

投資長洞察 3Q19

Source: AFP Photo

2019/6/26

瞬息萬變的世界

市場仍將持續呈現大幅波動

星展集團預期，美國聯準會（FED）今年將會降息兩次，藉以舒緩貿易戰所帶來的衝擊。股市仍將呈現“拉鋸戰”。

藉槓鈴式投資組合因應不斷改變的世界

不斷改變的世界對投資有深遠的影響。科技業供應中斷的風險提升，但仍有許多投資機會。由於低利率將持續很長一段時間，藉槓鈴式投資組合，佈局長期成長主題和增加收益的資產。

佈局長期成長主題

在市場波動的過程，星展集團觀察到長期佈局股市的契機。電子商務、雲端計算、自動化以及重視可持續發展議題的企業將成為贏家。

收益型資產的投資價值

目前大約有一半尚未償還的投資等級債券殖利率約為2%或更低的水準，公司債和亞洲房地產投資信託基金（REITs）是具投資價值的資產。星展集團仍然看好BBB / BB等級的分散投資組合策略，平均存續時間介於4至5年。

前言



親愛的貴賓，

在市場波動度顯著提升的上半年過後，非常高興可以向各位投資人推薦星展集團的第3季投資長洞察；在此充滿不確定性的環境下的一個一站式投資指南。投資長洞察是由星展集團投資長以及超過100位研究人員組成的團隊所撰寫；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各資產的展望。

在此特別榮幸能夠推出投資長辦公室的新產品，投資長投資組合。此為採取槓鈴式投資策略的全球化跨資產投資組合模型，一端採納成長型資產，另一邊則持有收益型資產。在數位化的年代，傳統產業正在面臨前所未見的革新，同時也重新定義了投資領域，投資不再只是工作日常。投資長投資組合試圖在革新中乘風破浪，專注於贏家並避免輸家。

當然市場存在無法預測的未來，但我相信在星展集團裡，我們能夠尋找到合適的投資機會。期望能夠在投資的新紀元中繼續為各位投資人服務。謝謝你們的支持。

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，

時序邁入2019年第3季和下半年！

今年初，股市在經歷了去年第4季的震盪走勢後，星展集團表示這並非熊市的開始，而是多頭和空頭之間的“拉鋸戰”，市場也將呈現大幅度的波動。然而，經歷了第1季大幅走揚後，第2季開始時，星展集團認為看到全面的貿易協議，否則不會看到新的高點。市場的表現也是如此。

未來將何去何從？

雖然星展集團持續認為市場將呈現“拉鋸戰”，但仍有一些突破性的趨勢可以留意。本季的投資長洞察名為“瞬息萬變的世界”。

目前的情勢，舊商業模式正在崩潰，新長期主題也正在浮現；例如負利率、電子商務的普及、持續進行的貿易戰和可持續發展議題將對投資產生深遠的影響。由於這些變化，對全球股市的結構也產生了影響。首先是電子商務顛覆了零售業；現在，這些新技術正在顛覆媒體、電信、汽車和金融業。

當然，這些變化存在多樣的風險，但也有令人興奮的機會。投資人應該退縮而持有現金嗎？但目前收益率偏低，肯定起不了作用。

星展集團認為，應藉由長期、多元資產和全球化的投資組合佈局。採用“槓鈴式投資策略”：避開遭到顛覆而面臨危機的產業，佈局具備長期成長題材的企業，並持有創造收益的資產。

本季的投資長洞察中，星展集團詳細介紹雲端計算、自動化、新防禦和可持續發展議題的趨勢。

侯偉福 CFA
星展集團投資長



2019年第3季
資產配置

貿易戰威脅下的 投資方針



Source: AFP Photo

2019年第3季核心觀點

總經與政治展望



貨幣政策

為預防全球市場風險，預期聯準會在今年底之前將降息兩次；而歐洲央行能夠降息的空間相對有限



經濟展望

美國可望維持2%-3%的成長率，但持續的貿易戰將提升經濟成長停滯的風險；中國在第1季表現亮眼，但未來經濟成長將減緩



地緣政治

中美貿易戰為主要的市場風險；同時仍須關注英國脫歐和新任的歐洲央行總裁



通貨膨脹

能源和食品價格溫和成長，且關稅對通膨的傳遞有限，預期美國通膨率將持續低於聯準會的目標



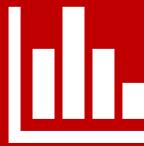
財政政策

美國進一步的財政刺激政策空間有限；日本在經濟衰退風險提升的狀況下可能延後上調消費稅

資料來源：星展集團 2019年6月

2019年第3季核心觀點

金融市場展望



股票市場

在貿易戰風險升溫的環境下，科技產業中相對看好資訊科技服務，看淡硬體設備；中國當中相對看好內需型產業，看淡出口產業



外匯市場

美國相對穩健的經濟環境將對美元帶來支撐；歐元將持續面臨貶值風險；人民幣在貿易戰持續的影響下將維持在7附近



利率市場

貿易戰的擔憂將壓抑G3國家債券殖利率；歐洲央行暫停貨幣政策正常化；日本央行則在2020年春季前都會維持低利率政策



信貸市場

因利差擴大，看好新興市場債的表現將優於成熟市場債；偏好評等為BBB/BB-的債券，投資組合的存續期間應介於4至5年



投資主題

雲端計算相關企業可望受惠於數據分析系統長期成長的題材；全球製造業自動化革新的受惠者

資料來源：星展集團 2019年6月

資產配置

全球貿易不確定性下的投資方針

去年12月全球股市遭到拋售，但在今年初因聯準會（FED）態度轉趨鴿派以及中國經濟成長表現亮眼，引起投資人的動物精神，今年前4個月全球股市的反彈令人驚艷。但天下沒有永恆的事，受到中美貿易戰在5月惡化的影響，全球股市反轉向下，風險性資產普遍表現不佳。

