

2024年  
脆弱環境中的  
強韌經濟

年中展望



本文件表達的意見和觀點均為摩根大通私人銀行的意見和觀點，可能與摩根大通和其關聯公司及其僱員的其他領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。本文件表達的意見和觀點，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。本文件並非針對特定投資者而編製，且不一定適合所有投資者。投資於任何投資產品或策略之前，投資者務須與其財務代表討論和聯繫。本文件不應視為研究報告或摩根大通研究報告看待。**前景展望和過往表現並非未來表現的可靠指標。**請參閱本文件末尾所載的其他監管狀況、披露規定、免責聲明、風險和其他重要資訊。

投資產品：● 不受聯邦存款保險公司保障 ● 未獲銀行擔保 ● 可能損失本金

# 序言

---

今年年初，市場普遍預測通脹將迅速下降，促使各國央行啟動一系列降息舉措。這些預測都是對當時形勢的公正解讀，合乎情理。

但經濟走勢卻與預測相左。通脹並沒有如許多人預期的那樣迅速下降。即便如此，從各種不同的宏觀變量來看，全球經濟變現依然十分強勁。

世界也正處於微妙時刻。地緣政治風險猶在，這也是所有投資者關注的焦點。他們的擔憂不止一點，包括全球衝突可能會惡化，11月美國大選的結果和影響仍撲朔迷離，中美關係摩擦不斷，以及備受關注的國家安全問題，包括傳統國防、能源、供應鏈和網絡安全等方面。

因此，我們將本期《年中展望》定名為「脆弱環境中的強韌經濟」。

一方面，經濟增長、債券收益率和股票估值都在走高。而另一方面，通脹和地緣政治風險也在加劇，並且稅收也可能上調。

正值規劃下半年部署之際，全球投資策略部的觀點為我們提供指引，幫助我們識別客戶可能面臨的風險和機會。我們認為，如果經濟增長放緩，客戶可以依託股票來捕捉全球增長中的機會，借助實物資產來抵禦通脹，並通過債券來獲得收益和對沖經濟放緩的風險。與此同時，人工智能方興未艾。《年中展望》指出，個人電腦經歷15年才能提高經濟產能；我們預計，人工智能大概只需7年便可達到。

簡而言之，我們認為各方積極力量可望在2024年及以後推動市場向前發展。

無論市場走向如何，我們將始終相待而成，倍加珍惜長久以來與您建立的關係，盡心竭力提供至臻服務。我們很榮幸能夠與您攜手並進，成為您理財道路上的重要夥伴。衷心感謝您對摩根大通團隊一直以來的信賴和支持。

順祝鈞安！



**David Frame**  
私人銀行美國行政總裁



**Martin Marron**  
私人銀行國際市場行政總裁

## 2024年中展望 要點

---

經濟展現出乎意料的韌性。  
我們認為，全球市場升勢應會持續。

---

人工智能方興未艾。  
發展路徑尚未明確，但影響可能巨大。

---

利率將較長時間維持較高水平，但不會永遠如此。  
利率敏感板塊中的市場錯位可能不會持續太久。

---

美國大選將會對全球造成影響。  
切勿因此擾亂您的投資計劃。

---

為持續衝突做好準備。  
多元化，同時考慮投資於安全、國防和基礎設施。

---



---

## 強韌的經濟

經濟展現出乎意料的韌性	9
利率將在較長時間維持較高水平，但不會永遠如此	14
人工智能方興未艾	25

---

## 脆弱的環境

美國大選將會對全球造成影響	30
為持續衝突做好準備	34

---

## 全球觀點

譜寫歐洲企業新篇章	41
需求強勁，供應稀缺：發掘關鍵原材料領域的利潤	46
日本股市：這次不一樣	50

# 沒有多少人 預測到 這一點。

全球經濟增長正在頂住加息的壓力，證明全球經濟增長比市場普遍預期更強韌、更持久。同時，頑固的通脹使得市場對大幅降息的預期化為泡影。儘管如此，全球股市今年迄今已錄得超過10%的回報。

過去5個月，經濟學家已將2024年的全球實際生產總值(GDP)增長預測從2.5%上調至3%，並將聯儲局降息的預測從7次下調至只有2次。曾抱持懷疑態度的投資者和政策制定者已開始承認，經濟不僅具有韌性，實際上還相當強健。此外，從長遠來看，人工智能的潛在經濟影響可能十分巨大，甚至可能帶來變革。

---

在我們的《年中展望》中，我們仔細審視當前的環境。



當前環境看起來「高於」  
我們習慣的情境。

---

經濟增長率更高

---

政策利率和  
債券收益率更高

---

股票估值更高

---

事實上，發達經濟體中各種不同的關鍵市場和宏觀經濟變量(除通脹外)－從失業率到短期政府債券收益率再到企業利潤，看起來在數十年來的穩健水平。我們預期，全球股票將在今年推升投資組合回報。同時，更加沉重的融資成本為信貸創造了具有吸引力的回報潛力，並可能導致中盤股、實物資產和私募股權資產出現折讓。

只不過……



這種新環境需要承擔代價。

我們看到以下可能：

---

## 通脹更高

---

---

## 地緣政治風險更高

---

---

## 稅收更高

---

我們認為，客戶應進行全面的投資，同時在脆弱環境中的強韌全球經濟，警惕可能面臨的風險。

地緣政治風險是所有投資者最為關心的問題。全球衝突惡化的可能性不容忽視，無論是中東爆發區域性戰爭，還是歐洲已然是自二戰以來規模最大的陸地戰爭愈演愈烈。11月的美國大選可能會帶來重大的經濟和市場影響，這種影響沒有人能肯定地預測。作為全球最大的兩個經濟體和貿易夥伴，中美關係似乎正朝着難以回轉的方向惡化。

脆弱環境中的強韌經濟。這就是投資者在2024年中面臨的大環境。



# 強韌的 經濟

一項基本的健康調查顯示，將全球經濟稱為「具有韌性」並不足以表達我們所看到的強勁程度。

在美國，近期實際增長趨勢已達到約3%，過去兩年的失業率一直低於4%（接近創紀錄的連續水平），同時通脹率已從2022年的峰值降至較為可承受的3%左右（儘管仍高於目標）。在其他方面，經歷了能源價格和利率衝擊後，歐洲經濟增長正在復甦，而全球製造業最終也可能回升。

從市場的角度看，全球股市在過去一年上漲了20%，而安全的短期政府債券則提供了正實際收益率－還能有什麼不满意的呢？

# 強韌經濟中的增長加速

## 消費推動持久的經濟擴張

更高的增長背景緣起疫情。2021年，強大的財政和貨幣刺激，加上經濟重新開放，推動全球經濟名義增長率超過15%。三年過後的今天，隨着全球央行緊縮周期結束，名義增長率已放緩至6.5%左右。儘管名義增長可能會在未來一年進一步放緩，但其增長幅度仍有可能保持在高於2010年代大部分時間的水平。

歐美居民部門收入的增長率接近6%，為強勁的消費提供了資金。同時，資產價格高企和淨財富創紀錄，提供了信心支持。這種消費為企業帶來了福音，並轉化成過去少見的豐厚

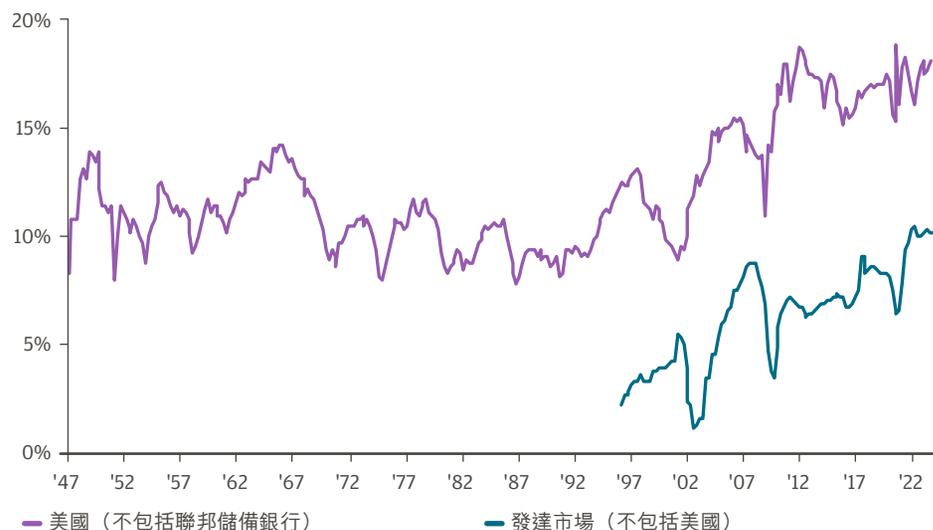
盈利。在美國，非金融行業的利潤率已接近18%，而歐洲和日本的利潤率則在過去10年翻了一番，達到10%。在利潤率或收入沒有出現大幅收縮的情況下，不太可能出現會危及居民部門收入的大規模裁員。

## 居民部門收入持續增長，為強勁的消費提供了資金



資料來源：經濟合作與發展組織、NBER、Haver Analytics。數據截至2024年3月31日。

## 企業已將銷售轉化為過去少見的豐厚盈利



資料來源：聯邦儲備委員會、MSCI、摩根大通。數據截至2024年3月31日。

美國境外，經濟增長前景可能在溫和改善。全球經濟數據意外上揚，隨着企業補充此前已耗盡的庫存，在經歷艱難的一年後，全球製造業可能正在復甦。即使在中國，儘管房地產行業的壓力依然存在，但經濟數據已經企穩。

### 全球製造業正在迎來拐點

摩根大通全球製造業採購經理人指數(50+ =擴張)



資料來源：摩根大通、標準普爾全球、國家經濟研究局、Haver Analytics。數據截至2024年4月30日。

企業現在也更有可能為增長進行投資。行政總裁的信心達到兩年來的最高水平，企業利潤強勁，並且不斷改善的信貸環境可能會推動更多的資本支出和就業。如果貨幣政策變得更為寬鬆，對利率敏感的周期性行業也可能迎來反彈。住宅固定投資(住房)是經濟體中對利率最為敏感的組成部分之一。在加息周期中，該行業的產出暴跌了近15%。儘管利率仍然高企，但該行業已開始恢復增長。

我們認為，衰退風險相對較低。然而，部分投資者仍然擔心經濟增長的環境可能再次引發不可持續的通脹，並導致全球央行實施新一輪可能破壞穩定的加息。雖然今年下半年的增長可能會使通脹保持在央行目標之上，但我們認為這並不意味着央行有必要進行新一輪加息，使商業周期面臨風險。



# 強韌經濟中的通脹走高

通脹可能會企穩於2%至3%之間

儘管全球通脹已從近8%大幅下降至3% (此趨勢對市場有利)，但這一進展顯示出一些經濟正在放緩的跡象，特別是在美國。第一季度，核心個人消費支出平減指數(PCE)物價(扣除食品和能源的消費者物價)年增長率接近4%，就業成本指數意外上升，並且基於市場的通脹預期指標也有所上升。

我們預期，今年下半年，美國通脹將從第一季度所見的年化4%在年底降至3%以下。

我們認為，住房通脹和工資增長的持續降溫將推動周期性通脹回落。租金的領先指標表明，今年的官方住房指標趨勢應會放緩。受補充庫存和持續的消費需求推動，這應會對商

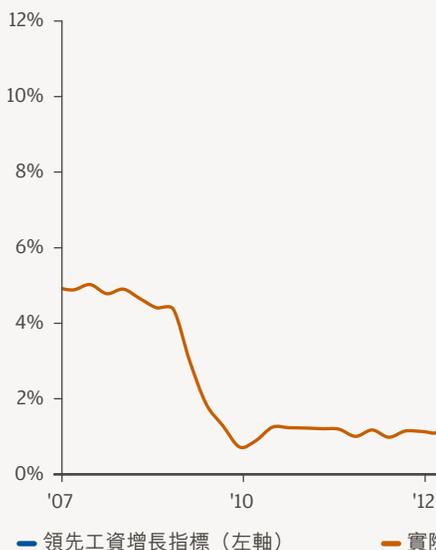
品價格的任何反彈產生抵銷作用。勞動力方面，供需平衡已較2021年和2022年有大幅改善，同時工資增長的領先指標表明，第一季度的飆升有望逆轉。

根據我們的分析，我們認為，美國通脹可能會在可預見將來企穩於2%至3%的水平。

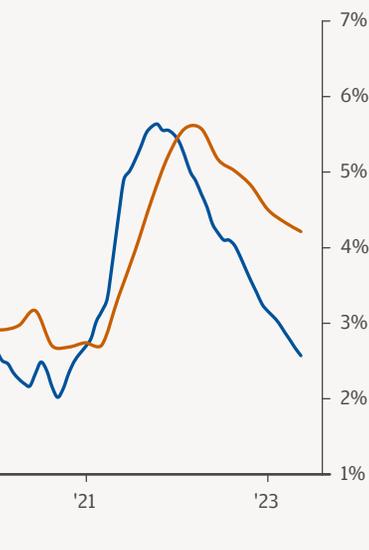
首先，勞動力市場相比疫情前仍然較為緊張，這推動了更強勁的工資增長。儘管企業支付更高的工資，它們仍然保有較強的定價權，並且正在將價格上漲轉嫁給消費者。

## 工資增長應會在未來幾個月放緩

美國事實工資追蹤系統3個月移動平均值同比%



美國僱傭成本指數工資增長率，同比%



資料來源：Indeed Hiring Lab、美國勞工統計局、Haver Analytics。數據截至2024年3月31日。

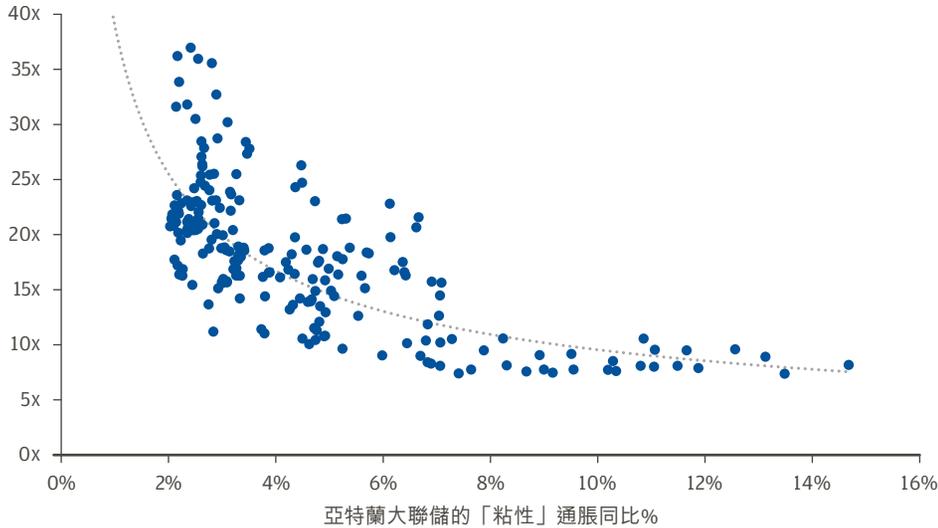
其次，大宗商品價格已走高。在一定程度上這反映了產業政策和能源轉型的影響，並且相關影響對需求的提振大於供應。目前，大宗商品價格還體現了較多的地緣政治風險。

最後，一眾發達經濟體的住房短缺問題在許多年內都不會得到解決。這應會在2025年及以後對住房成本構成上行壓力。

從投資者的角度看，2%至3%的通脹可能相對溫和。根據我們對過去60年的分析，3%的通脹已成為一個關鍵的閾值。低於這一水平時，股市市盈率往往得到充分支持，而股票與債券則呈現出可靠的負相關性。

當通脹低於3%時，股票市盈率往往會獲得支持

標普500指數市盈率倍數

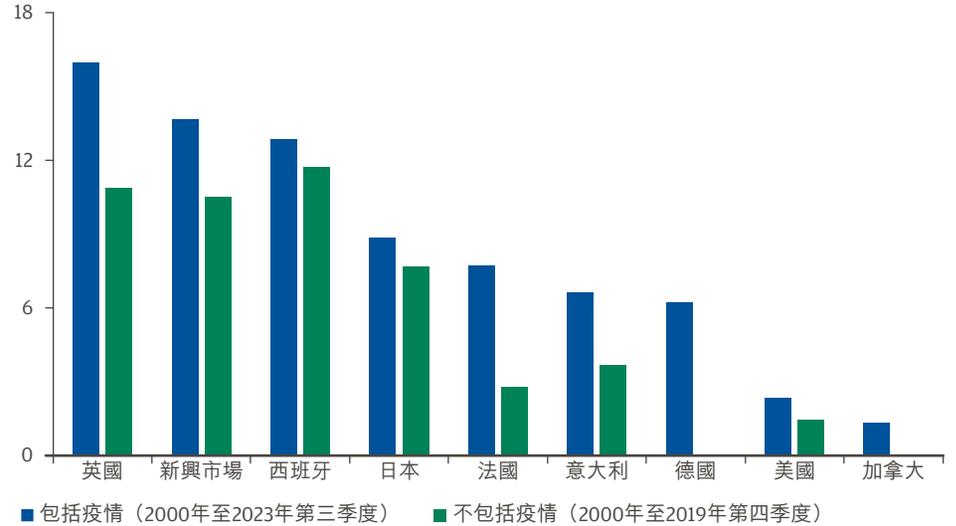


資料來源：標準普爾和亞特蘭大聯儲。數據截至2023年9月30日。

能源價格的新一輪飆升(比如因中東的區域性戰爭所致)將對我們的美國通脹展望構成關鍵風險。能源價格上漲可能會如何「傳導」至整個經濟體？我們認為，能源價格持續上漲50%，才會令非能源通脹上升1%。我們認為，不太可能出現如此大幅度的飆升，原因包括OPEC的閒置產能、美國的能源獨立性，以及地緣政治風險溢價可能已經反映在油價上。

### 能源價格飆升將對我們的通脹展望構成風險

能源通脹每上漲1%傳導至非能源通脹的基點



資料來源：牛津經濟研究院、Haver Analytics。數據截至2023年12月31日。EM指新興市場，本例中包括八個國家：巴西、智利、捷克共和國、匈牙利、墨西哥、秘魯、波蘭、羅馬尼亞。註：我們採用多項式分布滯後模型預估這些能源轉化的結果。因變量為剔除能源通脹的消費者物價指數，自變量為最高滯後四階的能源通脹多項式，而多項式最高為二階。作為對照標準，還包括因變量的四分之一階滯後。結果是有關能源通脹變量的所有系數之和。對於不包括疫情的結果，模型以2000年至2019年第四季度的季度數據進行估計，對於包括疫情的結果，則截至2023年第三季度。

