



2023年《放眼市场》两年一度另类资产投资回顾

## 几乎是个「纸月亮」

在我们两年一度的另类资产回顾中，我们分析了私募股权、风险投资、对冲基金、商业房地产、基础设施和私募信贷的行业回报。尽管私募股权和风险投资管理公司的表现优于公开市场，但**2015**年以后投资起始年份的许多收益仍未变现，这让投资者面临着管理人员如何在利率上升的情况下把握头寸和出售价格的风险。多元化对冲基金投资组合的表现超出预期。关于私募信贷的争论：与广泛的银团杠杆贷款相比，其承保标准有何不同。

---

作者：岑博智

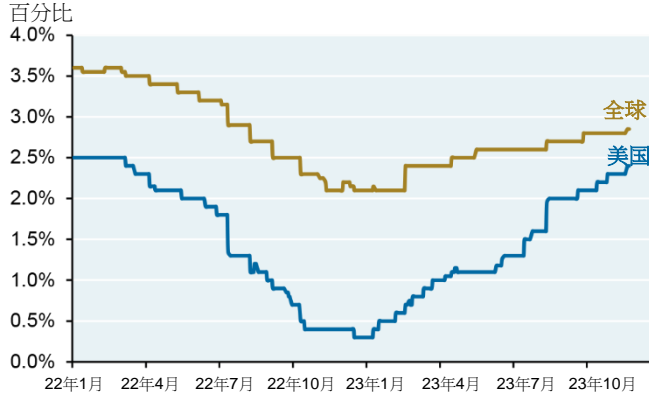
摩根资产及财富管理市场及投资策略部主席



## 几乎是个「纸月亮」<sup>1</sup>：另类资产投资回顾

在 2023 年即将结束之际，回看过往数月，有几个方向表现有所好转。今年 1 月份对美国 2023 年经济增长的预期仅为 0.5%，而目前几乎达到 2.5%。美国消费者支出在 2023 年韧性不减，虽然其累积储蓄在逐渐减少。消费者拖欠率（信用卡、次级汽车贷款）增加表明利率上升开始产生影响。

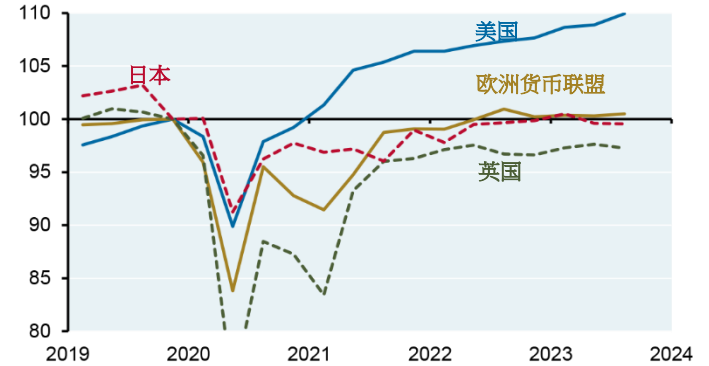
2023年实际GDP增长共识预测



资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年11月29日

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

其他超出我预期的领域有：私募股权、风险资本和对冲基金的表现。但私募股权和风险资本投资者的很多收益仍尚未变现。因此，有限合伙人仍面临大量的上行和下行风险，涉及管理人如何把握头寸以及在较高利率的环境下以什么价格将公司脱手。这是我们两年一度的「另类资产投资回顾」的重要主题。我们的分析包括多元化对冲基金投资组合的表现，简要介绍商业房地产/BREIT、基础设施回报，并就巴塞尔协议 III 中银行业相关建议所带来的私募信贷「黄金时刻」作出评论。

《放眼市场 2024 年展望》将会像往年一样在 1 月 1 日刊发。主题包括一些常见问题，以及深入探讨有关减肥药物和美国债务可持续性的问题。11 月的《放眼市场》探讨了有关地缘政治和美国政治问题（美国大选、欧洲、中国大陆和台湾、中东、石油）。《2024 年能源报告》将于明年 3 月或 4 月刊发；其中部分篇幅将分析加沙的「马歇尔计划」式重建可能是什么样子，重点关注屋顶太阳能的潜在贡献。

岑博智先生(Michael Cembalest)，摩根资产管理

### 目录

私募股权	2
风险资本	7
对冲基金	10
商业地产、写字楼板块和 BREIT	14
基础设施	16
私募信贷、巴塞尔协议 III 和承销商之争	17
附录：更多非银行贷款会带来哪些系统性风险？	21

<sup>1</sup> 《那只是个纸月亮》(It's Only a Paper Moon)，Harold Arlen 作曲，Billy Rose 和 Yip Harburg 作词，1933 年。「纸月亮」指有些事物看似真实且重要，实则却是错觉。封面图是使用生成式人工智能创建的，因此添加了一些奇怪的元素，但这些元素并非在我的提示下添加。

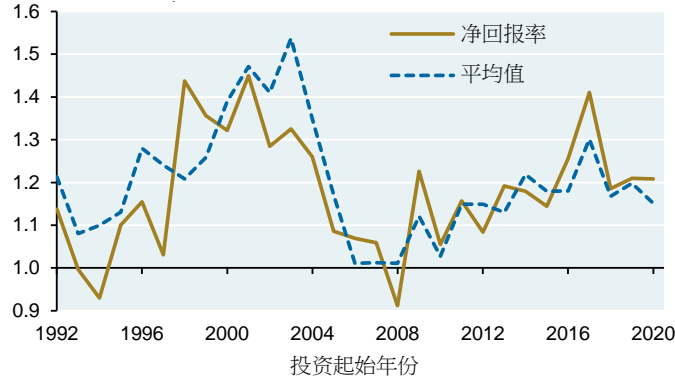


## 私募股权

虽然资本回报倍数和内部收益率都是重要指标，但两者均无法衡量相对于公开股票基准的业绩情况。我们首选的业绩衡量标准是公开市场等价比率，简单来说，它表示**私募股权业绩跑赢公开股票市场基准的程度**。当我收到芝加哥大学 Steve Kaplan 的最新消息时，我感到很惊讶。两年前我们更新相关内容时，2016年和2017年投资起始年份的私募股权相对业绩仅略高于1.0（即与标普500指数的表现大致相当）。截至2023年第二季度，这些投资起始年份的表现大幅跑赢标普500指数。

### 美国控制股权收购跑赢基准

公开市场等效比率与标准普尔500指数



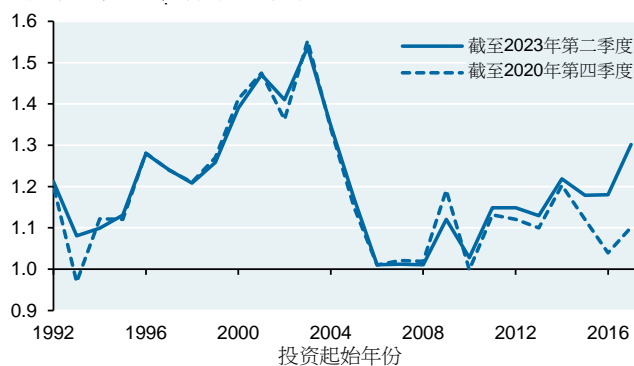
资料来源：Steve Kaplan（芝加哥大学）、Burgiss、摩根资产管理，  
2023年第二季度

公开市场等价比率(PME)将私募股权资本催缴和分派与同一时间段内公开股票市场的投资进行比较。由此产生私募股权回报相对于所用公开股票基准的比率。如图所示，过去30个投资起始年份的大部分私募股权管理人的平均表现均跑赢标普500指数

下图显示了自我们上一次于几年前进行的分析以来，2013-2017年投资起始年份的控制股权收购跑赢大市的表现如何提升<sup>2</sup>。投资起始年份在2012年以前的控制股权收购并未有重大变化，因为其大部分投资已经卖出变现。

### 美国控制股权收购跑赢基准，管理人平均数据

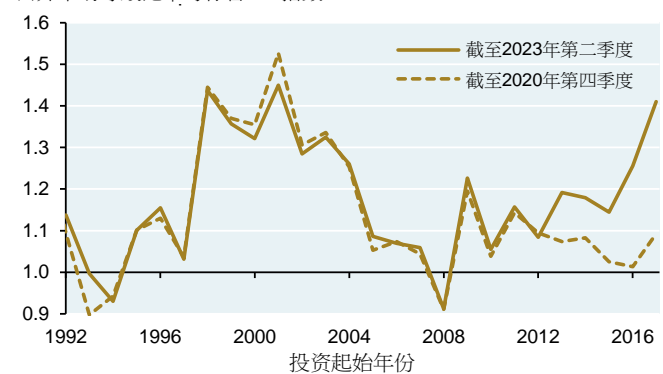
公开市场等效比率与标普500指数



资料来源：Steve Kaplan（芝加哥大学）、Burgiss、摩根资产管理

### 美国控制股权收购跑赢基准，管理人中位数据

公开市场等效比率与标普500指数



资料来源：Steve Kaplan（芝加哥大学）、Burgiss、摩根资产管理

<sup>2</sup> 「粮食大战：私募股权表现与公开股票市场最新动态」(Food Fight: Private equity performance vs public equity markets)，《放眼市场》，2021年6月。这篇文章还包括以下部分：不同业绩基准；共同投资回报；认缴额度对内部收益率的影响；控制股权收购和风险经理人差异；利润提成、管理费和净监控/交易费；以及普通合伙人主导的二级基金。

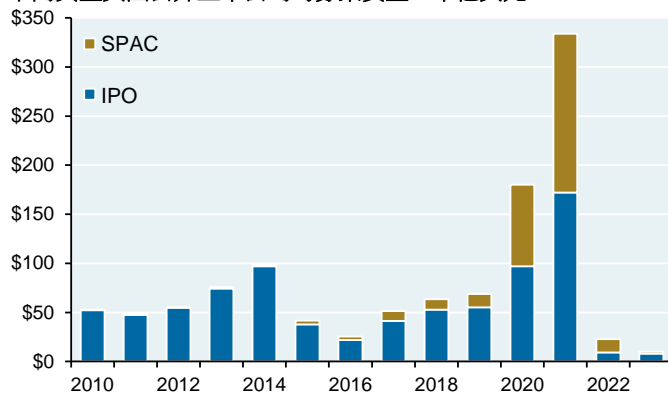




为何近期起投的私募股权跑赢大市的表现有所提升？关于这一点，私募股权投资者需要向首次公开募股投资者表示感谢。IPO（首次公开募股）热潮使得私募股权公司能够以较高的估值卖出许多所持公司。第一张图表显示了公开上市数量的激增，第二张图表显示了 2020/2021 年发行的 IPO 和 SPAC(特殊目的收购公司)<sup>3</sup>相对于标普小盘成长股指数的表现<sup>4</sup>。第三和第四张图表显示，私募股权退出活动增加的同时，私募股权分派也在增加。基本论点：2020/2021 年是私募股权公司抛售表现良好或较差公司的好时机，这得益于美联储和财政部的刺激措施提振了投资者的风险偏好。

