

日轉驚鳴蟬：美國反通脹繁榮的前景逐漸暗淡；日本結構性改革／併購潮；有關特斯拉／馬斯克、GLP、住房、中國、真實社交(Truth Social)和 Meta 的《放眼市場》來信

今年將有兩個「蟬爆日」出現（十三年蟬和十九年蟬），這種情況每 221 年才會發生一次。與此類似，今年年初市場持續預期美國經濟會出現「反通脹式繁榮」（經濟增長持續上升，同時通脹不斷下降），這是同樣十分罕見的情形。這樣的情況的確曾在 1982 年和 1991 年發生過，而除此之外鮮少出現，並且現在看來是不太可能發生。美國的經濟增長顯然仍韌性十足；自去年 8 月份以來，我們跟蹤的多項經濟和利潤領先指標均有所改善。

#	類別	先導指標...	領先時間...	預測將變動的領域...	脈衝 2024年4月	脈衝 2023年9月
1	破產	銀行收緊工商業貸款	6個月	企業破產申請	綠色	紅色
2	資本支出	銀行收緊工商業貸款	9個月	非住宅資本支出	黃色	黃色
3	資本支出	盈利	3個月	非住宅資本支出	綠色	黃色
4	建造	先導經濟指標	18個月	建築業活動	黃色	黃色
5	經濟	美國供應管理協會(ISM)的新訂單與庫存差額	3個月	ISM製造業指數	黃色	黃色
6	經濟	已支付的利率和ISM價格	12個月	ISM製造業指數	黃色	紅色
7	經濟	利率、投入價格和美元	12個月	全球PMI製造業指數	綠色	黃色
8	就業情況	獨立屋住宅銷售	18個月	美國失業率	黃色	黃色
9	借貸	報告信貸標準收緊的受訪者	9個月	銀行借貸	黃色	黃色
10	生產	零售庫存與銷售比率	4個月	美國製造業生產	黃色	綠色
11	利潤	聯邦基金、公司稅率、失業率和生產力	8個月	整體經濟利潤	紅色	紅色
12	利潤	經濟活動、商業信心、供應商交貨、工資、通貨膨脹、週期性GDP	12個月	標普利潤	綠色	黃色
13	利潤	美元、PMI、消費者信心、住房、利差	12個月	標普利潤	綠色	黃色
14	銷售額	全美獨立企業聯盟定價調查	4個月	標普銷售增長	黃色	黃色
15	銷售額	製成品生產者價格	4個月	標普銷售增長	黃色	黃色
16	工資	招聘廣告中公佈的工資平均增幅	4個月	企業薪資支出	綠色	黃色
17	工資	再僱傭率代理指標	12個月	企業薪資支出	綠色	黃色
18	股票	中國信貸脈衝	9個月	美國高貝塔系數股票與低貝塔系數股票	黃色	黃色

資料來源：彭博財經、摩根士丹利、Piper Sandler、摩根資產管理，2024年4月。低迷表現預測顏色：紅色=嚴重，橙色=適度，黃色=輕微

但是：自 1 月份以來，消費者物價指數出現 U 型走勢，推動 10 年期美國國債利率回升至 4.7% 左右。這是自去年 10 月份短暫見頂於 5% 以來的最高水平；在此之前，上一次 10 年期美國國債利率達到 5% 已是 2007 年夏季。3 月份消費者物價指數上漲主要是由於非必需以外項目（如醫療、兒童保健、汽車保險、無線費用和與能源轉型有關的項目¹）上漲 6% 所致；非必需項目則僅上漲 0.6%。3 月份生產者物價指數報告也相當理想，同時大部分勞動力市場指標仍指向持續減弱的薪資壓力（見上文在線通脹監控連結），但期貨市場目前假設聯儲局在年底前只會降息 1-2 次；而視乎接下來的幾份通脹報告，即便有無 1-2 次降息也未有定論。

核心服務消費物價指數

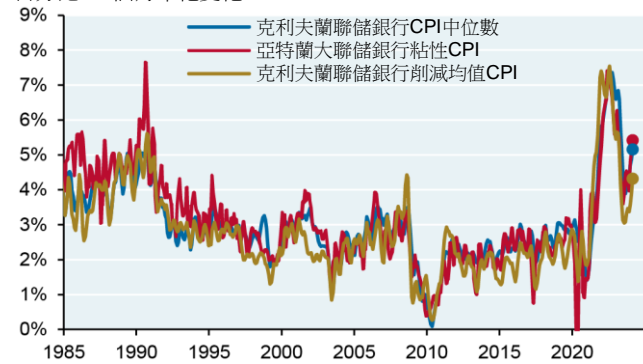
同比增長百分比



資料來源：美國勞工統計局、彭博財經、摩根資產管理，2024年3月

美國消費物價通脹衡量指標

百分比，3個月年化變化

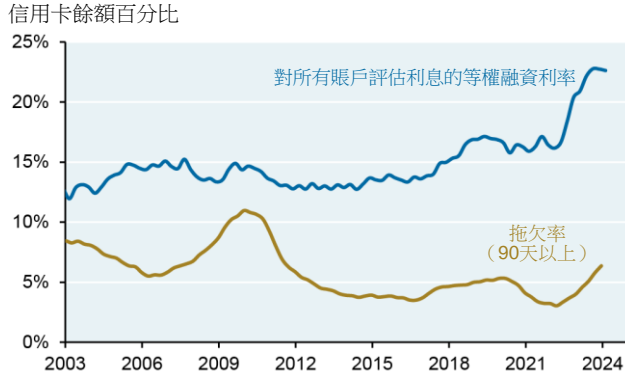


資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年3月

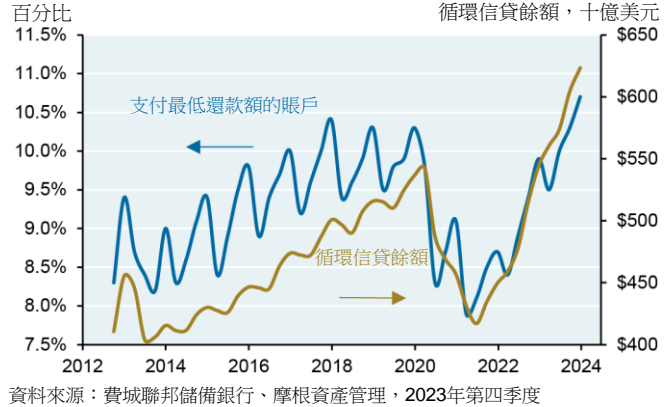
¹ 能源轉型與通脹。在美國生產者物價指數報告中的全部 47 類核心商品中，自 2019 年以來升幅最大的是：變壓器設備上升 71%，儘管冬季供暖和交通的電氣化才剛剛開始。自 2019 年以來，電價的上升速度快於食品價格、大宗商品價格及核心消費者物價指數。

