

2024年
脆弱环境中的
强韧经济

年中展望



本文件表达的意见和观点均为摩根大通私人银行的意见和观点，可能与摩根大通和其关联公司及其雇员的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。本文件表达的意见和观点，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。本文件并非针对特定投资者而编制，且不一定适合所有投资者。投资于任何投资产品或策略之前，投资者务须与其财务代表讨论和联系。本文件不应视为研究报告或摩根大通研究报告看待。**前景展望和过往表现并非未来表现的可靠指标。**请参阅本文件末尾所载的其他监管状况、披露规定、免责声明、风险和其他重要信息。

投资产品：● 不受联邦存款保险公司保障 ● 未获银行担保 ● 可能损失本金

序言

今年年初，市场普遍预测通胀将迅速下降，促使各国央行启动一系列降息举措。这些预测都是对当时形势的公正解读，合乎情理。

但经济走势却与预测相左。通胀并没有如许多人预期的那样迅速下降。即便如此，从各种不同的宏观变量来看，全球经济表现依然十分强劲。

世界也正处于微妙时刻。地缘政治风险犹在，这也是所有投资者关注的焦点。他们的担忧不止一点，包括全球冲突可能会恶化，11月美国大选的结果和影响仍扑朔迷离，中美关系摩擦不断，以及备受关注的国家安全问题，包括传统国防、能源、供应链和网络安全等方面。

因此，我们将本期《年中展望》定名为「脆弱环境中的坚韧经济」。

一方面，经济增长、债券收益率和股票估值都在走高。而另一方面，通胀和地缘政治风险也在加剧，并且税收也可能上调。

正值规划下半年部署之际，全球投资策略部的观点为我们提供指引，帮助我们识别客户可能面临的风险和机会。我们认为，如果经济增长放缓，客户可以依托股票来捕捉全球增长中的机会，借助实物资产来抵御通胀，并通过债券来获得收益和对冲经济放缓的风险。与此同时，人工智能方兴未艾。《年中展望》指出，个人计算机经历15年才能提高经济产能；我们预计，人工智能大概只需7年便可达到。

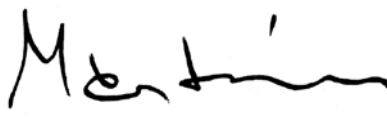
简而言之，我们认为各方积极力量可望在2024年及以后推动市场向前发展。

无论市场走向如何，我们将始终相待而成，倍加珍惜长久以来与您建立的关系，尽心竭力提供至臻服务。我们很荣幸能够与您携手并进，成为您理财道路上的重要伙伴。衷心感谢您对摩根大通团队一直以来的信赖和支持。

顺祝钧安！



David Frame
私人银行美国首席执行官



Martin Marron
私人银行国际市场首席执行官

2024年中展望 要点

经济展现出乎意料的韧性。
我们认为，全球市场升势应会持续。

人工智能方兴未艾。
发展路径尚未明确，但影响可能巨大。

利率将较长时间维持较高水平，但不会永远如此。
利率敏感板块中的市场错位可能不会持续太久。

美国大选将会对全球造成影响。
切勿因此扰乱您的投资计划。

为持续冲突做好准备。
多元化，同时考虑投资于安全、国防和基础设施。



强韧的经济

经济展现出乎意料的韧性	9
利率将在较长时间维持较高水平，但不会永远如此	14
人工智能方兴未艾	25

脆弱的环境

美国大选将会对全球造成影响	30
为持续冲突做好准备	34

全球观点


谱写欧洲企业新篇章	41
需求强劲，供应稀缺：发掘关键原材料领域的利润	46
日本股市：这次不一样	50

没有多少人 预测到 这一点。

全球经济增长正在顶住加息的压力，证明全球经济增长比市场普遍预期更强韧、更持久。同时，顽固的通胀使得市场对大幅降息的预期化为泡影。尽管如此，全球股市今年迄今已录得超过10%的回报。

过去5个月，经济学家已将2024年的全球实际生产总值(GDP)增长预测从2.5%上调至3%，并将美联储降息次数的预测从7次下调至只有2次。曾抱持怀疑态度的投资者和政策制定者已开始承认，经济不仅具有韧性，实际上还相当强健。此外，从长远来看，人工智能的潜在经济影响可能十分巨大，甚至可能带来变革。

在我们的《年中展望》中，我们仔细审视当前的环境。



当前环境看起来「高于」
我们习惯的情境。


经济增长率更高

政策利率和
债券收益率更高

股票估值更高

事实上，发达经济体中各种不同的关键市场和宏观经济变量(除通胀外)——从失业率到短期政府债券收益率再到企业利润，看起来在数十年来的稳健水平。我们预期，全球股票将在今年推升投资组合回报。同时，更加沉重的融资成本为信贷创造了具有吸引力的回报潜力，并可能导致中盘股、实物资产和私募股权资产出现折让。

只不过……



这种新环境需要承担
代价。

我们看到以下可能：

通胀更高

地缘政治风险更高

税收更高

我们认为，客户应进行全面的投资，同时在脆弱环境中的强韧全球经济，警惕可能面临的风险。

地缘政治风险是所有投资者最为关心的问题。全球冲突恶化的可能性不容忽视，无论是中东爆发区域性战争，还是欧洲已然是自二战以来规模最大的陆地战争愈演愈烈。11月的美国大选可能会带来重大的经济和市场影响，这种影响没有人能肯定地预测。作为全球最大的两个经济体和贸易伙伴，中美关系似乎正朝着难以回转的方向恶化。

脆弱环境中的强韧经济。这就是投资者在2024年中面临的大环境。



强韧的 经济

一项基本的健康调查显示，将全球经济称为「具有韧性」并不足以表达我们所看到的强劲程度。

在美国，近期实际增长趋势已达到约3%，过去两年的失业率一直低于4%（接近创纪录的连续水平），同时通胀率已从2022年的峰值降至较为可承受的3%左右（尽管仍高于目标）。在其他方面，经历了能源价格和利率冲击后，欧洲经济增长正在复苏，而全球制造业最终也可能回升。

从市场的角度看，全球股市在过去一年上涨了20%，而安全的短期政府债券则提供了正实际收益率—还能有什么不满意的呢？

强韧经济中的增长加速

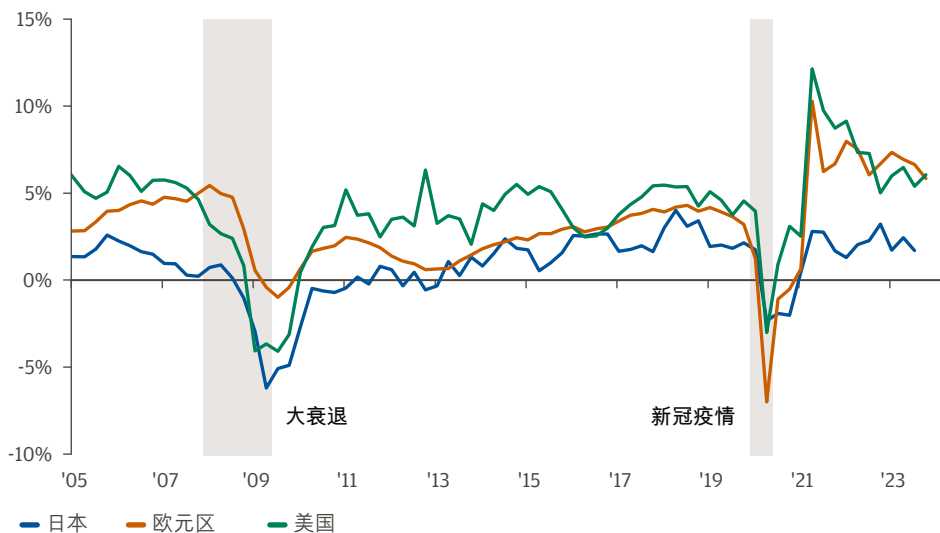
消费推动持久的经济扩张

更高的增长背景缘起疫情。2021年，强大的财政和货币刺激，加上经济重新开放，推动全球经济名义增长率超过15%。三年过后的今天，随着全球央行紧缩周期结束，名义增长率已放缓至6.5%左右。尽管名义增长可能会在未来一年进一步放缓，但其增长幅度仍有可能保持在高于2010年代大部分时间的水平。

欧美居民部门收入的增长率接近6%，为强劲的消费提供了资金。同时，资产价格高企和净财富创纪录，提供了信心支持。这种消费为企业带来了福音，并转化成过去少见的丰厚

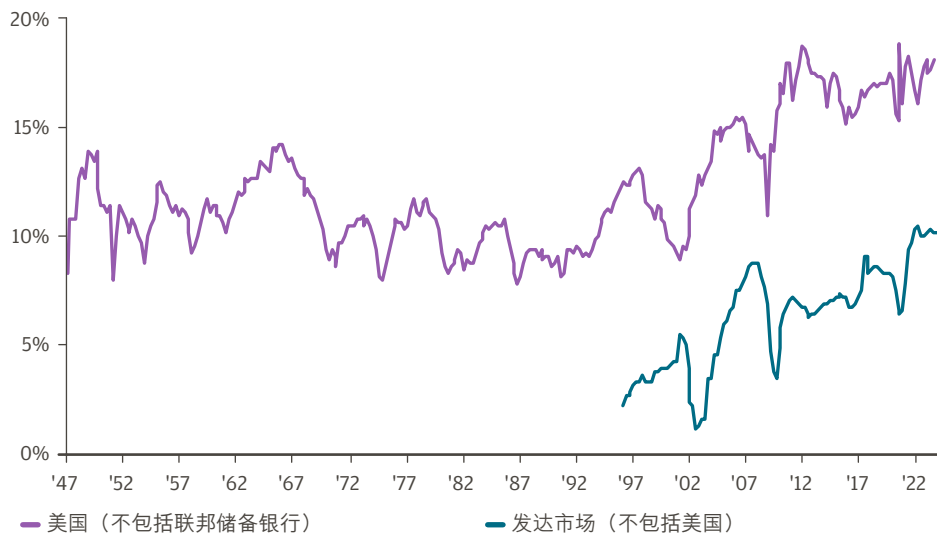
盈利。在美国，非金融行业的利润率已接近18%，而欧洲和日本的利润率则在过去10年翻了一番，达到10%。在利润率或收入没有出现大幅收缩的情况下，不太可能出现会危及居民部门收入的大规模裁员。

居民部门收入持续增长，为强劲的消费提供了资金



资料来源：经济合作与发展组织、NBER、Haver Analytics。数据截至2024年3月31日。

企业已将销售转化为过去少见的丰厚盈利

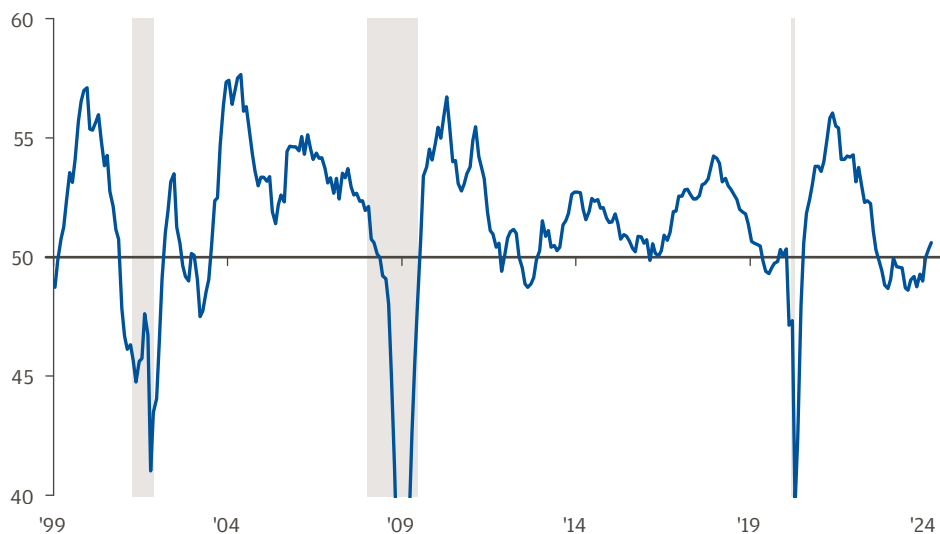


资料来源：联邦储备委员会、MSCI、摩根大通。数据截至2024年3月31日。

美国境外，经济增长前景可能在温和改善。全球经济数据意外上扬，随着企业补充此前已耗尽的库存，在经历艰难的一年后，全球制造业可能正在复苏。即使在中国，尽管房地产行业的压力依然存在，但经济数据已经企稳。

全球制造业正在迎来拐点

摩根大通全球制造业采购经理人指数(50+ =扩张)



资料来源：摩根大通、标准普尔全球、国家经济研究局、Haver Analytics。数据截至2024年4月30日。

企业现在也更有可能为增长进行投资。首席执行官的信心达到两年来的最高水平，企业利润强劲，并且不断改善的信贷环境可能会推动更多的资本支出和就业。如果货币政策变得更为宽松，对利率敏感的周期性行业也可能迎来反弹。住宅固定资产投资(住房)是经济体中对利率最为敏感的组成部分之一。在加息周期中，该行业的产出暴跌了近15%。尽管利率仍然高企，但该行业已开始恢复增长。

我们认为，衰退风险相对较低。然而，部分投资者仍然担心经济增长的环境可能再次引发不可持续的通胀，并导致全球央行实施新一轮可能破坏稳定的加息。虽然今年下半年的增长可能会使通胀保持在央行目标之上，但我们认为这并不意味着央行有必要进行新一轮加息，使商业周期面临风险。



强韧经济中的通胀走高

通胀可能会企稳于2%至3%之间

尽管全球通胀已从近8%大幅下降至3% (此趋势对市场有利)，但这一进展显示出一些经济正在放缓的迹象，特别是在美国。第一季度，核心个人消费支出平减指数(PCE)物价(扣除食品和能源的消费者物价)年增长率接近4%，就业成本指数意外上升，并且基于市场的通胀预期指标也有所上升。

我们预期，今年下半年，美国通胀将从第一季度所见的年化4%在年底降至3%以下。

我们认为，住房通胀和工资增长的持续降温将推动周期性通胀回落。租金的领先指标表明，今年的官方住房指标趋势应会放缓。受补充库存和持续的消费需求推动，这应会对商

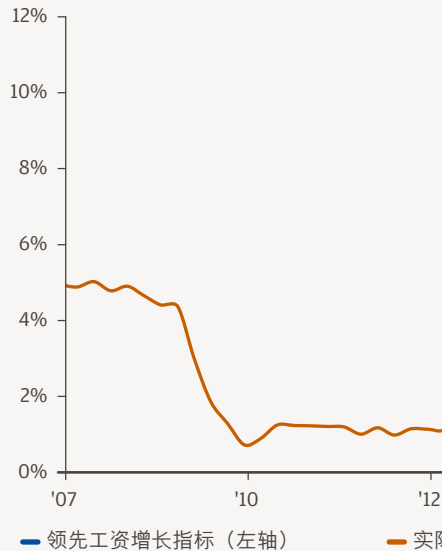
品价格的任何反弹产生抵销作用。劳动力方面，供需平衡已较2021年和2022年有大幅改善，同时工资增长的领先指标表明，第一季度的飙升有望逆转。

根据我们的分析，我们认为，美国通胀可能会在可预见将来企稳于2%至3%的水平。

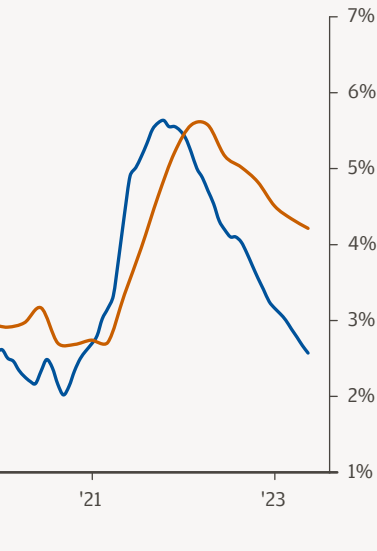
首先，劳动力市场相比疫情前仍然较为紧张，这推动了更强劲的工资增长。尽管企业支付更高的工资，它们仍然保有较强的定价权，并且正在将价格上涨转嫁给消费者。

工资增长应会在未来几个月放缓

美国事实工资追踪系统3个月移动平均值同比%



美国雇佣成本指数工资增长率，同比%



资料来源：Indeed Hiring Lab、美国劳工统计局、Haver Analytics。数据截至2024年3月31日。

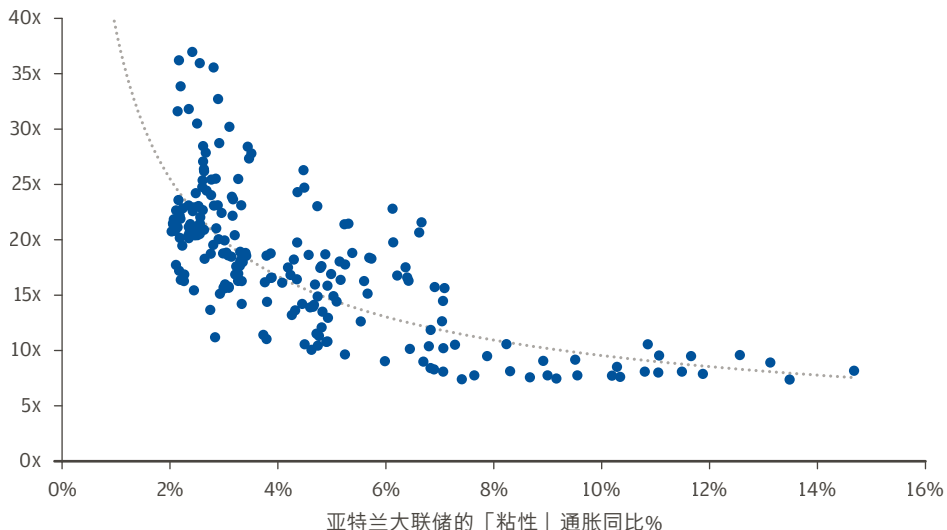
其次，大宗商品价格已走高。在一定程度上这反映了产业政策和能源转型的影响，并且相关影响对需求的提振大于供应。目前，大宗商品价格还体现了较多的地缘政治风险。

最后，一众发达经济体的住房短缺问题在许多年内都不会得到解决。这应会在2025年及以后对住房成本构成上行压力。

从投资者的角度看，2%至3%的通胀可能相对温和。根据我们对过去60年的分析，3%的通胀已成为一个关键的阈值。低于这一水平时，股市市盈率往往得到充分支持，而股票与债券则呈现出可靠的负相关性。

