

2020年第3季 投資總監洞察

傲然屹立

不要和聯準會唱反調

美國聯準會 (FED) 和多國央行史無前例的寬鬆政策，支撐著風險性資產的表現。除非出現第二波嚴重的肺炎疫情，否則害怕錯過 (FOMO: Fear Of Missing Out) 和別無選擇 (TINA: There Is No Alternative) 將可望繼續支撐股票和公司債的表現。

槓鈴式投資策略是最佳選擇

星展集團的槓鈴策略在危機期間的表現具有韌性，並在市場好轉時也出現顯著的反彈。在超低利率的環境下，需同時將具長期成長潛力的股票和創造收益的資產納入投資組合。

後肺炎疫情時代的受惠者

在後肺炎疫情時代的世界裡，星展集團看好的醫療保健和科技類股的主題將更加耀眼。在亞洲，看好中國和新加坡股票；也預期印尼將受惠於年輕族群接納數位經濟的趨勢。

信用利差縮小

在尚未達到最大就業和穩定的通貨膨脹前，聯準會將維持低利率政策。預期信貸利差可望收窄，看好BBB/BB等級債券將受惠。



目錄

- 3 前言
- 4 重點摘要
- 5 資產配置
- 24 美國股市
- 31 歐洲股市
- 36 日本股市
- 41 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
- 81 主題策略：後疫情時代投資契機
- 96 主題策略：5G
- 105 專題：可持續性投資



前言

Source: Unsplash

親愛的貴賓，

自從上次與您溝通以來，世界已被肺炎疫情大流行的黑天鵝事件所困擾；金融市場一度遭到拋售，全球經濟前景面臨不確定性，許多人也改變了工作、娛樂和生活方式。儘管如此，全球央行和政府已竭盡全力阻止這個前所未有的危機。

在此背景下，我要向您介紹2020年第3季的投資總監（CIO）洞察；這是一本在這個瞬息萬變的環境下可協助您規劃投資的指南。本季報告涵蓋了星展集團最新的資產配置觀點，以及不同資產類別中的主要投資看法。

在肺炎疫情擴散前，世界在許多方面已面臨眾多的破壞和挑戰。星展集團重申成為您財富成長過程中合作夥伴的承諾。投資就像一場馬拉松，而不是短跑。

同時，星展集團也將可持續性做為優先考慮因素，並採用MSCI ESG評級，以便您可以從環境、社會和公司治理（environmental, social, and governance）的角度做出明智的投資決策。

最後，星展集團感謝您，且很榮幸的在這個不確定的時刻成為您財富管理合作夥伴的首選，並期待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

親愛的貴賓您好，

今年第2季初，我們處於肺炎疫情大流行的風暴中。在動盪的環境中，星展集團持續倡議繼續投資，並伺機建立 " 歷久彌堅 " 的長期投資組合，因為星展集團預期世界各國政府和央行持續採取前所未見的政策，藉以降低疫情所帶來的影響。

" 歷久彌堅 " 的長期投資組合應採用槓鈴式投資策略；其中包括具長期成長潛力的股票和創造收益的資產。而槓鈴策略在第二季獲得了豐碩的成果。

全球股市從低點已有顯著的回升。星展集團看好的醫療保健和科技相關領域不但彌補了今年以來的跌幅，並重新創下了歷史新高！債券部份，美國聯準會（FED）前所未有的寬鬆政策使市場正常化，進而帶動投資等級和高收益債券也有強勁的表現。

第3季，星展集團仍看好槓鈴策略。除非出現更嚴重的第二波肺炎疫情，否則經濟的逐步開放將有助於風險資產的表現。

此外，我們的生活、工作和娛樂方式正在經歷巨變。因此，對於第3季，星展集團重點介紹後肺炎時代的機會。特別是在家工作、供應鏈多元化和電子競技興起的贏家，以及越來越受到重視且具影響力的ESG投資。

祝您成功掌握這個瞬息萬變的新世界所帶來的投資契機。



侯偉福 CFA
星展集團投資總監



Live more,
Bank less

資產配置 | 2020年第3季

市場看法分歧

總經與政治展望



貨幣政策

成熟國家央行將保持寬鬆的貨幣政策，藉以支撐經濟重啟後的復甦。預期聯準會在2020年至2021年期間將維持利率不變



經濟展望

經濟活動適度的恢復，主要國家第三季GDP成長率可能重回正數，但需留意經濟重啟後第二波疫情的風險



地緣政治

隨著年底美國總統大選的接近，中美對肺炎疫情源頭爭執的緊張情勢將延續至下半年



通貨膨脹

受低油價及總體經濟疲弱的影響，通膨率將維持在低點；預估美國和中國2020年通膨分別為1.3%和2.3%



財政政策

主要國家採取前所未有的財政刺激措施因應肺炎疫情。若疫情再次爆發將可能進一步擴大刺激措施

金融市場展望



股票市場

維持相對看好美股和亞洲不含日本股市的觀點；全球分化的趨勢在後疫情時代，科技相關產業可望持續有較佳的表現



外匯市場

前所未見的刺激措施使成熟市場利率下滑至0%至0.25%；外匯市場的波動度將呈現下滑，預期下半年美元將小幅貶值



利率市場

由於寬鬆的貨幣政策，美元短利率接近歐元和日圓的利率。預期G3國家殖利率曲線可望隨著景氣復甦而趨於陡峭



信貸市場

新興亞洲BBB / BB級債的投資等級 (IG) 和高收益 (HY) 債券提供具吸引力的風險溢價。美國和歐洲IG的利差高於歷史均值



投資主題

後疫情時代的投資機會，成長型產業例如在家上班 (WFH)、電子競技、替代肉品、電子商務和5G相關科技

資產配置

情勢持續呈現變化

2020年初，全球風險性資產在中美貿易戰暫時休戰的初期如預期地顯著上揚。但肺炎疫情的爆發卻改變了這個局面。全球實行封鎖措施導致經濟活動陷於停頓。之後全球股市很快進入熊市，同時公債殖利率也迅速跌至谷底。

主要國家，特別是美國，採取了前所未見的財政和貨幣政策因應疫情的衝擊，也支撐了風險性資產的表現（圖1）。但光是靠政策並不能阻止經濟衰退；更關鍵的問題是：此次經濟衰退將持續多久，影響又有多大？而經濟放緩的形勢將如何影響企業獲利？

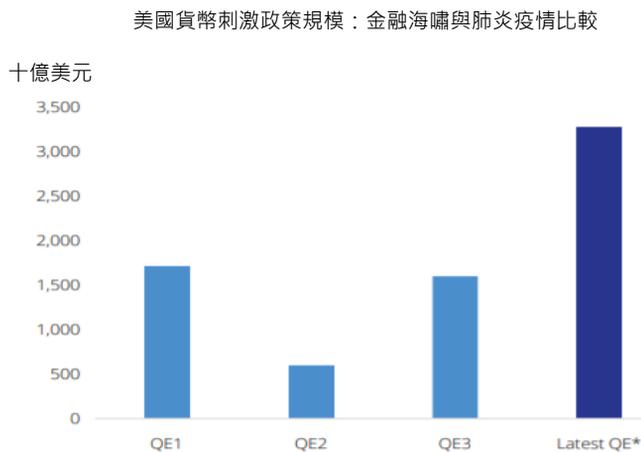
中國的經驗值得借鏡。自今年3月以來，該國經濟成長趨勢顯示逐步復甦的跡

象（圖2）。但基於下述兩個原因，仍需謹慎。首先，現在尚無法判斷病毒是否會持續多輪傳播捲土重來。其次，史無前例的高失業率是否會導致消費者信心和消費持續下滑，還有待觀察。

因此，接下來的三個月至關重要。這段期間將決定成熟經濟體能否成功擺脫肺炎疫情的肆虐。同時，星展集團相信以下因素將主導2020年下半年市場趨勢：

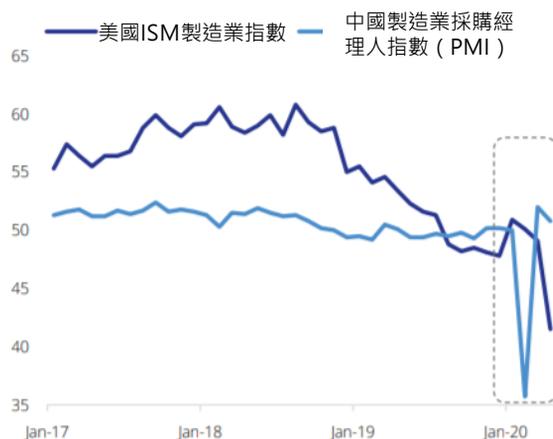
- 總體經濟數據與股市之間是否有正向關聯？
- 害怕錯過（FOMO：Fear Of Missing Out）現象再現
- 通膨疲軟和低政策利率對評價面的影響
- 全球分化趨勢加速

圖1：聯準會史無前例的貨幣刺激政策



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖2：美國經濟復甦是否會緊跟中國的復甦步伐？



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

目前總體經濟疲軟：熊市是否會持續？

美國總經數據仍然疲軟，市場越來越多傳言指出，股市即將進入長期的熊市。從直覺上看，這似乎是合乎邏輯：經濟疲軟會導致企業獲利下滑，進而引起股市下跌。

但事實是，這種假設過於簡單。因為，此論點的假設基礎是：(a) 該國是經濟封閉；(b) 該國的證券交易所只有當地公司掛牌上市以及(c) 評價面保持不變。然而，這些因素並不適用於目前的情況。

標準普爾500指數與經濟之間的歷史關係是並不顯著。回歸分析追溯至1955年的資料，發現美國GDP成長率與標準普爾500指數之間的關係並不顯著(圖3)。標準普爾500指數的市值佔美國GDP的比重進一步強化了這一觀點，該比重多年來一直呈現波動(圖4)。

圖3：美國GDP與標準普爾500指數相關性偏低



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖4：標準普爾500指數市值佔GDP比重的變化



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

在2000年科技泡沫破滅後，該比重逐漸從121%降至2009年第一季50%的低點。而後十年該比重出現回升，最終在2019年第四季上升至128%的高點(2020年第一季末因肺炎病毒危機，該比重又降至103%)。

總而言之，美股和經濟之間的關係並不顯著。這證明，除了經濟基本面，股市也受到以下因素的影響：(a) 評價面；(b) 流動性以及(c) 投資部位。

產業組成是市場表現的更重要決定因素。分析全球主要股市的組成成份，很明顯，部份市場指數成份中的某些行業比重高於其他市場。以美國為例，科技相關企業在標準普爾500指數中占37.4%，但在歐盟Stoxx 50指數中，科技股的比重僅為6.6%左右，明顯偏低。

由於各產業的獲利增長情況的差異，產業構成是決定每個市場表現主要因素。2002年至2019年期間，美股的年複合成長率（CAGR）牽7.3%（美國科技產業年複合成長率則是高達16.5%）（圖5）。這解釋了為何科技類股市值佔美國GDP比率的增長趨勢顯著高於標準普爾500指數的佔比增長趨勢（圖6）。

在此基礎上，儘管整體總體經濟數據疲軟，但科技產業占比較高的市場（如美國）將有更好表現的機會。

圖5：美國科技企業近年來盈利增長趨勢明顯較高



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖6：科技股盈利增長的強勁態勢推動市場表現強勁



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

害怕錯過（FOMO：Fear Of Missing Out）再現

星展集團2019年12月發佈的2020年第一季投資總監洞察報告曾經提出，FOMO的現象對全球風險性資產的影響。這個觀點是正確的，因為當時標準普爾500指數持續震盪走揚，直到肺炎疫情所引發的拋售。但3月下旬以來的強勁反彈也顯示，FOMO現象已再次重現，從下述可明顯看出：

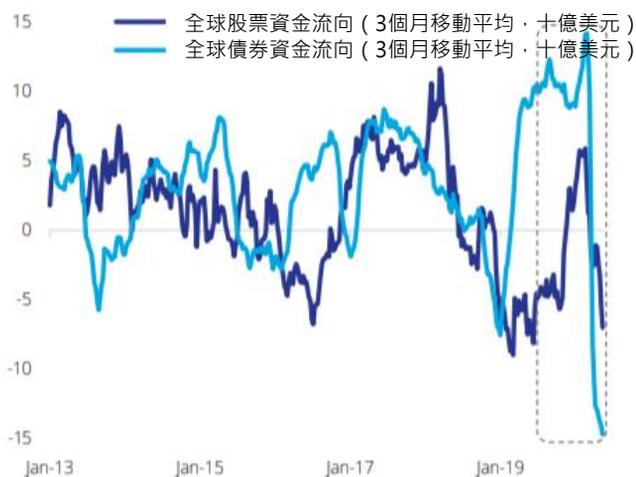
- 股市在經歷拋售後，資金外流趨緩
- 市場對經濟數據和企業訊息的反應平淡

隨著投資組合配置者保持對股票的戰略投資，資金外流趨緩。全球疫情肆虐期間，標準普爾500指數從高點下跌至低點，累計下跌了33.9%，並創下史上最快的一波修正。但令人驚訝的是，股市修正時並未引發資金外流。根據追蹤基金動向的EPFR Global的數據，今年第一季，流出股票型基金的金額約335億美元（圖7），較2019年季度平均436億美元的流出量減少了23%；而2019年，標準普爾500指數上漲了29%。



有趣的是，第一季由於投資人減少對公司債的投資，債券型基金呈現淨流出1,071億美元。資金流量的變化顯示，儘管疫情帶來了不確定性，但投資組合管理者仍保持對股票的戰略投資部位；由於全球債券殖利率仍維持在低點，投資人將被迫尋求收益。

圖7：與預期相反，受疫情影響的拋售期間，全球債市的資金流出高於股市的資金流出



資料來源：EFPR Global · 星展集團 2020年6月

謠言賣出，事實買入？不意外的，肺炎病毒的負面影響開始顯現於總體經濟數據和企業數據上。隨著製造業活動加速收縮，美國ISM製造業指數在4月下滑至41.5。企業盈利也同樣經歷了大幅下調，每股盈餘預期也在4月時遭到大幅下調22%。

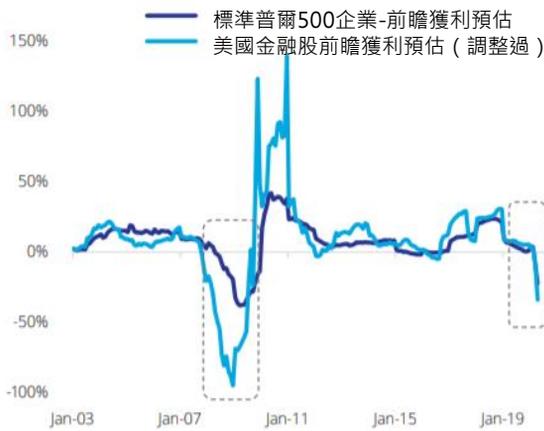
關於目前的獲利預期的調降是否“充分”的觀點兩極。一部份認為，鑒於當前預期調整未達到全球金融海嘯時期的水準（2009年3月達到負38%），未來將出現更多評級下調（圖8）。但星展集團對此有不同的看法。

2008年，金融業處於危機的震央，導致銀行無法發揮向更廣泛的經濟放貸的仲介機構作用。但這次的情況不同，金融業體質依然穩健；儘管工業類股票的盈餘預估大幅下調，但科技和醫療保健類股因基本面較有韌性，其評級下調可能性較低。



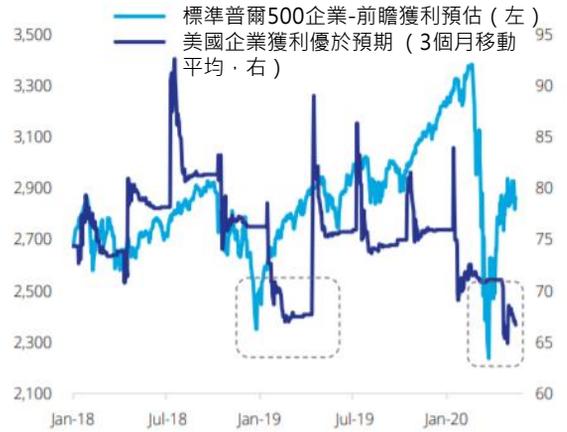
Source: Unsplash

圖8：盈餘下調：肺炎疫情與次貸危機比較



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖9：美國股市通常在盈餘超乎預期觸底前反彈



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

從近期價格走勢可以明顯看出，市場已經消化了肺炎疫情的負面影響，這也解釋了市場為何對公佈的總體經濟數據和盈餘資料反應冷淡（圖10和圖

11）。事實上，投資人正在為經濟復甦做準備，認為新增感染病例數處於可控水準（最佳情境假設）；市場再次下探3月底點的可能性偏低。

圖10：謠言賣出，事實買入？儘管盈餘下調，美國股市仍出現反彈



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖11：儘管公佈的經濟數據不如預期，標準普爾500指數仍呈現上揚



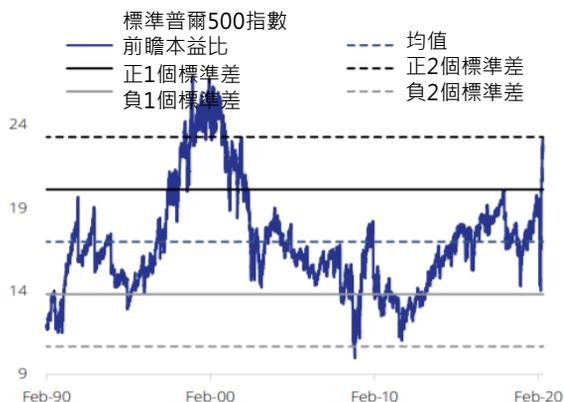
資料來源：彭博·星展集團 2020年6月



通膨疲軟和政策利率維持低檔：對評價面的影響

標準普爾500指數已大幅反彈，且盈餘也遭到下修，目前評價面看起來很貴。前瞻本益比約22.8倍，接近正兩個標準差的“昂貴”水準（圖12）。但由於通膨背景不同，不應以目前評價面與歷史數據進行比較。1970年代，美國平均通膨率為7%；2009年以來，平均通膨率一直處於約1.6%。

圖12：從前瞻本益比角度分析，美股評價面偏高；但這並非全貌

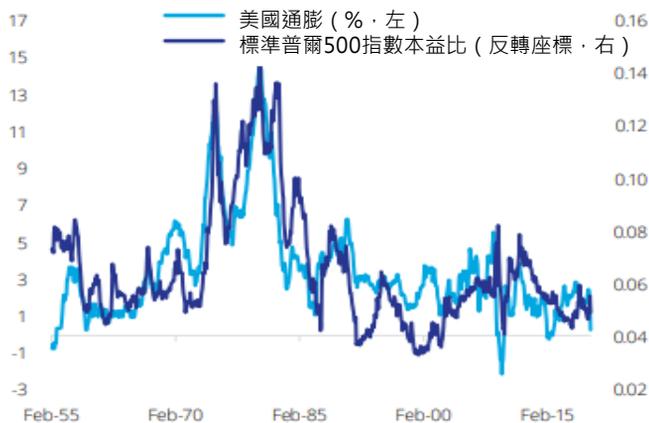


資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

將通膨因素納入考量。通膨背景的明顯差異對評價面有著巨大的影響，因為兩者之間存在廣義的反向關係。疲軟通膨意味著低政策利率，以提振經濟活動和支撐風險性資產。當通膨率較高時，情況則相反（圖13）。

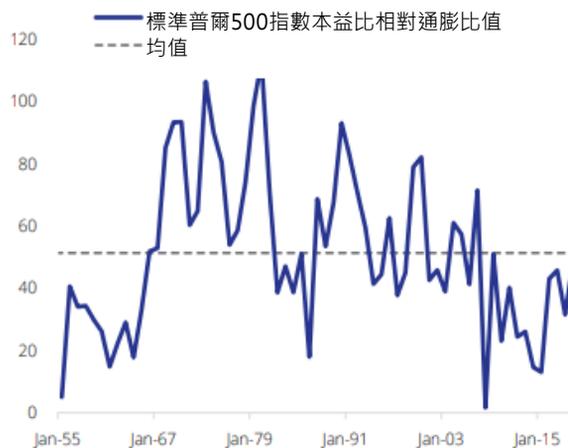
因此，看待價值面的一種更合理的方式是評估它與通膨的關係。在分析中，將標準普爾500指數的本益比除以1955年以來美國通膨率的倒數。結果顯示，目前本益比與通貨膨脹率相當，因為該比率與長期平均水準相一致（圖14）。

圖13：美股評價面與通膨之間為反向關係



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖14：若考慮通膨因素，目前美股評價面並不誇張

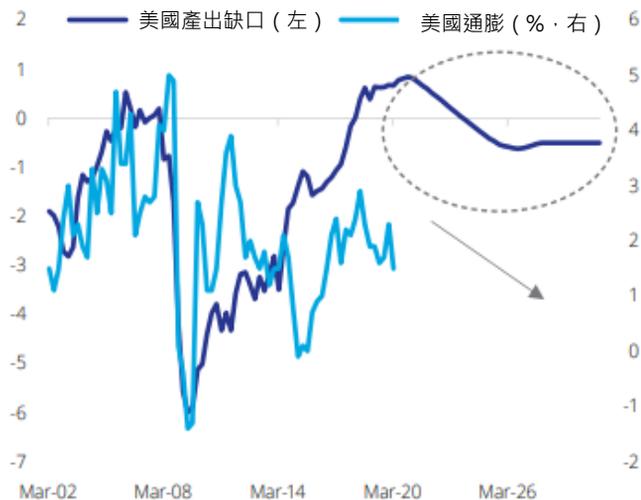


資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

股票與債券殖利率利差：低利率時代更好的評估指標。由於油價暴跌和產量缺口迅速擴大，預計未來幾年通膨將保持在較低水準，為公債殖利率帶

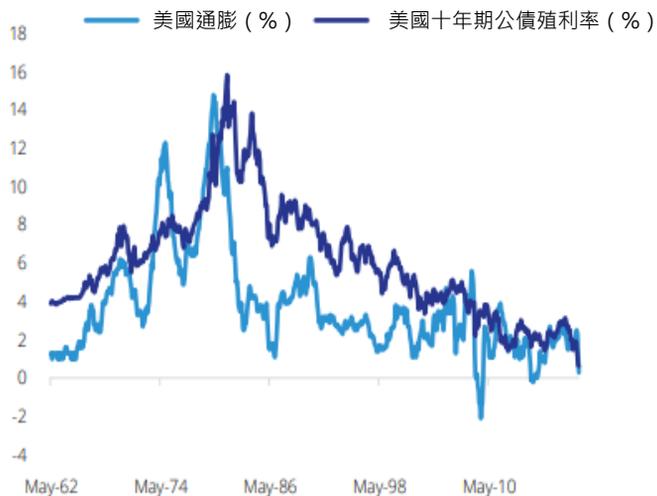
來壓力 (圖15和16)。在此情況下，相較於廣泛使用的前瞻本益比方法，股票/債券殖利率利差將成為更好的股票評價面指標。

圖15：隨著產出缺口擴大，通膨保持疲軟



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖16：歷史上通膨與美國10年期公債殖利率呈正相關



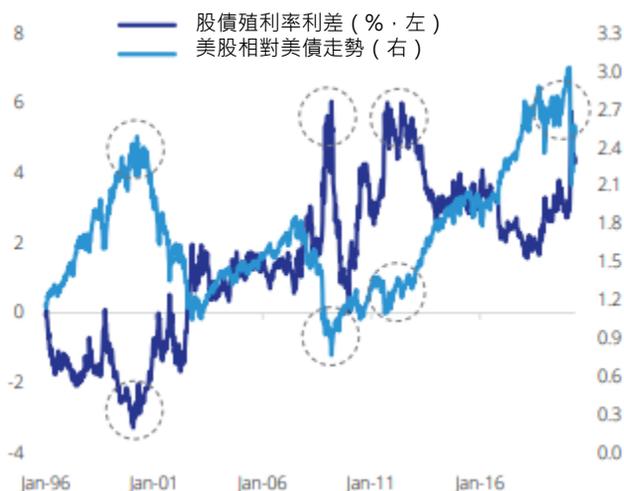
資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖17顯示歷史的週數據，殖利率利差與股票相對債券的表現呈負相關：

- **2000年利差觸底**：2000年1月21日，殖利率利差為負3.3%。直到2002年7月12日，利差才轉為正值，美國公債的表現優於股市62%。
- **2009年利差達到高點**：2009年3月6日，利差達6.1%的高點。直至2009年12月25日，利差跌到谷底，股市的表現優於公債61%。
- **2011年利差達到高點**：2011年9月30日，利差達6.0%的高點。直至2018年3月9日，跌至低點，股市的表現優於公債168%。

目前，殖利率利差為4.4%，顯示未未來數季，股市的表現可能優於債市券的表現。

圖17：殖利率利差與股票/債券相對表現之間為反向關係



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月



全球分化趨勢加速

全球顛覆浪潮導致世界各地商業模式的轉換。如今，電子商務已經取代實體零售業。同樣，機器人和自動化也正在取代傳統工廠的製造方式。

這種演變已持續了一段時間。但疫情的爆發加速了這一進程。

不再“一切照舊”；結構正在發生變化。鑒於肺炎病毒危機特性，人類工作、娛樂和生活方式都發生了一些根本性和結構性的變化。例如：

- 從傳統商店銷售到線上銷售：大範圍的經濟封鎖導致傳統商業活動停滯。為了克服這一利空因素，許多企業被迫進行業務營運的再造，轉而在網上開展經營活動（圖18）。

- 在家上班（WFH）的興起：對員工來說，已不再是一切照舊了。多年來，許多公司不允許員工在家辦公。但肺炎病毒的出現改變了這一點，令人驚訝的是，迄今為止，各大公司的非正式回饋都是正面的。有跡象顯示，許多公司將繼續採用WFH方式。
- 運動-從傳統運動到虛擬運動：隨著體育賽事的取消，傳統運動經歷了翻天覆地的變化，而與此同時虛擬賽事（電子競技）從中受益（圖19）。

後疫情時代的受惠者：科技業。這些趨勢中有許多將在疫情後持續，毫無疑問，受惠於這些趨勢的主要行業與科技相關，如電子商務、雲端運算、5G與電子競技；此外，還有醫療保健產業。

圖18：百貨公司及網上零售的分化趨勢



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖19：今年電子競技表現優於傳統體育賽事



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

*包括曼聯、尤文圖斯和自由傳媒集團-自由一級方程式

圖20：今年美國科技和醫療保健產業的表現優於大盤



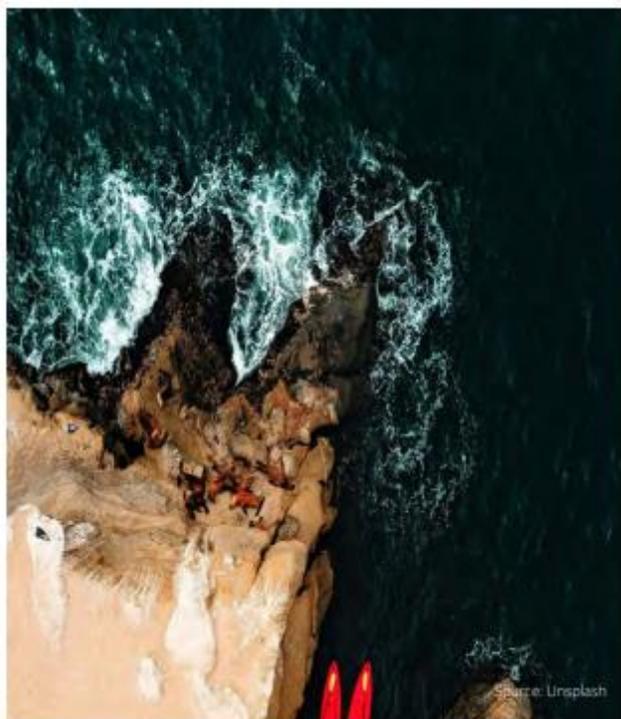
資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖21：前五大公司的表現更為突出



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

*包括微軟、蘋果、亞馬遜、Alphabet和臉書



這一點從今年美國科技和醫療保健行業的強勁表現中可見（圖20）。標準普爾500指數中市值最大的五家公司（微軟、蘋果、亞馬遜、Alphabet和臉書）的平均漲幅，更是顯著優於大盤（圖21）。

全球的分化正在發生，而且這一趨勢將在未來幾年將持續加速。

2020年第3季資產配置：關鍵是差異性

表2：2020年第3季星展集團投資總監辦公室資產配置架構（CAA）

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美股	歐股	日股	亞洲不含日本	成熟市場公債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	PMI	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	0	0	0	0	1	1	1
	貨幣政策	-1 to +1	1	1	1	1	1	1	1
	預估企業獲利成長	-2 to +2	-1	-1	-1	0	-	-1	-1
	獲利優於預期	-2 to +2	0	0	0	0	-	0	0
評價面	前瞻P/E	-2 to +2	0	0	0	1	-	-	-
	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	0	0
	自由現金流	-2 to +2	2	-1	0	1	-	-	-
	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	1	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	1
總分			5	0	2	7	0	3	4
調整後分數*			0.24	0.00	0.10	0.33	0.00	0.19	0.25

資料來源：星展集團 2020年6月

跨資產類別：由於債券殖利率處於低點，仍然相對看好股票。從跨資產類別的角度來看，維持對股票優於債券的偏好。在資產配置架構（CAA）架構，股票的綜合得分為0.17，高於債券的0.15。

基本面：隨著經濟體逐漸重新開啟，總體經濟數據預計將在未來數月將有所改善。以中國為例，因失業率的不斷上升，預計製造業的反彈速度將快於消費。因此，將採購經理人指數（PMI）和經濟預期指數等關鍵數據類別設為“0”。

企業獲利面；2020年初以來，市場分析師已將全球股市獲利預估下調約

22%，預期未來數月還會進一步下調（儘管下調速度趨緩）。由於預估的修正速度過快，本季企業獲利面出現不如預期的機會較低。

評價面：股票殖利率和美國公債殖利率之間的差距已升至約4.4%，也支持了股票優於債券（尤其是政府債券）的觀點。

市場動能：今年以來，股票型基金流出328億美元，而債券型基金流出更高達727億美元。儘管如此，預計隨著第三季金融狀況和總經環境持續回穩，資金將可望回流。

潛在利多：肺炎疫苗提早推出。

股票：疫情加劇全球分化趨勢；看好科技佔權重較高的市場。肺炎病毒危機將全面影響經濟和企業獲利增長。但值得注意的是，總經環境由上而下對貿易、投資和消費的影響是一致的，但對特定行業的由下而上的影響可能極為不同。

顯然，在經濟解封之後，零售業和旅遊業將繼續面臨不利的局勢；因為失業人數不斷增加的情況下，消費者將削減支出。另一方面，隨著企業/消費者將消費活動從實體銷售轉移到網路銷售，與科技相關的產業將出現結構性增長。

鑒於近期的發展，基於宏觀因素進行全球股票配置已不再具有意義。相反地，股票配置應該根據每個市場對受疫情影響較小的行業（例如科技）進行投資。如圖22所示，美國擁有最高的科技產業比重，其次是日本和歐洲，維持成熟市場中相對看好美國股票的

