



## 五支歌<sup>1</sup>：浅谈「美股七雄」、开源大型语言模型、「无党派组织」(No Labels)运动、末日论者和抄底中国股市

与我们去年 8 月撰写的《拉斯普京效应》和《2024 年展望》所载一致，美国 1 月份的制造业调查数据较去年 12 月有所改善，更胜于地区调查数据所示的状况。当中不乏令人鼓舞的迹象：新订单回升；但也出现令人担忧的情形：劳动力市场尤为紧张以及「投入物价」通胀回温。我们将在 3 月初发布《放眼市场》第 14 份年度能源报告，题为《畅想能源新未来》(Electravision)。

### [1] 「美股七雄」升势未止

	2023年第四季度销售增长	2023年第四季度利润率变动	2023年第四季度利润率(%)	年初至今回报	2023年回报	2021至2024年回报	占标普500指数市值的比重	占标普500指数共识净收入的比重	市盈率倍数	3年远期每股盈利增长	长期共识每股盈利增长
美股七雄	14%	7.5%	23%	7.9%	76%	15%	29%	22%	30倍	15%	20%
标普493指数	2%	-1.1%	9%	2.6%	14%	5%	71%	78%	18倍	12%*	12%*

资料来源：高盛、摩根资产管理，2024年2月2日。\*标普500指数中位股。

先来看看好消息：「美股七雄」的涨势是由盈利驱动，而并非依赖于股票估值的扩张。这组股票自 2019 年以来录得 28% 的回报，其中 21% 归因于销售增长，6% 来自利润率扩张，仅 1% 来自股票估值扩张。这明显有别于 2000 至 2001 年无利润的泡沫情况。但同时不乏挑战，摩根大通的 Marko Kolanovic 和 Dubravko Lakos-Bujas 早前就此撰写了一篇精彩文章以分析有关情况<sup>2</sup>。以下是一些他们的主要观察结果：

- 市场集中度达到自 1972 年以来的最高水平。排名前 10 的股票与第 11 至第 50 名股票的表现差距甚至超过了 2000 至 2001 年科技泡沫时期
- 如下图所示，市场集中度的大幅飙升往往与之前的衰退同时发生或提前发生
- 市场高度集中令主动型股票经理举步维艰；2023 年是有记录以来超额回报最低的一年之一，罗素 1000 指数大盘股经理中仅 23% 表现领先（而 2022 年为 66%）

这些动态解释了我们为何在《2024 年展望》中大篇幅地讨论反垄断问题，因为这可能是大盘股的致命弱点，有机会危及它们持续主导涨势的地位。虽然特斯拉在产品定价上面临挑战，销量也在下降<sup>3</sup>，但其他企业依然蓬勃发展。

#### 自1970年代初以来最高的股市集中度

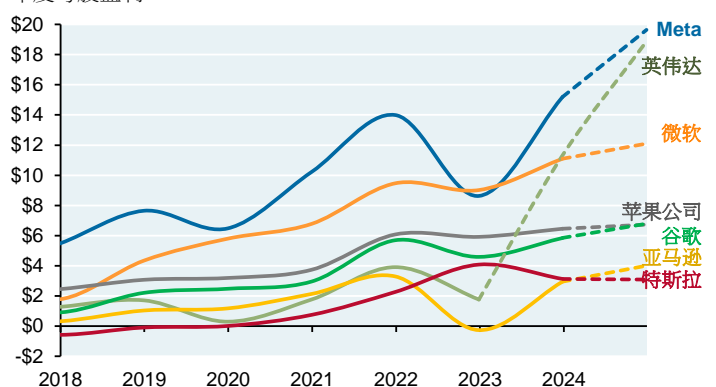
赫芬达尔指数集中度衡量（股票权重平方和）



资料来源：摩根大通股票宏观研究，2024年1月30日

#### 美股七雄的盈利

年度每股盈利



资料来源：彭博资讯、摩根资产管理，2024年2月6日。不包括特斯拉税项估值准备。

<sup>1</sup>五支歌(Five Easy Pieces) (1970 年) 是一部由杰克·尼科尔森主演的电影，他扮演一名石油钻井工人，也是一名受过正统训练的古典钢琴家

<sup>2</sup>《股票集中度创新高及主动型经理的表现》(Record Stock Concentration and Active Manager Performance), Lakos-Bujas 和 Kolanovic, 摩根大通全球市场策略部, 2024 年 1 月 30 日

