



放眼市场2023年展望

岁末终章

过去十年与各种市场催化因素的故事已成过往，
新的投资时代即将到来

作者：岑智博先生

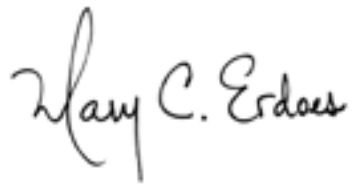
摩根大通资产及财富管理市场及投资策略部主席

欧朵思
MARY CALLAHAN ERDOES
首席执行官
摩根大通资产及财富管理

在过去的20年里，我的亲密战友岑智博先生都会执笔剖析我们对市场前沿的敏锐洞察和深刻见解，有益于帮助客户的投资组合持仓布局，并以这份报告推开新年的大门。我们倍加珍惜他对许多话题有着独到、通常不落俗套的观点——《岁末终章》亦是如此。

谨此代表摩根大通的全体同事，感谢您对我们一直以来的信任与支持。我们很荣幸能够作为您信赖的顾问，为您提供致臻服务。

顺祝钧安！

A handwritten signature in black ink, reading "Mary C. Erdoes". The signature is fluid and cursive, with the first name "Mary" and last name "Erdoes" clearly legible.



岁末终章

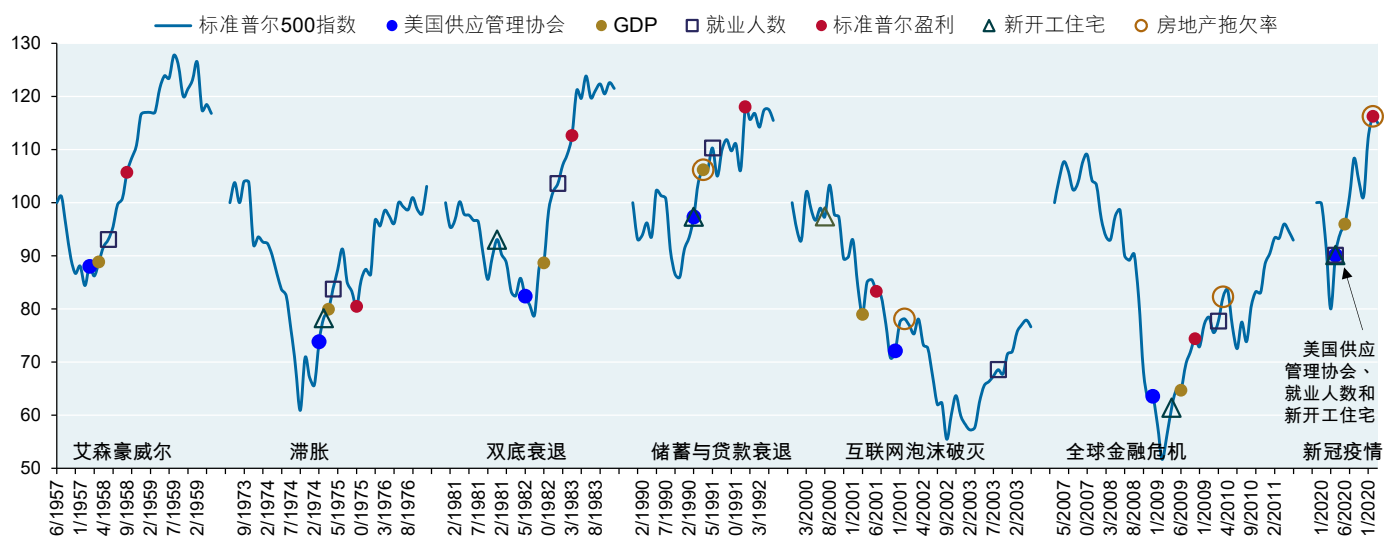
可谓是一段难忘的时光。封面上那一张张残破的海报为我们展示了过去10年间(尤其是2020-2021)曾占据主导的股市催化因素,其中有一些我们现在仍耳熟能详:未盈利性创新、美联储量化宽松、西方自以为是的「贸易改变地缘政治」、如「鸡尾酒餐巾」一般意图稳住市场的现代货币理论和大规模财政刺激、不可持续的负实际利率和躁动一时的「TINA」(there is no alternative to equities, 即股票以外别无选择)、梦想中实现可再生能源快速转型的顺序、元宇宙/金融科技叙事所营造的「波将金村」以及伪自由主义臆想中不受监管的加密货币。

眼下,历史上规模最大的货币和财政「联合试验」即将结束,美国 and 欧洲的经济增长将大幅放缓。但当务之急是:避免踩到「行情越跌越看淡」的陷阱,随时准备好在出现抛售或可能出现抛售时把握契机,逢低吸纳。如下图所示,在美国经济衰退的历史中(不包括2001年互联网泡沫破灭时期),股市触底的时间往往比国内生产总值(GDP)、就业人数、标准普尔500指数盈利和住房开工率见底以及家庭/企业拖欠率见顶的时间早得多。美国供应管理协会调查一直以来都是股市触底最可靠的同步指标,这也是我们如此关注该指标的原因。从历史经验来看,股市触底或也将与美联储结束加息保持同步。我预计股市将于明年上半年的某个时间触底,并维持在2022年10月的低位附近。

我们的展望将首先来讨论领先指标以及股市在定价上已经反映出的一些趋势。后续部分中将对一系列市况进行分析,其中包括:美国通胀情况(我们认为通胀降温程度将足以让美联储于春季在5%的利率水平暂停加息);全球化倒退及其对投资者的影响;负实际利率的结束将如何驱使价值导向型经理人着手开始提升选股表现;监管浪潮如何席卷金融科技/加密货币领域;鉴于央行的金融抑制正在接近尾声,我们会在哪些全球固定收益领域发现价值;以及有关mRNA疫苗和1969年登月的一些最新消息。

岑博智先生(Michael Cembalest)
摩根资产管理

当经济发生衰退时,美国供应管理协会调查一直以来都是股市触底最可靠的同步指标
标准普尔500指数在每个时期开始时设置为100,其中的每个点显示各指标触底的时间



资料来源: 美国经济分析局、美国普查局、美国国家地产经纪协会、Shiller、彭博财经、标准普尔道琼斯、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

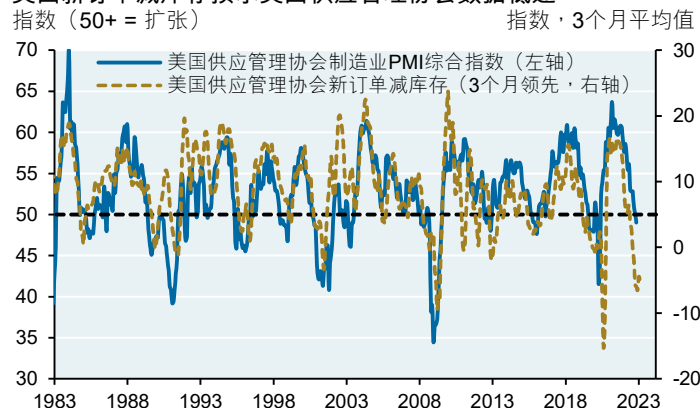


快速了解持续下跌的领先指标和美国银行系统的韧性

领先指标显示美国 and 欧洲的经济增长或大幅放缓。重点并不在于是否会发生技术面意义的经济衰退；而对于股票投资者来说，未来经济放缓可能将拖累企业利润。我们密切追踪各项制造业调查指标，因为当经济确实陷入衰退时，这些指标将能很好地同步反映出股市触底趋势。前两张图表预测了这些调查指标在库存上升和新订单下降的情况下的走势。我们预计这些制造业调查指标将于2023年第一季度/第二季度触底，但高于2008年和2020年的水平。换言之，如果经济陷入衰退，我们预计衰退程度与前两次相比将会较为温和。第三张图表预测标准普尔500指数盈利下降¹；我们最乐观的预测是2023年标准普尔盈利将同比下降10%-15%。

