

2020年第4季 投資總監洞察

邁向復甦

進入復甦階段

全球經濟在急劇衰退後，現在開始看到經濟復甦的跡象。進一步解封、全球增加財政支出以及零利率將確保成長逐進正常化。

持續以槓鈴式策略保持投資

即使在最不確定性的時刻，槓鈴策略仍顯示出了韌性，而有良好的表現。在超低利率與數位化的環境下，繼續佈局於長期成長的股票、收益型資產以及黃金。

疫苗推出後的受惠者

由於發展疫苗取得了正面的進展，預期過去“肺炎疫情的受害者”（飯店、餐廳、綜合度假村和美容業）可望受惠於回歸均值的潛在機會。

看好亞洲與歐洲信貸

相對看好亞洲和歐洲BBB / BB等級債券。在主要央行將利率維持於零的環境下，信貸殖利率利差可望繼續收窄。



目錄

- 3 前言
- 4 重點摘要
- 5 資產配置
- 24 美國股市
- 32 歐洲股市
- 39 日本股市
- 46 亞洲不含日本股市
- 56 全球信貸
- 65 外匯市場
- 72 另類投資：黃金
- 83 特別報告：美國大選



重點摘要

親愛的貴賓您好，

儘管全球仍在對抗肺炎疫情，但星展集團仍然認為應繼續佈局股票和公司債等風險性資產。

去年以來，星展集團一直在倡導採取槓鈴式投資策略，包括長期成長股票和收益型資產；在全球超低利率與數位化的環境下，槓鈴策略可望受惠。事實上，星展集團的槓鈴式投資策略今年以來的確有良好的表現。

本季投資總監洞察的標題是“邁向復甦”。

星展集團觀察到世界正在從肺炎疫情中邁向復甦。儘管感染率尚未顯著下滑，但死亡率降低，將使醫療體系避免過度負荷。

因此，再次封城鎖國的可能性偏低。加上多國進一步放寬對人員流動的限制，預期風險資產仍將是很好的投資選擇。前所未見的刺激政策使風險性資產在第2季由谷底回升，現在也正轉變為經濟復甦。全球製造業的擴張反應了這一點，新訂單創下2018年中以來的最高水準。但是，由於世界的新常態正在轉變，傳統的商業模式將經歷重組，就業市場的改善也將需要更長的時間。

本季投資總監洞察，星展集團也評估了美國總統大選對市場的影響，以及疫苗推出後相關受惠產業的投資主題。

祝您在最不尋常的一年即將結束前有成功的投資。



侯偉福 CFA
星展集團投資總監



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

資產配置 | 2020年第4季

理性而非
盲目信仰

總經與政治展望



貨幣政策

三大央行再進一步降
息空間有限，同時隨
著金融情勢正常化，
資產購買速度將減緩



經濟展望

隨著經濟解封，全球
經濟呈現復甦。但在
疫苗廣泛普及前，進
一步的發展難以捉摸



地緣政治

美中之間的地緣政治
緊張局勢已經超出貿
易範圍，這仍然令人
擔憂。市場焦點著重
於11月的美國大選



通貨膨脹

受疫情影響供應緊縮
和大規模刺激措施，
提升通膨預期，壓低
了實質利率的水準



財政政策

因疫情再次爆發將可
能影響復甦步伐，主
要國家財政政策將持
續寬鬆

金融市場展望



股票市場

美股表現將優於歐股和日股；弱勢美元有利週期性產業，包括科技、非必需消費和亞洲



外匯市場

美國經濟於下半年復甦及殖利率曲線趨於陡峭，美元指數將呈現盤整。人民幣兌美元於7.0附近波動



利率市場

美、歐、日 (G3) 公債殖利率的表現領先實體經濟，公債受疫情影響的溢價幅度可望縮小。預期G3殖利率曲線可望隨著景氣復甦而趨於陡峭



信貸市場

亞洲信貸基本面和評價面為投資者提供了良好的價值。成熟市場中，歐洲高收益債也可望受惠於相對較佳的基本面復甦



投資主題

美國大選將成為影響第4季最關鍵的事件。美國醫療保健和基礎設施產業的前景將受到密切關注



**特別報告：
美國選舉**

即將舉行的美國總統大選將是在2020年最後幾個月影響金融市場的最關鍵的事件。這次選舉的結果將是重大的。在國際方面，將確定中美關係的對立狀態是否還會持續四年，或是由較具可預測性和合作性的政策所取代。這次選舉還將決定稅賦政策、基礎設施和醫療保健支出。



**投資主題：
半導體**

半導體改變了世界。參與數位化浪潮的一個有效方式是佈局上游半導體產業生態系統。在人工智慧 (AI)，物聯網 (IOT) 和5G普及的帶動下，上游科技業前景良好。



**投資主題：
後疫情時代
的投資機會**

肺炎疫情改變了多數人的生活、工作和娛樂方式。諸如供應鏈的多元化與替代肉品的崛起。隨著消費者和企業適應新常態，越來越多個人在家工作，同時，對電子商務和電子競技的重視將成為未來成長的主要動力。

資產配置

理性而非盲目信仰

這次市場的走揚，應可以算是近年來最不受青睞的一次。觀察投資人資金流向，這種懷疑是顯而易見的；3月底以來，機構投資人已經錯過了很大一部分市場反彈。EPFR Global數據顯示：

- 3個月移動平均值的基礎上，散戶投資人情緒在3月25日跌到低谷（圖1），與標準普爾500指數3月23日的低點恰好吻合。
- 一直到5月20日，機構投資人的情緒落底，而標準普爾500指數已經上漲了33%。
- 標準普爾500指數反彈36%之後，

散戶投資人情緒在6月24日達到高峰。另一方面，機構投資人的資金則是仍在加碼。

- 全球風險資產回升的同時，機構投資人將資金存放在貨幣市場（圖2）。

為何機構投資人未能更早投入市場呢？兩個最常見的藉口：

- a) 基本面仍然疲軟，市場的反彈是“無法持續的”。
- b) 上漲是散戶資金所主導，因此是“無法持續的”。

圖1：散戶投資人情緒的低點與市場低點接近；而機構投資人晚了將近兩個月



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖2：“機構焦慮”：當風險性資產走揚時，精明的機構投資人卻將資金存放在貨幣市場



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

的確，可持續的上漲需要總體經濟面或基本面的支持。但是，相較於過去的情況，在分析市場大跌的本質時，必須要更加敏銳。過去，市場調整是由非理性繁榮（網絡泡沫）或過度槓桿（次貸危機）等因素觸發的。但這次並非如此。

相反地，這次的修正與經濟結構無關，而是受到肺炎疫情所引發。只要感染曲線趨於平坦，經濟活動最終就會恢復正常。這也解釋了為什麼在反彈的初期，風險資產與人員流動數據的關聯性較官方經濟數據更緊密。

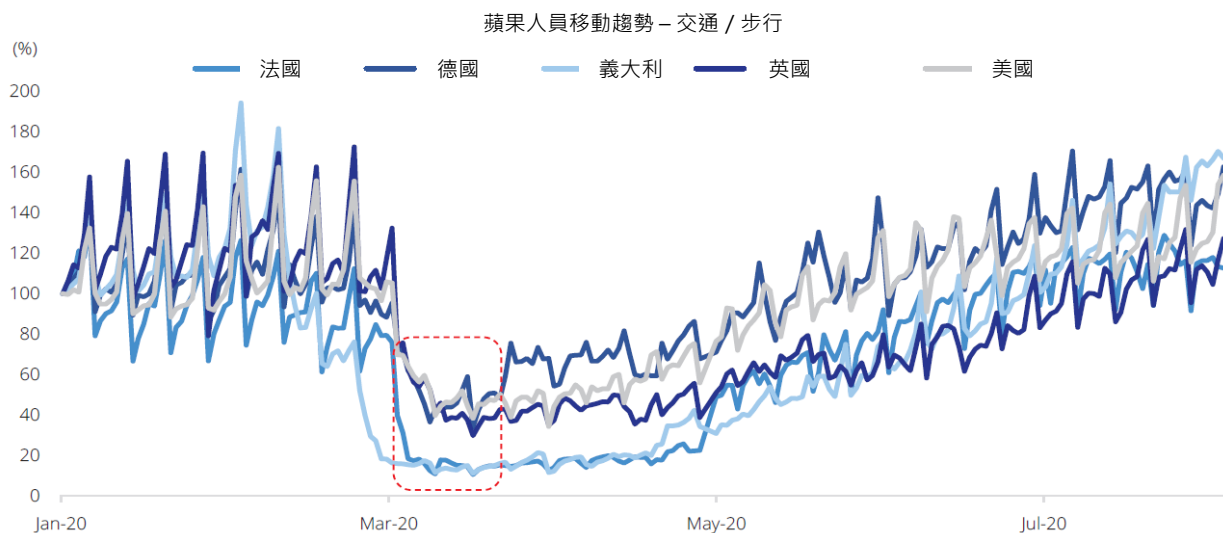
散戶投資人掌握了這個趨勢。但是機構投資人的“聰明的錢（smart money）”卻錯過了反彈。

“落後補救”的投資；長期佈局。隨著總經動能的反彈以及企業第二季財報未如市場預期的差，分析師開始上調預測。圖4顯示，標準普爾500指數的年底目標以及前瞻獲利預估分別從低點上調了6%和4%，且可能還有上調空間。

同時，儘管肺炎疫情造成了經濟損失，但星展集團仍然看好風險性資產的表現；且未來數季可望有更多、更具持續性與決定性的因素可望支撐市場表現：

- 超額流動性
- 科技產業結構性的優勢

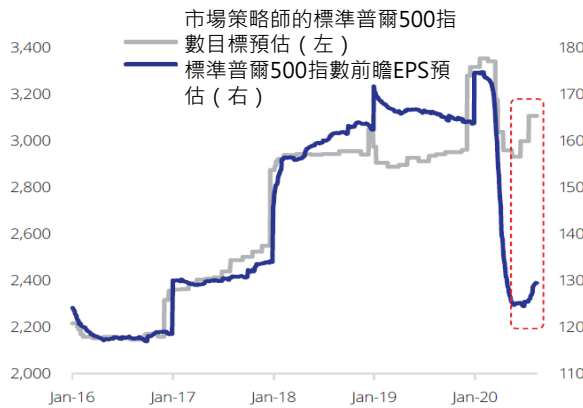
圖3：蘋果人員移動數據顯示市場處於低點時，散戶轉趨樂觀



Source: Apple. Mobile Trends Report. Available from <https://www.apple.com/covid19/mobility>

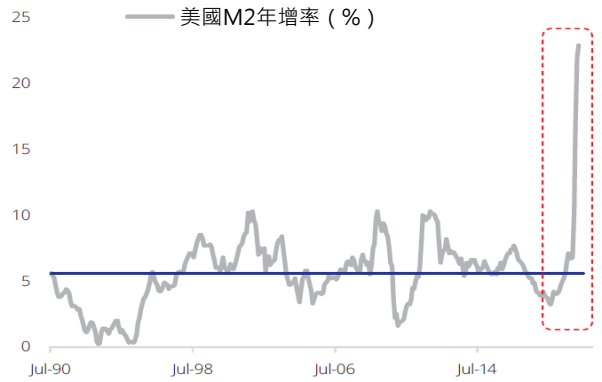
資料來源：蘋果人員移動報告，星展集團 2020年9月

圖4：遲到總比不到好—隨著分析師重新評估，開始上修



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖5：因應肺炎疫情，美國聯準會（FED）採取寬鬆貨幣政策，貨幣供給激增



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

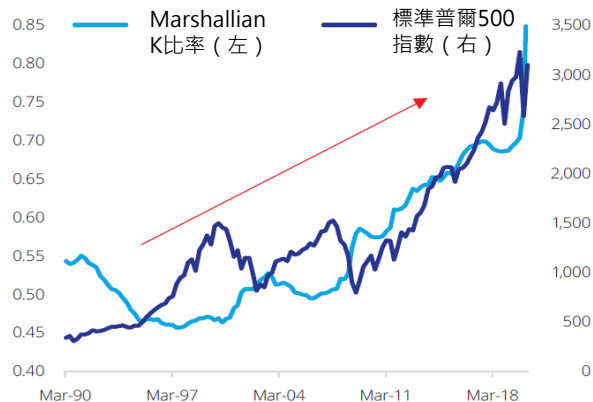
超額流動性（Marshallian K）和風險性資產

首先，“超額流動性”。自從肺炎疫情開始以來，美國聯準會（FED）就推出了史無前例的量化寬鬆（QE）政策。根據彭博，目前量化寬鬆金額約3.3兆美元，幾乎等於QE1、QE2和QE3的加總。由於寬鬆的速度和幅度，6月M2貨幣供給量年增率升至22.9%的高點，大幅高於長期平均值的5.6%（圖5）。

同時，貨幣供應的急劇增加轉化為超額流動性的增加，這是貨幣供給除以名目GDP（Marshallian K比率）。該理論假設，實體經濟中未使用的貨幣總量將被轉移到金融資產。圖6顯示，1990年代以來，Marshallian K比率與美國股市的走勢接近。

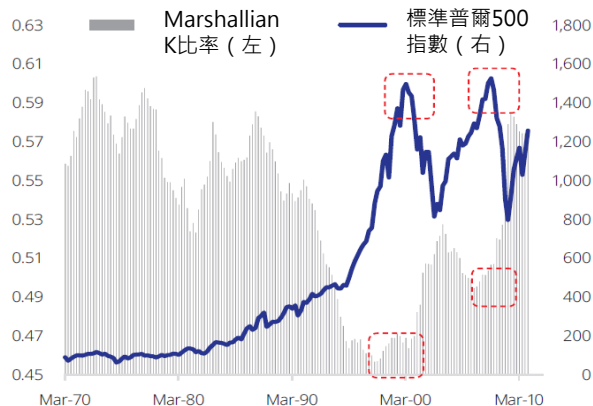


圖6：多年來Marshallian K與美國股市趨勢接近



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖7：超額流動性的下滑被視為之前的市場修正跡象



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

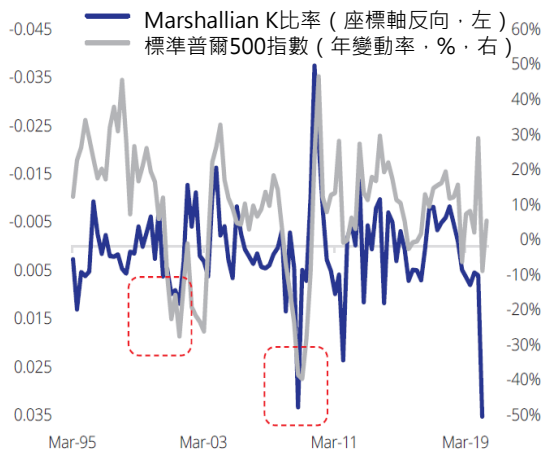
進一步分析Marshallian K比率：

- 超額流動性的持續下滑降導致先前的市場修正
- 超額流動性的高點顯示股市處於底部

1970和1980年代，股市強勁走揚的同時，也出現了強勁超額流動性（圖7）。此外，當2000年網路泡沫破滅時，Marshallian K比率已下滑到0.47的低點。在次貸危機爆發前，也發生了同樣的情況；2003年底以來，超額流動性開始呈現下滑，並持續處於低點，直到危機爆發。目前偏高的超額流動性顯示，風險性資產的走揚獲得良好的支撐。

星展集團對數據進行了去趨勢處理，然後將其與標準普爾500指數的年度變化進行比較。很明顯，當超額流動性處於高點時，美股剛好處於低點（圖8）。同樣地，目前偏高的Marshallian K比率也可能意味著肺炎疫情的最差的時刻已經過去了。

圖8：歷史上，超額流動性的高點與股市的低點吻合



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

自3月下旬以來市場強勁的反彈，但很自然的問題是：“是否已經超漲了”？

確實，在脆弱的經濟環境下，投資人擔心這種反彈的可持續性。但是過去的市場週期顯示，基本面只是推升股市的因素之一；流動性也很重要。圖9顯示，目前標準普爾500指數佔M2貨幣供給量的比例大致接近長期平均水準。

科技類股仍具彈性和動能

星展集團今年的第3季投資總監洞察中指出全球分歧的議題；並認為肺炎疫情將加速全球商業模式的轉變，且科技產業將成為這個發展的受惠者。

圖9：目前美股佔貨幣供給比例並不算過高



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月



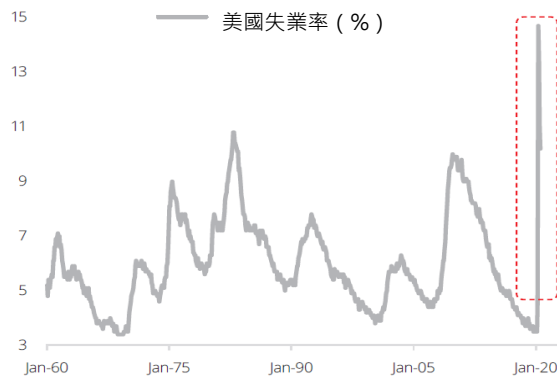
Source: Unsplash

圖10：在經濟停滯和商業活動停頓的情況下，美國GDP大幅衰退



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖11：美國失業率飆升至歷史新高



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

進一步分析發現，全球分歧以及科技公司的崛起是此波市場大幅回升的主要因素。肺炎疫情期間科技公司的強勁的動能證明了這個觀點。

相反地，投資人應關注，儘管在經濟停滯期間經營狀況不佳，但仍有44%的公司獲利仍然呈現成長；即使低於前一季的50%，但有這樣的表現已不容易，也突顯了美國企業相當具有彈性。

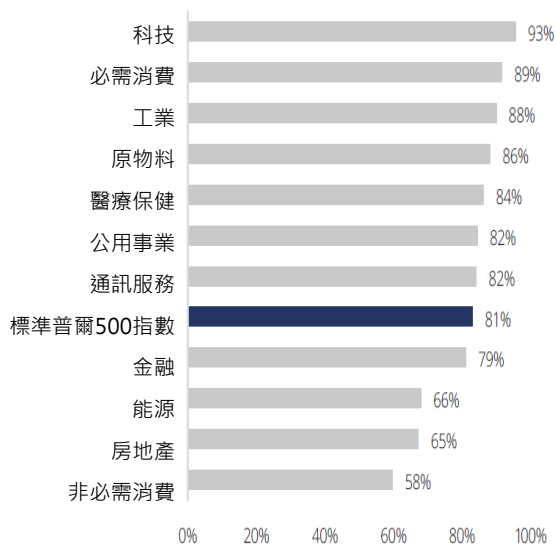
今年第2季是美國經濟的最差的期間：

- GDP較去年同期衰退9.1% (圖10)
- 4月ISM製造業暴跌至41.5的低點
- 4月失業率飆升至14.7% (圖11)

很自然地，市場也普遍擔心第2季企業獲利也可能出現類似的衰退。但令人驚訝的是，事實證明，美國企業的抵禦能力較預期強勁。

美國第2季企業財報顯示，標準普爾500指數當中，有80%的公司獲利優於市場預期，而科技類股部份則是有93%的公司獲利優於市場預期 (圖12)。當然，肺炎疫情期間市場分析師對獲利預估大幅度的下調是造成數據優於市場預期的因素之一，但這並不能解釋全部的情況。

圖12：科技企業優於市場預期的比率最高



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

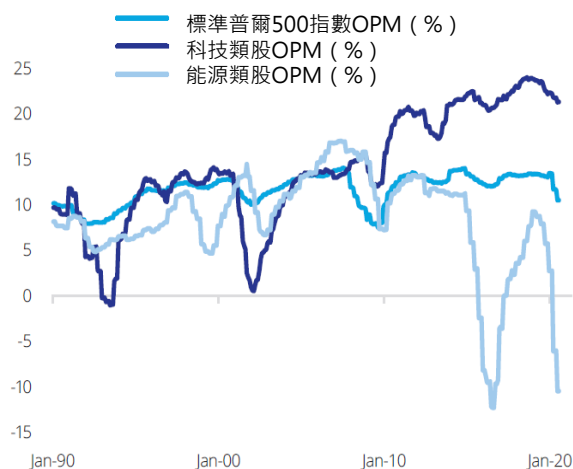
數據顯示，雖然這些公司的獲利平均成長了45%，但其中科技公司的成長率高達52%。這也顯示，即使在最壞的時候，科技業也能保持韌性。

科技產業的基本營運結構解釋了此現象：

- 強勁的營業利潤率 (OPM)：2004年12月時，標準普爾500指數的科技和能源等傳統行業的OPM都在13%。但情況在2009年開始有了轉變。

科技業OPM趨勢從2009年中的12%上升到目前的21%（增加了9%）。另一方面，標準普爾500指數的OPM則是僅從8%上升至11%（增加了3%）。而另一個極端的能源產業，OPM則是下滑了23%（圖13）。

圖13：科技業的OPM上升顯示定價能力和運營成本控制獲得改善



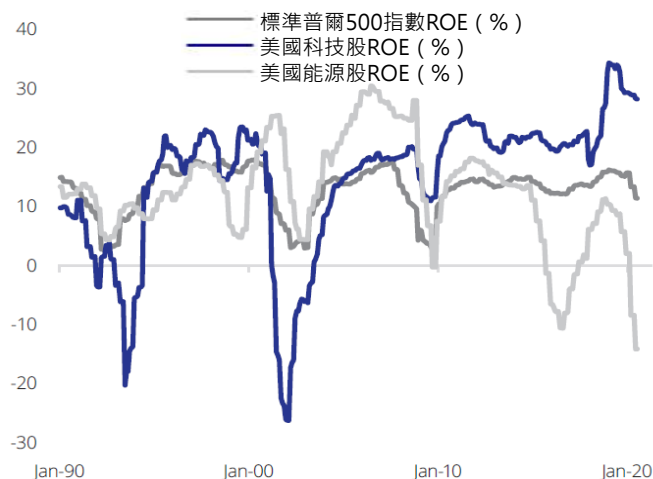
資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

- 具吸引力的股東權益報酬率 (ROE)：標準普爾500指數、科技類股和能源類股的ROE在2004年中介於11%至17%之間。次貸危機之後，情況再次開始出現顯著的分歧。2009年以來，能源類股的ROE下滑25%，而標準普爾500指數上升7%。而科技類股則是上升了16%（圖14）。

ROE上升顯示科技業正有效的利用資本。使用杜邦分析，星展集團發現，ROE的提升主要是來自於利潤率和企業槓桿的上升。

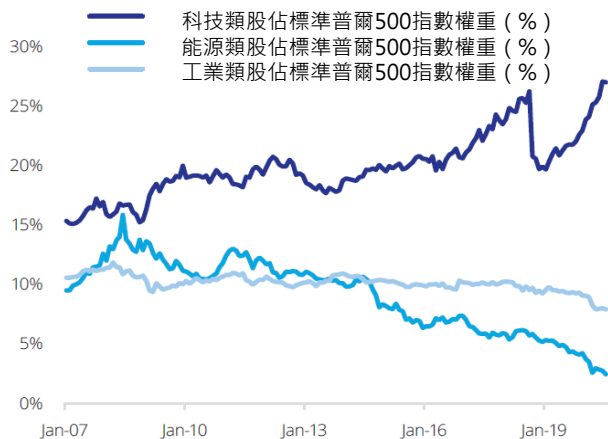
由於科技類股的重要性不斷提高，因此也支撐標準普爾500指數的前景和表現。按市值計算，美國科技類股已佔標準普爾500指數的27%（2008年12月為15%）。另一方面，能源等傳統行業僅佔該指數的2%（2008年12月為13%）（圖15）。