<sup>3</sup> 特斯拉 2023 年第四季度盈利表现是受到一次性非现金「税项估值准备调整」提振所影响。简而言之，即亏损公司根据预期能够用来抵销未来利润税项的亏损来确定递延税项资产。但超过该数字的亏损将被列入会计未确认账，直至公司盈利足以就会计目的确认这些亏损为止。第四季度，特斯拉最终决定确认其 73 亿美元会计未确认账中的 59 亿美元，并呈列为非现金收入。



## [2] 开源大型语言模型引发对闭源模型货币化策略的质疑

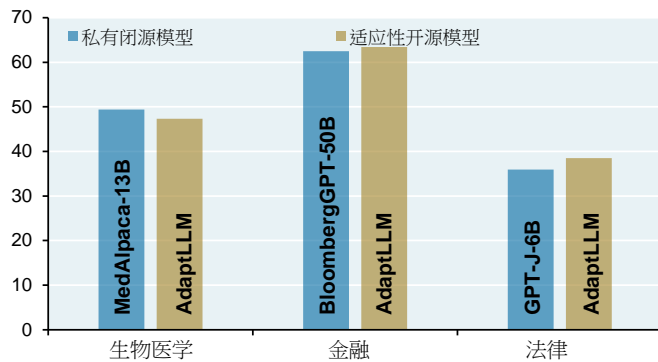
开发和完善免费开源<sup>4</sup>语言模型，是最能挑起人们兴趣的人工智能领域之一。从以下开发专门用来回答与生物医学、金融和法律相关提示的语言模型的三项选择中我们可略见端倪：

1. 从头开始构建，在数十亿个参数的基础上进行训练
2. 采用现有的开源模型，并额外导入领域特定的原始数据
3. 采用现有的开源模型，导入领域特定的原始数据，并在模型消化原始数据时向其提出一系列必须回答的问题以加强理解能力

就第三点而言，举例说明：微软的 **AdaptLLM** 模型是使用 **Meta** 的 **LLaMA** 作为基础开源模型构建而成，成本较低（据报道低于 100 美元）。它在回答金融相关提示上的表现可与彭博的 **GPT** 模型媲美。彭博投入了 100 多万美元，在 500 亿个参数的基础上训练自家的 **GPT** 模型，耗时 130 万个 GPU（图形处理器）小时。微软的开源模型在回答生物医学和法律相关提示方面的表现也与闭源模型相当<sup>5</sup>。我的一位同事使用 **Mistral** 的开源大型语言模型创建了一个模型，得分与谷歌的闭源 **Gemini Pro** 不相上下。

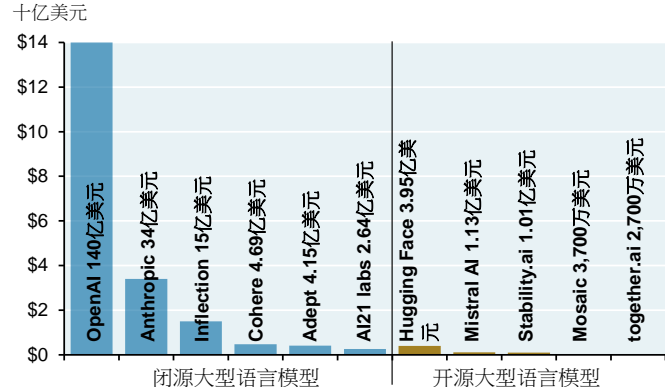
开源模型的主要特点包括：可为运用它们进行文档检索、写作协助或编码支持的公司提供更大的透明度；版本控制（因为 **Open AI** 可逐步淘汰某些模型）；控制您想使用的服务器和云提供商；以及相比采用闭源人工智能的公司，面临业务问题的风险较低。此外，开源模型不会要求向模型所有者提供私人数据。模型所有者可能会选择审查或限制初创公司想要处理的特定情况。

大型语言模型在领域特定的多项选择测试表现



资料来源：《如何通过阅读理解适应大型语言模型》(Adapting large language models via reading comprehension), Huang等，微软，2023年9月

大型语言模型开发商已披露的股权融资



资料来源：CB Insights，2023年10月

还有一些工具可用于为私有模型无法获得的特定应用程序定制开源大型语言模型。企业可使用「量化」来削减成本，也可以采取「低阶适应」来微调，从而允许语言模型在单个 GPU 或 MacBook 上运行，而不是在巨大的 GPU 集群上运行。

我想明确说明的是，使用开源模型的公司需要利用内部专业知识来集成和持续训练它们，这也需要成本。一些开源模型是为较简单的应用程序设计的，并且在某些使用案例中，与使用「多任务语言理解基准」<sup>6</sup>等指标的闭源模型相比仍存在性能差距。但开放模型适应的成功引发人们对于利用闭源模型产生利润的策略存疑。这显然就是 2023 年 5 月谷歌外泄一份题为《我们没有护城河，但 Open AI 也没有》的备忘录<sup>7</sup>的根据，不过据报道谷歌 Deep Mind 的首席执行官并不同意当中的观点。

