

## 季度觀點透視

亞洲 | 2021年第四季

摩根資產管理的最新一期《**季度觀點透視**》已經出版。  
本刊將探討《**環球市場縱覽**》的重要主題，提供切合時勢的  
經濟與投資洞察分析。

### 本季主題

1. 經濟復甦的亮點持續輪動
2. 寬鬆退場後的全新思維
3. 中國：等待更明確的政策訊號
4. 新興市場努力踩穩步伐

### 策略師

Tai Hui  
常務董事  
亞太首席市場策略師

Kerry Craig, CFA  
執行董事  
環球市場策略師

Agnes Lin  
執行董事  
環球市場策略師

Jasslyn Yeo 博士，CFA  
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

Marcella Chow  
副總裁  
環球市場策略師

Ian Hui  
副總裁  
環球市場策略師

Shogo Maekawa  
副總裁  
環球市場策略師



### 經濟復甦的亮點持續輪動

全球成長 — 《環球市場縱覽》第11頁

四大經濟體央行資產負債表 — 《環球市場縱覽》第20頁

全球供應鏈 — 《環球市場縱覽》第15頁

#### 概述

- 全球經濟持續復甦，但當前的亮點主要是美國及歐洲。亞洲可能成為下一個亮點，前提是疫苗接種比率具體提升，從而促進經濟解封與邊境重啟。
- 聯準會的資產收購方案依進度將在2021年底前開始逐步退場，其他國家的央行也有可能考慮撤回緊急紓困措施。
- 2021年第四季值得注意的風險因素包括了中國的監管環境變動、聯合國氣候變遷綱要公約第26屆締約國會議 (COP26)，以及產業供應鏈的瓶頸等。

#### 投資意涵

- 全球經濟復甦持續支撐風險資產，包括股票、公司債和新興市場債。
- 央行縮減收購債券的規模固然重要，這卻不是決定投資報酬的唯一因素，舉凡新冠肺炎疫情、通膨展望和盈餘成長等，都是資產配置的主要考慮因素。亞洲各國央行可能長期維持低利率，意味著依然存在收益需求。

### 寬鬆退場後的全新思維

美國：情境比較 — 《環球市場縱覽》第29頁

亞太（日本除外）股票：各市場及產業的企業獲利預期 — 《環球市場縱覽》第37頁

全球固定收益：估值 — 《環球市場縱覽》第54頁

#### 概述

- 近期內，聯準會量化寬鬆 (QE) 方案的退場料將主導市場信心，但投資人應當注意，當前經濟及市場環境已經不同於2013年的退場情境。
- 股票與固定收益估值偏高，意味著投資人可能需要藉由資產類別和區域，進一步分散投資配置。
- 縱使少數各國央行的政策邁向正常化，亞洲的現金利率依然偏低，亞洲投資人對於收益及收益率的需求也因此保持強勁。

#### 投資意涵

- 考量全球經濟復甦、政府公債殖利率和相對估值的上檔風險，我們偏好股票更甚於固定收益。
- 目前美歐的亮點在於企業獲利的回溫。儘管如此，只要疫苗普及程度提高，致使政府得以重啟經濟與邊境，亞洲各國股市的落後表現就有機會逆轉。繼東協之後，東北亞（含日本）可能率先開始這樣的進程。
- 雖然短期內聯準會的政策正常化可望帶動美元走強，但長期而言，全球的整體經濟復甦與美國的雙赤字理當逆轉此趨勢，從而嘉惠亞洲及新興市場的固定收益債。中國擴大支持經濟成長之措施，亦有機會嘉惠該國的固定收益市場。

### 中國：等待更明確的政策訊號

新型冠狀病毒（COVID-19）疫苗接種及感染情形 — 《環球市場縱覽》第23頁

中國：監管 — 《環球市場縱覽》第44頁

中國：貨幣政策及信貸成長 — 《環球市場縱覽》第9頁

#### 概述

- 近來中國境內的新確診人數回升之後，政府祭出嚴格的封城令，顯示當局決定繼續貫徹清零政策。
- 這意味著中國的經濟成長展望可能波動較大，為了預防確診人數回升，恐將犧牲部分經濟活動，藉此吸收疫情相關衝擊。
- 此外中國當局似乎也認為社會政策成效仍有必要進一步提升，部分「新經濟」產業依然有可能繼續歷經監管改革。
- 我們持續審慎看待相關類股的盈餘成長，直到更明確的訊號顯示監管制度趨於穩定為止。

#### 投資意涵

- 考量社區內根除新冠病毒疫情所需的經濟成本與各式難題，特別是目前亞洲已有愈來愈多國家的政府解封經濟活動，我們認為中國決策當局亦將在近期內評估既有的清零政策。
- 經濟復甦的動能繼續流失，只會更加堅定了決策者及時行動以穩定經濟成長的立場，這方面的介入首先可能是從財政政策入手，政府有機會持續以貨幣寬鬆作為目標。
- 這樣的情況理當有助於緩衝短期改革的部分衝擊。在年底之前，流動性條件的些許改善，將成為製造業的政策助力。同時，消費產業歷經較長期的修正，亦可能受惠於寬鬆政策以及更具抗跌韌性的市場情緒。
- 我們依然認為，中國股票與固定收益債仍是投資人投資組合中不可或缺的成分。然而，靈活彈性與慎選標的終究是關鍵所在。

### 新興市場努力踩穩步伐

新型冠狀病毒（COVID-19）疫苗接種及感染情形 — 《環球市場縱覽》第23頁

亞太（日本除外）股票：表現動能 — 《環球市場縱覽》第38頁

工業金屬 — 《環球市場縱覽》第73頁

#### 概述

- 年初迄今新興市場股票表現落後已開發市場，反映出（中國以外其他）新興經濟體的表現落後於全球的整體經濟復甦。我們預期，近期內這樣的趨勢或許會反轉，因為美國的經濟成長領先全球，且疫情後復甦回升的趨勢開始降溫。
- 新興市場的前景好壞參半，但我們依舊看到了支撐已開發市場表現的正向動力。經濟成長可望不再相對疲軟，估值雖然偏高但仍舊有利於已開發市場，美元匯價的阻力將會消失，此外原物料市場復甦的前景也提供了助力。

#### 投資意涵

- 新興市場的預期表現撥雲見日。對於希望重新進入此類市場的投資人而言，新興市場的表現可能受惠於相對成長率變動、估值更具吸引力，以及原物料前景樂觀。
- 短期風險來自於美元強勢與中國的信貸脈衝減速，同時新興市場則可提供多元佈局的優勢與良好的長期成長展望。

## 經濟復甦的亮點持續輪動

### 概述

- 全球經濟持續復甦，但當前的亮點主要是美國及歐洲。亞洲可能成為下一個亮點，前提是疫苗接種比率具體提升，從而促進經濟解封與邊境重啟。
- 聯準會的資產收購方案依進度將在2021年底前開始逐步退場，其他國家的央行也有可能考慮撤回緊急紓困措施。
- 2021年第四季值得注意的風險因素包括了中國的監管環境變動、聯合國氣候變遷綱要公約第26屆締約國會議(COP26)，以及產業供應鏈的瓶頸等。

