

2021年第2季 投資總監洞察

重振旗鼓

正常化符合預期

疫苗的推出將改變經濟封鎖和重新開放走走停停的週期，全球經濟也可望重新回到成長的態勢。由美國領導的企業獲利成長動能也可望持續。星展認為現在擔憂通膨仍然過早，因此公債殖利率上升的擔憂將逐漸趨緩。

漲勢更廣泛的市場

股市呈現類股輪動；過去表現較為落後的類股開始優於漲多的科技類股；這樣的情況顯示股市的漲勢更廣泛，也更健康。星展持續認為應採取槓鈴式投資策略佈局風險性資產，包括成長型和收益型資產。

除了成長股，佈局具備落後補漲機會的類股

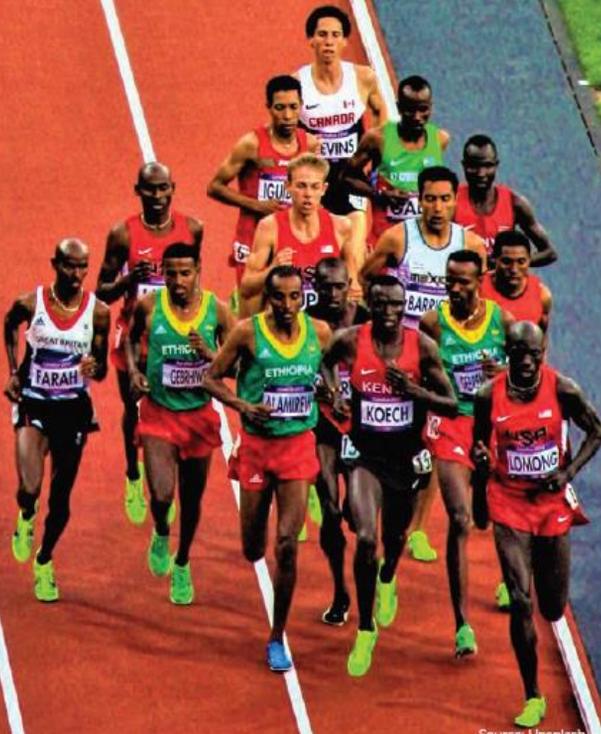
佈局全球經濟正常化的受惠者；成長型資產部份，增加佈局具備落後補漲機會的金融、原物料和能源類股；持續看好亞洲不含日本。

看好高收益債將優於投資等級債的表現

甜蜜點是亞洲和歐洲BBB / BB等級的債信。維持平均投資組合存續期間5年的觀點。

目錄

- 3 重點摘要
- 4 資產配置
- 24 美國股市
- 29 歐洲股市
- 34 日本股市
- 40 亞洲不含日本股市
- 50 全球信貸
- 58 外匯市場
- 65 另類投資：黃金
- 73 投資主題：電子商務
- 85 專家系列：能源轉型
- 88 專題報告：加強收益
- 93 專題報告：全球半導體





重點摘要

親愛的貴賓您好，

現在我們正從“曙光乍現”轉移到“重振旗鼓”的轉折點。肺炎疫苗的逐漸普及可望使經濟不再走走停停。

再加上全球政府推出金額高達數兆美元的財政刺激措施，經濟成長和企業獲利逐漸正常化。

過去的一季，金融市場有兩個重要的發展。債市部份，由於通膨疑慮，美國10年期公債殖利率大幅彈升約90個基點至1.7%附近；不過，導致些恐懼的主要因素在於肺炎疫苗的推出，促使市場樂觀看待經濟呈現V型復甦。股市部份，價值型的金融和能源類股的表現則是優於成長型的科技類股，形成強烈的類股輪動走勢。

但投資人最關切的問題是：

- 股市評價面是否已充分反應所有的正面訊息？
- 漲多的科技類股會崩盤嗎？
- 公債殖利率是否會繼續上揚？

不可否認，股市評價面的確高於歷史均值，但星展集團認為，由於接近零的利率使全球流動性充裕的情況將降低崩盤的風險。與2000年科技泡沫不同，現在的大型科技公司能夠創造並享受強勁的獲利成長和自由現金流。此外，訂閱制的商業模式也將提升企業經常性獲利。能源和金融股強勁的回升走勢代表的是市場更廣泛的漲勢是健康的情況。

通貨膨脹部份，星展集團認為市場過度擔心，因此公債殖利率上揚對市場的影響可望趨緩。基於這些情況，星展集團仍然看好風險性資產的表現。

本季的投資總監洞察也提到“covered call：掩護性買權”策略的特殊功能；透過有紀律的投資組合策略藉以增加收益。

祝您閱讀愉快，也祝您投資順利！



侯偉福 CFA
星展集團投資總監



Live more,
Bank less



資產配置 | 2021年第2季

速度與激情

總經與政治展望



貨幣政策

儘管減碼量化寬鬆仍有爭議，但聯準會將維持寬鬆政策不變。通膨風險的管理在下半年將是焦點。



經濟展望

強勁的財政刺激措施和疫苗接種速度加快，隨著經濟重新開放，下半年全球經濟將顯著成長。



地緣政治

拜登政府在為合作夥伴關係敞開大門的同時，仍將中國視為戰略競爭對手。貿易戰進一步升級的可能性很偏低。



通貨膨脹

金融資產和商品價格普遍走揚，但通膨尚不明顯。



財政政策

拜登政府通過的1.9兆美元刺激法案將推動美國經濟成長，預期今年美國今年GDP將成長6%。

金融市場展望



股票市場

更快的疫苗接種速度和強勁的企業獲利為股市提供支撐。隨著全球經濟的復甦，戰術性配置價值股。



外匯市場

美元指數在2020年大幅下跌後，2021年將呈現整理。去年提振歐元的因素已經減弱，歐元兌美元回落至1.15-1.20區間。



公債市場

經濟成長前景明朗，成熟市場殖利率曲線呈陡峭趨勢。因疫情而上升的風險溢酬可能縮減，預期美國10年期公債殖利率將升至2.0%。



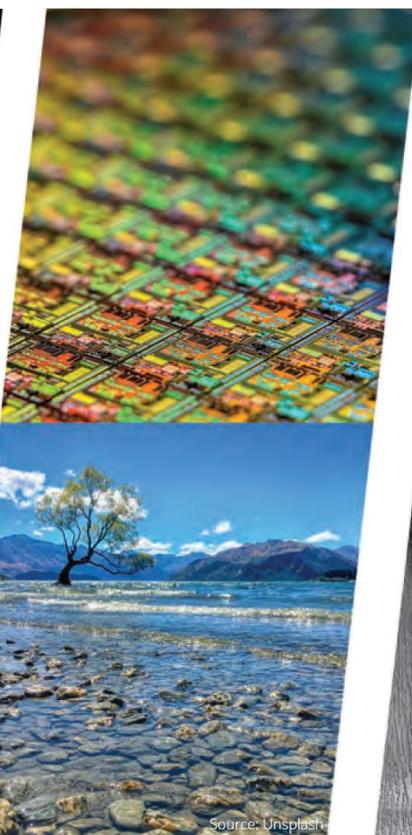
信貸市場

偏好中國境內債券，因其殖利率具吸引力、長期結構性流入和低違約率。



投資主題

仍看好全球電子商務長期發展。政府政策和電動汽車加快能源轉型。



主題策略：
電子商務

全球數位化仍處於初期階段，並且還有很長的路要走。其核心是電子商務。預期後疫情時代，線上消費行為仍將持續；其中亞洲和北美居前。除了B2C，B2B成為電子商務新的成長支柱。



專家系列：
能源轉型

全球正處於長達數十年全球能源轉型的開始。這一大規模趨勢包括：a) 再生能源生產；b) 能源效率、科技和原物料；c) 能源運輸和基礎設施。美國、歐盟和中國部份企業可能從監管、宏觀和產業推動因素中受益。



專題報告：
(a) 加強收益策略
(b) 半導體

隨著大型科技業顛覆傳統業務，僅以股息為前提的股本收益概念可能不再足夠。星展介紹“掩護性買權”策略藉以加強收益。

半導體類股對最近的IC晶片短缺反應過度，供不應求狀況主要普遍在汽車行業。這提高了對晶片組本來就很強勁的需求，為佈局此長期增長趨勢的良機。

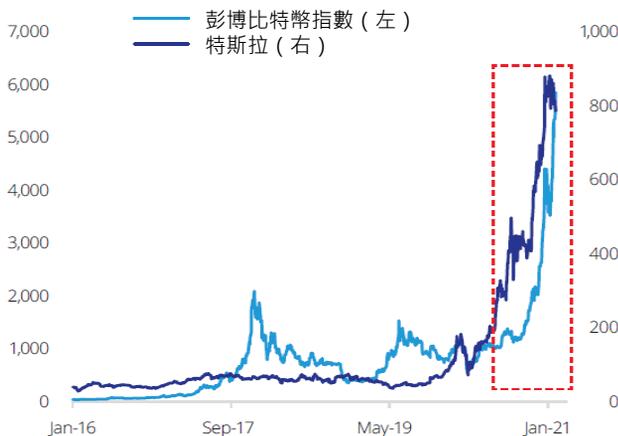
資產配置

速度過快，太激烈？

2021年第1季，市場對全球風險性資產的積極情緒仍然存在。然而，由散户驅動買盤帶動像GameStop和Blackberry急劇上漲，再加上特斯拉執行長馬斯克投資15億美元比特幣的消息，確實引起投資人對股市快速上漲的情況感到不安。

這樣的擔憂並不意外。儘管肺炎疫情持續和總經環境的不確定性，全球股市自2020年的低點以來已上漲了78%。不可避免地，股市漲幅是否“領先於基本面”的問題浮出台面。除了上漲速度外，另一個令投資人擔憂的問題是通貨膨脹的上升。

圖1：風險性資產的變化 – 興奮還是理性？



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

考慮到投資人所面臨的困擾，本季投資總監洞察探討以下主題：

- 金融市場是否達到了興奮的階段？
- 通膨升溫是否會引發股市回檔？
- 支撐目前股市上漲因素有哪些？
- 在信用利差緊縮的情況下，投資人如何增強投資組合收益？

市場總檢查：興奮或是理性？

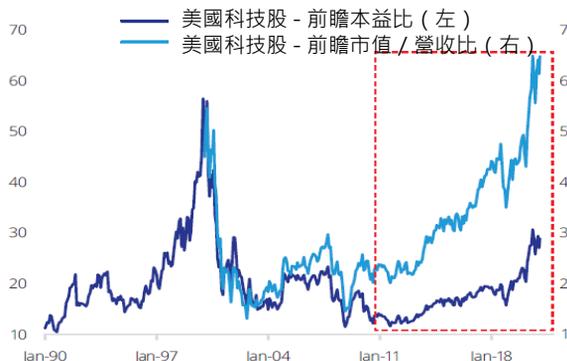
為了檢測風險資產的興奮跡象，以下為檢查重點：（1）評價面，（2）流動性，（3）AAll 牛熊市比率，以及（4）收盤價高於200日移動均線的股票比率。結論是：

觀察重點1：評價面。與網絡泡沫期間相比較，美國科技股大幅上漲引發了評價面擔憂。然而，數據顯示並非如此。美國科技股的前瞻市值 / 營收（Price / Sales）已高達6.2倍，但這個比率掩蓋了美國科技公司的獲利能力正在上升的事實。

自2011年以來，美國科技業前瞻營收成長了119%，而前瞻獲利則是大幅成長了199%。若以前瞻本益比為基礎，科技類股的評價遠低於科技泡沫時期的水準。

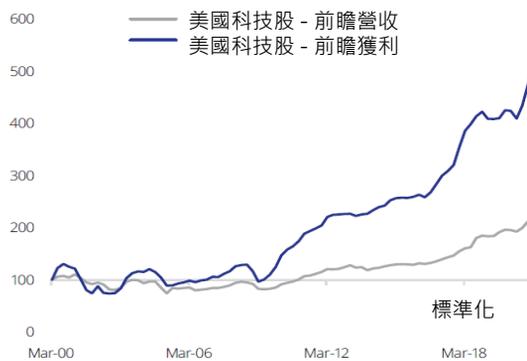
觀察重點2：流動性：除經濟基本面外，流動性是風險資產的另一個重要驅動因素。肺炎疫情以來，美國聯準會（Fed）前所未有的量化寬鬆政策支持金融市場 – 全球追求收益的需求推升風險性資產上漲。

圖2：以前瞻本益比為基礎，科技股的評價遠低於科技泡沫時的水準



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖3：科技股強勁盈餘成長壓低了前瞻本益比



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

從聯準會容忍通膨一時過高的傾向來看，短期沒有調整寬鬆政策的計劃。儘管最近美國股市上漲，但標準普爾500指數市值相對於M2貨幣供應比率的走勢大致符合長期平均水準。

若數據高於“1”，顯示看漲的顧問人數多於看跌的顧問人數；相反地，若低於“1”，則是顯示看跌的顧問較看漲的顧問人數。

投資人通常將兩端的極端數據視為反指標。目前，AAII數據為2.1，大致符合長期平均水準，這顯示市場情緒並不極端。

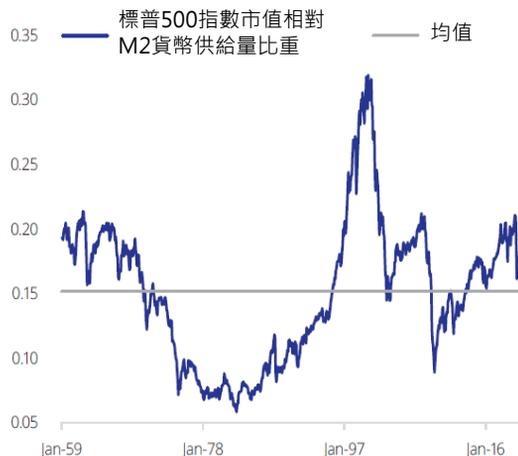
觀察重點3：AAII牛熊市比率：AAII牛熊市比率反應金融顧問的市場情緒。

圖4：自肺炎疫情以來，聯準會推出了前所未有的量化寬鬆政策



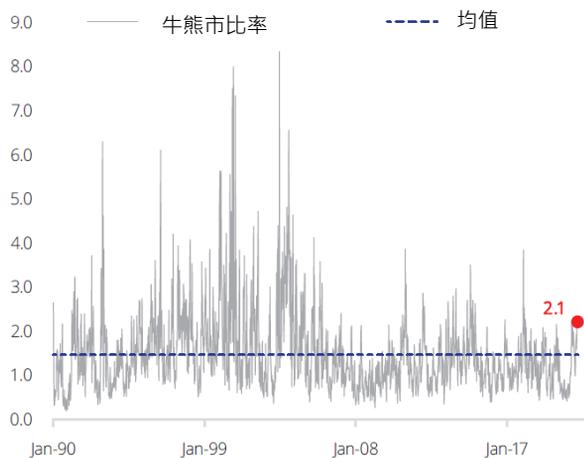
資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖5：標普500指數市值相對M2貨幣供給量比率大致符合長期平均水準



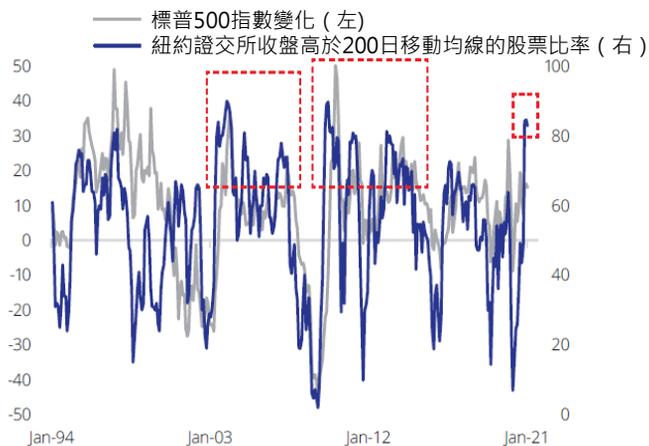
資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖6：AII牛熊市比率無過度極端



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖7：儘管收盤價高於200日移動均線的股票比率已高於80%，但不代表標普500指數會立刻出現修正



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

觀察重點4：收盤價高於200日移動均線的股票比率：標普500指數的月變動率與收盤高於200日移動均線的股票比率密切相關（圖7）。當指標超過80%時，標普500指數年增率可能出現下滑。

但是，年增率的下滑並不一定意味著標普500將進入下跌的情況；相反地，這顯示市場仍可繼續走揚，儘管步伐較慢。歷史經驗顯示，當指標突破80%時（請參見圖7中的紅色區域）。



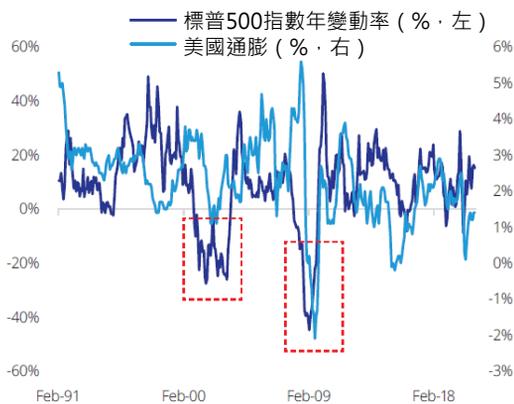
Source: Unsplash

通貨膨脹：處於甜蜜點

通貨膨脹上升是今年金融市場普遍預期的風險因素之一。畢竟，拜登政府提出1.9兆美元積極的經濟援助計劃，再加上美國肺炎疫苗接種率的提高，預計可望提振經濟強勁成長動能，進而推升通膨水準上升。

另一個驅動通膨上升因素是貨幣政策。美國聯準會主席鮑威爾 (Jerome Powell) 認為，做“太少刺激措施”的風險超越了“過度刺激措施”的風險。前聯準會主席葉倫 (Janet Yellen) 被任命為財政部長，這也進一步強化了寬鬆貨幣政策將延續的觀點。圖8顯示，1982年以來，美國金融情勢指數目前處於最寬鬆的水準。

圖9：股市通常在負通脹期間有較大的修正壓力



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖8：寬鬆金融情勢持續



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

通貨膨脹率上升未必對風險性資產是負面的。實際上，由需求（而不是供給面因素）所帶動的通膨壓力對市場是正面的。圖9顯示，標準普爾500指數與美國通膨之間的長期關係。顯然，當通膨急劇回落時，美國股票才會呈現大幅度回檔。通膨上升的期間通常不會伴隨股市大幅下挫。



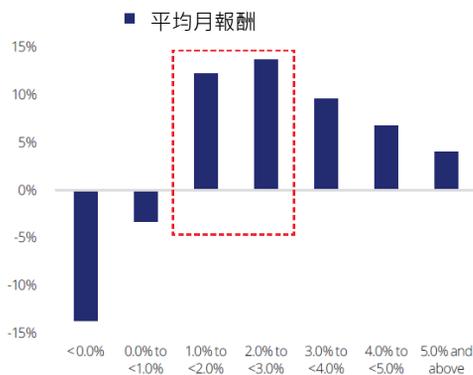
Source: Unsplash

哪種通膨水準最有利風險資產表現？為了回答這個問題，星展檢視自1941年以來的數據，列出下列一些發現：

- 當通膨率低於零時，標準普爾500指數的平均每月報酬率為負值。
- 當通膨率介於1.0%~2.0%時，標準普爾500指數的平均每月報酬率為12.2%，通膨率介於2.0%~3.0%時，標準普爾500指數的平均每月報酬率提升至13.7%。
- 當通膨率超過3.0%，標準普爾500指數的平均每月報酬率開始持續下降。

很明顯，當通膨率處於1.4%時有利於風險資產，而只有當通膨率超過3.0%時，股市報酬率才可能開始惡化。

圖10：標普500指數的理想平均月報酬是通膨率介於1%至3%



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

支撐股市反彈的因素

儘管未來幾個月股市上漲速度可能會有所放緩，但不致於出現大幅修正情況。股市受到下列因素支撐，(a) 疫苗接種速度加速，(b) 企業獲利強勁回升。

1月1日至15日期間，美國每日疫苗接種目標為60萬劑。但是在拜登政府 (Biden) 上任後，2月1日至15日，每日平均接種疫苗數為150萬劑，接種速度顯著成長 (圖11)。目前，疫苗接種人數率已超過肺炎新增病例人數。美國疫情狀況控制成功，將帶動去年因疫情而受壓抑的需求回升。

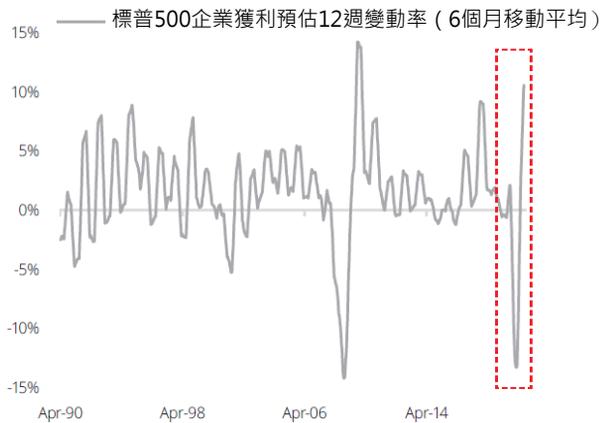
圖11：美國疫苗接種速度加快



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

同時，美國企業獲利成長自2020年底部反彈；2021年第1季的財報季中，77.9%以上企業獲利優於市場預期；其中，通訊服務、科技和金融業的獲利成長動能較顯著。企業獲利前景改善，市場分析師亦上調標普500指數企業獲利預估 (圖12)。

圖12：美國企業獲利上修



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖13：中性利率 (r*) 持續下滑



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

低收益環境下的股票收益策略

肺炎疫苗開始接種和強勁的財政政策帶動公債殖利率上揚。但是歷史經驗顯示，現在假設公債殖利率開始持續上升仍為時過早。2008年金融海嘯以來，公債殖利率也呈現類以走升情況，但隨後又回落至低點。

長期而言，1980年代初期以來，公債殖利率呈現下滑走勢，有幾種原因。首先，全球總體經濟動能正在放緩，這意味著通膨預期減弱。其次，中性利率 (r*：為聯準會利率決策過程的“參考指標”) 處於持續下滑的趨勢。

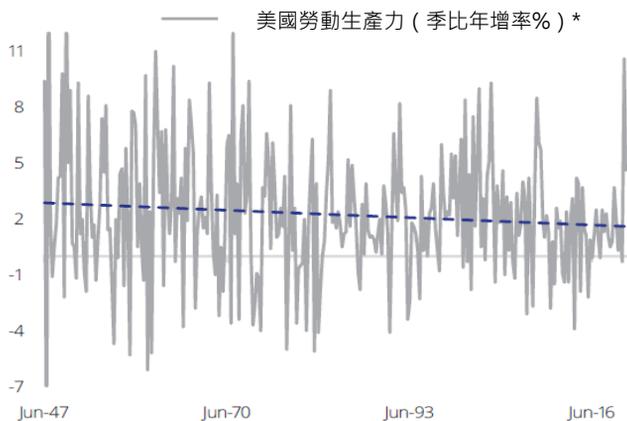
根據聯準會經濟學家Thomas Laubach 和John Williams的研究，

美國的長期中性利率從1974年9月的4.485%下滑到2020年12月的0.029%。這在很大程度上與美國的週期停滯有關；超額儲蓄也會影響長期利率。

儲蓄需求 (生產力和數位化) 以及那些促進儲蓄供給 (人口老化和風險規避) 從本質上講是結構性的。長期而言，這些因素的相互作用預期對中性利率長期造成下行壓力。

在目前低收益率的環境下，透過配置股票投資來提高投資組合的收益將在未來幾季中得到重視。傳統的“股票收益策略”概念以股票股利為前提。但是，隨著全球數位化浪潮席捲傳統公司，這種策略將面臨越來越大的挑戰，這將阻礙公司派發股息的能力。