2018年時星展集團一度認為中美領導人將會回歸理性，貿易戰將會和平結束，但這個假設已經改變。近期中美之間的措辭顯示貿易已經不是引起兩國紛爭的問題，全球的戰略和技術性領導地位才是癥結點。即使美國與中國在未來數月達成協議，市場的平靜也只會是短暫的。環繞在智慧財產權和保護主義等根深蒂固的問題很難有簡單的解決方式，不確定性和不信任在可預見的未來將會持續。

圖1：中美貿易戰 – 時間表



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

在貿易戰全面爆發的狀況下，對標準普爾500指數 (S&P500) 有何影響？

面對較高的關稅，中國對美國的出口商將會吸收部份關稅成本，但也會嘗試將部份關稅成本傳遞至美國進口商。星展集團預估，貿易戰會使美國2019年經濟成長減少0.6%至1.9%。在此環境下，星展集團預期：

美國資本支出：基於星展集團的經濟模型，貿易戰全面爆發會使S&P500企業12個月資本支出成長率降至接近零的水準 (2019年第1季為12%，圖3) 。

美國企業獲利：星展集團預估，在最糟狀況下S&P500指數2019年的企業獲利將衰退3% (圖4) 。

美國股市評價：預估最糟狀況下對評價面的影響難度較高。星展集團在2018年7月4日的投資長觀點：貿易戰：從口水戰轉變為現實？中曾嘗試預估評價面可能受到的影響。

當時星展集團以2002年的美國鋼鐵關稅作為對照，預估在貿易戰全面爆發的狀況下，美國股市會面臨修正，評價面會跌至低於長期平均14%，此觀點維持不變。

S&P500指數本益比的長期平均為16倍，低於此水準14%即為14倍。目前的本益比為17倍，因此最糟狀況下評價面的修正幅度為17% (圖5)

圖2：貿易戰影響一，壓抑美國對中國出口



圖3：貿易戰影響二，貿易戰全面爆發將使美國企業資本支出降至零



資料來源：彭博，星展集團 2019年6月

圖4：貿易戰影響三，S&P500企業獲利可能減少3%

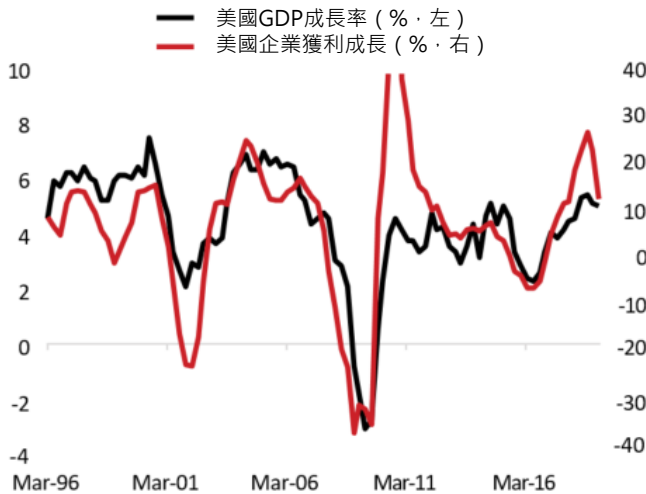
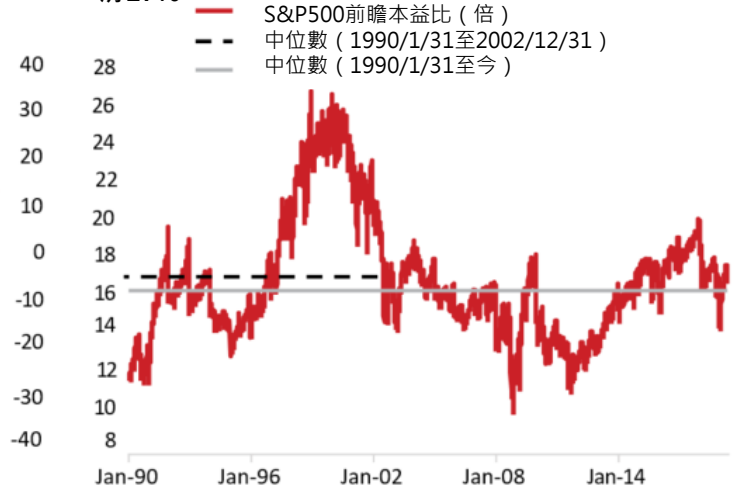


圖5：貿易戰影響四，最糟狀況下，美股評價面將下滑17%



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

盈餘成長率下滑3%，且評價面修正17%，將使S&P500指數下滑至2018年12月股市遭拋售時的水準。但這只是最糟糕狀況下的假設，星展集團預期發生的機率只有30%，且預期下半年出現以下因素支撐市場的可能性較高：

- (1) 評價面和經濟成長的預估並未過度樂觀
- (2) 投資人並未過度投資美股，且金融條件寬鬆
- (3) 總體經濟數據和盈餘成長動能觸底

股市評價合理及溫和的經濟成長預估。在與客戶的交流中，最常被問到的問題是“股市評價面已經不便宜”。星展集團認為這是認知上的錯誤。在全球股市的牛市步入第十年，評斷股市偏貴為常見的狀況。但事實上，目前的市場環境與過去的牛市不同。

目前的牛市（尤其是S&P500指數）受到強勁企業獲利成長的支撐。目前尚未出現企業獲利成長減緩的跡象，傳統產業持續面臨破壞性創新的挑戰，而帶來創新的科技產業可創造較佳的報酬（圖6）。因此即使美股上漲一段時間後，前瞻本益比仍只有17.3倍，距長期平均的16.9倍並不遠（圖7）。

為審視星展集團的股市評價面是否存在盲點，星展集團建構了兩階段的股息折現模型（Dividend Discount Model, DDM），並做出以下假設：（1）以美國10年期公債殖利率作為無風險利率；（2）第一階段的股息成長率以市場的長期EPS成長率為基準；（3）最終股息成長率則以長期平均GDP成長率為基準。