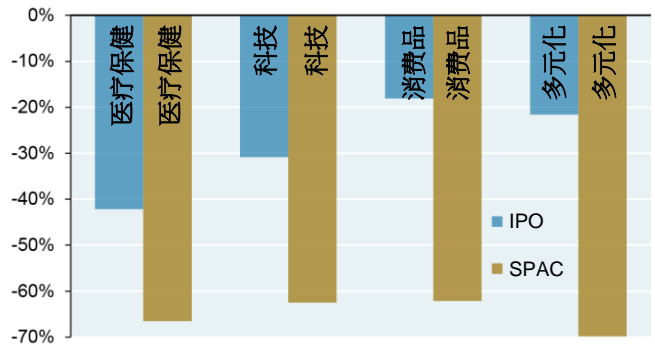
尽管管理人支付了更多的费用，并使用了更多的杠杆，但私募股权基金仍呈现跑赢势头。投资起始年份为 2017-2019 年的私募股权企业价值与 EBITDA<sup>5</sup>比率中位数约为 11 倍，而 2010 年约为 8 倍；投资起始年份为 2017-2019 年的债务与 EBITDA 比率中位数约为 5.5 倍，而 2010 年约为 4.5 倍。即便如此，他们还是从出售中获得不菲的收益，而实际资金成本仍接近于零。我唯一的疑惑是私募股权管理人为何没有卖出更多他们所买入的资产。

不同类型美国公开上市公司的募集资金，十亿美元



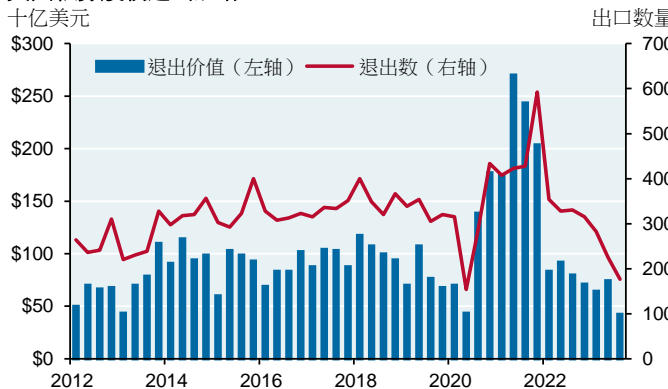
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年7月12日

2020年和2021年为成立年份的不同行业的IPO/SPAC平均净回报率，持有期=2年，百分比，比较小盘股增长指数



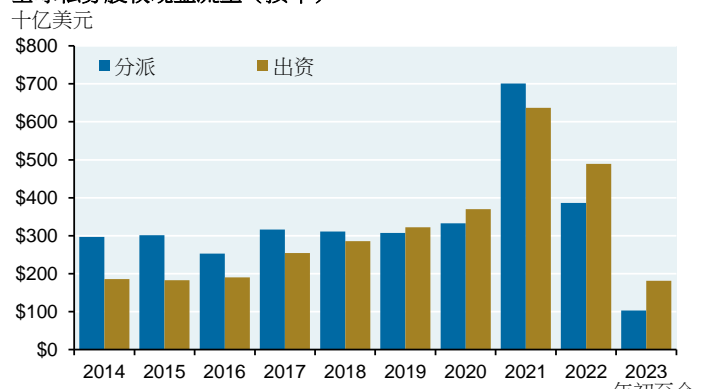
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年7月12日

美国私募股权退出活动



资料来源：Pitchbook，2023年第三季度

全球私募股权现金流量（按年）



资料来源：Steve Kaplan（芝加哥大学）、Burgiss，2023年第二季度

<sup>3</sup>不管结果怎样，我在 2021 年警告投资者，要避免 SPAC 热潮：「水力与特殊目的收购公司」，2021 年 2 月 8 日《放眼市场》；「特殊目的收购公司与疫苗犹豫」，2021 年 8 月 19 日《放眼市场》

<sup>4</sup>根据我们 2023 年 7 月的 IPO 报告「蟾蜍先生疯狂大冒险」，小盘成长股指数与新股发行市场中科技和生物技术板块构成以及上市公司规模最为相关。

<sup>5</sup>EBITDA = 息税折旧及摊销前利润



尽管私募股权退出激增，但对于 **2016-2019** 年投资起始年份的投资者来说，这大多都仍是「纸月亮」：换言之，很多收益仍尚未变现：

- 表中的第四列和第五列显示了保留头寸的分派和剩余价值<sup>6</sup>。通过将剩余价值除以剩余价值与分派之和，我们可以计算不同投资起始年份对市场状况的持续敏感性
- 投资起始年份为 **2016-2019** 年的私募股权基金总价值的 **50%** 以上仍依赖于当前仓位价值（即买入以及最终卖出时的价值）<sup>7</sup>。贝恩公司估计，控制股权收购公司持有 **2.8** 万亿美元的未售投资，这是理解「纸月亮」比喻的另一种方式
- 投资起始年份为 **2016-2019** 年的私募股权基金也没有太多剩余可用的资金（已缴款资本与承诺资本比）

美国控制股权收购：按投资起始年份划分的平均管理人统计数据

投资起始年份	实缴资本与承诺资本比	总价值与实缴资本比	分派与实缴资本比	剩余价值与实缴资本比	剩余价值占基金价值+分派的百分比	平均公开市场等效比率与标普500指数
2005	1.00x	1.67x	1.54x	0.13x	8%	1.17
2006	1.02x	1.62x	1.60x	0.03x	2%	1.01
2007	1.06x	1.75x	1.71x	0.04x	2%	1.01
2008	1.03x	1.65x	1.52x	0.14x	8%	1.01
2009	1.00x	2.12x	1.99x	0.13x	6%	1.12
2010	1.03x	1.90x	1.70x	0.20x	11%	1.03
2011	1.04x	1.96x	1.71x	0.26x	13%	1.15
2012	1.03x	1.90x	1.71x	0.19x	10%	1.15
2013	1.03x	2.02x	1.54x	0.48x	24%	1.13
2014	1.05x	2.00x	1.22x	0.79x	39%	1.22
2015	1.04x	1.82x	1.07x	0.75x	41%	1.18
2016	1.00x	2.05x	0.98x	1.07x	52%	1.18
2017	0.98x	1.95x	0.82x	1.13x	58%	1.30
2018	0.98x	1.57x	0.36x	1.21x	77%	1.17
2019	0.90x	1.48x	0.23x	1.25x	84%	1.20
2020	0.78x	1.35x	0.08x	1.27x	94%	1.15
2021	0.58x	1.16x	0.00x	1.16x	100%	不适用
2022	0.34x	0.96x	0.00x	0.96x	100%	不适用

资料来源：Burgiss、摩根资产管理，2023年第二季度。每个值均基于同类组别的中位数。

<sup>6</sup>我们的数据从何而来？Burgiss 直接从有限合伙人获取私募股权现金流数据。其投资者群体包括 300 家国家和企业养老基金、1,400 家私募股权基金的捐赠基金和基金会有限合伙人投资者，并包括扣除费用后现金流数据。Burgiss 认为其收集范围至少至少代表了所有已募集私募股权基金的 70%。Burgiss 回报数据不受与 Venture Economics 和其他私募股权/风险数据源相关的幸存者偏差和选择性报告的影响。

*Venture Economics* 的问题示例。来自牛津大学的 Rudiger Stucke 在 2013 年发表的一篇文章中得出了以下结论：「整体和个别数据的详细分析显现出严重的异常现象。数据库中超 40% 的基金在其活跃生命周期内就停止数据更新。数据不完整的基金未显示 60% 以上的现金分派。导致整个基准明显的向下偏差，对大部分有关私募股权的现有文献产生了重大影响」。

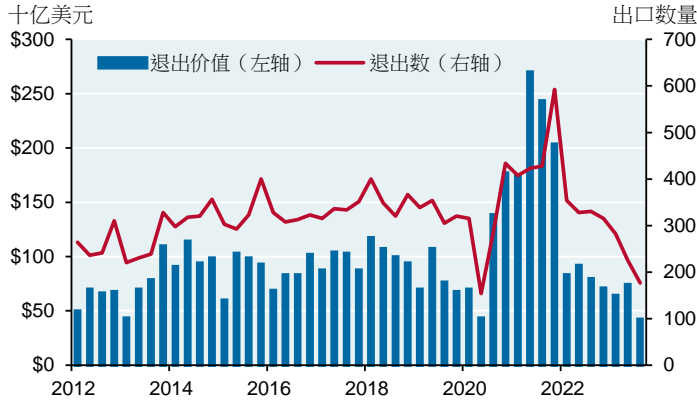
<sup>7</sup>在过去十年中，对于年期为 6.5 年的基金，剩余价值占基金总价值的百分比通常介于 54% 至 65% 之间，因此目前的价值处于这一区间的较低水平，但仍属正常。主要区别：这一次，利率环境发生了很大变化，未售投资因而显得前途未卜



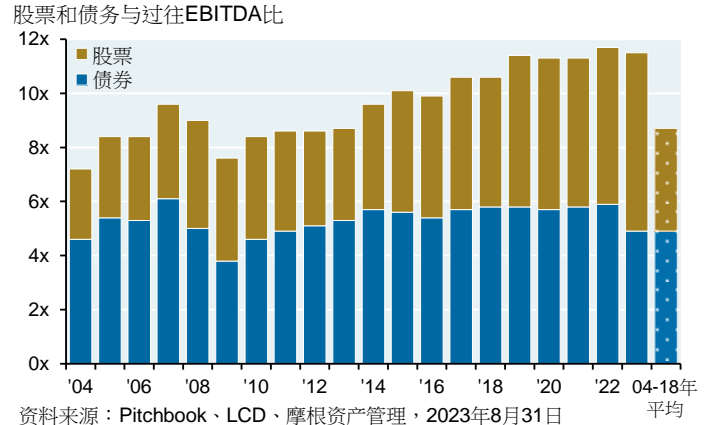
## 面对利率上升的环境，私募股权将何去何从？

再看看第一张图表。与其关注 2020/2021 年退出数量的激增，不妨聚焦近期退出数量是如何降至 2012 年以来的最低水平。凯雷今年初未能成功收购 Cotiviti（医疗保健软件）便是个很好的例子。据报道，约 12% 的债务融资收益率对潜在交易的经济效益造成了负面影响，当凯雷方面试图通过重新谈判下调估值时，卖方放弃了交易。交易活动低谷通常意味着卖方尚未调整他们对于在较高利率环境下进行交易的预期；私募股权、风险资本、写字楼和住宅房地产的情况也是如此。无论是好是坏，我都不太喜欢一些私募股权公司为维持对有限合伙人的分派而采取的做法，例如以资产净值借款来支付或采用实物支付的融资方式；这两种做法都掩盖了基金内部的实际基本面。

