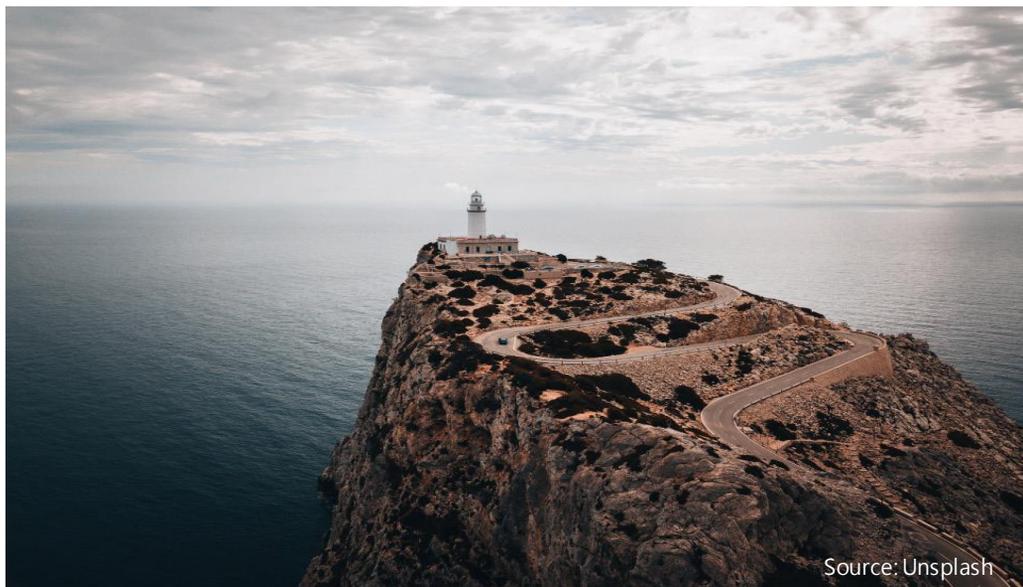


2022年第2季 投資總監洞察



Source: Unsplash

風暴中的良策

停滯性通膨 高油價的壓力

儘管油價走升帶動通膨壓力，但經濟重新開放可望支撐復甦，降低停滯性通膨的風險。

調升中國股市至看好。

著重品質

俄烏戰爭導致市場波動度升高，投資組合應佈局股票中品質最佳的公司。債券部份，看好穩健的成熟市場投資等級債。

醫療保健兼具 防禦與成長特性

醫療保健類股同時具備成長和防禦的特性，人口老化和不斷的創新將確保醫療持續進步。

藉另類投資分散 投資組合

看好私募股權、債務和避險基金與主要公開市場的低相關性；包含基礎建設和黃金有較強的抗通膨特性。

目錄

- | | | | |
|----|----------|----|---------------------|
| 03 | 重點摘要 | 55 | 外匯市場 |
| 04 | 資產配置 | 63 | 另類投資：黃金 / 原油 |
| 23 | 美國股市 | 72 | 另類投資：私募股權 |
| 29 | 歐洲股市 | 78 | 主題投資：全球醫療保
健（2） |
| 34 | 日本股市 | 87 | 專題報告：ESG減碳過
程的機會 |
| 38 | 亞洲不含日本股市 | | |
| 48 | 全球信貸 | | |

重點摘要

親愛的貴賓您好，

在俄羅斯與烏克蘭戰爭的動盪下，投資人也擔心油價走升帶動通貨膨脹上揚，以及美國聯準會（Fed）緊縮政策的影響，許多客戶都在詢問是否應該出清投資部位轉為現金。

當然，在任何戰爭爆發期間，市場情緒永遠不會有正面的訊息。

雖然提高現金部位可以降低下檔風險，但持有大量的現金並非良策；因為長期而言，持續上揚的通貨膨脹只會侵蝕購買力。

星展集團持續倡導以投資組合的方法佈局，並著重於產業領導企業。

儘管油價走升帶動通膨上揚，增加停滯性通膨的風險，但各國在肺炎疫情後逐漸重新開放的復甦可望支撐經濟成長和持續投資。

星展集團的槓鈴策投資策略，同時將成長型和收益型資產納入投資組合，並以黃金作為風險分散器。

星展集團也調升中國股市的觀點至看好。

本季的投資總監洞察中，星展集團也評估另類投資作為資產類別的潛力，並再次說明醫療保健產業成長與防禦兼具的特性。

希望並祈禱戰爭為全球帶來的悲傷和挑戰趕快結束。

祝您閱讀愉快，投資順利！



侯偉福 CFA
星展集團投資總監



戰爭， 停滯性通膨及 理性

2022年第2季資產配置

雖然能源價格上漲導致停滯性通膨的擔憂，但美國聯準會對升息採取更為謹慎的立場可望部分抵消此影響。隨著肺炎疫情後經濟復甦復甦，投資人應重新著重於基本面。

2022年第2季 投資摘要



總經政策

高通膨仍然為主要央行擔憂的議題。星展集團預期，美國聯準會2022年將採取升息措施，而歐洲央行將結束量化寬鬆措施。



經濟展望

預期不會重複1970年代停滯性通膨的情況，因為後疫情時代的復甦可望持續。美國GDP成長率可望維持約3%。



通貨膨脹

通膨將處於高點，但預期基期效應和供應鏈的正常化將促使通膨趨於溫和。



股票市場

調升中國至看好，因其評價面和政策面的支持。因能源價格高漲，對歐股持謹慎觀點，並維持看好美股的觀點。



外匯市場

聯準會升息，且政策與歐洲央行分歧，美元獲得支撐。地緣政治風險的不確定性，資金流入安全性資產也支撐美元。



利率

隨著通膨上揚，美國10年期公債殖利率將回升至2.5%。德國10年期公債殖利率將升至0.8%。日本10年期公債殖利率受限於0.25%。



信貸市場

在波動度和殖利率曲線趨平情況下，看好成熟市場投資級公司債。平均存續期間5年期處於甜蜜點。



另類投資

私募股權中的資本增長為有發展潛力的公司提供資本。黃金的有利因素持續支撐金價表現。



主題

需求增長、醫療產品的定價能力和孤兒藥的開發支持醫療保健業的防禦與成長的特質。



主題：
醫療保健

全球醫療保健產業在兩個因素的支持下快速發展：（1）發展治療危及生命的疾病，以及（2）提供整體醫療保健解決方案。尤其是孤兒藥，吸引力逐漸增加，到2024年，總市場規模將激增至2000億美元。

推動孤兒藥開發的因素包括具有吸引力的資金補貼、加速監管審查和政策支持。



專題報告：
ESG – 減碳過程的機會

隨著氣候變遷發展的加速，減碳現在是一個有力且具有價值的結構性增長趨勢。

投資機會包括三個途徑，可再生能源、電動化（運輸和工業過程）和資源效率。

分析相關投資機會以及在減碳主題的重要性。



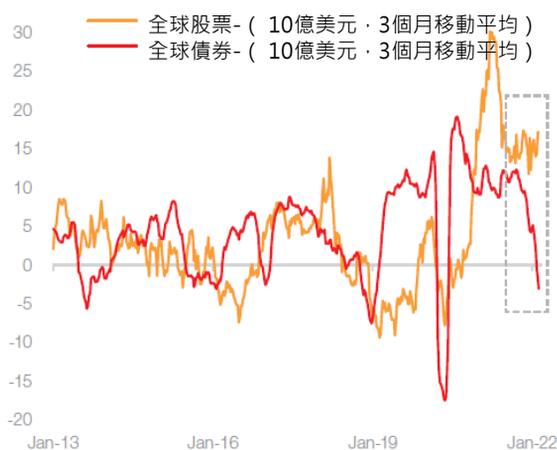
資產配置

2022年年初以來，隨著公債殖利率上揚和烏克蘭的地緣政治緊張局勢升溫，風險規避促使全球風險性資產呈現震盪走勢。全球股票和非投資等級債券分別下跌約11.9%和7.4%，具避險性質的黃金則是上漲了約8.7%。事實上，原本市場對美國聯準會（Fed）緊縮貨幣政策的擔憂很快就被俄羅斯入侵烏克蘭所取代，這可能代表著新冷戰的開始，民主與專制的意識形態路線分裂。隨著西方齊心協力支持烏克蘭並對俄羅斯實施嚴厲制裁，全球能源/商品價格上揚導致通膨水準居高不下。

烏克蘭局勢依然不穩定，由於烏克蘭人的頑強抵抗，俄羅斯的入侵可能演變成一場曠日費時的軍事行動。投資人近期擔憂從“通貨再膨脹”轉為“停滯性通膨”。停滯性通膨是指通貨膨脹強勁而經濟成長疲軟的時期。這是一個悖論，因為成長乏力通常伴隨著低通膨。不意外地，停滯性通膨是經濟成長和通膨最差的組合，因為它削減了消費者支出並降低了總體需求。

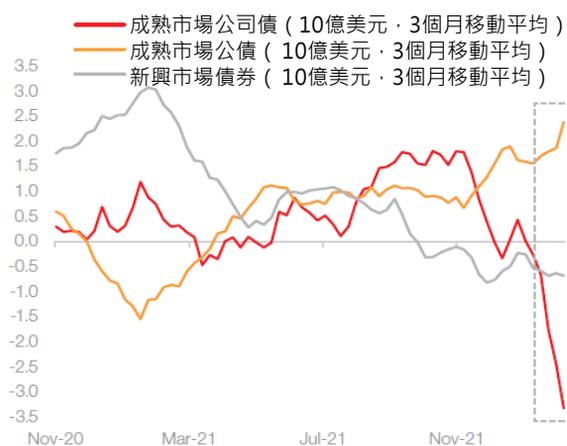
在不確定時期，建議投資人冷靜理性應對市場阻力，星展集團核心觀點是：

資金自債市流入股市



資料來源：EPFR Global，星展集團 2022年3月

資金流出公司債



資料來源：EPFR Global，星展集團 2022年3月

- 俄烏危機：危機對經濟負面影響擴散的風險偏低，因俄羅斯經濟規模占全球比重低。根據歷史經驗，軍事衝突對風險性資產的影響有限。
- 停滯性通膨擔憂：發生類似1970年代停滯性通膨的機率低，因為目前高通膨伴隨著穩定的總體基本面。

另一方面，一些利多因素可望支撐風險性資產表現：

- 政策務實：中國已採取措施提振市場信心，承諾支持經濟並推出有利於市場的政策。這種政策反思是鑑於經濟阻力上升以及投資人對監管環境的懷疑，這不足為奇。畢竟，實用主義很重要。基於同樣的原因，聯準會也終於開始緊縮政策，央行認為升息將抑制通膨，不會對經濟成長和失業方面產生實質性影響。但如果他們錯誤，預期聯準會也會採用同樣的務實政策。
- 經濟彈性：儘管歐洲的地緣政治風險嚴峻，但肺炎疫情後的景氣復甦持續。在美國ISM製造業指數仍高於代表景氣榮枯的50之上，歐元區的製造業採購經理人指數 (PMI) 也處於健康的態勢。總體經濟情勢穩定有利企業獲利進一步提升。

股市建設性前景和投資人持有的資產類別有關。根據EPFR Global的資金流向數據顯示，今年有1550億美元流入股票基金，而債券型基金則是淨流出430億美元。這顯示，儘管擔憂利率上升，但資金已開始從債市轉向股市。隨著公債殖利率上揚，非投資等級債 (HY) 利差擴大，央行減少景氣刺激方案的支援，也抑制投資等級債券 (IG) 的表現。成熟市場公司債和新興市場債年初以來分別淨流出320億美元和50億美元。

凡事皆有代價：調升中國股市觀點至看好

中國國務院副總理劉鶴在國務院金融穩定與發展委員會特別會議上表示，中國政府將採取措施透過支持經濟來增強市場信心，並推出有利於市場的政策。雖然目前尚未給出具體細節，但劉鶴的言論具有重大意義，因為他被廣泛視為最親近習近平主席的經濟顧問。

隨著劉鶴表明立場，並表示中國承諾支持增長和商業監管，星展集團認為，現階段適宜將中國股市以及亞洲不含日本股市的觀點調升至看好。2021年初以來，中國股市經歷了大幅下跌，目前前瞻本益比較全球股市折價37% (長期平均值約23%)。在目前的水準上，風險報酬值非常理想。

中國共產黨第二十次全國代表大會將於今年下半年在北京召開，相信中國政府在這次重要會議之前將採取緊急措施穩定經濟。

在接下來的幾個月，相信投資人的擔憂將聚焦在下列主題，本季投資總監洞察將詳細分析：

1. 烏俄衝突是否會對風險資產造成長期影響？
2. 公債殖利率上揚是否導致股市熊市的開始？
3. 通膨是否會持續上揚？
4. 科技股是否已反應公債殖利率上升造成的不利影響？

俄烏衝突對風險資產的長期影響有限

隨著烏克蘭局勢的持續緊張，星展集團評估這場危機將如何影響未來幾個月的全球經濟和金融市場。

- 對經濟的影響 – 由於俄羅斯僅佔全球GDP的1.8%（美國為24.7%，中國為17.4%），俄烏危機對經濟負面影響擴散的風險偏低。同樣的，全球貿易量部份，俄羅斯僅佔全球出口的1.7%（中國為12.1%，美國為9.5%）和全球進口的1.4%（美國為12.8%，中國為10.8%）。

中國股票相對全球股票前瞻本益比呈現折價



資料來源：星展集團 2022年3月

另一方面，烏克蘭危機帶來的更大威脅將是能源價格飆升。事實上，供應鏈中斷帶來的通膨衝擊已推升今年以來公債殖利率上揚，能源價格進一步飆升只會加劇此情況。

- 對金融市場的影響 – 投資者普遍認為，軍事衝突將對金融市場造成顯著衝擊。然而，從1990年以來的重大軍事衝突的經驗來看，數據顯示並非如此。全球股市在軍事衝突期間平均上漲了38%。在阿富汗和伊拉克戰爭期間，全球股市平均漲幅最大。隨著市場不確定因素上升，同期黃金價格平均上漲138%，原油價格平均上漲89%。

過去軍事衝擊事件對金融市場的影響

衝突事件	起始日期	結束日期	全球股票	金價	原油價格
波灣戰爭	1990年8月2日	1991年1月17日	-1%	-1%	-18%
波斯尼亞戰爭	1992年4月6日	1995年12月14日	51%	13%	-4%
阿富汗戰爭	2001年10月7日	2014年12月31日	86%	311%	175%
伊拉克戰爭	2003年3月20日	2011年12月15日	57%	367%	293%
克里米亞戰爭	2014年2月20日	2014年3月26日	0%	-1%	-3%
平均漲跌幅			38%	138%	89%

資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

公債殖利率上揚不是股市熊市的開始

聯準會在最近的貨幣政策會議中暗示升息迫在眉睫。更重要的是，聯準會主席鮑威爾在通膨問題上保持“靈活”的立場以及他拒絕排除積極升息被廣泛視為鷹派的訊號。聯準會利率政策從“漸進式”轉向“靈活運用”，美公債殖利率上揚，股市回檔整理。

這是否預示著股市熊市的開始？星展集團認為不是。根據歷史數據，聯準會在經濟改善的環境下，升息並不會對股市造成顯著的影響，星展集團也認同此觀點。為了分析公債殖利率和經濟增長狀況如何影響標準普爾500指數的表現，星展集團分析了1963年以來的相關數據。利用ISM製造業指數代表“經濟增長動能”，並得出以下結論：

- 公債殖利率和經濟增長動能均呈現上揚時，標準普爾500指數平均年化報酬率約15%。
- 無論經濟增長動能向上或向下，而公債殖利率呈現下滑，對風險性資產有利，標準普爾500指數平均年化報酬率約為8至10%。
- 公債殖利率上升，但經濟增長動能趨緩的情況下，標準普爾500指數表現最差。

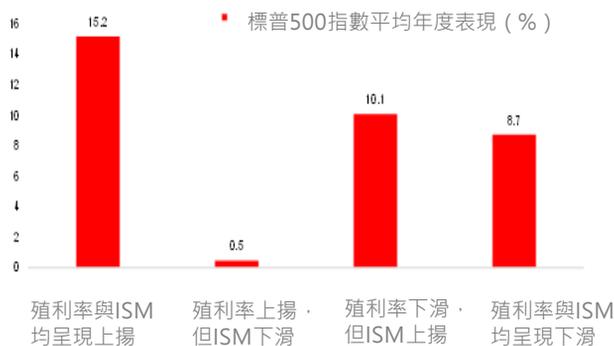
市場預期美國2022年GDP和企業獲利將分別成長3.7%和15.8%。目前市場處於“公債殖利率和經濟增長動能均呈現上揚”的情況，這對風險性資產前景具有建設性。

公債殖利率上升和經濟增長動能改善有利股市前景

期間	公債殖利率平均 年變動率 (%)	ISM製造業指數 平均年變動率	標準普爾500指數 平均年化報酬率 (%)
公債殖利率上升+經濟增長動能向上	+1.0	+9.5	+15.2
公債殖利率上升+經濟增長動能減緩	+0.6	-7.7	+0.5
公債殖利率下滑+經濟增長動能向上	-1.1	+5.0	+10.1
公債殖利率下滑+經濟增長動能減緩	-1.0	-7.0	+8.7

資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

標準普爾500指數在不同經濟環境下的表現



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

通膨已處於相對高檔

目前投資人主要擔憂是聯準會在通膨飆升的情況下過度緊縮的合理性。然而，星展集團認為通膨過度飆升的可能性很小。回顧一下，目前通脹上升主要是由於：1) 能源價格上漲，2) 供應鏈中斷，3) 工資上漲壓力。除了能源價格上揚外（這取決於烏克蘭的地緣政治局勢以及美國是否釋放戰備儲油來應對），其他兩個因素將在未來幾個月出現緩解跡象：

1. 薪資壓力：美國薪資增長一直在加速，背後有兩個主要因素：1) 在需求回復之際，勞動力突然短缺，2) 疫情壓力導致“大辭職”潮，大量美國人辭職。

隨著工作生活恢復正常，“大辭職”潮趨勢有望緩解



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

隨著各國放棄“疫情清零”政策，供應鏈壓力獲得緩解



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

事實上，美國的“辭職率”已從2020年4月的1.6%的低點上升到2021年11月的3.0%。勞動力參與從2020年1月的63.4%下降到2021年12月的61.9%。但隨著企業工作生活恢復正常，而在美國，兒童稅收抵免到期，相信會有更多人重返工作崗位，這將是緩解工資/通膨上揚壓力的主要因素。

- **供應鏈瓶頸：**肺炎疫情造成的供應鏈中斷，以及終端需求快速增加，使供應鏈出現中斷的情況，也帶動通膨上揚。然而，隨著全球擺脫“疫情清零政策”，經濟恢復正常，供應鏈瓶頸預計將在2022年緩解。供應鏈壓力指數出現緩解的早期跡象。

科技股評價面已反應公債殖利率上升

自聯準會貨幣立場轉向鷹派以來，長期成長股票如科技類股便面臨賣壓；科技類股的修正主要基於一種假設，即從現金流折現的角度來看；隨著公債殖利率上揚，具高成長但獲利能力較差的科技公司現金流將轉化為較低的現值。事實上，這個觀點在這波科技股賣壓中印證了“大型科技”表現顯著優於“新興科技”，因為投資者賣出獲利能力較低的科技股。

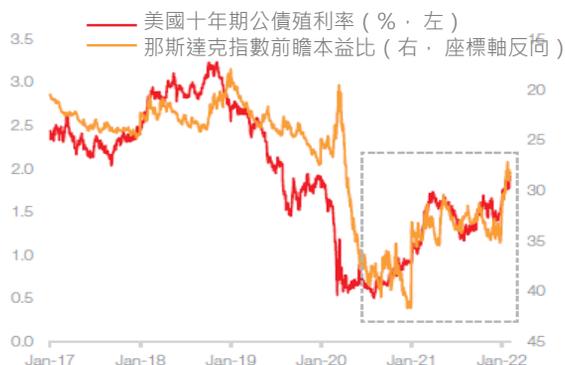
但一切都有代價。近期科技類股在修正後，評價面具吸引力；科技股已經充分反應市場對殖利率上揚的擔憂。

大型科技股表現優於新興科技股



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

科技類股評價面反應債券殖利率上揚的影響



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

分析歷史數據，那斯達克指數的前瞻本益比歷來與債券殖利率呈現密切的負相關；當殖利率上揚時，評價面受到壓縮；而當殖利率下滑時，評價面則是呈現擴張。2021年以來，那斯達克的前瞻本益比已壓縮了32%，同時，美國10年期公債殖利率則是上揚了約100個基點。

目前市場普遍預期，美國10年期公債殖利率在2022年第4季由1.98%上升至2.15%之上，這樣的情況顯示，公債殖利率上揚對科技類股的負面影響（評價面收縮）應已充分反應在價格當中了。

展望未來，預期科技類股強勁獲利抵消了價值面的收縮。事實上，儘管發生肺炎疫情，但科技股的獲利動能仍然強勁。在最近的美國財報季中，約有90%的科技相關企業獲利優於市場預期，也是標準普爾500指數表現最佳的類股。今年以來，科技股的獲利預估已上修10%，隨著全球經濟復甦步伐加快，預期仍有上修空間。

