



市場洞察

# 季度觀點透視

政治和政策因素主導投資組合

2024年第四季亞洲版

## 策略師

**Tai Hui**  
常務董事  
亞太區首席市場策略師

**Marcella Chow**  
執行董事  
環球市場策略師

**Kerry Craig, CFA**  
執行董事  
環球市場策略師

**Arthur Jiang**  
執行董事  
環球市場策略師

**Agnes Lin**  
執行董事  
環球市場策略師

**Shogo Maekawa**  
執行董事  
環球市場策略師

**Chaoping Zhu, CFA**  
執行董事  
環球市場策略師

**Ian Hui**  
副總裁  
環球市場策略師

**Raisah Rasid**  
副總裁  
環球市場策略師

**Fumiaki Morioka**  
副理  
環球市場策略師

**Jennifer Qiu**  
副理  
環球市場策略師

**Adrian Wong**  
副理  
環球市場策略師

摩根  
資產管理



# 市場洞察

## 政治和政策因素主導投資組合

### 概覽

- 美國經濟正在降溫，從「熱」轉為「暖」，聯儲局也將政策優先重點從抑制通脹轉向保障就業市場。因此，在未來幾個季度，美國有望迎來循序漸進的減息週期。11月美國將舉行總統大選，市場焦點勢將集中在政策議題，尤其是稅務及貿易方面。
- 歷來，美國政策利率下降及經濟軟著陸都有助推動股債投資組合跑贏現金<sup>1</sup>。國際多元化的資產配置仍然是控制風險和捕捉機遇的關鍵策略。
- 投資者應部署將美國股票的行業配置擴大至涵蓋優質公司，以及與經濟週期相關性較低的企業。儘管政府債券的走勢已局部反映未來的減息預期，我們認為這類資產仍可提供高於通脹的收益，而且有助對沖經濟出現意外衰退的風險。

<sup>1</sup>以美國短期國庫券作為現金的指標。



# 市場洞察



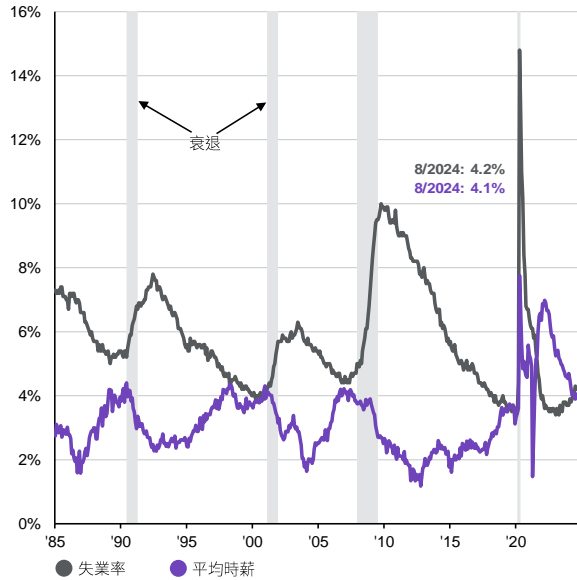
## 美國：失業率及勞工需求

亞洲版 | (香港) | 31

環球經濟

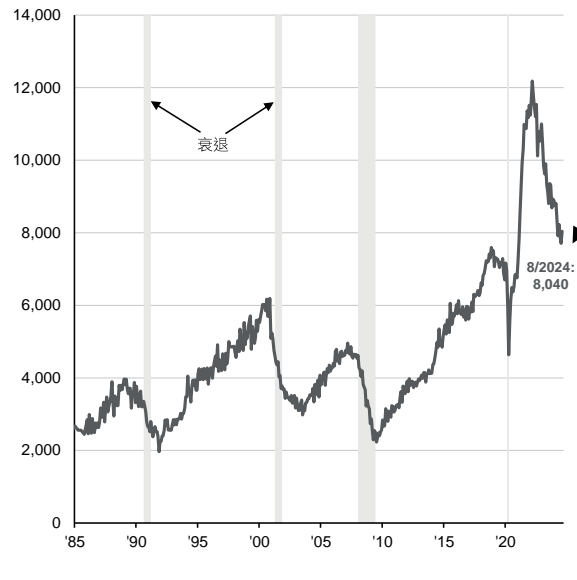
### 失業率及平均時薪\*

佔勞動力百分比，按年變化，經季節性調整



### JOLTS職位空缺\*\*

職位空缺總數，千個，經季節性調整



資料來源：FactSet，美國勞工統計局，摩根資產管理。

\*平均時薪以生產及非主管職位工人的工資計算。

\*\*截至2000年11月的職位空缺及勞動力流動調查 (JOLTS) 職位空缺數量為摩根資產管理估計數據。《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。

