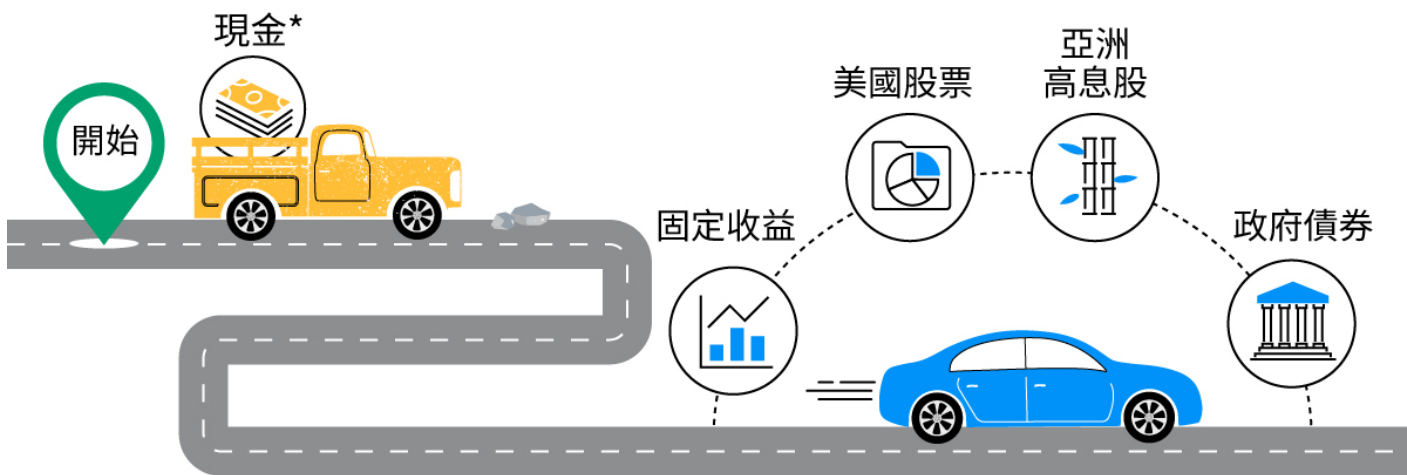


# 2024年大市前瞻

## 是時候重回投資之路



\*現金及定期存款

在逆境中前行絕非易事，不但需要觀察前方路況，而且必須緊記目的地方向。我們可以稍作休息，待雨過天晴後再前行，但同時需要付出代價，有可能距離我們的投資目標漸行漸遠。在2024年進行投資，亦需作出同樣的抉擇。

經過兩年的貨幣緊縮政策，環球經濟預計將會減速。我們相信，各國央行持續竭力抗擊通脹，可能會在推行必要政策應對物價上漲的同時，造成政策失誤，從而導致經濟陷入衰退。在此環境下，創造回報或會變得愈發困難。明年，全球多個最大的民主國家將會舉行選舉，本已嚴峻的市況或會雪上加霜。

儘管市場環境滿佈挑戰，但過去兩年的困境，例如債券孳息率飆升、中國和亞洲股市表現未如理想，以及股債投資組合跑輸現金，均為投資者在未來一年創造了更理想的環境。固定收益終於能夠為投資者帶來收益。大多數市場過高的股票估值，看來已有所回落。我們認為，目前是投資者再次整裝待發的絕佳時機。

我們的《2024年大市前瞻》將會解答亞洲區內和其他地區投資者的12個常見問題。我們希望提供一些洞見，成為您的指路明燈，並助您實現投資目標。

1. 美國能否於2024年避過衰退一劫？
2. 聯儲局息口路徑會否有可能變得較為溫和？
3. 美國國庫券孳息率可能會升/跌多少？
4. 2024年世界各地的選舉可能會有何潛在影響？
5. 中國政府將如何加強經濟刺激措施？
6. 亞洲股票能否於2024年表現領先？
7. 亞洲各國央行是否有減息空間？
8. 投資者可以怎樣管理2024年的波幅？
9. 股票、債券和現金蘊藏著甚麼機遇？
10. 人工智能熱潮帶動的反彈能否持續？
11. 有何因素會促使美元貶值？
12. 甚麼事情會出錯？

## 1. 美國能否於2024年避過衰退一劫？

2023年，美國宏觀經濟指標持續意外上行，充分展現抗逆力，2023年第三季美國經濟年化增長率為4.9%，加上聯儲局在抑制通脹方面取得良好進展，為我們的基本預測帶來支持：經濟增長預計將會放緩，而且並無即將陷入衰退的風險。然而，我們仍然認為經濟風險偏向下行，投資者應保持審慎。

從美國本地生產總值（GDP）的各個組成部分來看，佔GDP約68%的個人消費來年或會面臨不利因素。從消費者的資產負債表來看，信用卡欠款趨升，而超額儲蓄正在減少。其他因素可能會進一步影響美國消費活動，例如能源成本上漲，以及學生貸款暫緩償還和兒童保育福利的期限屆滿。然而，今年超出預期的零售銷售數據持續逆勢上揚，反映消費者的強韌需求，以及家庭資產負債表建立的潛在緩衝空間。總括而言，我們認為，倘若失業率並未急劇上升，消費或將能保持正增長，但增長步伐會放緩。

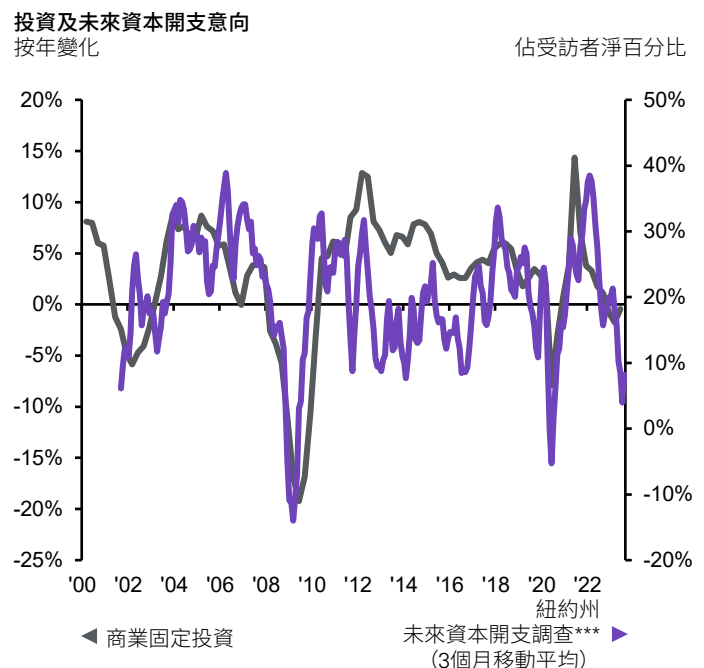
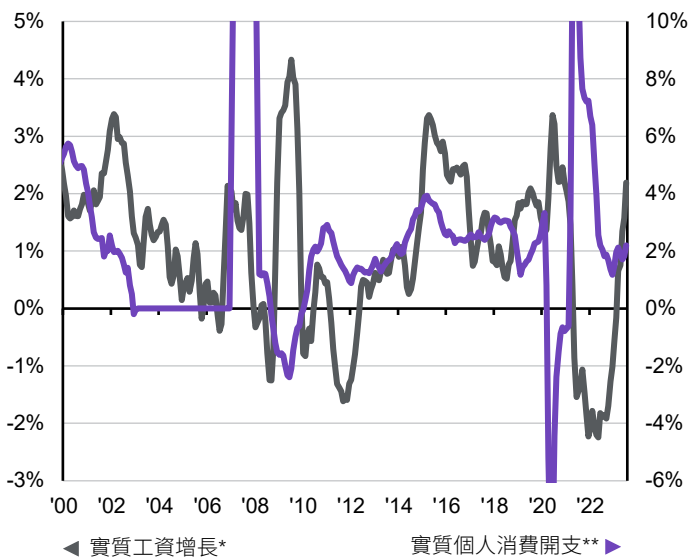
縱觀歷史，投資往往是導致美國經濟陷入衰退的關鍵左右因素。住宅投資已然大幅下滑。美國全國建屋商協會（National Association of Home Builders）的數據顯示，隨著按揭貸款利率超過7%，置業者情緒和需求已經轉淡，繼而嚴重拖累建造業活動。

企業方面，儘管借貸成本上升，但市場對人工智能（AI）以及《晶片與科學法》（CHIPS and Science Act）甚為憧憬，推動今年的商業投資。展望未來，由於通脹回落和企業議價能力減弱，企業利潤率或將會收窄。在高利率環境下，加上工資增長放緩的跡象不多，有可能令企業利潤率惡化。目前，私人非住宅投資於2023年第三季的增幅只有1.6%，大幅低於2023年上半年錄得的23%顯著增長。而反映未來資本開支意欲的數據亦正在轉弱。企業情緒更趨審慎，不但可能導致投資縮減，招聘人數亦會減慢，使經濟瀕臨衰退的邊緣。

最終，2024年經濟狀況將主要取決於聯儲局的貨幣政策立場。過度緊縮或長期維持高利率，可能會加劇各行各業的壓力。一方面，長期的高利率環境也許會使金融業面臨過度壓力，不論是透過銀行資產負債表，還是私募市場中反映出來。

另一方面，倘若這個情況未有發生，我們預計美國經濟將於2024年緩慢地度過週期後段。在沒有過熱現象或系統性失衡的情況下，即使經濟陷入衰退，程度亦將較為溫和，但我們需警惕的是，美國和其他區域經濟體的政治風險仍未見消退，這可能會導致我們核心情境和展望的尾部風險增加。因此，在我們展望2024年之時，必須保持審慎。

