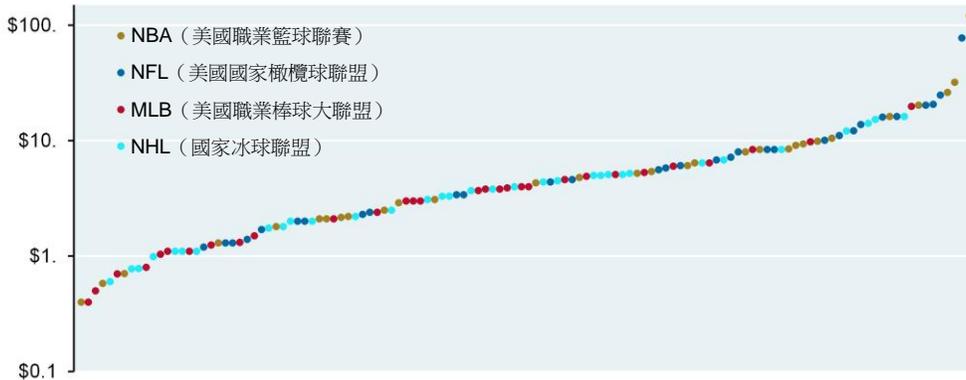


「不妨參與體育圈」：投資於職業體育聯盟及相關業務

我從未寫過關於體育運動隊所有權的文章。原因很簡單：一直以來，這都是一小部分極富有人群的專屬領域。圖表顯示當前籃球、足球、棒球以及冰球控股所有者的估計淨資產。他們大多都是淨資產達到 10 億美元至 100 億美元的個人，而對於超出這個範圍的人所擁有的淨資產，我們則必須用上對數刻度來衡量。換句話說，體育運動隊的所有權通常不向普通個人或多元化機構投資者開放。

大聯盟運動隊控制權所有者的淨資產
十億美元，對數刻度



資料來源：摩根資產管理，2024年5月

所有權規則一直在改變。現在，大多數主要的美國體育聯盟允許一部分特定的私募股權基金持有單個團隊的少數股權，並且這些基金可以在多個團隊中持有多重股權。下方表格顯示我們所了解的最新規則。近年來，持有少數股權變得越來越普遍；2023 年，全球體育交易中有 45% 是少數股權投資，而在美國四大體育聯盟的體育交易中，約 60% 是少數股權投資¹。隨著最新規則的改變，特定基金及其有限合夥人與個人投資者可以越來越多地投資於球隊的少數股權。

北美聯賽的私募股權規則

	首次允許的年份	單個團隊在各公司中擁有的最大私募股權所有權	單個基金對一支球隊的最大私募股權所有權比例	基金可擁有的球隊數量	是否允許主權財富基金投資？
NBA	2021	30%	20%	5	✓
MLB	2019	30%	15%	無限制	
NHL	2021	30%	20%	5	✓
MLS	2020	30%	20%	4	
NFL	待定	待定	待定	待定	

資料來源：彭博、Sportico，2024年。MLS：美國職業足球大聯盟

體育投資的範疇遠不止體育運動隊的所有權，還包括聚焦於房地產、媒體、營運、收藏品、個人健身、球員管理、體育博彩等領域的公司。本期《放眼市場》特刊探討估值、球隊營運利潤、推動聯盟實力均衡的因素（收入分成、工資上限）、廣播和串流媒體收入、上座率和票價、與歐洲足球的比較、新興體育聯盟、圍繞體育場補貼的爭議、體育博彩和其他相關業務、電子競技寒冬、能用錢買到的最差球隊以及展示史上最佳籃球運動員的三分法圖表。

岑博智(Michael Cembalest)
摩根資產管理

¹《德勤 2024 年體育行業展望》，德勤，2024 年 3 月。目前，MLB、NBA 和 NFL 分別有 24、138 和 90 名少數股權所有者

目錄

私募股權基金計劃投資和貸款的方向.....	3
美國四大體育聯盟的估值、交易、債務水平和營業利潤.....	4
串流媒體大戰與區域體育網絡的衰落.....	7
現場上座率趨勢和票價上漲.....	10
聯盟實力相當利好美國體育聯盟的所有者，但在歐洲則不然.....	11
推動職業體育實力均衡的主要因素：收入分成、選秀和工資上限.....	13
歐洲足球：降級、球員工資上漲、一塌糊塗的公眾投資者回報以及新規.....	16
國際和新興體育：MLS、F1 以及各種體育項目上的創業最新情況.....	18
場館和補貼：對運動隊所有者來說，這是一個有爭議的價值來源.....	20
周邊業務：例如服裝、形象管理和球員管理等業務.....	22
體育博彩：最高法院裁決、連本帶利投注和夢幻的體育賽事監管套利.....	23
電子競技寒冬繼續：商業基本面一塌糊塗、裁員和聯賽終止.....	26
附錄一：根據《謝爾曼法案》，美國體育聯盟大多都是不受監管的壟斷企業.....	27
附錄二：能用錢買到的最差球隊.....	28
附錄三：有史以來最佳籃球運動員.....	29
附錄四：按球隊劃分的估值、收入、債務和營運收益.....	31
附錄五：離隊球員的羅納爾多效應.....	35

私募股權基金計劃投資和貸款的方向

美國體育聯盟允許私募股權持股的決定，促進了包括體育運動隊以及體育相關公司投資基金的成立。表格列出了一些基金正在考慮的投資類別。幾點須知：

- 通常情況下，如果投資公司控制的任何基金投資於體育博彩、球員管理或以某種身份代表球員的其他企業，則該投資公司會被禁止收購少數股權
- 如果特定體育聯盟的控股所有者同時還是某私募股權的負責人，則該私募股權公司將無法投資該體育聯盟，因為此私募股權負責人兼體育聯盟所有者可能有機會獲得機密資訊
- 以下幾支體育運動隊屬於公開交易：亞特蘭大勇士隊、曼聯和紐約尼克斯／遊騎兵隊。儘管公眾可以購買這些特許經營權的股權，但投票權仍由控制權所有者掌握，其 B 類股份的投票權是 A 類股份的 10 倍²
- 以下部分體育業務屬於子公司，無法作為單一業務投資切入：ESPN（迪士尼）、TNT 體育（WB Discovery）、CBS 體育（派拉蒙影業）、福克斯體育（福克斯公司）和 NBC 體育（康卡斯特）
- 因此，相比公開市場，私募市場構建的職業體育及相關投資項目的多元化投資組合更為廣泛。傳統上長達 5-7 年的私募股權持有期是否適合體育投資尚待觀察

球隊	收藏品
擁有體育運動隊的多數股權**	交易卡、紀念品、NFT
擁有體育運動隊的少數股權	服裝
球員／人才	房地產
球員表現相關服務*	體育運動隊及場館融資
體育分析軟件	競技場／跑道／高爾夫球場
體育機構	競技場附近的房地產開發項目
承銷球員合同	體育相鄰健身特別經營權
媒體	營運部
媒體版權和串流媒體	場地管理（門票、贊助商、特別經營權等）
社交媒體／粉絲參與	競技場、賽事營運和運動員的設備
為體育粉絲服務的媒體	第三方票務應用程式
聯盟	博彩
新興體育聯盟	夢幻體育
青少年體育學院	博彩應用程式／網站
夏令營	實時體育博彩
視頻遊戲	
電子競技（直播、比賽）	
體育類電子遊戲	

*包括球員訓練、指導和發展；身體康復、生物力學、營養、心理策略等。

**雖然目前美國四大體育聯盟不允許私募股權基金擁有多數股權，但是一些新興和國際聯盟允許這種情況

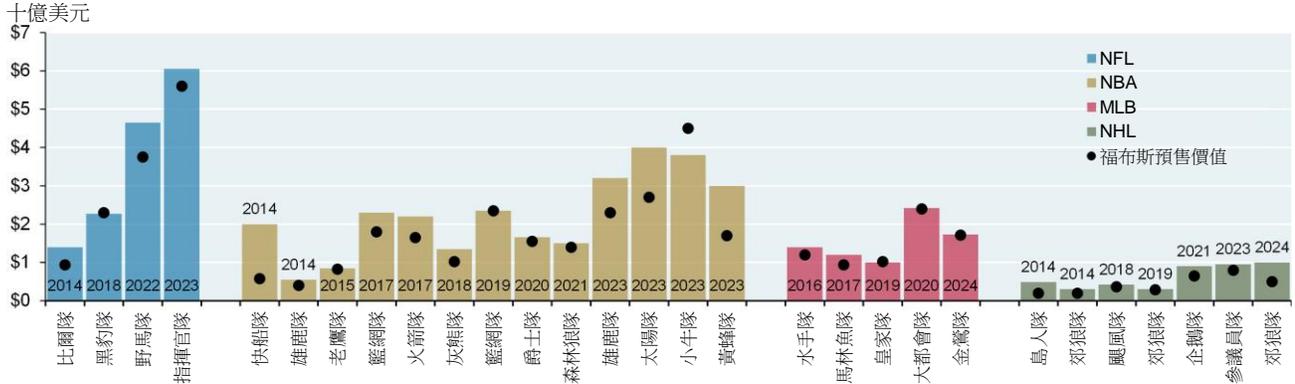
²約翰·馬龍控制著亞特蘭大勇士隊約 50% 的投票權；格雷澤家族控制著曼聯 69% 的投票權；而多蘭家族控制著尼克斯和遊騎兵隊 71% 的投票權(MSGS)

美國四大體育聯盟的估值、交易、債務水平和營業利潤

特許經營職業運動隊的所有者通常有三種不同的多元化收入來源：(a)體育聯盟所分派的收入分成份額；(b)建立消費者品牌和優質現場娛樂業務的受保護營銷領域；及(c)與體育場、媒體和其他營運資產相關的附屬業務。所有美國體育聯盟實質上都是《謝爾曼法案》項下監管非常寬鬆的壟斷企業（詳情見附錄1），這是價值創造的重要貢獻因素。

最常被引用的職業運動隊估值數據來自福布斯和 Sportico。圖表顯示自 2014 年以來的特許經營銷售；請注意，在大多數情況下，實際銷售價格（柱狀圖）與福布斯預估的預售估值（圓點圖）極其接近。

自2014年以來NBA、NFL、NHL和MLB的交易價值



資料來源：摩根大通體育研究團隊，2024年

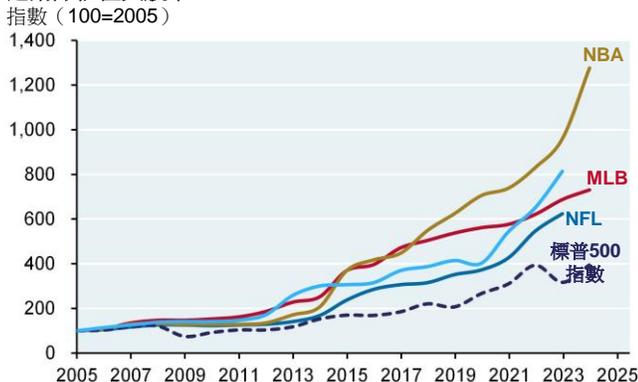
2022年至2024年的實際交易

年份 球隊 價值/收入	NBA				NFL		NHL		MLB
	2023	2023	2023	2023	2023	2022	2024	2023	2024
	太陽隊	黃蜂隊	雄鹿隊	小牛隊	指揮官隊	野馬隊	郊狼隊	參議員隊	金鶯隊
	13.2x	11.2x	9.7x	8.9x	11.1x	9.4x	8.3x	6.1x	6.5x

福布斯還為各項聯盟構建了估值指數。如左下圖所示，自 2005 年以來，這些指數一直大幅跑贏標普 500 指數。需要明確的是，體育運動隊遠比股票更為昂貴：目前，大多數運動隊的估值都是收入額的 5-12 倍，相比之下標普 500 指數則約為收入額的 3 倍。

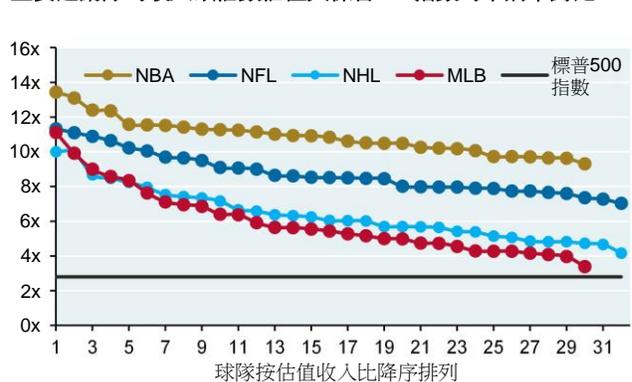
在 NFL 和 NHL 中，估值最低和最高運動隊之間的差距約為 2.5 倍，而 NBA 和 MLB 則分別為 3.2 倍和 7.6 倍。收入分成較低、不設工資上限以及區域媒體的曝光度較高是 MLB 估值差距較大的部分原因；我們將在文章後半部分討論這些主題。

運動隊估值與股市



資料來源：摩根大通體育研究團隊、福布斯、彭博，2024年

主要運動隊的收入額倍數估值與標普500指數的市銷率對比

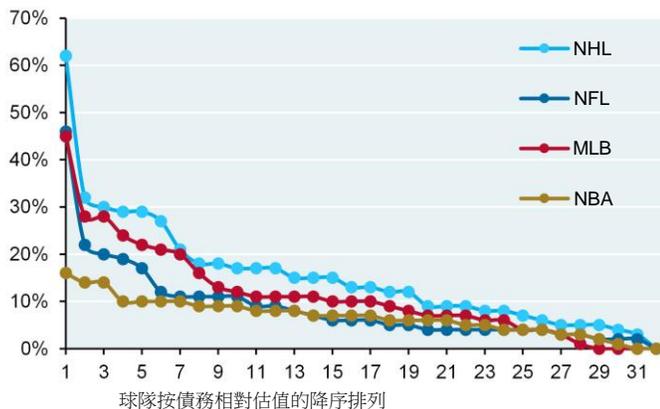


資料來源：福布斯、彭博、摩根資產管理，2024年

關於體育所有權的部分常見評論：

- **估值**：NBA 和 NFL 收入的 50%-70%是來自網絡和其他高評級交易對手方的長期合同義務，有些還附有升級條款。因此，可採用其他估值方法，即對合同流量採用投資級貼現率，並單獨使用股票倍數對週期性現金流量進行估值。通過使用這種方法，估值收入比將低於前一頁的數值；但這種方法的前提假設是所有者願意將部分投資作為較低風險的年金進行估值
- **債務上限**。NFL 和 NBA 對購買者實行硬性槓桿上限。NFL 就新收購和現有所有者設定的債務上限分別為 14 億美元和 7 億美元。對於 NBA，債務上限定為 3.25 億美元。MLB 的債務上限根據連續現金流倍數設定，而 NHL 的債務上限則酌情裁定。如下方文字所示，除了僅有的三個案例外，四大體育聯盟的槓桿都不高

主要運動隊的債務與估值



高槓桿個案

洛杉磯公羊隊，46%：NFL 所有者批准了一項債務豁免，以允許建設 SoFi 體育場，讓球隊債務超過上限

邁阿密馬林魚隊，45%：反映 2017 年買家使用了非常高的債務水平

亞利桑那郊狼隊，62%：這支在 NHL 中估值最低同時陷入困境的球隊最近被出售，並且下賽季將遷往猶他州

資料來源：福布斯、彭博、摩根資產管理，2024年

- **交叉所有權較為常見**。案例包括克倫克體育娛樂公司（洛杉磯公羊隊、丹佛掘金隊、科羅拉多雪崩隊、科羅拉多急流隊；阿森納隊）；哈里斯·布利策體育（費城 76 人隊、新澤西魔鬼隊、華盛頓指揮官隊、水晶宮隊）；Monumental（華盛頓首都隊、華盛頓奇才隊）；芬威體育集團（波士頓紅襪隊、利物浦隊、匹茲堡企鵝隊）。另外：十一名 MLS 所有者擁有其他聯盟的交叉持股
- **開發**。幾十年來，球隊比賽場館不是受到區域環境限制，就是建在遠離住宅和零售中心的工業區。從重建巴爾的摩坎登球場開始，所有者開始重新開發利用場館周圍的土地。其他的案例包括亞特蘭大 Truist 球場的 The Battery、瑞格利球場地區的城區改造、第一資本體育館附近的哥倫比亞特區振興以及 SoFi 體育場新城區的創建等
- **稅收優惠**。主動控股所有者可根據相關收入和／或不相關的主動收入對體育運動隊投資進行折舊。可折舊資產包括球員合同、季票清單、場館租賃協議、電視／廣播合同、特許合同、豪華套房等。主動參與球隊管理的有限合夥人可能擁有等同於主動控股所有者的折舊權利。受若干規則和限制的約束，被動型有限合夥人通常能夠以合夥企業內的相關折舊抵銷投資收益，並可能利用任何超額損失抵銷其他消極收入。有限合夥人應諮詢其自身的稅務顧問，以確認任何投資的稅務處理
- **投資組合**。部分研究聲稱，將體育所有權加入投資組合可提高風險調整後回報。然而，大部分研究所高度依賴的是並不經常性的評估或重複銷售方法，而這兩種方法在衡量均值方差框架的風險方面表現都不佳。我們去年 12 月發表了兩年一度的《另類資產投資回顧》，體育運動隊所有權和私募資產通常應以與公開股票市場相比的超額回報進行評估，並使用時間加權回報比較法