当通胀低于3%时，股票市盈率往往会获得支持

标普500指数市盈率倍数

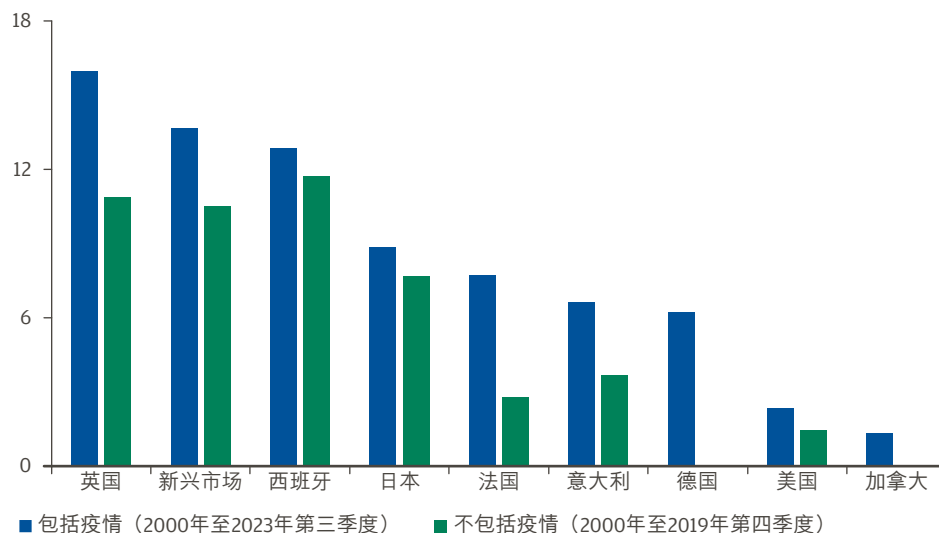


资料来源：标准普尔和亚特兰大联储。数据截至2023年9月30日。

能源价格的新一轮飙升(比如因中东的区域性战争所致)将对我们的美国通胀展望构成关键风险。能源价格上涨可能会如何「传导」至整个经济体？我们认为，能源价格持续上涨50%，才会令非能源通胀上升1%。我们认为，不太可能出现如此大幅度的飙升，原因包括OPEC的闲置产能、美国的能源独立性，以及地缘政治风险溢价可能已经反映在油价上。

能源价格飙升将对我们的通胀展望构成风险

能源通胀每上涨1%传导至非能源通胀的基点



资料来源：牛津经济研究院、Haver Analytics。数据截至2023年12月31日。EM指新兴市场，本例中包括八个国家：巴西、智利、捷克共和国、匈牙利、墨西哥、秘鲁、波兰、罗马尼亚。注：我们采用多项式分布滞后模型预估这些能源转化的结果。因变量为剔除能源通胀的消费者物价指数，自变量为最高滞后四阶的能源通胀多项式，而多项式最高为二阶。作为对照标准，还包括因变量的四分之一阶滞后。结果是有关能源通胀变量的所有系数之和。对于不包括疫情的结果，模型以2000年至2019年第四季度的季度数据进行估计，对于包括疫情的结果，则截至2023年第三季度。

欧洲通胀更容易受潜在大宗商品价格波动影响，但欧洲货币联盟的价格增长已回归至较为舒适的水平。重要的是，欧洲的通胀超调在较大程度上由能源、食品和供应冲击所推动；这并未反映紧张的劳动力市场和过剩的需求。欧洲通胀似乎有望在年底前后回归至欧洲央行的目标水平。

上行压力可能会使通胀保持在央行目标之上，特别是在美国。这可能意味着更高的政策利率和债券收益率，但还意味着更强劲的企业盈利和实物资产需求。这为多元资产投资组合创造了利好环境。

强韧经济中的政策利率上行

美国的政策利率有可能维持高于通胀的水平

2024年伊始，投资者们纷纷期待着重大降息周期的降临。放眼全球，降息周期似乎已到来。但目前除非通胀进一步下降，否则美联储似乎很可能维持观望姿态。

美联储会怎样权衡下一步举措？我们认为该央行处于强势地位。只要劳动力市场压力不增加，美联储就可以按兵不动，等待住房通胀数据改善。如果经济增长确实意外放缓并可能导致衰退，美联储可下调利率，刺激经济体中最受益领域的活动，特别是住宅房地产领域。

劳动力市场压力没有卷土重来的情况下，进一步加息的理由似乎相对站不住脚。

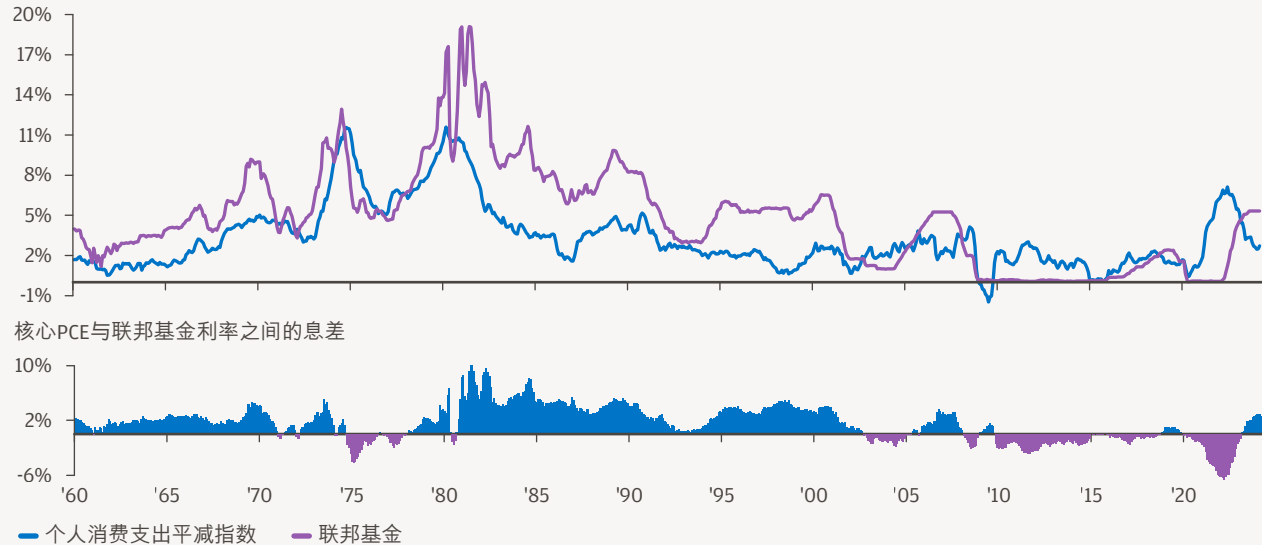
我们曾指出美国劳动市场比2022年更加健康，部分原因是第一季度新增了70万外国出生的工人。此外，领先指标显示，工资增长呈持续下跌的趋势。

重要的是，通胀预期有所缓和。纽约联储和密歇根大学有关未来一年通胀预期的调查仍接近3%。基于市场的较长期通胀指标已经企稳，过去一年接近2.5%。

当美联储最终决定降息时，利率就可能会保持高于通胀率的水平。如下图表所示，与历史趋势一致。

纵观现代金融史，政策利率大部分时间一直高于通胀率

核心PCE和联邦基金利率，同比%



资料来源：经济分析局、联邦储备委员会、Haver Analytics。数据截至2024年3月31日。

不论美联储何时开始降息周期，投资者都需要明白，现在的利率环境已经大为不同。在2010年代，美联储开始了史无前例的货币政策宽松。政策利率维持远低于通胀率的水平，以帮助消费者和企业在全球金融危机后恢复其资产负债表。与此同时，经济学家提出了「长期停滞」和通胀已死等理论。

那些日子已一去不返。高通胀风险与经济衰退风险同样普遍存在，通胀波动更为剧烈，而私营部门的资产负债表非常健康。展望今年后续时间直至2025年，我们认为，现金收益率环境将可比肩1990年代，当时的政策利率较通胀率高200个基点左右。相对于投资，政策制定者以此方式鼓励更多储蓄，从而有望帮助抑制物价上涨。

虽然美联储自身的降息周期可能会被推迟，但全球的紧缩趋势已明显发生逆转。在十国集团(G-10)中，瑞士央行已率先开始降息；目前，另有20家央行正在降息。欧洲央行和加

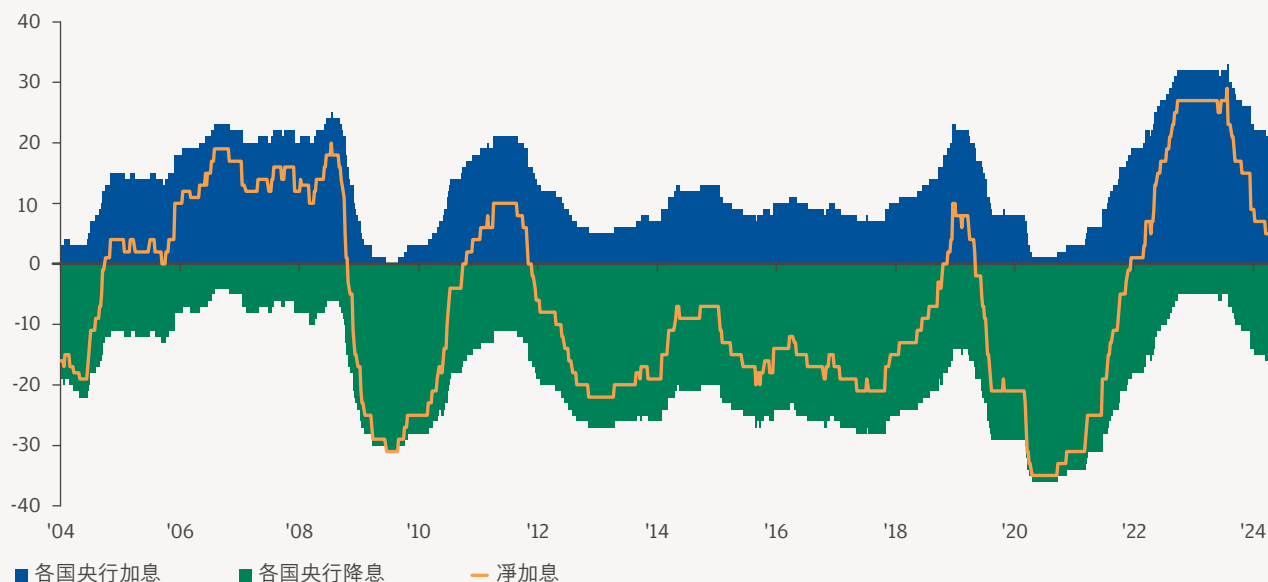
拿大央行以降息拉开了夏季的序幕。巴西央行已将其政策利率从去年夏季的13.75%降至如今的10.75%，同时部分拉美央行已完成其宽松周期。

只有日本央行特立独行。日本的通胀和工资增长终于开始趋向于与央行政策目标相符的水平。日本国债收益率全球最低(日本国债收益率实际上仍为0%)，令日元承压。尽管政策立场总体而言仍将保持支持性，但较健康的通胀，加上货币承压，意味着日本央行将会迈向正常化，从当前水平逐步提高利率。

尽管事实上，全球降息周期将会比2021年开始的加息周期更加步履蹒跚，但是这种宽松转向应会为全球风险资产提供支持。这种差异应该还会为受益于基准利率上升的对冲基金策略创造机会。我们还认为，年底前外汇市场可能存在投资机会。如瑞士法郎、日元和人民币等低收益率防御性货币应会继续承压，特别是在兑美元。

美联储按兵不动，但全球性降息已「箭在弦上」

最近采取加息或降息举措的央行数量



资料来源：个别央行、彭博财经。数据截至2024年5月31日。

强韧经济中的债券收益率上扬

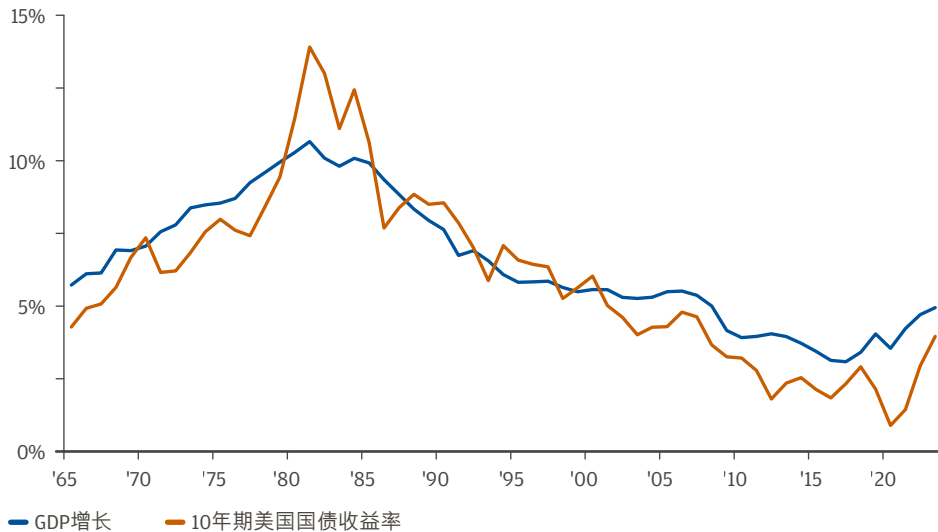
债券收益率将保持高于过去十年的水平

从根本上说，主权债券收益率反映了投资者对未来央行政策利率、经济增长和通胀前景等的预期，同时也反映了综合考虑所有其他因素后的风险溢价。基于我们对政策利率上升、全球经济持续增长和粘性通胀的看法，我们认为各种期限债券收益率的波动幅度很可能会超过全球金融危机后的水平。

10年期政府债券的收益率与名义GDP增长关系密切。如今，美国的名义增长率高于5%。对央行政策的预期也已有所改变。经济衰退风险相对较低，同时存在通胀根深蒂固的风险，因此全球央行进入深度宽松周期的可能性似乎很低。

美国长期债券收益率围绕GDP波动

美国GDP的10年期年化变动百分比，10年期国债收益率



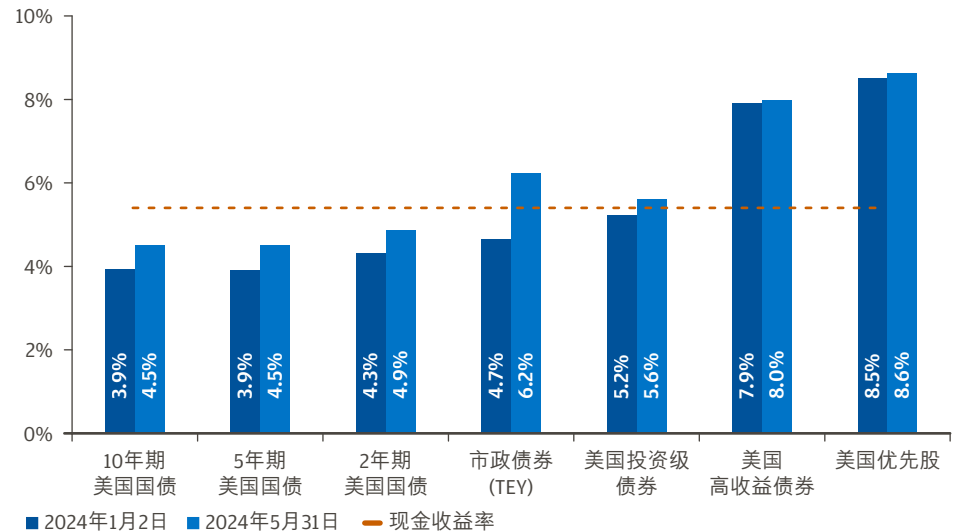
资料来源：联邦储备委员会、美国经济分析局、Haver Analytics。数据截至2024年3月31日。

理论和实践都告诉我们，债券收益率很可能会维持高位，更不用说政府过度发行债券导致供应增加的风险，以及可能由大宗商品价格上涨提高通胀预期的影响。我们认为存在一些收益率上行的风险。但我们确实相信，全球货币政策的转向意味着本轮债券收益率已经见顶。

对于投资者而言，债券收益率波动加剧应该能提振信心。当我们确实迎来周期性衰退时，核心债券的价格上升应有助于抵消较高风险资产的下跌。事实上，我们在多元资产投资组合中维持全久期持仓。

目前投资级债券和市政债券收益率远高于现金

收益率(%)



资料来源：彭博财经。数据截至2024年5月31日。

在战术层面，投资者不必将投资拓展至期限较长或风险较高的证券也能获取可观的回报。事实上，三年内到期的美国投资级公司债收益率将超过5.5%。在欧洲，类似信贷质量和期限的债券收益率略低于4%。

我们认为，高质量发行人的降级风险相对较低。在发达市场的非金融企业中，企业支付的净利息占现金流的百分比处于历史低位。¹与此同时，信用评级却从未如此之高：过半数美国投资级债券指数创纪录被评为A级或更高。²

美国市政债券的总收益率接近10年高位，而最近的抛售终于为更具吸引力的估值提供了机会。该资产类别所提供的税收效率、稳定性和收益令其成为许多美国投资者债券投资组合的基础。

强韧经济中的信贷市场

风险回报可能具吸引力

强韧的经济增长和高利率意味着，现在是向信贷市场投放资金成为放款人的好时机。目前，我们重点讨论在风险和回报潜力方面存在重大差异的几个策略。

在高流动性固定收益市场中较高风险部分(如某些高收益债券)收益率接近两位数。

高收益债券一般可以成为多元资产投资组合的重要组成部分。事实上，高收益债券年初至今已录得接近3%的回报，而核心债券和市政债券的年初至今回报则为负值。尽管息差收窄至五年最低水平，但总收益率仍在8%以上，整体违约前景则相对温和。事实上，高收益债券可以承受息差扩大约75个基点，或违约率从目前的低于3%上升至4.4%，同时仍提供与美国国债相当的回报。

全球固定收益投资者应该还会看到，证券化信贷(如由汽车贷款付款支持的债券)以及欧洲和新兴市场的投资级和高收益债券，有可能获得可观的收益和风险调整后回报。

更高的利率为投资者提供具有吸引力的收益，而我们甚至可以认为今年下半年的利率下降将会推动价格在一定程度上温和上涨。此外，正如我们所指出，如果增长前景变得黯淡，我们认为高质量债券将足以抵销潜在的股票波动，尤其是因为我们认为，只要通胀持续稳定，股票与债券就会再度形成负相关性。

简而言之：核心债券能够在投资组合中发挥其作用。

优先股和混合债券提供的超过无风险利率的额外收益，甚至高于高收益债券，并且它们在合格股息收益息票支付中所占的高比例提高了美国投资者的税收效率。我们更倾向于坚持持有较优质的金融和公用事业发行人。目前的等税收益率超过8%，而利率久期只有3.5年。

