



放眼市场 | 特辑

不妨参与体育圈

投资于职业体育联盟及相关业务。随着有关体育联盟私募股权所有权的规则扩张，我们探索了团队估值和盈利能力、新兴体育类别、流媒体和广播收入、区域体育网络的衰落、联赛实力均衡的驱动因素和比较、英超联赛的降级和财务压力、场馆和补贴、体育博彩和其他相关业务、反垄断问题、电子竞技寒冬、能用钱买到的最差球队以及有史以来的最佳篮球运动员。

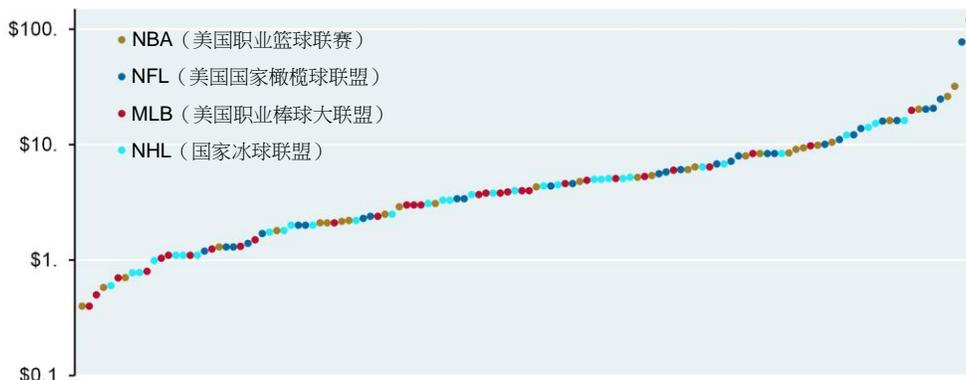
作者：岑博智(Michael Cembalest) | 摩根资产及财富管理市场及投资策略部主席

「不妨参与体育圈」：投资于职业体育联盟及相关业务

我从未写过关于体育运动队所有权的文章。原因很简单：一直以来，这都是一小部分极富有人群的专属领域。图表显示当前篮球、足球、棒球以及冰球控股所有者的估计净资产。他们大多都是净资产达到10亿美元至100亿美元的个人，而对于超出这个范围的人所拥有的净资产，我们则必须用上对数刻度来衡量。换句话说，体育运动队的所有权通常不向普通个人或多元化机构投资者开放。

大联盟运动队控制权所有者的净资产

十亿美元，对数刻度



资料来源：摩根资产管理，2024年5月

所有权规则一直在改变。现在，大多数主要的美国体育联盟允许一部分特定的私募股权基金持有单个团队的少数股权，并且这些基金可以在多个团队中持有多重股权。下方表格显示我们所了解的最新规则。近年来，持有少数股权变得越来越普遍；2023年，全球体育交易中有45%是少数股权投资，而在美国四大体育联盟的体育交易中，约60%是少数股权投资¹。随着最新规则的改变，特定基金及其有限合伙人与个人投资者可以越来越多地投资于球队的少数股权。

北美联赛的私募股权规则

	首次允许的年份	单个团队在各公司中拥有的最大私募股权所有权	单个基金对一支球队的最大私募股权所有权比例	基金可拥有的球队数量	是否允许主权财富基金投资？
NBA	2021	30%	20%	5	✓
MLB	2019	30%	15%	无限制	
NHL	2021	30%	20%	5	✓
MLS	2020	30%	20%	4	
NFL	待定	待定	待定	待定	

资料来源：彭博、Sportico，2024年。MLS：美国职业足球大联盟

体育投资的范畴远不止体育运动队的所有权，还包括聚焦于房地产、媒体、运营、收藏品、个人健身、球员管理、体育博彩等领域的公司。本期《放眼市场》特刊探讨估值、球队运营利润、推动联盟实力均衡的因素（收入分成、工资上限）、广播和流媒体收入、上座率和票价、与欧洲足球的比较、新兴体育联盟、围绕体育场补贴的争议、体育博彩和其他相关业务、电子竞技寒冬、能用钱买到的最差球队以及展示史上最佳篮球运动员的三分法图表。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根资产管理

¹《德勤2024年体育行业展望》，德勤，2024年3月。目前，MLB、NBA和NFL分别有24、138和90名少数股权所有者

目录

私募股权基金计划投资和贷款的方向.....	3
美国四大体育联盟的估值、交易、债务水平和营业利润.....	4
流媒体大战与区域体育网络的衰落.....	7
现场上座率趋势和票价上涨.....	10
联盟实力均衡利好美国体育联盟的所有者，但在欧洲则不然.....	11
推动职业体育实力均衡的主要因素：收入分成、选秀和工资上限.....	13
欧洲足球：降级、球员工资上涨、一塌糊涂的公众投资者回报以及新规.....	16
国际和新兴体育：MLS、F1以及各种体育项目上的创业最新情况.....	18
场馆和补贴：对运动队所有者来说，这是一个有争议的价值来源.....	20
周边业务：例如服装、形象管理和球员管理等业务.....	22
体育博彩：最高法院裁决、连本带利投注和梦幻的体育赛事监管套利.....	23
电子竞技寒冬继续：商业基本面一塌糊涂、裁员和联赛终止.....	26
附录一：根据《谢尔曼法案》，美国体育联盟大多都是不受监管的垄断企业.....	27
附录二：能用钱买到的最差球队.....	28
附录三：有史以来最佳篮球运动员.....	29
附录四：按球队划分的估值、收入、债务和运营收益.....	31
附录五：离队球员的罗纳尔多效应.....	35

私募股权基金计划投资和贷款的方向

美国体育联盟允许私募股权持股的决定，促进了包括体育运动队以及体育相关公司投资基金的成立。表格列出了一些基金正在考虑的投资类别。几点须知：

- 通常情况下，如果投资公司控制的任何基金投资于体育博彩、球员管理或以某种身份代表球员的其他企业，则该投资公司会被禁止收购少数股权
- 如果特定体育联盟的控股所有者同时还是某私募股权的负责人，则该私募股权公司将无法投资该体育联盟，因为此私募股权负责人兼体育联盟所有者可能有机会获得机密信息
- 以下几支体育运动队属于公开交易：亚特兰大勇士队、曼联和纽约尼克斯/游骑兵队。尽管公众可以购买这些特许经营权的股权，但投票权仍由控制权所有者掌握，其B类股份的投票权是A类股份的10倍²
- 以下部分体育业务属于子公司，无法作为单一业务投资切入：ESPN（迪士尼）、TNT 体育（WB Discovery）、CBS 体育（派拉蒙影业）、福克斯体育（福克斯公司）和 NBC 体育（康卡斯特）
- 因此，相比公开市场，私募市场构建的职业体育及相关投资项目的多元化投资组合更为广泛。传统上长达5-7年的私募股权持有期是否适合体育投资尚待观察

球队	收藏品
拥有体育运动队的多数股权**	交易卡、纪念品、NFT
拥有体育运动队的少数股权	服装
球员/人才	房地产
球员表现相关服务*	体育运动队及场馆融资
体育分析软件	竞技场/跑道/高尔夫球场
体育机构	竞技场附近的房地产开发项目
承销球员合同	体育相邻健身特别经营权
媒体	运营部
媒体版权和流媒体	场地管理（门票、赞助商、特别经营权等）
社交媒体/粉丝参与	竞技场、赛事运营和运动员的设备
为体育粉丝服务的媒体	第三方票务应用程序
联盟	博彩
新兴体育联盟	梦幻体育
青少年体育学院	博彩应用程序/网站
夏令营	实时体育博彩
视频游戏	
电子竞技（直播、比赛）	
体育类电子游戏	

*包括球员训练、指导和发展；身体康复、生物力学、营养、心理策略等。

**虽然目前美国四大体育联盟不允许私募股权基金拥有多数股权，但是一些新兴和国际联盟允许这种情况

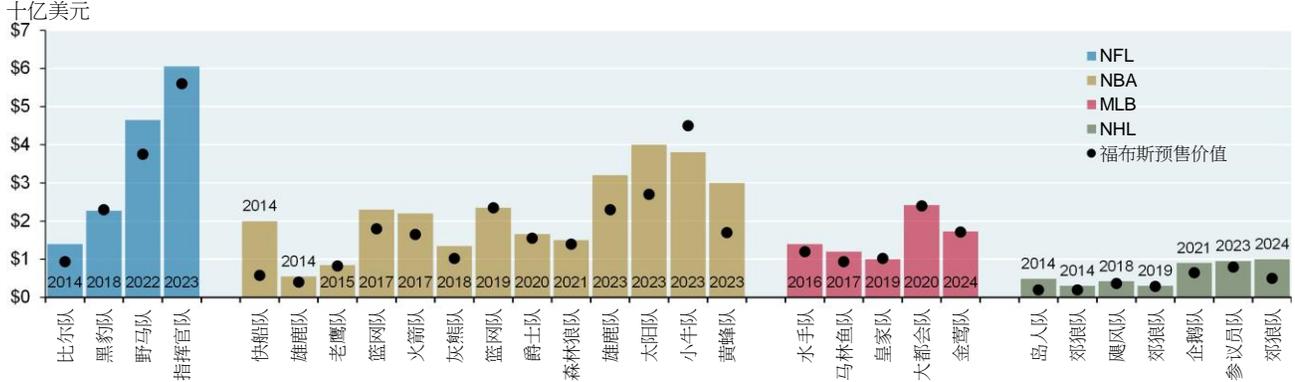
²约翰·马龙控制着亚特兰大勇士队约 50%的投票权；格雷泽家族控制着曼联 69%的投票权；而多兰家族控制着尼克斯和游骑兵队 71%的投票权(MSGS)

美国四大体育联盟的估值、交易、债务水平和营业利润

特许经营职业运动队的所有者通常有三种不同的多元化收入来源：**(a)**体育联盟所分派的收入分成份额；**(b)**建立消费者品牌和优质现场娱乐业务的受保护营销领域；及**(c)**与体育场、媒体和其他运营资产相关的附属业务。所有美国体育联盟实质上都是《谢尔曼法案》项下监管非常宽松的垄断企业（详情见附录1），这是价值创造的重要贡献因素。

最常被引用的职业运动队估值数据来自福布斯和 Sportico。图表显示自 2014 年以来的特许经营销售；请注意，在大多数情况下，实际销售价格（柱状图）与福布斯预估的预售估值（圆点图）极其接近。

自2014年以来NBA、NFL、NHL和MLB的交易价值



资料来源：摩根大通体育研究团队，2024年

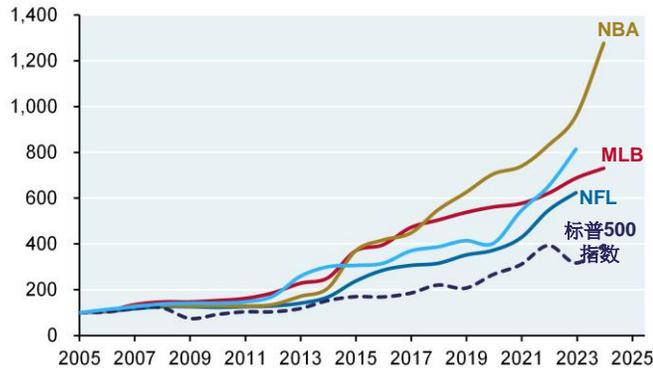
2022年至2024年的实际交易

年份 球队 价值/收入	NBA				NFL		NHL		MLB								
	2023	2023	2023	2023	2023	2022	2024	2023	2024								
太阳队	13.2x	黄蜂队	11.2x	雄鹿队	9.7x	小牛队	8.9x	指挥官队	11.1x	野马队	9.4x	郊狼队	8.3x	参议员队	6.1x	金莺队	6.5x

福布斯还为各项联盟构建了估值指数。如左下图所示，自 2005 年以来，这些指数一直大幅跑赢标普 500 指数。需要明确的是，体育运动队远比股票更为昂贵：目前，大多数运动队的估值都是收入额的 5-12 倍，相比之下标普 500 指数则约为收入额的 3 倍。

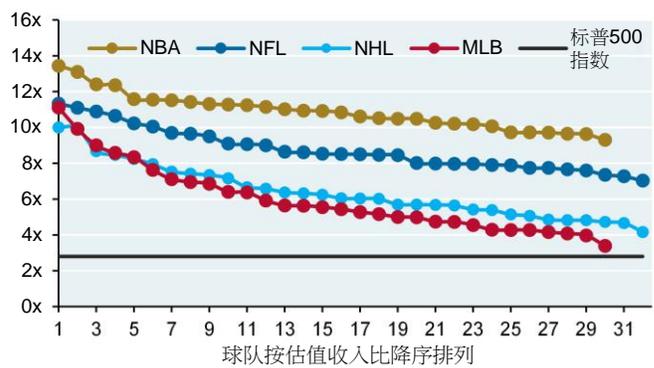
在 NFL 和 NHL 中，估值最低和最高运动队之间的差距约为 2.5 倍，而 NBA 和 MLB 则分别为 3.2 倍和 7.6 倍。收入分成较低、不设工资上限以及区域媒体的曝光度较高是 MLB 估值差距较大的部分原因；我们将在文章后半部分讨论这些主题。

运动队估值与股市指数 (100=2005)



资料来源：摩根大通体育研究团队、福布斯、彭博，2024年

主要运动队的收入额倍数估值与标普500指数的市销率对比

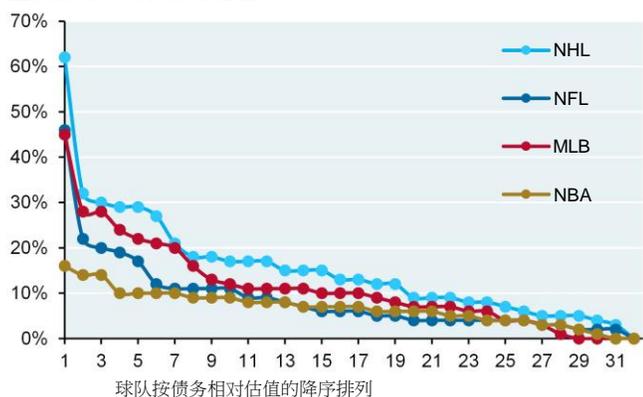


资料来源：福布斯、彭博、摩根资产管理，2024年

关于体育所有权的部分常见评论：

- **估值**：NBA 和 NFL 收入的 50%-70%是来自网络和其他高评级交易对手方的长期合同义务，有些还附有升级条款。因此，可采用其他估值方法，即对合同流量采用投资级贴现率，并单独使用股票倍数对周期性现金流量进行估值。通过使用这种方法，估值收入比将低于前一页的数值；但这种方法的前提假设是所有者愿意将部分投资作为较低风险的年金进行估值
- **债务上限**。NFL 和 NBA 对购买者实行硬性杠杆上限。NFL 就新收购和现有所有者设定的债务上限分别为 14 亿美元和 7 亿美元。对于 NBA，债务上限定为 3.25 亿美元。MLB 的债务上限根据连续现金流倍数设定，而 NHL 的债务上限则酌情裁定。如下方文字所示，除了仅有的三个案例外，四大体育联盟的杠杆都不高

主要运动队的债务与估值



资料来源：福布斯、彭博、摩根资产管理，2024年

- **交叉所有权较为常见**。案例包括克伦克体育娱乐公司（洛杉矶公羊队、丹佛掘金队、科罗拉多雪崩队、科罗拉多急流队；阿森纳队）；哈里斯·布利策体育（费城 76 人队、新泽西魔鬼队、华盛顿指挥官队、水晶宫队）；Monumental（华盛顿首都队、华盛顿奇才队）；芬威体育集团（波士顿红袜队、利物浦队、匹兹堡企鹅队）。另外：十一名 MLS 所有者拥有其他联盟的交叉持股
- **开发**。几十年来，球队比赛场馆不是受到区域环境限制，就是建在远离住宅和零售中心的工业区。从重建巴尔的摩坎登球场开始，所有者开始重新开发利用场馆周围的土地。其他的案例包括亚特兰大 Truist 球场的 The Battery、瑞格利球场地区的城区改造、第一资本体育馆附近的哥伦比亚特区振兴以及 SoFi 体育场新城区的创建等
- **税收优惠**。主动控股所有者可根据相关收入和/或不相关的主动收入对体育运动队投资进行折旧。可折旧资产包括球员合同、季票清单、场馆租赁协议、电视/广播合同、特许合同、豪华套房等。主动参与球队管理的有限合伙人可能拥有等同于主动控股所有者的折旧权利。受若干规则和限制的约束，被动型有限合伙人通常能够以合伙企业内的相关折旧抵销投资收益，并可能利用任何超额损失抵销其他消极收入。有限合伙人应咨询其自身的税务顾问，以确认任何投资的税务处理
- **投资组合**。部分研究声称，将体育所有权加入投资组合可提高风险调整后回报。然而，大部分研究所高度依赖的是并不经常性的评估或重复销售方法，而这两种方法在衡量均值方差框架的风险方面表现都不佳。我们去年 12 月发表了两年一度的《另类资产投资回顾》，体育运动队所有权和私募资产通常应以与公开股票市场相比的超额回报进行评估，并使用时间加权回报比较法

