

季度觀點透視

利率見頂，增長放緩

亞洲 | 2023年第四季

策略師

許長泰
常務董事
首席市場策略師
亞太區

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

Adrian Tong
副理
環球市場策略師

Jennifer Qiu
副理
環球市場策略師

摩根
資產管理

市場洞察

利率見頂，增長放緩

概述

- 時序邁向2024年之際，全球經濟料將減速。受到利率走揚的影響，歐洲的成長動能已經疲軟。倘使美國聯準會堅持長期維持高利率，我們認為2024年美國亦將出現同樣的情況。同時，不動產業持續拖累中國的經濟復甦步調。
- 有鑑於多數經濟體的利息循環週期可望觸頂，若要透過固定收益鎖住較高利率，未來幾個月將是稍縱即逝的重要機會。美國升息循環近尾聲的結果，可能促使投資人增加固定收益和股票的存續期。
- 在固定收益方面，這意味著藉由長天期政府公債和投資級公司信用債來延長存續期；同時，信用利差擴大可能暫時削弱非投資等級公司債。在股票方面，成長型股票和科技類股多半會受惠於殖利率下滑。
- 儘管成長動能減弱，但是相較於歐洲和其他成熟經濟體，美國經濟仍可能維持相對的抗跌彈性，從而帶動美股的相對績效超前。亞洲的內需依然穩健，有助於盈餘成長，尤其是日本、印度和東南亞國協(ASEAN)。依我們看來，電子業的循環週期升溫，最終可能嘉惠台灣和南韓等市場。

投資啟示

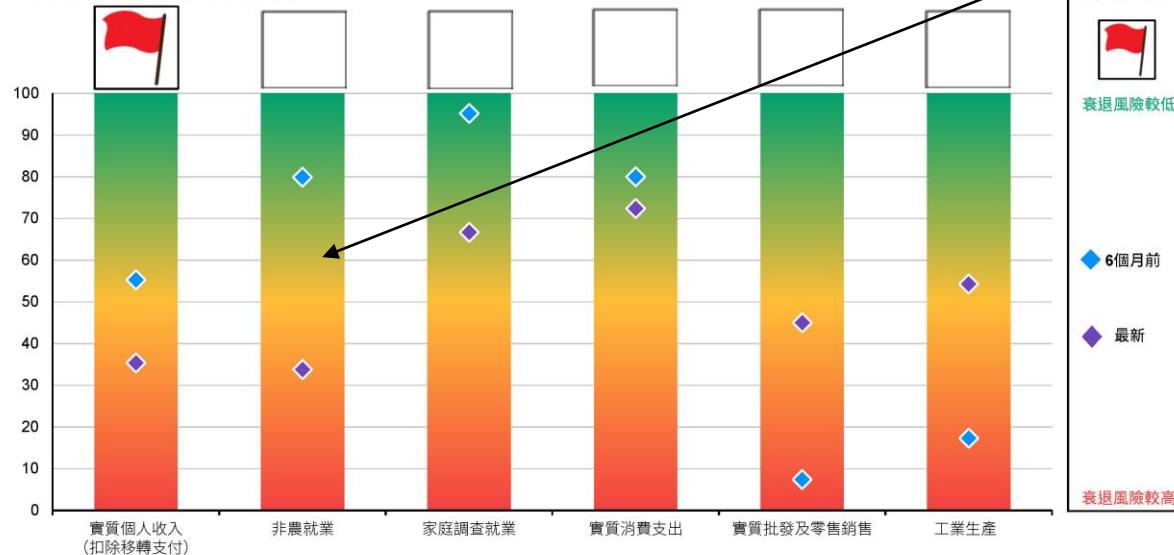
- 政策利率登頂可能促使投資人轉向長天期資產，包括政府公債、成長型股和黃金。
- 依我們之見，投資人的優先要務應是鎖住殖利率，因為美國的升息循環即將落幕之際，2024年政府公債的殖利率可能走低。
- 在已開發市場股票中，美股可能持續領頭。亞洲股市方面，我們認為必須跨區進行更多元分散的佈局，如此方可擷取國內復甦的機會。鑑於債券殖利率與現金報酬率可能下滑，亞洲高息股亦可能再次對投資人更具吸引力。