圖14：科技業的ROE上升是因利潤率和企業槓桿的上升



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖15：科技類股佔標準普爾500指數權重不斷提升



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

科技產業的重要性不斷提高，這說明了儘管總經數據疲軟，美國股市為何仍能走揚（這可能對工業、能源和原物料等傳統產業的影響更大）。科技公司即使在業務不佳的情況下仍具有保持獲利的能力，進而在整個週期中增強了應變能力。



Source: Unsplash

第4季的關鍵事件：美國總統選舉和肺炎疫苗

隨著進入2020年的最後一個季，市場焦點將著重於兩個重要發展：(a) 美國總統大選和 (b) 肺炎疫苗的研發。

美國總統大選：將於11月3日與參議院和眾議院選舉同時舉行。FiveThirtyEight的模擬數據，民主黨籍的拜登目前領先現任的共和黨籍總統川普52% (76%對24%；截至2020年9月15日)。但是，正如星展集團在過去的選舉中所觀察，選舉情勢是動態的，在投票日當天可能發生任何事情。從金融市場的角度來看，由於以下原因，星展集團認為11月的選舉對風險性資產的影響基本上是中性的：

- 共和黨在總統選舉中的勝利將意味著金融市場將維持現狀。儘管風險性資產可能會因進一步減稅而有所提振，但川普在外交政策上的好鬥風格將打壓整體情緒。
- 民主黨在總統大選中獲勝也未必帶來災難；因為歷史數據顯示，民主黨在總統大選中獲勝後6個月、12個月和24個風險性資產也曾有不錯的表現。

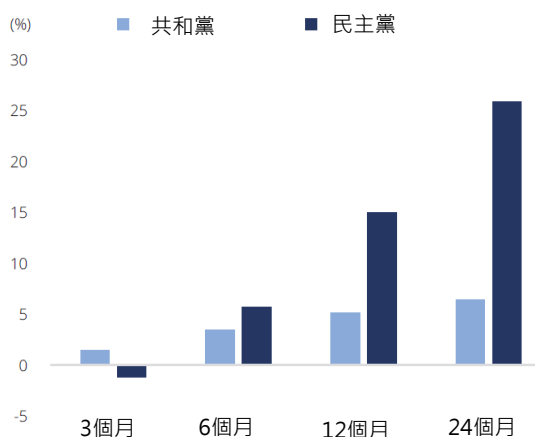
實際上，由於民主黨拜登選擇參議員賀錦麗 (Kamala Harris) 為副手，市場對民主黨左傾的擔憂基本上已經消除。

圖16：大選情勢仍有變數，投票日可能發生任何事情



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖17：標準普爾500指數在總統選舉後，兩黨執政時的表現



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

肺炎疫苗的研發。根據近期的報導，開發肺炎疫苗的進程有良好的進展。例如，俄羅斯宣布已批准肺炎疫情疫苗；而由Moderna和美國國家衛生研究院共同開發的疫苗也可能在11月準備就緒。

換句話說，肺炎疫苗可望在數月後獲得核准上市。根據Good Judgement，5月1日時，預估美國FDA在2020年第4季至2021年第1季之間批准肺炎疫苗的可能性僅5%；現在機率已大幅升至61%（截至2020年9月16日）。

的確，如果疫苗在未來數月獲得批准，將可能帶動風險性資產的表現。但是正面的影響未必是一致的，因為某些行業受惠的程度可望較多：

- **餐廳、飯店、賭場和休閒場所 – 可望強勁反彈：**由於肺炎疫情，因此需要面對面人與人互動的產業受到嚴重的打擊。主要受害的行業包括餐廳和賭場。但是隨著疫苗在年底前推出的可能性，星展集團認為相關行業可能會出現反彈。

圖18：若疫苗推出，餐廳、飯店、賭場和休閒場所可望反彈



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月
註：注意：“疫情受害者”指數包括（1）MSCI世界酒店、餐廳和休閒指數和（2）S&P Global 1200賭場與遊戲指數

如圖18所示，2020年初以來，“疫情受害者”指數（由餐廳、飯店、賭場和休閒場所組成）相對落後全球股市的表現，且已接近負兩個標準差，上次出現此狀況是2009年次貸危機。隨著疫苗的推出，極有可能恢回歸均值。

- **航空公司 – 未來會有更多結構性的問題：**隨著航空業將大部分機隊停飛，肺炎疫情已導致航空旅行需求全面崩潰。但是，即使有疫苗即將來臨，星展集團認為，這種肺炎疫情已經對航空旅行，特別是商務旅行造成了結構性損害。肺炎疫情使企業了解線上會議也有良好的效果，這將減少了商務旅行的必要性。此外，如果商務旅行恢復，由於全球經濟形勢，對“商務艙”（航空公司主要創造營收的業務）的需求可能會減弱。

圖19顯示，全球航空業相對於全球股市的表現已經跌破4個標準差。這顯示，投資人擔心該行業的潛在結構性變化。持謹慎態度是必要的。

圖19：全球航空業仍面臨肺炎疫情所引起的結構性損害



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

2020年第4季資產配置：全面性的上揚

表1：2020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	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	0	0
	預估企業獲利成長	-2 to +2	0	0	0	0	-	-1	-1
	獲利優於預期	-2 to +2	1	0	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	-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	1	0	1	1
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	1	1	1	1	0	0	0
總分			2	0	2	6	-1	-1	3
調整後分數*			0.10	0.00	0.10	0.29	-0.09	-0.06	0.19

資料來源：星展集團 2020年9月

跨資產觀點 – 在低收益的環境下，股市仍是較佳的投資選擇。從跨資產的角度來看，星展集團繼續相對看好股市而不是債市。CAA框架中，股市的綜合得分為0.12，而債市則是只有0.01。

基本面：隨著肺炎感染曲線繼續趨於平坦，同時全球經濟重新開放步伐加快，星展集團預期總體總經可望持續改善。疫苗的潛在推出終將帶動需要“面對面”人際互動的行業復甦，例如餐廳、飯店、賭場和休閒場所。今年第2季顯然是全球經濟的谷底。隨著企業活動恢復正常，星展集團預期第4季可望出現連續性的回升。目前花旗經濟驚喜指數（全球）為115.9，這是2003年有紀錄以來的最高水準（圖20）。

圖20：全球經濟意外優於市場預期



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月



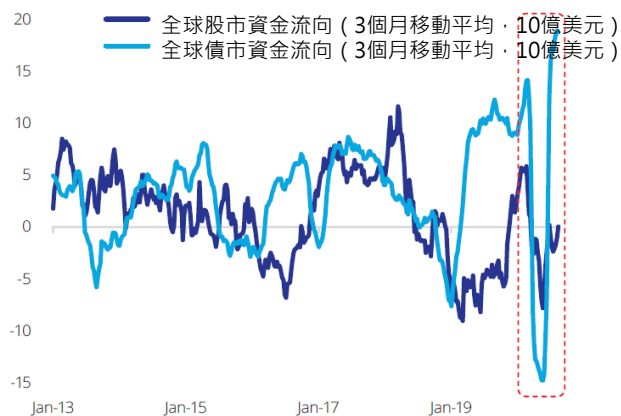
價值面：從跨資產的角度來看，美股盈餘殖利率與公債殖利率之間的利差（約3.1%）顯示，股市較債市更具吸引力。

動能：就跨資產流動而言，今年以來（截至8月12日），有310億美元從自全球股市流出，而有約1720億美元流入債市，但這無法解釋全部的情況。相反地，應該從兩個不同的期間來分析：（1）市場拋售（1月至3月）和

（2）市場反彈（4月至今）。

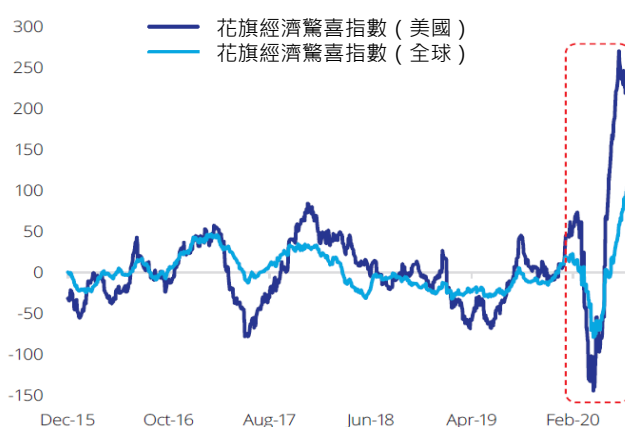
股市發生大量資金流出的情況主要在1至3月（約340億美元）。但4月以來，資金淨流入股市約20億美元；這顯示市場情緒處於轉折。另一方面，債市自4月以來已經大幅淨流入2790億美元，1月至3月時則是淨流出1070億美元。主要是因為利率處於低點，投資人藉由債券尋求收益。

圖21：3月市場的低點以來，投資人投入債市的資金高於股市



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖22：美國經濟走勢急劇反彈



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

股市：美股仍是週期性的領導市場。今年第2季財報季是一個分水嶺，分出體質強弱的公司。而且除了亞馬遜 (Amazon.com) 和 蘋果公司 (Apple) 等大型企業外，其他科技類股也有相當好的表現。

星展集團仍然相對看好美股，基於：

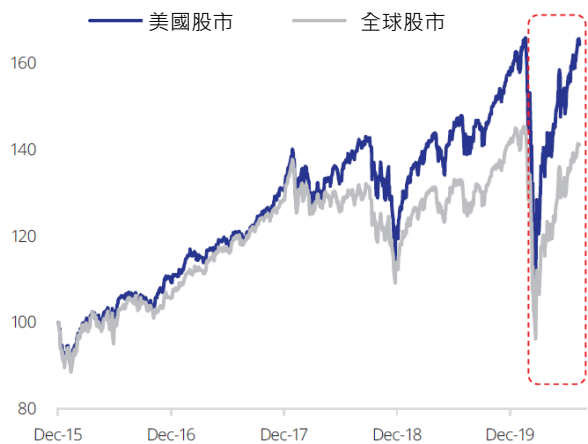
- **較高的科技類股權重：**星展集團相信投資組合經理將繼續在美國科技公司中建立長期部位，為後肺炎疫情時代呈現增加趨勢的線上活動做準備。科技股之外，要花一些時間才能使業務投資和消費者需求恢復正常，這將對諸如材料和公用事業等傳統行業造成壓力。
- **總經動力增強：**圖22顯示，美國總經動力急劇反彈。發現肺炎疫苗的合理性，加上美國政府努力

確保自身供應的努力，預示著前景良好。

債券：繼續尋求收益；看好歐洲高收益 (HY) 將優於美國HY。儘管美國經濟出現了廣泛性的反彈，但星展集團認為，在通貨膨脹疲軟和肺炎疫情不確定性持續存在的情況下，美國聯準會 (FED) 將謹慎行事並維持貨幣寬鬆。隨著長期債券殖利率處於低點，未來數季全球對收益的需求將會持續。

信貸方面，由於歐洲的刺激措施，且疫情趨緩，星展集團在成熟市場HY當中相對看好歐洲HY。同時，亞洲HY仍然具吸引力，因為目前的6.6%的利差仍意味著違約率超出預期。此外，亞洲與全球HY之間的利差為1.1%，仍高於長期平均水準 (圖24)。

圖23：美國動能的急劇反彈正在轉化為股市的領先表現



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖24：亞洲HY殖利率優於全球HY



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖25：TAA資產配置比例（穩健型投資組合）

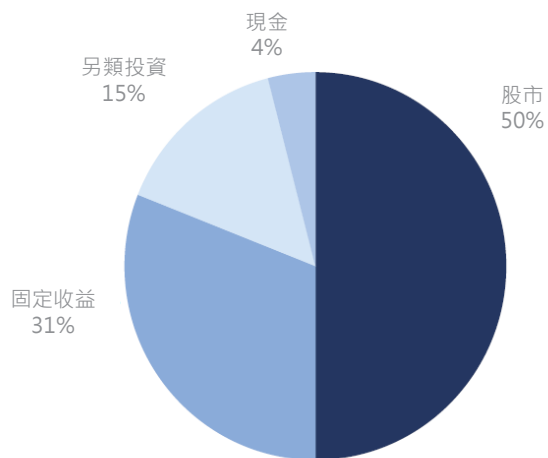
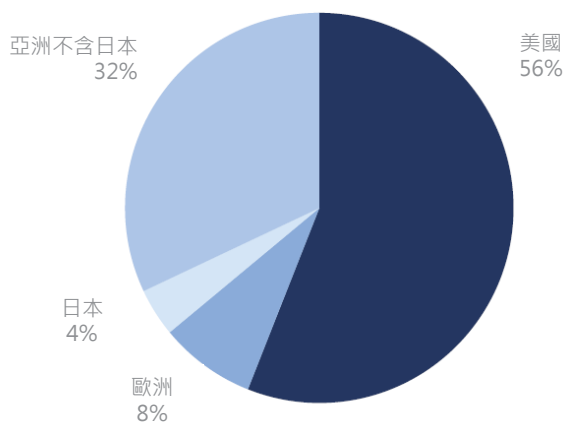


圖26：TAA股市地區配置比例（穩健型投資組合）



資料來源：星展集團 2020年9月

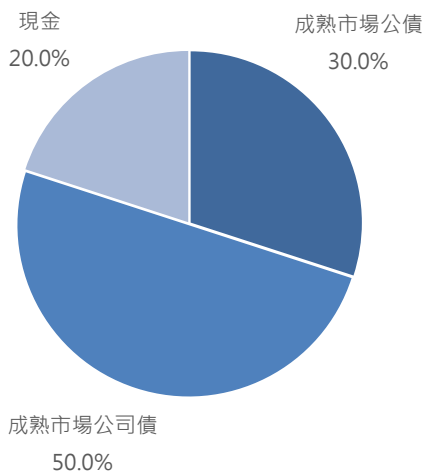
表2：2020年第4季全球戰術性資產配置（TAA：Tactical Asset Allocation）

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9月

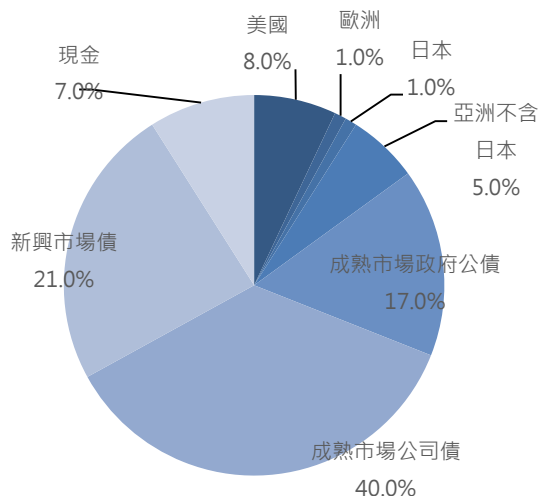
保守型投資組合

	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

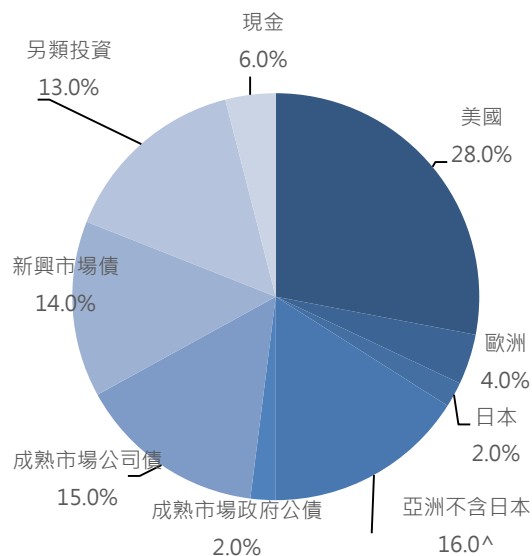
	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	8.0%	6.0%	2.0%
歐洲	1.0%	4.0%	-3.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	5.0%	3.0%	2.0%
固定收益	78.0%	80.0%	-2.0%
成熟市場債券	57.0%	60.0%	-3.0%
成熟市場公債	17.0%	20.0%	-3.0%
成熟市場公司債	40.0%	40.0%	0%
新興市場債	21.0%	20.0%	1.0%
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金	7.0%	5.0%	2.0%



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

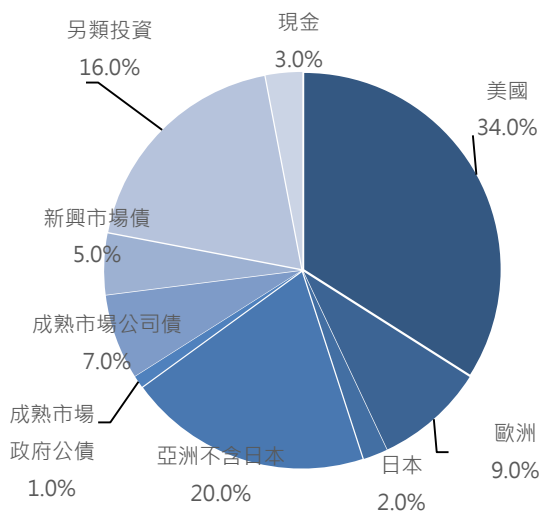
穩健型投資組合

	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



Live more,
Bank less

Source: Unsplash
Source: Unsplash

美國股市 | 2020年第4季

仍然看好美股

美國股市

3月的低點以來，標準普爾500指數大幅上漲了約51.2%，並一度再創歷史新高。而以科技類股為主的那斯達克指數更是上漲了61.2%（圖1）。很顯然，美國聯準會史無前例的寬鬆貨幣政策是帶動美股走揚的關鍵因素。不僅如此，強勁的市場走勢也反應了另外兩個重要因素：

- a) 肺炎疫情的影響是暫時性
- b) 無風險利率下滑

第一點符合星展集團的預期。自肺炎疫情開始以來，星展集團一直認為這是一個暫時性的事件，與經濟的結構前景無關。當感染曲線趨於平坦並且疫苗問世後，整體情況可望逐漸恢復正常。

最近新聞普遍指出，這兩種情況都將逐漸實現，這也解釋了為什麼市場分析師開始上調因疫情焦慮而低估的企業獲利。

目前市場分析師預期2021年美國企業獲利成長將達18%，為過去十年第二高水準（圖2）；營收將成長8%，且稅前息前折舊攤銷前利潤率（EBITDA margin）也將上升1.7%。

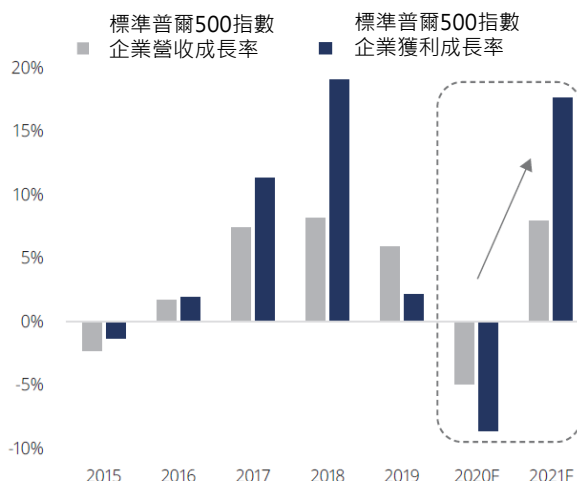
支撐股市回升的另一個因素則是資金成本的下滑。今年，美國10年期公債殖利率顯著下滑，在現金流折現法（Discounted Cash Flow：DCF）模型中，較低的無風險利率（美國10年期公債殖利率）意味著較高的隱含價值。圖3顯示，1982年以來，美股與債券殖利率之間存在明顯的逆相關。

圖1：3月觸底後，美股已升至新高



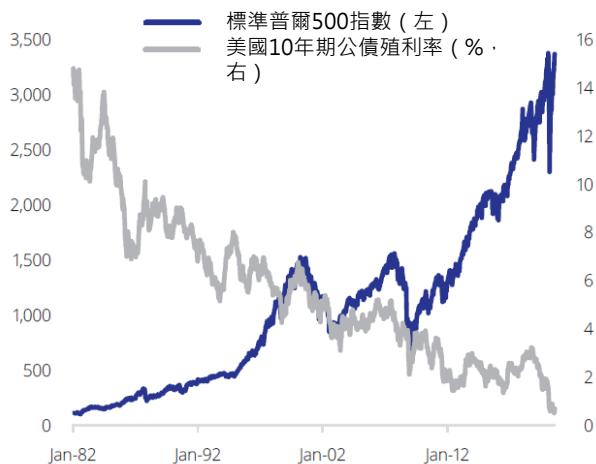
資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖2：市場預期2021年美國企業獲利將強勁成長



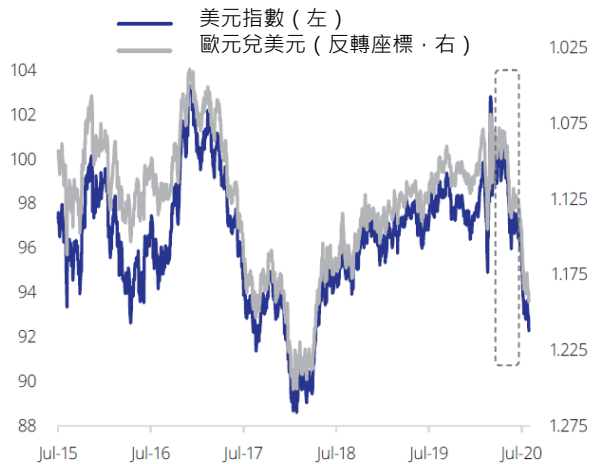
資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖3：傳統上，無風險利率下滑有利於風險性資產的表現



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖4：DXY的大幅下滑主要是受強勁的歐元所影響



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

弱勢美元：及時的利多。由於基本面和價值面因素，美元指數（DXY）今年以來下跌了約3.6%；其中DXY成分最重的歐元部份，美元對歐元則是貶值了約5.3%（圖4），這主要反應兩點：

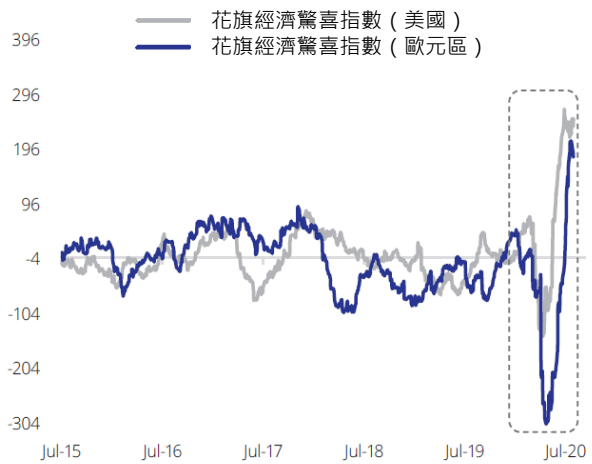
（a）因為歐洲地區在控制肺炎疫情方面做得比美國好，經濟復甦的步伐也相對較快。5月15日以來，歐元區的經濟驚喜指數已上升484點，而美國則是348點（圖5）。

（b）美國的債務佔GDP比相對於歐洲惡化。

總而言之，美國聯準會無上限量化寬鬆的承諾，再加上美國的財政狀況，顯示美元還有更多走弱的空間。

歷史數據顯示，弱勢美元有利於大部分營收來自海外市場的企業（出口商）。

圖5：因為歐洲地區在控制肺炎疫情方面做得比美國好，經濟復甦步伐相對較快



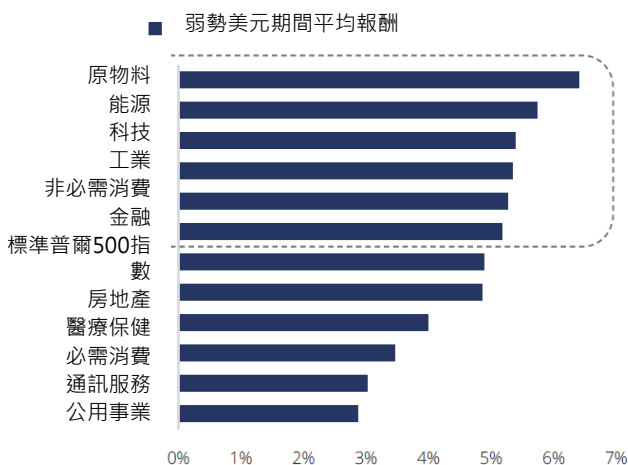
資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