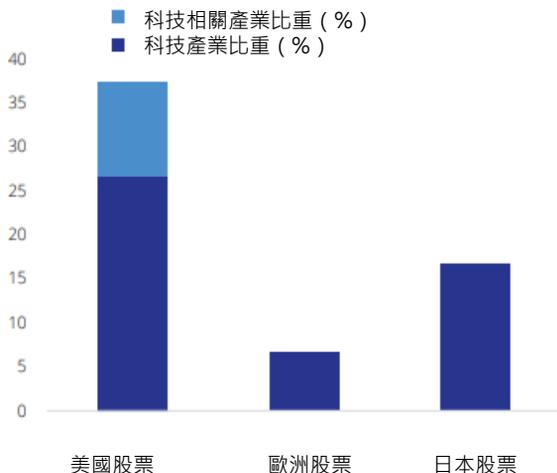
觀點。

以亞洲不含日本為例，由於在遏制肺炎疫情方面相對成功，預計經濟將出現較快的反彈，這已顯示在經濟預期指數中（圖23）。維持看好亞洲不含日本股市觀點。

債券：偏好美國的投資等級債券；相較全球高收益債，偏好亞洲的高收益債券。由於成熟國家高失業率和消費疲軟，各國央行在2020年應會繼續實施寬鬆貨幣政策。星展集團總經研究團隊預期，美國10年期公債殖利率將在今年底達0.95%，並在2021年呈現上揚。

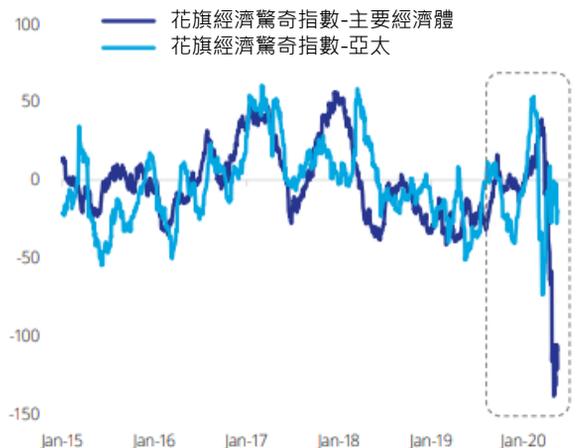
公司債中，看好美國投資等級債券；因為，在目前的經濟環境下，信用利差所顯示的隱含違約率並不合理。全球高收益債中，因亞洲高收益債利差具有吸引力，持續看好。（圖25）。

圖22：成熟市場中，美國科技產業佔比最高



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖23：亞洲經濟反彈速度快於成熟國家



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖24：美國投資等級債利差所顯示的隱含違約率並不合理



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖25：亞洲高收益債殖利率高於全球高收益債



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月



圖26：TAA資產配置比例（穩健型投資組合）

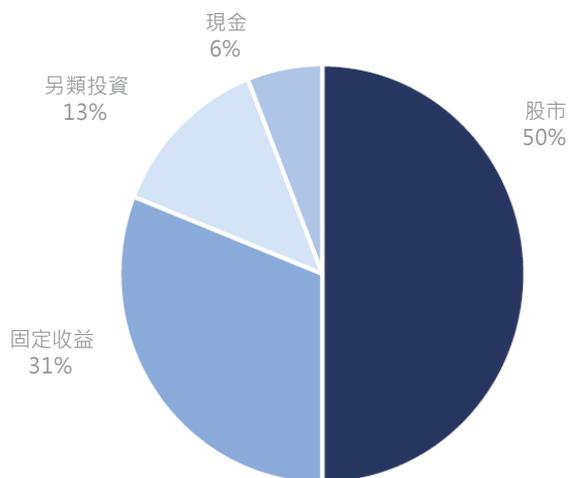
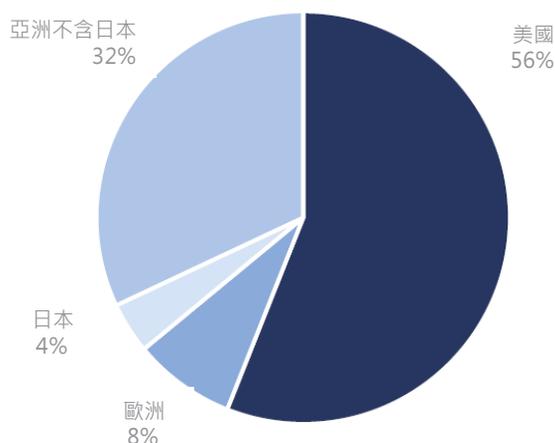


圖27：TAA股市地區配置比例（穩健型投資組合）



資料來源：星展集團 2020年6月

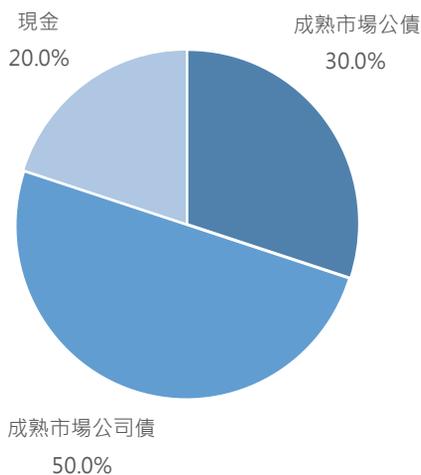
表4：2020年第3季戰術性資產配置（TAA：Tactical Asset Allocation）

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	中立	中立
現金	看好	中立

資料來源：星展集團 2020年6月

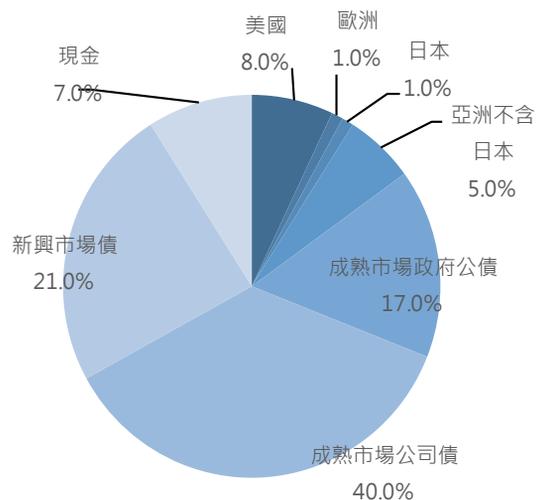
保守型投資組合

	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

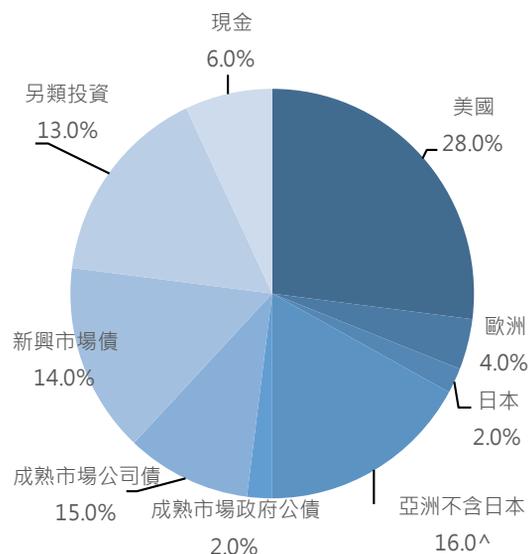
	TAA	SAA	Active
股市	15.0%	15.0%	
美國	8.0%	6.0%	2.0%
歐洲	1.0%	4.0%	-3.0%
日本	1.0%	2.0%	-1.0%
亞洲不含日本	5.0%	3.0%	2.0%
固定收益	78.0%	80.0%	-2.0%
成熟市場債券	57.0%	60.0%	-3.0%
成熟市場公債	17.0%	20.0%	-3.0%
成熟市場公司債	40.0%	40.0%	0%
新興市場債	21.0%	20.0%	1.0%
另類投資	0.0%	0.0%	
黃金	0.0%	0.0%	
避險基金	0.0%	0.0%	
現金	7.0%	5.0%	2.0%



資料來源：星展集團 2020年6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

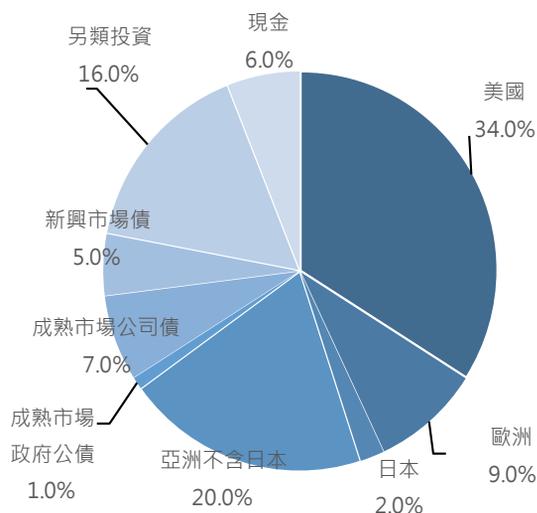
穩健型投資組合

	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	13.0%	10.0%	3.0%
黃金	8.0%	5.0%	3.0%
避險基金	5.0%	5.0%	0.0%
現金	6.0%	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	16.0%	15.0%	1.0%
黃金	6.0%	5.0%	1.0%
避險基金	10.0%	10.0%	0.0%
現金	6.0%	5.0%	1.0%



資料來源：星展集團 2020年6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



2020年第3季 | 美國股市

關注解封後經濟的發展

美國股市

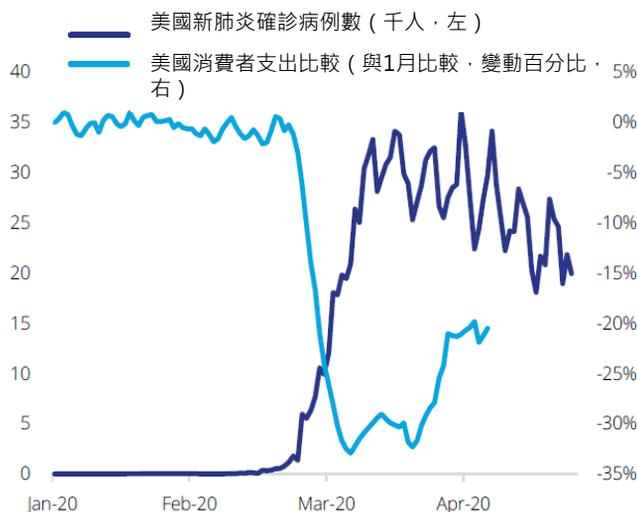
受到前所未有的財政和貨幣寬鬆政策的支撐，風險性資產普遍有良好的表現；標準普爾500指數 (S&P500) 第二季 (截至2020年6月12日) 上漲了約18.2%。這場危機最壞的時刻可能已經過去，但未來數月，投資人的焦點將著重於解封之後經濟重新啟動後的成功程度。在這方面，星展集團仍然建議投資人參考中國的情況。當新冠肺炎確診病例數達到高點時，中國總經數據已經開始反彈，星展集團相信美國也可望有類似的情況。

由於經濟數據通常落後反應，星展集團以其他替代數據來追蹤美國經濟重新開放的情勢。

根據總部位於哈佛的《Opportunity Insights》，美國的經濟活動已經開始反彈，這也符合新確診病例數可能已達到高點的情況：

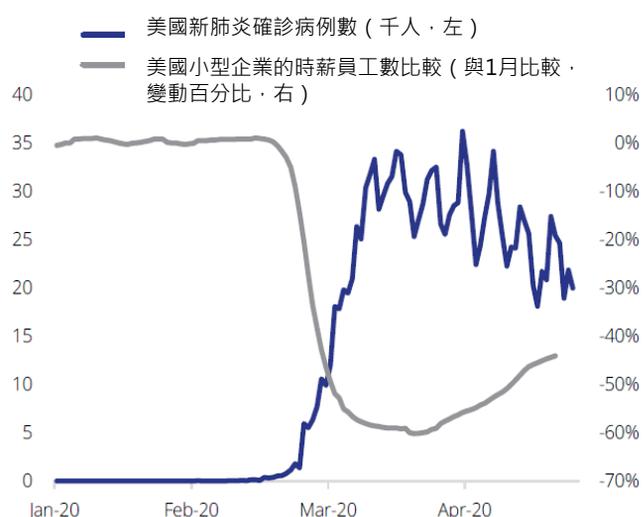
- **消費**：4月13日至4月30日，Opportunity Insights數據顯示，美國消費者支出已從低點的負32.3%回升至負20.5% (相較於2020年1月上旬) (圖1)。
- **就業**：同樣地，4月13日以來，小型企業的時薪員工數也從低點的負60.2%回升至5月15日的負44.1% (相較於2020年1月上旬) (圖2)。

圖1：回歸正常生活—美國消費支出回溫跡象



資料來源：Opportunity Insights · 星展集團 2020年6月

圖2：重返工作崗位—小型企業的就業情況正在改善



資料來源：Opportunity Insights · 星展集團 2020年6月

掌握後肺炎疫情的趨勢。在接下來的數季當中，即使沒有反復的疫情，美國民眾的消費方式也將有所改變。隨著逐漸重新開放，星展集團認為某些形式的預防措施（如社會隔離）將仍然存在，尤其是在沒有疫苗的情況下。人們工作和生活方式的改變將加速以下趨勢：

- **在家工作（Work From Home：WFH）的興起：**傳統上，企業有不允許員工WFH的想法，但是肺炎疫情改變了這一切。公司逐漸意識到，從產出的角度來看，在家工作的員工也能有一樣的工作效率。若有更多的員工WFH，則可以從辦公室或廠商中節省成本；星展集團認為，即使肺炎疫情結束後，WFH的趨勢仍將以某種形式持續存在（圖3）。

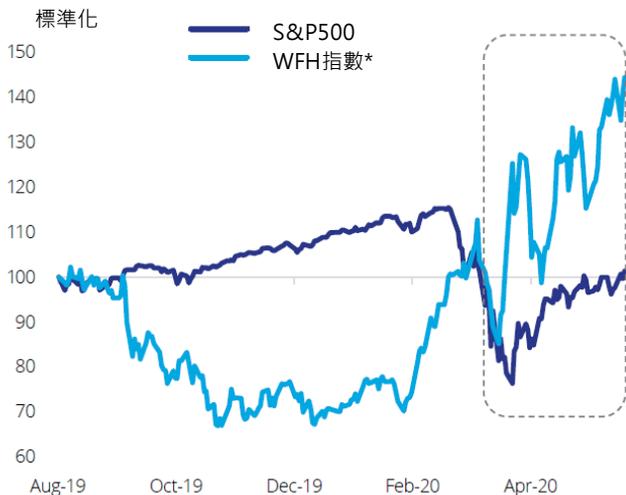
- **電子商務的興起：**在封鎖期間，零售商和食品公司的營運遭受到嚴重的衝

擊。為了生存，許多公司重新設計了自己的營運模式，並採用網路銷售的方式。即使在解封後，消費者採取預防措施並進行社交距離，這種趨勢仍將持續。網路零售以及食品配送的需求將不斷成長。

- **電子競技的興起：**隨著體育活動在疫情期間遭到取消，傳統體育賽事經歷了劇烈的變化。虛擬遊戲或電子競技（e-Sport）受惠於消費者找尋替代的活動，諸如Twitch之類遊戲平台的觀眾出現大幅成長（圖4）。

市場擔心這樣的需求大幅上揚是否只是一時，但星展集團認為不是。電子競技可讓體育機構與粉絲/贊助商保持互動，並分散收入來源。此外，由於僅需網路連接，電子競技也不太容易受到干擾；因此，消費者對這一領域的興趣可望持續。

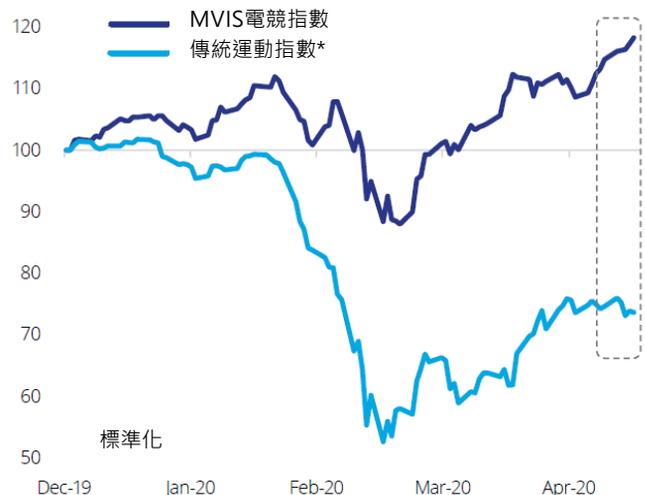
圖3：WFH相關公司的表現優於大盤



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

* WFH指數含Zoom Video Communications and Slack Technologies

圖4：今年電子競技的表現優於傳統體育



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

*傳統運動指數含Manchester United, Juventus, and Liberty Media Corp-Liberty Formula One

美國科技：後疫情時代的受惠者。後疫情時代趨勢中受惠的產業主要與科技相關，例如電子商務、雲端計算、5G和電子競技。這就解釋了為什麼今年以來紐約證交所的FANG +和那斯達克指數分別表現優於標準普爾500指數33.4%和12.7%（圖五，截至2020年6月12日）。如果能夠掌握到標準普爾500指數中市值前五大公司（微軟、蘋果、亞馬遜、Alphabet和臉書）的平均表現也同樣驚人。

自從2000年網路泡沫破滅和肺炎疫情危機加速了美國科技產業的主導地位，表現也通常優於大盤。星展集團預期這樣的趨勢將在後疫情時代的世界中將會加速；因為，支撐科技產業的結構性利多因素，例如強大的定價能力和改善中的運營成本控制（圖6）。

2020年第三季美國類股觀點

表現大幅領先大盤。星展集團的美股類股觀點在今年的下跌和上漲時均有良好的表現。2020年第一季，由於肺炎疫情加劇，風險性資產重挫，星展集團看好的類股平均跌幅為20.5%，表現優於看淡的類股（平均跌幅為28.4%）7.9%（圖7）。

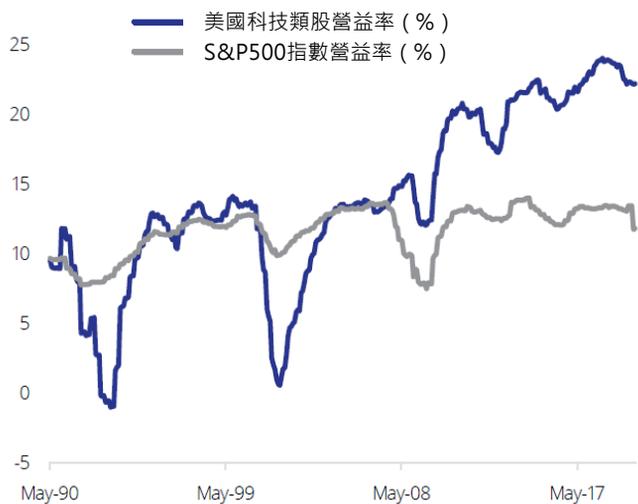
2020年第二季（截至6月12日），由於前所未見的政策支持，風險性資產全面走揚；加上經濟重新開放的前景不斷增強，市場人氣得到提振。星展集團看好的類股平均漲幅為22.2%，表現優於看淡的類股達4.3%。今年以來，看好的類股累積表現優於看淡的類股達12.7%。

圖5：肺炎疫情危機令科技類股的表現優於大盤



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖6：由於較佳的定價能力和改善中的成本控制，美國科技業有良好的利潤率優勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖7：星展集團看好的類股表現顯著優於看淡的類股

	第一季	第二季*
看好	-20.5%	22.2%
看淡	-28.4%	17.9%
相對表現	7.9%	4.3%

資料來源：彭博，星展集團 *截至2020年6月12日

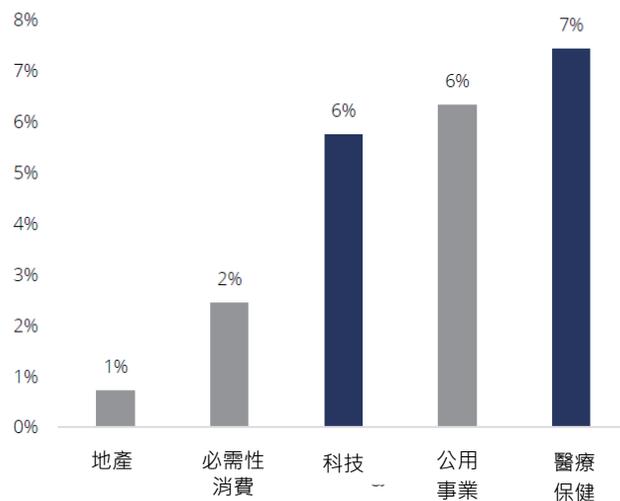
維持看好醫療保健和科技相關產業的觀點。強勁的獲利和評價面顯示了星展集團的三階段獲利和評價面框架。建立此框架的主要動力是讓投資人從喧囂的市場中審視，並從收獲利和評價面的角度評估美國類股目前的狀況。

星展集團的框架主要目的是排除評價面過度擴張以及不切實際的小幅獲利下調（相對於總經情勢）的類股。最後，成長型類股中的科技和醫療保健為評價面和獲利面最佳的選擇（圖8）。星展集團維持看好科技相關行業，因為它們可望受惠於後疫情時代的趨勢。同樣的，由於疫情持續，預期美國醫療保健類股也將受惠於資金流入。

另一方面，由於全球經濟成長趨緩，預期工業類股將持續面臨不利因素，因此維持看好工業類股。隨著企業與消費者減少航空旅行，航空業將特別脆弱（圖9）。由於淨利息收益率（NIM）收縮、貸款損失準備金增加以及貸款成長疲軟，金融業的前景也不佳。

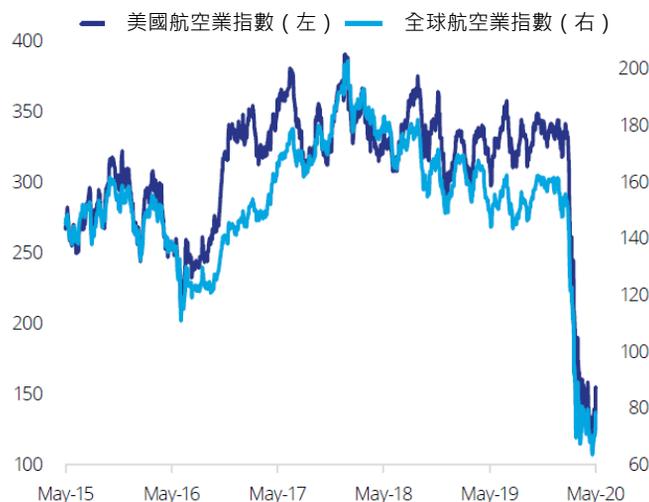
看好的類股。隨著美國經濟可望在第三季逐步解封，星展集團預計經濟和企業獲利數據將優於第二季。這也加強了星展集團看好科技和醫療保健類股的信念。因此調整了以下的觀點：

圖8：美國科技和醫療保健—強勁的獲利基本面



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖9：航空股的重挫不太可能在後疫情時代快速復甦



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

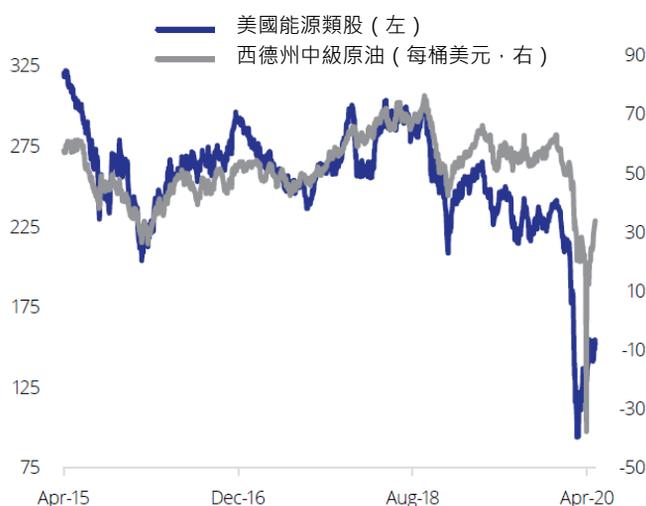
- 將房地產的觀點降至中性– “WFH”趨勢的興起將壓抑商業房地產未來的表現。
- 儘管獲利和評價面良好，但維持公用事業於中性。長期且不可逆轉的數位化趨勢和全球老齡化趨勢中，星展集團持續看好長期贏家。

在原油價格反彈的情況下，戰術性看好美國能源類股。星展集團第二季開始看好美國大型綜合能源企業，主要基於股息的因素。由於公債殖利率偏低，大型能源企業是追求收益策略中高股息標的。當時，美國大型綜合能源企業的股息殖利率為4.1%，是標準普爾500指數的兩倍多。

但是，由於肺炎疫情危機以及俄羅斯和沙烏地阿拉伯的價格戰，能源類股今年遇到了一場完美的風暴。但之後，石油輸出國組織與主要產油國（OPEC +）成員同意協調減產，解

決了價格戰的問題。更重要的是，隨著各國逐漸解封，預期原油需求將在未來數月反彈。星展集團預期西德州中級原油價格在2020年第四季的均價每桶48.5美元，這也可望支撐能源股的表現（圖10）。維持看好大型綜合能源企業。

圖10：美國能源股可望隨原油價格反彈



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

表1：2020年第3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
	康健	房地產	工業
	非必需性消費		
	能源*		

*註：（1）為美國大型綜合能源企業，且（2）看好為美國股票投資組合相對表現。並非代表相對看好實體能源價格。

資料來源：星展集團 2020年6月

表2：美國主要類股關鍵數據

	前瞻本益比	本淨比	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)
標準普爾500指數	24.3	3.4	14.3	13.5	2.7
標準普爾500金融	17.4	1.2	8	9.3	1
標準普爾500能源	-	1.2	21.1	-8.4	-3.8
標準普爾500科技	25.9	8.4	17.9	28.9	10.3
標準普爾500原物料	23.8	2.4	13.7	6.6	2.7
標準普爾500工業	31	3.7	12	20.1	4.8
標準普爾500必需消費	20.2	5.9	15.4	22.2	6.2
標準普爾500非必需消費	50.7	9.4	15.2	26.8	5.1
標準普爾500通訊服務	22	3.4	11.6	14.2	5.4
標準普爾500公用事業	18.2	2.1	12.3	10.1	2.6
標準普爾500房地產	47.5	3.4	21	10.7	4
標準普爾500康健	17.1	4.4	14.4	19.4	6.5

資料來源：彭博 2020年6月12日

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



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

2020年第3季 歐洲股市

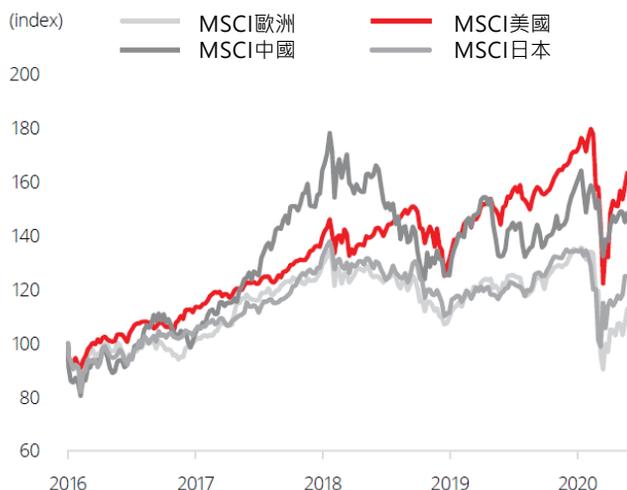
有待復甦

歐洲股市

歐洲地區的肺炎疫情也尚未結束，要使歐洲從深度衰退中恢復過來可能還需要一段時間。隨著各國政府陸續推出財政刺激措施，以舉債來緩解經濟下滑的風險；同時，企業也藉由削減資本支出和股息確保生存。儘管星展集團的基本假設是全球經濟在今年下半年反彈，但由於歐洲深度的結構性問題，相對經濟成長率將不如美國。星展集團認為歐股表現仍將不如全球主要市場。

星展集團擔心的是歐洲疲軟的內需成長、影響銀行獲利的負殖利率、股市結構中缺乏科技產業以及阻礙市場改革的政治因素。這些導致其過去表現不佳的問題不太可能獲得緩解。

圖1：2016年以來歐股表現落後其他主要市場



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

歐元區在疫情擴散前經濟已經不佳，之後的復甦也非常具有挑戰性。2019年GDP成長率已經是六年來最低水準，

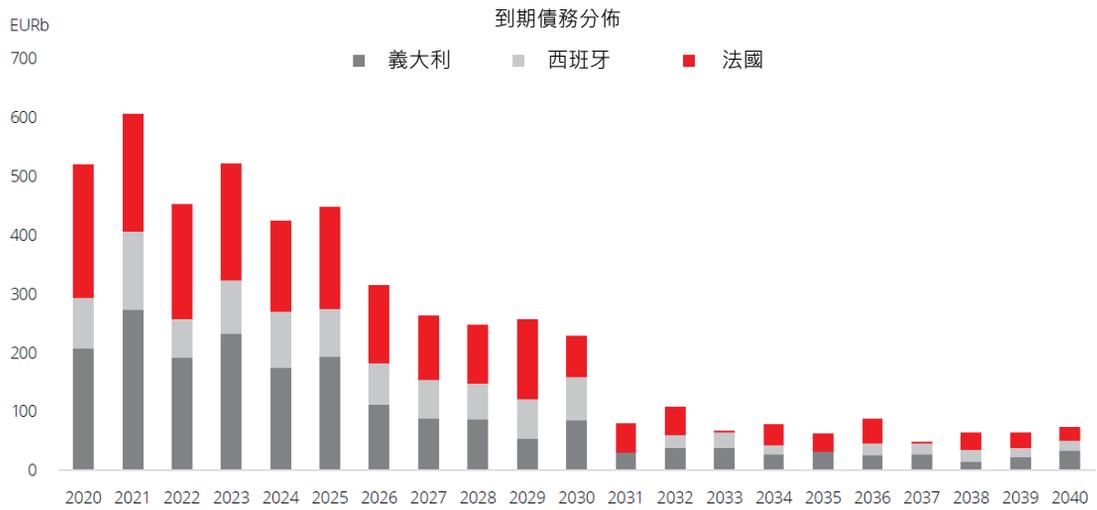
星展集團預期2020年GDP成長率將衰退8%，且2021年的前景仍不確定。疫情之前，預算平衡、高負債水準和疲軟的成長均是問題，而為支撐濟而實施的所有刺激措施將進一步削弱財政。一旦確定了各種救援計劃的細節，義大利和西班牙等一些經濟體就顯得脆弱，市場很可能會重新關注這些問題。

擴大刺激政策。為了因應疫情，歐洲央行（ECB）採取了最新舉措，將疫情緊急採購計劃（Pandemic Emergency Purchase Programme）擴大至1.35兆歐元，並將計劃至少延長至2021年6月底。

不過，與美國聯準會（FED）的無限量化寬鬆和降息相比，一些市場觀察家指出，可能仍不足以使歐元區擺脫嚴重的衰退和失業率上升的影響，可能還需要更多。現階段，ECB的行動應該壓低政府的借貸成本，為面臨違約和破產的國家和公司提供生命線。這個消息也壓抑義大利公債殖利率下滑。

