

「人生何處似我家」：日圓資金套利平倉並流回本國引發全球股市調整；地方法院裁定谷歌從事有利於自身的反競爭行為；居家辦公趨勢及其對困境商業寫字樓投資的影響；新冠疫情的最新狀況

全球最大的套利交易崩盤：

- 據德意志銀行估計，多年負政策利率誘使日本的家庭、養老金計劃、國有銀行乃至日本央行本身創造了 20 萬億美元的套利交易¹，當中「日本公司」通過低成本的銀行存款為其自身融資並投資海內外較長存續期的資產
- 大量宏觀對沖基金紮堆效仿以日圓進行融資。2022年，當聯儲局開始加息時，日本的套利交易加快了步伐，從而將日圓推至自 1986 年以來最弱水平
- 就在聯儲局預期開始放寬政策之際，核心通脹持續上升加上薪資談判結果最終促使日本央行加息，從而大幅推升日圓匯率。值得注意的是，7 月份日本銀行因當時日圓疲軟而耗資 370 億美元進行干預
- 最近日圓升值 14%，創過去 40 年最高漲幅。請注意，日本央行只加息了 25 個基點（！！）就引發出如此反應，表明無法衡量的日圓套利交易規模實際上非常之大
- 套利交易平倉引發了全球股市調整。迄今為止，今年美國、歐洲、日本以及新興市場的股票仍在上漲。儘管日圓目前較接近以息差計算的公允價值，但摩根大通的外匯交易員認為，未來可能會發生更多套利交易平倉

日圓套利交易示例

指數（0=2020年1月1日）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年8月5日

2022至2023年，聯儲局加息導致日圓暴跌



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年8月5日

日本央行政策利率、工資增長和通脹

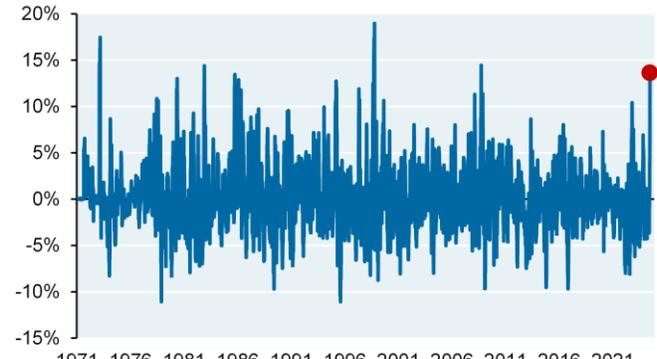
百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年7月31日

自1971年以來日圓兌美元23天匯率變化

百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年8月5日

¹「全球最大的套利交易」，George Saravelos，德意志銀行，2023年11月

股市並未預見風險敞口會以這種方式減少，因而準備不足，具體如下...

- 一直確信人工智能推動的漲潮，以至直到7月份中旬，標普500指數和納斯達克的空頭幾乎消失了
- 科技板塊的自由現金流收益率達到了2000年代初以來的最低水平，然而全球半導體指數的市淨率達到11.5倍，在上一個10年的大部分時間，市淨率都在2至3倍徘徊
- 以跑贏標普500指數的股票比例或創納斯達克指數52周高位和低位的股票比例衡量，市場的廣度不容樂觀

標普500指數和納斯達克指數的短倉持倉

流通股百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年7月15日

科技股和半導體股估值處於極端水平

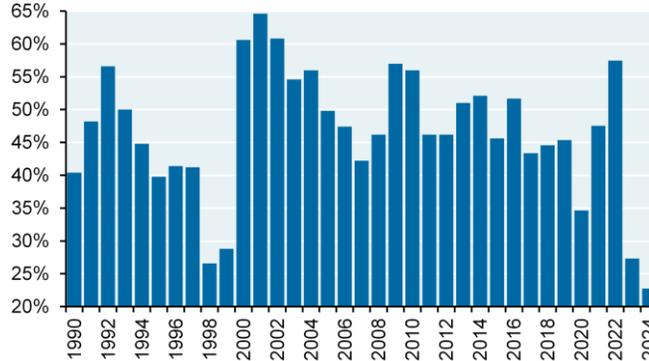
自由現金流收益率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年8月5日

跑贏標普500指數的成份股

呈現跑贏表現的公司百分比（總回報）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年7月5日

市場廣度與表現

股票數量（90天平均值）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年8月2日

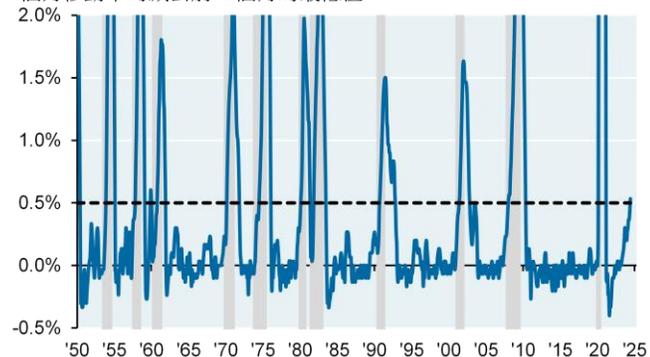
即使在市場上漲的年份中，年內股票市場出現修正也是常見之事。最大的問題仍是美國是陷入經濟衰退還是實現軟著陸。各項指標好壞參半；同期信號仍顯示良好的增長（企業支出、消費者支出、企業盈利），同時部分領先指標和勞動力市場指標卻指向經濟衰退（見方框）。