分析歷史上弱勢美元對標準普爾500指數走勢影響：(a)以2005年1月以來的數據，(b) DXY跌幅超過3.0%的月份，(c)追蹤那些月份，標準普爾500指數類股的表現。結果顯示：

- 2005年1月以來，總共有12個月DXY超過3.0%。
- 在那幾個月，DXY的平均跌幅為4.4%，而標準普爾500指數的漲幅平均為4.9%。
- 六個類股的月平均漲幅均高於標準普爾500指數：金融（上漲5.2%）、非必需消費（上漲5.3%）、工業（上漲5.4%）、科技（上漲5.4%）、能源（上漲5.7%）和原物料（上漲6.4%）。

這也證明了，全球週期性類股可望成為弱勢美元環境下的受惠者（圖6）。在六個表現優於大盤的類股中，其中三個類股是星展集團的類股配置中所看好的類股：科技、非必需消費和能源。

圖6：全球週期性類股可望受惠於弱勢美元



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

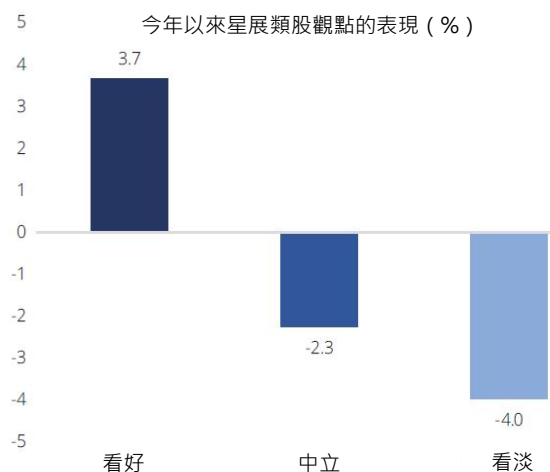
2020年第4季美國類股觀點

科技類股的表現符合星展集團看好的觀點。2018年以來便看好美國科技類股，同時全球分化（受肺炎疫情所影響）的趨勢也增加了科技產業的吸引力。社交距離措施的進行也帶動了企業和休閒活動走向線上，這種趨勢的受惠者包括電子商務、視訊會議以及科技的軟 / 硬體公司。

今年以來，星展集團持“看好”觀點的類股平均總報酬為3.7%（截至9月14日），分別優於“中立”和“看淡”觀點的類股5.9%和7.6%（圖7）。看好科技、非必需消費品（特別是電子商務）、通訊服務（特別是社交媒體）和醫療保健的觀點是主要貢獻來源，因為它們是今年表現最好的類股（圖8）。但是，在油價低迷的情況下，看好能源類股的表現並不理想。

在進入2020年最後一個季的時刻，星展集團維持美股類股配置的觀點不變。如前所述，弱勢美元的環境歷來有利於金融、非必需消費、工業、科技、能源和原物料類股。其中，星展集團偏好受惠於弱勢美元主題的產業為科技、非必需消費和能源。能源類股部份，星展集團認為市場似乎已充分反應能源產業的負面新聞（從供需失衡到清潔能源的興起）。且回歸分析顯示，以就目前的水準而言，能源類股所反應的是每桶38美元的西德州中級原油（圖9；但星展集團對2021年底的預測為每桶47.5美元）；由於全球經濟逐漸邁向復甦，這也顯示市場過於悲觀。

圖7：今年以來，星展集團持“看好”觀點的類股表現優於持“看淡”觀點的類股



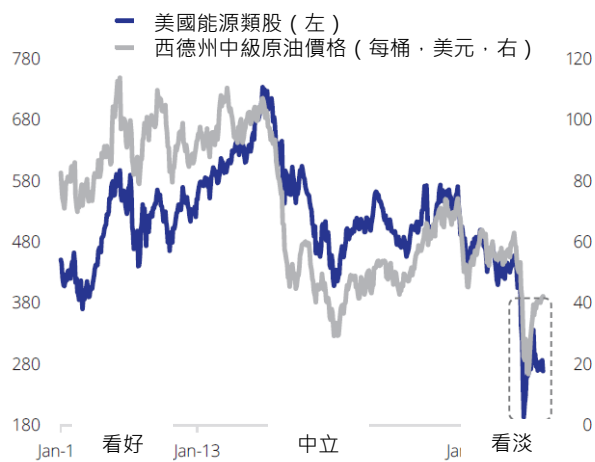
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖8：今年科技和非必需消費類股表現領先 (%)



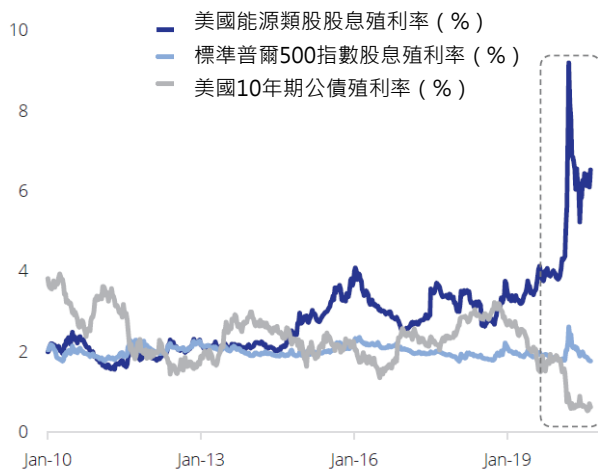
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖9：美國能源類股的表現暫時與原油價格脫鉤



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖10：美國能源類股的股息殖利率大幅高於大盤



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

市場普遍預期能源企業可望受惠於弱勢美元，從投資組合的角度，星展集團仍然維持看好能源類股（尤其是大型綜合能源企業）。儘管部份投資人擔心能源類股可能降低股息的配發，但由於與大盤之間的股息殖利率利仍大，可望舒緩相關的擔憂（圖10）。

表1：2020年第4季美國類股觀點

	看好	中立	看淡
美國類股	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*		

資料來源：星展集團 2020年9月

*註：這僅指大型綜合能源企業

表2：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	25.8	3.8	16.2	11.5	2.3	10.5
標準普爾500金融	17.2	1.2	8.4	7.8	0.8	15.9
標準普爾500能源	-	1.1	90.0	-15.7	-6.9	-11.8
標準普爾500科技	28.4	9.5	20.8	28.9	10.1	21.4
標準普爾500原物料	26.9	2.8	15.6	5.4	2.1	8.2
標準普爾500工業	38.5	4.8	14.6	13.5	3.2	9.0
標準普爾500必需消費	21.9	6.5	16.2	24.2	6.5	8.6
標準普爾500非必需消費	48.6	10.8	19.7	21.2	3.8	6.1
標準普爾500通訊服務	24.2	3.6	13.0	12.4	4.7	17.8
標準普爾500公用事業	18.8	2.1	12.5	9.9	2.6	20.5
標準普爾500房地產	45.4	3.4	20.8	9.0	3.4	21.1
標準普爾500醫療保健	17.7	4.5	15.6	17.8	6.0	9.4

資料來源：彭博 2020年9月14日

EV/EBITDA：企業價值倍數；ROE：股東權益報酬率；ROA：資產報酬率；OPM：營益率

表3：主要國家 GDP 成長率與通膨率預估

國家	經濟成長預估 (% · 年增率)				通膨預估 (% · 年增率)			
	2018	2019	2020F	2021F	2018	2019	2020F	2021F
中國	6.7	6.1	2.0	5.6	2.1	2.9	2.3	2.5
香港	2.8	-1.2	-7.0	0.5	2.4	2.9	1.1	2.0
印度*	6.2	4.2	-10.5	7.5	3.4	4.8	5.5	4.4
印尼	5.2	5.0	-1.0	3.5	3.2	2.8/	2.7	3.0
馬來西亞	4.7	4.3	-5.5	6.0	1.0	0.7	-1.5	1.8
菲律賓	6.2	5.9	-6.2	5.0	5.2	2.5	2.4	3.0
新加坡	3.1	0.7	-6.5	5.5	0.4	0.6	-0.7	1.5
南韓	2.9	2.0	-1.1	2.9	1.5	0.4	0.2	0.5
泰國	4.2	2.4	-7.5	3.0	1.1	0.7	-1.2	1.0
台灣	2.7	2.7	0	2.9	1.3	0.6	0.1	0.5
越南	7.1	7.0	3.2	6.2	3.5	2.8	3.4	3.0
歐元區	1.9	0.9	-8.0	4.0	1.8	1.2	0.5	1.1
日本	0.3	0.7	-5.0	2.8	1.0	0.5	-0.1	0.0
美國	2.9	2.3	-5.0	5.0	1.9	2.3	1.3	1.5

資料來源：CEIC · 星展集團 2020 年 09 月。*3 月為止的會計年度

表4：：主要國家政策利率預估

國家	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
中國	4.05	3.85	3.70	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55
印度	4.40	4.00	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75
印尼	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
馬來西亞	2.50	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
菲律賓	3.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
新加坡	0.85	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
南韓	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
泰國	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
越南	5.00	4.50	4.50	4.0	4.00	4.50	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09月



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

歐洲股市 | 2020年第4季

休養生息

歐洲股市

在市場對歐盟復甦基金樂觀情緒的帶動下，歐洲市場第3季呈現上揚，歐元兌美元升值了約5.5%，MSCI歐洲指數上漲了2.5%。7500億歐元的復甦基金，無論是貸款還是贈款，都應能夠在2021年之前使歐元區擺脫衰退，並緩解西班牙和義大利等實力較弱的經濟體進一步的經濟下滑。國際貨幣基金組織（IMF）認為，該地區是全球經濟成長最差的地區；除了德國之外，多數國家今年經濟呈現雙位數的衰退。而這些經濟體不太可能在2021年底前回到肺炎疫情之前的水準。

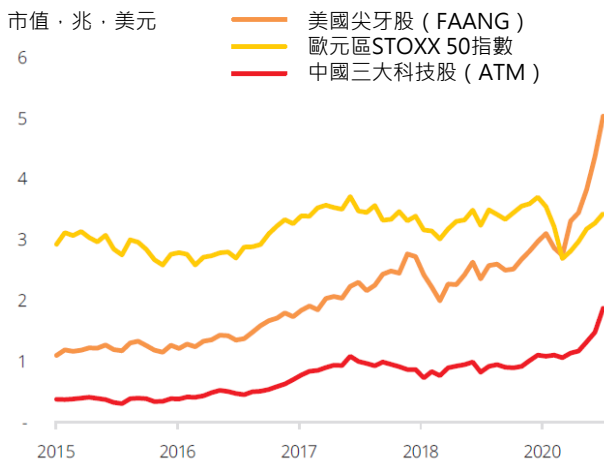
藉由前所未見的財政和貨幣政策刺激，星展集團相信歐洲可望邁向復甦，歐股也可望隨全球股市回升。但是，歐股的表現可能會落後於其他市場，主

要是因為科技類股佔指數權重很小，因此將可能錯過肺炎疫情後，加速數位化的好處。

評估歐洲科技類股市值；目前，美國的尖牙股（FAANG）市值已大於歐元區STOXX 50指數的市值！目前，中國ATM股票（阿里巴巴、騰訊和美團）市值約是STOXX 50指數的一半（圖1）。在數位化和科技創新的世界裡，星展集團擔心的是，在沒有足夠科技股的情況下，歐洲地區可能被邊緣化。

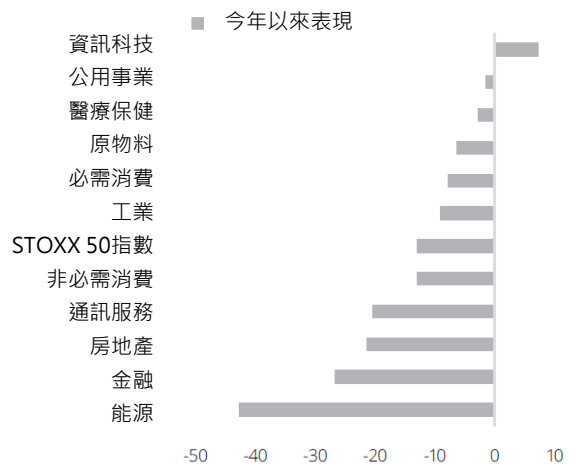
的確，今年以來科技類股是歐股唯一正報酬的產業，其他類股均呈現負報酬（圖2）。

圖1：美國FAANG的合計市值大於歐元區STOXX 50指數市值



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖2：科技類股是歐洲唯一的亮點



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

企業獲利才是關鍵，並非評價面倍數的擴張

在企業獲利持續遭到下調的情況下，歐股未來12個月的前瞻本益比已達歷史均值的正3個標準差（圖3）。即使考慮到明年獲利的成長，前瞻本益比也有正1個標準差，本益比再擴張的空間相當有限。因此，星展集團認為獲利對支撐股價表現至關重要。

星展集團認為，歐股自3月的低點反彈約30%後，已完全反應了歐盟復甦基金的影響。由於上半年獲利和GDP已經公告，因此獲利預估下調空間也相對有限。由於醫療保健、非必需消費和工業類股的獲利回升，市場普遍預期歐股明年獲利將成長約20%。根據星展集團的分析，這三個產業的獲利均可望優於市場預期；但是，銀行類股則可能繼續面臨負殖利率和準備金不確定性的壓力。

圖3：儘管獲利復甦，但本益比仍然偏高



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

具全球競爭力的企業

許多歐洲公司具有全球競爭力，包含自動化、製藥、科技和服務以及全球奢侈品牌。

星展集團認為，隨著全球經濟重新開放以及部份產業的獲利於明年出現V型復甦，落後者將可能有很強的追趕性。全球採購經理人指數（PMI）的回升預示著這種情況將會持續。

具防禦性的醫療保健類股

醫療保健類股仍然具備防禦性。過去，醫療保健類股的評價面通常高於整體市場，但目前卻是處於折價的情況（圖4）。星展集團認為折價是不合理的，因為相關產業可望受惠於人口結構老化的長期趨勢和肺炎疫情導致經濟前景的不確定性。

圖4：醫療保健類股應享有更高的本益比



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

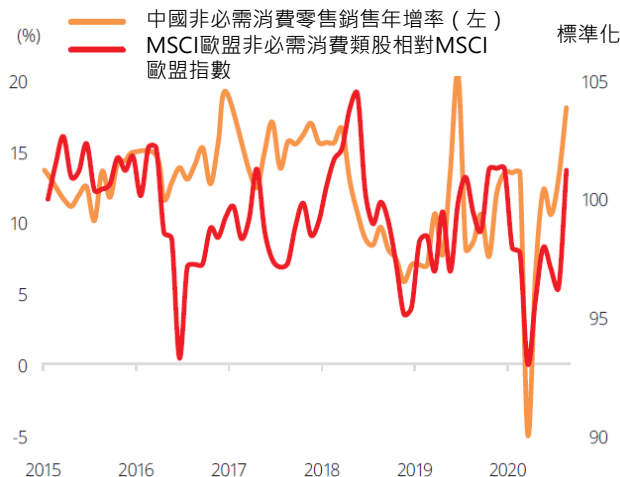
在藥品延遲審批、強勢歐元以及供應鏈中斷等利空威脅過後，醫療保健類股的評價可望獲得重估（re-rating）。

目前市場預期未來12個月獲利可望強勁回升。相較於MSCI歐洲指數，醫療保健類股的獲利趨勢更佳，且評價面更便宜。

非必需消費類股：肺炎疫情的受害者

星展集團也認為，非必需消費類股具有韌性，歐洲的非必需消費品產業是肺炎疫情的受害者。千禧世代消費行為的長期趨勢（如活動服裝、小配件和在外用餐的支出）可望支持非必需消費產業的營收。千禧世代還花更多的時間在網路上娛樂、購物與股票交易。收入較高者（受疫情的影響較小）也將支撐奢侈品的消費。全球型的歐洲企業的復甦將會優於其他企業，因為在肺炎疫情之後，部份國家（如中國）有較佳的控制疫情的成果，有較強的消費者信心（圖5）。

圖5：中國非必需消費回升有利於歐洲非必需消費類股



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

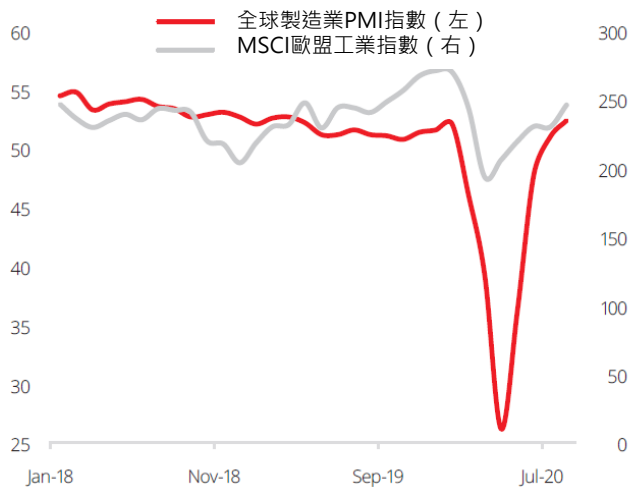
工業類股的前景喜憂參半

產業復甦的前景主要取決於週期性；隨著全球經濟從肺炎疫情中復甦，企業投資可望恢復（圖6）。星展集團認為，受肺炎疫情的影響，應會有更多的創新，應持正面的看法。主要驅動因素：1) 中美貿易爭端和旅行封鎖導致供應鏈中斷，促使企業考慮將供應鏈移回國內；2) 由於社交距離措施和待在家中，採用自動化和人工智慧（AI）已成為新常態；並且為了降低未來的肺炎疫情風險，必須重新設計製造和工作流程；3) 另外，個別歐洲國家和歐盟正在訂定財政計劃藉以促進經濟成長。德國總理已藉此機會將德國的救援方案，包含改革與產業升級，以“展望未來”來改革德國的經濟。



Source: Unsplash

圖6：歐洲工業類股可望隨全球PMI的復甦而反彈



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖7：銀行類股需要趨於陡峭的殖利率曲線



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

德國將撥出1000億歐元用於在AI、電池和清潔能源，並培養當地業者，包括採取措施保護公司免受外國競爭以及減少對海外供應鏈的依賴。還將為基礎設施項目預留支出於數位化、安全、防禦、5G數據網絡、鐵路升級以及曾加電動汽車激勵措施。星展集團相信，藉由這些舉措，歐洲的工業和科技業可望逐漸復甦。

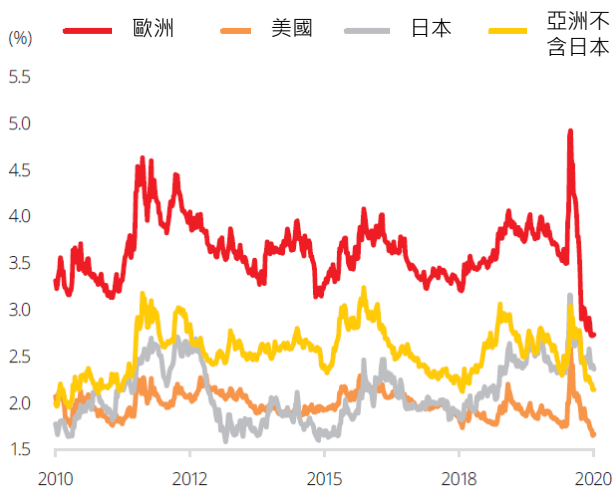
謹慎看待銀行股

星展集團繼續謹慎看待歐洲銀行股，因為預期歐洲的殖利率仍將處於負值，而殖利率曲線也將持續呈現倒掛（圖7）。儘管全球採購經理人指數（PMI）出現一些復甦的跡象，但歐洲央行可能更擔心下滑的風險，並將維持寬鬆政策一段時間。在歐洲，通膨率仍為負數，一旦取消支撐就業市場的措施，失業率可能開始上升，而歐元的升值也使以出口為導向的歐元區復甦變得更為複雜。在近期的回升後，殖利率進一步上升可能有其難度。

一個需要考慮收益的地區

儘管調降了股息，但歐洲仍是主要市場中股息殖利率最高的地區之一（圖8），與負債券殖利率（負0.4%）相比，仍被認為具有吸引力。因此，星展集團將繼續從已經在上半年揭露股息計劃的公司中尋找合適的標的。藉削減成本、去槓桿化、資產出售或併購活動加快重組計劃，這些企業的資產負債表應會較為健全。星展集團認為，隨著油價逐漸回升至每桶40美元，歐洲大型綜合能源企業的配息仍具吸引力。然而，由於政府政策干預了銀行股息的發放，銀行股息將受到影響。不過，星展集團仍然看好AT1，因為它們較不會受到政策改變的影響；同時也看好歐洲高收益債。

圖8：歐洲股息殖利率仍是主要市場中最高的



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月



英國脫歐：歐盟和英國均會面臨更高關稅

隨著英國準備在年底前退出歐盟，雙方的談判人員都試圖達成協議，期待在10月中旬前達成協議，以便在截止日前及時通過脫歐協議（圖9）。對星展集團認為，無論是否達成協議，英國脫歐將意味著兩者間的貿易和服務將受到更多限制，且雙方的關稅都將提高。目前的談判是確定新的稅率以及受關稅影響或被禁止的商品和服務清單。在這兩者之間，英國更加依賴其與歐盟的貿易。過去五年，歐盟佔英國總出口額的均值為46%；歐盟同時也是英國最大的進口來源（圖10）。

相反的，歐盟對英國的出口僅佔總出口額的4%。加上其他不確定因素，包括行動自由、服務、運輸、數據、知識產權、能源、捕魚、治理、外交政策、安全和國防，星展集團認為英國仍有很多項目需要消化。英國首相強森（Boris Johnson）曾經承諾英國將

迎來“黃金時代”，但能否實現多數承諾，還有待觀察。

因此，在過渡期結束時，星展集團保守看待英國，並預期歐盟的表現將相對優於英國。

此事件的風險和機遇包括：1) 德國目前相對較佳的表現可能無法持續，因為其出口受到新關稅的影響最大；2) 英國可能會採取貨幣貶值的政策，以使其出口更具競爭力；3) 考慮到與歐盟之間的利差，英國仍有量化寬鬆政策擴張和降息的空間。

需要選股的區域

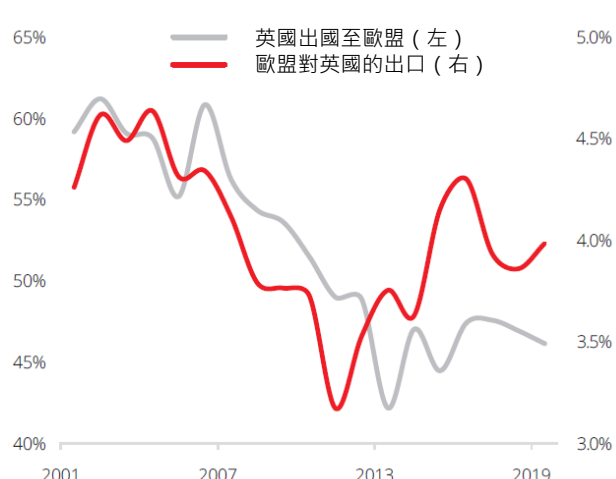
歐洲地區是典型需要選股的市場，由下而上的研究可以發掘亮點，具有全球競爭力，並且在新常態下處於有利地位的企業，且配發良好的股息。星展集團維持“看淡歐股”的觀點。