市場洞察

全球經濟情勢

美國：經濟監測指標

美國國家經濟研究局在確定衰退時使用的各項指標*
相對於1990年至今歷史數據的百分位排名



資料來源：FactSet，聯準會，美國經濟分析局，美國人口調查局，美國勞工部，摩根資產管理。
當相關指標所處水準與新型冠狀病毒（COVID-19）疫情衰退之前三次經濟衰退開端的平均水準一致時，就會顯示衰退風險偏高的警訊。各項指標使用轉換，變動以3個月
移動平均衡量。實質批發銷售使用生產者物價指數計算。過去的表現並非目前及未來效的可靠指標。
*美國國家經濟研究局對衰退的定義是經濟活動普遍顯著惡化並持續數月不止。具體而言，其考慮實質個人收入（扣除移轉支付）、非農就業、以家庭調查衡量的就業情況、
實質個人消費支出、批發零售銷售（經調整價格變動）及工業生產。選擇哪些指標或各項指標的權重並無定數，但委員會指出「近幾十年來，兩項權重最高的指標是實質個人
收入（扣除移轉支付）及非農就業。」
《環球市場縱覽－亞洲版》。最新資料：截至2023年9月30日。

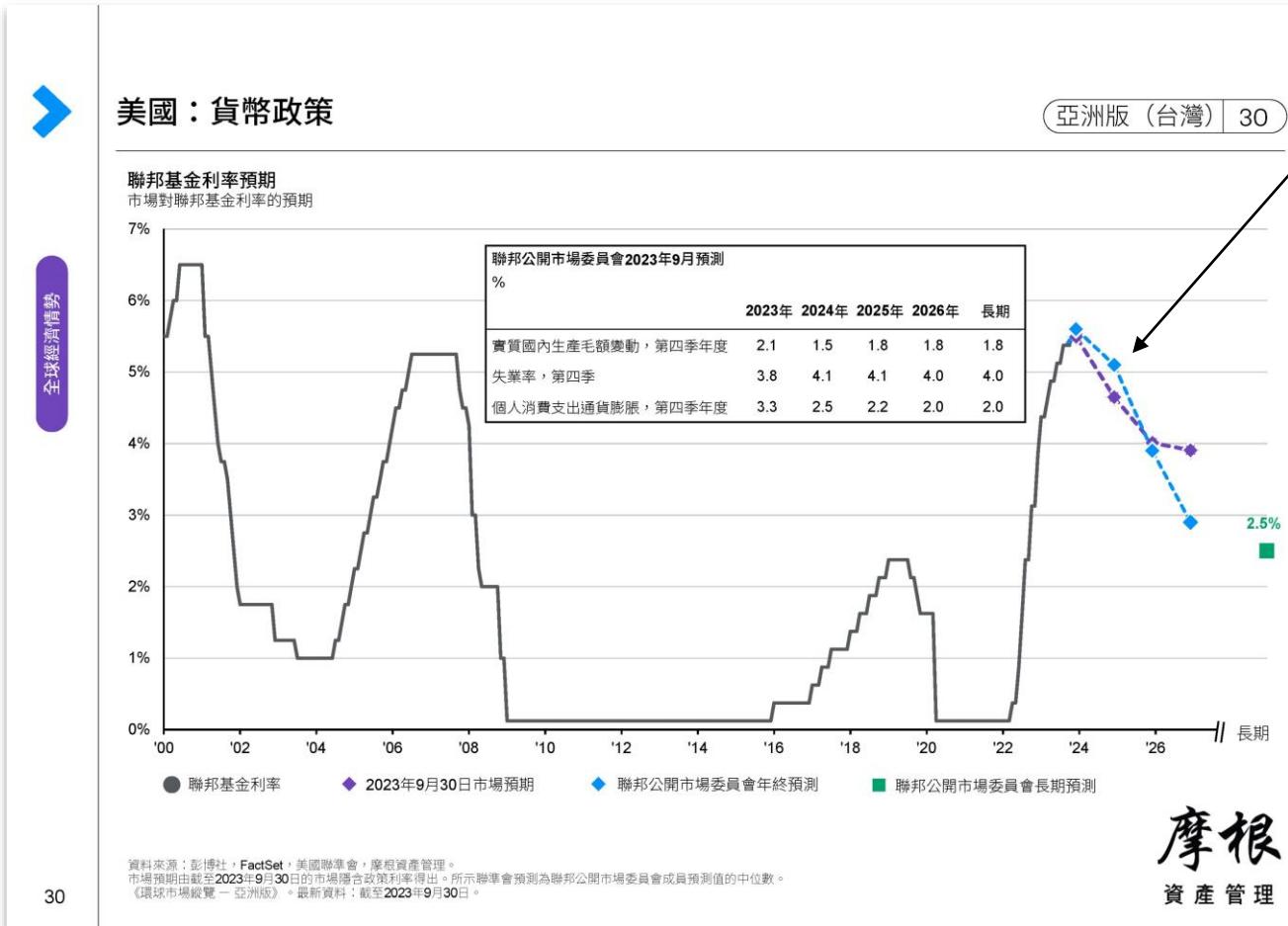
25

摩根
資產管理

感受到利率上升的擠壓效應嗎？

- 2023年逐漸進入尾聲，美國經濟持續展現出相對健全的成長動能。儘管出現景氣趨緩的早期跡象，美國消費領域與勞動市場仍大致維持了抗跌韌性，反映出2022年初升息循環實際展開之前，家庭與企業即已鎖住較低的借貸成本。