圖14：美國生產力長期向下

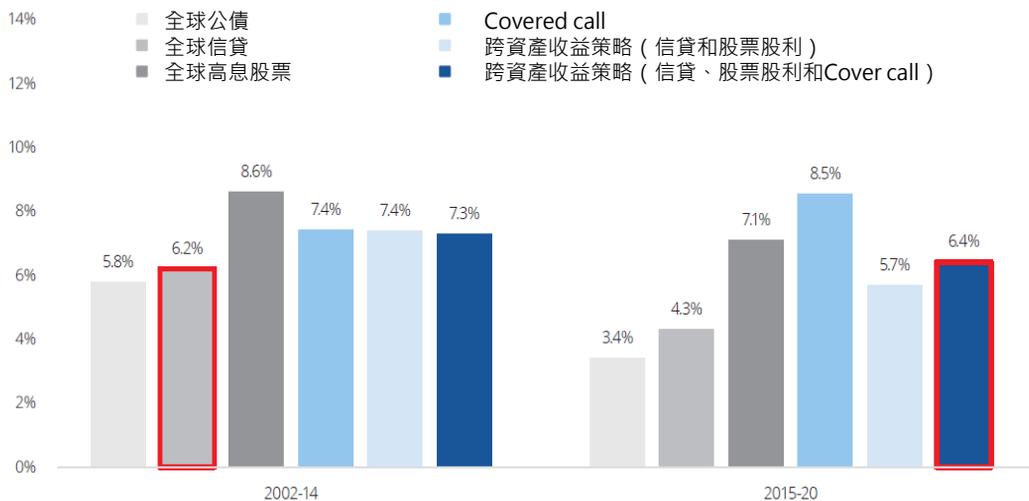


資料來源：彭博，星展集團 2021年3月
*註：圖表期間為1947年6月至2016年6月

為了解決這個問題，良好的收益策略是有必要的，這就是“Buy-White”可以發揮作用的地方；也稱為Covered call (掩護性買權)。在買入證券時，同時賣出該股票的買權。在市場波動時期，從賣出股票的買權中收取的選擇權權利金有助於增強收益率，藉以規避投資組合的下跌風險。

根據分析顯示，在2015年至2020年之間，由全球信貸組成的投資組合將僅獲得4.3%的平均年化月報酬率。但是，假設由40%的信貸，30%的股息股票和30%的掩護性買權構成的多元資產組合將獲得6.4%的平均報酬率。這也說明，在目前的环境下，結合買權交易的多元資產收益策略將為投資人帶來較佳的報酬。

圖15：Cover call策略可提高多元資產投資組合中的股權收益



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

2021年第2季資產配置：股優於債

表2：2021年第2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	0	0	0	0	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	0	-1	0	0	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	-1	0	0	0	-1	-1	0
	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	0	0	1	-	0	0
評價面	前瞻P/E	-2 to +2	-1	-1	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	0	0	0	-1	-1	0
	自由現金流	-2 to +2	1	-1	-1	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	1
動能	資金流向	-2 to +2	1	0	0	1	0	1	1
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			5	-3	0	3	-2	-2	1
調整後分數*			0.24	--0.14	0.00	0.14	-0.18	-0.13	0.06

資料來源：星展集團 2021年3月

跨資產觀點：疫苗的推出和宏觀經濟的復甦將繼續支持股票表現優於債券。從跨資產的角度而言，維持股票表現將優於債券的觀點。在CAA架構中，股票的綜合得分較高為0.06，而債券為負0.08。

基本面：全球宏觀經濟動能繼續復甦，1月摩根大通全球製造業採購經理人指數（PMI）維持擴張的態勢（53.5），而全球花旗經濟驚奇指數

也保持在79（截至3月15日）。

第二季全球經濟成長動能很大程度上取決於各國疫苗接種計劃的成功程度。成功控制疫情將對受衝擊最嚴重的服務業帶來顯著成長。

從美國的數據來看，2021年將是企業獲利強勁復甦的一年，獲利前景令人鼓舞。預期2021年第2季企業獲利將維持正面。

圖16：全球經濟成長動能持續回復



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖17：疫苗接種計劃順利，將帶動服務部門回復成長



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

價值面：從跨資產的角度而言，儘管股票收益率與公債殖利率利差自去年3月以來已顯著縮小；然而，目前利差為1.8%，仍高於長期平均水平，股票相對債券仍具吸引力。

動能：在跨資產資金流動方面，今年股票顯然已超過債券成為優先資產類別。2020年，股票總流入量為1900

億美元，而債券的流入量則更大為3830億美元。然而，年初至今，股票流入量為1510億美元，而債券流入量則較為平淡，僅960億美元。

在兩個月不到的時間，資金流入已經佔去年資金流量的79%，股票流入量相當顯著。從區域上看，美股流入量占比最高。

圖18：今年資金流入股票量大於債券（3個月移動平均，10億美元）



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖19：美國股票流入量占比最高（3個月移動平均，10億美元）

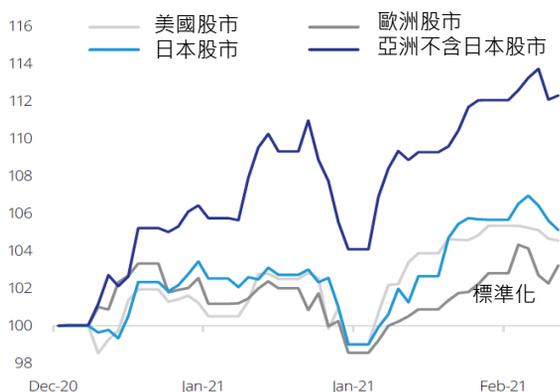


資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

股市：美國和亞洲不含日本股市領漲。 美股和亞洲不含日本股市是年初迄今表現最好的股市，美股上漲了5.5%（截至3月15日），較日股和歐股分別高出2.6%、1.8%。亞洲不含日本股市上漲4.7%。

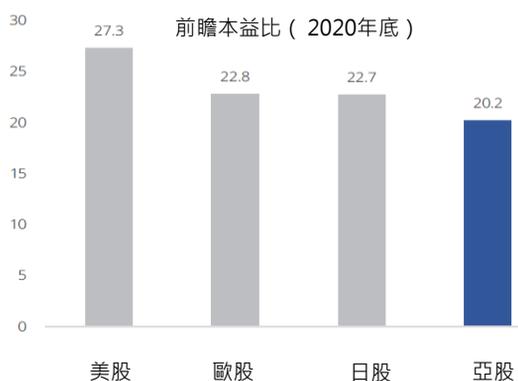
預期第2季美國股市將持續表現優於歐洲和日本股市。因美國強勁的疫苗接種工作暗示著經濟重新開放和企業獲利前景良好。隨著股市廣泛性的上漲，全球追求價值型股票的趨勢將使亞洲不含日本股票及金融和能源股受惠。

圖20：2021年初以來，亞洲不含日本股市表現佳



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖21：年初以來，亞洲不含日本股市評價面相對成熟市場呈現折價



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月



圖22：高收益債券表現優於投資等級債券

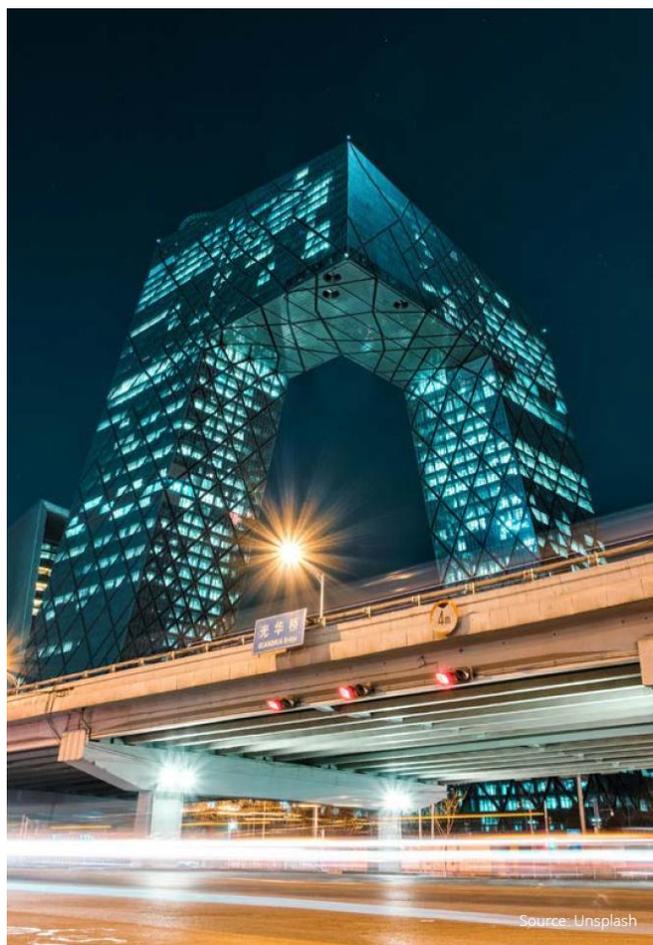


資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

債券：殖利率上升未必不利信貸市場；維持看好高收益 (HY) 優於投資等級 (IG) 的觀點。 利率上升的環境提升公司債利差擴大的擔憂。但是就歷史經驗觀之，殖利率上升並不代表利差會擴大。川普在2016年總統大選獲勝後的時期就是一個很好的例子。

當時，儘管利率上升，但信貸利差收緊，顯示對未來經濟強勁成長動能的預期。星展認為與目前的狀況一樣。

信貸方面，預計HY表現將持續優於IG。在全球追逐收益率的環境下，亞洲高收債將受惠資金的流入。



Source: Unsplash

圖23：TAA資產配置比例（穩健型投資組合）

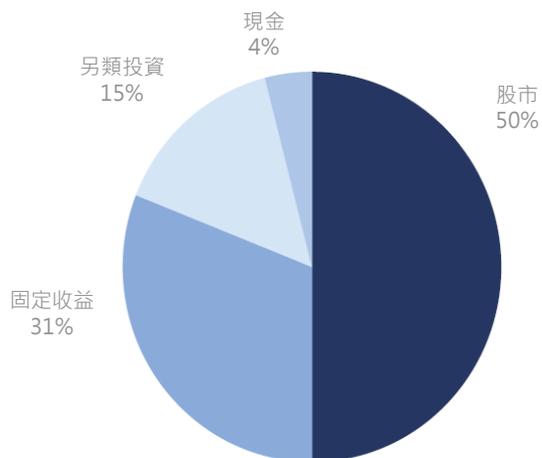


圖24：TAA股市地區配置比例（穩健型投資組合）

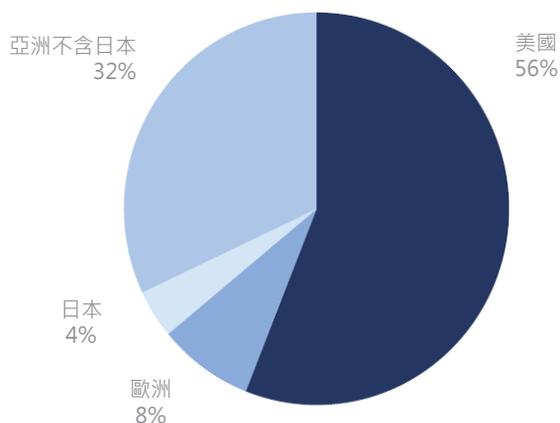
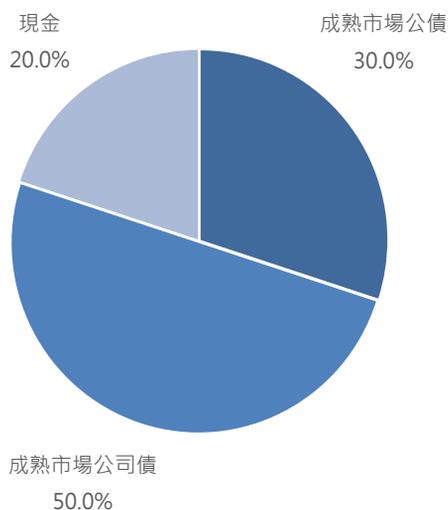


表2：2021年第2季全球戰術性資產配置（TAA：Tactical Asset Allocation）

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	看淡	看淡
日股	看淡	看淡
亞洲不含日本	看好	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

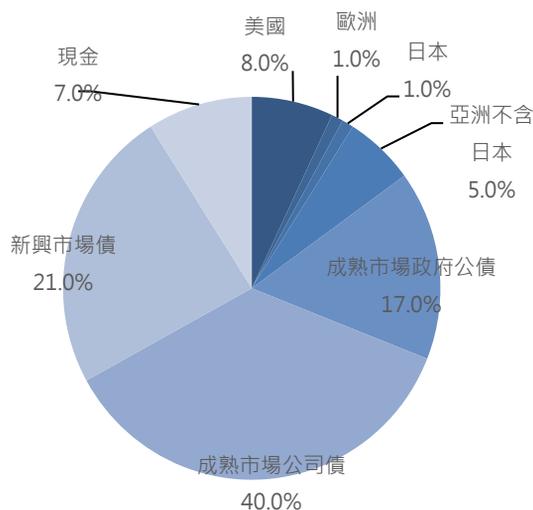
保守型投資組合

	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

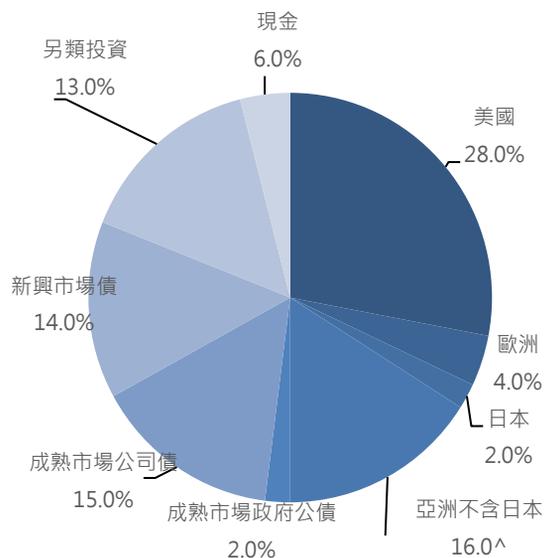
	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	8.0%	6.0%	2.0%
歐洲	1.0%	4.0%	-3.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	5.0%	3.0%	2.0%
固定收益	78.0%	80.0%	-2.0%
成熟市場債券	57.0%	60.0%	-3.0%
成熟市場公債	17.0%	20.0%	-3.0%
成熟市場公司債	40.0%	40.0%	0%
新興市場債	21.0%	20.0%	1.0%
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金	7.0%	5.0%	2.0%



資料來源：星展集團 2021年3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

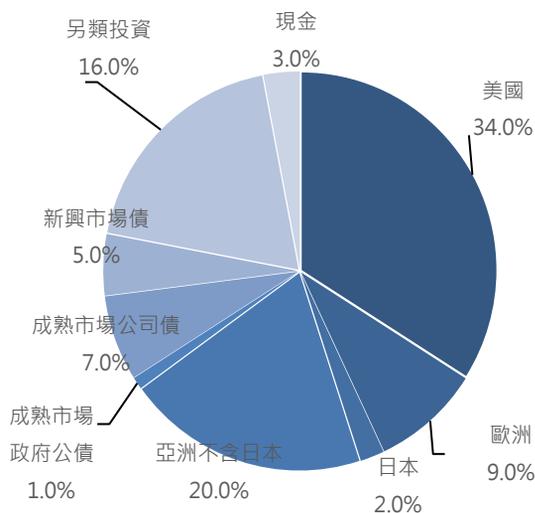
穩健型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	50.0%	50.0%	
美國	28.0%	25.0%	3.0%
歐洲	4.0%	10.0%	-6.0%
日本	2.0%	5.0%	-3.0%
亞洲不含日本	16.0%	10.0%	6.0%
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	8.0%	5.0%	3.0%
避險基金	7.0%	5.0%	2.0%
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	34.0%	30.0%	4.0%
歐洲	9.0%	15.0%	-6.0%
日本	2.0%	5.0%	-3.0%
亞洲不含日本	20.0%	15.0%	5.0%
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	7.0%	5.0%	2.0%
避險基金	12.0%	10.0%	2.0%
現金	3.0%	5.0%	-2.0%



資料來源：星展集團 2021年3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

表3：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	7.0	5.5	2.9	2.3	2.5	2.5
香港	-1.2	-6.1	4.0	2.3	2.9	0.3	2.0	2.5
印度*	4.0	-7.8	10.5	5.2	4.8	6.3	4.3	4.0
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	7.0	6.0	2.5	2.4	3.0	2.8
新加坡	0.7	-5.4	5.5	3.2	0.6	-0.2	0.9	1.5
南韓	2.0	-1.0	2.9	2.8	0.4	0.2	0.5	1.0
泰國	2.4	-6.1	2.9	2.2	0.7	-1.0	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	3.5	3.5	1.2	0.3	1.0	1.2
日本	0.3	-4.8	2.8	1.5	0.5	0.0	0.0	0.5
美國	2.2	-3.5	6.0	2.5	2.3	1.3	1.9	2.2

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

表4：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 3 月。



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

美國股市 | 2021年第2季

復甦動能強勁

美國股市

復甦動能強勁，類股輪動

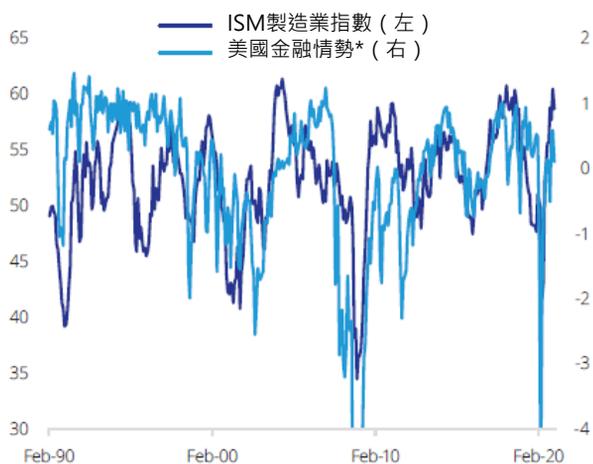
早在2020年肺炎疫情達到頂峰時，星展集團便指出 (a) 肺炎疫情危機是暫時性的和非經濟性的，並且 (b) 肺炎疫情危機與長期周期趨勢的結構前景無關。可以肯定的是，美國經濟的現狀反映了去年初星展的觀點。

圖1顯示，美國ISM製造業指數已回升至疫情前的水平（1月為58.7），這也顯示美國製造業仍處於擴張階段。美

國金融情勢緩和，ISM製造業指數回升。經濟驚奇指數雖然近期回落，在一月份仍保持在65.3的高點。

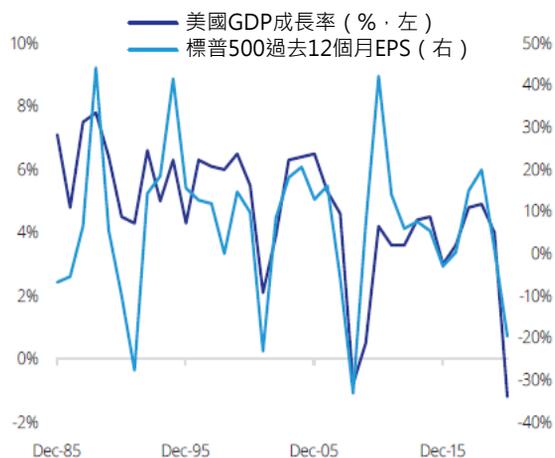
隨著美國疫苗接種進度順利，以及拜登政府實施大規模財政刺激措施，預計在投資和消費強勁反彈的支持下，美國今年的GDP將成長6%。圖2顯示，美國GDP與企業盈餘成長的關係度密切。美國經濟狀況強勁反彈亦提升企業獲利前景。

圖1：美國金融情勢緩和，ISM製造業指數回升



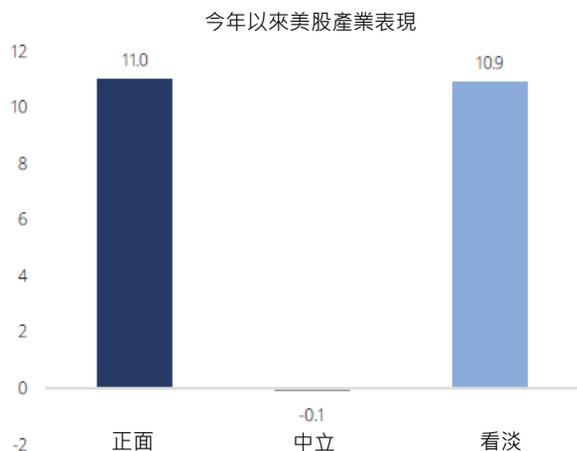
資料來源：彭博，星展集團 2021年3月
*圖表期間截取至2020年2月

圖2：美國GDP增長的上升預示著企業獲利前景



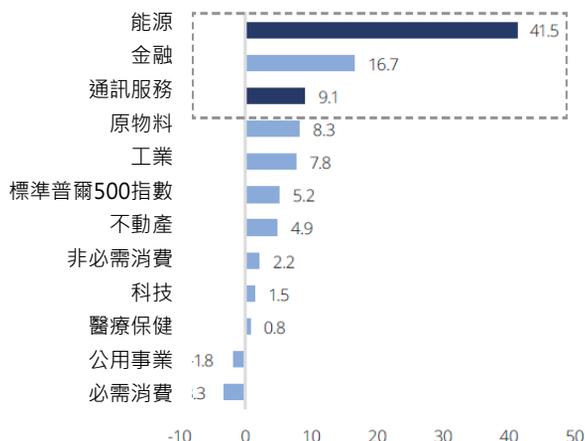
資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖3：持正面觀點產業表現優於中立和看淡產業



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月
今年以來表現截至2021年3月11日

圖4：年初至今，能源、金融和通訊服務表現優於大盤



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月
今年以來表現截至2021年3月11日

資產通貨膨脹主題表現強勁。今年以來，星展相對看好的類股報酬率上漲了11%，優於中立和看淡的類股。其中主要上漲驅動力來自能源業，今年以來上漲了41.5%。另一方面，看淡的金融類股表現佳，上漲了16.7%。

顯然，隨著美國經濟持續復甦，“資產通貨膨脹”主題動能強勁。未來數月，類股輪動至經濟周期循環的價值股仍有補漲機會。



Source: Unsplash

2021年第2季美國類股觀點：經濟前景樂觀，將金融和原物料上調至中立

槓鈴式策略中，看好美股類股配置維持不變。成長型資產部份，維持看好科技類股的觀點，以順應長期數位化成長趨勢和千禧世代的消費增長。在價值股和收益型資產部份，相對看好能源產業。槓鈴式策略在第一季表現良好，第2季配置維持不變。

隨著疫苗接種進度良好和經濟增長前景樂觀，預計資產通貨再膨脹的動能在未來數月將持續。因此，類股觀點調整如下：

- 調升金融和原物料類股至中立
- 調降公用事業和消費必需品至看淡

債券殖利率上升和殖利率曲線陡峭對美國金融業的淨息差是有利的。此外，隨著商業活動從疫情中復甦，將顯著提振貸款成長。同時，中國經濟的大幅反彈支撐了全球大宗商品價格的上漲，這對美國原物料業是正面的。