摩根  
資產管理

## 美國經濟增長：從「熱」變「暖」

- 美國經濟正在降溫，從「熱」轉為「暖」。高利率環境，加上選舉臨近當局未有推出新的財政刺激措施，都已稍微拖慢增長。消費者（尤其是低收入組別）對物價日益敏感，因為他們的資產負債表狀況已從疫情期間的儲蓄過剩變為債務累積。
- 從近期的職位空缺數據可見，就業市場呈現從高位回落的跡象。失業率升高的部分原因是勞動力參與率上升。
- 與此同時，通脹放緩跡象也更為明確，尤其是在住房成本方面，這部分佔整體消費物價指數的三分之一。然而，醫療保健及運輸服務通脹仍相對頑固，支撐著服務業通脹。核心貨品價格自2024年初以來一直在回落，值得注意的是，近期美元貶值是否會促使進口通脹輕微反彈。



# 市場洞察



## 美國：總統候選人的政策立場

亞洲版 | (香港) | 34



### 賀錦麗的潛在立場

### 特朗普的潛在立場

| 稅項   | 賀錦麗的潛在立場  | 特朗普的潛在立場  |
|------|---|---|
| 稅項   | 對年收入低於40萬美元的家庭延長TCJA。可能提高企業稅率，恢復兒童稅收抵免，並推出新的稅收優惠。 | 讓即將到期的條款持續生效。進一步降低企業稅率。考慮以增加的關稅替代個人所得稅。         |
| 貿易   | 維持「對華強硬」的政策，強調實施有針對性的關稅，例如針對來自中國的鋼鐵及鋁。            | 對所有進口美國的貨品一律徵收10%的基準關稅。對從中國進口美國的貨品徵收60%的關稅。     |
| 移民   | 繼續為移民提供合法入籍途徑，同時採取一些更嚴格的阻嚇措施。                     | 大幅收緊移民措施，包括驅逐難民。                                |
| 能源   | 繼續投資潔淨能源製造、減排及提高能源效益。考慮提高化石燃料行業的稅率。               | 提高美國本土的石油及天然氣產量，以增強國內能源獨立性。取消部分環保法規及激勵措施。       |
| 國防   | 一貫重視聯盟及多邊主義。                                      | 推動北約加強自力更生。對盟國加大施壓，以增加國防開支。                     |
| 健康護理 | 保護並加強《可負擔健保法》(ACA)。賦予聯邦醫療保險加強藥價談判的權力，致力降低藥物價格。    | 尋求在任期內廢除並取代ACA，可能會削減將於2025年年底到期的補貼。繼續努力提高價格透明度。 |
| 監管   | 繼續推動現任總統拜登的反壟斷執法工作，致力減少壟斷，繼續支持對傳統能源業及銀行業進行監管。     | 較少聚焦於能源業及銀行業，可能放寬對科技業併購活動的監管，但繼續支持加強對大型科技公司的監管。 |
| 貨幣政策 | 不干涉聯儲局的貨幣政策。                                      | 對聯儲局採取更為干預的方針。                                  |

資料來源：稅務基金會，華爾街日報，摩根資產管理。  
 評論僅供說明用途，並非有關每位候選人政策立場的全面指南。政策指引可能變動。TCJA指《減稅與就業法》，北約指北大西洋公約組織。  
 《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。

摩根  
資產管理

## 美國大選：不同承諾，但殊途同歸

- 本屆美國總統大選兩位候選人，現任副總統賀錦麗與前總統特朗普的較量似乎勢均力敵。這增加了產生分立政府的可能性，即民主黨與共和黨兩大黨派，分別入主白宮和取得國會控制權。在此情境下，要通過稅務、開支及監管方面的立法也許會更為困難。
- 雖然雙方的競選承諾有所不同，但兩位總統候選人之間存在相似之處。聯邦政府可能繼續出現大規模財政赤字，中期內債務將持續增加。美國貿易政策料將繼續聚焦於保護國內製造業，尤其是針對來自中國的進口產品。這將繼續迫使企業（包括來自中國的公司）分散其供應鏈，以管理關稅及其他貿易壁壘的風險。
- 過往，市場波動性會在選舉結果公布後降低。我們相信，經濟及企業基本面將是驅動市場回報的更重要因素。