- 通膨已過巔峰期，未來可能持續降溫，即使需要耗費約12-18個月，方可達到聯準會的2%目標值。
- 倘若美國聯準會在2024年大致維持高利率，以往支持企業與消費者渡過高利率時期的緩衝作用終將耗盡，導致美國經濟成長趨於疲軟。因此，無法排除經濟衰退的可能性。這主要取決於聯準會的政策展望，尤其是2024年總統大選以前，國會分裂恐將導致新的財政刺激措施難以成真之際。

市場洞察



聯準會必須採取更均衡的方式

- 鑑於勞動市場強勁和通膨高於目標，聯準會官員可能維持強硬立場。即使接近升息循環的尾聲，決策者似乎仍致力在2024年持續升息，以充分平息通膨現象。
- 除了未來12-18個月的政策展望之外，近期舉辦的傑克森霍爾(Jackson Hole)全球央行座談會中，也探討了可能影響長期決策的各種因素，例如氣候變遷、供應鏈轉變以及俄烏衝突等。可能的後果之一是中性利率(維持經濟平穩的利率)高於往常水準。
- 與聯準會鷹派立場形成對比的則是經濟指標降溫，包括銀行放款標準緊縮、商業信心審慎以及營建活動放緩，可能意味著政策利率登頂之際，美國公債(UST)殖利率曲線最終將轉趨牛市陡峭。雖然聯準會可能決定長期維持高利率，但最終仍需採納更均衡的觀點，方可在控制物價壓力和避免經濟徹底衰退之間，進行權衡取捨。

