

# 2021年第4季 投資總監洞察



Source: Unsplash

## 勇往直前

### 即將縮減購債

雖然政策利率維持於零附近，但美歐經濟重新開放帶動增長正常化將使聯準會開始縮減購債規模。由於疫苗接種率低，包括亞洲的新興經濟體復甦較慢。

### 以槓鈴式策略 持續投資

聯準會明確溝通縮減資產購買計劃，可望避免“緊縮恐慌”。以槓鈴式策略持續投資，包括長期成長題材的股票和收益型資產。

### 以I.D.E.A. 概念佈局 成長型資產

數位化經濟快速轉型中，創新者、顛覆者、推動者和適應者將成為贏家。“科技自給自足”策略的國家科技資本支出將持續上升。

### 亞洲信貸 收益型資產

以BBB/BB等級信貸多元配置收益型資產；投資組合目標存續期間為7年。利差顯示，市場過度反應違約率預期，亞洲高收益債具投資吸引力。

# 目錄

03 重點摘要

04 資產配置

24 美國股市

29 歐洲股市

37 日本股市

43 亞洲不含日本股市

53 全球信貸

62 外匯市場

69 另類投資：黃金

77 主題投資：全球科  
技資本支出

86 專題報告：TIPs

# 重點摘要

親愛的貴賓您好，

儘管聯準會表示將逐漸減碼量化寬鬆（QE）政策，但第3季股市和高收益債等風險性資產仍然走揚。

到目前為止，美國聯準會每個月1200億美元購買公債和抵押貸款證券（MBS）的措施一直有效地對抗肺炎疫情風暴，並支撐經濟復甦。現在，我們也觀察到美國和歐洲在重新啟後經濟成長逐漸正常化的跡象，減碼量化寬鬆時，市場陷入恐慌嗎？

您或許還記得2013年聯準會減碼量化寬鬆時，市場波動度曾經一度顯著上揚。我們認為這一次會有所不同，聯準會將非常審慎的溝通貨幣政策傾向和可能的進程，而在利率持續處於接近零的情況下，金融市場的表現將更穩健。

第3季時，我們也觀察到中國針對教育、地產、數據安全和網路遊戲產業採取更為嚴謹的監管措施，也導致市場大幅度的震盪。

星展集團對中國仍然充滿希望，因為中國擁有穩固的長期經濟基礎，且目前股市價值面正處於GARP（Growth-At-Reasonable-Price：成長且評價面合理）的水準。

我們持續認為應採取槓鈴式投資策略。星展集團的槓鈴策略包括長期成長股和收益型資產，也有良好的記錄；這樣的投資組合也可望持續有不錯的表現。

本季的投資總監洞察中，我們也深入介紹抗通膨債券（Treasury Inflation-Protected Securities：TIPS），讓您了解這個投資工具的特性。

祝您閱讀愉快，投資順利！



侯偉福 · CFA  
星展集團投資總監



# 溫和成長， 趨勢分歧， 適度調整

## 2021年第4季資產配置

隨著全球經濟成長動能達到高點，預期成長將逐漸放緩；新興市場和成熟市場表現將呈現分歧，應適度調整投資組合。

# 2021年第4季 投資摘要



## 總經政策

聯準會主席鮑威爾暗示，已達縮減購債的條件。聯準會仍有充裕的政策彈性。



## 經濟展望

因Delta變種病毒導致美國成長動能趨緩。下修2021年美國GDP成長率預估至6%。



## 通貨膨脹

美國核心PCE通膨已超過2%關卡，且將延續至2022年。通膨只是暫時性或結構性，仍有待觀察。



## 地緣政治

美中之間的緊張局勢仍是焦點。需密切觀察近期中國對多個產業監管機制的調整。



## 股票市場

即將結束的量化寬鬆政策將使成熟和新興市場表現分歧。類股將輪動至成長股，如科技股。



## 外匯市場

美國通膨上升和聯準會縮減QE將支撐美元表現。歐元和英鎊可能承壓。預計美元兌人民幣於2022年第1季將升至6.7。



## 利率

G3央行討論逐漸縮減購債規模。殖利率曲線正常化，美國10年期公債殖利率2021年底將升至1.6%。



## 信貸市場

亞洲BBB/BB等級處於甜蜜點。平均存續期間5至7年的投資組合將受惠殖利率曲線陡峭的滾動下移效應。



## 投資主題

隨著政府急於提高科技產業的自給自足，全球科技業資本支出將開始多年的上升趨勢。



主題：  
資本支出

許多國家急於提高科技產業的自給自足，全球科技產業資本支出開始多年的上升趨勢。受惠者包括半導體製造商、生技和電動汽車。



主題：  
TIPS

通膨數據持續超過預期並達近20年來高點，引發對通膨敏感的資產類別關注。然而，實質利率仍為負值，大宗商品和金融相關股票是對抗通膨較佳工具。



持續看好主題：  
I.D.E.A

數位顛覆改變了產品和服務的提供方式。在瞬息萬變的世界，應佈局先進科技產業。運用 I.D.E.A. 框架由下而上挑選標的，尋找創新者、顛覆者、推動者和適應者。



# 資產配置

2021年第3季市場對經濟增長前景的看好下調，令投資人感到意外。但整體而言，美國製造業一直保持強勁，就業市場也仍然勁善。但受到Delta變種病毒的影響，公債殖利率一度呈現下滑。

但事實上，疫苗接種率與死亡率之間的強烈負相關性顯示疫苗接種率高的國家疫情較不嚴重，例如美國。

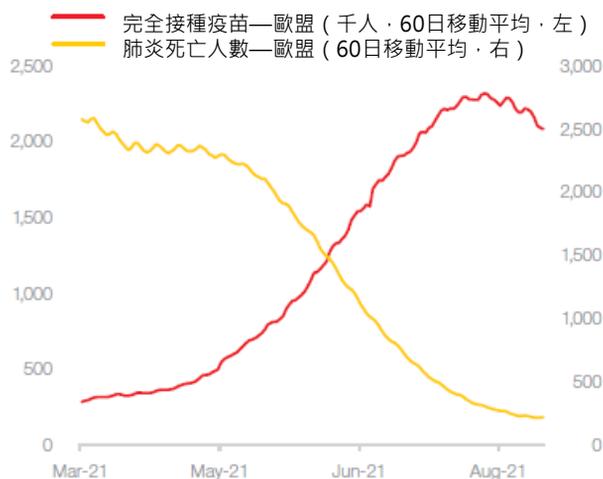
是什麼因素導致公債殖利率和總體經濟面之間出現顯著“脫鉤”呢？與其以絕對角度來看公債殖利率，不如關注利率的變化。在此基礎上，公債殖利率變動的軌跡實際上與ISM製造業指數（更廣泛總經條件的代表指數）密切相關。

因此，近期在金融市場上看到的情況並沒有什麼不尋常。

接下來數月，隨著經濟增長趨勢達到高點，公債殖利率的下滑趨勢（由於基期效應）將顯示製造業活動趨緩。在此情況下，星展集團認為，2021年第4季市場焦點將著重下列主題：（1）經濟轉為溫和成長，（2）成長呈現分歧，以及（3）調整。

1. 經濟轉為溫和成長：全球經濟成長動能見高峰後，成長持穩，但增長速度放緩。
2. 成長呈現分歧：美國通膨壓力使聯準會更接近縮減購債計劃。預期成熟和新興市場之間將呈現分歧。
3. 調整：是時候調整投資組合。“疫苗贏家”和內需小型股的表現可能落後科技等長期成長型企業。

歐洲地區疫苗接種和肺炎死亡人數



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

十年期公債殖利率變動與ISM製造業指數相關



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**經濟溫和成長：當成長動能達高峰，接下來呢？**

2020年4月底點以來，經濟強勁擴張之後，預計未來數月總體經濟成長動能將趨於緩和，主要受下列因素影響：

- (a) 美國財政寬鬆政策的影響減弱和
- (b) 全球肺炎疫情再起。

在此環境下，檢視標準普爾500指數在景氣成長動能達高峰後3個月和6個月期間的表現。自1990年以來，共有四次景氣成長動能達高峰的經驗：

1. **1994年10月**：ISM製造業指數觸及59.4的高點，標準普爾500指數在3個月後的表現持平，6個月後則是上漲了9.0%。
2. **2004年5月**：ISM製造業指數達到61.4的高點，標準普爾500指數在3個月後下跌1.5%，6個月後則是上漲了4.7%。
3. **2011年2月**：ISM製造業指數達到59.2高點。標準普爾500指數在3個月後上漲了1.4%，6個月後則是下跌了8.2%。
4. **2018年2月**：ISM製造業指數達到高點，標準普爾500指數在3個月後表現持平，6個月後上漲了6.9%。

1990年以來，四次景氣成長動能達高峰後，標準普爾500指數的表現

成長達高峰*	標普500指數 3個月後表現	標普500指數 6個月後表現
1994年10月	-0.4%	+9.0%
2004年5月	-1.5%	+4.7%
2011年2月	+1.4%	-8.2%
2018年2月	-0.3%	+6.9%
平均	-0.2%	+3.1%

資料來源：星展集團 2021年9月  
\*以ISM製造業指數為景氣指標

整體而言，很明顯的標普500指數在經濟動能見高峰後的3個月表現持平，6個月後的表現較佳，平均漲幅為3.1%。上述發現顯示兩件事：

- 由於經濟活動仍處於擴張模式（儘管速度緩和），儘管成長動能見高峰，股市未必出現大幅調整。
- 然而，隨著投資人尋找新的催化劑，未來數月股市可能會缺乏上漲動能。

總體經濟成長動能緩和，標普500指數漲勢趨緩



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

表現分歧：隨著聯準會即將縮減購債

在第3季投資總監洞察報告中，星展集團強調了在聯準會緊縮貨幣週期中，新興市場股票的表現通常落後於成熟市場。這次也不例外，基於下列因素：

- 新興市場依賴外部美元融資
- 新興市場和成熟市場之間的利差縮小
- 新興市場和成熟市場之間的肺炎疫情呈現分歧

第3季以來，成熟市場股票的表現優於新興市場股票約8.3%（截至9月10日）；預期走勢分歧的趨勢將持續，基於兩個原因：

1. 疫苗接種速度呈現鮮明對比：疫情的本質已經演變。2020年，不斷增加的新病例轉化為更高的死亡率。目前，對於疫苗接種率高的國家，不斷上升的新增肺炎病例不再轉化為更高的死亡率。

事實上，由於疫苗接種速度快，成熟市場國家的死亡率自1月下旬以來一直呈下滑趨勢。相較之下，新興國家的疫苗接種進展仍然緩慢，無法遏制危機，將影響其經濟復甦前景。

2. 減碼量化寬鬆 (QE)：7月聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議紀要顯示，由於對通膨前景普遍滿意，今年將逐步縮減QE計劃。事實上，強勁的消費，緊峭的勞動力市場和供應瓶頸共同推升價格走揚。這支撐了通膨壓力的“粘性”，並為最終縮減QE政策奠定了基礎。

在此環境下，預期未來數月新興市場股票的表現將持續相對落後。

隨著聯準會將縮減購債規模，新興市場股票表現將不如成熟市場股票



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**調整：科技股可望重新取代“疫苗贏家”成為週期性領導類股**

疫苗的普及促使科技股的表現落後金融股和小型股等“疫苗贏家”；但在創新高後，疫苗發現的正面訊息已反應在股價中。因此，星展集團認為，科技股可望重拾領導地位，潛在利多為：

- 總體經濟成長動能達高峰：全球經濟動能已達到週期性高峰，並可能呈現趨緩。預期成長趨緩將迫使投資組合配置者尋求週期成長標的，例如科技股。歷史經驗顯示，當成長趨勢達到高點後呈現放緩時，通常科技股的表現優於美國小型股（“疫苗贏家”的代表）。
- 後疫情時代企業獲利前景提升：肺炎疫情改變了人類的工作和娛樂方式。部份國家的經濟封鎖和社交安全距離的提升，消費習慣也從線下轉為線上。而這種“新常態”的受益者是科技領域。因此，不意外的，對科技股的樂觀情緒上升也反映在獲利的預測中。

# 科技股 重拾 領導地位



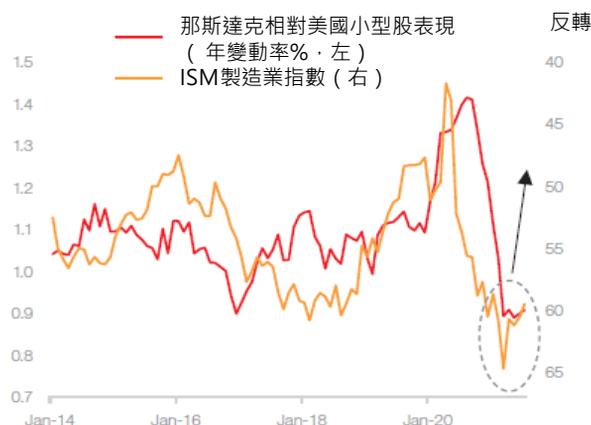
2020年以來，市場普遍調升美國科技股獲利預測，上調約40%，比大盤高出16%。不過，更引人注目的是

“FAANG” 股票（包括臉書和亞馬遜等高成長科技股）獲利預測的調升。以紐約證券交易所 FANG+ 指數作為代表，獲利預測上調了144%，這高於大盤120%。

星展集團在投資總監Vantage Point – I.D.E.A.（2021年7月發布）中介紹了I.D.E.A.（代表創新者、顛覆者、推動者和適應者的第一個字母縮寫：Innovators、Disruptors、Enablers和Adapters）框架，用於挑選可以成功應對全球數位顛覆的贏家。投資人應佈局具有以下特徵的科技贏家：

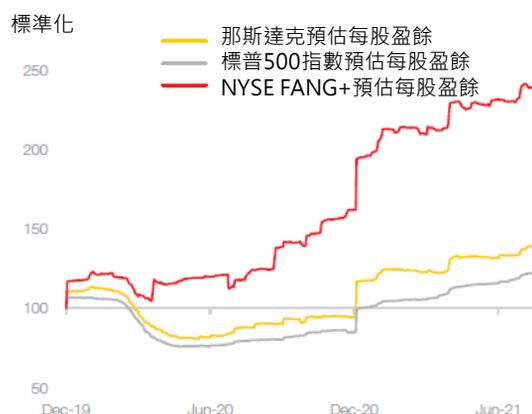
- 營運成長並具有足夠的顛覆創新能力以提升市場占比。
- 有多年運營經驗，但成功跨越多個S曲線的強勁歷史記錄。

總體經濟動能見高峰時，科技股開始表現佳



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

疫情過後，科技股獲利上修



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

## 特別聚焦：中國在ESG中擁抱“S”

推動“共同富裕”和為什麼包容性增長很重要。市場不喜歡不確定性；最近中國一系列的監管改變已導致中國股市明顯震盪。例如，2月17日見高點的香港恆生國企指數（HSCEI）已下跌了約27%，股市觸底時間，尚不清楚，因為監管機制的調整仍在進行中。

但是，除了對科技、房地產投機和補救的打擊之外，這些發展背後的主題便是“共同富裕”。從經濟和投資的角度來看，星展集團認為，中國決策者採取的行動是及時的，因為這將為世界第二大經濟體的長期包容性增長鋪平道路。

1978年實行開放政策以來，中國的快速發展使數百萬人擺脫了貧困。但這個成就也帶來了所得收入差距的急劇擴大。若不再約束，可能會在某個時間破壞政府與人民之間的社會契約。根據世界銀行的數據，中國的基尼係數（Gini Coefficient）從1981年的29.1上升到2004年的46.9，並在2016年下滑至38.5（0.4-0.5的差距顯示所得差距偏高）。

因此，透過關注ESG（環境、社會和治理）中“社會”的部分，中國政府正在為包容性增長奠定基礎；星展集團認為，這將對國內消費產生正面的長期影響。境內A股（中國“消費股”的代表）在近期拋售期間表現韌性，支撐了這個的觀點。

1980年以來，中國所得不均的情況呈現上升



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**中國大型科技股短線面臨陣痛，但長期仍看好。**中國數位化具領導地位的公司，阿里巴巴、騰訊和滴滴等科技巨擘在最新的監管打擊中受到了嚴峻的衝擊。但不應被誤解為中國反對創新的立場；促進創新一直是中國政府的首要任務，並將繼續下去。

相反地，透過最新的監管變化，中國正在為未來成為與美國並駕齊驅的科技強國奠定基礎。其中關鍵領域將是數據及其使用的監管。當然，數據在中國政府的政策議程中名列前茅，因為它被列為2020年第五大生產要素（與土地、勞動力、科技和資本並列）。

最重要的是，對中國大型科技公司的全面監管還將為中國的小公司和新貴提供更加平衡的競爭格局。未來數年，權力動態的重新平衡將促進中國科技業的更大創新和競爭。

**中國在槓鈴策略中的主題定位：(a) 中國金融作為股息收益題材和 (b) 消費趨勢上升。**槓鈴策略中選擇性的挑選中國個股。星展集團認為，儘管

收緊政策可能會對科技和教育等特定產業造成壓力，但對經濟的其他產業卻是正面的。

預期中國金融業將成為政府舉措的受益者；在平衡傳統銀行和新興金融科技公司之間的競爭環境。以股息收益率角度觀之，維持看好中國大型國有銀行。隨著中國持續從疫情危機復甦，預計國內消費將反彈，這也是另一個A股市場應關注的主題。

內需消費股表現韌性支撐A股表現



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

## 2021年第4季星展集團投資總監辦公室資產配置架構 (CAA)

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美股	歐股	日股	亞洲不含日本	成熟市場公債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	PMI	-1 to +1	1	0	-1	-1	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	-1	0	-1	-2	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	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	2	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	0	-	-	-
	P/B與ROE	-2 to +2	0	0	-1	0	-	-	-
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	2	2	0	0	0	0	0
	自由現金流	-2 to +2	1	1	0	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	0
動能	資金流向	-2 to +2	2	0	0	0	0	0	1
	波動度	-1 to +1	0	0	0	-1	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	0	0	-1	0	0	0
總分			6	7	-3	-4	0	0	1
調整後分數*			0.29	0.33	-0.14	-0.19	0.00	0.00	0.06

資料來源：星展集團 2021年9月

## 2021年第4季資產配置：股市相對債市具吸引力

**跨資產觀點：**儘管預期成長速度放緩，但股市表現仍將優於債市。從跨資產的角度而言，維持股市表現將優於債市的觀點。在CAA架構中，股市的綜合得分較高為0.07，而債市為0.02。

**基本面：**由於Delta變種病毒在全球再度擴散，擔憂經濟增長風險一度導致公債殖利率回落。但正如前面提到的，最近的新增病例被視為“未接種疫苗的疫情”，成熟市場經濟體和新興市場經濟體之間的表現將出現分歧。

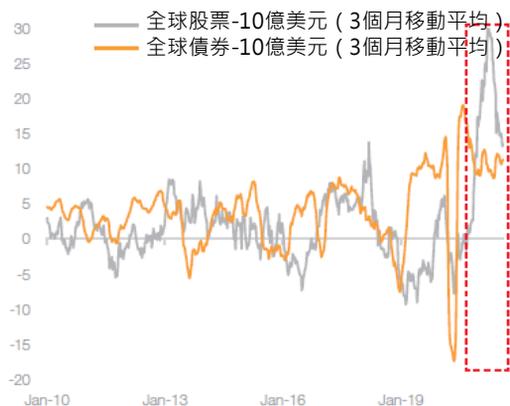
由於成熟市場疫苗接種方面取得較佳的進展，預期成熟市場經濟成長趨勢將更具彈性。事實上，8月成熟市場的Markit綜合採購經理人指數（PMI）為54.1，仍然處於擴張區域（高於新興市場的49.3）。然而，經濟動能已見高峰，這從主要經濟體的花旗經濟驚奇指數大幅回落中可見一斑。