# 市場洞察

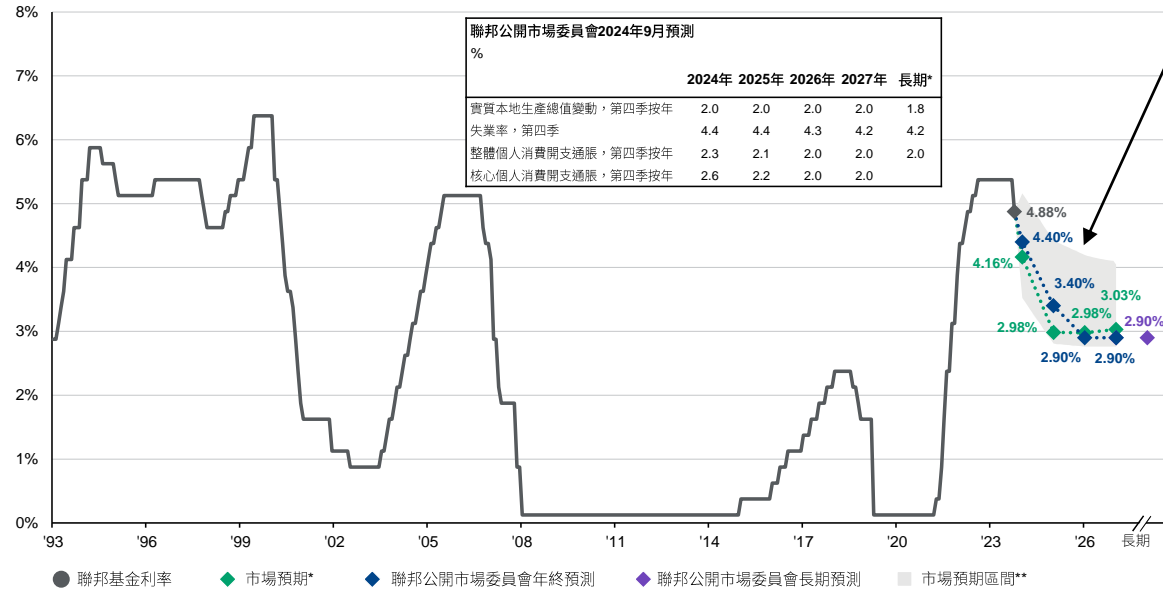


## 美國：貨幣政策

亞洲版 | (香港) | 33

### 聯邦基金利率預期

市場對聯邦基金利率的預期



資料來源：彭博，FactSet，美國聯儲局，摩根資產管理。  
 \*市場預期基於隔夜指數掉期利率。所示聯儲局預測為聯邦公開市場委員會成員預測值的中位數。  
 \*\*自發布2023年12月經濟預測摘要以來的區間。  
 《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。



## 聯儲局政策：變更路徑

- 隨著通脹率有望回落至2%的目標水平，聯儲局的政策重心已轉向保障就業市場。在9月份的聯邦公開市場委員會會議，局方亦已將利率下調50個基點。更重要的是，在最新經濟預測摘要中，聯邦公開市場委員會成員的預測中位數顯示，政策利率預期將在2025年底下調150個基點。
- 考慮到美國當前經濟表現仍然符合軟著陸的情境，聯儲局仍可較為耐心地將政策利率恢復至中性水平。當然，減息步伐及時機仍可能會因應未來的通脹及就業數據而有所變化。其中一項潛在挑戰是，聯儲局將如何應對供應面衝擊帶來的通脹反彈。當中可能包括環球供應鏈中斷，或新一屆政府的貿易政策導致美國進口貨品成本提高。

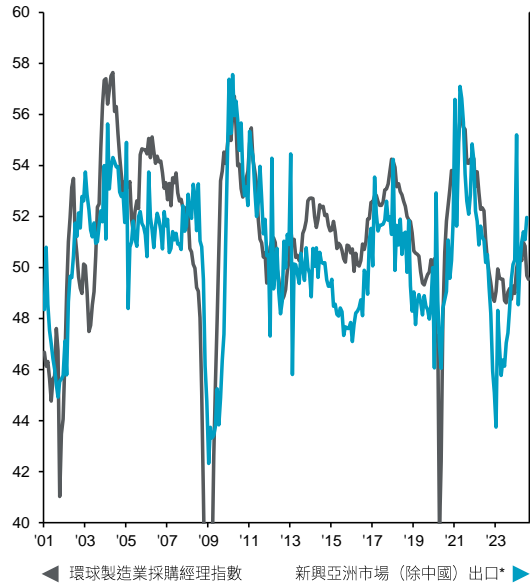


# 市場洞察

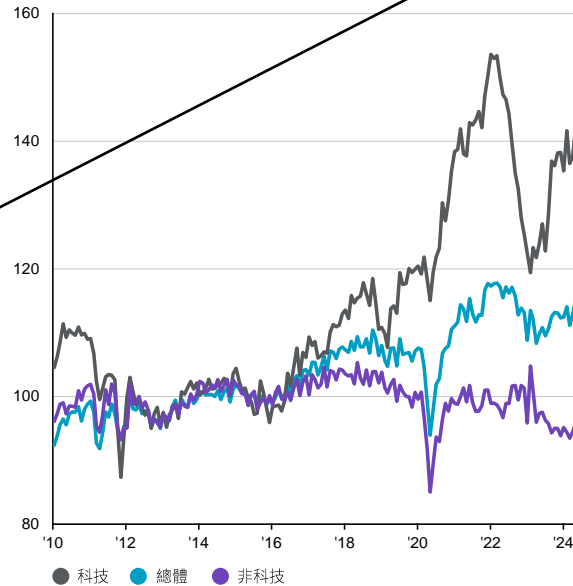
## 亞洲：製造業產出

亞洲版 | (香港) | 4

### 環球製造業週期與亞洲出口



### 亞洲五地\*\*的製造業產出



資料來源：CEIC, FactSet, 摩根資產管理；(左圖) 標普全球, 摩根經濟研究。  
 為維持合理尺度, 左圖縱軸已作切斷處理。2008年12月的環球製造業採購經理指數為33.8, 2020年4月為39.6。  
 \*新興亞洲市場 (除中國) 包括香港、南韓、馬來西亞、新加坡、台灣、泰國及越南。整體出口數據為本地生產總值加權數據。  
 \*\*亞洲五地指日本、新加坡、南韓、台灣及泰國。  
 《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。