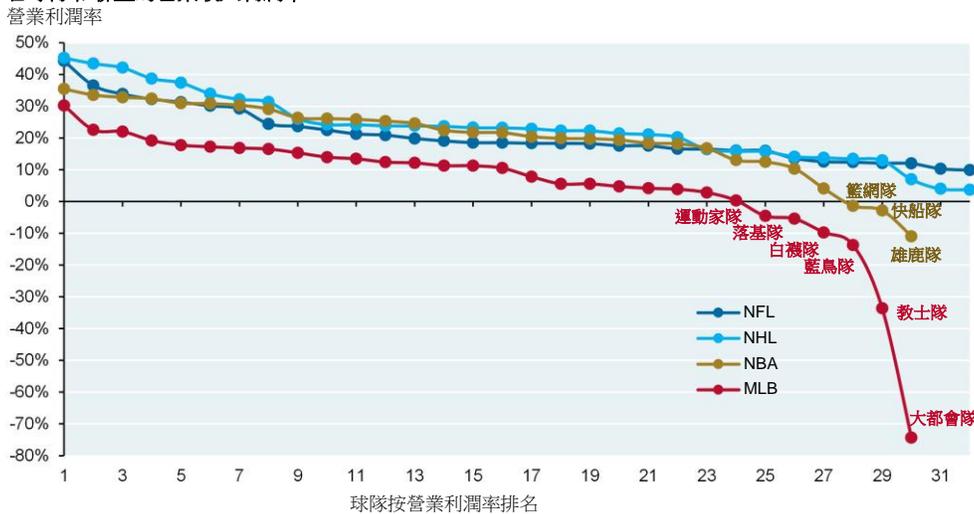
營運利潤

NFL、NHL 和 NBA 球隊從不斷增長的廣播收入、聯盟強加的財政紀律、收入社會化和工資上限條款中獲益。過去 20 年，隨著工資在收入中佔比的下降，這些聯盟的營運利潤總體上有所提高（見右下圖表）。在 MLB 中，缺乏工資上限和財政紀律的情況更為明顯，營運利潤普遍較低，甚至部分為負數。

在 NHL 於 2021 年與迪士尼和特納體育簽訂了為期七年的合同之後，NHL 自 2018-2019 年以來的營運利潤中位數增長了兩倍，每年總利潤平均達 6.35 億美元。NHL 另一項有趣的進展是：相較於高稅收的州和加拿大省份，來自低稅收州的球隊在招募球員方面具有優勢，特別是考慮到自 2020 年以來 NHL 工資上限累計僅增長了 2.4%。從那年起，成功闖進聯盟決賽的 20 支球隊中，11 支球隊來自德克薩斯州、佛羅里達州或內華達州（均免徵州稅）³。

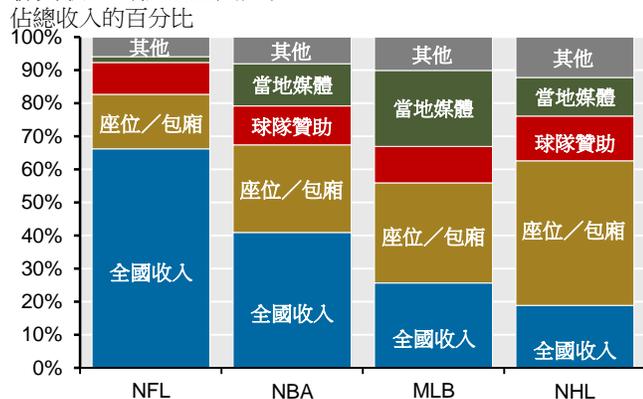
明確來說，營運收益不包括債務利息、稅收、資本項目及其他成本。因此，營運收益無法說明一個團隊是否獲得正現金流。有關按球隊和聯盟劃分的估值、收入、債務、營運收益和相關比率，請參見附錄四。

各球隊和聯盟的營業收入利潤率

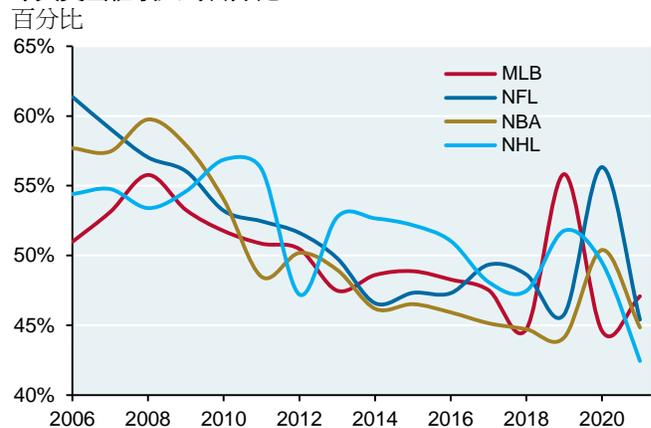


我們將在後面幾頁分析推動這些營運利潤的主要聯盟收入構成。因為國家廣播和串流媒體收入的重要性，我們將從這裡開始分析；然後，鑒於鑽石體育的破產及其對 MLB（乃至 NBA 和 NHL）的影響，我們討論區域媒體轉播權的適時問題。隨後，我們分析現場上座率趨勢和票價。

聯賽收入（按類型劃分）



球員支出佔收入的百分比



³ 職業運動員在其工作的每個司法管轄區都要納稅，但其大部分工資均按其主場州的稅率納稅。假設一份300萬美元的NHL合同：德克薩斯州的州稅為0美元，而加利福尼亞州卻高達37.1萬美元。

串流媒體大戰與區域體育網絡的衰落

了解職業體育的廣播和串流媒體需求至關重要，特別是因為在四大體育聯盟中，三家的收入有 50%-70%來自全國性和區域的轉播權（NHL 例外，比例僅佔 30%），並且四大聯盟的這些全國性收入均由各支球隊瓜分。這種情況並非一成不變；幾十年前，體育特許經營的主要價值以現場上座率為基礎；1946 年，廣播和電視合同僅佔 MLB 收入的 3%。

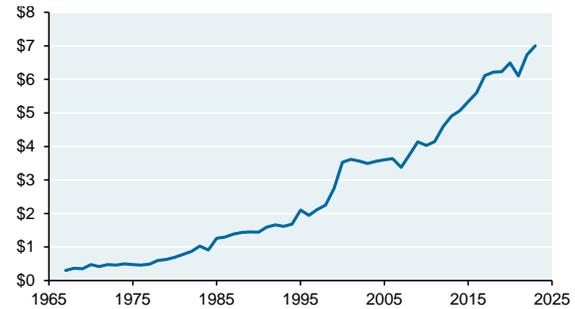
據福布斯的數據，2011 年全球體育媒體合同價值為 245 億美元，如今已超過 624 億美元。表格展示了媒體轉播權價值提升的案例。NBA 預期在本周宣布與 NBC、亞馬遜和 ESPN 簽訂的一份新協議，據稱協議長達 11 年，價值為 760 億美元；年度合同價值較 2016-2025 年與 ABC/ESPN/TNT/TBS 簽訂的合同上升 2.6 倍。

聯盟	廣播公司	交易開始時間	交易結束時間	交易開始時合同價值增加
MLB	福克斯/TBS/ESPN	2022	2028	1.3x
NFL	哥倫比亞廣播公司/福克NBC/ESPN	2023	2033	1.8x
NHL	美國廣播公司/ESPN/TNT	2021	2028	2.1x
NBA	美國廣播公司/ESPN/TNT/TBS	2016	2025	2.9x
NBA	美國廣播公司/ESPN/TNT/TBS	2025	2036	2.6x

資料來源：摩根資產管理，2024年

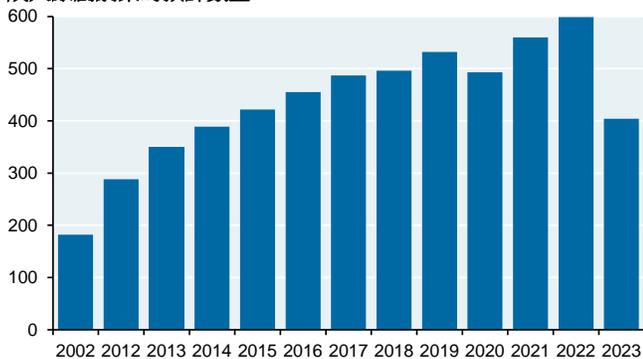
30秒超級碗廣告價格

實際2023年價值，百萬美元



資料來源：Nielsen Ratings、彭博、摩根資產管理

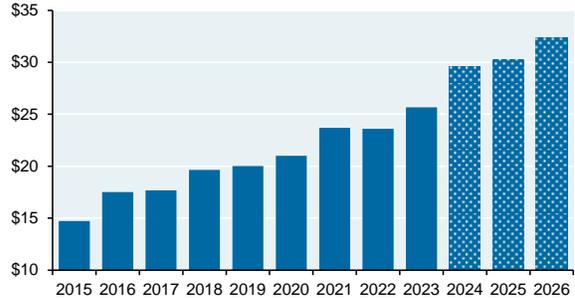
成人原創劇集的預計數量



資料來源：FX Research，2023年

美國體育媒體版權費

十億美元



資料來源：標普全球，2023年3月

體育內容消費者需求的其他示例：

- 過去 12 個月，美國和英國超過 30%的成年人購買過至少一場按次付費的體育賽事，主要是 UFC（終極格鬥冠軍賽）和拳擊⁴。在有史以來收視率最高的 5 場按次付費賽事中，拳擊賽事佔了 4 場
- 根據 Sportico 使用 Nielsen 數據進行的一項研究，2023 年，在 100 場收視率最高的電視直播中，NFL 賽事佔了 93 場，高於 2022 年的 82 場和 2018 年的 61 場。在 50 場收視率最高的直播中，NFL 賽事佔了 48 場，另外兩場是國情咨文演講和梅西感恩節遊行
- 在美國電視歷史上收視率最高的十場賽事中有八場是超級碗
- 自 2005 年以來，經通脹調整後的 30 秒超級碗廣告成本加倍，而在此前的 20 年出現同樣的加倍情況

⁴ 《體育併購：為您的團隊而來》，德意志銀行，2024 年 4 月 8 日

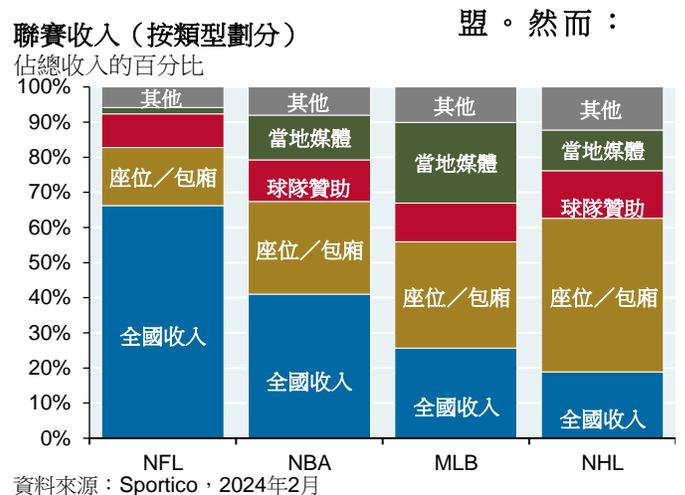
串流媒體大戰

如上文所示，雖然去年針對串流媒體和其他發行渠道開發的劇本戲劇系列有所減少，但體育媒體轉播權支出卻持續增加。串流媒體服務可能將體育視為一種途徑，在難以進入的市場獲得客戶，並為核心服務／產品創造更多需求：

- 2023 年 1 月，酋長隊與海豚隊的 NFL 外卡賽由 NBC 的串流媒體服務**孔雀(Peacock)**獨家直播。孔雀為獨家媒體轉播權支付了 1.1 億美元，吸引了 2,300 萬名觀眾
- 未來三年，**網飛(Netflix)**將會在聖誕節當天至少直播一場 NFL 賽事。作為協議的一部分，網飛已向 NFL 支付 1.5 億美元，在 2024 年直播兩場聖誕節比賽。網飛獲得新客戶的實驗是否成功仍待觀察；然而，媒體分析人士估計，在通過 NFL 外卡賽直播吸引而來的 300 萬名新訂閱用戶中，孔雀留住了超過三分之二⁵
- **亞馬遜**每年支付 10 億美元，以純數字化方式轉播 NFL 週四夜賽事。在部分圈子中，這些比賽因技術不佳或對局表現差而聲名狼藉，但在其他圈子中卻不然⁶
- **Google/YouTube** 簽署了一份為期 7 年的協議，就「周日門票」賽事轉播權每年向 NFL 支付 20 億美元，這些賽事包括常規賽周日下午的場外比賽（包括沒有在全國範圍內或在觀眾區域廣播中播放的比賽）
- 2021 年，**孔雀**與 WWE 簽訂了一份為期 5 年的協議，每年金額為 2 億多美元；觀眾數量因此翻倍
- ESPN 擁有 UFC 賽事的獨家轉播權和播送住宅按次付費賽事的權利；該協議於 2018 年 5 月公布，每年金額為 1.5 億美元，目前約為每年 2 億美元。該協議包括每年 30 場 UFC 格鬥之夜賽事：10 場在常規有線電視 ESPN 台轉播，20 場在 **ESPN+**串流媒體服務直播
- **蘋果**與 MLS 簽訂了一份為期 10 年的協議，每年金額為 2.5 億美元；與 MLB 簽訂了一份為期 7 年的協議，每年金額為 8,500 萬美元，以每週轉播兩場週五棒球夜賽事；據報道，蘋果正在考慮與 F1 賽車簽訂一份每年金額 20 億美元的合同，這將使聯盟目前的收入翻倍⁷

網飛、亞馬遜、蘋果等將能夠通過廣告收回部分成本，因為體育賽事本身就存在休息時間。因此，儘管網飛的老客戶無需付費觀看比賽，但網飛仍將賺取基於總觀看人數的廣告收入。此外，網飛能夠為個人客戶創建定制廣告，從而創造「閉環歸因」（即展示廣告與後續消費者購買行為之間的聯繫），相較於傳統有線電視廣告，各品牌可能會更重視這一點。

如上所示，串流媒體大戰極大地有利於 **NFL** 這樣的聯盟。儘管 **MLB**、**NBA** 和 **NHL** 也可能從中受益，但這些聯盟還要依賴區域的媒體轉播權（圖中綠色部分），鑒於區域體育網絡最大所有者之一出現破產，我們接下來將就此話題展開討論。



⁵《NFL 訂閱會否持續？》，Antenna, 2024 年 3 月 21 日

⁶NFL 週四橄欖球之夜。正方觀點：《週四橄欖球之夜：好得超乎想像》，Harvard Sports Collective, 2021 年 5 月；反方觀點：《週四橄欖球之夜的存在主義恐怖》，紐約時報, 2022 年 10 月 19 日

⁷《據稱蘋果在推進 F1 全球轉播權》，Front Office Sports, 2024 年 4 月 15 日

區域體育網絡的衰落：簡單版

- 傳統的有線電視訂閱在消費內容中的佔比持續下降，18-29 歲人群的觀看比例更是大幅下降；在此年齡段，僅 31% 訂閱有線電視，低於 2015 年的 64%
- 有線電視訂閱持續下降導致高槓桿區域體育網絡獲得的支付減少，而區域體育網絡同樣已與 MLB 球隊和 NBA / NHL 球隊簽訂了長期的轉播協議。第二張圖表反映區域體育網絡正在面臨的壓力。2019 年，辛克萊向迪士尼收購了 21 個區域體育網絡，因為在收購 21 世紀福克斯的過程中，美國司法部強制迪士尼剝離區域體育網絡。辛克萊的子公司鑽石體育集團經營 Bally 體育，後者已成為辛克萊區域體育網絡合同的債務人。鑽石體育目前正在進行第 11 章破產程序
- 部分區域體育網絡沒有履行 MLB 合同，因此 MLB 收回了這些版權，製作自己的內容。傳統的區域體育網絡不再為科羅拉多、亞利桑那、休斯頓、聖地亞哥、匹茲堡和西雅圖的轉播支付費用。在其他情況下，鑽石體育沒有履行轉播權合同，並與球隊協商了金額較小的臨時付款
- 雖然蘋果與 MLB 簽訂了轉播週五棒球夜賽事的合同，但**棒球界許多長期區域體育網絡轉播權協議的重組仍是一個未解之謎**。據報道，亞馬遜有意對 Bally 體育進行困境投資，但目前尚不清楚這項投資的談判能否讓所有相關方都滿意
- NBA 和 NHL 同樣受到影響。區域體育網絡不再為猶他爵士隊、鳳凰城太陽隊和休斯頓火箭隊的轉播支付費用；也不再為西雅圖海妖隊、維加斯黃金騎士隊和匹茲堡企鵝隊的轉播支付費用
- 雖然 NBA 也有區域體育網絡問題，但由於對 NBA 內容的需求較高，因此問題比 MLB 小。換句話說，就算區域體育網絡停止支付 NBA 轉播協議，NBA 以串流媒體收入取代區域體育網絡收入的能力也比 MLB 強
- NFL 沒有區域體育網絡問題，因為 NFL 為內容分發商提供了一份全國賽事配套（不存在此前經過磋商從而對此配套造成限制的區域轉播協議）

按來源劃分的消費內容



資料來源：Nielsen Ratings，2024年4月

區域體育網絡(RSN)困境代理：Diamond Sports破產



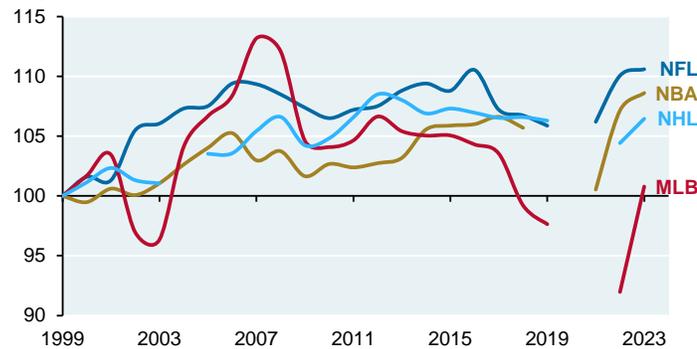
資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年5月27日

現場上座率趨勢和票價上漲

相較於新冠疫情前水平，NFL、NBA 和 NHL 的現場上座率保持穩定或略有上升。如右圖所示，現場上座率（座位和包廂）在各聯盟收入中所佔份額的重要性各不相同。此外，門票售罄球隊能夠提升的上座率也就這麼多：最近一個賽季，NFL、NBA 和 NHL 賣出的門票佔已有座位的 97% 以上⁸。MLB 則例外，場均售出門票約為座位數的 70%。2016 年至 2019 年，MLB 的上座率表現不佳，不過最近一個賽季有所反彈。大量體育分析師寫了棒球相對於其他運動的受歡迎程度下降的原因，在此我就不再贅述。

各聯賽每場比賽觀眾人數

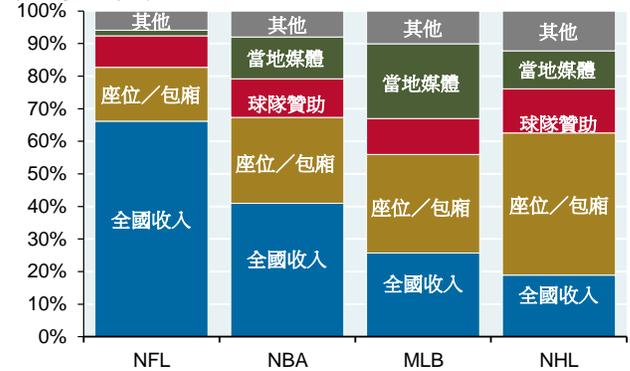
指數（100=1999）



資料來源：NBA、Pro Football Reference、Baseball Reference、NHL、摩根資產管理，2024年。受疫情影響較大的季節不包括在內