美国私募股权退出活动

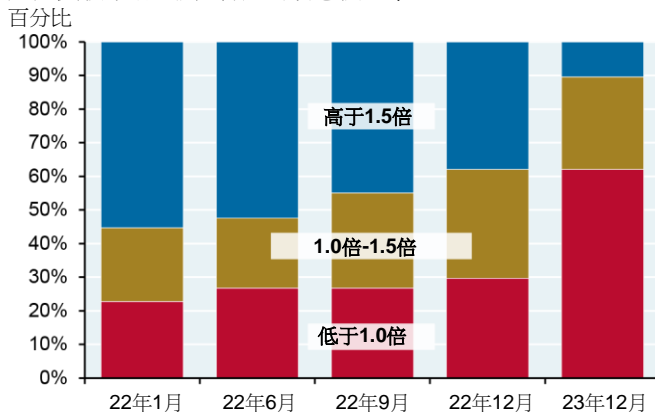


美国杠杆收购：购买价格倍数

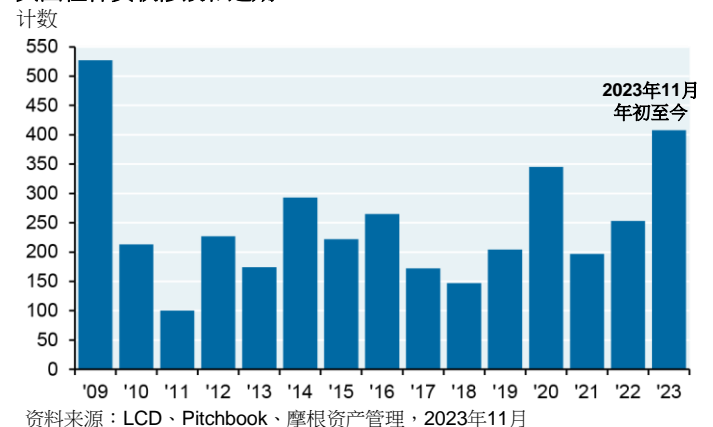


2016-2019 年投资起始年份的私募股权面临着债务融资方面的挑战，需要融资条件放宽才能维持当前的已投资资本回报倍数。CCC 级债券和贷款发行量较去年下降约 80%，B/B-级贷款发行量较 2021 年水平下降 70%。穆迪表示，到今年年底，超过一半的 B 级贷款市场借款人将无法产生足够的现金流来支付资本支出和偿债。「修改和延期」活动正以 2009 年以来最快的速度进行，我们看到先发制人的选择性违约现象小幅上升<sup>8</sup>，贷款人目前可能不太愿意允许「EBITDA 调整」做法，这种调整人为地将杠杆率低估 0.5 倍至 3.0 倍，具体取决于板块<sup>9</sup>。

美国贷款市场 B 级发行人的利息覆盖率



美国杠杆贷款修改和延期



<sup>8</sup>2023 年选择性违约情况：Bausch Health、Community Health、Carvana、AMC Entertainment、Rackspace Technology、Telesat、Shutterfly、Curo Group（金融科技）和 US Renal Care

<sup>9</sup>《契约评论》，2023 年。有关 EBITDA 回加的更多信息，请参阅第 18 页

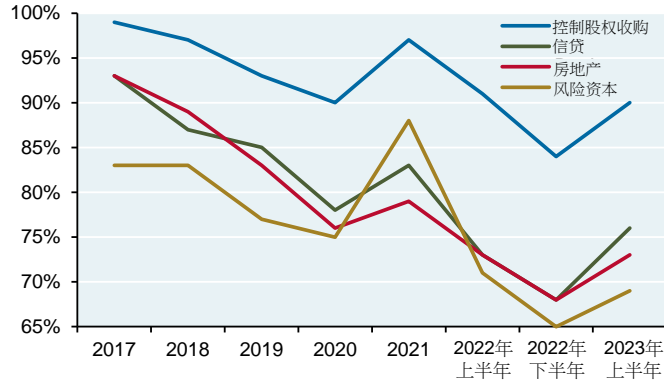


## 私募股权当前的表现在多大程度上切合实际？

2023 年上半年，控制股权收购基金的二级市场仅比资产净值低 10%。然而，这一观察是基于 6 月底的定价，当时 10 年期国债收益率仍低于 4%。到年底再回看这些的折让情况才会更加了然。有关定价预测深度的信息目前也不是很多；买卖需求的稍有变化就有可能令预测发生很大的变动。

### 二级市场定价

占资产净值百分比

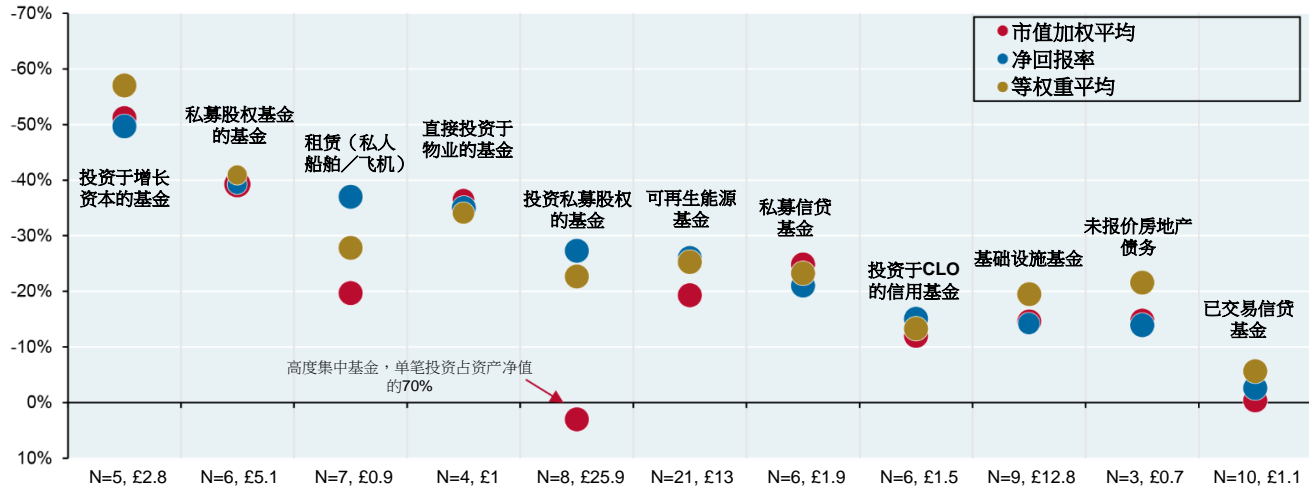


资料来源：杰富瑞，2023年10月

另一个并不完美的衡量方法是：投资于另类资产的英国上市投资公司在二级市场上的折让情况。从这一角度来看，控制股权收购基金的估值折让接近 30%，这是自 2003 年以来的最大估值折让，仅次于金融危机期间的 50%。然而，这并非一个大规模的流动性市场，折让水平可能被夸大。请注意，据报道，对于那些在英国市场购买封闭式增长型股票基金的投资者而言，可享受 50%-60%的资产净值折让。

### 英国上市投资公司相对资产净值的折让

折让百分比，基金数量和当前市场价值（十亿英镑）



资料来源：摩根大通投资公司研究部，2023年11月17日



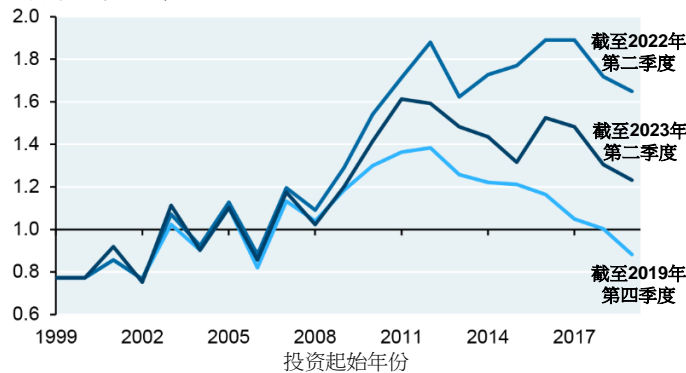
## 风险资本

风险资本的超额回报看起来也比几年前更具吸引力，部分原因是第二张图表中所示的退出数量激增。正如我们在 7 月份的 IPO 分析中深度回顾，2020 年和 2021 年上市的很多科技、医疗保健、生物技术和可再生能源公司的业绩表现差于整体股市。风险资本管理人很幸运能够在当时退出很多这类公司的投资。以下是风险资本优异表现的演变以及公开市场和私募市场之间的差异：

- 2019 年第四季度，作为基准的公开股票市场强劲反弹，2016 年和 2017 年投资起始年份的超额回报仅略高于 1.0 倍
- 到股市调整后的 2022 年第二季度，投资起始年份为 2016 年和 2017 年的风险资本其超额回报似乎要高得多，因为大多数风险资本管理人尚未减记头寸
- 到 2023 年第二季度，风险资本管理人开始减记头寸以反映市况和可比情况，2016 年和 2017 年投资起始年份的超额回报从峰值下跌了一半。第三张图表显示未来可能将出现更多减记

美国风险资本基金超额回报与标准普尔500比较

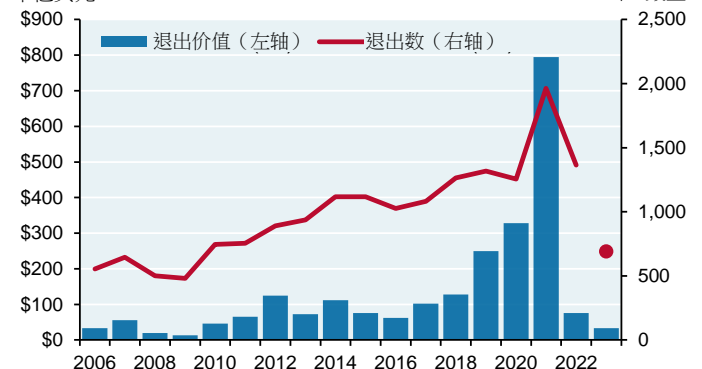
公开市场等效比率



资料来源：Steve Kaplan（芝加哥大学）、Burgiss、摩根资产管理

美国私募股权退出活动

十亿美元



资料来源：Pitchbook，2023年第三季度

风险资本公司的业绩代表表明估值从峰值水平大幅下跌，2023 年第四季度出现复苏，指数（100=2019年1月）



资料来源：路孚特/汤森路透、彭博，2023年11月17日

### 路孚特风险资本指数

路孚特首先观察风险资本支持公司在融资、收购和退出过程中的估值。然后再计算出每家风险投资支持公司在一段时间内的估计价值。随后创建路孚特风险资本代理指数，该指数使用公开交易的资产来尽可能复制风险资本支持公司的衍生业绩





**更多「纸月亮」效应：与私募股权相比，投资起始年份在近期的风险资本对市场条件更加敏感。** 投资起始年份为 2013 年至 2019 年的风险资本基金，超过 50%+ 的总价值仍依赖于当前仓位价值（即买入以及最终卖出时的价值）。底部图表表明，风险资本投资者的市场风险敞口超过了私募股权投资者的风险敞口。

美国风险资本：按投资起始年份划分的平均管理人统计数据

投资起始年份	实缴资本与承诺资本比	总价值与实缴资本比	分派与实缴资本比	剩余价值与实缴资本比	剩余价值占基金价值+分派的百分比	平均公开市场等效比率与标普500指数
2005	1.00x	1.29x	1.25x	0.04x	3%	1.10
2006	1.00x	1.23x	1.14x	0.09x	7%	0.86
2007	1.00x	1.66x	1.58x	0.08x	5%	1.17
2008	1.00x	1.64x	1.37x	0.27x	16%	1.02
2009	1.00x	2.29x	1.82x	0.47x	21%	1.20
2010	1.00x	2.38x	1.77x	0.61x	26%	1.41
2011	1.00x	2.38x	1.60x	0.78x	33%	1.61
2012	0.99x	2.83x	1.62x	1.21x	43%	1.59
2013	1.00x	2.40x	1.16x	1.25x	52%	1.48
2014	0.99x	2.20x	0.84x	1.36x	62%	1.44
2015	0.99x	2.23x	0.48x	1.75x	78%	1.32
2016	0.98x	2.20x	0.34x	1.86x	85%	1.52
2017	0.98x	2.20x	0.21x	1.99x	90%	1.48
2018	0.95x	1.85x	0.07x	1.78x	96%	1.31
2019	0.91x	1.40x	0.00x	1.40x	100%	1.23
2020	0.84x	1.22x	0.00x	1.22x	100%	不适用
2021	0.59x	1.00x	0.00x	1.00x	100%	不适用
2022	0.23x	0.90x	0.00x	0.90x	100%	不适用

