DBS Live more, Bank less

2020年第1季　投資總監洞察

新世界的嶄新思維

FOMO和TINA可望繼續支撐股市的表現

因為“害怕錯過（FOMO：Fear Of Missing Out）”多頭市場，且超低債券殖利率的環境下，投資人“別無選擇（TINA：There Is No Alternative）”，只能透過佈局股票獲得較佳的收益，預期股市的表現可望獲得支撐。

新世界，新策略

佔全球股票市值三分之一的企業受到破壞式創新的威脅；投資人可藉槓鈴式策略佈局贏家。看好收益型資產和新世界的受惠者。

藉佈局高股息股票和債券獲取收益

看好新加坡房地產投資信託（REITs）、中國大型銀行、歐洲大型綜合石油企業和銀行AT1。持續看好存續期間約4至5年，評級為BBB/BB的公司債。

搭上成長的趨勢

尋找數位化、人口結構老化和中國中產階級崛起下的受惠者。

Source: Unsplash

Source: Unsplash

目錄

3 前言

4 重點摘要

5 資產配置

25 全球總體經濟

37 美國股市

43 歐洲股市

50 日本股市

54 亞洲不含日本股市

63 全球利率

74 全球信貸

78 外匯市場

87 另類投資：黃金

91 主題研究：電競

99 主題研究：半導體

前言

親愛的貴賓，

由星展集團投資總監辦公室（CIO）及超過100位研究人員組成的團隊所撰寫的2020年第1季CIO洞察，為一站式的投資指南，可帶領您駕馭這個瞬息萬變的世界。本季度研究報告包含星展集團最新的資產配置觀點，以及對跨資產的展望。

承蒙各位的支持，目前星展集團財富管理業務佔整體集團獲利約20%；我對亞洲市場的成長前景也感到樂觀。

亞洲市場正在經歷跨世代的財富轉移，預期未來10至20年將有高達2.7兆美元的資產移轉至下一代；財產繼承將是主要關注的議題。對亞洲投資人而言，可持續性成為主要且逐漸持續成長的主題，同時也是星展集團關注的重點。在此潮流下，星展集團致力於提供您個人以及企業營運需求的一站式服務。

星展集團關注重點之一為銀行的能力，希望能夠藉科技和數據提供客製化的產品和服務，以達到您財富管理的目標。隨著數位化改變了投資的範疇，星展集團以使用人工智慧、分析以及自動化的方式與您互動為目標，希望可以在對的時間提供對的市場洞悉以及對的產品。

為了達到此目標，星展集團不段調整數位應用程式，期待使您能更加簡易且安全的完全控制並方便的登入銀行和財富管理帳戶。您可以透過應用程式檢視您的投資組合、尋找合適的產品、觀察市場動態並隨時隨地的投資。

但在使用科技產品的同時，星展集團也注重人與人之間互動的重要性。因此，透過許多部門間的合作提升整體客戶體驗，除了達成財務目標，也希望能夠滿足更多其他方面的需求。

我們引頸期盼在由科技推動的銀行體驗中為您服務，感謝您伴隨我們經歷數位化的轉型。

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，

即使面對貿易戰所引起的經濟衰退擔憂，2019年全球股市漲幅仍接近23%。

這同時也是美國股市第11年走揚，為有史以來最長的牛市；但同時也是最不受市場青睞的牛市，因市場對股市能否持續走揚存疑，因此投資人佈局股市的比重偏低。若市場維持具有韌性的表現，持有大量現金的投資組合可能會被迫重新投入市場。這就是害怕錯過（FOMO：Fear Of Missing Out）的心理。

目前，在極低利率和債券殖利率的環境下，投資人別無選擇（TINA：There Is No Alternative），只能藉佈局股票市場獲取較佳的報酬。

除非貿易戰全面爆發（但並非星展集團的基本假設），預期FOMO和TINA將會為股市帶來支撐。

星展集團也觀察到世界正在轉變。就像舊的酒皮一旦儲存新釀葡萄酒就會因發酵而破裂一樣，星展集團相信這個瞬息萬變的世界需要一種新的投資策略。

2020年即將來臨，投資人應如何配置投資組合呢？

星展集團持續偏好以槓鈴式投資策略建構投資組合；同時佈局創造收益的資產，以及受惠於數位化潮流、人口老化以及中國中產階級成長等題材的股市。

槓鈴式投資策略在2019年的表現良好，其中看好的新加坡房地產投資信託（REITs）在2019年上漲約22%，而美國科技業則是上漲約45%。

2020年第1季投資總監洞察中，星展集團也推出新的投資主題，電競和半導體，兩者都是符合槓鈴式投資策略的題材。

希望您喜歡季度投資總監洞察，並預祝您2020年投資順利！

侯偉福　CFA
星展集團投資總監

資產配置 | 2020年第1季

理性樂觀

總經與政治展望

貨幣政策

2020年將為G3國家央行暫停進一步降息，但維持寬鬆貨幣政策的一年；因為公債殖利率曲線過度平坦，且利率已處於極低的水準

經濟展望

2020年的美國經濟將受到具有韌性的國內消費和謹慎的投資成長兩個因素的多空拉鋸；歐元區的經濟成長仍將處於較為疲弱的狀態

地緣政治

中美貿易戰在2020年依然會是市場擔憂的事件之一；需要留意英國脫歐和香港社會運動事件的發展

通貨膨脹

儘管2020年通膨率顯著上揚的機會不高，但可望觸底反彈；食品和基礎金屬價格的走勢顯示，不會出現通貨緊縮

財政政策

因寬鬆貨幣政策的效果有限，政策重點將著重在財政政策。市場關注焦點將轉至德國

金融市場展望

股票市場

投資人的股市部位仍偏低（未過度投資的市場），而公債殖利率上揚的環境有利股市在2020年的表現。美國企業獲利表現較良好，持續相對看好美國股市

外匯市場

貨幣政策走向的分歧將持續支撐美元指數。由於日圓會有避險相關的需求，需要寬鬆貨幣政策才會使日圓的表現較為弱勢

利率市場

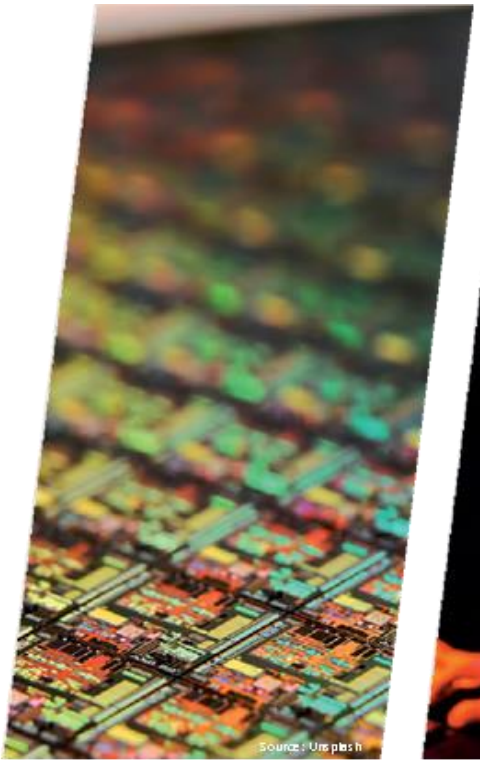
預期G3國家公債殖利率曲線將轉趨陡峭；短天期利率將持穩，而經濟成長動能的改善將溫和推升長天期利率

信貸市場

考慮到違約率與到期殖利率，BBB/BB評級的債券較具有投資價值。相對看好新興市場債，預期信貸利差將會收緊

投資主題

數位化的潮流將帶動全球半導體的需求。受惠於直播的興盛，電子競技相關產業將有顯著的成長



主題研究：半導體

半導體大幅度的改變了世界。有效駕馭全球數位化潮流的方式之一，就是佈局上游的半導體生態系。半導體作為數位化的基石，受到人工智慧（AI）、物聯網（IOT）和5G的興起，上游科技企業未來展望佳。

主題研究：電競

電競（電子競技）為多位專業玩家在多人電玩遊戲中的競技。隨著直播的興起，電競逐漸演變成全球性的活動，且被視為專業運動之一。電競市場可望於數年後超越傳統運動競技。

主題研究：債券替代品

由於低債券殖利率的環境持續，收益率較高的其他資產可望成為新的債券替代品。考慮到主要國家央行在近期應不會採取升息措施，佈局高股息股票藉以獲得額外的收益率為此類型資產作為債券替代品的機會。在星展集團的槓鈴式投資策略中，將新加坡REITs、中國大型銀行、歐洲大型綜合石油企業和銀行AT1視為的債券替代品。

資產配置

星展集團曾經在2018年第1季投資總監洞察：牛市尚未結束中提出，穩定的經濟成長、偏弱的通膨率以及企業獲利維持成長動能等因素將支撐風險性資產的表現，當時星展集團也相對看好科技股的投資機會。而市場的表現也符合星展集團所預期；標準普爾500指數（S&P500）從2017年底以來累積上漲約16%，而科技股則是上漲37%。

過去兩年，市場持續受到中美貿易戰（圖1）、經濟步入衰退擔憂（圖2）等風險的影響，在如此動盪的環境下S&P500的表現已相當亮眼。隨著美股的牛市進入第11年，星展集團全面檢視股市情勢，藉以判斷市場是否即將面臨修正。

星展集團建構一個牛熊檢視項目，其中包含：

（1）總經環境
（2）企業基本面
（3）股市評價面
（4）信貸市場基本面
（5）市場氛圍和資金流向
（6）貨幣政策和金融市場環境

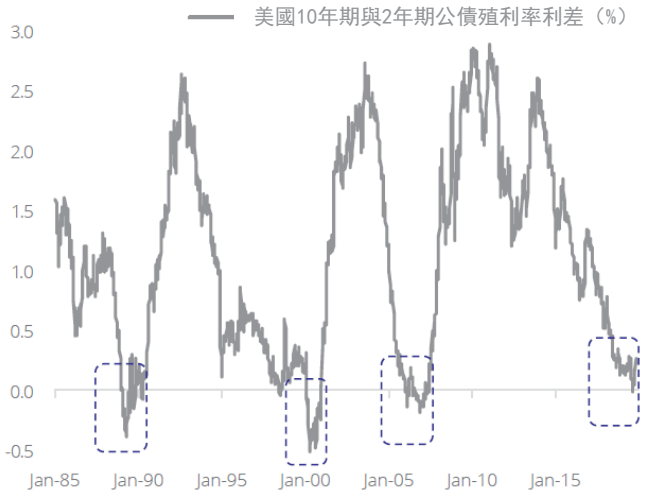
檢視上述項目在過去熊市中的狀況（2000年的科技泡沫和2008年的次貸危機），並給予各個子項目相對應的評分，綠色代表正面因素，黃色代表中性，而紅色代表負面因素。

表1顯示，目前的狀況並未出現典型的熊市訊號。17個子項目中，目前仍有12個呈現綠色，只有兩個呈現紅色。而在2000年和2007年時，有6個子項目呈現紅色，綠色的子項目數分別只有6個和8個。

圖1：不利因素一：貿易戰的不確定性

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖2：不利因素二：經濟衰退擔憂



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

表1：星展集團投資總監辦公室牛熊市檢視項目

	2000年2月	2007年9月	目前
總經環境			
複合PMI	55.8	53.8	48.3
失業率	4.1%	4.7%	3.6%
石油價格變動（相較6個月前）	38.0%	24.0%	-15.0%
企業基本面			
實際獲利成長（6個月平均）	12.0%	12.0%	8.0%
預期獲利成長（6個月平均）	14.0%	9.0%	3.0%
營益率	13.0%	13.0%	13.0%
股東權益報酬	18.0%	16.0%	15.0%
股市評價面			
預估本益比（倍）	23.6	16.2	18.5
股權風險溢價		3.5%	5.9%
股息殖利率	1.2%	1.8%	1.9%
信貸市場基本面			
美國平均利差（基點）	122	145	110
美國高收益債殖利率利差（基點）	497	405	392
淨債務佔EBITDA比	3.9	4.3	1.9
市場信心和資金流向			
市場分析師目標價的上調空間	13.5%	4.5%	-2.8%
資金流向（10億美元，過去12個月）		-41.4	-165.1
貨幣政策和金融市場環境			
政策利率變化（過去6個月）	升50個基點	降50個基點	降75個基點
金融情勢指數變化（過去6個月）	+0.5	-2.2	-0.7

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月　　綠色：正面因素；黃色：中性；紅色：負面因素

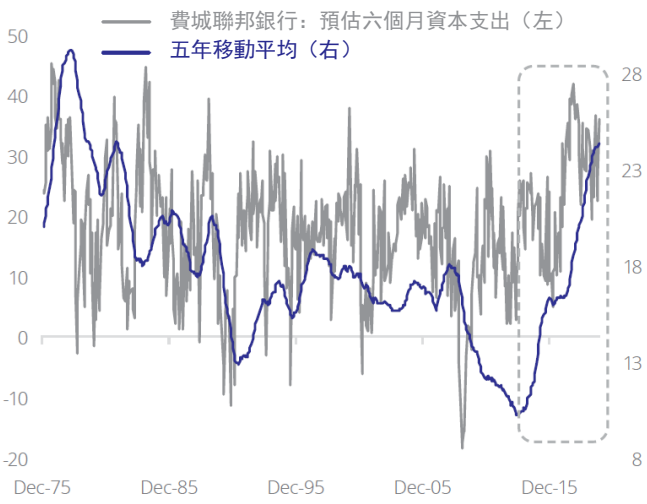
總經環境：公債殖利率曲線倒掛後，市場對經濟步入衰退的擔憂升溫。搜尋“經濟衰退”這個關鍵字的次數提升至金融海嘯以來的高點（圖3）。即使市場普遍偏向悲觀，市場氛圍並不一定反應現實狀況；星展集團的主要經濟指標分析顯示出不同的狀況。

目前美國的綜合採購經理人指數（PMI）約處於48.3，顯著低於2000年和2007年的水準，但較低的PMI主要是受到中美貿易戰壓抑全球經濟活動的影響。觀察費城聯邦銀行企業資本支出預估（圖4）和NFIB小型企業資本支出計畫（圖5），顯示美國企業的資本支出計畫仍然穩健。而失業率則維持在接近多年低點的3.6%（圖6），將有利美國國內消費。

圖3：Google搜尋“衰退”的次數一度顯著提升

資料來源：Google搜尋趨勢　2019年12月

圖4：即使面對貿易戰的不確定性，企業資本支出仍維持穩健



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

企業基本面：星展集團認為中美貿易戰是導致目前的企業獲利成長動能不如2000年和2007年的主要因素。只要貿易緊張關係改善，將有利刺激獲利成長。目前的美國企業營業利潤率維持於13%，與過去的水準接近；且股東權益報酬率（ROE）則是維持於15%-18%的範圍。

股市評價面：目前評價面並沒有出現泡沫化的跡象。以前瞻本益比而言，目前S&P500指數為18.5倍，介於2000年（23.6倍）和2007年（16.2倍）的水準之間（圖7）。而股市的風險溢酬目前為5.9%，顯著高於2007年時的3.5%。目前1.9%的股息殖利率也高於過去的水準。

信貸市場評價面和基本面：市場通常將企業信貸利差做為未來企業展望信心的指標，較緊縮的利差顯示正面的企業展望信心，而較大的利差則顯示信心較差。

目前美國企業和高收益債的信貸利差分別為110個基點和392個基點，皆低於過去的水準，顯示目前債市投資人對中期的總經展望持樂觀態度（圖8）。而信貸利差的基本面也已經改善，目前淨負債與EBITDA比為1.9，低於2000年的3.9和2007年的4.3。

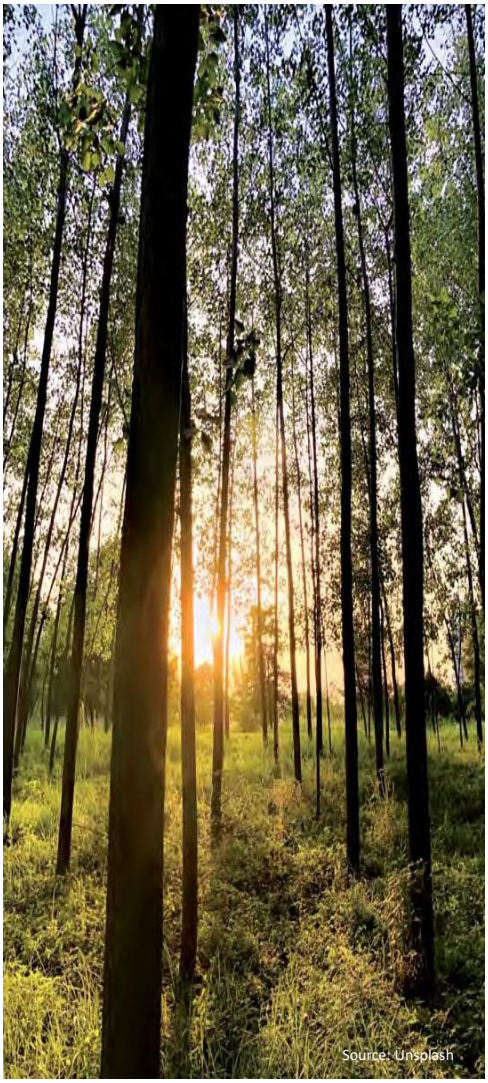
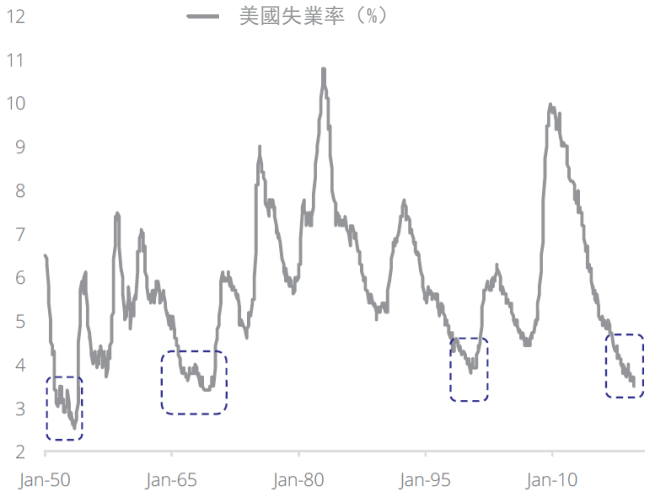


圖5：美國企業資本支出計畫呈現上揚趨勢

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖6：美國失業率接近歷史低點

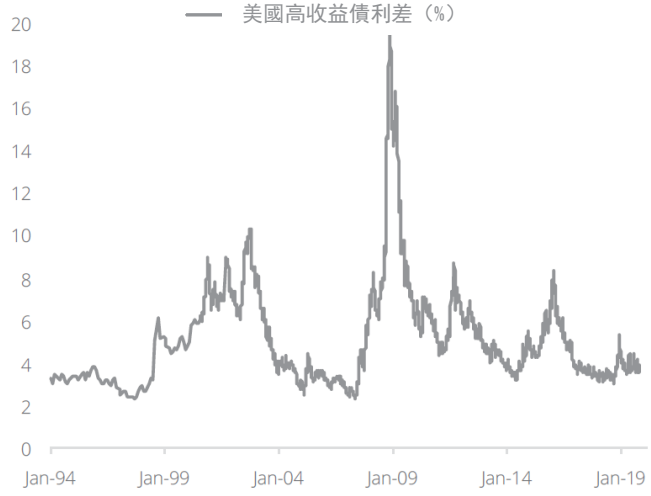


資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖7：目前美股評價面顯著低於2000年的水準

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖8：企業信貸利差顯示，投資人對總經展望仍持樂觀態度



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

市場氛圍和資金流向：星展集團觀察專業分析師對S&P500指數的目標價以作為市場信心的指標。目前市場平均預期S&P500指數將修正2.8%，2000年時的預估為上漲13.5%，2007年則為上漲4.5%（圖9）。市場預估並未偏向樂觀，且資金流向數據也有相同的結果。過去一年流出美國股市的資金達1650億美元，較2007年的水準高出299%。

貨幣政策和金融市場環境：與2000年時聯準會採取升息措施的狀況不同，聯準會今年共降息75個基點。而與過去數月相比，金融市場環境些微轉趨緊縮（圖10）。

圖9：市場分析師對S&P500指數展望的悲觀看法接近歷史高點

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖10：美國金融市場環境寬鬆但些微偏向緊縮

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

全球風險性資產：公債殖利率上揚的環境有利股市表現

自從美國發動對中國的貿易戰以來，金融市場信心的變化常有過度反應的狀況。貿易戰的不確定性引起風險性資產價格過度反應，對美國10年期公債殖利率影響最大。2018年底時，市場仍在關注美國10年期公債殖利率是否會突破3.5%；但當時星展集團並不認同此觀點，因為美國薪資成長和通膨率都偏弱。但市場氛圍在2019年大幅轉變，10年期公債殖利率一度下滑至1.5%以下，接近2012和2016年的歷史低點。

投資人普遍認為，引起公債殖利率如此大幅變化的主要因素之一為公債殖利率曲線倒掛（現已回復正斜率），使經濟步入衰退的擔憂升溫。星展集團持續認為美國國內消費穩健，因此經濟並非處於步入衰退的邊緣。導致公債殖利率大幅變動的主要因素為持續的貿易戰不確定性，而近期貿易戰風險趨緩使公債殖利率回升證實了星展集團的觀點；即使近期公佈的經濟數據仍偏向疲弱，10年期公債殖利率仍從9月初的1.46%回升至目前的約1.82%。債市投資人正逐漸反應中美貿易緊張關係的改善。

接下來，上揚的公債殖利率有利S&P500的表現。圖11顯示，S&P500與美國10年期公債殖利率走向呈現正相關，且有以下兩種常見的現象：

- 美國公債殖利率大幅拉回通常伴隨著美國股市呈現區間震盪
- 但若美國10年期公債殖利率觸底回升，股市在未來數月通常有不錯表現

2011年4月-2012年7月：這段期間美國10年期公債殖利率下滑200個基點，而同期間美國股市走勢震盪。美國10年期公債殖利率在2012年7月觸底後上揚156個基點至3.0282%，同期間S&P500上漲34%。

2015年7月-2016年7月：這段期間美國10年期公債殖利率下滑90個基點至1.4531%，而同時間S&P500上漲5.4%。公債殖利率在2016年7月觸底後上揚169個基點，同期間S&P500上漲24.8%。

圖11：美國公債殖利率的觸底回升通常伴隨著S&P500指數走揚

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

2018年11月-2019年8月：市場風險趨避程度提升，使美國10年期公債殖利率從2018年10月的3.1435%高點下滑165個基點至1.4961%，同期間S&P500呈現震盪，僅小幅上漲7.9%。

表2顯示，美國10年期公債殖利率大幅下滑的期間，平均下滑幅度為152個基點，同期間S&P500平均上漲6.7%。而公債殖利率上揚的期間與股市大幅上漲的期間相吻合。2012-2013年和2016-2018年，美國10年期公債殖利率平均上揚163個基點，而S&P500則平均上漲29.4%。

星展集團認為，上揚的公債殖利率顯示投資人對經濟的信心提升，也將有助於股市的表現。

表2：標準普爾500指數在債券殖利率上揚與下滑期間的表現

下滑期間	美國10年期公債殖利率變動	標準普爾500指數變動	隨後的上揚期間	美國10年期公債殖利率變動	標準普爾500指數變動
2011/4-2012/7	-200個基點	+4.0%	2012/8-2013/12	+156個基點	+34.0%
2015/7-2016/7	-90個基點	+5.4%	2016/8-2018/10	+169個基點	+24.8%
2018/11-2019/8	-165個基點	+7.9%	-	-	-
平均	-152個基點	+6.7%	平均	+163個基點	+29.4%

資料來源：星展集團　2019年12月

圖12：美股上漲的參與度偏低

圖13：但全球股市的參與度卻相對穩定

資料來源：EPFR Global，彭博，星展集團　2019年12月

引人深思的問題：在投資人的參與度如此低的狀況下，美股漲勢為何會接近尾聲呢？投資人普遍認為全球股市（尤其是美股）的漲勢已經接近尾聲，修正即將到來；而時常列為擔憂漲勢將結束的原因為股市上漲已經超過七年。但星展集團研究長期資金流向數據卻有不同的結論。

綜觀而論：2002年4月以來，S&P500累積漲幅達159%，但投資人的參與度並不高。EPFR全球資金流向數據顯示，這段期間有5,990億美元的資金流出美國股市（圖12）。另一方面，同期間全球股市只上漲116%，但卻有3,650億美元的資金流入（圖13）。彭博巴克萊全球債券綜合指數從2002年以來累積上漲129%，而債券市場累積的資金流入則達2.5兆美元（圖14）。

過度投資的市場：實際上，過度投資的市場是債券市場，而非股市。上述數據顯示，2008年的金融海嘯改變了投資人的偏好，以及資金的流向。星展集團觀察到的改變如下：

- 海嘯過後資金顯著流入安全性資產，2009年以來流入債市的資金達2.5兆美元，而股市只有2210億美元，流入債市的資金為股市的10倍。顯示實際上壅擠的市場為債市，而非股市。

圖14：全球債市強勁上漲受到資金流入的支撐

資料來源：EPFR Global，星展集團　2019年12月

圖15：在資金流入全球股、債市的同時，美國股市卻呈現資金流出

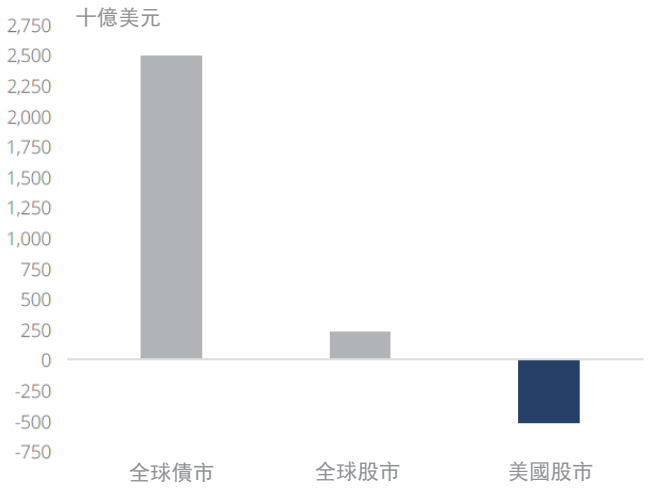
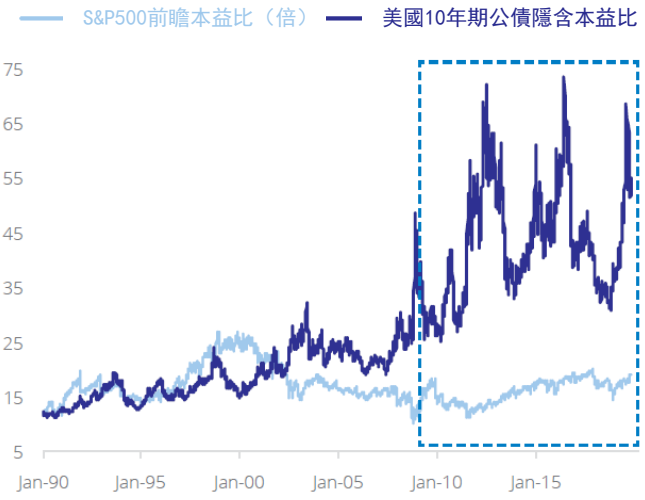


圖16：債市隱含本益比顯著高於股市前瞻本益比



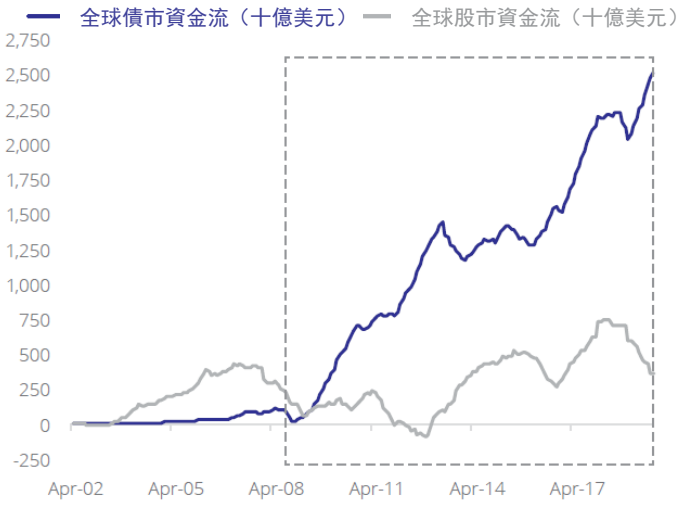
資料來源：EPFR Global，彭博，星展集團　2019年12月

- 海嘯過後，投資人在股票市場當中，明顯偏好非美國股市。海嘯過後，股票市場出現資金淨流入，但美國股市卻有5160億美元的資金淨流出（圖15）。

債市較股市昂貴。以評價面的溢酬而言，股市顯著較債市具有吸引力。為使股債市兩者的評價面可以相比較，星展集團估算美國10年期公債的隱含本益比，以此與S&P500前瞻本益比相比。

圖16顯示，1990年至2001年期間，債市平均較股市折價11%。但2002年至2008年8月，債市卻平均較股市溢價44%。金融海嘯過後美國聯準會採取量化寬鬆措施，因此改變了投資領域。海嘯過後，債市對股市的平均溢價提升至175%，同時資金大量流入債市（圖17）。

圖17：金融海嘯過後，資金流入安全性資產



資料來源：EPFR Global，星展集團　2019年12月

股市呈現廣泛性上漲：健康的發展。2007年初以來，美國價值股表現落後成長股（圖18）。可能因為傳統產業受到損害使投資組合減少價值股的部位（如能源和金融），並增加成長股的佈局。

但趨勢近期有反轉的跡象，8月底以來，價值股表現優於成長股（圖19），尤其以金融和工業類股表現較佳。顯示股市呈現廣泛性上漲。

圖18：2007年初以來，美國價值股表現落後成長股

圖19：但8月底以來，趨勢有反轉的跡象；顯示股市呈現廣泛性的上揚

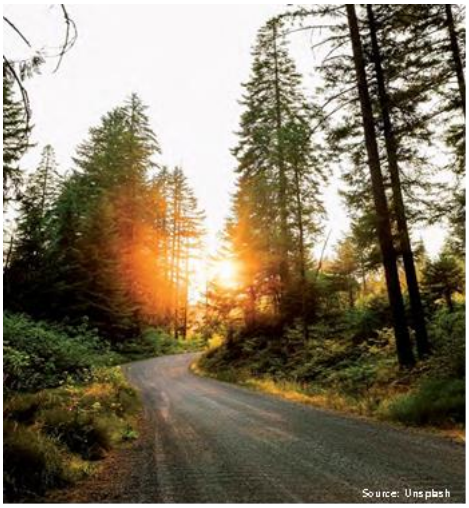
資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

2020年第1季資產配置：股市仍為唯一的選擇

表3：2020年第1季星展集團投資總監辦公室資產配置架構（CAA）

分類	因子	分數區間	股票市場				債券市場		
			美股	歐股	日股	亞洲不含日本	成熟市場公債	成熟市場公司債	新興市場債
基本面	PMI	-1 to +1	0	-1	1	1	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	-1	0	0	0
	貨幣政策	-1 to +1	0	0	0	0	0	0	0
	預估企業獲利成長	-2 to +2	1	-1	0	0	–	0	0
	獲利優於預期	-2 to +2	1	-1	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	0	-1	0	–	–	–
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	1	1	1	2	0	–	–
	自由現金流	-2 to +2	2	-1	0	1	–	–	–
	信用利差	-2 to +2	–	–	–	–	–	0	0
動能	資金流向	-2 to +2	-1	-1	1	1	0	1	0
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	–	–
	利多利空	-2 to +2	-1	-1	0	-2	0	-1	0
總分			3	-5	2	3	0	0	0
調整後分數*			0.14	-0.24	0.10	0.14	0.00	0.00	0.00

