

日转惊鸣蝉：美国反通胀繁荣的前景逐渐暗淡；日本结构性改革／并购潮；有关特斯拉／马斯克、GLP、住房、中国、真实社交(Truth Social)和 Meta 的《放眼市场》来信

今年将有两个「蝉爆日」出现（十三年蝉和十九年蝉），这种情况每 221 年才会发生一次。与此类似，今年年初市场持续预期美国经济会出现「反通胀式繁荣」（经济增长持续上升，同时通胀不断下降），这是同样十分罕见的情形。这样的情况的确曾在 1982 年和 1991 年发生过，而除此之外鲜少出现，并且现在看来是不太可能发生。美国的经济增长显然仍韧性十足；自去年 8 月份以来，我们跟踪的多项经济和利润领先指标均有所改善。

#	类别	先导指标...	领先时间...	预测将变动的领域...	脉冲 2024年4月	脉冲 2023年8月
1	破产	银行收紧工商业贷款	6个月	企业破产申请	严重	严重
2	资本支出	银行收紧工商业贷款	9个月	非住宅资本支出	严重	严重
3	资本支出	盈利	3个月	非住宅资本支出	严重	严重
4	建造	先导经济指标	18个月	建筑业活动	严重	严重
5	经济	美国供应管理协会(ISM)的新订单与库存差额	3个月	ISM制造业指数	严重	严重
6	经济	已支付的利率和ISM价格	12个月	ISM制造业指数	严重	严重
7	经济	利率、投入价格和美元	12个月	全球PMI制造业指数	严重	严重
8	就业情况	独立屋住宅销售	18个月	美国失业率	严重	严重
9	借贷	报告信贷标准收紧的受访者	9个月	银行借贷	严重	严重
10	生产	零售库存与销售比率	4个月	美国制造业生产	严重	严重
11	利润	联邦基金、公司税率、失业率和生产力	8个月	整体经济利润	严重	严重
12	利润	经济活动、商业信心、供应商交货、工资、通货膨胀、周期性GDP	12个月	标普利润	严重	严重
13	利润	美元、PMI、消费者信心、住房、利差	12个月	标普利润	严重	严重
14	销售额	全美独立企业联盟定价调查	4个月	标普销售增长	严重	严重
15	销售额	制成品生产者价格	4个月	标普销售增长	严重	严重
16	工资	招聘广告中公布的工资平均增幅	4个月	企业薪资支出	严重	严重
17	工资	再雇佣率代理指标	12个月	企业薪资支出	严重	严重
18	股票	中国信贷脉冲	9个月	美国高贝塔系数股票与低贝塔系数股票	严重	严重

资料来源：彭博财经、摩根士丹利、Piper Sandler、摩根资产管理，2024年4月。低迷表现预测颜色：红色=严重，橙色=适度，黄色=轻微

但是：自 1 月份以来，消费者物价指数出现 U 型走势，推动 10 年期美国国债利率回升至 4.7% 左右。这是自去年 10 月份短暂见顶于 5% 以来的最高水平；在此之前，上一次 10 年期美国国债利率达到 5% 已是 2007 年夏季。3 月份消费者物价指数上涨主要是由于非必需以外项目（如医疗、儿童保健、汽车保险、无线费用和与能源转型有关的项目¹）上涨 6% 所致；非必需项目则仅上涨 0.6%。3 月份生产者物价指数报告也相当理想，同时大部分劳动力市场指标仍指向持续减弱的薪资压力（见上文在线通胀监控链接），但期货市场目前假设美联储在年底前只会降息 1-2 次；而视乎接下来的几份通胀报告，即便有无 1-2 次降息也未有定论。

核心服务消费物价指数

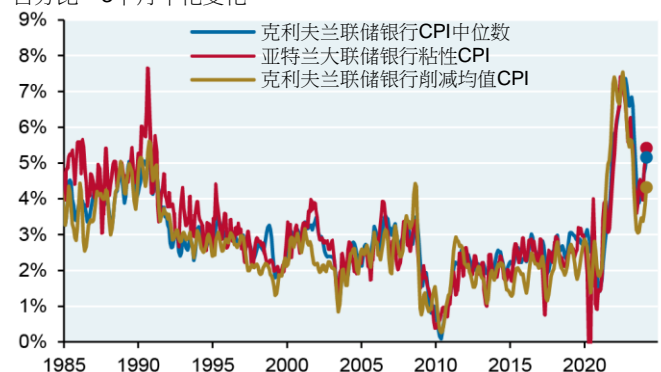
同比增长百分比



资料来源：美国劳工统计局、彭博财经、摩根资产管理，2024年3月

美国消费物价通胀衡量指标

百分比，3个月年化变化

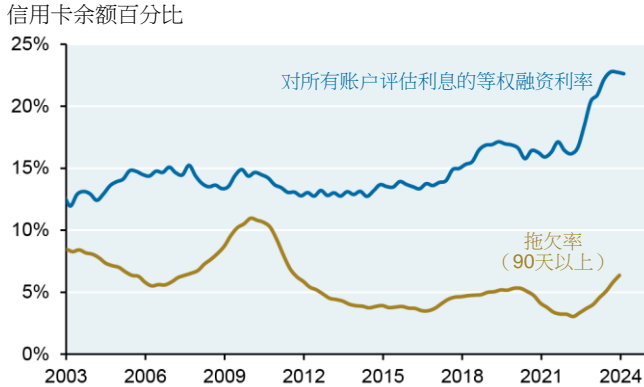


资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年3月

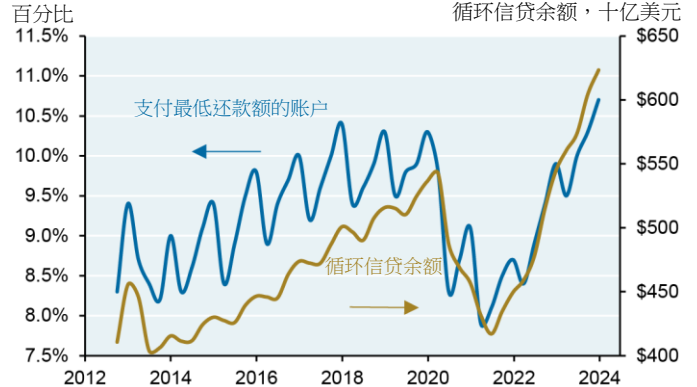
¹ 能源转型与通胀。在美国生产者物价指数报告中的全部 47 类核心商品中，自 2019 年以来升幅最大的是：变压器设备上升 71%，尽管冬季供暖和交通的电气化才刚刚开始。自 2019 年以来，电价的上升速度快于食品价格、大宗商品价格及核心消费者物价指数。

