



放眼市場 | 2024年展望

# 枕邊細語

枕邊細語。隨着美國通脹降溫以及聯儲局有望放寬貨幣政策，市場對經濟軟着陸(而非經濟衰退、硬着陸和熊市)情景的討論越來越多。多數領先指標表明經濟增長趨緩，但不會暴跌。雖然軟着陸的可能性增加，但是企業盈利錄得個位數增長，以及股票回報率中值為個位數，可見市場價格已反映軟着陸預期。我們的《2024年展望》深入分析了2024年的美國債務、減肥藥物、反壟斷對美國超大市值股票的風險、日本和中國等主題以及在新的一年的十大意外榜單。

---

作者：岑博智先生(Michael Cembalest) | 摩根資產及財富管理市場及投資策略部主席

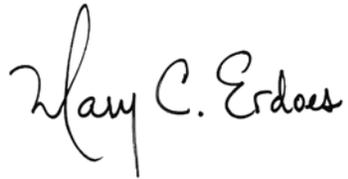
歐朵思  
MARY CALLAHAN ERDOES  
行政總裁  
摩根大通資產及財富管理

新年伊始，我們謹此送上誠摯祝福，對於能夠成為您的理財顧問，我們深感榮幸，並時刻竭盡所能，為您連接摩根大通的最佳資源，暢享平台實力，而我的親密戰友岑博智先生便能足證這點，他以對市場的深入研究和精闢見解，為我們在理財路上領航前行。

岑博智先生撰寫的《放眼市場展望》向來是客戶最珍視的報告之一，今年的《枕邊細語》闡述對數個全球投資領域的觀點分析，並展望2024年可能出現的10大意外情況。

衷心感謝您一如既往的支持和信任。

祝願大家在2024年美滿豐足，平安喜樂。

A handwritten signature in black ink that reads "Mary C. Erdoes". The signature is written in a cursive, flowing style.

## 2024年展望：枕邊細語

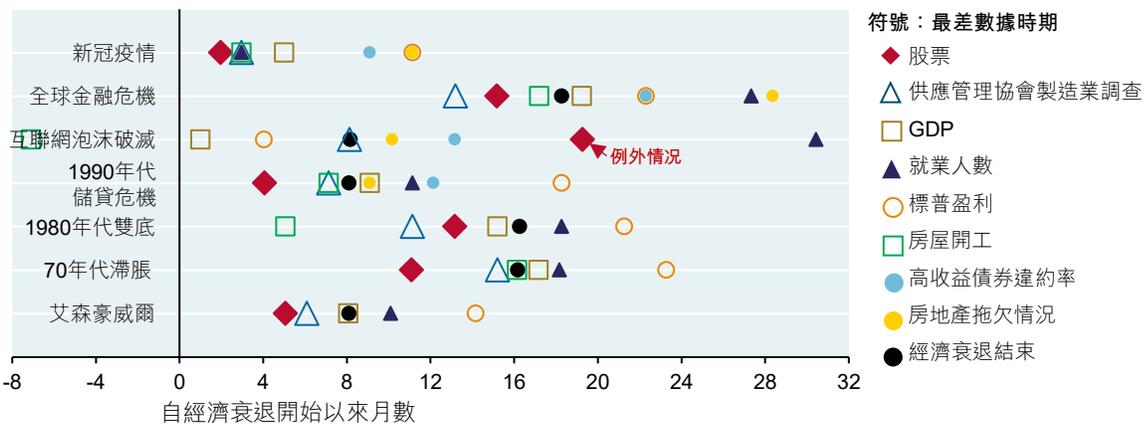
隨着美國通脹降溫以及預期聯儲局有望放寬貨幣政策，市場對經濟軟着陸(而非經濟衰退、硬着陸和熊市)情景的討論越來越多。多數領先指標表明美國經濟增長趨緩，但不會暴跌。部分房地產、企業和家庭的拖欠率正在上升，但如下圖所示，這些指標對投資者而言往往具滯後性。換言之，股市通常在經濟形勢發展到最艱難階段前就已觸底，而互聯網泡沫周期明顯是個例外。明年依然存在經濟衰退風險；重要的是，即使真的出現經濟衰退，其程度可能也會較為溫和，尤其是在聯儲局為銀行系統提供充足流動性的情況下。

投資者面臨的挑戰包括：巨額赤字對公共部門財政造成的不利影響、市場已在定價上反映「非常軟」着陸情景並且貢獻集中在幾隻超大盤股。2023年，標普500指數盈利持平；7隻超大盤股上漲33%，而標普500指數的其他股票則下跌了5%。綜合考慮各方面因素，2024年或將是GDP增長放緩、企業盈利錄得個位數增長以及股票回報率中值為個位數的一年。

如果情況的確如此，那麼由現金、長期政府債券、高質量公司債券和股票組成的多元化投資組合或許是一種不錯的投資思路。鑒於美國的產業政策，工業和能源板塊似乎很有吸引力，日本的情況也是如此。展望報告最後詳細回顧了美國科技股面臨的反壟斷風險、深入分析減肥藥物、美國聯邦債務、中國以及我為紀念拜倫·維恩(Byron Wien)而提出的2024年十大意外榜單。

岑博智先生(Michael Cembalest)  
 摩根資產管理

### 市場往往在經濟衰退期間首先觸底

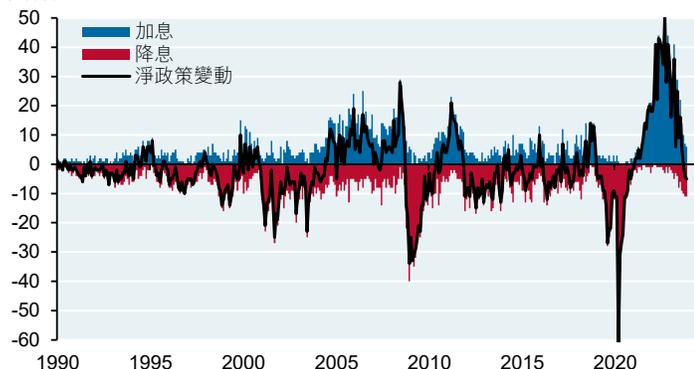


資料來源：美國經濟分析局、美國人口普查局、美國國家地產經紀協會、Shiller、彭博、標準普爾道瓊斯、摩根資產管理，2023年。過往表現並不預示未來業績

### 目錄

- 多數領先指標表明美國經濟增長趨緩，但未出現大幅下滑 ..... 3
- 通脹監控：抗通脹任務基本完成..... 5
- 巨頭：美國股市及超大盤股的主導地位 ..... 7
- 反壟斷監控：美國司法部／聯邦貿易委員會針對大型科技公司提起的訴訟，以及Epic大勝谷歌的最新進展 ..... 9
- 歐洲和日本股市：猶如兩艘船在暗夜中擦肩而過，漸行漸遠 .....13
- 固定收益：高收益債券的微亮火花 .....15
- 美國債務可持續性：溫水煮青蛙.....19
- 美國消費者：表現仍然堅挺，但儲蓄「彈藥」逐漸耗盡 .....24
- 中國股市：所有價值陷阱走向終點.....終將結束.....27
- 肥胖的多米諾骨牌效應：減肥藥對股市的影響 .....30
- 2024年的十大意外榜單，謹此紀念拜倫·維恩 .....39
- 年度圖表：幾十年來最激進的全球緊縮周期即將結束

央行加息／降息  
央行數量



資料來源：個別央行、Haver Analytics、摩根資產管理，2023年11月

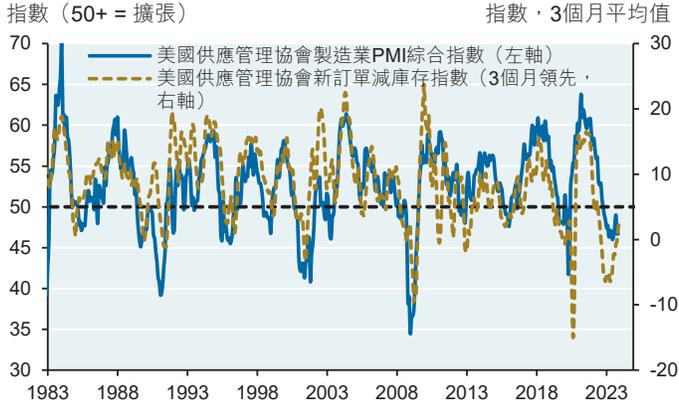
### 縮寫

CBO國會預算辦公室；CMBS商業抵押貸款支持證券；CPI消費者物價指數；DoJ美國司法部司法部；EBITDA稅息折舊及攤銷前利潤；ECI就業成本指數；EPS每股收益；EV電動汽車；FDI外國直接投資；FTC聯邦貿易委員會；GFC全球金融危機；IMF國際貨幣基金組織；ISM供應管理研究所；LEI領先經濟指標；NFIB全國獨立企業聯合會；P/E市盈率；SOE國有企業；TSMC台積電；YTD年初至今

### 多數領先指標表明美國經濟增長趨緩，但未出現大幅下滑

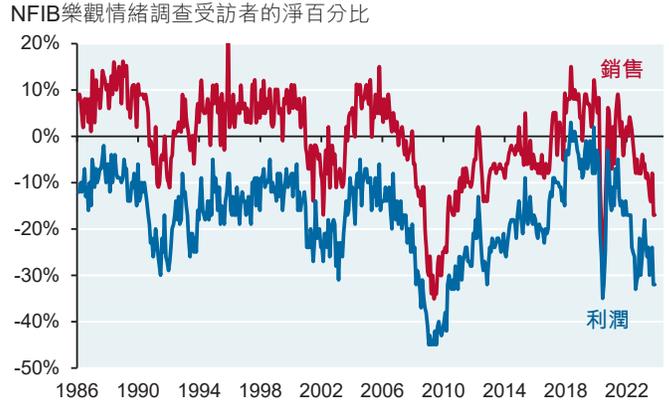
多數領先指標表明經濟增長趨緩，但未出現大幅下滑。雖然我們首選的領先指標(美國供應管理協會新訂單減去庫存)實際上有所改善，但其他領先指標表明增長趨緩。我們在下文展示其中四個指標，分別是：資本支出、增長、建築活動和利潤的預測。其他表現疲軟的指標包括小企業的預期。請謹記，即便經濟出現軟著陸，投資者必須考慮利潤硬著陸的風險(例如2001年)。

#### 美國新訂單減去庫存



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

#### 小企業預期



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

#### 美國銀行業貸款標準 => 美國非住宅資本支出



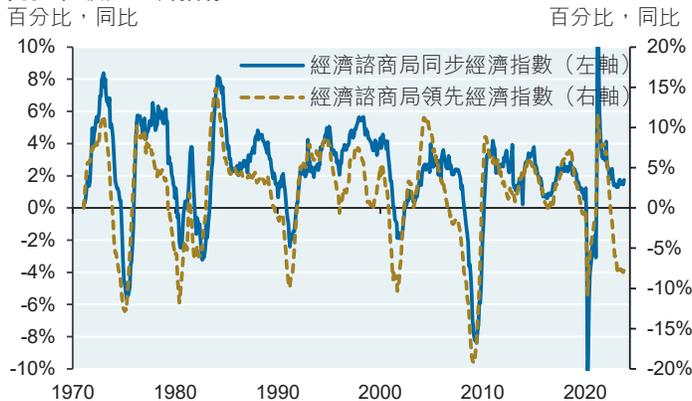
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年第三季度

#### 領先經濟指標 => 建築活動



資料來源：美國人口普查局、經濟諮商局、摩根資產管理，2023年10月

#### 同步和領先經濟指標



資料來源：經濟諮商局、摩根資產管理，2023年11月

#### 聯邦基金、實際企業稅率、失業率、生產率增長 => 企業利潤



資料來源：Piper Sandler，2023年第三季度

**聯儲局政策利率上升並未導致美國經濟衰退，其中原因何在？**正如我們去年8月的放眼市場主題「拉斯普京效應」中所解釋，貨幣政策收緊，但低於導致此前經濟衰退的實際利率水平；企業現金流仍處於良好狀態(不似先前的經濟衰退前現金流赤字情況)；以及企業部門在利率上升前就債務期滿，從而在一定程度上避免如先前的經濟衰退期一般遭受利率飆升的影響。私營部門新增信貸與此前的周期相似，但對於已轉換到期日的公司和家庭來說，償債風險較低。

雖然我們看到經濟衰退風險在逐漸消退，經濟衰退通常在聯儲局首次加息至少7個季度後才發生，這樣算來時間恰巧是2024年初。經濟衰退的確尚未發生，然而並不能保證它不會發生。但根據聯儲局向銀行系統提供的各種便利措施(下圖)，估計流動性正在擴大，這是緩解經濟增長下滑的另一個緩衝。

**實際資金成本**

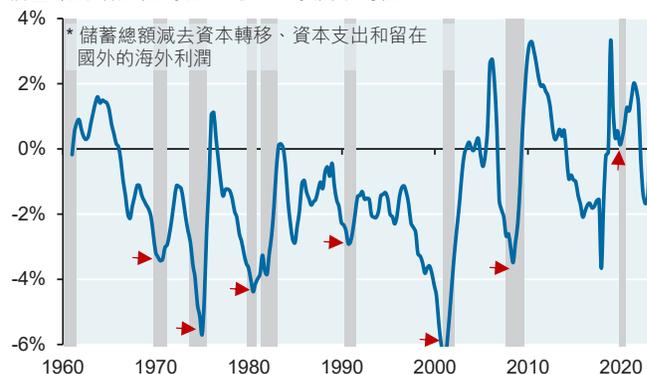
實際利率(聯儲基金-核心消費物價指數)，21天平滑線



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

**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年第三季度

**聯儲基金利率雖有上升，企業淨利息成本仍保持穩定**



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年第三季度

**美國新增私募非金融信貸佔GDP的百分比**



資料來源：聯儲局、美國經濟分析局、摩根資產管理，2023年第二季度

**美國流動性狀況於2024年開始改善**



資料來源：Steno Research，2023年12月

**經濟衰退通常在聯儲局首次加息至少7個季度後才發生**

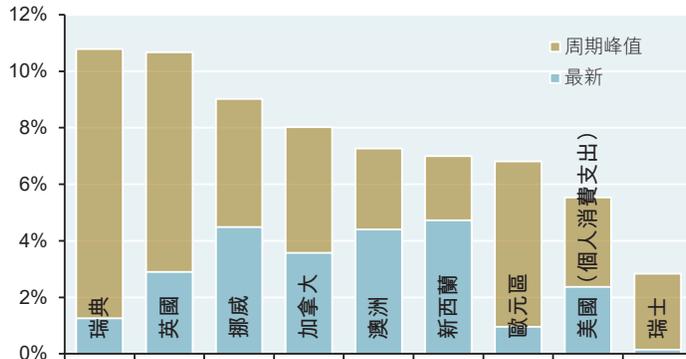
聯儲基金首次加息	發生經濟衰退的首個季度	首次加息後季度數
1958年第三季度	1960年第三季度	8
1967年第四季度	1970年第一季度	9
1972年第二季度	1974年第一季度	7
1977年第二季度	1980年第二季度	12
1980年第四季度	1981年第四季度	4
1986年第四季度	1990年第四季度	16
1999年第二季度	2001年第二季度	8
2004年第三季度	2008年第一季度	14

資料來源：Piper Sandler，2023年

## 通脹監控：抗通脹任務基本完成

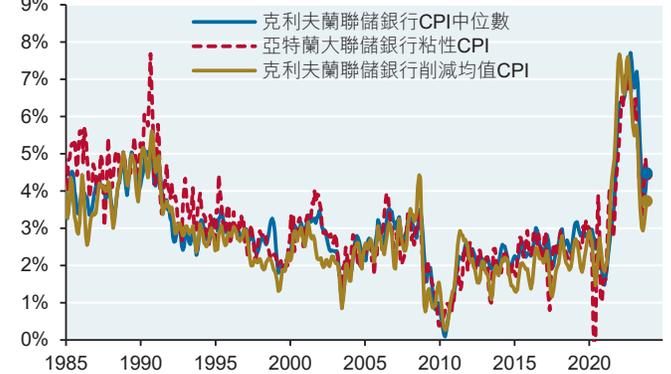
美國和其他發達經濟體的通脹率已較峰值水平大幅下降。這就是央行加息次數減少(如前幾張圖所示)的原因。

**發達世界核心通脹下降**  
3個月百分比變化，年化



資料來源：Haver Analytics、摩根資產管理，2023年11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、摩根資產管理，2023年11月

聯儲局的喘息空間來自多個方面，其中包括：供應鏈壓力下降；汽車庫存上升和二手車價值下降；及時推出住宅租金通脹(目前也呈下降趨勢)遏制措施。住宅房地產(尤其是多戶型住宅)的大量推出也是一個因素。期貨市場預計，到2024年底聯儲局或將降息1.4%；我希望實際會低於這個數字，因為以過大的幅度過快放寬貨幣政策可能會令通脹捲土重來，這會給聯儲局和市場帶來真正的問題。聯儲局現在的狀況已然是頭昏腦脹了。

### 供應鏈壓力消退

FRB NY全球供應鏈壓力指數



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

### 美國二手車價格下跌，汽車庫存回升

曼海姆美國二手車價值指數

佔2019年平均水平的百分比



資料來源：美國經濟分析局、彭博、摩根資產管理，2023年11月

### 即時的租金衡量數據與CPI對比

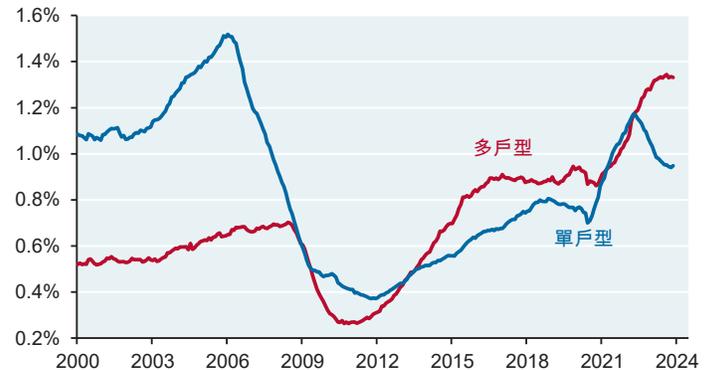
百分比，6個月年化變化



資料來源：彭博、Zillow、摩根資產管理，2023年11月

### 在建住房供應

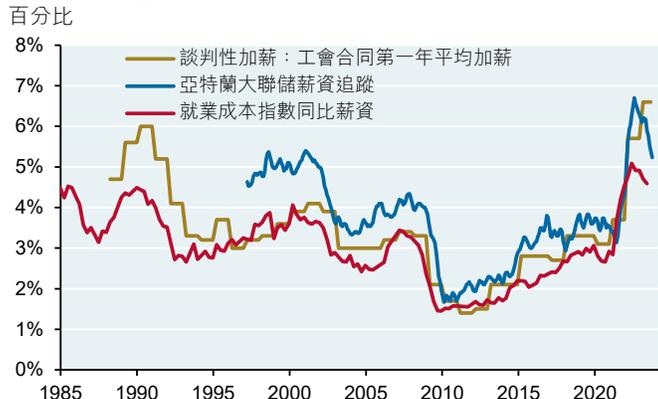
業主自用住房存量百分比



資料來源：彭博、美國人口普查局、摩根資產管理，2023年10月

我們預計**薪資通脹**將有所下降，這是根據所顯示的招聘廣告標註薪資下降趨勢(第二張圖)，以及我們所觀察到的臨時工、製造和加班時間、單位勞動力成本、「跳槽者與留任者」的溢價、就業率上升的私營企業佔比以及自願離職率所得出的結論；女性勞動力參與率的上升也同樣產生了積極影響。雖然談判性加薪仍處於最高水平，但工會工人僅佔勞動力的7%，低於20世紀70年代普遍的20%-30%範圍。

