑞士法郎，成為全球第13大貨幣。

■所有權功能；NFT提供必要的安全性。

元宇宙中的所有權由NFT（獨特、不可分割和不可互換儲存在區塊鏈上的數位資產）所保障。在NFT之前，數位資產無法儲存價值，因為它們可以很容易被複製。NFT透過密碼附加獨特的標識來證明資產的所有權。

藉由NFT，數位資產的所有者現在可以證明其所有權以及保證資產的起源。因此，雖然可能存在許多數位資產的副本，但只有一個真正的所有者，這可以在區塊鏈中獲得證明。

2017年6月以來累積NFT銷售額



資料來源：Nonfungible · 星展集團 2021年11月

當持有者試圖轉售資產時，所有權認證非常重要，這也解釋了過去一年為何NFT的銷售大幅成長。由於相關科技越來越受歡迎，NFT累積銷售額從2020年10月約9億美元，在2021年10月成長至約360億美元。

從電玩到數位藝術；NFT的足跡遍佈全球。由於使用NFT逐漸獲得重視，相關科技現在被廣泛的應用於以下領域：（a）電玩和（b）數位藝術和收藏品。

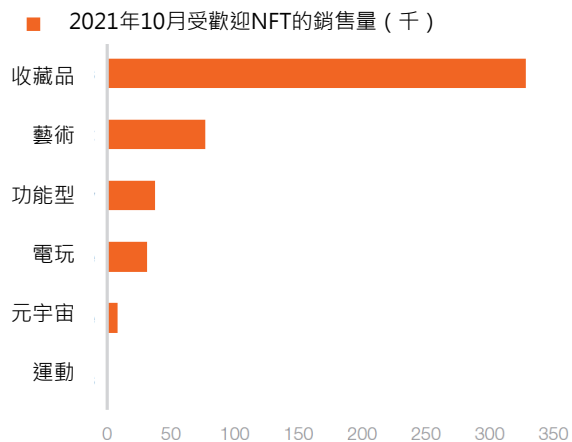
a. 電玩：遊戲有大規模的追蹤者，藉由智慧型手機使用的擴散，預期全球玩家數將進一步增加。而遊戲開發商將其貨幣化的最受歡迎方式之一便是小額交易（例如銷售遊戲中的物品）。實際上，遊戲開發商藉由銷售遊戲中的物品給玩家，增強其黏著度，藉以延長遊戲的壽命。NFT在此發揮重要作用，因為基於區塊鏈的所有權證明可以防止這些物品被買家轉售。

b. 數位藝術和收藏品：數位藝術已經存在多年。但隨著NFT的到來，這個領域的價值開始受到重視。由於數位藝術可以很容易被複製，這種情況並不令人驚訝。因此，需要NFT來提供必要的所有權證明。

同時，除了數位藝術外，還有大量對數位收藏品的需求，從數位交易卡（如NBA和MLB等體育聯盟）到名人推文。例如：

- 2020年10月，網路化名為Beeple的數位藝術家，其作品“每天：最初的五千天”，以6900萬美元成交。
- 2021年8月，Visa以約15萬美元購買了CryptoPunk #7610，藉以表達支持NFT的態度；並藉以“了解購買、保存和運用NFT的基礎系統要求”。

收藏品仍然是最受歡迎的NFT



資料來源：Nonfungible · 星展集團 2021年11月



元宇宙登場 – 關鍵玩家

遊戲引擎和開發商

作為“元宇宙的建築師”，遊戲引擎扮演基礎角色。每個像素、資產和虛擬世界中的互動必須使用遊戲引擎來製作。在這領域最主要的領導者為Unity軟體（市占比48%）和Unreal引擎（市占13%）。

-
- | | |
|---------|--|
| Unity軟體 | <ul style="list-style-type: none">• 唯一一家公開上市的遊戲引擎公司，有超過50%遊戲都是以Unity軟體製作。• 2019年，香港國際機場的委託廠商便以Unity軟體構建其數位分身（Digital Twin）。 |
|---------|--|
-