尽管市场仍预期美联储将放宽货币政策，但加息仍对消费者造成影响。当利率上升时，抵押贷款和固定利率汽车贷款等现有债务不会立即受到影响。但较高的利率将影响新的信用卡余额，这或许解释了信用卡拖欠率增长快于抵押贷款或优惠利率汽车贷款的原因。第一张图表展示信用卡融资率与拖欠率。大部分利率上升与优惠利率的上升有关，不过消费者金融保护局报告称，信用卡息差也在增加。第二张图表展示信用卡余额持续上升，及仅作最低信用卡还款的账户比例再创新高。总而言之：尽管多项领先指标已经改善，但家庭财务的持续压力仍对经济增长构成风险。

信用卡利率和拖欠率

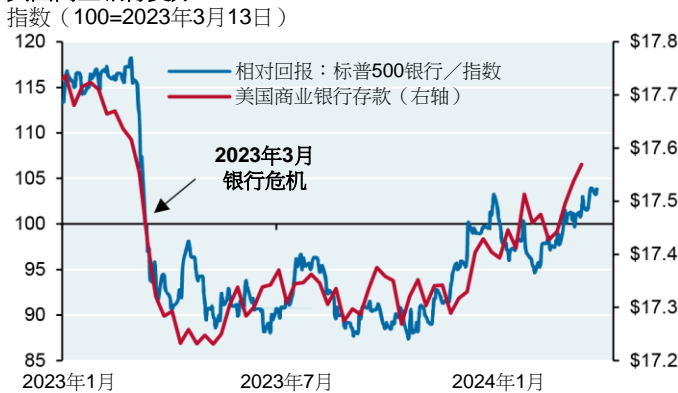


消费者财务压力



尽管在通胀出现 U 型走势之后，美联储的政策利率存在不确定性，但其他指标带来利好，应会缩短任何股市抛售潮的持续时间并减少其幅度。如下张图表所示，去年对地区性银行的救助稳定了金融体系风险。此外，净股票供应已连续三年收紧。这种环境让人感到奇怪；虽然风险偏好回升且估值高企，但新股发行市场极度紧张，并且回购规模超过一级和二级发行。供应紧张的情况通常更有利于市场回报，表明投资者对新股发行的审查更加严格。

美国商业银行复苏



全球净股权供应



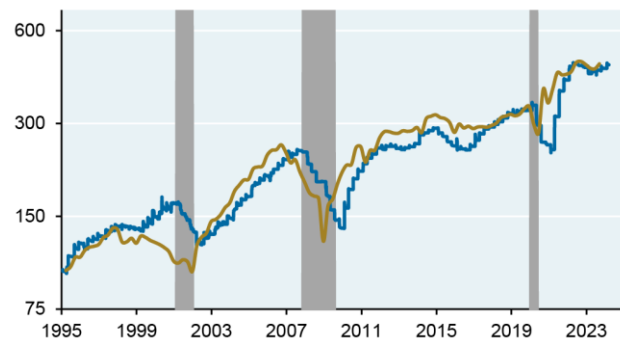
「蝉之歌」

其他好消息：利润或资本支出大幅下降的趋势也受限，而两者的下降往往与经济衰退同时发生。我们强调去年在撰写「枕边细语」中的软着陆理论时列出的第二和第三张图表。虽然收益率曲线倒挂中可见经济衰退的趋势，但以往的倒挂也伴随着企业现金流的严重负增长和企业利息成本的不断上升。这一次，情况有所不同：**企业部门处于盈余状态，同时企业利息支出也依然保持稳定。**

总结：反通胀式繁荣前景逐渐暗淡对市盈率构成风险，特别是对于市盈率接近 2020/2021 年高位的科技股而言。并且如第四张图表所示，投资者可能会维持较多过剩现金，因为现金收益率与标普股息率之比目前处于除 2000 年顶峰外的最高记录水平。虽然美股可能会经历一次类似于去年夏季的调整，但 2024 年似乎仍能实现高个位数回报。这种情况会持续到大选之前，而之后市场或许不得不面对 Piper Sandler Research 的 Don Schneider 所强调的下列风险：

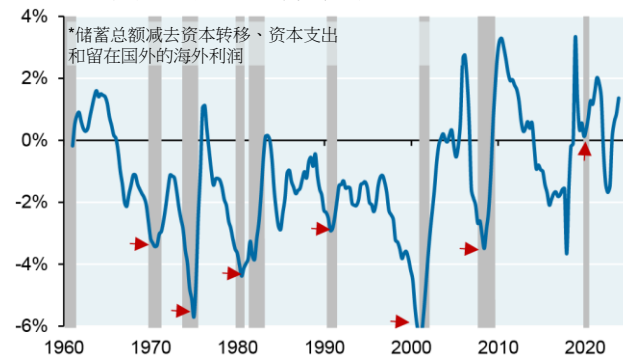
- **特朗普胜选，形成统一政府：**对中国商品征收 60%关税（目前的关税为 20%-25%）；废除企业替代最低税和回购税，同时增加国防开支并全面延长《减税与就业法案》减税政策，从而导致预算赤字进一步扩大；军事化的大规模驱逐将影响劳动力增长和工资通胀
- **拜登胜选，形成统一政府：**增税 2 万亿美元左右（一半出自企业，一半出自高净值人士），以支持 2 万亿美元的安全网扩张；赤字扩大风险，因为税收收入低于预期同时支出超过预期（即能源法案²模式，这被讽刺地称为「降通胀法案」）