儘管市場仍預期聯儲局將放寬貨幣政策，但加息仍對消費者造成影響。當利率上升時，抵押貸款和固定利率汽車貸款等現有債務不會立即受到影響。但較高的利率將影響新的信用卡餘額，這或許解釋了信用卡拖欠率增長快於抵押貸款或優惠利率汽車貸款的原因。第一張圖表展示信用卡融資率與拖欠率。大部分利率上升與優惠利率的上升有關，不過消費者金融保護局報告稱，信用卡息差也在增加。第二張圖表展示信用卡餘額持續上升，及僅作最低信用卡還款的賬戶比例再創新高。總而言之：儘管多項領先指標已經改善，但家庭財務的持續壓力仍對經濟增長構成風險。

信用卡利率和拖欠率

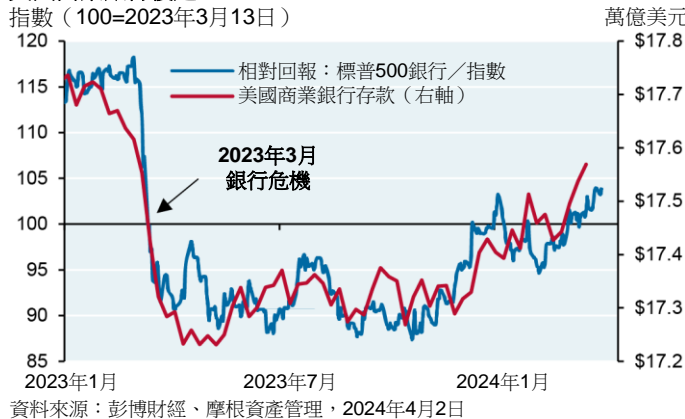


消費者財務壓力

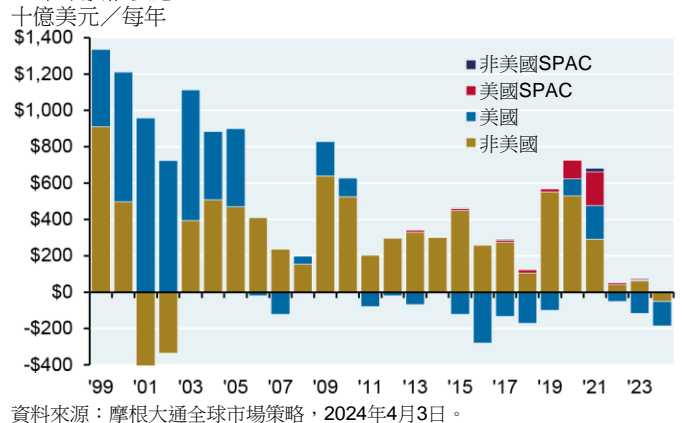


儘管在通脹出現 U 型走勢之後，聯儲局的政策利率存在不確定性，但其他指標帶來利好，應會縮短任何股市拋售潮的持續時間並減少其幅度。如下張圖表所示，去年對地區性銀行的救助穩定了金融體系風險。此外，淨股票供應已連續三年收緊。這種環境讓人感到奇怪；雖然風險偏好回升且估值高企，但新股發行市場極度緊張，並且回購規模超過一級和二級發行。供應緊張的情況通常更有利於市場回報，表明投資者對新股發行的審查更加嚴格。

美國商業銀行復甦



全球淨股權供應



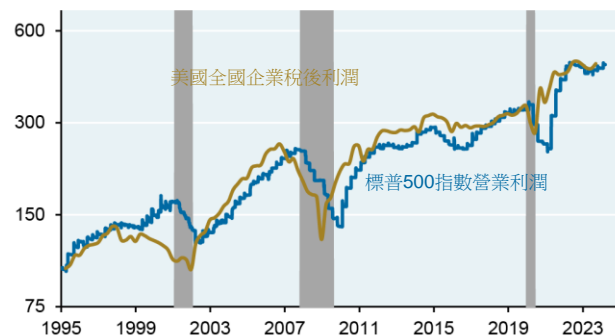
「蟬之歌」

其他好消息：利潤或資本支出大幅下降的趨勢也受限，而兩者的下降往往與經濟衰退同時發生。我們強調去年在撰寫「枕邊細語」中的軟著陸理論時列出的第二和第三張圖表。雖然收益率曲線倒掛中可見經濟衰退的趨勢，但以往的倒掛也伴隨著企業現金流的嚴重負增長和企業利息成本的不斷上升。這一次，情況有所不同：企業部門處於盈餘狀態，同時企業利息支出也依然保持穩定。

總結：反通脹式繁榮前景逐漸暗淡對市盈率構成風險，特別是對於市盈率接近 2020/2021 年高位的科技股而言。並且如第四張圖表所示，投資者可能會維持較多過剩現金，因為現金收益率與標普股息率之比目前處於除 2000 年頂峰外的最高紀錄水平。雖然美股可能會經歷一次類似於去年夏季的調整，但 2024 年似乎仍能實現高個位數回報。這種情況會持續到大選之前，而之後市場或許不得不面對 Piper Sandler Research 的 Don Schneider 所強調的下列風險：

- 特朗普勝選，形成統一政府：對中國商品徵收 60%關稅（目前的關稅為 20%-25%）；廢除企業替代最低稅和回購稅，同時增加國防開支並全面延長《減稅與就業法案》減稅政策，從而導致預算赤字進一步擴大；軍事化的大規模驅逐將影響勞動力增長和工資通脹
- 拜登勝選，形成統一政府：增稅 2 萬億美元左右（一半出自企業，一半出自高淨值人士），以支持 2 萬億美元的安全網擴張；赤字擴大風險，因為稅收收入低於預期同時支出超過預期（即能源法案²模式，這被諷刺地稱為「降通脹法案」）