我對於薩姆規則心存疑問。根據薩姆規則(Sahm rule)，當3個月平均失業率較前12個月的最低水平上升超過0.5%時，經濟就處於衰退或即將迎來衰退。值得注意的是，在1967年、1985年和1995年經濟軟著陸期間，薩姆規則並未觸發。這次情況是否會不一樣？在最近一次採訪中，Claudia Sahm本人表示，勞動力結構可能發生變化，使得薩姆規則的可靠性有所下降（新晉勞動力推高了失業率）²。儘管如此，她認為聯儲局應該已經在放寬政策，因為勞動力市場明顯疲軟。摩根大通首席經濟學家Michael Feroli表示，在經濟衰退前後，求職率的降幅一般約佔失業率增幅的四分之三³；換言之，在經濟衰退期間，勞動力參與率推高失業率並非新鮮事。

我認為今年將實現經濟軟著陸，目前仍有大量數據支持此觀點。但衰退風險有所上升，而我認為股票或信貸市場尚未完全定價這些風險。超大型科技股的市盈率已從32倍降至28倍，而標普500指數的市盈率已從24倍降至20倍；但兩者仍處於高位。如果我要在今年秋季進行投資，我會等待出現更低的水平後才進行加倉操作。

薩姆規則：失業率相對於近期低位

3個月移動平均減去前12個月的最低值



資料來源：美國勞工統計局、摩根資產管理，2024年7月

勞動力指標

非常弱：薩姆規則涉及經濟衰退、製造業和加班時間、臨時工、採購經理人指數(PMI)就業調查、聯儲局家庭調查中的失業概率

從強勁的水平開始走弱：就業增長、工資增長、全美獨立企業聯盟(NFIB)工資調查、工作轉換溢價、職位空缺和勞動力流動調查(JOLTS)自願辭職率、休閒/零售業的職位空缺、失業救濟申請

進一步詳情，請參閱上文標題中的通脹/勞動力市場監測

²「薩姆規則的制定者表示這次可能不一樣」，《財富》雜誌，2024年8月2日

³「不好了，比爾先生，第一條薩姆規則被觸發了」，Michael Feroli，摩根大通經濟研究部，2024年7月18日。比爾先生既指紐約聯邦儲備銀行行長比爾·達德利(Bill Dudley)，又指舊版《周六夜現場》的粘土動畫角色

科技板塊面臨較大壓力：美國哥倫比亞特區的地方法院剛剛裁定，谷歌濫用了其在搜索業務上的壟斷地位。我在《2024年展望》中大篇幅討論了此類反壟斷風險。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 500 億美元的「流量獲取成本」⁴，以確保其搜索引擎的默認地位。谷歌還被指控阻止交易對方與競爭對手進行交易，要求將 Google Apps 放在主要設備位置。

目前，該訴訟將於 9 月份進入補救階段，之後將向美國哥倫比亞特區聯邦巡迴上訴法院提起上訴。在該流程結束時，谷歌與蘋果和三星的合約可能須根據法院對可接受設備配置協議的定義進行重新談判；及／或設備可能須提示用戶選擇一個搜索引擎。

我認為，即使會出現多個搜索引擎選擇的提示，大部分用戶還是會選擇谷歌，歐洲就發生過這種情況。但是谷歌顯然不希望冒任何風險，特別是與蘋果的合作。正如法官在裁決中所描述，於 2020 年，谷歌的內部模型預測，如果其默認搜索引擎的地位被取代，谷歌將喪失 60%至 80%的 iOS 查詢量，從而導致 280 億至 320 億美元的每年淨收入損失⁵。另一個值得注意的例子是：當蘋果將默認地圖應用從谷歌切換到蘋果時，谷歌用了四年時間才達到此前 40%的市場份額，而蘋果地圖通常被視為一款劣質產品⁶。

谷歌流量獲取成本(TAC)，按年劃分



資料來源：谷歌10-K文件、摩根資產管理，2023年

谷歌不會是終止 TAC 支付的唯一受害者。蘋果估計每年從谷歌賺取 180 至 200 億美元。2020 年，美國司法部聲稱，蘋果的全球年收入有 15%-20% 來自谷歌支付；而在 2023 年，Sanford Bernstein 估計該比例仍為 15%左右。2023 年 11 月，谷歌行政總裁在 Epic Games 審判期間的交叉詢問中確認，谷歌向蘋果支付了 36%來自 Safari 的廣告收入，以換取在蘋果設備上的默認狀態。

