



## 五支歌<sup>1</sup>：淺談「美股七雄」、開源大型語言模型、「無黨派組織」(No Labels)運動、末日論者和抄底中國股市

與我們去年 8 月撰寫的《拉斯普京效應》和《2024 年展望》所載一致，美國 1 月份的製造業調查數據較去年 12 月有所改善，更勝於地區調查數據所示的狀況。當中不乏令人鼓舞的跡象：新訂單回升；但也出現令人擔憂的情形：勞動力市場尤為緊張以及「投入物價」通脹回溫。我們將在 3 月初發布《放眼市場》第 14 份年度能源報告，題為《暢想能源新未來》(Electravisión)。

### [1] 「美股七雄」升勢未止

	2023年 第四季度 銷售增長	2023年第 四季度利 潤率變動	2023年第四 季度利潤率 (%)	年初至今 回報	2023年 回報	2021至 2024年回 報	佔標普500指 數數值的比重	佔標普500指 數共識淨收入 的比重	市盈率倍 數	3年遠期每股 盈利增長	長期共識每 股盈利增長
美股七雄	14%	7.5%	23%	7.9%	76%	15%	29%	22%	30倍	15%	20%
標普493指 數	2%	-1.1%	9%	2.6%	14%	5%	71%	78%	18倍	12%*	12%*

資料來源：高盛、摩根資產管理，2024年2月2日。\*標普500指數中位股。

先來看看好消息：「美股七雄」的漲勢是由盈利驅動，而並非依賴於股票估值的擴張。這組股票自 2019 年以來錄得 28% 的回報，其中 21% 歸因於銷售增長，6% 來自利潤率擴張，僅 1% 來自股票估值擴張。這明顯有別於 2000 至 2001 年無利潤的泡沫情況。但同時不乏挑戰，摩根大通的 Marko Kolanovic 和 Dubravko Lakos-Bujas 早前就此撰寫了一篇精彩文章以分析有關情況<sup>2</sup>。以下是一些他們的主要觀察結果：

- 市場集中度達到自 1972 年以來的最高水平。排名前 10 的股票與第 11 至第 50 名股票表現差距甚至超過了 2000 至 2001 年科技泡沫時期
- 如下圖所示，市場集中度的大幅飆升往往與之前的衰退同時發生或提前發生
- 市場高度集中令主動型股票經理舉步維艱；2023 年是有紀錄以來超額回報最低的一年之一，羅素 1000 指數大盤股經理中僅 23% 表現領先（而 2022 年為 66%）

這些動態解釋了我們為何在《2024 年展望》中大篇幅地討論反壟斷問題，因為這可能是大盤股的致命弱點，有機會危及它們持續主導漲勢的地位。雖然特斯拉在產品定價上面臨挑戰，銷量也在下降<sup>3</sup>，但其他企業依然蓬勃發展。

#### 自1970年代初以來最高的股市集中度

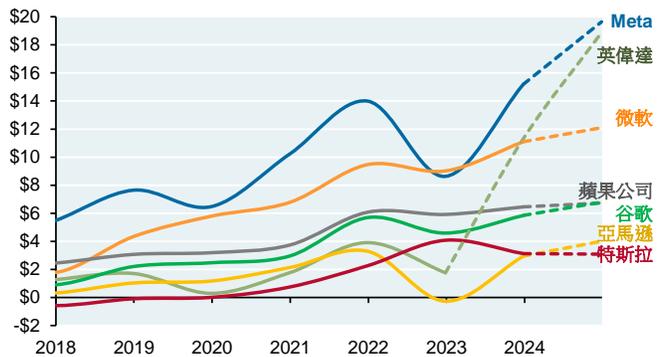
赫芬達爾指數集中度衡量（股票權重平方和）



資料來源：摩根大通股票宏觀研究，2024年1月30日

#### 美股七雄的盈利

年度每股盈利



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理，2024年2月6日。不包括特斯拉稅項估值準備。

<sup>1</sup>五支歌(Five Easy Pieces) (1970 年) 是一部由傑克·尼科爾森主演的電影，他扮演一名石油鑽井工人，也是一名受過正統訓練的古典鋼琴家

<sup>2</sup>《股票集中度創新高及主動型經理的表現》(Record Stock Concentration and Active Manager Performance), Lakos-Bujas 和 Kolanovic, 摩根大通全球市場策略部，2024 年 1 月 30 日

