

2021年第1季 投資總監洞察

曙光乍現

看到隧道盡頭的光

肺炎疫苗研發的正面訊息給了全世界經濟恢復正常的希望。星展集團預期，封鎖措施可望逐漸停止，2021年企業獲利將呈現復甦。

資金轉進價值股，股市升勢可望延續

隨著價值股與表現落後的產業呈現補漲的走勢，股市已經進入健康且廣泛性的上升趨勢。投資人應採取槓鈴式投資策略，持續佈局成長型與收益型資產。

佈局I.D.E.A.的成長機會

成長股部份，星展集團看好創新者、顛覆者、推動者和適應者 (I.D.E.A.：Innovators、Disruptors、Enablers和Adapters)。同時，“疫苗發現的受惠者”也可望呈現反彈走勢；其中包括旅遊相關公司、亞洲房地產、全球銀行和能源類股。

佈局信貸市場藉以創造收益

美國聯準會將公司債納入量化寬鬆政策 (QE Infinity) 可購買的資產，因此信貸市場仍然安全，可作為收益型資產。就收益率與違約率而言，甜蜜點是亞洲和歐洲BB / BBB等級的信貸；維持投資組合平均5年的存續期間。



目錄

- 3 前言
- 4 重點摘要
- 5 資產配置
- 27 美國股市
- 33 歐洲股市
- 38 日本股市
- 43 亞洲不含日本股市
- 54 全球信貸
- 62 外匯市場
- 69 另類投資：黃金
- 78 新投資主題：I.D.E.A
- 88 專家系列：生技
- 96 專題報告：大型科技業戰爭

前言



親愛的貴賓，

2020年讓所有人都感到驚訝，但是令人感到欣慰的是，我們已經度過了暴風雨。感謝您的支持和信任，我們的財富管理服務的需求強勁。

我們開始看到全球出現一些從肺炎疫情復甦的早期跡象。區域綜合經濟合作夥伴關係（RCEP）等最新的發展使亞洲地區的貿易和投資前景重新出現了活力。在新加坡，最新的數據似乎也顯示，經濟已經走出谷底，並可望邁向復甦。

儘管如此，我們仍然需要小心因應肺炎疫情的發展與市場可能繼續面臨的波動。

在此背景下，我向您介紹這個新世界的投資指南 - 2021年第1季的投資總監洞察。

繼續採取星展集團的槓鈴式投資策略，同時佈局收益型資產以及長期成長的資產。

可持續性投資仍然是人們關注的焦點。星展集團與新加坡公益金合作，發起了一項旨在使星展集團財富管理客戶為弱勢社區籌資的計劃。這是星展集團為支持客戶創造正面影響而不斷推出的措施，符合我們的公益主軸。

在這種新常態下，市場可能會令人不安，令人情緒化和疲倦。但希望您能放心，因為我們在協助管理您的投資組合時，採取透明、嚴格、有紀律的方法，特別是在動盪的時期。

星展集團始終專注於提供及時、相關和可操作的洞察，協助您做出更明智的投資決策。

再次感謝您一直以來對星展集團的支持和信任，並選擇我們做為您財富管理的伙伴。我們期待在新的一年中為您提供更好的服務。



林森成
集團主管
消費金融與財富管理

重點摘要

Source: Carole Lum

親愛的貴賓您好，

毫無疑問，2020年是前所未見的一年。在百年難得一見的肺炎疫情危機後，全球經濟因受到封鎖措施而顯著衰退。

受到疫情影響，全球股市一度從高點下跌35%至谷底，但在美國聯準會（FED）無上限量化寬鬆政策的帶動下，股市自低點大幅反轉，全年上漲了約14%（截至2020年12月10日）。另一方面，公司債價格也呈現上揚，信貸利差處於低點。

接下來何去何從？

疫苗研發正面的發展促使股市資金轉向價值和表現落後的產業；例如飯店、航空公司以及銀行和能源類股，均強勁反彈。更重要的是，這種輪動令市場呈現廣泛性的上揚，而不再僅是由大型科技公司所主導。我們認為，這是一個健康的動態，也將使股市的升勢可持續。

我們持續提倡採取槓鈴式投資策略持續佈局。同時佈局於看好的長期成長的股票和收益型資產。

成長股部份，佈局看好I.D.E.A.（創新者、顛覆者、推動者和適應者）。這種型態的公司在迅速轉變為數位經濟的世界中可望有較佳的表現。同時，我們也看好“疫苗推出後的受惠者”，這些是受到肺炎疫情影響最嚴重的公司。收益型資產部份，持續看好BBB / BB等級債券和包括新加坡房地產投資信託在內的高息股票。

本季，星展集團將重點介紹I.D.E.A.以及生技類股的創新。

祝您閱讀愉快，也祝您在2021年投資順利！



侯偉福 CFA
星展集團投資總監



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

資產配置 | 2021年第1季

新牛市

總經與政治展望



貨幣政策

聯準會寬鬆政策將延續至2021年年中，景氣復甦可望更加穩健。目前揣測聯準會採取緊縮政策為時過早。



經濟展望

寬鬆貨幣政策可望抵消美國新財政刺激措施的不確定性。疫苗研發的信心將帶動消費持續增長。



地緣政治

在拜登政府領導下，美中關係的變化將受到密切關注。貿易戰進一步升級的可能性很小。



通貨膨脹

隨著經濟正常化，2021年通膨壓力將逐漸增加。預估美國和中國的通膨率分別為1.7%和2.5%。



財政政策

美國財政刺激措施仍是焦點，因貨幣寬鬆政策已達極限。美國是否實施大規模刺激措施取決於喬治亞州參議員的選舉。

金融市場展望



股票市場

負實質債券收益率、具吸引力的股票風險溢價和企業獲利復甦可望支撐股市表現。



外匯市場

由於公債殖利率曲線趨於陡峭以及新刺激措施的不確定性，美元的貶勢將會放緩。預期2021年人民幣仍將呈現升值走勢。



利率市場

寬鬆貨幣政策延續至2021年第1季。但隨著景氣穩定復甦，2021年下半年政策將較不寬鬆。預期美國10年期公債殖利率將升至1.3%。



信貸市場

偏好亞洲信貸，因其基本面穩定且評價面不貴。中美貿易緊張局勢的緩解有利亞洲高收益與投資等級債 (HY-IG) 風險溢酬收窄



投資主題

創新者、顛覆者、推動者和適應者 (I.D.E.A.) – 新數位化全球贏家。醫學科學快速發展，生物科技前景良好。



**新投資主題：
I.D.E.A**

在不斷發展的世界中，數位化變革的步伐比以往更快。展望未來是成功的關鍵。星展集團投資CIO的I.D.E.A. 專注於科技趨勢，可協助投資人選擇產業和公司。具有創新者、顛覆者、推動者和適應者特徵的公司股價已經飆升，預期這樣的趨勢將持續下去。



**專家系列：
生技**

對於醫療保健而言，這是激動人心的時刻，特別是對於生技而言。幾個長期成長主題對該產業產生了影響，對醫療保健支出和藥品開發產生了有利的長期影響（包括廣泛的人口趨勢和醫學科學的重大進展）。長期而言，新藥開發中的大量創新預示著樂觀前景。



**專題報告：
大型科技業戰爭**

美國科技業的主導地位上升之後，大型科技業戰爭已開始。但是，由於美國反托拉斯法主要著重於定價，因此，有關這些法律是否仍合乎時宜？儘管存在阻力，但投資人應保持冷靜，因為大型科技公司的拆分可能會為投資人創造價值。此外，中美之間“數位鐵幕”的崛起，顯示政策制定者將採取“中間態度”。

資產配置

新牛市

肺炎疫情使長達11年的牛市在2020年3月結束，在此期間，標準普爾500指數上漲了401%，是歷史上第二高的漲幅。表現最為強勁的牛市是1990年10月至2000年3月，美股上漲了417%。

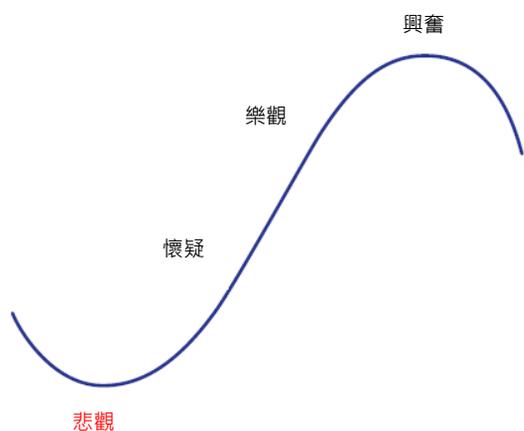
根據定義，當股票價格上漲20%或更多時，就是牛市。相反的，當價格下跌相同幅度（或更多）時，就是熊市。因此，2020年2月至2020年3月股市自高點至谷底下跌了33.9%，代表熊市，隨後自3月23日以來反彈代表著新牛市的開始。

毫無疑問，持懷疑態度的人會抱怨這種“樂觀”的觀點。畢竟，當失業率居高不下而與服務相關的行業仍然充滿挑戰時，牛市怎麼可能開始？但是，正如古老的格言所說：“牛市在悲觀中誕生，在懷疑中成長，在樂觀中成熟，在興奮中結束（圖1）。

目前處於循環的哪個階段？

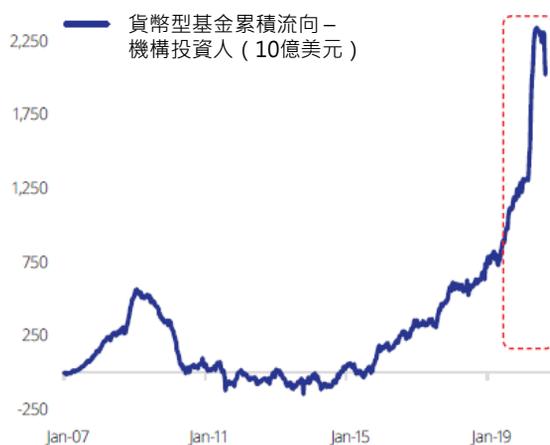
由於仍有大量資金存放在貨幣市場中（圖2），顯然地目前處於悲觀階段，這是歷史上牛市誕生的地方。隨著美國大選不確定性的結束以及疫苗的發現，星展相信2021年的股市表現將更為強勁。

圖1：牛市在悲觀中誕生，也是我們目前所處階段



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖2：興奮在哪裡？大量資金仍停留貨幣市場中



資料來源：EPFR Global·星展集團 2020年12月

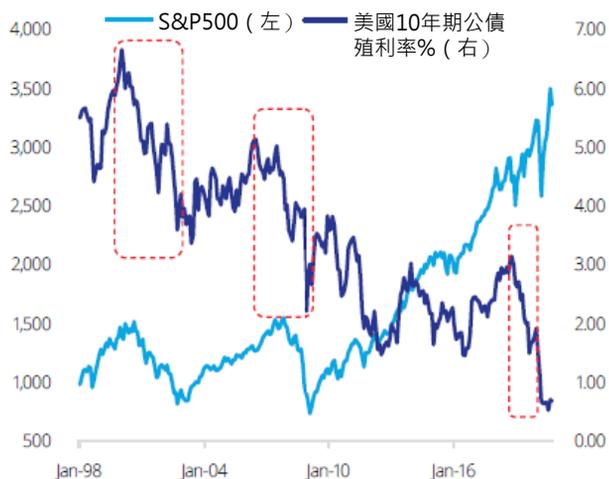
以前牛市的開始和目前的狀況有一些相似之處：

- 公債殖利率急劇下降：中央銀行的典型做法是在危機期間降低政策利率，這解釋了風險資產處於回檔修正時，公債殖利率會下降。

網絡泡沫危機期間，美國10年期公債殖利率在32個月內下跌了307個基點，直到標準普爾500指數在2002年9月來到谷底。同樣，金融海嘯期間，美國10年期公債殖利率在32個月內下跌了212個基點。這次危機，美國10年期公債殖利率在17個月的短時間內下降了247個基點（圖3）。

歷史經驗顯示，公債殖利率的急劇下降與熊市的結束（以及新牛市的開始）有關。

圖3：從歷史上看，熊市的終結是公債殖利率的急劇下降



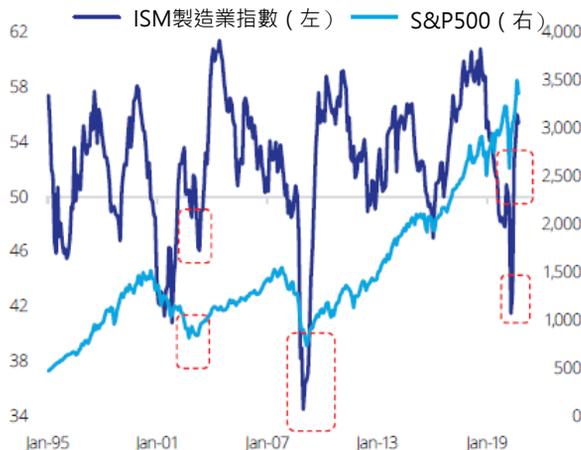
資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

- 總經動能的逆轉：在市場錯位時期，風險資產趨向反應總經指標的變動。換句話說，只要總經條件沒有變得更差，市場賣壓將達到轉折點並改變方向。這種模式在過去的危機中顯而易見：

- 2002年網路泡沫破滅之時，即使ISM製造業指數剛剛開始反轉（但仍處於收縮階段），標準普爾500指數已開始上漲。
- 金融海嘯後，儘管製造業指數仍低於50的水準，但美股在2009年3月至2009年7月仍上漲了34%。

在肺炎疫情的威脅下，也發生同樣的情況；即使ISM製造業指數處於收縮階段，美股在2020年4月至2020年5月期間仍上漲了約18%（圖4）。這顯示市場情緒已達到低點，反彈預示著新牛市的開始。

圖4：從歷史上看，新牛市的開始是總體經濟動能開始反轉



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

三種情況支撐股市走揚

由於財政政策遇阻力和肺炎低死亡率，星展認為，全球政府對於再度大規模封鎖經濟的機率偏低。決策者要做的事情就是施加限制令，以抑制疫情再起。即將上任的拜登政府的最新評論證明了這一觀點。

3月底股市開始反彈以來，錯過反彈的機構投資者將為風險性資產與基本面之間的“脫鉤”感到惋惜。確實，無可否認的，受疫情衝擊，全球經濟正處於脆弱狀態。

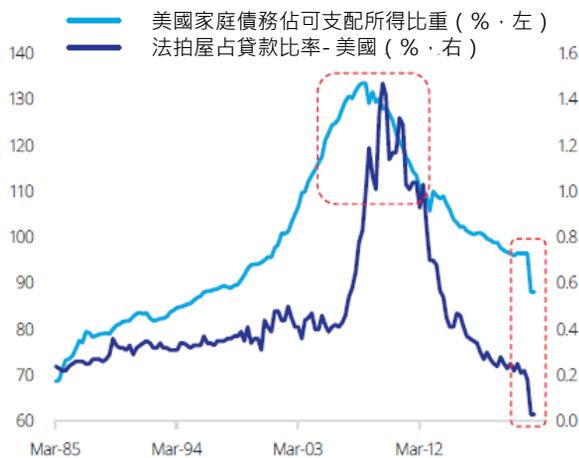
但問題是：造成經濟疲軟因素是由結構失衡或外來衝擊引起的？星展相信，目前總經環境面臨外來衝擊的挑戰是暫時的，與經濟長期結構前景無關。

2008年金融海嘯爆發之前，美國家庭債務占可支配所得比達到了133.6%的高點，而所有法拍屋占貸款比率也達到了1.4%的峰值。但是這些失衡狀況目前都不普遍（圖5）。除了一些將持續面臨挑戰的行業（例如航空業），隨著企業活動回復常態和金融狀況的緩解，整體經濟將呈現廣泛性復甦（圖6）。

隨著企業從疫情中復甦，2021年將是復甦的一年，更為強勁且更靈活。2021年下列主題將主導市場：

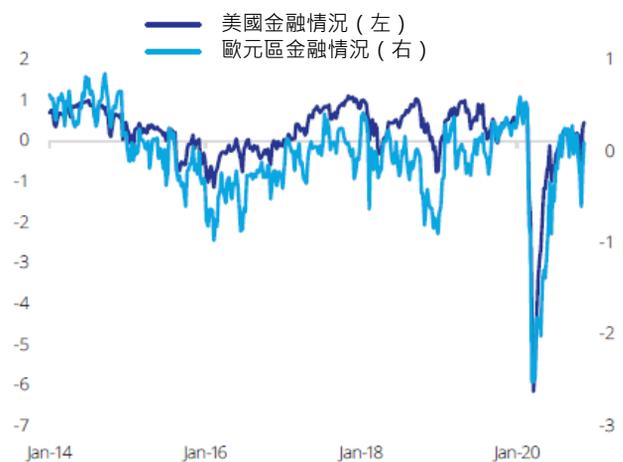
- 1) 負實質公債殖利率
- 2) 股票風險溢酬具吸引力
- 3) 企業獲利回升

圖5：金融海嘯發生之前的結構性失衡狀況目前並不明顯



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖6：美國和歐元區金融情勢緩解



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月



負實質公債殖利率將支撐風險性資產。實質公債殖利率（即名目公債殖利率減通貨膨脹率）為負值。由於肺炎疫情期間聯準會採取了積極的貨幣寬鬆政策，低名目公債殖利率是可以理解的。此外，聯準會承諾容忍較高的通膨，保持較低的政策利率，也令名目公債殖利率進一步承壓。

但矛盾的是，低名目公債殖利率通常與經濟疲軟有關。若是如此，目前是什麼因素導致美國10年期通膨損益平衡率急劇反彈？星展認為，通膨預期的提高反應了對實體經濟復甦信心的增強；圖7顯示，ISM製造業指數隨著美國10年期通膨損益平衡率（代表通膨預期）反彈。

圖7：通膨預期隨總體經濟動能回升而上揚



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

星展認為，以下因素的組合：a) 聯準會透過控制殖利率曲線將名目公債殖利率固定在低點；以及 (b) 隨著復甦步伐的加快，通膨預期回升，2021年實際利率持續為負值；將刺激投資人在股票和公司債等風險性資產中尋求更高的回報 (圖8)。

股票風險溢酬將促使資金流入股市。 在股市持續性上漲的趨勢下，投資人認為股市會回檔是因為目前評價面過高。以絕對價值而言，全球股市的前瞻本益比約25.8倍，高於其長期平均水準。

但需要注意的是，這種相對評價面不是靜態的，因為該比率包括兩個變數：(a) 價格和 (b) 獲利預估。隨著未來幾季全球經濟發展趨勢加快，企業獲利將恢復正常，評價面將呈現下滑。

圖8：債券負實質利率將推升資金流向風險性資產

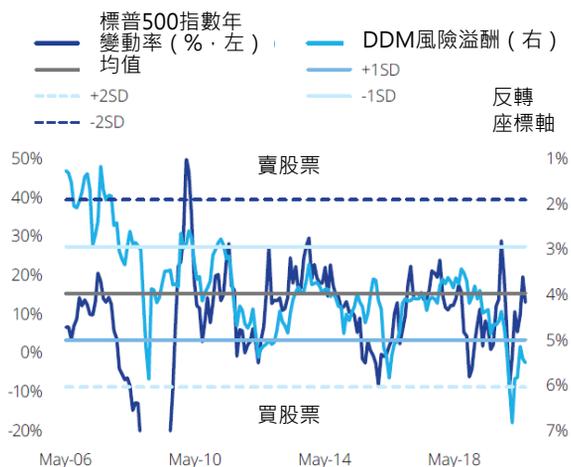


資料來源：彭博·星展集團 2020年12月



Source: Unsplash

圖9：目前ERP顯示股票相對債券具吸引力



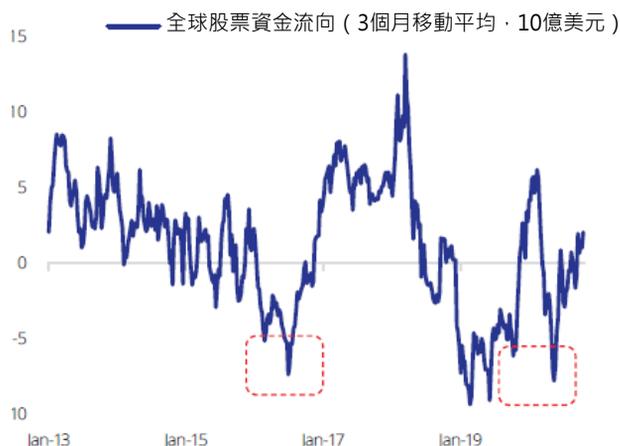
資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

決定股市趨勢的更大因素是股票風險溢酬（ERP）－ERP衡量投資人持有股票（相對於無風險資產）預期的超額報酬。在兩階段（Gordon Growth模型；戈登模型），股息貼現風險溢價模型中，假設最終成長率為4.6%，隱含的ERP為目前的5.5%（而長期中位數為4.0%）（圖9）。

資金流向數據顯示，較高的ERP未必代表資金開始自債券流入股票，這與整體金融市場風險趨避程度有很大關係。但是，歷史經驗顯示，較高的ERP代表著資金開始流入股票，例如2016年ERP達到5.8%的高點（圖10）。

隨著企業回復正常營運，獲利可望回升。由於肺炎疫情導致經濟封鎖，使經濟活動暫停，企業陷入虧損。需要面對面人際互動的企業，尤其是與旅遊業相關的企業受到的衝擊很大。但

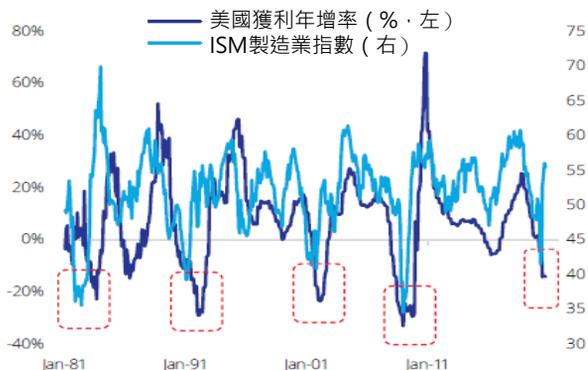
圖10：較高的ERP會加速資金流入股票市場



資料來源：EPFR Global·星展集團 2020年12月

是企業獲利在2020年第2季來到谷底，預期在未來數季將出現連續性反彈。如表1所示，ISM製造業指數一直是企業獲利的領先指標。在伊朗/能源危機（1981-82年），波灣戰爭（1990-91年）和2001年9月11日引發的經濟衰退期間，ISM製造業指數見底的時間比企業獲利落底時間領先10個月。ISM製造指數在2020年4月來到谷底，就歷史走勢來看，預計企業獲利即將來到低點（圖11）。

圖11：美國ISM製造業指數回升，暗示企業獲利成長亦即將回升



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

表1：ISM製造業指數與企業獲利歷史相關性

衰退期間	ISM製造業指數低點	美企獲利谷底	差距
伊朗/能源危機	1982年5月	1983年8月	15 個月
波灣戰爭	1991年1月	1992年1月	12 個月
911恐攻	2001年10月	2002年1月	3 個月
金融海嘯	2008年12月	2008年12月	-
肺炎疫情	2020年4月	-	-
平均值			10個月

資料來源：星展集團 2020年12月

美國第3季企業獲利回升證實企業獲利趨勢正在好轉。為了更清楚地了解目前情況，應評估營收而不是獲利，因為獲利可能會因買回庫藏股而膨脹。

圖12：美國企業獲利預估向上調整



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

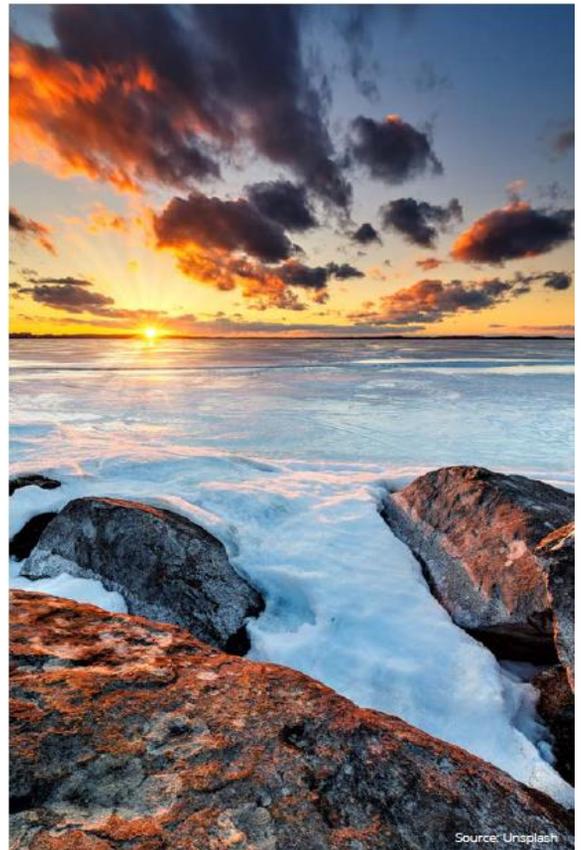
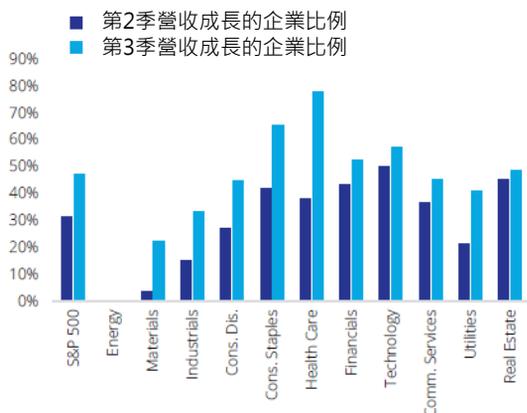


圖13：企業成長動能回升，更多企業營收呈現增長



資料來源：彭博，星展集團，截至2020年11月15日

圖13顯示，標準普爾500指數企業中有47%的公司在2020年第3季營收呈現成長（基於截至11月15日的數據），高於2020年第2季的32%。整體標準普爾500指數總營收成長率也呈現改善，從第2季的負9.4%改善至第3季的負2.2%。第3季醫療保健、通訊服務和科技等類股的營收成長是最高的（圖14）。

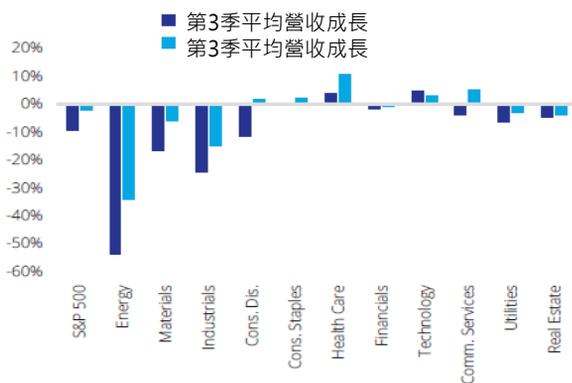
疫苗發現：資金輪動至價值型股票，代表市場呈現全面廣泛性上漲

輝瑞公司和BioNTech聯合開發的疫苗，根據3期試驗結果，預防肺炎的有效率為90%。在後期試驗中，Moderna開發的疫苗也能達到94.5%的有效率。這些疫苗利多消息也代表著在尋找疫苗的全球競賽中達到了重要的里程碑。