欧洲方面，消费支出呈下降趋势，主要是由于其他消费形式受到能源消费的挤压。尽管欧洲各国政府力求保护消费者免受天然气和电力价格攀升的影响(第14页)，但2023年家庭仍将面临能源费用的大幅增加，这将对就业、住房和生产等各个方面产生负面影响。欧洲的核心通胀率仍在5%附近徘徊，使得欧洲央行不得不在经济正处于疲软时就收紧货币政策。

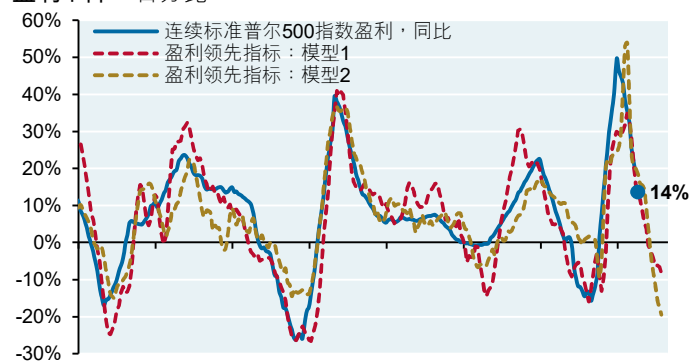
美国新订单减库存预示美国供应管理协会数据低迷



欧盟新订单减库存预示PMI数据低迷

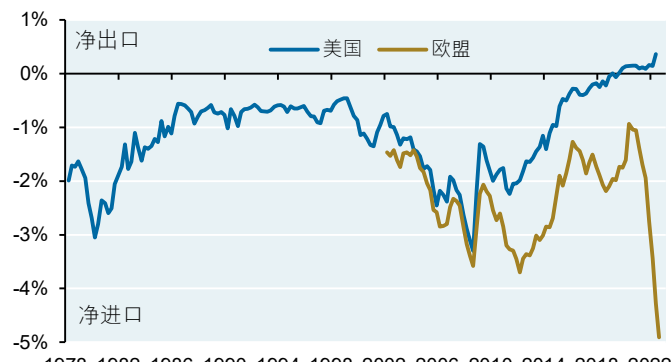


领先的盈利指标表明标准普尔500指数的盈利下降, 百分比



欧洲能源账单飙升

能源产品净出口, 占GDP的百分比



¹ 第一个模型包括制造业采购经理指数(PMI)、企业景气调研、信贷息差和住房开工率。第二个包括企业景气调研、供应商交货情况、工资追踪、通胀和周期性GDP指标。

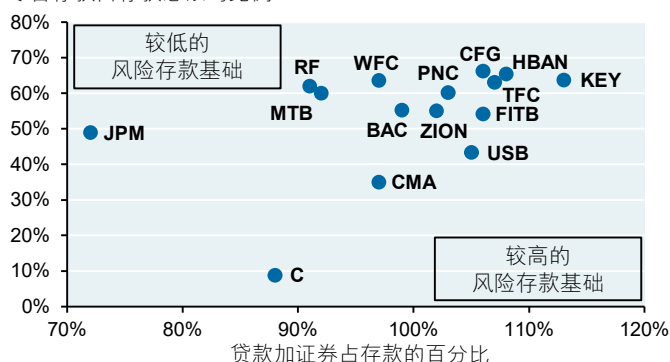


每当经济增长大幅放缓时，我们都会分析对**银行系统**的影响，因为银行系统会因杠杆和储户风险而放大损失。我们认为，相关情况似乎比2008年要好得多。美国银行业一级资本比率已大幅上升；大量的**高风险贷款**已从银行转移至资本市场和私人信用市场贷款机构；美国银行业批发融资目前占银行负债的7.5%，低于2000年的17.5%；以及**贷存比率**从2008年的1.00倍跌至约0.65倍，为美国银行业自20世纪70年代以来流动性最高的水平。

现实情况远非如此。由于利率上升，大量存款投资于价格低于面值的优质债券，这些债券被指定为「可供出售」或「持有至到期」。根据联邦存款保险公司的数据，美国银行业在这些证券上的未变现损失已激增至约7,000亿美元。因此，我们还通过将**这些证券添加至贷款中**以分析**贷存比率**，并将银行的比率与其总存款中「更具粘性」的零售份额进行比较（第一个图表）。

美国银行贷存比率

零售存款占存款总额的比例



资料来源：摩根资产管理。证券包括「持有至到期」和「可供出售」类别。2022年第三季度。

美国银行业一级资本比率

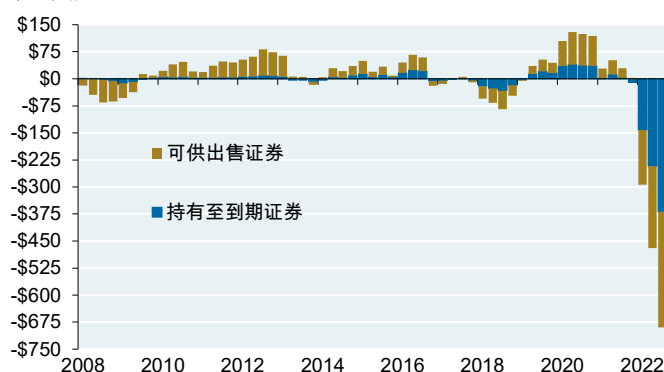
一级资本占风险加权资产的百分比



资料来源：联邦存款保险公司、彭博财经、摩根资产管理。2022年第三季度。

联邦存款保险公司第三季度未变现的投资证券银行亏损

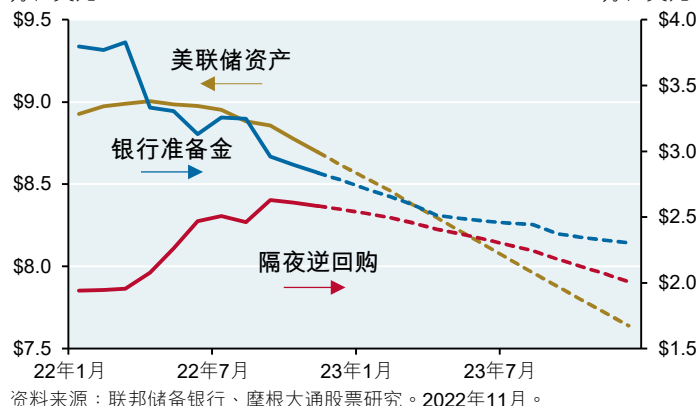
十亿美元



资料来源：联邦存款保险公司。2022年第三季度。

美联储资产与负债

万亿美元



资料来源：联邦储备银行、摩根大通股票研究。2022年11月。

美国贷存比率，所有商业银行

比率，贷款/存款



资料来源：圣路易斯联邦储备银行、彭博财经、摩根资产管理。2022年12月14日



目录

主题1：追踪金融资产的重新定价..... 5

美国股票的最新估值；YUC（无利可图的年轻公司）和MUC（估值极高或未盈利公司）的衰落；中国处于超低估值水平且重新开放；在契约保护崩溃和杠杆率上升十年后，杠杆贷款价格神奇般靠稳