**薪資通脹衡量**



資料來源：美國勞工統計局、彭博法律、摩根資產管理，2023年第三季度

**職位發佈中的薪資 => 薪資**

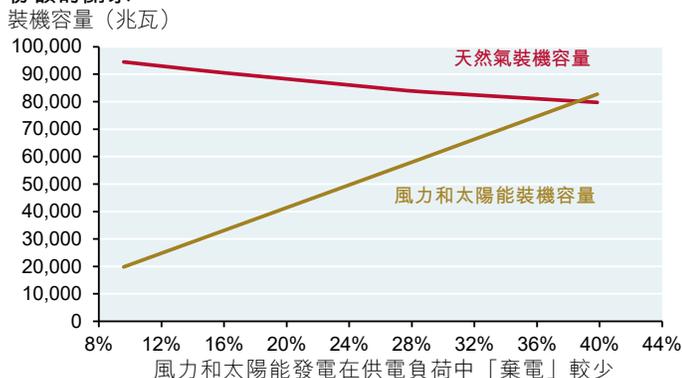


資料來源：Steno Research、彭博、Indeed、摩根資產管理，2023年11月

**關於通脹和美國能源／產業政策。**展望未來幾年，受美國巨額財政赤字和新的美國能源／產業政策影響，通脹風險呈現上升。我們的年度能源報告中有一個不變的主題，即伴隨可再生能源的普及，美國仍需要重覆建設發電裝機容量。我用下方第一個圖表來解釋。MISO是較大型的獨立電力系統營運商之一，業務範圍從明尼蘇達州一直延伸到路易斯安那州。隨着風能和太陽能裝機容量的增加，MISO並不能按1:1的比例減少天然氣裝機容量。紅線表示的是預計可隨風力／太陽能裝機容量的增加而適度減少的天然氣裝機容量。無論是通過火力發電還是電池提供備用電力，資本投入的增加都會影響該地區的電力成本。

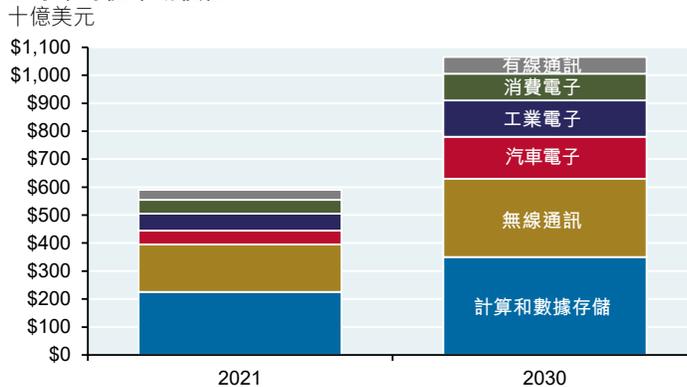
半導體政策方面，台積電正在亞利桑那州新建兩座晶圓廠，一座用於生產4-5納米芯片(即將投入營運)，另一座用於生產3納米芯片，將於2027年投入營運。根據我們的消息來源和台積電首席財務官<sup>1</sup>所說，台積電美國工廠的400億美元成本是台灣地區同類工廠的4-5倍。資本成本只是整體支出的一部分，美國的勞動力成本也高於台灣地區。由於地緣政治風險，推動實現半導體供應鏈本土化是美國的重要舉措，但投資者應該意識到由此對供應鏈成本造成的影響，尤其是在半導體密集型領域，如電動汽車、無線通訊和人工智能／計算等。

**MISO：風能、太陽能和天然氣容量與風能／太陽能負載份額的關係**



資料來源：美國能源資訊署、摩根資產管理計算，2023年

**全球半導體市場價值**



資料來源：「半導體十年：萬億美元產業」，麥肯錫公司，2022年4月

<sup>1</sup> 「2022年業績報告電話會議」，台積電，2023年1月12日

## 巨頭：美國股市及超大盤股的主導地位

市場正處於一個獨特的拐點：股票、高評級債券、國債和房地產投資信託(REIT)基金的收益率已趨於一致，至少有20年未曾發生過這種情況。如果狀況保持不變，那麼從風險調整後來看，持有部分現金似乎是個不錯的選擇。如右圖所示，從市值加權標普指數或靠近等權重標普指數中位數來看，股票估值目前處於區間較高位。由於聯儲局可能會將實際利率保持正數，因此2020/2021年出現的估值峰值並不那麼重要。此外，美國企業部門的內部狀況些許弱於整體標普500企業盈利所顯示：

- 自2022年初以來，美國企業收入和標普每股經營利潤實際持平
- 自那時起，標普500指數(7隻超大盤股除外)的自由現金流也一直持平(如下頁所示)

秋季反彈之後，股市已在定價上反映軟著陸情景。在超大盤股持續跑贏大市的情況下，我們預計2024年企業盈利錄得個位數增長，以及美國股票回報率中值為個位數。

不同資產的收益率趨同



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

標普500指數估值



資料來源：FactSet、摩根資產管理，2023年12月26日

從行業角度來看，除科技股外，工業和能源股似乎也很有吸引力。如左圖所示，相對於市場而言工業板塊估值較低，應該會受益於能源、半導體和基礎設施成本上升。該表顯示了能源行業的自由現金流和估值。陰影的綠色越深，該指標所代表行業相對於市場而言估值就越低。鑒於對擱淺資產的擔憂，我預計能源估值不會有太大改善。即便如此，能源行業似乎仍然是具吸引力的收益、股息和股票回購來源。

工業估值與市場比較

工業板塊遠期市盈率與標普500指數比較



資料來源：FactSet、摩根資產管理，2023年12月26日

能源板塊估值相對於標普1500指數的百分位排名  
(截至2023年11月的可用數據)

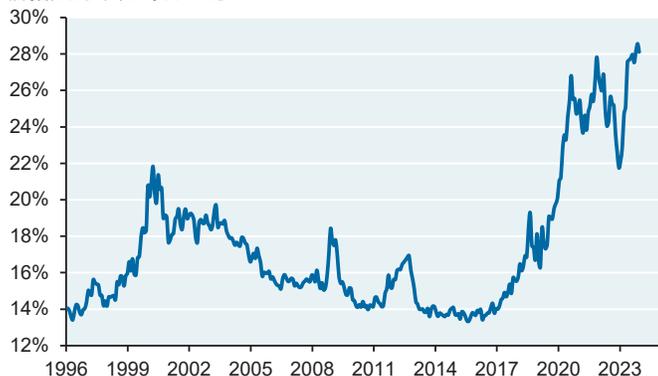
	過去12個月 企業價值 倍數	未來12個月 企業價值 倍數	過去12個月 自由現金流 (FCF)收益率	未來12個月 自由現金流 (FCF)收益率
石油和天然氣鑽探	5	2	75	94
石油和天然氣設備 和服務	5	2	79	91
綜合石油和天然氣	4	3	87	86
石油和天然氣勘探 和生產	7	7	85	88
石油和天然氣精煉和 市場營銷	3	9	95	95
石油和天然氣儲存和 交通運輸	13	14	62	70
能源	4	4	88	87

資料來源：FactSet、摩根資產管理，2023年11月

鑒於目前為止，反壟斷的影響有限(詳見下一節)，7隻超大盤股的估值主要反映了它們較高的利潤率和充裕的自由現金流。「股市七巨頭」所代表的市值百分比創歷史新高，且它們在2023年成為大部分股市收益的來源。集中化的另一個跡象是：去年標普500指數股票表現不佳的比例也創下了自1980年以來的第二高(表現不佳的比例為72%，平均水平為52%)。但是，在沒有監管制衡的情況下，強者會變得越來越強，我看不出有什麼因素能改變現狀，除非估值相對於市場而言變得過高，則需修正。

關於後一點，請參見下方圖表。儘管相對於市場而言，超大盤股估值似乎逐漸水漲船高，在調整較高的企業盈利增長預期後，其定價似乎並未過高。挑戰：如最後一張圖表所示，似乎每個人都同意；股市集中度過高。

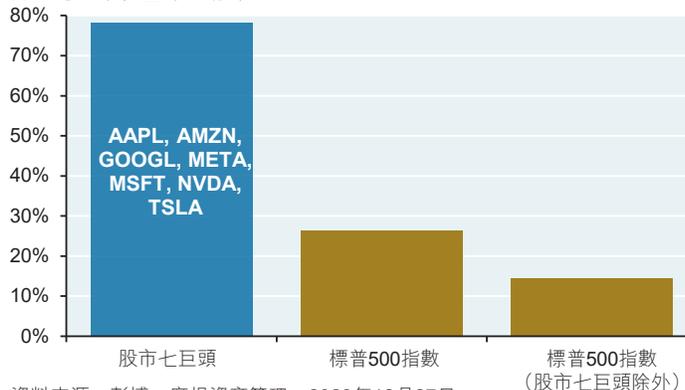
標普500指數中7家最大公司的市值佔指數總市值的百分比



資料來源：FactSet、摩根資產管理，2023年12月26日

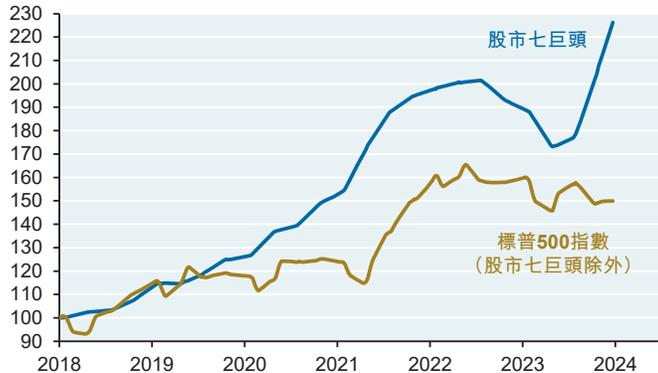
2023年股市七巨頭領漲標普500指數

百分比，年初至今回報率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月27日

股市七巨頭的自由現金流增長與標普500指數其他公司對比指數(100=2018年1月1日)，90天平滑處理



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月27日

股市七巨頭的利潤率與標普500指數其他公司比較

百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月27日

股市七巨頭與標普500指數股票的估值中位數比較



資料來源：高盛全球投資研究部、摩根資產管理，2023年11月

納斯達克100指數持倉、資產管理公司和槓桿基金

淨合約數量，千 (>0=淨多頭頭寸)



資料來源：CFTC、摩根資產管理，2023年12月19日

## 反壟斷監控：美國司法部／聯邦貿易委員會針對大型科技公司提起的訴訟，以及Epic大勝谷歌的最新進展

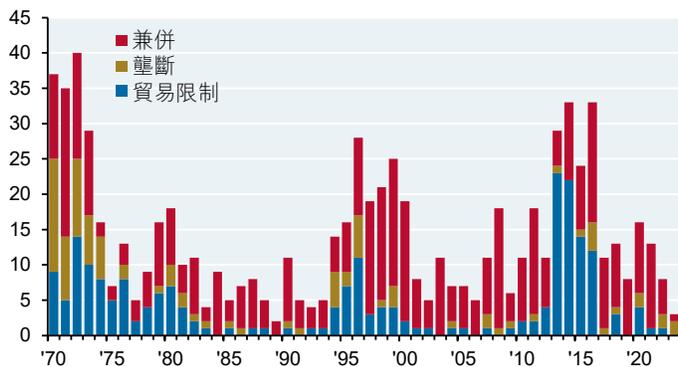
本節並非「附錄」。鑒於超大市值企業對市場回報的貢獻，反壟斷風險是了解其利潤和利潤可持續性的最重要的動態之一。

2020年拜登當選後，我們在反壟斷問題上花費了大量的時間：

- 到2017年，美國司法部的反壟斷執法力度已降至戰後低位，行業整合已達到1969年之前的峰值
- 拜登政府一心想要加強反壟斷執法力度，在出於自身原因而敵視大型科技公司的眾議院共和黨人看來，拜登似乎成為了他們的盟友
- 美國司法部對谷歌提起訴訟，隨後各州紛紛提起各自的訴訟
- 一些政界人士主張廢除美國通訊規範法第230條，其規定就所發佈或審核的社交媒體評論引發的訴訟對平台予以免責
- 聯邦貿易委員會提起反壟斷訴訟，迫使Meta解除對Instagram和WhatsApp的收購
- 眾議院司法委員會2020年發佈的反壟斷報告(反映了當時該委員會多數民主黨人的觀點)制定了一項明確針對Meta、谷歌、亞馬遜和蘋果公司的反壟斷議程。建議包括科技行業的《格拉斯－斯蒂格爾法案》(拆分業務線)、防止歧視和自我偏好的規則、禁止合併、新出版商的安全港、禁止濫用議價能力、數據可移植性／互操作性規則、加強《克萊頓法》第2條(價格歧視)、加強《克萊頓法》第7條(促進壟斷的收購)並全面恢復執法機構

司法部提出的反壟斷案件

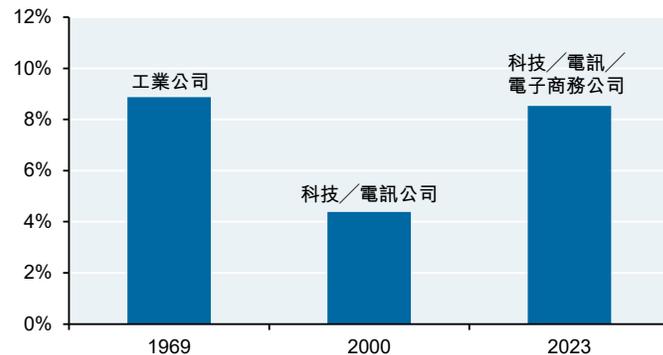
已提出案件數量



資料來源：美國司法部。2023年11月。

行業整合與1969年之前峰值比較

最大15家公司的收入佔美國GDP的百分比



資料來源：彭博、美國經濟分析局、財富500強、摩根大通全球經濟研究部、摩根資產管理。2023年。

三年過去了，雖然聯邦貿易委員會／司法部還在努力，但情況並沒有發生太大變化

- 國會廢除第230條的動力似乎並不明顯
- 僅僅根據規模或市值來推定壟斷行為的擬議立法從未被通過
- 現有的判例法已有20至30年的歷史，都包含了消費者福利標準，並支持這樣的觀念：在反壟斷方面，「大」未必「壞」。即使司法部／美國聯邦貿易委員會在其中一個案件中勝訴，鑒於上訴法院和最高法院的構成，此類裁決在上訴中也可能最終被推翻
- 大多數反壟斷調查集中於價格操縱和串通投標等行為，而非排他性反競爭活動

以下是正在審理的重大反壟斷案件的摘要。

- **谷歌**。美國司法部針對谷歌的訴訟範圍已縮小<sup>2</sup>，主要集中在流量獲取成本(TAC，見如下文字框方面)。如果谷歌敗訴，設備用戶仍會被提示選擇一個搜索引擎，而且大多數人可能還是會選擇谷歌(這就是在歐洲發生的情況)。摩根士丹利認為，如果谷歌的流量獲取成本付款減少50%，那麼只有谷歌損失約15%的市場份額情況，才會對利潤率產生負面影響
- 結案陳詞定於2024年中期進行，最終裁決預計將於2025年發生。如果谷歌敗訴，訴訟將進入救濟階段，其中可能包括額外的審訊，所有這些都可能需要時間，包括上訴；其與蘋果公司和三星的合同可能必須根據由法院定義為可行的設備放置協議進行重新談判
- 谷歌訴訟中另一位潛在輸家：**蘋果公司**，估計每年從谷歌方面賺取180-200億美元。2020年，美國司法部稱，蘋果公司全球年收入的15%-20%來自谷歌支付。2023年11月，谷歌行政總裁在Epic Games審判的交叉詢問中證實，谷歌與蘋果分享了Safari上36%的廣告費用，以換取蘋果設備上的默認設置



谷歌為取得設備上的默認設置地位所支付的流量獲取成本付款。谷歌每年向設備製造商（蘋果、摩托羅拉、LG、三星）、無線營運商（AT&T、T-Mobile、Verizon）和瀏覽器開發商（Mozilla、Opera、UC Web）支付數十億美元，以確保其搜索引擎的默認設置狀態。谷歌還可能妨礙交易對手與競爭對手進行交易，並要求將Google Apps放在主要設備位置。

**更新**。谷歌還因Google Play商店的應用程式分派和應用內支付政策而在38個州被總檢察長起訴。2023年12月，**Google同意支付7億美元並更改其Play商店政策**。該和解協議阻止谷歌執行要求移動設備製造商在主屏幕上預先加載或專門顯示Play商店的協議；也要求Google讓用戶更輕鬆地安裝Play商店之外的應用程式；並要求谷歌允許開發者引導用戶採用其他購買方式，包括直接從網站購買應用程式。這項和解可能會優先於法官在Epic訴Google案件中可能發出的任何救濟命令，下一頁將對此進行討論。請注意，本協議與上述司法部訴訟中的產品和指控以及德克薩斯州主導的AG訴訟中的產品和指控無關。

<sup>2</sup> 原訴訟還指控谷歌阻止Yelp和Expedia等垂直服務提供商出現在搜索結果頁面的頂部。8月份，法官裁定，沒有證據表明存在反競爭損害，並且該指控幾乎完全依賴於原告專家的意見和猜測

除了聯邦和州政府，Epic Games也對谷歌提起訴訟，原因是谷歌在安卓市場存在反競爭行為。12月份，陪審團裁定谷歌敗訴。這讓我有些驚訝，因為此前在Epic對蘋果的訴訟中，法官裁定蘋果的行為不違反反壟斷規則。以下是Epic訴谷歌一案裁決的一些關鍵要點。

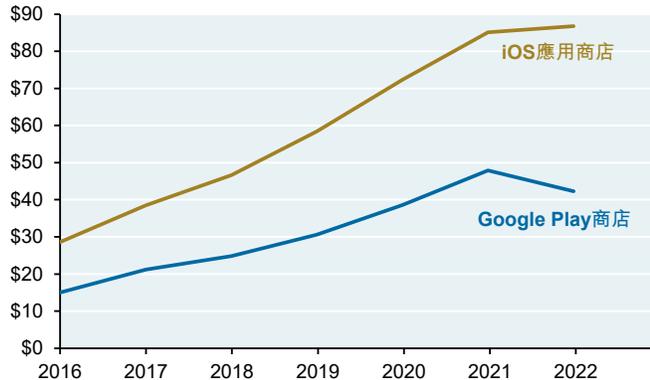
- 谷歌是一個開源模式；其本身並不銷售類似於iPhone的集成產品，而是與三星等設備製造商建立合同關係
- 作為該等關係的一部分，(1)谷歌向設備製造商支付費用(該等費用以Google Play商店收益分成的形式進行支付)，要求設備製造商在其手機上僅預裝Google Play而不安裝其他應用商店；(2)谷歌要求Google Play商店中列出的應用程式只能使用Google Play結算服務來處理付款和進行應用內購買
- 該等「貨架空間」行為按先例來看並不具備反競爭性；必須證明該公司同時掌控了「市場」，該貨架行為實質上對競爭產生了重大不利影響，並且無法提出與此相抵觸的、促進競爭的爭議性理據。Epic成功說服陪審團，認定谷歌生態系統是一個與蘋果iOS生態系統截然不同的獨立市場(大概是因為轉換成本很高)。確定一家公司擁有市場支配地位後，就可以從反競爭行為的角度，對該公司的合同和激勵措施進行評估。
- Epic還聲稱谷歌存在反競爭「捆綁銷售」行為，陪審團對此表示同意；其裁定谷歌的行為屬於反競爭性質，並且谷歌要求應用程式開發人員僅通過Google Play結算服務進行交易，因而並沒有「促進競爭」的商業理據

為何蘋果能勝訴，而谷歌卻會敗訴？答案可能讓您驚訝。在Epic訴蘋果一案中，法官確實認定蘋果在「移動遊戲交易」(iOS加安卓)方面擁有市場支配力，因為蘋果擁有該市場52%-57%的份額，並且其收取的「超競爭性佣金」帶來了75%的營業利潤。法院還認定，蘋果應用商店的限制確實減少了競爭，且確實阻礙了創新<sup>3</sup>。那麼蘋果究竟為何能勝訴呢？蘋果能夠向法庭證明，其封閉生態系統的運作方式有充分的促進競爭的理由。法院同意蘋果的觀點，理由涉及合理利用知識產權、獨特的用戶體驗以及更好的用戶私隱/安全；第九巡回法院隨後維持該裁決