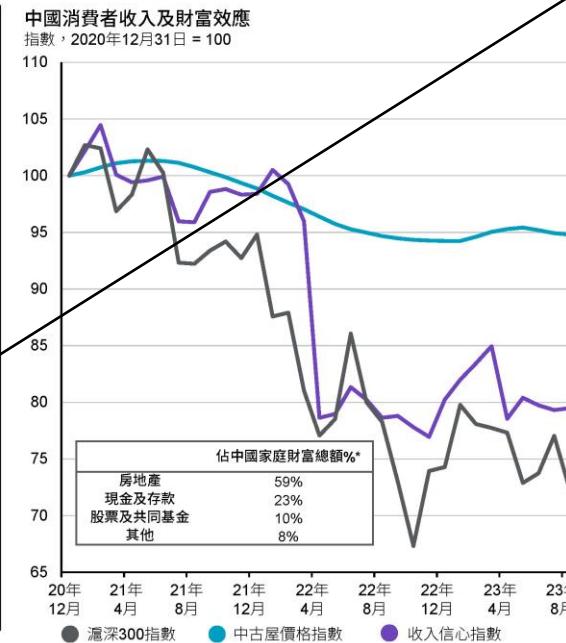
市場洞察



中國：消費及財富效應



亞洲版（台灣） 7



資料來源：CEIC, FactSet, 中國國家統計局, Wind, 摩根資產管理；(右圖)中國信託業協會, 中國理財網, 高盛全球投資研究。
*家庭財富數據截至2022年12月。
《環球市場縱覽—亞洲版》。最新資料：截至2023年9月30日。

7

摩根
資產管理

財政刺激措施必然伴隨著信心提振

- 由於不動產市場持續低迷，導致中國的經濟復甦之路觸礁。民間部門投資依然疲弱，而住宅相關項目(例如電器和傢俱)的消費支出成長則受限於住宅銷售量不如預期。同時，出口收縮反映亞洲出口國所面臨的廣泛挑戰。
- 中國當局採取各種措施振興景氣，包括降息和放寬選定城市的買房限制。然而，提振住宅銷售量與營建活動卻需要更明確地推動相關政策，以改善市場對不動產價格的預期。北京當局必須巧妙地平衡市場信心回升，同時維持消費者對住房的負擔能力。
- 銀行業(尤其是較大型國有銀行)擁有充裕的資本和貸款損失準備，可在不良資產增加時提供緩衝作用，此點可能有助於降低更廣泛的系統風險。同時，開發商可能會繼續承受金融壓力一段時間，因為住宅銷售回溫需要時間。

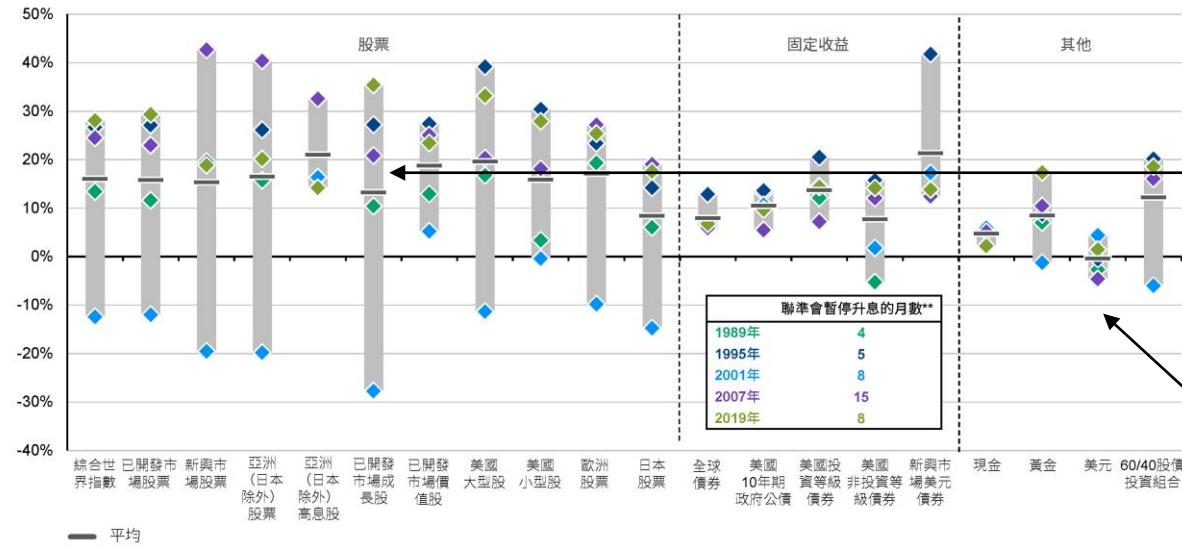
市場洞察

其他資產類別

美國：最後一次升息及市場表現

(亞洲版 (台灣) | 63)

