



放眼市场 | 2024年展望

枕边细语

枕边细语。随着美国通胀降温以及美联储有望放宽货币政策，市场对经济软着陆(而非经济衰退、硬着陆和熊市)情景的讨论越来越多。多数领先指标表明经济增长趋缓，但不会暴跌。虽然软着陆的可能性增加，但是企业盈利录得个位数增长，以及股票回报率中值为个位数，可见市场价格已反映软着陆预期。我们的《2024年展望》深入分析了2024年的美国债务、减肥药物、反垄断对美国超大市值股票的风险、日本和中国等主题以及在新的一年的十大意外榜单。

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

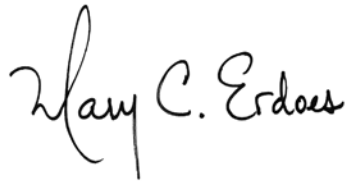
欧朵思
MARY CALLAHAN ERDOES
首席执行官
摩根大通资产及财富管理

新年伊始，我们谨此送上诚挚祝福，对于能够成为您的理财顾问，我们深感荣幸，并时刻竭尽所能，为您连接摩根大通的最佳资源，畅享平台实力，而我的亲密战友岑博智先生便能足证这点，他以对市场的深入研究和精辟见解，为我们在理财路上领航前行。

岑博智先生撰写的《放眼市场展望》向来是客户最珍视的报告之一，今年的《枕边细语》阐述对数个全球投资领域的观点分析，并展望2024年可能出现的10大意外情况。

衷心感谢您一如既往的支持和信任。

祝愿大家在2024年美满丰足，平安喜乐。

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.

2024年展望：枕边细语

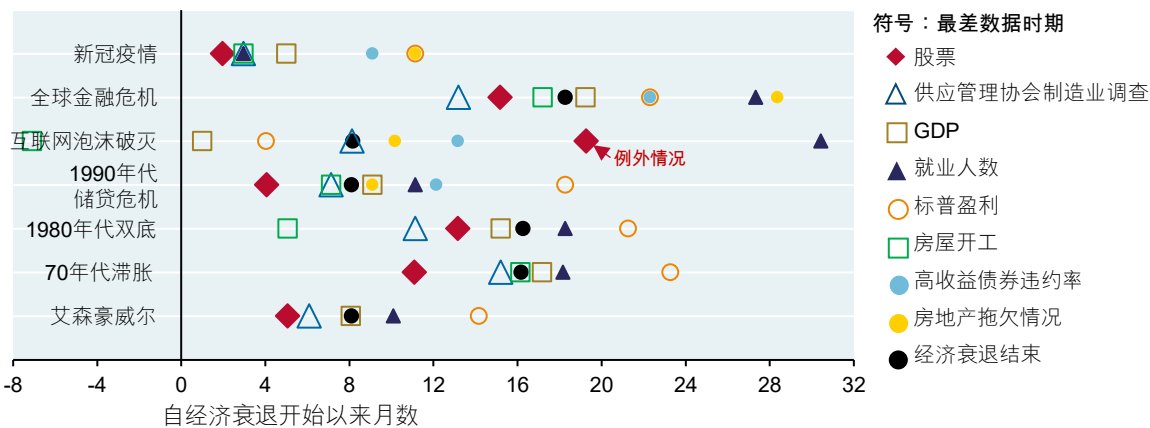
随着美国通胀降温以及预期美联储有望放宽货币政策，市场对经济软着陆(而非经济衰退、硬着陆和熊市)情景的讨论越来越多。多数领先指标表明美国经济增长趋缓，但不会暴跌。部分房地产、企业和家庭的拖欠率正在上升，但如下图所示，这些指标对投资者而言往往具滞后性。换言之，股市通常在经济形势发展到最艰难阶段前就已触底，而互联网泡沫周期明显是个例外。明年依然存在经济衰退风险；重要的是，即使真的出现经济衰退，其程度可能也会较为温和，尤其是在美联储为银行系统提供充足流动性的情况下。

投资者面临的挑战包括：巨额赤字对公共部门财政造成的不利影响、市场已在定价上反映「非常软」着陆情景并且贡献集中在几只超大盘股。2023年，标普500指数盈利持平；7只超大盘股上涨33%，而标普500指数的其他股票则下跌了5%。综合考虑各方面因素，2024年或将是GDP增长放缓、企业盈利录得个位数增长以及股票回报率中值为个位数的一年。

如果情况的确如此，那么由现金、长期政府债券、高质量公司债券和股票组成的多元化投资组合或许是一种不错的投资思路。鉴于美国的产业政策，工业和能源板块似乎很有吸引力，日本的情况也是如此。展望报告最后详细回顾了美国科技股面临的反垄断风险、深入分析减肥药物、美国联邦债务、中国以及我为纪念拜伦·维恩(Byron Wien)而提出的2024年十大意外榜单。

岑博智先生(Michael Cembalest)
摩根资产管理

市场往往在经济衰退期间首先触底

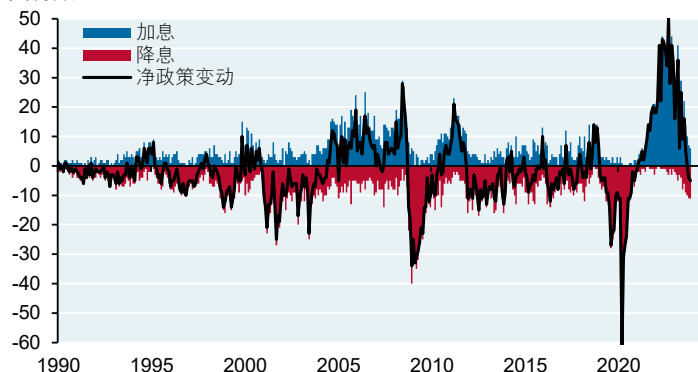


资料来源：美国经济分析局、美国人口普查局、美国国家地产经纪协会、Shiller、彭博、标准普尔道琼斯、摩根资产管理，2023年。过往表现并不预示未来业绩

目录

- 多数领先指标表明美国经济增长趋缓，但未出现大幅下滑 3
- 通胀监控：抗通胀任务基本完成..... 5
- 巨头：美国股市及超大盘股的主导地位 7
- 反垄断监控：美国司法部／联邦贸易委员会针对大型科技公司提起的诉讼，以及Epic大胜谷歌的最新进展 9
- 欧洲和日本股市：犹如两艘船在暗夜中擦肩而过，渐行渐远.....13
- 固定收益：高收益债券的微亮火花15
- 美国债务可持续性：温水煮青蛙.....19
- 美国消费者：表现仍然坚挺，但储蓄「弹药」逐渐耗尽24
- 中国股市：所有价值陷阱走向终点.....终将结束.....27
- 肥胖的多米诺骨牌效应：减肥药对股市的影响30
- 2024年的十大意外榜单，谨此纪念拜伦·维恩39
- 年度图表：几十年来最激进的全球紧缩周期即将结束

央行加息／降息
央行数量



资料来源：个别央行、Haver Analytics、摩根资产管理，2023年11月

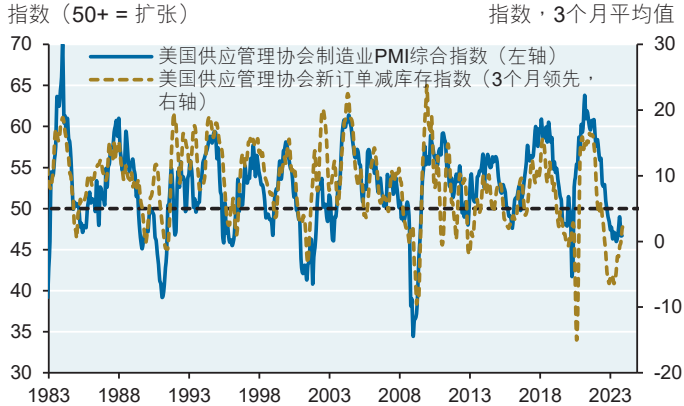
缩写

CBO国会预算办公室；CMBS商业抵押贷款支持证券；CPI消费者物价指数；DoJ美国司法部司法部；EBITDA税息折旧及摊销前利润；ECI就业成本指数；EPS每股收益；EV电动汽车；FDI外国直接投资；FTC联邦贸易委员会；GFC全球金融危机；IMF国际货币基金组织；ISM供应管理研究所；LEI领先经济指标；NFIB全国独立企业联合会；P/E市盈率；SOE国有企业；TSMC台积电；YTD年初至今

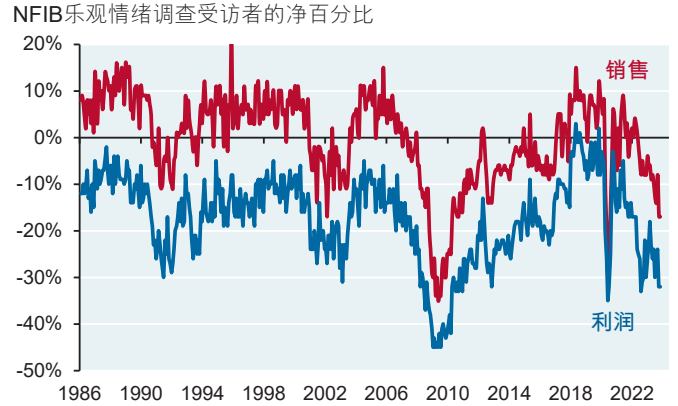
多数领先指标表明美国经济增长趋缓，但未出现大幅下滑

多数领先指标表明经济增长趋缓，但未出现大幅下滑。虽然我们首选的领先指标(美国供应管理协会新订单减去库存)实际上有所改善，但其他领先指标表明增长趋缓。我们在下文展示其中四个指标，分别是：资本支出、增长、建筑活动和利润的预测。其他表现疲软的指标包括小企业的预期。请记住，即便经济出现软着陆，投资者必须考虑利润硬着陆的风险(例如2001年)。

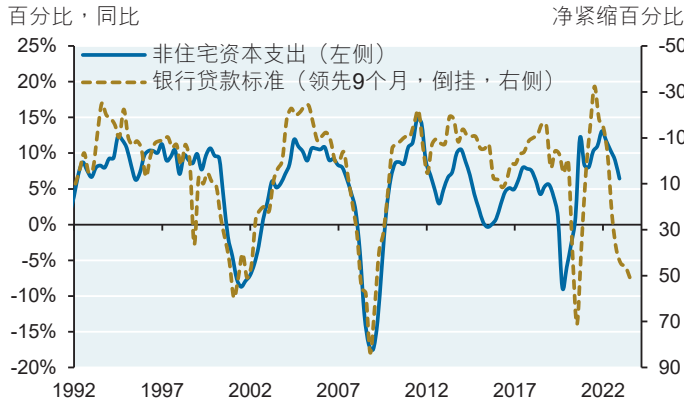
美国新订单减去库存



小企业预期



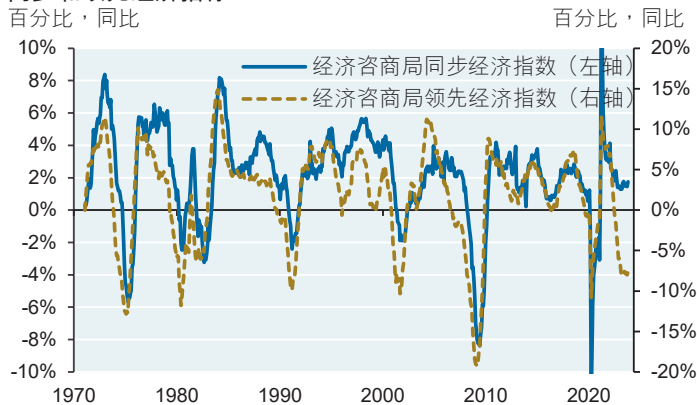
美国银行业贷款标准 => 美国非住宅资本支出



领先经济指标 => 建筑活动



同步和领先经济指标



联邦基金、实际企业税率、失业率、生产率增长 => 企业利润

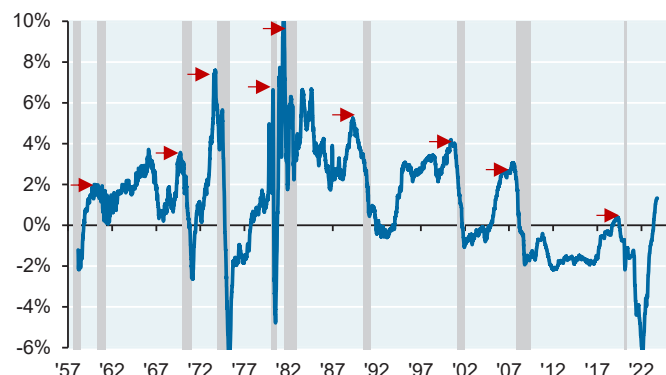


美联储政策利率上升并未导致美国经济衰退，其中原因何在？正如我们去年8月的放眼市场主题「拉斯普京效应」中所解释，货币政策收紧，但低于导致此前经济衰退的实际利率水平；企业现金流仍处于良好状态(不似先前的经济衰退前现金流赤字情况)；以及企业部门在利率上升前就债务期满，从而在一定程度上避免如先前的经济衰退期一般遭受利率飙升的影响。私营部门新增信贷与此前的周期相似，但对于已转换到期日的公司和家庭来说，偿债风险较低。

虽然我们看到经济衰退风险在逐渐消退，经济衰退通常在美联储首次加息至少7个季度后才发生，这样算来时间恰巧是2024年初。经济衰退的确尚未发生，然而并不能保证它不会发生。但根据美联储向银行系统提供的各种便利措施(下图)，估计流动性正在扩大，这是缓解经济增长下滑的另一个缓冲。

实际资金成本

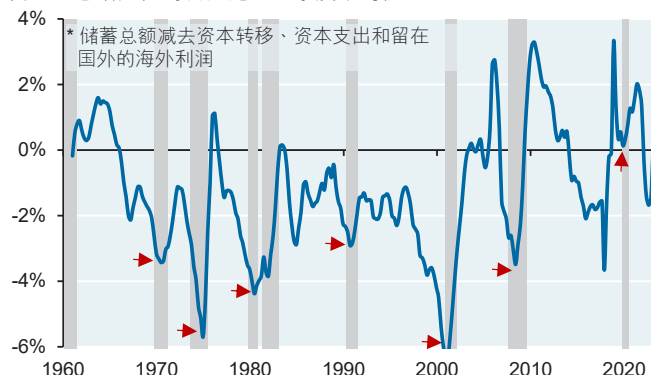
实际利率(联邦基金-核心消费物价指数)，21天平滑线



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

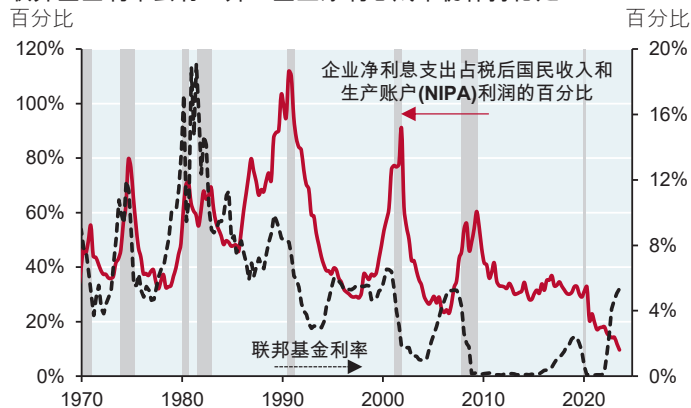
美国企业部门财务结余

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年第三季度

联邦基金利率虽有上升，企业净利息成本仍保持稳定



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年第三季度

美国新增私募非金融信贷占GDP的百分比



资料来源：美联储、美国经济分析局、摩根资产管理，2023年第二季度

美国流动性状况于2024年开始改善



资料来源：Steno Research，2023年12月

经济衰退通常在美联储首次加息至少7个季度后才发生

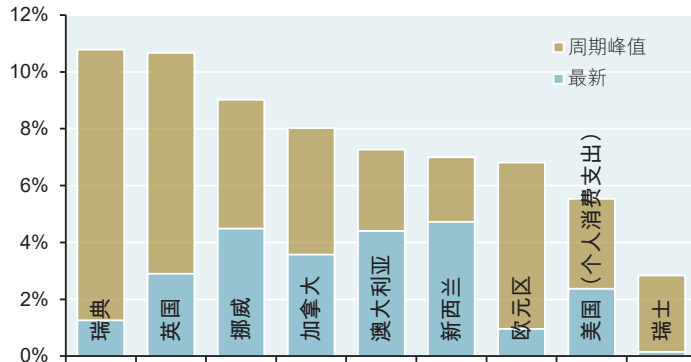
联邦基金首次加息	发生经济衰退的首个季度	首次加息后季度数
1958年第三季度	1960年第三季度	8
1967年第四季度	1970年第一季度	9
1972年第二季度	1974年第一季度	7
1977年第二季度	1980年第二季度	12
1980年第四季度	1981年第四季度	4
1986年第四季度	1990年第四季度	16
1999年第二季度	2001年第二季度	8
2004年第三季度	2008年第一季度	14

资料来源：Piper Sandler，2023年

通胀监控：抗通胀任务基本完成

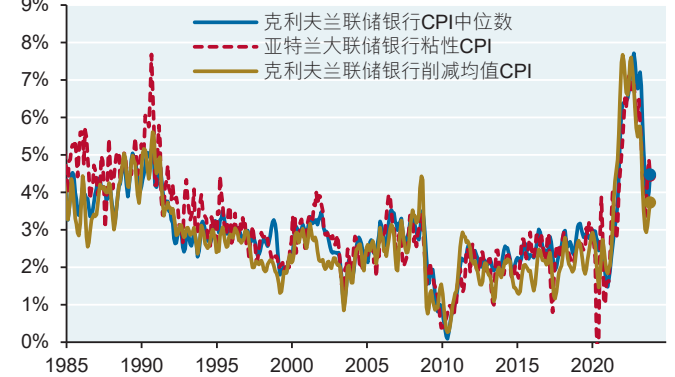
美国和其他发达经济体的通胀率已较峰值水平大幅下降。这就是央行加息次数减少(如前几张图所示)的原因。

发达世界核心通胀下降
3个月百分比变化，年化



资料来源：Haver Analytics、摩根资产管理，2023年11月

美国消费物价通胀衡量指标
百分比，3个月年化变化

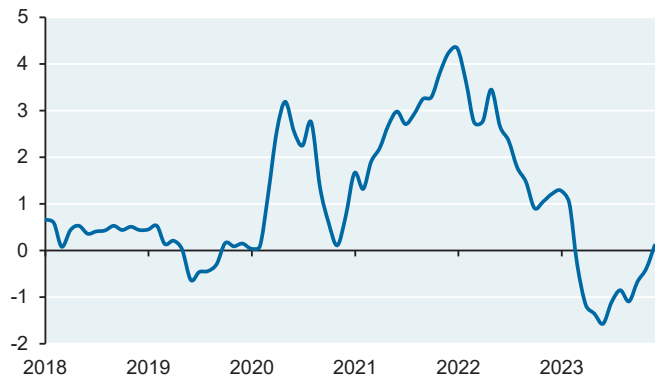


资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

美联储的喘息空间来自多个方面，其中包括：供应链压力下降；汽车库存上升和二手车价值下降；及时推出住宅租金通胀(目前也呈下降趋势)遏制措施。住宅房地产(尤其是多户型住宅)的大量推出也是一个因素。期货市场预计，到2024年底美联储或将降息1.4%；我希望实际会低于这个数字，因为以过大的幅度过快放宽货币政策可能会令通胀卷土重来，这会令美联储和市场带来真正的问题。美联储现在的状况已然是头昏脑胀了。

供应链压力消退

FRBNY全球供应链压力指数

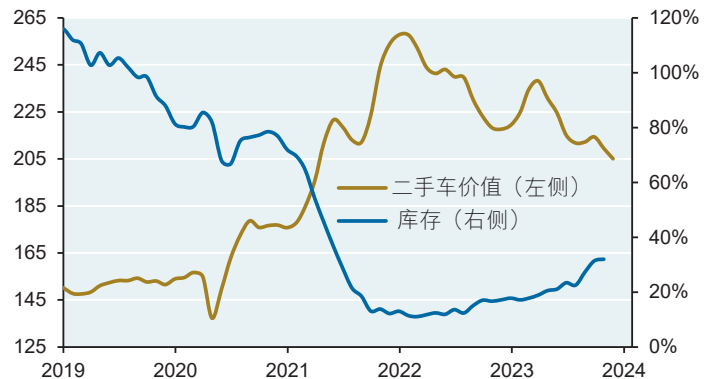


资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

美国二手车价格下跌，汽车库存回升

曼海姆美国二手车价值指数

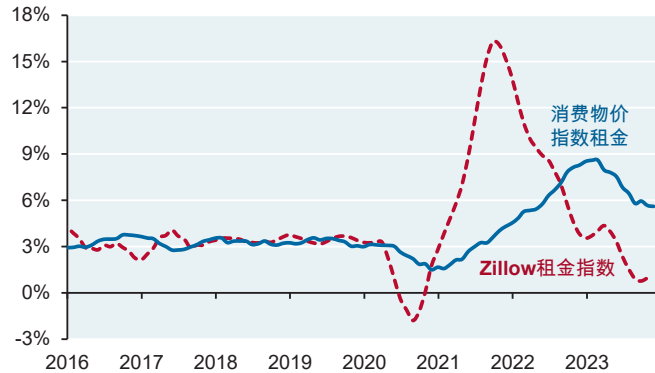
占2019年平均水平的百分比



资料来源：美国经济分析局、彭博、摩根资产管理，2023年11月

即时的租金衡量数据与CPI对比

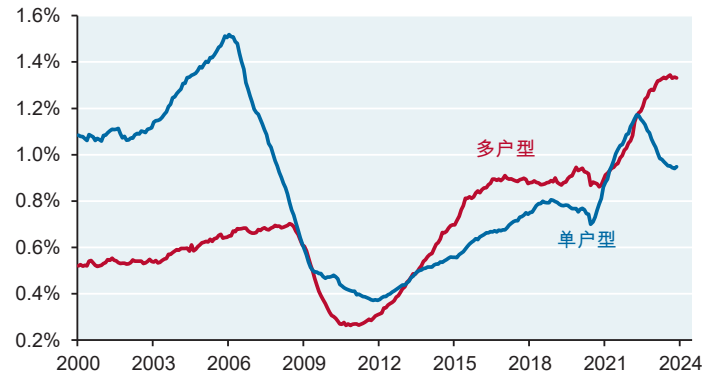
百分比，6个月年化变化



资料来源：彭博、Zillow、摩根资产管理，2023年11月

在建住房供应

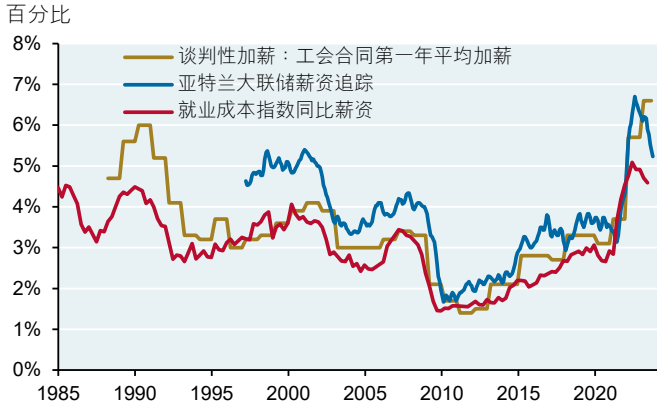
业主自用住房存量百分比



资料来源：彭博、美国人口普查局、摩根资产管理，2023年10月

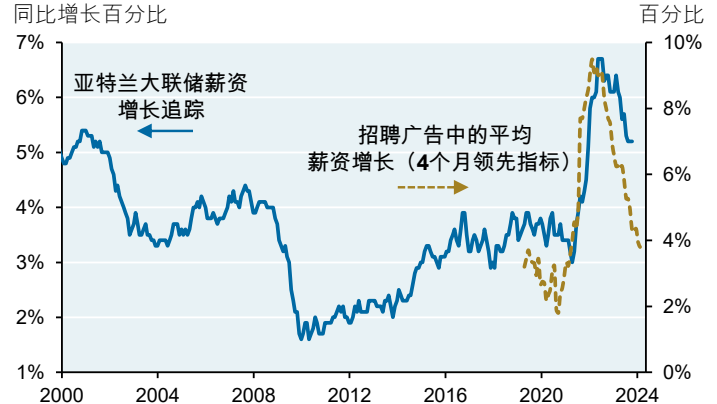
我们预计**薪资通胀**将有所下降，这是根据所显示的招聘广告标注薪资下降趋势(第二张图)，以及我们所观察到的临时工、制造和加班时间、单位劳动力成本、「跳槽者与留任者」的溢价、就业率上升的私营企业占比以及自愿离职率所得出的结论；女性劳动力参与率的上升也同样产生了积极影响。虽然谈判性加薪仍处于最高水平，但工会工人仅占劳动力的7%，低于20世纪70年代普遍的20%-30%范围。