歐洲的工業革命。另外，歐洲國家和歐盟正在製定財政計劃藉以提振經濟。這也展現出歐盟內一致的支持以及如何使用支出將引發該地區急需的改革。

圖2：義大利、西班牙和法國在2020年和2021年到期的債務，ECB購買了超過1兆歐元



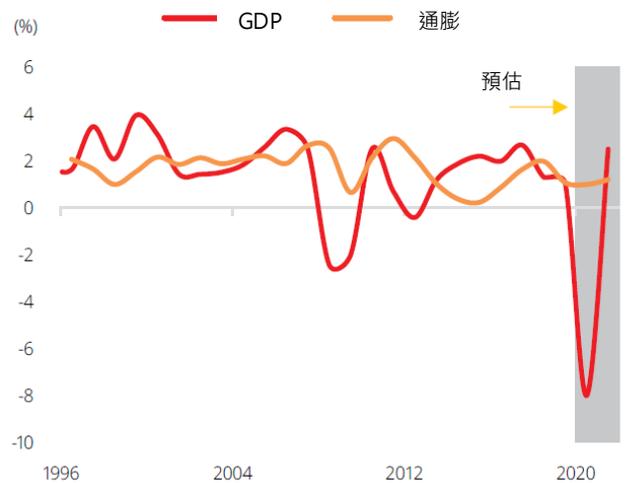
資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

約有1000億歐元的資金會保留給人工智能、電池和清潔能源領域的領導企業，也包含保護企業避免受到外國競爭以及減少對海外供應鏈依賴的措施。此外，還預留有關於數位、安全、防禦、5G數據網絡、鐵路升級以及加倍電動車補助措施等基礎設施項目的支出。星展集團相信，藉由這些舉措，歐洲的工業和科技業可望有良好的發展。

較少表現優於全球其他同業的類股。隨著世界向數位化邁進，疫情危機很可能加惠科技業，從而推動了對電子相關領域的基礎設施的強勁需求。

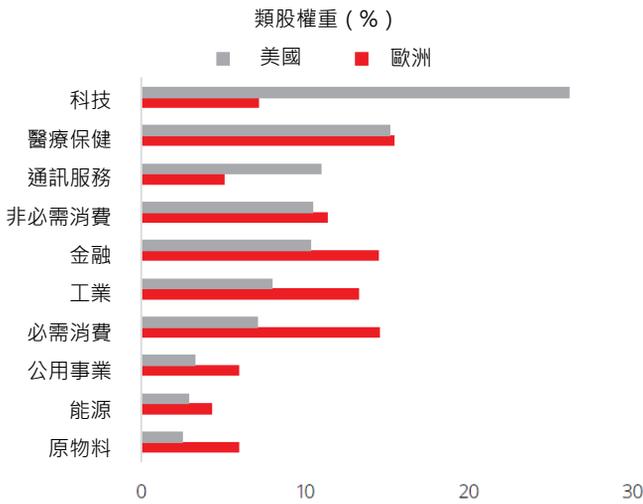
這種趨勢應繼續支持科技和部份非必需消費類股的表現，但這些類股並非歐洲主要的產業。此外，銀行業面臨負殖利率以及歐洲地區成長疲弱的不利因素。歐股受惠於後疫情時代的代表性產業不足，因此表現不太可能優於其他成熟市場。

圖3：2012年以來經濟成長緩慢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖4：舊經濟概念股和缺乏科技類股是歐洲表現不佳的關鍵



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖5：本益比偏高



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

獲利預估下調導致價值面昂貴；前景仍然不確定。在疫情擴散和封鎖之前，今年第1季的獲利已顯疲態，這也導致今年的獲利遭到進一步調降。主要受金融、非必需消費、能源和原物料類股所拖累，第1季獲利較去年衰退

32%。預估本益比顯示，市場尚未充分反應獲利面的風險。因此，除非獲利大幅度回升，否則歐股將會繼續非常昂貴。

圖6：每股股息調降了24%



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖7：股息再投資對於歐股總報酬至關重要



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

調降股息是第一道防線。隨著企業獲利大幅下滑，為了強化資產負債表，並保留現金，企業也調降股息。主管機關已要求接受政府資金援助的公司不應該發放股息或買回庫藏股。許多銀行、汽車和工業類股均降低股息，而大多數能源和保險公司卻拒絕了。目前已有200多家公司合計降低的股息約24%；股息殖利率約為3.3%，低於長期平均水準的3.6%。

歐股作為高殖利率股票的優勢已被削弱。可以肯定的是，股息是歐股長期表現的關鍵要素。過去十年中，股息再投資佔歐股總報酬的一半以上。

儘管降低了股息，歐股仍是殖利率最高的地區之一，相較於負債券殖利率（負0.4%）股市是具有吸引力的。因此，星展集團持續認為在第一季披露了股息配發計劃的歐洲高息股票。

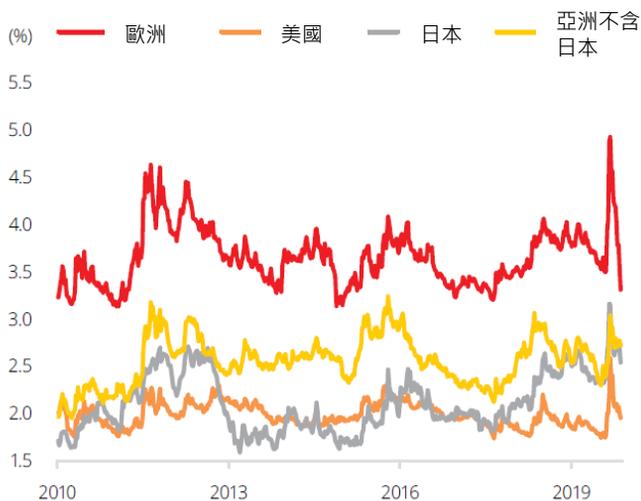
藉削減成本、去槓桿化、出售資產或

併購活動加速重組計劃的企業，其資產負債表應會較為穩健。隨著油價逐漸回升至每桶40美元，歐洲大型綜合能源企業仍是具吸引力的高息股票。然而，由於政府政策阻礙了銀行業股息的發放；銀行業部份，星展集團相對看好較不會受到政府法規影響的額外一級資本債（AT1）。

不確定時代，應著重標的品質。由於歐洲總經不確定性加劇，並且沒有太多價值面的緩衝，因此星展集團僅看好部份產業：

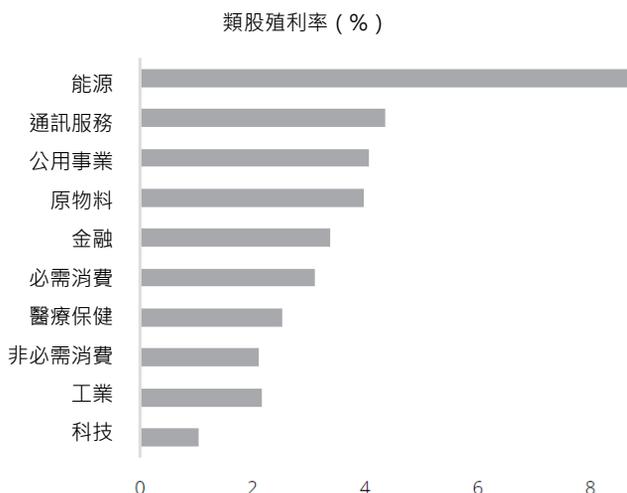
1. 營收較不受內需緊縮影響的科技和工業領域全球性的領導者
2. 處於復甦態勢的高息股票，如歐洲大型綜合能源企業
3. 避免可能與美國發生正面貿易戰的行業，例如汽車業
4. 負利率環境和潛在上揚的虧損準備金將不利銀行類股
5. 結構較強歐洲銀行的額外一級資本債（AT1）

圖8：主要市場殖利率-歐洲高殖利率股票比例最高



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖9：能源、電信和公用事業類股的殖利率超過4%



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月



2020年第3季 日本股市

復甦中

日本股市

今年3月的低點以來，日本東證一部指數已經回升了接近28%；今年上半年約下滑了8%。以日本正在經歷的深度經濟衰退來看，這是相當好的表現。日本經濟在第1季已經處於技術性衰退的窘境，也再度陷入通縮，讓2013年開始的安倍經濟學完全失效。星展集團預期日本第2季經濟成長將持續呈現收縮，下半年才會有所回升。

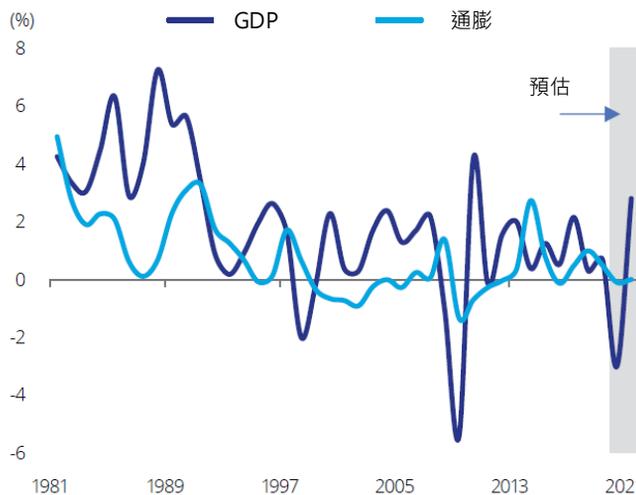
目前投資人的焦點著重於超大規模刺激政策支撐的經濟在解除緊急狀態之後將如何運行。此外，投資人也擔心若爆發第二波疫情，將可能再次打擊市場情緒。日本推出的“新冠刺激計畫”是目前主要國家中規模最大的，約佔GDP的22%。考慮到日本貨幣寬鬆政策空間相對有限（政策利率已經處於負0.1%），日本採取擴大量化寬鬆的速度和規模（包括無上限購買債券、增加ETF購買量一倍、對日本企

業、中小企業和居民進行直接支援）令人非常驚訝。這意味著：1) 經濟下滑風險已經充分降低，以及2) 充分的流動性以及低利率環境將繼續支撐包括股票在內的風險資產走升。

星展集團也了解，接下來的經濟數據將會持續反應經濟深度衰退，樂觀情緒似乎並不穩定。但是，目前的情況對日本來說並不陌生，畢竟過去30年日本已經歷過多次經濟危機。

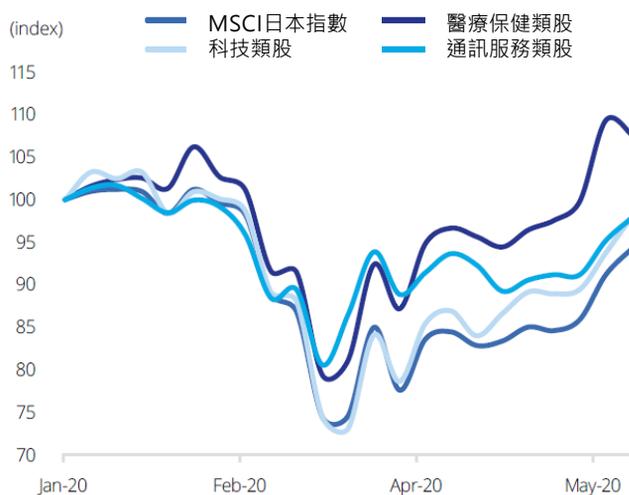
1990年代，日本處於所謂“失去的十年”，約從1991年至2001年之間經歷了經濟停滯的窘境。這主要是受到1991年後期的房地產泡沫破滅所造成。在那之後，網路泡沫和全球金融海嘯讓日本似乎永遠處於危機當中，直到2013年安倍經濟學的推出。自那時開始，日本央行開始採取量化寬鬆措施，藉以因應國內通縮的問題。

圖1：GDP和通脹走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖2：醫療保健與科技類股表現良好



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

這次肺炎疫情的衝擊應與2011年3月的福島大地震大致相同。觀察家評論指出，在災難之後日本人更加以家庭為中心，更有動力尋求工作和生活的平衡。遠端工作、騎自行車上班以及使用智慧手機收集資訊都是從災難中發展出來的趨勢。這種對疫情的樂觀情緒以及低死亡率可以從這樣背景獲得部分解釋。

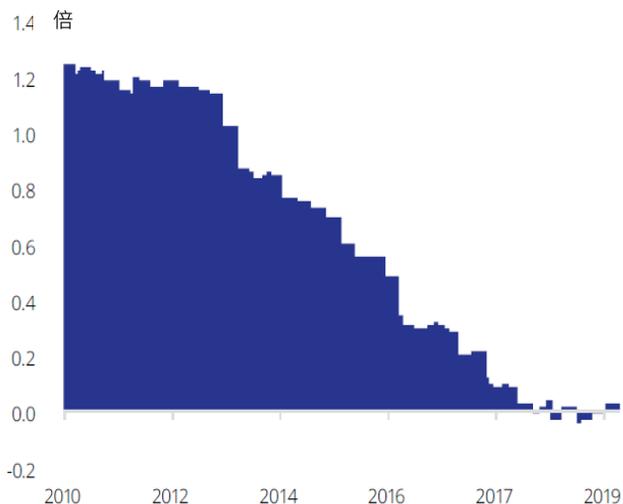
因此星展集團相信，日本應該較其他國家能夠妥善處理這場危機，東證一部指數也應該能夠在短時間內恢復，彌補今年的下跌。日本在醫療、自動化以及汽車業領域為全球的領導者；此外，醫療和資訊科技佔股市的權重也有相當的比重。這兩個因素應該有機會使日股在全球經濟開放後，有較樂觀的情緒，並繼續上揚。值得注意的是，多數日本企業的資產負債表相較前幾次危機時更為強勁。

企業持有現金水準較高。由於通縮時代的管理思維，許多日本上市公司的

資產負債表效率低。2010年至2013年期間，東證一部指數企業的平均淨債務佔股東權益 (net debt to equity) 介於1倍到1.4倍之間。然而，2013年以來，由於收入、現金流以及保留盈餘的增加，淨債務佔股東權益持續呈現下滑。目前的平均淨債務佔股東權益已是負值，且日本淨現金公司的數量也是主要地區最高的。星展集團認為，日本企業謹慎的資產負債表可望使他們渡過這場危機。

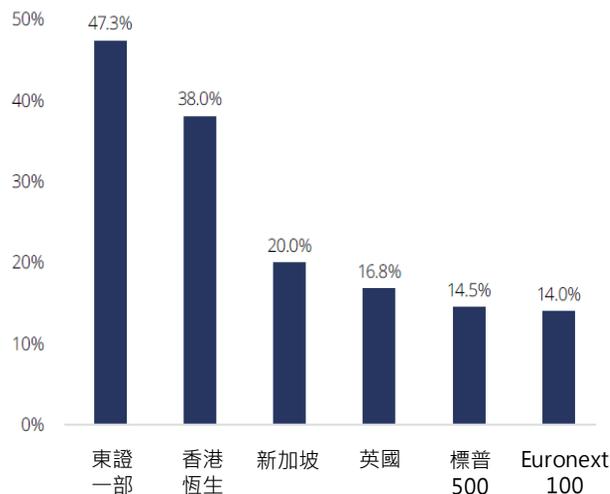
肺炎疫情也突顯了長期需求趨勢。星展集團相信，由於尚未從肺炎疫情中恢復，醫療和資訊科技產業在未來的一季仍是市場焦點。對於疫苗、健康和安​​全生活品質的追求將帶動醫藥產業的需求。這場危機也明顯加速了工作、學習、消費、醫藥和娛樂領域的數位化和科技的運用，進而產生了對5G、雲端運算、資訊科技解決方案和物流的需求。星展集團認為第三季應留意醫療設備、資訊科技解決方案和物流行業的表現。

圖3：日本企業的平均淨小債佔股東權益已接近零



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖3：成熟市場當中，日本企業的淨現金流是最高的



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

日本物流房地產信託 (J-REITs) 也可望有不錯的表現。 儘管在三月的拋售後出現較大幅度的反彈，但由於其防禦性的特性，星展集團看好物流J-REITs的表現。日本的物流地產市場的特點是，有大量超過40年的老化資產（約占市場40%的空間），設施缺乏現代化。由於較大型的J-REITs通常較新，且品質較佳，通常是由聲譽較佳的機構發起，因此表現會比整個物流市場更好。即使是在2008年全球金融海嘯時期，由於對物流資產的強勁需求，使用率仍持穩於98-100%。

對肺炎疫情的正面回應。 物流地產的主要租賃方為協力廠商物流公司。由於民眾在家不外出的趨勢，電子商務需求強勁呈現強勁的成長；大型物流地產業主表示，在疫情期間這些租戶的使用量是持平或小幅成長，這抵銷了如服裝和出口等弱勢行業。

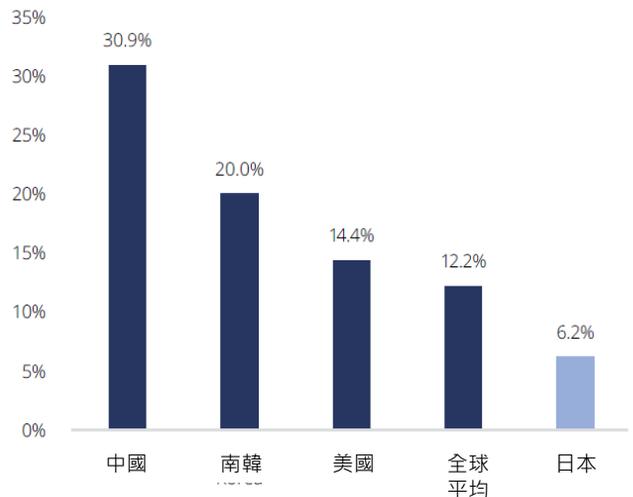
日本未來10年對電子商務需求的潛在成長應會較其他成熟經濟體高，這也有利物流業資產的擁有者。日本的電子商務利用率佔零售銷售的比例一直很低，僅小幅高於6%（全球平均為12%，成熟經濟體則是更高），這也意味著未來仍有很大的發展空間。根據2017年國際清算銀行的一項研究顯示，提升電子商務的應用的障礙就在於日本的非現金支付比率僅約20%。由於日本犯罪率較低，再加上接近零的利率並不能吸引民眾將現金存入銀行或是其他“數位”資產，因此非現金支付並不是必需的。但是，官方正在推動無現金支付，目標為2025年使用率從20%增加至40%；並從2019年10月開始就對使用非現金支付提供回饋。這可望鼓勵熟悉互聯網，但排斥電子支付群眾轉而使用線上支付。

圖5：物流業J-REITs與辦公室J-REITs使用率比較



資料來源：日本房地產證券化協會指數 (AREIS Japan Property Index) 2020年6月

圖6：2018年電子商務佔整體零售總額百分比



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

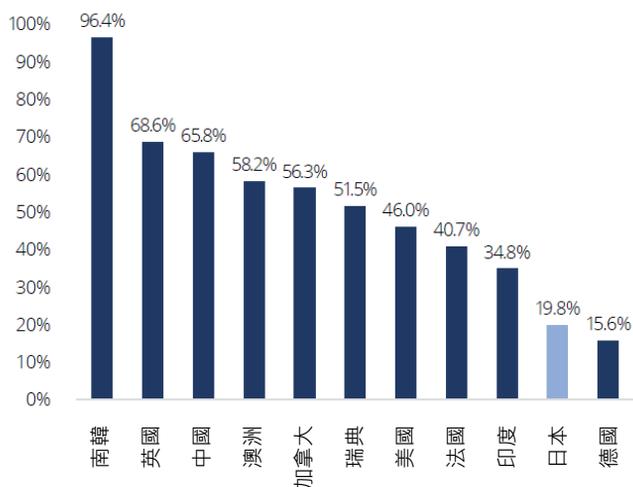
日本的資訊科技（IT）服務產業會受惠於國內IT支出的上升，這是由於以下幾個因素：1) 人口老齡化導致勞動力短缺的問題，2) 工作方式改革，以及3) 下一世代IT的興起，包括雲端、大數據和人工智慧。對IT服務的需求將更加迫切，這是因為，“在家工作（Work From Home：WFH）”趨勢逐漸興起，也帶動B2B（企業對企業）和通訊設備更多需求，例如網路會議、企業聊天室、虛擬桌面基礎設施、數位銀行、身份驗證安全以及其他能夠協助推動無紙化辦公、提升生產力的產品。

醫療保健產業需要專業技術來進行機會評估。醫療保健產業涉及廣泛的產品和服務，例如製藥業、醫療設備和醫院，以及如肺炎疫情後人工智慧加強的醫療科技以及遠端診療領域。醫療設備產業較為穩健，因為設備供應商很明顯可望受惠於人口結構老化；如癌症和心血管疾病，這種型態重病

的病患數隨年齡呈指數性的成長，而非線性成長。據數顯示，自進入21世紀以來，日本的醫療設備上市企業的銷售額就與全球老年人口（年齡65歲以上）有高達97%的相關度，並且目前銷售額已升至當初的四倍。展望未來，美國人口普查局則是認為，未來十年全球老年人口的複合成長率將升至3.2%（2010至到2018年期間成長率為2.7%）；星展集團認為這將成為一個長期趨勢，支撐醫療設備銷售額持續成長。

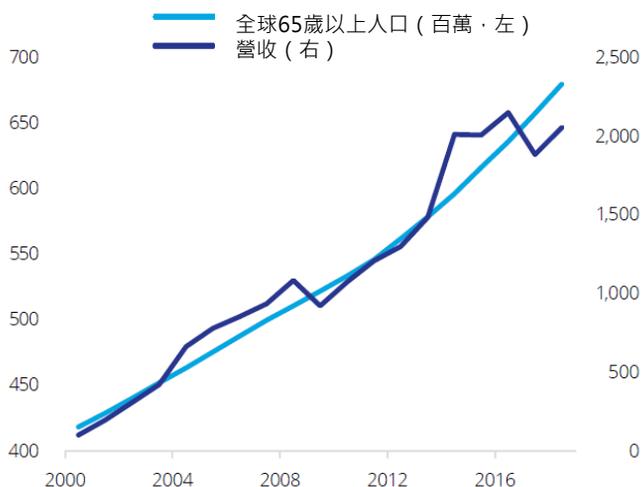
儘管有一定程度的價格風險（尤其是在中國），相較於製藥業，醫療設備價格的監管在成熟經濟體基本上是較為“穩定”；此外，產品差異化也更明顯（不像在製藥領域，學名藥和類似藥非常普遍），這可望降低價格下滑對相關企業的壓力。因此星展集團認為，醫療設備產業具有利基，也可受惠於醫療支出。

圖7：儘管非現金支付比率偏低，但電子支付解決方案的需求可望加速上升



資料來源：BIS, SuMi TRUST 2016年

圖8：全球65歲以上人口與日本醫療設備企業銷售額走勢（2000年為基期，指數為100）



資料來源：彭博，美國人口普查局 2020年6月

* 日本醫療設備企業：Sysmex、Terumo、朝日Intecc、BML、Miraca、日本光電、尼普洛、奧林巴斯、島津



Source: Unsplash

2020年第3季 亞洲不含日本股市

經濟重新開放

亞洲不含日本股市

鼠年嚴重受到肺炎疫情的影響。生活型態因疫情發生轉變，封城鎖國和在家工作（WFH）已成為新常態。

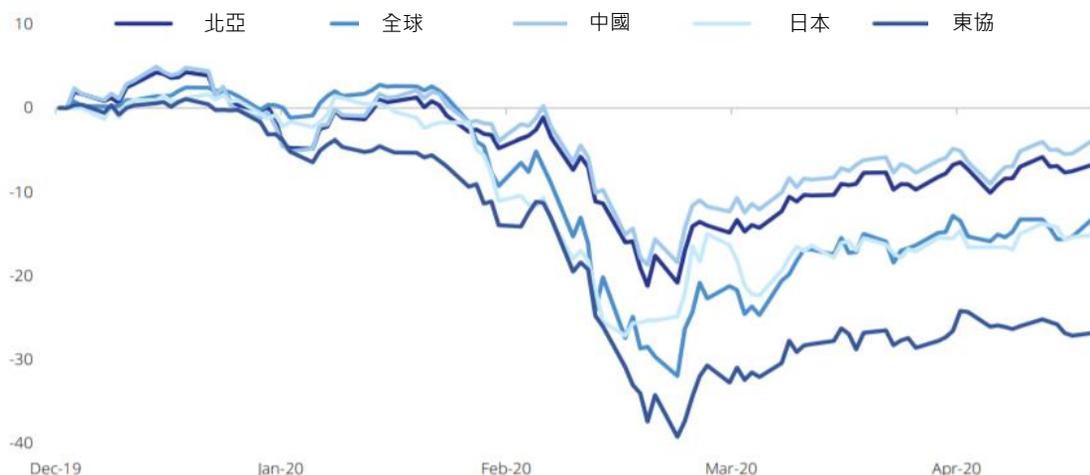
中國第一季GDP呈現負成長，為40多年來首次呈現萎縮。受封城抑制疫情擴散的影響，第一季GDP年增率達負6.8%。儘管經濟尚未完全觸底並完全復甦，但市場已預期在2020年下半年將有所改善，根據彭博，市場預期中國今年GDP年增率為1.8%。

在第一季金融市場遭逢賣壓後，亞洲金融市場已經顯示出有能力與疲弱的

經濟數據脫鉤。亞洲主要股市從3月下旬的低點回升。中國和北亞股市今年以來僅小幅下跌（圖1），表現優於全球股票、日本和東協股市兩位數的跌幅。北亞股票的獲利展望良好（圖2），預期週期循環及基本面較佳的投資主題和產業將持續有較佳表現。

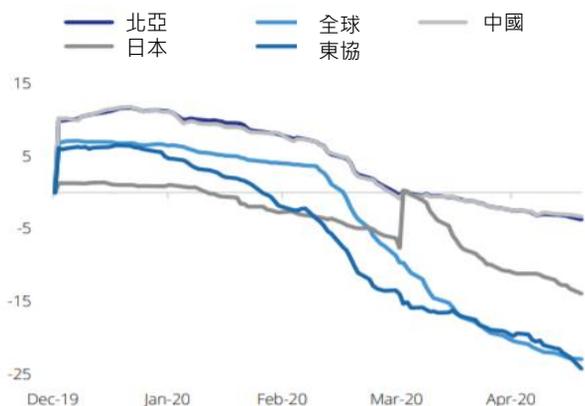
持續看好北亞電子商務和上游半導體產業，長期受惠網路零售支出、遠端連接、雲端數據存取、智能設備及社群媒體平台和中國大型國有銀行。

圖1：亞洲股市今年以來表現



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖2：北亞企業盈餘品質佳 (上修%)



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖3：亞洲REITs是重要的資產類別



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

香港和新加坡是亞洲經濟體中服務和消費占GDP比重最高的兩個市場。投資人參與長期亞洲消費趨勢的有效途徑就是佈局上市的房地產投資信託 (REITs)；這些REITs通常派發較高的股息。

過去十年，香港和新加坡房REITs的表現出色；主要因利率長期處於低檔，而具有戰略資產和貨幣化能力的行業可望繼續有出色的表現 (圖3)。

銀行類股是支持各國的關鍵，這對超大型經濟體尤為重要。目前，與其他國家不同，中國的政策反應受到限制，且尚未推出大規模刺激計劃。相反的，中國主要依靠國有銀行將信貸融通至需要的公司，包括透過國有企業網絡提供信貸支持。



Source: Unsplash

圖4：中國銀行股表現優於全球其他同業



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖5：中國前5大國有銀行市值 (十億人民幣)



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

今年以來，由於具有吸引力的評價面和合理的股息，中國金融業的表現與亞洲不含日本股票一致，同時明顯優於全球金融業 (圖4)。在過去的十年中，基於居安思危，具領先地位的國有銀行一直在建立自己的資本。

2020年第一季，中國前五大國有銀行總市值為10兆人民幣 (約合1.4兆美元) (圖5)，約當中國GDP的10%。自2008年全球金融危機以來，市值已增長了三倍多，大型銀行更有能力面對經濟衝擊。



隨著經濟逐步解封，商業活動和日常生活逐漸恢復正常（圖6和7），對中國的前景和金融情勢的看法和期望應會回到其長期復甦的道路。

目前，缺乏傳統的刺激政策-例如基礎設施、刺激當地消費及帶動所得增長。

在此背景下，預期官方將優先考慮刺激措施和政策改革，藉以解決疫情後的迫切問題：

1. 生產設備可能移出中國的可能性
2. 破壞性外部終端需求
3. 重拾國內信心
4. 恢復農業分銷網絡
5. 重塑經濟成長規劃

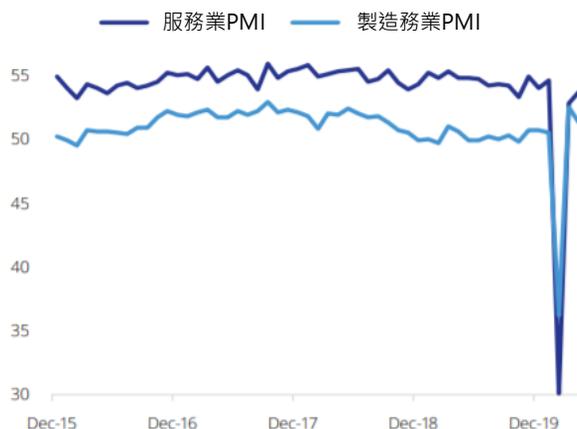
第三季，星展集團的槓鈴投資組合主題下，仍維持相對看好亞洲不含日本股市；主要基於長期成長前景的主題，以及殖利率具吸引力的產業。

圖6：中國零售業活動呈現復甦



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖7：中國高頻率經濟數據回升



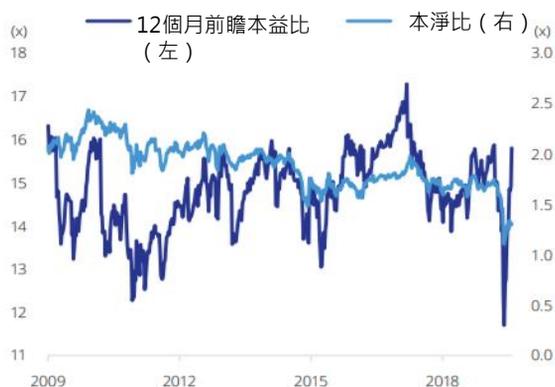
資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

東協：充滿挑戰，但也存在投資契機

東協市場在疫情期間遭遇諸多不利因素，因此中期而言將面臨嚴峻挑戰。整個東協經濟體中，各國政府都面臨稅收下滑和經濟刺激成本飆升的問題。經濟增長和資產負債表將會更加疲弱，需要數年時間才能修復，也讓自身容易受到進一步衝擊的影響。今年新加坡和印尼GDP增長預估分別為負5.7%和負1.0%。

今年以來至3月，MSCI東協指數下跌39%（美元計價），但目前已回升四分之一。儘管獲利和股息很可能會進一步承壓，但目前本淨比處於全球金融海嘯後的低點。東協市場是受疫情衝擊最嚴重的市場之一，因此，資產負債表良好且獲利復甦較快的類股浮現投資價值。

圖8：MSCI東協指數本淨比低於1



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

東協國家中，首選市場是印尼和新加坡。考慮到傳播率因素，經過公共衛生與經濟損失之間的權衡，兩國仍保持部分封鎖狀態，但經濟正準備重新開放。兩國股市的前瞻本益比約為13倍左右，是東協市場中最便宜的市場，且獲利具上調空間。

印尼正對開齋節期間採取的社交限制管控措施進行事後評估。相信一旦解除限制，印尼經濟將很快恢復常態。印尼本質上是一個擁有年輕勞動人口、自給自足的國家，國內消費將繼續推動經濟復甦。印尼央行和政府已透過降息和刺激措施給予政策支持。外國投資者從今年5月開始重返該國債券和股票市場。在市場面臨賣壓時，較抗跌的產業如必需消費和電信類股，而銀行業受到的衝擊則是最大。