资料来源：Burgiss、摩根资产管理，2023年第二季度。每个值均基于同类组别的中位数。

### 更大比例的风险资本尚未货币化

剩余价值占基金价值+分派的百分比



资料来源：Burgiss、摩根资产管理，2023年第二季度。每个值均基于同类组别的中位数。



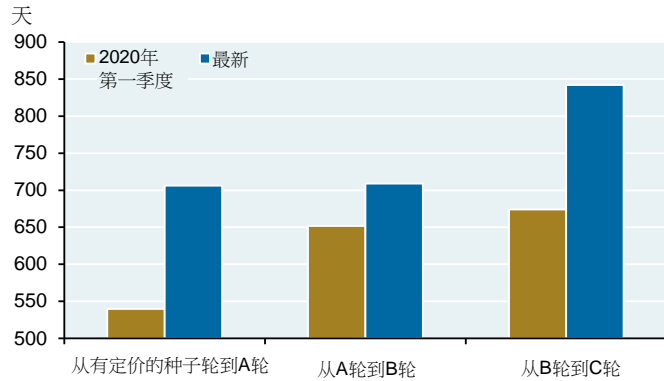
## 风险资本格局正在变化

下图说明了风险资本格局的变化：

- 风险资本轮次之间的时间中位数正在增加
- 因破产而终止的初创企业数量有所增加
- 2022 年至 2023 年间「折价融资」大幅增加，以及投后估值（即新一轮资本注入后的公司价值）下降，尤其是 C 轮融资。例如，从 2022 年至 2023 年，折价融资从 8% 增至近 20%，当折价融资发生时，2023 年投后估值跌超 50%

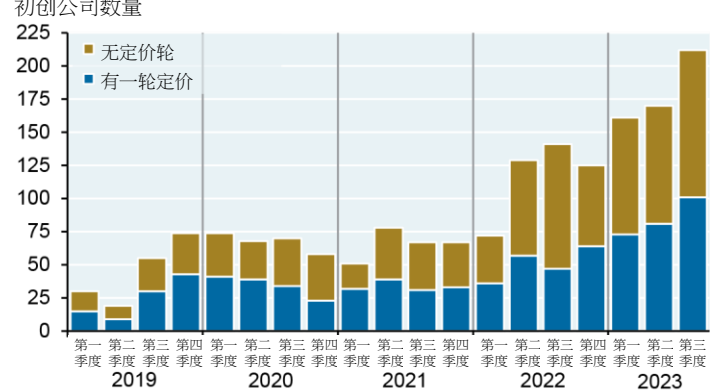
所有这些都符合金融条件收紧以及 2020 年和 2021 年普遍宽松状况的后遗症。

风险资本轮次之间的时间中位数正在增加



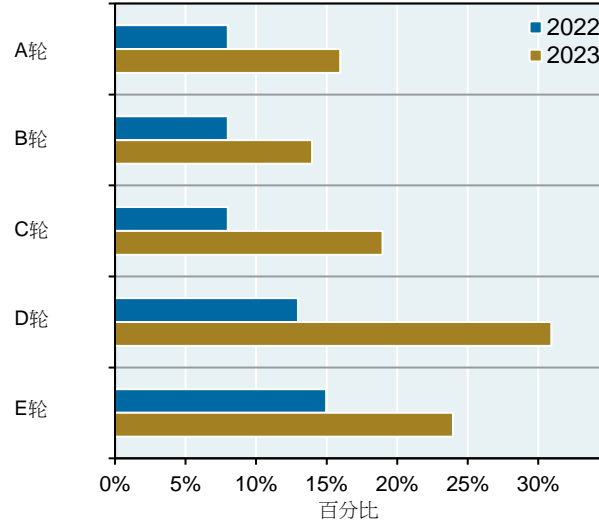
资料来源：Carta、摩根资产管理，2023年第三季度

初创公司因破产/解散而关闭

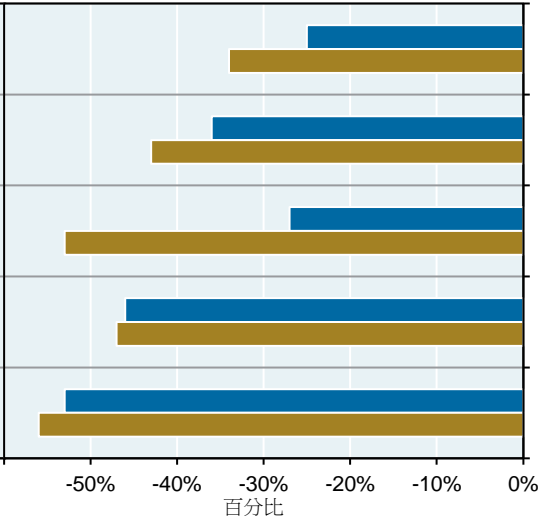


资料来源：Carta、摩根资产管理，2023年9月

折价融资占融资轮百分比



投后估值中位数下降



资料来源：Carta、摩根资产管理，2023年9月



## 对冲基金

投资金融中最具主观性的事情之一是评估对冲基金的业绩。几年前，媒体曾大量报道一项大型国家计划因认为业绩欠佳而终止其对冲基金投资平台。当我们探究其细节时发现，该计划在对冲基金投资组合施加的限制导致其波动性更接近现金/债券而不是股票。因此，他们应采用反映这一点的业绩基准（我不确定他们是否这样做了）。

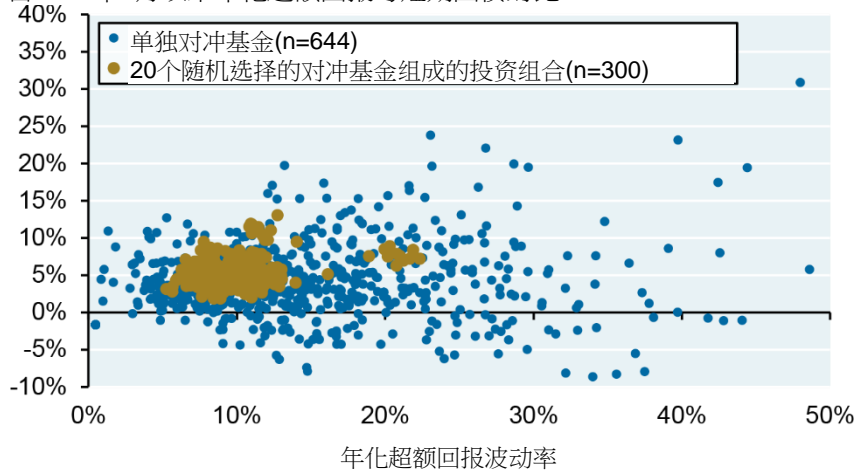
不过，我想从多元化投资组合中自主选择基金的投资者角度出发，从而考虑对冲基金在过去几年的业绩表现，包括新冠疫情期间的回撤情况（而不会从仅投资于对冲型组合基金或多元策略投资组合中某项计划的角度来看待这个问题）<sup>10</sup>。

**第一步：**获取每月向 HFR 报告并拥有 5 年业绩的美国对冲基金（相对价值、股票对冲、事件驱动和宏观）的业绩数据<sup>11</sup>。蓝色点显示每个对冲基金相对于短期国债的五年年化超额回报，以及这种超额回报的波动率

**第二步：**随机创建由 20 只单独对冲基金组成的投资组合。我们设置了一个筛选条件，要求对冲基金投资组合至少部分多元化，排除任何拥有 10 个以上同类型基金的投资组合。金色点显示了这些随机构建的 20 只基金投资组合的超额回报和回报波动率

### 单独对冲基金和20只基金组合[HFR]

自2018年1月以来年化超额回报与短期国债对比



资料来源：摩根资产管理、HFR，2023年9月

<sup>10</sup>此信息与无需纳税的多元化机构投资者最为相关。对冲基金业绩的税后分析非常复杂，因为需要区分不同类型的收益和收入，并且需要根据基金具体情况纳入税损结转和退算

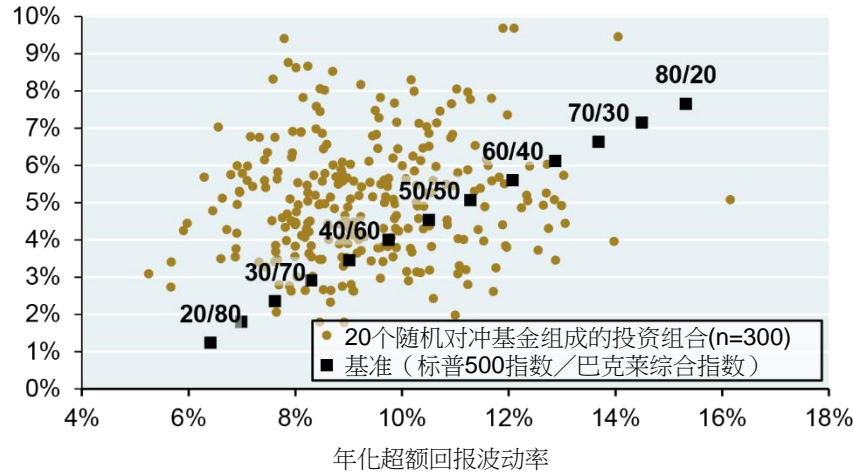
<sup>11</sup>HFR 对冲基金纳入分配瀑布：从 6,081 只基金的数据库开始；去掉 3,722 只非美国注册基金；出于结构原因（非有限合伙企业或有限责任公司）而去掉 1,130 只基金；去掉 208 只不属于我们 4 大核心策略类型之一的基金；去掉 2018 年后推出的 251 只基金；由于我们无法计算可比较的波动性，因此去掉 44 只按季度或按年报告的基金；去掉 82 只尚未报告 2023 年 8 月/9 月数据的基金；剩下：644 只基金



**第三步：如何确定基准？**金色点群显示了第二步中随机构建的投资组合的超额回报和波动率。基准是不同股票／债券组合相对于短期国债超额回报的有效边界。因此，对于每个对冲基金投资组合，关键在于它是否产生了比其相应的经风险调整基准更高的超额回报（即基准曲线上的金色点）。在所讨论的五年期间，**78%的对冲基金投资组合的表现优于经风险调整基准**。这超出了我的预期，但第二张图显示了多元化对结果的重要性：随着综合投资组合中对冲基金数量下降，综合投资组合表现出色的数量也急剧下降。换言之，仅包含 5 只对冲基金且随机构建的投资组合只有 55／45 的机会跑赢股票／债券基准。