升息結束後各資產類別報酬
過去五次升息週期結束後一年的平均報酬*



資料來源：FactSet，美國聯準會，摩根資產管理。基準為MSCI綜合世界指數（綜合世界指數）、MSCI世界指數（已開發市場股票）、MSCI新興市場指數（新興市場股票）、MSCI亞太（日本除外）指數（亞太（日本除外）股票）、MSCI亞太（日本除外）高息股指數（亞太（日本除外）高息股）、MSCI世界成長股指數（已開發市場成長股）、MSCI世界債券指數（已開發市場債券）、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）、彭博全球綜合債券指數（全球債券）、彭博10年期美國政府公債領先指數（美國10年期政府公債）、彭博美國投資等級公司債指數（美國投資等級債券）、彭博美國信貸非投資等級公司債指數（美國非投資等級債券）、摩根新興市場債券全球指數（新興市場美元債券）、彭博美國政府公債指數 -1至3個月期政府公債（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%全球債券（60/40股債投資組合）。

*除另有說明外，總報酬以當地貨幣計值。
**指最後一次升息至第一次降息的持續時間，具體指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3月。
《環球市場縱覽—亞洲版》。最新資料：截至2023年9月30日。

63

殖利率登頂，長天期資產綻放光芒

- 鑑於美國的升息循環可能落幕，對於股票和固定收益而言屬於利多因素。股票與固定收益之間的整體資產配置決策，主要取決於投資人的風險承受能力。有別於跨資產類別，總體經濟和政策背景可能決定單一資產類別之配置決策。
 - 例如在利率觸頂之際，美國公債殖利率曲線通常轉趨牛市陡峭；這表示殖利率曲線的短天期部分跌幅可能大於長天期部分。回顧歷史，殖利率下滑有利於股票，因其可能帶動股票估值升高；此種情況通常有利於成長型股，例如科技股。
 - 一旦現金利率登頂，或許能夠說服投資人更深入分析部署現金以進行投資。依我們看來，相對於定期存款，貨幣市場基金的彈性和流動性可能有所助益。

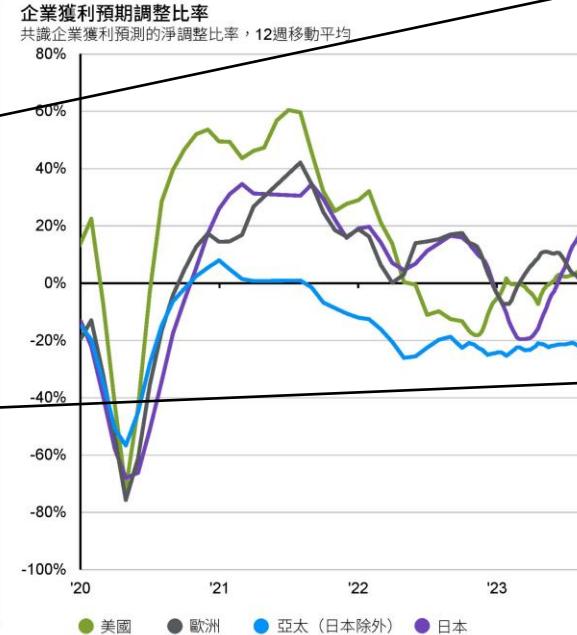
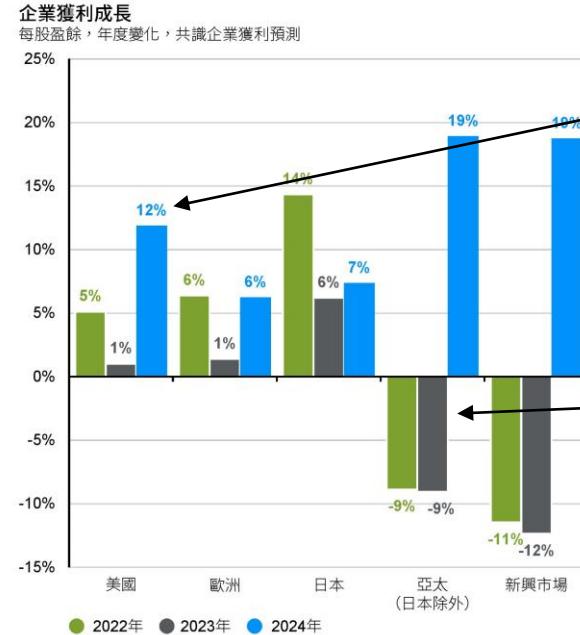
摩根
資產管理