圖1：  
實質工資增長\*及個人消費開支  
按年變化，3個月移動平均



資料來源：美國經濟分析局，摩根資產管理；（左圖）亞特蘭大聯邦儲備銀行，美國勞工部；（右圖）紐約聯邦儲備銀行。\*實質工資增長的計算方式為亞特蘭大聯邦儲備時薪增長追蹤指標經美國消費物價指數調整後的按年變化。\*\*為維持合理刻度，軸線已作切斷處理。\*\*\*未來資本開支意向是指未來6個月間，打算增加資本開支的企業百分比與打算減少資本開支的企業百分比之差。  
《環球市場縱覽 — 亞洲版》。反映截至30/09/23的最新數據。

## 2. 聯儲局息口路徑會否有可能變得較為溫和？

我們也許剛經歷了美國自70年代大通脹（Great Inflation）以來最進取的貨幣政策緊縮週期。好消息是，美國整體通脹率已從2022年6月的9.1%高位，回落至2023年9月的3.7%。這與聯儲局2%的目標仍有一定距離，但符合當局需達到最大就業率和穩定物價的雙重任務。

鑑於聯儲局持續關注通脹，我們值得思考還有甚麼因素可能會推高物價，令局方難以採取更靈活的貨幣政策。

首先，細看消費物價指數，可以略見一些物價壓力。聯儲局主席鮑威爾關注的「超級核心」（扣除租戶租金和業主等值租金的核心服務）消費物價指數指標趨升，亦明顯反映物價壓力。針對一次性因素（例如公共交通費用飆升）進行調整後的數據反映基本的超級核心通脹趨勢有所放緩，但經濟增長再次加快，或會使聯儲局保持警惕。

其次，倘若長期生產力未有好轉，美國勞工市場緊絀可能導致工資增長持續高企，從而對核心消費物價指數構成上行壓力。

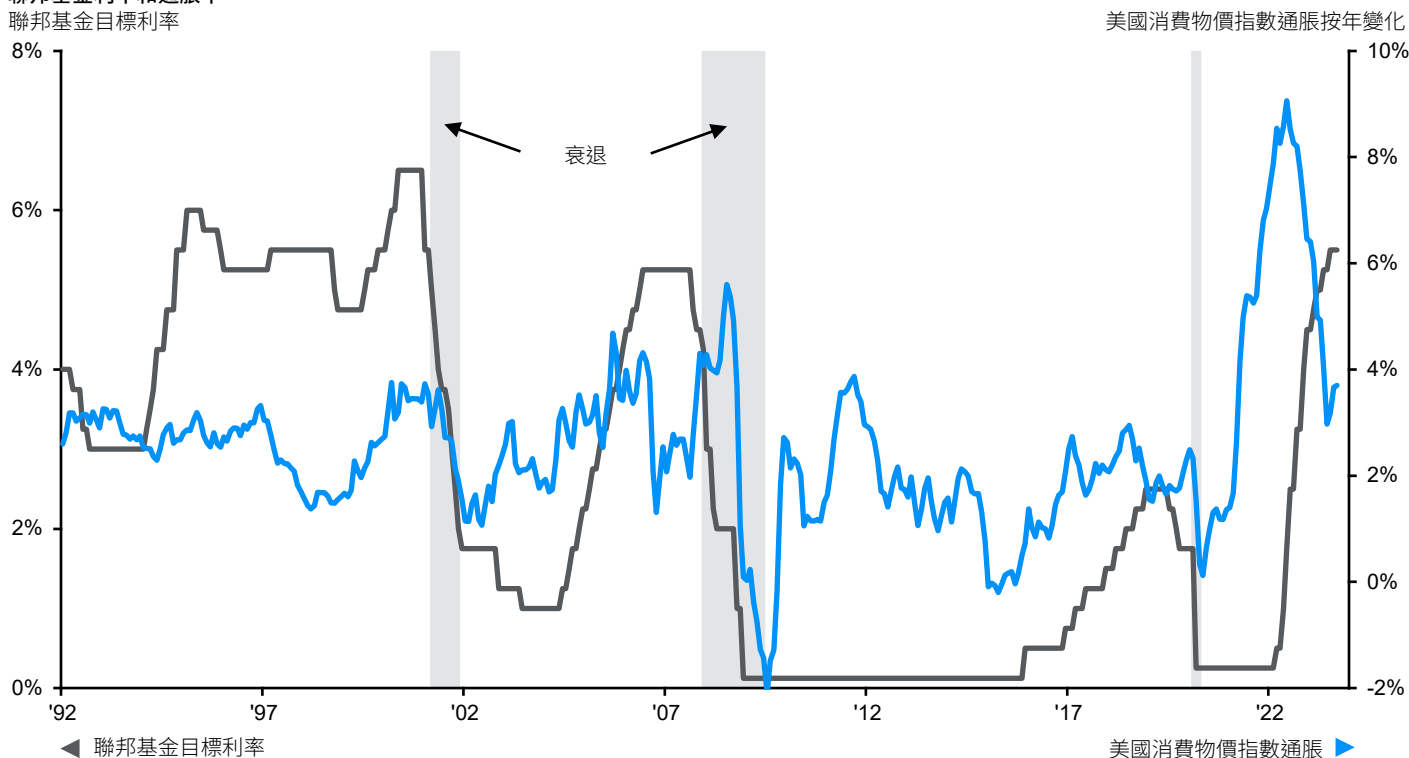
另外，多國將於2024年舉行選舉，而美國中期財政刺激措施有欠明朗，這或會導致通脹壓力上升，使聯儲局本已艱鉅的任務百上加斤。倘若這些因素持續不退，聯儲局可能難以合理地減息。

新冠疫情結束後，聯儲局隨即購買大量美國國庫券和按揭抵押證券，及後啟動量化緊縮措施，藉以縮減資產負債表。我們的核心情境是，量化緊縮措施將按計劃進行，而聯儲局會循序漸進地縮減資產負債表，每年減持1萬億美元規模的資產。不過，當聯儲局進行量化緊縮措施，聯邦政府亦即將發行美國國庫證券去為明年近2萬億美元的聯邦赤字提供資金，美國國庫證券會否存在供需不匹配的情況是我們關注的主要風險。

總而言之，我們的基本假設是，如果通脹數據理想，聯儲局可能僅會於2024年下半年減息，符合當前的市場預期。在此情境下，投資者可考慮鎖定更高孳息率，從而實現資本增值。

然而，倘若通脹意外上行，投資者應聚焦於可提供收益的通脹對沖資產，例如房地產和商品。

圖2：  
聯邦基金利率和通脹率  
聯邦基金目標利率



資料來源：FactSet，美國勞工統計局，美國聯儲局，摩根資產管理。  
反映截至30/09/23的最新數據。

### 3. 美國國庫券孳息率可能會升／跌多少？

自2023年第二季美國區域性銀行危機爆發以來，10年期美國國庫券孳息率從年初至今的3.4%的低位，飆升至11月初約5%的水平，達到多年高位。投資者必須識別孳息率上升是反映經濟轉強，還是由較高的期限風險溢價（Term risk premium）所帶動。若是後者的話，投資者在投資孳息曲線的長債部分時，將要求獲得更高回報，以補償風險和不明朗因素的增加。

經濟數據較預期穩健，推動孳息率於夏季上漲，原因是市場參與者因應經濟轉強的證據，消化了長期的高利率環境，但近期孳息率上升是反映期限風險溢價上漲，主要因存續期的供求狀況所致。目前，市場估計美國政府將會發行大量國庫券，以填補聯邦赤字。與此同時，未來通脹和利率走勢未見明朗，促使投資者要求以更高的債券孳息率作為更多的回報補償。

我們認為，考慮到目前估值和經濟展望，延長存續期仍然是應對2024年市況的合適策略。縱觀過去五個加息週期，10年期美國國庫券孳息率均早於聯邦基金利率見頂。在最後一次加息至第一次減息之間，10年期美國國庫券孳息率亦下跌107個基點。隨著通脹放緩，金融環境收緊（部分受到孳息率上升產生的反射影響），聯儲局加息週期接近尾聲或已經結束，從而限制孳息率的上行空間。此外，我們的基本預測是經濟增長放緩，孳息率將會下跌，而地緣政治風險有機會加劇，這或會促使資金紛紛湧向美國國庫券作為避險資產。

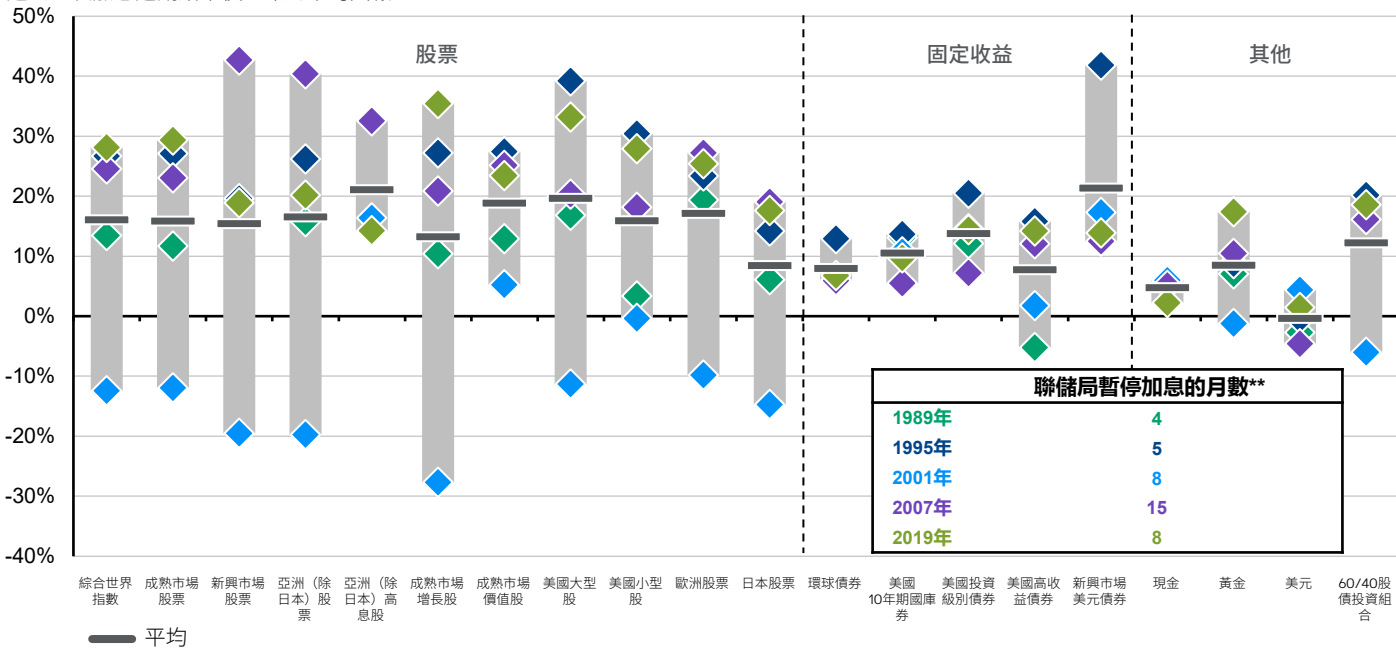
孳息率也許會從目前的水平回落，但我們預料，孳息率目前的潛在跌幅相對過去週期應會較少，而速度相對過去週期亦應會較慢。一方面的原因是，長期而言，期限風險溢價上升應會繼續反映於孳息率走勢。另一方面，在能源相關物價壓力的影響下，聯儲局實施緊縮措施的時間較預期更長的風險，亦可能會持續存在。