<sup>3</sup> 特斯拉 2023 年第四季度盈利表現是受到一次性非現金「稅項估值準備調整」提振所影響。簡而言之，即虧損公司根據預期能夠用來抵銷未來利潤稅項的虧損來確定遞延稅項資產。但超過該數字的虧損將被列入會計未確認賬，直至公司盈利足以就會計目的確認這些虧損為止。第四季度，特斯拉最終決定確認其 73 億美元會計未確認帳中的 59 億美元，並呈列為非現金收入。



## [2] 開源大型語言模型引發對閉源模型貨幣化策略的質疑

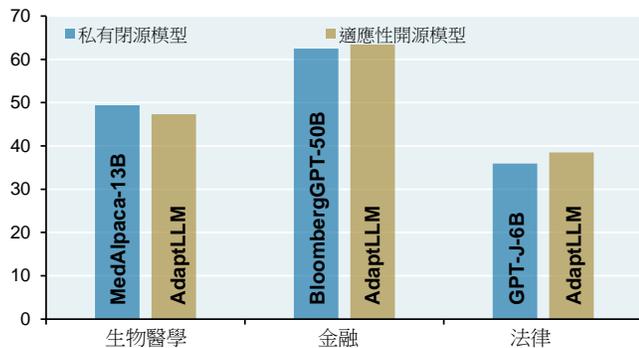
開發和完善免費開源<sup>4</sup>語言模型，是最能挑起人們興趣的人工智能領域之一。從以下開發專門用來回答與生物醫學、金融和法律相關提示的語言模型的三項選擇中我們可略見端倪：

1. 從頭開始構建，在數十億個參數的基礎上進行訓練
2. 採用現有的開源模型，並額外導入領域特定的原始數據
3. 採用現有的開源模型，導入領域特定的原始數據，並在模型消化原始數據時向其提出一系列必須回答的問題以加強理解能力

就第三點而言，舉例說明：微軟的 **AdaptLLM** 模型是使用 **Meta** 的 **LLaMA** 作為基礎開源模型構建而成，成本較低（據報道低於 100 美元）。它在回答金融相關提示上的表現可與彭博的 **GPT** 模型媲美。彭博投入了 100 多萬美元，在 500 億個參數的基礎上訓練自家的 **GPT** 模型，耗時 130 萬個 GPU（圖形處理器）小時。微軟的開源模型在回答生物醫學和法律相關提示方面的表現也與閉源模型相當<sup>5</sup>。我的一位同事使用 **Mistral** 的開源大型語言模型創建了一個模型，得分與谷歌的閉源 **Gemini Pro** 不相上下。

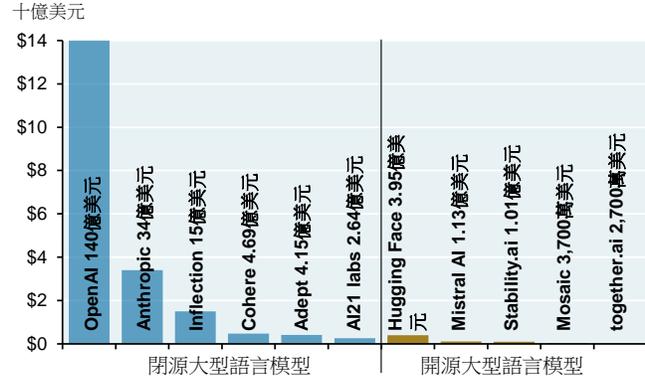
開源模型的主要特點包括：可為運用它們進行文檔檢索、寫作協助或編碼支持的公司提供更大的透明度；版本控制（因為 **Open AI** 可逐步淘汰某些模型）；控制您想使用的服務器和雲端提供商；以及相比採用閉源人工智能的公司，面臨業務問題的風險較低。此外，開源模型不會要求向模型所有者提供私人數據。模型所有者可能會選擇審查或限制初創公司想要處理的特定情況。

大型語言模型在領域特定的多項選擇測試表現



資料來源：《如何通過閱讀理解適應大型語言模型》(Adapting large language models via reading comprehension)，Huang等，微軟，2023年9月

大型語言模型開發商已披露的股權融資



資料來源：CB Insights，2023年10月

還有一些工具可用於為私有模型無法獲得的特定應用程序定制開源大型語言模型。企業可使用「量化」來削減成本，也可以採取「低階適應」來微調，從而允許語言模型在單個 GPU 或 MacBook 上運行，而不是在巨大的 GPU 集群上運行。