市場洞察



全球股票：企業獲利預期

(亞洲版 (台灣) | 34)



資料來源：FactSet、MSCI，標準普爾，摩根資產管理。
所用亞太（日本除外）、新興市場、日本、歐洲及美國股票指數分別為MSCI綜合亞太（日本除外）指數、MSCI新興市場指數、MSCI日本指數、MSCI歐洲指數及標準普爾500指數。所用共識企業獲利預測為FactSet的歷年估計。調整基準為當前未呈報業績年度。企業獲利預期淨調整比率等於（上調企業獲利預期的企業數量減去下調企業獲利預期的企業數量），除以被調整企業獲利預期的企業總數。

過去的表現並非目前及未來績效的可靠指標。

《環球市場縱覽—亞洲版》。最新資料：截至2023年9月30日。

34

殖利率下滑，可能為美國成長股和亞洲高息股提供助力。

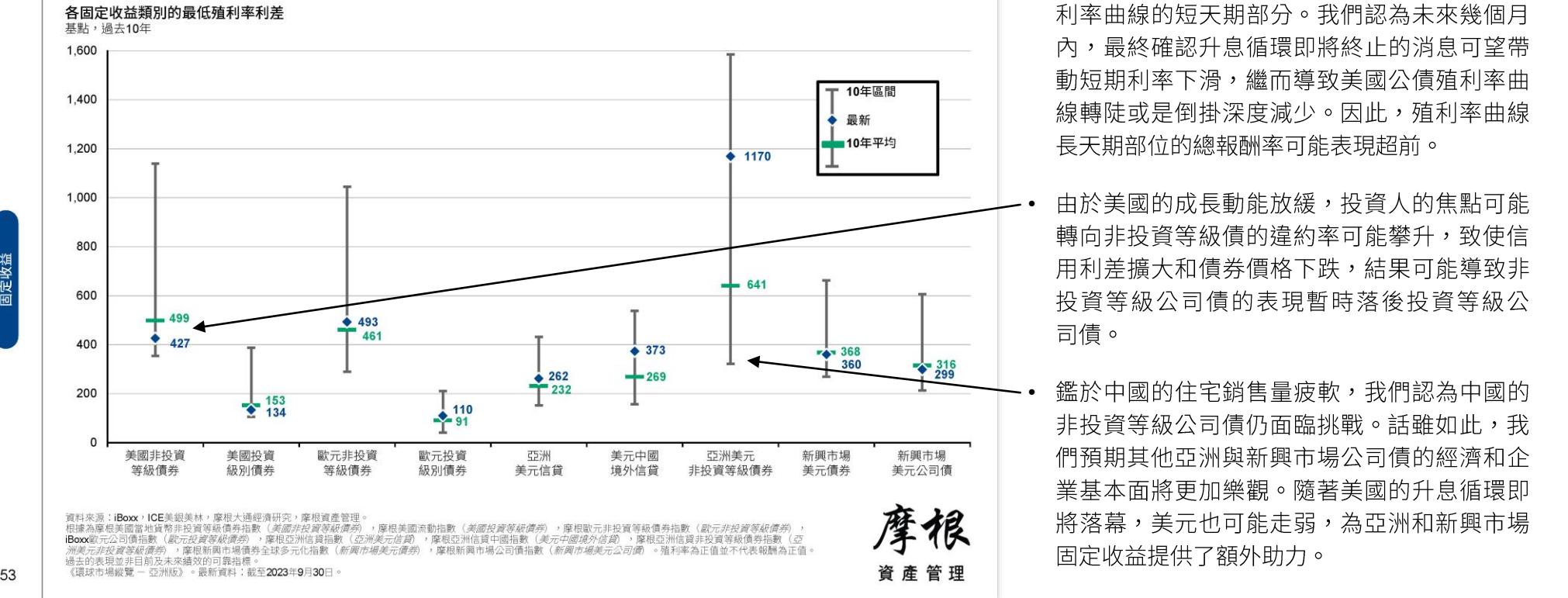
- 美國經濟展現出抗跌韌性，故而迄今已避免企業盈餘衰退。話雖如此，鑑於美國可能長期維持高利率，且成長動能減少，目前2024年12%的每股盈餘成長率預測值似乎頗為樂觀。
- 儘管如此，由於歐洲經濟衰退的風險提高以及中國經濟復甦放緩，美股仍可能持續領頭，尤其人工智能若有進一步突破，可望推升投資人的樂觀心態。
- 亞洲仍存在大量的機會。區域各國內部的成長動能強勁，尤其是印度、日本和東南亞國協，持續為企業盈餘提供支撐。鑑於本區債券殖利率與現金利率相對偏低，高息股可能再次吸引亞洲投資人。