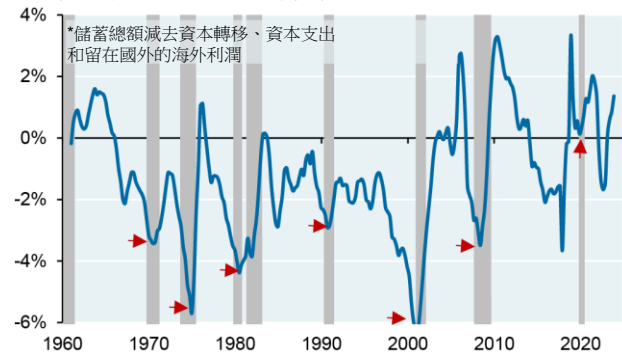
美國整體經濟利潤和標普500指數營業利潤
指數（100=1995年1月），對數刻度



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年4月

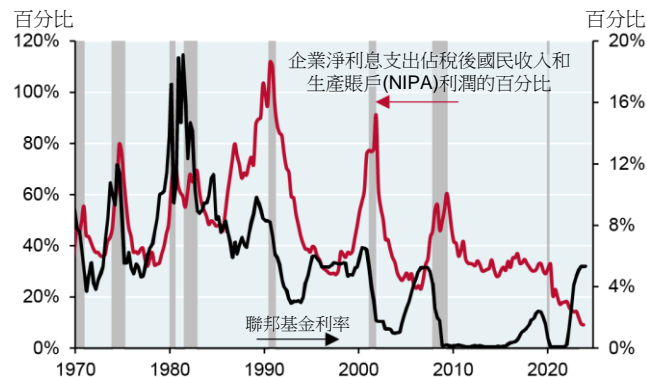
美國企業部門財務結餘

佔企業總增加值的百分比，四季度平均值



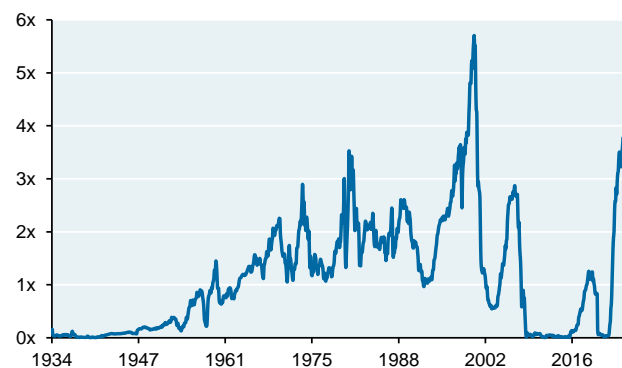
資料來源：聯儲局、美國經濟分析局、摩根資產管理，2023年第四季度

雖然基金利率上升，企業淨利息成本保持穩定



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2023年第四季度

現金收益率與標普500指數股息率之比



資料來源：聯儲局、彭博財經、Robert Shiller (耶魯大學)、摩根資產管理

²請參閱「為何拜登氣候法案的成本不斷上升」，《紐約時報》，2024年2月8日；以及「拜登氣候稅收抵免的成本正在飆升」，《華爾街日報》，2024年2月10日

《放眼市場》來信：特斯拉／馬斯克、GLP、住房、中國、真實社交(Truth Social)和 Meta 開源模型

加州養老金計劃的 Erica G.詢問了有沒有關於就除糖尿病和肥胖外其他病症對減肥藥(GLP)進行測試的消息。正如《2024 年展望》中所述，決定 GLP 股票估值的一個關鍵是該類藥物對其他病症的最終用途。一種中性，一種正面，還有待更多研究得出結論：

- GLP 似乎通過大腦通路有效減少炎症。部分專家推測，GLP 可用於治療如阿滋海默症和帕金森病等炎症症狀。雖然一項針對早期帕金森病的研究發現，患者服用 GLP 後運動症狀並沒減輕³，但安慰劑組的情況也幾乎沒有惡化（3%出現惡化），因此這方面並無重大突破
- 所有心衰患者中，超過一半經歷「保留泵血功能」(HFpEF)。先前的研究顯示，GLP 能夠降低 HFpEF 風險，但不包括 2 型糖尿病患者。最近一項針對 2 型糖尿病患者的研究發現，在一年後，GLP 比安慰劑組更大幅地減輕 HFpEF 症狀⁴，因此這是一種正面發現

Mammoth Lakes 的 Kyle P 就特斯拉轉向自動駕駛出租車提出了問題。馬斯克表示，特斯拉將「全力以赴聚焦自動駕駛業務」，同時該公司的第一季度報告顯示，GPU 訓練能力增長了 7 倍。一些想法：

- 三藩市和奧斯汀是僅有的兩個對無人駕駛出租車進行大規模路試的大城市，目前並無證據顯示特斯拉曾就此與監管機構進行接觸。另外：雖然特斯拉的 2 級輔助駕駛功能（轉向、車道跟蹤和剎車／加速支持）會降低事故率⁵，但 2 級輔助駕駛距離 5 級全自動駕駛還有很長的一段路要走。實際上，奔馳是首家在美國發布具 3 級自動駕駛功能汽車的製造商（只有加州和內華達州允許在非常有限的條件下進行自動駕駛）
- 激光雷達股票未見回升（如果我們處在自動駕駛出租車普及的風口浪尖，我們就會看到這一點），就連摩根士丹利中最狂熱的特斯拉粉絲也半信半疑，敦促投資者對全自動特斯拉出租車服務的商業化時間表保持謹慎⁶
- 聯邦政府目前將美國自動駕駛汽車的數量上限設置為 2,500 輛。美國國家公路交通安全管理局提議提高這一上限，原本打算在去年秋季推進「AV STEP」的規則制定，但錯過了最後期限；我能夠猜到原因。去年，一個自動駕駛汽車行業遊說團體致信交通部長 Buttigieg，要求支持自動駕駛汽車發展，以免落在中國之後。但在加州監管機構指控通用汽車扣留其 Cruise 無人駕駛汽車撞一名乘客的影片片段後，可能會產生信任缺口，同時更重要的是，26 個運輸工會集體致信 Buttigieg，敦促謹慎對待自動駕駛汽車的「嚴重安全問題」和公共安全風險（詳情如下）

