



「我最亲爱的」：飓风论；给无利可图成长股的悼词

摩根大通首席执行官杰米·戴蒙(Jamie Dimon)于上周表示，随着美联储有史以来规模最大的一次财政刺激和量化宽松货币实验正式结束，以及俄乌冲突对食品和能源价格造成持续影响，一场「经济飓风」正在向我们袭来。我也收到不少客户询问，在本文我将会简要地讨论四个观点。

[1] 杰米是我一生中见过的最坦诚、最直率的首席执行官之一，尤其是在金融服务领域。他做事的作风与 20 世纪 80 年代摩根大通首席执行官 Lew Preston（我们当中有许多人都曾经为他效力）有不少相似之处。无论是对经济、监管成本与收益、城市内部发展与就业培训、税收资助的基础设施与教育项目、能源神话与现实、投票权、入监服刑与再就业，抑或是在我们致股东信中提及的其他话题，杰米的立场都清晰明确。您不一定同意他的所有观点，但我希望更多的首席执行官也能如此坦率，而不是每次都试图避免争议。作为自由世界最大银行的首席执行官，他对全球经济有着非常深刻的见解，而且他的观点我也一直愿意洗耳恭听。

[2] 杰米的**飓风论**（我个人如此解读）主要表达的观点，在于美联储考虑不周的负利率实验结束之后，随着财政刺激政策逐渐撤销以及食品/能源成本上涨，美国目前高涨的就业率、消费和工资水平将无法维持下去。我同意他的看法。然而，机构投资者和个人投资者需要考虑时机这个重要问题。在每个经济衰退期，股市都会领先经济数月甚至更长时间。换言之，股票市场早已预见到了杰米最近预测的经济飓风。关于战后六次主要经济衰退期，可参见下方图表。每一次衰退，股市都经历下跌，几个月后经济飓风愈演愈烈，**股市触底但经济仍然恶化**。至少从目前来看，这一次的情况似乎也将如此。

艾森豪威尔衰退



资料来源：美国经济分析局、彭博财经、摩根资产管理。2022年。

20世纪70年代的滞胀时代



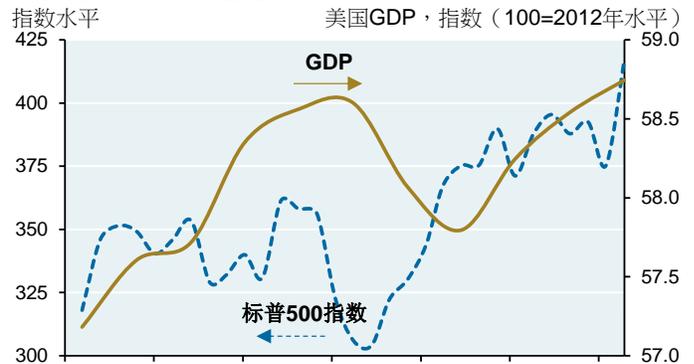
资料来源：美国经济分析局、彭博财经、摩根资产管理。2022年。

20世纪80年代的二次衰退



资料来源：美国经济分析局、彭博财经、摩根资产管理。2022年。

20世纪90年代储贷危机



资料来源：美国经济分析局、彭博财经、摩根资产管理。2022年。

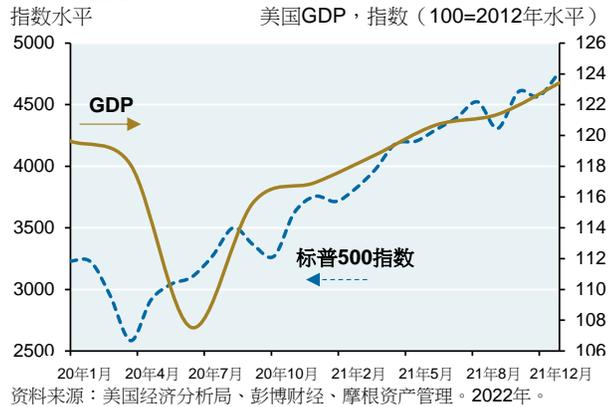
投资产品：· 不受联邦存款保险公司保障 · 非摩根大通银行或其任何附属机构的存款或其他负债，亦未获摩根大通银行或其任何附属机构的担保 · 存在投资风险，包括可能损失投资的本金