### 投資意涵

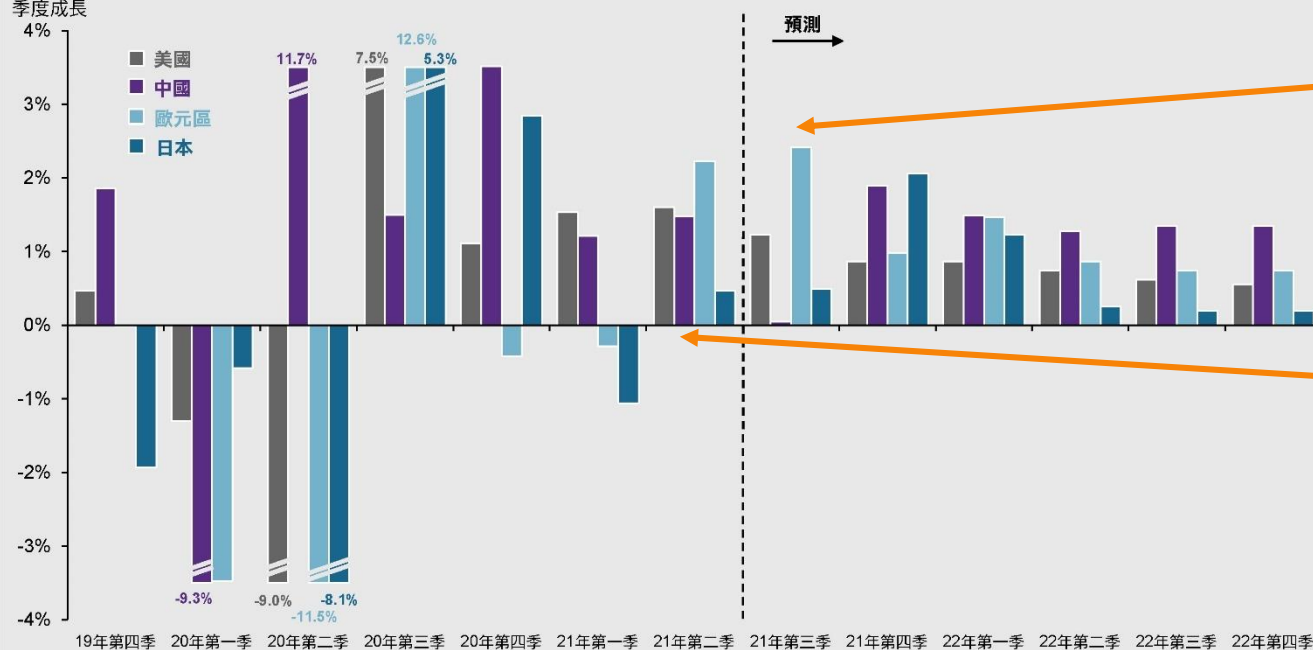
- 全球經濟復甦持續支撐風險資產，包括股票、公司債和新興市場債。
- 央行縮減收購債券的規模固然重要，這卻不是決定投資報酬的唯一因素，舉凡新冠肺炎疫情、通膨展望和盈餘成長等，都是資產配置的主要考慮因素。亞洲各國央行可能長期維持低利率，意味著依然存在收益需求。

## 經濟復甦的關注焦點回到亞洲？

縱使各國復甦的步伐不同，反映了疫情的負面影響與疫苗接種進度有別，全球經濟仍持續復甦。

- 中國是首批復甦的主要經濟體之一，只是經濟動能有所趨緩，原因在於政策正常化以及零星疫情爆發影響了消費者信心。由於財政政策提供了更多支撐，且貨幣政策從緊縮轉為中立，可望穩定中國的經濟動能。
- 歐洲及美國經濟重啟，致使今夏出現強力反彈行情。美國最新爆發的疫情造成了服務業的某些暫時壓力，此外今年冬季還可能遭遇更棘手的情境。
- 亞洲各國疫苗施打比率持續提高，若干經濟體(尤其是東北亞地區)的疫苗普及率可望在2021年底前達到60%-70%，從而持續推動內需復甦。

實質國內生產毛額成長



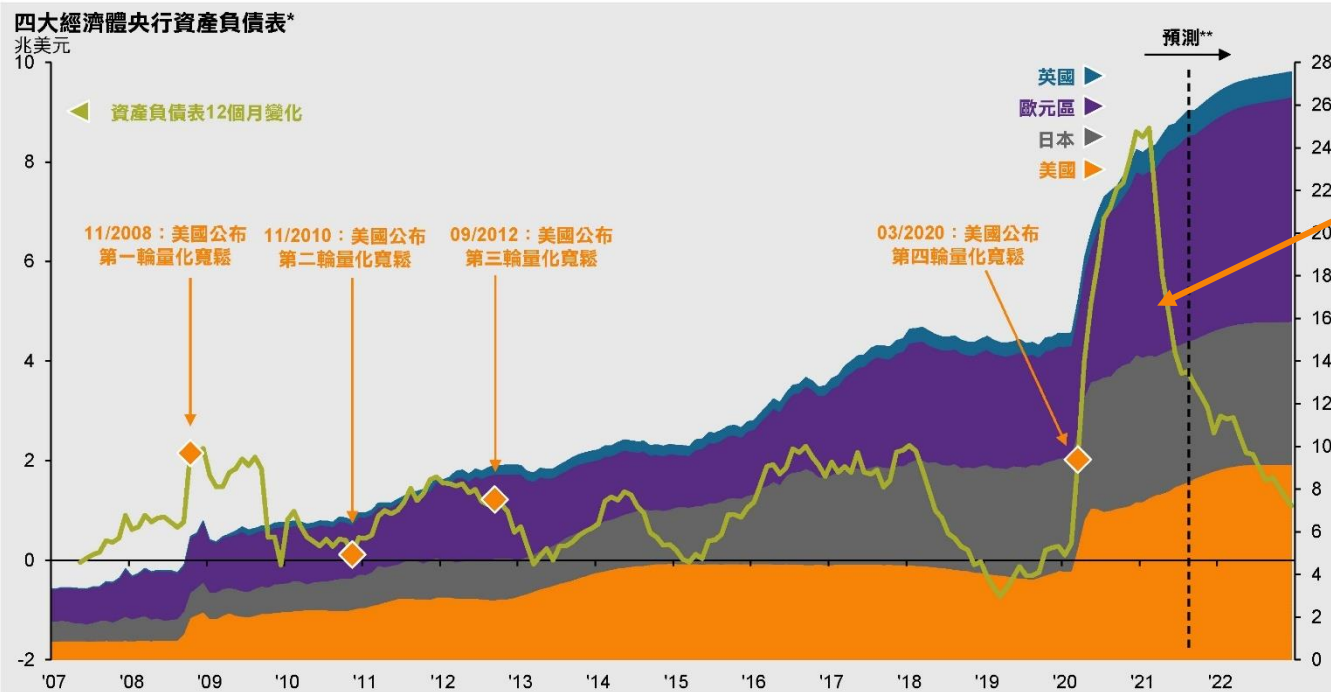
資料來源：摩根大通經濟研究，摩根資產管理。  
為維持合理刻度，縱軸已將數值減列處理。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

- 這張圖顯示了中國、歐元區、日本及美國的國內生產毛額季增率；除了自新冠肺炎疫情爆發以來的歷史成長數據以外，也納入摩根經濟研究(J.P. Morgan Economic Research)的預測，藉此反映未來季度擴張的預測值。
- 實質上，圖表顯示了過去幾季經濟復甦的亮點輪動。中國是2020年首批控制疫情的主要經濟體之一，隨後是美國和歐元區。2022年亞洲經濟同樣有機會持續復甦，前提是未來幾個月內疫苗施打比率提高。

## 四大經濟體央行資產負債表

亞洲版(台灣) | 20



資料來源：FactSet，摩根資產管理。\*四大經濟體指歐元區、日本、英國及美國。\*\*預測基準為潛在貨幣政策目標。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

## 撤回緊急措施

預期聯準會將在2021年底前開始逐步縮減資產收購的規模，其他國家的央行也有可能選擇性撤回原有的極度寬鬆貨幣政策。

- 聯準會強烈暗示，將於2021年縮減量化寬鬆的規模，我們預期這樣的過程將耗時8至10個月。
- 其他已開發市場的各國央行，則因為自身財政刺激方案的力道不強，且即時的通膨壓力更顯良性，是以政策正常化的步伐將更加漸進。
- 特定新興市場國家的央行，已經揭開了升息的序幕。亞洲方面，韓國銀行率先於2021年8月調升政策利率；亞洲其餘國家的央行則有可能展現更高耐心，至於中國已經達到了緊縮循環的高點。

- 圖中顯示了G4各國央行(英國央行、日本央行、歐洲央行及美國聯準會)資產負債表在不同時間的規模，以及我們對未來12個月的預測。
- 聯準會可能希望在2021年底前縮減收購資產的規模，其他G4各國央行則可能持續執行資產收購方案，設法達成通膨目標值與政策目標。