LiDAR類股票

指數（100=2019年12月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年4月16日

運輸工會致交通部的通知，2023 年 11 月

- 當前形態的自動駕駛汽車並不安全，且難以維持
- 警察／消防不得不避開限制區域內的流氓自動駕駛汽車
- 運輸／環衛工人被自動駕駛汽車阻擋／困住
- 自動駕駛汽車報告規則應包括魚自動駕駛汽車駛入建築工地、自行車道和人行橫道相關的擦碰事故；還有故障、退化、遠程人為干預、集群和連接事件（即不僅僅是撞車）
- 地方司法部門在自動駕駛汽車部署方面需要更多投入
- 對公共安全來說，許多科技公司所採取的「快速失敗、徹底失敗」的做法是一種詛咒

由擁有超過 500 萬會員的 26 個工會簽署（聯合汽車工會、消防、航空、鐵路、船舶、鈹金、卡車司機等）

³「利西拉肽治療早期帕金森病的試驗」，《新英格蘭醫學雜誌》，Meissner 等人，2024 年 4 月 3 日

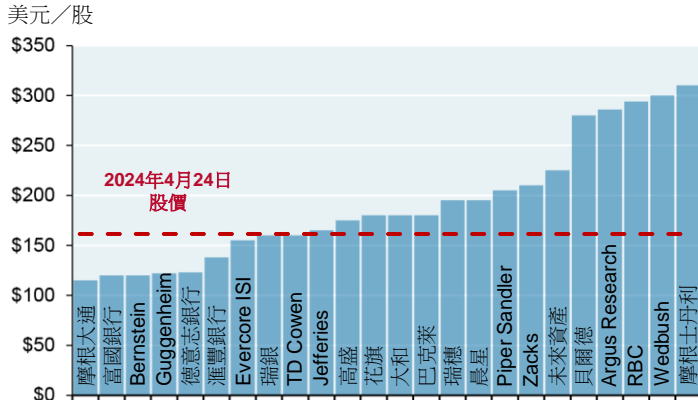
⁴「索馬魯肽對肥胖症心力衰竭和 2 型糖尿病患者的作用」，《新英格蘭醫學雜誌》，2024 年 4 月 6 日

⁵2023 年放眼市場能源報告，第 45 頁

⁶「特斯拉計劃裁員超過 10%」，《華爾街日報》，2024 年 4 月 15 日，援引微軟 Adam Jonas 之言

昨天發布的第一季度財報（在銷量、每股盈利和已售車輛方面都不及市場預期）顯示，特斯拉宣布加速開發新款 **Model 2**。由於市場對無人駕駛出租車公告的反應平平，以及該公司的賽博卡車 (Cybertruck) 經歷了油門踏板卡住（據 Inside EV 描述，這讓該卡車變成一枚 6,800 磅重的陸地導彈），因此我對修訂後的盈利指引不感到驚訝⁷。有報道稱，Model 2 的生產將受益於一體化壓鑄，即把車身的大部分壓鑄成一個整體（將金屬件數量從 171 件減少到 2 件，所需焊接減少 1,600 次）。這將是一項令人印象深刻的壯舉，並可大幅降低單位生產成本，這對於一輛預期售價約 2.5 萬美元的汽車來說至關重要。我們拭目以待特斯拉將能以多快的速度加速發展，截至上周，部分分析師預期 Model 2 的銷量直到 2026 / 2027 年才會超過 50 萬輛。以下是特斯拉分析師的股價預測樣本。

若干特斯拉分析師截至2024年4月24日的目標價



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年4月24日

來自阿卡姆瘋人院

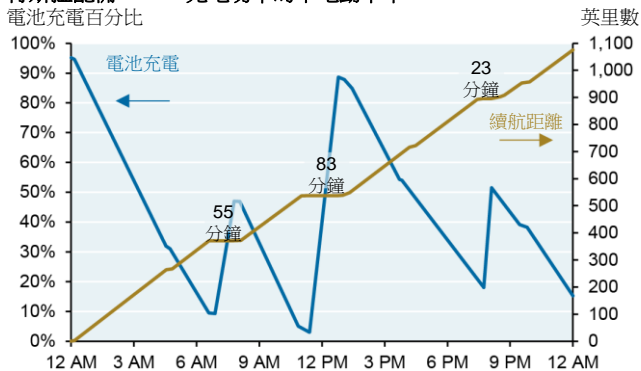
為避免扭曲圖表，我必須省略 ARK 基金的凱西·伍德在《巴倫週刊》2024 年 4 月的一篇文章預測特斯拉的股價會達到每股 2,000 美元。這會使特斯拉的市值達到 6.3 萬億美元（地球上估值最高的公司）。伍德預測，到 2027 年，自動駕駛出租車的稅前盈利將達到 1,300 億美元，形成如今並不存在的細分市場。

我聯繫了阿卡姆瘋人院的其他居民（泥臉、雙面人和磷火博士），徵詢他們對特斯拉的預測；目前尚未有回應。

特斯拉早期一項未經大肆宣傳的成就：**原型 8 級長途卡車**。目前尚不清楚該車的價格如何，因為它還沒有商業化。同樣，目前還不清楚特斯拉是否會優先發展該車型，因為該車的 900 千瓦時電池比其 Model Y 的電池大 12 倍。儘管如此，在去年秋天的演示活動中，我對它在現實條件下的表現印象深刻。幾年前，關於長途卡車運輸的主流敘事都是氫燃料卡車，因為氫燃料的加氣時間更快，不過該類卡車的往返效率實在不敢恭維。充電能力的進步改變了這一點，並且未來的低碳長途卡車運輸幾乎肯定是電動卡車。

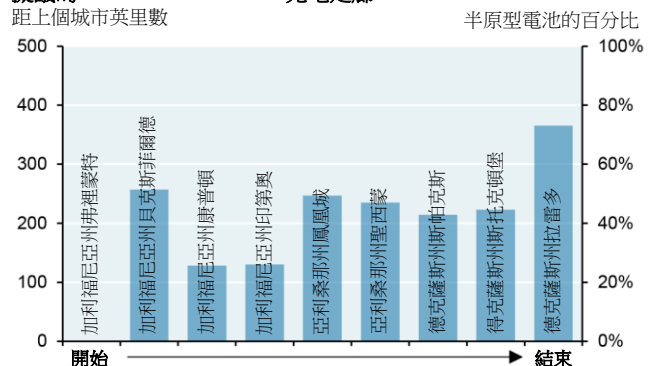
如下文所示，特斯拉 Semi 原型車在加州為百事可樂代言的路線上單日行駛了 1,000 英里，需要停車三次進行充電⁸。該路程是典型的每日長途卡車路線的兩倍，對於電動卡車運輸的未來而言具有積極意義。即使沒有聯邦政府資助（政府將部分資金浪費在加氣站上），特斯拉也可能會繼續建設西南地區的 9 個卡車充電通道。