歐洲通脹更容易受潛在大宗商品價格波動影響，但歐洲貨幣聯盟的價格增長已回歸至較為舒適的水平。重要的是，歐洲的通脹超調在較程度上由能源、食品 and 供應衝擊所推動；這並未反映緊張的勞動力市場和過剩的需求。歐洲通脹似乎有望在年底前後回歸至歐洲央行的目標水平。

上行壓力可能會使通脹保持在央行目標之上，特別是在美國。這可能意味着更高的政策利率和債券收益率，但還意味着更強勁的企業盈利和實物資產需求。這為多元資產投資組合創造了利好環境。

# 強韌經濟中的政策利率上行

美國的政策利率有可能維持高於通脹的水平

2024年伊始，投資者們紛紛期待着重大降息周期的降臨。放眼全球，降息周期似乎已到來。但目前除非通脹進一步下降，否則聯儲局似乎很可能維持觀望姿態。

聯儲局會怎樣權衡下一步舉措？我們認為該央行處於強勢地位。只要勞動力市場壓力不增加，聯儲局就可以按兵不動，等待住房通脹數據改善。如果經濟增長確實意外放緩並可能導致衰退，聯儲局可下調利率，刺激經濟體中最受益領域的活動，特別是住宅房地產領域。

勞動力市場壓力沒有捲土重來的情況下，進一步加息的理由似乎相對站不住腳。

我們曾指出美國勞動市場比2022年更加健康，部分原因是第一季度新增了70萬外國出生的工人。此外，領先指標顯示，工資增長呈持續下跌的趨勢。

重要的是，通脹預期有所緩和。紐約聯儲和密歇根大學有關未來一年通脹預期的調查仍接近3%。基於市場的較長期通脹指標已經企穩，過去一年接近2.5%。

當聯儲局最終決定降息時，利率就可能保持高於通脹率的水平。如下圖表所示，與歷史趨勢一致。

## 縱觀現代金融史，政策利率大部分時間一直高於通脹率

核心PCE和聯邦基金利率，同比%



資料來源：經濟分析局、聯邦儲備委員會、Haver Analytics。數據截至2024年3月31日。

不論聯儲局何時開始降息周期，投資者都需要明白，現在的利率環境已經大為不同。在2010年代，聯儲局開始了史無前例的貨幣政策寬鬆。政策利率維持遠低於通脹率的水平，以幫助消費者和企業在全球金融危機後恢復其資產負債表。與此同時，經濟學家提出了「長期停滯」和通脹已死等理論。

那些日子已一去不返。高通脹風險與經濟衰退風險同樣普遍存在，通脹波動更為劇烈，而私營部門的資產負債表非常健康。展望今年後續時間直至2025年，我們認為，現金收益率環境將可比肩1990年代，當時的政策利率較通脹率高200個基點左右。相對於投資，政策制定者以此方式鼓勵更多儲蓄，從而有望幫助抑制物價上漲。

雖然聯儲局自身的降息周期可能會被推遲，但全球的緊縮趨勢已明顯發生逆轉。在十國集團(G-10)中，瑞士央行已率先開始降息；目前，另有20家央行正在降息。歐洲央行和加

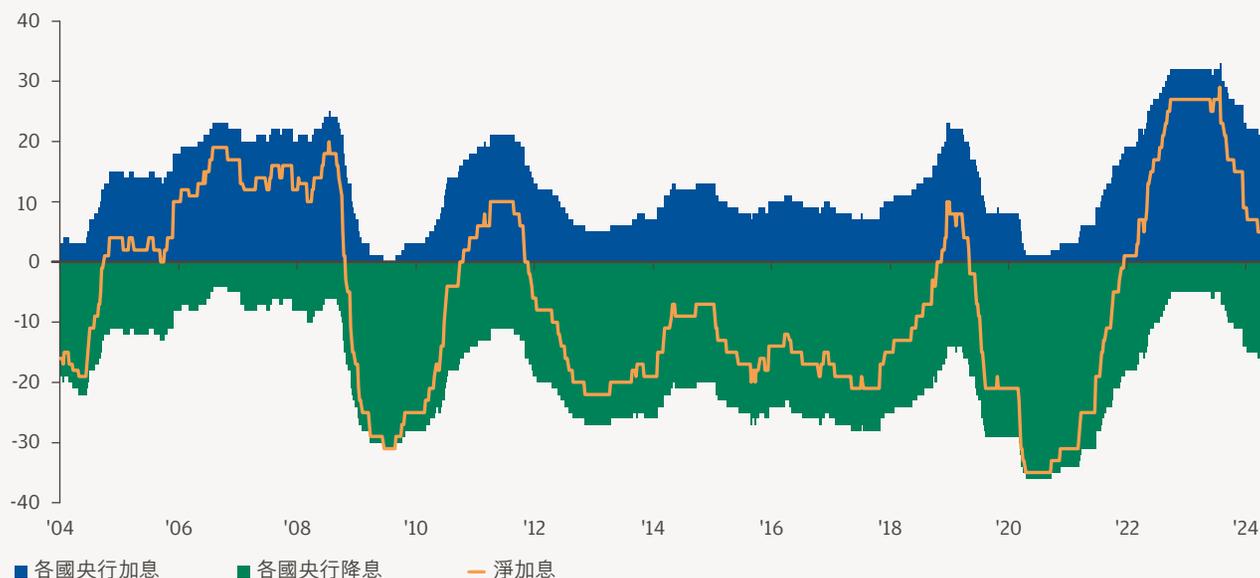
拿大央行以降息拉開了夏季的序幕。巴西央行已將其政策利率從去年夏季的13.75%降至如今的10.75%，同時部分拉美央行已完成其寬鬆周期。

只有日本央行特立獨行。日本的通脹和工資增長終於開始趨向於與央行政策目標相符的水平。日本國債收益率全球最低(日本國債收益率實際上仍為0%)，令日圓承壓。儘管政策立場總體而言仍將保持支持性，但較健康的通脹，加上貨幣承壓，意味着日本央行將會邁向正常化，從當前水平逐步提高利率。

儘管事實上，全球降息周期將會比2021年開始的加息周期更加步履蹣跚，但是這種寬鬆轉向應會為全球風險資產提供支持。這種差異應該還會為受益於基準利率上升的對沖基金策略創造機會。我們還認為，年底前外匯市場可能存在投資機會。如瑞士法郎、日圓和人民幣等低收益率防禦性貨幣應會繼續承壓，特別是在兌美元。

### 聯儲局按兵不動，但全球性降息已「箭在弦上」

最近採取加息或降息舉措的央行數量



資料來源：個別央行、彭博財經。數據截至2024年5月31日。

# 強韌經濟中的債券收益率上揚

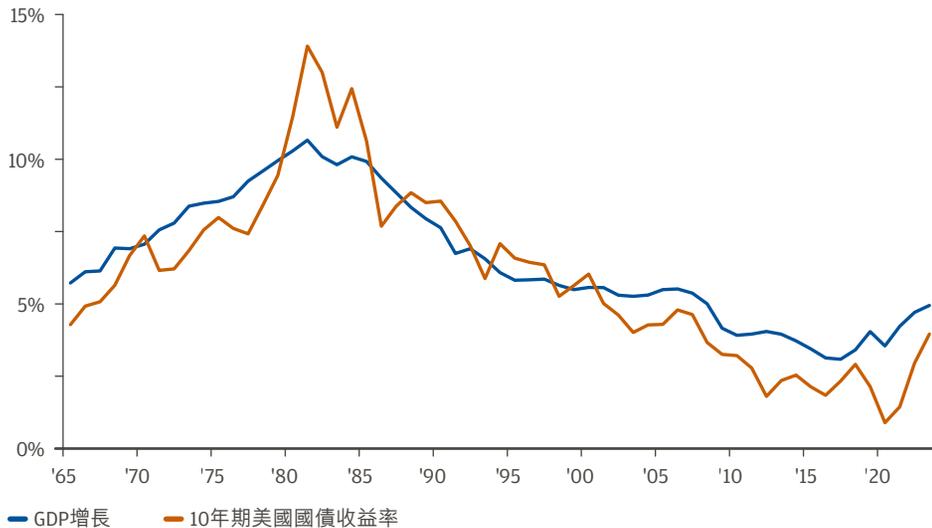
債券收益率將保持高於過去十年的水平

從根本上說，主權債券收益率反映了投資者對未來央行政策利率、經濟增長和通脹前景等的預期，同時也反映了綜合考慮所有其他因素後的風險溢價。基於我們對政策利率上升、全球經濟持續增長和粘性通脹的看法，我們認為各種期限債券收益率的波動幅度很可能會超過全球金融危機後的水平。

10年期政府債券的收益率與名義GDP增長關係密切。如今，美國的名義增長率高於5%。對央行政策的預期也已有所改變。經濟衰退風險相對較低，同時存在通脹根深蒂固的風險，因此全球央行進入深度寬鬆周期的可能性似乎很低。

## 美國長期債券收益率圍繞GDP波動

美國GDP的10年期年化變動百分比，10年期國債收益率



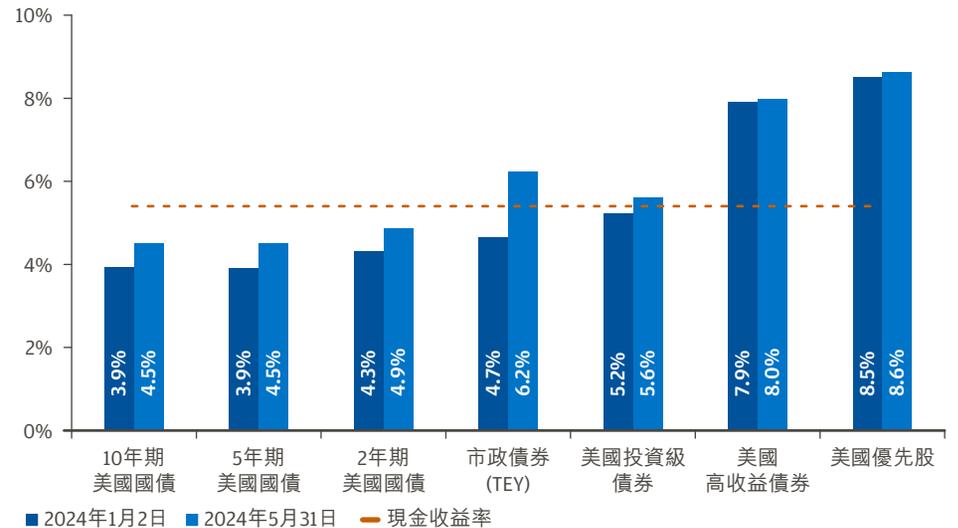
資料來源：聯邦儲備委員會、美國經濟分析局、Haver Analytics。數據截至2024年3月31日。

理論和實踐都告訴我們，債券收益率很可能會維持高位，更不用說政府過度發行債券導致供應增加的風險，以及可能由大宗商品價格上漲提高通脹預期的影響。我們認為存在一些收益率上行的風險。但我們確實相信，全球貨幣政策的轉向意味着本輪債券收益率已經見頂。

對於投資者而言，債券收益率波動加劇應該能提振信心。當我們確實迎來周期性衰退時，核心債券的價格上升應有助於抵銷較高風險資產的下跌。事實上，我們在多元資產投資組合中維持全存續期持倉。

## 目前投資級債券和市政債券收益率遠高於現金

收益率(%)



資料來源：彭博財經。數據截至2024年5月31日。

在戰術層面，投資者不必將投資拓展至期限較長或風險較高的證券也能獲取可觀的回報。事實上，三年內到期的美國投資級公司債收益率將超過5.5%。在歐洲，類似信貸質量和期限的債券收益率略低於4%。

我們認為，高質量發行人的降級風險相對較低。在發達市場的非金融企業中，企業支付的淨利息佔現金流的百分比處於歷史低位。<sup>1</sup>與此同時，信用評級卻從未如此之高：過半數美國投資級債券指數創紀錄被評為A級或更高。<sup>2</sup>

美國市政債券的總收益率接近10年高位，而最近的拋售終於為更具吸引力的估值提供了機會。該資產類別所提供的稅收效率、穩定性和收益令其成為許多美國投資者債券投資組合的基礎。

## 強韌經濟中的信貸市場

### 風險回報可能具吸引力

強韌的經濟增長和高利率意味着，現在是向信貸市場投放資金成為放款人的好時機。目前，我們重點討論在風險和回報潛力方面存在重大差異的幾個策略。

在高流動性固定收益市場中較高風險部分(如某些高收益債券)收益率接近兩位數。

高收益債券一般可以成為多元資產投資組合的重要組成部分。事實上，高收益債券年初至今已錄得接近3%的回報，而核心債券和市政債券的年初至今回報則為負值。儘管息差收窄至五年最低水平，但總收益率仍在8%以上，整體違約前景則相對溫和。事實上，高收益債券可以承受息差擴大約75個基點，或違約率從目前的低於3%上升至4.4%，同時仍提供與美國國債相當的回報。

全球固定收益投資者應該還會看到，證券化信貸(如由汽車貸款付款支持的債券)以及歐洲和新興市場的投資級和高收益債券，有可能獲得可觀的收益和風險調整後回報。

更高的利率為投資者提供具有吸引力的收益，而我們甚至可以認為今年下半年的利率下降將會推動價格在一定程度上溫和上漲。此外，正如我們所指出，如果增長前景變得黯淡，我們認為高質量債券將足以抵銷潛在的股票波動，尤其是因為我們認為，只要通脹持續穩定，股票與債券就會再度形成負相關性。

簡而言之：核心債券能夠在投資組合中發揮其作用。

優先股和混合債券提供的超過無風險利率的額外收益，甚至高於高收益債券，並且它們在合格股息收益息票支付中所佔的高比例提高了美國投資者的稅收效率。我們更傾向於堅持持有較優質的金融和公用事業發行人。目前的等稅收益率超過8%，而利率存續期只有3.5年。

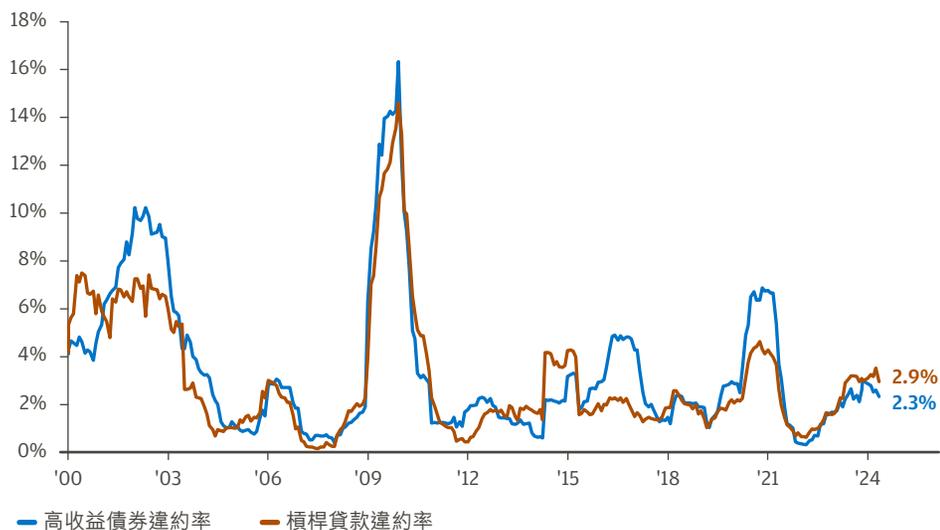
直接貸款仍是我們的重點。我們認為，目前的定價加上目前11%以上的最差收益率(5%以上的基準利率和6%以上的息差)，超過對投資者潛在違約損失的補償。與公開高收益債券市場約8%的收益率和槓桿貸款9%的收益率相比，該等收益率也較具優勢。

1《摩根大通現金流與流動性》，Nikolaos Panigirtzoglou，2024年4月3日。

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

## 儘管利率上升，但企業違約已經企穩

高收益債券和槓桿貸款的違約率(%)



資料來源：摩根大通、Pitchbook Data, Inc。數據截至2024年4月30日。

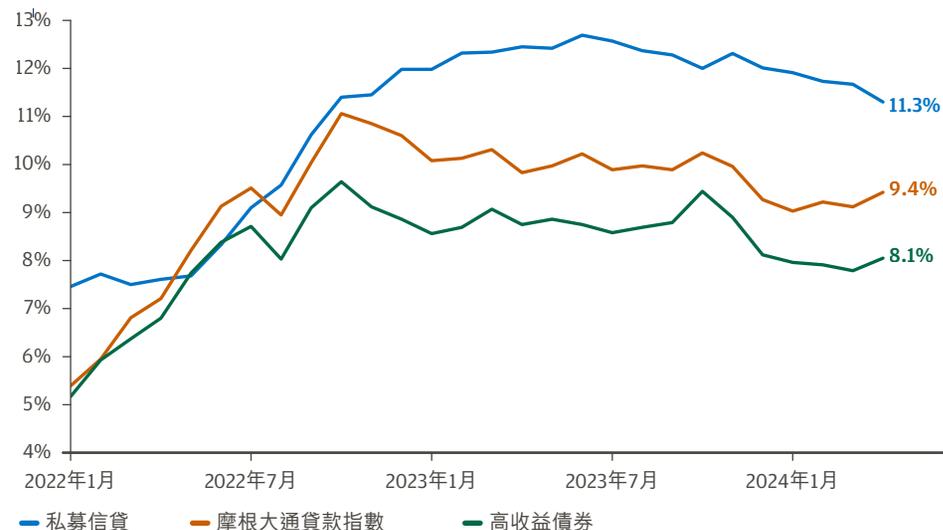
雖然我們普遍看好展期信貸，但不同的借款人情況大相逕庭。最近，規模較小、貸款正在到期的企業借款人面臨着利率上升的挑戰。槓桿貸款的違約率已升至3%，可能會為專業的信貸投資者帶來投資機會。當一家公司的貸款即將到期時，通常可能會發生以下三種情況之一。第一種情況，公司償付貸款，或進行再融資。第二種情況，公司違約，宣佈破產，然後重組或清算。

如今的投資機會屬於第三種情況。

許多公司無法按與其現有債務協議相似的條款為其貸款進行再融資。對於在槓桿貸款市場上借款的私營企業，利息覆蓋率的中位數已經從2021年的2倍惡化至如今的1.5倍。但公