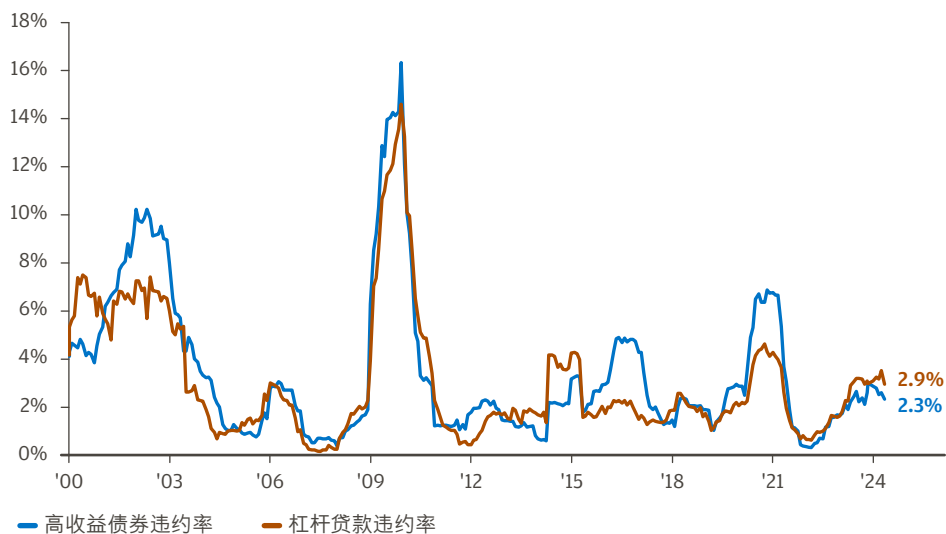
直接贷款仍是我们的重点。我们认为，目前的定价加上目前11%以上的最差收益率(5%以上的基准利率和6%以上的息差)，超过对投资者潜在违约损失的补偿。与公开高收益债券市场约8%的收益率和杠杆贷款9%的收益率相比，该等收益率也较具优势。

1《摩根大通现金流与流动性》，Nikolaos Panigirtzoglou，2024年4月3日。

2《摩根大通每日信用债策略》，Eric Beinstein，2024年4月23日。

尽管利率上升，但企业违约已经企稳

高收益债券和杠杆贷款的违约率(%)



资料来源：摩根大通、Pitchbook Data, Inc。数据截至2024年4月30日。

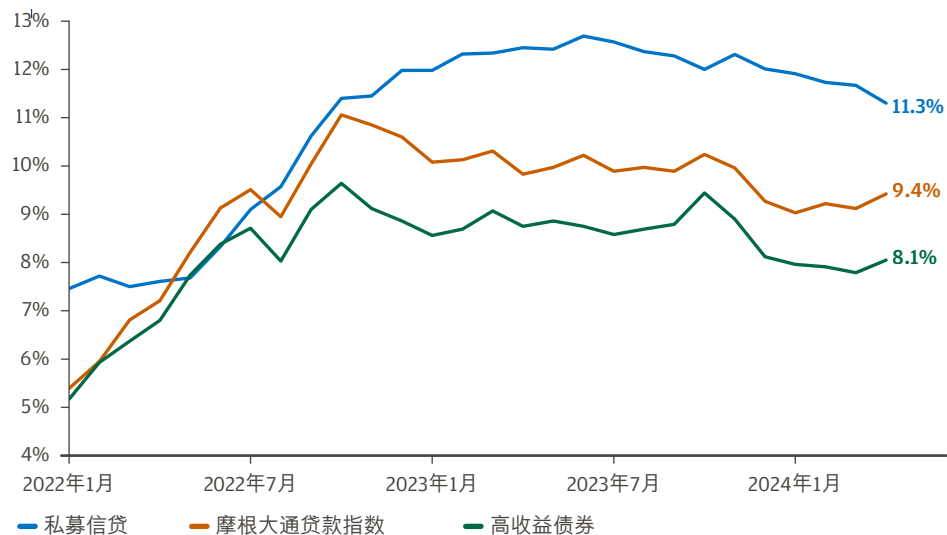
虽然我们普遍看好展期信贷，但不同的借款人情况大相径庭。最近，规模较小、贷款正在到期的企业借款人面临着利率上升的挑战。杠杆贷款的违约率已升至3%，可能会为专业的信贷投资者带来投资机会。当一家公司的贷款即将到期时，通常可能会发生以下三种情况之一。第一种情况，公司偿付贷款，或进行再融资。第二种情况，公司违约，宣布破产，然后重组或清算。

如今的投资机会属于第三种情况。

许多公司无法按与其现有债务协议相似的条款为其贷款进行再融资。对于在杠杆贷款市场上借款的私营企业，利息覆盖率的中位数已经从2021年的2倍恶化至如今的1.5倍。但公

最近直接贷款的收益率远高于公开市场的高收益债券

收益率，%



资料来源：彭博财经。数据截至2024年4月30日。

司与其债权人能够就其协议进行重新磋商，而不是拖欠贷款并宣布破产。2023年，这些「修改并延期」交易较2022年增加了10倍，表明利率上升已开始反噬。

为这些交易提供所需资金的信贷投资者，可以在本已颇具吸引力的息差之上获得额外的「复杂性溢价」。

虽然传统的贷款人仍在观望，并且资金成本也处在高位，但现在是成为新贷款人的好时机。在评估信贷情况的过程中，我们发现了许多机会，这些机会可能使得收益率突破两位数，甚至达到约15%。

强韧经济中的股票价格和估值攀升

大盘股应会受益于更强劲的盈利增长和通胀传导

也许我们最具争议的观点是，在经济增长加速、通胀上升的环境下，股票估值仍有望得到充分支持。过去所积累的智慧告诉我们，更高的债券收益率应会降低股票估值，因为投资者用于将未来现金流折现为当前的比率，高于债券收益率较低时的比率。我们持不同观点的理由如下。

股票之所以能够在通胀环境中受益，是因为公司可以在控制成本的同时提高价格。正如我们所指出，在自1980年以来的最高通胀期间，发达经济体的利润率接近其历史最高水平。这反映了大盘股的力量，事实证明，这类公司的商业模式能够抵御高通胀和利率上升。

从过往经验可见，当通胀处于2%至3%时，股票的平均年回报率接近15%。即使通胀达到3%至4%，平均年回报率也高于8%。

与全球金融危机后的时期相比，在经济增长加速、通胀上升的环境中，股票所提供的通胀对冲对投资者来说将更具价值。我们认为，当前的市场环境更接近于1990年代，当时政策利率高且稳定，收益率曲线趋于平缓，同时更高的生产效率和投资则推升了股票价格。

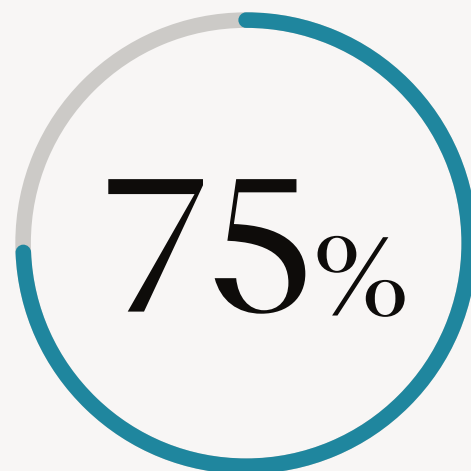
当投资者考虑股票与债券的相对估值时，他们经常会将股票的盈利收益率(市盈率的倒数)与10年期国债的收益率进行比较。³在2010年代的大部分时间里，债券收益率远低于标普500指数的盈利收益率，这意味着较安全的债券较股票存在巨大溢价。

这在当时的情况下相当合理。债券在2010年代面临的重大风险(通胀)非常低。由于更弱的经济增长环境，投资者还曾担心经济陷入衰退(股票面临的巨大风险)。因此，投资者认为债券的风险远小于股票。如今的投资环境已大为不同。经济衰退的风险和进一步通胀的风险更为平衡。

如果将现今的环境与全球金融危机后的时期进行比较，您可能会认为股票估值远高于债券。但回顾过往几十年，情况已经发生改变。

如今的环境与1990年代相似，我们认为即使债券收益率上升，但股票仍能维持高估值。更具体：我们认为盈利收益率应接近10年期美国国债收益率。这意味着，当10年期债券收益率达到5%时，远期市盈率为20倍。这时，盈利增长有望推动股市再创新高。

除相对估值外，还存在支持股票高估值的其他重要因素。标普500指数的净资产收益率(衡量公司为股东创造收益的效率)目前为19%，较长期均值高5个百分点。此外，指数成分公司通过股息和回购将其每年盈利的75%左右直接回报股东，是1977年至2003年的平均水平的两倍。⁴



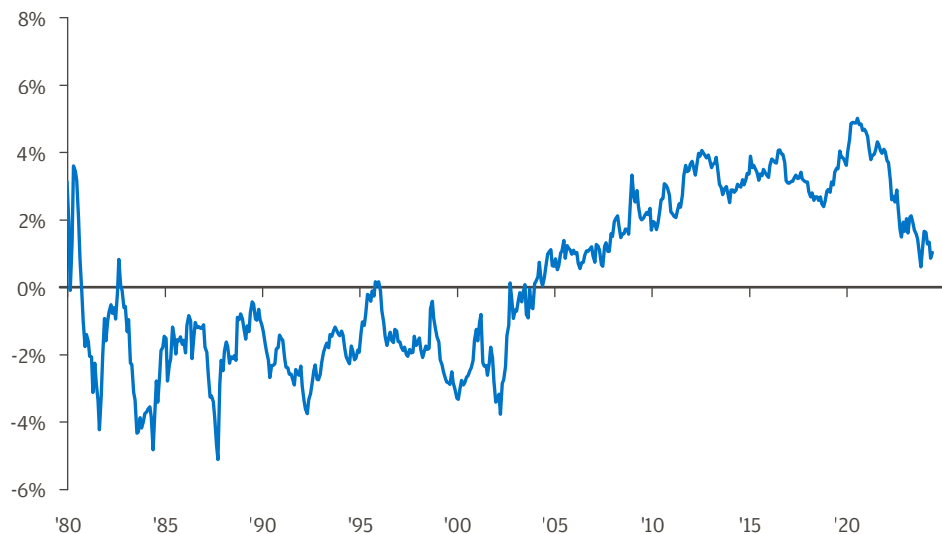
标普500指数成份公司通过股息和回购回报股东的每年盈利百分比。

³ 市盈率实际上是股票市场的收益率，它假设每一美元的企业盈利均作为票息支付。

⁴ Michael Goldstein。《市场估值：交易破坏者》。Empirical Research Partners，2024年。

股票风险溢价是否回到1990年代的水平？

美国股票风险溢价(标普500指数盈利收益率 - 10年期美国国债收益率)，%



资料来源：彭博财经。数据截至2024年3月31日。股票风险溢价由标普500指数盈利收益率减去10年期美国国债收益率表示。

当投资者持有大盘股时，他们就拥有大型公司未来利润的股份。只要利润增长和股东回报的前景保持目前的稳定水平，股票估值就有望保持高企。

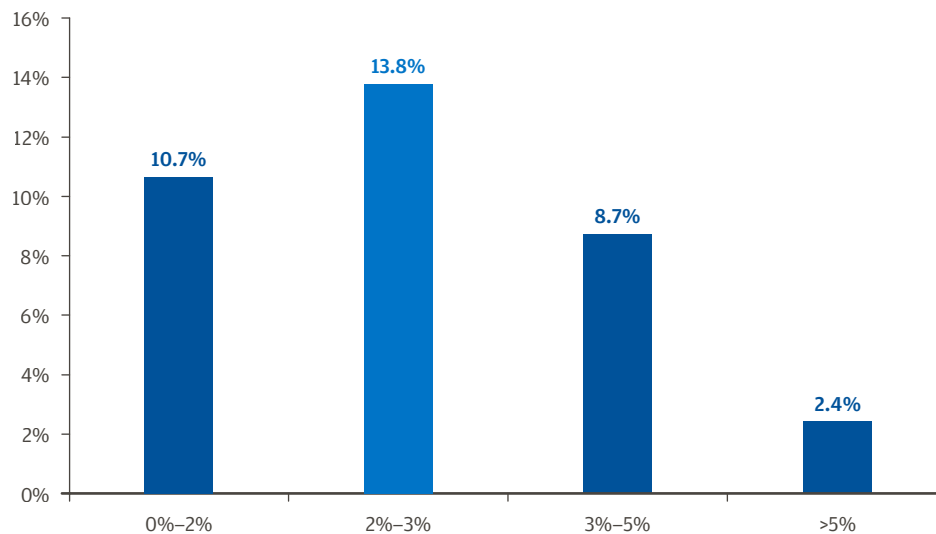
简而言之，对股票投资者来说，目前的环境看起来非常具有吸引力。

纵观全球股市，鉴于全球经济增长迎来拐点，我们看好欧洲股票。欧洲公司也在不断展示利好股东的做法，这一点与日本企业相同(我们在《全球观点》中探讨了两个地区的趋势)。此外，受惠于近岸趋势，投资者可在墨西哥找到投资机会，而巴西股票则提供稳定的经济基本面与较低估值的有趣组合：MSCI巴西指数目前的远期市盈率为7.5倍。

美国方面，接近两位数的盈利增长应会在2024年底及以后推动市场再创新高。

股市在大多数通胀环境下都可展现生机

标普500指数在不同通胀环境下的同比表现(1950年至2024年)



资料来源：摩根大通、美国劳工统计局、彭博财经。数据截至2024年3月31日。

板块方面，我们关注科技、消费者非必需品、医疗保健和工业。科技板块拥有最佳的企业盈利增长前景，未来若干季度的增长幅度很可能达到15%左右，而整体市场的增长幅度则可能接近两位数。因消费板块在新冠疫情后重新开放期间，从商品转向服务而产生的库存过剩即将结束，有望利好消费行业。医疗保健的盈利增长率由2023年的-20%大幅上升至今年的+8%，并且该板块能够把握减肥药(GLP-1)等的长期趋势。

另一方面，我们要继续避开债务即将到期的公司(这些公司的股票今年跑输市场10%)。

同样的，我们希望避开无盈利的公司。事实上，年初至今，预期在2026年之后才会盈利的公司的股票平均跌幅达28%。⁵

我们认为，在2024年下半年，全球股票应能推动投资组合驾驭经济增长、通胀和利率齐上升的环境。

⁵ David Kostin。U.S. Weekly Kickstart。高盛，2024年。

跨市场机会

更高的利率能够让部分企业、家庭和资产类别陷入困境。但这些压力同样带来投资机会——前提是您知道在哪里捕捉这些机会。美联储「利率在较长时间维持较高水平」的立场扩大了我们在房地产、私募股权和美国中小盘股中看到的机会。但机会可能只会持续到实质性降息周期开始之时。

商业房地产：在经历动荡的调整后，重新纳入该资产类别

虽然商业房地产受到新冠疫情和随后利率重置的双重重击，但投资者对该资产类别的观点(因片面的媒体报道而恶化)可能更加谨慎。

利率上升令估值承压。逃离城市 and 在家办公的兴起挑战了写字楼板块的可行性。2023年春季爆发的短暂而动荡的银行业危机加剧了对信贷供应的担忧。

自2021年底以来，房地产一直是公开交易股票市场中表现最差的板块，跑输其他市场35%。同时，根据美国房地产投资信托委员会(NCREIF)的测算，房地产价格较2022年峰值下跌10%至20%。

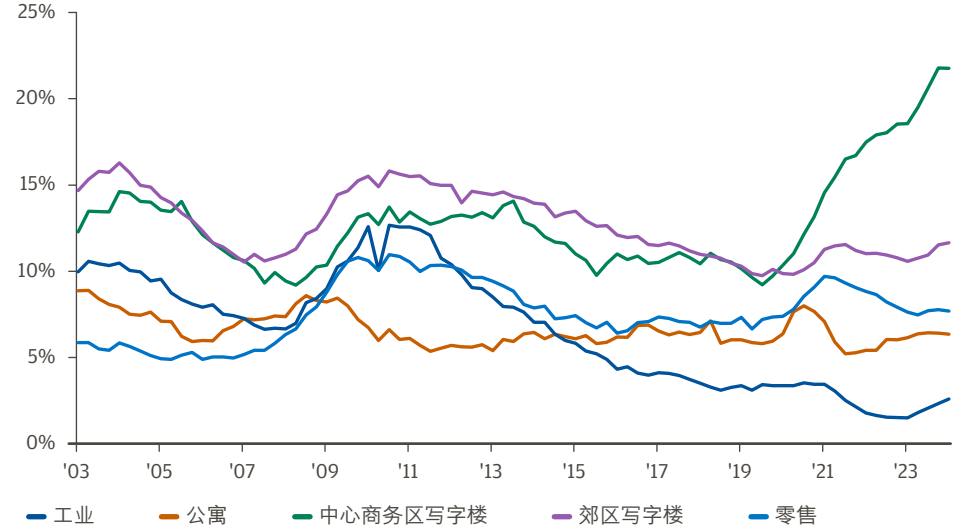
但我们认为，在经历动荡的调整后，现在是配置该板块的好时机。我们认为有以下几个关键理由：

最重要的是，除写字楼外，房地产行业的基本面依然有利。

零售、公寓和工业物业的空置率均保持稳定。中心商务区写字楼的空置率处于历史高位，但显示出初步的企稳迹象。有趣的是，郊区写字楼的空置率相对市中心的写字楼表现更佳。

除写字楼板块外，空置率表现稳定

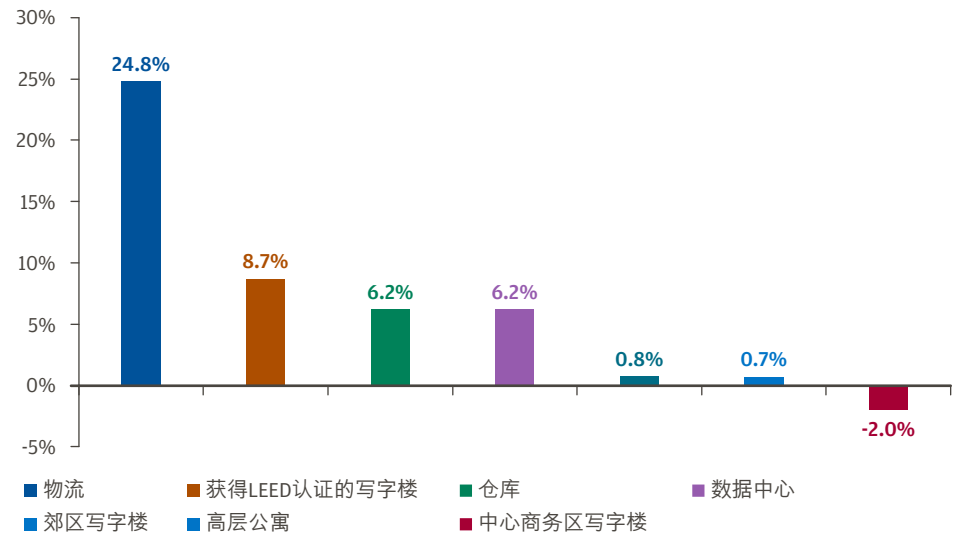
商业房地产空置率%(经季节调整)



