

2021年第3季 投資總監洞察



如願以償

成長回歸正常

美國和歐洲經濟重啟，推升經濟成長和通膨。預期央行將逐漸縮減資產購買計劃，同時維持政策利率於零附近。

風險性資產 獲支撐

擔心錯過和別無選擇，且流動性充裕，可望繼續支撐股市和信貸市場表現。持續藉槓鈴式策略投資，並納入黃金增加投資組合的韌性。

以I.D.E.A. 概念佈局 成長型資產

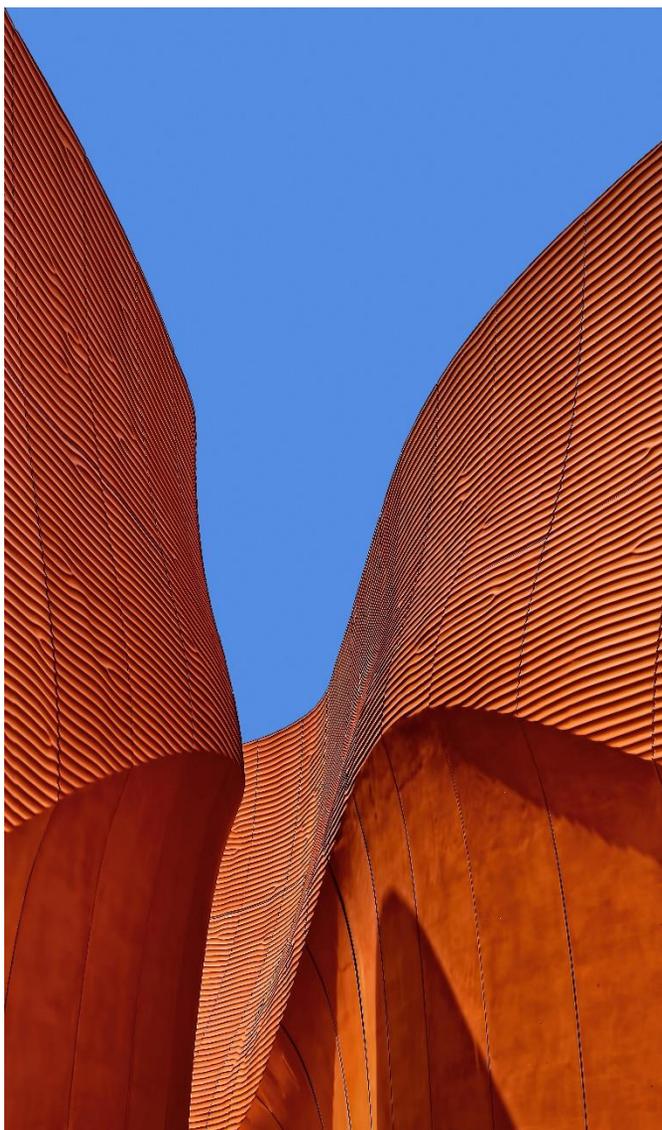
成長型資產持續看好I.D.E.A.（創新者、破壞者、推動者和適應者）。增加汽車電動化的受惠者。

以信貸和高股息 股票佈局 收益型資產

看好BBB/BB等級債券、中國大型國有銀行和新加坡房地產投資信託的高殖利率。

目錄

- 3 前言
- 4 重點摘要
- 8 資產配置
- 24 美國股市
- 30 歐洲股市
- 34 日本股市
- 39 亞洲不含日本股市
- 49 全球信貸
- 54 外匯市場
- 61 另類投資：黃金
- 68 投資主題：電動車
- 84 投資主題：收益型股票
- 95 專題報告：大宗商品



前言

親愛的貴賓您好，

時光飛逝，今年已經過了一半。最近數月，由於全球積極進行疫苗接種，我們已經看到許多經濟逐漸解封和部份地區採取旅遊泡泡措施的好消息。

即使處於這樣不確定的時期，我們仍努力成為意見領袖並分享觀點，並推出星展集團旗艦刊物2021年第3季投資總監洞察，為您說明投資策略。

我們的財富管理業務繼續吸引區域型家庭辦公室的強烈興趣。過去三年，星展集團大中華區客戶呈現兩位數的成長，我們也預期這個強勁上升的趨勢可望持續。

肺炎疫情帶動可持續性議題的發展，許多企業加速了他們在這個領域的計劃。星展集團正與政府組織合作，確保弱勢團體如移工能夠獲得普惠金融服務。我們期待能為客戶發掘更多機會，並與社會企業密切聯繫：在達成業務目標的同時，也能對社會產生正面影響。

肺炎疫情也使我们重新思考過去可能被忽略的問題。現在的環境下，有很多我們無法控制的範圍；因此，星展集團更加重視您在經歷數年或數十年所累積的財富。

感謝您繼續信任和支持我們作為您偏愛的財富顧問，期待為您服務。



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，

今年初，我們提出“曙光乍現”的報告。隨著肺炎疫苗逐漸普及，我們開始看到令人鼓舞正常化的跡象。

我們並不是說全球已經戰勝了肺炎病毒。但是近期美國和部份歐洲地區的數據顯示，景氣可望呈現強勁復甦。市場普遍預期，今年美國GDP年增率將從去年的負3.5%，大幅回升至正成長6%。

隨著景氣呈現V型復甦，由商品價格上揚所帶動的通膨疑慮也再次浮現。美國聯準會是否會開始減碼刺激政策呢？若是如此，是否會導致牛市的氛圍反轉呢？

加拿大央行與英國央行率先減碼購債規模，儘管市場也預期其他央行也將陸續加入減碼的行列，但是，他們也確認將與市場做好溝通，並維持利率接近於零一段時間。

2013年5月時，聯準會減碼量化寬鬆措施對市場產生重大的影響；相信這次聯準會將會採取較為緩慢的步調，特別是當他們認為目前偏高的通膨數劇只是暫時性。因此，我們仍然看好風險資產的前景，並認為投資人應繼續採取“槓鈴式策略”佈局股市、債市和黃金。

本季的投資總監洞察標題為“如願以償”我們也針對電動車（EV）的長期成長題材，以及中國銀行業和新加坡房地產信託的收益主題深度分析。

祝您閱讀愉快，投資順利！



侯偉福 CFA
星展集團投資總監

拉距戰

An aerial photograph of a city at sunset. The sky is filled with horizontal streaks of orange, yellow, and blue. The city below is illuminated with warm lights, and a river winds through the center. The overall mood is serene and dramatic.

2021年第3季資產配置

在評估2021年下半年出現討論“縮減量化寬鬆規模”的可能性時，將2013年5月“緊縮恐慌”前的總經情勢與目前狀況比較，將有助於深入了解如果經濟數據持續表現良好，聯準會在未來數月將如何行動。

2021年第3季 投資摘要



總經政策

除非工資和零售價格大幅上漲，否則通膨上升將是一個可控的風險，預計聯準會將維持寬鬆貨幣政策。



經濟成長

預估今年中國與美國實質GDP成長率分別為10%與6%，將支撐全球經濟。強勁的增長動能可望持續。



通貨膨脹

短期供應短缺引發的通膨不是主要擔憂。需求面拉升的通膨只會影響CPI和PPI的一小部分。



地緣政治

由於拜登政府將中國視為戰略競爭對手，美國和中國之間的緊張局勢依然揮之不去。



股票市場

經濟和企業獲利強勁成長動能持續支撐股市表現。隨著疫苗接種的步伐加快，調升歐股至看好。



外匯市場

美國通膨上升和聯準會可能縮減貨化寬鬆政策可能提振美元指數。歐元較易受美債殖利率曲線陡峭的影響。



利率

隨著投資人消化偏高的通膨數據，預期10年期公債殖利率將走揚。5年期通膨交換利率因聯準會討論縮減購債規模而走升。



信貸市場

亞洲和歐洲BBB/BB等級信貸處於甜蜜點。平均存續期間5年以下的投資組合將受惠殖利率曲線滾動下移效應。



投資主題

電動車可望取代一般汽車成為下個世紀的首選汽車，這帶來了巨大的投資機會。預計中國將出現巨大的需求。



投資主題： 電動車

電動車 (EV) 的魅力從未如此強烈。電池技術的進步和政府機構補貼的大力支持推動了全球對電動汽車的需求激增。

隨著電動車成為首選車輛，供應鏈受益者也可望實現強勁增長。科技進步和可負擔性不斷提高，為廣泛採用EV開啟先端。



投資主題： 追求收益

關於銀行是每個國家經濟穩定的支柱的古老格言是正確的。中國樂觀的經濟前景支持大型銀行業的獲利前景。

由於儲蓄率偏低，對被動收益和股息的需求將繼續上升。中國銀行和新加坡REITs為高股息收益率概念，可望受區域商業地產經常性收入現金流的大力支持。



專題報告： 大宗商品

受惠中國復甦和美國基建需求上升，大宗商品價格前景樂觀。2020年底以來，商品價格呈現大幅反彈，預期走升的趨勢可望持續至2021年。

雖然預計大宗商品價格上升會有所放緩，但2021年下半年的平均商品價格仍將顯著高於2020年。在本專題中，分析能源、基本金屬和農產品價格上漲對上下游的影響。



資產配置

聯準會與市場針對下半年“減碼量化寬鬆”的看法呈現拉鋸。一方面，聯準會對近期美國經濟復甦的情況輕描淡寫，聲稱經濟復甦仍不穩固。由於基期效應，通膨的急劇反彈也被認為是“暫時性的”。

然而，債券市場的反應並非如此。美國10年期損益平衡通膨率已上升至2.4%，而美國10年期公債殖利率也已升至1.5%。債券殖利率的上升反映了對經濟增長以及對商品價格和工資上漲帶來的通膨壓力的擔憂。

去年初以來，全球大宗商品價格一直處於上升趨勢。布蘭特原油從低點上漲了277%，而倫敦金屬交易所LMEX指數也上漲了92%。由於產出缺口縮小，美國勞動力市場也有跡象顯示工資出現上升的壓力。

在強勁貨幣供應的環境下，物價不斷上漲，投資人也不能再確定近期通膨的上升是“暫時性的”。

評估下半年縮減購債規模可能性

不可否認，美國經濟從去年疫情的低點呈現大幅改善。例如，5月ISM製造業指數上升至50以上，達61.2；而美國失業率自2020年4月的高點14.8%下滑至5.8%。隨後通膨預期的

上升也導致市場對聯準會在未來數月討論“縮減購債規模”的預期上升。

6月聯邦公開市場委員會（FOMC）的利率點陣圖顯示，2023年可能升息2次（3月時為零）。儘管鷹派態度出乎意料，但聯準會主席鮑威爾堅持認為達到實質性的進一步進展標準仍然遙不可及。

儘管聯準會堅持保持寬鬆政策的立場，但我們認為這種說法可能會改變，如果就業和通膨數據繼續上升。與2013年5月“緊縮恐慌”之前的經濟情勢與目前的狀況進行比較，將有助於深入了解如果經濟數據持續改善，聯準會在未來數月可能如何行動。

能源和基本金屬價格上揚



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

目前與2013年5月“緊縮恐慌”之前的宏觀狀況比較

	April 2013	May 2021
ISM製造業指數	51.0	61.2
失業率	7.6%	5.8%
通膨預期	2.3%	2.4%
美國核心通膨	1.7%	3.8%

- **經濟動能**：以ISM製造業指數作為“經濟動能”的代表，目前指數為61.2，顯示製造業活動處於擴張階段，遠高於2013年4月的51.0。

- **就業**：與次貸危機不同，肺炎疫情的性質本質上是“非結構性的”，這解釋了當情況改善時失業率會急劇下降。目前，失業率為5.8%，明顯優於2013年的7.6%。
- **通膨**：目前的通膨狀況與2013年並無不同。當時，通膨預期指標為2.3%，與目前的2.4%相差不遠。現階段的核心通膨率為3.8%，但明顯高於2013年的1.7%水平。

目前經濟狀況較2013年佳



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

通膨情況與2013年類似



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

鮑威爾已提供利率指引，在進行升息之前，會先縮減量化寬鬆規模。事實上，2013年5月聯準會在強調逐步縮減購債規模後，總共花了31個月的時間才實施了第一次升息政策（2015年12月）。

鑑於 (a) 目前的經濟狀況與2013年“緊縮恐慌”之前的狀況相似，以及 (b) 在上一個週期中，縮減購債規模的談話與實際升息之間仍有一段時間，我們認為，如果通膨預期接近3%，則聯準會可能不能排除縮減購債規模的可能性。因此，投資組合建構者應對這種情況進行調整是謹慎的。

全球股市：縮緊，但不恐慌

可以肯定的是，在經濟復甦的背景下，聯準會縮減資產購買計劃的措施應不

會對股市產生負面影響，因為經濟走強帶來的企業獲利上升將支撐股市表現。

聯準會在2013年至2018年的貨幣政策正常化過程就是一個很好的例子，下面列出了主要重點：

- 當“緊縮恐慌”於2013年5月首次出現時，公債殖利率飆升。美國10年期公債殖利率從2013年4月的1.7%飆升至2013年12月的高點3.0%，升幅約1.4%。儘管公債殖利率上升，但全球股市在此期間仍上漲了約11%。
- 聯準會從2013年5月的“緊縮恐慌”開始到2015年12月實施首次升息，共歷時31個月。10年期公債殖利率（自2013年4月以來）的漲幅放緩至0.6%，而全球股市的漲幅為8%。
- 聯準升息循環週期最終在2018年12月達到2.5%的高點。10年期公債殖利率（自2013年4月以來）漲幅為1.0%，而全球股市的漲幅約23%。

這些現象說明了三個要點：

1. 美國公債殖利率上升未必導致股市修正。儘管公債殖利率上升，但全球股市仍繼續上漲，正如上次聯準會縮減購債規模率所證明的那樣。
2. 由於市場已經有升息預期，因此在聯準會升息之前，公債殖利率通常會走升。
3. 股市在整個升息循環仍呈現上漲。

股市在聯準會升息循環仍呈現上漲



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

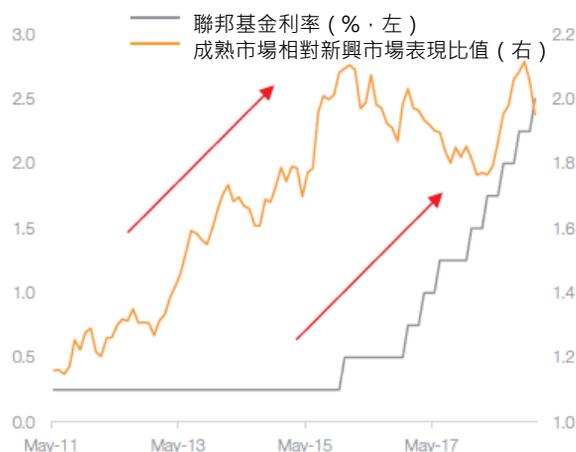
- “緊縮恐慌”開始到2015年12月聯準會首次升息，全球股市上漲了8%。然而，成熟市場和新興市場表現差異非常明顯。雖然成熟市場在此期間上漲13%，但新興市場卻暴跌24%。
- “緊縮恐慌”開始到2018年12月聯準會升息週期見頂，全球股市上漲了23%。成熟市場繼續飆升，上漲28%，而新興市場則是下跌7%。

聯準會減碼量化寬鬆：股市的贏家和輸家

儘管全球股市在上一次聯準會升息週期時呈現上揚，但成熟市場和新興市場的表現存在巨大差異。以下是主要發現：

- 從2013年5月開始“緊縮恐慌”到2013年12月公債殖利率達高點，全球股市上漲了11%。但從區域上看，成熟市場上漲13%，新興市場卻下跌4%。

升息循環中，成熟市場股市表現較佳



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

歷史經驗顯示，在聯準會升息週期中，新興市場股票的表現明顯落後於成熟市場。我們相信這次也不會有什麼不同。鑑於以下原因，聯準會開始縮減購債規模：

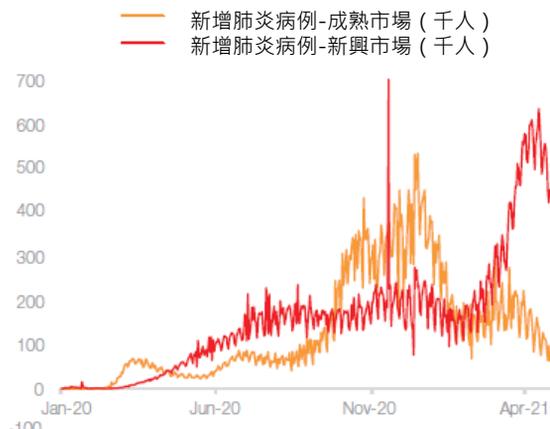
1. 主要依賴外部資金：肺炎疫情導致新興經濟體的借貸激增。當利率環境上升時可能引發外國流動性突發性的撤出，並導致這些國家出現資金缺口。
2. 利差縮小：美國公債殖利率上升增加了美國政府債券相對於新興市場公債的相對吸引力。這可能導致資金從新興市場流向成熟市場。
3. 對美元融資的依賴：新興經濟體的債務發行主要以美元計價。美國利率上升可能推升美元，進而增加新興市場借款人的負擔。
4. 肺炎疫情分歧：與已暫時成功控制疫情的成熟市場經濟體不同，新興市場仍面臨大量新增病例，這將阻礙新興市場國家恢復正常。

聯準會若升息，新興市場利差將擴大



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

肺炎病例呈現增加



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

聯準會緊縮政策疑慮壓抑新興市場： 盈餘成長動能支撐成熟市場表現

我們相信聯準會貨幣緊縮的擔憂將在未來幾個月干擾市場表現，因此將密切關注即將公佈的通膨/就業數據。近期新興市場股票表現相對不如成熟市場股票的趨勢可能會持續。

2021年帶動成熟市場的動力為盈餘增長題材。以標準普爾 500 指數為代表，隨著經濟從疫情低點復甦，今年美國企業盈餘將強勁增長。這一點從第1季企業財報中可以明顯看出，第一季企業獲利約有87%優於市場預期，相信未來獲利仍有上修空間。

2021年初以來，新興市場股市表現落後成熟市場



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

盈餘成長為2021年股市上漲的動能



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

2020年，標準普爾500指數的漲勢是因評價面擴張；儘管經濟停滯不前且前瞻獲利下滑15%，但股市仍上漲16%。由於市場對2021年景氣復甦預期樂觀，因此本益比擴張了37%，進而帶動股市走揚。

但由於目前股市的前瞻本益比為22.6倍，今年本益比進一步擴張的空間顯然有限。相反的，企業盈餘增長將推動進股市進一步上漲，而強勁的第一季財報數據預示著這一上升趨勢。

2021年第3季星展集團投資總監辦公室資產配置架構 (CAA)

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美股	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	-1	1	-1	-1	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	-1	1	-1	-1	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	0	0	0	0	-1	-1	-1
	貨幣政策	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	預估企業獲利成長	-2 to +2	2	1	1	1	-	0	0
	獲利優於預期	-2 to +2	2	1	1	1	-	0	0
評價面	前瞻P/E	-2 to +2	-1	0	0	0	-	-	-
	P/B與ROE	-2 to +2	0	-1	0	0	-	-	-
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	1	1	0	0	0	0	0
	自由現金流	-2 to +2	0	0	0	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	-1	-1
動能	資金流向	-2 to +2	2	0	0	0	0	0	1
	波動度	-1 to +1	-1	-1	-1	-1	-1	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			3	3	-1	-1	-2	-2	-1
調整後分數*			0.14	0.14	-0.05	-0.05	-0.18	-0.13	-0.06

資料來源：星展集團 2021年6月

第3季資產配置：股票相對債券具吸引力

跨資產觀點：疫苗的推出和總體經濟的復甦將繼續支撐股市表現優於債市。從跨資產的角度而言，維持股市表現將優於債市的觀點。在CAA架構中，股票的綜合得分較高為0.05，而債券為負0.12。

基本面：在持續的疫苗接種和各行業重新開放的助益下，2021年將是全球經濟復甦的一年。摩根大通全球製造業採購經理人指數（PMI）在4月份維持擴張的態勢，為55.8；全球花旗經濟驚喜指數也維持在61.3（截至5月18日）的高點。

股票收益率與公債殖利率利差縮小



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

但是，儘管經濟數據強勁，但由於去年受疫情衝擊，須留意基期效應。長期增長趨勢仍低於疫情前天數，經濟可能需要數年才能恢復正常。此外，新一波病毒感染再起（尤其是在新興經濟體）顯示經濟仍面臨阻力。

動能方面，星展集團認為美國、日本和亞洲不含日本的總經面反彈目前已經見頂，並可能會有所緩和。同時，鑑於歐洲在疫苗接種方面的成功，下季經濟增長趨勢有望向上。

價值面：從跨資產的角度而言，由於股市在第2季持續上漲，股票收益率與公債殖利率利差在第2季持續縮小，目前利差為1.7%，股票相對債券仍具吸引力。然而，若公債殖利率走高而股市保持高點，未來數月股市的評價面可能需重新審視。

動能：在跨資產流動方面，第2季資金繼續強勁流入股市。2020年全年，資金流入股市金額為1900億美元，流入債市金額更高達3830億美元。但今年情況發生了逆轉。年初以來，流入股市金額達4820億美元，超過流入債券的金額2130億美元。從區域上看，年初迄今流入美股金額占比最高。

資金流入股市



資料來源：EPFR Global，星展集團 2021年6月

- **疫苗發現的受益者：**歐股高度集中於金融、工業和原物料等“傳統”產業。後疫情時代，這些產業可望實現更強勁的復甦。

近期這些產業的獲利預估上修，對該地區復甦的樂觀情緒上升。去年12月，市場普遍預估企業利將衰退35%；但截至4月，預估企業利成長可達32%。企業獲利預估呈現67%的淨變化（而全球股票獲利變動為57%）。