摩根
資產管理

市場洞察

全球固定收益：估值

(亞洲版 (台灣) | 53)



短期內傾向優質固定收益

- 聯準會的鷹派立場、勞動市場數據呈現抗跌韌性以及通膨降溫等因素，均有利於美國公債殖利率曲線的短天期部分。我們認為未來幾個月內，最終確認升息循環即將終止的消息可望帶動短期利率下滑，繼而導致美國公債殖利率曲線轉陡或是倒掛深度減少。因此，殖利率曲線長天期部位的總報酬率可能表現超前。
- 由於美國的成長動能放緩，投資人的焦點可能轉向非投資等級債的違約率可能攀升，致使信用利差擴大和債券價格下跌，結果可能導致非投資等級公司債的表現暫時落後投資等級公司債。
- 鑑於中國的住宅銷售量疲軟，我們認為中國的非投資等級公司債仍面臨挑戰。話雖如此，我們預期其他亞洲與新興市場公司債的經濟和企業基本面將更加樂觀。隨著美國的升息循環即將落幕，美元也可能走弱，為亞洲和新興市場固定收益提供了額外助力。

市場洞察

「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。本系列探討目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，僅作為提供資訊之用。其本質上帶有教育性質，設計上並非針對任何司法管轄區任何特定投資產品、策略、方案特色或其他目的之建議或推介，亦不得當作是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。所使用的任何範例均為一般性、假設性且僅供作說明之用。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，使用者應與彼等金融專業人士一同獨立評估相關法律、監管、稅務、信貸及會計影響，以決定是否相信本文件提及的任何投資適合使用者的個人目標。投資人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正確，但不保證準確，亦不承擔任何錯誤或疏漏之責任。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，投資人可能無法收回已投資之全數金額。過去的績效及收益率並非目前及未來績效的可靠指標。

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，本公司可進行電話錄音及監測電子通訊，以履行本公司的法律和監管義務以及遵守內部政策。本公司將根據我們的隱私權政策

(<https://www.jpmrich.com.tw/wps/portal/Footer/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，亦在卑詩省、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條界定為批發的客戶發布。在亞太區其他市場僅提供予所指定接收者。

僅美國適用：如您為殘障人士，需要其他支援以利檢視本文件，請致電 1-800-343-1113尋求協助。

版權所有。2023 JPMorgan Chase & Co.。不得轉載。

【摩根投信 獨立經營管理】「摩根」為 J.P. Morgan Asset Management 於台灣事業體之行銷名稱。摩根所作任何投資意見與市場分析結果，係依據資料製作當時情況進行判斷，惟可能因市場變化而更動，投資標的之價格與收益亦將隨時變動。基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益，亦不必然為未來績效表現；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。此外，匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。另，內容如涉新興市場之部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度亦可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度影響，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，本公司及銷售機構均備有公開說明書(或中譯本)或投資人須知，投資人亦可至境外基金資訊觀測站或公開資訊觀測站查詢。

摩根證券投資信託股份有限公司 台北市信義區松智路1號20樓 02- 8726-8686。

資料編號：0903c02a824282fc