薪资通胀衡量



资料来源：美国劳工统计局、彭博法律、摩根资产管理，2023年第三季度

职位发布中的薪资 => 薪资

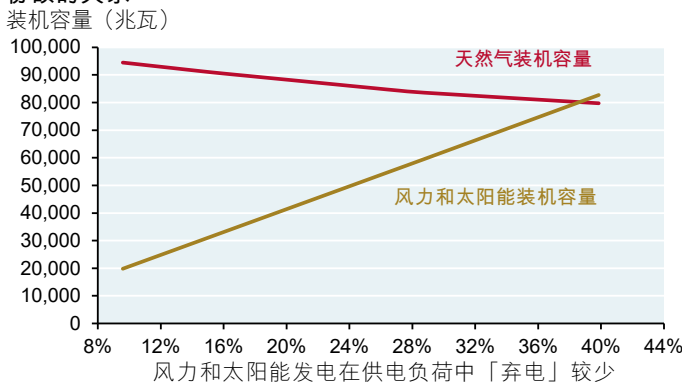


资料来源：Steno Research、彭博、Indeed、摩根资产管理，2023年11月

关于通胀和美国能源/产业政策。展望未来几年，受美国巨额财政赤字和新的美国能源/产业政策影响，通胀风险呈现上升。我们的年度能源报告中有一个不变的主题，即伴随可再生能源的普及，美国仍需要重复建设发电装机容量。我用下方第一个图表来解释。MISO是较大型的独立电力系统运营商之一，业务范围从明尼苏达州一直延伸到路易斯安那州。随着风能和太阳能装机容量的增加，MISO并不能按1:1的比例减少天然气装机容量。红线表示的是预计可随风力/太阳能装机容量的增加而适度减少的天然气装机容量。无论是通过火力发电还是电池提供备用电力，资本投入的增加都会影响该地区的电力成本。

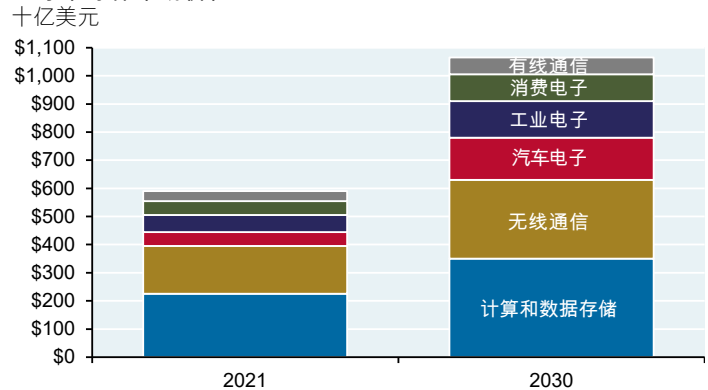
半导体政策方面，台积电正在亚利桑那州新建两座晶圆厂，一座用于生产4-5纳米芯片(即将投入运营)，另一座用于生产3纳米芯片，将于2027年投入运营。根据我们的消息来源和台积电首席财务官¹所说，台积电美国工厂的400亿美元成本是台湾地区同类工厂的4-5倍。资本成本只是整体支出的一部分，美国的劳动力成本也高于台湾地区。由于地缘政治风险，推动实现半导体供应链本土化是美国的重要举措，但投资者应该意识到由此对供应链成本造成的影响，尤其是在半导体密集型领域，如电动汽车、无线通信和人工智能/计算等。

MISO：风能、太阳能和天然气容量与风能/太阳能负载份额的关系



资料来源：美国能源信息署、摩根资产管理计算，2023年

全球半导体市场价值



资料来源：「半导体十年：万亿美元产业」，麦肯锡公司，2022年4月

¹ 「2022年业绩报告电话会议」，台积电，2023年1月12日

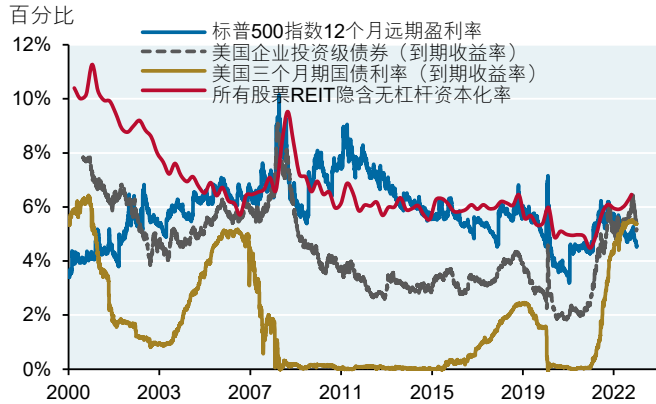
巨头：美国股市及超大盘股的主导地位

市场正处于一个独特的拐点：股票、高评级债券、国债和房地产投资信托(REIT)基金的收益率已趋于一致，至少有20年未曾发生过这种情况。如果状况保持不变，那么从风险调整后来看，持有部分现金似乎是个不错的选择。如右图所示，从市值加权标普指数或靠近等权重标普指数中位数来看，股票估值目前处于区间较高位置。由于美联储可能会将实际利率保持正数，因此2020/2021年出现的估值峰值并不那么重要。此外，美国企业部门的内部状况些许弱于整体标普500企业盈利所显示：

- 自2022年初以来，美国企业收入和标普每股经营利润实际持平
- 自那时起，标普500指数(7只超大盘股除外)的自由现金流也一直持平(如下页所示)

秋季反弹之后，股市已在定价上反映软着陆情景。在超大盘股持续跑赢大市的情况下，我们预计2024年企业盈利录得个位数增长，以及美国股票回报率中值为个位数。

不同资产的收益率趋同



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

标普500指数估值

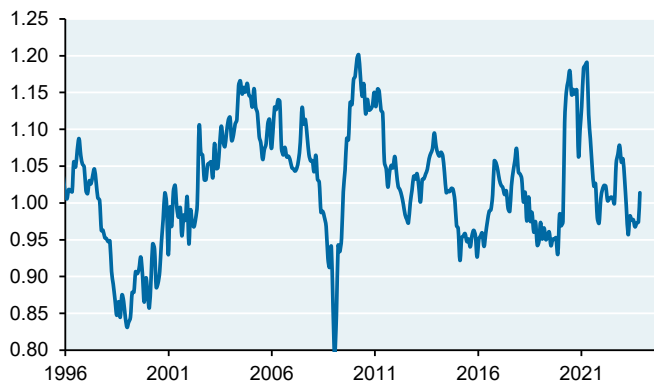


资料来源：FactSet、摩根资产管理，2023年12月26日

从行业角度来看，除科技股外，工业和能源股似乎也很有吸引力。如左图所示，相对于市场而言工业板块估值较低，应该会受益于能源、半导体和基础设施成本上升。该表显示了能源行业的自由现金流和估值。阴影的绿色越深，该指标所代表行业相对于市场而言估值就越低。鉴于对搁浅资产的担忧，我预计能源估值不会有太大改善。即便如此，能源行业似乎仍然是具吸引力的收益、股息和股票回购来源。

工业估值与市场比较

工业板块远期市盈率与标普500指数比较



资料来源：FactSet、摩根资产管理，2023年12月26日

能源板块估值相对于标普1500指数的百分位排名
(截至2023年11月的可用数据)

	过去12个月 企业价值 倍数	未来12个月 企业价值 倍数	过去12个月 自由现金流 (FCF)收益率	未来12个月 自由现金流 (FCF)收益率
石油和天然气钻探	5	2	75	94
石油和天然气设备 和服务	5	2	79	91
综合石油和天然气	4	3	87	86
石油和天然气勘探 和生产	7	7	85	88
石油和天然气精炼和 市场营销	3	9	95	95
石油和天然气储存和 交通运输	13	14	62	70
能源	4	4	88	87

资料来源：FactSet、摩根资产管理，2023年11月

鉴于目前为止，反垄断的影响有限(详见下一节)，7只超大盘股的估值主要反映了它们较高的利润率和充裕的自由现金流。「股市七巨头」所代表的市值百分比创历史新高，且它们在2023年成为大部分股市收益的来源。集中化的另一个迹象是：去年标普500指数股票表现不佳的比例也创下了自1980年以来的第二高(表现不佳的比例为72%，平均水平为52%)。但是，在没有监管制衡的情况下，强者会变得越来越强，我看不出有什么因素能改变现状，除非估值相对于市场而言变得过高，则需修正。

关于后一点，请参见下方图表。尽管相对于市场而言，超大盘股估值似乎逐渐水涨船高，在调整较高的企业盈利增长预期后，其定价似乎并未过高。挑战：如最后一张图表所示，似乎每个人都同意；股市集中度过高。

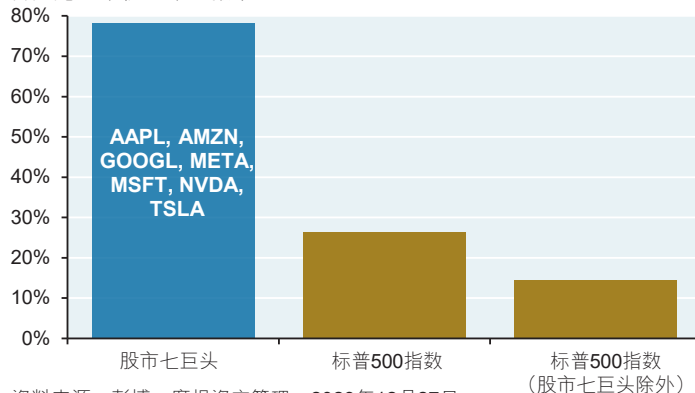
标普500指数中7家最大公司的市值
占指数总市值的百分比



资料来源：FactSet、摩根资产管理，2023年12月26日

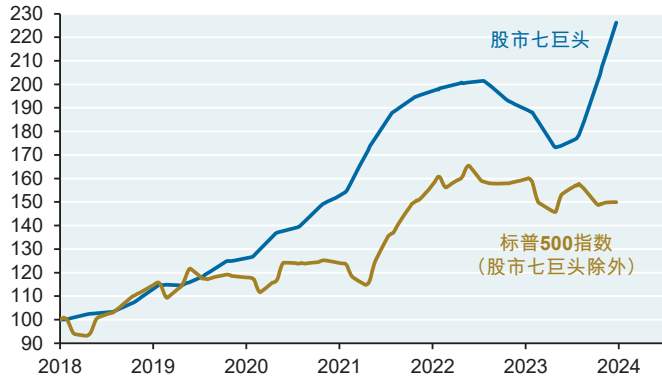
2023年股市七巨头领涨标普500指数

百分比，年初至今回报率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月27日

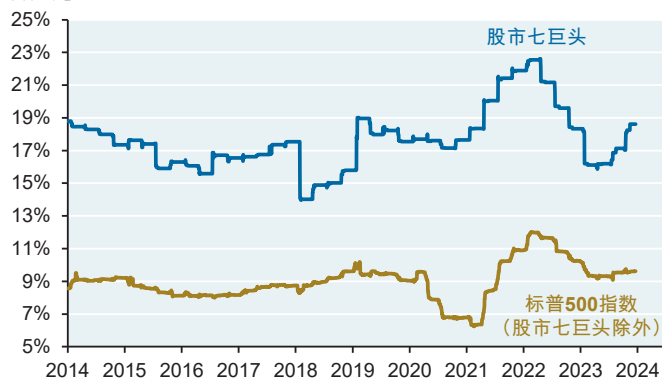
股市七巨头的自由现金流增长与标普500指数其他公司对比
指数(100=2018年1月1日)，90天平滑处理



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月27日

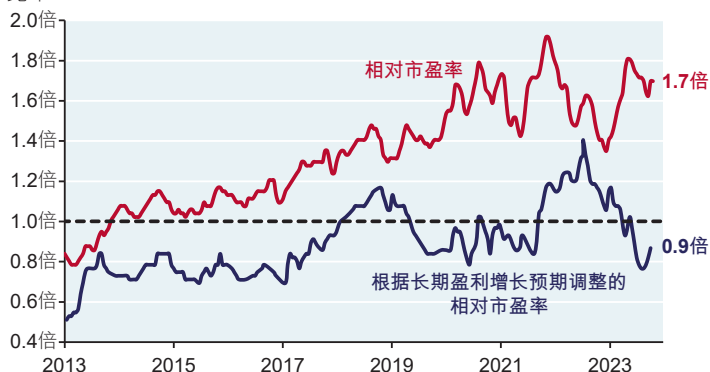
股市七巨头的利润率与标普500指数其他公司比较

百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月27日

股市七巨头与标普500指数股票的估值中位数比较
比率



资料来源：高盛全球投资研究部、摩根资产管理，2023年11月

纳斯达克100指数持仓、资产管理公司和杠杆基金

净合约数量，千 (>0=净多头头寸)



资料来源：CFTC、摩根资产管理，2023年12月19日

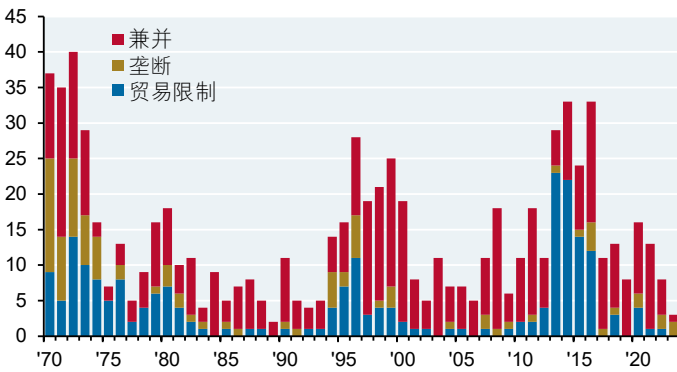
反垄断监控：美国司法部／联邦贸易委员会针对大型科技公司提起的诉讼，以及Epic大胜谷歌的最新进展

本节并非「附录」。鉴于超大市值企业对市场回报的贡献，反垄断风险是了解其利润和利润可持续性的最重要的动态之一。

2020年拜登当选后，我们在反垄断问题上花费了大量的时间：

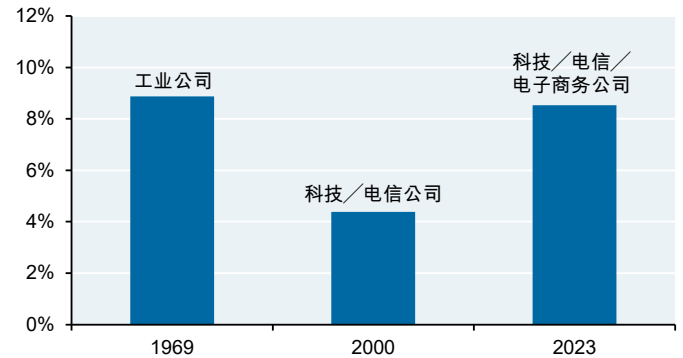
- 到2017年，美国司法部的反垄断执法力度已降至战后低位，行业整合已达到1969年之前的峰值
- 拜登政府一心想要加强反垄断执法力度，在出于自身原因而敌视大型科技公司的众议院共和党人看来，拜登似乎成为了他们的盟友
- 美国司法部对谷歌提起诉讼，随后各州纷纷提起各自的诉讼
- 一些政界人士主张废除美国通信规范法第230条，其规定就所发布或审核的社交媒体评论引发的诉讼对平台予以免责
- 联邦贸易委员会提起反垄断诉讼，迫使Meta解除对Instagram和WhatsApp的收购
- 众议院司法委员会2020年发布的反垄断报告(反映了当时该委员会多数民主党人的观点)制定了一项明确针对Meta、谷歌、亚马逊和苹果公司的反垄断议程。建议包括科技行业的《格拉斯—斯蒂格尔法案》(拆分业务线)、防止歧视和自我偏好的规则、禁止合并、新出版商的安全港、禁止滥用议价能力、数据可移植性／互操作性规则、加强《克莱顿法》第2条(价格歧视)、加强《克莱顿法》第7条(促进垄断的收购)并全面恢复执法机构

司法部提出的反垄断案件
已提出案件数量



资料来源：美国司法部。2023年11月。

行业整合与1969年之前峰值比较
最大15家公司的收入占美国GDP的百分比



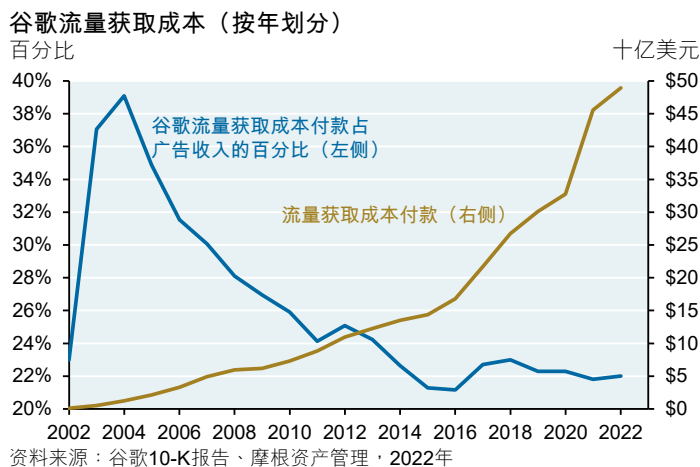
资料来源：彭博、美国经济分析局、财富500强、摩根大通全球经济研究部、摩根资产管理。2023年。

三年过去了，虽然联邦贸易委员会／司法部还在努力，但情况并没有发生太大变化

- 国会废除第230条的动力似乎并不明显
- 仅仅根据规模或市值来推定垄断行为的拟议立法从未被通过
- 现有的判例法已有20至30年的历史，都包含了消费者福利标准，并支持这样的观念：在反垄断方面，「大」未必「坏」。即使司法部／美国联邦贸易委员会在其中一个案件中胜诉，鉴于上诉法院和最高法院的构成，此类裁决在上诉中也可能最终被推翻
- 大多数反垄断调查集中于价格操纵和串通投标等行为，而非排他性反竞争活动

以下是正在审理的重大反垄断案件的摘要。

- **谷歌**。美国司法部针对谷歌的诉讼范围已缩小²，主要集中在流量获取成本(TAC，见如下文字框方面)。如果谷歌败诉，设备用户仍会被提示选择一个搜索引擎，而且大多数人可能还是会选择谷歌(这就是在欧洲发生的情况)。摩根士丹利认为，如果谷歌的流量获取成本付款减少50%，那么只有谷歌损失约15%的市场份额情况，才会对利润率产生负面影响
- 结案陈词定于2024年中期进行，最终裁决预计将于2025年发生。如果谷歌败诉，诉讼将进入救济阶段，其中可能包括额外的审讯，所有这些都可能需要时间，包括上诉；其与苹果公司和三星的合同可能必须根据由法院定义为可行的设备放置协议进行重新谈判
- 谷歌诉讼中另一位潜在输家：**苹果公司**，估计每年从谷歌方面赚取180-200亿美元。2020年，美国司法部称，苹果公司全球年收入的15%-20%来自谷歌支付。2023年11月，谷歌首席执行官在Epic Games审判的交叉询问中证实，谷歌与苹果分享了Safari上36%的广告费用，以换取苹果设备上的默认设置



谷歌为取得设备上的默认设置地位所支付的流量获取成本付款。谷歌每年向设备制造商（苹果、摩托罗拉、LG、三星）、无线运营商（AT&T、T-Mobile、Verizon）和浏览器开发商（Mozilla、Opera、UC Web）支付数十亿美元，以确保其搜索引擎的默认设置状态。谷歌还可能妨碍交易对手与竞争对手进行交易，并要求将Google Apps放在主要设备位置。

更新。谷歌还因Google Play商店的应用程序分派和应用内支付政策而在38个州被总检察长起诉。2023年12月，**Google同意支付7亿美元并更改其Play商店政策**。该和解协议阻止谷歌执行要求移动设备制造商在主屏幕上预先加载或专门显示Play商店的协议；也要求Google让用户更轻松地安装Play商店之外的应用程序；并要求谷歌允许开发者引导用户采用其他购买方式，包括直接从网站购买应用程序。这项和解可能会优先于法官在Epic诉Google案件中可能发出的任何救济命令，下一页将对此进行讨论。请注意，本协议与上述司法部诉讼中的产品和指控以及德克萨斯州主导的AG诉讼中的产品和指控无关。

² 原诉讼还指控谷歌阻止Yelp和Expedia等垂直服务提供商出现在搜索结果页面的顶部。8月份，法官裁定，没有证据表明存在反竞争损害，并且该指控几乎完全依赖于原告专家的意见和猜测