## 最近直接貸款的收益率遠高於公開市場的高收益債券

收益率，%



資料來源：彭博財經。數據截至2024年4月30日。

司與其債權人能夠就其協議進行重新磋商，而不是拖欠貸款並宣佈破產。2023年，這些「修改並延期」交易較2022年增加了10倍，表明利率上升已開始反噬。

為這些交易提供所需資金的信貸投資者，可以在本已頗具吸引力的息差之上獲得額外的「複雜性溢價」。

雖然傳統的貸款人仍在觀望，並且資金成本也處在高位，但現在是成為新貸款人的好時機。在評估信貸情況的過程中，我們發現了許多機會，這些機會可能使得收益率突破兩位數，甚至達到約15%。

# 強韌經濟中的股票價格和估值攀升

大盤股應會受益於更強勁的盈利增長和通脹傳導

也許我們最具爭議的觀點是，在經濟增長加速、通脹上升的環境下，股票估值仍有望得到充分支持。過去所積累的智慧告訴我們，更高的債券收益率應會降低股票估值，因為投資者用於將未來現金流折現為當前的比率，高於債券收益率較低時的比率。我們持不同觀點的理由如下。

股票之所以能夠在通脹環境中受益，是因為公司可以在控制成本的同時提高價格。正如我們所指出，在自1980年以來的最高通脹期間，發達經濟體的利潤率接近其歷史最高水平。這反映了大盤股的力量，事實證明，這類公司的商業模式能夠抵禦高通脹和利率上升。

從過往經驗可見，當通脹處於2%至3%時，股票的平均年回報率接近15%。即使通脹達到3%至4%，平均年回報率也高於8%。

與全球金融危機後的時期相比，在經濟增長加速、通脹上升的環境中，股票所提供的通脹對沖對投資者來說將更具價值。我們認為，當前的市場環境更接近於1990年代，當時政策利率高且穩定，收益率曲線趨於平緩，同時更高的生產效率和投資則推升了股票價格。

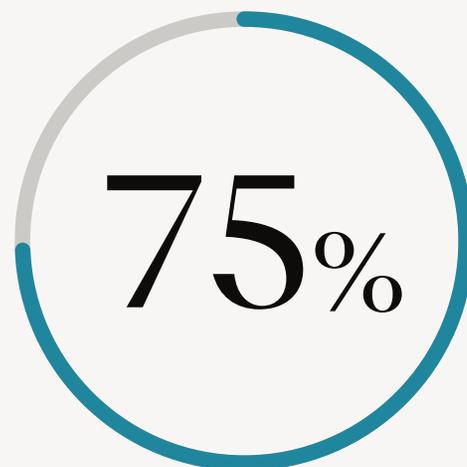
當投資者考慮股票與債券的相對估值時，他們經常會將股票的盈利收益率(市盈率的倒數)與10年期國債的收益率進行比較。<sup>3</sup>在2010年代的大部分時間裡，債券收益率遠低於標普500指數的盈利收益率，這意味着較安全的債券較股票存在巨大溢價。

這在當時的情況下相當合理。債券在2010年代面臨的最大風險(通脹)非常低。由於更弱的經濟增長環境，投資者還曾擔心經濟陷入衰退(股票面臨的巨大風險)。因此，投資者認為債券的風險遠小於股票。如今的投資環境已大為不同。經濟衰退的風險和進一步通脹的風險更為平衡。

如果將現今的環境與全球金融危機後的時期進行比較，您可能會認為股票估值遠高於債券。但回顧過往幾十年，情況已經發生改變。

如今的環境與1990年代相似，我們認為即使債券收益率上升，但股票仍能維持高估值。更具體：我們認為盈利收益率應接近10年期美國國債收益率。這意味着，當10年期債券收益率達到5%時，遠期市盈率為20倍。這時，盈利增長有望推動股市再創新高。

除相對估值外，還存在支持股票高估值的其他重要因素。標普500指數的淨資產收益率(衡量公司為股東創造收益的效率)目前為19%，較長期均值高5個百分點。此外，指數成分公司通過股息和回購將其每年盈利的75%左右直接回報股東，是1977年至2003年的平均水平的兩倍。<sup>4</sup>



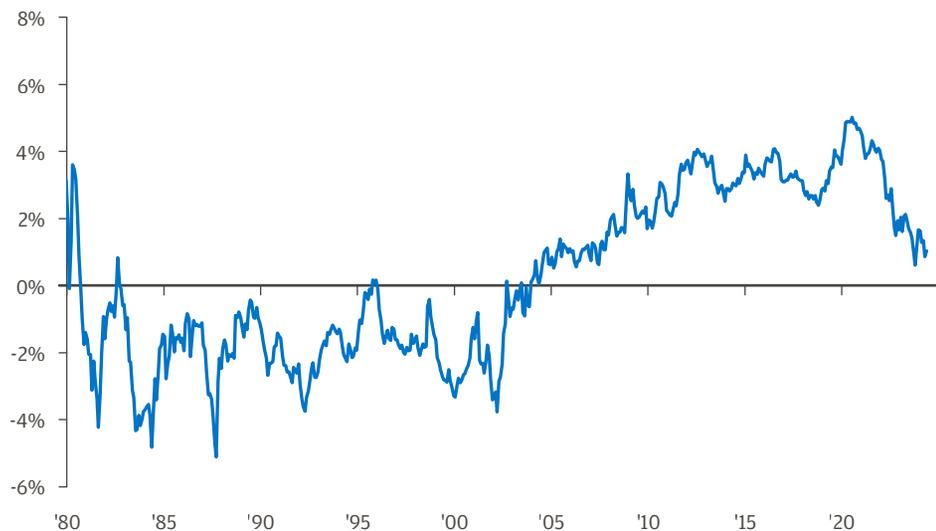
標普500指數成份公司通過股息和回購回報股東的每年盈利百分比。

<sup>3</sup> 市盈率實際上是股票市場的收益率，它假設每一美元的企業盈利均作為票息支付。

<sup>4</sup> Michael Goldstein。《市場估值：交易破壞者》。Empirical Research Partners，2024年。

## 股票風險溢價是否回到1990年代的水平？

美國股票風險溢價(標普500指數盈利收益率－10年期美國國債收益率)，%



資料來源：彭博財經。數據截至2024年3月31日。股票風險溢價由標普500指數盈利收益率減去10年期美國國債收益率表示。

當投資者持有大盤股時，他們就擁有大型公司未來利潤的股份。只要利潤增長和股東回報的前景保持目前的穩定水平，股票估值就有望保持高企。

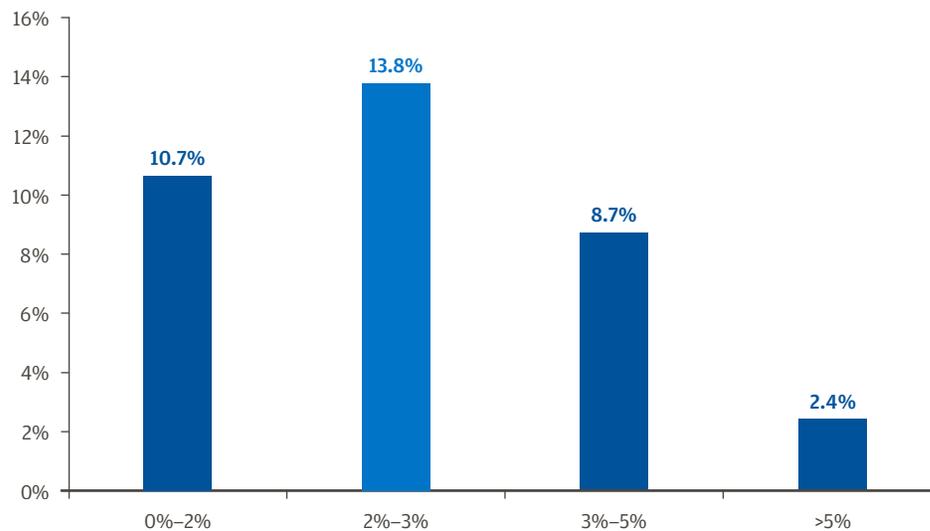
簡而言之，對股票投資者來說，目前的環境看起來非常具有吸引力。

縱觀全球股市，鑒於全球經濟增長迎來拐點，我們看好歐洲股票。歐洲公司也在不斷展示利好股東的做法，這一點與日本企業相同(我們在《全球觀點》中探討了兩個地區的趨勢)。此外，受惠於近岸趨勢，投資者可於墨西哥找到投資機會，而巴西股票則提供穩定的經濟基本面與較低估值的有趣組合：MSCI巴西指數目前的遠期市盈率為7.5倍。

美國方面，接近兩位數的盈利增長應會在2024年底及以後推動市場再創新高。

## 股市在大多數通脹環境下都可展現生機

標普500指數在不同通脹環境下的同比表現(1950年至2024年)



資料來源：摩根大通、美國勞工統計局、彭博財經。數據截至2024年3月31日。

板塊方面，我們關注科技、消費者非必需品、醫療保健和工業。科技板塊擁有最佳的企業盈利增長前景，未來若干季度的增長幅度很可能達到15%左右，而整體市場的增長幅度則可能接近兩位數。因消費板塊在新冠疫情後重新開放期間，從商品轉向服務而產生的庫存過剩即將結束，有望利好消費行業。醫療保健的盈利增長率由2023年的-20%大幅上升至今年的+8%，並且該板塊能夠把握減肥藥(GLP-1)等的長期趨勢。

另一方面，我們要繼續避開債務即將到期的公司(這些公司的股票今年跑輸市場10%)。

同樣的，我們希望避開尚未盈利的公司。事實上，年初至今，預期在2026年之後才會盈利的公司的股票平均跌幅達28%。<sup>5</sup>

我們認為，在2024年下半年，全球股票應能推動投資組合駕馭經濟增長、通脹和利率齊上升的環境。

<sup>5</sup> David Kostin。U.S. Weekly Kickstart。高盛，2024年。

## 跨市場機會

更高的利率能夠讓部分企業、家庭和資產類別陷入困境。但這些壓力同樣帶來投資機會—前提是您知道在哪裡捕捉這些機會。聯儲局「利率在較長時間維持較高水平」的立場擴大了我們在房地產、私募股權和美國中小盤股中看到的機會。但機會可能只會持續到實質性降息周期開始之時。

商業房地產：在經歷動盪的調整後，重新納入該資產類別

雖然商業房地產受到新冠疫情和隨後利率重置的雙重重擊，但投資者對該資產類別的觀點(因片面的媒體報道而惡化)可能更加謹慎。

利率上升令估值承壓。逃離城市 and 在家辦公的興起挑戰了寫字樓板塊的可行性。2023年春季爆發的短暫而動盪的銀行業危機加劇了對信貸供應的擔憂。

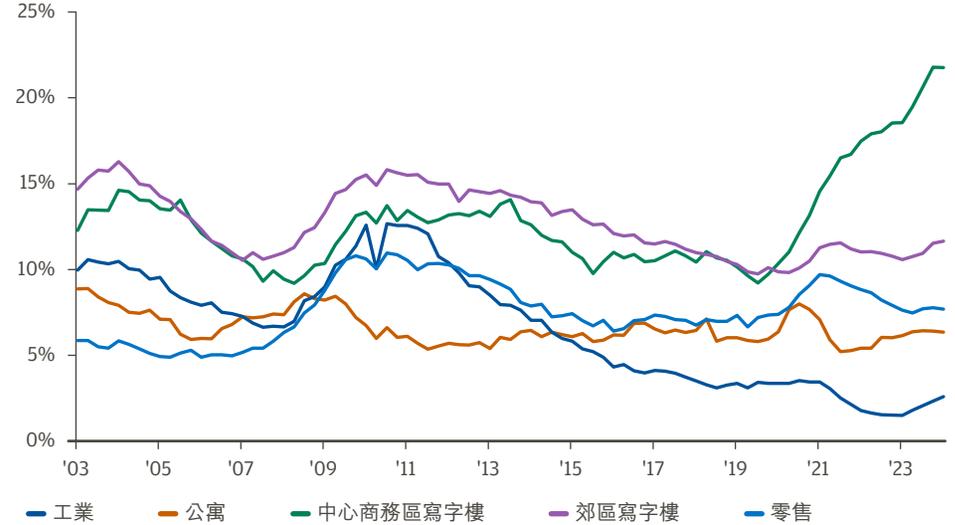
自2021年底以來，房地產一直是公開交易股票市場中表現最差的板塊，跑輸其他市場35%。同時，根據美國房地產投資信託委員會(NCREIF)的測算，房地產價格較2022年峰值下跌10%至20%。

但我們認為，在經歷動盪的調整後，現在是配置該板塊的好時機。我們認為有以下幾個關鍵理由：

最重要的是，除寫字樓外，房地產行業的基本面依然有利。

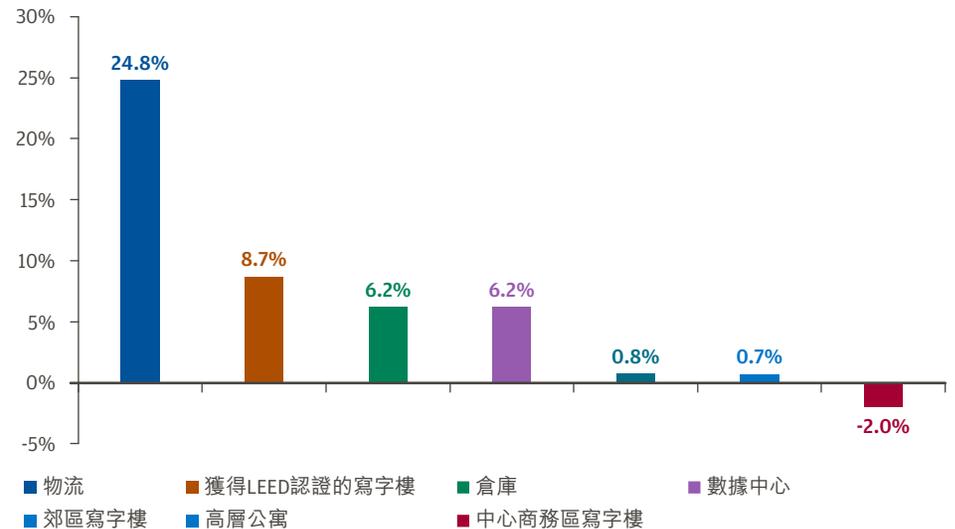
零售、公寓和工業物業的空置率均保持穩定。中心商務區寫字樓的空置率處於歷史高位，但顯示出初步的企穩跡象。有趣的是，郊區寫字樓的空置率相對市中心的寫字樓表現更佳。

除寫字樓板塊外，空置率表現穩定  
商業房地產空置率%(經季節調整)



資料來源：美國房地產投資信託委員會(NCREIF)。數據截至2024年3月31日。

除寫字樓和多戶住宅外，行業基本面依然穩健  
自2022年第四季度以來每平方英尺租金收入的變動



資料來源：CoStar、高盛投資研究部。數據截至2024年3月31日。

信貸環境也在改善。寫字樓板塊是拖欠率和特別償債率都在上升的唯一房地產類型。酒店、零售、多戶住宅和工業的趨勢正在企穩，或改善。

意外的是，去年銀行商業房地產貸款餘額有所增長，而2024年第一季度商務按揭抵押證券市場的初級發行量較2023年第一季度高3倍。金融市場的這些復甦跡象表明，商業房地產將能夠償付在未來兩年到期的1.5萬億美元貸款(假設利率接近本輪周期峰值)。

最後，從2022年底起，租金增長一直表現強勁。只有兩類物業錄得租金負增長：中層公寓和中心商務區寫字樓。物流、數據中心、倉庫、商務酒店和新建的LEED認證寫字樓建築的租金收入均能夠達到超過5%的增長率。<sup>6</sup>

房地產並非是統一一塊，不同板塊面臨着截然不同的不利因素和利好因素。展望未來，我們最看好將會受益於長期趨勢的板塊。例子包括數據中心、學生宿舍和物流。特別是，房地產板塊應會繼續受惠於一個強大的長期主題——單戶和多戶住宅嚴重短缺。我們估計，美國住房短缺在200萬至250萬套之間。這種短缺不會很快消失，因為利率上升限制了新的建築項目並提高了購房成本。

這種環境為租賃市場，特別是單戶住宅的租賃提供了支持。同時，多戶住宅的新開工率較2022年峰值下降33%，這最終也會為多戶住宅價格提供支持。

我們認為，商業房地產正迎來拐點。投資者可能會在該資產類別中發現價值，該資產類別可為投資組合提供不相關收入和通脹對沖。

美國住宅房地產短缺估計在200萬至250萬套之間。



6 Lotfi Karoui。《美國商業房地產：波動、分散，但非系統性》。高盛，2024年。

## 私募股權：浴火重生

與房地產行業一樣，私募股權行業正在浴火重生。利率上升從兩個方面打擊了該資產類別。首先，作為槓桿收購交易的關鍵要素，債務曾一度因對公共槓桿貸款的需求枯竭而變得既昂貴又難以獲得。其次，將投資變現的難度有所增加。IPO和私募股權退出交易較2021年的峰值水平減少約50%。另一項限制：自2021年以來，部分潛在賣家不願以低於高點的估值進行交易。

因此，自全球金融危機以來首次出現私募股權基金有限合夥人投資者的淨現金流連續兩年為負數。現有私募股權基金的投資者所面臨的一項風險是，利率上升可能會進一步導致估值承壓，而分派則會因交易不振而保持疲軟。

但我們認為，部分不利因素正開始消退，為該資產類別的新投資創造一個有利的環境。公開市場股票估值上升有望導致IPO意欲升溫，而利率企穩（並最終降息）應會刺激交易活動。

目前，我們專注於與擁有強勁往績表現的管理人合作，在不過度依賴槓桿的情況下通過內生增長和營運效率推動價值。我們發現，最大的機會是投資受益於長期趨勢的行業。名列前茅的行業包括：科技、國防、醫療保健和能源轉型。