- | | |
|--------|---|
| Roblox | <ul style="list-style-type: none">• Roblox 是一家遊戲平台，允許用戶創建自己的遊戲供其他玩家使用。目前，它是功能最接近的元宇宙代表之一。• 在Z世代和Alpha世代中極受歡迎，這使Roblox 在遊戲和社交網絡上成功發展。 |
|--------|---|
-

大型科技企業（Big Tech）

大型科技企業（FAAMG - Facebook、Apple、Amazon、Microsoft 和 Google，通常稱為“Big Tech”）總市值約9兆美元。若市值與GDP比較，Big Tech在全球排名第三，僅次於美國（21兆美元）和中國（15兆美元）。龐大的現金以、優秀的人才和尖端技術，Big Tech處於獨特的地位，可以將數十億美元投入到元宇宙的研發中。

-
- | | |
|----------------|---|
| Facebook
臉書 | <ul style="list-style-type: none">• 臉書已宣布計劃從一家社交媒體公司轉型至元宇宙 Metaverse 公司（近期已更名為“Meta Platforms”）。該公司已投資於可用於具備AR的“傳送（teleportation）”軟體以及與VR頭盔（Oculus旗下）相關硬體設備。• 自從2014年以30億美元收購VR公司Oculus以來，臉書已成功掌握了VR頭盔全球三分之二的市場（截至2021年第一季）。該公司計劃出售1000萬組，藉以創建一個自我維持的生態系統。 |
|----------------|---|
-

註：“本文未涉及個股行情或公司的股價預測，本公司與上述例示說明之個別公司無不當之財務利益關係，本資料僅供參考，投資人應獨立判斷，審慎評估並自負投資風險。”

-
- | | |
|-----------------|---|
| Microsoft
微軟 | <ul style="list-style-type: none">• 微軟已宣佈開發企業元宇宙計劃，這是一個新企業基礎架構，用戶可以“從數位化身開始，為任何實質或邏輯構建豐富的數位化模型，無論是資產或產品，還是跨越人、地和事物的複雜環境，以及他們的互動”。• 進入元宇宙的初期將透過Teams會議功能，該計劃將以數位化為特色。透過使用Mesh軟體，用戶可以藉AR或VR眼鏡獲得虛擬和增強實境體驗。• 微軟在遊戲領域的曝光度包括 (a) 目前每月吸引1億活躍用戶的Xbox遊戲平台和 (b) 製作 Minecraft (有史以來最暢銷的電玩，月活躍用戶超過1.4億的Mojang Studios)。 |
|-----------------|---|

-
- | | |
|----|--|
| 騰訊 | <ul style="list-style-type: none">• 騰訊於2021年9月註冊了“天美元宇宙”和“王者元宇宙”兩個商標。“天美”是指騰訊的天美遊戲工作室，它是《決戰時刻》和《王者榮耀》(兩款非常受歡迎的手機遊戲，2020年的營收高達100 億美元)。 |
|----|--|

基礎設施供應商和硬體製造商

這些公司提供的產品和服務對於向元宇宙的邁進至關重要 (例如雲端和邊緣運算公司、AR和VR硬體製造商、晶片組生產商)。這些公司中的大多數在目前全球中已經做得很好。但是，隨著元宇宙的發展，預計它們會表現出色。