股市：調升歐洲至看好，亞洲不含日本調降至看淡。成熟市場中，對歐洲股票的看法轉為樂觀，理由為：

- **經濟成長動能改善：**相較美國，歐洲的經濟復甦並不完整。這部分是由於該地區無法控制疫情危機，阻礙了經濟重新開放。

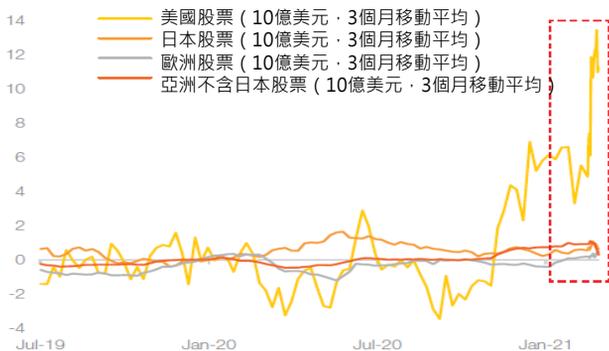
然而，最近的數據顯示，隨著疫苗接種的步伐加快，這方面取得了進展。歐洲的經濟驚奇指數表現優於美國/日本，數據支撐歐洲成長動能回升。

歐洲經濟成長動能回升



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

流入美股資金強勁



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2021年6月

表現落後成熟市場。2013年至2018年期間，聯準會政策緊縮週期中，美國10年期公債殖利率上揚0.9%，成熟市場股市上漲40.7%，而亞洲不含日本股市僅上漲8.9%（表現落後31.8%）。隨著聯準會在未來數季逐漸轉向緊縮政策，亞洲股市的表現也可能相對較差。

本季，星展集團將長期看好的亞洲不含日本市場下調至看淡，原因如下：

- **新增肺炎病例增加**：與美國情況不同，亞洲肺炎疫情惡化。2020年底時，亞洲地區佔全球肺炎新增病例總數的6%。然而，今年6月17日，亞洲新增病例數佔全球比重上升至48%。如果亞洲未能在未來幾個月內控制住疫情，區域的經濟和企業盈利將受到重大打擊。
- **受美債殖利率上升影響**：在公債殖利率上升期間，亞洲股市通常

亞洲肺炎疫情惡化



資料來源：彭博 · 星展集團 2021年6月

債券：維持看好高收益（HY）優於投資等級（IG）的觀點，偏好亞洲信貸。

隨著市場重新評估通膨預期，預期固定收益市場波動度將加劇。在此環境下，維持看好高收益（HY）優於投資等級（IG）的觀點，基於兩個原因：

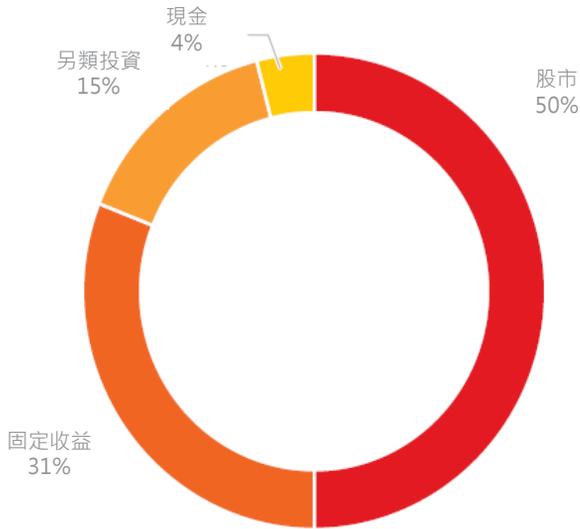
(a) 與 IG 不同，HY 的存續期間一直在下降；(b) HY 信用品質改善，BB 評級占比更高。在區域方面，繼續看好亞洲信貸，因為它們具有強大的基本面。首選行業包括中國房地產、博彩和休閒以及印尼主權債。

亞洲信貸仍具吸引力

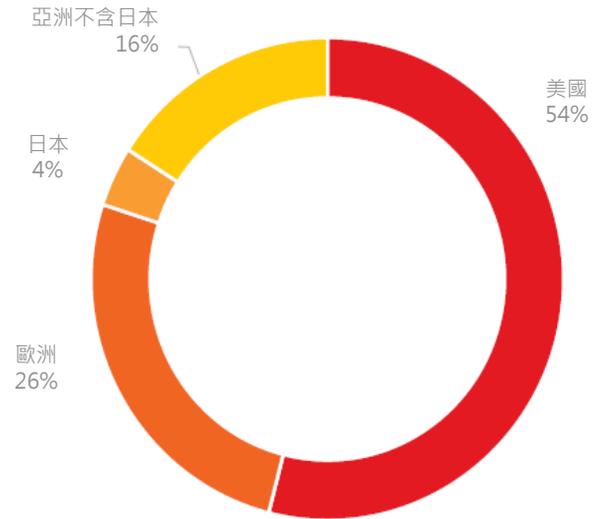


資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

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)

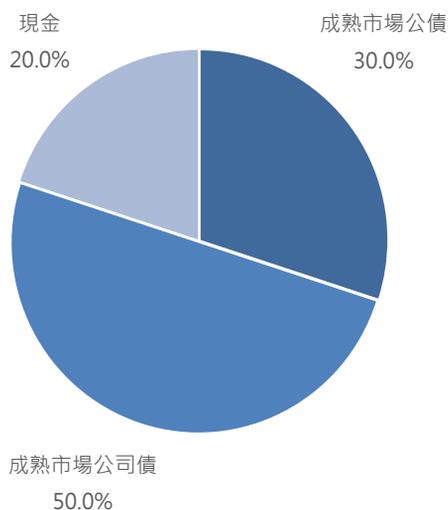


2021年第3季全球戰術性資產配置 (TAA : Tactical Asset Allocation)

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	中立
現金	看淡	中立

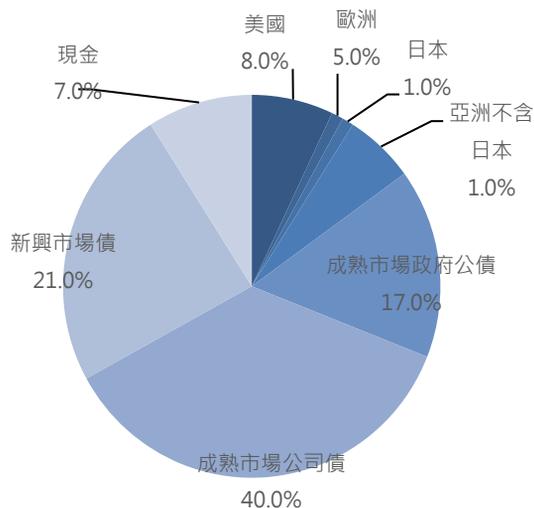
保守型投資組合

	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

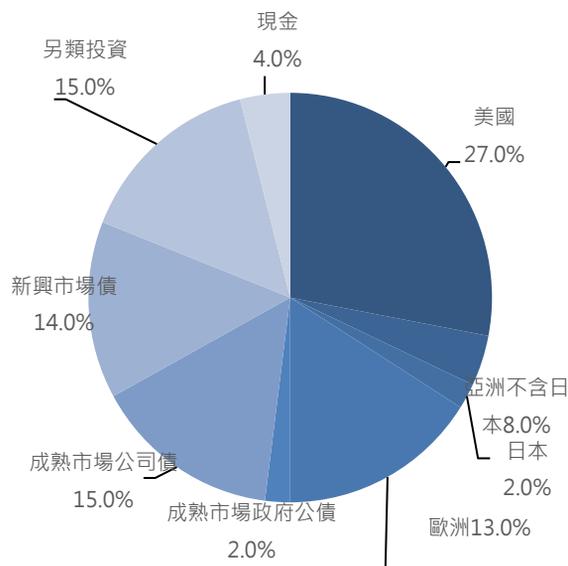
	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	8.0%	6.0%	2.0%
歐洲	5.0%	4.0%	1.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	1.0%	3.0%	-2.0%
日本			1.0%
亞洲不含日本			1.0%
固定收益	78.0%	80.0%	-2.0%
成熟市場債券	57.0%	60.0%	-3.0%
成熟市場公債	17.0%	20.0%	-3.0%
成熟市場公司債	40.0%	40.0%	0%
新興市場債	21.0%	20.0%	1.0%
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金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



資料來源：星展集團 2021年6月
 (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
 (2) 資產配置並不保證獲利或保本。
 (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置

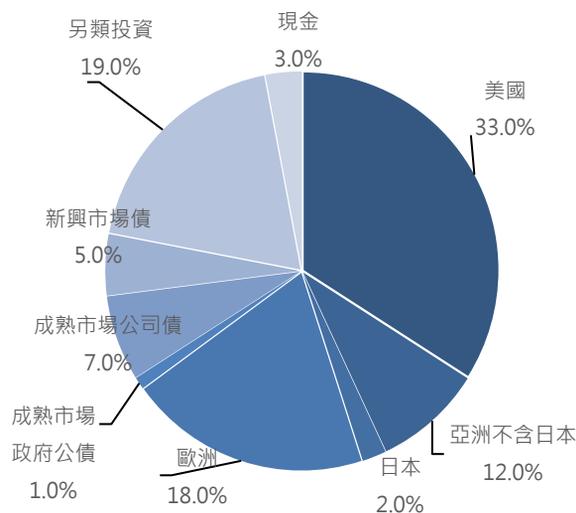
穩健型投資組合

	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6月
 (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
 (2) 資產配置並不保證獲利或保本。
 (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置

主要國家 GDP 成長率與通膨率預估

國家	經濟成長預估 (% · 年增率)				通膨預估 (% · 年增率)			
	2019	2020F	2021F	2022F	2019	2020F	2021F	2022F
中國	6.1	2.3	10.5	5.5	2.9	2.3	2.5	2.5
香港	-1.2	-6.1	6.0	2.3	2.9	0.3	2.0	2.5
印度*	4.0	-7.8	9.5	5.8	4.8	6.2	5.5	4.5
印尼	5.0	-2.1	4.0	4.5	2.8	2.0	2.2	2.8
馬來西亞	4.3	-5.6	5.2	4.8	0.7	-1.1	1.4	2.0
菲律賓	5.9	-9.5	6.0	6.5	2.5	2.4	4.0	3.0
新加坡	0.7	-5.4	6.3	3.2	0.6	-0.2	1.4	1.5
南韓	2.0	-1.0	3.8	2.8	0.4	0.5	1.7	1.0
泰國	2.4	-6.1	2.1	3.5	0.7	-0.8	1.0	1.3
越南	7.0	2.9	6.7	6.8	2.8	3.2	3.3	3.6
歐元區	0.9	-6.8	4.0	4.2	1.2	0.3	1.8	1.0
日本	0.3	-4.8	2.8	1.5	0.5	0.0	0.0	0.5
美國	2.2	-3.5	6.8	2.5	2.3	1.3	3.5	2.2

資料來源：CEIC · 星展集團 2021 年 6 月 · *3 月為止的會計年度

主要國家政策利率預估(%)

國家	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
中國	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	4.05
印度	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
印尼	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
馬來西亞	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
菲律賓	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
新加坡	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
南韓	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
泰國	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
越南	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
美國	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

資料來源：CEIC，星展集團 2021 年 6 月。

轉向優質股

2021年第3季美國股市

近期資金流向數據顯示，市場對美股的熱度正在上升。隨著疫苗接種取得重大進展以及拜登政府推出的刺激措施，預計美股將在今年下半年仍將維持上升趨勢。

美國股市

美國股市在2021年的表現領先。星展集團年初時曾指出，今年將是景氣復甦的一年。而美國經濟的確呈現復甦，2021年第1季GDP年增率為2.3%，從2020年第2季的衰退8.5%回升。此外，標準普爾500指數和羅素2000指數也分別上漲了12%和14%。美股的強勁上漲受到絕對和相對兩方面因素的支撐：

- **絕對因素**：2021年第1季的企業財報中，標準普爾500企業有87%的獲利優於市場預期，其中科技股（96%）和金融股（94%）的表現特別強勁。這顯示美國企業獲利已經從去年的疫情衝擊中好轉。

- **相對因素**：在相對基礎上，與其他市場（美國以外的全球市場）比較，美國企業獲利成長在周期中被證明更具彈性。自2010年以來，美股每股盈餘（EPS）成長超過美國以外的市場約110%。

EPFR Global近期的資金流向數據也顯示，市場對美國市場的熱度上升。該數據顯示，年初至今有1790億美元流向美股；相較之下，流向歐股金額為160億美元，流入日股金額為90億美元。鑑於疫苗接種取得強勁進展以及拜登政府財政刺激舉措，預計今年下半年美股仍可望繼續上漲。

美國企業盈餘穩健成長



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

流入美股資金量強勁



資料來源：EPFR Global，彭博，星展集團 2021年6月

聚焦優質公司。今年以來，美股表現強勁，但預期標準普爾500指數的上漲趨勢在未來數月可能放緩，因為：

- 經濟動能逐漸達高點：美國總體經濟動能自去年初以來的強勁反彈已見頂並開始趨緩。
- 殖利率差距縮小：美股大幅上漲，加上公債殖利率上升，美股殖利率與公債殖利率利差大幅縮小，從2020年3月20日的5.7%收窄至目前的約1.8%，與近期低點接近。

在此環境下，星展集團認為投資人應關注具有以下特徵的大型優質股票：

(a) 獲利可持續性和商業模式可擴展性，

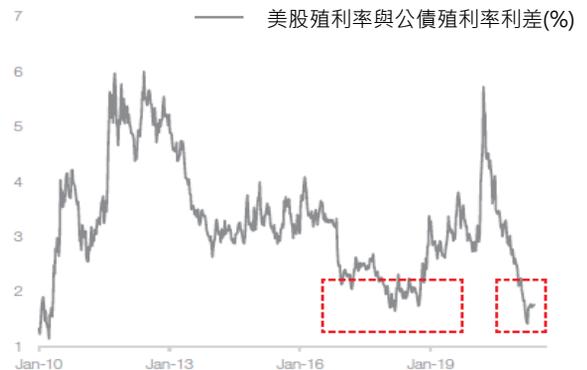
(b) 低負債比和對利率上升較不敏感。

美國總體經濟動能趨緩



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

股市殖利率與公債殖利率利差大幅縮小



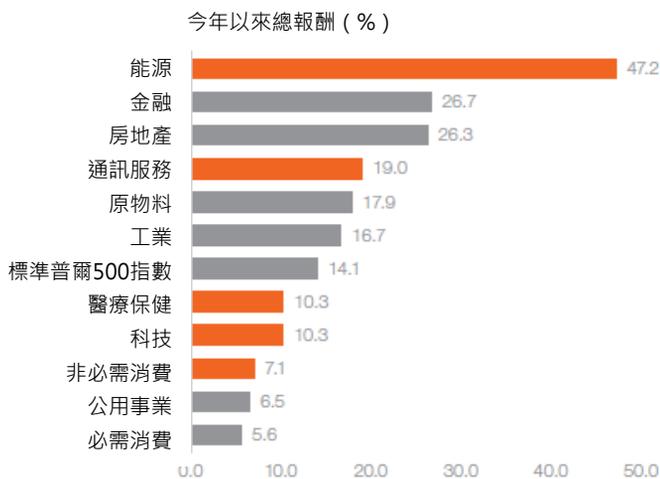
資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

2021年第3季美國類股觀點：疫苗發現贏家，上調金融至看好，下調能源至中立

今年以來，各類股表現不一。星展集團對“疫苗發現”交易的首選投資是投資美國能源股；事實上，這個看法也獲得印證，能源股今年以來上漲47.2%。而看法中立的金融漲幅為26.7%。

同時，長期看好的科技相關領域的表現並不如預期，因為公債殖利率上升對科技股造成較大的波動。美國通信服務股表現優於大盤約16.6%，美國科技股及非必需消費品的表現則相對落後。

相對看好的類股表現不一



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月14日

第3季，我們將金融調升至看好，同時將能源下調至中立。此戰術性調整的原因如下：

- 廣泛的經濟復甦和持續上升的通膨預期將在未來幾個季度對美國公債殖利率構成上揚的壓力，而美國金融股可望受惠。
- 伊朗在下半年重回油市，可能不利能源股，尤其今年以來能源股已累積顯著的漲幅。
- 年初至今，美國能源股的表現優於美國金融股20.5%，金融股具落後補漲機會。

殖利率上升有利金融股



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

2021年第3季美國類股觀點

	看好	中立	看淡
美國類股	科技	原物料	公用事業
	通訊服務	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6月

美國主要類股關鍵數據

	今年以來 總報酬	前瞻本益比	本淨比	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)	OPM (%)
標準普爾500指數	14.1	22.6	4.6	18.3	13.9	2.7	12.5
標準普爾500金融	26.7	14.4	1.7	7.7	12.4	1.3	25.2
標準普爾500能源	47.2	19.8	1.9	27.5	-10.3	-4.3	-8.8
標準普爾500科技	10.3	27.5	10.9	22.5	32.4	11.7	23.6
標準普爾500原物料	17.9	18.9	3.4	16.8	10.7	4.3	10.6
標準普爾500工業	16.7	27.8	6.0	24.8	8.5	2.1	6.7
標準普爾500必需消費	5.6	21.7	6.8	16.5	25.4	7.0	9.3
標準普爾500非必需消費	7.1	34.3	11.6	23.2	22.6	4.6	7.6
標準普爾500通訊服務	19.0	22.9	4.5	16.5	12.9	4.9	17.4
標準普爾500公用事業	6.5	19.1	2.2	14.2	8.6	2.2	18.2
標準普爾500房地產	26.3	53.0	4.4	27.0	7.0	2.7	20.9
標準普爾500醫療保健	10.3	17.1	5.0	18.0	16.2	5.5	8.4

資料來源：彭博 2021年6月14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

逐漸好轉

2021年第3季歐洲股市

2021年第1季企業獲利意外上升，預計成長動能回升，將帶動企業獲利回到疫情前的水準。隨著經濟前景轉強，上調歐洲股市至看好，並預期市場復甦可能會擴展到其他類股。

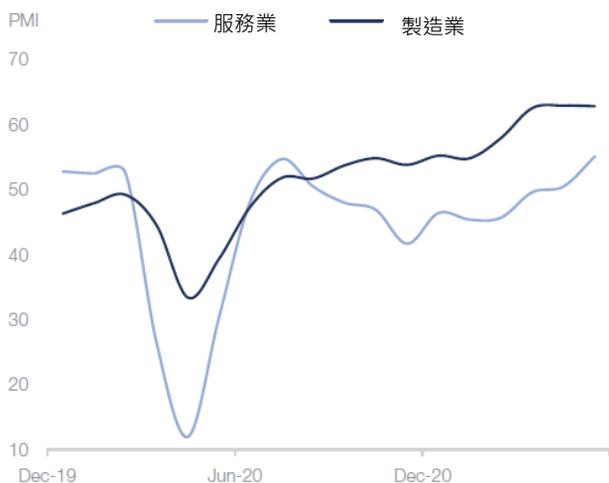
歐洲股市

受惠於肺炎疫情逐漸改善，歐洲股市在2021年第2季表現強勁。經濟在2021年第1季表現優於市場預期，儘管第二波疫情再起，疫苗接種速度在第2季初也開始加快。預計經濟將在夏季重啟，復甦趨勢可能會持續全年。企業調查也顯示，在全球需求強勁的支持下，製造業可望持續復甦，而服務業也顯示觸底反彈的跡象。

刺激方案對經濟發揮效益。配合著經濟於6月重啟，在有效的疫苗接種努力的支持下，相信2021年將是未來更強勁成長的轉折點。

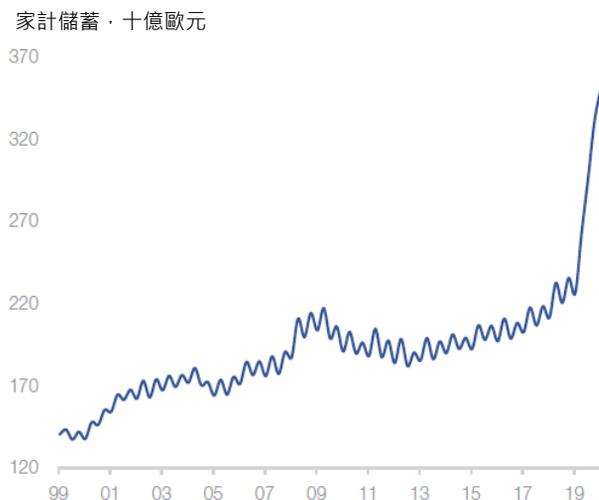
歐元區各國政府和歐洲央行已承諾提供7500億歐元的緊急復甦基金以及1.85兆歐元的債券購買，藉以支撐疫情期間面臨的困難和危機後的復甦。相信這些援助計劃應該會在經濟中發揮作用，帶動下半年經濟強勁復甦。

歐洲景氣呈現復甦



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

家計單位將開始消費



資料來源：Eurostat·星展集團 2021年6月

家庭現金部位高。疫情期間在政府強有力援助措施的支撐下，歐洲家庭現金充裕。由於之前經濟處於封鎖狀態，購物、餐飲和旅行都受到限制，因此花錢的途徑很少。預期家庭中節省下來並準備花費的現金高達 3500 億歐元。

復甦基金將於2021年下半年啟動。下半年開始，金額高達7500億歐元的疫情復甦基金將啟動另一個投資週期。這些資金已被指定用於清潔能源計劃、現代化基礎設施和數位化領域能使歐洲長期在可持續性的基礎上受益。預計該基金將在三年內為歐元區的GDP成長增加 1%。

對歐洲股市轉為看好。歐股上半年上漲了約 12%，主要由金融、非必需性消費品、能源和科技等周期性產業所帶動。2021年第1季企業獲利意外上升，預計今年經濟成長動能將持續，年底前企業獲利可望回復至疫情前水平。星展集團上調歐股前景至看好，並認為市場復甦可能會擴展到其他類股。

投資機會

隨著歐洲經濟即將在夏季重新開放，疫苗護照已準備好，預期旅遊、休閒以及食品和飲料支出將加快復甦的步伐。主要受益產業包括：

1. 歐洲大型綜合油商：隨著油價上漲，能源股的投資情緒應該會有所改善。能源股表現落後油價的漲幅，預期隨著旅遊的恢復，石油需求回升，其差距應該會縮小。

能源股表現落後油價的差距應該會縮小



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

2. **航太**：隨著夏季旅行限制的解除，空中交通量的增長最有可能從非常低的基期反彈。再加上被壓抑的需求和高額現金水位，這些數據可能會超出市場預期。相信航太是航空領域的甜蜜點，在實現減碳目標的背景下，機隊更新議程是最緊迫的。
3. **飲料**：預計隨著歐洲各地的酒吧重新開業，啤酒可望有強勁的銷量。
4. **金融**：歐洲銀行在過去十年仍受歐元區主權債務危機的影響。後疫情時代的經濟援助計劃可能會增加債務水平較高國家的負擔，他們可能難以向銀行償還債務。此外，歐洲央行所創造的過剩流動性加倍，存款利率為負0.5%，可能會進一步壓縮銀行的利潤率。因此我們慎選銀行業中專注於銀行所追求的潛在重組、新成本計劃、併購或領導層變動，這些可能有助於為其注入新的活力。在金融業中，相對看好保險業作為後疫情時代的投資主題，其中關於潛在風險的更好的談判條款和條件是提高利潤回報的關鍵。