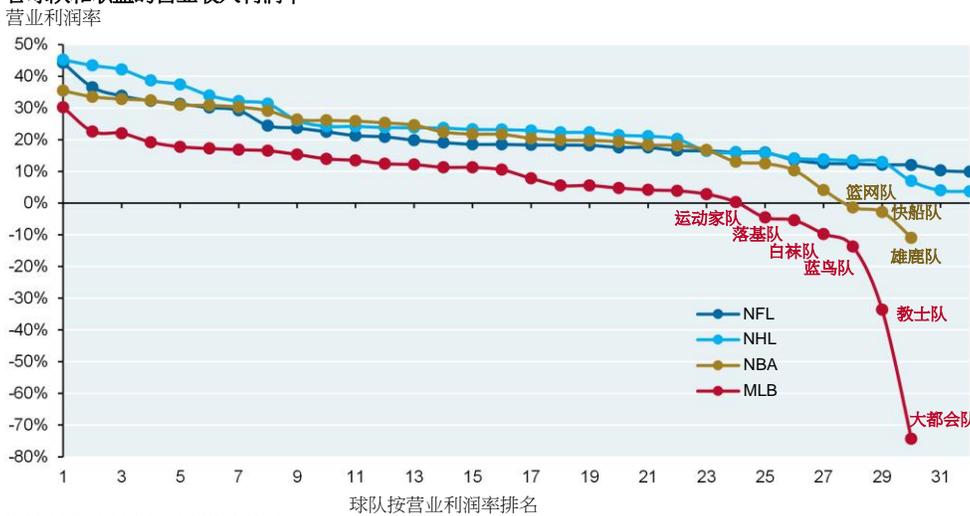
运营利润

NFL、NHL 和 NBA 球队从不断增长的广播收入、联盟强加的财政纪律、收入社会化和工资上限条款中获益。过去 20 年，随着工资在收入中占比的下降，这些联盟的运营利润总体上有所提高（见右下图表）。在 MLB 中，缺乏工资上限和财政纪律的情况更为明显，运营利润普遍较低，甚至部分为负数。

在 NHL 于 2021 年与迪士尼和特纳体育签订了为期七年的合同之后，NHL 自 2018-2019 年以来的运营利润中位数增长了两倍，每年总利润平均达 6.35 亿美元。NHL 另一项有趣的进展是：相较于高税收的州和加拿大省份，来自低税收州的球队在招募球员方面具有优势，特别是考虑到自 2020 年以来 NHL 工资上限累计仅增长了 2.4%。从那年起，成功闯进联盟决赛的 20 支球队中，11 支球队来自德克萨斯州、佛罗里达州或内华达州（均免征州税）³。

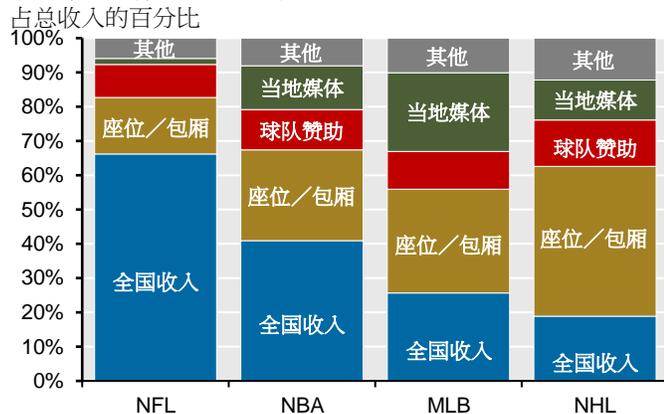
明确来说，运营收益不包括债务利息、税收、资本项目及其他成本。因此，运营收益无法说明一个团队是否获得正现金流。有关按球队和联盟划分的估值、收入、债务、运营收益和相关比率，请参见附录四。

各球队和联盟的营业收入利润率

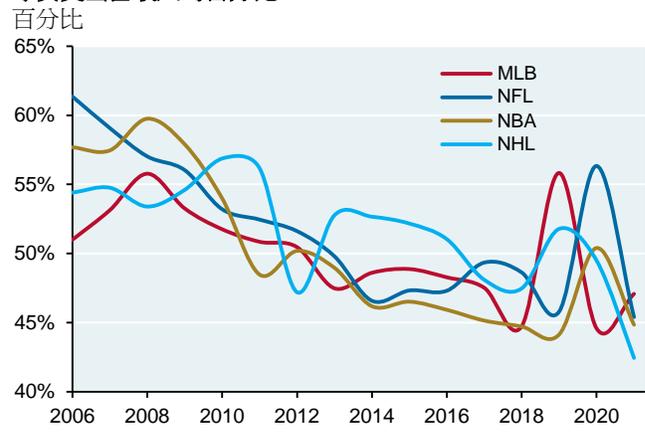


我们将在后面几页分析推动这些运营利润的主要联盟收入构成。因为国家广播和流媒体收入的重要性，我们将从这里开始分析；然后，鉴于钻石体育的破产及其对 MLB（乃至 NBA 和 NHL）的影响，我们讨论区域媒体转播权的适时问题。随后，我们分析现场上座率趋势和票价。

联赛收入（按类型划分）



球员支出占收入的百分比



³ 职业运动员在其工作的每个司法管辖区都要纳税，但其大部分工资均按其主场州的税率纳税。假设一份300万美元的NHL合同：德克萨斯州的州税为0美元，而加利福尼亚州却高达37.1万美元。

流媒体大战与区域体育网络的衰落

了解职业体育的广播和流媒体需求至关重要，特别是因为在四大体育联盟中，三家的收入有 50%-70% 来自全国性和区域的转播权（NHL 例外，比例仅占 30%），并且四大联盟的这些全国性收入均由各支球队瓜分。这种情况并非一成不变；几十年前，体育特许经营的主要价值以现场上座率为基础；1946 年，广播和电视合同仅占 MLB 收入的 3%。

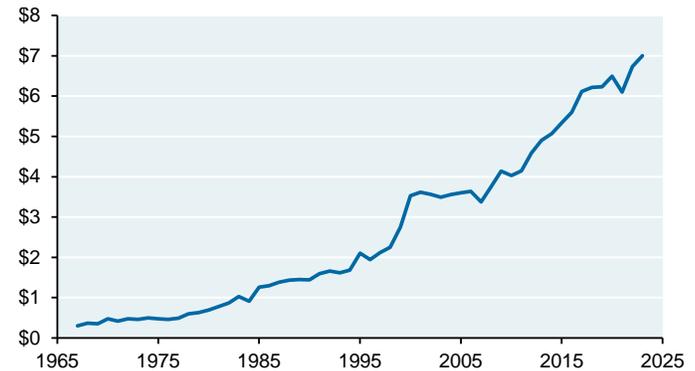
据福布斯的数据，2011 年全球体育媒体合同价值为 245 亿美元，如今已超过 624 亿美元。表格展示了媒体转播权价值提升的案例。NBA 预期在本周宣布与 NBC、亚马逊和 ESPN 签订的一份新协议，据称协议长达 11 年，价值为 760 亿美元；年度合同价值较 2016-2025 年与 ABC/ESPN/TNT/TBS 签订的合同上升 2.6 倍。

联盟	广播公司	交易开始时间	交易结束时间	交易开始时合同价值增加
MLB	福克斯/TBS/ESPN	2022	2028	1.3x
NFL	哥伦比亚广播公司/福克NBC/ESPN	2023	2033	1.8x
NHL	美国广播公司/ESPN/TNT	2021	2028	2.1x
NBA	美国广播公司/ESPN/TNT/TBS	2016	2025	2.9x
NBA	美国广播公司/ESPN/TNT/TBS	2025	2036	2.6x

资料来源：摩根资产管理，2024年

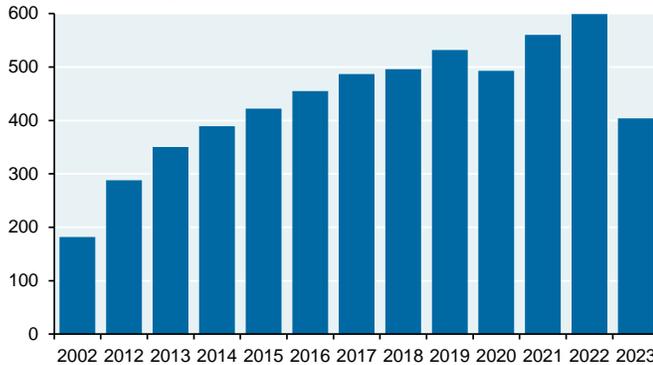
30秒超级碗广告价格

实际2023年价值，百万美元



资料来源：Nielsen Ratings、彭博、摩根资产管理

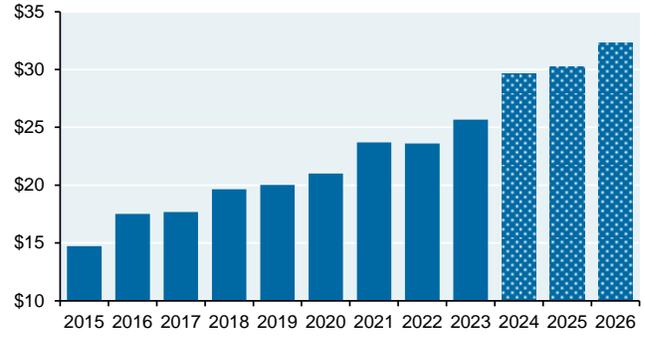
成人原创剧集的预计数量



资料来源：FX Research，2023年

美国体育媒体版权费

十亿美元



资料来源：标普全球，2023年3月

体育内容消费者需求的其他示例：

- 过去 12 个月，美国和英国超过 30%的成年人购买过至少一场按次付费的体育赛事，主要是 UFC（终极格斗冠军赛）和拳击⁴。在有史以来收视率最高的 5 场按次付费赛事中，拳击赛事占了 4 场
- 根据 Sportico 使用 Nielsen 数据进行的一项研究，2023 年，在 100 场收视率最高的电视直播中，NFL 赛事占了 93 场，高于 2022 年的 82 场和 2018 年的 61 场。在 50 场收视率最高的直播中，NFL 赛事占了 48 场，另外两场是国情咨文演讲和梅西感恩节游行
- 在美国电视历史上收视率最高的十场赛事中有八场是超级碗
- 自 2005 年以来，经通胀调整后的 30 秒超级碗广告成本加倍，而在此前的 20 年出现同样的加倍情况

⁴ 《体育并购：为您的团队而来》，德意志银行，2024 年 4 月 8 日

流媒体大战

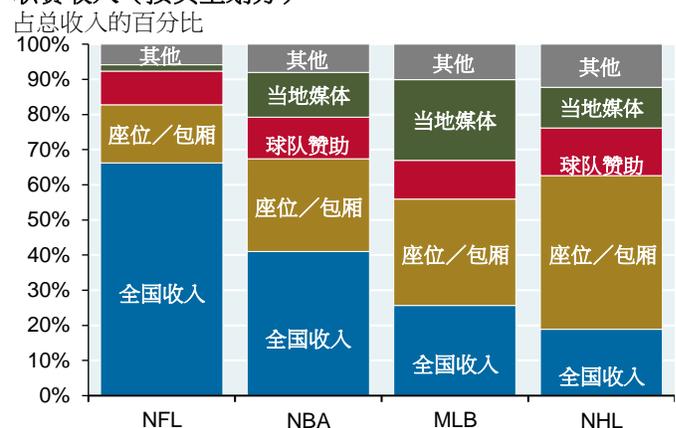
如上文所示，虽然去年针对流媒体和其他发行渠道开发的剧本戏剧系列有所减少，但体育媒体转播权支出却持续增加。流媒体服务可能将体育视为一种途径，在难以进入的市场获得客户，并为核心服务/产品创造更多需求：

- 2023年1月，酋长队与海豚队的NFL外卡赛由NBC的流媒体服务**孔雀(Peacock)**独家直播。孔雀为独家媒体转播权支付了1.1亿美元，吸引了2,300万名观众
- 未来三年，**网飞(Netflix)**将会在圣诞节当天至少直播一场NFL赛事。作为协议的一部分，网飞已向NFL支付1.5亿美元，在2024年直播两场圣诞节比赛。网飞获得新客户的实验是否成功仍待观察；然而，媒体分析人士估计，在通过NFL外卡赛直播吸引而来的300万名新订阅用户中，孔雀留住了超过三分之二⁵
- **亚马逊**每年支付10亿美元，以纯数字化方式转播NFL周四夜赛事。在部分圈子中，这些比赛因技术不佳或对局表现差而声名狼藉，但在其他圈子中却不然⁶
- **Google/YouTube**签署了一份为期7年的协议，就「周日门票」赛事转播权每年向NFL支付20亿美元，这些赛事包括常规赛周日下午的场外比赛（包括没有在全国范围内或在观众区域广播中播放的比赛）
- 2021年，**孔雀**与WWE签订了一份为期5年的协议，每年金额为2亿多美元；观众数量因此翻番
- ESPN拥有UFC赛事的独家转播权和播送住宅按次付费赛事的权利；该协议于2018年5月公布，每年金额为1.5亿美元，目前约为每年2亿美元。该协议包括每年30场UFC格斗之夜赛事：10场在常规有线电视ESPN台转播，20场在**ESPN+**流媒体服务直播
- **苹果**与MLS签订了一份为期10年的协议，每年金额为2.5亿美元；与MLB签订了一份为期7年的协议，每年金额为8,500万美元，以每周转播两场周五棒球夜赛事；据报道，苹果正在考虑与F1赛车签订一份每年金额20亿美元的合同，这将使联盟目前的收入翻倍⁷

网飞、亚马逊、苹果等将能够通过广告收回部分成本，因为体育赛事本身就存在休息时间。因此，尽管网飞的老客户无需付费观看比赛，但网飞仍将赚取基于总观看人数的广告收入。此外，网飞能够为个人客户创建定制广告，从而创造「闭环归因」（即展示广告与后续消费者购买行为之间的联系），相较于传统有线电视广告，各品牌可能会更重视这一点。

如上所示，流媒体大战极大地有利于NFL这样的联盟。然而：尽管MLB、NBA和NHL也可能从中受益，但这些联盟还要依赖区域的媒体转播权（图中绿色部分），鉴于区域体育网络最大所有者之一出现破产，我们接下来将就此话题展开讨论。

联赛收入（按类型划分）



资料来源：Sportico，2024年2月

⁵《NFL 订阅会否持续？》，Antenna，2024年3月21日

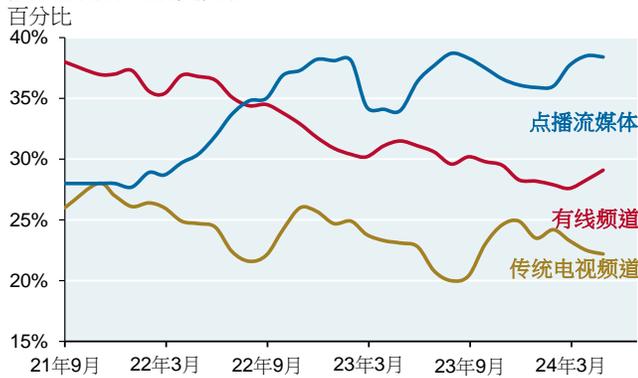
⁶NFL周四橄榄球之夜。正方观点：《周四橄榄球之夜：好得超乎想象》，Harvard Sports Collective，2021年5月；反方观点：《周四橄榄球之夜的存在主义恐怖》，纽约时报，2022年10月19日

⁷《据称苹果在推进F1全球转播权》，Front Office Sports，2024年4月15日

区域体育网络的衰落：简单版

- 传统的有线电视订阅在消费内容中的占比持续下降，18-29岁人群的观看比例更是大幅下降；在此年龄段，仅31%订阅有线电视，低于2015年的64%
- 有线电视订阅持续下降导致高杠杆区域体育网络获得的支付减少，而区域体育网络同样已与MLB球队和NBA/NHL球队签订了长期的转播协议。第二张图表反映区域体育网络正在面临的压力。2019年，辛克莱向迪士尼收购了21个区域体育网络，因为在收购21世纪福克斯的过程中，美国司法部强制迪士尼剥离区域体育网络。辛克莱的子公司钻石体育集团经营Bally体育，后者已成为辛克莱区域体育网络合同的债务人。钻石体育目前正在进行第11章破产程序
- 部分区域体育网络没有履行MLB合同，因此MLB收回了这些版权，制作自己的内容。传统的区域体育网络不再为科罗拉多、亚利桑那、休斯顿、圣地亚哥、匹兹堡和西雅图的转播支付费用。在其他情况下，钻石体育没有履行转播权合同，并与球队协商了金额较小的临时付款
- 虽然苹果与MLB签订了转播周五棒球夜赛事的合同，但**棒球界许多长期区域体育网络转播权协议的重组仍是一个未解之谜**。据报道，亚马逊有意对Bally体育进行困境投资，但目前尚不清楚这项投资的谈判能否让所有相关方都满意
- NBA和NHL同样受到影响。区域体育网络不再为犹他爵士队、凤凰城太阳队和休斯顿火箭队的转播支付费用；也不再为西雅图海妖队、维加斯黄金骑士队和匹兹堡企鹅队的转播支付费用
- 虽然NBA也有区域体育网络问题，但由于对NBA内容的需求较高，因此问题比MLB小。换句话说，就算区域体育网络停止支付NBA转播协议，NBA以流媒体收入取代区域体育网络收入的能力也比MLB强
- NFL没有区域体育网络问题，因为NFL为内容分发商提供了一份全国赛事配套（不存在此前经过磋商从而对此配套造成限制的区域转播协议）