主题2：追踪美联储，以及通胀未来走向.....10

有足够的证据显示美联储或将在5%的利率水平附近暂停加息，但2023年放宽货币政策的空间很小；可再生能源转型和关键供应链回流产生的长期通胀影响；欧洲通过在电力市场设置价格上限应对能源通胀

主题3：追踪全球化的逐渐倒退.....15

全球化正从峰值水平倒退，部分原因是美国加强对中国的限制。区域贸易和跨境投资依然活跃，半导体等部分工业流程将很难取代现有生产商

主题4：追踪主动型管理人的表现.....20

负实际利率大幅降低了风险溢价，导致价值导向型投资组合管理人面临困难的选股条件。实际利率上升可能将增加资产价格的分化，并利好选股

主题5：追踪金融科技／加密货币的监管浪潮，以及摩根大通的加密货币发展.....21

财政部和美国证券交易委员会正在加紧制定措施，以应对金融科技／加密货币客户保护、监管套利、定价透明度和金融稳定性问题；有关摩根大通、区块链和加密货币的评论

主题6：追踪收益导向型投资者的全球固定收益.....23

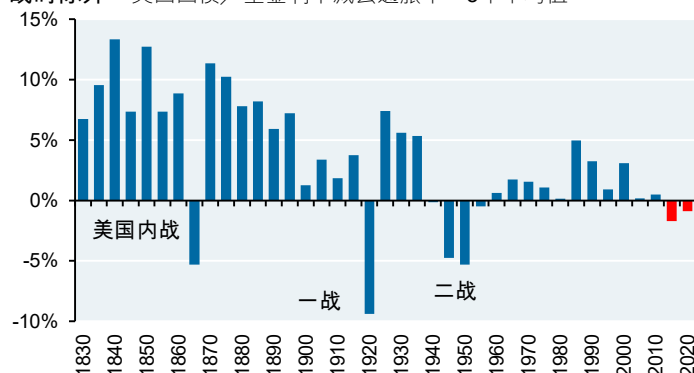
关注中期美国市政债券、合格按揭债券、美国－欧洲－中国政府债券、资产支持票据、浮动利率票据／商业票据、墨西哥本地债券和优质美欧优先股

主题7：除了疫苗，还是疫苗.....25

关于信使核糖核酸(mRNA)疫苗、美国疾病控制与预防中心和1969年登月的一些感想总结

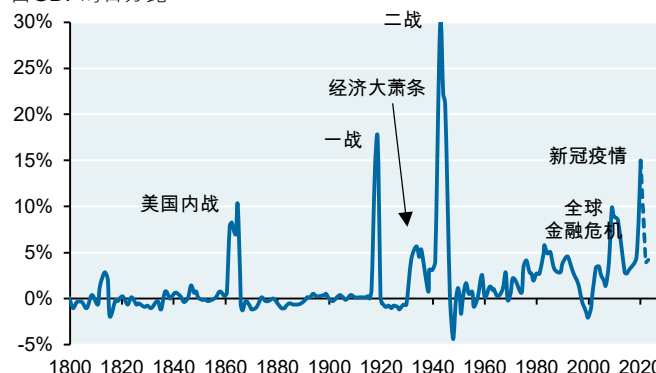
一个时代的终结：美国和平时期史上最大的货币和财政实验即将结束

自1830年以来最低的实际现金收益率，
战时除外，美国国债／基金利率减去通胀率，5年平均值



资料来源：联邦储备银行、Robert Shiller、GFD、美国劳工统计局、摩根资产管理。2020年。

美国预算赤字（盈余）
占GDP的百分比



资料来源：彼得森基金会、国会预算办公室预测、摩根资产管理。2021年。

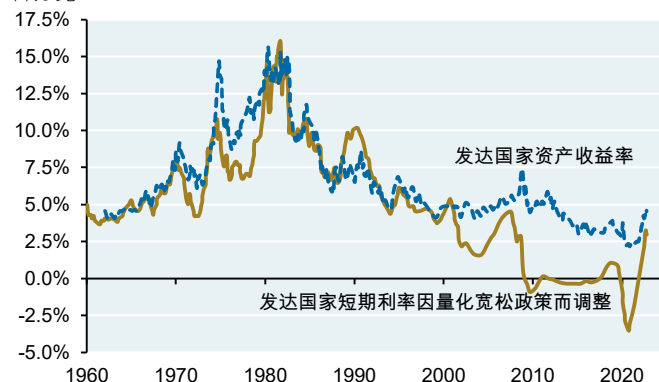


主题1：追踪金融资产的重新定价

资产收益率与政策利率之间的巨大差距终于开始缩小。这是推动未盈利性创新重新定价的催化因素，随后广泛蔓延至整体股市。进入2023年，部分公开市场估值已回归新冠疫情前水平，而很多私募股权和私人信用市场尚未重新定价。我猜测，随着经济增长临近放缓，2023年初市场将出现适度修正，估值将更接近长期平均水平。我们预计将持续存在的其他趋势：实物资产跑赢数字资产，传统能源跑赢可再生能源。而且：金融科技目前已完全回吐自2019年以来超越传统银行的卓越表现(见第21页)。

资产收益率与短期利率之间的差距终于开始缩小

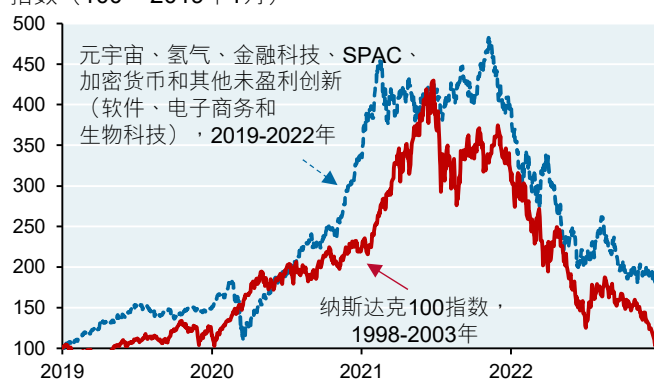
百分比



资料来源：桥水。2022年12月7日

不明智和更不明智

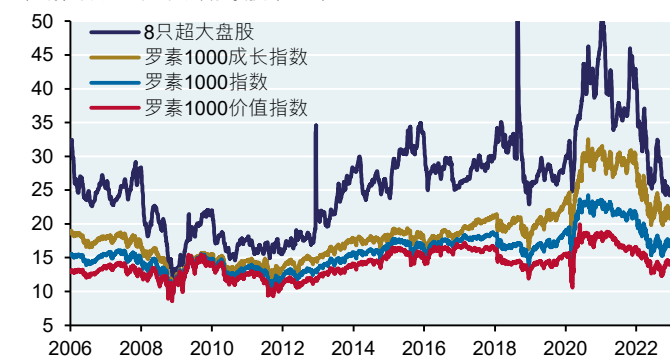
指数 (100 = 2019年1月)



