



2023年《放眼市場》兩年一度另類資產投資回顧

## 幾乎是個「紙月亮」

在我們兩年一度的另類資產回顧中，我們分析了私募股權、風險投資、對沖基金、商業房地產、基礎設施和私募信貸的行業回報。儘管私募股權和風險投資管理公司的表現優於公開市場，但2015年以後投資起始年份的許多收益仍未變現，這讓投資者面臨著管理人員如何在利率上升的情況下把握持倉和出售價格的風險。多元化對沖基金投資組合的表現超出預期。關於私募信貸的爭論：與廣泛的銀團槓桿貸款相比，其承保標準有何不同。

---

作者：岑博智

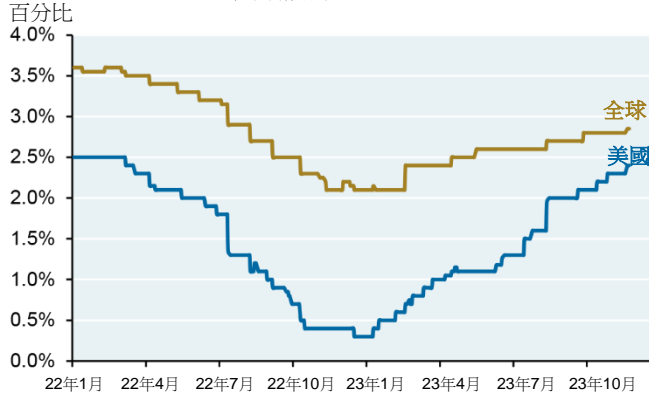
摩根資產及財富管理市場及投資策略部主席



## 幾乎是個「紙月亮」<sup>1</sup>：另類資產投資回顧

在 2023 年即將結束之際，回看過往數月，有幾個方向表現有所好轉。今年 1 月份對美國 2023 年經濟增長的預期僅為 0.5%，而目前幾乎達到 2.5%。美國消費者支出在 2023 年韌性不減，雖然其累積儲蓄在逐漸減少。消費者拖欠率（信用卡、次級汽車貸款）增加表明利率上升開始產生影響。

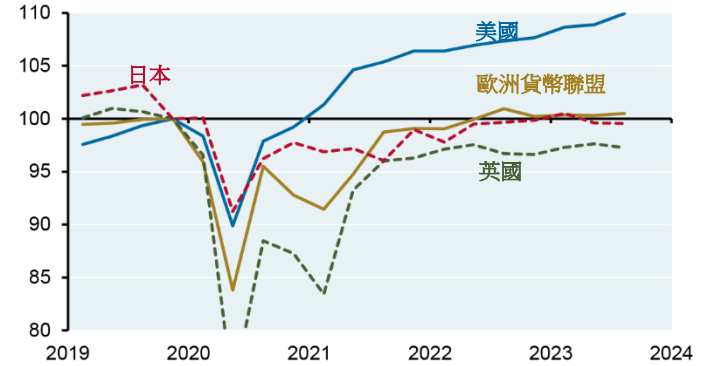
2023年實際GDP增長共識預測



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月29日

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

其他超出我預期的領域有：私募股權、風險資本和對沖基金的表現。但私募股權和風險資本投資者的很多收益仍尚未變現。因此，有限合夥人仍面臨大量的上行和下行風險，涉及管理人如何把握持倉以及在較高利率的環境下以什麼價格將公司脫手。這是我們兩年一度的「另類資產投資回顧」的重要主題。我們的分析包括多元化對沖基金投資組合的表現，簡要介紹商業房地產／BREIT、基礎設施回報，並就巴塞爾協定 III 中銀行業相關建議所帶來的私募信貸「黃金時刻」作出評論。

《放眼市場 2024 年展望》將會像往年一樣在 1 月 1 日刊發。主題包括一些常見問題，以及深入探討有關減肥藥物和美國債務可持續性的問題。11 月的《放眼市場》探討了有關地緣政治和美國政治問題（美國大選、歐洲、中國大陸和台灣、中東、石油）。《2024 年能源報告》將於明年 3 月或 4 月刊發；其中部分篇幅將分析加沙的「馬歇爾計劃」式重建可能是什麼樣子，重點關注屋頂太陽能的潛在貢獻。

岑博智先生(Michael Cembalest)，摩根資產管理

### 目錄

私募股權.....	Error! Bookmark not defined.
風險資本.....	Error! Bookmark not defined.
對沖基金.....	Error! Bookmark not defined.
商業地產、寫字樓板塊和 BREIT.....	Error! Bookmark not defined.
基礎設施.....	Error! Bookmark not defined.
私募信貸、巴塞爾協定 III 和承銷商之爭.....	Error! Bookmark not defined.
附錄：更多非銀行貸款會帶來哪些系統性風險？.....	21

<sup>1</sup> 《那只是個紙月亮》(It's Only a Paper Moon)，Harold Arlen 作曲，Billy Rose 和 Yip Harburg 作詞，1933 年。「紙月亮」指有些事物看似真實且重要，實則卻是錯覺。封面圖是使用生成式人工智能創建的，因此添加了一些奇怪的元素，但這些元素並非在我的提示下添加。



## 私募股權

雖然資本回報倍數和內部收益率都是重要指標，但兩者均無法衡量相對於公開股票基準的業績情況。我們首選的業績衡量標準是公開市場等價比率，簡單來說，它表示**私募股權業績跑贏公開股票市場基準的程度**。當我收到芝加哥大學 Steve Kaplan 的最新消息時，我感到很驚訝。兩年前我們更新相關內容時，2016 年和 2017 年投資起始年份的私募股權相對業績僅略高於 1.0（即與標普 500 指數的表現大致相當）。截至 2023 年第二季度，這些投資起始年份的表現大幅跑贏標普 500 指數。

### 美國控制股權收購跑贏基準

公開市場等效比率與標準普爾500指數



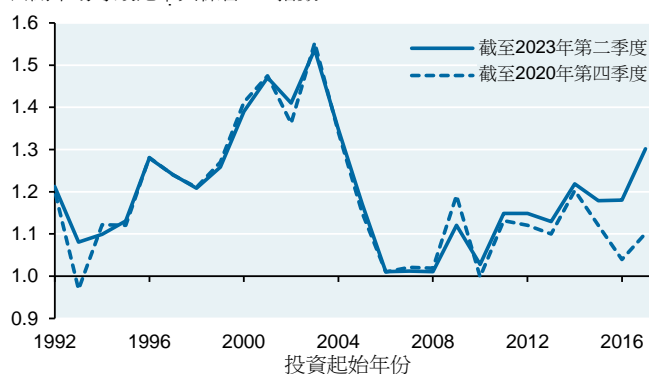
資料來源：Steve Kaplan（芝加哥大學）、Burgiss、摩根資產管理，  
2023年第二季度

公開市場等價比率(PME)將私募股權資本催繳和分派與同一時間段內公開股票市場的投資進行比較。由此產生私募股權回報相對於所用公開股票基準的比率。如圖所示，過去 30 個投資起始年份的大部分私募股權管理人的平均表現均跑贏標普 500 指數

下圖顯示了自我們上一次於幾年前進行的分析以來，2013-2017 年投資起始年份的控制股權收購跑贏大市的表現如何提升<sup>2</sup>。投資起始年份在 2012 年以前的控制股權收購並未有重大變化，因為其大部分投資已經賣出變現。

### 美國控制股權收購跑贏基準，管理人平均數據

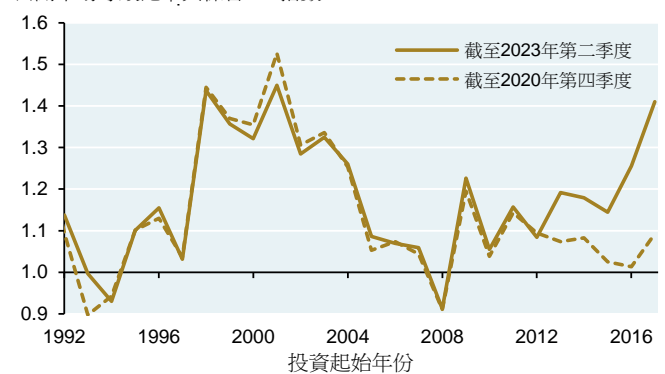
公開市場等效比率與標普500指數



資料來源：Steve Kaplan（芝加哥大學）、Burgiss、摩根資產管理

### 美國控制股權收購跑贏基準，管理人中位數據

公開市場等效比率與標普500指數



資料來源：Steve Kaplan（芝加哥大學）、Burgiss、摩根資產管理

<sup>2</sup> 「糧食大戰：私募股權表現與公開股票市場最新動態」(Food Fight: Private equity performance vs public equity markets)，《放眼市場》，2021 年 6 月。這篇文章還包括以下部分：不同業績基準；共同投資回報；認繳額度對內部收益率的影響；控制股權收購和風險經理人差異；利潤提成、管理費和淨監控／交易費；以及普通合夥人主導的二級基金。

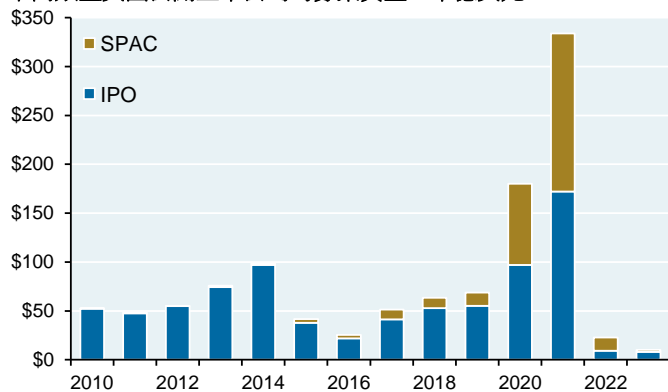




為何近期起投的私募股權跑贏大市的表現有所提升？關於這一點，私募股權投資者需要向首次公開募股投資者表示感謝。IPO（首次公開募股）熱潮使得私募股權公司能夠以較高的估值賣出許多所持公司。第一張圖表顯示了公開上市數量的激增，第二張圖表顯示了 2020/2021 年發行的 IPO 和 SPAC(特殊目的收購公司)<sup>3</sup>相對於標普小盤成長股指數的表現<sup>4</sup>。第三和第四張圖表顯示，私募股權退出活動增加的同時，私募股權分派也在增加。基本論點：2020/2021 年是私募股權公司拋售表現良好或較差公司的好時機，這得益於聯儲局和財政部的刺激措施提振了投資者的風險偏好。

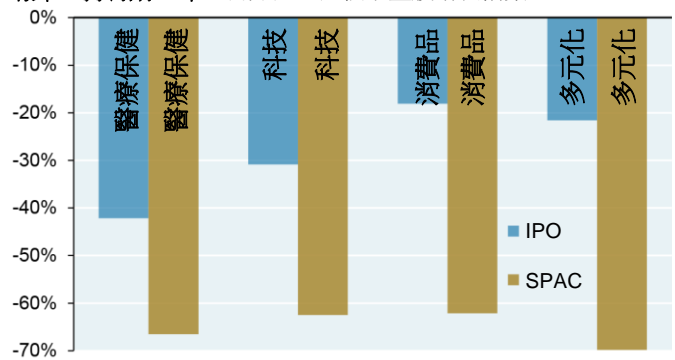
儘管管理人支付了更多的費用，並使用了更多的槓桿，但私募股權基金仍呈現跑贏勢頭。投資起始年份為 2017-2019 年的私募股權企業價值與 EBITDA<sup>5</sup>比率中位數約為 11 倍，而 2010 年約為 8 倍；投資起始年份為 2017-2019 年的債務與 EBITDA 比率中位數約為 5.5 倍，而 2010 年約為 4.5 倍。即便如此，他們還是從出售中獲得不菲的收益，而實際資金成本仍接近於零。我唯一的疑惑是私募股權管理人為何沒有賣出更多他們所買入的資產。