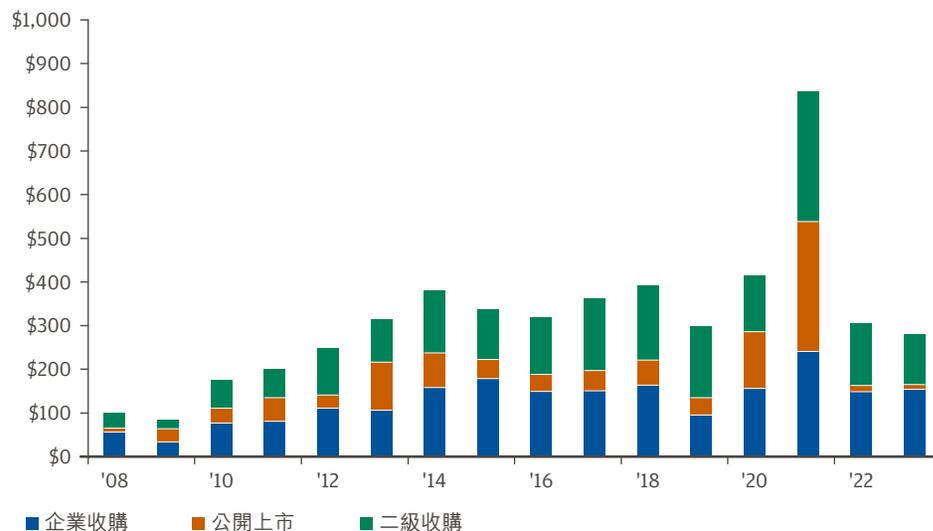
只要仍難以獲得傳統私募股權的退出渠道，二級私募股權市場預期就會繼續出現創紀錄的交易流量。在二級私募股權市場中，基金從其他私募股權基金投資組合中買入現有資產。二級私募股權資產的買家通常要求以資產當前持有價值的折讓換取提供流動性。賣家一直願意接受折讓，以換取為新投資籌集資金的能力。

二級私募股權交易還為機構投資者提供機會，以更定期地再平衡其私募投資組合。

更重要的是，二級私募股權基金的投資者可從買入「成熟」的資產中獲益。換句話說，投資者可以期望比傳統一級基金更快地獲得分派，因為投資更接近「變現」階段（投資周期的結束）。最後，二級私募股權基金的投資者可通過初始投資年份和管理人多元分散風險。縱

## 高利率讓私募股權退出交易面臨挑戰

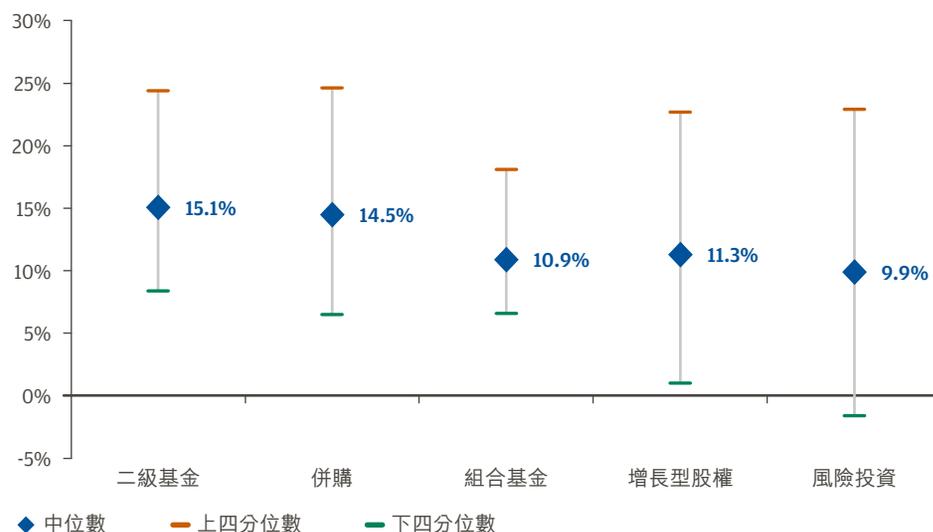
十億美元



資料來源：PitchBook、摩根資產管理。數據截至2023年12月31日。

## 二級私募股權基金已持續產生強勁的回報

按策略劃分的淨內部收益率，%（從1978年到2023年的20年投資期限）



資料來源：Cambridge Associates。數據截至2023年。

觀歷史，在私募投資策略的子集中，二級私募股本基金不僅產生了最高的淨內部收益率中位數(在過去20年為15%)，且處於最高和最低四分位數的管理人之間的結果差異也最小。

此外，我們看到一個越來越大的機會，能夠從那些成立10年以上並且即將清盤的基金中收購「遺留」資產——到2025年，私募股權市場的這個細分可能會增長至1萬億美元。<sup>7</sup>此領域的折讓可能高達50%，預期在兩到三年內變現。

## 優質中小盤股

傳統而言，中小型公司比大型公司更能體會加息之痛。由於2022年大幅加息，許多較小型公司已陷入困境。

如今，美國小型公司將其逾30%的EBITDA(除利息、稅項及攤銷前的盈利)用於償還債務，而在各國央行開始加息之前，該比例為20%。相比之下，標普500指數成分公司以不到10%的EBITDA用於償債。因此毫無意外，在過去兩年，小盤股累計跑輸大盤股15%以上。

雖然有負債的中小盤股票的估值折讓看似合理，但如今最優質中小盤股票之間接近創紀錄的折讓卻並不合理。即使頂尖的中小型公司(以自由現金流利潤衡量)是在與大型公司進行競爭，但這種折讓依然存在。因此，這可能是一個有趣的入場時機，以建立一個由主動管

在這三個市場中——房地產、私募股權和中小型公司，利率軌跡將成為關鍵。如果利率在較長時間維持較高水平，則可能意味着持續的壓力。但壓力的另一面是機會。如果通脹下降速度快於預期，從而迎來實質性降息周期，機會可能會稍縱即逝。

出於所有上述原因，二級私募股權基金為投資者提供了具有吸引力的潛在回報。我們認為，二級私募股權投資(本身就是更高利率環境的連鎖反應)的好處，在於可以實現較傳統私募股權回報更穩定的潛在回報，同時高於深諳流動性權衡和經驗豐富的投資者在公開市場所能獲得的回報。

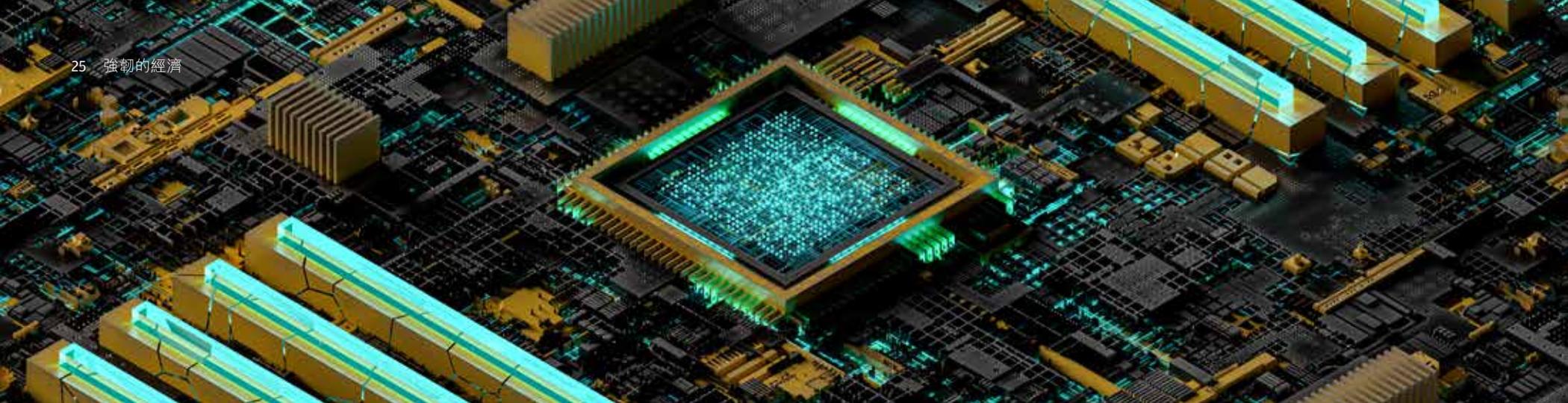
理型且估值吸引的優質中小型公司組成的投資組合。我們認為，投資者以整體股票投資組合的5%-10%左右配置中小盤股票，並分配適當的期限和風險承受能力，可創造額外的風險調整後回報。

## 小盤股幾近創紀錄的折讓幅度可能蘊含投資機會

處於自由現金流利潤的前五分位數，相對於大盤股同類股票的遠期市盈率\*



資料來源：Empirical Research Partners。數據截至2024年4月30日。\*註：市值加權數據，小盤股(不包括大宗商品和生物科技)。



# 人工智能革命

一切才剛剛開始

人工智能已催生一波市場熱情、相關投資和盈利增長。我們希望長期投資整條價值鏈。到2020年代末，人工智能帶來的生產力提升開始有望體現在經濟數據當中。生產力的提高甚至可能比個人電腦和互聯網的綜合影響還大。

在致股東信中，摩根大通董事長兼行政總裁杰米·戴蒙(Jamie Dimon)將人工智能比作蒸汽機、電力和個人電腦。為了理解人工智能革命可能會如何推進，我們考慮了這些歷史先例。

生產收益不會輕而易舉實現。蒸汽機經過60多年才帶來惠及整個經濟的明顯生產力效益。隨後每一次技術革新，都會讓觀察到生產力增長的時間縮短。如果這種趨勢持續下去，我們有望在本年代末從官方經濟統計數據中看到人工智能帶來的效益。

這意味着人工智能產生經濟影響的時間可能是個人電腦和互聯網轉化為經濟效益所需時間的一半左右。

我們可能將迎來多大的生產力提升？為了試着解答此問題，我們修改了國際貨幣基金組織的一個框架，該框架專門用於識別可能會被人工智能取代的職位。利用國際貨幣基金組織

對職位取代的持續時間與規模的假設，我們可對人工智能促進的潛在生產力提升生成一項上行空間的預估。<sup>8</sup>

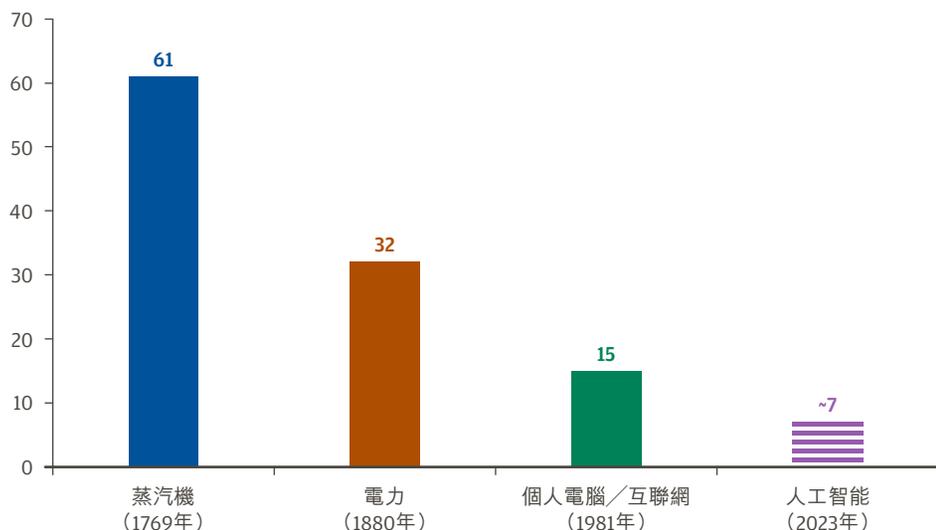
如果我們假設美國一半易受影響的職位在未來20年內被自動化所取代，則累計生產力增益將接近18%，或比當前國會預算辦公室對GDP的預測高7萬億美元。作為參考，個人電腦和互聯網產生的累計生產收益在類似期限內略低於13%。

但是，那些可能被人工智能取代的工人將何去何從？雖然對於特定行業和地區的工人來說，工作崗位流失可能會很嚴重，但總體而言，技術進步創造的就業機會可能會多於因此而遭到破壞的職位。

美國農業部門很好地解釋了不斷轉變的就業趨勢。1950年，在美國的全部職位中，近15%與農業有關。如今，該比例不到1.5%。全球勞動人口似乎有可能適應不斷變化的勞動力需求來源，能夠留住現有員工並提升其技能的公司應會從中受益。

<sup>8</sup>具體而言，根據國際貨幣基金組織的計算，美國約有30%的職位可能容易被人工智能取代，這些職位歸入「高風險、低互補性」類別。我們假設，這些職位中有一半(佔美國勞動力的15%)將在未來20年內被人工智能取代，並且取代速度符合Sigmoid函數(即經典的「S曲線」)。如此，我們實際上正在通過這輪職位取代縮短經濟體中的工作總時長，假設產出保持不變，這會導致機械在勞動生產力中的佔比上升。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：《人工智能與工作的未來》，國際貨幣基金組織，2024年1月。

即便樂觀主義者也可能會低估人工智能生產收益的速度  
從技術創新轉化為生產力提升所需的年數

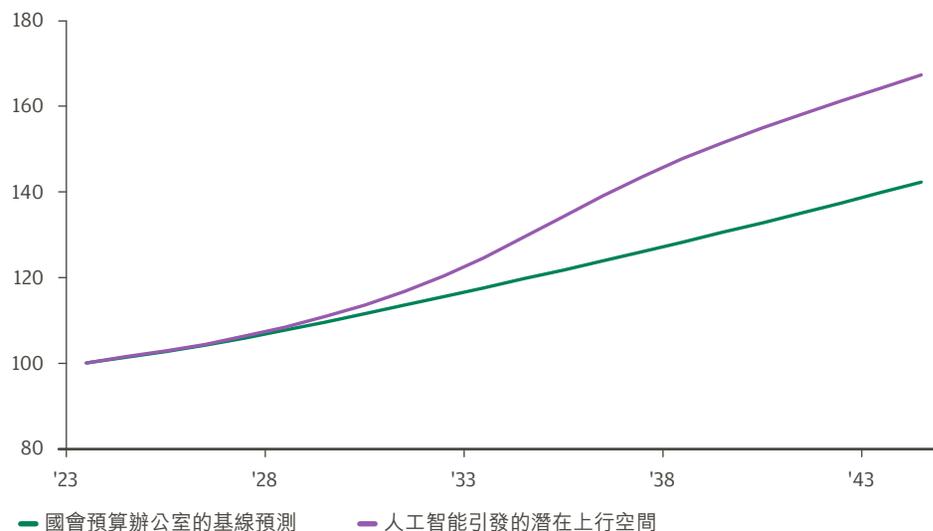


資料來源：美國人口普查局、商業趨勢和展望調查、摩根大通。數據截至2023年11月。

當然，這些預估並不精確。人工智能的普及將面臨多重阻力，包括對先進半導體供應的擔憂、法律和監管問題、數據中心所需的電力和能源可能受到限制，以及公司是否能優化潛在使用情況的能力。公共政策可能需要專注於為弱勢工人提供職業培訓和轉崗服務，以減輕由於職位替代而帶來的壓力和動盪。利益相關方將需要評估人工智能計算所需能源和水的消耗量大幅增加的成本和效益。最後，公司將須實現人工智能新使用情況與責任治理的平衡。

人工智能的效益在傳統經濟數據中體現可能尚需時日。但我們可以看到，人工智能革命已在影響企業的行為、投資和企業盈利。儘管不足5%的美國公司在積極使用人工智能(根據人口普查局數據)，但在財報會議上提到人工智能的公司佔標普500指數市值的50%。全球各地政府也是人工智能應用的大量潛在未開發用戶。

國會預算辦公室目前的預測可能誤判了人工智能的潛在生產收益  
指數按2023年為100編製，美國勞動生產力



資料來源：國際貨幣基金組織、摩根大通。數據截至2024年1月31日。註：國會預算辦公室的基線預測以實際GDP預測除以工作時數計算。人工智能引發的潛在上行空間預測假設了15%的職位將在未來20年內被人工智能取代，為國際貨幣基金組織在研究中所預測的一半。

在公開上市的公司中，首輪贏家與半導體製造和雲端計算密切相關——兩者是推動人工智能技術的數碼化和物理基礎設施。作為支持大型語言模型的圖形處理器的領先生產商，自2021年底以來，英偉達的盈利已增長超過400%。僅Alphabet和微軟這兩家公司就在2024年第一季度增加了100億美元資本支持，增幅達到標普500指數資本支持總增幅的四分之三。<sup>9</sup>

然而，投資者開始意識到，這種基礎設施將相對普遍，原因是人工智能將會進一步普及，而且人工智能工作負載需要的能源遠超傳統計算。據估計，使用ChatGPT所需的電力多達傳統網頁搜索的10倍。此外，到本十年末，數據中心似乎很有可能成為拉動美國電力需求增長的最大貢獻因素。

9 Michael Goldstein。《資本支出加速：是一個早期警告信號？》Empirical Research Partners，2024年。

電氣設備的工業生產其實已回升到2000年代中的水平，並且似乎將會進一步上升。2024年迄今，為數據中心提供供暖、冷卻、電氣設備和房地產的公司跑贏大市。

除數碼化和物理基礎設施建設的受益者外，我們還專注於投資可受惠於生產力提高(來自消費品、金融、運輸和能源等板塊)、收入提高(軟件、機械人、應用)或兩者兼之(製造業、醫療保健)的公司。人工智能的潛在用例幾乎涵蓋各行各業。

## 全面普及：人工智能很可能會增加收入來源、縮短上市時間以及降低成本

### 人工智能的行業應用

醫療保健	金融業	廣告與數碼化內容	零售與貨運	能源與工業	客戶服務	商業智能
智能植入物 (如：髖關節和膝關節)	人工智能主題基金產品	營銷效率	3D購物與產品試穿	管道人工智能工具	客戶分析	開發工具與輔助代碼
醫學影像	新貿易定價工具	增強廣告定位	人行道送貨機械人	地質模型	保險理賠及記錄	人工智能諮詢
病理檢測	生成客戶投資組合評論	推薦引擎	供應鏈效率	支持人工智能的微電網工具	轉錄和總結	集成智能家居接口
個性化醫療	自動化交易價格、執行	提高廣告轉化率	庫存管理	能源使用分析	客戶引導流程	自動化後台任務
識別生物標誌物	人工智能投資組合管理	廣告拍賣動態	需求預測	能源交易增強		詐騙預防與保護
新藥開發	提高交易速度	內容創作	卡車路線制定能力	勞動力調度		網絡安全能力
基因組數據分析	產品交叉銷售	定制旅行行程	提高車隊利用率	儲層優化		風險評估與管理
醫生服務點工具		電玩遊戲開發	自動駕駛車隊網絡	洩漏檢測與跟蹤排放		加速數據分析
						預測建模

資料來源：摩根大通、摩根士丹利。數據截至2024年3月31日。

我們預計將在私募市場上找到相對年輕公司投資機會，這些機會涉及正在開發應用程序，使人工智能技術對企業和消費者有所幫助，或者涉及正在進行以「先進人工智能」創新，計算發生在數據源(而不在雲端)如智能手機、汽車、醫療設備或工業機器。這些公司大多可能還不存在。