資料來源：星展集團　2019年12月



跨資產觀點：債市風險調整後報酬較不具吸引力

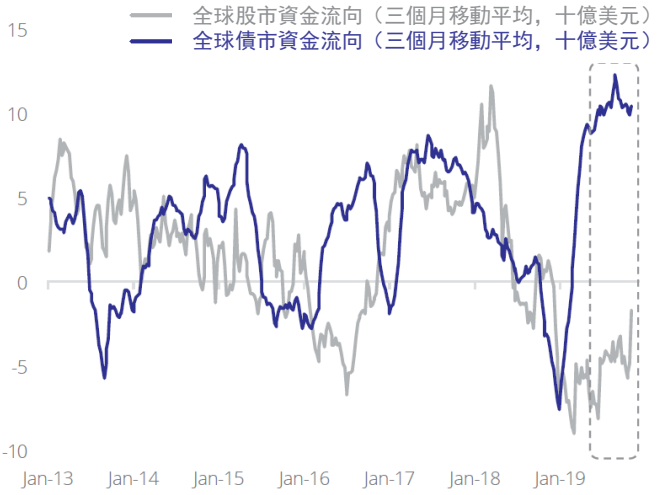
以跨資產的角度而言，星展集團持續看好股市表現會優於債市。在星展集團的CAA架構中，股市的總分為0.14，而債市則為0。

基本面：隨著中美貿易戰有正面發展，全球總經動能可望觸底回升。日本和亞洲不含日本的採購經理人指數（PMI）展望改善，而美國企業獲利展望優於歐洲。

圖20：股市盈餘殖利率與債券殖利率的利差縮小，但仍高於長期平均

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖21：2019年資金顯著從股市流入債市

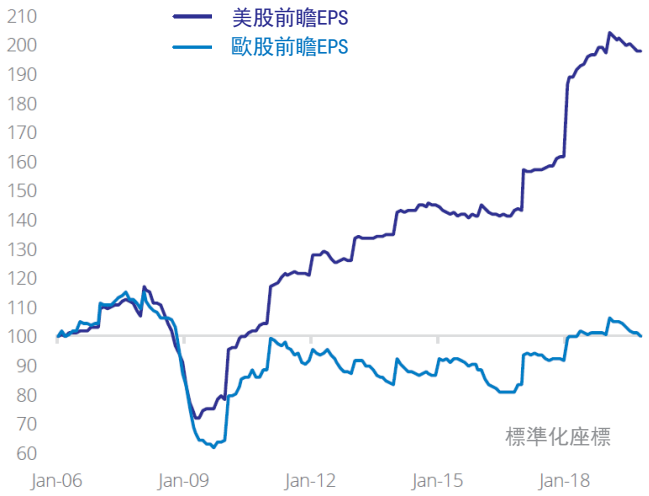


資料來源：EPFR Global，彭博，星展集團　2019年12月

評價面：以跨資產的角度而言，因近期利率反彈回升，股市盈餘殖利率與債券殖利率之間的利差已顯著縮小；但目前約3.3%的水準仍高於長期平均（圖20）。不影響星展集團相對看好股市優於債市表現的觀點。

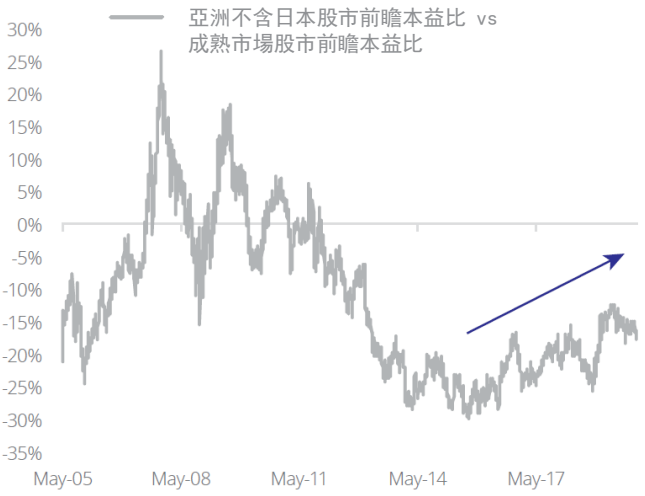
動能：觀察跨資產的資金流動，今年1至10月流出全球股市的資金達2,150億美元，而流入債市的資金則達4,080億美元（圖21）。與2018年時的狀況不同，當年流入股市的資金達1,140億美元，而流入債市的資金只有240億美元。今年資金流出股市顯示投資人對持續的地緣政治不確定性仍持謹慎態度。

圖22：美國企業獲利從2018年以來顯著上揚



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖23：亞洲不含日本股市與成熟市場股市前瞻本益比之間的折價已經縮小



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖24：偏弱的通膨率將使美國公債殖利率受壓抑

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

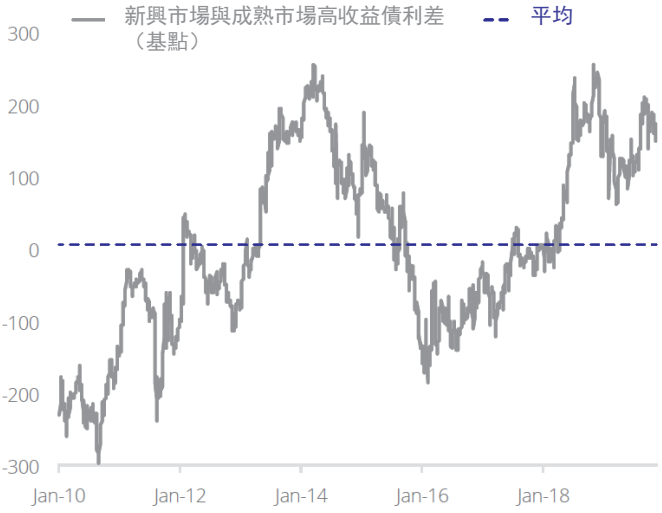
股市：美國和亞洲不含日本市場仍為星展集團在2020年相對看好的市場。成熟市場當中，星展集團仍然相對看好美股表現會優於歐股，因美國企業獲利成長動能較佳，且持有較多自由現金。在最近一次的企業財報當中，美國企業盈餘優於預期的比例達79%，些微高於歐洲企業的比例。市場預估美國股市2020年的EBITDA成長率達12%，而歐洲預期為10%。由於美股中科技產業的比重較高，看好美股企業獲利維持優於歐股的表現（圖22）。

圖25：新興市場和成熟市場債利差高於長期平均

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

與成熟市場相比，亞洲不含日本市場較具有價值。亞洲不含日本前瞻本益比較成熟市場前瞻本益比折價18%，但從2016年以來此差距逐漸縮小（圖23）。基於以下因素，星展集團看好此趨勢能夠持續：

圖26：新興市場與成熟市場高收益債利差也高於長期平均



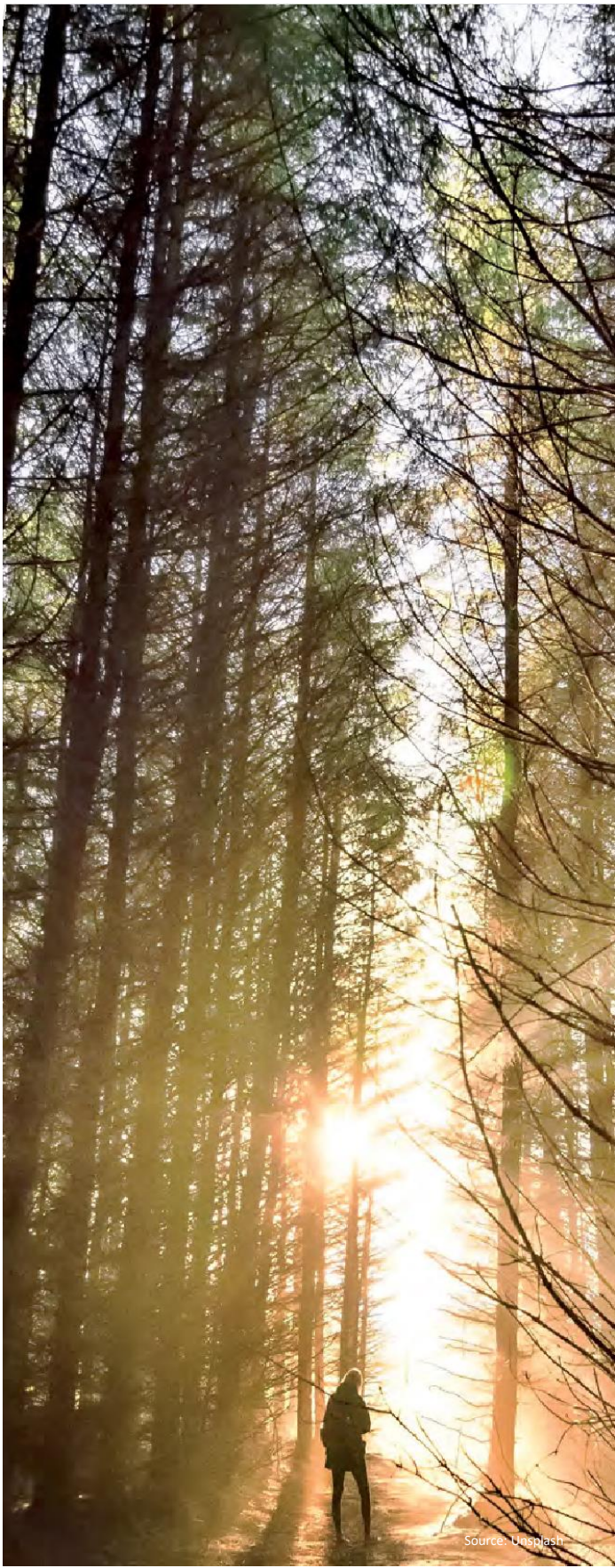
資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

- 5G、AI和雲端計算產業的發展使晶片需求成長，因此北亞科技公司獲利成長動能佳。
- 中國非必須性消費和必須性消費類股的成長動能強勁，顯示出中國內需穩健。

<u>債市</u>：美國公債殖利率將呈現區間震盪；部分信貸市場存在機會。2012年以來美國10年期公債殖利率處於1.5%–3.0%之間震盪，以過去的趨勢判斷，殖利率反彈回升後可能向3%靠近，但星展集團持不同的觀點。持續的中美貿易不確定性，以及疲弱的美國通膨預期，將為美國公債殖利率帶來壓力（圖24）。星展集團預期美國10年期公債殖利率在2020年底只會升至2.2%。

信貸市場部分，新興市場債較成熟市場債具有價值。以彭博巴克萊美國綜合企業債指數作為衡量成熟市場債的指標，目前新興市場和成熟市場債的利差為208個基點，些微高於長期平均（圖25）。高收益債市場的利差則更大（圖26），主要受到今年前10個月新興市場高收債利差擴大的影響。展望2020年，基於以下因素，星展集團維持相對看好新興市場債（尤其是新興亞洲市場）表現的觀點：

（a）具有韌性的亞洲企業獲利
（b）亞洲總體經濟成長動能回升
（c）中國有利的政策支持



Source: Unsplash

圖27：TAA資產配置比例（穩健型投資組合）

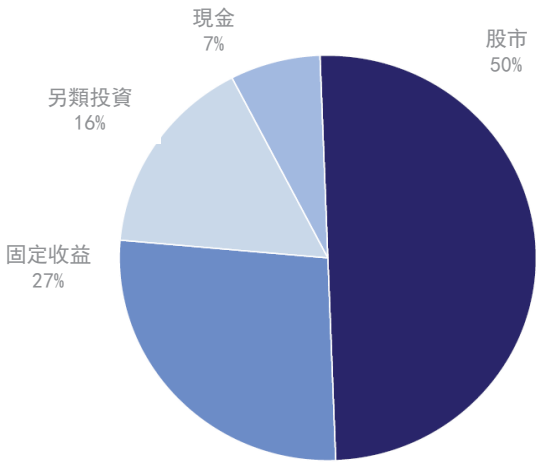
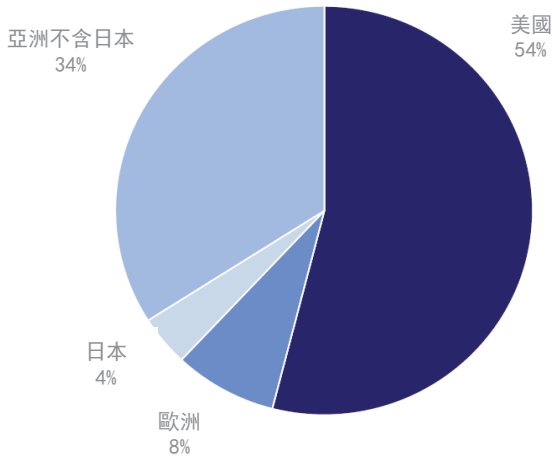


圖28：TAA股市地區配置比例（穩健型投資組合）



資料來源：星展集團　2019年12月

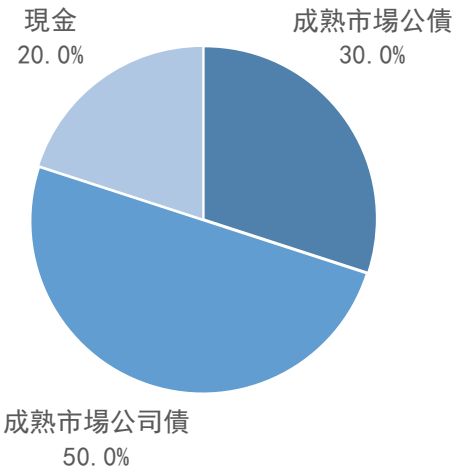
表4：2020年第1季戰術性資產配置（TAA）

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

資料來源：星展集團　2019年12月

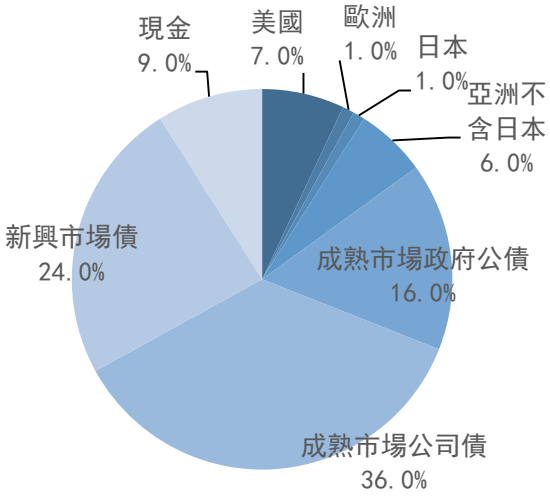
保守型投資組合

	TAA	SAA	差異
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

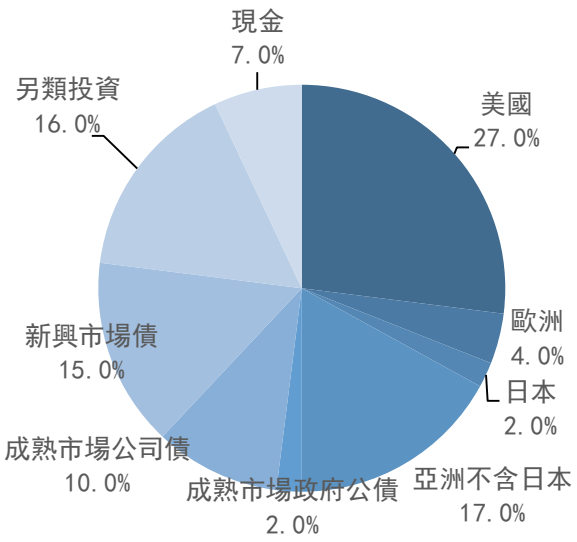
	TAA	SAA	差異
股市	15. 0%	15. 0%	
美國	7. 0%	6. 0%	1. 0%
歐洲	1. 0%	4. 0%	−3. 0%
日本	1. 0%	2. 0%	−1. 0%
亞洲不含日本	6. 0%	3. 0%	3. 0%
固定收益	76. 0%	80. 0%	−4. 0%
成熟市場債券	52. 0%	60. 0%	−8. 0%
成熟市場公債	16. 0%	20. 0%	−4. 0%
成熟市場公司債	36. 0%	40. 0%	−4. 0%
新興市場債	24. 0%	20. 0%	4. 0%
另類投資	0. 0%	0. 0%	
黃金	0. 0%	0. 0%	
避險基金	0. 0%	0. 0%	
現金	9. 0%	5. 0%	4. 0%



資料來源：星展集團　2019年12月
(1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
(2) 資產配置並不保證獲利或保本。
(3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置

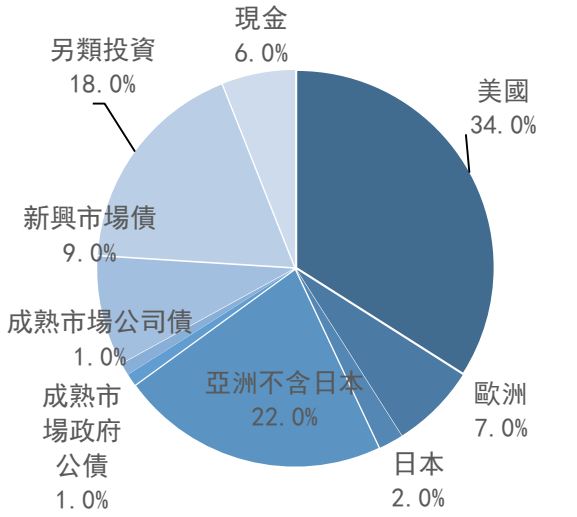
穩健型投資組合

	TAA	SAA	差異
股市	50. 0%	50. 0%	
美國	27. 0%	25. 0%	2. 0%
歐洲	4. 0%	10. 0%	-6. 0%
日本	2. 0%	5. 0%	-3. 0%
亞洲不含日本	17. 0%	10. 0%	7. 0%
固定收益	27. 0%	35. 0%	-8. 0%
成熟市場債券	12. 0%	25. 0%	-13. 0%
成熟市場公債	2. 0%	10. 0%	-8. 0%
成熟市場公司債	10. 0%	15. 0%	-5. 0%
新興市場債	15. 0%	10. 0%	5. 0%
另類投資	16. 0%	10. 0%	6. 0%
黃金	9. 0%	5. 0%	4. 0%
避險基金	7. 0%	5. 0%	2. 0%
現金	7. 0%	5. 0%	2. 0%

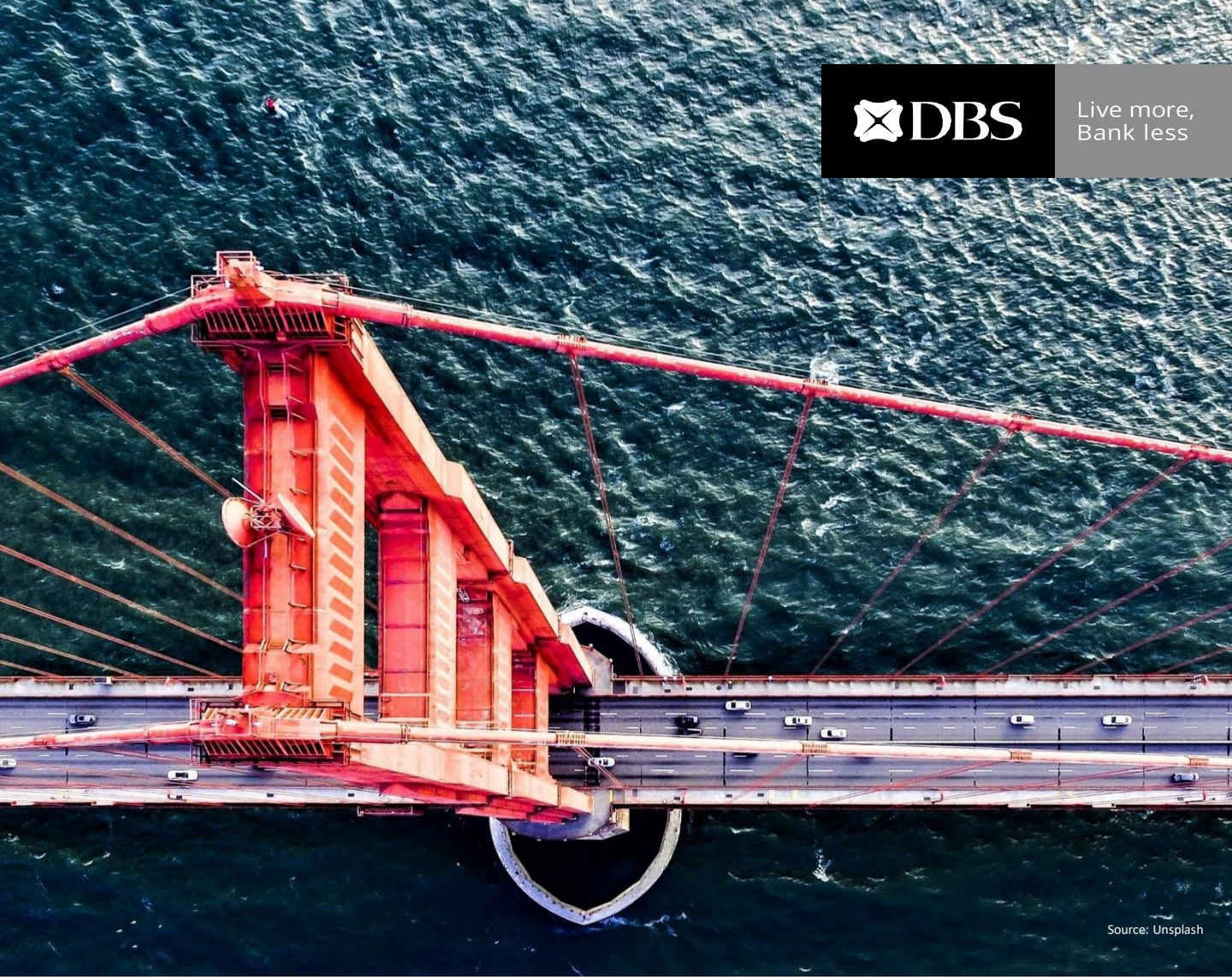


積極型投資組合

	TAA	SAA	差異
股市	65. 0%	65. 0%	
美國	34. 0%	30. 0%	4. 0%
歐洲	7. 0%	15. 0%	-8. 0%
日本	2. 0%	5. 0%	-3. 0%
亞洲不含日本	22. 0%	15. 0%	7. 0%
固定收益	11. 0%	15. 0%	-4. 0%
成熟市場債券	2. 0%	11. 0%	-9. 0%
成熟市場公債	1. 0%	4. 0%	-3. 0%
成熟市場公司債	1. 0%	7. 0%	-6. 0%
新興市場債	9. 0%	4. 0%	5. 0%
另類投資	18. 0%	15. 0%	3. 0%
黃金	7. 0%	5. 0%	2. 0%
避險基金	11. 0%	10. 0%	1. 0%
現金	6. 0%	5. 0%	1. 0%



資料來源：星展集團　2019年12月
(1) 資產配置以3個月期觀點為基礎。
(2) 資產配置並不保證獲利或保本。
(3) TAA：戰術性資產配置；SAA：戰略性資產配置



總體經濟 | 2020年第1季

經濟成長趨緩

全球總經

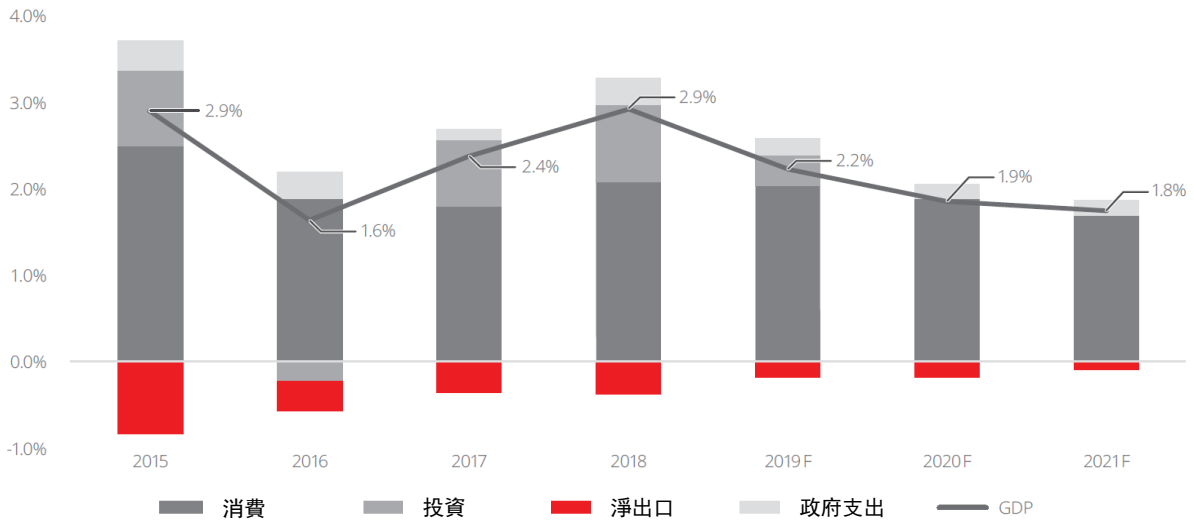
美國

歸納2019年政經情勢的特色，一方面為緊張的貿易局勢和政治兩極化，另一方面是強勁的就業市場、低通膨率與低利率。同時也存在一些矛盾，投資疲軟但房市成長強勁；製造業和農業表現疲軟，而零售部門則是穩健。資本市場呈現上揚，流動性充裕，儘管企業的槓桿顯著上升，但利差則是仍在縮小。同樣地，主權債部份，創紀錄的財政赤字並未壓抑債券市場的表現。長期疑慮部份，抵押貸款債務市場的快速成長也尚未引起任何系統性問題。

跡象顯示美國經濟成長可能趨緩（圖1），而星展集團認為上述因素在2020年仍將影響美國經濟。消費可能會保持成長；但若是投資維持低迷且政策支持空間有限，2020年美國實質GDP成長率要高於2%，將非常具有挑戰性。當政客和市場開始認知到此可能性時，風險在於對政治的影響（民粹主義因素）和資產價格的表現。

儘管2017年有許多言論、態度和調查，但貿易戰在2018年2月正式開始；當時美國對進口洗衣機和太陽能面板徵收關稅，之後不久便實施了鋼鐵關稅；美國對貿易、技術轉讓和網絡安全的貿易保護主義越來越以中國為中心。從去年至今年，針對性商品都被列入了各種不同的清單，進一步徵收了關稅。儘管第一階段貿易協議可能即將達成，但與中國的貿易緊張關係和總體競爭不太可能在2020年消除。

圖1：美國GDP與成份



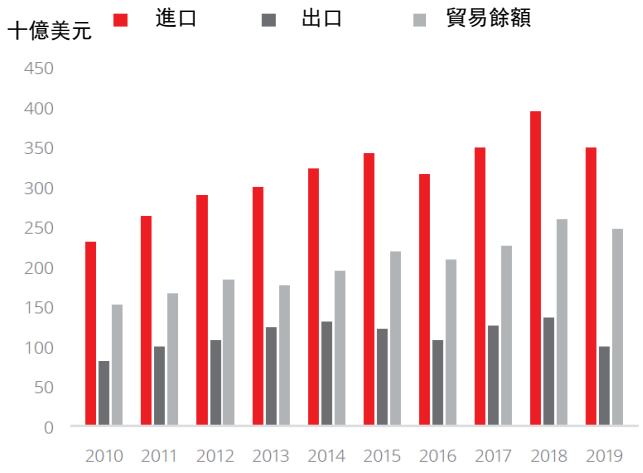
資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

到目前為止，貿易戰對美國有何影響？2019年1月至10月，中國對美國的出口年增率下滑了12%（圖2、圖3），原因是進口商尋求替代市場迴避關稅。但與此同時，中國從美國的進口年增率也下降了25%，這主要是受到農產品購買量急劇下降的影響。因此，美中貿易赤字年增率僅下滑了4%，但仍遠低於2017年的水準。中國對全球的貿易總順差仍然良好，2019年前三季貿易順差佔GDP的比率上升了0.7%。

假設貿易談判有所進展，但在2020年沒有重大突破。企業可能很難忽視揮之不去的政治不確定性，並增加新的資本支出。即使利率水準很低，公司槓桿和資產價值仍偏貴，將影響投資意願。

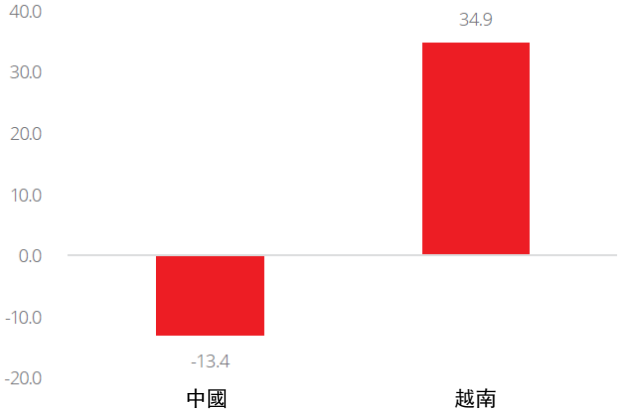
弱勢美元在某種程度上抵消了高關稅的成本並提升競爭力，但星展集團認為考慮到美元的全球儲備地位，其貶值的幅度也相當有限。若美國經濟成長放緩，也會導致全球經濟放緩的擔憂加劇。屆時，就算美國聯準會（FED）降息也無法引導美元貶值，因為美元將受惠於全球避險情緒上升，資金流向安全性資產；2019年，在FED降息後，美元指數便呈現持穩的表現（圖4），並未顯著貶值。電子產品週期和新興市場成長的改善，以及美國與中國達成貿易協議都可能有利美元貶值。但要引導弱勢美元最好的方法就是美國與世界其他國家進行具有建設性的接觸；星展集團期待2020年能夠有這樣的發展。

圖2：中國與美國間的貿易



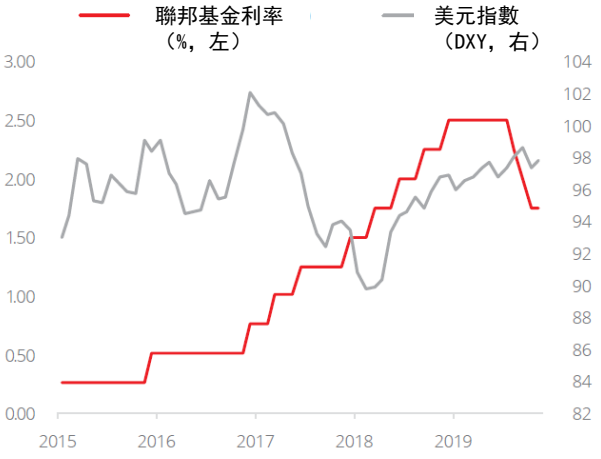
資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