全球金融危机



全球新冠疫情



到目前为止，美国股市基准（大盘股、小盘股、成长股）较峰值水平下跌了 20%-30%，美国 GDP 只有一个季度录得负增长。从深层来看，股市遭受的损失远高于我们接下来即将讨论的环节，由于通胀显著上升和二月份俄乌冲突带来的连带影响，经济下行风险愈加明显。

[3] 对杰米提出的飓风论感到吃惊的投资者想必没有注意到，诸多飓风已然对股市造成了冲击。纳斯达克指数、罗素 1000 成长股指数和罗素 2000 小盘股指数的平均股价较峰值水平下跌了 40%-50%¹，许多其他指数的跌幅甚至远超这个数字。许多投资者的狂热梦想已经彻底破灭。因此，我为一些成长股准备好了悼词，其中许多是我过去几年一直提及的「无利可图的年轻公司」(young unprofitable companies，即 YUC)。除非另有说明，所有数字均代表从峰值水平下降的幅度。

「我最亲爱的；

今天我们相聚于此，一同纪念许多成长股只能昙花一现，转瞬即逝。它们去年刚刚挣脱大地粗暴的束缚，现在已经尘归尘、土归土。让我们一起祷告：

- 氢和其他可再生能源公司（跌幅 40%）
- 像 SNAP 般面向千禧一代的公司，去年的销售额是 40 倍，现在的销售额是 5 倍²
- 像 Peloton 般受益于疫情的公司，去年的销售额是 20 倍，现在的销售额是 1 倍
- 中国互联网股大幅下跌 70%，其跌幅与 2000 年至 2002 年纳斯达克指数的跌幅相当
- 特殊目的收购公司首次公开售股(SPAC IPO)，一个由反向选择、基本毫无收益的落后企业组成的生态系统³，合并后平均业绩表现落后于罗素 2000 指数 35%，而后者已较峰值水平下跌了 30%
- ARK 创新 ETF 的美丽新世界（跌幅 70%）
- 「流行文化变革」VPOP ETF（跌幅 60%）和「迷因 (Meme) 股」ETF（跌幅 65%），这两类产品都诱惑了命运并释放了愤怒
- 生物技术和基因组学（跌幅 55%），相对于我们监测的所有行业的预期股本回报率，它们目前的估值最低
- 当然，还有加密货币及其相关资产（加密货币价格下跌 65%，加密货币矿工跌幅 60%，加密货币贷款机构跌幅 65%，加密货币经纪交易商跌幅 80%）

他们似乎已远离永生之路，愿他们的灵魂得以安息。」

¹ 《股票估值有多大吸引力?》，摩根大通全球市场策略，2022 年 5 月 27 日

² 据我所知，苹果全新的隐私政策有效地防止了用户信息被追踪，这降低了 SNAP 和其他类似平台的广告价值

³ 请参见我在 SPAC 市场颠峰时期曾经撰写并于 2021 年 2 月 8 日发布《放眼市场：水力与特殊目的收购公司》以及于 2021 年 8 月 19 日发布的《放眼市场：特殊目的收购公司与疫苗犹豫》



股票市场对YUC不利

无利可图的年轻公司，占股票市值百分比%



资料来源：Factset、摩根资产管理。2022年6月6日。

[4] 尽管股价下跌，但我认为本轮周期股市尚未触底。这是我们上周网络直播的主题：我预计，随着货币和财政政策撤销带来的影响愈发显现，加上企业盈利和资本支出下降，股市可能会在今年夏季再次下跌。我们正在目睹自上世纪70年代以来首次出现的滞胀迹象，而目前市场尚未反映这一点：占纳斯达克指数市值近三分之二的股票仍以超过4倍的价格交易。目前经济形势最紧张的一点：有迹象表明，核心通胀可能会稍微降温（例如，克利夫兰和达拉斯的月度个人消费支出物价指数），但是继石油和天然气市场供应紧张之后，如果再传来一两个坏消息导致油气价格再创新高，通胀和衰退风险将会因此进一步加剧。