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。

远期市盈率：罗素1000成长指数与价值指数

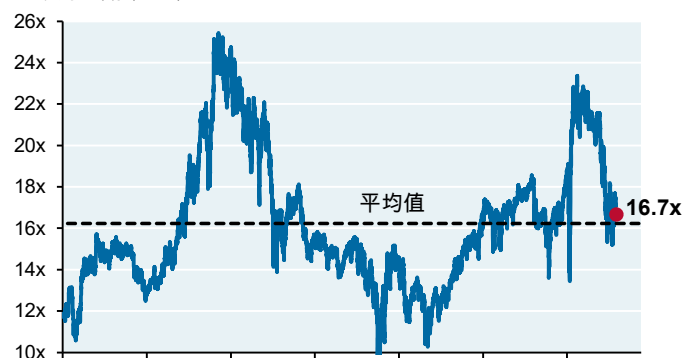
市场共识12个月预期每股市盈率



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。8只超大盘股包括GOOGL、AMZN、AAPL、FB、MSFT、NFLX、NVDA、TSLA。

标准普尔500指数市盈率

12个月远期市盈率



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。

龟兔赛跑

指数 (100 = 2016年12月)



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。

「关于我死亡的报道被过度夸大了」

指数 (100 = 2018年12月)



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。



我从2020年初开始撰写有关YUC（无利可图的年轻公司）的文章²，当时这些公司的估值开始飙升。经过去年的抛售之后，我们更接近YUC/MUC（估值极高或未盈利公司）重新定价的尾声而并非开始。到2020年底，Peloton的市销率已从其峰值的19倍跌至1倍，因此是时候开始思考Peloton、Carvana、Shopify、DoorDash、Spotify、Roku和Roblox等未盈利公司是否将会实现盈利。

很多未盈利公司都处于这种境地，因为市场并不要求这些公司盈利。凭借充足的IPO前后资本，这些公司以巨大的客户获取成本稳步发展，以扩大规模。许多公司已经无法继续动用这样的方式，但**有些公司将思考如何在这个新时代中实现盈利**。在这方面，2000-2002年互联网泡沫破灭的影响就值得关注：

- 第三张图表显示2000年至2004年科技公司的业绩表现，基于其初始和随后的盈利能力。仍未盈利的公司继续萎靡不振
- 但到2004年实现盈利的未盈利公司股价大幅反弹，赶上了持续盈利的公司
- 当然，这张图表显得有些**后见之明**；不过，该图表确实显示，对于那些想要在废墟中找到幸存希望的选股者而言，市场上可能存在具吸引力的机会。此类未盈利公司的规模大约占「2000年未盈利公司」领域的50%

YUC：无利可图的年轻公司
占股票市值百分比



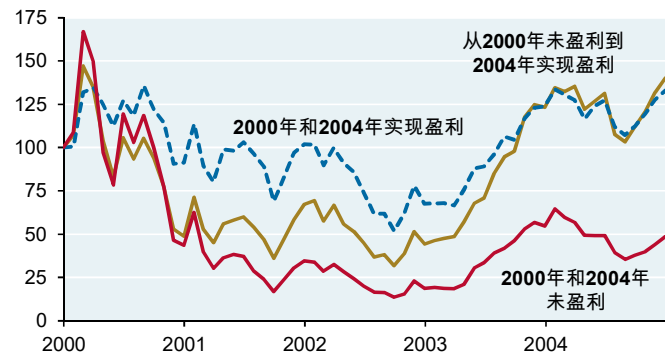
资料来源：Factset、摩根资产管理。2022年12月27日。

MUC：估值极高（市盈率高于50倍）或未盈利公司，占美国总市值的百分比



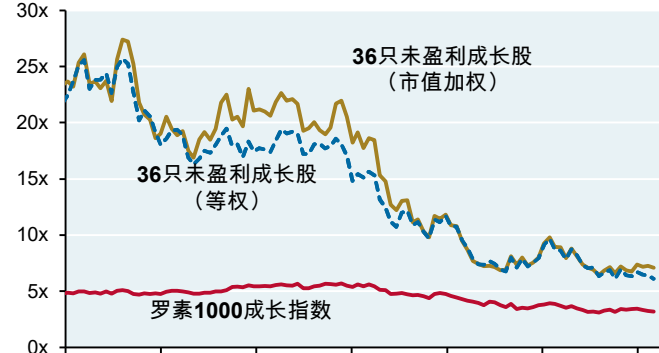
资料来源：Factset、摩根资产管理。2022年12月27日。

幸存者：部分公司会解决这个问题
等权大盘科技股回报指数（100 = 2000年1月）



资料来源：Factset、摩根资产管理。2022年。盈利能力以2000年第一季度和2004年第四季度的正净收入或负净收入衡量。市值超过4亿美元的股票。

未盈利营收增长股的价格
市销率



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月23日。

² 我在SPAC市场巅峰时期曾于2021年2月撰文《放眼市场》「水力与特殊目的收购公司」跟进。这篇文章强调了管理层如何向投资者展示盈利估计而非实际盈利，投资者类别的不平等回报分派，大多数SPAC目标公司在合并后的灾难性回报，以及通过SPAC上市的公司质量越来越差。

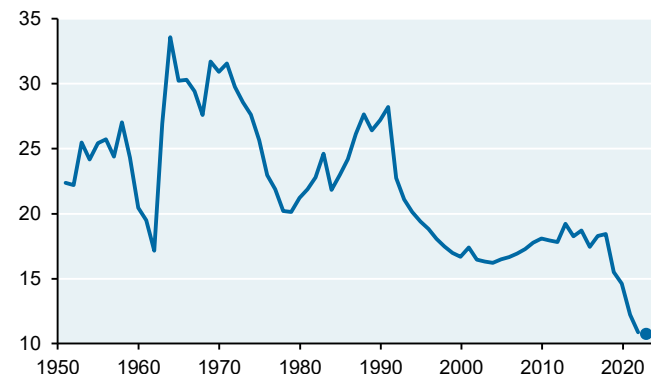


中国股票。疫情限制措施、消费支出下降和房地产市场崩盘对中国造成沉重打击。预计今年大多数亚洲经济体的经济增速或将在三十年来首次超过中国。截至2022年12月，中国2.67亿60岁以上人口中有三分之一尚未接种第三剂科兴或国药疫苗加强针。无论如何，中国目前正在重新开放³。可能影响重新开放决定的一个问题是：中国出生率断崖式下降及对未来经济增长的影响，如下图所示。

对中国投资者而言，经济复苏速度可能不如预期。中国制定了「市场友好型」政策，使得MSCI在2021年1月前将中国在新兴市场股票指数中的权重提高到40%。随后，受到监管政策影响，中国股市出现相较世界股市的最差表现(-50%)。尽管中国市场的表现逊于全球大市，但我们十多年来一直讨论的「超配美国／新兴市场，低配欧洲／日本」的股票双重心策略仍表现强劲。