信貸方面，我們認為目前的孳息率或看來相對具吸引力，尤其是高收益固定收益領域。從利潤率、利息償付率和自由現金流等基本因素來看，高收益債券發行人與過去週期相比，展現出較強的抗逆力。2020年10月，債券違約率達到6.4%，淘汰了大量表現最弱的發行人，促使在債市持續下來的企業以更保守的方式管理資產負債表。受制於欠佳的宏觀經濟展望，發債企業的基本因素儘管並未嚴重惡化，但可能面臨考驗。目前息差走勢符合穩健的經濟增長，而隨著經濟數據轉弱，息差有可能會擴闊。

倘若經濟增長出現明顯放緩的跡象，企業利潤率或會進一步收窄，並愈發需要以更高的借貸成本進行再融資。違約率急升有可能導致市場瀰漫避險情緒，觸發息差迅速擴闊。因此，除非投資者有足夠的風險承受能力和投資期限，以應對經濟增長放緩引發的更大波動性，否則我們繼續看好優質債券。

圖3：加息結束後各資產類別回報

過去五次加息週期結束後一年的平均回報\*



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）、紐約黃金現貨價格（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）。\*除另有說明外，總回報以本幣計值。\*\*指最後一次加息至第一次減息的持續時間，具體時期分別為1989年2月至1989年6月、1995年2月至1995年7月、2000年5月至2001年1月、2006年6月至2007年9月、2018年12月至2019年8月。  
《環球市場縱覽－亞洲版》。反映截至30/09/23的最新數據。

#### 4. 2024年世界各地的選舉可能會有何潛在影響？

2024年，世界各地預計將會舉行多個重要選舉，包括印度、印尼、俄羅斯、南非、台灣、英國和美國。這些選舉無疑將備受關注，但對市場的影響可能更為微妙。

整體而言，本地資產市場在選舉前可能會更加波動，不過一旦未來政策展望變得明朗，市場表現就會更為理想。當然，倘若出現懸峙國會、脆弱的聯合政府，或市場認為對商業不太利好的新政府，市場反應可能會變得更審慎。在評估選舉前後的市場表現時，我們需要考慮目前的經濟環境和貨幣政策。

美國方面，現時可能仍處於選舉週期的較早階段，難以推斷結果和對政策產生的潛在影響。話雖如此，歷史數據顯示，正如2016年和2020年美國總統大選，下一任總統的政黨背景對大選後的市場表現影響有限。在即將舉行的美國選舉中，部分現任候選人的施政往績有助投資者減低不明朗因素。投資者亦可能特別關注國會改選的結果，原因是近年來參眾兩院的組成令市場憂慮聯邦政府債務上限能否及時提高，以及經濟刺激措施能否順利通過。由於政黨在兩院現時只有微弱的多數議席，因此少數派議員有能力阻止法案通過。

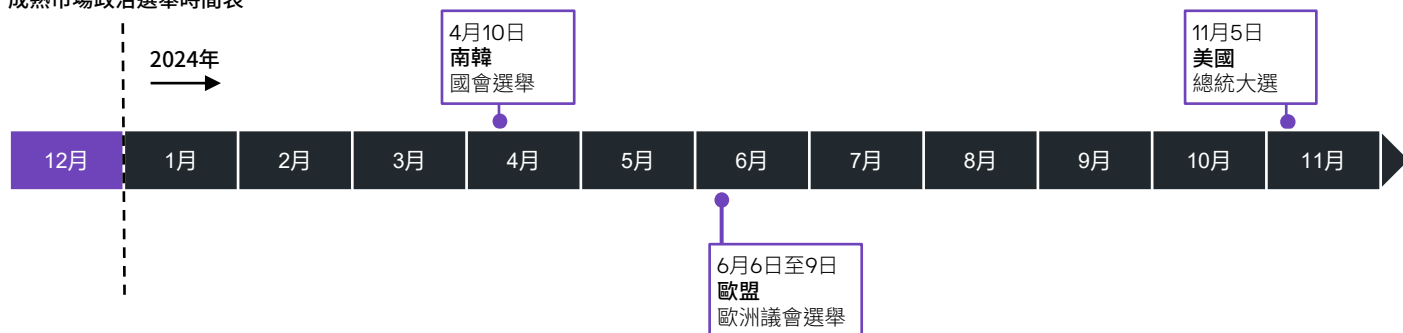
印度方面，目前的民調顯示，總理莫迪領導的印度人民黨（BJP）可能會在2024年5月左右舉行的大選中，在國會下議院（Lok Sabha）保住多數議席，惟席位相對較少，預計能讓政府繼續推動經濟改革措施，並有可能為基建和製造業吸引更多外國投資。

印尼方面，總統佐科維多多將需要在完成第二個任期後卸任。下一任總統預計將擔當重要角色，推動該地區持續轉型發展基建，並運用包括鎳在內的自然資源，促使印尼在新能源革命中佔一席位。

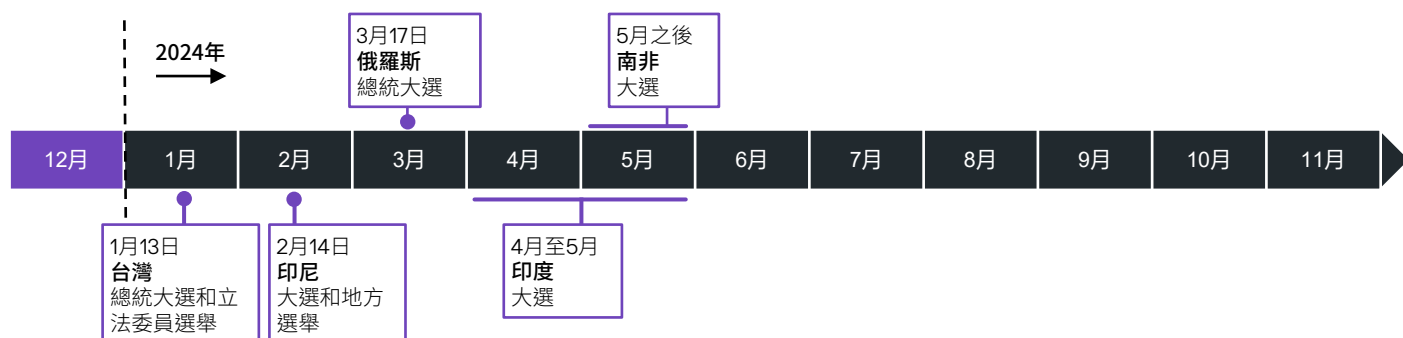
印度和印尼有可能推行更多改革，並持續著力發展製造業，從而利好兩國經濟長期增長，尤其是隨著更多國際公司尋求替代方案，在中國以外地區分散投資，以減低供應鏈集中度。

轉看台灣，將於2024年1月13日舉行的總統大選和立法委員選舉在地緣政治層面上極為重要，因為總統候選人的競選活動和投票結果，均可能左右中長期的中美關係，但我們認為環球投資週期和半導體需求將會是台灣股市的主導驅動因素。

圖4：  
成熟市場政治選舉時間表



新興市場政治選舉時間表



反映截至30/10/23的最新數據。



## 5. 中國政府將如何加強經濟刺激措施？

2024年的中國經濟展望，將主要取決於政府宏觀經濟刺激措施的規模，以及其提振消費者和營商信心的能力。根據近期宣佈的政策，我們預計中國政府將繼續支持經濟增長，但不太可能推行重大措施。這意味著利率或會維持在低位，而10月底宣佈發行的額外1萬億元人民幣國債，預計會對2024年上半年的經濟增長發揮支撐作用。財政政策可能會轉向基建，以及應對地方政府融資工具（LGFV）信貸質素惡化的問題。由於公眾對房地產價格的預期仍然甚為保守，預計樓市最多只會以循序漸進的步伐復甦。整體而言，我們預計中國2024年的經濟增長展望穩定，但表現並不出眾。消費也許繼續會有起色，但企業開支和房地產市場投資可能需要更長的時間才能復甦。

儘管經濟展望黯淡，但中國股市確實蘊藏若干機遇。根據分析師對MSCI中國指數的每股盈利預測，2023年企業盈利將錄得7.7%的增長，而2024年企業盈利更會大增15.6%。儘管通訊服務和非必需消費品企業（包括許多領先的科技企業）的市盈率目前低於15年平均水平，預計將於2023年和2024年實現持續的盈利增長。因此，部分行業的盈利展望看好，而且股票估值亦合理。此外，可再生能源、電動汽車、先進製造業等新興產業，仍有充裕的政策支持，有潛力為中國出口帶來新動力。