按来源划分的消费内容



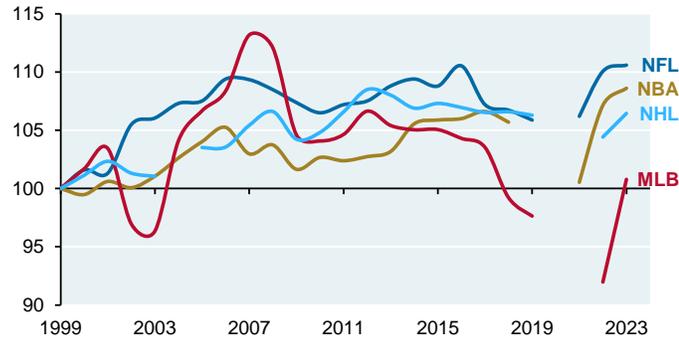
区域体育网络(RSN)困境代理：Diamond Sports破产



现场上座率趋势和票价上涨

相较于新冠疫情前水平，NFL、NBA 和 NHL 的现场上座率保持稳定或略有上升。如右图所示，现场上座率（座位和包间）在各联盟收入中所占份额的重要性各不相同。此外，门票售罄球队能够提升的上座率也就这么多：最近一个赛季，NFL、NBA 和 NHL 卖出的门票占已有座位的97%以上⁸。MLB 则例外，场均售出门票约为座位数的 70%。2016 年至 2019 年，MLB 的上座率表现不佳，不过最近一个赛季有所反弹。大量体育分析师写了棒球相对于其他运动的受欢迎程度下降的原因，在此我就不再赘述。

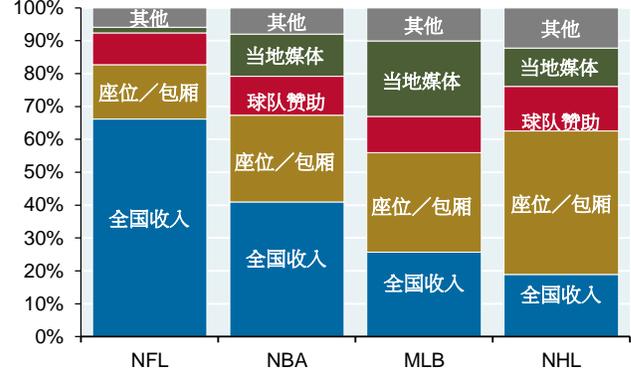
各联赛每场比赛观众人数
指数（100=1999）



资料来源：NBA、Pro Football Reference、Baseball Reference、NHL、摩根资产管理，2024年。受疫情影响较大的季节不包括在内

联赛收入（按类型划分）

占总收入的百分比

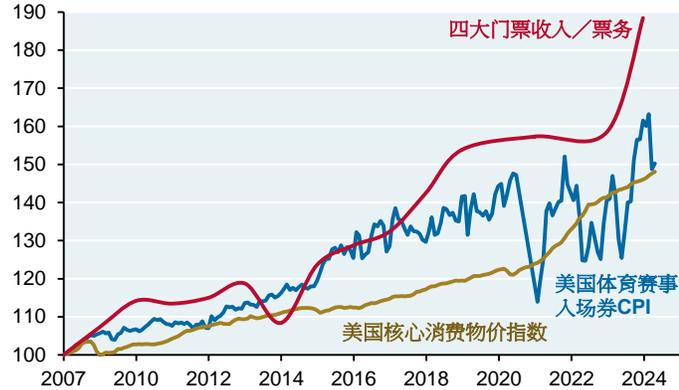


资料来源：Sportico，2024年2月

稳定的上座率不代表场馆相关的收入持平。相反：根据福布斯的数据，四大体育联盟门票收入的增长速度远快于核心通胀，并且快于 CPI 报告中的「体育赛事入场券」类别。理由：福布斯涵盖了包厢和豪华包间的价值。右边图表显示在 NFL 场馆购买一份啤酒加热狗的最低和最高成本。

票价通胀率超过核心CPI

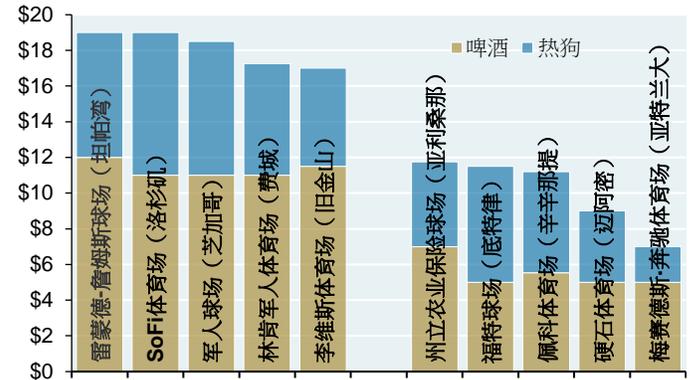
指数（100=2007年12月）



资料来源：彭博、福布斯、摩根资产管理，2024年4月

最贵和最便宜的NFL体育场啤酒和热狗

美元



资料来源：WhiskeyRiff，2023年9月

⁸ 《在强劲的一年里，NFL 的观众和上座率增加》，《体育商业期刊》，2024年1月15日；NBA 和 NHL 的新闻发布会，2024年4月

联盟实力相当利好美国体育联盟的所有者，但在欧洲则不然

美国体育联盟的一个显著特点是实力均衡，特别是与欧洲足球相比⁹。就体育联盟所有者而言，这种势均力敌是一种资产，因为能否获胜并不仅仅在于比谁能向球队投入最多资金，进行所谓「军备竞赛」¹⁰。水平相当的好处已经得到实证检验：一项对澳大利亚足球的研究发现，比赛结果不确定性每增加一个标准差，上座率就会上升 11%¹¹。

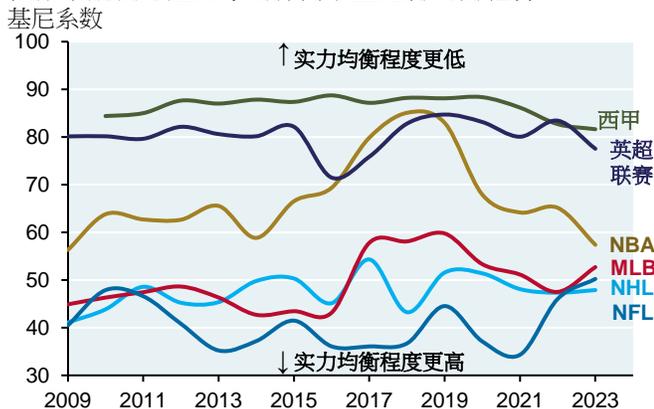
在本节中，我们将探讨美国体育联盟相较于欧洲的均势证据。在下一节中，我们将审视推动美国体育联盟势均力敌的主要因素。

实力均衡的衡量：赛季前赔率

衡量均势的一种方法涉及从博彩网站获悉赛季前赔率。这些赔率越集中于一小部分球队，则该体育联盟所表现出的实力均衡程度就越低。这些赔率可转换为等价的基尼系数，基尼系数通常用来衡量收入或财富的集中程度。如果运用到体育联盟中，则它们衡量的是预期获胜的集中程度。如图所示，美国体育联盟表现出的赔率相关实力均衡程度远高于欧洲足球。例外情况：NBA 在 2017-2019 年的基尼系数暴涨，当时金州勇士队被赋予了 50%-60%的赛季前赔率（该队在 2017 年和 2018 年胜出，然后在 2019 年的总决赛中败给多伦多猛龙队）。

问题是：实际的胜负结果可能与赛季前预测大相径庭，且每年预测的冠军球队都可能改变，因此就会出现水平相当的局面。较为理想的水平衡量方法能反映出实际将会发生怎样的情况，而这就是我们接下来要计算的内容。

根据季前赛夺冠几率对体育联盟进行均势估算，



资料来源：Sports Odds History、摩根资产管理，2024年

此分析改编自哈佛体育分析小组于 2016 年的一篇原创文章，我们将其更新至 2023 年

⁹ 在本文中，我们使用「欧洲足球(soccer)」而不是「欧洲橄榄球(football)」，以避免在讨论美式足球时产生混乱。别跟我提什么美国中心论：「足球(soccer)」是一个彻头彻尾的英国词。在 1800 年代早期的英国，足球和橄榄球本是作为同一种运动项目的不同变体而存在。1863 年，英格兰足球总会成立，专门编写规则以便学校之间进行比赛。缩写术语「橄榄球(rugger)」和「足球(soccer)」就是为了区分英式橄榄球和英式足球而被创造出来的。

¹⁰ 在欧洲足球界，财大气粗的中东主权财富基金现在拥有巴黎圣日耳曼、曼城和纽卡斯尔联队等特许经营性运动队。在一系列事件的神奇转折中，由于国际米兰的中国所有者拖欠了 4 亿欧元贷款，私人资本公司橡树资本管理本月获得了该俱乐部的控制权。更奇怪的是，这发生在国际米兰赢得意甲冠军之后。

¹¹ 《结果不确定性对澳洲足球联赛观众上座率的影响》，Ferguson 和 Lakhani，2023 年 4 月 10 日

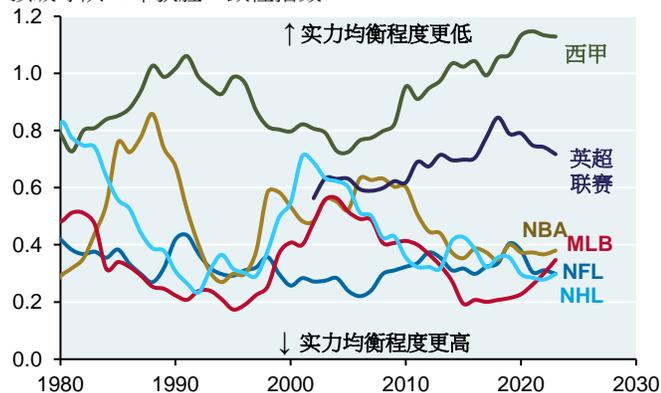
实力均衡的衡量：根据实际胜负记录计算的获胜球队集中程度

对我而言，实力均衡意味着：同一支球队是否总会获胜？为衡量这一点，我们设计了一种算法，计算联盟结果前五分之一球队的滚动一致性。得分越高，前五分之一的球队名单就会越集中；得分越低，前五分之一球队内的实力均衡程度就越高。我们的方法考虑了球队更换城市/名字、欧洲足球降级、球队数量随时间变化等情况。

与使用赛季前赔率的方法一样，美国体育联盟的均势程度高于欧洲，特别是在 NFL 中。部分偏离体育联盟均势的情况：从 2001 年到 2010 年，NBA 被马刺队、湖人队、活塞队和小牛队所统治。此外，从 1992 年到 2001 年，底特律、科罗拉多和新泽西制霸 NHL。相比之下，皇家马德里、马德里竞技和巴塞罗那一直制霸西甲，而阿森纳、切尔西、曼城和曼联则一直制霸英超联赛。

各联盟的集中度/实力均衡得分

顶级球队10年获胜一致性指数



资料来源：摩根资产管理，2024年

有关欧洲足球均势程度较低的更多证据：拜仁慕尼黑在过去五年蝉联德甲冠军，而巴黎圣日耳曼在过去七年中有六年是法甲冠军

另一项重要的实力均衡数据：市场规模并非球队成功的决定性因素

利用每支球队所属城市的人口普查数据，我们研究了从 1980 年到 2023 年美国四大联盟的胜率与城市人口之间的关系。在 NFL、NBA 和 NHL 中，城市规模与球队胜率之间的平均相关性在此期间实际上略微为负。换言之，市场规模并不等同于成功，而许多市场较小的球队都表现出色[尼克斯队、篮网队、大都会队和喷气机队的球迷都有发言权]。就 MLB 而言，该相关性略微偏正，这与 MLB 不设工资上限相符。这些发现证实了美国各大体育联盟中收入分成规定和其他均势推动因素的重要性的影响。

极端实力均衡：最令人意外的情况，赛季前赔率最高的队伍爆冷

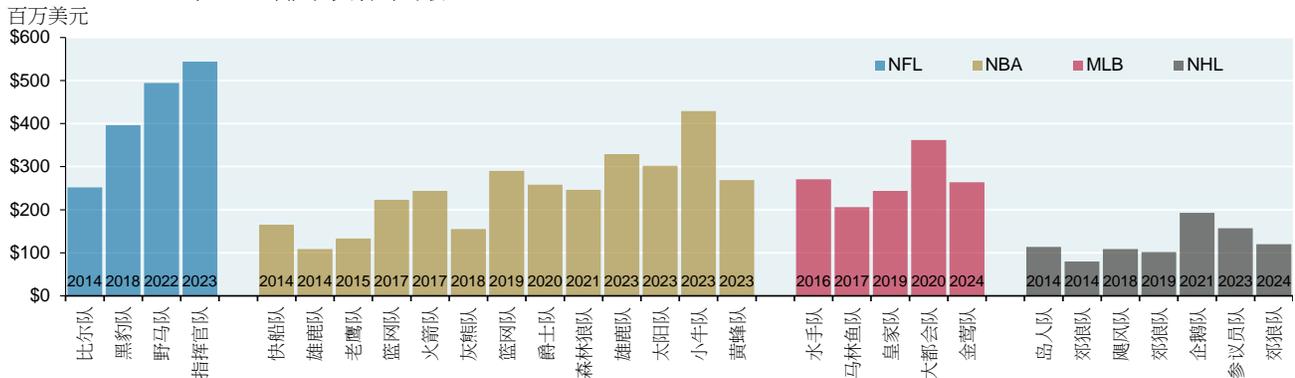
- 2001 年，新英格兰爱国者队赢得超级碗的赛季前赔率是 60-1。当年，爱国者队击败了赛季前赔率为 4-1 的公羊队
- 2007 年，纽约巨人队(30-1)在超级碗中击败了新英格兰爱国者队(2.5-1)
- 2002 年，在世界职业棒球大赛中，阿纳海姆天使队(40-1)战胜了旧金山巨人队(12-1)
- 1991 年，明尼苏达双城队(80-1)击败了亚特兰大勇士队(200-1)；换言之，美国及国家联盟的赢家都打破了赔率的预言
- 1999 年，圣路易斯公羊队(150-1)在超级碗中击败了田纳西泰坦队(30-1)
- 1997 年，佛罗里达马林鱼队(100-1)在世界职业棒球大赛中击败了克利夫兰印第安人队(50-1)；而 2003 年，佛罗里达马林鱼队(75-1)击败了纽约洋基队(2-1)
- 2015 年，莱斯特城队挑战 5,000-1 的赔率击败了托特纳姆热刺队(105-1)，赢得英超冠军

其他爆冷例子：巴斯特·道格拉斯击败迈克·泰森；美国 1980 年奥运会冰球冠军；1983 年北卡罗来纳州立大学赢得 NCAA 锦标赛；2004 年底特律活塞队击败洛杉矶湖人队；纽约喷气机队赢得第三届超级碗；2010 年弗朗西斯·斯齐亚沃尼赢得美国公开赛冠军（赔率 100-1）；1919 年 Upset 击败了 Man o'War（史上唯一击败后者的马）；1950 年里约世界杯乌拉圭击败巴西