## 亞洲經濟：出口穩健

- 儘管企業對生成式人工智能 (AI) 的投資步伐備受關注，亞洲的科技產品及半導體出口動能大致保持良好。下一個值得留意的指標是市場對具有AI處理能力的消費電子產品或邊緣AI的需求。
- 中國經濟繼續呈現不平衡增長，房屋市場面臨挑戰，而且對消費和企業投資造成壓力。當局需要採取更進取的財政及貨幣政策，才能夠推動更可持續的經濟復甦。雖然出口在2024年經歷了一些強勁的復甦，但仍面臨來自西方經濟體的更多不確定因素，包括最近美國、歐盟及加拿大對電動汽車徵收的關稅。
- 亞洲央行的減息窗口正在擴闊。聯儲局降低政策利率已有助美元貶值。隨著區內通脹回落，亞洲各地央行可能會在2024年末開始減息。然而，屆時的減息步伐及時機將取決於各自國內形勢。



# 市場洞察



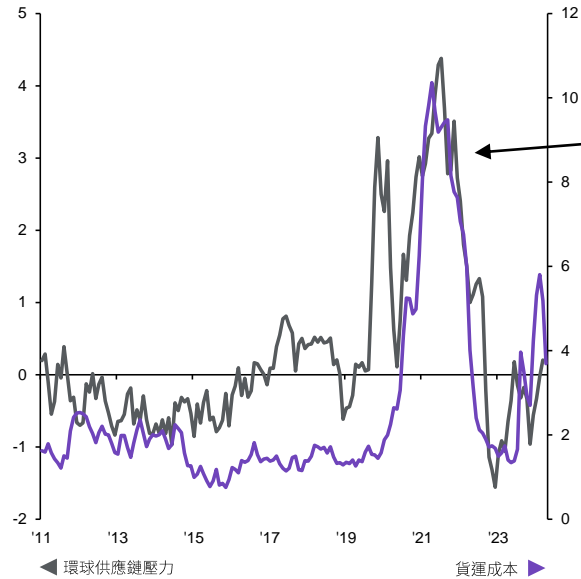
## 環球供應鏈

亞洲版 | (香港) | 25

環球經濟

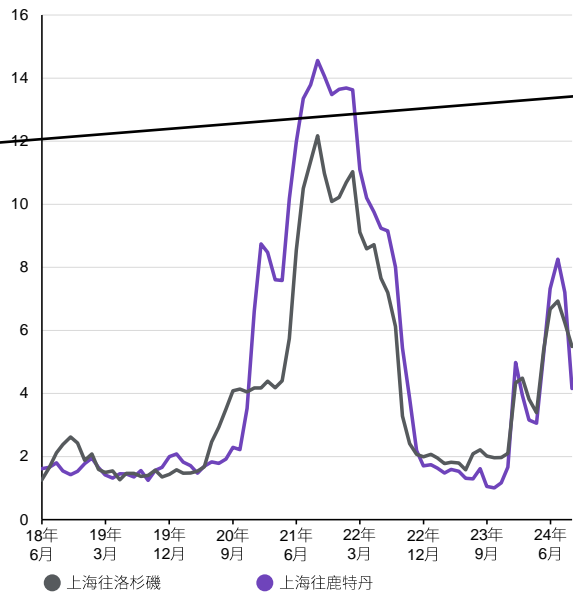
### 環球供應鏈壓力\*及貨運成本\*\*

與歷史平均值的標準差



### 不同航線的貨運成本\*\*\*

價格 (千美元)



資料來源：Applied Macroeconomics and Econometrics Center，彭博，FactSet，摩根資產管理。  
 \*環球供應鏈壓力指數追蹤環球供應鏈狀態，使用來自運輸及製造行業的數據。  
 \*\*貨運成本包括即期運價及短期合約運價，由Drewry世界集裝箱運價指數代表，該指數追蹤8條主要東西貿易航線上40英尺長集裝箱的貨運成本。  
 \*\*\*上海往鹿特丹和上海往洛杉磯是在指數中運量最大的兩條貿易航線，因此比重最高。  
 《環球市場概覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。



## 風險：衝突及供應鏈中斷

- 增長（經濟衰退）或通脹（物價反彈）意外轉向，可能是近期與投資者最密切相關的風險。面對通脹反彈，由於需求面或供應面衝擊會產生不同的政策影響，投資者必須釐清當中的觸發因素。如果出現需求面衝擊（我們認為發生的機率較低），就可能迫使央行恢復加息。
- 中東的地緣政治衝突，在今年初限制了通過紅海和蘇伊士運河的貨物運輸。隨著以色列與伊朗之間的緊張局勢升級，相關風險仍揮之不去，而且經由霍爾木茲海峽的能源運輸也愈發令人擔憂。烏克蘭在俄羅斯境內的軍事行動，也提高了歐洲衝突升級的風險。
- 此外，環球製造業供應鏈仍可能隨時受到干擾。中國對半導體及其他科技設備所用關鍵礦物的出口限制，會導致電子零件短缺。與氣候變化相關的自然災害也經常發生，而且防不勝防。