<sup>4</sup>一些开源模型会共享权重、代码和数据，允许用户复制结果，而另一些则只发布模型权重，允许用户使用模型但不能进行反向工程

<sup>5</sup>开源模型目前在许多基准测试（Alpaca Eval、EQ-Bench 及 MT-Bench 等）中取得同样高的得分

<sup>6</sup>该基准涵盖了 STEM（科学、技术、工程和数学）、人文科学、社会科学等 57 个学科，涉及小学到高级专业技能集合以及问题解决

<sup>7</sup>《谷歌关于人工智能没有护城河的备忘录是真实的》(That Google memo about having no moat in AI was real), The Verge, 2023 年 7 月 10 日



对于像 **Open AI** 这样的模型面临更大的盈利挑战：大多数性能提升来自于增加训练语料库，但现在已经难度较大。大部分互联网资讯已被吸纳，并且很多公司正加高「围墙」，防止 **OpenAI** 获取其数据，或需要征求其许可才能查阅其数据。为了训练人工智能而暗中提取数据，再称之为研究并向用户收取费用的**黄金时代**已成过去。

### [3]「无党派组织」运动：因第十二修正案而受到多重挑战

我在一场首席执行官活动上发表讲话，讨论如果「无党派组织」候选人赢得足够多的选举人支持，导致任何主要政党的总统候选人无法获得 270 张选举人票将会发生什么。如果这种情况成真，第十二修正案将要求众议院举行权变选举选出总统，并要求参议院通过权变选举选出副总统。尽管自 1968 年（乔治·华莱士）以来没有独立候选人赢得选举人票，但这种结果还是值得探讨一下。

一位出席会议的首席执行官断言，「无党派组织」会「与其中一个主要政党进行谈判以组建联合政府来避免上述情况」，因此对需要举行权变选举的担忧是毫无根据。然而事情并不这样简单；在这假设的情境下，「无党派组织」也需要面临巨大的宪法和法律挑战，才可阻止权变选举的发生。

截至 2024 年 1 月初，「无党派组织」运动已在 13 个州取得参选资格，并且正积极寻求在其他 14 个州的参选资格。该组织声称有一项获得全部 50 个州的选票的策略，并表示将在 2024 年 3 月 15 日后尽快宣布是否提名「团结候选人」。按照这一思路，该组织成立了名为「2024 年新领导人」(New Leaders 2024)的超级政治行动委员会，以支持潜在的「无党派组织」候选人。

「无党派组织」首席策略师 Ryan Clancy 表示，通过在少数几个州赢得选举人票，其候选人可阻止任何主要政党的候选人获得 270 张选举人票；前国会议员 Tom Davis（「无党派组织」的联合创始人）解释道，该组织可与主要政党之一谈判，用选举人票换取「内阁职位」或「政策让步」<sup>8</sup>。任何此类安排必须在 2024 年 12 月中旬选举人投下选举人票之前敲定。

在这假设的情境下，「无党派组织」在能否引导其选举人支持特朗普或拜登以防止权变选举发生这方面，将会面临四个主要障碍<sup>9</sup>：

1. **不能强迫或逼迫选举人更改选票**。如果「无党派组织」与某个主要政党的总统候选人达成谅解或协议，「无党派组织」选举人必须是自愿将其选举人票投给该候选人。他们所在的政党不能强迫其更改投票意愿
2. **近 2/3 的州制定了约束选举人的法律，明确禁止选举人变更其选票**。一些州针对约束选举人的法律设有明确的执行机制，而其他州则没有。但即使在未设立执行机制的州，选举人也可以提起宪法挑战和「履职令状」挑战，迫使「无党派组织」选举人通过投票给「无党派组织」候选人来履行其法定职责。一些宪法挑战甚至可在未制定约束选举人的法律的州提起<sup>10</sup>；在这些州，若「无党派组织」试图引导其选举人更改选票，其将面临由落败政党资助的大量法庭挑战

<sup>8</sup> Vaughn Hillyard 和 Dan Gallo，「『无标签组织』带来 2024 年组建联合政府或国会选出总统的可能性」(No Labels Floats the Possibility of a Coalition Government or Congress Selecting the President in 2024)，NBC News，2023 年 12 月 21 日