清潔能源轉型

隨著歐盟計劃到2050年實現碳中和，到2030年將碳排放量減少55%，應該會有很多環保相關的建設爭取歐盟復甦基金中的7500億歐元資金。以下產業將受益於該基金：

1. **公用事業**：基礎設施支出對於歐洲實現其氣候目標應該很重要。為了將風電場和太陽能發電廠與居民連接起來，電網需要通過深思熟慮的基礎設施規劃來擴展。

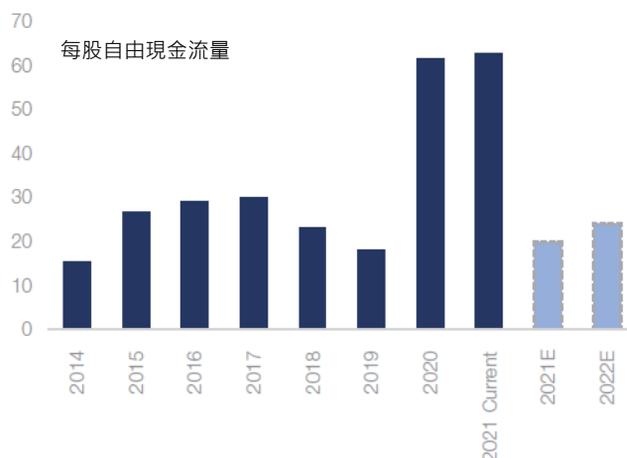
歐洲汽車類股評價相對便宜



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

2. **電動車 (EV)**：相關供應鏈中的公司，例如電池、充電站和汽車製造商，均將受益於清潔能源轉型，因為道路交通被確定為減碳阻力最小的行業之一。來自消費者收到的補貼和更多充電站承諾的激勵，可望帶動強勁的需求。同時，電動車製造商獲得研發資助以及零件和材料採購的協助，以加快電動汽車電池產能的提升。

更多的自由現金流量



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

長期投資主題

數位化。去年表現優異者是受惠疫情帶來的結構性轉變者，包括在家上班（WFH）和加速的數位化趨勢。持續看好這些產業贏家，因為具備長期的和不可逆的趨勢；其中包括自動化和半導體業。

千禧世代消費。千禧世代仍擁有強大的消費力量。歐洲的體育、時尚和奢侈品業者已經良好地適應了千禧世代的消費模式。其中大多數透過網路以擴大其銷售量，並適應疫情後電子商務加速的趨勢。這些產業相對具有韌性，持續見證它們具有很強的長期適應性潛力。

高股息主題

財政和貨幣政策的支持對歐洲企業的現金流非常有利。許多歐洲公司利用歐洲央行的債券購買計劃以提高債務、削減股息和推遲股票回購來保留現金。2020年底自由現金流極高，重拾購併、配息、股票回購空間。由於今年企業獲利有望恢復到疫情前的水準，相信歐洲企業典型的高配息將會恢復。



內需遭遇阻力

2021年第3季日本股市

儘管內需成長面臨阻力，但評價面變得更加具有吸引力，股市殖利率相對債券殖利率差距仍然具支撐。在主要央行中，日本央行最不可能取消寬鬆政策。星展集團看好受惠全球需求增長公司的投資機會。

日本股市

受到肺炎疫情惡化和疫苗接種速度較緩慢的影響，日本股市在2021年第2季相對於美國和歐洲股市表現不佳。

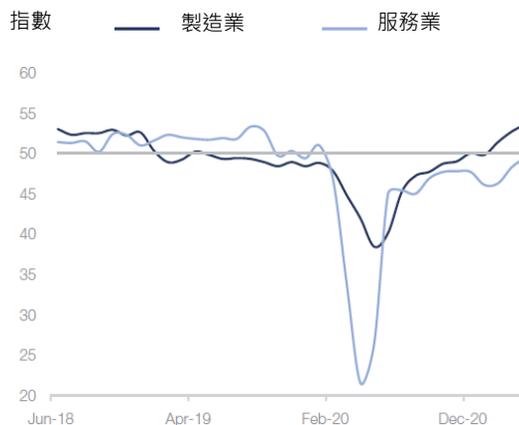
隨著奧運會和即將舉行的選舉時程接近，相信這種情況應該很快得到解決。政府制定了加速接種疫苗和控制病毒擴散的具體措施。可以肯定的是，由於新一波疫情打壓了信心，國內投資情緒較為疲軟，抑制了消費者在非必需品和服務上的支出，並加劇了消費者對通貨緊縮預期。國內需求回復仍需要一段時間。

然而，在美國和中國引領的強勁出口需求、全球新科技需求以及數位化和電氣化的推動下，製造業活動仍然強勁。

預計日本經濟在2021年第1季呈現萎縮後，第2季仍將停滯不前，下半年才會呈現溫和復甦。

日股年初時表現強勁，但第2季的表現受變種病毒和那斯達克指數波動影響。星展集團認為，隨著美國和歐洲帶動的全球經濟復甦與正常化，最差的情況應已過去。日股評價面變得具有吸引力，股市殖利率與債券殖利率差距 (yield gap) 仍可望支持日股。在主要央行中，日本央行是最不可能取消寬鬆貨幣政策。

服務業表現較疲弱



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

通膨是受歡迎的

近幾個月，市場對關於通膨的爭論愈演愈烈。由於金屬和原油價格上漲、半導體晶片和原物料供不應求，以及全球央行向市場注入流動性，和大規模的景氣刺激計劃，引發高通膨的擔憂。

然而，對於一個儘管長期維持零利率，且通膨持續低於目標的國家來說，通膨應該是受歡迎的。日本最新的通膨數據顯示仍面臨通縮壓力；因此，預期日本央行將維持寬鬆貨幣政策，即量化寬鬆、負政策利率和控制公債殖利率於0%的目標不變。

出口成長回升



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

全球通膨上升對日本應是正面的。傳導機制是通過更高的國外利率和利差的擴大，日圓走弱提升日本的出口競爭力。

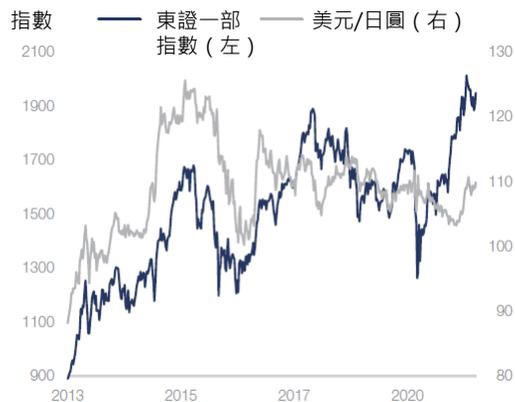
然而，美國縮減量化寬鬆政策的影響多空摻雜。美國公債殖利率上升和縮減購債規模的時程將早於日本，可能會提升日圓的避險需求，吸引外國資金流入，而日圓走升則對股市不利。

企業獲利和評價

日本企業2021年第1季財報數據強勁。評價已脫離高峰水準，但仍處於歷史區間的上緣。稅前息前利潤（EBIT）和稅息折舊及攤銷前利潤（EBITDA）已回復至疫情前水準，主要是受週期性類股的推動，其獲利也超乎市場預期。

然而，多數行業公佈的前瞻獲利普遍低於預期。認為這可能是由於疫情導致經濟重啟速度放緩的預期上升和行業特殊因素。就星展集團觀點，價格對正面結果的反應並不明確，投資人應尋找基本面強勁但價值面遭到低估的行業。

日圓走弱有利日股



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

慎選投資機會，受惠全球需求成長，包括在半導體設備、貿易公司、工業自動化、汽車和電競遊戲領域具有競爭優勢的日本公司。內需產業的化妝品和銀行等面臨風險，除非能夠透過大量海外貢獻緩解內需疲軟。

主要產業前景

半導體設備。企業普遍上調2021年設備市場10%至20%，並預估盈利將創歷史新高。這主要是由於半導體製造商大幅的資本支出計劃。例如，台積電計劃從2022年開始進一步增加資本支出，英特爾將在2022年恢復大規模投資，中國半導體製造商也正在擴大資本支出。

工業自動化。2021年第1季的財報大致符合預期，但獲利前景普遍低於市場預期。部份公司指出，目前強勁的需求可能無法持續，預計夏季訂單成長趨勢會放緩。然而，星展集團認為這些公司可能低估了短缺所帶動的全球資本支出，以及大規模的刺激方案。對工業自動化類股維持建設性觀點。

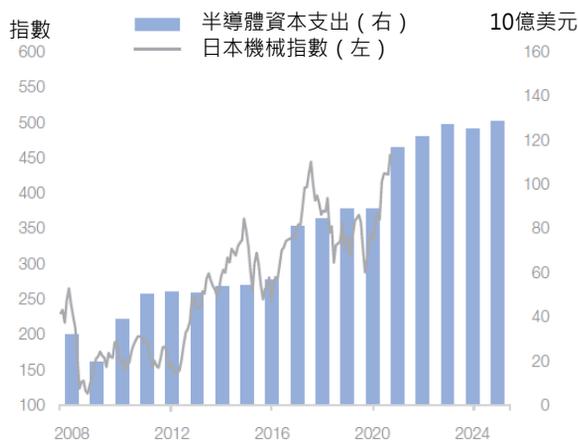
評價面未過高



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

貿易公司。目前的環境對貿易公司仍是有利的。對前景充滿信心的跡象，部份公司正在加強其股東回報政策，宣布額外的股票回購和提高2022年3月的股息。管理層對商品價格預估保守，然而鐵礦砂、銅和原油價格仍在高點，因此星展集團認為應該有機會上調預估。

機械業的評價受惠於資本支出的趨勢



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

電玩遊戲公司。2021財年因居家需求而推出一系列強勁產品後，2022財年的產品規劃時程疲軟，因此電玩遊戲公司獲利前瞻多不如預期。星展集團認為遊戲發布的平淡期間通常是買入優質電玩遊戲公司的好機會。

汽車。全球對非必需性消費的支出應會隨著通貨再膨脹趨勢而繼續上升，而日本汽車出口商是美國經濟重新開放的最大受益者。預計其市佔比將加速提升，原因是 1) 半導體庫存充足，生產不受全球半導體短缺的影響；2) 日圓疲軟有利日本汽車製造商的全球競爭優勢。

化妝品。儘管盈餘上升，但公司前瞻獲利不如預期，顯示仍需較長時間復甦。日本延長緊急事態，取消入境銷售和免稅是常見影響因素。事實上，如果東京奧運無法舉行，該行業將面臨較高的失望風險。

銀行業。市場交易和費用/手續費收入穩定。有鑑於日本肺炎疫情再起，信貸成本的前景仍然是主要擔憂。

同時，儘管沒有宣布股票回購，但銀行將配發的股息意外上調。海外利率高的銀行應該會受益於海外利率的上升，因日本仍處於低利率環境。

日本汽車出口商是美國通膨再起的受益者



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月



復甦動能 逐漸浮現

2021年第3季亞洲不含日本股市

由於投資人擔心全球通膨風險、成熟經濟體逐漸解封以及亞洲地區肺炎疫情再度惡化，亞洲不含日本股市呈現震盪。星展集團評估主要經濟體的機會，並鼓勵投資人以長期投資的角度佈局。

亞洲不含日本股市

2021年第1季，亞洲不含日本股市表現強勁，但由於部份國家肺炎疫情惡化、美國公債殖利率上揚以及中美關係仍然緊張，第2季的表現相對落後。

星展集團認為，若市場焦點著重於第3季美國將進行討論減碼量化寬鬆和通膨疑慮持續，亞股表現將受到壓抑。由於新興國家（如東協）的金融市場高度依賴於外資，受到的影響可能較其他區域大。由於聯準會政策的不確定性，新興市場債和貨幣的走向也可能因為外資的態度而面臨壓力。目前成熟市場和新興市場所面臨的肺炎疫情並不一樣，預期成熟市場的表現可望受惠於經濟將逐漸解封，但新興市場則是還在與新一波疫情對抗中。

因此，星展集團下調亞洲不含日本股市的觀點至看淡，但對北亞的看法仍然正面；因為北亞以科技類股為主，並預期較不受美國聯準會政策調整的影響。

此外，也看好高股息殖利率的中國大型國有銀行、新加坡銀行和新加坡房地產信託（REITs）。

北亞

雖然近期的事件令市場的投資情緒趨於謹慎，但星展集團仍然建議投資人應以長期的角度思考。

從2020年的低點以來，北亞股市受惠於數位化和科技的快速發展，加上國內經濟和製造業活動的快速重新開放。例如，台股的晶圓代工和IC設計公司便有突出的表現。相同的，南韓的半導體、消費性電子、新經濟網路股和電池製造商也有良好的表現。

北亞市場表現仍然強勁



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

這種快速的復甦展現了數位化所帶動的強勁長期成長題材，包括生態系統和供應鏈的擴展。

中國新經濟和更廣泛的科技類股已經擺脫2019年緊張的貿易局勢和2020年肺炎疫情的陰霾，提供了有吸引力的長期投資機會。

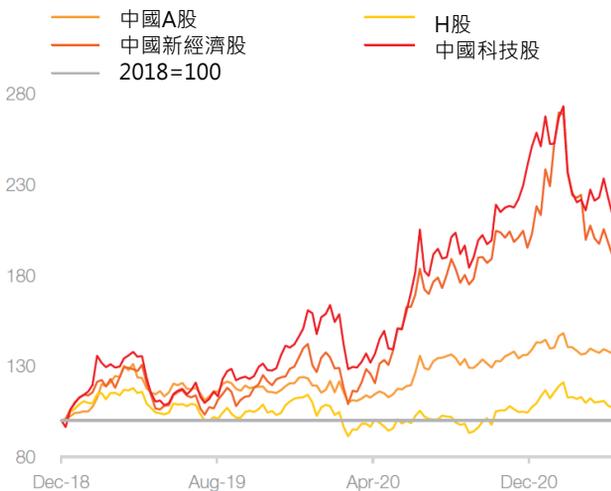
中國國內經濟活動反彈。世界上人口最多的中國，國內移動強勁反彈，也將帶動經濟持續復甦和更好的企業獲利前景。

休閒旅行的需求回升



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

強勁的中國新經濟和科技類股



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

國內鐵路交通運輸量反彈



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

近期勞動節假期，旅遊相關活動出現強勁的復甦；飯店、租車和其他旅遊相關支出是一年前的三倍。這段時間，大約有2.3億個旅遊行程，較2019年高出18%。即使邊境仍然關閉，但當地支出仍然穩健。2020年底時，至海南旅行的預訂升至新高；星展集團也預期數據將維持高點，這也顯示當地的氛圍非常樂觀。

領先指標。同樣的，多項主要指標顯示，企業獲利可望呈現強勁的復甦。許多工廠在2020年下半年已走出從肺炎疫情的影響，產能利用率持續處於高檔。經濟復甦的能力和維持製造業獲利能力將繼續支撐中國股市。

企業獲利回升



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

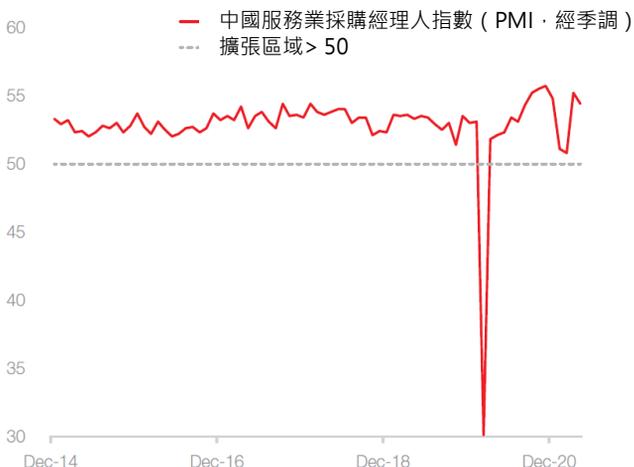
工業類股整體營益率具有彈性，2021年第1季的營益率升至6.5%，達數年來的高點。市場也普遍預期這個趨勢可望持續。

營益率呈現改善



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

當地消費仍然穩健



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

2020年第2季以來，中國服務業採購經理人指數（PMI）回升至榮枯值50之上；顯示景氣處於擴張。消費者氛圍和信心的急劇改善仍將支撐經濟持續擴張的主要因素。隨著服務業逐漸成為支撐國內消費的關鍵產業，將有助於維持官方的長期成長目標，並支持企業獲利成長。

亞洲地區的科技公司包括許多關鍵企業，如晶圓代工、IC設計和各種元件。星展集團預期這個趨勢可望持續，因

為IC、智慧型設備、高性能運算、電源管理和放大IC、RF混合訊號元件、電動化和圖形處理相關領域將繼續成長。

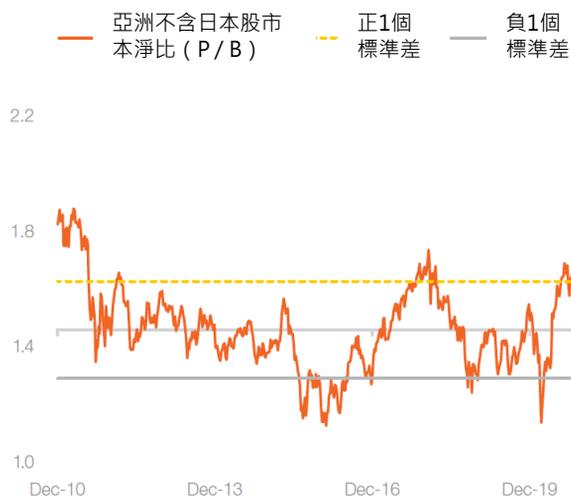
強而有力的跡像是多家上游科技公司決定提升資本支出計劃。科技類股的表現通常和資本支出高度相關，因為支出上升通常代表背後有客戶的承諾和對前景有較高的能見度。

亞洲科技類股受惠於資本支出上揚的趨勢



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

大中華股市的評價面較高



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

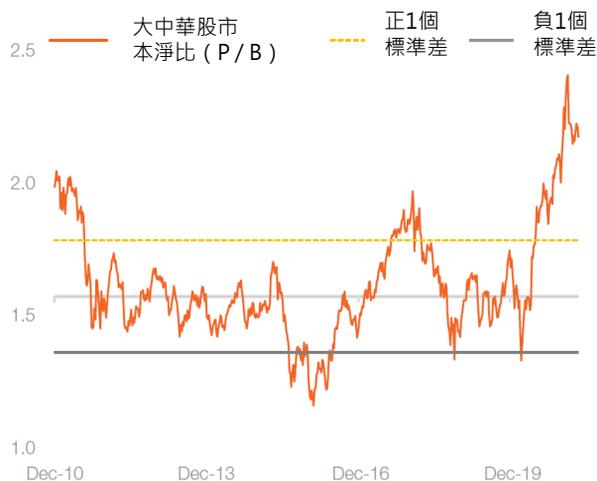
仍然看好大中華區股市。星展集團仍然看好大中華區，因為疫苗的推出使疫情大致獲得控制，且將持續受惠於全球的復甦。出口導向的經濟體，中國、台灣和南韓在許多產業仍具領導地位，包括科技、工業和原物料，在通貨再膨脹的環境可望受惠。特別是中國，在持續轉型、國內消費上升以及新經濟類股的蓬勃發展的趨勢下，企業獲利將呈現長期成長的趨勢，因此也為投資人提供吸引人的投資機會。

雖然亞洲不含日本股市和大中華股市的評價面存在溢價，但它們的獲利展望獲得很好的支持，因為該地區是第一個恢復正常的地區之一。

投資人應以長期的角度思考，佈局於基本面良好、評價面提升和長期成長趨勢的亞洲企業。

槓鈴策略的收益型資產部份，星展集團看好中國大型國有銀行和新加坡REITs的較高股息殖利率。

大中華股市的評價面較高



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

強勁的獲利前景可望支撐評價面



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

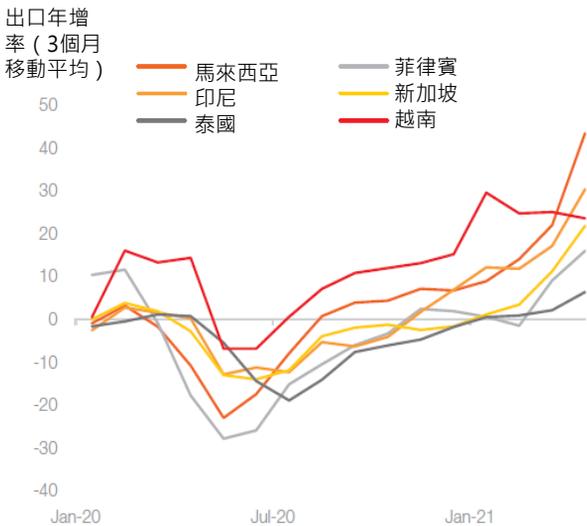
東協的復甦並未終止

東協市場在2021年第2季表現錯綜，投資人權衡全球通膨風險，成熟市場重新開放以及肺炎疫情再起。雖然東協國家的出口受益於由中美引領的全球經濟復甦，但受疫情衝擊，民間消費依然疲軟。

由於肺炎疫情再起和疫苗接種速度緩慢，東協經濟體的復甦延遲，受疫情影響將持續一段時間。現在最緊迫的議程將是實現群體免疫，包括疫苗採購和鼓勵民眾接種疫苗，並優先考慮主要旅遊地的疫苗接種。