推动职业体育实力均衡的主要因素：收入分成、选秀和工资上限

推动职业体育均势的主要因素是收入分成。看看各年度和各大联盟的球队在出售时的收入就能明白（NFL的飙升主要与媒体转播权的增加有关）。

NBA、NFL、NHL和MLB球队在交易时的收入

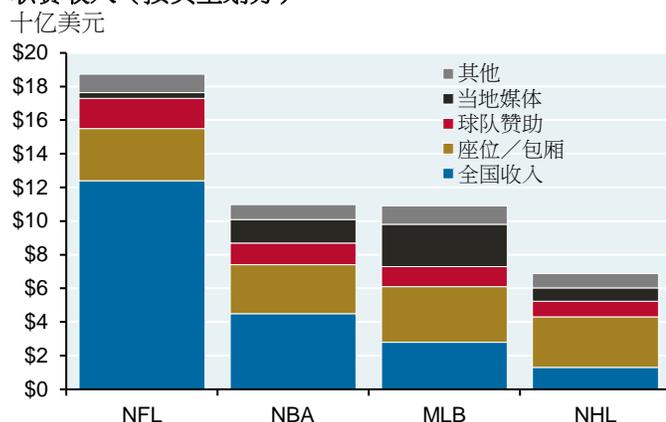


资料来源：摩根大通体育研究团队，2024年

以下是各联盟收入分成安排的简要概况：

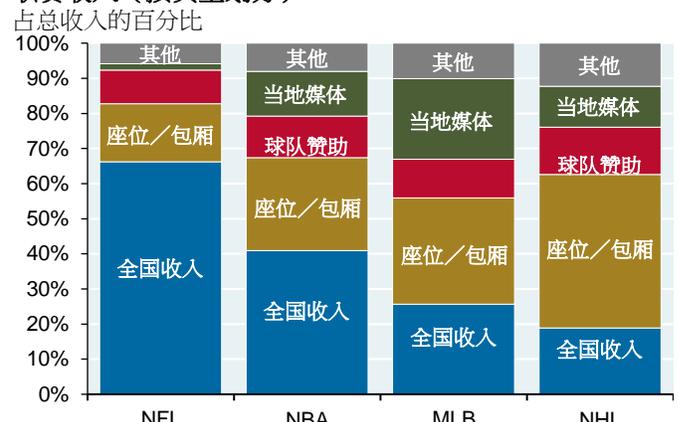
- **NFL**：不论球队表现如何，全国性收入（由联盟协商的电视转播协议和推销/授权合同）都由各支球队均分。**NFL** 门票分成协议还规定各支球队将 **34%**的门票汇入一个总资金池，然后平均分配¹²
- **NBA**：各球队按相同百分比将「篮球相关收入」总额的一部分注入一个共同资金池，然后平均分配。各球队贡献的收入百分比等于球员工资占联盟收入的百分比（即如果球员工资占全联盟收入的 **50%**，则各支球队将向资金池注入其收入的 **50%**）¹³
- **MLB**：各球队将其本地收入的 **48%**汇成资金池；然后，各球队除了平均分配该金额外，还会获得全国性收入分成¹⁴
- **NHL**：高收入球队根据一个复杂的公式支付收入分成，该公式的目标是将冰球相关收入的 **6.05%**分派予低收入俱乐部。这笔资金还以季后赛门票收入作补充¹⁵

联赛收入（按类型划分）



资料来源：Sportico，2024年2月

联赛收入（按类型划分）



资料来源：Sportico，2024年2月

¹² 《体育运动队、联盟和所有者如何赚钱》，Sportico，2024年2月

¹³ 《NBA工资上限常见问题》，Larry Coon，Sports Business Classroom，2022年11月

¹⁴ 《收入分成》，Baseball Reference，2020年

¹⁵ 《国家冰球联盟特许经营权估值》，Sportico，2021年10月

选秀：实力均衡贡献的证据

选秀是否通过帮助弱队而「起作用」？2021年公布的一项元研究分析了关于大学水平球员的18项独立职业选秀研究¹⁶。各项研究的目标：**分析各次选秀在预测未来成功方面的有效性**。研究从球员层面（职业生涯的长度、参加比赛的次数和参加大联盟的可能性）和球队层面（获得球员球队的胜率变化）对成功进行衡量。换言之，在选秀能够预测这些结果的情况下，由于选秀顺序与球队表现呈负相关性，因此选秀将成为联盟实力均衡的贡献因素。

元研究表明，在全部四大体育项目的首轮选秀中，**选秀人的表现都会超越同龄人**。然而，这些预测效应因后续的多轮选秀而逐渐消散。文本框包括个别研究的一些发现。

职业体育选秀个别研究的若干发现

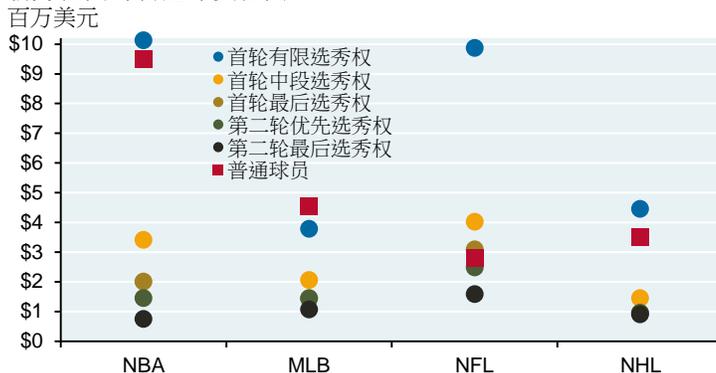
- **棒球**：选中并不能保证大联盟的出场时间。从1981年到2010年，仅18%被选中的球员能够跻身大联盟。对于第一轮选秀，该数字是73%
- **篮球**：选秀顺序能够很好地预测未来的得分、助攻、篮板、抢断和失误，但无法预测投篮命中率或盖帽
- **美式足球**：在前几轮中被选中的四分卫和外接手往往有较长的职业生涯，并且他们的表现数据好于该位置的其他球员
- **冰球**：在选秀顺序和终身比赛之间存在显着的相关性

其他实力均衡因素：新秀工资上限

除对赢球少的球队有利的选秀外，通过将表现优异的首轮选秀权与表现不佳的俱乐部绑定，新秀工资上限也有助于创造公平的竞争环境。下文图表阐述了新秀合同为球队所有者带来的经济利益，特别是对于有更多首轮选秀权的球队而言。

NBA是一个很好的例子：虽然选秀状元（蓝点）的收入与普通NBA球员（红方格）大致相同，但到了首轮选秀中段，平均工资会大幅下降。到第二轮选秀结束，差距会越来越大。棒球方面，所有新秀的薪金都会低于MLB平均水平，不过差距小于NBA。NHL新秀与普通球员的薪资差距与MLB相似。在NFL，由于首轮新秀的收入高于普通球员，因此新秀工资上限的效益较小；这可能是由于首轮选秀倾向于相对整个联盟而言较高薪的位置（如四分卫、外接手、进攻和防守截锋、角卫和防守端锋等，在去年的32名最佳新秀中，这些位置占了29名）所致。

新秀合同与普通球员合同



资料来源：Basketball Reference、Big Lead、Sportico、Spotrac、APNews、摩根资产管理，2024年

新秀合同

NBA：4年合同，前两年保证首轮选秀权，第三年和第四年有俱乐部选择权；第四年加薪

NFL：4年合同；首轮选秀权包括第5年获得球队选择权。针对伤病、表现问题等的工资保障由各名球员协商，大多数首轮新秀都有全面保障

MLB：无固定合同条款；大多数为三年合同，新秀获得联盟最低工资加签约奖金

NHL：3年合同；薪水上限为95万美元，但可能包括签约/表现奖金

¹⁶《选秀还是不选秀？》，Johnston等人，《斯堪的纳维亚运动医学与科学杂志》，2021年

球队工资上限

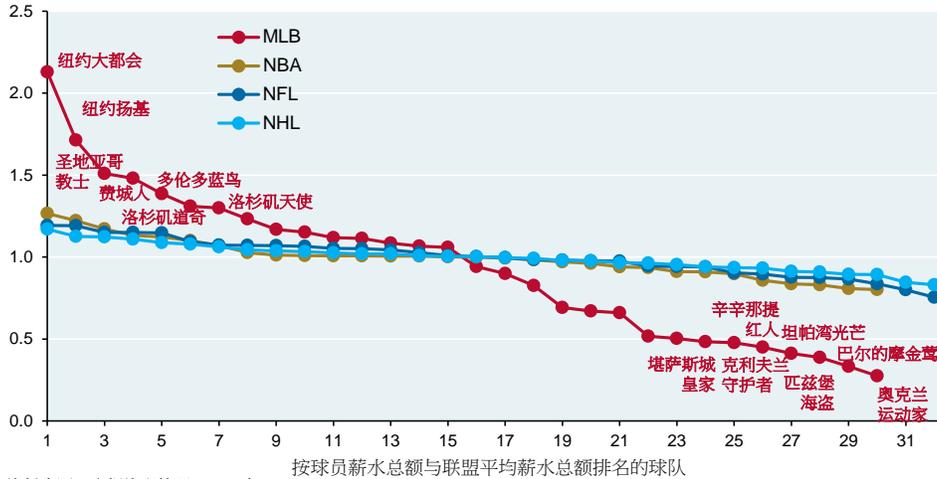
工资上限能够成为提高联盟实力均衡和防止发生军备竞赛的有力方式。下文图表显示美国四大体育联盟和欧洲两大足球联赛。Y轴表示每支球队2023年的工资除以该联盟2023年的工资中位数。举例：费城人队去年的工资是MLB平均工资的1.5倍。

NFL和NHL制定了硬性工资上限；这种影响体现在各联盟的工资曲线相对平缓中。受适用于符合条件的老将、新秀和转会球员的工资上限例外规定影响，设有软性工资上限的NBA曲线有所下滑。MLB不设工资上限，因此工资反映所有者的支付意愿；超过设定阈值的工资会触发向联盟支付奢侈税，这笔资金将根据收入分成协议重新分配。另一个很重要的特点：NFL、NBA和NHL的工资上限根据联盟总收入设定，因此如果某种原因导致收入减少，上限也会随之下降；但MLB没有这个特点。即使设有工资上限，所有者有时也会超支：请参见附录二「能用钱买到的最差球队」。

英超和西甲不设工资上限，不过英超计划明年引入工资上限。如下图所示，相较于MLB，英超的工资曲线更为陡峭。西甲的工资曲线则更是陡峭，完美地展示了军备竞赛对联赛的影响。

美国主要体育联盟的工资水平均衡

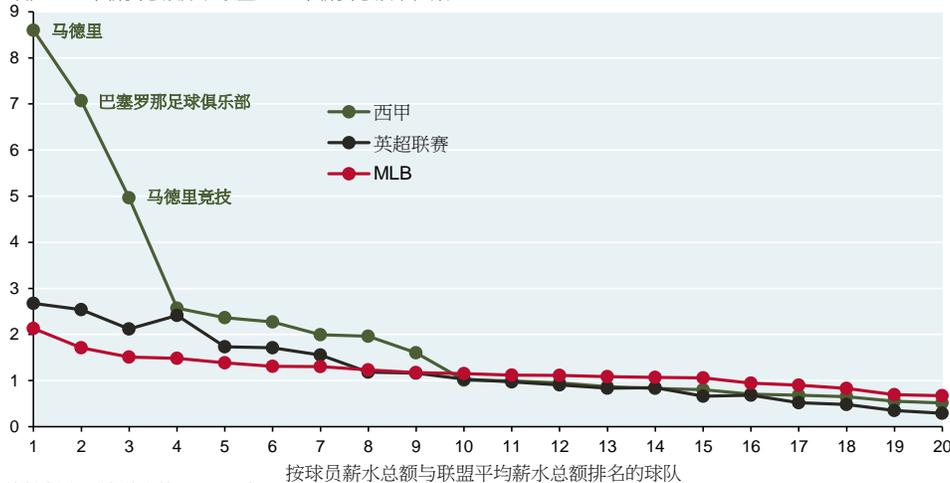
球队2023年薪资总额除以联盟2023年薪资总额中位数



资料来源：摩根资产管理，2024年

主要体育联盟的工资水平均衡

球队2023年薪资总额除以联盟2023年薪资总额中位数



资料来源：摩根资产管理，2024年

欧洲足球：降级、球员工资上涨、一塌糊涂的公众投资者回报以及新规

欧洲有五大足球联赛；在前文有关实力均衡和工资上限的章节中，我们重点介绍了收入最高的两大联赛，即英格兰超级联赛和西班牙甲级联赛，因为我们获得了所需的各项数据。然而，我们无法计算各家足球联赛内的估值收入比，因为福布斯仅覆盖了五大欧洲联赛中最大的 21 支球队，而非全部 96 支球队。这导致福布斯的数据并非各家联赛的全部样本，无法推断某家联赛内的估值差异以及任何收入分成的效益。

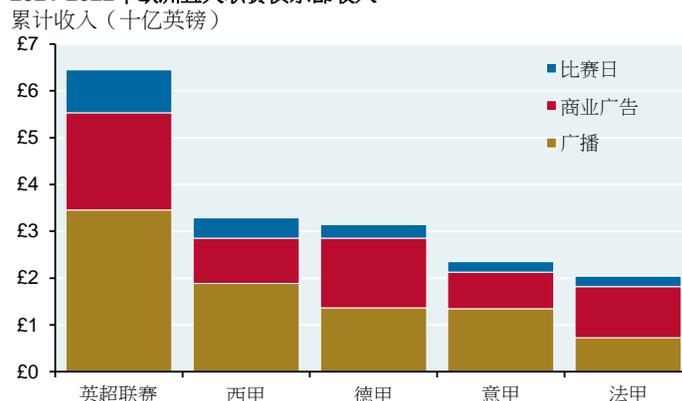
关于英格兰超级联赛。降级是指某支球队赛季成绩在英超联赛中垫底，因而该球队次年将角逐较低级别英格兰足球冠军联赛的争夺。如表格所示，赛季成绩在英超联赛中垫底的球队，当年收入会因此大减，而降级球队次年收入的降幅达到 60%。当球队降级时，「降落伞款项」可减轻部分财政损失，但只有在过去三年内降级的球队才可获得该款项。

2019-20赛季英超联赛和英格兰足球联赛冠军联赛球队收入

百万英镑	完成位置	比赛日收入	转播收入	商业广告收入	总收入
欧洲冠军联赛	#1 - #4	£66	£178	£200	£444
欧洲联赛	#5 - #8	£61	£118	£148	£327
其他英超球队	#9 - #17	£13	£100	£28	£141
从英超联赛降级的球队	#18 - #20	£8	£89	£15	£112
英格兰足球联赛冠军联赛球队获得降落伞补偿		£5	£39	£8	£52
英格兰足球联赛冠军联赛球队无降落伞补偿		£5	£8	£7	£20

资料来源：Secretariat International Consulting，2023年10月

2021-2022年欧洲五大联赛俱乐部收入



资料来源：Secretariat International Consulting，2023年10月

降级故事：卢顿镇卖帽者队以及升降级影响

1992年，卢顿镇由英超降级，到2000年代初降至第三级别联赛。该队在2005年重返一个赛季的英冠联赛，但在接下来的三个赛季，该队再次从英冠降级至级别更低的英甲和英乙联赛。2010年，球队状况有所改善，最终在2023年再次升上顶级英超联赛。2021年，卢顿镇的英冠联赛收入为1,760万英镑，而在2023年，收入上升至2亿多英镑

收入与成本双双上升：英超球队所有者面临的挑战¹⁷

虽然英超联赛的转播收入一直在上升（2022-2025年的最新合同收入达100亿英镑），但英超联赛的财务成功与球队表现和不断飙升的球员工资高度挂钩。由于没有工资上限和新秀合同，从1992年到2021年，英超联赛的工资上升了36倍。同期，英超联赛的收入仅上升了27倍。普通英超球队的总工资在收入中的占比达到73%；在「六大豪门」之外，该比例甚至高达87%。总而言之：在2021-2022赛季，仅7支英超球队报告盈利，约占联赛球队数量的三分之一。

相比之下，美国MLS要求更多收入分成。来自转播、商品销售和国家赞助的全国性收入汇集成资金池，然后根据某一比率（不受场上表现影响）向球队所有者作出分配。虽然MLS球队保留其70%的本地收入，但三分之二的球队收入很可能与汇集成资金池的全国性收入有关。2024年，MLS将球队的工资预算上限定为550万美元，并规定球队最多只能收购3名总薪酬超过最高工资上限的球员。过去5年，MLS球队的平均价值已上升17%，单独球队的价值高度集中于联盟平均水平附近；这表明联盟的实力均衡策略正在发挥作用。

¹⁷ 《运动队的估值呈上升趋势》，Secretariat International Consulting，2023年10月

受上述原因及其他因素影响，与欧洲股市指数（欧洲斯托克600指数）相比，欧洲足球的投资回报一直不佳。右边图表解释了个中原因：普通的欧洲足球队根本就不赚钱。欧洲足球俱乐部面临的一大挑战：对球员的影响力降低，因为优秀球员可选择参加的联赛太多；美国主要体育联盟的薪酬远高于海外同行因而并未出现类似的情况。朴茨茅斯大学的一项研究分析了英格兰超级联赛俱乐部1993年到2018年的财务账目，评估他们遭受全球金融危机等经济冲击的程度，结果发现只有阿森纳有足够的抗逆性能抵御一次冲击¹⁸。欧洲足球俱乐部面临的另一项挑战：罗纳尔多效应（主要球员离开的影响），尤文图斯的股价在他加入和离开时都受到了极大的影响。详情参见附录五。

部分欧洲足球俱乐部与斯托克600指数的总回报表现，
指数（100=2019年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年5月27日

欧洲十强联赛：每家俱乐部平均净收入



资料来源：《体育并购：为您的团队而来》，德意志银行，2024年4月8日

要充分讨论欧洲足球，就不得不提以下内容¹⁹：

- 截至2023年3月止财政年度，针对英国足球俱乐部的税务调查追回了1.25亿英镑的未缴税款，是上一年度的两倍；英国关注的部分焦点是以形象权支付为幌子旨在逃避国民保险税的补偿
- 在意大利，意大利税务局裁定意甲俱乐部少缴5亿欧元税款
- 被英国税务机关勒令停赛以及逃税等刑事犯罪现在成为自动取消拥有或经营英格兰超级联赛球队资格的理由
- 西班牙税务机关以不正确地缴纳有关球员经纪人费的税款为由对巴塞罗那等俱乐部处以罚款；此外，巴塞罗那俱乐部正在因主动贿赂裁判委员会而接受调查
- 2019年，欧盟将足球列入其洗钱观察名单；今年，欧洲议会发起投票，将足球纳入其第六项反洗钱指令。自2029年起，球队将须核实客户身份、公布实益拥有人、监控包括球员转会在内的交易以及报告可疑交易。这项指令覆盖了德甲、法甲和意甲
- 目前，由于球队工资跟随赞助费上升而上升，因此在赞助权和球队工资方面，英超联赛和成员球队所有者之间存在争议。例如：阿联酋拥有曼城，被英超联赛说成夸大了阿联酋实体（阿提哈德航空、阿联酋皇宫、阿尔达尔地产、马斯达尔等）提供的赞助费，以不正当方式提高曼城的工资上限。为了防止这种情况的发生，在沙特收购纽卡斯尔时，英超联赛就制定了相关程序，要求以公平的市场水平对赞助进行估值。此项争议是英超联赛正在就曼城是否遵守财务规定而调查的若干问题之一