由於金融和原物料類股的上調，因此下調公用事業和消費必需品類股，因其在資產通貨膨脹的環境下可能表現不佳。

圖5：油價上漲支撐美國能源股表現



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖6：商品價格上漲支撐原物料股



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

表1：2021年第2季美國類股觀點

	看好	中立	看淡
美國類股	科技	金融	公用事業
	通訊服務	原物料	必需性消費
	非必需性消費	房地產	工業
	醫療保健		
	能源*		

*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2021年3月

表2：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	5.2	22.8	4.3	19.5	11.3	2.1	10.0
標準普爾500金融	16.7	15.7	1.5	--	10.3	0.9	17.5
標準普爾500能源	41.5	26.6	1.9	-	-19.6	-8.3	-18.1
標準普爾500科技	1.5	27.2	10.2	22.2	30.2	10.7	22.3
標準普爾500原物料	8.3	20.8	3.3	17.8	7.5	3.0	9.1
標準普爾500工業	7.8	26.9	5.6	24.0	7.9	1.9	5.7
標準普爾500必需消費	-3.3	20.3	6.4	15.9	25.2	6.9	9.0
標準普爾500非必需消費	2.2	36.2	11.6	26.0	16.3	3.2	5.6
標準普爾500通訊服務	9.1	23.4	4.4	16.0	10.7	4.1	16.1
標準普爾500公用事業	-1.8	17.5	2.0	13.5	8.1	2.1	19.3
標準普爾500房地產	4.9	49.8	3.6	24.1	7.4	2.8	19.7
標準普爾500醫療保健	0.8	16.2	4.7	18.0	14.5	5.0	7.8

資料來源：彭博 2021年3月11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



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

歐洲股市 | 2021年第2季

漲潮

歐洲股市

漲潮

隨著全球經濟復甦的預期提升，全球股市持續上漲，採購經理人指數（PMI）數據改善，公債殖利率也因通膨預期而上升。歐股隨其他市場走揚；以美元計價，第一季以來上漲約2%。

企業盈餘自谷底復甦，預期歐股將有正報酬。歐洲央行持續支持各個經濟體從肺炎疫情中復甦。

我們認為，由於下列因素歐洲股市表現將不如其他地區：

1. 美國今年GDP成長率將達6%，而歐元區僅成長3.5%。

2. 歐洲股票以市值計算，約有34%為防禦性股票，在通膨環境下不易有好的表現。而美國股市防禦性股票占比僅32%。

3. 歐洲股市缺乏強勁的領導產業，如科技業。科技業占美國股市比重約30%，但在歐洲股市僅占8%。歐洲股市產業占比最大為金融業，約16%。

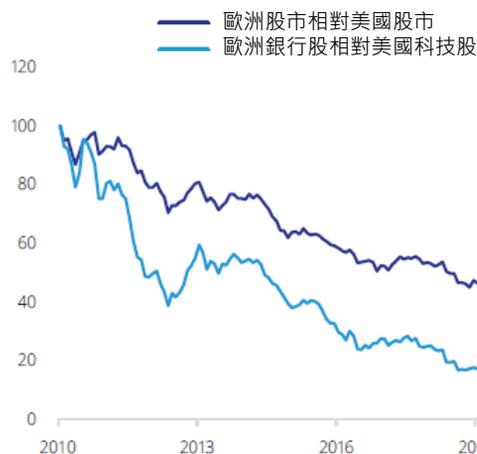
的確，因為歐洲股市缺乏科技股，導致過去兩年以來歐股表現相對落後。在領導產業轉變之前，星展認為歐洲股市將繼續表現不如其他地區。儘管公債殖利率上升會改善對歐洲金融業的風險偏好，資金轉入價值股也可能會使歐洲金融業受惠，但我們對歐洲金融業的看法仍較不樂觀。

圖：歐洲股市上漲，但仍相對表現落後全球股票



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖2：歐元區的前景取決於銀行業的前景



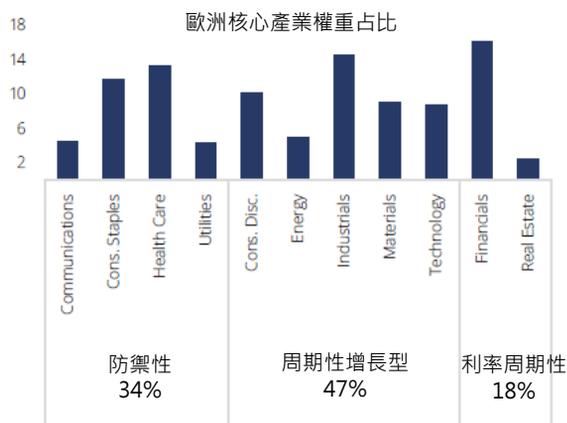
資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

產業前景

我們認為，景氣循環產業可望受惠經濟強勁的復甦。這些股票可以大致分為以下幾類：

1. 疫情受患者
2. 疫苗贏家
3. 周期性成長型股票
4. 周期性價值型股票

圖3：周期性產業具機會



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

疫情受患者。去年“肺炎疫情受患者”表現佳，主要是由於中國領先全球其他地區復甦，以及因疫情而引起的結構性變化，包括在家工作WFH趨勢和數位化加速進程。我們持續看好這些產業，因為這些趨勢是周期性的，長期且不可逆。這些股票包括自動化和半導體產業。

疫苗贏家。隨著疫苗推出，受惠經濟重新開放的關鍵產業為非必需性消費產業。然而，該產業例如奢侈品並非歐洲主要驅動力，但相對具有韌性。

服務和汽車業評價面相對便宜，隨著疫苗推出進展，將受惠經濟重啟。考慮到目前疲弱的消費者信心和高額的超額儲蓄，從服務業轉向商品和報復性消費等交易回升，可能在今年稍晚帶動旅遊相關服務部門的強勁需求。

隨著消費者開始花錢，汽車業也有將從中受益。該產業還受益於政府對電動汽車購買的補貼。透過推出新車型和與電動汽車相關的“綠色”標籤來維持需求，而電動汽車通常被視為歐洲的專業領域。

圖4：歐洲汽車業評價面相對便宜



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

周期性成長股。歐洲大型綜合能源企業（大型油商）可望受惠於全球通貨再膨脹，並與油價表現保持一致。歐洲大型油商表現仍落後於油價的反彈。基於下列因素，認為歐洲的大型油商將呈現落後補漲：

1. 由於疫苗推出速度快於預期，需求前景正在改善。在全球旅行限制仍然存在的情況下，預計經濟開放和跨境旅行將分階段進行，這將帶動石油需求回升。

圖5：周期性產業具機會

（指數，根據油價重新計算）



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

2. 同時，企業獲利去年第二季已觸底回升，然而，下游煉油廠利潤率尚未恢復。預期當經濟完全重新開放時，下游煉油廠獲利可望回復。
3. 在石油輸出國組織（OPEC+）會議之後，供應前景變得更加清晰，將維持減產措施，藉以支持油價。
4. 股息削減和去槓桿化拖累了該產業的現金流和降低投資人的偏好。短期獲利可以加速資產負債表去槓桿化，同時提供現金流量以提高股息。
5. 環境、社會和治理（ESG）擔憂問題也導致投資人減碼。儘管ESG對能源業的擔憂仍然存在，但隨著公司投入清潔能源項目並宣布支持新的氣候提議，該行業的“綠化”仍在進行中。

星展認為，歐洲大型油商獲利很快就會追隨油價上漲而回升，並提升評價面。



周期性價值股。歐洲銀行業是價值股，其受益於全球通貨膨脹交易推動公債殖利率上升。雖然未直接受到肺炎疫情衝擊，但由於經濟衰退而產生的較高信貸成本是該產業面臨的主要風險。

只要歐洲的殖利率維持在負值，且歐洲央行仍致力於透過債券購買計劃和低利率來支持經濟復甦，殖利率曲線的任何陡峭上升無法持續。

在產業中選擇性挑選，聚焦在潛在重整，新的成本計劃，併購或銀行所追求的領導力變化，有助於為他們注入新的生命。過去十年，歐洲銀行仍遭受歐元區主權債務危機的困擾。肺炎疫情期間和之後的經濟救助計劃可能使高債務水平的相同國家負擔沉重，他們可能難以償還。此外，歐洲央行將過剩流動資金增加一倍，存款利率為負0.5%，可能會進一步擠壓銀行業的利潤率。

偏好歐洲保險業。在金融業中，看好受惠於後疫情時代復甦題材的保險業。利率上升以及就潛在風險協商更好的條款和條件，是提高利潤的關鍵。由於疫情引起的錯位，這是可能的。同時，公司現在有能力償還因監管原因而暫停發放的股息。特定公司的股息殖利率仍有4-6%的水準。

圖6：歐洲高股息殖利率，包括保險業



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

日本股市 | 2021年第2季

重拾信心

日本股市

日本股市在2021年第1季呈現上漲，東證一部指數（TOPIX）上漲約5%，日經225指數上漲約8%。由於肺炎新增病例增加，日本政府宣佈在大東京地區第二波緊急狀態時，儘管擔心景氣陷入衰退，但日股仍表現強勁。

隨著疫苗推出提升景氣復甦預期，寬鬆的貨幣政策和大規模財政刺激措施為股市提供支撐。在日本，寬鬆的貨幣政策（例如債券和股票購買、負利率和目標殖利率）仍然支撐經濟復甦。

疫苗接種已經開始，針對日本所有人口，並計劃在日本生產阿斯利康疫苗。由於中國的迅速復甦，也帶動日本出

口增長。同時，由於日本受益於RCEP及其高科技生產能力，例如半導體和自動化領域的技術，疫情過後數位化加速進程應可持續。奧運會是市場評價面提升的主要催化劑，如果舉辦順利，不僅會帶動旅遊業回復，也會帶動日本經濟復甦。

第1季，東京證交所有33個類股，其中只有4個類股走跌，這顯示市場呈現廣泛性的上漲。其中漲幅最大的是與商品相關的產業，例如金屬和礦業、石油和煤炭、金融以及電器，這歸因於商品超級週期、殖利率曲線陡峭以及從服務業轉向商品需求，這些都是疫情後景氣復甦的特徵。

圖1：前十大產業是後疫情時代復甦疫苗贏家的受益者



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月



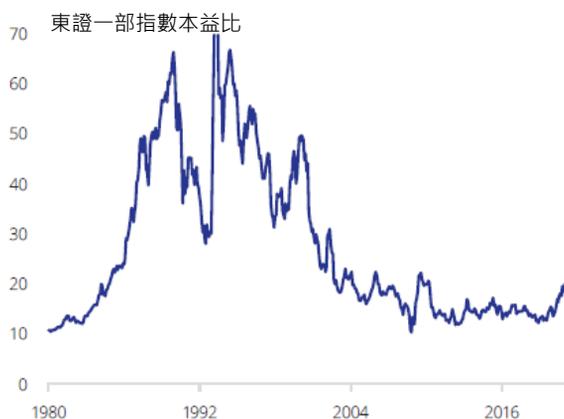
Source: Unsplash

日經指數重回30,000點

歷經了數十年，日經225指數終於重回30,000點之上。與當時相比，我們認為情況有所不同。當時是1980年代後期，1985年大規模刺激措施幫助日本經濟從衰退中復甦，經濟當時處於泡沫狀態，其特點是房地產價格、股市和日圓走揚。日本央行因此被迫將利率從2.5%提高至6%，並上調了消費稅，這導致了泡沫破裂。

現在，經濟才剛剛從肺炎疫情衰退中恢復過來，目前全球正在為疫情後的經濟復甦提供援助。在此之前，經濟處於通縮狀態，仍處於安倍經濟學和“收益率目標”措施帶動通貨膨脹的“迷失的數十年”之中。因此，我們認為沒有泡沫。儘管日本股市出現了數十年來的高點，但評價面並未有泡沫現象。

圖2：東證一部指數本益比低於泡沫時期的高點



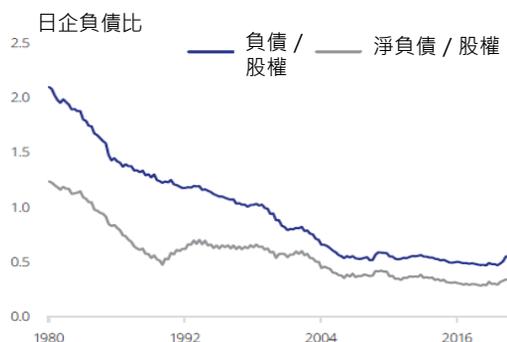
資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

目前TOPIX的本益比約20倍，仍低於泡沫時期高點（40~70倍），雖然已接近2000年初的高點。

日本企業經歷了繁榮和蕭條的時期後，開始去槓桿化，這使得公司的管理層在隨後的幾年中非常保守。儘管去槓桿化，但由於安倍經濟學主導的結構改革、減稅以及高利潤率行業（例如互聯網行業）的增長，營業利潤率和淨利潤率仍呈上升趨勢。

因此，維持對日本市場的建設性態度，認為日經225指數有可能重新回到之前的高點。

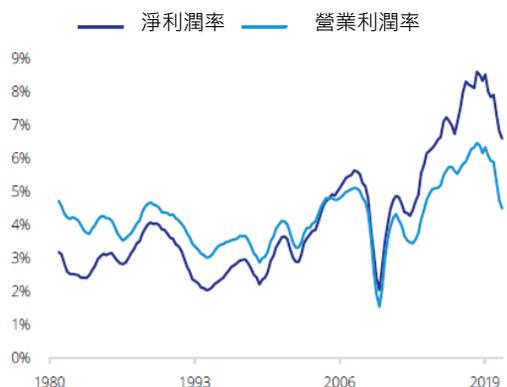
圖3：日企資產負債表相對1990年代健全



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

註：圖表代表的是日本公司年銷售總額 > 10億日圓

圖4：較低的槓桿率並不影響獲利能力



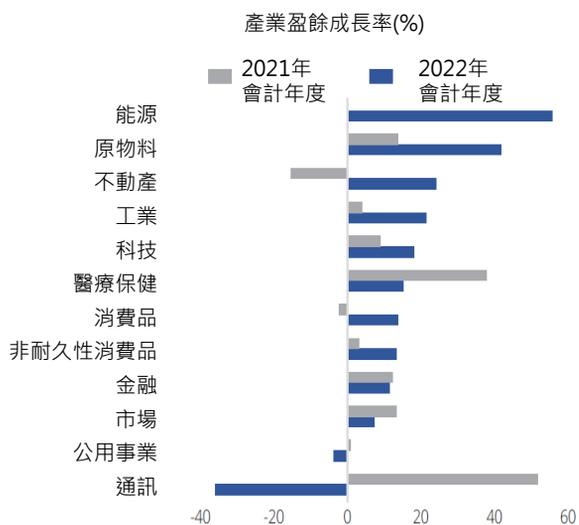
資料來源：彭博，日本財務省，星展集團 2021年3月

產業觀點

日本是一個高度週期性的市場，集中在工業和原物料。這些產業會受惠全球景氣復甦而表現良好，其中包括半導體、電動汽車、電池以及自動化，這些都是日本企業在全球具有競爭優勢的結構性主題。電子零件、機械設備和原物料支持這些生態系統的產業可能會受惠。

疫情過後對遊戲機、個人電腦、照相機、智慧型手機和印表機的商品需求的轉變將使電器產業受益。在美容和食品零售業領域，贏家將是那些可以從海外市場獲得營收增長，具有強大的產品開發能力，並致力於解決方案的行銷轉向更進一步的數位化轉變的公司。電子商務平台是網路交易量上升的贏家。

圖5：日企盈餘成長來自周期性和長期增長產業支撐



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月



銀行業受惠於合併和殖利率曲線陡峭。星展對銀行業看法謹慎，因為這些趨勢在日本放棄零殖利率目標政策之前不太可能成為長期贏家。

日本的I.D.E.A

20世紀以來，日本在許多科學和科技領域做出了貢獻。日本的發明家和企業家在電子和機器人等領域引入了許多現代革命性的和廣泛使用的技術，並且是數位化的先驅。例如，隨身聽、掌上型遊戲機、卡拉OK以及在全球第一個機器人中使用鋰離子電池都是日本人首創的。在這個新的網路時代，I.D.E.A（創新者、顛覆者、推動者和適應者）相關的股票在日本也有具代表性公司。

電玩產業屬於適應者，因為它已經接受了向更有效的線上支付方法的轉變，例如免費遊戲和遊戲內購買以及數位化購買（在日本，CD銷量仍然比較受歡迎）。雖然開發人員/發行商的前景因遊戲上市時程或硬體週期而異，但整體而言，從2020年疫情高峰期到2021年，需求仍強勁。

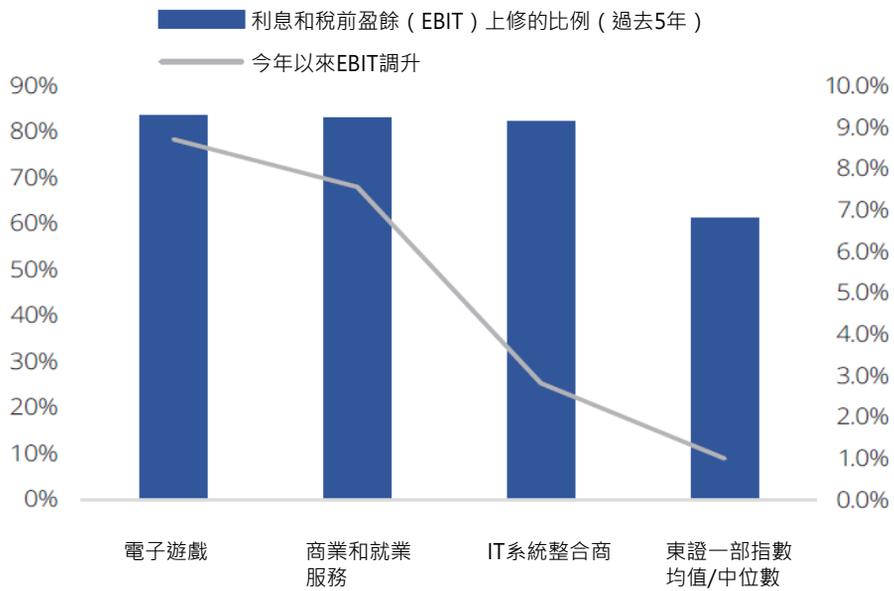
強勁的推動者包括IT系統整合商，有助於提升日本企業的數位化能力。考慮到人口老化帶來的勞動力短缺，日本對數位化的需求更加明確和迫切。相較於前任首相，菅義仁更積極地採取了加速數位化的趨勢，為該產業帶來了積極的機遇。

商業和就業服務產業等推動者有助於緩解日本的長期勞動力短缺。該產業主要由招聘/配置公司組成，這可以使雇主與求職者有效配對，在勞動力短缺下是一項重要任務。長期增長趨勢，例如安倍經濟學時代以來的工資增長上升（除非受到疫情的影響），千禧世代的工作越來越多，行業內的整合對於該領域的大型企業而言是一個很好的選擇。

鑑於日本I.D.E.A公司其長期增長前景，建議持續投資。話雖如此，但自2020年下半年以來，東證一部指數和日經225指數的評價上升，再加上通膨預期和債券殖利率不斷上升，這意味著企業獲利繼續滿足市場預期和前瞻性指導預期的公司的定位變得越來越重要。鑑於成長型股票的估值權重更高，其對較長時期利潤的重視程度尤其如此，其中收益率上升對所採用的折現率的影響更大。

因此，檢視各產業以找出具備以下條件的公司：（i）過去五年獲利保持強勁成長記錄；（ii）與截至2022年3月的會計年度的估計相比，在最近的財報季中上修獲利的公司。電玩、商業和就業服務以及IT系統整合商在這些方面的表現很好，顯示長期增長前景以及近期獲利動能的組合。這些是我們看好的產業。

圖6：長期增長趨勢產業展現出其一致性的成長動能



資料來源：彭博 · FactSet. · 星展集團 2021年2月19日



Source: Unsplash

亞洲不含日本股市 | 2021年第2季

V型復甦

亞洲不含日本股市

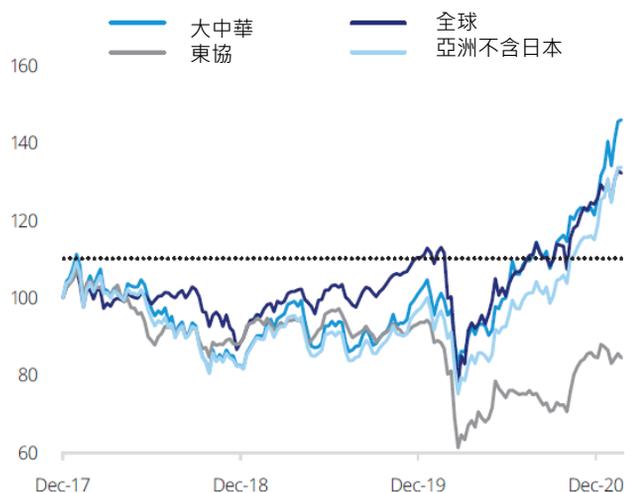
亞洲不含日本股市延續自2020年3月低點反彈的動能，上漲約60%。其中大中華股市漲幅超過70% (圖1)。

儘管肺炎疫情衝擊亞洲總體經濟，但北亞企業迅速調整以因應。

投資人預期中國在2021年第1季和第2季GDP將出現明顯成長，部分原因是低基期因素。這種復甦來自於企業獲利廣泛性的復甦，包括成長型產業。在國內私人消費和外部需求恢復的推動下，預期中國2021年的GDP成長率將超過8%。

從2020年開始出現的超額儲蓄，將推

圖1：亞洲股市表現 (以2017年為100)

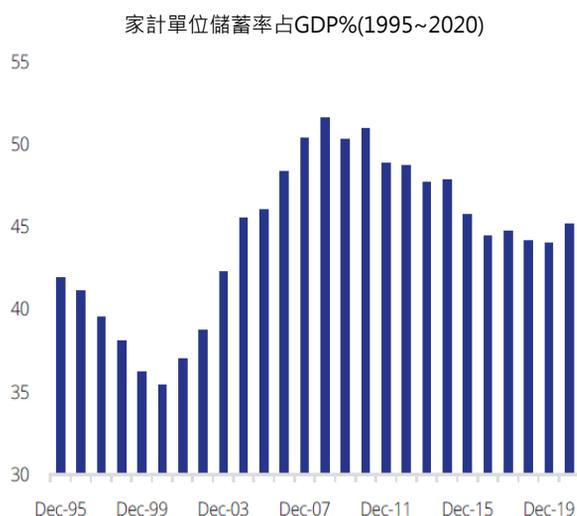


資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

動未來中國私人消費成長。企業部門也會恢復其資本支出。2005年以來，中國一直是儲蓄率最高的國家，佔GDP比重為45%，為支出傾向提供了緩衝 (圖2)。

在全球正忙著對抗肺炎疫情的同時，中國對主要貿易夥伴的出口強勁恢復，增強了其作為世界領先製造商的地位。美國仍是中國最大出口國，去年11月出口額創下新高之後，12月出口額達3420億人民幣。對東協和歐盟的出口也呈現類似的上升趨勢 (圖3)。中國的工業企業在2020年下半年證明了其韌性 (圖4)。

圖2：超額儲蓄有被釋放空間



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖3：中國出口回升



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖4：工業利潤成長回復為正面訊號



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

最近的封鎖主要是針對特定城鎮或地區、選定的建築物或區域，而不是整個城市。由於官局已經證明了其遏制肺炎病毒擴散的能力，因此不會進行大規模封鎖。

星展持續看好長期產業領導者保持長期成長能力。這些企業是引領創新、品牌和平台生態系統的公司，投資人願意支付較高的估值溢酬。

股息殖利率的沃土

由於亞洲一些大型經濟體的儲蓄率極低，股息殖利率大約為5%，確實非常有吸引力。如下所示（表1）。

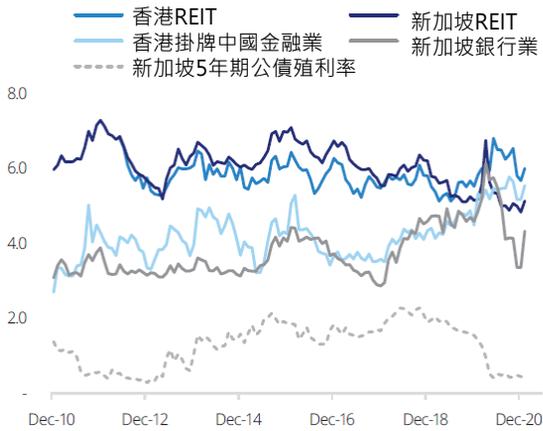
高股利率的產業包括香港和新加坡房地產投資信託，以及中國和新加坡金融業，為投資者提供了超過4%的股息殖利率（圖5）。