资料来源：美国房地产投资信托委员会(NCREIF)。数据截至2024年3月31日。

除写字楼和多户住宅外，行业基本面依然稳健

自2022年第四季度以来每平方英尺租金收入的变动



资料来源：CoStar、高盛投资研究部。数据截至2024年3月31日。

信贷环境也在改善。写字楼板块是拖欠率和特别偿债率都在上升的唯一房地产类型。酒店、零售、多户住宅和工业的趋势正在企稳，或改善。

意外的是，去年银行商业房地产贷款余额有所增长，而2024年第一季度商务按揭抵押证券市场的初级发行量较2023年第一季度高3倍。金融市场的这些复苏迹象表明，商业房地产将能够偿付在未来两年到期的1.5万亿美元贷款(假设利率接近本轮周期峰值)。

最后，从2022年底起，租金增长一直表现强劲。只有两类物业录得租金负增长：中层公寓和中心商务区写字楼。物流、数据中心、仓库、商务酒店和新建的LEED认证写字楼建筑的租金收入均能够达到超过5%的增长率。⁶

房地产并非是统一一块，不同板块面临着截然不同的不利因素和利好因素。展望未来，我们最看好将会受益于长期趋势的板块。例子包括数据中心、学生宿舍和物流。特别是，房地产板块应会继续受惠于一个强大的长期主题——单户和多户住宅严重短缺。我们估计，美国住房短缺在200万至250万套之间。这种短缺不会很快消失，因为利率上升限制了新的建筑项目并提高了购房成本。

这种环境为租赁市场，特别是单户住宅的租赁提供了支持。同时，多户住宅的新开工率较2022年峰值下降33%，这最终也会为多户住宅价格提供支持。

我们认为，商业房地产正迎来拐点。投资者可能会在该资产类别中发现价值，该资产类别可为投资组合提供不相关收入和通胀对冲。

美国住宅房地产短缺估计在200万至250万套之间。



6 Lotfi Karoui。《美国商业地产：波动、分散，但非系统性》。高盛，2024年。

私募股权：浴火重生

与房地产行业一样，私募股权行业正在浴火重生。利率上升从两个方面打击了该资产类别。首先，作为杠杆收购交易的关键要素，债务曾一度因对公共杠杆贷款的需求枯竭而变得既昂贵又难以获得。其次，将投资变现的难度有所增加。IPO和私募股权退出交易较2021年的峰值水平减少约50%。另一项限制：自2021年以来，部分潜在卖家不愿以低于高点的估值进行交易。

因此，自全球金融危机以来首次出现私募股权基金有限合伙人的净现金流连续两年为负数。现有私募股权基金的投资者所面临的一项风险是，利率上升可能会进一步导致估值承压，而分派则会因交易不振而保持疲软。

但我们认为，部分不利因素正开始消退，为该资产类别的新投资创造一个有利的环境。公开市场股票估值上升有望导致IPO意欲升温，而利率企稳(并最终降息)应会刺激交易活动。

目前，我们专注于与拥有强劲往绩表现的管理人合作，在不过度依赖杠杆的情况下通过内生增长和营运效率推动价值。我们发现，最大的机会是投资受益于长期趋势的行业。名列前茅的行业包括：科技、国防、医疗保健和能源转型。

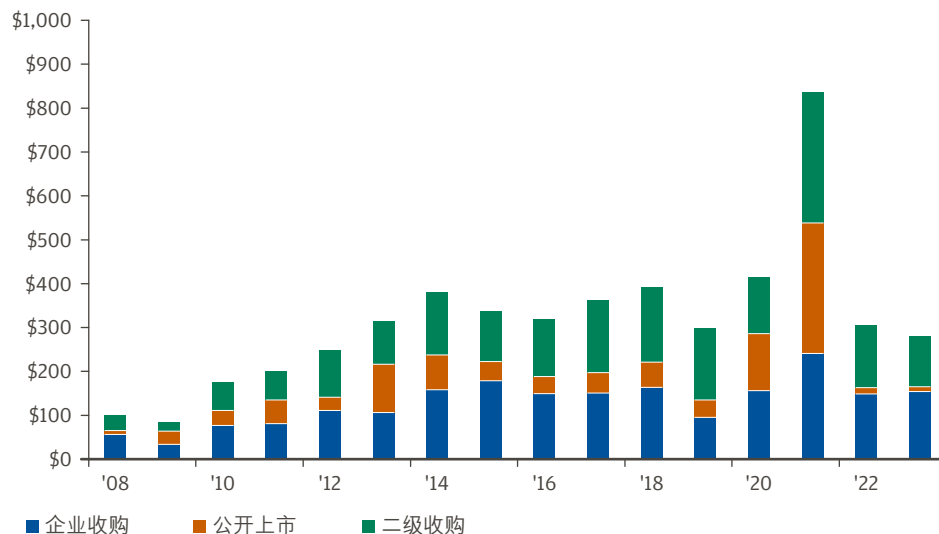
只要仍难以获得传统私募股权的退出渠道，二级私募股权市场预期就会出现创纪录的交易流量。在二级私募股权市场中，基金从其他私募股权基金投资组合中买入现有资产。二级私募股权资产的买家通常要求以资产当前持有价值的折让换取提供流动性。卖家一直愿意接受折让，以换取为新投资筹集资金的能力。

二级私募股权交易还为机构投资者提供机会，以更定期地再平衡其私募投资组合。

更重要的是，二级私募股权基金的投资者可从买入「成熟」的资产中获益。换句话说，投资者可以期望比传统一级基金更快地获得分派，因为投资更接近「变现」阶段(投资周期的结束)。最后，二级私募股权基金的投资者可通过初始投资年份和管理人多元分散风险。纵

高利率让私募股权退出交易面临挑战

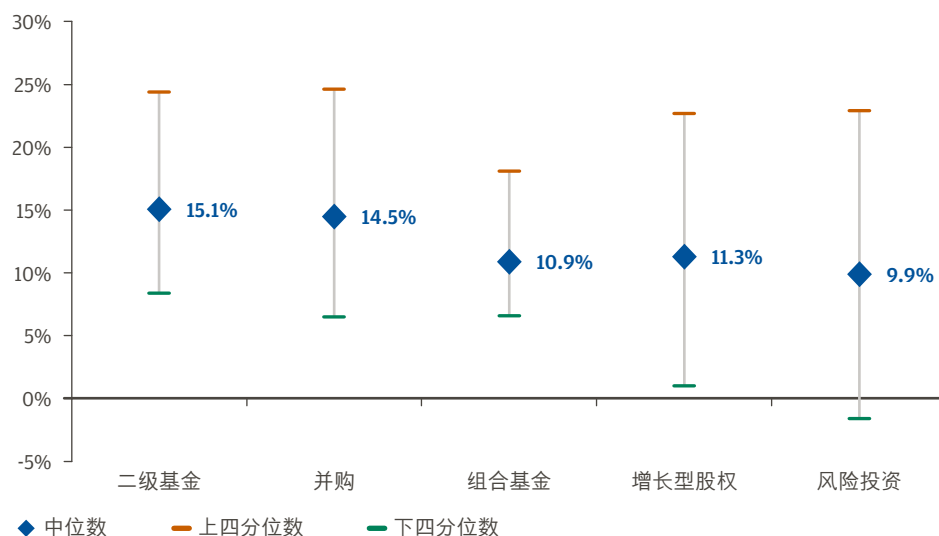
十亿美元



资料来源：PitchBook、摩根资产管理。数据截至2023年12月31日。

二级私募股权基金已持续产生强劲的回报

按策略划分的净内部收益率，%(从1978年到2023年的20年投资期限)



资料来源：Cambridge Associates。数据截至2023年。

观历史，在私募投资策略的子集中，二级私募股本基金不仅产生了最高的净内部收益率中位数(在过去20年为15%)，且处于最高和最低四分位数的管理人之间的结果差异也最小。

此外，我们看到一个越来越大的机会，能够从那些成立10年以上并且即将清盘的基金中收购「遗留」资产——到2025年，私募股权市场的这个细分可能会增长至1万亿美元。⁷此领域的折让可能高达50%，预期在两到三年内变现。

优质中小盘股

传统而言，中小型公司比大型公司更能体会加息之痛。由于2022年大幅加息，许多较小型公司已陷入困境。

如今，美国小型公司将其逾30%的EBITDA(除利息、税项及摊销前的盈利)用于偿还债务，而在各国央行开始加息之前，该比例为20%。相比之下，标普500指数成分公司以不到10%的EBITDA用于偿债。因此毫无意外，在过去两年，小盘股累计跑输大盘股15%以上。

虽然有负债的中小盘股票的估值折让看似合理，但如今最优质中小盘股票之间接近纪录的折让却并不合理。即使顶尖的中小型公司(以自由现金流利润衡量)是在与大型公司进行竞争，但这种折让依然存在。因此，这可能是一个有趣的入场时机，以建立一个由主动管

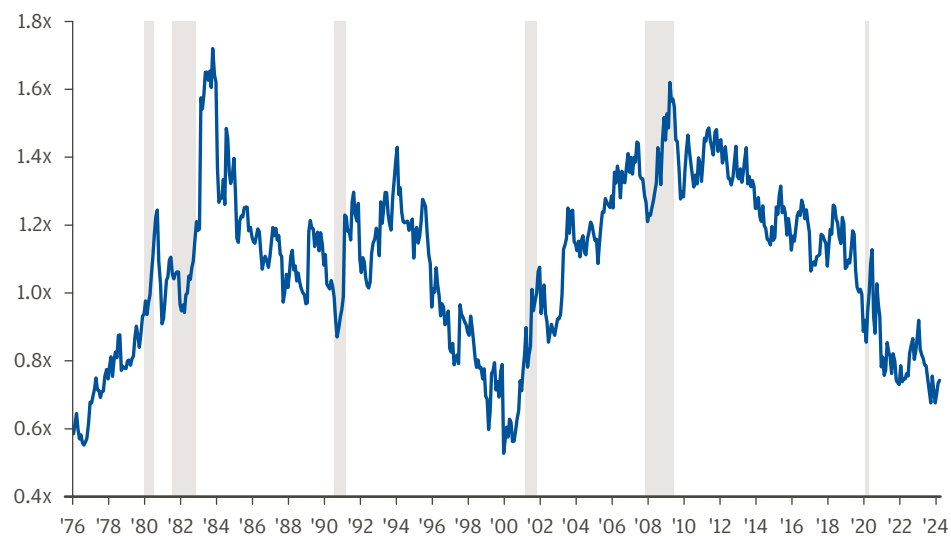
在这三个市场中——房地产、私募股权和中小型公司，利率轨迹将成为关键。如果利率在较长时间维持较高水平，则可能意味着持续的压力。但压力的另一面是机会。如果通胀下降速度快于预期，从而迎来实质性降息周期，机会可能会稍纵即逝。

出于所有上述原因，二级私募股权基金为投资者提供了具有吸引力的潜在回报。我们认为，二级私募股权投资(本身就是更高利率环境的连锁反应)的好处，在于可以实现较传统私募股权回报更稳定的潜在回报，同时高于深谙流动性权衡和经验丰富的投资者在公开市场所能获得的回报。

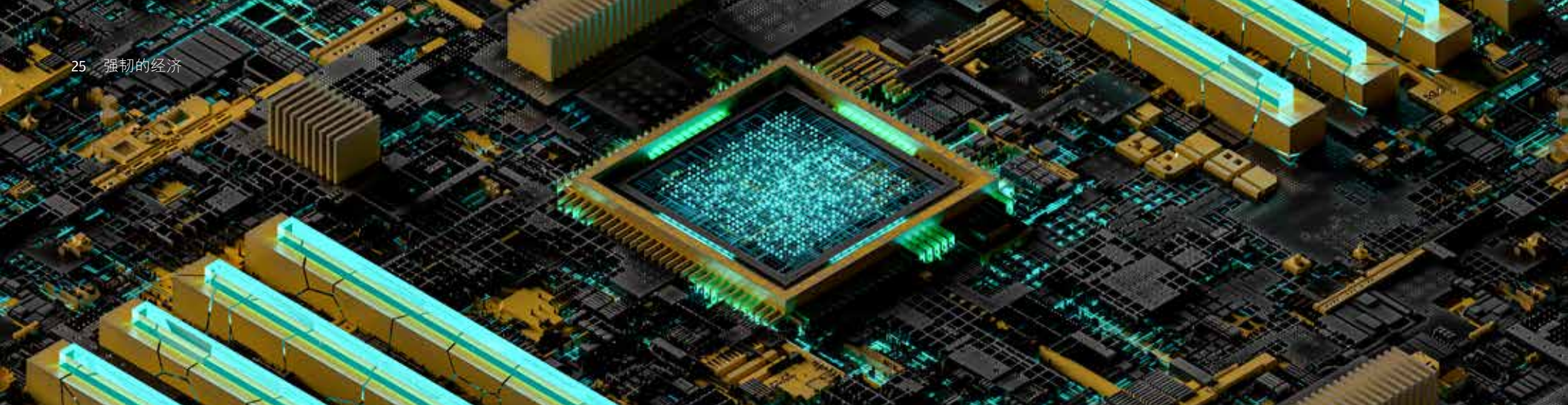
理型且估值吸引的优质中小型公司组成的投资组合。我们认为，投资者以整体股票投资组合的5%-10%左右配置中小盘股票，并分配适当的期限和风险承受能力，可创造额外的风险调整后回报。

小盘股几近创纪录的折让幅度可能蕴含投资机会

处于自由现金流利润的前五分位数，相对于大盘股同类股票的远期市盈率*



资料来源：Empirical Research Partners。数据截至2024年4月30日。*注：市值加权数据，小盘股(不包括大宗商品和生物科技)。



人工智能革命

一切才刚刚开始

人工智能已催生一波市场热情、相关投资和盈利增长。我们希望长期投资整条价值链。到2020年代末，人工智能带来的生产力提升开始有望体现在经济数据当中。生产力的提高甚至可能比个人计算机和互联网的综合影响还大。

在致股东信中，摩根大通董事长兼首席执行官杰米·戴蒙(Jamie Dimon)将人工智能比作蒸汽机、电力和个人计算机。为了理解人工智能革命可能会如何推进，我们考虑了这些历史先例。

生产收益不会轻而易举实现。蒸汽机经过60多年才带来惠及整个经济的明显生产力效益。随后每一次技术革新，都会让观察到生产力增长的时间缩短。如果这种趋势持续下去，我们有望在本年代末从官方经济统计数据中看到人工智能带来的效益。

这意味着人工智能产生经济影响的时间可能是个人计算机和互联网转化为经济效益所需时间的一半左右。

我们可能将迎来多大的生产力提升？为了试着解答此问题，我们修改了国际货币基金组织的一个框架，该框架专门用于识别可能会被人工智能取代的职位。利用国际货币基金组织

对职位取代的持续时间与规模的假设，我们可对人工智能促进的潜在生产力提升生成一项上行空间的预估。⁸

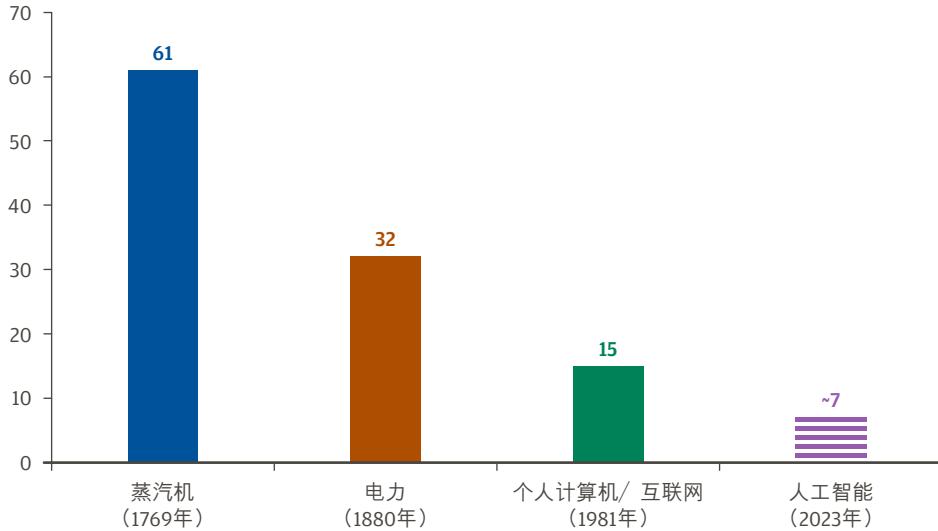
如果我们假设美国一半易受影响的职位在未来20年内被自动化所取代，则累计生产力增益将接近18%，或比当前国会预算办公室对GDP的预测高7万亿美元。作为参考，个人计算机和互联网产生的累计生产收益在类似期限内略低于13%。

但是，那些可能被人工智能取代的工人将何去何从？虽然对于特定行业和地区的工人来说，工作岗位流失可能会很严重，但总体而言，技术进步创造的就业机会可能会多于因此而遭到破坏的职位。

美国农业部门很好地解释了不断转变的就业趋势。1950年，在美国的全部职位中，近15%与农业有关。如今，该比例不到1.5%。全球劳动人口似乎有可能适应不断变化的劳动力需求来源，能够留住现有员工并提升其技能的公司应会从中受益。

⁸具体而言，根据国际货币基金组织的计算，美国约有30%的职位可能容易被人工智能取代，这些职位归入「高风险、低互补性」类别。我们假设，这些职位中有一半(占美国劳动力的15%)将在未来20年内被人工智能取代，并且取代速度符合Sigmoid函数(即经典的「S曲线」)。如此，我们实际上正在通过这轮职位取代缩短经济体中的工作总时长，假设产出保持不变，这会导致机械在劳动生产力中的占比上升。Mauro Cazzaniga、Florence Jaumotte、Longji Li、Giovanni Melina、Augustus J. Pantoni、Carlo Pizzinelli、Emma Rockall和Marina M. Tavares，生成式人工智能：《人工智能与工作的未来》，国际货币基金组织，2024年1月。