不同類型美國公開上市公司的募集資金，十億美元



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年7月12日

2020年和2021年為成立年份的不同行業的IPO/SPAC平均淨回報率，持有期=2年，百分比，比較小盤股增長指數



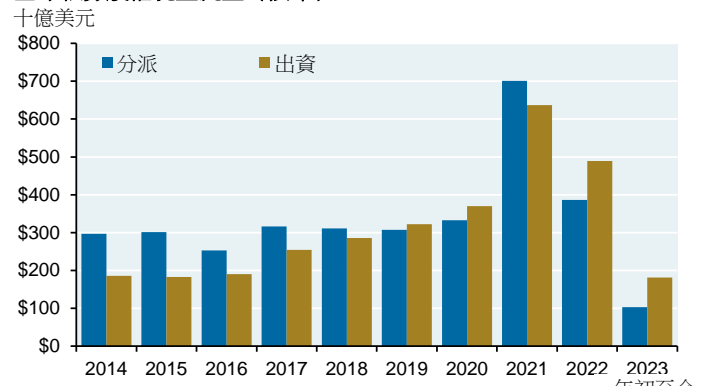
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年7月12日

美國私募股權退出活動



資料來源：Pitchbook，2023年第三季度

全球私募股權現金流量（按年）



資料來源：Steve Kaplan (芝加哥大學)、Burgiss，2023年第二季度

<sup>3</sup>不管結果怎樣，我在 2021 年警告投資者，要避免 SPAC 熱潮：「水力與特殊目的收購公司」，2021 年 2 月 8 日《放眼市場》；「特殊目的收購公司與疫苗猶豫」，2021 年 8 月 19 日《放眼市場》

<sup>4</sup>根據我們 2023 年 7 月的 IPO 報告「蟾蜍先生瘋狂大冒險」，小盤成長股指數與新股發行市場中科技和生物技術板塊構成以及上市公司規模最為相關。

<sup>5</sup>EBITDA = 息稅折舊及攤銷前利潤



儘管私募股權退出激增，但對於 2016-2019 年投資起始年份的投資者來說，這大多都仍是「紙月亮」：換言之，很多收益仍尚未變現：

- 表中的第四列和第五列顯示了保留持倉的分派和剩餘價值<sup>6</sup>。通過將剩餘價值除以剩餘價值與分派之和，我們可以計算不同投資起始年份對市場狀況的持續敏感性
- 投資起始年份為 2016-2019 年的私募股權基金總價值的 50% 以上仍依賴於當前倉位價值（即買入以及最終賣出時的價值）<sup>7</sup>。貝恩公司估計，控制股權收購公司持有 2.8 萬億美元的未售投資，這是理解「紙月亮」比喻的另一種方式
- 投資起始年份為 2016-2019 年的私募股權基金也沒有太多剩餘可用的資金（已繳款資本與承諾資本比）

美國控制股權收購：按投資起始年份劃分的平均管理人統計數據

投資起始年份	實繳資本與承諾資本比	總價值與實繳資本比	分派與實繳資本比	剩餘價值與實繳資本比	剩餘價值佔基金價值+分派的百分比	平均公開市場等效比率與標普500指數
2005	1.00x	1.67x	1.54x	0.13x	8%	1.17
2006	1.02x	1.62x	1.60x	0.03x	2%	1.01
2007	1.06x	1.75x	1.71x	0.04x	2%	1.01
2008	1.03x	1.65x	1.52x	0.14x	8%	1.01
2009	1.00x	2.12x	1.99x	0.13x	6%	1.12
2010	1.03x	1.90x	1.70x	0.20x	11%	1.03
2011	1.04x	1.96x	1.71x	0.26x	13%	1.15
2012	1.03x	1.90x	1.71x	0.19x	10%	1.15
2013	1.03x	2.02x	1.54x	0.48x	24%	1.13
2014	1.05x	2.00x	1.22x	0.79x	39%	1.22
2015	1.04x	1.82x	1.07x	0.75x	41%	1.18
2016	1.00x	2.05x	0.98x	1.07x	52%	1.18
2017	0.98x	1.95x	0.82x	1.13x	58%	1.30
2018	0.98x	1.57x	0.36x	1.21x	77%	1.17
2019	0.90x	1.48x	0.23x	1.25x	84%	1.20
2020	0.78x	1.35x	0.08x	1.27x	94%	1.15
2021	0.58x	1.16x	0.00x	1.16x	100%	不適用
2022	0.34x	0.96x	0.00x	0.96x	100%	不適用

資料來源：Burgiss、摩根資產管理，2023年第二季度。每個值均基於同類組別的中位數。

<sup>6</sup>我們的數據從何而來？Burgiss 直接從有限合夥人獲取私募股權現金流數據。其投資者群體包括 300 家國家和企業養老基金、1,400 家私募股權基金的捐贈基金和基金會有限合夥人投資者，並包括扣除費用後現金流數據。Burgiss 認為其收集範圍至少至少代表了所有已募集私募股權基金的 70%。Burgiss 回報數據不受與 Venture Economics 和其他私募股權／風險數據源相關的倖存者偏差和選擇性報告的影響。

*Venture Economics* 的問題示例。來自牛津大學的 Rudiger Stucke 在 2013 年發表的一篇論文中得出了以下結論：「整體和個別數據的詳細分析顯現出嚴重的異常現象。數據庫中超 40% 的基金在其活躍生命週期內就停止數據更新。數據不完整的基金未顯示 60% 以上的現金分派。導致整個基準明顯的向下偏差，對大部分有關私募股權的現有文獻產生了重大影響」。

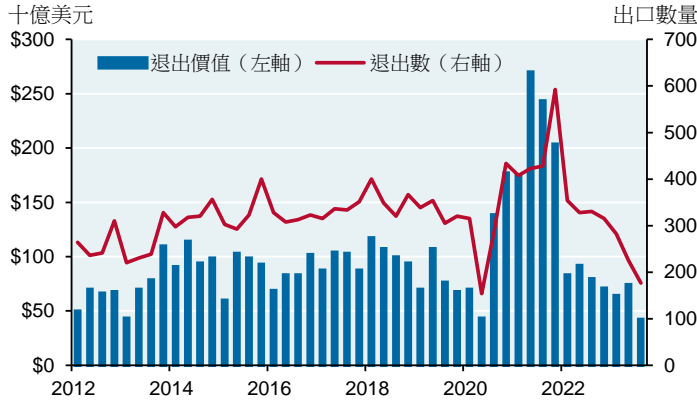
<sup>7</sup>在過去十年中，對於年期為 6.5 年的基金，剩餘價值佔基金總價值的百分比通常介於 54% 至 65% 之間，因此目前的價值處於這一區間的較低水平，但仍屬正常。主要區別：這一次，利率環境發生了很大變化，未售投資因而顯得前途未蔔



## 面對利率上升的環境，私募股權將何去何從？

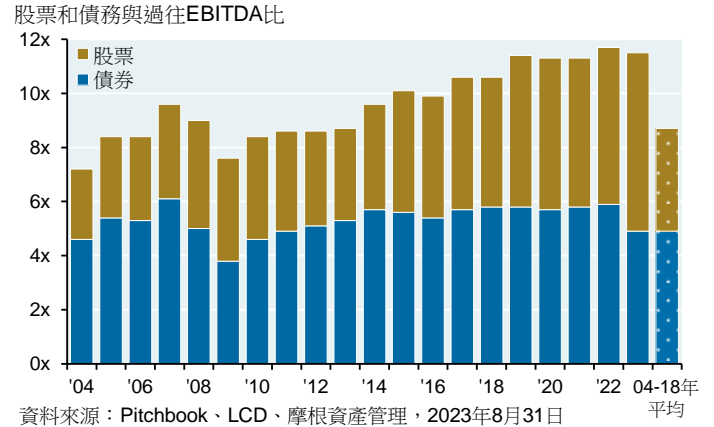
再看看第一張圖表。與其關注 2020/2021 年退出數量的激增，不妨聚焦近期退出數量是如何降至 2012 年以來的最低水平。凱雷今年初未能成功收購 Cotiviti（醫療保健軟件）便是個很好的例子。據報道，約 12% 的債務融資收益率對潛在交易的經濟效益造成了負面影響，當凱雷方面試圖通過重新談判下調估值時，賣方放棄了交易。交易活動低谷通常意味著賣方尚未調整他們對於在較高利率環境下進行交易的預期；私募股權、風險資本、寫字樓和住宅房地產的情況也是如此。無論是好是壞，我都不太喜歡一些私募股權公司為維持對有限合夥人的分派而採取的做法，例如以資產淨值借款來支付或採用實物支付的融資方式；這兩種做法都掩蓋了基金內部的實際基本面。

美國私募股權退出活動



資料來源：Pitchbook，2023 年第三季度

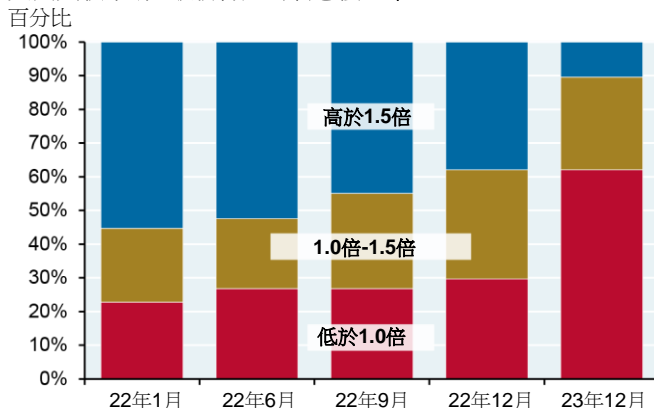
美國槓桿收購：購買價格倍數



資料來源：Pitchbook、LCD、摩根資產管理，2023 年 8 月 31 日

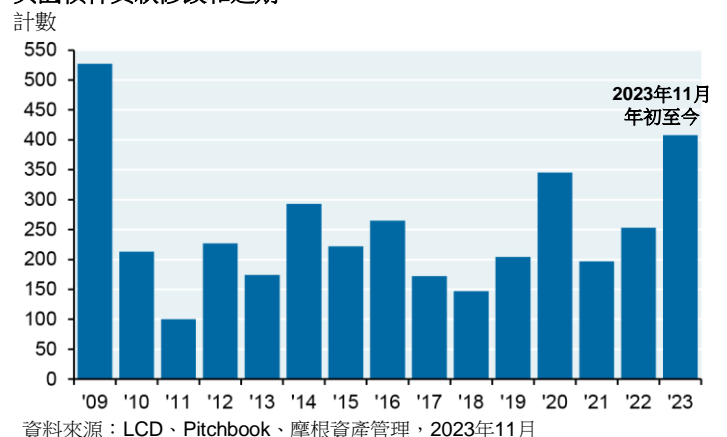
2016-2019 年投資起始年份的私募股權面臨著債務融資方面的挑戰，需要融資條件放寬才能維持當前的已投資資本回報倍數。CCC 級債券和貸款發行量較去年下降約 80%，B/B-級貸款發行量較 2021 年水平下降 70%。穆迪表示，到今年年底，超過一半的 B 級貸款市場借款人將無法產生足夠的現金流來支付資本支出和償債。「修改和延期」活動正以 2009 年以來最快的速度進行，我們看到先發制人的選擇性違約現象小幅上升<sup>8</sup>，貸款人目前可能不太願意允許「EBITDA 調整」做法，這種調整人為地將槓桿率低估 0.5 倍至 3.0 倍，具體取決於板塊<sup>9</sup>。