同時，企業獲利已呈現復甦。以標準普爾500指數為代表，在第三季財報中，企業獲利優於市場預期的比例為86%，其中86%的企業獲利呈現成長。歐洲的企業獲利動能也相當強勁；道瓊歐洲50指數中，約81%的企業獲利優於市場預期。

**評價面：**因企業獲利回升和公債殖利率下滑，美國股市盈餘殖利率與公債殖利率之間的利差已擴大至2.4%（截至9月10日）。這也支持星展集團認為股優於債的觀點。

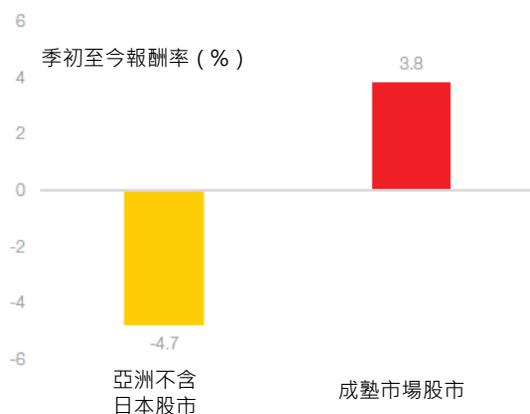
**資金動能：**跨資產資金流動方面，2021年第3季度（截至9月8日）資金流入股市的金額放緩至1410億美元，而流入債券的金額為1190億美元。從區域上看，流入美股的比重仍然最大。

資金流入股市速度放緩



資料來源：EPFR Global，星展集團 2021年9月

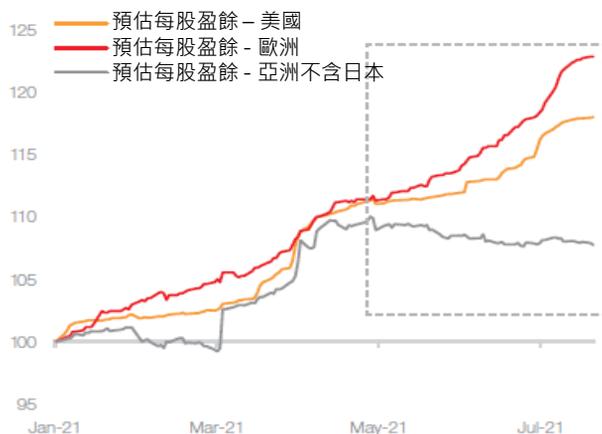
2021年第三季亞洲不含日本股市表現落後成熟市場



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月10日

**股市：維持美國和歐洲股市表現優於亞洲不含日本股市看法。**事實證明，星展集團在2021年第三季將亞洲不含日本股市調降至看淡是合適的，第二季至今，該地區下跌了9.3%（截至8月17日），主要受中國和南韓股市疲軟的拖累。另一方面，調升歐洲股市至看好，在此期間歐洲股票股利率為3.4%（全球股市為1.5%）。歐洲股市繼續受益於高疫苗接種率和經濟活動的恢復，這有利於消費和金融部門。

自5月底以來，亞洲不含日本企業利獲走勢和美國與歐洲分歧



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

展望第四季，維持對亞洲不含日本看淡的觀點。在亞洲地區中，維持中國長期看好，但短期謹慎的看法，由於近期中國經濟封鎖以及某些行業的監管變化導致對中國增長擔憂。對美國和歐洲股市看好的觀點維持不變，企業獲利回復將持續支撐股市動能。

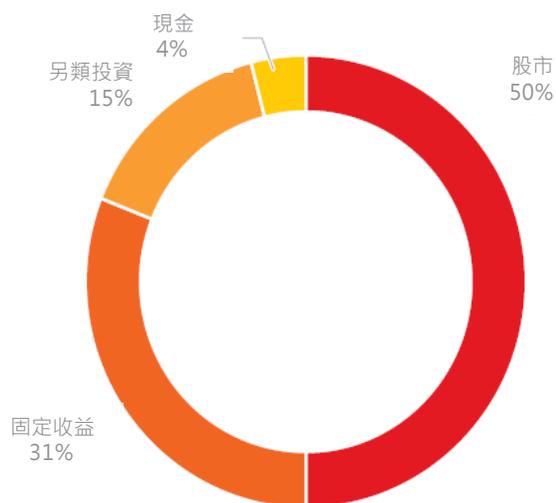
**債券：追求亞洲信貸的收益。**由於經濟增長樂觀和能源價格回升，美國高收益債券（HY）今年利差大幅收窄。然而，亞洲HY殖利率為9.1%，美國HY與亞洲HY之間的利差已擴大到535個基點的高點。很顯然，近期利差擴大反映了投資者的擔憂：（a）肺炎疫情捲土重來與亞洲低疫苗接種率，（b）中國政府採取較為嚴格監管機制。但以目前價格水準而言，已經反映相關利空因素；因此，星展集團仍持續看好亞洲HY，尤其是BB評等。

亞洲高收益債過度反應違約率風險

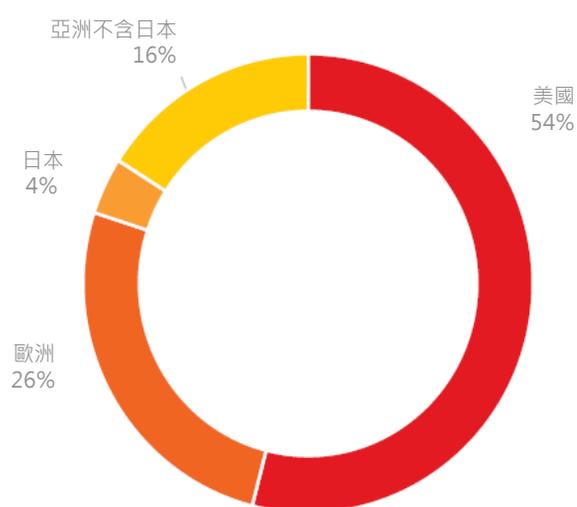


資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

TAA資產配置比例 ( 穩健型投資組合 )



TAA股市地區配置比例 ( 穩健型投資組合 )

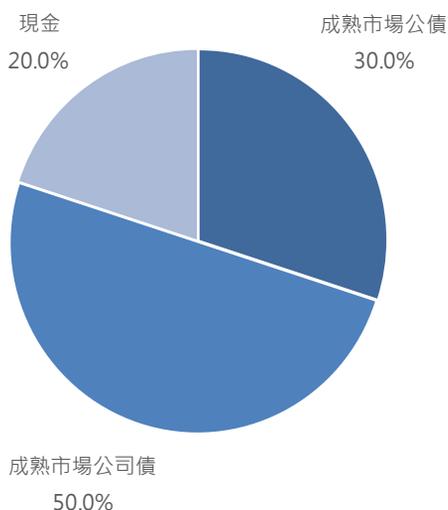


2021年第4季全球戰術性資產配置 ( TAA : Tactical Asset Allocation )

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

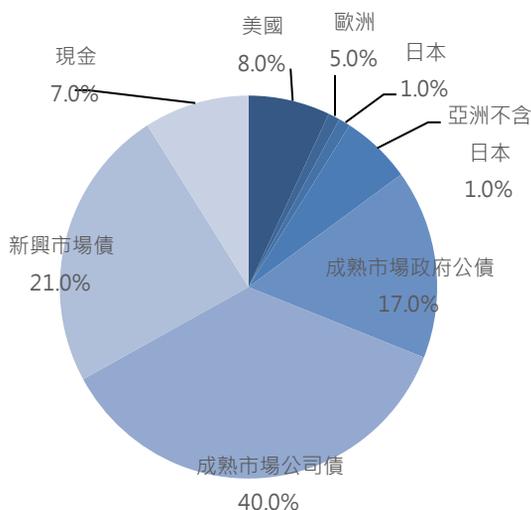
保守型投資組合

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



謹慎型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	8.0%	6.0%	2.0%
歐洲	5.0%	4.0%	1.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	1.0%	3.0%	-2.0%
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%

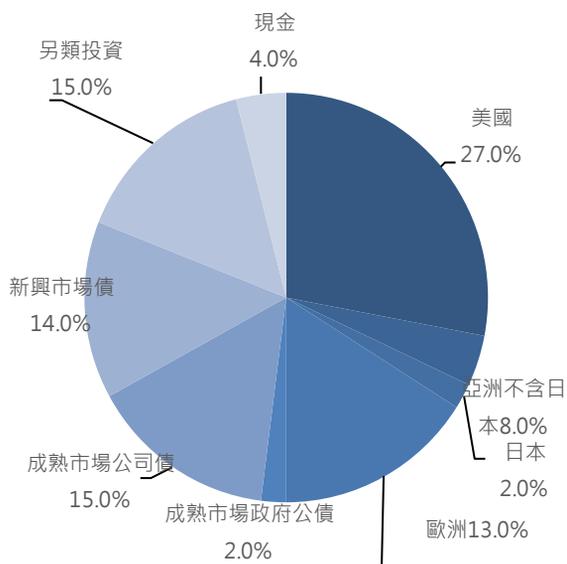


資料來源：星展集團 2021年9月

- (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
- (2) 資產配置並不保證獲利或保本。
- (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置
- (4) 基於SAA模型，積極型投資組合的風險最高，其次是穩健型、謹慎型和保守型，保守型風險最低。
- (5) 投資組合的投資人類型分類與財務需求分析客戶風險狀況類型沒有直接關係，投資組合未根據銀行專有風險評級方法給予任何產品風險評級。

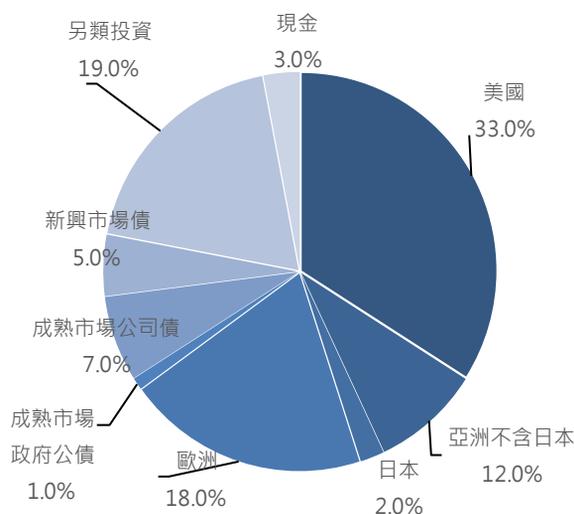
穩健型投資組合

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



積極型投資組合

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



資料來源：星展集團 2021年9月  
 (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。  
 (2) 資產配置並不保證獲利或保本。  
 (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置  
 (4) 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 )			
	2019	2020	2021F	2022F	2019	2020	2021F	2022F
中國	6.1	2.3	8.8	6.0	2.9	2.3	2.5	2.5
香港	-1.2	-6.1	6.0	3.0	2.9	0.3	2.0	2.5
印度*	4.0	-7.8	9.5	5.8	4.8	6.2	5.5	4.5
印尼	5.0	-2.1	3.5	4.5	2.8	2.0	1.5	2.2
馬來西亞	4.3	-5.6	4.0	5.0	0.7	-1.1	1.4	2.0
菲律賓	6.1	-9.5	4.2	6.5	2.5	2.4	4.0	3.0
新加坡	0.7	-5.4	6.3	3.2	0.6	-0.2	1.7	1.5
南韓	2.0	-1.0	3.8	2.8	0.4	0.5	1.7	1.0
泰國	2.4	-6.1	0.6	3.5	0.7	-0.8	1.0	1.3
越南	7.0	2.9	5.0	6.8	2.8	3.2	3.3	3.6
歐元區	0.9	-6.8	4.3	4.0	1.2	0.3	2.1	1.0
日本	0.3	-4.8	2.2	1.5	0.5	0.0	0.0	0.5
美國	2.2	-3.5	6.0	3.0	2.3	1.3	5.2	2.5

資料來源：CEIC · 星展集團 2021年9月。\*3月為止的會計年度

主要國家政策利率預估表

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	4.25	4.50
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	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.25
泰國	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
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9月

# 聯準會即將 縮減量化寬鬆規模

## 2021年第4季美國股市

跡象顯示，美國通膨黏著性，星展集團認為聯準會開始縮減購債計劃宜早不宜遲。儘管預期波動性可能會上揚，但以2013年的“緊縮恐慌”為例，預期股市表現可望持穩。

# 美國股市

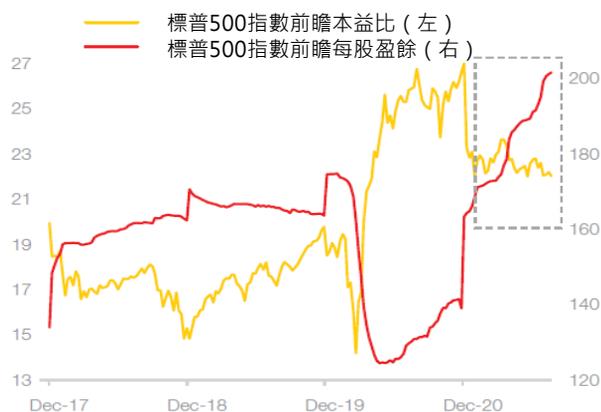
由於企業獲利保持強勁，美國股市第3季表現穩健。美股2021年第3季上漲約4.0%，表現優於全球股市約1.2%（截至9月10日）。儘管市場對美國寬鬆財政政策和增稅仍有擔憂，壓抑了市場情緒，評價面也呈現下滑，但美股表現仍相對較佳。評價面的下滑主要是市場分析師上調企業獲利預測，前瞻盈餘預估上修了6.9%。

事實上，美國企業獲利動能強勁。上季約86%的企業獲利優於市場預期，其中以科技、醫療保健、通信服務和金融類股的表現較佳。儘管未來幾季總體經濟動能將逐漸自高點下滑，但預期企業獲利動能可望保持穩健，特別是科技類股。

聯準會即將縮減購債規模，該如何因應。由於美國通膨的“粘性”，聯準會已開始溝通縮減量化寬鬆政策的計劃。市場已討論當聯準會開始縮減購債規模時市場波動度將上升。但以2013年的“緊縮恐慌”為前瞻指引，顯然波動度的激增只發生在利率市場，而股市表現較為平淡。以下列出對當時發生的事情的觀察：

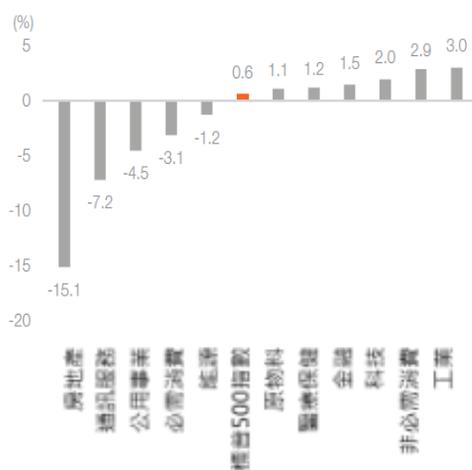
- 宣佈縮減購債規模後1個月，標準普爾500指數下跌3.6%；但宣佈後3個月，指數上漲0.6%；宣佈後12個月，指數上漲16.8%。
- 宣佈後表現最好的前三個類股（科技、工業和金融）平均下跌3.1%，而表現最差的三個類股（房地產、公用事業和通信服務）平均下跌8.2%。
- 宣佈後3個月，表現最佳的前三個類股（工業、非必需消費和科技）平均上漲2.6%，而表現最差的三個類股（房地產、通信服務和公用事業）平均下跌8.9%。
- 宣佈後12個月，表現最佳的前三個類股（工業、醫療保健和科技）平均上漲22.1%，而表現最差的三個類股平均上漲3.0%（房地產、通信服務和必需消費）。

標普500指數企業盈餘成長擴張，估值縮減



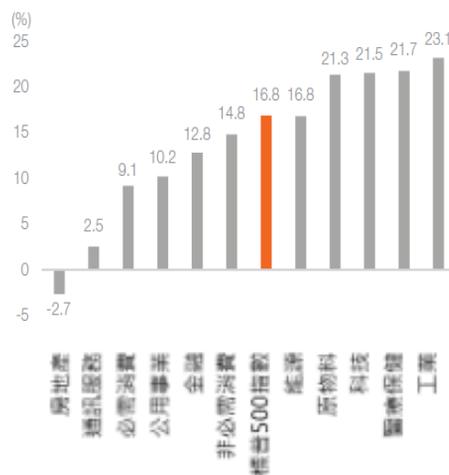
資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

宣佈縮減購債規模後1個月，美股類股表現



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

宣佈縮減購債規模後12個月，美股類股表現



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

以星展集團目前類股配置進一步分析，當年聯準會縮減購債期間類股表現：

- 縮減購債規模一個月後，看好的類股表現分別優於中立和看淡的類股3.3%和1.0%。
- 縮減購債規模三個月後，看好的類股表現分別優於中立和看淡的類股5.2%和1.6%。
- 縮減購債規模一年後，看好的類股表現分別優於中立和看淡的類股2.9%和0.5%。

比較縮減購債規模期間，星展集團類股觀點的表現

%	1個月	3個月	1年
看好	-3.7	0.1	14.7
中立	-7.0	-5.1	11.8
看淡	-4.7	-1.5	14.1
看好的類股相對中立的類股表現	3.3	5.2	2.9
看好的類股相對看淡的類股表現	1.0	1.6	0.5

資料來源：星展集團 2021年9月

## 2021年第4季美國類股觀點：下調能源類股至中立的動作合理

事實證明，星展集團在2021年第3季下調能源類股至中立和上調美國金融股至看好是合宜的。第3季以來，因油價下跌了2.9%，能源類股也下跌了約11.3%（截至9月10日）。另一方面，金融類股則是上漲2.4%，主要受惠於企業第2季財報強勁提振市場情緒，其中90.8%的企業獲利優於市場預期。

展望第4季，維持看好科技類股的觀點。隨著疫情改變人類的生活和工作方式，科技類股前瞻盈餘動能維持強勁。消費活動從實體店面轉為線上消費，將持續支撐科技業強勁的盈餘成長動能。

第3季油價下滑拖累能源股表現



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

## 2021年第4季美國類股觀點

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

\*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2021年9月

## 美國主要類股關鍵數據

	前瞻本益比	本淨比	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)	OPM (%)
標準普爾500指數	22.0	4.6	17.2	17.2	3.4	14.4
標準普爾500金融	13.4	1.6	7.7	15.0	1.6	30.3
標準普爾500能源	14.6	1.6	27.5	-0.4	-0.2	-1.1
標準普爾500科技	27.4	11.4	22.5	34.4	12.6	24.9
標準普爾500原物料	16.6	3.2	16.8	15.4	6.3	13.7
標準普爾500工業	26.2	5.7	24.8	14.6	3.6	9.6
標準普爾500必需消費	21.4	6.8	16.5	26.5	7.5	9.7
標準普爾500非必需消費	33.5	11.3	23.2	31.1	6.6	9.2
標準普爾500通訊服務	22.1	4.8	16.5	15.7	6.0	18.8
標準普爾500公用事業	20.9	2.3	14.2	8.3	2.1	17.2
標準普爾500房地產	46.4	4.4	27.0	8.6	3.3	22.5
標準普爾500醫療保健	17.9	5.3	18.0	17.4	6.0	8.7

資料來源：彭博 2021年9月10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

A warm, bohemian-style outdoor cafe at night. The scene is filled with numerous glowing string lights and wicker lampshades hanging from the ceiling. The background shows a blurred street with buildings and more lights, creating a cozy and inviting atmosphere. The overall color palette is dominated by warm yellows and oranges from the lights, contrasted with the cool blues and greys of the night.