聯賽收入（按類型劃分）

佔總收入的百分比

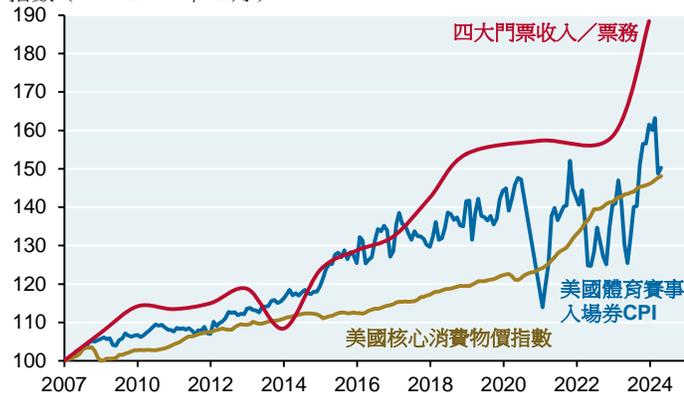


資料來源：Sportico，2024年2月

穩定的上座率不代表場館相關的收入持平。相反：根據福布斯的數據，四大體育聯盟門票收入的增長速度遠快於核心通脹，並且快於 CPI 報告中的「體育賽事入場券」類別。理由：福布斯涵蓋了包廂和豪華包間的價值。右邊圖表顯示在 NFL 場館購買一份啤酒加熱狗的最高和最低成本。

票價通脹率超過核心CPI

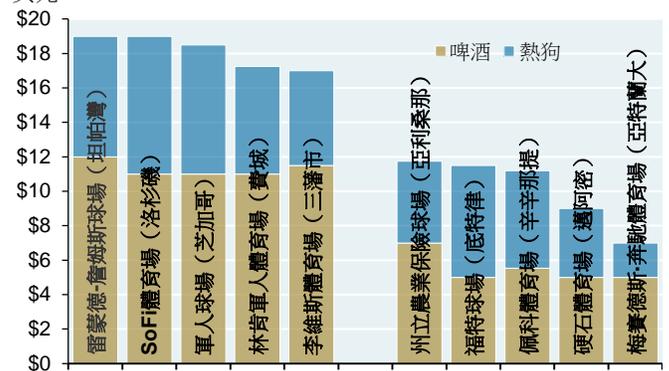
指數（100=2007年12月）



資料來源：彭博、福布斯、摩根資產管理，2024年4月

最貴和最便宜的NFL體育場啤酒和熱狗

美元



資料來源：WhiskeyRiff，2023年9月

⁸ 《在強勁的一年裡，NFL 的觀眾和上座率增加》，《體育商業期刊》，2024年1月15日；NBA 和 NHL 的新聞發布會，2024年4月

聯盟實力相當利好美國體育聯盟的所有者，但在歐洲則不然

美國體育聯盟的一個顯著特點是實力均衡，特別是與歐洲足球相比⁹。就體育聯盟所有者而言，這種勢均力敵是一種資產，因為能否獲勝並不僅僅在於比誰能向球隊投入最多資金，進行所謂「軍備競賽」¹⁰。水平相當的好處已經得到實證檢驗：一項對澳洲足球的研究發現，比賽結果不確定性每增加一個標準差，上座率就會上升 11%¹¹。

在本節中，我們將探討美國體育聯盟相較於歐洲的均勢證據。在下一節中，我們將審視推動美國體育聯盟勢均力敵的主要因素。

實力均衡的衡量：賽季前賠率

衡量均勢的一種方法涉及從博彩網站獲悉賽季前賠率。這些賠率越集中於一小部分球隊，則該體育聯盟所表現出的實力均衡程度就越低。這些賠率可轉換為等價的堅尼系數，堅尼系數通常用來衡量收入或財富的集中程度。如果運用到體育聯盟中，則它們衡量的是預期獲勝的集中程度。如圖所示，美國體育聯盟表現出的賠率相關實力均衡程度遠高於歐洲足球。例外情況：NBA 在 2017-2019 年的堅尼系數暴漲，當時金州勇士隊被賦予了 50%-60%的賽季前賠率（該隊在 2017 年和 2018 年勝出，然後在 2019 年的總決賽中敗給多倫多猛龍隊）。

問題是：實際的勝負結果可能與賽季前預測大相逕庭，且每年預測的冠軍球隊都可能改變，因此就會出現水平相當的局面。較為理想的水平衡量方法能反映出實際將會發生怎樣的情況，而這就是我們接下來要計算的內容。

根據季前賽奪冠幾率對體育聯盟進行均勢估算，



資料來源：Sports Odds History、摩根資產管理，2024年

此分析改編自哈佛體育分析小組於 2016 年的一篇原創文章，我們將其更新至 2023 年

⁹ 在本文中，我們使用「歐洲足球(soccer)」而不是「歐洲橄欖球(football)」，以避免在討論美式足球時產生混亂。別跟我提什麼美國中心論：「足球(soccer)」是一個徹頭徹尾的英國詞。在 1800 年代早期的英國，足球和橄欖球本是作為同一種運動項目的不同變體而存在。1863 年，英格蘭足球總會成立，專門編寫規則以便學校之間進行比賽。縮寫術語「橄欖球(rugger)」和「足球(soccer)」就是為了區分英式橄欖球和英式足球而被創造出來的。

¹⁰ 在歐洲足球界，財大氣粗的中東主權財富基金現在擁有巴黎聖日耳曼、曼城和紐卡斯爾聯隊等特許經營性運動隊。在一系列事件的神奇轉折中，由於國際米蘭的中國所有者拖欠了 4 億歐元貸款，私人資本公司橡樹資本管理本月獲得了該俱樂部的控制權。更奇怪的是，這發生在國際米蘭贏得意甲冠軍之後。

¹¹ 《結果不確定性對澳洲足球聯賽觀眾上座率的影響》，Ferguson 和 Lakhani，2023 年 4 月 10 日

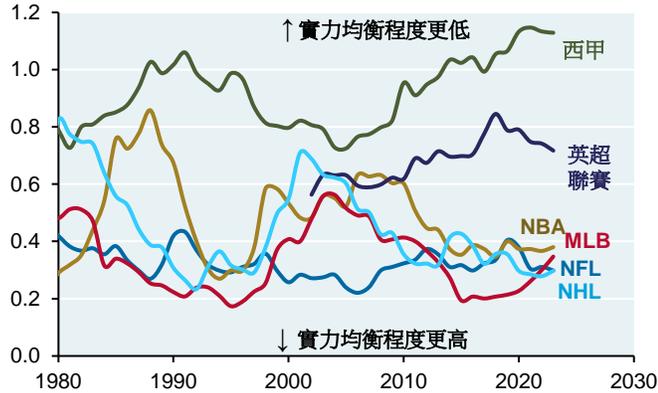
實力均衡的衡量：根據實際勝負紀錄計算的獲勝球隊集中程度

對我而言，實力均衡意味著：同一支球隊是否總會獲勝？為衡量這一點，我們設計了一種算法，計算聯盟結果前五分之一球隊的滾動一致性。得分越高，前五分之一的球隊名單就會越集中；得分越低，前五分之一球隊內的實力均衡程度就越高。我們的方法考慮了球隊更換城市／名字、歐洲足球降級、球隊數量隨時間變化等情況。

與使用賽季前賠率的方法一樣，美國體育聯盟的均勢程度高於歐洲，特別是在 NFL 中。部分偏離體育聯盟均勢的情況：從 2001 年到 2010 年，NBA 被馬刺隊、湖人隊、活塞隊和小牛隊所統治。此外，從 1992 年到 2001 年，底特律、科羅拉多和新澤西制霸 NHL。相比之下，皇家馬德里、馬德里競技和巴塞羅一直制霸西甲，而阿森納、切爾西、曼城和曼聯則一直制霸英超聯賽。

各聯盟的集中度／實力均衡得分

頂級球隊10年獲勝一致性指數



資料來源：摩根資產管理，2024年

有關歐洲足球均勢程度較低的更多證據：拜仁慕尼黑在過去五年蟬聯德甲冠軍，而巴黎聖日耳曼在過去七年中有六年是法甲冠軍

另一項重要的實力均衡數據：市場規模並非球隊成功的決定性因素

利用每支球隊所屬城市的人口普查數據，我們研究了從 1980 年到 2023 年美國四大聯盟的勝率與城市人口之間的關係。在 NFL、NBA 和 NHL 中，城市規模與球隊勝率之間的平均相關性在此期間實際上略微為負。換而言之，市場規模並不同於成功，而許多市場較小的球隊都表現出色[尼克斯隊、籃網隊、大都會隊和噴氣機隊的球迷都有發言權]。就 MLB 而言，該相關性略微偏正，這與 MLB 不設工資上限相符。這些發現證實了美國各大體育聯盟中收入分成規定和其他均勢推動因素的重要性和影響。

極端實力均衡：最令人意外的情況，賽季前賠率最高的隊伍爆冷

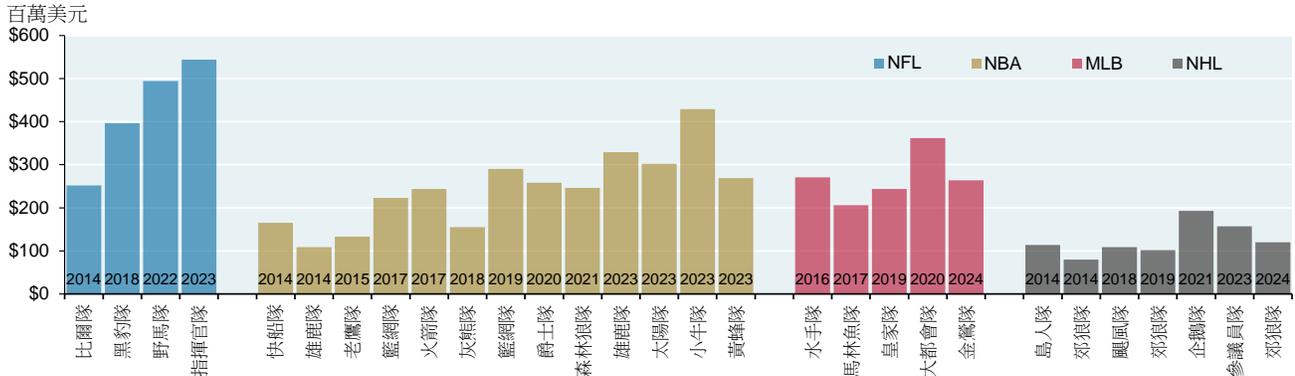
- 2001 年，新英格蘭愛國者隊贏得超級碗的賽季前賠率是 60-1。當年，愛國者隊擊敗了賽季前賠率為 4-1 的公羊隊
- 2007 年，紐約巨人隊(30-1)在超級碗中擊敗了新英格蘭愛國者隊(2.5-1)
- 2002 年，在世界職業棒球大賽中，阿納海姆天使隊(40-1)戰勝了三藩市巨人隊(12-1)
- 1991 年，明尼蘇達雙城隊(80-1)擊敗了亞特蘭大勇士隊(200-1)；換言之，美國及國家聯盟的贏家都打破了賠率的預言
- 1999 年，聖路易斯公羊隊(150-1)在超級碗中擊敗了田納西泰坦隊(30-1)
- 1997 年，佛羅里達馬林魚隊(100-1)在世界職業棒球大賽中擊敗了克利夫蘭印第安人隊(50-1)；而 2003 年，佛羅里達馬林魚隊(75-1)擊敗了紐約洋基隊(2-1)
- 2015 年，萊斯特城隊挑戰 5,000-1 的賠率擊敗了托特納姆熱刺隊(105-1)，贏得英超冠軍

其他爆冷例子：巴斯特·道格拉斯擊敗邁克·泰森；美國 1980 年奧運會冰球冠軍；1983 年北卡羅來納州立大學贏得 NCAA 錦標賽；2004 年底特律活塞隊擊敗洛杉磯湖人隊；紐約噴氣機隊贏得第三屆超級碗；2010 年弗朗西斯·斯齊亞沃尼贏得美國公開賽冠軍（賠率 100-1）；1919 年 Upset 擊敗了 Man o' War（史上唯一擊敗後者的馬）；1950 年里約世界盃烏拉圭擊敗巴西

推動職業體育實力均衡的主要因素：收入分成、選秀和工資上限

推動職業體育均勢的主要因素是收入分成。看看各年度和各大聯盟的球隊在出售時的收入就能明白（NFL的飆升主要與媒體轉播權的增加有關）。

NBA、NFL、NHL和MLB球隊在交易時的收入

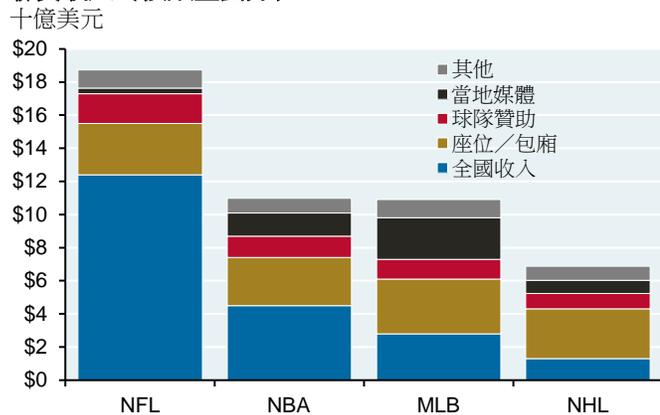


資料來源：摩根大通體育研究團隊，2024年

以下是各聯盟收入分成安排的簡要概況：

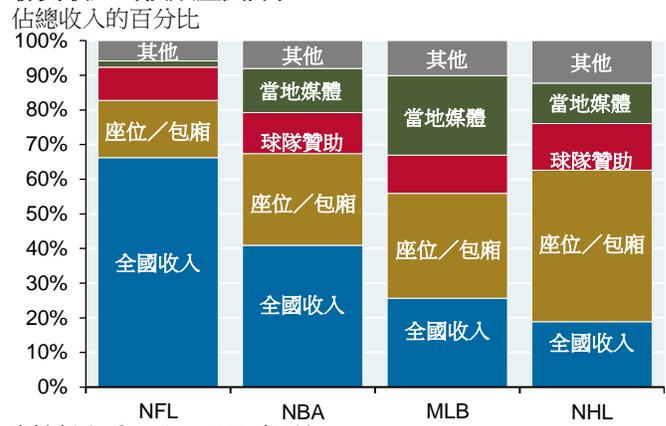
- **NFL**：不論球隊表現如何，全國性收入（由聯盟協商的電視轉播協議和推銷／授權合同）都由各支球隊均分。NFL 門票分成協議還規定各支球隊將 **34%**的門票匯入一個總資金池，然後平均分配¹²
- **NBA**：各球隊按相同百分比將「籃球相關收入」總額的一部分注入一個共同資金池，然後平均分配。各球隊貢獻的收入百分比等於球員工資佔聯盟收入的百分比（即如果球員工資佔全聯盟收入的 **50%**，則各支球隊將向資金池注入其收入的 **50%**）¹³
- **MLB**：各球隊將其本地收入的 **48%**匯成資金池；然後，各球隊除了平均分配該金額外，還會獲得全國性收入分成¹⁴
- **NHL**：高收入球隊根據一個複雜的公式支付收入分成，該公式的目標是將冰球相關收入的 **6.05%**分派予低收入的俱樂部。這筆資金還以季後賽門票收入作補充¹⁵

聯賽收入（按類型劃分）



資料來源：Sportico，2024年2月

聯賽收入（按類型劃分）



資料來源：Sportico，2024年2月

¹² 《體育運動隊、聯盟和所有者如何賺錢》，Sportico，2024年2月

¹³ 《NBA 工資上限常見問答》，Larry Coon，Sports Business Classroom，2022年11月

¹⁴ 《收入分成》，Baseball Reference，2020年

¹⁵ 《國家冰球聯盟特許經營權估值》，Sportico，2021年10月

選秀：實力均衡貢獻的證據

選秀是否通過幫助弱隊而「起作用」？2021 年公布的一項元研究分析了關於大學水平球員的 18 項獨立職業選秀研究¹⁶。各項研究的目標：分析各次選秀在預測未來成功方面的有效性。研究從球員層面（職業生涯的長度、參加比賽的次數和參加大聯盟的可能性）和球隊層面（獲得球員球隊的勝率變化）對成功進行衡量。換而言之，在選秀能夠預測這些結果的情況下，由於選秀順序與球隊表現呈負相關性，因此選秀將成為聯盟實力均衡的貢獻因素。

元研究表明，在全部四大體育項目的首輪選秀中，選秀人的表現都會超越同齡人。然而，這些預測效應因後續的多輪選秀而逐漸消散。文本框包括個別研究的一些發現。

職業體育選秀個別研究的若干發現

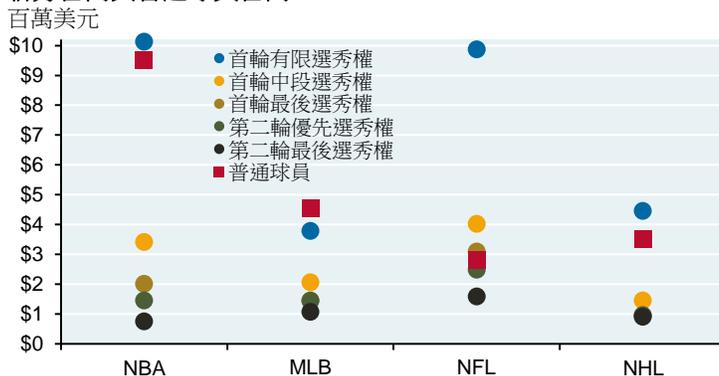
- **棒球**：選中並不能保證大聯盟的出場時間。從 1981 年到 2010 年，僅 18% 被選中的球員能夠躋身大聯盟。對於第一輪選秀，該數字是 73%
- **籃球**：選秀順序能夠很好地預測未來的得分、助攻、籃板、搶斷和失誤，但無法預測投籃命中率或蓋帽
- **美式足球**：在前幾輪中被選中的四分衛和外接球手往往有較長的職業生涯，並且他們的表現數據好於該位置的其他球員
- **冰球**：在選秀順序和終身比賽之間存在顯著的相關性