特斯拉配備750kW充電功率的半電動卡車



資料來源：NACFE Run on Less, 2023年9月27日

擬議的TESSERACT 750kW充電走廊



資料來源：特斯拉、南海岸空氣質量管理區、摩根資產管理，2024年3月

⁷ 「特斯拉賽博卡車的油門踏板卡住問題造成 6,800 磅重的陸地導彈」，Inside EVs，2024 年 4 月 15 日

⁸ 參加 NACFE 路試的其他公司包括 OrangeEV、Freightliner、福特、沃爾沃、Motiv 和 Navistar

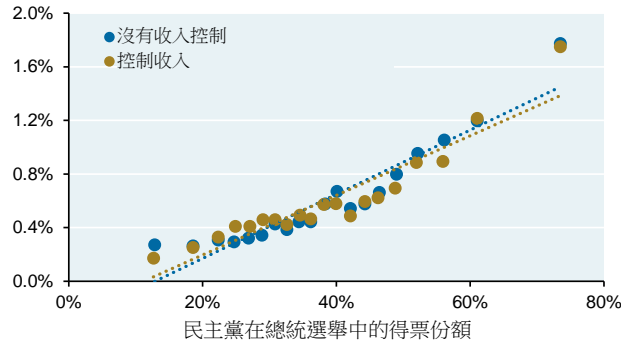
至於特斯拉成為今年表現最差的股票之一，《華爾街日報》不久前的一篇文章引用了一些我以前從未見過的內容⁹：馬斯克疏遠特斯拉汽車民主黨買家可能產生的影響。Strategic Vision 研究估計，在今年 3 月份有所回升之前，去年秋季購買特斯拉汽車的民主黨人比例降低 60% 以上。與此同時，馬斯克發布了一系列關於移民和宗教等各種話題的推文¹⁰。根據 Strategic Vision，部分民主黨電動汽車買家轉而選擇了凱迪拉克 Lyriq、現代 Ioniq 或奔馳 EQE SUV 等車型¹¹。

自此，馬斯克在政治上加倍下注，並在 3 月份表示，「今年 11 月份要麼迎來紅色浪潮，要麼美國註定失敗」。加州大學伯克利分校的盧卡斯·戴維斯在 2023 年分析了電動汽車行業對民主黨買家的依賴：從 2012 年到 2022 年，美國前 10% 民主黨人最多的縣購買了 50% 左右的電動汽車，前 5% 的縣更是佔電動汽車銷量的三分之一¹²。下方圖表闡述民主黨縣的選票份額與電動汽車普及率之間的直接關係，這種關係即使在調整了收入水平之後依舊存在。

馬斯克發推文的同時，推特正演變成《外交政策》雜誌一篇文章所稱的「虛假信息的下水道」¹³，並且歐盟宣布懷疑推特違反了有關非法內容和虛假信息的規定。下方圖表摘錄自歐盟報告，顯示在其分析的社交媒體平台中，推特擁有最高的虛假信息頻率。在被馬斯克收購後，推特還經歷了否定氣候主義的激增¹⁴。其中重點包括一系列似乎與許多特斯拉買家的政治立場極不一致的觀點；我們將繼續追蹤這對銷售的潛在影響。

電動汽車普及與縣級政治意識形態

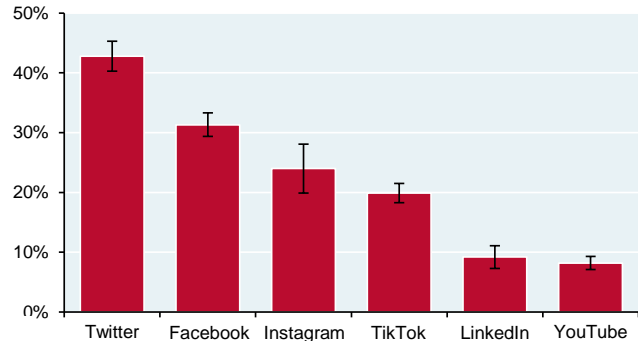
2012年至2022年期間所有新註冊車輛中電動汽車所佔份額



資料來源：「政治意識形態與美國電動汽車採用」，哈斯能源研究所，2023年10月

錯誤信息/虛假信息命中率

敏感搜索返回內容的百分比



資料來源：「虛假信息行為準則」，歐盟委員會，2023年9月

⁹「埃隆·馬斯克在他最需要民主黨人的時候將他們拒之門外」，《華爾街日報》，2024 年 4 月 20 日

¹⁰據新聞報道，馬斯克的推文包括：

- 宣揚披薩門陰謀論
- 在希拉莉·克林頓攻擊保羅·佩洛西之後，以一篇文章來回應希拉莉，聲稱該攻擊是「酒後與男妓打架」的結果
- 以一條推文表示同意，稱「猶太人推動著對白人的辯證仇恨」
- 批評麥肯齊·貝索斯的捐錢行為，稱「超級富豪的前妻將是文明的衰落」
- 稱喬治·索羅斯要「侵蝕文明的根基」以及他「憎恨人性」
- 稱他的代名詞是「檢控/福奇」
- 將加拿大總理特魯多與希特勒進行對比，稱至少後者有預算
- 指責一名英國洞穴潛水員是「戀童癖」，因為他說馬斯克以潛艇營救被困礦工的想法行不通。然後，馬斯克以 5 萬美元僱傭一名私家偵探對他進行調查

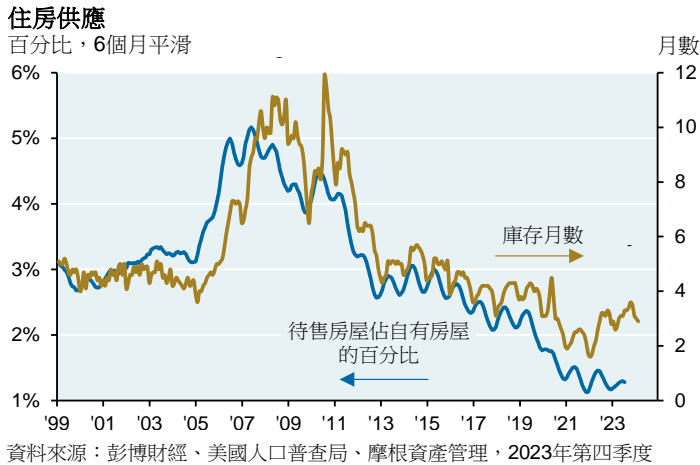
¹¹標普表示，特斯拉在 2020 年佔有 80% 的市場份額，但在 2023 年降至 55%