我們認為，投資者應以有耐心的長線心態看待人工智能革命，在公共和私人領域對各個行業及地區的潛在受益者進行投資。潛在的機會超乎人們的想象。

人工智能對電源的巨大且不斷增長的需求為電氣化提供支持  
電氣設備生產，指數按2017年數值為100編製，6個月移動平均值



資料來源：聯邦儲備委員會、Haver Analytics。數據截至2024年4月30日。





# 脆弱的環境

---

雖然我們看好市場和經濟前景，但我們認為存在兩大不確定因素來源—美國大選和地緣政治風險。

# 美國大選

可能會對市場有利，但中期個人稅率將上升

在即將舉行的總統大選中，兩位主要候選人都曾任總統，而且曾在競選中對陣過，這種情況自1892年以來首次出現。從投資者角度看，我們認為，在兩位候選人的任期內，市場都表現出色。

從2016年唐納德·特朗普當選總統到2020年大選日，美國大盤股錄得15.6%的年回報（而長期平均回報接近9%）。

從2020年喬·拜登當選總統至今，美國大盤股錄得12.4%的年回報。這兩個時期不乏政策、經濟和社會方面的不確定因素。但最終，經濟和盈利基本面推動了股市走高，總統對市場回報造成了相對輕微的影響。我們預期，未來四年的情況大同小異。

儘管如此，每位候選人都可能會在五個關鍵領域（稅收、關稅、能源、醫療保健和監管）制定截然不同的政策。從全球市場角度看，最重要的潛在立場可能是特朗普提議對所有進口商品徵收高達10%的關稅。



## 美國大選政策建議－我們可以期待些什麼？

在關鍵議題上的潛在立場

關鍵議題	拜登的潛在立場	特朗普的潛在立場
 稅務	可能部分延續2017年的減稅政策。較大可能會提高富裕個人及企業稅率。	計劃延續2017年的減稅政策，並通過削減政府開支來部分抵銷其影響。
 關稅	延續對中國強硬政策現狀。	計劃對貿易夥伴(尤其是中國)提高關稅。
 國防	可能繼續強調聯盟和多邊主義。	可能推動北約成員國提升自身能力。
 能源	計劃降低排放，提升能源效率。對化石燃料行業徵收更高稅項。	計劃通過在聯邦土地上進行鑽探及延長管道來增加傳統能源生產。
 醫療保健	力圖保護及完善《平價醫療法案》。	計劃廢除《平價醫療法案》。
 監管	加大對能源、科技和金融服務行業的監管力度。	計劃減少對能源和金融服務行業的監管。

資料來源：美國稅務基金會、摩根大通。觀點截至2024年4月30日。

## 可能對政治結果最敏感的市場



### 中小盤股

可能會偏好監管放寬的前景

### 美元

可能會在更有可能實施關稅時走強

### 清潔能源與傳統能源

可能會對持續補貼或增加石油生產的可能性作出反應

我們認為，投資者面臨的風險是，兩位候選人都不太可能在財政上採取保守政策。美國聯邦債務和赤字狀況將可能進一步惡化。這可能將在短期導致債券市場波動加劇。較長期來看，為幫助減輕聯邦債務負擔，將需要提高稅收。美國聯邦債務已佔GDP的100%，而國會預算辦公室估計，該比例將在未來10年飆升至120%。美國政府今年的利息支出可能升至9,000億美元，接近GDP的3%。<sup>10</sup>同時，美國聯邦政府稅收佔GDP的比例不到30%，為G-10集團中最低的水平。

最後，如果《減稅與就業法案》按計劃在2025年後到期（如果華盛頓的兩黨領導層無法達成一致，可能會發生這種情況），則最高邊際稅率將從當前的37%上升至39.6%，同時終身遺產稅和贈予稅的免稅額將減半，降至每人約700萬美元（目前為1,361萬美元）。

<sup>10</sup> Alec Phillips、Tim Krupa。《美國經濟分析師：財政前景：不算好，但有點改善》。高盛，2024年。



## 投資者注重稅收效率

如果美國稅率上調似乎無法避免(確實如此)，則美國投資者不僅應高度重視其投資組合的稅收效率，還應重視其整個資產負債表的稅收效率。我們將此做法稱為「稅收意識財富管理」。

美國納稅人可通過資產配置、稅收損失收獲、智能提款、綜合規劃技術和經驗豐富的借貸保留更多在市場上賺取的收益。

首先是資產配置，我們認為美國納稅人應注重應稅賬戶上配置股票、市政債券、優先股和私募股權等節稅資產。稅收損失收獲策略可放大應稅賬戶的稅後回報。大部分回報來自利息收入或短期資本收益(例如私募信貸、部分對沖基金和高收益債券)的稅收「低效」資產，最好在遞延稅收賬戶中配置，比如個人退休賬戶或(有可能的話)低成本可變年金。

對「在哪裡」持有某些投資進行深思熟慮可為投資者節省大量稅務負擔。

稅收意識財富管理包括一系列甚至可能較資產配置更為強大的規劃方法。根據您的情況，在較低的《減稅與就業法案》稅率到期前加快應稅收入可能是一種謹慎的策略。將長期升值的股票捐贈予慈善機構會帶來雙重稅務優惠：避免嵌入收益的任何稅收，以及為您的其他應稅收入提供稅收減免。對於擁有應稅遺產的人士，通過年度或終身的免稅贈予額向家人作出贈予，會對稅後基礎產生重大影響，因為此舉將未來的增長從您的資產負債表移出。

最後，借款也能用作戰略性槓桿，以彌補不穩定的現金流(避免應稅事件並維持市場敞口)。或者，如果結構合理，借款的已付利息可抵扣並抵銷應稅投資收益。

簡而言之：切勿讓大選打亂您的長期計劃。專注在您能掌控的事情。



## 地緣政治： 風險確實存在，市場亦不乏投資機會

### 地緣政治事件和市場回報

首先，投資者應謹記，地緣政治事件極少對美國大盤股市場產生持久的負面影響(摩根資產及財富管理市場及投資策略部主席岑博智先生(Michael Cembalest)的研究印證了有關觀點)<sup>11</sup>因此，適當地多元分散長期投資組合的配置，往往可帶來保障，防範組合受到由戰爭、入侵、恐怖襲擊、政變、公投和暗殺政治領袖等地緣政局不穩事件的嚴重影響。

地緣政治和可能爆發的全球衝突是2024年下半年市場面臨的第二個關鍵風險。

<sup>11</sup> 摩根大通，岑博智先生(Michael Cembalest)，《放眼市場》，2023年11月14日，附錄。

我們對二戰爆發以來發生過的36宗地緣政治事件進行研究，發現這些事件發生後6個月和12個月的遠期回報，與沒有發生重大事件時期的平均回報相同。

儘管如此，地緣政治可對地方市場產生深遠的影響。以俄烏衝突發生後的德國股市為例，由於衝突引發隨後的能源供應中斷問題，成為德國小盤股大幅跑輸德國大盤股和全球同類型股票的主因。

投資啟示：相較於全球多元化投資組合的投資者，敞口集中的投資者會較為擔憂地緣政治風險。

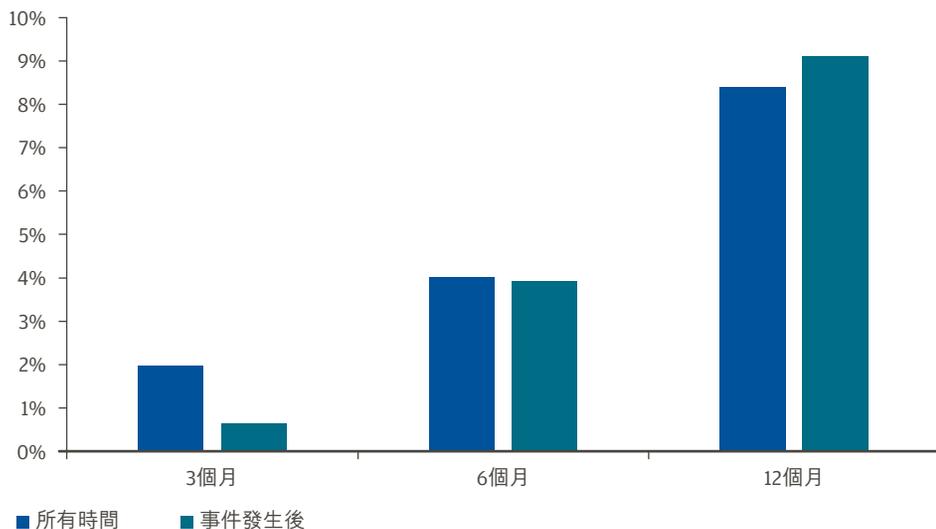
對於尋求對沖的戰術投資者而言，黃金和原油會是明顯的選擇。在地緣政治事件發生之前及期間，這些資產往往會短期上漲。當事件過後，隨着投資者撤離並重投風險資產，這些對沖資產的價值便會下跌。

這個規律凸顯了投資者必須主動管理這些風險敞口，而通過期權和其他衍生品進行管理往往最為理想。短期而言，我們認為黃金的回報前景非常可觀。這反映了這個大宗商品的地理政治風險溢價，以及來自全球央行的殷切需求，他們都希望多元分散儲備資產，以減少對美元的依賴。這一點值得戰術投資者注意。

市場應會繼續保持警惕，時刻留意衝突加劇的情況，但我們認為，這些風險不會大幅偏離我們的整體觀點。對於大多數投資者而言，多元分散投資能夠幫助降低地緣政治風險。

### 大盤股並未受到衝擊

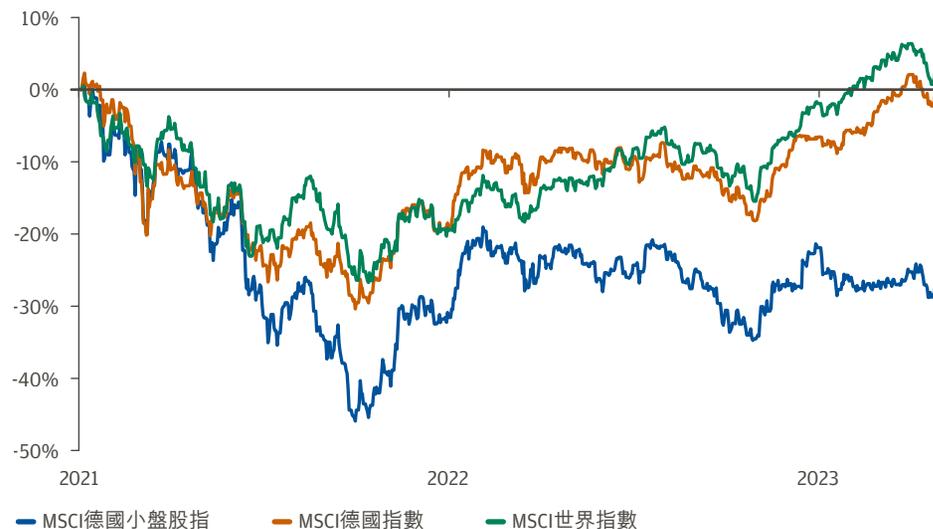
標普平均回報與地緣政治事件(%)



資料來源：標準普爾、Haver Analytics。數據截至2023年12月31日。

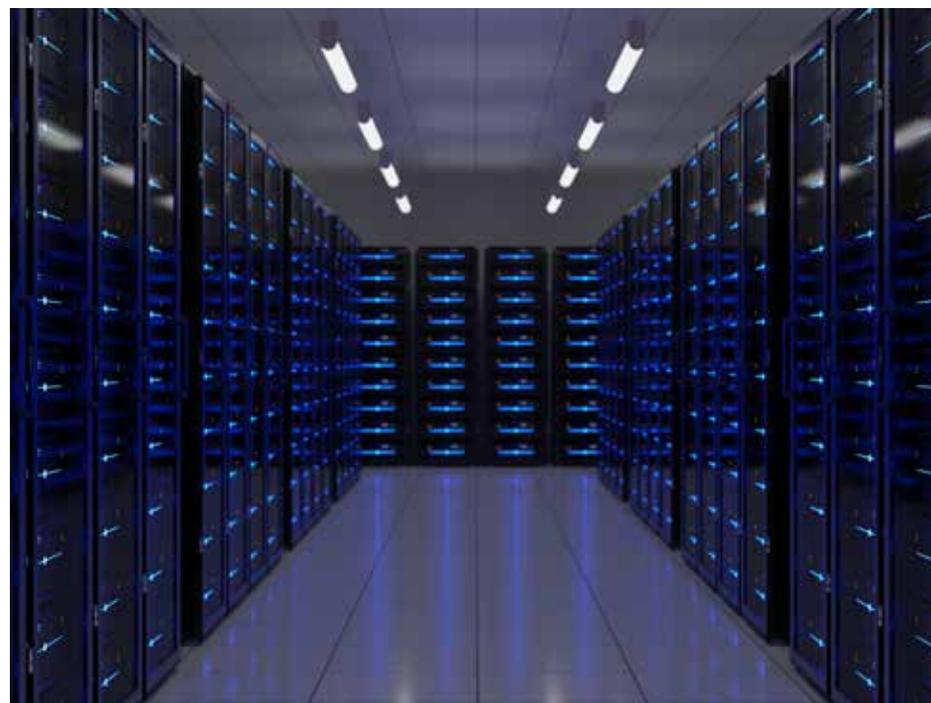
### 地緣政治事件可對地方市場構成嚴重影響

2022年1月至今的累計表現(%)



資料來源：彭博財經。數據截至2024年4月30日。

除了嚴重的地緣政治風險外，我們認為許多龐大的經濟強國將會長久加強國家安全，重點發展三大領域：



---

01 國防

---

02 供應鏈

---

03 能源

---

這些領域都是長期全球趨勢，投資者需要採取戰略方針部署。

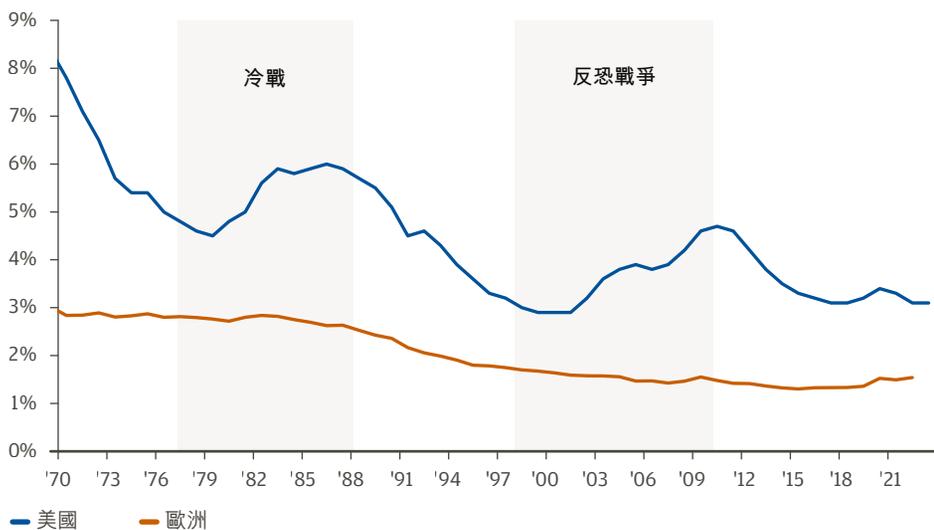
## 國防

全球衝突局勢愈演愈烈，但美國國防開支佔GDP的比率處於二戰以來的低水平。目前，僅有12個北約成員國達到國防開支標準；預期今年會再有7個成員國增加國防開支。我們認為，這個長達數十年削減開支的情況或會逆轉。

同時，政府、企業和家庭都需要防範網絡威脅。如今，網絡安全漏洞幾乎每日發生，而隨着攻擊愈發頻繁，相關的損失也在增加。單次數據洩露的平均成本，已從2017年的362萬美元攀升至2023年的445萬美元，增幅為23%。政府和企業將需要持續增加網絡安全方面的支出。雖然該項支出已佔企業科技預算的12%，但這個比率很大機會在未來幾年繼續增長。

### 地緣政治風險促成了長達十年的國防開支周期

美國國防開支佔GDP的百分比



資料來源：美國國會預算辦公室、世界銀行、Haver Analytics。數據截至2023年12月。



## 供應鏈

有人可能會說，始於2018年的中美貿易戰，是拉近多地政策制定者站在同一陣線的開端，目的在於影響全球貿易，多元分散關鍵商品和材料的來源，從而減少對中國的依賴。

新冠疫情期間，供應鏈大受中斷壓力，導致企業營運面臨挑戰，進而推升通脹。如今，供應鏈的韌性已大幅增強。部分在疫後的供應鏈轉移讓墨西哥、越南和印度等國家獲益。不過，對於涉及國家安全的商品，政策制定者依然看重其供應來源。

值得注意的是，中國仍是美國最大的先進科技產品進口來源國，每年進口額超過1,650億美元。我們仍預期，圍繞先進科技產品的貿易摩擦將會加劇，有機會擴大加徵關稅，造成更多供應鏈轉移，損害中國企業的利益。

此外，各國政府或將採取措施，以繼續鼓勵如半導體及電池等產品的本土化生產。為了達成這個目的，美國制訂了《通脹削減法案》，大幅增加了製造設施的建設。



## 能源

俄烏衝突導致歐洲獲取天然氣的渠道受損，而要發展能源轉型，必需對本地製造可再生能源的能力進行投資。我們預期，到2030年，清潔能源技術的支出將會達到4.6萬億美元，增幅超過一倍。能源基礎設施(如發電廠和能源儲存)和運輸(如管道、液化天然氣運輸船)將持續吸引新投資。

結合《通脹削減法案》和人工智能革命的影響，這一趨勢有利於國內基礎設施、能源和電力資產的發展。事實上，自《通脹削減法案》通過以來，美國宣佈投入發展清潔能源的資金已達到4,730億美元—相當於約152個新增(或擴建)太陽能、風能和電池生產設施。

和人工智能的情況一樣，投資這些領域需要結合公募和私募股權的配置。正如我們所言，這些都是長期的戰略性投資趨勢，對於資本的投入需要付出較大耐性。

總結

---

# 地緣政治挑戰不斷， 經濟保持強韌堅挺。

儘管通脹仍具粘性，但發達經濟體的其他市場和宏觀經濟變量顯得相當穩健。企業在加息環境下無損表現。企業盈利有望增長。勞動力市場的供需狀況達到合理的平衡。

強韌的全球經濟可能會為市場帶來新的動力。我們預期，全球股票將在今年其餘時間推動投資組合回報。如果全球經濟增長受挫，債券便可成為投資組合的壓艙石。投資者應該抱有信心，不同的資產均能在目標為本的長期投資組合中發揮作用。