圖6：科技業成為推動美股企業獲利的主要引擎，且將維持此狀況

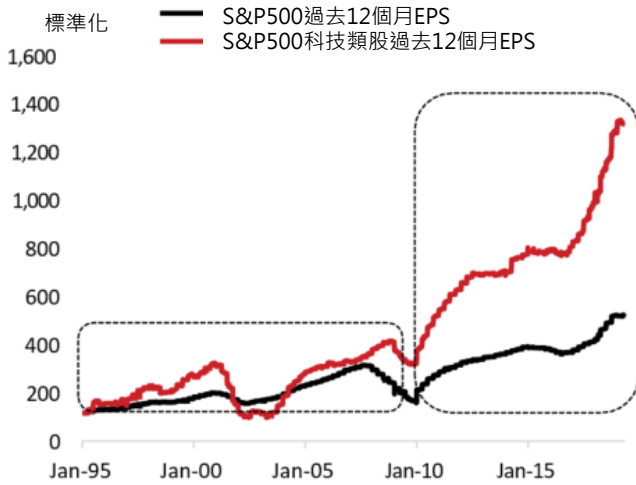


圖7：強勁的美國企業獲利成長支撐美股評價面



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

圖8：DDM模型顯示美股ERP接近長期中位數



圖9：S&P500指數隱含企業獲利成長溫和



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

基於星展集團的DDM模型，S&P500指數的股市風險溢酬（Equity Risk Premium, ERP）約為6.0%（圖8），接近長期平均的水準。有趣的是，根據這個模型假設，目前S&P500指數的前瞻本益比只反應企業盈餘成長率達2.1%（圖9），也接近歷史平均。

整體而言，目前尚未出現投資人對美國股票市場過於樂觀的跡象。

採用一樣的標準評估亞洲市場也有類似的結論。亞洲地區的ERP為5.7%，長期平均則為6.6%（圖10）。目前的評價面而言，隱含盈餘成長率為1.6%（圖11），也未出現過度樂觀的狀況。

圖10：亞洲不含日本市場ERP接近長期中位數

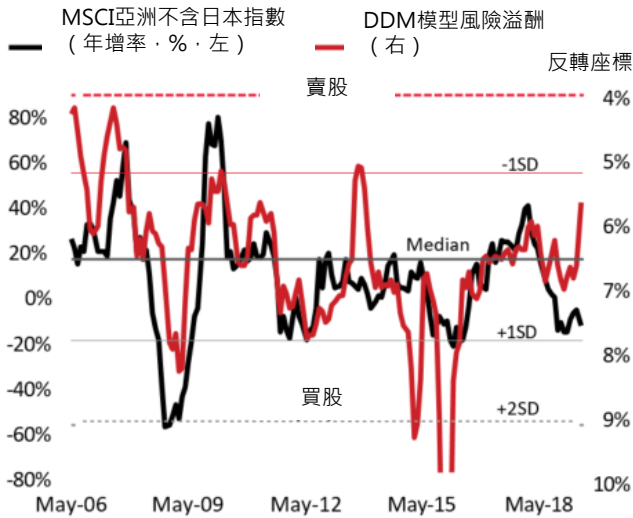
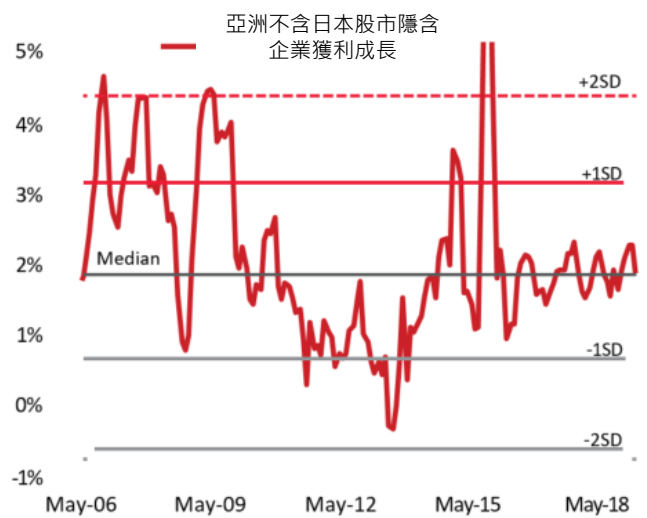


圖11：亞洲不含日本股市隱含企業獲利成長為零



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

股市部位沒有過於擁擠，且金融條件寬鬆。如[投資長觀點：投資人對牛市仍有所懷疑；以槓鈴式策略參與股市投資](#)（2019年5月2日）所述，星展集團的技術指標顯示市場對目前股市反彈的可持續性仍存在疑慮。

EPFR資金流向數據顯示，2019年5月流入全球債市的資金達1650億美元，股市則流出1450億（圖12）。美國個人投資者協會（AAII）的牛熊比例為0.6，顯示投資人對股市的偏好較為冷淡（圖13）。

投資人態度趨於謹慎應視為利多。謹慎的態度顯示股市沒有非理性的上漲，若市場持續走揚，投資基於評估指標（Benchmark）的法人將被迫追漲，為股市帶來上漲的動力。

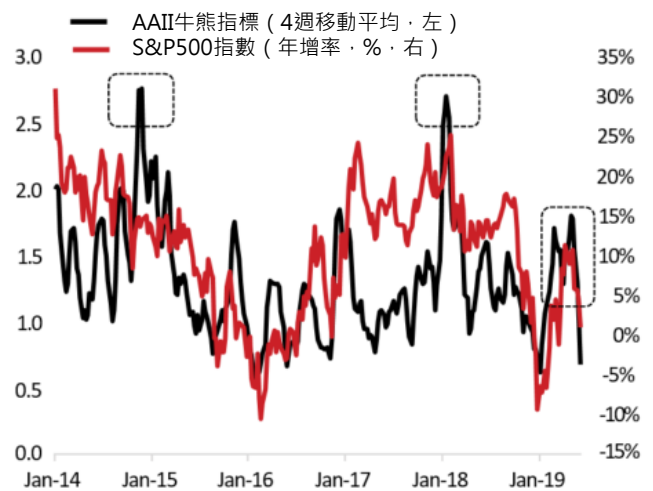
在此狀況下，投資人可能的問題是：機構投資人和散戶都在觀望，市場的主要買家為何？星展集團認為企業為目前的主要買盤，資產負債表顯示企業持有充足的現金，因此買回庫藏股的活動維持穩健。星展集團看好此趨勢將會持續（圖14）。