美國貸款市場 B 級發行人的利息覆蓋率



資料來源：穆迪投資者服務公司，2023 年

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

<sup>8</sup>2023 年選擇性違約情況：Bausch Health、Community Health、Carvana、AMC Entertainment、Rackspace Technology、Telesat、Shutterfly、Curo Group（金融科技）和 US Renal Care

<sup>9</sup>《契約評論》，2023 年。有關 EBITDA 回加的更多信息，請參閱第 18 頁

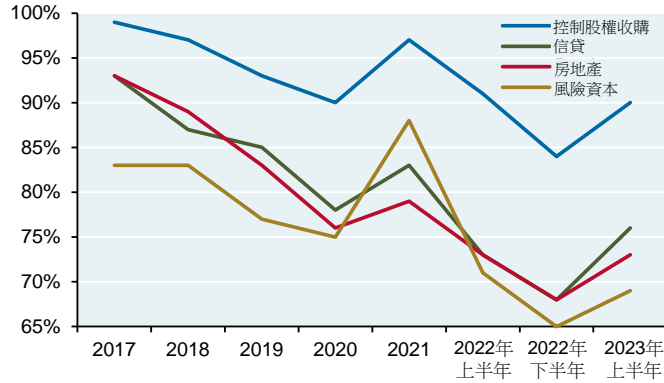


## 私募股權當前的表現在多大程度上切合實際？

2023 年上半年，控制股權收購基金的二級市場僅比資產淨值低 10%。然而，這一觀察是基於 6 月底的定價，當時 10 年期國債收益率仍低於 4%。到年底再回看這些的折讓情況才會更加了然。有關定價預測深度的資訊目前也不是很多；買賣需求的稍有變化就有可能令預測發生很大的變動。

### 二級市場定價

估資產淨值百分比

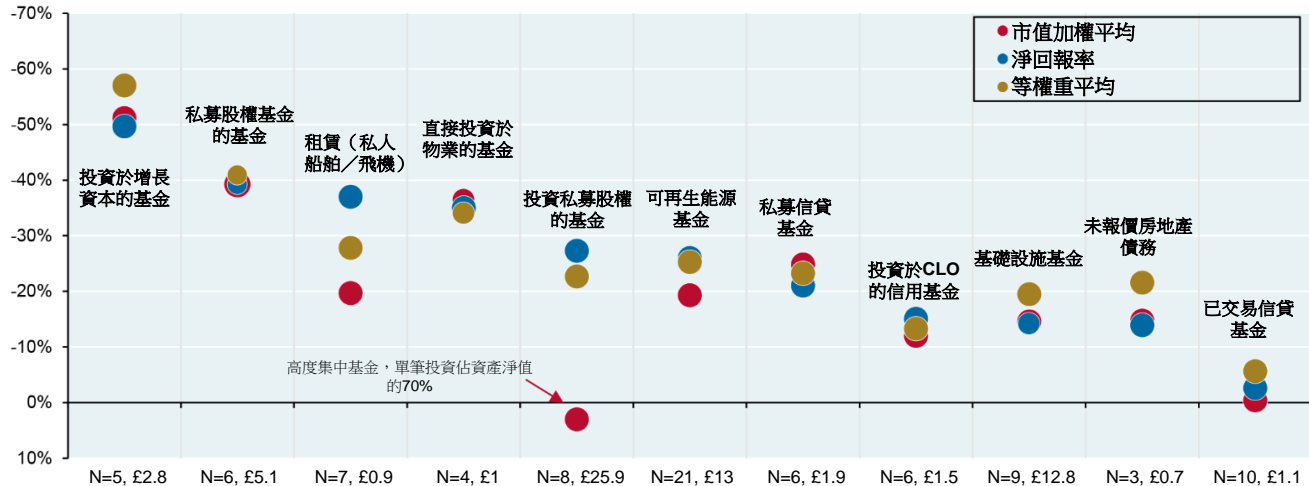


資料來源：傑富瑞，2023年10月

另一個並不完美的衡量方法是：投資於另類資產的英國上市投資公司在二級市場上的折讓情況。從這一角度來看，控制股權收購基金的估值折讓接近 30%，這是自 2003 年以來的最大估值折讓，僅次於金融危機期間的 50%。然而，這並非一個大規模的流動性市場，折讓水平可能被誇大。請注意，據報道，對於那些在英國市場購買封閉式增長型股票基金的投資者而言，可享受 50%-60%的資產淨值折讓。

### 英國上市投資公司相對資產淨值的折讓

折讓百分比，基金數量和當前市場價值（十億英鎊）



資料來源：摩根大通投資公司研究部，2023年11月17日

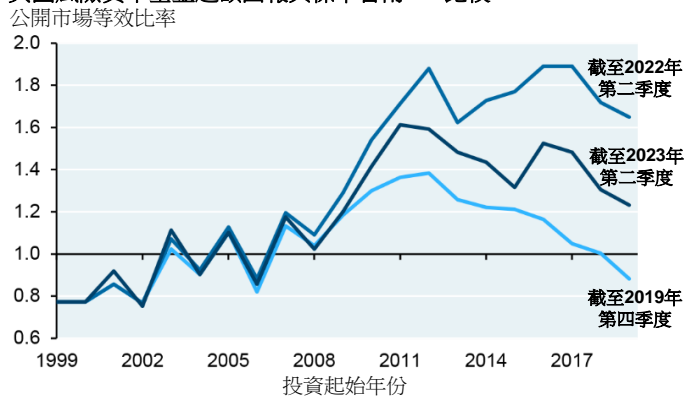


## 風險資本

風險資本的超額回報看起來也比幾年前更具吸引力，部分原因是第二張圖表中所示的退出數量激增。正如我們在 7 月份的 IPO 分析中深度回顧，2020 年和 2021 年上市的很多科技、醫療保健、生物技術和可再生能源公司的業績表現差於整體股市。風險資本管理人很幸運能夠在當時退出很多這類公司的投資。以下是風險資本優異表現的演變以及公開市場和私募市場之間的差異：

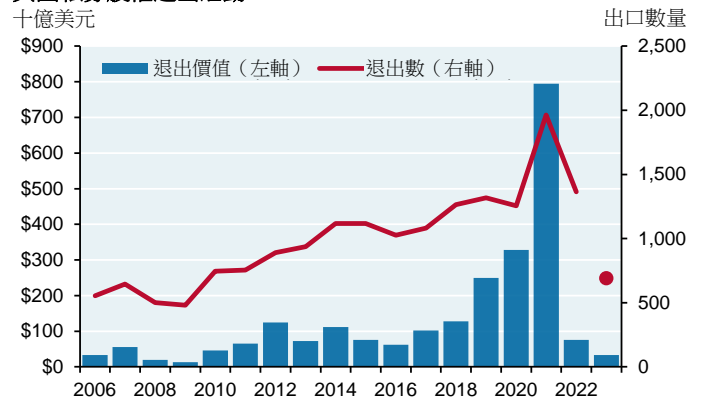
- 2019 年第四季度，作為基準的公開股票市場強勁反彈，2016 年和 2017 年投資起始年份的超額回報僅略高於 1.0 倍
- 到股市調整後的 2022 年第二季度，投資起始年份為 2016 年和 2017 年的風險資本其超額回報似乎要高得多，因為大多數風險資本管理人尚未減記持倉
- 到 2023 年第二季度，風險資本管理人開始減記持倉以反映市況和可比情況，2016 年和 2017 年投資起始年份的超額回報從峰值下跌了一半。第三張圖表顯示未來可能將出現更多減記

美國風險資本基金超額回報與標準普爾500比較



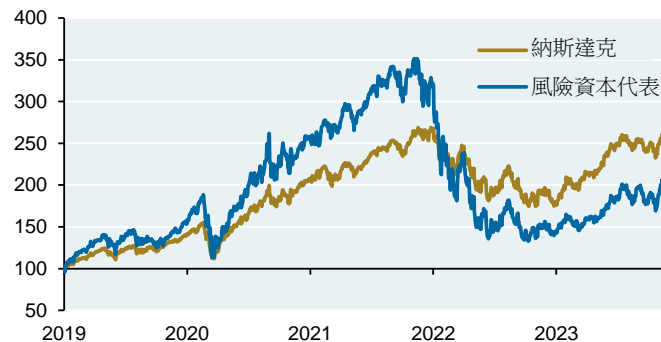
資料來源：Steve Kaplan (芝加哥大學)、Burgiss、摩根資產管理

美國私募股權退出活動



資料來源：Pitchbook，2023年第三季度

風險資本公司的業績代表表明估值從峰值水平大幅下跌，2023年第四季度出現復甦，指數（100=2019年1月）



資料來源：路孚特/湯森路透、彭博，2023年11月17日

### 路孚特風險資本指數

路孚特首先觀察風險資本支持公司在融資、收購和退出過程中的估值。然後再計算出每家風險投資支持公司在一段時間內的估計價值。隨後創建路孚特風險資本代理指數，該指數使用公開交易的資產來盡可能複製風險資本支持公司的衍生業績





更多「紙月亮」效應：與私募股權相比，投資起始年份在近期的風險資本對市場條件更加敏感。投資起始年份為 2013 年至 2019 年的風險資本基金，超過 50%+ 的總價值仍依賴於當前倉位價值（即買入以及最終賣出時的價值）。底部圖表表明，風險資本投資者的市場風險敞口超過了私募股權投資者的風險敞口。

美國風險資本：按投資起始年份劃分的平均管理人統計數據

投資起始年份	實繳資本與承諾資本比	總價值與實繳資本比	分派與實繳資本比	剩餘價值與實繳資本比	剩餘價值佔基金價值+分派的百分比	平均公開市場等效比率與標普500指數
2005	1.00x	1.29x	1.25x	0.04x	3%	1.10
2006	1.00x	1.23x	1.14x	0.09x	7%	0.86
2007	1.00x	1.66x	1.58x	0.08x	5%	1.17
2008	1.00x	1.64x	1.37x	0.27x	16%	1.02
2009	1.00x	2.29x	1.82x	0.47x	21%	1.20
2010	1.00x	2.38x	1.77x	0.61x	26%	1.41
2011	1.00x	2.38x	1.60x	0.78x	33%	1.61
2012	0.99x	2.83x	1.62x	1.21x	43%	1.59
2013	1.00x	2.40x	1.16x	1.25x	52%	1.48
2014	0.99x	2.20x	0.84x	1.36x	62%	1.44
2015	0.99x	2.23x	0.48x	1.75x	78%	1.32
2016	0.98x	2.20x	0.34x	1.86x	85%	1.52
2017	0.98x	2.20x	0.21x	1.99x	90%	1.48
2018	0.95x	1.85x	0.07x	1.78x	96%	1.31
2019	0.91x	1.40x	0.00x	1.40x	100%	1.23
2020	0.84x	1.22x	0.00x	1.22x	100%	不適用
2021	0.59x	1.00x	0.00x	1.00x	100%	不適用
2022	0.23x	0.90x	0.00x	0.90x	100%	不適用