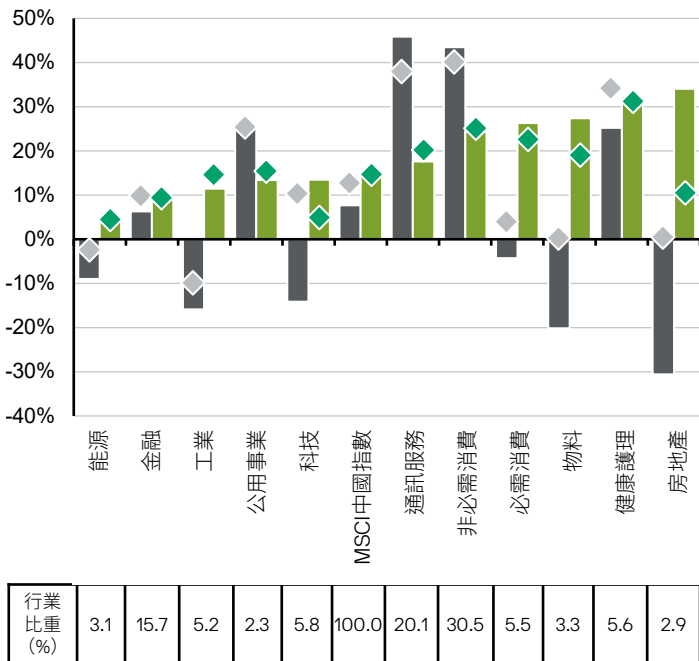
除了盈利展望外，部分中國股票還能提供可觀的股息率。滬深300指數的股息率為2.7%，高於3年期政府債券孳息率，反映中國股票相對於政府債券具有吸引力。

中國股市需要化解的其中一個問題，是國際投資者情緒。過去兩年，世界各地發生的地緣政治事件及中美關係面臨的挑戰，均不約而同影響了美國和歐洲投資者投資中國資產的意欲。最近數月，中美政府重啟高層對話，實在令人鼓舞，有助遏止潛在的地緣政治尾部風險，但可能不足以說服西方投資者重新考慮在中國大舉投資。

我們認為，儘管中國股票近年表現未如理想，但依舊是亞洲投資者投資組合中不可或缺的一部分。隨著經濟正值轉型，樓市持續面臨挑戰，對行業和股票進行擇優汰劣，仍然有舉足輕重的作用。製造業正在發生重大轉變，而服務業在推動經濟增長的角色日益重要。

圖5：  
MSCI中國指數盈利增長估計

每股盈利，按年變化，共識預測

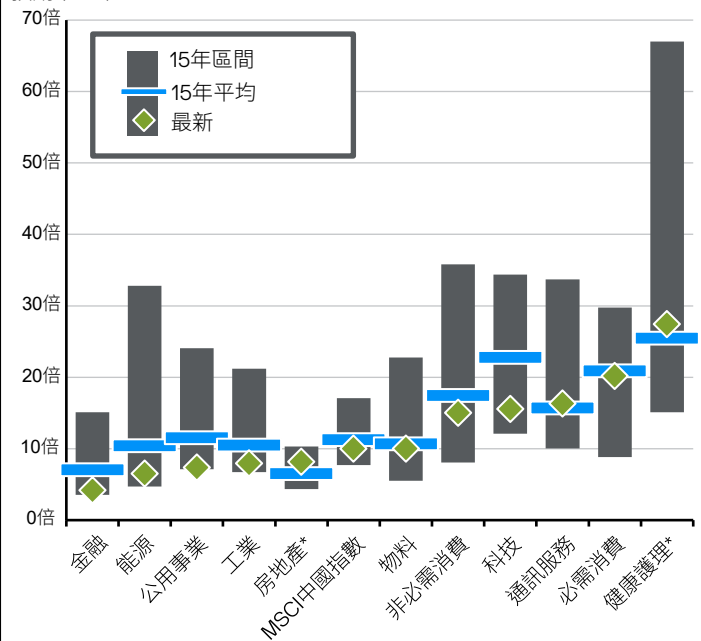


行業	比重 (%)
能源	3.1
金融	15.7
工業	5.2
公用事業	2.3
科技	5.8
MSCI中國指數	100.0
通訊服務	20.1
非必需消費	30.5
必需消費	5.5
物料	3.3
健康護理	5.6
房地產	2.9

● 2023年 ● 2024年 ◆ 3個月前的2023年估計 ◆ 3個月前的2024年估計

MSCI中國指數市盈率

預期市盈率



資料來源：FactSet，MSCI，摩根資產管理。所用共識預測為FactSet的曆年估計。過往表現並非當前及未來業績的可靠指標。\*房地產及健康護理行業的預期市盈率數據分別始於30/09/16及30/06/09。

《環球市場縱覽－亞洲版》。反映截至30/09/23的最新數據。

## 6. 亞洲股票能否於2024年表現領先？

亞洲企業的盈利與出口增長仍然具有高度相關性。儘管2023年出口形勢嚴峻，但亞洲出口復甦已漸見眉目，可望為2024年盈利增長奠定基礎。此外，亞洲經濟體的本地需求強勁，旅遊業穩步復甦，而且能夠受惠於人工智能的需求，有可能推動盈利增長。

從估值角度看，亞洲股票處於相對吸引的水平。具體而言，從市賬率角度看，大多數地區的股價較15年平均水平低一個標準差<sup>1</sup>以上。從歷史角度來看，按照目前的市賬率水平，亞洲股票在未來12個月內傾向於錄得正回報。主要受南韓及台灣企業所影響，亞洲股市的盈利預期自年初以來亦已經大幅下修。

過去幾週，在股票波動性加劇的背景下，亞洲高息股仍持續跑贏大市。自今年6月底以來，MSCI亞太（除日本）指數跌0.1%，標普500指數升1.9%，而MSCI亞太（除日本）高息股指數跑贏前兩個指數，錄得3.4%的回報。

展望未來，即便環球經濟增長動能減慢，亞洲高息股仍然有其一定的重要性。首先，亞洲企業的資產負債表較為穩健，債務水平也低於歷史平均水平，這不僅能夠抵禦經濟狀況惡化的風險，亦更有條件派發股息。其次，與成熟市場相比，亞洲股票估值相對合理。此外，從宏觀角度來看，2024年亞洲經濟體相較美國擁有更為穩健的增長差異，並且前者央行的貨幣政策相對而言仍發揮支撐作用。

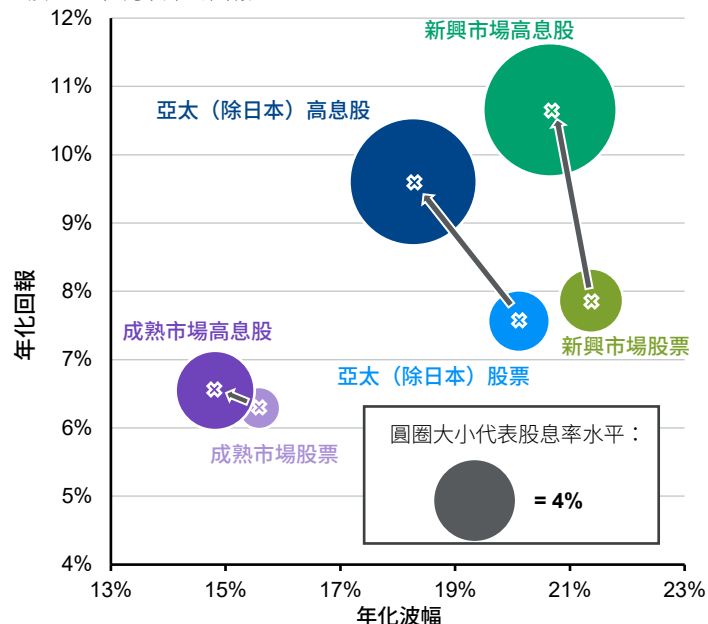
根據過往的經驗，股息在亞洲股票回報中舉足輕重。自2000年至2023年9月底，亞太（除日本）股票及日本股票的股息分別佔總回報的60%及65%以上，而美國股票股息則佔44%。此外，如圖6所示，相比覆蓋更廣的MSCI亞太（除日本）指數，MSCI亞太（除日本）高息股指數往往會產生更佳的經風險調整回報。考慮到宏觀經濟不明朗及現金利率在未來6至12個月內有可能下降，物色兼具穩健基本因素和穩定股息的資產，對維持和提高投資組合的總回報將變得日益重要。

除亞洲高息股外，日本股市年初至今已上漲28%（東京第一市場指數，截至2023年11月16日），跑贏美國和歐洲股市。儘管日本股市走勢歷來與環球經濟週期具有高度相關性，但主動型投資管理有助將重點轉移至國內因素，從而推高回報。這些因素包括東京證券交易所（TSE）的企業管治改革（鼓勵公司將保留盈利用作增長型投資、調整工資並提高股東回報）、日本經濟復甦加快，以及通縮過後出現的強勁內部需求，加上日本個人儲蓄賬戶計劃於2024年1月起取消對小額投資的徵稅，這些國內利好因素可望推動散戶投資者的資金流向，並支持日本股市未來持續實現領先表現。

然而，在投資日本股票方面，選股是成功的關鍵。經濟復甦可能惠及主要涉足於內部需求或旅遊需求的公司，而東京證券交易所現時旨在提高股東價值的行動，主要對象為價值股，但許多公司均擁有強大的技術和創新知識資本，具有利好的長期盈利潛力。有見及此，尋覓正確的方向將有助投資者把握持久的機遇。