我想明確說明的是，使用開源模型的公司需要利用內部專業知識來集成和持續訓練它們，這也需要成本。一些開源模型是為較簡單的應用程序設計的，並且在某些使用案例中，與使用「多任務語言理解基準」<sup>6</sup>等指標的閉源模型相比仍存在性能差距。但開放模型適應的成功引發人們對於利用閉源模型產生利潤的策略存疑。這顯然就是 2023 年 5 月谷歌外泄一份題為《我們沒有護城河，但 Open AI 也沒有》的備忘錄<sup>7</sup>的根據，不過據報道谷歌 Deep Mind 的行政總裁並不同意當中的觀點。

<sup>4</sup>一些開源模型會共享權重、代碼和數據，允許用戶複製結果，而另一些則只發布模型權重，允許用戶使用模型但不能進行反向工程

<sup>5</sup>開源模型目前在許多基準測試（Alpaca Eval、EQ-Bench 及 MT-Bench 等）中取得同樣高的得分

<sup>6</sup>該基準涵蓋了 STEM（科學、技術、工程和數學）、人文科學、社會科學等 57 個學科，涉及小學到高級專業技能集合以及問題解決

<sup>7</sup>《谷歌關於人工智能沒有護城河的備忘錄是真實的》(That Google memo about having no moat in AI was real)，The Verge，2023 年 7 月 10 日



對於像 **Open AI** 這樣的模型面臨更大的盈利挑戰：大多數性能提升來自於增加訓練語料庫，但現在已經難度較大。大部分互聯網資訊已被吸納，並且很多公司正加高「圍牆」，防止 **OpenAI** 獲取其數據，或需要徵求其許可才能查閱其數據。為了訓練人工智能而暗中提取數據，再稱之為研究並向用戶收取費用的**黃金時代**已成過去。

### [3] 「無黨派組織」運動：因第十二修正案而受到多重挑戰

我在一場行政總裁活動上發表講話，討論如果「無黨派組織」候選人贏得足夠多的選舉人支持，導致任何主要政黨的總統候選人無法獲得 270 張選舉人票將會發生什麼。如果這種情況成真，第十二修正案將要求眾議院舉行權變選舉選出總統，並要求參議院通過權變選舉選出副總統。儘管自 1968 年（喬治·華萊士）以來沒有獨立候選人贏得選舉人票，但這種結果還是值得探討一下。

一位出席會議的行政總裁斷言，「無黨派組織」會「與其中一個主要政黨進行談判以組建聯合政府來避免上述情況」，因此對需要舉行權變選舉的擔憂是毫無根據。然而事情並不這樣簡單；在這假設的情境下，「無黨派組織」也需要面臨巨大的憲法和法律挑戰，才可阻止權變選舉的發生。

截至 2024 年 1 月初，「無黨派組織」運動已在 13 個州取得參選資格，並且正積極尋求在其他 14 個州的參選資格。該組織聲稱有一項獲得全部 50 個州的選票的策略，並表示將在 2024 年 3 月 15 日後盡快宣布是否提名「團結候選人」。按照這一思路，該組織成立了名為「2024 年新領導人」(New Leaders 2024)的超級政治行動委員會，以支持潛在的「無黨派組織」候選人。

「無黨派組織」策略總監 Ryan Clancy 表示，通過在少數幾個州贏得選舉人票，其候選人可阻止任何主要政黨的候選人獲得 270 張選舉人票；前國會議員 Tom Davis（「無黨派組織」的聯合創始人）解釋道，該組織可與主要政黨之一談判，用選舉人票換取「內閣職位」或「政策讓步」<sup>8</sup>。任何此類安排必須在 2024 年 12 月中旬選舉人投下選舉人票之前敲定。

在這假設的情境下，「無黨派組織」在能否引導其選舉人支持特朗普或拜登以防止權變選舉發生這方面，將會面臨四個主要障礙<sup>9</sup>：

1. **不能強迫或逼迫選舉人更改選票。**如果「無黨派組織」與某個主要政黨的總統候選人達成諒解或協議，「無黨派組織」選舉人必須是**自願**將其選舉人票投給該候選人。他們所在的政黨不能強迫其更改投票意願
2. **近 2/3 的州制定了約束選舉人的法律，明確禁止選舉人變更其選票。**一些州針對約束選舉人的法律設有明確的執行機制，而其他州則沒有。但即使在未設立執行機制的州，選舉人也可以提起憲法挑戰和「履職令狀」挑戰，迫使「無黨派組織」選舉人通過投票給「無黨派組織」候選人來履行其法定職責。一些憲法挑戰甚至可在未制定約束選舉人的法律的州提起<sup>10</sup>；在這些州，若「無黨派組織」試圖引導其選舉人更改選票，其將面臨由落敗政黨資助的大量法庭挑戰