# 市場洞察

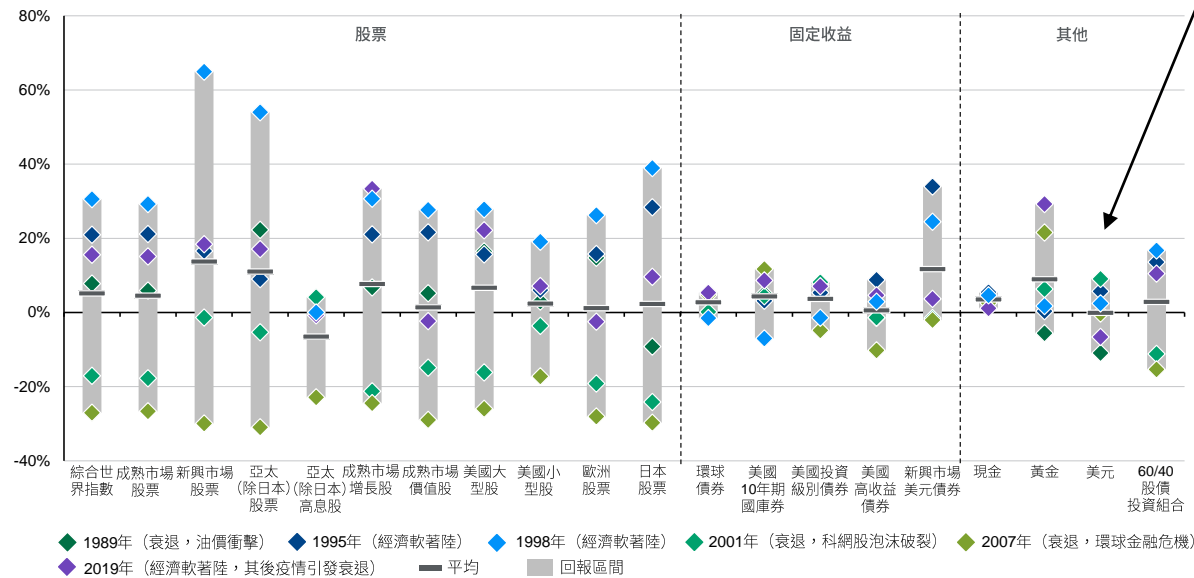


## 政策利率週期及市場表現

亞洲版 | (香港) | 71

### 減息開始後各資產類別回報

過去六次加息週期後首次減息後的12個月回報\*



資料來源：FactSet，美國聯儲局，摩根資產管理。基於MSCI綜合世界指數（綜合世界指數）、MSCI世界指數（成熟市場股票）、MSCI新興市場指數（新興市場股票）、MSCI亞太（除日本）指數（亞太（除日本）股票）、MSCI亞太（除日本）高息股指數（亞太（除日本）高息股）、MSCI世界增長股指數（成熟市場增長股）、MSCI世界價值股指數（成熟市場價值股）、標準普爾500指數（美國大型股）、羅素2000指數（美國小型股）、MSCI歐洲指數（歐洲股票）、MSCI日本指數（日本股票）、彭博環球綜合債券指數（環球債券）、彭博10年期美國國庫券領先指數（美國10年期國庫券）、彭博美國投資級別企業債券指數（美國投資級別債券）、彭博美國信貸高收益企業債券指數（美國高收益債券）、摩根新興市場債券環球指數（新興市場美元債券）、彭博美國國庫券指數 - 1至3個月期國庫券（現金）、紐約黃金期貨價格（黃金）、美元指數（美元）、60%綜合世界與40%環球債券（60/40股債投資組合）。首次減息發生於1989年6月、1995年7月、1998年9月、2001年1月、2007年9月、2019年8月。

\*除另有說明外，總回報以本幣計值。過往表現並非當前或未來業績的指標。  
《環球市場概覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。

摩根  
資產管理

## 資產配置：減息利好股票及債券

- 我們認為美國會在經濟軟著陸情況下減息的核心觀點，到目前為止仍然不變；隨著聯儲局放寬貨幣政策的意願變得更加明確，固定收益和股票的表現都跑贏現金<sup>2</sup>。我們繼續主張以均衡的股票和債券配置作為理想的投資組合建構。
- 鑑於美國經濟增長可能轉弱，投資者也應該考慮應變計劃，防範增長減速比預期更嚴重的情境。就此而言，政府債券、投資級別企業債券及防守性股票，都有助於追求回報與管理波幅之間取得平衡。部分投資者或許會考慮以現金類資產作為對沖衰退風險的工具，但它們通常會跑輸政府債券及投資級別企業債券，因孳息率下跌可帶動債券價格走高，為債券投資者帶來潛在額外回報。