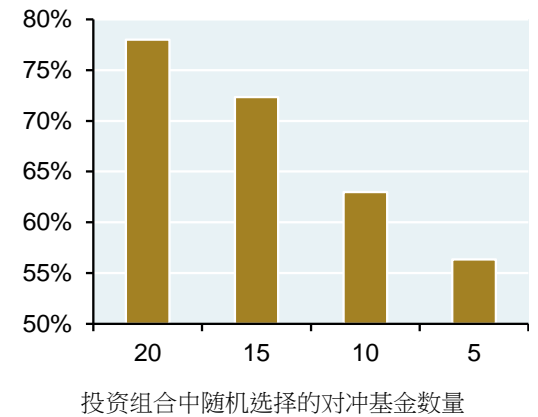
**20只基金综合指数与基准指数比较[HFR]**

自2018年1月以来年化超额回报与短期国债对比



资料来源：摩根资产管理、HFR，2023年9月

**对冲基金投资组合跑赢基准的表现随着纳入基金数量下降**

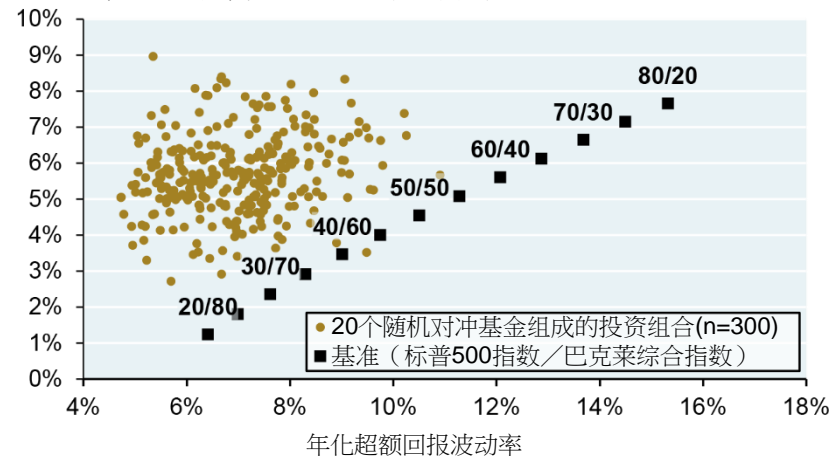


资料来源：摩根资产管理，2023年9月

我们使用不同的对冲基金业绩数据库（Pivotal Path）重复此分析<sup>12</sup>，结果甚至更好：几乎每个对冲基金组合的表现都优于经风险调整基准。

**20只基金综合指数与基准指数比较[PivotalPath]**

自2018年1月以来年化超额回报与短期国债对比



资料来源：摩根资产管理、PivotalPath，2023年9月

<sup>12</sup>Pivotal Path 对冲基金纳入分配瀑布：从 2,200 只基金的数据库开始；去掉 716 只非美国注册基金；去掉 59 只不属于我们 4 大核心策略类型之一的基金；去掉 2018 年后推出的 327 只基金；去掉 567 只并未报告完整期间的基金；去掉 61 只尚未报告 2023 年 8 月／9 月数据的基金；剩下：470 只基金





## 如何处理幸存者偏差问题？

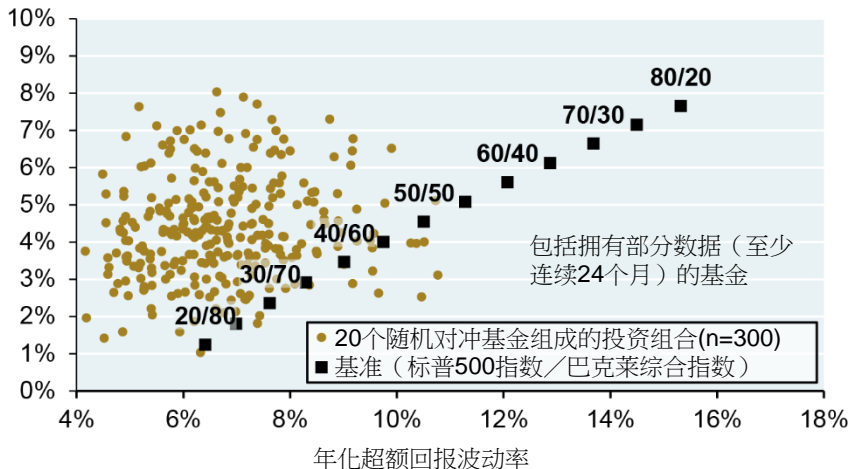
**幸存者偏差**往往会夸大业绩表现，因为停止报告的基金通常表现欠佳。上述 HFR 和 Pivotal Path 分析仅包括 5 年分析期内每月报告的基金。为了捕捉部分报告的基金之影响，我们进行了另一次迭代，其中包括至少有 24 个月业绩的基金。基金停止报告后，我们采用当前的每月短期国债回报替代（即假设头寸被赎回并转换为现金）。

我们只能对 Pivotal Path 进行此分析，因为 HFR 不包括截至 2017 年 12 月存在但随后停止报告的基金。Pivotal Path 确实提供了部分报告的基金之数据：除了原始 470 只具有完整月度数据的基金外，我们还允许组合中随机包含 432 只部分报告的基金。如下文所示，虽然综合回报点群向下移动，但绝大多数综合回报仍优于经风险调整基准。

**重要注意事项**。在现实生活中，投资者也会面临对冲基金停止报告后的时期，此时基金经常会卖出其流动性最差的头寸。因此，我们并未捕捉幸存者偏差对回报组合的全部影响。右表显示了对幸存者偏差的学术估计，即计入停摆基金影响的情况下，对冲基金年平均回报的下跌幅度。虽然预测的范围很大（有些预测也相当过时，反映了对冲基金行业的投资组合集中度普遍较高且波动性更大），但这些预测都属正面。换句话说，所有研究都认同排除停摆基金会夸大对冲基金的回报。分析期间越短（我们的仅有 5 年），幸存者影响可能越小。

### 20 只基金综合指数与基准指数比较[PivotalPath]

自 2018 年 1 月以来年化回报与短期国债对比



资料来源：摩根资产管理、PivotalPath，2023年9月

研究	幸存者偏差估计	年份
Ackerman	0.16%	1999
Yuen	0.54%	2018
Amin	2.00%	2003
Horst	2.10%	2007
Liang	2.24%	2000
Brown	3.00%	1999
Edwards	3.06%	2001
Fung	3.48%	1997
Malkiel	4.50%	2005
Aggarwal	5.00%	2010

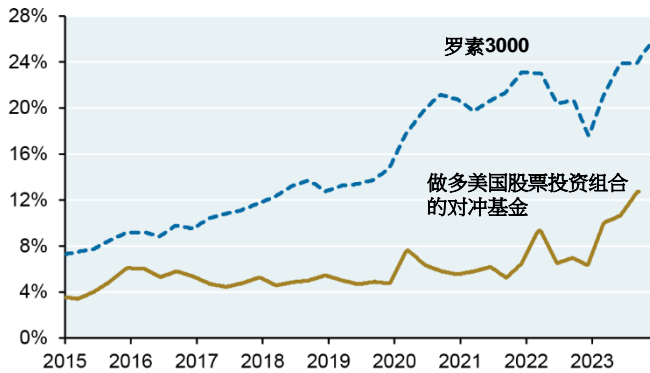
资料来源：摩根资产管理



**主要经纪商就对冲基金投资组合的一些看法。**大型主要经纪商发布的综合信息来源于其所交易的对冲基金。因此，关于对冲基金在投资组合中所发挥的作用，每个主要经纪商都有不同的看法。下面的图表代表了一家较大的主要经纪商（高盛）的观点：

- 在过去五年的大部分时间，对冲基金都减持超大盘股，仅在 2023 年增加了持仓。即便如此，相对于罗素 3000 指数，对冲基金仍偏低配置超大盘股
- 除了 2020 年新冠疫情抛售和复苏期间以外，选股机会仍像 2010-2020 年那样乏善可陈
- 平均而言，基金前十大持股占到其多头投资组合的 70%，接近有记录以来的最高集中度。同样，对冲基金集中投资于少数几只持股的情况也创下今年的新高
- 在过去十年的大部分时间里，对冲基金空头账簿的收益率为 0-25 个基点。展望未来，如果美联储将实际资金成本维持为正数，空头账簿将获得正回报

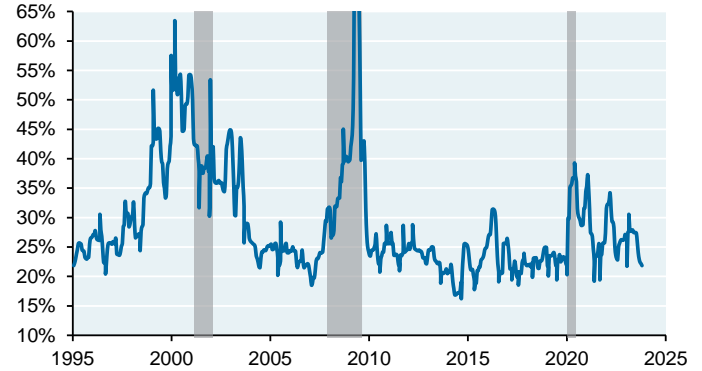
**七大巨头股（苹果、亚马逊、谷歌、META、微软、英伟达和特斯拉）的权重，占投资组合的百分比**



资料来源：高盛全球投资研究部，2023年11月20日

**除了2020年，选股者的选择范围较小**

标普500指数3个月回报离散度



资料来源：高盛全球投资研究部，2023年11月20日

**对冲基金投资组合密度**

中位多头对冲投资组合中前10大持仓的权重



资料来源：高盛全球投资研究部，2023年9月30日

**自2006年以来，对冲基金投资组合持仓最高集中度**

百分比，实际数量占不同股票持有量的百分比



资料来源：高盛全球投资研究部，2023年第三季度

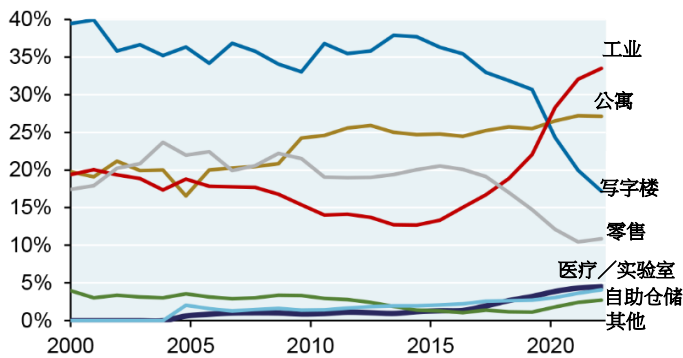


## 商业地产、写字楼板块和 BREIT

如果说写字楼板块有什么好消息的话，那就是私人房地产投资组合中的写字楼配置从 2015 年（即新冠疫情爆发的五年前）开始下降。根据 MSCI 的估计，写字楼目前占私人商业房地产投资组合的比例不足 20%，而且比例越低越好；斯坦福大学的最新数据显示，很多大城市地区的居家办公天数停留在 30%-35%（2019 年，全国范围内居家办公的天数约为 3%）。请注意，湾区数据较为异常，这与我们 10 月份对 22 个主要城市地区进行的经济/人口深度分析中旧金山排名最低的情况相符。

第三张图表显示，除了区域购物中心和写字楼外，大多数商业抵押担保证券(CMBS)拖欠率实际上一直在改善。CMBS 写字楼贷款的特别偿债率飙升，表明有大量待修改的情况，这也是写字楼压力超过其他房产类型的另一个例子。我听说有人正在筹集资金用于将办公室改建为住宅。但愿你能找到愿意出售的卖家；为了使改建具有经济效益，物业可能必须以疫前价值 60%-70%的折让转手（见方框内文字）。