<sup>8</sup> Vaughn Hillyard 和 Dan Gallo，「『無標籤組織』帶來 2024 年組建聯合政府或國會選出總統的可能性」(No Labels Floats the Possibility of a Coalition Government or Congress Selecting the President in 2024)，NBC News，2023 年 12 月 21 日

<sup>9</sup>與之前《放眼市場》有關選舉法的章節一樣，我非常感謝佛羅里達州立大學法學院的法學教授 Michael Morley 和 Sheila M. McDevitt 提供的指導和見解。Michael 是選舉法、憲法法律和聯邦法院的專家，也是即將出版的《牛津美國選舉法手冊》(Oxford Handbook of American Election Law)中《選舉緊急情況》(Election Emergencies)一章的作者

<sup>10</sup>為什麼即使在沒有約束選舉人法律的州份，法院也會禁止選舉人更改選票？最高法院認為，一旦某個州根據普選決定根據普選任命選舉人，憲法賦予的投票權即適用。該法院可合理地認為，當總統候選人出現在普選名單上，而某個州因該候選人贏得普選的多數票而任命一個選舉人團時，便侵犯了選舉人可將選舉人票授予其他候選人的憲法權利



3. **國會可在 1 月 6 日否決「失信選舉人」的投票。**如果「無黨派組織」選舉人將其選舉人票投給在該州普選中落敗的候選人（稱為失信選舉人問題），特別是作為政治交易的一環，則國會可合理地認為，這些選舉人票並非根據《選舉計票改革法案》規則「恒常投出」，並予以否決
4. **「無黨派組織」的算盤必須不得違反聯邦和刑事法律。**聯邦和州法律禁止賄賂，聯邦法律也禁止提供或接受任何有價值的東西，以換取聯邦職位（如內閣職位、法官職位和其他高級職位等）的任命，這可能會妨礙「無黨派組織」達成其各種計劃

因此：在不太可能的情況下，如果「無黨派組織」候選人<sup>11</sup>贏得足夠多的選舉人票，從而使任何主要政黨候選人無法獲得 270 票，那麼更有可能出現的結果是舉行權變選舉，而在權變選舉的過程中，「無黨派組織」候選人幾乎發揮不了影響力或作用。我尊重那些嘗試在兩個主要政黨高度分化之情況下建立第三方力量的人士。但我們也應理性評估「無黨派組織」（或就此而言，指小羅伯特·肯尼迪(RFK Jr.)) 贏得大量選舉人票的情景。**第三方候選人更有可能產生的影響是：**不能贏得選舉人的支持，但能在搖擺州份吸引足夠多的選票來左右選舉結果，以致對主要政黨之一的候選人更加有利。此外，我們不應該完全忽視以下離奇情況發生的可能性：「無黨派組織」在某個州份自特朗普和拜登搶走足夠多的選票，讓小羅伯特·肯尼迪以多數票贏得該州的選舉人票。

#### 可能規管眾議院根據第十二修正案舉行權變選舉選出總統的規則

- 如果沒有總統候選人贏得多數選舉人的選舉人票，那麼美國眾議院將啟動權變選舉。這次選舉將在 2025 年 1 月 6 日國會聯席會議休會清點選舉人票後立即開始
- 權變選舉將由 2024 年 11 月選出、在 2025 年 1 月 3 日就職的眾議員（即並非由現任眾議員）舉行
- 在權變選舉中，各州的國會代表團根據該州多數代表的決定投一票。目前眾議院的州代表團中，26 個代表團由共和黨掌控，22 個由民主黨掌控，另外 2 個代表團由兩個政黨平分秋色
- 這些代表只能在獲得總統選舉人票數最多的三個候選人（即拜登、特朗普和「無標籤組織」提名人）中作出選擇
- 如果某個州代表團的多數成員不能就總統候選人達成一致意見，該州很可能會在該輪投票中棄權
- 候選人需要獲得 26 個或以上代表團的投票才能被宣布當選總統
- 美國歷史上只進行過兩次權變總統選舉，分別是在 1800 年和 1824 年的選舉之後
- 在極不可能的情況下，如果在就職日（2025 年 1 月 20 日）前，無論是因州代表團內部的決定持平，還是州代表團投票以 25 對 25 達成平局，導致眾議院的權變選舉中沒有合格總統候選人獲得多數州代表團的選票，那麼即將上任的副總統（通過參議院的權變選舉確定）將承擔總統的權力，直至通過權變選舉最終選出總統為止