同時，東協主要國家的政策利率處於歷史低點，藉以支持經濟復甦。儘管部份國家面臨通膨壓力，但預計央行將保持鴿派立場，平衡經濟可能面臨的風險。

出口帶動的復甦



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

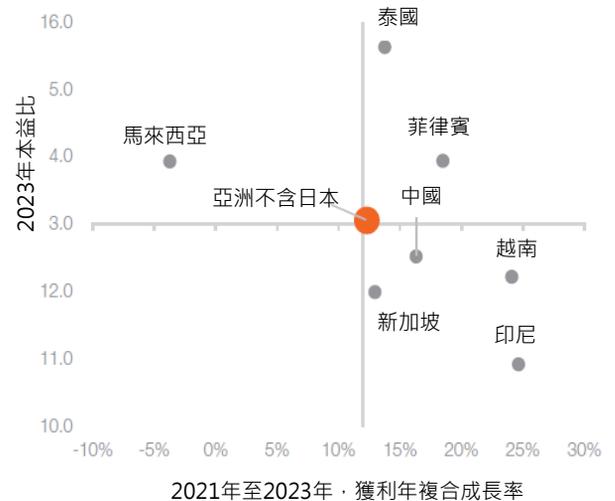
新一波的經濟封鎖也促使政府推出更多援助計劃來支持企業和家庭。財政赤字和債務比惡化，但信評評級機構認為經濟復甦和低利率環境應不會削弱資產負債表。

進入“現實”階段

從股票價格週期的“期望”階段開始，星展集團認為，“現實”階段將需要增長支持，其中產業和股票的選擇將有助於確定未來的報酬。投資人可能會關注近期市場的波動性，以及聚焦市場的長期前景。

獲利成長和評價面部份，新加坡、越南和印尼評價面相較未來成長潛力仍相對便宜。

本益比與獲利成長率



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

新加坡

新加坡的目標是在2021年第3季實現群體免疫，屆時經濟將逐漸重啟。看好支付較高股息的新加坡不動產投資信託（REITs），並預期一但經濟重啟評價面將獲得提升。此外，也看好新加坡的銀行，因收股息殖利率接近5%，且由於信貸成本低於預期，獲利也可望優於市場預期。

印尼

受美元和美國公債殖利率走升的影響，印尼股市在2021年第2季呈現波動。雖然市場正在復甦，但仍需要一段時間，因為若是聯準會開始減碼量化寬鬆，美國公債殖利率可能進一步上揚。

儘管如此，印尼的基本面依然穩健。市場和經濟正在經歷科技轉型。印尼兩大科技獨角獸正式合併，準備今年年底在印尼和美國雙重掛牌上市。

“Gojek”和“Tokopedia”合併後成為“GoTo”，市值約300至400億美

元，可望成為雅加達證券交易所（JSX）的第二大上市公司。中期而言，JSX的科技權重將從0%增加到10%至20%。

這樣的發展反映了數位化經濟的興起，透過創造共享經濟和促進消費，利用年輕的人口，改變了數百萬印尼人的生活。“GoTo”結合了移動和物流、電子商務和金融服務，貢獻GDP約2%。

星展集團認為，在新的數位化時代，印尼應是亞洲人口紅利的長期投資主題。銀行類股可望受惠於數位化轉型。

越南

越南是東協今年以來表現最好的市場，漲幅約22%。經濟受益於出口增長和通貨再膨脹，銀行、房地產和製造業等行業為主要受益者。銀行業受惠數字化程度的提升，網路銀行開戶快速，在低利率環境下，貸款資金也被運用於房地產和股市。

越南股市創新高



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

越南證券交易所的平均每日股票交易量超過10億美元，與新加坡接近。有趣的是，這主要歸功於當地投資人，外國投資者今年以來為淨賣家。

星展集團持續將越南股票視為對非核心資產的部位。

相對於其增長前景，泰國、馬來西亞和菲律賓評價面相對偏貴。馬來西亞缺乏可持續性的成長動力；電子和大宗商品行業應受益於全球供應短缺。在這三個經濟體中，泰國部份產業在這種環境下獲利能力更強。

泰國

因為正在加速疫苗接種，泰國經濟正在謹慎等待重新開啟。預期經濟增速在東協國家中將是最為緩慢的，其關鍵旅遊業不太可能很快恢復正常，因此經濟成長仍面臨下滑風險。同樣的，對於目前85%的獲利成長率，自去年的衰退55%顯著改善；如果今年經濟尚未完全開放，存在下修風險。

尋找基本面穩健且評價面便宜的股票，例如銀行類股。此外，肺炎疫情的贏家包括醫院，景氣復甦的贏家包括石油和石化以及受惠於電子商務趨勢的物流業。

精選亞洲投資主題

主題	受惠產業
數位化·5G	半導體、IC設計和雲端運算
電子競技	遊戲平台
人口老化	中國保險
高股息	新加坡REITs
	新加坡銀行
	中國大型銀行
亞洲內需消費	中國電子商務
政府刺激政策	中國大型國有銀行
	印尼消費
市場改革	中國A股
疫苗接種	旅遊業
	綜合渡假村
	印尼消費

資料來源：星展集團 2021年6月

當現金 也需要尋找出處

2021年第3季全球信貸

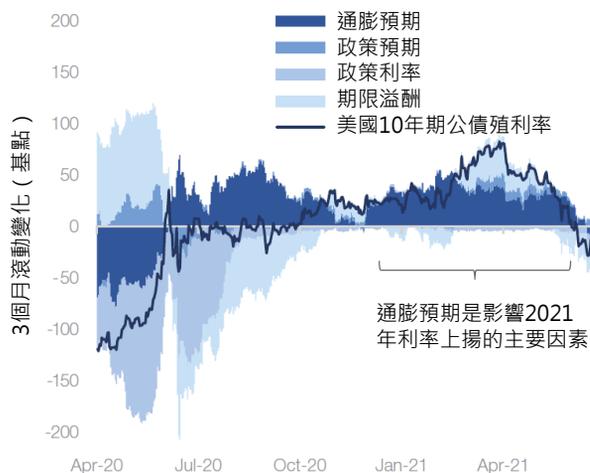
投資人對通貨膨脹的擔憂對債市的影響通常大於其他資產類別。關鍵在於管理可避免的風險。星展集團提出了信貸市場中，評價面較便宜且基本面呈現改善的領域。

全球信貸

市場逐漸消化通膨擔憂的影響。有別於過去十年通縮的預期，通膨的預期正處於2008年以來的高點。雖然傷害已經造成，但目前的市場定價機制總是對未來有健康的期望。

投資人對通貨膨脹的擔憂對債市的影響通常大於其他資產類別。概念上，債券提供固定未來現金流，最大部分則是到期時支付本金。通膨意味著這些固定的現金流將受到侵蝕；換句話說，隨著時間的推移，受到通膨的影響，未來的購買力將會降低；債券償還所需的時間越長，風險越高。因此，通膨也會導致債券殖利率上升（或價格下跌）。毫無疑問，通膨預期是導致2020年8月左右美國公債殖利率曲線開始趨於陡峭的關鍵因素。

較高的通膨預期，更高的利率

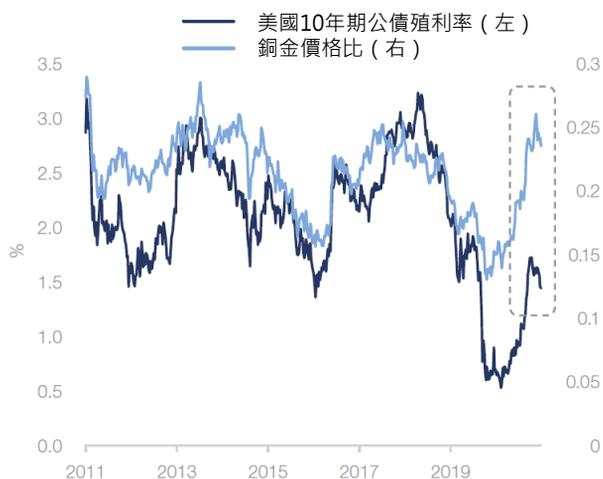


資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

債券投資人的惡夢結束了嗎？美國10年期公債殖利率從去年的低點上升了超過100個基點，投資人最大問題肯定是這樣的波動是否已經結束。由於商品價格飆升是導致通膨預期上升的重大因素，星展集團認為，可以用商品價格評估未來數月利率風險。

評估銅金價格比。值得注意的是，銅價與黃金價格之間的比例過去曾經是美國10年期公債殖利率走向有效的領先指標。邏輯是直截了當的，銅是一種用於高度週期性產業的工業金屬，如建築和機械製造（如電機零件），而黃金則是安全性資產。因此，銅金價格比是評估市場風險胃納的指標。當銅金價格比較大時，通常代表相較於無風險性資產，市場相對偏好風險性資產，且公債殖利率呈現上揚。反之亦然。

殖利率可能仍有上揚空間



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

上揚的風險高於下滑的風險，因為目前銅金價格比的水準顯示，10年期公債殖利率應接近3%。雖然這個比率並非決定性，但仍然對債券投資人仍是一個參考依據，因為這種基於商品的評估指標（商品本身是供應面通貨膨脹的因素）顯示利率可能有上揚的風險時，債券投資人應避免存續期間過長的風險。

持有現金也存在風險。當面臨通膨的威脅時，一般的觀念是避免所有固定收益。然而，投資通常沒那麼簡單。單純因為安全性只選擇持有現金，而未佈局固定收益的投資人將會發現這樣的決策是錯誤的；因為，在低利率環境下，現金幾乎沒有收益，但固定收益則仍有正殖利率（特別是部份信貸市場）。

聯準會不太可能會獎勵持有現金的人。有些人會認為升息速度可能較預期早，這也將使現金存款利率上升，但這不太可能有意義的改善現金報酬。首先，肺炎疫情後，全球債務飆升，若是升息速度過快，幅度過大，將會威脅到債務的可持續性。其次，聯準會採取平均通膨目標框架的轉變代表會容忍通膨高於2%；因此，存款利率的上調將落後通膨的上揚。

留意風險。藉由這樣比較，似乎利率

持有現金的人可能認為他們避免了所有投資風險，但當發生通貨膨脹風險時，持有現金便是冒險的行為。為了追求與通膨接近或高於通膨的固定收益，投資人可藉由評估信貸市場的風險管理，進而在當中發掘合適的標的。

投資等級債 (Investment Grade : IG) 總是比高收益債 (High Yield : HY) “更安全” 嗎？ 假設一個投資人已經認知持有現金不是一個好的解決方案，下一步可能會是持有純IG的投資組合，優先考慮避免虧損。但那個投資人將會驚訝的發現，2021年到目前為止，這樣的策略表現並不理想；全球IG平均報酬率為負1.9%，而全球HY的平均報酬率則為2.1%。隨著利率波動的上升，對利率變動敏感度較高（或存續期間風險）的債券面臨較大的風險。過去十年，IG指數的平均存續期間顯著上升，而HY指數的平均存續期間則反而呈現下滑；這也是IG對趨於陡峭的殖利率曲線較為敏感的原因，也解釋了為何IG表現不佳。

IG與HY存續期間風險分歧



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

此外，許多人可能會驚訝的發現，除了存續期間風險外，IG相對HY還面臨較大的信用風險。當然不是說HY比IG“更安全”；一般的認知是，HY相對IG存在較高違約的風險。然而，由於指數成份的改變，IG指數的信用評級已經出現下滑的情況，而HY指數則呈現改善。

魔鬼藏在細節。深入研究後，星展集團發現，2011年時，BBB等級佔IG指數的比重低於29%，但2020年底已大幅升至48%之上；由於過剩流動性，有更多IG的發行人能夠在債市取得資金。

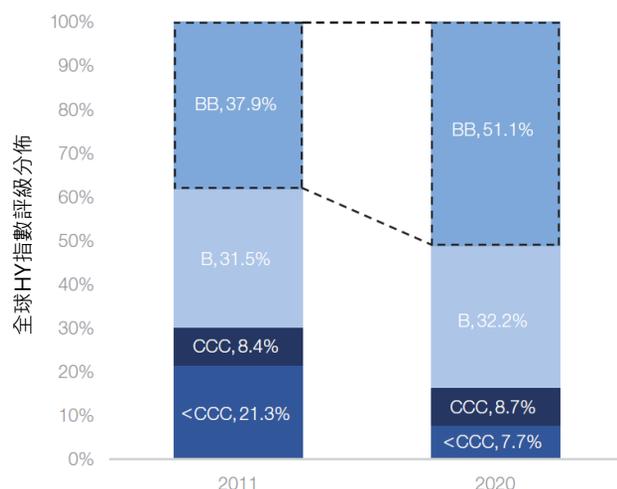
IG的信用品質轉差



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

HY指數的品質改善。2011年時，BB和CCC等級佔HY指數分別約38%和30%；2020年時，BB等級佔HY指數已升至51%，而CCC等級則是已降至16%。

HY的信用品質改善

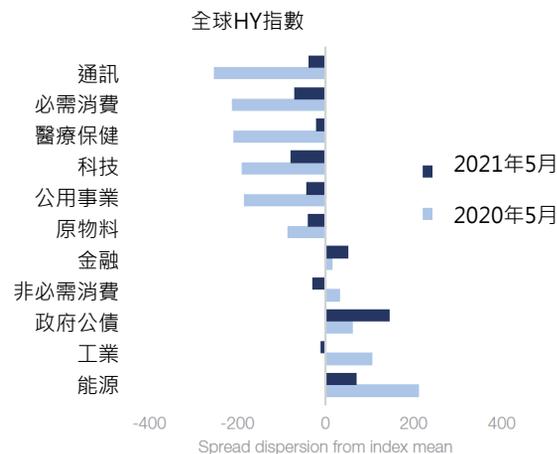
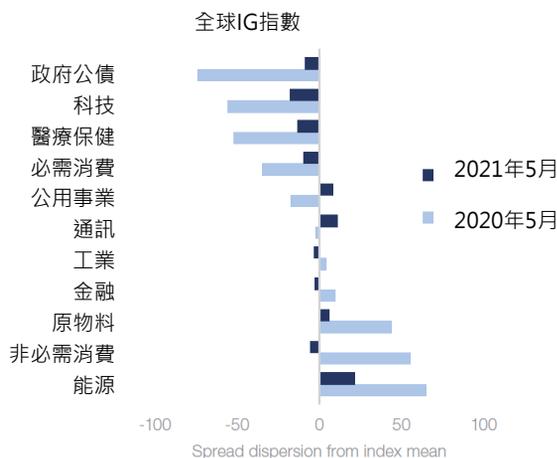


資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

去十年中，那些從IG遭到下調至HY的“墮落天使 (fallen angels)”反而提升了HY指數的平均信用品質。

評價面部份。由於流動性過剩，債券目前正處於數十年來最貴的水準。除了全球信貸殖利率處於歷史低點附近外，各產業的利差也較去年大幅縮小，這意味著投資人現在認為產業間利差並無太大的差異。

各產業的利差較去年大幅縮小



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

An aerial night view of a city street corner. The scene is illuminated by streetlights and building lights. A yellow taxi is crossing a zebra crossing. A black van is parked on the street. Pedestrians are walking on the sidewalks. A building with large windows is visible on the left, and a building with a lit-up entrance is on the right. The text is overlaid on the image.

趨於穩定 但走勢分歧的 外匯市場

2021年第3季全球外匯市場

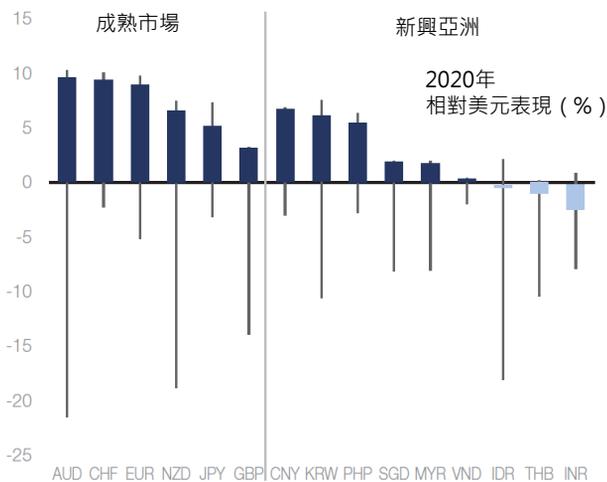
在2020年的大幅波動後，疫苗接種普及和改善的經濟前景使全球外匯市場逐漸趨於穩定。儘管如此，成熟市場和新興市場在對抗肺炎疫情的表現不一，也導致外匯市場的表現呈現分歧。

全球外匯市場

2021年外匯市場的波動未如2020年時劇烈，且走勢較為穩健和分歧。肺炎疫情期間波動最大的澳幣，今年的交易區間約6至7%，大幅低於去年的40%。今年第1季在美國的刺激政策和疫苗逐漸普及的帶動下，經濟呈現顯著的復甦，也舒緩了去年表現疲軟的美元的貶值壓力；不過，升值的空間則是因聯準會在4月至5月的態度傾向鴿派而受到限制。成熟市場（DM）和新興市場（EM）貨幣的表現在肺炎疫情的干擾下呈現輪動。由於DM囤積疫苗，但EM面臨疫苗短缺，DM貨幣表現優於EM貨幣。也就是說，負殖利率的DM貨幣（如日圓、瑞郎和歐元），未來當美國聯準會（FED）逐漸收回疫情期間所採取的寬鬆措施時，將面臨較大的風險。

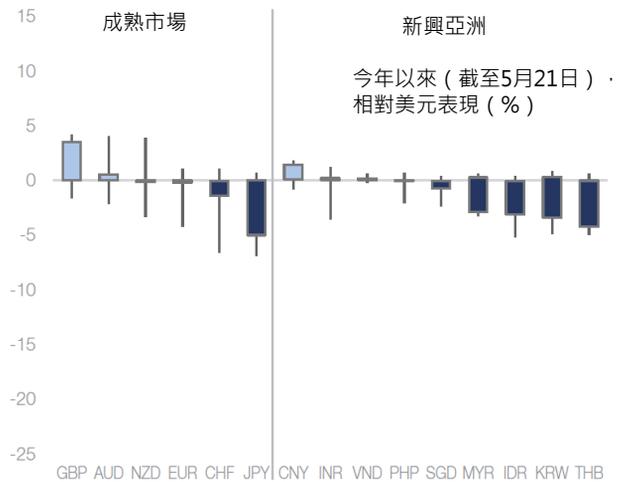
美元指數（DXY）今年介於89至94之間波動。在去年大幅下跌13%後，美元呈現盤整應屬合理。聯準會和其他成熟市場央行均採取量化寬鬆措施，藉以支撐受肺炎疫情影響的經濟。但是，美元在第3季可能重新回到升勢。聯準會認為受到基期因素的影響，通貨膨脹暫時出現較大的升幅；美國企業在大宗商品價格上揚的壓力下，也上調產品價格，藉以彌補成本上揚。美國通膨上揚也導致實際利率轉為負值和市場對公債殖利率的擔憂，進而對金融穩定也產生風險的疑慮。因此，市場也出現了聯準會可能在今年底開始減碼量化寬鬆的預期。市場目前普遍認為，聯準會可能在8月進行的傑克森霍爾（Jackson Hole）研討會中進行討論。

2020年美元面臨較大壓力的一年



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

2021年外匯市場走勢較為穩健和分歧

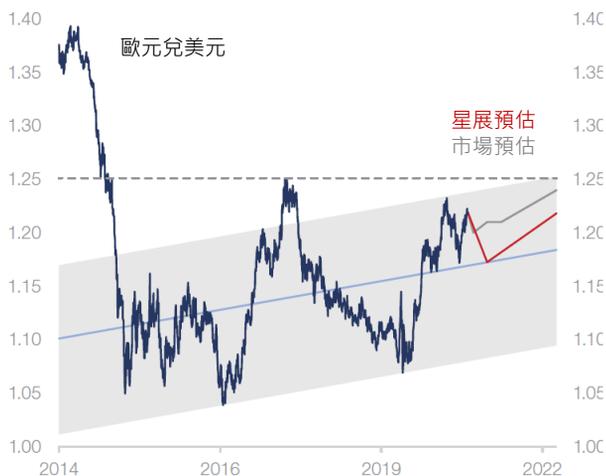


資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

歐元是一個負殖利率的貨幣；當聯準會採取較不鴿派的立場和美國公債殖利率曲線趨於陡峭時，歐元將面臨較大的貶值壓力。儘管受惠於疫苗逐漸普及，歐元區的經濟前景呈現改善，但預期歐洲央行（ECB）將會維持寬鬆政策確保良好的金融情勢，能夠因應肺炎疫情的干擾。看好歐元的投資人預期ECB可能會提早減碼將於2022年3月到期的肺炎疫情緊急購買計劃（PEPP：Pandemic Emergency Purchase Programme）。義大利10年期公債殖利率相對於歐盟國家的利差從2月12日的低點91個基點，在5月20日已擴大到118個基點。歐洲系統風險委員會警告，一旦收回支持景氣政策的相關措施，可能很快的會出現企業破產潮。歐洲央行評估，若美股下跌10%，將可能影響歐元區的復甦。歐盟3月經常帳餘額已自去年9月的292億歐元大幅降至178億歐元。截至6月16日為止，歐盟已有45.6%的人口已經至少接種一劑肺炎疫苗。

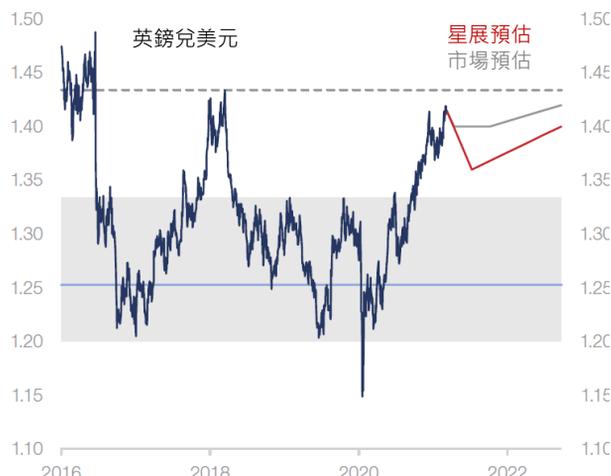
英鎊兌美元在5月貶破1.40後，回升至1.42。今年以來（截至6月17日），英鎊已升值1.8%，為今年第二強的G10貨幣。除了聯準會在4月至5月期間態度傾向鴿派之外，英國經濟情勢良好、肺炎疫苗接種迅速、較高的公共支出以及3月宣佈的減稅措施，均支撐英鎊表現。截至6月15日，英國已有61.9%的民眾接種至少一劑肺炎疫苗。看好英鎊的觀點主要基於英國2021年的成長前景，英國央行（BOE）於6月6日上調今年的經濟成長預估至7.5%，高於美國超過6%的成長率。儘管如此，英國並沒有美國高通膨和開始討論減碼量化寬鬆的壓力。