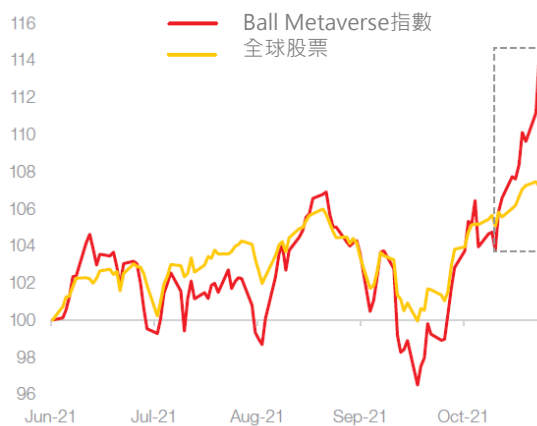
-
- | | |
|----------------------|---|
| Fastly | <ul style="list-style-type: none">• Fastly 是一個雲端平台，它透過讓伺服器盡可能靠近資料來源以解決延遲問題。BuzzFeed等品牌使用Fastly的平台將數據上傳時間減少50%。• 減少上傳時間對於演進至元宇宙至關重要，因為必須傳輸大量數據以創建用戶即時互動的虛擬世界。 |
| Nvidia
輝達
或英偉達 | <ul style="list-style-type: none">• 從全球最快的超級電腦到一般電腦內部的晶片組，Nvidia 在過去三十年一直在開發最關鍵的晶片。截至 2021年第二季，該公司佔全球 GPU市場約83%。• 除了硬體，輝達還發佈了模擬共享虛擬3D世界的“Omniverse”。 |

註：“本文未涉及個股行情或公司的股價預測，本公司與上述例示說明之個別公司無不當之財務利益關係，本資料僅供參考，投資人應獨立判斷，審慎評估並自負投資風險。”

強勁的基本面支撐元宇宙主題的強勁表現

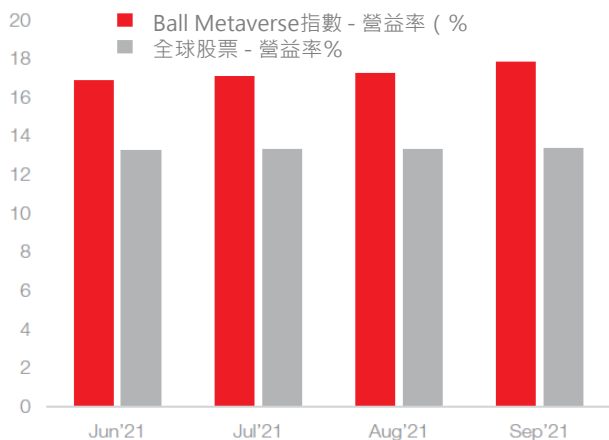
以Ball Metaverse指數 (BALLMETA指數) 作為代表，元宇宙的主題自6月18日以來的表現已超越全球股票。由於在科技領域創新和顛覆性公司，星展集團預期此強勁趨勢將持續下去。整體而言，元宇宙的主題擁有比大盤更高的營業利潤率和更高的股東權益報酬率 (ROE)。星展集團認為，邁向元宇宙將帶動以下產業成長：(a) 電玩引擎、(b) 大型科技股和 (c) 半導體。

元宇宙主題的表現已超越全球股市



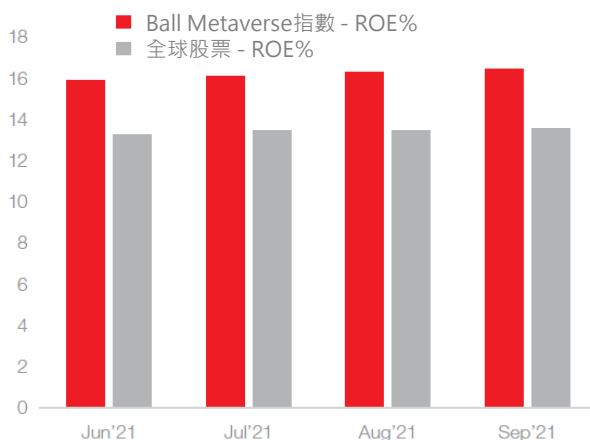
資料來源：彭博，星展集團 2021年11月

元宇宙相關公司營業益率佳



資料來源：彭博，星展集團 2021年11月

較高的股東權益報酬率



資料來源：彭博，星展集團 2021年11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，並非未來表現之預測或保證，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。