美国整体经济利润和标普500指数营业利润
指数（100=1995年1月），对数刻度



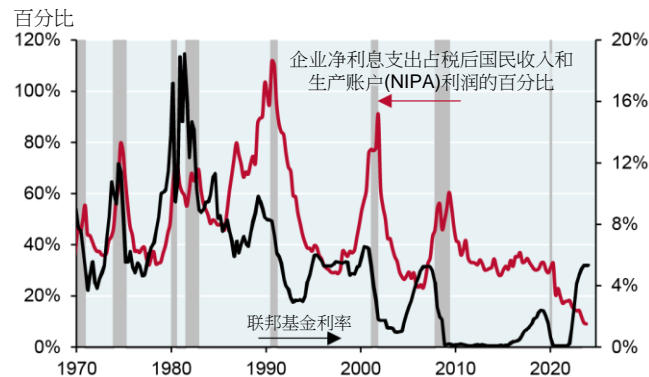
资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年4月

美国企业部门财务结余
占企业总增加值的百分比，四季度平均值



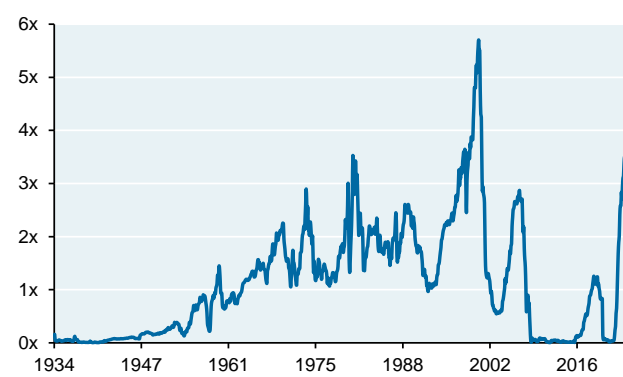
资料来源：美联储、美国经济分析局、摩根资产管理，2023年第四季度

虽然基金利率上升，企业净利息成本保持稳定



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2023年第四季度

现金收益率与标普500指数股息率之比



资料来源：美联储、彭博财经、Robert Shiller（耶鲁大学）、摩根资产管理

²请参阅「为何拜登气候法案的成本不断上升」，《纽约时报》，2024年2月8日；以及「拜登气候税收抵免的成本正在飙升」，《华尔街日报》，2024年2月10日

《放眼市场》来信：特斯拉 / 马斯克、GLP、住房、中国、真实社交(Truth Social)和 Meta 开源模型

加州养老金计划的 Erica G. 询问了有没有关于就除糖尿病和肥胖外其他病症对减肥药(GLP)进行测试的消息。正如《2024 年展望》中所述，决定 GLP 股票估值的一个关键是该类药物对其他病症的最终用途。一种中性，一种正面，还有待更多研究得出结论：

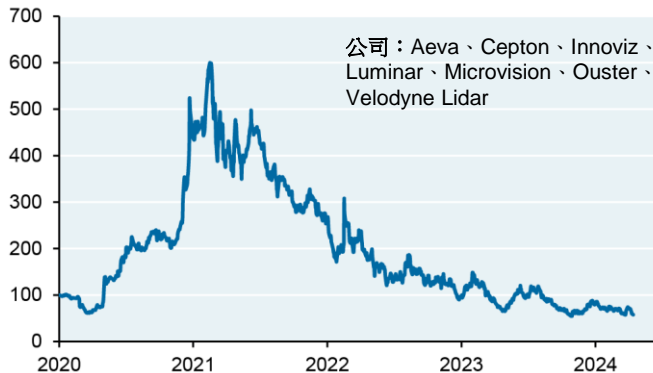
- GLP 似乎通过大脑通路有效减少炎症。部分专家推测，GLP 可用于治疗如阿尔茨海默病和帕金森病等炎症症状。虽然一项针对早期帕金森病的研究发现，患者服用 GLP 后运动症状并没减轻³，但安慰剂组的情况也几乎没有恶化（3%出现恶化），因此这方面并无重大突破
- 所有心衰患者中，超过一半经历「保留泵血功能」(HFpEF)。先前的研究显示，GLP 能够降低 HFpEF 风险，但不包括 2 型糖尿病患者。最近一项针对 2 型糖尿病患者的研究发现，在一年后，GLP 比安慰剂组更大幅度地减轻 HFpEF 症状⁴，因此这是一种正面发现

Mammoth Lakes 的 Kyle P 就特斯拉转向自动驾驶出租车提出了问题。马斯克表示，特斯拉将「全力以赴聚焦自动驾驶业务」，同时该公司的第一季度报告显示，GPU 训练能力增长了 7 倍。一些想法：

- 旧金山和奥斯汀是仅有的两个对无人驾驶出租车进行大规模路试的大城市，目前并无证据显示特斯拉曾就此与监管机构进行接触。另外：虽然特斯拉的 2 级辅助驾驶功能（转向、车道跟踪和刹车 / 加速支持）会降低事故率⁵，但 2 级辅助驾驶距离 5 级全自动驾驶还有很长的一段路要走。实际上，奔驰是首家在美国发布具 3 级自动驾驶功能汽车的制造商（只有加州和内华达州允许在非常有限的条件下进行自动驾驶）
- 激光雷达股票未见回升（如果我们处在自动驾驶出租车普及的风口浪尖，我们就会看到这一点），就连摩根士丹利中最狂热的特斯拉粉丝也半信半疑，敦促投资者对全自动特斯拉出租车服务的商业化时间表保持谨慎⁶
- 联邦政府目前将美国自动驾驶汽车的数量上限设置为 2,500 辆。美国国家公路交通安全管理局提议提高这一上限，原本打算在去年秋季推进「AV STEP」的规则制定，但错过了最后期限；我能够猜到原因。去年，一个自动驾驶汽车行业游说团体致信交通部长 Buttigieg，要求支持自动驾驶汽车发展，以免落在中国之后。但在加州监管机构指控通用汽车扣留其 Cruise 无人驾驶汽车撞一名乘客的视频片段后，可能会产生信任缺口，同时更重要的是，26 个运输工会集体致信 Buttigieg，敦促谨慎对待自动驾驶汽车的「严重安全问题」和公共安全风险（详情如下）

LiDAR类股票

指数（100=2019年12月）



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年4月16日

运输工会致交通部的通知，2023 年 11 月

- 当前形态的自动驾驶汽车并不安全，且难以维持
- 警察 / 消防不得不避开限制区域内的流氓自动驾驶汽车
- 运输 / 环卫工人被自动驾驶汽车阻挡 / 困住
- 自动驾驶汽车报告规则应包括鱼自动驾驶汽车驶入建筑工地、自行车道和人行横道相关的擦碰事故；还有故障、退化、远程人为干预、集群和连接事件（即不仅仅是撞车）
- 地方司法部门在自动驾驶汽车部署方面需要更多投入
- 对公共安全来说，许多科技公司所采取的「快速失败、彻底失败」的做法是一种诅咒