歐元盤整於1.18至1.23



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

英國基本面相對較弱，英鎊呈現超買

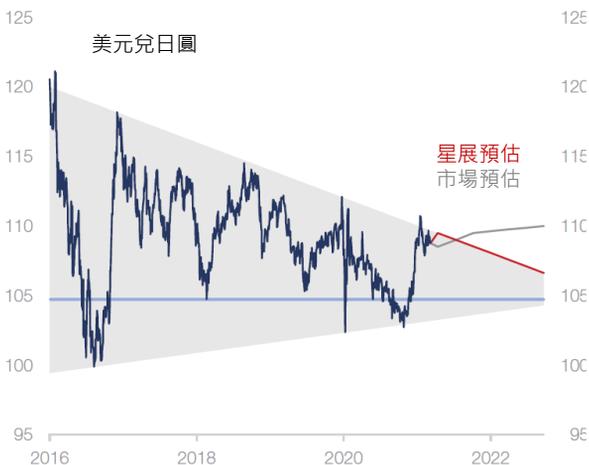


資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

日圓是今年表現最差G10貨幣。在美國公債殖利率上揚的環境下，負殖利率日圓表現面臨較大的壓力。儘管其他成熟經濟體的通膨風險較高，但日本將2021年會計年度的核心消費者物價指數 (CPI) 預測從0.5%下調至0.1%。4月整體CPI年增率為負0.4%，已連續第七個月呈現負值。更重要的是，日本的肺炎疫苗接種速度落後美國、英國和歐盟。截至6月16日，日本只有15.8%的人口至少接種一劑疫苗。經過兩季的正成長後，今年第1季實質GDP呈現衰退。日本央行 (BOJ) 指出，將擴大9月到期的肺炎疫情援助措施。

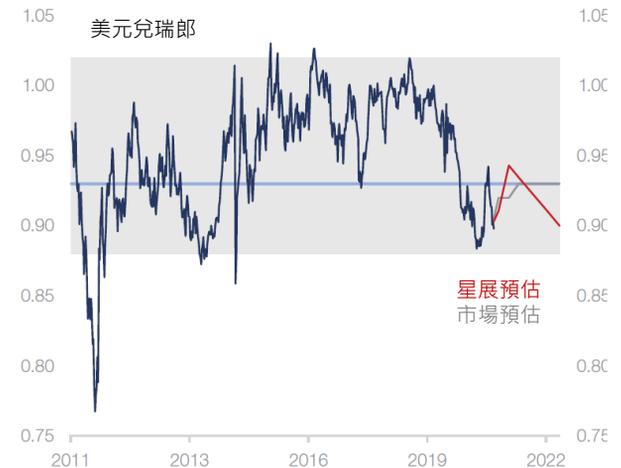
瑞郎在4月至5月美元走弱的期間，表現優於日圓。如同歐盟，瑞士接種疫苗的情況也追上了美國。截至6月13日，瑞士有43.4%的人口接種了至少一劑疫苗。瑞士已經開始逐漸放寬限制，並計劃開放完成疫苗接種的旅客入境。此外，4月中旬美國財政部的外匯報告撤銷了去年12月川普政府將瑞士標記為貨幣操縱國的決定。瑞士經濟研究所指出，GDP成長率將從去年的負3.0%反彈至2021年的3.7%，高於央行 (SNB) 2%至3%的預測。4月消費者物價指數 (CPI) 年增率自2020年以來首次轉正，達0.3%；但仍低於SNB的目標 (2%)。SNB仍然以負利率和干預外匯市場管理貨幣政策。整體而言，今年第1季，瑞郎已經展現出美國公債殖利率上揚時所面臨的風險，且可能受到美國聯準會討論減碼量化寬鬆措施的干擾。

陡峭的美國公債殖利率曲線，壓抑日圓表現



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

瑞郎未能升破過去數年的壓力



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

今年以來，澳幣兌美元如預期於0.70和0.80之間呈現盤整。儘管大宗商品價格呈現上揚，且經濟前景較佳，但澳幣兌美元未能突破0.80價位。雖然澳洲在對控制肺炎疫情相當成功，但疫苗普及的速度緩慢。儘管限制措施有所放寬，但在2022年期中選舉前，邊境要完全重新開放的機會偏低。同時，澳洲與中國兩國關係惡化，將繼續衝擊航空業、旅遊業、房地產業和大學等重要部門。澳洲央行（RBA）對於升息也設定了高標準，預期可能在2024年採取升息措施。RBA預估失業率需要下滑至接近4%的水準，遠低於肺炎疫情前的5%，藉以提升薪資成長率於3%，並維持通膨於2%至3%的目標。官方預期未來數年將採取赤字預算，藉以支撐中期成長，並將失業率降低至肺炎疫情前的水準。

紐幣兌美元從去年肺炎疫情中復甦，今年的交易區間介於0.67至0.75。今年以來，儘管商品價格上漲，但紐幣兌美元在今年前五個月的波動大致介於正負4%。在相對的基礎上，今年下半年紐幣走勢可能趨貶。經濟成長、通貨膨脹和失業率前景，紐西蘭均不如美國。雖然紐西蘭央行（RBNZ）不再考慮負利率，但也不會很快將寬鬆貨幣政策回歸正常化。財政部已經提出預算案，預期淨核心王室債務（net core Crown debt）佔GDP比率將從2020年的26.3%增加至2021年的34.0%，2022年將再成長至43.8%；而經常帳赤字佔GDP則分別為1.8%、2.7%和3.4%。此外，官方採取措施抑制過熱的房地產，並由2022年中期，從其住房稅收政策發生變化；並警告房價上漲的幅度在2022年中前將大幅修正。截至6月16日，紐西蘭已有11.8%的人口接種至少一劑肺炎疫苗。

澳幣在0.70至0.80的區間偏貴



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

紐幣兌美元在0.68至0.75區間並不便宜



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

經歷了約一年的貶值走勢，美元兌人民幣約於6.40至6.60區間盤整。4月至5月推升人民幣的因素已逐漸消失。今年第1季中國實質GDP年增率高達18.3%應已達高峰；市場普遍預期成長率將逐漸趨緩至第4季的5.0%。另一方面，國務院誓言要打擊商品市場“惡意炒作”的情況之後，商品價格在5月時呈現修正。人民銀行（PBOC）5月23日重申，人民幣將在“合理和平衡”的水準上“基本上穩定”。整體而言，中國並未傾向透過人民幣升值因應今年較高的通貨膨脹壓力。無論如何，4月消費者物價指數（CPI）年增率處於0.9%，遠低於官方3%的上限。隨著美國準備與中國進行第一階段貿易協議的討論，人民幣有理由維持穩定。第1季，美國對中國的貿易逆差較去年擴大了45.7%。

人民幣將在價格通道內震盪整理



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

星展集團主要匯率預估

	11 June	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
美元兌人民幣	6.3987	6.60	6.58	6.57	6.55	6.54	6.52
美元兌港幣	7.7616	7.77	7.78	7.78	7.79	7.79	7.80
美元兌印度盧比	73.076	75.0	74.8	74.6	74.4	74.2	74.0
美元兌印尼盾	14,189	14,700	14,600	14,500	14,400	14,300	14,200
美元兌馬幣	4.1085	4.20	4.18	4.16	4.14	4.12	4.10
美元兌菲幣	47.701	49.0	48.7	48.3	48.0	47.7	47.3
美元兌新幣	1.3260	1.36	1.35	1.35	1.35	1.34	1.34
美元兌韓圓	1,111	1,150	1,145	1,145	1,140	1,140	1,140
美元兌泰銖	31.087	31.8	31.6	31.5	31.3	31.2	31.0
美元兌越南盾	22,944	23,100	23,070	23,030	23,000	22,960	22,930
澳幣兌美元	0.7708	0.75	0.76	0.77	0.78	0.79	0.80
歐元兌美元	1.2109	1.17	1.18	1.19	1.20	1.21	1.22
美元兌日圓	109.66	109	109	108	108	107	107
紐幣兌美元	0.7130	0.70	0.71	0.72	0.73	0.74	0.75
美元兌瑞郎	0.8983	0.94	0.93	0.93	0.92	0.91	0.90
英鎊兌美元	1.4112	1.36	1.37	1.38	1.38	1.39	1.40
美元指數 (DXY)	90.555	94.0	93.2	92.4	91.6	90.8	90.0

資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

復甦動能 逐漸增強

另類投資：黃金 2021年第3季

2021年第1季黃金表現疲弱；由於壓抑價格的因素出現逆轉，黃金價格第2季呈現上揚。除了市場波動度上升外，黃金也增強了作為避險工具的有效性。對黃金的中期前景保持樂觀。

另類投資：黃金

2021年第1季黃金表現疲弱；由於壓抑價格的因素出現逆轉，黃金價格第2季呈現上揚。除了市場波動度上升外，黃金也增強了作為避險工具的有效性。

星展集團預期金價在2021年第3季將繼續獲得支撐，上述因素仍將有利黃金走勢。公債殖利率偶爾會出現上揚，預期美國10年期公債殖利率在年底將升至2%。重要的是，影響殖利率上升的不確定性是聯準會升息的前景。

當實質通膨率上升，且聯準會繼續按兵不動時，黃金往往表現良好。直觀上，黃金是一種硬資產，對消費者價格進一步上升的預期可能會開始提振對黃金的避險需求。隨著經濟重新開放，未來數月通膨預期可能會更高。

同樣，在全球金融海嘯之後，隨著美國公債殖利率下滑和殖利率曲線趨於平坦，實質收益率在2011年轉為負值，這在很大程度上是由於歐元區債務危機和聯準會的量化寬鬆（QE）2的扭曲操作。同時，由於油價上漲和全球金融海嘯後的擴張，美國消費者物價指數（CPI）數據全年均呈現上揚，黃金價格也呈現走升。這顯示實質利率與金價之間的相關性很緊密。因此，若未來數月負實質利率擴大，黃金價格也可望走升。

實質利率和金價



資料來源：彭博·星展集團·2021年6月

黃金作為避險貨幣。同時，美元前景混沌不明，主要貨幣仍未突破今年的交易區間。成熟市場貨幣的表現優於新興亞洲貨幣。在通膨上升和肺炎病毒再起的情況下，亞洲貨幣需避險，同時也提升亞洲投資者對黃金的避險需求。

歷史經驗顯示，黃金的表现已被證明優於主要貨幣，包括歐元、人民幣、澳幣和美元指數。因此，星展集團認為黃金可以被視為保值貨幣的工具，尤其是在目前利率接近於零的情況下。

黃金和不確定性。地緣政治風險在2021年第2季上升，因為中東衝突加劇，中美俄之間因人權、網路攻擊和圍繞半導體晶片短缺的政治緊張局勢升級。全球不確定性指數等指標顯示出正向相關性，顯示黃金的對沖和避險特性。

不確定性環境下的避險工具



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

黃金和主要貨幣表現



資料來源：彭博，星展集團，2021年6月
註：指數化不含利息計算

對實體黃金的需求正在上升。由於主要央行希望提高黃金配置作為外匯儲備管理的一部分，以及科技的運用，因此對黃金的潛在新需求增加。儘管對ETF的投資仍然多變，但最近加密貨幣的高波動度和價格下跌也為黃金作為更穩定的替代投資提供了機會。

總之，黃金與總經面的不相關性使其成為抵禦通膨上升、貨幣疲軟和波動度加劇的有效避險工具。

實體黃金軋空。鑑於黃金供應有限，在以下情況下可能會出現需求上揚，這可能會增加對實體物黃金的需求：

1. 自去年 10 月以來，ETF 持有黃金存量一直處於下降趨勢，淨銷售額為 190 億美元。巧合的是，比特幣淨購買量上升，市場價值增加了 3880 億美元。隨著比特幣貶值，投資可能轉移到黃金。使用一些預測者用來評估比特幣的相同類比，根據比特幣目前市值約 6430 億美元，這相當於 3.43 億盎司黃金或四年新開採量，以滿足比特幣投機者，因為每年僅開採約 8000 萬盎司黃金。
2. 巴塞爾協議 III 的實施已經有一段時間了，但到 2022 年 1 月將面臨嚴格的最後期限。在巴塞爾協議 III 下，實體黃金分配將成為一級資產，而未分配的黃金將從 50% 增加到 85% 的穩定資金要求。星展集團認為，這可能會增加對實體黃金的需求。

比特幣規模與黃金 ETF 持有量



資料來源：彭博，星展集團，Blockchain.com，2021年6月

銀

銀的價格可能受惠於作為貴金屬和工業金屬的雙重性質。因此，銀價應以銅和黃金為指引。2021年銀的需求可能會因工業用途的增加而受到提振，隨著疫情後經濟重新開放以及電動化的新趨勢（電動汽車、5G、太陽能電池板、綠色能源）將增加製造需求。

與黃金相比，截至5月4日，銀的現貨價格接近每盎司27美元，仍比1980年的高點49.45美元低46%，而黃金在2020年8月已創下每盎司2,063.54美元的新高。但與供應有限的黃金不同，白銀價格高於30美元時將面臨強勁供應量的壓力。

銀是銅、鉛和鋅等其他基本金屬的副產品，預計這些金屬的產量將隨著全球經濟復甦而增加，從而增加對銀供應量；55%的銀來自這些基本金屬，其餘的主要來自銀礦。根據美國地質調查局的數據，銀礦和儲量已達到頂峰，產量逐年下降。隨著行業中期作為投資資產的需求不斷增加，預計實體銀的“自由流通量”將會縮小。

黃金礦業

黃金和銀礦業股票可望受惠於需求增加和價格上漲。去年，在全球經濟封鎖的情況下，該產業開採的黃金和銀數量有所減少。星展集團相信今年將是礦工的產量增長故事。在2021年第1季的財報中，礦業公司表達了樂觀的勘探進展和併購機會。因此，今年產量應更高。因此，儘管受到更高的運營成本（如工資和燃料價格）的威脅，採礦商應該能夠以更高的產量維持總成本。

金礦公司創造強勁現金流，其資產負債表管理良好，與早期為併購支付過高的費用形成鮮明對比。

星展集團看好大型資深礦商，並認為這些礦商表現出更好的成本和投資組合優化，以及更高的ESG評級。

保持建設性觀點

對黃金的中期前景保持樂觀。黃金的預測價格仍為每盎司2,000美元，銀的預測價格為每盎司30美元。

金價預估區間

	美元指數			
	85	90	95	100
1.0	2,185	2,093	2,001	1,909
1.2	2,163	2,071	1,978	1,886
1.4	2,140	2,048	1,956	1,864
1.6	2,117	2,025	1,933	1,841
1.8	2,095	2,002	1,910	1,818
2.0	2,072	1,980	1,887	1,795

美國十年期
公債殖利率
(%)

資料來源：星展集團 2021年6月

原油

庫存下滑，支撐油價表現

今年以來，隨著全球庫存水準的正常化，油價持續呈現多頭走勢。布蘭特原油價格在第1季短暫地觸及每桶70美元後，於65美元附近波動；油價的復甦較星展集團預期快。今年初，油價大約處於52美元；2021年的前幾個月，便出現了強勁的上揚走勢。一系列正面的新聞支撐油價的多頭走勢，包括石油輸出國組織與盟國（OPEC+）決定推遲增產時間至2021年4月，而且增產的速度將為漸進式。此外，也有其他供給中斷的情況，包括德州的冰風暴也導致供給趨緊。

需求的復甦也大致符合預期；4月全球原油需求已經高於2020年的均值，約每天400萬桶；星展集團也預期石油需求可望持續復甦，特別是第3季的季節性旺季，因為美國和歐洲等成熟經濟體繼續解封。這也導致經濟合作與發展組織（OECD）原油庫存降至五年均值以下，且肺炎疫情的利空逐漸消失，因此油價獲得支撐。再加上疫苗逐漸普及的樂觀預期和美國財政刺激措施，油價在可預見的未來似乎相對獲得良好地支撐。關鍵風險是印度疫情危機的影響，但預期對全球原油需求量的影響將是有限的（若在第2季後不再進一步惡化，每日約30至40萬桶的負面影響）。

2021年以來，全球原油庫存大幅下滑支撐油價走勢



資料來源：彭博，星展集團，2021年6月

星展集團上調2021年的預測。布蘭特原油價格2020年的均價約為每桶43美元。我們預期2021年受到需求回升（從2020年的下滑約900萬桶回升至增加每日約550萬桶），雖然供應仍然受到OPEC+減產協議所限制（星展集團預期今年可能增加300萬桶，但仍低於需求的增幅）。這將導致庫存降低，並支撐油價表現。星展集團將2021年布蘭特原油均價預測提高至每桶65至70美元；2022年部份，預期OPEC+有紀律的減產，但面臨美國可能逐漸取消對伊朗的制裁和美國頁岩油成長的情況，因此均價預估維持於每桶65至70美元。

展望未來，星展集團認為，由於上游近年來的投資一向不足，將影響非OPEC產油國的供應成長，一旦需求恢復到肺炎疫情暴發前的水準，且OPEC的閒置產能降至正常水準，2022年後原油價格可能升至每桶80美元或更高。

儘管伊朗的供應可能回歸，但OPEC+的承諾仍然堅定。OPEC+在1月至3月的會議僅同意今年前四個月略微增產。隨後，沙烏地阿拉伯也單方面表示將自願每日減產100萬桶（至4月）。儘管4月OPEC+會議出現了降低減產的跡象，但將逐漸校準。因此，星展集團認為，7月OPEC+會議可能每日增產200萬桶，但這可能符合季節性和周期性的原油需求增加，將不會導致價格崩盤。

星展集團認為，未來數月美國和伊朗核協議談判可能有所進展，這可能使美國今年下半年某個時候將去除對伊朗石油出口的制裁。若是如此，這可能導致在短時間每日增加100至150萬桶的供應，但OPEC+可能會考慮到這一點，並推遲進一步增產的計劃（今年另一個每日200萬桶增產計劃）至今年7月之後，藉以確保原油市場的穩定性。

2021年以來，OPEC仍然進行減產措施



資料來源：彭博·星展集團·2021年6月

伊朗目前每日產量低於2018年的高點約140萬桶



資料來源：彭博·星展集團·2021年6月

2021年至2022年季度平均油價預測 – 星展集團基本假設

每桶美元	1Q21A	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
平均布蘭特原油價格	61.5	68.5	70.5	67.0	66.0	67.5	70.0	71.0
平均西德州中級原油價格	58.5	65.5	67.5	64.0	63.0	64.5	67.0	68.0

資料來源：星展集團·2021年6月

一個電動化的未來

主題策略 – 電動車

自從特斯拉 (Tesla) 在2009年正式推出電動車 (EV) Roadster，EV市場逐漸逐漸成為主流。2020年是全球EV的關鍵年度；因為即使整體汽車銷售量衰退14%，但EV的銷售量卻成長了40%。我們深入潛出分析電動化趨勢的潛在利多和受惠者。

電動車

一個勇敢的新世界 - 電動化。亨利福特在1903年推出新車款 (Model A) 樹立了一個優良典範後，全球汽車業前所未見的大變革，直到現在。隨著科技進步和法規持續的改變與時俱進，電動汽車 (EV) 已準備好超越內燃引擎車輛 (ICEV) 。

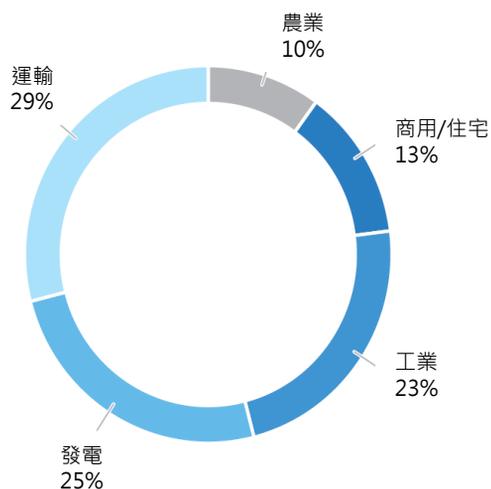
然而，EV與ICEV相互競爭的情況，有似曾相識的感覺；因為類似的比較早在100多年前就曾經發生。1912年，美國發明家艾迪森 (Thomas Edison) 曾經建造了三款原型電動車；但不幸的是，價格是一般汽油車的兩倍，因此第一輛電動車未能順利推出。聽起來很熟悉？

但情況已經有巨大的改變。如今，科技進步和可負擔的價格促使EV廣泛的被接納。此外，環保因素也支撐了EV的需求。汽車是溫室氣體排放最主大的來源，轉而使用EV將有助於減少溫室氣體排放，並改善氣候變遷。

刺激EV大規模量產的潛在利多

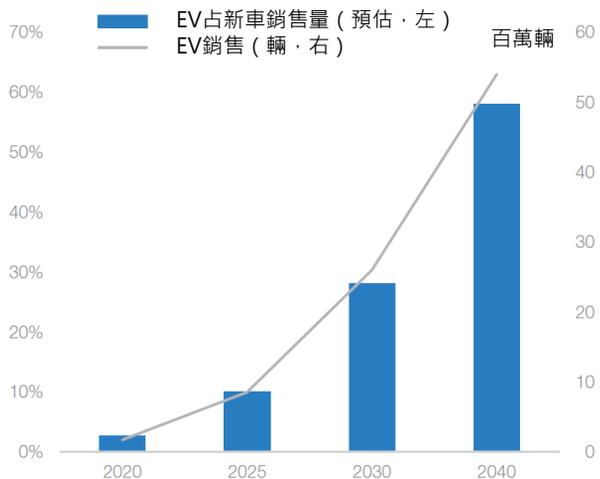
根據環保局 (EPA : Environmental Protection Agency)，運輸設備相關占溫室氣體排放量的最大，高達29%；其次是發電廠的25%。隨著全球各國將降低碳足跡列為主要目標，預期ICEV的使用將呈現大幅下滑。相反地，電動化在未來數年是車輛銷售的主要動能。根據彭博，至2040年，預期EV將佔新車銷量的58%。