<sup>9</sup>与之前《放眼市场》有关选举法的章节一样，我非常感谢佛罗里达州立大学法学院的法学教授 Michael Morley 和 Sheila M. McDevitt 提供的指导和见解。Michael 是选举法、宪法法律和联邦法院的专家，也是即将出版的《牛津美国选举法手册》(Oxford Handbook of American Election Law)中《选举紧急情况》(Election Emergencies)一章的作者

<sup>10</sup>为什么即使在沒有约束选举人法律的州份，法院也会禁止选举人更改选票？最高法院认为，一旦某个州根据普选决定根据普选任命选举人，宪法赋予的投票权即适用。该法院可合理地认为，当总统候选人出现在普选名单上，而某个州因该候选人赢得普选的多数票而任命一个选举人团时，便侵犯了选举人可将选举人票授予其他候选人的宪法权利



3. **国会可在 1 月 6 日否决「失信选举人」的投票。**如果「无党派组织」选举人将其选举人票投给在该州普选中落败的候选人（称为失信选举人问题），特别是作为政治交易的一环，则国会可合理地认为，这些选举人票并非根据《选举计票改革法案》规则「恒常投出」，并予以否决
4. **「无党派组织」的算盘必须不得违反联邦和刑事法律。**联邦和州法律禁止贿赂，联邦法律也禁止提供或接受任何有价值的东西，以换取联邦职位（如内阁职位、法官职位和其他高级职位等）的任命，这可能会妨碍「无党派组织」达成其各种计划

因此：在不太可能的情况下，如果「无党派组织」候选人<sup>11</sup>赢得足够多的选举人票，从而使任何主要政党候选人无法获得 **270** 票，那么更有可能出现的结果是举行权变选举，而在权变选举的过程中，「无党派组织」候选人几乎发挥不了影响力或作用。我尊重那些尝试在两个主要政党高度分化之情况下建立第三方力量的人士。但我们也应理性评估「无党派组织」（或就此而言，指小罗伯特·肯尼迪(RFK Jr.)) 赢得大量选举人票的情景。**第三方候选人更有可能产生的影响是：**不能赢得选举人的支持，但能在摇摆州吸引足够多的选票来左右选举结果，以致对主要政党之一的候选人更加有利。此外，我们不应该完全忽视以下离奇情况发生的可能性：「无党派组织」在某个州自特朗普和拜登抢走足够多的选票，让小罗伯特·肯尼迪以多数票赢得该州的选举人票。

#### 可能规管众议院根据第十二修正案举行权变选举选出总统的规则

- 如果没有总统候选人赢得多数选举人的选举人票，那么美国众议院将启动权变选举。这次选举将在 **2025 年 1 月 6 日**国会联席会议休会清点选举人票后立即开始
- 权变选举将由 **2024 年 11 月**选出、在 **2025 年 1 月 3 日**就职的众议员（即并非由现任众议员）举行
- 在权变选举中，各州的国会代表团根据该州多数代表的决定投一票。目前众议院的州代表团中，**26** 个代表团由共和党掌控，**22** 个由民主党掌控，另外 **2** 个代表团由两个政党平分秋色
- 这些代表只能在获得总统选举人票数最多的三个候选人（即拜登、特朗普和「无标签组织」提名人）中作出选择
- 如果某个州代表团的多数成员不能就总统候选人达成一致意见，该州很可能在该轮投票中弃权
- 候选人需要获得 **26** 个或以上代表团的投票才能被宣布当选总统
- 美国历史上只进行过两次权变总统选举，分别是在 **1800 年**和 **1824 年**的选举之后
- 在极不可能的情况下，如果在就职日（**2025 年 1 月 20 日**）前，无论是因州代表团内部的决定持平，还是州代表团投票以 **25 对 25** 达成平局，导致众议院的权变选举中没有合格总统候选人获得多数州代表团的选票，那么即将上任的副总统（通过参议院的权变选举确定）将承担总统的权力，直至通过权变选举最终选出总统为止

<sup>11</sup>关于「输不起法」(Sore loser laws)和妮基·黑利：有人猜测，「无标签组织」候选人可能包括妮基·黑利(Nikki Haley)。几乎每个州都设有「输不起法」，即限制未能获得某一政党提名的候选人以另一政党的候选人或独立候选人的身份参加大选。这些法律中有多少适用于总统选举，专家们对此意见各异，因为总统属于国家重要职务，无论在提名还是大选阶段，总统选举均有独特的程序。

近期估计表明，大多数州将在总统选举中应用「输不起法」。更复杂的情况是，有几个似乎有明文规定适用「输不起法」的州，在过去的一次或多次总统选举中并未执行这些法律。有很多人认为，在总统选举中应用「输不起法」可能违宪。少数几个考虑过该问题的联邦法院支持这些法律在这种情况下的效力。同样，美国最高法院认为「输不起法」总体具有效力，尽管近半个世纪前的一宗 **6-3** 裁决案并未特别考虑该法律对总统选举的适用性。