除了联邦和州政府，Epic Games也对谷歌提起诉讼，原因是谷歌在安卓市场存在反竞争行为。12月份，陪审团裁定谷歌败诉。这让我有些惊讶，因为此前在Epic对苹果的诉讼中，法官裁定苹果的行为不违反反垄断规则。以下是Epic诉谷歌一案裁决的一些关键点。

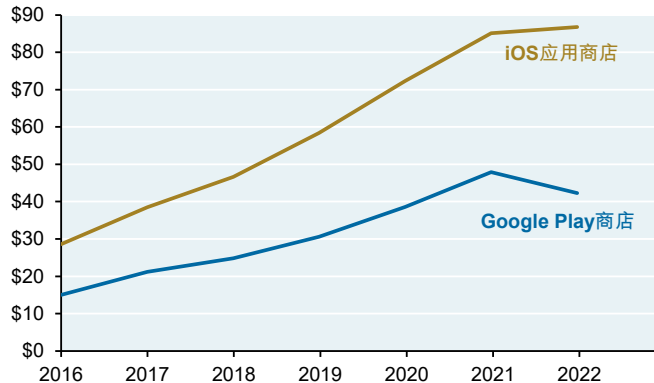
- 谷歌是一个开源模式；其本身并不销售类似于iPhone的集成产品，而是与三星等设备制造商建立合同关系
- 作为该等关系的一部分，(1)谷歌向设备制造商支付费用(该等费用以Google Play商店收益分成的形式进行支付)，要求设备制造商在其手机上仅预装Google Play而不安装其他应用商店；(2)谷歌要求Google Play商店中列出的应用程序只能使用Google Play结算服务来处理付款和进行应用内购买
- 该等「货架空间」行为按先例来看并不具备反竞争性；必须证明该公司同时掌控了「市场」，该货架行为实质上对竞争产生了重大不利影响，并且无法提出与此相抵触的、促进竞争的争议性理据。Epic成功说服陪审团，认定谷歌生态系统是一个与苹果iOS生态系统截然不同的独立市场(大概是因为转换成本很高)。确定一家公司拥有市场支配地位后，就可以从反竞争行为的角度，对该公司的合同和激励措施进行评估。
- Epic还声称谷歌存在反竞争「捆绑销售」行为，陪审团对此表示同意；其裁定谷歌的行为属于反竞争性质，并且谷歌要求应用程序开发人员仅通过Google Play结算服务进行交易，因而并没有「促进竞争」的商业理据

为何苹果能胜诉，而谷歌却会败诉？答案可能让您惊讶。在Epic诉苹果一案中，法官确实认定苹果在「移动游戏交易」(iOS加安卓)方面拥有市场支配力，因为苹果拥有该市场52%-57%的份额，并且其收取的「超竞争性佣金」带来了75%的营业利润。法院还认定，苹果应用商店的限制确实减少了竞争，且确实阻碍了创新³。那么苹果究竟为何能胜诉呢？苹果能够向法庭证明，其封闭生态系统的运作方式有充分的促进竞争的理由。法院同意苹果的观点，理由涉及合理利用知识产权、独特的用户体验以及更好的用户隐私/安全；第九巡回法院随后维持该裁决

- 另一个区别是：Epic与谷歌案的法官得出的结论是，谷歌压制和/或销毁了证据，陪审团可能因此对案情做出不利的推论。此类指示可能严重影响陪审团对被告方的态度倾向

应用程序和游戏年度收入

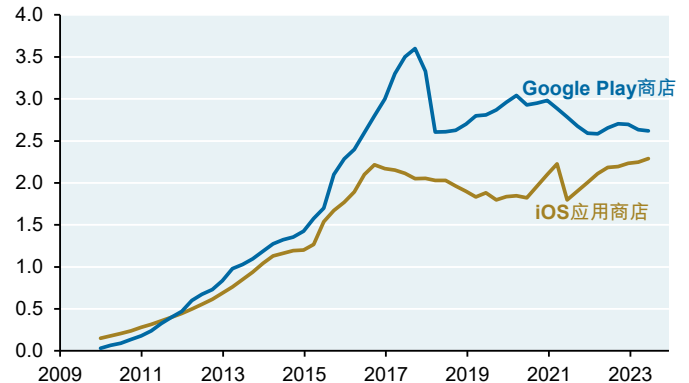
十亿美元



资料来源：Business of Apps、摩根资产管理，2023年第二季度

估计可用的应用程序和游戏

数量，百万



资料来源：Business of Apps、摩根资产管理，2023年第二季度

³ 第九巡回上诉法院，Epic诉苹果，2023年4月24日，第2节

请注意，当原告仅寻求禁令救济时，民事案件将由法官审理。如果原告同时还寻求损害赔偿，则其有权接受陪审团审理。这就是为何Epic诉苹果案提交法官审理(仅寻求禁令救济)，而Epic诉谷歌案则提交陪审团审理(同时还寻求损害赔偿)。由于法官会就其裁决提供相关法律意见，因此可以从法律问题的角度推翻裁决；在陪审团审理中，此类上诉更加困难，因为陪审团不提供法律意见，只提供裁决，而且通常只有在法官的指示有误的情况下才能推翻陪审团裁决。无论如何，谷歌很可能会提出上诉，目标可能是将此案提交到第九巡回上诉法院，该法院在Epic诉苹果案件中作出了苹果胜诉的判决。

让我们继续讨论联邦贸易委员会/司法部的诉讼：

- **META**。联邦贸易委员会对Meta提起诉讼的焦点之一：对Instagram和WhatsApp的收购。该诉讼预计于2024年进行。出于反垄断执法的目的，联邦贸易委员会仍需要证明「个人社交网络市场」的存在，而这并非一项简单的任务。与其他反垄断案件相比，本案件对消费者利益的负面影响也不太明显。话虽如此，如果联邦贸易委员会获胜可能会给整个科技行业浇冷水，因为联邦贸易委员会可能会对此前的收购提出质疑。
- 美国联邦贸易委员会已获法院准许，修改先前针对**Meta**的同意令，该同意令的起因是涉及50亿美元罚款的Cambridge Analytica 2016年大选数据泄露风波。虽然联邦贸易委员会修改了命令，禁止Meta对18岁以下用户的数据进行变现，但这一人群可能并不代表Meta收入的主要来源。关于数据变现的相关限制：摩根士丹利估计，当部分司法管辖区的用户选择不得对其数据进行跟踪以及变现时，其所支付的订阅费用甚至可能会高过其数据变现平均可能产生的价值。
- **亚马逊**。美国联邦贸易委员会和17名州总检察长于2023年9月提起反垄断诉讼，指控亚马逊通过(1)只有使用亚马逊物流服务的卖家才能在Prime客户的优先展示位置中出现，以及(2)利用反折扣策略来惩罚在其他平台上提供较低价格的卖家。要证明亚马逊保持垄断地位，联邦贸易委员会需要进行一场艰苦的战斗：亚马逊在美国电子商务中的份额约为40%，但其中在线零售额不到25%，这表明亚马逊仅约占零售额的9%
- **T-MOBILE**将面临与其2020年收购Sprint相关的反垄断诉讼。11月份，美国地区法官裁定AT&T/Verizon用户代表消费者提起的集体诉讼胜诉。法官表示，原告已经证明了这一价值260亿美元的合并「减少了零售移动无线市场的竞争活动，因此市场参与者AT&T和Verizon收取的价格高于他们本来会收取的价格」⁴的合理性。拟议的集体诉讼寻求一系列处罚，包括撤销2020年T-Mobile/Sprint的合并，并收回多收的金额
- 正在进行的联邦贸易委员会/美国司法部反垄断调查包括LiveNation、RealPage(公寓列表)、Visa和多项并购交易：联合健康集团/Amedisys、克罗格/艾伯森、埃克森美孚/先锋和雪佛龙/赫斯

综合考虑，对于美国司法部和联邦贸易委员会限制数字化世界垄断权的一切努力而言，2024年似乎会是决定成败的一年。

另一个法律问题：12月底，《纽约时报》起诉OpenAI，指控OpenAI非法使用《纽约时报》文章来训练其数据集，将其副本编码到其参数中，并输出记忆的文章以回应查询。据普林斯顿大学的Arvind Narayan称，虽然第三个问题已经得到解决，但其他两个问题无法通过未来的OpenAI修订来「修补」，需要对「合理使用」原则进行司法或立法解释才能解决。

合理使用原则最终取决于两个问题：(1)人工智能工具是否大多避免复制它们收录的材料，而是生产新作品，以及(2)人工智能输出是否会损害原始作品的商业市场。2013年，当美国作家协会起诉谷歌扫描超过2,000万本图书并根据用户搜索显示简短的图书部分时，法官裁定谷歌的行为属于合理使用，因为它具有「变革性」。谷歌还提供有关书籍的事实信息以及书籍的链接，而OpenAI则未采取这样方式。大型语言模型训练开辟了合理使用原则裁决的新领域，必须在没有太多先例的情况下得到解决。

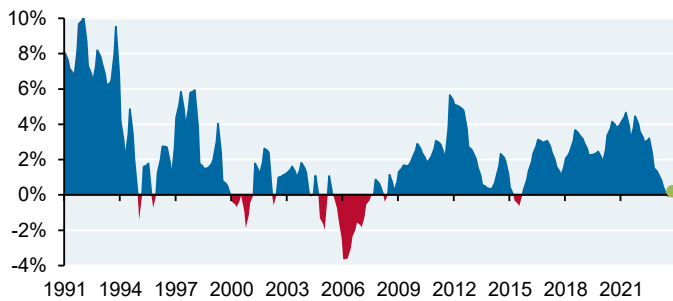
⁴ 美国伊利诺伊州东北区地方法院托马斯·德金(Thomas Durkin)法官，2023年11月2日

欧洲和日本股票：犹如两艘船在暗夜中擦肩而过，渐行渐远

我不太想就欧洲股票发表长篇大论，尤其是在它又一年跑输美股之后。尽管欧洲股市接近创纪录的市盈率折让水平，但2023年欧洲的表现再次落后于美国7%。因此，虽然日本股市复苏且中国股市回报率持续低于平均水平，但杠铃策略**在2023年再次录得小幅正回报。自1991年以来，杠铃策略在所有三年滚动投资周期中，有84%的时间里都跑赢大市，平均回报率为3.0%，而表现不佳时的平均回报率为-1.2%。杠铃策略万岁！

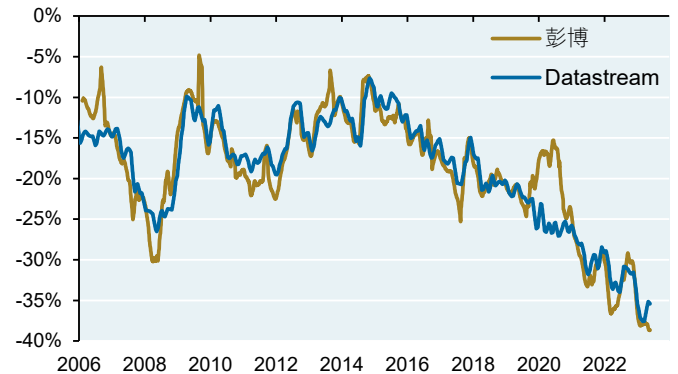
**杠铃策略：15年来，我一直在撰写有关全球股票投资组合策略的文章，该策略是超配美国和新兴市场、低配欧洲和日本。预估超额回报如下图所示：

超配美国和新兴市场，低配欧洲和日本
相对于MSCI全球指数的3年滚动跑赢（跑输）情况



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月。所有股票投资组合，每季度重新平衡。超配美国10%；低配欧洲-10%；低配日本-5%；超配新兴市场5%。假设未进行货币对冲。

欧洲市盈率相对于美国存在折让
基于远期盈利的相对市盈率折让



资料来源：彭博、Datastream、摩根资产管理，2023年12月1日

关于日本：公司治理改革等政策营造对投资更为有利的基本面。

- 如表所示，日本在深化「股票化」方面还有很大空间。
- 经济摆脱通缩使现金对日本养老金和居民部门的吸引力低于股票（实际短期利率仍为-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
- 日本史无前例地有50多家激进基金，他们正在向企业部门提出严苛的治理建议
- 拥有超过50%独立外部董事的公司比例比例从30%升至60%。

居民部门方面，目前已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。

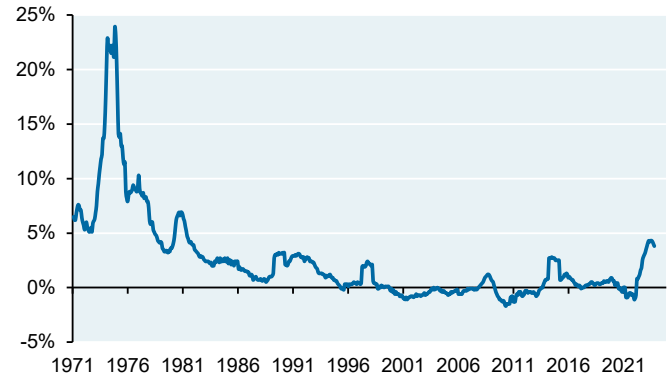
日本「股票化」的空间

	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%
居民部门股票配置	40%	11%
养老金股票配置	40%	25%
居民部门现金配置	15%	55%

资料来源：桥水投资、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、摩根资产管理，2023年10月

下文图表说明了日本如何在2023年重获国际投资者青睐的价值投资。请注意表中日本价值因素的强劲表现；换言之，投资者预计日本的低市账率公司将采取措施增加股东价值。全球投资者对日本的低配情况犹存，但从全球股票投资组合来看，低配幅度并不大，约为1%⁵。日元贬值也可能成为投资者的潜在利好因素。

明确来说，日本仍是一个增长非常缓慢的经济体，面临着巨大的人口和竞争压力。2023年的经济增长仍由出口而非国内消费主导，实际薪资增长仍为负数，工业生产增长与欧洲并无二致，并且中国目前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%，这在很大程度上是由于不利的人口结构所造成的。我们有关日本股市的前景展望有所改善，主要原因是在于其一次性退出通缩，外加企业治理和投资激励政策的额外提振。我怀疑这一理由的作用将无法持续几年。

日本年初至今累计海外投资者流入量（按年份划分）



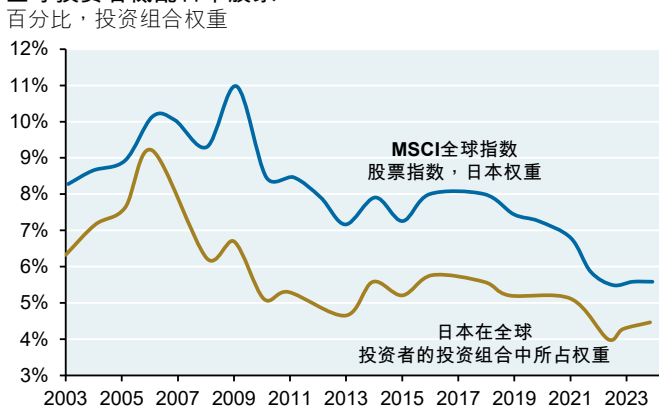
资料来源：摩根大通证券日本、QUICK、摩根资产管理，2023年11月30日

日本、美国和欧洲主要权益因子回报率子，2023年初至今

	日本	美国	欧洲
市盈率	33%	-8%	2%
市账率	30%	-4%	-3%
股息率	5%	-17%	9%
股本回报率	13%	-14%	0%
资产回报率	4%	-1%	-6%
每股盈利增长	1%	15%	9%
修订指数	-3%	20%	6%
每股盈利修订（1个月）	0%	3%	6%
市值	12%	13%	-2%
贝塔	1%	7%	-6%
60天波动性	-2%	-7%	-2%
1个月回报	-3%	7%	16%
12个月回报	6%	-2%	-2%

资料来源：摩根大通证券日本、QUICK、摩根资产管理，2023年11月30日

全球投资者低配日本股票



资料来源：摩根大通证券日本、摩根资产管理，2023年12月

日本实际广义有效汇率



资料来源：国际清算银行、摩根资产管理，2023年10月

⁵ 「日本未来一年战略」，摩根大通全球市场策略，Rie Nishihara，2023年12月

固定收益：高收益债券的微亮火花⁶

如前文所述，利率上升对很多美国大型公司造成的影响很小。主要原因包括：标普500指数债务结构目前有76%为固定利率，而2007年这一比例还不足50%。这就是尽管债务/现金流比率和债务/资产比率很高，但利息偿付率看似尚可的原因所在。投资级别债券也因评级上调和下调周期的改善而受益。

至于高收益债券，到期年限降至历史最低水平，增加了对较高利率的风险敞口，利差接近自2009年以来的最低水平。也就是说，与之前的周期相比：美国高收益债券受益于一系列因素，其中包括更强劲的利息偿付率、更好的BB/CCC级组合、与较低回收率相关的私募股权借款人比例下降、担保债务的比例上升以及实物支付债券的使用比例降低。高收益能源价差与广泛的高收益市场大致相同，但反映了一个利润更高的领域，其最薄弱的环节大多已经违约；BB/CCC能源结构现在为63%/5%。因此，高收益利差收窄，高收益风险降低。

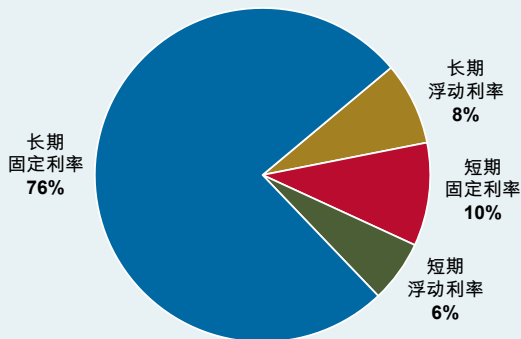
杠杆、偿债、盈利能力和流动性的当前百分位数排名与历史记录比较

	净债务/EBITDA	总债务/EBITDA	净债务/资产	净债务/资产	利息偿付率	利息支出/债券	EBITDA利润率	现金/资产
美国投资级债券	92	55	56	100	69	15	69	23
美国高收益债券	38	62	77	85	92	19	73	31

绿色：最佳信用质量
红色：最差信用质量

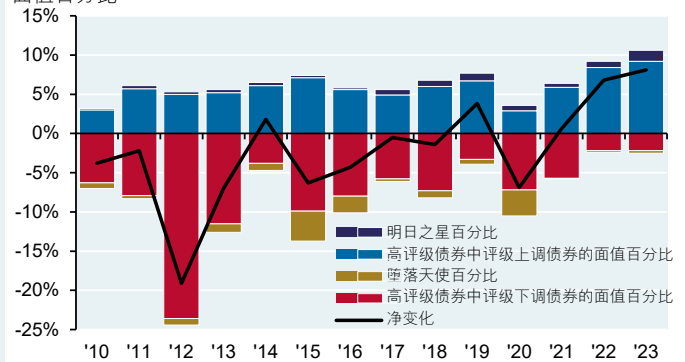
资料来源：高盛全球投资研究部，2023年11月13日

标普500指数债务构成百分比



资料来源：美国银行美国股票和美国量化策略、摩根资产管理，2023年3月

信用评级升级超过降级面值百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

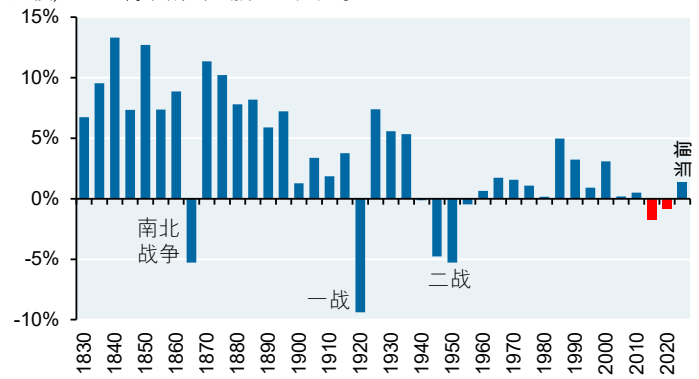
最近的金融抑制时期是有记录以来持续时间最长的，也是自1830年以来除美国南北战争、一战和二战之外短期利率长时间为负数的唯一时期。虽然从过去5年来看，实际政策利率仍为负数，但从一年期的角度出发，实际利率最终为正数。对于固定收益投资者而言，用杰拉尔德·福特(Gerald Ford)和大卫·莱特曼(David Letterman)的话说，「我们国家漫长的噩梦已经结束」。

美国企业高收益债券加权平均到期期限年



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

和平时期前所未有的金融抑制终于结束，国债/基金利率减去通胀，5年平均



资料来源：美联储、Robert Shiller、GFD、美国劳工统计局、摩根资产管理，2023年

⁶ 此标题指高收益债券利差的低水平，并参考了Traffic1971年的歌曲「高跟鞋男孩的微亮星火」(The Low Spark of High Heeled Boys)

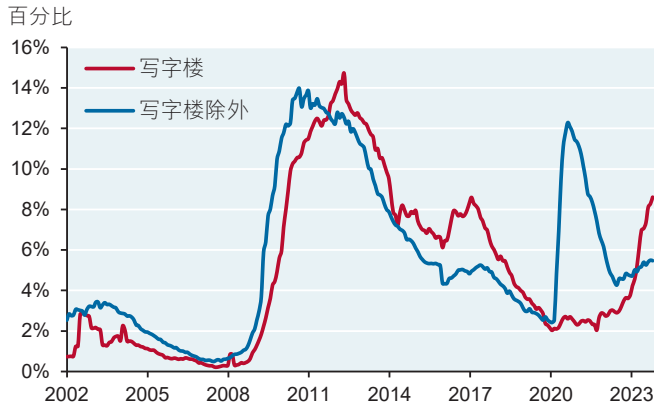
美国信贷压力来源：商业地产领域的区域购物中心和写字楼；居民部门的次级汽车贷款和信用卡；利息偿付率下降/杠杆贷款重组增加；值得注意的是，酒店、前零售购物中心、多户型住宅和工业场所的拖欠率仍然很低。