由拥有超过 500 万会员的 26 个工会签署（联合汽车工会、消防、航空、铁路、船舶、钣金、卡车司机等）

³「利西拉肽治疗早期帕金森病的试验」，《新英格兰医学杂志》，Meissner 等人，2024 年 4 月 3 日

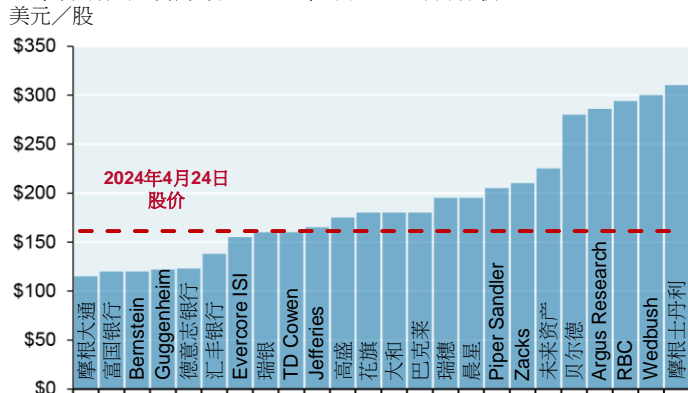
⁴「索马鲁肽对肥胖症心力衰竭和 2 型糖尿病患者的作用」，《新英格兰医学杂志》，2024 年 4 月 6 日

⁵2023 年放眼市场能源报告，第 45 页

⁶「特斯拉计划裁员超过 10%」，《华尔街日报》，2024 年 4 月 15 日，援引微软 Adam Jonas 之言

昨天发布的第一季度财报（在销量、每股盈利和已售车辆方面都不及市场预期）显示，特斯拉宣布加速开发新款 **Model 2**。由于市场对无人驾驶出租车公告的反应平平，以及该公司的赛博卡车 (Cybertruck) 经历了油门踏板卡住（据 Inside EV 描述，这让该卡车变成一枚 6,800 磅重的陆地导弹），因此我对修订后的盈利指引不感到惊讶⁷。有报道称，Model 2 的生产将受益于一体化压铸，即把车身的大部分压铸成一个整体（将金属件数量从 171 件减少到 2 件，所需焊接减少 1,600 次）。这将是一项令人印象深刻的壮举，并可大幅降低单位生产成本，这对于一辆预期售价约 2.5 万美元的汽车来说至关重要。我们拭目以待特斯拉将能以多快的速度加速发展，截至上周，部分分析师预期 Model 2 的销量直到 2026/2027 年才会超过 50 万辆。以下是特斯拉分析师的股价预测样本。

若干特斯拉分析师截至2024年4月24日的目标价



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年4月24日

来自阿卡姆疯人院

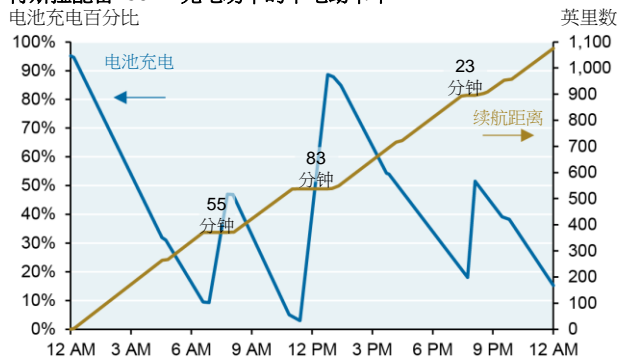
为避免扭曲图表，我必须省略 ARK 基金的凯西·伍德在《巴伦周刊》2024年4月的一篇文章预测特斯拉的股价会达到每股 2,000 美元。这会使特斯拉的市值达到 6.3 万亿美元（地球上估值最高的公司）。伍德预测，到 2027 年，自动驾驶出租车的税前盈利将达到 1,300 亿美元，形成如今并不存在的细分市场。

我联系了阿卡姆疯人院的其他居民（泥脸、双面人和磷火博士），征询他们对特斯拉的预测；目前尚未有回应。

特斯拉早期一项未经大肆宣传的成就：**原型 8 级长途卡车**。目前尚不清楚该车的价格如何，因为它还没有商业化。同样，目前还不清楚特斯拉是否会优先发展该车型，因为该车的 900 千瓦时电池比其 Model Y 的电池大 12 倍。尽管如此，在去年秋天的演示活动中，我对它在现实条件下的表现印象深刻。几年前，关于长途卡车运输的主流叙事都是氢燃料卡车，因为氢燃料的加气时间更快，不过该类卡车的往返效率实在不敢恭维。充电能力的进步改变了这一点，并且未来的低碳长途卡车运输几乎肯定是电动卡车。

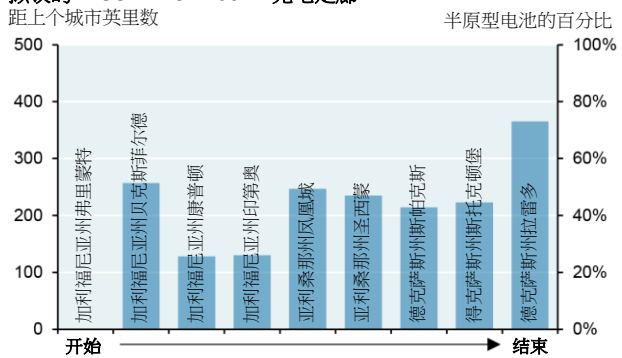
如下文所示，特斯拉 Semi 原型车在加州为百事可乐代言的路线上单日行驶了 1,000 英里，需要停车三次进行充电⁸。该路程是典型的每日长途卡车路线的两倍，对于电动卡车运输的未来而言具有积极意义。即使没有联邦政府资助（政府将部分资金浪费在加氢站上），特斯拉也可能会继续建设西南地区的 9 个卡车充电通道。