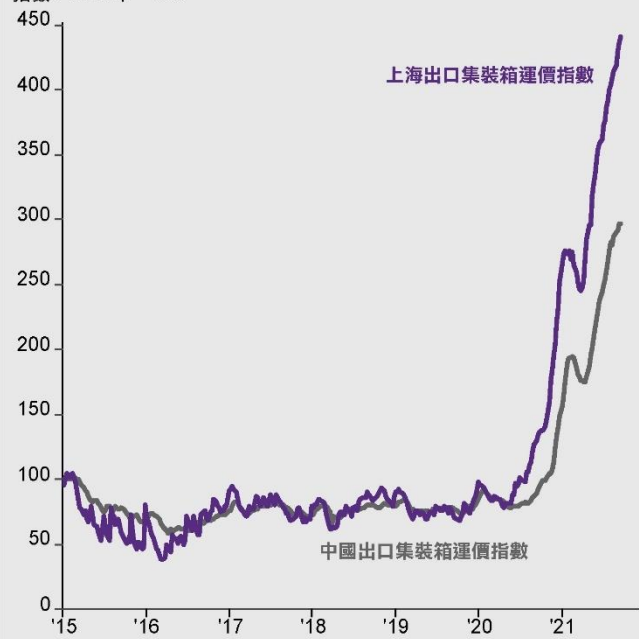


## 中國的法規、氣候變遷與供應鏈瓶頸

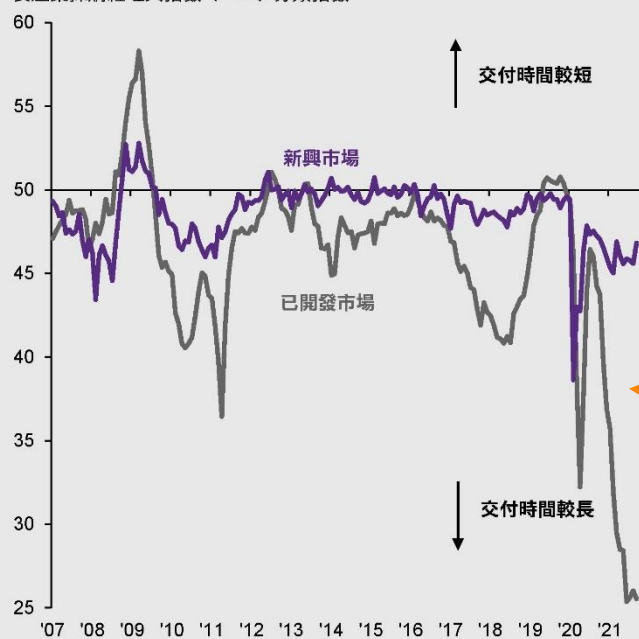
除了經濟復甦和貨幣政策正常化之外，還有若干市場事件可能持續影響投資人情緒。

- 中國監管的變動，乃至於因應懸殊收入落差的各種舉動，可能會持續影響投資人情緒。我們也看到了特定產業獲得了政策助力，例如碳中和以及科技業的進口替代政策。
- COP26可望將市場的關注重新聚焦於降低溫室氣體排放量的政策，同時針對不符合排放標準的產品提高新貿易壁壘的風險。
- 物流倉儲與供應面的瓶頸(尤其是半導體)不但阻礙了全球經濟復甦，還有可能再推升通膨壓力。市場普遍預期這種情況將隨時間流逝而逐漸獲得控制，只是迄今流逝的時間已經超出原先預期。

集裝箱運價指數\*  
指數，2015年 = 100



供應商交付時間\*\*  
製造業採購經理人指數 (PMI) 分類指數



資料來源：摩根資產管理；(左圖) FactSet，上海航運交易所；(右圖) IHS Markit。

\*上海出口集裝箱運價指數反映上海出口集裝箱運輸市場的即期運價變化。中國出口集裝箱運價指數反映全中國出口集裝箱運輸市場的即期與合約運價變化。

\*\*採購經理人指數 (PMI) 分類指數相對於50的情況，低於50顯示供應商交付時間延長，高於50顯示供應商交付時間縮短。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

- 圖中顯示全球貨運成本持續攀升，反映疫情所造成的中斷，這方面的額外費用將由供應鏈或終端消費者吸收。
- 除了貨運成本提高之外，交貨時間也隨之拉長，加重了商務與貿易的成本負擔。

## 寬鬆退場後的全新思維

### 概述

- 近期內聯準會量化寬鬆方案的退場料將主導市場情緒，但投資人應當注意，當前經濟及市場環境不同於2013年的退場情境。
- 股票與固定收益估值偏高，意味著投資人可能需要藉由資產類別和區域，進一步分散投資配置。
- 縱使少數各國央行的政策邁向正常化，亞洲的現金利率依然偏低，亞洲投資人對於收益及收益率的需求也因此保持強勁。

### 投資意涵

- 考量全球經濟復甦、政府公債殖利率和相對估值的上檔風險，我們偏好股票更甚於固定收益。
- 目前美歐的亮點在於企業獲利的回溫。儘管如此，只要疫苗普及程度提高，致使政府得以重啟經濟與邊境，亞洲各國股市的落後表現就有機會逆轉。繼東協之後，東北亞(含日本)可能率先開始這樣的進程。
- 雖然短期內聯準會的政策正常化可望帶動美元走強，但長期而言，全球的整體經濟復甦與美國的雙赤字理當逆轉這股趨勢，從而嘉惠亞洲及新興市場的固定收益債。中國擴大支持經濟成長之措施，亦有機會嘉惠該國的固定收益市場。



## 美國：情境比較

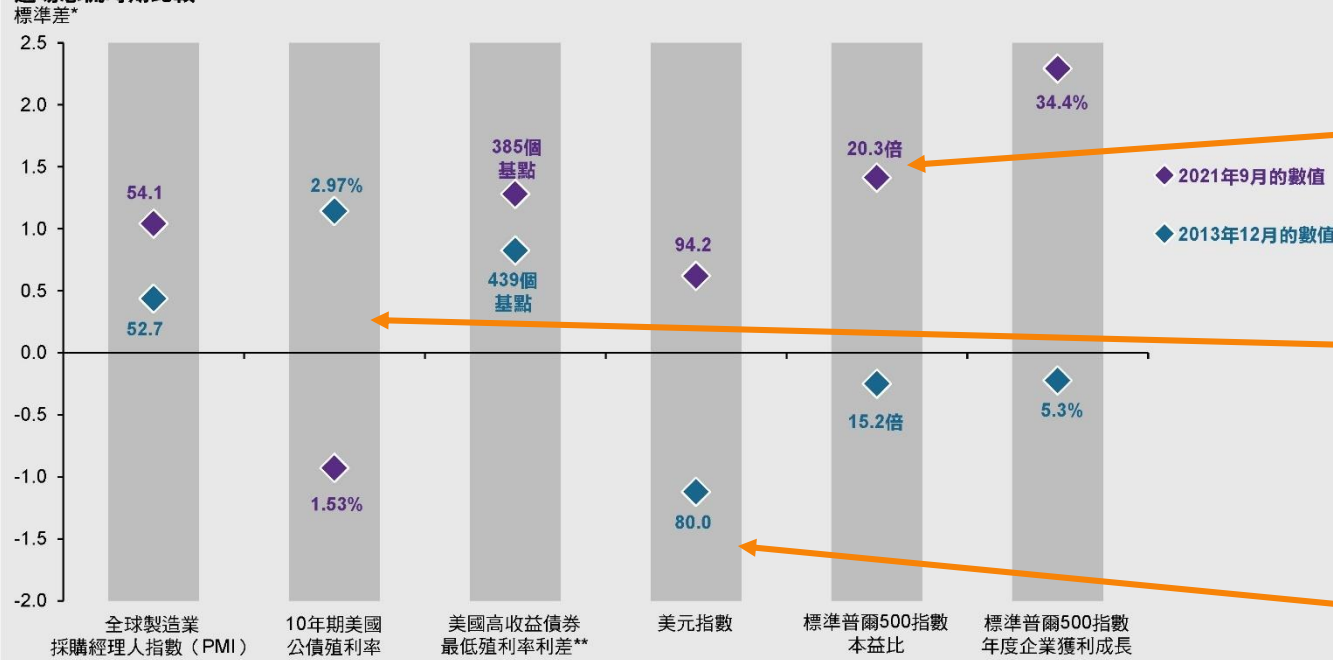
亞洲版（台灣） | 29

## 量化寬鬆退場並非唯一選擇

由於聯準會的資產收購方案將在未來幾個月內開始逐步退場，我們有必要關注2013年及2021年的幾個基本差異。

- 目前股票估值（尤其是美股）偏高，S&P500指數的本益比達到20.3倍，高於2013年的本益比15.2倍。經濟復甦依然為企業獲利提供了強勁的動能。
- 2013年量化寬鬆開始退場時，債券殖利率大幅走揚至3%，因此2013年初的「退場恐慌潮」意味著債券市場價位已經反映了相關的影響。目前美國公債殖利率為1.3%，仍有上檔風險。
- 相較於聯準會上次縮減債券收購措施的狀況，目前的美元匯價高出了17%。雖然近期內美元可能走升，但中期內仍有下檔風險。