越來越強勁

## 2021年第4季歐洲股市

儘管歐洲股市表現強勁，但仍有許多價值有待發掘。維持自第3季以來看好歐股的觀點。

# 歐洲股市

隨著今年夏天經濟的重新開啟以及高疫苗接種率和家庭儲蓄，預期歐洲經濟可望在年底前恢復到疫情前水準。同時，企業受惠於歐洲央行（ECB）提供特殊貸款和援助的疫情緊急救濟計劃，提升了企業在疫情期間的韌性。隨著經濟重啟，預期企業獲利將恢復到疫情前的水準。星展集團自2021年第3季調升歐股評級至看好，第4季仍維持看好的觀點。

財政刺激政策支撐至少持續到2022年

歐洲的債務問題不太可能在未來一年成為問題，因為ECB可能會保持寬鬆藉以維持景氣復甦。財政政策應保持擴張性並延長支持措施，因為ECB官員認為通膨上升是暫時性的，且通膨水準仍然“太低”。ECB的利率正常化時程將落後美國聯準會；即使金額高達1.85兆歐元的PEPP計劃結束（歐洲版的QE），債券購買仍可依據現有的常規資產購買計劃繼續進行。

歐洲經濟和企業獲利回復至疫情前水準



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

## 歐洲股市的投資價值

儘管歐股強勁上揚，但星展集團相信歐股仍具極大投資價值，因為：

1. 企業獲利優於市場預期，使得本益比仍處於具吸引力的水準。2021年第2季財報中，企業獲利普遍優於市場預期，其中非必需消費、金融和科技類股的獲利優於市場預期的比例最高，星展集團認為企業獲利仍有上調空間。

盈餘上調支撐歐股表現

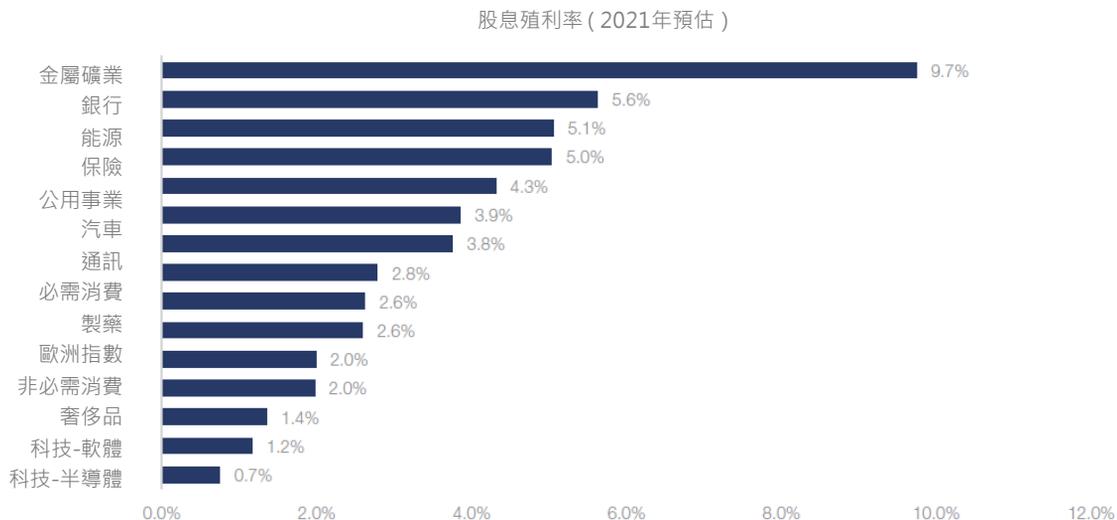


資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

2. ECB取消了去年疫情期間對企業限制發放股息上限。大多數企業已經恢復發放股息，因為企業獲利是疫情前的兩倍或三倍，平均股息殖利率約為2.5%。

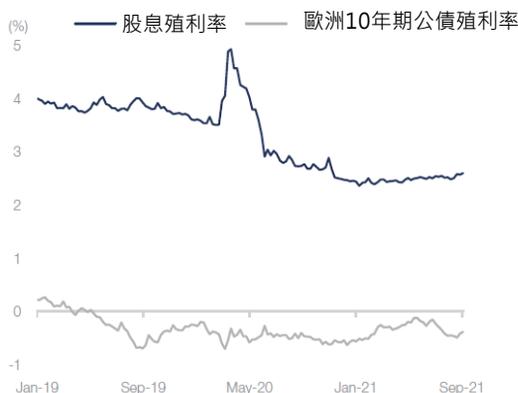
3. 歐洲公債殖利率維持在約負0.46%左右。因此，從股息殖利率相對公債券殖利率的角度來看，歐股看起來非常有吸引力。星展集團認為，歐洲公債殖利率將繼續低迷，促使投資人尋求股票等較高收益標的。此外，由於企業獲利動能強勁以及去年暫停配息後的恢復，股利仍有增長空間。

歐洲普遍存在高股息殖利率



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

歐洲股息殖利率較公債殖利率具吸引力



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

4. 企業資產負債表和現金流量也很強勁；許多公司在疫情期間接受了ECB提供的貸款，因此具有增長能力，無論是透過資本支出、併購還是買回庫藏股。

更多的自由現金流量



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

關注利潤率

利潤率擴張是盈餘增長強勁的關鍵潛在驅動力，且歐股的獲利率已創歷史新高。由於官方政策支持仍持續，未來12個月的利潤率可能會受到以下因素影響：

1. 成本轉嫁至非必需消費品，但轉嫁至消費品的成本較少。儘管通貨膨脹率較高，但企業可以將成本轉嫁給消費者，消費者在疫情後持有較高現金部位。由於供應鏈中斷而被壓抑的需求和有限的供應可能促使消費者支付他們渴望的產品。這適用於非必需消費品，例如奢侈品和汽車。需求彈性較低的消費品則將受到原物料成本上升的影響。
2. 可擴展性的網路企業利潤率改善。疫情期間，網路交易商業模式大幅提升，這往往成為一個高利潤的業務，因為它是可擴展的。預計這些企業將產生新一輪資本支出的增長，以符合預期的強勁營收增長。
3. 利息成本維持低點。歐洲的利率水準仍然很低，歐洲企業仍然有充裕的現金，其中大部分都接受ECB緊急救助計劃提供的貸款。預計利率環境仍將有利於企業業務擴張。
4. 增稅。稅收可能會增加，但不是近期；因為全球正在討論增加稅收，部分原因是為了應對疫情及促進所得公平。

5. 行銷成本。銷售和行銷可能會轉向網路媒體，而不是與旅行和活動贊助相關的成本。

## 市場廣泛性上揚

2021年第3季歐股呈現廣泛性上揚，主要類股，包括金融、能源、奢侈品、科技和醫療保健均呈現上漲。隨著歐洲科技股和奢侈品市場占比的上升，歐洲的市場廣度現在均衡且多元化。這與過去能源和銀行股占主導地位形成鮮明對比。星展集團認為這種轉變改善了歐洲股票的整體增長狀況；過去歐股評價面被認為是便宜的，因為它被“舊經濟”股票所拖累。

因此，星展集團繼續看好受惠長期增長趨勢的數位化、人口老齡化和千禧世代支出等領域；同時，也在舊經濟領域中尋找價值股。成長股包括科技、醫療保健和奢侈品行業的股票。能源和汽車等“舊經濟”股票亦具機會，它們有可能在清潔能源轉型的過程中轉變為ESG的贏家。

歐洲銀行業可能會受到結構性低利率

環境的影響，但部份銀行的成長和手續費收入可以來自全球其他地區。在醫療保健領域的配置應該可以因應肺炎疫情再起的避險作用。

## 主要類股獲利情勢與前景

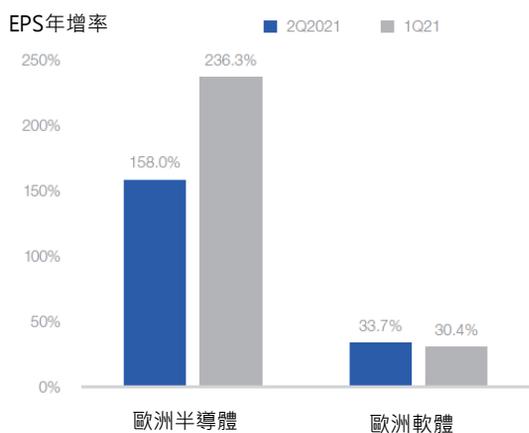
**歐洲金融業。**歐洲金融股的獲利持續創新高。在壞帳準備金下降和營收上揚的趨勢帶動下，歐洲銀行業呈現廣泛和強勁的獲利成長。多年來，監管監督改善了歐洲銀行的資本狀況，而去年暫停的股息發放今年恢復。銀行業的平均股息殖利率約為5%。

然而，儘管相對於大盤評價面較便宜，但與利率高度相關性使金融業不太可能有太突破性的表現。星展集團看好受惠於手續費收入業務中獲得成長的銀行，尤其是來自亞洲等高成長地區的銀行。

也看好營收成長的保險業，尤其是商業不動產和產險部門。隨著網絡攻擊和環境災害的迅速增加，能夠對風險進行充分定價的保險公司將成為該領域的贏家。

**歐洲科技類股**。產業亮點在於在尖端半導體晶片、雲端運算、電子商務、軟體/服務和強勁的自由現金流。2021年第2季歐洲半導體業獲利處於領先地位者包括，ASML、STM和Infineon等，其營收年增率逾30%，獲利年增率亦超過150%。由於強勁的訂單成長趨勢，這些企業也調高了2021年的獲利前瞻指引。儘管供應瓶頸可能會限制提高產能的能力，但定價能力一直很強。利潤率和股東權益報酬率（ROE）處於歷史高點。在雲端訂閱需求強勁的帶動下，歐盟的軟體業增長在2021年第2季加速，但與半導體相比，增長速度相對較緩。

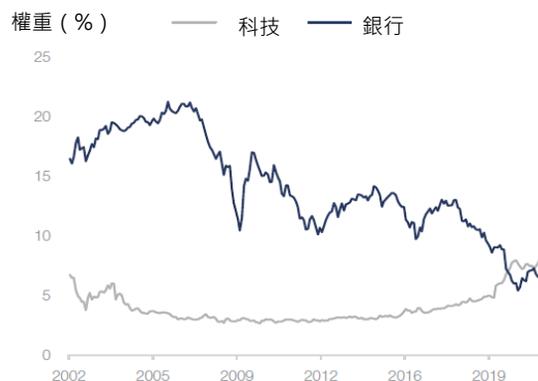
歐洲科技類股-半導體引領增長



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

有趣的是，歐洲的科技業在市場權重占比方面已經趕上了銀行業。在這個數位時代，投資人不太可能忽視這個市場。

科技業權重提升



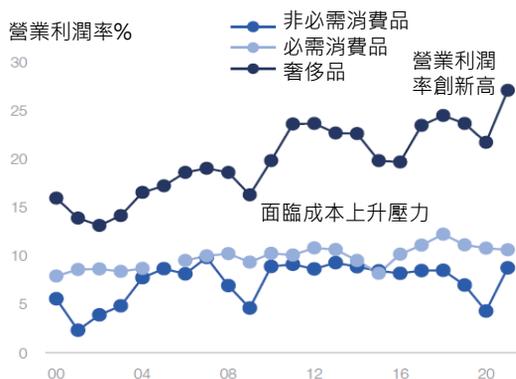
資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**歐洲消費類股**。在消費者信心和通貨膨脹均呈現上揚的環境下，非必需消費和必需消費類股之間存在分歧。

非必需消費類股和奢侈品牌正從疫苗帶動的復甦樂觀情緒和高消費者信心中獲得提振，2021年第2季營收增長表現強勁。奢侈品行業，尤其是時尚和皮革製品以及手錶和珠寶，正在見證強勁增長。由於競爭格局，必需消費品之間轉移成本上升的能力較差。

近期對中國推動“共同富裕”以及潛在的所得/財富調節和再分配的擔憂日益加劇，正影響奢侈品行業的投資情緒。根據過去的歷史趨勢，修正往往是短暫的。繼續看好該行業，因為它具有強勁的基本面和復甦潛力。

奢侈品轉嫁成本能力較強



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

醫療保健類股評價合理



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**歐洲醫療保健類股。**歐洲製藥業在整個市場週期中繼續產生防禦性獲利和良好的自由現金流。2021年第2季主要製藥商的營收和獲利成長動能加速，盈餘呈現兩位數的成長。診斷和生命科學以及疫苗的强大創新和研發管道推動了正面的前景。儘管對肺炎疫情的貢獻已反應在股價中，星展集團認為該行業在肺炎疫情再起的情況下是一個很好的避險標的，因為評價面合理。

**歐洲循環類股。**儘管目前增長仍然強勁，但年增率和季增率成長動能已達高峰。由於股價上揚已反應景氣復甦樂觀和長期盈餘增長；因此，看好資產負債表強勁、增長前景獨特，且評價大幅低於市場的企業。偏好汽車和能源；他們可以在清潔能源轉型時成為 ESG 的贏家。

## 主要看好類股

	<b>現金和盈餘成長的企業：</b>
週期循環贏家	科技
	醫療保健
	清潔能源
	<b>消費受惠者：</b>
消費	全球定價能力領導者
	國內旅遊
	歐洲奢侈品 (受惠景氣復甦·但面臨新的中國風險)
	<b>強勁資產負債表企業：</b>
品質較佳的循環類股	部份保險
	部份銀行
	部份能源

資料來源：星展集團 2021 年9月

# 没有獎牌

## 2021年第4季日本股市

儘管年初日股表現強勁，但日本經濟未能支撐強勁趨勢。市場聚焦11月底的選舉，藉以確定新首相是否有不同舉措，因應日本結構性的阻力。

# 日本股市

在年初表現強勁之後，日本經濟復甦在2021年第2季因肺炎疫情再起而步履蹣跚。為了在奧運會之前控制疫情，嚴緊的封鎖措施將新增病例降至可控制的水準。奧運會後肺炎疫情再度升溫，信心仍然疲軟。預期2021年第3季的GDP成長將持平，第4季呈現溫和擴張。在財政措施和貨幣政策維持寬鬆支撐下，經濟應可避免技術性衰退。

出口成長持續為亮點，但中國經濟放緩和供應鏈中斷仍是日本面臨的主要風險；今年下半年成長趨勢可能放緩。隨著全球經濟的好轉，目前電子產品和化學品的出口依然強勁，因科技投資週期提振了對日本製造的半導體設備和材料的需求。但由於全球晶片持續短缺，汽車出口放緩。例如，豐田汽車宣布，由於最近東南亞疫情導致零部件供應出現瓶頸，產量預估由930萬輛下調至900萬輛。

由於成長的不確定性和通貨緊縮的擔憂，預計日本央行（BOJ）將維持寬鬆貨幣政策，並繼續維持低於零利率、公債殖利率目標和量化寬鬆政策。政府正在考慮更多刺激措施以支持經濟復甦。

與即將縮減購債計劃的美國聯準會不同，星展集團認為BOJ將是最後一批收回疫情期間採取的刺激和救助措施的央行之一。因此，日圓兌美元可能會進入較弱的區間（110至115）波動。日圓疲軟則可望以提高日本的出口競爭力。

隨著菅義偉辭職，11月底的選舉將受到密切關注；因為新首相是否有不同的措施來應對日本的短期困境以及人口老齡化和勞動力市場僵化帶來的長期結構性阻力。由於安倍經濟學九年前提出的大規模貨幣寬鬆、財政支出和結構性改革三支箭是為了對抗日本的通貨緊縮，結構性改革實施起來仍然非常具有挑戰性，是否會進行大膽的改革還有待觀察。不幸的是，日本成長型產業的旅遊業因受肺炎疫情衝擊，不太可能很快恢復。執政的自民黨及聯盟很可能在眾議院選舉中贏得足夠的選票以繼續執政，因此預期政治面因素應不致於大幅度影響市場。相反的，任何能夠提出新觀點的新領導者都會推動積極正面情緒。

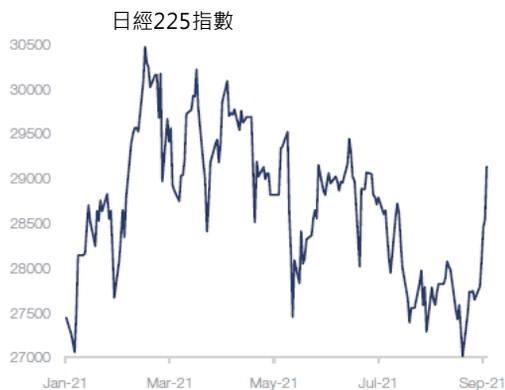
中國是日本最大的貿易夥伴，也是日本的主要遊客來源國。在中國保持封閉和經濟放緩的情況下，這將不可避免地對日本的經濟復甦產生重大影響。

中國對日本的經濟成長至關重要



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

日經225指數一度收復30,000點



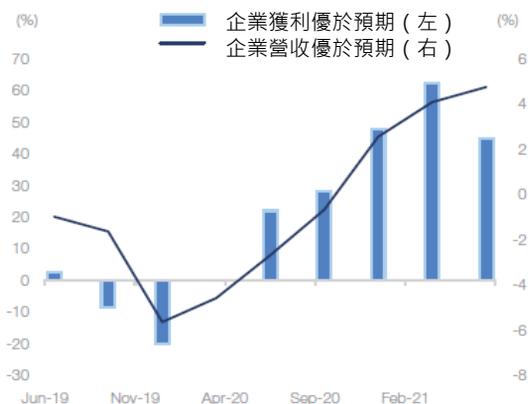
資料來源：彭博，星展集團 2021年6月

日經指數升至30,000點

日股年初表現強勁之後，日經225指數在2021年第1季重回30,000點，但由於經濟面臨諸多不確定性，日股未能保持強勢。消費者和商業信心受到奧運會、Delta變種病毒、中國經濟放緩和日日本首相辭職的影響。

第2季企業獲利延續了過去幾季的上行趨勢，令市場感到意外，但價格反應不明確。星展集團認為這是因為市場預期企業獲利最佳的情況已結束，而且未來成長將趨於正常化。儘管星展集團持類似觀點，但預期仍有一些機會可為市場帶來驚喜。

企業獲利優於預期最佳狀況已過



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

淨流入達長期均值



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

## 日股與類股展望

今年以來，外國投資者一直是淨賣超日股。這是由於在面臨如何兼顧經濟發展、疫苗接種率和奧運會的挑戰下，缺乏控制病毒傳播的具體計劃而至的情緒疲軟。儘管疫苗接種率一直在上升，仍不足以保證開放和鼓勵遊客返回。外國投資者回避市場的另一個原因是由於菅義偉領導的看似看守的政府，年底將進行大選，數據顯示，外資可能在選舉後才會再度回流日本。