資料來源：Burgiss、摩根資產管理，2023年第二季度。每個值均基於同類組別的中位數。

更大比例的風險資本尚未貨幣化  
剩餘價值佔基金價值+分派的百分比



資料來源：Burgiss、摩根資產管理，2023年第二季度。每個值均基於同類組別的中位數。



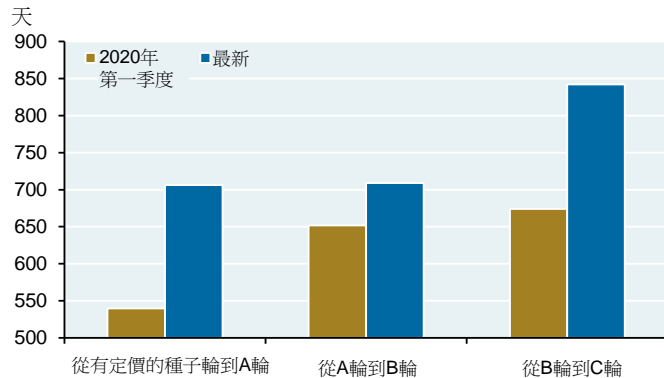
## 風險資本格局正在變化

下圖說明瞭風險資本格局的變化：

- 風險資本輪次之間的時間中位數正在增加
- 因破產而終止的初創企業數量有所增加
- 2022 年至 2023 年間「折價融資」大幅增加，以及投後估值（即新一輪資本注入後的公司價值）下降，尤其是 C 輪融資。例如，從 2022 年至 2023 年，折價融資從 8% 增至近 20%，當折價融資發生時，2023 年投後估值跌超 50%

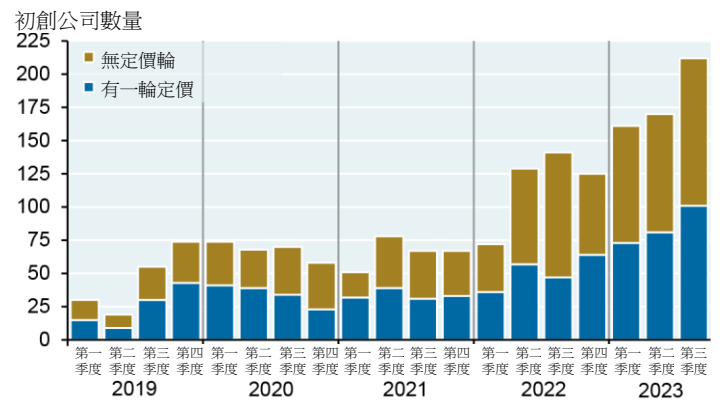
所有這些都符合金融條件收緊以及 2020 年和 2021 年普遍寬鬆狀況的後遺症。

風險資本輪次之間的時間中位數正在增加



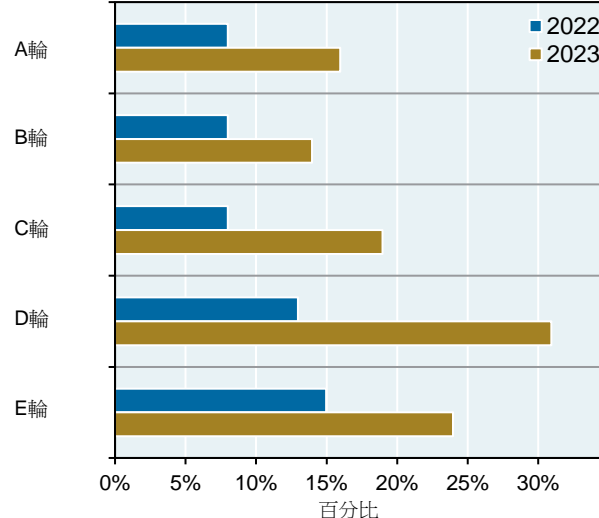
資料來源：Carta、摩根資產管理，2023年第三季度

初創公司因破產／解散而關閉

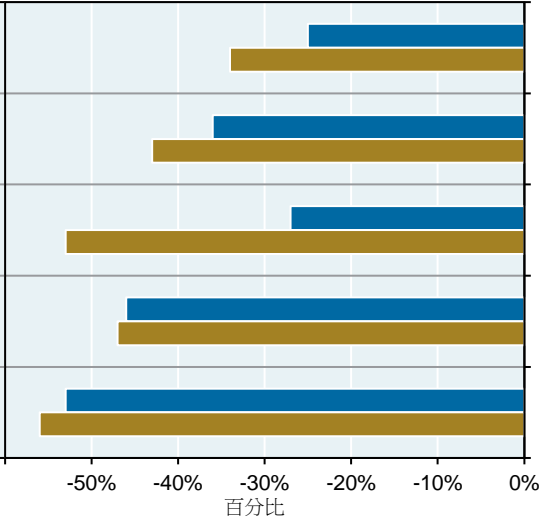


資料來源：Carta、摩根資產管理，2023年9月

折價融資佔融資輪百分比



投後估值中位數下降



資料來源：Carta、摩根資產管理，2023年9月



## 對沖基金

投資金融中最具主觀性的事情之一是評估對沖基金的業績。幾年前，媒體曾大量報道一項大型國家計劃因認為業績欠佳而終止其對沖基金投資平台。當我們探究其細節時發現，該計劃在對沖基金投資組合施加的限制導致其波動性更接近現金／債券而不是股票。因此，他們應採用反映這一點的業績基準（我不確定他們是否這樣做了）。

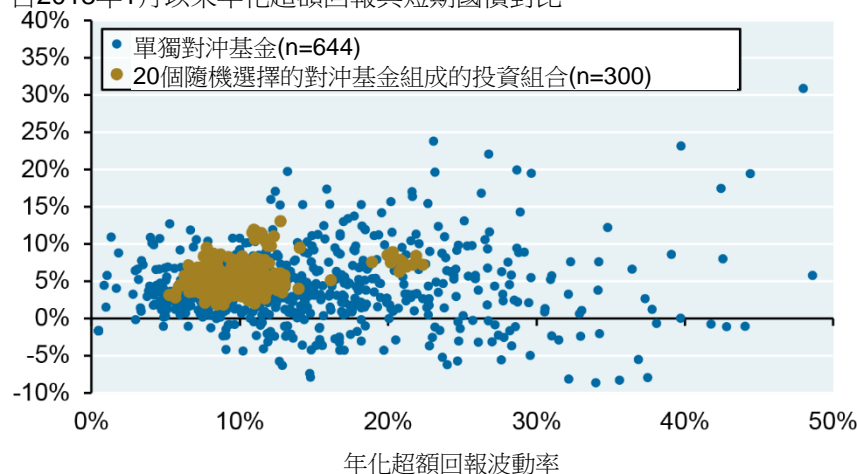
不過，我想從多元化投資組合中自主選擇基金的投資者角度出發，從而考慮對沖基金在過去幾年的業績表現，包括新冠疫情期間的回撤情況（而不會從僅投資於對沖型組合基金或多元策略投資組合中某項計劃的角度來看待這個問題）<sup>10</sup>。

**第一步：**獲取每月向 HFR 報告並擁有 5 年業績的美國對沖基金（相對價值、股票對沖、事件驅動和宏觀）的業績數據<sup>11</sup>。藍色點顯示每個對沖基金相對於短期國債的五年年化超額回報，以及這種超額回報的波動率

**第二步：**隨機創建由 20 只單獨對沖基金組成的投資組合。我們設置了一個篩選條件，要求對沖基金投資組合至少部分多元化，排除任何擁有 10 個以上同類型基金的投資組合。金色點顯示了這些隨機構建的 20 只基金投資組合的超額回報和回報波動率

### 單獨對沖基金和20隻基金組合[HFR]

自2018年1月以來年化超額回報與短期國債對比



資料來源：摩根資產管理、HFR，2023年9月

<sup>10</sup>此信息與無需納稅的多元化機構投資者最為相關。對沖基金業績的稅後分析非常複雜，因為需要區分不同類型的收益和收入，並且需要根據基金具體情況納入稅損結轉和退算

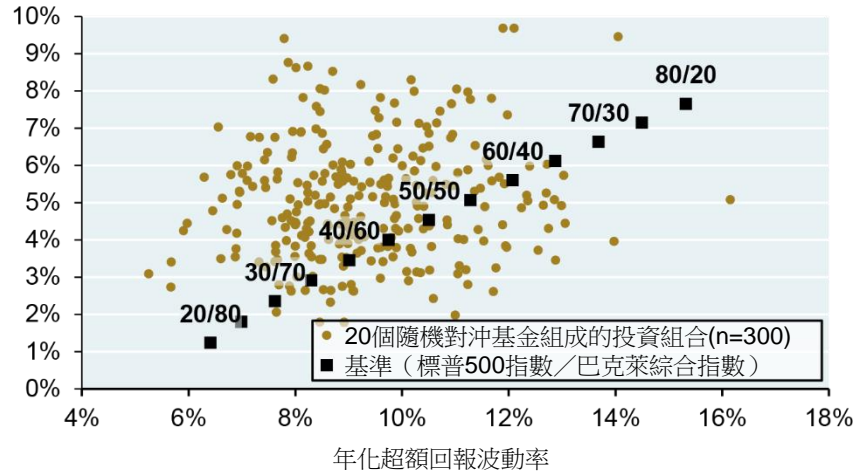
<sup>11</sup>HFR 對沖基金納入分配瀑布：從 6,081 只基金的數據庫開始；去掉 3,722 只非美國註冊基金；出於結構原因（非有限合夥企業或有限責任公司）而去掉 1,130 只基金；去掉 208 只不屬我們 4 大核心策略類型之一的基金；去掉 2018 年後推出的 251 只基金；由於我們無法計算可比較的波動性，因此去掉 44 只按季度或按年報告的基金；去掉 82 只尚未報告 2023 年 8 月／9 月數據的基金；剩下：644 只基金



**第三步：如何確定基準？** 金色點群顯示了第二步中隨機構建的投資組合的超額回報和波動率。基準是不同股票／債券組合相對於短期國債超額回報的有效邊界。因此，對於每個對沖基金投資組合，關鍵在於它是否產生了比其相應的經風險調整基準更高的超額回報（即基準曲線上方的金色點）。**在所討論的五年期間，78%的對沖基金投資組合的表現優於經風險調整基準。** 這超出了我的預期，但第二張圖表顯示了多元化對結果的重要性：隨著綜合投資組合中對沖基金數量下降，綜合投資組合表現出色的數量也急劇下降。換而言之，僅包含 5 只對沖基金且隨機構建的投資組合只有 55/45 的機會跑贏股票／債券基準。

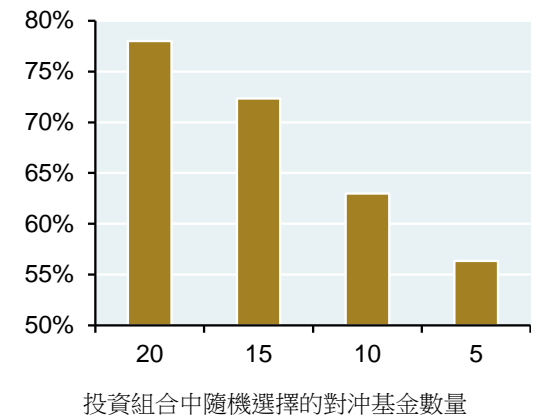
### 20隻基金綜合指數與基準指數比較[HFR]