2022年第2季星展集團投資總監辦公室資產配置架構 (CAA) - 股市相對債市具吸引力

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美股	歐股	日股	亞洲不含日本	成熟市場公債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	PMI	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
	貨幣政策	-1 to +1	0	0	0	0	-1	-1	-1
	預估企業獲利成長	-2 to +2	2	1	0	1	-	0	0
	獲利優於預期	-2 to +2	2	1	0	0	-	0	0
評價面	前瞻P/E	-2 to +2	-1	1	0	1	-	-	-
	P/B與ROE	-2 to +2	0	0	-1	0	-	-	-
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	1	1	1	1	0	0	0
	自由現金流	-2 to +2	1	2	1	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	0
動能	資金流向	-2 to +2	1	-1	0	1	0	0	0
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	-1	-1	1	0	1	0
總分			5	3	-1	4	-2	-1	-2
調整後分數*			0.24	0.14	-0.05	0.19	-0.18	-0.06	-0.13

資料來源：星展集團 2022年3月

2022年第2季資產配置 - 股市相對債市具吸引力

跨資產觀點：公債殖利率上升環境下，股市相對債市仍具吸引力。從跨資產的角度來看，維持股市表現將優於債市的觀點。在CAA架構中，股市的綜合得分較高為0.13，而債市為負0.12。

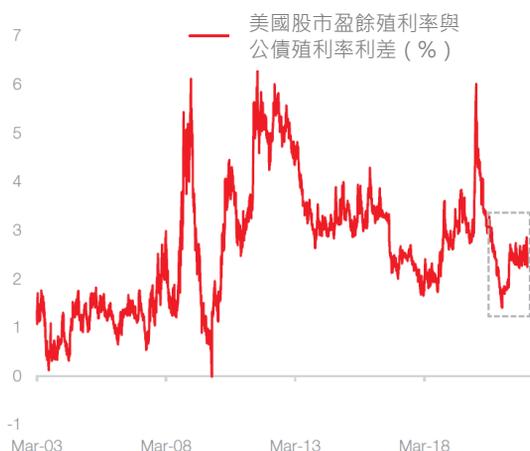
基本面：隨著美國聯準會貨幣政策從超寬鬆轉向正常化，3月利率會議升息一碼。預計聯準會至今年年底將再升息六次，2023年再升四次。除了通膨上升之外，經濟活動恢復正常支撐總體經濟強勁成長，均支持聯準會升息。美國今年的GDP成長率將達3.5%。

評價面：由於公債殖利率上升，美國股市盈餘殖利率與公債殖利率之間的利差已大幅趨於平坦；但是，以目前約2.2%的水準（截至3月17日），股票相對債券仍具投資吸引力。

資金動能：跨資產資金流向方面，今年以來（截至2月15日）全球股票淨流入1550億美元，而債券淨流出430億美元。這顯示在利率上升的環境下，持續減少債市的佈局。

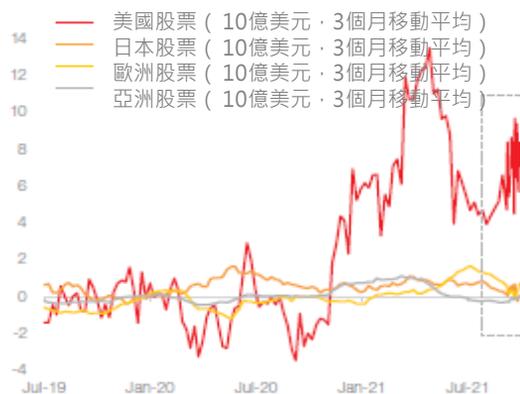
股市：下調歐股觀點至看淡，調升亞洲不含日本股市觀點至看好。隨著近期烏克蘭局勢發展，將歐股觀點從看好降至看淡，主因為：

股市相對債市仍具吸引力



資料來源：星展集團 2022年3月

年初以來資金流入美股的金額高於其他市場



資料來源：EFPR，星展集團 2022年3月

- 歐洲對俄羅斯的能源需求依賴度高，持續性的衝突將導致潛在的供應中斷和延誤。
- 歐洲是石油淨進口國，能源價格上揚將影響歐洲高能源消費公司的獲利能力。

相較之下，鑑於以下因素，調升亞洲不含日本股市的前景至正面：

- 亞洲不含日本股市前瞻本益比自2021年初以來已大幅下降，目前相較全球股票呈現折價18.7%，具吸引力。
- 由於中國占亞洲不含日本地區的重要地位，對中國前景的樂觀情緒亦將提振亞洲不含日本股票。
- 部份東協國家/產業將受惠於商品/能源價格上漲。

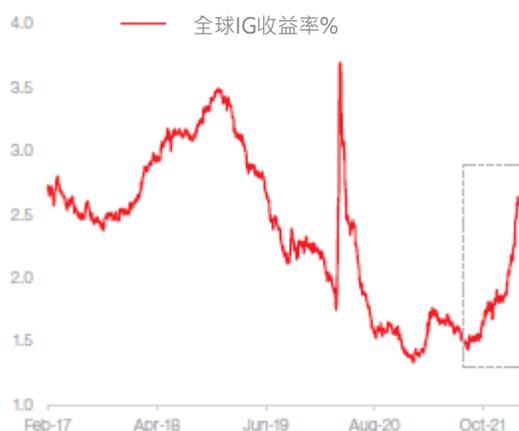
成熟市場方面，持續看好美國股票，尤其是在科技股相關領域。全球數位化顛覆是長期主題，不會因貨幣政策收緊而脫軌，而大型科技公司在近期的賣壓中表現穩健也支撐了星展集團的觀點。

根據EPFR Global的資金流向數據也

支持星展集團對美股建設性的看法。數據顯示，今年以來流入美股金額達602億美元，遠超過流入歐洲和日本股市。美股近期的修正，為投資人提供了佈局的機會。

債券：調升成熟市場公司債觀點至看好，下調新興市場債觀點至中立，看好5年期存續期間信貸。隨著公債殖利率曲線趨於平坦，預期未來幾季高評等債券表現將優於風險較高的債券，因此，看好成熟市場公司債，並看淡新興市場債。事實上，全球投資級債（IG）在近期利差擴大後看起來具吸引力。投資人得評估配置品質較佳信貸，IG的收益率約為2.6%，是現金的較佳替代投資標的。

IG具投資吸引力



資料來源：星展集團 2022年3月

存續期間方面，儘管利率上升的環境通常會迫使投資人縮短存續期間以降低投資組合對債券殖利率的敏感度；然而，在目前市場週期中，債券殖利率上升伴隨著穩健的經濟成長動能，根據歷史資料分析顯示，存續期間5至7年期債券的表現優於1至3年期債券。

另類投資：透過投資私募股權和私募債務尋求增長和收益，同時配置黃金對抗通膨。近幾年公開市場表現強勁，也促使投資人在私募資產（如私募股權和私募債務）中尋找其他增長和收益機會。事實上，私募資產往往會產生更高的報酬，因為企業主較少受到監管負擔的限制，並對他們的事業擁有更大的控制權。隨著投資人繼續尋找投資機會，預期未來幾年對私募資產的興趣將提升。

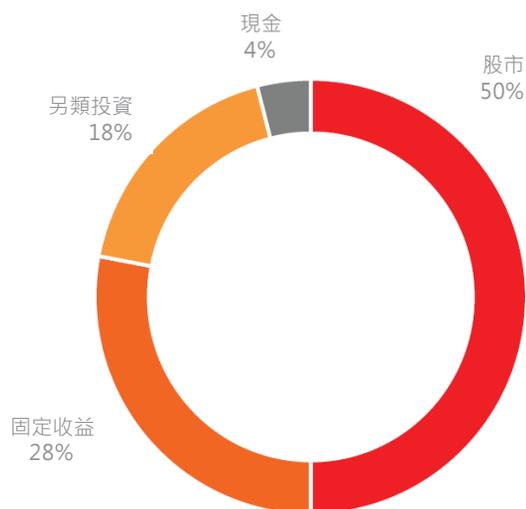
同時，投資人還可以透過投資黃金來分散投資組合波動風險，分散地緣政治和通膨風險。隨著尋求安全性資產需求持續，黃金需求預計將保持強勁。在市場波動時期，黃金可作為有效的投資組合多元化工具。

另類投資動能強勁

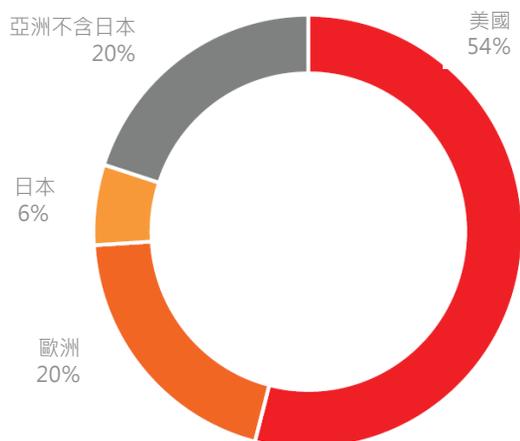


資料來源：星展集團 2022年3月

TAA資產配置比例 (穩健型投資組合)



TAA股市地區配置比例 (穩健型投資組合)

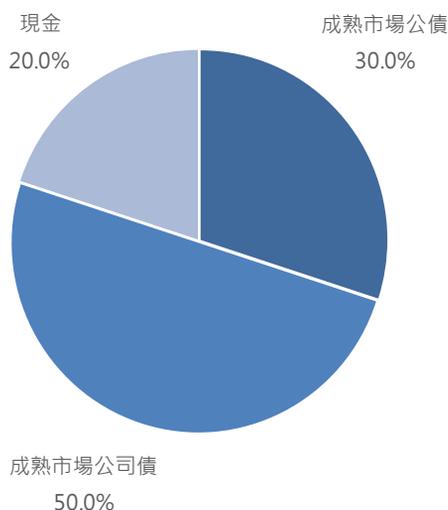


2022年第2季全球戰術性資產配置 (TAA : Tactical Asset Allocation)

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	看好	中立
新興市場債	中立	中立
另類投資	看好	看好
黃金	看好	看好
避險基金	看好	看好
現金	看淡	中立

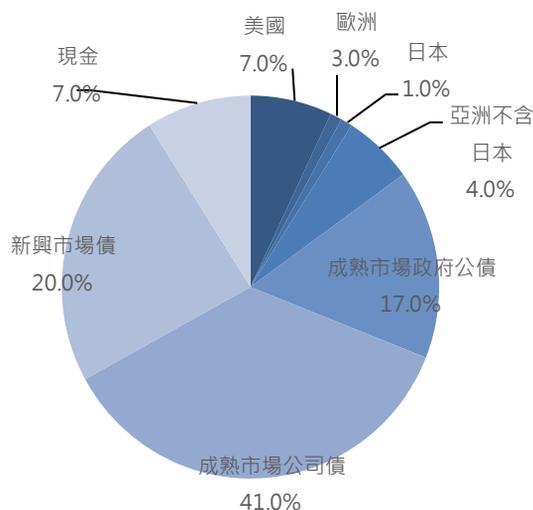
保守型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	0.0%	0.0%	
美國	0.0%	0.0%	
歐洲	0.0%	0.0%	
日本	0.0%	0.0%	
亞洲不含日本	0.0%	0.0%	
固定收益	80.0%	80.0%	
成熟市場債券	80.0%	80.0%	
成熟市場公債	30.0%	30.0%	
成熟市場公司債	50.0%	50.0%	
新興市場債	0.0%	0.0%	
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金	20.0%	20.0%	



謹慎型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	7.0%	6.0%	1.0%
歐洲	3.0%	4.0%	-1.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	4.0%	3.0%	1.0%
固定收益	78.0%	80.0%	-2.0%
成熟市場債券	58.0%	60.0%	-2.0%
成熟市場公債	17.0%	20.0%	-3.0%
成熟市場公司債	41.0%	40.0%	1.0%
新興市場債	20.0%	20.0%	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	7.0%	5.0%	2.0%

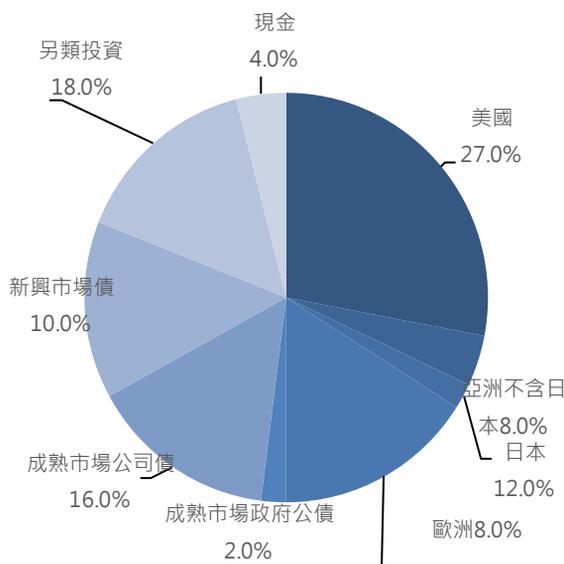


資料來源：星展集團 2022年3月

- (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
- (4) 基於SAA模型，積極型投資組合的風險最高，其次是穩健型、謹慎型和保守型，保守型風險最低。
- (5) 投資組合的投資人類型分類與財務需求分析客戶風險狀況類型沒有直接關係，投資組合未根據銀行專有風險評級方法給予任何產品風險評級。

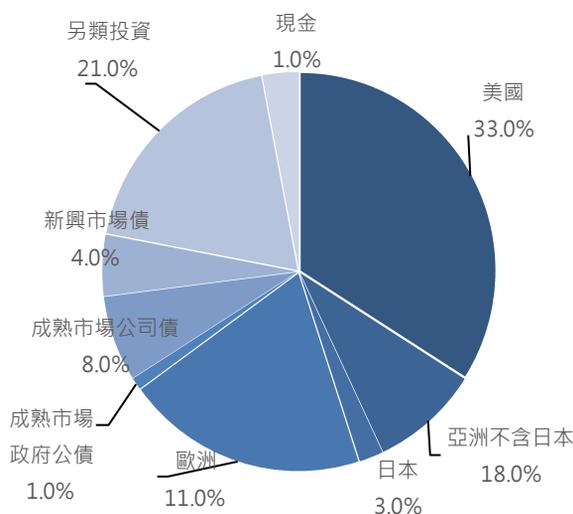
穩健型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	50.0%	50.0%	
美國	27.0%	25.0%	2.0%
歐洲	8.0%	10.0%	-2.0%
日本	3.0%	5.0%	-2.0%
亞洲不含日本	12.0%	10.0%	2.0%
固定收益	28.0%	35.0%	-7.0%
成熟市場債券	18.0%	25.0%	-7.0%
成熟市場公債	2.0%	10.0%	-8.0%
成熟市場公司債	16.0%	15.0%	1.0%
新興市場債	10.0%	10.0%	0.0%
另類投資	18.0%	10.0%	8.0%
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
避險基金	12.0%	5.0%	7.0%
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	11.0%	15.0%	-4.0%
日本	3.0%	5.0%	-2.0%
亞洲不含日本	18.0%	15.0%	3.0%
固定收益	13.0%	15.0%	-2.0%
成熟市場債券	9.0%	11.0%	-2.0%
成熟市場公債	1.0%	4.0%	-3.0%
成熟市場公司債	8.0%	7.0%	1.0%
新興市場債	4.0%	4.0%	0.0%
另類投資	21.0%	15.0%	6.0%
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
避險基金	15.0%	10.0%	5.0%
現金	1.0%	5.0%	-4.0%



資料來源：星展集團 2022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
 (4) 基於SAA模型，積極型投資組合的風險最高，其次是穩健型、謹慎型和保守型，保守型風險最低。
 (5) 投資組合的投資人類型分類與財務需求分析客戶風險狀況類型沒有直接關係，投資組合未根據銀行專有風險評級方法給予任何產品風險評級。

主要國家 GDP 成長率與通膨率預估表

國家	經濟成長預估 (% · 年增率)				通膨預估 (% · 年增率)			
	2020	2021F	2022F	2023F	2020	2021F	2022F	2023F
中國	2.3	8.1	5.3	5.0	2.5	1.0	2.5	2.2
香港	-6.1	6.4	2.4	2.7	0.3	1.6	2.2	2.0
印度*	-6.6	8.5	7.5	6.0	6.2	5.4	5.0	4.6
印尼	-2.1	3.7	4.8	4.3	2.0	1.6	3.0	2.5
馬來西亞	-5.6	3.1	5.5	4.7	-1.1	2.5	2.6	2.0
菲律賓	-9.6	5.6	6.5	6.3	2.4	3.9	3.7	3.3
新加坡	-5.4	7.6	3.5	3.0	-0.2	2.3	3.8	3.2
南韓	-0.9	4.0	2.8	2.8	0.5	2.5	2.7	1.9
泰國	-6.2	1.6	3.5	4.2	-0.8	1.2	3.5	1.6
越南	2.9	2.6	8.0	6.8	3.2	1.8	3.6	3.4
歐元區	-6.5	5.5	3.5	2.5	0.3	2.6	4.8	2.0
日本	-4.6	1.6	2.2	1.8	0.0	-0.2	1.6	0.9
美國	-3.5	5.7	3.5	2.5	1.3	4.7	5.0	2.6

資料來源：CEIC，星展集團 2022 年 3 月。*3 月為止的會計年度

主要國家政策利率預估表

國家	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
中國	3.65	3.60	3.50	3.50	3.50	3.50	3.65	3.65
印度	4.00	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00	5.00	5.00
印尼	3.50	3.50	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50
馬來西亞	1.75	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
菲律賓	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75
新加坡	0.52	0.92	1.32	1.40	1.52	1.70	1.70	1.70
南韓	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00
泰國	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
越南	4.00	4.00	4.00	4.50	5.00	5.00	5.00	5.50
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.15	0.15
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
美國	0.50	1.00	1.50	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00

資料來源：CEIC · 星展集團 2022年3月

超越政策和地緣政治



2022年第2季美國股市

今年市場的修正顯示股價與企業獲利預期之間呈現分歧。這說明不是投資人過於悲觀，就是分析師和企業對獲利前景過於樂觀。星展集團相信答案介於兩者之間。

美國股市

股市與企業獲利預測間呈現巨大分歧。 2022年以來，由於市場擔憂聯準會緊縮政策，促使“長期成長”股票（例如科技股）和對利率敏感的股票（例如不動產）走弱。另一方面，俄羅斯與烏克蘭的衝突和能源價格上揚則是帶動美國能源股走升，因為該類股被視為具“價值”和“股息”的投資。

隨著今年以來市場走勢震盪，股市與企業獲利預測之間呈現顯著的分歧。標準普爾500指數年初以來下跌約8.0%，但企業獲利成長預估則是已經上調了約6.5%。這說明兩件事：（1）全球投資人過度悲觀，或（2）分析師和企業執行長對獲利成長前景過於樂觀。星展集團相信答案介於兩者之間。

進入2022年第2季，第1季的不利影響因素將逐漸減弱，相反地，下列因素可望逐漸顯現：（a）市場大多已反應聯準會升息的擔憂，（b）俄羅斯與烏克蘭衝突對全球經濟造成的負面影響有限。若星展集團的觀點是正確的，市場焦點將再次轉向公司基本面（而不是利率政策和地緣政治）。

股市表現和企業獲利預估呈現分歧



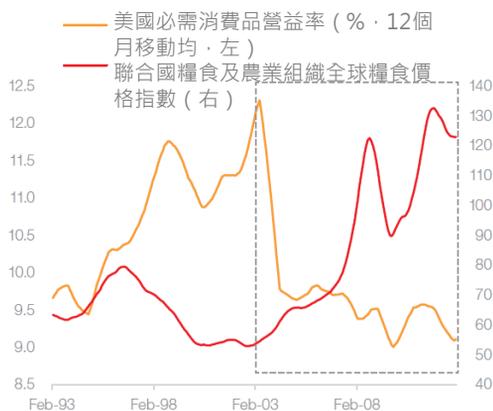
資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

檢視能源和食品價格上漲。 俄羅斯與烏克蘭危機可能是一場曠日費時的事件，目前尚看不到明確的解決方案。地緣政治風險的不確定性，加上對俄羅斯實施的制裁，預期未來數月能源和食品價格仍將處於高檔。

在這種環境下，美國能源業可望受惠；因為能源價格上漲將提升美國大型能源企業獲利能力，並使這些企業能夠支付更高的股息或進行股票回購。例如，殼牌在公佈強勁財報後，宣布在今年上半年買回價值85億美元的庫藏股。

另一方面，食品價格上揚則將對未能轉嫁不斷上漲的投入成本的美國主要消費品公司造成負面影響。

食品價格上揚影響必需消費品業的營業利潤率



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

能源和食品價格上揚



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

2020年6月以來，聯合國糧食及農業組織全球糧食價格指數上揚48.8%；歷史數據顯示，糧食價格與消費必需品公司的營業利潤率呈現反向關係。例如：2003年5月至2012年11月期間，食品價格上漲了126%，導致消費必需品行業的營業利潤率收縮了3.2%。