圖12：資金流向顯示投資人偏好債券



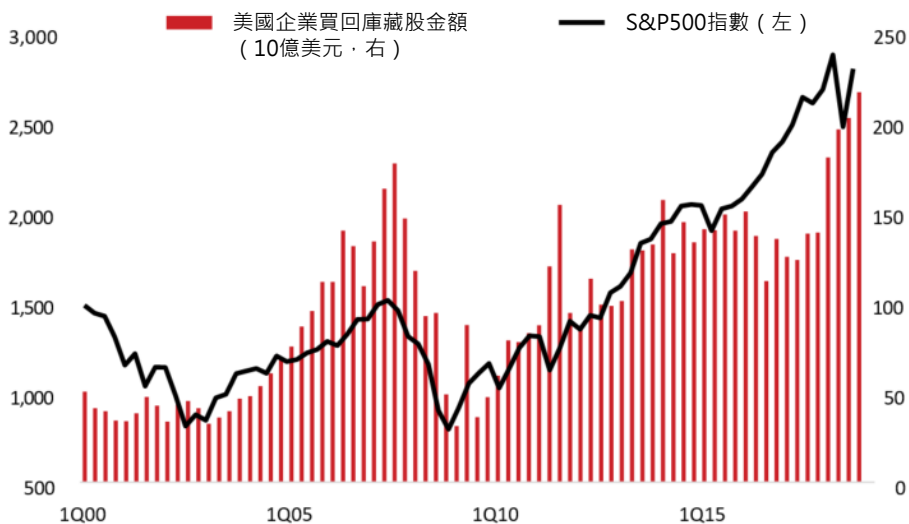
資料來源：EPFR Global · 星展集團 2019年6月

圖13：市場對股市上漲的可持續性存疑，AII牛熊比例處於溫和的範圍



資料來源：彭博 · 星展集團 2019年6月

圖14：企業買回庫藏股為推動S&P500指數的主要因素之一



資料來源：彭博 · 星展集團 2019年6月

總經數據和企業獲利動能觸底。全球經濟在2018年面臨全面下滑的狀況，如美國ISM製造業指數和中國李克強指數都呈現下滑。但近期公佈頻率較高的經濟數據顯示下滑的趨勢可能已經觸底。

美國部份，服務業和製造業的成長動能呈現分歧，貿易戰的不確定性壓抑了製造業的活動。另一方面，服務業卻維持穩健，ISM非製造業指數在4月維持在55.5。ISM製造業和非製造業指數的差異（ISM差），在歷史上可做為GDP和企業獲利走向的領先指標（圖15與圖16）。

美國GDP成長的走勢大致落後ISM差9個月。因此近期ISM差的下滑顯示往後的整體GDP成長率也將下滑。但考慮到GDP數據為落後指標，對金融市場不應造成太大的影響。

圖15：美國ISM製造業指數即使一度落後非製造業指數，往後仍會回升

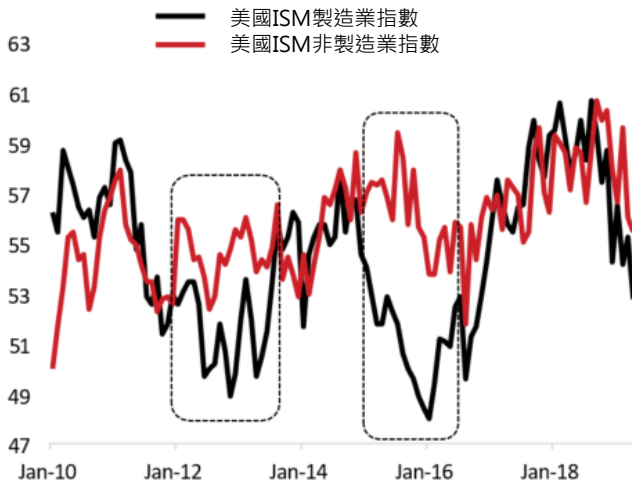
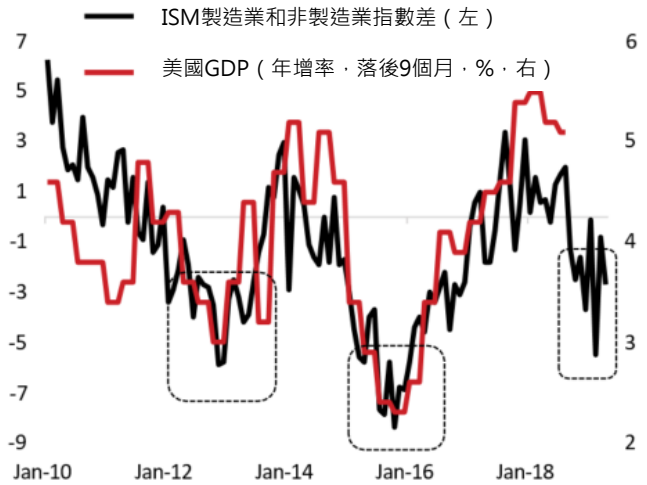


圖16：ISM指數暗示未來數季總經成長動能將減緩



資料來源：彭博，星展集團 2019年6月

企業獲利狀況為影響股市表現的主要因素。在總體經濟偏弱的預期下，市場對企業獲利的預估已經顯著下調（圖17）。若是獲利預估觸底將有利S&P500指數的展望（圖18）。

在中國官方採取刺激經濟措施藉以阻止經濟成長動能減緩之下，中國的總經環境也出現反彈回升的初步跡象。中國製造業採購經理人指數（PMI）似乎已在2月觸底，符合近期經濟驚奇指數上揚的狀況（圖19）。星展集團看好在近期官方降存款準備金率（RRR）可提振整體經濟成長，總經環境可望開始觸底反彈（圖20）。