圖9：英國股市-脫歐談判開始以來，表現不佳；時間有限



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖10：英國相當依賴對歐洲的出口



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月



 DBS

Live more,
Bank less

2020年第4季 日本股市

後安倍時代 投資機會

日本股市

日本東證一倍指數自3月底點以來持續反彈，3月至第3季底約上漲了20%，第3季上漲了約4%。儘管日本經濟嚴重衰退，但股市仍表現出一定的韌性。在經歷了兩個季度的萎縮後，第2季經濟進一步萎縮。預計第3季可望呈現成長，但隨著日本繼續努力控疫，成長幅度可能會低於市場預期。

由於美國和日本的政治不確定性，星展集團謹慎看待日股第4季的表現。日本第2季GDP數據低於市場預期，經濟疲弱趨勢蔓延各個層面（包括個人消費、企業投資、住房投資、政府支出和出口），對景氣復甦形成威脅（圖1）。

官方和央行的大規模刺激和援助措施支撐了破產和失業人數激增的趨勢，但仍不足以抵消經濟下滑的影響。人

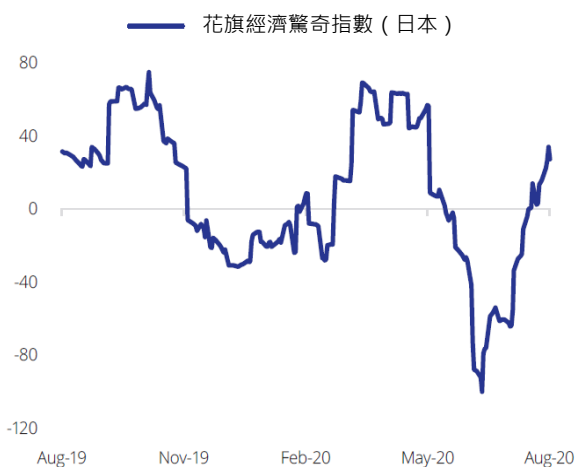
們擔心的是，一旦公共政策支持期滿，且新增病例數未見緩和，經濟可能無法復甦。

星展集團將日本今年的GDP預測從負3.0%進一步下調至負5.0%，並預估第3季將成長17%，第4季則是成長10%。如果下半年景氣呈現W形復甦，全年GDP萎縮幅度將超過5.5%。

再見，安倍！

日本首相安倍晉三提前下台，將為金融市場帶來不確定性。市場擔心“安倍經濟學”是否延續。2013年，在經過了長達20年的通縮後，安倍晉三與日本央行行長黑田東彥共同製定了日本振興經濟計劃，包括財政擴張、貨幣寬鬆和結構改革的“三支箭”（圖2）。

圖1：直到8月，經濟驚喜指數仍為負值



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖2：安倍經濟學的特點是名目GDP上升、弱勢日圓和股市上漲



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

安倍任職期間，安倍經濟學確實提振日本經濟成長高於之前的水準。但是，關於安倍經濟學成功與否的評論分歧，因為並未達到2%的目標通膨率，通膨率仍然處於0%左右。但是出口、就業和生產率都有所提升，從名目上來說，2013年以來（除2020年）GDP持續呈現成長。

2013年至2018年，受惠於安倍經濟學，東證一部指數上漲了一倍。安倍經濟學帶來的穩定性來自於計劃的存在，日圓的貶值以及日本央行買進股票，這些有助於支持市場氛圍和出口。

安倍的得力助手菅義偉將接任首相的職務，這讓市場鬆了一口氣。財務大臣麻生太郎和日本央行行長黑田東彥也將繼任，這將確保貨幣政策得以延續；“低債券殖利率維持更長一段時間”和弱勢日圓政策可望持續。菅義偉還專注於改革，這是安倍經濟學的“第三箭”。他致力於明年的奧運會，並專注於推進行政改革和數位化。

儘管如此，未來12個月，他還需要藉由大選重新確認擔任首相一職。在此期間，國內經濟復甦和肺炎疫情非常重要，因為這將影響他在大選的表現。同時，日本與中國、南韓和美國的外交政策關係也存在不確定性。

市場表現平淡

除了安倍提前下台，市場還面臨著許多其他問題。除了國內政治外，對美國大選後政策的不確定性也將影響美日關係和在美國有業務的日本企業。

在肺炎疫情方面，多位專家預測，如果目前第2波疫情未控制得宜，則秋季疫情可能會再起。之前延期的2020年東京奧運是否取消也需做出決定。因此，直到疫苗成功上市，相信日股將表現平干。

圖3：弱勢日圓，有利日股表現



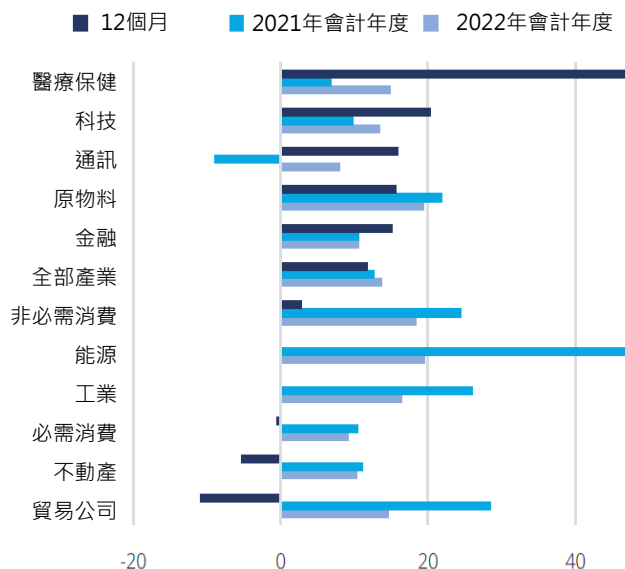
資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

科技、醫療保健和疫苗

日股缺乏上漲的利多因素，可能隨美股波動，尤其是在科技和醫療保健產業。這兩個高速成長的產業將很可能繼續吸引投資人興趣並支撐整個市場。

同時，隨著政府、企業和學者加快努力，尤其是在經濟、政治和生命受到威脅的情況下，疫苗研發的競賽愈演愈烈。疫苗若成功上市，股市也可望受惠。

圖4：產業盈餘成長率（%）



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

企業財報季和前瞻指引的結果提供了受疫情影響的線索以及對未來12個月的展望。2021年會計年度（FY）的前景仍具高度不確定性，2022年FY也是如此。預期醫療保健、科技和原物料產業的利潤將連續第二年呈現成長，但其他週期性行業的獲利（如能源、非必需消費和工業）在2020年FY呈現下滑後，將呈現V型復甦。巴菲特（Warren Buffet）最近收購了日本貿易公司，這便是另一個可能出現V形復甦的行業。

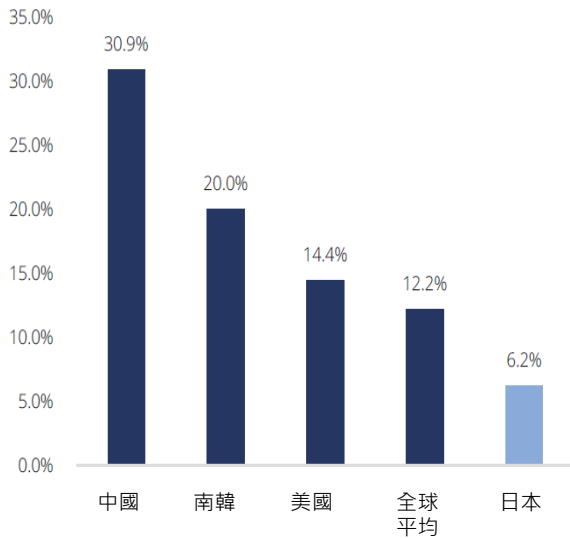
考量到產業的變化，日本是需要選股的市場，從下而上的研究可以幫助發現投資亮點。

表1為主要的領先主題和投資想法。



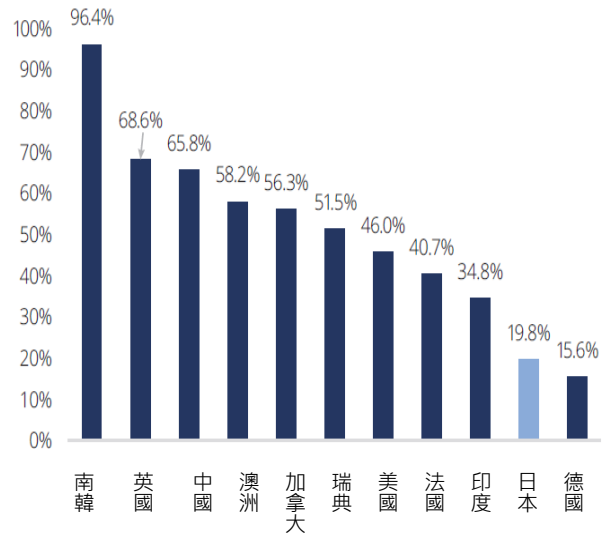
Source: Unsplash

圖5：2018年電子商務佔零售總額的百分比



資料來源：Japan Ministry of Economy Trade and Industry, emarketer.com, digitalcommerce360

圖6：無現金支付率低，對數位化支付解決方案的需求將加速



資料來源：BIS, SuMi TRUST 截至2016年

表1：日本主要投資主題

產業 / 主題	因素 / 投資想法
科技	<p>科技業是贏家；受惠於長期的成長趨勢，其中包括人口變化（人口老化和勞動力短缺）、千禧世代的全球轉型生活方式（消費模式的變化、遊戲文化的興起、各種休閒活動的興起）以及物聯網（電子商務、雲端運算與自動化）的興起。</p> <p>危機也明顯加速了數位化和科技的運用，包括工作、學校、購物、醫療和娛樂，以及產生了對5G、雲端運算和科技解決方案的需求。</p> <p>日本的科技產業在創新和規模上可能落後美國，但它有適應其自身文化的能力。具有策略適應這些長期趨勢的公司將成為長期贏家。</p>
科技服務	<p>日本的科技服務業受多種因素驅動，其中包括：1) 人口老化導致嚴重的勞動力短缺；2) 工作方式改革；3) 次世代科技的興起包括雲端、大數據和人工智能。由於在家工作（WFH）趨勢開始浮出水面，危機對科技服務的需求也將變得更加緊迫，導致對B2B（企業對企業）和通訊工具（如線上會議、商務溝通、虛擬桌面基礎結構（VDI）數位化銀行、身份驗證安全性）的需求增加，以及可以幫助減少用紙並提高生產率的產品。</p> <p>隨著行為方式的改變，後疫情時代，日本的科技服務業充滿了機會。</p>

產業 / 主題	因素 / 投資想法
數位化支付	<p>根據國際清算銀行 (BIS) 在2017年所做的一項研究，日本的無現金支付比率較低，約為20%。從歷史上看，這是出於謹慎和缺乏必要性的因素，因為日本的犯罪率很低，而且近零利率也無法激勵人們將其現金轉換為存款或其他“數位”資產。隨著非接觸式和社會距離措施改變了現金處理方式，這在肺炎疫情後可能會迅速改變。政府正在努力將這一比例在2025年提升至40%左右，並且自2019年10月以來已經開始提供無現金支付的折扣。</p>
電子商務	<p>未來十年，日本電子商務需求的潛在成長應高於其他成熟經濟體。日本的電子商務採用率仍然很低，僅佔零售額約6%（而全球平均為12%，且在成熟國家較高），這意味著仍有相當大的成長潛力。</p> <p>由於留在家中的趨勢，對電子商務的強勁需求已在全球得到見證，包括日本。星展集團認為這，可能在日本具有變革性，因為隨著網路的發展，對數位化支付的行為態度的改變可能是緊要關頭，而這正是WFH的新常態所加速帶動的。</p>
物流J-REIT (日本不動產投資信託)	<p>儘管在3月份股市拋售後已經大幅反彈，但星展集團仍偏好大型物流J-REIT的防禦性投資組合。規模較大的J-REIT，由於信譽良好的贊助商而擁有更新、更高質量的資產，往往表現優於物流產業。由於對物流資產的強勁需求，即使在2008年全球金融危機期間，該行業的使用率也一直穩定在98-100%的水準。</p> <p>由於留在家中的趨勢對電子商務的強勁需求，大型物流房東評論說，這些3PL租戶在疫情期間持平至小幅成長，這抵消了諸如服裝等和出口的疲弱。</p>
醫療保健	<p>在疫情最嚴重的時候，藥品銷售和醫療服務可能會中斷，但無論如何，基本醫療服務都必須恢復。對疫苗和治療的追求，促進健康、安全的生活質量以及人口老齡化將推動該領域的發展。在日本，這種長期趨勢是非常明顯的。</p> <p>日本醫療保健部門擁有許多有專利的製藥公司和醫療器械公司，它們是全球市場的領導者之一。部份公司也在擴大其網路以及向海外擴展機會。</p>
待在家作任何事	<p>花更多的時間在家裡享受娛樂，也將意味著在家提升使用視頻遊戲產業以及一系列數位化消費電子產品（如筆記本電腦、印表機和空調）。能夠掌握數位化技術轉移的形式，把握商機並促進在網路銷售和數位化行銷的公司將是主要的贏家。</p>
工業	<p>該產業的整體而言表現不佳，正在尋找疫情後復甦的受益者的投資者可以在這裡尋求價值投資。可以從長期增長趨勢和新常態中受益投資機會。</p> <p>巴菲特 (Warren Buffet) 最近收購了五家貿易公司，其行業涵蓋了從能源和大宗商品到醫院和輪胎銷售的各個行業，以及包括科技、醫療保健甚至航太的增長領域。從疫情和中美貿易戰造成的損害中，它們可望是受惠的復甦產業。</p>

產業 / 主題	因素 / 投資想法
自動化	<p>日本企業在自動化、機電一體化和精密製造等領域表現出色。特別是在自動化技術方面日益強大的能力，是受到人口減少和老齡化帶來的負面影響的迫切需求所驅動。</p> <p>在疫情之後，最大限度地減少聯繫和經濟活動空前減少的需求將推動工廠自動化的增長，並加速數位化創新以提高生產率。</p>
旅遊	<p>旅遊業是受肺炎疫情影響最嚴重的產業，其復甦可能需要時間。如果奧運會取消，其復甦時間可能更長。</p> <p>作為財政刺激計劃的一部分，“旅行”是日本政府的一項補貼，旨在鼓勵國內旅行以促進經濟增長。</p> <p>短期內該產可能會有所緩解，評價面可能會正常化，但是在發現疫苗之前，該產業仍面臨很多不確定性。選擇性挑選在疫情後具有策略性的生存，轉型和獲得市占比的企業。</p>
美國選舉不確定因素	<p>如果民主黨候選人拜登 (Joe Biden) 在選舉中獲勝，有美國業務的公司將面臨不確定性，這可能導致公司稅率提高和所得稅提升。汽車行業最容易遭受這種風險。</p>
日本的領導階級過渡時期	<p>由於安倍經濟學的延續性目前受到質疑，日圓在安倍離職後可能會升值。日圓走升不利於出口產業和整體市場。電信業可能面臨監管法規風險。</p>
疫情後贏家-擁有強勁的資產負債表	<p>日本股票市場的一個獨特特徵是擁有大量現金資產負債表的公司。由於不願使用槓桿的公司普遍具有規避風險的心態，再加上安倍經濟學時代的公司利潤增加。</p> <p>在日本受疫情影響的公司若具備 (1) 長期成長前景樂觀，並且 (2) 資產負債表實力足以承受景氣不佳的時期，那可能具落後補漲機會，例如化妝品和人力招聘公司。</p>



2020年第4季 亞洲不含日本股市

經濟重啟

亞洲不含日本股市

亞股在3月份觸底後隨全球股市反彈，主要受寬鬆的貨幣政策和景氣刺激措施提振信心。

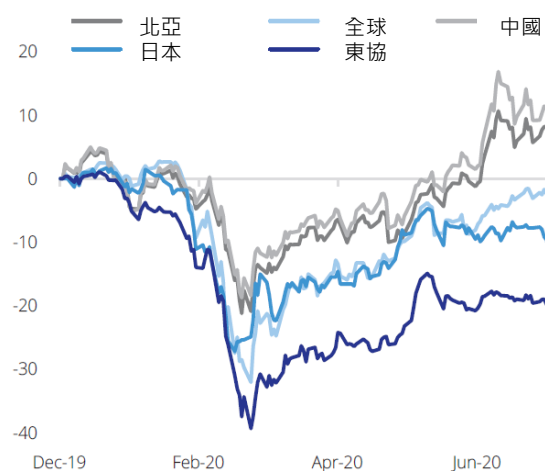
亞洲主要市場中，中國股市相對其他亞股穩定。以美元計價，中國和北亞股市上漲超過10%（圖1）。日本和東協股市仍呈現負報酬率，分別下跌約5%和近20%。

在此期間，北亞企業盈利預估自5月以來一直保持穩定（圖2）。北亞經濟體從疫情中復甦的速度較全球其他地區快。

肺炎疫情意外的爆發已嚴重破壞了全球經濟成長、企業營運和人們日常活動，以至於甚至推遲了高等教育機構的重新開放。儘管如此，儘管如此，決策者持續的承諾和共同努力，支撐國內經濟。

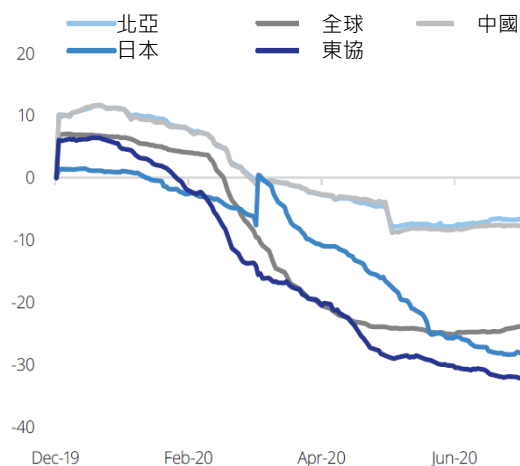
亞洲不含日本，部分行業表現出了更好的能力，符合投資總監看好的趨勢，例如數位化、半導體、5G、電子商務、內需消費、電子競技和醫療保健（圖3）。這些行業的企業獲利前景不僅毫髮無損，而且可能較去年更加穩健，因為它們從事的業務受惠於疫情引起的變化。

圖1：亞洲股市今年以來表現



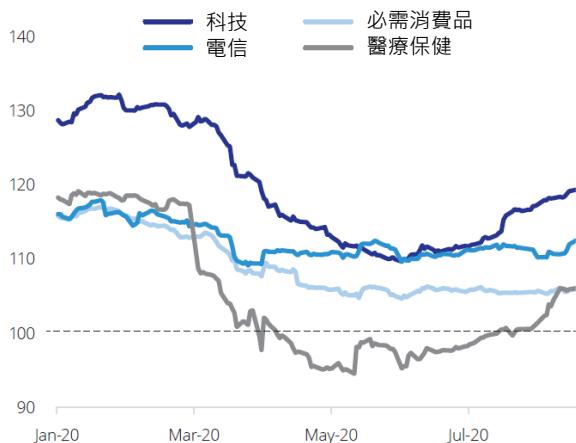
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖2：亞洲地區盈餘成長前景分歧



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖3：亞洲不含日本地區獲利前景強勁的產業



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

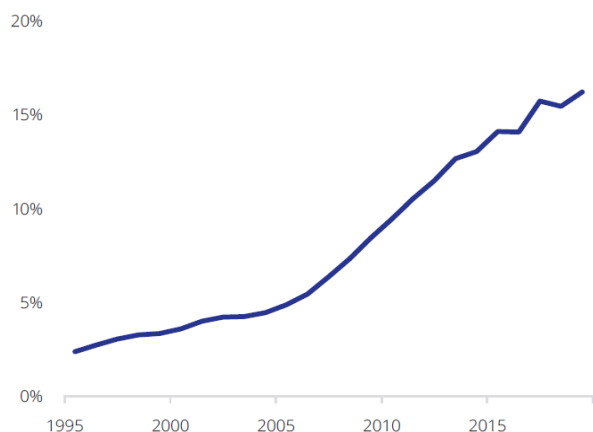
值得注意的是，2019年中國經濟佔全球比重上升至16%；在過去24年這是一項可觀的成就（圖4），這要歸功於不斷的改革，它改變了國家，並使產業朝著價值鏈的上游發展。

中國受到貿易緊張局勢的影響小於預期，由於國內消費在經濟中的比重上升，在疫情期間，它也表現出了韌性。

國際貨幣基金組織（IMF）預期，至2020年，全球第二大經濟體中國將成長1%，而全球經濟則是衰退4.9%。工業生產的復甦和第2季GDP回升證明了其有效的政策措施（圖5）和當地經濟的韌性。

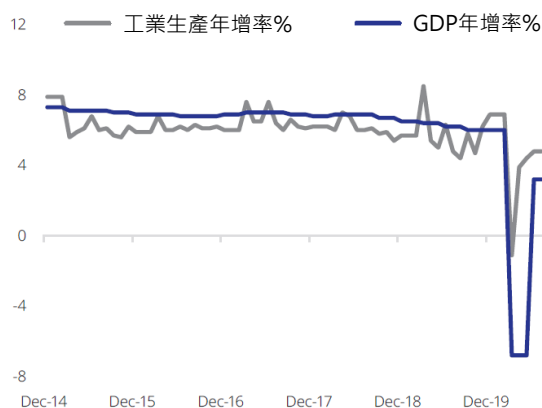


圖4：中國GDP佔全球GDP比重（1995-2019）



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖5：工業生產領先復甦



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

亞洲半導體：搭上數位化潮流

隨著科技創新，全球對智能設備、雲端運算、物聯網和半導體的需求穩定。這對北亞和全球科技產業（如設備製造商、IC設計公司和晶圓代工廠商）而言是個好跡象。按人均進口晶片數量計算，中國仍然是半導體組件和IC的最大購買國（圖6）。過去15年，這種穩定的上升趨勢受到中國龐大供應鏈的推動，從而淘汰了越來越多的設備；更重要的是，中國將價值鏈向上轉移到本地製造先進設備的能力。

亞洲科技產業憑藉長期存在科技供應鏈中的優勢，可以順應全球數位化和網路連通性趨勢。亞洲科技業者在晶圓代工廠、IC設計、記憶體（DRAM、NAND）以及半導體後端封裝和測試等領域脫穎而出；以及組件裝配、印刷電路板、金屬外殼、面板、聲學、觸碰感測器、智慧型手機相機和其他被動原件。

顯然地，今年第2季以來，日本每月對中國、韓國和台灣的晶片出口仍然保持強勁，因為供應鏈迅速恢復了運作（圖7）。

亞洲半導體領域涵蓋IC設計、設備、晶圓代工廠、封裝測試和記憶體等領域的公司。2005年以來，已證明其能夠提供穩定的收益，平均EBITDA利潤率約為27%（圖8）。值得注意的是，利潤率一直保持在或高於2013年以來的平均水準。