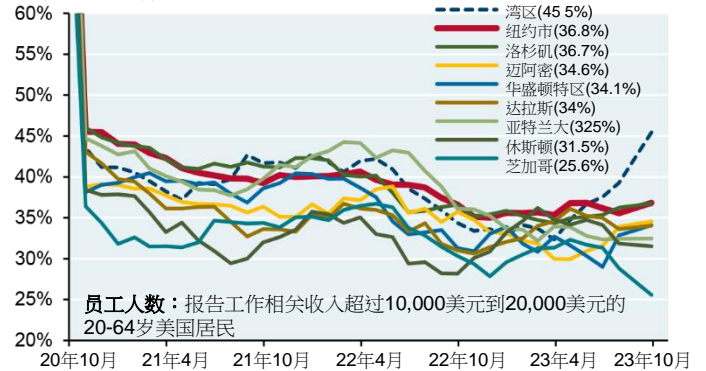
MSCI商业房地产核心指数物业类型配置



资料来源：MSCI、摩根资产管理，2023年第三季度

居家办公：大都市

居家办公的全薪天数百分比



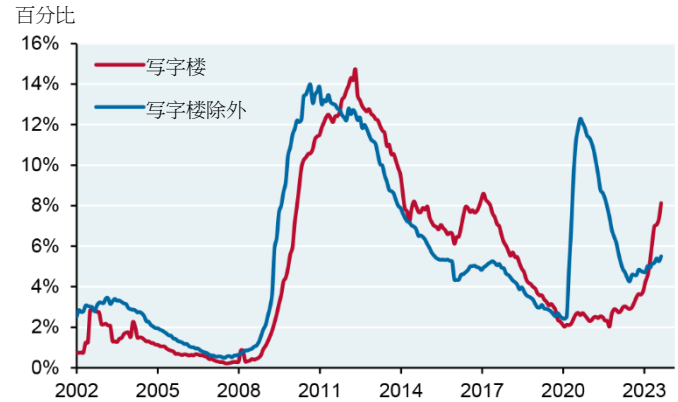
员工人数：报告工作相关收入超过10,000美元到20,000美元的20-64岁美国居民  
 资料来源：「为什么居家办公能持续下去」，Barrero、Bloom和Davis，美国国家经济研究局，2023年10月

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9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9月

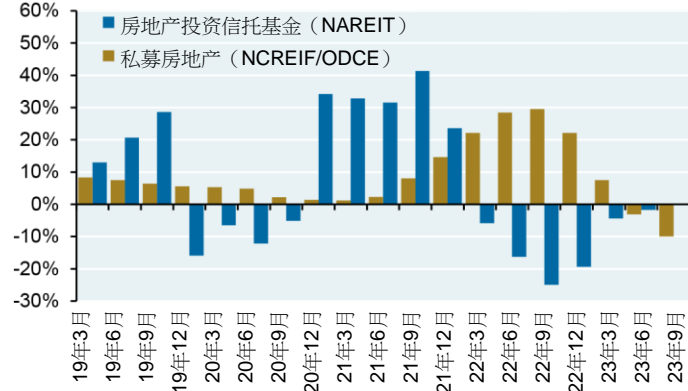
**关于写字楼改建为住宅。**在我们 2023 年 10 月《放眼市场》关于纽约市的文章中，我们介绍了一栋二战前乙级写字楼改建样本所需的备考经济效益，该写字楼目前的租金为每月每平方英尺 3.50 美元。假设改建成本为每平方英尺 320 美元，外加每平方英尺 40 美元的绿色效益费用，改建后可出租面积下降 15%，新住宅租金为第 90 百分位数（875 平方英尺的一室一厅公寓年租金为每平方英尺 96 美元），那么买方仍需要谈妥每平方英尺仅 175 美元的销售价格，才能获得 15%-18%的回报。该价格代表每平方英尺价格较疫前水平下跌约 60%。



公共与私募房地产中也存在和公开股票对比私募股权同样的估值滞后。左图显示最近房地产投资信托基金(REIT)回报(蓝色)如何领先私募房地产回报(金色)几个季度。如右图所示,这通常是经济低迷时期的情况。如果是这样的话,即使利率稳定在目前水平,未来几个月房地产的直接估值也可能出现减记。另一个显而易见的观点是,私募房地产所报告的波动性要低得多,这是由于基于估值的回报率趋于平缓<sup>13</sup>。

### 私募与公共房地产总回报比较

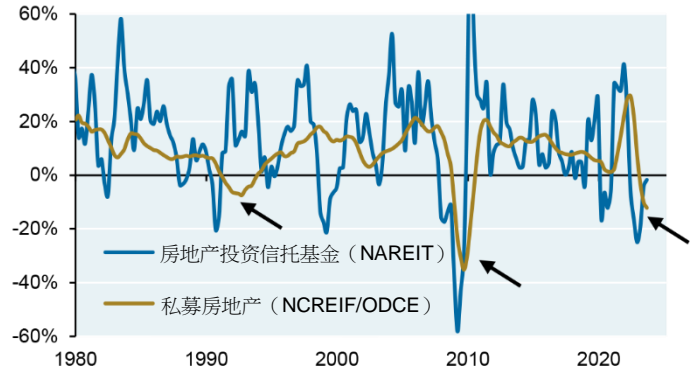
百分比,滚动四季度总回报率



资料来源: NAREIT、NCREIF、摩根资产管理, 2023年第三季度

### 私募与公共房地产总回报比较

百分比,滚动四季度总回报率

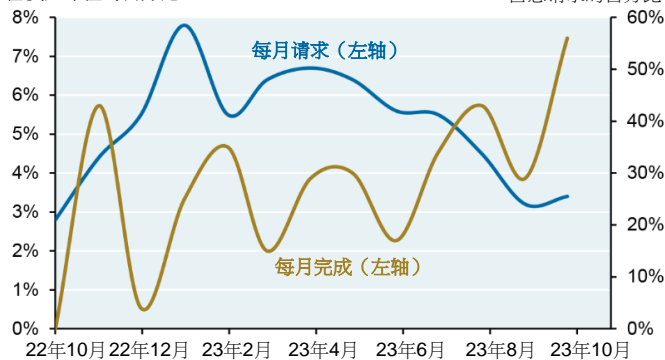


资料来源: NAREIT、NCREIF、摩根资产管理, 2023年第三季度

我认为耐人寻味的是:黑石集团 1,140 亿美元的 BREIT 基金所承受的压力在 2023 年期间有所缓解。左图显示了赎回请求占资产净值的百分比,以及这些请求得到兑现的情况。在这一年即将结束时,两者的表现都优于年初。虽然 BREIT 今年的业绩表现低于现金,但该基金在写字楼领域 3% 的适度风险敞口应能降低投资组合中突然出现大量空置和净营业收入问题的风险。

### BREIT 投资者赎回和兑现情况

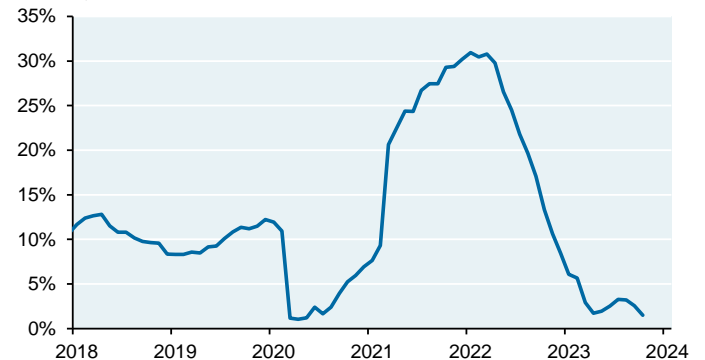
占资产净值的百分比



资料来源: BREIT、摩根资产管理, 2023年10月

### BREIT 表现

滚动12个月回报



资料来源: BREIT、摩根资产管理, 2023年10月

<sup>13</sup>在我看来,对非交易型资产类别抱持波动性观点,这本身就很奇怪。比如,对于我的 2012 款吉普牧马人而言,夏普比率可以是无限的,因为它从未进行交易,但我不会以此为基础推荐它作为投资。非上市资产主要以绝对回报和对流动性的影响程度来估值。





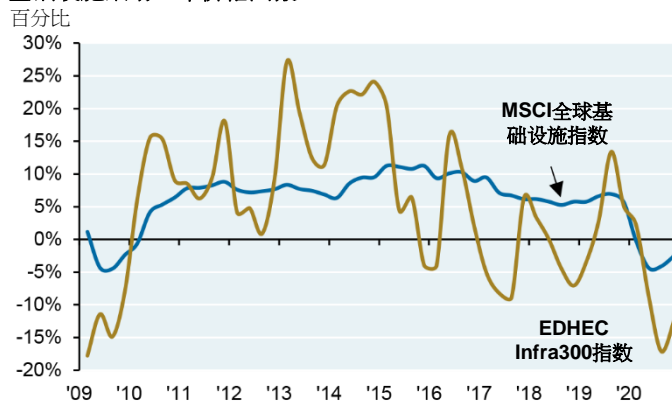
## 基础设施

许多投资者配置基础设施，重点关注交通运输、能源/电力、废弃物管理和电信。十年前，公私合营是基础设施投资的支柱，但由于政治因素、现有项目的挑战和复杂性等问题，它们已成明日黄花。一般的管理人现在通常会寻求：控制纯资产中的持仓；投资级别资本结构；收入主要来自薪酬结构和监管机构批准的资本投资。这种策略可减少不确定性，并为可分派收益率带来更稳定的自由现金流。听起来不错，但什么适合作为基础设施投资实际经验的替代指标呢？

**创建私募基础设施回报指数需要有技巧，还需要讲科学。**MSCI 的方法是：调查运营基础设施基金的普通合伙人，汇总他们对电力、水、交通和通信资产的估值。相比之下，EDHEC 与有限合伙人合作，监控基础设施资产池的现金流。然后，EDHEC 根据行业内的实际交易情况，利用风险因素模型创建总回报指数。年化回报率不同（2009-2020 年，EDHEC 约为 13%，MSCI 约为 11%）的部分原因是指数聚焦的资产不同。**差异扩大：EDHEC 的方法反映了低流动性基础设施资产的实际中期估值，而 MSCI 则不然。**这是比商业房地产更能说明估值平滑影响的极端例子。

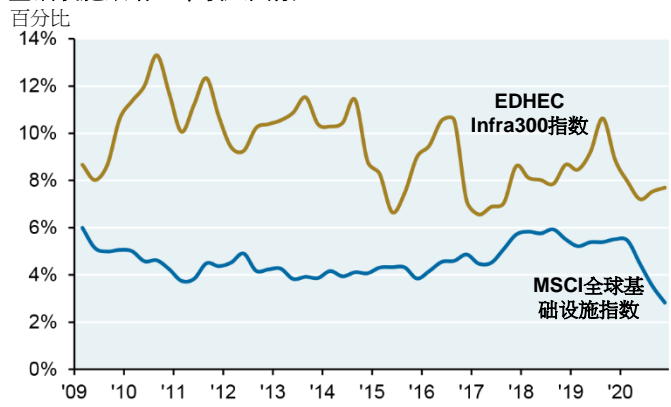
**指数选择是一个关乎生存的选择：**有限合伙人是否更关心管理人报告的基础设施资产价值，并将其反映在回报报表中？或者说如果他们想要或必须定期出售基础设施资产，他们是否更关心这些资产的实际价值？MSCI 和 EDHEC 允许投资者在任一极端中进行选择。可以肯定的是：使用经平滑调整的私募基础设施基准与公开交易的基础设施股票进行夏普比率、相关性或经风险调整比较，这是一种非常不可靠的做法。

基础设施滚动一年价格回报



资料来源：MSCI、EDHECinfra、摩根资产管理，2020年第四季度

基础设施滚动一年收入回报



资料来源：MSCI、EDHECinfra、摩根资产管理，2020年第四季度

## 基础设施是否能对冲通胀？

这是个宽泛又难以回答的问题，因为在可观察的基础设施回报时间范围内尚未出现过多次通胀高峰。根据 Ares Global Client Solutions 的观点，通胀似乎确实会导致一年后基础设施收入增加。右图基于英国通胀和英国基础设施项目收入的变化。很大程度上取决于基于通胀的调整是否是合同的一部分，和/或合同是否允许所有者将通胀上升转嫁予用户。