<sup>11</sup>關於「輸不起法」(Sore loser laws)和妮基·黑利：有人猜測，「無標籤組織」候選人可能包括妮基·黑利(Nikki Haley)。幾乎每個州都設有「輸不起法」，即限制未能獲得某一政黨提名的候選人以另一政黨的候選人或獨立候選人的身份參加大選。這些法律中有多少適用於總統選舉，專家們對此意見各異，因為總統屬於國家重要職務，無論在提名還是大選階段，總統選舉均有獨特的程序。

近期估計表明，大多數州將在總統選舉中應用「輸不起法」。更複雜的情況是，有幾個似乎有明文規定適用「輸不起法」的州，在過去的一次或多次總統選舉中並未執行這些法律。有很多人認為，在總統選舉中應用「輸不起法」可能違憲。少數幾個考慮過該問題的聯邦法院支持這些法律在這種情況下的效力。同樣，美國最高法院認為「輸不起法」總體具有效力，儘管近半個世紀前的一宗 6-3 裁決案並未特別考慮該法律對總統選舉的適用性。



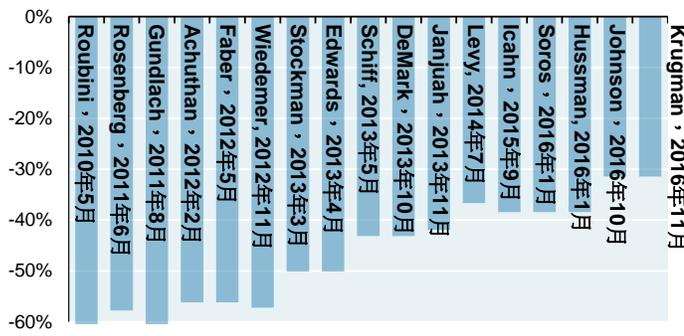
## [4] 再談末日論者

我很想談談末日論者總是預告投資者將要面臨災難，而媒體<sup>12</sup>又總是對於這些負面評論趨之若鶩的現象。我第一次撰寫關於「末日軍團」的文章是在 2019 年。從 2011 年到 2016 年，這些專家都曾在某個時刻宣稱天要塌了。我們計算了當末日論者做出預測時投資者從股票轉投債券將會錯過的回報；到 2019 年底，基於末日論者的觀點做出的投資表現落後 30% 至 60%。

2020 年，全球爆發的疫情似乎拯救了末日論者。然而，在 2020 年 3 月市場已經大幅下跌之後，末日論者又開始大行其道，預測會有進一步的災難。但如第二張圖所示，自新冠疫情爆發以來，市場幾乎翻了一番。需要明確的是，目前投資者情緒非常樂觀，槓桿率上升，並且市場定價已反映很多利好消息。如果今年晚些時候出現某種程度的回調，我不會感到意外。如果歷史可鑒，末日論者會選擇屆時告訴你，情況會變得更糟。

### 末日論的影響，2010-2019年

在末日論者發表評論當日將1美元資金從標普500指數轉投巴克萊綜合債券指數對表現的影響



資料來源：摩根資產管理、彭博資訊。2020年10月23日

### 時機決定一切

標普500指數，表中含末日論者發表評論的日期



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理，2024年2月2日。

日期	末日論者	評論引述
2020年3月4日	David Stockman	「股市不僅會進一步回調50%（標普500指數跌至1,600點），更會迎來漫長的L型探底，而不是2009年之後出現的V型快速反彈。」 — 在PeakProsperity上發表的文章
2020年3月24日	Nouriel Roubini	「新冠疫情仍在肆虐，無法得到控制，人們所能希望的最好的經濟結果就是比2008年金融危機之後還要嚴重的經濟衰退……出現程度更甚於原來大蕭條的新版大蕭條的風險日增。」 — 在Project Syndicate上發表的文章
2020年3月25日	Peter Schiff	「聯儲局的行為對美國經濟來說是極為不利的……它確保了我們會陷入這場經濟衰退，蕭條將迎來極其殘酷的通貨膨脹，蹂躪經濟，投資者和退休人員更是首當其衝。」 — 福克斯財經
2020年3月26日	John Hussman	「我仍然預計未來幾年標普500指數將會損失大約三分之二的市值。」 — Hussman Funds
2020年3月31日	Jeff Gundlach	「美股3月中旬觸及低點……我敢打賭，這個水平會被跌穿……股市確實已經回到阻力區，而且我認為市場運作還是失調……跌破3月份的低點後，然後在較長時間內維持低位。」 — CNBC
2020年4月1日	George Soros	「我們會迎來我有生以來最糟糕的熊市。」 — Business Insider
2020年4月23日	Albert Edwards	「很多看漲股市的人認為，央行注入的大規模流動性必將提振股價。這讓我覺得很荒唐……利潤的暴漲已深深削弱股市可以度過低谷這種說法。我反而預計會有充足的流動性流入政府債券。」 — Business Insider
2020年5月12日	David Rosenberg	「因此，即使股市告訴你一切都已經解決了，我也可以向您保證，我們此刻面臨的是一個經濟高度不確定的未來，不幸的是，大多數長期風險都會下行，而不是上行。我們正處於蕭條而非衰退當中。這是一場蕭條。我沒有說是大蕭條；這是一場蕭條。」 Rosenberg強調。「而且我認為，經濟蕭條的動態有別於衰退，因為蕭條會引發長期的行為變化。典型的商業週期衰退在結束後一年內就會被人遺忘。蕭條至少意味著經濟增長乏力、普遍產能過剩、通貨緊縮壓力和出現破產潮。」 — Advisor Perspectives