## 三大主題挑選贏家

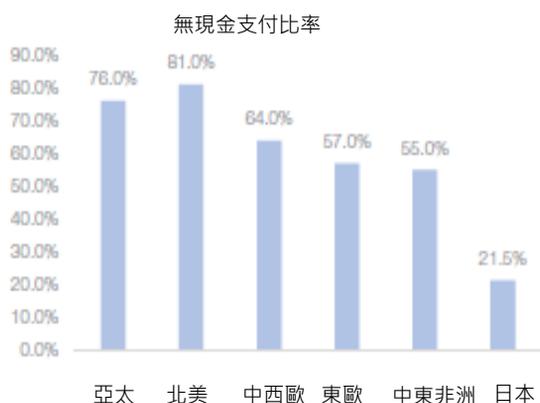
三大投資主題將引領股市表現：1) 數位化；2) 美國基礎設施支出；3) 半導體。詳細情況如下：

1. **數位化政府機構樹立了一個里程碑。** 9月1日成立的數位化政府機構為日本啟動數位化和生產力發展樹立了一個里程碑。這自菅義偉提出加速政府機構數位化訴求已過一年。疫情期間凸顯出日本政府數位化程度不足的問題，也延誤了追蹤和現金支付。

許多政府工作仍然是人工處理，使用紙本表格，而不是網路線上處理，政府官員無法召開線上會議，需要面對面。相信政府在加速數位化方面的積極舉措將加大激勵私營部門也邁向數位化的動力。資訊科技系統整合企業是對數位投資和數位化強勁動能的主要受惠者。

一旦日本開始擁抱數位化，許多其他機會，例如金融科技和電子商務，可望加速。例如，根據國際清算銀行（BIS）2017年進行的一項研究，日本的無現金支付比率很低，約20%。這在歷史上一直是由於缺乏必要性，因為犯罪率在日本很低，接近零的利率不會激勵人們將現金轉換為存款或其他“數位化”資產。然而，政府正在推動無現金支付比率，期望到2025年成長一倍，達到40%左右的目標，自2019年10月以來已開始提供無現金支付的回饋。電子商務的採用也可能因此加速。媒體指出，谷歌正在進入金融服務領域。

鑑於無現金支付比率較低，對數位化支付解決方案的需求將加速



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

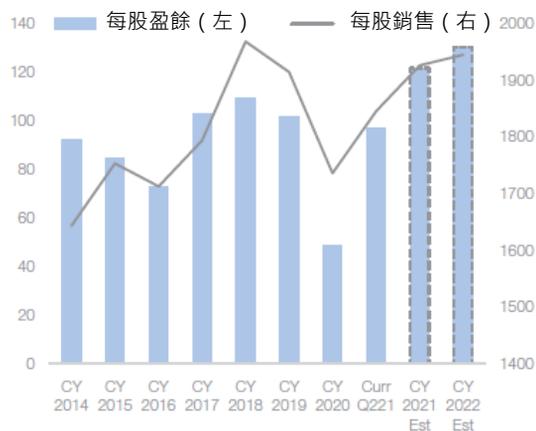
## 2. 5500億美元的基礎建設計劃。美國國會通過了一項5500億美元的基礎建設法案，用於實體/核心基礎設施的新投資。它們包括在以下支出：

- 2600億美元用於運輸和轉運項目，如鐵路、公路、機場、港口和公共交通；
- 900億美元用於清潔科技和清潔能源，例如電動汽車充電站、電網和綠色計劃；
- 850億美元用於水基礎建設和環境修復，如水處理和水道改善；
- 1150億美元用於數位化基礎建設，例如網絡安全、寬頻負載力和購買美國製造品可持續製造業舉措。

營造和工程公司、相關產品和設備製造商以及原物料廠商等全球型公司可望受惠，包括來自日本的公司，可以從相關支出中受益，日本企業具有全球競爭力。

3. **半導體資本支出**。由於肺炎疫情和蓬勃發展的中國高科技產業推動數位化加速，半導體需求不斷成長，半導體製造商正在擴大資本支出計劃。此外，日本、美國和歐洲正在鼓勵高階半導體廠到當地設廠，尋求關鍵技術的自力自足。這導致對半導體生產設備（SPE：Semiconductor Production Equipment）的更高需求。日本SPE製造商與其同業如ASML一樣，公佈了2021年4月至6月的強勁獲利報告，訂單量創下新高。在2021年獲利新高後，預期2022年獲利前景也將進一步成長。

SPE市場沒有放緩的跡象



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

# 波動中 找尋機會

## 2021年第4季亞洲不含日本股市

儘管中國近期監管打壓，但仍然看好中國股市。未受監管阻力影響的產業仍具投資機會。另一方面，尋找具吸引力的新加坡高息股票。

# 亞洲不含日本股市

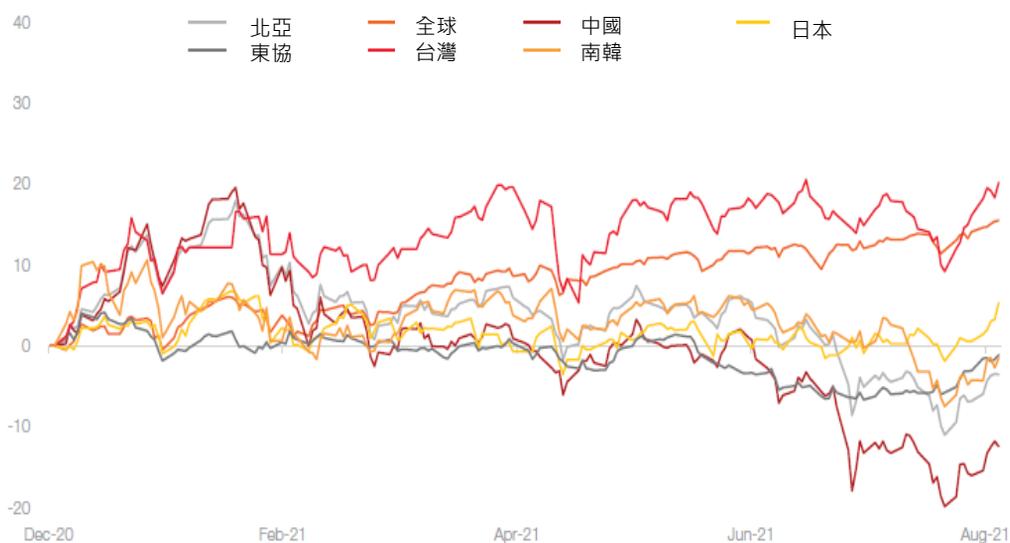
亞洲不含日本股市表現落後其他主要市場，主要因擔憂中國監管措施以及Delta變種病毒擴散導致經濟成長預測下調的影響。隨著市場波動，部份仍可望受惠於長期成長趨勢的產業具投資機會，例如科技、醫療保健和能源。看好中國和新加坡市場。

除了長期看好亞洲強大的半導體供應鏈，星展集團也持續認為應該佈局中國的電子商務領導者和大型科技股，因為它們已顯示出適應監管變化的能力。在股價修正和獲利預期下調10至

20%後，這些產業處於具有吸引力的合理價格成長 (GARP: Growth-At-Reasonable-Price) 水準。星展集團持續看好中國A股，包括受惠於國內消費成長的產業和公司。

仍然看好中國銀行和保險類股以及新加坡REITs。中國保險業可望繼續受惠於低普及率和不斷提升的中產階級接受度。中國大型銀行和新加坡REITs為投資人提供穩定的4-6%股息殖利率，在低利率環境下極具吸引力。

中國股市表現落後



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

## 中國近期的監管措施有利於追求共同富裕

中國股市表現落後於其他亞洲股市，並回吐二月以來的漲幅。

中國股市近期修正

	7月1日	8月20日	變化%
中國ADR	4,917	3,312	-33%
MSCI中國	109	87	-20%
香港國企股	10,415	8,742	-16%
上海A股	3,589	3,427	-5%

資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

一系列政府監管收緊和低於預期的零售銷售數據導致中國股市表現不佳。7月初至8月下旬，恆生國企指數（HSCEI）下跌約15%，而中國ADR則是下跌約30%。

中國監管機構近期政策公告帶來的不利因素包括：

1. 教育：對課後補習教育業進行更嚴格的監管，包括禁止外資投資K12的學術輔導，禁止使用可變利益實體（VIE）結構，並要求這些公司為非營利實體。

中國相關指數相對表現



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

2. 物業管理：監管機構旨在改善物業管理行業的秩序，消除行業營運方式中的違規行為。
3. 餐飲外送：美團因其行為受到反壟斷調查。監管機構還呼籲提高食品配送工人的工作標準，例如當地最低工資和降低工作量。
4. 叫車服務：近期上市的叫車服務公司滴滴遭遇數據安全問題。
5. 房地產開發商：官方加大了對房地產市場融資和償還債務、延遲交付、產權轉讓不當等不當行為的處罰。目的是穩定房價。
6. 線上遊戲：官員告誡遊戲開發商勿在他們的遊戲中加入不符史實內容，並重申過度使用網絡遊戲的負面影響。

值得注意的是，政府政策阻力並不少見。例如，2011年收緊貨幣政策藉以抑制通貨膨脹。中國人民銀行在七個月內將存款準備金率從17.0%上調至21.5%（如圖第1點）。2015年，與股市和賣空有關的收緊措施壓抑了市場（如圖第2點）。2018年初中美貿易戰（如圖第3點）。每次重大事件，市場在2至4個月內平均修正約30%。每次修正後，市場隨後回升。星展集團相信這次還是一樣（如圖第4點）。

中國股市的修正和復甦



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

中國將繼續致力於發展具有“自給自足”基礎的穩固國內經濟。近期所採取的措施著眼於實現“共同富裕”，為企業提供公平的競爭環境，並改善國家安全。此外，官方也透過提高能源效率和增加電動車的使用，期待碳排放於2030年達到高點，並在2060年實現碳中和。

星展集團的長期成長主題是中國富裕階層和中產階級的崛起。官方實現“共同富裕”的目標可望助長這一趨勢。

從中國消費者物價指數（CPI）的構成來看，可能會進一步調控以促進“共同富裕”的行業是食品和煙草、酒類、住房、交通以及通訊、教育、文化和娛樂以及醫療保健。

CPI組成成份	比重
食品,煙草,酒類	21.6%
住房	20.4%
教育,文化,娛樂	16.2%
運輸,通訊	10.6%
醫療保健	10.3%
服飾	9.7%
每日必需品和服務	6.7%
其他供應和服務	4.6%

資料來源：CEIC，星展集團 2021年9月

至2020年底，第三產業（主要為服務業）占GDP權重已擴大至約54%。儘管受Delta變種病毒和經濟封鎖的影響，零售銷售暫時下降，但中國的消費者信心仍處於多年高點。這對世界第二大經濟體的持續成長至關重要。強勁的國內經濟支撐政府長期可持續的GDP成長目標。

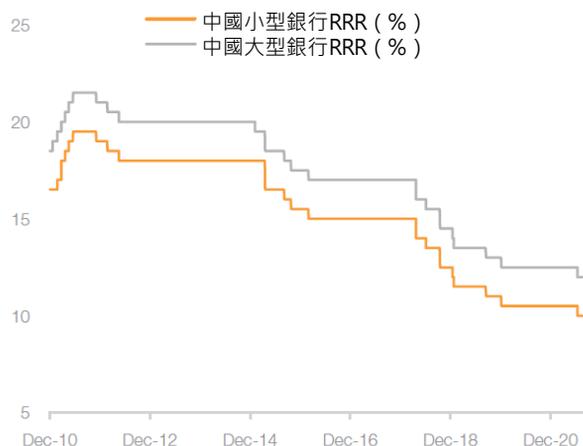
消費者信心指數處於相對高點



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

去年1月採取寬鬆政策以來，人民銀行於7月又宣布調降存款準備金率（RRR），將大型與小型銀行的RRR再下調50個基點，分別下調至12%和10%。這將有助於向國內企業注入流動性，使其日益成為成長的核心。降準將在銀行體系中釋放約1兆人民幣，長期則可望增加流動性的乘數效應。

中國人民銀行降準提供市場流動性



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

仍然長期看好中國股市，尤其是相對優於其他地區的成長以及在全球股市中權重偏低的情況。另一方面，根據彭博估計，MSCI中國指數的前瞻本益比約13倍，上證綜合指數約12倍，香港恆生國企指數約9倍；而MSCI世界指數的前瞻本益比約18倍。

恆生國企股指數本淨比處於相對低點



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

MSCI中國指數本淨比處於10年均值水平



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

儘管未來數月監管的不確定性仍將干擾市場表現，但星展集團的策略是在長期成長領域佈局高品質和獲利公司。儘管在美國上市的中國ADR仍存在問題，但透過香港交易所、滬深A股、科創板和創業板交易所募集資金的管道仍然開放。

恆生國企指數的本淨比 (P/B) 已低於歷史均值負1個標準差，根據過去經驗將呈現回升。MSCI中國P/B則是已降至過去10年均值附近。



# 謹慎看待 面臨多重 風險的 東協市場

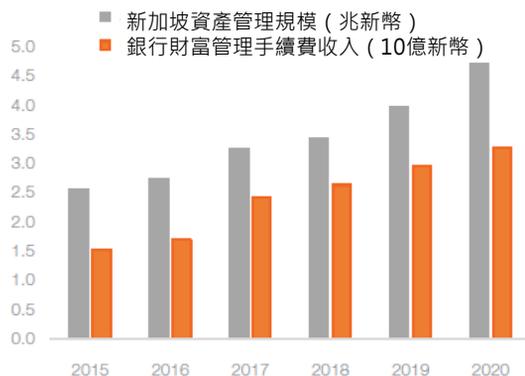
## Delta變種病毒衝擊東協市場

預期東協股市交投謹慎，因其在2021年第4季將面臨聯準會縮減量化寬鬆、Delta變種病毒、中國經濟放緩、供應鏈中斷和原物料成本上升的風險。由於Delta變種病毒衝擊，東協地區的成长前景也遭下調。復甦現在更加緩慢，經濟開放使內需和遊客正常化將需要更長的時間。面對美國可能收緊的貨幣政策，很可能需要財政支持。

**市場亮點是新加坡。**憑藉高疫苗接種率、充足醫療資源的支撐和營運效率，相信新加坡有能力應對近期的挑戰。

基於高股息殖利率，新加坡銀行和房地產投資信託（REIT）是投資首選產業。REIT部份，看好新加坡的物流和倉儲、商業和零售以及工業。新加坡REITs目前的交易價格低於其長期平均水準，看好其具吸引力的股息配發金流，待經濟重新開放，其折價可望收斂。同時，物流和數據中心將繼續受惠於數位化趨勢，轉化為未來更高的股利。

## 新加坡銀行業手續費收入和資產管理規模同步成長



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

隨著貸款增加和成本下降，新加坡銀行業獲利能力在2021年第2季擴大回復。官方已將今年的經濟成長預估從之前的4至6%上調為6至7%。在政府的支持和激勵下，新加坡金融業是財富增值的受惠者，尤其是在亞洲。星展集團認為，銀行可望受惠，因為手續費收入（現在約佔整體獲利的20%）將會上升。來自數位化銀行的競爭將是一個挑戰，但新加坡銀行業在這方面具有競爭力，因為新加坡銀行業已將其數位化策略和科技升級。在恢復股息派發後，銀行業股息殖利率約4.5%。

印尼的新舊經濟



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

另一個市場亮點是印尼的數位化趨勢，Bukalapak的成功上市和GoTo可能於2021年第4季上市。現在市場領導者是科技和數位化媒體。這可以從主要由傳統股票組成的LQ45指數與雅加達指數之間的差異看出。預期印尼也將受惠於商品週期的反彈和電動汽車的增長趨勢。與製造業有關的外國直接投資電池和大宗商品出口創歷史新高。

與其他東協國家一樣，越南經濟也受Delta變種病毒影響。由於疫苗接種率低，感染率上升。當前的挑戰是為其9800萬人口接種疫苗，而目前的接種率僅2%。4月疫情復發以來，越南有超過30萬病例和7,000例死亡。每日確診病例超過1萬例，多數城市採取嚴格封鎖措施，導致目前市場情緒疲軟。從更長遠的角度來看，由於出口強勁，越南的經常帳戶和外匯儲備一直在增加。隨著越南受益於全球供應鏈多元化，外國直接投資和出口仍然是其主要的增長引擎。未來隨著疫苗接種率的提高，對越南的長期前景充滿信心。

由於肺炎疫情的死灰復燃，泰國的經濟前景已被進一步下調，這導致了新的感染和死亡率創歷史新高。其龐大的旅遊業不太可能很快恢復正常。由於經濟放緩，泰國央行已將2021年GDP預測從之前的1.8%下調至0.7%。受影響最大的行業是零售、建築、房地產開發商和銀行。另一方面，順應全球趨勢的行業如電子、能源和醫療保健的表現較具韌性。

## 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
人口老化	中國保險
高股息	新加坡REITs
	新加坡銀行
	中國大型銀行
亞洲內需消費	中國電子商務
政府刺激政策	中國大型國有銀行
市場改革	中國A股

資料來源：星展集團 2021年9月

# 評估 減碼量化寬鬆

## 2021年第4季全球信貸

預測顯示，美國聯準會最快可能在今年底縮減量化寬鬆規模。信貸市場焦點將逐漸從流動性轉至基本面。

# 全球信貸

**來得容易去得也快。**極度寬鬆貨幣政策的環境，已接近倒數的時間；美國聯邦公開市場委員會（FOMC）成員陸續表示，他們已經考慮逐漸收回肺炎疫情期間所實施的部份特殊資產購買措施；縮減量化寬鬆的措施最早可能在今年年底開始。

但這並不表示病毒威脅已經結束，事實上，可能還要一段時間。由於美國疫苗接種進度穩定，使官方可以進一步判斷復甦前景，政策也可以適當的調整。企業也可望不再需要因反覆封鎖而遭受影響；生活和經濟只需維持冷靜，即使沒有貨幣政策的支撐，仍可正常運作。

**留意油漆未乾。**前聯準會（Fed）主席葉倫曾經將貨幣政策正常化比喻為“眼睜睜地看著油漆乾了”。就像過去所做的，Fed可能會以類似的漸進方式逐漸縮減量化寬鬆措施，順序可能是（1）減少每月購買金額，（2）雖然停止購債，但再投資於到期的債券，（3）僅部分再投資到期債券，（4）完全停止再投資到期債券；而這

資產負債表越大，殖利率越低

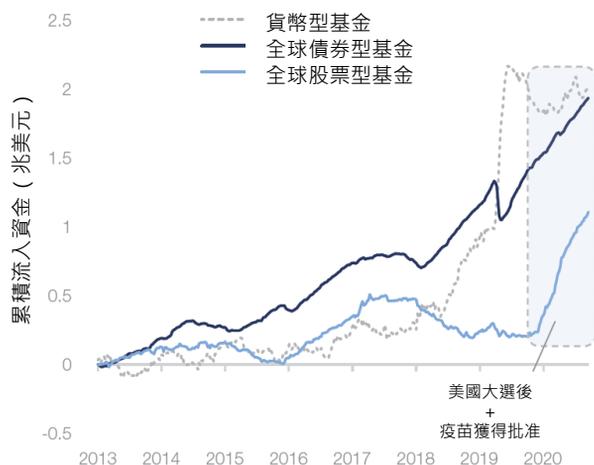


資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

將持續數年的時間。Fed極不可能直接於公開市場出售投資組合的資產來縮減其資產負債表；因為，如此一來將對市場產生更大的衝擊和風險，影響的程度可能比2013年縮減恐慌還要嚴重。