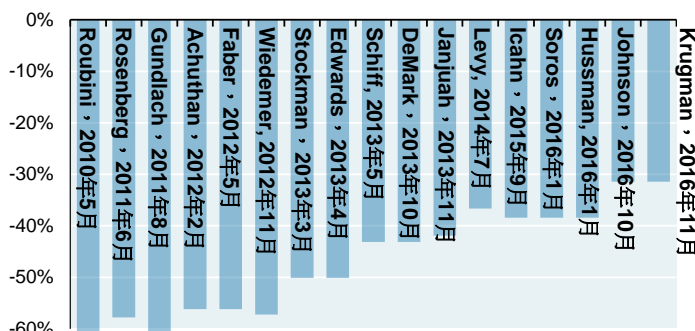
## [4] 再谈末日论者

我很想谈谈末日论者总是预告投资者将要面临灾难，而媒体<sup>12</sup>又总是对于这些负面评论趋之若鹜的现象。我第一次撰写关于「末日军团」的文章是在 2019 年。从 2011 年到 2016 年，这些专家都曾在某个时刻宣称天要塌了。我们计算了当末日论者做出预测时投资者从股票转投债券将会错过的回报；到 2019 年底，基于末日论者的观点做出的投资表现落后 30% 至 60%。

2020 年，全球爆发的疫情似乎拯救了末日论者。然而，在 2020 年 3 月市场已经大幅下跌之后，末日论者又开始大行其道，预测会有进一步的灾难。但如第二张图所示，自新冠疫情爆发以来，市场几乎翻了一番。需要明确的是，目前投资者情绪非常乐观，杠杆率上升，并且市场定价已反映很多利好消息。如果今年晚些时候出现某种程度的回调，我不会感到意外。如果历史可鉴，末日论者会选择届时告诉你，情况会变得更糟。

### 末日论的影响，2010-2019年

在末日论者发表评论当日将1美元资金从标普500指数转投巴克莱综合债券指数对表现的影响



资料来源：摩根资产管理、彭博资讯。2020年10月23日

### 时机决定一切

标普500指数，表中含末日论者发表评论的日期



资料来源：彭博资讯、摩根资产管理，2024年2月2日。

日期	末日论者	评论引述
2020年3月4日	David Stockman	「股市不仅会进一步回调50%（标普500指数跌至1,600点），更会迎来漫长的L型探底，而不是2009年之后出现的V型快速反弹。」 — 在PeakProsperity上发表的文章
2020年3月24日	Nouriel Roubini	「新冠疫情仍在肆虐，无法得到控制，人们所能希望的最好的经济结果就是比2008年金融危机之后还要严重的经济衰退……出现程度更甚于原来大萧条的新版大萧条的风险日增。」 — 在Project Syndicate上发表的文章
2020年3月25日	Peter Schiff	「美联储的行为对美国来说极为不利的……它确保了我们会陷入这场经济衰退、萧条将迎来极其残酷的通货膨胀，蹂躏经济，投资者和退休人员更是首当其冲。」 — 福克斯财经
2020年3月26日	John Hussman	「我仍然预计未来几年标普500指数将会损失大约三分之二的市值。」 — Hussman Funds
2020年3月31日	Jeff Gundlach	「美股3月中旬触及低点……我敢打赌，这个水平会被跌穿……股市确实已经回到阻力区，而且我认为市场运作还是失调……跌破3月份的低点后，然后在较长时间内维持低位。」 — CNBC
2020年4月1日	George Soros	「我们会迎来我有生以来最糟糕的熊市。」 — Business Insider
2020年4月23日	Albert Edwards	「很多看涨股市的人认为，央行注入的大规模流动性必将提振股价。这让我觉得很荒唐……利润的暴跌已深深削弱股市可以度过低谷这种说法。我反而预计会有充足的流动性流入政府债券。」 — Business Insider
2020年5月12日	David Rosenberg	「因此，即使股市告诉你一切都已经解决了，我也可以向您保证，我们此刻面临的是一个经济高度不确定的未来，不幸的是，大多数长期风险都会下行，而不是上行。我们正处于萧条而非衰退当中。这是一场萧条。我没有说是大萧条；这是一场萧条。」 Rosenberg强调。「而且我认为，经济萧条的动态有别于衰退，因为萧条会引发长期的行为变化。典型的商业周期衰退在结束后一年内就会被人遗忘。萧条至少意味着经济增长乏力、普遍产能过剩、通货紧缩压力和出现破产潮。」 — Advisor Perspectives