中国出生人口总数

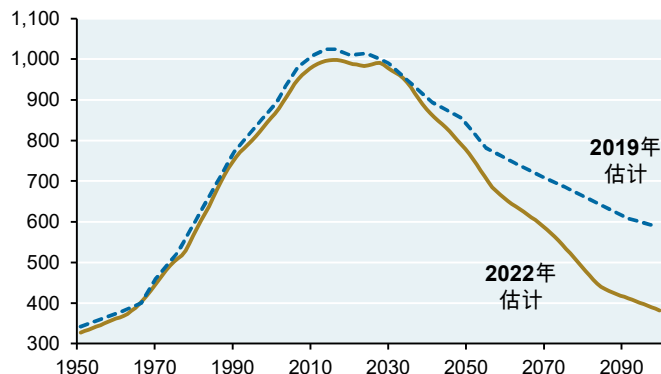
出生人口（百万人）



资料来源：联合国。2022年。点代表2022年的估计值。

中国劳动年龄人口预测

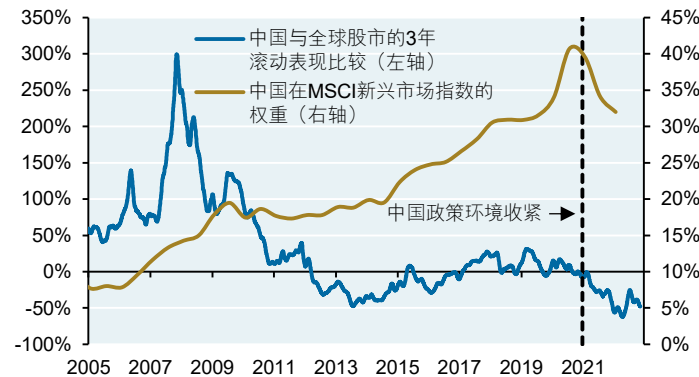
15至64岁的人口（百万人）



资料来源：联合国、BCA Research。2022年。

中国指数权重、表现与政策变化

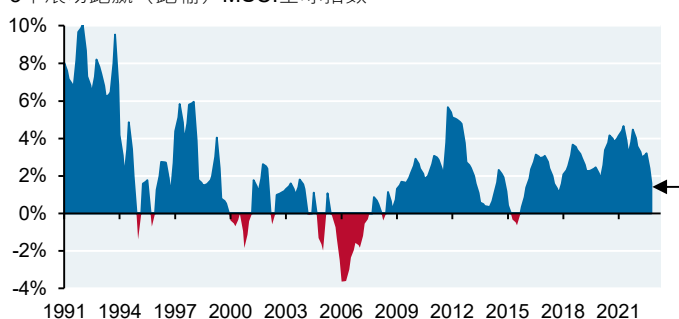
中国跑赢大市，28天平稳



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。

超配美国和新市场，低配欧洲和日本

3年滚动跑赢（跑输）MSCI全球指数



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月。所有股票投资组合，每季度重新平衡。10%增持美国，10%减持欧洲，5%增持新兴市场，5%减持日本。假设未进行货币对冲。

³ 2022年12月26日，中国加快重新开放，取消了对国内感染者的隔离规定，取消对密接人群的追踪和风险区域划分制度，取消对入境人员的频繁检测／隔离，允许核酸阳性人员返岗。

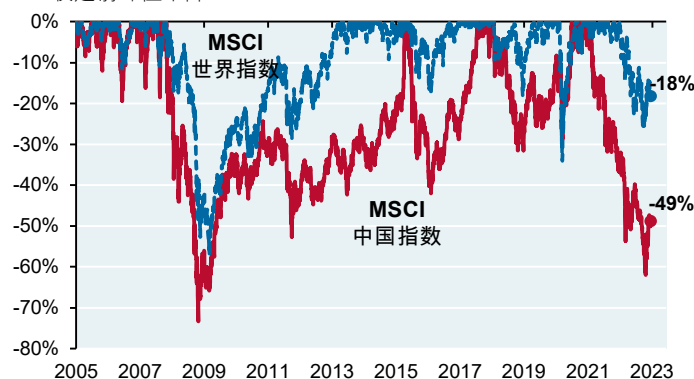


截至去年11月，中国已接近超低估值水平。股票盈利收益率介于11%-12%之间(接近全球金融危机时期水平)，中国银行业的市净率仍低于0.5倍。如第四张图表所示，房地产市场的负面消息被反映到价格中：在中国高收益房地产债券中，只有5%-10%的价格高于票面价值的60%，而且令人惊讶的是，85%的债券的交易或交换价格低于票面价值的20%。

一旦市场达到「情况能再差到哪儿去」的阶段，政策或宏观环境的小幅改善可能将导致资产价格大幅上涨。针对中国房地产市场的最新措施包括央行重新放贷计划以及取消对股市和影子金融集资的限制。虽然家庭条件与支出之间的联系不像美国那样明显，但中国家庭拥有充裕的现金：存款规模比新冠疫情前水平高60%，按揭贷款利率回落至2017年的水平。换言之，如果中国经济在经历目前新冠疫情的强劲冲击之后复苏，明年美国—新兴市场股票双重心策略可能将再次跑赢大盘。

股指跌幅：中国与世界的对比

%，较之前峰值下降



中国收益率

百分比，12个月远期收益率



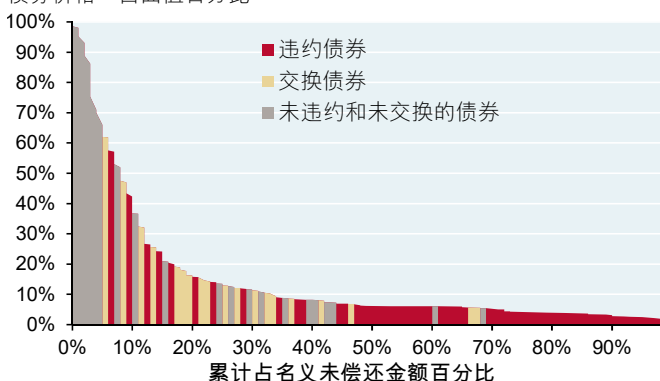
中国银行业估值

平均市净率



中国房地产高收益债券价格分布

债券价格，占面值百分比





在市场可能陷入经济衰退之际，一个令人担忧的问题是：在经历了十年的投资者保护下降和杠杆率上升后，杠杆贷款的重新定价幅度已经到达最小水平。我在2019年7月首次写到这一点。恶化的方面包括旨在防止发行人及其律师⁴削弱放贷方权利和保护的一系列措施(见方框)有所减少。贷款投资者以创纪录的速度节节败退，我认为美联储要为这种牺牲负有部分责任，因为金融抑制导致人们失去投资方向。很多同样的担忧问题与私人信用市场有关，该市场的规模为1.2万亿美元，与美国的高收益债券规模相当。