資料來源：摩根資產管理，2024年

<sup>12</sup>大多數媒體喜歡報道負面新聞。這在某程度上反映人類的行為：悲觀的新聞容易引起人類的消極傾向，諾貝爾獎得主丹尼爾·卡尼曼(Daniel Kahneman)在其2011年出版的關於大腦和人類生存本能的書中探討了這個話題；政治學家斯圖爾特·索羅卡(Stuart Soroka)證明了雜誌銷量與當期封面傳遞積極訊息之間呈反向關係；在2014年的一項實驗中，一家德國城市報紙在刻意只發佈正面新聞的日子裡失去了三分之二的讀者



## [5] 抄底中國股市

中國正在經歷動盪，股市持續下跌，成交量卻上升，這些現象通常是賣方拋售和股價觸底的跡象；但中國股市往往是較難預測的市場。中國在 2021 年開始收緊政策環境，在此之前，MSCI 將中國在新興市場股指中的權重從 20% 上調至 40%，其後中國股市便一直下行，形成猶如捕蠅草般的效果。

中國中證1000指數和滬深300指數，2014-2024年

指數（100 = 2014年1月）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年2月8日

中國中證1000指數和滬深300指數，2023-2024年

指數（100=2023年1月）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年2月8日

### 中國股市估值

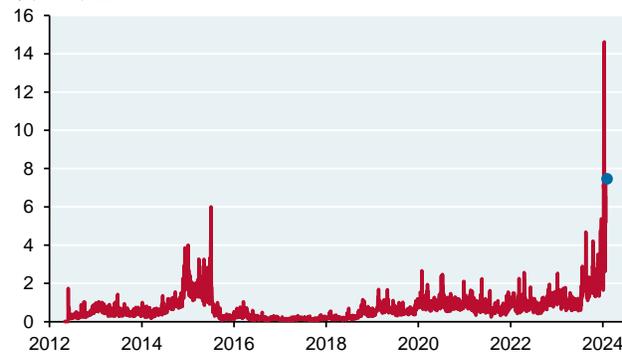
MSCI中國指數遠期市盈率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年2月5日