特斯拉配备750kW充电功率的半电动卡车



资料来源：NACFE Run on Less，2023年9月27日

拟议的TESSERACT 750kW充电走廊



资料来源：特斯拉、南海岸空气质量管理局、摩根资产管理，2024年3月

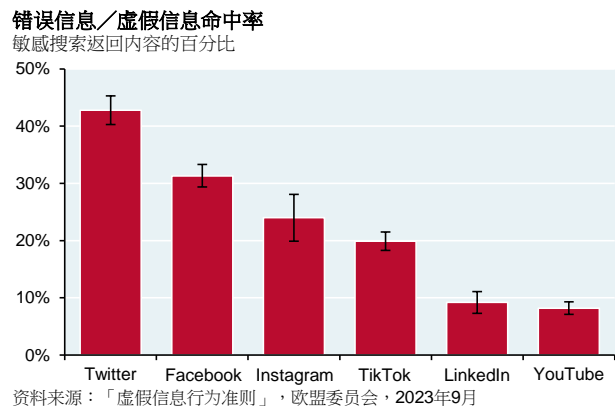
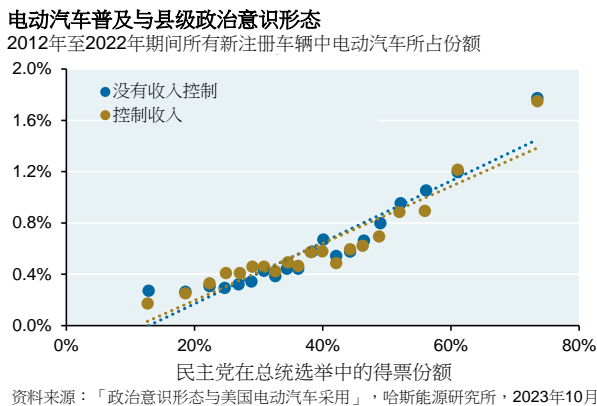
⁷「特斯拉赛博卡车的油门踏板卡住问题造成 6,800 磅重的陆地导弹」，Inside EVs，2024年4月15日

⁸参加 NAFCE 路试的其他公司包括 OrangeEV、Freightliner、福特、沃尔沃、Motiv 和 Navistar

至于特斯拉成为今年表现最差的股票之一，《华尔街日报》不久前的一篇文章引用了一些我以前从未见过的内容⁹：**马斯克疏远特斯拉汽车民主党买家可能产生的影响**。Strategic Vision 研究估计，在今年 3 月份有所回升之前，去年秋季购买特斯拉汽车的民主党人比例降低 60% 以上。与此同时，马斯克发布了一系列关于移民和宗教等各种话题的推文¹⁰。根据 Strategic Vision，部分民主党电动汽车买家转而选择了凯迪拉克 Lyriq、现代 Ioniq 或奔驰 EQE SUV 等车型¹¹。

自此，马斯克在政治上加倍下注，并在 3 月份表示，「今年 11 月份要么迎来红色浪潮，要么美国注定失败」。加州大学伯克利分校的卢卡斯·戴维斯在 2023 年分析了电动汽车行业对民主党买家的依赖：从 2012 年到 2022 年，美国前 10% 民主党人最多的县购买了 50% 左右的电动汽车，前 5% 的县更是占电动汽车销量的三分之一¹²。下方图表阐述民主党县的选票份额与电动汽车普及率之间的直接关系，这种关系即使在调整了收入水平之后依旧存在。

马斯克发推文的同时，推特正演变成《外交政策》杂志一篇文章所称的「虚假信息的水道」¹³，并且欧盟宣布怀疑推特违反了有关非法内容和虚假信息的规定。下方图表摘录自欧盟报告，显示在其分析的社交媒体平台中，推特拥有最高的虚假信息频率。在被马斯克收购后，推特还经历了否定气候主义的激增¹⁴。其中重点包括一系列似乎与许多特斯拉买家的政治立场极不一致的观点；我们将继续追踪这对销售的潜在影响。



⁹「埃隆·马斯克在他最需要民主党人的时候将他们拒之门外」，《华尔街日报》，2024 年 4 月 20 日

¹⁰据新闻报道，**马斯克的推文包括：**

- 宣扬披萨门阴谋论
- 在希拉里·克林顿攻击保罗·佩洛西之后，以一篇文章来回击希拉里，声称该攻击是「酒后与男妓打架」的结果
- 以一条推文表示同意，称「犹太人推动着对白人的辩证仇恨」
- 批评麦肯齐·贝索斯的捐钱行为，称「超级富豪的前妻将是文明的衰落」
- 称乔治·索罗斯要「侵蚀文明的根基」以及他「憎恨人性」
- 称他的代名词是「检控/福奇」
- 将加拿大总理特鲁多与希特勒进行对比，称至少后者有预算
- 指责一名英国洞穴潜水员是「恋童癖」，因为他说马斯克以潜艇营救被困矿工的想法行不通。然后，马斯克以 5 万美元雇佣一名私家侦探对他进行调查

¹¹标普表示，特斯拉在 2020 年占有 80% 的市场份额，但在 2023 年降至 55%

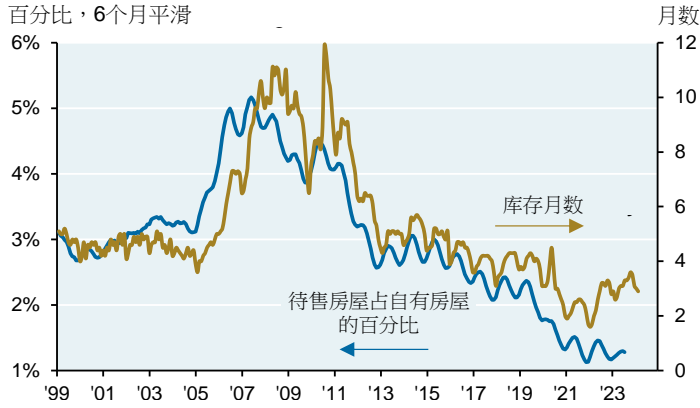
¹²「政治意识形态与美国电动汽车普及」，卢卡斯·戴维斯等人，加州大学伯克利分校哈斯研究所，2023 年 10 月