表1：亞洲多數國家的利率仍處於低檔

	新加坡	香港	台灣	南韓	中國	日本
3個月定存利率	0.05%	0.01%	0.39%	1.05%	1.35%	0.05%
1年定存利率	0.05%	0.15%	0.76%	1.40%	1.75%	0.10%

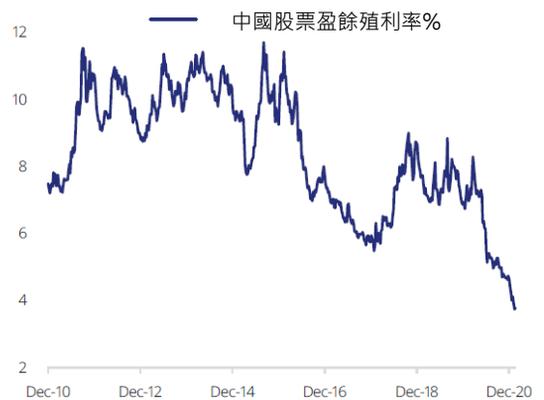
資料來源：星展集團 2021年3月

圖5：股息殖利率具吸引力的產業



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖6：低利率證明壓縮收益率是合理的



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

這些股息殖利率可持續嗎？我們認為可以。原因包括改善經營環境、強勁資產負債表以及公司至少保持股息發

放。在企業獲利復甦和低利率環境下，中國股市本益比有提升空間，使股票盈餘殖利率壓縮（圖6）。



Source: Unsplash

為了說明股息對總報酬率的貢獻，我們將重點放在中國的大型銀行。如果平均股息殖利率超過6%，累積一段時間後有顯著的報酬率（圖7）。過去六年，投資人獲得了具有吸引力總報酬率約40%（圖8）。

對北亞市場保持建設性的觀點，因為該地區將站受惠於疫苗推出和全球經濟復甦。

投資人擔憂的是中國與拜登新政府之間的貿易緊張局勢帶來的不確定性。由於中國是全球最大的出國，而且仍重度依賴出口，因此長期的政策僵局可能成為其阻力。

星展認為，中美兩個最大經濟體之間的政策合理性應佔上風，特別是當務之急是提振經濟增長並解決肺炎疫情擴散。值得注意的是，中國一直在積極地增加國內消費以及計劃朝向自給自足。

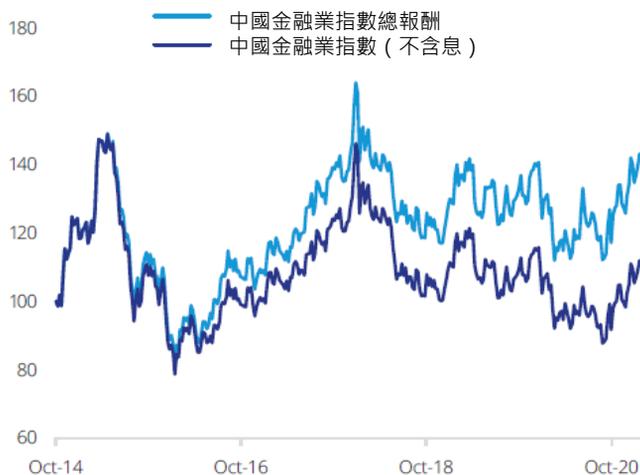
對數位化趨勢的行業保持樂觀，例如上游科技、晶圓代工廠、電子商務生態系統和電子競技。

圖7：中國銀行業股息豐厚



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖8：股息的力量（指數以2010年4月為100）

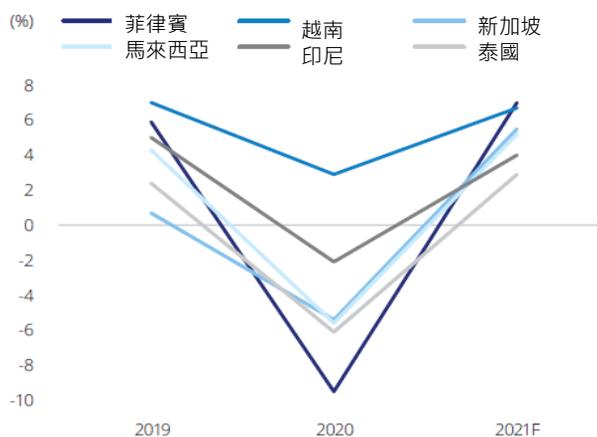


資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

東協V型復甦

2020年3月經濟觸底以來，東協地區透過降息和寬鬆貨幣政策，龐大的財政刺激措施和前所未有的預算赤字以因應肺炎疫情對經濟的衝擊。今年，支持經濟復甦的決心仍很強，而支持措施可能會繼續。計劃推出疫苗接種和振興受創的服務部門將是主要重點，導引經濟以適應新的常態。

圖9：東協經濟呈現V型復甦



資料來源：星展集團 2021年3月

東協市場將受惠於強勁的全球增長和風險偏好。然而，隨著通貨膨脹的擔憂上升，對更高利率的評估可能會削弱包括東協在內的新興市場的風險偏好。例如利率上升，美元走升和政治不確定性等不利因素在2021年有待觀察。在此環境下，相對看好新加坡和印尼。



Source: Unsplash

圖10：新加坡公債殖利率和股市



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖11：新加坡股市評價面具吸引力



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

新加坡 – 更多亮點

由於公債殖利率上升是經濟復甦的指標，因此新加坡等成長型市場不會受到公債殖利率上升的干擾。預計新加坡經濟將呈現V型復甦，2021年GDP增長率將從去年的負6%增長至5.5%。隨著中國經濟的復甦，出口也與亞洲其他地區呈現同步成長。數位化趨勢加速也帶動了對電子產品的需求，這是新加坡的主要出口產業。對於新加坡而言，最引人注目的是其在2020財年實施空前的景氣刺激方案達649億新幣，而其吸引新投資的努力仍然不

懈。新加坡聚焦於綠色能源，作為重要金融中心的地位以及其與主要地區，例如英國建立貿易協定的努力，為該國的可持續性發展大有幫助。

在景氣復甦的情況下，新加坡股市的各個產業都具有吸引力。銀行業受益於殖利率曲線陡峭，而受疫情衝擊的產業，例如零售業、飯店業和運輸業，也因對疫苗前景樂觀自低點反彈。同時，物流和數據中心等肺炎疫情贏家未來也將持續增長。小型製造業的科技股也因數位化趨勢加速而受到提振。

印尼

印尼較容易受到美國公債殖利率上升的影響，但這不應導致債券資金逃離並使貨幣貶值。預期2021年接下來的時間，印尼公債殖利率和印尼盾的預測分別為6.70-6.95%和14,440-14,600。

印尼股市在年初表現強勁，年初至今的淨流入股票金額為7.75億美元，而2020年為淨流出32億美元。儘管有大量的外資流入，但內資參與度創下了82%的歷史新高。散戶受到外資和美國公債殖利率影響較小，對國內股市影響更大。

今年，印尼市場將受主要五個主題驅動：

1. 散戶的崛起，他們對印尼盾和殖利率波動較不敏感。
2. 疫苗接種。印尼的目標是在明年初實現群體免疫。迄今為止，它已經積極地確保疫苗，並且接種工作已經開始。這有助於提升印尼的增長前景。

3. 海外直接投資 (FDI) 和電動車 (EV) 電池供應鏈。印尼2020年FDI的金額為287億美元。預計今年FDI將持續成長，尤其是在EV電池、數據中心、倉儲和對科技獨角獸的股權投資領域。例如，韓國的LG化學和中國的寧德時代已開始討論在印尼建立電池工廠的計劃，以充分利用其豐富的自然資源。全球科技公司也透過投資於倉儲、物流和數據中心以及初創企業，以期在印尼的電子商務市場中佔有一席之地。目前正在等待國會批准的《綜合法》，作為政策改革的催化劑，以帶動外國直接投資，將印尼轉變成亞洲的下一個製造業中心。
4. 主權財富基金 (SWF) 的執行。印尼的目標是成立由財政部長穆利亞尼 (SriMulyani) 主導的200美元的主權財富基金。主要目的是建設國家，並為國有公司的資產回收籌集資金。認為基礎設施產業將成為早期受益者。
5. 科技獨角獸的上市和整合。據報導，印尼兩家最有價值的初創公司，叫車巨頭Gojek和電子商務提供商PT Tokopedia，正在敲定兩家公司合併的條件，並將尋求在印尼和美國雙重上市。如果這一切得以實現，它將對印尼乃至整個東協其他國家來說，最終將擁有大型科技股，並在中國的電子商務股中名列前茅，這將是一個巨大的正面效益。此外，對這些東協科技股ADR，包括新加坡SEA Ltd納入基準指數將受到密切關注。

圖12：內資和外資的平均每日交易金額-內資開始受到關注



資料來源：IDX 2021年3月

疫苗接種拯救泰國旅遊業

泰國正在採取各種措施盡快恢復旅遊業，包括簽發特殊旅遊簽證（STV）和允許外國人長短期居留泰國等措施。隨著疫苗普及，預計經濟將從2021年第四季起呈現穩定復甦。旅遊業復甦的受益者將包括水療中心、飯店、機場和醫院。

越南 - 受益於供應鏈多元化

宏觀數據顯示，越南2021年經濟復甦趨勢良好。該國去年的GDP增長率為2.9%，為全球最高的國家之一，今年將以超過7%的記錄增長率躋身印度和中國行列。出口、外國直接投資和國內消費的增長持穩。越南也從中美貿易戰的持續發展中受益，迫使公司將其供應鏈轉移至東協其他鄰國。

越南非常有效地控制了疫情擴散，並控制了局勢，提振了國內外情緒。企業獲利今年可望回復。

馬來西亞和菲律賓 – 需更長期間復甦

兩國也將參與全球復甦，但可能需要更長的時間才能製定疫苗接種計劃。央行在提供市場流動性和將利率保持在超低水平方面的持續支持是一線希望。強勁的出口，特別是馬來西亞的電子和大宗商品出口，也有助於經濟復甦。在菲律賓，充足的流動性使市場活動（例如併購和上市）非常活躍。



表2：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3月



Source: Unsplash

全球信貸 | 2021年第2季

中國境內債券 殖利率與安全性

全球信貸

今年政府公債殖利率的急劇上揚驗證了星展集團對存續期間風險的謹慎態度。儘管殖利率上揚符合預期，但變種病毒、疫苗分配不均、量化寬鬆（QE）措施是否持續、全球高失業率以及許多其他令人擔憂的因素，都應使利率保持於相對低點。

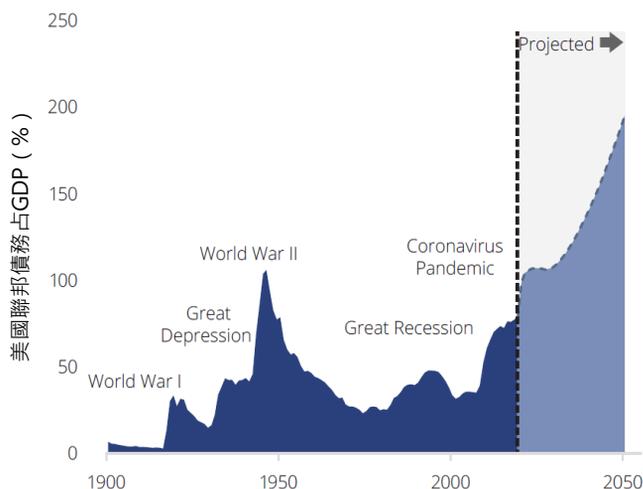
債券投資人擔憂“通膨”走向。一開始導致殖利率上揚的主要因素為通膨預期的擔憂。這也符合邏輯，因為商品價格上漲（食品、能源與工業金屬）、國際運費和之前美元疲軟走勢導致通膨疑慮，並影響債券市場的表現。畢竟，穩定物價是全球央行的主要職責，失控的通貨膨脹將使極度寬鬆貨幣政策結束。

近期市場的風險著重於“無風險資產”。投資人在投資公債時需要考慮當貨幣政策正常化時的影響。包括美國國會預算辦公室（CBO）預測的美國聯邦債務大幅上揚（佔GDP的百分比），如果美國聯準會（FED）不再購買公債，還有誰會購買？

較高殖利率並非FED樂見。這個預期的債務趨勢正是為什麼FED需要在政策溝通和執行面保持積極主動；至少提供一個受控的殖利率，不再使市場重複2013年減碼量化寬鬆的情況。

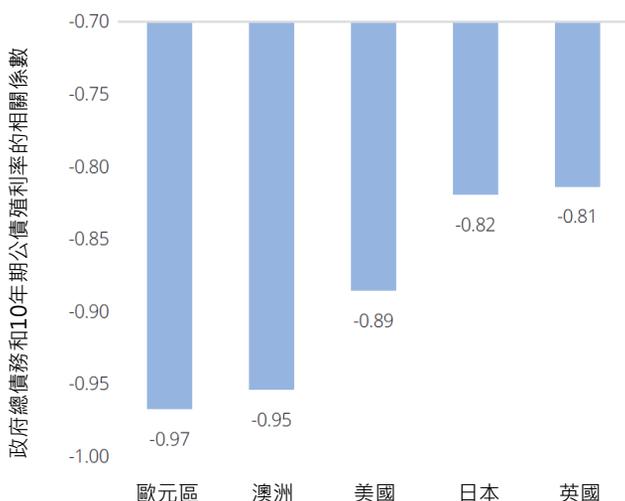
諷刺的是，政府債務越大，殖利率反而越低。央行干預是促使公債表現的像奢侈品的一個原因，所需的數量與價格均呈現上升；歷史經驗顯示，主要成熟經濟體的整體政府債務與10年期公債殖利率呈現這樣的相關性。

圖1：美國聯邦債務將持續呈現大幅上揚至2050年



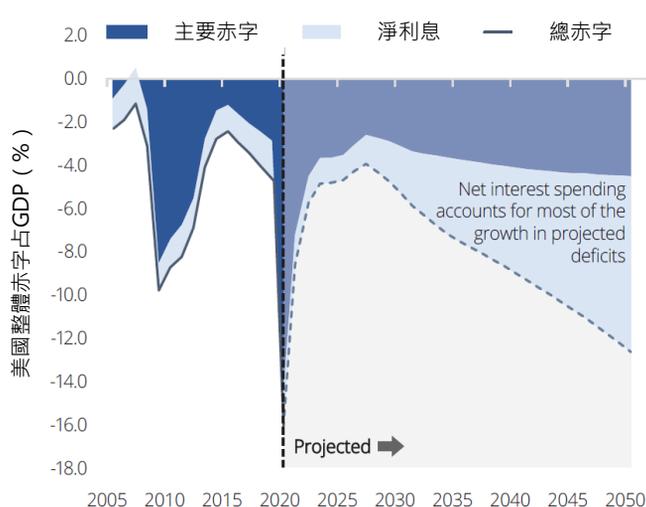
資料來源：美國國會預算辦公室，
星展集團 2021年3月

圖2：債務越大，殖利率越低



資料來源：彭博，星展集團 基於過去20年數據

圖3：由於債務可持續性的問題，利率難以顯著上升



資料來源：美國國會預算辦公室，星展集團 2021年3月

這種意想不到的相關性主要是在後QE環境下，全球逐漸減債的因素，即使是利率小幅上揚，也變可能導致關注的原因；2018年至2019年期間，部份市場便因減碼QE，回購市場受到負面的影響。從那時起，全球債務持續呈現惡化。利率與財政可持續性之間的關聯性也出現在國會預算辦公室的赤字預算中，其中利息支出在後期成為導致赤字成長主因，因為債務大幅的擴大。

這使得固定收益投資人處於困境，因為他們需要 (1) 猜測債券殖利率受到通膨疑慮可能升至多高，(2) 猜測央

行何時會採取措施干預殖利率，藉以避免不可持續的債務負擔。在這種拉鋸的情況下，幾乎沒有一個穩定收益和保本的資產類別。然而，歷史上，不可否認主權債在降低投資組合風險發揮了重要的效果。

如果三大經濟體 (G3) 不再向提供風險報酬良好的債券，固定收益投資人該去哪裡找尋主權債有以下特性？(a) 殖利率仍高於3%，(b) 具有高投資等級的評級，(c) 發行量可持續性的成長，(d) 提供足夠的貨幣穩定性。

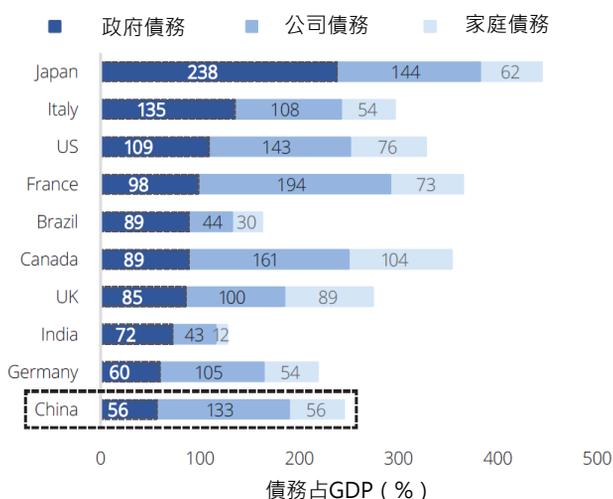
進入中國。市場普遍預期中國經濟在十年內可與美國抗衡，且沒有財政包袱，中國政府公債 (CGBs) 和相關性偏高的境內高評級公司債和政府支持的企業，逐漸受到固定收益投資人的關注。

債務水準基期較低，加上低預期的政府主導信貸成長。以債務占GDP水準評估主權債務，中國是全球前十大經濟體中最低的國家 (圖4)；然而，肺炎疫情後的復甦，市場仍然預期中國可望減緩信貸成長率。分析中國非金融業的整體社會融資 (TSF)，星展集團發現2020年TSF成長的關鍵是政府借貸，主要因素是因應肺炎疫情。

然而，一旦疫情和死亡率獲得控制，中國就將是第一個遏制進一步浪費支出的經濟體之一，並開始削減措施藉以降低債務。隨著經濟進一步復甦，中國低負債的情況在2021年可望持續，因為有許多國家仍然面臨疫情的威脅，必須繼續採取刺激措施。

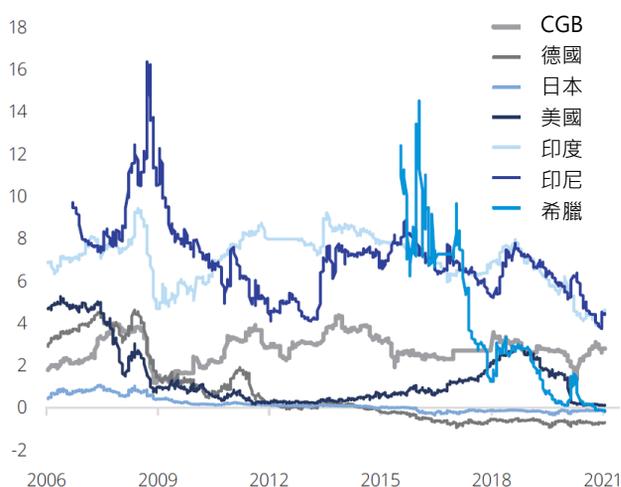
不只財政政策，還有貨幣政策也相當謹慎。有別於其他央行，因為擔心流動性過剩可能導致資產泡沫，中國央行在2021年的農曆新年前便逐漸收回淨流動性。這也導致境內短天期利率上揚，兩年期CGB殖利率接近BBB與BBB-等級的印尼和印度等新興市場；高於美國、歐元區和日本等成熟市場 (圖5)。

圖4：中國的主權債務排名是全球前10大經濟體中最低的國家



資料來源：IMF，星展集團 2021年3月

圖5：由於貨幣政策趨緊，CGB的2年期殖利率相對較高



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

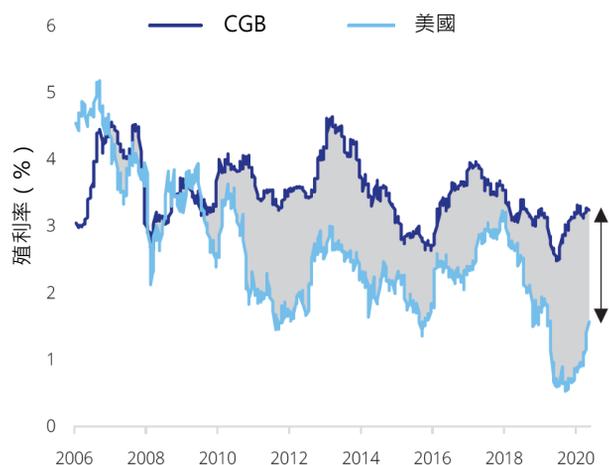
10年期CGB與美國公債利差接近歷史高點。中國與美國央行貨幣政策態度分別傾向鷹派與鴿派，也可能是兩國10年期主權債利差處於歷史高點的重要因素。目前利差超過160個基點，也高於三年平均值的兩個標準差。

CGB殖利率曲線較其他儲備貨幣更高也平坦。雖然中美公債有顯著的利差，但值得注意的是，若與國際貨幣基金組特別提款權（IMF SDR）貨幣相比，CGB的殖利率曲線明顯偏高（圖7）。

不僅殖利率較高，而且整個曲線都是較平坦的；這顯示，投資人不需要延長存續期間風險，便可獲得有意義的收益，這是一個關鍵好處，因為2021年的復甦將持續受到通膨問題所干擾。

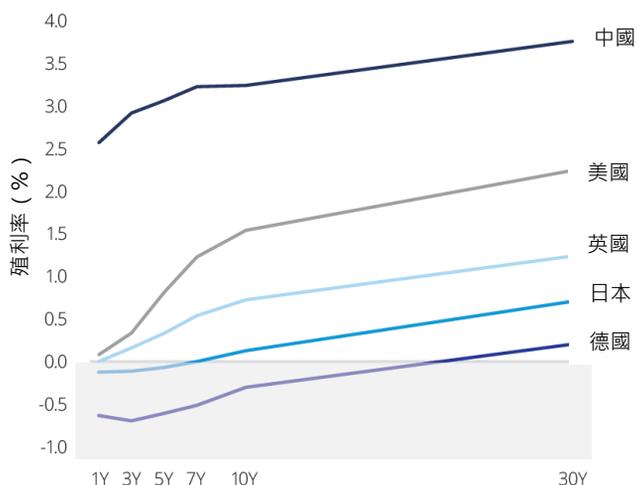


圖6：10年期CGB與美國公債利差接近歷史高點



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖7：CGB殖利率曲線明顯較其他SDR貨幣更高，更平坦



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

CGB的報酬率與主要資產類呈現負相關。以建構投資組合的角度來看，CGB與全球股票、信貸甚至其他公債（圖8）存在負相關。如現代投資組合理論（MPT：Modern Portfolio Theory）所述，這是建構強大投資組合的關鍵，在同樣的風險值下，可藉以提升預期報酬。

追隨資金流向。雖然仍然缺乏符合投資人對收益和資本穩定的期望，但中國開放境內市場正好恰逢全球流動性大幅上升。這可能是外資持續流入中國境內債市的關鍵原因，流入金額在2021年也創下歷史新高（圖9）。