其他實力均衡因素：新秀工資上限

除對贏球少的球隊有利的選秀外，通過將表現優異的首輪選秀權與表現不佳的俱樂部綁定，新秀工資上限也有助於創造公平的競爭環境。下文圖表闡述了新秀合同為球隊所有者帶來的經濟利益，特別是對於有更多首輪選秀權的球隊而言。

NBA 是一個很好的例子：雖然選秀狀元（藍點）的收入與普通 NBA 球員（紅方格）大致相同，但到了首輪選秀中段，平均工資會大幅下降。到第二輪選秀結束，差距會越來越大。棒球方面，所有新秀的薪金都會低於 MLB 平均水平，不過差距小於 NBA。NHL 新秀與普通球員的工資差距與 MLB 相似。在 NFL，由於首輪新秀的收入高於普通球員，因此新秀工資上限的效益較小；這可能是由於首輪選秀傾向於相對整個聯盟而言較高薪的位置（如四分衛、外接球手、進攻和防守截鋒、角衛和防守端鋒等，在去年的 32 名最佳新秀中，這些位置佔了 29 名）所致。

新秀合同與普通球員合同



資料來源：Basketball Reference、Big Lead、Sportico、Spotrac、APNews、摩根資產管理，2024年

新秀合同

NBA：4 年合同，前兩年保證首輪選秀權，第三年和第四年有俱樂部選擇權；第四年加薪

NFL：4 年合同；首輪選秀權包括第 5 年獲得球隊選擇權。針對傷病、表現問題等的工資保障由各名球員協商，大多數首輪新秀都有全面保障

MLB：無固定合同條款；大多數為三年合同，新秀獲得聯盟最低工資加簽約獎金

NHL：3 年合同；薪水上限為 95 萬美元，但可能包括簽約／表現獎金

¹⁶ 《選秀還是不選秀？》，Johnston 等人，《斯堪的納維亞運動醫學與科學雜誌》，2021 年

球隊工資上限

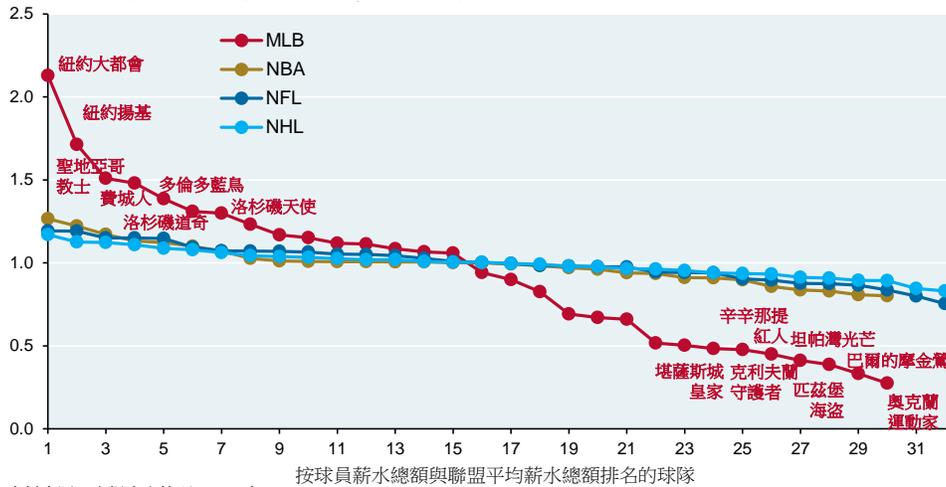
工資上限能夠成為提高聯盟實力均衡和防止發生軍備競賽的有力方式。下文圖表顯示美國四大體育聯盟和歐洲兩大足球聯賽。Y軸表示每支球隊2023年的工資除以該聯盟2023年的工資中位數。舉例：費城人隊去年的工資是MLB平均工資的1.5倍。

NFL和NHL制定了硬性工資上限；這種影響體現在各聯盟的工資曲線相對平緩中。受適用於符合條件的老將、新秀和轉會球員的工資上限例外規定影響，設有軟性工資上限的NBA曲線有所下滑。MLB不設工資上限，因此工資反映所有者的支付意願；超過設定閾值的工資會觸發向聯盟支付奢侈稅，這筆資金將根據收入分成協議重新分配。另一個很重要的特點：NFL、NBA和NHL的工資上限根據聯盟總收入設定，因此如果某種原因導致收入減少，上限也會隨之下降；但MLB沒有這個特點。即使設有工資上限，所有者有時也會超支：請參見附錄二「能用錢買到的最差球隊」。

英超和西甲不設工資上限，不過英超計劃明年引入工資上限。如下圖所示，相較於MLB，英超的工資曲線更為陡峭。西甲的工資曲線則更是陡峭，完美地展示了軍備競賽對聯賽的影響。

美國主要體育聯盟的工資水平均衡

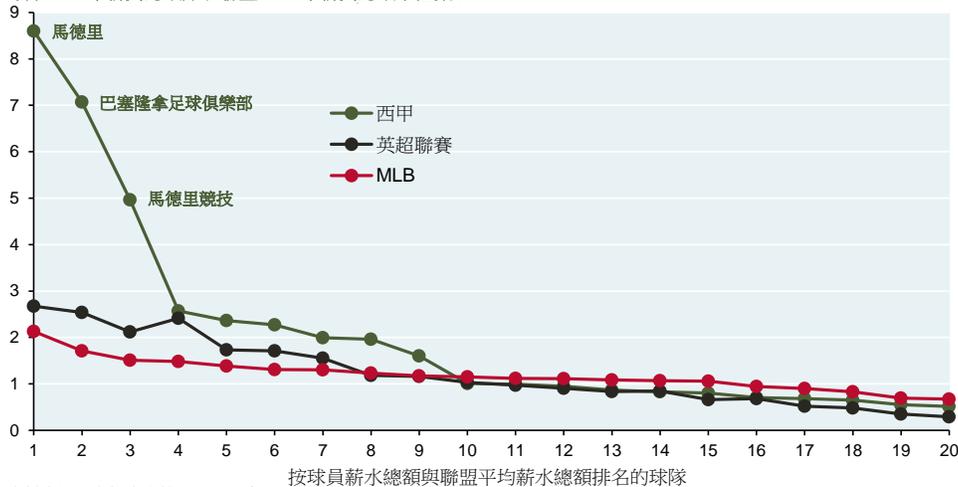
球隊2023年薪資總額除以聯盟2023年薪資總額中位數



資料來源：摩根資產管理，2024年

主要體育聯盟的工資水平均衡

球隊2023年薪資總額除以聯盟2023年薪資總額中位數



資料來源：摩根資產管理，2024年

歐洲足球：降級、球員工資上漲、一塌糊塗的公眾投資者回報以及新規

歐洲有五大足球聯賽；在前文有關實力均衡和工資上限的章節中，我們重點介紹了收入最高的兩大聯賽，即英格蘭超級聯賽和西班牙甲級聯賽，因為我們獲得了所需的各項數據。然而，我們無法計算各家足球聯賽內的估值收入比，因為福布斯僅覆蓋了五大歐洲聯賽中最大的 21 支球隊，而非全部 96 支球隊。這導致福布斯的數據並非是各家聯賽的全部樣本，無法推斷某家聯賽內的估值差異以及任何收入分成的效益。

關於英格蘭超級聯賽。降級是指某支球隊賽季成績在英超聯賽中墊底，因而該球隊次年將競逐較低級別英格蘭足球冠軍聯賽的爭奪。如表格所示，賽季成績在英超聯賽中墊底的球隊，當年收入會因此大減，而降級球隊次年收入的降幅達到 60%。當球隊降級時，「降落傘款項」可減輕部分財政損失，但只有在過去三年內降級的球隊才可獲得該款項。

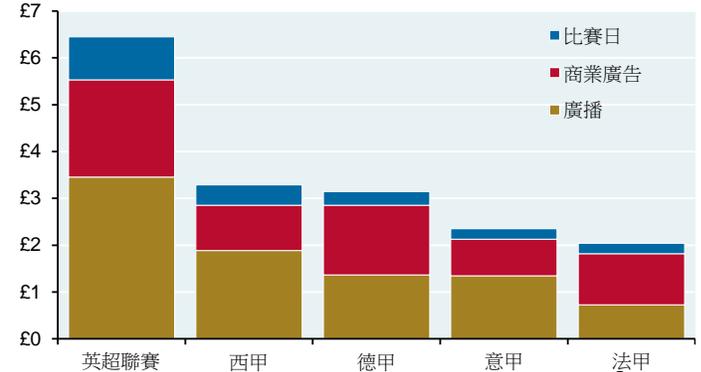
2019-20 賽季英超聯賽和英格蘭足球聯賽冠軍聯賽球隊收入

百萬英鎊	完成位置	比賽日收入	轉播收入	商業廣告收入	總收入
歐洲冠軍聯賽	#1 - #4	£66	£178	£200	£444
歐洲聯賽	#5 - #8	£61	£118	£148	£327
其他英超球隊	#9 - #17	£13	£100	£28	£141
從英超聯賽降級的球隊	#18 - #20	£8	£89	£15	£112
英格蘭足球聯賽冠軍聯賽球隊獲得降落傘補償		£5	£39	£8	£52
英格蘭足球聯賽冠軍聯賽球隊無降落傘補償		£5	£8	£7	£20

資料來源：Secretariat International Consulting，2023 年 10 月

2021-2022 年歐洲五大聯賽俱樂部收入

累計收入（十億英鎊）



資料來源：Secretariat International Consulting，2023 年 10 月

降級故事：盧頓鎮賣帽者隊以及升降級影響

1992 年，盧頓鎮由英超降級，到 2000 年代初降至第三級別聯賽。該隊在 2005 年重返一個賽季的英冠聯賽，但在接下來的三個賽季，該隊再次從英冠降級至級別更低的英甲和英乙聯賽。2010 年，球隊狀況有所改善，最終在 2023 年再次登上頂級英超聯賽。2021 年，盧頓鎮的英冠聯賽收入為 1,760 萬英鎊，而在 2023 年，收入上升至 2 億多英鎊

收入與成本雙雙上升：英超球隊所有者面臨的挑戰¹⁷

雖然英超聯賽的轉播收入一直在上升（2022-2025 年的最新合同收入達 100 億英鎊），但英超聯賽的財務成功與球隊表現和不斷飆漲的球員工資高度掛鉤。由於沒有工資上限和新秀合同，從 1992 年到 2021 年，英超聯賽的工資上升了 36 倍。同期，英超聯賽的收入僅上升了 27 倍。普通英超球隊的總工資在收入中的佔比達到 73%；在「六大豪門」之外，該比例甚至高達 87%。總而言之：在 2021-2022 賽季，僅 7 支英超球隊報告盈利，約佔聯賽球隊數量的三分之一。

相比之下，美國 MLS 要求更多收入分成。來自轉播、商品銷售和國家贊助的全國性收入匯集成資金池，然後根據某一比率（不受場上表現影響）向球隊所有者作出分配。雖然 MLS 球隊保留其 70% 的本地收入，但三分之二的球隊收入很可能與匯集成資金池的全國性收入有關。2024 年，MLS 將球隊的工資預算上限定為 550 萬美元，並規定球隊最多只能收購 3 名總薪酬超過最高工資上限的球員。過去 5 年，MLS 球隊的平均價值已上升 17%，單獨球隊的價值高度集中於聯盟平均水平附近；這表明聯盟的實力均衡策略正在發揮作用。

¹⁷ 《運動隊的估值呈上升趨勢》，Secretariat International Consulting，2023 年 10 月

受上述原因及其他因素影響，與歐洲股市指數（歐洲斯托克 600 指數）相比，歐洲足球的投資回報一直不佳。右邊圖表解釋了個中原因：普通的歐洲足球隊根本就不賺錢。歐洲足球俱樂部面臨的一大挑戰：對球員的影響力降低，因為優秀球員可選擇參加的聯賽太多；美國主要體育聯盟的薪酬遠高於海外同行因而並未出現類似的情況。朴茨茅斯大學的一項研究分析了英格蘭超級聯賽俱樂部 1993 年到 2018 年的財務賬目，評估他們遭受全球金融危機等經濟衝擊的程度，結果發現只有阿森納有足夠的抗逆性能抵禦一次衝擊¹⁸。歐洲足球俱樂部面臨的另一項挑戰：羅納爾多效應（主要球員離開的影響），尤文圖斯的股價在他加入和離開時都受到了極大的影響。詳情參見附錄五。

部分歐洲足球俱樂部與斯托克600指數的總回報表現，指數（100=2019年1月1日）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年5月27日

歐洲十強聯賽：每家俱樂部平均淨收入



資料來源：《體育併購：為您的團隊而來》，德意志銀行，2024年4月8日

要充分討論歐洲足球，就不得不提以下內容¹⁹：

- 截至 2023 年 3 月止財政年度，針對英國足球俱樂部的稅務調查追回了 1.25 億英鎊的未繳稅款，是上一年度的兩倍；英國關注的部分焦點是以形象權支付為幌子旨在逃避國民保險稅的補償
- 在意大利，意大利稅務局裁定意甲俱樂部少繳 5 億歐元稅款
- 被英國稅務機關勒令停賽以及逃稅等刑事犯罪現在成為自動取消擁有或經營英格蘭超級聯賽球隊資格的理由
- 西班牙稅務機關以不正確地繳納有關球員經紀人費的稅款為由對巴塞隆拿等俱樂部處以罰款；此外，巴塞隆拿俱樂部正在因主動賄賂裁判委員會而接受調查
- 2019 年，歐盟將足球列入其洗錢觀察名單；今年，歐洲議會發起投票，將足球納入其第六項反洗錢指令。自 2029 年起，球隊將須核實客戶身份、公布實益擁有人、監控包括球員轉會在內的交易以及報告可疑交易。這項指令覆蓋了德甲、法甲和意甲
- 目前，由於球隊工資跟隨贊助費上升而上升，因此在贊助權和球隊工資方面，英超聯賽和成員球隊所有者之間存在爭議。例如：阿聯酋擁有曼城，被英超聯賽說成誇大了阿聯酋實體（阿提哈德航空、阿聯酋皇宮、阿爾達爾地產、馬斯達爾等）提供的贊助費，以不正當方式提高曼城的工資上限。為了防止這種情況的發生，在沙特收購紐卡斯爾時，英超聯賽就制定了相關程序，要求以公平的市場水平對贊助進行估值。此項爭議是英超聯賽正在就曼城是否遵守財務規定而調查的若干問題之一

¹⁸ 《衡量英超俱樂部的韌性》，Cox 和 Philippou，足球與社會，2022 年 4 月

¹⁹ 《對英國足球的稅務調查》，特許會計師 Hacker Young，2023 年 10 月；《針對足球欺詐的新法案》，《衛報》，2024 年 4 月；《足球界的洗錢》，皇家聯合服務研究所，2024 年 1 月

國際和新興體育：MLS、F1 以及各種體育項目上的創業最新情況

MLS 和 F1 本質上是將非美國的體育運動移植到美國。兩項運動都出現大幅擴張：

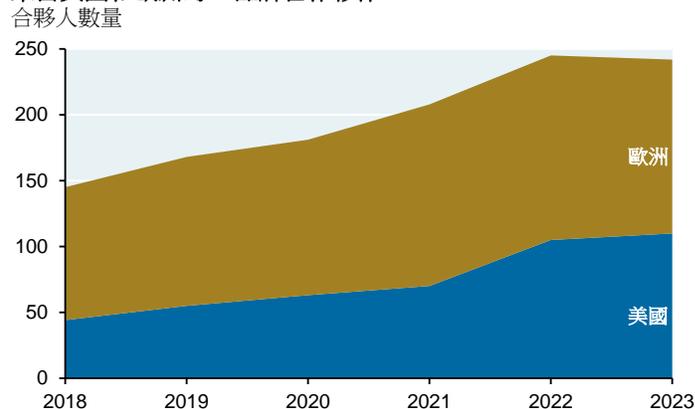
- 美國職業足球大聯盟(MLS)的球隊數量已由 1996 年的 10 支增加到 29 支，並計劃在 2025 年創立第 30 支球隊。2023 年，贊助收入升至創紀錄的 5.87 億美元，較前一年上升 15%，部分原因是梅西加入 MLS 所致。即便在產生梅西效應之前，MLS 常規賽的平均電視觀眾人數也與 NHL 比賽大致相當。目前，NHL 轉播權的價值是 MLS 轉播權的兩倍²⁰
- 隨著賽事在邁阿密、奧斯汀和維加斯設站，一級方程式賽車在美國越來越受歡迎，不過維加斯站去年因賽道問題、賽車損壞、練習延誤和賽事取消而受到困擾。美國觀眾感興趣的另一個跡象：與 F1 或個別車隊結盟的美國廣告品牌合作夥伴數量在持續增加。迪士尼與 F1 簽署了一份到 2025 年的協議，以在 ABC、ESPN 或 ESPN2 等電視台轉播全部 23 場 F1 賽事

美國職業足球大聯盟(MLS)每場比賽平均觀眾人數



資料來源：MLS 媒體資源，2023 年

來自美國和歐洲的 F1 品牌合作夥伴



資料來源：《體育商業雜誌》，2023 年

儘管美國主要體育聯盟獲得大量關注，但也有新興的體育聯盟值得私募股權公司考慮。部分聯盟仍處於起步階段，其概念尚待驗證。進一步說，對任何與體育相關或不相關的公司來說，將「數碼化觀看」變現都是一項艱巨的挑戰，而變現「數字化觀看」不足以作為衡量任何事物的估值標準。存在一種風險，即新興體育項目的估值持續上升，乃投資者無法參與估值不斷飆升的主要體育聯盟所致。此外：這些聯盟需要證明其具備吸引串流媒體需求的能力，因為持續衰落的有線電視行業可能力所不能及。