¹³「埃隆·马斯克的推特正成为虚假信息的水道」，《外交政策》，Hammond-Errey，2023 年 7 月 15 日

¹⁴Max Falkenberg 和 Andrea Balonchelli，伦敦城市大学，2023 年 1 月

来自布鲁克林的 Rachel H 致信，「为什么美国住房价格在加息环境下仍保持稳定？」无论以销售速度还是以住房存量衡量，美国住房库存都极为紧张。从历史经验来看，房价通常只有在月库存高于 6.0 倍时才会下跌；而目前约为 3.0 倍。虽然现有房屋销售已较新冠疫情前的水平下降了 30%左右，但销售下降并不总是伴随着价格的下跌。尽管抵押贷款利率达到 7%左右，但现房销售仍上涨了 10%-15%。

住房供应



资料来源：彭博财经、美国人口普查局、摩根资产管理，2023年第四季度

来自康涅狄格州的 David F 询问了有关中国的问题，他想知道 10 倍的市盈率是否足以为中国股票提供价值，以及我们是否预期中国的经济会得到改善。

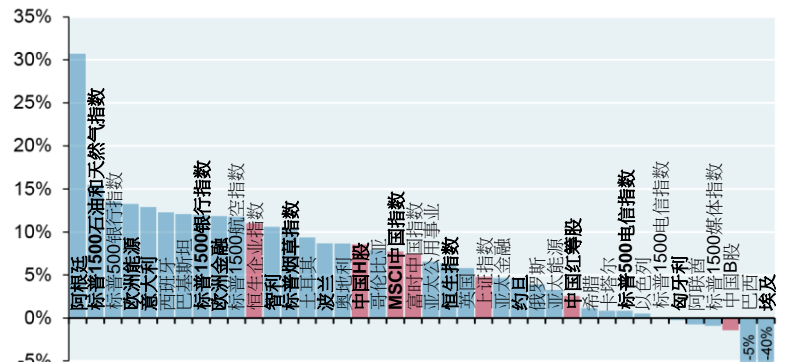
- **经济**。部分中国指标已从低迷水平回升，不过我们自身的指标仍相当疲弱¹⁵。中国的房地产形势依然很糟糕：多年供应未得到消化，需求持续不振，并且价格不断下跌。由于很多政府支出都是由地方实体依靠卖地实现，因此财政政策并未取得很强的刺激效果。据报道，第一季度国内生产总值增长了 5.3%，但中国正在经历通缩，产能利用率下降，同时库存上升
- **市场**。在 2 月份的《放眼市场》中，我们曾作以下解释：虽然中国股票的市盈率为 10 倍，但许多股市和行业的市盈率都处于或低于该水平；中国并非唯一具有深度价值的市场。自 2 月 8 日以来，在这些具有深度价值的非中国股市中，逾半数涨幅超过 MSCI 中国指数。**跑赢中国的深度价值股市**包括阿根廷、美国/欧洲石油和天然气、美国航空公司、意大利、西班牙以及美国/欧洲银行股

中国经济活动监测指标



资料来源：中国国家统计局、海中国海关总署、MSCI、彭博财经、摩根资产管理，2024年2月

自2024年2月8日以来动态市盈率低于10倍的股票市场和行业的回报率



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年4月23日

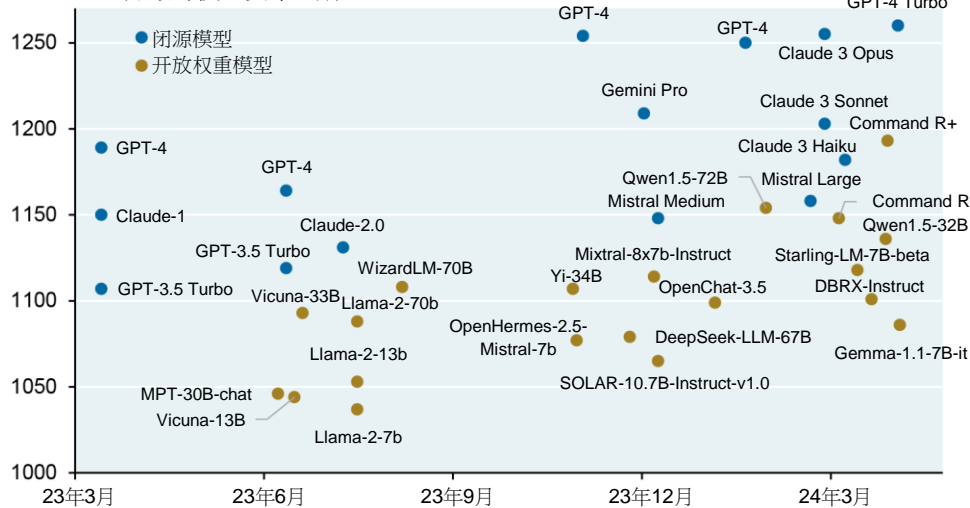
¹⁵变量包括：出口、用电量、工业生产、零售销售、企业盈利、钢铁产量、非国企固定资产投资、住宅建设开工和信贷脉冲指数

来自布鲁克林的 Max C (我的大儿子) 致信, **Meta** 将在数周或数月内发布一个拥有 4,000 亿个参数的开源版本 **Llama 3**。Max 认为, 对有能力构建语言模型的公司来说, 这可能会使「购买还是构建」语言模型的决定变得更具吸引力。他补充道: 「对于金融等专业领域, 开源模型可使用 **Llama 3** 进行微调。部分企业可能更偏好于不必对 **OpenAI** 进行 API 调用的安全性。甚至在 **Llama 3-400B** 发布之前, **Meta** 仅用一年就能将 **Llama 3-8B** 的参数量减少 90% (与 **Llama 2-70B** 相比), 并使其性能达到后者水平。这能够以低廉的硬件成本提升高速运行的高质量模型的可访问性。考虑到 **GPU** 集群成本和每秒浮点运算次数, **Llama 3** 系列的训练成本几乎肯定在数十亿美元之内。」

在没有明确收入模型的情况下, **Meta** 显然正在将所有这些用于人工智能业务的资金都投入到开源模型上。如图所示, 众包大语言模型评估性能 (如 **Arena ELO** 测量) 表明, 开源与闭源的性能差距已有所缩窄。部分研究指出, 相较于 **GPT** 首次推出时的数年时间, 开源模型仅需要 6-10 个月就能迎头赶上。