疫苗研發利多消息帶動價值型股票的表現。近期疫苗消息帶動價值型股票呈現上漲，自肺炎疫情以來，由於經濟停滯和總體經濟面臨挑戰，與經濟成長敏感的價值型股票遭受重擊。

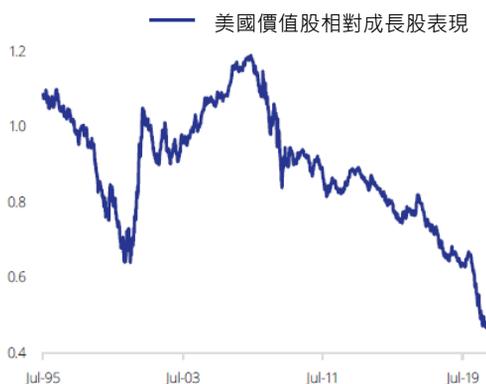
肺炎疫苗注射的承諾改變了情況，有效的疫苗將使經濟活動恢復正常。但是，星展集團認為，這並非預示著主要投資組合將從成長轉向價值趨勢的開始（圖15）。

圖14：整體企業營收成長呈現復甦



資料來源：彭博，星展集團，截至2020年11月15日

圖15：近期價值型股票反彈並不代表價值型股票表現將長期優於成長型股票



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

資金戰略性的輪動至價值型股票，代表市場將呈現廣泛性的上漲。市場上有一種看法，認為價值股票是由“隱藏的寶石”組成的，而催化劑是投資人所不知道的。實際上，目前多數價值型股票為經濟敏感的公司，在肺炎期間遭受拋售，之後一直沒有反彈。

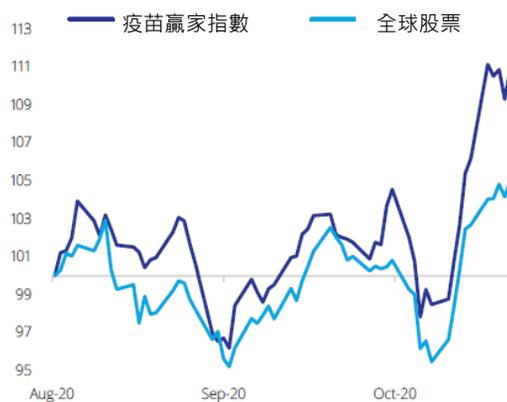
由於這些價值型股票僅是“落後表現者”，因此，雖然近期價值型股票表現優於成長型股票，但並不代表這是新的循環開始。相反的，價值型股票上漲代表市場呈現廣泛性的上漲，因投資組合經理人在成長型股票表現強勁後，將資金配置至落後表現者。

分析過去市場週期顯示，股市上漲時，價值型股票表現優於成長型股票發生於：

- 2012年上半年至2013年上半年，美國價值型股票表現優於成長型股票7%，同期間標準普爾500指數上漲了18%。
- 美國價值型股票表現優於成長型股票9%，同期間標準普爾500指數上漲了10%。
- 2019年下半年，美國價值型股票表現優於成長型股票3%，同期間標準普爾500指數上漲了10%。

維持槓鈴式投資策略；戰術部位參與價值型股票投資機會，持續看好長期成長趨勢題材。持續以槓鈴策略配置投資組合，在投資組合的增長端，持續看好科技股。受惠疫苗的利多消息，戰術性部位可配置疫苗贏家，如餐廳、飯店、休閒場所和博弈業（圖16）。在發現疫苗後，需要面對面互動的行業有望呈現強勁反彈。

圖16：戰略性部位參與疫苗贏家



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

註：“疫苗贏家”指數包括（1）MSCI世界飯店、餐廳和休閒指數和（2）S&P Global 1200賭場與競技指數

2021年第1季資產配置：回歸常態

表2：2021年第1季星展集團投資總監辦公室資產配置架構（CAA）

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美股	歐股	日股	亞洲不含日本	成熟市場 公債	成熟市場 公司債	新興市場債
基本面	PMI	-1 to +1	0	0	0	1	0	0	1
	經濟驚喜指數	-1 to +1	-1	-1	0	1	0	0	1
	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	1	1	0
	預估企業獲利成長	-2 to +2	2	-1	1	1	-	1	1
	獲利優於預期	-2 to +2	1	-1	0	1	-	0	1
評價面	前瞻P/E	-2 to +2	-1	-1	0	0	-	-	-
	P/B與ROE	-2 to +2	0	-1	0	1	-	-	-
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	1	1	1	1	-2	-1	0
	自由現金流	-2 to +2	1	-1	0	0	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	0	1
動能	資金流向	-2 to +2	1	0	0	0	0	-1	0
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	1	1	1	1	0	0	1
總分			5	-4	3	7	-1	0	6
調整後分數*			0.24	-0.19	0.14	0.33	-0.09	0.00	0.38

資料來源：星展集團 2020年12月

跨資產觀點：疫苗發現和選舉不確定性結束，股票表現將優於債券。從跨資產的角度而言，維持股票表現將優於債券的觀點。在CAA架構中，股票的綜合得分較高為0.13，而債券為0.09。

基本面：最新經濟數據顯示，總體經濟動能於2020年第2季觸底。從ISM製造業指數可以明顯看出這一點，該指數從4月的低點41.5（收縮階段）上升到11月的57.5（擴張階段）。美國經濟驚奇指數也從4月底的負144.6回

升至近期的78.5。強勁的經濟動能也提振了企業獲利，2020年第3季美國企業財報中，有72%的公司其營收超乎預期，其中營收呈現正成長的比例達84%。

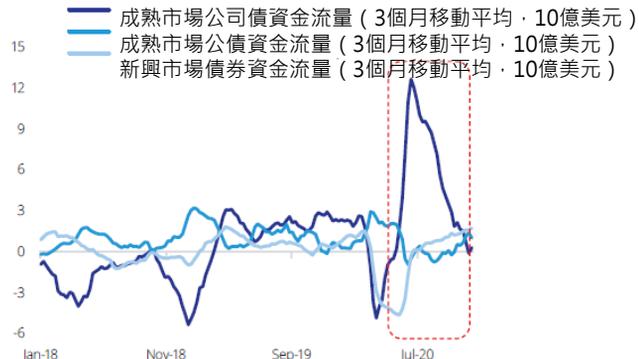
美國由共和黨控制的參議院和政府分裂的情況下，強有力的財政計劃獲得通過的機會偏低。但是，聯準會寬鬆貨幣政策和疫苗發現的利多因素將使與服務相關的行業（如旅遊業）恢復常態，為新的一年度的總體經濟動能提供支撐。

圖17：跨資產流動顯示市場相對偏好股市



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2020年12月

圖18：資金流入成熟市場公司債的金額大幅下滑



資料來源：EPFR Global · 星展集團 2020年12月

價值面：從跨資產的角度而言，股票收益率與公債殖利率利差為2.66%，股票相對債券更具吸引力。

動能：在跨資產資金流動方面，2020年以來至9月全球股票淨流出184億美元，而債券型基金淨流入了2504億美元。但是資金動能開始變化，10月以來，股票的累計流入為636億美元，而債券的流入大致類似，為735億美元。這代表流入股票和債券的資金正在增加，預計這一趨勢將在未來數月可望持續（圖17）。

資金流入成熟市場債券的趨勢下降，累計2020年前9個月，成熟市場公司債流入1314億美元，而新興市場債券流出225億美元。但是自2020年第4季以來，趨勢已改變；成熟市場公司債僅流入83億美元，而新興市場債券的流入量略有增加，為118億美元（圖18）。



Source: Unsplash



股市：股票策略沒有改變。相對看好美股和亞洲不含日本股市。年初至今，成熟市場中，美國股市上漲了14.0%，較歐洲和日本股市表現高出15.7%和8.2%（圖19）。美股的強勁表現主要歸功於科技股的強勁增長，預計此趨勢延續至2021年。

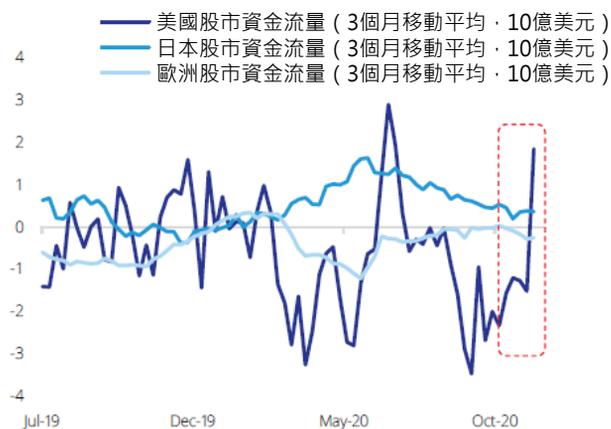
近期資金流向數據也顯示，投資人對美國股市的偏好增強。累計2020年前9個月，美國股票的最高流出量為405億美元，而日本的流入量為332億美元；但是這一趨勢已經改變。10月以來，美國股票流入量為302億美元（日本為流入23億美元，歐洲為流出35億美元）（圖20，截至2020年11月11日）。

圖19：美國和亞洲不含日本股市表現佳



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖20：流入美國股票資金回升

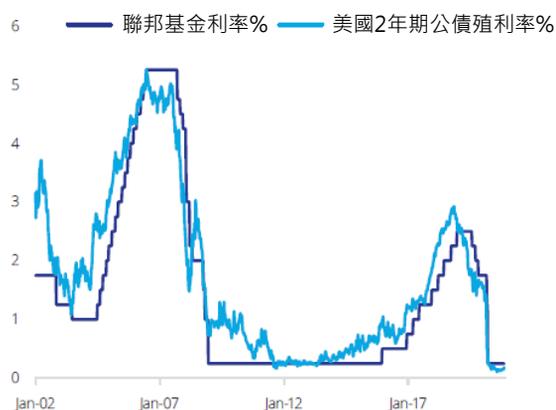


資料來源：EPFR Global，星展集團 2020年12月

債券：在聯準會新的利率框架下，高收益債券較投資等級債更具吸引力。為了解決通膨低於目標值問題，聯準會針對未來的平均通膨目標推出了“靈活”的形式。在新的框架下，聯準會將允許通膨率和就業率超過目標值，以彌補短暫的疲軟時期。

鎖定短期利率（圖21）和向上移動的長期利率的組合會導致殖利率曲線變陡峭。在此環境中，高收益債券較投資等級債更具吸引力，由於前者的平均持續期間較短，因此可以降低風險。

圖21：聯準會利率框架鎖定短期利率，有利高收益債券



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖22：TAA資產配置比例（穩健型投資組合）

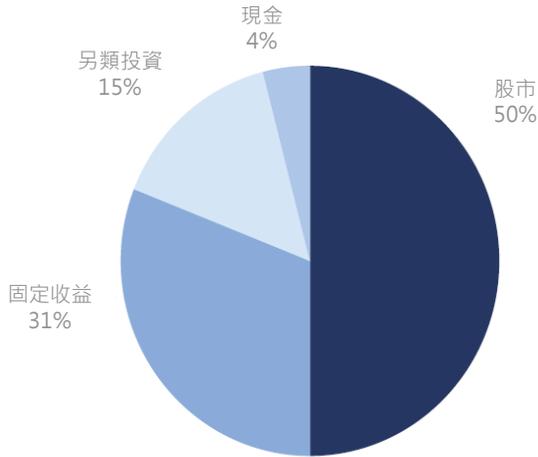
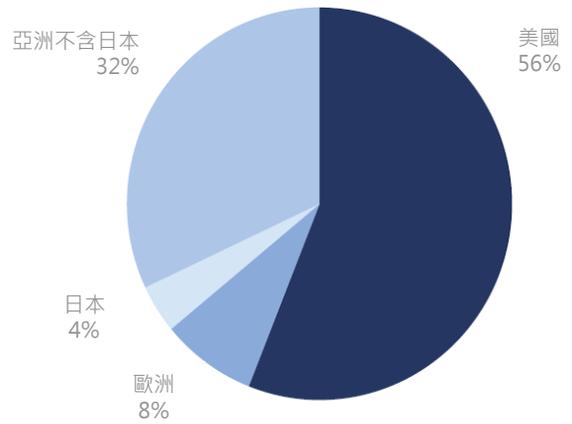


圖23：TAA股市地區配置比例（穩健型投資組合）



資料來源：星展集團 2020年9月

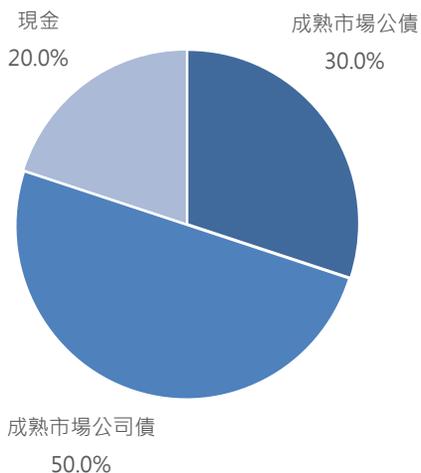
表3：2021年第1季全球戰術性資產配置（TAA：Tactical Asset Allocation）

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

資料來源：星展集團 2020年12月

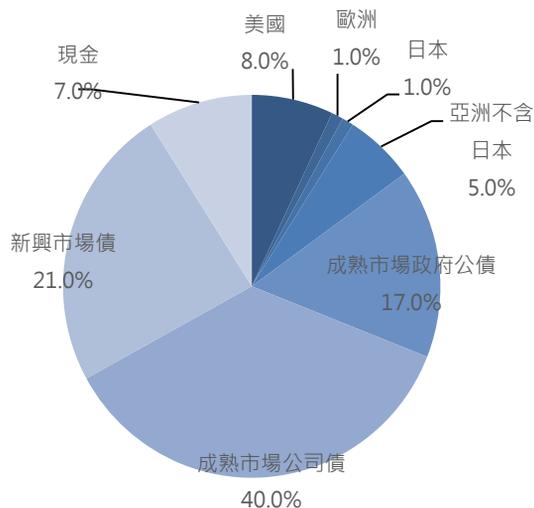
保守型投資組合

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



謹慎型投資組合

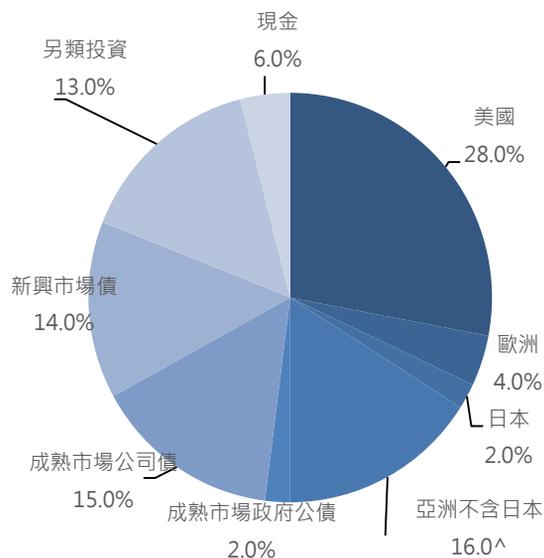
	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	8.0%	6.0%	2.0%
歐洲	1.0%	4.0%	-3.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	5.0%	3.0%	2.0%
固定收益	78.0%	80.0%	-2.0%
成熟市場債券	57.0%	60.0%	-3.0%
成熟市場公債	17.0%	20.0%	-3.0%
成熟市場公司債	40.0%	40.0%	0%
新興市場債	21.0%	20.0%	1.0%
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金	7.0%	5.0%	2.0%



資料來源：星展集團 2020年12月
 (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
 (2) 資產配置並不保證獲利或保本。
 (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置

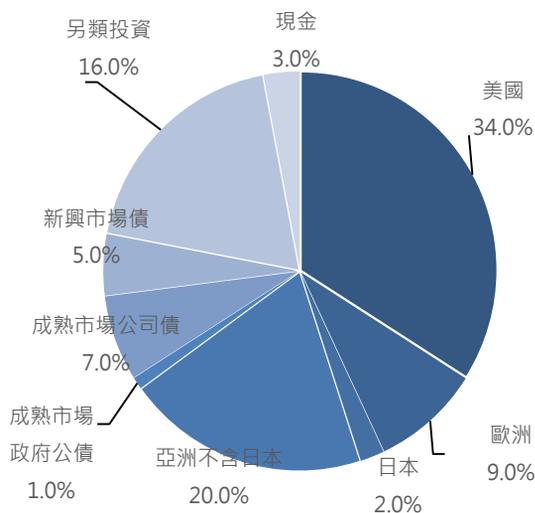
穩健型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	50.0%	50.0%	
美國	28.0%	25.0%	3.0%
歐洲	4.0%	10.0%	-6.0%
日本	2.0%	5.0%	-3.0%
亞洲不含日本	16.0%	10.0%	6.0%
固定收益	31.0%	35.0%	-4.0%
成熟市場債券	17.0%	25.0%	-8.0%
成熟市場公債	2.0%	10.0%	-8.0%
成熟市場公司債	15.0%	15.0%	0.0%
新興市場債	14.0%	10.0%	4.0%
另類投資	15.0%	10.0%	5.0%
黃金	8.0%	5.0%	3.0%
避險基金	7.0%	5.0%	2.0%
現金	4.0%	5.0%	-1.0%



積極型投資組合

	TAA	SAA	Active
股市	65.0%	65.0%	
美國	34.0%	30.0%	4.0%
歐洲	9.0%	15.0%	-6.0%
日本	2.0%	5.0%	-3.0%
亞洲不含日本	20.0%	15.0%	5.0%
固定收益	13.0%	15.0%	-2.0%
成熟市場債券	8.0%	11.0%	-3.0%
成熟市場公債	1.0%	4.0%	-3.0%
成熟市場公司債	7.0%	7.0%	0.0%
新興市場債	5.0%	4.0%	1.0%
另類投資	19.0%	15.0%	4.0%
黃金	7.0%	5.0%	2.0%
避險基金	12.0%	10.0%	2.0%
現金	3.0%	5.0%	-2.0%



資料來源：星展集團 2020年12月
 (1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
 (2) 資產配置並不保證獲利或保本。
 (3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置

表4：主要國家 GDP 成長率與通膨率預估

國家	經濟成長預估 (% , 年增率)					通膨預估 (% , 年增率)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
中國	6.7	6.1	2.0	7.0	5.5	2.1	2.9	2.3	2.5	2.5
香港	2.8	-1.2	-7.0	4.0	2.3	2.4	2.9	0.7	2.0	2.5
印度*	6.2	4.2	-8.0	7.7	4.5	3.4	4.8	6.3	4.3	4.0
印尼	5.2	5.0	-2.0	4.0	4.5	3.2	2.8	2.0	2.2	2.8
馬來西亞	4.7	4.3	-6.8	6.0	4.8	1.0	0.7	-1.1	1.4	2.0
菲律賓	6.2	5.9	-9.5	7.0	6.0	5.2	2.5	2.4	3.0	2.8
新加坡	3.1	0.7	-6.0	5.5	3.2	0.4	0.6	-0.2	0.9	1.5
南韓	2.9	2.0	-1.1	2.9	2.7	1.5	0.4	0.2	0.5	1.0
泰國	4.2	2.4	-6.3	3.5	2.2	1.1	0.7	-1.0	1.0	1.3
越南	7.1	7.0	2.7	6.7	6.8	3.5	2.8	3.7	3.3	3.6
歐元區	1.9	0.9	-8.0	4.0	3.5	1.8	1.2	0.3	1.0	1.2
日本	0.3	0.7	-5.0	2.8	1.5	1.0	0.5	-0.1	0.0	0.5
美國	2.9	2.3	-3.5	5.0	2.2	1.9	2.3	1.3	1.7	2.2

資料來源：CEIC，星展集團 2020 年 12 月。*3 月為止的會計年度

表5：主要國家政策利率預估

國家	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
中國	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	4.05
印度	4.40	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
印尼	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
馬來西亞	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50
菲律賓	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
新加坡	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
南韓	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
泰國	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
越南	4.00	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
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 2020 年 12 月。



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

美國股市 | 2021年第1季

疫苗發現和大選過後

美國股市

疫苗發現和大選過後

星展集團看好美股的觀點在2020年再次表現出色；今年以來（截至12月3日），美股表現優於全球股市4.4%（圖1）。儘管面臨多重巨大的壓力（從美國大選的不確定性到美國決策者在控制肺炎疫情所面臨的困難），市場仍然表現出色。

在撰寫本文時，美國的肺炎疫情已創下歷史新高，而現任總統川普（Donald Trump）繼續拒絕承認總統大選競選由拜登獲勝的結果。但是，這些利空因素都沒有阻止投資人對市場的信心，這也突顯了美國公司長期的韌性。

價值股因資產再膨脹的期待而走揚。市場從三月份低點反彈的初期，美股由科技類的成長股領漲；實際上，肺炎疫情突凸顯了電子商務和電子競技等線上活動的重要性，科技類股受惠明顯。而由於業務對經濟敏感，金融和工業等“傳統”產業當時的表現較差。

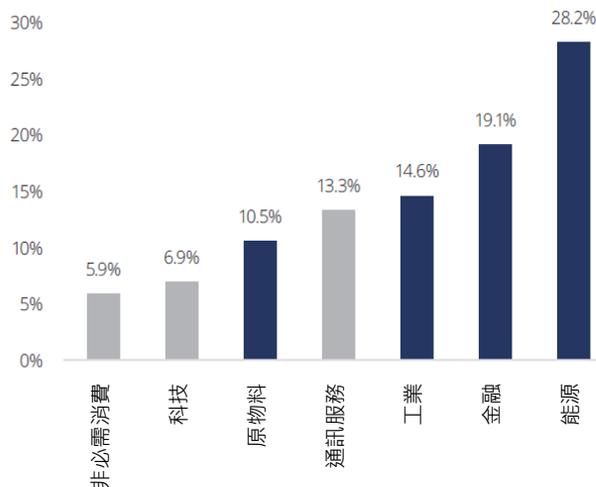
但是，輝瑞藥廠和Moderna肺炎疫苗的正面消息改變了市場情勢。疫苗即將推出某種形式上也代表日常生活可望將恢復正常，也引發了強勁的類股輪動，價值股強勁反彈。金融、工業、原物料和能源等類股在2020年第4季如雨後春筍般的回升；截至12月3日，平均漲幅達18.1%，而科技、必需消費和和通訊服務類股的平均漲幅為8.7%（圖2）。

圖1：2020年由美股領漲



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖2：強勁的類股輪動—正面的疫苗新聞引發第4季通貨再膨脹的強勁反彈（第4季以來報酬）

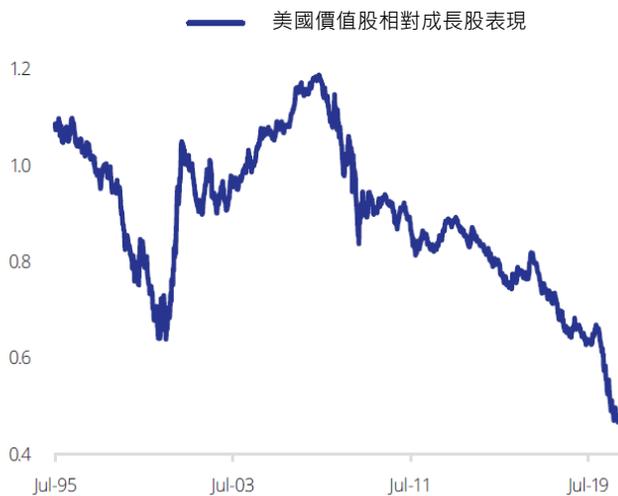


資料來源：彭博·星展集團 2020年12月3日

資金轉進價值股，但並不是新趨勢的開始。儘管近期價值股表現強勁，但星展集團認為，這並非資金持續從成長股轉向價值股趨勢的開始。如圖3所示，十多年來，價值股的表現一直不如成長股，而且這種落後表現的情況不會很快消失。為什麼呢？

2009年以來，隨著美國聯準會（FED）推出量化寬鬆政策以支持次貸危機後的經濟，政府債券殖利率的下降加速了對成長類股的追捧。低利率和低成長環境突顯了諸如科技之類的成長類股的吸引力，並且隨著美國聯準會（FED）承諾將利率固定在低點，星展集團認為，成長類股的表現將在當前輪動階段之後恢復。

圖3：成長股表現優於價值股的情況可望持續

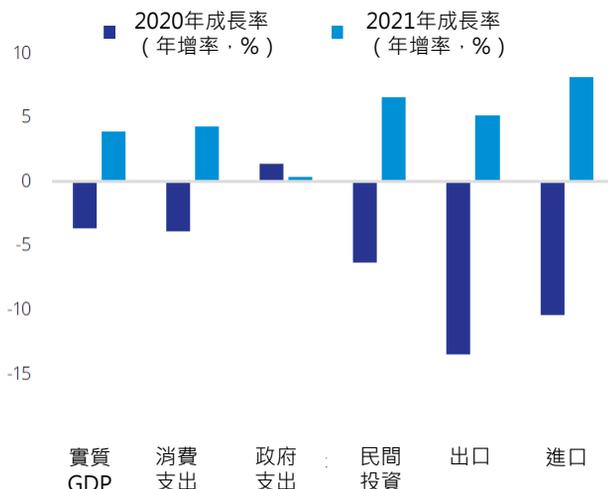


資料來源：彭博·星展集團 2020年12月



Source: Unsplash

圖4：市場預期2021年美國總經將呈現復甦



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖5：市場預期標準普爾500指數企業的營收與獲利將強勁成長



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

2021年將是復甦的一年。受經濟停滯和企業信心下降的困擾，2020年總經和企業獲利動能全面崩潰。市場預測由於消費者支出與私人投資和出口疲軟，2020年美國GDP將較前一年度衰退3.6%（圖4）。總經疲軟也為美國企業獲利帶來壓力，市場普遍預期美國企業獲利在2020年將衰退1.6%（儘管下降幅度遠低於金融海嘯時期）。

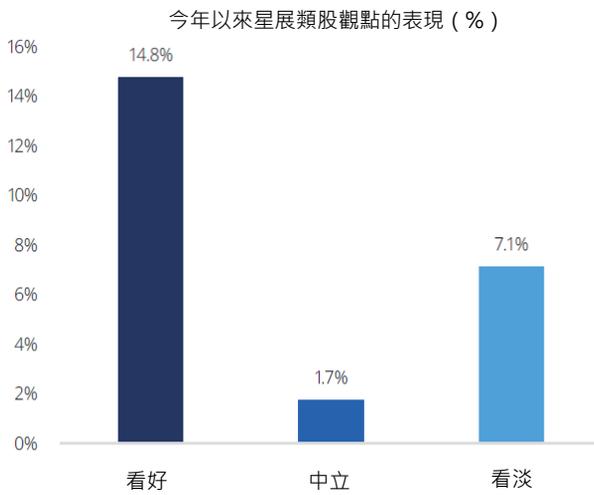
2021年，市場預期在消費者支出（年增4.2%）和私人投資（年增6.5%）強勁反彈的帶動下，實質GDP年增率將達3.8%。出口部份，由於中美貿易局勢緊張和外部需求疲軟，美國2020年出口衰退13.5%，市場預期2021年年增率將回升至5.1%。企業獲利面，市場預期營收將成長7.5%，而在利潤率回升的情況下，獲利將成長13.9%（圖5）。

2021年1季美國類股觀點

堅持到底—維持看好成長型股票的觀點。星展集團看好成長股的觀點符合2020年市場的表現。今年以來，星展看好的類股平均漲幅為14.8%，分別優於“中性”和“看淡”的類股13.0%與7.6%（截至12月3日，圖6）。主要貢獻來自於科技（上漲37.6%）、非必需消費品（上漲30.6%）和通訊服務（上漲23.0%），而這三個類股也是標準普爾500指數中表現最好的前三類股（圖7）。