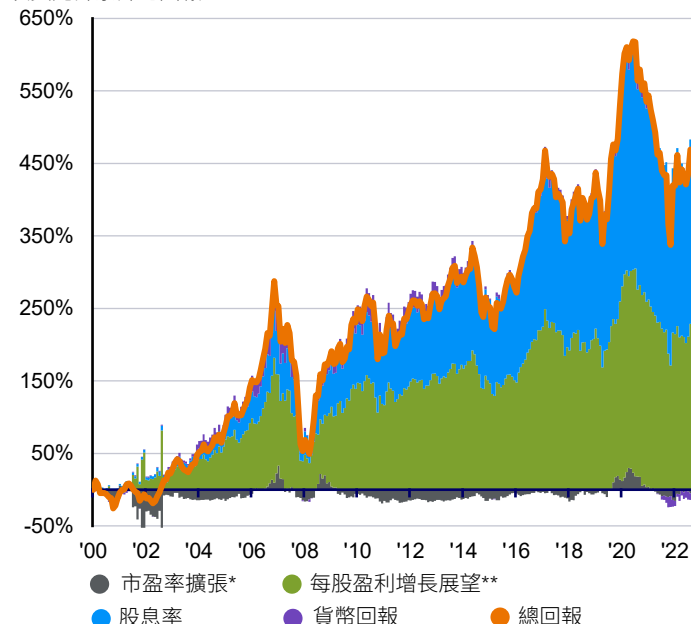
圖6：  
高息股風險回報狀況

基於1999年1月以來的回報



回報來源

以美元計累計總回報



資料來源：FactSet，摩根資產管理。\*市盈率擴張基於預期市盈率。\*\*每股盈利增長展望基於未來12個月綜合盈利預測。過往表現並非當前或未來業績的指標。成熟市場高息股由MSCI世界高息股指數代表，成熟市場股票由MSCI世界指數代表，亞太（除日本）高息股由MSCI綜合亞太（除日本）高息股指數代表，亞太（除日本）股票由MSCI綜合亞太（除日本）指數代表，新興市場高息股由MSCI新興市場高息股指數代表，新興市場股票由MSCI新興市場指數代表。  
《環球市場縱覽 — 亞洲版》。反映截至30/09/23的最新數據。

<sup>1</sup>標準差指概率分佈中的個別數值，傾向與分佈平均值的差異程度之統計指標。

## 7. 亞洲各國央行是否有減息空間？

隨著通脹持續回落，投資者自然會問：如果未來12個月亞洲經濟動能放緩，區內央行是否有能力減息，並為經濟帶來支持？

亞洲各國央行或會傾向於放寬貨幣政策，以應對不利的經濟狀況，但鑑於當局有責任穩定外匯，而且憂慮出現資本撤離的情況，加上能源價有持續上行的風險，短期內不太可能減息。

由於聯儲局將在較長時間維持較高利率，美國和亞洲之間的孳息率差距擴闊，有利美元升值，導致亞洲孳息率的吸引力相對減低。儘管長期債券最近幾週有所反彈，但今年1月至11月中旬期間，10年期美國國庫券孳息率的升幅超過50個基點，但由於亞洲貨幣政策緊縮週期較為溫和，10年期亞洲政府債券孳息率升幅較小。

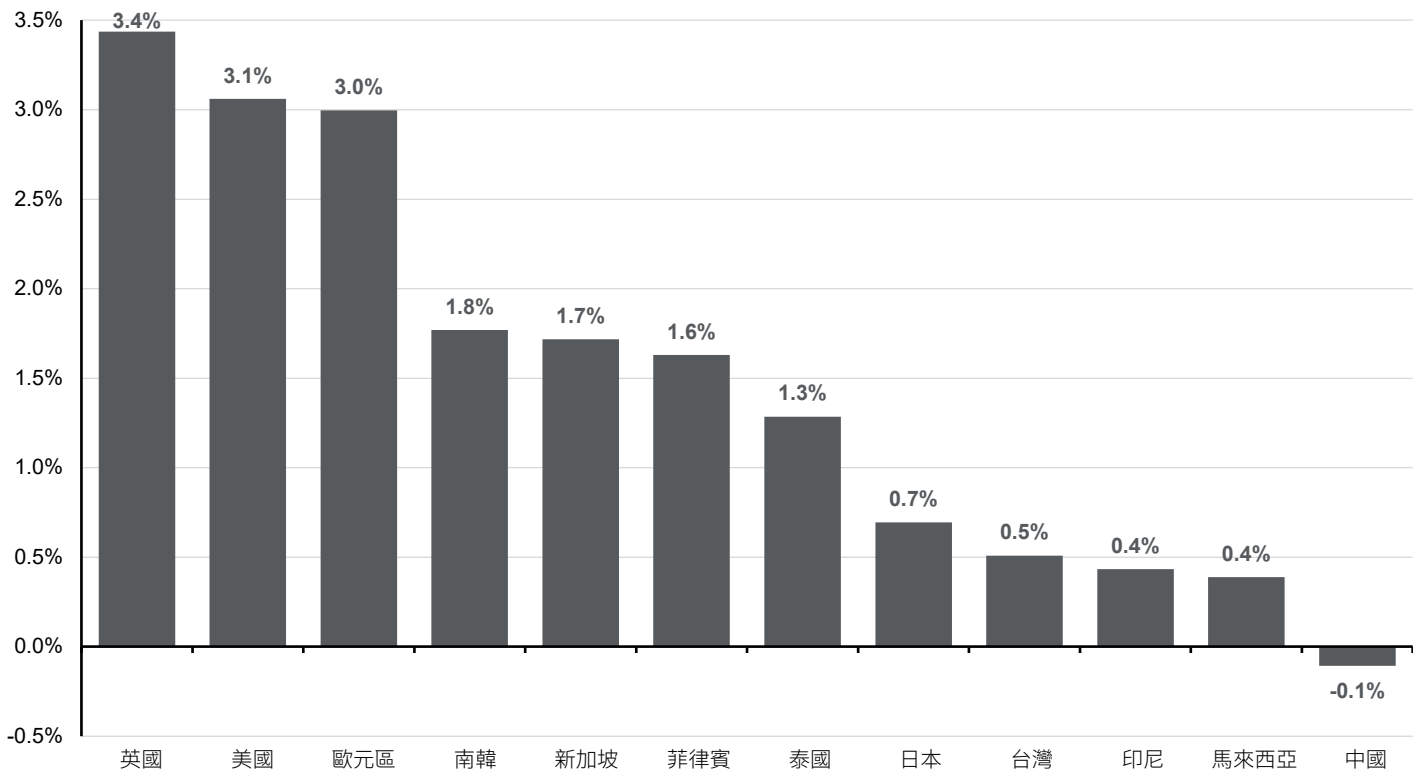
因此，馬來西亞、南韓、台灣和泰國等經濟體，在較早前相對於美國的孳息率差距為正值，但目前已轉為負值。此外，印尼和菲律賓等經濟體過去相對於美國的孳息率差距曾大幅擴闊，但過去一年孳息率差距已顯著收窄。美國國庫券孳息率高企，加上亞洲貨幣疲弱，導致短期內減息的空間更小。

亞洲各國央行亦將保持警惕，避免過早停止抗擊通脹的行動。鑑於能源佔亞洲新興市場消費物價指數的比例相當高，能源價格上漲的潛在傳導效應，可能會遏止通脹進一步放緩。能源淨進口國將特別關注能源價格上漲對國內通脹的潛在傳導效應。

中國和日本的情況有別於區內其他國家。中國人民銀行現正維持貨幣寬鬆立場，但需要提供進一步的財務支援政策，而不是透過降低主要政策利率來放寬銀根。另一方面，日本正在採取初步的貨幣緊縮措施，而且愈來愈多人推測日本將摒棄其孳息曲線控制和負利率政策。

長遠而言，倘若聯儲局在2024年下半年因經濟增長放緩而減息，亞洲各國央行將會有更大的減息空間來支持經濟增長。話雖如此，考慮到技術因素和供求均衡狀況，美國國庫券孳息率可能更為平緩地下降，這或會嚴重限制亞洲各國央行大幅減息的空間。

圖7：  
自2021年12月31日以來的10年期政府債券孳息率變化



資料來源：FactSet，摩根資產管理。反映截至30/10/23的最新數據。



## 8. 投資者可以怎樣管理2024年的波幅？

2023年初，隨著債券市場因孳息率上升而受壓，而市場對人工智能的憧憬推高股市表現，股票與債券走勢再次呈現負相關性；但過去數月，一如2022年般，股票和債券同步下跌。

踏入2024年，投資者應如何應對市場波動性？無可否認的是，短期內通脹可能會穩定維持在較以往更高的水平，投資者或需更靈活地調整60/40的股債配置。我們認為，結合股票及債券的充分多元化投資組合，對於抵禦波動性並跑贏現金依然重要，同時投資者可以擴大多元化配置的運用，將另類投資納入其中，以構建更具抗逆力的投資組合。

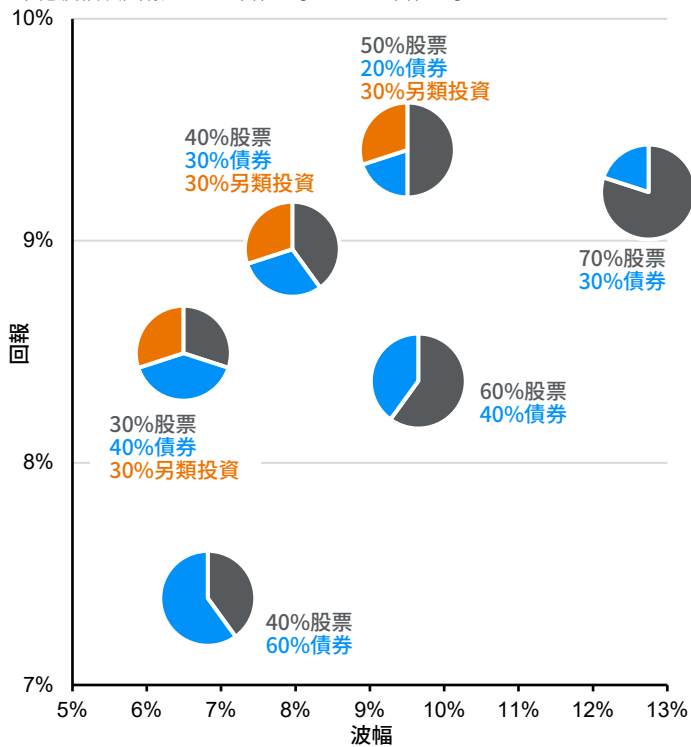
在另類投資領域中，房地產、基建、運輸和林地等實物資產能有效對沖通脹和利率上升。具體而言，這些資產受惠於經通脹調整的收入來源，有助提高投資組合的實質回報率。