運輸設備相關占溫室氣體排放量的最大 (2019年)



資料來源：Environmental Protection Agency (EPA)，星展集團 2021年6月

EV銷售呈現上揚



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

2.5萬至3萬美元) 昂貴。零組件部份, EV最昂貴的部分是電池組, 佔總生產成本的30-40%。

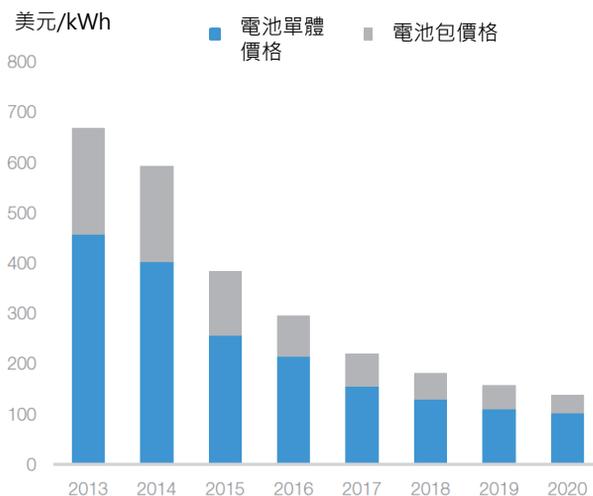
更多製造商投入電池領域意味著更多的資本投資。研發支出的激增提升了新電池化學和製造技術, 也使電池密度上升(每年4-5%)和更快的充電速度。過去十年, EV電池生產的成本急劇下降, 從2010年的每小時千瓦(kWh) 1,160美元大幅降低至2020年的137美元。

先討論EV的價格。從消費者的角度來看, 負擔能力就是一切。若可以長期維持EV的總成本低於ICEV, 消費趨勢的轉變可望到來。最近的發展顯示, 經濟實惠的EV即將來臨, 主要因素是: (1) 生產成本下降和(2) 政府法規的改善和補貼措施。

1. 生產成本下降

與傳統車輛相比, EV要普及的最大挑戰是相對較高的價格。沒有補貼, 購買一輛EV(特斯拉Model的售價為3.8萬美元)與較一般車輛(介於

EV電池生產成本



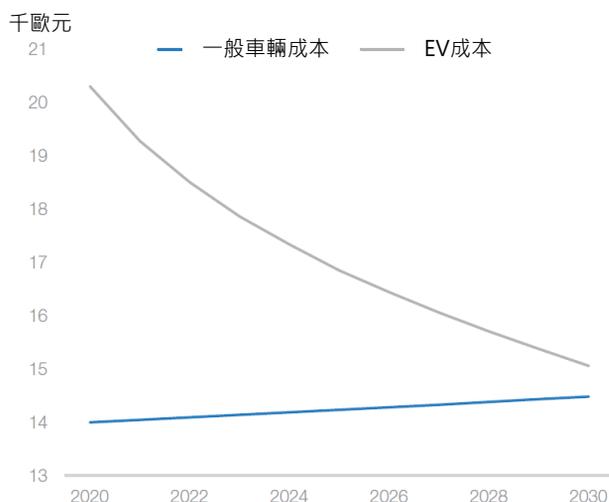
資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

EV何時可以大量生產？簡單的答案是：當它的生產成本與一般車輛相提並論時，EV將更普及。

為了進一步分析，星展集團構建了預測一般車輛和EV未來生產成本曲線的模式。根據汽車技術研究所（慕尼黑技術大學），EV的生產成本結構為：（1）電池：39%，（2）內裝：13%，（3）電動引擎：10%，（4）外觀：10%，（5）組裝：7%，（6）底盤：6%，（7）傳動系統：3%和（8）其他：10%。

星展集團的預測顯示，從現在到2025年，EV電池的生產成本每年可望降低8至12%，之後直到2030年則將是每年降低7%。預計其他部份（如電動引擎和傳動系統）的降幅則是1至1.5%，相對較小。另一方面，一般車輛的發動機成本則是預計每年逐漸增加1.5%。

市場預期2030年EV與一般車輛生產成本的差距將非常接近

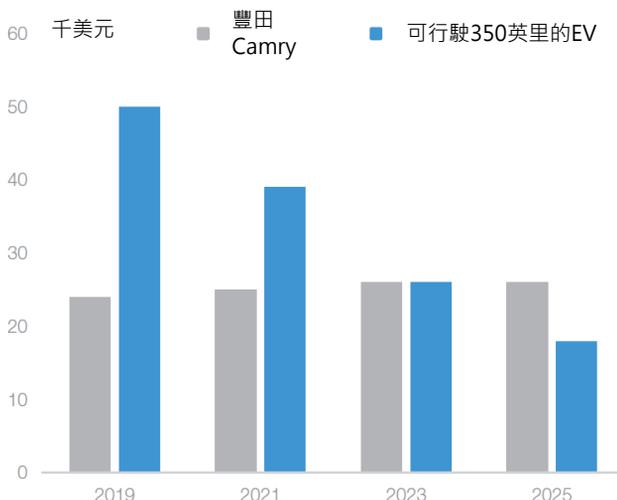


資料來源：Institute of Automotive Technology (TU of Munich) · 星展集團 2021年6月

根據星展集團的分析，EV生產成本將從目前的約2.03萬歐元，至2030年將下滑26%至約1.51萬歐元。這主要是因為生產規模越來越大，以及較高的研發投資，電池成本將降低58%。可以肯定的是，星展集團的預測相對保守，因為尚未考慮到將在2024年推出的固態電池的正面影響。

同時，一般車輛的生產成本將可能增加3%，到2030年，升至1.45萬歐元。在此假設下，一般車輛和EV之間的價差將從目前的約6,300歐元，至2030年將下滑91%至約600歐元，屆時可望大規模生產EV。

EV與一般車輛標價將逐漸接近



資料來源：Ark Invest · 星展集團 2021年6月

一般車輛和EV生產成本預測

千歐元	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	% CHG. (2020 vs. 2030E)
一般車輛	14	14	14.1	14.1	14.2	14.2	14.3	14.3	14.4	14.4	14.5	3%
引擎	3	3	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	16%
電動引擎	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
傳動系統	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0%
內裝	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	0%
外部	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	0%
底盤	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	0%
組裝	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	0%
其他	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	0%
EV	20.3	19.3	18.5	17.9	17.3	16.8	16.4	16.1	15.7	15.4	15.1	-26%
引擎	8	7	6.3	5.8	5.3	4.9	4.5	4.2	3.9	3.7	3.4	-58%
電動引擎	2	2	2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	-10%
傳動系統	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	-14%
內裝	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	3	3	10%
外部	2.1	2.1	2	2	2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	-14%
底盤	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	-10%
組裝	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	-14%
其他	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0%
差異	-6.3	-5.2	-4.4	-3.7	-3.1	-2.6	-2.2	-1.7	-1.3	-0.9	-0.6	

資料來源：Institute of Automotive Technology (TU of Munich) · 星展集團 2021年6月

從消費者的“一整體可負擔程度”的角度來看，車價只是公式的一部分。購買後的使用費和維護費用同樣重要。密切關注的一個部份能源效率，EV相對一般車輛具有顯著的優勢。

市場能源效率最好的一般車輛約為16%至25%。另一方面，EV則會將86%到90%的電力轉移到車輪。據美國環境保護局，最有效的一般車輛之一是豐田的Camry，每加侖可達32英里，而特斯拉的Model 3 (Standard Range Plus) 則是相當約141英里。

EV的能源效率的優勢解釋了為什麼它不僅符合環保因素，而且也符合商業因素。

更有效地將能量轉換為電力

	一般車輛	EV
充電損失	68% to 72%	10%
動力傳動系統損失	5% to 6%	20%
其他損失	12% to 17%	8%
再生製動	-	+17%
傳送至車輪的動力	16% to 25%	86% to 90%

資料來源：PolishedPrices.com, Bloomberg，
星展集團 2021年6月

2. 政府法規的改變和補貼

車輛降低碳排放量需要各方的長期承諾；從各國政府到汽車製造商和消費者。運輸設備的直接二氧化碳排放量佔整體燃料燃燒約24%，其中，車輛佔了約75%。由於汽車製造商面臨減少車輛二氧化碳排放的壓力越來越大，因而加速了車輛電動化的進程。

政府藉由法規和補貼的搭配發揮重要作用。預期全球汽車降低碳排放量的速度將會加速，美國將試圖趕上歐洲和亞洲。

- **政府法規**：2015年，196個國家簽署了巴黎協定，這是一個關於氣候變化的法律約束力的國際條約，藉以限制全球暖化到攝氏2度之下。根據本協議，各國必須提交對如何減少溫室氣體排放的長期策略。

從那時起，13個國家和31個城市或地區的政策制定者宣布計劃逐漸淘汰一般車輛，而主要經濟體也提出了立法或藉由法律來實現淨零排放。

淨零排放的進程

國家	年度	目標
蘇里南	-	已達成
不丹	-	已達成
瑞典	2045	已立法
英國	2050	已立法
法國	2050	已立法
丹麥	2050	已立法
紐西蘭	2050	已立法
匈牙利	2050	已立法
歐盟	2050	擬議立法
加拿大	2050	擬議立法
南韓	2050	擬議立法
西班牙	2050	擬議立法
智利	2050	擬議立法
斐濟	2050	擬議立法

資料來源：Energy & Climate Intelligence Unit Net Zero Tracker，星展集團 2021年6月

以下列出主要EV市場（美國、歐洲和中國）頒布的一些法案政策：

美國、歐洲和中國的相關規定

國家	法案政策
美國	總統拜登承認氣候變遷存在威脅，並致力於美國在2050年達到淨零排放量。拜登的氣候和環境司法提案將使未來十年聯邦政府投資約1.7兆美元於清潔能源。
歐洲	歐盟會員國預計將於2050年實現淨零排放。歐洲委員會最近還推出了金額高達5500億歐元氣候變遷相關的刺激計劃，並計劃在2021至2027年期間實施。
中國	習近平宣布碳排放量將在2030年之前達到高峰，中國將在2060年實現碳中和。同時也要求他汽車製造商每年銷售一定數量的EV，否則將受到處罰。這項要求將每年調升，直到EV占汽車總銷售總量的40%。

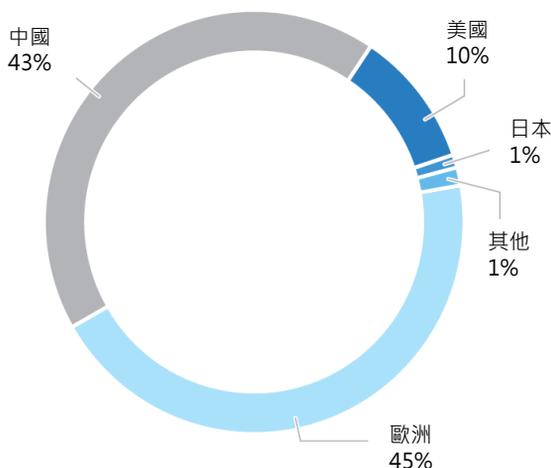
資料來源：US Department of Energy, Europa, MIT，星展集團 2021年6月

政府補貼措施：雖然EV對環境保護的優點已被廣泛宣傳，但部份消費者仍然抗拒可能破壞其既定習慣和慣例的創新。因此，除了實施規定外，政府還需推出補貼消費者的措施。

過去十年，政策制定者已實施了支持性的措施，例如現金補貼、折扣和免稅，著以推動EV的銷售。根據交通研究所的調查，有接近30%的美國消費者購買EV的決策因素便是基於相關措施。

以下是美國、歐洲和中國市場的一些主要激勵措施：

全球電動車和插入式混合動力車輛銷售分佈（2020年）



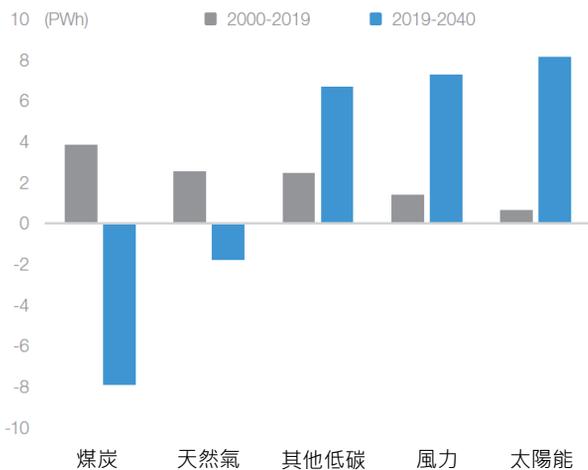
資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

美國、歐洲和中國市場的EV補貼措施

國家	補貼措施
美國	<p>全球第三大EV市場，約有110萬輛EV使用中。除了當地政府的補貼，聯邦政府也提供購車者最高達7,500美元所得稅退稅額度的新EV補貼方案。多數情況下，合計補貼金額超過1萬美元。</p> <p>最新執行的規定，聯邦政府所使用的一般車輛將被美國製EV所取代。此外，還計劃為消費者提供更多的補貼措施，藉以推動EV取代一般車輛。</p>
歐洲	<p>全球第二大EV市場，約有120萬輛EV使用中。汽車業對歐盟至關重要，因為相關產業的僱用了6.1%的勞動力，對GDP的貢獻超過7%。</p> <p>例如德國，除了提供較低的增值稅外，還有現金補貼（價值4萬歐元的EV的補貼額度可達9,000歐元）。所有歐盟成員國（不含立陶宛）加上英國提供了購買EV的補貼和/或稅務優惠。</p>
中國	<p>全球最大的EV市場，約有230萬輛EV使用中（EV全球庫存的45%）；具有大規模採用EV，並成為EV出口國的機會。</p> <p>中國藉由提供豁免購車稅金和現金補貼給購買金額低於30萬人民幣的新能源車（NEV）。</p> <p>在北京等部份城市，市中心只允許EV。在上海，EV豁免了高價的牌照費用，（平均8.9萬人民幣/每輛）。</p>

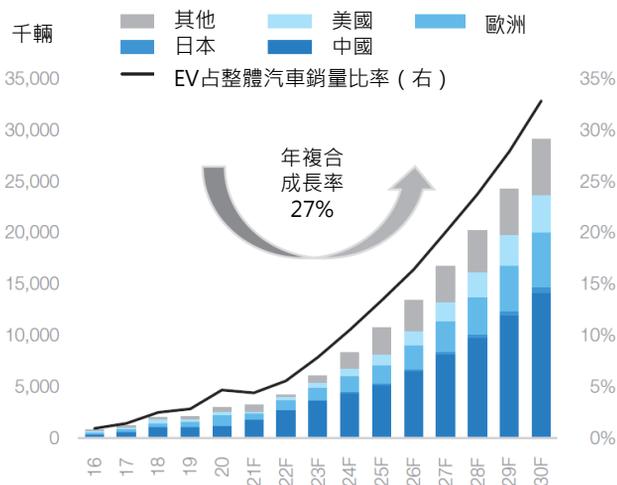
資料來源：Virta·U.S. News·Europa·Argus Media·彭博·星展集團 2021年6月

全球發電方式的變化



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

EV轎車 (BEV和PHEV) 銷售量預測



資料來源：IEA·星展集團 2021年6月

EV銷售前景

受到肺炎疫情的影響，全球汽車銷售受到影響，但EV的銷售成長強勁；2020年，EV銷量年增41%至約300萬輛。占當年總銷量的4.6%。主要基於：

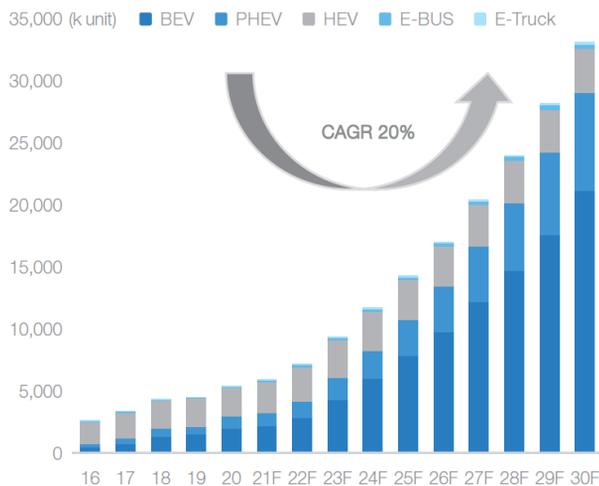
1. 強大的政策支持和額外的刺激措施，特別是在歐洲；2020年是碳排放標準的重要目標年，而購買補貼措施也有所增加（特別是德國）
2. 電池成本的持續下降，且廠商提供更多EV款式選擇和性能升級

由於EV的正面前景，星展集團預期EV總銷售量在2020年至2030年期間的年複合成長率將達27%；新EV的主要需求將來自中國。2020年，中國占總銷售量約39%，預期至2030年，占比將升至49%，而歐洲和美國則分別為18%和12%。

車款方面，目前有三個主要類別的EV：（1）電池電動車（BEV），（2）插電式混合動力車（PHEV）和（3）混合電動車（HEV）。BEV是全部採用電力的EV，而PHEV和HEV則均有一部小型汽油引擎，有助於延長行駛距離。

目前，HEV市占率為42%，而BEV為37%。但到2030年，BEV的市占率將大幅升至64%，PHEV和HEV則分別為24%和11%。

EV銷售量預測（以車輛類型）



資料來源：IEA，星展集團 2021年6月

電動化趨勢的受惠者

預期未來數年EV將取代一般車輛成為全球消費者的首選車輛。

在這樣趨勢下的最大受惠者包括：（1）汽車製造商，（2）EV充電基礎設施供應商，以及（3）原料供應商。

1. 汽車製造商

EV銷售量上升最直接的受惠者當然是汽車製造商。但並非所有汽車製造商都是平等的。以下評估純EV公司如何對抗傳統汽車製造商。

（i）純EV公司未受傳統科技的限制，如特斯拉。這使他們能夠不用擔心侵蝕原本擁有的一般車輛產品線。

這些公司在發展EV時就像是開發智慧型手機。EV會定期收軟體更新，增強車輛性能、導入新功能，並提供安全性更新。這不僅有助於提高客戶滿意度，更重要的是，它有助於延長產品生命週期。

純EV公司的其他關鍵優勢：

- 數據分析：EV配備了許多攝影機、雷達和超音波感測器，不斷搜集數據並回傳製造商。根據英特爾，自駕車每天產生高達4TB的數據。這也使特斯拉等公司相對競爭對手享有巨大的優勢，因為公司已經擁有30億英里的自駕經驗（截至2020年2月）。

在一個更多培訓數據轉化為更好性能的時代，當公司開始推出自駕服務時，特斯拉的數據優勢至關重要。

- **經常性收入**：純EV公司生產的車輛是採用世界上最先進的科技，他們的商業模式藉由為其用戶提供軟體訂閱服務來獲取“經常性收入”，例如：
 - 特斯拉表示將在訂閱基礎上啟動“全自動駕駛功能”，這是在“高級連接”訂閱方案中（每月9.99美元）。該方案為用戶提供了即使交通狀況、車下串流音樂/媒體和網路瀏覽。
 - 另一方面，中國EV製造商蔚來汽車（NIO）則是有個電池交換方案（每月142美），允許用戶每個月交換已充滿電的電池6次。

不論是SaaS（軟體服務：Software as a Service）或BaaS（電池服務：Battery as a Service），朝向“經常性收入”商業模式的轉變，促使EV製造商將低毛利的硬體生產轉為利潤豐厚的服務模式。

（ii）傳統汽車製造商，追趕中。由於EV仍處於剛啟步階段，仍有大幅成長空間，以及積極的碳排放目標，傳統汽車製造商藉陸續宣布新商業模式，並適應汽車產業電動化的“新正常”。例如：

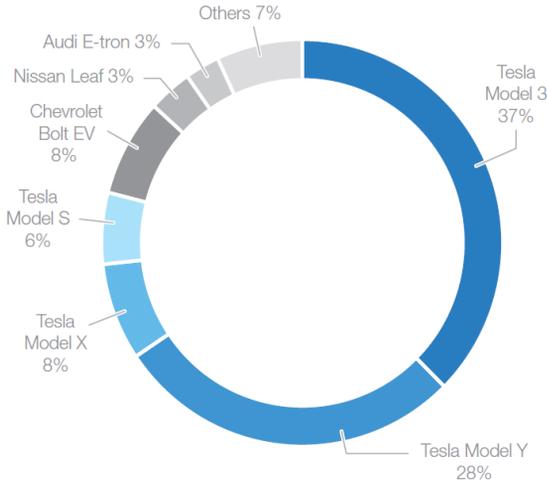
- 福斯汽車（歐洲最大的汽車集團，擁有奧迪、Bugatti、Porsche、Lamborghini、Skodione、Skoda和SEAT等品牌）在未來五年將投資約850億美元在電動車和數位科技。福斯汽車計劃在2029年前將推出75個全電車款和50個混合車款。

特斯拉市值高於前四大傳統汽車製造商市值的加總



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

特斯拉在美國EV市佔率約80% (2020年)



資料來源：electrek，星展集團 2021年6月

彭博預期，2022年時，全球將有500種不同的EV車款。

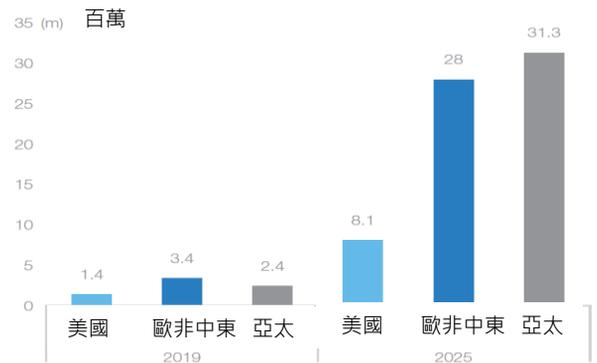
2. EV充電基礎設施提供商

多年來，EV充電基礎設施一直是雞和雞蛋的問題：

- 一方面，EV行駛距離和充電站的普及性是消費者不願考慮EV的主要原因。Cox汽車進行的一項研究發現，83%的消費者認為電池壽命和充電問題是採用EV的主要障礙。
- 另一方面，汽車製造商則不願意為昂貴的充電站進行資本支出，直到有需求才願意進行。