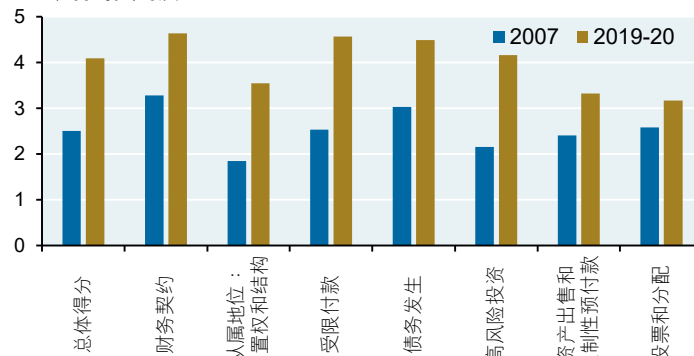
贷方做出让步。贷款投资者放宽了以下方面的标准：杠杆率和利息覆盖率维持测试、最惠国条款、资产出售的强制性预付款、负面契约限制的例外情况、限制性付款条款、允许税息折旧及摊销前利润(EBITDA)调整的定义和范围、抵押品池中的资产泄漏、对不受限制的子公司和附属公司的投资或转移的上限、增加优先同等权益债务或具有优先权债务的能力、非担保子公司留置权稀释等。EBITDA调整指公司增加非经常性费用和假设合并协同效应/成本节约对收益产生影响，从而提高覆盖率。根据标准普尔的数据，到2019年，EBITDA增加的使用程度从所有交易的10%增加至约30%。就规模而言，标准普尔报告称，此类增加占未调整EBITDA的10%-15%。但根据穆迪的数据，部分交易允许增加的比例高达未调整EBITDA的20%-30%，而部分交易根本没有上限。

举白旗放弃的贷款投资者：穆迪的贷款契约质量得分，5 = 最弱的契约质量



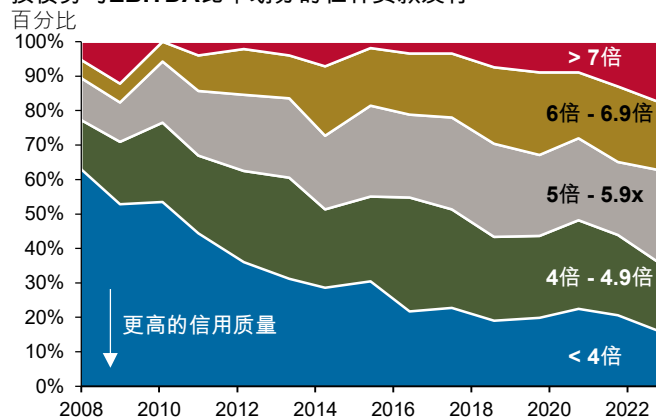
资料来源：穆迪。2020年。

贷款契约质量得分：2007年与2019-2020年比较
5 = 最弱的契约质量



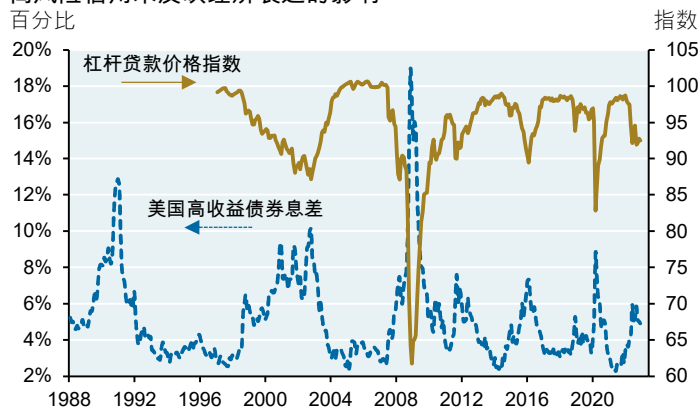
资料来源：穆迪。2020年。

按债务与EBITDA比率划分的杠杆贷款发行



资料来源：德意志银行研究部、国际货币基金组织。2022年11月17日。

高风险信用未反映经济衰退的影响



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。

⁴ 保护减少的原因之一：在某些交易中，金融发起人指示安排银团杠杆贷款的银行应聘请哪家律师事务所作为其法律顾问，这种做法被称为「发起人指定法律顾问」。付出多少，就可收到多少回报。



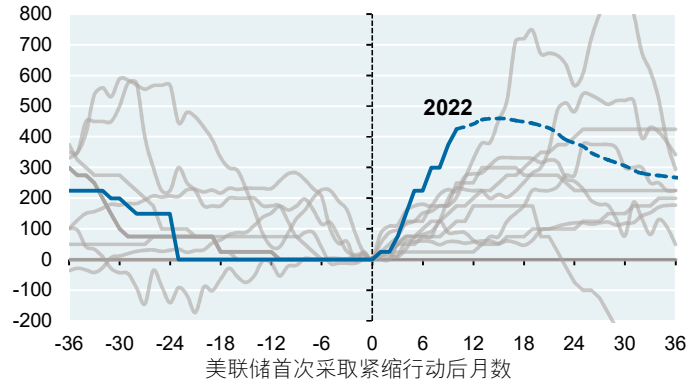
主题2：追踪美联储，以及通胀未来走向

我预计通胀压力将于2023年有所消退，这将允许美联储于5%暂停加息以观察未来的走势，并预计10年期美国国债收益率将维持在4%以下。来自10年期通胀保值国债(TIPS)市场的通胀预期从3%的峰值回落至2.25%，因此美联储应能够在有史以来最快的货币紧缩周期之后，宣布在抗通胀方面取得胜利。如果通胀降温幅度符合市场预期水平，结果将非常不同寻常：如第二张图表所示，发达市场的通胀峰值平均需要更长的时间才能消退。

与物价相比，美联储面临的挑战更多与工资相关。根据某些衡量指标，美国一直面临有记录以来最紧张的劳动力市场：战后时期最严重的工作岗位短缺、最低的「工作岗位填补」率、转职者相对于留任者出现最大溢价等。根据我们所观察的指标，工资增长开始出现逆转⁵。[根据Challenger数据]，到目前为止，最大规模的裁员发生在科技和住宅建筑行业；剔除科技和住宅建筑行业的裁员情况仍处于20年来的最低水平。