自2018年1月以來年化超額回報與短期國債對比



資料來源：摩根資產管理、HFR，2023年9月

對沖基金投資組合跑贏基準的表現隨著納入基金數量下降

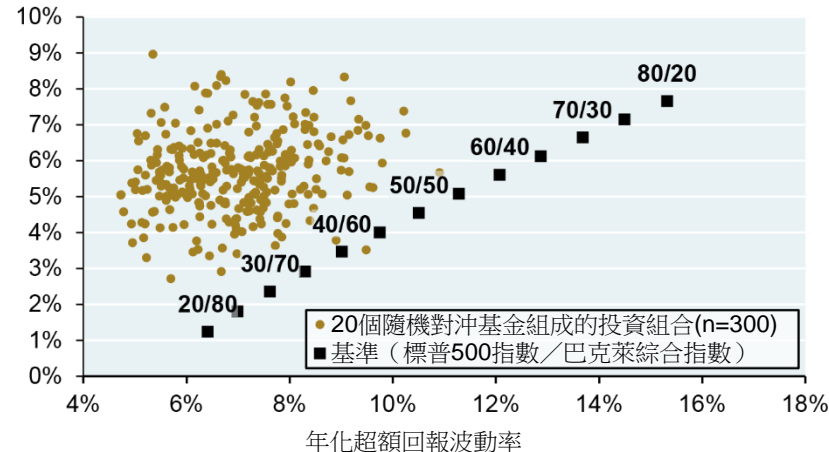


資料來源：摩根資產管理，2023年9月

我們使用不同的對沖基金業績數據庫（Pivotal Path）重複此分析<sup>12</sup>，結果甚至更好：幾乎每個對沖基金組合的表現都優於經風險調整基準。

### 20隻基金綜合指數與基準指數比較[PivotalPath]

自2018年1月以來年化超額回報與短期國債對比



資料來源：摩根資產管理、PivotalPath，2023年9月

<sup>12</sup>Pivotal Path 對沖基金納入分配瀑布：從 2,200 只基金的數據庫開始；去掉 716 只非美國註冊基金；去掉 59 只不屬我們 4 大核心策略類型之一的基金；去掉 2018 年後推出的 327 只基金；去掉 567 只並未報告完整期間的基金；去掉 61 只尚未報告 2023 年 8 月／9 月數據的基金；剩下：470 只基金





## 如何處理倖存者偏差問題？

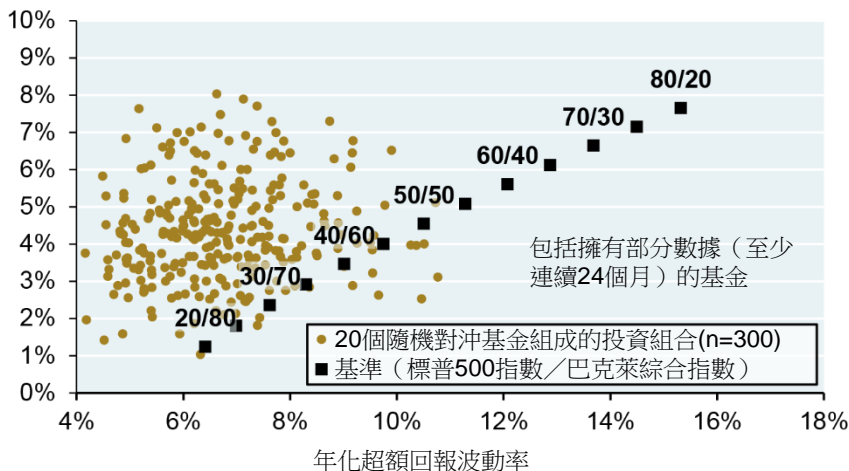
**倖存者偏差**往往會誇大業績表現，因為停止報告的基金通常表現欠佳。上述 HFR 和 Pivotal Path 分析僅包括 5 年分析期內每月報告的基金。為了捕捉部分報告的基金之影響，我們進行了另一次迭代，其中包括至少有 24 個月業績的基金。基金停止報告後，我們採用當前的每月短期國債回報替代（即假設持倉被贖回並轉換為現金）。

我們只能對 Pivotal Path 進行此分析，因為 HFR 不包括截至 2017 年 12 月存在但隨後停止報告的基金。Pivotal Path 確實提供了部分報告的基金之數據：除了原始 470 只具有完整月度數據的基金外，我們還允許組合中隨機包含 432 只部分報告的基金。如下文所示，雖然綜合回報點群向下移動，但絕大多數綜合回報仍優於經風險調整基準。

**重要注意事項。**在現實生活中，投資者也會面臨對沖基金停止報告後的時期，此時基金經常會賣出其流動性最差的持倉。因此，我們並未捕捉倖存者偏差對回報組合的全部影響。右表顯示了對倖存者偏差的學術估計，即計入停擺基金影響的情況下，對沖基金年平均回報的下跌幅度。雖然預測的範圍很大（有些預測也相當過時，反映了對沖基金行業的投資組合集中度普遍較高且波動性更大），但這些預測都屬正面。換句話說，所有研究都認同排除停擺基金會誇大對沖基金的回報。分析期間越短（我們的僅有 5 年），倖存者影響可能越小。

### 20 隻基金綜合指數與基準指數比較[PivotalPath]

自 2018 年 1 月以來年化回報與短期國債對比



資料來源：摩根資產管理、PivotalPath，2023 年 9 月

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

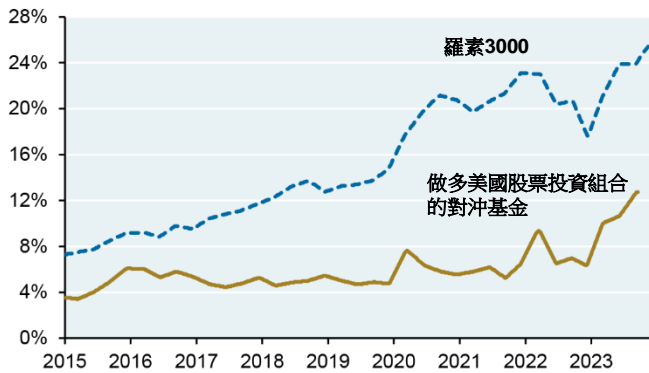
資料來源：摩根資產管理



**主要經紀商就對沖基金投資組合的一些看法。**大型主要經紀商發佈的綜合資訊來源於其所交易的對沖基金。因此，關於對沖基金在投資組合中所發揮的作用，每個主要經紀商都有不同的看法。下面的圖表代表了一家較大的主要經紀商（高盛）的觀點：

- 在過去五年的大部分時間，對沖基金都減持超大盤股，僅在 2023 年增加了持倉。即便如此，相對於羅素 3000 指數，對沖基金仍偏低配置超大盤股
- 除了 2020 年新冠疫情拋售和復蘇期間以外，選股機會仍像 2010-2020 年那樣乏善可陳
- 平均而言，基金前十大持股佔到其多頭投資組合的 70%，接近有記錄以來的最高集中度。同樣，對沖基金集中投資於少數幾隻持股的情況也創下今年的新高
- 在過去十年的大部分時間裡，對沖基金空頭帳簿的收益率僅為 0-25 個基點。展望未來，如果聯儲局將實際資金成本維持為正數，空頭帳簿將獲得正回報

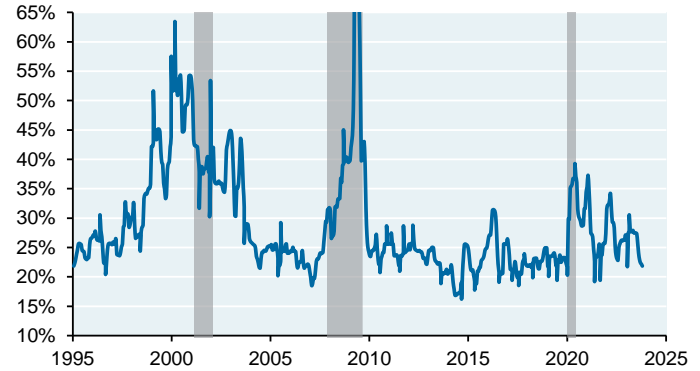
**七大巨頭股（蘋果、亞馬遜、谷歌、META、微軟、英偉達和特斯拉）的權重，佔投資組合的百分比**



資料來源：高盛全球投資研究部，2023年11月20日

**除了2020年，選股者的選擇範圍較小**

標普500指數3個月回報離散度



資料來源：高盛全球投資研究部，2023年11月20日

**對沖基金投資組合密度**

中位多頭對沖投資組合中前10大持倉的權重



資料來源：高盛全球投資研究部，2023年9月30日

**自2006年以來，對沖基金投資組合持倉最高集中度**

百分比，實際數量佔不同股票持有量的百分比



資料來源：高盛全球投資研究部，2023年第三季度

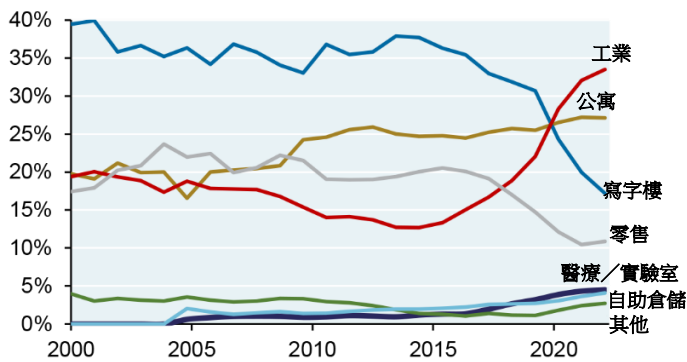


## 商業地產、寫字樓板塊和 BREIT

如果要說寫字樓板塊有什麼好消息的話，那就是私人房地產投資組合中的寫字樓配置從 2015 年（即新冠疫情爆發的五年前）開始下降。根據 MSCI 的估計，寫字樓目前佔私人商業房地產投資組合的比例不足 20%，而且比例越低越好；斯坦福大學的最新數據顯示，很多大城市地區的居家辦公天數停留在 30%-35%（2019 年，全國範圍內居家辦公的天數約為 3%）。請注意，灣區數據較為異常，這與我們 10 月份對 22 個主要城市地區進行的經濟／人口深度分析中舊金山排名最低的情況相符。

第三張圖表顯示，除了區域購物中心和寫字樓外，大多數商業抵押擔保證券(CMBS)拖欠率實際上一直在改善。CMBS 寫字樓貸款的特別償債率飆升，表明有大量待修改的情況，這也是寫字樓壓力超過其他房產類型的另一個例子。我聽說有人正在籌集資金用於將辦公室改建為住宅。但願你能找到願意出售的賣家；為了使改建具有經濟效益，物業可能必須以疫前價值 60%-70%的折讓轉手（見方框內文字）。

MSCI商業房地產核心指數物業類型配置



資料來源：MSCI、摩根資產管理，2023年第三季度

居家辦公：大都市

居家辦公的全薪天數百分比



資料來源：「為什麼居家辦公能持續下去」，Barrero、Bloom和Davis，美國國家經濟研究局，2023年10月

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9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9月