- 福特計劃到2025年在汽車電動化上花費300億美元，目標是到2030年實現40%的未來銷售是電動車。國內競爭對手通用汽車(GM)也計劃到2025年在電動/自動駕駛汽車上花費270億美元，並制定更積極的目標，即到2035年只銷售電動汽車。通用汽車還計劃到2040年成為碳中和公司。
- 像Fiat-Chrysler這樣較小的汽車製造商與PSA Group (PEUGEOT) 合併，組成Stellantis。新集團將在14個品牌上分享資源，在更多車輛的開發上節省更多的成本。

全球充電站數量



資料來源：IHS Markit，星展集團 2021年6月

特斯拉的出現。特斯拉打造了成千上萬的超級充電站，藉以帶領EV產業的發展，也給了公司先進者的優勢；大量的充電網絡提供特斯拉車主，具有靈活性和便利性。如今，特斯拉擁有/經營超過2,700充電站，超過2萬個超級充電裝置，這是全球最大的快速充電網路。

其他汽車製造商開始與現有的充電網路合作（而不是獨自構建）：

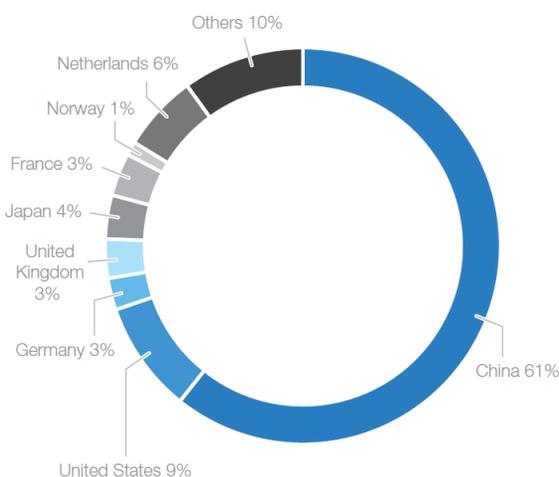
- 殼牌石油宣布計劃在未來四年建設50萬個充電站，而BP將與中國滴滴出行（Didi）合作，在中國開發快速充電站網路。
- 通用汽車與合作夥伴EVgo，將打造全美最大的公共EV快速充電網路，建造2700個新的快速充電站。

根據IHS Markit的預估，至2025年，全球收費充電站將成長800%，主要成長貢獻來自亞太地區。研究機構Market Study Report預期全球EV充電基礎設施市場將從2019年的113億美元，大幅成長至2027年的1132億美元（年複合成長率達33.4%）。

3. 電池製造商

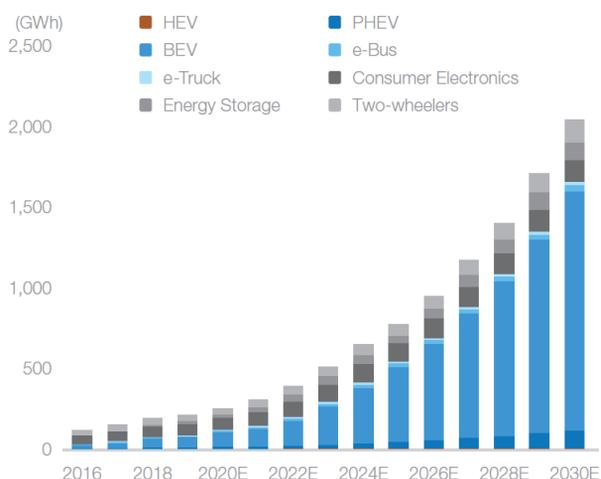
由於電池對EV的重要性，很自然地，另一個電動化趨勢的關鍵受惠者將是電池製造商。根據IEA，2020年汽車用鋰電池產量年增33%至160GWh（每小時百萬瓦），EV的註冊則是成長41%；星展集團預期EV電池產量成長將高於EV註冊數。

公眾充電器數量（2019年）



資料來源：IEA · 星展集團 2021年6月

電池需求量預測（按車輛分佈）



資料來源：IEA · 星展集團 2021年6月

基於我們的預測，由於每輛EV安裝的電池容量和電池能量密度增加，至2030年電池需求量的年複合成長率達31%。帶動全球電池需求成長的關鍵地區是：

中國：占全球電池產能超過70%；2020年，占全球電池總需求的50%，約80GWh。

歐洲：2020年時，歐洲電池需求成長110%達52GWh，增幅全球最大（區域內產能為35GWh）。歐盟已宣布雄心勃勃的計劃，預期至2025年，EV電池產能將增至400 GWh。

目前，主要的EV電池製造商是CATL、LG Energy Solution與Panasonic，2021年第1季的市佔率分別為32%、21%和17%。

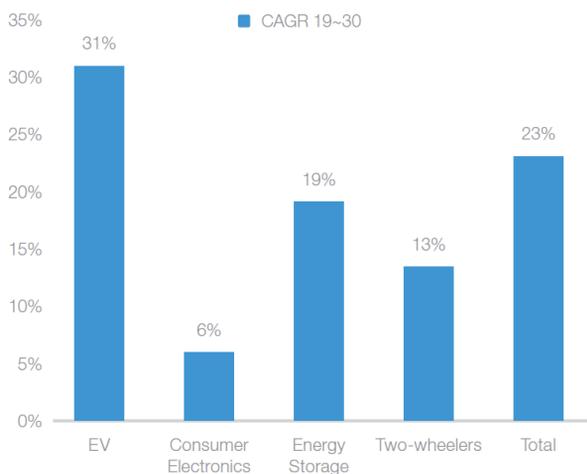
受惠於EV電池的強勁需求，預期電池材料商未來十年也將有強勁的成長。市場焦點著重於“能量密度”，這是以衡量電池能量與重量（Wh/kg）的單位。藉由增加鎳含量可增加電池的能量密度，也可延長EV行駛距離。

2020年，鎳、錳和鈷的合成仍然是鋰電池的主要化學原料，市場占比約為71%；剩餘的部份主要是由鎳、鈷和鋁合成；雖然磷酸鐵鋰（LFP）電池恢復了一些市占比，但尚不到4%。

2020年7月以來，全球對鋰電池原料（如鋰、鎳和鈷）的強勁需求，導致價格分別飆漲了142%、34%和53%。至2030年，星展集團預期來自EV電池的需求將佔整體鎳需求量的35%（2020年為5%），因為EV電池的需求年複合成長率為31%。

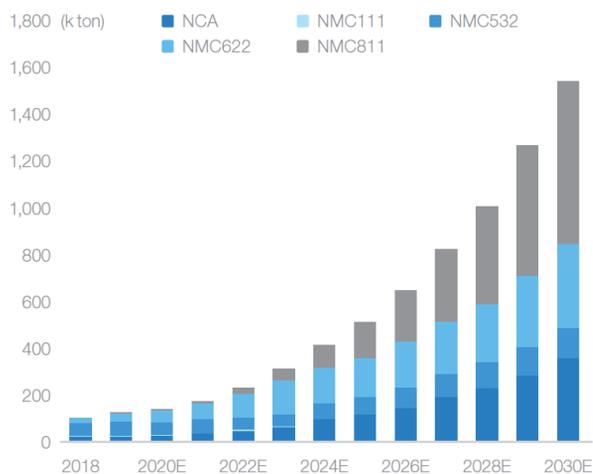
4. 電池材料生產商

電池需求量成長（按產品分佈；2019年至2030年）



資料來源：IEA · 星展集團 2021年6月

鎳需求（由陰極化學）



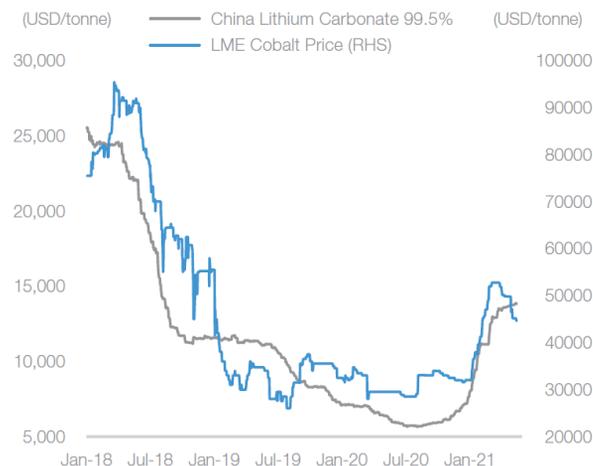
資料來源：WBMS · IEA · INSG · 星展集團 2021年6月

EV面臨的挑戰

之前，EV普及所面臨的最大挑戰是電池成本。但由於電池化學的技術進步和生產力不斷上升，多年來，電池成本穩步下降，因此已不再是主要障礙。對EV成長的兩個關鍵挑戰是：(a) 汽車晶片的短缺和 (b) EV充電基礎設施的短缺。

- 汽車晶片短缺：汽車晶片供應吃緊影響全球供應鏈，包含EV和一般車輛的生產。影響似乎是不平衡的，北美和歐洲所受的影響較亞洲更大。為了避免這些障礙，全球汽車製造商正在對它們的生產進行調整，並專注於高毛利的車款，藉以滿足中國需求的上升。但由於EV的複雜性和先進科技，預估汽車晶片內容價值較傳統車輛高三倍。市場預期汽車晶片供應需要1至2年才會正常。
- EV充電基礎設施的短缺：在這樣的情況下，中國似乎有較好的EV充電網路計劃；截至2021年2月底，中國大約有176萬個充電點，每個充電點大約可供三輛EV同時使用。

鋰與鈷價格



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

亞洲焦點：中國

中國汽車電動化已經領先世界十年，近期官方又宣布長期的發展計劃（2021-2035年），作為將轉向碳中和倡議的一部分。該計劃提出了支持能源和通訊部加快EV市場的擴張，目的是在2025年實現NEV占轎車總銷量達20%的目標（2020年為6%）。

為了鼓勵EV科技發展和降低依靠補貼，官方也對製造商提出了對行駛距離和電池效率的要求，達到標準才可獲得NEV的補貼。同時，中國政府今年將減少NEV補貼20%，並將於2022年底到期。

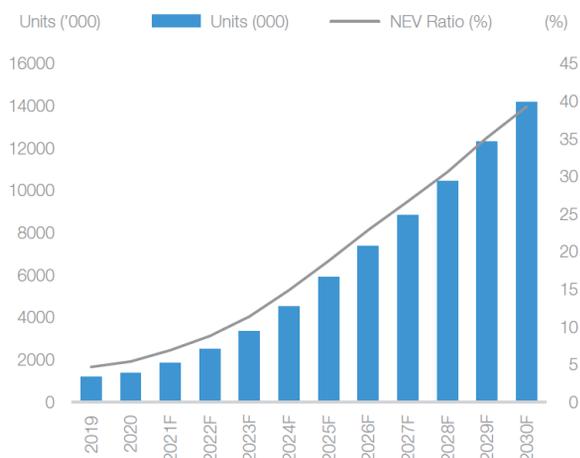
2018年中國NEV市場的自由化為快速EV產業發展鋪平了道路。強大的生態

系統使中國在EV領域佔有優勢。2021年4月舉行的上海車展展示了中國吸引全球相關業者的能力；車展期間，有超過50款新EV和概念汽車展出。

最重要的是，在中國出現了一群新國產EV製造商，如蔚來汽車（NIO）、小鵬汽車（Xpeng）和理想汽車（Li Auto），在EV市場注入了更多的活力。透過與傳統汽車製造商和科技巨頭（如騰訊、百度和華為）之間的合作，進一步增強了中國的EV發展，特別是在智能EV領域。

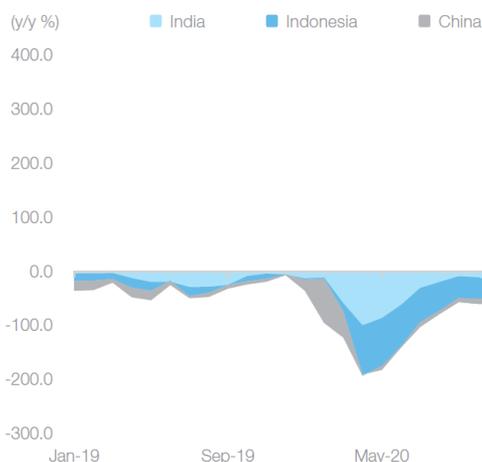
星展集團預期，至2025年，中國NEV市場將成長30%至約600萬輛；至2030年，NEV的滲透率將達約40%。

中國NEV銷售預測



資料來源：CEIC，星展集團 2021年6月

國內轎車和商用車市場增長



資料來源：CEIC，星展集團 2021年6月

市場持續 追求收益

專題報告 — 收益型股票

在目前低利率的環境下，存在追求收益的需求。中國大型國有銀行和新加坡房地產信託（S-REITs）是具吸引力的高股息資產；同時是槓鈴式投資策略中的收益型資產，並發揮至關重要的作用。中國金融類股表現穩健，已逐漸回升至2020年的水準；S-REITs的殖利率則是接近5%的水準，為世界較高收益的資產之一。

專題：追求收益

中國大型國有銀行：具吸引力的高股息資產

2021年和2022年中國經濟前景樂觀，可望支撐大型銀行的獲利復甦。中國金融類股的表現穩健，已回升至接近2020年的高點。受惠於2020年下半年肺炎疫情逐漸改善和國內景氣復甦，中國金融類股從去年第3季的低點以來已上漲超過30%。

銀行類股在肺炎疫情所帶來的經濟挑戰中倖存，季度獲利也呈現復甦，顯示中國銀行系統有良好的恢復力。主管機關在疫情期間未採取大幅降息的措施，也避免了壓抑銀行的淨利息收益率（NIM：Net Interest Margin）。由於2021年與2022年中國GDP年增率可望分別達到8%與5%，預期國內大型銀行也將受惠。

令人信服的復甦



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

政策穩定。人民銀行（PBOC）最後一次調降存款準備金率（RRR：Reserve Requirement Ratio）是在2020年1月。雖然RRR有進一步寬鬆的空間，但PBOC並未採取非傳統和激烈的政策注入流動性。

在2020年第2季和第3季，NIM降至2.09%之後，第4季小幅回升至2.10%。由於更多產業重新開始借貸，NIM的趨勢可望因中小企業和非國企的貸款增加和較高利率而獲得支撐。

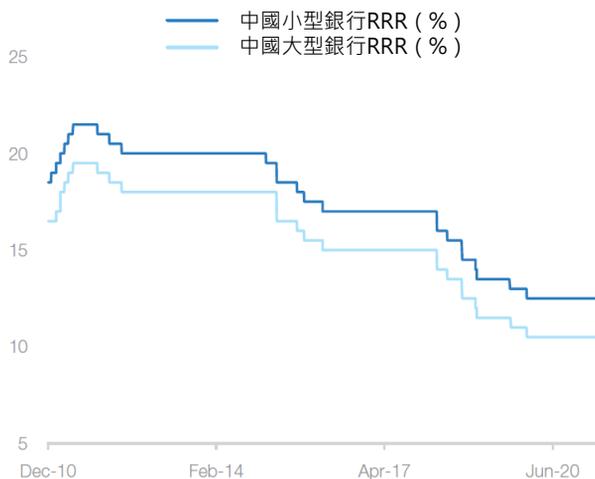
由於中國經濟持續穩健復甦、擴大其製造能力，並擴大自給自足率，因此對貸款的基本需求也保持穩固。2015年以來，貸款存款比率也擴大了約10%至75%。

銀行的利潤趨勢仍有彈性



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

如果需要，仍有寬鬆的空間



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

貸款利率和NIM低點已過



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

維持派發股息。過去一年，市場普遍懷疑中國大型銀行是否能夠派發股息，但實際上，中國大型銀行維持了2020年30%的股息派發率。大型銀行繼續回饋股東，殖利率約為6%至7%。

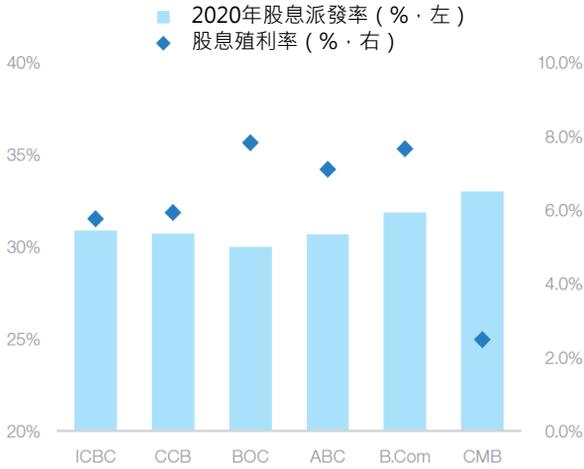
中國四大銀行每年的平均殖利率超過6%。這繼續支持星展集團看好中國大型銀行業的觀點；同時，其高殖利率的特質也適用於槓鈴式投資組合中的收益型資產。

中國大型銀行股息派發率持續性和可靠，是收益的良好替代標的。例如，2014年以來，中國銀行業的總報酬為50%，其中股價上漲的幅度少於20%。

資產品質增強。星展集團預期不良資產 (NPL) 的數量將獲得良好的控制。過去十年，NPL比率穩定，部分原因是中國主管機關針對資產管理公司處理不良資產的安排與對壞帳的寬容立場。

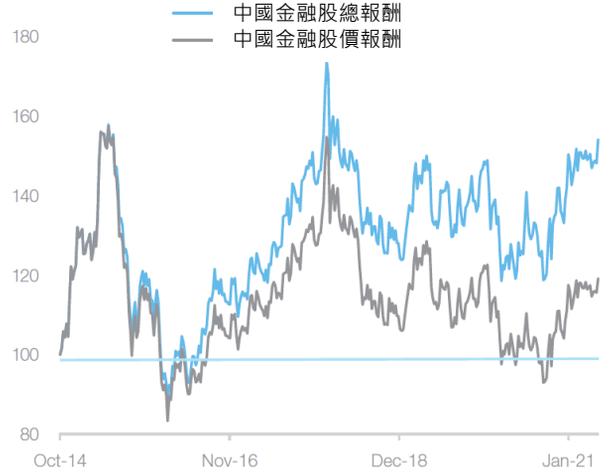
銀行是每個國家經濟穩定和社會福祉的主要支柱。2020年12月，中國的監管機構已採取措施加強銀行業在的國內系統性重要銀行 (D-SIB: Domestic Systemically Important Bank) 框架，較高的資本額要求也加強了主要銀行的抵禦能力。

持續性的派發比率



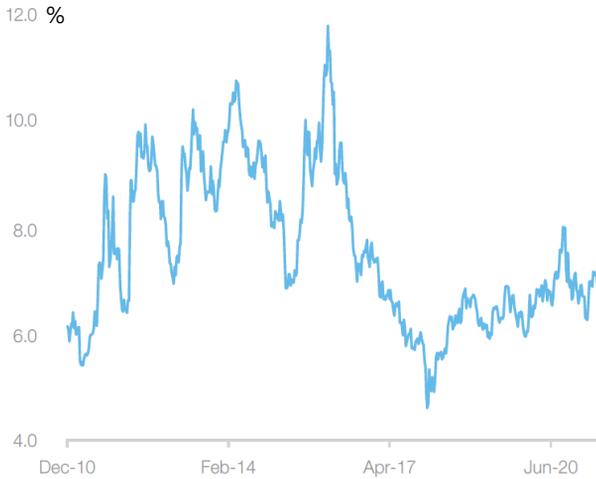
資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

股息的力量



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

中國銀行業具吸引力的股息殖利率可望持續



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

系統性是重要的；六家大型銀行已在資產負債表中建立了良好的貸款損失準備。2020年底，他們的貸款損失準備超過200%，且高於資本總額的30兆人民幣，藉以因應無法預測的波動。

中國銀行業的資本也相當穩健。資本適足率 (CAR) 和第一級資本占資本比率在2020年底分別為升至14.7%和12%，大幅高於巴塞爾協議III的8%和6%要求。

重要的是，他們大致維持股息的派發，並化解了過去一年投資人對中國銀行業承諾和維持派發股息的疑慮。由於獲利穩定、手續費收入可望增加，以及相對於亞洲地區較小金融業所面臨的準備金提撥壓力較小，星展集團仍然看好中國大型國有銀行。

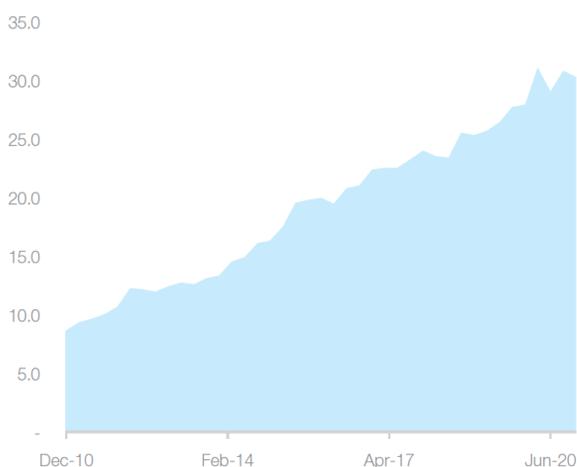
由於中國銀行業最差的情況已經結束，股價評價也可望隨著時間而獲得調升 (rerate)。政府對金融科技平台的消費者貸款規定趨緊，可望促使銀行重新獲得一些市占率。

前景良好。中國銀行業的資產品質良好，尤其是大型國有銀行的資產品質更好，肺炎疫情後的復甦可望促使銀行業未來數季有穩健的獲利。NIM已經在2020年落底，預期2021年起可望復甦。因此，股息派發率和較高的股息殖利率可望持續。

值得注意的是，2020年底，不良資產比率為1.8%，緩解了貸款人資產品質的壓力，這也將使銀行可以擴大貸款和其他手續費收入業務。其他有利獲利的正面因素包括1) 2020年時所提列的準備金回沖，以及2) 未來較低的貸款損失準備。