2022年第2季美國類股觀點：維持看好科技類股

由於公債殖利率上揚，壓抑了“長期成長”類股的表現，星展集團看好科技相關類股長期增長趨勢的觀點在2022年第1季不如預期。但隨著投資人逐步消化聯準會升息的預期，預期科技股的賣壓可望在第2季觸底。樂觀的看法如下：

1. 科技股在數位化無邊界的宇宙中運作，與“傳統”行業不同，較不容易受能源和商品價格上漲的影響。
2. 科技股盈餘預測前景仍樂觀，市場普遍預期今年獲利將成長19%，顯示其韌性。

同時，能源價格大幅上漲可能在第2季趨於緩和，因此對能源股持中立觀點，且股價已反應大部分油價上漲的利多。

2022年第2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 2022年3月

美國主要類股關鍵數據

	前瞻本益比	本淨比	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)	OPM (%)
標準普爾500指數	19.6	4.4	14.7	20.7	4.1	16.1
標準普爾500金融	14.6	1.6	7.2	15.5	1.6	31.0
標準普爾500能源	12.4	2.3	9.4	13.9	6.0	9.2
標準普爾500科技	24.9	10.3	20.1	36.1	13.6	26.2
標準普爾500原物料	15.3	3.1	10.8	18.5	7.7	16.0
標準普爾500工業	20.2	5.2	14.9	19.8	5.1	12.3
標準普爾500必需消費	21.6	6.8	16.3	27.0	7.8	9.5
標準普爾500非必需消費	26.2	10.1	17.8	36.9	8.1	9.7
標準普爾500通訊服務	17.7	3.8	12.1	20.0	7.7	21.9
標準普爾500公用事業	19.7	2.2	14.5	8.6	2.2	15.0
標準普爾500房地產	42.5	3.9	24.7	10.8	4.1	22.7
標準普爾500醫療保健	15.7	4.9	14.8	22.8	8.0	10.5

資料來源：彭博 2022年3月2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

風暴下的陰影

2022年第2季—歐洲股市

歐洲地理位置接近俄羅斯，且高度依賴其能源供應；在能源價格上漲和不確定性對經濟成長構成壓力的情況下，歐洲可能遭受信心危機。下調歐洲股市觀點至看淡。

歐洲股市

全球避險情緒衝擊歐洲股市。歐股自1月的歷史高點修正至近期低點，跌幅約16%，金融股下跌約23%。

市場正在復甦，但由於軍事衝突可能會持續下去，俄羅斯與烏克蘭危機對歐洲經濟造成下滑風險。

即使俄烏最終達成和解，由於能源價格上漲和企業營運中斷將持續一段時間，企業獲利面臨的風險也偏高。

歐洲股市承壓



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

由於避險情緒升溫，投資人紛紛拋售歐股。事實上，歐洲正處於風暴的中心。由於地理位置靠近俄羅斯，並依賴俄羅斯的能源供應，在能源價格上漲和不確定性對經濟成長構成壓力情況下，歐洲可能遭受信心危機。歐洲央行政策制定者估計，俄羅斯與烏克蘭的衝突可能會使該地區的GDP減少0.3%至0.4%，在嚴重情況下可能減少1%。

由於資金流入，歐股去年表現佳，俄烏危機也引發了獲利了結賣壓。歐洲景氣自肺炎疫情後強勁復甦，歐股去年度的表現也是數十年來最佳。

毋庸置疑，這場危機對經濟的影響是多方面的和複雜的，很難評估衝突會持續多久。初步影響為大宗商品價格和通膨上揚、供應鏈中斷、流動性緊縮和出口大幅下滑。然而，在危機結束之後，也可能產生深遠的影響。即使最終達成和解，市場仍將重新關注企業獲利持續性和利潤率的風險，接下來企業獲利可能遭到下調。

由於這些不確定性因素，星展集團將歐股觀點下調至看淡。

俄烏危機的影響

星展集團目前對歐洲股票的看法如下：

1. 危機並未改變歐洲央行和歐盟對經濟成長的觀點，將繼續支持歐洲產業結構性調整。

歐洲央行和各國政府已努力確保經濟在短期和長期從肺炎疫情後復甦，並提供緊急救援和恢復資金，其中家庭和企業可獲得現金和貸款援助。各國政府還利用被視為下一代歐盟（NGEU）的基金投資於綠色項目和新工業化項目，例如半導體和機器人。

為應對目前的俄羅斯與烏克蘭危機，隨著能源價格進一步上漲，歐洲各國政府正試圖透過增加財政支出來維持經濟復甦。地緣政治局勢也提升國防開支的增加。

2. 由於烏克蘭危機尚未平息，俄羅斯面臨更廣泛的制裁和軍事反應，歐洲經濟自疫情後復甦可能會因消費和企業信心疲軟和而延遲。貿易活動暫停、供應鏈中斷、流動性緊縮和商品價格上漲的初期現象已對企業造成影響。歐洲央行政策制定者估計，俄烏危機可能會使歐洲地區的GDP減少0.3%至0.4%，在嚴重情況下可能減少1%。
3. 歐盟國家和企業可能需要更長的時間來適應俄羅斯被逐出SWIFT的情

況。俄羅斯違約、供應鏈和貿易中斷等不確定性是企業必須解決的問題。

4. 能源價格上漲帶動通膨升溫，可能會削弱消費者信心並延遲肺炎疫情後經濟復甦。

歐洲是能源淨進口國，80%的天然氣需求依賴進口，其中俄羅斯佔20%。供應面挑戰，尤其是北溪2號的暫停使用，可能會導致未來價格上漲。

5. 高能源價格和供應鏈中斷對德國等歐洲國家的影響將超過其他國家，因為其靠近該地區。

較佳的風險緩衝



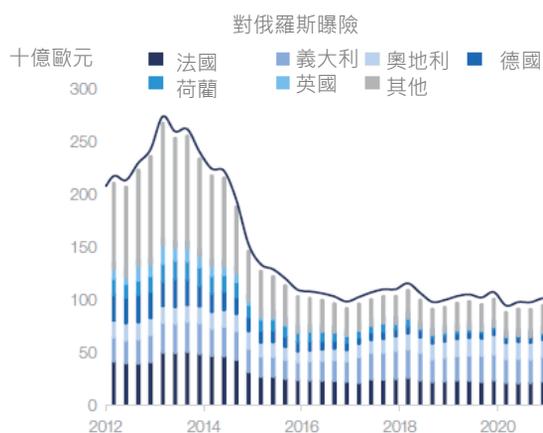
資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

德國等工業化國家受影響最大，因為其30%的天然氣需求依賴俄羅斯。34%的原油和53%的硬煤來自俄羅斯。

德國經濟研究所已將今年GDP成長率從之前預估的4%下調至2.1%，理由是受俄烏危機影響，今年產出值可能為負值，且肺炎疫情後並未出現強勁。

6. 但與2014年相比，目前風險承受能力有所改善。歐元區目前的股票風險溢價比2014年高，顯示與之前相比，現階段市場有更多的風險緩衝。星展集團認為，較低的利率、歐盟政策支持以及更多元化的產業應該會使該地區較以往更能抵禦俄烏危機的風險。

歐洲銀行對俄羅斯曝險自2013年以來已減少一半



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

7. 歐洲金融體系並不存在系統性風險，因為自2013年以來，銀行業對俄羅斯的整體曝險部位已經下降並且是可控的。儘管通膨水準較高，預期歐洲央行在提供流動性和推遲升息方面的政策具靈活性。投資者需審視提供大量貸款給俄羅斯企業的歐洲銀行，因為它們將無法透過SWIFT獲得利息，且隨著危機升級，企業可能面臨破產風險。

鑑於近期的不確定性，相對看淡歐洲股票。相信美國和亞洲較能避免這場危機帶來的負面影響。

維持看好能源、奢侈品、醫療保健和科技股

在市場高度波動時應慎選具彈性的產業。這些包括大型能源企業、奢侈品、醫療保健和科技股。

歐洲大型能源企業：據報導，部分歐洲石油商持有約15%至20%的俄羅斯石油公司。由於其多元化的收入來源，獲利受油價上揚造成的影響應可控制。

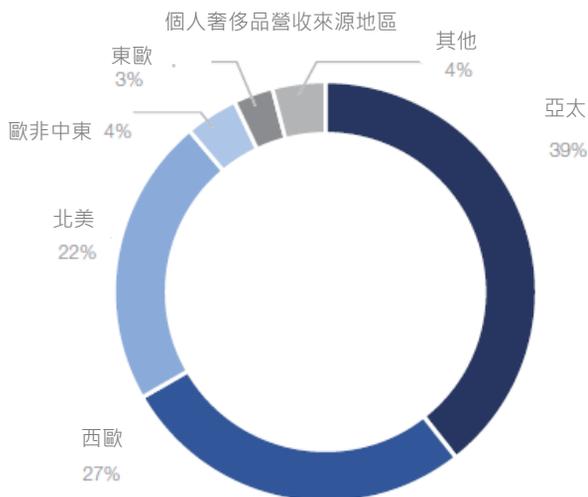
與此同時，儘管俄羅斯危機帶來供應中斷風險，石油輸出國組織 (OPEC) 仍堅持其計劃生產，而伊朗的額外供應在撰寫本文時仍不清楚。星展集團認為油價已反應地緣政治溢酬。

能源類自由現金流量創新高



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

奢侈品類股：市場涵蓋全球



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

考慮第1季油價處於較高水準，星展集團上調了對2022年油價的預測，但維持2023年平均油價的預測在每桶85至90美元。由於持續的結構性投資不足趨勢導致供應緊張，將繼續支撐油價。

2021年大型能源企業獲利和現金流量均創歷史新高。預訂獲利和股息將持續上升，因為股票回購仍然有利於股東報酬率。

奢侈品類股的獲利可望較不受地緣政治動盪的影響，因為其獲利和增長在全球多元化，而亞太國家是主要貢獻者。此外，由於歐元疲軟和定價能力強，需求應保持彈性。

科技類股，看好半導體上游和設備、軟體服務、網路安全、雲端計算和電動車供應鏈。預期隨著全球供應鏈加快生產、回補庫存並推動晶片組的終端需求將帶動平均售價。

醫療保健股方面，看好引領專利藥物和醫療保健設備開發的大型製藥公司和藥物開發商。由於危機，對醫療用品和醫療保健解決方案的需求也將激增。

前景崎嶇不平

2022年第2季 – 日本股市

隨著肺炎疫情的擴散，日本經濟可能會回到負成長，阻礙經濟活動的恢復。俄烏危機的發展也將影響初期復甦的經濟

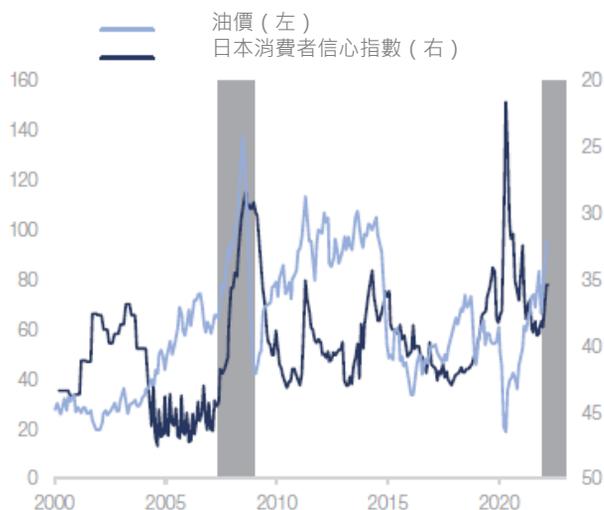
日本股市

日本股市對外部風險事件仍然敏感，今年以來一度修正14%，但之後回升至接近持平。地緣政治緊張局勢加劇、美國聯準會採取緊縮政策、亞洲肺炎疫情再度惡化以及全球通膨上揚，在國內缺乏正面消息的情況下影響市場表現。

由於Omicron疫情擴散，日本第1季經濟成長率可能會呈現負成長，阻礙經濟活動的復甦。然而，從全球趨勢推估，這應該顯示肺炎疫情即將結束。由於消費復甦延遲，星展集團下調日本今年GDP成長預估，但調升明年的預估。然而，俄烏危機的發展可能會損及初期復甦的經濟。

隨著俄羅斯與烏克蘭的衝突加深，日股與全球股市一樣遭逢賣壓。日本沒有直接受到危機的影響，但不斷攀升的油價將對其經濟產生重大影響。日本是用油大國和原油淨進口國，更高的油價將使其貿易情勢惡化。預估油價每上漲10美元將使貿易餘額占GDP減少0.2%，並推升通膨上揚0.35%。對於仍在為肺炎疫情後復甦而苦苦掙扎的經濟體而言，更高的通膨將進一步影響國內情緒。此外，由於聯準會採緊縮政策，美日利差擴大，也使日圓減弱避險地位，日圓可能會走弱。

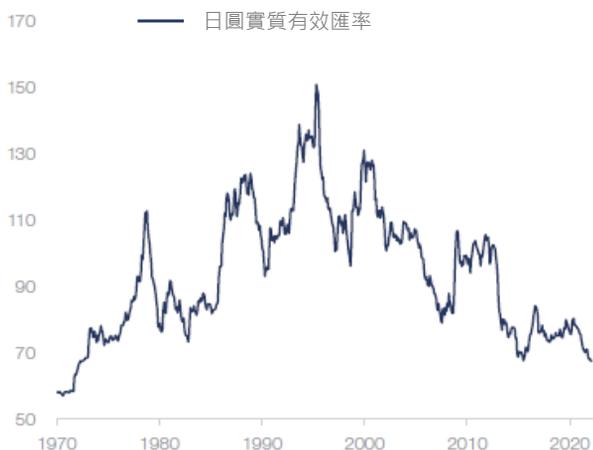
高油價壓抑消費者信心



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

出口較不受影響。電子產品出口一直是日本經濟成長的主要動力。隨著中國政策放鬆，日本的出口前景良好。俄羅斯和烏克蘭之間的危機可能會擴大供應緊張並提升日本出口產品定價能力，例如汽車、汽車零組件、半導體等產品。同時，日圓的實質有效匯率貶至歷史低點，也提升了日本的出口競爭力。

日圓走弱



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

美國和日本結構性差異使美國和日本股市表現分歧



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

評價面便宜但成長卻乏善可陳。東證一部指數本益比約13.3倍，低於長期平均的15倍。雖然評價面便宜，但缺乏長期成長動能使日股表現平淡。人口老化和人口增長下滑、勞動市場缺乏彈性以及生產力低下是缺乏成長常見的因素。

油價和商品價格上漲對產業的影響。然而，疲軟的日圓支持了日本在全球競爭力，但增加投入成本，尤其是在全球通膨上升的情況下。星展集團看好日本具有全球競爭優勢的產業，例如汽車、自動化、半導體；以及能妥善管控成本的優質大型企業。

汽車類股。為彌補過去兩季供應中斷導致的汽車生產損失而採取的措施將提高汽車製造商的利潤。然而，隨著鋼鐵、銅和鋰等原物料價格的上漲，成本上揚仍將是一個令人擔憂的問題。日圓走弱和擁有包括電動車或油電混合車在內的多種車型應該會提升日本汽車製造商的品牌競爭力。在經濟復甦的情況下，預期在美國和中國可望有強勁的銷售。

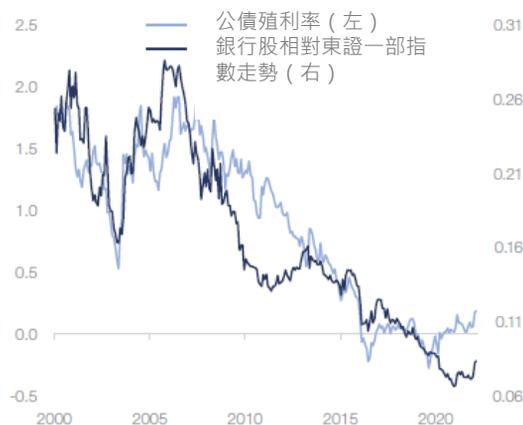
自動化。另一個受到半導體晶片短缺影響的產業是機器人。預計隨著供應鏈中斷的緩解，產量將增加。肺炎疫情後景氣復甦，全球最大的機器人貿易展iREX，在時隔三年後於今年3月在東京舉行。預計對自動化機器人的需求將擴展到工業以外的領域，例如服務業，以便在肺炎疫情後減少人與人之間的接觸。

美國和中國是日本機器人最大出口國



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

日本銀行業利潤率擴張程度有限



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

上游半導體。 值得注意的是，由於全球晶片供應短缺，全球對半導體業的興趣仍高，半導體已超越日本汽車業成為主要出口產業。然而，日本尚未確立自己作為高規格、具有全球競爭力的晶片生產國的地位。為了讓日本在半導體競賽中獲勝，需要進行新的研發和資本支出。星展集團看好上游半導體機械產業。

建築和礦業設備製造商。 對採礦設備的需求可能會受到商品價格上漲而帶動採礦探勘活動。市場已反應中國房地產建設放緩，日後將趨於穩定，因為預期中國將透過增加基礎建設投資來刺激經濟，穩定房地產市場。

貿易公司在需求旺盛的情況下可望受惠於商品價格上揚。由於物流中斷、俄烏衝突和自然災害導致供應短缺，中間商的利潤增長仍可持續。

銀行。 今年以來，隨著公債殖利率上升，銀行股的表現優於東證一部指數。目前市場焦點為美國聯準會升息和量化緊縮，以及這些措施將如何改變美國和全球的長期利率趨勢，尤其是在停滯性通膨風險上升的情況下。日本央行如何看待因原油價格上揚導致的通膨達成其所設定2%通膨目標的看法，也會影響日本殖利率未來走向。

由於日本公債殖利率上升的幅度有限，關注特定能夠改善資本效率和提高股東回報的銀行股。

企業獲利回升

2022年第2季 – 亞洲不含日本股市

在美國聯準會進行貨幣政策正常化和俄羅斯與烏克蘭危機的情境下，亞洲不含日本股市呈現震盪。但星展集團認為，影響將是可控的。

亞洲不含日本股市

2021年，在中國股市表現弱勢（下跌約21%）的情況下，亞洲不含日本股市下跌了約8%。然而，台股則是在科技類股的帶動下，上漲約20%。

2022年初以來，受到美國聯準會利率政策和烏克蘭危機不確定性的影響，亞股也隨美歐市場震盪。

星展集團認為，由於亞洲不含日本（AxJ）和烏克蘭與俄羅斯之間的經濟交流有限，因此影響可望獲得控制。例如，2021年，中國和南韓向俄羅斯的出口額分別僅有83億和100億美元。

2021年，中國股市領跌



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

企業獲利上修跡象

2021年大部分的時間，企業獲利預估呈現持續下修；與去年不同，2022年開始出現上修的跡象。這樣的跡象也是顯示獲利趨勢正在築底和未來復甦的潛在機會。

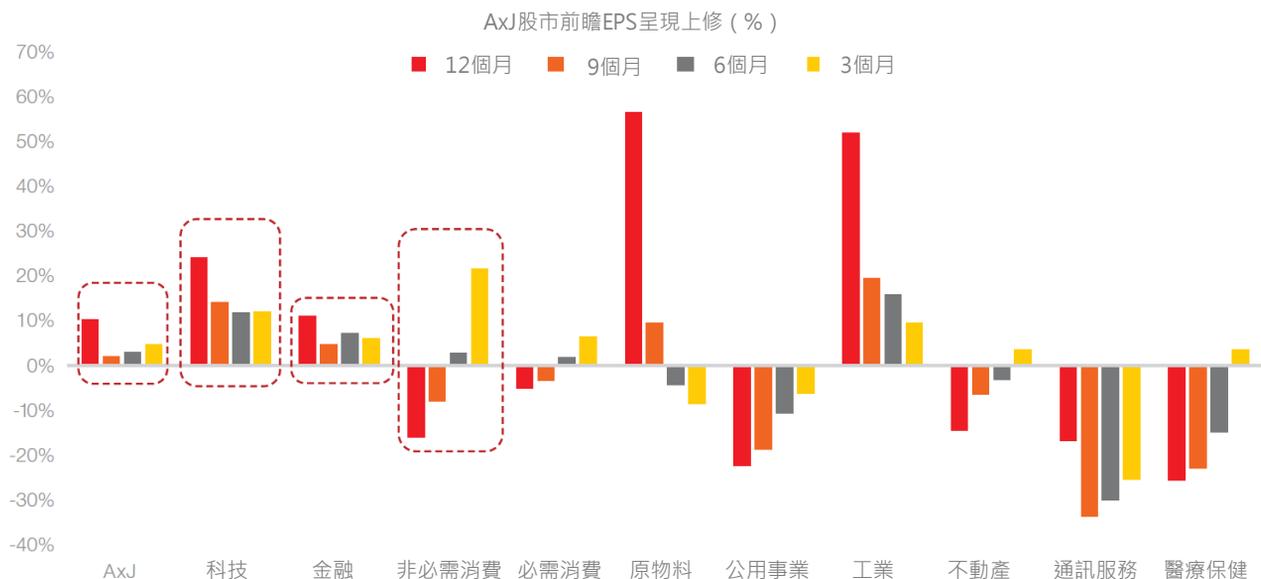
目前的企業獲利預估約較6個月前高3%至5%，主要貢獻來自於科技、金融和消費類股。