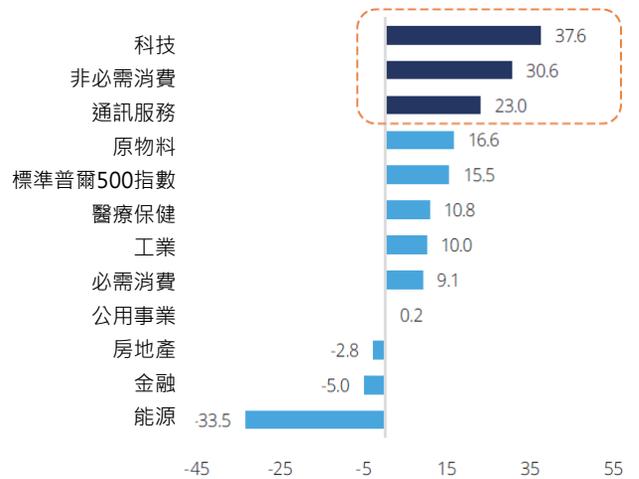
對於2021年第1季，星展集團維持對美國的類股的觀點不變。成長股部份，持續看好科技和醫療保健類股；預期這些類股可望持續受惠於長期成長趨勢。價值股部份，在疫苗研發正面發展下，包括能源以及非必需消費品中與旅遊相關的行業也可望受惠。

圖6：星展“看好”的類股表現優於“中性”和“看淡”評級。



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月3日

圖7：科技、非必需消費品和通訊服務領漲



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月3日



表1：2021年第1季美國類股觀點

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

*註：僅指大型綜合能源企業

資料來源：星展集團 2020年12月

表2：美國主要類股關鍵數據

	今年以來 總報酬	前瞻本益比	本淨比	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)	OPM (%)
標準普爾500指數	15.5	26.0	4.0	18.0	11.2	2.2	10.3
標準普爾500金融	-5.0	17.7	1.3	9.3	8.0	0.9	16.3
標準普爾500能源	-33.5	-	1.3	-	-17.9	-7.7	-14.8
標準普爾500科技	37.6	28.3	10.1	22.3	29.1	10.2	21.7
標準普爾500原物料	16.6	26.6	3.0	18.2	3.9	1.5	6.9
標準普爾500工業	10.0	41.1	5.2	20.0	10.7	2.5	6.9
標準普爾500必需消費	9.1	21.9	6.5	16.4	25.5	7.0	9.0
標準普爾500非必需消費	30.6	42.2	10.8	21.5	20.1	3.7	6.2
標準普爾500通訊服務	23.0	25.6	4.0	14.3	12.3	4.7	17.5
標準普爾500公用事業	0.2	19.0	2.1	13.5	9.3	2.4	19.5
標準普爾500房地產	-2.8	49.0	3.4	23.0	7.6	2.9	20.2
標準普爾500醫療保健	10.8	17.7	4.6	16.2	17.3	5.9	9.1

資料來源：彭博 2020年12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



Live more,
Bank less

Source: Unsplash
Source: Unsplash

歐洲股市 | 2021年第1季

價值股

歐洲股市

與其他全球地區一樣，自從民主黨籍的拜登 (Joe Biden) 在美國總統大選獲勝與肺炎疫苗研發出現正面進展以來，歐股11月以來呈現強勁反彈。投資人不再擔憂呈現上升的確診病例，焦點轉至明年的復甦；資金也轉進今年以來表現較為落後的類股；因此，在2020年最後一個季度帶動歐股上揚約15%。銀行和能源等對經濟敏感的類股表現優於大盤，因為疫苗的希望激發了投資人樂觀的情緒；市場樂觀預期肺炎疫情將很快結束，明年底前全球經濟將恢復到危機前的水準。

但是，星展集團的經濟學家認為，由於第二波疫情爆發和重新採取封鎖措施，歐洲的經濟復甦仍面臨挑戰。英國脫歐對貿易、企業和人員流動的不確定性也將壓抑經濟前景。預估2020年GDP年增率將為負8.0%，並在2021年回升至4%。

第一季需要留意的關鍵事件將是延後復甦。星展集團認為，歐股第4季強勁表現主要基於對許多利多因素。以下說明市場氛圍和成長動能：

1. 在肺炎疫情持續惡化的情況下，如果可以迅速進行疫苗接種計劃，有利市場的表現。
2. 美國參議院有兩個席位將在1月初進行選舉，這可能會改變參議院的多數席位。如果確定是藍潮（由共和黨掌控政府和國會），可以預期美國將推出更大規模刺激經濟復甦的財政措施。

美股正面的氛圍也將提振歐洲股市。

3. 美國和中國設法盡快開始對話，並尋求達成貿易協議。

4. 大多數國家和地區都在準備2021年的預算，各個歐盟國家將進一步提供財政刺激支持。

5. 如果沒有達成協議，無協議的英國脫歐對歐洲地區將是一個很大的風險。投資人需要再次開始認真思考英國和歐洲地區。

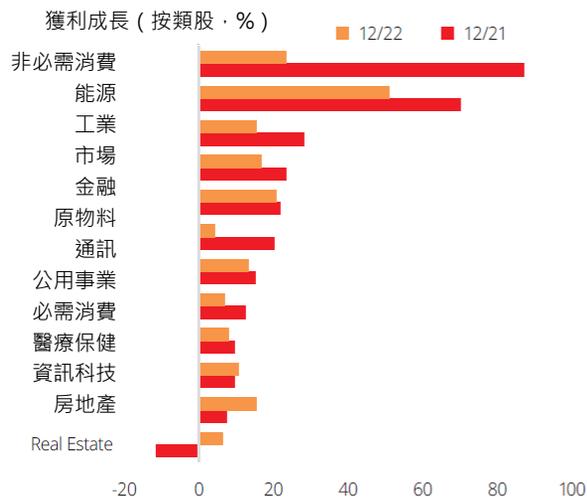
企獲利疲軟，但明年可望強勁反彈。2020年第3季企業獲利進一步惡化，但幅度已逐漸改善。市場預期2021年的營收將成長22%；但這只會使12個月的前瞻本益比從3個標準差降至1個標準差（圖1）。因此，除非獲利數據繼續優於市場預期，否則目前的落後補漲行情可能不得不暫停一段時間。

圖1：企業獲利必須成長更多，才能使本益比下滑



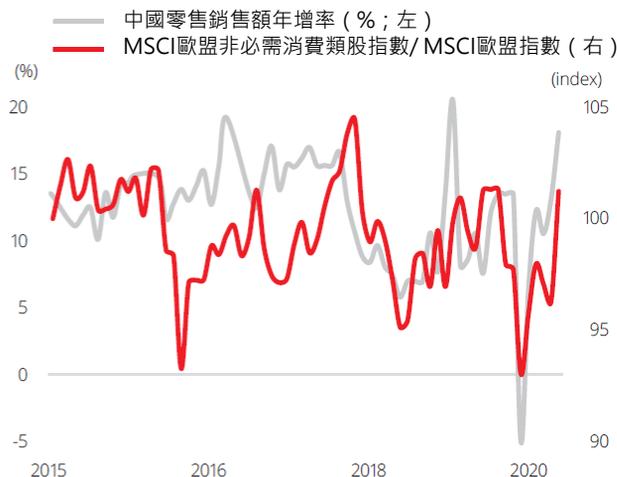
資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖2：企業獲利預估（按類股）



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖3：富裕的中國消費者支持歐股的非必需消費類股



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

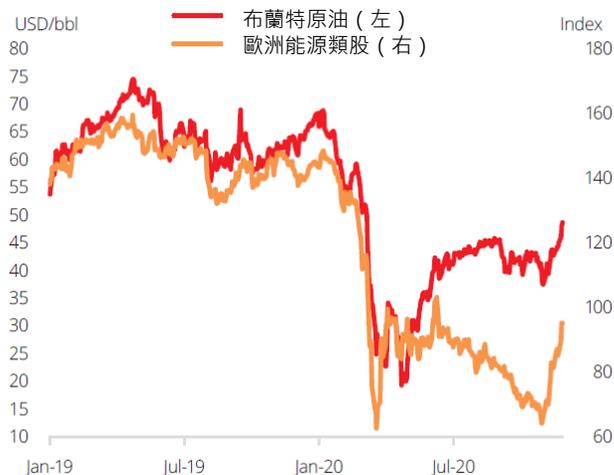
週期性類股走揚，但偏好品質較佳標的。非必需消費、能源和工業明年將帶動獲利成長（圖2）。

歐洲的非必需消費類股因具韌性而成為肺炎疫情的贏家。千禧世代消費（例如運動裝和外出吃飯的支出）的長期趨勢支持收入成長，且千禧世代還花更多的時間在網上娛樂和購物。

許多歐盟品牌大廠，這些公司擁有強大的定價能力和卓越的品牌組合。獲利受到其全球影響力的支持，例中國（一個有效地解決了肺炎病毒並且擁有更有信心消費者的國家）（圖3）。

能源類股可望受惠於肺炎疫苗發現。若疫苗在未來數月逐漸普及，隨著對全球復甦的信心開始增強，將支撐包括原油和能源類股在內的風險性資產。投資人也可以假設，肺炎疫情的最大

圖4：能源類股追趕油價



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

“受害者” 將是疫苗發現的最大受惠者，其中包括歐洲大型綜合能源企業；隨著油價逐漸從低點回升，星展集團也預期歐洲大型綜合能源企業可望受惠（圖4）。

2021年的復甦也可望使週期性的工業類股受惠。隨著全球經濟從肺炎疫情復甦，公司投資將恢復，樂觀的復甦前景可期。中國的廣泛復甦也可望支撐工業類股（圖5）。此外，在封鎖期間工業類股也是主要接受國家援助，維持就業機會和現金流動性的產業。

有理由對股市投資報酬持樂觀看法，因為：

1. 由於中美貿易爭端和旅行封鎖導致的供應鏈中斷，促使企業重新思考如何將關鍵供應鏈遷移至更接近國內。
2. 採用自動化和人工智能作為社交距離和留在家中的措施成為新常態。為了降低未來肺炎疫情擴散的風險，必須重新設計製造和 workflows。
3. 另外，個別歐洲國家和歐盟正在製定財政計劃藉以促進經濟成長。德國總理藉此機會將救援計劃與改革、產業升級和國家控制結合，

以“展望未來”改革國家經濟。將預留1,000億歐元用於人工智能（AI）、電池心和乾淨能源。它還包括保護公司免受外國競爭以及減少對海外供應鏈的依賴的措施。此外，德國也正在為基礎建設預留數位、安全、防禦、5G數據網絡、鐵路升級以及電動車激勵措施增加一倍的支出。星展集團相信，藉由這些舉措，歐洲工業和科技領域可望復甦。

圖5：中國廣泛性的復甦支撐工業類股



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

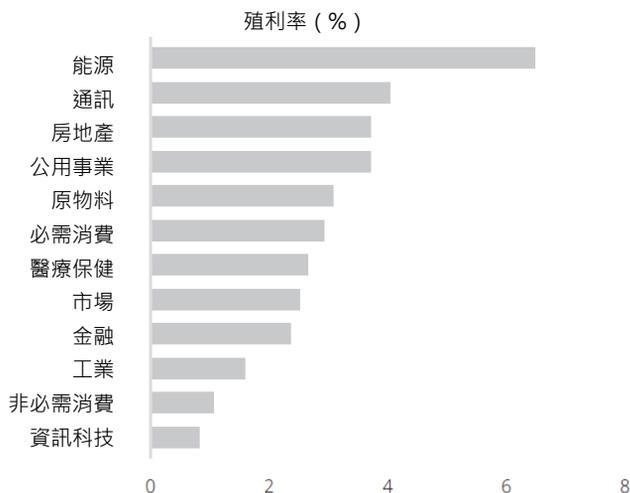


圖6：歐洲銀行的價值落後



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖7：追求收益的需求將支撐可持續派發股息的類股



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

銀行。市場對類股看法改善、殖利率曲線趨於陡峭、恢復股息派發和併購等因素，將改善2021年歐洲銀行業的投資氛圍。表現落後的銀行股可望受惠於資金流入週期性類股和價值股。過去五年，銀行股表現落後整體市場，且評價面大幅低於整體市場。

然而，星展集團認為，由於許多銀行仍在為壞帳、重組和收入掙扎，獲利風險仍然很高。因此，密切觀察政策制定者的傾向、利率變化和量化寬鬆政策以緩解這些壓力至關重要。

關鍵的表現差異是各家銀行支付股息和買回庫藏股的能力。恢復股息派發。儘管削減了股息，歐股仍是高股息殖利率的市場之一，特別是歐洲地區的負債券殖利率（負0.4%）。

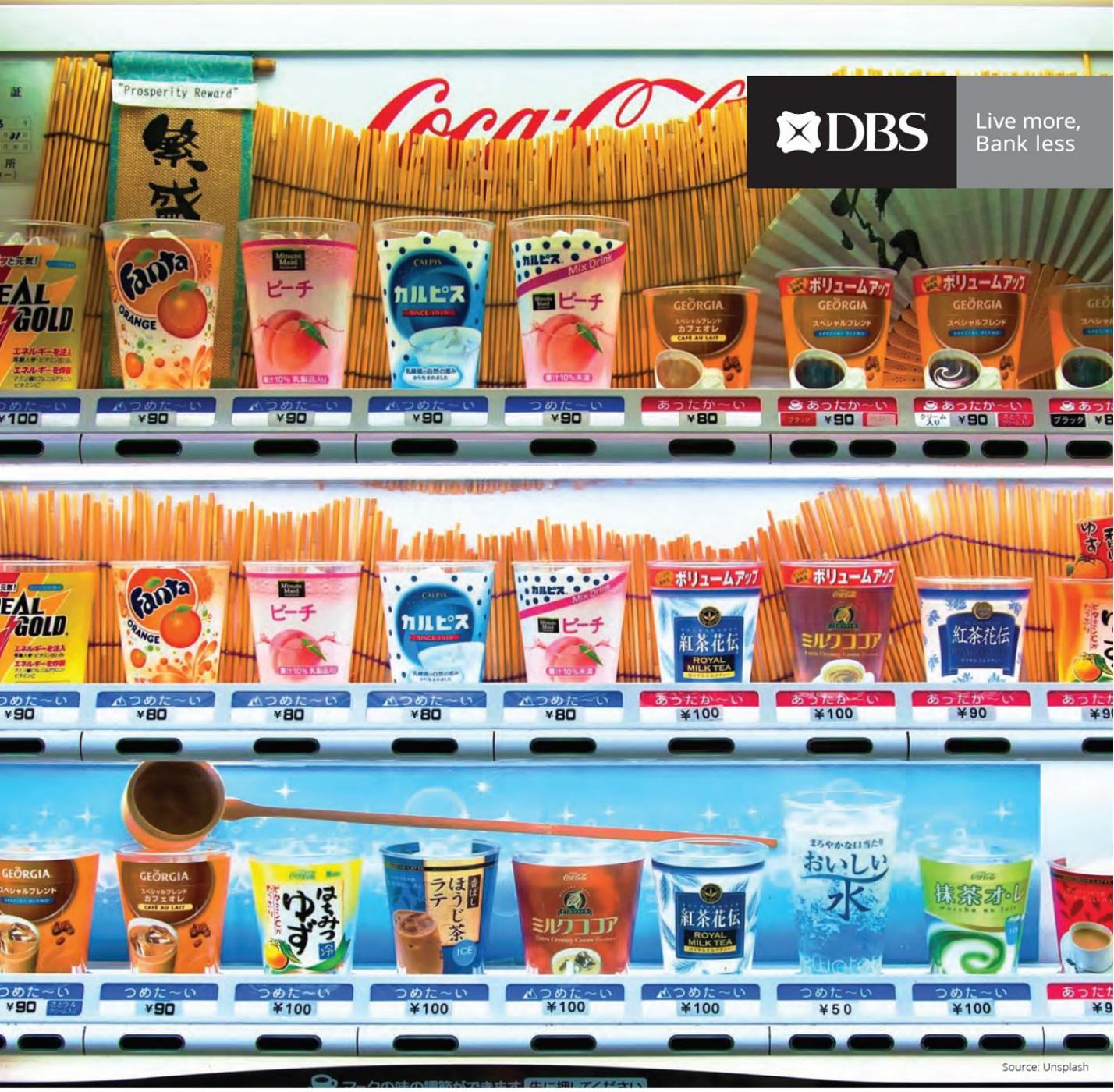
因此，星展集團仍然看好那些已經公佈股息的高股息殖利率的股票。藉由削減成本、去槓桿化、出售資產或併購活動加快重組計劃，這些公司的資

產負債表未來應會更好。星展集團認為，能源與公用事業類股可望持續派發股息。由於未來的監管變化，部份銀行可以開始支付股息，而週期性銀行的收益增加也可望提高股息派發；派發股息的能力將有助於支撐其股價表現。此外，歐洲其他收益型資產包括銀行額外一級資本債（AT1s）和高收益債券。

圖8：歐洲股息殖利率仍然相對較高



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月



日本股市 | 2021年第1季

逐漸復甦

日本股市

由於日本領導層的變化、疫苗發現以及美國大選結束改善了市場投資情緒，因此日股在2020年第4季表現強勁。星展預期美國的政策可預測性提升，肺炎疫情趨緩降低經濟面的壓力，且日本結構性改革將更加認真進行；因此，全球股市的回升將更加廣泛，日股的回升也可望持續。週期性和價值股輪動、盈餘上修以及結構性長期趨勢和改革的綜合作用，將使日本市場在新的年度更加成熟。

由於穩定的總體經濟環境，穩定的政治決策過程以及肺炎疫情對感染範圍和死亡率的影響較小，日股的表現也優於歐洲股票。同時也受惠中國經濟的擴張。進入到2021年，日股也可望有不錯的表現。

圖1：2021年底日本企業獲利將恢復到危機前的水平



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

企業獲利和經濟成長在2020年第2季觸底。日本經濟正在從底部復甦，2020年第三季GDP年增率21.4%（圖1）。展望未來，預計經濟將繼續復甦至2021年，但步伐將放緩。由於日本製造業供應鏈的恢復以及全球耐久財需求的復甦，出口預計將引領復甦。然而，在第三季被抑制的需求釋放之後，消費增長可能會放緩。維持2020年全年GDP預測為負5%，2021年為2.8%，這意味著總產量將在2022年上半年恢復到疫情前的水平。

同時，上一季企業獲利已見改善。2021會計年度上半年，企業獲利將恢復到危機前的水平。除電信公司和能源業外，預計2021會計年度獲利將呈現全面回升；盈餘上修比率不斷提高和疫苗的積極發現為經濟和盈餘復甦帶來驚喜，尤其是週期性產業（圖2）。

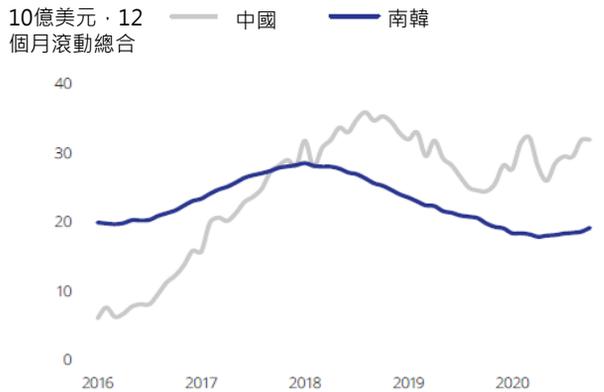
圖2：盈餘呈現廣泛性成長（依產業盈餘成長率，%）



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

貨幣和財政政策持續支持。 預計明年度貨幣和財政政策將繼續支持。首相菅義偉 (Yoshihide Suga) 將在2021年1月向國民議會提交補充預算，這是他任期 (始於2020年9月) 的第一筆預算。預算可能會用於擴展 “Go to Travel” 補貼活動，以支持國內旅遊業，緩解勞動力市場壓力，促進數位化產業的投資等。內容也包含不同行業的援助計劃，例如銀行、航空公司、貸款援助以及針對大型和小型公司的直接債券購買。貨幣政策方面，日本央行的債券購買和殖利率曲線控制將會持續 (圖3)。

圖4：日本對中國和韓國的貿易順差從RCEP中獲益



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

美國選舉的擔憂消除。 由於美國大選的不確定性消除，認為投資人可以更專注於強勁的企業獲利和經濟復甦。短期內不太可能出現減稅、醫療保健改革和更嚴格的金融監管情況，因為美國新政府的重點將放在對抗肺炎疫情上。此外，葉倫 (Janet Yellen) 被任命為新任財政部長也可望提振市場信心，將以穩定經濟優先，並有機會通過大規模的財政刺激計劃。此外，美中緊張關係應會緩和，這對於日本與中國在復甦進程上的合作應該是一個好兆頭。

圖3：日本央行維持現有的貨幣政策支持措施



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

RCEP最大受惠者。 2020年11月15日，包括東協10個成員國在內的15個國家簽署了《區域全面經濟夥伴關係協定 (RCEP)》。就RCEP的出口促進作用而言，日本將成為主要受惠者，因為日本享有與南韓和中國的大量貿易順差 (圖4)，並且在運輸設備、化學、塑料、橡膠和金屬等領域也具有相對優勢。

菅義偉改革政策。 首相菅義偉承諾重組和振興日本經濟，將為投資人帶來機會，更有意義的措施包括金融業的開放、企業數位能力升級、新工業改革、銀行的整併、電信業競爭的促進以及中小企業的整併。菅義偉還將致力於舉辦奧運會，若是順利，可能有利評價面的提升 (re-rating)。

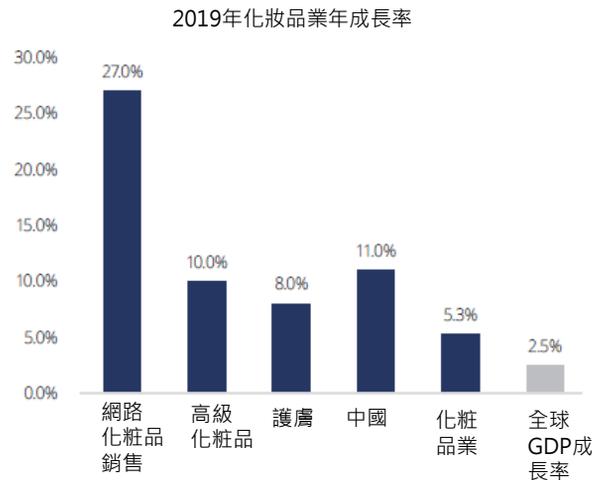
以下為2021年投資主題：

疫苗受惠者—化妝品和產險類股。隨著肺炎疫苗的問世以及全球民眾將在2021年開始接種疫苗，經濟重新開放的仍是重要主題。週期性股票和價值股票將是經濟重啟後的主要受惠者。但是，考慮到星展長期的觀點（價值型相對成長型股票之間長期仍偏弱的情況會持續），因此，為了追求短期的反彈，也避免過度投資低成長周期股票。

對於日本來說，一種選項是那些受疫情衝擊而在短期內表現不佳的長期週期循環產業。星展認為，化妝品業符合要求。尋求收益的投資人的另一種選項是防禦性產業，這些產業可能沒有強勁的增長前景，但長期來看不太可能出現盈餘下滑，並且擁有良好的股東回報政策，產險類股（P&C：Property & Casualty Insurance）符合要求。

化妝品業受肺炎疫情衝擊，因為旅遊業績不佳、失業率上升以及待在家中而減少了對化妝品的需求。然而，在疫情前，由於中產階級的增加和產品組合的廣泛性，該產業一直穩定增長，約為全球GDP成長率的兩倍（圖5）。特別是，奢侈品、護膚品、網路和中國市場的增長率一直高於平均水平。日本的化妝品公司在這些分類市場中處於有利地位，這是中國消費者對日本產品有良好印象，傾向於消費高端品牌，及高品質的日本產品。

圖5：日本化妝品業高端化



資料來源：World Bank, L' Oreal, CosmeticdesignAsia.com · 2020年12月



因擔憂企業中斷營運理賠上升、活動取消和汽車銷售下降，產險業受肺炎疫情衝擊。但是，隨著經濟的重新開放，這些擔憂將逐漸消失。由於有利的產業動態，多年來的整合使星展對其長期前景保持樂觀。目前排名前三大的財產保險公司佔國內保費超過80%，這減輕了定價壓力（圖6）。這幫助業者降低了綜合比率，產生了正自由現金流量，並提高了獲利能力。股東總回報（股息加回購）佔市值的比重在過去五年大約增加一倍，目前約7%，幾乎是東證指數平均股東權益報酬率3.6%的兩倍。從波動性的角度來看，與利率的敏感性較低（不同於其他金融次產業）也是一個正面因素。

圖6：產險公司之間的合併減輕了定價壓力並提高獲利能力



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

菅義偉的新時代。安倍晉三因健康因素辭職後，菅義偉於2020年9月上任成為日本新首相。作為長期擔任安倍晉三內閣官房長官的安倍支持者，菅義偉承諾保留安倍經濟學的核心方向；由於政策連續性提高了能見度，這對市場是一個正面影響。但是，在新的領導下不可避免地會有一些變化和些微差別。儘管菅義偉尚未公佈詳細的改革和政策，但以下介紹可能成為贏家和輸家的產業。

可能的輸家：在安倍內閣任職期間，菅義偉堅決主張降低藥品和電信價格。預計他將繼續該政策方向，因此製藥和電信公司成為其管理下的主要輸家。

可能的贏家：科技系統整合應該是菅義偉推動政府機構數位化的主要受惠者；他已經成立了一家數位化代理機構負責監督。由於日本在評估政府的數位化能力方面不佳，許多事務仍透過人工和紙本表格處理。如果科技系統整合商得到政府的支持，他們可以從中受惠。

在政府政策繼續支持下，旅遊業也可能是贏家。因為菅義偉表示他將維持日本的目標，即2030年達到6000萬人次遊客，而2019年為3190萬人次。

菅義偉最近的舉動凸顯了他支持觀光業。疫情也影響了日本的外國遊客目標，儘管目前疫情尚未抑制，但他同時也支持日本的“GoTo Travel”方案，藉以促進國內旅遊；菅義偉還表示，他將不允許飯店和旅館業破產。



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

亞洲不含日本股市 | 2021年第1季

新曙光

亞洲不含日本股市

亞洲股市在2020年表現強勁，主要由北亞市場所帶動。在強勁的企業活動和國內需求的支持下，中國股市上漲超過25%，而整個北亞股市上漲超過20%。

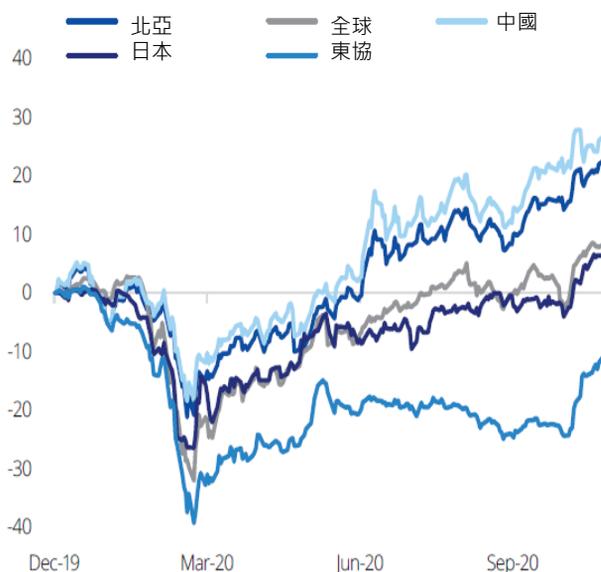
北亞市場表現佳，主因為其成功遏止了肺炎疫情擴散，而全球仍有許多國家正在努力控制疫情。中國對疫情的控管使其經濟得以重新開放並迅速恢復生產。中國在疫情嚴峻期間，第1季GDP衰退了6.8%，而在第2季和第3季GDP年增率已分別回升至3.2%和4.9%。