這就是脆弱環境中的強韌經濟。簡而言之，對於正在為2024下半年布局的投資者而言，當前環境相當穩健。

---

# 全球觀點

我們認為以下三大領域可為全球投資者帶來機會：

**01** 企業踴躍回購股份，消費者負擔能力穩健——歐洲企業正迎來新的篇章。

**02** 拉丁美洲為能源和數碼化轉型提供關鍵的原材料，而投資者有望能循多種途徑獲利。

**03** 日本在擺脫通縮及進行企業改革之際，其股票提供一個極具吸引力的機會。

我們認為，全球股市的升勢在2024全年將會持續擴大，並延伸至美國以外的其他市場，也不只限於超大型熱門股，不同市值的股票也會參與漲勢。



# 歐洲

## 譜寫歐洲企業新篇章

當出現全球金融危機以及幾年後主權債務危機時，許多歐洲公司都大幅削減了股息。股東雖然大為不滿，但也無能為力。時間來到2024年初。歐洲的貸款機構以及各行各業的公司確定了他們的資產負債狀況穩健，足以能夠給股東分配資本。

毫無疑問，歐洲企業正迎來新的篇章。公司更能善待股東。除了增派股息之外，企業更踴躍回購股份。回購股份向來是美國股市的一大特點，支持美國股票多年來跑贏全球其他股市。然而，這種做法在歐洲大陸市場一直少見。同時，歐洲股票淨發行量已轉為負值，這對股東而言也是一大利好。

正當企業管理呈現利好股東的趨勢(市場參與者尚未充分意識到這個現象)，歐元區經濟基本面也在持續好轉。在工資上漲的支持下，消費者情況穩健。企業利潤前景樂觀。最後，利率似乎將要下降，為消費者和企業帶來有利條件。我們預料今年年底時，歐洲央行的降息幅度或次數會超過聯儲局。

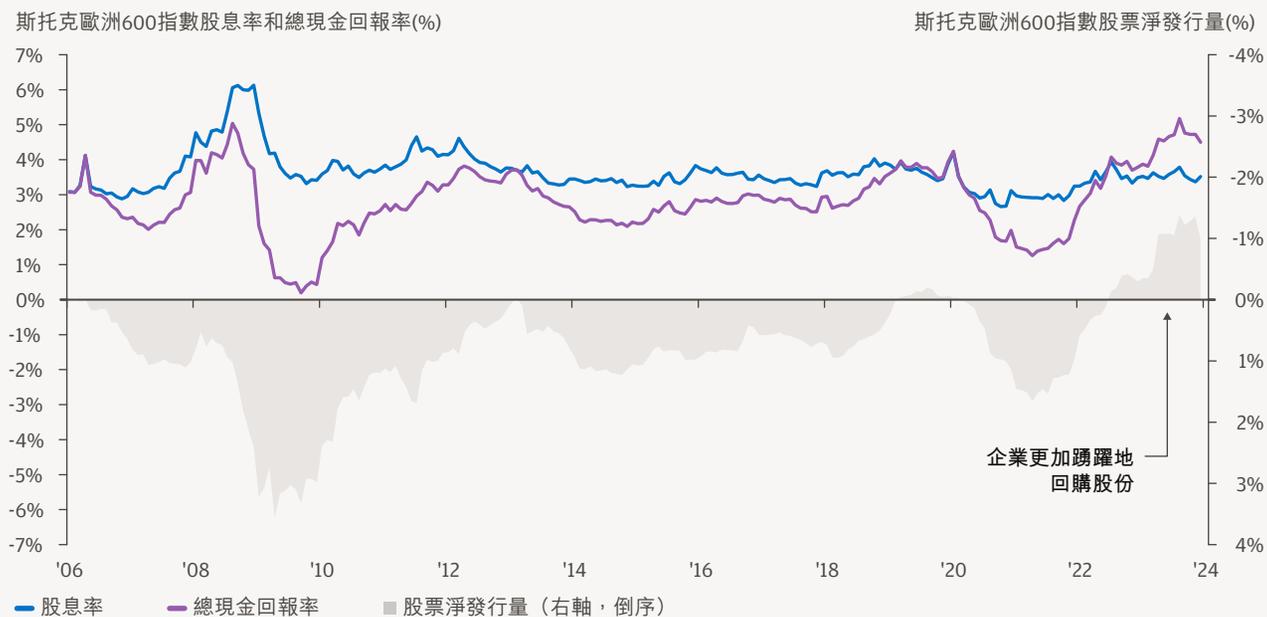
這一切都為歐洲股票創造了有利的環境。這也印證了我們的觀點，認為全球股市的升勢在2024年內將會持續擴大，並延伸至美國以外的其他市場，也不只限於超大型熱門股，不同市值的股票也會參與漲勢。

當然，看好歐洲股票的預測者過去也因歐股表現未及預期而蒙受損失。然而考慮到結構性和周期性的原因，我們認為，歐洲市場正處於一個轉折點。企業管理更加利好股東，代表着該領域正在經歷一場重大的結構性轉變。此外，由於周期性行業在歐洲市場佔據主導地位，如果出現降息等順周期推動因素可能會重燃投資者對該地區的興趣。

## 結構性轉變：利好股東的企業

結構性改變精要總覽：

### 打破常規：股份回購呈上升趨勢



資料來源：Datastream、Haver Analytics、高盛投資研究部、摩根大通。數據截至2024年2月29日。



幾十年來，歐洲企業一直在經濟增長乏力與資產負債狀況薄弱的困境中掙扎，依賴着備受挑戰的銀行業。

由於連串的危機近乎是接踵而來，導致企業和市場受挫尤深，公司多年間接連發行股票。許多全球投資者因而削減了歐洲投資配置。他們也通常很少回頭審視。

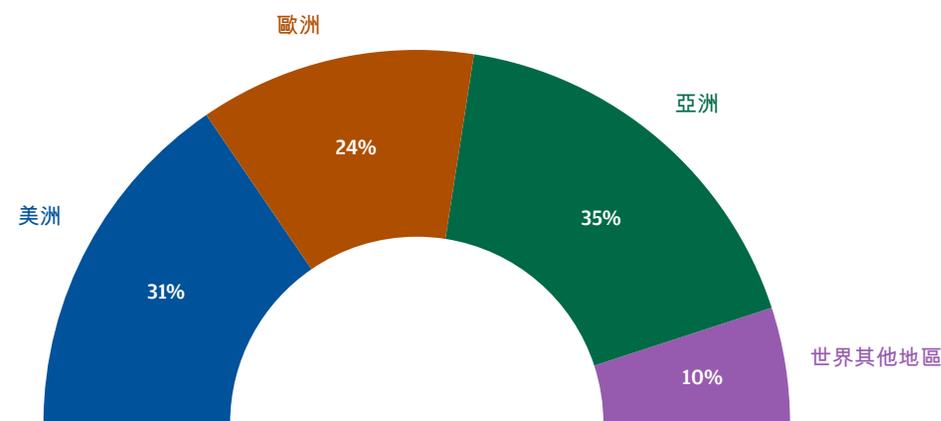
然而在最近的幾個季度，投資者開始領會到利好股東的企業變革。（正如我們在「全球觀點」一節的另一篇文章中所討論，日本也在經歷類似的轉變。）

從投資者角度看，股份回購表明了企業的信心，使得管理層與股東的利益趨於一致。回購會讓市場上的股票數量減少，為投資者創造了更有利的供需平衡。

最後，我們預期，投資者將會日益認識到，領先的歐洲公司（即該地區的「國家龍頭企業」）實際上是面向全球的消費者群體，因而往往能夠從全球經濟中受益，而全球經濟也經得起一輪加息周期的考驗，表現超出許多人所料。我們認為，未來一年歐洲經濟仍將保持韌性。

面向全球的客戶群為歐洲的「國家龍頭企業」提供支持

2023年歐洲國家龍頭企業按地區劃分的收益比重



資料來源：公司報告、彭博財經、摩根大通。數據截至2023年12月31日。註：歐洲國家龍頭企業指賽峰、施耐德電氣、LVMH集團、愛馬仕、法拉利、諾和諾德以及阿斯麥。

### 經濟與實際工資同時持續增長

縱觀各行各業及不同公司，不斷改善的經濟基本面有望形成更強的增長潛力，進而讓收益和利潤持續上升。

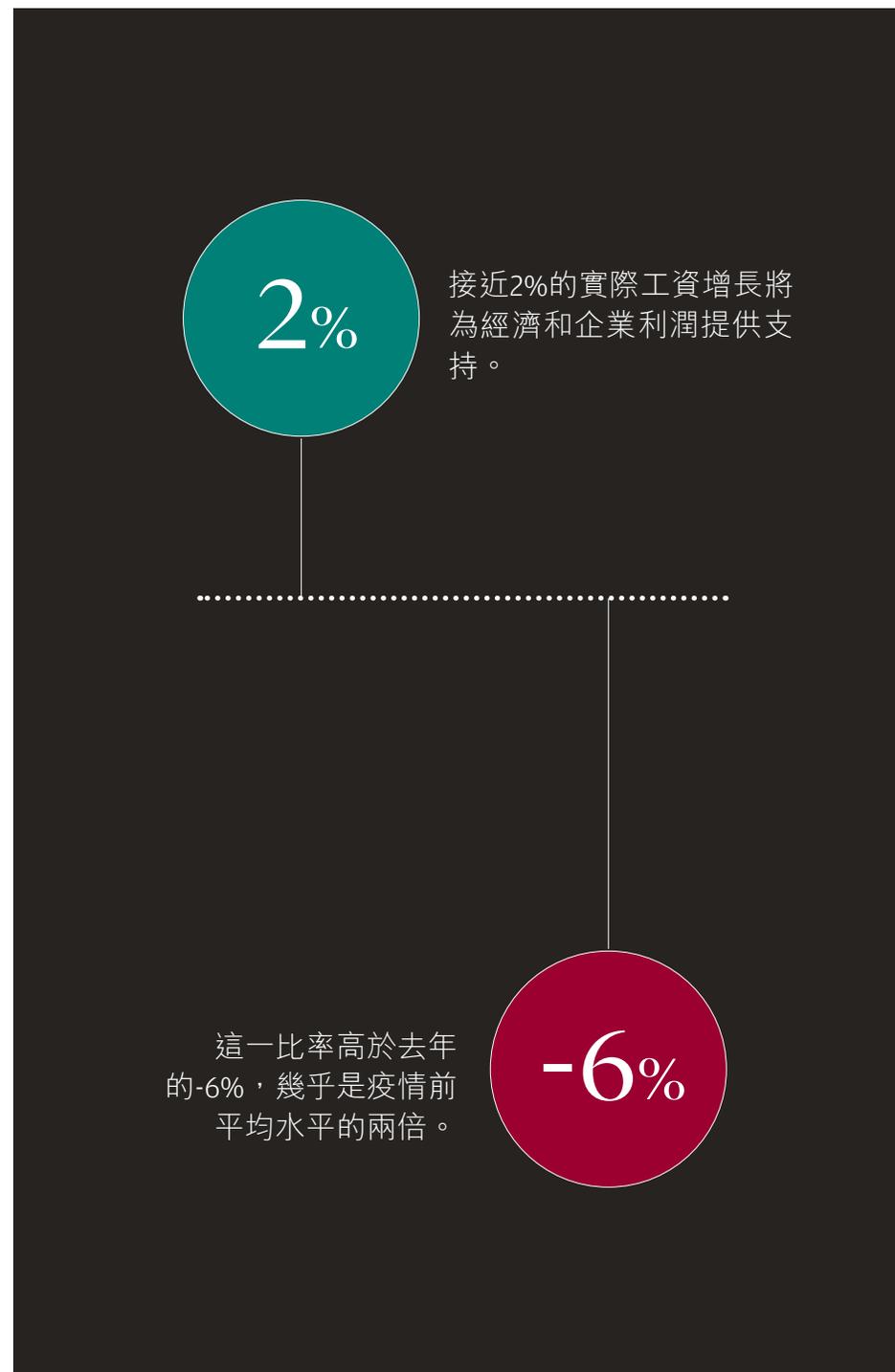
歐元區第一季度GDP同比增長0.5%，而2023年下半年基本上是零增長。3月份，歐元區綜合採購經理人指數(PMI)升至50.3，為該項調查自2023年5月以來首次處於擴張區間。<sup>12</sup>我們預期，到2024年底，歐元區經濟將會加快增長至接近1%的水平。

此外，接近2%的實際工資增長將為經濟和企業利潤提供支持。這一比率高於去年的-6%，幾乎是疫情前平均水平的兩倍，意味着消費者手頭寬裕。

最後，我們注意到，金融和貸款條件收緊的負面影響正在逐漸減退。在最新一輪的歐洲央行貸款調查中，報稱收緊貸款標準的銀行淨數量四年來首次降至零。

我們承認，歐洲的前景存在風險。來自中國製造企業的競爭對歐洲公司構成重大威脅。例如，中國電動汽車製造商比亞迪有機會成為德國汽車製造商的強勁競爭對手。

<sup>12</sup> 標準普爾全球、彭博財經。數據截至2024年4月。



然後，還有地緣政治風險。俄烏衝突以及隨之而來的能源危機加劇了歐洲依賴能源進口的風險。紅海衝突已造成航線緊張，從而增加了能源商品的成本。

由於中東的石油產量約佔全球三分之一，該地區持續升級的緊張局勢可能會破壞穩定。特別是，倘若關鍵的霍爾木茲海峽中斷石油運輸，則油價乃至整體通脹都可能被推高。該地區能否實現能源供應多元化以減少對外國石油的依賴，仍然存在疑慮，尤其是，歐洲汽車製造商難以以具競爭力的價格銷售電動汽車。

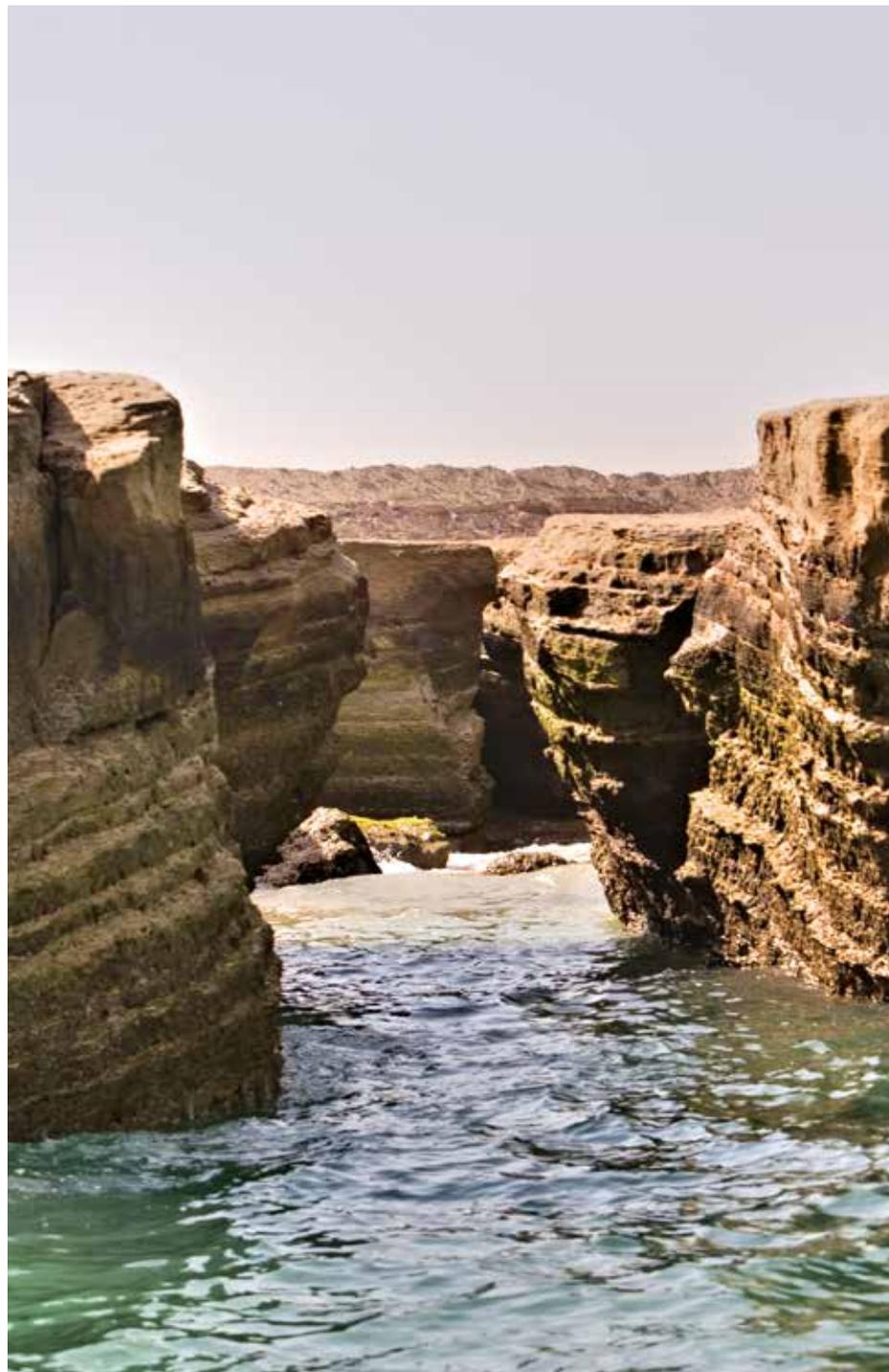
## 歐洲經濟增長的基本面有望走強



資料來源：摩根大通、標準普爾全球、彭博財經。數據截至2024年4月。註：摩根大通平滑季度預測分析了一個國家的所有宏觀經濟數據，以預測年化季度GDP增長。

## 股票上漲範圍不斷擴大

有一段很長的時間，投資者超配美國股票便能獲得不錯的回報。我們認為，這種方式依然適用於長線投資。然而，隨着股票上漲範圍擴大到新的地區，加上歐元區持續改善的經濟基本面以及利好股東的企業管理，這些因素可望在2024年及以後的時間帶來具吸引力回報。投資者需要保持關注該區走勢。