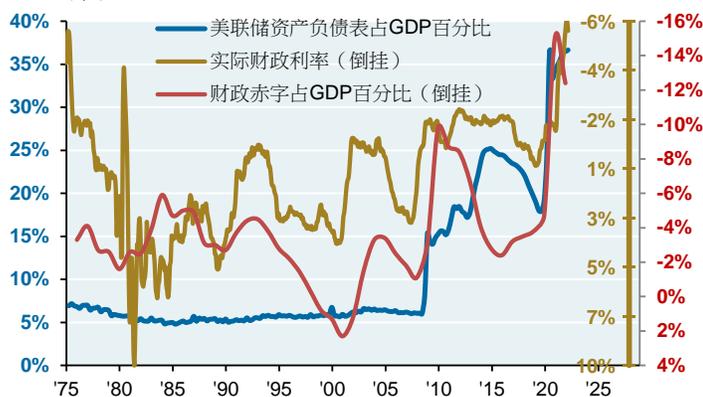
挑战在于：股市下跌后立即抛售，当股价下跌至较低水平时买回，这一目标操作除了可能需要精准把握入市时机，还需要具备当时不一定能够提供的深入市场研究和分析。一般来说，在上述悼词发表之后，市场下跌趋势或许快将结束，而非刚刚开始。诚如上文所述，一旦市场触底，出现另一次重大局部抛售的机会甚微。无论如何，我们将继续关注采购经理人指数和其他领先指标，它们在过往周期为投资者提供了最佳的参考价值。有关详情请，请参见网络直播重播。

网络直播重播：https://event.webcasts.com/viewer/event.jsp?ei=1553010&tp_key=8763d7b93d

网络直播演示文件：<https://privatebank.jpmorgan.com/content/dam/jpm-wm-aem/global/pb/en/insights/eye-on-the-market/bear-market-barometers-webcast.pdf>

图表：「巨人」时代的终结：投资者需在缺乏财政和货币刺激的情况下自谋生路

巨人时代的终结



资料来源：美联储委员会、美国经济分析局、美国行政管理和预算局、美国劳工统计局、Shiller、摩根资产管理。2022年5月。



Gustave Doré, 「巨人」中的场景, 1875年
纸笔水彩, 13 1/16 x 19 1/2"
法兰西斯·莱曼·勒布艺术中心, 瓦萨学院
R. Kirk Askew, Jr.女士捐赠, 1983.40.1



图表：当增长和利润指标下跌时，通胀仍然未有见顶迹象；能源价格

领先指标显示全球制造业大幅下滑，全球采购经理人指数调查



资料来源：Piper Sandler、摩根资产管理。2022年4月18日。

低工资行业呈现工资与价格螺旋形上升趋势，年同比变化



资料来源：美国劳工统计局、美国经济分析局、摩根资产管理。2022年5月。

美国石油价格

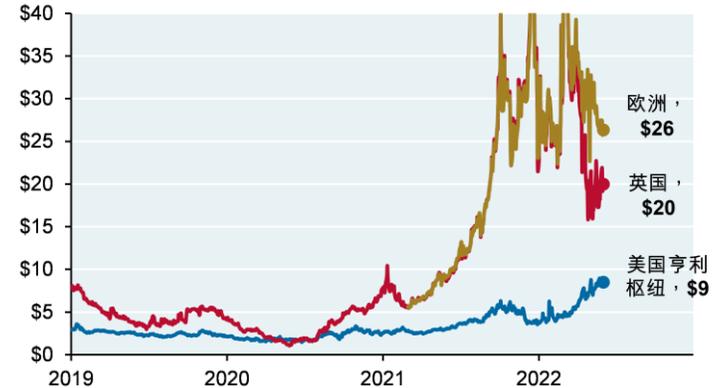
石油批发价格，美元每桶



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年6月7日。

美欧天然气缺口

天然气批发价格，美元/百万英热单位



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年6月3日。



重要信息

本报告对来自大通信用卡及借记卡交易的经挑选资讯采用非常严格的安全协议，藉此确保所有资讯保密及安全。所有经挑选资讯经过高度整合，全部独家可识别资讯（包括姓名、账户号码、地址、出生日期及社保号码），在本报告作者收到有关资讯之前已经全部移除。本报告资讯并不代表大通信用卡及借记卡持有人整体数量。