¹⁸ 《衡量英超俱乐部的韧性》，Cox 和 Philippou，足球与社会，2022年4月

¹⁹ 《对英国足球的税务调查》，特许会计师 Hacker Young，2023年10月；《针对足球欺诈的新法案》，《卫报》，2024年4月；《足球界的洗钱》，皇家联合服务研究所，2024年1月

国际和新兴体育：MLS、F1 以及各种体育项目上的创业最新情况

MLS 和 F1 本质上是将非美国的体育运动移植到美国。两项运动都出现大幅扩张：

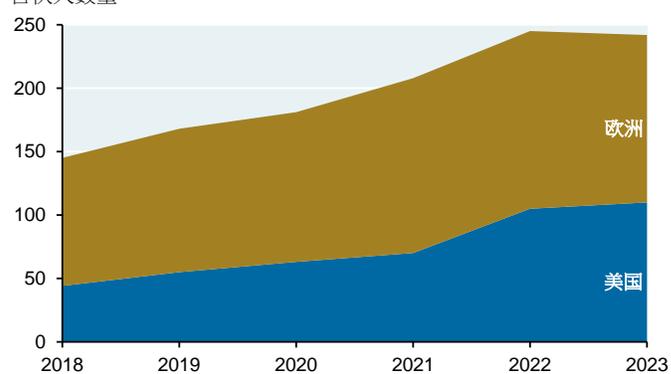
- 美国职业足球大联盟(MLS)的球队数量已由 1996 年的 10 支增加到 29 支，并计划在 2025 年创立第 30 支球队。2023 年，赞助收入升至创纪录的 5.87 亿美元，较前一年上升 15%，部分原因是梅西加入 MLS 所致。即便在产生梅西效应之前，MLS 常规赛的平均电视观众人数也与 NHL 比赛大致相当。目前，NHL 转播权的价值是 MLS 转播权的两倍²⁰
- 随着赛事在迈阿密、奥斯汀和维加斯设站，一级方程式赛车在美国越来越受欢迎，不过维加斯站去年因赛道问题、赛车损坏、练习延误和赛事取消而受到困扰。美国观众感兴趣的另一个迹象：与 F1 或个别车队结盟的美国广告品牌合作伙伴数量在持续增加。迪士尼与 F1 签署了一份到 2025 年的协议，以在 ABC、ESPN 或 ESPN2 等电视台转播全部 23 场 F1 赛事

美国职业足球大联盟(MLS)每场比赛平均观众人数



资料来源：MLS媒体资源，2023年

来自美国和欧洲的F1品牌合作伙伴数量



资料来源：《体育商业杂志》，2023年

尽管美国主要体育联盟获得大量关注，但也有新兴的体育联盟值得私募股权公司考虑。部分联盟仍处于起步阶段，其概念尚待验证。进一步说，对任何与体育相关或不相关的公司来说，将「数字化观看」变现都是一项艰巨的挑战，而变现「数字化观看」不足以作为衡量任何事物的估值标准。存在一种风险，即新兴体育项目的估值持续上升，乃投资者无法参与估值不断飙升的主要体育联盟所致。此外：这些联盟需要证明其具备吸引流媒体需求的能力，因为持续衰落的有线电视行业可能力所不能及。

- 根据私募股权和前 NBA 球员罗尔·邓和迪肯贝·穆托姆博在 2021 年的投资，由 12 支球队组成的 NBA 非洲联盟估值达 10 亿美元。迄今为止，该联盟已出现亏损，并在为比赛吸引到场观众而挣扎
- 2024 年，一家数字娱乐公司以 2.5 亿美元收购了一个职业无人机比赛联盟；该联盟已存在 9 年，其比赛内容在 2022-2023 年产生了 2.6 亿次的数字观看数
- 美国职业长曲棍球联盟在 2024 年募集到的资金是其 2021 年估值的两倍，并与 ESPN 签订了一份为期 4 年的协议；去年，ESPN 直播了全部 48 场比赛，峰值观看量为 782,000 次
- 职业骑牛比赛在向各大广播频道支付费用以获得播放时间数十年后，于 2012 年与 CBS 签订了媒体版权协议。2023 年，电视观众总数超过 3,100 万，而 CBS 每场现场直播平均吸引 90 万名观众
- 美国职业匹克球大联盟(MLP)：球队估值在两年内增长 100 倍至 1,000 万美元；MLP 今年与职业匹克球协会合并，新实体获得了私募股权公司的 7,500 万美元支持
- SailGP：一组投资者收购了该美国团队的 100% 所有权。该集团筹资时的估值据信几乎是英国队在 2023 年 12 月估值 4,000 万美元的两倍²¹

²⁰ 《英式足球正在接管美国(Soccer is taking over America)》，《财富》，2023 年 9 月 9 日

²¹ 《大道体育基金，名人投资者收购 SailGP 美国团队(Avenue Sports Fund, celebrity investors acquire SailGP's US Team)》，Sports Business Journal，2023 年 11 月

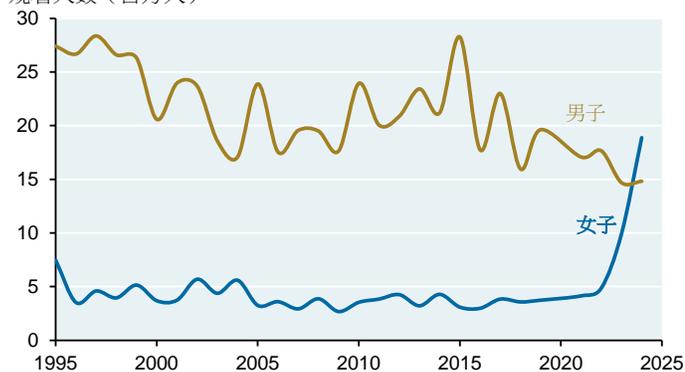
- UFL (联合橄榄球联盟)**：自1970年代以来，春季橄榄球的各种迭代一直存在，但由于无法盈利，全部都停止了运营。UFL 由两个春季橄榄球联盟 (XFL 和 USFL) 合并而成，其所有权由巨石强森、红鸟资本(RedBird Capital)和福克斯所瓜分。据报道，XFL 合伙人在 2023 年损失了 6,000 万美元，接近其最初 2,350 万美元投资的三倍。UFL 每 30 秒的广告费仅为 6,570 美元，每场比赛的上座率只有 15,000 人。然而，该联盟已获得安德玛、佳得乐和美国陆军的赞助。自推出以来，UFL 的电视转播平均每场比赛约吸引 80 万名观众，较去年 XFL/USFL 常规赛的综合平均水平高 27%

部分女子体育项目越来越受欢迎，不过盈利能力参差不齐：

- 根据德勤的一份报告，女子职业体育联盟产生的收入预期将在 2024 年首次超过 10 亿美元。2023 年国际足联女足世界杯锦标赛产生了 5.7 亿美元的广告收入；相比之下，国际足联男足世界杯的收入达到 76 亿美元
- 美国大学联盟锦标赛(NCAA)**女子组观众的激增是一个值得注意的例子（见图表）。奥运会方面，2021 年的一项调查发现，人们对女子项目的兴趣几乎与对男子项目的兴趣不相上下。自 1996 年以来，体操一直是收视率最高的奥运会项目。2012 年，3,870 万名观众收看了美国女子体操队赢得金牌的比赛（美国队还在 2016 年赢得了金牌）
- 美国女子职业篮球联赛(WNBA)**每场比赛的上座率介乎 8,000 到 10,000 人，约为 NBA 水平的 50%，表现还不错。然而，WNBA 联盟 2 亿美元的收入仅为 NBA 的 2%。因此，估值差距与现场上座率关系不大，更多与门票价格、球衣销售、转播收入和其他经济因素有关。至于可能的正面凯特琳·克拉克效应，根据她加入联盟以来受到的严重犯规频率和受伤可能性，这种效应可能不会长久持续
- 在宣布与 ESPN、CBS、亚马逊和斯克里普斯签订了一份为期四年、每年 6,000 万美元的转播协议之后，国家女子足球联赛(NWSL)俱乐部的估值有所上升；此前转播合同的价值仅为每年 150 万美元。2024 年 3 月，圣地亚哥波浪足球俱乐部以 1.13 亿美元售出，几乎是该联盟两个月前创造的 6,300 万美元出售记录的两倍；2022 年，收购该球队的价格仅为 200 万美元。以 Sixth Street 为首的财团投资了 1.25 亿美元，以成立最新的 NWSL 扩容球队——海湾足球俱乐部。该球队 3 月份的第一场比赛中，18,000 张门票全部售罄。在董事会对球队的消费习惯表示不满后，天使城足球俱乐部举牌出售；虽然该球队是最具价值的 NWSL 球队，但俱乐部仍未实现盈利

NCAA一级联赛冠军赛观众人数

观看人数（百万人）



资料来源：Nielsen、Sports Media Watch、摩根资产管理，2024年

WNBA观众人数与净收入

每场比赛平均出席人数

总收入，百万美元



资料来源：Across the Timeline (WNBA记录)、彭博、摩根资产管理，2024年

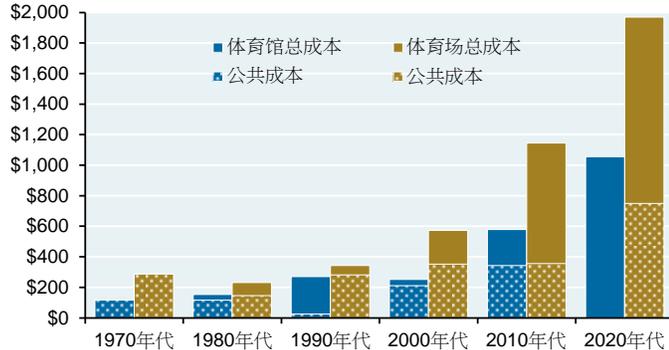
场馆和补贴：对运动队所有者来说，这是一个有争议的价值来源

露天体育场和圆顶/可伸缩屋顶体育馆的公共补贴是体育经济学中争论较为激烈的话题之一。如第一张图表所示，自1970年代以来，这些设施的公共资助份额一直很大。在建造成本公共份额一直在下降的同时，设施的技术越来越先进，建造成本也越来越高，从而导致经通胀调整后的公共资金支出不断增加。整段时期公共融资的中位数份额为61%，但正如右图所示，这存在误导；部分设施并无得到公共支持²²，而另一部分设施则获得大量支持。

对于运动队所有者，公共资金极具价值。第三张图表显示设施成本占预期运动队价值的百分比。公共资金起到促进作用的一个例子：在获得7.5亿美元纳税人资金用于拉斯维加斯的一个新场馆后，作为曾经是价值最低的NFL特许经营权之一，突袭者队的估值从2015年的14亿美元如今上升至超过60亿美元。

体育场和体育馆平均建设成本（按十年划分）

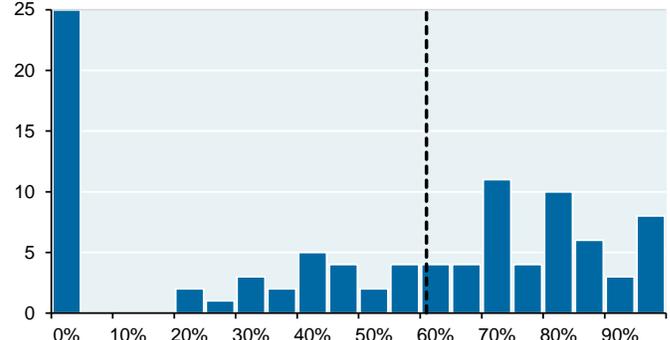
2020美元，百万美元



资料来源：《体育场馆建设成本》，Bradbury等人，摩根资产管理，2023年7月

公共资金在体育场馆建设总成本中所占的份额

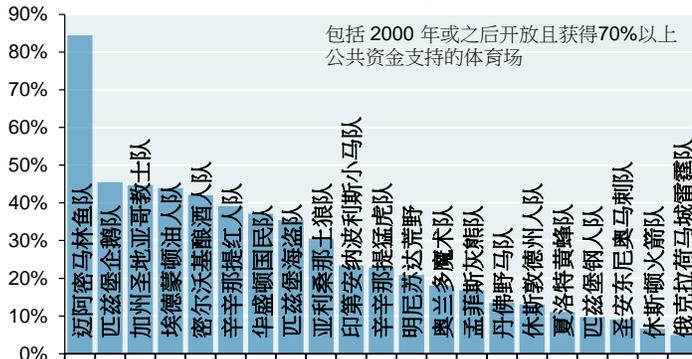
自1990年以来场馆数量



资料来源：《体育场馆公共政策》，Bradbury等人，2023年7月31日

体育场成本占球队估值的比例

2023年体育场建设成本占球队估值的百分比



资料来源：Bradbury等人的体育场数据、《福布斯》、摩根资产管理，2024年

突袭者队的估值

十亿美元



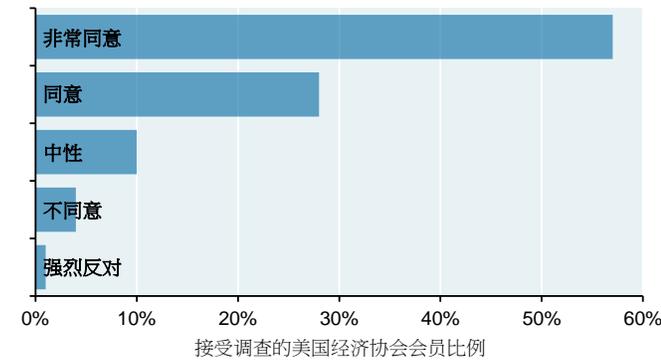
资料来源：福布斯、彭博、摩根资产管理，2024年

²²史上最昂贵的体育场是SoFi体育场（洛杉矶公羊队和闪电队的主场），耗资达55亿美元，且完全由私人出资。另外，2024年4月，堪萨斯城选民否决了一项延长40年销售税以为堪萨斯城皇家队的市中心体育场提供补贴的议案

争议点如下。根据2022年4月发布的一项研究²³，尽管有观点认为相关项目会促进本地的经济发展，但补贴职业体育设施的经济理由根本站不住脚。作者们分析了 130 项独立研究，这些研究通过观察收入、就业、零售销售、税收收入、酒店入住率/房价以及场馆竣工后的房屋价值来衡量经济效益。作者们在经济学文献中找到了明确的共识：**场馆补贴的价值通常远大于社区增设这些场馆所产生的经济效益价值**。一个原因是：新场馆建成后，体育相关消费支出的增加意味着其他本地消费支出的减少，而不产生净新增支出。因此，补贴最终变成财富从纳税人向运动队所有者的转移。

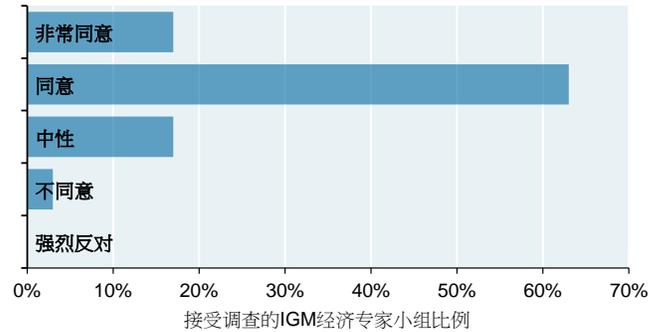
作者们引用了两项调查来证实其发现：一是经济专家小组强烈同意应该取消补贴，二是补贴让纳税人成本超过了所产生经济效益：

美国地方政府和州政府应该取消对职业体育运动队的补贴



资料来源：Bradbury等人，《经济研究杂志》，2022年4月

为职业运动队建造体育场提供州和地方补贴，可能会花费相关纳税人更多的钱，高于由此产生的任何地方经济效益

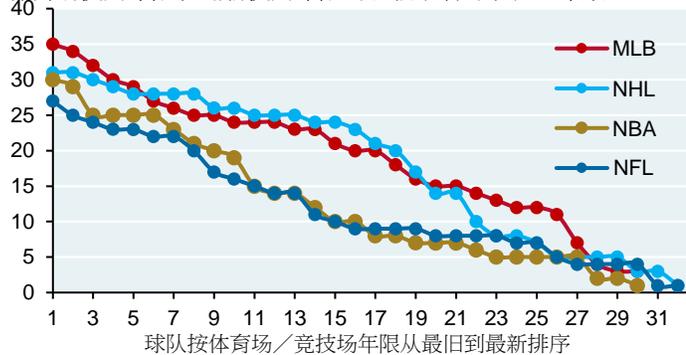


资料来源：Bradbury等人，《经济研究杂志》，2022年4月

尽管存在证据，但许多司法管辖区仍提供场馆补贴。对于联赛所有者和地方政府，这个问题将在未来几年变得越发重要。考虑到四大体育联盟现有设施的使用年限中位数（24年）和一般为30年的场馆更换周期，新一轮场馆建造浪潮似乎即将到来。下文图表显示按联盟划分的各项设施的使用年限；到2030年，将有30个设施的使用年限至少达到30年，约为全部场馆的25%。