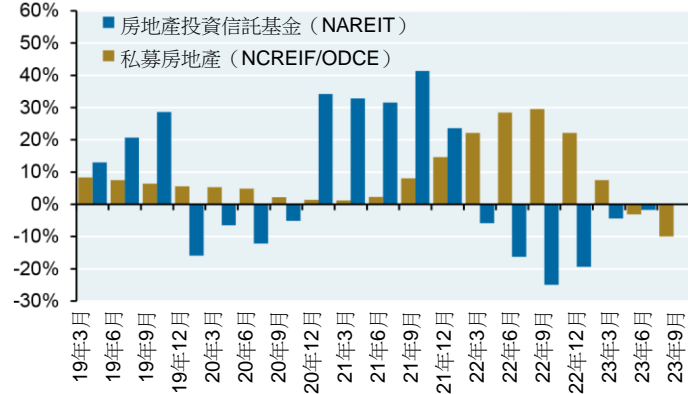
**關於寫字樓改建為住宅。**在我們 2023 年 10 月《放眼市場》關於紐約市的文章中，我們介紹了一棟二戰前乙級寫字樓改建樣本所需的備考經濟效益，該寫字樓目前的租金為每月每平方英尺 3.50 美元。假設改建成本為每平方英尺 320 美元，外加每平方英尺 40 美元的綠色效益費用，改建後可出租面積下降 15%，新住宅租金為第 90 百分位數（875 平方英尺的一室一廳公寓年租金為每平方英尺 96 美元），那麼買方仍需要談妥每平方英尺僅 175 美元的銷售價格，才能獲得 15%-18%的回報。該價格代表每平方英尺價格較疫前水平下跌約 60%。



公共與私募房地產中也存在和公開股票對比私募股權同樣的估值滯後。左圖顯示最近房地產投資信託基金(REIT)回報 (藍色) 如何領先私募房地產回報 (金色) 幾個季度。如右圖所示, 這通常是經濟低迷時期的情況。如果是這樣的話, 即使利率穩定在目前水平, 未來幾個月房地產的直接估值也可能出現減記。另一個顯而易見的觀點是, 私募房地產所報告的波動性要低得多, 這是由於基於估值的回報率趨於平緩<sup>13</sup>。

### 私募與公共房地產總回報比較

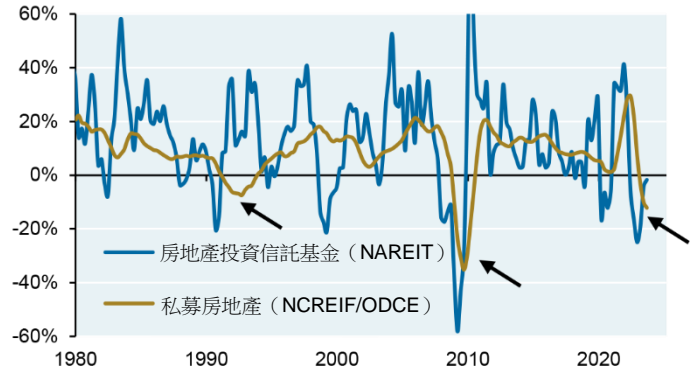
百分比, 滾動四季度總回報率



資料來源: NAREIT、NCREIF、摩根資產管理, 2023年第三季度

### 私募與公共房地產總回報比較

百分比, 滾動四季度總回報率

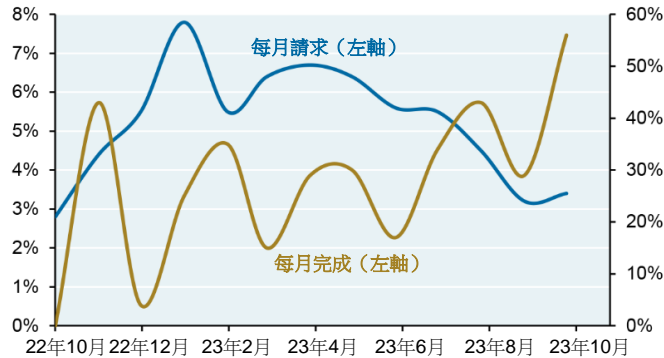


資料來源: NAREIT、NCREIF、摩根資產管理, 2023年第三季度

我認為耐人尋味的是: 黑石集團 1,140 億美元的 BREIT 基金所承受的壓力在 2023 年期間有所緩解。左圖顯示了贖回請求佔資產淨值的百分比, 以及這些請求得到兌現的情況。在這一年即將結束時, 兩者的表現都優於年初。雖然 BREIT 今年的業績表現低於現金, 但該基金在寫字樓領域 3% 的適度風險敞口應能降低投資組合中突然出現大量空置和淨營業收入問題的風險。

### BREIT投資者贖回和兌現情況

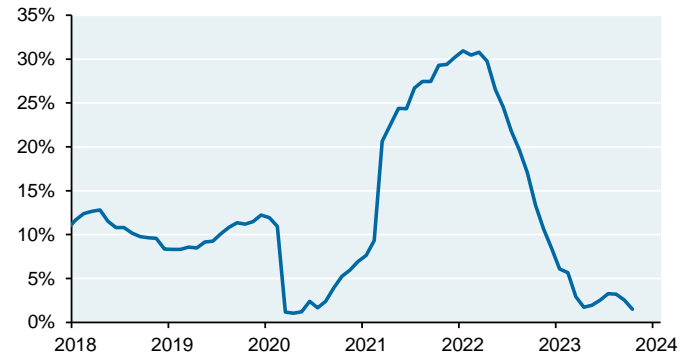
佔資產淨值的百分比



資料來源: BREIT、摩根資產管理, 2023年10月

### BREIT表現

滾動12個月回報



資料來源: BREIT、摩根資產管理, 2023年10月

<sup>13</sup>在我看來, 對非交易型資產類別抱持波動性觀點, 這本身就很奇怪。比如, 對於我的 2012 款吉普牧馬人而言, 夏普比率可以是無限的, 因為它從未進行交易, 但我不會以此為基礎推薦它作為投資。非上市資產主要以絕對回報和對流動性的影響程度來估值。





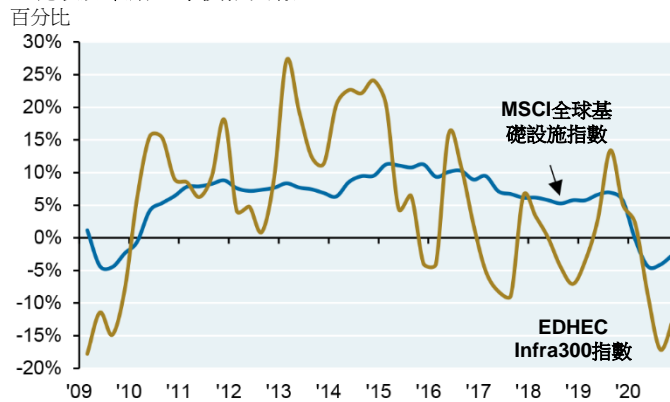
## 基礎設施

許多投資者配置基礎設施，重點關注交通運輸、能源／電力、廢棄物管理和電信。十年前，公私合營是基礎設施投資的支柱，但由於政治因素、現有項目的挑戰和複雜性等問題，它們已成明日黃花。一般的管理人現在通常會尋求：控制純資產中的持倉；投資級別資本結構；收入主要來自薪酬結構和監管機構批准的資本投資。這種策略可減少不確定性，並為可分派收益率帶來更穩定的自由現金流。聽起來不錯，但什麼適合作為基礎設施投資實際經驗的替代指標呢？

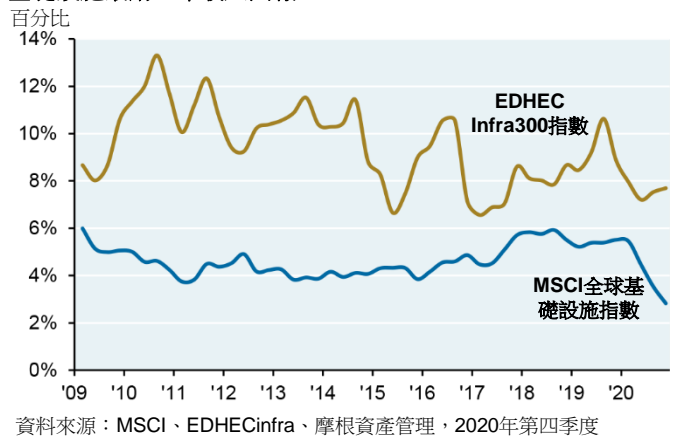
**創建私募基礎設施回報指數需要有技巧，還需要講科學。**MSCI 的方法是：調查營運基礎設施基金的普通合夥人，匯總他們對電力、水、交通和通信資產的估值。相比之下，EDHEC 與有限合夥人合作，監控基礎設施資產池的現金流。然後，EDHEC 根據行業內的實際交易情況，利用風險因素模型創建總回報指數。年化回報率不同（2009-2020 年，EDHEC 約為 13%，MSCI 約為 11%）的部分原因是指數聚焦的資產不同。**差異擴大：EDHEC 的方法反映了低流動性基礎設施資產的實際中期估值，而 MSCI 則不然。**這是比商業房地產更能說明估值平滑影響的極端例子。

**指數選擇是一個關乎生存的選擇：**有限合夥人是否更關心管理人報告的基礎設施資產價值，並將其反映在回報報表中？或者說如果他們想要或必須定期出售基礎設施資產，他們是否更關心這些資產的現實價值？MSCI 和 EDHEC 允許投資者在任一極端中進行選擇。可以肯定的是：使用經平滑調整的私募基礎設施基準與公開交易的基礎設施股票進行夏普比率、相關性或經風險調整比較，這是一種非常不可靠的做法。

基礎設施滾動一年價格回報



基礎設施滾動一年收入回報



## 基礎設施是否能對沖通脹？

這是個寬泛又難以回答的問題，因為在可觀察的基礎設施回報時間範圍內尚未出現過多次通脹高峰。根據 Ares Global Client Solutions 的觀點，通脹似乎確實會導致一年後基礎設施收入增加。右圖基於英國通脹和英國基礎設施項目收入的變化。很大程度上取決於基於通脹的調整是否是合同的一部分，和／或合同是否允許所有者將通脹上升轉嫁予用戶。

基礎設施收入和通脹





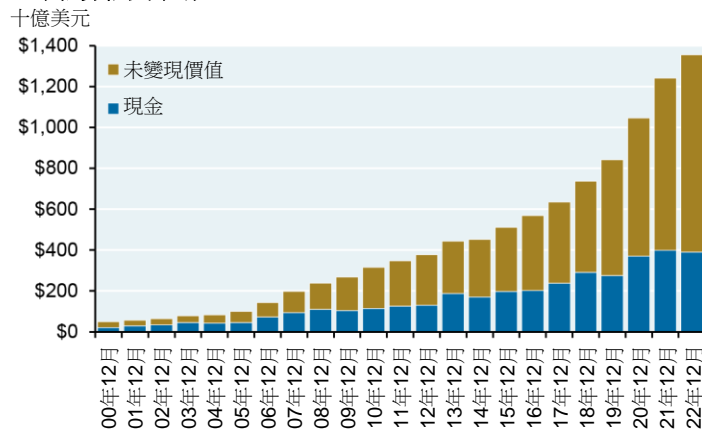
## 私募信貸、巴塞爾協定 III 和承銷商之爭

鑒於私募信貸最近才興起，而且之前沒有違約週期，因此關於私募信貸的表現可點到為止。管理的資產激增，使私募信貸管理人能夠為大型借款人承銷融資，而過去則依賴高收益債券或廣泛的銀團槓桿貸款 (BSL)。