上調亞洲不含日本股市至看好

在近期跌至低點後，AxJ股市顯示出復甦的跡象。除了獲利預估呈現上修外，中國政策制定者在第1季重申將致力於加強國內經濟成長，計劃實施市場友好政策，並藉由雙邊討論解決外國公司問責法案與中國ADR問題的行動都顯示市場落底的預期。因此，星展集團決定上調AxJ股市3個月觀點至看好。

科技、金融、非必需消費和必需消費類股的獲利前景改善，相關類股合計占AxJ股價指數權重高達70%，這也將影響市場表現；而中國股市占AxJ股價指數的權重則是超過三分之二；在目前獲利預估上調的趨勢下，目前市場的評價面是投資人重新佈局AxJ股市的合理原因。

股市和獲利呈現分歧，投資機會浮現



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

股市和獲利呈現分歧，投資機會浮現



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

政策分歧

世界最大的兩個經濟體的政策呈現分歧，顯示中國和美國正處於不同的經濟周期 – 中國經濟正在放緩，因此，貨幣政策將與美國形成鮮明的對比。例如，星展集團預期中國將有空間調降存款準備金率 (RRR)，藉以提高銀行業流動性。

雖然世界正在與通膨壓力對抗，但中國的消費者物價指數仍處於1%至3%的舒適範圍。此外，較寬鬆的貨幣政策可望促進中國降低對出口成長的依賴，藉以支持國內消費有更大的貢獻。

星展集團預期，中國當局將繼續支持當地企業，特別是中小企業，藉由確保更多公司和不動產業的信用額度可用性。星展集團了解中國地產開發商目前債務狀況不太可能立即獲得解決，但逐漸提出的措施可望改善市場氛圍和前景。

同時，市場也期待對“新經濟”類股進一步監管措施的結束。評價面便宜可望吸引投資資金重新評估，因為基本面仍然良好。隨著不動產開發商的信心問題和擴散影響，科技相關的股票將逐漸落底。

中國有進一步下調RRR的空間，因為消費者物價指數 (CPI) 仍低



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

亞洲金融類股穩建

由於股息殖利率具吸引力，且股息派發的可持續性，亞洲金融股是星展集團槓鈴式策略中收益型資產的重要成份之一。過去兩年，中國銀行業經歷了肺炎疫情所帶來的經濟挑戰，但仍將是世界第二大經濟體的重要支柱。

在許多次的周期中，中國銀行業股息派發均可維持於獲利的30%。下圖顯示，基於目前股價，四大國家銀行提供了非常具有吸引力的平均股息殖利率 (約7%)。

中國銀行業的投資總報酬大部份來自於股息。星展集團持續相信目前高水準的股息仍將是總報酬的主要來源。

中國銀行業股息具吸引力



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

中國金融類股的高股息



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

中國銀行業曝露於不動產相關風險自高點下滑



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

中國房地產開發業和放貸曝險仍將是市場關切焦點。星展集團樂觀看待銀行業對不動產開發商的直接貸款風險是可控制的，因為相關曝險呈現下滑趨勢。同時，監管機構已再次表示風險可控，不會成為系統性問題。

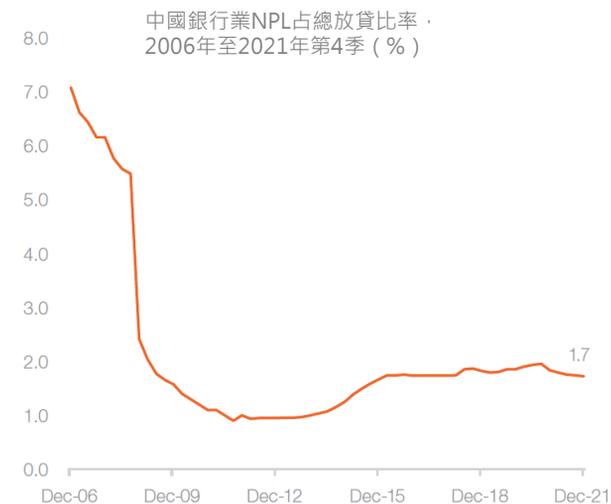
截至2021年底，銀行業對不動產開發商的相關曝險進一步降低至貸款總額的6.2%，為2012年以來的最低水準，也低於2019年第1季7.6%的高點。因此，不動產開發商的貸款不應威脅銀行業的資產品質和繼續分配具吸引力股息的能力。

在經濟成長和房地產需求趨緩且債券違約風險升高的情況下，中國人民銀行（PBOC）宣布了一系列支持措施，

包括2021年12月調降存款準備金率（RRR），藉以提供資本市場流動性。PBOC可以進一步降低RRR並實施專項寬鬆政策，藉以支持當地經濟，防止廣泛且突發的經濟放緩。PBOC有足夠的工具來調整寬鬆政策，並藉由降低目前為11.5%的RRR，提供流動性。

大型國有銀行的資產品質可望維持穩健，因為其對企業放貸品質較佳，且放貸組合更多元化，包括製造、消費者、信用卡、房貸、零售、批發和出口產業。根據官方數據，銀行業整體不良放貸（NPL）比率2015年以來仍持穩於約1.8%；另一方面，值得注意的是，2021年底大型國有銀行提列的貸款損失準備充足率大於200%。

穩健的資產品質



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

不受較高油價的影響



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

高油價的風險 - 可控制

地緣政治風險仍將干擾原油供應，並導致能源價格進一步飆升。由於亞洲是淨原油進口地區，油價持續處於高檔對部份亞洲國家的預算平衡產生不良影響，特別是為了因應肺炎疫情多國已經增加相關支出和支持措施。例如，科技產品的出口國南韓，每月進口600萬噸原油。

油價對中國的影響相對較低 – 2021年中國進口了約38億桶原油，是全球最大的原油進口國。以每桶80美元計算，合計約3000億美元，但這僅佔中國高達17兆美元GDP的1.8%。因此，原油價格上漲對中國財政的影響仍然可控。假設2022年中國進口原油的均價為每桶100美元，對GDP的影響也僅約2%左右，應不會導致消費者物價指數（CPI）顯著上揚。

潛在利多

儘管圍繞亞洲的壓力仍然存在，但仍有潛在利多值得關注：

1. 不動產業的解決方案 – 官方採行動有效地避免風險擴散、持續改善不動產業者的槓桿率、債券陸續到期以及避免現有債券的新違約。
2. 科技和新經濟產業的政策正常化 - 標準、透明和可預測的監管，使其在穩定的營運環境和即將到來的財報季有正面的獲利前景。
3. 支持性貨幣政策和實施有形計劃，藉以推升經濟成長。
4. 肺炎疫情相關管控措施的調整和對消費的影響逐漸舒緩。
5. 減輕供應鏈的產出瓶頸。

這些項目可望帶來更好的企業獲利和投資前景。因此，前瞻性的投資組合經理人肯定會樂觀看待相關決策，並由中國股市帶動的亞股評價面的調升（re-rating）。

在疫苗接種率上升和經濟活動重新啟動後，過去壓抑亞股表現相對落後的因素逐漸消除後，評價面可望獲利調升。

目前，期望值已經很低，星展集團認為市場尚未反應經濟活動重新開放後的回升，長期企業獲利也可望呈現復甦。

AxJ股市的本淨比（P/B）在修正之後再次接近其歷史均值，前瞻本益比也有類似的情況；因此，評價面並不貴。星展集團看好以下產業：

1. 上游科技股，特別是在半導體開發和晶圓代工，亞洲公司是供應鏈上游的領導業者。
2. 內需股，消費者支出和快速擴張的受惠產業，也是逐漸重新開放邊界的受惠者。這包括旅遊與飯店業。
3. 電子商務生態系統，繼續提供強勁的營收和獲利成長，因為這些產業可望受惠於政府主導的刺激措施和政策立場的調整。
4. 高股息股，亞洲無疑是提供較高股息的地區。這包括中國大型國有銀行和新加坡不動產信託（REITs）和新加坡銀行業。

持續聚焦具備基本面良好、評價面支撐、獲利成長和可靠獲利品質的主題和企業；因為星展集團預期具備這些題材公司的表現將與不具備這些題材公司之間的差距將拉大。

東協 - 風暴中的庇護所

東協股市在這一波全球股市的震盪下表現持穩。儘管第1季全球擔憂美國聯準會將採取緊縮措施和俄烏危機的發展，但東協股市仍然上漲約2%。主要的題材是受惠較高利率的銀行股、受惠商品價格上揚的出口商以及肺炎疫情後的復甦持續支撐區域經濟和股市。

東協股市的評價面在2021年第4季呈現改善。星展集團認為持續獲得調升的企業獲利可望支撐東協的評價。經濟逐漸重新開放和積極的全球資本支出前景是關鍵動能。

前瞻本益比低於均值



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

本淨比具吸引力



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

評價面在獲利優於預估後呈現改善



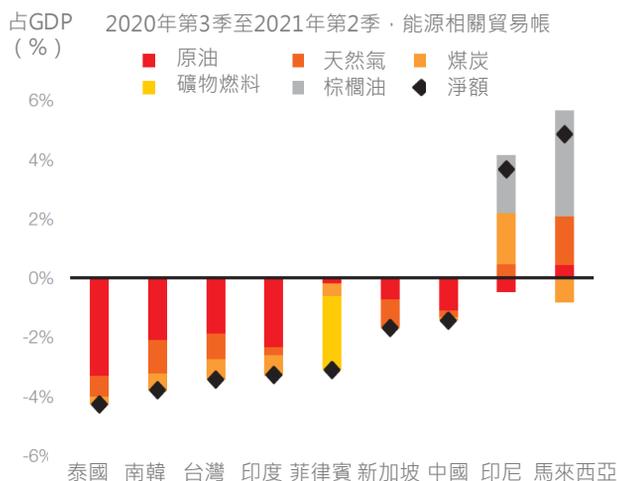
資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

較高的商品價格是東協市場的兩面刃

東協地區對烏克蘭和俄羅斯的曝險相對有限，兩地的貿易額占貿易總額僅約1%。但是，若危機時間拖延，東協與歐盟地區的貿易（約占8%）可能面臨供應中斷和消費者情緒走向低迷的風險。

商品出口國如馬來西亞和印尼可望受惠於豐富的棕櫚油、天然氣、煤、金屬和其他礦物等資源。泰國和越南則是原油淨進口國，將受高油價的影響；若是通膨持續處於高檔，國際收支平衡餘額將呈現惡化。泰國上游的能源企業、馬來西亞和印尼的大宗商品生產商，以及新加坡的造船廠可望受惠於較高原油價格。

大宗商品對東協國家的影響不一



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

較高的利率

儘管存在地緣政治風險，但星展集團認為，美國聯準會今年將進行貨幣政策正常化，在通膨的壓力下，預估將升息7次。雖然東協國家也將採取升息措施，但進行積極升息的機率偏低，因為亞洲通貨膨脹仍然受控，且低外部融資風險，採取靈活貨幣政策的時間可望更長。新加坡則是較可能會隨美國升息，銀行業可望受惠於淨息差的提升。

肺炎疫情後的復甦

隨著肺炎疫情進一步舒緩，東協地區今年下半年可望逐漸開放。2021年第4季GDP已經看到經濟顯著的改善，且強勁的動能將延續至今年。

除了銀行和商品類股，地產類股也可望受惠於市場氛圍改善和經濟逐漸的復甦。以歷史標準，利率仍處於低檔，市場流動性仍然充沛。房地產是一個很好的抗通膨工具，因為房地產通常會隨著時間增值，而房地產的高槓桿通常也被視為在通膨侵蝕購買力時，現金的去處。當全球經濟逐漸重新開放，租金通常也會隨之上揚，不動產信託 (REITs) 便是良好的替代。飯店和零售業REITs可望受惠較多。

新加坡ERP較低



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

星展集團認為，投資人應該持續觀察中國肺炎清零政策的調整方向，因為中國是東協國家最大的旅客來源。若中國為了提升經濟成長動能，並試圖降低肺炎疫情對經濟和社交中斷的影響，進而調整清零政策，可望支撐東協地區的經濟復甦。機場、航空公司、零售和飯店類股可望受惠。但若是航班和遊客復甦不如預期，以及因俄烏危機而上揚的油價，則是相關產業的主要風險。

受惠於一系列強而有力的銀行業財報和經濟成長優於市場預期，新加坡股市是全球股市當中表現較佳的市場之一。新加坡的股市風險溢酬 (ERP) 處於相當低的水準。星展集團預期俄烏危機仍將使市場呈現高度波動。然而，新加坡的高息股票可望獲得支撐，如銀行和REITs的殖利率約介於4%至7%。

星展集團持續看好受惠經濟重新開放和利率上揚的銀行業。新加坡銀行業對俄羅斯的直接曝險偏低，相關風險是可控的。

俄烏危機下，印尼在東協市場處於相對較佳的情況。主要的動能包括較高的大宗商品相關產業，強勁的外資流入商品相關類股、需求在肺炎疫情舒緩後復甦、經常帳改善以及可靠的中央銀行。

儘管3月份市場對美國聯準會有強烈的升息預期，但外資仍然流入印尼市場。過去，像印尼這樣的新興市場在聯準會採取緊縮措施或風險事件時，通常會面臨較大的資金外流壓力。相較於2013年和2015年聯準會減碼購債措施，本次的危機中，因為貿易順差和外資持有公債部位較低，因此印尼盾表現相對穩健。

星展集團預估企業獲利可望獲得上修，特別是銀行業財報強勁，以及較高的商品價格，可望支撐相關類股在2022年上半年的表現。

潛在獲利上調機會，支撐價值面



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

升息的利空

2022年第2季 – 全球信貸

由於市場需要時間來適應不確定性，升息周期的開始可能會加劇信用利差的波動。在殖利率曲線趨於平坦的環境下，看好成熟市場投資等級信貸。存續期間5年期仍是殖利率上升的情境中的甜蜜點。

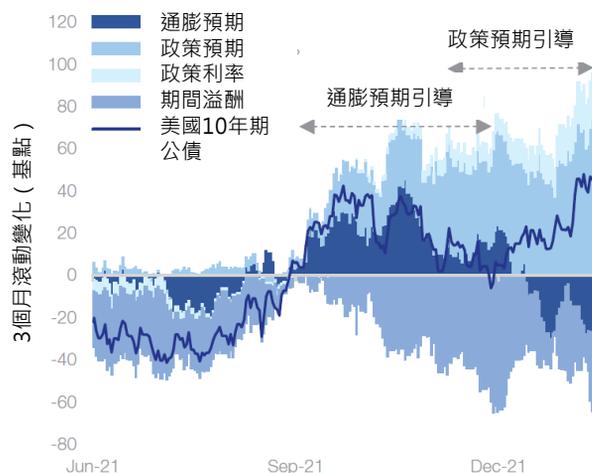
全球信貸

進入升息循環。美國聯準會 (Fed) 近兩年將利率降至接近零的水準，重啟非傳統的貨幣政策，藉以對抗肺炎疫情的威脅，全球處於資金過剩的金融環境。全球主要央行正加快收回在肺炎疫情期間所推出的措施，藉以對抗通膨的威脅。

全面評估債券市場。原本“暫時性”的通膨卻成為不受歡迎持續性，以至於政策制定者不得不改弦易轍，加速減碼購債 (tapering) 的進程，並提早升息的循環。債券市場沒有錯過這一點。市場在2021年底也注意到，Fed政策語氣的轉變，美國公債殖利率也呈現上揚。美國10年期公債殖利率，在2021年第4季因通膨的上揚而走升；2022年則是因對政策的預期而上揚。

在升息週期前已經開始“緊縮”。對於已經習慣有央行寬鬆政策所支撐的金融市場，相關新聞不可避免地導致2022年的波動，今年以來，多數市場表現欠佳。市場的波動已經相當劇烈，投資人還需面對Fed開始升息後對風險性資產的影響。

鷹派態度帶動殖利率上揚



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

投資人還需要留意，在非正常的貨幣政策下，利率是政策制定者運用的許多貨幣政策工具之一；其他包括量化寬鬆政策 (QE)、前瞻性指導和直接購買風險資產等。投資人也須考慮到這種非正常貨幣政策工具無法觀察的影響，研究機構便曾提出聯邦基金影子利率，藉以衡量所有寬鬆措施的綜合影響，允許假設利率低於零的單一政策利率。例如，2021年中，受到肺炎疫情影响，由學者吳菁與夏凡設計的聯邦基金影子利率降至負2%。

最近，在減碼量化寬鬆和Fed溝通升息訊息的綜合效應下，自2021年11月下旬以來幾個月聯邦基金影子利率升至2.0%的水準。由於影子利率是亞特蘭大聯邦銀行偏好的評估指標，星展集團認為，政策制定者將考慮到非傳統政策已經使金融情勢呈現緊縮，而不是如市場所預期的更積極升息。

殖利率曲線。除了影子利率，政策制定者也關注殖利率曲線的型態。1957年以來的每一次衰退前，殖利率曲線均呈現倒掛，因此這個指標也被視為最可靠的經濟衰退指標之一。理論上，當長期前景不佳，資金湧入長天期公債時，便會出現這種情況，導致平坦的殖利率曲線。

升息與殖利率曲線倒掛。最重要的是，2021年第2季以來，陡峭的曲線已逐漸出現變化了。然而，關鍵是趨於平坦的速度。上一次的升息週期（2015年至2018年），美國10年與2年期公債殖利率利差從約150個基點降至約30個基點，時間約34個月，聯準會也正在進入升息的循環。1.5年後，經濟

陷入衰退窘境。

這次循環，在短短11個月便發生了相同的平坦走勢，而且聯準會尚未開始升息。市場可能會考慮到，目前的通膨情勢是因供應鏈中斷所導致，並非健康的經濟環境，且過早升息可能阻礙經濟成長。儘管如此，這仍然是一個政策制定者可能採取更為謹慎升息措施的指標。



資料來源：亞特蘭大聯邦銀行，
星展集團 2022年3月

殖利率曲線趨於平坦，經濟衰退的風險增加

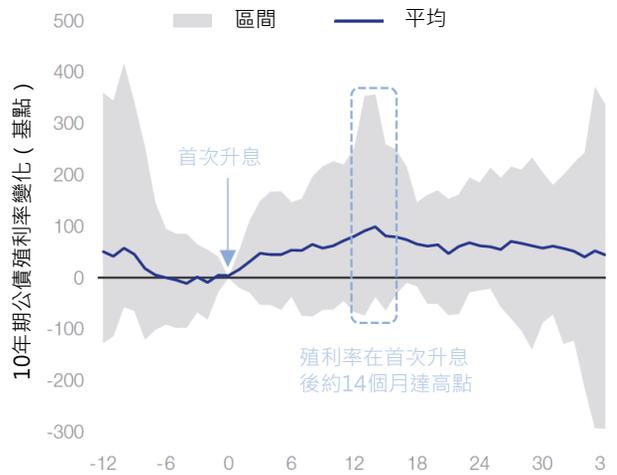


資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

由於 (a) 非傳統的緊縮措施，(b) 殖利率曲線反轉的緩衝區較低，星展集團認為，現在可能過了本次循環態度最為鷹派的時期。然而，現在是主要央行將如市場預期採取升息措施。歷史經驗顯示，殖利率仍有上揚空間。

評估1972年以來七次升息循環，美國10年期公債殖利率的走勢，平均而言，殖利率在首次升息後的14個月達到高點，這也顯示信貸投資的總報酬將因利率上揚而受到影響。主要因素是一般升息措施是在強勁經濟數據的環境下，而美國10年期公債殖利率也很自然地會朝向長期中性水準約2.5%上揚。

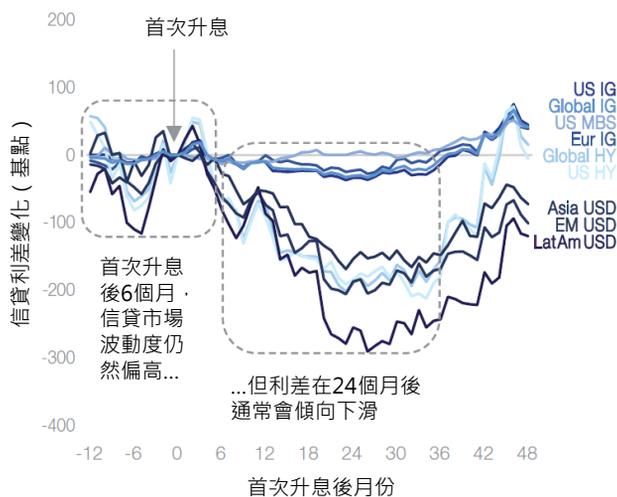
首次升息後約一年，殖利率見高點



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

信貸利差和升息循環。星展集團評估過去升息循環的表現，結果發現主要信貸市場的表現類似。由於市場需要時間來調整風險事件的不確定性，信貸利差在首次升息前後六個月會出現較大的波動。然而，過了那段波動較大的時期後，數據也驗證經濟處於健康的環境，信貸利差在之後的24個月通常會傾向下滑，其中新興市場債與非投資等級債利差將受惠於尋求較高收益的資金流入，利差呈現收縮。