圖3：2019年1月至9月美國自中國與越南進口情勢



資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

圖4：美元指數（DXY）與聯邦基金利率



資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

歐元區

2019年第3季GDP數據顯示，歐元區經濟呈現穩定成長，但仍處於低點。整體年增率為1.1%，是2013年底以來最低水準。初期數據也顯示德國勉強避免了經濟衰退，但繼續遭受經濟停滯的困擾。2019年的修正後預估經濟成長年增率為1.2%，市場預期2020年歐元區經濟成長率為1.3%，仍低於五年平均值2%（圖5）。

儘管歐元疲軟，外部環境的不確定性仍是歐元區2020年的主要風險。再加上全球貿易量下降，硬脫歐或無協議脫歐以及美國更進一步的貿易保護主義措施，可能意味著該歐元區的出口將連續第二年呈現下滑。

但令人鼓舞的是，內需（特別是消費）的表現大致良好。即使各國之間的分歧仍然很大，但失業率處於十年來的低點。薪資持續成長（圖6）和低通貨膨脹同時支撐實際購買力。

拉加德（Christine Lagarde）於11月自德拉吉（Mario Draghi）手上接任歐洲央行（ECB）總裁的職務；當時經濟成長疲軟，通貨膨脹低迷，且貨幣政策傾向鴿派。她還繼承了一個分裂的理事會（重新啟動量化寬鬆並進一步採取負利率政策的決定並非一致）。

在沒有新指引的情況下，星展集團預期新上任的ECB總裁拉加德將維持政策穩定，而不是採取進一步的重大改革。因此，貨幣政策仍將處於超寬鬆模式，主要再融資利率為0%、存款利率為負0.5%、實施廉價融資計劃以及每月200億歐元的開放式量化寬鬆政策。在一年的時間內，ECB可能會重新設定購買單一主權債的門檻。

貨幣政策處於寬鬆模式的情況下（圖7），市場焦點著重於藉財政政策支持經濟成長（圖8）。德國政府曾經提出擴大財政政策，但到目前為止，真正落實的政策有限。由於失業率偏低，且薪資呈現成長，因此執政聯盟也沒有必要採取大規模刺激措施。

圖5：保持低於趨勢的成長態勢

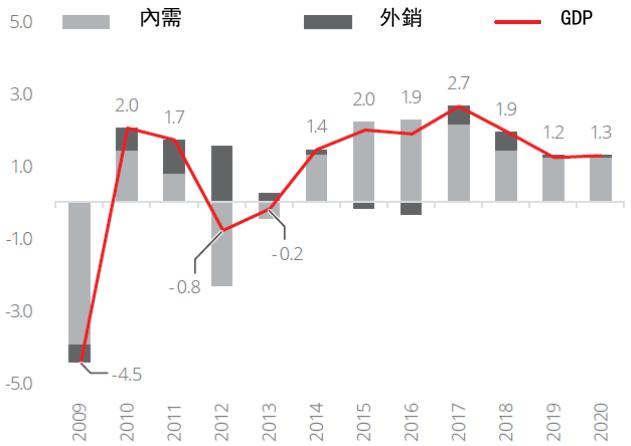
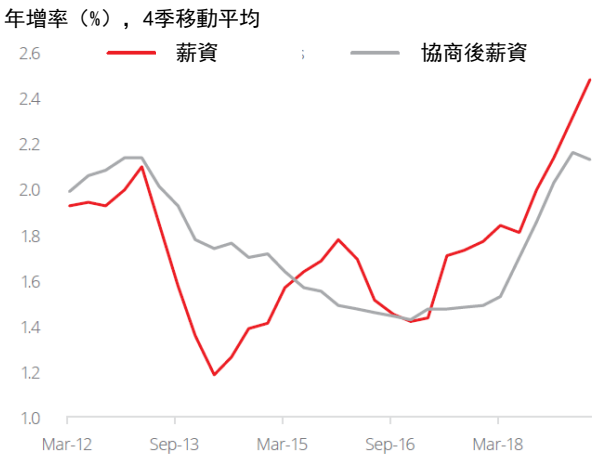


圖6：薪資成長進一步增強

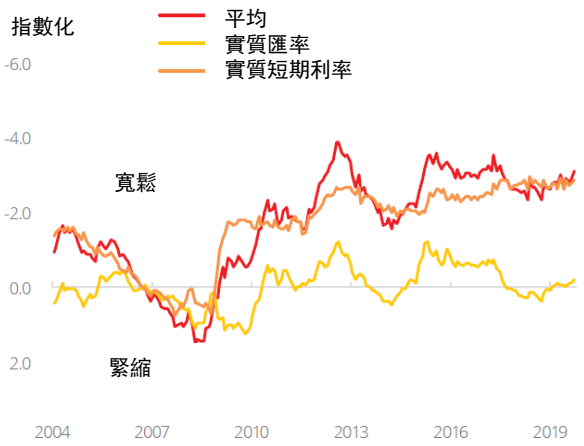


資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

話雖如此，經過六年多的財政收支平衡後，累計財政赤字溫和下滑20至30個基點可能不會使歐盟委員會感到反感。ECB的政策行動也使借貸成本處於低點，若有必要也為各個國家提供了採取寬鬆財政政策的空間。

若明年歐元區經濟無法維持其韌性，或全球經濟環境變得更具挑戰性，歐元區政局動盪的狀況可能加劇市場的擔憂情緒；如德國執政聯盟瓦解、英國硬脫歐、西班牙加泰隆尼亞獨立派的示威抗爭等風險。

圖7：寬鬆的貨幣環境



資料來源：歐盟委員會，星展集團 2019年12月

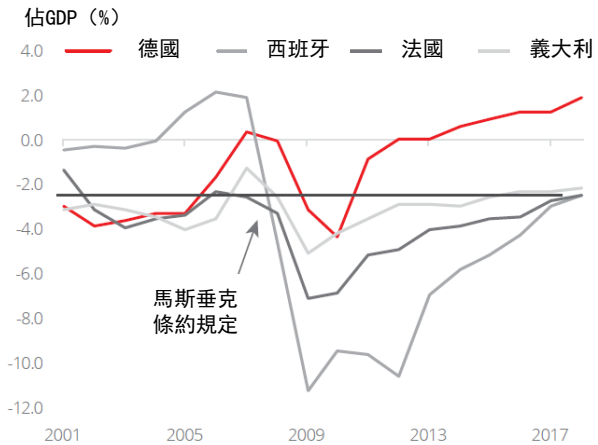
日本

星展集團預期，2020年日本經濟成長率將自2019年的0.7%下滑至0.5%。2019年10月調升消費稅的影響可能持續對2020年上半年經濟成長率產生影響。但是季增率的趨勢將於2020年第1季開始呈現改善。

眾所矚目的2020年夏季奧運會將在日本東京進行，預期將推升入境旅遊和國內消費者的信心。由於簽證門檻放寬和日圓貶值，過去數年到日本旅遊的外國遊客人數持續穩定成長；2020年可望達到3,500萬人次，超過英國倫敦舉辦2012年奧運時的3100萬（圖9）。

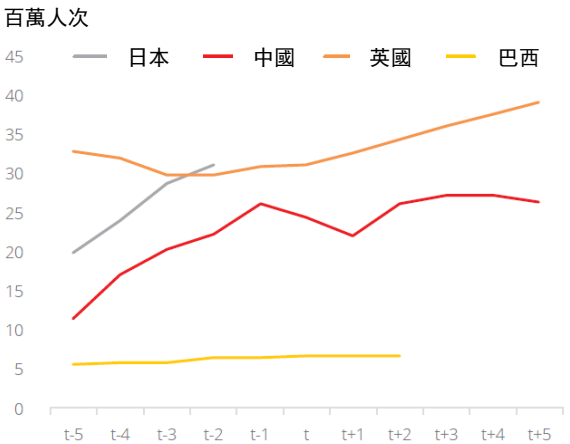
同時，東京奧運會將展示日本的創新能力並推銷其高科技產業。奧運會中使用最尖端的科技包括機器人、5G、AI（人工智能）和虛擬實境等。

圖8：歐債危機以來，財政盈餘持續改善



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖9：奧運年，主辦國家遊客人數呈現上升



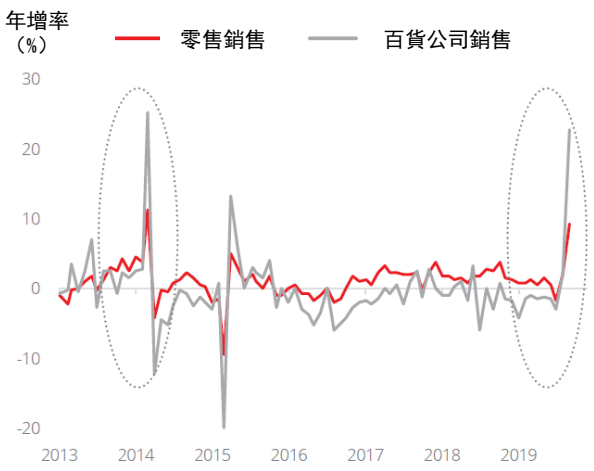
資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

從週期性的角度觀察，隨著消費復甦和出口觸底反彈，2020年的成長將有所改善。由於這次就業市場相對強勁，消費的復甦（圖10）可能不需要像2014年時（一樣受調升消費稅的影響）那麼久。同時，考慮到全球經濟狀況的穩定，5G的崛起以及對半導體和其他電子零組件的相關需求（假設日韓和美中貿易關係維持現狀），2020年的出口可能不會再惡化。

從政策的角度觀察，2020年官方可能推出小規模刺激措施，為消費和投資提供一定的支撐。日本首相安倍晉三政府已將消費稅從5%提高到10%，藉以解決公共財政問題；2020年將不會再加稅。同時，報導指出，官方正在編制價值約5兆日圓追加預算，為2016年以來首次推出刺激方案，藉以支撐經濟自數十年來最嚴重的颱風中復甦。

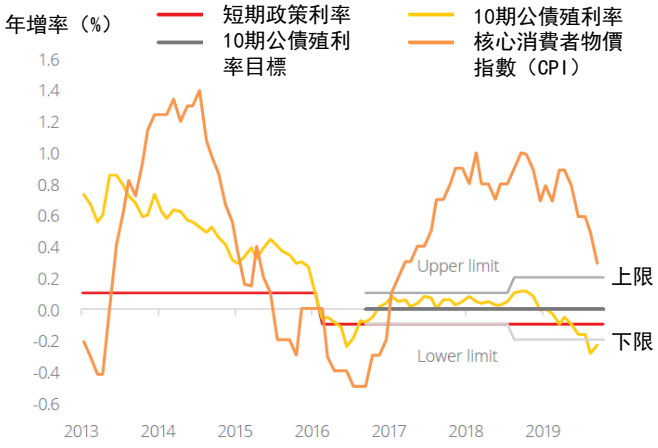
日本央行（BOJ）已發出有關寬鬆貨幣政策的強烈信號。BOJ在2019年10月的會議上修訂了前瞻性指引，預估短期和長期利率將保持在“目前或更低水準”（圖11）。星展集團預期BOJ將在第1季將短期政策利率從目前的負0.1%降至負0.2%（下調10個基點）。

圖10：消費在受到消費稅上調的影響後復甦



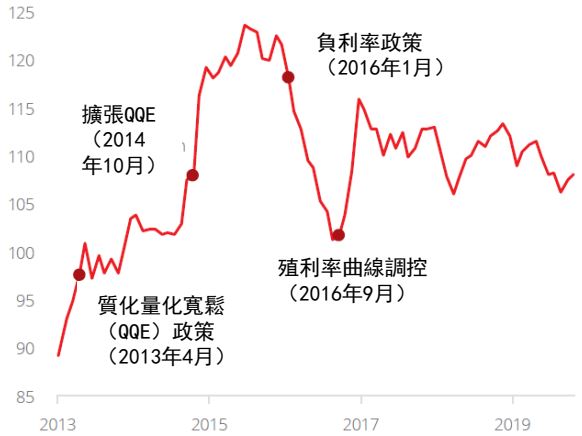
資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

圖11：短期利率仍有進一步下跌的空間



資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

圖12：美元兌日圓呈現區間震盪



資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

中國

對於整個世界而言（尤其是亞洲），中國的經濟成長情勢是經濟週期的關鍵因素。中國面臨的問題並不是官方2020年能否將實際GDP成長率維持在6%；星展集團預期2020年GDP成長率為5.8%，但這無法提升小型銀行的脆弱度，也無法保證匯率的穩定（主要受美中關係變化的影響）。

由於中國總體經濟情勢廣泛被報導，多數風險都是眾所周知，並且經過全面性的分析。真正的挑戰在於如何想像“未知的未知”。美國次貸危機讓世界了解，當基本面惡化時，高槓桿的經濟與專注於單一資產類別的銀行業會同時發生危機。

一個關鍵的擔憂是中國的絕對債務總額在2019年第1季佔GDP的303%。中國銀行業的主要資產是家庭和國企的貸款。但家庭的資產負債表的槓桿率仍然偏低，2019年第3季的抵押貸款約佔貸款總額的21.4%；這個水準遠低於2008年時美國的75%（含大額證券化抵押貸款）。

就企業貸款而言，2019年佔總貸款的比例高達60%。根據全球金融穩定報告（GFSR：Global Financial Stability Report），企業放貸中約有15.5%處於潛在風險；總金額約為1.3兆美元，而銀行的一級資本額約為1.7兆美元。這個資產類別將可能是中國致命的弱點。

但問題的重點在於，國家既擁有企業又擁有銀行，且無論其財務狀況如何，國企都擁有強大的政治力，可以使他們維持營運；高達人民幣196兆的銀行存款可望為任何意外的衝擊提供足夠的緩衝；但維持的成本也損害了支持實體經濟貨幣政策的有效性，因為流動性的增加被用於償還舊債務的利息。信貸風險上升也抵消了利率下降的壓力。

圖13：中國主要成長指標之一

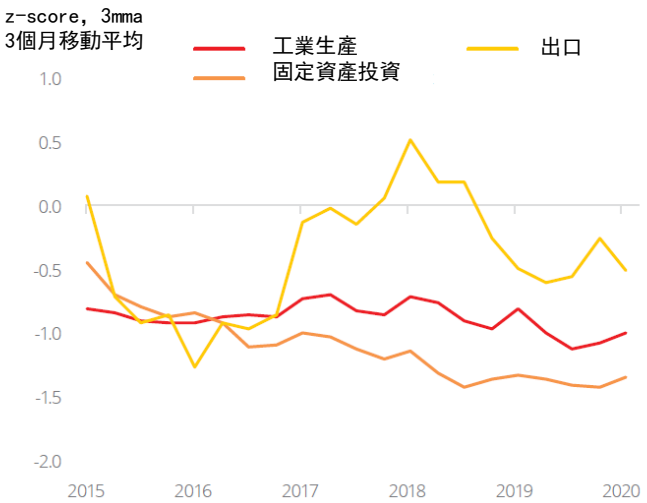
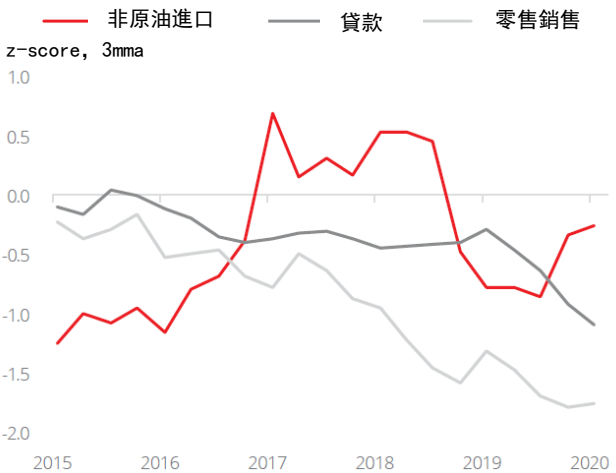
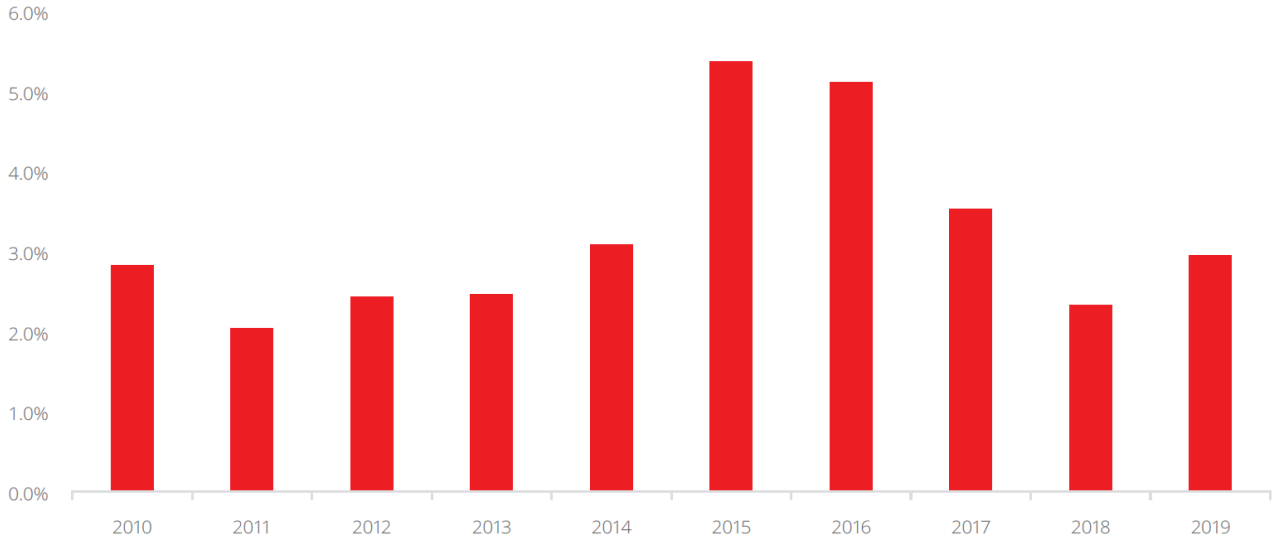


圖14：中國主要成長指標之二



資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月
z-score：用以評估與長期趨勢的標準差

圖15：中國貿易順額佔GDP比率



資料來源：CEIC，星展集團
數據為每年1至9月

房地產業

官方對房地產市場的需求和供給有良好的管理，這也反應在住宅價格的穩定和未有貸款違約的情況。2019上半年，房地產業的平均淨債務佔總股東權益持穩於66%，與2018年相同，但低於2014年的高點71%。對於2020年，官方不太可能改變政策（限制開發商籌資管道以及持續現存的售價上漲限制措施）。

供給面部份，中央和地方政府將繼續藉由控制信託融資和美元債券發行來抑制過多流動性進入房地產開發商手中。例如，2019年第1季，由開發商新發行的離岸債券資金用途僅限於購買發改委所發行的長期債券。

相關措施顯示官方良好的控制房地產業的槓桿使用。銀行通常向房地產業收取較高的利率。主要政策目標是放慢主要房地產開發商的土地儲備，因為大多數業者的土地儲備不足。官方認為，土地成本上漲的風險不斷上升，必然會導致房地產價格上漲。2020年將繼續嚴格控制房地產業的資金；即使人民銀行（PBOC）進一步調降存款準備金率（RRR），也不會特別有助於房地產開發商。

需求面的表現仍然良好。2019年8月起，按建築面積計算的全國住宅銷售已經恢復正成長。9月全國住宅平均銷售均價年增率達9.1%。即使存在限價政策，國家統計局追蹤的70個城市中，有55個城市的房地產價格指數持續呈現適度的月成長，特別是二線城市。若經濟在2020年顯著減速，官方可能會允許某些項目的房地產價格溫和上漲。

人民幣

美元兌人民幣於8月升破7的關卡，為十年來首見；在截稿日前處於7.0至7.15之間波動。中美之間嚴峻的貿易關係解凍將有助於降低匯率波動。目前，失控的貨幣貶值和因此產生的資本外逃的風險較過去低。

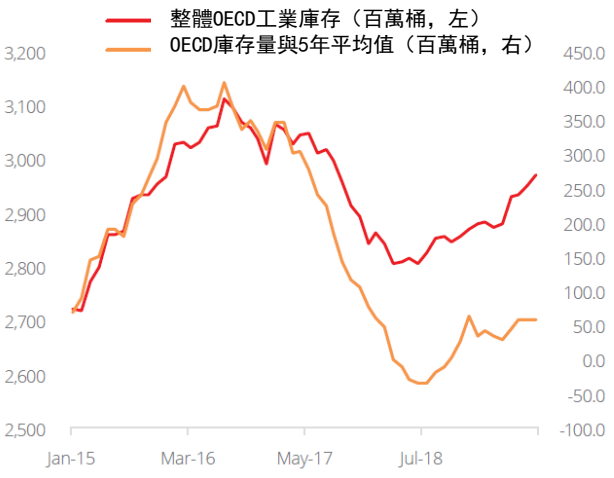
即使中美貿易談判再次破局，PBOC也可能將逆週期性因子導入人民幣的每日參考匯率，以遏制貶值的預期。國有銀行還可以簽訂交換合約抵禦波動，而不會耗盡PBOC的外匯儲備。同時，提高銀行結算外匯遠期人民幣的存款準備金率也是降低購買美元意願的另一種選擇。藉PBOC票據銷售增加離岸流動性也被證明是支撐人民幣的有效工具。

原油

並沒有明顯的利多或利空因素。過去數月，布蘭特原油價格一直不受地緣政治發展的影響，即使是反叛分子對沙烏地阿拉伯主要產油設施的襲擊也未對市場有持久性的影響。這主要是因為在貿易戰爆發和全球經濟放緩的環境下，整體需求下降；正常日需求量從數年前的1.3至1.4億桶下滑到1億桶左右；而2019年甚至降至略微低於1億桶的水準，市場也預期2020年將呈現類似的情況。若不是因為石油輸出國組織（OPEC）減產，油價的表現可能會更糟。

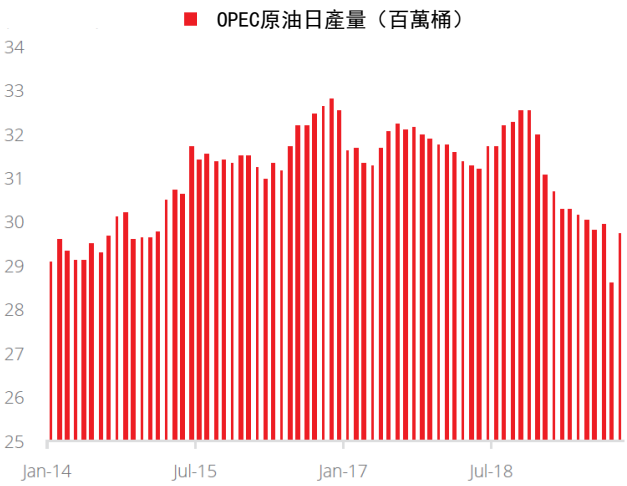
由於供給成長將繼續受到限制；OPEC將維持減產、伊朗遭受制裁（圖17）以及美國產量呈現溫和成長。星展集團預期2020年供需將趨近平衡，並且預期油價將不會有大幅度的下滑。

圖16：2019年全球原油庫存水準呈現上升



資料來源：IEA，星展集團 2019年12月

圖17：沙烏地阿拉伯減產、伊朗制裁和委內瑞拉問題導致OPEC產量下降



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

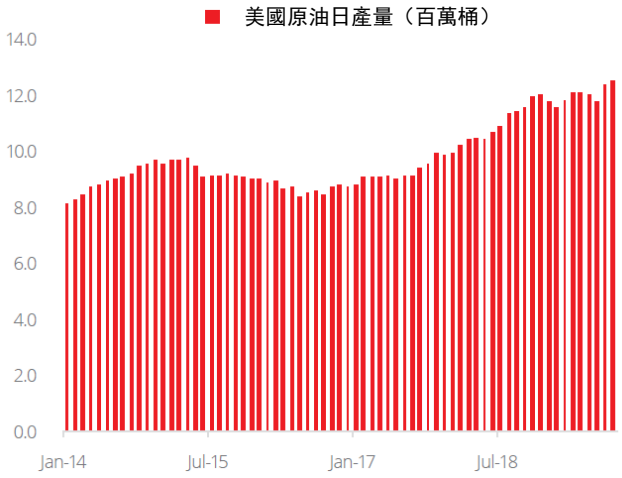
另一方面，2019下半年全球原油庫存仍在繼續成長（圖16），且貿易戰的解決方案仍然很粗略，除非OPEC在未來數月進一步減產或中東的衝突加劇，否則預期油價上漲空間有限。

星展集團預期2020年至2021年的布蘭特原油平均價格將介於每桶60至65美元。2021年，因為美國頁岩油產量的成長可能趨緩，也將抵銷OPEC重新提高產能，因為OPEC每日仍有250萬的剩餘產能。

部份國際機構（如IEA和OPEC），預測2020年非OPEC國家的原油日供給量將以超過200萬桶的速度快速成長，但星展集團認為這種情況發生的機會偏低。由於企業資本支出控制良好，並專注於現金流，美國鑽機數量急劇下降（2019年初至今下降25%，圖19），2020年美國頁岩油日產量的成長可能會放緩至低於100萬桶的水準（圖18），低於2018年與2019年的平均150萬與120萬桶。

預期巴西和挪威為2020年其他供應成長的主要來源；但根據歷史經驗，巴西的成長可能會較為和緩。這些國家不太可能在2021年有再創紀錄的供應成長，因此2021年的供給面成長將較為溫和，OPEC可望控制其供給量。

圖18：2019年美國原油日產量成長可能僅60萬桶



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖19：2019年以來，美國原油鑽機數量減少了25%

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

表1：星展集團基本假設－季度平均油價預估

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	59.5	58.5	63.0	63.0	61.5	60.5	63.5	61.5
西德州中級原油	54.0	53.0	57.5	57.5	56.5	55.5	58.5	56.5

資料來源：彭博，星展集團 2019年11月

表2：主要國家GDP成長率與通膨率預估

	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	5.8	5.6	2.1	2.6	2.3	2.5
香港	3.0	-1.7	1.5	1.5	2.4	2.7	2.5	2.5
印度	7.4	5.0	5.8	6.4	4.0	3.5	4.2	4.5
印度（會計年度基礎）	7.1	6.8	5.0	5.8	3.6	3.4	3.9	4.2
印尼	5.2	5.0	5.0	5.1	3.2	3.1	3.4	3.2
馬來西亞	4.7	4.5	4.6	4.6	1.0	0.9	1.6	1.8
菲律賓	6.2	5.9	6.3	6.3	5.2	2.8	3.5	3.3
新加坡	3.1	0.6	1.4	1.8	0.4	0.6	1.1	1.5
南韓	2.7	2.1	2.4	2.3	1.5	0.5	1.5	1.3
台灣	2.7	2.3	2.0	2.2	1.3	0.7	1.0	1.1
泰國	4.1	2.5	3.0	3.2	1.1	0.8	1.2	1.3
越南	7.1	6.9	6.8	6.7	3.5	2.5	2.9	3.0
歐元區	1.9	1.2	1.3	1.5	1.8	1.2	1.2	1.3
日本	0.8	0.7	0.5	0.9	1.0	0.5	0.7	0.6
美國	2.9	2.2	1.9	1.8	2.0	1.7	1.7	2.0

資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

表3：主要國家政策利率預估

	主要國家政策利率預估							
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
中國	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
印度	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90
印尼	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
新加坡	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
南韓	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
泰國	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
越南	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
美國	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75

資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

Source: Unsplash

美國股市 | 2020年第1季

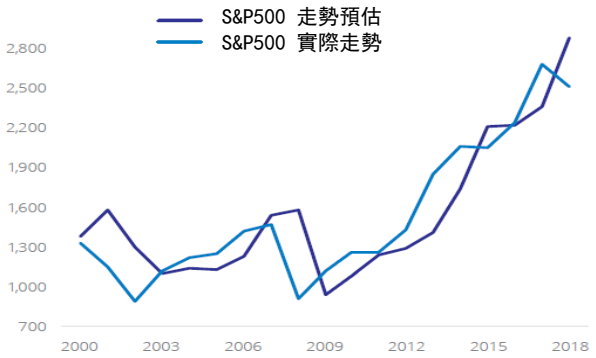
仍有上漲空間

美國股市

新的一年，新的標準普爾500指數（S&P500）走向預估。

觀察歷史數據後，星展集團發現，投資人的偏好在2008年金融海嘯後有所改變。海嘯前，市場對S&P500的展望偏向樂觀，2000年至2008年期間，市場分析師有56%的時間高估美股的表現，美股實際表現平均低於預估8%（圖1）。

圖1：S&P500 預估與實際走勢

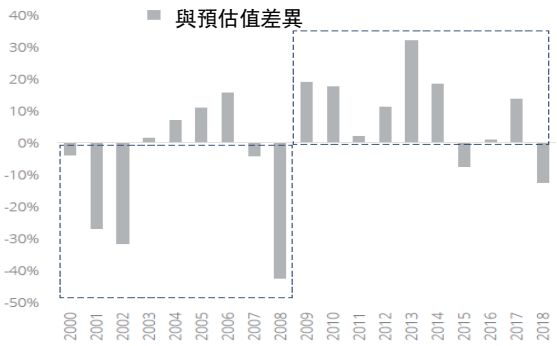


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

但金融海嘯過後事態改變。2009年至2018年專業分析師的展望轉趨保守，有80%的時間低估美股表現，實際表現優於預估9%（圖2）。星展集團認為市場分析師無法準確評估以下事件發展的影響，加深了悲觀的氛圍：

- 寬鬆貨幣政策：美國聯準會在金融海嘯過後採取量化寬鬆措施（QE），使長天期利率下滑，不僅有利風險性資產的評價，同時也引起投資人尋求收益的動機；因此推升對利率敏感的股市。從資金流向數據可發現，投資人低估QE對風險性資產的正面影響。

圖2：歷史走勢與預估值差異

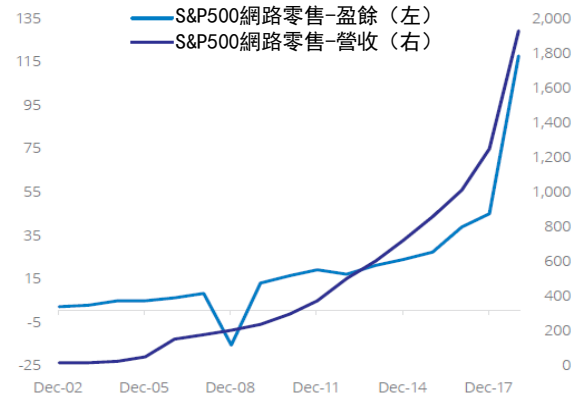


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

- 電子商務的商業化：儘管2000年以後全球網際網路的使用量大幅增加，電子商務做為可獲利的商業模式直到近幾年才開始興起。S&P500網路零售指數的平均盈餘成長突顯此趨勢；2010年至2017年期間的平均盈餘成長為18%，但在2018年顯著提升至166%（圖3）。

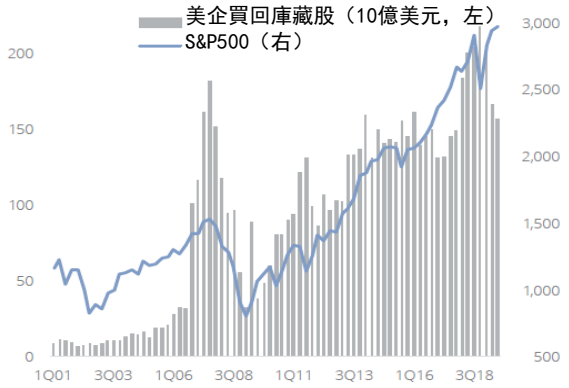
- 美國企業買回庫藏股：過去五年另一個主要推動美股的因素為企業增加買回庫藏股。2001年至2012年期間，企業平均每季買回金額為570億美元，而在2013年至2019年第3季期間，平均每季買回金額提升至1540億美元（圖4）。