闭源模型与开放权重模型的性能对比

Arena ELO分数与模型发布日期

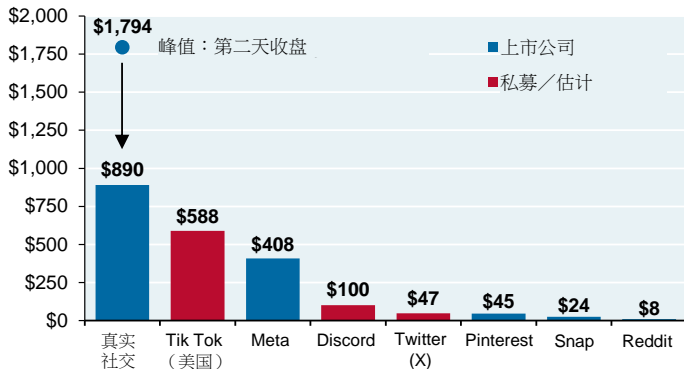


资料来源: 「聊天机器人竞技场: 用于评估大语言模型的开放平台」, Chiang等人, 摩根资产管理, 2024年4月

今天的最后一封邮件: **MSNBC** 的 Alex W 问我如何看待**真实社交(Truth Social)**的估值。
我的回复:

社交媒体每位活跃用户的市值

美元, 每月活跃用户的市值



资料来源: 彭博财经、CNN、Business of Apps、Axios、摩根资产管理, 2024年4月23日

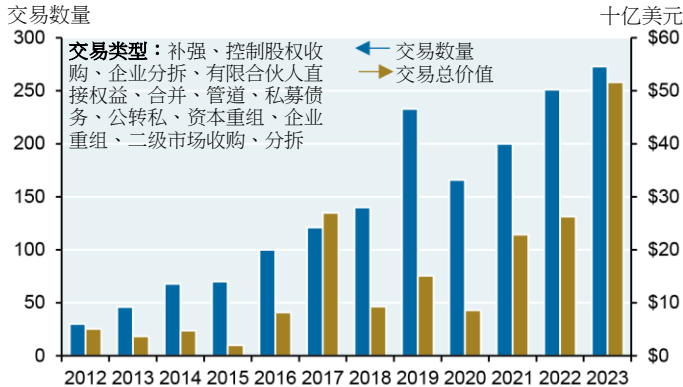
另一个蝉律：日本结构性改革和并购活动的意外兴起

日经 225 指数最近升至自 1989 年以来的最高水平。换言之，日本股票用了 34.5 年（第十三年蝉地下生命周期的两倍）重返之前的峰值；我很高兴能够在摩根大通工作了足够长的时间以见证这一刻。相比之下，标普 500 指数在 1929 年之后用了 25 年重返峰值，而纳斯达克指数在 1999 年之后用了 15 年。从 1991 年到 2022 年，日经 225 指数的年回报率仅为 1.6%；如果投资美国短期国债，您会获得更高的 2.5% 回报。与美股 9.6% 的年回报率相比，日经指数的回报率低得可怜；经复利计算，美股在此期间的累计回报比日经指数高 68 倍。

尽管全球股票投资者在日本的历史不堪入目，但鉴于日本并购和企业治理的涅槃重生，我从去年开始编写日本股票的潜在优点。在 2022 年之前，我不记得是谁说过「您好。我在私募股权行业工作，专注于释放日本公司的股东价值。很高兴遇到您」。如下方前两张图表所示，这种情况正在发生变化。根据第三张图表，日本过去 20 年的自由现金流与美国并无太大区别；日本股票的低估值更多地反映了现金主要是如何积累起来的，而不是用来提高股东价值。这就是为什么说日本并购对全球股票投资者而言是一个如此重要的信号。

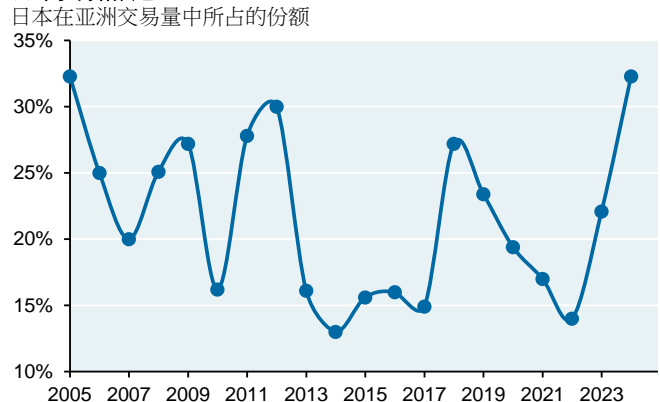
投资者是否已从重投日本中受益？近年来，没有任何资产跑赢美国股票，但在过去的 18 个月，即使计及日元下跌，日本也跑赢了欧洲与新兴市场的组合，而日元目前跌至自 1990 年代初以来的最低水平。需要明确的是，日本的市盈率已不再便宜；市盈率已从 2022 年 9 月的 12.2 倍上升到 17.0 倍。

日本的企业融资活动



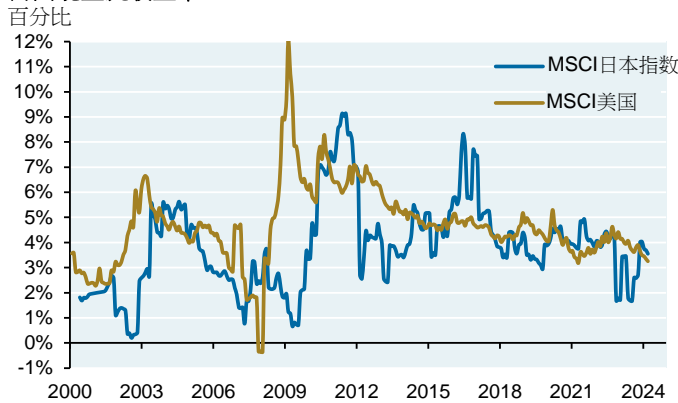
资料来源：Preqin、摩根大通私募投资，2024年4月

日本交易加速



资料来源：彭博财经，2024年2月

自由现金流收益率



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年3月

日本表现与欧洲和新兴市场50/50比较



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年第一季度

去年，我提到的一些积极的治理变化和其他进展。

- 如表所示，日本在深化「股票化」方面还有空间。对于日本养老金和家庭来说，摆脱了通缩令现金吸引力低于股票（实际短期利率为-2%）
- 东京证券交易所严正提出，股价低于账面价值的公司如果不实施治理改革，就会面临摘牌处理。彭博还报道称，截至2024年4月，日经225指数公司的「毒丸」数量从2012年的65家减少到8家。逾50家激进基金正在推动日本企业部门提出治理建议，50%以上为独立外部董事的公司比例已从30%上升到60%
- 目前已为家庭制定促进增加股票配置的税收激励措施，日本养老金也面临压力，需要提高股票配置从而与政府养老金投资基金保持步调一致。日本65岁以上退休人员的比例全球最高（为28%），从而激励日本政府提高退休人员股票投资组合的回报