- 根據私募股權和前 NBA 球員羅爾·鄧和迪肯貝·穆托姆博在 2021 年的投資，由 12 支球隊組成的 NBA 非洲聯盟估值達 10 億美元。迄今為止，該聯盟已出現虧損，並在為比賽吸引到場觀眾而掙扎
- 2024 年，一家數碼娛樂公司以 2.5 億美元收購了一個職業無人機比賽聯盟；該聯盟已存在 9 年，其比賽內容在 2022-2023 年產生了 2.6 億的數碼觀看次數
- 美國職業長曲棍球聯盟在 2024 年募集到的資金是其 2021 年估值的兩倍，並與 ESPN 簽訂了一份為期 4 年的協議；去年，ESPN 直播了全部 48 場比賽，峰值觀看量為 782,000 次
- 職業騎牛比賽在向各大廣播頻道支付費用以獲得播放時間數十年後，於 2012 年與 CBS 簽訂了媒體版權協議。2023 年，電視觀眾總數超過 3,100 萬，而 CBS 每場現場直播平均吸引 90 萬名觀眾
- 美國職業匹克球大聯盟(MLP)：球隊估值在兩年內增長 100 倍至 1,000 萬美元；MLP 今年與職業匹克球協會合併，新實體獲得了私募股權公司的 7,500 萬美元支持
- SailGP：一組投資者收購了該美國團隊的 100% 所有權。該集團籌資時的估值據信幾乎是英國隊在 2023 年 12 月估值 4,000 萬美元的兩倍²¹

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

²¹ 《大道體育基金，名人投資者收購 SailGP 美國團隊(Avenue Sports Fund, celebrity investors acquire SailGP's US Team)》，Sports Business Journal，2023 年 11 月

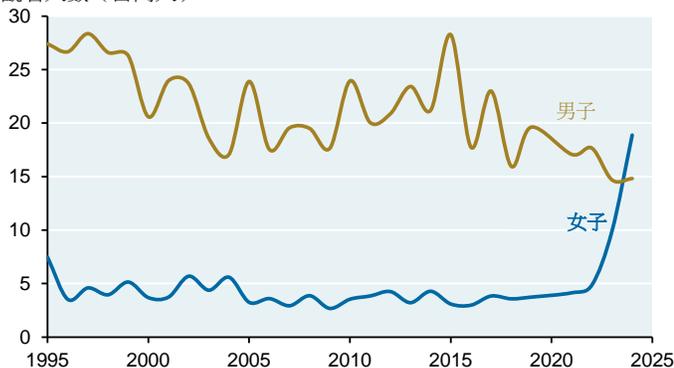
- **UFL (聯合橄欖球聯盟)**：自1970年代以來，春季橄欖球的各種迭代一直存在，但由於無法盈利，全部都停止了營運。UFL由兩個春季橄欖球聯盟(XFL和USFL)合併而成，其所有權由巨石強森、紅鳥資本(RedBird Capital)和福克斯所瓜分。據報道，XFL合夥人在2023年損失了6,000萬美元，接近其最初2,350萬美元投資的三倍。UFL每30秒的廣告費僅為6,570美元，每場聯賽的上座率只有15,000人。然而，該聯盟已獲得安德瑪、佳得樂和美國陸軍的贊助。自推出以來，UFL的電視轉播平均每場比賽約吸引80萬名觀眾，較去年XFL/USFL常規賽的綜合平均水平高27%

部分女子體育項目越來越受歡迎，不過盈利能力參差不齊：

- 根據德勤的一份報告，女子職業體育聯盟產生的收入預期將在2024年首次超過10億美元。2023年國際足聯女足世界盃錦標賽產生了5.7億美元的廣告收入；相比之下，國際足聯男足世界盃的收入達到76億美元
- **美國大學聯盟錦標賽(NCAA)女子組**觀眾的激增是一個值得注意的例子（見圖表）。奧運會方面，2021年的一項調查發現，人們對女子項目的興趣幾乎與對男子項目的興趣不相上下。自1996年以來，體操一直是收視率最高的奧運會項目。2012年，3,870萬名觀眾收看了美國女子體操隊贏得金牌的比賽（美國隊還在2016年贏得了金牌）
- **美國女子職業籃球聯賽(WNBA)**每場比賽的上座率介乎8,000到10,000人，約為NBA水平的50%，表現還不錯。然而，WNBA聯盟2億美元的收入僅為NBA的2%。因此，估值差距與現場上座率關係不大，更多與門票價格、球衣銷售、轉播收入和其他經濟因素有關。至於可能的正面凱特琳·克拉克效應，根據她加入聯盟以來受到的嚴重犯規頻率和受傷可能性，這種效應可能不會長久持續
- 在宣布與ESPN、CBS、亞馬遜和斯克里普斯簽訂了一份為期四年、每年6,000萬美元的轉播協議之後，國家女子足球聯賽(NWSL)俱樂部的估值有所上升；此前轉播合同的價值僅為每年150萬美元。2024年3月，聖地亞哥波浪足球俱樂部以1.13億美元售出，幾乎是該聯盟兩個月前創造的6,300萬美元出售紀錄的兩倍；2022年，收購該球隊的價格僅為200萬美元。以Sixth Street為首的財團投資了1.25億美元，以成立最新的NWSL擴容球隊——海灣足球俱樂部。該球隊3月份的第一場比賽中，18,000張門票全部售罄。在董事會對球隊的消費習慣表示不滿後，天使城足球俱樂部舉牌出售；雖然該球隊是最具價值的NWSL球隊，但俱樂部仍未實現盈利

NCAA一級聯賽冠軍賽觀眾人數

觀看人數（百萬人）



資料來源：Nielsen、Sports Media Watch、摩根資產管理，2024年

WNBA觀眾人數與淨收入

每場比賽平均出席人數

總收入，百萬美元



資料來源：Across the Timeline (WNBA紀錄)、彭博、摩根資產管理，2024年

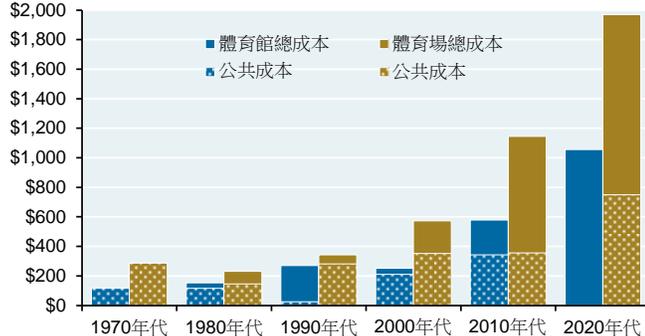
場館和補貼：對運動隊所有者來說，這是一個有爭議的價值來源

露天體育場和圓頂／可伸縮屋頂體育館的公共補貼是體育經濟學中爭論較為激烈的話題之一。如第一張圖表所示，自 1970 年代以來，這些設施的公共資助份額一直很大。在建造成本公共份額一直在下降的同時，設施的技術越來越先進，建造成本也越來越高，從而導致經通脹調整後的公共資金支出不斷增加。整段時期公共融資的中位數份額為 61%，但正如右圖所示，這存在誤導；部分設施並無得到公共支持²²，而另一部分設施則獲得大量支持。

對於運動隊所有者，公共資金極具價值。第三張圖表顯示設施成本佔預期運動隊價值的百分比。公共資金起到促進作用的一個例子：在獲得 7.5 億美元納稅人資金用於拉斯維加斯的一個新場館後，作為曾經是價值最低的 NFL 特許經營權之一，突襲者隊的估值從 2015 年的 14 億美元如今上升至超過 60 億美元。

體育場和體育館平均建設成本（按十年劃分）

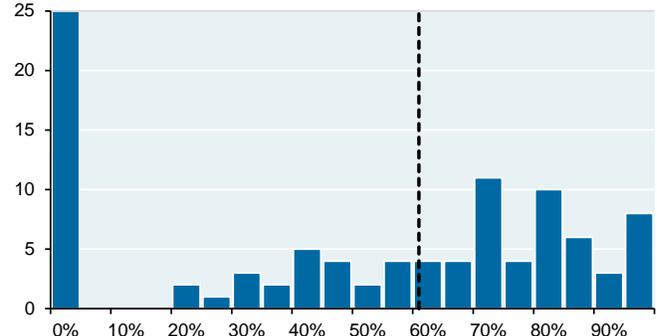
2020美元，百萬美元



資料來源：《體育場館建設成本》，Bradbury等人，摩根資產管理，2023年7月

公共資金在體育場館建設總成本中所佔的份額

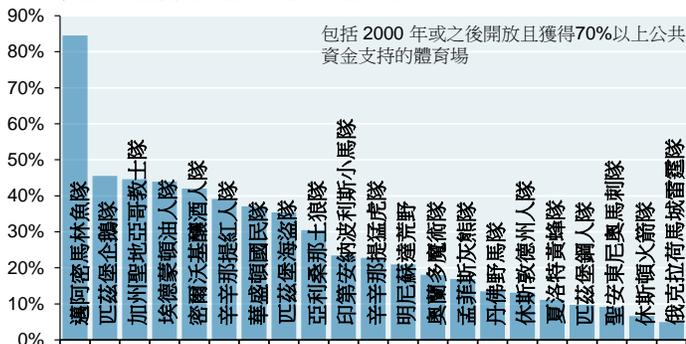
自1990年以來場館數量



資料來源：《體育場館公共政策》，Bradbury等人，2023年7月31日

體育場成本佔球隊估值的比例

2023年體育場建設成本佔球隊估值的百分比



資料來源：Bradbury等人的體育場數據、《福布斯》、摩根資產管理，2024年

突襲者隊的估值

十億美元



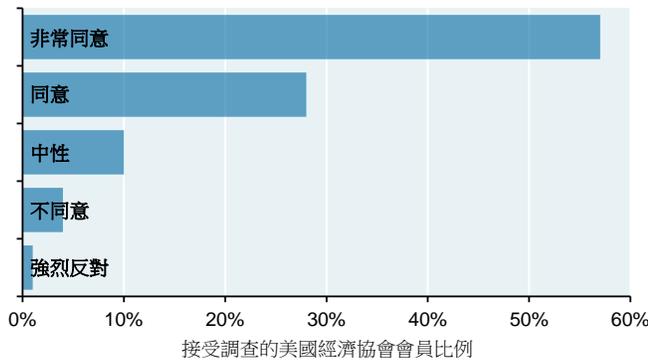
資料來源：福布斯、彭博、摩根資產管理，2024年

²² 史上最昂貴的體育場是 SoFi 體育場（洛杉磯公羊隊和閃電隊的主場），耗資達 55 億美元，且完全由私人出資。另外，2024 年 4 月，堪薩斯城選民否決了一項延長 40 年銷售稅以為堪薩斯城皇家隊的市中心體育場提供補貼的議案

爭議點如下。根據 2022 年 4 月發布的一項元研究²³，儘管有觀點認為相關項目會促進本地的經濟發展，但補貼職業體育設施的經濟理由根本站不住腳。作者們分析了 130 項獨立研究，這些研究通過觀察收入、就業、零售銷售、稅收收入、酒店入住率／房價以及場館竣工後的房屋價值來衡量經濟效益。作者們在經濟學文獻中找到了明確的共識：**場館補貼的價值通常遠大於社區增設這些場館所產生的經濟效益價值**。一個原因是：新場館建成後，體育相關消費支出的增加意味著其他本地消費支出的減少，而不產生淨新增支出。因此，補貼最終變成財富從納稅人向運動隊所有者的轉移。

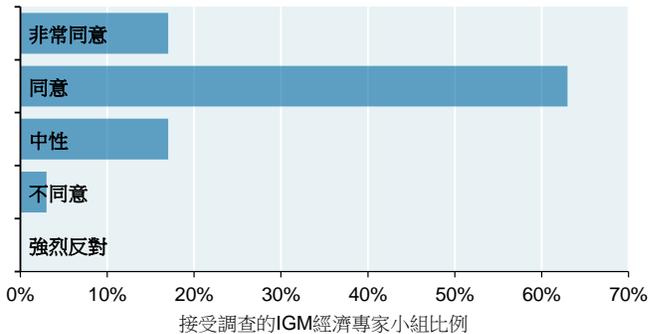
作者們引用了兩項調查來證實其發現：一是經濟專家小組強烈同意應該取消補貼，二是補貼讓納稅人成本超過了所產生經濟效益：

美國地方政府和州政府應該取消對職業體育運動隊的補貼



資料來源：Bradbury 等人，《經濟研究雜誌》，2022 年 4 月

為職業運動隊建造體育場提供州和地方補貼，可能會花費相關納稅人更多的錢，高於由此產生的任何地方經濟效益

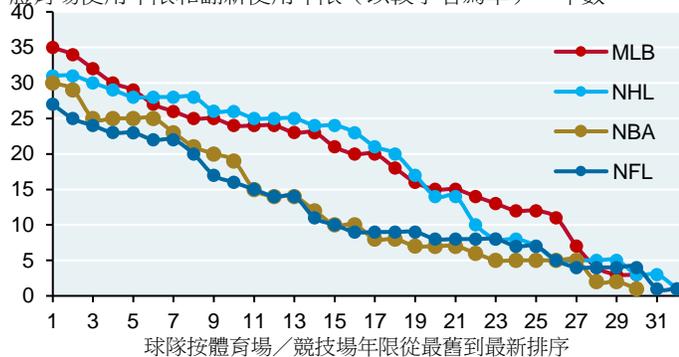


資料來源：Bradbury 等人，《經濟研究雜誌》，2022 年 4 月

儘管存在證據，但許多司法管轄區仍提供場館補貼。對於聯賽所有者和地方政府，這個問題將在未來幾年變得越發重要。考慮到四大體育聯盟現有設施的使用年限中位數（24 年）和一般為 30 年的場館更換週期，新一輪場館建造浪潮似乎即將到來。下文圖表顯示按聯盟劃分的各項設施的使用年限；到 2030 年，將有 30 個設施的使用年限至少達到 30 年，約為全部場館的 25%。

各聯賽體育場使用年限

體育場使用年限和翻新使用年限（以較小者為準），年數



資料來源：《體育場補貼的經濟學》，Bradbury 等人，2023 年 1 月

²³ 《特許經營職業運動隊／場地對本地經濟的影響》，Bradbury, Journal of Economic Studies, 2022 年 4 月

周邊業務：例如服裝、形象管理和球員管理等業務

本文大篇幅重點討論運動隊動態，因為我們之前未曾審視該話題。但正如前面所解釋，職業運動隊是以體育項目為重點的基金所可能考慮的諸多行業之一。下文我們將簡略介紹已獲得部分關注的體育周邊業務：

服裝。 Fanatics 是一家服裝公司，根據 2022 年的一輪融資（當時籌資 7 億美元），該公司的估值為 310 億美元。Fanatics 最初是一家銷售運動裝備的電子商務公司，現在擁有 9,400 萬名體育支持者，並擁有生產和分銷品牌球迷服裝的獨家權利。Fanatics 收購了 Topps（棒球卡）、與凱文·杜蘭特和勒布朗·詹姆斯合作收購了服裝品牌、與東京巨人隊建立了合作關係以及與耐克簽訂了有關大學服裝生產協議。該公司還在競爭激烈的市場上推出了一款遊戲（有關遊戲的更多資訊，請參見下一節）。

Fanatics 的收入估計介乎 50 億至 80 億美元，但據標準普爾稱，該公司經歷了不斷擴大的挑戰，標普將其前景修正為負面，同時確認其 BB-評級²⁴。標普表示，Fanatics 的槓桿有所上升，同時由於生產延遲和修訂產品發布，收入增長一直在放緩，從而導致 2023 年第二季度 EBITDA 利潤下降 5.5%。另一項風險：Fanatics 的授權協議包括保證最低版稅費，無論銷量如何，該公司都必須向知識產權所有者支付該費用。該公司還作為共同被告捲入了與 NFL 的反壟斷訴訟（見附錄一）。

授權權利和形象管理。 姓名、形象和肖像集體授權協議要求運動員將其權利集中起來，並集體授權。然後，獲許可方可結合交易卡、視頻遊戲、球衣和搖頭娃娃等產品使用特定數量的球員姓名、形象或肖像。示例：OneTeam Partners 就集體授權權利商業化與來自 NFL、MLB、MLS、WNBA 和美國女子國家足球隊的聯盟合作，並在最近宣布 OneTeam International 將在國際上擴展其現有的垂直業務。

OneTeam Partners 還就大學運動衫生產與 Fanatics 展開合作，因而需要該集團逐所學校收集姓名、形象和肖像權利。OneTeam 目前正與超過 100 所學校合作，以將聯合品牌產品推向美式足球、女子足球、女子排球、男子籃球和女子籃球等市場，同時計劃擴展到大學棒球、壘球和長曲棍球等領域。OneTeam 從安排這些大學合作關係中賺取銷售額的百分之一。一項挑戰：與職業聯盟相比，預測大學體育運動衫的需求較為困難，因此大學運動衫通常應需求生產。

球員管理。 去年，美國四大體育聯盟的總工資約為 200 億美元。因此，體育經紀公司有很多工作可做。下文展示部分規模最大的體育經紀公司，連同其佣金、合同和報告的資金來源。

機構	體育項目	佣金 (百萬)	合同 (十億)	主要投資者
1: CAA	FBASH	\$971	\$18.0	TPG、CMC、淡馬錫、Pinault、臺灣大哥大
2: Wasserman	FBASHGORE	\$733	\$9.0	Providence, Madrone
3: WME Sports	FBTG	\$588	\$6.0	Silver Lake、KKR、DFO
4: Excel Sports Management	BAG	\$499	\$6.0	Shamrock
5: Octagon	FBAHSGTO	\$212	\$3.0	Interpublic
6: Boras Corporation	A	\$206	\$4.0	不適用
7: Roc Nation Sports	FBASRC	\$203	\$3.0	Live Nation
8: Athletes First	F	\$181	\$5.0	General Catalyst, Mosaic
9: Klutch Sports Group	FB	\$100	\$2.0	EQT, United Talent Agency
10: You First	理學士	\$93	\$1.0	Alia, ASM Sports
11: GSE Worldwide	FGT	\$87	\$0.8	不適用
12: Newport Sports Management	H	\$76	\$2.0	不適用
13: Rep 1 Sports	FAB	\$60	\$2.0	EQT, United Talent Agency
14: Priority Sports & Entertainment	FB	\$55	\$1.0	不適用
15: Independent Sports & Entertainment	FAB	\$54	\$1.0	Yucaipa

F: 足球, B: 籃球, A: 棒球, S: 足球, H: 曲棍球, G: 高爾夫, O: 奧運會, R: 英式橄欖球, E: 極限運動, T: 網球, C: 板球。資料來源: 福布斯, 2022 年 (佣金和合同)、摩根大通資產管理, 2024 年 (資金來源)