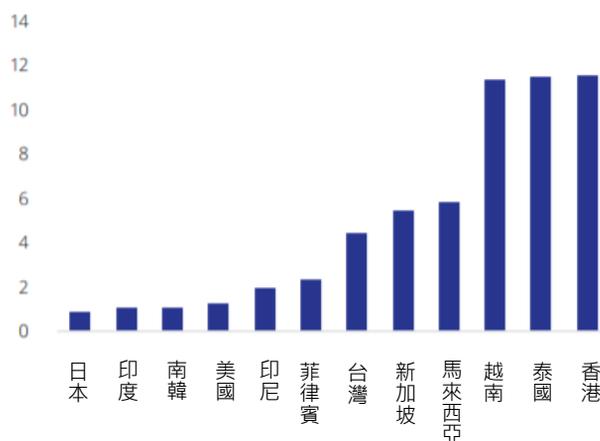
新加坡政府已將2020年的經濟增長預測進一步下調到負5%至負7%區間（星展集團預估為負5.9%）。目前，當地政府已投入929億新加坡幣（約占GDP的20%）因應肺炎危機。海峽

時報指數 (STI) 今年以來下跌22%，已反應負面消息，投資人宜聚焦在疫情過後的經濟重启。

以下為東協主要產業近期的投資機會，以及印尼的長期看法。

東協的旅遊業。旅遊業是受疫情衝擊最嚴重的行業，而東協經濟體通常高度依賴於旅遊收入，例如泰國旅遊業收入占GDP的比例高達11.5%。由於遊客數量銳減，許多直接受波及的產業（如航空公司、酒店和機場運營商）和間接受到波及的產業（如零售商城和餐館）均受到衝擊。儘管這些產業的股價已大幅下跌，且隨著解封，需求可能會回升，但星展集團認為，在對病毒的傳播模式有更清晰的瞭解之前，仍需避免旅遊業的配置。12個月後的關鍵風險是今年疫情是否復發以及消費行為的轉變。

圖9：旅遊收入占GDP的比重 (%)



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

東協的數位生態系統。在疫情中，無接觸經濟和數位化經濟克服了人員不能自由流動的障礙，因此相關該產業可望受惠。由於實施地域封鎖和在家辦公等措施，提升了網路購物、金融服務、遊戲和線上會議等活動。

此外，電子商務產業仍可望有良好的表現，因為消費者留在家裡不僅提升交易量，且增加訂戶數量。淡馬錫控股（Temasek）和諮詢公司貝恩（Bain）的一份報告顯示，鑒於網路的迅速普及和消費者購物行為的改變，至2025年東協網路購物金額將達1,530億美元。作為該地區最大的電子商務平臺之一，東南亞的蝦皮（Shopee）、阿里巴巴的Lazada、軟銀支持的Tokopedia、以及其他當地廠商，在迅速成長的電子商務市場中積極搶佔市占率。

圖10：東協五大電子商務網站爭奪市占率



資料來源：Top sites survey data from aseanup.com, e-Commerce GMV forecasts from Google & Temasek, Bain & Company, e-Conomy SEA 2019 report 2020年6月



東協電信業。由於勞動力管理措施的實行和數位化程度的提升，在封鎖期間網路的使用呈現增加。電信公司是東協地區數據使用量增長的最佳替代指標，電信塔和寬頻供應商亦是。星展集團認為在各行業的盈利評級被大幅下調而電信業股息仍可維持的情況下，其盈利將更具韌性。

東協銀行業。今年以來東協銀行業的表現遠不如東協地區指數，年初至5月26日，大型銀行股下跌介於15%至55%。作為對經濟最敏感、市場貝塔係數更高的行業，其股價大幅下挫或許是可以理解的。儘管銀行業的評價面較低，但鑒於當前嚴峻的經濟背景可能會對淨息差、貸款增長、信貸成本和不良貸款造成壓力，投資人應留意大型且更安全的銀行股。另外，能夠維持配息的銀行也顯示其資產負債表的實力。

圖11：隨著衰退加劇，東協銀行業表現可能不如大盤



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

東協石油及天然氣產業。今年上半年，由於油市的需求和供應都處於混亂狀態，原油價格出現了極端波動。在社交限制措施放鬆之後，隨著更多減產消息和需求逐漸回升，油價已在短期內穩定，西德州中級原油 (WTI) 期貨價格徘徊在每桶33美元左右。隨著

需求持續改善以及更多減產計畫，尤其是美國頁岩油的減產，預期WTI原油價格將在今年年底前反彈至每桶40美元以上。

上游企業的股價表現與原油價格的相關性最大，因為石油勘探和生產盈利直接受油價下跌的衝擊，多數石油生產商在油價跌至每桶30美元時面臨虧損。一些東協上游企業在OPEC+會議後的兩週內已損失約40%市值，但其後反彈了近一半的損失。隨著國際油價回升，受益於油價上漲最具代表性的仍是純上游企業，而受益於疫情後需求復甦的更安全的選擇則是煉油廠。

新加坡房地產投資信託 (S-REITs)。過去三個月新加坡一直為對抗肺炎疫情做準備，對S-REITs而言，是一段充滿挑戰的時期。市場對肺炎疫情對新加坡經濟增長的影響和對S-REITs支付高額股息能力的擔憂，以及大量盲目拋售和追加保證金行為，令該行業承壓。

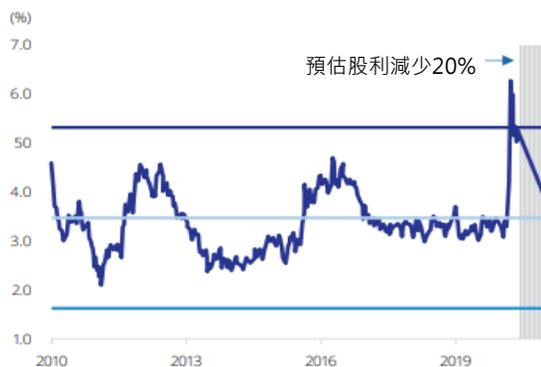
預估S-REITs的每單位配息降幅約為10-30%，且主要集中於直接影響其盈利的零售和酒店類的REITs。如果股息平均減少20%，基於當前價格的未來收益率差將是3.9%，而非目前的5.2%。該比率仍然高於3.5%的歷史平均利差，相對於新加坡0.7%的公債收益率而言，仍然具有吸引力。目前S-REITs本淨比接近金融危機後0.85倍的歷史低點。歷史數據顯示，由於S-REITs領軍企業資產負債表強勁，大幅的價值折扣導致價格強勁反彈。多年來S-REITs已證明，它們有能力透過注入資產或進行收益增值收購（而非有機增長）來增加股息。

圖12：東協能源產業與油價走勢密切



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

圖13：S-REITs平均殖利率優於新加坡債券



資料來源：彭博·星展集團 2020年6月

新加坡的住宅房地產業。與全球金融海嘯時期房地產價格V型復甦不同，隨著新加坡面臨有史以來最嚴重、最持久的經濟衰退，該行業將面臨嚴峻挑戰。然而，儘管市場擔心高失業率會居高不下，但該產業仍有許多針對可能發生的最壞情況下的支撐因素，已觀察到如下：

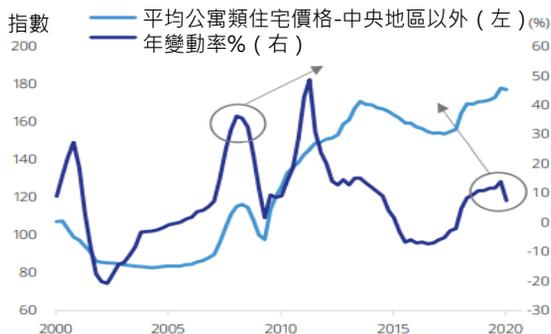
- 1) 由於政府在過去幾年採取了一系列緊縮措施為市場降溫，包括限制貸款曝險和一系列印花稅，因此新加坡房價正在進入一個輕“泡沫”經濟衰退階段。這也意味著，如果房產市場變得更加悲觀，政府可靈活地撤銷部分限制措施。
- 2) 為幫助新加坡公民渡過經濟難關，政府推出了史無前例的經濟刺激計畫，金額接近GDP的20%，其中包括就業支援、貸款延期和對中小企業的扶持。
- 3) 由於施工延期，供應方面也將出現顯著下降，且政府已允許開發商將竣工期延長6個月。此外，開發商也

可要求延長在落成後五年內售出房屋的期限，因而他們也不急於以大幅折扣處置未售出房屋。每年新增新竣工量可能會降至20年來的最低水準。



整體而言，星展集團預期2020年房價將下滑5-10%，主要銷量將衰退20%至25%。

圖14：新加坡地產未高估



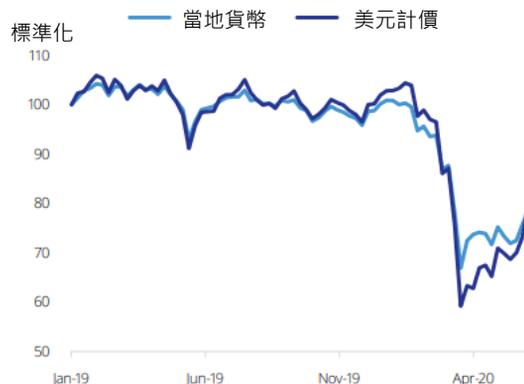
資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

聚焦印尼：後疫情時代定位

雅加達綜合指數 (JCI) 從3月底以來上漲了約20% (當地貨幣)，以美元計價則是上漲了約40%。市場在近期強勁上漲之後可能進入整理，預期整理後有機會回到疫情前的水準。

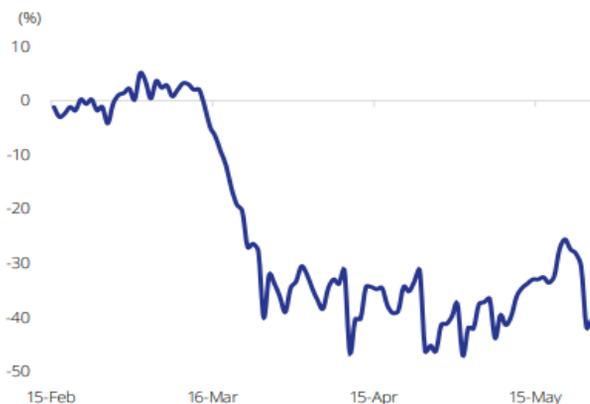
隨著經濟解封和回復正常活動，印尼也感受到全球經濟樂觀展望。4月以來，印尼一直處於封鎖狀態，自齋月以來已經開始逐步開放。政府在節日期間採取了嚴格的措施。Google的活動趨勢數據顯示，到5月為止，封鎖舉措已有效地降低活動趨勢約45%，有助於限制疫情擴散。

圖15：當地貨幣計價和美元計價的雅加達綜合指數邁前疫情前水準



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖16：封鎖舉措已有效地降低活動趨勢



零售、娛樂、雜貨店、藥房、公車站和工作場所的平均值。從2月1日起的變動。

資料來源：Google 2020年6月

最差的經濟衰退。由於全球和國內經濟停滯，預計印尼經濟成長繼第一季的衰退後，第二季仍將急劇下降，出現最差的成長。在政府的財政刺激措施和貨幣寬鬆政策的支持下，再加上人口結構優勢，2020年第二季印尼經濟最壞情況已經過去，經濟成長將在2021年逐步恢復正常。

圖17：印尼GDP年增率



政府推出了總額達250億美元三項財政刺激方案，用於對抗疫情的衝擊；主要用於增強醫療設施，提供社會安全網（向窮人支付現金與電費補貼）、企業的減稅以及信貸放鬆。

印尼消費仍是以內需導向為主，並受到中低收入階層消費的驅動。此外，低收入階層的消費依賴於社會補貼或政府的援助。該刺激計劃的110兆印尼盾將分配給社會安全網計劃（主要用於貧困/低收入者），例如家庭援助計劃（PKH），糧食援助和現金補貼。希望在疫情期間有助於提振印尼的消費。

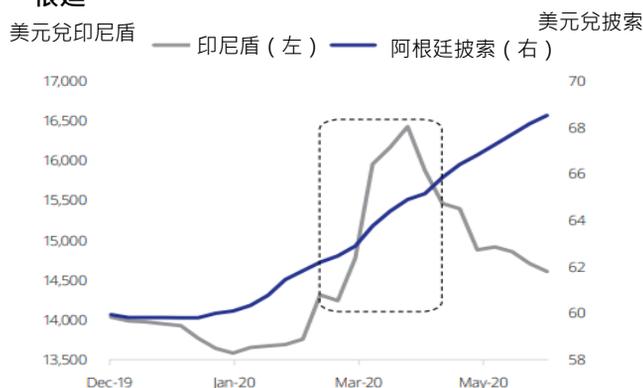
印尼盾遭拋售。印尼盾三月份也遭遇了嚴重的拋售。債券、外匯和股票市場密切相關；因為印尼債市仍依賴外資，外國投資者持有的資金最多占總持有量的40%。3月美元流動性緊縮導致債券市場遭拋售，使得資本外流，印尼盾貶值使得資金自股市流出。隨著投資情緒變得更加積極，這種極端悲觀主義的消退可能帶動金融市場回升。

圖18：外國投資者大舉拋售印尼債券



印尼不是阿根廷。在拋售期間，印尼盾的跌幅超過阿根廷披索，但兩者之間沒有相似之處。可以肯定的是，阿根廷的主權債評級狀態為非投資等級，而國際三個信用評級機構均將印尼的主權債評級列為投資等級。作為連續違約者，阿根廷的公共部門債務佔GDP的90%，它目前正在與其債權人進行談判以重組其債務。高公共債務佔GDP比重的挑戰以及2019年已經陷入衰退的經濟，其運用刺激政策的空間有限。

圖19：印尼盾的跌幅超過阿根廷披索，但印尼不是阿根廷



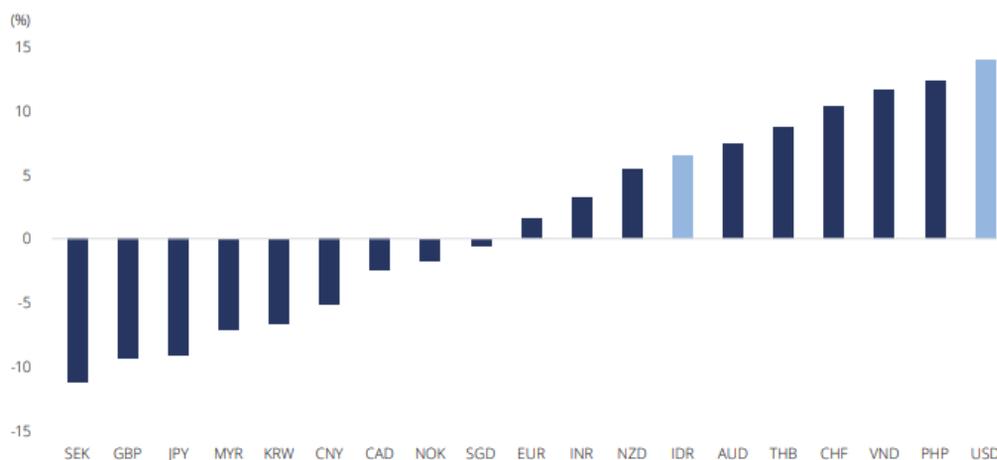
資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

另一方面，印尼是亞洲表現最好的國家之一；2019年的GDP增長接近5%，其公共部門債務為33%。去年年底以來，實行的資本管制可能限制了阿根廷披索的下跌，而印尼盾卻儘管動盪，但從未提出過資本管制的提議。取而代之的是，印尼多年來選擇了加強資產負債表，降低債務水平，建立更強大的儲備以及監管公司對美元避險，以維持印尼盾匯率穩定，以符合基本面和市場機制，也是央行的政策方向。

在美元疲軟的情況下，印尼盾仍然有升值的空間。印尼盾從最近的低點16,500上升至最近的14,000，在廣泛的美元疲軟預期下，印尼盾仍有升值空間。根據星展集團外匯分析顯示，印尼盾被高估了4%，而美元被高估了15%。因此，印尼盾對美元仍被低估了11%。中央銀行現在預計美元兌印尼盾將進一步貶值至13,600至13,800。



圖20：十大工業國（G10）和亞洲國家：星展集團匯率評價（2020年6月）



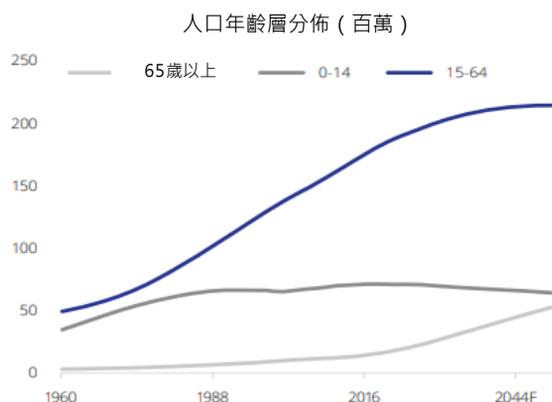
資料來源：IMF · CEIC · 星展集團 2020年6月

財政上限提升了前所未有的時間，以確保獲得合適的支持。印尼的擔憂之一是由於上限為3%的財政赤字。印尼政府宣布將在2020年至2022年的三年內提升赤字上限，因應疫情期間提供社會援助和其他支持。計劃中的2020年赤字預計將達到GDP的6.27%，總資金將用於彌補疫情的影響估計為641.7兆印尼盾（455億美元）。預算融資的增加將來自不同來源，包括多邊機構，外匯資本市場和國內發行，而中央銀行則是最後的貸款人。急需的財政上限提高反映了政府對疫情的迅速反應，並應確保為經濟復甦提供強有力的支持。

年輕人口眾多的國家擁抱新經濟

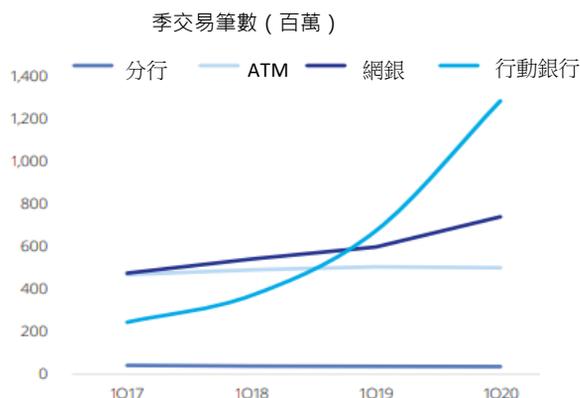
印尼的投資優勢在於其有利的人口紅利。印尼是亞洲第三大人口大國，在全球排名第四，並且人口中的年輕人比例很高。在東協國家中，該國的家庭消費支出領先其他國家，佔該地區總數的42%。這將促使許多消費品牌在市場上尋求市佔率。印尼總統左科威（Jokowi J. Widodo）推動數位經濟發展，隨著私募股權基金繼續投資於數位化領域的初創企業，印尼也迅速成為該地區最大的電子商務市場。

圖21：2億以上的在職成年人支撐消費



資料來源：世銀 2020年6月

圖22：銀行的客戶正在擁抱數位化銀行

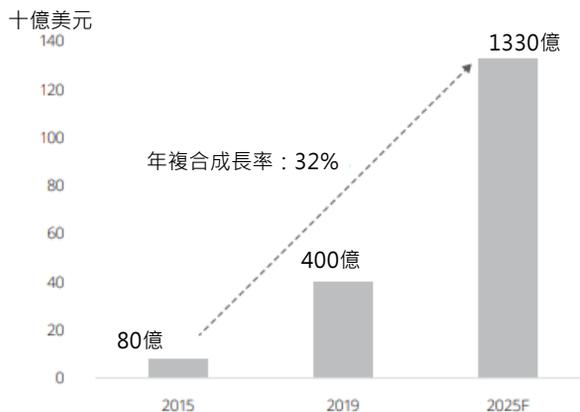


資料來源：BCA 2020年6月

因此，在消費者領域可以找到長期贏家。作為消費代理，電訊公司和銀行可能受惠於數位化經濟，因其有龐大的消費者基礎。隨著工作和與他人互動的方式發生結構性變化，疫情加速了數位化進程。由於印尼有眾多的年輕工作人口，年輕人在行動銀行、購物、社交媒體、視頻串流和遊戲中的線上業務具有高度可擴展性。數位化科技，連接性和社交媒體通常在千禧世代的決策方式中扮演重要角色。

也要歸功於左科威的改革努力，基礎設施的改善與軟體的改善，例如在全國建立身份證、鼓勵高等教育、遠程的電信網絡、改善物流基礎設施和歡迎外國投資人，在加快數位化進程中扮演要角。

圖23：2015年至2025年，印尼的網路經濟可望以32%的年複合成長率成長



資料來源：Google, Temasek, and Bain "e-Economy SEA 2019" report 2020年6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6月



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

2020年第3季 全球信貸

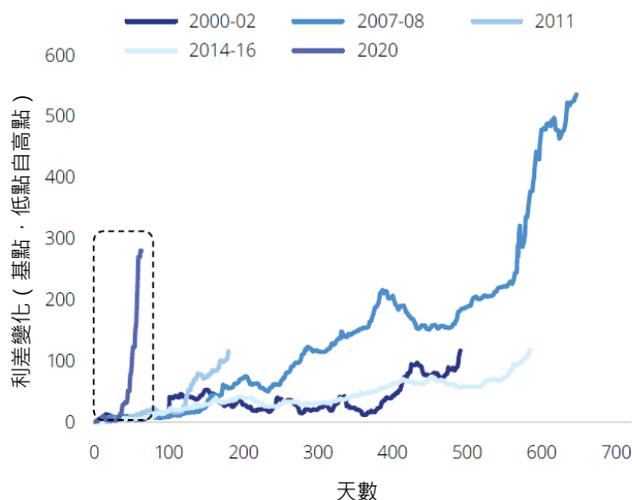
引領復甦

全球信貸

2020年第1季，信貸危機導致利差迅速的擴大。2008年全球金融海嘯後，由於監管法規不斷的趨緊，使價值面已經偏貴的信貨市場，在受到肺炎疫情與原油供給過剩所構成的完美風暴時，無法因應流動性的衝擊。

美國聯準會 (FED) 平息了風暴。FED將利率降至零並開始實施無上限量化寬鬆政策 (QE) 的做法，在市場發生危機時仍不足以緩解信貸市場的流動性。債券價格仍因無法抑制的賣壓而出現較大的跌幅。

圖1：今年第1季美國企業信用利差擴大的速度前所未見



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

表1：美國聯準會 (FED) 貸款工具摘要 (10億美元)

美國聯準會採取的措施	國庫股權融資	槓桿乘數	最大槓桿空間
一級市場企業信用貸款 (PMCCF) *	50	10	750
二級市場企業信貸融資 (SMCCF) *	25		
中小企業貸款計劃 (Main Street Lending Program)	75	8	600
市政流動資金	35	14	500
薪資保護計劃 (PPP)	-	-	350
定期資產支持證券貸款工具 (TALF)	10	10	100
主要交易商信貸額度	-	-	
貨幣市場共同基金流動性融資 (MMLF)	10	10**	
商業票據融資設施 (CPFF)	10	10**	
合計	215		2,300

*信用額度未單獨列出。SMCCF的IG債券和ETF的槓桿倍數為10，低於IG的槓桿為7倍，其他合格資產的槓桿為3倍至7倍。PMCCF的IG債券，銀行貸款槓桿倍數為10，其他資產的槓桿為7倍。

**假設基於僅接受高度評價的資產作為抵押品的10倍槓桿率。

資料來源：US Federal Reserve Board，星展集團 2020年6月

直到FED採取史無前例的步驟以建立一級市場和二級市場公司信貸措施購買投資等級（IG）和更具爭議性的高收益（HY）債券後，全球債券市場的流動性才重新恢復正常。

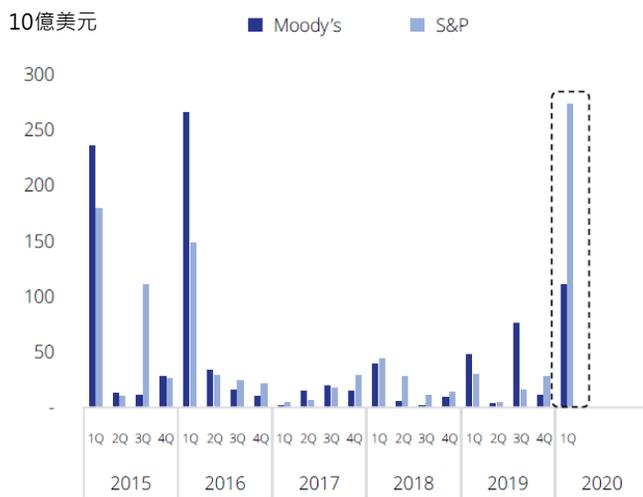
FED採取的相關措施只是訊號。這些總金額高達2.3兆美元的措施，強烈顯示，當市場遭受信心危機時，FED可以並且將盡一切力量成為流動性的提供機構。從FED投入信貸市場的實際金額而言，由於其使用的嚴格標準，很有可能只會購買少部分債券。

因此，星展集團認為FED主要是要避免發生流動性危機而導致的極端風險；相關措施主要是要使信貸市場更加平靜，並非藉實際購買公司債來支撐債券價格。

暴風雨過後令人不安的平靜。FED的措施奏效了，因為主要資產類別的價格在4月都出現了強勁的反彈。但是，投資人現在仍感到不安；現在金融資產的評價面逐漸偏高、經濟基本面似乎仍處於劣勢，且復甦的形式和速度仍不確定。下列擔憂使信貸市場仍處於困境：

1. 信用評級機構加快調降評級的步伐（最引人注目的是將IG降級為HY，即墮落天使）；
2. 在經濟停滯導致企業現金流不佳的情況下，違約率已經或將呈現上升；
3. 投資人對3月信貸危機的記憶猶新。

圖2：墮落天使債券的面額升至近期的高點



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

雖然信貸是三月拋售潮的震央，但也最有可能引領復甦。不同於市場普遍謹慎悲觀的看法，星展集團認為，在成長放緩的環境中，信貸市場仍然是收益型資產中良好的選擇，特別是當利差仍因市場擔憂違約率將上升而處於相當高水準的情況。

當央行的寬鬆政策反轉趨緊時，是否會影響價格回升？若FED不採取特別措施，全球金融市場很可能仍處於劇烈震盪的情況，而信貸市場仍處於危機。由於是“特別措施”，因此市場擔心，一旦世界回歸正常，相關措施也可能很快的它的停止可能會與實現一樣快。

由於FED有其任務（如下），而目前的經濟情勢要回復至“正常”仍有一段距離；因此，採取“特別措施”的期間可能會持續一段時間。

- 1. 就業率最大化：**預期2020年失業率仍將處於10%之上，遠遠超過自然失業率（4.0%至4.6%）。在2008年全球金融海嘯後，經過八年多的時間，失業率才收斂到這個些水準。
- 2. 穩定價格：**過去十年的大部分時間，美國核心PCE大多時間都低於FED的通膨目標（2%）。整體需求下滑的通膨率下滑（或甚至通貨緊縮）的壓力很可能與FED的目標背道而馳。

圖4：全球公司債信貸利差尚未隨美國公債市場隱含波動性下滑



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

這些因素顯示，低利率和量化寬鬆的環境可能會持續更長的時間。FED根本無法承受讓殖利率大幅上升而兩個主要任務都無法達到。此外，由於採取了巨額的刺激措施後，美國公債的供應也將增加許多，因此FED可能還需要謹慎行事。考慮到美國國會預算辦公室（CBO）2020年和2021年的財政赤字分別為3.7兆和2.1兆美元的預估，FED最終甚至可能需要從目前

的固定債券購買計劃過渡到某種形式的殖利率曲線控制措施，藉以解決發行量激增的問題，並防止3月出現美國公債市場的功能障礙再次發生，導致異常的波動。

隨著市場適應較低的利率，在投資人尋求收益的情況下，信貸利差將可望呈現收縮。全球信貸上一次出現了強勁的牛市時，聯邦基金利率被下調至零，也持續了將近十年。但，這絕不是盲目的冒險，而是選擇會受惠資金流入的支撐，品質較佳的IG和HY債券。

IG可望引領復甦。信貸利差可能會隨著低利率環境而縮窄。這將有利於IG的表現，因為FED還明確指出將購買IG債券，這與2008年全球金融海嘯時，FED只購買美國公債和房貸抵押證券（MBS）不同。長期而言，市場可能會降低IG的風險溢酬。

目前全球信貸市場利差反應的隱含違約率是多少呢？星展集團以風險比率評估利差的隱含違約率。簡言之，星展集團假設各指數的利差水準不變，並主要反映信用風險；由於比較目的，並未將流動性、結構性和期限調整等因素納入考慮。回收率的設定則是介於10%至30%（穆迪在2020年3月違約報告中對優先無擔保債券的12個月回收率的預估為32.9%）。

IG利差反應的是四年累積歷史違約是正常水準的數倍。當IG發行人的信評等級仍然被歸類為高等級時，很少在短期內違約。因此，以較長期的時間評估累積違約率較具意義。根據穆迪關於IG的歷史數據，四年累積違約率

介於0.4%至0.5%之間。藉由這種方法評估，美國IG利差約為四年累積違約率（假設回收率為20%）的25倍，歐洲IG為15倍和亞洲IG為30倍以上。

表 2：目前信貸市場利差反應的隱含累積違約率遠遠超過歷史水準

美國IG累積違約率

		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	1.6%	1.8%	2.1%
	2Y	3.2%	3.6%	4.1%
	3Y	4.8%	5.4%	6.1%
	4Y	6.4%	7.1%	8.1%

美國HY累積違約率

		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	6.0%	6.7%	7.7%
	2Y	11.7%	13.0%	14.8%
	3Y	17.0%	18.9%	21.3%
	4Y	22.0%	24.4%	27.3%

歐洲IG累積違約率

		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	0.9%	1.1%	1.2%
	2Y	1.9%	2.1%	2.4%
	3Y	2.8%	3.1%	3.6%
	4Y	3.7%	4.1%	4.7%

歐洲HY累積違約率

		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	4.7%	5.3%	6.0%
	2Y	9.2%	10.3%	11.7%
	3Y	13.5%	15.1%	17.1%
	4Y	17.6%	19.6%	22.1%

亞洲IG累積違約率

		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	2.2%	2.5%	2.9%
	2Y	4.4%	4.9%	5.6%
	3Y	6.5%	7.3%	8.3%
	4Y	8.6%	9.6%	10.9%

亞洲HY累積違約率

		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	8.2%	9.2%	10.4%
	2Y	15.7%	17.5%	19.7%
	3Y	22.6%	25.0%	28.1%
	4Y	28.9%	31.9%	35.5%

拉美累積違約率

		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	5.9%	6.6%	7.5%
	2Y	11.4%	12.7%	14.4%
	3Y	16.6%	18.4%	20.8%
	4Y	21.4%	23.8%	26.7%