日本「股票化」的空间

	美国	日本
10年股息支付率	70%	30%
现金占市值的百分比	7%	21%
交易价格低于账面价值的公司比例	4%	50%
公司回购占市值的百分比	2.0% - 3.5%	0.7% - 1.4%
家庭股票配置	40%	11%
养老金股票配置	40%	25%
家庭现金配置	15%	55%

资料来源：桥水、摩根资产管理，2023年12月

日本终于摆脱通缩

日本CPI（剔除新鲜食品和能源），同比增长百分比

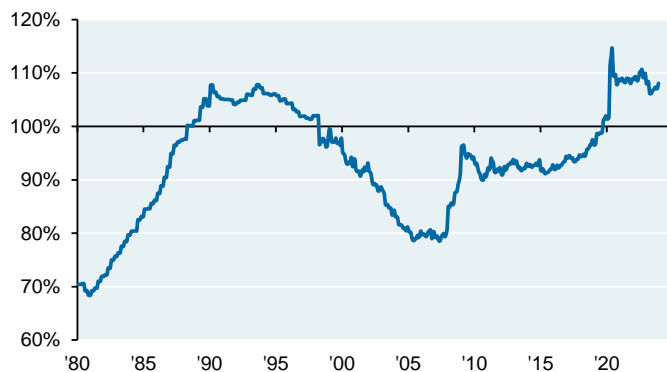


资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年2月

需要明确的是，日本仍是一个增长缓慢的经济体，面临着人口和竞争压力。2023年的经济增长仍由出口而非国内消费主导，其工业生产增长与欧洲并无二致，中国已超越日本成为全球最大的汽车出口国。日本央行表示，该国的潜在增长率仍低于1%，在很大程度上是由于不利的人口结构造成。此外，对于这个全球债务/国内生产总值比率最高的国家，利率上升另加日元贬值可能是一个大问题。但摆脱多年的通缩是一股强大的力量；从贷款需求相对于国内生产总值的上升可见，日本的整体需求正在上升。尽管日本股票不较去年便宜，以及全球投资者低配日本的情况也已有所减少（第二张图表），但我们认为，相较于欧洲和新兴市场，日本仍为全球投资者提供具有吸引力的回报前景。

日本银行贷款占GDP的百分比，%

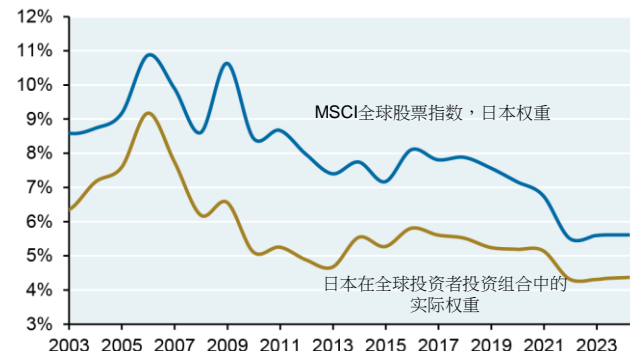
占GDP的百分比



资料来源：日本央行、日本内阁府、摩根资产管理公司，2023年第四季度

全球投资者低配日本股票

百分比，投资组合权重



资料来源：摩根大通证券日本、摩根资产管理，2024年第一季度

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/或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

关于您的投资及潜在利益冲突

在摩根大通银行或其任何附属机构（合称「摩根大通」）管理客户投资组合的活动中，每当其有实际或被认为的经济或其他动机按有利于摩根大通的方式行事时，就可能产生利益冲突。例如，下列情况下可能发生利益冲突（如果您的账户允许该等活动）：**(1)**摩根大通投资于摩根大通银行或摩根大通投资管理有限责任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**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品是透过 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc. 的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 均为受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已获德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 简称为「**BaFin**」) 授权，并由 BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会 (CSSF) 监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。

在英国，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 Sucursal en España (马德里分行)**分派，其注册办事处位于 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会 (Comisión Nacional de Valores, 简称「**CNMV**」) 监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 1567。

在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 简称为「**CONSOB**」) 监管，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076，其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行 (DNB) 和荷兰金融市场监管局 (AFM) 监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在**丹麦**，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**（即德国摩根大通有限责任公司附属公司）分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司附属公司）同

时须受丹麦金融监管局 (Finanstilsynet) 监管, 并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记, 编号为 29010。在瑞典, 本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派, 其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 监管, 并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在比利时, 本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派, 其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行 (NBB) 及比利时金融服务及市场管理局 (FSMA) 监管, 并已于比利时国家银行行政注册处登记注册, 注册编号为 0715.622.844。在希腊, 本文件由**摩根大通有限责任公司——雅典分行**分派, 其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管, 并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册, 注册编号为 124。雅典商会注册号为 158683760001; 增值税注册号为 99676577。在法国, 本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派, 其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管, 注册编号为 842 422 972, 摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会 (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)) 及法国金融市场管理局 (Autorité des Marchés Financiers (AMF)) 监管。在瑞士, 本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派, 其注册办事处位于 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作为瑞士一家银行及证券交易商, 在瑞士由瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 授权并受其监管。

就金融工具市场指令 (MIFID II) 和瑞士金融服务法 (FINSA) 而言, 本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息, 这些文件目前或应在相关司法管辖区区内提供 (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, 我们将在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡, 本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服务时会通知您)。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问, 请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, 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家公开发售。

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交易委员会监管, 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递给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言, 「批发客户」的涵义须按照《公司法》第 761G 条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户, 请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中:

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

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