基础设施收入和通胀

12个月移动平均



资料来源：Ares、EDHEC，2022年第二季度



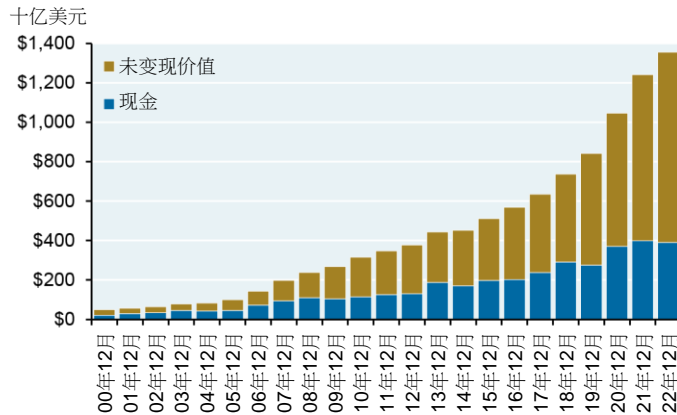
## 私募信贷、巴塞尔协议 III 和承销商之争

鉴于私募信贷最近才兴起，而且之前没有违约周期，因此关于私募信贷的表现可点到为止。管理的资产激增，使私募信贷管理人能够为大型借款人承销融资，而过去则依赖高收益债券或广泛的银团杠杆贷款（BSL）。

就现有的私募信贷成立年份而言，很大程度上取决于信贷狂潮期间承销的头寸受到较高利率影响的情况。第二张图表显示了以 BDC 为代表的私募信贷票息支付的增长情况<sup>14</sup>。Cliffwater 的数据显示，2023 年中期私募信贷的追踪损失率（即扣除回收后的违约率）为 0.7%，而 BSL 的追踪损失率约为 2%。另外，Proskauer Rose 预计 2023 年 7 月私募信贷违约率约为 2%，高于 2022 年底的约 1.5%。虽然两个消息来源都表明迄今为止私募信贷压力较低，但我们听到了更多的私募信贷调整的信息，例如发起人注资、契约减免和转向实物利息支付。实时追踪比较困难；私募信贷利息覆盖率可能与杠杆贷款一样恶化（如第 5 页所示）。

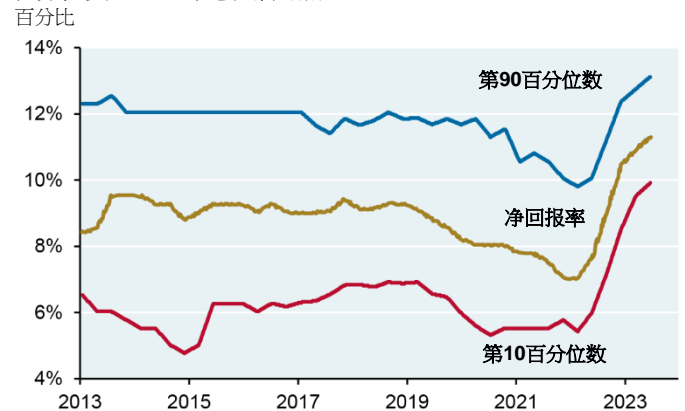
过去几年，当承销标准减弱时，私募信贷贷款人是否通过谈判获得了比 BSL 贷款人更强有力的保护？首先，如第三张图表所示，让我们回顾一下机构贷款人如何在 2020 年之前通过牺牲契约保护来向借款人做出妥协。请注意，中型 BSL 贷款机构不像大型贷款机构那样接受「轻契约」贷款。<sup>15</sup>

全球私募信贷市场



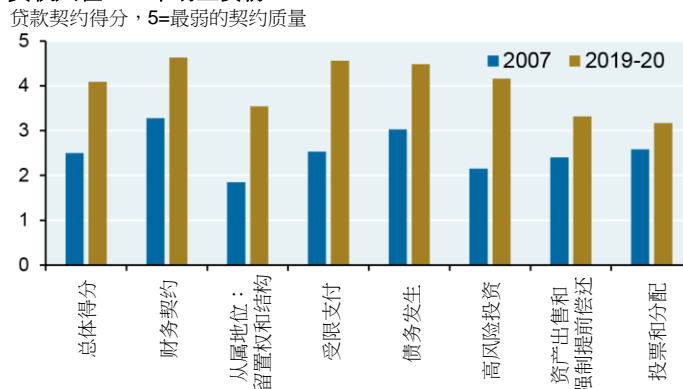
资料来源：Preqin，2022年6月

私募信贷：BDC票息支付增加



资料来源：高盛全球投资研究部，2023年11月

贷款人在BSL市场上妥协



资料来源：穆迪。2020年。

「轻契约」主要是较大BSL市场的一个特征



资料来源：LCD、Pitchbook、摩根资产管理，2023年第二季度

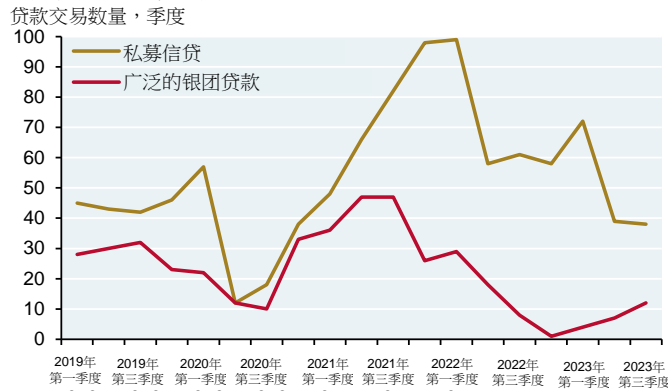
<sup>14</sup>BDC 是最透明的私募信用贷款人形式，占直接贷款的 20%-25%

<sup>15</sup>「轻契约」并不意味着没有契约，而是通常将其限制在「发生基础」上，这意味着它们仅在借款人选择承担额外债务时适用

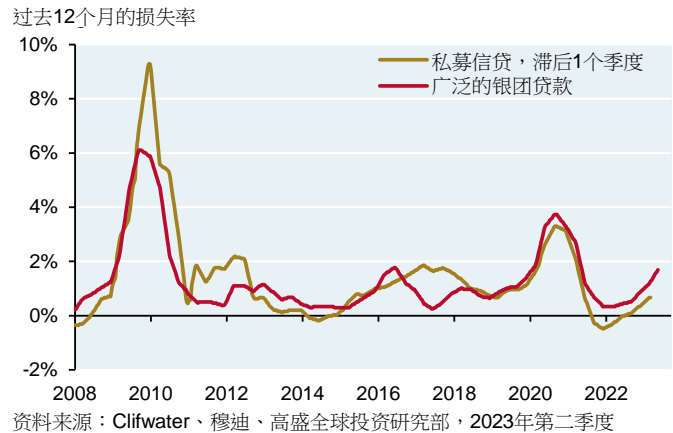


自 2021 年第一季度以来，私募信贷市场保持开放，而 BSL 市场大部分关闭。这表明私募信贷正在利用更稀缺的信贷条件，但贷款基金投资者的最终体验取决于这些大多为 B 级信用的事后表现。虽然随着大型私募信贷公司争夺市场份额，其标准也在下降，但根据市场参与者的观察，私募信贷的承销标准比 BSL 市场更为严格<sup>16</sup>。换言之，规模较大的私募信贷贷款在与 BSL 竞争时正在变得商品化。违约周期期间的损失经验将是私募信贷与 BSL 和高收益债券相对表现的最佳仲裁者。

### 私募信贷：照常开展业务



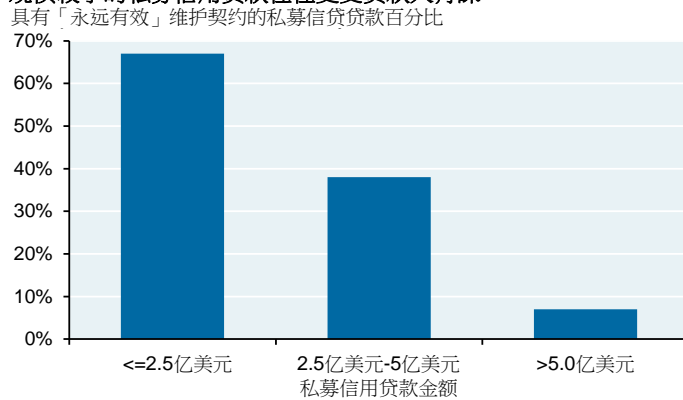
### BSL和私募信贷的损失率估计



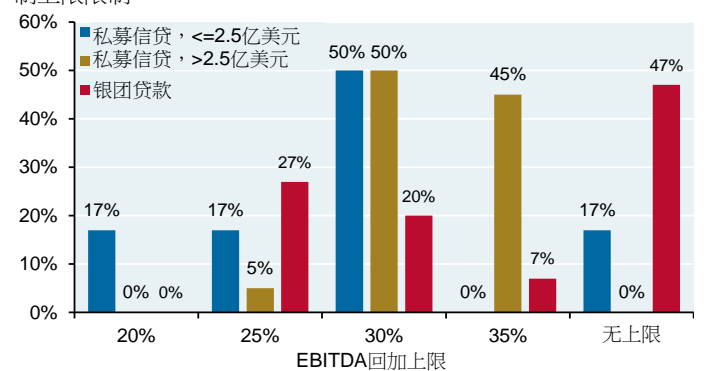
为了加深了解，不妨回顾一下穆迪对 2023 年发放的 28 笔私募信贷贷款和 15 笔 BSL 的分析<sup>17</sup>：

- 穆迪发现，私募信贷贷款规模的增加与**维护契约损失**之间存在相关性。67%的小额私募信贷贷款有「永远有效」的维护契约，而只有 7%的大额私募信贷贷款有这些契约
- 规模较小的私募信贷贷款比规模较大的私募信贷贷款具有更多的限制性 **EBITDA 加回额度**，并且比 BSL 的限制性更大。这些加回上限限制了借款人预测实际未发生的运营成本 and 合并协同效应的能力；通过延期，他们限制了基于估计 EBITDA 倍数的可用杠杆率
- 同样，规模较小的私募信贷贷款可用于预测 EBITDA 的期限较短（「**前瞻期**」为 15-24 个月，而规模较大的私募信贷贷款则为 24 个月以上）

### 规模较小的私募信用贷款往往更受贷款人青睐



### 私募信贷对EBITDA的限制比BSL更严格，贷款百分比受EBITDA限制上限限制



<sup>16</sup> 「深入研究私募信贷」，Proskauer Rose，2023 年 6 月

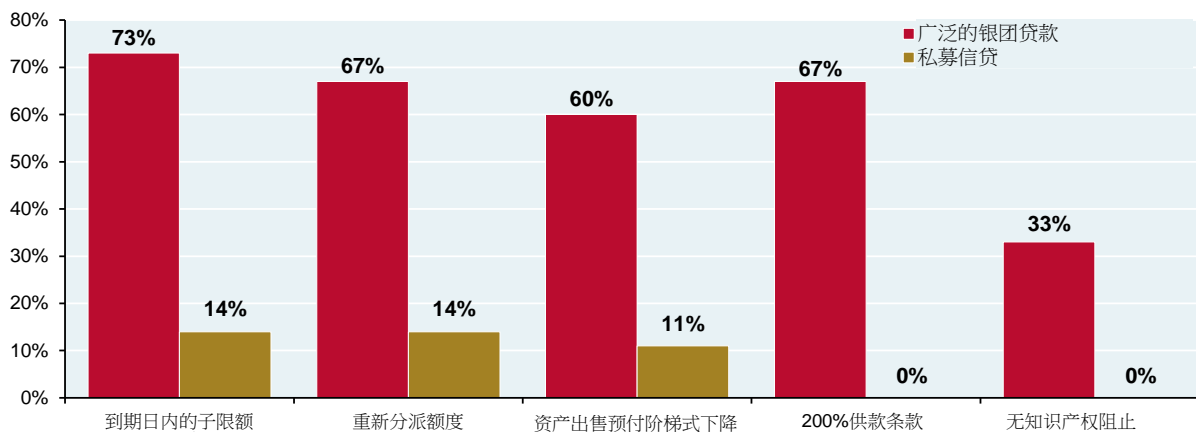
<sup>17</sup> 「随着竞争的加剧，私募信贷、银团贷款保护将趋同」，穆迪，2023 年 10 月