現在，我們討論困境商業寫字樓。就約 30%的寫字樓員工而言，人生何處似我家

⁴ 為「貨架空間」付費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。

⁵美國訴谷歌，美國哥倫比亞特區地方法院，第 75 條

⁶MarketWatch 在 2024 年 3 月對用戶進行了一項調查，發現 70%的人使用谷歌地圖，27%使用 Waze 和 25%使用蘋果地圖。儘管如此，與其糟糕的開局（當時的公共衛生官員稱蘋果地圖的導航缺陷可能會「危及生命」）相比，蘋果地圖似乎正在改善。

居家辦公及其對商業寫字樓投資的影響

您稍微留意就會發現寫字樓市場的二階及三階導數有所改善。但若論寫字樓衝擊的催化因素，我們看到徘徊在 **30%** 左右的居家工作趨勢僅出現輕微的下降。這對論困境商業寫字樓價值的最終歸宿造成了影響；建築物雖各不相同，但困境建築物通常需要較 **2019年** 價值折讓 **60%** 或以上，才能吸引到新投資者資金。目前正在出現一些可能會促進觸底的活動：新寫字樓建設暴跌、受損物業的改造/拆除增加以及止贖速度加快。這在很大程度上取決於銀行和證券化寫字樓貸款信託如何對待即將到期的寫字樓貸款；迄今為止，寫字樓的拖欠率、改造和止贖模式與 **2008年** 非常相似。我們將在第 **9** 頁總結新冠疫情的最新狀況，因為這是寫字樓衝擊的起源。

[1] 三角測量居家辦公趨勢

空置率雖然重要，但該指標可掩蓋大量未被充分利用的寫字樓空間，而這些空間可能會構成未來的空置率。因此，我們考察了真實寫字樓需求和居家辦公的三項同期信號：公共交通客流量的恢復情況；史丹佛大學 **Nicholas Bloom** 對居家辦公就業情況進行的萬人調查；以及 **Kastle** 的員工鑰匙卡刷卡數據。如下所示，三項資料來源都發出異樣的訊息：居家辦公率徘徊在 **30%** 左右，幾乎沒有顯示出接近 **25%** 或 **20%** 的跡象。

疫後公共交通客流量恢復情況（2019年第二季度=100%）；恢復中位數=70%

#	城市	2019年第二季度至2024年第二季度的復甦		偏差度	交通運輸部門
		年第一季度的復甦	年第二季度的復甦		
1	邁阿密	111%	100%	11%	Miami-Dade Transit Agency
2	休斯敦	97%	82%	15%	Metro Tr Auth of Harris Co
3	鹽湖城	93%	80%	13%	Utah Transit Authority
4	奧斯汀	83%	78%	5%	Capital Metropolitan Trp Auth
5	博伊西	82%	74%	8%	Valley Regional Transit
6	洛杉磯	77%	76%	1%	Access Services, Los Angeles County MTA, Southern California RRA
7	聖何塞	76%	75%	1%	Santa Clara Valley Trp Auth
8	華盛頓特區	75%	68%	7%	District Dept of Transp. Washington Metro Area TA
9	聖安東尼奧	73%	69%	4%	VIA Metropolitan Transit
10	紐約	73%	73%	0%	MTA Bus Company · MTA Long Island Rail Road · MTA Metro-North Railroad · MTA New York City Transit · MTA Staten Island Railway · New York City DOT
11	達拉斯	72%	72%	0%	Dallas Area Rapid Transit · Trinity Railway Express
12	費城	68%	60%	7%	Southeastern Penn TA
13	西雅圖	66%	67%	-1%	King County Dept of Trp · Sound Transit · Washington State Ferries
14	鳳凰城	63%	57%	6%	City of Phoenix PTD · Valley Metro · Valley Metro Rail, Inc.
15	波士頓	61%	65%	-4%	Massachusetts Bay Tr Auth
16	夏洛特	59%	48%	11%	Charlotte Area Transit
17	芝加哥	58%	58%	0%	Chicago Transit Authority, Metra
18	丹佛	58%	59%	-1%	Regional Trp District
19	三藩市	57%	55%	1%	Golden Gate Bridge · Hwy & TD · San Francisco Bay Area RTD · San Francisco Muni Rwy
20	亞特蘭大	54%	58%	-4%	Atlanta-Region Transit Link Authorit · Metro Atlanta Rapid Tr
21	底特律	50%	48%	2%	City of Detroit Dept of Trp · Detroit Transp Corp/DPM
22	羅利	30%	33%	-3%	GoRaleigh