即便乐观主义者也可能会低估人工智能生产收益的速度
从技术创新转化为生产力提升所需的年数

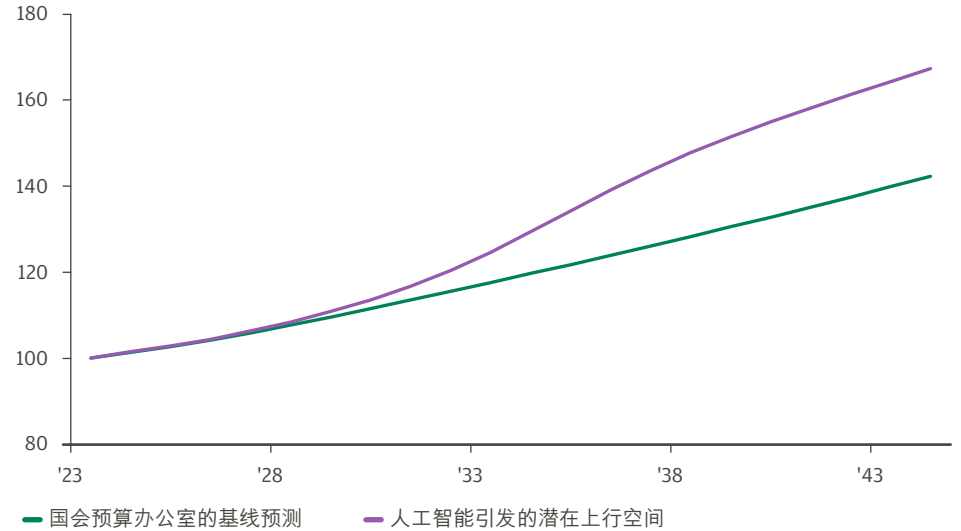


资料来源：美国人口普查局、商业趋势和展望调查、摩根大通。数据截至2023年11月。

当然，这些预估并不精确。人工智能的普及将面临多重阻力，包括对先进半导体供应的担忧、法律和监管问题、数据中心所需的电力和能源可能受到限制，以及公司是否能优化潜在使用情况的能力。公共政策可能需要专注于为弱势工人提供职业培训和转岗服务，以减轻由于职位替代而带来的压力和动荡。利益相关方将需要评估人工智能计算所需能源和水的消耗量大幅增加的成本和效益。最后，公司将须实现人工智能新使用情况与责任治理的平衡。

人工智能的效益在传统经济数据中体现可能尚需时日。但我们可以看到，人工智能革命已在影响企业的行为、投资和企业盈利。尽管不足5%的美国公司在积极使用人工智能(根据人口普查局数据)，但在财报会议上提到人工智能的公司占标普500指数市值的50%。全球各地政府也是人工智能应用的大量潜在未开发用户。

国会预算办公室目前的预测可能误判了人工智能的潜在生产收益
指数按2023年为100编制，美国劳动生产力



资料来源：国际货币基金组织、摩根大通。数据截至2024年1月31日。注：国会预算办公室的基线预测以实际GDP预测除以工作时数计算。人工智能引发的潜在上行空间预测假设了15%的职位将在未来20年内被人工智能取代，为国际货币基金组织在研究中所预测的一半。

在公开上市的公司中，首轮赢家与半导体制造和云计算密切相关——两者是推动人工智能技术的数字化和物理基础设施。作为支持大型语言模型的图形处理器的领先生产商，自2021年底以来，英伟达的盈利已增长超过400%。仅Alphabet和微软这两家公司就在2024年第一季度增加了100亿美元资本支持，增幅达到标普500指数资本支持总增幅的四分之三。⁹

然而，投资者开始意识到，这种基础设施将相对普遍，原因是人工智能将会进一步普及，而且人工智能工作负载需要的能源远超传统计算。据估计，使用ChatGPT所需的电力多达传统网页搜索的10倍。此外，到本十年末，数据中心似乎很有可能成为拉动美国电力需求增长的最大贡献因素。

⁹ Michael Goldstein。《资本支出加速：是一个早期警告信号？》Empirical Research Partners，2024年。

电气设备的工业生产其实已回升到2000年代中的水平，并且似乎将会进一步上升。2024年迄今，为数据中心提供供暖、冷却、电气设备和房地产的公司跑赢大市。

除数字化和物理基础设施建设的受益者外，我们还专注于投资可受惠于生产力提高(来自消费品、金融、运输和能源等板块)、收入提高(软件、机器人、应用)或两者兼之(制造业、医疗保健)的公司。人工智能的潜在用例几乎涵盖各行各业。

全面普及：人工智能很可能会增加收入来源、缩短上市时间以及降低成本

人工智能的行业应用

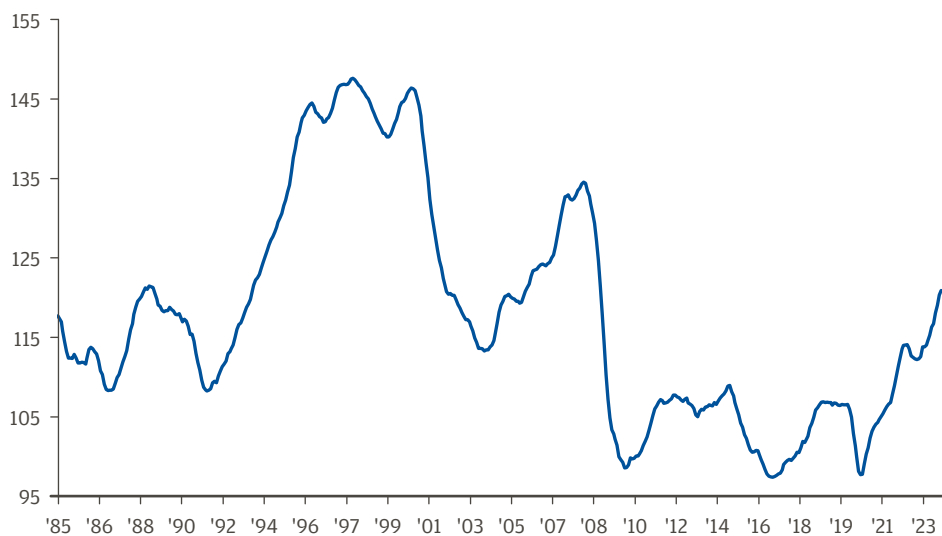
医疗保健	金融业	广告与数字化内容	零售与货运	能源与工业	客户服务	商业智能
智能植入物 (如：髌关节和膝关节)	人工智能主题基金产品	营销效率	3D购物与产品试穿	管道人工智能工具	客户分析	开发工具与辅助代码
医学影像	新贸易定价工具	增强广告定位	人行道送货机器人	地质模型	保险理赔及记录	人工智能咨询
病理检测	生成客户投资组合评论	推荐引擎	供应链效率	支持人工智能的微电网工具	转录和总结	集成智能家居接口
个性化医疗	自动化交易价格、执行	提高广告转化率	库存管理	能源使用分析	客户引导流程	自动化后台任务
识别生物标志物	人工智能投资组合管理	广告拍卖动态	需求预测	能源交易增强		诈骗预防与保护
新药开发	提高交易速度	内容创作	卡车路线制定能力	劳动力调度		网络安全能力
基因组数据分析	产品交叉销售	定制旅行行程	提高车队利用率	储层优化		风险评估与管理
医生服务点工具		视频游戏开发	自动驾驶车队网络	泄漏检测与跟踪排放		加速数据分析
						预测建模

资料来源：摩根大通、摩根士丹利。数据截至2024年3月31日。

我们预计将在私募市场上找到相对年轻公司投资机会，这些机会涉及正在开发应用程序，使人工智能技术对企业和消费者有所帮助，或者涉及正在进行以「先进人工智能」创新，计算发生在数据源(而不是在云端)如智能手机、汽车、医疗设备或工业机器。这些公司大多可能还不存在。

我们认为，投资者应以有耐心的长线心态看待人工智能革命，在公共和私人领域对各个行业及地区的潜在受益者进行投资。潜在的机会超乎人们的想象。

人工智能对电源的巨大且不断增长的需求为电气化提供支持
电气设备生产，指数按2017年数值为100编制，6个月移动平均值



资料来源：联邦储备委员会、Haver Analytics。数据截至2024年4月30日。





脆弱的环境

虽然我们看好市场和经济前景，但我们认为存在两大不确定因素来源——美国大选和地缘政治风险。

美国大选

可能会对市场有利，但中期个人税率将上升

在即将举行的总统大选中，两位主要候选人都曾任总统，而且曾在竞选中对阵过，这种情况自1892年以来首次出现。从投资者角度看，我们认为，在两位候选人的任期内，市场都表现出色。

从2016年唐纳德·特朗普当选总统到2020年大选日，美国大盘股录得15.6%的年回报(而长期平均回报接近9%)。

从2020年乔·拜登当选总统至今，美国大盘股录得12.4%的年回报。这两个时期不乏政策、经济和社会方面的不确定因素。但最终，经济和盈利基本面推动了股市走高，总统对市场回报造成了相对轻微的影响。我们预期，未来四年的情况大同小异。

尽管如此，每位候选人都可能会在五个关键领域(税收、关税、能源、医疗健康和监管)制定截然不同的政策。从全球市场角度看，最重要的潜在立场可能是特朗普提议对所有进口商品征收高达10%的关税。



美国大选政策建议—我们可以期待些什么？

在关键议题上的潜在立场

关键议题	拜登的潜在立场	特朗普的潜在立场
 税务	可能部分延续2017年的减税政策。较大可能会提高富裕个人及企业税率。	计划延续2017年的减税政策，并通过削减政府开支来部分抵消其影响。
 关税	延续对中国强硬政策现状。	计划对贸易伙伴(尤其是中国)提高关税。
 国防	可能继续强调联盟和多边主义。	可能推动北约成员国提升自身能力。
 能源	计划降低排放，提升能源效率。对化石燃料行业征收更高税项。	计划通过在联邦土地上进行钻探及延长管道来增加传统能源生产。
 医疗保健	力图保护及完善《平价医疗法案》。	计划废除《平价医疗法案》。
 监管	加大对能源、科技和金融服务行业的监管力度。	计划减少对能源和金融服务行业的监管。

资料来源：美国税务基金会、摩根大通。观点截至2024年4月30日。

可能对政治结果最敏感的市场



中小盘股

可能会偏好监管放宽的前景

美元

可能会在更有可能实施关税时走强

清洁能源与传统能源

可能会对持续补贴或增加石油生产的可能性作出反应

我们认为，投资者面临的风险是，两位候选人都不太可能在财政上采取保守政策。美国联邦债务和赤字状况将可能进一步恶化。这可能将在短期导致债券市场波动加剧。较长期来看，为帮助减轻联邦债务负担，将需要提高税收。美国联邦债务已占GDP的100%，而国会预算办公室估计，该比例将在未来10年飙升至120%。美国政府今年的利息支出可能升至9,000亿美元，接近GDP的3%。¹⁰同时，美国联邦政府税收占GDP的比例不到30%，为G-10集团中最低的水平。

最后，如果《减税与就业法案》按计划在2025年后到期（如果华盛顿的两党领导层无法达成一致，可能会发生这种情况），则最高边际税率将从当前的37%上升至39.6%，同时终身遗产税和赠予税的免税额将减半，降至每人约700万美元（目前为1,361万美元）。

¹⁰ Alec Phillips、Tim Krupa。《美国经济分析师：财政前景：不算好，但有点改善》。高盛，2024年。



投资者注重税收效率

如果美国税率上调似乎无法避免(确实如此)，则美国投资者不仅应高度重视其投资组合的税收效率，还应重视其整个资产负债表的税收效率。我们将此做法称为「税收意识财富管理」。

美国纳税人可通过资产配置、税收损失收获、智能提款、综合规划技术和经验丰富的借贷保留更多在市场上赚取的收益。

首先是资产配置，我们认为美国纳税人应注重应税账户上配置股票、市政债券、优先股和私募股权等节税资产。税收损失收获策略可放大应税账户的税后回报。大部分回报来自利息收入或短期资本收益(例如私募信贷、部分对冲基金和高收益债券)的税收「低效」资产，最好在递延税收账户中配置，比如个人退休账户或(有可能的话)低成本可变年金。

对「在哪里」持有某些投资进行深思熟虑可为投资者节省大量税务负担。

税收意识财富管理包括一系列甚至可能较资产配置更为强大的规划方法。根据您的情况，在较低的《减税与就业法案》税率到期前加快应税收入可能是一种谨慎的策略。将长期升值的股票捐赠予慈善机构会带来双重税务优惠：避免嵌入收益的任何税收，以及为您的其他应税收入提供税收减免。对于拥有应税遗产的人士，通过年度或终身的免税赠予额向家人作出赠予，会对税后基础产生重大影响，因为此举将未来的增长从您的资产负债表移出。

最后，借款也能用作战略性杠杆，以弥补不稳定的现金流(避免应税事件并维持市场敞口)。或者，如果结构合理，借款的已付利息可抵扣并抵销应税投资收益。

简而言之：切勿让大选打乱您的长期计划。专注在您能掌控的事情。



地缘政治： 风险确实存在，市场亦不乏投资机会

地缘政治事件和市场回报

首先，投资者应谨记，地缘政治事件极少对美国大盘股市场产生持久的负面影响(摩根资产及财富管理市场及投资策略部主席岑博智先生(Michael Cembalest)的研究印证了有关观点)。¹¹因此，适当地多元分散长期投资组合的配置，往往可带来保障，防范组合受到由战争、入侵、恐怖袭击、政变、公投和暗杀政治领袖等地缘政局不稳事件的严重影响。

地缘政治和可能爆发的全球冲突是2024年下半年市场面临的第二个关键风险。

¹¹ 摩根大通·岑博智先生(Michael Cembalest)·《放眼市场》，2023年11月14日·附录。

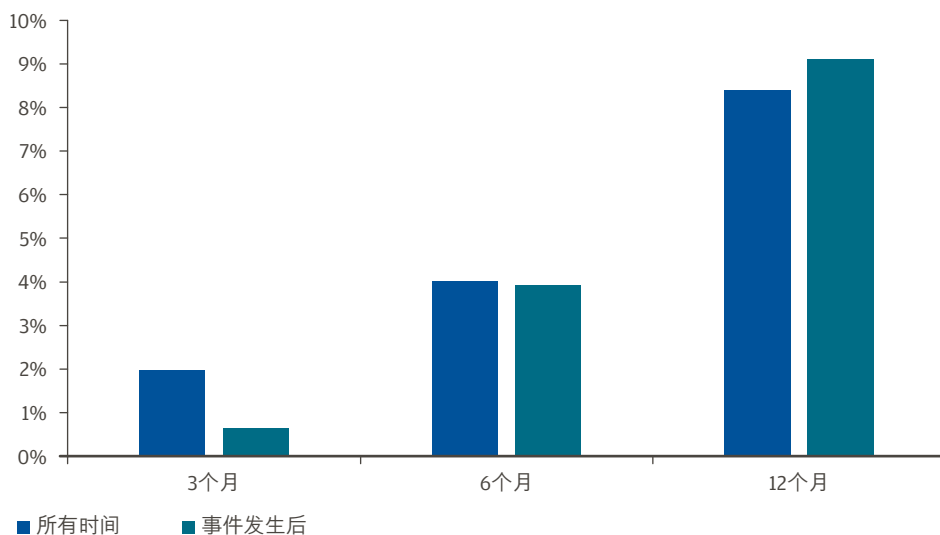
我们对二战爆发以来发生过的36宗地缘政治事件进行研究，发现这些事件发生后6个月和12个月的远期回报，与没有发生重大事件时期的平均回报相同。

尽管如此，地缘政治可对地方市场产生深远的影响。以俄乌冲突发生后的德国股市为例，由于冲突引发随后的能源供应中断问题，成为德国小盘股大幅跑输德国大盘股和全球同类型股票的主因。

投资启示：相较于全球多元化投资组合的投资者，敞口集中的投资者会较为担忧地缘政治风险。

大盘股并未受到冲击

标普平均回报与地缘政治事件(%)



资料来源：标准普尔、Haver Analytics。数据截至2023年12月31日。

对于寻求对冲的战术投资者而言，黄金和原油会是明显的选择。在地缘政治事件发生之前及期间，这些资产往往会短期上涨。当事件过后，随着投资者撤离并重投风险资产，这些对冲资产的价值便会下跌。

这个规律凸显了投资者必须主动管理这些风险敞口，而通过期权和其他衍生品进行管理往往最为理想。短期而言，我们认为黄金的回报前景非常可观。这反映了这个大宗商品的地缘政治风险溢价，以及来自全球央行的殷切需求，他们都希望多元分散储备资产，以减少对美元的依赖。这一点值得战术投资者注意。

市场应会继续保持警惕，时刻留意冲突加剧的情况，但我们认为，这些风险不会大幅偏离我们的整体观点。对于大多数投资者而言，多元分散投资能够帮助降低地缘政治风险。

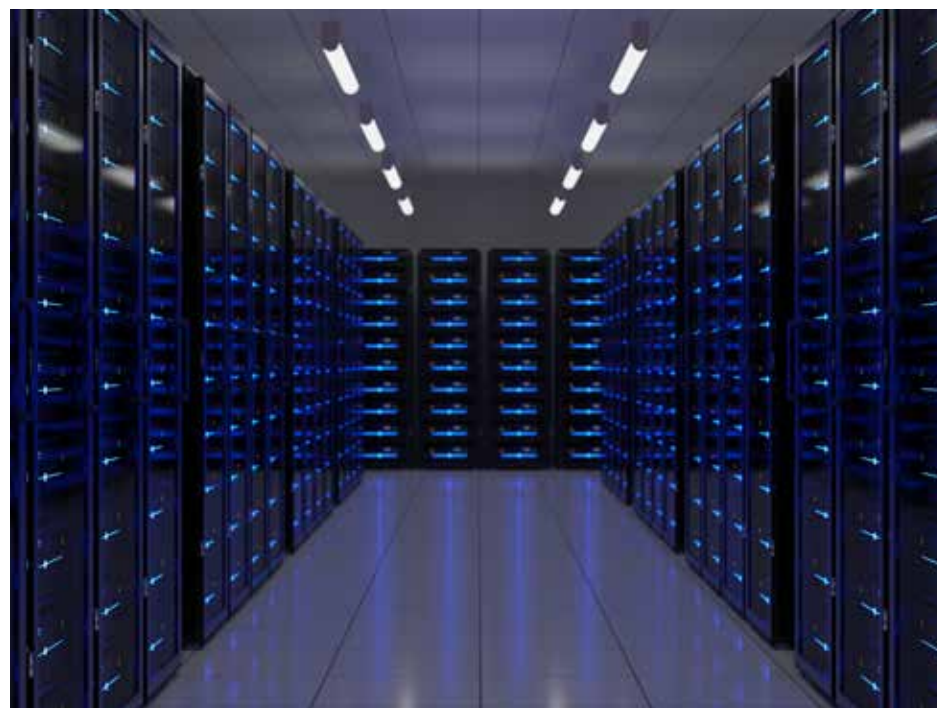
地缘政治事件可对地方市场构成严重影响

2022年1月至今的累计表现(%)