²⁴ 《Fanatics 展望修正為負面，確認評級》，標普全球，2023 年 10 月 13 日

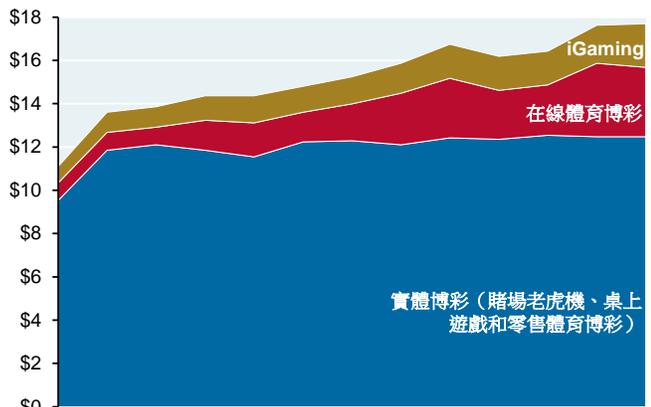
體育博彩：最高法院裁決、連本帶利投注和夢幻的體育賽事監管套利

「我一半的錢都花在賭博、酒和女人身上，然後浪費掉另一半」——WC 菲爾茲

2018年，美國最高法院²⁵推翻了一項針對體育博彩的聯邦禁令，之後體育博彩行開始蓬勃發展。各州現在可以自行決定是否將體育博彩合法化，目前將體育博彩合法化的州已有 38 個（其中 8 個州不允許線上投注，只准當面投注）。其餘部分尚未將體育博彩合法化的大州似乎不太可能在短期內開放合法化；加州選民在 2022 年否決了兩項單獨提出的體育博彩倡議。雖然自 2021 年以來，實體賭場博彩和零售體育博彩的收入平平，但線上體育博彩收入在逐步上升，目前佔所有商業博彩收入的 18%。美國賭客每月的花費（即輸錢）達 7 億至 10 億美元。

美國商業博彩收入（按垂直行業劃分）

十億美元



2021年 2021年 2021年 2021年 2022年 2022年 2022年 2022年 2023年 2023年 2023年 2023年 2024年
 第一季 第二季 第三季 第四季 第一季 第二季 第三季 第四季 第一季 第二季 第三季 第四季 第一季
 度 度 度 度 度 度 度 度 度 度 度 度 度

資料來源：美國博彩協會，2024年第一季度

美國每月體育博彩收入

十億美元

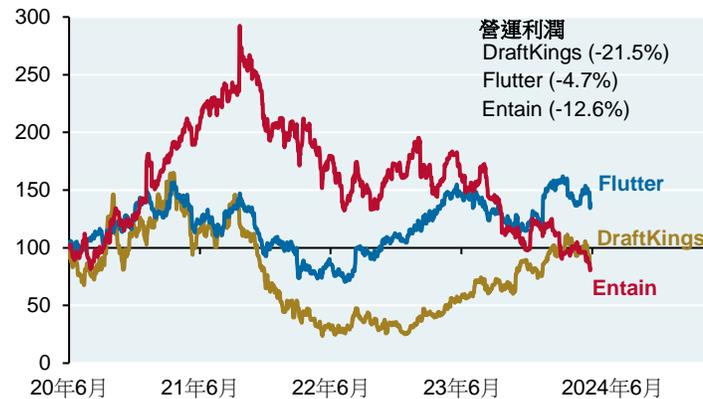


資料來源：「合法體育博彩收入」、Sportshandle.com、摩根資產管理，2024年5月29日

在 2020/2021 年度，公開交易的體育博彩股票（DraftKings、Flutter-FanDuel 和 Entain）錄得升幅，但在 2022 年一路狂飆的增長型股票調整時回吐其升幅。雖然部分股票已從低位回升，但自 2020 年 6 月以來，該等股票全都跑輸標普 500 指數和羅素 1000 消費者非必需品指數。值得注意的是，三家最知名體育博彩公司的營運利潤仍為負數。還有一支由超過 30 只股票組成的體育博彩和在線博彩類 ETF 基金，該基金提供了對博彩板塊的投資渠道，但其大部分擁有線上體育博彩平台的成分公司都是規模更大的多元化公司的一部分，而這些公司並不單純從事體育博彩業務（美高梅度假村、凱撒娛樂、賓夕法尼亞娛樂、巴利、博伊德賭場）。

體育博彩股票表現

指數（100=2020年6月1日）



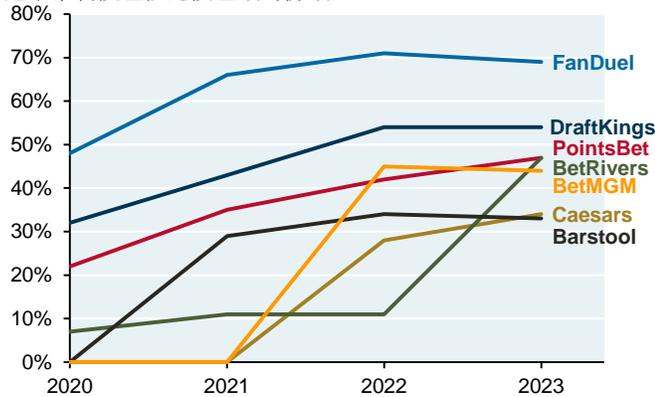
資料來源：美國博彩協會，2024年第一季度

²⁵ 州權。最高法院發起「讓各州自行決定」的運動正延伸至移民、墮胎權、寄養、持槍權、投票權、體育博彩等問題上。我們靜觀其變 15-20 年；我敢打賭，這種復興的州權運動不會讓美國變得更好。

體育連本帶利投注。連本帶利投注是一種組合投注方式，旨在提供更高的賠率；這些組合投注可對不同的體育賽事或對同一場比賽的各個方面進行押注。使用連本帶利投注的賭客數量持續增長，據 FanDuel 報道，90%的活躍用戶都曾進行過同一場比賽的連本帶利投注。這種趨勢利好體育博彩平台，因為連本帶利投注的利潤率往往高於單注投注。伊利諾斯州的數據²⁶顯示，連本帶利投注的平均利潤為 18%，而直接投注則僅為 5%。直接投注的平均金額比連本帶利投注大 5-6 倍，這個事實部分抵銷了上述較高利潤率的影響。此外，體育博彩平台報告，相較於其他類型的投注，連本帶利投注更能留住客戶。

連本帶利投注增加

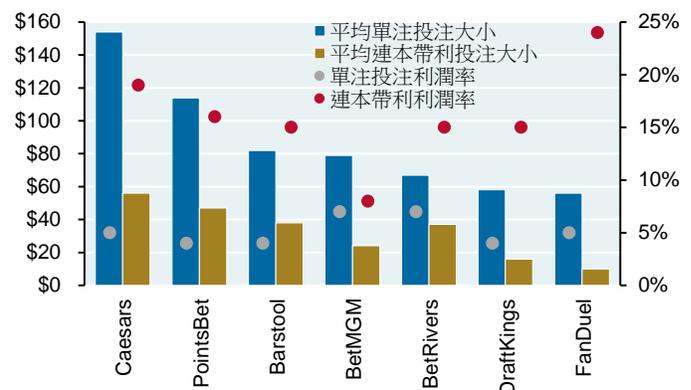
連本帶利投注佔總投注額的份額



資料來源：《體育商業雜誌》，2023年9月

規模和盈利能力：單注投注與連本帶利投注比較

平均下注大小，美元



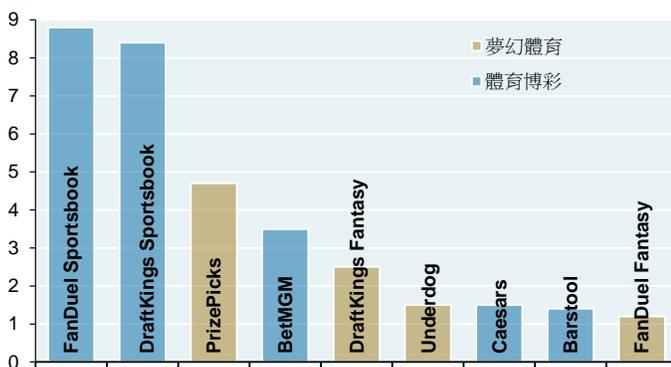
資料來源：《體育商業雜誌》，2023年12月

夢幻體育博彩和監管套利

「體育博彩」類別包括如 FanDuel 或 DraftKings 等快速增長且不受監管的夢幻體育公司。最簡單版本的夢幻體育要求用戶付費進入其夢幻球隊，與其他用戶進行比賽；在確定獲勝球隊後，夢幻球隊所有者瓜分獎品。大多數州的法律語言都豁免這類活動遵守適用於其他公司的體育博彩監管。隨著時間的推移，夢幻體育公司開發的投注產品，在外觀和感覺上都與上述體育連本帶利投注非常相似。如下圖所示，從 2022 年 7 月到 2023 年 6 月，幻想公司 PrizePicks 成為下載量第三大的體育博彩應用程序。

體育博彩應用下載量 (2022年7月-2023年6月)

百萬



資料來源：「初創公司讓體育投資變得更容易」，《華爾街日報》，2023年7月27日

DFS (每日夢幻體育) 漏洞

- 佔美國人口 33%的州（包括加利福尼亞州、阿拉巴馬州、佐治亞州、明尼蘇達州、密蘇里州、俄克拉荷馬州、南卡羅來納州、猶他州和德克薩斯州）不允許 DraftKings 和 FanDuel 等體育博彩公司在其州內營運（必須開啟位置設置才能使用這些應用程序）
- 然而，加利福尼亞和德克薩斯等州卻因投注所依據的法律語言而允許 PrizePicks 等 DFS 公司營運。在加利福尼亞州，DFS 公司不受監管且不用納稅
- 部分州允許體育博彩公司卻不允許 DFS，讓情況變得更加複雜

²⁶《引入同場比賽多重押注讓美國運營商走到一起》，Sports Business Journal，2023年12月。上文連本帶利投注圖表反映伊利諾伊州的數據，該州要求體育博彩平台披露賭客的投注金額、投注數、投注類型和所賺取的利潤率

不利因素。北美四大體育聯盟都有球員被捲入體育博彩醜聞，從而導致停賽或永久禁賽。NCAA 正在推動一項禁止大學道具賭博的禁令，以維護他們所說的「競爭完整性」，保護學生和職業運動員免受賭客騷擾。

其他不利因素包括：佛羅里達等州向夢幻體育博彩公司 PrizePicks、Underdog 和 Betr 發出停止並終止函件，指控這些公司提供非法賭博或押注。夢幻體育公司通常會辯稱，由於成功取決於知識，他們提供的是「技巧遊戲」，而非賭博；佛羅里達州則並不認同，認為夢幻體育獎金必須事先設定並宣布，不得與參加人數或費用金額掛鈎。

此外還存在體育賭博成癮問題以及不可避免的集體訴訟浪潮和行業限制，其中一些已嶄露頭角²⁷：

- 康涅狄格州賭博問題委員會在 2022 年（即該州將賭博合法化的第一年）接到的電話增加了 91%。自 2019 年賭博合法化以來，新澤西州強迫性賭博委員會熱線接到的電話增加了兩倍
- 新墨西哥大學酒精中毒、藥物濫用和成癮中心發現，酗酒與體育賭博存在高度相關性
- NCAA 對 3,527 名大學生進行的一項調查展示了體育博彩如何變得司空見慣。近 60%對體育項目進行押注，4%每日押注。近 6%報告單日損失超過 500 美元
- 英國廣告實踐委員會禁止曾經的體育明星和社交媒體影響者為主角的博彩廣告。此外，博彩公司禁止在廣告活動中使用球隊的隊服和場館，且禁止展示視頻遊戲內容。在荷蘭，現在禁止一切線上賭博的廣告和贊助。荷蘭議會還禁止曾經和現在的體育名人參加線上博彩的宣傳

賭博成癮可能比其他癮更難克服：只有 30%的賭博成癮者在接受治療後成功戒斷賭癮，而酗酒成癮(70%-80%)、吸毒成癮(75%)和性成癮(64%)的治療後恢復率則較高²⁸。

²⁷資料來源包括福布斯、時代雜誌、雅虎新聞

²⁸資料來源包括《健康中心》、《精神病學前沿》、AddictionHelp.com、《美國藥物和酒精濫用雜誌》、美國疾病控制與預防中心、美國國家藥物濫用研究所、Hazelden Betty Ford Foundation

電子競技寒冬繼續：商業基本面一塌糊塗、裁員和聯賽終止

在我所見過被迫捧但最終歸於沉寂的投資項目（元宇宙、氫能源、P2P 借貸、大麻）中，電子競技是見光後最荒謬的一項。在 2021 年數百萬美元湧入電子競技（需要說明一下，我強烈反對將其稱為一項「運動」）之後，因為收視率下降且投資回報不足的證據確鑿，廣告商和賽事贊助商大幅削減支出。第一張圖表顯示美國／加拿大頂級職業英雄聯盟比賽「英雄聯盟冠軍聯賽」的觀眾人數和觀看時間都在下降。回想起來，2020 年電子競技的觀眾人數之所以激增，可能部分是因為增加了因新冠疫情而無法觀看傳統體育內容的觀眾。電子競技的觀眾有更大可能使用廣告攔截器，從而降低廣告的覆蓋面，因此廣告合作關係變得更加複雜。

不達預期。FaZe Clan 是一家由職業遊戲玩家、主播和「網絡人格」（別問）組成的綜合企業，於 2022 年通過 SPAC（企業財務的死亡之吻²⁹）上市。據報道，在 2023 年 5 月解僱 40% 的員工之前，該公司一直受到過高支出的困擾³⁰。該公司股價在首個交易日下跌 24%，並且在 2024 年 3 月被 GameSquare Holdings 私有化之前，股價較其 IPO 價格下跌 99%。

電子競技面臨更多壓力，以下只列出一部分：

- 麥迪遜廣場花園試圖出售其電子競技團隊，但據稱無法收回其成本。相反，麥迪遜廣場花園集團解僱了數十名遊戲員工，並將其剩餘資產與 NRG 合併。麥迪遜廣場花園並未從該交易中收到任何款項；該公司實際上向 NRG 支付了數百萬美元，以承擔電子競技設施的成本和其餘員工的工資³¹
- 亞馬遜在 2023 年兩度對其遊戲／串流媒體業務進行裁員
- 守望先鋒聯盟投票決定，在 2023 年結束六個賽季後完全關閉營運。據報道，微軟可能會損失 1.2 億美元的賠償金³²
- 動視裁掉了其大部分電子競技團隊，從而對其管理的《使命召喚》聯賽產生負面影響
- 電子競技和視頻遊戲指導平台 ProGuides 將在 5 月底停止營運

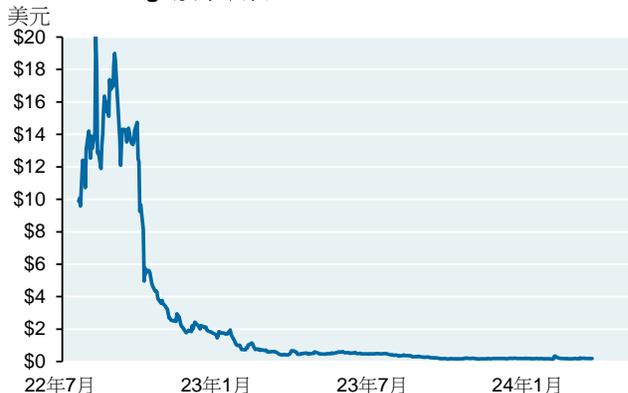
還有一線希望，至少現在如此。雖然《英雄聯盟》在美國的收視率有所下降，但其全球收視率仍在上升。2024 年，電子競技公司宣布了若干新的品牌合作和續約。例如，Riot Games 宣布獲得起亞、HyperX、奇巧和 Omen 等品牌的贊助。但儘管獲得這些新贊助商，Riot 仍在 1 月裁掉逾 500 名員工。部分風投基金對電子競技表現出興趣，但關注重點是基礎設施和數據分析，而非電子競技聯盟本身。

美國／加拿大聯賽冠軍系列賽觀眾人數



資料來源：2024年5月電子競技排行榜

FaZe Holdings 股票表現



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年3月8日

²⁹參見第 2 節「2020 年和 2021 年美國 IPO 表現不佳的影響」，《放眼市場》，2023 年 7 月

³⁰《最終導致 FaZe Clan 滅亡的原因》，DigiDay，2023 年 11 月

³¹「電子競技界開始搖搖欲墜」，《紐約時報》，2023 年 5 月

³²「《守望先鋒》聯盟停賽可能會讓微軟損失 1.2 億美元」，Game 8，2023 年 11 月

附錄一：根據《謝爾曼法案》，美國體育聯盟大多都是不受監管的壟斷企業

雖然《謝爾曼法案》（聯邦反壟斷法）通常應適用於美國職業體育聯盟，但該法案罕有被用來削弱美國運動隊的壟斷地位及球隊間經常發生的獨特協調與合作水平。最終結果：運動隊所有者可以從觀眾和市政當局賺取壟斷收入。

雖然逾 60 年來，NFL、NBA 和 NHL 都受《謝爾曼反壟斷法》約束，但自 1922 年最高法院裁定其營運不構成州際貿易以來，MLB 一直不受聯邦反壟斷法的約束。即便如此，MLB 營運結構的大多數方面與其他職業聯盟一致，表現得好像它也受《謝爾曼法案》約束一樣。³³

雖然《謝爾曼法案》原則上適用於職業體育項目，但法院往往對聯盟活動採用「合理規則」：一些反競爭限制不可避免，以鼓勵聯盟球隊之間的競爭平衡，並確保聯盟的長期生存能力。例如，將《謝爾曼法》第一條³⁴中的反勾結限制應用於職業體育項目是不可能／不切實際的。此外，聯盟的大多數重大決定都需要多數或絕對多數所有者的批准，這在其他行業也會被認為反競爭，但在職業體育中則不然。