信貸利差在升息的循環當中表現良好



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

短期風險。然而，由於現在正處於首次升息前後波動度偏高的期間，因此謹慎看待信貸市場的表現。特別是市場正處於升息週期開始，殖利率曲線將呈現熊市趨平的情況 (bear flattening yield curves)。

星展集團評估成熟市場 (DM)、新興市場 (EM) 和非投資等級 (HY) 信貸在各種殖利率曲線呈現熊市趨平的環境下，平均每週信貸利差的變化：

1. 在最積極的熊市趨平的環境下，信貸利差擴大幅度通常最大。這是直觀的，因為這預告貨幣政策趨緊，且市場預期經濟前景溫和成長。
2. DM投資等級債 (IG) 市場的波動度最低，而HY市場則面臨最大的波動。
3. 如果熊市趨平相對溫和，信貸利差通常會呈現緊縮，風險最高的市場表現最佳。

偏好高品質。由於 (a) 預期的近期波動度和 (b) 殖利率曲線趨平，星展集團本季看好品質較佳的成熟市場投資等級債。在升息的利空環境下，尋求回報時需留意所曝露風險的品質。

殖利率曲線呈現熊市趨平的環境下，平均每週信貸利差的變化

10分位	成熟市場					新興市場					非投資等級				最積極 較不積極
	Global IG	US IG	Eur IG	US MBS	EM USD	GCC USD	LatAm USD	EMEA USD	Asia USD	Asia IG	Global HY	US HY	Eur HY	Asia HY	
0-10th	3.1	2.8	2.9	1.7	11.2	7.3	14.0	13.9	7.5	-0.7	16.0	16.5	11.9	20.5	
10-20th	0.0	-0.1	-0.3	1.2	1.7	1.3	2.7	2.1	0.5	-0.1	1.6	2.2	-2.0	-4.3	
20-30th	0.8	0.1	1.1	2.0	6.4	4.9	10.7	6.6	2.4	0.5	7.4	10.5	4.1	10.1	
30-40th	0.0	-0.3	0.4	0.3	5.6	3.4	12.6	4.8	1.8	0.3	6.6	5.8	0.0	6.1	
40-50th	-0.3	-0.3	-1.3	1.0	-0.4	-0.2	0.8	-2.3	0.5	-0.1	-3.5	-4.0	-5.9	3.9	
50-60th	0.3	0.2	0.1	1.0	2.7	2.7	-2.4	5.3	4.3	1.1	1.3	-0.3	-1.0	15.8	
60-70th	1.0	0.9	1.9	1.8	4.1	3.6	12.5	1.9	0.6	-1.6	2.2	3.5	5.5	-6.1	
70-80th	0.7	0.7	0.8	-1.1	2.0	0.4	4.0	1.9	-0.1	17.2	2.7	1.3	2.7	4.0	
80-90th	-0.4	-1.0	0.6	-1.7	-2.1	-1.8	-2.3	-3.2	-0.3	-1.8	-4.9	-7.2	-0.4	-7.0	
90-100th	-0.5	-0.6	-0.7	0.6	-2.7	-0.4	-1.5	-4.2	-1.3	-0.4	-4.2	-3.9	-2.0	-4.2	

資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

找尋存續期間的甜蜜點。由於殖利率將呈現上揚，信貸投資人可以縮短存續期間風險，藉以降低投資組合對利率變化的敏感度。然而，歷史數據顯示，將資金重新配置於最短存續期間債券並不會優化投資組合的表現。分析2001年以來美國10年期公債殖利率（評估殖利率變化）、ISM製造業和ISM非製造業指數（作為成長走勢的代理）的月數據，並比較彭博巴克萊全球複合債券指數各別存續期間的表現。

5年期是甜蜜點。在公債殖利率上揚期間，5年期的表現最佳。因為（a）殖利率曲線收斂收益（rolldown）效應，（b）相對長天期債券對利率變化的敏感度相對較低。

信貸利差在升息的循環當中表現良好

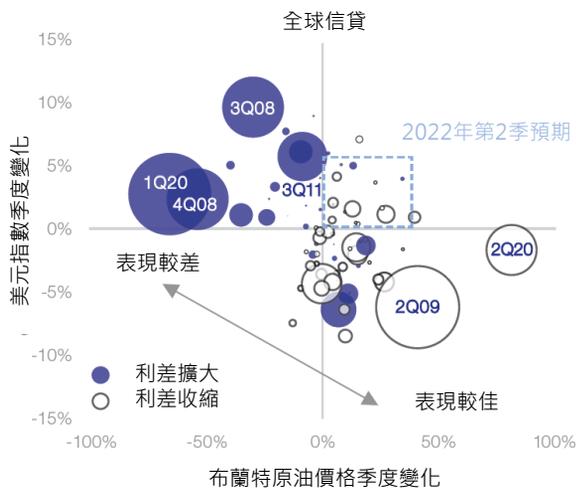
	每個存續期的平均年度報酬				
	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	>10Y
公債殖利率上升+經濟增長動能向上	5.8%	7.5%	9.8%	8.3%	8.2%
公債殖利率上升+經濟增長動能減緩	2.4%	3.1%	4.2%	3.7%	2.8%
公債殖利率下滑+經濟增長動能向上	4.1%	6.3%	8.4%	9.4%	12.0%
公債殖利率下滑+經濟增長動能減緩	3.3%	3.9%	3.8%	4.2%	6.4%

資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

美元和油價的影響。直覺上，信貸利差緊縮通常發生在弱勢美元（政策寬鬆）和較高的油價（經濟強勁成長）的情況。第2季，石油價格仍將可能因為俄羅斯與烏克蘭衝突的地緣政治緊張局勢而處於高檔，但美元也可能受惠於Fed進入升息循環。這通常也顯示未來利差縮小的幅度有限，債券的主要報酬將來自於票息而非資本利得。

低殖利率溫和回報。隨著全球信貸殖利率處於目前的偏低水準（3.5%），趨勢線顯示一年期預估潛在報酬率約為4.5%，而在升息週期下也存在下檔風險。

更強勢的美元和更高的油價=適度的利差緊縮

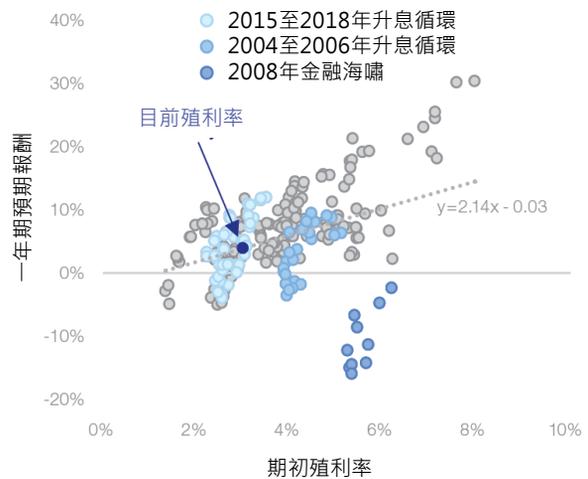


資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

*泡泡尺寸為評估利差變化

星展集團認為，目前環境有利於品質較佳的信貸。在升息週期的環境下，殖利率將逐漸上揚和殖利率曲線也將呈現熊市趨平，信貸利差仍可能有溫和擴大的可能。以投資組合的角度來看，由於殖利率已經有意義地上揚，投資人現在應更了解為了因應不可預見的風險事件，核心部位應配置低波動風險的信貸標的，作為 (a) 發生機率低但衝擊影響大的風險事件的保險，和 (b) 長期穩定的收益來源。星展集團本季看好成熟市場投資等級債，並認為存續期間5年是投資組合的甜蜜點。

低殖利率，低預期報酬



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月



在地緣政治風險中， 歷史上最大規模的 刺激措施逐漸退場

2022年第2季 – 全球外匯市場

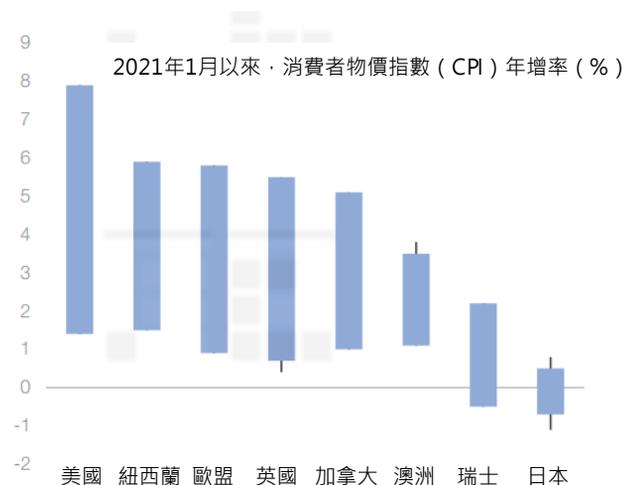
星展集團再次調升對美元的預估。即使面臨俄羅斯與烏克蘭發生戰爭、經濟前景和金融市場風險，美國聯準會（Fed）貨幣政策正常化的態度仍然較市場鷹派。

全球外匯市場

數十年來首次，通貨膨脹再度成為重要的議題。由於通膨持續處於令人不安的高點，西方國家央行貨幣政策已轉趨鷹派。然而，央行官員們希望升息是建立在有信心的基礎上，而不是製造另一個不確定性。原本期待通膨能夠在2022年中達到高點，並在下半年受基期因素和供應鏈中斷壓力舒緩而呈現下滑，但由於俄羅斯入侵烏克蘭後，導致能源和食品價格飆升，通膨壓力持續存在。美國聯準會（Fed）有最可靠的路線圖，預期聯邦基金利率在2023年時將升至3%。相反地，英國央行（BOE）不得不在經濟衰退擔憂的情況下，溝通其因應策略。歐洲央行（ECB）和澳洲央行（RBA）則是為今年晚些時候的升息設定條件，在貨幣政策正常化的步調仍落後美國與英國。日本和瑞士央行在2022和2023年仍然不會升息。在相對的基礎上，直到2022年底，美元仍受到支撐。

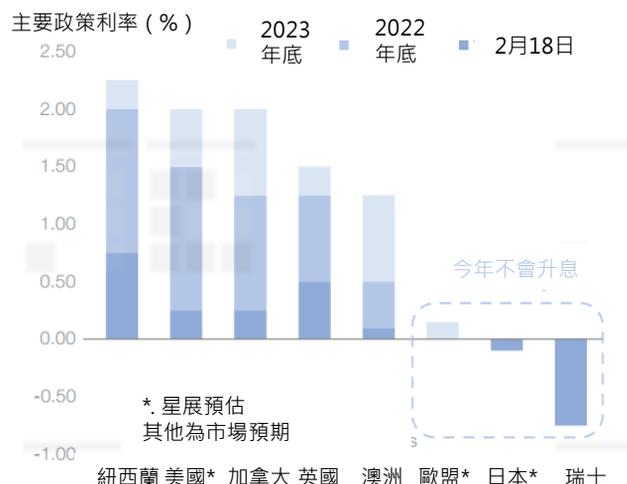
俄羅斯在2月24日入侵烏克蘭。導致許多企業和投資人陷入了美國和北約盟國對俄羅斯的經濟和金融制裁的困境。更多國家面臨商品和食品價格突然激增的危機，若未妥善處理，將影響支持度。儘管有更多國家重新開放邊境，允許國際旅客入境，但投資人已經開始評估新興亞洲經濟體，特別是淨石油進口商。中國和歐洲經濟成長趨緩的預期已削弱了全球經濟展望。更重要的是，地緣政治的威脅也削弱了世界貿易和投資的多邊框架。不幸的是，美國可以準確地預測俄羅斯入侵烏克蘭的時間，但不是戰爭何時結束。烏克蘭可能成為“新阿富汗”，與歐盟和北約維持友好關係，並與俄羅斯的關係呈現緊張。任何誤判和軍事事務將導致北約直接參與軍事衝突。因此，在改善之前，情況會先變得更糟。

2021年以來，多數成熟國家通膨率升至高點



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

2022年美國將領先其他主要國家升息，除了紐西蘭

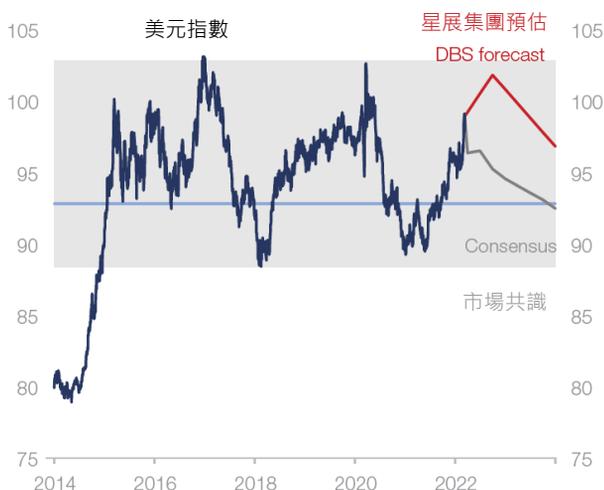


資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

調升美元指數 (DXY) 第三季的預估至100~102。星展集團首席經濟學家預測，今年美國聯準會 (Fed) 將升息七次，聯邦基金利率將升至2%，2023年會再升息四次至3%。美國的整體和核心通膨率是成熟市場 (DM) 中最高的國家。美國總統拜登的首要任務是控制物價，並支持Fed貨幣政策正常化。俄羅斯入侵烏克蘭之後還創造了美元的需求，因為能源價格上揚，且美國和北約盟國對俄羅斯制裁，導致企業和投資人將資金轉移至安全性資產。若俄羅斯與烏克蘭戰爭未來終結，未來西方國家與俄羅斯的關係將可能惡化到更複雜的“冷戰”的風險。星展集團的基本假設是Fed將繼續對抗通膨，並保持鷹派的態度，美元在第3季將升至高點。上一次DXY升至105以上是2000年，主要是因為歐元推出初期的疲軟和科技泡沫的破裂。

2021年中以來，美元兌加幣一直處於1.23至1.30的區間；2022年和2023年將可能持續這樣的趨勢。加拿大經濟已完全從肺炎疫情中復甦。就業市場也回歸至肺炎疫情前的水準，薪資也因急性勞動力短缺而上揚。加拿大央行 (BOC) 去年10月突然結束資產購買計劃，並於3月2日開始升息循環。由於2月消費者物價指數 (CPI) 年增率高達5.7%，為近30年來的高點，BOC表示可能必需調升利率至中性水準，藉以對抗通膨的威脅。根據媒體的調查，市場預期未來數月CPI可能升破6%的高點。BOC認為，肺炎疫情導致中性利率降至介於1.75%和2.75%，中位數為2.25%。根據彭博，市場預期至今年底，BOC將逐季調升隔夜拆款利率25個基點至1.25%，至2023年底，將升至2.00%。雖然BOC的升息週期與Fed接近，但幅度仍低於星展集團對聯邦基金利率的預估 (今年2%，明年3%) 。

美元指數將升破100價位



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

加拿大央行態度鷹派，美國聯準會也是如此

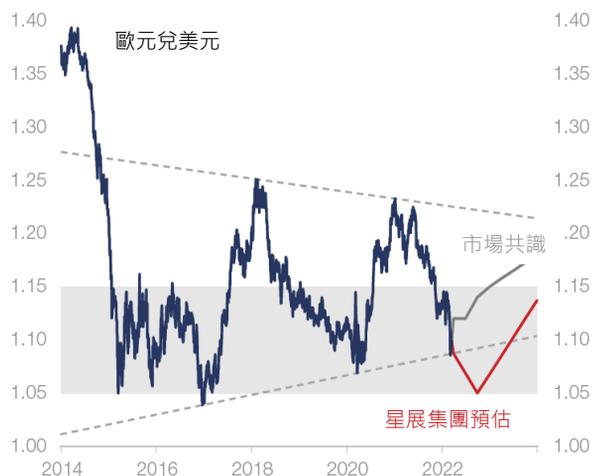


資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

歐元兌美元的交易區間可能降至1.05-1.10。俄羅斯入侵烏克蘭後，歐元區開始面臨停滯性通膨的壓力。3月10日的貨幣政策會議，歐洲央行（ECB）將2022年GDP成長率預測從4.2%降至3.7%，並調高今年消費者物價指數（CPI）預測從3.2%升至5.1%。更重要的是，ECB重申，在貨幣政策正常化的過程，會比美國聯準會（Fed）更耐心。首先，資產購買計劃4月的淨購買金額將升至400億歐元，5月為300億歐元，6月為200億歐元。其次，ECB預期2022年不含食品和能源（排除俄烏危機引發的價格飆升）的平均通膨將達2.6%，2023年為1.8%，2024年為1.9%。目前尚無法斷定ECB是否會在第3季結束購債計劃，並如市場預期在2022年底升息。

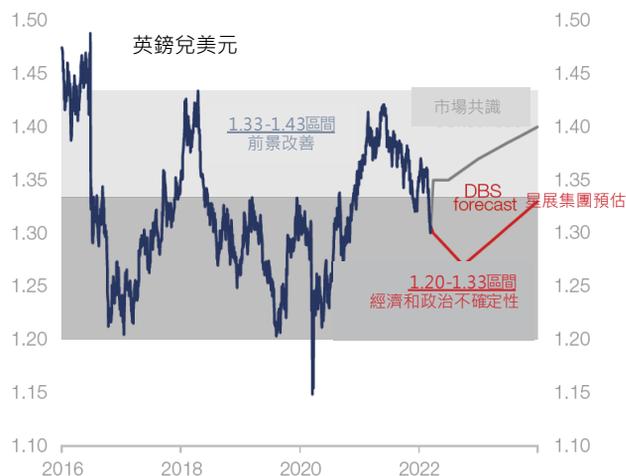
停滯性通膨的擔憂將壓抑英鎊兌美元的交易區間至1.25-1.30。在俄羅斯入侵烏克蘭之後，英國商會（BCC：British Chambers of Commerce）將英國2022年GDP成長率預估從4.2%降至3.6%。BCC預估今年第2季通膨率將升至8%的高點，高於英國央行（BOE）預估在4月將升至7.25%的高點。英國人將高通膨視為一種生活成本危機，升息也增加了房貸成本。由於英國公債殖利率曲線（10年與2年期利差）趨平於約10至20個基點，市場不再預期BOE將積極升息，並導致英國經濟可能陷入衰退。從12月到3月的連續三次升息後，市場預期BOE2022年將升息兩次至1.25%，2023年則將再升息一次至1.50%；星展集團預期，BOE升息的速度將落後Fed。英國財政大臣Rishi Sunak將面臨需要提供更多減稅和降低生活成本措施的壓力，以因應烏克蘭危機所帶來的影響。

停滯性通膨風險將壓抑歐元表現



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

英鎊也面臨停滯性通膨風險的壓抑

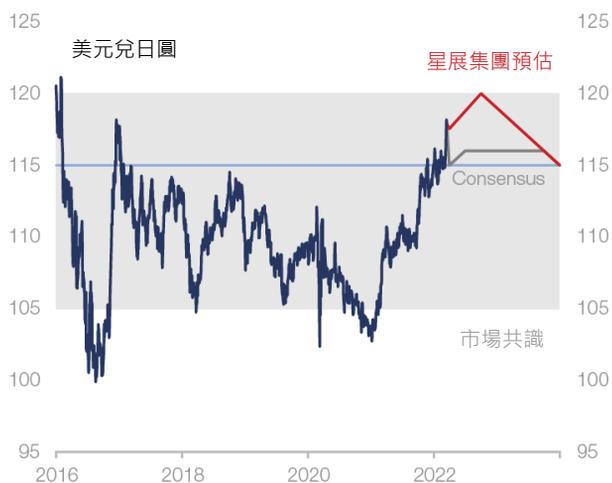


資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

鴿派的日本央行 (BOJ) 令日圓貶破 120 (兌一美元)。BOJ並不需要採取緊縮政策，因應成本推升的通膨。日本1月的消費者物價指數 (CPI) 年增率為0.5%，顯著低於其他成熟經濟體的高通膨。排除食品和能源價格後的核心通膨率為負1.1%，是2011年3月以來最低水準。BOJ已再次重申控制殖利率曲線框架的承諾，藉由無上限買進債券的措施，將日本10年公債殖利率的上限設定於0.25%。BOJ警告，退出超寬鬆的貨幣政策將導致目前所持有大規模債券部位面臨虧。財政部已經拒絕將BOJ持有的日本公債轉換為永久債，因擔心導致債券殖利率上揚。即便如此，2014年以來，較多的原油進口，使經常帳赤字擴大。政策制定者也擔心增加家庭生活的成本。BOJ將在4月27日至28日會議進行經濟成長和通膨預測的季度審查。

瑞士法郎在貶破數月介於0.91和0.9350的交易區間之後，將可能貶至0.96 (兌一美元)。3月7日，瑞士央行 (SNB) 威脅將進行干預措施後，瑞郎兌歐元自接近1的價位回落。SNB舒緩了在不確定性和市場波動時瑞郎被視為安全貨幣的情況。一週之後，俄羅斯和烏克蘭的衝突導致瑞士國家秘書處經濟事務部，將今年的經濟成長率從2.8%降至2.0%，並將2022年通膨預測從1.1%提升至1.9%。2月28日，瑞士加入了歐盟對俄羅斯的制裁。這對外貿的影響有限，因為俄羅斯是瑞士的第23大貿易夥伴。然而，瑞士是俄羅斯原油和石油產品以及俄羅斯和烏克蘭穀物的重要商品樞紐。工會聯合會要求調升薪資，藉以抵銷高能源和食品價格對採購力的影響。