相反的，東南亞市場遭受多重不利因素衝擊，股市下跌約15%。此外，由於東南亞國家缺乏科技業，因此也未隨全球股市反彈。

年底時市場氛圍轉佳。美國總統大選結果受到亞洲投資者的歡迎，他們期望在拜登政府上任後，全球兩個最大經濟體之間的雙邊政策將減少對抗性。

疫苗的發現也提振投資人信心，能源、旅遊業和消費類股等周期性類股呈現回升。

圖1：亞洲股市2020年表現



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

展望2021年，隨著疫苗發現和美國新政治領導層上任，風險偏好可望持續改善，預期廣泛性上漲的情況將有利亞股表現。價值型和周期性產業的輪動在第1季應該有利東協市場，而加速數位化將繼續使科技相關類股受惠。星展集團仍然看好中國，因其國內需求成長將推升評價面，提振股市走升。此外，亞洲科技業仍是值得關注的產業。

圖2：國內航空和客運收益公里數上升



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖3：鐵路乘客人數回復正常水平



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

中國保持領先復甦

成長動能提升，市場普遍預期2021年中國GDP增長率將高於5%。

從高頻數據和穩步復甦中可以看出，中國鞏固了全球領先製造商和貿易夥伴中領先復甦的地位。快速開放的製造工廠生產出大量產品，從防疫衣、口罩到科技零件和在家辦公設備，使中國在全球出口獲得更大的市場占比。

數據還強調了其抵禦長期存在的製造鏈向鄰國轉移的能力。

中國內需動能回復

2020年10月的黃金周假期期間，國內旅遊業如雨後春筍般恢復。7月，國內航空客運量達到3900萬，客運收益公里數（RPK：Revenue Passenger Kilometer）上升至550億人民幣，相

當於一年前高點的70%（圖2）。鐵路每月的乘客人數增加到2.5億人（圖3）。

中國的內需政策。過去幾年經歷了美國的消極政策和不利的貿易條件後，面對阻力，中國政府調整了發展框架。

以科技及其龐大的製造行業為例，中國決定發展當地能力以實現上游產能，並增加IC設計領域的實力。

2018年以來，中國加快了國內社會經濟結構的改革，進一步擺脫了過於依賴外部市場的局面。特別是，中國將繼續不再重視四到五年前開始的低端勞動密集型製造業。中國將繼續發展國內經濟和供應鏈，朝著更高的自給自足和自力更生的方向發展。因此，這將加快科技供應鏈的深度和廣度，並增強國內經濟的韌性。

圖4：自美中貿易戰以來，中國股市表現（2018年2月為100）



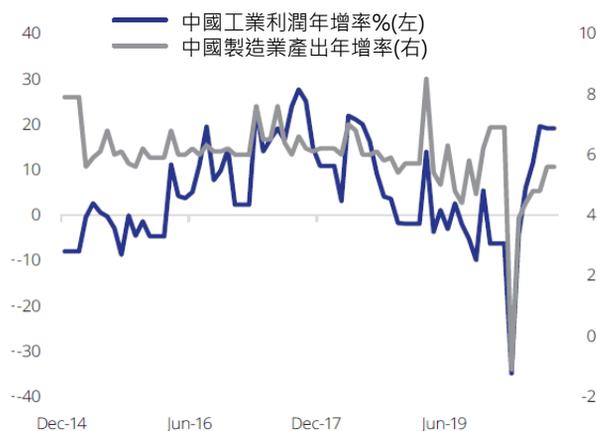
資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

新經濟股的增長趨勢不變，舊經濟產業則是受惠於政策。自從美國在2018年第1季對中國產品加徵貿易關稅以來已近三年，中國股市不僅收復跌幅，穩健的基本面，也使一些產業上漲至更高的水平（圖4）。

中國股市中，新經濟產業（主要包括互聯網、電子商務和數位化經濟概念股）在此期間上漲了20%以上，而中國科技股則是上漲了約40%。

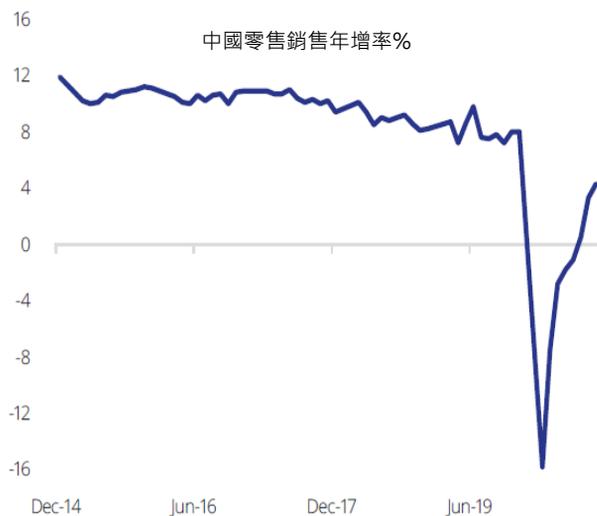
中國工業企業的盈餘回升，預期未來數季盈餘成長前景也將呈現強勁（圖5），且具調升空間。同樣，在零售銷售部份，內需相關的指標也顯示出令人鼓舞的穩定復甦跡象（圖6）。

圖5：盈餘成長前景改善



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖6：零售銷售穩定復甦



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

以內需為主的A股指數（上證綜合指數）中舊經濟產業比重高，受惠終端需求推動，已顯著恢復至貿易戰剛開始時的水準。星展集團認為北亞市場在強勁的獲利基本面前景的支持下，將持續穩定表現。

中國A股啟動漲勢。隨著國內經濟持續復甦，經濟活動恢復，境內股票市場持續吸引投資人參與。境內股票市場的總市值從在2019年底時的6兆美元已升至7兆美元之上（圖7），這顯示在面對肺炎疫情和外部不利因素的背景，中國股市仍具有韌性。在近期股市上漲後，儘管企業資產負債表品質保持穩健，目前評價面仍低於歷史均值。（圖8）

值得注意的是，中國企業營收大部分來自國內，國內經濟也呈現穩健成長。隨著全球第二大經濟體保持其良好的增長趨勢，當地企業可望受益。

星展集團對營收來自國內的產業持正面觀點，例如電子商務生態系統、新經濟部門、科技零組件、大型銀行和疫苗贏家。強勁的基本面也帶動年初至今顯著的績效表現，預期仍持續具投資吸引力。

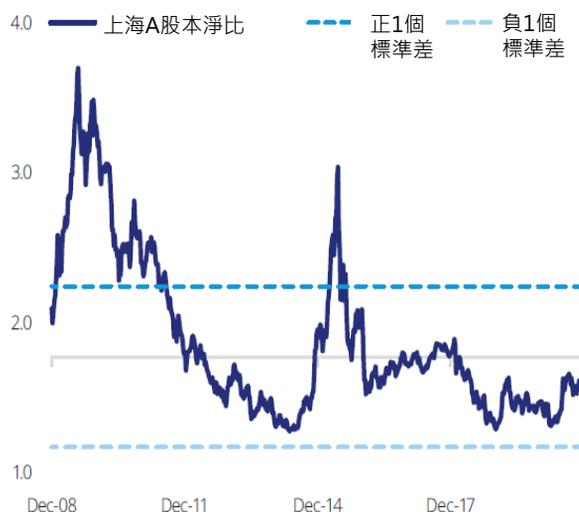
中國指數中15個最大成分股的營收組合顯示，其來自當地業務營收占比為70%至95%（圖9）。這將繼續成為推升股價的核心催化劑。

圖7：A股市值上升至7兆美元之上



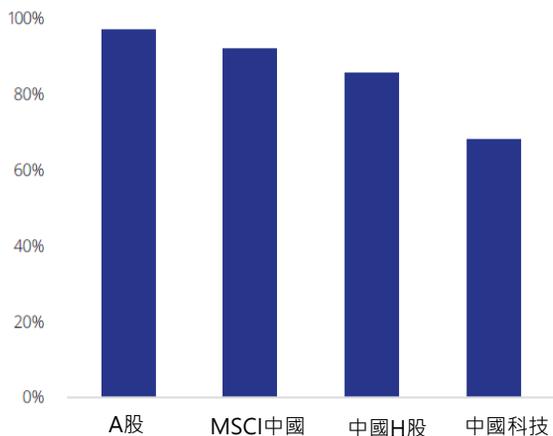
資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖8：評價面支撐



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖9：中國各指數前15大企業營收來自國內比重



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

亞洲科技業未受疫情影響。數位化、雲端服務和遠程連接的採用已經增加。肺炎疫情迫使更多的產業和企業以高效率的方式將其業務遷至雲端。

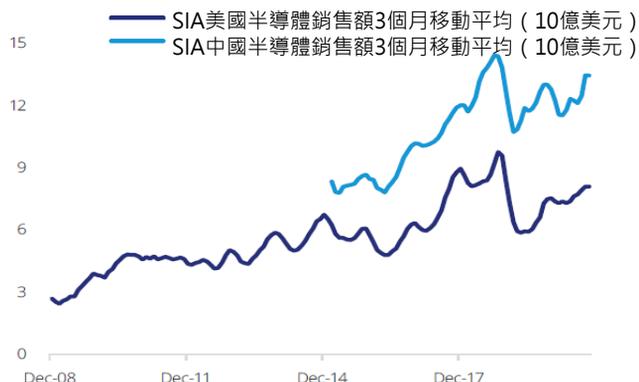
企業為維持生產力而增加資本支出的意願，使他們能夠掌握強於預期的終端需求，以恢復正常狀態。隨著科技創新的發展，全球對智能設備、雲端服務、物聯網和半導體的需求仍然強勁。這將繼續使全球科技產業和北亞市場受惠，例如零組件製造商、IC設計公司和晶圓代工廠。

中國仍然是半導體零組件和IC主要消費國（圖10）。預期此趨勢將在未來幾年繼續，同時隨著上游科技業逐步實現自給自足，長期亦會發展上游科技的能力。



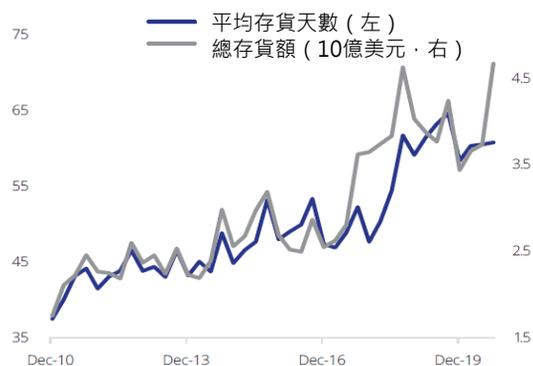
Source: Unsplash

圖10：中國仍是半導體產品的大買家



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖11：亞洲科技業供應鏈存貨水準



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

另一個令人鼓舞的跡象是北亞供應鏈中的庫存清理。庫存天數保持在60天左右，總庫存價值已降至更易於管理的水準 (圖11)。

雲端、自動化、在家工作和先進連接的擴大運用將推動全球科技業的下一波浪潮，朝向機器學習、物聯網、數據處理和分析的人工智能技術發展。此項新發展將成為包括北亞在內的全球科技週期背後的另一推動力。

過度擔憂科技出口。2019年，中國機械電子產品出口占出口總額的60%，約價值10.1兆人民幣 (1.5兆美元)。數據處理機及相關零組件的出口值為1760億美元，使中國成為包括電腦、智慧型手機、電子設備和運輸設備在內的科技產品出口大國。

科技供應鏈在中國的建立花費了20多年的時間，使其成為成本最低，最方便的生產地點。由於目前沒有哪個國家能夠取代中國所提供的產品，因此將部分製造業轉移到其他地方的時間可能較長。

同時，部份公司將供應鏈分為中國境內和全球其他地區 (中國以外地區) 的方法。這導致部份台灣科技公司的業務出售給中國公司。從長遠來看，這反而會增加中國科技公司的營運收入。這意味著目前的非中國競爭對手可能會出售其資產和業務，而不是將其關閉；而中國公司將從新收購的業務中受益。例如，台灣iPhone供應商緯創資通將其在中国的兩個工廠出售給在中國上市的立訊 (Luxshare)。



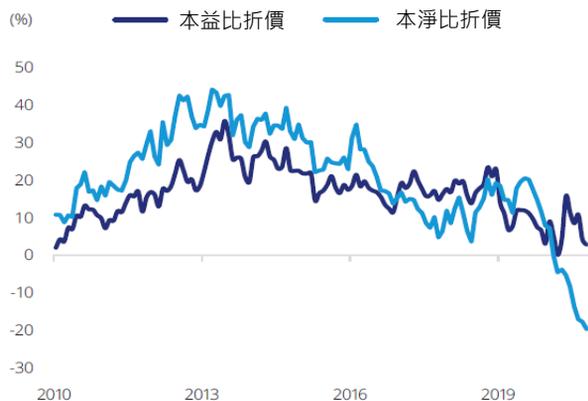
東協股市的升勢可望延續

11月初以來，受惠於肺炎疫苗的發現，東協（ASEAN）股市出現強勁的回升；疫苗的發現也為2021年的升勢掃除了陰霾。東協尚未從2020年的慘重損失中完全恢復，但已恢復了一半。東協可望受惠於風險偏好的增強。近期資金轉向價值和周期性類股也將提振東協股市；而2021年經濟的復甦也將使此波升勢延續至明年。

2021年東協市場動力為：

1. 評價面偏低，未來有提升空間。東協股市評價面處於歷史低點，相對亞洲不含日本股市呈現折價，這是罕見的。東協股市具投資價值（圖12）。
2. 疫苗發現。由於肺炎疫情造成的旅遊收入減少、出口下滑、國內消費停滯以及外資投資外流，東協市場遭受衝擊，發現疫苗後預期這些不利因素將逐漸消除。
3. RCEP促進了出口並改善了經商便利性。這將強化東協市場在“中國+1戰略”和區域供應鏈的角色，將吸引外國直接投資，並可創造就業機會以提振經濟復甦。
4. 美國領導層的變化對東協有利。貿易和地緣政治緊張局勢有望緩解。之前受中美之間緊張關係加劇的影響，東協市場陷入了外交困境。

圖12：東協評價面相較其他區域便宜



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖13：弱勢美元環境下，東協股市表現佳



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

5. 資金回流東協資產。隨著對東協資產風險偏好的改善，預期債券流動的強勁週期將推動貨幣和股票收益。東協資產收益率具吸引力，投資人目前持有部位偏低。截至11月，外國投資人淨賣出186億美元，資金流向也才剛剛開始回流，星展認為，這只是資金回流的開始。
6. 預期美元在2021年將保持疲軟。以美元計價報酬率為基礎，東協股票前景樂觀（圖13）。
7. 美國的基礎設施支出和全球復甦情境下，需求增加和結構性投資不足均支持大宗商品和原物料價格上漲。泰國和印尼是主要受惠國。
8. 東協可望受惠中國景氣復甦。東協目前為中國最大的貿易夥伴，甚至超過了其他主要經濟體，例如美國和歐洲。

預期東協市場將追隨全球景氣2021年復甦步伐，相對看好受惠價值週期性的新加坡和印尼市場。

新加坡

新加坡可望受惠於景氣週期性復甦，主要驅動因素為：

1. 新加坡是東協市場中評價最便宜的市場，本淨比 (PB Ratio) 低於負1個標準差，有提升空間。
2. 此外，週期性的市場，旅遊業和國內消費相關類股占比大，也將受惠疫苗的發現；例如零售和飯店房地產投資信託、航空公司、機場和運輸業者。
3. 經濟復甦將帶動貸款成長及降低信貸成本，減少銀行業受低息差的拖累。
4. 政府計劃在2021年上半年前保持預算赤字，以協助經濟復甦。RCEP將促進該地區的貿易流量和外國直接投資，而新加坡是該地區的主要受益者。預期明年經濟將反彈至5.5%，回復至疫情前99%的水準（圖14）。

圖14：GDP復甦預示著股市也可望回升



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖15：具吸引力的利差和外資持有債券比重較低，有利於資金回流印尼債市



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

印尼

為東協最大的消費市場，疫苗發現將有助於帶動另一波消費熱潮，因社交距離的解除和旅行重新開始。同時，政府提供了前所未有的支持，透過債券購買和暫時提高預算赤字限額以及進行結構性改革以吸引投資。印尼獨特的驅動力為：

1. 在2020年12月底，印尼將是東協第一個接受疫苗接種的國家。一旦實行成功，其國內投資情緒應會大大改善。
2. 印尼市場通常享受良性循環的資金

流入債市，帶動外匯收益增加，和更多資金流入股市。外國投資人目前持有印尼政府公債比重仍低，利差水準（相較美國公債）接近其長期平均水平。外國投資組合資金可望回流債券和股票市場，且隨著疫苗的發現將刺激對評價面偏低風險性資產的需求，印尼盾應會走升。

3. 2020年下半年國會批准《創造就業綜合法案》，作為政策改革的催化劑，以促進外國直接投資並使印尼成為亞洲的下一個製造業中心。
4. 龐大的消費基礎，吸引投資人投資。

表1：精選亞洲投資主題

主題	受惠產業
數位化·5G	半導體·IC設計和雲端運算
電子競技	遊戲平台
人口老化	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	中國銀行業
	印尼消費
市場改革	中國A股
	越南
疫苗發現	旅遊業
	電子競技
	印尼

資料來源：星展集團 2020年12月



Live more,
Bank less



Source: Unsplash
Source: Unsplash

全球信貸 | 2021年第1季

新安全性資產

全球信貸

分水嶺的一年。近代歷史中，沒有一個合適的時期可以準確的反應出2010年代末期動盪的一年。2020年，經濟、金融、社會、立法和地緣政治規範的翻轉已經徹底地對傳統根深蒂固的“智慧”進行改革。

傳統上，投資公式中有無風險的假設；其中有一些觀念需要認真重新評估。

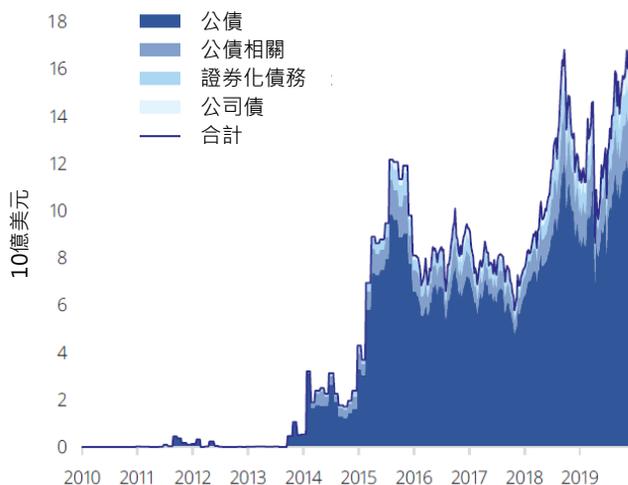
重新思考“無風險”債券在分散收益來源的有效性。已經採用數十年的投資策略主體是使用無風險的政府公債作為平衡股票投資組合的工具。

理論很簡單，美國公債透過票息支付提供了穩定的收益基礎，而政府則藉由無與倫比的安全風險提供了資本保值的基礎，為投資人提供了防禦性基礎，同時以股票追求具有更高成長前景的高風險回報。

但是，由於肺炎疫情的來臨，各國央行降低利率並重新啟動開放式債券購買計劃藉以支持經濟，此類債券的基礎已發生了巨大變化。

現在殖利率已經低至非常低的水準，基本上也不再提供可觀的息票，而價格被推升至高點，負殖利率債券的規模已達歷史高點（圖1）。這類債券的持有人者並無法保全資本，反而是面臨資本損失。

圖1：負殖利率債券市場規模創歷史新高

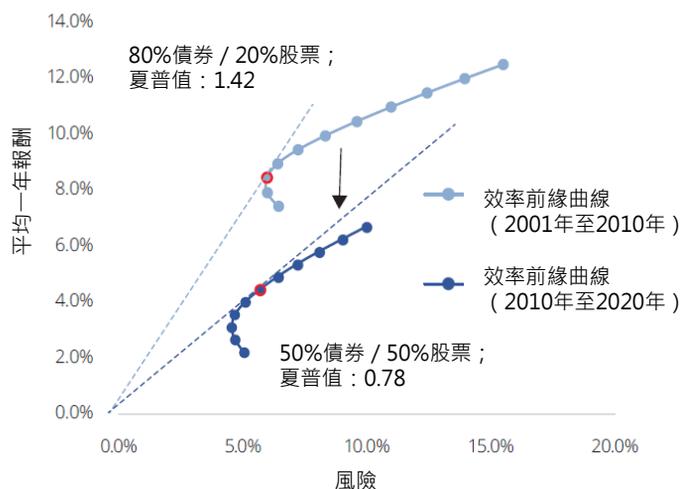


資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

數十年來的公債牛市呢？為了捍衛無風險公債，有些人可能會指出一個事實，即自1980年代以來，殖利率一直在結構性的下滑；為什麼2020年代是逆勢發展的十年呢？不可否認，結構性因素（人口老化以及巨大的財政債務負擔等）導致殖利率逐漸下降，但星展集團同時意識到，不要依據歷史趨勢推斷投資標的未來的表現。

使用現代投資組合理論（MPT：Modern Portfolio Theory），星展集團注意到殖利率逐漸的下滑不可避免地改變了針對債券的最佳投資組合的構成。藉由連續兩個十年（2001年至2010年和2011年至2020年）的效率前緣曲線，星展集團比較了最佳投資組合的特徵（位於資本市場線的切點與相對應的效率前緣），無風險債券的效果已逐漸呈現減弱。

圖2：最佳投資組合顯示，配置公債的效果逐漸減弱



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

在2000年代的十年中，最佳投資組合為80%的債券和20%的股票。低配股票可能是因為“失去的十年”；因為期間曾發生科技泡沫和全球金融海嘯，導致較差的報酬。在2010年代的十年部份，最佳投資組合當中，債券的權重已下滑至50%的權重，但並非沒有缺點；投資組合的夏普比率從1.42大大降低至0.78。

雖然最佳投資組合是以歷史數據計算，但它們的變化也有其意義。2000年代初期，美國10年期公債殖利率為6.44%，最佳投資組合的權重為80%。2010年代初期，美國10年期公債殖利率為3.29%，最佳投資組合的權重下降至50%。如今，殖利率低於1%，不難想像，2020年代的十年，無風險債券的最佳配置將進一步削減。

尋找其他可以放雞蛋的籃子。根據MPT的指示，僅減少對公債的分配不足以提高投資組合的夏普值。投資人仍需要尋找可以替代政府公債的資產，這些資產 (a) 保持與股票的低度相關性，(b) 可創造可觀的收益，並且 (c) 為投資人提供保本的信心，以便能夠扮演無風險債券過去曾扮演過的角色，儘管不是完美的替代者。

隨著越來越多投資人尋找“無風險回報”的替代方案，星展集團認為，這樣的轉變，信貸市場將是最直接的受害者。

儘管持有類似現金的工具（如美國公債）收益仍微不足道，但當風險胃納下滑時，類似現金資產又被視為“資金的安全港”。即使到了現在，由於經濟數據逐漸改善並普遍優於市場預期，且疫苗研發的正常發展，貨幣市場基金的累積流入仍處於高點（圖3）。

圖3：資金從類現金工具轉向信貸市場的情況仍有成長空間



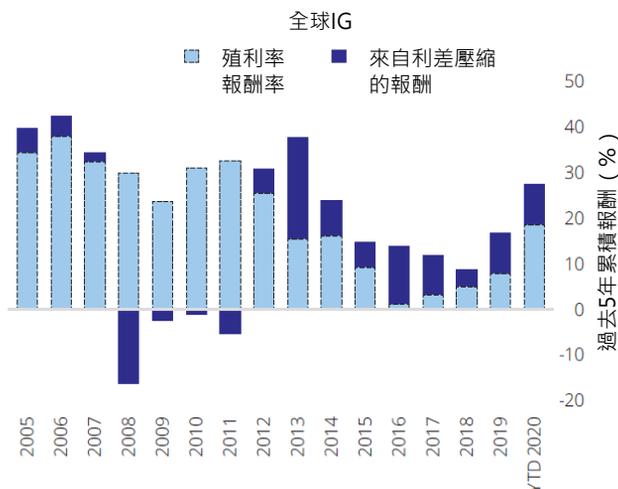
資料來源：EPFR Global，星展集團 2020年12月

仍有投資人相信“現金為王”，即使這意味著遭受實質性的資本侵蝕。儘管承擔信用風險並不是顯而易見的選擇，但投資人可能沒有意識到，信貸市場的某些發展實際上已經增強了安全性。

全球投資等級債 (IG) 的特徵越來越類似於無風險公債。眾所周知，IG是一種與公債的貝他值 (Beta) 較高的資產，至少在特徵上與替代品相似。若公債市場殖利率仍然呈現結構性下滑，IG仍可能受惠。

圖4顯示，2005年至2012年期間，IG的報酬主要貢獻來自利率。然而，不僅如此，2013年以來，利差的壓縮對年度報酬的貢獻度更大，這個趨勢很可能會隨著殖利率接近零而繼續下去。星展集團預期，越來越多投資人將尋求IG當中利差較大的產品來替代無風險報酬。

圖3：資金從類現金工具轉向信貸市場的情況仍有成長空間



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月



Source: Unsplash

公司債現在是“政府支持”的主要資產類別。2020年發生的變化是，這些額外的利差報酬已成為政府支持的關鍵要素。今年3月以來，美國聯準會（FED）也加入歐洲央行和日本央行的行列，藉購買IG公司債作為官方的支持政策。因此，資本保全和流動性得到了很大程度的改善，三個最大的中央銀行充當了最後的購買者。

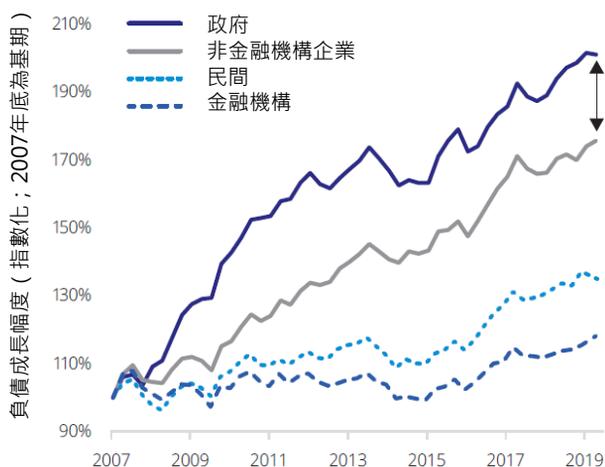
儘管其中一些央行信貸額度的有到期日，但星展集團相信，在不確定性仍然存在的情況下，主要央行將維持政策不變。而且，若需要的話，重啟程序的難度並不高，因為已經有了先例。

此外，IG公司債的風險未必高於政府公債。具有諷刺意味的是，隨著企業

對財務謹慎，自全球金融海嘯之後，主要國家的負債比率增加的速度較企業快速（圖5）。

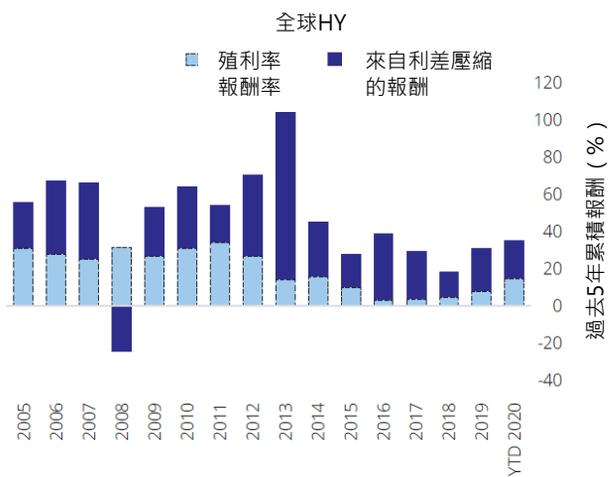
全球高收益（HY）可能會受惠於股市的走揚。當然，公司債永遠不會完全複製投資人藉由成長股所能實現的漲幅。然而，不可否認的是，短期內全球HY會有正面的利多；在長期低利率時代（a）尋求收益的需求繼續主導市場；（b）央行的政策工具已經開始使用HY，（c）有證據顯示，未來市場可能結構上會處於低違約的情況，正如星展集團在2020年第2季所強調的那樣。這也使HY未來數年可能受惠於較高殖利率和較高價格上漲潛力。