退場恐慌時期比較



資料來源：FactSet，摩根大通經濟研究，Markit，標準普爾，摩根資產管理。  
 Markit全球製造業採購經理人指數 (PMI) (全球製造業採購經理人指數 (PMI))，10年期美國公債殖利率 (10年期美國公債殖利率)，摩根當地貨幣高收益債券指數最低殖利率利差 (美國高收益債券最低殖利率利差)，美元指數 (美元指數)，標準普爾500指數12個月預期本益比 (標準普爾500指數本益比)，標準普爾500指數歷史每股盈餘年度變化 (標準普爾500指數年度企業獲利)。  
 \*數據涵蓋2010年1月1日至2021年9月30日期間。  
 \*\*美國高收益債券最低殖利率利差的數值倒置，以作說明用途。  
 《環球市場縱覽 - 亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

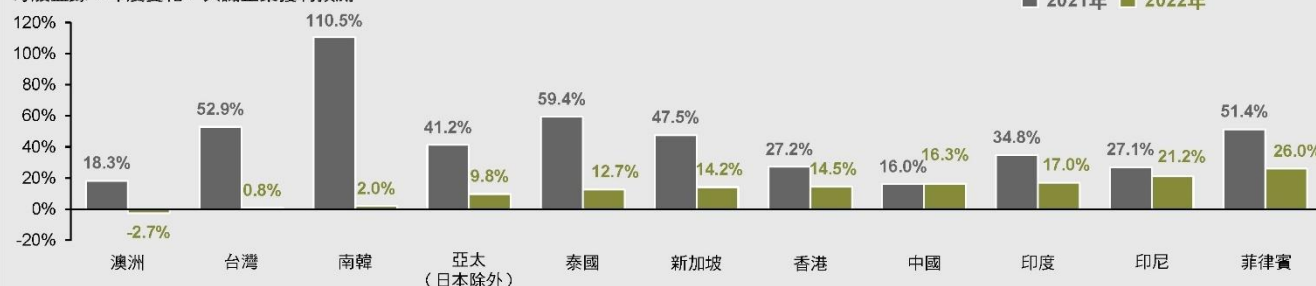
- 圖表顯示了幾個市場和經濟指標的最新水位，與之相較的則是2013年量化寬鬆計畫開始退場時的水位，以及10年區間的水位。
- 投資人必須體認，2021年與2013年的經濟和市場環境大不相同，有鑑於此，投資人建構投資組合之際，必須將這些因素納入考量。

## 亞太（日本除外）股票：各市場及產業的企業獲利預期

亞洲版（台灣） | 37

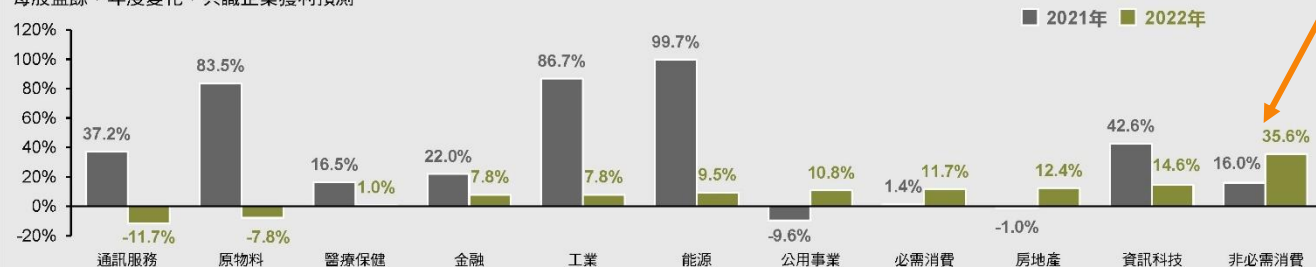
## 各市場的企業獲利成長

每股盈餘，年度變化，共識企業獲利預測



## 各產業的企業獲利成長

每股盈餘，年度變化，共識企業獲利預測



資料來源：MSCI，摩根資產管理。（上圖）IBES。所用股票指數為各自的MSCI指數。所用共識企業獲利預測為IBES的曆年估計。（下圖）FactSet。所用產業指數來自MSCI綜合亞太（日本除外）指數。所用共識企業獲利預測為FactSet的曆年估計。過去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2021年9月30日。

摩根  
資產管理

## 等待經濟重啟

隨著接種疫苗的進度加快，投資人應當多加關注亞洲與新興市場股票。

- 美國及歐洲正進入景氣循環中期，與溫和上升的股票報酬一致。
- 迄今為止，出口貿易撐起了亞洲企業的盈餘表現。疫苗接種持續擴大應有助於內需回溫，繼而提振企業獲利能力。東北亞各國最有機會率先受惠，隨後則是東協。
- 邁向價值型與景氣循環類股的輪動還有更多成長空間，尤其是經濟復甦進度落後的亞洲和新興市場。中國的監管改革打算抑制溫室氣體排放量，而供應鏈瓶頸則可能持續影響市場情緒直到2022年。

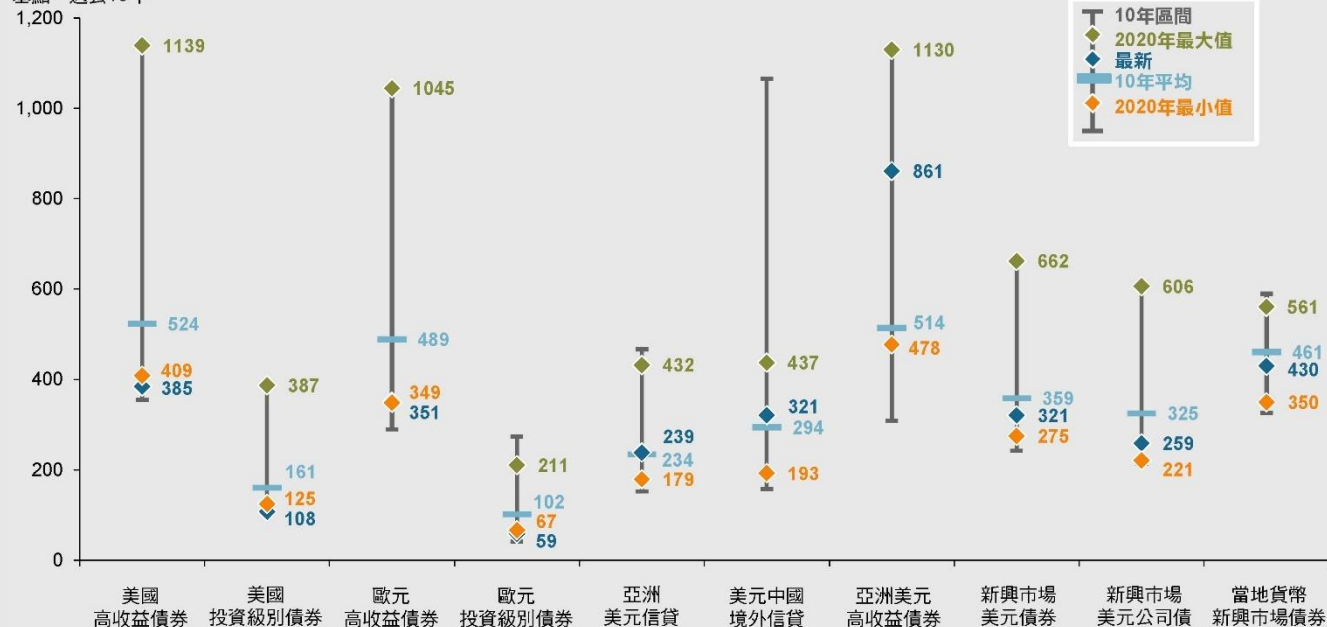
- 圖表顯示了日本以外亞太地區各市場與各類股的獲利預期。
- 2020年的強勁出口數據與低基數有助於提升亞洲的獲利回溫，尤其是東北亞。倘使亞洲各國政府得以更妥善控制疫情，內需與服務業的獲利展望就會浮現好轉契機。