美联储紧缩周期，1958-2022年

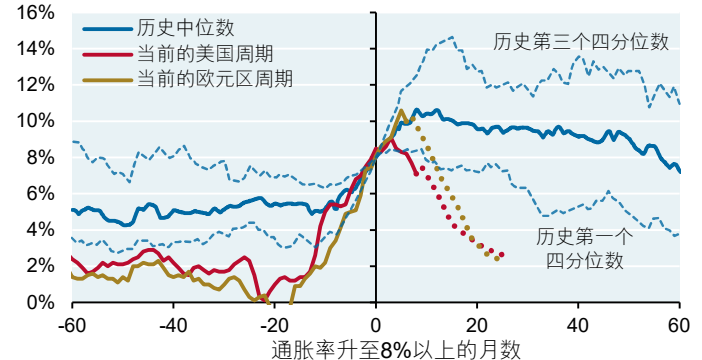
基点，紧缩周期开始以来的变化



资料来源：彭博财经、Factset、美联储、摩根资产管理。2022年12月。

自1970年以来的发达市场通胀事件

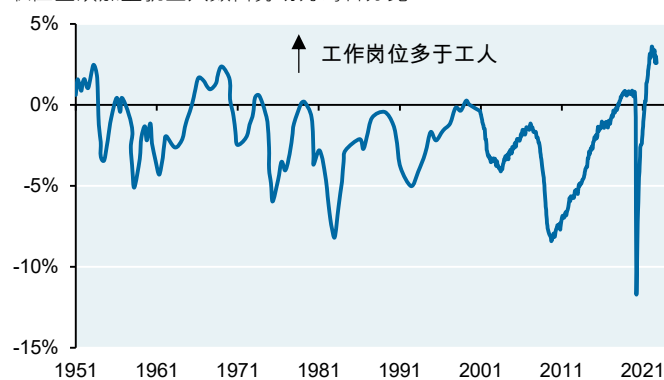
百分比，同比通胀变化



资料来源：Jim Reid、德意志银行、彭博财经、摩根资产管理。2022年11月。虚线表示彭博共识。

战后时期最大的劳动力短缺

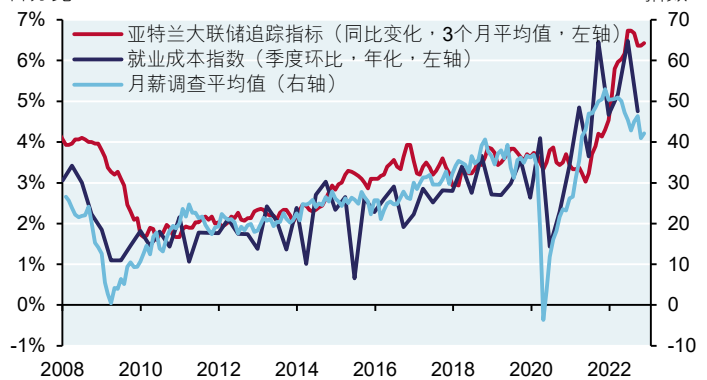
职位空缺加上就业人数占劳动力的百分比



资料来源：美国劳工统计局、摩根资产管理。2022年10月。

工资增长措施

百分比



资料来源：彭博财经、美国劳工统计局、NFIB、地区联储银行。2022年11月。

⁵ 您可能习惯于查看平均时薪图表。自新冠疫情以来，我们一直在监测其他工资衡量指标，因为平均时薪可能会受到劳动力构成变化(即当大量低薪工人被迫休假时)的严重影响和扭曲。

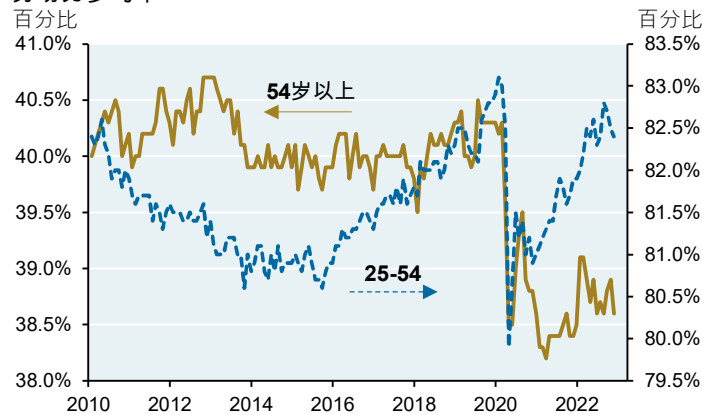


正如我们此前所讨论，导致劳动力短缺的原因是新冠疫情、高于平均水平的退休率和移民放缓。55岁以下人群的劳动力参与率实际上已重回新冠疫情前的水平。大部分60岁以上人群还没有重返工作岗位，而且几乎没有迹象表明他们的返回计划。移民方面：虽然2022年底签证签发量有所增加，但美国经济仍受到新冠疫情期间的移民低谷所影响。

商品通胀情况已大幅改善：仓储和运输领域的供应链压力已有所降温，二手车价格已进一步下跌。在新冠疫情期间同比飙升至15%之后，美国耐用品通胀率目前约为0%，并可能于2023年初出现通货紧缩。根据Cox Automotive的数据，2022年12月美国新车库存达到160万辆，比2021年9月的90万辆增加约80%，但仍远低于2019年约370万辆的平均水平。

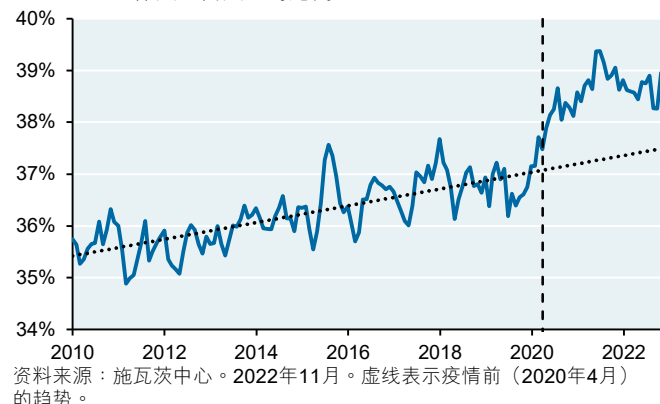
我们还预计，鉴于美国超额储蓄的进一步消耗，家庭需求对通胀的影响将放缓。美国超额储蓄于2021年年中达到约2.1万亿美元的峰值。这些储蓄已减少至约1.1万亿美元，应会在年中完全耗尽⁶。

劳动力参与率



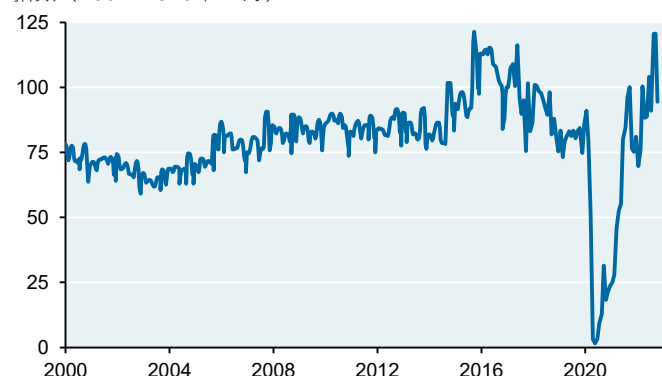
55-74岁工人退休率

%，55-74退休人口占人口的比例



美国移民签证签发

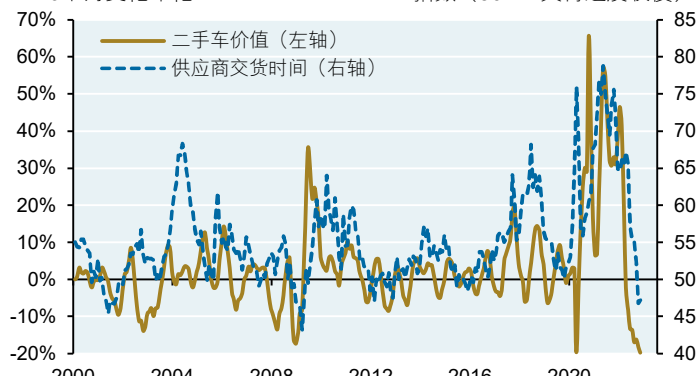
指数（100 = 2016年12月）



供应链降温，二手车价格下跌

%，6个月变化年化。

指数（50+ = 交付速度较慢）



⁶ 请参阅「疫情期间的储蓄缓冲似乎有所降低」，Dan Silver，摩根大通北美经济研究部，2022年10月7日和「新冠疫情大流行期间的超额储蓄」，联邦储备局说明(Federal Reserve Notes)，2022年10月21日