圖17：總經環境疲弱的威脅已逐漸反應在市場的企業獲利預估上



圖18：獲利預估的觸底有利S&P500指數的展望



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

圖19：中國經濟出現反彈回升的初步跡象

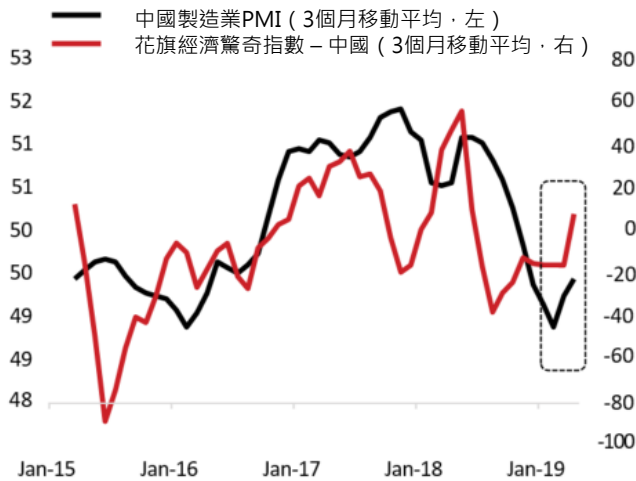


圖20：中國人行下調RRR後，中國總經成長動能可望改善



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

貿易戰下的贏家與輸家

考慮到中國與美國之間意見的差異，中美貿易戰轉變為長期紛爭的可能性顯著提升。關於自由貿易的紛爭，也已經擴散至科技和資訊安全領域。可以確定的是，持續性的紛爭會對全球經濟成長帶來壓力；在此環境下，尋找相對的贏家和輸家尤其重要。

以投資策略的角度而言，星展集團持續認為，在市場波動度提升的環境下，投資人應採用槓鈴式策略建構投資組合。在此架構下，將成長型和收益型的資產納入投資組合；成長型資產包含美國科技、數位化、千禧世代消費以及中國等區塊，收益型資產包含不動產投資信託（REITs）、股息收益股票和BBB/BB評等的企業債。

若貿易紛爭進一步惡化，可考慮增加次產業和主題式的資產配置如下；

貿易戰策略下的成長型資產：

- 在美國科技和數位化的主題下，看好科技服務表現將優於硬體科技
- 中國股市中，看好內需型股票表現優於出口型

貿易戰策略下的收益型資產：

- 受到貿易戰的影響，主要央行可望進一步降息，有利REITs

表1：2019年第3季投資長辦公室資產配置（CAA）架構

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	0	0	0	0	0
	經濟驚喜指數	-1 to +1	0	-1	0	0	0	0	0
	通貨膨脹	-1 to +1	1	0	0	0	0	0	0
	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	0	0	0	-	1	0
評價面	獲利優於預期	-2 to +2	1	-1	0	0	-	0	0
	前瞻P/E	-2 to +2	0	0	0	1	-	-	-
	P/B與ROE	-2 to +2	0	0	0	1	-	-	-
	盈餘殖利率與10年期公債殖利率比	-2 to +2	1	1	1	1	-1	-	-
動能	信用利差	-2 to +2	-	-	-	-	-	-1	0
	資金流向	-2 to +2	-1	0	0	0	1	0	1
	波動度	-1 to +1	0	0	0	0	0	-	-
	利多利空	-2 to +2	0	0	0	0	0	0	0
總分			4	-1	2	4	1	1	2
調整後分數*			0.21	-0.05	0.11	0.21	0.09	0.07	0.14

資料來源：星展集團 2019年6月

*調整後分數為加總 / 滿分

跨資產觀點 – 股市持續具有較佳的風險調整後報酬。以跨資產的角度而言，星展集團持續看好股市表現將優於債市，2019年第3季投資長辦公室資產配置 (CAA) 架構中股市的總分為0.47，高於債市的0.31。

基本面：全球經濟成長動能出現反彈回升的初步跡象，花旗全球經濟驚喜指數從3月以來呈現回升 (圖21)。2019年發生經濟衰退的機會仍較低，且星展集團看好企業獲利可望維持目前的動能。

評價面：股市盈餘殖利率與公債殖利率的利差達3.3%，高於歷史平均的1.4%；顯示股市相對債是具有吸引力 (圖22)。

動能：今年以來流出股市的資金達1450億美元，債市則流入1650億。資金的流向顯示市場對目前股市反彈回升能否持續持懷疑態度，但若股市持續走揚，指數型的投資人將被迫追漲，可望進一步推升股市。