各联赛体育场使用年限

体育场使用年限和翻新使用年限（以较小者为准），年数



资料来源：《体育场补贴的经济学》，Bradbury等人，2023年1月

²³ 《特许经营职业运动队/场地对本地经济的影响》，Bradbury, Journal of Economic Studies, 2022年4月

周边业务：例如服装、形象管理和球员管理等业务

本文大篇幅重点讨论运动队动态，因为我们之前未曾审视该话题。但正如前面所解释，职业运动队是以体育项目为重点的基金所可能考虑的诸多行业之一。下文我们将简略介绍已获得部分关注的体育周边业务：

服装。 Fanatics 是一家服装公司，根据 2022 年的一轮融资（当时筹资 7 亿美元），该公司的估值为 310 亿美元。Fanatics 最初是一家销售运动装备的电子商务公司，现在拥有 9,400 万名体育支持者，并拥有生产和分销品牌球迷服装的独家权利。Fanatics 收购了 Topps（棒球卡）、与凯文·杜兰特和勒布朗·詹姆斯合作收购了服装品牌、与东京巨人队建立了合作关系以及与耐克签订了有关大学服装生产协议。该公司还在竞争激烈的市场上推出了一款游戏（有关游戏的更多信息，请参见下一节）。

Fanatics 的收入估计介乎 50 亿至 80 亿美元，但据标准普尔称，该公司经历了不断扩大的挑战，标普将其前景修正为负面，同时确认其 BB-评级²⁴。标普表示，Fanatics 的杠杆有所上升，同时由于生产延迟和修订产品发布，收入增长一直在放缓，从而导致 2023 年第二季度 EBITDA 利润下降 5.5%。另一项风险：Fanatics 的授权协议包括保证最低版税费，无论销量如何，该公司都必须向知识产权所有者支付该费用。该公司还作为共同被告卷入了与 NFL 的反垄断诉讼（见附录一）。

授权权利和形象管理。 姓名、形象和肖像集体授权协议要求运动员将其权利集中起来，并集体授权。然后，获许可方可结合交易卡、视频游戏、球衣和摇头娃娃等产品使用特定数量的球员姓名、形象或肖像。示例：OneTeam Partners 就集体授权权利商业化与来自 NFL、MLB、MLS、WNBA 和美国女子国家足球队的联盟合作，并在最近宣布 OneTeam International 将在国际上扩展其现有的垂直业务。

OneTeam Partners 还就大学运动衫生产与 Fanatics 展开合作，因而需要该集团逐所学校收集姓名、形象和肖像权利。OneTeam 目前正与超过 100 所学校合作，以将联合品牌产品推向美式足球、女子足球、女子排球、男子篮球和女子篮球等市场，同时计划扩展到大学棒球、垒球和长曲棍球等领域。OneTeam 从安排这些大学合作关系中赚取销售额的百分之一。一项挑战：与职业联盟相比，预测大学体育运动衫的需求较为困难，因此大学运动衫通常应需求生产。

球员管理。 去年，美国四大体育联盟的总工资约为 200 亿美元。因此，体育经纪公司有很多工作可做。下文展示部分规模最大的体育经纪公司，连同其佣金、合同和报告的资金来源。

机构	体育项目	佣金 (百万)	合同 (十亿)	主要投资者
1: CAA	FBASH	\$971	\$18.0	TPG、CMC、淡马锡、Pinault、台湾大哥大
2: Wasserman	FBASHGORE	\$733	\$9.0	Providence, Madrone
3: WME Sports	FBTG	\$588	\$6.0	Silver Lake、KKR、DFO
4: Excel Sports Management	BAG	\$499	\$6.0	Shamrock
5: Octagon	FBAHSGTO	\$212	\$3.0	Interpublic
6: Boras Corporation	A	\$206	\$4.0	不适用
7: Roc Nation Sports	FBASRC	\$203	\$3.0	Live Nation
8: Athletes First	F	\$181	\$5.0	General Catalyst, Mosaic
9: Klutch Sports Group	FB	\$100	\$2.0	EQT, United Talent Agency
10: You First	理学士	\$93	\$1.0	Alia, ASM Sports
11: GSE Worldwide	FGT	\$87	\$0.8	不适用
12: Newport Sports Management	H	\$76	\$2.0	不适用
13: Rep 1 Sports	FAB	\$60	\$2.0	EQT, United Talent Agency
14: Priority Sports & Entertainment	FB	\$55	\$1.0	不适用
15: Independent Sports & Entertainment	FAB	\$54	\$1.0	Yucaipa

F: 足球, B: 篮球, A: 棒球, S: 足球, H: 曲棍球, G: 高尔夫, O: 奥运会, R: 英式橄榄球, E: 极限运动, T: 网球, C: 板球。资料来源: 福布斯, 2022 年 (佣金和合同)、摩根大通资产管理, 2024 年 (资金来源)

²⁴ 《Fanatics 展望修正为负面，确认评级》，标普全球，2023 年 10 月 13 日

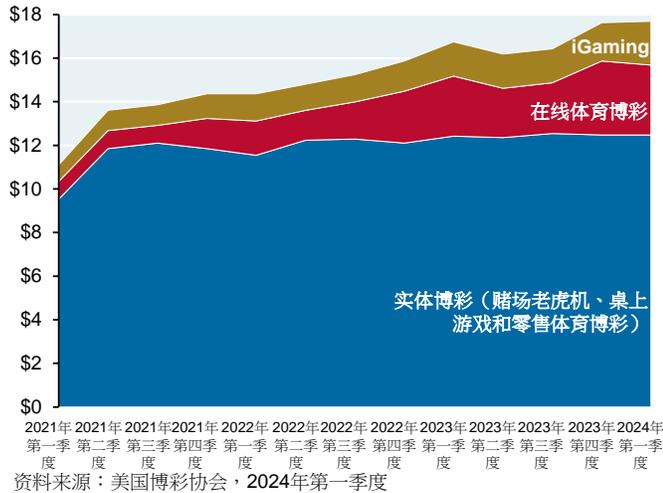
体育博彩：最高法院裁决、连本带利投注和梦幻的体育赛事监管套利

「我一半的钱都花在赌博、酒和女人身上，然后浪费掉另一半」——WC 菲尔兹

2018年，美国最高法院²⁵推翻了一项针对体育博彩的联邦禁令，之后体育博彩行开始蓬勃发展。各州现在可以自行决定是否将体育博彩合法化，目前将体育博彩合法化的州已有 38 个（其中 8 个州不允许线上投注，只准当面投注）。其余部分尚未将体育博彩合法化的大州似乎不太可能在短期内开放合法化；加州选民在 2022 年否决了两项单独提出的体育博彩倡议。虽然自 2021 年以来，实体赌场博彩和零售体育博彩的收入平平，但线上体育博彩收入在逐步上升，目前占有所有商业博彩收入的 18%。美国赌客每月的花费（即输钱）达 7 亿至 10 亿美元。

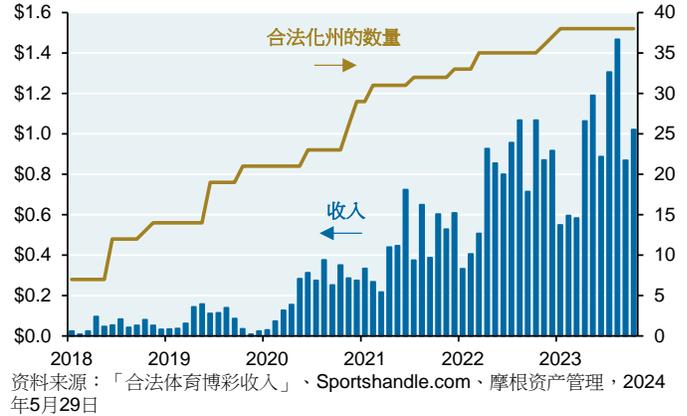
美国商业博彩收入（按垂直行业划分）

十亿美元



美国每月体育博彩收入

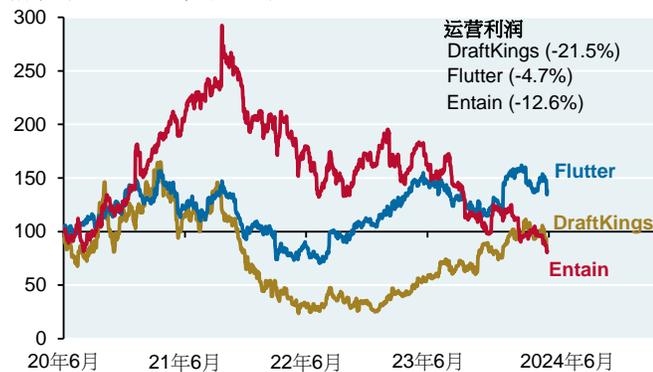
十亿美元



在 2020/2021 年度，公开交易的体育博彩股票（DraftKings、Flutter-FanDuel 和 Entain）录得升幅，但在 2022 年一路狂飙的增长型股票调整时回吐其升幅。虽然部分股票已从低位回升，但自 2020 年 6 月以来，该等股票全都跑输标普 500 指数和罗素 1000 消费者非必需品指数。值得注意的是，三家最知名体育博彩公司的运营利润仍为负数。还有一支由超过 30 只股票组成的体育博彩和在线博彩类 ETF 基金，该基金提供了对博彩板块的投资渠道，但其大部分拥有线上体育博彩平台的成分公司都是规模更大的多元化公司的一部分，而这些公司并不单纯从事体育博彩业务（美高梅度假村、凯撒娱乐、宾夕法尼亚娱乐、巴利、博伊德赌场）。

体育博彩股票表现

指数（100=2020年6月1日）

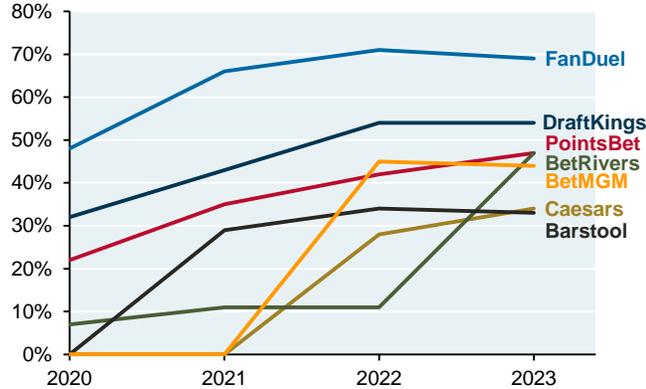


²⁵ 州权。最高法院发起「让各州自行决定」的运动正延伸至移民、堕胎权、寄养、持枪权、投票权、体育博彩等问题上。我们静观其变 15-20 年；我敢打赌，这种复兴的州权运动不会让美国变得更好。

体育连本带利投注。连本带利投注是一种组合投注方式，旨在提供更高的赔率；这些组合投注可对不同的体育赛事或对同一场比赛的各个方面进行押注。使用连本带利投注的赌客数量持续增长，据 FanDuel 报道，90%的活跃用户都曾进行过同一场比赛的连本带利投注。这种趋势利好体育博彩平台，因为连本带利投注的利润率往往高于单注投注。伊利诺斯州的数据²⁶显示，连本带利投注的平均利润为 18%，而直接投注则仅为 5%。直接投注的平均金额比连本带利投注大 5-6 倍，这个事实部分抵销了上述较高利润率的影响。此外，体育博彩平台报告，相较于其他类型的投注，连本带利投注更能留住客户。

连本带利投注增加

连本带利投注占总投注额的份额

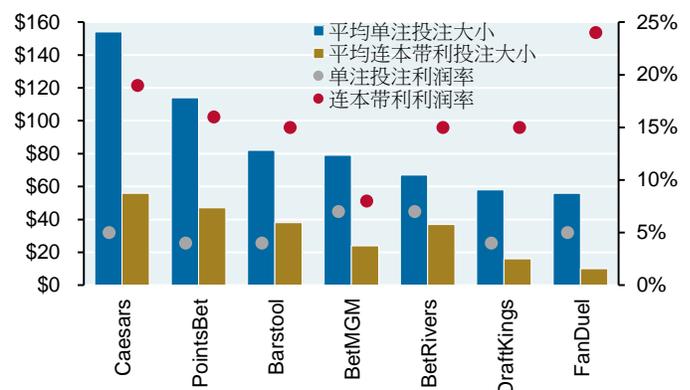


资料来源：《体育商业杂志》，2023年9月

规模和盈利能力：单注投注与连本带利投注比较

平均下注大小，美元

边际利润



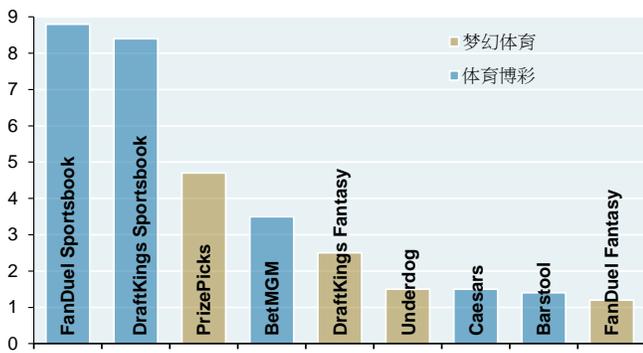
资料来源：《体育商业杂志》，2023年12月

梦幻体育博彩和监管套利

「体育博彩」类别包括如 FanDuel 或 DraftKings 等快速增长且不受监管的梦幻体育公司。最简单版本的梦幻体育要求用户付费进入其梦幻球队，与其他用户进行比赛；在确定获胜球队后，梦幻球队所有者瓜分奖品。大多数州的法律语言都豁免这类活动遵守适用于其他公司的体育博彩监管。随着时间的推移，梦幻体育公司开发的投注产品，在外观和感觉上都与上述体育连本带利投注非常相似。如下图所示，从 2022 年 7 月到 2023 年 6 月，幻想公司 PrizePicks 成为下载量第三大的体育博彩应用程序。

体育博彩应用下载量 (2022年7月-2023年6月)

百万



资料来源：「初创公司让体育投资变得更容易」，《华尔街日报》，2023年7月27日

DFS (每日梦幻体育) 漏洞

- 占美国人口 33%的州（包括加利福尼亚州、阿拉巴马州、佐治亚州、明尼苏达州、密苏里州、俄克拉荷马州、南卡罗来纳州、犹他州和德克萨斯州）不允许 DraftKings 和 FanDuel 等体育博彩公司在其州内运营（必须开启位置设置才能使用这些应用程序）
- 然而，加利福尼亚和德克萨斯等州却因投注所依据的法律语言而允许 PrizePicks 等 DFS 公司运营。在加利福尼亚州，DFS 公司不受监管且不用纳税
- 部分州允许体育博彩公司却不允许 DFS，让情况变得更加复杂

²⁶《引入同场比赛多重押注让美国运营商走到一起》，Sports Business Journal，2023年12月。上文连本带利投注图表反映伊利诺伊州的数据，该州要求体育博彩平台披露赌客的投注金额、投注数、投注类型和所赚取的利润率

不利因素。北美四大体育联盟都有球员被卷入体育博彩丑闻，从而导致停赛或永久禁赛。NCAA正在推动一项禁止大学道具赌博的禁令，以维护他们所说的「竞争完整性」，保护学生和职业运动员免受赌客骚扰。

其他不利因素包括：佛罗里达州向梦幻体育博彩公司 PrizePicks、Underdog 和 Betr 发出停止并终止函件，指控这些公司提供非法赌博或押注。梦幻体育公司通常会辩称，由于成功取决于知识，他们提供的是「技巧游戏」，而非赌博；佛罗里达州则并不认同，认为梦幻体育奖金必须事先设定并宣布，不得与参加人数或费用金额挂钩。

此外还存在体育赌博成瘾问题以及不可避免的集体诉讼浪潮和行业限制，其中一些已崭露头角²⁷：

- 康涅狄格州赌博问题委员会在 2022 年（即该州将赌博合法化的第一年）接到的电话增加了 91%。自 2019 年赌博合法化以来，新泽西州强迫性赌博委员会热线接到的电话增加了两倍
- 新墨西哥大学酒精中毒、药物滥用和成瘾中心发现，酗酒与体育赌博存在高度相关性
- NCAA 对 3,527 名大学生进行的一项调查展示了体育博彩如何变得司空见惯。近 60% 对体育项目进行押注，4% 每日押注。近 6% 报告单日损失超过 500 美元
- 英国广告实践委员会禁止曾经的体育明星和社交媒体影响者为主角的博彩广告。此外，博彩公司禁止在广告活动中使用球队的队服和场馆，且禁止展示视频游戏内容。在荷兰，现在禁止一切线上赌博的广告和赞助。荷兰议会还禁止曾经和现在的体育名人参加线上博彩的宣传