**債券不再有量化寬鬆的支撐。**也就是說，即使減碼量化寬鬆順利進行，債券仍將逐漸失去過去一年半享受的政策利多。星展集團對，(a) 美國10年期公債殖利率與 (b) 自2003年以來，Fed資產負債表的規模 (佔GDP比率) 進行回歸分析發現，Fed持有美國公債 (UST) 的存量與殖利率高度相關 ( $R^2=0.63$ )。星展集團預估，Fed每增加1%的部位，10年期UST殖利率約會下滑3.3個基點。因此，隨著逐漸減碼量化寬鬆措施，未來Fed若是逐漸縮減資產負債表，也將推升殖利率上揚。

#### 流動性無處不在



資料來源：EPFR Global，星展集團 2021年9月

**較高的殖利率會破壞復甦嗎？**有些人可能會擔心肺炎疫情仍存在很大風險的情況下逐漸縮減購債會破壞復甦。然而，星展集團認同Fed的觀點，相關的討論宜早不宜遲，原因有二：

**首先，有必要降低銀行體系中的超額準備。**在無上限量化寬鬆政策下，Fed每月購買1200億美元的公債和抵押貸款證券 (MBS)，且未明定存續期間。然而，由於金融體系已經重新站穩腳步，部份人士可能會認為，當成長強勁反彈時，累積超過4兆美元的銀行準備金 (超過GDP的20%) 近乎過度。若是市場過熱，將可能迫使Fed積極升息，應該未雨綢繆。

**其次，有必要從金融市場收回過剩的流動性。**從資金流動的角度來看，美國大選的結束和疫苗的批准促使資金流入股市，形成通貨再膨脹交易 (reflation trade)。然而，資金並未從債券基金流出；即使在肺炎疫情期間規模大幅成長的貨幣型基金，到目前為止也幾乎沒有出現有意義的贖回。這是個非典型的復甦，也可能是流動性充裕和過剩之間的界線已經被跨越了。

**不是如果，而是何時。**隨著關於縮減量化寬鬆措施的早期溝通以及合理性，星展集團認為固定收益市場有必要提早為價值面和基本面再次開始變得重要做好準備，而不是為了追求收益去承擔不對稱的風險。

**量化寬鬆 (QE) 擴大了追求報酬而承擔較大風險的行為。**儘管過去十年因QE導致數兆美元的資金流入債券市場，但投資人會驚訝地發現，2009年的高點以來，全球債市的市值相對於股市的市值持續呈現下降。即使2020年肺炎疫情期間大額的主權債和公司債發行量也無法扭轉這樣的趨勢。

這顯示 (a) 由於債券殖利率接近零 (部份為負值)，在沒有更激烈的央行干預措施下，債券價格再進一步走升的幅度是有限的；(b) QE在一定程度上帶動了市場從公債轉向公司債、高收益債和股票；投資人承受風險，藉以尋求更高的報酬。

**信用利差不斷縮小。**特別是信貸，收益型資產當中，較高收益的資產類別受惠於持續性的資金流入，導致信貸利差從全球金融海嘯後的高點持續收縮。目前，全球投資等級債 (IG) 和高收益債 (HY) 的利差都接近10年的低點，約5年均值的負一個標準差，顯示目前價位並不便宜。

儘管量化寬鬆，但債券的市場占比仍然下滑



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

信用利差仍處於歷史低點

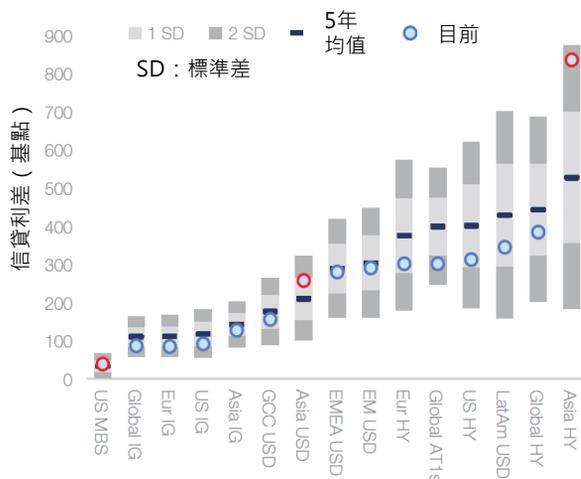


資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**所有信貸市場都一樣昂貴嗎？**星展集團分析15個不同信貸市場，發現只有亞洲信貸市場（包括IG和HY）以及美國MBS的利差低於5年均值。亞洲信貸利差擴大主要是中國監管改革的結果；中國官方收緊對高槓桿金融公司和房地產開發商的審查，藉以降低系統性槓桿。

另一方面，儘管美國房地產市場經歷了危機後的回升，但美國MBS利差持續擴大。由於QE包括每月購買400億美元的MBS，美國聯準會減碼QE的預期近期也壓抑MBS的表現。這也可能是由於其他信貸市場利差處於歷史低檔，所顯示出的預警指標；利差可能因減碼QE而上揚。

只有亞洲信貸和美國MBS較便宜



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

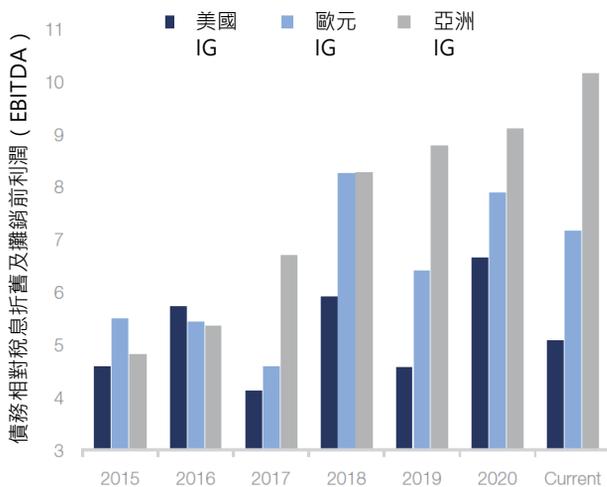
**利差收窄是否代表信貸基本面改善？**  
 下一個要確定的是利差是否是因整體信貸基本面改善而收緊，並不是因為資金行情。畢竟信貸基本面的改善也會使利差下滑，並證明較高的評價面是合理的。

**不幸的是，事實恰恰相反。**信貸利差顯著收窄的5年期間，整體IG和HY的基本面均呈現惡化。

**投資等級企業品質下降。**觀察過去五年的借貸趨勢，相對於IG企業的債務佔獲利的比率（觀察債務/EBITDA）顯著增加。毫無疑問，過去十年不斷下降的殖利率吸引更多發行人發行更多長天期債券，但追求收益的因素，投資人非常渴望提供資金。也就是說，由於較低的利率使公司獲利能夠維持足夠的利息覆蓋（6至12倍），公司能夠負擔更高的債務。

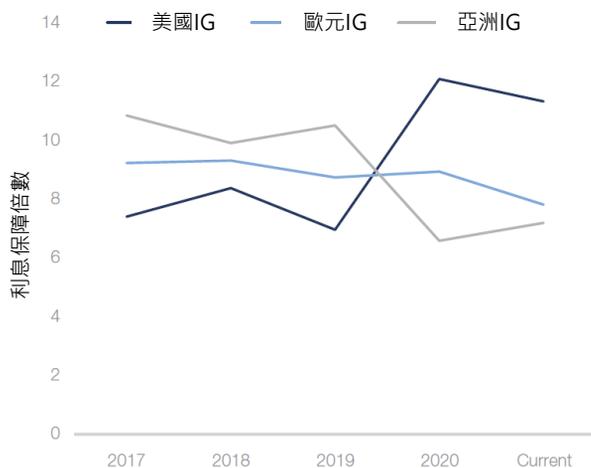
較高的債務負擔可能是過去10年導致整體IG債券信用品質穩步下降的原因。2011年BBB等級債券只佔IG的權重不到29%，但到2020年底，已大幅升至48%以上。但這樣的演變在信貸利差中並不顯著，主要因素應是資金行情所驅動。

IG企業債務增加的幅度相對獲利增加的幅度多...



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

...但由於利率較低，利息保障倍數足夠



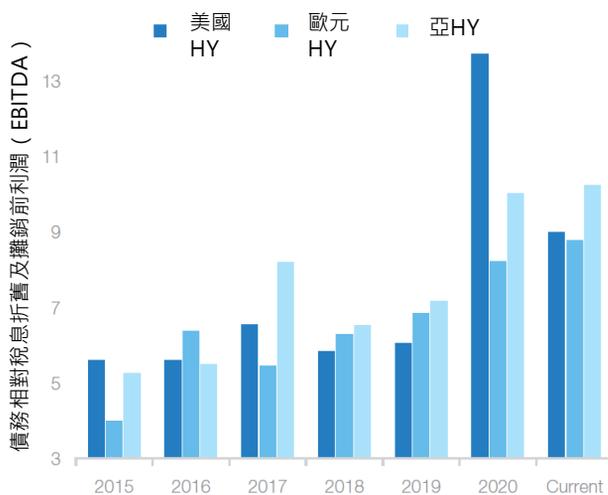
資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**風險增加，但收益降低。**如同IG企業債務增加的趨勢也出現在HY企業中；同樣地，投資人為了尋求收益，願意冒險而放棄較高評級的發行人，轉而投資較高收益的債券。然而，一個關鍵的區別是，儘管利率普遍下滑，但HY企業的利息保障倍數並未維持。這可能是由於 ( a ) 與IG利差相比，HY利差的貝塔係數較低，因為投資人仍然對垃圾債券要求風險溢價，以及 ( b ) 產業的差異；大宗商品相關產業的權重較高 ( 能源 / 礦業 / 原物料 )，過去十年的大部分時間裡都經歷了熊市週期，導致獲利數據不佳。

**需留意風險。**隨著資金行情逐漸退潮，基本面越來越重要；星展集團認為，由於基本面與定價的落差，高收益市場將面臨較大的價值面調整風險。

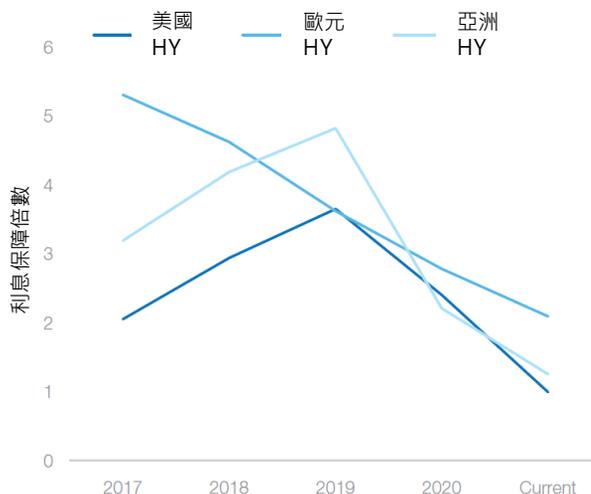
**目前利差顯示HY的違約率隱含什麼意義？**為了確定目前HY利差所代表的違約風險，星展集團以風險率評估利差隱含違約率 ( 假設回收率為20% )。

HY企業債務也有所上升...



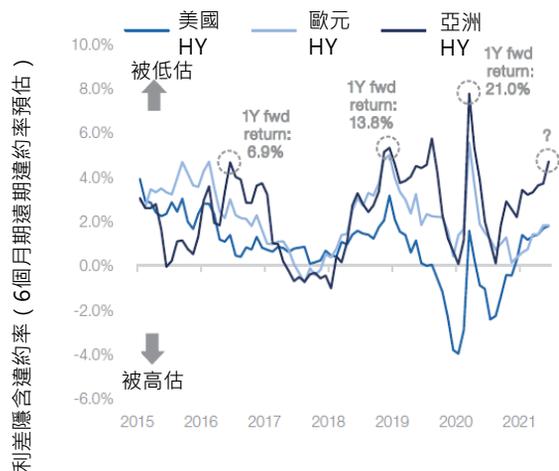
資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

...並面臨支付更高利息的負擔



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

市場高估了亞洲信貸違約率



資料來源：彭博，Moody's Investors Service，星展集團 2021年9月

歷史經驗顯示，由於市場提前反應，信貸利差走勢往往會領先實際違約率。假設利差提早六個月反應，星展集團比較 (a) 目前利差隱含違約率和 (b) 穆迪6個月遠期違約率預測之間的差異，藉以了解美國、歐洲和亞洲HY市場是否已經反應違約。

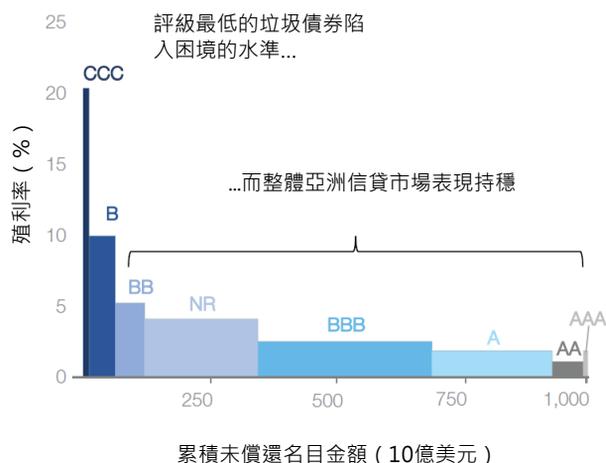
**亞洲HY反應了市場的擔憂。**基於上述分析，HY表現存在顯著分歧。國際信評機構穆迪預期，至2021年底，美國和歐洲 (成熟市場：DM) 的HY違約率將達2%左右，而利差顯示違約率可能介於3.3%至3.6%。這樣的評價面應屬合理，因為除了信用風險外，HY還包含其他形式的風險 (流動性/存續期間/結構性)。

亞洲HY部份，穆迪預估2021年亞太地區投機等級違約率為3.6%，但利差所反映的是8.3%的高違約率；星展集團認為，市場過去悲觀。雖然過去表現並不代表未來的表現，但歷史經驗顯示，當利差隱含違約率超過預測值4%時，未來一年的遠期報酬是可觀的。

亞洲信貸表現較弱主要是個別產業或企業因素，而非系統性風險。亞洲信貸表現疲軟是由債務改革所驅動，值得注意的是，信貸壓力在系統層面並不明顯，而是多數集中於特定高槓桿發行機構上，主要是CCC評級部份。這些主要與中國恆大集團（中國的高槓桿房地產開發商）的債券有關；而恆大集團需要處分資產，達到官方去槓桿的要求。由於多數恆大集團的債券交易價格已大幅下跌至回收價值（約為35至50%），星展集團認為，市場已逐漸反應亞洲信貸市場整體的下跌風險。

簡言之，星展集團認為縮減量化寬鬆措施將可能迫使信貸市場投資人焦點從流動性轉移到基本面。從過度寬鬆的貨幣政策中所獲得的收益將開始面臨央行減少干預的挑戰。儘管星展集團在一開始通貨再膨脹的交易下看好HY的表現將優於IG，但由於HY基本面沒有趕上價值面（價格已經偏高），星展集團的觀點轉為中性，並等待更好的切入點。

亞洲信貸風險主要集中CCC等級



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

然而，星展集團仍然看好亞洲信貸，因為市場似乎已經充分消化了風險；星展集團仍然看好BBB/BB等級，因為在去槓桿化的過程仍可望維持高品質。由於聯準會即將減碼量化寬鬆，未來殖利率曲線仍可能趨於陡峭；看好存續期間為7年的債券，因為這是殖利率曲線中最陡峭的部分。

# 下半年的復甦 不再有保障

## 2021年第4季全球外匯市場

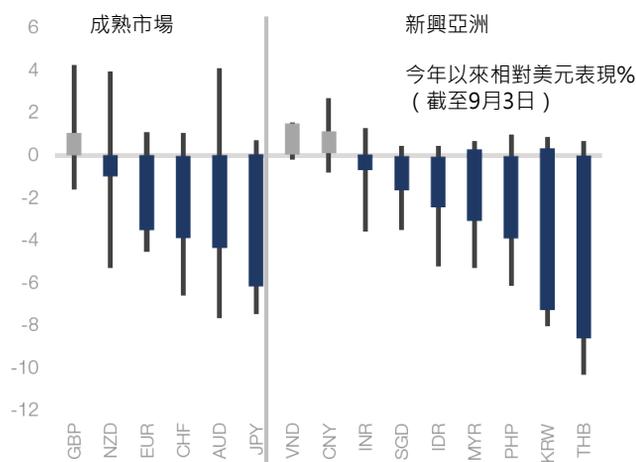
由於各國對抗肺炎疫情的策略分歧，全球的復甦仍存在不確定性。在Delta變種病毒威脅和美國聯準會傾向鷹派的情況下，多數貨幣將面臨壓力。

# 全球外匯市場

2021年下半年，全球經濟不再是由疫苗普及所推動的同步復甦態勢。對抗肺炎疫情、結束封鎖和限制以及重新開放的過程，Delta變種病毒是個變數。各國對抗疫情的策略也在維持零病例或轉向與病毒共存的策略中呈現分歧；因為兩種選擇都不是萬無一失的解決方案。然而，多數國家都認同加強疫苗接種的緊迫性。評等機構對各國的財政結構保持警惕，特別是新興市場。除了Delta變種病毒，投資人也擔心中國經濟放緩和官方監管加強、供應鏈中斷、通膨上漲、供應短缺以及美國聯準會（FED）可能在2021年底開始縮減量化寬鬆規模。

美元有理由延續升勢至2022年第一季。根據美國商品期貨交易委員會（CFTC）的數據，美元投機性部位的淨多單已增加到肺炎疫情前的水準。此外，FED可能在11月或12月縮減資產購買規模。美國國會議員們也普遍認為，FED開始收回肺炎疫情的刺激措施時機已經來臨。美國總統拜登的基礎設施支出法案獲得國會藉由。根據美國疾病預防控制中心（CDC）的數據，70%的美國成年人接種了一劑疫苗。儘管Delta變種病毒的威脅仍在，但由於援助經濟復甦的資金需求減少，美國財政部計劃從11月開始減少發行公債規模。10月時，國會需要在政府現金耗盡之前解決聯邦債務上限的問題；但評等機構並未過度擔心，因為民主黨可以在沒有共和黨支持的情況下提高上限。

Delta病毒和FED的鷹派傾向，壓抑多數貨幣表現



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

美元表現可望持穩，直到全球復甦再次同步

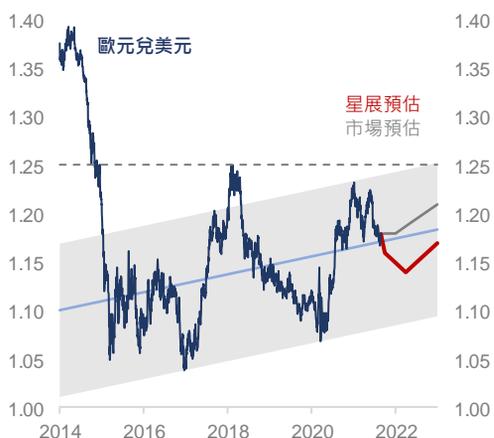


資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

歐元兌美元處於1.15至1.20交易區間的下緣。根據CFTC的數據，今年歐元疲軟主要是因FED相對鷹派立場和歐洲央行（ECB）鴿派的前瞻指引導致歐元投機者的空頭部位增加。7月，ECB採取了2%的對稱通膨目標，藉以因應短期的通膨偏高的擔憂，但中期而言，通膨仍可能偏低。儘管ECB將2021年通膨預估從1.9%上調至2.2%，但預期2022年和2023年的通膨率將分別降至1.7%和1.5%。相較於FED希望在2021年底縮減資產購買規模，ECB仍將藉於2022年3月到期的疫情緊急購買計劃（Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP）計劃和定期資產購買計劃（Asset Purchase Programme, APP）維持有利的金融情勢。若下半年經濟放緩導致投機者降低多頭部位，歐元兌美元的交易區間則可能降至1.10至1.15。