圖5：全球金融危機以來，政府負債增加速度快於企業



資料來源：IIF · BI · Haver · National Sources · 星展集團 2020年12月

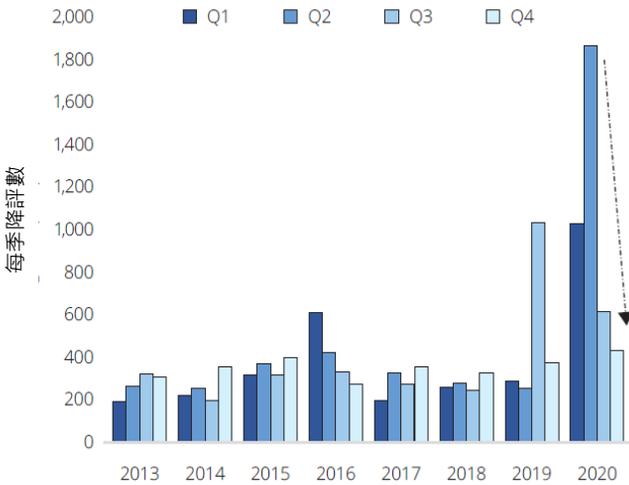
圖6：高收益點差壓縮仍將是低利率世界中超額收益的關鍵因素



資料來源：彭博 · 星展集團 2020年12月

投資等級債遭降評至非投資等級的情況 (Fallen Angels) 已經改善。資金流向高利差產品使投資人進一步擔心信用風險的增加，主要是降評與違約風險。但是，信貸基本面已經開始改善。觀察評級機構的動作，信用評等調降在2020年第2季達到高點，之後出現顯著的下滑，這也顯示危機後的利差壓縮至少可以藉由評估信用風險的減少來證明。隨著景氣順利的復甦，星展集團認為進一步的利差壓縮仍然是未來信貸市場可能的走勢。

圖7：“墮落天使”的降評放緩顯示信貸市場的復甦步入正軌



資料來源：S&P，彭博，星展集團 2020年12月

低相關性增強了多元化的好處。四個資產相關性矩陣 (圖8) 顯示，因為利率和IG仍與股票保持低相關性，而股票和HY與利率也低度相關。整個投資組合仍將帶來更大程度的多元化收益。

掌握新興市場 (EM) 的機會。藉由自然延伸，因為尋求收益和多元化，利差產品的有利特性也使大量資金流入新興市場債。

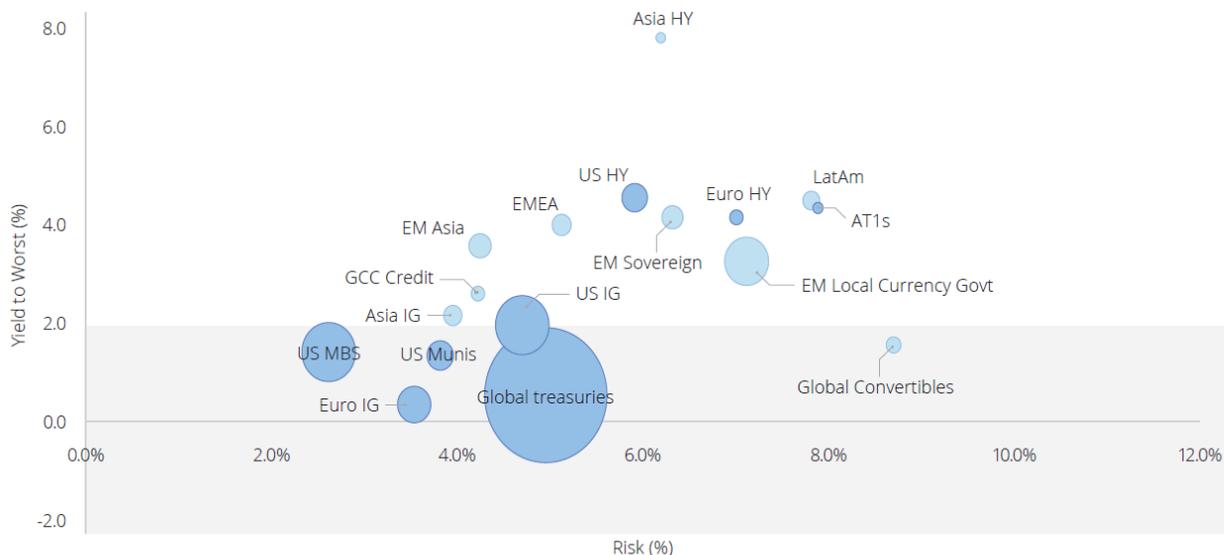


圖8：由於相關性較低，信貸具有強大的多元化優勢

	Global rates	Global IG	Global HY	World equities
Global rates	1.000			
Global IG	0.736	1.000		
Global HY	0.303	0.774	1.000	
World equities	-0.010	0.467	0.743	1.000

資料來源：彭博，星展集團 2020年12月
相關性是過去二十年的年度報酬

圖9：大多數成熟市場債券殖利率未超過2%的通膨目標，新興市場實際正報酬的可能性較大



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

相對市場規模由圓圈區域表示。成熟市場優勢由較深的陰影表示，而新興市場優勢由較淺的陰影表示。

話雖如此，投資人將對更廣泛的新興市場債更了解信貸基本面，因為更高的風險溢價必然要求更大的盡職調查以獲取回報。星展集團認為亞洲信貸憑藉其良好的基本面和較低的評價面將繼續脫穎而出。

評估新興市場風險時，亞洲HY仍是焦點。圖9顯示，相較於其他信貸市場，亞洲HY有較高殖利率，主要因 (a) 亞洲最有效地處理了肺炎危機，並且在重新開放方面繼續取得進展，並且 (b) 評級機構預計，亞洲的違約率要低於美國和歐洲的高殖利率。儘管

在亞洲，高槓桿發行人仍會遇到特有的風險，但星展集團認為，整個行業的普遍廉價在很長一段時間內保持的基礎很少。

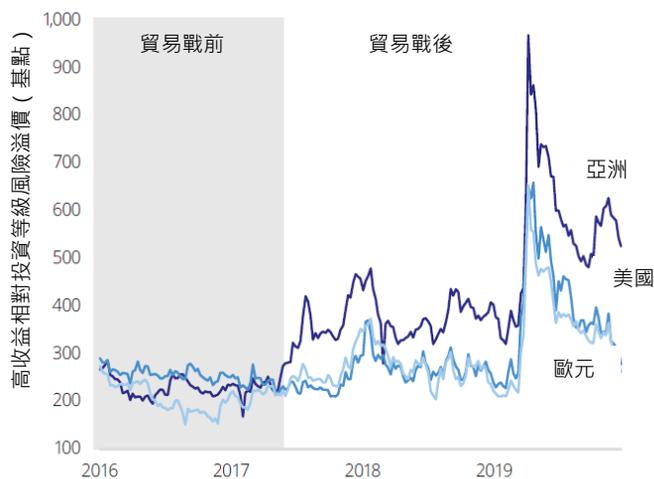
貿易緊張局勢風險正在減弱為潛在的利多。星展集團認為，美國總統當選人拜登的政策可望回歸歐巴馬時代（著名的“重返亞洲”），將結束有關貿易政策的緊張情勢，2018年中以來，一直是川普政府的標誌。這也將支撐亞洲風險性資產的表現，而亞洲HY也可望受惠於價值面具有競爭力吸引資金流入。

這為亞洲HY與IG風險溢價的潛在壓縮奠定了基礎，隨著貿易戰升級，與美國和歐洲的溢價相比，亞洲HY與IG的溢價才開始出現有意義的擴大（圖10），因為美國的外交政策轉向較為人熟悉的情況。

考慮到所有變數，星展集團仍然看好亞洲和歐洲HY將受惠於尋求收益，並且具有上述潛在的利多因素。BBB / BB市場仍然是首選，優先選擇5至7年的期限。

結論是，相較於過去，信貸在投資人投資組合的重要性越來越高。隨著無風險利率徘徊在歷史低點附近，若疫情過後殖利率的上升將侵蝕此類債券的價格，無風險並非總是無損失。IG市場仍然提供了額外利差的緩衝，而HY市場則是獲得更多超額報酬的主要來源，為進入2020年代的信貸提供了良好的平台，使其成為主要的回報多元化產品。

圖10：貿易緊張風險的舒緩可望壓縮亞洲HY利差



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月



Live more,
Bank less



Source: Unsplash
Source: Unsplash

全球外匯 | 2021年第1季

美元貶勢放緩

全球外匯

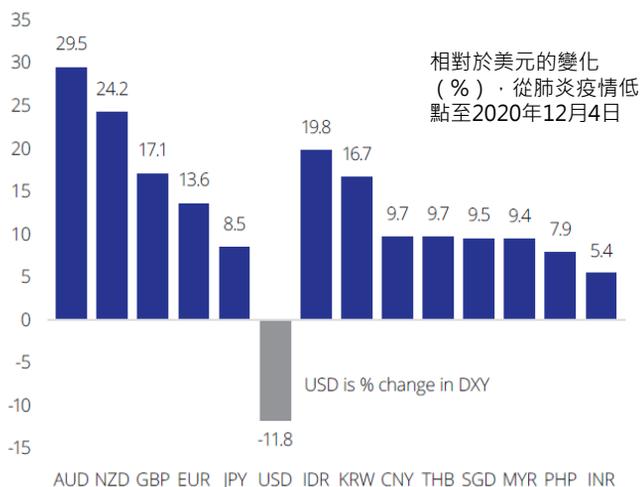
2020年3月肺炎疫情的動盪之後，全球非美貨幣呈現強勁的升值走勢。擴張性的財政支出和貨幣政策將繼續支撐經濟，不但使經濟免於衰退和受新一波疫情的影響，也支撐了市場的風險偏好。投資人樂觀看待央行提供充裕的流動性，協助各國政府提供安全網藉以減輕失業和企業破產的計劃。在實現通貨膨脹目標的靈活性提高的同時，貨幣政策也轉向支持勞動力市場的回升。

展望未來，美元的貶值速度可能放緩。3月以來，美元指數 (DXY) 已下跌約 12%。全球金融海嘯以來，美元主要的貶勢約介於 9 至 13 個月，貶幅介於 15% 至 18%。隨著全球經濟因美國和歐洲的疫情而放緩，美國 11 月的大選結束後和疫苗發現行情可望延續至 2021 年第 1 季。美國總統當選人拜登在 1 月 20 日就職之後，抗疫團隊將因

應疫情將採取行動。而美國喬治亞州的參議員選舉也將影響國會是否推出大規模刺激方案。另一方面，12月31日過渡期結束後，英國與歐盟的談判是否可以避免英國無協議脫歐。且星展集團的利率策略師預期，2021 年全球經濟復甦將伴隨美國公債曲線趨勢陡峭。疫苗發現後的反彈顯示，更多資金流入過去較不受歡迎的類股和資產，最後可能也包括美元。

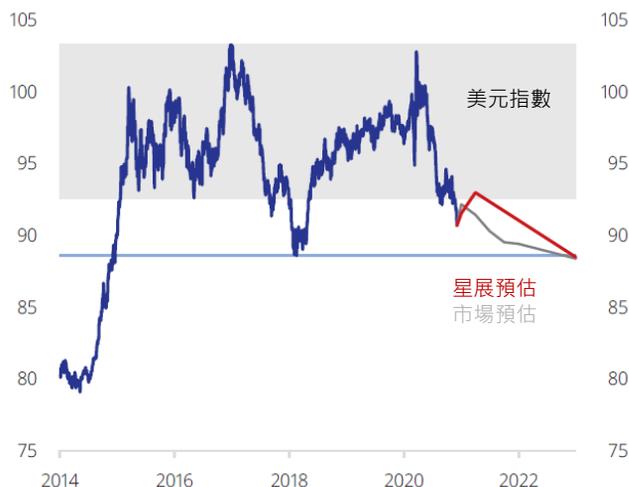
預期 2021 年，歐元兌美元將處於較高的交易區間 (1.17 至 1.23)。相對於美國，歐元區的基本面已經減弱。肺炎疫情的新封鎖和限制措施有可能使歐元區經濟在 2020 年第 4 季陷入由服務業主導的衰退。由於通貨緊縮導致貨幣條件收緊與失業率上升，且歐元走強，歐洲央行 (ECB) 在 12 月 10 日的會議上為提供更多刺激措施奠定了基礎。

圖 1：非美元貨幣表現超出預期



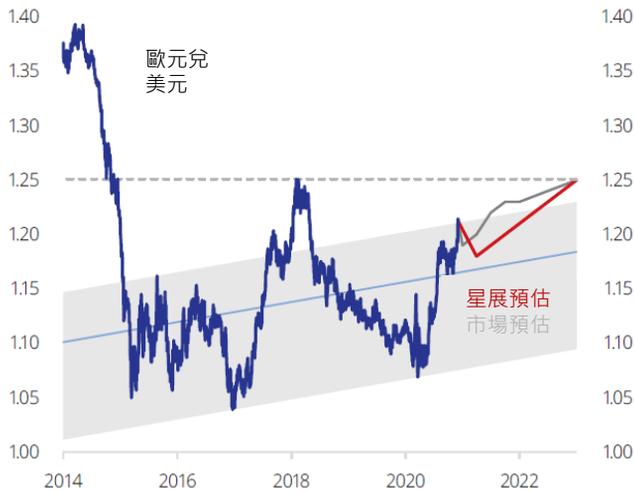
資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖 2：2021 年美元的貶勢可望放緩



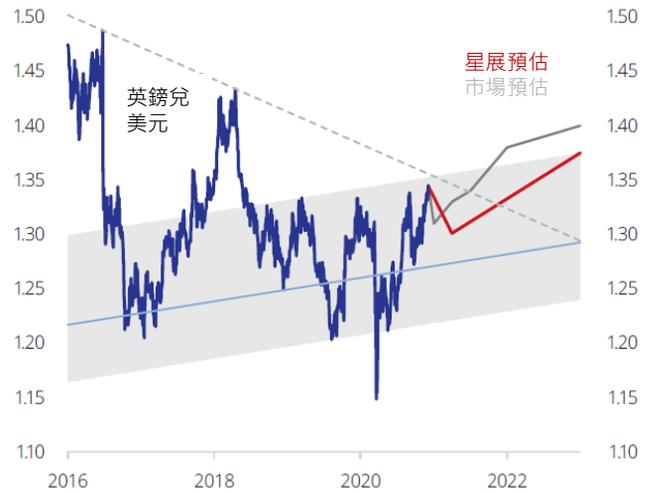
資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖3：儘管基本面相對疲軟，但歐元仍呈現升勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖4：英鎊

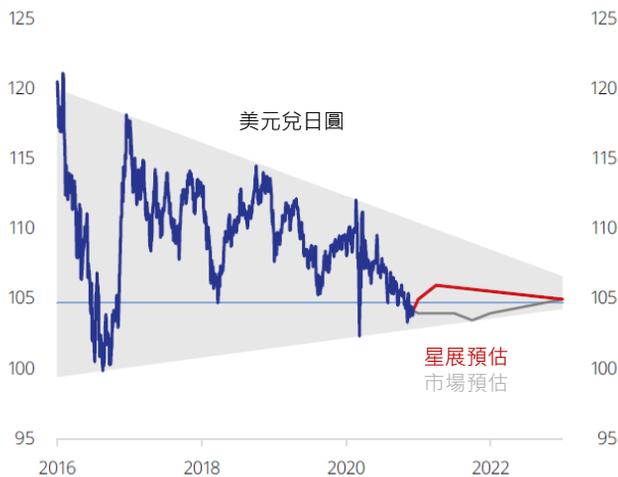


資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

市場普遍預期ECB將在規模1.35兆的資產購買計劃中再增加5,000億歐元，並可能延長至2021年年底。這將使歐洲央行的資產負債表增速明顯快於美國聯準會（FED）的資產負債表；較為陡峭的美國殖利率曲線也將影響歐元的表現。假設12月31日英國脫歐與歐盟復甦基金和9月德國大選沒有重大意外，歐元在2021年晚些時候受惠於疫苗主導的復甦。

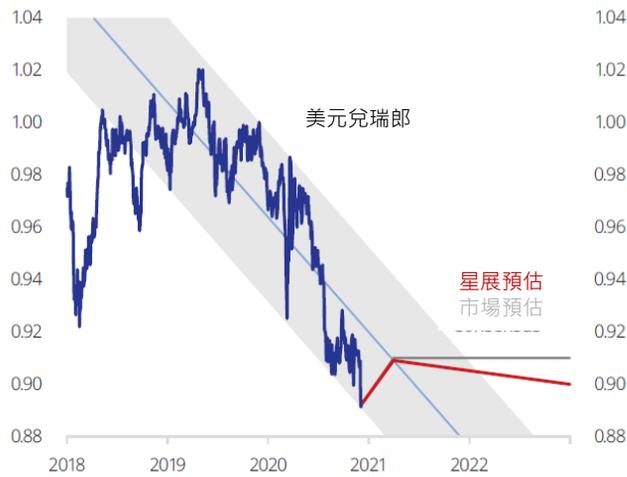
從英國300年來最嚴重的衰退中復甦期間，預期英鎊兌美元將維持在1.27至1.34的區間。預算責任辦公室（OBR）預測2020年英國GDP將萎縮11.3%，2021年則將成長5.5%。但受到新封鎖措施的影響，英國央行（BOE）預計英國2020年第4季經濟將較前季衰退3.0%；且失業率將於2021年第2季達到高點。為了支撐經濟，BOE將資產購買計劃金額再增加了1,500億英鎊，至8,750億英鎊；但財政部則是預測，借款規模將達歷史高點940億英鎊，佔GDP的19%。OBR預測，基礎債務佔GDP比將從今年的91.9%，於2025至2026年升至97.5%。星展集團的預測並未考慮無協議脫歐的情況，若是如此，可能導致英鎊兌美元貶值5%。在撰寫本文時，英國和歐盟在過渡期12月31日結束之前尚未就其未來關係達成協議。

圖5：日圓元將不會忽略美國陡峭的殖利率曲線



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖6：瑞郎預期不會偏離0.90太遠



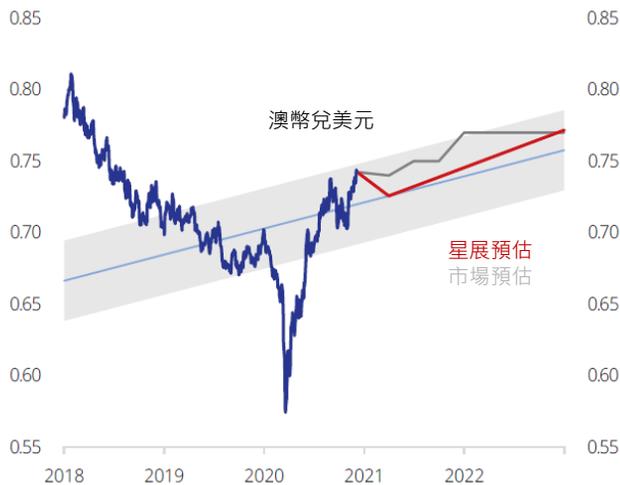
資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

美元兌日圓將持續於105盤整，呈現小區間波動。首相菅義偉

(Hoshihide Suga) 的當務之急是振興受到肺炎疫情打擊的日本經濟，國會大選預計在2021年10月22日進行。官方計劃第3次2020財年的追加預算，藉以刺激經濟。然而，美國大選後日圓升值也壓抑了日本經濟和通膨目標。日本央行 (BOJ) 就如何實現其2%的通膨目標進行了更深入的討論，BOJ認為延長寬鬆政策藉以對抗肺炎的好處將優於所付出的成本。BOJ可能會擴大和延長將於2021年3月到期的肺炎疫情救助措施；也不排除深度負利率的可能性，而未來的措施則將更關注殖利率曲線的控制。BOJ也鼓勵金融機構，特別是區域性銀行，藉由合併提高獲利或改善營運的方向發展。

預期美元兌瑞郎將維持於0.90至0.93區間。瑞士並沒有倖免於肺炎疫情再起，但與鄰國不同，瑞士正在抵抗進行第二次封鎖。根據瑞銀集團 (UBS Group AG) 對325家公司的調查，預期2021年名目薪資將成長0.3%，為1999年以來最低水準。瑞士央行 (SNB) 將繼續採取寬鬆貨幣政策因應肺炎疫情的負面影響。負利率和外匯干預將是抵消強勁升值所導致通貨緊縮壓力的關鍵。SNB不會因擔心被美國標記為貨幣操縱國，也不認為龐大的資產負債表會對其干預能力構成限制。實際上，SNB在2020年第3季指出，其大量持有的外匯投資獲利達143億瑞士法郎。

圖7：澳幣升值的路徑趨於平坦



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖8：紐幣升值的趨勢也趨於平坦



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

預期2021年澳幣兌美元將維持在0.70至0.75的區間。儘管維多利亞省和新南威爾斯省在肺炎疫情後經濟呈現逐漸復甦，但由於與中國的雙邊關係惡化，經濟前景仍存在變數。官方已建議出口商尋找新市場並減少對中國的依賴，並取消外國留學生於2021年必需返國的計劃。根據CFTC的數據，投機者自10月中旬以來開始降低澳幣部位；同時，澳洲和美國的10年期債券殖利率利差開始轉為負值。11月3日，澳洲央行（RBA）將現金利率和3年期公債目標調降15個基點，至0.10%的歷史低點。RBA還將債券購買期限延長至3年以上，並承諾在6個月內購買1,000億澳幣的5年至10年期債券。財政部截至2021年6月財年的赤字預算將佔GDP的11%。

預期紐幣兌美元在2021年將維持於0.66至0.73的區間。紐西蘭被認為是因應肺炎疫情最有彈性的經濟體之一。在今年衰退5.0%之後，預期2021年GDP成長率將反彈至4.5%。總理Jacinda Ardern在10月大選中以壓倒性優勢再次當選，多數黨政府再次當選，為1996年以來首見。在紐西蘭央行（RBNZ）同意與政府合作針對過熱的房市降溫後，2021年採取負利率的預期已經降低。除非有新一輪的感染和封鎖，RBNZ的措施（低現金利率於0.25%、1,000億紐幣大規模資產購買計劃以及最新的貸款計劃）被認為足以支撐經濟復甦。但仍要警惕全球脆弱的復甦和明年美國殖利率曲線陡峭所帶來的市場動盪。

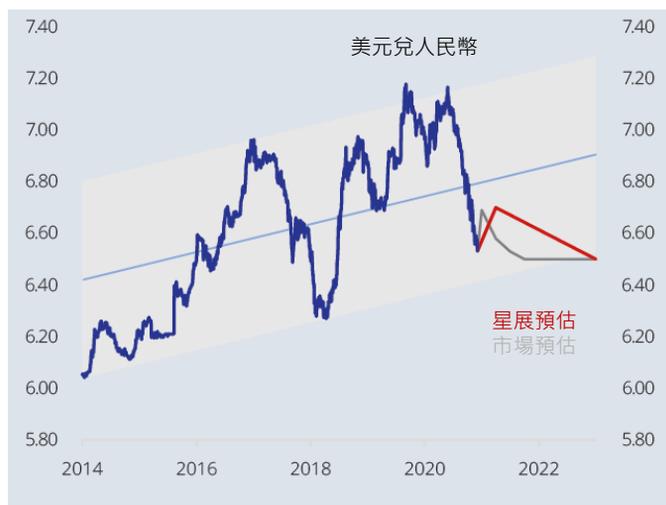
人民幣

2021年人民幣兌美元的升幅可能趨緩。5月下旬至12月初，人民幣兌美元匯率大幅升值9.7%後，CFETS人民幣指數已回到2018年第2季中美貿易戰爆發時的水準。中國人民銀行（PBOC）在10月中旬前將部份遠期外匯準備金率從2018年的20%下調至0%後，10月下旬又逐步淘汰了用於確定美元兌人民幣中間價的逆週期因子。上述措施符合政策目標，保持匯率基本穩定在合理和平衡的水準。中國新的五年計劃已經從瞄準中高速成長轉向了更加自給自足的經濟，以刺激內需並促進科技的自主性。美國在拜登的領導下，遏制中國成為競爭對手的政策不太可能改變，但兩國關係可能會變得較不動盪，而且更具可預測性。

港幣

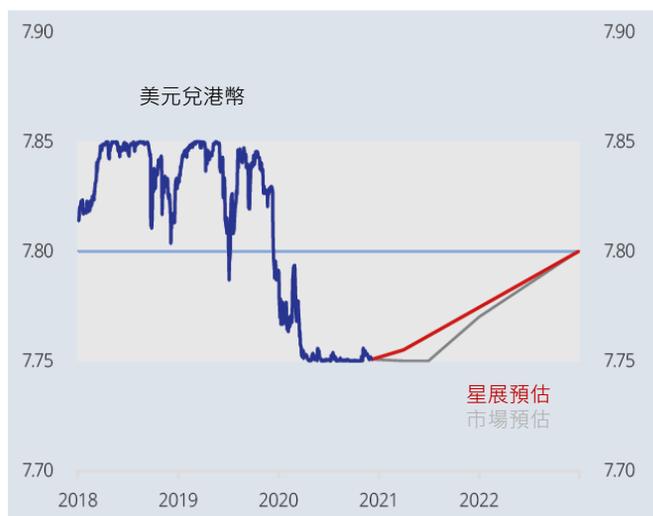
預期美元兌港元在2021年自7.75至7.85的可轉換區間底部溫和上升。明年全球復甦可能伴隨著美國殖利率曲線的陡峭。金管局對港幣與美元掛鈎的承諾反應在今年多次干預以維持其匯率區間的7.75最低水準上。港幣也不受國家安全法和美國總統關於香港正常化的行政命令的影響。4月以來，在7.75和7.756之間狹幅波動反應了這一點。儘管上述情況發生了變化，且螞蟻集團（Ant Group）的首次公開募股（IPO）暫停，但香港作為中國企業籌集資金的門戶並未改變。香港擺脫衰退將把重點放在粵港澳大灣區，尤其是跨境試點計劃《財富管理連接》和《債券連接》。

圖9：人民幣不太可能重複2020年的表現



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖10：港幣



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

表1：主要外匯預估

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
美元兌人民幣	6.57	6.70	6.67	6.64	6.61	6.59	6.56	6.53	6.50
美元兌港幣	7.75	7.76	7.76	7.77	7.77	7.78	7.79	7.79	7.80
美元兌印度盧比	74.4	74.8	74.7	74.6	74.5	74.4	74.3	74.2	74.1
美元兌印尼盾	14200	14500	14430	14360	14290	14210	14140	14070	14000
美元兌馬幣	4.07	4.11	4.09	4.08	4.06	4.05	4.03	4.02	4.00
美元兌菲幣	48.1	48.5	48.3	48.2	48.0	47.8	47.7	47.5	47.3
美元兌新幣	1.34	1.35	1.34	1.34	1.33	1.33	1.32	1.32	1.31
美元兌韓圓	1090	1115	1110	1110	1090	1085	1075	1070	1060
美元兌泰銖	30.4	31.0	30.8	30.6	30.4	30.2	30.0	29.8	29.6
美元兌越南盾	23130	23160	23100	23050	22990	22940	22890	22840	22780
澳幣兌美元	0.74	0.73	0.73	0.74	0.75	0.75	0.76	0.77	0.77
紐幣兌美元	0.70	0.69	0.70	0.70	0.71	0.72	0.73	0.73	0.74
歐元兌美元	1.20	1.18	1.19	1.20	1.21	1.22	1.23	1.24	1.25
美元兌日圓	105	106	106	106	106	105	105	105	105
英鎊兌美元	1.33	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34	1.35	1.36	1.37
DXY指數	91.5	93.0	92.4	91.7	91.1	90.4	89.9	89.1	88.5