资料来源：摩根资产管理，2024年

<sup>12</sup>大多数媒体喜欢报道负面新闻。这在某种程度上反映人类的行为：悲观的新闻容易引起人类的消极倾向，诺贝尔奖得主丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)在其2011年出版的关于大脑和人类生存本能的书中探讨了这个问题；政治学家斯图尔特·索罗卡(Stuart Soroka)证明了杂志销量与当期封面传递积极讯息之间呈反向关系；在2014年的一项实验中，一家德国城市报纸在刻意只发布正面新闻的日子里失去了三分之二的读者



## [5] 抄底中国股市

中国正在经历动荡，股市持续下跌，成交量却上升，这些现象通常是卖方抛售和股价触底的迹象；但中国股市往往是较难预测的市场。中国在 2021 年开始收紧政策环境，在此之前，MSCI 将中国在新兴市场股指中的权重从 20%上调至 40%，其后中国股市便一直下行，形成犹如捕蝇草般的效果。

中国中证1000指数和沪深300指数，2014-2024年

指数 (100 = 2014年1月)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年2月8日

中国中证1000指数和沪深300指数，2023-2024年

指数 (100=2023年1月)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年2月8日

中国股市估值

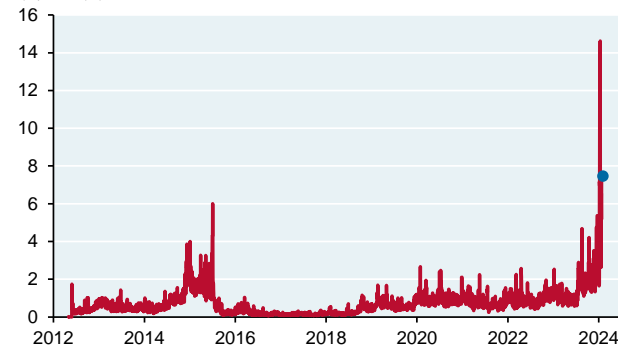
MSCI中国指数远期市盈率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年2月5日

沪深300指数ETF总成交量

单位：十亿



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年2月4日

当中涉及一些技术面问题，值得我们去了解：

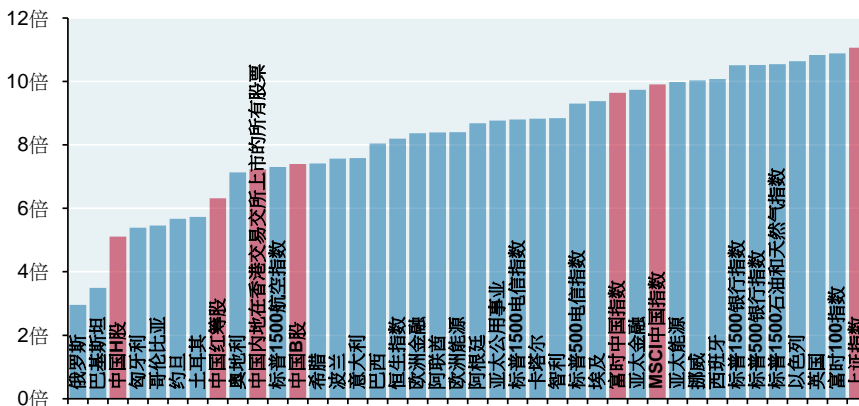
- 中国投资者对追踪外国市场的交易所交易基金(ETF)的交易达到创记录的 460 亿股股票，作为减持本土市场敞口、投资海外的一种手段。中国限制某些 ETF 的交易，因此，这些资金流入导致定价扭曲，一些外国市场 ETF 的估值较资产净值溢价 40%
- 自 2021 年达到峰值以来，中国小盘股面临着巨大的抛售压力。一些投资者做多大盘股（预计政府将加大对国家龙头企业的支持），做空小盘股
- 小盘股被用作「雪球衍生品」的基准，这些衍生品在触及敲入(knock-in)水平时会给投资者带来损失，从而加剧了小盘股的抛售压力。这让我联想到 2007-2008 年的情景，当时我不建议使用「杠杆累计」期权，令一些寻求风险的亚洲客户感到失望
- 中国证券监管机构周日承诺防范「异常波动」，表示将引导投资者资金进入市场，并打击「恶意卖空」等非法活动
- 政府智库学者刘玉辉认为，中国应尽快设立股市平准基金以提振市场信心，并使基金的规模达到 1.4 万亿美元或以上

当市场都在谈论中国股票估值如何低廉时，他们是相对于其历史估值而言。目前有几个市场/板块的绝对估值真正处于低位。任何想要抄底的投资者，除了着眼于中国，可能还应放眼至更多的市场：