按物业类型划分的CMBS拖欠情况



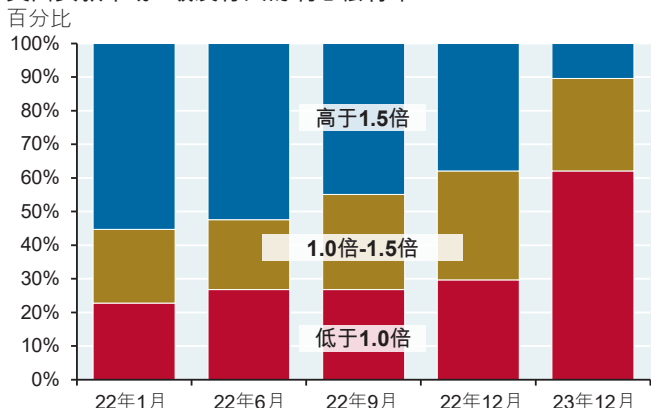
资料来源：穆迪、摩根资产管理，2023年11月

写字楼和非写字楼CMBS贷款的特别偿债率



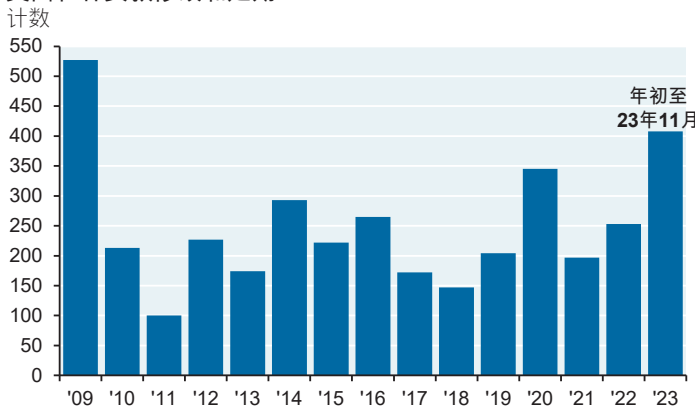
资料来源：摩根大通CMBS研究部，2023年11月

美国贷款市场B级发行人的利息偿付率



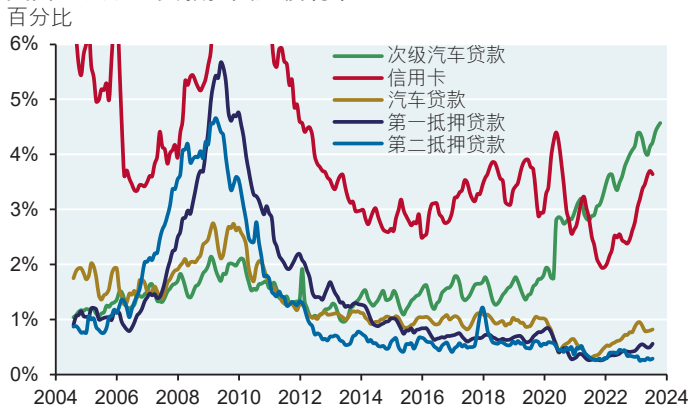
资料来源：穆迪投资者服务公司，2023年12月 2023

美国杠杆贷款修改和延期



资料来源：LCD、Pitchbook、摩根资产管理，2023年11月

美国90天以上贷款拖欠过渡利率



资料来源：Experian、标普道琼斯指数、摩根资产管理，2023年7月

固定收益监控：10年期国债的大问题：下一步是3.5%还是5.5%？我相信到2024年它们会在4%到5%之间波动，但如果突破的话我怀疑会达到5.5%。高于4.5%，它们能为长期投资者提供不错的价值。

美国国债收益率

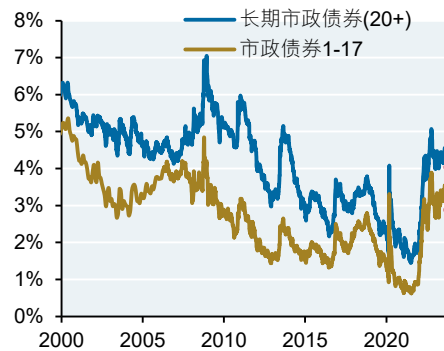
收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

美国市政债券收益率

收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

10年期主权债券收益率

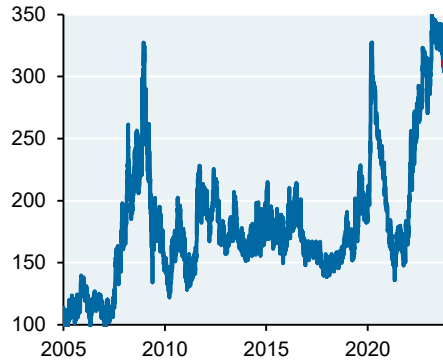
本地货币债券收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

30年期按揭贷款-10年期美国国债

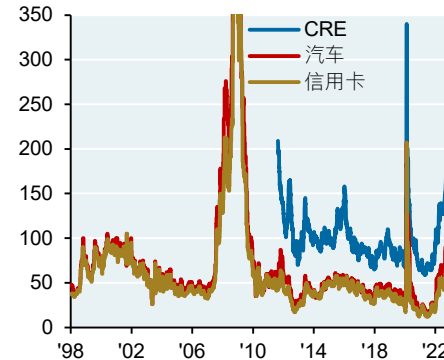
基点



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

AAA级资产支持证券利差

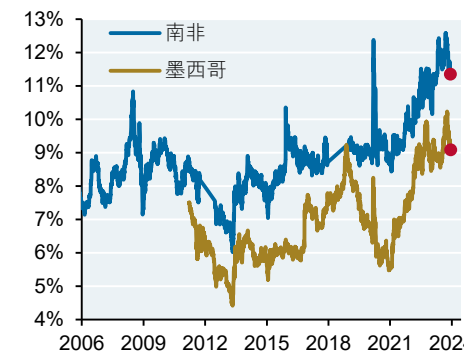
基点、与美国国债的利差



资料来源：Dataquery、摩根资产管理，2023年12月26日

10年期主权债券收益率

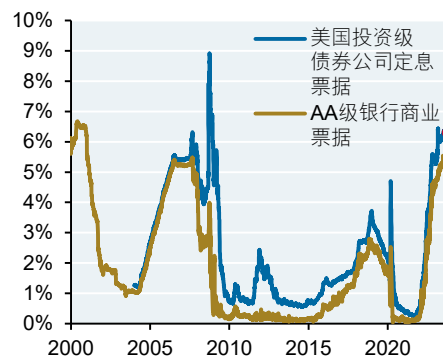
本地货币债券收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

浮动利率工具（美元）

收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

优先期权调整价差

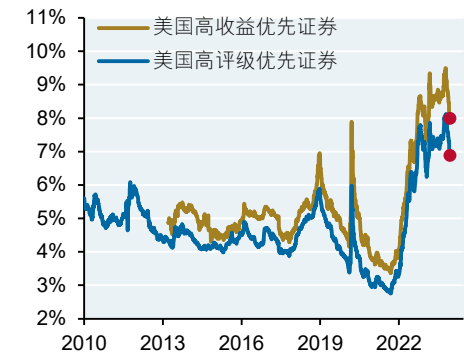
POP1指数，相对于美国国债的基点



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

优先证券收益率

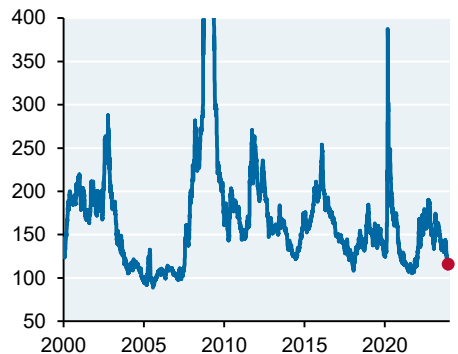
最差收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

CRE商业房地产；CP商业票据；FRN浮动利率票据

美国投资级公司债券利差
JULI指数与美国国债的利差，基点



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

新兴市场美元债券
与美国国债的利差，基点



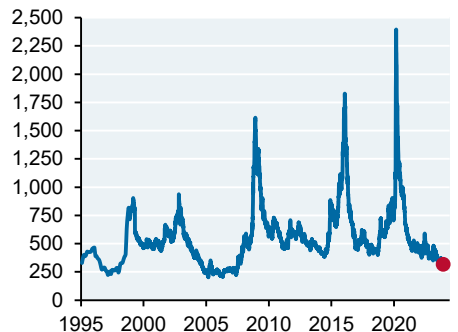
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

美国高收益债券利差
JPDFENER指数与美国国债的利差，基点



资料来源：彭博、摩根大通高收益债券团队，2023年12月26日

美国高收益债券利差
JPDFHYI指数与美国国债的利差，基点



资料来源：彭博、摩根大通高收益债券团队，2023年12月26日

美国杠杆贷款价格
SPBDALB指数



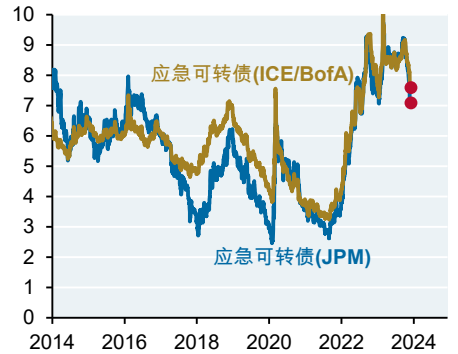
资料来源：标准普尔/ LSTA、彭博，2023年12月26日

泛欧高收益债券
收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月22日

欧洲「应急可转债」优先
最差收益率，百分比



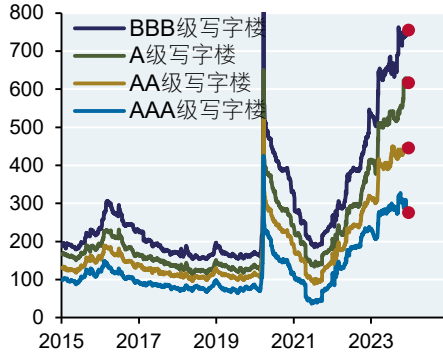
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

10年期主权债券收益率
本地货币债券收益率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理。2023年12月26日

单一资产单一借款人
基点、与美国国债的利差

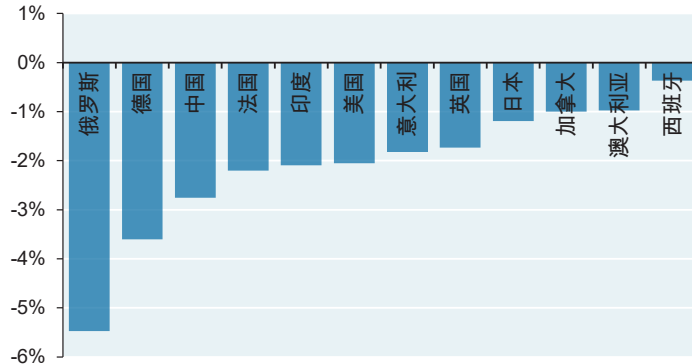


资料来源：Dataquery、摩根资产管理，2023年12月26日

美国债务可持续性：温水煮青蛙

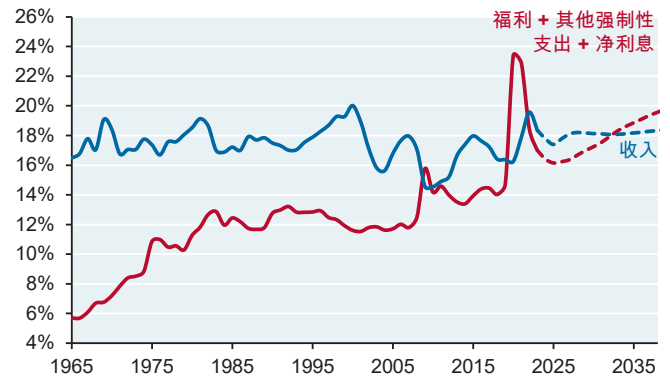
2018年至2023年美国所经历的预算赤字恶化并非特殊情况；其他发达国家的赤字也急剧上升。对于美国而言，问题在于赤字的起点；每一轮财政刺激都让美国离债务不可持续又近了一步。我认为我们并不会真的走到不可持续的境地，否则我们也不会推荐美国长期政府债券。我们在去年也写过一篇文章，谈到美元作为储备货币的地位并没有发生实质性变化⁷。然而，我们已经习惯了美国政府财政的恶化，同时对投资者的影响有限，并且这种情况可能在某一天会改变「温水煮青蛙类比」。除了有信号表明通胀回落之外，美联储的明显转鸽可能还与联邦债务增加和华盛顿政局不稳有关。

一般政府赤字占GDP百分比的估计变化，
百分比，2024财年与2018财年对比



资料来源：国际货币基金组织、摩根资产管理，2023年11月

福利支出、强制性支出和净利息支付与收入比较，
占GDP的百分比



资料来源：国会预算办公室、摩根资产管理，2023年6月

到2030年代初，国会预算办公室预计所有联邦政府收入都将用于福利支出和支付联邦债务利息。我预计，在这种情况下发生之前，市场压力和评级机构下调评级(目前已经开始)将迫使美国在税收和福利方面做出重大改变。文本框中列示了一些可能出台的政策。财富税也是一种可能；最高法院正在审理的案件可能将影响其宪法可行性(摩尔诉美国，与2017年税收法案中强制利润汇回税的宪法符合有关)。有哪些没在文本框中？进一步削减可自由支配支出，因为美国在这方面已经无路可走。如国会预算办公室最近关于赤字削减方案的刊物⁸中所述，在国会预算办公室清单上，减少非国防可自由支配支出的好处最小，因为它已经被削减了很多。

增加收入的政策

- 取消或提高用于计算社保供款的收入上限，或提高薪资税率
- 终身/基于经济状况调查的401k供款上限
- 对逐项扣除(即抵押贷款)实施进一步限制
- 对AGI高于25万美元人士的市政债券征收联邦税
- 对AGI高于25万美元人士提高统一资本利得和所得税税率
- 增值税、碳税

减少福利支出的政策

- 对医疗保险/医疗补助范围内的药物/治疗实施更多政府定价
- 提高每个人的医疗保险共付额和免赔额
- 基于终生收入的经济状况调查医疗保险支出
- 医疗补助支出上限
- 提高医疗保险资格年龄和/或社保退休年龄
- 将社保福利付款与消费物价指数挂钩

资料来源：国会预算办公室、摩根资产管理，2023年。AGI=调整后总收入

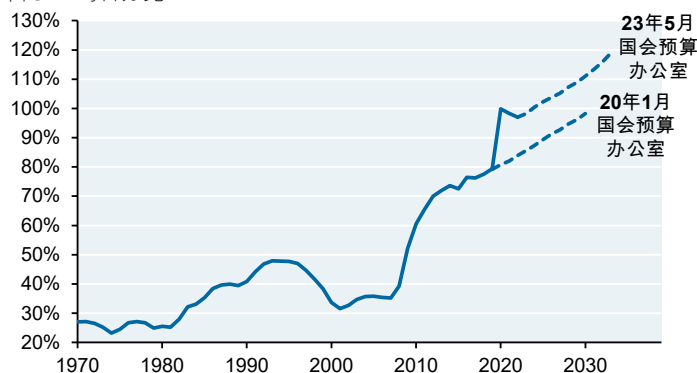
⁷ 「我们能前往的地方」，放眼市场，2023年4月26日

⁸ 「减少赤字的选项，2023年至2032年」，国会预算办公室，第1卷

本节的其余部分将讨论我们保留的联邦债务图表

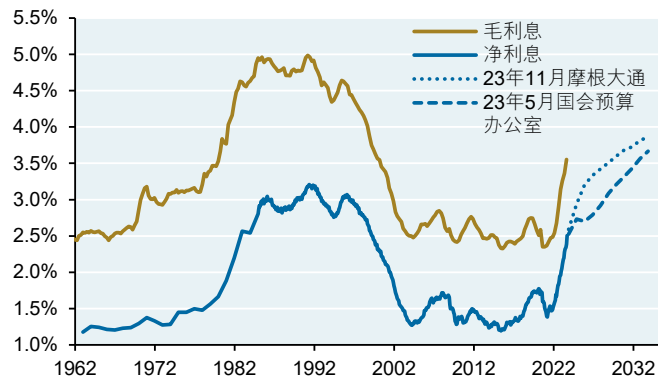
- 由于新冠疫情刺激措施，联邦债务占GDP的比重大幅上升
- 总利息支出和净利息支出上升，预测显示未来几年的净利息支出可能达到战后新高，并自20世纪90年代以来首次超过国防开支
- 预计到2030年预算赤字将恶化
- 预算赤字与失业率，突显了在充分就业时出现巨额财政赤字是多么不寻常
- 关于基本(利息除外)赤字的两个预测。虽然国会预算办公室预计基本赤字将保持平稳，但一系列下行事件可能导致赤字下降

公众持有的债务
占GDP的百分比



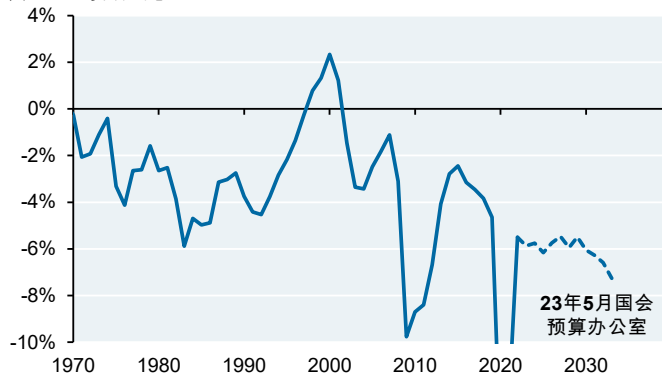
资料来源：国会预算办公室、摩根资产管理，2023年5月

利息支出
占GDP的百分比



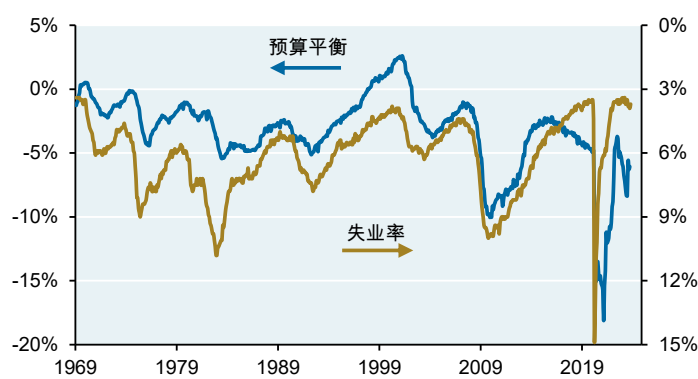
资料来源：美国经济分析局、国会预算办公室、美国财政部、摩根资产管理，2023年11月

财政赤字
占GDP的百分比



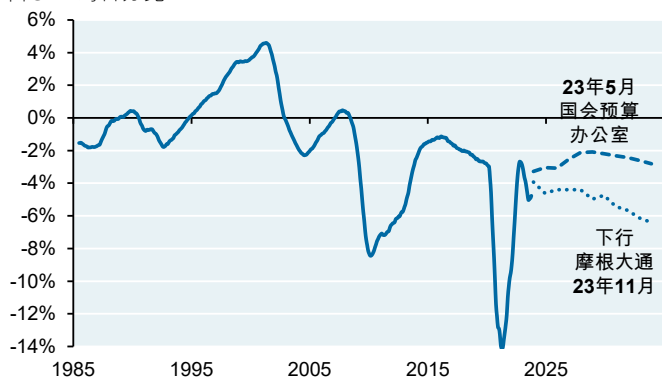
资料来源：国会预算办公室、摩根资产管理，2023年5月

美国预算平衡与失业率
盈余(赤字)占GDP的百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

基本预算平衡(利息除外)
占GDP的百分比



资料来源：美国经济分析局、国会预算办公室、美国财政部、摩根资产管理，2023年11月

主要赤字下行催化因素：

- 即使《减税与就业法》削减到期后，收入仍低于国会预算办公室预测
- 可自由支配支出高于国会预算办公室的预测，其增长与通胀一致，可能是由国防开支导致的
- 更频繁的联邦灾难资助

- 国债发行量远未及其与财政预算赤字间的正常比例关系，短期国债(T-Bill)发行量正在上升；两者均表明2024年通过债券进行的融资可能会增加
- 美联储对国债的需求预计将持续减少，与此同时，美国银行方面对此的需求也一直疲软，因为许多银行都过多地持有以较低利率买入的「水下债券」

债券发行量与预算赤字对比
占GDP的百分比



资料来源：美国财政部、摩根资产管理，2023年11月

美国短期国债占美国债务的比例
百分比



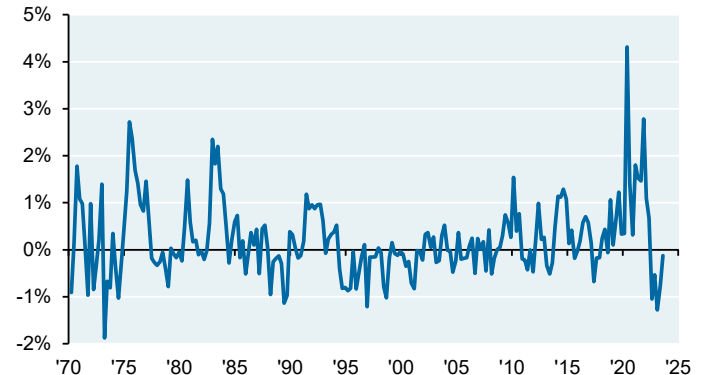
资料来源：美国财政部、摩根资产管理，2023年11月

美联储资产负债表
占GDP的百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

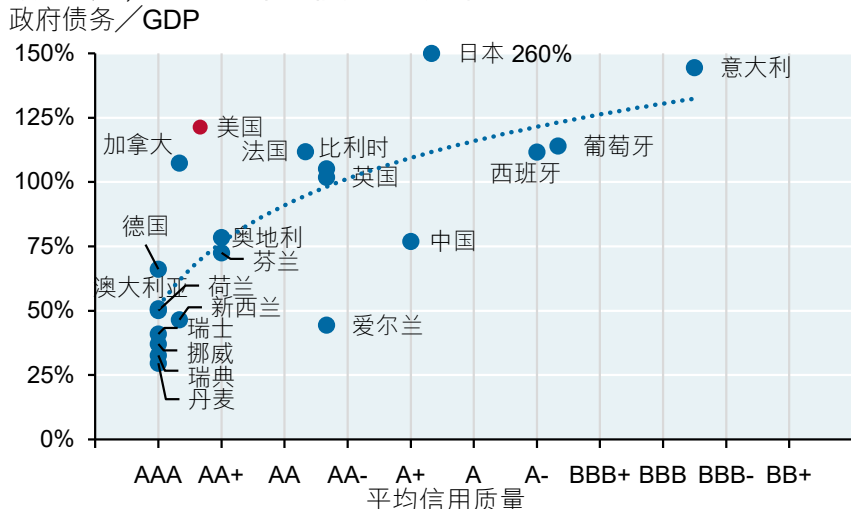
银行国债购买量
占GDP的百分比



资料来源：美联储、摩根资产管理，2023年第三季度

令人难以置信的是，国会预算办公室在2005年曾预测美国到2012年将实现预算盈余(!!)。最后，我们总结出一张图表，显示了美国在信用评级相对于债务比率方面的异常情况。正如我们在美元相关章节中所述(相关图表请参见下一页)，几乎没有迹象表明美元正在失去其储备货币地位。但我们不清楚这种好运是否会持续多久。