大多數流入資金是結構性的，央行、退休基金和保險公司的資金通常投資期間較長。

此外，預期被動式資金流量也可望繼續流入；因為在彭博巴克萊全球複合債券指數和JPMorgan政府債券新興市場指數在2020年底納入CGB後，全球債券指數（世界政府債券指數：WGBI）預計在2021年開始也將納入CGB。除了指數相關所帶動的流入之外，中公債券基金規模也呈現上升。例如，iShares中國人民幣債券ETF的資產規模已經從2020年7月底不到10億美元，成長至近期的90億美元。

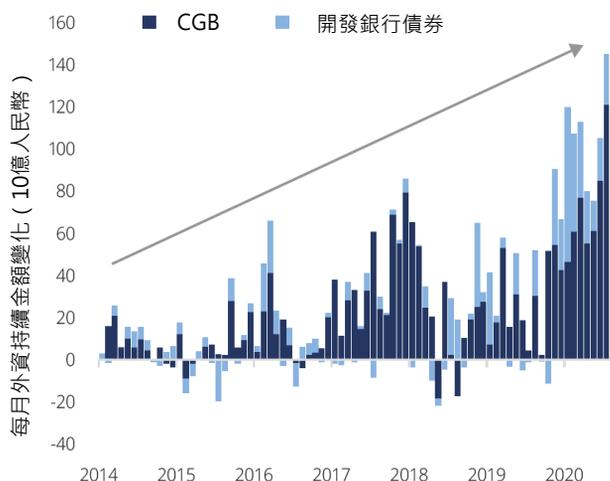
圖8：由於與主要資產類呈現負相關，CGB提供良好的投資組合分散的好處

	Global Treasuries	Global IG	Global HY	World equities	CGBs
Global Treasuries	1.00				
Global IG	0.65	1.00			
Global HY	0.25	0.83	1.00		
World equities	0.06	0.66	0.78	1.00	
CGBs	-0.22	-0.37	-0.34	-0.48	1.00

Global Treasuries：全球公債
 Global IG：全球投資等級
 Global HY全球高收益
 World Equities：世界股票
 CGB：中國公債

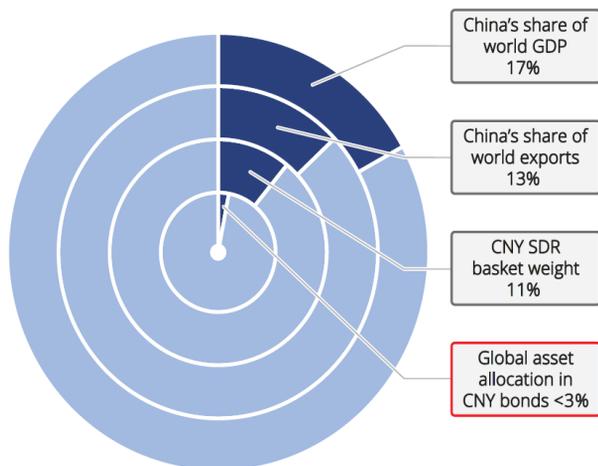
資料來源：彭博，星展集團 2005年1月至2021年3月

圖9：外資流入中國境內債券在2021年創新高



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

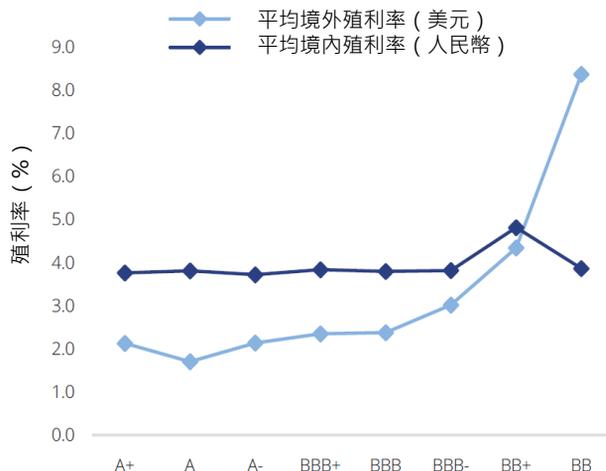
圖10：目前CGB配置低估了中國的重要性



資料來源：IMF，星展集團 2021年3月

資金流入似乎還只是早期階段。考慮到資金流向，目前人民幣計價債券占全球資產配置仍低於3%；以目前中國占世界GDP和出口的比率，以及人民幣在SDR的權重（圖10），預期人民幣計價債券的配置比率仍存在成長空間。因此，星展集團認為，全球資產配置對中國境內債券將呈現結構性的增加，且流份可能會加速，因為價值面相對其他市場具吸引力。

圖11：境內信貸利差高於境外信貸利差



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

境內公司債浮現機會，但成長速度將較主權債券慢。公司債部份，儘管擁有高殖利率，但利差相對於其他新興市場當地貨幣仍相對偏低。然而，這個預期隨著流動性增加，境內發行人和投資人都適應了市場效率改善的演變。然而，重要的是，2020年境內非金融企業違約率仍然處於低點（0.6%），且市場普遍預期2021年經濟仍將持續復甦。

星展集團認為目前有雙重的機會：

• **高品質的境內信貸利差高於同等級的美元信貸**。部份評級為“A”的公司債未避險殖利率利差接近200個基點。

但投資人仍需顧慮個別公司的信貸風險，不能僅依賴主權評等。2020年已有大型國有企業違約事件，市場已經了解並非所有國有企業都會受到國家的支持。

• **熊貓債券（Panda：非中國發行人的人民幣計價債券）**。熊貓債券遵守更多成熟市場管理規範，且殖利率接近中國境內信貸市場的殖利率。

簡言之，**中國境內債券的重要性對固定收益投資人已經提升**。境內債券有具吸引力的殖利率、增加全球熟悉程度、長期結構性資金流入與仍然偏低的違約率。此外，中國仍然是世界上最大的官方債權人和殖利率較高的主要債券市場。美國（較寬鬆）和中國（較緊縮）在肺炎疫情後政策分歧，人民幣也傾向升值。在一個潛在的通貨再膨脹的環境下，投資人很難找到較高收益、評等較佳的政府公債，且貨幣波動度還是可以接受的水準。

幸運的是，中國境內債券符合所有的標準。



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

全球外匯 | 2021年第2季

美元回升

全球外匯

市場普遍錯誤預期美元的貶值走勢將延續至2021年。在美國大選之後，通貨再膨脹的題材不再是單純的刺激措施和疫苗的推出將帶動下半年的復甦，也伴隨著通膨的預期。外匯市場低估美國總統拜登的1.9兆美元刺激措施將導致美國公債殖利率曲線趨於陡峭，特別是日圓和瑞士法郎。此外，英鎊兌美元和澳幣兌美元也分別在達到1.40和0.80的高點後而走弱。

2020年底時，泰銖 (THB)、印尼盾 (IDR) 和菲律賓披索 (PHP) 已經開始呈現盤整，人民幣 (CNY) 則是在1月初開始。事實證明，在拜登政府的領導下，預期美中緊張局勢將趨緩的假設，仍為時過早。

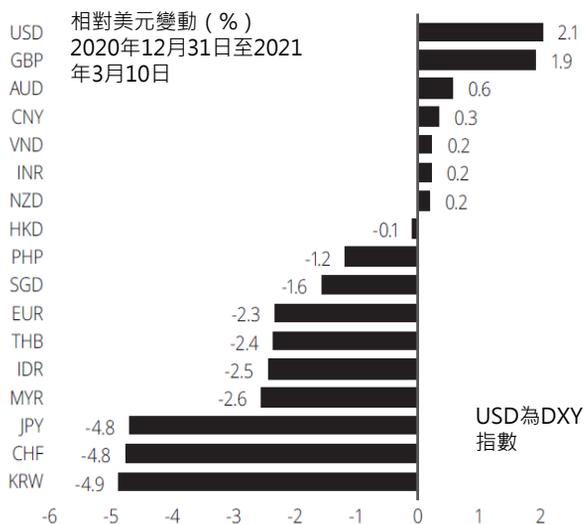
美元指數 (DXY) 在去年出現大幅下跌走勢後，幾個因素支撐其在2021年

的表現。由民主黨掌控白宮、參議院和眾議院後，美國經濟前景得到了顯著改善。美股繼續創下歷史新高，且殖利率曲線也令人驚訝的趨於陡峭。拜登總統的1.9兆美元刺激計劃與聖誕節前藉由的9000億美元援助基金，促使美國的經濟成長率不但高於歐元區，更是接近中國經濟成長率的水準。

聯準會 (FED) 仍然保持鴿派立場，但預期通膨率將高於2%，而市場也普遍預期今年第2季開始至年底通膨率將高於2%。雖然FED仍然預期至2023年將維持利率不變，但內部已經開始針對減碼量化寬鬆進行辯論。

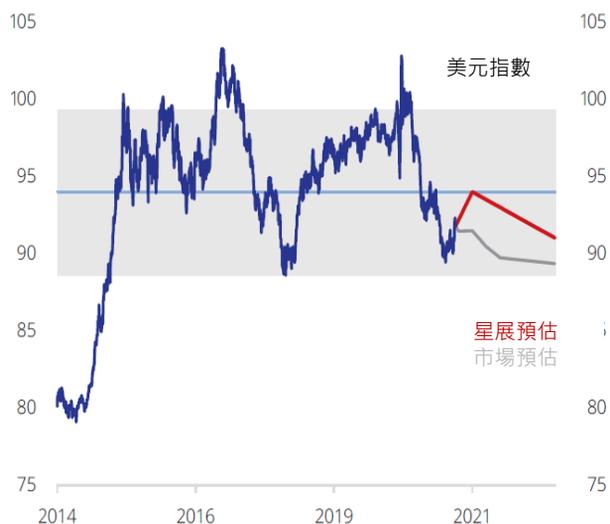
財政部長葉倫將藉以失業率恢復到肺炎疫情前水準 (低於4%) 來判斷拜登刺激措施是否成功。

圖1：2021年第1季美元意外走升



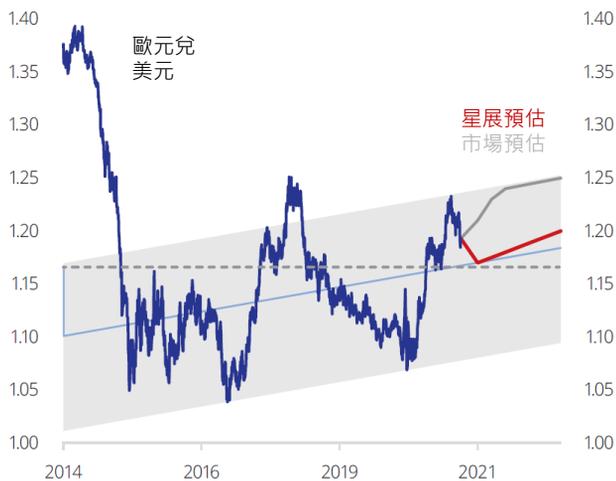
資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖2：美國經濟前景強勁，促使美元意外走升



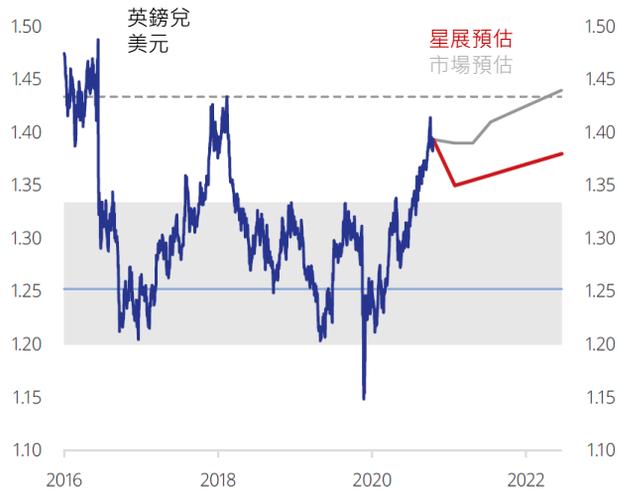
資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖3：歐元兌美元匯率貶破1.20



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖4：英國相對疲軟的基本面，顯示英鎊呈現超買

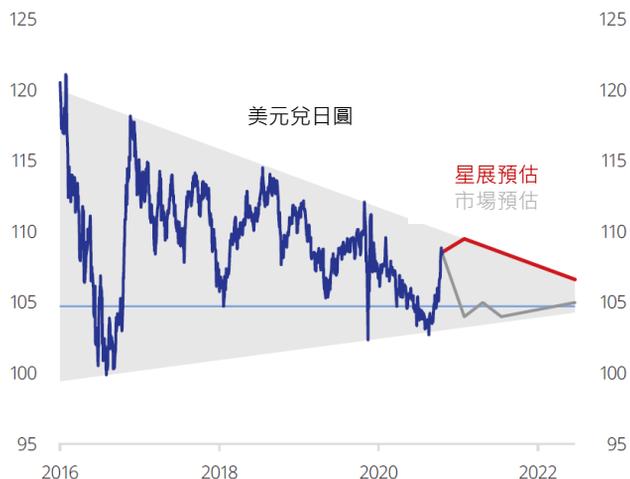


資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

歐元兌美元已回到1.15至1.20的交易區間。2020年支撐歐元升值的因素已經轉弱了。美國的經濟刺激措施的執行和疫苗接種進度領先歐盟。歐元名目有效匯率 (NEER) 升至歷史高點，壓抑歐盟經濟的復甦。歐洲委員會 (EC) 的研究預估，NEER升值5%將使GDP成長降低0.9至1.1%，降低通膨率0.5至0.8%。EC在2月已經將2021年成長率預估從4.2%降至3.8%。在寬鬆貨幣政策下，較高的通貨膨脹對歐洲央行的挑戰比聯準會大。德國央行總裁Jens Weidmann警告，德國的通膨率為1月通膨年增率在5個月呈現負值後，大幅升至1.6%，至2021年底，可能超過3%，並要求收緊貨幣政策。最後，德國總理梅克爾將不會參與9月的大選。屆時真空的狀況不僅會在德國發生，歐盟也會感受一樣的狀況。

在美國選後的升勢之後，英鎊兌美元於1.30至1.40間呈現盤整。2月以來，市場不再預期英國2021年經濟成長將優於美國。智庫NIESR已將英國2021年經濟成長預測從5.9%降至3.4%；並預期受到封鎖措施的影響，今年第1季英國經濟將是七大工業國中最差的國家。首相強森宣佈封鎖措施將於3月8日至6月21日分五個階段逐漸放寬。長期而言，NIESR認為，復甦將因高失業和疲軟的企業投資而受到阻礙。3月3日公告的預算已規劃了2023年企業稅將從19%升至25%。英國脫歐過渡期結束後除了與歐盟有更多的限制性貿易關係外，歐盟威脅如果英國推動遏制金融服務放寬金融服務和工作時間，將暫停英國脫歐協議，

圖5：陡峭的美國殖利率曲線壓抑日圓表現



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖6：瑞士法郎未能升破多年的壓力區



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

美元兌日圓 (JPY) 回升至105至110的區間。美國10年期公債殖利率在1月初升破1.00%後，更在3月升破1.70%，在此期間JPY一直偏弱。市場預期日本央行 (BOJ) 會在3月的審查中調整其ETF購買和殖利率曲線調控。去年12月下旬，首相菅義偉指示財政部要避免日圓升破100。根據1月內閣辦公室的調查，東京的出口業者需要美元兌日圓匯率處於100以上，才能維持獲利。政治面在第3季將是關鍵，因為菅義偉的支持率因肺炎疫情而呈現下滑。延遲舉行的東京奧運會可能是導致自由民主黨在9月將菅義偉換下黨魁的職務，藉以改善10月大選的選情。

美元兌瑞士法郎維持於0.92至0.95區間。美國財政部於12月16日決定將瑞士列為貨幣操縱國並未影響瑞士的貨幣政策。瑞士央行 (SNB) 仍然採行負利率和干預外匯措施，藉以避免貨幣急劇升值壓抑經濟自肺炎疫情復甦的前景。瑞士官方預估因於封鎖措施，第1季經濟將呈現衰退。SNB的負利率政策使瑞士法郎再次成為利差交易的資金來源。因此，美元兌瑞士法郎在2月重回0.90以上，為去年11月以來首見。

圖7：澳幣處於0.70至0.80區間偏貴



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖8：紐幣兌美元處於0.68至0.75的區間也不便宜



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

肺炎疫情以來，大幅升值45%後，澳幣兌美元將在0.70至0.80盤整（2015年至2018年間的交易區間）。澳洲央行（RBA）並無意收回去年11月所採取的寬鬆措施，增強澳幣的升值力道。事實上，儘管澳洲經濟前景已有所改善，但資產購買計劃在2月加倍至2000億澳幣，並延長至9月。RBA可能會採取措施，藉以解決房市泡沫的擔憂。總理莫里森正在為第四個任期的選舉做準備；但今年提前大選不大可能，因為2月22日才開始進行疫苗接種；工資補貼計劃（JobKeeper scheme）也不會延長至3月28日之後。政府可以在2022年5月截止日前宣佈選舉時間。如果沒有中期計劃降低公共債務，惠譽不會將澳洲AAA的評級移出負向的名單。

紐幣兌美元在肺炎疫情中升值了36%之後於0.69至0.75之間盤整。由於紐西蘭殖利率上升速度更快，紐幣在1月至2月的表現並未受到美元公債殖利率上揚的影響。紐西蘭的在肺炎疫情中的表現認為是世界上最好國家之一。S&P Global在2月21日將其債權評級上調一級至AA+。疫苗接種計劃於2月20日開始進行，邊界在2021年仍將保持關閉。即將到來的2021年預算將尋求在恢復財政財務的同時重建經濟。雖然沒有更多的負利率談話，但紐西蘭央行（RBNZ）仍將維持指標利率於0.25%的歷史低點，也已開始採取措施冷卻過熱的房地產市場。

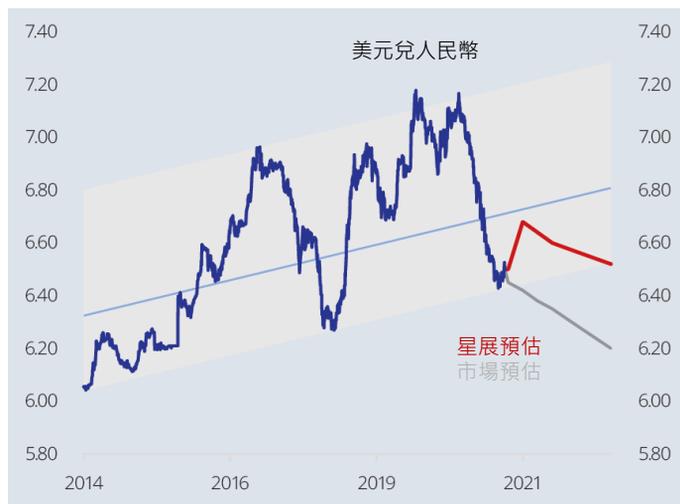
人民幣

美元兌人民幣持穩於6.40至6.60的區間。帶動人民幣兌美元在5月至1月升值11.7%的因素已經沒落。首先，美國的刺激措施和疫苗接種將支撐美國2021年的經濟成長率接近中國的成長率。三月進行的國家人民代表大會將2021年GDP成長率目標設在6%以上，但尚未對十四五計劃（2021年至2025）設定經濟成長目標。第二，美中關係在受到川普政府的破壞後，修復的道路仍然漫長。拜登政府將中國視為戰略競爭對手和敵人，同時也是合作的伙伴關係。美國最初的努力將著重於重建美國的供應鍊和與美國盟友的緊張關係。由於拜登以恢復美國全球領導者地位為目標，因此香港、台灣和維吾爾族有關的問題仍會持續緊張。

新幣

美元兌新幣已重回1.34至1.39的交易區間，符合星展集團的預期。新幣兌美元在肺炎疫情的行情中升值幅度超過11.3%，接近2017年至2018年通貨再膨脹期間的表現。4月和10月的貨幣政策審查會議中，新幣名目有效匯率（NEER）政策區間並沒有調整為升值路徑的急迫性。2020年3月最後一次的寬鬆措施後，新幣NEER通常處於政策區間的中點。雖然政府預測2021年的經濟成長率將回升到4至6%，但央行（MAS）認為核心膨脹穩定，約0至1%。雖然在第3季GDP成長率達3.2%，低於第2季的3.6%，但失業率仍然遠高於肺炎疫情前低於2.3%的水準。2021年的預算案很明顯，將主要用於支撐新加坡經濟有更強勁的復甦。

圖9：人民幣在交易區內震盪



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖10：新幣



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

表1：主要外匯預估

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
美元兌人民幣	6.50	6.68	6.64	6.60	6.58	6.56	6.54	6.52
美元兌港幣	7.76	7.76	7.77	7.77	7.78	7.79	7.79	7.80
美元兌印度盧比	73.2	74.2	74.0	73.8	73.6	73.4	73.2	73.0
美元兌印尼盾	14500	14600	14500	14400	14350	14300	14250	14200
美元兌馬幣	4.12	4.16	4.14	4.12	4.11	4.10	4.09	4.08
美元兌菲幣	48.7	49.5	49.1	48.8	48.4	48.1	47.7	47.3
美元兌新幣	1.35	1.37	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33	1.33
美元兌韓圓	1140	1155	1150	1145	1140	1135	1130	1125
美元兌泰銖	30.7	31.2	31.0	30.8	30.7	30.6	30.5	30.4
美元兌越南盾	23090	23060	23030	23010	22970	22940	22900	22870
澳幣兌美元	0.77	0.75	0.76	0.76	0.77	0.77	0.78	0.78
紐幣兌美元	0.72	0.69	0.70	0.71	0.72	0.72	0.73	0.73
歐元兌美元	1.19	1.17	1.18	1.18	1.19	1.19	1.20	1.20
美元兌日圓	109	110	109	109	108	108	107	107
英鎊兌美元	1.39	1.35	1.36	1.36	1.37	1.37	1.38	1.38
DXY指數	92.2	94.0	93.5	93.0	92.5	92.0	91.5	91.0

資料來源：星展集團 2021年3月



Source: Unsplash

另類投資 | 2021年第2季

投資避險

另類投資：黃金

由於公債殖利率上升和美元走強，金價在第一季的表現並不理想。儘管金價短線震盪整理，但星展集團仍然維持中長期看好黃金的觀點。現在將黃金納入投資組合作為預防性的避險更具說服力。

並非黃金熊市的開端

比較目前環境與過去黃金熊市期間，目前並非熊市的開始。1980年代，金價重挫是由於高油價導致較高通膨率，隨後採取積極的升息。2012年，關於量化寬鬆政策結束的討論（最終於2015年結束）令黃金投資者感到緊張，也壓抑金價表現。星展認為，升息和量化寬鬆縮減可能要花費數年的時間，且聯準會的寬鬆貨幣政策將繼續支持金價。

圖1：過去導致金價下跌的政策失誤不太可能重演



資料來源：彭博，星展集團，2021年3月

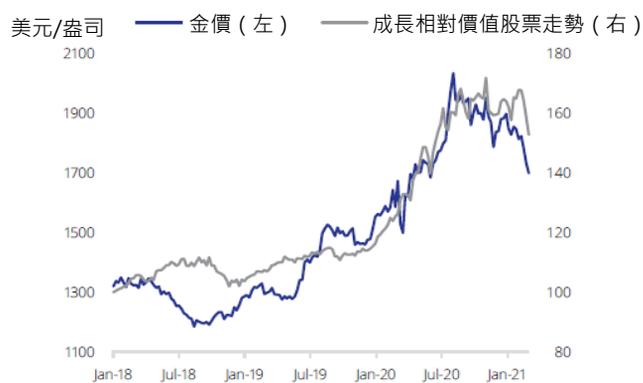
聯準會與市場對通膨反應步調不一

目前市場有關通貨膨脹的討論確實影響金價，市場提早一年反應升息預期和縮表。儘管聯準會主席鮑威爾重申維持寬鬆政策更長久的時間，且市場需要與聯準會保持同步，藉以實現央行充份就業和2%通膨的目標。聯準會還重申了對短期內較高通膨的容忍度。我們認為談論通膨，包括工資和價格上漲過度跨大，因為目前距離充份就業目標尚有1000萬個工作崗位。此外，聯準會十多年來一直無法有效提升通膨。