### 最低廉股市估值

远期市盈率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年2月8日

### 中国股市跌不见底

**MSCI 中国指数：** A/H/B 股、红筹股、P 筹股及美国上市预托证券(ADR)；**沪深 300 指数 / 中证 1000 指数：** 大盘 / 小盘 A 股；**A 股：** 在中国注册成立，在上海和深圳交易所上市，可通过沪港通及深港通交易；**H 股：** 在中国注册成立、在香港上市的大中型股；**B 股：** 在中国注册成立，在上海和深圳交易所以外币交易；**红筹股：** 在中国境外注册成立、在香港交易所上市的大中型公司（一般为国有企业）；**P 筹股：** 与红筹相同，但为非国有企业；**美国上市预托证券(ADR)：** 在纽约证券交易所 / 纳斯达克上市

### 中国的宏观形势：

- 中国的主要危机在于房地产行业过度建设，给银行体系和影子银行体系造成损失

#### 中国 / 美国房地产市场比较

	中国 (峰值)	美国		中国 (峰值)	美国
住房存量相对于个人消费支出的价值	6.0倍	2.2倍	2023年年中房价与收入比率*	约40倍	约10倍
直接房地产相关活动占国内生产总值的比重	18%	6%	房屋拥有率	90%	66%

资料来源：Empirical Research、CE1C、美国国立卫生研究院、Numbeo、美联储、Rogoff & Yang，2022年。\*中国：上海、深圳、北京、广州。美国：纽约、旧金山

- 中植企业（资产一度高达 1,410 亿美元）在 2023 年 12 月倒闭，反映影子银行存在问题。该公司破产时资产为 300 亿美元，负债为 600 亿美元，目前两位首席执行官失联。在此之前，中国最大的影子银行之一中融信托（资产为 1,380 亿美元，第九大信托）去年出现违约。虽然影子银行资产仅占中国常规银行体系资产的 5%，但它们受到的监管较少，资本状况较弱，并且承接风险更高的贷款
- 自从中国政府试图控制影子银行体系以来，影子银行体系的规模一直缩小。目前的规模是人民币 18 万亿元，约合 2.5 万亿美元。但影子银行近一半的资金来自中国常规商业银行，因此，每当中国政府对影子银行施加压力时，都会反过来波及整个银行体系。

我在 2008 年 10 月 14 日撰写了一篇文章，探讨我们为何在美国国会通过《问题资产救助计划法案》后对美国股市持乐观态度。最初，美国政府试图通过从银行系统购买不良贷款来缓减对银行偿付能力的担忧。但正如国际货币基金组织当时的一份文件所强调，历史表明这些措施对振兴国内生产总值和股市方面成效甚微。政府直接购买银行负债和银行股票的效果更为显著，对经济增长和股市的影响也更为迅速<sup>13</sup>。

任何超卖市场均可能仅凭技术面就上涨 10%-15%，这情况也可在中国发生的。中国证监会主席刚被免职，而在上两次免去中国证监会主席职务后，中国股市大幅上涨；但目前的经济状况较 2016 或 2018 年弱。从长远来看，如果中国政府仿效美国在 2008 年对常规银行和影子银行进行资产重组，我将更加看好中国市场。尤其是考虑到无论谁会赢得 2024 年美国大选，美国国会的两党报告显示两党议员均拟推进可令美中经济冲突加剧的举措（如提高关税、实施贸易限制和制裁），因此中国政府现时追赶卖空者和强行让国有实体进入市场的措施难以长期奏效。

<sup>13</sup> 「系统性银行危机：一个新的数据库」(Systemic Banking Crises:A New Database)，国际货币基金组织工作文件，Laeven 和 Valencia，2006 年

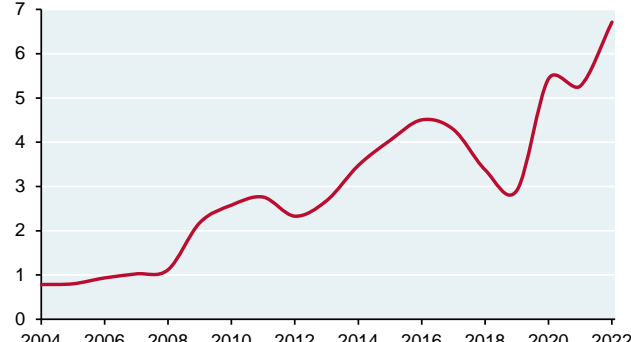


关于抄底中国的讨论也应该谈到中国实际的水质问题。尽管自 2015 年以来，中国沿海海域的水质（溶解无机氮、磷酸盐和石油烃）有所改善，但中国整体水资源仍受到严重污染。中国约 70% 的河流和湖泊不适合人类使用（南京大学，2021 年）。据报道，地方政府修复的水体中有 91% 仍未达到基线标准。并且中国医学科学院发现，地表水污染加剧与癌症之间存在关系（2023 年）。