赌博成瘾可能比其他瘾更难克服：只有 30% 的赌博成瘾者在接受治疗后成功戒断赌瘾，而酗酒成瘾 (70%-80%)、吸毒成瘾 (75%) 和性成瘾 (64%) 的治疗后恢复率则较高²⁸。

²⁷资料来源包括福布斯、时代杂志、雅虎新闻

²⁸资料来源包括《健康中心》、《精神病学前沿》、AddictionHelp.com、《美国药物和酒精滥用杂志》、美国疾病控制与预防中心、美国国家药物滥用研究所、Hazelden Betty Ford Foundation

电子竞技寒冬继续：商业基本面一塌糊涂、裁员和联赛终止

在我所见过被迫捧但最终归于沉寂的投资项目（元宇宙、氢能源、P2P 借贷、大麻）中，电子竞技是见光后最荒谬的一项。在 2021 年数百万美元涌入电子竞技（需要说明一下，我强烈反对将其称为一项「运动」）之后，因为收视率下降且投资回报不足的证据确凿，广告商和赛事赞助商大幅削减支出。第一张图表显示美国/加拿大顶级职业英雄联盟比赛「英雄联盟冠军联赛」的观众人数和观看时间都在下降。回想起来，2020 年电子竞技的观众人数之所以激增，可能部分是因为增加了因新冠疫情而无法观看传统体育内容的观众。电子竞技的观众有更大可能使用广告拦截器，从而降低广告的覆盖面，因此广告合作关系变得更加复杂。

不达预期。 FaZe Clan 是一家由职业游戏玩家、主播和「网络人格」（别问）组成的综合企业，于 2022 年通过 SPAC（企业财务的死亡之吻²⁹）上市。据报道，在 2023 年 5 月解雇 40% 的员工之前，该公司一直受到过高支出的困扰³⁰。该公司股价在首个交易日下跌 24%，并且在 2024 年 3 月被 GameSquare Holdings 私有化之前，股价较其 IPO 价格下跌 99%。

电子竞技面临更多压力，以下只列出一部分：

- 麦迪逊广场花园试图出售其电子竞技团队，但据称无法收回其成本。相反，麦迪逊广场花园集团解雇了数十名游戏员工，并将其剩余资产与 NRG 合并。麦迪逊广场花园并未从该交易中收到任何款项；该公司实际上向 NRG 支付了数百万美元，以承担电子竞技设施的成本和其余员工的工资³¹
- 亚马逊在 2023 年两度对其游戏/流媒体业务进行裁员
- 守望先锋联盟投票决定，在 2023 年结束六个赛季后完全关闭运营。据报道，微软可能会损失 1.2 亿美元的赔偿金³²
- 动视裁掉了其大部分电子竞技团队，从而对其管理的《使命召唤》联赛产生负面影响
- 电子竞技和视频游戏指导平台 ProGuides 将在 5 月底停止运营

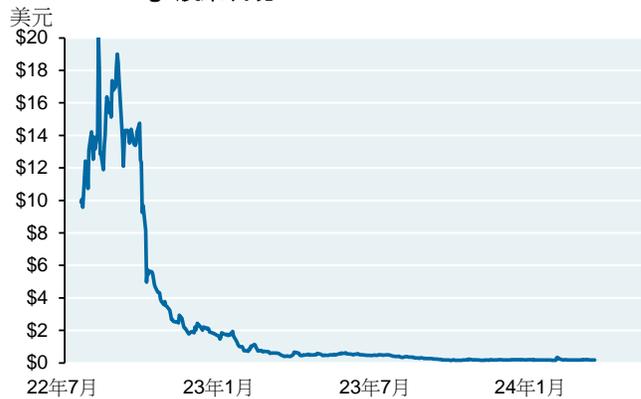
还有一线希望，至少现在如此。虽然《英雄联盟》在美国的收视率有所下降，但其全球收视率仍在上升。2024 年，电子竞技公司宣布了若干新的品牌合作和续约。例如，Riot Games 宣布获得起亚、HyperX、奇巧和 Omen 等品牌的赞助。但尽管获得这些新赞助商，Riot 仍在 1 月裁掉逾 500 名员工。部分风投基金对电子竞技表现出兴趣，但关注重点是基础设施和数据分析，而非电子竞技联盟本身。

美国/加拿大联赛冠军系列赛观众人数



资料来源：2024年5月电子竞技排行榜

FaZe Holdings 股票表现



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年3月8日

²⁹参见第 2 节「2020 年和 2021 年美国 IPO 表现不佳的影响」，《放眼市场》，2023 年 7 月

³⁰《最终导致 FaZe Clan 灭亡的原因》，DigiDay，2023 年 11 月

³¹「电子竞技界开始摇摇欲坠」，《纽约时报》，2023 年 5 月

³²「《守望先锋》联盟停赛可能会让微软损失 1.2 亿美元」，Game 8，2023 年 11 月

附录一：根据《谢尔曼法案》，美国体育联盟大多都是不受监管的垄断企业

虽然《谢尔曼法案》（联邦反垄断法）通常应适用于美国职业体育联盟，但该法案罕有被用来削弱美国运动队的垄断地位及球队间经常发生的独特协调与合作水平。最终结果：运动队所有者可以从观众和市政当局赚取垄断收入。

虽然逾 60 年来，NFL、NBA 和 NHL 都受《谢尔曼反垄断法》约束，但自 1922 年最高法院裁定其运营不构成州际贸易以来，MLB 一直不受联邦反垄断法的约束。即便如此，MLB 运营结构的大多数方面与其他职业联盟一致，表现得好像它也受《谢尔曼法案》约束一样。³³

虽然《谢尔曼法案》原则上适用于职业体育项目，但法院往往对联盟活动采用「合理规则」：一些反竞争限制不可避免，以鼓励联盟球队之间的竞争平衡，并确保联盟的长期生存能力。例如，将《谢尔曼法》第一条³⁴中的反勾结限制应用于职业体育项目是不可能/不切实际的。此外，联盟的大多数重大决定都需要多数或绝对多数所有者的批准，这在其他行业也会被认为反竞争，但在职业体育中则不然。

与反垄断法和美国职业体育相关的其他例子和问题：

- 从 1973 年到 2011 年，NFL 拒绝允许未提前 72 小时售罄门票的比赛在主队城市进行电视转播（该规定在 2012 年放宽至出售 85% 的门票）。自 1961 年以来，尚未就此政策采取任何反垄断行动。同样，宾夕法尼亚州的法院确认了 NFL 禁止向主队市场转播其他比赛的规定，即使承认该规定在技术上违反了《谢尔曼法案》；法院表示，最主要是担心对联盟造成负面的财务影响
- 集体诉讼当事人目前正在质疑 NFL「周日门票」捆绑套餐独家授权的合法性（该等权利最初由 DirecTV 授权，现在则由 YouTube 授权）。原告认为，球队应当独立地向不同竞标者出售转播权，而不是采用 NFL 当前的做法，将所有转播权打包出售
- 在 2010 年的一项裁决（*American Needle*）中，最高法院驳回了 NFL 的观点，即当适用于授权知识产权时，NFL 作为单一实体行事，因而无法违反《谢尔曼法案》第一条。换言之，最高法院认定 NFL 作为多重实体行事，因此须受《谢尔曼法案》约束；最高法院将案件发回地方法院审理，经过 11 年的诉讼，最终达成和解。*American Needle* 案再次成为头条新闻，因为一家零售商起诉 NFL 和 Fanatics 合谋统治线上销售 NFL 授权服装的零售市场，违反了反垄断法（NFL 拥有 Fanatics 3% 的股份）
- 法院有时会支持质疑联盟规则的所有者。例如，法院认为，禁止球队由公众持有的规定及防止球队所有者在竞争性联盟中收购球队权益的规定都违反了《谢尔曼法案》。在搬迁方面，法院也会支持所有者。在洛杉矶纪念体育馆委员会诉国家橄榄球联盟案中，第九巡回法院认为，NFL 要求球队的变动须获得四分之三所有者批准的政策构成了非法的贸易限制

³³ 《规范职业体育联盟》，《华盛顿与李法律评论》，Nathaniel Grow, 2015 年

³⁴ 《谢尔曼法》第 2 条一般只适用于公司通过排他性做法阻止竞争对手进入市场来维持主导地位的情况。迄今为止，法院尚未发现美国联盟违反此项规定；高进入壁垒是阻碍竞技联盟蓬勃发展的主要因素。1986 年，一位大学朋友前往麦肯锡任职。他参与了一个为期 18 个月的项目，该项目旨在为 USFL 对 NFL 的反垄断诉讼提供经济证据。陪审团认定 NFL 犯有垄断罪，但只判给 USFL 象征性的 1 美元赔偿金，该金额根据反垄断法增加两倍至 3 美元。在那之后，他离开了咨询业，并到洛杉矶从事电视节目制作。

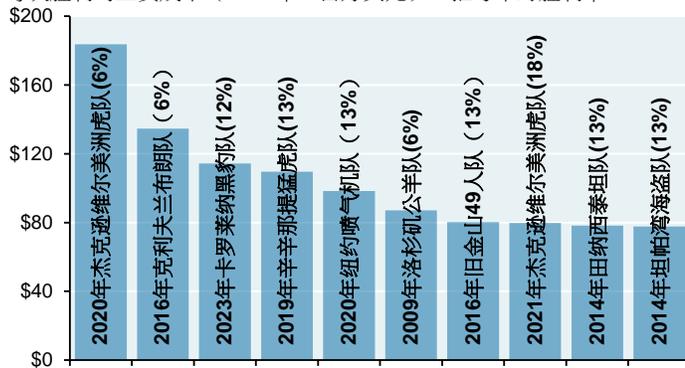
附录二：能用钱买到的最差球队

我很想知道，相对于当赛季获胜，哪些球队花了最多钱；换句话说，这些球队是钱能买到的最差球队。下文图表显示 NFL、NBA、MLB 和 NHL 中每赢一场的花费比例最高的 10 支球队。我们就通胀调整了工资，且不论比赛场次减少的时间抑或由于新冠疫情导致的赛季缩短，我们都按赛季内的参赛场次标准化胜率。图表标题显示了各项分析的起始年份。

- **NFL**：2008 年的底特律雄狮队和 2017 年的克利夫兰布朗队应在此图表上排名第一，但他们输掉了每一场比赛，导致每场胜利的成本都是无限的，让我们无法绘制
- **NBA**：尼克斯队两次上榜：2005 年和 2018 年。2005 年，阿兰·休斯顿是尼克斯队薪资最高的球员，但却由于膝伤并未参加过一场比赛。情况糟糕透顶，以至于 NBA 制定了「阿兰·休斯顿规则」，以让球队避免为被裁掉的球员支付额外的奢侈税
- **MLB**：除了 2023 年大都会队创下的令人不羡慕的新纪录外，MLB 的曲线相当平坦。与 NFL 和 NBA 中「每场胜利成本高」的球队往往会输掉多场比赛不同，MLB 榜单上的许多球队赢了稍高于一半的比赛场次；他们只是为此花了一大笔钱而已。扬基队三次上榜；如果我们将图表扩大到前 11 支球队，则 2023 年的扬基队将列入第 11 位。根据《纽约时报》，2018 年的金莺队被称为「史上最差球队之一」³⁵

自1994年以来NFL最昂贵的赛季

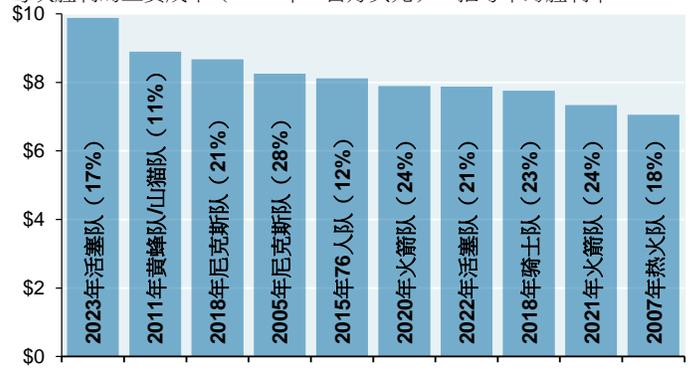
每次胜利的工资成本（2023年，百万美元），括号中为胜率



资料来源：摩根资产管理，2024年

自1990年以来NBA最昂贵的赛季

每次胜利的工资成本（2023年，百万美元），括号中为胜率



资料来源：摩根资产管理，2024年

自2000年以来MLB最昂贵的赛季

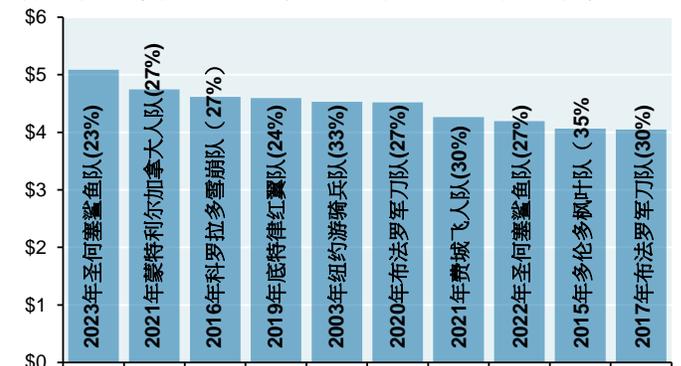
每次胜利的工资成本（2023年，百万美元），括号中为胜率



资料来源：摩根资产管理，2024年

自1989年以来NHL最昂贵的赛季

每次胜利的工资成本（2023年，百万美元），括号中为胜率



资料来源：摩根资产管理，2024年。由于缺乏数据，2008-2010赛季未包括在内。

³⁵ 《巴尔的摩金莺队在 2018 年做的 10 件奇怪事情》，《纽约时报》，2018 年 10 月 30 日

附录三：有史以来最佳篮球运动员

几年前，我想让 13 岁的儿子对学习统计学感兴趣。他热爱篮球，因此我们建立了一个数据库，涵盖了自 1951 年以来 NBA 历史上的全部 4,622 名球员，并根据上场贡献和打法为每位球员打分。然后，我们创建了下一页所示的打法三分法图表，展示有史以来最佳的 250 名 NBA 球员。我已将该图表更新至 2023-2024 赛季。

如何衡量上场贡献？解释「模型估计值」(MEV)

杜克大学的大卫·斯帕克斯(David Sparks) (现为波士顿凯尔特人队的体育分析主管) 将几十年来的球员数据与每场比赛的球队胜率进行了回归分析，推导出进攻篮板、防守篮板、盖帽、抢断、助攻、抢断和总得分的正隐含值；以及投篮不中、罚球不中、个人犯规和失误的负隐含值。利用这些系数，我们计算了每位球员在所有赛季中的终身 MEV 及每分钟和每场比赛的 MEV³⁶。球员的终身 MEV 越高，该球员在图表中显示的姓名字号就越大。

球员在图表的什么地方出现？解释「相对打法」

我们还复制了大卫阐释数据的方法。每位 NBA 球员根据其相对于其他球员的投篮、篮板、传球、盖帽和助攻的频率区分。纯粹的打法有三种：投篮、外线进攻（助攻和抢断）以及内线进攻（盖帽和篮板）。现在，想象一个实际上是一个极坐标图的时钟。在 3 点钟位置，显示的是纯射手（例如卡梅隆·安东尼、乔治·格文）。在 7 点钟位置，显示的是纯内线球员（例如比尔·拉塞尔、迪肯贝·穆托姆博）。在 11 点钟位置，显示的是纯外线球员（例如约翰·斯托克顿、史蒂夫·纳什）。中间位置，显示的是打法相对均衡的球员（朱利叶斯·欧文、克里斯·韦伯、拉里·伯德和布雷克·格里芬）。

2015 年，我和彼得有幸将这张图表的框架版呈给前 NBA 总裁大卫·斯特恩和篮球运营执行副总裁奇奇·范德维奇（他很高兴在图表中找到他的名字，就在乔治·格文下面）。在照片中，彼得正在解释看图的方法。比较矮的那位就是彼得。



³⁶刚好错过了前 250 名球员的 MEV 截止线：理查德·杰弗森、特雷沃·阿里扎、梅塔·沃尔德·皮斯、皮特·马拉维奇、达蒙·斯塔德迈尔、保罗·韦斯特法尔、迈克尔·凯奇



NBA 是 NBA Properties, Inc.的商标或注册商标。所有标识的品牌、体育或娱乐人物均严格仅供参考，不隶属于摩根大通、与摩根大通无关或并非由摩根大通赞助。