### 滬深300指數ETF總成交量

單位：十億



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年2月4日

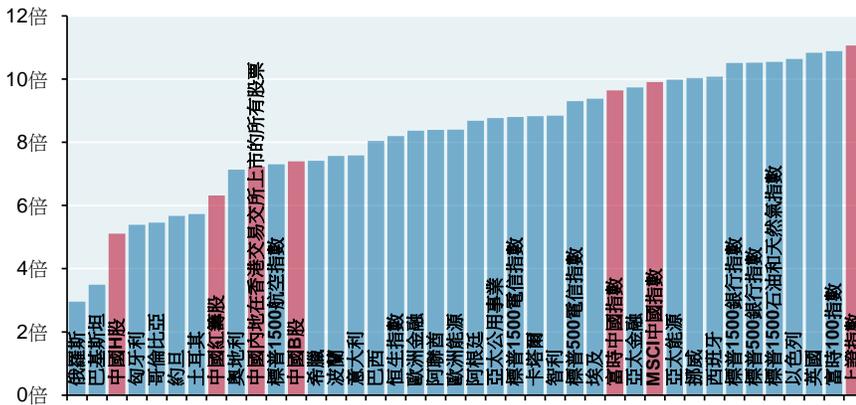
當中涉及一些技術面問題，值得我們去了解：

- 中國投資者對追蹤外國市場的交易所交易基金(ETF)的交易達到創紀錄的 460 億股股票，作為減持本土市場敞口、投資海外的一種手段。中國限制某些 ETF 的交易，因此，這些資金流入導致定價扭曲，一些外國市場 ETF 的估值較資產淨值溢價 40%
- 自 2021 年達到峰值以來，中國小盤股面臨著巨大的拋售壓力。一些投資者做多大盤股（預計政府將加大對國家龍頭企業的支持），做空小盤股
- 小盤股被用作「雪球衍生品」的基準，這些衍生品在觸及敲入(knock-in)水平時會給投資者帶來損失，從而加劇了小盤股的拋售壓力。這讓我聯想到 2007-2008 年的情景，當時我不建議使用「槓桿累計」期權，令一些尋求風險的亞洲客戶感到失望
- 中國證券監管機構周日承諾防範「異常波動」，表示將引導投資者資金進入市場，並打擊「惡意賣空」等非法活動
- 政府智庫學者劉玉輝認為，中國應儘快設立股市平准基金以提振市場信心，並使基金的規模達到 1.4 萬億美元或以上

當市場都在談論中國股票估值如何低廉時，他們是相對於其歷史估值而言。目前有幾個市場／板塊的絕對估值真正處於低位。任何想要抄底的投資者，除了著眼於中國，可能還應放眼至更多的市場：



最低廉股市估值  
 遠期市盈率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年2月8日

中國股市跌不見底

**MSCI 中國指數**：A/H/B 股、紅籌股、P 籌股及美國上市預托證券(ADR)；**滬深 300 指數／中證 1000 指數**：大盤／小盤 A 股；**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；**美國上市預托證券(ADR)**：在紐約證券交易所／納斯達克上市

中國的宏觀形勢：

- 中國的主要危機在於房地產行業過度建設，給銀行體系和影子銀行體系造成損失

中國／美國房地產市場比較

	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*	約40倍 約10倍
直接房地產相關活動佔國內生產總值的比重	18%	6%	房屋擁有率	90% 66%

資料來源：Empirical Research、CE1C、美國國立衛生研究院、Numbeo、聯誼局、Rogoff & Yang，2022年。\*中國：上海、深圳、北京、廣州。美國：紐約、舊金山

- 中植企業（資產一度高達 1,410 億美元）在 2023 年 12 月倒閉，反映影子銀行存在問題。該公司破產時資產為 300 億美元，負債為 600 億美元，目前兩位行政總裁失聯。在此之前，中國最大的影子銀行之一中融信託（資產為 1,380 億美元，第九大信託）去年出現違約。雖然影子銀行資產僅佔中國常規銀行體系資產的 5%，但它們受到的監管較少，資本狀況較弱，並且承接風險更高的貸款
- 自從中國政府試圖控制影子銀行體系以來，影子銀行體系的規模一直縮小。目前的規模是人民幣 18 萬億元，約合 2.5 萬億美元。但影子銀行近一半的資金來自中國常規商業銀行，因此，每當中國政府對影子銀行施加壓力時，都會反過來波及整個銀行體系。

我在 2008 年 10 月 14 日撰寫了一篇文章，探討我們為何在美國國會通過《問題資產救助計劃法案》後對美國股市持樂觀態度。最初，美國政府試圖通過從銀行系統購買不良貸款來緩減對銀行償付能力的擔憂。但正如國際貨幣基金組織當時的一份文件所強調，歷史表明這些措施對振興國內生產總值和股市方面成效甚微。政府直接購買銀行負債和銀行股票的效果更為顯著，對經濟增長和股市的影響也更為迅速<sup>13</sup>。

任何超賣市場均可能僅憑技術面就上漲 10%-15%，這情況也可在中國發生的。中國證監會主席剛被免職，而在上兩次免去中國證監會主席職務後，中國股市大幅上漲；但目前的經濟狀況較 2016 或 2018 年弱。從長遠來看，如果中國政府仿效美國在 2008 年對常規銀行和影子銀行進行資本重組，我將更加看好中國市場。尤其是考慮到無論誰會贏得 2024 年美國總統大選，美國國會的兩黨報告顯示兩黨議員均擬推進可令美中經濟衝突加劇的舉措（如提高關稅、實施貿易限制和制裁），因此中國政府現時追趕賣空者和強行讓國有實體進入市場的措施難以長期奏效。

<sup>13</sup> 「系統性銀行危機：一個新的數據庫」(Systemic Banking Crises:A New Database)，國際貨幣基金組織工作文件，Laeven 和 Valencia，2006 年