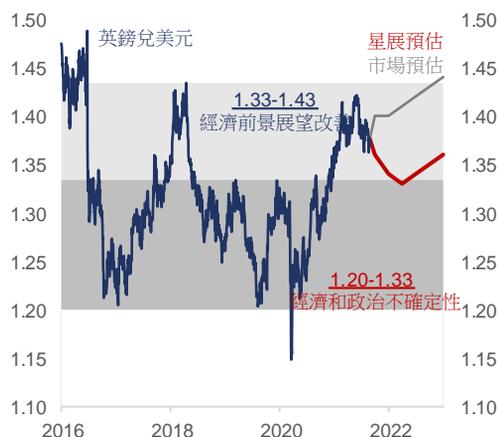
英鎊兌美元可能在1.33至1.40的交易區間呈現弱勢整理。原本看好英國在疫苗接種普及後可望實現群體免疫的投機者在新一波的Delta變種病毒疫情升溫後，降低英鎊的多頭部位。此外，投機者還因為FED在6月傾向鷹派的態度而開始建立英鎊的空頭部位。與FED不同的是，英國央行（BOE）傾向在將政策利率從0.10%上調至0.50%後才打算減碼量化寬鬆。根據彭博，市場預期BOE第一次升息的時機最早可能在2022年第一季度，但直到2022年底，政策利率仍將低於0.30%。但8月中旬，路透社的一項調查則較不那麼樂觀；調查顯示，2023年BOE才會首次升息。與鴿派的ECB一樣，BOE在收回肺炎疫情期間所推出的政策也落後於FED。雖然英鎊比歐元更具彈性，但歐元的弱勢也將壓抑英鎊的表現。

歐元兌美元處於1.15至1.20交易區間的下緣



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

歐元的弱勢也將壓抑英鎊的表現



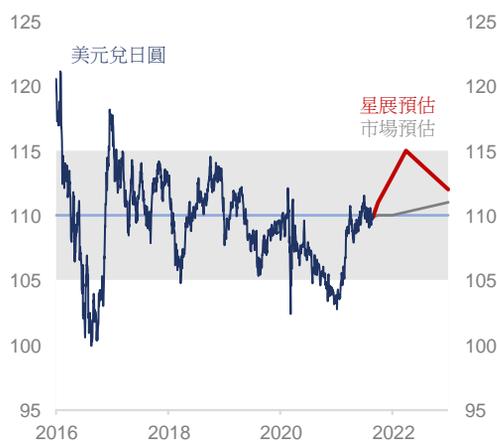
資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**美元兌日圓可望進入110至115交易區間的上緣。**日本收回肺炎疫情期間推出的刺激措施時機將落後於其他成熟經濟體。日本央行 (BOJ) 警告，第五波肺炎疫情將延遲經濟復甦。官方的目標是在9月底前解除緊急狀態。截至9月9日，日本已有接近一半的人口完成第二劑疫苗的接種。由於半導體供應短缺，日本汽車製造廠也縮減了生產。9月3日，在地方選舉失敗，且民眾對東京奧運和第五波肺炎疫情感到不滿，菅義偉辭去首相職務。日本前外相岸田文雄當選執政自民黨總裁，國會將於10月4日召開臨時國會推舉岸田文雄成為日本第100任首相，並

帶領該黨投入須在11月28日之前舉行的眾議院選舉。

**星展集團預期2022年第1季，瑞郎兌美元將貶值0.95，與歐元的預估趨勢一致。**儘管美國在將瑞士列為貨幣操縱國，但瑞士央行 (SNB) 仍傾向干預高估的瑞郎。根據6月的貨幣政策評估，儘管預期2021年通膨將升至0.4%，並在2022年至2023年升至0.6%，但SNB預估至2023年政策利率仍將持穩於負0.75%。

日圓進入110至115的交易區間



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

瑞郎兌美元將介於0.90至0.95之間波動

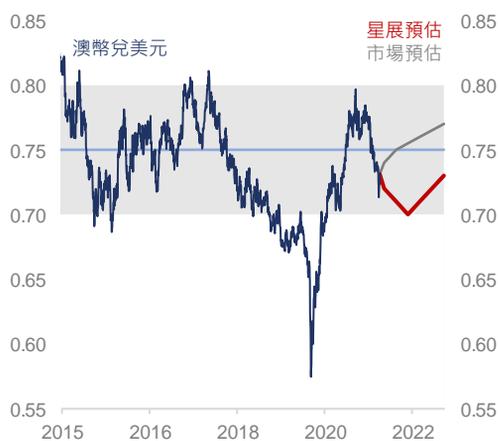


資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

**澳幣兌美元將處於0.70至0.75交易區間的下緣。**預期澳洲經濟將在2021年第3季因封鎖和嚴格的限制措施因應第三波肺炎疫情而呈現衰退。一旦澳洲達到70%人口完全接種疫苗後，總理莫里森 ( Scott Morrison ) 傾向放棄清零策略。然而，這個目標很可能要到11月才能實現。因此，澳洲2021年下半年將無法排除技術性衰退的窘境；因此，即使澳洲央行 ( RBA ) 於9月將每週購買公債金額50億澳幣降至40億澳幣，澳幣的表現仍然疲軟。儘管最近爆發了疫情，但RBA很可能在2024年達到升息的條件。為了確保通脹可持續回到2至3%的目標區間，薪資成長需達3%，且失業率需降至4%左右。

**紐幣兌美元可能貶值破0.70。**紐幣在2月底觸及0.7465的高點後，一直處於肺炎疫情前的0.65至0.75交易區間呈現弱勢整理格局。紐幣也無法倖免於Delta變種病毒的感染，這波疫情也壓抑商品貨幣行及其主要出口地區東亞的貨幣。事實上，紐西蘭央行 ( RBNZ ) 在8月18日的貨幣政策會議上並未採取備受期待的升息措施；同一天，總理阿爾登 ( Jacinda Ardern ) 則是宣佈全國重新實施4級限制以遏制疫情。FED則是已為2021年底縮減量化寬鬆做好準備，美元也可望受到支撐。2021年下半年，全球經濟成長放緩可能使紐幣貶至0.65至0.68的區間，也就是2018年至2019年中美貿易戰期間的區間。此外，阿爾登的對肺炎疫情的清零策略正面臨挑戰，截至9月9日，紐西蘭僅有29%的人口完全接種。

澳幣處於肺炎疫情前交易區間的下緣



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

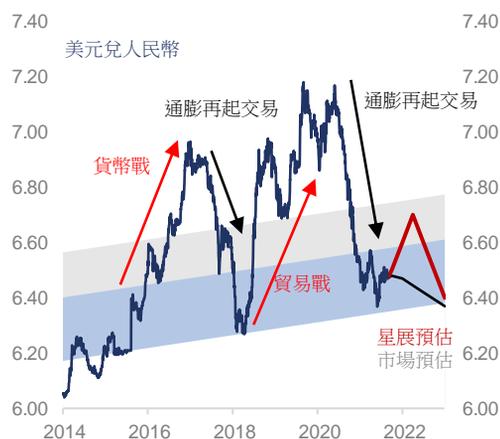
紐幣有可能貶至肺炎疫情前區間的下緣



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

星展集團預期2022年第1季，美元兌人民幣將升至6.70。展望未來，星展集團的經濟學家已將中國2021年的GDP成長率從之前的10.5%下調至8.8%。除了降低所有銀行的存款準備金率（RRR）外，中國過去數月還令市場意外的打壓大宗商品價格，並對科技、網路叫車和教育產業進行嚴格的監管措施。市場仍有人懷疑中國前抗疫情的清零策略是否為因應Delta病毒的良方；關閉主要港口導致中國境內外其他港口的堵塞，並擾亂了全球供應鏈。中國信貸市場，特別是高收益債部份，持續因監管機構控制投機和房價的決心，將持續面臨波動和風險。

人民幣仍有進一步走弱的空間



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

## 星展集團主要匯率預估

	17-Sep	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
美元兌人民幣	6.4661	6.60	6.70	6.60	6.50	6.40
美元兌港幣	7.7828	7.82	7.82	7.80	7.80	7.80
美元兌印度盧比	73.484	75.5	76.5	76.0	75.5	75.0
美元兌印尼盾	14223	14550	14800	14700	14600	14500
美元兌馬幣	4.1715	4.24	4.32	4.28	4.24	4.20
美元兌菲幣	49.955	51.0	52.0	51.5	51.0	50.5
美元兌新幣	1.3485	1.37	1.39	1.38	1.37	1.36
美元兌韓圓	1175	1190	1200	1180	1160	1150
美元兌泰銖	33.294	34.0	35.0	34.5	34.0	33.5
美元兌越南盾	22769	22870	22820	22770	22720	22670
澳幣兌美元	0.7265	0.72	0.70	0.71	0.72	0.73
歐元兌美元	1.1725	1.16	1.14	1.15	1.16	1.17
美元兌日圓	109.93	112	114	113	112	111
紐幣兌美元	0.7040	0.68	0.65	0.66	0.67	0.68
美元兌瑞郎	0.9323	0.94	0.95	0.94	0.93	0.92
英鎊兌美元	1.3741	1.35	1.33	1.34	1.35	1.36
美元指數 ( DXY )	93.195	94.5	96.0	95.0	94.0	93.0

資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

# 避險性資產

## 2021年第4季：黃金

由於美元指數與黃金的負相關性處於高點，一旦美元強勢開始逆轉可能會導致黃金出現強勁的反彈。持續看好黃金作為避險性資產。

# 另類投資：黃金

黃金與美元指數 ( DXY ) 的負相關性在第三季更加緊密。事實上，受惠於美元的避險地位以及聯準會與其他央行的貨幣政策分歧，美元在第3季回升。原本預期美元指數在第3季將達到高點，但美元指數在突破93.50後可能會延續升勢至2022年第1季。因此，星展集團對年底黃金價格來到2,000美元的預測被推遲到明年第1季，因為美元走強可能會抑制黃金的需求。

儘管如此，由於美元指數與黃金的負相關性處於高點，一旦美元強勢開始逆轉可能會導致黃金出現強勁的反彈。星展集團對黃金作為避險資產維持看好的觀點。

黃金與公債殖利率敏感度降低，提供殖利率上揚時的緩衝

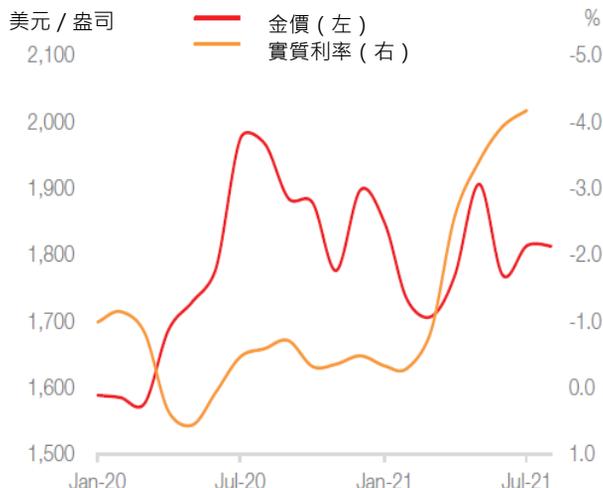
最近公債殖利率的下滑可以解釋為對經濟增長的擔憂升溫。然而，黃金並未受益於公債殖利率的下滑。星展集團認為，這是因為儘管受Delta變種病毒侵襲，但對經濟增長風險的擔憂仍可控制，特別是來自成熟國家經濟前景樂觀的支持；成熟國家的經濟在疫苗接種率相對較高的背景下準備重新開放，且股市也創新高。星展集團預期2021年底美國10年期公債殖利率將溫和上升至1.6%。

黃金與美元指數 ( DXY ) 呈現負相關



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月  
\* 計算基於6個月滾動式，週報酬

黃金與實質利率



資料來源：彭博，星展集團，2021年9月

美國7月通膨年增率達5.4%的高點後，市場對通膨擔憂有所舒緩，也減少黃金作為通膨避險的催化劑。儘管如此，黃金對公債殖利率和實質利率的較低敏感性，當公債殖利率上升時，對黃金價格影響也可望較為緩和。未來數月，隨著通膨水準上升，實質收益率負值擴大，應有利於支撐金價。

根據星展集團的量化模型，黃金目前相對美元、公債殖利率和通貨膨脹的交易價格低於合理水準。以目前的金價而言，投資人尋求長期投資組合避險，藉以分散因美元疲軟、負利率、高通膨和外部風險事件帶來的風險。**以下為可能發生的情境。**情境一：隨著勞動市場改善，市場重新關注美國通膨風險。這可視為“風險趨避”事

件；2003年時，因油價上揚而提升通膨擔憂，金價因此表現強勁。

情境二：此情況可能是隨著疫苗效力的減弱，新增病例不斷增加。這可能導致2022年經濟增長前景下調和減碼量化寬鬆（QE）時間延遲，這將有利黃金表現。美國股市的上漲動能可能會趨緩，而黃金將成為避險工具，藉以因應市場波動。

在景氣適度增長和通膨溫和的環境下，聯準會應不會急於升息，公債殖利率可能會保持在低點。星展集團認為在這種環境下，因全球中央銀行將繼續積累黃金作為分散風險的工具，將支撐黃金的表現。

黃金的合理價格介於1963至2099

美國10年期 公債殖利率 (%)	美元指數			
	85	90	95	100
1	2,261	2,177	2,094	2,010
1.2	2,235	2,151	2,068	1,984
1.4	2,208	2,125	2,042	1,958
1.6	2,182	2,099	2,015	1,932
1.8	2,156	2,073	1,989	1,906
2	2,130	2,047	1,963	1,880

資料來源：星展集團 2021年9月

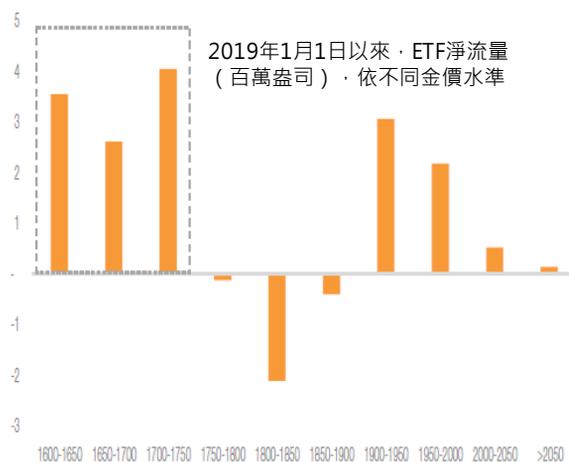
**黃金需求多元化。** 來自各國央行的需求在第二季大幅回升，更多國家也買進黃金。巴西、泰國和匈牙利在分散需求的支持下買入大量黃金。匈牙利在三年內將其黃金儲備增加了兩倍；其央行強調，黃金沒有信用風險和交易對手風險，因此是央行可以持有的最重要儲備資產之一。巴西是石油出口國，也發現需要分散過度集中儲備於美元的情況。

黃金珠寶消費量最大的兩個國家是印度和中國。上海黃金溢價維持正值，顯示境內強勁需求，印度進口已從5月至6月的低點回升。

另一方面，ETF投資需求已持穩於目前水平；每月銷售量已降至20萬盎司。星展集團認為，2019年以來的價格走勢和成交量顯示，在1,700美元附近的投資需求仍然強勁。

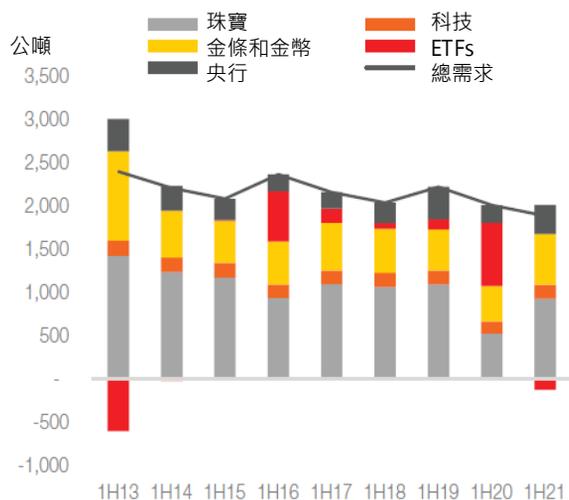
**黃金投資不足。** 比較黃金ETF購買量與股票和債券型基金投資時，黃金在投資組合中比重偏低；顯示黃金可能處於投資不足的情況。因此，聯準會即將縮減購債計劃對黃金的影響應不會像其他金融資產顯著。

黃金價格低於每盎司1750美元時，ETF投資需求強勁



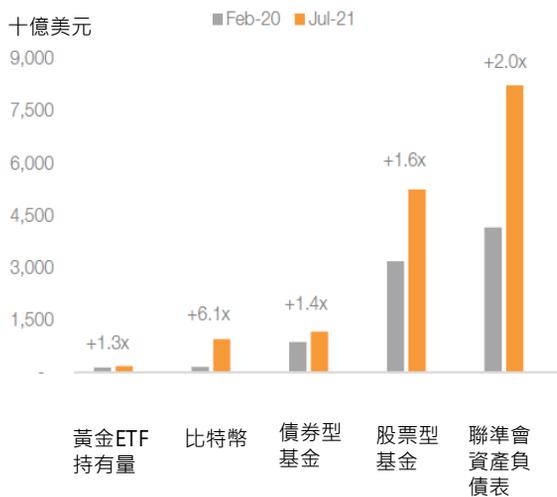
資料來源：彭博，星展集團，2021年9月

黃金需求穩定來自多元化用途



資料來源：世界黃金協會，Metal Focus，彭博，星展集團，2021年9月

比特幣受惠於聯準會量化寬鬆的擴張



資料來源：ICI，Statistica，彭博，星展集團，2021年7月

**白銀因通貨再膨脹交易平倉而受挫。**白銀在2021年第3季的表現落後於黃金。作為一種工業金屬，白銀依靠投資需求來平衡其過剩狀況。

通貨再膨脹交易平倉對白銀的造成的衝擊大於黃金。這是由於白銀的流動性較低，部分因素是白銀為投資人對貴金屬需求的第二個選項。這意味著，在有利黃金的環境下，白銀會有上漲空間，但當貴金屬的投資興趣不那麼強烈時，白銀往往會被忽視。

然而，這也意味著，如果通貨再膨脹主題在年底重燃，白銀可望有上揚的機會，類似於去年夏天的走勢。在太陽能需求不斷增長的情況下，全球工業需求維持高檔，星展集團維持2022年第1季白銀可望來到每盎司30美元的預估。

**金礦股的投資氛圍疲弱，但基本面並非如此。**由於第3季金價呈現波動，導致金礦股的投資氣氛疲軟。金礦股對金價上揚的槓桿作用很高，星展集團認為，表現不佳是由於投資組合調整而非基本面問題。金價依舊遠高於總維持成本 (AISC: all-in-sustaining-costs)，金礦商的獲利能力將隨著生產的增加而上揚。全球前五名礦商中，在肺炎疫情過後，產量可望恢復。就風險回報角度而言，繼續佈局於黃金礦業仍然有利。