本文件表达的观点、意见及预测，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。

本报告所载观点不拟作为在任何司法管辖权区内买卖任何投资的建议或推荐意见，亦不拟作为摩根大通或其任何附属公司就参与本报告所述任何交易而作出的承诺。本报告载列的任何预测、数据、意见或投资技巧及策略乃根据若干假设按目前市场状况而作出，仅供说明用途，如有更改，恕不另行通知。本报告载列的全部信息于编制当时均被视为准确。本文件并无载列足够数据以支持任何投资决策，您不应据此依赖作为评估任何证券或产品投资的好处。此外，本报告使用者须自行就有法律、监管、税务、信贷及会计影响作出独立评估，并且必须与其自身的专家顾问一同决定本报告所述任何投资是否相信适合其个人目标需要。进行任何投资决策前，投资者必须确保自己已取得所有可供获取的相关信息。投资者务须注意，投资涉及风险，投资价值及所得回报可能取决于市场状况及税务协议而波动，投资者不一定可全数取回投资本金。过去表现及收益率并非目前及未来业绩表现的可靠指标。

本报告所述非关联实体仅供说明用途，不应诠释作为已获摩根大通公司或其关联公司认可或保荐。

就摩根资产管理客户而言：

「摩根资产管理」是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

在适用法例所容许的范围内，我们可进行电话录音及监察电子通讯记录，藉以遵从我们的法律及监管规例和内部政策。摩根资产管理将会根据我们的隐私政策收集、储存及处理个人资料（详情可浏览：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

可访问性

仅适用于美国：如果您是残障人士并需取得额外支援以查阅本文件，请致电我们寻求协助（电话：1-800-343-1113）。

本通讯文件由下列实体发行：

在美国，由摩根大通投资管理有限责任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.) 或摩根大通另类资产管理有限责任公司 (J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.) 发行，两家公司均须受美国证券交易委员会监管；在拉美，由当地摩根大通实体（视情况而定）发行并仅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根资产管理（加拿大）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.) 发行并仅供机构客户使用，该公司乃加拿大所有省份及地区的已注册投资组合经理及获豁免市场交易商（除了育空），同时也是卑诗省、安大略省、魁北克省以及纽芬兰和拉布拉多等地的已注册投资基金经理。在英国，由摩根资产管理（英国）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited) 发行，该公司须受英国金融行为监管局授权及监管；在其他欧洲司法管辖权区，由摩根资产管理（欧洲）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.) 发行。在亚太地区，由以下发行实体在其主要受监管的司法管辖权区内发行：摩根资产管理（亚太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亚洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根实物资产管理(亚洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited) 发行，各自均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司注册编号：197601586K），本广告或公告未经新加坡金融管理局审阅；摩根证券投资信托股份有限公司 (Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根资产管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，该公司乃日本投资信托协会(Investment Trusts Association of Japan)、日本投资顾问协会、第二类金融工具商同业公会及日本证券业协会的成员，须受日本金融管理局监管（注册编号：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm))）；在澳大利亚，由摩根资产（澳大利亚）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照号码：376919)，仅供按照公司法第2001 第761A 条及第761G条（《公司法》）赋予的定义的「批发客户」发行。在亚太所有其他市场，则仅向指定收件人发行。

就摩根大通私人银行客户而言：

可访问性

摩根大通一直致力于为所有客户提供符合其金融服务需要的产品及服务。如有任何关于产品及服务方面的问题，请致电摩根大通私人银行客户服务中心与我们直接联系（电话：1-866-265-1727）。

法律实体、品牌及监管信息

在美国，银行存款账户及相关服务（例如支票、储蓄及银行贷款）乃由摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。

在美国，投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)及其关联公司（合称「摩根大通银行」）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)（「摩根大通证券」）提供。摩根大通证券是金融业监管局和证券投资者保护公司的成员。年金是透过Chase Insurance Agency, Inc（「CIA」）支付。CIA乃一家持牌保险机构，以Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及CIA均为受JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)发行，其注册办事处位于Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已获德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 简称为「BaFin」）授权，并由 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）和欧洲中央银行共同监管。在卢森堡，本文件由摩根大通有限责任公司卢森堡分行发行，其注册办事处位