關於抄底中國的討論也應該談到中國實際的水質問題。儘管自 2015 年以來，中國沿海海域的水質（溶解無機氮、磷酸鹽和石油烴）有所改善，但中國整體水資源仍受到嚴重污染。中國約 70% 的河流和湖泊不適合人類使用（南京大學，2021 年）。據報道，地方政府修復的水體中有 91% 仍未達到基線標準。並且中國醫學科學院發現，地表水污染加劇與癌症之間存在關係（2023 年）。

其他有關中國狀況的圖表：信貸強度不斷惡化、影子銀行體系逐漸萎縮、整體經濟債務不斷增加、實際經濟活動和住房數據略有改善、外商直接投資仍迅速流出

### 國內生產總值的信貸強度

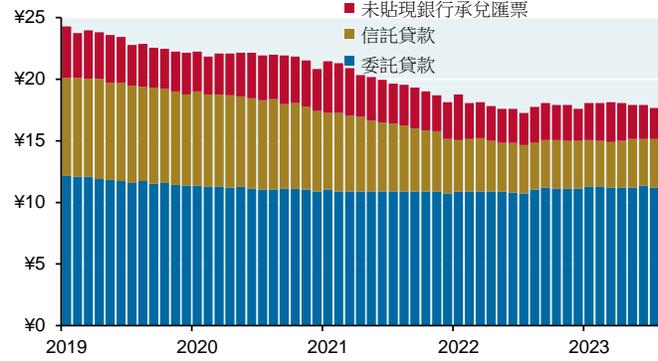
信貸增長與國內生產總值增長的比率，三年移動平均值



資料來源：聯儲局，2022年

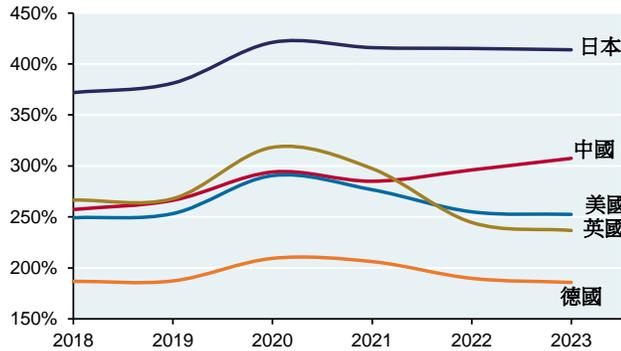
### 中國的核心影子銀行活動

人民幣萬億元



資料來源：標普全球，2023年8月

### 非金融部門（政府、家庭和企業）債務總額佔國內生產總值的百分比



資料來源：美國商務部工業和安全局、摩根資產管理，2024年

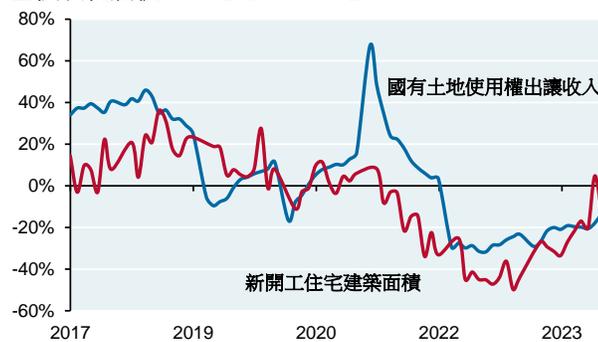
### 中國實際經濟活動監測指標

指數



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理，2023年11月

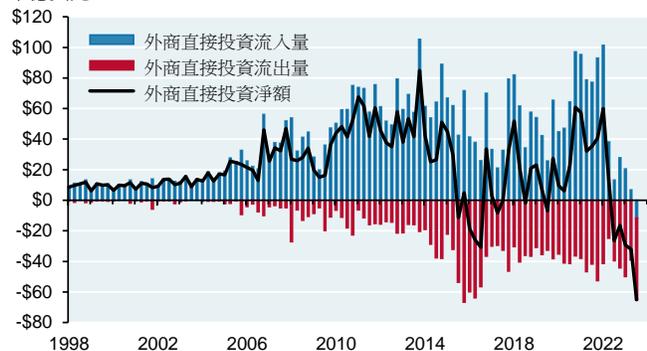
### 中國房地產帶來拖累：國有土地出讓金和新開工住宅建築面積表現疲軟，同比增長百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年12月

### 中國外商直接投資監測指標

十億美元



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年第三季度



## 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佈而有所不同。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占比較高（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、品牌及監管信息

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。

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。