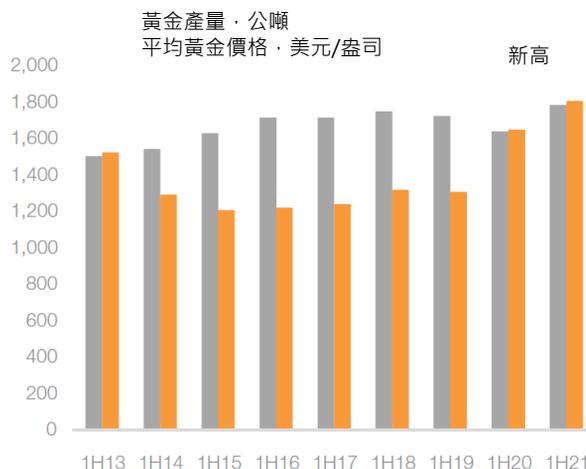
**結論。**當金價低於合理水準時，金價在大多數情況是呈現上漲。星展集團維持看好的觀點，2022年第1季黃金預估值為每盎司2,000美元。

散戶投資人配置黃金比重



資料來源：ICI，彭博，星展集團 2014年來均值

金礦商獲利能力隨產量增加而持穩



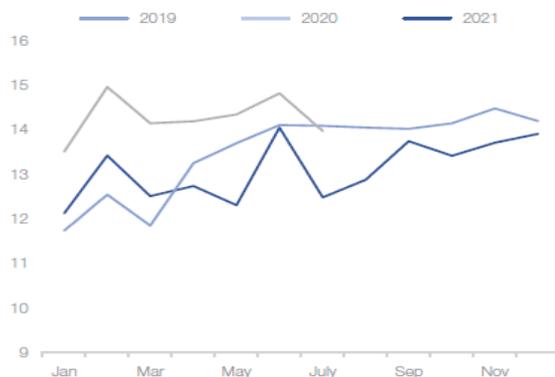
資料來源：Metal Focus，彭博，星展集團 2021年9月

# 原油

## Delta變種病毒的不確定性影響油市

**Delta變種病毒在中國擴散引發了一些短暫的不確定性。**雖然成熟國家疫苗接種率較高的地區病例數呈現增加，但並沒有導致恢復封鎖；此外，儘管印度在7月擺脫了第二波嚴重病毒浪潮的影響，燃料需求仍然強勁。中國爆發的Delta變種病毒以及某些地區恢復嚴格封鎖，引發了市場對全球第二大石油消費國需求放緩的擔憂。好消息是，中國已經控制了南京的疫情，其他地區也可望很快獲得控制。無論如何，中國自6月以來減少石油進口，原因是目前油價處於高檔，去年建立的廉價庫存減少以及上半年煉油廠開工率高於往常，導致國內煉油利潤率急劇下降。由於全球其他地區對石油需求強勁上升，因此上述情況尚未對整體石油市場動態產生重大影響。對中國的影響在很大程度上是暫時的，今年以來全球石油需求仍處於強勁復甦軌道，而2021年下半年到目前為止，全球石油庫存仍穩定的下滑。

中國上半年煉油產量（每日百萬桶）表現強勁，但在7月動能減弱



資料來源：彭博·星展集團·2021年9月

**但是，需求持續主導油市。**供應面，星展集團認為石油輸出國家及其聯盟（OPEC+）供應的變化可能會符合預期。唯一較不確定的是恢復伊朗石油出口，但美伊核武協議似乎尚無能見度。未來6至12個月將繼續推動油市的仍是需求的恢復和庫存的下降。美國的石油消費量正回升至肺炎疫情前水準之上，航空燃料需求僅比肺炎疫情前水準低12%。美國和歐洲經濟體繼續重新開放，因為疫苗接種推動了成長動能，帶動了燃料需求。經合組織（OECD）國家庫存持續逐月下降，目前低於五年平均水準。這些正面的數據短期令油價在每桶70美元附近獲得支撐。

截至2021年8月，美國原油消費量已回復至肺炎疫情前水準之上



資料來源：彭博，星展集團，2021年9月

**星展集團上調油價預測，將天然氣燃料轉換需求考慮在內。**亞洲和歐洲液化天然氣 (LNG) 現貨價已飆升至接近每百萬英熱單位25美元 (大幅高於去年同期的5美元)，由於上游投資疲軟，天然氣供需不平衡狀況上升。由於天候因素，今年風力發電量下降，歐洲天然氣需求增加，但亞洲LNG買家繼續出價高於歐洲買家，以確保獲得美國LNG。在煉油廠和工業應用中可能已經有一些從天然氣產品轉向石油產品；隨著冬天的臨近，昂貴的天然氣將激勵更多燃料轉向煤炭和石油取暖。如果即將到來的冬天溫度較平均值低，則石油需求增加的可能性就會增加。另一方面，考慮到油價上漲和近期石油日需求量可能增加50至100萬桶，因此星展集團上調未來數季油價預測。目前對2021年布倫特原油平均價格預測為每桶67至72美元，2022年布倫特原油平均價格預測上調至70至75美元。

**隨著OPEC+成員國克服分歧，原油供給面風險消散。**原定7月5日舉行的OPEC+會議擬對之前提出的減產提議進行投票，然在阿聯酋對未來的行動方案提出反對意見後暫時放棄，主要是在提高其參考產量水準部份意見分歧。在解決歧見後，會議最終於7月18日達成協議，OPEC+成員國決定在2021年8月至12月期間總計增產200萬桶/日，即在5個月內逐月增產40萬桶/日。OPEC+減產規模目前從參考值保持在580萬桶/日，預計到2022年9月將按照目前的月度增長率徹底退出減產計劃。阿聯酋和其他成員要求提高參考石油產量水準已達成共識，但將於2022年5月才會生效；因此，短期供給面預期沒有變化。

**OPEC產量反應仍與預期的需求復甦步伐一致**



資料來源：彭博，星展集團，2021年9月

2021年至2022年季度平均油價預測 – 星展集團基本假設

每桶美元	1Q21A	2Q21A	3Q21E	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
布蘭特 原油價格 均價	61.5	69.0	72.5	75.0	71.5	72.5	75.0	76.5
西德州中級 原油價格 均價	58.5	66.0	69.5	72.0	68.5	69.5	72.0	73.5

資料來源：星展集團 · 2021年9月

# 可持續性 上升趨勢的開端

## 主題 – 全球科技資本支出

世界即將意識到數據是“新的空氣”，而且這只是開端。政府機構和民間企業正在提高資本支出，進行資訊科技基礎建設的升級。

# 全球科技資本支出

全球科技產業資本支出 – 可持續性上升趨勢的開始

“這不是泡沫。未來8到9年晶片產業的產能可望加倍，這也將需要投資於製造來推動。”

Globalfoundries 執行長  
Tom Caulfield

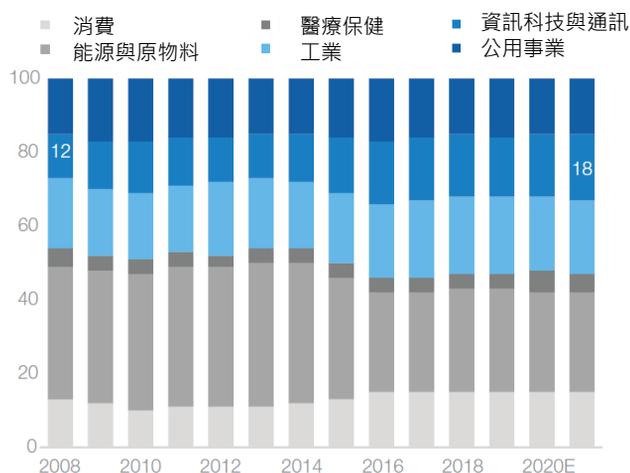
所有產業中，科技產業的資本支出擴張已是全球資本支出之冠。市場預期，科技業資本支出占比至今年底將從2008年的12%升至18%。

星展集團預期，占比可能更高，因為主要國家也進行大規模的資本支出，藉以達到自給自足的目標。這也反應在未來數年的新研發承諾中。

多年資本支出上升的開端

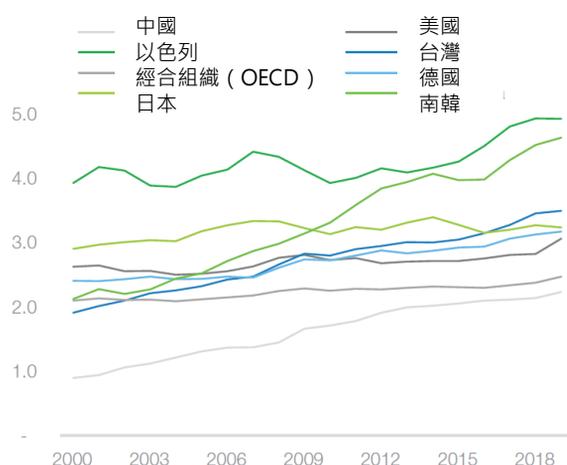
各國政府和企業意識到在快速轉型為數位經濟的世界投資不夠，他們正努力增加開發新資訊科技基礎建設及科技升級相關的資本支出。

資本支出占比 - 依據產業 (%)



資料來源：S&P Global · 星展集團 2021年9月

研發占GDP比率 (2000-2019)



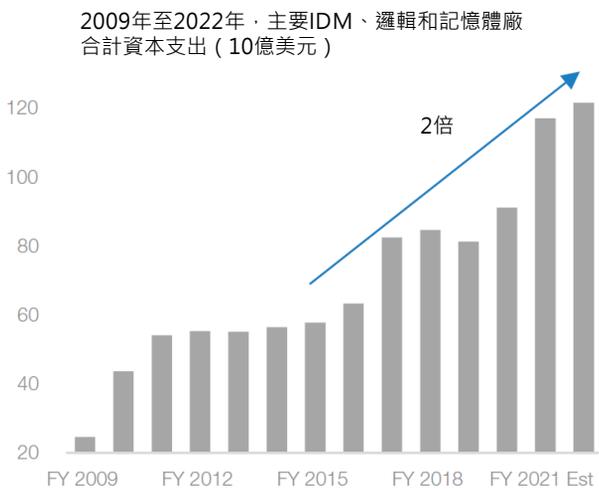
資料來源：OECD · 星展集團 2021年9月

例如中國，去年關於半導體產業領域支出金額高達330億美元，是10年前的12倍。在提升半導體自給自足率的競賽中，中國遵守分配大部份國家支出於研發的承諾。

美國部份，因為發現自己的支出落後中國，最近的創新和競爭法案中，有2500億美元被用於研發。核心部份，有520億美元是專門用於半導體的研究、設計和製造。

由於上述的發展，星展集團認為，科技領域資本支出上升的趨勢可望持續；正如同垂直整合製造商（IDM：integrated device manufacturers）、邏輯和記憶體廠的年度支出趨勢所顯示。

#### 主要IDM、邏輯和記憶體廠年度資本支出



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

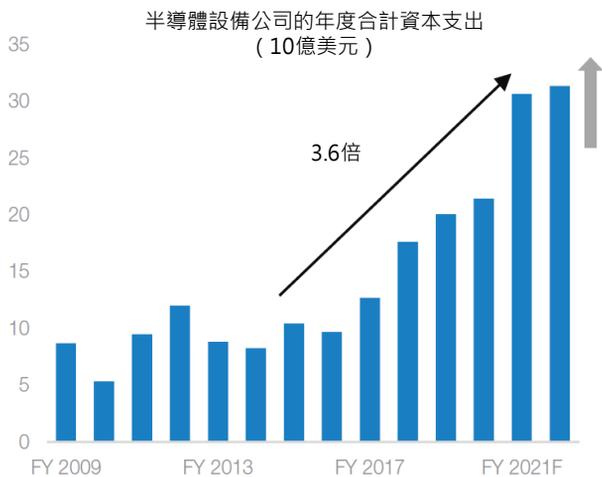
最近半導體公司表示將增加資本支出的範例：

1. 台積電將在2021年花費280億美元，加快先進製程的升級並增加新產能的擴張，未來三年的合計資本支出金額高達1000億美元
2. 南韓三星電子半導體事業部2021年的資本支出為280億美元，未來10年資本支出金額高達1200億美元
3. 英特爾調高2021年和2022年的年度資本支出目標至200億美元
4. 美光2021年的資本支出計劃為90億至100億美元
5. 南韓SK海力士2021年和2022年的年度資本支出為110億至120億美元

很顯然，肺炎疫情並未中斷全球半導體領導廠商資本支出上升的趨勢。相反地，星展集團觀察到全球朝向數位化升級，增加資本支出的態勢；這也將促使舊經濟產業轉型邁向數位化。

這些因素促使過去十年半導體和半導體設備製造商的股價表現優異。

半導體設備公司的年度支出



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

半導體和半導體設備類股表現仍將相對較佳

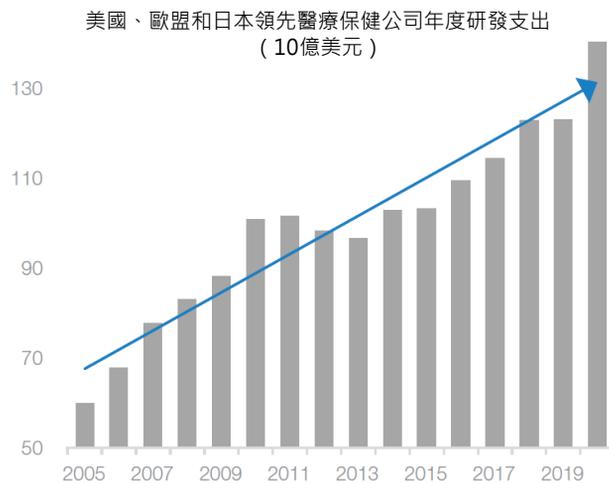


資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

醫療保健是另一個有大規模資本支出的行業

上游科技的進步正在擴展到其他部門，包括生物科技、醫療診斷和設備以及生命科學。24家美國、歐洲和日本領先的醫療保健公司的數據顯示，全球主要醫療保健公司的研發支出穩步攀升。

美國、歐盟和日本領先醫療保健公司年度研發支出



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

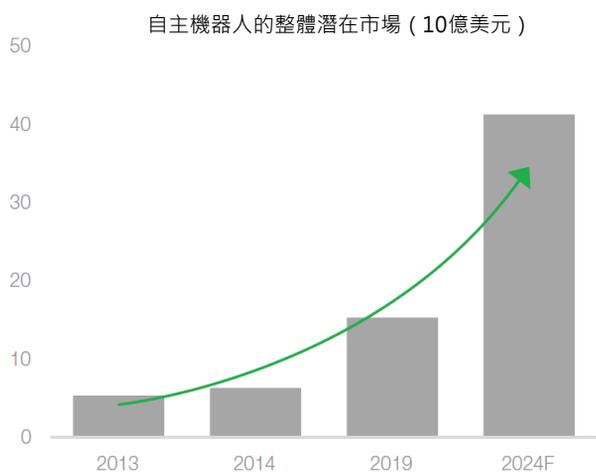
## 工業自動化 – 軟硬體的結合

肺炎疫情也加快了工業自動化和機器人的發展趨勢。

根據Robo Global的研究，2021年全球已安裝的工業機器人將超過320萬個，較2015年高出一倍。

隨著越來越多公司希望佈署機器人藉以處理倉庫和物流設施的日常營運，市場預期2024年機器人的整體潛在市場將達到410億美元。

自主機器人 - 巨大的整體潛在市場



資料來源：Siemens · Emerj · 星展集團 2021年9月

## 人工智慧 (AI : Artificial Intelligence) - 下一波新科技的演進

2019年，AI的整體潛在市場已達到270億美元，市場預期2027年將增至2670億美元，複合年增率為33%。

在自動化、機器學習、醫療保健、智慧製造、自駕車和資訊安全等不同領域的需求下，AI的需求和受到採用的情況可望不斷提升，也進一步增強了支援AI晶片的需求。

以目前的情勢發展，AI將存在於無數的設備和程式中。這也包括政府機構和公共安全、交通管理、追蹤和數據數位化等新用途。

全球AI市場將大幅擴大



資料來源：Fortune Business Insights · 星展集團 2021年9月

## 主要企業對發展AI的承諾

Adapteva - Epiphany	IBM - TrueNorth
Alibaba - Hanguang, Xuantie	Imagination Tech - PowerVR GPU
Alphabet - TensorFlow	Intel - Xeon, Nervana
Amazon - AWS Inferentia	LG - LG Neural Engine
AMD - Radeon	Mediatek - NeuroPilot
Apple - iOS	Microsoft - Bonsai
ARM - Trillium, ARM neural	Mythic AI
Baidu - Kun Lun	Nvidia - Xavier
Facebook	Qualcomm - AI 100
Google - DeepMind	Samsung - Exynos AI
Graphcore - Rackscale	Wave Computing - Triton
Huawei - Ascend, Atlas	Xilinx - Versal, Everest

資料來源：星展集團 2021年9月

## 電信公司 – 5G相關的資本支出才剛開始

經過多年的投資，電信服務業者正在為5G的推出進行資本支出。

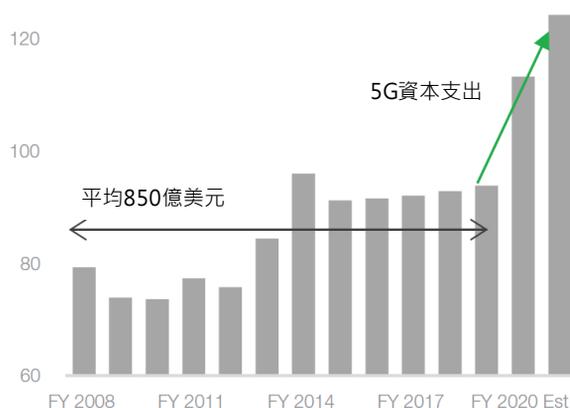
2021年家主要電信公司 ( Verizon、AT&T、T-Mobile、德意志電訊、KDDI、沃達豐和中國移動 ) 合計預估資本支出高達1240億美元，約是2008年金融海嘯時期的1.5倍。

主要的資本支出將用於5G網絡設備、新通訊晶片、基帶處理器、無線射頻設備、5G基地台、高效能運算和數據傳輸。

同樣，這些都將帶動上游軟硬體生態系統的營運，並促使強勁的半導體晶片需求。

### 電信公司終於開始支出

2008年至2021年 ( 預估 ) 7家主要電信公司  
合計年度資本支出 ( 10億美元 )



資料來源：彭博，星展集團 2021年9月

## 汽車產業也擴張產能

在2020年的肺炎疫情期間，因預期終端需求可能放緩，汽車製造商減少資本支出（包括零組件採購和產能擴張），但事實上，放緩只是短暫的。全球汽車銷售量意外強勁回升。值得注意的是，季度車輛銷售數據已回升至肺炎疫情前的2000萬輛。