圖3：近年電子商務貨幣化的企業模式興起（每股/美元）



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖4：美企買回庫藏股趨勢上升



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

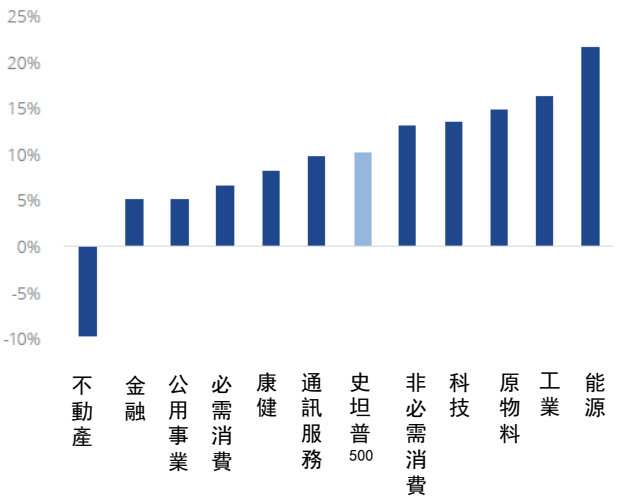
盈餘與評價面：美股2020年可望續漲。星展集團從2018年以來即看好美國股市的表現（圖5），即使在交出亮眼的表現後，星展集團仍維持相對看好美股的觀點。預期（a）盈餘成長和（b）評價面擴張兩個因素的綜合影響將可使美股在2020年持續走揚。

根據市場的預估，美國股市今年的盈餘成長可達10%（圖6），其中以能源（預估成長22%）、工業（16%）、原物料（15%）、非必需消費（13%）和科技（13%）產業的成長較佳。而在上述五個產業中，星展集團相對看好科技、非必需消費和能源產業的表現。而市場唯一預估將呈現盈餘衰退的產業為地產（預估衰退10%）。

圖5：星展集團從2018年以來即看好美國股市的表現

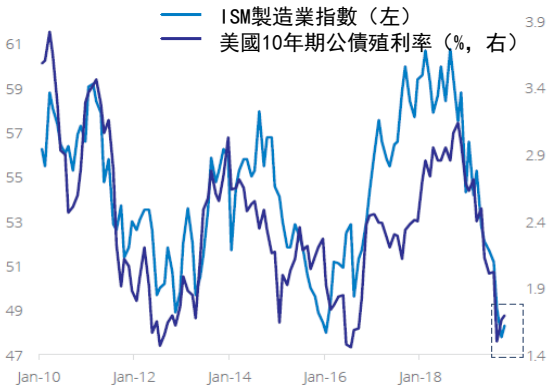
資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖6：2020年美股各產業盈餘成長預估



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖7：美國經濟出現復甦的初步跡象 - ISM製造業指數和美國10年期公債殖利率同步回升



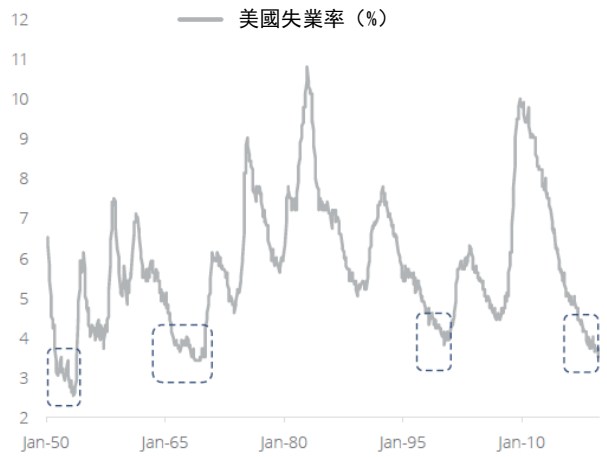
資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

整體而言，受惠於有利的總經環境2020年有較為樂觀的盈餘展望。ISM製造業指數從9月的47.8在10月回升至48.3，顯示美國製造業已經出現初步的復甦跡象。製造業環境改善恰巧與美國10年期公債殖利率觸底回升的時機相符（圖7）。零售銷售則維持穩健，因美國國內消費持續受到強勁就業市場的支撐，10月失業率維持在3.6%的多年低點（圖8）。

評價面部分，目前S&P500的前瞻本益比為18.9倍（圖9），處於長期平均至正1個標準差的範圍內。在目前的週期中前瞻本益比最高達20.1倍（於2017年12月發生），當時中美貿易戰尚未開打。星展集團看好以下因素可使S&P500的評價擴張至相似的水準：

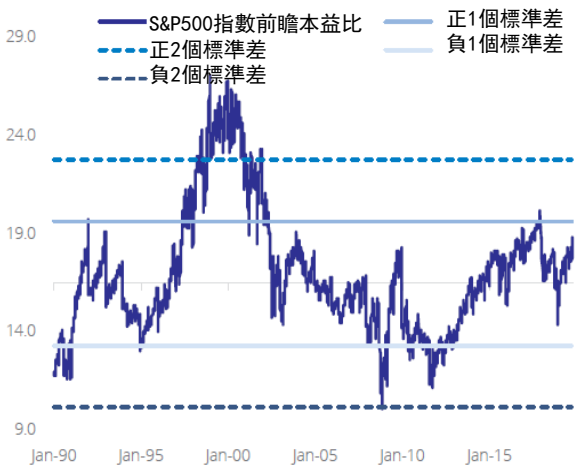
（a）中美貿易緊張關係趨緩
（b）總體經濟展望改善
（c）海外機構資金可能回流

圖8：就業市場強勁支撐內需成長



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖9：美中貿易緊張情勢緩解，S&P500指數本益比有望向上至正1個標準差



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

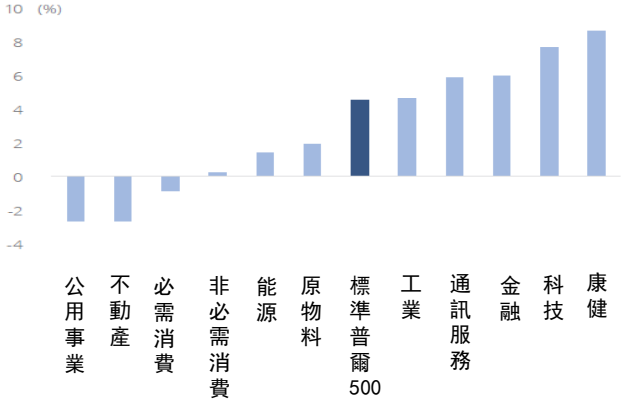
2020年第1季美國股市類股觀點

類股觀點維持不變。星展集團在2019年第4季投資總監洞察中，將能源和房地產業的觀點上調至看好，同時將金融業的觀點下調至看淡。當時星展集團認為利率將處於低點一段時間，且投資人尋求收益的動機將持續數季。但結果卻不如星展集團預期，因中美貿易緊張關係趨緩，使美國公債殖利率回升，金融股因此成為第4季表現最佳的產業之一（圖10）。

展望2020年第1季，星展集團持續看淡金融業的表現。預期（a）疲弱的通膨預期、（b）受壓抑的能源價格以及（c）持續的全球地緣政治不確定性等因素將使美國2年期至10年期公債殖利率曲線轉趨陡峭的趨勢在未來數季受到阻礙，並限制銀行業淨息差（NIM）擴張的狀況。

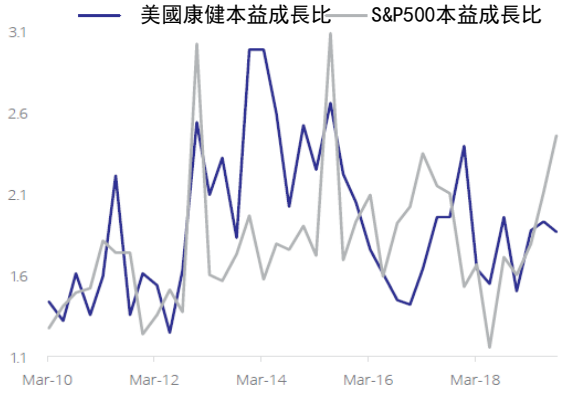
持續佈局美國科技相關和康健產業，藉以參與其成長的機會。隨著美國股市廣泛性的上漲，康健產業在第4季表現最佳，目前的本益成長比（PEG）為1.9，低於整體美國市場的2.5（圖11）。

圖10：美股第4季類股表現



資料來源：彭博，星展集團 2019年11月21日

圖11：康健類股本益成長比低於美國整體市場



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

表1：2020年第1季美國股市類股觀點

	看好	中立	看淡
美國類股	科技	公用事業	金融
	必需消費		原物料
	通訊服務		工業
	非必需消費		
	康健		
	房地產		
	能源		

資料來源：星展集團 2019年12月

表2：美國各類股關鍵數據

	前瞻本益比	本淨比	EV/EBITDA	ROE（%）	ROA（%）	OPM（%）
標準普爾500指數	18.9	3.5	13.5	15.2	3.2	13.0
標準普爾500金融	13.4	1.5	-	10.9	1.3	22.3
標準普爾500能源	20.3	1.5	9.1	5.7	2.8	5.7
標準普爾500科技	21.8	7.4	16.6	29.9	10.5	22.4
標準普爾500原物料	19.9	2.4	11.8	8.2	3.4	9.2
標準普爾500工業	18.9	5.0	12.8	23.1	5.6	11.9
標準普爾500必需消費	20.6	6.1	17.8	21.3	6.2	7.7
標準普爾500非必需消費	22.6	7.9	13.6	30.3	6.3	8.6
標準普爾500通訊服務	18.9	3.4	12.1	14.2	5.4	17.7
標準普爾500公用事業	20.2	2.2	13.0	9.7	2.5	18.9
標準普爾500房地產	36.0	3.8	21.5	10.6	4.1	22.7
標準普爾500康健	16.6	4.4	15.9	16.3	5.7	8.6

資料來源：彭博　2019年11月21日

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

歐洲股市 | 2020年第1季

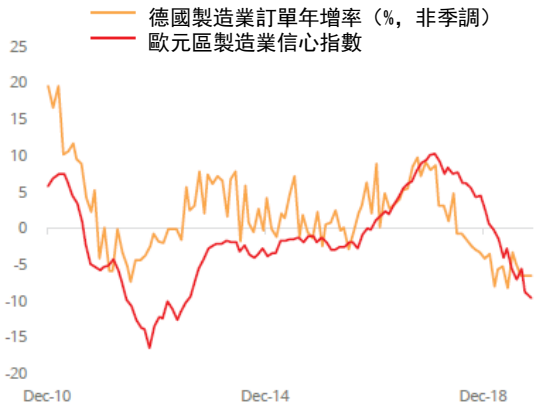
英國的不確定命運

歐洲股市

隨著德拉吉結束8年的任期，市場關注焦點轉移至新上任的歐洲央行（ECB）行長拉加德身上。德拉吉不計一切代價拯救歐元區和單一貨幣系統的宣言為他較廣為人知的事蹟。然而目前歐元區的總經環境仍面臨許多挑戰，如轉差的經濟數據，債築高台的義大利以及與美國之間的貿易緊張關係。

重要的製造業已經陷入萎縮（圖1），且工業生產也呈現下滑，顯示歐元區經濟將面臨進一步下滑的風險（圖2）。

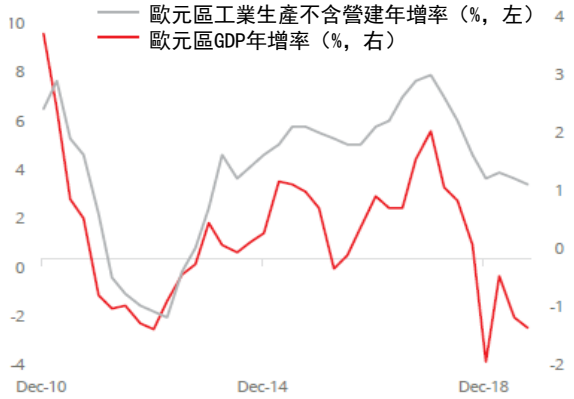
圖1：高頻數據令人擔憂



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

而隨著利率已經降至負值，貨幣政策所能夠達成的效果有限。ECB首次推出

圖2：工業生產預示GDP增長將進一步下滑



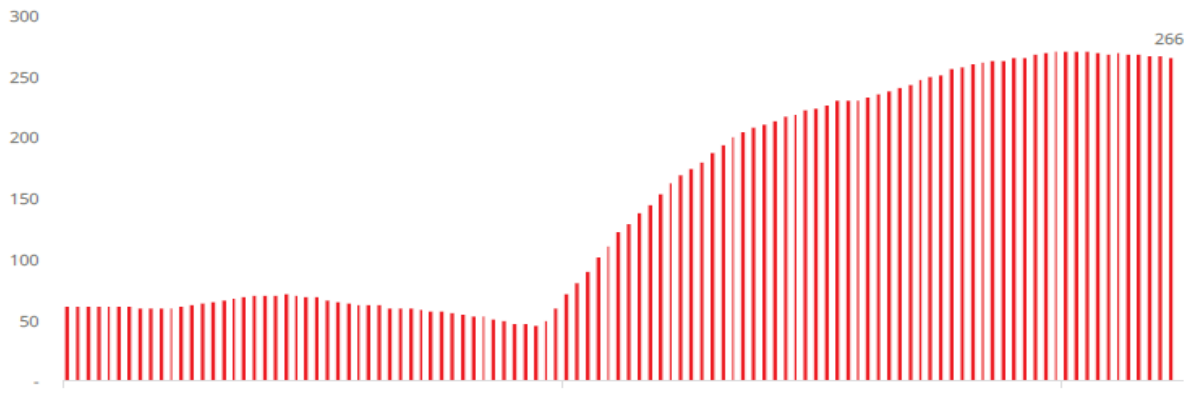
資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

的量化寬鬆措施（QE）已經在2018年結束，而近期再次推出的QE每月購債規模為200億歐元，希望藉此抵銷經濟面臨的下滑風險，並舒緩負利率政策對銀行業資產負債表所帶來的壓力（圖3）。

英國的不確定命運

英國人民透過公投決定脫離歐盟已經經過三年，目前英國（人口數為6600萬）內部對於脫歐協議仍無法達成共識，且與歐盟（人口數為5億）之間也存在不同的意見。英國首相強森（Boris Johnson）曾經誓言無論如何都會在10月31日脫離歐盟，但最後仍被迫提出延長脫歐期限至2020年1月的請求。

圖3：歐洲央行持有債券總額（十億歐元）



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

英國12月12日的國會大選由執政的保守黨獲得多數席位。企業獲利真正面臨挑戰的時間點為英國正式脫歐之後，屆時英國企業可能不再享有跨國境供應鏈、較有利的稅收以及貨品、資本和人力自由流動等特權。

2016年6月脫歐公投以來，英國的GDP成長持續受到壓抑（圖4），且目前尚未出現任何復甦的跡象。同期間，英國股市的表現也落後歐洲股市（圖5）。

受到英國脫歐不確定性的影響，英國企業的資本支出計畫也將維持疲弱。在貿易戰、移民政策和關稅同盟等問題解決前，生產力和薪資成長率將受到壓抑。

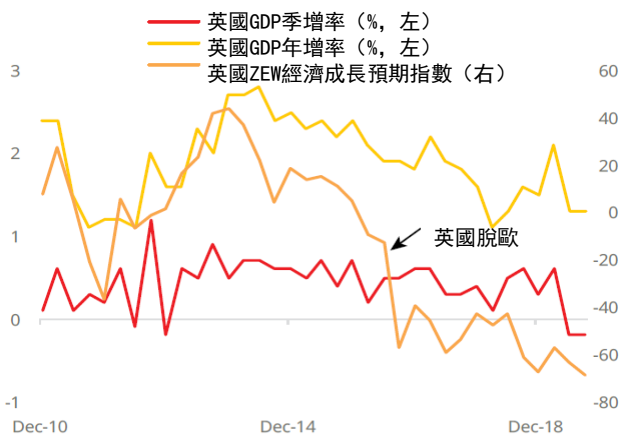
歐洲股市 – 影響力下降

在全球股市指數中，歐洲股市的權重在過去10年下降10%；從29%下降至19%（圖6）。主要因為歐洲較美國缺乏創新的科技產業，使歐洲科技相關產業在全球股市指數中的權重低於6%，而美國科技相關產業的權重則超過30%。

目前全球前50大股票當中，只有五個為歐洲企業，2009年時為12個。目前歐洲前三大企業分別為雀巢（全球排名9）、羅氏（全球排名31）和諾華（全球排名34），而2009年時的歐洲前三大企業分別為匯豐（全球排名4）、英國石油公司BP（全球排名5）和雀巢（全球排名7）。

過去10年，美國和亞洲資本市場不論在代表性和重要性都大過歐洲。而歐洲國內消費和支出的能力正在下滑，主要受到人口老化、歐元區國家政策不同調以及主權債負擔提升的影響。

圖4：英國脫歐不確定性影響經濟成長

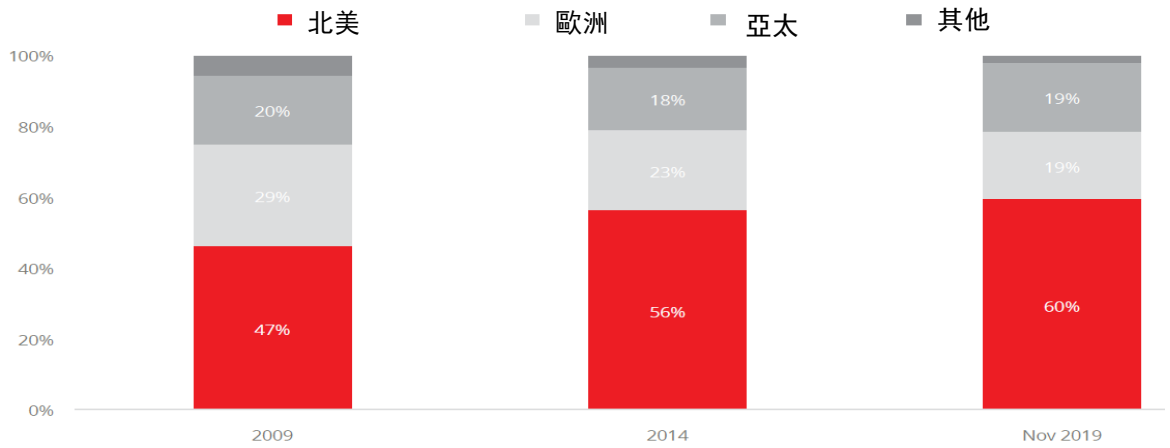


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖5：英國股市的表現也落後歐洲股市

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖6：歐洲股市占全球股市比重下降

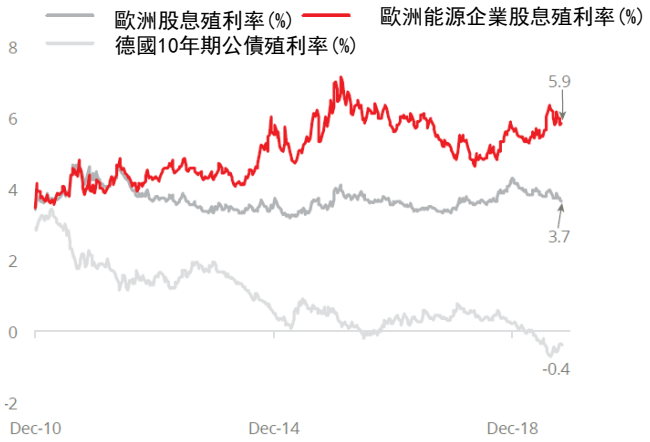


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

股息收益策略 – 具有吸引力

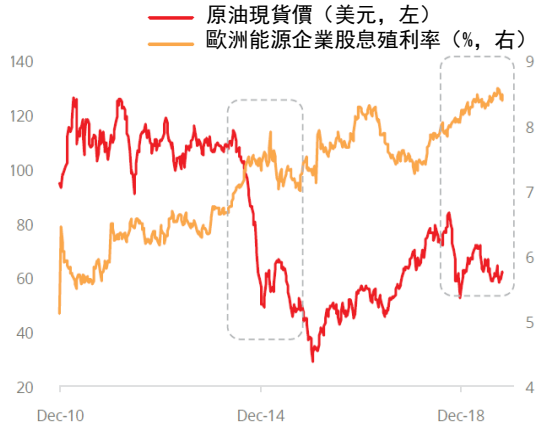
儘管歐洲市場缺乏成長型的股票，但卻擁有高股息股票，為具有吸引力的投資主題。星展集團偏好歐洲綜合能源企業，因其擁有創造高且可持續股息的能力。相較於歐洲負殖利率的公債，突顯了歐洲綜合能源企業的股息殖利率的吸引力（圖7）。儘管油價呈現波動，歐洲綜合能源企業仍然能夠提供穩定的每股股息（圖8），而股息則為總報酬中重要的來源（圖9）。油價在2014年大跌過後，歐洲綜合能源企業採取有紀律的資本支出計畫，加深了星展集團對歐洲綜合能源企業能夠維持高股息殖利率的預期（圖10）。

圖7：歐洲綜合能源企業提供較高的股息殖利率



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖8：發放股息能力不受油價波動影響

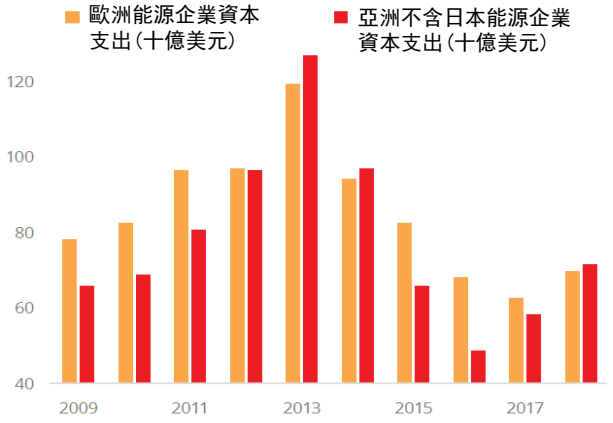


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖9：股息為總報酬中重要的來源

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖10：有紀律的資本支出，提供穩定股息配發



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

舊經濟需較謹慎

反之，星展集團對其他舊經濟的產業持謹慎態度，須注意基本面的改變可能引起市場的重新訂價。如金融業將持續受到負利率政策的影響，可能降低歐洲銀行業的獲利能力，並引起進一步的評價面下滑（圖11）。

電信產業也面臨挑戰。電信業曾經因為類公用事業的商業模式而有穩定的獲利，但隨著資本支出的提升、補貼以及科技的快速改變等不利因素的發展，已經使歐洲電信產業的獲利和每股股息下降（圖12）。

圖11：歐洲金融業將持續受到負利率政策的影響

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖12：歐洲通訊產業長期評價面呈現下滑

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

較弱的歐元有利歐洲企業維持盈餘穩定。過去10年，以歐元計算的歐洲企業每股盈餘大致持穩，但若以美元計算則是下滑17%（圖13）。星展集團認為，以目前的歐洲企業盈餘品質，其評價面偏高（圖14），因此維持看淡的觀點。

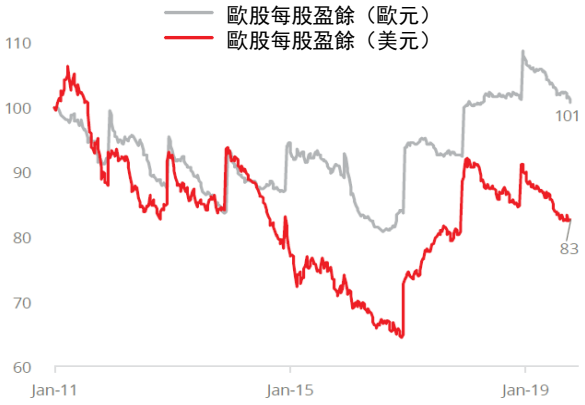
歐洲股市類股觀點

雖然星展集團相對看淡歐洲股市的表現，但相對看好康健、科技、工業和能源產業（表1）。

星展集團認為人口老化的趨勢有利康健產業；而全球康健指數當中有四分之一的企業總部位於歐洲。科技業部份，歐洲科技業專精於晶圓半導體製造設備和IC設計，而兩者皆為智慧型設備和自動化中的重要元件。

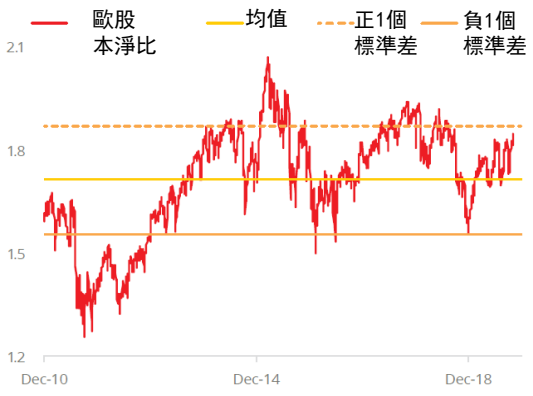
由於歐洲工業品牌為全球機器人產業中的領導者，因此星展集團也相對看好工業。歐洲綜合能源企業具有吸引力的創造收益能力則為相對看好能源產業的因素。

圖13：弱勢歐元支撐歐洲企業盈餘



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖14：歐企盈餘成長減緩，無法支持偏高的評價面



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

表1：2020年第1季歐洲股市類股觀點

	看好	中立	看淡
歐洲類股	康健	必需消費	通訊服務
	科技	原物料	非必需消費
	工業	公用事業	金融
	能源		房地產

資料來源：星展集團 2019年12月

日本股市 | 2020年第1季

奥運的刺激

日本股市

因中美達成貿易協議的希望重燃，日本股市在2019年第4季也呈現上揚走勢。持續的中美貿易緊張局勢已經為日本經濟倚重的出口產業和全球供應鏈前景帶來不確定性，因此日本經濟對貿易談判的進展更為敏感。加上避險情緒會驅動日圓走升，也為日本企業獲利前景蒙上陰影。東證一部指數因市場情緒改善，第4季反彈回升，與去年同期相比的表現在時隔一年後重返正值（圖1）。

圖1：東證一部指數年度報酬率，回復至正值

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

2020年經濟與成長展望仍會較疲弱。作為成熟經濟體的日本，其GDP將持續以約1%的較低速度成長（日本的潛在成長率）。日本央行（BOJ）預估GDP成長率須等到2021會計年度才會逐漸回升至潛在成長率的水準（表1），而短期和長期利率均將維持在“目前低位或更低水準”，且財政刺激措施將全面“支持經濟發展”。

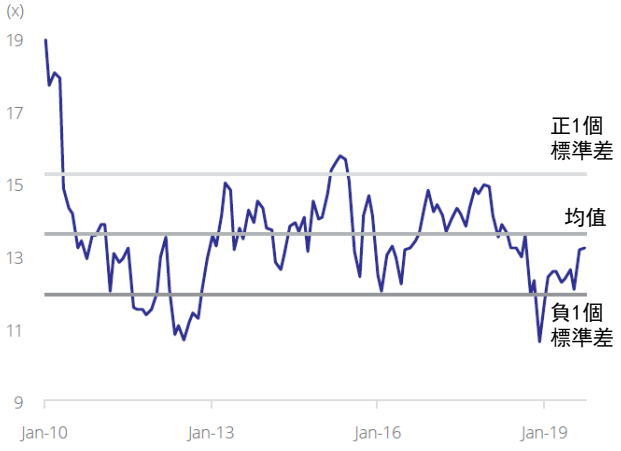
表1：日本央行對經濟成長和通膨預估值

	FY19	FY20	FY21	長期潛在目標
GDP 成長率	0.6%	0.7%	1.0%	1.0%
核心CPI（不含消費稅）	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%

FY：會計年度
資料來源：日本銀行，星展集團 2019年12月

企業獲利改善。相較於歷史數據，目前的日本企業獲利成長預估偏低，但未來數年可能出現適度成長（圖2）。顯示市場認為目前已經度過經濟週期最艱難的時刻。以評價面而言，無論與歷史水準相比還是與其他成熟市場相比，日本市場都不算昂貴。

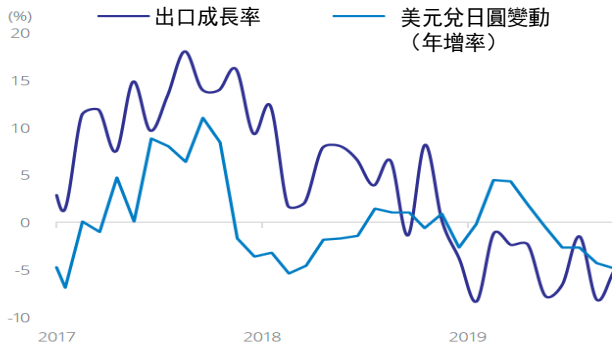
圖2：日股未來12個月前瞻本益比



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

總體經濟方面仍將面臨挑戰。在全球經濟疲軟的環境下，許多投資人會認為在日本市場投資將充滿挑戰。由於日本的出口與工業活動受海外環境的影響較大，為成熟市場中最具週期性的市場。目前日本股市觸底反彈與復甦的階段是否能夠持續的不確定性、以及日圓走向及其對出口的影響，均影響日股的短期展望。

圖3：日本出口成長率與美元兌日圓匯率變動率



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

同時，“日本化”可能會為投資人對日股的長期展望帶來負面影響。“日本化”為經濟學家用以形容日本長期對抗通貨緊縮與經濟成長疲弱的詞彙，同時日本政府使用非常規的貨幣刺激措施壓低利率至負值，希望引起通貨再膨脹以刺激經濟成長。另一方面，長期的結構性挑戰，如人口老化和人口萎縮，也讓投資人認為日本經濟已身處危機之中。

當負利率政策對經濟成長的影響似乎弊多利少時，日本央行與全球其他央行陸續呼籲政府採取財政刺激措施。或許在目前的狀況下，央行仍可採取進一步的寬鬆貨幣政策，但星展集團不排除在下一次經濟成長下滑時，以財政政策作為首選的可能性。

長期贏家的應對策略。由於經濟展望仍存在較多不確定因素（如中美貿易談判的進展），且人口結構變化不利於日本的長期展望，因此星展集團認為，應佈局著重於日本轉型趨勢的企業。如人口結構的變化（人口老化、勞動力短缺）、全球千禧世代生活方式的轉變（消費模式改變、遊戲文化的興起、不同的休閒活動）以及物聯網（電子商務、雲端計算、自動化）。採取策略適應上述長期趨勢的企業將是長期的贏家。

2020年日本市場的亮點將是東京夏季奧運會。星展集團認為，2020年東京奧運會有利日本文化、食品和飲料、品牌以及旅遊產業，投資人可佈局將受惠的相關產業。

東京2020年奧運和殘障奧運吉祥物

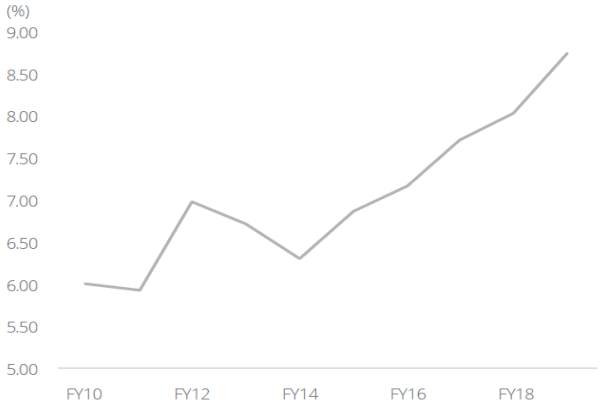
資料來源：Tokyo 2020 Olympics and Paralympic Games mascots. ©Tokyo 2020