## 全球固定收益：估值

亞洲版（台灣） | 54

各固定收益類別的最低殖利率利差

基點，過去10年



資料來源：iBoxx，ICE美銀美林，摩根大通經濟研究，摩根資產管理。  
 根據為摩根美國當地貨幣高收益債券指數（美國高收益債券），摩根美國流動指數（美國投資級別債券），摩根歐元高收益債券指數（歐元高收益債券），iBoxx歐元公司債指數（歐元投資級別債券），摩根亞洲信貸指數（亞洲美元信貸），摩根亞洲信貸中國指數（美元中國境外信貸），摩根亞洲信貸高收益債券指數（亞洲美元高收益債券），摩根新興市場債券全球指數（新興市場美元債券），摩根新興市場公司債指數（新興市場美元公司債），摩根新興市場政府公債指數（GPI-EM）（當地貨幣新興市場債券）。殖利率為正值並不代表報酬為正值。  
 過去的表現並非目前及未來績效的可靠指標。  
 《環球市場概覽 - 亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

## 從新興市場的固定收益債尋求收益

相較於固定收益債，股票仍因成長動能和相對估值而成為更誘人的亮點，但我們依舊觀察到高收益債和新興市場債的投資機會。

- 由於信用利差緊縮和估值偏高，債息仍是美歐高收益公司債的主要報酬來源。
- 2021年新興市場債表現落後，部分原因在於美元升值、新興市場各國央行緊縮政策，以及中國企業違約的疑慮。
- 未來12至18個月整體經濟復甦的情況下，可望逆轉美元強勢。中國貨幣政策正常化的過程即將結束。這種種因素應該會促使尋求收益者更密切關注新興市場固定收益債，尤其是考量到其估值與企業信用利差並不如美國高收益公司債那樣緊繃。

- 本頁反映了各固定收益類別的最低殖利率利差，作為衡量估值的標準。
- 美歐公司債的信用利差已經低於新冠肺炎疫情爆發前的水準。就亞洲和新興市場債而言，利差尚有些許壓縮空間，能為投資人提供報酬。

## 中國：等待更明確的政策訊號

### 概述

- 近來中國境內的新確診人數回升之後，政府祭出嚴格的封城令，顯示當局決定繼續貫徹清零政策。
- 這意味著中國的經濟成長展望可能波動較大，為了預防確診數回升，恐將犧牲部分經濟活動，藉此吸收疫情相關衝擊。
- 此外中國當局似乎也認為社會政策成效仍有必要進一步提升，部分「新經濟」產業依然有可能繼續歷經監管改革。
- 我們持續審慎看待相關類股的盈餘成長，直到更明確的訊號顯示監管制度趨於穩定為止。

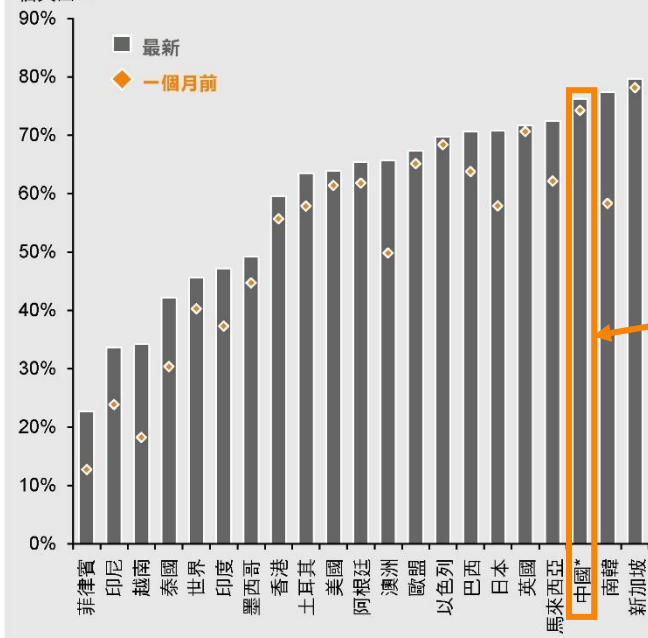
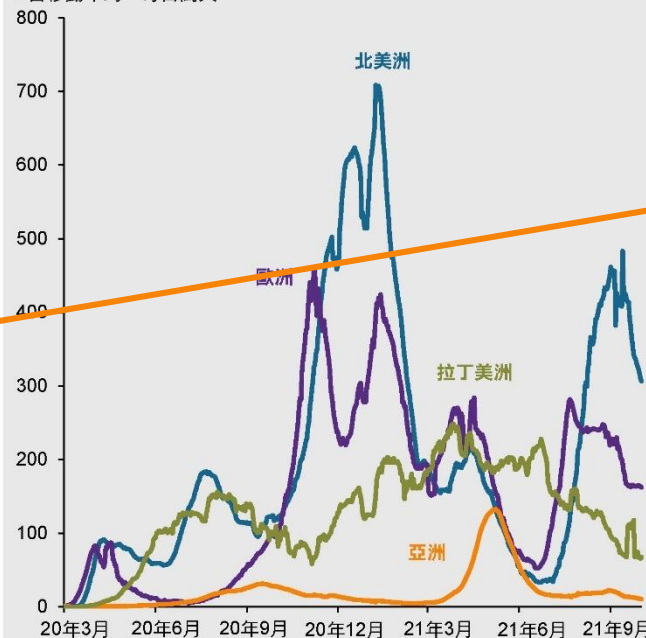
### 投資意涵

- 考量社區內根除新冠病毒疫情所需的經濟成本與各式難題，特別是目前亞洲已有愈來愈多國家的政府解封經濟活動，我們認為中國決策當局亦將在近期內評估既有的清零政策。
- 經濟復甦的動能繼續流失，只會更加堅定了決策者及時行動以穩定經濟成長的立場，這方面的介入首先可能是從財政政策入手，政府有機會持續以貨幣寬鬆作為目標。
- 這樣的情況理當有助於緩衝短期改革的部分衝擊。在年底之前，流動性條件的些許改善，將成為製造業的政策助力。同時，消費產業歷經較長期的修正，亦可能受惠於寬鬆政策以及更具抗跌韌性的市場情緒。
- 我們依然認為，中國股票與固定收益債仍是投資人投資組合中不可或缺的成分。然而，靈活彈性與慎選標的終究是關鍵所在。



## 新型冠狀病毒（COVID-19）疫苗接種及感染情形

亞洲版（台灣） | 23

已接種至少一劑疫苗的人數  
佔人口%每日新增病例（地區）  
7日移動平均，每百萬人

資料來源：摩根資產管理；（左圖）Our World in Data；（右圖）約翰霍普金斯大學，世界銀行 - 世界發展指標。  
北美洲包括美國及加拿大；歐洲包括法國、德國、義大利、西班牙及英國；亞洲包括澳洲、中國、香港、印度、日本、新加坡及南韓；拉丁美洲包括巴西、智利、秘魯及墨西哥。人口數字基於截至2020年12月31日的世界銀行數據。  
\*至於中國的部分，橙色點顯示自2021年8月26日的接種率，此日期比最新數據早近一個月。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