資料來源：APTA、個別交通報告、摩根資產管理，2024年第一季度。

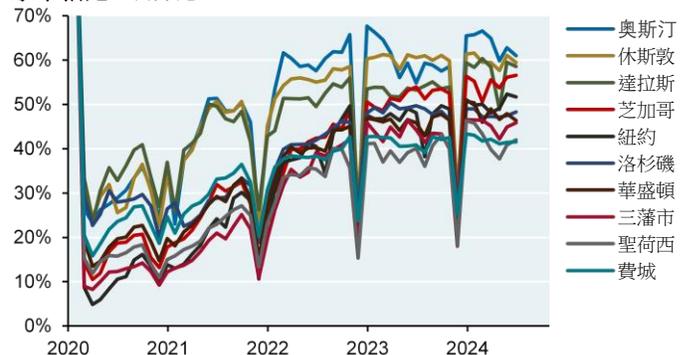
居家辦公：大都市

居家辦公的全薪天數百分比



資料來源：Bloom、Barrero和Davis，2024年6月

基於安全卡（密鑰卡）刷卡的商業地產利用率與2020年2月水平相比，百分比



資料來源：Kastle、彭博財經、摩根資產管理，2024年7月31日

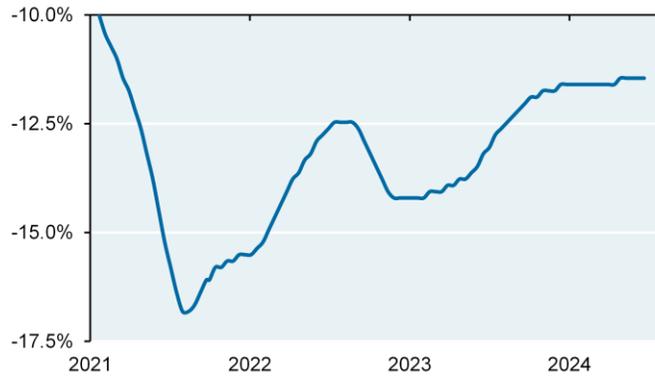
[2] 商業寫字樓的二階及三階導數有所改善

哪些指標在邊際好轉？隨著寫字樓租約到期，公司現在按 10-12%而非 2021-2022 年的 13%-15%返還過去一直租賃的空間。相較於 2020 年以來的大部分季度，2024 年第二季度的寫字樓空間的淨吸收量也不差；仲量聯行研究部仍顯示一個很小的負值，而 CoStar 集團的數據則是一個極小的正值。另一項正面進展是：上個季度，僅 12.5%的建築物出現空置率上升，為自 2017 年第三季度以來的最低比例。

基本面的另一項利好是：**新增建築物數量暴跌**。去年的寫字樓建設動工為自 2000 年以來的最低水平（見附錄一）。自 2019 年以來，動工量下降了近 70%，在第二季度降至 4,600 萬平方英尺，而其中 65%的空間已被預先租用。其餘的大部分將在未來四個季度完工，從而導致預計在 2025 年和 2026 年完工的新建築減至最少。

主要租戶的縮減率 (25,000+平方英尺)

空間削減百分比



資料來源：仲量聯行研究，2024年第二季度

寫字樓淨吸收量

百萬平方英尺



資料來源：CoStar、仲量聯行研究，2024年第二季度

商務按揭抵押證券數據繼續惡化，模式與 2008-2009 年相似

對於困境寫字樓的投資者來說，一個潛在供應來源是由商務按揭抵押證券信託（即由商業銀行發起並形成銀團的證券化商務按揭池）出售的貸款或止贖房地產。許多趨勢看起來與 2008-2009 年相似；這方面難有作為。如果商務按揭抵押證券信託、銀行和保險公司希望避免進行困境銷售，他們未來則需要進行大量的貸款修改工作：Trepp 報告稱，2024 年至 2027 年將有 3,200 億美元的寫字樓貸款到期。

寫字樓商業抵押擔保證券困境追蹤指標

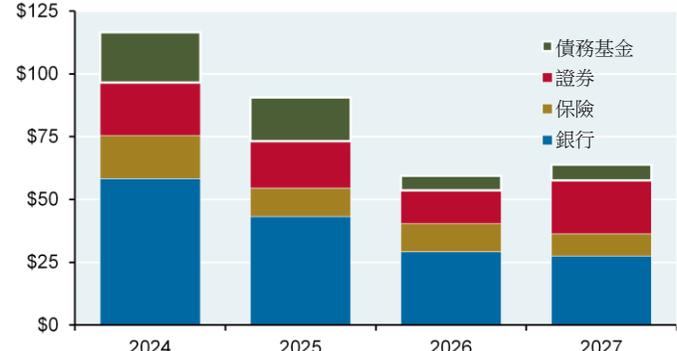
百分比



資料來源：Trepp、摩根資產管理，2024年6月

寫字樓貸款到期日 (按貸款人類別)