¹²「政治意識形態與美國電動汽車普及」，盧卡斯·戴維斯等人，加州大學伯克利分校哈斯研究所，2023 年 10 月

¹³「埃隆·馬斯克的推特正成為虛假信息的下水道」，《外交政策》，Hammond-Errey，2023 年 7 月 15 日

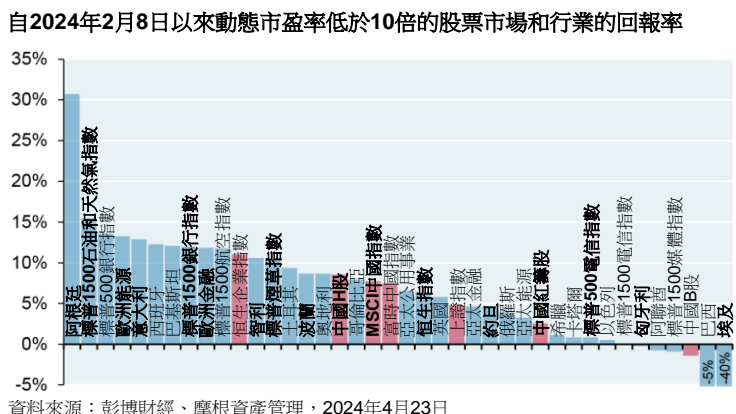
¹⁴Max Falkenberg 和 Andrea Balonchelli，倫敦城市大學，2023 年 1 月

來自布魯克林的 Rachel H 致信，「為什麼美國**住房**價格在加息環境下仍保持穩定？」無論以銷售速度還是以住房存量衡量，美國住房庫存都極為緊張。從歷史經驗來看，房價通常只有在月庫存高於 6.0 倍時才會下跌；而目前約為 3.0 倍。雖然現有房屋銷售已較新冠疫情前的水平下降了 30%左右，但銷售下降並不總是伴隨著價格的下跌。儘管抵押貸款利率達到 7%左右，但現房銷售仍上漲了 10%-15%。



來自康涅狄格州的 David F 詢問了有關**中國**的問題，他想知道 10 倍的市盈率是否足以為中國股票提供價值，以及我們是否預期中國的經濟會得到改善。

- **經濟**。部分中國指標已從低迷水平回升，不過我們自身的指標仍相當疲弱¹⁵。中國的房地產形勢依然很糟糕：多年供應未得到消化，需求持續不振，並且價格不斷下跌。由於很多政府支出都是由地方實體依靠賣地實現，因此財政政策並未取得很強的刺激效果。據報道，第一季度國內生產總值增長了 5.3%，但中國正在經歷通縮，產能利用率下降，同時庫存上升
- **市場**。在 2 月份的《放眼市場》中，我們曾作以下解釋：雖然中國股票的市盈率為 10 倍，但許多股市和行業的市盈率都處於或低於該水平；中國並非唯一具有深度價值的市場。自 2 月 8 日以來，在這些具有深度價值的非中國股市中，逾半數漲幅超過 MSCI 中國指數。**跑贏中國的深度價值股市** 包括阿根廷、美國/歐洲石油和天然氣、美國航空公司、意大利、西班牙以及美國/歐洲銀行股



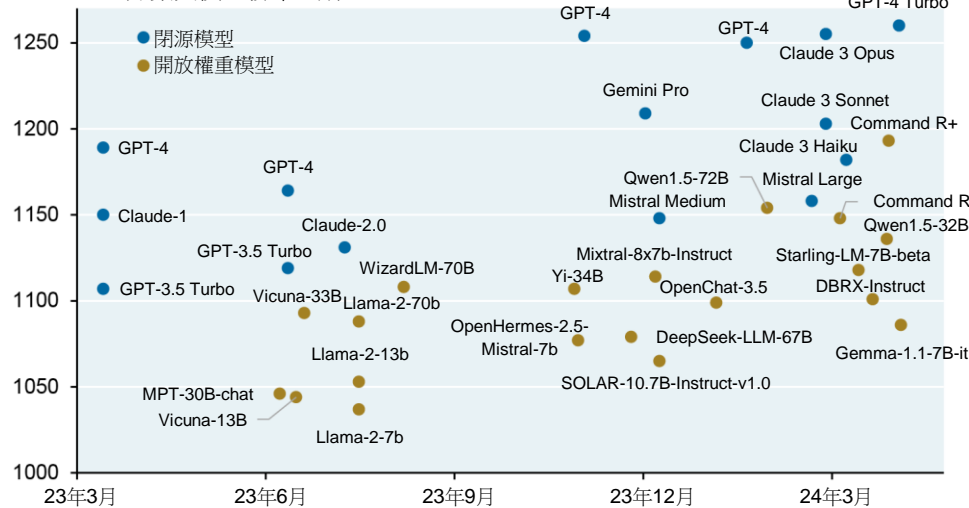
¹⁵變量包括：出口、用電量、工業生產、零售銷售、企業盈利、鋼鐵產量、非國企固定資產投資、住宅建設開工和信貸脈衝指數

來自布魯克林的 Max C (我的大兒子) 致信, Meta 將在數周或數個月內發布一個擁有 4,000 億個參數的開源版本 Llama 3。Max 認為, 對有能力構建語言模型的公司來說, 這可能會使「購買還是構建」語言模型的決定變得更具吸引力。他補充道: 「對於金融等專業領域, 開源模型可使用 Llama 3 進行微調。部分企業可能更偏好於不必對 OpenAI 進行 API 調用的安全性。甚至在 Llama 3-400B 發布之前, Meta 僅用一年就能將 Llama 3-8B 的參數量減少 90% (與 Llama 2-70B 相比), 並使其性能達到後者水平。這能夠以低廉的硬件成本提升高速運行的高質量模型的可訪問性。考慮到 GPU 集群成本和每秒浮點運算次數, Llama 3 系列的訓練成本幾乎肯定在數十億美元之內。」