政府债务/GDP与平均信用评级比较



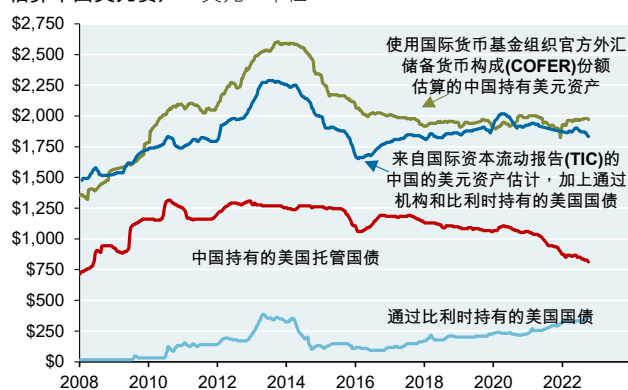
资料来源：彭博、国际货币基金组织、摩根资产管理，2022年

储备货币或主要贸易货币的时间表(近似年份):

- 罗马：公元前1世纪至公元4世纪
- 拜占庭帝国：5世纪
- 阿拉伯第纳尔：7世纪至10世纪
- 佛罗伦萨：13世纪至15世纪
- 葡萄牙：1450年至1530年
- 伊比利亚联盟：1530年至1640年
- 荷兰：1640年至1720年
- 法国：1720年至1815年
- 英国：1815年至1920年
- 美国：1920年至待定

您可能会解读出的预警迹象：中国官方外汇储备中的美元配置比例下降。但这一结论很可能是错误的；中国方面的美元持有量可能相当稳定。为了阐明其背后的原因，我将引用外交关系委员会布拉德·塞瑟(Brad Setser)的一些卓越研究。布拉德得出的结论是，美元在中国外汇储备中所占比例自2015年以来一直保持稳定，此前对比利时清算银行等离岸托管人持有的美国国债进行调整，并明显重新配置美国机构。这就是下图中的蓝线，它与使用国际货币基金组织数据估算中国所持有美元资产的另一系列(绿色线)非常接近。

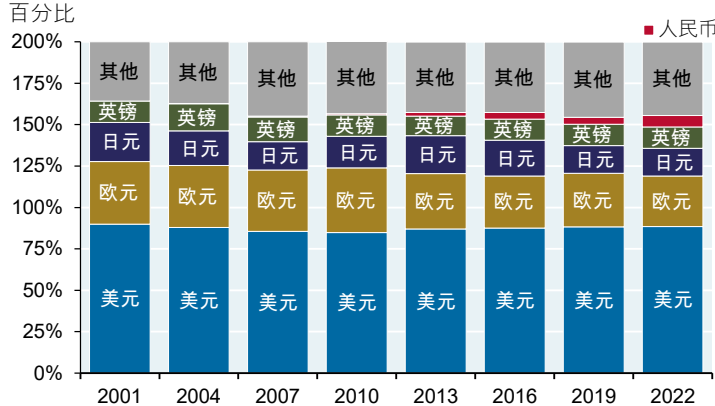
估算中国美元资产，美元，十亿



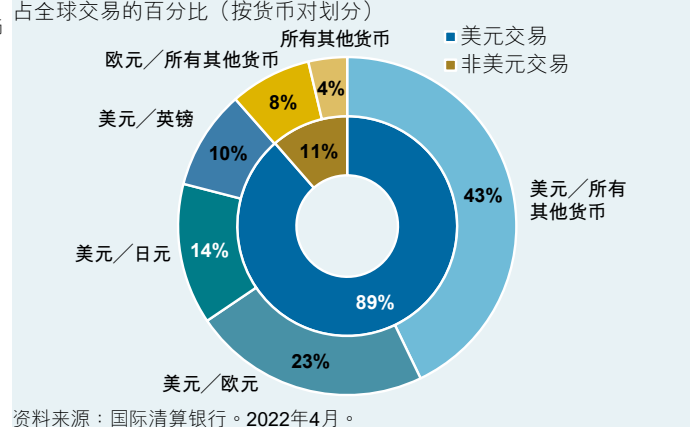
资料来源：「中国并未放弃美元或美元债券」，W·赛瑟布拉德(CFR)，2023年10月3日

来自我们2023年4月的美元相关文章：

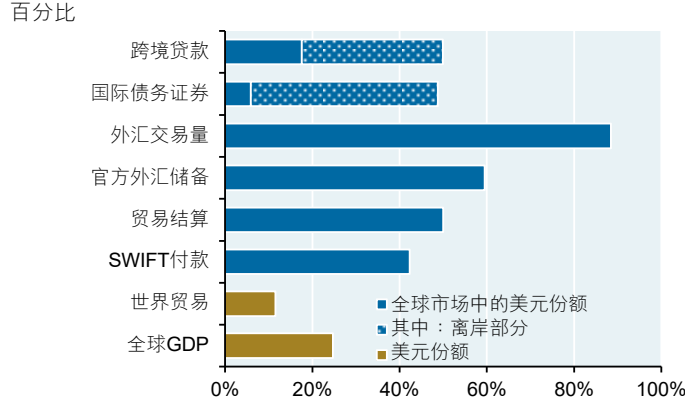
外汇成交额（按币种）



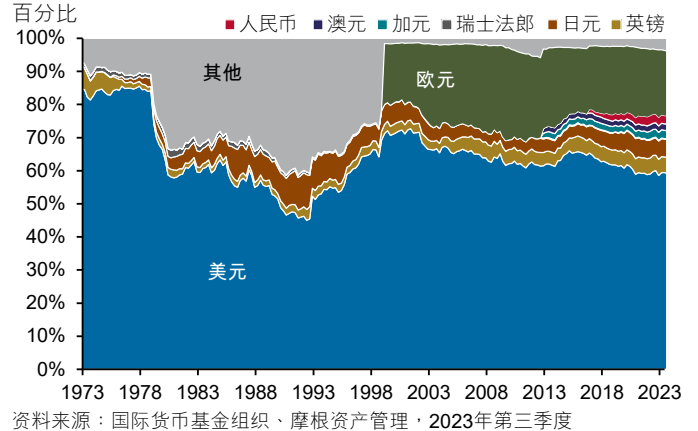
美元仍主导外汇交易



美元的国际角色



全球外汇储备份额（按货币划分）

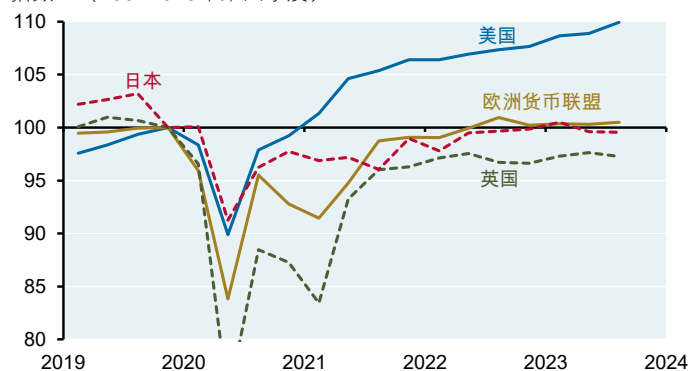


美国消费者：表现仍然坚挺，但储蓄「弹药」逐渐耗尽

去年十一月的假期购物季开局强劲，「黑五」的在线销售额增长7.5%，「网购星期一」在线销售数据更是增长了9.5%。2023年，美国消费者支出出人意料地持续增长，部分原因是由于紧张的劳动力市场、股市和房价上涨带来的财富效应，以及尚未完全用尽的大量超额储蓄。第四张图显示了摩根大通内部不同部门估计超额储蓄耗尽的时间；相比之下，旧金山联储银行的预测是「2024年上半年的某个时间」⁹。当超额储蓄耗尽时，消费者支出可能会放缓。请注意最后一张图表中，家庭流动性的估计偏向于高收入家庭，而这些家庭的消费倾向通常较低。

实际个人消费支出

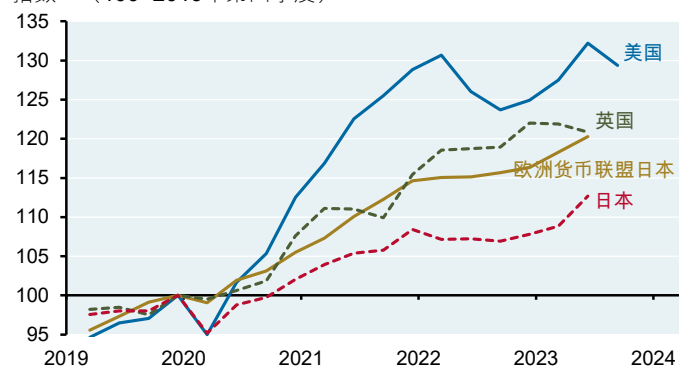
指数，(100=2019年第四季度)



资料来源：National Sources、摩根大通经济研究部、摩根资产管理，2023年第三季度

财富与疫情前水平对比

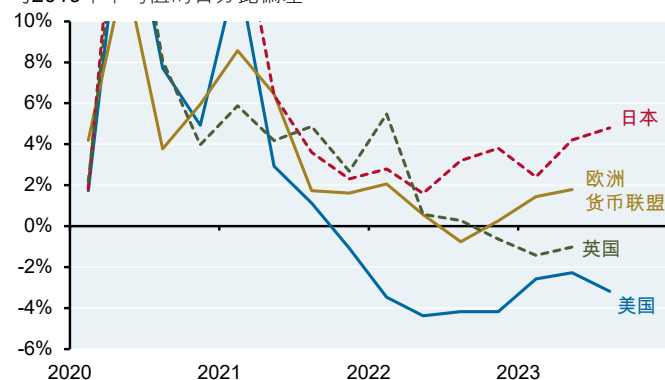
指数，(100=2019年第四季度)



资料来源：National Sources、摩根大通经济研究部、摩根资产管理，2023年第三季度

储蓄率与疫情前水平相比的偏差

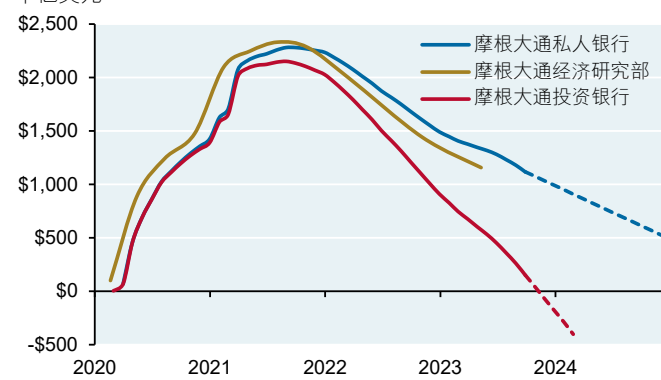
与2019年平均值的百分比偏差



资料来源：美国经济分析局、COJ、Eurostat、ONS、摩根大通经济研究部、摩根资产管理，2023年第三季度

美国家庭超额储蓄估计

十亿美元



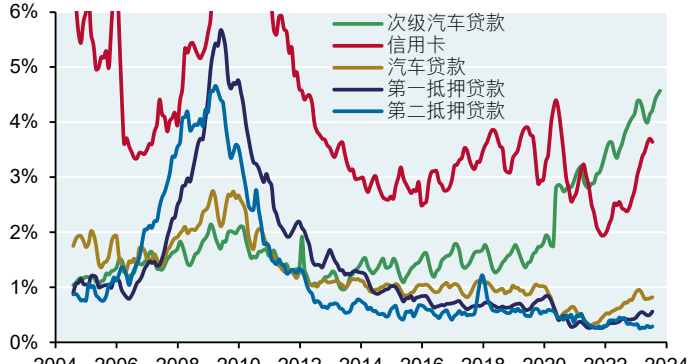
资料来源：摩根大通，2023年9月

⁹ 「数据修正和大流行时代的过度储蓄」，旧金山联邦储备银行，2023年11月8日

到目前为止，次级汽车贷款和信用卡的拖欠率正在上升，尽管只有前者突破了历史新高。抵押贷款和汽车优质贷款拖欠率仍相当低。居民部门利息成本正在上升，但起点非常低，部分原因是美国消费者锁定了在4%以下的超低抵押贷款利率。

美国90天以上贷款拖欠过渡利率

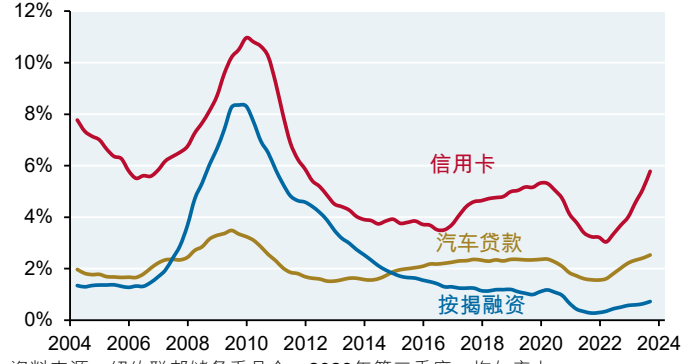
百分比



资料来源：Experian、标普道琼斯指数、摩根资产管理，2023年7月

美国90天以上拖欠过渡利率

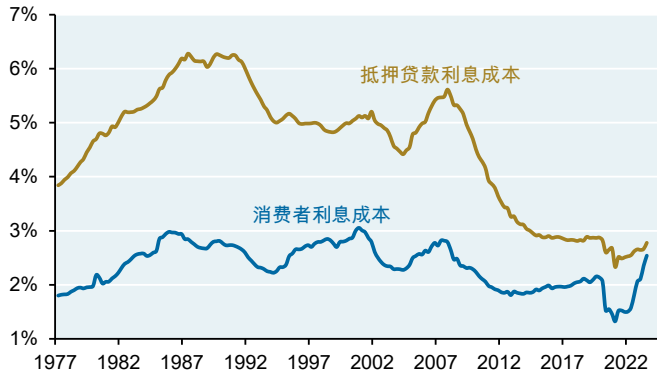
占当前余额的百分比（年化）



资料来源：纽约联邦储备委员会。2023年第三季度。拖欠率占余额的百分比是4个季度的总和。

居民部门利息成本

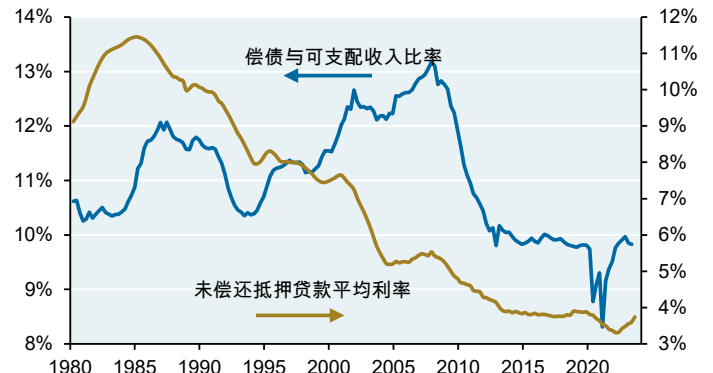
占个人可支配收入的百分比



资料来源：美国经济分析局、摩根资产管理，2023年第三季度

美国家庭债务

百分比

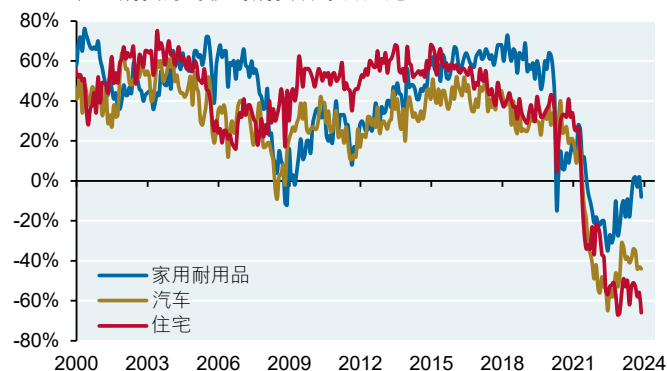


资料来源：彭博、美国经济分析局、摩根资产管理，2023年第三季度

消费板块表现不佳，例如耐用品、汽车和住房购买状况的调查数据走弱，居民部门财务状况的调查也同样尽显疲态。尽管失业率较低且薪资不断上涨，但居民部门的消费情绪却并不高，第三和第四张图表可能可以解释其中原因：虽然个人收入已高于2015年至2019年的趋势水平，但实际上家庭一直受到通胀的冲击，而通胀现在才刚开始有消退迹象。住房购买力的下降也可能对消费情绪产生了影响。

美国的消费状况

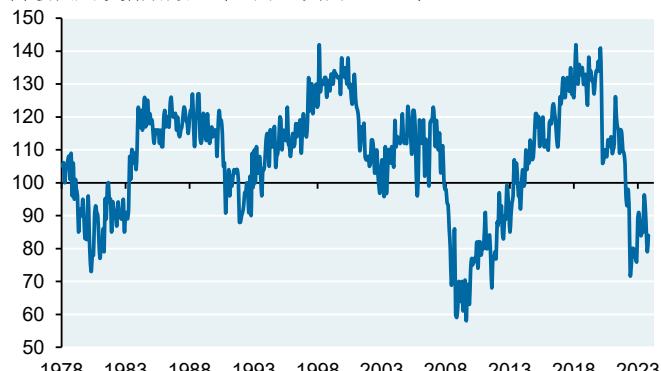
认为现在是消费好时机的消费者净百分比



资料来源：密歇根大学、摩根资产管理，2023年11月

当前财务状况与一年前比较

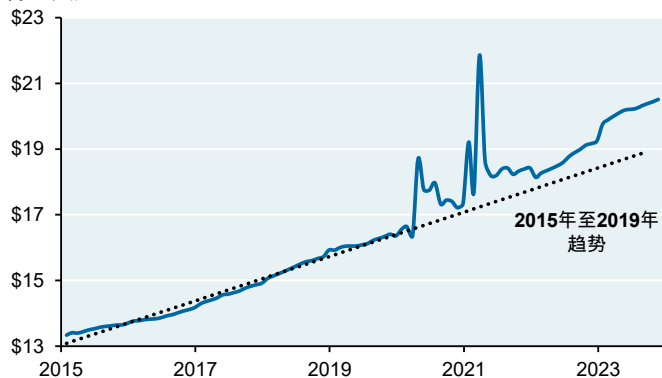
密歇根大学指数得分（正面%-负面%+100）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

美国名义可支配个人收入

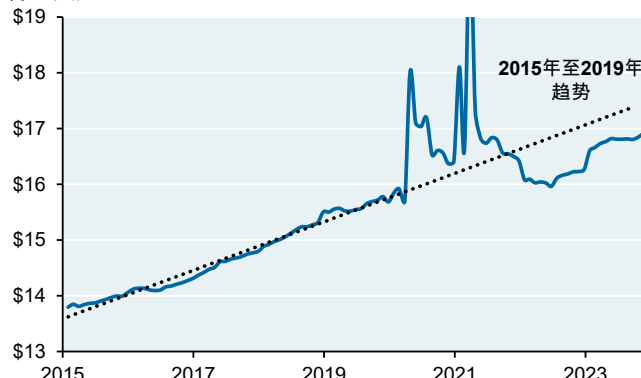
万亿美元



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

美国实际可支配个人收入

万亿美元



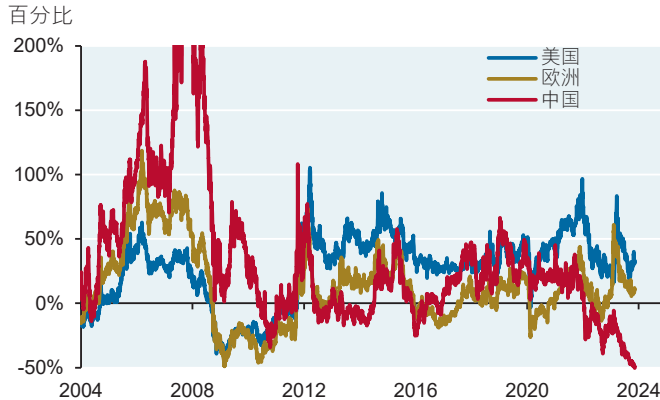
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

中国股市：所有价值陷阱走向终点.....终将结束

中国自2001年加入世界贸易组织后的出色股票表现已成为遥远的记忆。中国一直以低于美国的估值倍数交易，大多数时候甚至低于欧洲。最终的结果：中国股市投资者表现不佳。自2019年1月1日起：美国大盘股上涨107%，欧洲股票上涨58%，而中国股票则下跌17%。中美于2022年12月达成协议，允许美国证券交易委员会审查中国企业财务报表，投资者情绪未如预期般改善，即便是疫情后重开也没有转变。中国后续或将出台更多刺激措施，但目前看来较为温和。还未出现政策转变支持国家冠军企业，中国最新控制游戏和消费刺激的举措令腾讯股价于12月22日下跌约10%。

近年来，中国出现了巨大的价值陷阱。根据我的经验，大多数价值陷阱最终都会结束。我以为去年接近尾声，但并非如此。中国高达40%的储蓄率是股市反弹的潜在弹药，但目前还没有催化剂。**如果真有什么的话，中国股市正在退步：私募板块的市值份额从2021年6月55%的峰值下降到2023年6月的39%¹⁰。**如果投资年限较长，并相信中国最终会采取需求方面或供应方面的措施来结束目前的困境，那么长仓可能带来回报。毕竟在5年前，有多少人会想到今天的日本会出现股市复兴？

美国、中国和欧洲滚动三年股市表现



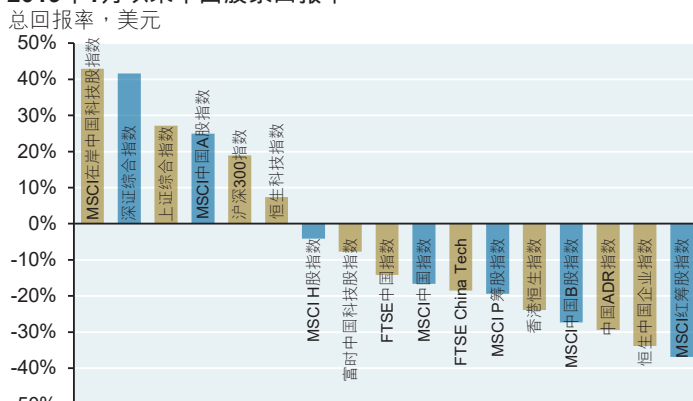
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

美国、中国和欧洲远期市盈率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

2019年1月以来中国股票回报率



资料来源：彭博。2023年12月26日。蓝色：MSCI子成分指数。黄色：指数。

中国股市字母解读

MSCI中国指数：A/H/B股、红筹股、P筹股和美国存托凭证(ADR)

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中国公司(一般为国有企业)