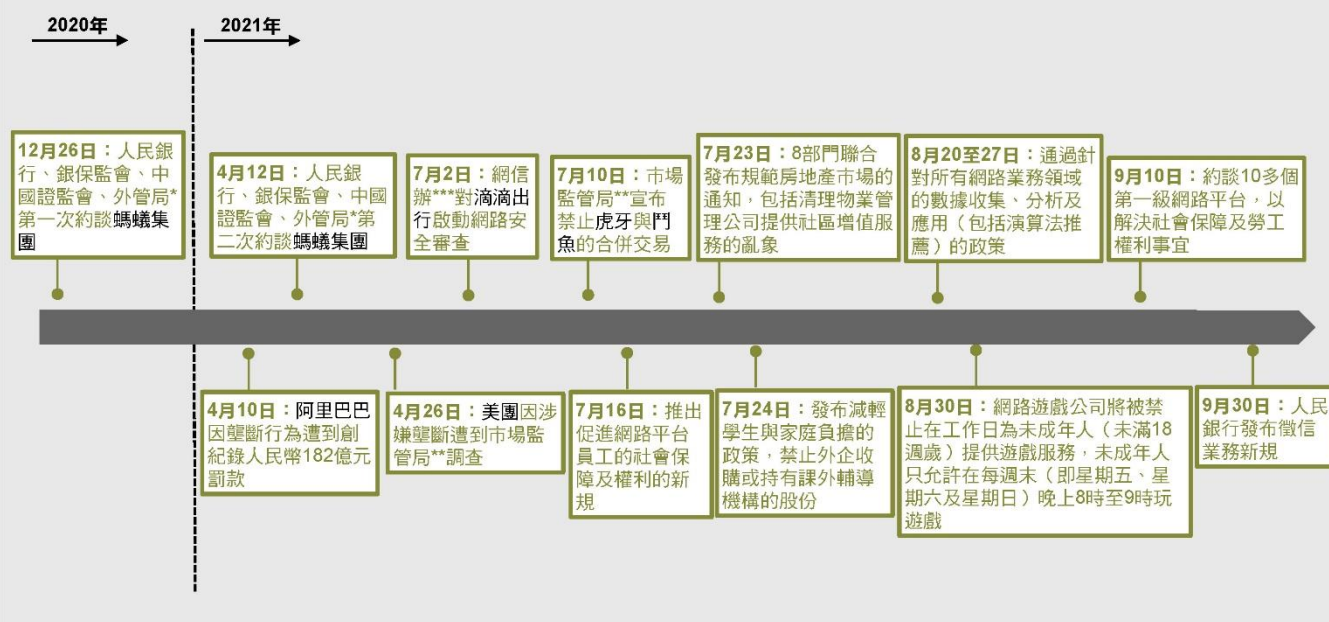
## 有效控制疫情必有代價

中國屬於疫苗接種比率偏高的經濟體之一，再加上為了達到清零目標而採用嚴格的控管措施，致使國內公布的確診數持續偏低。然而，這可能代表必須付出的經濟和社會成本同樣高於其他經濟體。

- 中國自2021年第二季起，加快了疫苗的普及步伐。截至9月18日，約有76.2%的人口已經接種至少一劑新冠病毒疫苗，此外中國亦自2021年第三季起，開始為兒童接種疫苗。
- 為了抑制病毒蔓延，該國持續實施社交距離措施，即使感染率偏低也不例外。一旦出現新增確診案例，立即實施部分封鎖措施，並大規模篩檢病毒。這樣的強硬措施旨在遏制病毒廣泛傳播。
- 然而，政府實施現有策略需要付出高昂的成本，且會造成意料之外的經濟活動停擺。

- 左圖顯示全球各國接種新冠疫苗的進度，至少已接種一劑新冠病毒疫苗的人口百分比。相較於8月，許多經濟體都加快了疫苗施打進度，不但有助於遏制病毒傳播，亦得以緩慢恢復經濟活動。
- 中國是疫苗接種比率較高的經濟體之一，此外亦維持社交距離措施、邊境控管和封鎖措施，因此新增確診數偏低。

中國最近重大監管事件的時間線



資料來源：各種新聞來源，摩根資產管理。

\*人行：中國人民銀行；銀保監會：中國銀行保險監督管理委員會；中國證監會：中國證券監督管理委員會；外管局：國家外匯管理局。

\*\*市場監管局：國家市場監督管理總局監督所有市場控制方式，包括規範反競爭行為、知識產權、藥品安全監督及發放營業執照等。

\*\*\*網信辦：中華人民共和國國家互聯網信息辦公室是規範、審查、監督及控制中國網路的中央機構。

上述公司/證券僅供說明，不應理解為買賣建議。

《環球市場縱覽－亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

## 監管趨嚴構成短期阻力

在疫情過後景氣逐步回溫的情況下，中國決策當局推出各種方案，克服長期成長所面臨的挑戰。

- 為了遏制出生率下滑的趨勢，當局逐步緊縮不動產市場控管，設法抑制房價飆升，並且限制校外輔導課程以減輕家庭的子女教育費用負擔。
- 網際網路相關產業繼續承受著反壟斷調查所帶來的壓力，這樣的調查則被認定成改善自由競爭及支持中小企業的必要措施。
- 長期而言，為了達到永續成長的目標，這些措施都有其必要性。然而，短期的不確定因素也隨之湧現，尤其是消費和私人投資方面。

- 決策當局期望透過一系列的監管活動，達成提振中國長期成長潛力和改善社會成果的目標。
- 於是，不動產、網際網路以及教育，遂成為承受相關壓力的最主要產業。在更明確的訊號顯示監管制度較為穩定之前，政策的不確定因素可能持續存在。



## 中國：貨幣政策及信貸成長

亞洲版(台灣) | 9

區域及  
當地經濟形勢

中國信貸脈衝及全球新訂單

佔名目國內生產毛額%，年度變化



資料來源：CEIC，中國人民銀行，摩根資產管理；（左圖）中國財政部；（右圖）全國銀行間同業拆借中心。

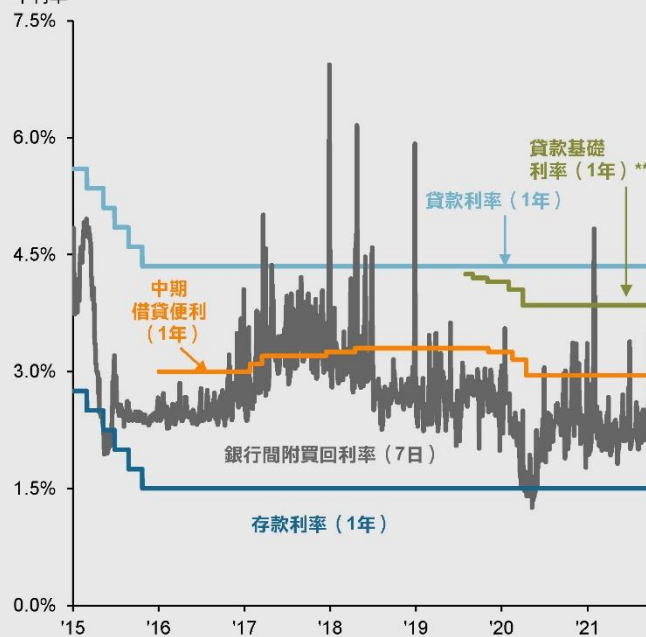
\*信貸脈衝衡量信貸資金（淨社會融資總量）佔名目國內生產毛額百分比的年度變化。計算使用滾動12個月名目國內生產毛額及信貸存量。