歐非中東累積違約率

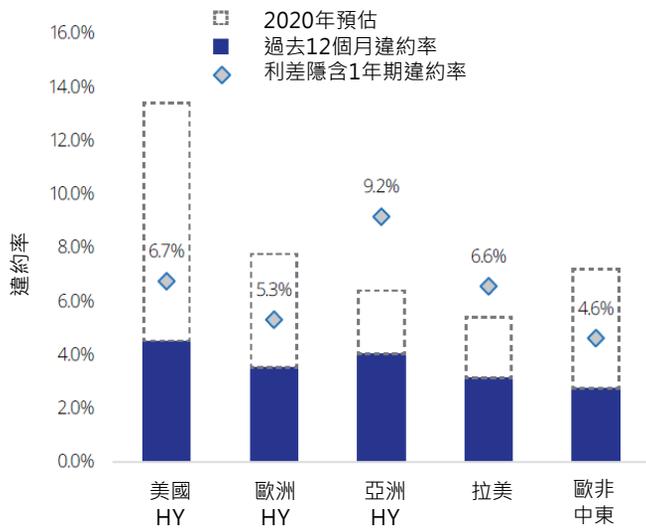
		Recovery Rate		
		10%	20%	30%
Period	1Y	4.1%	4.6%	5.3%
	2Y	8.1%	9.0%	10.2%
	3Y	11.8%	13.2%	15.0%
	4Y	15.5%	17.2%	19.4%

註：
Recover rate：恢復率；Period：期間；Y：年

資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

HY利差所反應的違約率也高於平均水準，但較符合2020年的預測趨勢。 HY和新興市場 (EM) 部份，星展集團發現，特定HY和EM的隱含違約率是過去一年的平均的2至3倍。但由於對2020年違約率的預測可能提高，因此這些方法得到了更多的驗證。因為這樣的利差已充分反應了風險。

圖4：美國高收益債券利差縮窄，而亞洲高收益債利差則是高於2020年的預估違約率



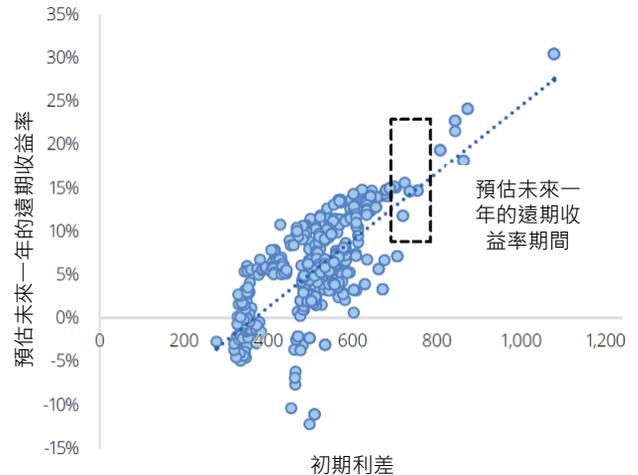
資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

美國HY的利差較預期的違約率小，而亞洲HY的利差則是偏大。市場預期2020年美國HY違約率偏高，主要因素為：

- 1. 能源業** (佔指數權重15%)：頁岩油業者受到原油價格低於損益平衡點的壓力；
- 2. 非必需消費業** (佔指數權重20%)：包含汽車、飯店、航空公司、餐廳和零售)：受到肺炎疫情導致的封鎖所影響，消費者減少相關支出。

但是，債券可望受惠於FED的政策；市場預期由於FED的支持，即使有風險的公司也能夠成長募資。但是，基本上，這些行業的信用風險尚未獲得實質性的改善。

圖5：歷史數據顯示，當亞洲HY利差處於800個基點時，預估未來一年將有不錯表現



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

歷史經驗顯示，亞洲HY可望有不錯的表現。另一方面，亞洲HY並非美國政策的直接受惠者，價格的回升因而有落後的情況。因此，目前的利差水準仍然意味著違約率較目前預期高接近1.5倍。隨著風險情緒的恢復，星展集團認為亞洲HY的利差應會隨著實際違約率的降低而收緊，並認為亞洲HY具投資價值。

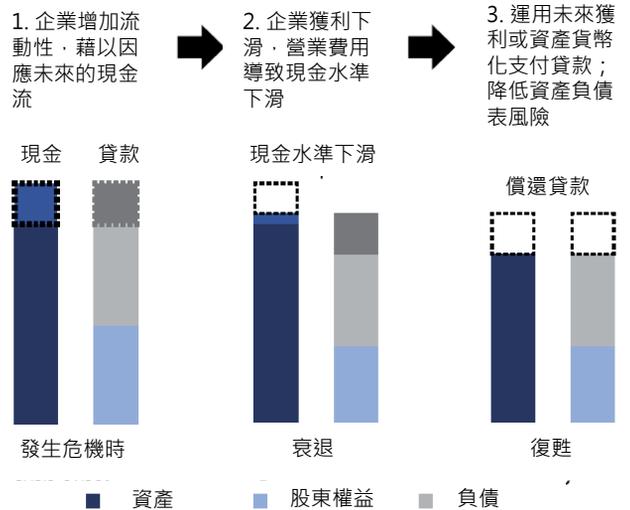
復甦的前景將有利於債券的表現。肺炎疫情的爆發導致經濟暫時的停頓，也影響了企業的現金流。因此企業將 (a) 減少股息和資本支出；(b) 銀行貸款或資本市場籌集，藉以保留現金維持正常營運。

在經濟復甦的情況下，債務持有人可望受惠。增加債務實質上是在提高公司未來的現金流量。雖然這暫時提高了槓桿，但也為企業提供了在經濟低迷中生存的財務靈活性。但是，隨著經濟的改善，管理層很可能會保留未來的現金流量，首先償還債務，藉以降低資產負債表的風險。在此環境下，債權人可能優先受惠於企業降低負債比率，之後才是股息、購買庫藏股或資本支出，為股東創造收益。

整體而言，星展集團持續看好新興市場亞洲債市；而信用評等為BBB/BB的IG和HY具投資價值。成熟市場部份，美國和歐洲IG的利差仍大幅高於歷史平均水準，並可望直接受惠於政策面支持優勢。儘管全球都在關注經濟自肺炎疫情中復甦，但市場仍需面對美

國大選的不確定性以及中美地緣政治緊張局勢的風險。當其他資產的收益仍然難以預測時，投資人仍應留意債券品質，藉以獲得固定收益的確定性。

圖6：危機後，IG企業可能會優先考慮維持資產負債表的品質，藉以維持信用結構



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月



Source: Unsplash

表1：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	2019f	2020f	2021f	2018	2019f	2020f	2021f
中國	6.6	6.1	2.0	5.6	2.1	2.3	2.3	2.5
香港	3.0	-1.2	-4.0	1.5	2.4	2.7	2.5	2.5
印度*	6.2	4.2	-4.8	4.5	3.4	4.8	3.9	4.1
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	-1.6	3.2	1.0	0.7	-0.4	1.8
菲律賓	6.2	5.9	-2.5	3.5	5.2	2.5	2.4	3.0
新加坡	3.1	0.7	-5.7	3.5	0.4	0.6	-0.7	1.5
南韓	2.7	2.0	-1.1	2.9	1.5	0.4	0.2	0.5
泰國	4.2	2.4	-5.5	2.0	1.1	0.7	-2.5	1.0
越南	7.1	7.0	4.4	6.2	3.5	2.8	2.6	3.0
歐元區	1.9	0.9	-8.0	1.5	1.8	1.2	1.0	1.2
日本	0.3	0.7	-3.0	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06月30日 · *3月為止的會計年度

表2：主要國家政策利率預估

國家	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
中國	4.35	3.85	3.70	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55
印度	4.40	4.00	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印尼	4.50	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
馬來西亞	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50
菲律賓	3.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
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
台灣	1.13	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
泰國	0.75	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
越南	5.00	3.50	3.50	3.50	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	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
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06月30日



Live more,
Bank less



2020年第3季 外匯市場

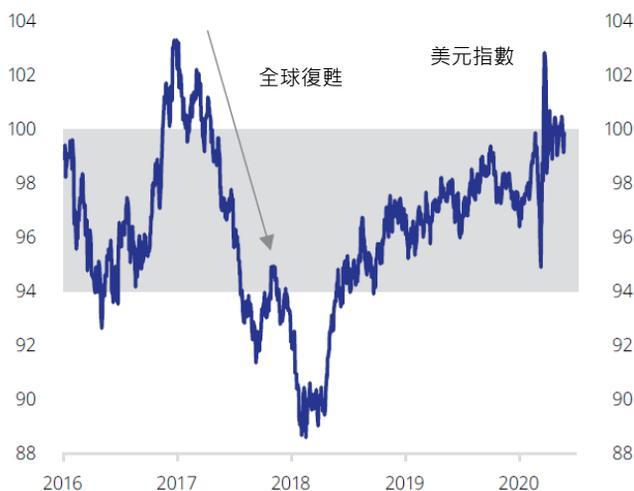
弱勢美元

外匯市場

全球經濟復甦取決於穩定的美元。當市場面臨美元資金短缺的恐慌時，這是顯而易見。值得慶幸的是，美國聯準會（FED）三月份對許多國家的提供了交換交易，迅速的解決了問題。然而，多國採取了前所未有的刺激措施因應經濟衰退的情勢，成熟市場（DM）的利率已降至0%至0.25%，外匯市場的波動度也有所降低。美元兌主要貨幣將可能類似下半年經濟回升的速度，呈現溫和的貶值走勢。多數國家已開始放寬封鎖措施，重新開放經濟；但只能分階段緩慢地進行，避免第二波疫情。許多國家將繼續採取安全措施，直到疫苗開發完成為止。這將可能使其的經濟低於正常的水準。

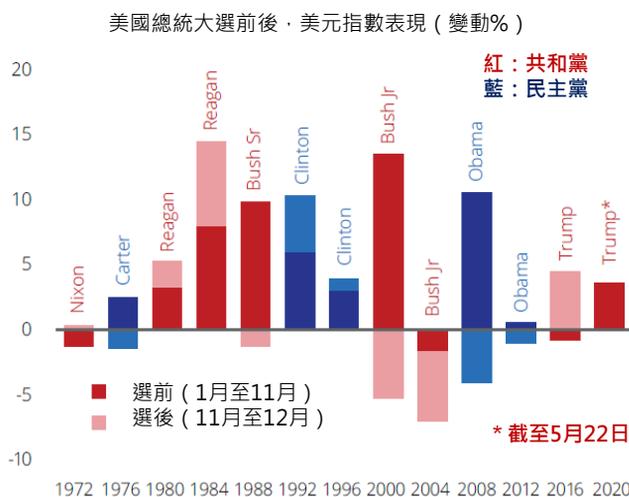
肺炎病毒嚴重破壞了美元在2018年至2019年期間強勁的基本面。原本良好的美國就業市場，受到疫情的影響，失業率（4月20日：14.7%）一度達到大蕭條時期以來的高點。儘管FED排除了負利率的可能，但其資產負債表在2月26日至5月20日期間已膨脹了70%，達到7.09兆美元，遠超過歐洲央行（ECB）和日本央行（BOJ）17%和7%的成長率。美國財政部在今年第二季更是發行公債接近3兆美元；國會預算辦公室也預估第二季實質GDP將較前一季衰退38%。根據國際貨幣基金組織（IMF）和市場共識，2021年歐盟經濟的反彈速度可能會較美國迅速。若是如此，美元指數（DXY）的表現將受到權重最大的歐元所壓抑。

圖1：美元指數走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖2：美元指數表現與美國總統大選

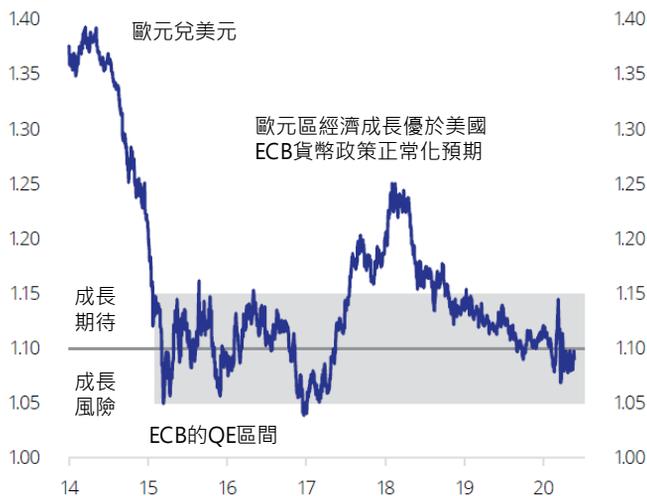


資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

肺炎疫情過後的全球復甦如預期在下半來到來，**歐元處於相對較有利的位置，交易區間可望升到1.10至1.15**。由於ECB準備好“盡一切所能”，且德國與法國計劃讓歐盟委員會發行5000億歐元的“歐元債券”支援受影響最嚴重的歐盟國家對抗疫情，相關措施緩解了歐元區再次爆發歐債危機的風險。4月22日，ECB放寬了一項關鍵貸款標準，保護4月7日前有可出售資產做為抵押品的企業，藉以抵禦債信評級可能遭到下調的風險，相關措施有效期至2021年9月。即使信評機構惠譽於4月28日將評級下調一級至BBB-，義大利的10年期公債殖利率自4月23日以來一直保持於2%以下。不過，仍需留意德國憲法法院於5月5日針對ECB的救助計劃做出的裁決仍未解決，可能帶動的動盪。

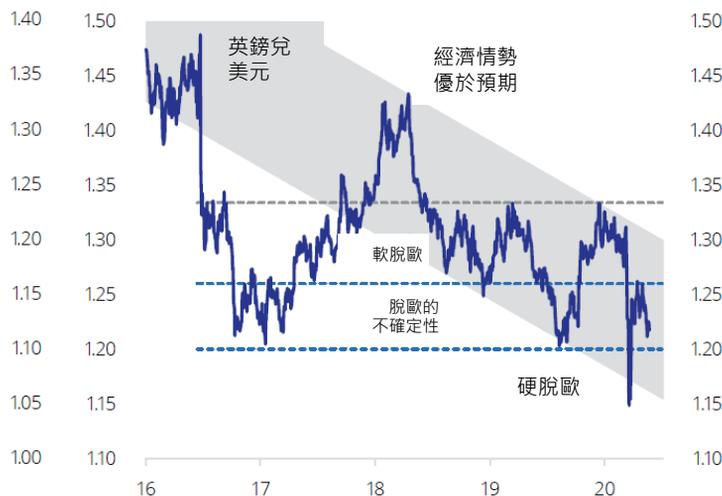
英鎊兌美元從肺炎疫情拋售後的回升並不穩固。英國因缺乏遏制肺炎疫情的策略而受到國會議員和歐盟的抨擊。截至5月21日，英國的死亡人數僅次於美國。國家經濟與社會研究所（NIESR）預測，未來10年的全球經濟將因冠狀病毒遭受8000億英鎊的損失。英國延長脫歐過渡期的要求期限將於6月30日截止；未能延長將可能導致於2021年底硬脫歐或更差的協議。英國央行（BOE）尚未排除負利率；5月21日以來，兩年期英國公債殖利率已轉變為負值。與採取負利率的經濟體（瑞士、丹麥、日本、歐盟和瑞典）不同，英國不但沒有經常帳盈餘，而且存在赤字。英鎊兌美元一直維持在1.20至1.26的區間內，但不排除再次貶破1.20以下的可能性。

圖3：歐元走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖4：英鎊走勢

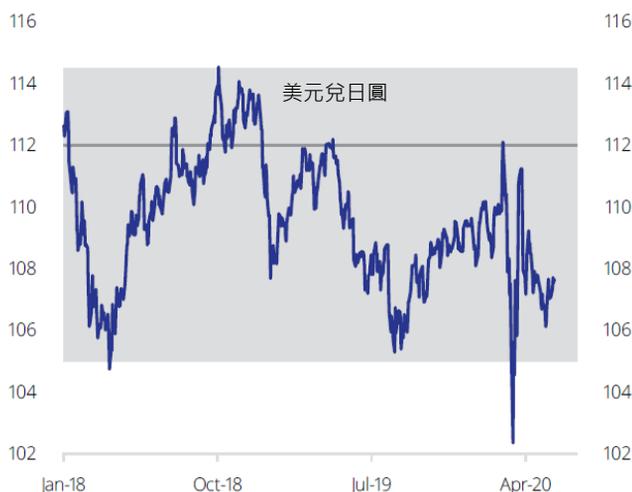


資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

美元兌日圓匯率將介於105至110的區間。經歷了3月份的大幅震盪之後，4月至5月，美元兌日圓匯率一直維持在106-108之間。各國都採取了前所未有的積極的財政和貨幣政策，壓抑了包括日圓在內的匯率波動。市場普遍預期在第二季經濟進一步衰退之後，未來6至12個月可望呈現復甦，日圓則可能貶值至110。日本原訂於5月31日結束緊急狀態，但提早於5月25日解封。在經濟復甦趨勢確立前，日圓仍被視為當全球經濟前景惡化或中美緊張局勢加劇的避險工具。日本央行在5月21日的緊急會議上，將額外計劃增加30兆日圓至75兆日圓，加強對商業融資的支持。這將有助於縮小與FED超寬鬆政策的差距，並引導日圓貶值。

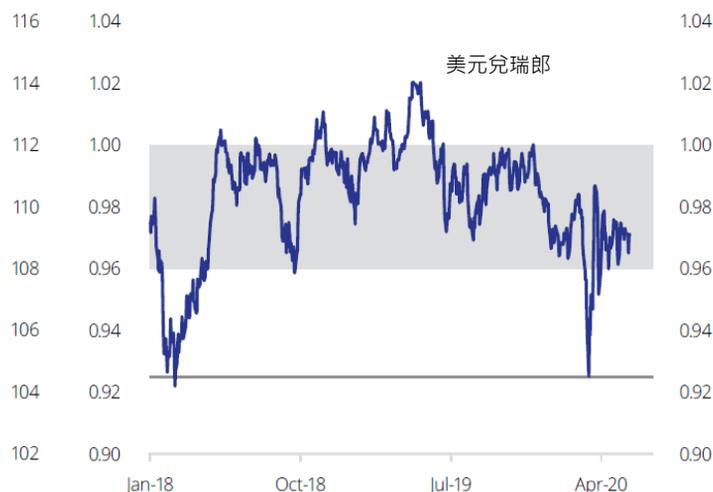
肺炎疫情後，瑞士法郎呈現盤整。2018年第二季中美貿易戰爆發以來，美元兌瑞郎匯率大多介於0.96至1.00之間。另一方面，歐元兌瑞郎過去兩年中已從1.20貶至1.05，但這主要是歐元貶值而不是瑞郎升值。3月時的恐慌期間，瑞士央行（SNB）已加大干預力度，以抵禦避險資金流向瑞郎的情況。美元兌瑞郎一度貶至0.92，之後在4月至5月回升到0.96至0.98的區間。SNB報告指出，2020年第一季肺炎疫情導致382億瑞郎的虧損，主要因股票投資組合價值下跌了319億瑞郎。較強勢的瑞郎導致其外國股票和債券的匯差損達171億瑞郎。展望未來，全球經濟復甦將使美元兌瑞郎維持於0.96至1.00的區間範圍內。

圖5：日圓走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖6：瑞郎走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

澳幣兌美元在肺炎疫情後的回升，速度已有所放緩。澳幣是3月拋售期間最嚴重的成熟市場貨幣，但在4月至5月的反彈期間則是表現最好的成熟市場貨幣。肺炎疫情扭轉了2018年以來一直干擾澳幣表現的澳洲與美國間負利差的問題。儘管澳洲央行（RBA）在3月19日將現金利率目標下調至0.25%，與FED聯邦基金利率上限一致，但也設定3年期公債殖利率於0.25%，並排除負利率的政策。更重要的是，RBA和FED於3月20日建立了600億美元的交換額度，因應美元流動性短缺的問題。澳幣在經歷全球衰退（尤其是中國和亞洲為首的衰退）的復甦過程通常呈現升值走勢。但是，這次的步伐將可能放緩，原因是RBA承諾將維持低利率數年的時間，藉以促進經濟復甦。

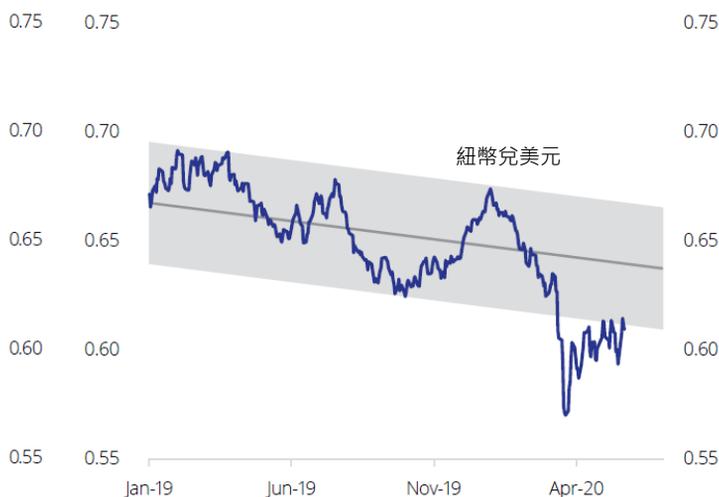
紐幣的回升速度較澳幣慢。相較於RBA，紐西蘭央行（RBNZ）對負利率和債務貨幣化持的態度相對較為開放；不過，RBNZ也澄清指出，負利率是不得已的手段。5月13日，RBNZ將其大規模資產購買計劃的規模擴大了一倍，達600億紐幣，藉由保持較低的借貸利率來支持財政政策。財政部於5月14日推出金額達500億紐幣的肺炎疫情應急與復甦基金，淨負債佔GDP將從2019年的19%增至2023年的53.6%。紐西蘭於5月14日已將肺炎疫情警戒等級3放寬至2，9月19日也將進行眾議院選舉。根據RBNZ和財政部的數據，經濟可望恢復到正常產出的85-91%，高於第三級警戒的75-81%。總理阿爾登（Jacinda Ardern）表示，限制的放鬆將在第一級停止，直到疫苗研發完成。這將使經濟保持在產能的90-96%。

圖7：澳幣走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖8：紐幣走勢

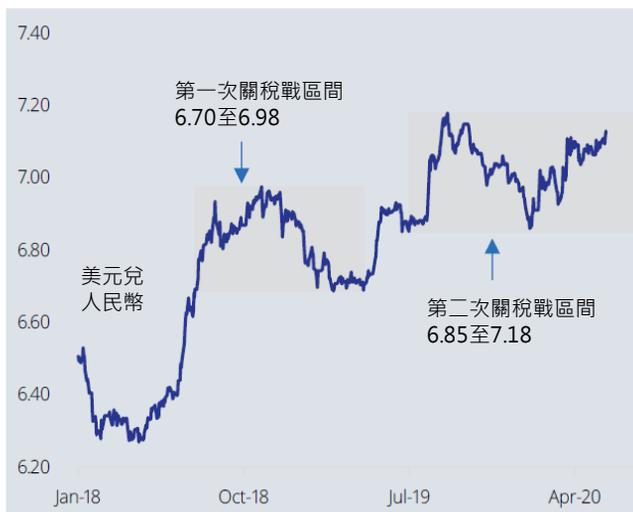


資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

肺炎疫情後人民幣走勢穩健。在去年第二次中美關稅戰之後，美元兌人民幣的中間價大致處於7上下2%的交易區間。儘管實體經濟因肺炎疫情而出現數十年來首次收縮，但在人大會議上，中國並未採取大規模的財政刺激措施。目前的情況不同於全球金融海嘯時期。美中關係已從合作轉成在貿易、科技、投資、冠狀病毒和政治領域之間的競爭與對抗。美國總統川普可能會在11月美國大選之前加緊對中國的抨擊，藉以連任。另一方面，仍需留意經濟數據，尤其是與中國從肺炎疫情復甦到經濟正常相關的數據。

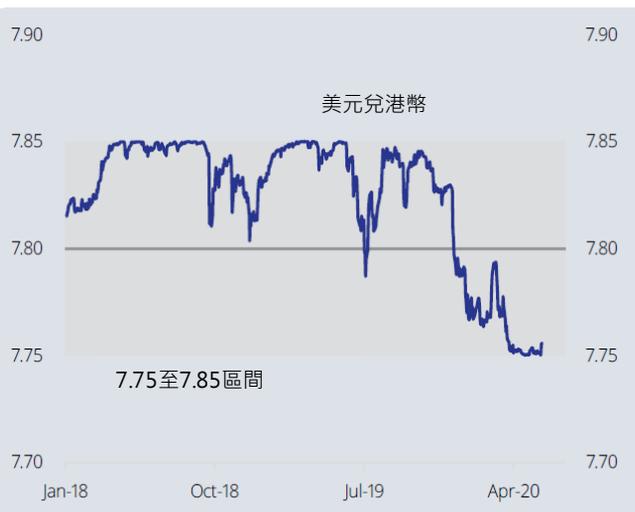
在肺炎疫情期間，港幣與美元的連繫匯率機制具有顯著的彈性。IMF預估，疫情將導致香港經濟連續第二年呈現萎縮，2020年GDP將衰退4.8%。惠譽 (Fitch) 已於4月20日將香港長期外幣發行人的違約評級下調一級至AA，前景為穩定。然而，港幣受外部因素驅動。三月美國聯準會 (FED) 採取積極的貨幣寬鬆措施因應美元流動性短缺而設置交換額度後，美元兌主要貨幣走弱。隨著美國三個月Libor在4月下旬跌至1%以下，香港金融管理局四年來首次被迫干預，支持7.75至7.85區間的下限。導致波動的其中一個因素便是北京於5月下旬提出香港版國安法。

圖9：人民幣走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖10：港幣走勢



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

表1：星展集團匯價預估

	季底匯價預估					
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
中國	7.08	7.06	7.02	6.98	6.94	6.90
香港	7.75	7.76	7.76	7.77	7.77	7.78
印度	75.5	75.0	74.5	74.0	73.5	73.0
印尼	14,500	14,400	14,300	14,200	14,100	14,000
馬來西亞	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22	4.20
菲律賓	51.0	51.0	50.8	50.6	50.4	50.2
新加坡	1.40	1.39	1.38	1.37	1.36	1.35
南韓	1220	1210	1200	1190	1180	1170
泰國	31.5	31.4	31.3	31.2	31.1	31.0
越南	23,240	23,220	23,210	23,200	23,180	23,170
澳洲	0.67	0.67	0.68	0.69	0.69	0.70
歐元區	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14	1.15
日本	108	109	109	110	111	112
紐西蘭	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.65
瑞士	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.97
英國	1.22	1.22	1.23	1.24	1.25	1.26

資料來源：彭博·星展集團 2020年6月



Live more,
Bank less



Source: Unsplash

2020年第3季 另類投資

貴金屬避險

另類投資：黃金

當市場在3月底陷入混亂時，黃金的表現完全符合預期；年初以來，金價的表現優於多數的資產類別。

黃金價格也經歷了波動。當標準普爾500指數陷入熊市時，金價在今年第一季時一度與股票同步走弱；自3月9日的每盎司1,707美元的高點跌至3月16日的1,453美元的低點。

劇烈的波動也一度使投資人對黃金是否能夠提供投資組合避險而產生懷疑，因為黃金有時表現像是一種“風險偏高”的資產。

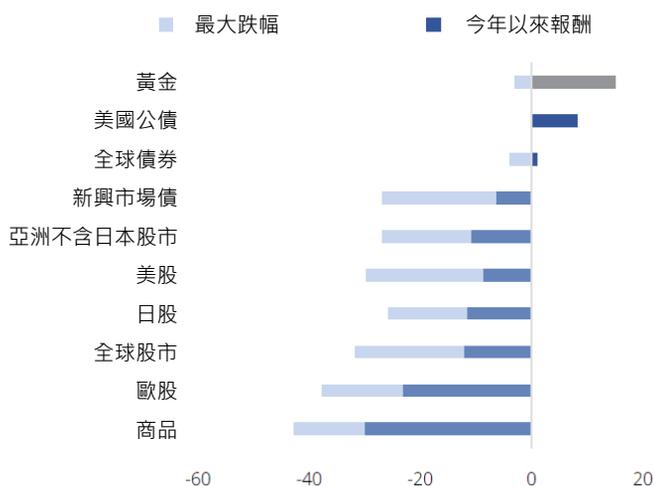
在突然的戲劇性的波動前，金價可以維持平穩並經歷很長的時間。投資人也擔心目前價格高於歷史平均水準。

但星展集團認為，現在將黃金納入投

資組合仍可望有效落實投資組合多樣化，特別是在不確定性加劇的情況下。星展集團預期到年底金價有機會測試每盎司1,900美元的關卡。

後肺炎病毒時代，世界充滿不確定性。星展集團的基礎假設為，今年最差的時刻應是第2季；隨著全球城市的逐漸解封，至今年底，經濟活動將逐步恢復到接近95%的水準。然而，這些預測尚未考慮到後肺炎病毒時代，世界將發生的重大改變。美國聯準會（FED）主席鮑威爾（Jerome Powell）警告說，美國經濟面臨長期和空前的風險之際，許多國家已經發生第二波傳染病。同時，美國利率期貨也暗示美國可能隨歐洲和日本走向負利率。

圖1：黃金是今天以來表現較佳的主要資產類別之一



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖2：若美國聯準會進一步降息，美國、歐洲和日本的10年期公債殖利率將會收斂



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

仍有利多可望支撐金價表現。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）。除了DXY仍徘徊在100附近，其他兩個因素都已發生了。支撐DXY的主要因素是因為避險地位以及相對於歐元和日圓都處於負利率，美元有利差優勢。儘管這不是星展集團的基本假設，但市場已預期美國利率可能也步入負值。隨著市場對經濟損失和刺激措施的程度更加擔憂，美國、歐洲和日本公債殖利率之間的價差正在縮小，利率期貨顯示，明年FED將降息至負利率。因此，DXY的相對強度可能受到挑戰。

短期內，黃金走勢很可能獲得支撐。現在市場流動性似乎已恢復正常，

FED的刺刺激措施就是提供市場充裕的流動性，就像2008年一樣。黃金通常也會對系統性風險的演變產生反應。前所未有的刺刺激措施可能導致通貨膨脹、債務危機、貨幣危機或銀行危機，這則可能威脅全球金融體系。

圖4：美國聯準會資產負債表擴張可能支撐金價

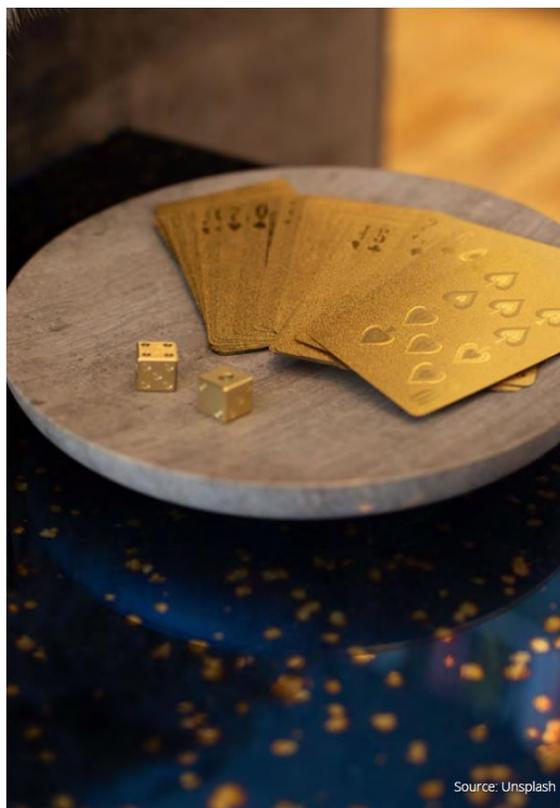


資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖3：黃金和利率呈現負相關



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月



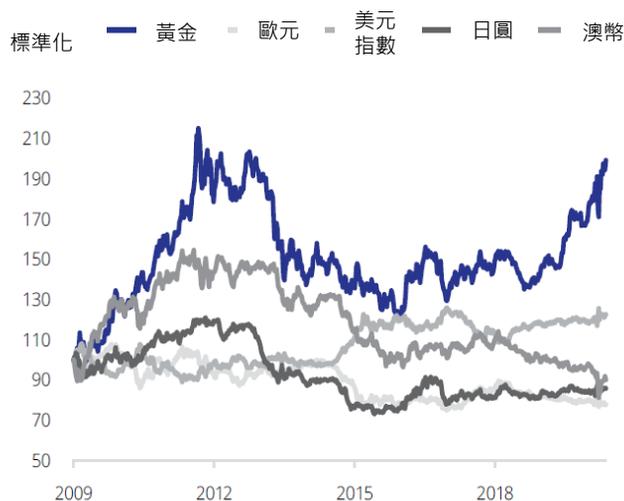
Source: Unsplash

黃金的表现優於主要貨幣

2009年以來，量化寬鬆、歐債危機、利率下滑以及大宗商品價格波動，常常干擾外匯市場表現。若當時即以黃金作為貨幣的替代品，金價的表現優於所有主要貨幣。

既然全球利率已轉為負值越來越接近現實，全球投資人可能會將黃金作為避風港。首先，持有黃金的機會成本幾乎為零，其次，法定貨幣正在失去價值，因為中央銀行印製的貨幣似乎勢不可擋。同時，在中央銀行擴大黃金儲備而散戶投資人追逐黃金ETF的時候，手頭的黃金生產供應有限。