资料来源：彭博财经。数据截至2024年4月30日。

除了严重的地缘政治风险外，我们认为许多庞大的经济强国将会长久加强国家安全，重点发展三大领域：



01 国防

02 供应链

03 能源

这些领域都是长期全球趋势，投资者需要采取战略方针部署。

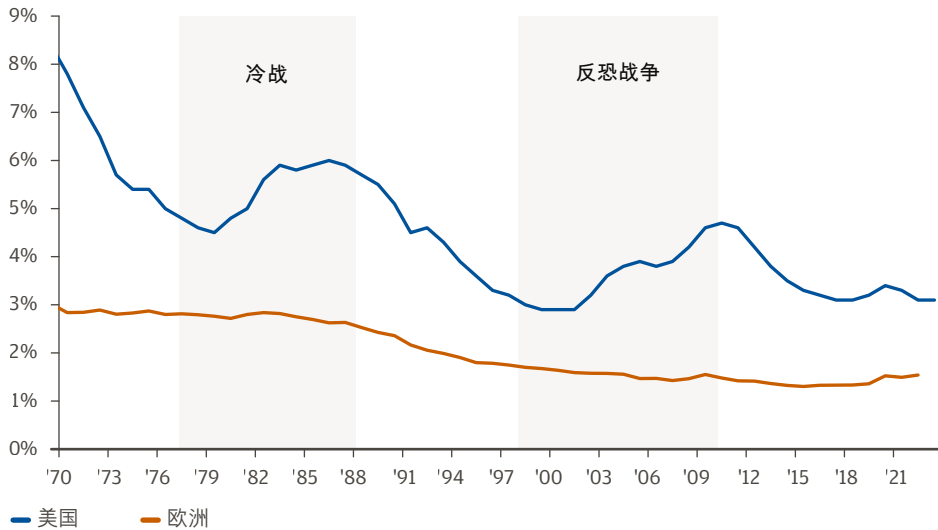
国防

全球冲突局势愈演愈烈，但美国国防开支占GDP的比率处于二战以来的低水平。目前，仅有12个北约成员国达到国防开支标准；预期今年会再有7个成员国增加国防开支。我们认为，这个长达数十年削减开支的情况或会逆转。

同时，政府、企业和家庭都需要防范网络威胁。如今，网络安全漏洞几乎每日发生，而随着攻击愈发频繁，相关的损失也在增加。单次数据泄露的平均成本，已从2017年的362万美元攀升至2023年的445万美元，增幅为23%。政府和企业将需要持续增加网络安全方面的支出。虽然该项支出已占企业科技预算的12%，但这个比率很大机会在未来几年继续增长。

地缘政治风险促成了长达十年的国防开支周期

美国国防开支占GDP的百分比



资料来源：美国国会预算办公室、世界银行、Haver Analytics。数据截至2023年12月。



供应链

有人可能会说，始于2018年的中美贸易战，是拉近多地政策制定者站在同一阵线的开端，目的在于影响全球贸易，多元分散关键商品和材料的来源，从而减少对中国的依赖。

新冠疫情期间，供应链大受中断压力，导致企业运营面临挑战，进而推升通胀。如今，供应链的韧性已大幅增强。部分在疫后的供应链转移让墨西哥、越南和印度等国家获益。不过，对于涉及国家安全的商品，政策制定者依然看重其供应来源。

值得注意的是，中国仍是美国最大的先进科技产品进口来源国，每年进口额超过1,650亿美元。我们仍预期，围绕先进科技产品的贸易摩擦将会加剧，有机会扩大加征关税，造成更多供应链转移，损害中国企业的利益。

此外，各国政府或将采取措施，以继续鼓励如半导体及电池等产品的本土化生产。为了达致这个目的，美国制订了《通胀削减法案》，大幅增加了制造设施的建设。



能源

俄乌冲突导致欧洲获取天然气的渠道受损，而要发展能源转型，必需对本地制造可再生能源的能力进行投资。我们预期，到2030年，清洁能源技术的支出将会达到4.6万亿美元，增幅超过一倍。能源基础设施(如发电厂和能源储存)和运输(如管道、液化天然气运输船)将持续吸引新投资。

结合《通胀削减法案》和人工智能革命的影响，这一趋势有利于国内基础设施、能源和电力资产的发展。事实上，自《通胀削减法案》通过以来，美国宣布投入发展清洁能源的资金已达到4,730亿美元—相当于约152个新增(或扩建)太阳能、风能和电池生产设施。

和人工智能的情况一样，投资这些领域需要结合公募和私募股权的配置。正如我们所言，这些都是长期的战略性投资趋势，对于资本的投入需要付出较大耐性。

总结

地缘政治挑战不断， 经济保持强韧坚挺。

尽管通胀仍具粘性，但发达经济体的其他市场和宏观经济变量显得相当稳健。企业在加息环境下无损表现。企业盈利有望增长。劳动力市场的供需状况达到合理的平衡。

强韧的全球经济可能会为市场带来新的动力。我们预期，全球股票将在今年其余时间推动投资组合回报。如果全球经济增长受挫，债券便可成为投资组合的压舱石。投资者应该抱有信心，不同的资产均能在目标为本的长期投资组合中发挥作用。

这就是脆弱环境中的强韧经济。简而言之，对于正在为2024下半年布局的投资者而言，当前环境相当稳健。

全球观点

我们认为以下三大领域可为全球投资者带来机会：

01 企业踊跃回购股份，消费者负担能力稳健——欧洲企业正迎来新的篇章。

02 拉丁美洲为能源和数字化转型提供关键的原材料，而投资者有望能循多种途径获利。

03 日本在摆脱通缩及进行企业改革之际，其股票提供一个极具吸引力的机会。

我们认为，全球股市的升势在2024全年将会持续扩大，并延伸至美国以外的其他市场，也不只限于超大型热门股，不同市值的股票也会参与涨势。



欧洲

谱写欧洲企业新篇章

当出现全球金融危机以及几年后主权债务危机时，许多欧洲公司都大幅削减了股息。股东虽然大为不满，但也无能为力。时间来到2024年初。欧洲的贷款机构以及各行各业的公司确定了他们的资产负债状况稳健，足以能够给股东分配资本。

毫无疑问，欧洲企业正迎来新的篇章。公司更能善待股东。除了增派股息之外，企业更踊跃回购股份。回购股份向来是美国股市的一大特点，支持美国股票多年来跑赢全球其他股市。然而，这种做法在欧洲大陆市场一直少见。同时，欧洲股票净发行量已转为负值，这对股东而言也是一大利好。

正当企业管理呈现利好股东的趋势(市场参与者尚未充分意识到这个现象)，欧元区经济基本面也在持续好转。在工资上涨的支持下，消费者情况稳健。企业利润前景乐观。最后，利率似乎将要下降，为消费者和企业带来有利条件。我们预料今年年底时，欧洲央行的降息幅度或次数会超过美联储。

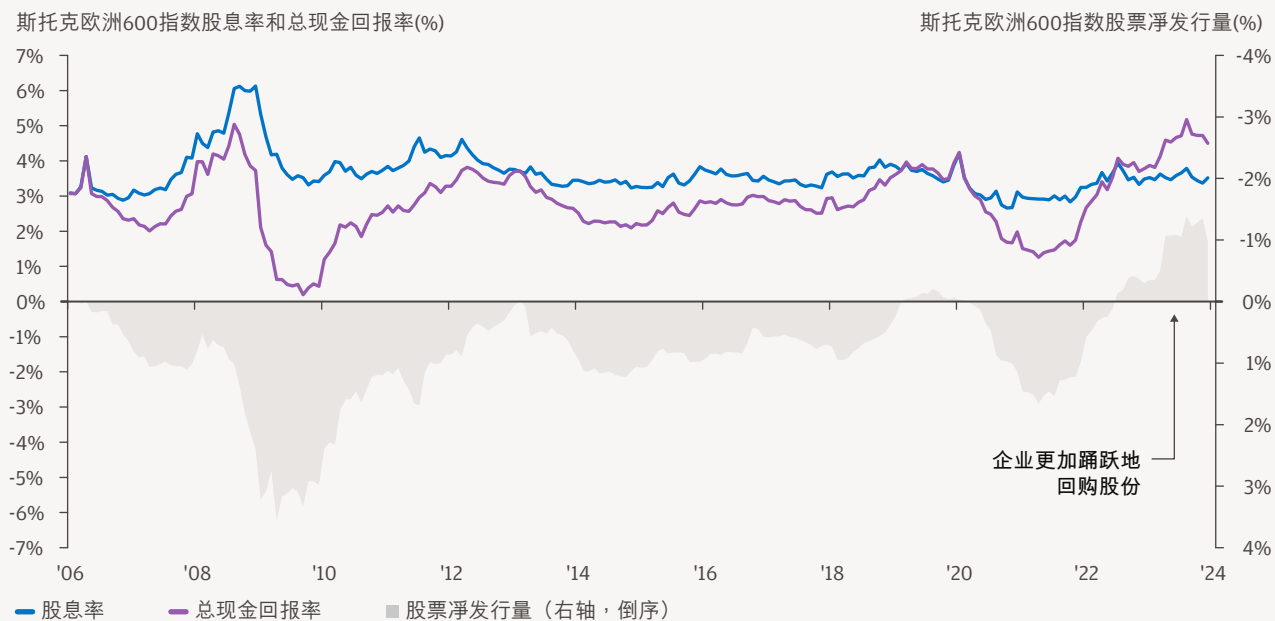
这一切都为欧洲股票创造了有利的环境。这也印证了我们的观点，认为全球股市的升势在2024年内将会持续扩大，并延伸至美国以外的其他市场，也不只限于超大型热门股，不同市值的股票也会参与涨势。

当然，看好欧洲股票的预测者过去也因欧股表现未及预期而蒙受损失。然而考虑到结构性和周期性的原因，我们认为，欧洲市场正处于一个转折点。企业管理更加利好股东，代表着该领域正在经历一场重大的结构性转变。此外，由于周期性行业在欧洲市场占据主导地位，如果出现降息等顺周期推动因素可能会重燃投资者对该地区的兴趣。

结构性转变：利好股东的企业

结构性改变精要总览：

打破常规：股份回购呈上升趋势



资料来源：Datastream、Haver Analytics、高盛投资研究部、摩根大通。数据截至2024年2月29日。



几十年来，欧洲企业一直在经济增长乏力与资产负债状况薄弱的困境中挣扎，依赖着备受挑战的银行业。

由于连串的危机几乎是接踵而来，导致企业和市场受挫尤深，公司多年间接连发行股票。许多全球投资者因而削减了欧洲投资配置。他们也通常很少回头审视。

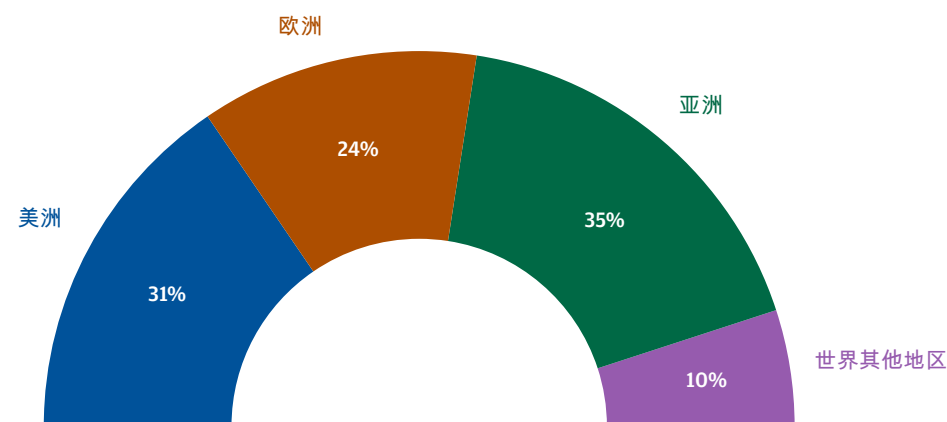
然而在最近的几个季度，投资者开始领会到利好股东的企业变革。（正如我们在「全球观点」一节的另一篇文章中所讨论，日本也在经历类似的转变。）

从投资者角度看，股份回购表明了企业的信心，使得管理层与股东的利益趋于一致。回购会让市场上的股票数量减少，为投资者创造了更有利的供需平衡。

最后，我们预期，投资者将会日益认识到，领先的欧洲公司（即该地区的「国家龙头企业」）实际上是面向全球的消费者群体，因而往往能够从全球经济中受益，而全球经济也经得起一轮加息周期的考验，表现超出许多人所料。我们认为，未来一年欧洲经济仍将保持韧性。

面向全球的客户群为欧洲的「国家龙头企业」提供支持

2023年欧洲国家龙头企业按地区划分的收益比重



资料来源：公司报告、彭博财经、摩根大通。数据截至2023年12月31日。注：欧洲国家龙头企业指赛峰、施耐德电气、LVMH集团、爱马仕、法拉利、诺和诺德以及阿斯麦。

经济与实际工资同时持续增长

纵观各行各业及不同公司，不断改善的经济基本面有望形成更强的增长潜力，进而让收益和利润持续上升。

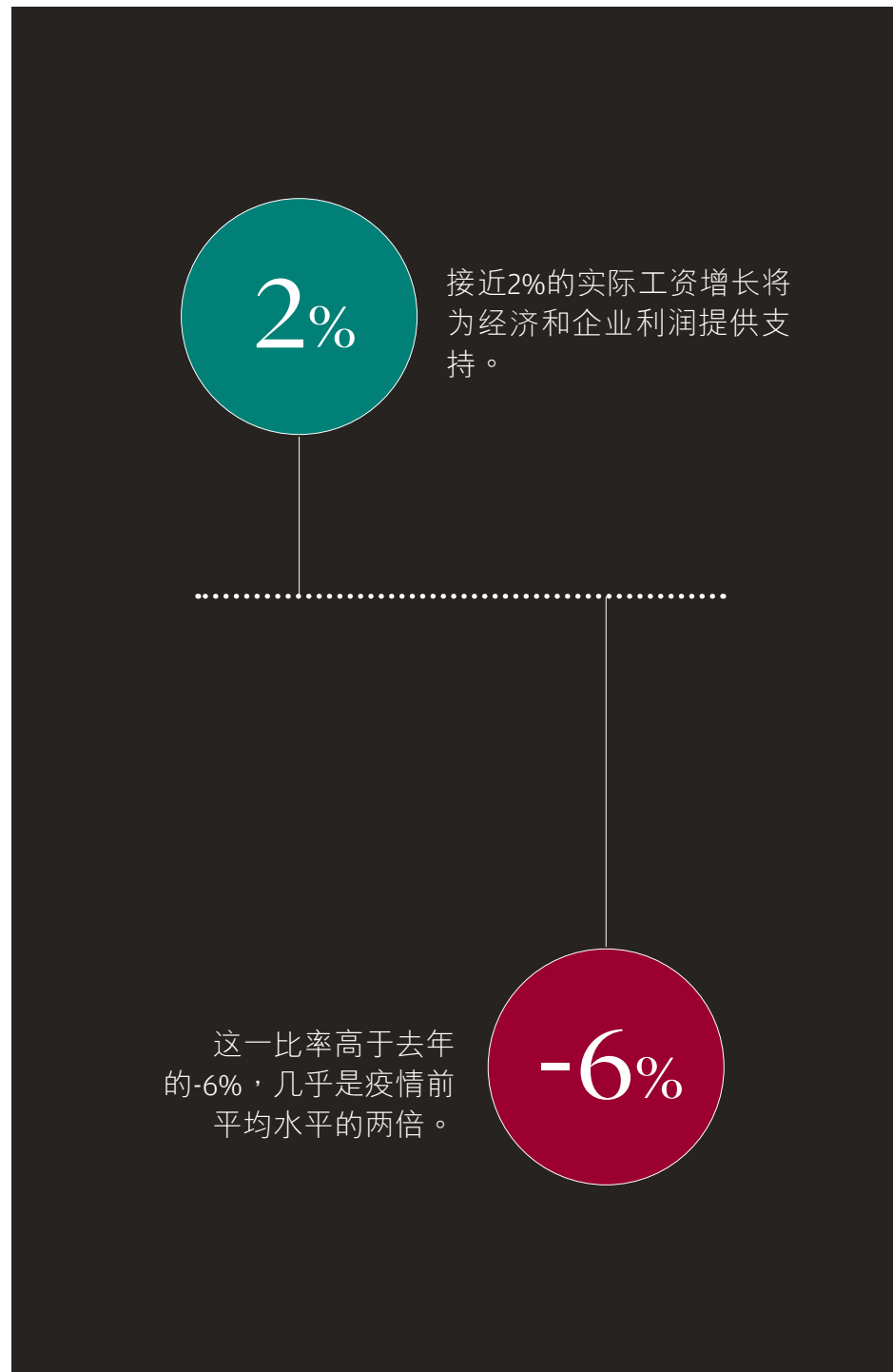
欧元区第一季度GDP同比增长0.5%，而2023年下半年基本上为零增长。3月份，欧元区综合采购经理人指数(PMI)升至50.3，为该项调查自2023年5月以来首次处于扩张区间。¹²我们预期，到2024年底，欧元区经济将会加快增长至接近1%的水平。

此外，接近2%的实际工资增长将为经济和企业利润提供支持。这一比率高于去年的-6%，几乎是疫情前平均水平的两倍，意味着消费者手头宽裕。

最后，我们注意到，金融和贷款条件收紧的负面影响正在逐渐减退。在最新一轮的欧洲央行贷款调查中，报称收紧贷款标准的银行净数量四年来首次降至零。

我们承认，欧洲的前景存在风险。来自中国制造企业的竞争对欧洲公司构成重大威胁。例如，中国电动汽车制造商比亚迪有机会成为德国汽车制造商的强劲竞争对手。

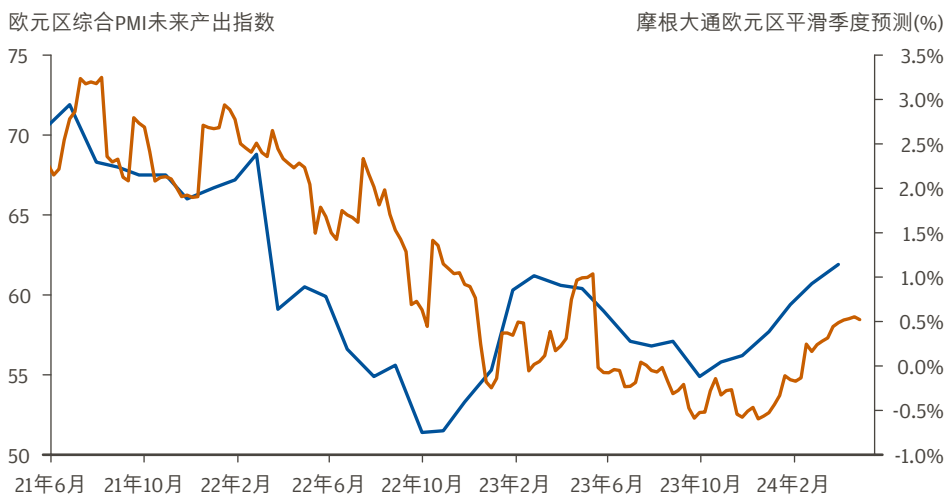
¹² 标准普尔全球、彭博财经。数据截至2024年4月。



然后，还有地缘政治风险。俄乌冲突以及随之而来的能源危机加剧了欧洲依赖能源进口的风险。红海冲突已造成航线紧张，从而增加了能源商品的成本。

由于中东的石油产量约占全球三分之一，该地区持续升级的紧张局势可能会破坏稳定。特别是，倘若关键的霍尔木兹海峡中断石油运输，则油价乃至整体通胀都可能被推高。该地区能否实现能源供应多元化以减少对外国石油的依赖，仍然存在疑虑，尤其是，欧洲汽车制造商难以以具竞争力的价格销售电动汽车。