與反壟斷法和美國職業體育相關的其他例子和問題：

- 從 1973 年到 2011 年，NFL 拒絕允許未提前 72 小時售罄門票的比賽在主隊城市進行電視轉播（該規定在 2012 年放寬至出售 85% 的門票）。自 1961 年以來，尚未就此政策採取任何反壟斷行動。同樣，賓夕法尼亞州的法院確認了 NFL 禁止向主隊市場轉播其他比賽的規定，即使承認該規定在技術上違反了《謝爾曼法案》；法院表示，最主要是擔心對聯盟造成負面的財務影響
- 集體訴訟當事人目前正在質疑 NFL「周日門票」捆綁套餐獨家授權的合法性（該等權利最初由 DirecTV 授權，現在則由 YouTube 授權）。原告認為，球隊應當獨立地向不同競標者出售轉播權，而不是採用 NFL 當前的做法，將所有轉播權打包出售
- 在 2010 年的一項裁決（*American Needle*）中，最高法院駁回了 NFL 的觀點，即當適用於授權知識產權時，NFL 作為單一實體行事，因而無法違反《謝爾曼法案》第一條。換而言之，最高法院認定 NFL 作為多重實體行事，因此須受《謝爾曼法案》約束；最高法院將案件發回地方法院審理，經過 11 年的訴訟，最終達成和解。*American Needle* 案再次成為頭條新聞，因為一家零售商起訴 NFL 和 Fanatics 合謀統治線上銷售 NFL 授權服裝的零售市場，違反了反壟斷法（NFL 擁有 Fanatics 3% 的股份）
- 法院有時會支持質疑聯盟規則的所有者。例如，法院認為，禁止球隊由公眾持有的規定及防止球隊所有者在競爭性聯盟中收購球隊權益的規定都違反了《謝爾曼法案》。在搬遷方面，法院也會支持所有者。在洛杉磯紀念體育館委員會訴國家橄欖球聯盟案中，第九巡迴法院認為，NFL 要求球隊的變動須獲得四分之三所有者批准的政策構成了非法的貿易限制

³³ 《規範職業體育聯盟》，《華盛頓與李法律評論》，Nathaniel Grow, 2015 年

³⁴ 《謝爾曼法》第 2 條一般只適用於公司通過排他性做法阻止競爭對手進入市場來維持主導地位的情況。迄今為止，法院尚未發現美國聯盟違反此項規定；高進入壁壘是阻礙競技聯盟蓬勃發展的主要因素。1986 年，一位大學朋友前往麥肯錫任職。他參與了一個為期 18 個月的項目，該項目旨在為 USFL 對 NFL 的反壟斷訴訟提供經濟證據。陪審團認定 NFL 犯有壟斷罪，但只判給 USFL 象徵性的 1 美元賠償金，該金額根據反壟斷法增加兩倍至 3 美元。在那之後，他離開了諮詢業，並到洛杉磯從事電視節目製作。

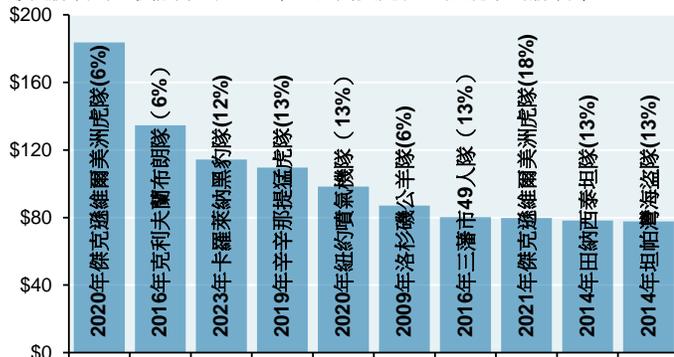
附錄二：能用錢買到的最差球隊

我很想知道，相對於當賽季獲勝，哪些球隊花了最多錢；換句話說，這些球隊是錢能買到的最差球隊。下文圖表顯示 NFL、NBA、MLB 和 NHL 中每贏一場的花費比例最高的 10 支球隊。我們就通脹調整了工資，且不論比賽場次減少的時間抑或由於新冠疫情導致的賽季縮短，我們都按賽季內的參賽場次標準化勝率。圖表標題顯示了各項分析的起始年份。

- **NFL**：2008 年的底特律雄獅隊和 2017 年的克利夫蘭布朗隊應在此圖表上排名第一，但他們輸掉了每一場比賽，導致每場勝利的成本都是無限的，讓我們無法繪製
- **NBA**：尼克斯隊兩次上榜：2005 年和 2018 年。2005 年，阿蘭·休斯頓是尼克斯隊薪資最高的球員，但卻由於膝傷並未參加過一場比賽。情況糟糕透頂，以至於 NBA 制定了「阿蘭·休斯頓規則」，以讓球隊避免為被裁掉的球員支付額外的奢侈稅
- **MLB**：除了 2023 年大都會隊創下的令人不羨慕的新紀錄外，MLB 的曲線相當平坦。與 NFL 和 NBA 中「每場勝利成本高」的球隊往往會輸掉多場比賽不同，MLB 榜單上的許多球隊贏了稍高於一半的比賽場次；他們只是為此花了一大筆錢而已。揚基隊三次上榜；如果我們將圖表擴大到前 11 支球隊，則 2023 年的揚基隊將列入第 11 位。根據《紐約時報》，2018 年的金鶯隊被稱為「史上最差球隊之一」³⁵

自1994年以來NFL最昂貴的賽季

每次勝利的工資成本（2023年，百萬美元），括號中為勝利率



資料來源：摩根資產管理，2024年

自1990年以來NBA最昂貴的賽季

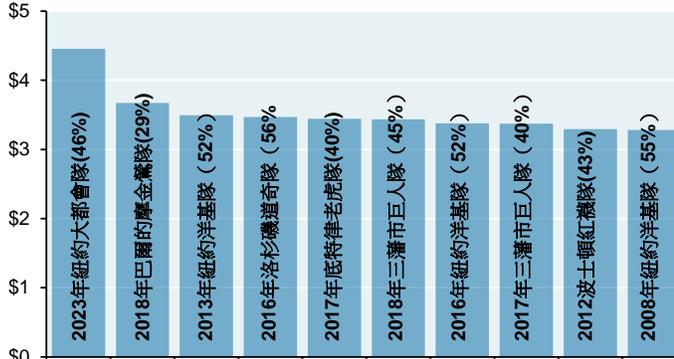
每次勝利的工資成本（2023年，百萬美元），括號中為勝利率



資料來源：摩根資產管理，2024年

自2000年以來MLB最昂貴的賽季

每次勝利的工資成本（2023年，百萬美元），括號中為勝利率



資料來源：摩根資產管理，2024年

自1989年以來NHL最昂貴的賽季

每次勝利的工資成本（2023年，百萬美元），括號中為勝利率



資料來源：摩根資產管理，2024年。由於缺乏數據，2008-2010季節未包括在內。

³⁵ 《巴爾的摩金鶯隊在 2018 年做的 10 件奇怪事情》，《紐約時報》，2018 年 10 月 30 日

附錄三：有史以來最佳籃球運動員

幾年前，我想讓 13 歲的兒子對學習統計學感興趣。他熱愛籃球，因此我們建立了一個數據庫，涵蓋了自 1951 年以來 NBA 歷史上的全部 4,622 名球員，並根據上場貢獻和打法為每位球員打分。然後，我們創建了下一頁所示的打法三分法圖表，展示有史以來最佳的 250 名 NBA 球員。我已將該圖表更新至 2023-2024 賽季。

如何衡量上場貢獻？解釋「模型估計值」(MEV)

杜克大學的大衛·斯帕克斯(David Sparks) (現為波士頓凱爾特人隊的體育分析主管) 將幾十年來的球員數據與每場比賽的球隊勝率進行了回歸分析，推導出進攻籃板、防守籃板、蓋帽、搶斷、助攻、搶斷和總得分的 β 隱含值；以及投籃不中、罰球不中、個人犯規和失誤的 β 隱含值。利用這些系數，我們計算了每位球員在所有賽季中的終身 MEV 及每分鐘和每場比賽的 MEV³⁶。球員的終身 MEV 越高，該球員在圖表中顯示的姓名字號就越大。

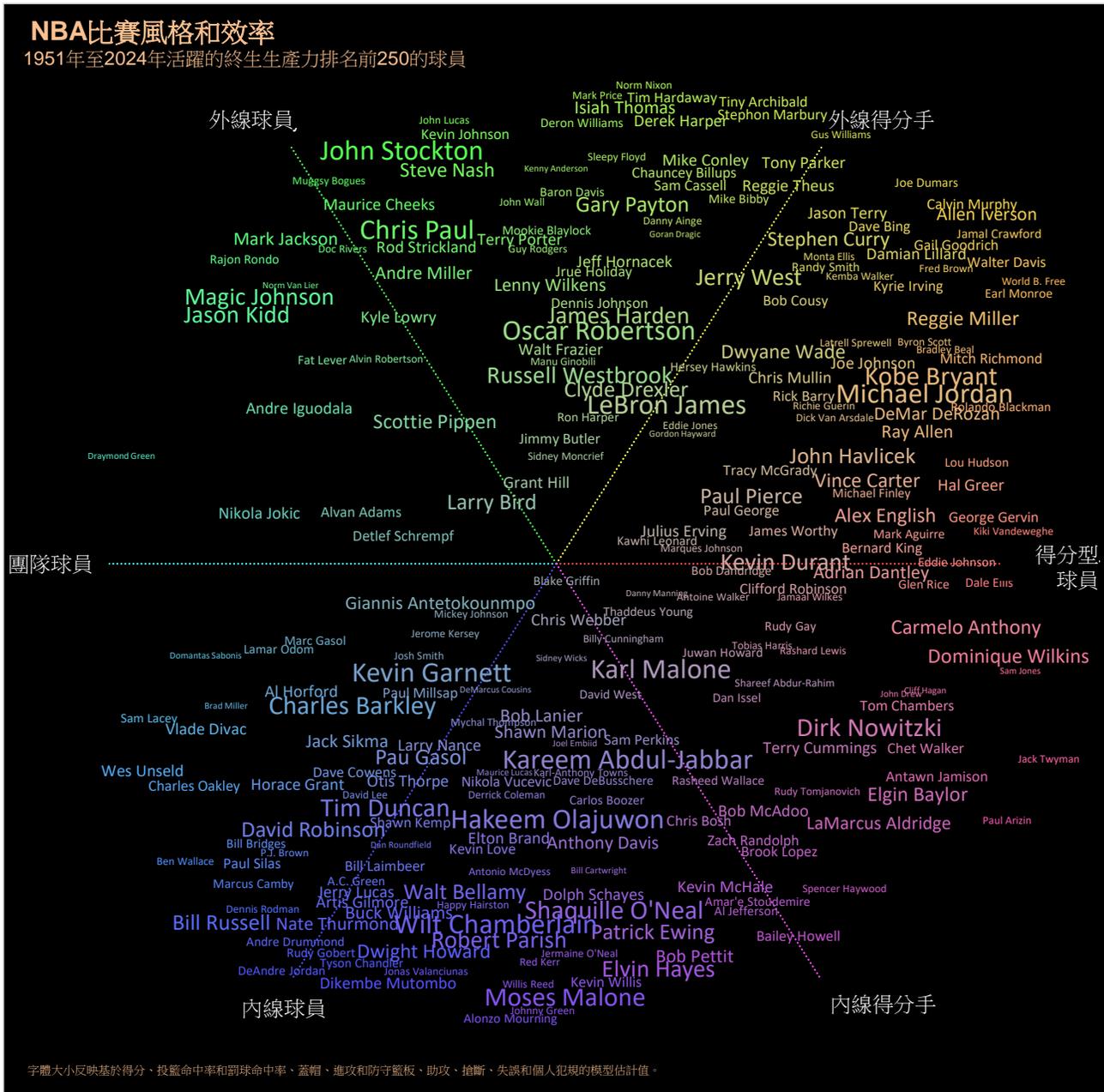
球員在圖表的什麼地方出現？解釋「相對打法」

我們還複製了大衛闡釋數據的方法。每位 NBA 球員根據其相對於其他球員的投籃、籃板、傳球、蓋帽和助攻的頻率區分。純粹的打法有三種：投籃、外線進攻（助攻和搶斷）以及內線進攻（蓋帽和籃板）。現在，想像一個實際上是一個極坐標圖的時鐘。在 3 點鐘位置，顯示的是純射手（例如卡梅隆·安東尼、喬治·格文）。在 7 點鐘位置，顯示的是純內線球員（例如比爾·拉塞爾、迪肯貝·穆托姆博）。在 11 點鐘位置，顯示的是純外線球員（例如約翰·斯托克頓、史蒂夫·納什）。中間位置，顯示的是打法相對均衡的球員（朱利葉斯·歐文、克里斯·韋伯、拉裡·伯德和布雷克·格里芬）。

2015 年，我和彼得有幸將這張圖表的框架版呈給前 NBA 總裁大衛·斯特恩和籃球營運執行副總裁奇奇·範德維奇（他很高興在圖表中找到他的名字，就在喬治·格文下面）。在照片中，彼得正在解釋看圖的方法。比較矮的那位就是彼得。



³⁶剛好錯過了前 250 名球員的 MEV 截止線：理查德·杰弗森、特雷沃·阿里扎、梅塔·沃爾德·皮斯、皮特·馬拉維奇、達蒙·斯塔德邁爾、保羅·韋斯特法爾、邁克爾·凱奇



NBA 是 NBA Properties, Inc.的商標或註冊商標。所有標識的品牌、體育或娛樂人物均嚴格僅供參考，不隸屬於摩根大通、與摩根大通無關或並非由摩根大通贊助。

附錄四：按球隊劃分的估值、收入、債務和營運收益

最新球隊估值、收入、債務和營業收入

NFL	估值 (十億美元)	收入 (百萬美元)	營業利潤 (百萬美元)	估值收入比	債務/估值	營業利潤率	5年收入增長 (年化)
達拉斯牛仔隊	\$9.0	\$1,140	\$504	7.9x	3%	44%	4%
新英格蘭愛國者隊	\$7.0	\$684	\$206	10.2x	4%	30%	3%
洛杉磯公羊隊	\$6.9	\$686	\$125	10.1x	46%	18%	11%
紐約巨人隊	\$6.8	\$639	\$216	10.6x	7%	34%	4%
芝加哥熊隊	\$6.3	\$556	\$203	11.3x	2%	37%	4%
拉斯維加斯突袭者隊	\$6.2	\$729	\$72	8.5x	22%	10%	15%
紐約噴氣機隊	\$6.1	\$560	\$126	10.9x	9%	23%	3%
華盛頓指揮官隊	\$6.1	\$545	\$87	11.1x	17%	16%	2%
三藩市49人隊	\$6.0	\$622	\$152	9.6x	5%	24%	5%
費城老鷹隊	\$5.8	\$598	\$187	9.7x	3%	31%	4%
邁阿密海豚隊	\$5.7	\$600	\$111	9.5x	11%	19%	6%
休斯敦德州人隊	\$5.5	\$605	\$195	9.1x	0%	32%	4%
丹佛野馬隊	\$5.1	\$563	\$103	9.1x	4%	18%	5%
西雅圖海鷹隊	\$5.0	\$555	\$89	9.0x	4%	16%	5%
亞特蘭大獵鷹隊	\$4.7	\$544	\$159	8.6x	20%	29%	4%
明尼蘇達維京人	\$4.7	\$540	\$99	8.6x	12%	18%	5%
匹茲堡鋼人隊	\$4.6	\$548	\$96	8.4x	4%	18%	5%
巴爾的摩烏鴉隊	\$4.6	\$544	\$108	8.5x	6%	20%	4%
克利夫蘭布朗隊	\$4.6	\$545	\$104	8.5x	11%	19%	6%
綠灣包裝工隊	\$4.6	\$577	\$69	8.0x	2%	12%	5%
田納西泰坦隊	\$4.4	\$516	\$85	8.5x	11%	16%	6%
印第安納波利斯小馬隊	\$4.4	\$545	\$101	8.0x	9%	19%	7%
堪薩斯城酋長隊	\$4.3	\$540	\$95	8.0x	2%	18%	6%
坦帕灣海盜隊	\$4.2	\$531	\$64	7.9x	4%	12%	6%
洛杉磯閃電隊	\$4.2	\$518	\$65	8.0x	19%	13%	7%
卡羅萊納黑豹隊	\$4.1	\$530	\$72	7.7x	5%	14%	5%
新奧爾良聖徒隊	\$4.1	\$533	\$66	7.7x	6%	12%	4%
傑克遜維爾美洲虎	\$4.0	\$517	\$110	7.7x	8%	21%	4%
亞利桑那紅雀隊	\$3.8	\$500	\$83	7.6x	4%	17%	5%
布法羅比爾隊	\$3.7	\$503	\$119	7.4x	11%	24%	5%
底特律雄獅隊	\$3.6	\$495	\$51	7.3x	6%	10%	5%
辛辛那提猛虎隊	\$3.5	\$498	\$104	7.0x	4%	21%	6%