更長遠的問題是，60/40股債投資組合將能否恢復其先前的多元化效力。倘若如是，需要甚麼條件才能使股票和債券走勢再次呈現負相關性？

縱觀歷史，股債正相關性與通脹飆升有關，而且往往會持續一段時間，但由於孳息率上升，固定收益潛在回報的不對稱性有所增加，加上我們的基本情境預測是美國經濟放緩，債券的多元化潛力相對於2022年已顯著改善。特別是如果聯儲局在經濟衰退時不得不減息，情況就尤其明顯。另一方面，倘若經濟增長大幅放緩，股市可能會面臨壓力，但如果經濟著陸較預期溫和，股市亦可能展現抗跌力。

隨著通脹趨跌，加上經濟增長可能在短期內放緩，目前的宏觀環境反映出，股票和債券走勢會早日再次呈現負相關性。話雖如此，投資者將有必要主動調整股票、固定收益和另類投資的持倉，以期在2024年實現最佳風險回報狀況。

圖8：  
另類投資及投資組合風險 / 回報\*  
年化波幅及回報，1998年第一季至2023年第二季



公開及私募市場相關系數  
基於季度回報的相關系數

	金融資產	環球房地產	其他實質資產	私募市場	對沖基金	加密貨幣					
<b>2008年至2022年</b>											
	環球債券	環球股票	美國核心房地產	亞太核心房地產	環球核心基建	直接貸款	私募股權	股票長短倉	相對價值	宏觀	比特幣
環球債券	1.0										
環球股票	0.4	1.0									
美國核心房地產	-0.2	0.0	1.0								
亞太核心房地產	-0.2	0.0	0.8	1.0							
環球核心基建	-0.1	0.1	0.4	0.5	1.0						
直接貸款	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3	1.0					
私募股權	0.3	0.9	0.3	0.4	0.2	0.8	1.0				
股票長短倉	0.3	0.9	-0.1	0.0	0.1	0.7	0.9	1.0			
相對價值	0.2	0.9	-0.1	0.0	0.1	0.9	0.8	0.9	1.0		
宏觀	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3	1.0	
比特幣	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	1.0

資料來源：彭博，FactSet，HFRI，美國房地產投資信託人士協會，摩根資產管理；（左圖）標準普爾；（右圖）Cambridge Associates，Cliffwater，MSCI。\*股票：標準普爾500指數。債券：彭博美國綜合債券指數。另類投資：對沖基金（HFR基金加權綜合指數）、私募股權及私人房地產的同等權重組合。波幅及回報基於31/12/97至31/03/23的數據。環球股票：MSCI綜合世界指數。環球債券：彭博環球綜合債券指數。美國核心房地產：美國房地產投資信託人士協會房地產指數 - 開放式多元化核心股權成分。亞太核心房地產：IPD環球房地產基金指數 - 亞太。環球基建：MSCI環球季度基建資產指數（同等權重混合）。美國直接貸款：Cliffwater直接貸款指數。美國私募股權：Cambridge Associates美國私募股權指數。對沖基金指數包括股票長短倉、相對價值及環球宏觀，所有數據來自HFRI。所有相關系數基於30/06/08至31/12/22期間的美元季度總回報數據計算，惟比特幣基於31/12/10至31/12/22期間。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30/09/23的最新數據。

## 9. 股票、債券和現金蘊藏著甚麼機遇？

債券孳息率已升至幾十年的高位，這使投資者重新規劃固定收益的投資。過往，由於債券價格長時間偏高（孳息率偏低），債券所帶來的收益有限，其多元化效益亦不明顯。當時，充裕的流動性推動股市造好，投資者普遍採用「TINA」（別無選擇，There is no alternative）策略，只會透過股票獲得較為可觀的回報。

過去一年，股票和債券價格經歷大幅調整，但由於現金利率飆升，固定收益調整幅度更大。今年初至10月底，10年期美國國庫券孳息率大漲100個基點至4.88%，而標普500指數的預期市盈率則從16.7倍，微升至17.2倍，債券孳息率一輪急漲後已達到多年來的高位，而股票估值仍高於長期平均水平。與股票等其他資產類別相比，債券看來相對吸引，這實在不足為奇。

然而，投資格局變得複雜，原因在於現金。眾所周知，持有過多現金對投資組合回報率會構成拖累，但如果現金或類似現金工具的息率，與信貸市場部分資產相同，就更難作出減持現金的決定。

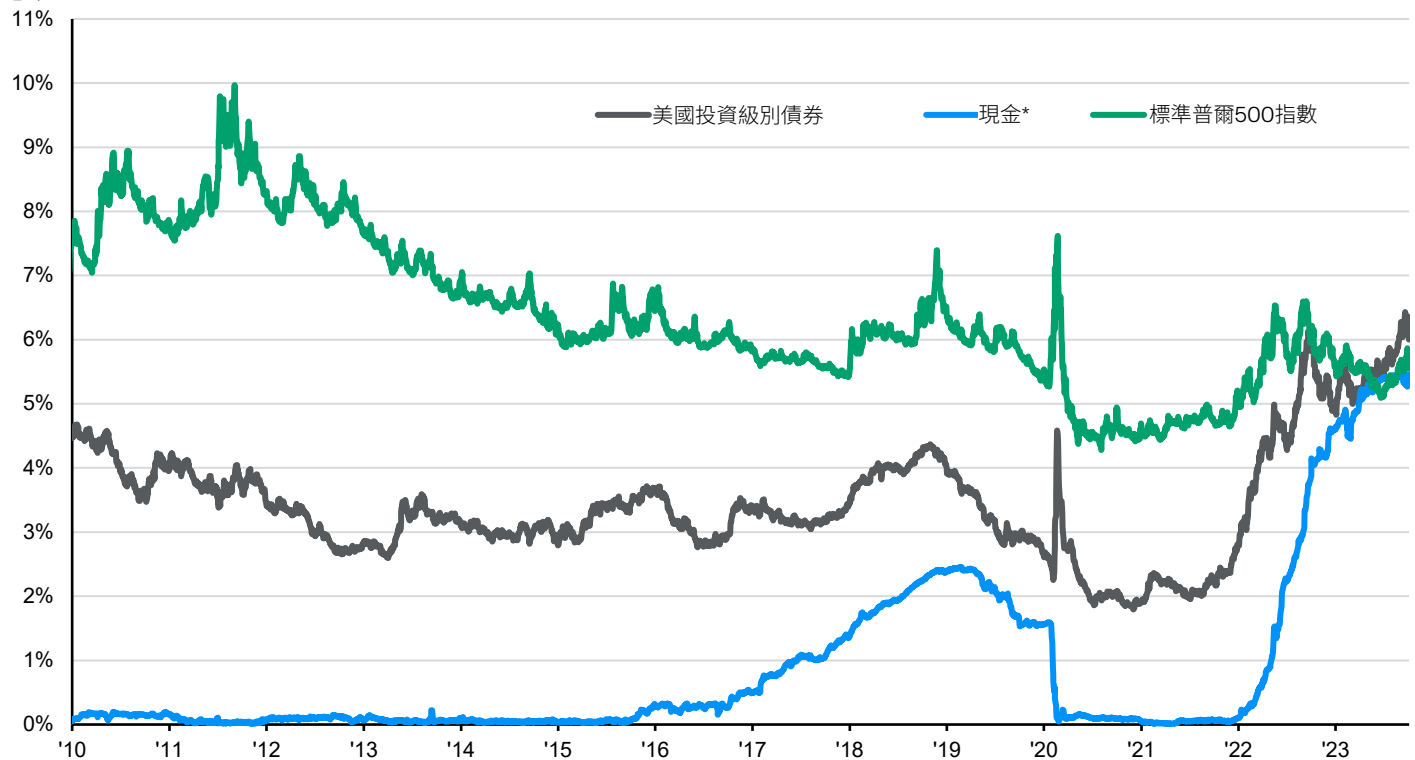
我們純粹透過比較標普500指數的盈利收益率（市盈率的倒轉）、美國投資級別債券孳息率（對應標普500指數中的企業風險），以及3個月期美國國庫券（現金的指標）孳息率，就可以評估現金、債券和股票這三個主要資產類別的相對吸引力。三者差異不大，因此投資者的選擇變得複雜。

我們認為，鑑於經濟展望存在風險，以及成熟市場國家的通脹壓力有所減弱，現金利率和短期債券孳息率在12個月內有可能走低。這意味著，今天持有過多現金會在未來產生再投資風險，並增加放棄股票或債券回報的機會成本。

美國經濟可能得以避過衰退一劫，反映出如果企業能夠產生足夠的營收增長以抵銷更高的融資和投入成本，也許能夠保持盈利。這固然會為整體指數回報帶來支持，但考慮到估值的散佈程度，行業輪換和風格轉移也許對投資者更加重要。基於美國以外的股市估值相對較低，且具有盈利上調的潛力，這些市場的回報前景可能更理想。

踏入2024年，除現金之外，各個資產類別亦會在年初呈現大量機遇。隨著經濟展望看來頗為低迷，投資者在增加股票倉位的同時，可再次透過債券為投資組合帶來穩定的回報。

圖9：  
股票、債券和現金幾十年來首次達到相同水平的息率



資料來源：彭博，FactSet，摩根資產管理。  
\*以美國短期國庫券作為現金的指標。  
反映截至31/10/23的最新數據。

## 10. 人工智能熱潮帶動的反彈能否持續？

縱觀歷史，美國加息週期可能結束和利率見頂，往往對估值較高的股票有利。孳息率下降通常對科技股等增長型股票有利，原因是投資者假設未來增長率較高，可抵銷有機會下降但仍然偏高的折讓率。