就現有的私募信貸成立年份而言，很大程度上取決於信貸狂潮期間承銷的持倉受到較高利率影響的情況。第二張圖表顯示了以 BDC 為代表的私募信貸票息支付的增長情況<sup>14</sup>。Cliffwater 的數據顯示，2023 年中期私募信貸的追蹤損失率 (即扣除回收後的違約率) 為 0.7%，而 BSL 的追蹤損失率約為 2%。另外，Proskauer Rose 預計 2023 年 7 月私募信貸違約率約為 2%，高於 2022 年底的約 1.5%。雖然兩個消息來源都表明迄今為止私募信貸壓力較低，但我們聽到了更多的私募信貸調整的資訊，例如發起人注資、契約減免和轉向實物利息支付。實時追蹤比較困難；私募信貸利息覆蓋率可能與槓桿貸款一樣惡化 (如第 5 頁所示)。

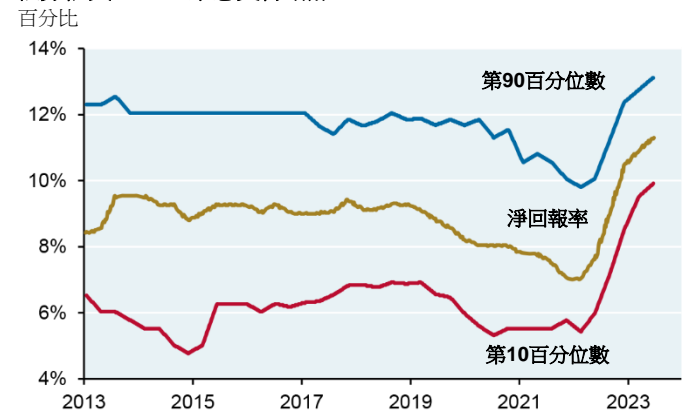
過去幾年，當承銷標準減弱時，私募信貸貸款人是否通過談判獲得了比 BSL 貸款人更強有力的保護？首先，如第三張圖表所示，讓我們回顧一下機構貸款人如何在 2020 年之前通過犧牲契約保護來向借款人做出妥協。請注意，中型 BSL 貸款機構不像大型貸款機構那樣接受「輕契約」貸款。<sup>15</sup>

### 全球私募信貸市場



資料來源：Preqin，2022年6月

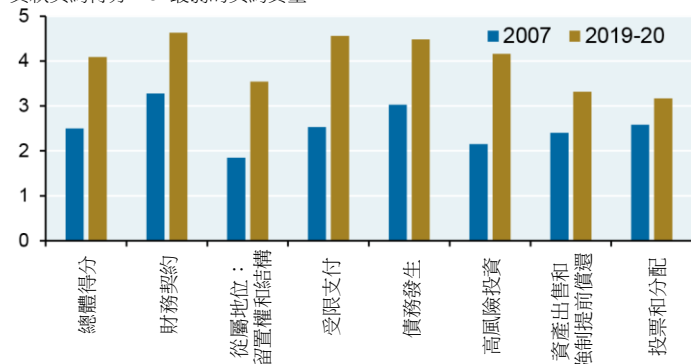
### 私募信貸：BDC票息支付增加



資料來源：高盛全球投資研究部，2023年11月

### 借款人在BSL市場上妥協

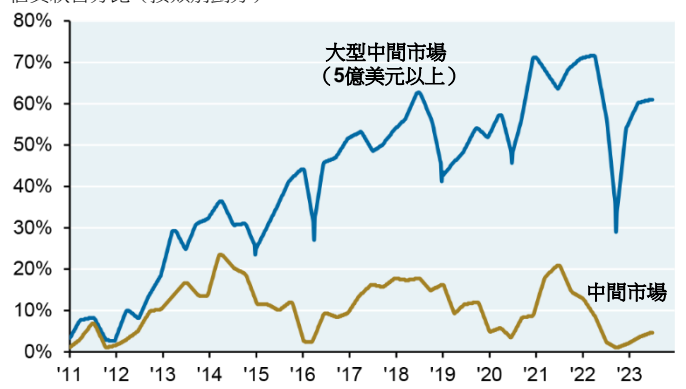
貸款契約得分，5=最弱的契約質量



資料來源：穆迪。2020年。

### 「輕契約」主要是較大BSL市場的一個特徵

佔貸款百分比 (按類別劃分)



資料來源：LCD、Pitchbook、摩根資產管理，2023年第二季度

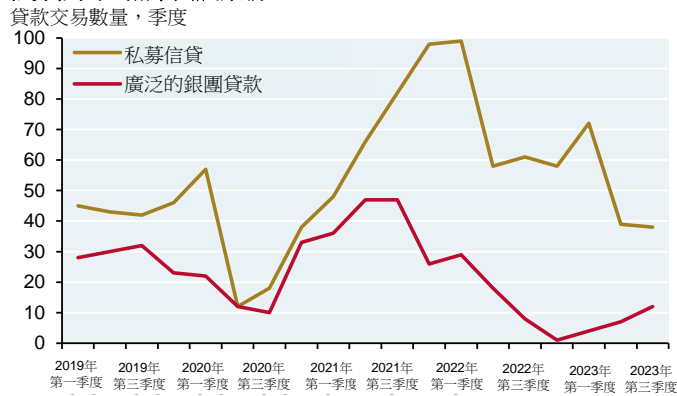
<sup>14</sup>BDC 是最透明的私募信用貸款人形式，佔直接貸款的 20%-25%

<sup>15</sup>「輕契約」並不意味著沒有契約，而是通常將其限制在「發生基礎」上，這意味著它們僅在借款人選擇承擔額外債務時適用



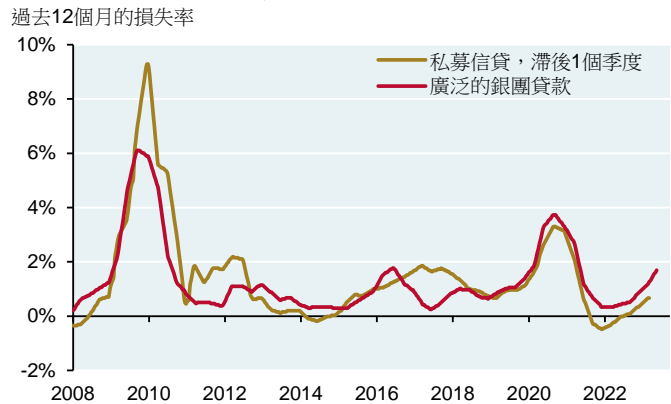
自 2021 年第一季度以來，私募信貸市場保持開放，而 BSL 市場大部分關閉。這表明私募信貸正在利用更稀缺的信貸條件，但貸款基金投資者的最終體驗取決於這些大多為 B 級信用的事後表現。雖然隨著大型私募信貸公司爭奪市場份額，其標準也在下降，但根據市場參與者的觀察，私募信貸的承銷標準比 BSL 市場更為嚴格<sup>16</sup>。換言之，規模較大的私募信貸貸款在與 BSL 競爭時正在變得商品化。違約週期期間的損失經驗將是私募信貸與 BSL 和高收益債券相對表現的最佳仲裁者。

**私募信貸：照常開展業務**



資料來源：Pitchbook、LCD、摩根資產管理，2023年第三季度

**BSL和私募信貸的損失率估計**

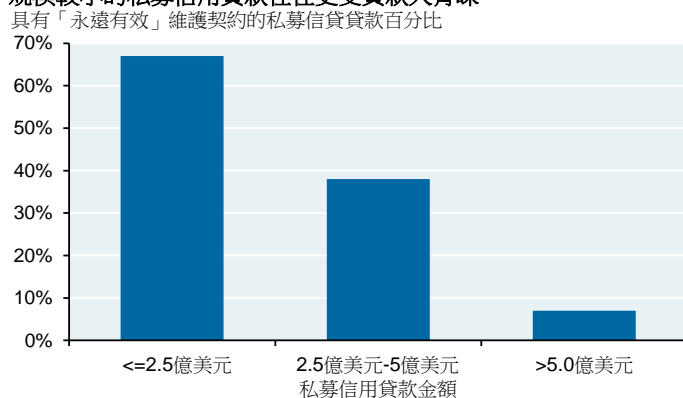


資料來源：Clifwater、穆迪、高盛全球投資研究部，2023年第二季度

為了加深了解，不妨回顧一下穆迪對 2023 年發放的 28 筆私募信貸貸款和 15 筆 BSL 的分析<sup>17</sup>：

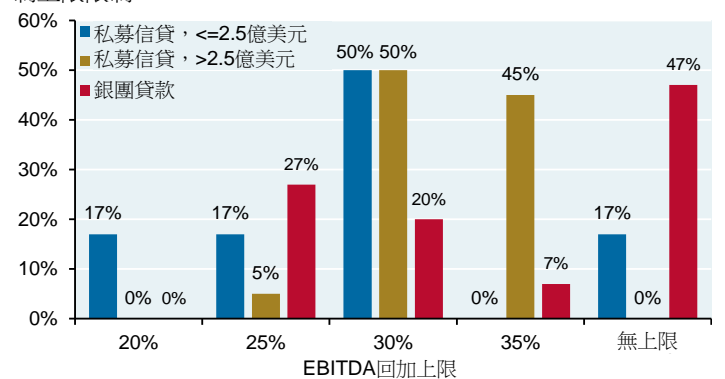
- 穆迪發現，私募信貸貸款規模的增加與**維護契約損失**之間存在相關性。67%的小額私募信貸貸款有「永遠有效」的維護契約，而只有 7%的大額私募信貸貸款有這些契約
- 規模較小的私募信貸貸款比規模較大的私募信貸貸款具有更多的限制性 **EBITDA 加回額度**，並且比 BSL 的限制性更大。這些加回上限限制了借款人預測實際未發生的營運成本和合併協同效應的能力；通過延期，他們限制了基於估計 EBITDA 倍數的可用槓桿率
- 同樣，規模較小的私募信貸貸款可用於預測 EBITDA 的期限較短（「**前瞻期**」為 15-24 個月，而規模較大的私募信貸貸款則為 24 個月以上）

**規模較小的私信用貸款往往更受貸款人青睞**



資料來源：穆迪投資者服務公司，2023年10月

**私募信貸對EBITDA的限制比BSL更嚴格，貸款百分比受EBITDA限制上限限制**



資料來源：穆迪投資者服務公司，2023年10月

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

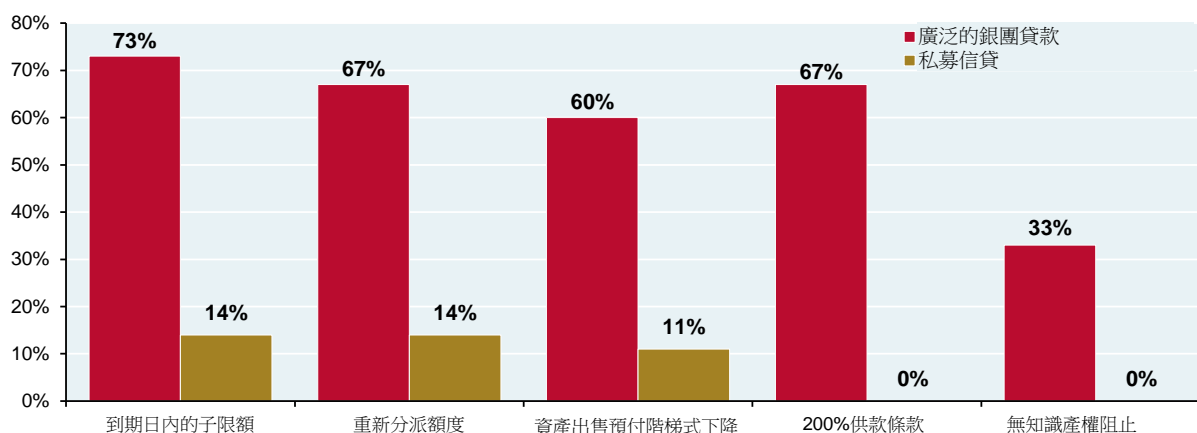
<sup>17</sup> 「隨著競爭的加劇，私募信貸、銀團貸款保護將趨同」，穆迪，2023 年 10 月