穆迪还研究了 **BSL** 和**私募信贷**市场的其他契约比较，发现**私募信贷**条款在某些关键领域提供了更大的**贷款人保护**。提醒：本分节面向喜欢阅读和理解贷款文件的读者。如果您投资参与 **BSL** 和**私募信贷**的基金，那么本节内容就可能适合您。

- **到期内的子限额**反映了现有贷款人对借款人承担期限较短的新债务之许可程度，从而令新贷款人「及时」获得贷款。到期日较短的贷款人可首先从潜在的不良信贷中获得偿付，并且在破产之外进行的重组中可能拥有更多的杠杆
- **重新分派额度**。限制支付条款规定了借款人可支付股息、进行收购和从事其他资产转让的情况。重新分派额度赋予借款人将受限支付金额（如果未支付）转化为额外的债务能力
- **资产出售预付阶梯式下降**允许借款人变现抵押品，并在满足特定杠杆测试的情况下，使用少于 100% 的收益来预付债务
- **200%供款条款**允许借款人每新出资 1 美元股本就获得 2 美元借款
- **无知识产权阻止**指没有明确规定阻止知识产权转让给不受限制的子公司（根据发起人在该交易中的行为，通常被称为「J Crew」条款）
- **更多赎回保障**。私募信贷贷款人通常要求 2-3 年的赎回保障，并收取 2%-3%的提前赎回罚款，而 **BSL** 仅提供 6-12 个月的赎回保障和 1%的罚款

**BSL**市场在关键契约特征方面的保护性远不如**私募信贷**，这些特征在经济困难时期变得更加重要，百分比



资料来源：穆迪投资者服务公司，2023年10月

如果 2024 年经济状况疲软，这些条款将变得越来越重要，导致一些发起人试图将资产转移到不受限制的子公司，并在少数债权人同意的情况下进行股权友好型重组。



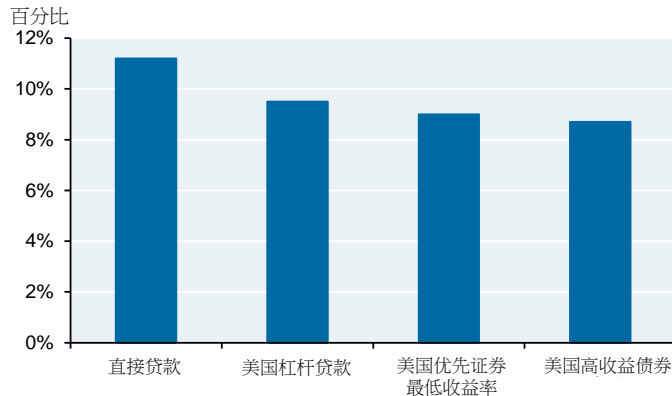


一个拥有更多私募信贷的世界会是什么样子？首先，它可能会推动银行发放的贷款比例跌至战后新低，并在监管较少的环境中增加发放贷款。在硅谷银行倒闭事件后，考虑到美联储的过失，银行体系监管可能会加强<sup>18</sup>。一个拥有更多私募信贷的世界几乎肯定会带来更高的债务成本。如下文所示，我们估计 2023 年第二季度直接贷款收益率为 11.5%，而杠杆贷款、优先股和高收益债券的收益率为 9.0%-9.5%。这代表了财富从私募股权转移到私募信贷贷款人。

「私募信贷的黄金时刻」论点部分基于这一观念，即新的巴塞尔协议 III 资本规则将迫使银行削减贷款和其他冒险活动，从而推动更多借款人转向私募信贷。下文第三张图显示了对巴塞尔协议 III 可能影响的估计：美国 I 类和 II 类银行的风险加权资产增加 25%-35%<sup>19</sup>。美国的提议适用于合并资产超过 1,000 亿美元的银行，涵盖美国银行业的全球业务，并规划期限至 2025 年 7 月。巴塞尔协议 III 的征求意见稿期已延长至 2024 年 1 月，因此仍有可能进行更改。

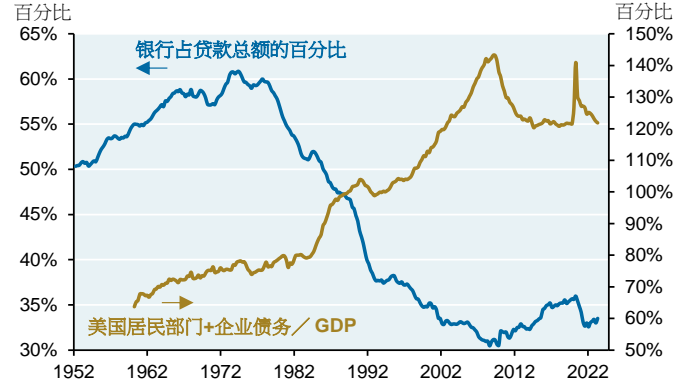
私募信贷可能从中获得好处；债权人数量较少，可以更快地解决困境，而不必总是依赖破产法院；许多私募信贷借款人只有 2-3 个贷款对手方。我还听说，与美国贷款市场相比，私募信贷市场上的「债权人之间的暴力竞争」要少得多，这是贷款群体规模较小的另一个副产品。尽管如此，市场仍担心非银行贷款增加会带来系统性风险，这一点将在附录中介绍。

2023年第二季度美国非投资级别债券收益率



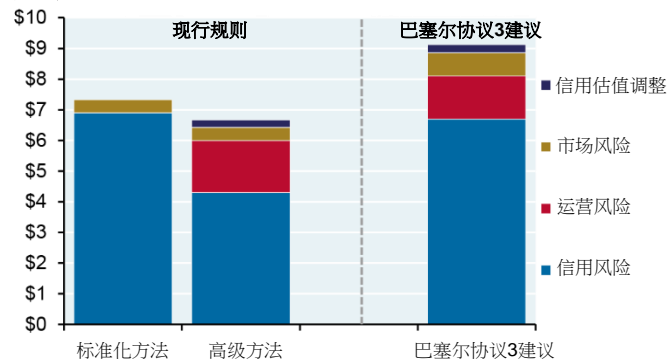
资料来源：彭博、摩根资产管理，2023年第二季度

银行贷款份额与居民部门/企业债务/GDP比较



资料来源：美联储、摩根资产管理，2023年第二季度

由于巴塞尔新规则，美国第一类和第二类银行风险加权资产预计将增加，万亿美元



资料来源：摩根士丹利、Oliver Wyman，2023年11月

<sup>18</sup> 「美联储在一份严厉的报道中承认对硅谷银行的失败负有部分责任」，NPR，2023 年 4 月 28 日

<sup>19</sup> I 类和 II 类银行包括 JPM、BAC、C、WFC、GS、MS、BK、STT 和 NTRS。下一级 III 类银行未包含在上述 RWA 评估中，包括 USB、PNC、TFC、SCHW 和 COF



## 附录：非银行贷款增加会带来哪些系统性风险？

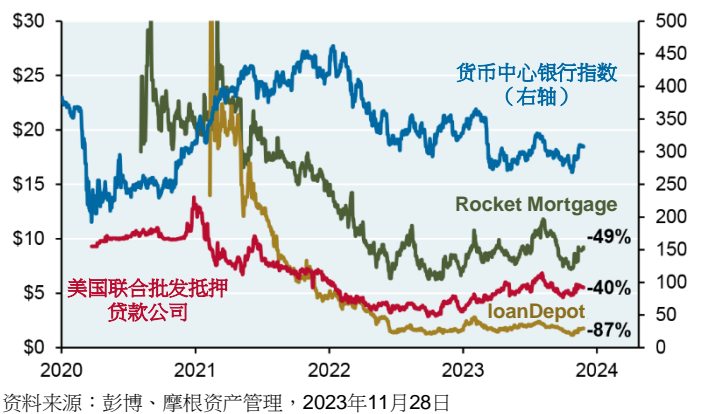
我于 1987 年加入摩根大通，当时银行贷款发放份额首次跌破 50%（如上图所示）。这些都是复杂的话题，但这种贷款发放转变恰逢美国居民部门和企业债务占 GDP 的比重大幅上升，而且对减少股市的波动性或经济衰退的严重程度也没有起到什么作用。目前巴塞尔协议 III 准备推动银行体系之外更多的信用创造。

由于银行资本规则和监管套利，信用创造的另一种形式正在向银行体系之外转移：**非银行抵押贷款发起人的崛起**。考虑到非银行贷款机构的特殊偿付能力和对批发融资的严重依赖，监管机构仍在试图弄清楚非银行贷款机构主导抵押贷款发放的影响。它们的股价下跌主要反映迄今为止的利率上升，但新的研究和财政部 2022 年的报告指出，贷款质量可能较差，系统性风险增加。**私募信贷的激增，就像大多数快速的资本流动一样，需要非常谨慎地应对。**

非银行抵押贷款发放比例



最大非银行抵押贷款机构股价与货币中心银行指数比较



## 关于抵押贷款发起人非银行贷款的风险

- 「评估新进非银行公司对消费金融市场竞争的影响」，美国财政部报告，2022年11月：「虽然新进非银行公司似乎有助于加强竞争，但它们通常不像受保险的存款机构那样在安全性、稳健性或消费者保护方面受到同样严格的监管，这引发了公共政策考虑」
- 与从传统银行借款的信用状况相似的消费者相比，转向金融科技贷款机构的消费者更有可能入不敷出，进一步陷入债务困境和违约。资料来源：DiMaggio（哈佛商学院）和Yao（乔治亚州立大学），2020年
- LendingClub的一项分析发现，尽管LendingClub平台上的贷款申请收入核实不完整会对回收率产生负面影响，但借款人的错误信息并未对承销决策产生应有的负面影响。资料来源：「金融科技平台：宽松或谨慎的借款人筛选」，Serena Gallo（坎帕尼亚大学），2021年7月



## 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](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。摩根大通概不负责对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**金融监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。年金是透过 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))及法国金融市场监管局 (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，我们将会在不收取您任何费用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（通知您的）摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银行新加坡分行向您提供。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，请必须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行。任何证券（包括本基金股份）在巴西证券及交易委员会 CVM 进行注册登记前，均一概不得进行公开发售。本文件载列的部分产品或服务目前不一定可于巴西及墨西哥平台上提供。

应收件人要求及为收件人之便，本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件，但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文，且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释、概以英文版本为准。

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

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

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：包含的金额可能不是以澳元为计价单位；可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息；可能没有阐释与外币计价投资相关的风险；以及没有处理澳大利亚的税务问题。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。「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。

© 2023 年。摩根大通。版权所有。

J.P.Morgan