鴿派BOJ與鷹派Fed，日圓趨貶



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

在SNB的干預下，瑞士法郎表現弱勢



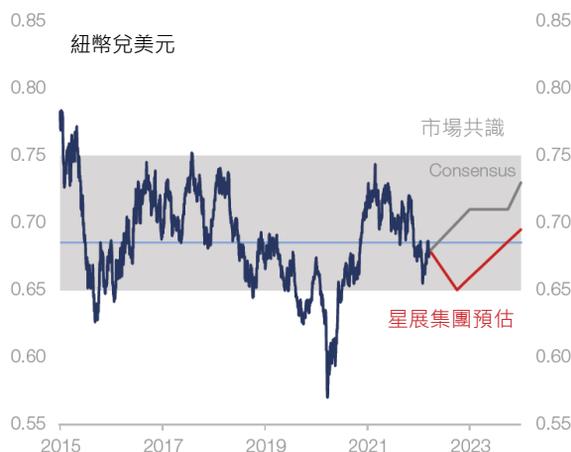
資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

澳幣兌美元在0.70將獲得支撐，但要站上0.75之上則可能有較大壓力。澳幣貶破0.70至0.68的機率降低了。俄羅斯和烏克蘭危機導致商品價格上揚，也增加了澳幣與商品價格的正相關性。近兩年來澳洲首次重新開放邊境，2月21日起，接受兩劑肺炎疫苗的外國人，可以免隔離。若是商品價格持續走揚，將促使澳洲央行 (RBA) 的升息從2023年提早至2022年。雖然RBA承認通貨膨脹風險增加，但它希望失業率降至4%之下和薪資成長達到3%至4%。後者很重要，因為高油價提高了生活成本並排擠消費支出。媒體報導，當地的生產者缺乏基礎設施和商品礦場工作人員。因此，澳幣尚未排除Fed升息速度相對較快的壓力。

紐幣兌美元在0.65獲得支撐，但在0.70將有壓力。紐幣受惠於俄烏戰事所導致的高商品價格走勢。然而，能源和食品價格上漲與高租金導致紐西蘭生活成本危機，也增加了民眾對肺炎疫情擴散的不滿和反疫苗的抗議活動。自從Jacinda Ardern於2017年開始擔任總理後，她所屬的勞工黨在三月的調查首次下滑至第二。在此環境下，紐西蘭央行 (RBNZ) 更積極的升息可能對紐幣而言未必有正面的幫助。從10月到2月，RBNZ升息三次 (共75個基點) 至1.00%，並目標將官方現金利率在2023年初升至2.50%，至2024年第4季時升至3.25%；且若有需要，不排除有一次升息50個基點的積極措施。長期通膨預期已經增加，RBNZ預期通膨將從去年第4季的5.9%升至今年第1季的6.6%，然後在2023年第2季逐漸回到1至3%的區間。

澳幣走勢在商品價格上揚和RBA升息速度落後Fed之間陷入困境

鷹派RBNZ未能支撐紐幣

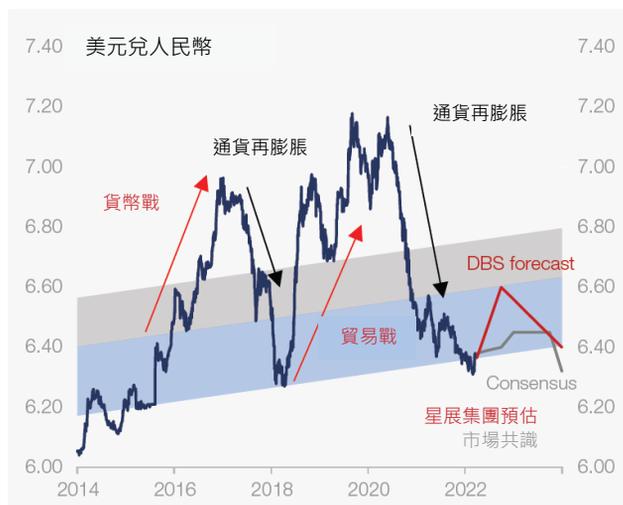


資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

資料來源：彭博，星展集團 2021年12月

人民幣（兌一美元）可能已在2月底時已見高點（6.31）；星展集團預期，今年第3季將貶至6.60。中國已經設定2022年的經濟成長目標約5.5%，這是數十年來最低的水準。中國將無法複製去年強勁成長8.1%的情況。今年，由於俄羅斯烏克蘭危機引發的全球不確定性提高，出口成長將從去年的20%放緩。因此，中國將擴大財政和貨幣政策，藉以提升在嚴格的肺炎清零政策對私部門以及內需的影響。儘管如此，中國人民銀行（PBOC）預估，2021年至2025年間，經濟成長年增率可望達到5%至5.7%，而不會出現嚴重的通貨膨脹。星展集團的經濟學家預期，PBOC今年將進一步調降利率和存款準備金率（RRR），與美國聯準會的貨幣政策相反。在此環境下，高於2015年高點的CFETS人民幣匯率指數顯示人民幣匯率高估。

人民幣可能在二月已見高點



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

星展集團主要匯率預估

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
美元兌人民幣	6.36	6.48	6.60	6.56	6.52	6.48	6.44	6.40
美元兌港幣	7.83	7.84	7.85	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
美元兌印度盧比	75.7	76.2	76.7	76.3	75.8	75.4	75.0	74.5
美元兌印尼盾	14360	14630	14900	14760	14620	14480	14340	14200
美元兌馬幣	4.21	4.25	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22	4.20
美元兌菲幣	52.5	53.2	54.0	53.6	53.2	52.8	52.4	52.0
美元兌新幣	1.37	1.38	1.39	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
美元兌韓圓	1240	1260	1280	1260	1250	1230	1220	1200
美元兌泰銖	33.5	34.2	35.0	34.6	34.2	33.8	33.4	33.0
美元兌越南盾	22740	22690	22640	22590	22530	22480	22430	22380
澳幣兌美元	0.73	0.71	0.70	0.71	0.71	0.72	0.73	0.74
紐幣兌美元	0.68	0.66	0.65	0.66	0.67	0.68	0.69	0.70
歐元兌美元	1.09	1.07	1.05	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
美元兌日圓	118	119	120	119	118	117	116	115
英鎊兌美元	1.30	1.29	1.27	1.28	1.29	1.31	1.32	1.33
美元指數 (DXY)	99.4	100.7	102.0	101.0	100.0	99.0	98.0	97.0

資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

受惠於需求 的支撐

2022年第2季 – 黃金

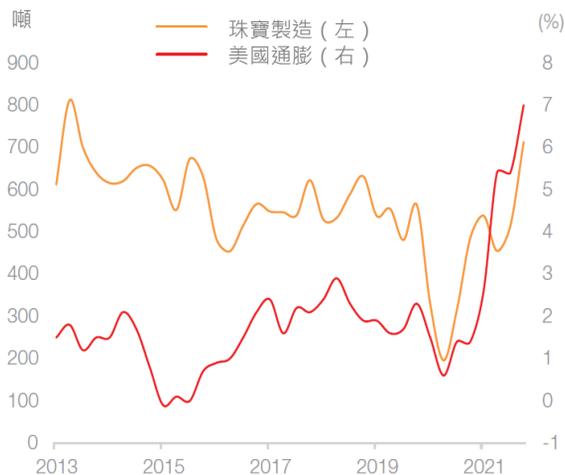
因為被視為衰退、惡性通貨膨脹和更高波動度的避險工具，黃金的需求依然強勁。它也是星展集團槓鈴式投資組合中的風險分散器。

另類投資：黃金

儘管利率上揚和強勢美元，但2021年黃金的表現仍然穩健；事實上，多元化的需求來源支持金價呈現區間整理格局。2021年，黃金整體需求成長了10%，恢復到接近2019年的水準。相較於2020年，中央銀行的黃金需求成長了82%，其次是珠寶製造的67%、金條和金幣投資的31%及科技的9%。然而在2021年，黃金ETF流出了173噸黃金，相較於2020年的流入874噸。星展集團認為這主要是因為比特幣和股票等其他風險性資產表現強勁；但由於比特幣、股票以及債券的波動度提升，避險因素將帶動黃金的需求。

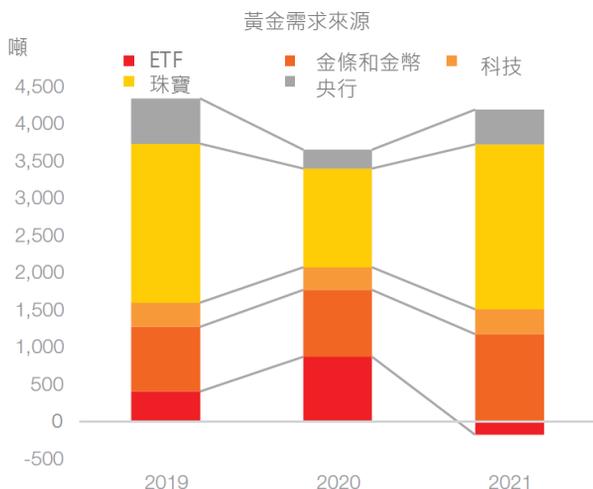
特別是，2021年第4季通貨膨脹開始持續高於市場預期時，黃金的需求大幅增加。在肺炎疫情後需求強勁復甦帶動下，油價走揚和全球供應鏈中斷，因此星展集團預期通膨將維持高檔水平一段時間。作為通貨膨脹的避險工具和黃金珠寶消費可望繼續支撐黃金的需求。

後肺炎疫情和通貨膨脹因素，珠寶銷售增加



資料來源：Metal Focus · World Gold Council · 彭博 · 星展集團 2022年3月

閃閃發光 – 2021年基本需求回升



資料來源：Metal Focus · World Gold Council · 彭博 · 星展集團 2022年3月

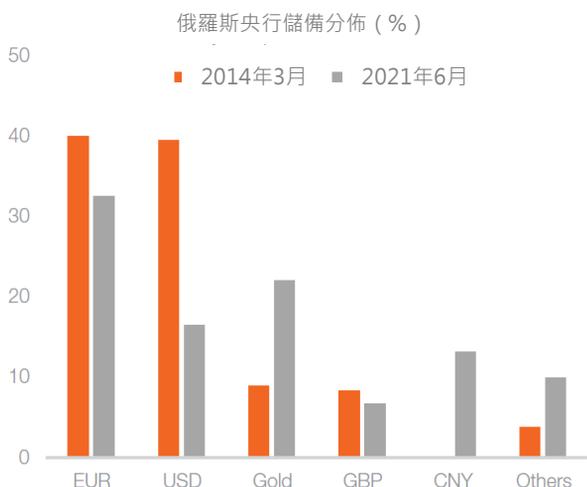
新興市場 (EM) 央行增加黃金儲備

俄羅斯與烏克蘭緊張局勢繼續推升黃金的避險需求。2014年初，當時地緣政治緊張局勢升級，黃金價格在一個月內上漲了100美元或7%。

星展集團認為，對於面臨美國威脅制裁的國家，黃金是一個非常有效的避險資產。值得注意的是，2014年以來，俄羅斯的黃金儲備超過了美國公債，也反映新興市場國家以黃金作為貨幣多元化的工具，因應政治局勢趨於緊張的情況。

在市場波動度上揚期間，避險因素增加黃金需求；若美元走弱，也可望支撐金價。星展集團認為美元的升值幅度不太可能再像去年一樣。首先，市場可能已經充分反應美國聯準會 (Fed) 今年將升息六至七次的情境；第二，債券殖利率已高於肺炎疫情前的水準 (約2%)；第三，雖然歐洲央行 (ECB) 將比Fed更加耐心，但ECB也正在加速減碼量化寬鬆的措施，因為歐洲2月通貨膨脹已達到5.8%；第四，通膨上揚的風險顯示之後經濟成長可能放緩，Fed的升息步調將更為謹慎，以免採取錯誤的政策。星展集團的長期貨幣有效匯率模型顯示，美元遭到高估約11.7%。

央行購買黃金，將儲備多樣化



資料來源：Central Bank of Russia · IIF 2022年3月

黃金與美元指數呈逆相關



資料來源：彭博 · 星展集團 2022年3月

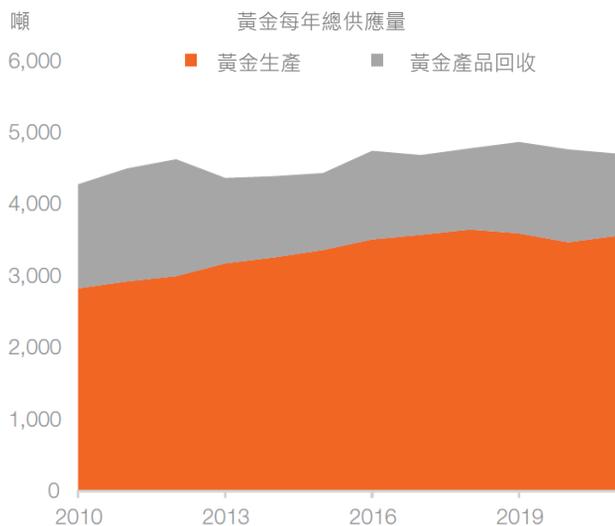
通膨上揚、地緣政治風險和股市大幅震盪促使2022年以來，全球黃金ETF呈現流入。這是黃金多樣化的屬性，避險需求支撐了需求。

與此同時，黃金也有稀缺性的特質，因為黃金生產商缺乏取代老化主要金礦的新專案和高質量資產的計劃。此外，肺炎疫情也影響了過去兩年礦業公司的探勘計劃。

在升息的环境下，黃金的相對價值也較為便宜

星展集團評估黃金的避險效果，以黃金比較其他資產；作為通膨避險的儲存價值（商品），相對股市的評價（美國標準普爾500指數本益比）和黃金相對其他收益標的的機會成本（股息殖利率、債券殖利率和聯邦基金利率的結合）。

黃金供應有限



資料來源：Metal Focus · World Gold Council · 彭博 · 星展集團 2022年3月

黃金相對價值摘要

	資產	黃金 (高估 / 低估)
黃金作為通膨避險	大宗商品	-4%
	實質利率	-29%
	消費者物價指數	-2%
黃金作為另類資產	股市	6%
黃金的機會成本	平均殖利率	2%
平均		-5%

資料來源：星展集團 2022年3月

結果顯示：

1. 相對其他通膨資產，黃金的價值仍遭到低估，特別是實際利率
2. 相較於美國標準普爾500指數本益比，黃金並不像替代資產吸引人
3. 儘管沒有利息收益，但與其他收益型資產（如高股息股、聯邦基金利率和長天期債券殖利率）相比，黃金僅小幅高估。
4. 整體而言，黃金的合理價格約每盎司2,200美元。

作為替代資產，黃金較股票貴



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

作為儲存價值，黃金相對其他商品便宜



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

隨著殖利率上揚，黃金的機會成本



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

黃金礦業類股與黃金價格相關性高

在這一波市場的震盪下，相較於標準普爾500指數，黃金礦業類股與黃金價格相關性更高，也受惠於金價的上揚。以每盎司1,800美元的黃金價格而言，黃金礦業公司的獲利受到充分的保護，因為整體平均維持現金成本 (AISC) 為1,200美元。

在市場面臨困境時，黃金礦業類股是一個具吸引力的風險分散器



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月
* 52週的週數據滾動式相關性

黃金礦業類股的評價面下滑，本益比平均降低了25倍至15倍，因為投資人普遍忽略了這個類股。星展集團認為，更高的黃金價格和穩健的現金流，金礦公司藉由併購追求成長將重新成為2022年的焦點。

投資結論

星展集團仍然認為，應將黃金和黃金類股納入槓鈴式投資組合當中，作為分散風險的工具；同時也上調今年底金價預估至每盎司2,200美元。

投資者忽略了黃金礦業類股



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

原油

油價再次出現地緣政治風險溢價

受到俄羅斯與烏克蘭衝突升級，原油再次出現每桶100美元以上的價格。隨著俄烏戰爭開打，布蘭特原油價格一度升破130美元。隨著衝突增溫，包括美國和北約盟友在內的西方國家對俄羅斯和相關人士施加了一系列制裁。但由於俄羅斯是石油和天然氣的主要出口國，歐洲正面臨能源危機。

反應美國和歐盟考慮直接禁止從俄羅斯進口原油消息，近期原油價格一度突破每桶130美元。雖然美國已經禁止俄羅斯原油進口，但歐盟仍是俄羅斯原油的主要進口國，迄今為止仍未直接制裁。然而，雖然原油尚不是正式制裁的項目，但許多煉油廠已經自行對俄羅斯原油採取禁運措施。因此，未來數月每日俄羅斯將減少150萬至200萬桶的供應。若美國、歐盟和其他經合組織（OECD）國家同時採取禁止俄羅斯原油進口的措施，每日將可能有300萬至400萬桶的全球原油供應受到影響，而且無論是石油輸出國組織（OPEC）剩餘產能、美國頁岩油增產或是伊朗核協議，均很難抵消。

庫存趨緊導致原油市場易受供應衝擊和波動性的影響



資料來源：彭博·星展集團·2022年3月

2022年極端的油價。儘管尚無法排除油價升至150美元/桶的情況，星展集團的基本假設情境中，2022年平均布蘭特原油預估價已從每桶77至82美元調升至95至100美元。若是西方國家對俄羅斯原油直接制裁和戰事拖延，星展集團的平均每桶原油價格預估則需再升到110至115美元左右，而原油價格的高點更可能升到180至200美元。

一旦戰爭衝突降溫或藉由談判解決，油價則可望溫和，但尚不會回復至衝突前的水準，因為一些制裁和中斷仍將干擾市場，部份國家依賴俄羅斯原油進口的情況可能會有結構性的變化。因此，星展集團不僅重新評估2022年上半年油價預估，並且預期2022年下半年油價將高於原本預估。但維持2023年平均布蘭特油價預估於每桶85至90美元。

整體而言，在石油輸出國組織與盟國（OPEC+）勉強達到生產目標和結構性的投資不足的情況下，供給面仍然趨緊。儘管市場因俄羅斯與烏克

蘭戰事出現較大的波動，但OPEC+國家仍然堅持計劃在2022年9月底之前每月日產量只增加40萬桶，並有序的結束減產措施。雖然每桶100美元的油價並非OPEC國家所需要的，但星展集團認為OPEC也不太可能出面抑制油價。實際上，由於投資不足，許多OPEC成員國都在勉強達到目前的生產配額，特別是一些非洲國家。中期而言，由於結構性的投資不足，全球能源的供需情勢仍將支撐油價；過去數季，儘管能源企業的高現金流量，但全球石油和天然氣的上游業者的資本支出仍趨保守。

2022年與2023年星展集團季度平均油價基本假設

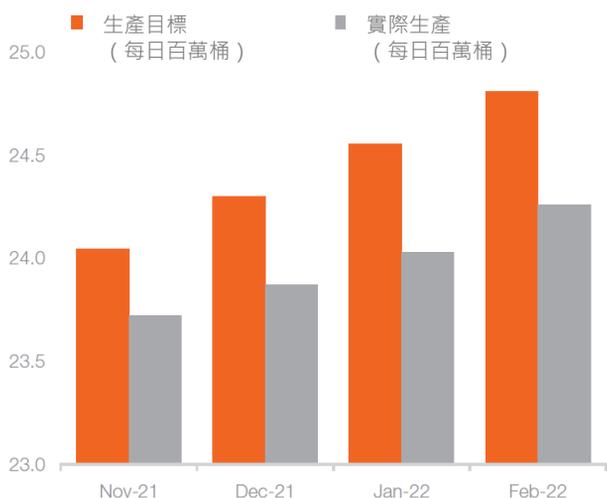
每桶美元	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
平均布蘭特原油價格	100.0	107.5	94.0	87.5	87.0	86.0	88.5	90.5
平均西德州中級原油價格	97.0	104.5	91.0	84.5	84.0	83.0	85.5	87.5

資料來源：星展集團，2022年3月

美國與伊朗可能在今年達成核協議是少數可以抑制油價的因子之一。自去年底以來，在維也納舉行的重啟伊朗核協議會談，跡象顯示可能在2022年3月底前有機會達成共識。然而，歷史經驗也顯示，延誤的可能性很高。但是，當簽署最終協議時，肯定會對油

價產生一次性的負面影響，並且可能抵消目前的一些地緣政治風險溢價，但應不至於導致油價重挫。其他可能壓抑油價的因素包括：1) 美國頁岩油產量在高油價的情況下增產；2) 美國聯準會 (Fed) 升息幅度大於預期。