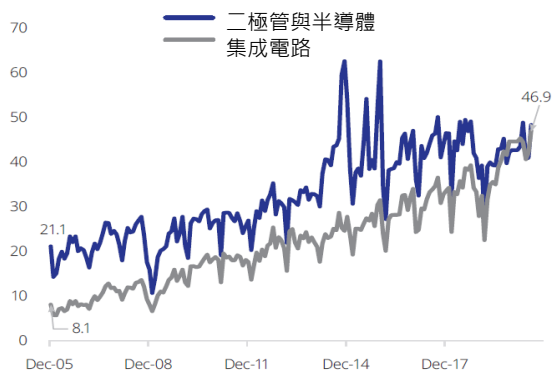
科技進步，增加製造業自給自足的舉措以及終端市場的擴大是支持大中華地區半導體及相關行業發展的因素。

全球上游科技的下一場大競賽將轉向人工智能IC，以提供更複雜的處理和自我學習功能。亞洲供應鏈無疑將成為這一新趨勢的一部分。

偏好上游半導體和IC設計公司，因為他們在引領科技發展，具強大的定價能力以及更好的盈利能力。例如，

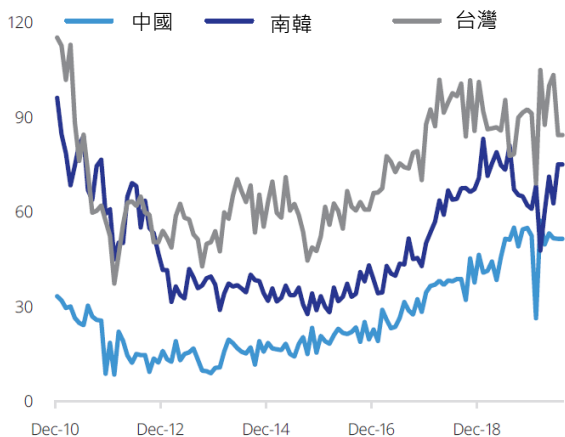
由於出現了新設備（例如智慧型手機，雲端計算，高性能計算和物聯網），亞洲領先的晶圓代工廠的營業利潤率在過去八年一直保持在35%左右。相比之下，下游零組件供應鏈的獲利能力仍陷於低個位數成長。

圖6：半導體進口量上升（2005年12月至2020年7月；單位/每人）



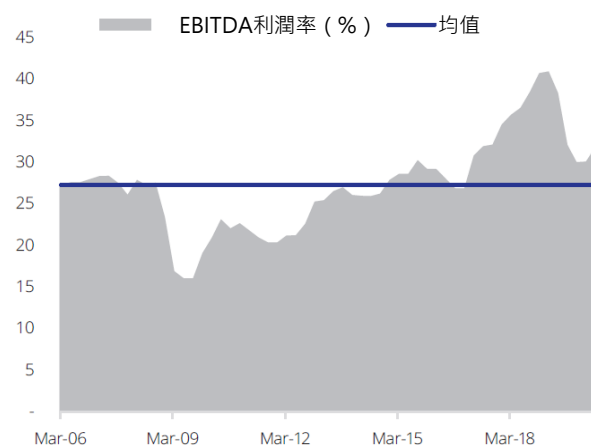
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖7：日本半導體晶圓出口（2005年12月至2020年7月；百萬美元/月）



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖8：亞洲科技類股獲利穩健（2006年12月至2020年6月）



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

中國股票：代表性上升中

中國股市繼續吸引資金流入，基於其特殊的投資地位。除了全球和區域投資組合經理為多元化分散投資外，中國股市還有以下特色：

1. 國內經濟恢復較快
2. 內需營收佔比較高
3. 政府加強刺激措施
4. 謹慎的政策調整
5. 中國新經濟產業

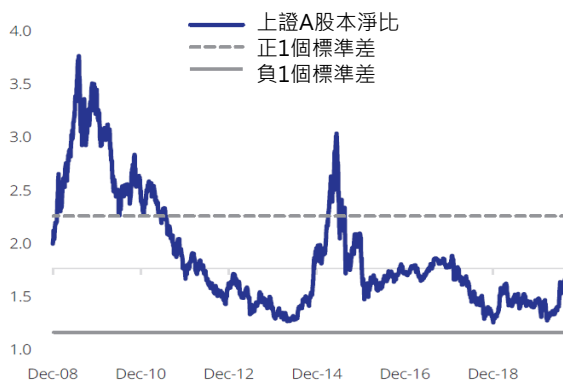
中國股市在全球性指數中的代表性持續呈現上升。在新興市場中，中國股市現在的權重約35%，是十年前的兩倍。在全球股票指數中，權重幾乎增加了兩倍，達4.5至4.7%（圖9）。這證明了中國股市在全球指數中的重要性日益提高。

圖9：中國股市在全球指數中的權重不斷上升
(2009年12月至2020年8月)



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖10：評價面並未高估



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

星展集團對中國股市仍持正面觀點，因為在持續轉型、國內消費增加以及包括新經濟領域在內的市場改革的推動下，它們為企業提供了長期強勁的獲利增長，為投資者提供了具吸引力的回報和評價面（圖10）。

東協持續復甦中

投資人對東協的信心在第3季因總經面的失望和對市場的不利影響而下滑。即使通常預期結果不佳，也需要確認評估不利因素，以及是否可以在下半年恢復成長。基於經濟將逐漸開放的基本假設，東協經濟狀況和市場表現最壞情況應該已經過去。但是，對於經濟復甦的速度仍缺乏信心。

東協是全球表現最差的市場一之，包括新加坡、泰國、印尼和菲律賓。該地區的旅遊業、外國資金流入和出口與外部經濟息息相關，因此受到疫情的嚴重影響。但是，一旦全球風險偏好回升、美元走軟以及全球尋求價值投資，投資人可望再度青睞新興市場，東協地區也可望有強勁的復甦。

預期東協地區的獲利將回到2014年的水準（圖11）。該地區落後於全球預估的主要原因之一是缺乏科技業，因此沒有參與全球科技類股的反彈。

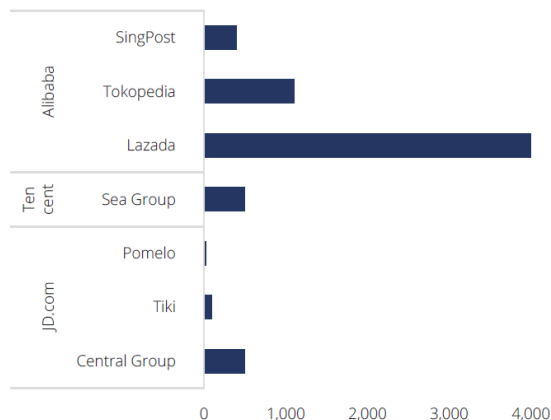


圖11：東協企業獲利可望於明年復甦



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖12：大型科技公司對東協電子商務的投資 (百萬美元)



資料來源：TLG Commerce，星展集團 2020年9月

實際上，一些較小的科技術和醫療保健類股表現良好。馬來西亞的手套企業今年以來上漲了約330%，主要受惠於肺炎疫情。

儘管出現了肺炎疫情，但隨著投資環境改善、強勁的經濟成長、人口眾多的消費市場、中產階級增加以及區域整合，東協地區投資前景是樂觀的。疫情過後，外國直接投資可望重回東協（圖12）。一些產業例如礦業具投資吸引力，因為：

1. 大宗商品價格回升
2. 工業和經濟穩定成長，有利東協地區的基礎設施發展
3. 作為供應鏈多元化戰略，東協地區製造和服務領域的競爭力

此外，數位化經濟中新興的投資機會將推動更多的全球數位化公司採用區域性策略，藉以在競爭激烈的市場中受益於網路效應和可擴展性。從股價淨值比（本淨比）的角度（圖13），東協股市評價面遭到低估了。泰國、印尼和新加坡明年有復甦的機會。



圖13：東協本淨比接近歷史低檔



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖14：泰國消費者信心指數已觸底



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

泰國。一個高度依賴旅遊業的國家，市場的表現將取決於全球旅遊活動復甦的動能。旅遊業約佔該國GDP約15至20%（直接和間接）。目前，泰國央行預估遊客人數將從2019年的4,000萬人下降至2020年的800萬人，2021年回升至1600萬人。儘管預期在2021年將成長一倍，但這僅相當於疫情前的40%。旅遊業應氛圍和業務情況應可見改善；但該行業的EBITDA利潤率至少需要維持於30至40%的水準才能達到損益兩平；若要獲利，則需要更高的水準。

展望明年景氣復甦，留意週期性循環類股，例如能源、商業、食品和醫療保健產業，這些產業明年獲利應可見強勁復甦（圖14）。

印尼。在逐步開放經濟和財政刺激計劃以及美元疲軟的推動下，印尼第3季呈現復甦走勢；預期印尼政府將透過強有力的財政和貨幣刺激措施，使經濟恢復正常，並支持股市表現。作為

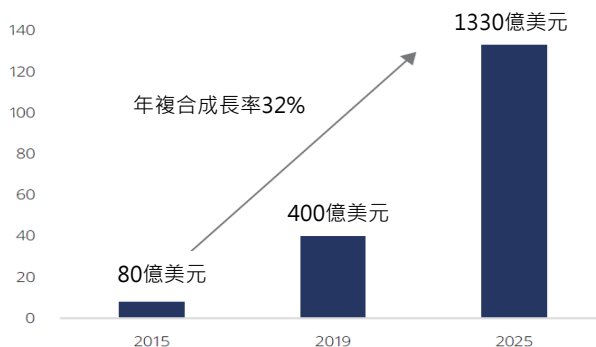
東協最大的消費市場，預計印尼的經濟將相對具韌性。儘管消費和投資減少了，在疫情之後，可以看到消費模式的一些變化，從中發現新的投資趨勢和機會。

根據最近進行的線上消費者行為調查，關鍵的發現有：

1. 大部份消費者對健康和衛生議題開始重視。
2. 家用餐食的消費比重激增至69%，而疫情之前則為42%。
3. 隨著人們似乎越來越喜歡在家享受私人時間，家庭已經成為娛樂的新場所。
4. 電子商務的運用加快了網路購物，因為網路銷售為消費者（待在家）滿足了消費者的需求。
5. 傳統雜貨店銷售市佔率流失，原因是社會安全距離措施在傳統市場中對生鮮產品的獲取受到限制，以及對安全和衛生的意識提高。

這些發現加強了星展集團對疫情後加速數位化的信念。對於印尼而言，這種趨勢可以使許多行業受惠，例如銀行、電信和電子商務平台。可以透過銷售通路和地域多元化來適應新常態的公司，在第三方平台的支持下在網上或B2C（企業對消費者）銷售平台上執行，以及增強本身網路平台的公司很可能成為後疫情時代的贏家（圖15）。

圖15：印尼網路經濟蓄勢待發，預估2015年至2025年間的複合年成長率為32%



資料來源：Google, Temasek, and Bain “e-Economy SEA 2019” report，星展集團 2020年9月

新加坡。一個週期性市場，但新加坡股市的表現不如他國家，主要因為指數成分中幾乎沒有科技和醫療保健類股，因此海峽時報指數（STI）沒有參與到科技股的反彈。一些較小的科技公司、醫療保健和物流公司實際上表現良好。整體盈餘成長率在今年下滑24%之後，預估明年將成長19%。週期性股票的前景可能會帶動獲利和評價面的提升。

第2季GDP成長率已是最差的情況，但諸如失業率之類的落後指標可能會上升，若沒有政府的支持措施後，可能使更多公司破產。根據新加坡商業聯合會的一項調查，接受調查的公司中有20%預期在未來12個月可能裁員。因此，銀行準備金可能仍會增加。但是，大多數銀行已根據金管局的指令宣佈減少股息；不過，在股息殖利率的支持下，銀行類股的表現可望趨穩。

儘管股價已反應很多負面因素，但STI仍需等待全球風險偏好回升和資金回流才能完全表現其價值。星展集團看好穩定復甦的新加坡房地產投資信託（S-REITs）。工業和物流房地產投資信託受疫情影響較小；實際上，其受惠後疫情時代的新常態，電子商務活動的增加。另一方面，多數辦公、零售和酒店REITs都調降了股息。整體而言，星展集團認為S-REITs目前收益率具吸引力，明年也可望穩定復甦（圖16）。

圖16：新加坡REITs收益率



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

表1：亞洲精選投資主題

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
	印尼銀行 / 電訊
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

資料來源：星展集團 2020年9月



2020年第4季 全球信貸市場

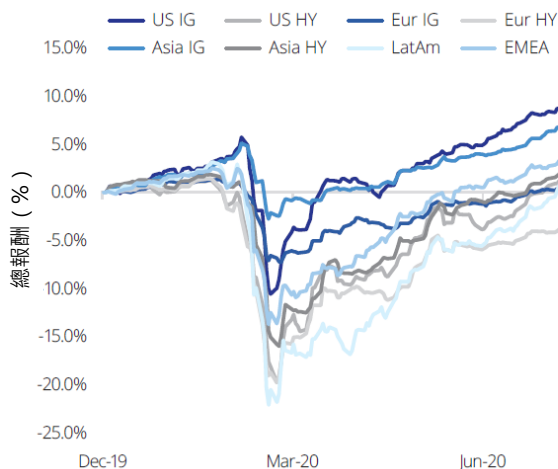
歐洲高收益市場的新曙光

全球信貸市場

持續投資策略 (time in the market) 優於擇時入市策略 (market timing)。由於2020年大部分時間市場波動度偏高，交易員反覆的低買高賣藉以獲得可觀的收益。然而，對於一般投資人而言，還有一種更簡單的策略，就是持續投資 (圖1)。

沒有兩個危機是完全一樣。這場危機起源於實體經濟，而不是金融體系 (如2008年)，需要一套新穎的解決方案。由於全球經濟封鎖，因此資金是否流入有需求的企業至關重要。政策制定者採取前所未有的刺激措施，甚至直接購買公司債，確保信貸市場有良好的流動性，進而了解問題的癥結點。這也支撐了公司債的反彈，而這種反彈可能比最初的拋售更為引人注目。

圖1：今年以來，多數信貸市場均為正報酬

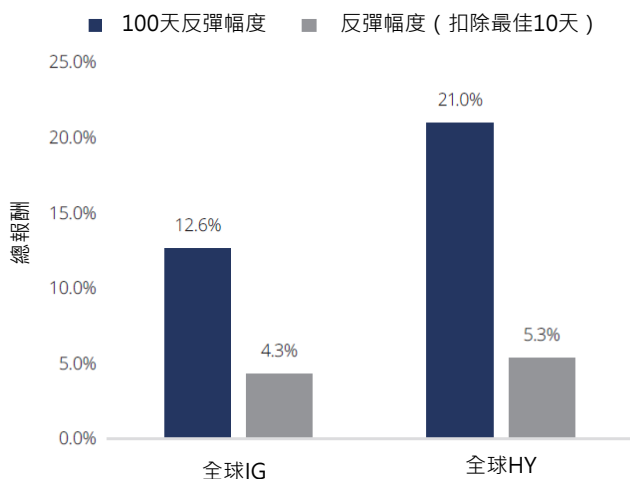


資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

錯誤的決策影響投資績效。傳奇投資人林奇 (Peter Lynch) 曾說：“投資人試圖去預期修正所損失的資金，要比修正本身的損失更多”。今年三月有關疫情新聞導致的恐懼，使投資人談論衰退和經濟數據不佳的情況下將導致更進一步的下跌，並使投資人對自己造成了損害。

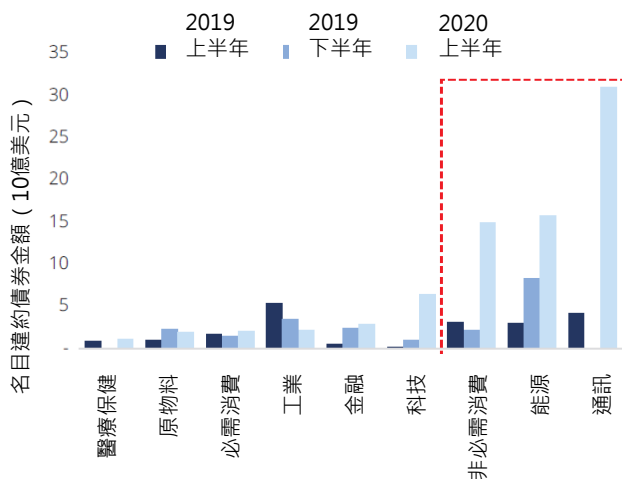
擇時投資信貸市場需要高度的精準度。復甦前景的不均衡使擇時重新佈局信貸市場更加複雜與困難。星展集團將100天的反彈歸類為從3月23日的市場底部到6月30日。值得注意的是，錯失100天中最好的10天或錯誤的10%的時間退出市場，意味著投資等級債 (IG) 的報酬差異為8.3%，高收益債 (HY) 的報酬差異為15.7%；這尚未包含超過100個基點的買賣價差，在不確定性較大的情況下，這將對交易收益造成額外的損失 (圖2)。

圖2：僅僅錯過了反彈最佳的10天，大大降低了報酬



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖3：2020年所推出前所未見的政策，並未阻止產業前景不佳的違約率上升



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

溫故知新。 儘管市場回升的過程仍受到疫情的影響而存在不確定性和地緣政治的不穩定，但投資人仍可以從迄今為止的三個危機中理解到優化信貸組合並維持投資的重要性。

- 1. 信貸市場必須正常運作** – 政策制定者將盡一切努力成為最後的流動性提供者，防止因信貸市場流動性問題所導致的全面性衰退。
- 2. 政策制定者參與市場** – 多國央行積極降息、採取量化寬鬆措施、直接投資信貸市場和提供貸款 (main street lending)，央行堅定地承諾不會過早取消相關措施而影響景氣的復甦。
- 3. 市場預期違約率可能上升** – 央行可以提供流動性，但無法阻止違約發生。政策並不是支持投資人購買風險最高的債券，因此星展集團對B / CCC評級的債券看法謹慎。

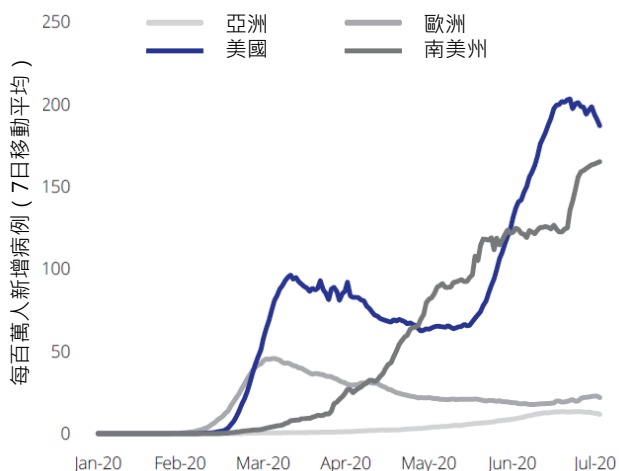
對信貸投資組合的影響。 (a) 由於聯準會 (FED) 3月時提供了緊急貸款便利的支持，信貸市場將不會出現一樣的表現，(b) 在低利率環境下，信用利差可能會趨緊；決策者也希望信貸市場正常運作，使殖利率穩定地處於較低水準，並且在復甦過程中金融環境保持寬鬆，(c) 信用分析避免損失才是關鍵，央行所提供支持流動性的措施，並無法避免違約 (圖3)。

考慮到相對較大的信貸利差、較低的預期違約風險以及央行的支持，看好BBB / BB評等債券。

哪些信貸市場具備相對較佳的價值？ 星展集團持續認為亞洲信貸的基本面和價值面提供相對較佳的價值。全球信貸市場，星展集團同時也相對看好歐洲高收益的潛在利多，並認為很有可能趕上其他信貸市場的表現。

歐盟同意由共同借款資助的新刺激計劃是一項具有里程碑的措施；也是邁向財政整合的一步，藉以補強歐元區已經存在的貨幣聯盟（和部分銀行聯盟）。財政政策協調方面的新突破使結果不再涉及歐盟解體尾端風險（解體主義通常是由成員國的左翼和右翼民粹主義者鼓吹）。體質較差的國家分裂的風險不斷降低，則是提升消費者和商業信心。

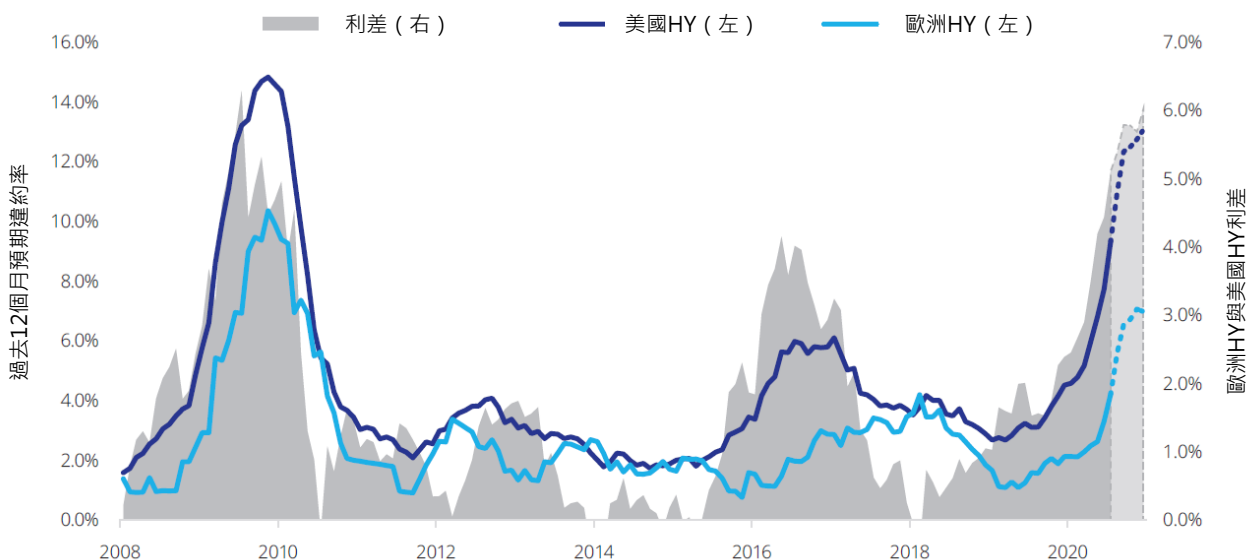
圖4：歐洲疫情獲得控制



資料來源：ourworldindata.org · 星展集團
2020年9月



圖5：歐洲高收益（HY）利差所顯示的是PMI仍處於收縮的情勢，但而IG已反應景氣的改善



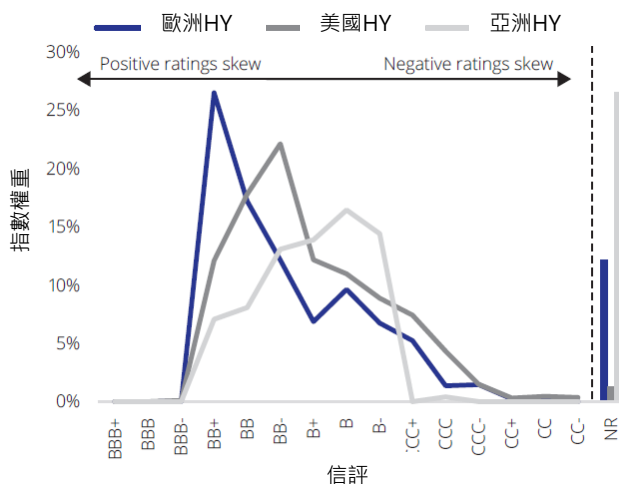
資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

遏制病毒的良性循環。儘管歐洲各個經濟體繼續重新開放，但新增死亡病例仍然較低。這使人們對進一步放寬限制感到信心，長期的成功也可能提升歐洲區域內的旅遊，也將進一步擴大經濟活動。值得注意的是，7月Markit歐元區採購經理人指數（PMI）達54.8，已回升至擴張態勢，反應企業信心正面的改善。