在沒有明確收入模型的情況下, Meta 顯然正在將所有這些用於人工智能業務的資金都投入到開源模型上。如圖所示, 眾包大語言模型評估性能 (如 Arena ELO 測量) 表明, 開源與閉源的性能差距已有所縮窄。部分研究指出, 相較於 GPT 首次推出時的數年時間, 開源模型僅需要 6-10 個月就能迎頭趕上。

閉源模型與開放權重模型的性能對比

Arena ELO分數與模型發布日期

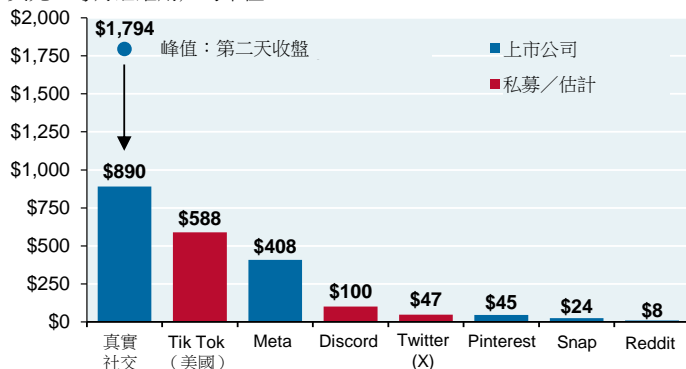


資料來源: 「聊天機械人競技場: 用於評估大語言模型的開放平台」, Chiang等人, 摩根資產管理, 2024年4月

今天的最後一封郵件: MSNBC 的 Alex W 問我如何看待**真實社交(Truth Social)**的估值。我的回覆:

社交媒體每位活躍用戶的市值

美元, 每月活躍用戶的市值



資料來源: 彭博財經、CNN、Business of Apps、Axios、摩根資產管理, 2024年4月23日

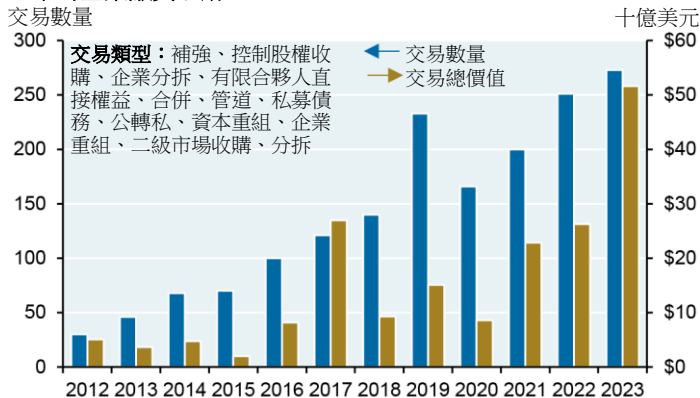
另一個蟬律：日本結構性改革和併購活動的意外興起

日經 225 指數最近升至自 1989 年以來的最高水平。換言之，日本股票用了 34.5 年（第十三年蟬地下生命週期的兩倍）重返之前的峰值；我很高興能夠在摩根大通工作了足夠長的時間以見證這一刻。相比之下，標普 500 指數在 1929 年之後用了 25 年重返峰值，而納斯達克指數在 1999 年之後用了 15 年。從 1991 年到 2022 年，日經 225 指數的年回報率僅為 1.6%；如果投資美國短期國債，您會獲得更高的 2.5% 回報。與美股 9.6% 的年回報率相比，日經指數的回報率低得可憐；經複利計算，美股在此期間的累計回報比日經指數高 68 倍。

儘管全球股票投資者在日本的歷史不堪入目，但鑒於日本併購和企業治理的涅槃重生，我從去年開始編寫日本股票的潛在優點。在 2022 年之前，我不記得是誰說過「您好。我在私募股權行業工作，專注於釋放日本公司的股東價值。很高興遇到您」。如下方前兩張圖表所示，這種情況正在發生變化。根據第三張圖表，日本過去 20 年的自由現金流與美國並無太大區別；日本股票的低估值更多地反映了現金主要是如何積累起來的，而不是用來提高股東價值。這就是為什麼說日本併購對全球股票投資者而言是一個如此重要的信號。

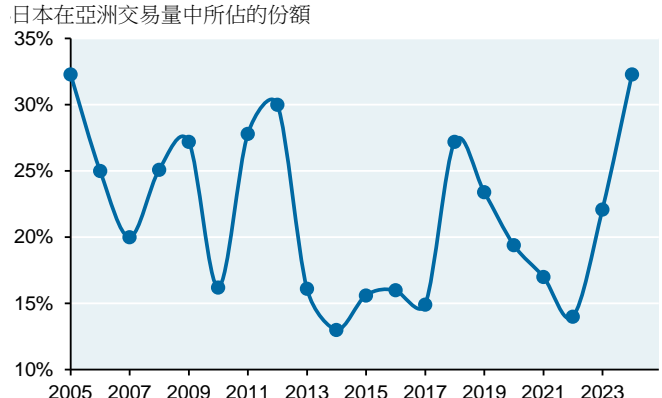
投資者是否已從重投日本中受益？近年來，沒有任何資產跑贏美國股票，但在過去的 18 個月，即使計及日圓下跌，日本也跑贏了歐洲與新興市場的組合，而日圓目前跌至自 1990 年代初以來的最低水平。需要明確的是，日本的市盈率已不再便宜；市盈率已從 2022 年 9 月的 12.2 倍上升到 17.0 倍。