2020年東京奧運將於7月24日至8月9日舉行，除了促進旅遊業的發展之外，也會對不同產業的眾多企業帶來正面影響。隨著乘客量的增加，日本各鐵路公司將會受惠。

消費產業部分，日本化妝品與折扣店都受到遊客的青睞。而考慮到奧運盛事對兼職人員需求將顯著增加，招聘公司的兼職匹配業務也可能提升。

可以參考2019年9月至11月在日本舉辦的2019年橄欖球世界盃作為依據；截至發稿時尚未公佈官方遊客人數，但第三方的數據十分振奮人心。雖然賽事期間日本受到颱風侵襲，也因此取消了部分比賽，但數據指出淘汰賽階段的門票幾乎售完。此外，日經新聞的調查發現，觀賞2019年橄欖球世界盃的遊客花費較亞洲遊客平均多出一倍，尤其是在住宿方面，因為停留的時間更長，且每晚住宿費更高（可能因世界盃賽事期間季節性較高的定價）。上述狀況支持了星展集團的觀點，2020年東京奧運會有利日本相關產業。

圖4：日本IT服務部門的平均營業利潤率持續上升



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

數個因素推動日本國內資訊科技（IT）支出的成長，並使IT服務產業受惠。（1）人口老化導致勞動力嚴重短缺；（2）工作方式改革；（3）新一代IT技術的興起，如雲端計算、大數據與人工智慧（AI）。日本IT服務產業幾乎完全專注於國內市場，因此可幫助企業避免受到中美貿易戰的影響，同時也突顯出此產業長期的成長展望，在目前的日本市場中十分少見。

受兩大主要因素影響，IT產業的營業利潤率不斷提升：（1）產品組合轉向具有更高附加值且與諮詢相關的業務，而非利潤率較低的IT設備分銷與租賃業務。隨著大數據、AI和更多雲端計算相關系統的出現，IT產業變得更為複雜，且此轉變很可能會持續，並進一步推升利潤率。（2）由於日本勞動力持續短缺，對IT服務的需求變得更為迫切。在此環境下，IT服務企業可通過精選服務專案或具有更高的定價權，專注於提升獲利。但整體經濟放緩仍為IT產業的主要風險。

表2：日本投資主題受惠產業

投資主題	受惠產業
人口老化/人力短缺	製藥業
	醫療裝置
	康健服務
	IT服務
	人力資源服務/招募
奧運/旅遊	化粧品
	折扣商店
	鐵路運輸
科技	IT服務
	電子商務
	金融科技
	自動化
	電子遊戲
	半導體
財政刺激	營建

資料來源：星展集團 2019年12月

亞洲不含日本股市 | 2020年第1季

價值重估

亞洲不含日本股市

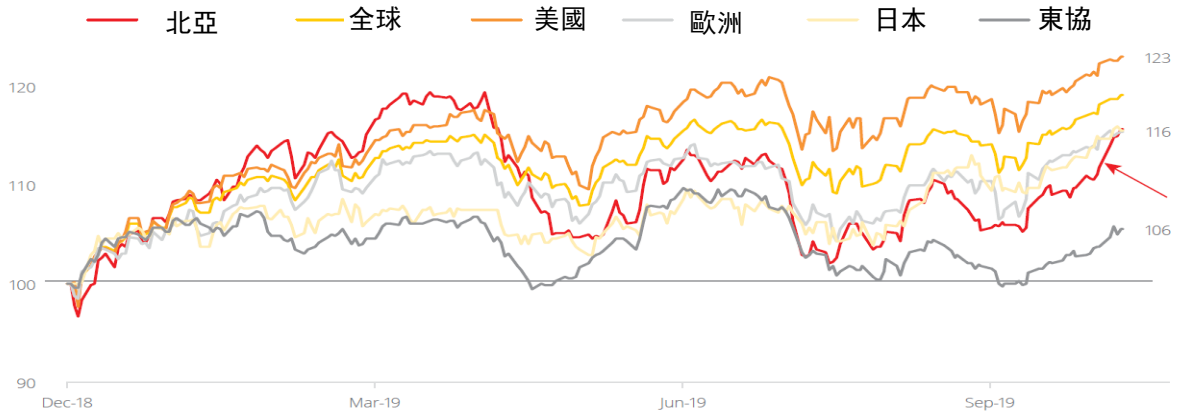
從2018年初中美貿易戰展開以來，亞洲不含日本股市的氛圍多受到壓抑。同期間，亞洲國家採取數次寬鬆的政策以緩衝貿易戰所帶來的負面影響；相關措施包含一系列的財政刺激措施、寬鬆貨幣政策以及企圖在充滿海外不確定性的環境下提振內需的結構性改革。

貿易緊張關係壓抑全球經濟成長。如美國2019年第3季製造業生產顯著下滑、英國工業生產成長率則創2013年第3季以來最低以及面臨步入技術性經濟衰退風險的德國。亞洲部份，中國經濟成長也出現減緩的狀況。

貿易緊張關係在2019年第4季開始出現緩和的跡象，市場的樂觀氛圍因此開始提升。北亞股市表現較佳，與美國和其他成熟市場相比有落後補漲的狀況（圖1）。若中美能夠達成第一階段的貿易協議，星展集團預期市場信心將因此回復，且可能引起企業資產支出的回升。

目前亞洲不含日本股市的盈餘殖利率達7%，高於美國10年期公債殖利率，可望為亞洲不含日本股市帶來支撐（圖2）。其他評價面指標，如較高的自由現金流殖利率以及較低的本淨比也有利亞洲不含日本股市（圖3）。星展集團看好在投資人對基本面重拾信心後，亞洲不含日本股市可望有正面的價值重估（re-rating）。

圖1：北亞股市回升



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖2：亞洲不含日本股市盈餘殖利率與美國10年期公債殖利率

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖3：評值和自由現金流殖利率走向可望一致

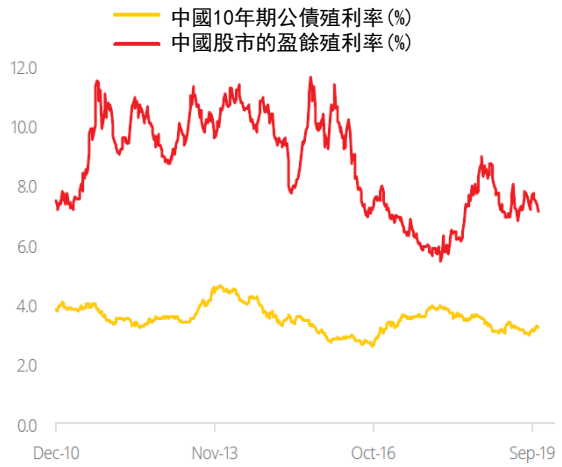
資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

星展集團自2019年初開始即看好中國股市，其中相對看好可受惠於國內消費趨勢、人口老化等題材的類股。今年以來，中國A股累積上漲22%，表現優於整體亞洲不含日本股市的15%，因投資人對長期國內需求持樂觀態度。

中國股市的盈餘殖利率達8%，與中國10年期公債殖利率的利差處於3%-4%之間震盪（圖4），這將有利中國股市的表現。而近期上海浦東發展銀行發行可轉換債券的認購比例超過300倍，顯示出投資人對中國資本市場的信心。

國內企業展示其在不同經濟週期中創造收入和盈餘的能力。目前的每股收入和每股營業利潤約為金融海嘯時期的3倍；在中國進行經濟和資本市場轉型的同時，企業自由現金流也顯著增加（圖5）。

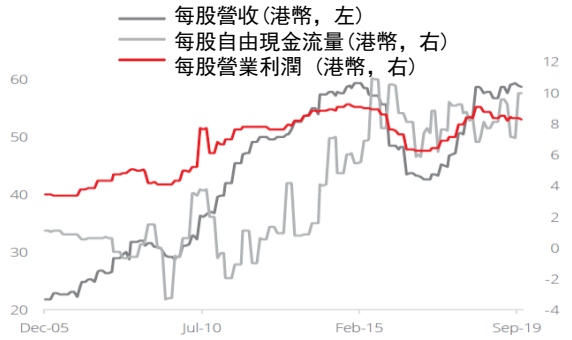
圖4：股市的盈餘殖利率高於債市殖利率



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

人口結構轉變：在人口高達14億的中國，人口結構轉向中年以及較長的預期壽命（圖6），創造了中國的長期投資題材。

圖5：中國企業的營收和利潤不斷增長



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

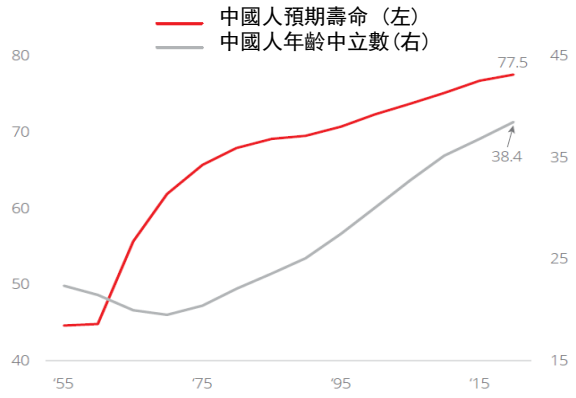
中國的藥物相關消費達1226億美元，在2017年為新興市場中最大的藥物消費市場，全球排名第二。預估至2022年，中國藥物市場規模可達1450-1750億美元。

目前中國的康健相關支出佔GDP比仍較低，而隨著人口老化以及家庭收入提升，預期將刺激康健相關的需求。

都市化：預期中國將出現更多大型城市，都市化比例將於2020年達到60%（圖7）。目前中國人口數前五的城市為上海、北京、天津、廣州以及深圳，但佔中國總人口數只有5%，即使前十大城市的人口數也只佔總人口數的8%。截至2018年底，有18個城市的人口數超過500萬，預期未來此數量將持續成長。

中國14億的人口約佔全球人口的五分之一，其中3420萬人的年齡介於25至54歲，超過全球人口數排名第三的美國（3300萬）。

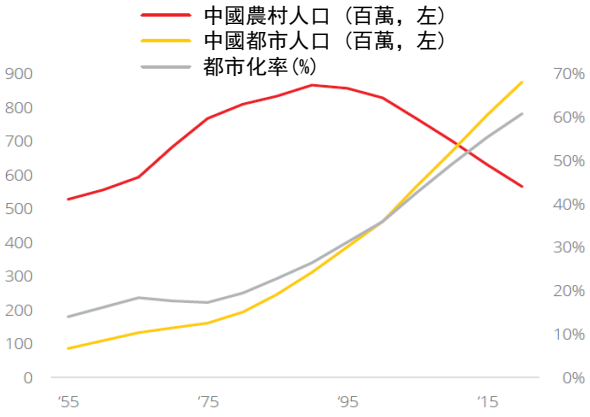
圖6：長壽為新常態



資料來源：Worldometers，星展集團 2019年12月

快速的都市化以及巨型城市的出現，長期而言將會刺激內需，且在地產、康健、保險、教育、高端消費、飲食以及旅遊等產業都可創造龐大的投資機會。

圖7：都市化提供投資機會



資料來源：Worldometers，星展集團 2019年12月

圖8：中國大型銀行享有較高股息殖利率

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

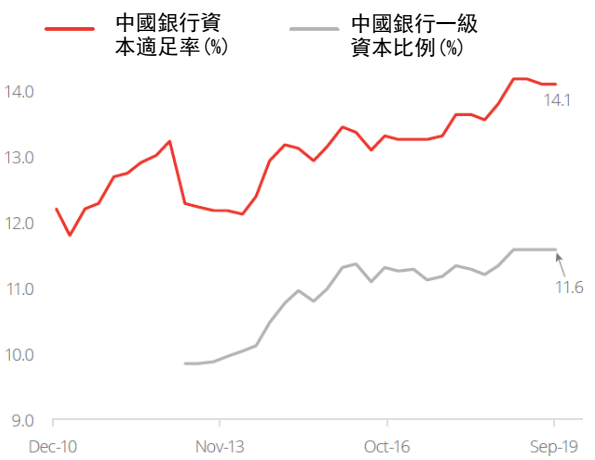
圖9：股利為投資人帶來紅利

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

即使中國前四大銀行股在2019年第3季已經上漲9%，星展集團仍看好中國金融業的投資主題。中國大型銀行具有6%的股息殖利率（圖8），為投資總監槓鈴式投資策略中重要的創造收益配置。星展集團認為長期而言，股息收益將為總報酬中重要的一部分。過去五年，中國金融股包含股息收益的總報酬達46%，其中資本利得只有20%（圖9）。

中國銀行業的資本適足率達14%，且一級資本比例接近12%（圖10），顯著高於巴塞爾協議III所要求的10.5%。而中國金融股的前瞻本淨比只有0.7倍（圖11），具有評價面的吸引力為星展集團持續看好的因素之一。

圖10：中國銀行具足夠的資本緩衝



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

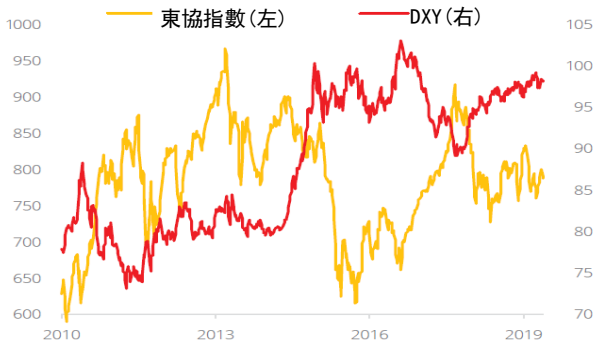
圖11：中國銀行業評價面具吸引力

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

即使在低債券殖利率的環境下，受到全球經濟展望轉差的影響，東協市場的投資氛圍仍較謹慎。貿易戰的升溫使國際貨幣基金組織（IMF）在2019年共下調全球經濟成長預估三次至3.0%，為2008年金融海嘯以來最低。

預期東協經濟體的2019年GDP將成長4.6%，並在2020年提升至4.8%，顯著高於全球經濟成長。而新興市場的利差交易若要重回投資人的青睞，則需要有利的美元走勢（圖12）和低債券殖利率環境的幫助。

圖12：東協股市與美元指數（DXY）呈逆相關



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

以目前的狀況而言，儘管美元似乎有觸頂的跡象，但由於全球經濟所面臨的挑戰仍未排除，避險需求仍將為美元帶來支撐。同時全球債券殖利率已從低點反彈回升，且隨著全球央行警惕負殖利率債券可能帶來的負面影響，利率可望開始正常化。

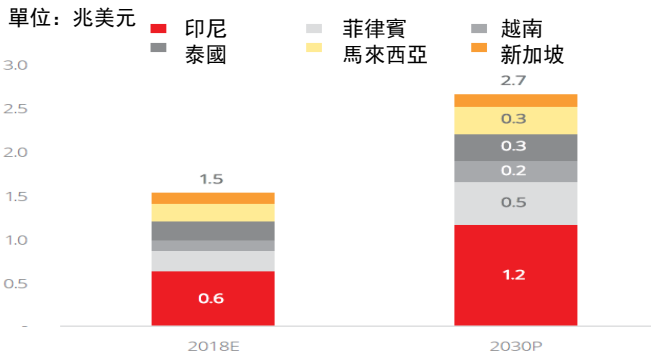
東協股市當中，星展集團嘗試找尋受惠於具有可持續性且表現亮眼的長期成長趨勢的贏家。而在低利率的環境下，星展集團同時看好可受惠於尋求收益動機的高股息收益產業。以現金流折現的角度而言，具有循環收益的企業其評價將受到支撐。

東協市場投資主題

印尼消費：有利的人口結構將支撐印尼市場的表現。印尼為亞洲當中人口第三大的國家，且勞動人口佔總人口的比例較高。其中家庭消費領先其他東協國家，佔整體東協的42%（圖13）。此環境可望吸引消費品牌跨足印尼市場。印尼同時也為東協國家當中最大的電子商務市場，因總統佐科威（Joko Widodo）推動數位化經濟，私募基金持續投入數位化的新創產業。

消費產業可望成為長期贏家。而通訊和銀行產業可能成為類消費產業，因其擁有巨大的客戶群，可望受惠於數位化經濟。

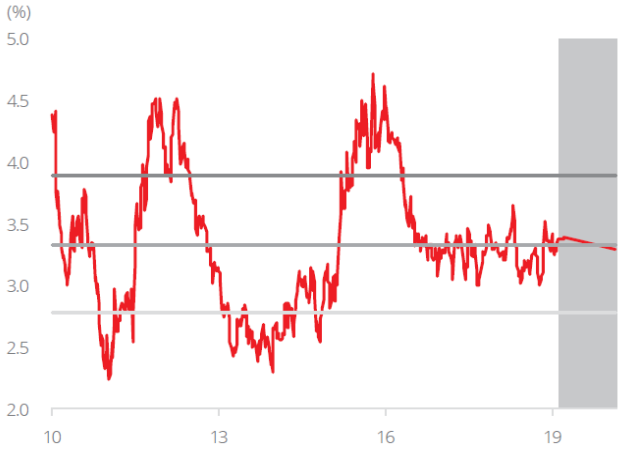
圖13：東協國家家計消費，印尼家庭消費領先其他東協國家，佔整體東協的42%，預估將上升至49%



資料來源：CEIC，星展集團 2019年12月

新加坡不動產投資信託（S-REITs）：儘管S-REITs殖利率大幅下滑的狀況應該已經結束，S-REITs仍可受惠於（1）低融資成本、（2）增益型併購以提升收益以及（3）可允許負債比例可能提升等利多因素。近期部份REITs納入指數有利擴大此產業的投資人類型和數量。圖14顯示，即使新加坡10年期公債殖利率在2020年預期會上揚30個基點，S-REITs的評價仍可望受到支撐。星展集團預期股息平均可望成長3%。

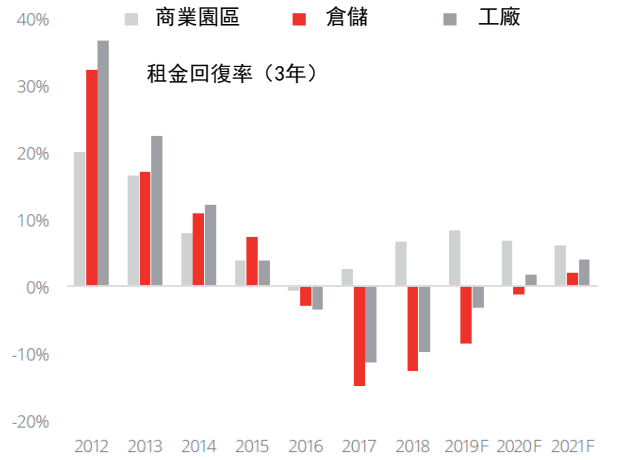
圖14：新加坡不動產投資信託（S-REITs）股息高於新加坡10年期公債殖利率



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月
灰色區塊為預估值

星展集團偏好具有收益和成長的S-REITs，也偏好工業REITs。此產業的焦點從轉注於平面工廠，逐漸開始納入商業園區和數據中心的資產（圖15）。電子商務產業興起和企業移出中國以多元化營運地區將有利於工業、物流和倉儲的需求。新加坡地區性轉運中心的地位將受惠於此新的趨勢。

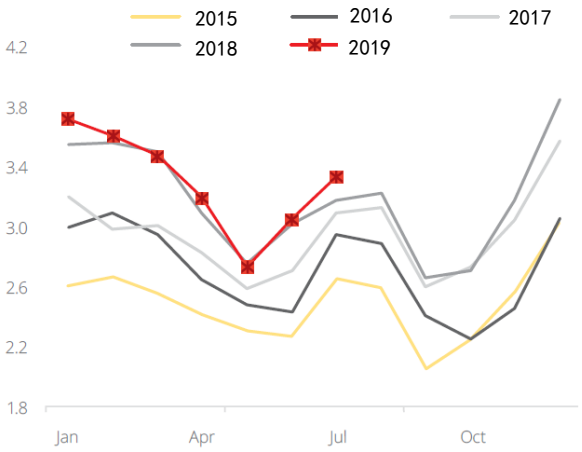
圖15：由於需求穩定且供應減少，租金率已從2017年的下降趨勢逆轉。 亮點在商業園區



資料來源：JTC, URA ，彭博，星展集團 2019年12月

泰國旅遊業：星展集團也看好泰國旅遊產業成為長期贏家。旅遊業佔泰國GDP約為10%，若將間接影響也納入考量，佔比為20%，且預期可在2030年提升至30%。在泰國經濟成長減緩的狀況下，做為成長引擎的旅遊業可望成為官方刺激政策的重點。可望受惠的產業包含機場營運商、旅館、觀光相關的零售產業鏈。

圖16：泰國遊客到訪符合季節性

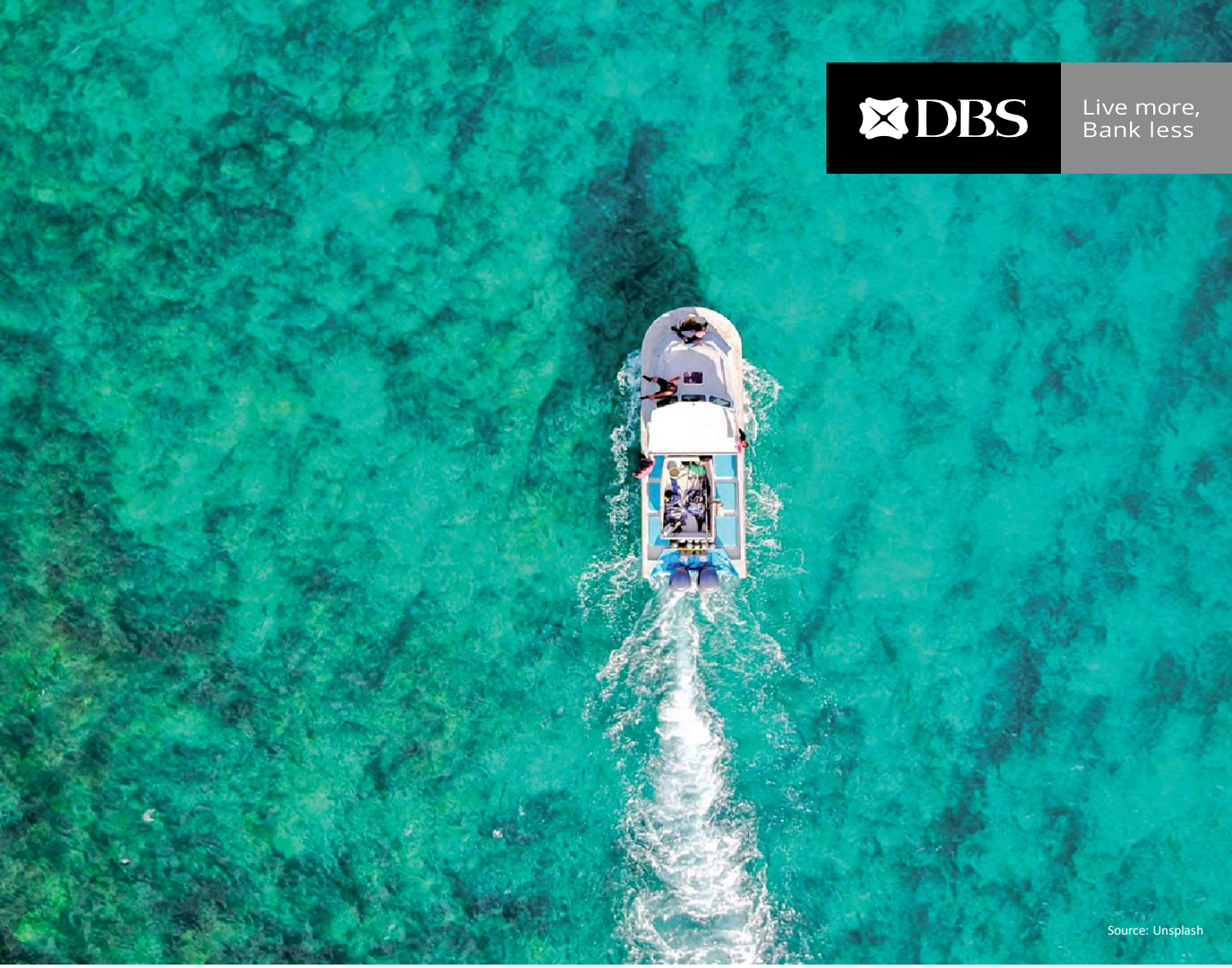


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

表1：亞洲投資主題

投資主題	投資主題
半導體與電競	北亞IC設計和晶圓代工
人口老化	保險
股息收益	中國大型銀行
	新加坡REITs
旅遊	機場
亞洲內需	中國電子商務
	印尼消費
	越南消費替代品
中國貿易多元化	新加坡和泰國工業地產
政府刺激措施	中國銀行業
市場改革	中國A股
	越南

資料來源：星展集團 2019年12月



全球利率 | 2020年第1季

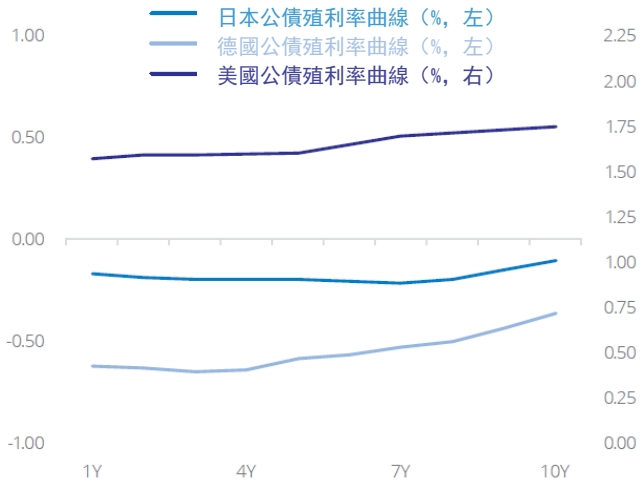
暫停進一步寬鬆

全球利率

2020年美國、歐元區與日本（G-3）貨幣政策可能暫停更進一步寬鬆的措施。事實上，由於製造業/電子業情勢持續呈現下滑，使2019年全球經濟成長具有挑戰性。中美貿易戰帶來的更多不確定性因素也削弱了市場氛圍，並拖累了投資成長。因此，美國聯準會（FED）和歐洲央行（ECB）都加大了支撐經濟成長的力度，而日本央行（BOJ）在已經採取了多年的積極寬鬆政策後，則是維持政策不變。

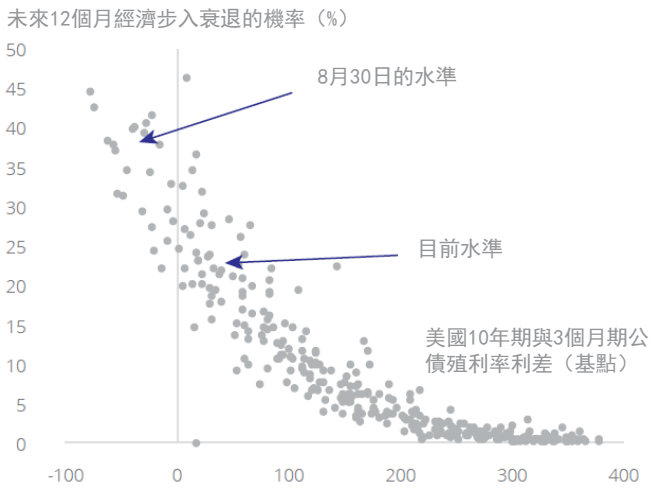
貨幣政策達到極限？ECB和BOJ的寬鬆貨幣政策可能已達到極限。星展集團觀察到，政策制定者們正面臨越來越多人反對過度平坦的殖利率曲線和過低的利率。同時，低利率可能會損害金融機構的運作能力。對FED而言，累計降息75個基點應被視為周期中期的調整。星展集團認為目前採取寬鬆或緊縮政策都門檻都更高了，並持續預期2020年FED將維持利率不變。

圖1：G3國家公債殖利率曲線轉趨陡峭



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

圖2：經濟衰退風險下降



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

初步跡象顯示，全球電子業在2019年第4季出現了轉機，這將在2020年上半年轉化為更好的數據（圖3）。製造業成長放緩是影響全球成長的最大因素；然而，隨著南韓和台灣地區電子業庫存開始下降，供給過剩的情況可望趨緩，進而結束近兩年的疲軟態勢。隨著製造業重新貢獻GDP成長，整體成長數據將可望逐漸改善。

刺激措施改為以財政政策為主。星展集團認為未來數季政策面將從2019年單純的採取寬鬆貨幣政策，轉為較積極的財政支出。在美國總統川普（Donald Trump）採取減稅措施後，由於企業營收成長趨緩，目前只有美國在執行擴張性財政政策。日本則是在10月上調了消費稅。德國部份，即使經濟勉強避免了技術性衰退，但仍然不願增加支出。由於對成長的擔憂持續存在，G3可能採取適度的寬鬆政策。

圖3：製造業出現觸底的初步跡象？

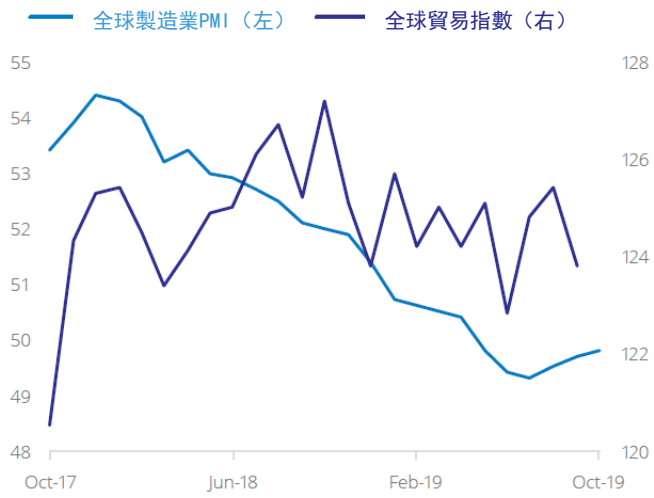


圖4：經濟衰退風險下降；殖利率曲線將轉趨陡峭

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

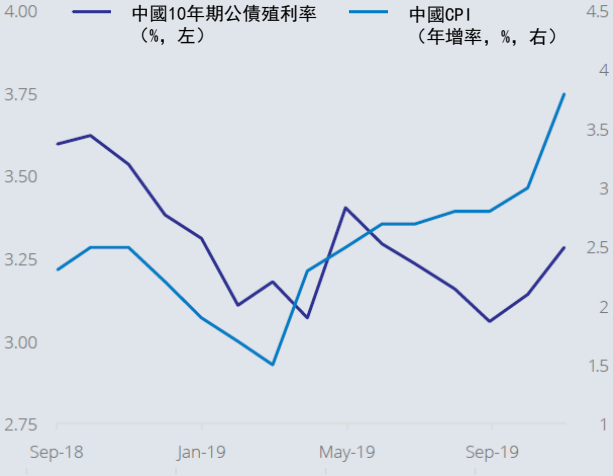
基於這些因素，星展集團預期G3國家的殖利率曲線將出現適度的上揚（趨於陡峭，圖1、2）。短期利率可能會大致持穩，因為主要央行將維持政策利率不變。但是，長期利率將因成長動能改善而上升（圖4）。