- 另一個區別是：Epic與谷歌案的法官得出的結論是，谷歌壓制和/或銷毀了證據，陪審團可能因此對案情做出不利的推論。此類指示可能嚴重影響陪審團對被告方的態度傾向

應用程式和遊戲年度收入

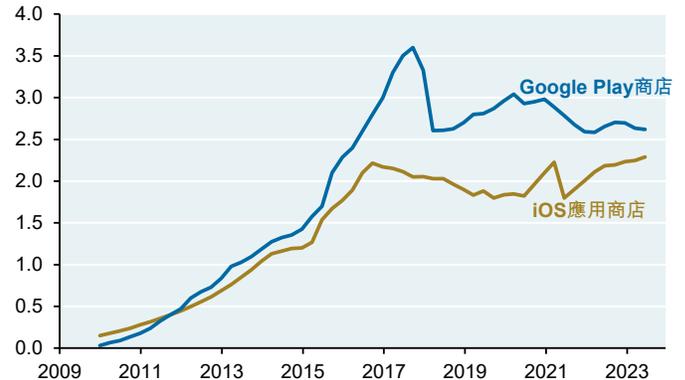
十億美元



資料來源：Business of Apps、摩根資產管理，2023年第二季度

估計可用的應用程式和遊戲

數量，百萬



資料來源：Business of Apps、摩根資產管理，2023年第二季度

<sup>3</sup> 第九巡回上訴法院，Epic訴蘋果，2023年4月24日，第2節

請注意，當原告僅尋求禁令救濟時，民事案件將由法官審理。如果原告同時還尋求損害賠償，則其有權接受陪審團審理。這就是為何Epic訴蘋果案提交法官審理(僅尋求禁令救濟)，而Epic訴谷歌案則提交陪審團審理(同時還尋求損害賠償)。由於法官會就其裁決提供相關法律意見，因此可以從法律問題的角度推翻裁決；在陪審團審理中，此類上訴更加困難，因為陪審團不提供法律意見，只提供裁決，而且通常只有在法官的指示有誤的情況下才能推翻陪審團裁決。無論如何，谷歌很可能會提出上訴，目標可能是將此案提交到第九巡回上訴法院，該法院在Epic訴蘋果案件中作出了蘋果勝訴的判決。

讓我們繼續討論聯邦貿易委員會／司法部的訴訟：

- **META**。聯邦貿易委員會對Meta提起訴訟的焦點之一：對Instagram和WhatsApp的收購。該訴訟預計於2024年進行。出於反壟斷執法的目的，聯邦貿易委員會仍需要證明「個人社交網絡市場」的存在，而這並非一項簡單的任務。與其他反壟斷案件相比，本案件對消費者利益的負面影響也不太明顯。話雖如此，如果聯邦貿易委員會獲勝可能會給整個科技行業澆冷水，因為聯邦貿易委員會可能會對此前的收購提出質疑。
- 美國聯邦貿易委員會已獲法院准許，修改先前針對**Meta**的同意令，該同意令的起因是涉及50億美元罰款的Cambridge Analytica 2016年大選數據洩露風波。雖然聯邦貿易委員會修改了命令，禁止Meta對18歲以下用戶的數據進行變現，但這一人群可能並不代表Meta收入的主要來源。關於數據變現的相關限制：摩根士丹利估計，當部分司法管轄區的用戶選擇不得對其數據進行跟蹤以及變現時，其所支付的訂閱費用甚至可能會高過其數據變現平均可能產生的價值。
- **亞馬遜**。美國聯邦貿易委員會和17名州總檢察長於2023年9月提起反壟斷訴訟，指控亞馬遜通過(1)只有使用亞馬遜物流服務的賣家才能在Prime客戶的優先展示位置中出現，以及(2)利用反折扣策略來懲罰在其他平台上提供較低價格的賣家。要證明亞馬遜保持壟斷地位，聯邦貿易委員會需要進行一場艱苦的戰鬥：亞馬遜在美國電子商務中的份額約為40%，但其中在線零售額不到25%，這表明亞馬遜僅約佔零售額的9%
- **T-MOBILE**將面臨與其2020年收購Sprint相關的反壟斷訴訟。11月份，美國地區法官裁定AT&T/Verizon用戶代表消費者提起的集體訴訟勝訴。法官表示，原告已經證明了這一價值260億美元的合併「減少了零售移動無線市場的競爭活動，因此市場參與者AT&T和Verizon收取的價格高於他們本來會收取的價格」<sup>4</sup>的合理性。擬議的集體訴訟尋求一系列處罰，包括撤銷2020年T-Mobile/Sprint的合併，並收回多收的金額
- 正在進行的聯邦貿易委員會／美國司法部反壟斷調查包括LiveNation、RealPage（公寓列表）、Visa和多项並購交易：聯合健康集團／Amedisys、克羅格／艾伯森、埃克森美孚／先鋒和雪佛龍／赫斯

綜合考慮，對於美國司法部和聯邦貿易委員會限制數字化世界壟斷權的一切努力而言，2024年似乎會是決定成敗的一年。

另一個法律問題：12月底，《紐約時報》起訴OpenAI，指控OpenAI非法使用《紐約時報》文章來訓練其數據集，將其副本編碼到其參數中，並輸出記憶的文章以回應查詢。據普林斯頓大學的Arvind Narayan稱，雖然第三個問題已經得到解決，但其他兩個問題無法通過未來的OpenAI修訂來「修補」，需要對「合理使用」原則進行司法或立法解釋才能解決。

合理使用原則最終取決於兩個問題：(1)人工智能工具是否大多避免復制它們收錄的材料，而是生產新作品，以及(2)人工智能輸出是否會損害原始作品的商業市場。2013年，當美國作家協會起訴谷歌掃描超過2,000萬本圖書並根據用戶搜索顯示簡短的圖書部分時，法官裁定谷歌的行為屬於合理使用，因為它具有「變革性」。谷歌還提供有關書籍的事實資訊以及書籍的連結，而OpenAI則未採取這樣方式。大型語言模型訓練開闢了合理使用原則裁決的新領域，必須在沒有太多先例的情況下得到解決。

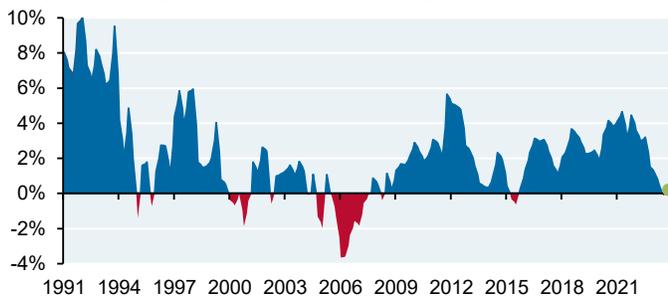
<sup>4</sup> 美國伊利諾伊州東北區地方法院托馬斯·德金(Thomas Durkin)法官，2023年11月2日

## 歐洲和日本股票：猶如兩艘船在暗夜中擦肩而過，漸行漸遠

我不太想就歐洲股票發表長篇大論，尤其是在它又一年跑輸美股之後。儘管歐洲股市接近創紀錄的市盈率折讓水平，但2023年歐洲的表現再次落後於美國7%。因此，雖然日本股市復甦且中國股市回報率持續低於平均水平，但槓鈴策略\*\*在2023年再次錄得小幅正回報。自1991年以來，槓鈴策略在所有三年滾動投資周期中，有84%的時間裡都跑贏大市，平均回報率為3.0%，而表現不佳時的平均回報率為-1.2%。槓鈴策略萬歲！

\*\*槓鈴策略：15年來，我一直在撰寫有關全球股票投資組合策略的文章，該策略是超配美國和新興市場、低配歐洲和日本。預估超額回報如下圖所示：

**超配美國和新興市場，低配歐洲和日本**  
相對於MSCI全球指數的3年滾動跑贏（跑輸）情況



資料來源：彭博、摩根資產管理。2023年12月。所有股票投資組合，每季度重新平衡。超配美國10%；低配歐洲-10%；低配日本-5%；超配新興市場5%。假設未進行貨幣對沖。

**歐洲市盈率相對於美國存在折讓**  
基於遠期盈利的相對市盈率折讓



資料來源：彭博、Datastream、摩根資產管理，2023年12月1日

關於日本：公司治理改革等政策營造對投資更為有利的基本面。

- 如表所示，日本在深化「股票化」方面還有很大空間。
- 經濟擺脫通縮使現金對日本養老金和居民部門的吸引力低於股票（實際短期利率仍為-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，就會面臨摘牌處理
- 日本史無前例地有50多家激進基金，他們正在向企業部門提出嚴苛的治理建議
- 擁有超過50%獨立外部董事的公司比例比例從30%升至60%。

居民部門方面，目前已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。

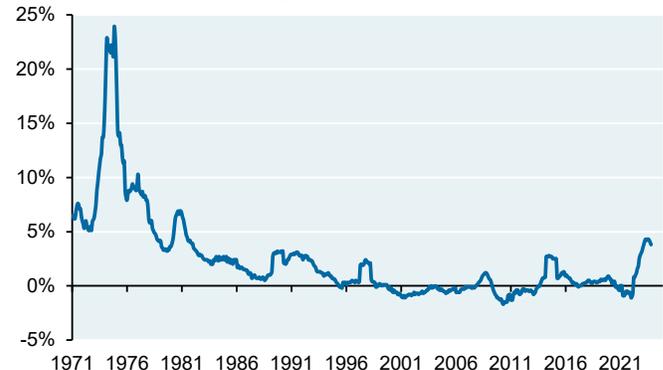
日本「股票化」的空間

	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%
居民部門股票配置	40%	11%
養老金股票配置	40%	25%
居民部門現金配置	15%	55%

資料來源：橋水投資、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 and 能源），同比增長百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年10月

下文圖表說明了日本如何在2023年重獲國際投資者青睞的價值投資。請注意表中日本價值因素的強勁表現；換言之，投資者預計日本的低市賬率公司將採取措施增加股東價值。全球投資者對日本的低配情況猶存，但從全球股票投資組合來看，低配幅度並不大，約為1%<sup>5</sup>。日圓貶值也可能成為投資者的潛在利好因素。

明確來說，日本仍是一個增長非常緩慢的經濟體，面臨着巨大的人口和競爭壓力。2023年的經濟增長仍由出口而非國內消費主導，實際薪資增長仍為負數，工業生產增長與歐洲並無二致，並且中國目前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%，這在很大程度上是由於不利的人口結構所造成的。我們有關日本股市的前景展望有所改善，主要原因是在於其一次性退出通縮，外加企業治理和投資激勵政策的額外提振。我懷疑這一理由的作用將無法持續幾年。

日本年初至今累計海外投資者流入量（按年份劃分）



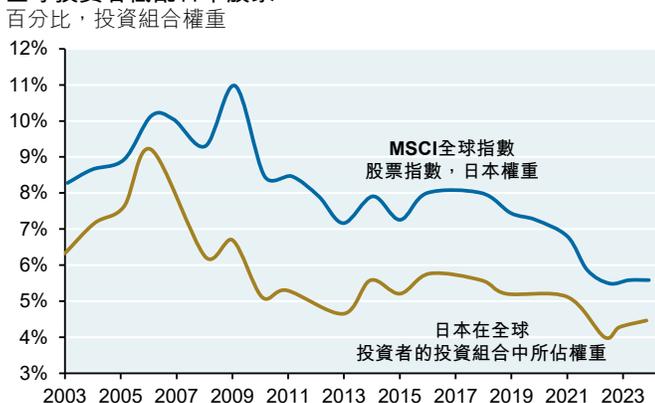
資料來源：摩根大通證券日本、QUICK、摩根資產管理，2023年11月30日

日本、美國和歐洲主要權益因子回報率子，2023年初至今

	日本	美國	歐洲
市盈率	33%	-8%	2%
市賬率	30%	-4%	-3%
股息率	5%	-17%	9%
股本回報率	13%	-14%	0%
資產回報率	4%	-1%	-6%
每股盈利增長	1%	15%	9%
修訂指數	-3%	20%	6%
每股盈利修訂（1個月）	0%	3%	6%
市值	12%	13%	-2%
貝塔	1%	7%	-6%
60天波動性	-2%	-7%	-2%
1個月回報	-3%	7%	16%
12個月回報	6%	-2%	-2%

資料來源：摩根大通證券日本、QUICK、摩根資產管理，2023年11月30日

全球投資者低配日本股票



資料來源：摩根大通證券日本、摩根資產管理，2023年12月

日本實際廣義有效匯率



資料來源：國際清算銀行、摩根資產管理，2023年10月

<sup>5</sup> 「日本未來一年戰略」，摩根大通全球市場策略，Rie Nishihara，2023年12月

## 固定收益：高收益債券的微亮火花<sup>6</sup>

如前文所述，利率上升對很多美國大型公司造成的影響很小。主要原因包括：標普500指數債務結構目前有76%為固定利率，而2007年這一比例還不足50%。這就是儘管債務／現金流比率和債務／資產比率很高，但利息償付率看似尚可的原因所在。投資級別債券也因評級上調和下調周期的改善而受益。

至於高收益債券，到期年限降至歷史最低水平，增加了對較高利率的風險敞口，利差接近自2009年以來的最低水平。也就是說，與之前的周期相比：美國高收益債券受益於一系列因素，其中包括更強勁的利息償付率、更好的BB/CCC級組合、與較低回收率相關的私募股權借款人比例下降、擔保債務的比例上升以及實物支付債券的使用比例降低。高收益能源價差與廣泛的高收益市場大致相同，但反映了一個利潤更高的領域，其最薄弱的環節大多已經違約；BB/CCC能源結構現在為63%/5%。因此，高收益利差收窄，高收益風險降低。

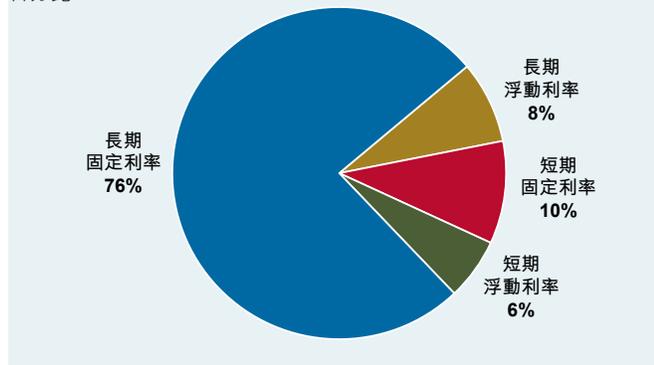
槓桿、償債、盈利能力和流動性的當前百分位數排名與歷史記錄比較

	淨債務／EBITDA	總債務／EBITDA	淨債務／資產	淨債務／資產	利息償付率	利息支出／債券	EBITDA利潤率	現金／資產
美國投資級債券	92	55	56	100	69	15	69	23
美國高收益債券	38	62	77	85	92	19	73	31

綠色：最佳信用質量  
紅色：最差信用質量

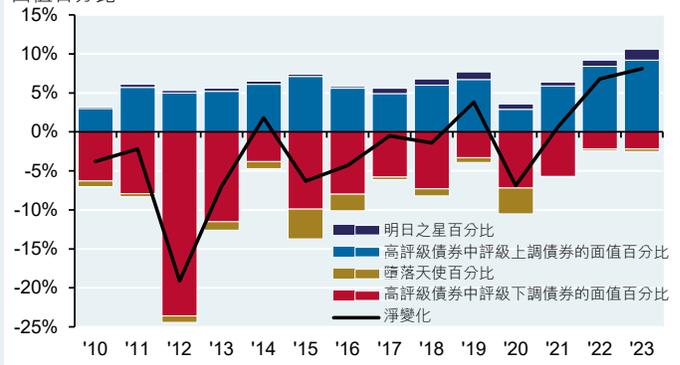
資料來源：高盛全球投資研究部，2023年11月13日

標普500指數債務構成百分比



資料來源：美國銀行美國股票和美國量化策略、摩根資產管理，2023年3月

信用評級升級超過降級面值百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

最近的金融抑制時期是有記錄以來持續時間最長的，也是自1830年以來除美國南北戰爭、一戰和二戰之外短期利率長時間為負數的唯一時期。雖然從過去5年來看，實際政策利率仍為負數，但從一年期的角度出發，實際利率最終為正數。對於固定收益投資者而言，用傑拉爾德·福特(Gerald Ford)和大衛·萊特曼(David Letterman)的話說，「我們國家漫長的噩夢已經結束」。

美國企業高收益債券加權平均到期期限年



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

和平時期前所未有的金融抑制終於結束，國債／基金利率減去通脹，5年平均



資料來源：聯儲局、Robert Shiller、GFD、美國勞工統計局、摩根資產管理，2023年

<sup>6</sup> 此標題指高收益債券利差的低水平，並參考了Traffic1971年的歌曲「高跟鞋男孩的微亮星火」(The Low Spark of High Heeled Boys)

美國信貸壓力來源：商業地產領域的區域購物中心和寫字樓；居民部門的次級汽車貸款和信用卡；利息償付率下降／槓桿貸款重組增加；值得注意的是，酒店、前零售購物中心、多戶型住宅和工業場所的拖欠率仍然很低。

按物業類型劃分的CMBS拖欠情況



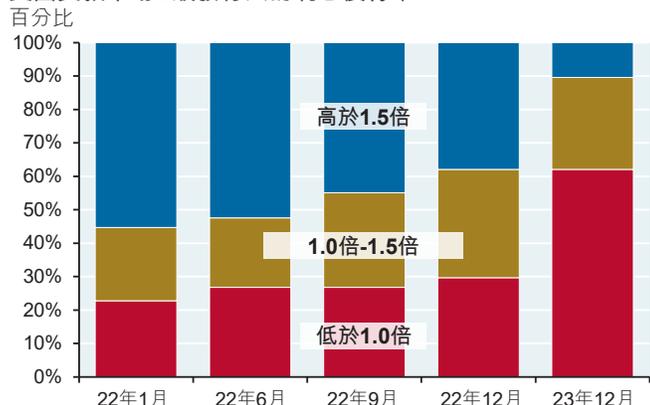
資料來源：穆迪、摩根資產管理，2023年11月

寫字樓和非寫字樓CMBS貸款的特別償債率



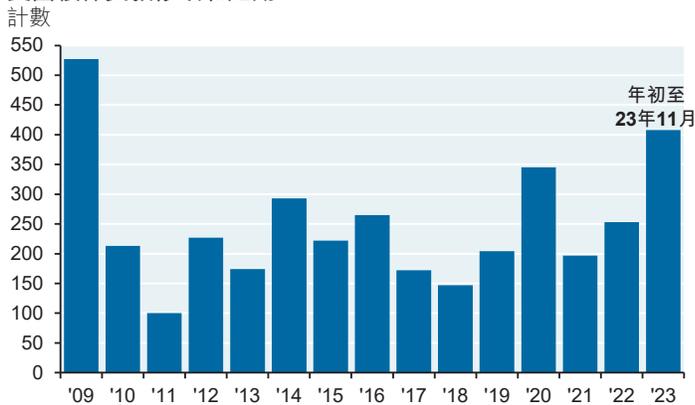
資料來源：摩根大通CMBS研究部，2023年11月

美國貸款市場B級發行人的利息償付率



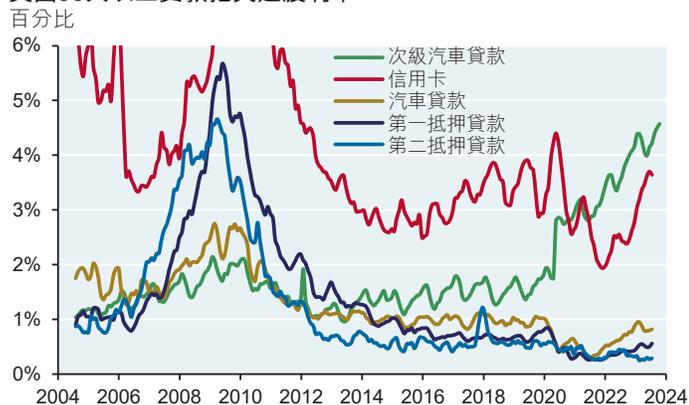
資料來源：穆迪投資者服務公司，2023年12月 2023

美國槓桿貸款修改和延期



資料來源：LCD、Pitchbook、摩根資產管理，2023年11月

美國90天以上貸款拖欠過渡利率

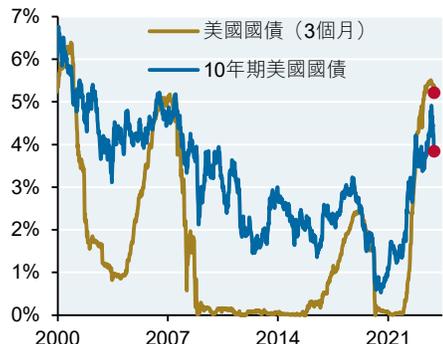


資料來源：Experian、標普道瓊斯指數、摩根資產管理，2023年7月

固定收益監控：10年期國債的大問題：下一步是3.5%還是5.5%？我相信到2024年它們會在4%到5%之間波動，但如果突破的話我懷疑會達到5.5%。高於4.5%，它們能為長期投資者提供不錯的價值。

### 美國國債收益率

收益率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 美國市政債券收益率

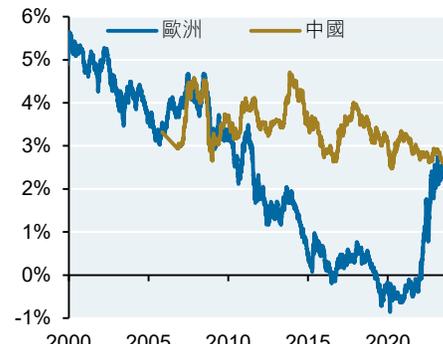
收益率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 10年期主權債券收益率