P筹股：与红筹相同，但为非国有企业

美国存托凭证(ADR)：在纽约证券交易所/纳斯达克上市。

¹⁰ 彼得森国际经济研究所，2023年7月

中国可能需要另辟蹊径来启动其资产价格和经济，特别是在美国即将出台新一轮竞争措施的情况下，以及对国际投资者来说时机不佳

「中美战略竞争特别委员会」发布了一份长达53页的报告，其中包含100多项两党建议。该报告表明，越来越多的人支持对中国征收更高的关税、对中国进口实施更严格的限制、对中国高科技出口施加更多限制并禁止与更广泛的中国企业进行贸易。该委员会不具备立法权，选举前也不可能通过任何新的法案。但这是此后可能预示了未来情况。华盛顿两党的坚定合作是应对中国的政策。

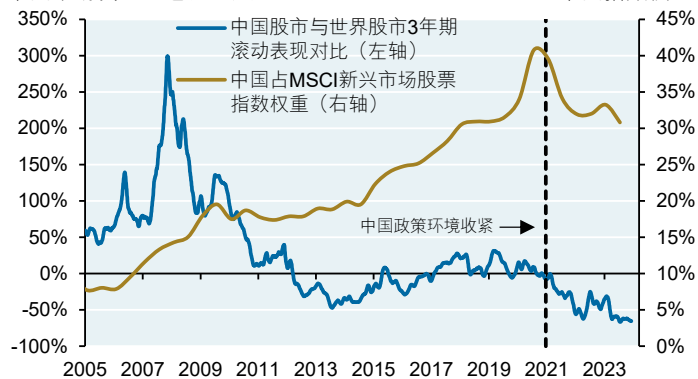
以下是委员会一些值得注意的建议的摘要¹¹：

- 将中国转移到新的关税类别，从而导致更高的关税
- 对来自中国的传统半导体征收关税
- 大型上市公司必须每年披露与中国相关的主要风险
- 密切关注中国两岸关系
- 如果外国对手方拥有、控制或开发实体，则禁止进口和出口对国家安全至关重要的产品和服务(量子计算、生物技术、人工智能、自主系统、先进能源搜索、天基技术和监视技术)
- 强制撤资或禁止外国对手方控制的社交媒体平台，例如TikTok
- 将华为、中兴等电信供应商列入「实体清单」
- 禁止因政府制裁而对中国企业进行投资，并限制对中国计划主导的行业投资
- 将投资于中国公司的资本利得和股息作为普通收入征税(！！)
- 授予美国外国投资委员会对更广泛投资类型的管辖权

时机不恰当：就在中国政策环境收紧，MSCI将中国在其新兴市场股票指数中的权重提升至40%的历史最高水平。换句话说，指数驱动的投资者在可能在中国股票崩盘之前就买入了它们。右图所示的中国经济披露数据的下降也不能提振信心

中国指数权重、表现和政策变化

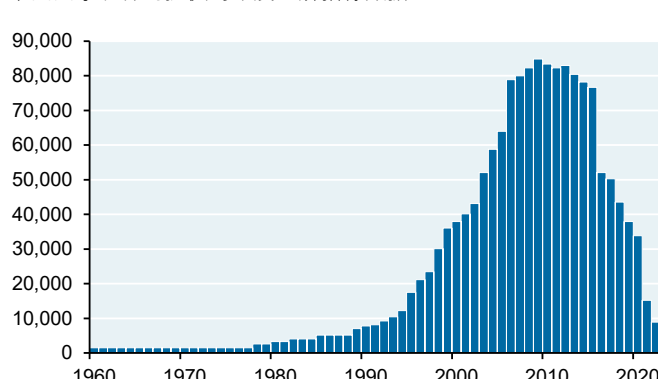
中国市场表现，连续28天



资料来源：彭博、摩根资产管理。2022年11月30日。

中国经济信息披露

中国国家统计局提供的年度经济指标数据

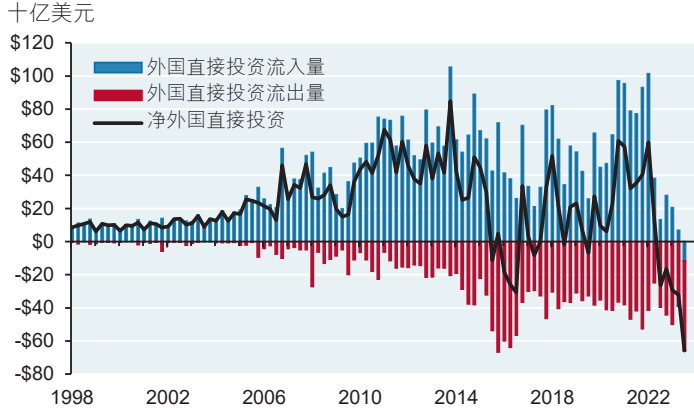


资料来源：《金融时报》，2022年10月21日，基于CEIC/ CNBS数据

¹¹「国会准备对中国采取更强硬态度」，Piper Sandler，2023年12月21日

经济数据。入境外资直接投资首次跌入负值区间。虽然中国的实际经济活动和住房指标正在从低水平改善，但经济咨商局仍预计其GDP增速将从2023年的5%降至2024年的4%。中国的挑战源于房地产投资配置不当，而非工业产能过剩。中国的住房自有率达到约90%的峰值水平，而且20%的中国家庭拥有超过一套住房。最新数据还显示，生产者和消费者价格普遍出现通缩，银行体系持续疲软，净息差仅为1.75%，而美国为3.25%。摩根大通中国经济学家预计，2024年中国预算赤字将小幅上升，利率和存款准备金率将小幅下调，并将实施缓解地方政府压力的计划¹²。

中国的外国直接投资首次跌入负值区间



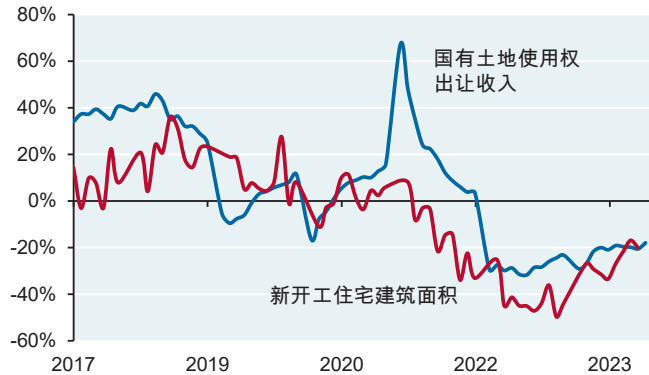
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年第三季度

中国实体经济活动依然疲软



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

中国房地产拖累：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11月

中国消费者信心



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年10月

中美住房比较

	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*	~40倍	~10倍
直接房地产相关活动占GDP的比重	18%	6%	房屋拥有率	90%	66%

资料来源：Empirical Research、CEIC、NIH、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

中国人均住房面积为430平方英尺，是欧洲或日本水平的两倍(D. Gros/项目辛迪加)

¹²「大中华区2024年展望：常态的负担」，摩根大通亚太经济研究部

肥胖的多米诺骨牌效应：减肥药对股市的影响

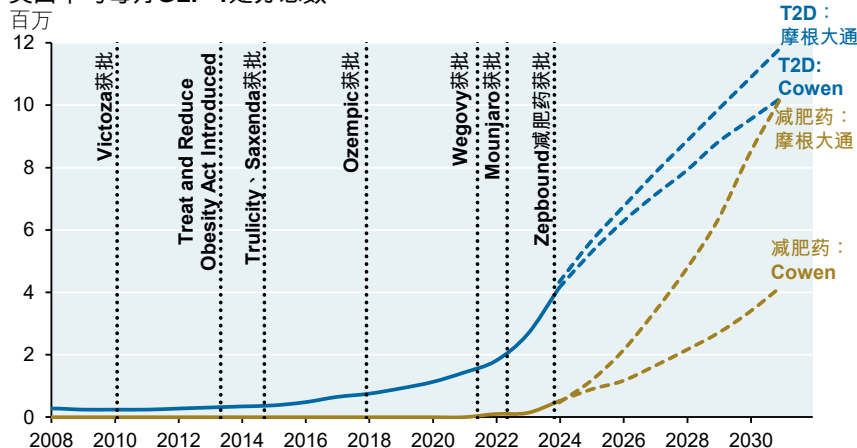
GLP-1 药物¹³在治疗糖尿病和肥胖方面疗效卓著，初步数据表明它们也可能有助于治疗与肥胖相关的并发症，甚至是成瘾行为/疾病(如酗酒)。股市已在定价上反映人类行为后续会出现的重大变化，胰岛素制造商以及酒精/含糖饮料和休闲食品制造商的股价受到负面影响。

目前正在研发中的针对糖尿病和肥胖症市场的减肥药物种类超过100种。医药研究人员预计，GLP药物的全球销售额将于2030年超过1,000亿美元，即便该类药物在适用人群的肥胖症市场中普及率仍处个位数。罗氏(Roche)抢在Carmot计划的IPO之前，于12月份斥资27亿美元收购了Carmot及其口服和1期和2期GLP注射药物，充分说明大型制药公司对这一领域的关注度和热情。我们的生命科学私募资本团队认为，这一机会的规模可能将迫使辉瑞、百时美施贵宝、默克、阿斯利康、葛兰素史克、赛诺菲、武田以及众多欧洲和日本制药公司通过风险投资支持的企业收购方式进入该市场。

然而，关于减肥效果在治疗结束后的持久性、目前GLP治疗的高昂费用将由谁支付以及并发症是否显著减少仍然存疑。本节中，我们将解答对投资者最重要的7个GLP问题。

- 谁来支付治疗费用？ 31
- GLP药物的减肥效果如何？副作用是什么？ 32
- GLP药物能否减少并发症？ 33
- GLP如何发挥作用，以及哪些重要试验可能会扩大市场规模？ 34
- GLP药物是否可以用于治疗成瘾问题？ 35
- 注射剂与口服药剂在GLP市场中的份额分别是多少？ 36
- GLP药物会对消费者行为和股市产生怎样的影响？ 37

美国平均每月GLP-1处方总数



¹³ GLP指胰高血糖素样肽。就本节而言，GLP还指用于治疗糖尿病、减肥和相关病症的类似酶。T2D指II型糖尿病。

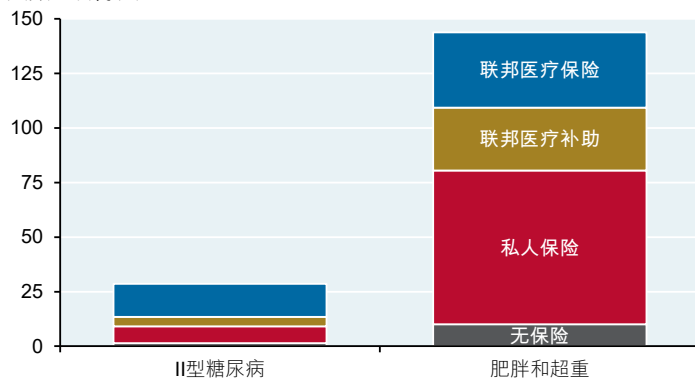
谁来支付治疗费用？

GLP的使用可能取决于保险覆盖范围的扩大。需要考虑三个保险类别：

- 私人保险** 保险福利顾问估计，30%-40%的雇主已制定计划将肥胖治疗药物Wegovy纳入保险覆盖范围，并预计未来几年内这一数字将上升至60%-80%¹⁴。然而，随着保险覆盖范围的扩大，授权障碍可能会有所增加；换言之，员工必须先尝试价格更低的治疗方法。此外，他们的保险覆盖范围可能取决于他们减轻了多少体重，且保险覆盖范围具有时间限制(尽管事实上，GLP的益处治疗结束后就会消失)。大约60%的美国雇主采取自筹资金保险计划，因此GLP制造商可能会选择与剩余40%向医疗保险公司投保的雇主进行接触。至于医疗保险公司，除非获得更高的保费，否则他们不太可能覆盖GLP药物
- 法律禁止联邦医疗保险(Medicare)覆盖肥胖治疗药物。** 虽然《治疗和减少肥胖法案》要求联邦医疗保险的药物部分(Part D)覆盖减肥药，但该法案(在过去的6届国会中提出过)的通过似乎没有太大动力。国会预算办公室正在等待更多研究，然后才能得出保险覆盖GLP药物能为联邦政府带来净节省的结论；迄今为止，国会预算办公室将保险覆盖GLP药物视为一项净支出¹⁵。目前尚不清楚第33页中所讨论的心血管疾病的适度减少是否足以令其改变这一观点。另一个障碍：按照司美格鲁肽(Wegovy)目前的价格，如果所有诊断为肥胖的联邦医疗保险投保患者都接受该药物治疗，联邦医疗保险费用每年将增加约1,350亿美元，占目前联邦医疗保险处方药D部分支出的94%¹⁶
- 联邦医疗补助** 计划可以根据各州情况选择将减肥药纳入保险覆盖范围，但价格可能必须大幅下降，各州才会选择将其纳入保险覆盖范围。在部分州批准联邦医疗补助覆盖丙肝药物之前，丙肝药物价格下降了约70%

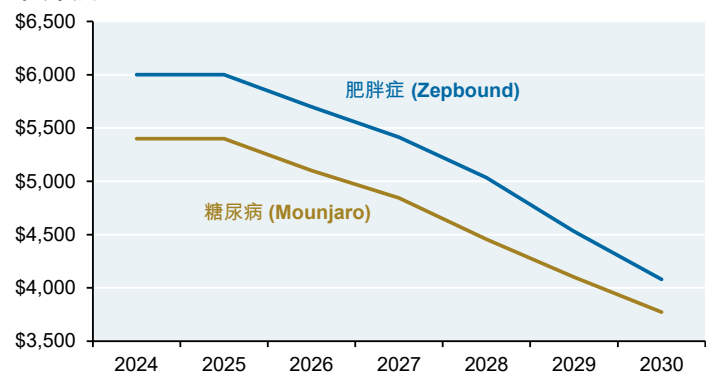
Mounjaro和Zepbound等GLP类药物的费用是多少？ 制药公司给出的标价约为每月1,000美元。然而，他们与保险公司付款人协商折扣，使每月净成本减少至接近500美元。如下图(右侧)所示，摩根大通股票研究部预计到2030年，这些药物的价格将下降三分之一。虽然几乎没有竞争的创新药物的价格通常会持平或上涨，但一些分析师认为，在这种情况下，降价可能会大幅提升市场规模。

按保险覆盖类型划分的GLP类药物潜在用户群
人数，百万人



资料来源：TD Cowen，2023年11月15日

预计GLP定价(按年份划分)
每年费用



资料来源：摩根大通股票研究部，2023年9月

¹⁴ [审视GLP-1类药物的更广泛影响]，摩根大通全球股票研究部，2023年10月24日

¹⁵ [呼吁在肥胖症领域开展新研究]，国会预算办公室，2023年10月5日

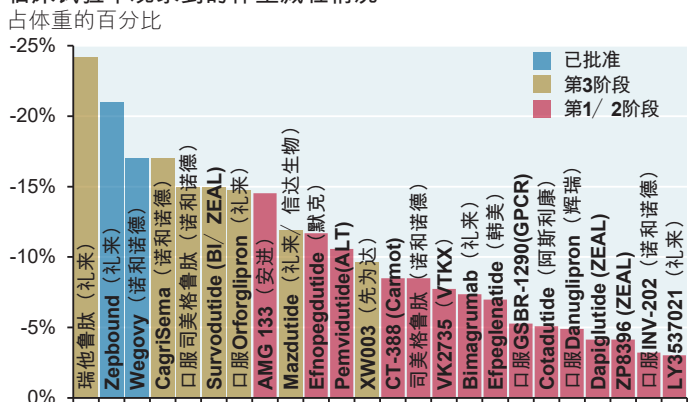
¹⁶ [联邦医疗保险D部分抗肥胖药物的保险覆盖]，新英格兰医学杂志，2023年3月16日

GLP药物的减肥效果如何？副作用是什么？

根据第一个图表，临床试验中观察到的体重减轻因药物和剂量方案而异。其他研究指出，体重减轻的程度与治疗时间有关：20周时，平均体重减轻约10%，40周时约为15%；此后，体重减轻幅度趋于平缓。这些减肥结果低于减肥手术的25%-30%。

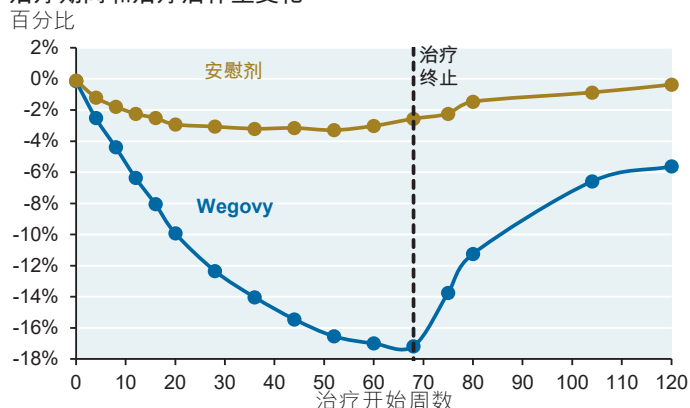
然而，当Wegovy和Zepbound治疗结束后，体重出现几乎恢复原状。同样，其他心脏相关的代谢改善在治疗结束后也回归到基线水平，例如血压、低密度脂蛋白水平和血红蛋白读数¹⁷。每位参与者都获得了Wegovy和生活方式干预指导(每四个星期进行一次饮食和运动咨询)；第68周时，停止所有形式的治疗。

临床试验中观察到的体重减轻情况



资料来源：TD Cowen，2023年11月15日

治疗期间和治疗后体重变化



资料来源：DOM药理学和治疗学杂志，2022年4月

虽然GLP治疗通常具有良好的耐受性，但它们确实会产生副作用，监测这一点非常重要

- 两种最常见的副作用：恶心(II/III期试验中参与者发生率为20%-45%)和呕吐(参与者发生率为10%-30%¹⁸)。试验中的其他副作用包括头痛、腹痛、便秘、腹泻和消化不良
- GLP类药物还与罕见的不良事件相关，包括胰腺炎¹⁹
- 知名品牌的司美格鲁肽药物以预装笔形式出售，并配有防止过量服用的安全措施。然而，药店也出售自有的未经FDA测试的浓缩式GLP化合物，需要患者自行填充注射器。使用这些化合物的人在服用过量后(恶心、呕吐、头痛等)，增加了对毒物控制中心的呼叫²⁰
- 有些服用GLP类药物的人还会有肌肉流失和骨密度降低等症状。需要进行更多研究来制定撤药和停药策略，以避免这些影响²¹
- 由于GLP类药物减轻多巴胺奖励效应以及可能导致一种称为「快感缺失」并与抑郁症有关的病症²²。某些GLP变异中报告了此类不良反应，但在III期司美格鲁肽肥胖试验中，治疗组和安慰剂组之间的精神影响没有差异²³

¹⁷「停用司美格鲁肽后体重恢复和心脏代谢影响」，《糖尿病、肥胖和代谢药理学和治疗学》杂志，Wilding等人，2022年4月

¹⁸「下一波抗肥胖资产」，高盛股票研究部，2023年9月26日

¹⁹「与胰高血糖素样肽1受体激动剂减肥相关的胃肠道不良事件风险」，不列颠哥伦比亚大学医学院，2023年10月

²⁰美国有线电视新闻网(CNN)，2023年12月14日

²¹「GLP-1药物减少主要心血管事件的大试验」，Eric Topol (Scripps Research)，2023年11月

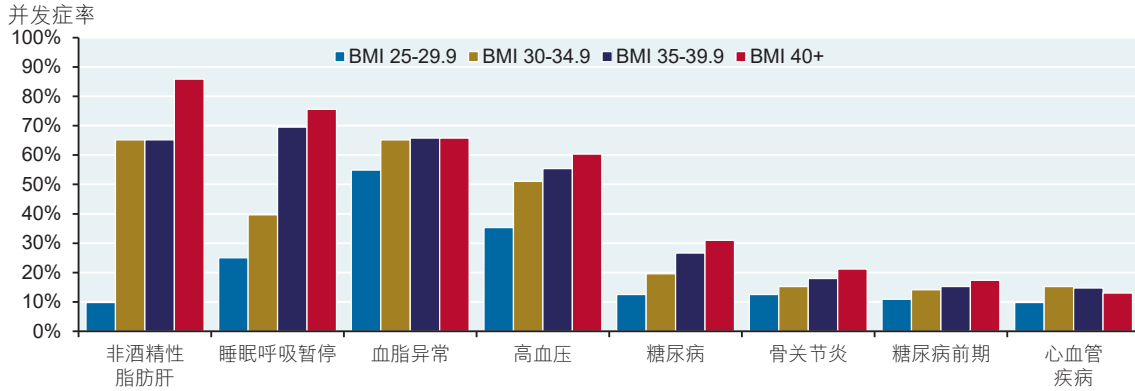
²²「热门减肥药物被测试作为成瘾治疗方法」，《科学》，Leslie，2023年8月

²³「病例报告：司美格鲁肽相关抑郁症」，精神病学前沿(NIH)，Li等人，2023年8月

GLP药物能否减少并发症？

如果私人 and 政府的保险覆盖范围确实扩大，可能是因为GLP类药物还可以降低与肥胖相关的疾病和病症的严重程度。大约80%的肥胖者至少患有以下一种并发症。该图表说明了这些并发症的发生率如何随着肥胖而增加，后者通过BMI(身体质量指数)来衡量。

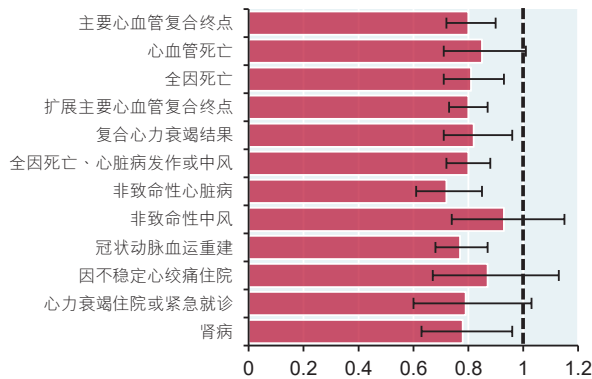
按BMI估计的肥胖相关并发症发生率



资料来源：TD Cowen，2023年11月15日

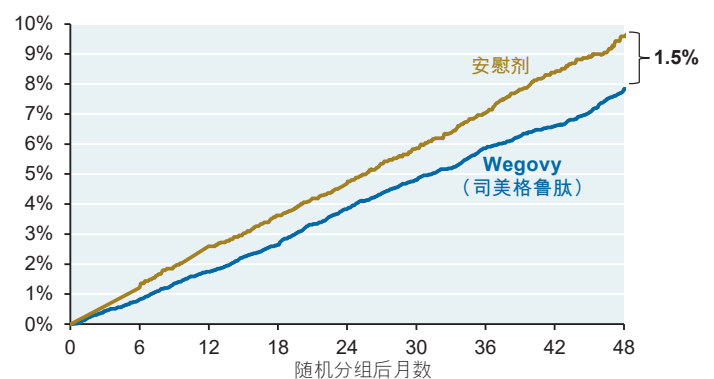
诺和诺德的SELECT试验评估了服用Wegovy的患者的**心血管结果**。该试验确实显示，与安慰剂组相比，主要不良心脏事件(MACE)减少了约20%。然而，MACE发生率的绝对降低幅度很低，仅为1.5%（安慰剂组为8.0%，Wegovy为6.5%），并且经过三年的GLP治疗才获得绝对益处²⁴。换言之，关于MACE减少好处作为昂贵药物保险覆盖范围的基础，还有一些重要的政策问题需要解决。也就是说，该试验确实证明糖尿病进展率降低了约70%，这是积极的发现。诺和诺德正在与FDA合作，以确定批准其GLP的「糖尿病预防」潜在基础；障碍在于FDA要求即使在患者停止服药后也能获得持久的效果。