# 拉美

需求強勁，供應稀缺：發掘關鍵原材料領域的利潤

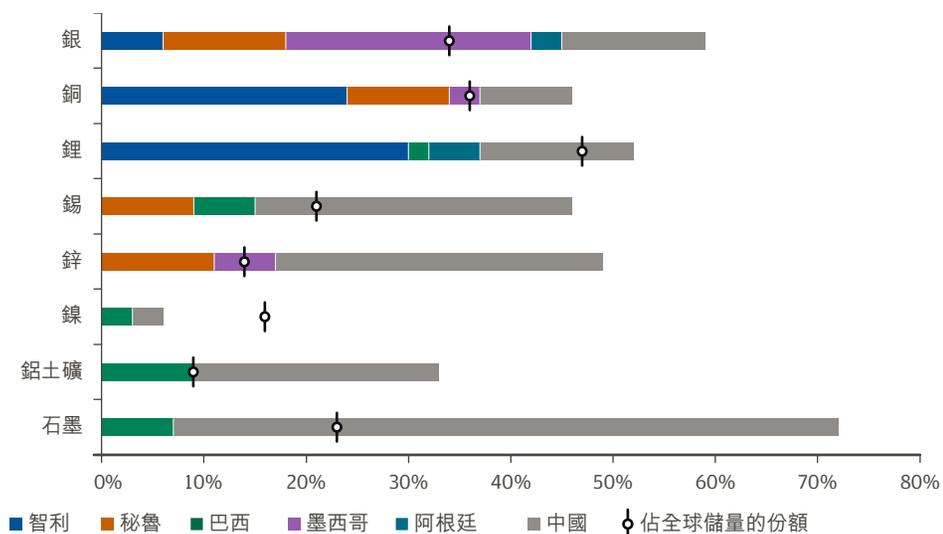
電動汽車的車主都能了解這種情況——已經沒有多少時間，還要焦急地四處尋找附近的充電站。他們或許也明白，鋰是製造電動汽車電池的關鍵元素，而它卻一直嚴重短缺。

事實上，不太為人所知的情況是：在發展能源和數碼化轉型(包括人工智能的崛起)以及廣義上的安保領域(國家安全、網絡安全、能源安全)的過程中，有多種原材料發揮着重要的作用，而這些原材料都集中在少數幾個拉美國家中。

智利和秘魯生產的銅佔全球供應的40%，而智利和阿根廷的鋰則佔全球供應的32%。市場對重要原材料（特別是銅、鋰、鈷和鎳）的需求非常殷切而且持續增長，但供應卻相對短缺。

### 少數國家控制着很大一部分關鍵礦產儲量

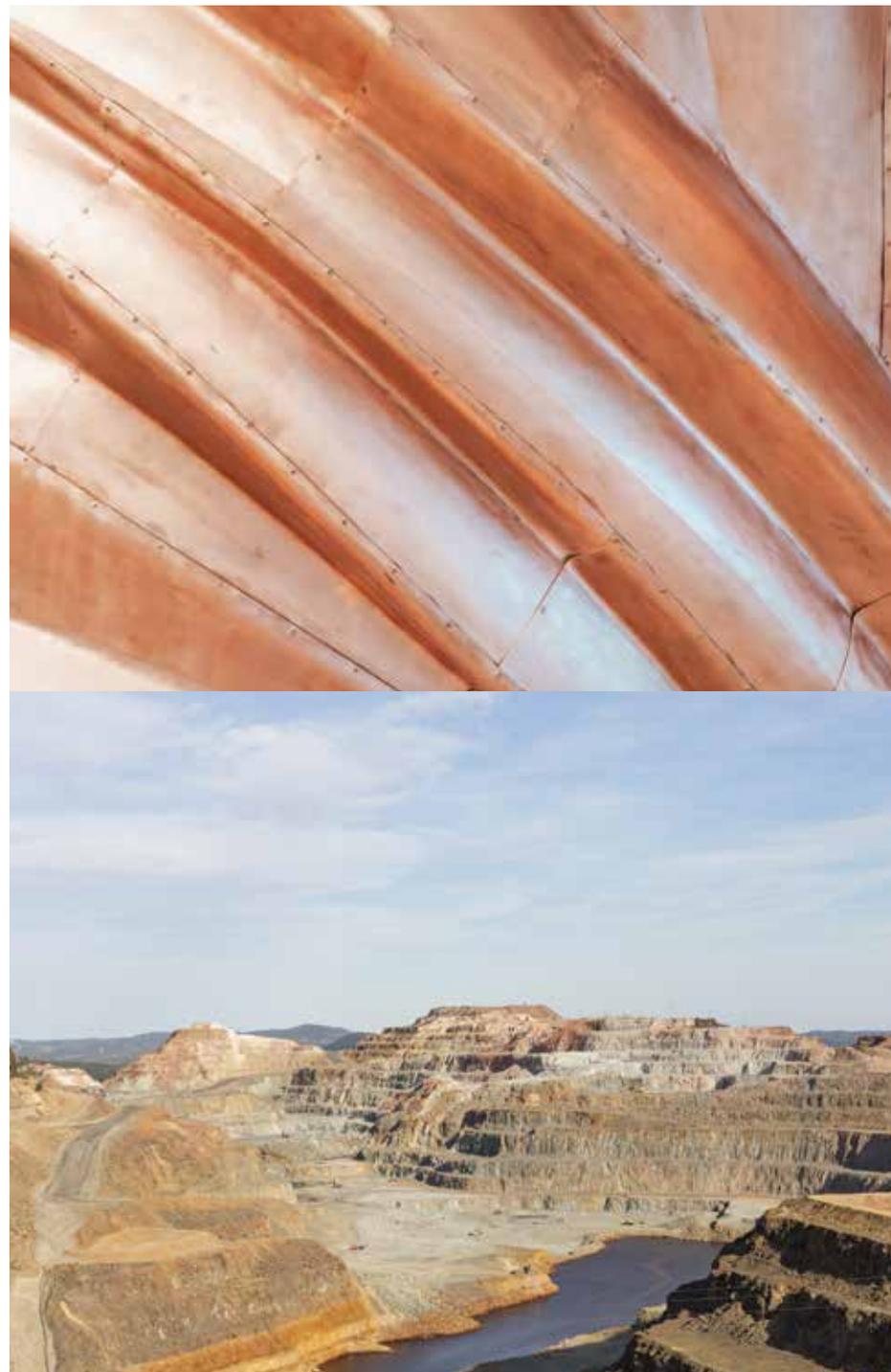
拉美地區在若干礦物產量和儲量的佔比(%)



資料來源：礦產品概要、美國內政部、美國地質調查局。註：數字為預估數值。數據截至2022年12月31日。

拉美在礦產資源的主導地位為投資帶來深遠影響，製造許多投資機會，包括：外商對該地區進行的直接投資，還有全球礦業巨頭以及受惠於該地區經濟活動的上市公司股票。

長期以來，拉美一直充分利用其天然資源，該區大多數主要國家的貿易平衡之中，採礦業佔據着最大的份額。我們認為，數碼化和能源轉型所帶來的長期機會加大出口進一步增長的潛力。



## 需求激增

對於上述轉型，銅和鋰可能是最重要的兩種原材料。銅在太陽能、水能和風能系統中發揮着關鍵作用。人工智能領域方面，銅還扭轉了整體局勢：根據摩根大通投資銀行部最近的一份報告，人工智能數據中心需要的電力比傳統數據中心多三倍，因此需要更多銅。基於鋰在電動汽車電池和儲能系統的重要作用（平均每輛電動汽車需要8.9公斤原材料，數量巨大），因此對鋰的需求似乎將加速增長。<sup>13</sup>

無論如何衡量，對於關鍵原材料的需求都在快速增長，而隨着數碼化發展和氣候轉型，增長速度只會更快。國際能源署預測，到2026年，數據中心、人工智能和加密貨幣的用電量可能會翻倍。根據摩根大通投資銀行部估計，此增長速度可能意味着銅需求將再增加3%，即較當前需求預期還要高出3%。

另外，根據該能源機構的計算，在淨零排放的情景下，鋰需求量預期將在2030年前達到717千噸(kt)，而供應量只有485千噸。

價格顯然會上漲。彭博新能源財經(Bloomberg NEF)估計，到2027年，銅價可能會飆升20%。《財富商業洞察》估計，全球鋰市場價值預期將從2023年的222億美元增長到2024年的269億美元，並在2032年之前增長到1,340億美元。

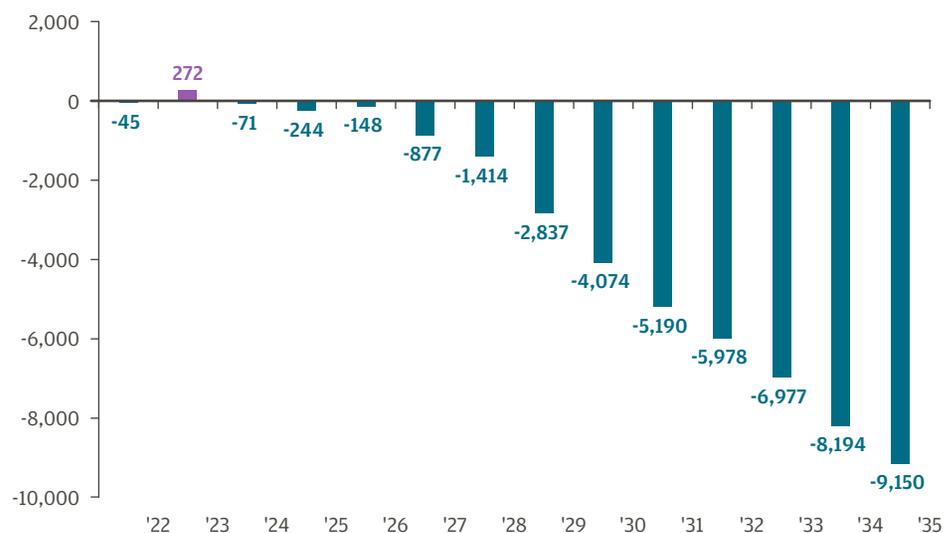
## 供應緊張

預期在未來十年，需求激增將令本已緊絀的礦產供應更加緊張。

由於缺乏基礎設施，加上受到市場對更優質精煉產品的需求較大，以及新項目遭遇政治阻力等各種原因影響下，若干關鍵礦產的全球產量增長相對較慢。

### 銅需求不斷增長下面對供應有限的難題

全球銅供應短缺預估(千噸)



資料來源：摩根大通、英國商品研究局、Wood Mackenzie、BGRIMM、世界銀行、經合組織、彭博新能源財經、汽車製造商指南、政府機構、IA。分析截至2024年4月20日。

<sup>13</sup> 國際能源署。數據截至2024年3月。

## 聚焦安全

關鍵原材料的供需缺口加劇了公共政策制定者和企業高管的安全憂慮。例如，在美國內政部的美國地質調查局識別的50種關鍵礦產中，

美國全面依賴進口的有12種。對接下來29種的依賴程度也達到50%。截至2023年，美國的這些礦物大部分都從中國採購。

如今，確保取得鋰的安全供應途徑，是亞洲、歐洲和美國的科技公司和汽車製造商的頭等大事。造成的結果是：製造商（礦產消費者）與礦業公司建立了戰略聯盟和合資企業，以確保製造商擁有可靠的多元化供應商基礎。

有別於俄羅斯（能源和數碼化轉型的另一大原材料來源），拉美被西方買家視為「友好」地區。

此外，美國《通脹削減法案》鼓勵製造商在北美（包括墨西哥）或向自由貿易夥伴採購關鍵材料和／或組裝零部件。根據墨西哥汽車工業協會的數據，由於汽車製造商在美國銷售墨西哥產電動汽車時利用了《通脹削減法案》授予的部分稅收抵免，因此從2021年到2023年，每年出口至美國的墨西哥產電動汽車數量幾乎翻倍。

## 投資影響

全球採礦業可能是獲取能源、數碼化和安保轉型重要原材料最直接的途徑。我們認為，市場參與者可能低估了礦業公司持續產生盈利和現金流的能力。

作為周期性行業，採礦業可能會受益於全球製造業的復甦以及中國經濟的企穩。在製造業方面，拉美國家的部分礦業公司已在降低碳排放和管理缺水風險方面取得了進展。

對於全球投資者而言，拉美股市無論是與全球同業對比，還是回顧自身歷史，目前的盈利都相當穩健，估值吸引。拉美股票的12個月遠期市盈率為9倍，低於10年平均市盈率12倍。目前，拉美是全球股票估值最低的地區。<sup>14</sup>

拉美股票還可能享受降息帶來的利好。拉美各國央行已將政策利率平均下調了近200個基點，整個2024年和2025年可能還會再降息300個基點。

此外，不斷增長的出口可能會刺激區內經濟增長，並有助於提高拉美公司的利潤。

投資者可選擇專門以全球採礦行業為重點，或選擇更廣泛地投資整個資本市場。無論選擇哪種方法，他們都可以找到各種投資機會，以從拉美為能源和數碼化轉型提供關鍵原材料的地位中獲利。

<sup>14</sup> 彭博財經。數據截至2024年5月20日。



# 亞洲

## 日本股市：這次不一樣

許多投資者認為那天永遠不會到來。但經歷幾十年的經濟萎靡之後，隨着通脹和名義經濟增長走高，日本終於擺脫了通縮惡性循環。同時，企業改革正促使公司徹底變革對待股東的政策。在新法規的壓力下，企業專注於提高效率 and 盈利能力，因而似乎能將回饋股東的價值提升至史上最高水平。

宏觀環境也具有吸引力。由於中國經濟持續面臨阻力，加上更廣泛的地緣政治環境似乎越來越令人擔憂，日本卻因相對穩定的經濟及政局而顯得優勝。在亞洲，日本是對中國需求依賴程度最低的經濟體之一，該國的經濟狀況正在改善，同時利好政策也帶來支持。

企業治理的結構性轉變，加上樂觀的宏觀前景，讓日本股票成為全球最值得關注的投資機會之一。投資者已注意到這一點。2023年，日經指數以本幣計算的升幅達到30%，跑贏標普500指數，並最終突破日本1989年泡沫時期的高位。就算計及貨幣貶值因素後，日本股票以美元計算的回報率仍達22%。<sup>15</sup>

然而，全球投資者持有日本股票的比重仍然相對較低。據估計，日本股票約佔全球股票組合的4%，相對於其在MSCI世界指數等全球股票基準指數中的權重，全球投資者對日本的配置偏低。我們認為，這種低配部署可能快將結束。

以下是投資者可能會考慮增加日本股票配置的三個關鍵原因。

## 迎來通脹

日本即將擺脫看似積重難返的通縮惡性循環。這個成就不容小覷：通縮會對經濟產生有害的影響。企業和消費者預期價格會下跌，因而推遲支出，從而讓經濟活動持續低迷。這基本上是日本過去20年的命運寫照。

隨後，物價因新冠疫情時期物資短缺而飛漲，而經濟活動在日本經濟疫後重啟時再次活躍。在日本，通脹猶如一股清新的空氣，是經濟終於恢復正常的可喜跡象。

### 日本通脹表明經濟終於恢復正常

日本核心消費者物價指數(同比%)



資料來源：日本總務省和Haver Analytics。數據截至2024年4月。

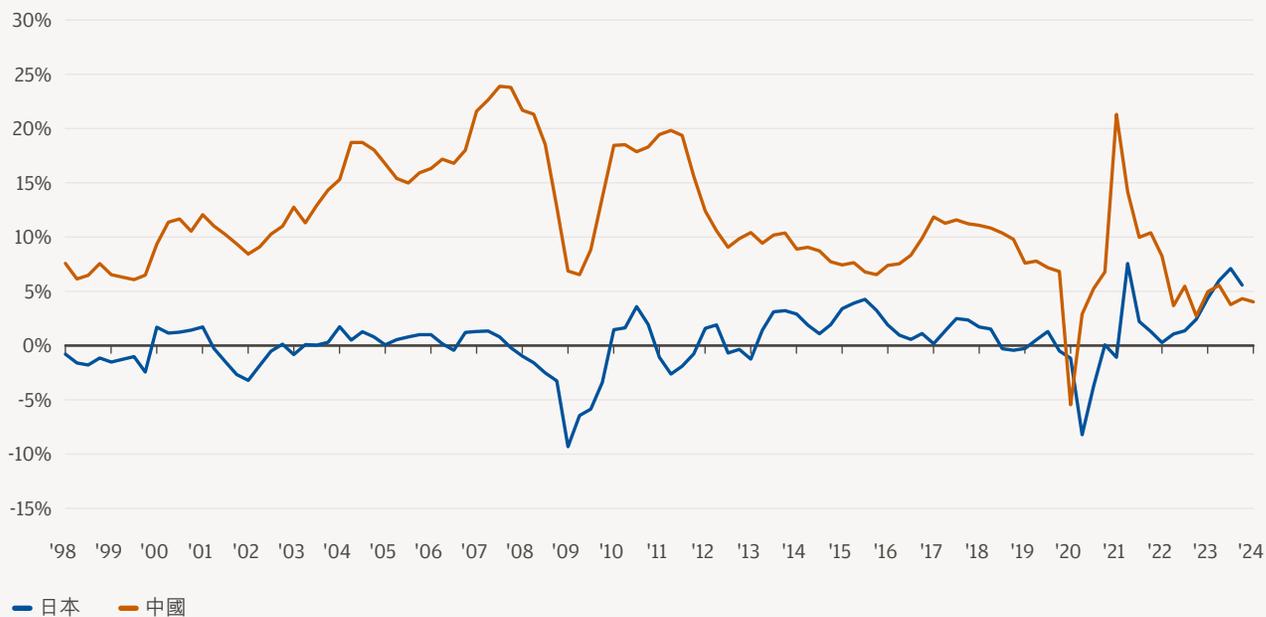
<sup>15</sup> 彭博財經。數據截至2023年12月31日。

經濟恢復正常正在推動企業利潤、工資以及房地產價格，重要的是，也在推升消費者和市場信心，形成良性循環。由於物價上升會帶來更強勁的收益，進而導致工資增加，這種良性循環能夠扭轉長達數十年的停滯狀態。

這種結構性轉變的一個例子，就是日本的名義經濟增長在30多年來首次超越中國。

展望未來，隨着日本經濟恢復正常，而中國的增長和通脹則進入結構性走弱時期，兩大亞洲巨頭之間的增長差距有望縮小。

日本名義經濟增長在30多年來首次超越中國  
名義GDP增長(同比變化%)