圖21：全球經濟展望出現回升的跡象

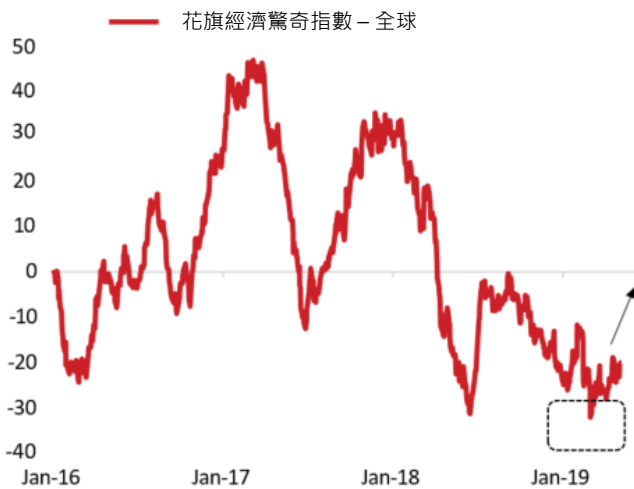


圖22：與債市相比，股市存在較佳的價值



資料來源：彭博，星展集團 2019年6月

股市：成熟市場當中持續由美國領導週期；中國市場在修正後吸引力提升。基於以下因素，星展集團在成熟市場當中，持續看好美國市場表現會優於歐洲和日本。

(a) 美國股市企業獲利動能表現較佳，因美股指數中的科技股權中較大 (圖23)。美股當中，獲利於預期的比例呈現上揚 (圖24)。

(b) 美股資金流向回升的動能強勁 (圖25) , 顯示指數型投資人在股市今年以來走強的狀況下, 出現追漲的狀況。

(c) 尚未出現回歸平均的跡象, 全球投資人仍願意以溢價購買相對穩定成長潛力的美國股市 (圖26) 。

圖23：美國市場因科技股權重較高，企業獲利動能優於其他成熟市場

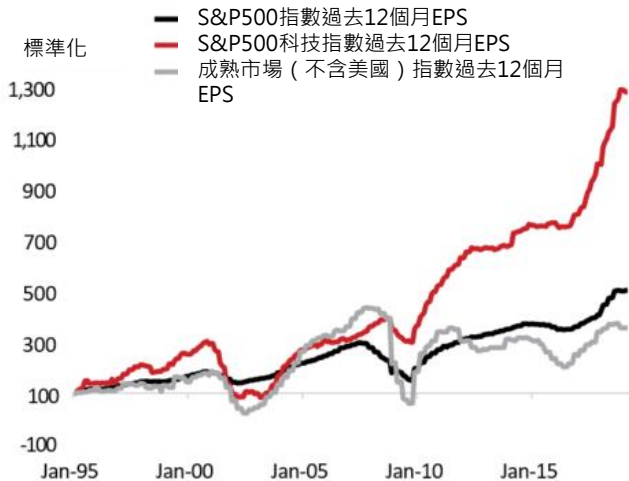
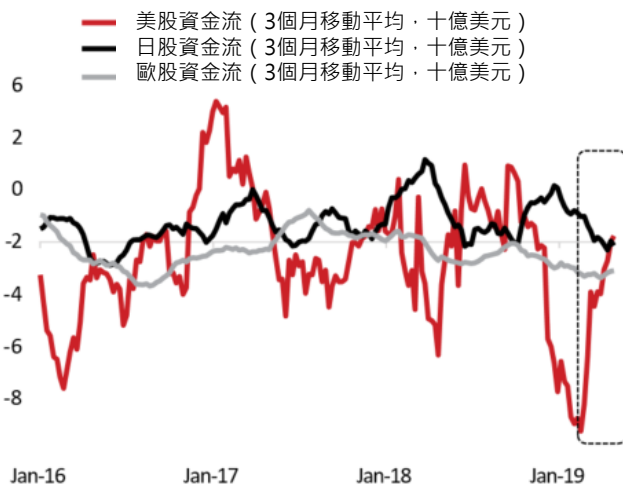


圖24：美國企業獲利優於預期的比例增加



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

圖25：資金流向數據顯示，在資金流出數個月後，投資人逐漸開始增加美股佈局



資料來源：EPFR Global·星展集團 2019年6月

圖26：美國相對其他成熟市場的溢價持續上揚



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

貿易戰風險再次升溫，使中國股市面臨修正，但修正過後反而出現具有吸引力的佈局機會。在川普重燃貿易戰的發文後，中國H股和A股一度修正9%和5%。基於以下因素，星展集團維持看好中國市場的觀點，認為投資人應以長期的角度佈局：

(a) 中國官方已經採取措施刺激國內經濟，有利企業獲利。

(b) 中國股市不僅評價面便宜，同時具有龐大的獲利成長潛力。解釋了為何中國股市的本益成長比 (PEG) 顯著低於全球股市，分別為1.1和2.5 (圖27)。

(c) 中國科技股在近期的修正過後吸引力提升，本淨比 (P/B) 為2.0倍，而股東權益報酬率 (ROE) 為12.2%。過去在中國股市本淨比處於目前水準時，ROE只有目前水準的一半 (圖28)。

圖27：中國股市PEG相較於全球股市具有吸引力



圖28：以P/B和ROE的水準而言，中國科技股具有吸引力



資料來源：彭博·星展集團 2019年6月

債市：持續看好新興市場債。星展集團在2019年第2季的投資長洞察中將新興市場債的觀點上調至看好。考慮到聯準會態度偏鴿，可望延續信用利差的緊縮週期，因此看好新興市場債信用利差在第3季仍有進一步緊縮的空間。新興市場債信用利差的走勢落後美國10年期公債殖利率三個月 (圖29)，而10年期公債殖利率進一步下滑，顯示信用利差可望進一步緊縮。

以相對價值而言，新興市場債並未偏貴。目前新興市場債的信用利差約與美國高收益債相同（兩者之差的長期平均為負66個基點），而新興市場信用利差與美國投資等級債信用利差的差異則些微高於歷史平均 (圖30)。

圖29：美國公債殖利率的下滑趨勢顯示新興市場債信用利差可能進一步緊縮

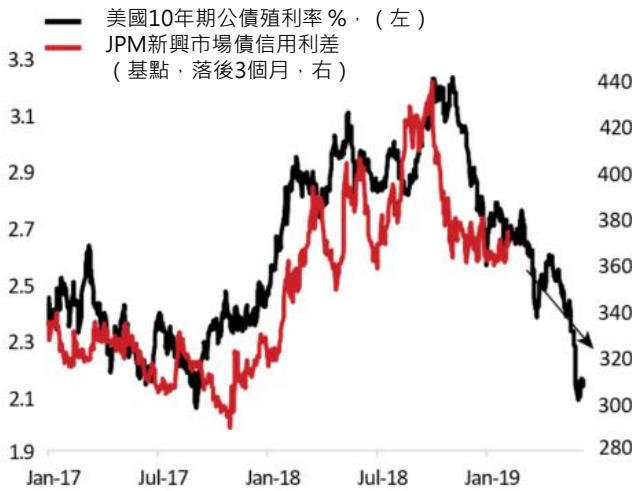
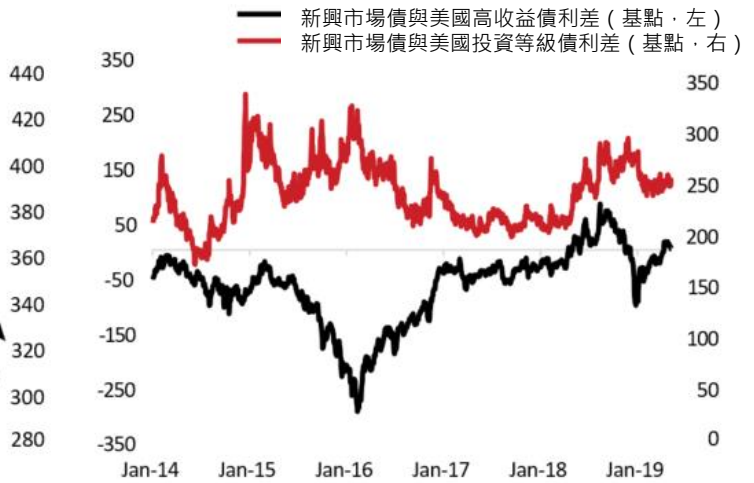