其他資產類別

<sup>2</sup>以美國短期國庫券作為現金的指標。





# 市場洞察

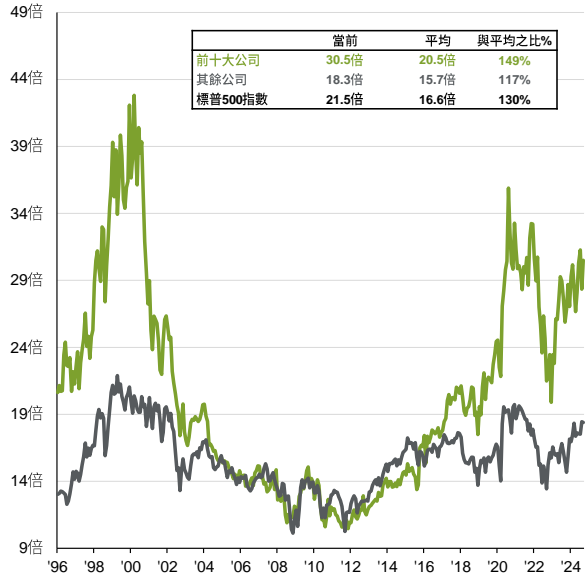


## 美國：指數集中度

亞洲版 | (香港) | 56

### 標普500指數前十大公司及其餘公司的市盈率

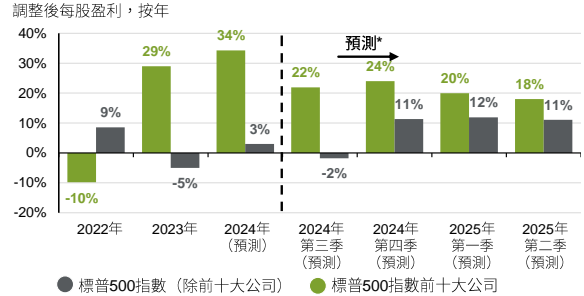
未來12個月，1996年至今



### 標普500指數前十大公司的比重及盈利貢獻



### 盈利增長



資料來源：FactSet，標準普爾，摩根資產管理。  
 標普500指數前十大公司是按每月初市值計的10家最大指數成分股公司。  
 \*預測假設發布時市值排名前十大指數成分股保持在前十位。  
 《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。



## 美國股票：水漲船高

- 無論從短期或長期來說，我們都繼續看到美股的價值。短期而言，企業盈利範圍擴大，將有助若干落後的板塊追上巨型科技股。事實上，在2024年第三季至今，健康護理、公用事業、房地產及必需消費股的表現都優於資訊科技及通訊服務股。這現象反映出投資者較注重防守的取向，而且大致符合過往減息週期開始時的行業表現趨勢。
- 較長期而言，科技及增長股仍預期會有領先表現。不少美國科技公司已把資金投入研發及建設產能，以推動增長。因此，一旦經濟放緩，將可能導致這些增長型行業出現調整。但歷史顯示，這些調整往往可提供吸納良機，讓投資者對這些具長期增長動力的股票建倉。