星展集團長期仍然看好。中國銀行業受惠於國內經濟成長趨勢、評價面相對較低及獲利改善，今年以來的表現良好。

資本呈現上揚



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

由於不良資產壓抑趨緩、NIM落底、貸款利率上升以及手續費收入業務復甦，未來數季銀行業的資產負債表和獲利收入可望持續改善。

星展集團繼續看好大型國有銀行，因為儘管基本面和營運環境持續改善，但評價面仍處於低檔。在政府的刺激措施發揮效果後，中國內需也隨全球經濟呈現復甦，中國銀行業股息殖利

率介於5%至7%，仍具備投資吸引力；也是長期核心投資組合收益部位重要成分。

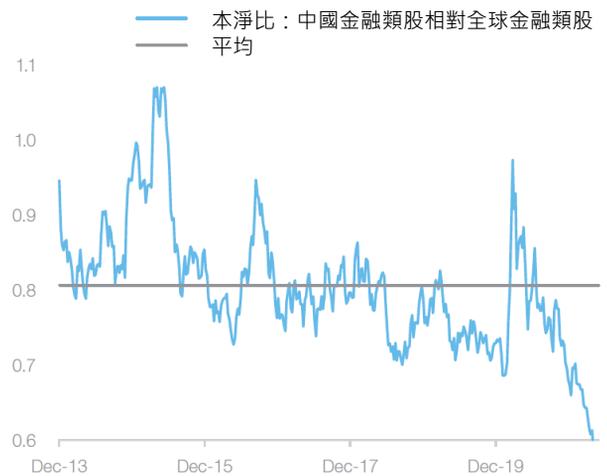
中國銀行的潛在利多還包括評價面擴張和折價差距縮小。星展集團認為，價值面大幅低於區域和全球同業的情況並不正常，未來差距可望逐漸縮小。

價值面處於低檔



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

價值面的折扣可望縮小



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

更穩健的資產負債表



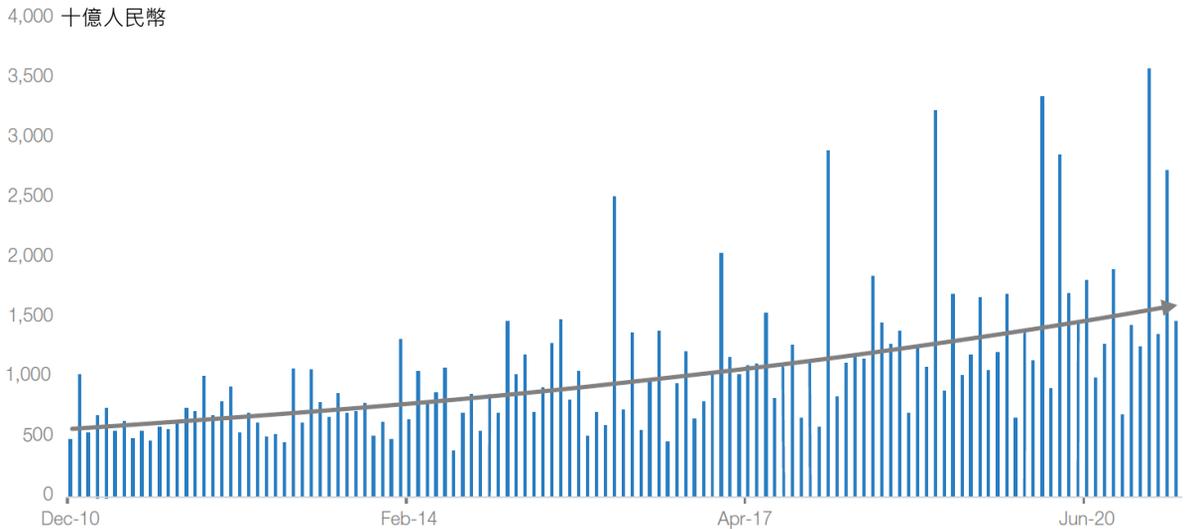
資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

健康的資產品質



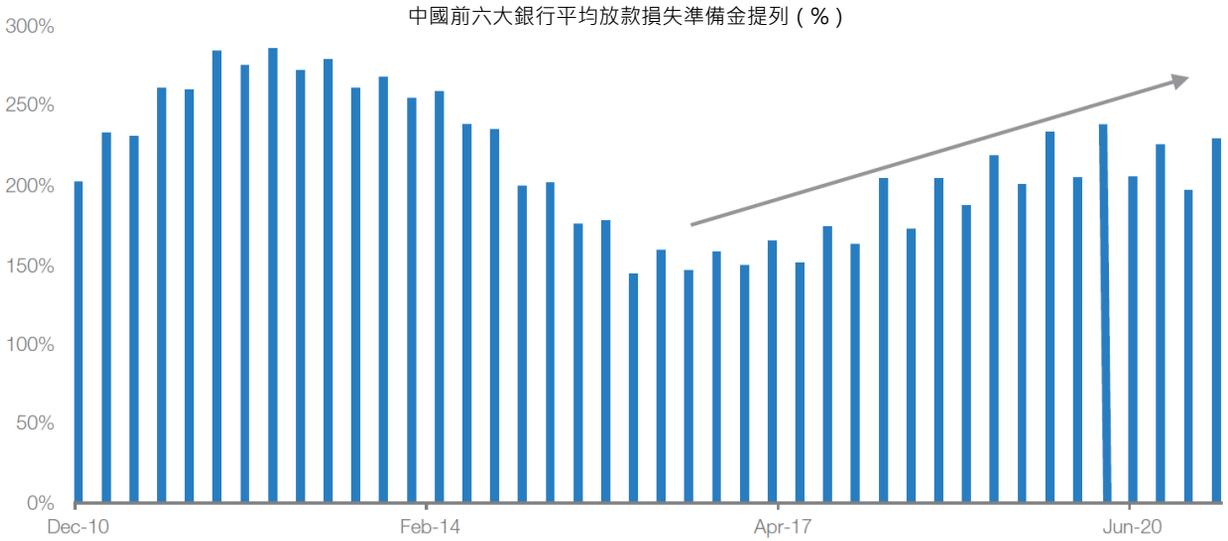
資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

放款的增加仍可控制



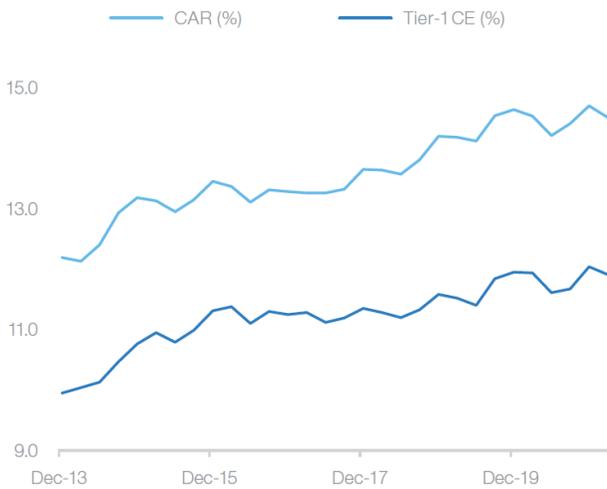
資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

準備金已提升



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

良好的資本適足率與第一級資本



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

S-REITs
5.2%

Among the highest yields globally


Good Yield Hunting

United States
2.6%

United Kingdom
2.0%

Cont. EU
3.8%

Thailand
5.1%

Singapore
5.2%

Australia
5.1%

Hong Kong
5.9%

Japan
3.8%

China Large Banks

6.7%

Attractive yield to persist



新常態下的新加坡REITs

高股息殖利率，適合有收益需求的投資人。隨著全球人口老化與全球超低利率，收益和股息的需求將繼續上升，新加坡房地產投資信託（S-REITs）也將受到青睞。

S-REITs的殖利率約5%，高於全球REITs的3.6%。且本淨比約1.05倍，接近15年的均值。

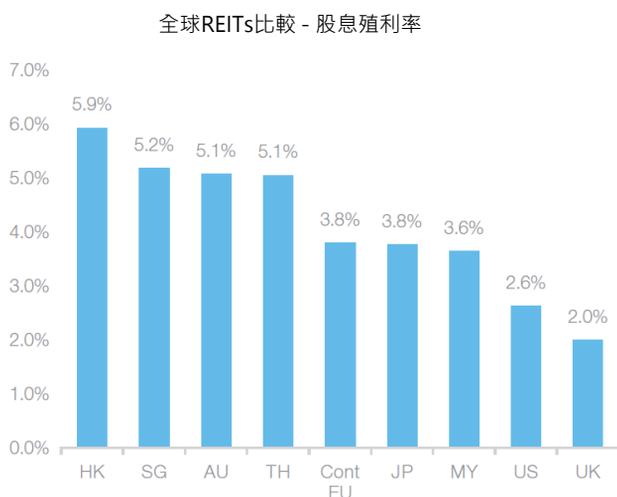
為何需要新加坡REITs？

- 具吸引力的殖利率。**S-REITs目前平均殖利率約3.6%，高於10年新加坡公債殖利率的1.5%，約16年的均值；高於亞洲地區超低利率。
- 資產負債表結構改善。**金融海嘯

以來，S-REITs的信用指標，包括利息覆蓋率、債務期限和利息成本均呈現改善。雖然2020年疫情期間受到壓抑，但這些信貸指標開始再次呈現改善。負債比率平均約38%，與新加坡金融管理局（MAS）新的要求相比仍然是健康的水準（2020年4月從45%上調）。

- 長期表現。**過去17年當中，S-REITs有13年的表現優於新加坡海峽指數；S-REITs表現較差的年份為包含2007年（利率和通膨上升週期）；2008年（金融海嘯）；2013年（聯準會減碼量化寬鬆）；2020年（肺炎疫情）。儘管一時走弱，但一旦獲利成長和基本面改善，S-REITs也往往會隨著時間而復甦。

高股息殖利率



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

S-REITs殖利率走勢



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

信用指標改善

	FY08	FY09	FY10	FY19	FY20	1Q2021	FY20 vs FY08 (GFC)
負債比率 (%)	31.6%	30.8%	32.6%	35.0%	37.2%	38.1%	偏高
利息覆蓋率 (X)	5.0	5.5	5.1	6.8	5.3	NA	改善
債務期限 (年)	2.6	2.3	3.0	3.1	3.0	3.0	改善
利息成本 (%)	3.3%	3.3%	3.1%	2.5%	2.7%	2.6%	改善

資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

大宗商品 價格上揚

專題報告 – 大宗商品

商品價格呈現大幅上揚走勢，預期升勢可望持續到2021年。但這對消費類股前景的影響可能不會像預期的那樣可怕。星展集團分析商品價格上揚的環境下贏家和輸家。

專題：大宗商品價格上揚

受惠於需求上升，大宗商品價格前景樂觀。2020年，多數商品（金屬、能源和農產品）因肺炎疫情而受到嚴重的負面影響，封城鎖國的措施也導致經濟活動大幅下滑。但2020年晚期以來，商品價格呈現大幅反彈，預期走升的趨勢可望持續至2021年。主要驅動的因素是：

- 2021年全球經濟的持續復甦，帶動了商品需求大幅走高，同時也回到接近疫情前的水準；這同時也是基於對中國的早期復甦和美國大額基礎設施支出的樂觀預期。
- 各國政府（特別是美國）所採取的寬鬆貨幣政策和財政刺激措施導致了通脹預期，並削弱了美元。
- 由於肺炎疫情相關限制，供應鏈問題和部份地區的氣候因素，部份商品中的供應也受到影響。

商品價格在近期的走升後，星展預期今年下半年仍將溫和上揚，這也將使2021年的平均商品價格顯著高於2020年的價格。上游生產商受惠的程度較大；對於下游而言，利潤率的前景也不會像擔心的那麼差。

由於對終端產品的需求提升，下游業者可望順利將部份成本轉嫁給客戶。我們也評估商品價格上漲對主要產業的影響，並評估贏家和輸家。

鋼鐵利差（熱軋鋼捲減原料）



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

布蘭特原油價格走趨（2020年以來）



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

基礎金屬價格走揚：對上游的影響

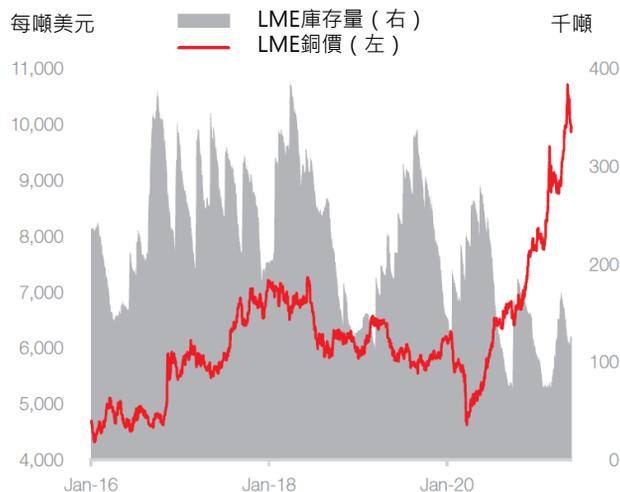
鋼鐵、銅和鋁

- 鋼鐵廠獲利強勁改善。**由於產業結構重整、歐美地區不具競爭力的鋼廠關閉以及中國需求強勁復甦，2020年第4季以來，區域鋼鐵市場供需趨緊。因此，星展集團預期2021年熱軋鋼捲（HRC）價格將大幅上漲至每噸366美元。此外，2021年的銷售量成長將是帶動鋼鐵廠獲利成長的主要動能，這也是使每單位生產成本大幅降低的因素。

- 銅礦商受惠於銅價走揚。**預期2021年全球銅仍將呈現供不應求的情況。在2020年大漲26%後，今年以來LME銅價已上漲了約28%，至每噸10,160美元（5月28日）。因此，礦商將是銅價上漲的主要受惠者；由於市場普遍預期採礦成本將會溫和上揚，因此銅價也將不可必免的走升。

- 鋁製造廠可望看到2008年以來最強勁的獲利。**由於市場預期2021年鋁需求量將大幅成長，LME鋁價今年以來上漲了約20%至每噸2,400美元。由於需求成長而產能成長有限，產業的產能利用率可望升至高於歷史均值；這也將帶動冶煉廠的獲利，特別是那些自備電廠（captive power plants）的廠商，因為投入成本較低。

LME銅價和存貨



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

基礎金屬價格上漲：對下游的影響

汽車業

- 對經銷商有利。**在目前中國的車輛供應趨緊和需求健康的情況下，這將轉化為較佳的價格和毛利率。
- 對汽車代工廠（OEM）略為負面。**較高的金屬價格對汽車OEM略為負面，因為它們不太可能轉嫁所有成本；2021年汽車OEM毛利率可能下滑。

除了鋼鐵，汽車OEM生產車輛也在使用更多鋁，藉以降低車輛重量和降低二氧化碳排放。原物料（主要是金屬）約佔汽車生產成本的四分之三。

造船業

- **近期舊合約的利潤較有壓力。**一般而言，造船合約的交付時間通常一至兩年。雖然合約價格是固定的，但造船廠在施工期間會面臨原物料價格波動的風險。鋼鐵佔造船成本約20%，因此，鋼鐵價格上揚將影響今年舊合約的利潤。
- **新訂單部份受到的影響則相對有限。**對於最近和未來的新訂單，市場普遍預期2021年利潤率將從低點回升，這主要因新契約會反應成本通膨。經濟活動復甦和商品價格走揚也支撐航運業，因此，新造船契約價格也上漲了超過10%。星展集團認為，受惠於經濟情勢穩健復甦，價格將持續走升。目前散裝與油輪船型的訂單出貨比率仍然處於歷史低點，顯示訂單有上升的潛力。

訂單交船比趨勢



資料來源：Clarkson Research · 星展集團 2021年6月

營建業

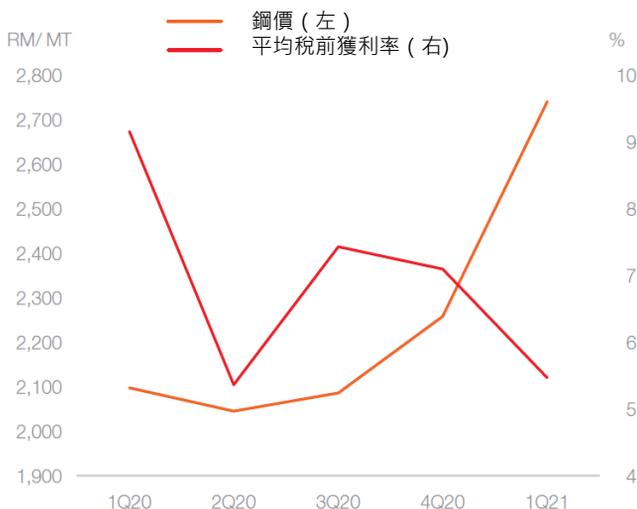
- **不利用鋼量較高的建案。**建築業受鋼材價格上揚的影響更甚於混凝土、水泥和柴油等其他原物料的價格上漲。關鍵的輸家將是承包商，特別是承包建案的鋼鐵佔總成本較高時（約15%，基礎設施則約5%）。這樣的情況在民間部門更加明顯，價格是固定的，並且無法轉嫁原物料價格的上揚。
- **對新建案沒有影響：**承包商在參與新標案時，將會反應較高的原物料成本。對於印尼等國家的關鍵多年政府建設，通常有價格轉嫁條款，因應原物料價格上揚。

房地產

- 對開發商利潤的影響有限。市場普遍預期房地產開發商會適度反應正在進行和未來建案投入成本（混凝土、鋼鐵和勞工）的上漲，利潤可能稍微受到壓縮。但這些成本基本上是可控制的：
 - 原物料佔整體成本的比率低於50%（土地成本是關鍵）。
 - 大多數開發商的施工合約已經鎖定成本，或是他們能夠藉由提高價格轉嫁給消費者。

在新加坡和香港等市場，土地成本很高。建築成本通常佔總開發成本的25-35%，因此，商品通膨的影響相對有限。

馬來西亞承包商利潤與鋼價



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

科技業硬體

- 有能力轉嫁成本。原物料成本（包括零組件）佔硬體公司總生產成本30%以上，但這是可以控制的。儘管商品價格上漲，但亞洲地區的硬體公司能夠維持或甚至可以提升毛利率，因為：
 - 由於終端需求強勁，廠商為了確保零組件與原物料供應，應可以順利轉嫁成本至消費者。
 - 重新進行產品設計和創新，降低或替換難以取得的零組件。
 - 調整產品組合，專注於較高利潤的產品，提高運營效率。

東協科技硬體業毛利率與鋼價



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

能源價格上漲：對上游的影響

石油和天然氣業者

- **上游和綜合石油公司可望受惠於能源價格上漲。**石油和天然氣價格劇烈反彈，將帶動上游廠商2021年的獲利達到數年來的高點。例如，當原油價格處於每桶70至80美元之間時，上游廠商的獲利將較每桶60美元時高出約30%至60%。

煉油和服務站

- **獨立的煉油廠利潤將受到壓力。**通常，原油和副產品如石油腦和濃縮物是煉油廠、服務站業務和石化業的原料。當所有因素不變時，油價上揚對煉油廠業務略為不利。煉油廠利潤通常在原油價格上升期間受到壓縮，因為個別產品利潤主要由其自身的具體需求和供應狀況決定。
- **服務站利潤受到擠壓。**能源價格上揚對服務站業務通常不利；歷史上，煉油前的價格和服務站利潤呈現負相關，相關係數為負0.4。這是由於價格調整的時間滯後，因為零售油價不會及時調整原油價格的變化。此外，政府經常介入干預零售價格，並設定上限。因此，在原油價格上升期間通常會擠壓服務站的利潤率。

化學品

- **石化公司可能受惠。**通常化學產品價格與原油價格同步調整。化學產品價格和利潤與原料成本（如濃縮物和石油腦）高度正相關，相關係數為約0.6。由於乙烷氣體成本在原油價格上漲期間大致平坦，使用乙烷原料的業者可望受惠於石腦油裂解中的成本優勢，因為約有85%的聚乙烯產物是乙烷裂解。在原料成本上升的情況下，這提供了下檔保護，即石腦油價格保持不變。然而，根據化學供應鏈的地位，化學品價格上調通常落後一個月。

煉油毛利率與油價



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

能源價格上漲：對下游的影響

此，平均銷售價格上漲對種植者的獲利有很大影響。

航空業

- **獲利將受到巨大的壓縮。**航空公司的營益率與燃料價格息息相關，相關成長佔運營成本的20-30%，往往是最大的成本項目之一。若原油價格繼續攀升，預期航空公司的獲利率將遭遇大幅下滑的壓力，因為航空業在需求疲軟的情況下，缺乏訂價能力，通常無法轉嫁高成本給消費者。

航空燃料價格走勢



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

水泥業

- **2021年中國水泥產業利潤因較高的煤價而受到壓力。**煤炭能源是水泥生產的主要成本之一（約20%至40%）。中國煤礦場可能增加產量，因應政府最近壓抑商品價格的措施。但即便如此，平均煤炭價格將仍然高於去年。由於煤炭投入價格上升，預期2021年中國水泥產品價差（指標水泥價格減去煤炭價格）平均將下滑超過10%。

CPO和大豆價格



資料來源：彭博·星展集團 2021年6月

農產品價格上漲：對上游的影響

棕櫚油 (CPO) 生產商

- **高槓桿使價格走揚。**預期CPO生產商將受惠於價格上漲。CPO產地的營運槓桿率高，因為每公頃主要固定成本，包括維護和栽培（肥料和收割）和製造成本。因

農產品價格上漲：對下游的影響

消費類股 - 消費品

- 視品牌忠誠度，影響不一。**較高的CPO價格不利個人護理產品公司，使用較多的棕櫚油（或其衍生產品），佔總成本約10%至30%，大幅高於食品飲料公司的10%。同時，對毛利率的影響則是取決於產品組合和成本轉嫁給消費者的能力。市佔率高，且品牌忠誠度高的公司往往能夠轉嫁較高的原物料成本。

泰國消費類股毛利率與CPO價格



資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

消費類股 - 食品飲料公司

- 農產品價格是影響食品飲料業利潤的關鍵因素。**在食品飲料公司，農產品佔總製造成本約85%至90%。雖然商品價格上漲對毛利率有直接影響，但許多公司採用有效的避險政策來盡量減少對成本影響。所採用的方法包括 (a) 提高生產效率、(b) 提升經濟規模和 (c) 產品組合升級。較具規模的領先業者的成本管理較強。
- 不利中國的養豬業者。**中國養豬業者今年面臨重大挑戰。它們遭受較低的豬價，且最近數月飼料成本一直呈現上揚。星展集團預期，平均豬價將在2021年將較前一年度下滑至少20%，且飼料成本上升約15%。

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。