過去數月，OPEC產量下滑至產出目標之下



資料來源：彭博·星展集團，2022年3月

伊朗目前日產量約低於過去高點150萬桶



資料來源：彭博·星展集團，2022年3月

私募股權的 資本成長策略

2022年第2季 –
另類投資：私募資產

除了多元化的優點之外，投資人還可藉以參與更廣泛的投資領域、成長型產業和具吸引力的投資報酬與風險結構。

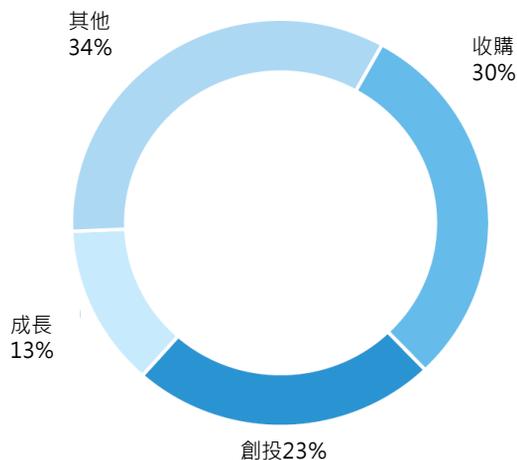
私募股權的資本成長策略

動盪的世界中平靜的綠洲。受到肺炎疫情的影響，全球風險性資產在2020年一度受到前所未有的壓力。然而，由於與傳統資產類別的低相關性，私募股權（PE：Private Equity）的表現仍然穩健。由於市場流動性充足，且普遍存在結構性低利率的情況，全球投資人正在增加PE部位，藉以加強投資組合的報酬。這在養老基金、主權財富基金和家族辦公室（family offices）領域中特別顯著。

雖然收購一直是PE傳統的焦點，但追求創造價值的機會，結合積極顛覆和轉型的商業模式，使資本成長策略成為焦點。由於目標公司運用資本結構進行融資的比率通常較小，而且主要關注於擴張，資本成長也通常被認為是“成長股”或“資本擴張”。

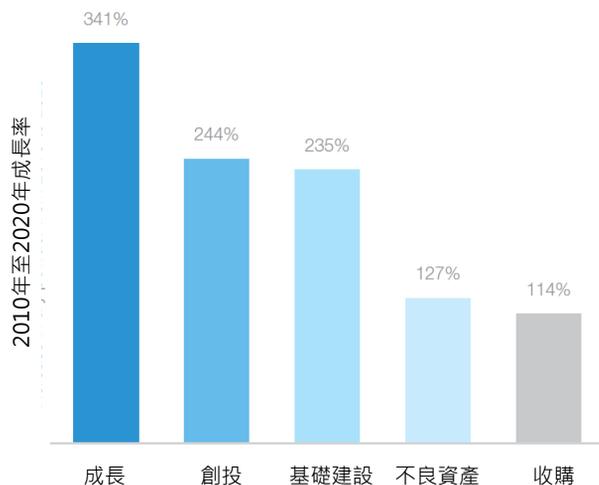
過去十年，資金一直在尋求創新的方法來創造價值與回報。藉由科技進步和肺炎疫情的因素顛覆了傳統商業模式，進一步推升成長投資領域。

PE策略資產規模的分佈



資料來源：Preqin Pro，星展集團 2021年6月30日

資本成長是最吸引資金的PE策略



資料來源：Preqin，Thomson Reuters，SPAC Insider，Bain Capital 2022年3月

資本成長 – 介於創投與收購之間充滿活力的交叉點。 相關策略快速成長，介於創投（投資於新創公司）和收購（接管具有多年經驗現金流和獲利能力的成熟公司），資本成長同時具備兩種策略的一些特質。

獲得資本成長策略青睞的公司應該已經是成功的企業 – 這顯示，經過驗證的價值定位，產品和/或服務商業化以及客戶的收購策略，但這並非全部。重要的是，資本成長策略的目標也必須具有顯著的成長潛力，可以藉由資本成長投資人注入的資本來實現。

藉由拓展至新市場或在現有市場中擴張，實現這種成長潛力通常來自突發的機會。當目標成功擴大時，資本成長公司以良好的獲利吸引投資人，無論是對私募投資人還是公開發行。

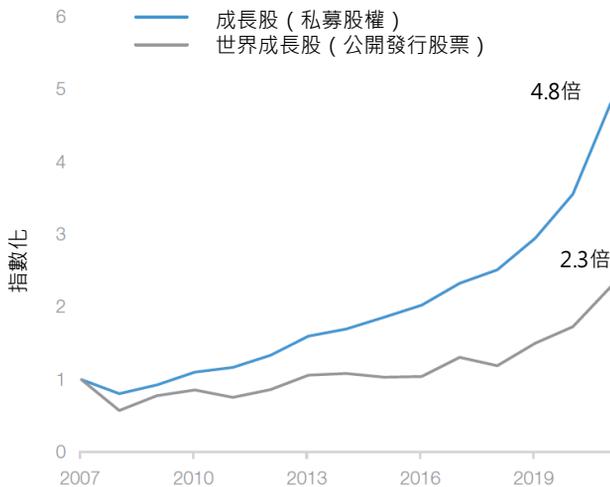
資本成長投資的結構。 資本成長投資的獨特特性是目標公司現有管理團隊發揮積極作用。資本成長投資通常結合少數股份（通常高達20%）的形式。這樣的持股意味著資本成長公司並不掌控公司 – 策略和營運決策仍由現有的公司管理層掌控。因此，成功的資本成長投資需要具備競爭力、合作和可靠的管理團隊。資本成長投資人需要能夠藉由注入的額外資本，並信任管理層可以成功地走向下一步。

但是，這並不意味著資本成長公司一定是被動投資人。他們也可能會影響公司決策，並與管理層密切合作。為此，資本成長投資通常伴隨著投資人所需的某些條件。部份基本條件包括擔任公司董事會成員或有權批准重大決策（例如，擴張計劃、收購或分割、增資和主要員工的異動）。

資本成長的吸引力。 除了多元化的優點和優於上市股權投資的報酬外，資本成長的投資人也受惠於以下內容：

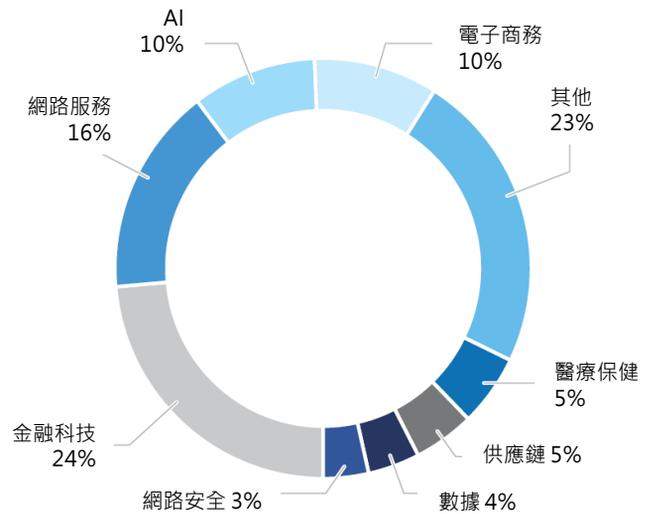
- 獲得參與更廣泛的投資領域** – 資本成長使投資人能夠獲得參與成長公司的機會，其中許多是私人所擁有的。一般而言，公司會選擇保持私有。這可能是為了保持靈活性，避免伴隨公開發行而產生的監管和行政費用，或者只是因為有足夠的私募資本可用，因此公開發行量較過去少。根據 Statista 的數據顯示，過去十年，美國企業公開發行所獲得的中位數資金從僅6700萬美元成長至2020年的1.67億美元。這顯示資本成長的領域正顯著成長，也呈現出更廣泛的投資機會。
- 參與成長類股** – 資本成長的投資通常是比經濟快速成長的產業。此類產業包括科技、醫療保健、科技金融和企業服務；許多相關領域在歷史上都創造出大量的“獨角獸”（即私人公司達到十億美元價值）。這些機會通常一般投資人無法於公開市場取得。因此，尋求相關機會的投資人需考慮透過投資資本成長基金。

資本成長受青睞 – 資本成長PE指數淨值相對公開發行的成長股的表现



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

資本成長成功的交易：獨角獸評價 (依類股)



資料來源：CB Insights，星展集團 2021年12月31日

- **具有適度虧損率與潛在報酬吸引力** – 資本成長在風險投資和收購投資之間提供了明確的風險報酬。一方面，相較於創投，資本成長公司往往會展現出較低的資本虧損風險，因為目標公司已經建立了經驗和降低早期採用者的風險。另一方面，與收購的目標一致，資本成長的目標公司已有現存的業務。但是，與通常高度槓桿的收購不同，資本成長策略涉及最小的槓桿率。不是用來因應利息和債務，幾乎所有資本都可以用於擴張計劃。這促使資本成長享有比收購更大的上漲潛力。

資本成長投資的風險。儘管資本成長投資具有吸引力，但投資人仍應留意，資本成長策略的風險：

- **擴張計劃的執行** – 投資價值的增加取決於公司擴張計劃是否成功執行。為了降低相關不確定性，投資公司必須在投資前精確地評估每個可能目標。資源必須致力於評估管理層擴張計劃的可行性，並獨立衡量公司的成長潛力。
- **與現有管理團隊和投資人合作** – 除了公司的創始人和管理團隊外，資本成長公司還需要與早期投資人合作。為了降低利益衝突影響

投資結果的風險，精明的基金經理應確保投資人對於選擇目標與公司的願景及發展路徑是一致的。他們也應選擇與投資公司具有綜效的目標，以便有意義地促進擴張計劃。

資本成長投資人的附加價值。多數理想的目標是已創立和具有現金流的公司。這些公司通常實際上不需要額外資本繼續運作。通常這些公司處於轉捩點，面臨決定是否 (1) 繼續使用現有資金、運用保留盈餘再投資以穩步發展業務，或 (2) 取得成長投資並加速成長。這在投資人和目標之間創造了一個共生關係，且公司接受投資與否亦會取決於資本成長投資人的價值。

非資本的附加價值是各資本成長公司的差異化之處。越能帶來附加價值的公司，越具吸引力。這些能力包括生態系統、資源和專業知識。投資人能帶來的附加價值越多，越能影響公司的決定。

挑選合適的資本成長基金。有越來越多的投資公司提供資本成長的機會。除PE公司外，晚期創投、避險基金和共同基金均為投資人提供投資此領域的機會。選擇資本成長基金時，投資人需慎重考慮以下重點：

- **資源豐富且關係良好的基金經理團隊** – 機會搜尋和評估目標的適用性可能需要與目標管理團隊建立多年的關係，並了解他們的經營理念。對於現有的投資，基金經理還必須有資源積極參與並有意義地影響公司的成長。
- **核心競爭力和績效紀錄** – 公司應具備一個或多個關鍵領域的能力，藉以補強業務擴張的需求。這些

領域包括併購、公開上市、流程改善與市場進入等。該公司應在其焦點領域展現出成功的紀錄。

- **整體投資公司的規模** – 規模往往與資本成長基金的成功相關聯。擁有足夠的規模可確保必要的資源，以便為發起更廣泛的商業網路和更廣泛的能力。

結論，資本成長策略是投資人現有PE的多元化部位，也呈現出確切的風險和報酬結構。精明的基金管理人仔細選擇合適的資本成長目標，令投資人從已經成功的企業擴張計劃中受惠，即使在周期性的困境期間也提供成長潛力。



全球醫療保健

防禦與成長兼具

投資主題 – 全球醫療保健 (2)

醫療保健類股佔全球股價指數約15%，展現出其兼具穩定和長期成長的特徵。由於“防禦與成長”的特點。本季深入探討孤兒藥以及製藥公司如何從這個重要發展中受惠。

全球醫療保健

在2022年第一季，星展投資總監洞察討論了醫療保健產業正面的長期前景。本季繼續深入探討孤兒藥以及製藥公司如何從這個重要發展中受惠。

俗話說，健康就是財富。醫療保健類股佔全球股價指數約15%，展現出其兼具穩定和長期成長的特徵。由於

“防禦與成長”的特點，星展集團仍然堅定地看好醫療保健類股。這種防禦性源自於醫療產品和服務的價格彈性相對較低。成長則是由不斷成長的終端需求和不斷增加的醫療補救措施和解決方案所推動。

“健康的公民是任何國家所能擁有的最大資產”

英國前首相 – 邱吉爾

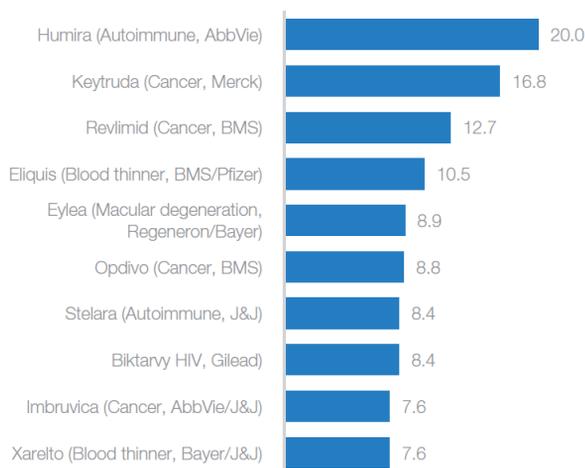
全球醫療保健的未來。醫療保健公司針對威脅生命的疾病創造更好的治療方法已取得重大進展；並提供全方位的醫療保健解決方案。在許多長期因素的推動下，相關產業的未來依然良好。

醫療保健機構的角色正在轉變為提供解決方案，而不僅僅是銷售產品。相關產業在醫療保健價值鏈上的動態發展將包括對生命科學和孤兒藥的重視、設備的發展、策略併購機會、資產負債表實力的擴大、產品多樣化、數位轉型和獲利可持續性能力。

醫療保健公司擁有的不僅僅是專利藥物。產業領導者將繼續享受其核心品牌產品帶來的收入，特別是在這些公司擁有定價權、全球影響力和專利權的暢銷藥物（blockbuster drugs）。

例如，市場預估2021年最暢銷的10種藥物的銷售額將達1100億美元。儘管這個年度數據似乎很大，但僅占前15名（依指數權重）製藥和生技公司總營收的16%；顯示，相關產業營收多元和對單一產品的低依賴度。除了核心藥物組合外，這些公司通常還擁有廣泛的治療藥物，這些藥物在經常性收益中發揮著同樣重要的作用。

2021年暢銷藥物 (十億美元)



資料來源：EvaluatePharma，星展集團
2022年3月
*.BMS – Bristol Myers Squibb

孤兒藥。孤兒藥是可以治療罕見疾病的藥物；相關藥物的發展獲得政府資金的支持和法規的規範，例如美國1983年的孤兒藥法案。隨後日本於1993年和歐盟於2000年也藉由類似的方式立法。這種由監管支持的藥物在之後的數十年中對孤兒藥的開發產生了巨大的影響。

政府機構在關鍵時期啟動醫療創新和藥物開發的情況並不少見，通常是藉由數據共享、專利權許可和資金的援助。

全球約有7,000種罕見疾病影響著4億人，而且還在不斷增加當中，孤兒藥在挽救生命方面發揮著越來越重要的作用。因此，開發和提供有效的治療方法至關重要。

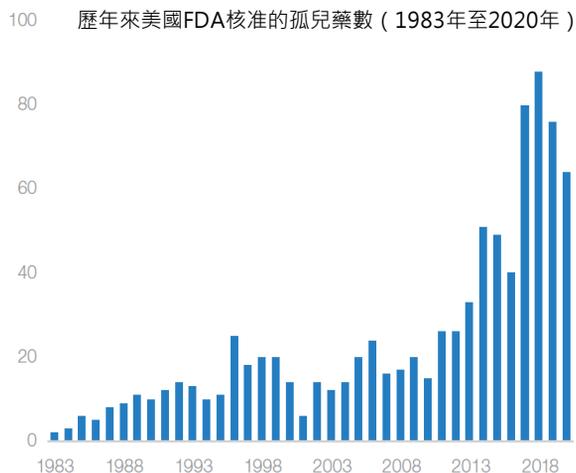
產業領導者也是開發和商業化孤兒藥的贏家，因為他們擁有資金、專業知識、生物醫學數據、研發能力以及專利權。

80年代初以來，獲得美國FDA通過的孤兒藥數量呈現增加趨勢，部份藥物也己成為罕見病的主流治療方法。按照目前的速度，未來孤兒藥可望在挽救生命方面發揮更大的作用。

其他驅動因素包括罕見疾病的出現以及現有療法不足的情況下迫切的需要，以及開發此類療法的科技進步。例如，使用基因定序、反義療法（治療神經衰退和神經肌肉疾病）和數據分析在發現新型孤兒藥方面發揮了重要作用。

憑藉更先進的研發能力、可靠的記錄、大量經過驗證的數據、大規模臨床試驗能力和良好的財務資源，大型醫療保健公司將繼續尋找新解決方案，在孤兒藥領域中扮演開發藥物的主導地位。

越來越多孤兒藥獲得美國FDA的批准



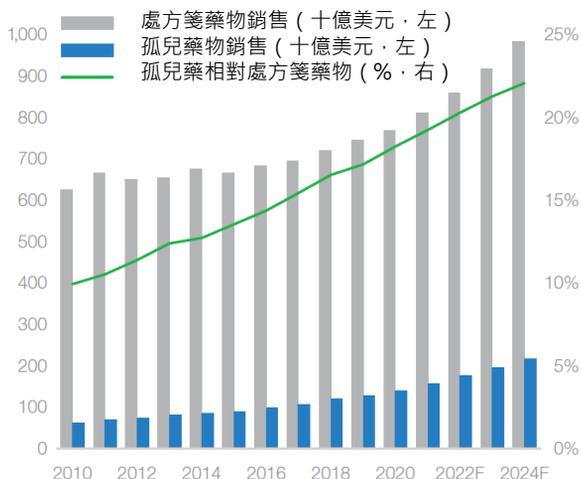
資料來源：美國FDA · Pharmaboardroom · 星展集團
2022年3月

孤兒藥的開發具有良好的商機。有時，孤兒藥最終可能成為大規模專利藥物開發的基礎，進而帶來新商業化的機會。

一個巨大且不斷成長的潛在市場。半個世紀前，罕見疾病患者的治療方法有限，直到官方正式承認孤兒藥。孤兒藥法案支持開發新的療法來治療罕見疾病，這些疾病過去在醫療保健公司中被認為在商業和財務上都沒有吸引力。這一政策激勵了製藥公司研究和開發罕見疾病治療方法。

2010年全球孤兒藥銷售額為620億美元，相當於專利藥銷售額的10%。根據預估，至2024年，孤兒藥銷售額的成長將超過專利藥，整體潛在市場價值將超過2000億美元，相當於專利藥的22%。

孤兒藥是重要的治療方法



資料來源：EvaluatePharma · 星展集團
2022年3月

與此同時，至2024年，前10大製藥商的孤兒藥年度銷售額將達1200億美元。孤兒藥的製造商和領先開發商為主要製藥公司，它們也主導專利藥的市場。根據預估，至2024年，整體孤兒藥的年度市場價值將升至2170億美元；孤兒藥將成為足夠大的業務，吸引醫療保健產業的領導者進一步將巨額研發資金投入這個領域，藉以擴大治療藥物。

根據美國密西根大學的研究，罕見疾病治療佔孤兒藥收入的30%，其餘70%則是來自以孤兒藥治療常見疾病。這顯示孤兒藥在治療常見疾病方面具有更大但目前尚未被認可的潛在市場。同時，孤兒藥目前僅覆蓋不到10%的罕見病，隨著使用範圍不斷擴大，未來數年相關領域在醫療保健產業具備極大的潛力。

產業領導者開發孤兒藥的原因：

1. 較高的成功機率，因為他們在研發過程中使用針對性的遺傳方法
2. 很少或沒有競爭
3. 營銷專營權
4. 具吸引力的潛在獲利
5. 監管機構加快審查流程
6. 官方的支持
7. 更高的價格
8. 較短的開發週期

本質上，孤兒藥是一項有利可圖的業務。根據英國利物浦大學的研究，擁有孤兒藥獨家營銷權的公司比沒有專營權的公司更有利可圖。近期，為孤兒藥開發提供監管激勵的國家和地區進一步擴大，包括美國、歐洲、日本、澳洲、南韓、巴西與印度等。

在美國，孤兒藥被授予七年的獨家營銷權，在到期後仍可能會獲得延期。在英國，獨家營銷權的期間更長達10年。這些因素有利孤兒藥的持續開發。市場預期，前十大暢銷的孤兒藥在2024年將有超過500億美元的年度營收。隨著對罕見疾病的了解和孤兒藥可用性的提升，將有更多的患者獲得治療，進而增加相關收入潛在機會。

例如，為了把握各種免疫媒介罕見疾病孤兒藥的機會，阿斯利康 (AstraZeneca) 以390億美元收購了 Alexion，成為2020年最大的醫療保健產業的交易。武田 (Takeda) 為了獲得罕見疾病開發以及其他策略因素，以810億美元併購 Shire。

顯然，孤兒藥和罕見疾病治療逐漸成為大型醫療保健公司的主流業務。長期而言，這樣的發展可望受到重視。

醫療保健產業的長期驅動力。除了開發新藥和先進療法外，星展集團預期醫療保健產業未來的成長動力將是多管齊下且持久的。關鍵的潛在領域包括：

1. 預防性治療和早期發現
2. 免疫學
3. 新傳染病的治療
4. 人工智能應用追蹤和預測

5. 藉數據促進臨床試驗以提高療效
6. 治療後患者監測和個人護理
7. 客製化治療方案
8. 機器人手術、奈米科技和組織工程中的精密設備
9. 研發成果中的預測智能
10. 醫患互動的數位和虛擬化平台