十億美元



資料來源：Trepp、摩根資產管理，2023年10月

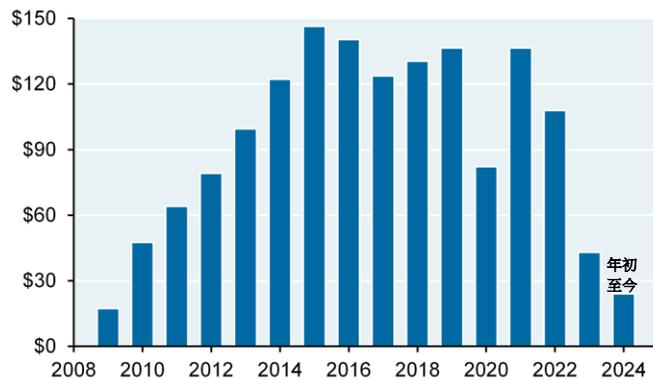
[3] 其他對投資者具有重要意義的寫字樓市場指標

截至 2024 年第二季度，有關寫字樓估值降幅的數據不盡相同，降幅介乎-39%（NCREIF ODCE）至-37%（Green Street CPPI）至-31%（NCREIF NPI）。寫字樓銷量已較高峰時期下降 80%至 90%，因此我懷疑評估價值尚未反映實際價值。我的一位前分析師多年來一直在商業房地產資本市場工作。他目前在紐約市進行的大部分交易售價均為每平方英尺 200 至 400 美元之間，這更像是 1990 代末／2000 年代初而非新冠疫情爆發前的情況，在疫情爆發前，該類建築物售價可達到每平方英尺 500 至 1000 美元。他還報告稱，許多交易的建築物售價低於其債務價值，並且賣方須向新買家提供具吸引力的融資（例如在 5%利率上提供 65%的貸款價值比）。

有助於底部形成的因素：如第二張圖表所示，寫字樓改造⁷及拆除持續增加。仲量聯行稱，與規模最大的寫字樓市場相關的市政當局已出台或計劃出台激勵措施，以促進永久性受損物業的重建⁸。如第三張圖表所示，在建築物排放規定越來越嚴格之際，隨著租戶需求減少，許多老舊建築物基本上沒有投資價值。同樣，最後一張圖表顯示，**72%的空置空間集中於僅 15%的寫字樓庫存之中**。換言之，尋求巨大折讓的寫字樓投資者可能會把時間花在困境建築物上。

寫字樓交易量

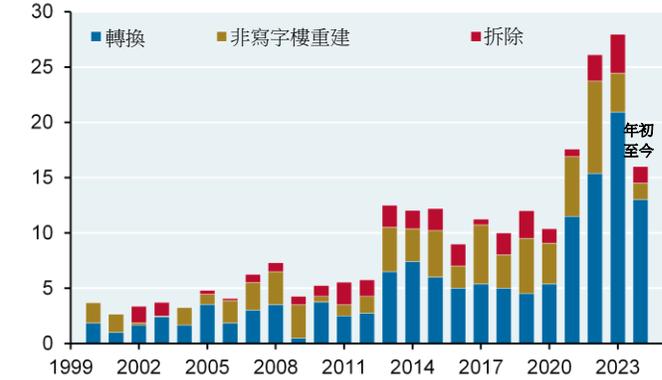
十億美元



資料來源：仲量聯行研究，2024年第二季度

寫字樓庫存清理

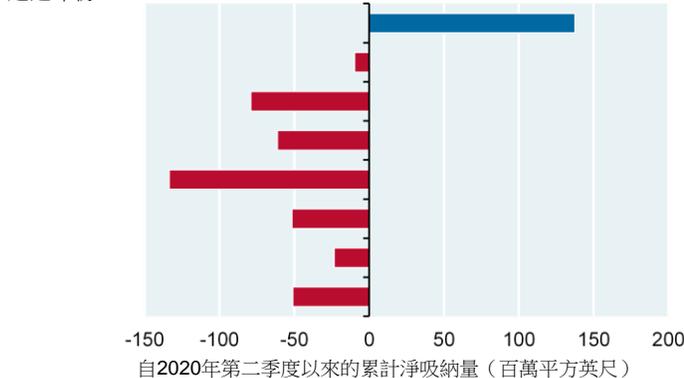
百萬平方英尺



資料來源：仲量聯行研究，2024年第二季度

按建築年份劃分的淨吸納量

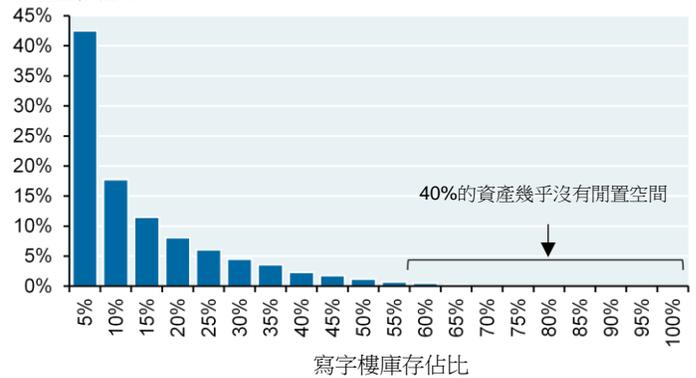
建造年份



資料來源：仲量聯行研究，2024年第二季度

寫字樓空置率

空置面積佔比



資料來源：仲量聯行、摩根資產管理，2024年8月

⁷ 改建指保留現有結構但用途發生變化的情況。非寫字樓重建指拆除現有結構並建造具有新用途的全新結構（即排除拆除舊寫字樓並代之以新寫字樓的情況）。

⁸ 2024 年至今，已通過舊寫字樓創造 5.5 萬套住房單位，4 倍於 2021 年。舉一個激勵措施的例子，紐約市市長亞當斯宣布為兩幢寫字樓（第三大道 850 號和華爾街 175 號，兩者的財務狀況均不佳且基本處於空置狀態）的升級提供 1 億美元的稅收補貼。