欧洲经济增长的基本面有望走强



资料来源：摩根大通、标准普尔全球、彭博财经。数据截至2024年4月。注：摩根大通平滑季度预测分析了一个国家的所有宏观经济数据，以预测年化季度GDP增长。

股票上涨范围不断扩大

有一段很长的时间，投资者超配美国股票便能获得不错的回报。我们认为，这种方式依然适用于长线投资。然而，随着股票上涨范围扩大到新的地区，加上欧元区持续改善的经济基本面以及利好股东的企业管理，这些因素可望在2024年及以后的时间带来具吸引力回报。投资者需要保持关注该区走势。





拉美

需求强劲，供应稀缺：发掘关键原材料领域的利润

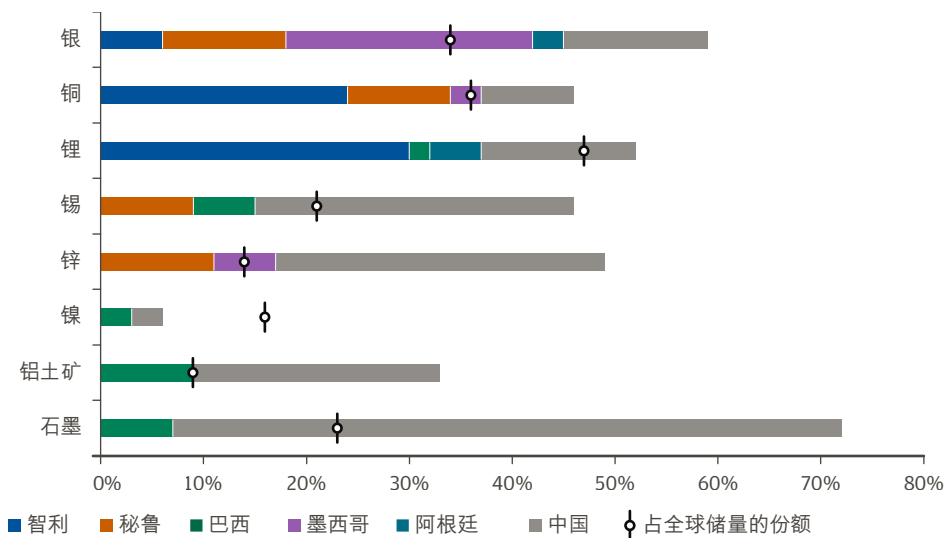
电动汽车的车主都能了解这种情况——已经没有什么时间，还要焦急地四处寻找附近的充电站。他们或许也明白，锂是制造电动汽车电池的关键元素，而它却一直严重短缺。

事实上，不太为人所知的情况是：在发展能源和数字化转型(包括人工智能的崛起)以及广义上的安保领域(国家安全、网络安全、能源安全)的过程中，有多种原材料发挥着重要的作用，而这些原材料都集中在少数几个拉美国家中。

智利和秘鲁生产的铜占全球供应的40%，而智利和阿根廷的锂则占全球供应的32%。市场对重要原材料（特别是铜、锂、钴和镍）的需求非常殷切而且持续增长，但供应却相对短缺。

少数国家控制着很大一部分关键矿产储量

拉美地区在若干矿物产量和储量的占比(%)



资料来源：矿产品概要、美国内政部、美国地质调查局。注：数字为预估数值。数据截至2022年12月31日。

拉美在矿产资源的主导地位为投资带来深远影响，制造许多投资机会，包括：外商对该地区进行的直接投资，还有全球矿业巨头以及受惠于该地区经济活动的上市公司股票。

长期以来，拉美一直充分利用其天然资源，该区大多数主要国家的贸易平衡之中，采矿业占据着最大的份额。我们认为，数字化和能源转型所带来的长期机会加大出口进一步增长的潜力。



需求激增

对于上述转型，铜和锂可能是最重要的两种原材料。铜在太阳能、水能和风能系统中发挥着关键作用。人工智能领域方面，铜还扭转了整体局势：根据摩根大通投资银行部最近的一份报告，人工智能数据中心需要的电力比传统数据中心多三倍，因此需要更多铜。基于锂在电动汽车电池和储能系统的重要作用(平均每辆电动汽车需要8.9公斤原材料，数量巨大)，因此对锂的需求似乎将加速增长。¹³

无论如何衡量，对于关键原材料的需求都在快速增长，而随着数字化发展和气候转型，增长速度只会更快。国际能源署预测，到2026年，数据中心、人工智能和加密货币的用电量可能会翻番。根据摩根大通投资银行部估计，此增长速度可能意味着铜需求将再增加3%，即较当前需求预期还要高出3%。

另外，根据该能源机构的计算，在净零排放的情景下，锂需求量预期将在2030年前达到717千吨(kt)，而供应量只有485千吨。

价格显然会上涨。彭博新能源财经(Bloomberg NEF)估计，到2027年，铜价可能会飙升20%。《财富商业洞察》估计，全球锂市场价值预期将从2023年的222亿美元增长到2024年的269亿美元，并在2032年之前增长到1,340亿美元。

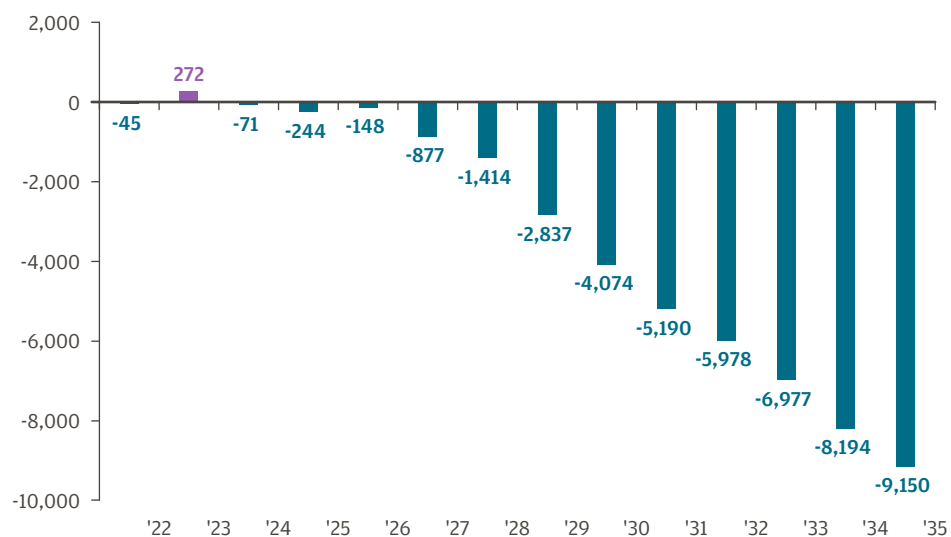
供应紧张

预期在未来十年，需求激增将令本已紧绌的矿产供应更加紧张。

由于缺乏基础设施，加上受到市场对更优质精炼产品的需求较大，以及新项目遭遇政治阻力等各种原因影响下，若干关键矿产的全球产量增长相对较慢。

铜需求不断增长下面对供应有限的难题

全球铜供应短缺预估(千吨)



资料来源：摩根大通、英国商品研究局、Wood Mackenzie、BGRIMM、世界银行、经合组织、彭博新能源财经、汽车制造商指南、政府机构、IA。分析截至2024年4月20日。

¹³ 国际能源署。数据截至2024年3月。

聚焦安全

关键原材料的供需缺口加剧了公共政策制定者和企业高管的安全忧虑。例如，在美国内政部的美国地质调查局识别的50种关键矿产中，

美国全面依赖进口的有12种。对接下来29种的依赖程度也达到50%。截至2023年，美国的这些矿物大部分都从中国采购。

如今，确保取得锂的安全供应途径，是亚洲、欧洲和美国的科技公司和汽车制造商的头等大事。造成的结果是：制造商(矿产消费者)与矿业公司建立了战略联盟和合资企业，以确保制造商拥有可靠的多元化供应商基础。

有别于俄罗斯(能源和数字化转型的另一大原材料来源)，拉美被西方买家视为「友好」地区。

此外，美国《通胀削减法案》鼓励制造商在北美(包括墨西哥)或向自由贸易伙伴采购关键材料和/或组装零部件。根据墨西哥汽车工业协会的数据，由于汽车制造商在美国销售墨西哥产电动汽车时利用了《通胀削减法案》授予的部分税收抵免，因此从2021年到2023年，每年出口至美国的墨西哥产电动汽车数量几乎翻倍。

投资影响

全球采矿业可能是获取能源、数字化和安保转型重要原材料最直接的途径。我们认为，市场参与者可能低估了矿业公司持续产生盈利和现金流的能力。

作为周期性行业，采矿业可能会受益于全球制造业的复苏以及中国经济的企稳。在制造业方面，拉美国家的部分矿业公司已在降低碳排放和管理缺水风险方面取得了进展。

对于全球投资者而言，拉美股市无论是与全球同业对比，还是回顾自身历史，目前的盈利都相当稳健，估值吸引。拉美股票的12个月远期市盈率为9倍，低于10年平均市盈率12倍。目前，拉美是全球股票估值最低的地区。¹⁴

拉美股票还可能享受降息带来的利好。拉美各国央行已将政策利率平均下调了近200个基点，整个2024年和2025年可能还会再降息300个基点。

此外，不断增长的出口可能会刺激区内经济增长，并有助于提高拉美公司的利润。

投资者可选择专门以全球采矿行业为重点，或选择更广泛地投资整个资本市场。无论选择哪种方法，他们都可以找到各种投资机会，以从拉美为能源和数字化转型提供关键原材料的地位中获利。

¹⁴ 彭博财经。数据截至2024年5月20日。



亚洲

日本股市：这次不一样

许多投资者认为那天永远不会到来。但经历几十年的经济萎靡之后，随着通胀和名义经济增长走高，日本终于摆脱了通缩恶性循环。同时，企业改革正促使公司彻底变革对待股东的政策。在新法规的压力下，企业专注于提高效率 and 盈利能力，因而似乎能将回馈股东的价值提升至史上最高水平。

宏观环境也具有吸引力。由于中国经济持续面临阻力，加上更广泛的地缘政治环境似乎越来越令人担忧，日本却因相对稳定的经济及政局而显得优胜。在亚洲，日本是对中国需求依赖程度最低的经济体之一，该国的经济状况正在改善，同时利好政策也带来支持。

企业治理的结构性转变，加上乐观的宏观前景，让日本股票成为全球最值得关注的投资机会之一。投资者已注意到这一点。2023年，日经指数以本币计算的升幅达到30%，跑赢标普500指数，并最终突破日本1989年泡沫时期的高位。就算计及货币贬值因素后，日本股票以美元计算的回报率仍达22%。¹⁵

然而，全球投资者持有日本股票的比重仍然相对较低。据估计，日本股票约占全球股票组合的4%，相对于其在MSCI世界指数等全球股票基准指数中的权重，全球投资者对日本的配置偏低。我们认为，这种低配部署可能即将结束。

以下是投资者可能会考虑增加日本股票配置的三个关键原因。

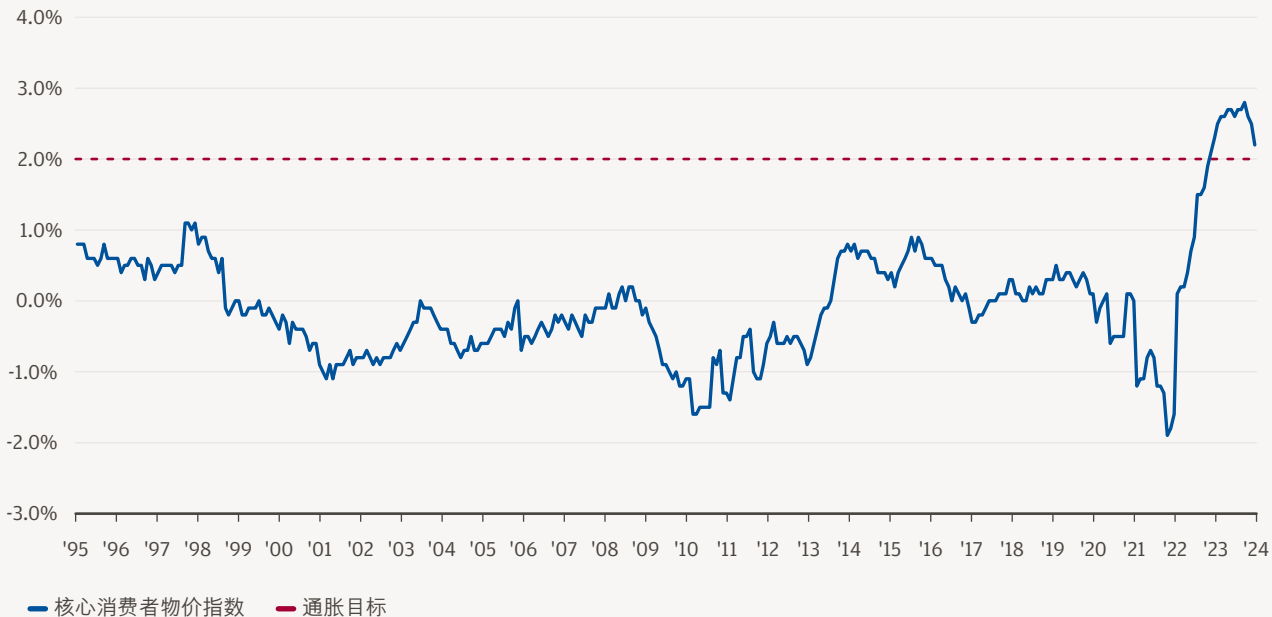
迎来通胀

日本即将摆脱看似积重难返的通缩恶性循环。这个成就不容小觑：通缩会对经济产生有害的影响。企业和消费者预期价格会下跌，因而推迟支出，从而让经济活动持续低迷。这基本上是日本过去20年的命运写照。

随后，物价因新冠疫情时期物资短缺而飞涨，而经济活动在日本经济疫后重启时再次活跃。在日本，通胀犹如一股清新的空气，是经济终于恢复正常的可喜迹象。

日本通胀表明经济终于恢复正常

日本核心消费者物价指数(同比%)



资料来源：日本总务省和Haver Analytics。数据截至2024年4月。

¹⁵ 彭博财经。数据截至2023年12月31日。

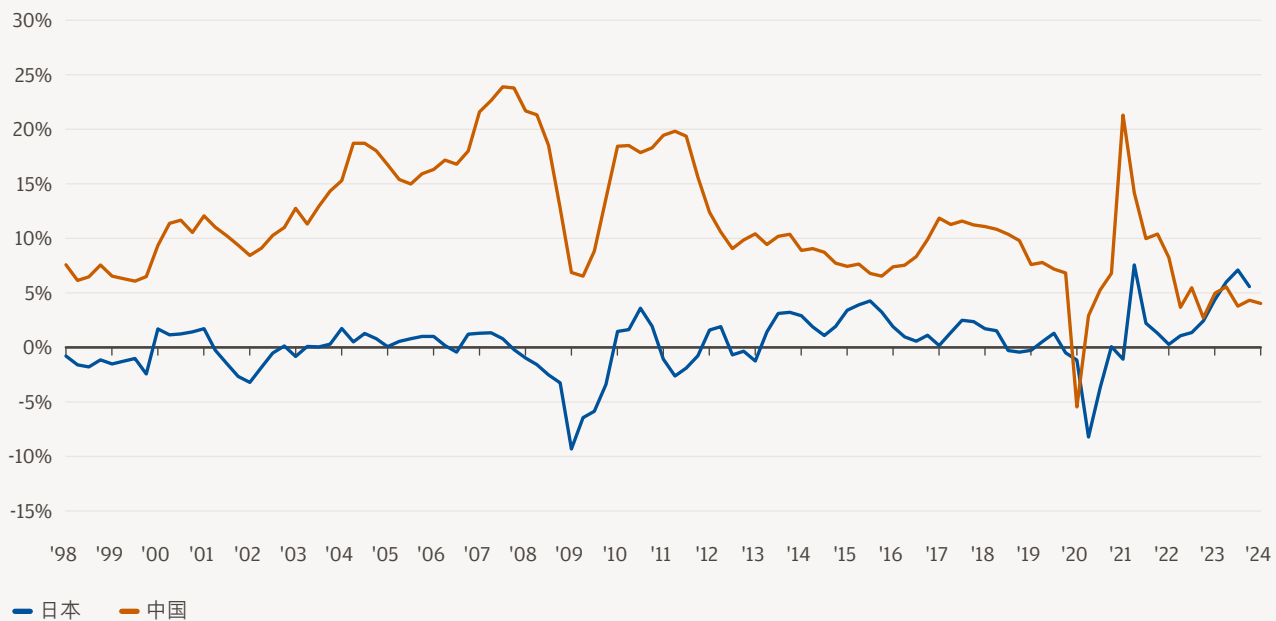
经济恢复正常正在推动企业利润、工资以及房地产价格，重要的是，也在推升消费者和市场信心，形成良性循环。由于物价上升会带来更强劲的收益，进而导致工资增加，这种良性循环能够扭转长达数十年的停滞状态。

这种结构性转变的一个例子，就是日本的名义经济增长在30多年来首次超越中国。

展望未来，随着日本经济恢复正常，而中国的增长和通胀则进入结构性走弱时期，两大亚洲巨头之间的增长差距有望缩小。

日本名义经济增长在30多年来首次超越中国

名义GDP增长(同比变化%)