亞洲利率

中國利率：審慎樂觀

中國人民銀行（PBOC）審慎的寬鬆貨幣政策在2020年可望支撐公債和利率。債券投資人對2019年表現大失所望，當時PBOC採取了較市場預期更嚴格的寬鬆政策。總報酬而言，中國公債的表現顯然不如其他國家公債。2019年以來，一年期MLF利率僅降低了5個基點，而FED則是降息75個基點。對於更長天期的債券，差異甚至更加明顯。2018年底以來，中國10年期公債殖利率下滑不到10個基點；相較之下，美國10年期公債殖利率同期下降了約75個基點。

偏高的通膨率抑制中國公債價格的表現



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

星展集團認為，到2020年PBOC可隨其他國家央行再降息5至10個基點。由於整體GDP成長率可能降至6%以下，並且消費者物價指數（CPI）也開始下滑（隨著豬肉價格不再顯著上揚），目前的殖利率水準偏高。星展集團預期未來數季10年期公債殖利率將下滑至接近3%，但跌破3%的機會偏低。

印尼盾利率：未來將逐漸放鬆

隨著成長放緩，印尼央行（BI）可能在2020年之前均維持寬鬆的傾向。這將支撐未來數月短天期公債的表現。全球經濟成長趨緩和大宗商品價格下跌對經濟活動產生衝擊。然而，偏高的經常帳赤字以及對財政支出的限制（赤字上限為GDP的3%）顯示，官方能提出更多支出的空間有限。最良好的情況下，2020年的財政政策對經濟的助益將維持中性水準。

在此環境下，星展集團認為貨幣政策較可能是支撐經濟成長的重點。BI近幾個月採取了較為積極的措施；2019年中以來已降息100個基點，略微高於2018年時升息幅度的一半。可以肯定的是，部分流動性的改善已經引導3個月Jibor與7天回購利差的下滑；但商業借貸成本卻未明顯改變，這顯示需要進一步降息。

印尼盾短天期利率獲得支撐

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

印度盧比利率：轉為趨於平坦

星展集團認為2020年初印度公債將有不錯的表現，但對更長遠的財政問題有所擔憂。印度央行（RBI）一直在積極採取寬鬆政策，但星展集團認為降息的空間有限。如此一來，陡峭的印度公債殖利率曲線開始顯得有壓力。值得注意的是，10年期與2年期公債殖利率利差（約98個基點）高於5年均值約2.5個標準差的情況偏高；星展集團認為，即使短期利率受低利率影響，但再下滑的空間也相當有限。

長期利率一直是預算的主要憂慮。短期利率的表現良好，因為低通膨支持寬鬆的貨幣政策；但這樣的情況在未來數季可能有所改變。通膨和財政疑慮之間的相互作用將為需要關注的焦點。星展集團認為殖利率曲線將趨於平坦化的方式有兩個可能性。在良好的情況下，通貨膨脹預期下降，財政憂慮緩解，從而使長天期利率下滑；但在更具挑戰性的環境下，財政和通貨膨脹的擔憂加劇了目前表現不佳的情況，短天期利率可能上揚，並使殖利率曲線轉趨平坦。

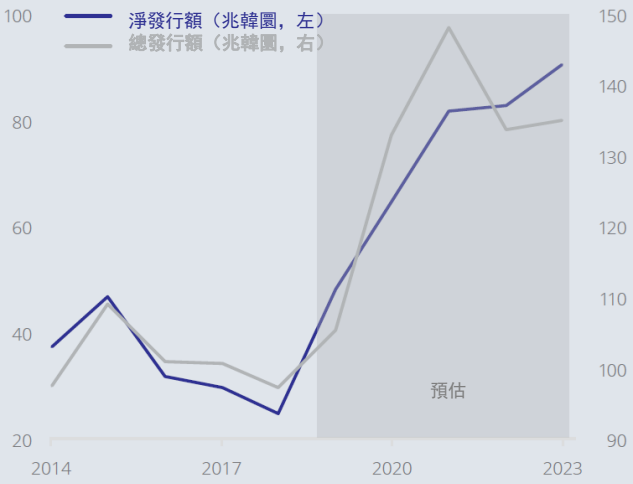
殖利率曲線轉趨平坦

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

韓圜利率：受美中貿易協商情勢影響的程度偏高

美中貿易談判的情緒改善令韓國公債（KTB）殖利率反彈，因市場預期南韓經濟活動將觸底反彈。即使近期經濟數據沒有明顯好轉，殖利率水準仍可能過度反應貿易談判的變化。短期內，KTB將持續受美中貿易談判情勢的影響；由於美中談判仍存在變數，星展集團對KTB持中立的看法；此外，未來數年還需要觀察南韓的擴張性預算情況（公債供給面的風險）。根據2020年預算案，政府債務佔GDP的比率將從2019年的37.1%上升到2023年的46.4%。根據這些數據，星展集團的預測顯示，總發行額和淨發行額在未來數年將大幅增加。年度淨發行量可能會從25至50兆韓圜的區間（2016年至2019年）升至65至90兆韓圜的區間（2020年至2023年預估值）。

南韓公債的年度發行量可能大幅提升



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

馬幣利率：仍被列於富時羅素（FTSE Russell）移出指數的觀察名單上，且評價面已經偏貴

星展集團對馬幣利率持中立偏看淡的觀點。由於2020年將縮減擴張性財政政策以及持續性的經濟成長下滑風險，境內交換利率顯示馬來西亞央行（BNM）在2020年中再降息一次的可能性為中立偏高。但是，星展集團認為當前的政策立場和利率具有足夠的適應性，因此，BNM可能會維持利率不變。馬來西亞公債仍被列入富時羅素（FTSE Russell）的觀察名單中，有可能從富時世界政府債券指數（WGBI）中排除，下一次審查定於2020年3月。自2019年9月的最新審查沒有被排除以來，馬來西亞債券反應許多利多因素已有不錯表現。考慮到偏高的評價和揮之不去被移出指數的風險，星展集團持較謹慎態度。

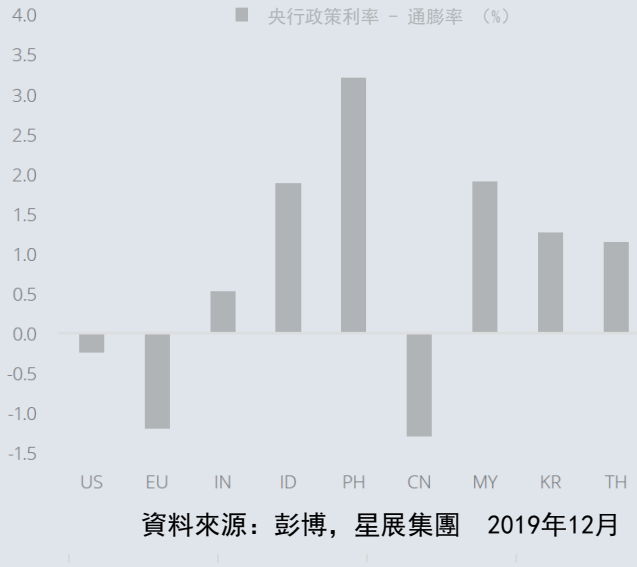
交換利率顯示市場預期2020年BNM將再降息一次

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

菲律賓披索利率：持續表現佳的一年

即使2019年已經有不錯的表現，星展集團仍然看好菲律賓公債（RPGB）。國內情勢仍是主要因素，進而使殖利率維持低點。目前實際利率仍然較高的情況下，菲律賓央行（BSP）可能藉降息支持經濟成長，進一步反轉2018年的升息。繼續分階段降低存款準備金率也將增加流動性，有助於減輕利率上揚壓力（如弱勢菲律賓披索）。考慮到目前總體經濟的環境，RPGB與其他亞洲債券有很多相似之處。相對於其他亞洲經濟體，菲律賓的經濟前景所面臨的挑戰較小。強勁的成長情勢有利信貸指標，並可能轉化為較低的借貸成本。就風險特徵而言，星展集團看好RPGB對中美貿易談判的較低的敏感度，並且藉由陡峭的殖利率曲線和健康的利差提供較佳的收益。

實際利率高，菲律賓央行（BSP）有降息空間



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

新幣利率：有利的環境

2020年，相對於美元利率而言，新幣利率的表現將變得更加有利。首先，星展集團認為美國聯準會（FED）很大程度上已完成了降息措施（2019年降息三次），且預期FED在2020年將維持利率不變。在此環境下，星展集團認為短期新幣利率將呈現橫盤整理。其次，出口週期可能會出現溫和反彈。若是如此，市場的樂觀情緒可能會持續到2020年，從而使新幣利率相對於美元利率維持較低水準。第三，更大的財政刺激方案（計劃在2020年制定）可以改善新幣的流動性。

星展集團認為，在接下來的數季中，新幣殖利率曲線可能會略微變陡。主要因美國經濟在最近數月保持彈性，全球經濟可能已經觸底。

新幣殖利率曲線轉趨陡峭

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

泰銖利率：央行將維持利率不變

由於強勁的匯率對旅遊業和出口構成壓力，泰國央行（BOT）已採取措施干預泰銖的升值。其中一些措施包括降低國庫券供應，降低非居民銀行帳戶的上限，放寬資本流出規定以及允許黃金以外幣進行交易。這些措施對利率的影響可能有所不同。星展集團預期BOT在2020年將維持利率不變，進一步降息的空間很小（因距離下限的距離有限），對泰銖帶來貶值壓力的有效性也有限。

泰國央行採取措施抑制強勢泰銖

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

表1：星展集團利率預估表

		2019	2020				2021			
		4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
美國	3個月Libor	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85
	2年	1.70	1.70	1.70	1.75	1.85	1.95	2.00	2.00	2.00
	10年	1.75	1.75	1.90	2.00	2.20	2.40	2.50	2.50	2.50
	10年減2年	5	5	20	25	35	45	50	50	50
日本	3個月Tibor	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	2年	-0.15	-0.15	-0.15	-0.13	-0.13	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	10年	-0.15	-0.15	-0.15	-0.10	-0.10	-0.05	-0.05	0.00	0.00
	10年減2年	0	0	0	3	3	5	5	10	10
歐元區	3個月Euribor	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
	2年	-0.60	-0.60	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	10年	-0.45	-0.45	-0.40	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	0.00	0.00
	10年減2年	15	15	10	20	30	40	50	50	50
印尼	3個月Jibor	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10
	2年	5.80	5.80	5.80	5.80	5.80	5.80	5.80	5.80	5.80
	10年	6.80	6.80	6.80	6.90	7.00	7.10	7.20	7.20	7.20
	10年減2年	100	100	100	110	120	130	140	140	140
馬來西亞	3個月Klibor	3.35	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
	3年	3.00	2.90	2.85	3.00	3.10	3.20	3.25	3.25	3.25
	10年	3.40	3.40	3.50	3.60	3.70	3.80	3.85	3.85	3.85
	10年減3年	40	50	65	60	60	60	60	60	60
菲律賓	3個月菲律賓參考利率	3.30	3.25	3.20	3.15	3.10	3.05	3.00	3.00	3.00
	2年	3.80	3.75	3.70	3.70	3.75	3.80	3.80	3.75	3.75
	10年	4.70	4.55	4.40	4.30	4.20	4.40	4.50	4.50	4.50
	10年減2年	90	80	70	60	45	60	70	75	75
新加坡	3個月Sibor	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
	2年	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.70	1.75	1.75	1.75
	10年	1.70	1.70	1.80	1.90	2.00	2.15	2.25	2.25	2.25
	10年減2年	5	5	15	25	35	45	50	50	50
泰國	3個月Bibor	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
	2年	1.30	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
	10年	1.75	1.85	1.95	2.05	2.15	2.35	2.45	2.45	2.45
	10年減2年	45	50	60	70	80	100	110	110	110
中國	1年貸款利率	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
	3年	2.70	2.70	2.65	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
	10年	3.20	3.20	3.10	3.05	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	10年減3年	50	50	45	45	40	40	40	40	40
香港	3個月Hibor	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95
	2年	1.65	1.65	1.65	1.70	1.80	1.90	1.95	1.95	1.95
	10年	1.55	1.55	1.70	1.90	2.00	2.20	2.30	2.30	2.30
	10年減2年	-10	-10	5	20	20	30	35	35	35

資料來源：CEIC，彭博，星展集團　2019年12月

表1：星展集團利率預估表（續）

		2019	2020				2021			
		4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
南韓	3個月商業票據利率	1.55	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
	3年	1.40	1.45	1.45	1.50	1.60	1.70	1.75	1.75	1.75
	10年	1.65	1.80	1.95	2.05	2.15	2.35	2.45	2.45	2.45
	10年減3年	25	35	50	55	55	65	70	70	70
印度	3個月Mibor	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60
	2年	5.55	5.55	5.55	5.60	5.65	5.70	5.75	6.00	6.00
	10年	6.70	6.70	6.80	6.90	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
	10年減2年	115	115	125	130	135	130	125	100	100

資料來源：CEIC，彭博，星展集團　2019年12月

全球信貸 | 2020年第1季

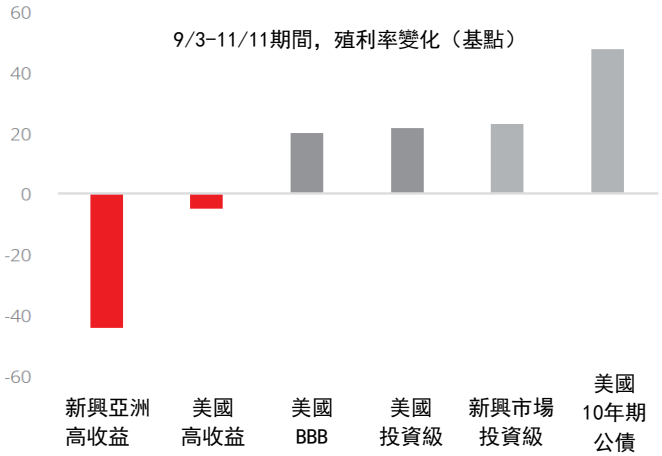
利差交易

全球信貸市場

今年前八個月許多全球債券的殖利率走低或下滑至負值，因此整體信貸利差顯著的縮小。量化寬鬆政策的恢復以及主要央行降息為導致此狀況的主要因素。

2019年第4季，全球債券殖利率開始正常化，美國公債殖利率從今年的低點彈升了50個基點，德國公債殖利率則是從負0.61%升至負0.25%（圖1）。

圖1：美國公債殖利率上揚，但新興亞洲和美國高收益債券殖利率下滑



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

第4季信貸市場的表現參差不齊。殖利率曲線轉趨陡峭被視為經濟衰退風險的消退，因此對經濟較為敏感的新興亞洲和美國高收益債殖利率可望進一步下滑。

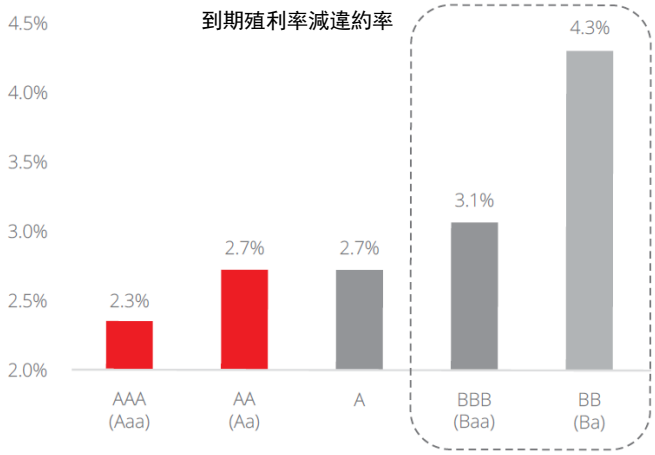
星展集團維持看好新興市場債券的觀點，並預期殖利率利差將進一步縮小（圖2）。此外，星展集團也觀察到新興市場中仍有許多具投資價值的標的；儘管以歷史標準評估，近期的衰退風險仍然很高，但星展集團的基本假設是經濟將繼續呈現擴張（目前為美國歷史上最長的擴張期間）。近期經濟數據觸底回升的情況已證實此觀點。在低成長但未步入衰退，且利率繼續維持於低點的環境下，高殖利率資產（如高收益債券）可望有不錯的表現。

圖2：新興亞洲高收益債利差（與美國10年期公債相比）已顯著縮小，且預期將持續縮小

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

看好評等為BBB/BB的公司債。整個風險評級範圍內，BBB/BB的風險調整後的價值最佳。目前評等為BBB/BB（Baa/Ba）的美國公司債殖利率約為3.3%-5.3%；歷史上，BBB（Baa）和BB（Ba）的平均違約率分別為0.26%和1.01%。過去20年，違約率在2008年經濟衰退期間達到高點，當時BBB（Baa）和BB（Ba）違約率分別為1.02%和2.35%。若考慮風險調整後的到期殖利率，即使假設違約後的回復率（Recovery rate）為零，BBB/BB（Baa/Ba）公司債仍提供較佳的價值（圖3）。

圖3：若考量1920年以來的違約率，BBB/BB評等債券的價值較高

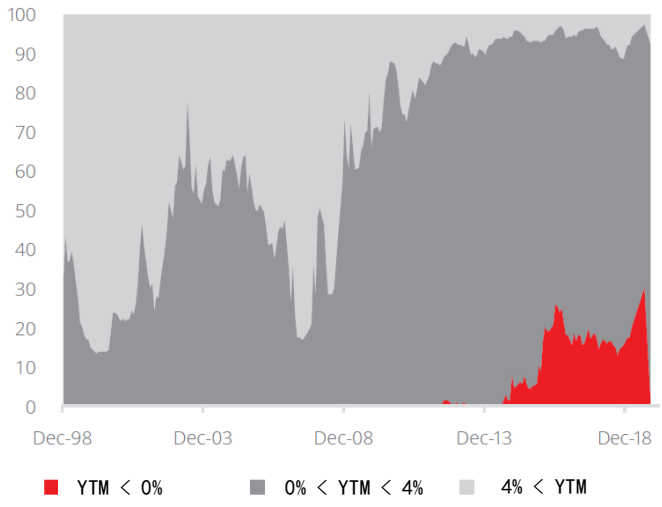


資料來源：彭博，巴克萊，星展集團　2019年12月

星展集團認為宜採取短存續期間的策略。若美國經濟成長較市場預期佳，將可能導致債券遭到拋售。事實上，星展集團的經濟學家已將2020年美國經濟成長預估從1.5%提高到1.9%。美國10年期公債殖利率近期上揚約50個基點，使公債價格變得較為便宜，但星展集團對美國公債仍持謹慎態度，預期2020年美國10年期公債殖利率的交易區間可能升至2%至2.5%。

主要央行暫停降息也為殖利率帶來進一步上揚的風險。儘管利率可能會維持在較低水準，但最近主要央行對負利率環境表示不安。負殖利率債券規模的大幅增加破壞了“貨幣的時間價值”原則，這種不尋常的現象能持續多久仍有待觀察。

圖4：全球投資等級債到期殖利率（YTM）高於4%的比例下降



資料來源：彭博，巴克萊，星展集團　2019年12月

歐洲央行（ECB）和日本央行（BOJ）在上次的貨幣政策會議均未進一步降息，美國聯準會（FED）主席也曾指出此次寬鬆週期再次降息的可能性偏低。

較高殖利率的資產可望繼續獲得支撐。長期而言，全球央行的鴿派態度導致美國、歐洲及日本（G3）利率處於低檔；而歐洲和日本公債在量化寬鬆政策下，殖利率仍處於負值。因此，目前全球投資等級債券中只有2.5%的殖利率高於4%，而10年前為36%（圖4）。

亞洲信貸市場部份，中國房地產業為主要亮點。儘管中國整體經濟面臨下滑的風險，但星展集團認為房地產的整體穩定對官方仍然至關重要。住房價格的穩定證明了官方在2019年對房地產市場的供需進行了良好的管理。因此，星展集團認為政策方向應不至於發生重大變化或過度緊縮。

可以肯定的是，主要政策目標是放慢大型房地產開發商的土地儲備，因為官方認為，土地成本上漲的風險不斷上升，將導致房地產價格上漲。因此，中央和地方政府將繼續限制房地產開發商的信託融資和發行美元債券，藉此抑制過多資金流入房地產開發商的手中。因此，星展集團較看好在大灣區（Greater Bay Area）和長江三角洲（Yangtze River Delta）都會區土地儲備比例較高，具有多樣化土地儲備能力的機構。

資金面部份；中國幾次調降存款準備金率和全球利率的下調為境內外提供了流動性良好的信貸環境，而尋求收益仍是重點策略。儘管有關政府努力控制價格的負面新聞，部份資金仍將回流房地產市場。星展集團看好在產業整合浪潮下，具有良好流動性且評等為BB/B的標的，藉以獲取較佳的收益。

外匯市場 | 2020年第1季

美元持穩

全球外匯

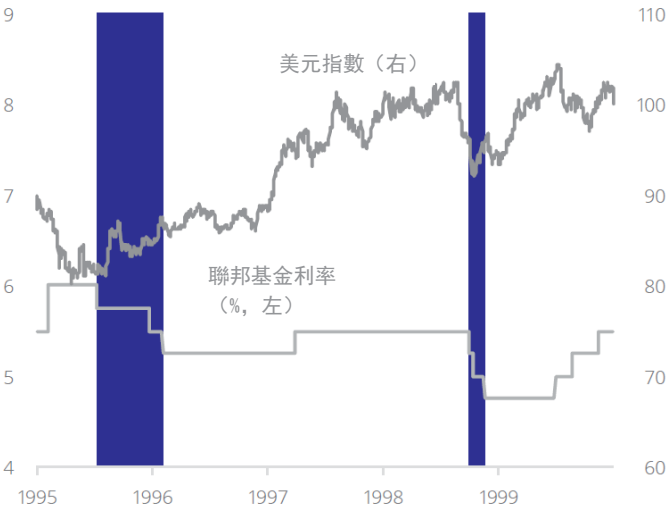
美元指數（DXY）於95-100的範圍內震盪上揚的趨勢不變。即使聯準會在2019年共降息三次，美元仍維持在此區間內（圖1）。排除中美貿易戰惡化的風險，聯準會降息三次後，已經結束其貨幣政策的中期調整。參考1996年和1998年的經驗，聯準會結束降息後，市場對升息的預期開始提升，並推升美元指數（圖2）。為使聯準會維持目前的貨幣政策，美國經濟成長必須在美國股市創歷史新高的狀況下維持其韌性。若事態能夠如期發展，將有利川普在2020年的總統大選成功連任。川普為了贏回共和黨在國會的多數優勢，希望藉由中產階級減稅措施奪回民眾的支持。

圖1：美元維持升值趨勢

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

歐元兌美元貶回2015年至2017年採取量化寬鬆措施期間的1.05-1.15區間。貨幣政策走向分歧、經濟成長疲弱以及德國政局的動盪可能使歐元兌美元貶至1.05-1.10的區間（圖3）。

圖2：美元在1995-1996和1998年的中期調整後仍走升



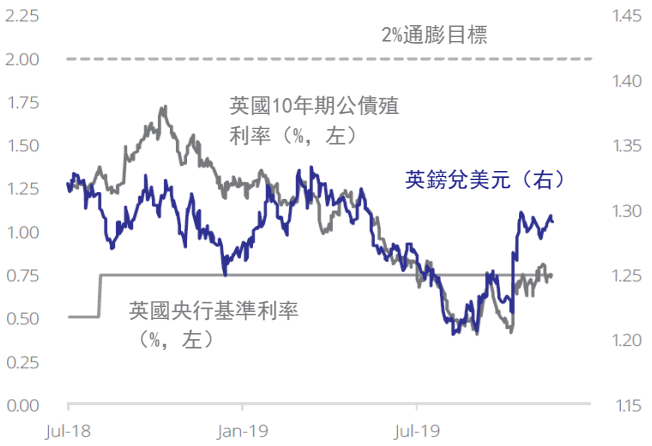
資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

聯準會在10月30日結束中期的降息措施後，歐洲央行（ECB）在2019年11月1日重啟資產購買計畫。歐盟委員會預估歐元區經濟將經歷一段時間的疲弱成長和通膨。德國雖然避免經濟出現技術性衰退，但仍無法避免出現經濟成長停滯的狀況。而若德國基督教民主黨（CDU）和社會民主黨（SPD）的聯合政府瓦解，並導致德國國會提前大選，歐盟的團結性可能受到威脅。

英國在12月12日國會大選中以執政的保守黨獲勝，英鎊因此走升（圖4）。接下來需關注是否能在2020年1月31日的正式脫歐。兩位英國央行（BOE）官員已經在11月7日的會議投票支持採取降息措施。而信評機構穆迪（Moody's）已經將英國的信評展望下調至負面，指出所有主要政黨都計畫提升財政支出，但都缺乏資金來源的計畫。

圖3：歐元兌美元

圖4：英鎊兌美元



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

澳幣兌美元將持續偏弱（圖5）。澳洲央行（RBA）曾表示將維持利率在低點一段時間，待通膨率回升至2%-3%的目標。實質GDP成長率在2019年第2季下滑至1.4%（年增率）的近十年低點，同時失業率從2月的4.9%在10月上揚至5.3%。若全球經濟成長進一步減緩，RBA已表示可能採取非傳統的貨幣政策，如負利率政策和量化寬鬆措施。

需要貨幣和財政政策的共同作用才可使美元兌日圓突破105-110（圖6）。只要全球貿易戰惡化，日圓就會被視為避險貨幣。而日本央行（BOJ）在聯準會三次採取降息措施的期間決定按兵不動，也為日圓帶來支撐。但日本經濟疲弱的狀況開始擴散，貿易和製造業受到貿易戰的影響而萎縮，服務業也在2016年以來首次開始萎縮，且10月上調消費稅的措施將影響消費。所幸2020年的東京奧運會可望為日本經濟帶來暫時性的刺激，如奧運會前的公共建設支出和探訪日本的觀光旅遊。隨著美國聯準會將按兵不動，日本官方採取的財政和貨幣刺激措施，以及較弱的日圓可同時支撐日本經濟成長。

圖5：澳幣兌美元

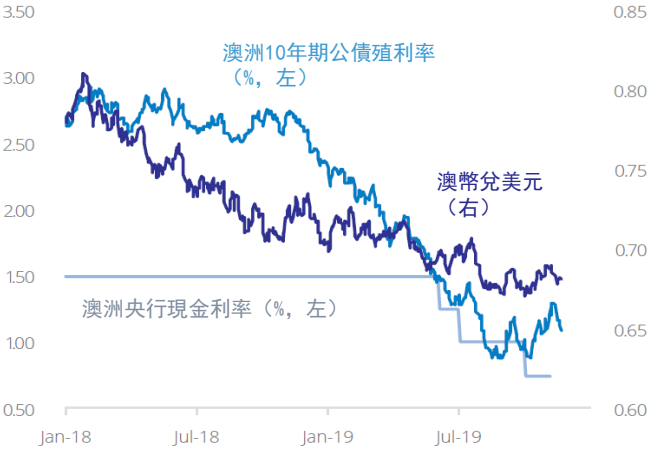


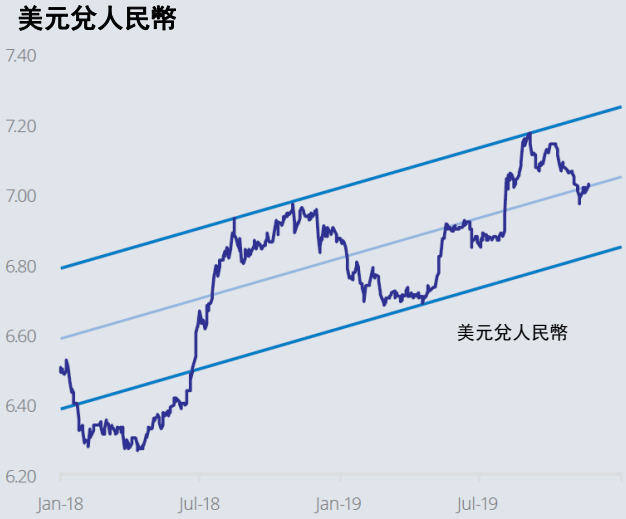
圖6：美元兌日圓

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

亞洲貨幣

人民幣

在截稿日前，美元兌人民幣持穩於7.0-7.2的區間，且中美尚未就第一階段貿易協議達成共識。基本假設為中美之間不會採取進一步的關稅措施。最佳狀況為美國對中國的要求妥協，分階段取消先前施加的關稅；在此狀況下，美元兌人民幣可能貶破7。最差的狀況為中美無法達成協議，貿易戰惡化，且相互採取進一步的寬稅措施；在此狀況下，中國經濟成長將會下滑至6%以下，美元兌人民幣則可能升破7.2。



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

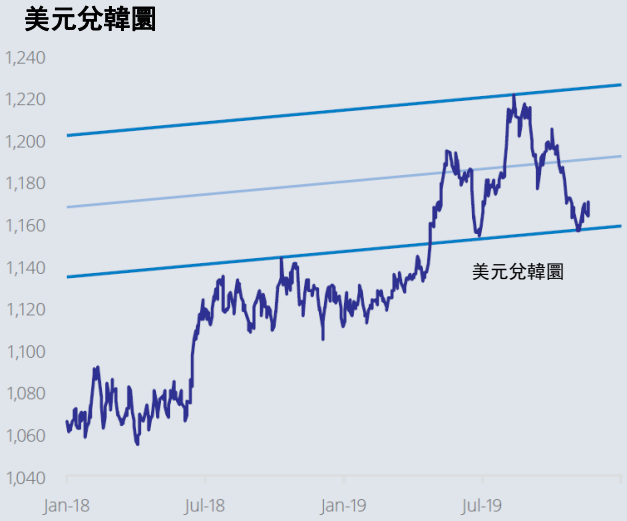
港幣

與美元掛鉤的港幣持穩於7.75-7.85之間。香港抗議活動拖累香港經濟，使香港在2019年第3季出現技術性的經濟衰退。新任香港金管局總裁余偉文表示，貨幣市場在穩定的匯率之下維持穩定，且沒有出現資金流出銀行體系的跡象。美元掛鉤外匯系統受到大於貨幣基準2.5倍的外匯基金、大於名目GDP的外匯存底以及經常帳和財政收支雙盈餘等因素的支撐。由於港幣與美元掛鉤，金管局強調並沒有必要採取資本或外匯交易的管制措施。

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

韓圜

美元兌韓圜從2019年5月開始貶至新的震盪區間1,160-1,220。韓圜受貿易戰的影響較為敏感，在2019年同時身為受害和受惠的貨幣。由於美國聯準會暫停降息措施，美元兌韓圜可望因貨幣政策走向分歧而再次走升。信評機構標準普爾認為南韓國內最大的風險為通貨緊縮，9月通膨率首次降至負值。南韓央行（BOK）已經下調政策利率兩次至1.25%的歷史低點，以匹配政府的財政刺激措施。但全球貿易相關的不確定性仍未排除（包含日韓貿易紛爭），將使私人企業投資和消費者支出保持謹慎。



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

新加坡幣

美元兌新幣從2018年中以來，維持在1.35-1.39之間，預期美元兌新幣應會轉弱。相較於新加坡疲弱的基本面，新幣相對強勢。極低的經濟成長和偏弱的通膨率使新加坡金管局（MAS）在10月會議將新幣名義有效匯率的升值區間斜率些微調平。若貿易戰的負面影響從貿易和製造業擴散至內需和服務業，MAS已準備好放寬貨幣政策；結束新幣升值的政策，並縮小匯率區間。此舉將使新幣名義有效匯率從MAS匯率區間的上緣大幅下滑。