今年迄今，投資者對人工智能甚為憧憬，推動科技行業跑贏大市。人工智能的面世加快了科技發展速度，影響已遍及各行各業和整體經濟。除了大型科技公司外，促進消費者和企業採用人工智能的相關運算基建業務，亦取得領先表現。我們預計，隨著人工智能應用範圍日益擴大，人工智能產品市場將持續增長，為資訊科技基建、半導體和軟件公司的業務提供利好因素。

同時，傳統雲端消費的反彈，亦可能為未來幾季造就有利環境。我們仍然看好互聯網和半導體，以及人工智能、自動化和電氣化的長期驅動因素。

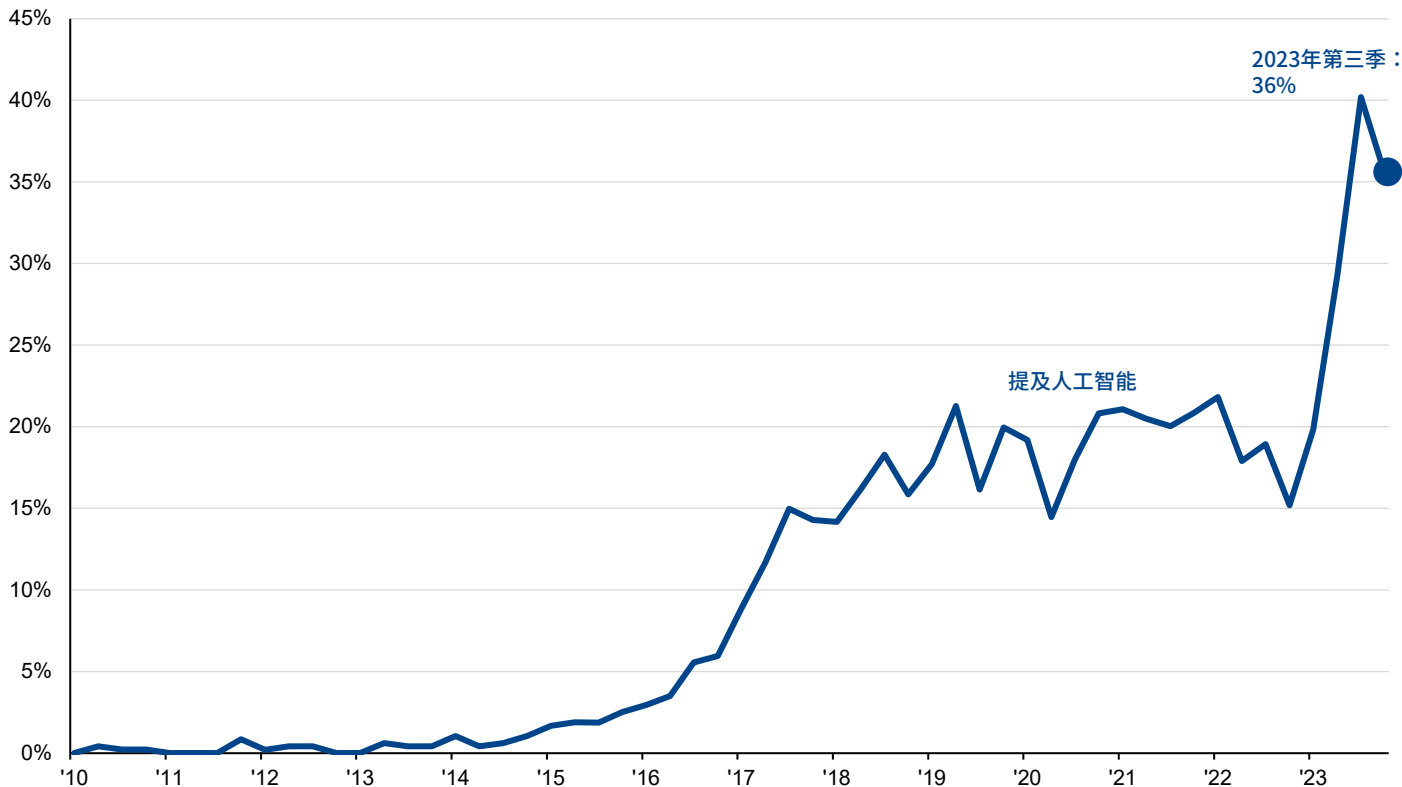
鑑於美股回報主要由幾家大型科技公司所貢獻，而且美股估值高企，許多投資者質疑這種現象是否可持續下去，亦有投資者憂慮這可能釀成另一個科技泡沫。雖然佔主導地位的科技企業估值偏高，但長期增長潛力強勁，可見估值處於合理水平。儘管如此，我們繼續關注可能影響盈利潛力的潛在監管風險。

在經濟低迷時，憑藉穩健的資產負債表及自身盈利與經濟週期的相關性較低，優質科技股相較其他板塊可能具有更強的抗跌力。實際上，自科網股泡沫以來，大型科技股的基本因素已有所改善，槓桿率降低、手上現金增加、盈利能力及生產力亦有所提升。

無可否認的是，持續的創新和顛覆意味著新科技的贏家和輸家會不斷換位。終極贏家也許將是在新科技出現之時進行創新或作出調整，並加以運用的公司。隨著時間過去，主導股市走向的企業會有變化，因此精挑細選具有理想潛力的增長股，仍舊是成功關鍵。

總括而言，人工智能領域的發展可能會繼續推動美國科技行業的發展，而其好處或將惠及各行各業。

圖10：  
2023年第三季，標準普爾500指數成分股公司在盈利電話會議中提及人工智能（AI）的比例略有下降，但仍然高企  
標準普爾500指數成分股公司在盈利電話會議中提及人工智能的比例



資料來源：摩根資產管理。提及人工智能的關鍵詞包括：人工智能（AI）、深度學習、機器學習、chatGPT、大型語言模型（LLM）和自然語言處理（NLP）。2023年第三季業績期仍在繼續，合共佔標準普爾500指數73.3%市值的公司已公布業績。反映截至01/11/23的最新數據。

## 11. 有何因素會促使美元貶值？

美元匯率於2022年9月觸及二十年來的高位，隨後回軟，截至今年11月中旬，美元處於今年初的水平，但長遠來看，結構性和週期性因素可能促使美元貶值。

美國的雙赤字（即預算和經常賬赤字）等結構性因素或將持續存在，倘若沒有資本流入，美元有可能面臨下行壓力。此外，聯邦政府開支以及債務和赤字水平上升的問題，對美元構成不利因素。再者，美國還有機會長期面對「分立政府」，並受兩黨紛爭所困擾，需持續採取邊緣政治策略。如問題未能解決，美元估值可能會出現風險溢價。

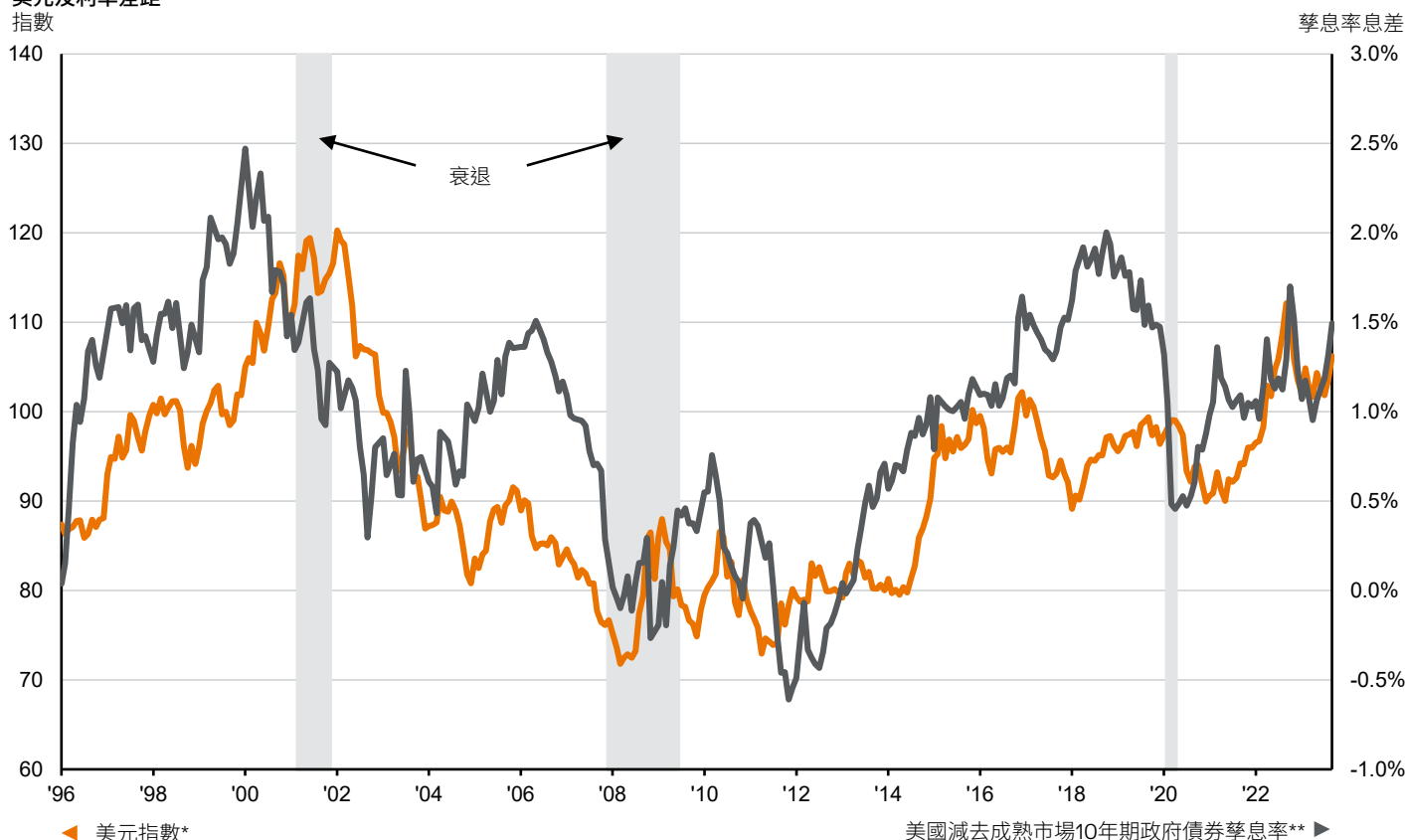
長遠而言，週期性因素或會左右美元走勢。「美國例外論」這套理論充分反映近幾季美元造好的市場觀點。儘管美國經濟的增長動能預計在明年放緩，若然美國經濟出現大幅減速，則有機會促使聯儲局早於市場預期啟動寬鬆貨幣政策週期。在此情況下，美國與成熟市場政府債券孳息率差距或會收窄，並對美元構成下行壓力。展望未來，美元貶值可能會為投資者提供轉投新興市場股票的機遇。