圖30：相較於美國投資等級和高收益債，新興市場債並未偏貴



資料來源：彭博 · 星展集團 2019年6月

表：2019年第3季戰術性資產配置

資產類別	資產類別	
	3個月期間	12個月期間
股市	中立	中立
美國	看好	中立
歐洲	看淡	看淡
日本	看淡	中立
亞洲不含日本	看好	看好
固定收益	看淡	看淡
成熟市場政府公債	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6月

圖30：TAA資產配置比例
(穩健型投資組合 - 3個月期觀點)

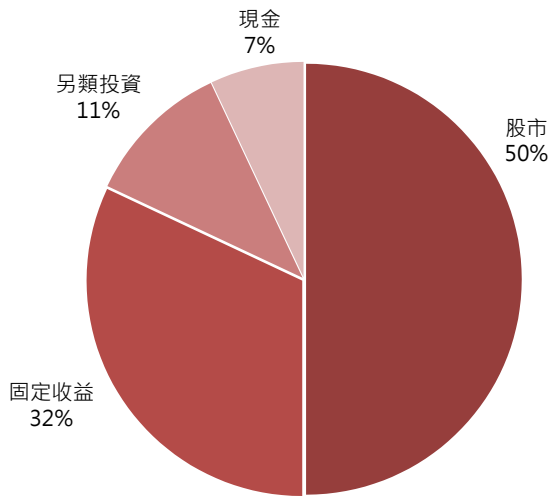
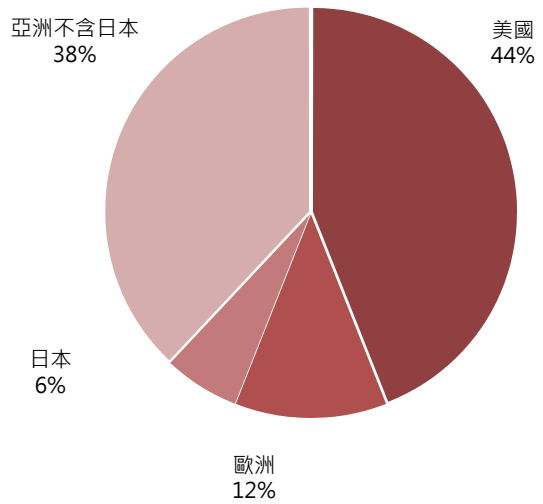


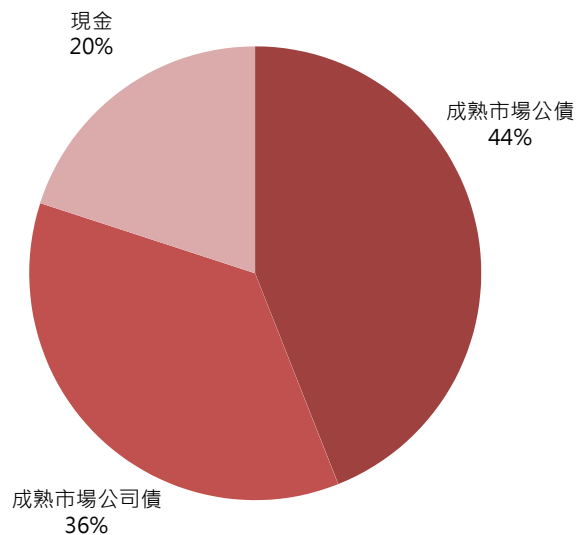
圖31：TAA地區配置比例
(穩健型投資組合 - 3個月期觀點)



資料來源：星展集團 2019年6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%	
成熟市場政府公債	44.0%	44.0%	
成熟市場公司債	36.0%	36.0%	
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%	