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

印度盧比

預期美元兌盧比將在6.85-74.5的區間內維持偏弱的走勢。莫迪政府的第二個任期開頭表現不佳，實質GDP年增率在2019年第2季下滑至5%，去年同期為8%。印度央行今年已經累積降息110個基點，預期在2020年第1季將再降息50個基點。政府收入低於預期，再加上9月企業減稅政策的影響，預期政府無法達成2020會計年度財政赤字佔GDP比達3.3%的目標。信評機構穆迪已經在11月將印度的主權債評等展望下調為負面。印度決定退出區域全面經濟夥伴關係協定的決定令市場感到失望。

美元兌印度盧比

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

印尼盾

美元兌印尼盾已經連續第二年維持在13,900-14,500之間。在美國選舉年不會出現美元利率上揚的外在負面因素。即使印尼央行在2019年降息四次，但在全球極低甚至負利率的環境下，印尼債券的殖利率對投資人而言仍具有吸引力。在2019年的全球競爭力報告中，印尼在總經穩定度方面排名較高。印尼央行可能在2020年將通膨目標從目前的2.5%-4.5%下調至2.0%-4.0%。總統佐科威（Joko Widodo）和其經濟團隊在任期的第二年將重點著重於縮小經常帳赤字。

美元兌印尼盾

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

馬來西亞幣

預期美元兌馬幣將維持在4.10-4.25之間震盪。馬來西亞經濟也難免受到全球不利因素的影響，但表現已相對優於其他亞洲經濟體；GDP成長率僅下滑至近兩年低點，而非近十年低點。馬來西亞央行在5月的降息措施應只是一次性的降息，預期政策利率在2020年將維持在3%不變。央行在11月將銀行法定準備金率（SRR）從3.5%下調至3.0%，不應被視為是開啟寬鬆貨幣政策的前兆，而只是向國內金融體系釋放流動性的措施。相較於擔憂馬幣走升，馬來西亞央行對於全球負面因素引起的資本外流和匯率波動更為謹慎。

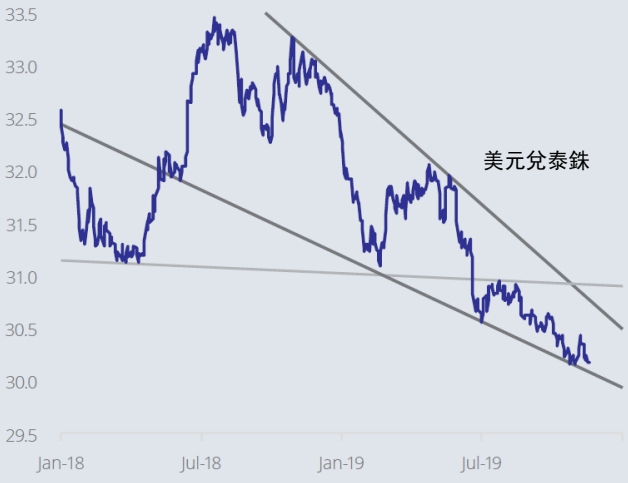
美元兌馬來西亞幣

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

泰銖

泰銖可望持穩在30-31。泰國企業受到強勢泰銖和貿易戰的影響而表現不佳，2019年第2季GDP年增率因此下滑至2.3%，六個季度前仍為5%。隨著美元兌泰銖貶至接近30的水準（泰銖走升），主要企業希望官方能夠採取措施控制泰銖的強勢。泰國央行（BOT）在11月宣佈大範圍的放寬出口商和散戶的資本外流管制措施，以此抵銷資金的流入。貨幣政策走向分歧也可望緩和泰銖的強勢，BOT對於進一步降息持開放態度，而美國聯準會暗示降息三次後將按兵不動至明年底。

美元兌泰銖



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

越南盾

2018年中以來，美元兌越南盾持穩在23,200-23,400之間。貿易戰使供應商將中國的據點更址於其他地區，而越南為受惠的國家之一。一方面引起外資直接投資，以及資金流入，使美元兌越南盾維持在23,200的水準。但另一方面，若美國將越南列為貨幣操縱國，並對越南商品課徵關稅，越南盾可能快速走貶。美國對越南的貿易赤字已經超過200億美元的門檻；2019年的前九個月，貿易赤字顯著提升40%至410億美元。若中美之間無法達成貿易協議，且貿易戰風險升溫，使人民幣帶動其他亞洲貨幣走貶，屆時越南盾也將面臨貶值壓力。

美元兌越南盾

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

表1：星展集團匯價預估

	季底匯價預估							
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
中國	7. 20	7. 15	7. 10	7. 05	7. 00	6. 95	6. 90	6. 85
香港	7. 85	7. 84	7. 84	7. 83	7. 82	7. 81	7. 80	7. 80
印度	72. 0	72. 5	73. 5	74. 0	73. 5	73. 0	72. 5	72. 0
印尼	14, 200	14, 300	14, 400	14, 500	14, 450	14, 400	14, 350	14, 300
馬來西亞	4. 20	4. 18	4. 16	4. 14	4. 13	4. 12	4. 11	4. 10
菲律賓	52. 0	51. 5	51. 0	50. 5	50. 4	50. 3	50. 2	50. 1
新加坡	1. 40	1. 39	1. 38	1. 37	1. 36	1. 36	1. 35	1. 35
南韓	1, 180	1, 175	1, 170	1, 165	1, 160	1, 155	1, 150	1, 145
泰國	31. 0	30. 8	30. 6	30. 4	30. 3	30. 2	30. 1	30. 0
越南	23, 300	23, 300	23, 300	23, 300	23, 300	23, 300	23, 300	23, 300
澳洲	0. 64	0. 65	0. 66	0. 67	0. 68	0. 69	0. 70	0. 71
歐元區	1. 08	1. 09	1. 10	1. 11	1. 12	1. 13	1. 14	1. 15
日本	110	109	107	106	105	105	104	104
英國	1. 20	1. 21	1. 22	1. 23	1. 24	1. 25	1. 26	1. 27

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

另類投資：黃金 | 2020年第1季

投資組合的避險部位

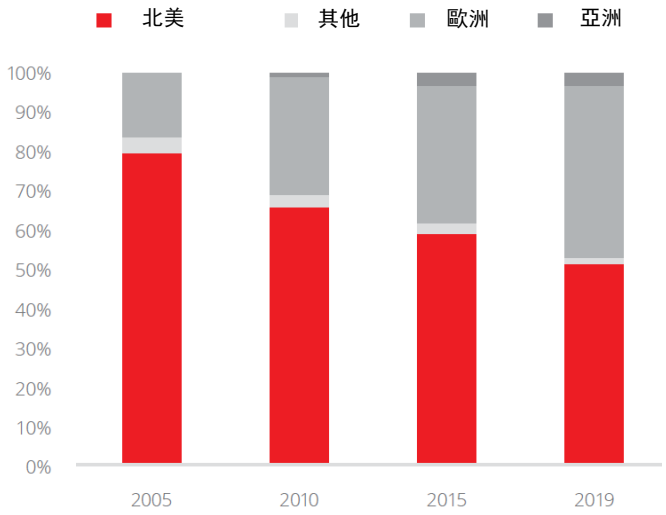
另類投資：黃金

2019年前三季黃金價格上漲了14%，但全球利率回升且中美貿易情勢趨向樂觀，使黃金的升勢在第4季暫告一段落。

由於市場波動度下降，黃金價格在2020年第1季仍將可能面臨壓力。但星展集團認為支撐金價的因素仍然存在，且具有上漲的可能性。

受惠於投資人的基礎不斷擴大，資金流入黃金ETF的情況強勁。過去一季，負殖利率債券規模成長至新高的情況不僅使資金流入黃金ETF，且來源多元化。歐洲註冊基金佔全球黃金相關ETF的比重從2010年的30%升至44%（圖1）。

圖1：黃金相關ETF主要持有人的組成（依地區分類）在過去數年有所改變

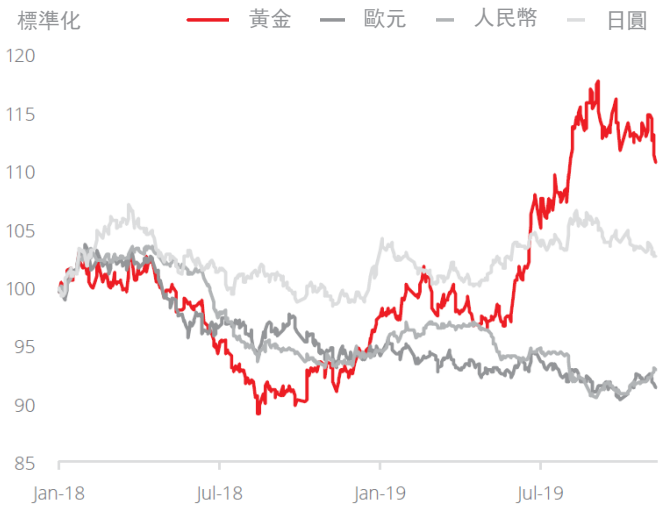


資料來源：彭博，世界黃金協會，星展集團 2019年12月

對金價的影響如下：

1. 黃金被視為美元的替代工具；在非使用美元地區的投資人，藉持有黃金替代美元，特別是當當地貨幣呈現貶值趨勢時。去年初以來，金價上漲幅度已超過歐元、人民幣和日圓（圖2）。

圖2：黃金表現優於主要貨幣，如歐元、人民幣和日圓



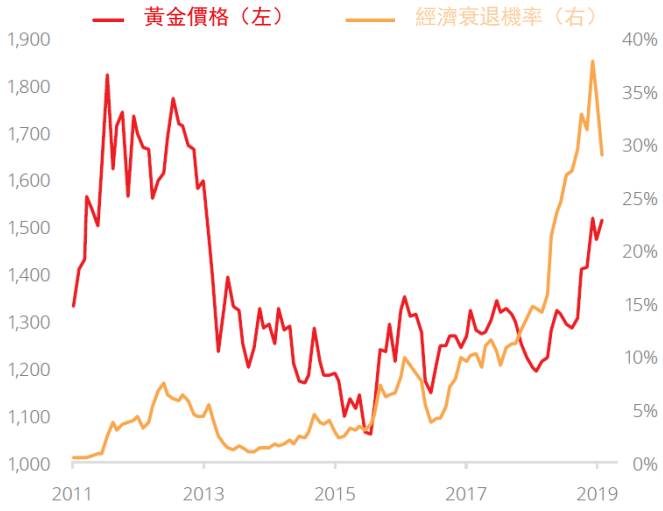
資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

2. 基於以下因素，2009年以來，黃金的表現已大幅優於主要貨幣。
   a. 隨著美國聯準會（FED）、歐洲央行（ECB）和日本央行（BOJ）等主要央行採取量化寬鬆措施，主要貨幣的吸引力減弱。
   b. 隨著黃金ETF的成長，黃金的流動性也轉趨良好。
   c. 多國央行在擴大黃金儲備的同時，黃金生產供應則是相對有限。
   d. 在許多經濟體的債券殖利率為負值，這意味著在投資組合中持有黃金沒有持有成本。

因此，黃金可被視為戰略性資產、高品質資產、貨幣以及穩定長期財富的工具。星展集團認為，退休基金等長期投資者對黃金的新需求將不斷提升。

3. 由於市場擔憂經濟衰退風險，黃金在2019年表現出色，成為良好的避險工具。星展集團認為，這是由於黃金與其他資產類別的相關性較低，以及價格波動性較低（圖3）。

圖3：經濟衰退機率與黃金價格走勢



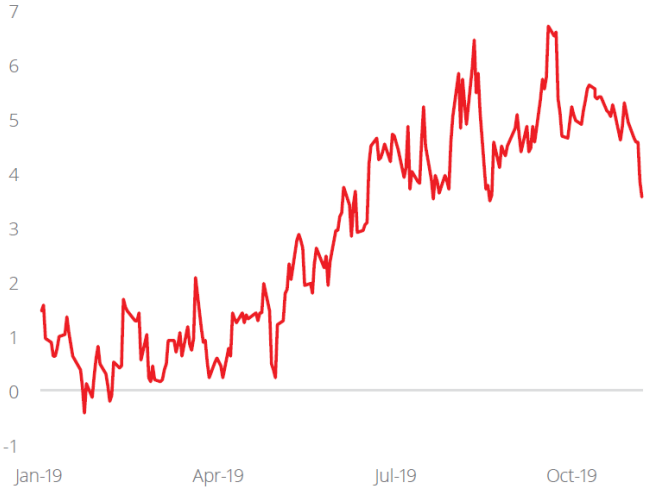
資料來源：彭博，紐約聯邦銀行　2019年12月

為何應繼續將黃金納入投資組合？星展集團認為，下一季黃金有幾項潛在的利多。

首先，分析黃金選擇權的傾向（put/call skew），目前市場仍然看好金價表現。而且，價差回到了5月底的水準，這意味著很多部位已從市場中撤出（圖4）。

其次，全球不確定性仍然存在。儘管金融市場回穩，但經濟數據並未全面改善。星展集團看好部份投資主題的機會，但貿易緊張局勢和量化寬鬆政策帶來的不確定性也會對債券殖利率、美元、投資人的風險偏好和另類投資帶來壓力。美國外交政策和民粹主義抬頭引發的地緣政治緊張局勢可能成為2020年的風險。

圖4：黃金選擇權的傾向（put/call skew）顯示，目前市場仍然看好金價表現



資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

第三，債券殖利率的反彈可能已接近滿足點。美國10年期公債殖利率從今年低點的1.47%反彈，一度升至1.95%以上，為2019年8月初以來首見。歐洲債券殖利率也經歷了類似的大幅上揚；主要因貿易談判樂觀情緒的增強，以及FED採取預防式降息措施。這也使美國10年期公債殖利率更接近星展集團預期的1.5%至2.0%區間的上緣，但星展集團預期持續走高的機會偏低。

量化黃金價格預估。投資人可以藉市場分析師的預估數據對黃金進行評估（表1）。

確實，星展集團的黃金價格模型顯示黃金對債券殖利率（負相關），美元指數（DXY；負相關）和經濟衰退機率（正相關）等因素的敏感度較高。

星展集團認為，長期而言，金價可望持續受到支撐。若美元轉弱，債券殖利率下滑以及經濟衰退可能性上升，投資人可留意黃金的投資機會。

表1：彭博調查32位分析師的黃金價格預估範圍

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
中位數	1,500	1,490	1,507	1,525
平均	1,494	1,495	1,508	1,502
最高	1,625	1,600	1,650	1,600
最低	1,380	1,400	1,400	1,350

資料來源：彭博，星展集團　2019年12月

Source: AFP Photo

主題研究 | 2020年第1季

千禧世代 – 電競

DBS Live more, Bank less

Source: Unsplash

主題：千禧世代 – 電競

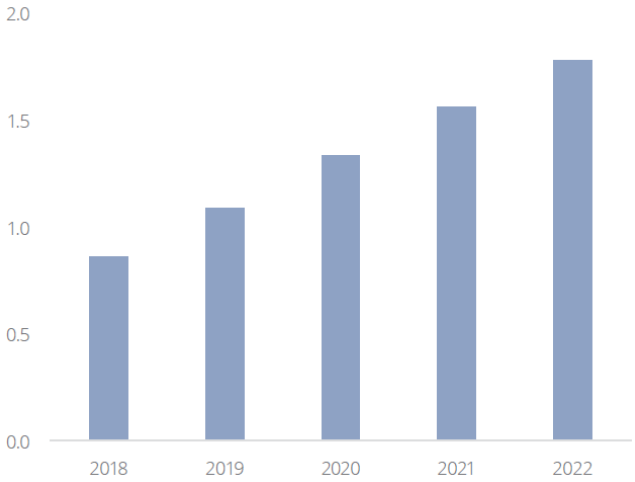
這是星展集團第三篇關於千禧世代的研究系列，主要探討電競領域。千禧世代中常見的娛樂/競技活動；電競（全名為電子競技），為專業玩家對戰的多人電玩遊戲。電競的初始發展主要由業餘玩家參與，而首次的電玩遊戲競賽為1972年無人知曉的泛銀河系太空大戰奧運會（Intergalactic Spacewar Olympics）。如今電競的人氣大幅成長，直播的興起更有推波助瀾的作用，參與者也逐漸變成專業玩家。

隨著網路速度以及連接度的提升，電競演變成全球性的現象，創造了大量的支持者、專業玩家以及遊戲開發商，尤其吸引了年輕世代的注意。較強的個人或團隊玩家在網路上累積大量的追蹤者，也因此吸引了企業的注意。早期的電競雜亂無章，如今已經演變成有制度的聯賽/錦標賽，如同傳統的運動競技。

而電競市場將於數年後超越傳統運動競技。根據遊戲、電競和手遊研究公司Newzoo的調查，全球電競市場的規模在2019年為11億美元，預期可在2022年成長至17.9億美元（年化成長率為9%，圖1）。73%的電競觀眾為千禧世代或Z世代（1990年代中、後期出生的一代），年齡層介於18-35歲（圖2）。未來25年，有超過68兆美元的資產將會轉移再下一代，預期千禧世代和Z世代的消費能力將顯著成長。

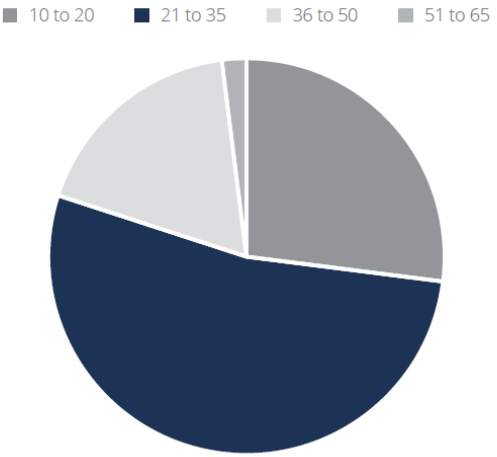
亞太地區在電競市場的營收佔比較高，達54%，其次為北美地區的25%，之後為歐非中東地區的22%（圖3）。亞太地區當中主要的消費來源為中國，佔該地區56%的遊戲相關營收。其中又以虎牙直播和鬥魚直播兩大直播平台的營收佔比較高，此兩個平台都有騰訊的投資。

圖1：全球電競市場規模（10億美元）



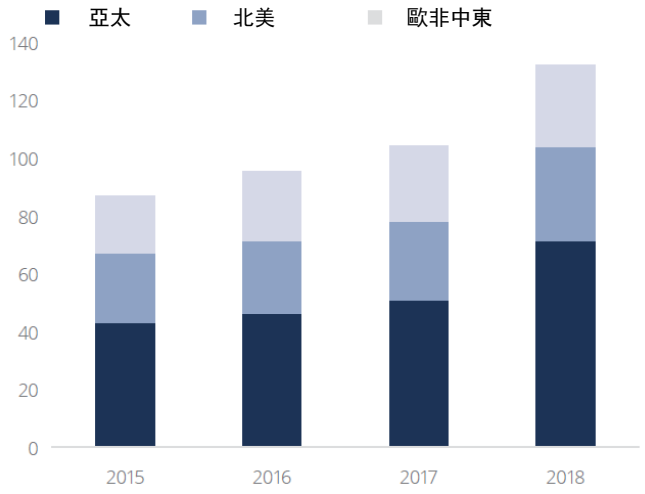
資料來源：Newzoo 2019年12月

圖2：電競愛好者年齡層分佈



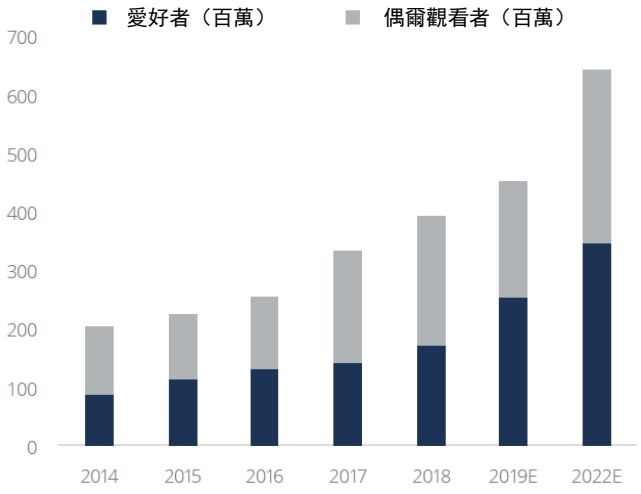
資料來源：Newzoo 2019年12月

圖3：電競相關營收以地區分類（十億美元）



資料來源：Spiresearch 2019年12月

圖4：全球電競觀眾成長



資料來源：Newzoo 2019年12月

電競觀眾：龐大的成長潛力。時代正在轉變，奧運、NBA與NFL等傳統運動競技的觀眾正在下滑。但電競的觀眾卻正在成長（一部分受惠於網路速度的提升），2018年英雄聯盟世界大賽冠軍決賽的觀眾人數達1億人。

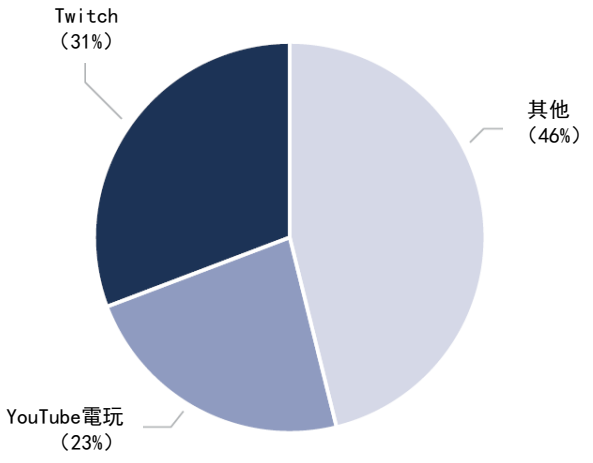
2014-2018年期間，電競的整體觀眾人數從2.04億成長至3.95億，約佔全球玩家人數的17%。根據Newzoo的預估，電競的整體觀眾人數在2022年將達6.45億（圖4）。

全球電競觀眾的增加主要受到兩個因素的推動：

直播的興起：直播為透過媒體同時錄影並播放，而直播使玩家能夠快速的與全球觀眾連接。為了吸引並留住觀眾，直播平台同時可讓使用者聊天，並與直播主即時互動。

目前的電玩遊戲直播市場以Twitch（由亞馬遜擁有）和YouTube（由Alphabet擁有）佔主導地位，吸引了大量的電競觀眾（圖5）。直播使玩家能夠脫離物理上的限制，隨時隨地進入遊戲。

圖5：電玩相關營收佔比（依據平台）



資料來源：eMarketer 2019年12月

遊戲直播觀眾持續成長。以Twitch為例，平均同時上線觀眾從2012年的101,775，在2018年成長至1,069,194（圖6）。而且在美國市場中，Twitch的電玩遊戲直播營收只佔31%。

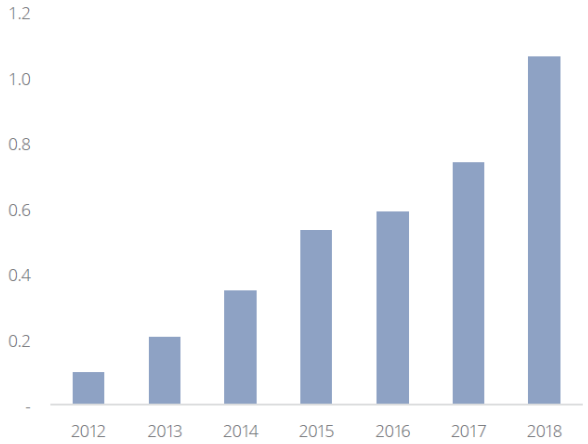
中國市場部分，電玩遊戲市場以虎牙為龍頭。虎牙透過與職業電競團隊Team Liquid（TL，全球最有價值電競團隊之一）的合作踏入西方市場，為中國首個跨足西方市場的企業；TL會在虎牙19個不同的頻道上直播其Apex英雄、英雄聯盟等的遊戲過程。2018年的英雄聯盟世界大賽冠軍決賽（由iG電子競技俱樂部對上Fnatic）單在虎牙上就吸引了接近3700百萬個同時上線的觀眾。

電競聯賽/錦標賽的興起：全球電競錦標賽的熱度提升，2019年英雄聯盟世界大賽冠軍決賽的觀眾人數接近1億，而Dota 2國際邀請賽（The International）在2019年的總獎金高達3430萬美元。而在2019年東南亞運動會（SEA Games）中，電競被納入成為獎牌運動；國際奧林匹克委員會也正在商討是否將電競納入2024年巴黎奧運會的比賽項目中。

電競職業聯賽/錦標賽的草創時期只有在該遊戲吸引足夠的受歡迎程度後才會開始，且聯賽通常缺乏足夠的協調性且分散在不同的遊戲平台和開發商。當時聯賽的創辦人主要為第三方的機構，遊戲開發商鮮少參與。

經過數十年的演化，如今的地區或全球電競聯賽通常有遊戲開發商的參與，甚至有開發商自行創辦聯賽。如動視暴雪（Activision Blizzard）在設計鬥陣特攻（Overwatch，2016年發行）時就已經構想創辦聯賽，在2017年創辦鬥陣特攻職業電競聯賽（OWL），並以2000萬美元的價格賣出12個永久地區隊伍參賽權，隨後在2018年以3000-6000萬美元的價格賣出共8個額外隊伍的參賽權。

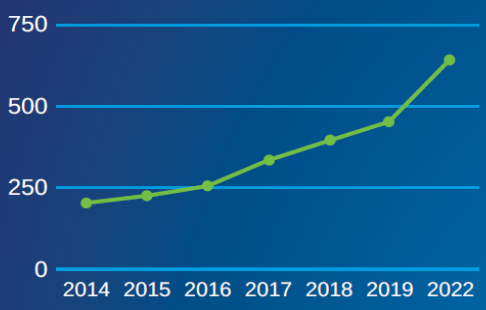
圖6：平均Twitch持續性用戶數（百萬）



資料來源：TwitchTracker 2019年12月

Source: Unsplash

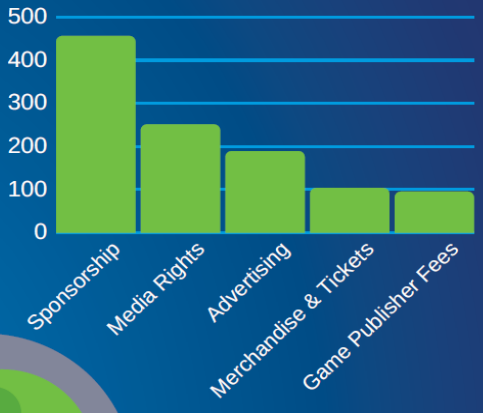
THE WORLD OF E-SPORTS



Worldwide e-Sports Revenue

1.1

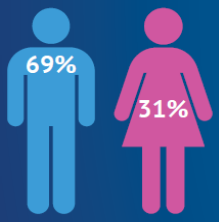
USDb (est)



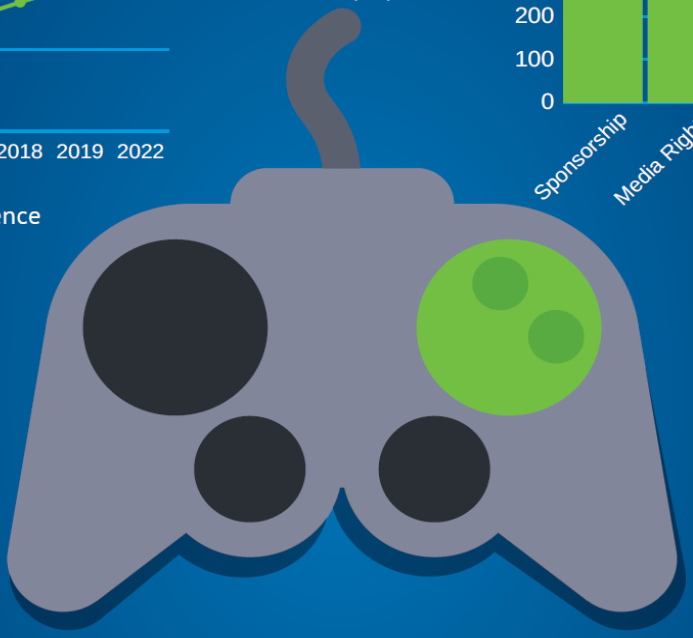
Total global e-Sports audience is expected to reach

645m

by 2022



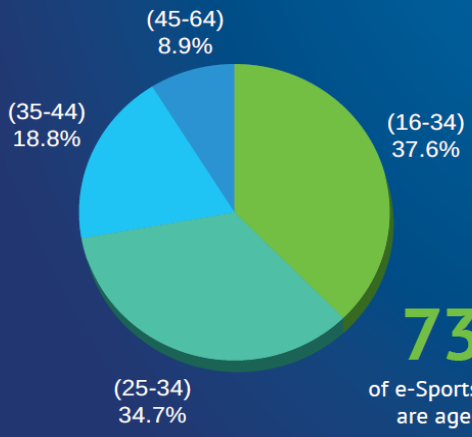
69% of global e-Sports fans are male



57%

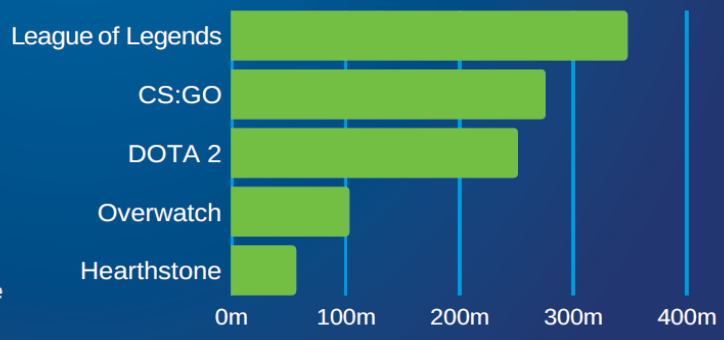
of global e-Sports enthusiasts are in the Asia Pacific region

Top 5 games by live e-Sports hours accumulated 1.03B Total hours watched on Twitch & YouTube Gaming



73%

of e-Sports Audience are aged 18-34



The International 2019's prize pool of USD33m beats the NFL, NBA & Masters

e-Sports would be featured as a medal event in the SEA and Asian Games

9 e-Sports organisations are valued at more than USD100m, with Cloud9 valued at USD310m

圖解1：電子競技生態系統

資料來源：星展集團 2019年12月

而電競聯賽/錦標賽的興起也因此帶來商機：

- 永久聯賽和參賽隊伍的存在使電競更容易吸引觀眾。
- 聯賽/錦標賽為投資人和廣告商帶來贊助參賽隊伍的機會。

電競的商機：贊助與廣告。全球型的品牌在鎖定千禧世代和Z世代的廣告上面臨挑戰，尤其是生活在隨選（on-demand）環境的Z世代；這兩個世代在線上或透過社群媒體購物的頻率遠高於傳統媒介。全球廣告公司Omnicom的調查顯示，接近一半的美國千禧世代沒有觀賞傳統電視的習慣。而市場研究公司eMarketer的調查則顯示，接近90%的千禧世代透過網路獲得各方面的訊息與線上購物。