\*\*2019年8月，人民銀行開始根據18家大型銀行的報價每月公布1年期及5年期貸款基礎利率（LPR）。LPR已成為商業貸款及浮動利率貸款合約的定價基準。

《環球市場縱覽－亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

主要利率

年利率



摩根  
資產管理

## 預期進行結構性微調

決策者堅持長期改革計畫之際，亦須微調貨幣和財政政策，方能抵銷相關衝擊，從而平坦化短期成長路徑。

- 2021年7月9日中國人民銀行(PBoC)宣布調降存款準備金率(RRR) 50個基點，從而釋出約1兆元人民幣的長期資金，取代在外流通的中期借貸便利(MLF)。2021年底有可能再施行一或兩項此類措施，連同結構性降息共同支援小型企業。
- 此外，財政政策除了支撐經濟成長以外還可能發揮更大的影響力，尤其是2021年政府公債發行量低於今年配額並可能增加發行量的情況下。
- 類似的操作可能有助於改善流動性條件，並為製造業提供某些助力。

- 左側的信貸脈衝指數反映的是中國境內授信的年增率。圖表內容反映了中國於2020年中開始政策正常化，當時該國正從新冠肺炎疫情中復甦。2021年信用條件持續緊縮，從而影響中國在全球市場的外需。
- 該國央行，也就是中國人民銀行，採用了利率走廊機制，落實對於市場融資成本的調控。中國人行在疫情期間一度引導市場利率大幅下調，但近期的央行採取中立態度之後，市場利率隨即回升。

## 新興市場努力踩穩步伐

### 概述

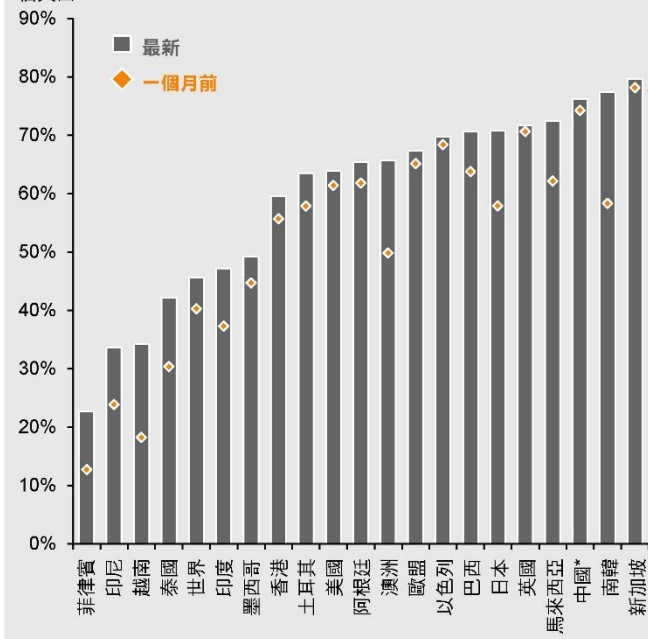
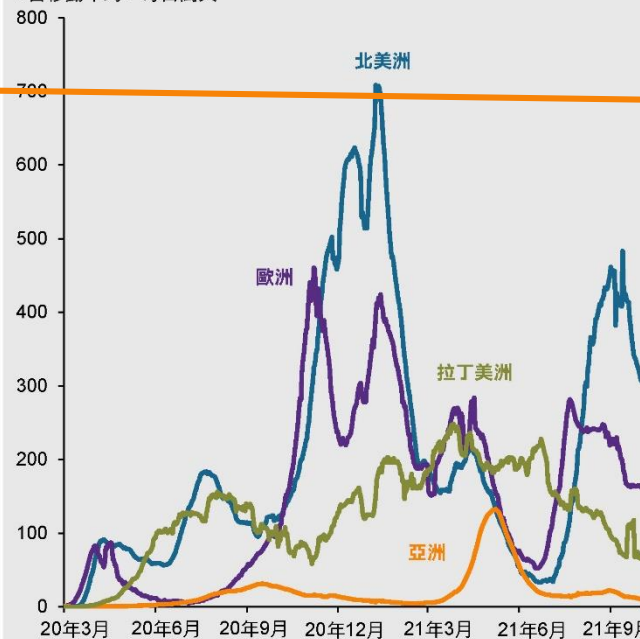
- 年初迄今新興市場股票表現落後已開發市場，反映出（中國以外其他）新興經濟體的表現落後於全球的整體經濟復甦。我們預期，近期內這樣的趨勢或許會反轉，因為美國的經濟成長領先全球，且疫情後復甦回升的趨勢開始降溫。
- 新興市場的前景好壞參半，但我們依舊看到了支撐已開發市場表現的正向動力。經濟成長可望不再相對疲軟，估值雖然偏高但仍舊有利於已開發市場，美元匯價的阻力將會消失，此外原物料市場復甦的前景也提供了助力。

### 投資意涵

- 新興市場的預期表現撥雲見日。對於希望重新進入此類市場的投資人而言，新興市場的表現可能受惠於相對成長率變動、估值更具吸引力，以及原物料前景樂觀。
- 短期風險來自於美元強勢與中國的信貸脈衝減速，同時新興市場則可提供多元佈局的優勢與良好的長期成長展望。

## 新型冠狀病毒（COVID-19）疫苗接種及感染情形

亞洲版（台灣） | 23

已接種至少一劑疫苗的人數  
佔人口%每日新增病例（地區）  
7日移動平均，每百萬人

資料來源：摩根資產管理；（左圖）Our World in Data；（右圖）約翰霍普金斯大學，世界銀行 - 世界發展指標。  
北美洲包括美國及加拿大；歐洲包括法國、德國、義大利、西班牙及英國；亞洲包括澳洲、中國、香港、印度、新加坡及南韓；拉丁美洲包括巴西、智利、秘魯及墨西哥。人口數字基於截至2020年12月31日的世界銀行數據。  
\*至於中國的部分，橙色點顯示自2021年8月26日的接種率，此日期比最新數據早近一個月。  
《環球市場縱覽 - 亞洲版》。最新資料：截至2021年9月30日。

摩根  
資產管理

## 美國不再明顯領先各國

新興市場的表現落後已開發市場（尤其是美國），原因在於疫苗施打進度及成長展望掣肘，然而這樣的狀況也正開始轉變。

- 最近幾個月裡，傳染力極強的新冠Delta變種病毒，在各國引爆了新一波疫情，亞洲受創特別嚴重。導致近期全球活動和市場氛圍走軟，而這段期間的疫苗接種進度則有明顯改善。
- 疫苗普及頗有希望緩解疫情相關風險，儘管新的變種病毒株總是不免令人憂心。也由於內需活動重新抬頭，我們預期經濟成長率將高於均值。相對於從景氣循環初期進入中期的美國，新興市場將進一步加快成長。回顧歷史，新興市場與已開發市場成長改善的差異，有利於新興市場股票的相對表現。

- 新冠疫情的相關疑慮，進一步強化了許多經濟體復甦前景以及個別股市表現的隱憂。新一波疫情仍有可能爆發，從而引發人流物流封鎖以及經濟活動暫停，引發又一波供應中斷。各界最新關注的課題莫過於Delta變種病毒株的確診案例增加。
- 就觀察者對經濟復甦前景的評價而言，疫苗施打的步伐向來是重要指標之一。圖表內容反映出許多新興市場經濟體雖然表現落後，但已開始迎頭趕上。是以未來12至18個月，部分新興市場的疫苗施打比率可望提高，促使景氣復甦更趨全面化。