[4] 商業銀行是否會成為寫字樓貸款和止贖物業的大賣家？

如附錄所示，銀行持有最高比例的未償還商業房地產貸款和寫字樓貸款。根據摩根大通研究部的數據，銀行貸款損失準備金通常佔寫字樓貸款的 8%-12%，部分銀行甚至高達 14%。這樣的水平意味著約 20%的違約率和 50%的回收率。儘管在我看來，鑒於不斷惡化的寫字樓市場基本面，上述進展似乎樂觀，但在近期寫字樓貸款週期內，(a)銀行擁有的寫字樓貸款價值比在發起時為 50%-60%；(b)大部分商務按揭抵押證券敞口按 50%-70%的貸款價值比進行承銷，大幅低於較 2007 年的水平；及(c)根據全美保險監督官協會的法定文件，人壽和財產保險公司在寫字樓貸款方面的平均貸款價值比僅為 39%。如果情況屬實，商業銀行違約和回收的假設可能就差不遠了。

較不樂觀的觀點：部分困境寫字樓投資公司估計，在 2025 年之前到期的貸款中，超過 90%將按高於 80%的貸款價值比重新承銷，意味著更高的潛在違約率和可能會有更高的困境銷售流。

[5] 追蹤困境寫字樓銷售：較新冠疫情前折讓超過 60%

下文大部分建築物都需要大量資本投資以改善建築物及租戶情況，這就是低售價的原因。兩個項目（百老匯 222 號和百老匯 1740 號）是住宅改造項目，需要大量的額外開支。正如困境投資者所知，買入的時機通常遠在拖欠率觸頂之前。在金融危機期間，遠在住宅和商業房地產拖欠率觸頂之前，某項指示性 REIT 指數就已見底。直至拖欠率觸頂之際，該項 REIT 指數已錄得總漲幅的 70%。

折扣寫字樓銷售額，根據原始購買年份計算

地址	城市	當前折讓	當前每平方英尺價格	初始每平方英尺價格	原始購買年份
300 W Adams	芝加哥	92%	\$16	\$202	2012
995 Market	三藩市	90%	\$72	\$685	2016
8350 E Crescent	丹佛	87%	\$28	\$210	2014
989 Market	三藩市	78%	\$122	\$551	2012
Market Sq Tower	聖何塞	76%	\$105	\$435	2019
410 Townsend	三藩市	74%	\$282	\$1,103	2019
1101 Vermont Ave	華盛頓	73%	\$93	\$343	2006
222 Broadway	紐約	70%	\$198	\$661	2014
303 Almaden Blvd	聖何塞	70%	\$151	\$509	2017
1750 H Street NW	華盛頓	73%	\$156	\$575	2010
1740 Broadway	紐約	69%	\$298	\$968	2014
321 W 44th	紐約	67%	\$227	\$695	2018
350-380 Ellis	三藩市	66%	\$271	\$802	2021
399 Market	費城	65%	\$103	\$294	2020
1760 Market	費城	63%	\$91	\$249	2018
230 West Monroe	芝加哥	63%	\$64	\$173	2014
19219 Katy Freeway	休斯敦	63%	\$87	\$231	2016
8390 E Crescent	丹佛	61%	\$88	\$222	2015
213 W Institute Pl	芝加哥	60%	\$109	\$277	2017
150 North Michigan	芝加哥	50%	\$92	\$185	2017
5847 San Felipe	休斯敦	50%	\$87	\$172	2005
Miramar Project	邁阿密	45%	\$121	\$220	2015
1899 L Street NW	華盛頓	39%	\$176	\$288	2004
100 SE 2nd St	邁阿密	26%	\$257	\$346	2016

資料來源：各新聞報道、摩根資產管理，2024年8月

全球金融危機期間抄底：房地產違約與房地產投資信託基金回報



很高興在過去幾周能與部分讀者在塔拉哈西、哥倫比亞南卡、夏洛特、亞特蘭大、巴爾的摩、哥倫比亞特區、索諾瑪和達拉斯見面。八月底，我與五位客戶一同前往全球最好的特立尼達海鱈魚場釣海鱈。享受餘下的夏日時光吧；秋季的擔憂我們到時再看。