于European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会 (CSSF) 监管, 注册编号为R.C.S Luxembourg B255938。在英国, 本文件由摩根大通有限责任公司伦敦分行发行, 其注册办事处位于25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在西班牙, 本文件由摩根大通有限责任公司Sucursal en España (马德里分行) 分派, 其注册办事处位于Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会 (Comisión Nacional de Valores, 简称「CNMV」) 监管, 并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司的名义登记注册, 注册编号为1567。在意大利, 本文件由摩根大通有限责任公司米兰分行分派, 其注册办事处位于Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 简称为「CONSOB」) 监管, 并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司的名义登记注册, 注册编号为8076, 其米兰商会注册编号为REA MI 2536325。在荷兰, 本文件由摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行分派, 其注册办事处位于World Trade Centre, Tower B, Strawinskyaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行 (DNB) 和荷兰金融市场监管局 (AFM) 监管, 并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司的名义注册登记, 其注册编号为72610220。在丹麦, 本文件是由摩根大通有限责任公司哥本哈根分行 (即德国摩根大通有限责任公司附属公司) 分派, 其注册办事处位于Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行 (即德国摩根大通有限责任公司附属公司) 同时须受丹麦金融监管局 (Finanstilsynet) 监管, 并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司的名义注册登记, 编号为29010。在瑞典, 本文件由摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行分派, 其注册办事处位于Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 监管, 并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司的名义注册登记。在法国, 本文件由摩根大通银行巴黎分行分派, 并受法国银行业监察委员会 (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) 及法国金融监管机构监管。在瑞士, 本文件由J.P. Morgan (Suisse) S.A. 分派, 其注册办事处位于rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作为瑞士一家银行及证券交易商, 在瑞士由瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 授权并受其监管。

就金融工具市场指令 (MIFID II) 和瑞士金融服务法 (FINSIA) 而言, 本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息, 这些文件目前或应在相关司法管辖权区内提供 (按照要求), 否则投资者不应认购或购买本广告中提及的任何金融工具。

在香港, 本文件由摩根大通银行香港分行分派, 摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港, 若您提出要求, 我们将会在收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡, 本文件由摩根大通银行新加坡分行分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由 (通知您的) 摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银行新加坡分行向您提供。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问, 请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言, 本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是依据美国法律特许成立的全国性银行组织; 作为一家法人实体, 其股东责任有限。

关于拉美国国家, 本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和/或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和/或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通, 包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件, 在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下, 我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外, 您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法规和/或契约限制, 且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言, 基金的有价证券若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记, 则基金不得在任何拉美国国家公开发行。任何证券 (包括本基金股份) 在巴西证券及交易委员会CVM进行注册登记前, 均一概不得进行公开发售。本文件载列的部分产品或服务目前不一定可于巴西及墨西哥平台上提供。

应收件人要求及为收件人之便, 本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件, 但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文, 且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义, 包括但不限于释义、含意或诠释, 概以英文版本为准。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附属公司和附属公司。「摩根大通私人银行」是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用, 未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士, 且任何其他人士均不得使用, 分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或欲收取这些通讯或任何其他营销资料, 请与您的摩根大通团队联络。

© 2022年。摩根大通。版权所有。

在澳大利亚, 摩根大通银行 (ABN 43 074 112 011/AFS牌照号码: 238367) 须受澳大利亚证券及投资委员会以及澳大利亚审慎监管局监管。摩根大通银行于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。就本段的目的而言, 「批发客户」的涵义须按照公司法第2001 (C) 第761G条 (《公司法》) 赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户, 请立即通知摩根大通。

摩根大通证券是一家在美国特拉华州注册成立的外国公司 (海外公司) (ARBN 109293610)。根据澳大利亚金融服务牌照规定, 在澳大利亚从事金融服务的金融服务供应商 (如摩根大通证券) 须持有澳大利亚金融服务牌照, 除非已获得豁免。根据公司法2001 (C) (《公司法》), 摩根大通证券已获豁免就提供给您的金融服务持有澳大利亚金融服务牌照, 且根据美国法律须受美国证券交易委员会、美国金融业监管局及美国商品期货委员会监管, 这些法律与澳大利亚的法律不同。摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。本文件提供的资料不拟作为亦不得直



接或间接分派或传送给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言，「批发客户」的涵义须按照《公司法》第761G条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：

- 包含的金额可能不是以澳元为计价单位；
- 可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息；
- 可能没有阐释与外币计价投资相关的风险；以及
- 没有处理澳大利亚的税务问题。