儘管歐洲投資等級債（IG）利差已反應景氣的改善，但歐洲高收益（HY）利差所顯示的是PMI仍處於收縮的情勢；這顯示歐洲信貸仍有表現的空間（圖5）。

正面的評級偏差。與避免信貸投資組合損失的概念相同，由於評級偏向BB評級（最接近投資等級），歐洲HY相對於其他HY在結構上也更具防禦性（圖6）。

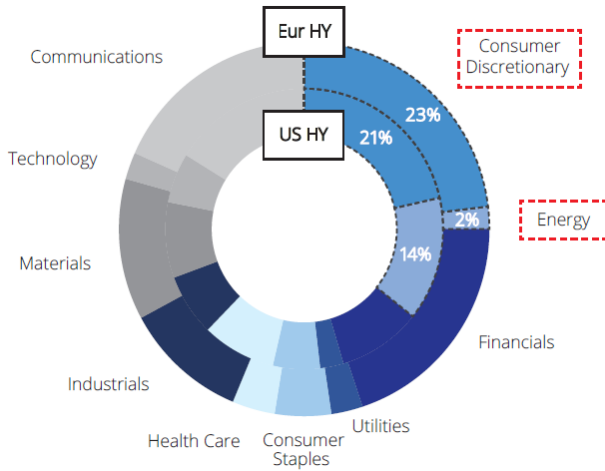
圖6：歐洲高收益債券在結構上偏重於BB評級



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

相對看好歐洲HY。相較於美國HY，歐洲HY面臨困境企業的權重也相對較低（圖7a）。數據顯示，受到疫情的影響，能源和非必須消費產業的降評與違約率最高。

圖7a：陷入困境產業的比率顯示，歐洲HY相對美國HY較佳



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

最值得注意的是，能源產業佔美國HY權重超過14%，但能源產業佔歐洲HY低於2%。另一方面，儘管非必需消費產業權重似乎相當。但是，深入地研究次產可以更清楚地了解風險差異（圖7a）。

美國HY相對偏重於零售、飯店和旅遊相關行業，且仍繼續受到疫情和國際旅行限制的影響，這些問題在短期可能仍然存在。然而，汽車製造業在歐洲HY佔有重要地位。令人意外的是，歐元區的汽車登記和汽車產量在第二季顯著回升；有趣的是，這可能是因疫情導致的需求推動的。社交距離措施可能使個人偏好自行開車。儘管這可能只是暫時，但在疫情的威脅下，購車的帶動可能使非必需消費的表現較必需消費的表現佳。

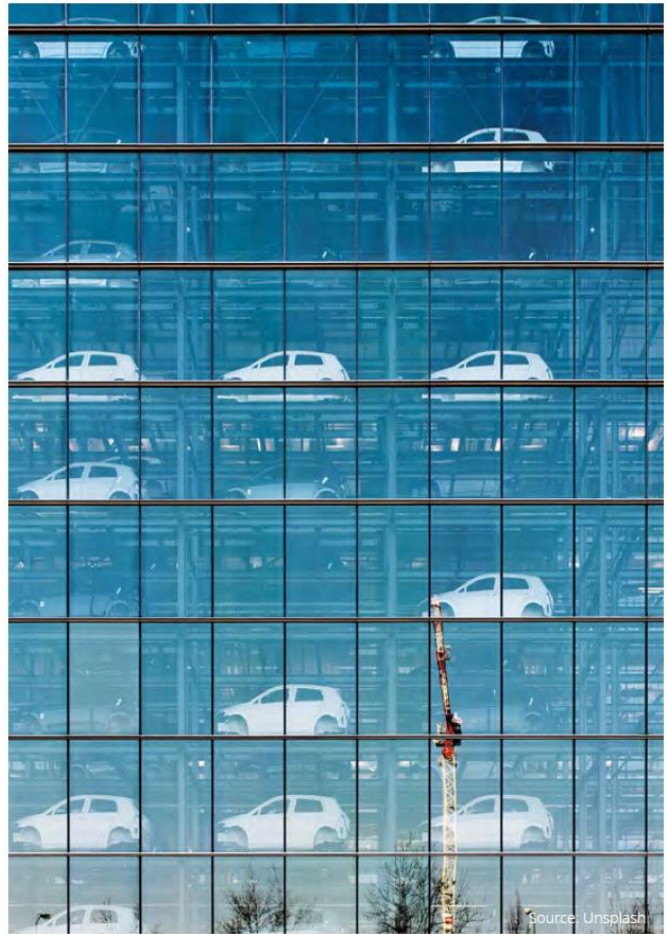
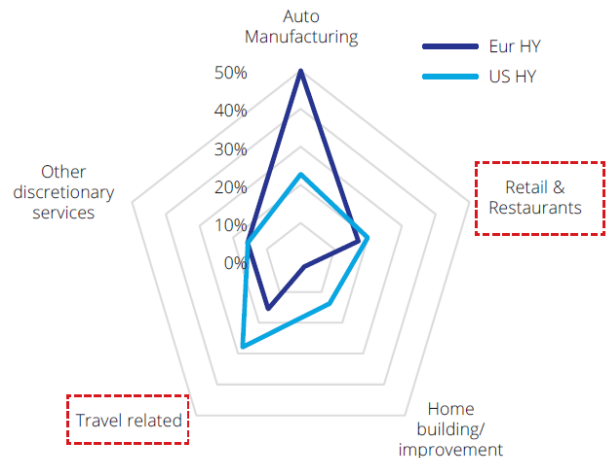


圖7b：非必需消費次產業顯示，歐洲HY較佳



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖8：歐元兌美元避險收益仍為正值，但中期可能持續呈現下滑



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

避險利益提升高收益的美元報酬。 歐元資產若對美元採取避險措施，目前提供大約75至100個基點的收益（視執行成本）。雖然這與2018年底的近350個基點相去甚遠，但中期而言可能持續呈現下滑。

請注意，避險利益與政策利率利差密切相關，這是利率平價論點的一個特徵。2018年底之前，美國的財政政策（大幅減稅措施）支撐經濟成長，因此當時聯準會能夠調升利率。相反地，歐洲經濟體仍試圖擺脫主權債務危機的影響，因此採取了負利率政策。

自從肺炎疫情危機以來，美國聯準會積極的貨幣政策將利率降至接近零，並重啟量化寬鬆政策。相反地，歐元區則是採取謹慎的步驟，加強財政協調，從而降低了貨幣政策的負擔，並減輕經濟衰退的幅度。因此，政策利

率差異和避險收益可能隨著時間而逐漸縮小（趨勢由利率期貨定價）。

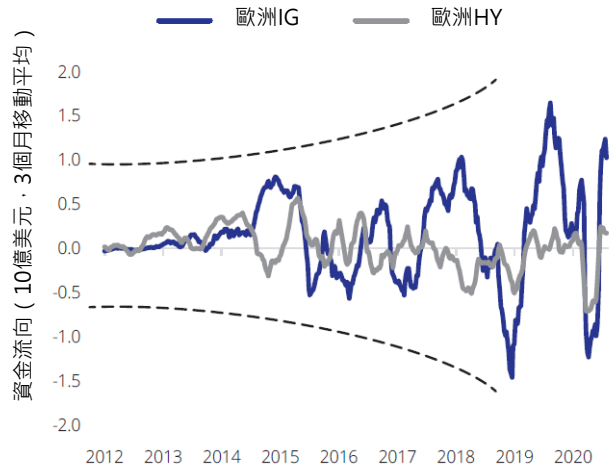
雖然目前仍存在避險收益，但星展集團認為這對在貨幣交換與避險展期下，將有利於歐元資產對美元避險的投資人（圖8）。

圖9：歐洲HY殖利率與利差仍高於歷史均值一個標準差



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖10：歐洲信貸資金流動越來越極端



資料來源：EPFR Global，星展集團 2020年9月

歐洲HY價值面可以藉由多種方法進行評估。歷史數據顯示，歐洲HY仍然相對便宜。

- **歐洲HY殖利率與美國HY比較** – 今年美國和歐洲HY表現之間的顯著差異的關鍵因素就是央行的支持。美國聯準會 (FED) 已明確干預美國HY，但歐洲央行尚未採取大膽的措施，只是放寬了抵押的要求，允許銀行接受“墮落天使 (信評遭調降至非投資等級)”以維持流動性。由於FED已經採取相關措施，若未來有需要，歐洲央行可望很輕易的追隨其步伐。
- **歐洲HY與歐洲IG利差** – 歐洲央行的債券購買計劃明確包含歐洲IG，但不包括歐洲HY。
- **利差與5年均值** – 儘管美國信貸利

差已經接近5年均值，但歐洲HY利差仍接較5年均值高一個標準差 (圖9)。

歐洲信貸市場的資金流動不斷上升。過去五年，歐洲信貸的流動變得越來越極端 (圖10)。投資人必須能夠承受流動帶來的波動。正如2020年的市場波動，投資人應堅持投資信念，持續投資藉以獲取收益。

總而言之，星展集團認為支撐歐洲HY的因素不斷增加，並認為是收益型資產重要的一環；同時也看好亞洲信貸市場的表現。儘管低收益環境將使投資人尋求收益，但充滿挑戰的經濟復甦也加速了違約風險並需要避免損失。歐洲HY提供了誘人的價值面和結構性防禦措施的良好組合，同時也為適度的避免了總經風險。

美國大選和信貸市場。毫無疑問，美國大選將是投資人第4季的關注焦點。儘管目前民調支持民主黨候選拜登，而不是現任的川普；但若拜登當選對整體信貸市場意義為何。

- 1. 稅賦** – 通常對信貸市場的影響程度較低。拜登提出的提高公司稅的提議可能會影響企業獲利，但是信貸基本面的評估通常使用稅前收益來衡量，如利息保障倍數之類的指標。較高的資本利得稅對信貸投資的影響也相對有限，信貸投資主要來自於票息收入。
- 2. 氣候變遷** - 拜登提高碳稅和終止油氣鑽探租賃的提議顯然不利已經面臨挑戰的能源產業。歐洲信貸可能較受惠於資金流，因為 (a) 能源產業權重較低，以及 (b) 對乾淨能源的投資有更多的支持；歐盟在可持續投資的最佳實踐和框架方面繼續領先全球。

- 3. 外交政策** – 即使拜登擔任總統也不太可能看到美中關係有顯著的改善，這已不是秘密。但是，根據奧巴馬的政策，拜登很可能會依靠與長期盟友的雙邊關係來增進美國的利益。歐洲在這方面可望受惠，而東協國家也可能從跨太平洋夥伴關係的重新談判中受惠。



Source: Unsplash

2020年第4季 全球外匯市場

復甦趨勢平坦

全球外匯市場

美元指數 (DXY) 在今年3月至8月期間下跌了約10%後表現持穩。市場對美元可能失去其儲備貨幣地位的猜測、超低美國公債殖利率以及市場依賴美國聯準會 (FED) 緩解美元流動性短缺的情況壓抑了美元表現。儘管美國面對肺炎疫情捲土重來、許多地方反對種族歧視的抗議活動和中美關係迅速惡化等問題，那斯達克指數和標準普爾500指數一度下新高。但相對而言，美國經濟在第2季萎縮的幅度並沒有其他成熟市場大。事實上，美國失業補助於7月31日到期，同時兩黨在新一輪經濟刺激方案陷入僵局，但美國經濟反而優於市場預期。美國經濟成長下半年的反彈，尤其是如果失業率低於10%的情況下，將帶動長天期債券殖利率走揚，並使殖利率曲線趨於陡峭，支撐美元表現。

此外，市場也擔心如果民主黨在11月3日美國大選全面勝選所帶來的震盪。巧合的是，今年的DXY與1980年及1992年的大選年走勢接近，當時現任美國總統均未連任。民主黨總統候選人拜登 (Joe Biden) 目前民調仍然領先現任總統川普 (Donald Trump) ；他也承諾如果當選將取消川普的減稅政策。如果1980年和1992年的情況重演，美元可能在第4季回升。但2021年全球經濟可望因疫苗研發獲得進展而邁向復甦，屆時DXY將可能重回跌勢。

圖1：美元回穩



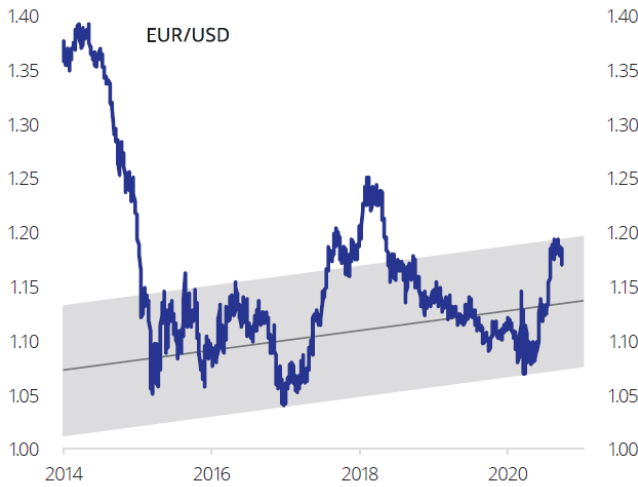
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖2：DXY與美國總統選舉



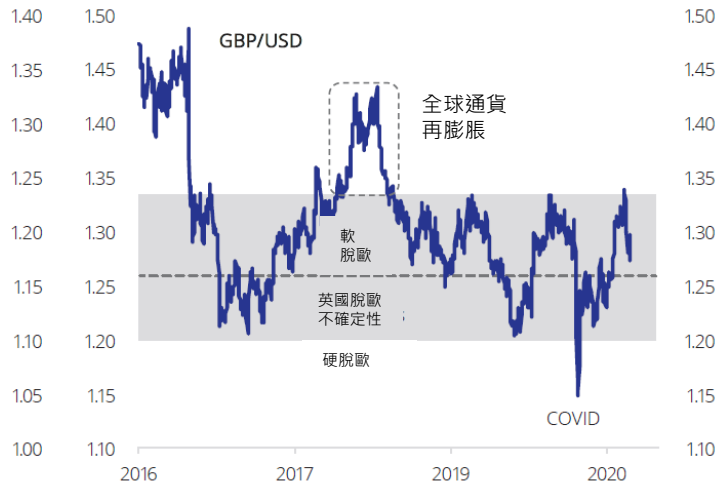
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖3：歐元兌美元成為過度擁擠的交易後將呈現盤整



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖4：英鎊兌美元



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

歐元兌美元在今年3月至8月大幅升值13%後，將於1.15至1.20區間內盤整。9月初，歐元兌美元面在1.20面臨較大的壓力。歐洲央行（ECB）警告，歐元的強勢不僅抑制了通膨前景，而且削弱了經濟成長力道。ECB對歐元走升的不滿反應在其對歐元匯率的預期，今年為1.14，2021和2022年均為1.18。ECB預期未來數月的通膨率仍將維持於負數。至2022年，基於其消費者物價指數（HICP），仍將遠低於ECB的2%通膨目標，仍不會升息。這還必須是英國脫歐談判取得正面成果的前提；但英國和歐盟因脫歐談判仍陷入僵局，且為抑制肺炎疫情在歐洲的快速傳播，近期也有更多限制的措施。根據商品期貨交易委員會（CFTC）的數據，投機者已開始降低一些處於高點的歐元多頭部位。

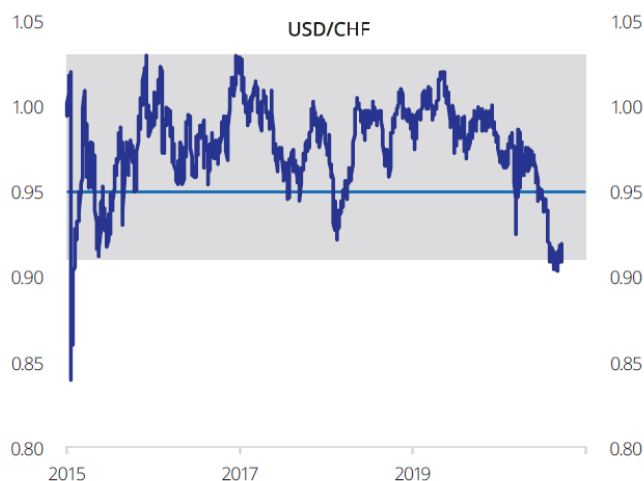
英鎊兌美元可能再次貶破1.30。在肺炎疫情後的復甦過程中，英鎊兌美元已升值16%，主要是因為美元走弱而歐元走強。即便如此，英鎊也沒有突破2017至2018年全球通貨再膨脹和今年疫情期間的交易區間（1.20至1.34）。除非美元出現全球性震盪，否則在英國基本面疲軟的情況下，英鎊不太可能反彈至1.45。英國是七大工業國（G7）中經濟受創最嚴重的國家，英國經濟也將無法承受12月31日過渡期結束後，出現無協議脫歐的情況；因此英國和歐盟必須在10月前達成協議。英國央行（BOE）已將負利率作為最後的手段以備不時之需。首相強森（Boris Johnson）的支持率因其對抗肺炎疫情成果不佳、失業率上升以及蘇格蘭推動獨立公投而有所下降。此外，也不排除其他信評級機構加入惠譽下調英國主權債務評級的可能性。

圖5：日圓區間盤整



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖6：美元兌瑞士法郎

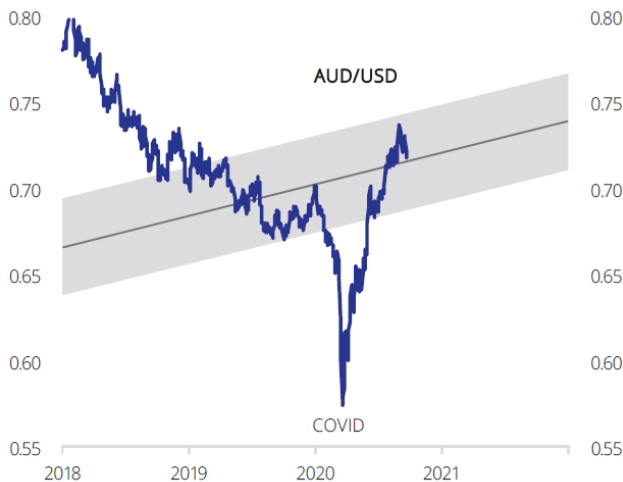


資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

預期在今年剩餘時間內，美元兌日圓匯率將維持在102至110之間。疫情爆發期間日圓被視為避險貨幣；美元兌日圓在3月9日貶至101的低點；但由於流動性趨緊導致美元搶購潮，在3月24日美元兌日圓回升至約112；而當美國聯準會（FED）與主要央行達成美元互換協定，緩解了全球“美元荒”，美元也隨之走弱。今年第3季，除了7月美元走軟一度導致美元兌日圓貶至104外，其次是9月時首相安倍辭職。安倍晉三出於健康因素，於8月28日宣布辭去首相職務。9月中旬由前內閣官房長官菅義偉繼任，他的首要任務是結束肺炎疫情的流行並振興經濟。並可能在2021年10月前舉行大選（可能在2021年7月的東京奧運會之前）。至於今年第4季，日圓可能會隨股市波動和美元走強而呈現震盪。預期當美元兌日圓貶破100，日本財政部將發聲警告。

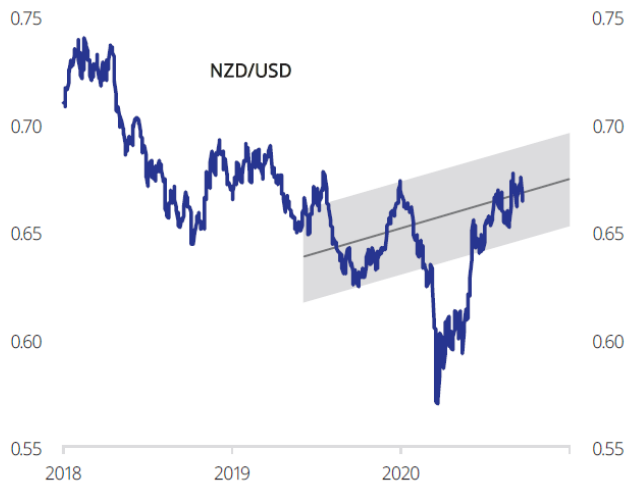
受肺炎疫情影響，瑞士法郎與歐元的相關性提升。疫情期間，瑞士法郎的避險貨幣的角色已經減弱。由於美元與全球股市的反向關係，美元現在被視為更好的避險貨幣。儘管瑞士央行（SNB）否認，但市場普遍認為SNB已將1.05視為歐元兌瑞郎的新非正式的上限，當瑞郎過度強勢時，將進行干預。6月時，SNB也證實曾經干預匯市；歐元兌瑞郎在5月時僅略高於1.05，同時美元兌瑞郎則是徘徊於0.96左右。7月至8月期間，美元兌瑞郎貶至0.90時，SNB並未再進行干預；同時，歐元兌瑞郎則是升至約1.08。如果這樣的關係持續，歐元兌美元若升至1.20以上時，美元兌瑞郎可能會貶破0.90；但這並非星展集團的基本假設。星展集團預期，歐元兌瑞郎將於1.15至1.19之間呈現盤整，而美元兌瑞郎將持穩於0.91至0.95之間。

圖7：澳幣兌美元的升幅趨緩



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

圖8：紐幣兌美元的升幅也呈現緩和

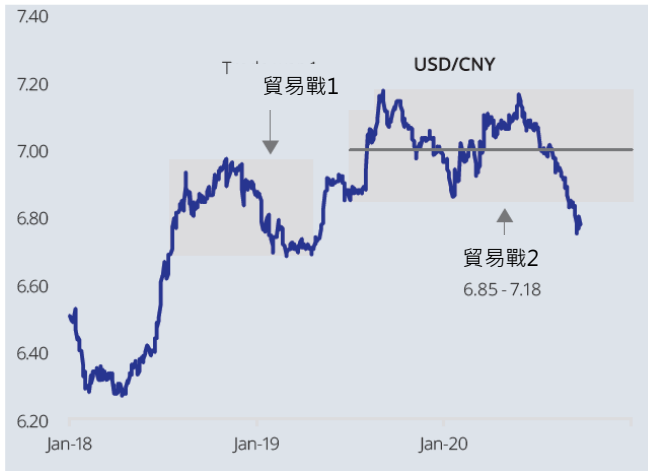


資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

澳幣從肺炎疫情衝擊下反彈幅度超乎預期。澳幣不僅自疫情的衝擊回升，而且一度升至今年的高點。除非市場出現進一步的衝擊，否則澳幣可望呈現緩步，且可持續性的升值走勢。此次的疫情危機不同於之前的網路泡沫和全球金融海嘯。首先，澳洲升息不會早先於美國。相反地，澳洲央行（RBA）也將隨美國聯準會維持超寬鬆的貨幣政策至2022年。其次，澳洲也不會依賴中國的崛起。相反的，自從澳洲支持肺炎疫情來源展開調查後，與中國的關係已越來越緊張。第三，國際評級機構標準普爾和惠譽已將澳洲的主權債務評級列入負面觀察名單。如果再次陷入肺炎疫情導致債務水上升，經濟將更加低迷，澳洲可能會失去AAA評級。

紐幣在V型反轉後走勢將趨於平坦。紐西蘭也未能倖免於肺炎疫情捲土重來（奧克蘭地區），這導致總理Jacinda Ardern將大選從9月19日延遲至10月17日。紐西蘭央行（RBNZ）採取刺激措施因應疫情引起的衰退較澳洲央行積極。8月12日，RBNZ將大規模資產購買計畫從600億紐幣擴大至1,000億紐幣。同時，RBNZ也對提出更多刺激措施持開放的態度，如負官方現金利率和購買外國資產。RBNZ已要求各銀行在今年底前做好負利率的準備。預期2022至2023年，為緩衝經濟受疫情影響而進行的財政支出將使政府債務占GDP的比重從疫情前的19%升至53%。