资料来源：日本内阁府、中国国家统计局、Haver Analytics。数据截至2024年第一季度。

企业治理的新时代

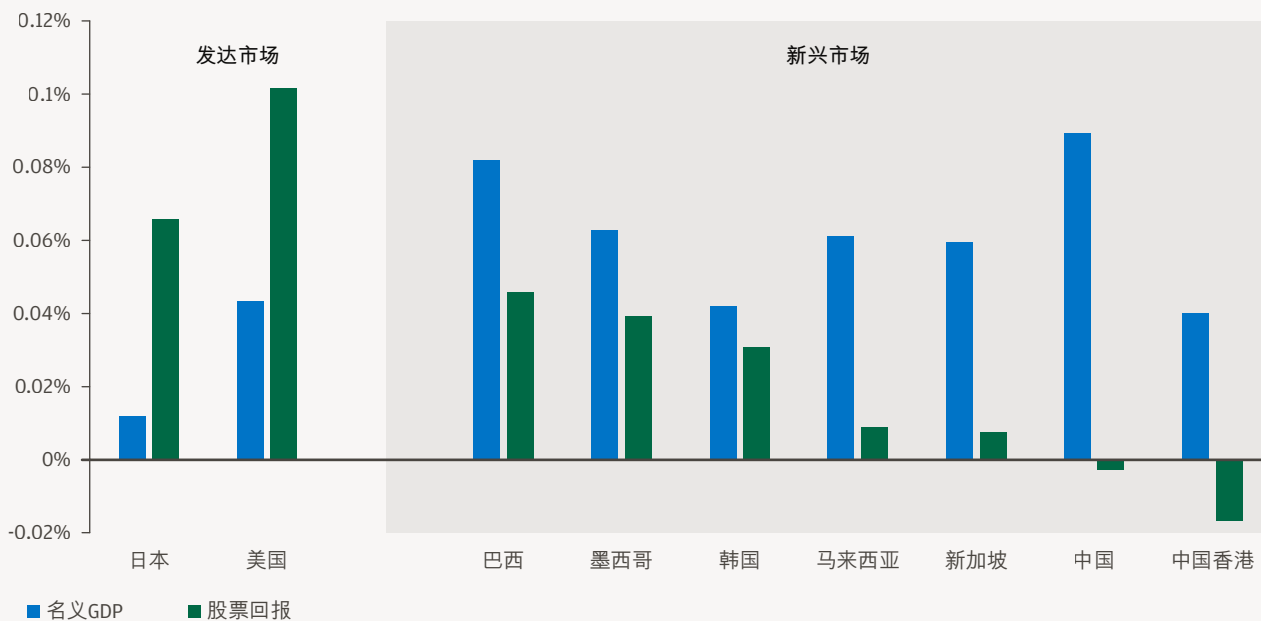
日本资本市场正迎来重大转变。东京证券交易所实施的改革已促使日本企业改变自身与股东之间的基础关系。目标是为了改善企业治理，最终能够提高股东回报。

正如从通缩向再通胀转变会对经济产生深远影响一样，旨在改善企业治理的改革也会对股东回报影响尤深。我们试想一下经济增长与企业盈利的关系便可知一二。在许多企业治理薄弱的经济体中，

企业盈利都会落后于经济增长，而且差距通常非常大。公司可能会通过发行更多股票、增加浪费性支出或另行作出侵蚀每股利润的商业决策等方式导致股东价值稀释。因此，尽管许多新兴市场经济体多年来的经济高速增长，但他们的股东回报却跑输发达市场。

股票投资需要考虑经济增长与企业盈利的关系

2009-2023年的年化名义GDP增长与本地股指价格回报比较(%)



资料来源：国家来源、彭博财经、Haver Analytics。数据截至2023年第四季度。

美国企业就是一个很实用的例子。过去十年，美国的经济增长比许多其他主要经济体慢。然而，企业盈利(以及由此产生的回报)却大幅跑赢经济增长。

一个关键的原因(当然也有明显的例外)，就是美国公司以创造经济价值，再将价值回馈股东为目标。企业治理在很大程度上解释了美国公司的股东回报为何会远超增长较快经济体的公司回报。

日本公司正在向美国模式靠拢。东京证券交易所实施的改革正在改变治理文化，促使日本公司更加专注于盈利能力。结果是，日本公司盈利本已跑赢基础经济走势，预期今年的增幅会进一步提高，并领先发达国家在11%-13%左右。这表明日本股票的价格具有大幅上升的潜力。

供应链与地缘政治

在亚洲，日本拥有独特的地位：

- 属于对中国需求依赖程度最低的经济体之一
- 是半导体供应链的重要参与者
- 能够从外商企业寻求建立供应链韧性中受益

根据日本财务省的数据，日本在2021-23年间曾为半导体和数字产业投资划拨4万亿日元预算，占GDP的比例大于美国建设其国内半导体供应的资本。

在供应链方面，半导体制造商台积电是一个很好的例子。该公司寻求在台湾地区以外的地方多元分散制造业务，因此宣布在美国建厂的计划。虽然该项目一再延误，但台积电已在日本建造一间新工厂，目前正投入全面运营。此举取得成功，让该公司公布了在日本进一步扩张的计划。

地缘政治方面，日本显然有能力应对一些正在积聚的风暴。考虑到美国新政府任期内贸易摩擦加剧的风险，加上日本作为美国盟友，以及在全球供应链中的关键角色，我们认为日本能够制定明晰的经济发展路径。然而，我们也注意到，日本的大部分能源依赖于进口，如果油价上涨，可能会对日本构成挑战。



总结

虽然近期日本股票高歌猛进，但我们相信，日本经济和市场的转型变革能够继续为投资者创造机会。我们认为，股价尚未完全反映出日本市场的全部潜力。尽管在过去15年，日本股票的估值一直处于中间水平，但全球对日本股票的配置比例仍然偏低。我们认为，随着全球投资者逐渐重视正在发生的结构性转变，市盈率有望上升。

过去的乐观预测也曾令人期望落空。我们承认日本的良性经济循环是存在风险，有机会未果而终。然而，日本在经历过数十年的经济低迷，以及基本上被全球投资者所忽视之后，我们认为它的前景是光明的。现在正是重新审视投资日本理由之时。

我们的目标

全球投资策略团队提供行业领先的洞见和投资建议，致力于帮助客户实现长期目标，通过摩根大通各经济师、投资策略师和资产类别策略师积累的广泛知识和丰富经验，为客户提供全球金融市场的独特观点。

执行主管

Clay Erwin

投资销售和交易部全球主管

Russell Budnick

全球市场策略与交易部主管

Grace Peters

全球投资策略部主管

全球投资策略团队

Elyse Aussenbaugh

全球投资策略师

Christopher Baggini

股票策略部全球主管

Nur Cristiani

拉美投资策略部主管

Madison Faller

市场情报部主管

Aaron Goldstein

数字化投资策略主管

Stephen Jury

全球大宗商品策略师

Tom Kennedy

首席投资策略师

Jacob Manoukian

美国投资策略部主管

Kristin Kallergis Rowland

另类资产投资部全球主管

Joe Seydl

高级市场经济师

Xavier Vegas

信贷策略部全球主管

吴安澜(Alex Wolf)

亚洲投资策略主管

Erik Wytenus

欧洲、中东及非洲投资策略部主管

Samuel Zief

全球外汇策略主管

不保证上述全部或任何成员会继续留任，也不保证上述任何专业人员以往的业绩或成功可以预示未来的成功。

重要信息

除非另有说明，否则所有市场和经济数据均截至2024年5月，而资料来源均为彭博财经和FactSet。

所提供的信息无意对任何政府决策或政治选举的预期结果做出价值判断。

文中提述的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。

摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。本文件只作提供资讯用途，并非旨在提供亦不应被倚赖作为税务、法律和会计建议。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

不可直接投资于指数。

指数定义

彭博美国综合债券指数是一个衡量投资级以美元计价的固定利率应税债券市场表现的全面旗舰性基准。包括国债、政府相关证券和公司证券，按揭抵押证券(机构固定利率通递证券)、资产抵押证券和商务按揭抵押证券(机构和非机构)。

彭博美国市政债券指数涵盖以美元计价的长期豁免税项债券市场。该指数有四大板块：州和地方一般信用担保债券、收入债券、被保险债券和提前偿还债券。

花旗经济意外指数衡量相对于市场预期的数据意外情况。正数意味着数据发布强于预期，负数意味着数据发布弱于预期。

消费者价格指数(CPI)是衡量城市消费者在一定时期内购买一篮子消费品和服务的平均价格变动情况的经济指标。

核心个人消费支出是衡量美国居民或代表他们购买商品和服务时支付价格的指标。由于食品和能源价格经常波动，因此该指标已剔除这两项，以更准确地反映潜在的通胀水平。

就业成本指数(ECI)衡量雇主每小时劳动力成本随时间的变化情况。就业成本指数使用固定的「一篮子」劳动力来产生纯粹的成本变化，不受工人在不同职业和行业之间流动的影响，且包括工资和薪金成本以及福利成本。

MSCI巴西指数旨在衡量巴西市场上大盘及中盘股范畴的表现。

MSCI发达市场小盘股指数以特定发达市场中列入可投资市场指数但未列入标准指数的公司为目标，详尽地反映了这一规模细分市场的情况。这些指数包括价值型和成长型指数，以及基于全球行业分类标准(GICS®)的行业指数。

MSCI新兴市场拉丁美洲指数是一项自由流通股加权股票指数。该指数以1987年12月31日为基期，基期指数定为100。

MSCI德国指数是一项自由流通股加权股票指数。该指数以1998年12月31日为基期，基期指数定为100。

MSCI世界指数是一个按自由流通股数调整后的SPX市值指数，旨在衡量全球发达市场的股市表现。该指数包括23个发达市场国家指数。

日经225指数包含从东京证券交易所第一部的国内普通股中选出的225只股票，不包括交易所交易基金、房地产信托基金、优先股出资证券、(子公司分红)跟踪股票等等，但普通股除外。

标准普尔500®被广泛认为是衡量美国大盘股的最佳单一指标，是众多投资产品的基础。该指数包括500家领先公司，覆盖了约80%的可用市值。

主要风险

股票证券的价格可能会因为大盘市场的变动、公司财政状况的变动、利率风险及缺乏流动性而上升或下跌，有时候可能会比较急速或不可预料。股票证券须承担「股市风险」，即股价通常在短期或较长时间内可能下跌。

另类资产投资策略的投资具有投机性，往往比传统投资涉及更大程度的风险(包括流动性有限、透明度有限和其他因素)，只有其经济能力能够承受全部或部分用于此类策略的资产损失的成熟投资者才应考虑这类投资。

私募投资面临特殊风险。个人在投资前必须达到特定的适合性标准。此信息不构成出售要约或购买要约的招揽。需要提醒的是，对冲基金(或对冲基金的基金)、私募股权基金、房地产基金经常从事杠杆投资等投机性投资行为，这可能会增加投资损失的风险。这些投资可能非常缺乏流动性，不需要定期向投资者提供定价或估值信息，而且可能涉及复杂的税务结构和延迟分发重要税务信息。这些投资不受与共同基金相同的监管要求的约束；而且常常收取高额费用。此外，在任何此类基金的管理和/或运作方面，可能存在大量的利益冲突。有关详细资料，请参阅有关的发售备忘录。证券可通过摩根大通证券有限责任公司(美国金融业监管局成员)、证券投资人保护公司及其经纪—交易商附属公司购买。

大宗商品投资可能比传统证券投资具有更大的波动性。大宗商品的價值可能受到整体市场变动、大宗商品指数波动、利率变化，或旱灾、水灾、天气、家畜疾病、禁运、关税和国际经济、政治和监管发展等持续影响某个特定行业或大宗商品的因素所影响。投资于大宗商品可创造机会增加回报，但同时也可能会遭受更大的损失。

债券受利率风险、发行人信用和违约风险的影响。债券价格通常在利率上升时下跌。

投资者应了解购买市政债券存在的潜在纳税义务。若持有人需缴纳替代性最低税，则其持有的某些市政债券需缴纳联邦税。如由资本收益，则需缴纳联邦税投资者应注意，来自免税市政债券基金的收益可能需要缴纳州和地方税以及替代性最低税(AMT)。

优先投资具有股票和债券的共同特征。优先证券通常是具有看涨期权保护的长期证券，在资本结构中介于债务和股权之间。优先证券具有各种风险和考虑因素，包括：集中风险；利率风险；低于个别债券的信用评级；对资产的要求低于公司的个别债券；由于这些风险特征而拥有更高的收益率；「可赎回」含义是指发行公司可在特定日期后以特定价格赎回股票。

小市值公司通常比成熟的「蓝筹」公司面临更多风险，因为与大多数大市值和/或蓝筹公司相比，较小的公司可能承受更程度的市场波动。

国际市场投资可能并不适合所有投资者。国际市场投资涉及较高风险且波动性增加。外币汇率变动以及美国以外地区的会计及税务政策存在差异可能会增加或降低回报。此外，一些海外市场的政治及经济环境可能不及美国及其他国家般稳定。国际市场投资可能较为波动。

衍生品可能比其他类型的投资更具风险，因为它们对经济或市场条件的变化可能更加敏感，并且可能导致远远超过原始投资的损失。使用衍生品可能不会成功，导致投资损失，而且这种策略的成本可能会减少投资回报。

投资损失节税可能并不适合所有人。如果您预计今年无法实现净资本收益，有净资本损失结转，担心偏离您的模型投资组合，和/或承担较低的所得税税率或通过递延税账户进行投资，投资损失节税可能并非您账户的最佳选择。您应该与投资顾问讨论这些问题。

本文件仅供一般说明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人银行业务提供的若干产品及服务。文中所述产品及服务，以及有关费用、收费及利率均可根据适用的账户协议而可能有变，并可视乎不同地域分布而有所不同。所有产品和服务不一定可在所有地区提供。如果您是残障人士并需取得额外支持以查阅本文件，请联系您的摩根大通团队或向我们发送电邮寻求协助（电邮地址：accessibility.support@jpmorgan.com）。**请参阅所有重要信息。**

一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置/多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等）或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通团队联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标/情况的讨论。

非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明/参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及/或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

关于您的投资及潜在利益冲突

在摩根大通银行或其任何附属机构（合称「摩根大通」）管理客户投资组合的活动中，每当其有实际或被认为的经济或其他动机按有利于摩根大通的方式行事时，就可能产生利益冲突。例如，下列情况下可能发生利益冲突（如果您的账户允许该等活动）：(1) 摩根大通投资于摩根大通银行或摩根大通投资管理有限公司等附属机构发行或管理的共同基金、结构性产品、单独管理账户或对冲基金等投资产品时；(2) 摩根大通旗下实体从摩根大通证券有限责任公司或摩根大通结算公司等附属机构获取交易执行、交易结算等服务时；(3) 摩根大通由于为客户账户购买投资产品而收取付款时；或者(4) 摩根大通针对就客户投资组合买入的投资产品所提供的服务（服务包括股东服务、记录或托管等等）收取付款时。摩根大通与其他客户的关系或当摩根大通为其自身行事时，也有可能引起其他冲突。

投资策略是从摩根大通及业内第三方资产管理人处挑选的，它们必须经过我们的管理人研究团队的审批流程。为了实现投资组合的投资目标，我们的投资组合建构团队从这些策略中挑选那些我们认为最适合我们的资产配置目标和前瞻性观点的策略。

一般来说，我们优先选择摩根大通管理的策略。以现金和优质固定收益等策略为例，在遵守适用法律及受制于账户具体考虑事项的前提下，我们预计由摩根大通管理的策略占比较高(事实上可高达百分之百)。

虽然我们的内部管理策略通常高度符合我们的前瞻性观点，以及我们对同一机构的投资流程、风险和合规理念的熟悉，但是值得注意的是，当内部管理的策略被纳入组合时，摩根大通集团收到的整体费用会更高。因此，对于若干投资组合我们提供不包括摩根大通管理的策略的选择(除现金及流动性产品外)。

法律实体、品牌及监管信息

在美国，银行存款账户及相关服务(例如支票、储蓄及银行贷款)乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。

在美国，投资产品(可能包括银行管理账户及托管)乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司(合称「**摩根大通银行**」)作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务(例如证券经纪及咨询账户)乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**(「**摩根大通证券**」)提供。摩根大通证券是金融业监管局和证券投资者保护公司的成员。保险产品是透过Chase Insurance Agency, Inc(「CIA」)支付。CIA乃一家持牌保险机构，以Chase Insurance Agency Services, Inc的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及CIA均为受JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称为「BaFin」)授权，并由BaFin、德国中央银行(Deutsche Bundesbank)和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会(CSSF)监管，注册编号为R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 Sucursal en España (马德里分行)**分派，其注册办事处位于Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会(Comisión Nacional de Valores，简称「CNMV」)监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管

委员会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，简称为「CONSOB」)监管，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为8076，其米兰商会注册编号为REA MI 2536325。在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行(DNB)和荷兰金融市场监管局(AFM)监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为72610220。在**丹麦**，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**(即德国摩根大通有限责任公司附属公司)分派，其注册办事处位于Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行(即德国摩根大通有限责任公司附属公司)同时须受丹麦金融监管局(Finanstilsynet)监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在**比利时**，本文件由**摩根大通有限责任公司－布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行(NBB)及比利时金融服务及市场管理局(FSMA)监管，并已于比利时国家银行行政注册处登记注册，注册编号为0715.622.844。在**希腊**，本文件由**摩根大通有限责任公司－雅典分行**分派，其注册办事处位于3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管，并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为124。雅典商会注册号为158683760001；增值税注册号为99676577。在**法国**，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法国金融市场管理局(Autorité des Marchés Financiers(AMF))监管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其注册办事处位于rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士由瑞士金融市场监督管理局(FINMA)授权并受其监管。

就金融工具市场指令(MIFID II)和瑞士金融服务法(FINSA)而言，本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息，这些文件目前或应在相关司法管辖区内提供(按照要求)，否则投资者不应认购或购买本广告中提及的任何金融工具。

在**香港**，本文件由**摩根大通银行香港分行**分派，摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在**新加坡**，本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分

派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)是依据美国法律特许成立的全国性银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

关于拉美国国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和／或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和／或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通，包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件，在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下，我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外，您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法例和／或契约限制，且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有价证券若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记，则基金不得在任何拉美国国家公开发行。

应收件人要求及为收件人之便，本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件，但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文，且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释、概以英文版本为准。

在澳大利亚，摩根大通银行(ABN 43 074 112 011/AFS牌照号码：238367)须受澳大利亚证券及投资委员会以及澳大利亚审慎监管局监管。摩根大通银行于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。就本段的目的而言，「批发客户」的涵义须按照公司法第2001 (C)第761G条(《公司法》)赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

摩根大通证券是一家在美国特拉华州注册成立的外国公司(海外公司) (ARBN 109293610)。根据澳大利亚金融服务牌照规定，在澳大利亚从事金融服务的金融服务供应商(如摩根大通证券)须持有澳大利亚金融服务牌照，除非已获得豁免。**根据公司法2001 (C) (《公司法》)，摩根大通证券已获豁免就提供给您的金融服务持有澳大利亚金融服务牌照，且根据美国法律须受美国证券交易委员会、美国金融业监管局及美国商品期货委员会监管，这些法律与澳大利亚的法律不同。**摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。本文件提供的资料不拟作为亦不得直接或间接分派或传送给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言，「批发客户」的涵义须按照《公司法》第761G条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：

- 包含的金额可能不是以澳元为计价单位；
- 可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息；
- 可能没有阐释与外币计价投资相关的风险；以及
- 没有处理澳大利亚的税务问题。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。「摩根大通私人银行」是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用，未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通团队联络。

© 2024年。摩根大通。版权所有。

J.P.Morgan PRIVATE BANK