主要不良心血管事件：司美格鲁肽与安慰剂
风险比（1=安慰剂），误差线显示95%置信区间



资料来源：Eric Topol、斯克里普斯研究中心，2023年11月

主要心血管复合终点
累积发生率百分比



资料来源：Eric Topol、斯克里普斯研究中心，2023年11月

了解第一个图表

红色条显示相对于安慰剂(得分为1)的每种不良结果的发生情况。这些线显示平均结果周围95%的置信区间。例如，与安慰剂组相比，非致命性心脏病发作的风险降低了28%，95%的置信度认为该值在15%至39%之间。

²⁴「GLP-1药物减少主要心血管事件的大试验」，Eric Topol，Scripps Research，2023年11月。

GLP如何发挥作用，以及哪些重要试验可能会扩大市场规模？

如前文所述，如果医疗保险的采用取决于明确涵盖肥胖药物的立法，那么前路还很漫长。然而，对GLP采用率的预测远高于之前分析师认为的水平，如果正在进行的试验取得成功，某些GLP药物可能会被贴上联邦医疗补助已经承保的心血管药物和/或其他治疗的品种。

除了T2D和肥胖之外，目前正在进行的20多项研究会扩大GLP药物可明确指定治疗的疾病范围：

正在进行的试验	Orfoglipron	Survodutide	CagriSema	替西帕肽	瑞他鲁肽	司美格鲁肽
心血管疾病						
阻塞性睡眠呼吸暂停						
慢性肾病						
晚期肝病						
膝骨关节炎						
阿尔茨海默病						口服
周围动脉疾病						
心力衰竭 (HFpEF)						
生产商	礼来	Boehringer	诺和诺德	礼来	礼来	诺和诺德

资料来源：高盛集团、摩根资产管理。我们将品牌名称大写，并将分子化合物显示为小写。Boehringer是指Boehringer Ingelheim与Zealand Pharma之间的合作伙伴关系

GLP似乎通过大脑通路发挥作用。来自多伦多大学丹尼尔·德鲁克(Daniel Drucker)最近发布了一项重要的GLP研究。德鲁克发现GLP通过大脑通路发挥作用，减少炎症²⁶。如果是这样，这极有可能意味着GLP有望用于治疗涉及炎症的疾病，例如阿尔茨海默病和帕金森病。德鲁克指出，上一页显示减少MACE的好处甚至在患者开始减肥之前就出现，这表明减肥并不是降低风险的唯一因素。

总体来看，GLP类药物对身体器官产生积极影响的方式有：

- 胃：减少胃排空和胃肠蠕动(食物从口腔到肠道的运动)
- 肝脏：减少糖异生和脂肪变性(减少肝脏脂肪、减少非酒精性脂肪肝)
- 大脑：减少食物摄入刺激和奖励行为
- 肌肉：增加胰岛素敏感性和葡萄糖摄取
- 胰腺：增加胰岛素分泌和合成，减少胰高血糖素分泌，增加β细胞存活率
- 资料来源：「抗肥胖药物发现：进展与挑战」，《自然评论》，2022年

²⁵ 「体重管理的期权价值」，高盛股票研究，2023年12月18日

²⁶ 「Ozempic和Wegovy可以通过针对大脑来减少炎症」，《新科学人》，2023年12月18日

²⁷ 「抗肥胖药物发现：进展与挑战」，《自然评论》，2022年，图4

GLP药物是否可以用于治疗成瘾问题？

GLP类药物通过减轻多巴胺活动来影响大脑中所谓的「奖励通路」。因此，研究人员正在评估GLP类药物是否可用于治疗酗酒和吸烟等强迫性行为。结果非常初步，但这是我们目前所得知的信息。

成瘾研究人员已经发现GLP类药物能够改变实验动物的奖励通路。服用GLP药物的啮齿动物和灵长类动物从酒精、可卡因、尼古丁和羟考酮中获得的多巴胺有所减少：

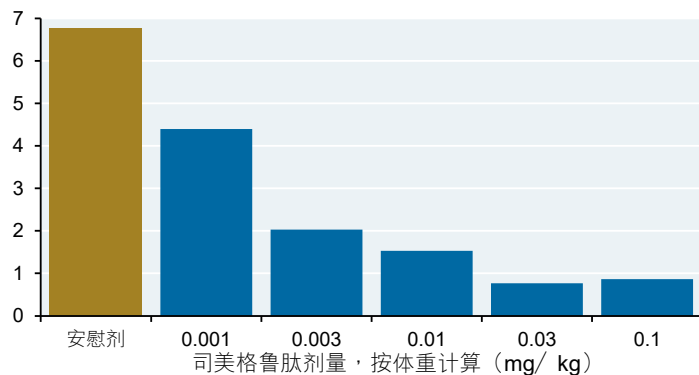
- 除了减少热量消耗外，司美格鲁肽还减少了小鼠的暴饮暴食情况²⁸
- GLP治疗显著减少了猴子的酒精消耗量²⁹，减少了大鼠的可卡因觅药行为³⁰，并减少了大鼠的羟考酮觅药行为²⁷。这些需要进行大量的实验来获得结果

目前正在进行研究来测试GLP类药物对人类的抗成瘾作用，但在得出任何结论之前仍需要做更多的工作：

- 在一项针对127名酒精使用障碍(AUD)患者的研究中，服用GLP类药物且肥胖的患者亚组的大量饮酒天数和总酒精摄入量显著减少。此外，当看到酒精图片时，接受治疗的患者大脑奖励中心的激活明显减少。然而，GLP治疗并没有减少其他超重程度较低人群的饮酒情况³²
- 德克萨斯大学研究人员发现，佩戴尼古丁贴片并注射GLP类药物的患者中有46%成功戒烟，而仅依赖尼古丁贴片的患者中有27%成功戒烟²⁹

接受GLP类药物的大鼠甜酒精消耗量

每公斤体重的酒精克数



资料来源：《临床研究杂志》，Chuong等人，2023年5月



²⁸「司美格鲁肽减少饮酒并调节中枢GABA神经传递」，《临床研究杂志》，Chuong等人，2023年5月

²⁹「猴子每天喝4小时酒精，持续10天(!!!)，然后分配到GLP组或安慰剂组。经过2-5周的负荷期后，测量并比较了GLP组和安慰剂组猴子的消耗水平。「胰高血糖素样肽1类似物对喜欢饮酒的长尾猴酒精摄入量的影响」，哥本哈根大学，Fink-Jensen等人，2018年10月

³⁰「腹侧被盖区胰高血糖素样肽1受体激活可减弱大鼠对可卡因的觅药行为」，《神经心理药理学》，Hernandez等人，2018年2月

³¹「每天让大鼠压杆注射羟考酮3小时。然后通过增加接受GLP类药物的大鼠和未接受GLP类药物的大鼠自我给药的难度，来测试他们自我施用羟考酮的动机。「GLP-1受体的激活会减弱羟考酮的服用和寻找，而不影响羟考酮在大鼠中的抗伤害作用」，《神经心理药理学》，Zhang等人，2020年2月。

³²「一项随机、安慰剂对照临床试验研究了每周一次艾塞那肽用于治疗酒精使用障碍」，《临床研究杂志》，Fink-Jensen等人，2022年10月

³³「艾塞那肽辅助尼古丁贴片促进戒烟并可能减少戒烟后体重增加：一个试点随机对照试验」，《尼古丁与烟草研究》，Yamine等人，2021年10月

注射剂与口服药剂在GLP市场中的份额分别是多少？

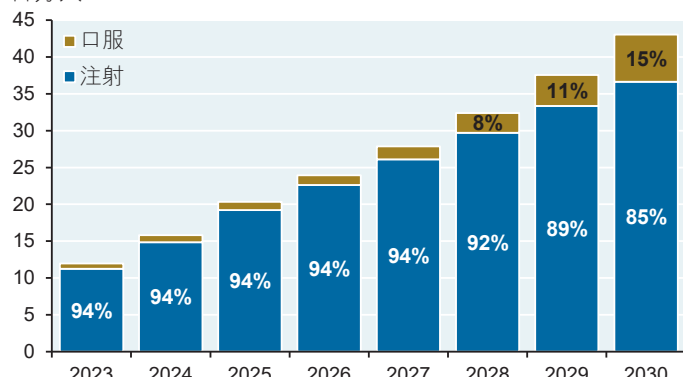
下一代GLP类药物的口服制剂可能会在未来几年上市并扩大市场，因为许多患者更喜欢药丸而不是注射剂，而且药丸通常更容易制造、储存和运输。但口服GLP类药物每剂需要更多的司美格鲁肽活性成分，因此可能会导致更多副作用：

- Rybelsus是诺和诺德糖尿病GLP治疗药物的药丸版本，在减肥方面的表现不及注射剂(服用一年后减重为5%，而注射剂为15%³⁴)，试验中因副作用导致的停药率为10%
- 在一项III期肥胖症试验中，口服司美格鲁肽的减肥效果与注射版本相似，第68周时体重减轻了17%。然而，口服版本需要限制食物摄入，且其功效变化较大
- 礼来公司的Orforglipron在一项II期肥胖试验中，到第35周时体重减轻了9%-15%，并且没有食物摄入限制，但恶心和呕吐仍是常见的副作用，导致停药率范围为10%-21%(取决于剂量)
- 辉瑞进行了口服GLP类药物试验(Danuglipron和Lotiglipron)，但由于前者停药率高和后者肝功能测试异常而终止

Cowen预计，到2030年，治疗糖尿病和肥胖症的GLP市场中只有15%是口服形式。摩根大通股票研究部以及摩根大通访问的多位医生预计，口服GLP类药物会出现更大的转变。我们认为一旦我们掌握了下一代口服GLP药物的更多数据，便能获得确定答案。

预测口服治疗与注射治疗的流行率、肥胖症和T2D

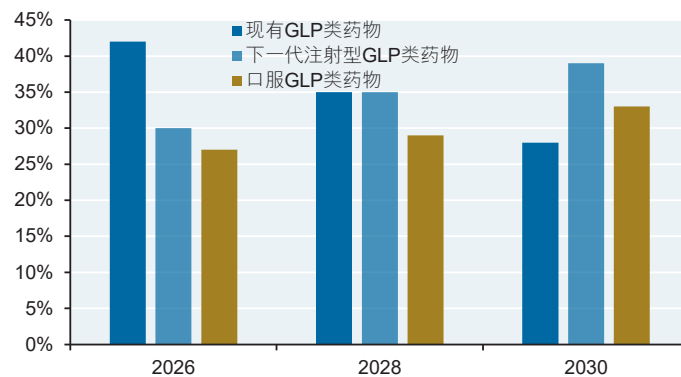
百万人



资料来源：TD Cowen，2023年11月15日

T2D治疗类型的医生调查

GLP使用百分比



资料来源：摩根大通股票研究部于2023年2月进行的调查

³⁴ [超重或肥胖成人每周使用一次司美格鲁肽]，NEJM，Wilding等，2021年3月

GLP药物会对消费者行为和股市产生怎样的影响？

让我们先来粗略估算一下，当人们服用GLP类药物时，消费者的行为会发生怎样的变化。摩根大通股票研究部分析师在2023年10月的报告中对此作出估计³⁵。由于样本量只有约500人，因此有很多注意事项，但我喜欢这种做法：数据科学家收集了家庭的实际支出收据并扫描了结果。研究涵盖了家庭是否服用GLP药物。无论每个家庭是否消费这些物品，都会显示每个服用GLP类药物家庭的消费变化；因此，对于的确消费这些物品的GLP药物服用家庭来说，单位消费下降幅度更大。

按家庭划分的预计单位消费同比变化

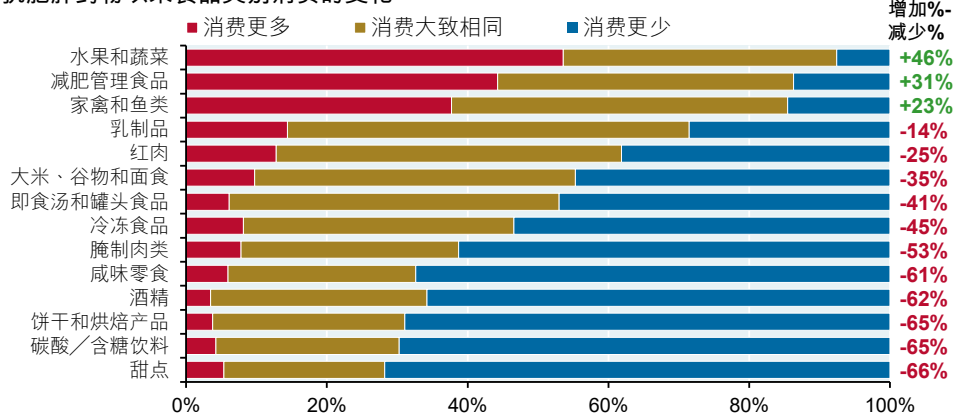
类别	GLP使用者	美国整体	偏差度
肉类零食	-27%	-2%	-26%
种子、坚果、混合干果零食	-31%	-5%	-25%
爆米花	-27%	-4%	-24%
饼干	-23%	1%	-23%
薯片	-19%	-1%	-18%
包装便携式甜食	-11%	3%	-15%
烘焙和烹饪	-8%	5%	-13%
包装饼干	-11%	1%	-12%
软饮料	-15%	-4%	-11%
罐头	-11%	0%	-11%
面食和面条	-3%	7%	-11%
熟食店和预制食品	-12%	-2%	-10%
店内面包店	-8%	2%	-10%

资料来源：摩根大通全球股票研究部、Numerator、摩根资产管理，2023年9月17日



调查的精确度有待提升，因为它们依赖于家庭对消费行为的回忆。无论如何，以下是2023年夏季对311名BMI>27的GLP患者进行的一项调查结果³²。这些患者已服用GLP类药物超过两周。请注意，该调查并未衡量单位消费的下降；它只是简单地测量总体单位消费是更高、更低还是持平。从方向上看，这两个结果是相似的：不健康的食品和饮料消费减少。

自开始使用抗肥胖药物以来食品类别消费的变化



资料来源：摩根士丹利AlphaWise调查，2023年8月

³⁵「审视GLP-1类药物的更广泛影响」，摩根大通全球股票研究部，2023年10月24日

³⁶「主题阿尔法：肥胖」，摩根士丹利股票研究部，2023年10月19日

2023年夏，随着诺和诺德公布Wegovy的肥胖症试验结果，股市开始对GLP普及率提高带来的赢家和输家进行定价。下图显示了行业示例，GLP制造商大幅上涨，而胰岛素制造商以及酒精饮料和休闲食品分销商(Dollar Tree、Dollar General、BJ's Wholesale)则下跌。2023年，GLP回报率几乎与FAANGM和人工智能回报率一样高(人工智能回报率基于包含36只股票的说明性人工智能ETF)。

值得关注的是，快餐和胰岛素行业在下半年的复苏情况。这可能是股市上涨的简单反映，也可能反映出投资者对GLP采用速度以及其对其他医疗状况的影响更加谨慎。研究领域对于这些采用率存在很大差异。例如，TD Cowen估计，美国GLP在糖尿病和肥胖症方面的普及率于2030年将分别达到33%和3%，普及率定义为潜在服用该药物的患者比例。摩根大通研究分析师认同糖尿病的普及率(到2030年将达到35%)，但预计肥胖症的普及率数据则是比TD Cowen估计值更高的15%。

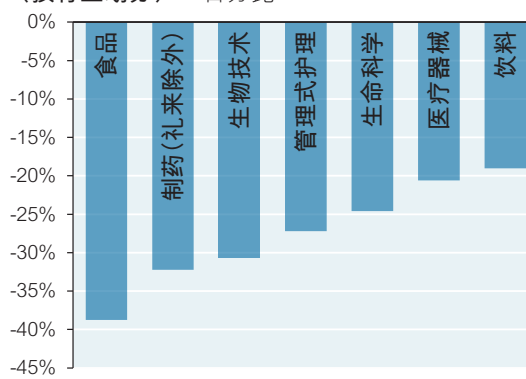
TD Cowen对肥胖症的预测普及率数据较低，这也就是为什么他们认为GLP类药物不会对相关医疗行业产生负面影响。例如，我们以影响肥胖人群的心血管事件为例。经历过此类事件的肥胖患者比例为13%。根据Cowen预测的肥胖普及率为3%，到2030年，这一数字只会达到40万人。即使GLP类药物能够完美治愈心血管疾病，也只是令有心血管疾病的总人数减少0.5%。以下表格中其他病症也呈现同样的相对幅度，这表明相关病症药物和治疗方法的股价目前出现大跌可能为时尚早。

GLP-1对股票板块和行业影响



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

大盘股与标普500指数的年度相对回报率比较 (按行业划分)，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月26日

到2030年，由于肥胖患者服用GLP类药物，预计池数量将减少

并发症	肥胖的平均并发症率	服用GLP类药物肥胖患者的并发症发生率降低(百万)	由于肥胖患者服用GLP类药物而导致总池规模减少(%)
非酒精性脂肪肝	72%	2.1	1.0%
阻塞性睡眠呼吸暂停	62%	1.8	1.1%
慢性肾病	20%	0.6	0.5%
骨关节炎	18%	0.5	0.4%
T2D/ 糖尿病前期	15%	0.4	0.4%
心血管疾病	14%	0.4	0.5%

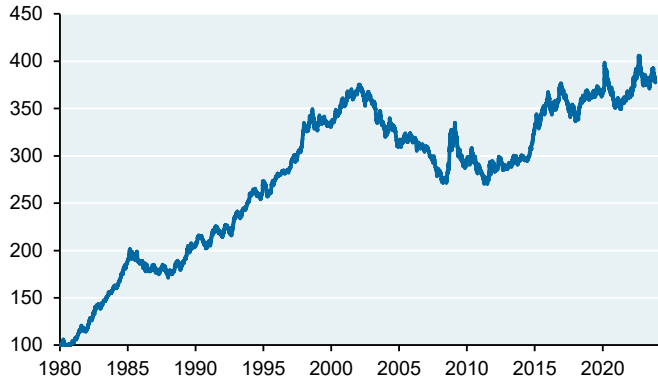
资料来源：TD Cowen，2023年11月15日

2024年的十大意外榜单，谨此纪念拜伦·维恩(Byron Wien)

市场策略师拜伦·维恩于去年辞世，终年90岁。30多年来，无论是在摩根士丹利还是在黑石，拜伦都会列出来年的十大意外清单。我从未读过任何对拜伦的预测打分的文章，因为这不是重点。他的预测有如一种逆向思维的练习，锻炼思考在一个市场共识占主导的行业中可能会发生什么。这一次，我会列出我的2024十大可能意外榜单，谨以此向拜伦致敬。

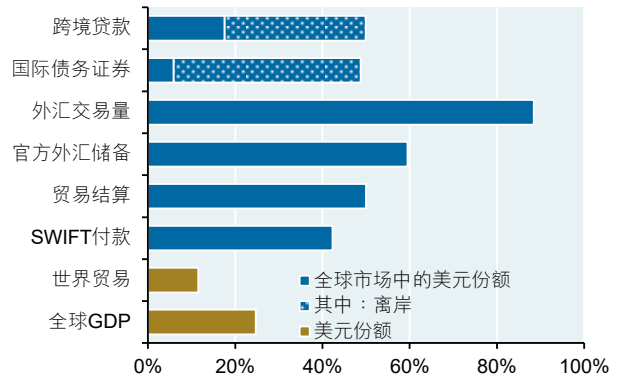
[1] 美元保持稳定。尽管有关美国制裁会令美元武器化的担忧持续不断，但2024年结束时，美元贸易加权指数较年初变动不超过正负7%。此外，美元将保持其在全球贸易结算中约50%的份额。

美联储贸易加权名义广义美元指数
指数(100=1980年1月)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月22日

美元的国际地位
百分比

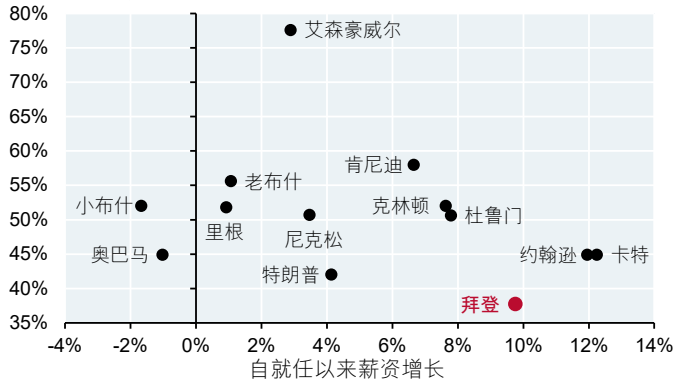


资料来源：国际清算银行季度回顾。2022年12月5日。

[2] 美国司法部/联邦贸易委员会赢得一次大型反垄断案件。自微软反垄断案³⁷之后，经过20多年的平静期，司法部和/或联邦贸易委员会赢得目前正在针对谷歌、亚马逊、Meta和T-Mobile的大型反垄断案之一(详见第9-12页)。

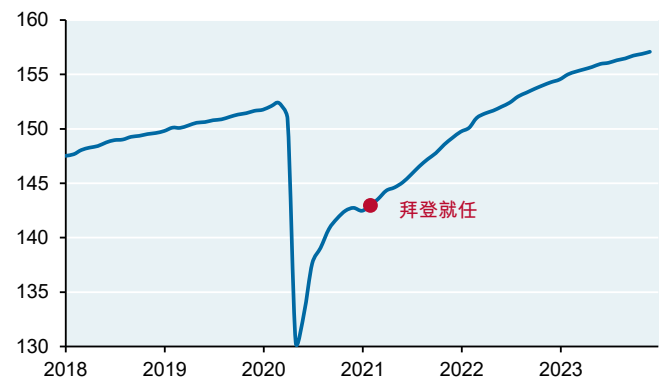
[3] 拜登总统以健康为由，在「超级星期二」和11月份大选之间的某个时间退出竞选。拜登将「火炬」传递给民主党全国委员会指定的替代候选人。对于一位自就职以来创造了约10%就业机会的总统来说，拜登的支持率较低，尽管这一数字是因他的就任恰逢新冠疫苗推出和美国经济重新开放的副产品。请参阅我们的**11月份放眼市场**，了解初选期间或大选前后候选人更换流程的详细信息。