圖9：美元兌人民幣將持續於7.00上下震盪



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖8：美元與港幣仍將維持聯繫匯率政策

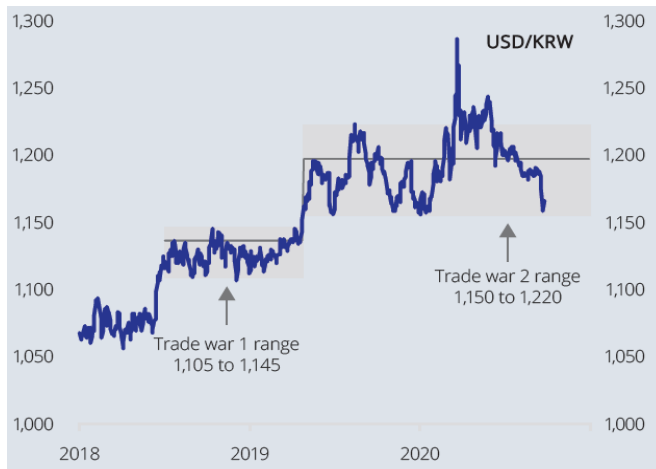


資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

預期美元兌人民幣將持續於7.00上下2%的區間呈現盤整。肺炎疫情的爆發並沒有使美元兌人民幣脫離在第二次關稅戰時介於6.85至7.18的區間。儘管與美國的關係已惡化，中國仍履行第一階段的貿易協定，拒絕競爭性貶值。美國與中國的雙邊貿易逆差在今年上半年縮減了21%。如全球金融海嘯期間所見，中國可能更願意藉穩定的匯率來抵禦疫情；目前看來應是一個區間，而不是某一水準。截至8月28日，今年美元兌人民幣的交易區間已從過去四年的8-12%縮小至5%以下。展望未來，中國經濟在經歷了第2季的V型反彈後，GDP季增率將會放緩。由於今年人民幣與經濟成長的高度關聯性，預期人民幣走勢也將如此。

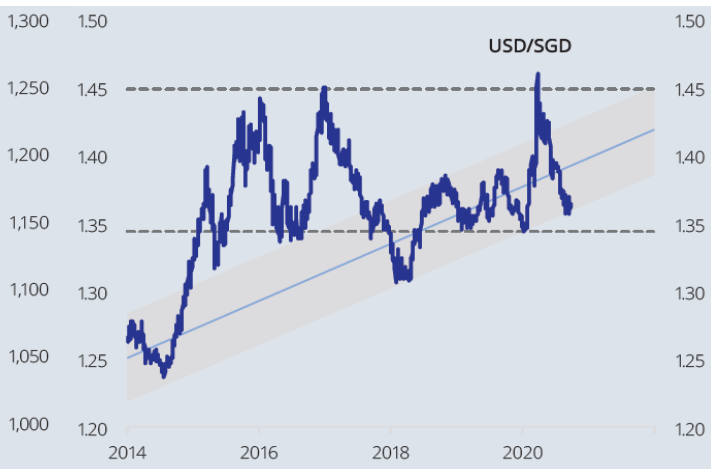
儘管6月30日香港藉通過《國家安全法》，美國在兩週後也決定取消對香港的優惠待遇，但港幣仍堅持與美元掛鉤美元。美國不能“單方面撤銷”港幣與美元的聯繫匯率制度。這個制度是香港在1983年10月根據自身的財政及貨幣穩定考慮而推出的。根據《基本法》，港幣在聯繫匯率制度下仍可在資本帳上自由兌換。這方面，無論美國採取什麼行動，香港對中國金融都將繼續發揮重要作用。然而，美國取消香港貿易特權的決定，則可能導致中國的貿易藉由上海自由貿易區等地進行。還有一點，因與美國的正差率，港幣在肺炎疫情後的表現良好。這也使香港金融管理局4年來首次在4月出手干預，將港幣維持於7.75至7.85區間的上緣。

圖11：美元兌韓圓匯率將1,150至1,220區間波動



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖12：美元兌新幣回到2018年的區間



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

南韓自肺炎疫情復甦主要反應在股市而非匯率。3月19日是疫情最嚴重的時刻，南韓綜合指數（KOSPI）較年初重挫33.8%，而韓圓兌美元則是貶值約10.7%，美元兌韓圓升至約1,300。截至8月12日，KOSPI較年初上漲約11.8%，但韓圓兌美元年則是仍貶值了約2.4%。疫情對南韓經濟的衝擊並不像許多亞洲國家的嚴重。由於多年的預算盈餘，南韓將能夠承受占GDP約4.3%的預算赤字來抗疫。預期在未來數年，經常帳戶盈餘占GDP的比例無法降至3%以下。整體而言，美元兌韓圓已回到2019年第二次中美關稅戰期間的1,150至1,220區間。星展集團預期今年內這一區間將保持不變。

新加坡金管局於3月30日宣佈放寬新幣名目有效匯率（NEER）因應疫情惡化，調節政策區間至略低於區間中點的水準，並在政策範圍採用零升值率。自此後，新幣匯率一直處於4%寬度的政策區間的中點附近波動，這與新加坡疲弱且不平衡的經濟復甦前景一致。由於美元兌主要貿易夥伴的貨幣走弱，因此美元兌新幣也重返中美貿易戰爆發時的1.3440至1.3940區間。新加坡金管局與美國聯準會於今年4月建立的600億美元互換機制已延長至2021年3月。新加坡政府目前預期全年GDP將萎縮5至7%，高於之前預期的4至7%，主要受到疫情後復甦乏力且不平衡所致。

2020年第4季 另類投資

看好黃金

另類投資：黃金

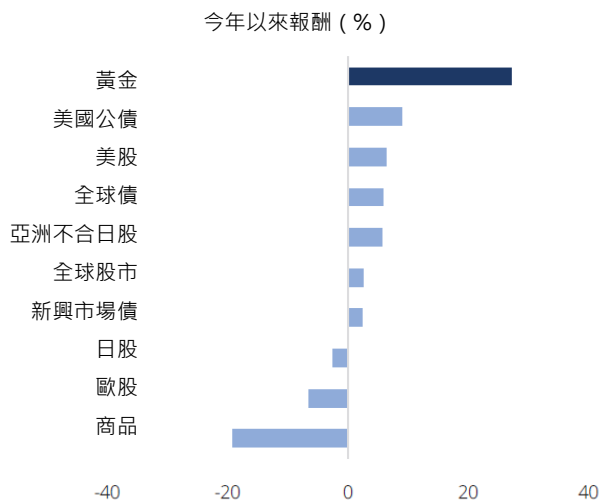
2020年第3季黃金的表現優於主要資產類別，上漲約10%，今年以來則是上漲了約30%。星展集團認為，這主要受到美元疲軟、美國公債殖利率下滑以及第二波肺炎疫情的不確定性。而這也將繼續支撐金價的表現。

新常態：高於每盎司2,000美元。星展集團對金價及影響的因素敏感度分析顯示，基於目前0.65%的美國10年期公債殖利率和約92的美元指數（DXY），黃金的合理價位應高於每盎司2,000美元。只要全球央行持續採取量化寬鬆措施，並且美國公債殖利率尚未降至零，市場對兩個變數的看法差異，將使金價受惠於市場的不確定性和避險需求提升。在過去十年，作為風險分散功能的黃金已證明是一種有效的避險，表現優於大多數貨幣，包括美元。擔心可能出現的通貨膨脹

是支撐黃金表現的另一個因素，因為在通貨膨脹環境下，金價通常有不錯的表現。**黃金需求正在加速成長。**黃金ETF持有量的淨流入顯示，投資人對黃金的需求已經加速。除3月市場動盪期間外，今年每個月黃金ETF均呈現淨流入；今年也是有記錄以來最強勁的一年。

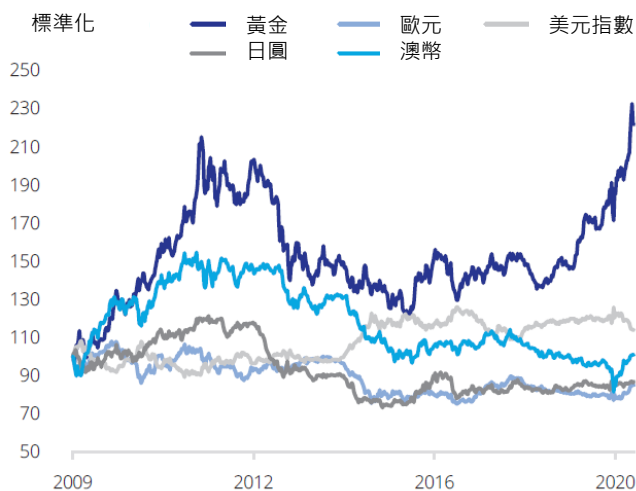
並非只有散戶的資金；事實上，各國央行也正在增加黃金儲備。圖4顯示，儘管散戶投資人追逐黃金ETF，但中央銀行也逐漸增加黃金儲備；儘管目前黃金佔總儲備的比率基本上是持平的，但已有跡象顯示黃金儲備可能會增加。景順集團（Invesco）於2020年針對主要央行和主權基金進行的調查顯示，18%的央行和23%的主權基金表示有意在未來12個月增加黃金的配置。

圖1：黃金的表現優於主要資產類別



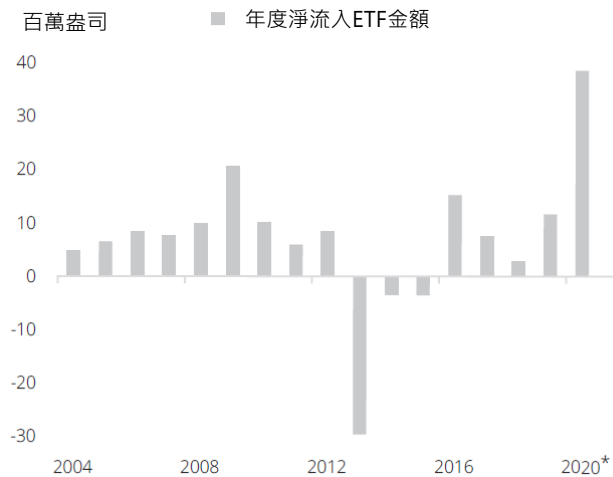
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖2：DXY與美國總統選舉



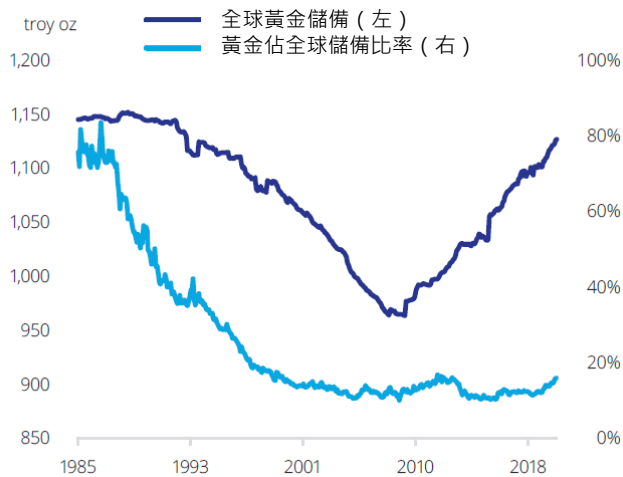
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖3：今年淨流入黃金ETF資金創歷史新高



* 截至8月底
資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖4：央行的淨購買量一直是黃金新需求的穩定來源。黃金儲備佔比仍有上升空間

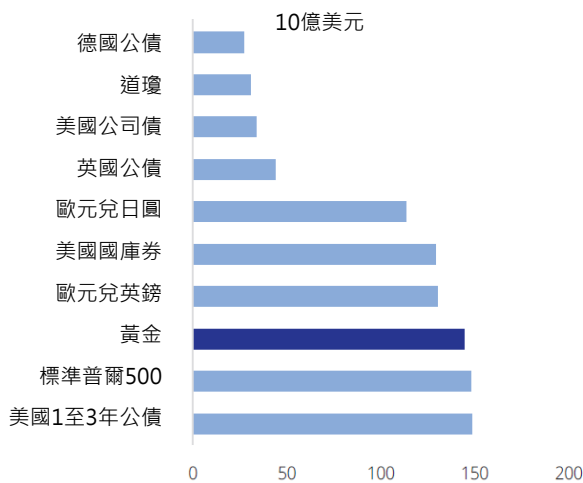


資料來源：IMF·星展集團 2020年9月



Source: Unsplash

圖5：主要資產類別平均每日交易量



資料來源：World Gold Council，星展集團
2020年9月

圖6：這是黃金第三次波上揚的開始嗎？



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

黃金並非沒有流動性。調查也顯示，主要央行認為黃金是負殖利率債券的潛在替代標的，且黃金與其他央行資產的低關聯性以及良好的流動性。主要央行購買了實體黃金、黃金ETF、黃金交換契約和期貨契約。

出乎意料的是，儘管人們認為黃金體積龐大，需要進行實體存放和運輸，但黃金的流動性卻被認為具有吸引力。實際上，世界黃金協會數據顯示，黃金的交易與美國股票和美國公債一樣具有流動性，並且比其他債券市場良好。

星展集團認為，黃金ETF和相關金融工具的增加將繼續提升黃金的流動性，並可望獲得個人和機構法人納入投資組合。研究顯示，將黃金納入股票和債券分別為50%的投資組合中，可以改善風險調整後的整體報酬。此外，

在機會成本幾乎為零的同時，對尾端風險進行避險，更進一步增強黃金的吸引力。並且，銀行和其他金融機構很普遍接受交換和槓桿，這在低利率環境下將使黃金轉變為槓桿資產。從投機者的角度來看，投資黃金比投資加密貨幣更具吸引力。

相較於其他資產類別，黃金的供應有限，雖然只是小幅度的配置，但仍可能導致對黃金的大量需求，並帶動價格上漲。

持久的資金行情支撐金價走揚。黃金價格一度升至每盎司2,000美元的價位，星展集團認為主要是因為美國聯準會（FED）的量化寬鬆計劃。由於FED將繼續擴大量化寬鬆政策藉以支撐經濟復甦所需的龐大財政預算赤字，星展集團認為目前的情況將高度支持黃金的表現，也是長期金價走揚的開始。

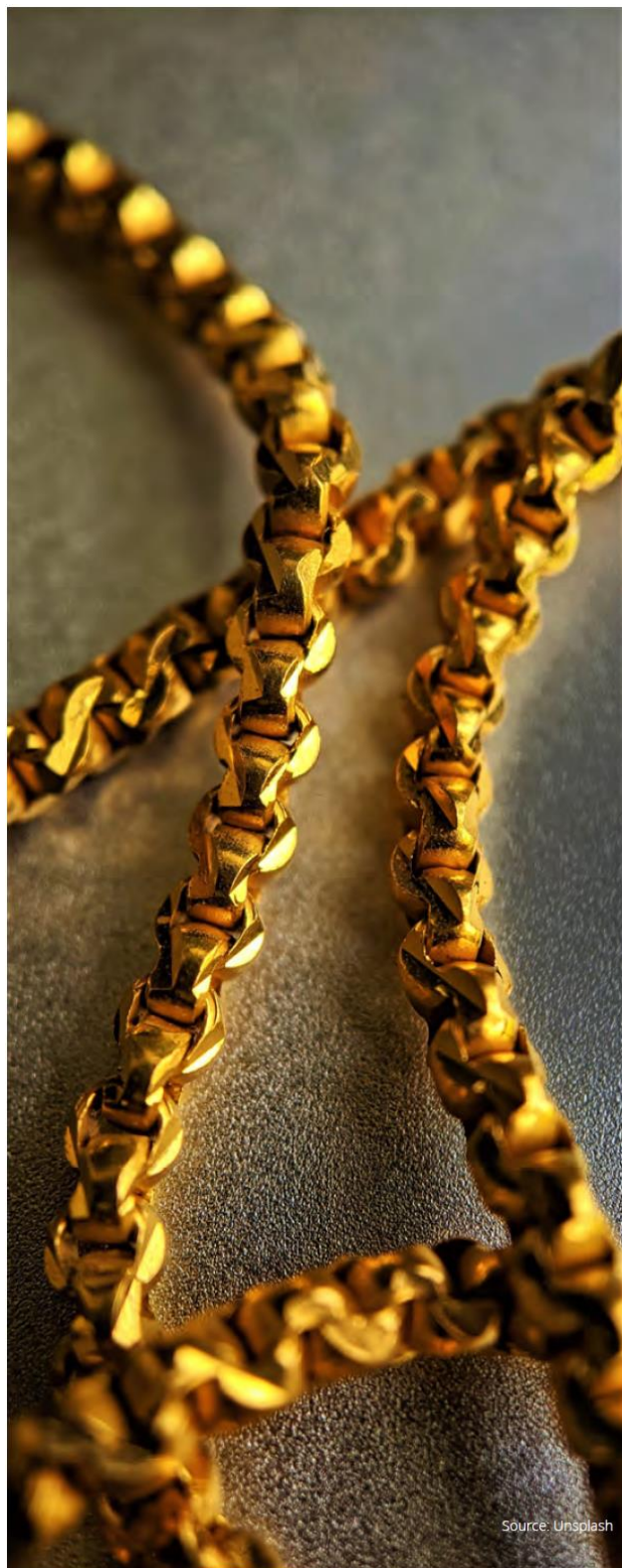
2008年，FED採取量化寬鬆政策並購買約3.5兆美元債券時，資金行情一直支撐黃金表現的關鍵因素。2015年初，FED總資產從1兆升至4.5兆美元。在此期間，黃金從低點到高點共上漲了150%。

實際上，目前的流動性條件較過去更加充裕。3月以來，FED的總資產已從約4兆美元快速增至目前約7兆美元，市場也普遍預期金額將升至10兆美元。此次的規模幾乎是2008年時的兩倍，因此不應排除黃金具有類似的潛力。

圖7：美國聯準會（FED）資產負債表擴張可能會使金價超漲



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月



Source: Unsplash

圖8：債券殖利率與金價走勢

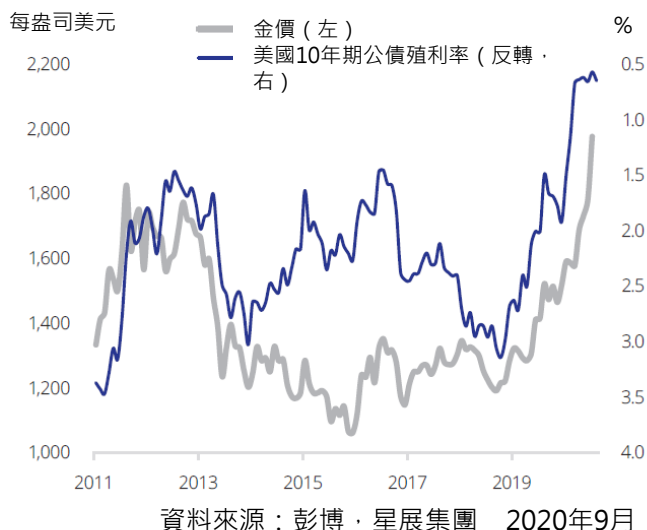
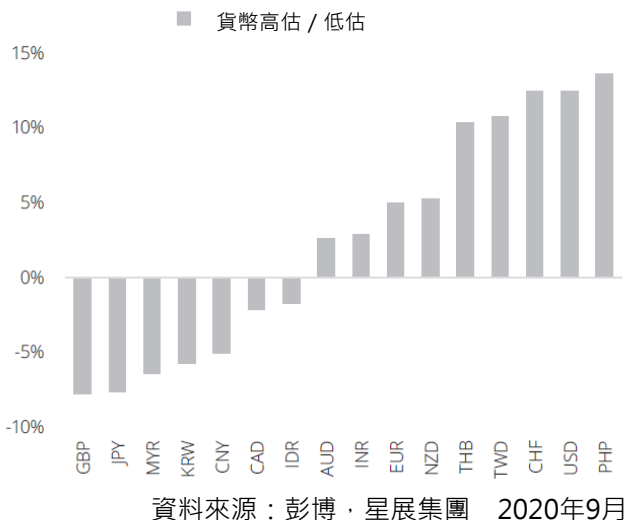


圖9：DEER貨幣模型顯示，美元和歐元都被高估，日圓和人民幣則是都遭到低估



黃金升勢仍有機會打第二隻腳

儘管有人認為資金行情只是純粹的投機行為，但星展集團認為，與石油和房地產價格不同，金價的上漲並非通貨膨脹，也不會阻礙經濟復甦。

確實，歷史上兩次黃金的升勢來看，貨幣政策的調整壓抑了金價。1980年代，由於高油價導致高通膨率，隨後積極的升息至20%，導致金價暴跌。2012年，有關量化寬鬆政策結束的討論（最終於2015年結束）也使黃金投資人感到緊張。星展集團認為，這樣的情況需要很長時間才會出現。儘管有關通貨膨脹的討論可能壓抑這次黃金的漲勢，但由於全球經濟的疲軟，可能需要數年才能恢復正常，因

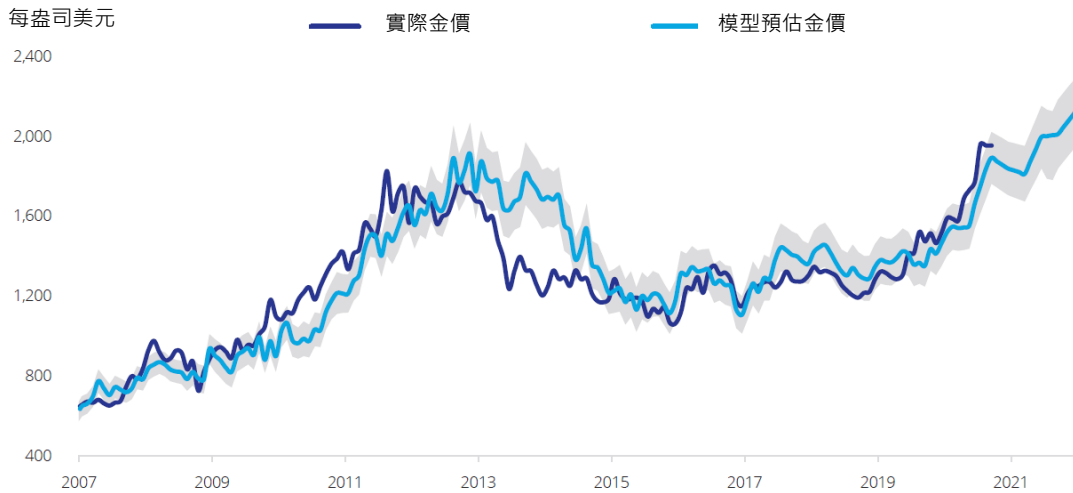
此星展集團認為短期內政策利率不會調升。只要通貨膨脹上升時名義利率不上升，實際殖利率就會進一步下滑至負值，這也將有利黃金的表現。

另一方面，由於政策利率偏低，債券殖利率不太可能進一步走高，美國公債殖利率將可能停留在0.6%至1.3%的區間。這與1980年代的高殖利率差距相當大；由於黃金沒有利息，很難與高殖利率的資產競爭。

長期支撐金價表現的因素

星展集團的黃金定價模型顯示，影響金價的三個最重要因素是債券殖利率（負相關），美元指數（DXY，負相關）和衰退風險（正相關）。

圖10：黃金價格模型 (Δ 黃金價格 = f ($-\Delta$ 債券殖利率, $-\Delta$ DXY, 衰退機率)