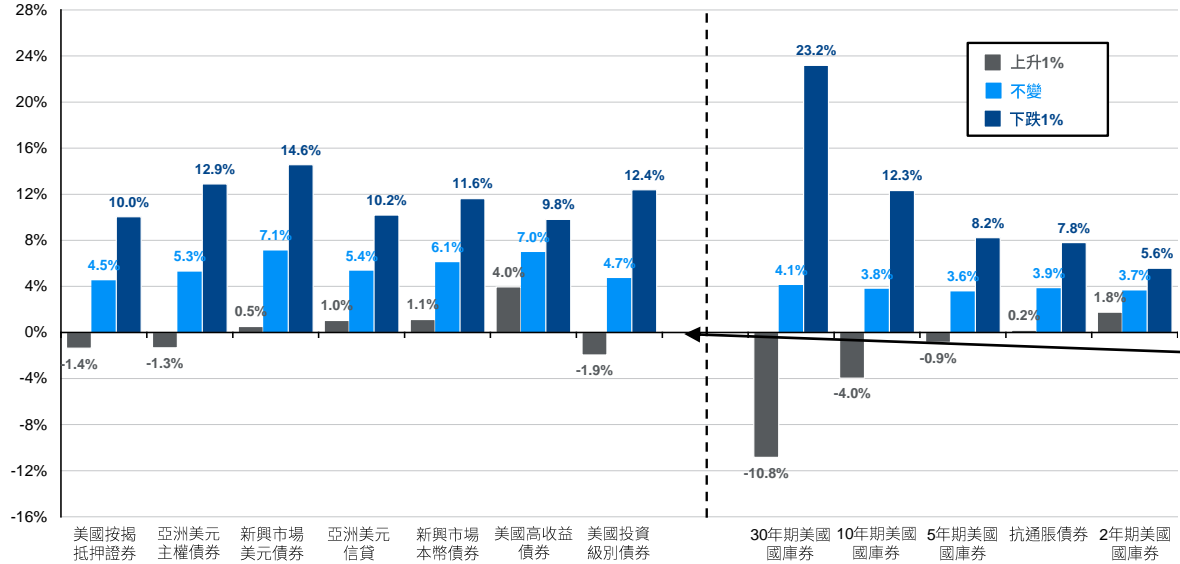
# 市場洞察



## 環球固定收益：利率敏感度

亞洲版 | (香港) | 60

利率上升或下跌1%基於存續期的影響  
總回報，假設孳息曲線平行移動



資料來源：彭博，FactSet，摩根經濟研究，摩根資產管理。圖例中的「2年期、5年期、10年期、30年期美國國庫券」為彭博美國國庫券領先指數，「抗通脹債券」為彭博美國抗通脹票據指數，「美國按揭抵押證券」為彭博美國綜合證券化債券-按揭抵押證券指數，「美國投資級別債券」為彭博美國綜合信貸-投資級別企業債券指數，「美國高收益債券」為彭博美國綜合信貸-高收益企業債券指數，「新興市場美元債券」為摩根新興市場債券環球指數，「亞洲美元信貸」為摩根亞洲信貸指數，「亞洲美元主權債券」為摩根亞洲信貸指數-主權債券，「新興市場本幣債券」為摩根政府債券指數-新興市場環球多元化。過往表現並非當前或未來業績的指標。價格回報計算基於相關指數的存續期及凸度受利率變動的影響（價格變動 = (-經調整存續期 x 孳息率變動) + (½ x 凸度 x 孳息率變動²)）。

《環球市場縱覽 - 亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。



固定收益

## 固定收益：再次專注於質素

- 政府債券可在投資組合建構當中發揮兩大功能。其一是作為重要的收益來源，可為總回報帶來貢獻。許多成熟及亞洲經濟體的政府債券孳息率都維持在高於通脹水平，意味著投資政府債券有助該部分投資組合抵禦通脹。其二是央行減息應可限制債券孳息率的上行幅度，從而限制債券價格的潛在下跌風險。再者，即使政府債券市場走勢已反映未來幾個月央行減息的預期，在經濟表現最終比預期更差時，政府債券仍能提供額外支持。
- 此外，愈來愈多成熟經濟體及新興市場央行正在啟動減息週期，為債券投資者提供了廣泛的選擇機會。
- 投資級別企業債券等優質固定收益工具也能發揮類似政府債券的作用，同時可提供更高潛在收益。至於非投資級別的高收益企業債券，其價格穩定的前提是經濟並無陷入嚴重衰退，因為經濟衰退會加劇企業債務違約風險。



# 市場洞察

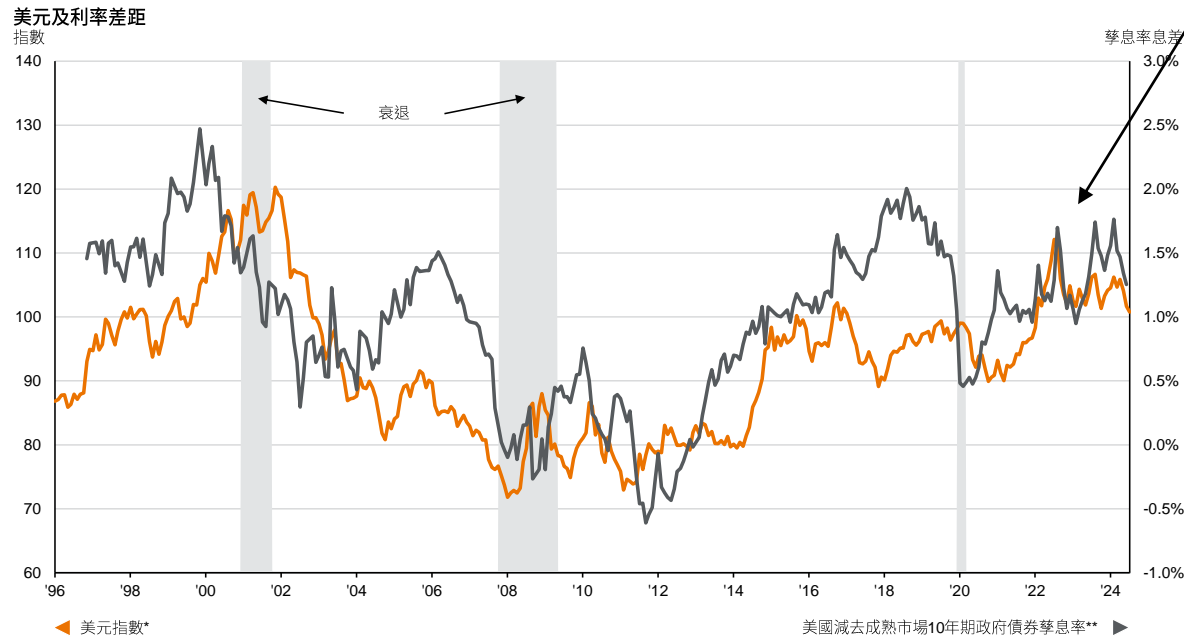
季度觀點透視



## 美元

亞洲版 | (香港) | 74

其他資產類別



資料來源：FactSet，經合組織，Tullett Prebon，WM/Reuters，摩根資產管理。  
 \*所示美元指數是相對於主要貨幣的固定加權指數。主要貨幣是歐元、日圓、英鎊、加元、瑞典克朗及瑞士法郎。  
 \*\*成熟市場利率為澳洲、加拿大、法國、德國、意大利、日本、瑞士及英國的10年期政府債券利率的本地生產總值加權平均。  
 過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。  
 《環球市場縱覽—亞洲版》。反映截至30/09/24的最新數據。