資料來源：星展集團 2020年12月16日



Source: Unsplash

另類投資 | 2021年第1季

看好黃金

另類投資：黃金

金價在2020年第3季創高後，於第4季呈現整理格局，美國總統選舉和肺炎疫苗的利多消息，削弱了黃金的避險光芒。美元在第3季大幅貶值後也進入盤整，受惠疫苗的發現，景氣復甦預期帶動殖利率曲線趨於陡峭，也暫時降低了黃金的投資吸引力。

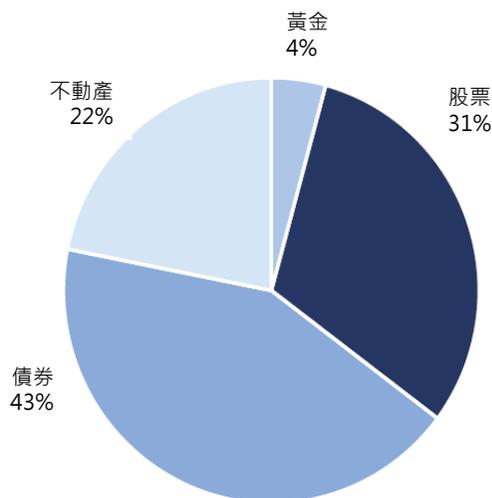
儘管第4季出現波動，但黃金的供需基本面以及其過去反彈背後的驅動因素，可望持續支持金價漲勢延續至2021年短期內，風險猶存。後川普時代美國政策的不確定性、分裂政府以及肺炎新增病例增加的情況下，均將為黃金提供良好的支撐。

量化寬鬆政策下帶動黃金需求，黃金與資產配置關聯性提升

關於量化寬鬆對金價的正面影響，已經有很多說法。其影響的傳遞機制比看起來更深刻。量化寬鬆最直接創造了流動性及通膨，但是間接地降低了公債殖利率和削弱了美元。

因此，黃金可以作為財富的儲備，可以做為系統性的避險工具，貨幣貶值和通貨膨脹，在退休基金和個人財富等基礎廣泛的投資組合中變得更加重要。因此，對黃金的投資需求增加，可望推升黃金的戰略性需求。

圖1：黃金是可投資資產中的一環



資料來源：彭博·星展集團·BIS, LaSalle, World Gold Council, 2020年12月

然而，實際上黃金的供應是有限的。根據世界黃金協會的估計，歷史上開採的黃金估計量約為200,000噸，按目前約每盎司1,800美元的金價計算，其價值約為13兆美元。與股票、債券和房地產的全球總投資相比，這個數字很小（圖1）。

計算顯示，增加1%的黃金投資，需要3兆美元或目前黃金可投資總價值的三分之一，或48,000噸黃金（以每盎司1,800美元計算）。但過去10年，每年僅生產約3,000噸黃金。因此，除非黃金價格急劇上漲，否則實際上不可能滿足對黃金不斷增長的需求！

黃金投資受限於供應，但不受黃金價格的限制。此外，與石油和房地產價格不同，黃金不會造成通貨膨脹，也不會阻礙經濟復甦。因此，較高的金價不太可能引發貨幣政策反應。

實際上，目前法定貨幣看起來不太可靠，政治和金融市場不穩定的情況下，金價上揚與替代投資（包括黃金）的資產配置增加有關。黃金等避險資產很可能吸引更多的資產配置。最近的調查顯示，主要中央銀行和主權基金表示有意在未來12個月改變黃金配置，理由是黃金有潛力替代負殖利率債券，且黃金與其他央行資產的低關聯性以及流動性。

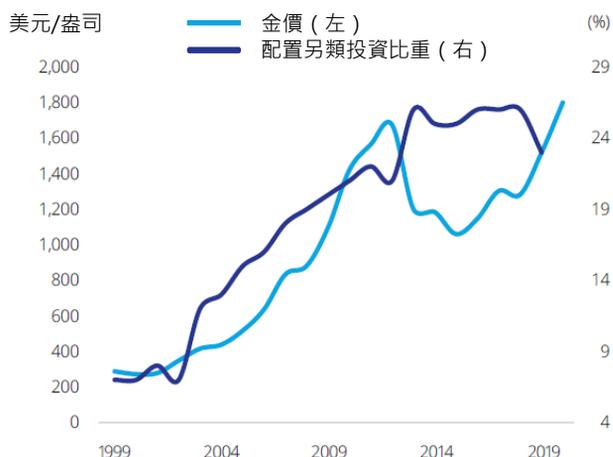
與股票無相關性

投資人應該喜歡黃金和風險的無相關性。長期而言，黃金與股票之間的相關性幾乎為零。這是因為黃金的相關性不僅對動盪時期的投資者有用，它也可以與積極市場中的股票和其他風險資產正相關。

這雙重優勢來自於黃金作為投資和奢侈品的雙重性質。黃金需求有50%來自珠寶。近期金價對疫苗發現的反應就是這種不相關優勢的例子。

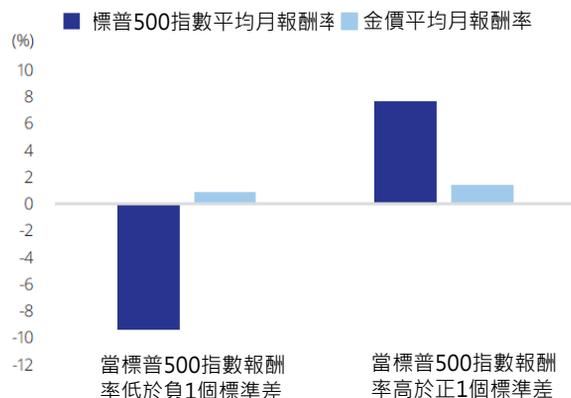
確實，疫苗的發現對金價不利，這是因為市場擔心景氣更強勁的復甦可能會推動通貨膨脹和收益率上升，且可能不需要採取額外的財政刺激措施，量化寬鬆政策亦可能開始收緊。

圖2：恐懼與貪婪-風險上升和金價上漲都增加更多的黃金配置



資料來源：World Gold Council, Willis Towers Watson，星展集團 2020年12月

圖3：黃金雙重優勢，市場下跌時為負相關性，上漲時為正相關性



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖4：黃金與債券價格的相關性較高，在目前的低利率環境中較受青睞



*使用五年滾動每週報酬率來計算

資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

2008-2009年全球金融海嘯是黃金在市場承壓時期如何有效減輕損失的一個例子。股票和其他風險資產的價值暴跌，避險基金、房地產和大多數長期以來一直是有效的多元化商品也暴跌。標普500指數從2007年12月到2009年2月下跌了50%；相反的，同期間黃金上漲了14%。

2020年3月，在資金緊峭期間，黃金提供了良好的流動性，並且受惠於資金流向安全性資產，黃金恢復的速度也較其他資產類別快（圖3）。

與債券正相關

儘管黃金與股票的相關性較低，且有時為負值；但與債券價格的相關性較高，且還在上升。因此，從投資組合的角度來看，在目前的低利率環境中，同時持有兩者沒有意義；但由於黃金

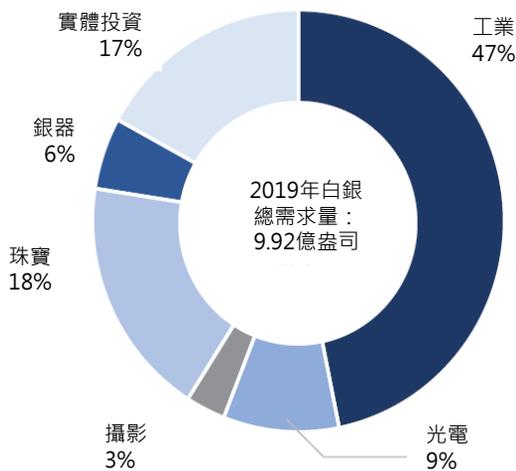
沒有機會成本，因此黃金比債券更受青睞。而且與債券相比，黃金更具流動性且沒有信用風險。

白銀表現優於黃金

在過往黃金上漲過程中，白銀的表現都優於黃金，有時還會獨漲。像黃金一樣，白銀將繼續在動盪的金融市場中提供安全保障；但與黃金不同的是，白銀的需求主要由工業用途決定。隨著2021年景氣復甦，需求成長將使白銀表現優於黃金的表現。

白銀在工業中的第一用途是在電子產品領域。白銀在金屬中具有極佳的導熱性和導電性，這意味著用較便宜的材料來代替銀並不容易。白銀的光敏性使其在電影攝影中佔有一席之地，白銀也由於其高反射率而成為太陽能中的關鍵成分。

圖5：白銀用途需求



資料來源：Silver Institute 2020年12月

黃金礦商

黃金的季度價格上漲對礦商來說是個好現象。黃金價格已經比2020年第2季的平均價格高出300美元，因此如果金價在接下來的12個月維持不變，大多數黃金開採礦商將有豐碩的獲利。

金價上漲對金礦開採有利，但是要了解到到底有多好，從運營槓桿圖可得知（圖6）即使金價維持在目前水準。

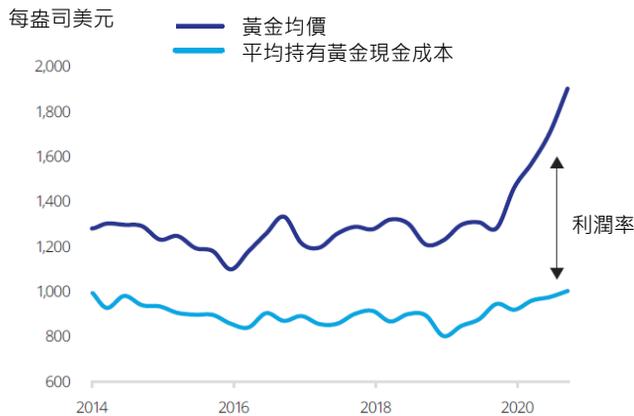
考慮最近一季黃金礦商的財報，股神巴菲特（Warren Buffet）之前從未投資於黃金，但他今年也買進了黃金礦商股票。

受惠於金價的上漲，黃金礦商在2020年第3季的獲利大幅改善。受疫情影響，礦廠生產線中斷，但預計明年將恢復正常。因此，銷售量雖下降，但金價上漲也彌補了營收。



Source: Unsplash

圖6：全球大型黃金生產商的營運槓桿



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

營運槓桿的魔力開始顯現。營收增長了32%，營業利潤增長了57%，淨利潤增長了一倍，自由現金流增長了161%。

Barrick Gold的業績是該產業最佳案

例（表1）。篩選股票的標準通常包括儲量、礦產質量、控制成本的能力、產生較高自由現金流、債務水準、併購紀錄以及管理者如何關注ESG。

可能的結果是，黃金和白銀礦業股票將開始受追求收益投資人的關注，尤其是在目前低成長的環境中。

紐約證交所的Arca黃金礦業指數（GDM）目前與金價一樣處於整理格局，但年初至今的表現仍優於黃金價格。的確，作為槓桿交易，在每次金價上漲中，GDM表現都優於黃金價格的表現。投資者需求來自不能直接投資於大宗商品的股票基金經理，也來自想要更高貝他值（Beta）的多重資產經理人。相對於潛在的資本流動而言，黃金礦商產業未來仍有表現空間。

表1：Barrick Gold 2020年第3季產量和盈餘概況

	3Q20	3Q19	變動%
黃金產量 (千盎司)	1,155	1,306	-11.6
黃金銷售 (千盎司)	1,249	1,318	-5.2
黃金均價 (美元/盎司)	1,926	1,476	30.5
黃金平均現金成本 (美元/盎司)	696	710	-2.0
黃金平均現金利潤 (美元/盎司)	1,230	766	60.6
黃金平均持有現金成本 (美元/盎司)	966	984	-1.8
營收 (百萬美元)	3,419	2,599	31.6
營業利益 (百萬美元)	1,477	938	57.5
淨利	592	278	112.9
自由現金流量 (百萬美元)	1,311	502	161.2

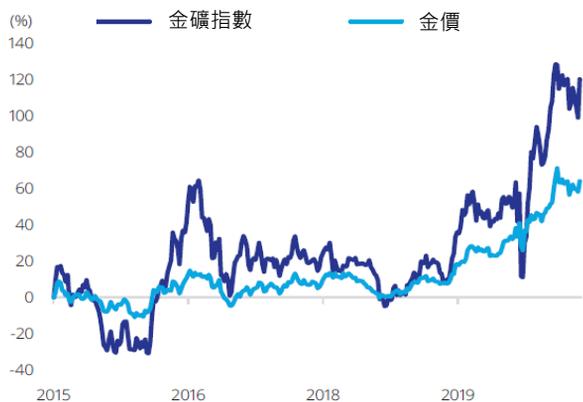
資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

表2：金價敏感度

美國十年期公債殖利率%	DXY指數				
	80	85	90	95	100
0.6	2,503	2,402	2,301	2,201	2,100
0.8	2,477	2,377	2,276	2,176	2,075
1	2,452	2,352	2,251	2,151	2,050
1.2	2,427	2,327	2,226	2,126	2,025
1.4	2,402	2,301	2,201	2,100	2,000
1.6	2,377	2,276	2,176	2,075	1,975

資料來源：星展集團 2020年12月

圖7：金價上漲時，金礦商表現都優於黃金價格的表現



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

黃金價格預測

根據黃金價格模型（以美元指數和10年期公債殖利率為主要驅動力），也基於星展對美元走弱的觀點，黃金價格明年有望超過每盎司2,000美元，因此維持未來12個月對黃金價格為2,300美元，白銀價格則是每盎司35美元的預測。

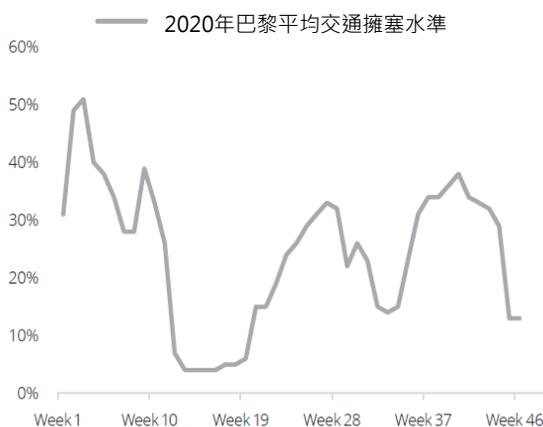
原油

疫苗發現提振油市

疫苗正面消息提振市場情緒。儘管自11月以來肺炎新增病例在美歐國家持續上升，削弱原油需求前景，但布倫特原油價格反彈至每桶50美元附近。油價已反應疫苗發展前景良好的利多，需觀察漲勢是否持續或整理後再向上。重要的是，即使疫苗可能快速獲得核准，但由於供給和運送問題等因素，這些疫苗也不會立即提供給全球大多數人口使用。同時，因部份國家增加了旅遊限制，2020年第4季和2021年第1季原油需求也低於之前的預期。因此，預期油價在2021年初可能暫時呈現回檔整理格局，第2季之後再回升。

考慮到歐洲和美國第二波肺炎疫情的衝擊，星展集團再度下調了2020年的原油需求預測，現在預計全球石油日需求量在2020年平均下滑900萬桶（之前預估為800萬桶）。到2021年將再減少約500萬桶，即使假設2021年下半年開始推出疫苗，與疫情前的需求水平仍相差很遠。星展認為，直至2023年才會回復到疫情前的需求水準，因為航空業和航空燃料需求將是長期以來的結構性拖累。因此，石油輸出國家組織及其盟國（OPEC+）供給的紀律以確保油價穩定至關重要。

圖1：歐洲第4季交通擁塞水準下降不利原油需求



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

原油價格可能從2021年下半年開始持續性復甦。由於市場氣氛改善，星展預計2020年第4季布蘭特原油均價將在每桶47.5美元左右。考量到2021年下半年疫苗接種成功後經濟和運輸活動可能改善，維持2021年布蘭特原油平均價格預測在50-55美元（年增率18-30%）。如前所述，預計2021年第1季油價可能會回落，但第2季開始可望回升，並延續升勢至2021年下半年，預計油價回升持穩在50美元以上。

表1：星展集團2020年至2021年每季平均油價預估

每桶美元	2020年 第1季	2020年 第2季	2020年 第3季	2020年 第4季	2021年 第1季	2021年 第2季	2021年 第3季	2021年 第4季
布蘭特原油	51.0	33.5	43.5	47.5	44.5	50.0	56.5	56.0
西德州中級原油	46.0	28.0	41.0	44.5	41.5	47.0	53.5	53.0

資料來源：星展集團 2020年12月

圖2：OPEC短期內不太可能進一步放鬆減產規模



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖3：經合組織 (OECD) 庫存處於歷史高點，影響油價回升



資料來源：International Energy Agency · 星展集團 2020年12月

OPEC+最終達成共識；2021年1月起將小幅上調產量；每日產量的增加從原本計劃的200萬桶降為50萬桶，日產量減產目前的770萬桶降至720萬桶。此外，OPEC+未來還將舉行每月一次的部長級會議，以監督市場情況並決定接下來幾個月的進一步調整，但前提是每個月日產量的調整不得超過50萬桶。

OPEC+的會議並未像2020年初那樣破裂，舒緩了市場的緊張氣氛。儘管市場普遍希望未來三到六個月OPEC+不要增產，但未將減產的200萬桶全部增產，舒緩了市場。另一方面，儘管不太可能在前六個月做出任何有關限制伊朗石油出口的決定，但美國總統當選人拜登 (Joe Biden) 領導下的美國新政府對伊朗制裁的態度仍存在不確定性。



Live more,
Bank less



主題策略 | 2021年第1季

I.D.E.A

主題：I.D.E.A.

I.D.E.A：新世界的冠軍

星展集團持續提倡由收益型與成長型資產所構成的槓鈴式投資策略。考慮到目前的超低利率環境，收益型資產可望受惠於收益需求，如公司債和高股息股票。另一方面，也應佈局長期趨勢不容易遭到逆轉的成長型資產。星展持續看好世界轉型為數位經濟的趨勢。

您可能會問：“哪些公司符合這個趨勢？”

星展集團投資總監辦公室（CIO）認為符合I.D.E.A.概念的公司可望成為新數位世界的贏家；I.D.E.A.所代表的是：

I	INNOVATORS 創新者	不斷以不同的方式挑戰現狀
D	DISRUPTORS 顛覆者	創造新產品和服務取代主流領導者
E	ENABLERS 推動者	推動創新和顛覆性成功
A	ADAPTERS 適應者	傳統企業成功適應並轉變其商業模式

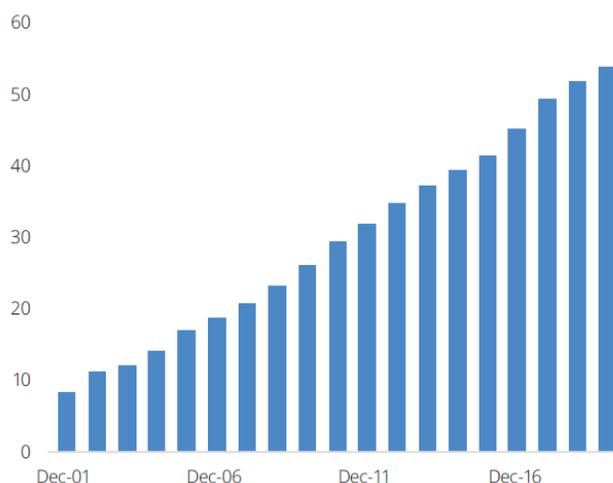
1990年，全球資訊網（World Wide Web）的誕生，並逐漸廣泛的被使用。如今，連接到網路的終端系統數量已增加到3000億。全球每100個人就有55個人可以上網（圖1）。

網路上的活動也呈大幅成長。常見的日常活動包括線上購物、教育、社群媒體活動（例如消息傳遞和視頻）、銀行交易和股市交易。

在瑞士，公民甚至可以進行選舉的網路投票。

數位創新確實帶來了巨大且非常有前途的機遇。

圖1：不斷成長的網路滲透率促進了數位經濟和創新（%）



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

New retail!



Marketplace!



Digital finance/
payments!



Logistics/
speed delivery!



Content/
streaming!



Advertising!



Digital ecosystems!

e-Sports!



Health care!



Social media!



Cloud
computing!



Data
analytics!



Artificial
intelligence!



I nnovators

Constantly challenge the norm by inventing new ways to improve on current methods!



D isruptors

Create a new normal that drastically changes the industry it operates in!



E nablers

Empower innovation and disruption, aid disruptive ideas making them possible!



A daptors

Traditional businesses that successfully adapt and transform their business models, turning adversity into advantage!



電子商務：數位經濟以不同的節奏成長

電子商務不僅僅是在B2C（企業對消費者）和C2C（消費者對消費者）平台上的零售。正如一般商業體現經濟成長的核心一樣，它形成了數位經濟的心臟；包括線上購買、出售和交易的所有內容。

電子商務的指數式成長已經挑戰了傳統的經營方式。它在“無邊界”的世界中運作，使企業能夠觸及國內市場以外的數百萬客戶。電子商務還包括B2B（企業對企業）和P2P（點對點）的交易。B2B線上交易預計將以17.5%的年複合成長率成長，至2027年將達20.9兆美元。

除了消費品，電子商務還擴展到解決

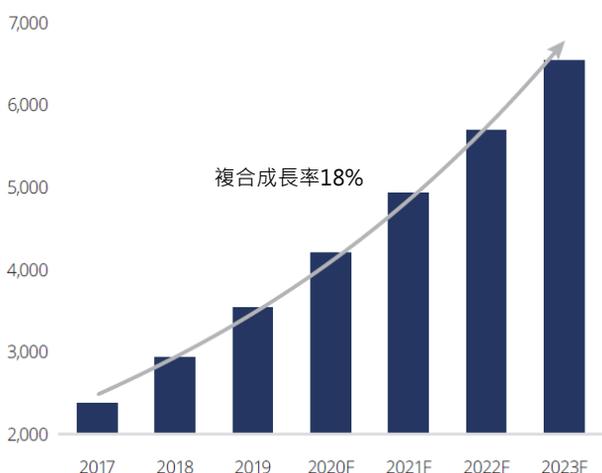
方案和服務，例如貸款、保險和投資產品。其他領域包括雲端存儲、線上教育、軟體應用程序、遠程醫療、線上遊戲和諮詢服務。

儘管過去十年電子商務呈指數級成長，但這只是長期成長趨勢的早期階段，未來仍有很大的成長空間。

目前電子商務佔全球零售總額為14%，滲透率仍然偏低。預期到2023年將佔全球零售額的22%，達6.5兆美元（圖2）。

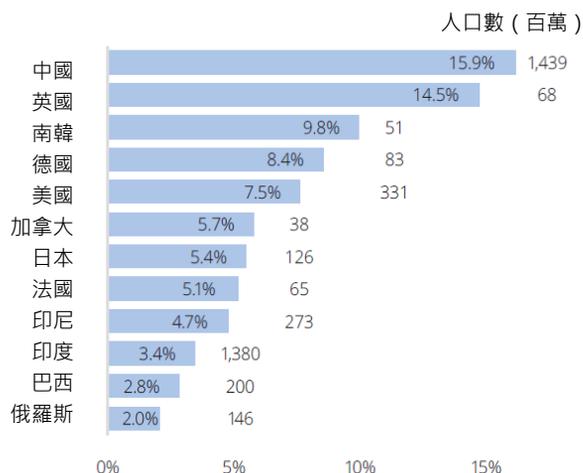
以區域的角度分析，中國的滲透率最高，達16%，其他主要經濟體則普遍低於10%。特別是美國、日本、印尼、巴西和俄羅斯等人口大國（圖3）。

圖2：全球零售電子商務銷售額呈現大幅成長（10億美元）



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖3：全球零售電子商務滲透率（10億美元）



資料來源：Matthews Asia, Advisor Perspectives, livemint.com·星展集團 2020年12月

創新者藉引領新趨勢的發明來影響大眾的生活、工作和娛樂方式。

“當福特 (Henry Ford) 製造便宜又可靠的汽車時，人們普遍的反應是，‘不，馬怎麼了？’ 當時這是很大的賭注，但結果他成功了。”

– 馬斯克 (Elon Musk · 特斯拉執行長)

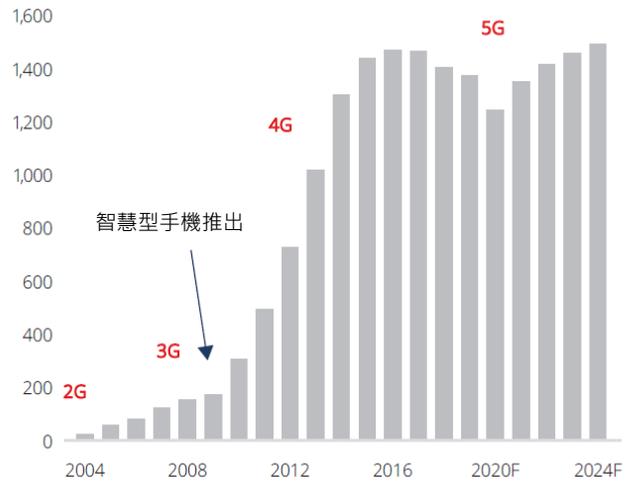
智慧型手機是近幾年最有影響力的創新。十多年前，蘋果公司 (Apple) iPhone的推出是一個全新的通訊和訊息存取時代。

目前的智慧型手機已嵌入先進的應用程式、基頻晶片、大容量記憶體、大容量電池、更明亮的螢幕和多個照相機。智慧型手機已成為現代世界的必需品。

使用者可以在智慧型手機上輕鬆完成購物、連接到社群媒體以及從任何地方執行付款的功能，這為商務數位化的成功做出了貢獻。

2019年，全球有大約32億個智慧型手機用戶，普及率達到41.5% (Statista.com)；2015年以來，平均每年售出14億部智慧型手機 (圖4)。5G無線通訊標準將進一步促進全球智慧型手機的普及，並加速數位化浪潮及其貨幣化的潛力。

圖4：全球智慧型手機年度銷售數量 (百萬)



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月



Source: Unsplash

顛覆者創造新產品或服務顛覆了現有的產業結構。

“破壞是科技發展的關鍵要素—隨著新科技的上市和普及，正面和負面的破壞導致典型模式的興起。”

– Steven Sinofsky (前微軟視窗部門總經理)

電子商務平台是實體零售店面的顛覆者。過去十年，電子商務及其市場和周圍的生態系統快速的席捲全球。數位商務的破壞導致了傳統商店關閉和破產。

消費金融領域部份，行動銀行應用程式 (Apps) 也正受到數位錢包 (消費者進行支付的首選)，這也將銀行與零售客戶脫鉤，並威脅銀行的營收。

金融科技 (Fintech) 和支付系統 (例如 Amazon Pay、支付寶、GrabPay 和 WeChat Pay) 破壞了傳統銀行和現金支付模式。

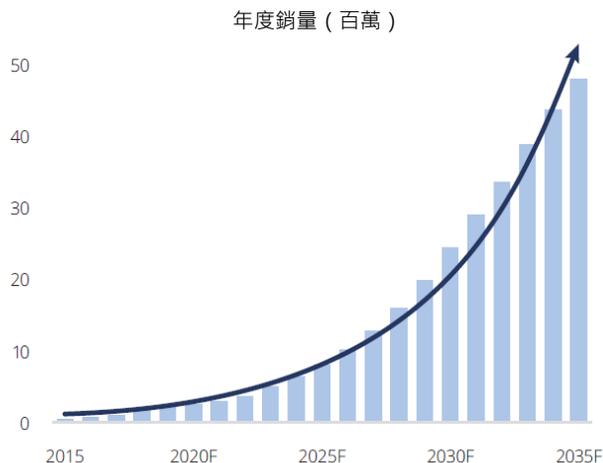
電動車 (EV) 是製造業的另一個顛覆者。它們變得越來越受歡迎，導致傳統汽車銷售受到排擠。星展集團預期汽車產業將持續面臨改變的壓力。