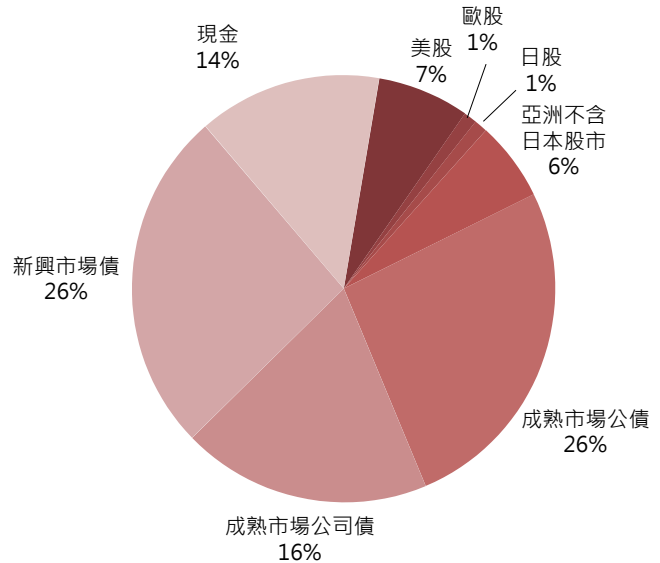


資料來源：星展集團2019年6月

- (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

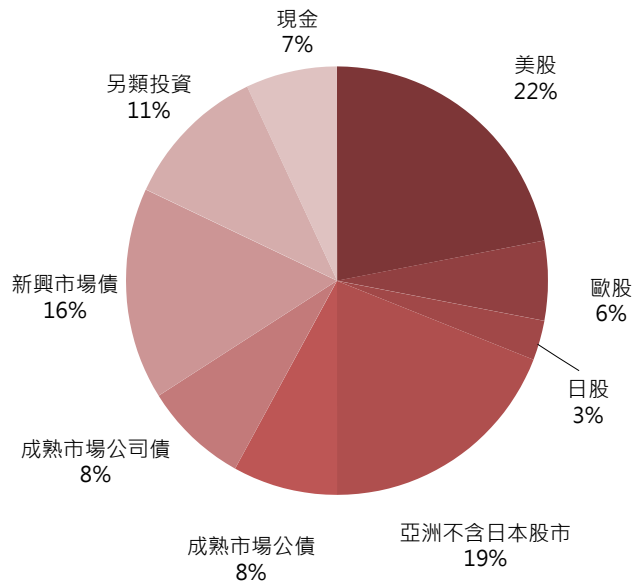
謹慎型投資組合

	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	71.0%	75.0%	-4.0%
成熟市場債券	45.0%	53.0%	-8.0%
成熟市場政府公債	26.0%	30.0%	-4.0%
成熟市場公司債	19.0%	23.0%	-4.0%
新興市場債	26.0%	22.0%	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	14.0%	10.0%	4.0%



穩健型投資組合

	TAA	SAA	差異
股市	50.0%	50.0%	
美國	22.0%	21.0%	1.0%
歐洲	6.0%	12.0%	-6.0%
日本	3.0%	7.0%	-4.0%
亞洲不含日本	19.0%	10.0%	9.0%
固定收益	32.0%	40.0%	-8.0%
成熟市場債券	16.0%	29.0%	-13.0%
成熟市場政府公債	8.0%	16.0%	-8.0%
成熟市場公司債	8.0%	13.0%	-5.0%
新興市場債	16.0%	11.0%	5.0%
另類投資	11.0%	5.0%	6.0%
黃金	5.0%	2.0%	3.0%
避險基金	6.0%	3.0%	3.0%
現金	7.0%	5.0%	2.0%



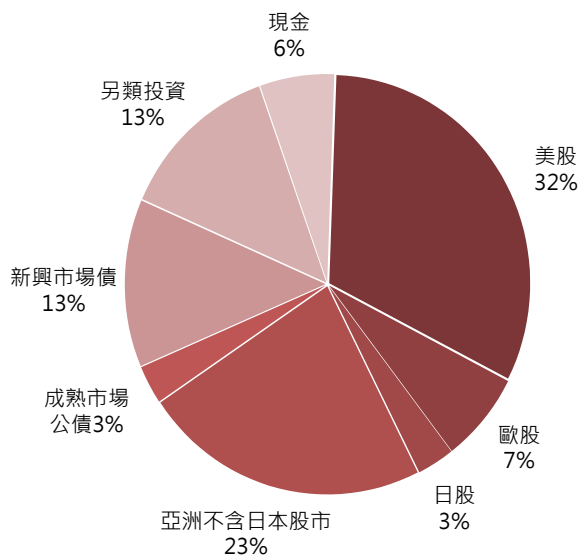
資料來源：星展集團2019年6月

- (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

積極型投資組合

	TAA	SAA	差異
股市	65.0%	65.0%	
美國	32.0%	29.0%	3.0%
歐洲	7.0%	15.0%	-8.0%
日本	3.0%	8.0%	-5.0%
亞洲不含日本	23.0%	13.0%	10.0%
固定收益	16.0%	20.0%	-4.0%
成熟市場債券	3.0%	13.0%	-10.0%
成熟市場政府公債	3.0%	7.0%	-4.0%
成熟市場公司債	0.0%	6.0%	-6.0%
新興市場債	13.0%	7.0%	6.0%
另類投資	13.0%	10.0%	3.0%
黃金	5.0%	4.0%	1.0%
避險基金	8.0%	6.0%	2.0%
現金	6.0%	5.0%	1.0%

資料來源：星展集團2019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

表5：星展集團經濟成長和通膨率預估

	經濟成長預估 (% · 年增率)				通膨預估 (% · 年增率)			
	2017	2018	2019f	2020f	2017	2018	2019f	2020f
中國	6.9	6.6	6.2	6.0	1.6	2.1	2.3	2.3
香港	3.8	3.3	2.5	2.0	1.5	2.5	2.7	2.5
印度*	8.2	7.2	6.8	6.8	4.5	3.6	3.4	3.8
印尼	5.1	5.2	5.2	5.1	3.8	3.2	3.6	3.6
馬來西亞	5.9	4.7	4.5	4.2	3.8	1.0	1.7	1.6
菲律賓	6.7	6.2	6.1	6.1	2.9	5.2	3.1	3.1
新加坡	3.9	3.2	2.1	2.5	0.6	0.4	1.1	1.5
南韓	3.1	2.7	2.1	2.4	1.9	1.5	1.1	1.5
泰國	3.3	4.1	3.8	4.0	0.7	1.1	1.0	1.3
越南	6.8	7.1	6.6	6.3	3.5	3.5	3.8	3.4
歐元區	2.5	1.9	1.2	1.5	1.5	1.8	1.2	1.3
日本	1.9	0.7	0.7	0.5	0.5	1.0	1.1	1.6
美國	2.3	2.9	2.5	1.5	2.1	2.4	1.7	1.6

*至3月結束的會計年度

資料來源：星展集團 2019年6月

表6：星展集團央行政策利率預估

	2019				2020			
	第1季	第2季	第3季	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
中國*	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
印度	6.25	5.75	5.50	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
印尼	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
馬來西亞	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律賓	4.75	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
新加坡**	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95
南韓	1.75	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
泰國	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
越南***	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00	5.75	5.75	5.75
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
美國	2.50	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

*. 一年期借款利率；**. 3個月期新加坡隔夜利率；***. 主要利率

資料來源：CEIC · 星展集團 2019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。