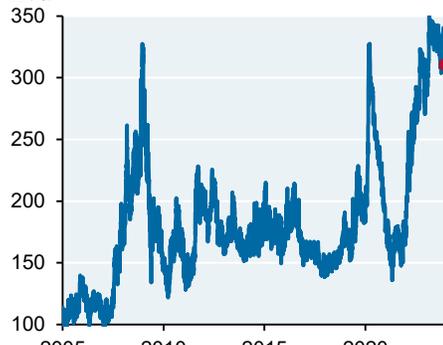
本地貨幣債券收益率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 30年期按揭貸款-10年期美國國債

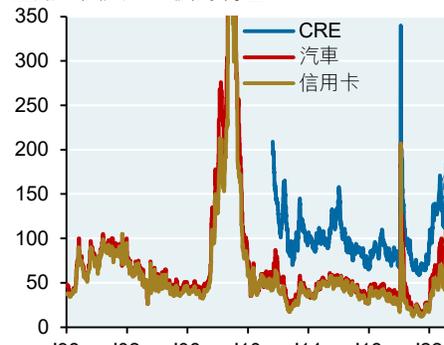
基點



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### AAA級資產支持證券利差

基點、與美國國債的利差



資料來源：Dataquery、摩根資產管理，2023年12月26日

### 10年期主權債券收益率

本地貨幣債券收益率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 浮動利率工具（美元）

收益率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 優先權調整價差

POP1指數，相對於美國國債的基點



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 優先證券收益率

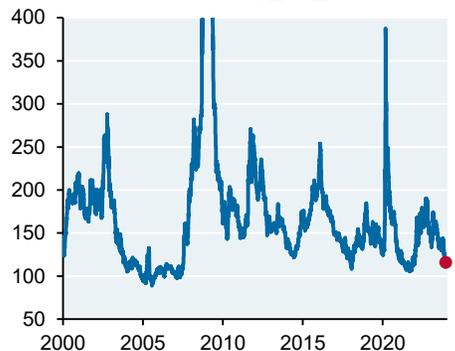
最差收益率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

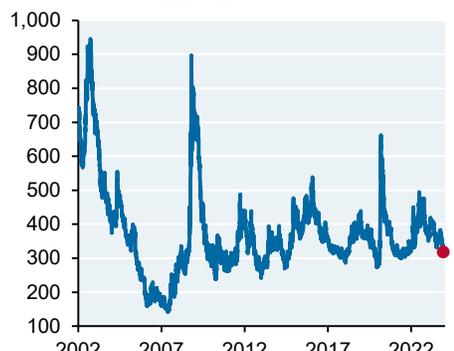
CRE商業房地產；CP商業票據；FRN浮動利率票據

### 美國投資級公司債券利差 JULI指數與美國國債的利差，基點



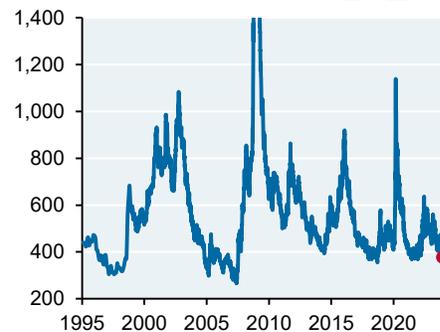
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 新興市場美元債券 與美國國債的利差，基點



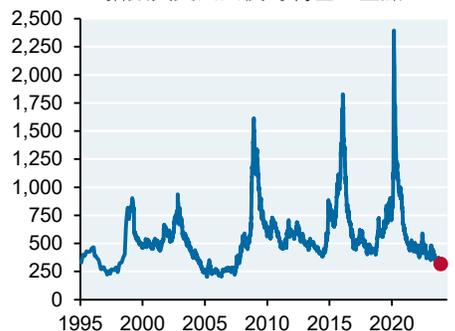
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 美國高收益債券利差 JPDFENER指數與美國國債的利差，基點



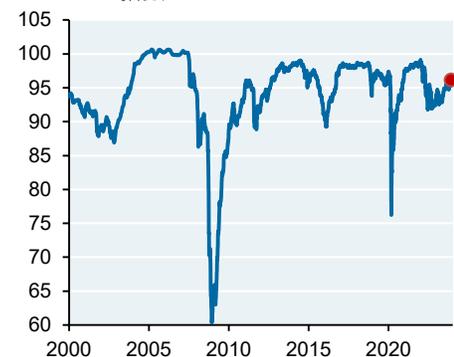
資料來源：彭博、摩根大通高收益債券團隊，2023年12月26日

### 美國高收益債券利差 JPDFHYI指數與美國國債的利差，基點



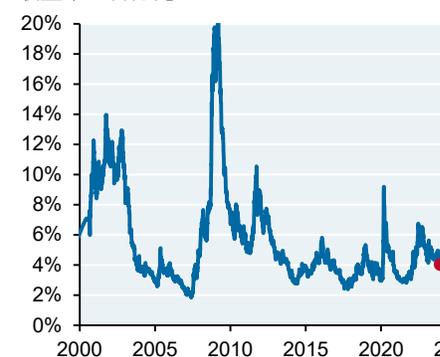
資料來源：彭博、摩根大通高收益債券團隊，2023年12月26日

### 美國槓桿貸款價格 SPBDALB指數



資料來源：標準普爾/ LSTA、彭博，2023年12月26日

### 泛歐高收益債券 收益率，百分比



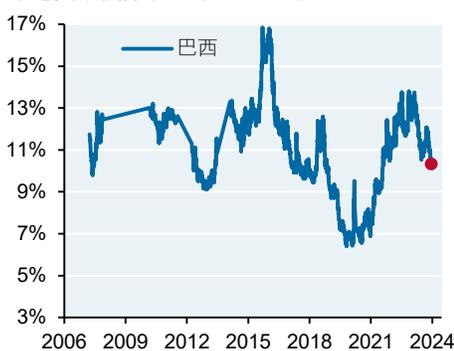
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月22日

### 歐洲「應急可轉債」優先 最差收益率，百分比



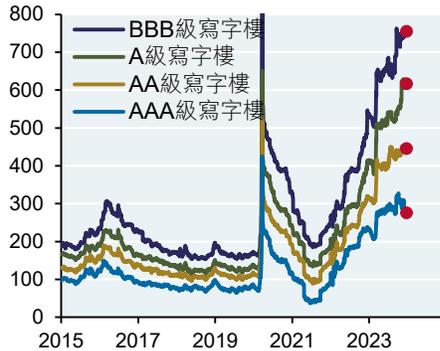
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

### 10年期主權債券收益率 本地貨幣債券收益率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理。2023年12月26日

### 單一資產單一借款人 基點、與美國國債的利差

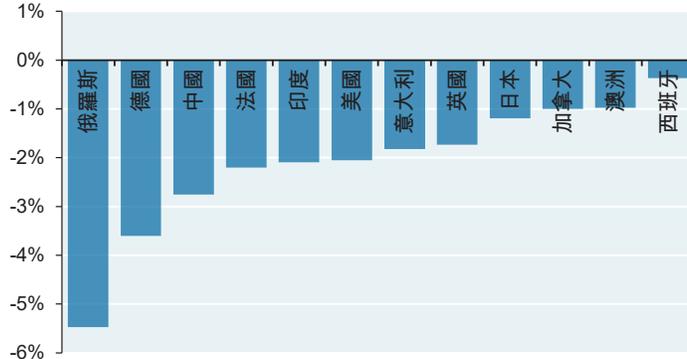


資料來源：Dataquery、摩根資產管理，2023年12月26日

## 美國債務可持續性：溫水煮青蛙

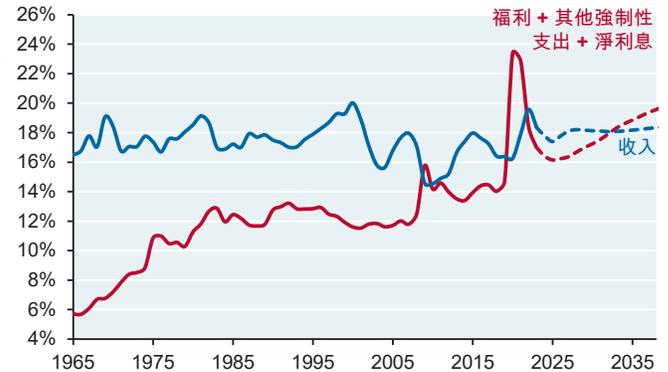
2018年至2023年美國所經歷的預算赤字惡化並非特殊情況；其他發達國家的赤字也急劇上升。對於美國而言，問題在於赤字的起點；每一輪財政刺激都讓美國離債務不可持續又近了一步。我認為我們並不會真的走到不可持續的境地，否則我們也不會推薦美國長期政府債券。我們在去年也寫過一篇文章，談到美元作為儲備貨幣的地位並沒有發生實質性變化<sup>7</sup>。然而，我們已經習慣了美國政府財政的惡化，同時對投資者的影響有限，並且這種情況可能在某一天會改變「溫水煮青蛙類比」。除了有信號表明通脹回落之外，聯儲局的明顯轉鴿可能還與聯邦債務增加和華盛頓政局不穩有關。

一般政府赤字佔GDP百分比的估計變化，  
百分比，2024財年與2018財年對比



資料來源：國際貨幣基金組織、摩根資產管理，2023年11月

福利支出、強制性支出和淨利息支付與收入比較，  
佔GDP的百分比



資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2023年6月

到2030年代初，國會預算辦公室預計所有聯邦政府收入都將用於福利支出和支付聯邦債務利息。我預計，在這種情況發生之前，市場壓力和評級機構下調評級(目前已經開始)將迫使美國在稅收和福利方面做出重大改變。文本框中列示了一些可能出台的政策。財富稅也是一種可能；最高法院正在審理的案件可能將影響其憲法可行性(摩爾訴美國，與2017年稅收法案中強制利潤匯回稅的憲法符合有關)。有哪些沒在文本框中？進一步削減可自由支配支出，因為美國在這方面已經無路可走。如國會預算辦公室最近關於赤字削減方案的刊物<sup>8</sup>中所述，在國會預算辦公室清單上，減少非國防可自由支配支出的好處最小，因為它已經被削減了很多。

### 增加收入的政策

- 取消或提高用於計算社保供款的收入上限，或提高薪資稅率
- 終身／基於經濟狀況調查的401k供款上限
- 對逐項扣除(即抵押貸款)實施進一步限制
- 對AGI高於25萬美元人士的市政債券徵收聯邦稅
- 對AGI高於25萬美元人士提高統一資本利得和所得稅稅率
- 增值稅、碳稅

### 減少福利支出的政策

- 對醫療保險／醫療補助範圍內的藥物／治療實施更多政府定價
- 提高每個人的醫療保險共付額和免賠額
- 基於終生收入的經濟狀況調查醫療保險支出
- 醫療補助支出上限
- 提高醫療保險資格年齡和／或社保退休年齡
- 將社保福利付款與消費物價指數掛鉤

資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2023年。AGI=調整後總收入

<sup>7</sup> 「我們能前往的地方」，放眼市場，2023年4月26日

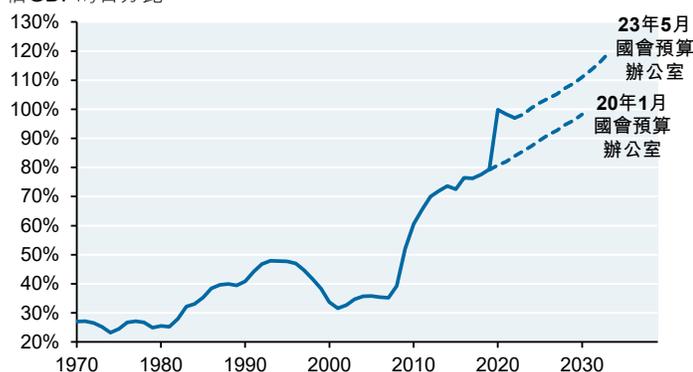
<sup>8</sup> 「減少赤字的選項，2023年至2032年」，國會預算辦公室，第1卷

## 本節的其餘部分將討論我們保留的聯邦債務圖表

- 由於新冠疫情刺激措施，聯邦債務佔GDP的比重大幅上升
- 總利息支出和淨利息支出上升，預測顯示未來幾年的淨利息支出可能達到戰後新高，並自20世紀90年代以來首次超過國防開支
- 預計到2030年預算赤字將惡化
- 預算赤字與失業率，突顯了在充分就業時出現巨額財政赤字是多麼不尋常
- 關於基本(利息除外)赤字的兩個預測。雖然國會預算辦公室預計基本赤字將保持平穩，但一系列下行事件可能導致赤字下降

### 公眾持有的債務

佔GDP的百分比



資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2023年5月

### 利息支出

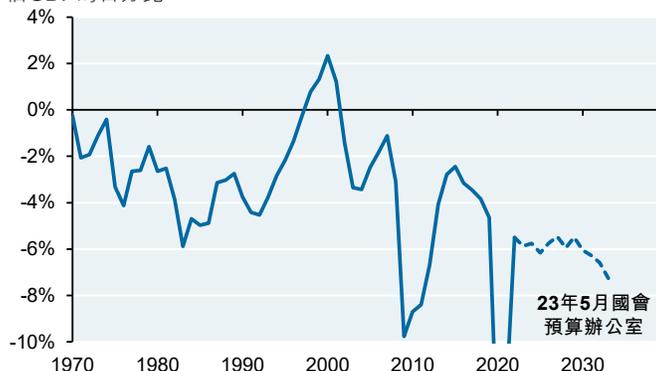
佔GDP的百分比



資料來源：美國經濟分析局、國會預算辦公室、美國財政部、摩根資產管理，2023年11月

### 財政赤字

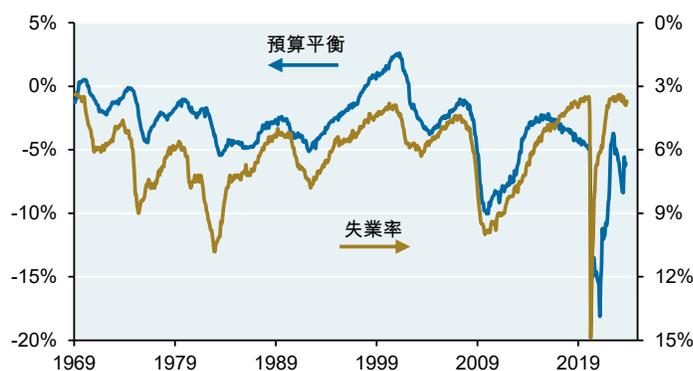
佔GDP的百分比



資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2023年5月

### 美國預算平衡與失業率

盈餘(赤字)佔GDP的百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

### 基本預算平衡(利息除外)

佔GDP的百分比



資料來源：美國經濟分析局、國會預算辦公室、美國財政部、摩根資產管理，2023年11月

### 主要赤字下行催化因素：

- 即使《減稅與就業法》削減到期後，收入仍低於國會預算辦公室預測
- 可自由支配支出高於國會預算辦公室的預測，其增長與通脹一致，可能是由國防開支導致的
- 更頻繁的聯邦災難資助

- 國債發行量遠未及其與財政預算赤字間的正常比例關係，短期國債(T-Bill)發行量正在上升；兩者均表明2024年通過債券進行的融資可能會增加
- 聯儲局對國債的需求預計將持續減少，與此同時，美國銀行方面對此的需求也一直疲軟，因為許多銀行都過多地持有以較低利率買入的「水下債券」

**債券發行量與預算赤字對比**

佔GDP的百分比



資料來源：美國財政部、摩根資產管理，2023年11月

**美國短期國債佔美國債務的比例**

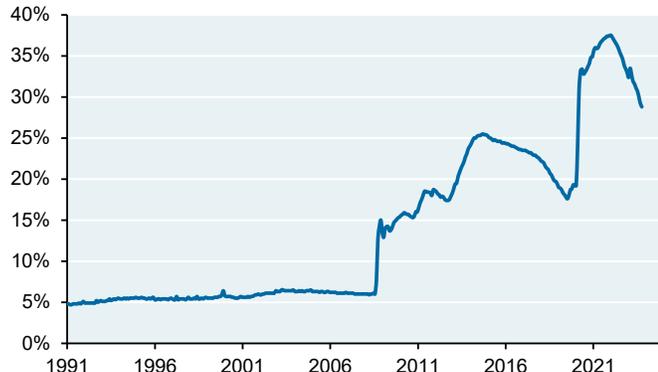
百分比



資料來源：美國財政部、摩根資產管理，2023年11月

**聯儲局資產負債表**

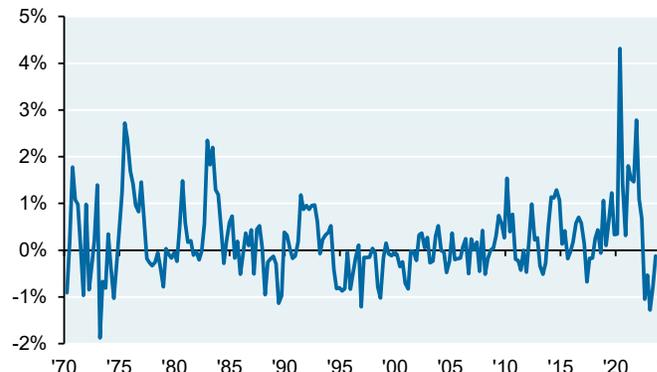
佔GDP的百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

**銀行國債購買量**

佔GDP的百分比

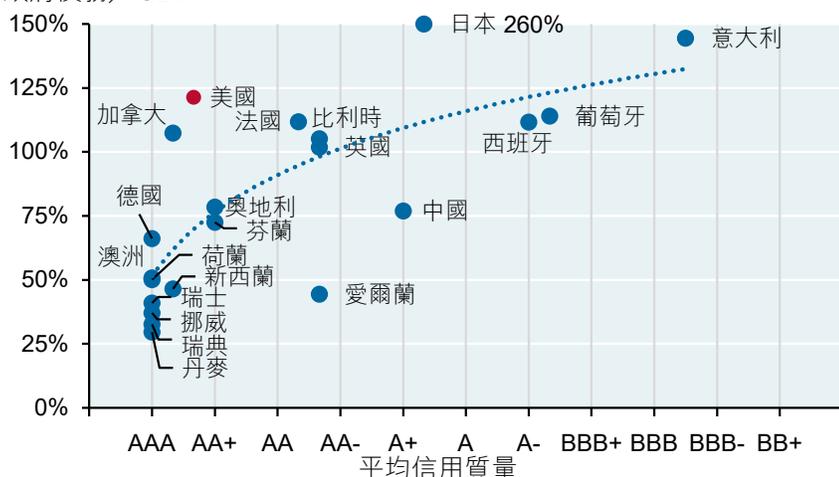


資料來源：聯儲局、摩根資產管理，2023年第三季度

令人難以置信的是，國會預算辦公室在2005年曾預測美國到2012年將實現預算盈餘(!!)。最後，我們總結出一張圖表，顯示了美國在信用評級相對於債務比率方面的異常情況。正如我們在美元相關章節中所述(相關圖表請參見下一頁)，幾乎沒有跡象表明美元正在失去其儲備貨幣地位。但我們不清楚這種好運會持續多久。

### 政府債務/GDP與平均信用評級比較

政府債務/GDP



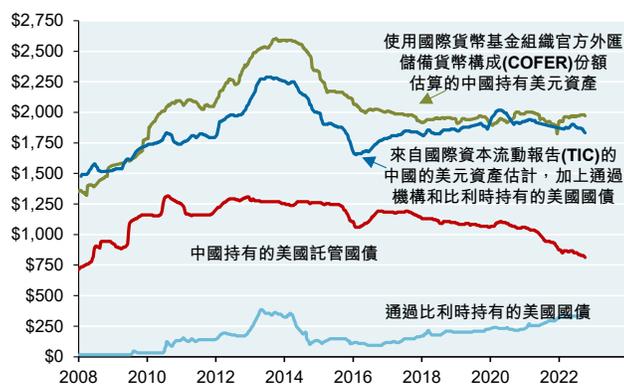
資料來源：彭博、國際貨幣基金組織、摩根資產管理，2022年

儲備貨幣或主要貿易貨幣的時間表(近似年份):

- 羅馬：公元前1世紀至公元4世紀
- 拜占庭帝國：5世紀
- 阿拉伯第納爾：7世紀至10世紀
- 佛羅倫薩：13世紀至15世紀
- 葡萄牙：1450年至1530年
- 伊比利亞聯盟：1530年至1640年
- 荷蘭：1640年至1720年
- 法國：1720年至1815年
- 英國：1815年至1920年
- 美國：1920年至待定