電動車受惠於世界走向更清潔的能源發展，不再使用燃料的長期趨勢。這種轉變擾亂了整個汽車業的製造鏈，產生了新的研發和供應鏈合作夥伴關係。

在消費者環保意識抬頭和科技商業化的環境下，電動車的銷量可望顯著成長，並成為新常態 (圖5)。

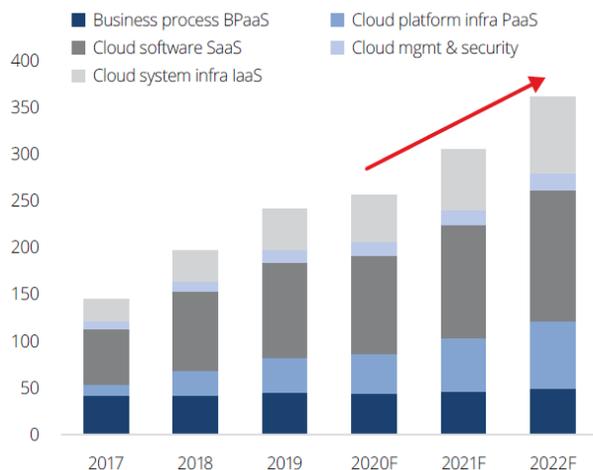


圖5：全球電動車銷量加速成長



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖6：2022年全球公有雲相關產業潛在市場範圍達3,620億美元



資料來源：Gartners·星展集團 2020年12月

推動者的角色加強了有效的數位和科技轉型。結合科技、社群媒體、行動通訊、數據和雲端的公司帶來了下一代應用程式和新商機。推動者成功的關鍵因素是能夠將各種科技應用程式集成到敏捷、可擴展、強大且以業務為中心的接口中以支持可持續的貨幣化。

“廣義而言，設計是數位時代的推動者，將混亂無序轉為秩序的過程，使科技可用於商業。”

- Clement Mok (設計師)

雲端服務的出現使企業和客戶之間的距離越來越近，用戶可以**隨時、隨地、在任何設備上**瀏覽訊息和存取數據。2020年企業網路科雲端資本支出暫時放緩至6%，市場預期公有雲相關產業在2021年和2022年的年增率可望恢復至20%。預期雲端軟體和平台及基礎設施相關服務公司的潛在市場範圍 (TAM: Total Addressable Market) 在2022年將達3,620億美元 (圖6)。

以下是成功推動者的範例：

1. 雲端和數據中心使可靠及高效的資訊存取和數據分析。全球性的領導者包括亞馬遜的 Web Services 和微軟的 Azure。
2. 網絡安全確保雲端網絡的可靠性和數據安全的可信賴度。
3. 專用IC、先進製程的半導體晶片組和5G網路的開發實現了更強大的處理能力。這些使IC設計公司和半導體代工廠受惠。
4. 線上支付方式促進了數位經濟的快速發展。
5. 物理和數位領域的融合，創造了更好的用戶體驗。
6. 5G和先進圖像處理器降低遊戲玩家在競爭激烈的線上遊戲面臨的延遲問題，從而提供前所未有的遊戲體驗。

適應者將舊業務模式轉型或調整，藉以適應不斷變化的趨勢。

“在當今動盪的時代，別無選擇，只有再發明。相較其他人，你唯一擁有的可持續優勢就是靈活性。因為沒有其他東西是可持續的，你所創造的任何東西，其他人都可以複製。”

- 貝佐斯 (Jeff Bezos：亞馬遜執行長)

世界隨著科技的發展也在進步。持續性的數位化轉型是一個很好的試金石，適應的公司將成為明天的贏家。

迪斯尼公司 (Walt Disney) 便是一個很好的範例。該公司於2015年創立了影音串流服務，之後命名為Disney+。這項計劃使舊的經濟媒體集團迪斯尼進入了新的數位世界，並改變了商業模式，藉以享受數位連接帶來的好處。



Source: Unsplash

現在，Disney+ 為許多家庭帶來了娛樂，其TAM也大幅的增加。最好的證明是，“直接面對消費者和網路”部門的營收佔比從2018年的不到10%，至2020年6月已接近三分之一。

其他適應者範例包括：

1. 沃爾瑪 (Walmart) 轉型為擁抱電子商務，使其得以繼續快速發展，包括引入市場和建立強大的物流網絡以實現快速交付。食品雜貨已成為其業務戰略基石。
2. 作為第四次工業革命的一部分，在物聯網和工業物聯網架構的推動下，工業自動化將傳統製造業轉變為可編程智能工廠。範例包括 Fanuc、Keyence、ABB 和 Rockwell Automation。
3. 信用卡公司藉由提供無邊界的線上支付來捕捉快速發展的數位商務。Visa和Mastercard是相關的提供業者。

隨著線上消費的蓬勃發展以及越來越多電商也開設實體店面，提供更好的客戶服務，支付產業也從中受益匪淺。信用卡和支付公司調整業務，因應快速成長的數位消費收入和市場價值。

Visa、Mastercard和PayPal合計市值約1兆美元，相當於全球前五大銀行總市值。值得注意的是，Visa現在比任何一家商業銀行都更有價值，而萬事達卡的價值也高於任何一家中國銀行（圖7）。有趣的是，其中一些大型銀行已經營業一個多世紀了。

結論

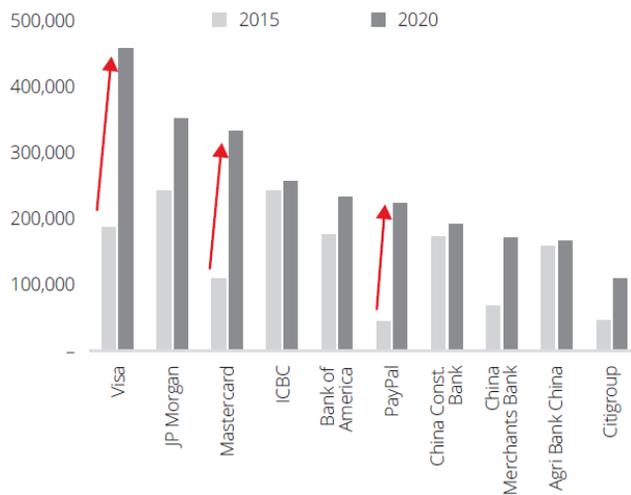
在瞬息萬變的世界，數位化變革的步伐比以往任何時候都快，展望未來對成功至關重要。

星展集團投資總監的I.D.E.A.關注科技趨勢，協助投資人選擇領先的類股（表1）。

儘管具有創新者、顛覆者、推動者和適應者特徵的公司的股價已經大幅上揚，但這個趨勢將持續下去（圖8）。

這些公司符合星展集團的槓鈴投資組合成長型資產的特色。

圖7：支付業者強勁的表現（市值，百萬美元）



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖8：創新和新經濟相關類股表現出色

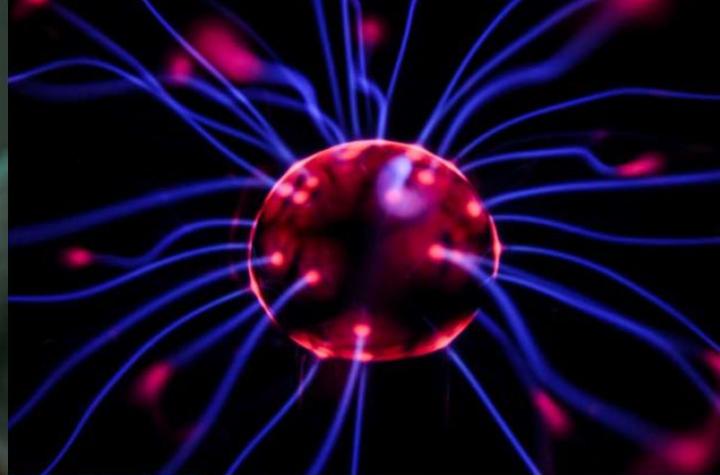


資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

表1：I.D.E.A.相關主題

	創新者	顛覆者	推動者	適應者
5G	√		√	
人工智能	√	√		
雲端 / 數據中心	√		√	
網路安全			√	
電子商務		√		√
電動車 / 無人車	√	√		
電競	√		√	
IC設計 / 半導體	√		√	
工業自動化	√			√
線上支付			√	√
智慧型手機	√		√	

資料來源：星展集團



CIO專家系列 | 2021年第1季

生技



CIO專家系列：醫療保健

在目前的環境下，投資人應佈局於醫療保健類股，更具體地說，即是生物科技。觀察到一些對醫療保健支出和藥物開發有利相關產業長期成長的正面因素，包括人口結構的趨勢和醫學科學的重大進步。從長遠來看，對新藥開發巨大的創新包持樂觀態度。

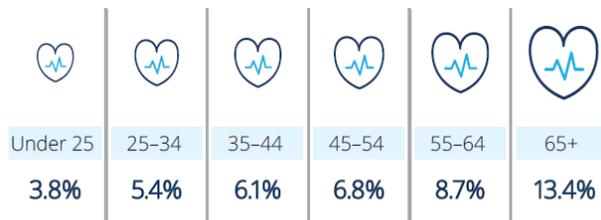
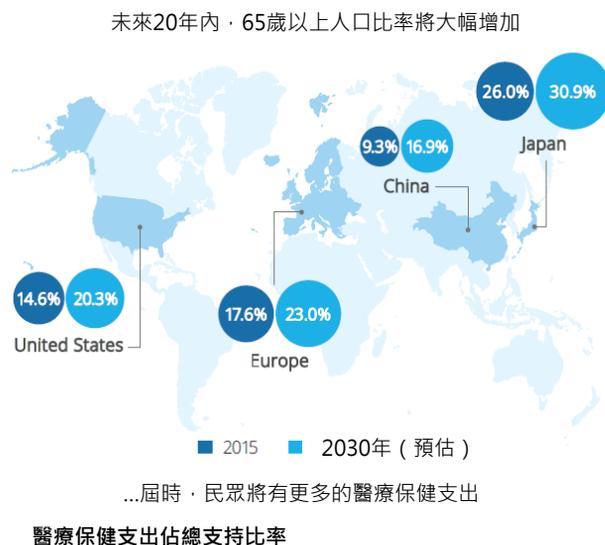
人口結構變化

全球人口結構老化將繼續帶動醫療保健需求。隨著世界人口的老化，老年人在藥物和醫療服務上的花費將持續高於年輕一代。預期全球65歲以上人口的比例將快速成長；在過去的40年，看到每年處方藥支出持續的成長（圖1）。這種人口變化也帶動了生物科技的強勁成長，進而有助於為增加的研發支出提供資金（圖2和3）。預期這種上升趨勢可望持續。

創新浪潮

除了這些人口趨勢，相信整個社會可望開始從過去10到15年科學和醫學的進步中受惠，這也將帶動新藥的需求大幅成長。過去幾年，一直有大量的新療法獲得批准，而2020年又是強勁的一年（圖4）。基因組學、蛋白質組學以及DNA測序技術方面的最新進展，使人們能夠以更明智，更有針對性的方式設計藥物。

圖1：人口老化繼續帶動醫療需求

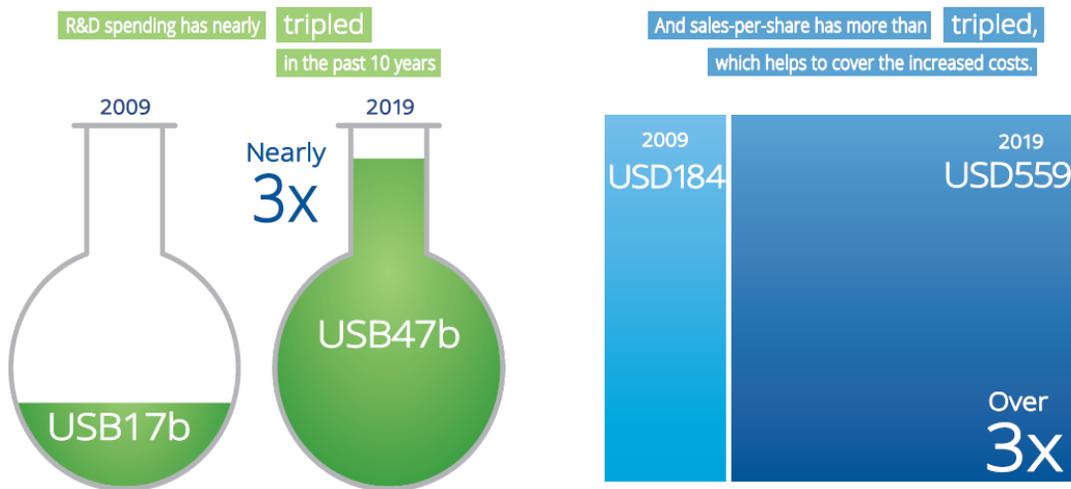


資料來源：聯合國經濟和社會事務部，《世界人口前景：2019年版》。非保證將實現任何預估或預測。

圖2：生技產業基本面具吸引力

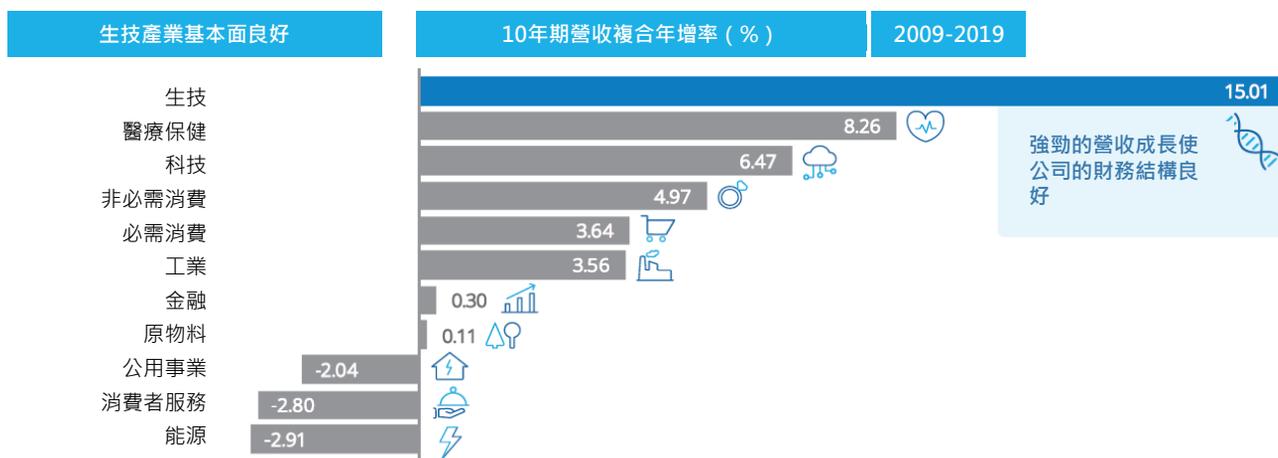
過去10年中，研發支出幾乎增加了兩倍

每股銷售額增加了兩倍多，有助於彌補成本的增加



資料來源：彭博 2019年12月31日。每年更新一次。基於2009年至2019年那斯達克生技指數成份股

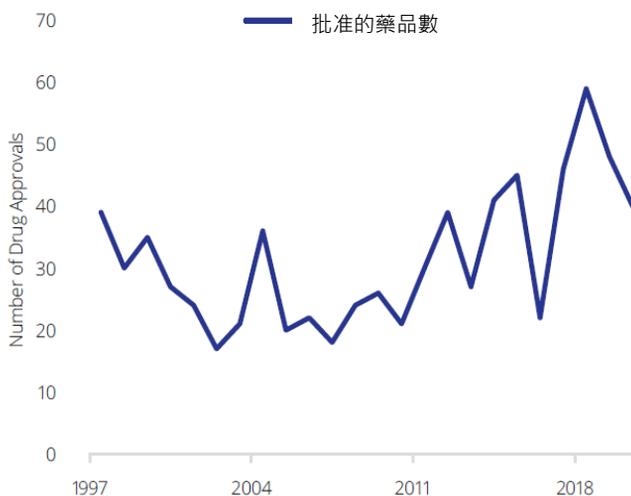
圖3：生技類股營收成長幅度優於其他類股



資料來源：FactSet 2019年12月31日。每年更新一次。CAGR是考慮到年度複利的影響後，該項目（例如收入、儲蓄與人口）在過去幾年的成長率。顯示的類股基於標普500指數，每個類股均由標普500指數中歸類為適當GICS®行業成員的公司組成。S&P®和S&P500®是標準普爾金融服務有限公司的註冊商標。標普不贊助、認可、銷售或促銷任何基於標普指數的產品。指數不受管理，不能直接投資於指數。它們不反映任何費用、支出或銷售費用。重要數據提供商的聲明和條款可從www.franklintempletondatasources.com獲得。

在生技產業治療領域創新浪潮中，對免疫腫瘤學、精密腫瘤學和基因治療領域的最新進展特別感興趣。

圖4：1997年至2020年9月獲FDA每年批准的藥品數



資料來源：美國食品和藥物管理局（FDA），CDER 新藥評論：2020年更新。1997-2011年的FDA批准通過CDER新藥評論：2012年更新。FDA網站搜索“開發和批准程序”以及年份來查找2012年及以後的年份

腫瘤學的進展

腫瘤學是發生重大變化的一個重要領域，免疫腫瘤學和精密腫瘤學的發展已為治療患者開闢了新途徑。

免疫腫瘤學 (IO: Immunoncology) 是一種可以利用患者本身免疫系統的力量來對抗癌症的治療方法。主要基於免疫系統會連續掃描人體中是否存在癌前細胞和癌細胞，並在必要時將其摧毀。但是這種自然的免疫監視機制有時會失敗。IO治療主要目的在於激發人體的自然免疫反應，識別並摧毀可能遺漏的癌細胞。IO治

療可以單獨使用，也可以與其他藥物（例如化療）結合使用，藉以實現長期的緩解。

多種IO療法已經改變了治療方式，範例如下：

- **免疫檢查點抑制劑**：主要在阻斷免疫檢查點的藥物，以使免疫系統對癌症的反應更加強烈。
- **過繼細胞療法**：這包含使用免疫細胞來識別和消滅腫瘤。這些細胞通常是從患者身體收集的，經過基因修飾和/或擴增後再注入患者體內。
- **雙特异性T細胞抗體**：這些抗體在腫瘤細胞和細胞毒性T細胞之間構建橋樑，因此這些T細胞可以識別和摧毀腫瘤。

精密腫瘤學 (也稱為標靶腫瘤學) 是另一個有希望的領域。精密腫瘤學藥物旨在針對已知可驅動癌症生長的特定突變。與無法區分健康細胞和癌細胞的非標靶藥物（例如化療）相比，這可以實現更精確的殺傷效果，且較少副作用。

為了確定是否有針對性治療的資格，需對患者的腫瘤組織進行了特定突變的檢測。如果檢測到合適的突變，則患者可以接受標靶治療。

儘管精密腫瘤學不是一個新概念，但這個領域近期再次受到重視，包括：

- 新突變和標靶：新可操作標靶的數量激增，促進了近期不同癌症的大規模分子分析。
- 基於結構的藥物設計：新型蛋白質3D結構生物訊息學可實現更有智慧的藥物設計。
- 克服抗藥性：針對突變的新藥，這些突變賦予對第一代標靶療法的抗藥性。
- 新診斷方法：液態生物檢體（液態切片）提供了低侵入性的選項。

基因療法

基因療法理論已存在數十年，最近新發展使其更安全，更有效，也終於可以運用在醫學上。基因療法涉及將遺傳物質藉由病毒傳遞到患者的細胞中，藉以修正體內缺失或有缺陷的致病基因。基因治療的優點是設計成一次性治療，在理想的情況下，可以完全治愈患者，而不是長期治療患者的症狀。

FT已觀察到許多成功的範例，涵蓋了各種罕見的遺傳疾病，例如脊髓性肌萎縮症（SMA：Spinal Muscular Atrophy）。SMA是一種罕見的遺傳性神經退化性疾病，特徵是運動神經失調和漸進性肌萎縮症。2019年，美國食品與藥物管理局（FDA）批准了第一個基因療法產品用於2歲以下SMA的患者。上市接近一年的時間後，已經改變了SMA的治療方法。

肺炎藥物和疫苗開發的創新

創新如何推動藥物快速開發的一個完美例子就是生物製藥業對肺炎疫情的反應。整個行業幾乎立即響應了這個全球緊急狀況而動員起來，世界各地的公司已經設法利用其創新的藥物與疫苗發現的平台，並以前所未有的速度將候選藥物與疫苗進行人體測試。值得注意的是，藥物開發人員已經設法將這些藥物和疫苗的開發時間表縮短了幾個月，而在正常情況下，從頭到尾通常需要數年的時間。

以下針對肺炎治療方法分為三類說明。

1. 抗病毒藥

抗病毒藥物主要在藉由防止病毒複製來減少病毒量。到目前為止，已證明一種抗病毒藥物瑞德西韋（remdesivir）在隨機研究中有效。在這些研究中，瑞德西韋有效的減少中度重症患者復原的時間和死亡率；因此，瑞德西韋已迅速成為重症肺炎病例的治療標準。

除了傳統的抗病毒藥物外，Regeneron和禮來（Lilly）等藥廠的單株抗體在降低病毒載量和加快恢復時間方面也有良好的效果。這些抗體治療可能對部分患者有效。

2. 支持性療法

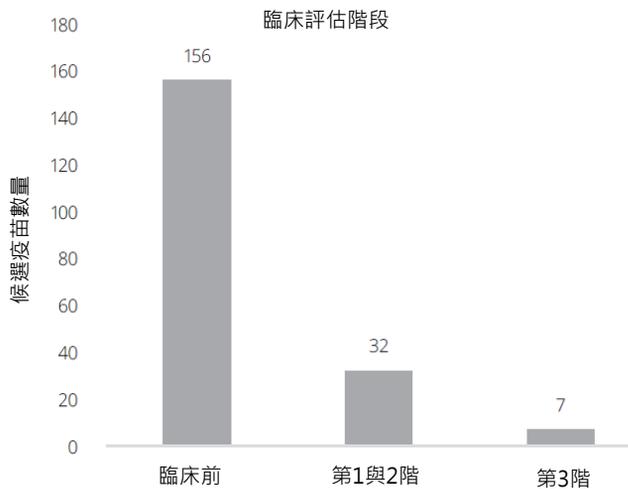
除了抗病毒藥，還有多種藥物正在開發中，藉以解決與肺炎的相關感染症狀。這些藥物可能會與抗病毒藥聯合使用；包括消炎止痛藥（例如地塞米松：dexamethasone與抗介白素6抗體：anti-IL-6 antibodies），用於治療由肺炎感染引發的過度活躍的免疫反應（細胞因子風暴）。這些支持性藥物的推出大幅改善了患者的症狀。但是，因應肺炎疫情的最佳方法是藉由疫苗接種來預防未來的感染。

3. 疫苗

有效的疫苗是預防未來感染和產生免疫力的關鍵。肺炎疫苗的研發正在以前所未有的速度發展和擴展（圖5）。目前，處於不同開發階段的180多種候選疫苗，大多數處於臨床前開發階段。這些候選疫苗中有許多是過去從未在人類臨床驗證的新技術（例如，mRNA疫苗）。也就是說，基於更可靠的科技的幾種疫苗已經或即將進入人體試驗。

過去數月，幾家公司已經提出了早期臨床研究的初步結果。這些候選物以中和抗體和T細胞應答的形式顯示出有希望的活性。儘管這些公司仍需要完成其第3期研究以確認療效，但預期這些早期結果將轉化為保護。

圖5：按研發階段劃分的肺炎疫苗



資料來源：World Health Organization 2020年12月

期待

生物製藥業對肺炎疫情所造成的經濟破壞具有抵抗力；雖然受到肺炎疫情的影響，開發面出現了一些影響，開始臨床試驗或保持現有試驗的速度更具挑戰性，但這些活動於今年夏天已經恢復，或計劃不久恢復。此外，一直在與相關公司進行核對，以確保對其製造和供應鍊或任何臨床或監管時間表的影響是最小的。

儘管認為全球經濟要花數月甚至更長的時間才能恢復到“正常”水準，但對找到解決肺炎疫情的方法感到樂觀。部份地區已藉由社交距離、戴口罩和其他措施成功減緩了病毒的傳播。肺炎疫情的治療標準也獲得改善，從而降低了死亡率。相信，明年生物製藥業將至少提供一種疫苗，可以有效地預防病毒傳播。因此，對該行業的長期樂觀看法保持不變，因為認為這種影響是暫時的。

除了上述的基本面的動能外，生技類股還具有其他引人注目的屬性。首先，由於它們受研發成功、藥物批准和銷售等各別公司因素的驅動，因此它們往往與市場其他類股的相關性較低。此外，相較於整個美國市場，生技類股更具吸引力。

圖6：過去10年標普500生技指數與標普500指數本益比（每月）



資料來源：Morningstar 2020年12月

表1：過去10年相關性分析（截至2020年9月30日）

Fund / Indices	S&P 500 Sub/ Biotechnology TR	FTSE EPRA Nareit Developed TR USD	MSCI World/ Financials GR USD	MSCI World/ Energy GR USD	MSCI World/ Utilities GR USD	MSCI World/ Telecom Services Ig GR USD	MSCI World/ Information Tech GR USD	MSCI World/ Consumer Disc GR USD	MSCI World GR USD	S&P 500 TR USD
S&P 500 Sub/ Biotechnology TR	1.00									
FTSE EPRA Nareit Developed TR USD	0.34	1.00								
MSCI World/ Financials GR USD	0.50	0.70	1.00							
MSCI World/ Energy GR USD	0.33	0.72	0.79	1.00						
MSCI World/ Utilities GR USD	-0.01	0.73	0.38	0.45	1.00					
MSCI World/ Comm Services GR USD	0.38	0.75	0.69	0.72	0.63	1.00				
MSCI World/ Information Tech GR USD	0.45	0.60	0.73	0.59	0.42	0.69	1.00			
MSCI World/ Consumer Disc GR USD	0.52	0.72	0.84	0.74	0.45	0.82	0.89	1.00		
MSCI World GR USD	0.55	0.79	0.90	0.81	0.54	0.84	0.89	0.96	1.00	
S&P 500 TR USD	0.56	0.76	0.87	0.79	0.51	0.84	0.90	0.95	0.98	1.00

資料來源：S&P 500 · FactSet



專題報告 | 2021年第1季

大型科技業的戰爭



專題：大型科技業的戰爭

大型科技企業法規概述。在經歷了近二十年的自由發展之後，亞馬遜（Amazon.com）、蘋果、臉書（Facebook）和谷歌（Google）等大型科技公司正面臨監管機構有關競爭和反托拉斯（Antitrust）新一輪的審查。美國民主與共和兩黨都表示有必要控制大型科技企業不斷擴大的影響力。有關大型科技企業的限制在拖延多年之後，終於轉化為行動。

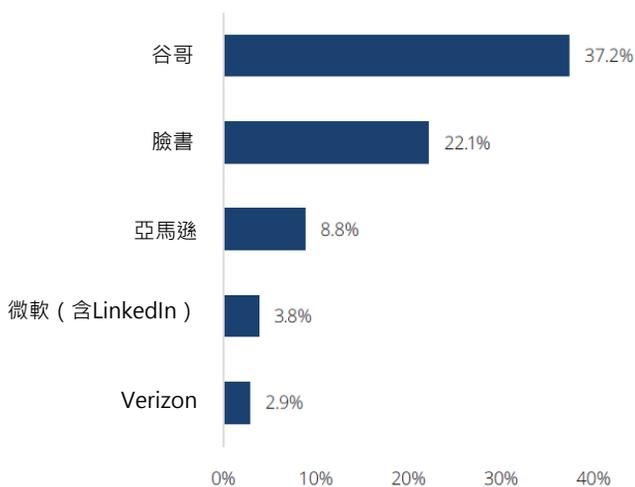
美國司法部（DOJ）最近對谷歌提起了反托拉斯訴訟，聲稱谷歌已將搜索引擎作為電子設備中的“預設”選擇，這阻礙了其他搜索平台的競爭力。這場訴訟也罕見的獲得兩黨的支持。