圖5：自2019年以來，黃金價格升值超過主要貨幣*



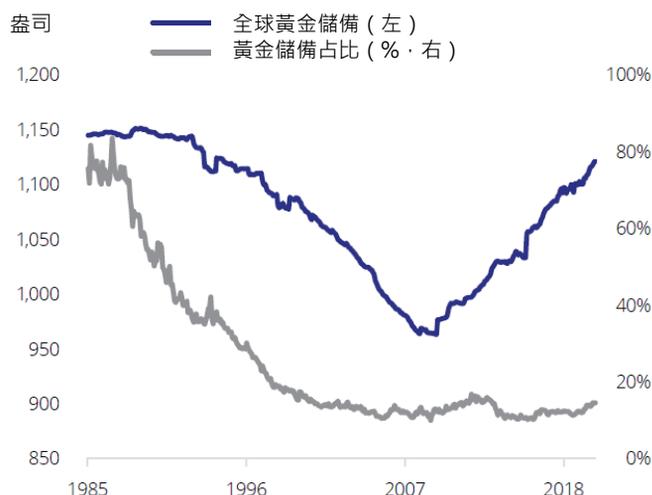
資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

投資組合分析支持增加對黃金的分配

歷史數據顯示，黃金充當“風險分散器”，並在債券和股票遭受損失時保護下行空間。表1顯示了將黃金添加到標準投資組合（股票和債券之間50-50的比例）將如何影響過去30年的風險和回報。當股票和債券急劇下跌時，它可以平滑整個投資組合的風險和收益，並減少總體損失。在過去五年中，效果更加明顯。星展集團認為，這是由於美國政策不確定性加劇帶來的風險上升。

儘管在30年的時間範圍內，黃金的平均波動率高於股票，但當股票急劇下跌時，黃金與股票之間的低相關性（有時是逆相關）將有利於黃金，從而降低了整體投資組合的風險。

圖6：央行淨購買穩定的新黃金需求來源；儲備的百分比有上升空間



資料來源：IMF，彭博，星展集團 2020年6月

表1：將黃金納入投資組合，可有效降低投資組合風險，且不會影響收益

	股票債券 各50%	黃金	黃金配置比重(%) 投資組合風險與報酬				
			0%	5%	10%	15%	20%
30年期							
標準差	9.9	14.4	9.9	9.7	9.4	9.2	9.1
平均報酬率	7.1	5.5	7.1	7.1	7.0	6.9	6.8
最大跌幅	-18.5	-28.3	-18.5	-17.3	-16.1	-14.9	-13.7
5年(含今年以來)							
標準差	15.9	10.7	15.9	15.3	14.7	14.1	13.5
平均報酬率	0.9	6.7	0.9	1.1	1.4	1.7	2.0
最大跌幅	-25.8	-10.4	-25.8	-23.9	-22.0	-20.1	-18.2

資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖7：黃金與股票和債券的相關性



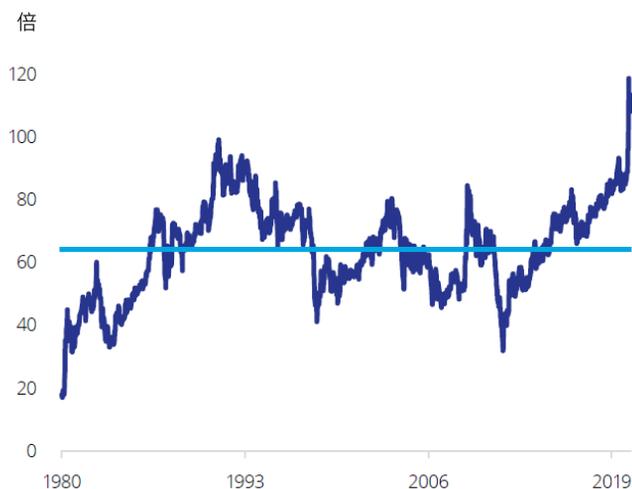
資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

白銀可作為黃金的替代

白銀相對於黃金被低估了。尋找更高貝塔係數的投資人可以考慮白銀。由於其“珍貴”，黃金一直比白銀更昂貴。黃金/白銀比率目前為109倍，略低於其歷史高點120倍，而歷史平均水準為65倍。儘管構成適當比率的觀點尚有爭議，但由於金價可能會走高，但由於該比率具有均值回歸的空間，因此白銀價格的上漲速度可能比黃金價格快。

但是，白銀的基本面不如黃金吸引人。首先，白銀存在結構性過剩，在發現新用途之前，這種情況不太可能緩解。其次，白銀被認為比黃金更“工業”，因為其需求的50%來自工業用途，因此，隨著全球經濟停滯，需求應會減弱。

圖8：黃金 / 白銀價格比



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖9：黃金、白銀、金礦和銀礦的表現



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

但是，星展集團認為有兩個緩解因素：合市值和上市公司數量而言，黃金是迄今為止最大的貴金屬。許多黃金生產商已經修復了資產負債表，削減了成本，現在更加專注於盈利的生產。隨著油價下跌和國內貨幣走低，生產成本將進一步提高。根據彭博社的估計，黃金價格從每盎司1600美元升至1800美元，可以使老年人和中級礦工的平均自由現金流平均增加近40%。

1) 基本面較弱已經反映在白銀價格上，白銀價格比五年高點低16%，而黃金已經比五年平均價高34%。

2) 銀是開採其他金屬的副產品，包括銅，鉛和鋅。據報導，由於封鎖，全球幾乎所有採礦項目都停止了。短期的供應緊縮可能會傾斜供應平衡，而投資需求仍然強勁。

礦業股在黃金和白銀上發揮槓桿作用

顯然，隨著這些貴金屬價格的上漲，金礦和白銀礦商將受益，同時它們也被“槓桿化”。就採礦金屬價值，綜

紐約證交所Arca黃金礦工指數 (GDM) 上漲了19%，表現優於了今年金價的14%上漲行情。的確，作為槓桿交易，在每次金價上漲時，它的表現都優於金價。投資人需求來自無法直接投資於商品的基金經理。

圖10：金價模型



資料來源：星展集團 2020年6月

金價模型

有許多因素影響著金價，但星展集團認為長期趨勢應該是積極的，因為中央銀行和養老基金的需求持續穩定。首先，星展集團的黃金價格模型表明其對債券殖利率（負相關），DXY（負相關）和衰退概率（正相關）的變動具有敏感性。當美元轉弱時，預測的高端將實現，這是投資人需要留意的機會。

表2：金價預估（美元）

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
金價預估（每盎司美元·季底）	1,697	1,729	1,716	1,908
高	1,849	1,886	1,879	2,089
低	1,569	1,597	1,579	1,756
假設基礎（基於市場共識）				
美元指數	97.75	97.00	96.70	95.35
公債殖利率（%）	0.84	0.94	1.05	1.14
經濟衰退機率（%）	35	24	18	19
白銀價格預估（每盎司美元·季底）	19.5	20.3	19.7	22.4
假設基礎				
黃金 / 白銀價格比	87	85	87	85

資料來源：星展集團 2020年6月

油價反彈快於預期

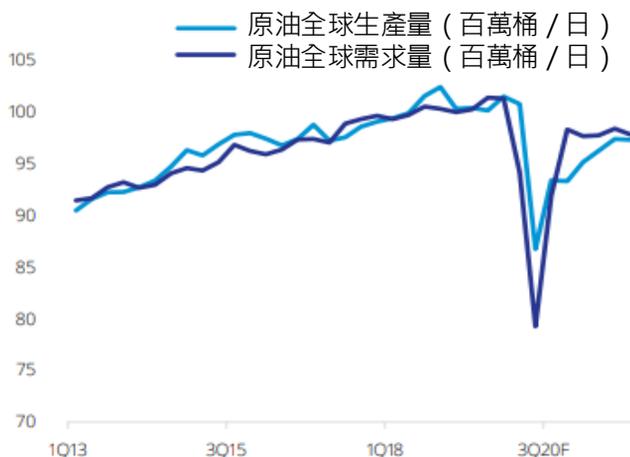
原油供需可能在2020年第三季達到平衡。布蘭特原油價格在2020年4月觸及每桶19美元的低點，較2020年初69美元的高點下跌了超過70%；而以近月期貨價格為代表的西德中級原油（WTI）價格在4月首次出現負值，當時石油存儲空間變得難以取得，為史上首見。受肺炎疫情衝擊導致的需求疲軟在4月達到高點，但是在確診率達到高點前，全球部份地區放鬆了防疫限制，這意味著原油需求恢復的速度快於預期。

因此，布蘭特原油期貨價格自低點反彈近一倍，6月初時約達40美元，原因是全球經濟重啟早於預期，尤其是

美國；此外，全球石油產量急劇下降（較上月下降約1500萬桶），也減輕了對儲油設施的壓力。

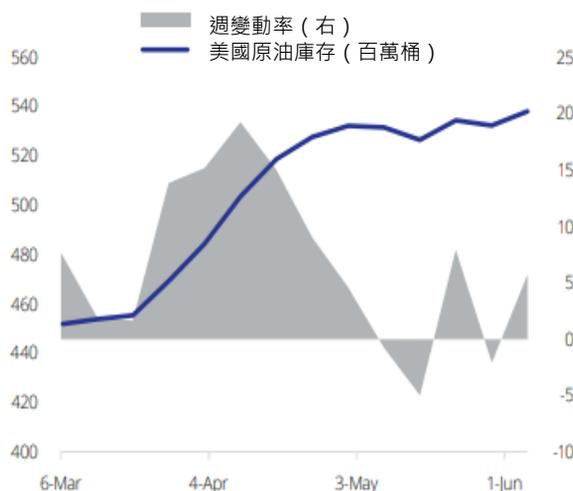
預估2020年全球石油日需求量將下降約900萬桶（低於之前預估的1100萬），而在考慮到石油輸出國組織與盟國（OPEC+）減產和非OPEC國家減產後，特別是美國和加拿大，2020年原油供應量將下降700萬桶。預估布蘭特原油價格2020年平均價格在40-45美元之間（高於之前估的37-42美元），2021年平均價格在55-60美元桶之間。2020年由於供需缺口擴大而導致的庫存過剩則是緩和2021年油價的關鍵因素，否則，油價的上升趨勢會更明顯。

圖1：2020年第三季原油達供需平衡



資料來源：EIA，星展集團 2020年6月

圖2：美國原油庫存量於4月達高點，5月後呈現下滑



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

表1：星展集團每季平均油價預估

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	42.0	52.5	49.5	56.5	58.0	57.0
西德州中級原油	46.0	30.5	39.0	48.5	45.5	52.5	54.0	53.0

資料來源：星展集團 2020年6月

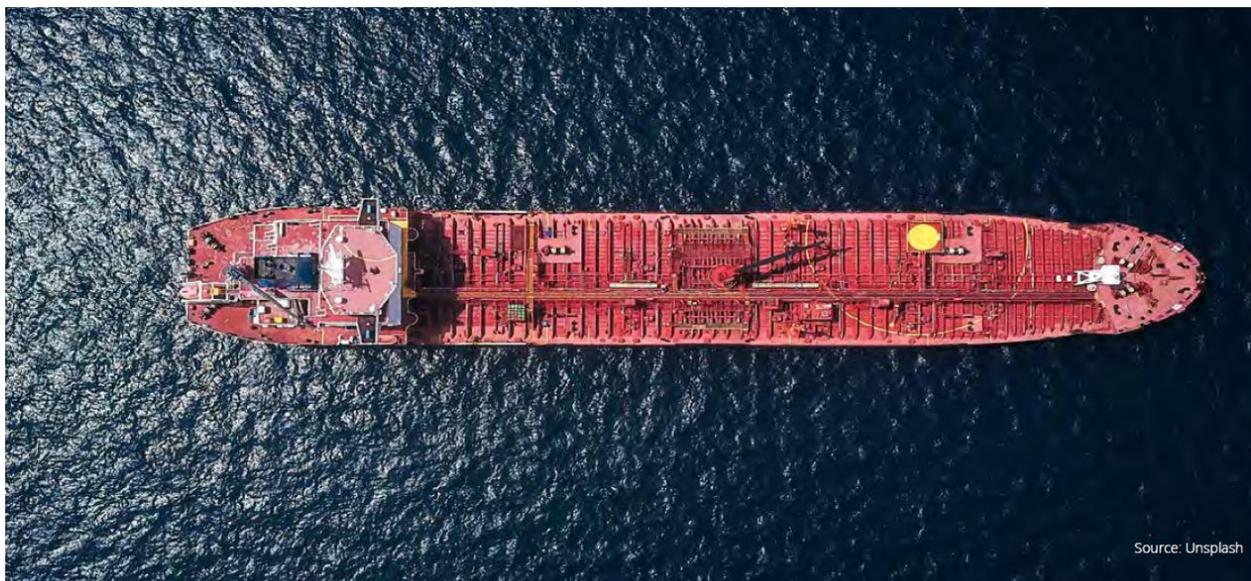
原油需求復甦快於預期。隨著逐漸取消對主要城市的封鎖措施，中國的石油需求在2020年第二季率先回升。越來越多的人返回工作崗位並使用汽車代替公共交通工具，中國的汽油需求持續增長，在2020年第三季應會恢復正常。電子商務交付量的激增和工業活動回復也支撐了柴油需求。航空燃料需求則是仍然疲弱，由於國際旅行仍將受到限制，因此今年剩餘時間需求將繼續保持低迷。

美國在封鎖後的兩個月左右，重新開放所有50個州活動，這也使美國汽油需求回升。原油庫存下降也是油市轉機的關鍵樂觀信號。5月初以來，歐洲經濟也部份開始放寬封鎖標準，儘管擔心第二波疫情，跡象顯示將逐步放寬措施。

目前油市供應面紀律仍然穩定。雖然尚無官方數據來支持這一說法，從2020年4月高峰期開始，5月OPEC+的日供應量可能下降超過1000萬桶。此外，還有來自非OPEC國家（如美

國、加拿大、巴西、挪威及其他國家，以及估計數字顯示，與上個月相比，2020年5月石油日供應減少量將達到1500萬桶，甚至更多。美國頁岩油是原油日供應量下滑的重要因素，較年初下降了約150萬。由於目前需求面改善，預估油市最早可在2020年7月或2020年8月達到供需平衡。

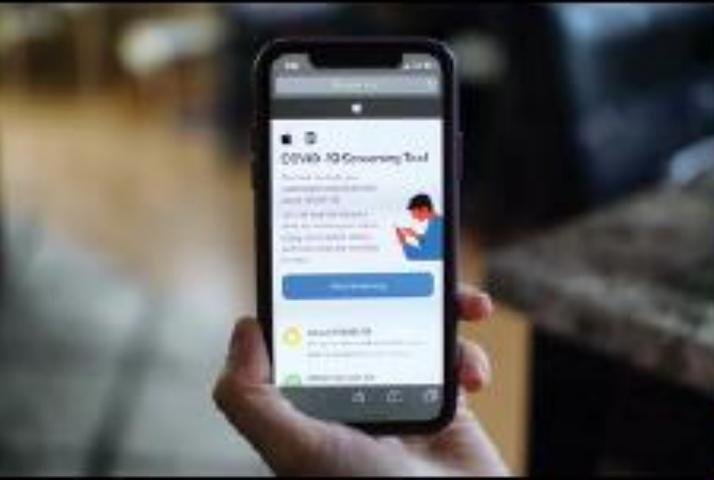
沙烏地阿拉伯和海灣盟國於6月採取了進一步減產措施藉以平衡油市。預期與俄羅斯的休戰能夠得以維持，因為俄羅斯可望在2020年下半年設法緩解生產限制。到2020年7月，OPEC+的減產水平將保持在每日1000萬桶，再延長一個月，伊拉克和奈及利亞等落後減產國被要求彌補早期減產的不足，並於今年稍晚進一步減產。目前，OPEC+減產的紀律似乎還很穩固，應有助於油價在年底前突破50美元的水準，這也是大多數國家都可以接受的水準。





2020年第3季 主題策略

後疫情時代投資契機



Source: AFP Photo

主題：後疫情時代投資契機

自1918年西班牙流感爆發以來，肺炎疫情是全球最大的流行病。截至5月，188個國家/地區已有超過550萬個病例，死亡人數超過34萬。為了遏制危機，許多國家實行了經濟封鎖，旅行限制和各種社會社交距離疏遠措施。

這些措施是有代價的。在防止病毒迅速傳播的同時，也不可避免地導致了企業倒閉和失業。以美國為例，失業率從2019年12月的2.5%（50年來的最低水準）升至2020年4月的14.7%，創歷史新高。零售銷售額也隨著人們無法外出而顯著下滑。

面對前所未有的艱辛和挑戰，企業需要自我調整才能生存。零售業，尤其是餐飲業，開始專注於網路銷售，因為消費者避免了“面對面”的互動，而是在網絡上消費。同樣，鼓勵員工在家中工作，以避免在工作場所感染病毒的風險。

肺炎疫情改變了人類工作，互動和生活方式。在未來幾年中，對業務流程的結構影響將是巨大的。

下一步是什麼呢？後肺炎疫情的五個主要趨勢。消費者和企業適應“新常態”，肺炎疫情後全球將出現五種主要趨勢：

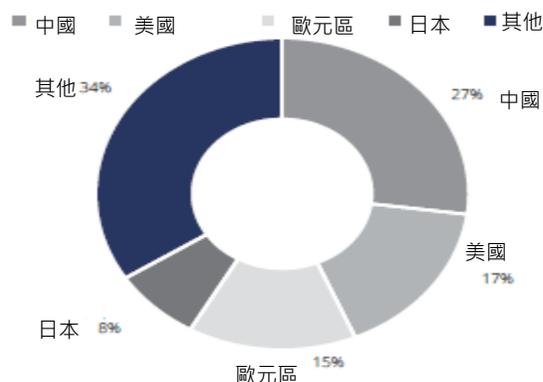
1. 供應鏈的多元化
2. 替代肉品的興起
3. 在家工作（WFH）-新常態
4. 電子商務加速發展
5. 電子競技-新的替代選擇

趨勢1：供應鏈多元化

全球供應鏈是全球經濟的命脈。過去的數十年，企業一直在追求優化供應鏈以降低成本和提高效率。由於勞動力成本低、稅率適中和強大的業務生態系統，中國是建立生產基地的首選。今天，中國已佔全球製造業總產值的27%，遠遠超過美國和日本（圖1）。

肺炎疫情影響：供應鏈過度集中的風險。肺炎疫情的黑天鵝事件暴露了高度依賴中國製造業需求的企業所面臨的脆弱性。許多公司都採用了“即時”生產模式，該模式壓低了庫存的水準。

圖1：中國製造業已佔全球製造業總產值的27%



資料來源：世銀，2020年6月

74% of companies plan to shift permanently to more remote work post COVID-19

Main beneficiaries:

Video Conferencing & Collaboration Applications



e-Sports will be an important complement to traditional sports in future

Average Concurrent Viewers on Twitch



“WFH”

e-Sports



eCommerce



Alternative Meat

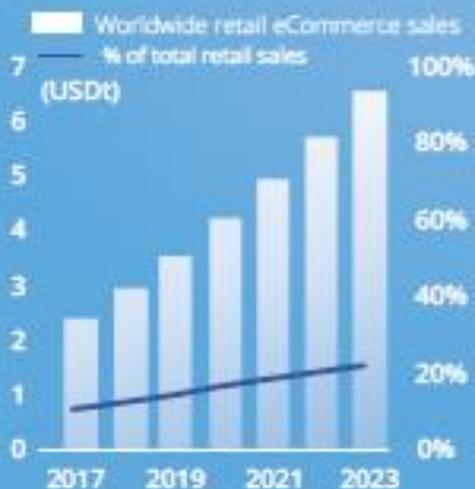
Major “Offline” to “Online” Shift



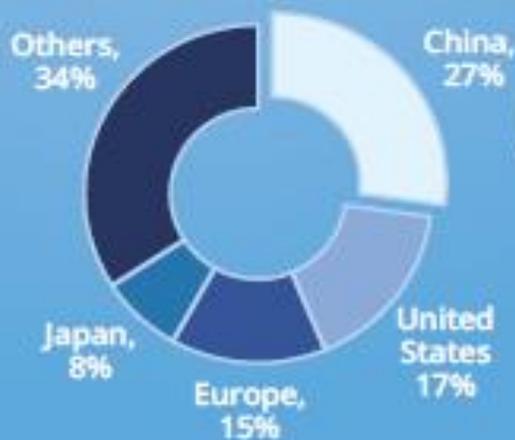
Supply Chain Diversification

Plant-based meat market expected to hit c.USD100b in 15 years

Worldwide Retail eCommerce Sales



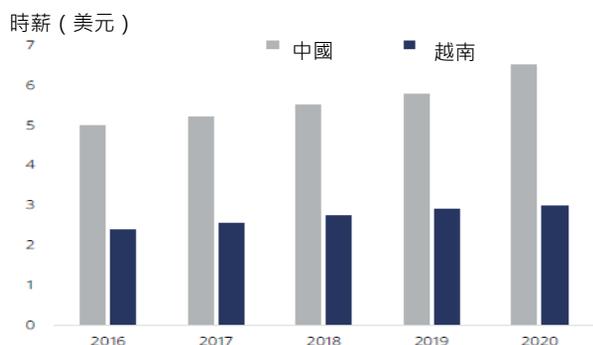
Global Manufacturing Output



China will remain “World’s Factory”; Not easy to replicate ecosystems overnight

隨著中國各地工廠停產，對製造業供應鏈的連鎖反應是巨大的。例如汽車製造商的現代和日產，不得不關閉生產線；而蘋果也承認iPhone的生產將受到影響。這種中斷導致企業重新思考對中國製造業的依賴是否為長期可行的策略。或者是時候將供應鏈分散至越南等其他國家了（圖2）？

圖2：較低的勞動力成本使越南更具替代性吸引力



資料來源：HIS Markit，2020年6月

產業策略多元化是否已成定局？肺炎疫情過後，政府可以鼓勵其國內企業透過補貼或徵收關稅來使製造業務多元化。對於涉及以下戰略性行業的企業而言尤其如此：

- 科技**：美國公司賴以生存的全球科技供應鏈受到川普政府的嚴格審查。除了創造就業機會，政府還考慮了要讓高科技產業應在國內設廠。到目前為止，推動企業將供應鏈重新移回美國的努力似乎正獲得一定的吸引力。例如，蘋果最大的供應商之一積電最近便宣布了在亞利桑那州設立半導體廠的計劃。
- 醫療保健**：中國是第二大向美國出口藥品和生物製劑（天然藥物）的國家，其中約80%的活性藥物成分來自中國和印度。儘管目前的中斷

還沒有導致任何嚴重的藥品短缺（這主要是由於製藥公司通常持有8至10個月的庫存），但它仍然存在將生產線重新移回美國和歐洲的可能。

- 糧食**：肺炎疫情期間，糧食短缺再次成為頭條新聞，這將迫使各國追求自給自足的糧食供應。聯合國糧食及農業組織最近的一份報告提及，疫情可能如何對全球糧食供應鏈帶來壓力。該報告得出結論，各國需要建立替代性食物來源以減少糧食安全風險。這包括制定政策，以保護國內農民的糧食生產，確保有足夠的主糧庫存，並為與其他國家的糧食貿易創造有利的環境。

中國將繼續保持“世界工廠”的地位；一夜之間複製一個新的生態系統並不容易。實際上，企業將業務轉移到中國之外並不是什麼新鮮事。鑑於美國與中國之間的貿易緊張局勢和該國勞動力成本上升，這種趨勢已經持續了幾年。

美國商會的調查報告顯示，有70%的受訪公司表示，由於疫情，他們沒有計劃將供應鏈業務轉移到中國以外的地方。調查結果得出了兩個關鍵點：

1. 中國強大的生態系統，尤其是在科技領域，很難在其他地方複製。
2. 想要移出中國的企業已經或多或少這樣做了。剩下的那些屬於下列兩個族群：
 - 無法在其他地方找到高技能勞動力、基礎設施和原物料的企業。
 - 希望在中國保持強大勢力以占有其龐大的國內市場的企業。

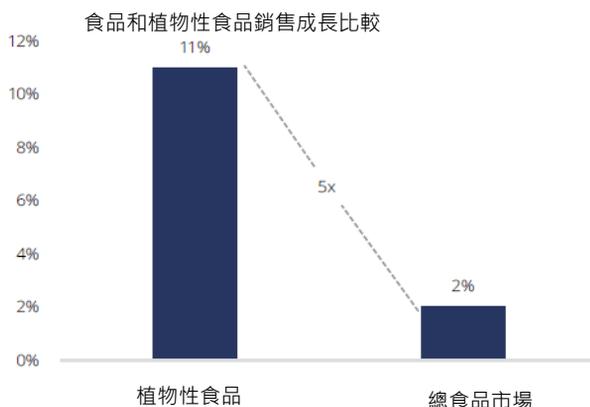
“中國+” 戰略為可能結果。 因此，儘管企業可能在後疫情時代分散營運，但這種轉變可能很小，鑑於供應鏈生態系統已經根深蒂固，無法在一夕間替代，中國仍是全球最重要的製造國。

更有可能的情況是，企業將一部份生產分散到其他國家，同時又保留了中國的大部分生產。這種趨勢的受惠者包括東協和東歐國家。

趨勢2：替代肉品的興起

植物性肉類並不是新的產品，它已經上市很長一段時間了。但是口感通常不如實際肉類。此外，主要消費的族群是已經承諾避免食用肉類的消費者。但是時代變了，透過更好的研發，新業者已經選擇了合適的配方，目前隨著產品改良，這些植物性肉類食品聞起來像是真的肉；不意外的，這些企業的目標客群聚集在吃肉者而不是如素者。

圖3：過去一年植物性食品市場的增長速度是整個食品市場的五倍



資料來源：GFI · 2020年6月

推動替代肉品的因素。傳統上，肉類一直是富裕消費者的主食，尤其是成熟經濟體的消費者。但是時代在變。如今，消費者越來越多地轉向植物性肉（替代肉）飲食。例如，在美國，植物性食品市場的增長速度是去年整個食品市場的五倍（圖3），2019年的零售額達到50億美元（年增率達11%）（圖4）。

圖4：美國植物性食品市場的零售額達50億美元



資料來源：GFI · 2020年6月



替代肉品需求的強勁成長可以歸因於以下因素：

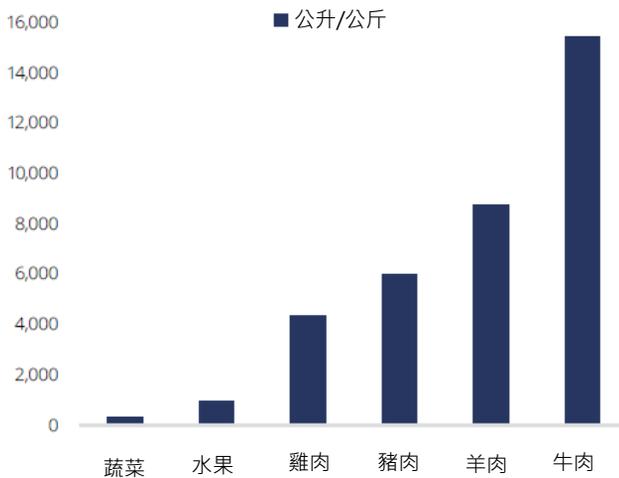
1. **環境與可持續性**：根據聯合國教科文組織-國際基礎結構，水利和環境工程學院水教育研究所進行的水教育研究，每公斤蔬菜需要約322公升水。每公斤牛肉則需要15,415公升水，比蔬菜的需求高出約47倍（圖5）。牲畜佔據了全球近80%的農田，從食物中貢獻了75%的溫室氣體，但僅產生了全球供應量的不到20%，這突顯如果人類的飲食結構保持不變，未來幾年全球將面臨的持續性挑戰（圖6）。

但是改變即將到來。兩家著名的替代肉品公司，“Impossible Food”和“Beyond Meat”表示，他們的肉品生產過程對環境的影響小於傳統的肉類生產。他們的主張已經得到了獨立第三方的驗證：

- 第三方可持續性諮詢公司 Quantis 表示，“Impossible Burger 2.0”（Impossible Food所生產）與傳統牛肉生產相比，用水量減少了87%，土地減少了96%，水污染減少了92%。
- 密西根大學可持續發展系統中心發現，Beyond 漢堡肉餅（Beyond Meat生產）產生的溫室氣體排放量減少90%，所需能源減少46%，對土地使用的影響減少93%。

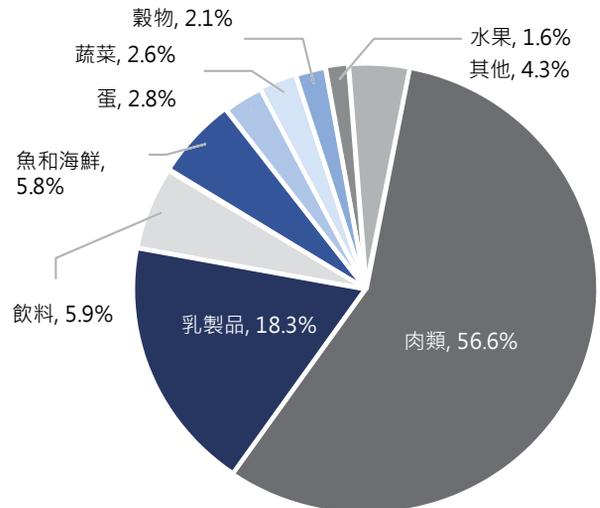
2. **健康**：研究顯示，經常食用經過加工和加工過的肉類會增加與健康相關的風險，例如心臟病、癌症和糖尿病。因此，對於渴望吃肉但又關心健康的消費者而言，基於植物肉將是一種可行的替代選擇，因為它不包含通常用於牛的生長激素或抗生素。