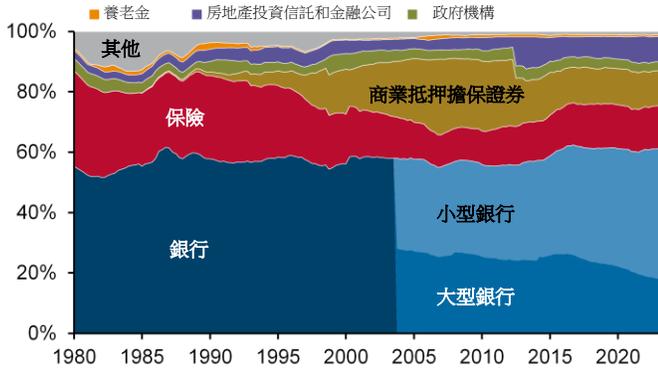
岑博智(Michael Cembalest)，摩根資產管理

有關商業房地產數據和新冠疫情最新狀況的更多資訊，請參閱附錄一和附錄二

附錄一：商業房地產／寫字樓圖表

銀行持有超過一半的商業地產貸款存量

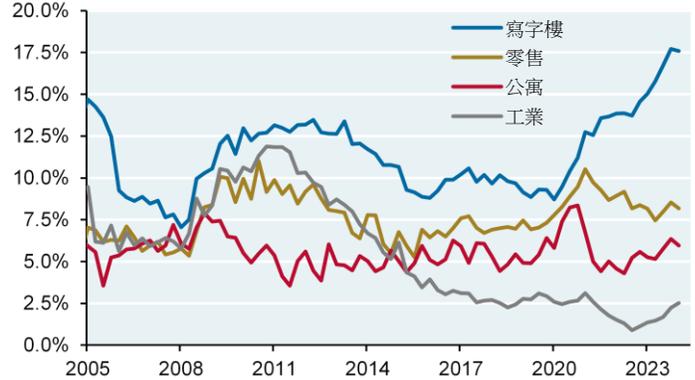
商業抵押貸款所有權百分比



資料來源：聯儲局委員會、彭博財經、摩根資產管理，2024年第一季度

按房產類型劃分的閒置情況

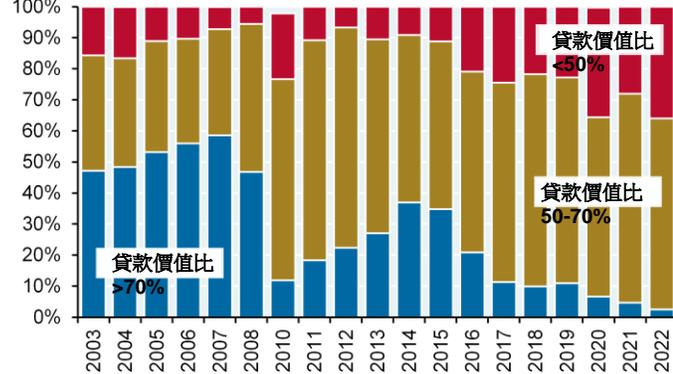
百分比



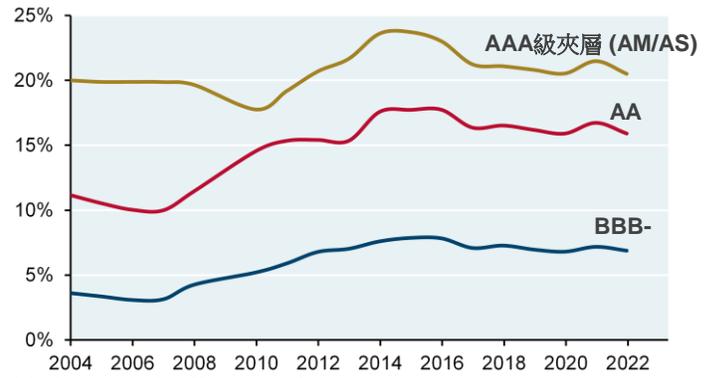
資料來源：美國不動產投資信託委員會、摩根資產管理，2024年第一季度

按年份劃分的商業抵押擔保證券貸款價值比

百分比



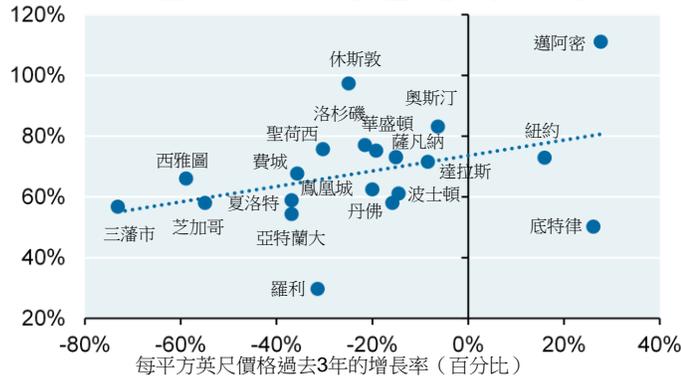
資料來源：摩根資產管理，2023年。



資料來源：摩根資產管理，2023年。

交通客流量復甦與寫字樓價格增長

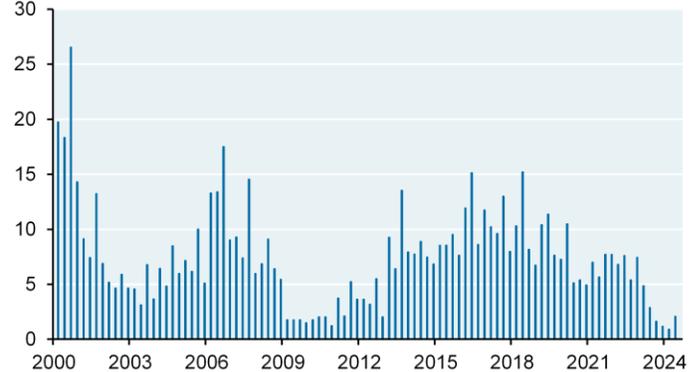
2019年第二季度至2024年第一季度客流量復甦情況（百分比）



資料來源：美國公共交通協會、個別交通報告、彭博財經、RCA、摩根資產管理，2024年第一季度

寫字樓動工數量降至歷史最低水平

百萬平方英尺



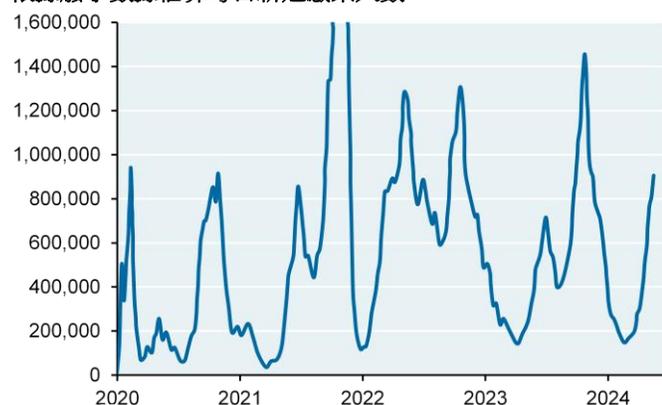
資料來源：仲量聯行研究，2024年第二季度

附錄二：新冠疫情的最新狀況

既然新冠疫情是當前寫字樓衝擊的根本原因，我認為介紹新冠疫情的最新狀況正當時。雖然再度出現新冠肺炎感染潮，但住院率並不高，並且仍以 65 歲以上人群為主。如果您或您關心的人處於此年齡段，您需要知道以下一些事情：

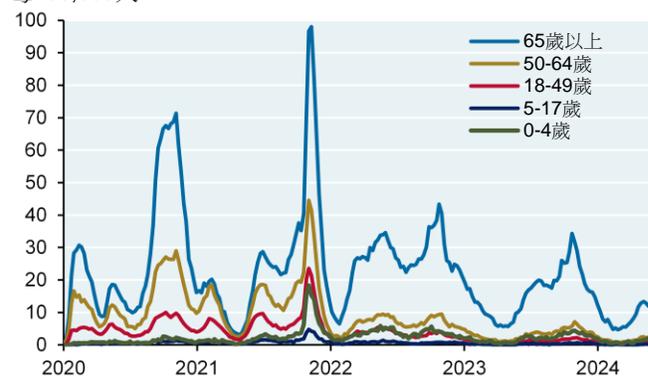
- **KP.3** 和 **KP.3.1.1** 變種是現在的主要毒株。病毒本身在持續進化，當以抗原性方法測量距離時，最新毒株與 **BA.1** 的距離比 **BA.1** 與病毒的原始武漢祖先毒株的距離更遠
- 在預防嚴重新冠肺炎和住院方面，疫苗增強劑的效力僅持續 4 至 6 個月；而從先前感染獲得的免疫也是這樣
- 雖然 **KP.3** 變種於 2024 年 3 月傳播，但當美國食品和藥物管理局諮詢委員會在 6 月份召開會議時，選擇建議下一個增強劑轉為以 **KP.2** 為基礎。**KP.2** 增強劑可能在 9 月份開始提供注射。在此之前，可打 **XBB 1.5** 增強針，但效果不是最佳
- 除了在 1 月份的《2024 年展望》中預測拜登將因健康原因退出總統競選外，我還預測了一種鼻用新冠病毒疫苗將被批准。鼻用疫苗具有比 mRNA 疫苗更大的病毒傳播阻斷潛力，並在動物試驗中已證明可將上呼吸道和下呼吸道的感染滴度分別降低 100 倍和 10 萬倍。在此之前，拉霍亞免疫研究所的 **Shane Crotty** 進行了一些開創性研究⁹；自 2020 年以來，**Shane** 在《放眼市場》所討論的新冠相關問題上為我提供了很大的幫助。印度已批准使用一種鼻用新冠病毒疫苗，但美國尚未發出批文