您可能會解讀出的預警跡象：中國官方外匯儲備中的美元配置比例下降。但這一結論很可能是錯誤的；中國方面的美元持有量可能相當穩定。為了闡明其背後的原因，我將引用外交關係委員會布拉德·塞瑟(Brad Setser)的一些卓越研究。布拉德得出的結論是，美元在中國外匯儲備中所佔比例自2015年以來一直保持穩定，此前對比利時清算銀行等離岸託管人持有的美國國債進行調整，並明顯重新配置美國機構。這就是下圖中的藍線，它與使用國際貨幣基金組織數據估算中國所持有美元資產的另一系列(綠色線)非常接近。

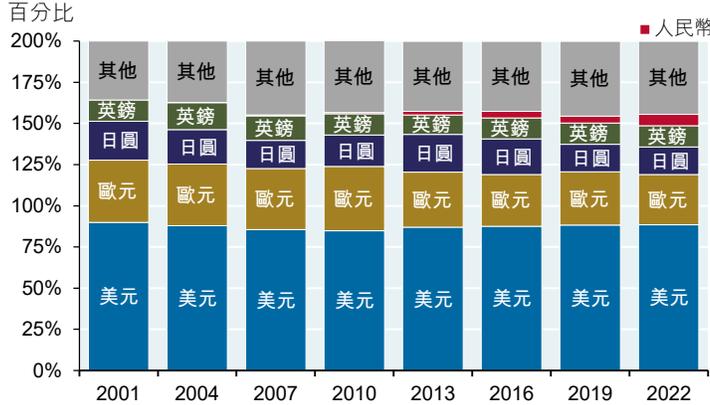
估算中國美元資產，美元，十億



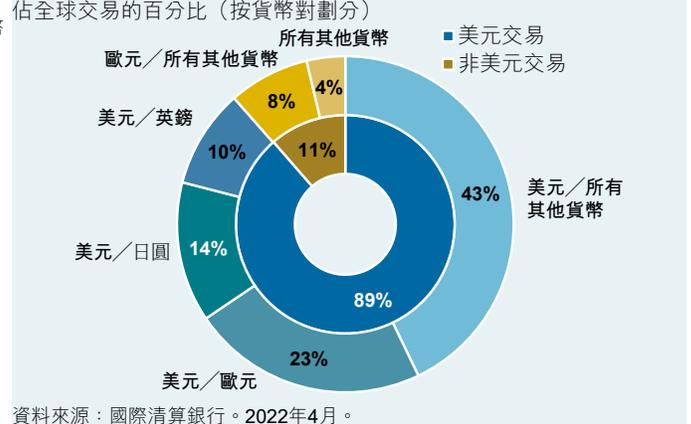
資料來源：「中國並未放棄美元或美元債券」，W·賽瑟布拉德(CFR)，2023年10月3日

來自我們2023年4月的美元相關文章：

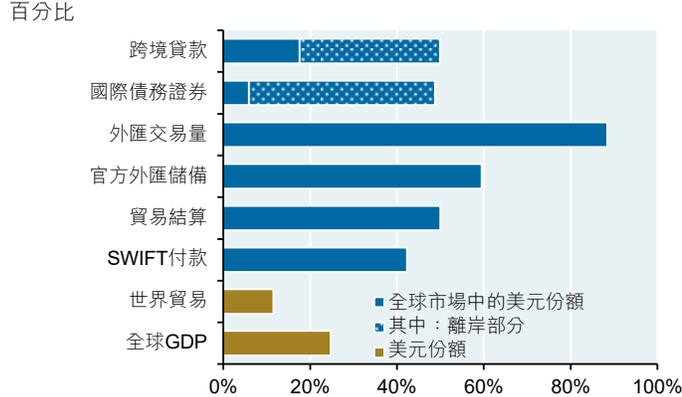
外匯成交額 (按幣種)



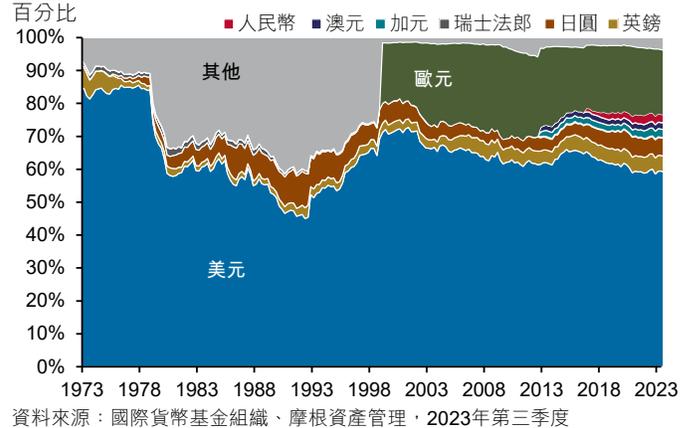
美元仍主導外匯交易



美元的國際角色



全球外匯儲備份額 (按貨幣劃分)

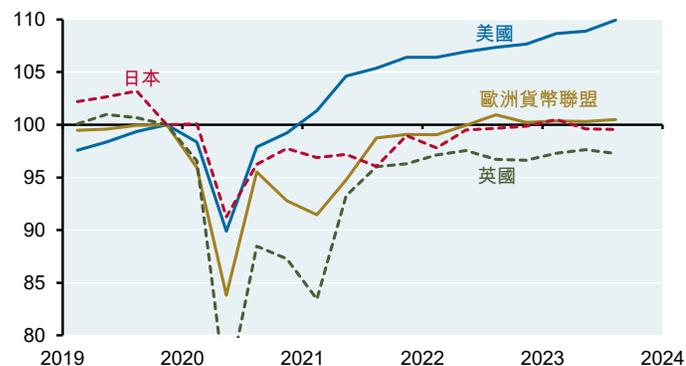


## 美國消費者：表現仍然堅挺，但儲蓄「彈藥」逐漸耗盡

去年十一月的假期購物季開局強勁，「黑五」的在線銷售額增長7.5%，「網購星期一」在線銷售數據更是增長了9.5%。2023年，美國消費者支出出人意料地持續增長，部分原因是由於緊張的勞動力市場、股市和房價上漲帶來的財富效應，以及尚未完全用盡的大量超額儲蓄。第四張圖顯示了摩根大通內部不同部門估計超額儲蓄耗盡的時間；相比之下，三藩市聯邦儲備銀行的預測是「2024年上半年的某個時間」<sup>9</sup>。當超額儲蓄耗盡時，消費者支出可能會放緩。請注意最後一張圖表中，家庭流動性的估計偏向於高收入家庭，而這些家庭的消費傾向通常較低。

### 實際個人消費支出

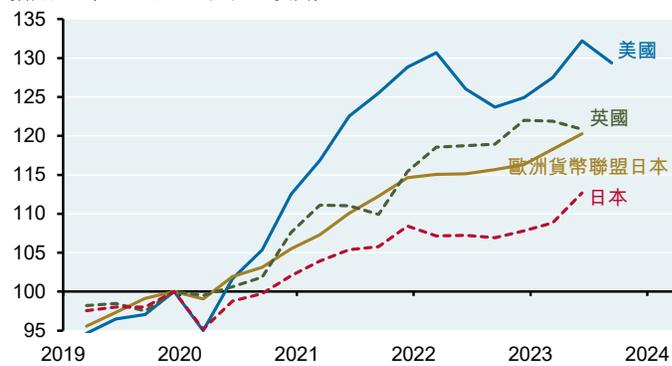
指數，(100=2019年第四季度)



資料來源：National Sources、摩根大通經濟研究部、摩根資產管理，2023年第三季度

### 財富與疫情前水平對比

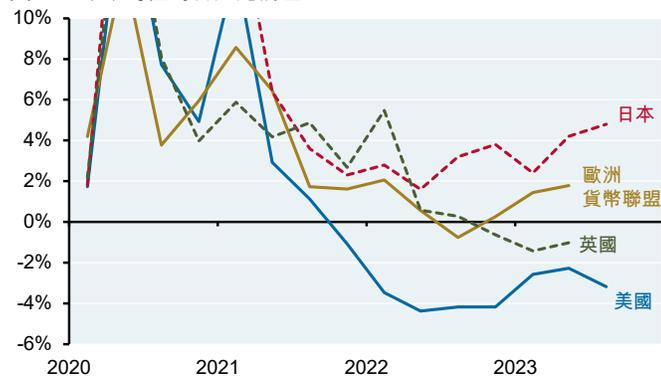
指數，(100=2019年第四季度)



資料來源：National Sources、摩根大通經濟研究部、摩根資產管理，2023年第三季度

### 儲蓄率與疫情前水平相比的偏差

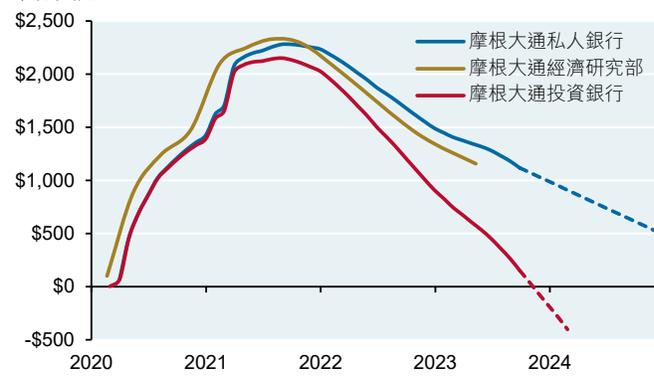
與2019年平均值的百分比偏差



資料來源：美國經濟分析局、COJ、Eurostat、ONS、摩根大通經濟研究部、摩根資產管理，2023年第三季度

### 美國家庭超額儲蓄估計

十億美元



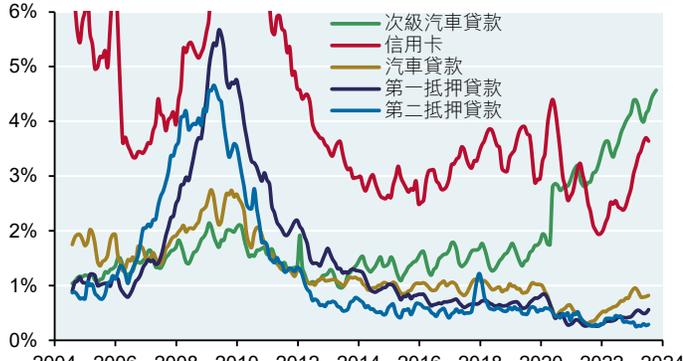
資料來源：摩根大通，2023年9月

<sup>9</sup> 「數據修正和大流行時代的過度儲蓄」，三藩市聯邦儲備銀行，2023年11月8日

到目前為止，次級汽車貸款和信用卡的拖欠率正在上升，儘管只有前者突破了歷史新高。抵押貸款和汽車優質貸款拖欠率仍相當低。居民部門利息成本正在上升，但起點非常低，部分原因是美國消費者鎖定了在4%以下的超低抵押貸款利率。

**美國90天以上貸款拖欠過渡利率**

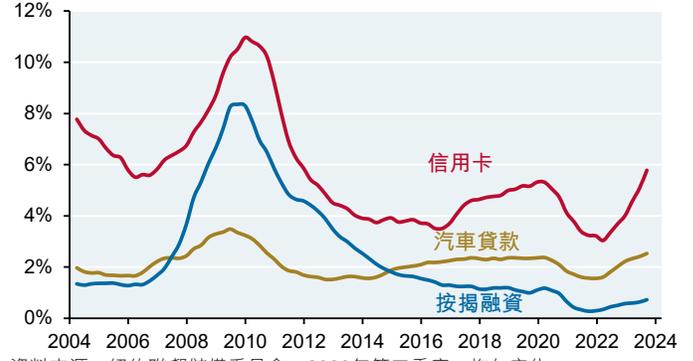
百分比



資料來源：Experian、標普道瓊斯指數、摩根資產管理，2023年7月

**美國90天以上拖欠過渡利率**

佔當前餘額的百分比（年化）



資料來源：紐約聯邦儲備委員會。2023年第三季度。拖欠率佔餘額的百分比是4個季度的總和。

**居民部門利息成本**

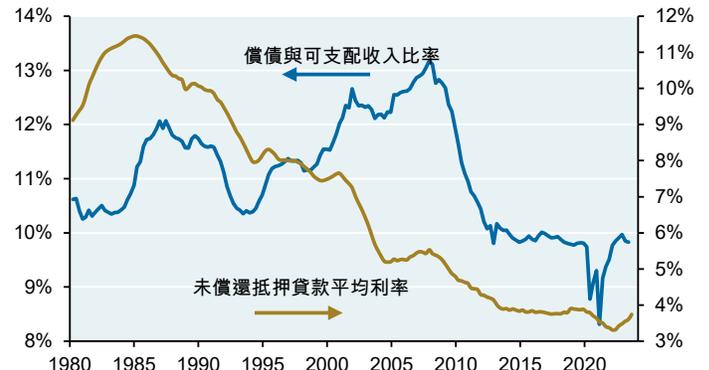
佔個人可支配收入的百分比



資料來源：美國經濟分析局、摩根資產管理，2023年第三季度

**美國家庭債務**

百分比

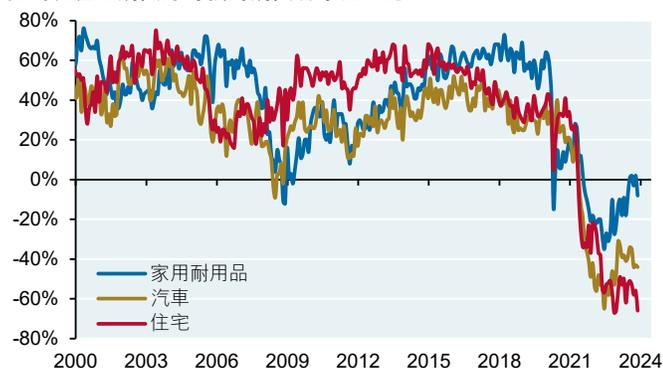


資料來源：彭博、美國經濟分析局、摩根資產管理，2023年第三季度

消費板塊表現不佳，例如耐用品、汽車和住房購買狀況的調查數據走弱，居民部門財務狀況的調查也同樣盡顯疲態。儘管失業率較低且薪資不斷上漲，但居民部門的消費情緒卻並不高，第三和第四張圖表可能可以解釋其中原因：雖然個人收入已高於2015年至2019年的趨勢水平，但實際上家庭一直受到通脹的衝擊，而通脹現在才剛開始有消退跡象。住房購買力的下降也可能對消費情緒產生了影響。

### 美國的消費狀況

認為現在是消費好時機的消費者淨百分比



資料來源：密歇根大學、摩根資產管理，2023年11月

### 當前財務狀況與一年前比較

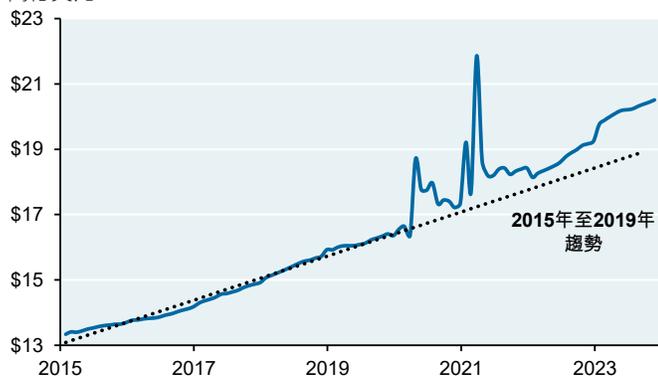
密歇根大學指數得分（正面%-負面%+100）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

### 美國名義可支配個人收入

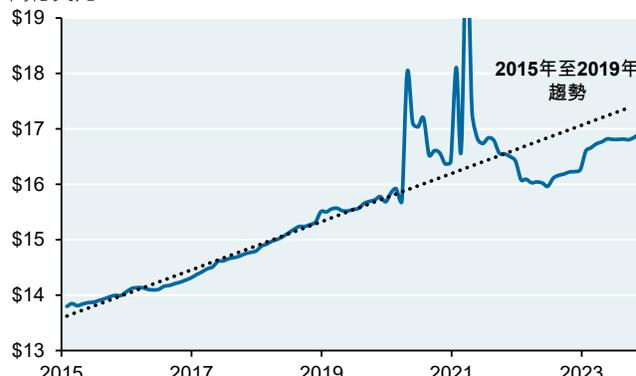
萬億美元



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

### 美國實際可支配個人收入

萬億美元



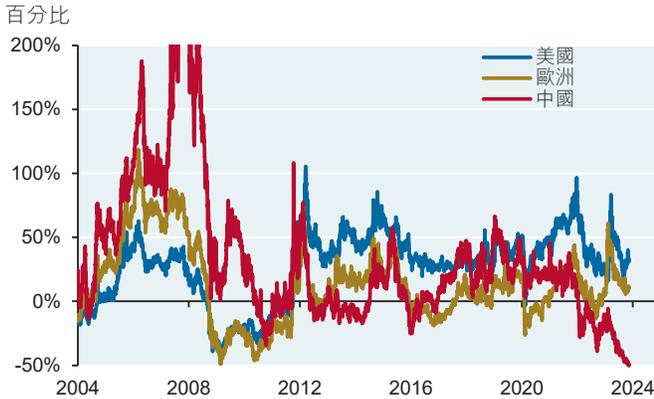
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

## 中國股市：所有價值陷阱走向終點.....終將結束

中國自2001年加入世界貿易組織後的出色股票表現已成為遙遠的記憶。中國一直以低於美國的估值倍數交易，大多數時候甚至低於歐洲。最終的結果：中國股市投資者表現不佳。自2019年1月1日起：美國大盤股上漲107%，歐洲股票上漲58%，而中國股票則下跌17%。中美於2022年12月達成協議，允許美國證券交易委員會審查中國企業財務報表，投資者情緒未如預期般改善，即便是疫情後重開也沒有轉變。中國後續或將出台更多刺激措施，但目前看來較為溫和。還未出現政策轉變支持國家冠軍企業，中國最新控制遊戲和消費刺激的舉措令騰訊股價於12月22日下跌約10%。

近年來，中國出現了巨大的價值陷阱。根據我的經驗，大多數價值陷阱最終都會結束。我以為去年便接近尾聲，但並非如此。中國高達40%的儲蓄率是股市反彈的潛在彈藥，但目前還沒有催化劑。**如果真有什麼的話，中國股市正在退步：私募板塊的市值份額從2021年6月55%的峰值下降到2023年6月的39%<sup>10</sup>。**如果投資年限較長，並相信中國最終會採取需求方面或供應方面的措施來結束目前的困境，那麼長倉可能帶來回報。畢竟在5年前，有多少人會想到今天的日本會出現股市復興？

美國、中國和歐洲滾動三年股市表現



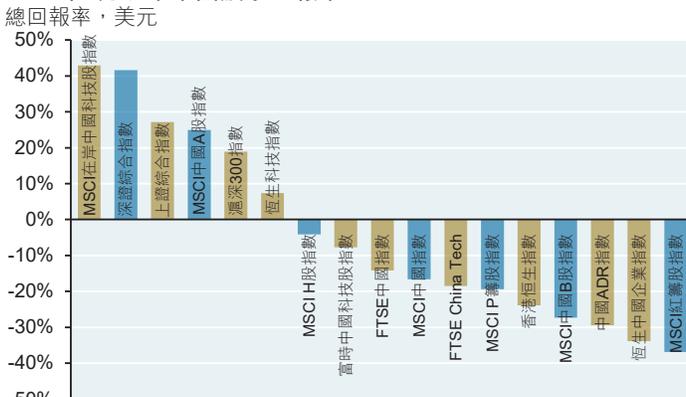
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

美國、中國和歐洲遠期市盈率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

2019年1月以來中國股票回報率



資料來源：彭博。2023年12月26日。藍色：MSCI子成分指數。黃金：指數。

### 中國股市字母解讀

MSCI中國指數：A/H/B股、紅籌股、P籌股和美國存託憑證(ADR)

A股：在中國註冊成立，在上海和深圳交易所上市，可通過滬港通及深港通交易

H股：在中國註冊成立、在香港上市的大中型股

B股：在中國註冊成立，在上海和深圳交易所以外幣交易

紅籌股：在中國境外註冊成立、在香港交易所上市的大中型中國公司(一般為國有企業)