其他有关中国状况的图表：信贷强度不断恶化、影子银行体系逐渐萎缩、整体经济债务不断增加、实际经济活动和住房数据略有改善、外商直接投资仍迅速流出

### 国内生产总值的信贷强度

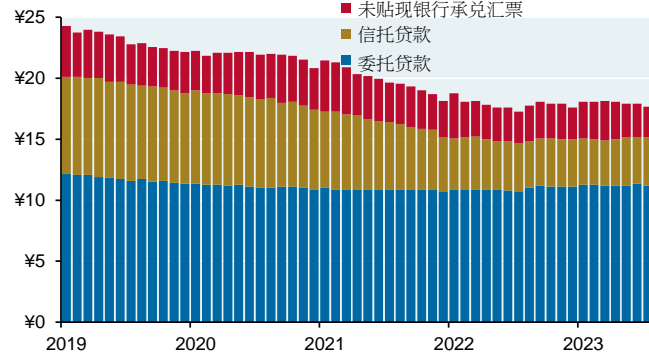
信贷增长与国内生产总值增长的比率，三年移动平均值



资料来源：美联储，2022年

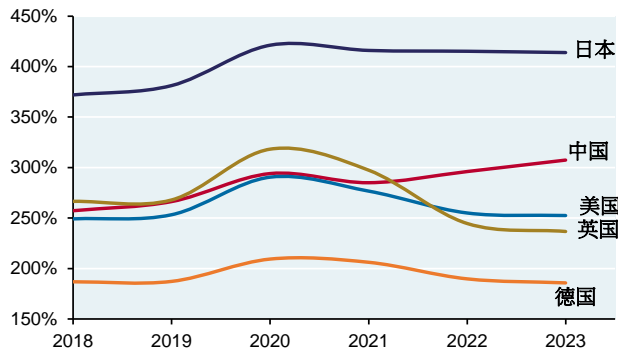
### 中国的核心影子银行活动

人民币万亿元



资料来源：标普全球，2023年8月

### 非金融部门（政府、家庭和企业）债务总额占国内生产总值的百分比



资料来源：美国商务部工业和安全局、摩根资产管理，2024年

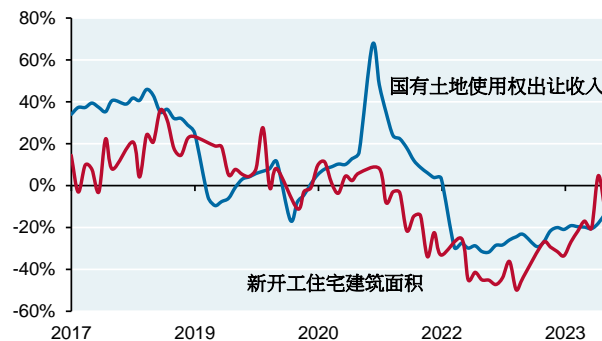
### 中国实际经济活动监测指标

指数



资料来源：彭博资讯、摩根资产管理，2023年11月

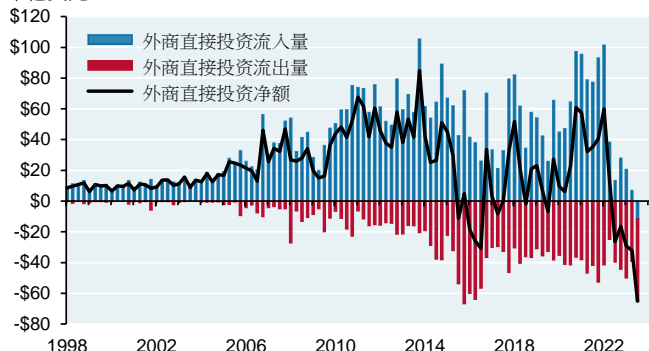
### 中国房地产带来拖累：国有土地出让金和新开工住宅建筑面积表现疲软，同比增长百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月

### 中国外商直接投资监测指标

十亿美元



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年第三季度





## 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](mailto: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**金融监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品是透过 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 均为受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

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

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



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

就金融工具市场指令 (MIFID II) 和瑞士金融服务法 (FINSA) 而言，本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息，这些文件目前或应在相关司法管辖权区内提供 (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，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。