穆迪還研究了 **BSL** 和**私募信貸**市場的其他契約比較，發現**私募信貸**條款在某些**關鍵領域**提供了更大的**貸款人保護**。提醒：本分節面向喜歡閱讀和理解貸款文件的讀者。如果您投資參與 **BSL** 和**私募信貸**的基金，那麼本節內容就可能適合您。

- **到期內的子限額**反映了現有貸款人對借款人承擔期限較短的新債務之許可程度，從而令新貸款人「及時」獲得貸款。到期日較短的貸款人可首先從潛在的不良信貸中獲得償付，並且在破產之外進行的重組中可能擁有更多的槓桿
- **重新分派額度**。限制支付條款規定了借款人可支付股息、進行收購和從事其他資產轉讓的情況。重新分派額度賦予借款人將受限支付金額（如果未支付）轉化為額外的債務能力
- **資產出售預付階梯式下降**允許借款人變現抵押品，並在滿足特定槓桿測試的情況下，使用少於 100%的收益來預付債務
- **200%供款條款**允許借款人每新出資 1 美元股本就獲得 2 美元借款
- **無知識產權阻止**指沒有明確規定阻止知識產權轉讓給不受限制的子公司（根據發起人在該交易中的行為，通常被稱為「J Crew」條款）
- **更多贖回保障**。私募信貸貸款人通常要求 2-3 年的贖回保障，並收取 2%-3%的提前贖回罰款，而 **BSL** 僅提供 6-12 個月的贖回保障和 1%的罰款

**BSL**市場在**關鍵契約**特徵方面的**保護性**遠不如**私募信貸**，這些特徵在**經濟困難時期**變得更加重要，百分比



資料來源：穆迪投資者服務公司，2023年10月

如果 2024 年經濟狀況疲軟，這些條款將變得越來越重要，導致一些發起人試圖將資產轉移到不受限制的子公司，並在少數債權人同意的情況下進行**股權友好型重組**。



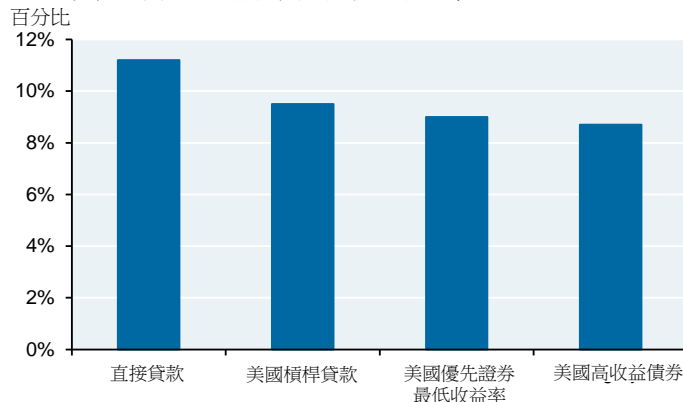


一個擁有更多私募信貸的世界會是什麼樣子？首先，它可能會推動銀行發放的貸款比例跌至戰後新低，並在監管較少的環境中增加發放貸款。在矽谷銀行倒閉事件後，考慮到聯儲局的過失，銀行體系監管可能會加強<sup>18</sup>。一個擁有更多私募信貸的世界幾乎肯定會帶來更高的債務成本。如下文所示，我們估計 2023 年第二季度直接貸款收益率為 11.5%，而槓桿貸款、優先股和高收益債券的收益率為 9.0%-9.5%。這代表了財富從私募股權轉移到私募信貸貸款人。

「私募信貸的黃金時刻」論點部分基於這一觀念，即新的巴塞爾協定 III 資本規則將迫使銀行削減貸款和其他冒險活動，從而推動更多借款人轉向私募信貸。下文第三張圖顯示了對巴塞爾協定 III 可能影響的估計：美國 I 類和 II 類銀行的風險加權資產增加 25%-35%<sup>19</sup>。美國的提議適用於合併資產超過 1,000 億美元的銀行，涵蓋美國銀行業的全球業務，並規劃期限至 2025 年 7 月。巴塞爾協定 III 的徵求意見期已延長至 2024 年 1 月，因此仍有可能進行更改。

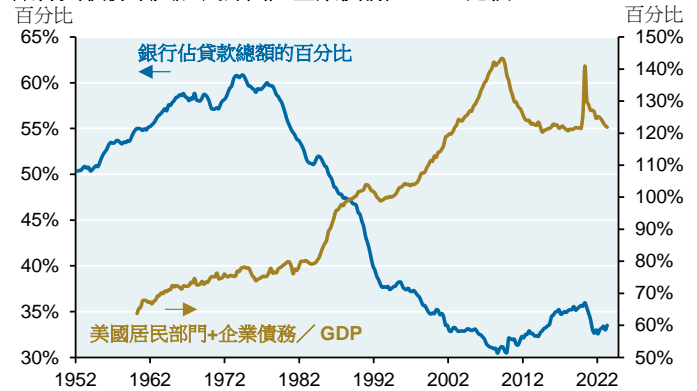
私募信貸可能從中獲得好處；債權人數量較少，可以更快地解決困境，而不必總是依賴破產法院；許多私募信貸借款人只有 2-3 個貸款對手方。我還聽說，與美國貸款市場相比，私募信貸市場上的「債權人之間的暴力競爭」要少得多，這是貸款群體規模較小的另一個副產品。儘管如此，市場仍擔心非銀行貸款增加會帶來系統性風險，這一點將在附錄中介紹。

2023年第二季度美國非投資級別債券收益率



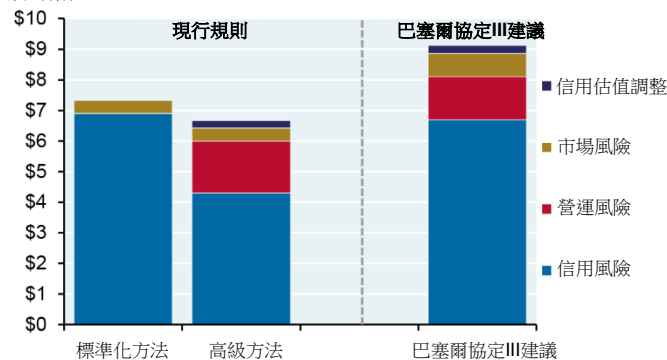
資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年第二季度

銀行貸款份額與居民部門／企業債務／GDP比較



資料來源：聯儲局、摩根資產管理，2023年第二季度

由於巴塞爾新規則，美國第一類和第二類銀行風險加權資產預計將增加，萬億美元



資料來源：摩根士丹利、Oliver Wyman，2023年11月

<sup>18</sup> 「聯儲局在一份嚴厲的報告中承認對矽谷銀行的失敗負有部分責任」，NPR，2023 年 4 月 28 日

<sup>19</sup> I 類和 II 類銀行包括 JPM、BAC、C、WFC、GS、MS、BK、STT 和 NTRS。下一級 III 類銀行未包含在上述 RWA 評估中，包括 USB、PNC、TFC、SCHW 和 COF



## 附錄：非銀行貸款增加會帶來哪些系統性風險？

我於 1987 年加入摩根大通，當時銀行貸款發放份額首次跌破 50%（如上圖所示）。這些都是複雜的話題，但這種貸款發放轉變恰逢美國居民部門和企業債務佔 GDP 的比重大幅上升，而且對減少股市的波動性或經濟衰退的嚴重程度也沒有起到什麼作用。目前巴塞爾協定 III 準備推動銀行體系之外更多的信用創造。

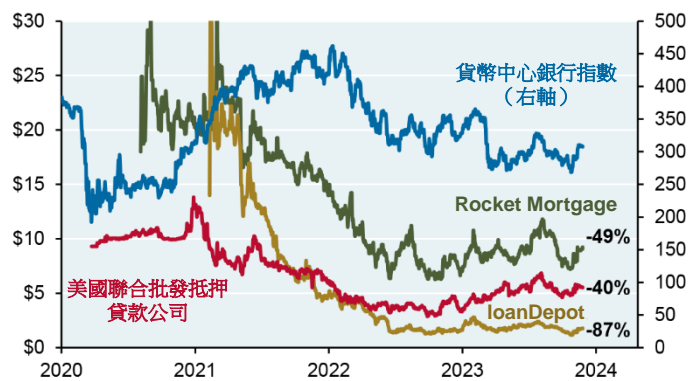
由於銀行資本規則和監管套利，信用創造的另一種形式正在向銀行體系之外轉移：**非銀行抵押貸款發起人的崛起**。考慮到非銀行貸款機構的特殊償付能力和對批發融資的嚴重依賴，監管機構仍在試圖弄清楚非銀行貸款機構主導抵押貸款發放的影響。它們的股價下跌主要反映迄今為止的利率上升，但新的研究和財政部 2022 年的報告指出，貸款質量可能較差，系統性風險增加。**私募信貸的激增，就像大多數快速的資本流動一樣，需要非常謹慎地應對。**

### 非銀行抵押貸款發放比例



資料來源：Inside Mortgage Finance、標普全球、摩根資產管理，2022年

### 最大非銀行抵押貸款機構股價與貨幣中心銀行指數比較



資料來源：彭博、摩根資產管理，2023年11月28日

## 關於抵押貸款發起人非銀行貸款的風險

- 「評估新進非銀行公司對消費金融市場競爭的影響」，美國財政部報告，2022年11月：「雖然新進非銀行公司似乎有助於加強競爭，但它們通常不像受保險的存款機構那樣在安全性、穩健性或消費者保護方面受到同樣嚴格的監管，這引發了公共政策考慮」
- 與從傳統銀行借款的信用狀況相似的消費者相比，轉向金融科技貸款機構的消費者更有可能入不敷支，進一步陷入債務困境和違約。資料來源：DiMaggio（哈佛商學院）和Yao（喬治亞州立大學），2020年
- LendingClub的一項分析發現，儘管LendingClub平台上的貸款申請收入核實不完整會對回收率產生負面影響，但借款人的錯誤資訊並未對承銷決策產生應有的負面影響。資料來源：「金融科技平台：寬鬆或謹慎的借款人篩選」，Serena Gallo（坎帕尼亞大學），2021年7月



## 重要資訊

本報告對來自大通信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信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制當時均被視為準確。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推薦。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紀錄，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)）；在澳大利亞，由摩根資產（澳大利亞）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。年金是透過 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。年金是透過 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受 JPMorgan Chase & Co.共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已獲德國聯邦金融監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 簡稱為「**BaFin**」) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (Deutsche Bundesbank) 和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場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. 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 (通知您的) 摩根大通銀行香港分行/新加坡分行向您提供。銀行及託管服務由摩根大通銀行新加坡分行向您提供。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。任何證券 (包括本基金股份) 在巴西證券及交易委員會 CVM 進行註冊登記前，均一概不得進行公開發售。本文件載列的部分產品或服務目前不一定可於巴西及墨西哥平台上提供。

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。

© 2023 年。摩根大通。版權所有。

J.P.Morgan