P籌股：與紅籌相同，但為非國有企業

美國存託憑證(ADR)：在紐約證券交易所／納斯達克上市。

<sup>10</sup> 彼得森國際經濟研究所，2023年7月

中國可能需要另辟蹊徑來啟動其資產價格和經濟，特別是在美國即將出台新一輪競爭措施的情況下，以及對國際投資者來說時機不佳

「中美戰略競爭特別委員會」發佈了一份長達53頁的報告，其中包含100多項兩黨建議。該報告表明，越來越多的人支持對中國徵收更高的關稅、對中國進口實施更嚴格的限制、對中國高科技出口施加更多限制並禁止與更廣泛的中國企業進行貿易。該委員會不具備立法權，選舉前也不可能通過任何新的法案。但這是此後可能預示了是未來情況。華盛頓兩黨的堅定合作是應對中國的政策。

以下是委員會一些值得注意的建議的摘要<sup>11</sup>：

- 將中國轉移到新的關稅類別，從而導致更高的關稅
- 對來自中國的傳統半導體徵收關稅
- 大型上市公司必須每年披露與中國相關的主要風險
- 密切關注中國兩岸關係
- 如果外國對手方擁有、控制或開發實體，則禁止進口和出口對國家安全至關重要的產品和服務(量子計算、生物技術、人工智能、自主系統、先進能源搜索、天基技術和監視技術)
- 強制撤資或禁止外國對手方控制的社交媒體平台，例如TikTok
- 將華為、中興等電訊供應商列入「實體清單」
- 禁止因政府制裁而對中國企業進行投資，並限制對中國計劃主導的行業投資
- 將投資於中國公司的資本利得和股息作為普通收入徵稅(！！)
- 授予美國外國投資委員會對更廣泛投資類型的管轄權

時機不恰當：就在中國政策環境收緊，MSCI將中國在其新興市場股票指數中的權重提升至40%的歷史最高水平。換句話說，指數驅動的投資者可能在中國股票崩盤之前就買入了它們。右圖所示的中國經濟披露數據的下降也不能提振信心

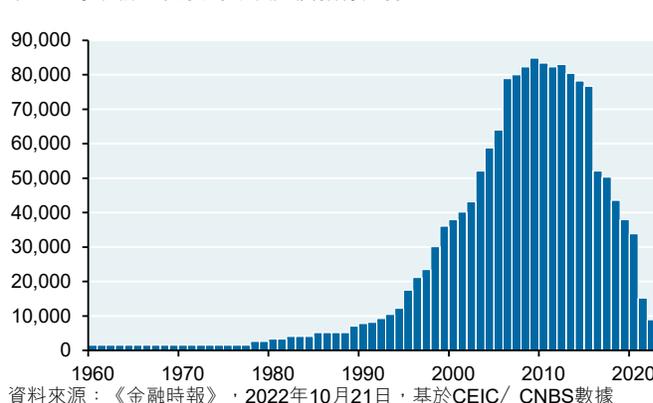
中國指數權重、表現和政策變化

中國市場表現，連續28天



中國經濟資訊披露

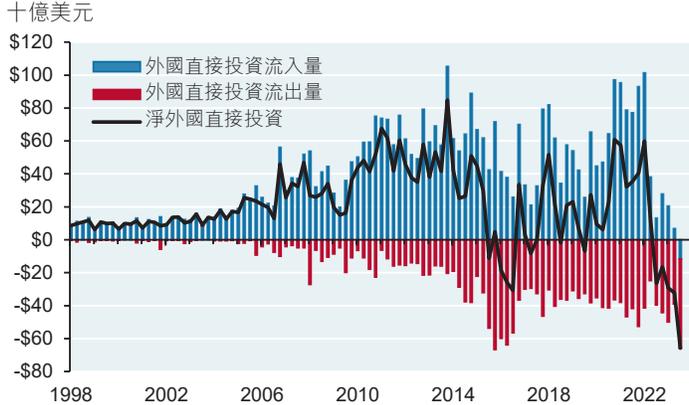
中國國家統計局提供的年度經濟指標數據



<sup>11</sup>「國會準備對中國採取更強硬態度」，Piper Sandler，2023年12月21日

**經濟數據**。入境外資直接投資首次跌入負值區間。雖然中國的實際經濟活動和住房指標正在從低水平改善，但經濟諮商局仍預計其GDP增速將從2023年的5%降至2024年的4%。中國的挑戰源於房地產投資配置不當，而非工業產能過剩。中國的住房自有率達到約90%的峰值水平，而且20%的中國家庭擁有超過一套住房。最新數據還顯示，生產者和消費者價格普遍出現通縮，銀行體系持續疲軟，淨息差僅為1.75%，而美國為3.25%。摩根大通中國經濟學家預計，2024年中國預算赤字將小幅上升，利率和存款準備金率將小幅下調，並將實施緩解地方政府壓力的計劃<sup>12</sup>。

**中國的外國直接投資首次跌入負值區間**



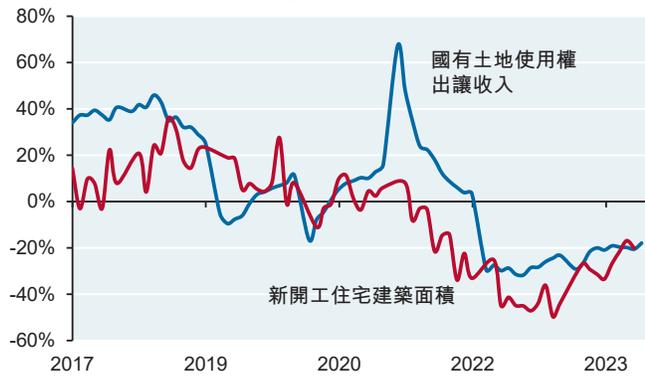
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年第三季度

**中國實體經濟活動依然疲軟**



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

**中國房地產拖累：國有土地出讓金和新開工住宅建築面積表現疲軟，同比增長百分比**



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

**中國消費者信心**



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年10月

**中美住房比較**

	中國 (峰值)	美國		中國 (峰值)	美國
住房存量相對於個人消費支出的價值	6.0倍	2.2倍	2023年年中房價與收入比率*	~40倍	~10倍
直接房地產相關活動佔GDP的比重	18%	6%	房屋擁有率	90%	66%

資料來源：Empirical Research、CEIC、NIH、Numbeo、聯儲局、Rogoff & Yang，2022年。\*中國：上海、深圳、北京、廣州。美國：紐約、三藩市

中國人均住房面積為430平方英尺，是歐洲或日本水平的兩倍(D. Gros／項目辛迪加)

<sup>12</sup>「大中華區2024年展望：常態的負擔」，摩根大通亞太經濟研究部

## 肥胖的多米諾骨牌效應：減肥藥對股市的影響

GLP-1藥物<sup>13</sup>在治療糖尿病和肥胖方面療效卓著，初步數據表明它們也可能有助於治療與肥胖相關的併發症，甚至是成癮行為／疾病(如酗酒)。股市已在定價上反映人類行為後續會出現的重大變化，胰島素製造商以及酒精／含糖飲料和休閒食品製造商的股價受到負面影響。

目前正在研發中的針對糖尿病和肥胖症市場的減肥藥物種類超過100種。醫藥研究人員預計，GLP藥物的全球銷售額將於2030年超過1,000億美元，即便該類藥物在適用人群的肥胖症市場中普及率仍處個位數。羅氏(Roche)搶在Carmot計劃的IPO之前，於12月份斥資27億美元收購了Carmot及其口服和1期和2期GLP注射藥物，充分說明大型製藥公司對這一領域的關注度和熱情。我們的生命科學私募資本團隊認為，這一機會的規模可能將迫使輝瑞、百時美施貴寶、默克、阿斯利康、葛蘭素史克、賽諾菲、武田以及眾多歐洲和日本製藥公司通過風險投資支持的企業收購方式進入該市場。

然而，關於減肥效果在治療結束後的持久性、目前GLP治療的高昂費用將由誰支付以及併發症是否顯著減少仍然存疑。本節中，我們將解答對投資者最重要的7個GLP問題。

- 誰來支付治療費用？ .....31
- GLP藥物的減肥效果如何？副作用是什麼？ .....32
- GLP藥物能否減少併發症？ .....33
- GLP如何發揮作用，以及哪些重要試驗可能會擴大市場規模？ .....34
- GLP藥物是否可以用於治療成癮問題？ .....35
- 注射劑與口服藥劑在GLP市場中的份額分別是多少？ .....36
- GLP藥物會對消費者行為和股市產生怎樣的影響？ .....37

美國平均每月GLP-1處方總數



資料來源：TD Cowen、摩根大通股票研究部，2023年12月。預測從2023年開始。



<sup>13</sup> GLP指胰高血糖素樣肽。就本節而言，GLP還指用於治療糖尿病、減肥和相關病症的類似酶。T2D指II型糖尿病。

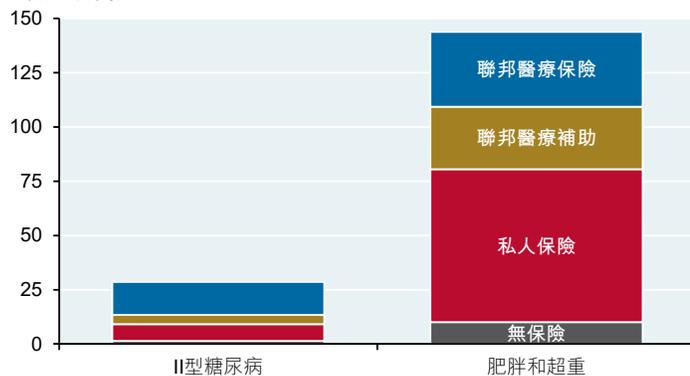
## 誰來支付治療費用？

GLP的使用可能取決於保險覆蓋範圍的擴大。需要考慮三個保險類別：

- **私人保險** 保險福利顧問估計，30%-40%的僱主已制定計劃將肥胖治療藥物Wegovy納入保險覆蓋範圍，並預計未來幾年內這一數字將上升至60%-80%<sup>14</sup>。然而，隨着保險覆蓋範圍的擴大，授權障礙可能會有所增加；換言之，員工必須先嘗試價格更低的治療方法。此外，他們的保險覆蓋範圍可能取決於他們減輕了多少體重，且保險覆蓋範圍具有時間限制(儘管事實上，GLP的益處在治療結束後就會消失)。大約60%的美國僱主採取自籌資金保險計劃，因此GLP製造商可能會選擇與剩餘40%向醫療保險公司投保的僱主進行接觸。至於醫療保險公司，除非獲得更高的保費，否則他們不太可能覆蓋GLP藥物
- **法律禁止聯邦醫療保險(Medicare)覆蓋肥胖治療藥物**。雖然《治療和減少肥胖法案》要求聯邦醫療保險的藥物部分(Part D)覆蓋減肥藥，但該法案(在過去的6屆國會中提出過)的通過似乎沒有太大動力。國會預算辦公室正在等待更多研究，然後才能得出保險覆蓋GLP藥物能為聯邦政府帶來淨節省的結論；迄今為止，國會預算辦公室將保險覆蓋GLP藥物視為一項淨支出<sup>15</sup>。目前尚不清楚第33頁中所討論的心血管疾病的適度減少是否足以令其改變這一觀點。另一個障礙：按照司美格魯肽(Wegovy)目前的價格，如果所有診斷為肥胖的聯邦醫療保險投保患者都接受該藥物治療，聯邦醫療保險費用每年將增加約1,350億美元，佔目前聯邦醫療保險處方藥D部分支出的94%<sup>16</sup>
- **聯邦醫療補助** 計劃可以根據各州情況選擇將減肥藥納入保險覆蓋範圍，但價格可能必須大幅下降，各州才會選擇將其納入保險覆蓋範圍。在部分州批准聯邦醫療補助覆蓋丙肝藥物之前，丙肝藥物價格下降了約70%

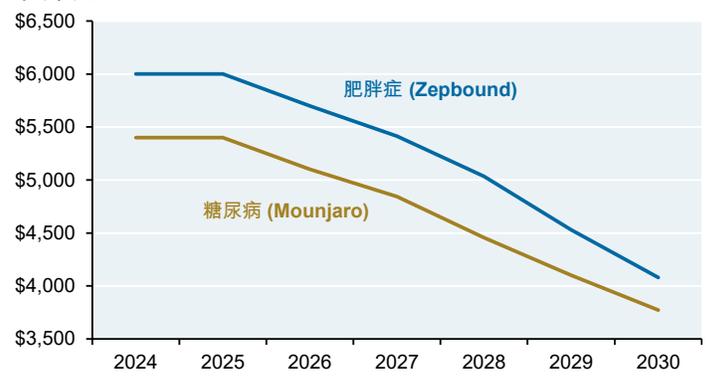
**Mounjaro和Zepbound等GLP類藥物的費用是多少？**製藥公司給出的標價約為每月1,000美元。然而，他們與保險公司付款人協商折扣，使每月淨成本減少至接近500美元。如下圖(右側)所示，摩根大通股票研究部預計到2030年，這些藥物的價格將下降三分之一。雖然幾乎沒有競爭的創新藥物的價格通常會持平或上漲，但一些分析師認為，在這種情況下，降價可能會大幅提升市場規模。

按保險覆蓋類型劃分的GLP類藥物潛在用戶群  
人數，百萬人



資料來源：TD Cowen，2023年11月15日

預計GLP定價(按年份劃分)  
每年費用



資料來源：摩根大通股票研究部，2023年9月

<sup>14</sup> [審視GLP-1類藥物的更廣泛影響]，摩根大通全球股票研究部，2023年10月24日

<sup>15</sup> [呼籲在肥胖症領域開展新研究]，國會預算辦公室，2023年10月5日

<sup>16</sup> [聯邦醫療保險D部分抗肥胖藥物的保險覆蓋]，新英格蘭醫學雜誌，2023年3月16日

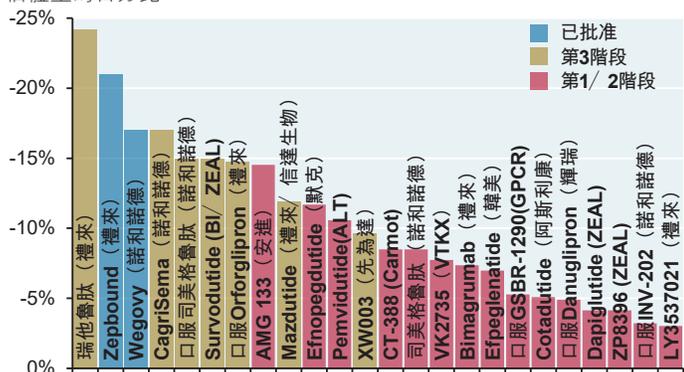
## GLP藥物的減肥效果如何？副作用是什麼？

根據第一個圖表，臨床試驗中觀察到的體重減輕因藥物和劑量方案而異。其他研究指出，體重減輕的程度與治療時間有關：20周時，平均體重減輕約10%，40周時約為15%；此後，體重減輕幅度趨於平緩。這些減肥結果低於減肥手術的25%-30%。

然而，當Wegovy和Zepbound治療結束後，體重出現幾乎恢復原狀。同樣，其他心臟相關的代謝改善在治療結束後也回歸到基線水平，例如血壓、低密度脂蛋白水平和血紅蛋白讀數<sup>17</sup>。每位參與者都獲得了Wegovy和生活方式干預指導(每四個星期進行一次飲食和運動諮詢)；第68周時，停止所有形式的治療。

臨床試驗中觀察到的體重減輕情況

佔體重的百分比



資料來源：TD Cowen，2023年11月15日

治療期間和治療後體重變化

百分比



資料來源：DOM藥理學和治療學雜誌，2022年4月

雖然GLP治療通常具有良好的耐受性，但它們確實會產生副作用，監測這一點非常重要

- 兩種最常見的副作用：惡心(II/III期試驗中參與者發生率為20%-45%)和嘔吐(參與者發生率為10%-30%<sup>18</sup>)。試驗中的其他副作用包括頭痛、腹痛、便秘、腹瀉和消化不良
- GLP類藥物還與罕見不良事件相關，包括胰腺炎<sup>19</sup>
- 知名品牌的司美格魯肽藥物以預裝筆形式出售，並配有防止過量服用的安全措施。然而，藥店也出售自有的未經FDA測試的濃縮式GLP化合物，需要患者自行填充注射器。使用這些化合物的人在服用過量後(惡心、嘔吐、頭痛等)，增加了對毒物控制中心的呼叫<sup>20</sup>
- 有些服用GLP類藥物的人還會有肌肉流失和骨密度降低等症狀。需要進行更多研究來制定撤藥和停藥策略，以避免這些影響<sup>21</sup>
- 由於GLP類藥物減輕多巴胺獎勵效應以及可能導致一種稱為「快感缺失」並與抑鬱症有關的病症<sup>22</sup>。某些GLP變異中報告了此類不良反應，但在III期司美格魯肽肥胖試驗中，治療組和安慰劑組之間的精神影響沒有差異<sup>23</sup>

<sup>17</sup>「停用司美格魯肽後體重恢復和心臟代謝影響」，《糖尿病、肥胖和代謝藥理學和治療學》雜誌，Wilding等人，2022年4月

<sup>18</sup>「下一波抗肥胖資產」，高盛股票研究部，2023年9月26日

<sup>19</sup>「與胰高血糖素樣肽1受體激動劑減肥相關的胃腸道不良事件風險」，不列顛哥倫比亞大學醫學院，2023年10月

<sup>20</sup>美國有線電視新聞網(CNN)，2023年12月14日

<sup>21</sup>「GLP-1藥物減少主要心血管事件的大試驗」，Eric Topol (Scripps Research)，2023年11月

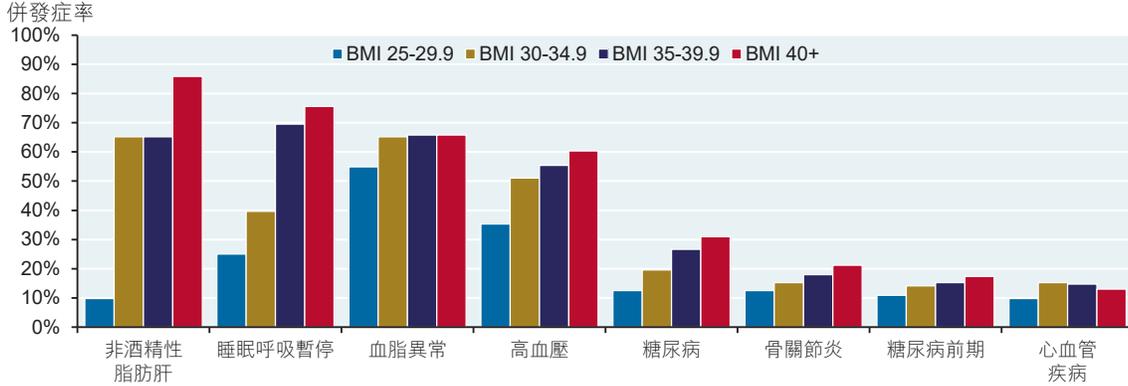
<sup>22</sup>「熱門減肥藥物被測試作為成癮治療方法」，《科學》，Leslie，2023年8月

<sup>23</sup>「病例報告：司美格魯肽相關抑鬱症」，精神學前沿(NIH)，Li等人，2023年8月

## GLP藥物能否減少併發症？

如果私人和政府的保險覆蓋範圍確實擴大，可能是因為GLP類藥物還可以降低與肥胖相關的疾病和病症的嚴重程度。大約80%的肥胖者至少患有以下一種併發症。該圖表說明了這些併發症的發生率如何隨着肥胖而增加，後者通過BMI(身體質量指數)來衡量。

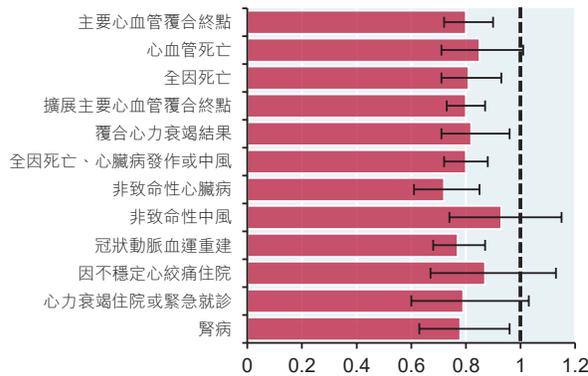
按BMI估計的肥胖相關併發症發生率



資料來源：TD Cowen，2023年11月15日

諾和諾德的SELECT試驗評估了服用Wegovy的患者的血管結果。該試驗確實顯示，與安慰劑組相比，主要不良心臟事件(MACE)減少了約20%。然而，MACE發生率的絕對降低幅度很低，僅為1.5% (安慰劑組為8.0%，Wegovy為6.5%)，並且經過三年的GLP治療才獲得絕對益處<sup>24</sup>。換而言之，關於MACE減少好處作為昂貴藥物保險覆蓋範圍的基礎，還有一些重要的政策問題需要解決。也就是說，該試驗確實證明糖尿病進展率降低了約70%，這是積極的發現。諾和諾德正在與FDA合作，以確定批准其GLP的「糖尿病預防」潛在基礎；障礙在於FDA要求即使在患者停止服藥後也能獲得持久的效果。