風險偏好升溫引發拋售

星展認為黃金近期的拋售與資金由成長型股票轉換至價值型股票有關，而不是拋棄黃金作為避險工具，如黃金與成長型股票相對價值型股票走勢之間的相關性所示（圖2）。黃金與成長型股票類似，因此當股市上漲時，黃金表現佳也不意外。

圖2：黃金受限於成長股輪動至價值股，之後應會反彈



資料來源：彭博，星展集團，2021年3月

當投資人重新調整其投資組合時，由於公債殖利率上升顯示經濟復甦的信心，景氣復甦將有利於成長型股票。同時，黃金策略結構驅動因素仍在；因此，預期投資人將再度將黃金納入投資組合，特別是以目前金價水準。

2021年消費者需求回升

儘管過去一年，金價創新高，但2020年的黃金需求是自2009年以來的最低水準。消費者對珠寶、金條和金幣的需求以及科技產業的使用量在2020年下降，原因是與肺炎疫情相關的經濟疲軟和封鎖造成的干擾。同時，中央銀行購買黃金量在2020年急劇放緩，尤其是在下半年。鑑於經濟復甦和所得增加，這通常伴隨對珠寶、科技和長期儲蓄的需求增加，預計此三項需

求將在2021年回升，約占黃金總需求的90%以上。

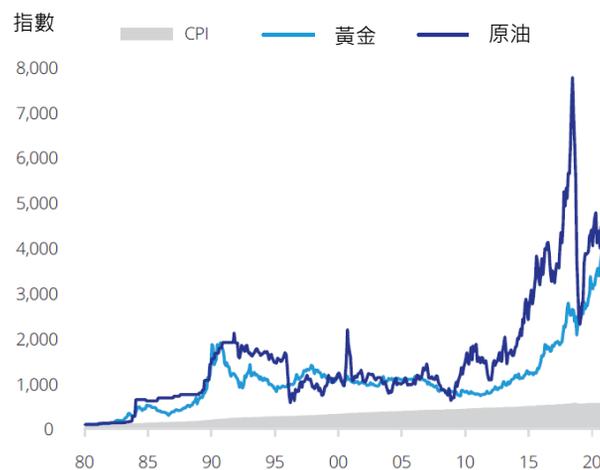
黃金與原油

經濟復甦將帶動原油和基本金屬價格普遍回升，而隨著通貨膨脹預期的增加，黃金價格下跌。那麼，與黃金相比，原油是更好的通膨避險工具嗎？

作為實質資產，黃金長期以來一直被視為是通貨膨脹的避險工具。但是，我們認為，原油應該比黃金具有更好的通膨避險作用。原油價格上漲應會導致通貨膨脹，因為原油和對其他商品（如運輸）的次級影響都包括在消費者物價指數（CPI）當中。但是，黃金並不包含在CPI。



圖3：原油是比黃金更好的通膨避險工具



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

黃金與比特幣

就投資需求而言，相對比特幣黃金最近也失去了光彩。但是，我們認為，黃金是一種實體資產，已經過歷史和戰爭時期的考驗，可以很好地對付不確定性，且比特幣的波動性高和流動性低。儘管可能會有越來越多的機構採用比特幣，但是在其成為主流之前，會計和監管合規性仍然面臨挑戰。另一方面，黃金擁有多樣元的持有者，包括中央銀行和主權基金，其作為珠寶配飾品的用途使其成為更穩定的資產。

不確定時期的保險工具

我們認為，在不確定的時期，黃金作為避險工具的地位仍然存在。過去的危機，包括去年發生的肺炎疫情危機，促使人們重新關注風險管理，並使不

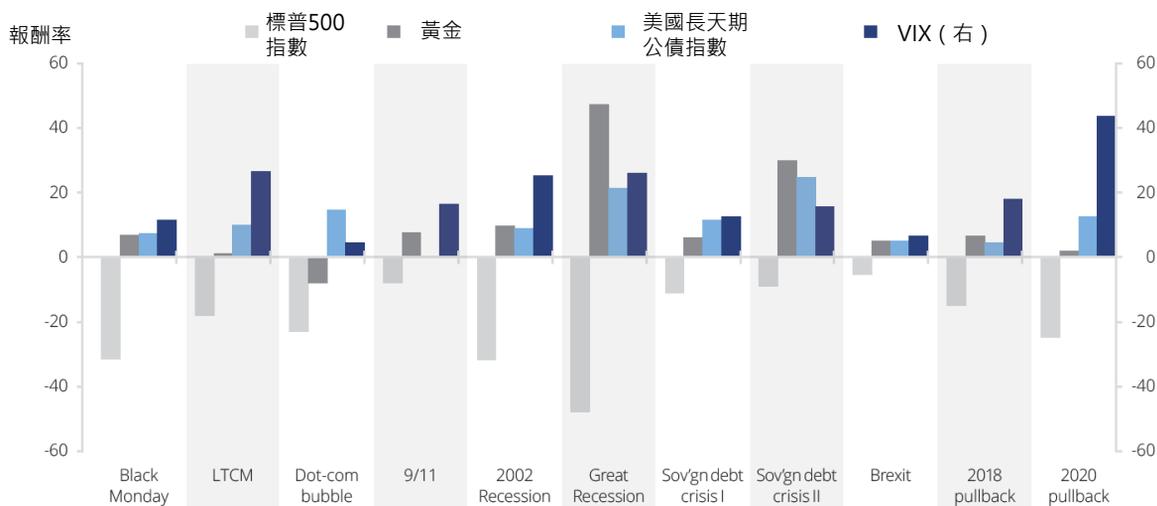
相關的高流動性資產（如黃金）升值。

目前，貿易緊張局勢、疫苗戰、地緣政治風險、國內政治動盪、對通貨膨脹失控的擔憂、股市屢創新高、債務水準偏高、流動性驅動的系統性風險以及對因印鈔而導致貨幣貶值的擔憂，這些都是在不確定的時代持有黃金的好理由。

下調黃金價格預測

星展維持中長期看好黃金的觀點。但由於上調對公債殖利率與美元匯率的預估，因此下修對2021年底金價預測至每盎司2,000美元。基於黃金對白銀比率65，將白銀價格目標上調至每盎司30美元。一旦公債殖利率上升和美元升值這兩個因素暫停，黃金可望有較佳的表現。

圖4：市場劇烈波動期間，黃金表現優於其他主要資產類別



資料來源：彭博，星展集團，世界黃金協會 2021年3月

表1：金價預估區間

		DXY指數				
		85	90	95	100	105
美國十年期公債殖利率%	1.0	2,185	2,093	2,001	1,909	2,100
	1.2	2,163	2,071	1,978	1,886	2,075
	1.4	2,140	2,048	1,956	1,864	2,050
	1.6	2,117	2,025	1,933	1,841	2,025
	1.8	2,095	2,002	1,910	1,818	2,000
	2.0	2,072	1,980	1,887	1,795	1,975

資料來源：星展集團 2021年3月

原油

原油價格表現優於預期

2021年初，油價開始走揚。在撰寫本文時，布蘭特原油價格已觸及每桶70美元，漲幅遠快於預期。年初時油價為52美元，在2021年的前兩個月裡，油價漲勢強勁。一連串的利多消息提振油價強勁上漲動能，最近的一次是石油輸出國組織與盟國（OPEC+）在2021年3月的部長級會議上將增產行動再推遲一個月。沙烏地阿拉伯也提議從1月至4月繼續自願性每日減產10萬桶。另一方面，2月中旬德州暴風雪也使二疊紀頁岩油產日產量下降約400萬桶，至少持續數週，恢復正常狀態可能還需要一些時間。美國食品和藥物管理局最近批准強生公司的單次注射新冠肺炎疫苗也提振了市場人

氣。美國原油庫存在2021年初也支撐油價，前六週原油庫存減少2400萬桶，下滑幅度高於預期，這有點反季節效應。加上疫苗推出的樂觀情緒以及對美國進一步採取財政刺激措施的期待，在可預見的未來，油價似乎受到了較好的支撐。

油價預測更樂觀。2020年布蘭特原油平均價格約為43美元。預期2021年油價應表現較佳。隨著日需求量回升（在2020年下降約900萬桶後，預期需求回升550萬桶），OPEC+減產協議（預測每日僅增加約200萬桶，遠低於需求增長）。這將導致庫存減少，支撐油價上漲。

圖1：短線需求上升超越供給的成長



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖2：全球石油庫存下降趨勢延續至2021/2022年



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

由於年初以來油價表現強勁，星展調升2021年布蘭特原油平均價格預測至62-64美元。2022年布蘭特原油平均價格預測為64-67美元。其假設是航空旅行在2022年恢復到接近正常水平，OPEC+嚴守減產紀律且美國頁岩油產量增長受到控制。展望未來，我們認為，一旦需求恢復到疫情之前的水平並且OPEC的剩餘產能下降到正常水平，到2022年及以後，油價可能會升至80美元或更高。近年來，上游的嚴重系統性投資不足，可能對非OPEC國家的供應產生影響。

全球刺激性支出和美元匯率溫和環境對油價有利。全球經濟體花費數兆美元的刺激方案，藉以支撐受肺炎疫情衝擊的經濟。搭配低利率環境下，這增加了投資人的流動性和交易風險偏好。美元指數 (DXY) 也已從2020年3月的高點103下滑至目前的90左右。隨著美國為抵禦肺炎疫情，未來可能釋放更多刺激性支出，美元在未來仍可能承壓。

積極的前景並非沒有風險。維持原油供應方紀律對於短期內支撐油價至關重要，尤其是考慮到目前較高的油價可能會促使OPEC+及其盟國未來幾個月內退出減產計劃的速度快於之前預期。星展的油價預測還存在其他一些主要風險：i) 利比亞增加產量，而這不受OPEC+協議的約束；ii) 拜登政府可能對伊朗採取較不鷹派的立場，這可能會使伊朗增產；iii) 全球經濟增長速度，這取決於疫苗推出速度抵消新型肺炎變種病毒。

圖3：石油輸出國組織 (OPEC) 石油產量回升，因利比亞增產



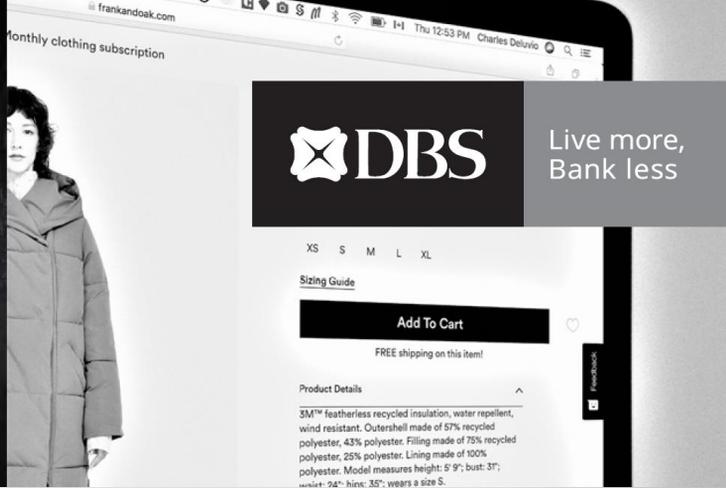
資料來源：彭博，星展集團 2021年3月



表1：星展集團2021年至2022年每季平均油價預估

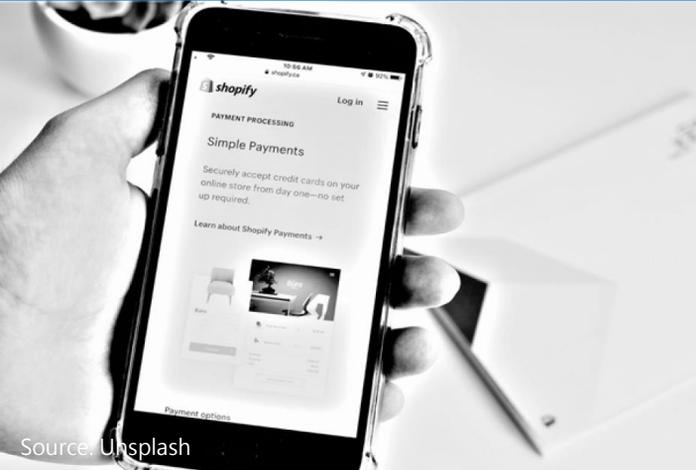
每桶美元	2021年 第1季	2021年 第2季	2021年 第3季	2021年 第4季	2022年 第1季	2022年 第2季	2022年 第3季	2022年 第4季
布蘭特原油	62.0	63.0	62.0	64.0	64.5	65.5	66.5	67.5
西德州中級原油	59.0	60.0	59.0	61.0	61.5	62.5	63.5	64.5

資料來源：星展集團 2021年3月



主題策略 | 2021年第2季

電子商務



主題：電子商務

全球電子商務 (e-Commerce) : 正在起步

世界正處於數位經濟轉型的初期。這種長期且不可逆轉的成長趨勢還有很長的路要走。電子商務是數位化的核心。全球有越來越多供應商、採購商和貿易商採用線上的方式拓展業務，無論是企業對企業 (B2B)、企業對消費者 (B2C)、消費者對消費者 (C2C)、消費者對企業 (C2B) 還是對等式網路 (P2P)。星展集團觀察到實體公司建立了線上平台，跨越了國界，藉以達到更大的整體潛在市場。電子商務已是企業成功的關鍵，因為它不需要休息，而且不受地域限制。

我們目前處於什麼位置？網路的普及率一直在穩步攀升，且事實上，肺炎疫情的爆發也加速了成長 (圖1)。

圖1：全球網路普及率，人口百分比



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月



Source: Unsplash

豐富的線上商務平台。肺炎疫情和封鎖措施使買家為了避免於實體店面購物，加速了線上消費成長的趨勢。星展集團預期在肺炎疫情後，由於企業被迫加速數位化，這種線上消費行為將繼續存在。

智慧型裝置的持續創新、物聯網、行動裝置連接的擴大以及千禧世代消費能力的提升均是推動線上消費的關鍵因素。

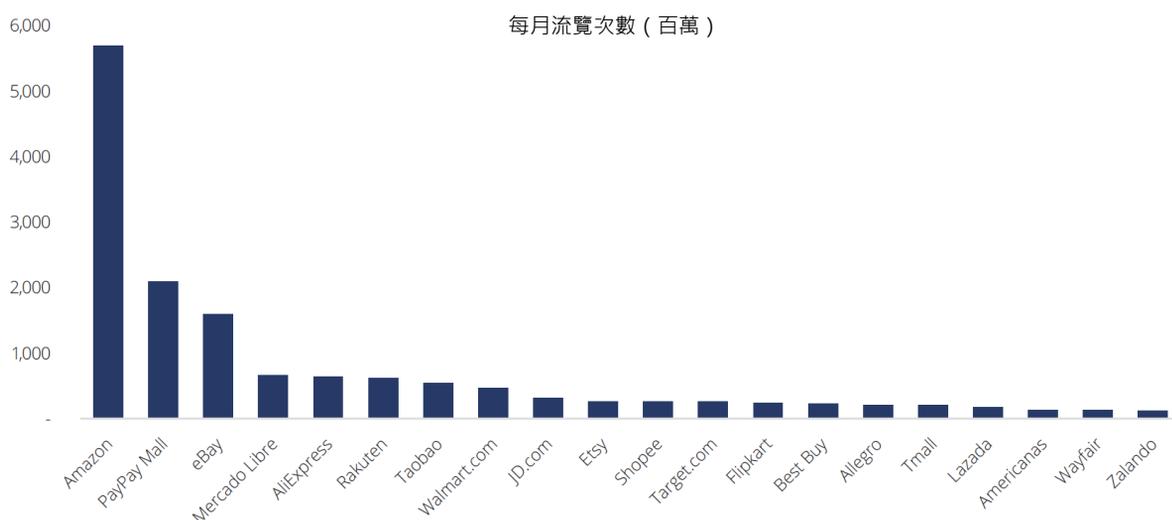
電子商務支出的普及和滲透率的提升主要歸功於在大型平台的成功。例如，2020年2月，排名前20大的線上平台，每月約有150億次的瀏覽（圖2），其中亞馬遜就有接近60億次的瀏覽。受到肺炎疫情的影響，之後的數月瀏覽數仍然呈現上升。

電子商務成功運作的前提是強大且可持續的生態系統（ecosystem），它是環繞核心線上平台構建的強大護城河。支持服務之間的聯繫越深，生態系統就越不可滲透。

多年後，亞馬遜、阿里巴巴、京東和Shopify等全球領先的電子商務公司已經建立了便利且可信的生態系統，使用戶對其平台有很高的粘著度。

隨著越來越多的買家和賣家可以藉由無處不在的數位網絡有效的拓展業務，數位化為大型電子商務的蓬勃發展提供了良好的環境。

圖2：全球前20大瀏覽數最大線上平台（2020年2月）



資料來源：Webretailer.com · 星展集團 2021年3月

New retail



Marketplace



eSports



Speed delivery/
Ride hailing



Content/
streaming



Fintech/
payments



Cloud
Computing



Data
analytics



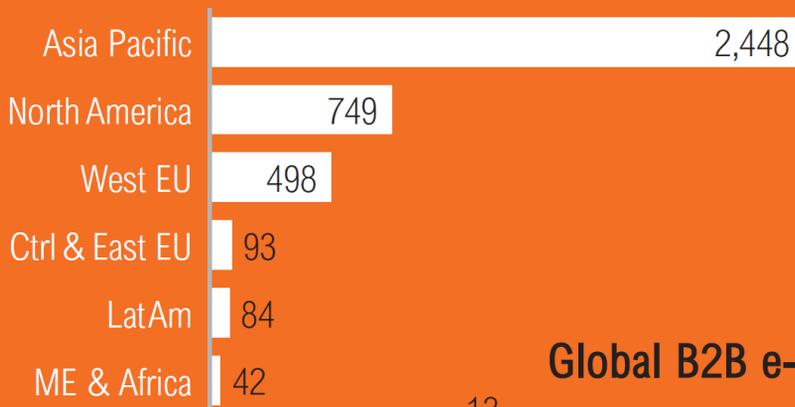
Digital
Learning



Artificial
Intelligence



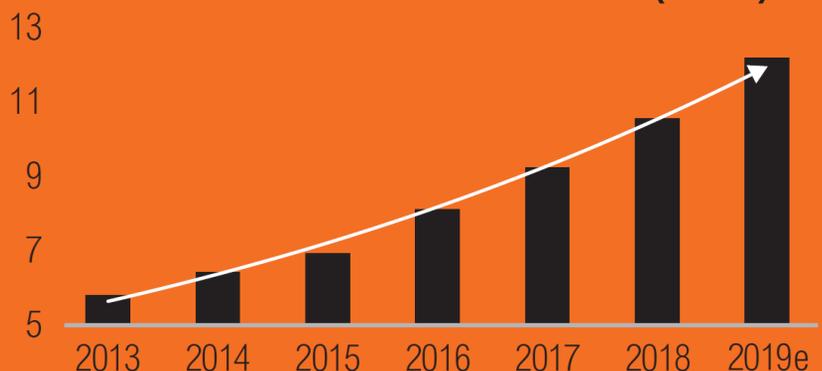
Worldwide retail e-Commerce sales 2020F (USD**b**)



APAC
continues to
dominate retail
e-Commerce
sales

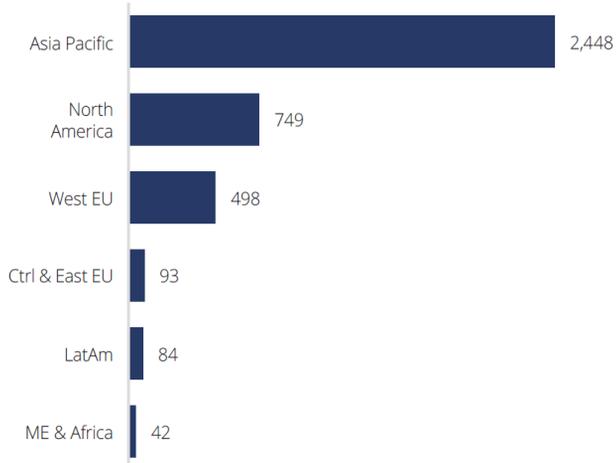
**Global
B2B e-Commerce
continues its
upward trajectory**

Global B2B e-Commerce GMV (USD**t**)



電子商務廣泛的成長。亞太地區和北美是電子商務銷售的兩個最大區域（圖3），2020年，分別有2.4兆和0.7兆美元的營業額。亞太地區當中，中國的占比超過四分之三，主要受惠於龐大的中產階級和高度數位化。

圖3：2020年主要區域零售電子商務銷售額預估（美元）

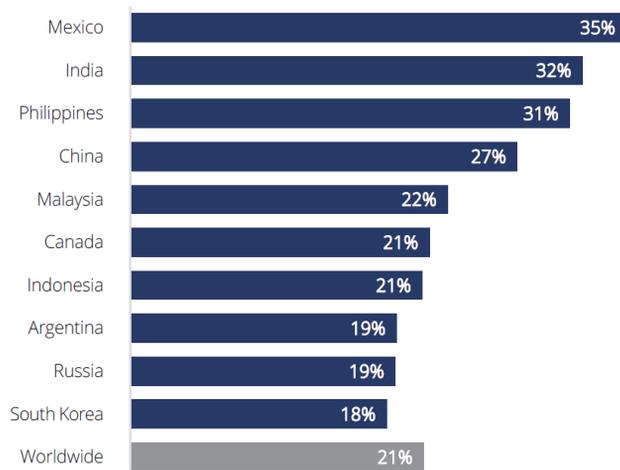


資料來源：eMarketer · 星展集團 2021年3月

2019年，電子商務成長最快的10個國家中有6個來自亞太地區，包含印度、菲律賓、中國、馬來西亞、印尼和南韓（圖4）。這些國家的人口規模、相對較低的平均年齡、不斷成長的消費力以及線上購物的傾向，是推動此上升趨勢的關鍵因素。

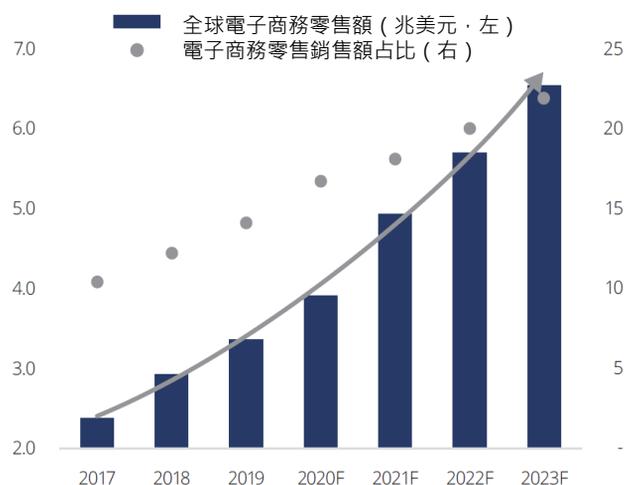
B2C：藉數位平台提高銷售。事實證明，線上業務的成長具有彈性。研究機構認為，至2023年，全球行動電子商務的銷售額將成長至6.5兆美元（圖5），是2019年的兩倍，主要是受惠於行動裝置普及率提升。2020年，約有45%的線上購物是藉由手機進行的，星展集團預期，以手機購物的比率將繼續成長。至2023年，B2C型態的電子商務將佔全球零售額的22%。