而透過電競的贊助與廣告，各品牌終於找到鎖定千禧世代和Z世代的廣告機會並加入此浪潮：

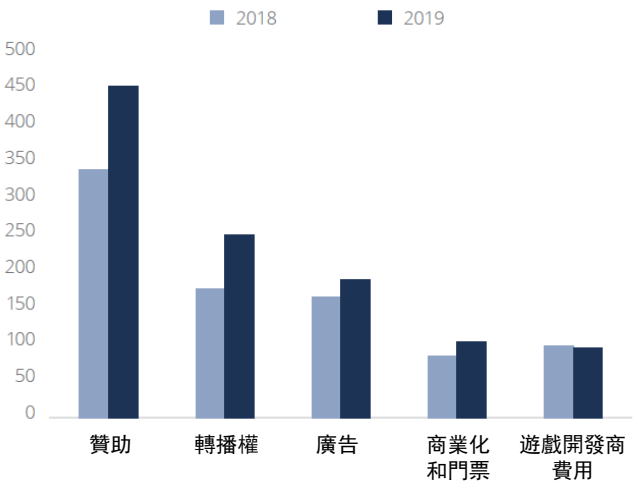
- 英特爾每年贊助舉辦英特爾極限高手盃大賽。
- 萬事達卡（Mastercard）與遊戲開發商Riot Games簽署多年夥伴合約，成為首個英雄聯盟的全球贊助商。
- 可口可樂為OWL的首個非酒精飲料品牌贊助商。
- 百威、愛迪達、AXE和三星電子皆參與贊助電競聯賽的獎項。

電競相關營收有巨大的成長潛力。Newzoo的數據顯示，電競相關營收在2019年達到11億美元，其中包含（圖7）：

（a）贊助：4.57億（佔42%）
（b）轉播權：2.51億（佔23%）
（c）廣告：1.89億（佔17%）
（d）商業化和門票相關支出：1.04億（佔9%）
（e）遊戲開發商費用：9500萬（佔9%）

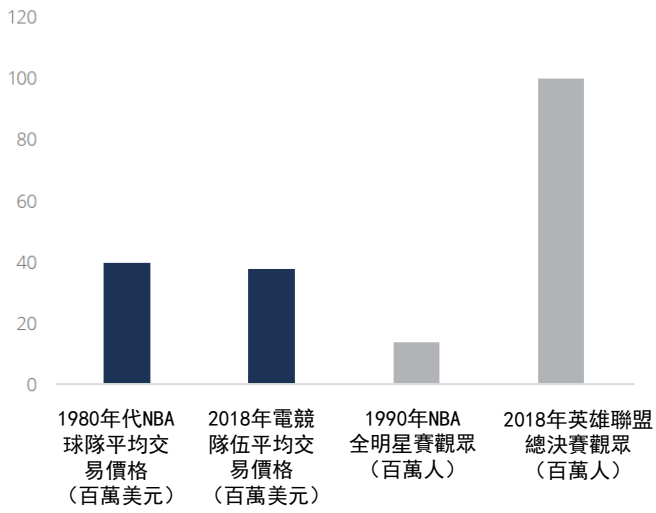
預估到2020年，電競相關的營收可達到17.9億美元。

圖7：電競相關營收（百萬美元）



資料來源： Newzoo 2019年12月

圖8：電競與NBA比較



資料來源：Konvoy Ventures, Sports Media Watch 2019年12月

隨著遊戲開發商逐漸透過聯賽/錦標賽創造商機（可轉化為循環性的營收），轉播權可能成為最大的成長動力來源。會計師事務所PwC預估未來3-5年的轉播權營收可成長11.5%。而此趨勢已經開始，Twitch在2018年以9000萬美元的金額與動視暴雪達成協議，Twitch可在未來兩年全權直播OWL。

長期展望：電競將追隨NBA的擴張腳步

評估電競隊伍的方式與1980年代的NBA隊伍相似（圖8）。根據Konvoy Ventures的預估，電競隊伍的平均轉會費用為3700萬美元，而NBA隊伍的平均轉會費用則為3900萬美元（若波特蘭拓荒者和波士頓塞爾提克的轉會成功）。

但兩者個觀眾數有大幅的差距。1990年的NBA全明星賽觀眾數為1320萬（根據Sports Media Watch的數據），而2018年的英雄聯盟總決賽觀眾數為9960萬，較NBA高出655%（圖8）。富比士的數據顯示，如今NBA球隊的平均轉會費用為19億美元。基於以下因素，電競產業具有龐大的潛在成長空間：

- 顯著較高的觀眾數
- 數量較大且年輕的觀眾
- 較高的消費能力
- 尚未完全開發的商機

目前電競產業所創造的營收遠低於NBA。富比士的數據顯示，平均每位NBA觀眾可創造42美元的收入，而來自電競觀眾的平均收入為5.5美元。因此在電競的聯賽/錦標賽上仍有改善或成長的空間，藉此強化獲利。

電競潮流的受惠者：遊戲開發商與硬體製造商。預期未來數年電競產業將經歷顯著的成長，不論是觀眾數或商機都可望成長。2015年以來，MVIS全球電玩遊戲與電競指數的表現超出標準普爾500指數達177%（圖9）。

若以不同的產業區分，可望受惠於電競潮流的產業包含：（a）遊戲開發商、（b）直播平台、（c）硬體製造商。遊戲開發商明顯為最大且最直接的受惠者，他們直接參與幾乎所有電競的活動，如遊戲發行、舉辦聯賽/錦標賽等。從頭到尾的參與使遊戲開發商在贊助、轉播權以及商業化和門票等面向都可受惠。

圖9：電競指數的表現大幅優於大盤

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

主題研究 | 2020年第1季

半導體

DBS Live more, Bank less

Source: Unsplash

主題：半導體

半個世紀前，半導體的發明大大地改變了人類的生活和全世界，並帶來了巨大的投資機會。

過去六十年，電容器、電阻、電晶體和二極管的發明和結合成複雜的半導體積體電路（Integrated circuit：IC）晶片，並帶動了科技呈現跳躍式的發展。

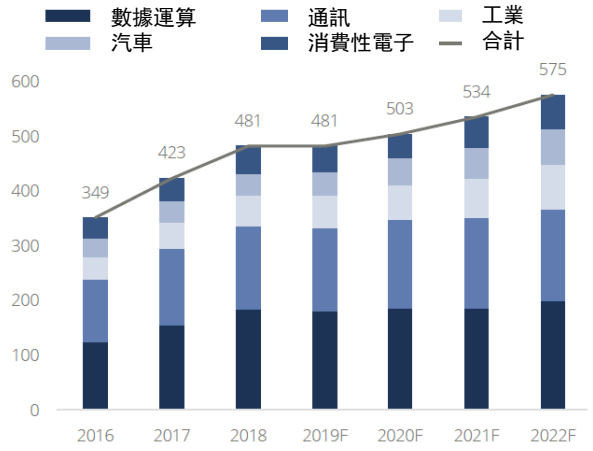
IC晶片－所有設備或裝置的基礎

數位化浪潮下其中一個有效的投資便是上游半導體生態系統（eco-systems），其中包括IC設計和晶圓代工公司；相關企業主要致力於CPU、GPU、電源管理、頻率切換、現場可程式化邏輯閘陣列（Field programmable Gate Array：FPGA）、邏輯IC、類比通信以及記憶體和無線射頻混合信號晶片的設計和開發。

目前，無處不在的科技裝置均是以半導體晶片為基礎，並藉可編輯應用程式控制，不斷改變人類的生活，而我們甚至沒有意識到。複雜的半導體晶片支持智慧型手機、汽車、使用網路、雲端數據、工業自動化、智能家庭和消費性電子產品呈現強勁的技術發展，且可執行多樣化功能（圖1與圖2）。隨著對關鍵技術發展需求的成長，半導體組件的需求也呈現成長。

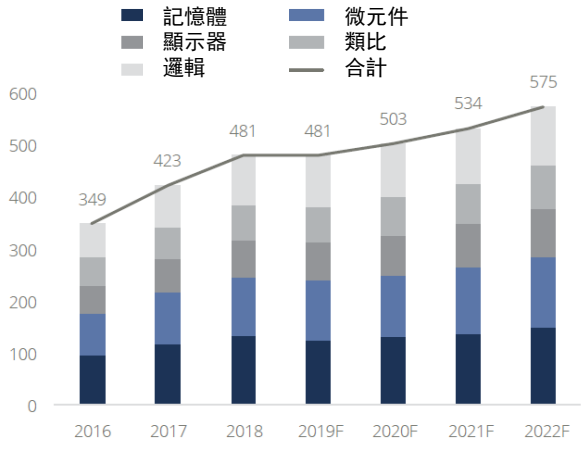
整合複雜的微處理器和IC技術的進步也使人類更依賴連接裝置和物聯網（IOT）。 更深刻地講，半導體IC晶片早已進入通信網絡、機械、運算設備、伺服器、智能電視、車輛、工廠、建築物和家用電器等領域。

圖1：主要科技應用程式整體潛在市場（10億美元）



資料來源：PWC，星展集團 2019年12月

圖2：主要半導體零組件整體潛在市場（10億美元）



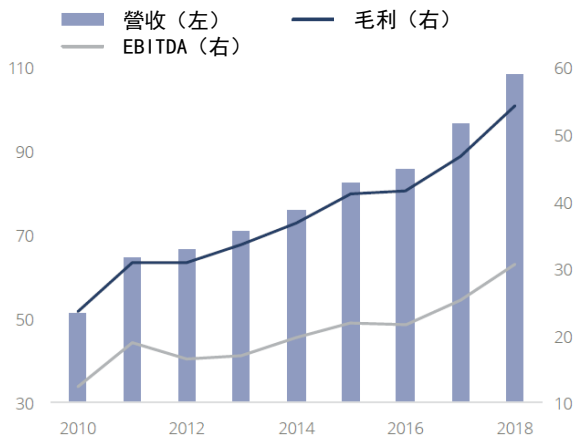
資料來源：PWC，星展集團 2019年12月

這種趨勢帶來了許多投資機會。全球IC設計公司已持續有穩健的收入和利潤（圖3）。他們也為半導體設備製造商創造了有利經營環境（圖4）。半導體是數位化趨勢下關鍵的支柱，前景也是良好的。

晶圓代工和光刻技術 – 半導體的骨幹

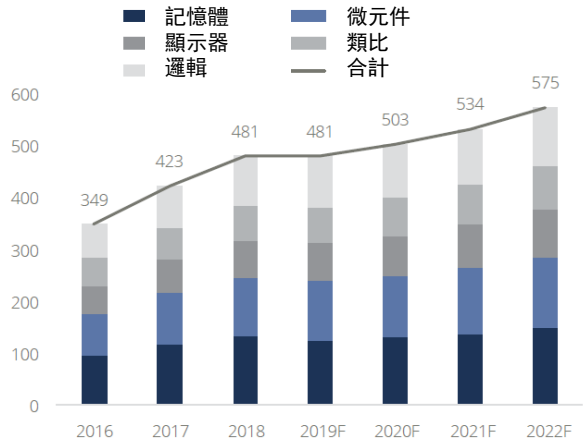
90年代中期以來，晶圓中IC晶片的電路間隙一直在縮小；晶片也變得越來越小，從而允許在一個晶片中可包含更多的電晶體。在半導體封裝技術的提升下，晶片有更多晶體管，消耗較少的電力，並提供更多功能。晶片的處理速度更快，且更有效率；也可將更多晶片組和功能置入單一設備中。這些卓越的發展很大程度上歸功於晶圓科技的發展（圖5）。

圖3：全球領導IC設計公司營收和獲利（10億美元）



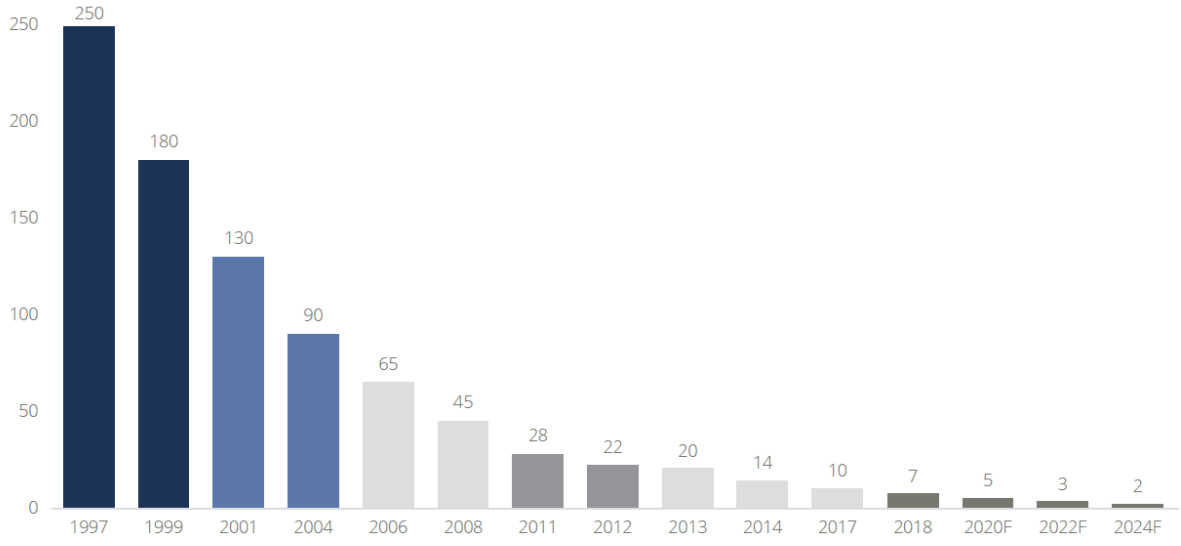
資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖4：全球半導體設備製造商營收和獲利



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖5：晶圓技術的發展（奈米，nm）



資料來源：Anysilicon，EE Times，星展集團 2019年12月

晶圓代工廠和IC設計公司的密切合作促使技術進一步創新，且早已進入奈米 “ nm”（十億分之一公尺）時代；目前採用28至14 nm規格呈現上升，並朝10至7 nm發展。

半導體業也正在朝極紫外光刻技術（Extreme Ultra-Violet：EUV）發展，這是半導體晶片的新架構。

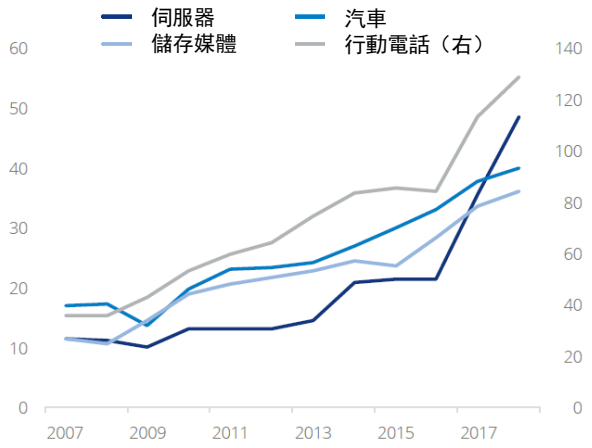
這可望在晶圓代工、邏輯IC和記憶體（DRAM / NAND）製造方面取得突破，帶動技術超越10nm，並有可能以較低的成本簡化生產流程。

半導體盛行於哪些領域呢？

1. 物聯網（IOT）平台和連接

在物聯網滲透率不斷提高下，人工智能（AI）、第5代行動通訊（5G）、雲端運算、工業自動化、智能汽車和數據分析的需求正在推動半導體業的成長（圖6）。

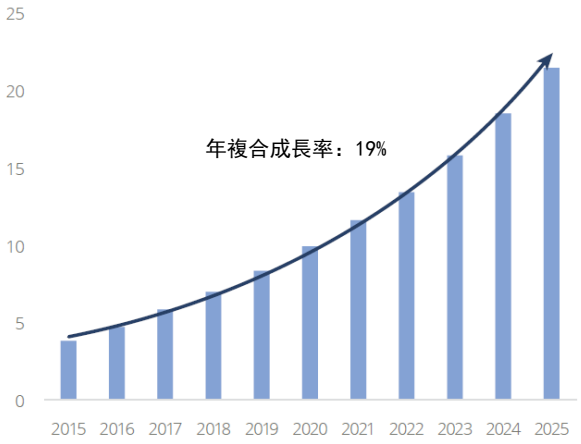
圖6：伺服器、汽車、儲存和行動電話的潛在市場不斷上升（10億美元）



資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

例如，物聯網長期將呈現大幅成長（圖7）也將進一步增加對數據儲存和處理能力的需求，進一步加強半導體生態系統的成長。

圖7：全球有效物聯網（IOT）連接總數（已安裝為基礎，10億）

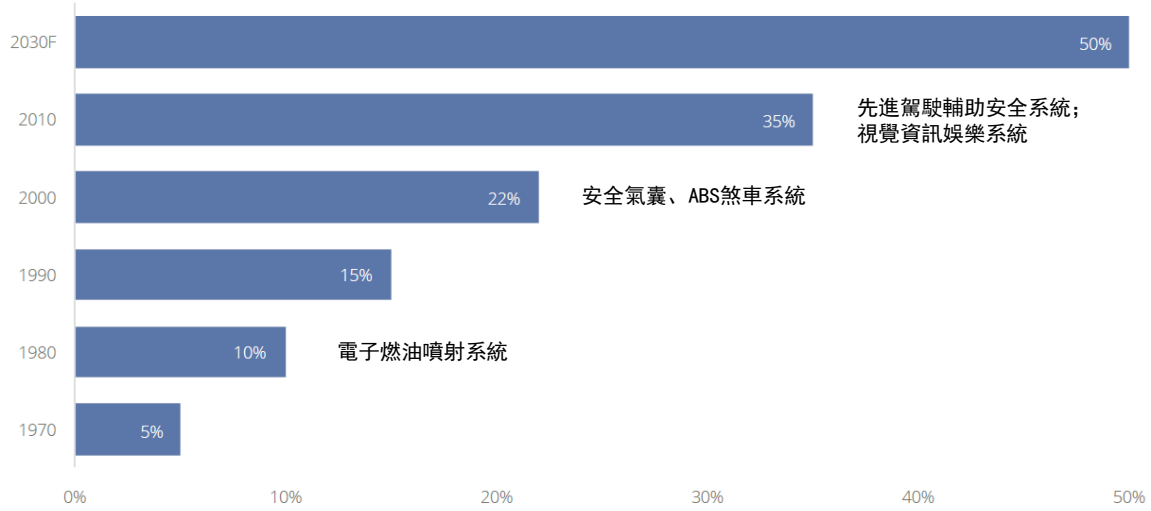


資料來源：IOT analytics research，星展集團 2019年12月

2. 智能汽車

汽車工業已經從單純製造發展到安裝電子零組件藉以提升性能、效率、安全性和舒適性。目前的汽車創新主要由電子功能驅動，而不是機械驅動。在80年代，製造汽車的成本僅佔總成本的10%；如今，每輛汽車的電子零組件總成本已上升至約40%；隨著汽車製造商爭相加入更複雜的零組件和功能，預計到2030年佔比將達50%（圖8）。

圖8：電子零組件佔汽車製造成本百分比



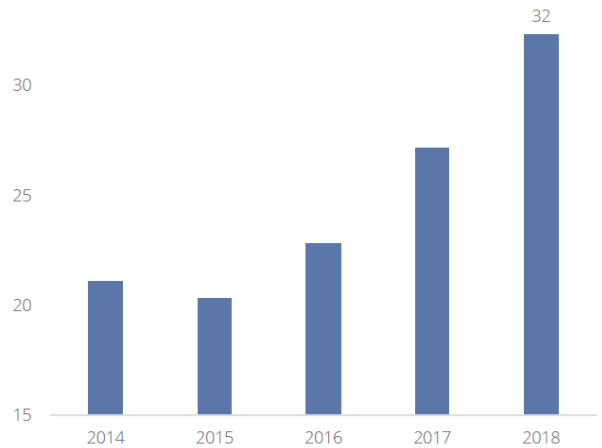
資料來源：Deloitte，星展集團 2019年12月

2014年以來，全球轎車的年銷量一直維持於6,500至7,000萬輛，且未來數年仍可能持續；儘管如此，車內半導體組件使用量的激增則是確立車用IC整體潛在市場的成長。

本世紀初以來，車用IC整體潛在市場已明顯擴大（圖9），並且具有更大的發展潛力。先進電子元件的使用仍處於早期階段，車輛中還有許多元件尚待更換。借助基於IC的微控制器、傳感器、離散電源管理、邏輯和被動晶片，可以修改諸如車道校正、導航、事件數據記錄、再生煞車、穩定性控制、駕駛警覺性監視和變速箱控制等功能。

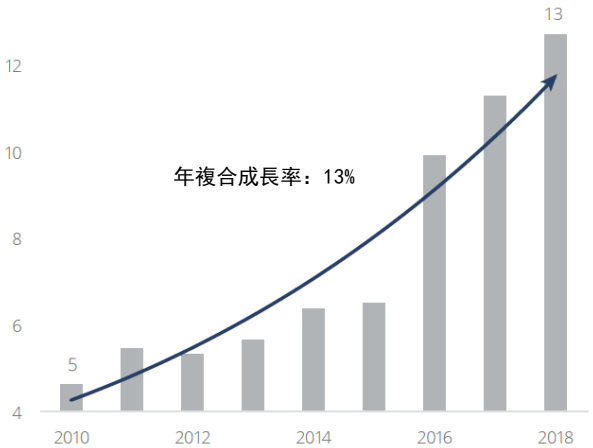
隨著這些發展，世界一流的IC設計公司的汽車晶片收入呈現大幅成長的趨勢就不足為奇了（圖10）。星展集團認為這個成長趨勢仍處於起步階段。

圖9：車用IC整體潛在市場規模（10億美元）



資料來源：IC Insights，星展集團 2019年12月

圖10：車用IC設計公司營收（10億美元）

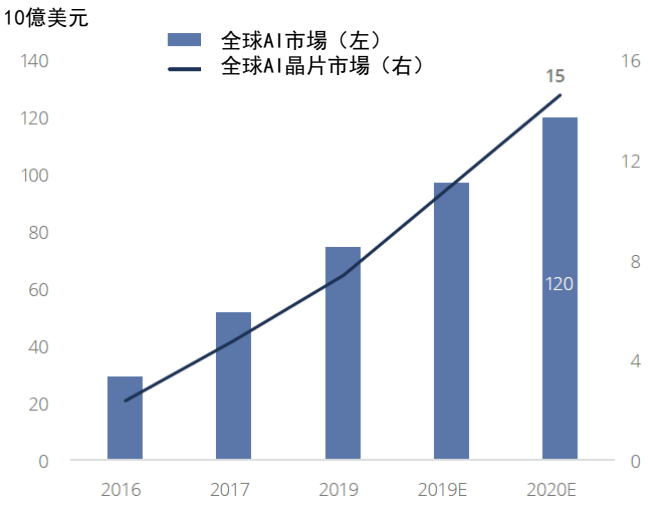


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

3. AI和5G

具有AI功能的晶片將在機器學習、醫療保健、安全性、高性能運算和數據分析的推動下，進一步帶動半導體業的成長（圖11）。 2020年後，整個潛在市場規模預計將超過1,200億美元。5G部份，物聯網平台上通訊系統統一使終端用戶和設備的需求不斷提升將帶動更高的採用率（圖12）。

圖11：AI領域有巨大潛力



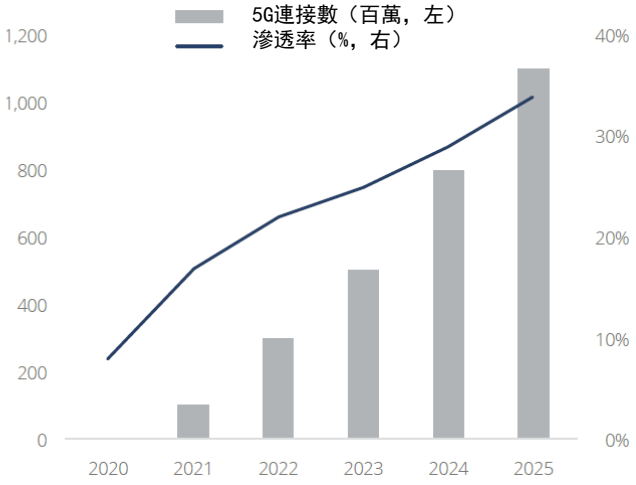
資料來源：CDIC，Deloitte，星展集團 2019年12月

5G的優勢包括更高數據運算效率、較低的延遲、更大的網路容量以及通訊和連接效率。至2025年，全球5G連接總數預計將超過10億，覆蓋全球三分之一的人口居住的地區。綜上所述，全球物聯網設備連接預計到2030年將達到500億，主要由企業所主導。

4. 智慧型手機－更大、更快、更強

隨著設備變得越來越複雜，手機記憶體密度的增加已成為贏得這場戰爭的基本要素。目前智慧型手機所配備的記憶體已大幅高於十多年前所推出的第一部智慧型手機。

圖12：5G將無處不在

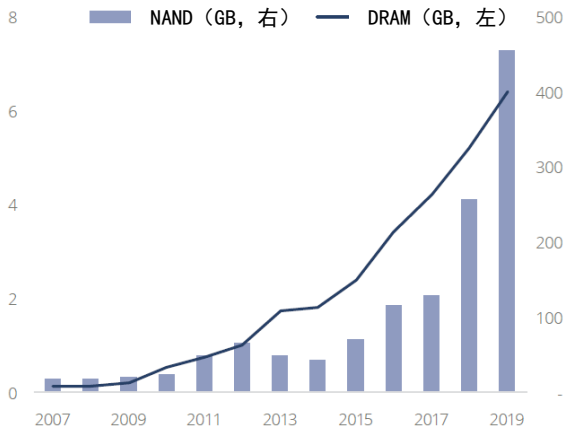


資料來源：GSM Intelligence，星展集團 2019年12月

頂級品牌新手機每年都擴充DRAM和NAND的使用量（圖13）。同時，智慧型手機記憶體的潛在市場於2018年上升到1,600億美元（圖14）。隨著智慧型手機配備更大記憶體密度，且消費電子產品安裝更智能的功能，這也將推動對處理器和記憶體晶片需求的驚人成長。

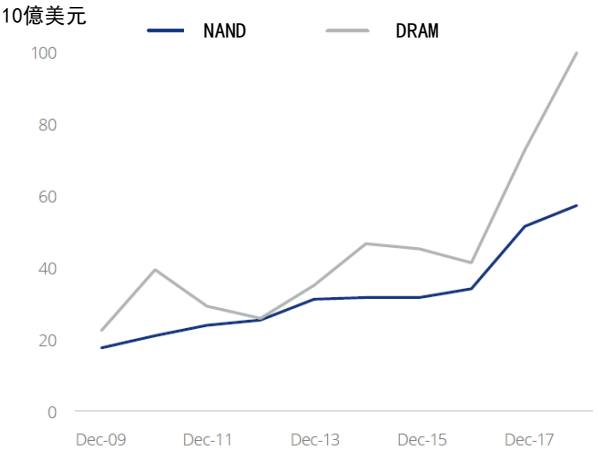
例如，三星Galaxy S10 Plus高階款內建1TB的快閃記憶體（NAND），也大大提升了遊戲性能。隨著越來越多的高端應用程式的開發並安裝在手機中，以及消費者對於媒體和娛樂內容下載的日益增加的粘著度，對更大記憶體空間的需求正在迅速成為一種新常態。

圖13：新款手機平均記憶體容量（GB）



資料來源：GSMARENA，星展集團 2019年12月

圖14：記憶體有巨大的潛力

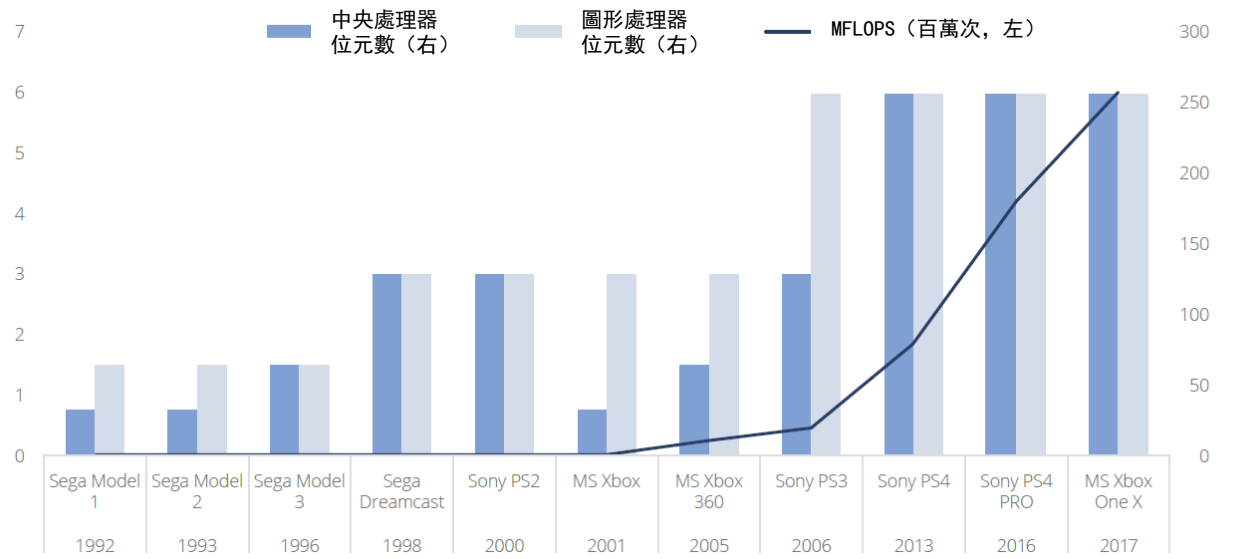


資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

5. 遊戲機－對速度的需求

遊戲機的技術需要趕上潮流，遊戲正逐漸成為一種主流愛好，且新遊戲以驚人的速度推出。過去20年中，遊戲機處理器經歷了驚人的發展。2005年以來，中央和圖形處理器（CPU和GPU）已從50位元大幅成長至250位元以上，而MFLOPS（每秒浮點運算百萬次）已增長了五倍，達到6M（圖15）。主要是IC晶片設計和晶圓代工技術的不斷發展促進了這些發展。

圖15：遊戲機處理器效能有所提高



資料來源：Libertygames，Gamesradar，星展集團 2019年12月

半導體的技術進步仍然至關重要

2000年初的網路泡沫後，半導體、IC、智慧型裝置、通訊和高性能運算領域持續發展。現在的世界越來越以數據驅動、更加整合和更加相互聯結。

受惠於投資前景良好利多的支持，全球半導體和半導體設備公司的股價評價普遍提升（圖16和圖17）；這主要是因為投資人樂觀看待半導體技術的進步即將來臨（表1）。

圖16：半導體類股評價面偏高

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

圖17：特有的利多支持

資料來源：彭博，星展集團 2019年12月

表1：全球主要科技題材

主題	受惠者
半導體IC設計	晶圓代工、後端封裝測試、先進半導體設備、光刻、矽晶圓
物聯網、雲端運算、資料中心	通訊IC、射頻混合信號、電腦伺服器、邏輯IC、被動元件
智慧裝置、高效能運算	應用處理器、基頻處理器、記憶體、顯示IC、驅動IC
工業自動化	人工智慧、機器學習、物聯網、程序控制
電子競技	遊戲機、繪圖處理器、通訊晶片組
汽車	電源管理IC、微處理器、感應器
5G（第5代行動通訊）	通訊晶片組、類比IC、功率放大器
電子商務	交易市場、支付平臺、物流與速度交貨、娛樂內容

資料來源：PWC，彭博，星展集團 2019年12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。