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

最大的不確定性是美元。根據星展集團的 DEER (DBS Equilibrium Exchange Rate : DBS均衡匯率預估) 貨幣模型，該模型著眼於一國貨幣的長期基本面，而美元是被高估了11%。因此，星展集團認為，美元走弱只是時間的問題。但是，若其他國家的基本面未能適當的復甦，時機便難以估計。對於DXY中主要成份貨幣，雖然歐元被高估了，但程度並不及美元，而日圓和人民幣則是遭到低估。基本上，星展集團認為DXY在今年第3季從97跌至92後，將呈現盤整，尚不會跌破90。

星展集團預期未來12個月黃金可望挑戰2,300美元，白銀價格則是35美元

由於目前的環境可望支持黃金價格，金價可能會升至星展集團預測區間的上限。因此，將未來12個月黃金價格預測上調至2,300美元。

白銀部份，由於看好貴金屬的表現，星展集團認為金價與白銀比可能會回到65的均值。白銀的12個月目標上調至35美元。

原油

油市呈現微妙的平衡

供需達到平衡，但問題是可以持續嗎？ 在經歷了價格戰和肺炎疫情的影響，今年上半年原油價格呈現震盪。但6月中旬以來，由於供給面的降低因應需求面的大幅下滑，布蘭特原油價格一直非常穩定的處於每桶40至45美元之間。但是，這種所謂的“常態”會持續多久？由於正面和負面因素之間存在相當微妙的平衡，很難得到確定的時間。

利多因素：

1) 今年第2季需求面的衰退較星展集團原本預期的小，且第3季的需求復甦已步入正軌，中國和歐洲部分地區處

於領先復甦，美國也有所回升。

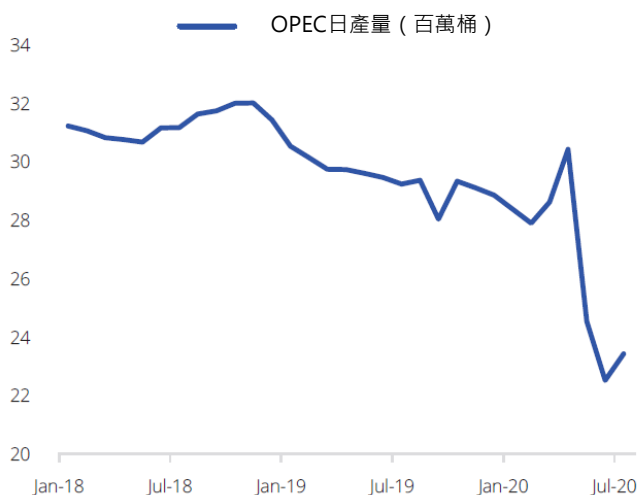
2) 2020年5月以來，石油輸出國組織與盟國（OPEC +）嚴格遵守減產的規定，遵守率接近100%，在2020年剩餘時間和進入2021年之際，減產計劃沒有改變。

3) 美國頁岩油供應在2020年5月急劇下降。

4) 對第二波疫情的擔憂減弱；由於經濟成本，即使在秋冬季節感染增加的情況下，多數國家也不會再次實行嚴格的封鎖措施

5) 數種正在開發中的候選疫苗出現希望。

圖1：石油輸出國組織（OPEC）的減產紀律對穩定油價至關重要



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

圖2：隨著WTI挑穩於每桶40美元以上，美國產量開始上升



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

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	44.5	52.0	49.5	50.0	51.0	51.5
西德州中級原油	46.0	28.0	41.5	48.0	45.5	46.0	47.0	47.5

資料來源：星展集團 2020年9月

需留意的利空因素：

- 1) 星展集團預估，到2020年底，全球原油日需求量將較2019年低500萬桶；而由於航空業的緩慢復甦，2021年全球原油日需求量平均仍將比2019年水準低約300萬桶。
- 2) 由於中國對美國商品的購買進度落後，中美貿易戰可能加劇。
- 3) 全球原油庫存水準接近歷史的高點。
- 4) OPEC目前的過剩產能超過1000萬桶，且隨著越來越多成員國面臨財政壓力，2021年是否繼續遵守產出紀律將是更大的挑戰。
- 5) 隨著西德州中級原油 (WTI) 價格保持在每桶40美元之上，美國頁岩油生產活動開始出現增加的跡象。

布蘭特原油價格可能難以突破每桶50美元。星展集團預期全球原油日需求量在2020年將下滑約800萬桶，2021年將回升約500萬桶；供給量部份，預期2020年將下滑約700萬桶，2021年將增加約400萬桶。

星展集團仍然預期2020年布蘭特原油均價將介於每桶42至47美元之間，並持續至下半年；但將2021年均價下調至每桶50至55美元（之前為55至60美元），主要因為預期庫存過剩和2021年供給面將因OPEC國家減產遵守率的降低。

圖16：經合組織 (OECD) 庫存處於歷史高點，影響油價回升



資料來源：彭博，星展集團 2020年9月

投資主題 策略



星展集團投資總監辦公室投資主題 (截至2020年第4季)

	成長型資產	收益型資產
持續看好主題	<ul style="list-style-type: none"> 替代肉品 在家工作 5G 雲端運算 工業自動化 半導體·IC設計 電子商務 千禧世代：電競 千禧世代：運動休閒風 全球醫療保健 中國A股 	<ul style="list-style-type: none"> 全球基礎建設 BBB / BB美元公司債 新加坡房地產信託 (S-REITs) 中國大型銀行 歐洲大型綜合能源企業 歐洲銀行AT1
已刪除主題	<ul style="list-style-type: none"> 亞洲旅遊 	

資料來源：星展集團 2020年9月



Live more,
Bank less



2020年第4季 專題報告

美國大選



主題：美國總統大選

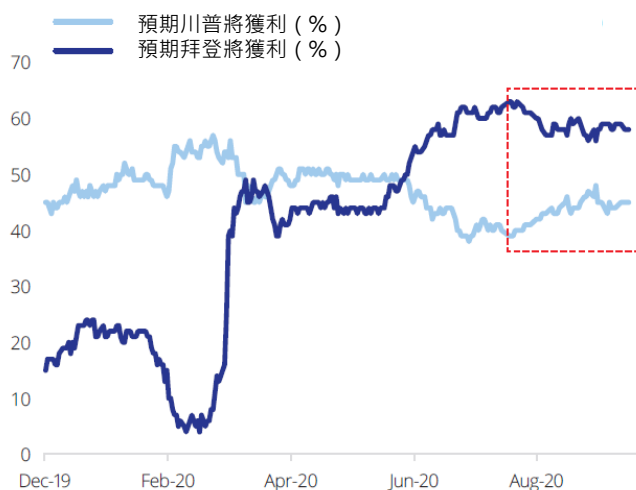
美國總統大選為醫療保健和基礎建設帶來的機會

深入探討美國總統大選。美國大選將是2020年最後幾個月影響金融市場最關鍵的事件。今年風險性資產一度因肺炎疫情的擔憂而顯著下跌，但主要央行史無前例的寬鬆措施則是支持市場又大幅的回升。

這次大選的結果至關重要。首先，在國際方面，這將決定美中關係的對立狀態是否還會持續四年，還是有較具可預測性和較具合作性的方式來代替。國內部份，這次選舉的結果還將決定稅賦政策、基礎建設和醫療保健支出的政策。

毫無疑問，仍存在很大的變數。

圖1：11月美國總統選舉民調



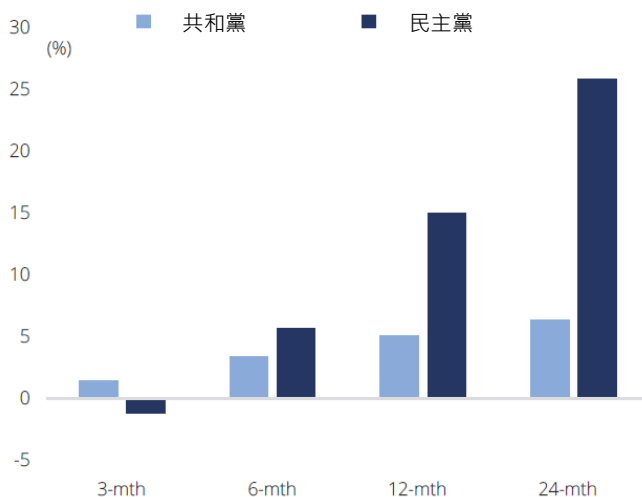
資料來源：PredictIt.org，彭博，星展集團
2020年9月15日

- 選舉結果仍有變數。 FiveThirtyEight的模擬數據，民主黨籍的拜登目前領先現任的共和黨籍總統川普52%（76%對24%；截至2020年9月15日）。

PredictIt.org的數據則是顯示，民主黨可能在這次選舉全面獲勝。但歷史經驗也告訴我們，投票當天任何事情都可能發生，例如，民主黨的希拉蕊在2016年大選中的經歷便是一個很好的例子。
- 選舉年的經濟情勢也很重要。 數據顯示，經濟情勢對選舉結果具有重大影響。經濟較差的時期（1980年和2008年），選民更可能投票給在反對黨。由於肺炎疫情，美國今年陷入了衰退，這對執政黨則相對不利。

星展集團也分析了此次大選對醫療保健與基礎建設的影響。

圖2：10%的非老年人沒有保險（截至2018年）



資料來源：彭博·星展集團 2020年9月

選舉焦點：醫療保健

概述：美國醫療保健系統。美國的醫療體系影響著美國人的基本生活，也是一個龐大且複雜的項目，總金額高達3.6兆美元（截至2018年）。根據Brookings Institution的研究，美國醫療保健產業具有重要的意義：（a）佔政府支出的24%；（b）僱用了美國11%的勞動力；（c）佔消費者支出的比例最高。但是與其他成熟經濟體不同，美國沒有提供全民健康保險。相反地，它由私人和政府同時運作的系統。

政府計劃提供低收入家庭、老年人和殘疾人士“醫療保險”和“醫療補助”等選項。但是，不屬於這些群體的人將必須自己或藉由僱主選擇個人的計劃。未投保的美國人人數處於歷史的高點，為了解決這個問題，2010年制定了《平價醫療法案》也就是Obamacare。

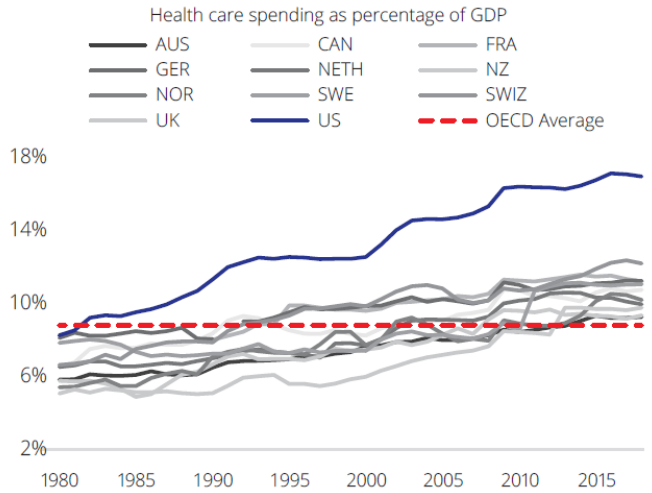


圖3：美國在醫療保健上的支出較其他成熟經濟體更多



資料來源：KFF.org · 星展集團 2020年9月

圖4：美國在醫療保健上的支出較其他成熟經濟體更高



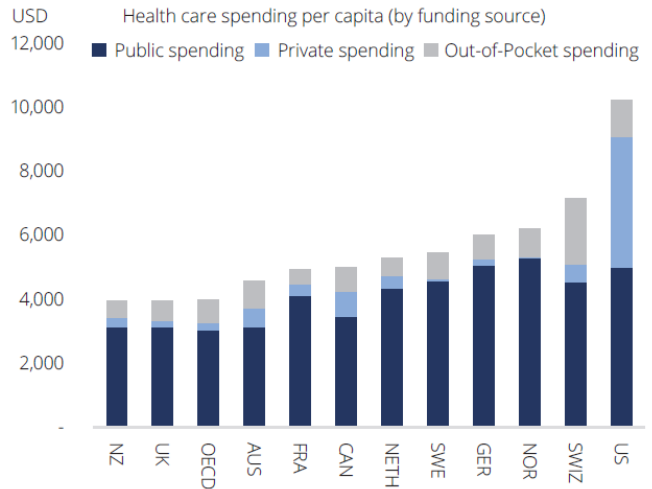
資料來源：OECD Health Statistics · 星展集團 2020年9月

《平價醫療法案》成立的主要目的在藉由各種方式擴大健康保險的覆蓋範圍，例如擴大醫療補助的資格以及防止保險公司拒絕向申請人提供保險。但是，儘管該法案設法將健康保險範圍擴大到額外的2000至2400萬美國人（截至2016年），但仍有10.4%的美國人沒有醫療保險（截至2018年）。

他成熟經濟體相比，美國在許多與健康相關措施的排名始終偏低，例如預期壽命和嬰兒死亡率。

較高的成本與較差的結果：為什麼醫療保健在美國是一個有爭議的問題？在美國，醫療保健費用正在上升；根據Peterson基金會的研究，過去20年，美國的醫療費用每年成長3.5%，遠遠超過2.1%的通膨率。世界衛生組織（WHO）的數據也顯示，美國在2018年的人均醫療保健支出為10,224美元。佔美國GDP的16.9%，幾乎是經合組織（OECD）（OECD）均值8.8%的兩倍。儘管支出龐大，但與其

圖5：美國的人均醫療保健支出最高



資料來源：OECD Health Statistics · 星展集團 2020年9月

美國人的平均預期壽命為78.6歲，在224個國家中，美國排名第42位。但是在OECD國家中，美國的表現並不理想，在36個國家中排名第22。嬰兒死亡率也是一樣。根據《美國健康排名年度報告》，美國的嬰兒死亡率為每千名新生兒有5.9個死亡案例，大大高於其他OECD國家的3.9例。實際上，OECD嬰兒死亡率中，美國名列第33位。因此，問題是：儘管在醫療保健上投入了很多資金，為何美國的預期壽命和嬰兒死亡率卻較差呢？原因如下：

• 系統複雜性導致更高的管理成本

➤ 美國醫療保健體系非常複雜，有多種類型的計劃和覆蓋範圍。例如，醫療保險的承保類型不同，而醫療補助金因州而異。同時，雇主還可以為其員工制訂自己的保險計劃。

➤ 這種明顯缺乏統一性的主要缺點是產生了巨大的管理成本。根據《美國醫學協會雜誌》，行政費用占美國醫療保健總支出的8%，而其他國家則為1%至3%。

• 勞動力短缺導致員工成本上升

➤ 在美國攻讀醫學學位是一項巨大的經濟負擔。實際上，多年來情況持續惡化。根據國家教育統計中心的數據，2000年醫學院的畢業生平均債務為127,500美元。但2016年，這個數字幾乎增加一倍，達251,600美元。

➤ 昂貴的學費，加上低入取率，不可避免地也減少了新醫生的數量，結果導致薪水大幅上漲。根據Medscape的研究，美國醫生的年薪可高達31.3萬美元，較德國高出92%。

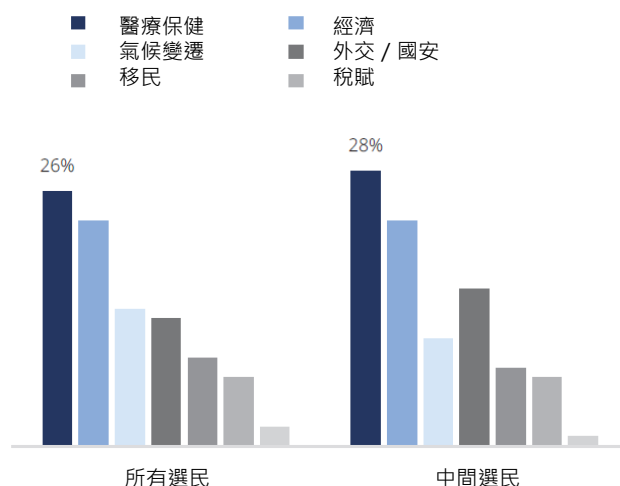
• 較高的藥品費用

➤ 根據OECD的數據，美國每年人均花費在處方藥約1,229美元，為全球最高的。瑞士位居第二，金額為894美元，較美國低27%。

➤ 美國藥品成本高昂，主要是因為沒有政府機構負責與製藥公司談判藥價。取而代之的是，談判是在個人保險公司進行的，這也降低了議價能力。法律禁止聯邦醫療保險計劃談判藥品價格。

➤ 醫療保健產業的區隔化導致美國較高的藥品成本。

圖6：醫療保健是選民最關注的問題



資料來源：KFF.org · 星展集團 2020年9月

民主黨和共和黨在醫療保健的關鍵問題上有何不同？面對人口老化和醫療費用不斷攀升，醫療保健無疑是選民的主要問題。KFF進行的一項調查顯示，有26%的選民將醫療保健視為最重要的議題，而經濟議題則是23%，氣候變化為14%（圖6）。

在選舉前，有關醫療保健的關鍵討論將圍繞以下主題：

- 平價醫療法案 (Affordable Care Act : ACA)

- 民主黨總統候選人拜登已承諾：(a) 擴大ACA，(b) 提議在10年內提供價值超過2兆美元的新醫療保健支出。
- 共和黨的川普則是自2016年競選以來就承諾要換掉ACA。

- 醫療保險/醫療補助

- 拜登提議將醫療保險的資格年齡從65歲降低到60歲，這可能會使醫療保險的覆蓋率額外增加2000萬人）。
- 川普則是提議採取各種步驟來限制公眾獲得醫療補助，例如：(a) 藉由施加額外的要求和其他限制來降低獲得醫療補助的資格，(b) 阻止撥款並限制支出醫療補助的成長。這將導致覆蓋的人數減少。

- 藥價

- 拜登支持一項法案，該法案將允許醫療保險像私營保險公司一樣進行藥價的討論。其次，他還支持從其他國家進口處方藥，因為這將降低美國的藥品成本。
- 川普則是提議將醫療保險計劃中某些藥的成本與海外市場比較。

美國大選對醫療保健類股的影響。星展集團分析以下三種情境分析：(a) 現狀-分裂國會，(b) 民主黨全面獲勝，以及(c) 民主黨在總統大選獲勝而共和黨人於參議院獲勝。

美國大選對醫療保健類股的影響。星展集團分析以下三種情境分析：(a) 現狀-分裂國會，(b) 民主黨全面獲勝，以及(c) 民主黨在總統大選獲勝而共和黨人於參議院獲勝。

- 現狀-分裂國會

- 共和黨將繼續努力廢除ACA。
- 川普藉由海外進口降低藥品成本，並將壓抑製藥公司的營收與利潤。

- 民主黨全面獲勝

- 拜登的計劃(a) 擴大ACA，(b) 將醫療保險擴及更多的美國人，並且(c) 在ACA計劃中增加一種民眾的選項，將可能轉化為更高的競爭性，進而壓抑健康保險公司。

- 拜登計劃藉由 (a) 國際參考價格和 (b) 允許醫療保險像私營保險公司一樣談判價格來降低藥價，這將壓抑製藥公司的定價能力。
- 民主黨在總統大選獲勝而共和黨人於參議院獲勝。
- 在這種情況下，不太可能進行重大的醫療改革。唯一可能獲得藉由的改革將是那些降低藥價的改革。

美國土木工程師協會在2017年基礎設施報告卡中給美國基礎設施 " D + " 等級 (與2013年獲得的等級相同) ，並倡導應增加基礎設施支出2兆美元。此外，根據2019年世界經濟論壇的《全球競爭力報告》，美國基礎設施質量的全球排名第13位，較2002年的第5名退步了8名。

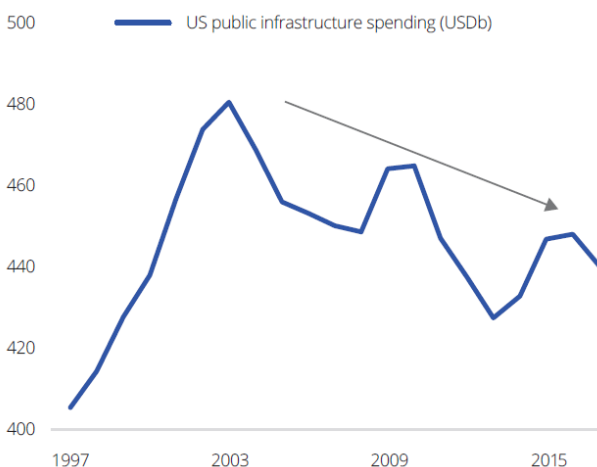
政治面，官方已達成廣泛的共識，即有必要對基礎設施進行大規模投資，從經濟角度來看尤其如此：

- 根據美國土木工程師協會的估計，美國老舊的基礎設施每年對經濟造成了1600億美元的損失，以及69億小時的延誤。
- 馬里蘭大學在2014年的一項研究得出的結論是，在基礎設施投資的每1美元，可創造3美元價值的GDP。
- 麥肯錫則是指出，基礎設施投資佔GDP的比重每增加1%，將創造150萬個就業機會。

大選焦點：美國基礎建設

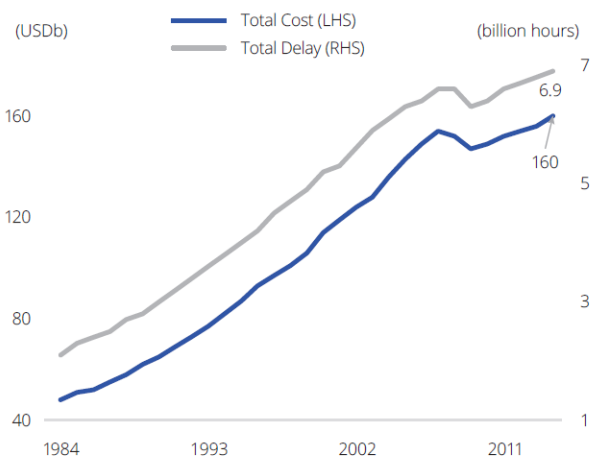
美國基礎建設—嚴峻的困境中。眾所周知的事實是，美國的基礎設施相當老舊；美國的大部分基礎設施都是在第二次世界大戰後所建成的；1970年代以來，大部分資金都花在了維護，而不是新建設。美國國會預算辦公室 (CBO) 數據顯示，美國基礎設施支出在2003年達到4808億美元的高點後便呈現下降趨勢，2017年降至4405億美元。

圖9：美國基礎設施支出一直呈現下滑



資料來源：Congressional Budget Office (CBO), 星展集團 2020年9月

圖10：基礎設施不良所付出的成本



資料來源：Infrastructurereportcard.org, 星展集團 2020年9月

以下三種有關美國基礎設施類股的情境分析。(a) 現狀-分裂國會，(b) 民主黨全面獲勝，以及(c) 民主黨在總統大選獲勝而共和黨於參議院獲勝。

- 現狀-分裂國會

- 若川普繼續擔任總統，他將繼續執行1兆美元的計劃，包括傳統基礎設施工作以及5G行動網路設施和鄉村寬頻的支出。

- 民主黨全面獲勝

- 拜登提出了一項10年總額達1.3兆美元的基礎設施計劃，並將藉由

提高稅收來獲取資金。

- 拜登的“綠色基礎設施”提案建議在乾淨能源運輸相關設施進行大量投資。

- 民主黨在總統大選獲勝而共和黨於參議院獲勝

- 民主黨和共和黨都一致認為，美國需要增加基礎設施支出。但是，他們將需要就如何為這些項目提供資金達成共識。

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。