在降低庫存後，汽車製造商無法順利銷售。同時，由於過去採購規劃採即時供應鏈流程，汽車製造商還錯過了半導體晶片的採購，這些晶片是汽車生產的關鍵零組件。

考慮到這一背景與汽車電動化的結構趨勢，星展集團預期美國、歐盟、日本和中國的汽車製造領導廠商的資本支出在2021年成長超過50%後，未來數年仍將呈現成長。

### 汽車需求強勁



資料來源：星展集團 2021年9月

## 佈局受惠者

科技資本支出持續上升趨勢的受惠者：

- 半導體、IC設計和IDM
- 人工智能和機器學習
- 生技和醫療設備
- 數據分析和網絡安全領導者
- 工業自動化和機器人
- 電動車和自駕車
- 5G通訊

### 資本支出強勁回升



資料來源：星展集團 2021年9月

# Technology Capex: Sustained Uptrend

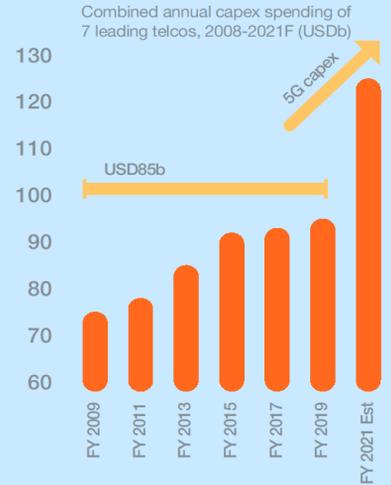
## Sectors with rising capex

### IT and Communication Services

Digitalisation is driving semiconductor capex



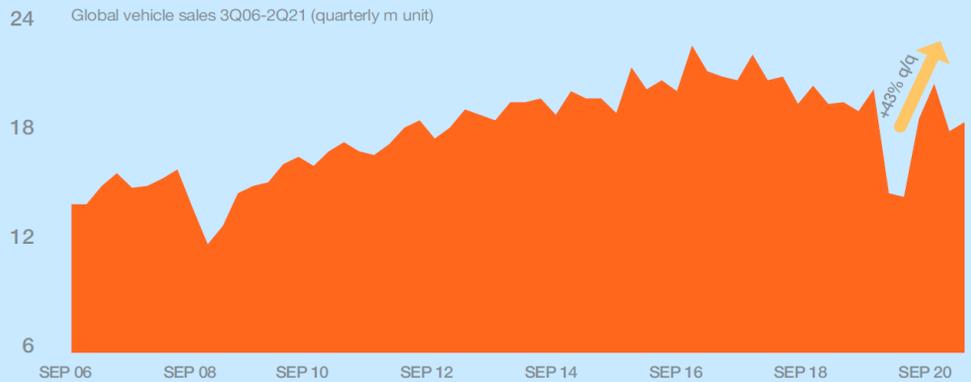
Telcos are loosening purse strings on 5G spending



### Consumer

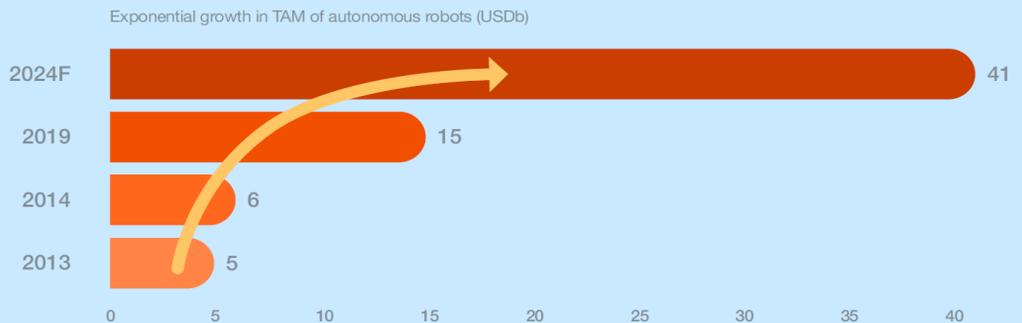
Pent-up demand for vehicles

Electrification trend pushing automakers to raise capex spend

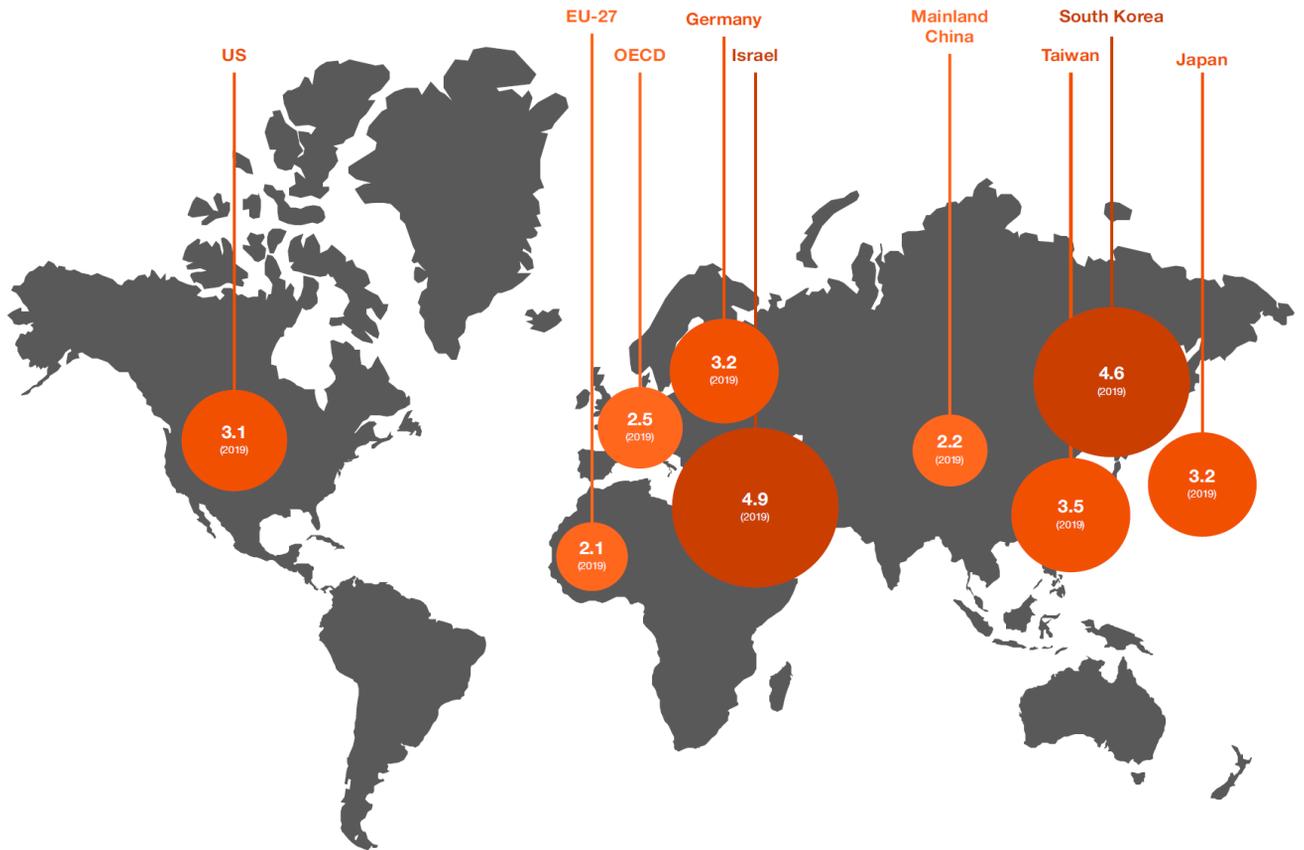


### Industrials

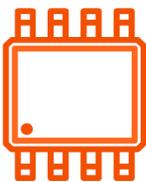
Huge market for autonomous robots



## Markets are spending more on technologies for self-sufficiency (% of GDP)



## Investment Winners



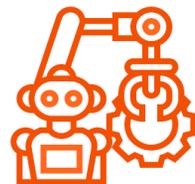
Semiconductor, IC design, and integrated device manufacturers



Cloud and high performance computing



Data analytics and cyber security leaders



Industrial automation and robotics



AI and machine learning



Biotech and medical devices



EV and AV



5G

# 抗通膨債券 (TIPS) 價格已逐漸達到高點

## 專題報告 - TIPS

考慮到所有因素，TIPS是一項僅適用於投資組合多樣化的投資。然而，由於目前TIPS價位已經高估，將抑制其長期表現的空間。

## 抗通膨債券 ( TIPS ) 價格已逐漸達到高點

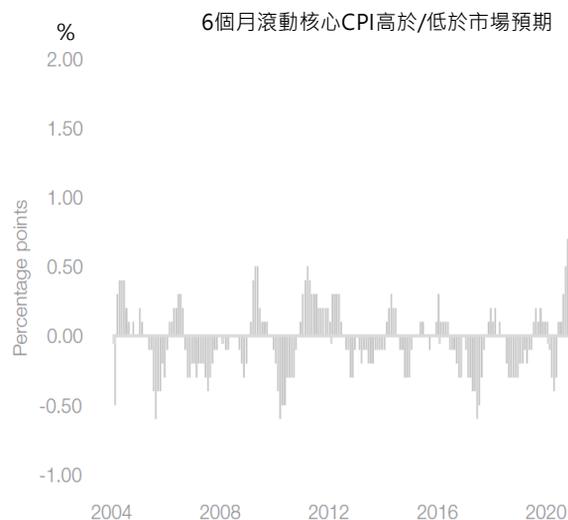
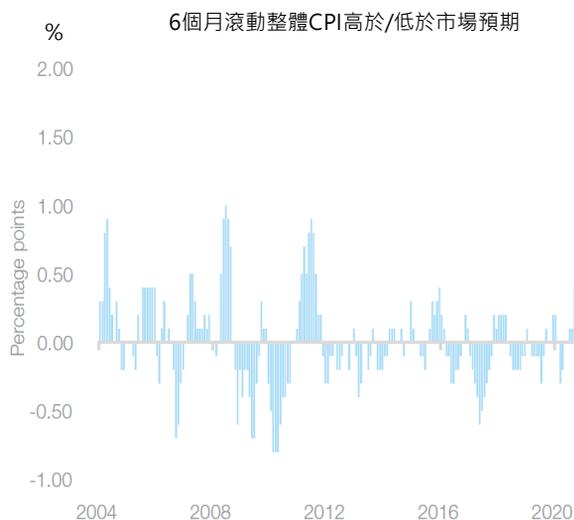
**通貨膨脹來臨**。不論通膨上升是不是暫時性的，最新數據讓許多經濟學家對通膨持續高於市場預期感到困惑。累積起來，名目和核心消費者物價指數 ( CPI ) 的六個月滾動預期處於過去20年來的高點 ( 圖 1 )，這意味著市場一直低估最近每個月通膨數據。這種普遍存在的錯誤預估可能導致近期更高的通膨預期，在一般市場心理層面變得更加根深蒂固，引發對通膨敏感的資產類別的關注。

**抗通膨債券 ( TIPS ) 價格達到高點**。這種對通膨的恐懼可從對預防價格上漲的資產需求中印證。除了與商品和房地產相關的資產外，即使是抗通膨債券 ( TIPS : Treasury

Inflation-Protected Securities ) 的價格也高於其面值 ( 導致實質收益率接近歷史低點 )。然而，市場價格可能已事先反應。星展集團發現，TIPS 在停滯性通膨的情況下表現良好。這樣利率仍然足夠低，藉以支撐TIPS價格的上漲。在後危機時代，隨著升息接近，以及全球經濟增長仍在回復，一些負面因素比比皆是。因此，投資人佈局前應更全面地了解TIPS，而不是單純因為“通膨保護”而投資。

**TIPS 如何運作？**TIPS 是政府支持的證券，期限為5年、10年和30年，每半年支付一次票息。除了使用指數比率調整本金和息票支付以符合通膨率外，證券本質上類似於債券。

近期整體和核心CPI高於市場預期比為過去20年來最高



資料來源：彭博·星展集團 2021年9月

舉例說明，假設投資人持有1,000美元的TIPS，票面利率為1%。如果沒有以CPI衡量的通貨膨脹，則債券本金仍為1,000美元，當年收到的票息將為10美元（1% X 1,000美元）。但如果年底通膨上升2%，則本金按指數比率1.02調整為1,020美元，同時支付的票息上升至10.20美元（1% X 1,020美元）。請留意，反之亦然；本金和息票在通貨緊縮的情況下也可以向下調整，但投資人在到期時贖回調整後的本金或原始本金中的較高者，因此給予一定程度的下檔保護。

**比較TIPS與美國公債（UST）。**雖然TIPS具有通膨保護的功能，但其他人可能不會自然而然地想到，固定利率公債也具有一定程度的通膨絕緣性。假設投資人擁有收益率為2%的10年

期公債；如果通膨在同一時間平均僅上升1%，投資人在持有有價證券的週期內仍會獲得每年1%的實質回報率（對於經常被認為具有通膨恐懼症的資產類別來說，這並不差）。

投資人應該如何在TIPS或公債之間做選擇？

關鍵在於公債（名義）收益率和TIPS（實際）收益率之間的差異，也稱為損益平衡通膨率。在持有有價證券的週期內，如果平均實際通膨率高於損益平衡通膨率，投資人最好持有TIPS。相反的，如果實際通膨率低於損益平衡通膨率，投資人持有公債會更好。目前，如果投資人預計未來10年的CPI平均高於2.4%，那麼投資人可持有TIPS，因過去10年的平均通膨率僅為2.1%，這是一個相對較高的收益率。

TIPS（實質）收益率處於相對低點



**通膨上升速度減緩的結構性問題難解。**不幸的是，在肺炎疫情前存在的長期通貨緊縮趨勢，因債務負擔過重、人口老齡化、科技破壞性創新和財富分配不均；在後疫時代中可能持續存在。因此，主要因供應鏈中斷、暫時的勞動力短缺導致價格上漲，最終將需要更多粘性需求驅動力（較低的失業率、持續的工資增長）來將價格調整到永久較高的水平，才能證明TIPS優於公債的水平是合理的。

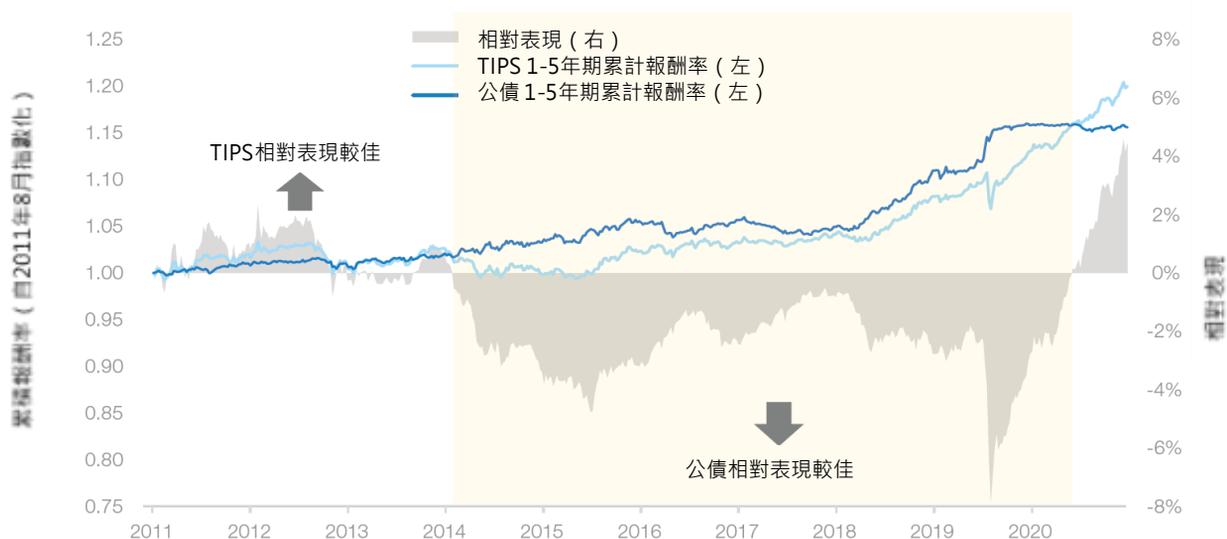
通常公債表現優於TIPS。公債在大部分時間（圖3）的表現都優於TIPS，唯一的例外是2011年至2013年歐洲主權債務危機最嚴重的時期，以及最近的危機後復甦2020年至2021年期間；利率接近零，通膨因低基期效應

而飆升。這兩個時期的實際利率均為負值。此外，即使作為一種無風險證券，TIPS也不能像公債那樣發揮投資組合避險和降波動的作用，因為TIPS之前經通膨調整後的較高本金價值可以在危機中收回，當市場預期即將面臨通貨緊縮。這在2008年全球金融海嘯和2020年疫情危機中觀察到的TIPS ETF大幅縮水可驗證。

其他不明確但重要的考慮因素包括：

- 1. 相對流動性不足。**與公債相比，TIPS的交易量通常較小，周轉時間較長，買賣價差也較大。

多數期間公債表現優於TIPS



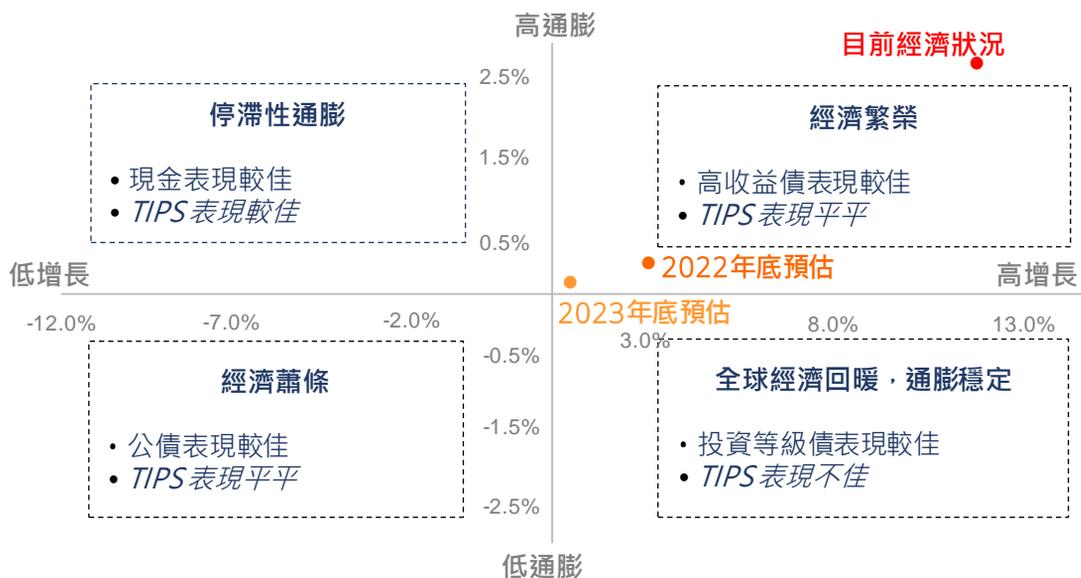
2. **CPI與經歷過的通膨不符**。年齡較大、風險厭惡程度較高的投資人通常更傾向於購買TIPS，但基於CPI的調整因素可能無法代表投資人口結構的消費需求（例如，醫療保健需求的成份權重較低）。
3. **更高的稅收**。投資人需要為更高的通膨調整後本金價值納稅，這些收益在TIPS證券出售/到期之前尚未貨幣化。

**考量TIPS的四象限框架**。根據增長和通膨預期，以四象限框架概念化，協助投資人制定TIPS投資決策。從本質上講，TIPS僅在特定的一組情況下表現優異，即停滯性通膨環境下；通貨膨脹率很高，但增長不足以保證支撐更高的利率水準。目前，在疫情危機

後經濟增長和通膨均出現反彈的情況下，TIPS投資人可能會從通膨調整中受益，但更高的經濟增長也增加了升息的可能性，這可能導致TIPS價格下跌。預期到2023年經濟增長和通膨都將回落至趨勢水平，因此TIPS的上漲空間似乎有限。

**TIPS適合於分散投資組合或是短期通膨意外的上揚**。考量所有因素，星展集團認為，TIPS是一項可行的投資，僅適用於投資組合多樣化，或短期戰術性交易，並認為未來數月通膨將持續意外的上揚。然而，目前TIPS評價面呈現較高的溢價以及結構性通膨上升趨緩的情況，將抑制其長期相對表現較佳的空間。

固定收益投資的增長 / 通膨象限



資料來源：彭博，星展集團 2021年9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。