主要不良心血管事件：司美格魯肽與安慰劑  
風險比(1=安慰劑)，誤差線顯示95%置信區間



資料來源：Eric Topol、斯克裡普斯研究中心，2023年11月

主要心血管覆合終點  
累積發生率百分比



資料來源：Eric Topol、斯克裡普斯研究中心，2023年11月

### 了解第一個圖表

紅色條顯示相對於安慰劑(得分為1)的每種不良結果的發生情況。這些線顯示平均結果周圍95%的置信區間。例如，與安慰劑組相比，非致命性心臟病發作的風險降低了28%，95%的置信度認為該值在15%至39%之間。

<sup>24</sup>「GLP-1藥物減少主要心血管事件的大試驗」，Eric Topol，Scripps Research，2023年11月。

## GLP如何發揮作用，以及哪些重要試驗可能會擴大市場規模？

如前文所述，如果醫療保險的採用取決於明確涵蓋肥胖藥物的立法，那麼前路還很漫長。然而，對GLP採用率的預測遠高於之前分析師認為的水平，如果正在進行的試驗取得成功，某些GLP藥物可能會被貼上聯邦醫療補助已經承保的心血管藥物和／或其他治療的品牌。

除了T2D和肥胖之外，目前正在進行的20多項研究會擴大GLP藥物可明確指定治療的疾病範圍：

正在進行的試驗	Orfoglipron	Survodutide	CagriSema	替西帕肽	瑞他魯肽	司美格魯肽
心血管疾病						
阻塞性睡眠呼吸暫停						
慢性腎病						
晚期肝病						
膝骨關節炎						
阿爾茨海默病						口服
周圍動脈疾病						
心力衰竭 (HFpEF)						
生產商	禮來	Boehringer	諾和諾德	禮來	禮來	諾和諾德

資料來源：高盛集團、摩根資產管理。我們將品牌名稱大寫，並將分子化合物顯示為小寫。Boehringer是指Boehringer Ingelheim與Zealand Pharma之間的合作夥伴關係

**GLP似乎通過大腦通路發揮作用。**來自多倫多大學丹尼爾·德魯克(Daniel Drucker)最近發佈了一項重要的GLP研究。德魯克發現GLP通過大腦通路發揮作用，減少炎症<sup>26</sup>。如果是這樣，這極有可能意味着GLP有望用於治療涉及炎症的疾病，例如阿爾茨海默病和帕金森病。德魯克指出，上一頁顯示減少MACE的好處甚至在患者開始減肥之前就出現，這表明減肥並不是降低風險的唯一因素。

總體來看，GLP類藥物對身體器官產生積極影響的方式有：

- 胃：減少胃排空和胃腸蠕動(食物從口腔到腸道的運動)
- 肝臟：減少糖異生和脂肪變性(減少肝臟脂肪、減少非酒精性脂肪肝)
- 大腦：減少食物攝入刺激和獎勵行為
- 肌肉：增加胰島素敏感性和葡萄糖攝取
- 胰腺：增加胰島素分泌和合成，減少胰高血糖素分泌，增加β細胞存活率
- 資料來源：「抗肥胖藥物發現：進展與挑戰」，《自然評論》，2022年

<sup>25</sup> 「體重管理的期權價值」，高盛股票研究，2023年12月18日

<sup>26</sup> 「Ozempic和Wegovy可以通過針對大腦來減少炎症」，《新科學人》，2023年12月18日

<sup>27</sup> 「抗肥胖藥物發現：進展與挑戰」，《自然評論》，2022年，圖4

## GLP藥物是否可以用於治療成癮問題？

GLP類藥物通過減輕多巴胺活動來影響大腦中所謂的「獎勵通路」。因此，研究人員正在評估GLP類藥物是否可用於治療酗酒和吸煙等強迫性行為。結果非常初步，但這是我們目前所得知的資訊。

成癮研究人員已經發現GLP類藥物能夠改變實驗動物的獎勵通路。服用GLP藥物的啮齒動物和靈長類動物從酒精、可卡因、尼古丁和癩考酮中獲得的多巴胺有所減少：

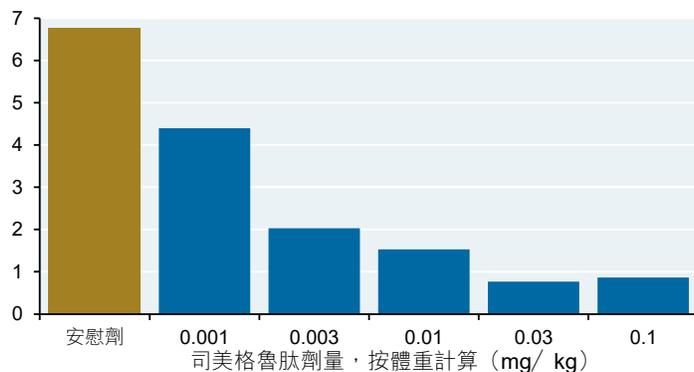
- 除了減少熱量消耗外，司美格魯肽還減少了小鼠的暴飲暴食情況<sup>28</sup>
- GLP治療顯著減少了猴子的酒精消耗量<sup>29</sup>，減少了大鼠的可卡因覓藥行為<sup>30</sup>，並減少了大鼠的癩考酮覓藥行為<sup>27</sup>。這些需要進行大量的實驗來獲得結果

目前正在進行研究來測試GLP類藥物對人類的抗成癮作用，但在得出任何結論之前仍需要做更多的工作：

- 在一項針對127名酒精使用障礙(AUD)患者的研究中，服用GLP類藥物且肥胖的患者亞組的大量飲酒天數和總酒精攝入量顯著減少。此外，當看到酒精圖片時，接受治療的患者大腦獎勵中心的激活明顯減少。然而，GLP治療並沒有減少其他超重程度較低人群的飲酒情況<sup>32</sup>
- 德克薩斯大學研究人員發現，佩戴尼古丁貼片並注射GLP類藥物的患者中有46%成功戒煙，而僅依賴尼古丁貼片的患者中有27%成功戒煙<sup>29</sup>

接受GLP類藥物的大鼠甜酒精消耗量

每公斤體重的酒精克數



資料來源：《臨床研究雜誌》，Chuong等人，2023年5月



<sup>28</sup>「司美格魯肽減少飲酒並調節中樞GABA神經傳遞」，《臨床研究雜誌》，Chuong等人，2023年5月

<sup>29</sup>「猴子每天喝4小時酒精，持續10天(!!!)，然後分配到GLP組或安慰劑組。經過2-5周的負荷期後，測量並比較了GLP組和安慰劑組猴子的消耗水平。「胰高血糖素樣肽1類似物對喜歡飲酒的長尾猴酒精攝入量的影響」，哥本哈根大學，Fink-Jensen等人，2018年10月

<sup>30</sup>「腹側被蓋區胰高血糖素樣肽1受體激活可減弱大鼠對可卡因的覓藥行為」，《神經心理藥理學》，Hernandez等人，2018年2月

<sup>31</sup>「每天讓大鼠壓桿注射癩考酮3小時。然後通過增加接受GLP類藥物的大鼠和未接受GLP類藥物的大鼠自我給藥的難度，來測試他們自我施用癩考酮的動機。「GLP-1受體的激活會減弱癩考酮的服用和尋找，而不影響癩考酮在大鼠中的抗傷害作用」，《神經心理藥理學》，Zhang等人，2020年2月。

<sup>32</sup>「一項隨機、安慰劑對照臨床試驗研究了每周一次艾塞那肽用於治療酒精使用障礙」，《臨床研究雜誌》，Fink-Jensen等人，2022年10月

<sup>33</sup>「艾塞那肽輔助尼古丁貼片促進戒煙並可能減少戒煙後體重增加：一個試點隨機對照試驗」，《尼古丁與煙草研究》，Yamine等人，2021年10月

## 注射劑與口服藥劑在GLP市場中的份額分別是多少？

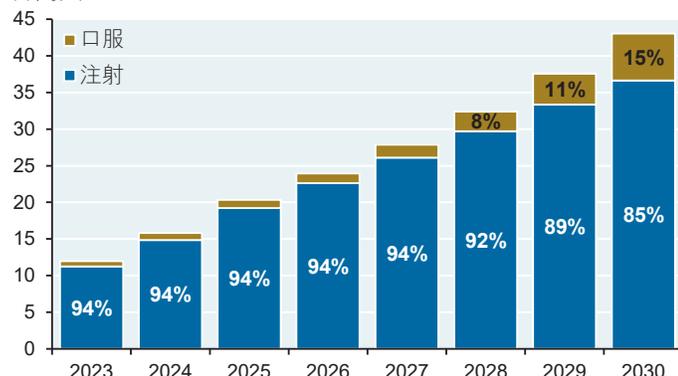
下一代GLP類藥物的口服製劑可能會在未來幾年上市並擴大市場，因為許多患者更喜歡藥丸而不是注射劑，而且藥丸通常更容易製造、儲存和運輸。但口服GLP類藥物每劑需要更多的司美格魯肽活性成份，因此可能會導致更多副作用：

- Rybelsus是諾和諾德糖尿病GLP治療藥物的藥丸版本，在減肥方面的表現不及注射劑(服用一年後減重為5%，而注射劑為15%<sup>34</sup>)，試驗中因副作用導致的停藥率為10%
- 在一項III期肥胖症試驗中，口服司美格魯肽的減肥效果與注射版本相似，第68周時體重減輕了17%。然而，口服版本需要限制食物攝入，且並其功效變化較大
- 禮來公司的Orforglipron在一項II期肥胖試驗中，到第35周時體重減輕了9%-15%，並且沒有食物攝入限制，但惡心和嘔吐仍是常見的副作用，導致停藥率範圍為10%-21%(取決於劑量)
- 輝瑞進行了口服GLP類藥物試驗(Danuglipron和Lotiglipron)，但由於前者停藥率高和後者肝功能測試異常而終止

Cowen預計，到2030年，治療糖尿病和肥胖症的GLP市場中只有15%是口服形式。摩根大通股票研究部以及摩根大通訪問的多位醫生預計，口服GLP類藥物會出現更大的轉變。我們認為一旦我們掌握了下一代口服GLP藥物的更多數據，便能獲得確定答案。

預測口服治療與注射治療的流行率、肥胖症和T2D

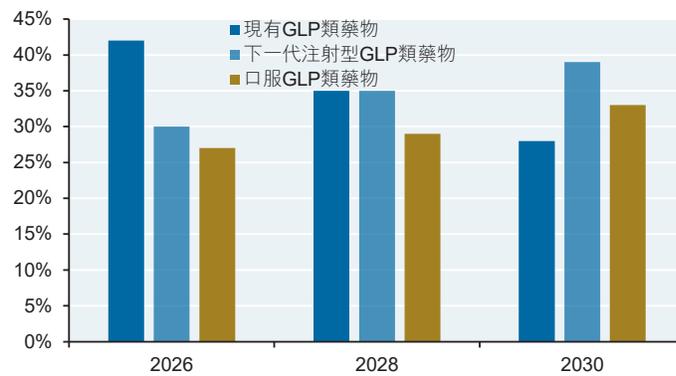
百萬人



資料來源：TD Cowen，2023年11月15日

T2D治療類型的醫生調查

GLP使用百分比



資料來源：摩根大通股票研究部於2023年2月進行的調查

<sup>34</sup>「超重或肥胖成人每周使用一次司美格魯肽」，NEJM，Wilding等，2021年3月

## GLP藥物會對消費者行為和股市產生怎樣的影響？

讓我們先來粗略估算一下，當人們服用GLP類藥物時，消費者的行為會發生怎樣的變化。摩根大通股票研究部分分析師在2023年10月的報告中對此作出估計<sup>35</sup>。由於樣本量只有約500人，因此有很多注意事項，但我喜歡這種做法：數據科學家收集了家庭的實際支出收據並掃描了結果。研究涵蓋了家庭是否服用GLP藥物。無論每個家庭是否消費這些物品，都會顯示每個服用GLP類藥物家庭的消費變化；因此，對於的確消費這些物品的GLP藥物服用家庭來說，單位消費下降幅度更大。

按家庭劃分的預計單位消費同比變化

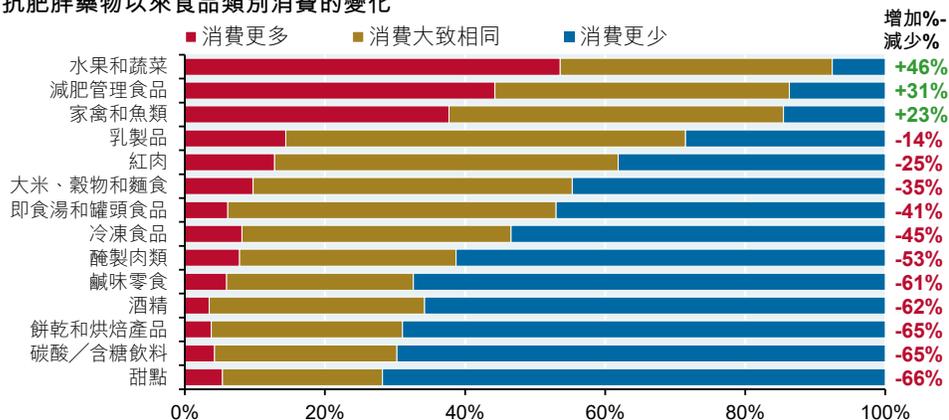
類別	GLP使用者	美國整體	偏差度
肉類零食	-27%	-2%	-26%
種子、堅果、混合乾果零食	-31%	-5%	-25%
爆米花	-27%	-4%	-24%
餅乾	-23%	1%	-23%
薯片	-19%	-1%	-18%
包裝便攜式甜食	-11%	3%	-15%
烘焙和烹飪	-8%	5%	-13%
包裝餅乾	-11%	1%	-12%
軟飲料	-15%	-4%	-11%
罐頭	-11%	0%	-11%
面食和面條	-3%	7%	-11%
熟食店和預製食品	-12%	-2%	-10%
店內麵包店	-8%	2%	-10%

資料來源：摩根大通全球股票研究部、Numerator、摩根資產管理，2023年9月17日



調查的精確度有待提升，因為它們依賴於家庭對消費行為的回憶。無論如何，以下是2023年夏季對311名BMI>27的GLP患者進行的一項調查結果<sup>32</sup>。這些患者已服用GLP類藥物超過兩周。請注意，該調查並未衡量單位消費的下降；它只是簡單地測量總體單位消費是更高、更低還是持平。從方向上看，這兩個結果是相似的：不健康的食品和飲料消費減少。

自開始使用抗肥胖藥物以來食品類別消費的變化



資料來源：摩根士丹利AlphaWise調查，2023年8月

<sup>35</sup>「審視GLP-1類藥物的更廣泛影響」，摩根大通全球股票研究部，2023年10月24日

<sup>36</sup>「主題阿爾法：肥胖」，摩根士丹利股票研究部，2023年10月19日

2023年夏，隨著諾和諾德公佈Wegovy的肥胖症試驗結果，股市開始對GLP普及率提高帶來的贏家和輸家進行定價。下圖顯示了行業示例，GLP製造商大幅上漲，而胰島素製造商以及酒精飲料和休閒食品分銷商(Dollar Tree、Dollar General、BJ's Wholesale)則下跌。2023年，GLP回報率幾乎與FAANGM和人工智能回報率一樣高(人工智能回報率基於包含36隻股票的說明性人工智能ETF)。

值得關注的是，快餐和胰島素行業在下半年的復甦情況。這可能是股市上漲的簡單反映，也可能反映出投資者對GLP採用速度以及其對其他醫療狀況的影響更加謹慎。研究領域對於這些採用率存在很大差異。例如，TD Cowen估計，美國GLP在糖尿病和肥胖症方面的普及率於2030年將分別達到33%和3%，普及率定義為潛在服用該藥物的患者比例。摩根大通研究分析師認同糖尿病的普及率(到2030年將達到35%)，但預計肥胖症的普及率數據則是比TD Cowen估計值更高的15%。

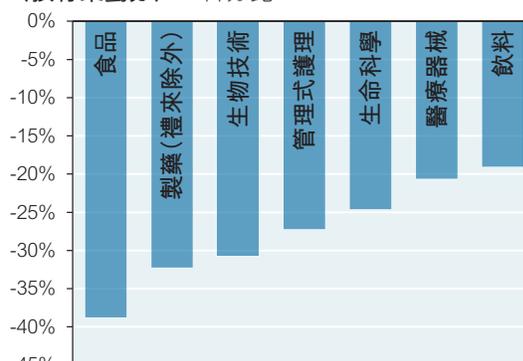
TD Cowen對肥胖症的預測普及率數據較低，這也就是為什麼他們認為GLP類藥物不會對相關醫療行業產生負面影響。例如，我們以影響肥胖人群的心血管事件為例。經歷過此類事件的肥胖患者比例為13%。根據Cowen預測的肥胖普及率為3%，到2030年，這一數字只會達到40萬人。即使GLP類藥物能夠完美治愈心血管疾病，也只是令有心血管疾病的總人數減少0.5%。以下表格中其他病症也呈現同樣的相對幅度，這表明相關病症藥物和治療方法的股價目前出現大跌可能為時尚早。

GLP-1對股票板塊和行業影響



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

大盤股與標普500指數的年度相對回報率比較 (按行業劃分)，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月26日

到2030年，由於肥胖患者服用GLP類藥物，預計池數量將減少

併發症	肥胖的平均併發症率	服用GLP類藥物肥胖患者的併發症發生率降低(百萬)	由於肥胖患者服用GLP類藥物而導致總池規模減少(%)
非酒精性脂肪肝	72%	2.1	1.0%
阻塞性睡眠呼吸暫停	62%	1.8	1.1%
慢性腎病	20%	0.6	0.5%
骨關節炎	18%	0.5	0.4%
T2D/ 糖尿病前期	15%	0.4	0.4%
心血管疾病	14%	0.4	0.5%

資料來源：TD Cowen，2023年11月15日

## 2024年的十大意外榜單，謹此紀念拜倫·維恩(Byron Wien)

市場策略師拜倫·維恩於去年辭世，終年90歲。30多年來，無論是在摩根士丹利還是在黑石，拜倫都會列出來年的十大意外清單。我從未讀過任何對拜倫的預測打分的文章，因為這不是重點。他的預測有如一種逆向思維的練習，鍛煉思考在一個市場共識佔主導的行業中可能會發生什麼。這一次，我會列出我的2024十大可能意外榜單，謹以此向拜倫致敬。

**[1] 美元保持穩定。**儘管有關美國制裁會令美元武器化的擔憂持續不斷，但2024年結束時，美元貿易加權指數較年初變動不超過正負7%。此外，美元將保持其在全球貿易結算中約50%的份額。

聯儲局貿易加權名義廣義美元指數

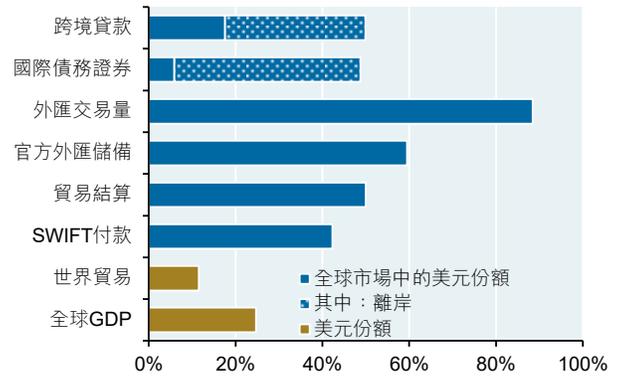
指數 (100=1980年1月)



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月22日

美元的國際地位

百分比



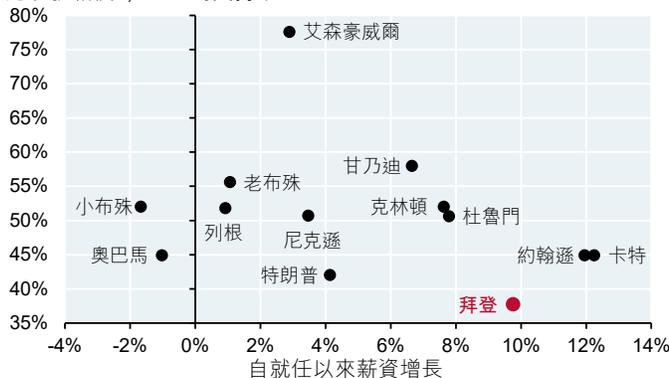
資料來源：國際清算銀行季度回顧，2022年12月5日。

**[2] 美國司法部／聯邦貿易委員會贏得一次大型反壟斷案件。**自微軟反壟斷案<sup>37</sup>之後，經過20多年的平靜期，司法部和／或聯邦貿易委員會贏得目前正在進行針對谷歌、亞馬遜、Meta和T-Mobile的大型反壟斷案之一(詳見第9-12頁)。