圖4：2019年，主要新興國家零售電子商務銷售額年增率（%）



資料來源：eMarketer · 星展集團 2021年3月

圖5：線上零售額（美元）



資料來源：eMarketer · Oberlo · 星展集團 2021年3月

顛覆實體零售的浪潮。顯然，一些歷史悠久的實體零售商店品牌已受到電子商務海嘯級的影響，不得不縮減或關閉業務（表1）。尚存的品牌是那些藉由線上成功轉型適應此新常态的品牌。

表1：已經關閉的商店品牌和零售連鎖店範例

	創業年度
A'GACI	2001
BARNEYS NEWYORK	1923
CHARLOTTE RUSSE	1975
CHARMING CHARLIE	2004
DIESEL	1978
FOREVER21	1984
GORDMANS	1915
JC PENNY	1902
NORDSTROM	1901
PAYLESS SHOESOURCE	1956
QUIKSILVER	1969
RADIOSHACK	1921
ROBERTO CAVALLI	1975
ROCKPORT	1971
SEARS	1892
Toys "R" Us	1948

資料來源：星展集團整理 2021年3月



Source: Unsplash

奢侈品牌也正在加入電子商務的潮流。為了順應數位浪潮，奢侈品牌也已將產品放上數位平台，藉以服務富裕消費者的新時代（表2）。

B2B：成長的新支柱。電子商務不僅涉及B2C。實際上，B2B平台的潛在市場和潛力遠遠超過B2C。科技促使了公司成立、營運、擴展供應鍊和分銷通路；更重要的是，找到了新的方式觸及更大的客群。

B2B線上平台是企業間買賣商品和服務的數位平台。使B2B平台獨特且不可或缺的因素包括種類繁多的產品和可以獲取全球龐大供應鍊的機會。B2B電子商務可靠性和功能的大幅改善促進了企業的參與，進而使交易量和交易額遠遠超過零售消費者。未來

十年，將有越來越多企業採用B2B模式，滲透率的提升將使電子商務更廣泛被運用，也是長期成長的動能。

企業使用線上平台有許多好處。其中包括：

- 1.價格優化
- 2.價格和比較的透明化
- 3.直接獲取供應商庫存數據
- 4.直接批量交付
- 5.追蹤訂單流程

B2B電子商務的優勢是可以利用多層分發通路，其中連接了不同級別的相關業者：業務合作夥伴、分銷商、批發商、經銷商、零售商、轉售商和售後服務商；全部都在一個平台上。全通路的電子商務平台提升了B2B通路的效率和覆蓋。

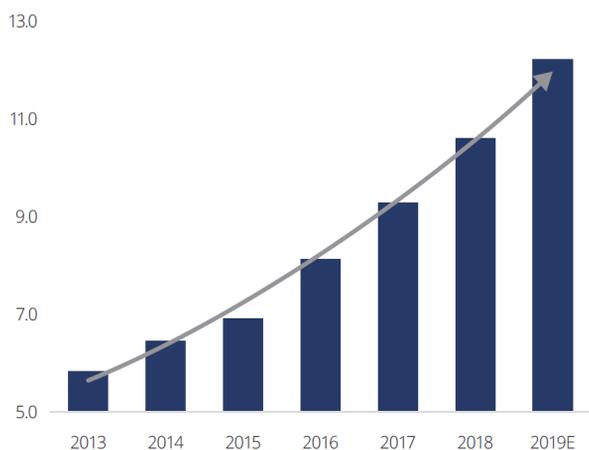
表2：奢侈品電子商務平台範例

Amuze	Forzieri	MyTheresa	Rue Lala	StyleBop
Barneys	Gilt	Neiman Marcus	Saks Fifth Avenue	The Corner
Bergdorf Goodman	Luisaviaroma	Net-a-Porter	Selfridges	The Outnet
Bloomingdales	Matches Fashion	Nordstrom	Sephora	World's Best
BrookLinen	Moda Operandi	Rent the Runway	Shopbop	Yoox
Farfetch	Mr. Porter	Revolve	Ssense	Zappos Luxury

資料來源：Mediaboom · 星展集團 2021年3月

值得注意的是，全球B2B商品交易總額（GMV）在2019年達到12兆美元（圖6），是B2C GMV的兩倍多，使其成為具有重要成長潛力電子商務的重要組成。

圖6：全球B2B電子商務GMV（兆美元）

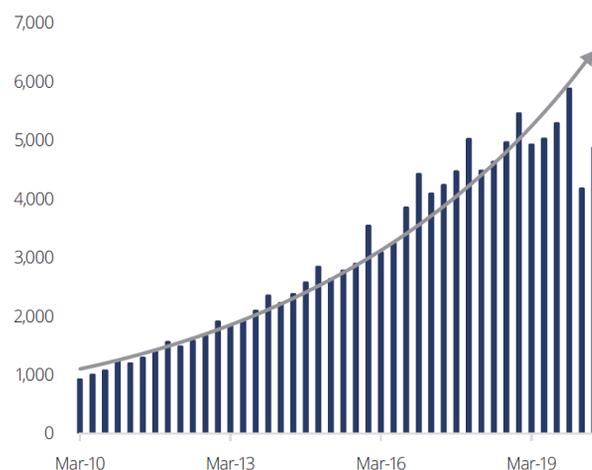


資料來源：Statista，星展集團 2021年3月

中國是B2B平台的大型溫床。由於在製造業和全球供應鏈中的絕對地位，內地企業不斷轉向B2B將促使其更多海外貿易夥伴在業務交易中採用類似的模式。

過去十年，中國大陸B2B的GMV經歷了指數性的成長（圖7）。截至2020年第2季的四個季的總成交額高達20兆人民幣（或3兆美元），相當於中國GDP的五分之一。星展集團預期上升趨勢將繼續存在，與B2C的上升趨勢相同，甚至超過B2C的趨勢。

圖7：中國B2B電子商務交易金額（兆人民幣）



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

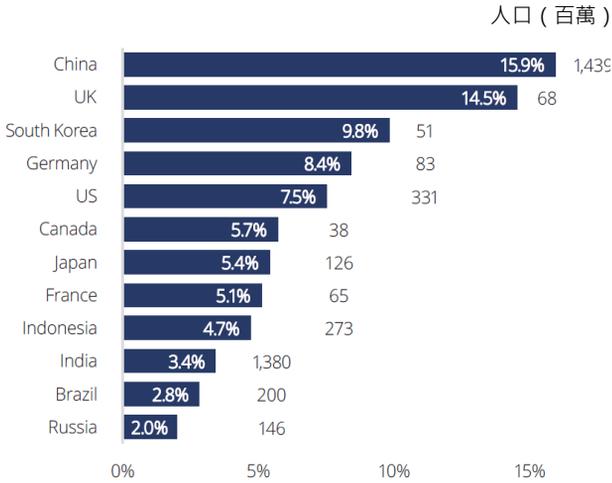
展望未來

電子商務平台的整體潛在市場就是世界，而用戶普及率的上升則將帶動長期的發展道路。

相較於中國和美國，人口眾多的新興經濟體的滲透率仍然較低。這顯示整個電子商務滲透率仍有巨大的上升潛力。

電子商務在零售業中的占比仍處於中低個位數（圖8），例如印度、印尼、巴西、日本和俄羅斯。中國的線上商務滲透率約15%，相對較高。

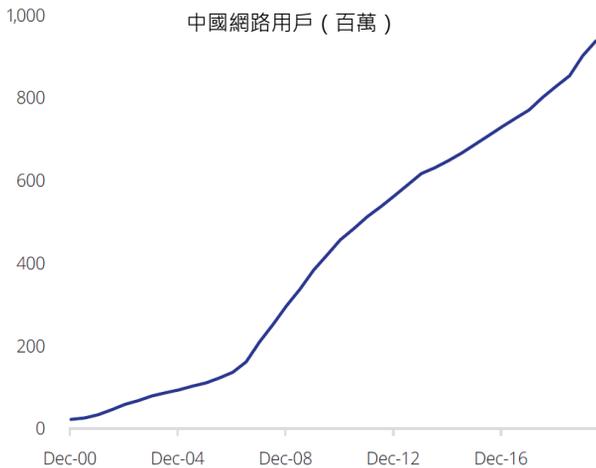
圖8：電子商務佔零售額的百分比（2018至2019年）



資料來源：eMarketer · Business.com · Advisor Perspectives · livemint.com · 星展集團 2021年3月

中國：電子商務的榜樣。網路的使用和電子商務滲透之間有緊密的相關性。目前，中國擁有9億個線上用戶（圖9），這是支撐電子商務發展的重要動力。

圖9：中國龐大的網路人口



資料來源：彭博 · 星展集團 2021年3月

圖10：線上購物普及率呈現上揚



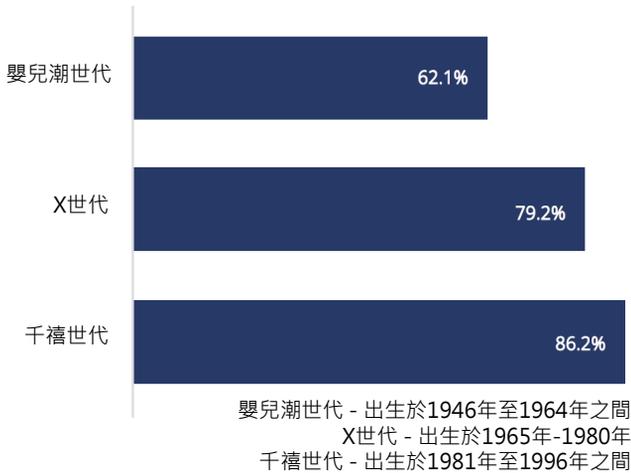
資料來源：彭博 · 星展集團 2021年3月

目前，線上消費僅佔中國龐大GDP的10%，星展集團預期滲透率和市場將逐漸成長（圖10）。

美國：滲透率將逐漸提升。GMV排名中僅次於中國；即使在全球金融海嘯結束以來，電子商務銷售額成長了六倍之後，但美國的滲透率仍然低於10%。同樣地，電子商務的滲透率在世界上最大的經濟體中也只會進一步提升。

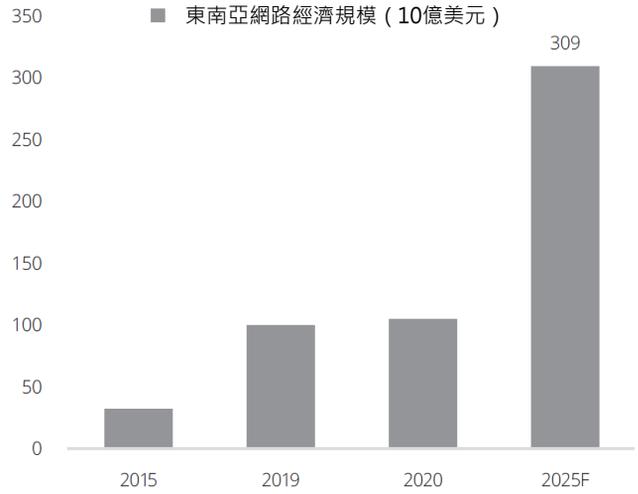
喜歡使用科技產品的“千禧世代”採用線上支出的比率為86%，而“嬰兒潮”一代的線上支出滲透率為62%（圖11）。這些因素將大幅提升線上支出的長期成長趨勢。

圖11：美國各個世代”採用線上支出的比率（2020年5月）



資料來源：eMarketer · Business.com · Advisor Perspectives · livemint.com · 星展集團 2021年3月

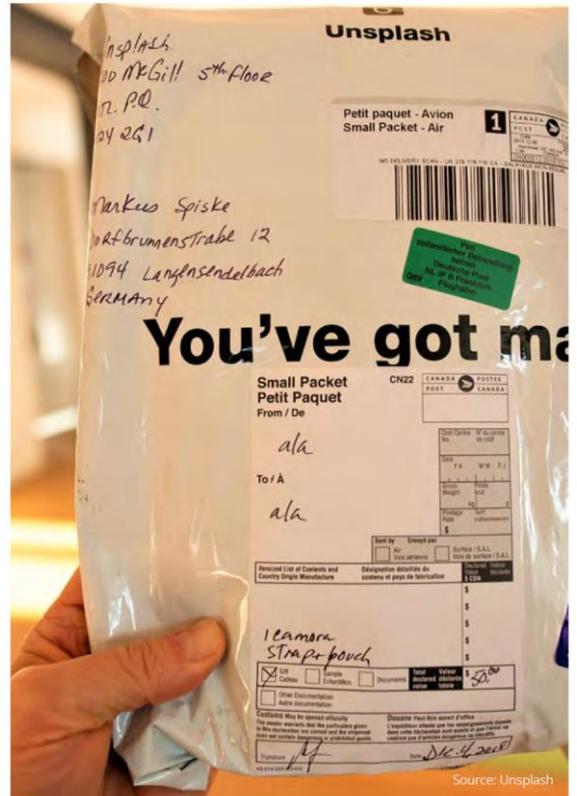
圖12：東南亞的數位經濟



資料來源：Google, Temasek · Bain & Co · 星展集團 2021年3月

東南亞：數位商務的新領域。繼中國和美國之後，東南亞國家最終將在數位化領域享有合理的滲透率，網路經濟的價值將在未來數年呈現大幅成長。人口稠密的東南亞國家（如印尼、泰國、菲律賓和越南）的持續城市化趨勢將增加龐大的中產階級，並具有不斷成長的消費能力。

這些國家也正在迅速趕上網路的普及，並為其數位經濟奠定穩固的基礎，因為該地區的網路用戶總數到2020年底已增至約4億。研究機構分析，至2025年，東南亞線上經濟的總價值可能從2019年的1000億美元成長至3000億美元之上，佔這些國家加總GDP的8.5%（圖12）。以中國過去10年的發展為參考依據，星展集團預期線上經濟佔該地區的經濟比重將越來越大。



Source: Unsplash

電子商務業者舉足輕重。在全球市值前10大的企業中，有3家與電子商務業務相關：亞馬遜、阿里巴巴和騰訊。截至2021年3月，它們的加總市值超過3兆美元。過去十年，線上商務已發展成為價值數百億美元的行業。截止2020年第3季，主要15家領先的電子商務公司的季度總營收已高達1700億美元（圖13），十年間成長10倍，主要受消費者消費習慣不斷地從線下轉到線上的轉變。

電子商務業的獲利能力強勁（圖14）。2010年以來，領先的電子商務業務的平均毛利率高達40%。

數位商務已變得結構化且不可逆。KPMG對消費者為何以線上購物進行了調查。最常見的原因是時間靈活和節省成本（圖15），而這些原因在未來數年仍然存在。

整體動能並不僅限於此。圍繞電子商務生態系統的相關行業也正在轉變，藉以滿足訂單和最終消費者的粘著度。軟體公司Bigcommerce是一家提供跨通路和以雲端為基礎的電子商務解決方案的公司，它預測電子商務的未來將受惠於新的長期成長趨勢：

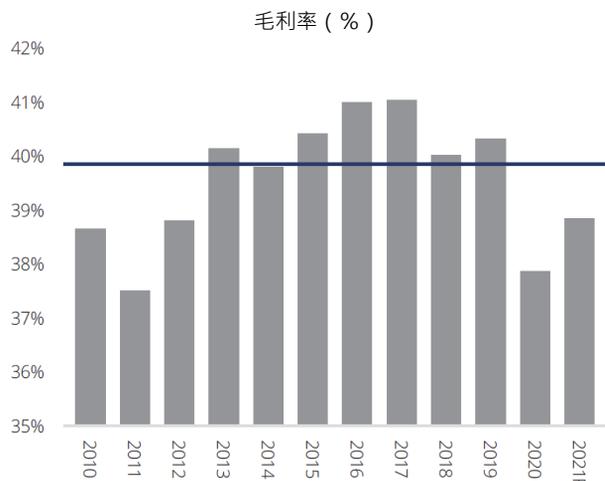
1. **擴增實境 (Augmented reality)** 將加強線上購物體驗
2. 越來越多**語音**搜尋的使用
3. 賣家藉**人工智能**了解消費者行為
4. 建立**個人化**的體驗
5. **大數據**分析的使用
6. **聊天機器人 (Chatbots)** 增強了購物體驗

圖13：2020年第3季，上市電子商務公司的營收是2010年的10倍



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖14：電子商務業的獲利能力可望維持



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

- 7. 手機購物的興起
- 8. 更多付款方式
- 9. 應用程式介面 (API) 驅動的電子商務
- 10. 影片驅動的互動
- 11. 訂閱藉以增加粘著度
- 12. 關注可持續性發展

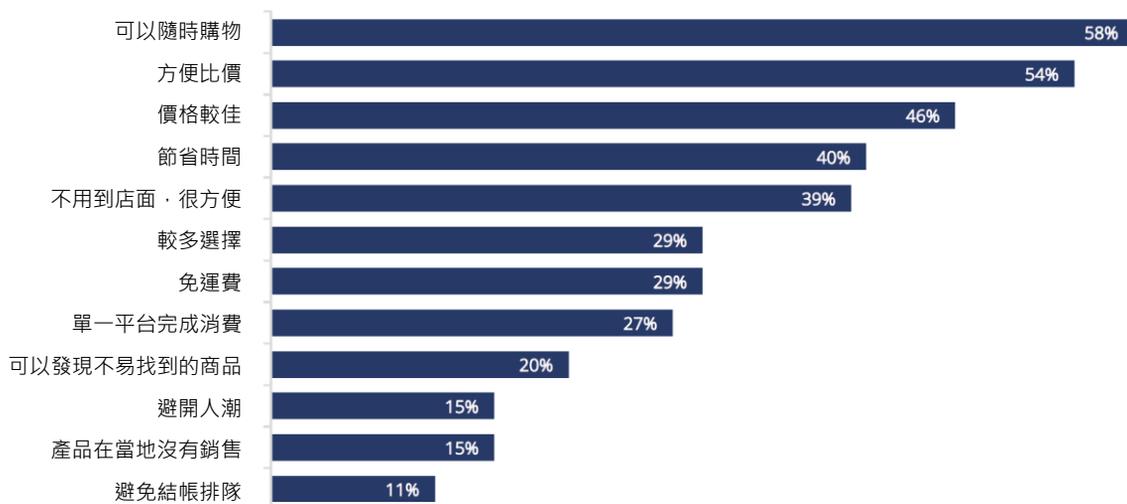
13. 從事數位轉換的企業

14. 不斷成長的B2B交易

結論

星展集團認為，投資組合中應充分佈局電子商務。包括周邊生態系統中的投資機會，例如支付系統、物流和速遞服務、雲端運算、物聯網、無線通訊、內容串流、數據分析、社交媒體以及乘車服務。

圖15：消費者線上購物的原因



資料來源：KPMG · 星展集團 2021年3月



Live more,
Bank less



專家系列 | 2021年第2季

能源轉型



Source: Unsplash

Source: Unsplash

專家系列：能源轉型

BNP Paribas資產管理

能源轉型：為何2020年還只是開端？

2020年，是長達數十年全球能源企業轉型的開始。2019年至2050年，能源轉型的商機達高90兆美元，每年科技創新和政策支持，投資機會將持續增加，因為有部份成長機會的風險降低，且有新成長題材的出現。

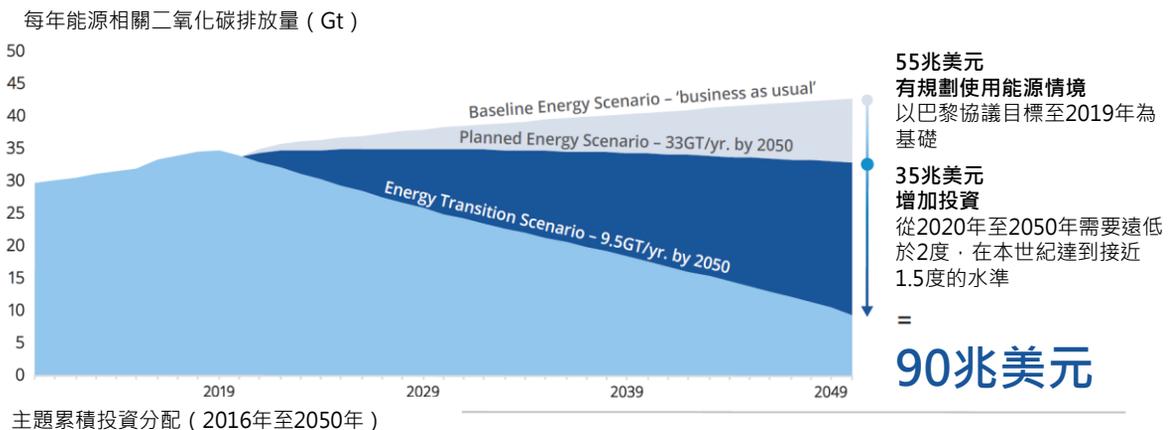
能源轉型是什麼？能源轉型由3個支柱所構成：

- 再生能源生產
- 能源效率、科技和材料
- 能源運輸和基礎設施

在試圖解決以下問題時，每個支柱都是關鍵：如何滿足世界越來越多的能源需求，同時減少全球二氧化碳排放量？

為什麼是現在，為什麼會持續？

圖1：全球能源系統轉型商機超過90兆美元



簡言之，促使能源轉型的主要因素是碳排放量正在增加。為了達到巴黎氣候協議的目標（全球各國需共同努力將地球氣溫增幅保持低於攝氏2度並盡力限制在1.5度的水準），因此需要馬上開始行動。目前能源使用的碳排放為全球總量的約70%，如果希望實現巴黎協議的目標，採取新解決方案勢在必行。若以此為目標，至2025年前每年需要減少全球能源相關的碳排放量35Gt（Gt：十億噸）至小於10Gt，藉以達到接近1.5度的水準。

由於人口成長和人均能源消耗升高，這個挑戰在未來數十年將產生顯著成長。

- 預計至2035年全球人口將增加20億人達到90億人
- 若中國和印度達到和德國相同的人均能源消費水準，全球能源需求將增加40%

能源轉型支柱

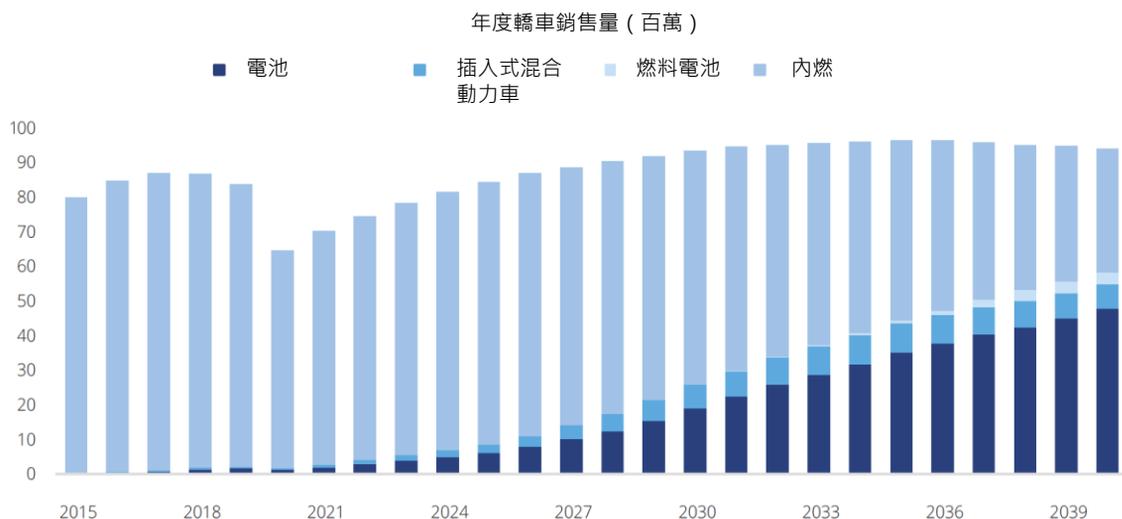
儘管試圖達到同樣目標，但這三個支柱都有不同的總經、監管和產業動能。因此，每個支柱有許多不同且多樣的投資機會。也使能源轉型令人興奮。