摩根  
資產管理

## 美元：讓貶值發揮作用

- 目前，美元指數較6月底達到的近期高位下跌了4.5%。這是由美國利率可能下降，以及一些本應會壓低美元匯率的長期因素所致。其中包括美元估值過高及美國經濟長期存在龐大的經常賬和財政赤字。
- 未來仍有若干情況可能會導致美元進一步貶值。環球經濟有需要避免嚴重衰退或金融壓力，否則美元將作為避險貨幣而再次在需求的支持下升值。美國經濟增長要與其他成熟經濟體保持大致相若的減速步伐，而不再是疫情結束以來一枝獨秀的情況。
- 美元貶值過往有利於國際資產，包括新興市場及亞洲固定收益和股票。即使亞洲貨幣升值會損害該地區出口商的出口競爭力，但許多擁有高科技業務的公司受到的影響通常較小，例如是半導體企業。美元貶值也讓亞洲及新興市場央行能夠更靈活地減息，從而支持其固定收益市場。

摩根資產管理



## 市場洞察

多元化投資並不保證正回報，亦不能消除虧損風險。

「市場洞察」系列（「本系列」）在並無提及產品的情況下，提供關於環球市場的全面性數據及評論。本系列探討當前經濟數據及不斷變化市場狀況的啟示，是幫助客戶瞭解金融市場並為其投資決策提供支持的工具。

就MiFID II而言，摩根「市場洞察」及「投資洞察」系列是市場推廣通訊，並不屬於指定與投資研究有關的任何MiFID II / MiFIR規定的範圍。此外，摩根資產管理「市場洞察」及「投資洞察」系列是非獨立研究，並未根據促進投資研究獨立性的有關法律要求編製，亦不受限於發布投資研究前任何交易的禁止。

本文件為一般性通訊刊物，僅供參考。其為教育性質，不擬作為在任何司法管轄區內對任何特定投資產品、策略、計劃特色或其他目的的建議或推介，亦不擬作為摩根資產管理或其任何附屬公司參與本文件提及的任何交易的承諾。所用任何例子為通用、假設及僅供參考。本文件並未載有足以支持作出投資決策的資訊，且閣下在評估投資於任何證券或產品的優劣時，不應以本文件為依據。此外，使用者應與彼等財務專家一同獨立評估相關法律、監管、稅務、信貸及會計影響，以決定本文件提及的任何投資是否相信是適合使用者的個人目標。投資者應確保於進行任何投資之前已獲得所有可取得的相關資訊。所載的任何預測、數字、意見或投資技術與策略均僅供參考之用，並且均是基於特定假設及目前市場狀況作出，且可隨時變動而不發出事先通知。本文件載列的所有資訊於編製時被視為準確，但概不保證其準確性，亦不會就任何錯誤或遺漏承擔任何責任。請注意，投資涉及風險，投資價值及其收益可能會因市場狀況及稅務協定而出現波動，投資者可能無法收回已投資之全數金額。過去的業績及收益率並非當前及未來業績的可靠指標。

摩根資產管理是JPMorgan Chase & Co.集團及其環球聯屬公司旗下資產管理業務的品牌。

在適用法律允許的範圍內，我們可進行電話錄音及監控電子通訊，以履行我們的法律和監管義務以及遵守內部政策。摩根資產管理將根據我們的私隱政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、儲存及處理個人資料。

本通訊由以下實體發布：在美國為均受美國證券交易委員會監管的J.P. Morgan Investment Management Inc.或J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲為當地摩根大通實體（視情況而定），僅供指定接收者使用；在加拿大為JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，僅供機構客戶使用，其為所有加拿大省份及地區（育空地區除外）的註冊投資組合經理及豁免市場交易商，亦在不列顛哥倫比亞省、安大略省、魁北克省及紐芬蘭與拉布拉多省註冊為投資基金經理。在英國，為受英國金融行為監管局認可及監管的JPMorgan Asset Management (UK) Limited；在其他歐洲司法管轄區，為JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.。在亞太區，由以下實體在其各自主要受到監管的司法管轄區發布：均受香港證券及期貨事務監察委員會監管的JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited、摩根基金（亞洲）有限公司或摩根實物資產管理（亞洲）有限公司；JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited（公司註冊編號：197601586K），本廣告或刊物文件尚未經過新加坡金融管理局的審閱；摩根證券投資信託股份有限公司；受日本金融廳監管並為日本投資信託協會、日本投資顧問業協會、第二種金融商品交易業協會及日本證券業協會會員的JPMorgan Asset Management (Japan) Limited（註冊編號「關東財務局（金融工具公司）第330號」）；在澳洲為JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919)，僅向2001年《公司法》（聯邦法案）第761A及761G條界定的批發客戶發布。在亞太區其他市場僅提供予所指定接收者。

只適用於美國：假若閣下是殘疾人士，並在閱讀本材料時需要額外的支援，請致電1-800-343-1113 聯絡我們以提供協助。

版權所有。2024 JPMorgan Chase & Co.。不得轉載。

Material ID: 0903c02a824282d6