## 亞太（日本除外）股票：表現動能

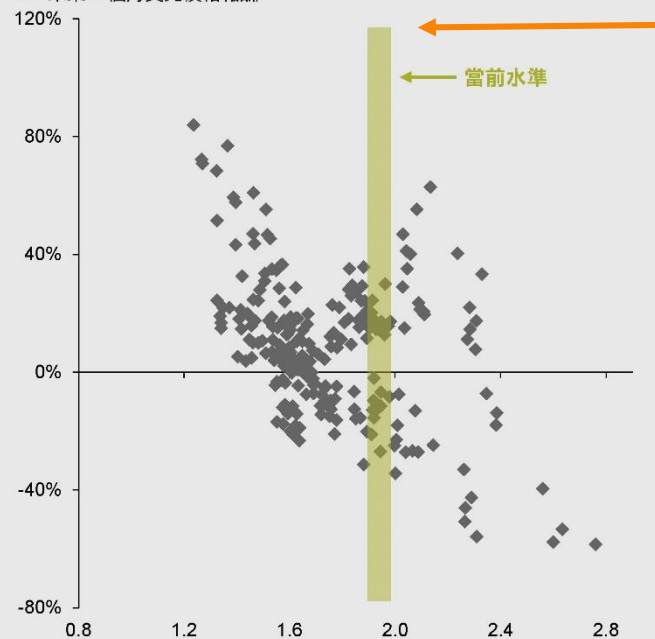
亞洲版（台灣） | 38

估值仍相對誘人之際美元動向更為有利

相對估值和美元波動仍然支撐了新興市場的股票題材。

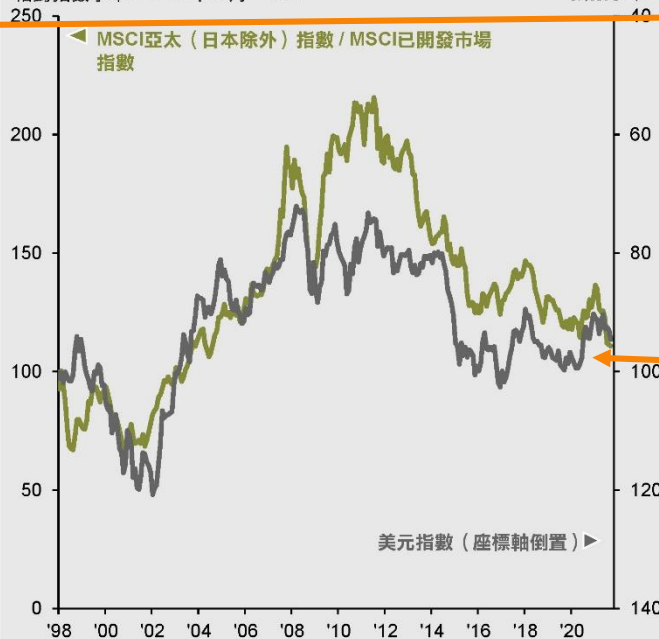
- 大致而言，新興市場的估值不算低廉。MSCI新興市場指數和MSCI日本以外亞太區指數的12個月預期本益比及追蹤股價淨值比均高於15年平均值。然而，美歐的估值甚至還要更高，非常接近15年來的高點。在這樣的情境下，新興市場更具相對吸引力。
- 回顧歷史，美元升值通常會為新興市場與亞洲股市表現帶來阻力。市場預期美國量化寬鬆計畫退場及最終升息，可能在短期內為美元提供支撐，但我們的長期觀點則是美元走貶，原因在於雙赤字所造成的結構性壓力。

亞太（日本除外）股價淨值比及隨後報酬  
%，未來12個月美元價格報酬



資料來源：FactSet，MSCI，摩根資產管理；（左圖）摩根大通經濟研究。  
數據點代表1996年至今的每月數據。過去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2021年9月30日。

亞太（日本除外）/ 已開發市場股票表現及美元指數  
相對指數水準，1997年12月 = 100



摩根  
資產管理

- 後續12個月的正值報酬，通常會造成股價淨值比偏低。股價淨值比愈高，愈難出現正值報酬。回顧歷史，日本以外亞太區指數往往依現行股價淨值比提供正值報酬。相較於已開發市場的估值，新興市場和亞洲的估值依然有利。
- 回顧歷史，美元走貶期間，日本以外亞太股市的表現往往優於已開發市場股票。我們的長期展望也是美元走貶，因為美國政府推行新的開支計畫勢必會產生極為龐大的財政赤字。

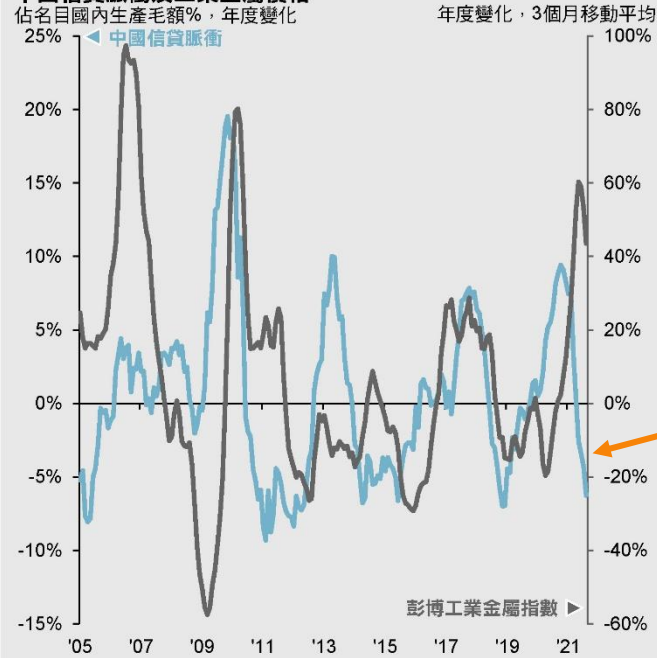


## 原物料的助力

原物料看俏可能提供新興市場表現急需的助力，但實際情況卻好壞參半。

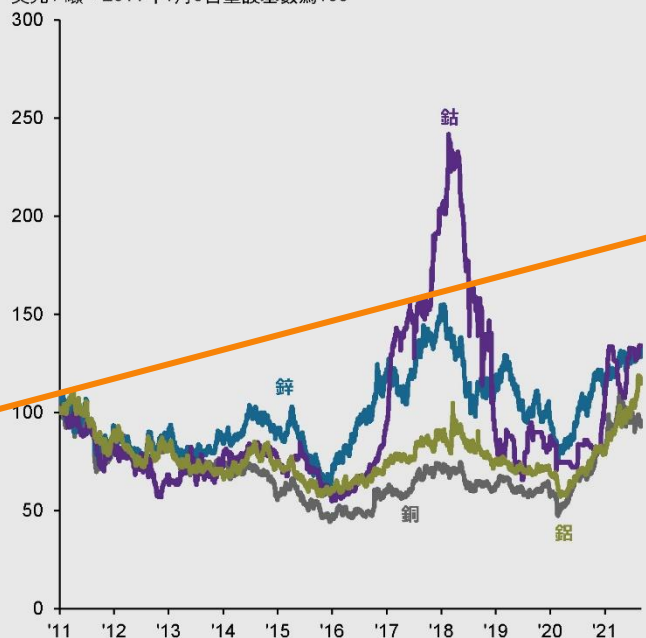
- 經濟重啟和貨運/供應議題帶動需求重新抬頭，繼而造成2021上半年原物料價格上漲，但這樣的上漲行情也可能消退。
- 中國信貸脈衝指數的反轉顯示，由於許多種原物料（尤其是工業金屬）與中國的景氣活動週期密切連動，價格支撐恐將轉弱。我們預期信貸脈衝指數將會持穩，反映出中國不再過度偏重經濟成長，並調整相關政策。
- 供應瓶頸可能迅速獲得緩解，但根據我們的長期觀點，從石油轉向達成綠能目標，有利於金屬價格發展。

中國信貸脈衝及工業金屬價格



工業金屬價格

美元/噸，2011年1月3日重設基數為100



資料來源：FactSet，摩根資產管理；（左圖）彭博社，中國人民銀行；（右圖）美國聯準會。  
信貸脈衝衡量信貸資金（社會融資總量淨流量）佔名目國內生產毛額百分比的年度變化。  
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2021年9月30日。

摩根  
資產管理

- 中國的活動明顯影響了原物料價格，例如工業金屬的價格就與中國的信貸脈衝指數有著緊密關聯。因此根據我們的觀察，2020年中國的信貸成長，與強勁的金屬價格表現亦步亦趨。相形之下，預期中國將在今年緊縮信用，往往意味著金屬價格的下跌。
- 原物料價格和新興市場表現多半是亦步亦趨。如果原物料表現良好，拉丁美洲、新興市場和EMEA（歐洲、中東和非洲）等依賴原物料的市場往往也會表現出色。

「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.jpmmrich.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。2021 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。

Material ID: 0903c02a824282fc