日本的企業融資活動



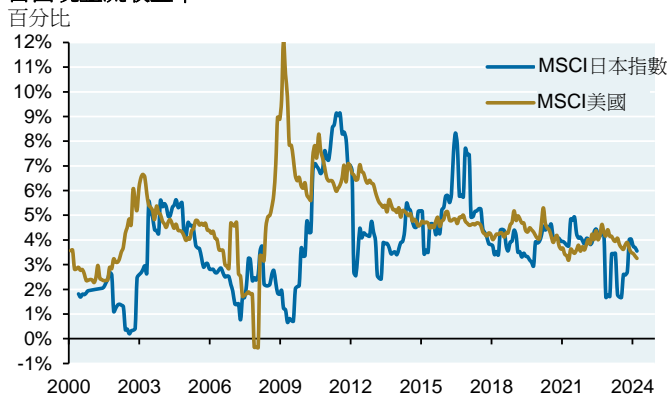
資料來源：Preqin、摩根大通私募投資，2024年4月

日本交易加速



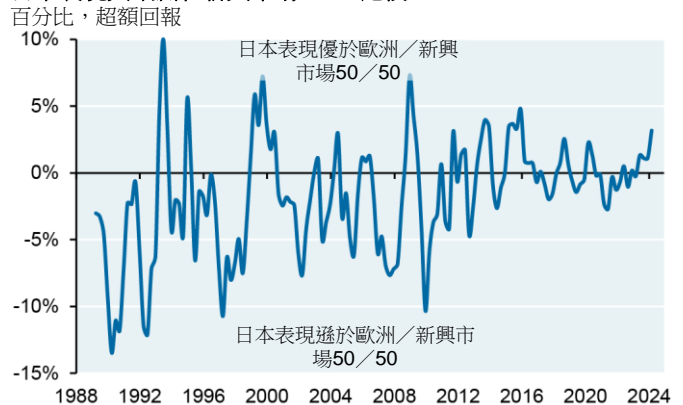
資料來源：彭博財經，2024年2月

自由現金流收益率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年3月

日本表現與歐洲和新興市場50/50比較



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年第一季度

去年，我提到的一些積極的治理變化和其他進展。

- 如表所示，日本在深化「股票化」方面還有空間。對於日本養老金和家庭來說，擺脫了通縮令現金吸引力低於股票（實際短期利率為-2%）
- 東京證券交易所嚴正提出，股價低於賬面價值的公司如果不實施治理改革，就會面臨除牌處理。彭博還報道稱，截至2024年4月，日經225指數公司的「毒丸」數量從2012年的65家減少到8家。逾50家激進基金正在推動日本企業部門提出治理建議，50%以上為獨立外部董事的公司比例已從30%上升到60%
- 目前已為家庭制定促進增加股票配置的稅收激勵措施，日本養老金也面臨壓力，需要提高股票配置從而與政府養老金投資基金保持步調一致。日本65歲以上退休人員的比例全球最高（為28%），從而激勵日本政府提高退休人員股票投資組合的回報

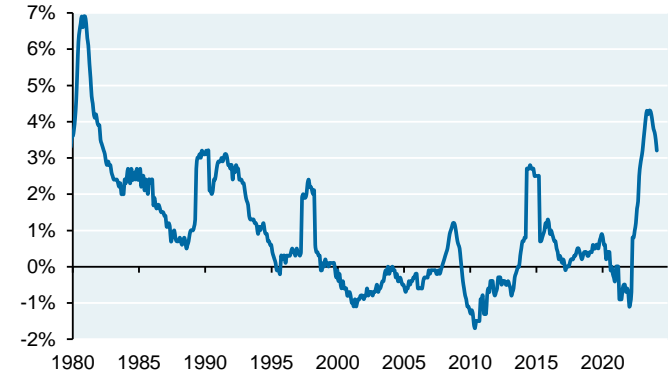
日本「股票化」的空間

	美國	日本
10年股息支付率	70%	30%
現金佔市值的百分比	7%	21%
交易價格低於賬面價值的公司比例	4%	50%
公司回購佔市值的百分比	2.0% - 3.5%	0.7% - 1.4%
家庭股票配置	40%	11%
養老金股票配置	40%	25%
家庭現金配置	15%	55%

資料來源：橋水、摩根資產管理，2023年12月

日本終於擺脫通縮

日本CPI（剔除新鮮食品和能源），同比增長百分比

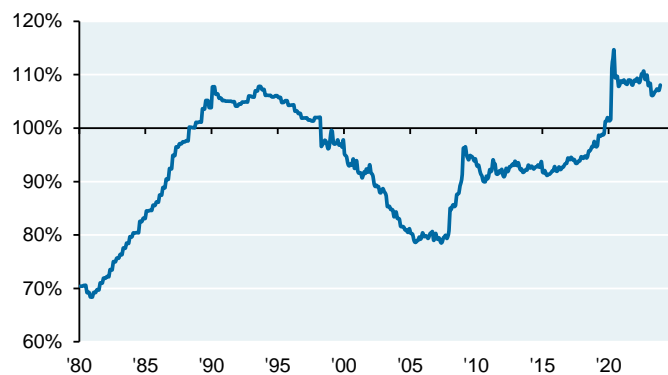


資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年2月

需要明確的是，日本仍是一個增長緩慢的經濟體，面臨著人口和競爭壓力。2023年的經濟增長仍由出口而非國內消費主導，其工業生產增長與歐洲並無二致，中國已超越日本成為全球最大的汽車出口國。日本央行表示，該國的潛在增長率仍低於1%，在很大程度上是由於不利的人口結構造成。此外，對於這個全球債務／國內生產總值比率最高的國家，利率上升另加日圓貶值可能是一個大問題。但擺脫多年的通縮是一股強大的力量；從貸款需求相對於國內生產總值的上升可見，日本的整體需求正在上升。儘管日本股票不較去年便宜，以及全球投資者低配日本的情況也已有所減少（第二張圖表），但我們認為，相較於歐洲和新興市場，日本仍為全球投資者提供具有吸引力的回報前景。

日本銀行貸款佔GDP的百分比，%

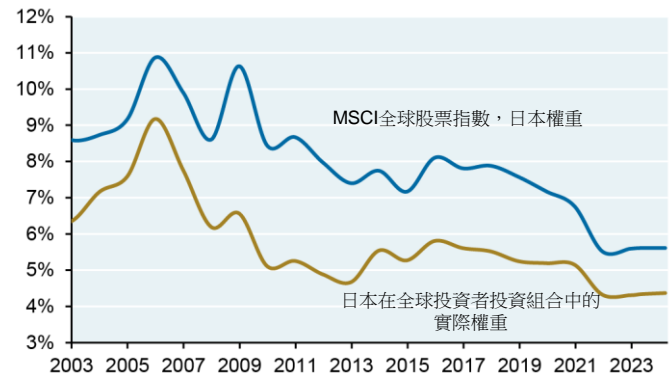
佔GDP的百分比



資料來源：日本央行、日本內閣府、摩根資產管理公司，2023年第四季度

全球投資者低配日本股票

百分比，投資組合權重



資料來源：摩根大通證券日本、摩根資產管理，2024年第一季度

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「**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「**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「**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, Strawinskylaan 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，我們將會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提供其他語言版本。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。