圖5：選擇生動物和糧食作物的使用水狀況



資料來源：UNESCO-IHE Institute for Water Education · 2020年6月

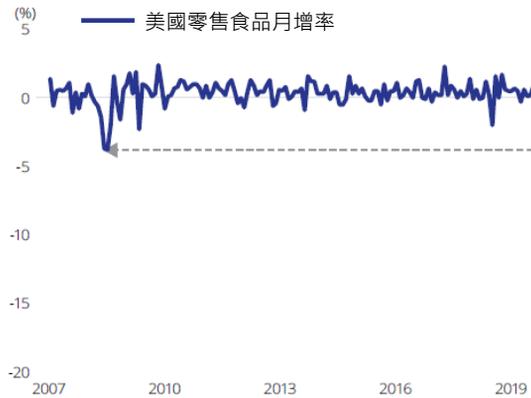
圖6：平均飲食中食物類型對溫室氣體的貢獻



資料來源：University of Michigan, Centre for sustainable systems · 2020年6月

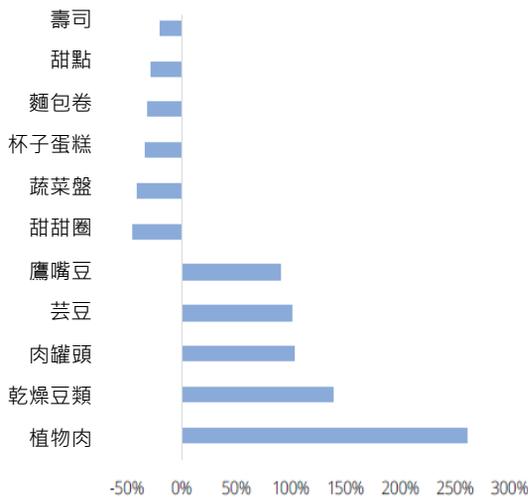
疫情的影響：暴露了食物來源品種短缺的風險。肺炎期間，隨著屠宰場的關閉，以植物為基礎的食品銷售激增，因為美國人爭先恐後地尋找肉類替代品。根據尼爾森的數據，截至4月18日的一週（與去年同期相比），美國植物性肉類替代品的銷售額躍升了200%以上（圖7）。值得注意的是，儘管零售和食品服務業的總體支出下降至2008年以來的最低水平（圖8），但仍呈現增長。這顯示消費者越來越接受植物肉作為替代性食品。

圖8：疫情經濟封鎖期間，美國的零售和食品服務需求急劇下降



資料來源：US Census Bureau · 彭博 · 星展集團 2020年6月

圖7：疫情經濟封鎖期間，美國人對植物性肉類採購量提高了200%以上



資料來源：彭博 · 星展集團 2020年6月

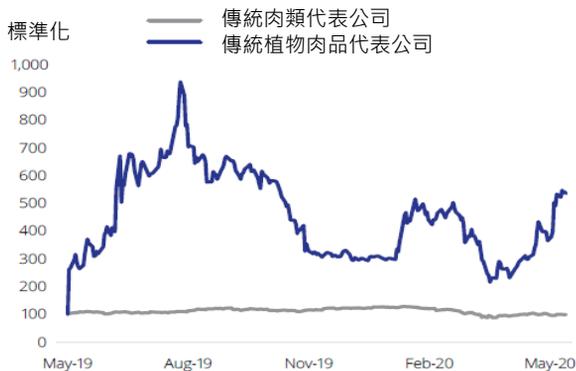
傳統肉類公司重塑跟隨時代的變化。隨時代變化，改變策略。為了跟上不斷變化的消費者口味，傳統肉類公司也正在調整其業務，並投資於替代肉類領域。

多年來，美國最大的肉類生產商之一泰森食品一直在替代肉類領域進行投資。2016年，Beyond Meat開始生產，其後是Memphis Meats，2018年是Future Meat Technologies。去年，該公司宣布他們將推出自己的以植物為原料的肉類品牌“Raised and Rooted”。另外，Kellogg's也加入了潮流，推出“Incogmeato”，而雀巢則推出“Awesome”漢堡。

前景確定：產業只會變得更大。摩根大通（JPMorgan）估計，植物性肉類市場的總潛在市場在15年內將達到1000億美元。考慮到全球消費者飲食趨勢的變化以及人們對環境問題的意識不斷提高，星展集團認為替代肉品的市場未來數年將持續成長。



圖9：植物肉品公司的表現優於傳統肉類公司



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

註：植物肉品公司的代表企業包括Beyond Meat。傳統肉類公司的代表企業包括家樂氏和泰森食品

趨勢3：在家工作 (WFH) – 新常態

儘管採用率低，但在肺炎疫情之前，WFH的概念就已經存在。根據Global Workplace Analytics的數據，儘管調查顯示80%的員工偶爾會喜歡在家工作，但美國只有約4%的員工，曾經採用“WFH”。實際上，超過三分之一的人願意為此選擇減薪。但不意外地，他們的願望沒有兌現。

保守主義和成本控制 – WFH未能在全球盛行原因。員工在家工作的想法從未真正施行而只是在概念階段。一般而言，要求員工到辦公室上班，進行報告仍然是首選。顯然地，雇主喜歡與員工“面對面”主要基於下列因素：

- **生產力問題：**雇主對WFH的最大擔憂是生產力和產量。這並不奇怪；雇主普遍的想法是，如果員工不在主管的監督之下，他們的工作效率將會下降，導致生產率下降。
- **成本問題：**WFH附帶成本。它需要

為員工配備便攜式電腦設備，以便他們可以在家中有效率地工作。但是，不是很多公司願意承擔這些額外費用。

肺炎疫情的影響：強制採用WFH做法已導致令人驚訝的結果。隨著工作場所的關閉，全球各地的企業爭先恐後地為員工在家中工作提供必要的技術設備。波士頓諮詢集團 (Boston Consulting Group) 數據顯示，今年3月，多達3億的上班族在家中工作，這一數字是前所未有的。

然而，結果意外正面。根據主要銀行和科技公司的回饋，WFH已被證明是可行的；這些公司表示，他們將繼續在肺炎疫情之後繼續採用這種做法 (表1)。學術研究也得到相同的結論；史丹佛大學 (Stanford University) 2015年的一項研究顯示，員工在家辦公時，工作效率實際上提高了13%。

在家工作成為新常態；雇主和員工雙贏。Gartner的最新調查顯示，肺炎疫情後，74%的公司計劃將永久性工作轉移到更多的“遠端工作” (圖10)。在亞洲，離家很近的90%的新加坡人希望在肺炎疫情後繼續在家工作 (圖11)。採用WFH的好處有兩方面：

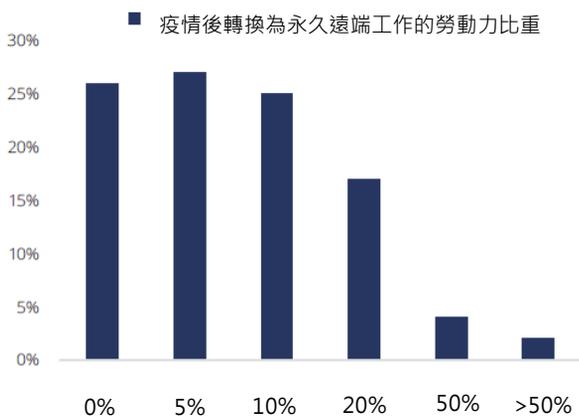
- 對於員工而言，WFH提供了更大的工作彈性和工作滿意度
- 對於雇主而言，WFH可以節省辦公室租金成本

表1：企業擁有正面在家工作經驗

企業	WFH觀點
渣打集團	在疫情結束之後，我們可能不得不重新考慮在家工作方式。到目前為止的經驗還不錯。也許將來不需要100%的人力和時間在辦公室裡工作。
摩根史坦利	我們證明了可以在不佔用資源的情況下進行營運。未來，每週部份時間，每月特定時間，很多員工會在家嗎？是的。
推特	過去幾個月證明了我們可以做到這一點。因此，如果我們的員工處於能夠使他們在家工作的角色和處境中，並且他們希望永遠繼續工作，那麼我們將實現這一目標。
臉書	明顯地，疫情改變了我們的生活型態，並且包括大多數人的工作方式。在疫情過後，我希望遠端工作也將成為一種成長趨勢。

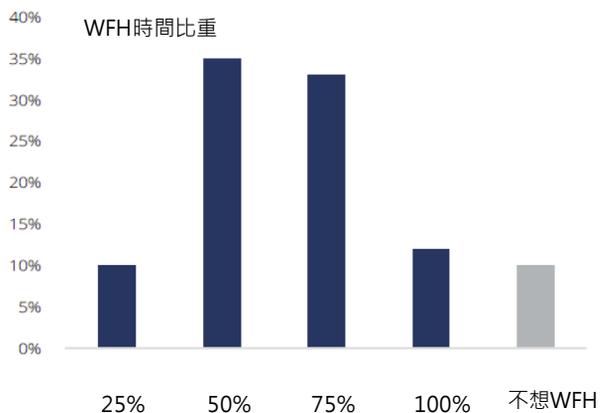
資料來源：彭博，Twitter, NY Times, 2020年6月

圖10：74%的公司計劃在疫情後永久轉移到遠端工作



資料來源：Gartner，2020年6月

圖11：調查顯示，90%的新加坡人希望繼續WFH



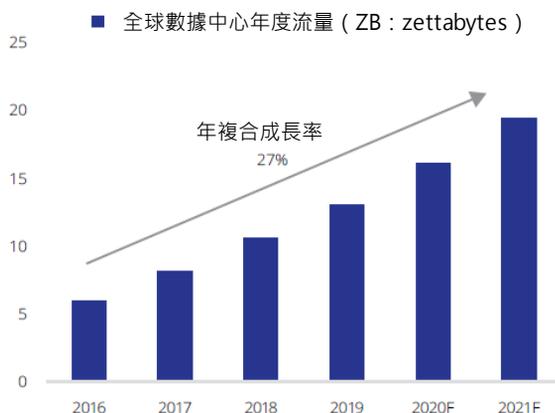
資料來源：Engagerocket, SHRI，2020年6月

WFH趨勢的受惠者：科技公司。在家工作的轉變將需要提供員工大量的硬體設備、軟體和服務。隨著這一趨勢的持續增長，預期以下產業將受惠：

• **雲端運算：**正如之前在2019年第三季度的投資總監告中以“雲端運算”主題所強調的，預計全球數據流量未來數年將呈現快速增長（圖12），這推動了可靠雲端服務的需求。該行業一直以驚人的速度增長，全球公共雲服務收入從2012年的1100億美元激增至2019年的2140億美元（圖13）。

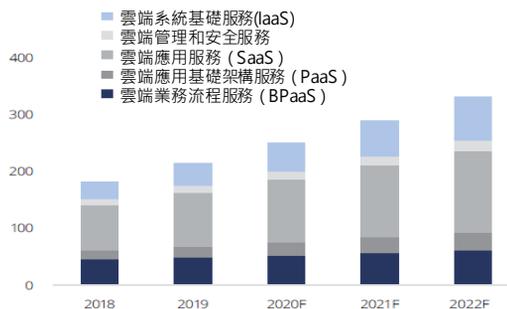
在公司希望改善可使用性並提高員工工作效率的時代，朝著雲端轉移是不可避免的。以阿里巴巴為例。該公司在4月宣布，將在三年內對雲端基礎設施投資280億美元。同時，疫情也為相關產業帶來利多。研究公司Markets and Markets估計，疫情危機將推動公共雲需求的增長；從2019年的2330億美元增長到2021年的2950億美元，年複合成長率為12.5%。

圖12：全球數據中心的流量預計將增加



資料來源：CISCO · 2020年6月

圖13：全球公共雲服務收入預測



資料來源：Gartner · 2020年6月

視訊會議和合作應用程式：

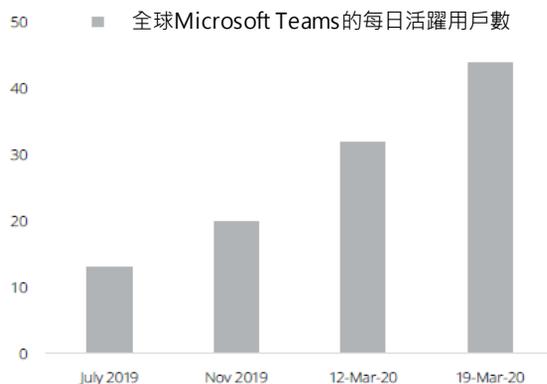
如果雲端公司是提供這些資源的公司，那麼提供工作場所協作，通信和其他遠端工作應用程式的公司就是提供工具者。例如 Zoom，Slack 和 Microsoft Teams 的應用程式在過去已經很流行，但是在疫情經濟封鎖期間其成長速度加快。

微軟團隊 (Microsoft Teams) 在3月19日的每日活躍用戶為4400萬，較前一週增加了1200萬 (圖14)。在中國，企業合作應用程式的下載量也大幅增加。根據TechCrunch，從1月22日到2月20日，以下應用程式的下載量年增率 (圖15)：

- 阿里巴巴的DingTalk：1,446%
- ByteDance Lark：6,085%
- 騰訊的微信工作：572%

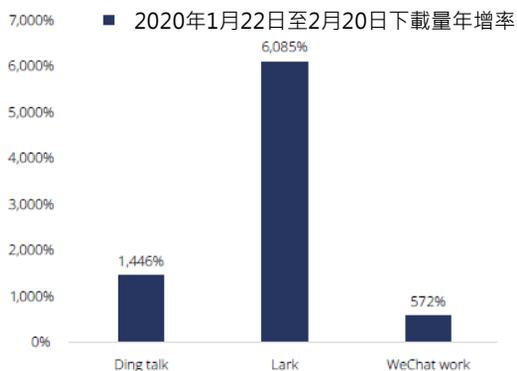
沒錯，視訊會議永遠不會像面對面的會議有效，缺乏人與人之間的互動。但在後疫情時代，社交距離仍將保留，遠端工作應用程式將是替代性的選擇。

圖14：全球Microsoft Teams的每日活躍用戶數



資料來源：Microsoft · 2020年6月

圖15：中國全國採用WFH的主要平台



資料來源：Microsoft · 2020年6月



Source: Unsplash

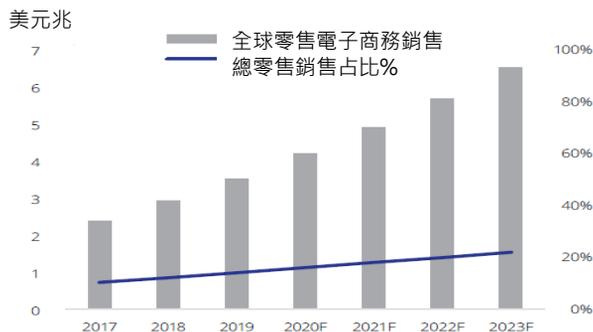
趨勢4：電子商務的加速發展

e-Commerce (電子商務) 是指在網路上進行的任何商業交易。全球最早的電子商務平台之一是亞馬遜，於1995年以網路書店的形式推出。之後全球更多電子商務平台快速成長，提供大量的商品和服務。

據估計，2019年全球零售市場將達到25兆美元，其中電子商務佔21% (圖16)。排名前十的電子商務國家中有六個來自亞太地區，使其成為銷售額增長最快的地區 (圖17)。

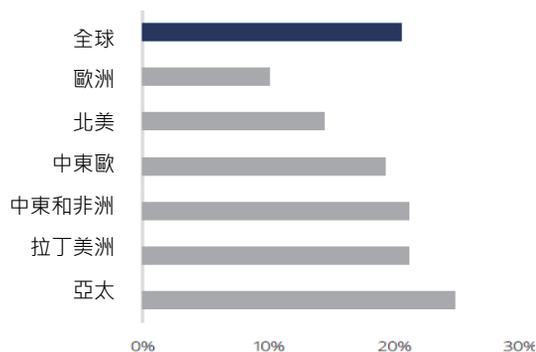
這個產業的快速增長破壞了那些無法適應時代變化的實體零售商。這些細分市場的財富差異在圖18可見，標普500互聯網零售指數表現優於標普500百貨商店指數。

圖16：至2023年，全球零售電子商務銷售額預計將達到6.5兆美元



資料來源：eMarketer · 2020年6月

圖17：全球零售電子商務銷售成長（按區域劃分，變動率）



資料來源：eMarketer · 2020年6月

疫情影響：主要的實體商店銷售轉換為網路銷售。 疫情期間，由於消費者留在家中避免感染，實體商店購物不再是唯一選項。Google Mobility Trends的數據顯示，在疫情期間，零售和休閒區的流動性急劇下降（圖19）。在經濟重啟之後，社交距離措施的採行，因此零售購物中心的客流量將不會有明顯改善。

電子商務：從“需要”到“必需品”的演變。 過去，擁有網路購物應用程序是“一件好事”。如今，這些應用程序已成為“必備品”，從以下數據可以明顯看出：

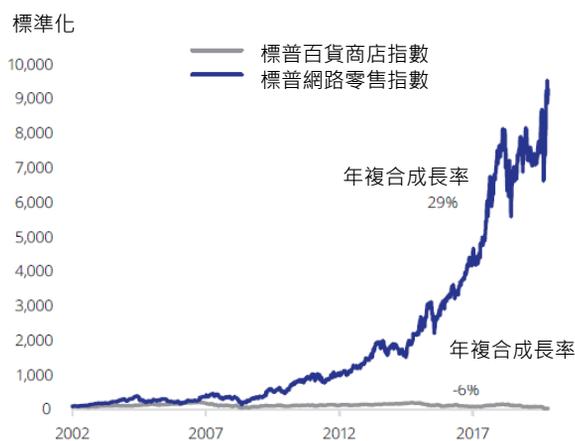
- 根據QuantumMetric的數據，美國零售商的網路收入年增率68%（截至今年4月中旬）。
- Salesforce的全球購物指數顯示，數位化購物者在2020年第一季推動了20%的收入增長，而2019年第一季則為12%。

另一方面，傳統的百貨商店正面臨破產，例如：

- 5月4日，擁有500個據點（13,000名員工）的美國零售商J. Crew 申請了破產。

- 5月7日，擁有68個據點（約13,000名員工）的Neiman Marcus表示即將進入破產程序。
- 5月15日，J.C. Penny永久關閉了其846家門店中的近30%，併計劃在2021年2月關閉另外192家門店，並於2022年關閉破產重組，因為它將申請破產重組。

圖18：標普網路零售指數表現優於百貨商店指數



資料來源：彭博 · 2020年6月

圖19：許多國家/地區，零售和娛樂業銷售呈現下滑

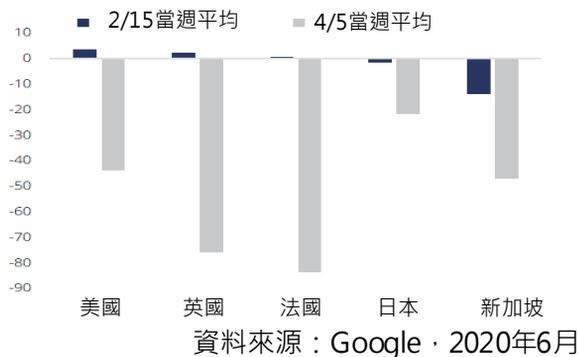
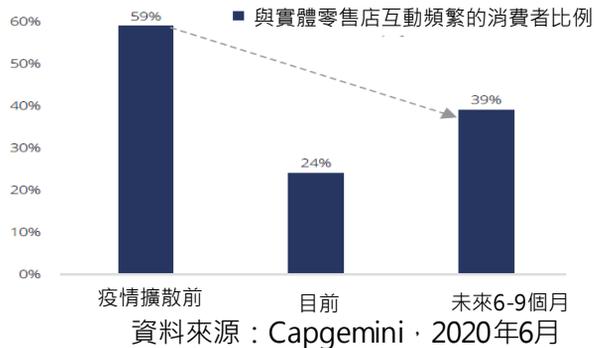


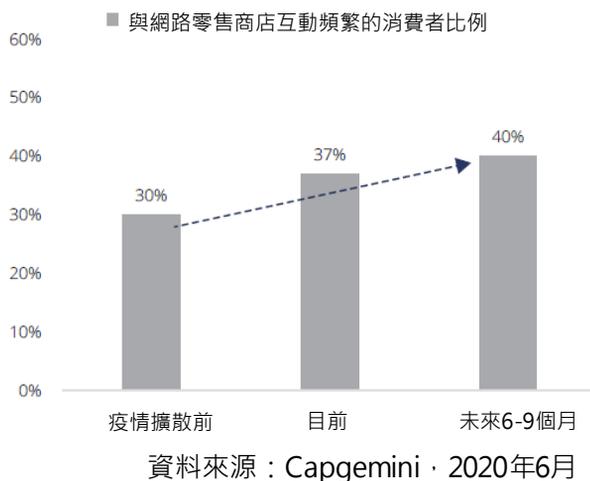
圖20：實體商店銷售偏好下滑



星展集團認為，與實體商店相比，擁有成功網路業務的零售商從疫情中恢復的速度將更快。事實上，即使嚴格的社交安全距離措施和封鎖措施逐漸取消，Capgemini的研究顯示，只有24%的消費者期望在接下來的6到9個月中，與實體店的互動度高（疫情擴散前為59%）（圖20）；另一方面，有40%的人認為自己與網路通路的互動度很高，而疫情前為30%。隨著越來越多的消費者感受到網路購物的便利性，這種趨勢將持續（圖21）。



圖21：網路銷售的偏好上升





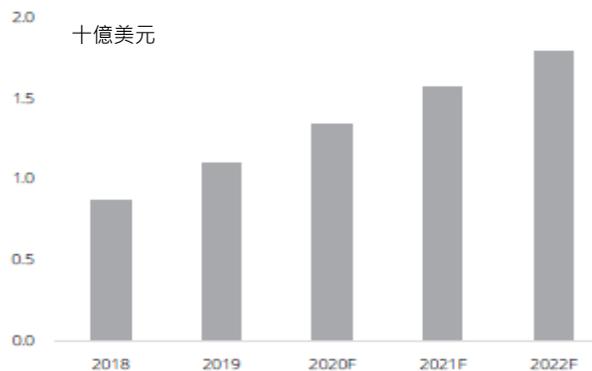
趨勢5：電子競技—新的替代選擇

電子競技是“電子體育運動”的簡稱，指的是由專業遊戲玩家競爭性的電玩遊戲。以前，主要是業餘愛好者參加此類比賽。現在被認為是一項職業運動。

依靠聯網速度和連接性的突破，電子競技已成為一種全球現象，引起了專業玩家和遊戲開發人員的極大興趣，尤其是在年輕一代中越來越受歡迎。不意外地，許多企業開始注意到這點。

電子競技有望在未來數年超越主要的傳統體育。根據Newzoo的數據，2019年全球電子競技市場規模為11億美元，預計電子競技將以9%的年複合成長率至2022年達到17.9億美元（圖22），同時預估到2022年，電子競技的觀眾規模將達到6.45億人（圖23）。

圖22：全球電競市場規模



資料來源：Newzoo · 2020年6月

圖23：全球電競觀眾數成長



資料來源：Newzoo · 2020年6月

疫情的影響：虛擬遊戲取代了傳統運動。 疫情導致傳統運動項目的停止，日本2020年夏季奧運會就是例子。隨著對社會的強制性“待在家裡”，消費者開始尋找替代品，而這樣的受益者是電子競技。最近的趨勢顯示：

- 最大的串流媒體平台之一Twitch的觀看人數在4月份增長了53%，觀看時數為15億小時的內容（圖24）。

圖24：自疫情爆發以來，Twitch收視率出現了飆升



資料來源：Newzoo · 2020年6月

- Steam是主要的電腦數位遊戲平台，在3月30日當週，同步用戶數量達到了最高記錄，達2400萬（圖25）。

圖25：Steam於封鎖期間同步用戶使用量達最高記錄



資料來源：Newzoo · 2020年6月

星展集團認為，鑑於固有的優勢，全球對電子競技的興趣將日益增強：與傳統體育不同，網路連接是所有電子競技的需求，這形成了電子競技的韌性（尤其是疫情時期）。體育團體和企業贊助商也了解此狀況，這解釋了為什麼電子競技將在未來幾年內成為傳統體育的輔助。



Live more,
Bank less

2020年第3季 主題策略

第五代行動通訊 (5G) -

第二篇

第五代行動通訊 (5G)

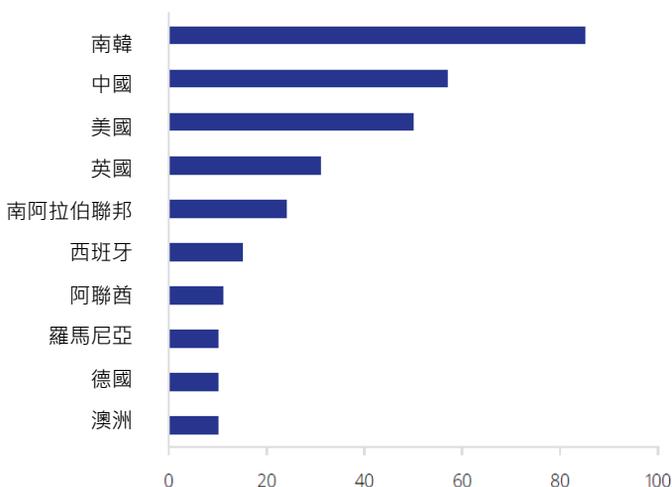
掌控了科技等於掌控了世界。爭奪科技優勢的競賽已經擴展到數位霸權和次世代通訊網路，這些已成為科技發展的核心。由於講求便利性，採用和依賴科技產品目前只是長期趨勢中的起步階段，而肺炎疫情危機則是加快了進程。

5G通訊的標準將激發使用者對無線體驗、使用界面、生態系統以及新科技發展的需求。5G的基礎設施、相關設備和新標準的建立，也代表著新的投資機會；在重新定義的連接服務過程中，半導體和積體電路（IC）設計領域也可望受惠。隨著各國陸續加入佈建5G的努力，已有許多城市開始提供5G的服務。2019年底，南韓的85個

城市，中國的57個城市和美國的50個城市已經連接了5G網路（圖1），且數量也將繼續成長。

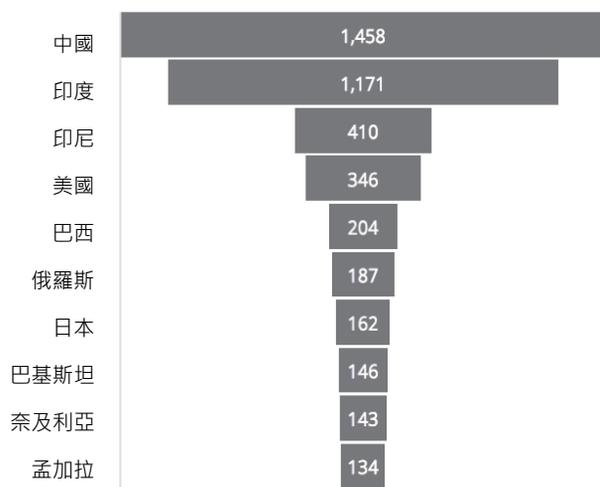
5G是決定下一階段科技勝利者的關鍵因素之一。這是打造超連接世界，促進隨時隨地與所有人進行互連的關鍵要素。GSM協會（Global System for Mobile Communications）預測，到2025年，智慧型手機連接數量最多十個國家的總用戶數將達到44億（圖2）。隨著“在家工作”的新模式，對新通訊標準的需求也已經成為現實。先進通訊技術角色只會變得越來越重要，而且無可替代。

圖1：至2019年底，有5G連接的城市數



資料來源：Viavi · 星展集團2020年6月

圖2：至2025年，智慧型手機連接數（百萬用戶）



資料來源：GSMC · 星展集團2020年6月

5G滲透率的成長則是受惠於不斷成長的裝置。愛立信 (Ericsson) 預測，5G推出的前五年，用戶數的成長將較2009年推出4G LTE時快。愛立信預估，至2025年，因北亞的強勁需求，全球將有25億的5G用戶 (圖3)。

當全球手機連接數達到高點時 (圖4)，5G將取代目前的標準，成為主流。

5G網路及相關裝置可以高度可靠地同時管理、互動和進行多項任務。整個網路可以與機器、數據、裝置互連，並同時執行任務，而不會影響可靠性。

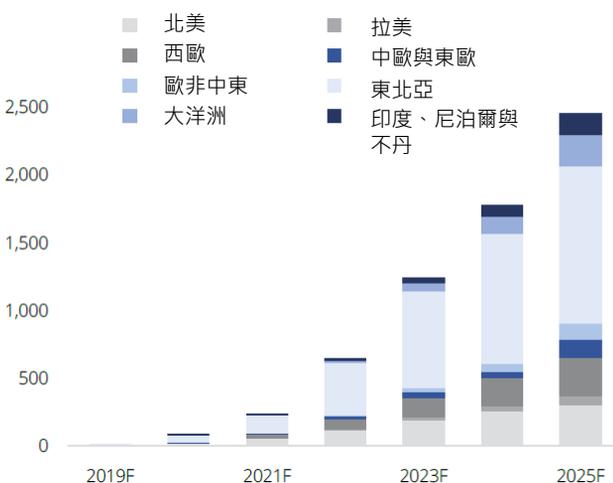
IC設計和半導體產業是主要受惠者

5G也為應用處理器 (AP) 製造商、通訊IC設計公司和半導體供應鏈帶來了新的投資機會。至2025年，僅射頻 (RF: Radio Frequency) 的市場規模將從目前的174億美元 (愛立信估) 成長至262億美元，5G與相關晶片組

的需求，複合年成長率將達8.5%。從更廣泛角度來看，至2026年，受無線通訊、消費性電子、智慧型裝置、數據存儲與分析、物聯網、人工智能、醫療保健、汽車和工業自動化使用更多的半導體，預期全球半導體市場價值將達到7300億美元 (Fortune Business Insights)

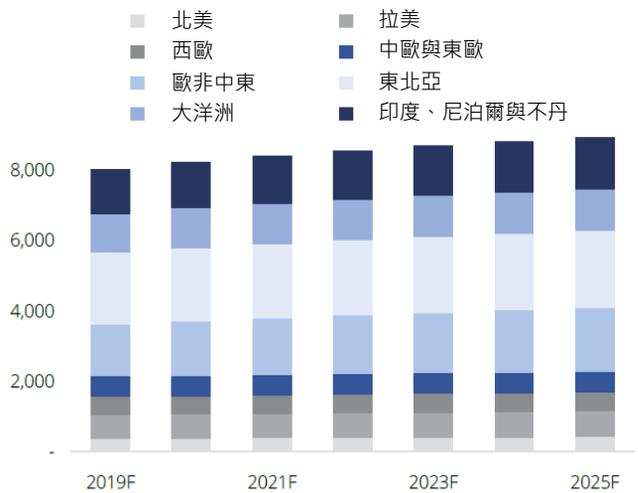
無線通訊架構中，新趨勢是將可編輯和邏輯應用程式與數據機功能結合成為多功能單一晶片組 (Single Chipset) 或系統單晶片 (SOC: System-On-Chip)。本質上，這將使智慧型手機AP同時具有無線基頻功能 (wireless baseband)，並與其他半導體元件連結。SOC解決方案提供了無與倫比的技術能力，包括處理、連接性、數據分析、圖形成像和內容搜索。低於10奈米 (nm) 的先進製程進一步增強了這一個新的發展。

圖3：快速成長的移動5G滲透率 (百萬用戶)



資料來源：Ericsson，星展集團 2020年6月

圖4：全球用戶數維持不變 (百萬用戶)