附录四：按球队划分的估值、收入、债务和运营收益

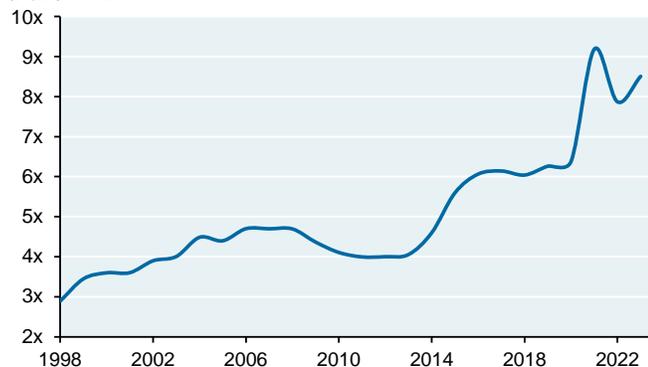
最新球队估值、收入、债务和营业收入

NFL	估值 (十亿美元)	收入 (百万美元)	营业利润 (百万美元)	估值收入比	债务/估值	营业利润率	5年收入增长 (年化)
达拉斯牛仔队	\$9.0	\$1,140	\$504	7.9x	3%	44%	4%
新英格兰爱国者队	\$7.0	\$684	\$206	10.2x	4%	30%	3%
洛杉矶公羊队	\$6.9	\$686	\$125	10.1x	46%	18%	11%
纽约巨人队	\$6.8	\$639	\$216	10.6x	7%	34%	4%
芝加哥熊队	\$6.3	\$556	\$203	11.3x	2%	37%	4%
拉斯维加斯突袭者队	\$6.2	\$729	\$72	8.5x	22%	10%	15%
纽约喷气机队	\$6.1	\$560	\$126	10.9x	9%	23%	3%
华盛顿指挥官队	\$6.1	\$545	\$87	11.1x	17%	16%	2%
旧金山49人队	\$6.0	\$622	\$152	9.6x	5%	24%	5%
费城老鹰队	\$5.8	\$598	\$187	9.7x	3%	31%	4%
迈阿密海豚队	\$5.7	\$600	\$111	9.5x	11%	19%	6%
休斯敦德州人队	\$5.5	\$605	\$195	9.1x	0%	32%	4%
丹佛野马队	\$5.1	\$563	\$103	9.1x	4%	18%	5%
西雅图海鹰队	\$5.0	\$555	\$89	9.0x	4%	16%	5%
亚特兰大猎鹰队	\$4.7	\$544	\$159	8.6x	20%	29%	4%
明尼苏达维京人	\$4.7	\$540	\$99	8.6x	12%	18%	5%
匹兹堡钢人队	\$4.6	\$548	\$96	8.4x	4%	18%	5%
巴尔的摩乌鸦队	\$4.6	\$544	\$108	8.5x	6%	20%	4%
克利夫兰布朗队	\$4.6	\$545	\$104	8.5x	11%	19%	6%
绿湾包装工队	\$4.6	\$577	\$69	8.0x	2%	12%	5%
田纳西泰坦队	\$4.4	\$516	\$85	8.5x	11%	16%	6%
印第安纳波利斯小马队	\$4.4	\$545	\$101	8.0x	9%	19%	7%
堪萨斯城酋长队	\$4.3	\$540	\$95	8.0x	2%	18%	6%
坦帕湾海盗队	\$4.2	\$531	\$64	7.9x	4%	12%	6%
洛杉矶闪电队	\$4.2	\$518	\$65	8.0x	19%	13%	7%
卡罗莱纳黑豹队	\$4.1	\$530	\$72	7.7x	5%	14%	5%
新奥尔良圣徒队	\$4.1	\$533	\$66	7.7x	6%	12%	4%
杰克逊维尔美洲虎	\$4.0	\$517	\$110	7.7x	8%	21%	4%
亚利桑那红雀队	\$3.8	\$500	\$83	7.6x	4%	17%	5%
布法罗比尔队	\$3.7	\$503	\$119	7.4x	11%	24%	5%
底特律雄狮队	\$3.6	\$495	\$51	7.3x	6%	10%	5%
辛辛那提猛虎队	\$3.5	\$498	\$104	7.0x	4%	21%	6%

资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

NFL平均估值收入比

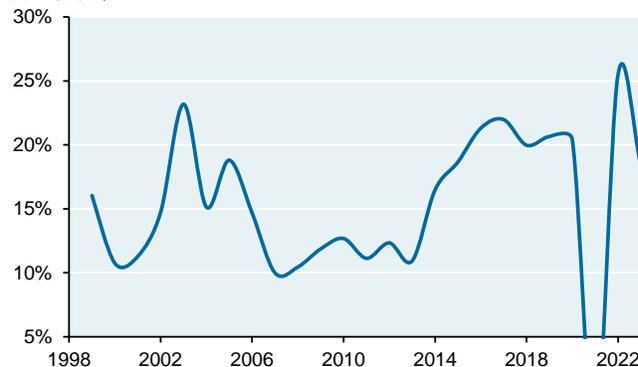
估值收入比



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

NFL平均营业利润率

营业利润率



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

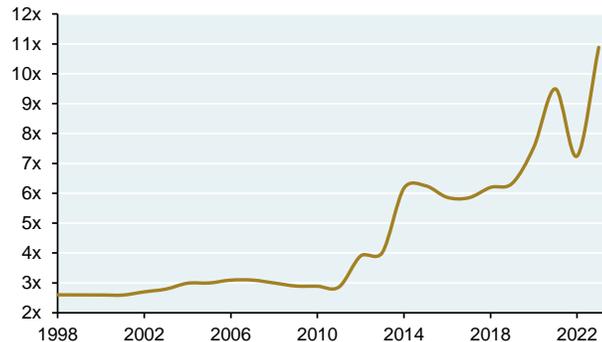
最新球队估值、收入、债务和营业收入

NBA	估值 (十亿美元)	收入 (百万美元)	营业利润 (百万美元)	估值收入比	债务/估值	营业利润率	5年收入增长 (年化)
金州勇士队	\$7.7	\$765	\$79	10.1x	14%	10%	14%
纽约尼克斯队	\$6.6	\$504	\$169	13.1x	4%	34%	3%
洛杉矶湖人队	\$6.4	\$516	\$159	12.4x	1%	31%	5%
波士顿凯尔特人队	\$4.7	\$443	\$88	10.6x	4%	20%	9%
洛杉矶快船队	\$4.7	\$425	-\$12	10.9x	2%	-3%	10%
芝加哥公牛队	\$4.6	\$372	\$115	12.4x	4%	31%	5%
达拉斯小牛队	\$4.5	\$429	\$83	10.5x	3%	19%	8%
休斯顿火箭队	\$4.4	\$381	\$125	11.5x	5%	33%	3%
费城76人队	\$4.3	\$371	\$120	11.6x	3%	32%	7%
多伦多猛龙队	\$4.1	\$305	\$75	13.4x	5%	25%	2%
菲尼克斯太阳队	\$4.0	\$366	\$15	10.9x	8%	4%	9%
迈阿密热火队	\$3.9	\$371	\$108	10.5x	10%	29%	7%
布鲁克林篮网队	\$3.9	\$367	-\$5	10.5x	7%	-1%	5%
华盛顿奇才队	\$3.5	\$323	\$85	10.8x	6%	26%	5%
丹佛掘金队	\$3.4	\$348	\$71	9.7x	8%	20%	9%
克利夫兰骑士队	\$3.4	\$348	\$78	9.6x	7%	22%	3%
萨克拉门托国王队	\$3.3	\$289	\$36	11.5x	16%	12%	2%
亚特兰大老鹰队	\$3.3	\$326	\$85	10.2x	8%	26%	9%
圣安东尼奥马刺队	\$3.3	\$319	\$113	10.2x	6%	35%	4%
密尔沃基雄鹿队	\$3.2	\$329	-\$36	9.7x	10%	-11%	10%
犹他爵士队	\$3.1	\$274	\$46	11.3x	10%	17%	2%
底特律活塞队	\$3.1	\$274	\$83	11.2x	7%	30%	3%
波特兰开拓者队	\$3.1	\$300	\$65	10.3x	6%	22%	4%
俄克拉荷马城雷霆队	\$3.1	\$267	\$49	11.4x	6%	18%	2%
夏洛特黄蜂队	\$3.0	\$269	\$35	11.2x	10%	13%	5%
奥兰多魔术队	\$3.0	\$261	\$66	11.3x	7%	25%	3%
印第安纳步行者队	\$2.9	\$263	\$68	11.0x	9%	26%	3%
新奥尔良鹈鹕队	\$2.6	\$262	\$57	9.7x	9%	22%	4%
明尼苏达森林狼队	\$2.5	\$259	\$47	9.7x	9%	18%	3%
孟菲斯灰熊队	\$2.4	\$258	\$51	9.3x	14%	20%	4%

资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

NBA平均估值收入比

估值收入比



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

NBA平均营业利润率

营业利润率



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

最新球队估值、收入、债务和营业收入

MLB	估值 (十亿美元)	收入 (百万美元)	营业利润 (百万美元)	估值收入比	债务/估值	营业利润率	5年收入增长 (年化)
纽约洋基队	\$7.6	\$679	\$2	11.1x	1%	0.3%	-0.1%
洛杉矶道奇队	\$5.5	\$549	\$26	9.9x	11%	5%	-0.3%
波士顿红袜队	\$4.5	\$500	\$62	9.0x	6%	12%	-1%
芝加哥小熊队	\$4.2	\$506	\$68	8.3x	10%	13%	1%
旧金山巨人队	\$3.8	\$443	\$50	8.6x	4%	11%	-0.4%
纽约大都会队	\$3.0	\$393	-\$292	7.6x	10%	-74%	2%
费城费城人队	\$2.9	\$458	\$19	6.4x	4%	4%	3%
亚特兰大勇士队	\$2.8	\$473	\$66	5.9x	6%	14%	4%
洛杉矶天使队	\$2.7	\$388	\$15	7.0x	0%	4%	1%
圣路易斯红雀队	\$2.6	\$372	\$57	6.9x	7%	15%	-1%
休斯敦太空人队	\$2.4	\$445	\$54	5.4x	3%	12%	1%
德州游骑兵队	\$2.4	\$425	\$12	5.6x	28%	3%	5%
西雅图水手队	\$2.2	\$396	\$76	5.6x	11%	19%	5%
多伦多蓝鸟队	\$2.1	\$328	-\$45	6.4x	0%	-14%	4%
芝加哥白袜队	\$2.1	\$288	-\$28	7.1x	7%	-10%	0.2%
华盛顿国民队	\$2.0	\$355	\$63	5.6x	28%	18%	-1%
加州圣地亚哥教士队	\$1.8	\$345	-\$116	5.2x	20%	-34%	3%
巴尔的摩金莺队	\$1.7	\$328	\$99	5.3x	13%	30%	5%
密尔沃基酿酒人队	\$1.6	\$320	\$36	5.0x	16%	11%	2%
科罗拉多落矶队	\$1.5	\$313	-\$17	4.7x	8%	-5%	1%
明尼苏达双城队	\$1.5	\$342	\$19	4.3x	24%	6%	3%
底特律老虎队	\$1.5	\$306	\$17	4.7x	11%	6%	2%
亚利桑那响尾蛇队	\$1.4	\$314	\$33	4.6x	9%	11%	2%
克利夫兰卫士队	\$1.4	\$315	\$52	4.3x	7%	17%	2%
匹兹堡海盗队	\$1.3	\$309	\$68	4.3x	11%	22%	3%
辛辛那提红人队	\$1.3	\$315	\$53	4.0x	12%	17%	3%
坦帕湾光芒队	\$1.3	\$301	\$68	4.2x	10%	23%	3%
堪萨斯城皇家队	\$1.2	\$302	\$52	4.1x	22%	17%	4%
奥克兰运动家队	\$1.2	\$241	-\$11	5.0x	21%	-5%	1%
迈阿密马林鱼队	\$1.0	\$295	\$23	3.4x	45%	8%	6%

资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

MLB平均估值收入比



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

MLB平均营业利润率



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

最新球队估值、收入、债务和营业收入

NHL	估值 (十亿美元)	收入 (百万美元)	营业利润 (百万美元)	估值收入比	债务/估值	营业利润率	5年收入增长 (年化)
多伦多枫叶队	\$2.8	\$281	\$127	10.0x	7%	45%	3%
纽约游骑兵队	\$2.7	\$265	\$69	10.0x	3%	26%	0%
蒙特利尔加拿大人队	\$2.3	\$265	\$99	8.7x	9%	37%	2%
洛杉矶国王队	\$2.0	\$279	\$108	7.2x	5%	39%	7%
波士顿棕熊队	\$1.9	\$239	\$57	7.9x	5%	24%	1%
芝加哥黑鹰队	\$1.9	\$228	\$96	8.2x	5%	42%	2%
埃德蒙顿油人队	\$1.9	\$281	\$122	6.6x	4%	43%	13%
费城飞人队	\$1.7	\$219	\$53	7.5x	0%	24%	3%
华盛顿首都队	\$1.6	\$218	\$74	7.3x	12%	34%	4%
纽约岛人队	\$1.6	\$183	\$30	8.5x	32%	16%	10%
新泽西魔鬼队	\$1.5	\$240	\$55	6.0x	9%	23%	6%
温哥华加人队	\$1.3	\$198	\$48	6.7x	9%	24%	3%
坦帕湾闪电队	\$1.3	\$196	\$27	6.4x	12%	14%	7%
西雅图海妖队	\$1.2	\$197	\$44	6.2x	29%	22%	3%*
底特律红翼队	\$1.2	\$199	\$64	6.0x	8%	32%	2%
匹兹堡企鹅队	\$1.2	\$207	\$49	5.7x	17%	24%	2%
科罗拉多雪崩队	\$1.2	\$182	\$39	6.3x	30%	21%	7%
维加斯金骑士队	\$1.1	\$233	\$73	4.8x	13%	31%	7%
卡尔加里火焰队	\$1.1	\$183	\$37	6.0x	8%	20%	6%
达拉斯星队	\$1.1	\$210	\$50	5.1x	15%	24%	5%
明尼苏达荒野	\$1.1	\$185	\$43	5.7x	15%	23%	4%
圣路易斯蓝调队	\$1.0	\$184	\$41	5.4x	13%	22%	1%
纳什维尔掠夺者	\$1.0	\$180	\$38	5.4x	15%	21%	6%
渥太华参议员队	\$1.0	\$128	\$5	7.4x	29%	4%	0%
安纳海姆鸭队	\$0.9	\$164	\$22	5.6x	27%	13%	4%
圣何塞鲨鱼队	\$0.9	\$158	\$11	5.7x	6%	7%	-1%
卡罗莱纳飓风队	\$0.8	\$177	\$25	4.7x	18%	14%	7%
温尼伯喷气机队	\$0.8	\$162	\$21	4.8x	17%	13%	5%
佛罗里达黑豹队	\$0.8	\$161	\$6	4.8x	21%	4%	9%
哥伦布蓝衣队	\$0.8	\$151	\$35	5.1x	18%	23%	5%
布法罗军刀队	\$0.8	\$159	\$25	4.7x	17%	16%	3%
亚利桑那土狼队	\$0.5	\$120	\$19	4.2x	62%	16%	3%

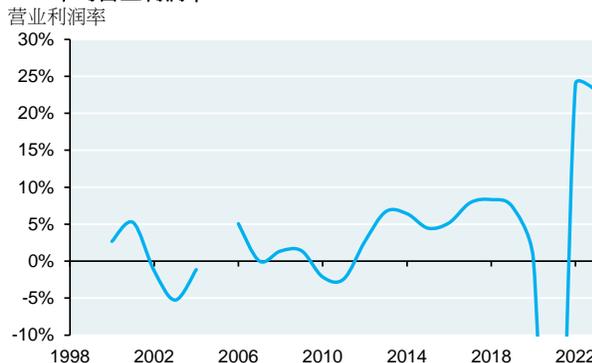
资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年。*注：自2022年首次报告收入以来，西雅图海妖队的收入增长已超过一年。

NHL平均估值收入比



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

NHL平均营业利润率



资料来源：福布斯、摩根资产管理，2024年

附录五：离队球员的罗纳尔多效应

罗纳尔多一直名列历史前5最佳足球运动员的榜单上，所以当他在2019年亮相尤文图斯时，该球队的股价飙升（蓝线），同时飙升的还有由Prospect计算的全球对该球队的兴趣（金线）。当罗纳尔多离队时，全球对尤文图斯的兴趣及其股价都出现暴跌。就场上表现而言，在罗纳尔多离队后，尤文图斯的战绩略有下降。

「罗纳尔多效应」



资料来源：彭博、Prospect、德意志银行、摩根资产管理，2024年5月27日

在美国体育联盟中，由于自由签约、球员转会或球员退役，存在一些值得注意的球员离队案例。虽然会对球队战绩造成重大影响（见下文图表），但本文中描述的收入分成和其他特点可能会大幅减轻球队战绩下滑对球队所有者所可能造成的任何财务影响。

美国主要运动员离队情况



资料来源：Baseball Reference、NBA、摩根资产管理，2024年

重要信息

主要风险

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）。

Six Circles 基金是一只由摩根大通管理并于美国注册成立的共同基金，由第三方担任分层顾问。尽管被视为内部管理策略，但摩根大通不保留基金管理费或其他基金服务费。

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) 授权并接受其监管。

就金融工具市场指令 (MIFIDII) 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, 请务必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规和/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附属公司。「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。如您有任何疑问或不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