資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

NFL平均估值收入比



資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

NFL平均營業利潤率



資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

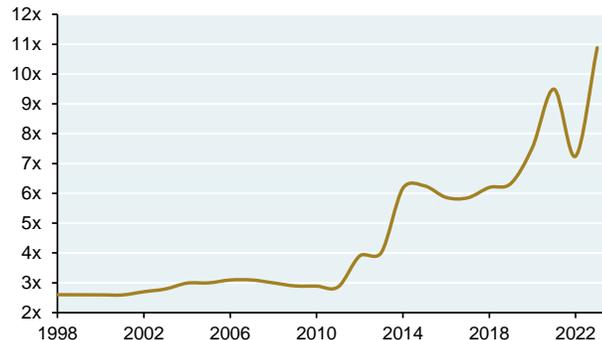
最新球隊估值、收入、債務和營業收入

NBA	估值 (十億美元)	收入 (百萬美元)	營業利潤 (百萬美元)	估值收入比	債務/估值	營業利潤率	5年收入增長 (年化)
金州勇士隊	\$7.7	\$765	\$79	10.1x	14%	10%	14%
紐約尼克斯隊	\$6.6	\$504	\$169	13.1x	4%	34%	3%
洛杉磯湖人隊	\$6.4	\$516	\$159	12.4x	1%	31%	5%
波士頓凱爾特人隊	\$4.7	\$443	\$88	10.6x	4%	20%	9%
洛杉磯快船隊	\$4.7	\$425	-\$12	10.9x	2%	-3%	10%
芝加哥公牛隊	\$4.6	\$372	\$115	12.4x	4%	31%	5%
達拉斯小牛隊	\$4.5	\$429	\$83	10.5x	3%	19%	8%
休斯頓火箭隊	\$4.4	\$381	\$125	11.5x	5%	33%	3%
費城76人隊	\$4.3	\$371	\$120	11.6x	3%	32%	7%
多倫多猛龍隊	\$4.1	\$305	\$75	13.4x	5%	25%	2%
菲尼克斯太陽隊	\$4.0	\$366	\$15	10.9x	8%	4%	9%
邁阿密熱火隊	\$3.9	\$371	\$108	10.5x	10%	29%	7%
布魯克林籃網隊	\$3.9	\$367	-\$5	10.5x	7%	-1%	5%
華盛頓奇才隊	\$3.5	\$323	\$85	10.8x	6%	26%	5%
丹佛掘金隊	\$3.4	\$348	\$71	9.7x	8%	20%	9%
克利夫蘭騎士隊	\$3.4	\$348	\$78	9.6x	7%	22%	3%
薩克拉門托國王隊	\$3.3	\$289	\$36	11.5x	16%	12%	2%
亞特蘭大老鷹隊	\$3.3	\$326	\$85	10.2x	8%	26%	9%
聖安東尼奧馬刺隊	\$3.3	\$319	\$113	10.2x	6%	35%	4%
密爾沃基雄鹿隊	\$3.2	\$329	-\$36	9.7x	10%	-11%	10%
猶他爵士隊	\$3.1	\$274	\$46	11.3x	10%	17%	2%
底特律活塞隊	\$3.1	\$274	\$83	11.2x	7%	30%	3%
波特蘭開拓者隊	\$3.1	\$300	\$65	10.3x	6%	22%	4%
俄克拉荷馬城雷霆隊	\$3.1	\$267	\$49	11.4x	6%	18%	2%
夏洛特黃蜂隊	\$3.0	\$269	\$35	11.2x	10%	13%	5%
奧蘭多魔術隊	\$3.0	\$261	\$66	11.3x	7%	25%	3%
印第安納步行者隊	\$2.9	\$263	\$68	11.0x	9%	26%	3%
新奧爾良鵜鶘隊	\$2.6	\$262	\$57	9.7x	9%	22%	4%
明尼蘇達森林狼隊	\$2.5	\$259	\$47	9.7x	9%	18%	3%
孟菲斯灰熊隊	\$2.4	\$258	\$51	9.3x	14%	20%	4%

資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

NBA平均估值收入比

估值收入比



資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

NBA平均營業利潤率

營業利潤率



資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

最新球隊估值、收入、債務和營業收入

MLB	估值 (十億美元)	收入 (百萬美元)	營業利潤 (百萬美元)	估值收入比	債務/估值	營業利潤率	5年收入增長 (年化)
紐約洋基隊	\$7.6	\$679	\$2	11.1x	1%	0.3%	-0.1%
洛杉磯道奇隊	\$5.5	\$549	\$26	9.9x	11%	5%	-0.3%
波士頓紅襪隊	\$4.5	\$500	\$62	9.0x	6%	12%	-1%
芝加哥小熊隊	\$4.2	\$506	\$68	8.3x	10%	13%	1%
三藩市巨人隊	\$3.8	\$443	\$50	8.6x	4%	11%	-0.4%
紐約大都會隊	\$3.0	\$393	-\$292	7.6x	10%	-74%	2%
費城費城人隊	\$2.9	\$458	\$19	6.4x	4%	4%	3%
亞特蘭大勇士隊	\$2.8	\$473	\$66	5.9x	6%	14%	4%
洛杉磯天使隊	\$2.7	\$388	\$15	7.0x	0%	4%	1%
聖路易紅雀隊	\$2.6	\$372	\$57	6.9x	7%	15%	-1%
休斯敦太空人隊	\$2.4	\$445	\$54	5.4x	3%	12%	1%
德州遊騎兵隊	\$2.4	\$425	\$12	5.6x	28%	3%	5%
西雅圖水手隊	\$2.2	\$396	\$76	5.6x	11%	19%	5%
多倫多藍鳥隊	\$2.1	\$328	-\$45	6.4x	0%	-14%	4%
芝加哥白襪隊	\$2.1	\$288	-\$28	7.1x	7%	-10%	0.2%
華盛頓國民隊	\$2.0	\$355	\$63	5.6x	28%	18%	-1%
加州聖地亞哥教士隊	\$1.8	\$345	-\$116	5.2x	20%	-34%	3%
巴爾的摩金鶯隊	\$1.7	\$328	\$99	5.3x	13%	30%	5%
密爾沃基釀酒人隊	\$1.6	\$320	\$36	5.0x	16%	11%	2%
科羅拉多洛磯隊	\$1.5	\$313	-\$17	4.7x	8%	-5%	1%
明尼蘇達雙城隊	\$1.5	\$342	\$19	4.3x	24%	6%	3%
底特律老虎隊	\$1.5	\$306	\$17	4.7x	11%	6%	2%
亞利桑那響尾蛇隊	\$1.4	\$314	\$33	4.6x	9%	11%	2%
克利夫蘭衛士隊	\$1.4	\$315	\$52	4.3x	7%	17%	2%
匹茲堡海盜隊	\$1.3	\$309	\$68	4.3x	11%	22%	3%
辛辛那提紅人隊	\$1.3	\$315	\$53	4.0x	12%	17%	3%
坦帕灣光芒隊	\$1.3	\$301	\$68	4.2x	10%	23%	3%
堪薩斯城皇家隊	\$1.2	\$302	\$52	4.1x	22%	17%	4%
奧克蘭運動家隊	\$1.2	\$241	-\$11	5.0x	21%	-5%	1%
邁阿密馬林魚隊	\$1.0	\$295	\$23	3.4x	45%	8%	6%

資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

MLB平均估值收入比

估值收入比



資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

MLB平均營業利潤率

營業利潤率



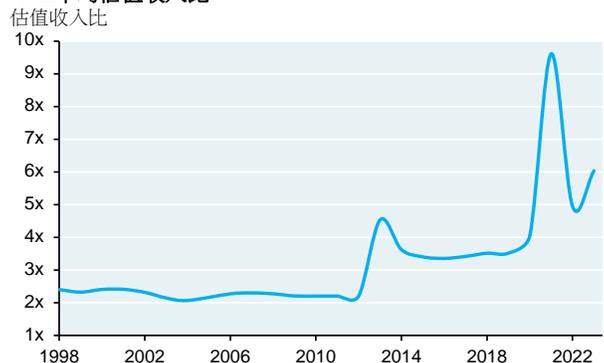
資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

最新球隊估值、收入、債務和營業收入

NHL	估值 (十億美元)	收入 (百萬美元)	營業利潤 (百萬美元)	估值收入比	債務/估值	營業利潤率	5年收入增長 (年化)
多倫多楓葉隊	\$2.8	\$281	\$127	10.0x	7%	45%	3%
紐約遊騎兵隊	\$2.7	\$265	\$69	10.0x	3%	26%	0%
蒙特利爾加拿大人隊	\$2.3	\$265	\$99	8.7x	9%	37%	2%
洛杉磯國王隊	\$2.0	\$279	\$108	7.2x	5%	39%	7%
波士頓棕熊隊	\$1.9	\$239	\$57	7.9x	5%	24%	1%
芝加哥黑鷹隊	\$1.9	\$228	\$96	8.2x	5%	42%	2%
埃德蒙頓油人隊	\$1.9	\$281	\$122	6.6x	4%	43%	13%
費城飛人隊	\$1.7	\$219	\$53	7.5x	0%	24%	3%
華盛頓首都隊	\$1.6	\$218	\$74	7.3x	12%	34%	4%
紐約島人隊	\$1.6	\$183	\$30	8.5x	32%	16%	10%
新澤西魔鬼隊	\$1.5	\$240	\$55	6.0x	9%	23%	6%
溫哥華加人隊	\$1.3	\$198	\$48	6.7x	9%	24%	3%
坦帕灣閃電隊	\$1.3	\$196	\$27	6.4x	12%	14%	7%
西雅圖海妖隊	\$1.2	\$197	\$44	6.2x	29%	22%	3%*
底特律紅翼隊	\$1.2	\$199	\$64	6.0x	8%	32%	2%
匹茲堡企鵝隊	\$1.2	\$207	\$49	5.7x	17%	24%	2%
科羅拉多雪崩隊	\$1.2	\$182	\$39	6.3x	30%	21%	7%
維加斯金騎士隊	\$1.1	\$233	\$73	4.8x	13%	31%	7%
卡爾加里火焰隊	\$1.1	\$183	\$37	6.0x	8%	20%	6%
達拉斯星隊	\$1.1	\$210	\$50	5.1x	15%	24%	5%
明尼蘇達荒野	\$1.1	\$185	\$43	5.7x	15%	23%	4%
聖路易斯藍調隊	\$1.0	\$184	\$41	5.4x	13%	22%	1%
納什維爾掠奪者	\$1.0	\$180	\$38	5.4x	15%	21%	6%
渥太華參議員隊	\$1.0	\$128	\$5	7.4x	29%	4%	0%
安納海姆鴨隊	\$0.9	\$164	\$22	5.6x	27%	13%	4%
聖何塞鯊魚隊	\$0.9	\$158	\$11	5.7x	6%	7%	-1%
卡羅萊納颯風隊	\$0.8	\$177	\$25	4.7x	18%	14%	7%
溫尼伯噴氣機隊	\$0.8	\$162	\$21	4.8x	17%	13%	5%
佛羅里達黑豹隊	\$0.8	\$161	\$6	4.8x	21%	4%	9%
哥倫布藍衣隊	\$0.8	\$151	\$35	5.1x	18%	23%	5%
布法羅軍刀隊	\$0.8	\$159	\$25	4.7x	17%	16%	3%
亞利桑那土狼隊	\$0.5	\$120	\$19	4.2x	62%	16%	3%

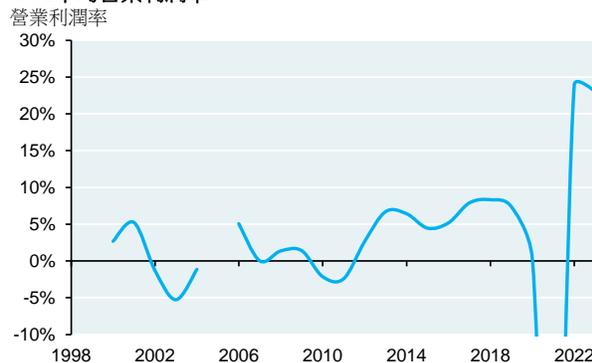
資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年。*注：自2022年首次報告收入以來，西雅圖海妖隊的收入增長已超過一年。

NHL平均估值收入比



資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

NHL平均營業利潤率



資料來源：福布斯、摩根資產管理，2024年

附錄五：離隊球員的羅納爾多效應

羅納爾多一直名列歷史前 5 最佳足球運動員的榜單上，所以當他在 2019 年出亮相尤文圖斯時，該球隊的股價飆升（藍線），同時飆升的還有由 Prospect 計算的全球對該球隊的興趣（金線）。當羅納爾多離隊時，全球對尤文圖斯的興趣及其股價都出現暴跌。就場上表現而言，在羅納爾多離隊後，尤文圖斯的戰績略有下降。

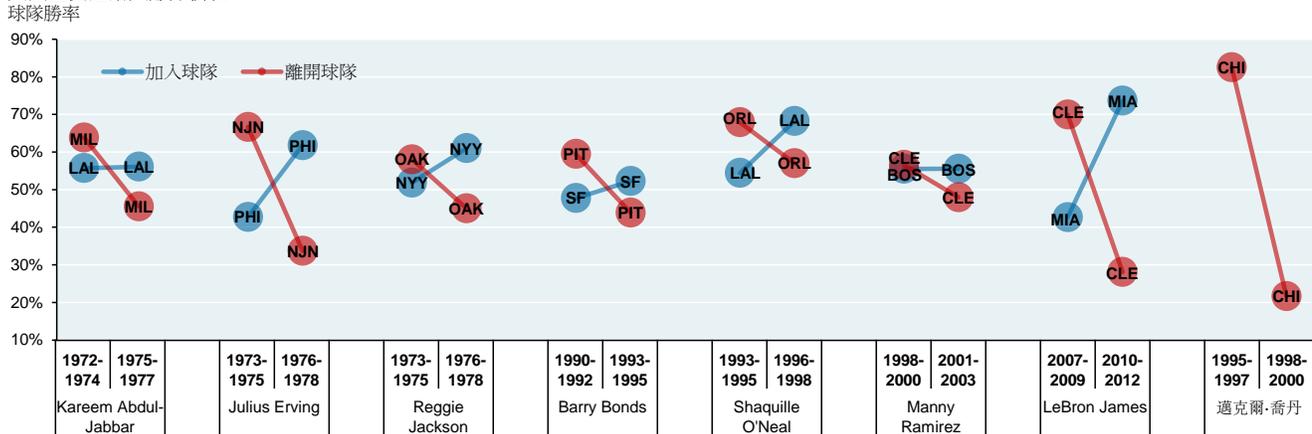
「羅納爾多效應」



資料來源：彭博、Prospect、德意志銀行、摩根資產管理，2024年5月27日

在美國體育聯盟中，由於自由簽約、球員轉會或球員退役，存在一些值得注意的球員離隊案例。雖然會對球隊戰績造成重大影響（見下文圖表），但本文中描述的收入分成和其他特點可能會大幅減輕球隊戰績下滑對球隊所有者所可能造成的任何財務影響。

美國主要運動員離隊情況



資料來源：Baseball Reference、NBA、摩根資產管理，2024年

重要資訊**主要風險**

本文件僅供一般說明之用，可能告知您 JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人銀行業務提供的若干產品及服務。文中所述產品及服務，以及有關費用、收費及利率均可根據適用的賬戶協議而可能有變，並可視乎不同地域分布而有所不同。所有產品和服務不一定可在所有地區提供。如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助（電郵地址：accessibility.support@jpmorgan.com）。請參閱所有重要資訊。

一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通團隊聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出陳述或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其他領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。本文件不應視為研究報告看待。任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

關於您的投資及潛在利益衝突

在摩根大通銀行或其任何附屬機構（合稱「摩根大通」）管理客戶投資組合的活動中，每當其有實際或被認為的經濟或其他動機按有利於摩根大通的方式行事時，就可能產生利益衝突。例如，下列情況下可能發生利益衝突（如果您的賬戶允許該等活動）：(1) 摩根大通投資於摩根大通銀行或摩根大通投資管理有限公司等附屬機構發行或管理的共同基金、結構性產品、單獨管理賬戶或對沖基金等投資產品時；(2) 摩根大通旗下實體從摩根大通證券有限公司或摩根大通結算公司等附屬機構獲取交易執行、交易結算等服務時；(3) 摩根大通由於為客戶賬戶購買投資產品而收取付款時；或者(4) 摩根大通針對就客戶投資組合買入的投資產品所提供的服務（服務包括股東服務、記錄或託管等等）收取付款時。摩根大通與其他客戶的關係或當摩根大通為其自身行事時，也有可能引起其他衝突。

投資策略是從摩根大通及業內第三方資產管理人處挑選的，它們必須經過我們的管理人研究團隊的審批流程。為了實現投資組合的投資目標，我們的投資組合建構團隊從這些策略中挑選那些我們認為最適合我們的資產配置目標和前瞻性觀點的策略。

一般來說，我們優先選擇摩根大通管理的策略。以現金和優質固定收益等策略為例，在遵守適用法律及受制於賬戶具體考慮事項的前提下，我們預計由摩根大通管理的策略佔比較高（事實上可高達百分之百）。

雖然我們的內部管理策略通常高度符合我們的前瞻性觀點，以及我們對同一機構的投資流程、風險和合規理念的熟悉，但是值得注意的是，當內部管理的策略被納入組合時，摩根大通集團收到的整體費用會更高。因此，對於若干投資組合我們提供不包括摩根大通管理的策略的選擇（除現金及流動性產品外）。

Six Circles 基金是一隻由摩根大通管理並於美國註冊成立的共同基金，由第三方擔任分層顧問。儘管被視為內部管理策略，但摩根大通不保留基金管理費或其他基金服務費。

法律實體、品牌及監管資訊

在美國，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。保險產品是透過 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc. 的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已獲德國聯邦金融監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 簡稱為「**BaFin**」) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (Deutsche Bundesbank) 和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司 Sucursal en España (馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會 (Comisión Nacional de Valores, 簡稱為「**CNMV**」) 監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 簡稱為「**CONSOB**」) 監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 8076，其米蘭商會註冊編號為 REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskyalaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands. 摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行 (DNB) 和荷蘭金融市場監管局 (AFM) 監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為 72610220。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行**（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark, 已獲德國聯邦

金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行 (即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司) 同時須受丹麥金融監管局 (Finanstilsynet) 監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為 29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局 (Finansinspektionen) 監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在比利時，本文件由**摩根大通有限責任公司——布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行 (NBB) 及比利時金融服務及市場管理局 (FSMA) 監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 0715.622.844。在希臘，本文件由**摩根大通有限責任公司——雅典分行**分派，其註冊辦事處位於 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 124。雅典商會註冊號為 158683760001；增值稅註冊號為 99676577。在法國，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管，註冊編號為 842 422 972，摩根大通有限責任公司巴黎分行亦受法國銀行業監察委員會 (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)) 及法國金融市場管理局 (Autorité des Marchés Financiers (AMF)) 監管。在瑞士，本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派，其註冊辦事處位於 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 授權並受其監管。

就金融工具市場指令 (MIFID II) 和瑞士金融服務法 (FINSA) 而言，本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的信息，這些文件目前或應在相關司法管轄區內提供 (按照要求)，否則投資者不應認購或購買本廣告中提及的任何金融工具。

在香港，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在新加坡，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由摩根大通銀行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服務時會通知您)。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服務時會通知您)。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於拉美國家，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和/或銷售未按照您祖國的證券或其他金融監管法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和/或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協議或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和/或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲得其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋，概以英文版本為準。

在澳大利亞，摩根大通銀行 (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367) 須受澳大利亞證券及投資委員會以及澳大利亞審慎監管局監管。摩根大通銀行於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言，「批發客戶」的涵義須按照公司法第 2001 (C) 第 761G 條 (《公司法》) 賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

摩根大通證券是一家在美國特拉華州註冊成立的外國公司 (海外公司) (ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定，在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商 (如摩根大通證券) 須持有澳大利亞金融服務牌照，除非已獲得豁免。根據公司法 2001 (C) (《公司法》)，**摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。** 摩根大通證券於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何其他類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第 761G 條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融信息；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附屬公司和聯屬公司。「摩根大通私人銀行」是摩根大通從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經摩根大通的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通團隊聯絡。

© 2024 年。摩根大通。版權所有。

J.P.Morgan