資料來源：Ericsson，星展集團 2020年6月

5G Part II: System on chip

13.2t
USD

Est. economic benefit from 5G by 2035

22.3m
jobs

Est. no. of jobs from 5G mobile value chain by 2035

2.1t
USD

Est. total contribution of 5G to Real Global GDP



A13
Bionic



Dimensity
1000



Snapdragon
865



Tegra
K1



Exynos
990



Kirin
990

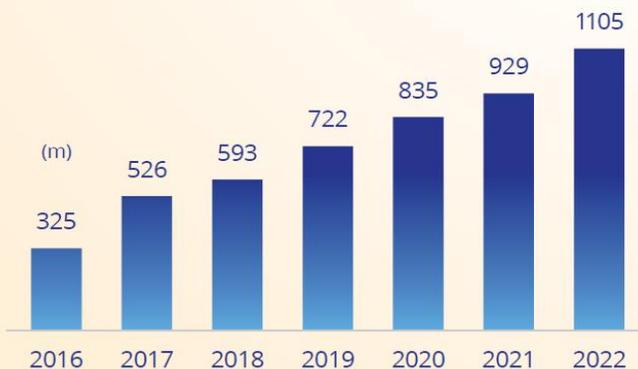


Helio
G90T

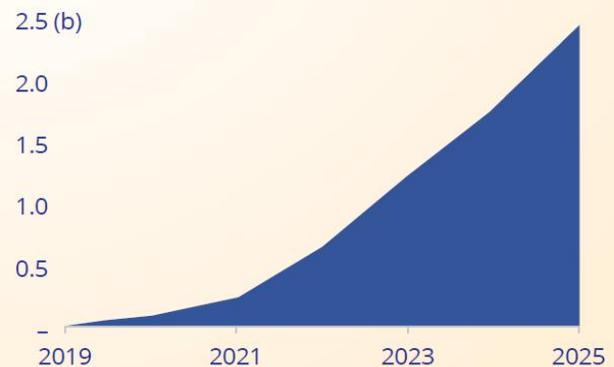


A10
Fusion

Number of connected wearable devices globally to reach 1.1b by 2022



Global 5G subscribers to hit 2.4b by 2050



5G becoming mainstream wireless communication standard

Telcos facing enormous costs on spectrum fees and network capex

Investment catalysts are plentiful for IC Design and Semiconductor sectors

隨著SOC成為焦點，通訊和數據處理相關的半導體也將成為主要受惠者；至2022年（PWC預估），整體潛在市場金額將成長至超過3500億美元（圖5）。長期以來，受到專用硬體控制的無線移動網路將有越來越強的晶片組在網路上運作。同時，全球可穿戴設備的日益普及也將進一步提高對通訊晶片的需求（圖6）。

工業物聯網以及無人駕駛汽車的推出，將帶動對更高頻寬和更複雜數據網路的需求。這樣，對毫米波（Millimeter

Wave：mmWave) 晶片組和相關設備的需求也將大量增加。

科技領導地位的競賽

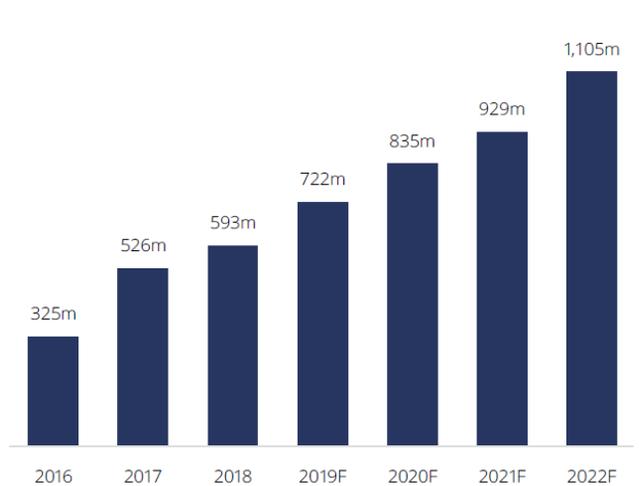
身為全球最大的手機市場（圖7），中國有很大的動力發展自己的5G和半導體生態系統，以實現在地化。此外，中國還可以領先的新科技為基礎，運用其廣受歡迎的國內線上電子競技市場，並擴大其覆蓋範圍，從龐大的全球電競市場中獲取利益（圖8）。

圖5：通訊和數據處理晶片整體潛在市場金額（10億美元）



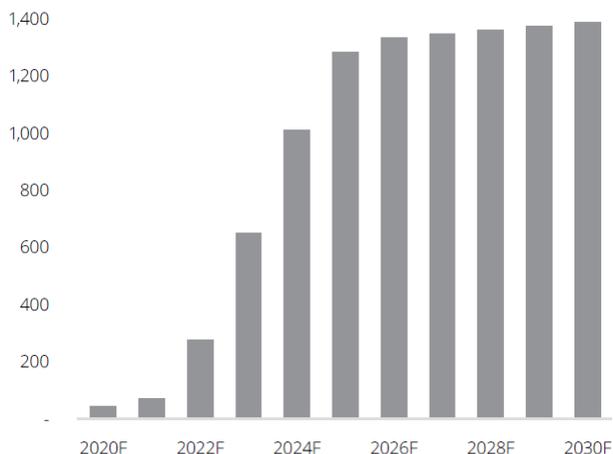
資料來源：PWC，星展集團2020年6月

圖6：全球連結的可穿戴式裝置數量（百萬）



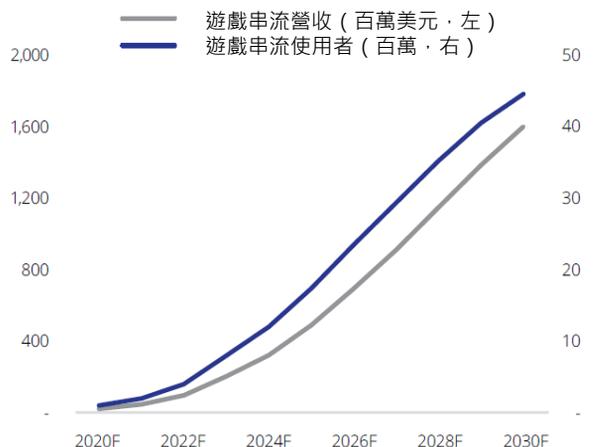
資料來源：Cisco，星展集團2020年6月

圖7：中國5G用戶可望呈現大幅成長（百萬）



資料來源：中國移動，iResearch，星展集團2020年6月

圖8：遊戲串流的潛在市場



資料來源：彭博，星展集團2020年6月

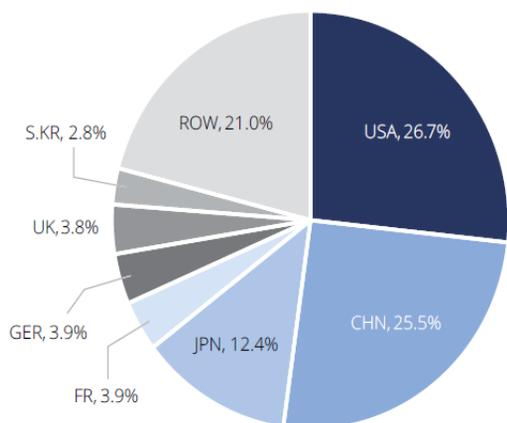
表1：5G生態系統中的半導體組件

應用與處理	無線通訊
1. 5G 單晶片 (SOC) AP	1. 射頻IC (Radio Frequency IC : RFIC)
2. 專用IC (Application-specific IC : ASIC)	2. 頻率切換IC (類比/數位)
3. 電源管理IC (Power management IC : PMIC)	3. 頻率提升器和濾波器
4. 5G毫米波功率放大器	4. 收發器
5. 先進演算法處理器	5. 基頻處理器 (Baseband processor (mixed signal : 混合訊號))
6. 記憶體與記憶體驅動器IC	6. Wi-Fi IC
7. 圖形處理器	7. 藍牙IC
8. 感光元件 (CMOS Sensor)	8. NFC 晶片 (Near Field Communication IC : 近距離通訊IC)
9. 快閃記憶體	9. 支援5G的GPS (全球定位系統)
	10. 場域可程式化邏輯閘陣列 (FPGA)

世界兩大強權了解5G的重要性和潛力，在相關領域的競賽中並駕齊驅，推動晶圓製造技術的演進、半導體晶片、邏輯和記憶體IC以及相關供應鏈的新發展 (圖9)，全力以赴的重塑和控制未來世界的創新。

在這樣的情況下，上市IC設計和晶圓代公司的潛在利很多。通訊IC設計和晶圓代工公司的總市值已超過6500億美元 (圖10)，因為它們具備投資吸引力。

圖9：2020年至2035年，各國無線通訊研發和資本支出的佔比



資料來源：IHSMarkit，星展集團 2020年6月

圖10：通訊IC設計公司的市值呈現上揚 (10億美元)



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

從電信公司的角度評估

5G與舊的無線通訊標準之間的主要區別是舊的標準需要較大的頻譜頻寬。

頻譜 (Spectrum) 是無線連接的核心，電信公司需要藉由激烈的競標，從官方主管機關獲得合法的經營權，藉以使各自的專用頻率。

三個頻譜範圍與主要功能：

1. 低頻寬 (低於1GHz : 1赫茲) – 覆蓋範圍較大，適合低數據使用量
2. 中頻寬 (1GHz至6GHz之間) – 適用於城市，適合中等數據使用量
3. 高頻寬 (6 GHz以上) – 非常適合5G毫米波，提供較大資訊傳輸速率，超低延遲以及大容量，可同時進行多個連接。全面發揮5G效果的理想工作

頻寬在26GHz以上。

為了推出5G，電信公司被迫以天價 (表1) 從主管機關標得更多的高頻寬頻譜；並推出獨立於現有行動網路的5G網路，因而也增加了提供5G服務的啟動成本。

以下因素導致電信業早期階段的投資報酬受到稀釋：

1. 支付高頻譜費用
2. 佈建5G網路的高資本支出
3. 大規模手機補貼週期
4. 提供內容藉以吸引用戶
5. 促銷活動，藉以說服現有用戶升級至5G

表2：電信公司支付高額的頻譜使用費

國家	電信業支付的5G頻譜費用 (百萬美元)
日本	14,400
德國	7,400
美國	7,200
台灣	4,700
南韓	3,300
泰國	3,200
英國	1,800
澳洲	540
香港	244

資料來源：政府機構，公司公告，公共媒體，星展集團2020年6月

電信公司的資本支出負擔

5G在高頻譜的效果很好，而高頻譜上，頻率的增加促進了更高的傳輸速度和更大的數據容量，但是訊號可以覆蓋的區域也將縮小。這意味著將需要更多的基地台，這對半導體業是個好消息，但對電信公司而言卻不是。

除了產生巨額的頻譜費用外，電信公司還將承受多年不斷成長的資本支出（圖11）和5G專用資本支出（圖12）的負擔。

缺乏定價權

本世紀以來，即使引入了4G-LTE的服務，每用戶平均收入（ARPU）仍持續下降（圖13）。電信業者難以扭轉結構性的阻力，因為它們仍然受累於持續高額的資本支出（圖14）、持續高昂的運營成本以及嚴重缺乏定價能

力的負擔。

電信公司在接下來的幾年可望陷入獲利能力下滑的困境，除非能夠藉由新的途徑提供客戶可以獲利的增值服務。

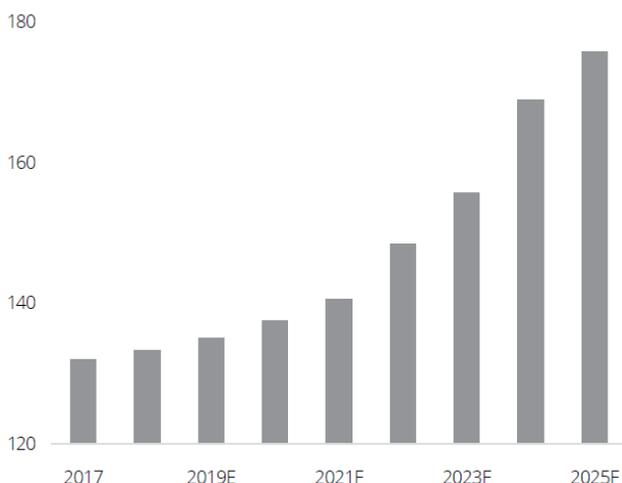
結論

長期以來，工業化和科技發展的循環證明，無可匹敵的生態系統和深入的供應鍊是任何創新能夠維持其成功和主導地位的基本要素。

星展集團認為，5G的發展將取決於以下的互補存在和共生關係：

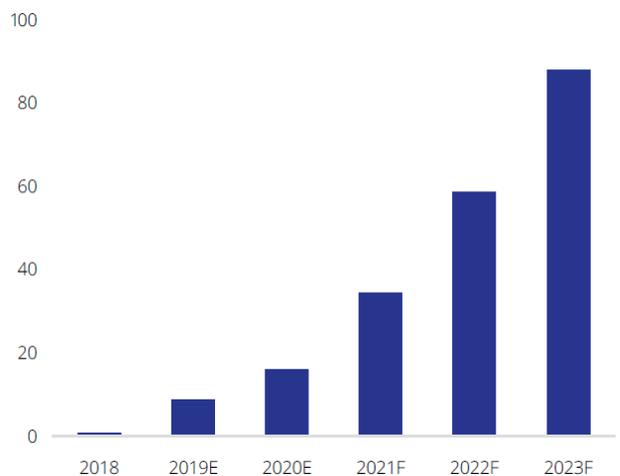
1. IC開發
2. 半導體研發
3. 新移動裝置
4. 內容提供者
5. 物聯網
6. 雲端計算

圖11：全球行動通訊業者資本支出（10億美元）



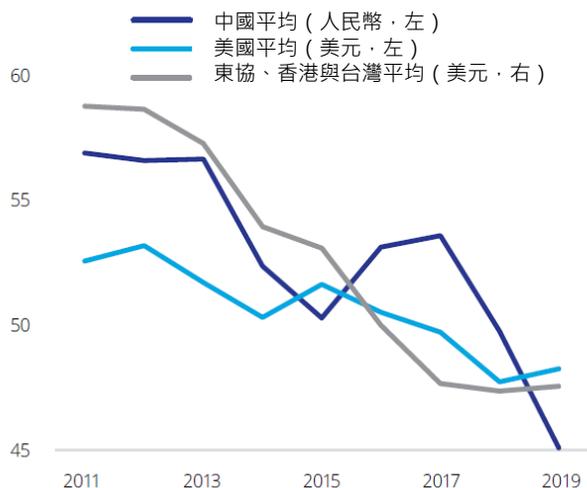
資料來源：EY · 星展集團2020年6月

圖12：全球5G資本支出（10億美元）



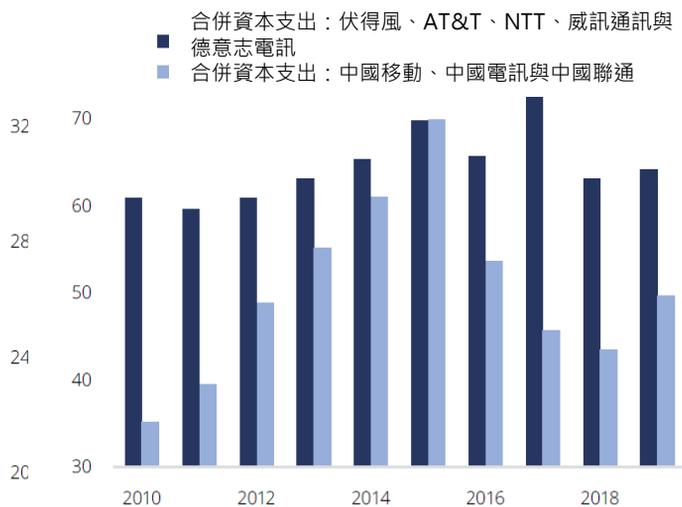
資料來源：Heavy Readings · 星展集團2020年6月

圖13：ARPU呈現下降趨勢...



資料來源：EY，星展集團2020年6月

圖14：...儘管資本支出高 (10億美元)



資料來源：Heavy Readings，星展集團2020年6月

星展集團投資總監辦公室 (CIO) 看好的投資主題

持續看好的主題	2020年第3季新主題	2020年第3季排除的主題
<p><u>收益型資產</u></p> <p>BBB/BB美元公司債 新加坡REITs 中國大型銀行 歐洲大型綜合石油企業</p>		
<p><u>成長型資產</u></p> <p>5G 雲端運算 工業自動化 半導體與IC設計 電子商務 千禧世代：電競 千禧世代：運動休閒風 全球醫療保健類股 中國A股</p>	<p><u>成長型資產</u></p> <p>肉類替代品 在家上班 (WFH: Work From Home)</p>	<p>東協旅遊</p>

2020年第3季 專題

可持續性投資



Live more,
Bank less

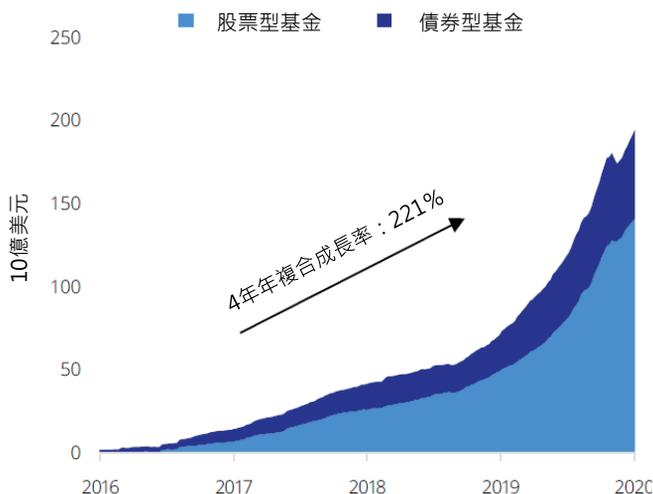
可持續性投資

時代正在改變。“可持續性投資”和“融入ESG（環境、社會與企業治理）”之前似乎只是一小群市場參與者極力鼓吹的主義思想，但市場趨勢已迅速改變，這些價值觀已成為主流投資人的考慮因素之一。

從小眾走向主流。這些趨勢變化極有可能成為主流，而非曇花一現。Greta Thunberg 與 Alexandria Ocasio-Cortez 等倡議者持續在全球氣候變遷問題與下一代產生共鳴。氣候變遷問題以及其他社會與公司治理弊端使許多不適當的商業慣例成為被社交媒體嚴厲詬病的焦點。由於發生了太多公關問題，甚至使有獲利的企業股價也受到衝擊，投資人更了解到問題所在，逐漸無法容忍投資組合存在這些風險。

心有疑慮時，觀察資金流向。深入了解投資人如何運用資金就不難看出

圖 1：累計流入可持續發展為主題的基金的資金不斷上升

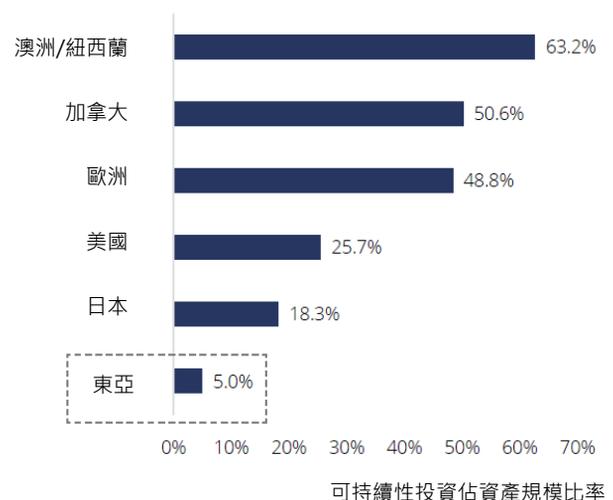


資料來源：EPFR，星展集團 2020年6月

ESG 概念逐漸被市場所重視。全球累計流入可持續發展主題基金的資金有所增加，四年複合年成長率高達 221%；資金流入大幅成長是去年左右才發生的事情（圖 1）。這種趨勢可能只是一個開端。

歷史經驗顯示，順應潮流可望成功。從地理上看，儘管亞洲將是推動全球經濟成長的重要地區，但有關於 ESG 投資理念的關注與監督卻落後許多西方世界。尤其是東亞經濟體，可持續性投資僅占全部資產管理規模約 5%，相較於美國和歐洲的 20-50%（圖 2）。過去四十年，東亞以經濟成長為首要目標，進而提升了數十億人的生活水準，但也污染的環境和導致社會不平。亞洲投資人是東亞經濟成長的主要受患者，如今掌握財富並肩負責任，將在擴大東亞的可持續性投資方面發揮關鍵作用。

圖 2：在可持續性投資方面，東亞地區仍落後成熟經濟體



資料來源：GSIA，Financial Times，星展集團 2020年6月

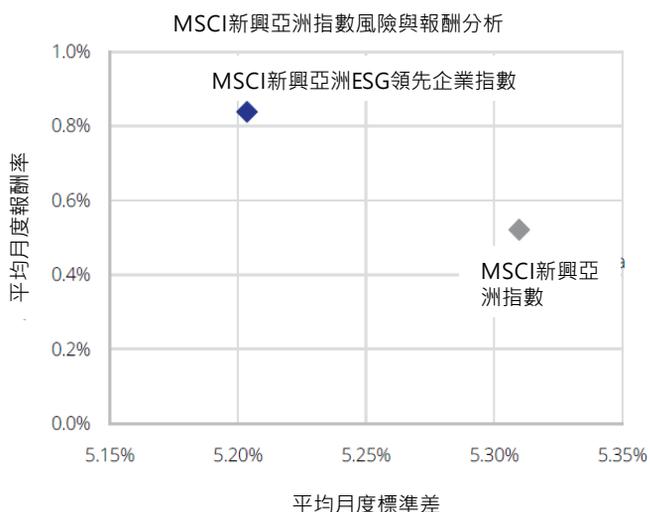
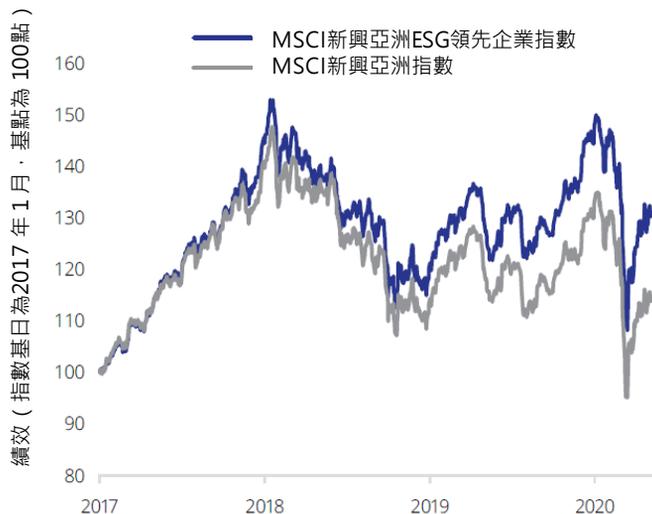
可持續性投資和較佳的報酬無法兼具是錯誤觀念。東亞市場缺少ESG 資金流，可能是因為投資人對可持續性投資策略的誤解，以為可持續性投資即是慈善公益，因此會降低整體報酬。雖然投資動機也可包括公益和品牌推廣，但出人意料的是，納入ESG確實能對長期績效和經風險調整後的報酬帶來正面的影響，甚至在新興亞洲市場也是如此（圖 3）；與其他成熟經濟體相比，流入新興亞洲可持續性投資領域的資金流規模相對較小。這也證明了投資人不僅關注企業的獲利能力，也關注ESG；長期而言，可持續性並不代表犧牲獲利。

負面表列排除股票或基金，很可能是超額報酬的關鍵。根據全球可持續性投資聯盟（GSIA）所採用的七大投資策略，最主要的是負面排除策略（圖

4）。該策略能成功地排除在 ESG 架構下得分較低，且具爭議的行業，成為超額報酬的主要因素，因此成長相當迅速。使用該策略的投資人藉由避開投資於較高風險股票的陷阱而表現優於大盤，從而限制了意外損失的風險。

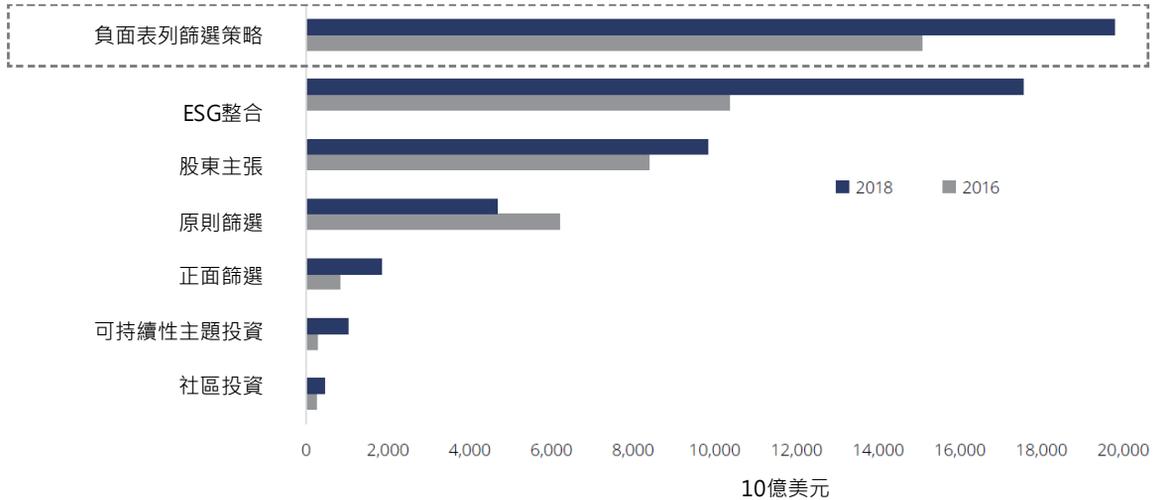
公司治理不完善，常讓投資人措手不及。負面排除策略相當適合亞洲市場；亞洲市場多年來呈現成長趨勢，容易隱藏許多非法違規的行為。隨著肺炎疫情所引發的經濟放緩，一些企業試圖隱瞞財務狀況和會計花招可能會因此曝光。亞洲最近接二連三地爆出最引人關注的醜聞，其中瑞幸咖啡（相當於中國的星巴克）和興隆集團（隱瞞巨額虧損的新加坡能源交易商）在全球經濟衰退後的幾週內就暴露了潛在的欺詐問題。

圖 3：新興亞洲市場中，ESG的領先企業表現優於主要指數



資料來源：彭博，星展集團 2020年6月

圖 4：負面表列篩選策略強勁成長

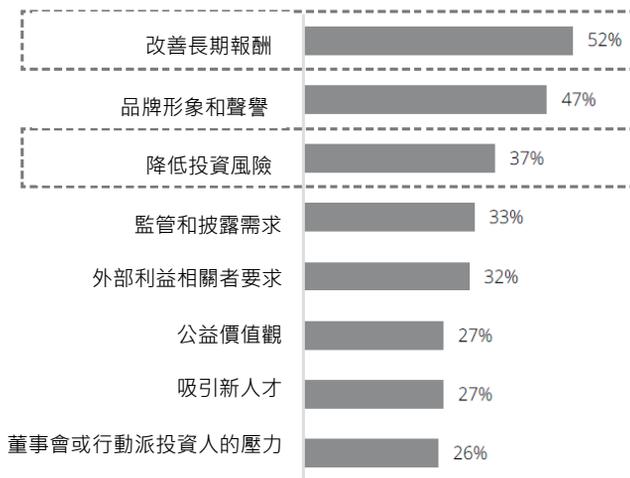


資料來源：Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) · 星展集團2020年6月

投資人逐漸納入可持續性投資策略。隨著越來越多的數據顯示可持續性投資所帶來的好處，在做投資決策時考慮 ESG 因素，已成為分析師在評估投資組合風險和報酬的主要步驟（圖 5）。單純以口頭支持將很快變成一種

過時態度，暴露出人們對眼前迅速變化投資環境的無知。當可持續性最終成為不可缺少的規範時，投資人也最好意識到主流觀念的轉變，並順應資金流向。

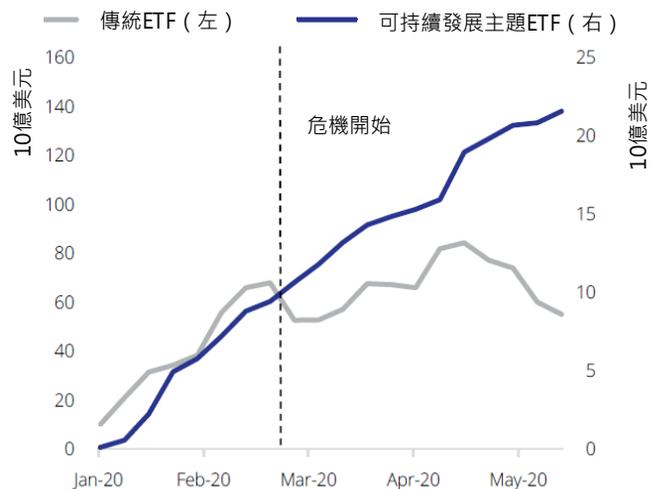
圖 5：投資人將 ESG 因素納入投資決策時，改善長期報酬是首要考量



受訪者為亞太區、歐洲和北美洲 16 個國家/地區的 347 位資產管理者。投資者需要列出 1 至 3 個將 ESG 因素納入投資決策的理由，並按其重要性進行排序。

資料來源：BNP ESG Global Survey 2019年

圖 6：在肺炎疫情導致市場低迷的情況下，資金流入可持續性投資策略



資料來源：EPFR · 星展集團 2020年6月

重要注意事項及聲明:

本文件所載資料（“有關資料”）僅供參考，並未針對任何特定人士的特定投資目標、財務狀況、風險承受能力或其特定需求而提供。有關資料並不構成任何申購或買賣任何投資產品或服務之推介、要約、要約之引誘、投資建議、或誘導任何人進行任何交易或建議其採取任何避險、交易或投資策略。本文件提及之經濟走勢看法不必然代表投資之績效，在任何情況下，有關資料並非、亦不應被視作或依賴為任何投資建議。

除非另有書面協議，星展銀行（台灣）（“本行”）並非您的投資顧問或受託人，本行亦不會對您或對任何人士因使用本文件或信賴有關資料而引起之任何損失或後果承擔任何責任。有關資料雖由本行認為可靠的資料來源獲得，惟本行並未就有關資料之準確性、完整性或適時性作出任何性質之陳述或保證；並且本文件所引用之訊息僅係市場之過去表現，並非未來表現之預測或保證，市場之狀況訊息萬變，有關資料所有的資訊、觀點及任何所提及的價格均可能隨時間而有所調整或改變而不再另行通知。

在任何情況下，本行均不就未來市場表現提供任何擔保或保證。任何人士於作出任何投資決定前，均應詳閱相關產品或服務之說明、銷售文件、風險說明及其他相關文件，並應針對本身之特別投資目標、財務狀況、風險承受能力、特別需求以及相關產品或服務之銷售文件中所揭露之風險因素，自行衡量相關產品或服務是否為適合您之投資標的或尋求專業財務顧問之建議後，始決定是否進行相關投資或交易。

若您決定不作該等諮詢，亦應審慎考慮本文件所載任何產品對您是否適合。本文件不得由任何人士在本文件所提及之服務及產品未獲准在當地提供或將違反當地法例或規則之任何司法管轄區內散佈，亦不得向不合法的任何人士散佈，並且不構成對該人士作出推介、要約或邀請、建議。本文件之智慧財產權屬於本行所有，非經本行事前同意或授權，不得任意複製、轉載、引用、抄襲、修改、散佈或為任何其他方式之使用。