針對谷歌提出的具有里程碑意義的訴訟只是一個範例。表1顯示，即將推出的有關規範大型科技企業政策，星展集團認為這可能預示著未來幾年政府和企業之間權力動態變化的開始。

表1：即將推出的有關規範大型科技企業政策

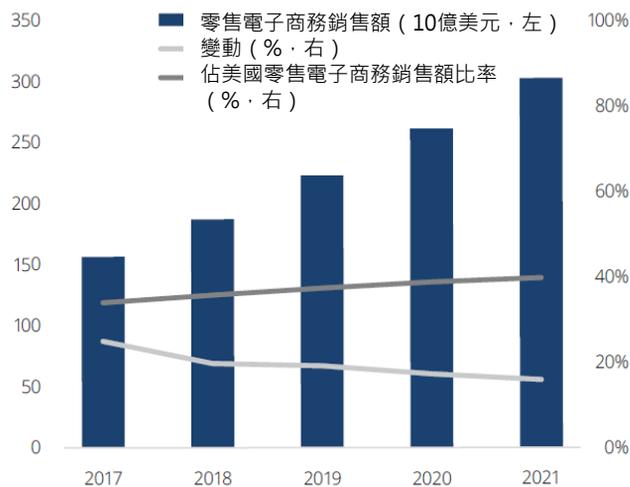
政策	受影響公司	影響	可能性 (%)	時間
研發費用	蘋果，谷歌，三星，英特爾，微軟，亞馬遜等	正面	70	1-2年
新聞競爭與保存法	亞馬遜，蘋果，臉書，谷歌	負面	65	2-4年
數據隱私立法	亞馬遜，臉書，谷歌，推特	負面	60	2-4年
聯邦貿易委員會（FTC）罰款和規則	亞馬遜，臉書，谷歌，推特	負面	60	2-4年
網路平台上的競爭	亞馬遜，Apple，臉書，谷歌，微軟	負面	40	2-4年
數位服務稅	蘋果，谷歌，臉書，亞馬遜，網飛	負面	40	1-2年
專利盒	蘋果，谷歌，微軟	正面	40	2-4年
州數位稅	亞馬遜，沃爾瑪，Wayfair，NewEgg	正面	35	2-4年
第230條責任盾	亞馬遜，臉書，谷歌，推特	負面	15	2-4年

圖1：大型科技企業對美國數位廣告支出有巨大的影響力



資料來源：eMarketer · 星展集團 2020年12月

圖2：亞馬遜佔美國零售電子商務銷售額的37%



資料來源：eMarketer · 星展集團 2020年12月

為何大型科技企業規範是必要的？司法部提起的反托拉斯訴訟將會複雜且漫長，並沒有簡單的解決方案。但是，為什麼要對大型科技企業進行監管呢？大型科技企業真是獨佔地位嗎？

以下數據顯示了這一點。目前：

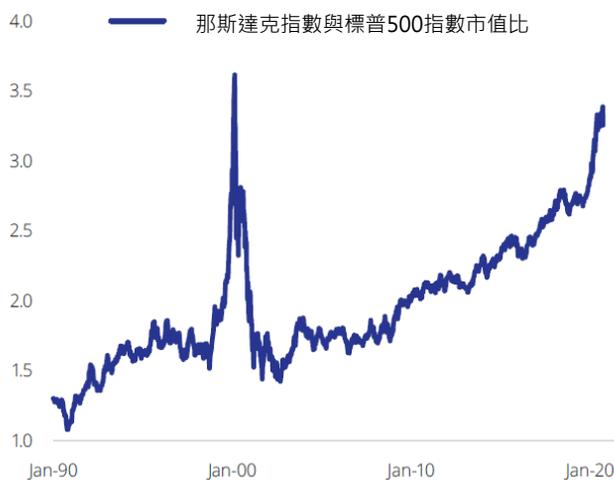
- 谷歌的全球網路搜尋引擎的市佔率高達92%。
- 臉書掌控全球社群媒體75%的使用量。
- 亞馬遜佔美國零售電子商務銷售額的37%。



大型科技企業除了關鍵的產業地位外，在美國股市也有相當巨大的影響地位：

- 2020年，蘋果、亞馬遜、臉書、谷歌和微軟合計總市值達到6.8兆美元，佔標準普爾500指數23.4%。
- 那斯達克指數市值除以標準普爾500指數市值的比率回升至2000年時的高點，這也顯示科技類股的集中度已回到網路泡沫時代。
- 由於科技類股的佔比增加，2019年以來，標準普爾500指數優於標準普爾500等權重指數。

圖3：那斯達克指數與標準普爾500指數市值比回升至2000年時的高點



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖3：大型科技企業佔標準普爾500指數的23.4%



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

圖5：科技類股比重較高，使標準普爾500指數表現優於標準普爾500等權重指數



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

“殺傷區 (Kill Zone) ” –大型科技企業用來限制競爭的策略。大型科技企業以“購入後消滅”策略而聞名；透過收購那些對其運營構成最大威脅的競爭對手，並在他們獲得進一步動能前將其關閉。毫無疑問，大型科技企業很少藉由結合競爭對手產品的最佳功能與自己產品共同創造效益。

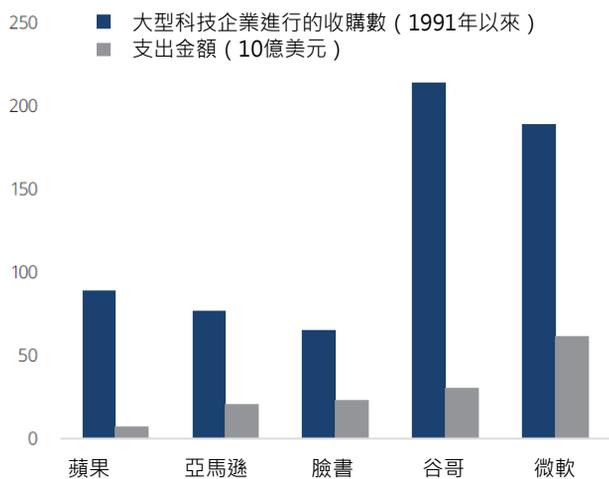
這顯示，大型科技企業的收購不僅阻礙了同一領域的投資，而且還扼殺了創新。

但是芝加哥大學商學院的研究卻有相反的結論。研究顯示，每當大型科技企業收購一家初創企業時，都會創建一個“Kill Zone”，這種情況使市場部分變得過於集中，從而扼殺了針對新創企業取得資金的機會。

過去十年中，像Alphabet、亞馬遜、蘋果、臉書和微軟這種大型科技公司以1610億美元的金額進行了約500筆收購（圖6）。根據芝加哥大學商學院的研究，每當一家新創公司被谷歌或臉書收購時，同一領域的創投（VC）投資在三年後就下降了46%，而交易數量也下降了42%。



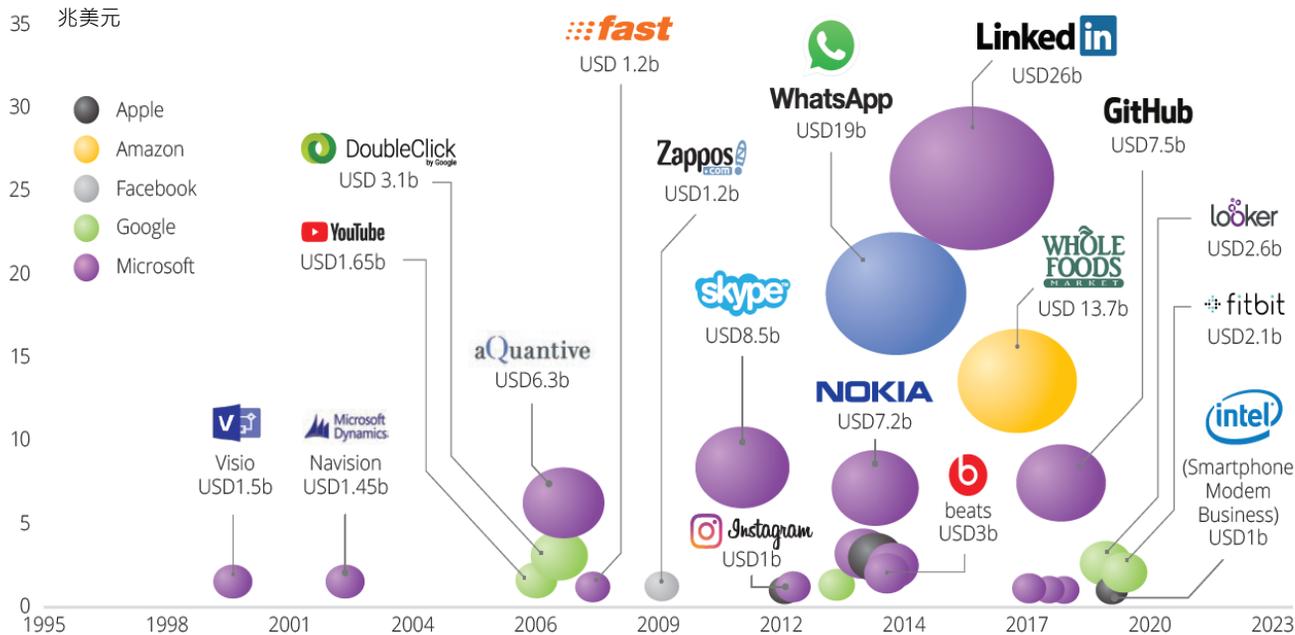
圖6：大型科技企業進行的收購數



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月

Source: Unsplash

圖7：過去20年間大型科技企業的收購 (超過10億美元的收購)



資料來源：彭博·星展集團 2020年12月



Source: Unsplash

反托拉斯法：仍然合乎時宜嗎？

反托拉斯法的立法目的為何？第一個反托拉斯法於1800年代末期推出，當時由企業共同組成了大型的傘形公司，稱為“信託”。在那個時代，大型鐵路和石油公司基本上是不受監管的壟斷企業，它們收取高昂的價格藉以將競爭對手拒於門外。他們“濫用權力”導致政府面臨越來越大要求製定法律控制這些壟斷的壓力。

美國反托拉斯法主要由三部法律組成，它們是：

1. 《Sherman 反托拉斯法》 (Sherman Antitrust Act ; 1890年)：這是國會通過的第一部反托拉斯法，其主要目的是“保留自由和不受限制的競爭作為交易規範”。

2. 《Clayton反托拉斯法》 (Clayton Antitrust Act ; 1914年)：新立法主要目的在解決《Sherman反托拉斯法》未明確禁止的特定項目。例如，禁止併購，因為這會降低競爭並導致壟斷的產生。

3. 《聯邦貿易委員會法案》 (1914年)：該立法禁止不正當競爭方法以及不正當或欺騙性行為或做法。

雷根時代放寬了反托拉斯法。1980年代，雷根政府開始針對反托拉斯法採取“自我糾正的市場、由理性與自利的市場參與者組成”的立場。在他擔

任總統期間，美國司法部修改了反托拉斯法的解釋，削弱了執行力，並允許進行更多的合併。這為1980年代的收購熱潮種下了種子。

從那時起，美國反托拉斯法以“消費者福利”為基礎。這意味著，只要不影響消費者的利益，大型企業是可以被接受的。這項修訂導致在接下來的幾十年反托拉斯起訴案件急劇的下滑。

著名的反托拉斯案件：標準石油 (Standard Oil) 和微軟。這些年來，有幾起備受矚目的反托拉斯案件，其中最著名的是：

- 美國政府與標準石油：標準石油在1904年達到高峰，控制了全美91%的石油產量和85%的終端銷售額。但是，隨著大眾對這些大型企業的信任度惡化，對標準石油公司提起了反托拉斯訴訟，指控該公司利用其壟斷力量來提高價格並防礙產業競爭。最後，標準石油公司在1911年被分拆為34個獨立實體，其市佔率降至64%。

- 美國政府與微軟：1998年，美國司法部對微軟提出反托拉斯指控，當時微軟控制著約90%個人電腦操作系統市場。微軟被指控違反了1890年的《Sherman反托拉斯法》，並被法官下令分拆。但是，微軟成功地對該判決提出上訴，並於2001年與美國司法部達成和解。

反擊：20世紀的反托拉斯法仍然合乎時宜嗎？雷根時代以來，美國反托拉斯法以“消費者福利”標準為基礎，該標準規定，只要消費者的福利不受負面影響，大公司就可以被接受。廣義而言，商品價格實質上構成了“消費者福利”的關鍵組成部分。

但事實上，世界已有所變化了。大型科技企業免費提供大部分服務；例如，臉書並未向使用 Instagram 和 WhatsApp 的消費者收費。同樣，對於使用谷歌也未對 Google Maps、Gmail 和 YouTube 的使用者收費。

相反地，大型科技企業透過針對性的廣告，將用戶數據貨幣化，藉以創造營收。因此，反駁的論點是，只要價格保持不變且“消費者福利”不受到負面影響，主管機關就不應該對合併和收購會如何降低競爭進行控制。

實際上，大型科技企業可以藉由以下方式使消費者和小型企業受益：

提供具有重大貨幣價值的免費服務：實際上，消費者會從大型科技企業所提供的服務受惠。國家經濟研究局（National Bureau of Economic Research）進行的一項研究試圖藉由詢問受訪者以下問題來評估大型科技企業向消費者免費提供的服務：如果他們要停止使用每種服務一年，他們需要多少補償。

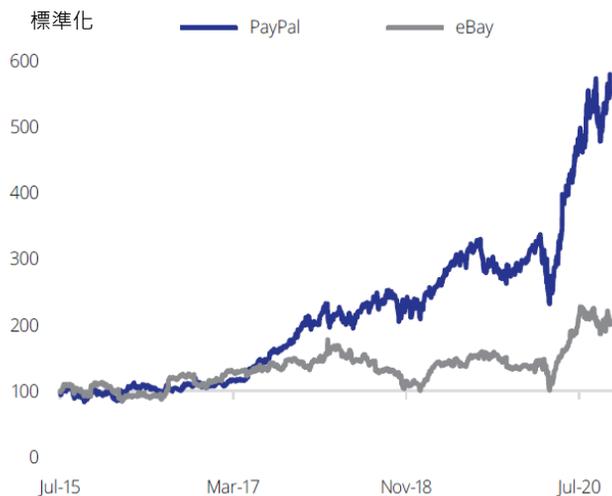
結果很有趣。如表2所示，若消費者一年內停止使用網路搜尋引擎，他們覺得需要17,530美元的補償。同樣地，在消費者眼中，一年不使用電子郵件需要8,414美元的補償。

這項研究的結果顯示，大型科技企業實際上正在為消費者提供具有巨大價值的服務，這與大型科技企業正在減少“消費者福利”這一說法形成強烈的對比。

表2：大型科技企業提供的免費服務意味著巨大的貨幣價值

	放棄使用大型科技企業提供以下的免費服務一年所需的補償金額（美元）
搜尋引擎	17,530
電子郵件	8,414
電子地圖	3,648
視頻串流服務	1,173
電子商務	842
社群媒體	322
音樂	168
即時通訊	155

圖8：分拆後PayPal的表現顯著優於eBay



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

圖9：PayPal的評價面高於eBay約222%



資料來源：彭博，星展集團 2020年12月

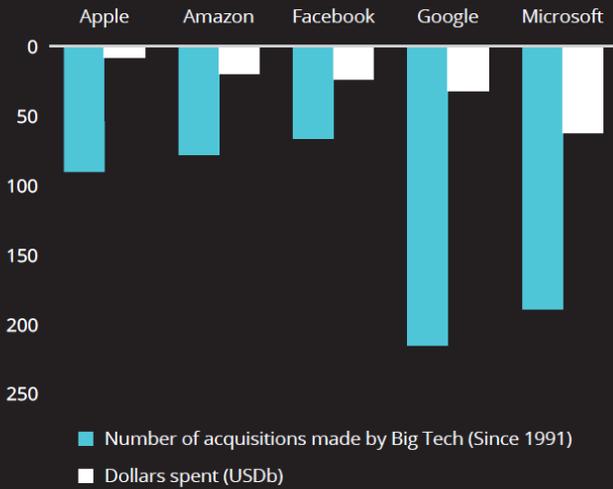
提供較低的價格和平台使用權限：如前所述，反托拉斯法的執行取決於消費者的福利是否受到負面影響。就大型科技企業而言，這些公司試圖藉由以盡可能低的價格提供產品（亞馬遜）或免費提供最佳服務（臉書和谷歌）藉以保持主導地位。此外，大型科技企業還為小公司和個人賣家提供了一個平台，使他們接觸了原本無法獲得的全球市場。從這個角度而言，大型科技企業的解體實際上可能對消費者的福利產生負面影響。

對投資的影響：維持冷靜並保持理性，因為最終的結果可能是中性的“大型科技企業”監管。由於今年美國科技類股強勁走揚，科技相關領域的監管趨緊將導致投資人感到不安。星展集團認為應保持冷靜和理性。有兩個原因：

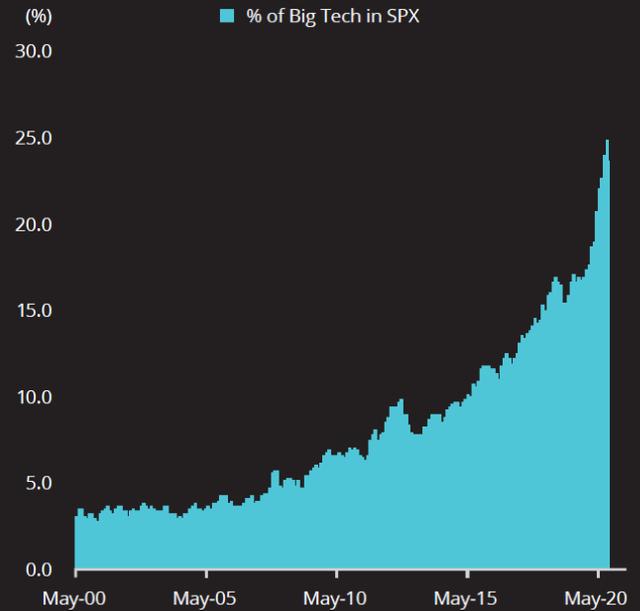
- **理由1：**大型科技企業的分拆可能會為投資人創造價值。
- **理由2：**普遍的地緣政治現實顯示，決策者在監管大型科技企業可能不會太過嚴厲。

理由1：分拆後所產生價值增值：紐約大學的Scott Galloway一直鼓吹大型科技企業的分拆，他認為與小公司相比，大公司往往較不創新，較不為股東創造價值。

這種觀點確實有很強的論點；以PayPal自eBay分拆為例，如圖8所示，2015年7月6日以來，PayPal的表現優於eBay 346%，目前，PayPal的本益比約為49.2倍（高於eBay約222%）（圖9）。



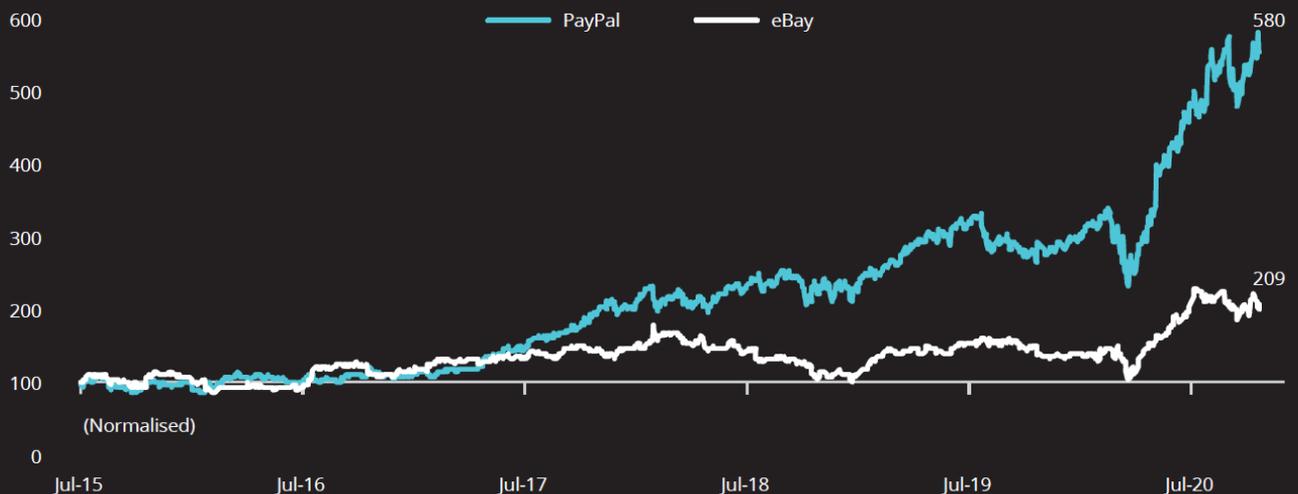
“Big Tech” (Apple, Amazon, Facebook, Google, & Microsoft) accounts for 23% of the entire S&P 500 index



“Kill Zone” Strategies – Whenever a startup is acquired by Big Tech, VC investments in the same space dropped by 46%

WAR ON BIG.Tech

Breakup of Big Tech could be beneficial to shareholders (PayPal has outperformed eBay by 346% since its spinoff)



星展集團認為，未來數年全球分歧的浪潮將會持續，傳統產業也將持續受到科技公司的干擾。因此，即使大型科技企業被迫分拆，繼續投資於其拆分後的公司仍然有很強的優勢。

範例研究（並非推薦）：以分類加總法（Sum-of-the-parts）評估谷歌的價值，藉以分析大型科技企業的分拆能為股東帶來多少額外的價值。

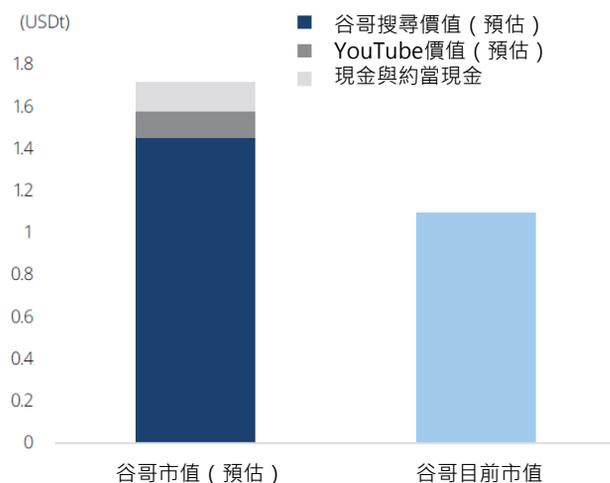
谷歌的兩個最大的收入來源是（1）谷歌搜尋引擎和（2）YouTube。將相同的評價面倍數（市值對營收比）分配給谷歌的主要業務部門，藉以獲取有關公司價值面的基本判斷。

- 谷歌搜尋與臉書：谷歌線上廣告最接近的競爭對手是臉書，估計2020年營收將達830億美元。臉書的市值約為7494億美元，市值對營收比（P/Sales）為9.0倍。谷歌搜索在2019年創造了1607億美元的營收；用一樣的倍數計算，谷歌搜尋的價值約為1.45兆美元。
- YouTube與網飛（Netflix）：YouTube無法直接進行比較，因為YouTube採用的是廣告模式，而Netflix採用的是訂閱模式。YouTube訂閱的收入被歸類為“谷歌的其他收入”，且谷歌並未對此細分。儘管收入模式有所不同，但Netflix在規模上還是最接近YouTube，因此可以作為評估YouTube價值面的有效指標。

市場預期2020年Netflix營收將達250億美元，目前市值約為2100億美元，市值/營收倍數約為8.4倍。2019年YouTube的廣告營收為151億美元，乘上一樣的倍數，價值約為1270億美元。由於YouTube是廣告模式，而不是Netflix的訂閱制（由於其收入的經常性，訂閱制通常意味著較高的價值面），再將1270億打九折，得出價值約為1150美元。

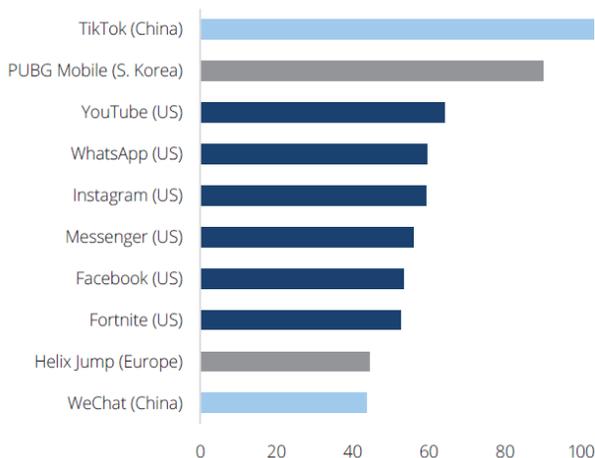
再將（a）谷歌搜尋、（b）YouTube和（c）淨現金加總後得到1.5兆美元的價值（目前谷歌市值為1.1兆美元），而這尚未包括其他業務部門（例如谷歌Cloud和Other）的收入。結果顯示，若公司分拆為單獨的實體，個別實體加總後的價值可能更高。

圖10：分類加總法計算谷歌的價值高於目前的市值



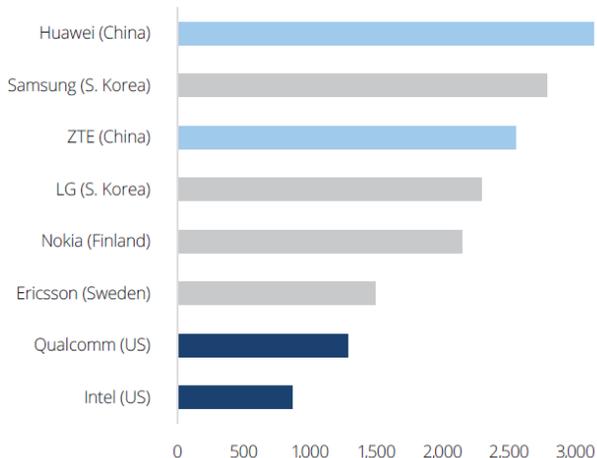
資料來源：彭博·星展集團 2020年10月30日

圖11：中國科技公司的崛起 – 全球下載量



資料來源：CNBC，星展集團 截至2018年上半年

圖12：中國科技公司的崛起 – 5G專利



資料來源：ZDnet，星展集團 2020年12月
包括已聲明、已申請和已授予的專利

理由2：中美之間“數位鐵幕”的出現：中美之間貿易戰顯然已經演變成爭奪全球科技主導地位的戰爭。由於近年來中國科技公司的快速發展（圖11和圖12）以及美國對華為採取的措施來看，無論美國大選結果如何，這種鬥爭在未來數年將可能加劇。

巧合的是，就在美國採取措施監管大型科技企業時，中國也對其國內的科技巨頭採取了同樣的措施。實際上，中國國家市場監督管理總局最近宣布了新的規定，以遏制網路行業的壟斷做法。這些新規定將以2020年1月時宣布的《反壟斷法》為基礎。

陷入左右為難的困境 – 為什麼要採取中間態度？考慮到科技公司的主導地位，控制大型科技公司並防止壟斷行為的期待不足為奇。但由於中美之間為爭奪全球科技主導地位而進行的鬥爭，星展集團認為採取過分嚴厲的措施管制大型科技企業並不符合兩國的戰略利益。相反地，星展集團認為戰略合理性將佔上風。

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。