总统受欢迎程度和创造就业机会
总统就职后1,051天的支持率80%



资料来源：538、彭博、摩根资产管理，2023年12月6日

非农就业人数
就业人数，百万



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月

³⁷ 华盛顿地方法院于2001年裁定微软的行为构成《谢尔曼法》第2条规定的非法垄断，但美国上诉法院部分推翻了该判决。美国司法部和微软最终达成和解，微软同意调整一些商业行为

[4] 无人驾驶汽车即将迎来强烈抵制。在少数几个在实境条件下测试全部5级自动驾驶汽车的地区(旧金山、奥斯汀)发生了一系列状况，阻碍了前往医院的救护车、妨碍了其他紧急救援人员、引发了事故、加剧了拥堵并抢占人行道，其中一个事件导致Cruise首席执行官辞职。据报道，Waymo此后增加一项技术，令消防员能在车辆停止移动时控制车辆。

LiDAR (自动驾驶汽车技术)类股票已从峰值下跌85%，而且我认为不会很快出现反弹。我认为自动驾驶汽车有可能将迎来居民的强烈抵制，人们认为自动驾驶汽车就像四处横行的城市滑板车³⁸一样令人讨厌，对某些人来说方便了，但对另一些人来说却意味着危险和不便。

特斯拉甚至在2级自动驾驶(该级别系统在驾驶过程中需要驾驶员的监督)上都遇到了问题。美国国家公路交通安全管理局调查了一系列涉及特斯拉自动驾驶仪的事故，发现其确保驾驶员合规的方法存在缺陷，可能导致「可预见的误用」。去年12月，特斯拉召回200万辆汽车，更新软件以要求提升驾驶员合规水平。

LiDAR类股票

指数 (100=2019年12月)

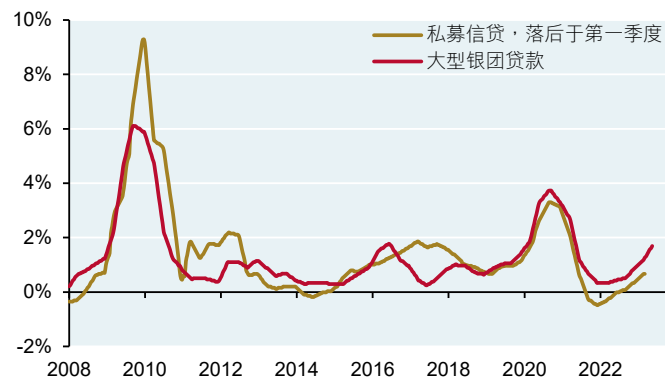


资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月27日

[5] 大型银团贷款(BSL)损失将首次超过私募信贷损失。根据历史经验，它们各自的损失率并没有太大差异。但经过十年相对宽松的贷款承销，包括维护契约、EBITDA返还、到期启动条款、知识产权转让限制以及其他条款和条件，这种情况将会改变。换言之，与私募信贷相比，贷款市场的承销问题更加突出。请参阅我们于12月5日发布的放眼市场另类资产投资回顾了解更多详情。

BSL和私募信贷的损失率估计

过去12个月的损失率



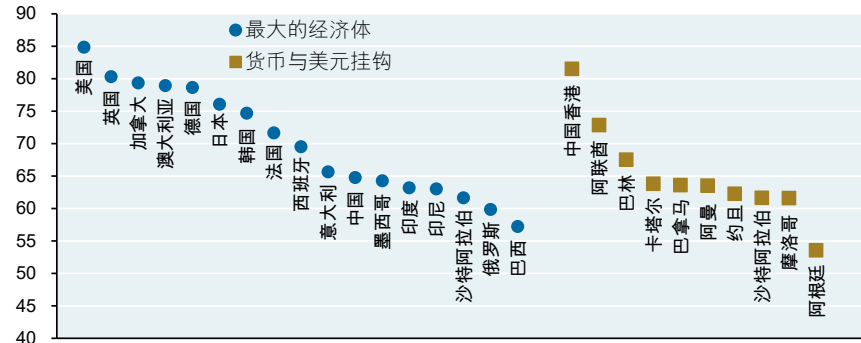
资料来源：Cliffwater、穆迪、高盛全球投资研究部，2023年第二季度

³⁸ 滑板车公司Bird通过SPAC上市，估值为23亿美元。Bird当前市值：700万美元

[6] 阿根廷美元化如果实施，则必然失败。每当卡托研究所、美国企业研究所和《城市日报》达成一致时（比如在支持阿根廷实施货币美元化的积极前景上），我就会感到怀疑。阿根廷总统米莱(Milei)需要三分之二的多数票才能通过美元可兑换性所需的宪法改革。此外，阿根廷需要大量外汇储备和更高的储蓄率才能尝试这一举措。但即使他们能够实现这些最初的目标，美元化实施后也会失败。

可兑换其他货币通常仅在具有以下某种组合的地方才可行：(1)高水平的生产力、灵活性和商业活力，让经济能够吸收国内外冲击；(2)「白衣骑士」贷款机构，例如欧洲央行和欧盟委员会；和/或(3)大量与大宗商品相关的外汇储备，以在需要时捍卫货币挂钩机制。阿根廷并不具备这些特征，并且虽然米莱正在努力(见下图)，我怀疑这是否能够实现。美元化将在相当短的时间内转向去美元化。

制度、劳动力市场灵活性、商业自由和商业活力
分数，0-100（100=最高）



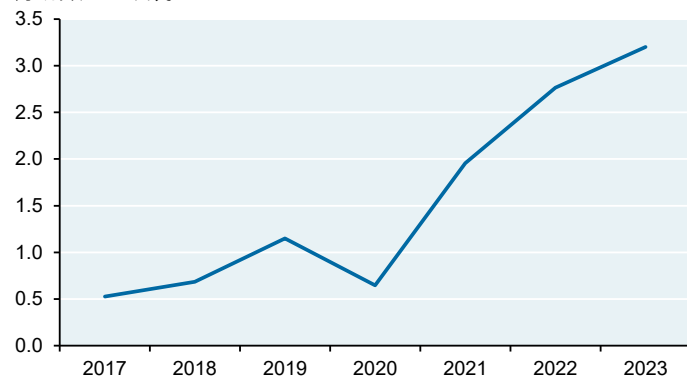
资料来源：世界经济论坛、世界银行、弗雷泽研究所、华尔街日报、摩根资产管理，2023年

到目前为止，米莱的建议/里程碑

- 航空、能源、铁路、媒体、供水和下水道私有化。
- 削减200亿美元的公共开支。
- 放开能源价格、食品价格、劳动力市场和医疗保健价格。
- 取消18个部委中的9个。
- 结束对贫困地区工业发展的激励措施。
- 解雇5000名政府雇员。
- 不限制购买外国土地。
- 将合同付款的加密合法化

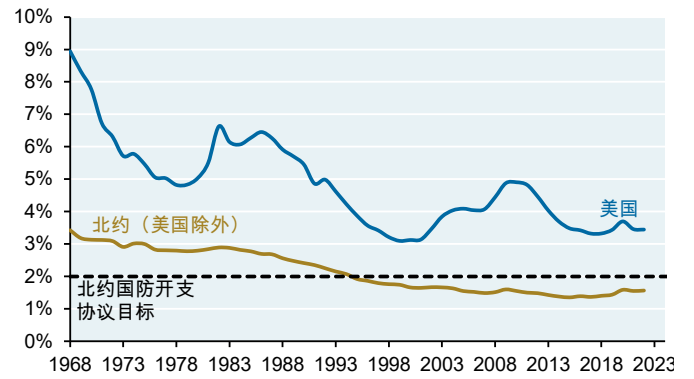
[7] 俄乌冲突仍在继续，2024年仍无法实现停火。尽管据报道俄罗斯损失了87%的战前现役部队(315,000人员伤亡)和三分之二的坦克³⁹，但并未停火，战争又拖了一年。因为正值选举年，跨境过境人数激增，民主党同意共和党在美国边境安全方面提供更多资金，在此之后，美国对乌克兰的一些财政支持得以维持。俄罗斯发动战争最终迫使欧洲将GDP的2%用于国防，这是欧洲在2006年北约协议中同意但一直没有遵守的一点。根据我们的计算，自1983年以来，欧洲在国防上的支出不足2.0万亿美元，而是依赖于美国的支出。

美国海关和边境保护执法行动总数，
行动数量，百万



资料来源：美国海关和边境保护局、摩根资产管理，2023财年（2022年10月至2023年9月）

美国与欧洲国防开支比较
占GDP的百分比



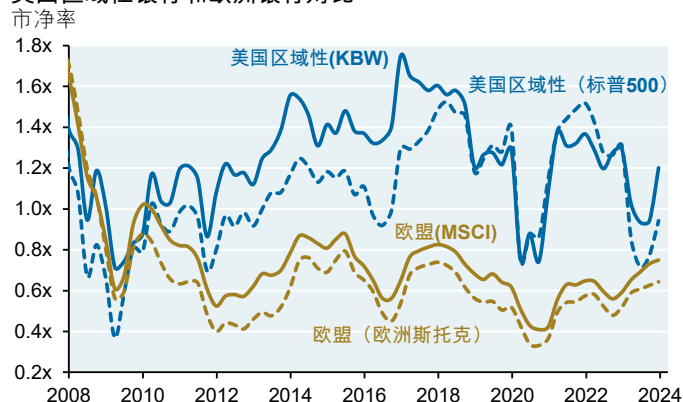
资料来源：世界银行、SIPRI、美联储、摩根资产管理，2022年

³⁹《纽约时报》和《华尔街日报》，12月12日，基于向国会提交的美国解密情报报告

⁴⁰《放眼市场》，2023年11月14日；见第5页

[8] 虽然暴风雨笼罩着美国区域性银行，但它们的股票在**2024年**将表现良好，市净率将保持稳定或上升。当硅谷银行倒闭时，美国区域性银行的估值暂时与欧洲趋同。随后，美联储和联邦存款保险公司史无前例的救援行动减缓了存款外流。尽管面临美国国债「资不抵债」、商业地产资产减记、对存款的争夺以及贷款增长放缓等挑战，但2024年美国区域性银行的市净率仍保持在1.0倍或更高水平，并拉大了与欧洲的差距。

美国区域性银行和欧洲银行对比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年12月

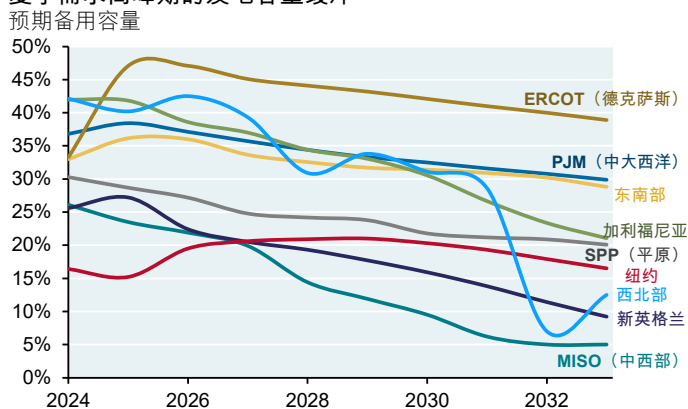
地区性银行救援：在某些方面，前所未见

美联储：银行首次可以向美联储抵押资产，以借入按面值计算的贷款，即使抵押品现值较低（银行定期融资计划）。

联邦存款保险公司：尽管硅谷银行是风险投资存钱罐，储户还是得到救助。硅谷银行储户随着IPO日历年经历跌宕起伏；它只有3%的存款得到了全额保险；它提供风险贷款，以换取存款的排他性；它的平均账户余额>100万美元；它的平均未保险账户余额>400万美元；它的前十大储户有130亿美元的未保险存款，尽管从过往的联邦存款保险公司决议所见，没有保险的储户往往也需承受损失，但这次的上述存款都得到了救助

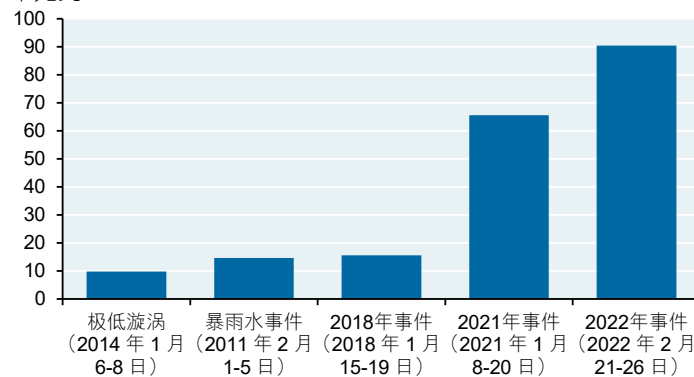
[9] 由于可调度发电(核能、煤炭、天然气)的退役以及在管道、天然气储存和越冬方面的投资不足，美国主要城市将面临停电和/或天然气停运(情况更加糟糕)。北美电力可靠性协会刚刚发布了2023年的风险评估。NERC强调即使在正常的高峰条件下，停电的风险也最大的地区：从明尼苏达州一直延伸到路易斯安那州的中西部米索。提到了纽约、新英格兰和整个美国西部在更极端天气条件下的停电风险。NERC指出，由于电气化、新能源(风能和太阳能)的间歇性越来越强、到2033年有80-110千兆瓦的核能和化石燃料发电将退役(这是目前装机容量的7%左右)，峰值负荷正以「令人震惊的速度」上升。备用容量显示了每个地区对夏季需求激增的缓冲；左边的图表概述了NERC对未来备用容量的评估。还请注意，在寒冷的天气风暴期间，计划外的停电一直在增加。

夏季需求高峰期的发电容量缓冲



资料来源：「2023年长期可靠性评估」，NERC，2023年12月

由于天气寒冷，全国发电量无法达到峰值，千兆瓦



资料来源：「冬季风暴埃利奥特(Elliott)报告」，NERC，2023年12月

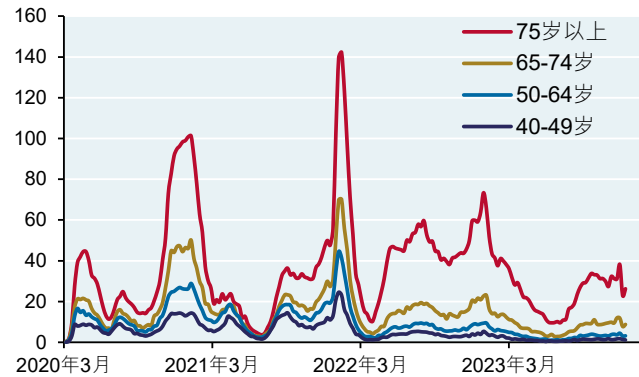
如果你认为停电很糟糕，那么天然气停电会更加糟糕。在2022年12月的冬季风暴埃利奥特(Elliott)侵袭期间，寒冷的天气导致天然气生产井口、管道和分配故障。较低的48个州的干气产量下降了16%，马塞卢斯页岩和尤蒂卡页岩的产量下降了23%-54%。12月25日，为联合爱迪生提供服务的州际天然气管道由于产量损失和运营问题而出现压力下降。联合爱迪生恢复了备用LNG供气系统的压力，直到整个系统的压力恢复正常，最终勉强避免了天然气系统的停运。

在天然气中断期间，当地的天然气分销公司需要**逐个建筑**走访，并关闭燃气阀，以确保残余气体不会渗入指示灯熄灭的单位。在系统恢复过程中，主分配系统将被净化；然后，工作人员必须在每个服务点确保供暖和烹饪燃气管道得到安全净化并运行，然后才能恢复服务和重新点燃指示灯。任何有安全问题的家庭或建筑物都需要在恢复天然气之前进行修复。即使是13万名客户的服务受到中断也会被认为是一次重大事故，可能需要五到七周(！！)来恢复。大规模停电还可能造成大量的财产损失，因为水在结冰时会膨胀，导致房屋和建筑物内的水管破裂。

[10] 研究人员将完成吸入式新冠疫苗的研究，该疫苗将大幅减少病毒传播。今冬的新冠疫情影响形势比前三个冬季要温和得多，特别是对于75岁以下的人来说；住院人数的增加大部分来自75岁以上的人群。还有证据表明单价XBB.1.5强化剂是有效的：荷兰疾病预防控制中心报告称，即使是老年人，XBB疫苗在降低住院和入住重症监护室风险方面的有效率也高达70%。但XBB强化剂对于防止病毒传播并没有多大作用；它最多可以在第一个月抑制30%-40%的感染风险，之后其防止感染的功效就会下降。

需要什么：吸入式疫苗，产生粘膜免疫力，阻断感染并减少传播。目前正在开发几种吸入和气管给药蛋白质，它们已经在非人灵长类动物身上引起了针对新冠病毒的强大免疫和T细胞反应；我猜测其中一种蛋白质将在2024年获批。

美国新冠肺炎住院人数（按年龄划分）
每100,000人的每周比例



资料来源：美国疾病控制与预防中心、摩根资产管理，2023年12月16日

新年快乐。考虑到即将到来的大选，我认为这将是丰富多彩的一年。

岑博智先生(Michael Cembalest)
摩根资产管理

重要信息

本报告对来自大通信用卡及借记卡交易的经挑选资讯采用非常严格的安全协议，藉此确保所有资讯保密及安全。所有经挑选资讯经过高度整合，全部独家可识别资讯(包括姓名、账户号码、地址、出生日期及社保号码)，在本报告作者收到有关资讯之前已经全部移除。本报告资讯并不代表大通信用卡及借记卡持有人整体数量。

本文件表达的观点、意见及预测，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。

本报告所载观点不拟作为在任何司法管辖权区内买卖任何投资的建议或推荐意见，亦不拟作为摩根大通或其任何附属公司就参与本报告所述任何交易而作出的承诺。本报告载列的任何预测、数据、意见或投资技巧及策略乃根据若干假设按目前市场状况而作出，仅供说明用途，如有更改，恕不另行通知。本报告载列的全部信息于编制当时均被视为准确。本文件并无载列足够数据以支持任何投资决策，您不应据此依赖作为评估任何证券或产品投资的好处。此外，本报告使用者须自行就有法律、监管、税务、信贷及会计影响作出独立评估，并且必须与其自身的专家顾问一同决定本报告所述任何投资是否相信适合其个人目标需要。进行任何投资决定前，投资者必须确保自己已取得所有可供获取的相关信息。投资者务须注意，投资涉及风险，投资价值及所得回报可能取决于市场状况及税务协议而波动，投资者不一定可全数取回投资本金。过去表现及收益率并非目前及未来业绩表现的可靠指标。

本报告所述非关联实体仅供说明用途，不应诠释作为已获摩根大通公司或其关联公司认可或保荐。公司名称仅供说明之用，在任何时间点投资组合未必持有该等公司。本文表达的观点均为投资组合经理的观点，可能与其他摩根大通雇员和附属公司的观点不同。列举例子并非宣传、招揽或推荐购买该证券。

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。

就摩根资产管理客户而言：

「摩根资产管理」是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

在适用法例所容许的范围内，我们可进行电话录音及监察电子通讯记录，藉以遵从我们的法律及监管规例和内部政策。摩根资产管理将会根据我们的隐私政策收集、储存及处理个人资料(详情可浏览：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>)。

可访问性

仅适用于美国：如果您是残障人士并需取得额外支援以查阅本文件，请致电我们寻求协助(电话：1-800-343-1113)。

本通讯文件由下列实体发行：

在美国，由摩根大通投资管理有限责任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另类资产管理有限责任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)发行，两家公司均须受美国证券交易委员会监管；在拉美，由当地摩根大通实体(视情况而定)发行并仅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根资产管理(加拿大)有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)发行并仅供机构客户使用，该公司乃加拿大所有省份及地区的已注册投资组合经理及获豁免市场交易商(除了育空)，同时也是卑诗省、安大略省、魁北克省以及纽芬兰和拉布拉多等地的已注册投资基金经理。在英国，由摩根资产管理(英国)有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)发行，该公司须受英国金融行为监管局授权及监管；在其他欧洲司法管辖权区，由摩根资产管理(欧洲)有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)发行。在亚太地区，由以下发行实体在其主要受监管的司法管辖权区内发行：摩根资产管理(亚太)有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金(亚洲)有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根实物资产管理(亚洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)发行，各自均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理(新加坡)有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited) (公司注册编号：197601586K)，本广告或公告未经新加坡金融管理局审阅；摩根证券投资信托股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根资产管理(日本)有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，该公司乃日本投资信托协会(Investment Trusts Association of Japan)、日本投资顾问协会、第二类金融工具商同业公会及日本证券业协会的成员，须受日本金融管理局监管(注册编号：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm))；在澳大利亚，由摩根资产(澳大利亚)有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL牌照号码：376919)，仅供按照公司法第2001第761A条及第761G条(《公司法》)赋予的定义的「批发客户」发行。在亚太所有其他市场，则仅向指定收件人发行。

就摩根大通私人银行客户而言：**可访问性**

摩根大通一直致力于为所有客户提供符合其金融服务需要的产品及服务。如有任何关于产品及服务方面的问题，请致电摩根大通私人银行客户服务中心与我们直接联系(电话：1-866-265-1727)。

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省份提供。

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Taunusturm 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，简称为「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联属公司)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联属公司)同时须受丹麦金融监管局(Finanstilsynet)监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在比利时，本文件由**摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行(NBB)及比利时金融服务及市场管理局(FSMA)监管，并已于比利时国家银行行政注册处登记注册，注册编号为0715.622.844。在希腊，本文件由**摩根大通有限责任公司雅典分行**分派，其注册办事处位于3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管，并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，

注册编号为124。雅典商会注册号为158683760001；增值税注册号为99676577。在法国，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法国金融市场管理局(Autorité des Marchés Financiers(AMF))监管。在瑞士，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其注册办事处位于rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士由瑞士金融市场监督管理局(FINMA)授权并受其监管。

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

在**香港**，本文件由**摩根大通银行香港分行**分派，摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在**新加坡**，本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请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**国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和/或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和/或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通，包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件，在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下，我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外，您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法例和/或契约限制，且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有价证券若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记，则基金不得在任何拉美国公开发行。

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

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

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：

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

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。

「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。

J.P.Morgan