**[3] 拜登總統以健康為由，在「超級星期二」和11月份大選之間的某個時間退出競選。**拜登將「火炬」傳遞給民主黨全國委員會指定的替代候選人。對於一位自就職以來創造了約10%就業機會的總統來說，拜登的支持率較低，儘管這一數字是因他的就任恰逢新冠疫苗推出和美國經濟重新開放的副產品。請參閱我們的11月份放眼市場，了解初選期間或大選前後候選人更換流程的詳細資訊。

總統受歡迎程度和創造就業機會

總統就職後1,051天的支持率80%



資料來源：538、彭博、摩根資產管理，2023年12月6日

非農就業人數

就業人數，百萬



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月

<sup>37</sup> 華盛頓地方法院於2001年裁定微軟的行為構成《謝爾曼法》第2條規定的非法壟斷，但美國上訴法院部分推翻了該判決。美國司法部和微軟最終達成和解，微軟同意調整一些商業行為

**[4] 無人駕駛汽車即將迎來強烈抵制。**在少數幾個在實境條件下測試全部5級自動駕駛汽車的地區(三藩市、奧斯汀)發生了一系列狀況，阻礙了前往醫院的救護車、妨礙了其他緊急救援人員、引發了事故、加劇了堵塞並搶佔人行道，其中一個事件導致Cruise行政總裁辭職。據報道，Waymo此後增加一項技術，令消防員能在車輛停止移動時控制車輛。

LiDAR (自動駕駛汽車技術)類股票已從峰值下跌85%，而且我認為不會很快出現反彈。我認為自動駕駛汽車有可能將迎來居民的強烈抵制，人們認為自動駕駛汽車就像四處橫行的城市滑板車<sup>38</sup>一樣令人討厭，對某些人來說是方便了，但對另一些人來說卻意味着危險和不便。

特斯拉甚至在2級自動駕駛(該級別系統在駕駛過程中需要駕駛員的監督)上都遇到了問題。美國國家公路交通安全管理局調查了一系列涉及特斯拉自動駕駛儀的事故，發現其確保駕駛員合規的方法存在缺陷，可能導致「可預見的誤用」。去年12月，特斯拉召回200萬輛汽車，更新軟件以要求提升駕駛員合規水平。

**LiDAR類股票**

指數 (100=2019年12月)



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月27日

**[5] 大型銀團貸款(BSL)損失將首次超過私募信貸損失。**根據歷史經驗，它們各自的損失率並沒有太大差異。但經過十年相對寬鬆的貸款承銷，包括維護契約、EBITDA返還、到期啟動條款、知識產權轉讓限制以及其他條款和條件，這種情況將會改變。換言之，與私募信貸相比，貸款市場的承銷問題更加突出。請參閱我們於12月5日發佈的放眼市場另類資產投資回顧了解更多詳情。

**BSL和私募信貸的損失率估計**

過去12個月的損失率



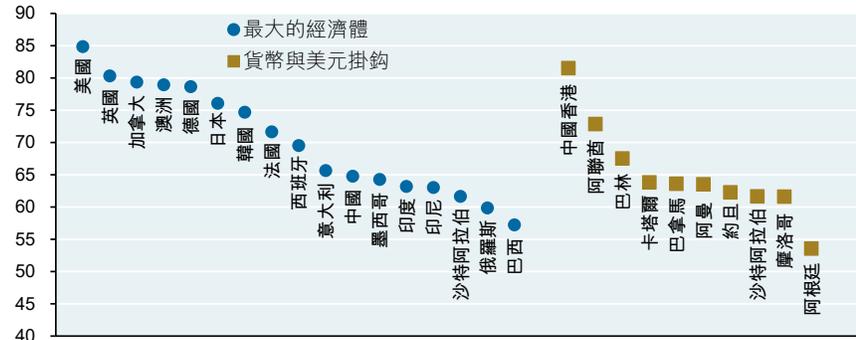
資料來源：Cliffwater、穆迪、高盛全球投資研究部，2023年第二季度

<sup>38</sup> 滑板車公司Bird通過SPAC上市，估值為23億美元。Bird當前市值：700萬美元

**[6] 阿根廷美元化如果實施，則必然失敗。**每當卡托研究所、美國企業研究所和《城市日報》達成一致時（比如在支持阿根廷實施貨幣美元化的積極前景上），我就會感到懷疑。阿根廷總統米萊(Milei)需要三分之二的多數票才能通過美元可兌換性所需的憲法改革。此外，阿根廷需要大量外匯儲備和更高的儲蓄率才能嘗試這一舉措。但即使他們能夠實現這些最初的目標，美元化實施後也會失敗。

可兌換其他貨幣通常僅在具有以下某種組合的地方才可行：(1)高水平的生產力、靈活性和商業活力，讓經濟能夠吸收國內外衝擊；(2)「白衣騎士」貸款機構，例如歐洲央行和歐盟委員會；和/或(3)大量與大宗商品相關的外匯儲備，以在需要時捍衛貨幣掛鈎機制。阿根廷並不具備這些特徵，並且雖然米萊正在努力(見下圖)，我懷疑這是否能夠實現。美元化將在相當短的時間內轉向去美元化。

制度、勞動力市場靈活性、商業自由和商業活力  
分數，0-100（100=最高）



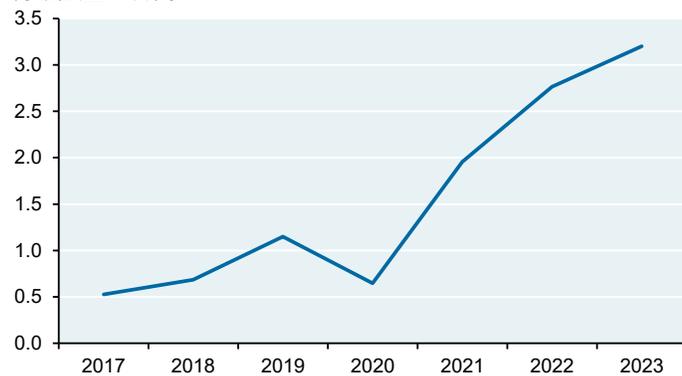
資料來源：世界經濟論壇、世界銀行、弗雷澤研究所、華爾街日報、摩根資產管理，2023年

**到目前為止，米萊的建議／里程碑**

- 航空、能源、鐵路、媒體、供水和下水道私有化。
- 削減200億美元的公共開支。
- 放開能源價格、食品價格、勞動力市場和醫療保健價格。
- 取消18個部委中的9個。
- 結束對貧困地區工業發展的激勵措施。
- 解僱5000名政府僱員。
- 不限制購買外國土地。
- 將合同付款的加密合法化

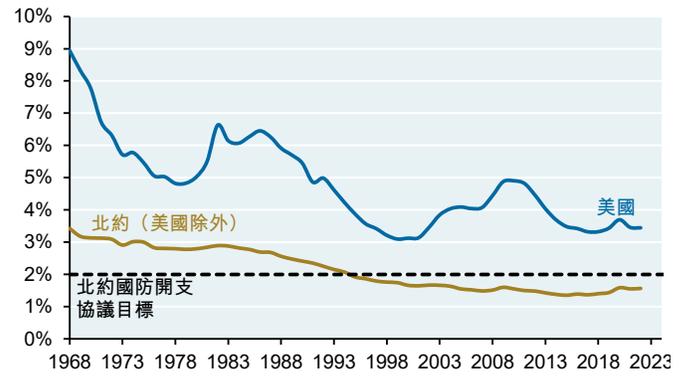
**[7] 俄烏衝突仍在繼續，2024年仍無法實現停火。**儘管據報道俄羅斯損失了87%的戰前現役部隊(315,000人員傷亡)和三分之二的坦克<sup>39</sup>，但並未停火，戰爭又拖了一年。因為正值選舉年，跨境過境人數激增，民主黨同意共和黨在美國邊境安全方面提供更多資金，在此之後，美國對烏克蘭的一些財政支持得以維持。俄羅斯發動戰爭最終迫使歐洲將GDP的2%用於國防，這是歐洲在2006年北約協議中同意但一直沒有遵守的一點。根據我們的計算，自1983年以來，歐洲在國防上的支出不足2.0萬億美元，而是依賴於美國的支出。

美國海關和邊境保護執法行動總數，  
行動數量，百萬



資料來源：美國海關和邊境保護局、摩根資產管理，2023財年  
(2022年10月至2023年9月)

美國與歐洲國防開支比較  
佔GDP的百分比



資料來源：世界銀行、SIPRI、聯儲局、摩根資產管理，2022年

<sup>39</sup>《紐約時報》和《華爾街日報》，12月12日，基於向國會提交的美國解密情報報告

<sup>40</sup>《放眼市場》，2023年11月14日；見第5頁

**[8]** 雖然暴風雨籠罩着美國區域性銀行，但它們的股票在**2024年**將表現良好，市淨率將保持穩定或上升。當硅谷銀行倒閉時，美國區域性銀行的估值暫時與歐洲趨同。隨後，聯儲局和聯邦存款保險公司史無前例的救援行動減緩了存款外流。儘管面臨美國國債「資不抵債」、商業地產資產減記、對存款的爭奪以及貸款增長放緩等挑戰，但2024年美國區域性銀行的市淨率仍保持在1.0倍或更高水平，並拉大了與歐洲的差距。

美國區域性銀行和歐洲銀行對比

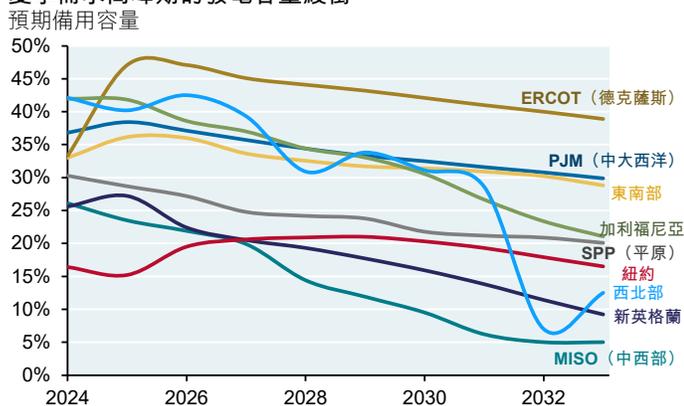


資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月

**地區性銀行救援：在某些方面，前所未見**  
**聯儲局：**銀行首次可以向聯儲局抵押資產，以借入按面值計算的貸款，即使抵押品現值較低（銀行定期融資計劃）。  
**聯邦存款保險公司：**儘管硅谷銀行是風險投資存錢罐，儲戶還是得到救助。硅谷銀行儲戶隨着IPO日歷經歷跌宕起伏；它只有3%的存款得到了全額保險；它提供風險貸款，以換取存款的排他性；它的平均賬戶餘額>100萬美元；它的平均未保險賬戶餘額>400萬美元；它的前十大儲戶有130億美元的未保險存款，儘管從過往的聯邦存款保險公司決議所見，沒有保險的儲戶往往也需承受損失，但這次的上述存款都得到了救助

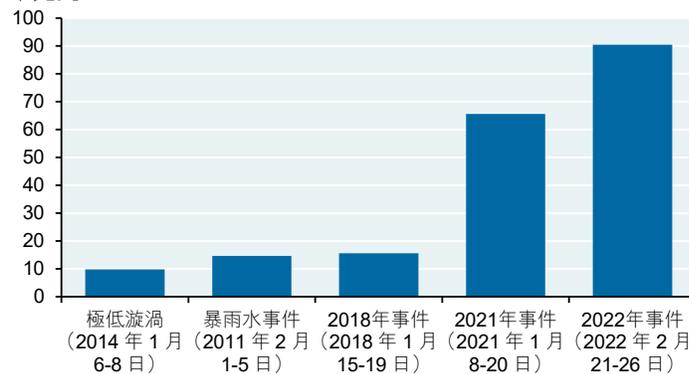
**[9]** 由於可調度發電(核能、煤炭、天然氣)的退役以及在管道、天然氣儲存和越冬方面的投資不足，美國主要城市將面臨停電和/或天然氣停運(情況更加糟糕)。北美電力可靠性協會剛剛發佈了2023年的風險評估。NERC強調即使在正常的高峰條件下，停電的風險也最大的地區：從明尼蘇達州一直延伸到路易斯安那州的中西部米索。提到了紐約、新英格蘭和整個美國西部在更極端天氣條件下的停電風險。NERC指出，由於電氣化、新能源(風能和太陽能)的間歇性越來越強、到2033年有80-110千兆瓦的核能和化石燃料發電將退役(這是目前裝機容量的7%左右)，峰值負荷正以「令人震驚的速度」上升。備用容量顯示了每個地區對夏季需求激增的緩衝；左邊的圖表概述了NERC對未來備用容量的評估。還請注意，在寒冷的天氣風暴期間，計劃外的停電一直在增加。

夏季需求高峰期的發電容量緩衝



資料來源：「2023年長期可靠性評估」，NERC，2023年12月

由於天氣寒冷，全國發電量無法達到峰值，千千瓦



資料來源：「冬季風暴埃利奧特(Elliott)報告」，NERC，2023年12月

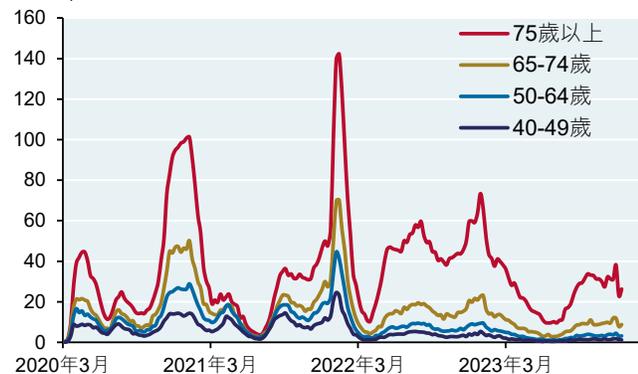
如果你認為停電很糟糕，那麼天然氣停電會更加糟糕。在2022年12月的冬季風暴埃利奧特(Elliott)侵襲期間，寒冷的天氣導致天然氣生產井口、管道和分配故障。較低的48個州的乾氣產量下降了16%，馬塞盧斯頁岩和尤蒂卡頁岩的產量下降了23%-54%。12月25日，為聯合愛迪生提供服務的州際天然氣管道由於產量損失和營運問題而出現壓力下降。聯合愛迪生恢復了備用LNG供氣系統的壓力，直到整個系統的壓力恢復正常，最終勉強避免了天然氣系統的停運。

在天然氣中斷期間，當地的天然氣分銷公司需要**逐個建築**走訪，並關閉燃氣閥，以確保殘餘氣體不會滲入指示燈熄滅的單位。在系統恢復過程中，主分配系統將被淨化；然後，工作人員必須在每個服務點確保供暖和烹飪燃氣管道得到安全淨化並運行，然後才能恢復服務和重新點燃指示燈。任何有安全問題的家庭或建築物都需要在恢復天然氣之前進行修復。即使是13萬名客戶的服務受到中斷也會被認為是一次重大事故，可能需要五到七周(！！)來恢復。大規模停電還可能造成大量的財產損失，因為水在結冰時會膨脹，導致房屋和建築物內的水管破裂。

**[10] 研究人員將完成吸入式新冠疫苗的研究，該疫苗將大幅減少病毒傳播。**今冬的新冠疫情形勢比前三個冬季要溫和得多，特別是對於75歲以下的人來說；住院人數的增加大部分來自75歲以上的人群。還有證據表明單價XBB.1.5強化劑是有效的：荷蘭疾病預防控制中心報告稱，即使是老年人，XBB疫苗在降低住院和入住重症監護室風險方面的有效率也高達70%。但XBB強化劑對於防止病毒傳播並沒有多大作用；它最多可以在第一個月抑制30%-40%的感染風險，之後其防止感染的功效就會下降。

**需要什麼：吸入式疫苗，產生黏膜免疫力，阻斷感染並減少傳播。**目前正在開發幾種吸入和氣管給藥蛋白質，它們已經在非人靈長類動物身上引起了針對新冠病毒的強大免疫和T細胞反應；我猜測其中一種蛋白質將在2024年獲批。

美國新冠肺炎住院人數（按年齡劃分）  
每100,000人的每周比例



資料來源：美國疾病控制與預防中心、摩根資產管理，2023年12月16日

新年快樂。考慮到即將到來的大選，我認為這將是豐富多彩的一年。

岑博智先生(Michael Cembalest)  
摩根資產管理

## 重要資訊

本報告對來自大通通訊用卡及借記卡交易的經挑選資訊採用非常嚴格的安全協議，藉此確保所有資訊保密及安全。所有經挑選資訊經過高度整合，全部獨家可識別資訊(包括姓名、賬戶號碼、地址、出生日期及社保號碼)，在本報告作者收到有關資訊之前已經全部移除。本報告資訊並不代表大通通訊用卡及借記卡持有人整體數量。

本文件表達的觀點、意見及預測，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與摩根大通的其它領域所表達的觀點、意見及預測不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。

本報告所載觀點不擬作為在任何司法管轄權區內買賣任何投資的建議或推薦意見，亦不擬作為摩根大通或其任何附屬公司就參與本報告所述任何交易而作出的承諾。本報告載列的任何預測、數據、意見或投資技巧及策略乃根據若干假設按目前市場狀況而作出，僅供說明用途，如有更改，恕不另行通知。本報告載列的全部資訊於編製當時均被視為準確。本文件並無載列足夠數據以支持任何投資決策，您不應據此依賴作為評估任何證券或產品投資的好處。此外，本報告使用者須自行就有關法律、監管、稅務、信貸及會計影響作出獨立評估，並且必須與其自身的專家顧問一同決定本報告所述任何投資是否相信適合其個人目標需要。進行任何投資決定前，投資者必須確保自己已取得所有可供獲取的相關資訊。投資者務須注意，投資涉及風險，投資價值及所得回報可能取決於市場狀況及稅務協議而波動，投資者不一定可全數取回投資本金。過去表現及收益率並非目前及未來業績表現的可靠指標。

本報告所述非關聯實體僅供說明用途，不應詮釋作為已獲摩根大通公司或其關聯公司認可或保薦。公司名稱僅供說明之用，在任何時間點投資組合未必持有該等公司。本文表達的觀點均為投資組合經理的觀點，可能與其他摩根大通僱員和聯屬公司的觀點不同。列舉例子並非宣傳、招攬或推薦購買該證券。

## 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](mailto: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它領域、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責任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。

### 就摩根資產管理客戶而言：

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。

在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊記錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的隱私政策收集、儲存及處理個人資料(詳情可瀏覽：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>)。

**可訪問性**

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支援以查閱本文件，請致電我們尋求協助(電話：1-800-343-1113)。

本通訊文件由下列實體發行：

在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另類資產管理有限責任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體(視情況而定)發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理(加拿大)有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商(除了育空)，同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理(英國)有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄權區，由摩根資產管理(歐洲)有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄權區內發行：摩根資產管理(亞太)有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金(亞洲)有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理(亞洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理(新加坡)有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited) (公司註冊編號：197601586K)，本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理(日本)有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管(註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm))；在澳洲，由摩根資產(澳洲)有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第2001第761A條及第761G條(《公司法》)賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

**就摩根大通私人銀行客戶而言：****可訪問性**

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫(電話：1-866-265-1727)。

**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Taunusturm 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, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands，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一布魯塞爾分行**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一雅典分行**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資訊，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。

在**澳洲**，**摩根大通銀行(ABN 43 074 112 011/AFS牌照號碼：238367)**須受澳洲證券及投資委員會以及澳洲審慎監管局監管。**摩根大通銀行**於澳洲提供的資料僅供「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)。根據澳洲金融服務牌照規定，在澳洲從事金融服務的金融服務供應商(如**摩根大通證券**)須持有澳洲金融服務牌照，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**金融服務持有澳洲金融服務牌照**，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**，這些法律與澳洲的法律不同。**摩根大通證券**於澳洲提供的資料僅供「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洲任何其他類別人士。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洲投資者而編製。文中：

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

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。

「**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，分派或復制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