資料來源：日本內閣府、中國國家統計局、Haver Analytics。數據截至2024年第一季度。

## 企業治理的新時代

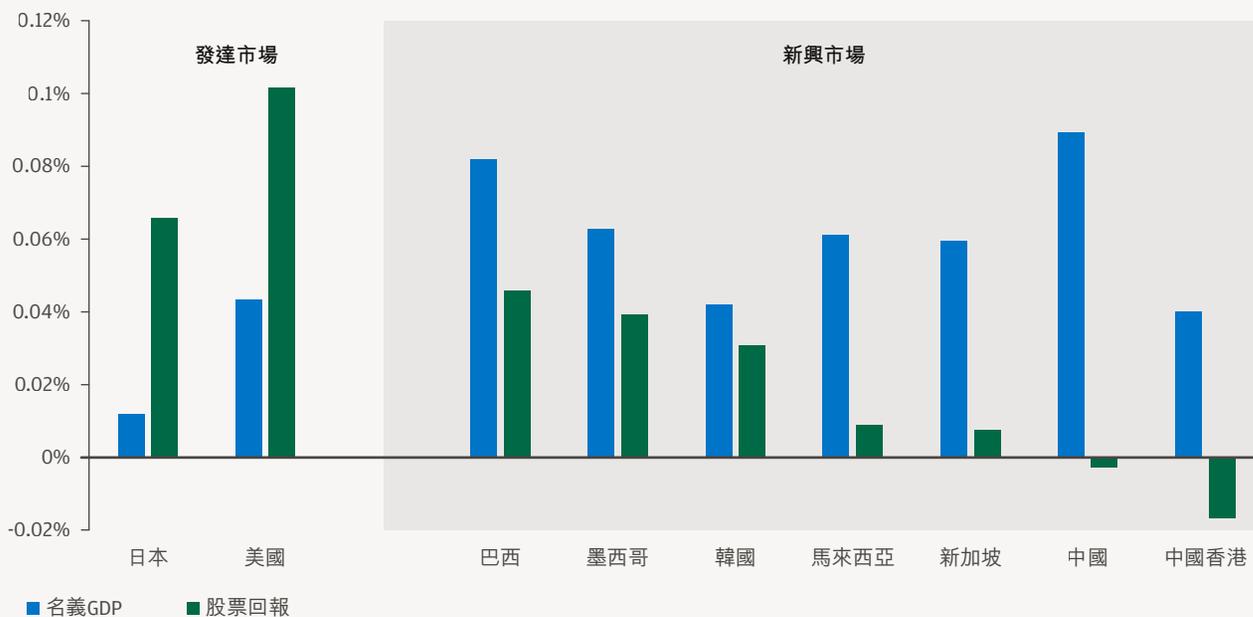
日本資本市場正迎來重大轉變。東京證券交易所實施的改革已促使日本企業改變自身與股東之間的基礎關係。目標是為了改善企業治理，最終能夠提高股東回報。

正如從通縮向再通脹轉變會對經濟產生深遠影響一樣，旨在改善企業治理的改革也會對股東回報影響尤深。我們試想一下經濟增長與企業盈利的關係便可知一二。在許多企業治理薄弱的經濟體中，

企業盈利都會落後於經濟增長，而且差距通常非常大。公司可能會通過發行更多股票、增加浪費性支出或另行作出侵蝕每股利潤的商業決策等方式導致股東價值稀釋。因此，儘管許多新興市場經濟體多年來的經濟高速增長，但他們的股東回報卻跑輸發達市場。

### 股票投資需要考慮經濟增長與企業盈利的關係

2009-2023年的年化名義GDP增長與本地股指價格回報比較(%)



資料來源：國家來源、彭博財經、Haver Analytics。數據截至2023年第四季度。

美國企業就是一個很實用的例子。過去十年，美國的經濟增長比許多其他主要經濟體慢。然而，企業盈利(以及由此產生的回報)卻大幅跑贏經濟增長。

一個關鍵的原因(當然也有明顯的例外)，就是美國公司以創造經濟價值，再將價值回饋股東為目標。企業治理在很大程度上解釋了美國公司的股東回報為何會遠超增長較快經濟體的公司回報。

日本公司正在向美國模式靠攏。東京證券交易所實施的改革正在改變治理文化，促使日本公司更加專注於盈利能力。結果是，日本公司盈利本已跑贏基礎經濟走勢，預期今年的增幅會進一步提高，並領先發達國家在11%-13%左右。這表明日本股票的價格具有大幅上升的潛力。

## 供應鏈與地緣政治

在亞洲，日本擁有獨特的地位：

- 屬於對中國需求依賴程度最低的經濟體之一
- 是半導體供應鏈的重要參與者
- 能夠從外商企業尋求建立供應鏈韌性中受益

根據日本財務省的數據，日本在2021-23年間曾為半導體和數字產業投資劃撥4萬億日圓預算，佔GDP的比例大於美國建設其國內半導體供應的資本。

在供應鏈方面，半導體製造商台積電是一個很好的例子。該公司尋求在台灣地區以外的地方多元分散製造業務，因此宣佈在美國建廠的計劃。雖然該項目一再延誤，但台積電已在日本建造一間新工廠，目前正投入全面營運。此舉取得成功，讓該公司公佈了在日本進一步擴張的計劃。

地緣政治方面，日本顯然有能力應對一些正在積聚的風暴。考慮到美國新政府任期內貿易摩擦加劇的風險，加上日本作為美國盟友，以及在全球供應鏈中的關鍵角色，我們認為日本能夠制定明晰的經濟發展路徑。然而，我們也注意到，日本的大部分能源依賴於進口，如果油價上漲，可能會對日本構成挑戰。



## 總結

雖然近期日本股票高歌猛進，但我們相信，日本經濟和市場的轉型變革能夠繼續為投資者創造機會。我們認為，股價尚未完全反映出日本市場的全部潛力。儘管在過去15年，日本股票的估值一直處於中間水平，但全球對日本股票的配置比例仍然偏低。我們認為，隨着全球投資者逐漸重視正在發生的結構性轉變，市盈率有望上升。

過去的樂觀預測也曾令人期望落空。我們承認日本的良性經濟循環是存在風險，有機會未果而終。然而，日本在經歷過數十年的經濟低迷，以及基本上被全球投資者所忽視之後，我們認為它的前景是光明的。現在正是重新審視投資日本理由之時。

# 我們的目標

全球投資策略團隊提供行業領先的洞見和投資建議，致力於幫助客戶實現長期目標，通過摩根大通各經濟師、投資策略師和資產類別策略師積累的廣泛知識和豐富經驗，為客戶提供全球金融市場的獨特觀點。

執行主管

**Clay Erwin**

投資銷售和交易部全球主管

**Russell Budnick**

全球市場策略與交易部主管

**Grace Peters**

全球投資策略部主管

全球投資策略團隊

**Elyse Ausenbaugh**

全球投資策略師

**Christopher Baggini**

股票策略部全球主管

**Nur Cristiani**

拉美投資策略部主管

**Madison Faller**

市場情報部主管

**Aaron Goldstein**

數碼化投資策略主管

**Stephen Jury**

全球大宗商品策略師

**Tom Kennedy**

首席投資策略師

**Jacob Manoukian**

美國投資策略部主管

**Kristin Kallergis Rowland**

另類資產投資部全球主管

**Joe Seydl**

高級市場經濟師

**Xavier Vegas**

信貸策略部全球主管

**吳安瀾(Alex Wolf)**

亞洲投資策略主管

**Erik Wytenus**

歐洲、中東及非洲投資策略部主管

**Samuel Zief**

全球外匯策略主管

不保證上述全部或任何成員會繼續留任，也不保證上述任何專業人員以往的業績或成功可以預示未來的成功。

## 重要資訊

除非另有說明，否則所有市場和經濟數據均截至2024年5月，而資料來源均為彭博財經和FactSet。

所提供的資訊無意對任何政府決策或政治選舉的預期結果做出價值判斷。

文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。

摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。本文件只作提供資訊用途，並非旨在提供亦不應被倚賴作為稅務、法律和會計建議。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

不可直接投資於指數。

## 指數定義

**彭博美國綜合債券指數**是一個衡量投資級以美元計價的固定利率應課稅債券市場表現的全面旗艦性基準。包括國債、政府相關證券和公司證券，按揭抵押證券(機構固定利率通遞證券)、資產抵押證券和商務按揭抵押證券(機構和非機構)。

**彭博美國市政債券指數**涵蓋以美元計價的長期豁免稅項債券市場。該指數有四大板塊：州和地方一般信用擔保債券、收入債券、被保險債券和提前償還債券。

**花旗經濟意外指數**衡量相對於市場預期的數據意外情況。正數意味着數據發佈強於預期，負數意味着數據發佈弱於預期。

**消費者價格指數(CPI)**是衡量城市消費者在一定時期內購買一籃子消費品和服務的平均價格變動情況的經濟指標。

核心個人消費支出是衡量美國居民或代表他們購買商品和服務時支付價格的指標。由於食品和能源價格經常波動，因此該指標已剔除這兩項，以更準確地反映潛在的通脹水平。

**就業成本指數(ECI)**衡量僱主每小時勞動力成本隨時間的變化情況。就業成本指數使用固定的「一籃子」勞動力來產生純粹的成本變化，不受工人在不同職業和行業之間流動的影響，且包括工資和薪金成本以及福利成本。

**MSCI巴西指數**旨在衡量巴西市場上大盤及中盤股範疇的表現。

**MSCI發達市場小盤股指數**以特定發達市場中列入可投資市場指數但未列入標準指數的公司為目標，詳盡地反映了這一規模細分市場的情況。這些指數包括價值型和成長型指數，以及基於全球行業分類標準(GICS®)的行業指數。

**MSCI新興市場拉丁美洲指數**是一項自由流通股加權股票指數。該指數以1987年12月31日為基期，基期指數定為100。

**MSCI德國指數**是一項自由流通股加權股票指數。該指數以1998年12月31日為基期，基期指數定為100。

**MSCI世界指數**是一個按自由流通股數調整後的SPX市值指數，旨在衡量全球發達市場的股市表現。該指數包括23個發達市場國家指數。

日經225指數包含從東京證券交易所第一部的國內普通股中選出的225隻股票，不包括交易所交易基金、房地產信託基金、優先股出資證券、(子公司分紅)跟蹤股票等等，但普通股除外。

**標準普爾500®**被廣泛認為是衡量美國大盤股的最佳單一指標，是眾多投資產品的基礎。該指數包括500家領先公司，覆蓋了約80%的可用市值。

## 主要風險

股票證券的價格可能會因為大盤市場的變動、公司財政狀況的變動、利率風險及缺乏流動性而上升或下跌，有時候可能會比較急速或不可預料。股票證券須承擔「股市風險」，即股價通常在短期或較長時間內可能下跌。

另類資產投資策略的投資具有投機性，往往比傳統投資涉及更大程度的風險(包括流動性有限、透明度有限和其他因素)，只有其經濟能力能夠承受全部或部分用於此類策略的資產損失的成熟投資者才應考慮這類投資。

私募投資面臨特殊風險。個人在投資前必須達到特定的適合性標準。此資訊不構成出售要約或購買要約的招攬。需要提醒的是，對沖基金(或對沖基金的基金)、私募股權基金、房地產基金經常從事槓桿投資等投機性投資行為，這可能會增加投資損失的風險。這些投資可能非常缺乏流動性，不需要定期向投資者提供定價或估值資訊，而且可能涉及複雜的稅務結構和延遲分發重要稅務資訊。這些投資不受與共同基金相同的監管要求的約束；而且常常收取高額費用。此外，在任何此類基金的管理和/或運作方面，可能存在大量的利益衝突。有關詳細資料，請參閱有關的發售備忘錄。證券可通過摩根大通證券有限責任公司(美國金融業監管局成員)、證券投資人保護公司及其經紀一交易商附屬公司購買。

大宗商品投資可能比傳統證券投資具有更大的波動性。大宗商品的價值可能受到整體市場變動、大宗商品指數波動、利率變化，或旱災、水災、天氣、家畜疾病、禁運、關稅和國際經濟、政治和監管發展等持續影響某個特定行業或大宗商品的因素所影響。投資於大宗商品可創造機會增加回報，但同時也可能會遭受更大的損失。

債券受利率風險、發行人信用和違約風險的影響。債券價格通常在利率上升時下跌。

投資者應了解購買市政債券存在的潛在納稅義務。若持有人需繳納替代性最低稅，則其持有的某些市政債券需繳納聯邦稅。如由資本收益，則需繳納聯邦稅投資者應注意，來自免稅市政債券基金的收益可能需要繳納州和地方稅以及替代性最低稅(AMT)。

優先投資具有股票和債券的共同特徵。優先證券通常是具有看漲期權保護的長期證券，在資本結構中介於債務和股權之間。優先證券具有各種風險和考慮因素，包括：集中風險；利率風險；低於個別債券的信用評級；對資產的要求低於公司的個別債券；由於這些風險特徵而擁有更高的收益率；「可贖回」含義是指發行公司可在特定日期後以特定價格贖回股票。

小市值公司通常比成熟的「藍籌」公司面臨更多風險，因為與大多數大市值和／或藍籌公司相比，較小的公司可能承受更大程度的市場波動。

國際市場投資可能並不適合所有投資者。國際市場投資涉及較高風險且波動性增加。外幣匯率變動以及美國以外地區的會計及稅務政策存在差異可能會增加或降低回報。此外，一些海外市場的政治及經濟環境可能不及美國及其他國家般穩定。國際市場投資可能較為波動。

衍生品可能比其他類型的投資更具風險，因為它們對經濟或市場條件的變化可能更加敏感，並且可能導致遠遠超過原始投資的損失。使用衍生品可能不會成功，導致投資損失，而且這種策略的成本可能會減少投資回報。

投資損失節稅可能並不適合所有人。如果您預計今年無法實現淨資本收益，有淨資本損失結轉，擔心偏離您的模型投資組合，和／或承擔較低的所得稅稅率或通過遞延稅賬戶進行投資，投資損失節稅可能並非您賬戶的最佳選擇。您應該與投資和稅務顧問討論這些問題。

本文件僅供一般說明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人銀行業務提供的若干產品及服務。文中所述產品及服務，以及有關費用、收費及利率均可根據適用的賬戶協議而可能有變，並可視乎不同地域分布而有所不同。所有產品和服務不一定可在所有地區提供。如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助（電郵地址：[accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com)）。**請參閱所有重要資訊。**

## 一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通團隊聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

## 非依賴性

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出陳述或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其它領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為研究報告看待。**任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

## 關於您的投資及潛在利益衝突

在摩根大通銀行或其任何附屬機構（合稱「摩根大通」）管理客戶投資組合的活動中，每當其有實際或被認為的經濟或其他動機按有利於摩根大通的方式行事時，就可能產生利益衝突。例如，下列情況下可能發生利益衝突（如果您的賬戶允許該等活動）：(1) 摩根大通投資於摩根大通銀行或摩根大通投資管理有限公司等附屬機構發行或管理的共同基金、結構性產品、單獨管理賬戶或對沖基金等投資產品時；(2) 摩根大通旗下實體從摩根大通證券有限責任公司或摩根大通結算公司等附屬機構獲取交易執行、交易結算等服務時；(3) 摩根大通由於為客戶賬戶購買投資產品而收取付款時；或者(4) 摩根大通針對就客戶投資組合買入的投資產品所提供的服務（服務包括股東服務、記錄或託管等等）收取付款時。摩根大通與其他客戶的關係或當摩根大通為其自身行事時，也有可能引起其他衝突。

投資策略是從摩根大通及業內第三方資產管理人處挑選的，它們必須經過我們的管理人研究團隊的審批流程。為了實現投資組合的投資目標，我們的投資組合建構團隊從這些策略中挑選那些我們認為最適合我們的資產配置目標和前瞻性觀點的策略。

一般來說，我們優先選擇摩根大通管理的策略。以現金和優質固定收益等策略為例，在遵守適用法律及受制於賬戶具體考慮事項的前提下，我們預計由摩根大通管理的策略佔比較高(事實上可高達百分之百)。

雖然我們的內部管理策略通常高度符合我們的前瞻性觀點，以及我們對同一機構的投資流程、風險和合規理念的熟悉，但是值得注意的是，當內部管理的策略被納入組合時，摩根大通集團收到的整體費用會更高。因此，對於若干投資組合我們提供不包括摩根大通管理的策略的選擇(除現金及流動性產品外)。

#### 法律實體、品牌及監管資訊

在美國，銀行存款賬戶及相關服務(例如支票、儲蓄及銀行貸款)乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，投資產品(可能包括銀行管理賬戶及託管)乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司(合稱「**摩根大通銀行**」)作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務(例如證券經紀及諮詢賬戶)乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**(「**摩根大通證券**」)提供。摩根大通證券是金融業監管局和證券投資者保護公司的成員。保險產品是透過Chase Insurance Agency, Inc(「CIA」)支付。CIA乃一家持牌保險機構，以Chase Insurance Agency Services, Inc.的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及CIA均為受JPMorgan Chase & Co.共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在德國，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已獲德國聯邦金融監管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 簡稱為「BaFin」)授權，並由BaFin、德國中央銀行(Deutsche Bundesbank)和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會(CSSF)監管，註冊編號為R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司 Sucursal en España (馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會(Comisión Nacional de Valores, 簡稱「CNMV」)監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管

委員會(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 簡稱為「CONSOB」)監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為8076，其米蘭商會註冊編號為REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行(DNB)和荷蘭金融市場監管局(AFM)監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為72610220。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行**(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)分派，其註冊辦事處位於Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)同時須受丹麥金融監管局(Finanstilsynet)監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局(Finansinspektionen)監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在**比利時**，本文件由**摩根大通有限責任公司－布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行(NBB)及比利時金融服務及市場管理局(FSMA)監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為0715.622.844。在**希臘**，本文件由**摩根大通有限責任公司－雅典分行**分派，其註冊辦事處位於3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為124。雅典商會註冊號為158683760001；增值稅註冊號為99676577。在**法國**，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於14, Place Vendôme 75001 Paris, France, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管，註冊編號為842 422 972，摩根大通有限責任公司巴黎分行亦受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法國金融市場管理局(Autorité des Marchés Financiers(AMF))監管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其註冊辦事處位於rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權並受其監管。

就金融工具市場指令(MIFID II)和瑞士金融服務法(FINSA)而言，本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的資訊，這些文件目前或應在相關司法管轄區內提供(按照要求)，否則投資者不應認購或購買本廣告中提及的任何金融工具。

在**香港**，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在**新加坡**，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**

派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服務時會通知您)。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服務時會通知您)。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於拉美國家，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和／或銷售未按照您祖國的證券或其他金融監管法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和／或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協議或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和／或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋、概以英文版本為準。

在澳大利亞，摩根大通銀行(ABN 43 074 112 011/AFS牌照號碼：238367)須受澳大利亞證券及投資委員會以及澳大利亞審慎監管局監管。摩根大通銀行於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言，「批發客戶」的涵義須按照公司法第2001 (C)第761G條(《公司法》)賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

摩根大通證券是一家在美國特拉華州註冊成立的外國公司(海外公司) (ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定，在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商(如摩根大通證券)須持有澳大利亞金融服務牌照，除非已獲得豁免。**根據公司法2001 (C) (《公司法》)，摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。**摩根大通證券於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何其他類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第761G條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融信息；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附屬公司和聯屬公司。「摩根大通私人銀行」是摩根大通從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經摩根大通的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通團隊聯絡。

© 2024年。摩根大通。版權所有。

J.P.Morgan PRIVATE BANK