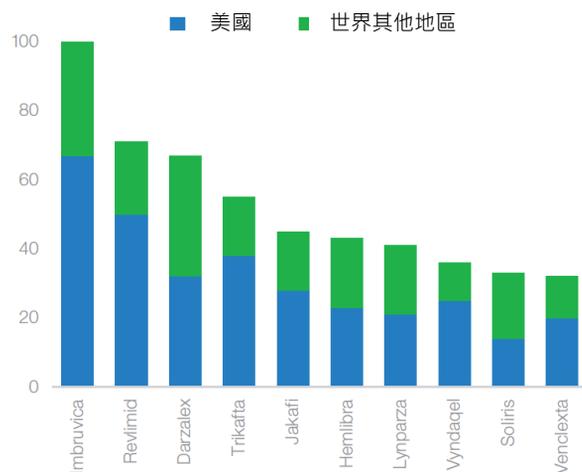
資料來源：Tribecaknowledge.com · 星展集團

在強勁的供需背景、有利的政策支持、疫情形勢、對整體醫療保健服務的需求激增以及創新的情況下，醫療保健公司將繼續大力投資藉以掌握長期的上升趨勢。

強勁的營收和獲利能力。醫療保健產業的另一個顯著特點是獲利品質和穩定性。二十多年來，該產業一直產生超出市場預期的獲利，進一步支持星展集團繼續看好醫療保健產業的建設性觀點。

過去數十年的經濟和金融週期中，醫療保健產業營收未受影響。根據2000年以來的數據，平均70%公司的獲利優於市場預期，而有20%公司的獲利不如市場預料。這種穩定的趨勢相當一致，進一步證明醫療保健是值得長期看好的產業之一。

預估2024年前十大暢銷處方孤兒藥年銷售額（依據類型，十億美元）



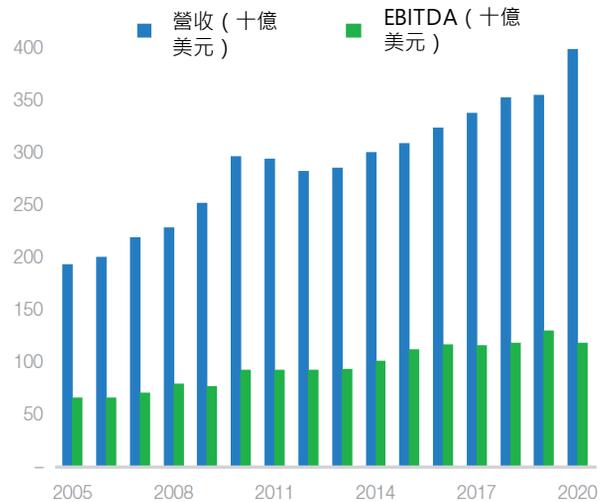
資料來源：EvaluatePharma · 星展集團
2022年3月

Imbruvica：治療慢性淋巴球性白血病 / 小淋巴球性淋巴瘤；Revlimid：治療多發性骨髓瘤；Darzalex：治療不適合接受自體幹細胞移植的新診斷多發性骨髓瘤成人病人；Trikafra：治療囊性纖維化病；Jakafi：治療原發性骨髓纖維化；Hemlibra：治療血友病；Lynparza：治療遺傳性突變的癌症，包括某些卵巢癌、乳腺癌和前列腺癌；Vyndaqel：治療第一階段有症狀的多發性神經病患者的轉甲狀腺素澱粉樣變；Soliris：治療某些患有重症肌無力和陣發性夜間血紅蛋白尿，非典型溶血性尿毒癰綜合征的成年人

星展集團分析美國和歐洲醫療保健產業領導業者的財務狀況。過去16年（2005年至2020年），即使在金融和經濟危機時期，它們的稅息折舊及攤銷前利潤（EBITDA）穩定，且獲利波動低。美國公司的收入和EBITDA呈現穩步上升的趨勢；同樣地，歐洲公司在同一時期也展現出韌性。

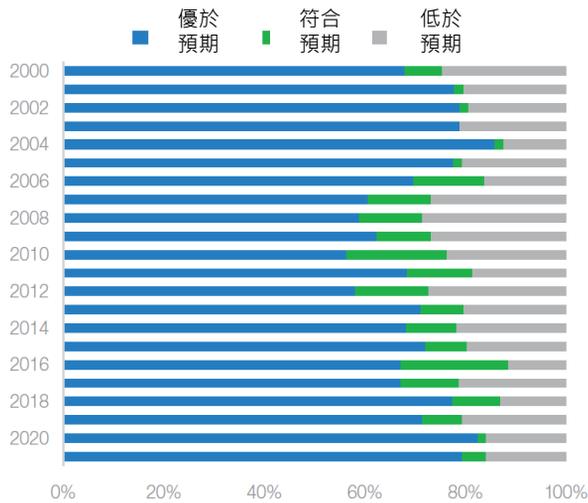
圖表顯示，EBITDA利潤率穩定於30%左右。這要歸功於不斷成長的需求、新療法和解決方案的開發、定價權以及專利保護。可持續的獲利能力使醫療保健產業及參與者能夠維持其在無休止的大量研發支出方面的承諾，以繼續推出專利和孤兒藥。

美國醫療保健公司的綜合收入和EBITDA（2005年至2020年）



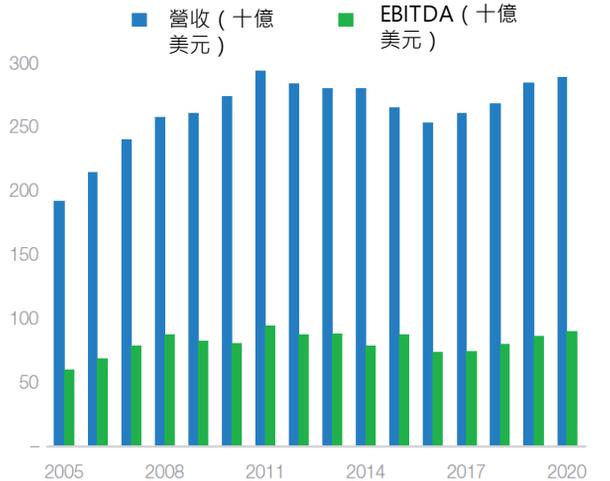
資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

提供優於市場預期獲利的可靠性



資料來源：EvaluatePharma，星展集團 2022年3月

歐盟醫療保健公司的合併收入和EBITDA（2005年至2020年）



資料來源：彭博，星展集團 2022年3月

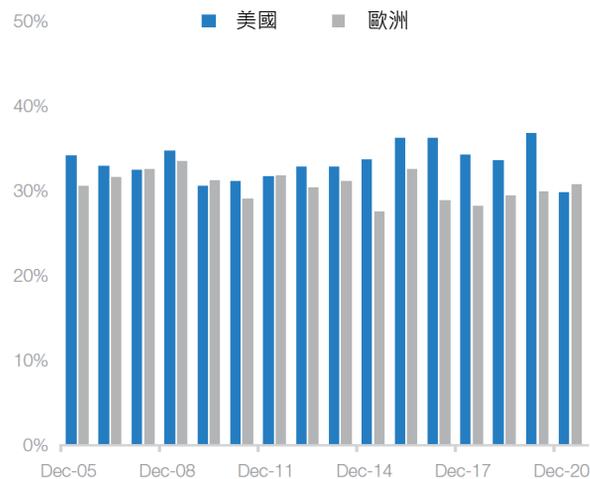
醫療保健類股的投資具有“防禦成長兼具”的特性。醫療保健是一個獨特的行業，在經濟周期中繼續享受收入和獲利的上升趨勢。市場對2022年的營收和獲利進一步上調，這將是支撐醫療保健類股未來股價表現的利多因素之一。以2005年為標準，由於其“防禦成長兼具”的性質，醫療保健公司的獲利大幅優於全球股市，而且沒有出現任何明顯周期中期的衰退問題。

產業領導者處於有利的地位，可以更深入開發診斷、預防、治療和治愈未知疾病的新方法。因此，把握住這個主題的有遠見投資人可望獲得回報。

很顯然，醫療保健類股在絕對和相對的基礎上都提供良好的股東報酬。過去10年，前瞻股東權益報酬率（ROE）從20%持續成長至30%；這顯示醫療保健公司有能力和創造更高的獲利能力，為股東提供良好的回報，並有效的運用資本。

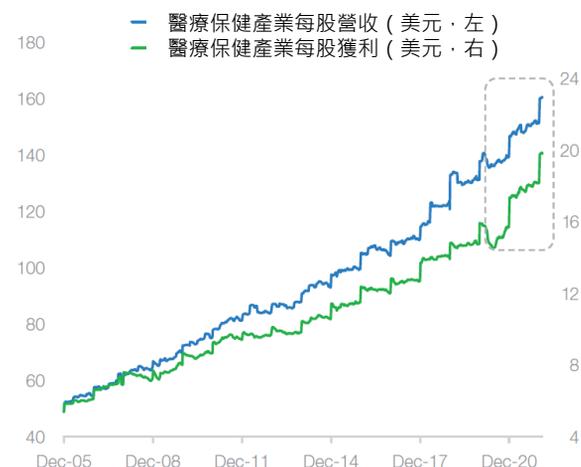
由於“防禦成長”的明顯特性（強勁且穩健的獲利潛力，並具備防禦性），醫療保健類股的價值面低於全球股市是不合理的。星展集團預期價值面將逐漸正常化，以反映該產業獨特而卓越的基本面，包括韌性和獲利成長、全球影響力以及它們對現有和未來數代人的根本重要性。

醫療保健公司的EBITDA利潤率穩定（2005年至2020年）



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

醫療保健產業的獲利穩健



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

此外，抗病毒藥物和新療法的發現將重塑全球醫療保健產業。世界無疑需要更好的藥物、疫苗、治療方法、設備和工具以及可靠的醫療保健解決方案。這進一步支持星展集團看好醫療保健產業的長期投資論點，將其作為槓鈴式投資策略成長型資產的長期關鍵部位。

具吸引力的股東報酬



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

獲利成長優於全球股市（2005年=100）



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

價值面折價並不合理



資料來源：彭博·星展集團 2022年3月

ESG： 減碳過程的機會

專題報告 – 減碳過程的機會

在過渡至低碳經濟需要能源系統、運輸系統和全球經濟許多其他方面的徹底改革。大規模的變革為投資人提供了許多可以考慮的機會。

ESG：減碳過程的機會

為什麼減碳很重要？

減碳是減少碳排放藉以降低氣候變遷影響的過程。這個工作至關重要，因為全球目前正在面臨平均氣溫升高的問題，這對環境、社會和經濟有嚴重的影響。對於投資人而言，減碳很重要，因為在過渡至低碳經濟需要能源系統、運輸系統和全球經濟許多其他方面的徹底改革。為了說明所需的改變，最近的國際能源署（IEA）報告指出，在2030年前，我們每年需要在清潔能源領域投資超過4兆美元，藉以在2050年時達到淨零碳排，這個費用大幅高於過去數年的1兆美元*。

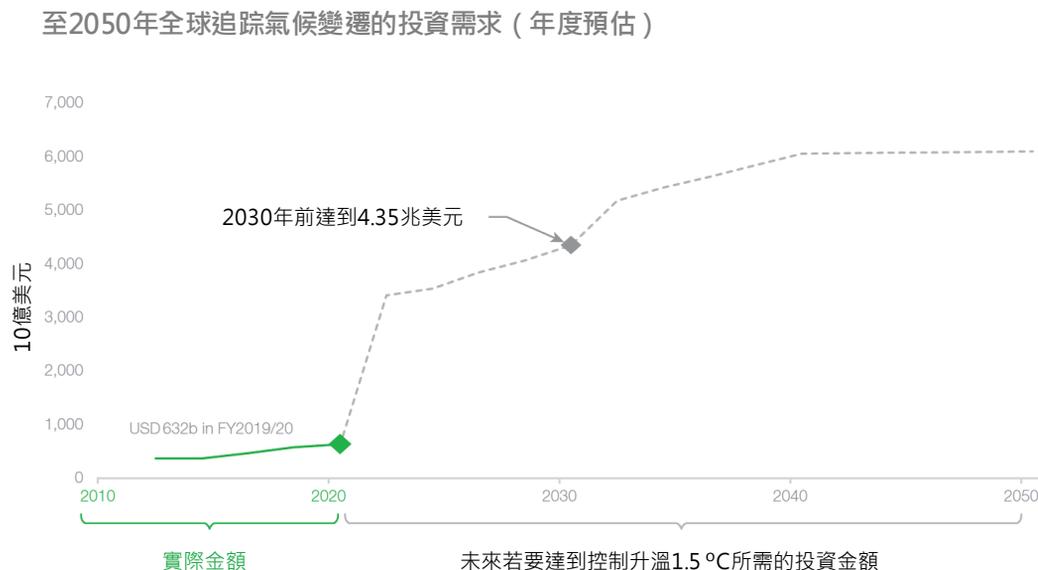
減碳現在是主流投資優先事項

減碳是強大且具備潛在結構成長趨勢

價值。與氣候變遷相關的政策、科技和消費者趨勢正在快速發展。只有少數發展項目的驅動力包含“人類生存”。

1. 政策支持轉向低碳世界

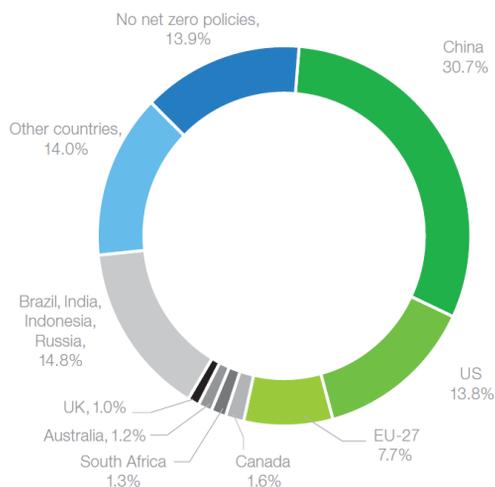
許多人原本預期氣候變遷議題在肺炎疫情期間會遭到擱置。但事實上並非如此，因為各國政府加速環境保護計劃，部分計劃用以刺激經濟成長。2020年中國、日本和韓國均提出將致力於“淨零碳排”，而歐盟則著重於對綠色產業後肺炎疫情復甦的策略。此外，美國拜登政府也已設定有企圖心的議程，藉以降低氣候變遷的影響，包括對基礎建設、風力和節能房屋的新承諾。



資料來源：Climate Policy Initiative Global Landscape of Climate Finance 2021

*. 資料來源：International Energy Agency, Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector

推動減碳的動力



c.86%
 全球承諾以淨零碳排的比重
 (包括政策、宣言、承諾和提案)

資料來源：Emissions Data from BP, countries determined as “net zero” from Energy & Climate Intelligence Unit (ECIU) · 截至2021年12月31日

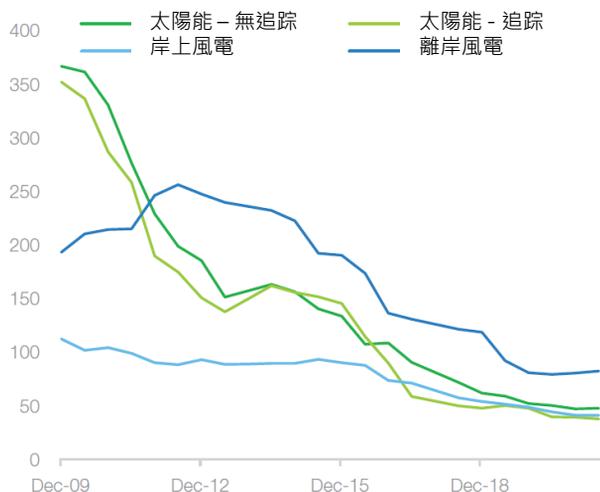
2. 乾淨能源相關的科技創新和降低成本可望持續

新的和更具成本效益的科技令太陽能 and 風力發電比傳統主要能源更便宜，特別是煤炭。近期，“綠色”科技經濟學議題獲得越來越多支持，進一步推動減碳的生態和道德的必要性。乾淨能源相關科技的進步也可望使成本進一步下降，並加強可再生能源的競爭力。

3. 消費者行為正在改變

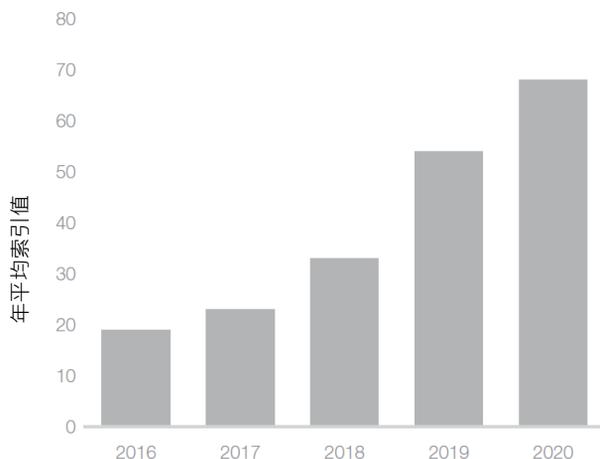
消費者越來越關注氣候變遷，也正在改變他們的行為。經濟學人智庫 (EIU) 報告指出，2016年至2020年，可持續商品相關的谷歌搜索量增加了71%。哈佛商業評論2019年的報告也指出，有41%的中國消費者希望有環保產品；同時，印度有機產品的銷售自2018年以來，成長了13%。

替代能源成本呈現下滑 - 風和太陽能



資料來源：Bloomberg BNEF · IEA 2021年6月

谷歌“購物”類別全球搜尋量 - 可持續產品



資料來源：WWF and EIU report 2021: “An Eco-wakening”

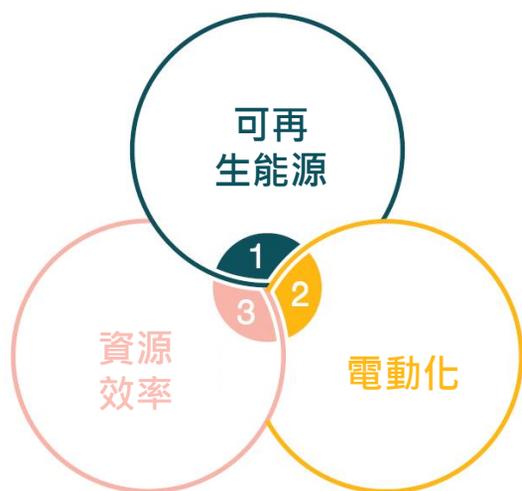
減碳的三個途徑

在討論減碳相關的資產配置時，許多投資人經常想到風電和太陽能或電動汽車製造商。但事實上，減少全球碳排放所涉及的公司範圍更廣，包括化學品、軟體、半導體、物流和廢棄物管理等多元業務。實際上，除了直接受惠於能源轉型的業者外，更重要的是整個相關供應鏈。例如，為了提供電動化運輸和平衡間歇性可再生能源所需的數百萬計的鋰電池，我們不僅需要投資電池製造，也需要投資電池的原物料（鋰、鎳、鈷、銅和其他），電源管理半導體和管理這些電池所需的電力電子設備。

以區域性的角度觀察，部份著重於氣候變遷的投資組合傾向將大部分資金佈局於發展中國家。新興市場的確是減碳過程中具備巨大潛力的地區。特別是中國的特定公司，是全球領導業者，對解決氣候變遷的努力至關重要。

減碳相關的投資機會可分為三個途徑：1) 可再生能源、2) 電動化（運輸和工業流程等）和3) 資源效率。需要多樣化的組織和企業來推動全球跨部門和地區進行。也需要資金的投資，通常具有高於平均的成長率。下表概述了投資機會的廣度，包括農業、廠房和建築效率等領域，在減碳題材中越來越重要。

減碳的機會



1

可再生能源

2

電動化

3

資源效率

太陽能	電動車	廢棄物管理
風	自駕車	房屋和建築物
乾淨能源公用事業	工業電氣化	農業
智能電網	氫經濟	消費產品
網絡	加熱和冷卻	廠房

資料來源：WWF and EIU report 2021: "An Eco-wakening"

在後肺炎疫情時代投資減碳

長期致力於減碳的企業長期結構仍然非常完整。市場仍然低估減碳相關企業的成长潛力。因此，即使全球股市在過去的一年表現強勁，但仍有特定減碳相關企業的評價面具吸引力。

2021年，許多致力於持續減碳的企業中，因為供應鏈中斷、運費和能源成本上升，以及半導體和其他零組件的短缺而受到影響。在2022年的開始，能源價格仍然偏高，且肺炎疫情的不

確定性持續，相關問題仍然是部份氣候變遷相關解決方案公司近期的挑戰。儘管難以預測，但相關問題可望在未來數月逐漸消退。

從長期的角度來看，淨零碳排的進程仍只是在早期階段，而且減碳需要加速進行，以便達成巴黎協議所設定的目標。

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。