話雖如此，美元貶值之路可能會出現波折。有幾個因素可驗證避險環境的出現，繼而在未來幾個月延長美元的抗跌力。

首先，由於美國聯邦政府預算赤字持續擴大，美國長期國庫券孳息率將繼續飆升，而美國與成熟市場政府債券的孳息率差距亦會持續擴大，這意味著明年美國國庫券的發行量將會增加，並預示長期美國國庫券孳息率仍可能趨升，從而推高美元的公平值。

其次，市場對美元等避險資產的需求往往會隨著波動性上升而增加，例如地緣政治緊張局勢加劇的時期，並可能會導致美元匯率出現溢價。上述因素均支持美元在短期內造好的觀點。

圖11：  
美元及利率差距  
指數



資料來源：FactSet，經合組織，Tullett Prebon，WM/Reuters，摩根資產管理。\*所示美元指數是指主要貿易夥伴貨幣的名義貿易加權指數。主要貨幣是：英鎊、加元、歐元、日圓、瑞典克朗及瑞士法郎。\*\*成熟市場孳息率為澳洲、加拿大、法國、德國、意大利、日本、瑞士及英國的10年期政府債券孳息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30/09/23的最新數據。

## 12. 甚麼事情會出錯？

基於過去兩年的經驗，我們希望聚焦於亞太地區投資者面臨的潛在挑戰，而不是投資可能帶來的好處。

首先，我們需審視美國及／或整體成熟經濟體急劇衰退的風險。這可能是由於各國央行長期保持緊縮貨幣政策，並忽視經濟增長疲弱和金融環境收緊的訊號所致。在此情境下，一眾央行需要逆轉貨幣政策，意味著政府債券孳息率有望下降。

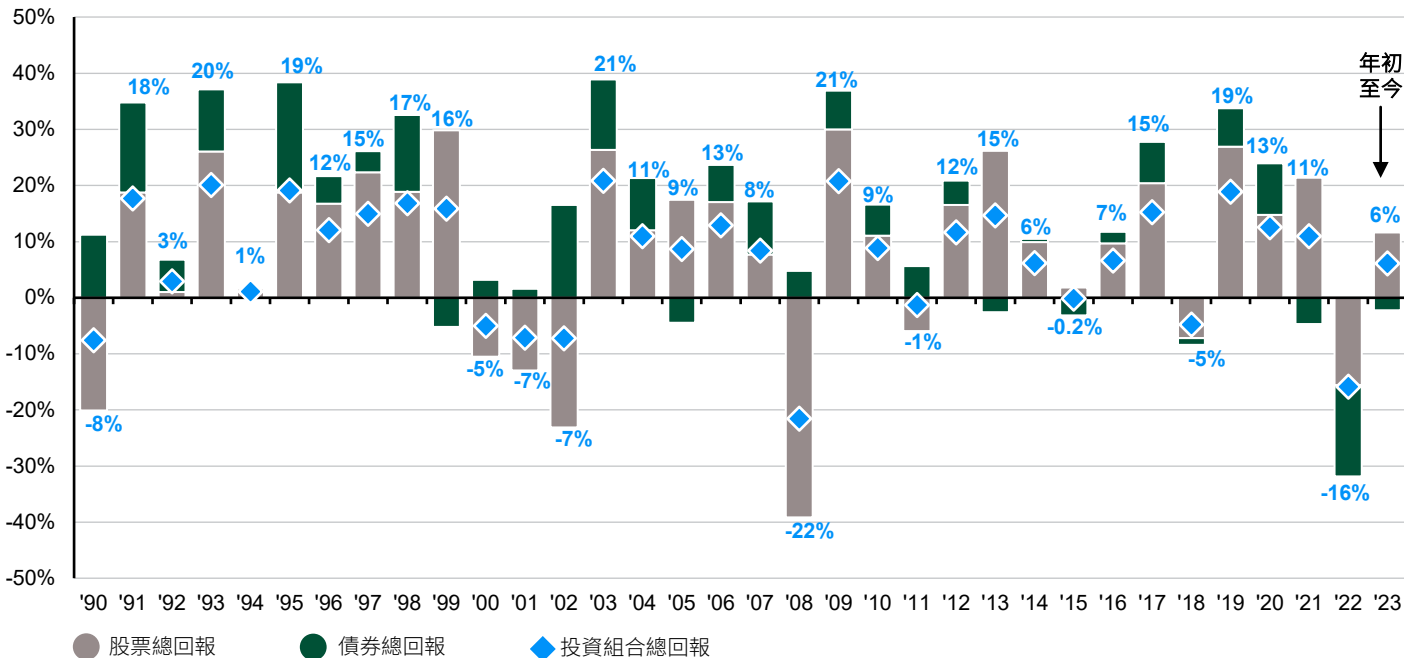
經濟增長疲弱固然可能有損企業盈利，但貨幣政策逆轉也有機會引發估值上調。縱觀歷史，從行業資金流向的數據可見，投資者往往在股市反彈的較後階段才入市，原因是他們希望看到更多證據，以證明經濟和盈利已然復甦，因而未能捕捉市場反彈初期的回報。因此，一旦惡化的經濟數據開始出現回穩跡象，投資者轉投股市也許是明智之舉。

滯脹一旦出現，情況將會更為嚴峻，屆時貨幣政策將有所收緊，使到經濟增長降溫，通脹卻依舊居高不下。各國央行努力不懈聚焦在通脹，可能意味著當局將選擇以維持高利率來降低通脹，而不是通過減息促進經濟增長。這也許會導致股票與債券走勢再次呈現正相關性，而這兩個資產類別均會報跌。在此情境下，短存續期債券可以提供收益，特別是考慮到目前孳息率高企，而存續期風險有限。與定期存款相比，短存續期債券亦具有每日流動性的優勢。由於基建和實物資產等另類資產的收入合約與通脹掛鉤，因此有助管理通脹期間的下行風險。

中國房地產行業尚未展現復甦跡象，市場持續憂慮其影響可能波及非銀行金融業，以至最終的整體經濟。地方政府融資工具的違約風險，亦可能是另一個中國金融風險的來源。中國當局已開始透過債務掉期，以應對地方政府融資工具問題。此外，中國政府早前亦放寬對房地產市場的政策限制。我們認為，倘若出現系統性風險，當局或會加大支援措施的力度。即便如此，對於直接受到這些問題領域影響的資產，我們認為有需要保持審慎，切忌過於擇機行事。

選舉和地緣政治或許會成為2024年的頭條新聞。烏克蘭和中東持續的軍事衝突，對環球經濟產生的影響應該有限。倘若中東緊張局勢升級，基於市場憂慮石油供應中斷，油價或會因而上漲。中美兩國政府已加強雙邊對話，有助減低因意外或錯誤而造成軍事衝突的尾部風險。一旦全球最大的兩個經濟體之間的緊張局勢升溫，便有機會促使投資者轉投黃金等避險資產，以及成熟市場政府債券等流動性資產。

圖12：  
60/40股債投資組合的年度回報



資料來源：彭博，FactSet，MSCI，摩根資產管理。回報為曆年數據。投資組合回報反映60% MSCI綜合世界指數與40%彭博綜合債券指數的配置。以總回報計算。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30/09/23的最新數據。

## 結論

2024年的經濟環境有可能更加嚴峻，同時存在地緣政治、政策錯誤和極端天氣事件等的未知之數。經過周詳考慮的資產配置，能幫助投資者利用收益或結構性趨勢創造回報，同時管理市場波動性。箇中關鍵是我們在構建投資組合期間，不僅需要為核心情境做好準備，還需要有應付可能出現的其他意外情況。要實現上述目標，只憑單一資產類別並不足夠，而是需要構建一個涵蓋股票、債券和另類資產的多元化投資組合。



作者



**Tai Hui**  
常務董事  
亞洲首席市場策略師  
香港



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



**Marcella Chow**  
執行董事  
環球市場策略師  
香港



**Ian Hui**  
副總裁  
環球市場策略師  
香港



**Kerry Craig, CFA**  
執行董事  
環球市場策略師  
墨爾本



**Raisah Rasid**  
副總裁  
環球市場策略師  
新加坡



**Arthur Jiang**  
執行董事  
環球市場策略師  
中國



**Adrian Tong**  
副理  
環球市場策略師  
香港



**Agnes Lin**  
執行董事  
環球市場策略師  
台北



**Jennifer Qiu**  
副理  
環球市場策略師  
香港



**Shogo Maekawa**  
執行董事  
環球市場策略師  
東京

多元化投資概不保證投資回報，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。© 2023 JPMorgan Chase & Co.。不得轉載。

Material ID: 09le220212022113