能源運輸和基礎設施：在電動車革命的開始，比亞迪和特斯拉在2020年已獲得全球的關注。由於成本持續下降和新模車款，電動車在去年達到了轉折點。儘管受到肺炎疫情的影響，電

動車銷售額仍然成長了43%；佔全球新車銷售量也從2019年的2.5%上升至4.2%。

由於滲透率仍然偏低，因此我們相信目前只電動車市場起飛的開始。彭博新能源金融（BNEF）預期電動車銷售量在2025年將成長超過兩倍，新車銷售量的滲透率在2037年也將升至50%。

圖2：目前只是電動車市場起飛的開始



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月



Live more,
Bank less

專題報告 | 2021年第2季

Buy-Write 加強收益

專題：Buy-Write策略

藉由同時買進單一個股並賣出相關買權的期權交易策略 (Buy-Write) 增加收益。Buy-Write (也被稱為掩護性買權：covered call)。運用這個策略的投資人認為 (a) 股票的漲跌波動幅度不會過大，並且 (b) 賣出買權收取權利金藉以增加收益。但就像生活中所有事物一樣，投資策略也有優缺點。

運用Buy-Write策略，投資人必需放棄股票全部的升值潛力，並在期權執行依約定價格出售給買家，也就是上漲空間有限。儘管如此，這個策略仍可藉期權權利金收入提升收益，並降低市場波動時不利的影響。

因此，Buy-Write策略在市場呈現盤整或小幅上揚的環境下有不錯的效果。

調整策略因應不斷變化的世界：Buy-Write策略可加強傳統股息策略。傳

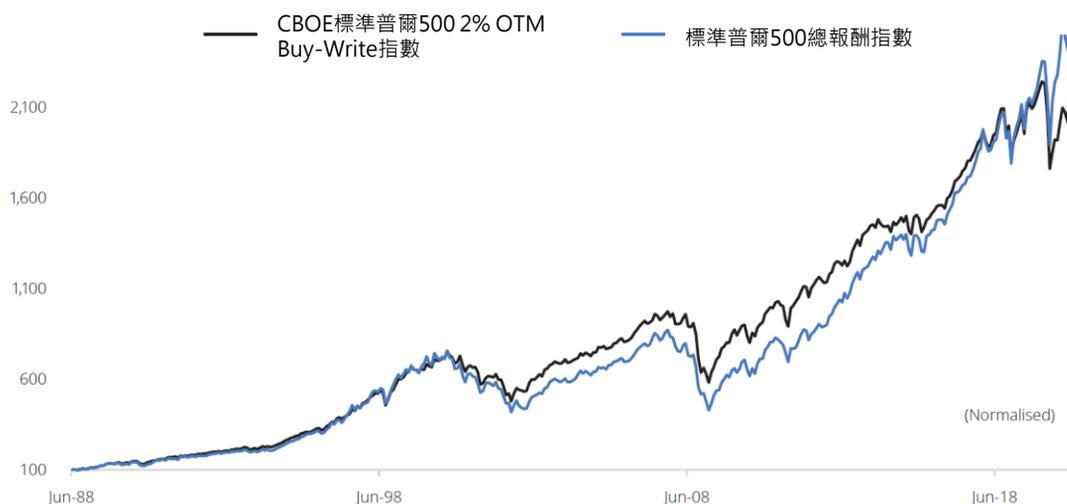
統收益策略以股息為主，過去傳統公司可以維持現金流能力藉以派發穩定的股息，但是時代改變了。

大型科技公司的興起導致傳統產業遭到顛覆並引起了廣泛的關注。現在科技正在融入商業環境，無法適應新環境的公司將面臨遭到淘汰的威脅。此外，肺炎疫情的影響，也導致經濟停滯，令許多產業的需求顯著的下滑。

這兩個事件的共同點是，隨著傳統產業受到這些不利因素的影響，投資人也擔憂股息派發的穩定性。這些擔憂是合理的。在一個百貨公司被電子商務取代、體育館賽事逐漸被電子競技取代的時代，對不間斷分配股息的期望已不再是理所當然。

為了創造與過去相同的收益，需要一種更有效的方法，Buy-Write策略便是一個良好的策略。

圖1：Buy-Write策略長期表現大致接近大盤，且波動度較低



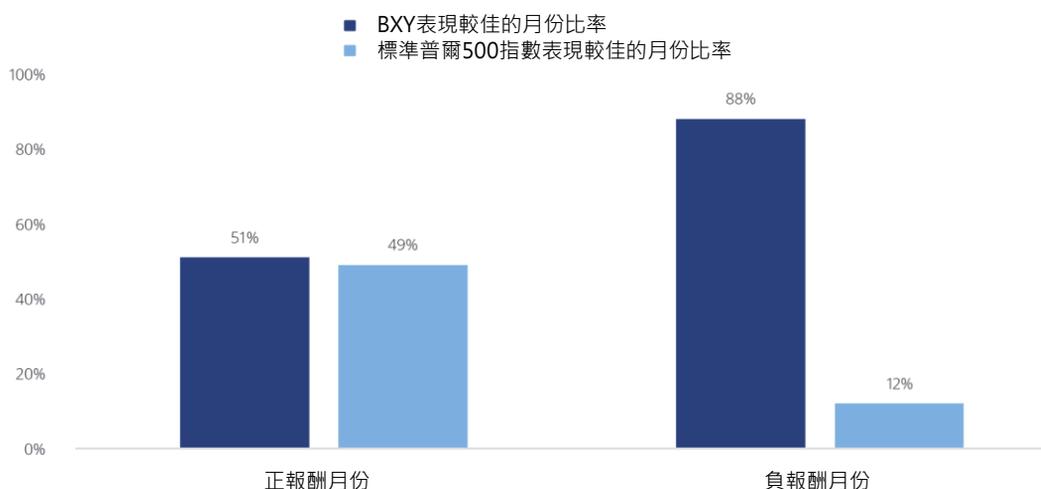
Buy-Write與傳統做多 (Long Only) 策略：事實與神話。考慮到資本利得的潛力受限，市場通常認為Buy-Write策略長期而言將不如Long Only策略。但數據顯示並非如此。

星展集團比較了標準普爾500指數和CBOE標準普爾500 2% OTM Buy-Write指數 (BXY) 的長期表現 (圖1)。1988年7月以來，BXY的平均年化月報酬率為10.4%，小幅低於標準普爾500指數的11.3%。但Buy-Write策略的年化波動率較低，達10.4% (低於標準普爾500指數的14.6%)。因此，Buy-Write策略的夏普值 (Sharpe ratio) 則是高於標準普爾500指數。

另一個普遍印象是Buy-Write策略在熊市的表現較好，但在牛市的表現較差。但數據顯示並非如此 (圖2)：

- 自1998年6月以來，標準普爾500指數有249個月呈現正報酬。在這段期間，標準普爾500指數和BXY指數的平均漲幅分別為3.2%和2.7%，與預期相符。但是若仔細分析每個月表現數據時得出了不同的結論。
- 在249個月的數據中，有51%的時間BXY有較高的月報酬。換句話說，即使標準普爾500指數正報酬的月份較多，但BXY表現優於標準普爾500指數的頻率較高。

圖2：Buy-Write策略在熊市和溫和牛市通常表現較佳



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

但需要強調的是，BXY表現較佳的月份通常是在市場表現平平月份（標準普爾500指數平均月漲幅為2.3%）。標準普爾500指數表現較佳的月份通常是市場表現較佳的月份（標準普爾500指數平均上漲4.1%）。

- 1998年6月以來，標準普爾500指數負報酬的月份有142個月。在這些月份中，標準普爾500指數和BXY的平均報酬分別為負3.5%和負2.4%，這與預期相符。
- 在142個的負報酬月份中，有88%的時間BXY的表現優於標準普爾500指數。數據顯示，在市場情緒低迷的情況下，BXY不僅在熊市期間遭受的損失較少，且表現優於標準普爾500指數的頻率也較高。

以上分析顯示，Buy-Write策略在長期的市場週期展現較佳的風險報酬數據。

以Buy-Write加強跨資產收益策略。在債券殖利率普遍偏低的情況下，需

要利用公司債和高息股票的多元資產投資組合策略藉以達到與過去幾年接近的信貸投資組合。

進一步分析，將Buy-Write策略納入多元資產收益組合的表現，結果如下（表1）：

2002年至2014年期間：全球信貸的平均年化月報酬為6.2%，較全球公債高出0.4%。

2015年至2020年期間：全球信貸的平均年化月報酬僅有4.3%。為了使投資人獲得到與前幾年相似的投資組合報酬，我們建構了兩個模擬多元資產投資組合，其中包括（a）50%全球信貸和50%全球高息股票，（b）40%全球信貸、30%全球高息股票和30%Buy-Write策略。

分析顯示，前者的報酬率為5.7%，後者為6.4%。這清楚地顯示，在目前的環境下，結合Buy-Write策略的多元資產收益策略將為投資人帶來更高的回報。

表1：不同期間主要資產類別表現

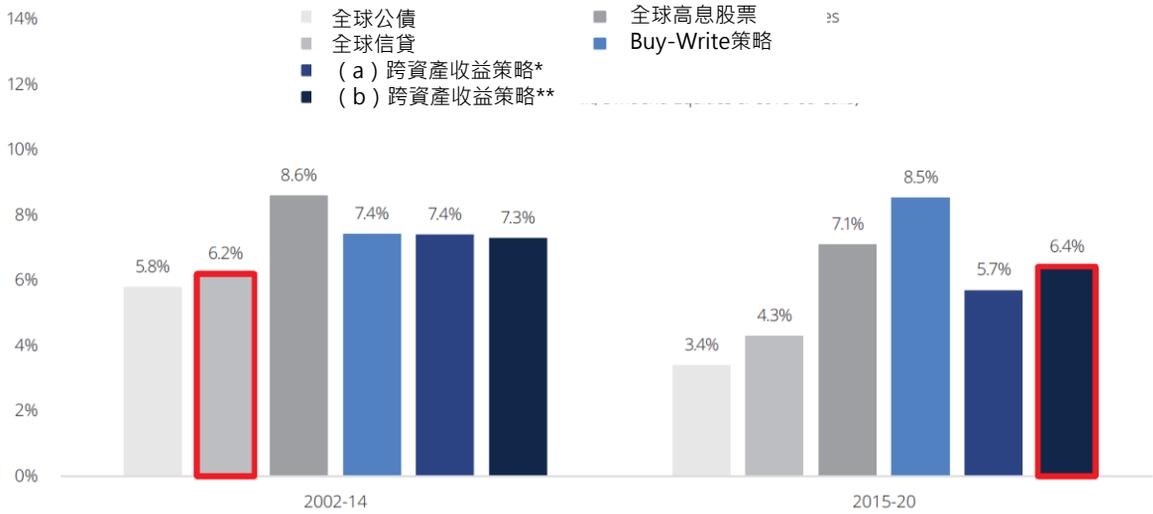
	全球公債	全球信貸	全球高息股票	Buy-Write策略	(a) 跨資產收益策略*	(b) 跨資產收益策略**
2002-2014	5.8%	6.2%	8.6%	7.4%	7.4%	7.3%
2015-2020	3.4%	4.3%	7.1%	8.5%	5.7%	6.4%

資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

* 50%全球信貸和50%全球高息股票

** 40%全球信貸、30%全球高息股票和30% Buy-Write策略

圖3：Buy-Write策略加強跨資產投資組合的收益

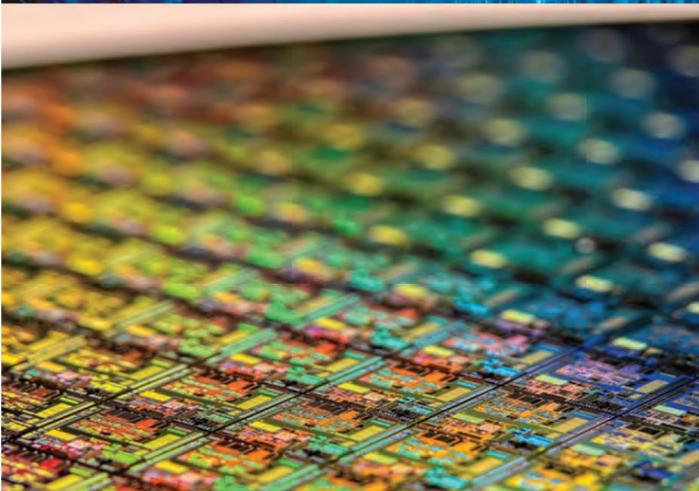


資料來源：彭博·星展集團 2021年3月





Live more,
Bank less



專題報告 | 2021年第2季

全球半導體



NEW IDEAS FOR

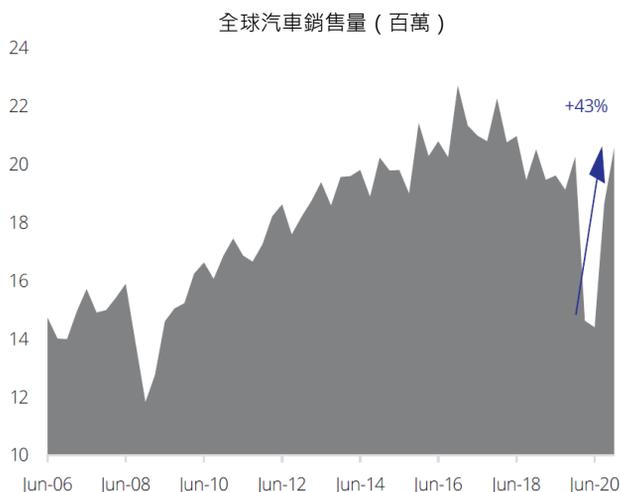
專題：全球半導體

最近媒體報導誇大了半導體晶片和晶片組缺貨的問題。根據星展集團的調查，主要缺貨是汽車零組件、電源管理晶片和數據中心伺服器相關產品，而且是因為肺炎疫情期間新增訂單所造成的。這樣的情況突顯了市場對IC晶片的強勁需求，但未來的產能擴張可望逐漸解改善這個問題。現在是佈局半導體業長期成長趨勢的良機。

肺炎疫情期間，部份產業低估了需求，因而未能規劃足夠的訂單。暫時性的短缺是由於許多公司恢復生產，終端需求較預期強勁，因此對晶片組的需求激增超出了預期。全球汽車業對晶片需求的缺口尤其嚴重；製造商在肺炎疫情期間取消了訂單，但車輛需求強勁反彈（圖1）。全球汽車月銷售量在2020年第4季達到2018年第1季以來的高點。及時生產（just-in-time manufacturing）的實踐加劇了缺貨的情況，將需要一段時間才能滿足IC晶片和晶片組的需求。

訂價能力增強。從不均勻的訂單流量的一次性及短暫缺貨的情況，增強了晶圓代工漲價的能力，並提升了獲利。長期供應的增加藉以滿足巨大的需求，而需求強勁和前置時間（leading time）的延長，也將使週期更長。IC晶片和晶片組供應商正在投資新的設施，藉以提高2021和2022年產能。

圖1：全球汽車銷售量強勁反彈



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖2：主要車廠的資本支出大幅下滑



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

需求大幅增加顯示汽車行業資本支出巨大的缺口；2020年受到肺炎疫情的影響，四大車廠保守的生產計劃也使合併的資本支出下滑至2011年第2季以來的最低水準（圖2）。這是近期晶片缺貨的根本原因，因為汽車終端需求較預期強勁，但車廠沒有足夠的庫存。截至2020年第3季，四大車廠的合併資本支出較2018年第4季下滑了接近50%。部份沒有晶片庫存的車廠就必須暫時停止生產。

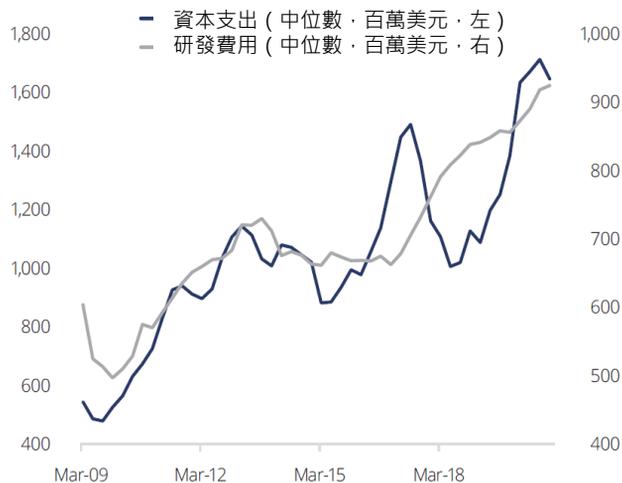
因此，目前晶片短中期缺貨的情況只是一次性。這也支持星展集團看好全球數位化題材的觀點。

金融海嘯以來，科技類股已經維持一貫的高資本支出。全球半導體設備和組件公司的資本支出增加了兩倍，而研發費用則是增加了50%。這都是因應長期數位化轉型，為了維持成長和領導地位的投資（圖3）。

全球IC設計公司的庫存也有類似的趨勢。2020年底，全球13個主要的IC設計公司的平均庫存價值已達12億美元，較10年前增加一倍，而庫存天數則是介於95至100天（圖4）。

也證實了我們認為晶片短缺並不像報導那樣嚴重的觀點。整體而言，晶片組庫存仍然處於歷史平均值的上緣，星展集團認為短缺與所選應用特定的晶片（ASIC）更相關，例如電源管理、電氣化、汽車微處理器、儀表板顯示控制器和汽車訊息娛樂生態系統的晶片。

圖3：資本支出和研發費用維持強勁
（2009年3月至2020年12月）



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

圖4：全球IC設計公司庫存水準健康
（2011年6月至2020年12月）



資料來源：彭博，星展集團 2021年3月

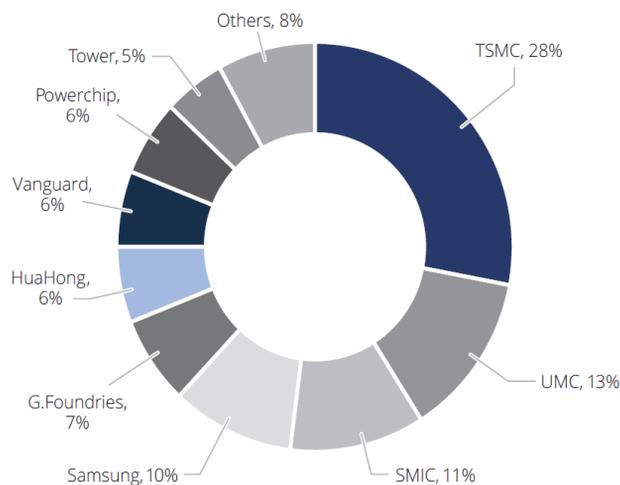
極端氣候和地質改變導致部分供應中斷：

1. 三星位於美國德州奧斯汀的半導體廠生產受到冬季風暴停電的影響。
2. 台灣中部和南部的晶圓廠在2021年因供水量降低7至10%，可能遭遇缺水問題。
3. 日本東北部芮氏規模7.3的強震，位於茨城縣的半導體廠也暫時停止運作。

雖然這些事件可能加劇短期的供需失衡，但星展集團預期這些情況終將獲得解決，因為一旦氣候條件恢復正常和水電的供應也將逐漸穩定。日本部份，瑞薩半導體先進製程工廠則是在一週內恢復全面生產。台灣官方與廠商也在乾早期採取了措施，部署水車因應。

半導體產能主要集中在亞洲；全球晶圓代工產能（邏輯和記憶）約有80%是由亞洲公司所掌控（圖5），台灣佔比超過一半，中國約17%，而南韓則是超高10%。而且，大部分的產能都位於當地。由於晶圓廠通常備有不間斷電的獨立發電設施，降低了因電力中斷而導致停產的風險，藉以確保可靠的生產過程。

圖5：全球邏輯半導體廠市佔（%）



資料來源：Wccftech · Counterpoint · 星展集團 2021年3月

生產體系充分供應。五大晶圓代工廠合計佔全球產能的54% (表1)；儘管2020年受到肺炎疫情的影響，但他們仍擴充7%的產能。晶圓產能仍可滿足更廣泛的產業需求上升。事實上，缺貨主要是因為晶片訂單未有良好的規劃，導致部份產業生產中斷。

為了進一步驗證庫存情況，我們也追蹤部份供應鏈中的庫存。晶圓、筆記本原創設計製造商 (ODM) 和零組件

廠的合計庫存在去年第3季回升至約250億美元 (圖6)，較10年前增加超過一倍。庫存被充分的存放在更廣泛的供應鏈當中。

另一個參考指標是日本和台灣被動元件廠的庫存水準。他們的合併庫存接近10億美元，也是較10年前增加了接近一倍 (圖7)。所有指標顯示，目前全球供應鏈中的晶片短缺僅限於特定產品。

表1：5大晶圓廠月產能 (相當8吋晶圓)

	2019年12月	2020年12月	年增率
三星	2,935	3,060	4%
台積電	2,505	2,719	9%
美光	1,841	1,931	5%
SK海力士	1,743	1,878	8%
Kioxia/WD	1,406	1,598	14%
前5大產能	10,430	11,186	7%
市佔率	53%	54%	

資料來源：Companies · IC Insights · 星展集團 2021年3月

圖6：晶圓和筆電零組件供應鏈庫存良好 (2010年12月至2020年9月)



資料來源：彭博 · 星展集團 2021年3月

圖7：被動元件廠也是如此 (2010年12月至2020年12月)



資料來源：彭博 · 星展集團 2021年3月

目前晶片短缺的情況是一次性，且未來數年不會阻礙全球資訊科產業的長期成長趨勢和前景。高階和成熟製程產能滿載，且汽車製造商的急單加強了半導體業者定價能力，並使他們在未來兩年藉延長的週期可以享受更好的獲利。

設備製造商可望受惠。由於產業領導者大幅提升資本支出，半導體設備廠正進入另一個新的成長週期。訂單數據顯示，全球半導體公司的營收前景

良好（圖8）。例如，台積電今年的資本支出高達280億美元，而三星電子將在未來10年花費1200億美元於半導體相關開發。

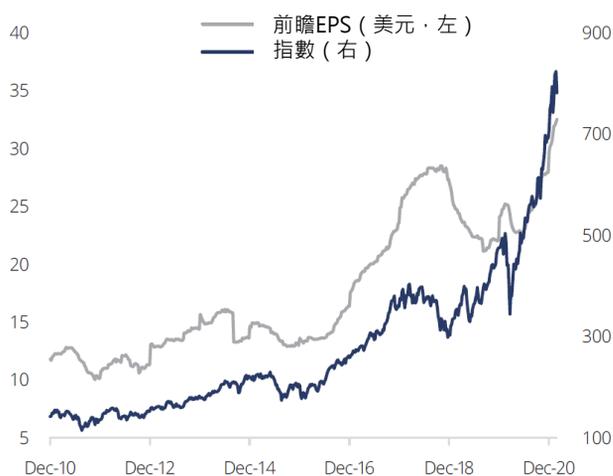
其他晶圓廠毫無疑問也會投入大量投資。這將加快產能推出，緩解汽車製造商缺貨的問題。星展集團相信，大規模的資本支出只是新趨勢的開端。強勁的獲利前景將繼續支撐全球科技類股的表現（圖9）。

圖8：產業銷售趨勢穩健



資料來源：彭博·星展集團 2021年3月

圖9：引人注目的獲利前景



資料來源：彭博·星展集團 2021年3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。