- 斯克裡普斯研究所的 **Eric Topol** 認為，美國下一代項目應把更多的精力放在開發這種可吸入疫苗和開發泛冠狀病毒疫苗上，以便食品和藥物管理局在批准增強劑時不需要一直追蹤最新的變種¹⁰

根據廢水數據估算每日新冠感染人數



資料來源：Eric Topol (Scripps)，2024年7月

各年齡段新冠患者每周住院率
每100,000人



資料來源：美國疾病控制與預防中心、摩根資產管理，2024年7月27日

⁹ 「人類上呼吸道的免疫記憶多樣性」，Crotty 等，《自然》雜誌，2024 年 7 月

¹⁰ 「頑固的新冠病毒」，Eric Topol (斯克裡普斯研究所)，2024 年 8 月

重要訊息

本文件僅供參考用途。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他領域所表達的觀點、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**。文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。

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訊息，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。

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、品牌及監管訊息

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, Strawinskyaan 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。

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。

在澳大利亞，由**摩根大通銀行 (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367) 和摩根大通證券 (ARBN 109293610) 發行。**

本文件的收件人已同時獲提供中文譯本。儘管我們提供中文文件，但據摩根大通理解，收件人或其指派的顧問 (若適用) 有足夠能力閱讀及理解英文，且中文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，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或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。