短期内被视而不见的通胀问题是住房，是核心通胀的最大组成部分。消费物价指数(CPI)数据中的住房成本影响滞后：过去几年的房价和租金增长目前开始显示在CPI数据中。但公寓租金等当前衡量指标正在显著放缓。考虑到按揭贷款利率的急剧上升，以及自20世纪70年代以来多户型单位迎来最大的百分比增长，这合乎情理。换言之，楼市崩盘(其速度现在可以与20世纪80年代双底衰退期间的房地产衰退速度不相上下)应会在2023年大幅抑制通胀。

结论：通胀降温程度将足以让美联储于春季在5%的利率水平暂停加息。值得注意的是，变化的不仅仅是政策利率；美联储的资产负债表也在收缩。旧金山联储银行计算的「代理利率」考虑了退出量宽和相关市场的影响。该代理利率目前高于基金利率的水平处于有记录以来的最高幅度(第五张图表)，这也是我们认为通胀将于2023年显著放缓的另一个原因。

美国新租金

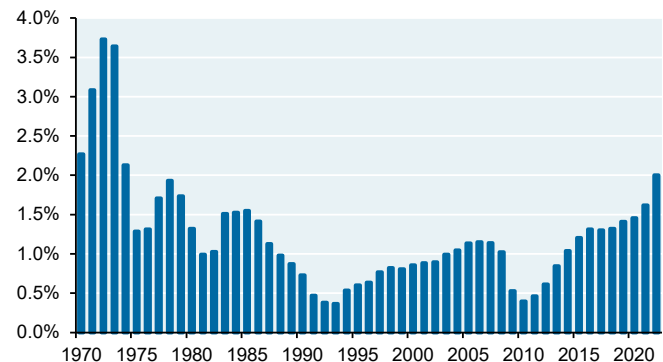
百分比，年化



资料来源：Apartment List、RealPage、彭博财经、摩根资产管理。2022年11月。

相对于出租存量的在建多户型住宅

百分比



资料来源：人口普查局、摩根资产管理。2022年第三季度。

年度按揭贷款成本占家庭收入的

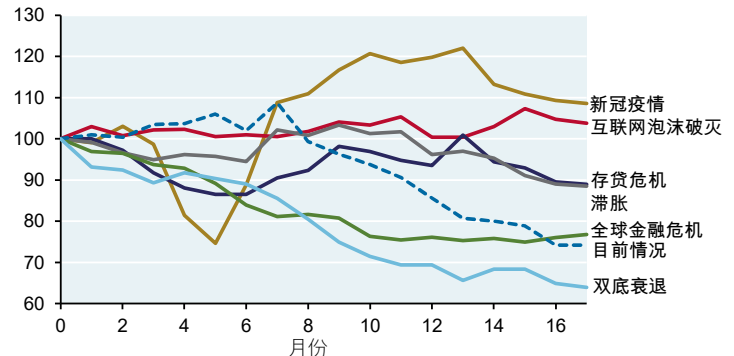
百分比，百分比



资料来源：美国普查局、Shiller、房地美、彭博财经、摩根资产管理。2022年11月。

住房活动下降反映迄今为止的全球金融危机和

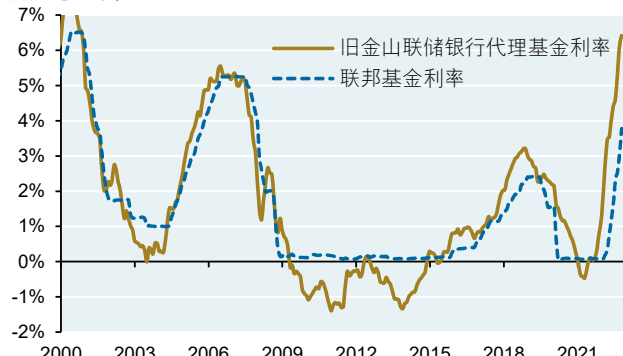
双底衰退，现有房屋销售，指数 = 100



资料来源：美国房地产经纪商协会、摩根资产管理。2022年。

联邦基金利率与代理基金利率

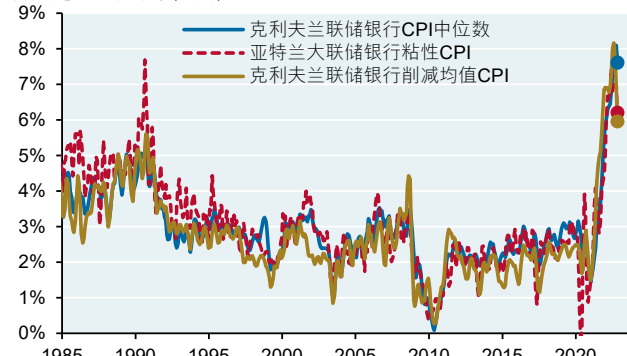
百分比，年化



资料来源：旧金山联储银行、美联储经济数据。2022年11月。

美国消费物价通胀衡量指标

百分比，3个月年化变化



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年11月。



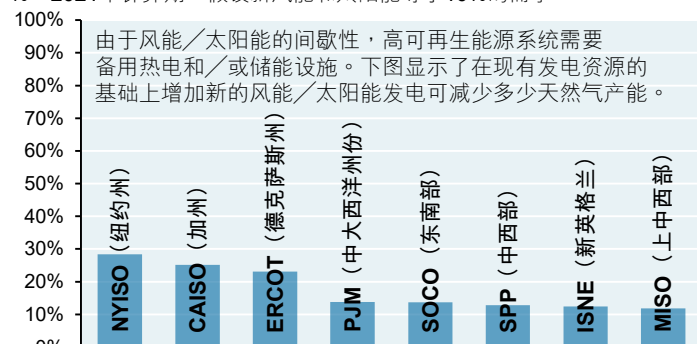
长期视而不见的问题：能源转型对通胀的影响。关于这一问题，我们将在即将于5月份发布的2023年能源报告中详细分析，但目前考虑的是：

- 随着风能和太阳能普及率提高，仍将需要投入大量资金，用于建设和维护备用热电厂和公用事业规模的储能。第一张图表显示，每增加1兆瓦的风能和太阳能容量，将导致仅0.1至0.3兆瓦的天然气退役
- 由于风能和太阳能容量通常距离需求中心较远，因此输电网也需要投入大量资金(第二张图表)
- 复制中国目前主导的很多可再生能源供应链，其成本将非常高昂(第三张图表)
- 电动汽车对半导体的需求比内燃机汽车更高，半导体供应链回流可能导致芯片元器件价格上涨50%或更多(第四张图表)

结论：能源⁷、芯片和基础设施法案都是美国新产业政策的一部分，从长远来看，这将增加通胀，并对实际和名义利率施加上行压力。

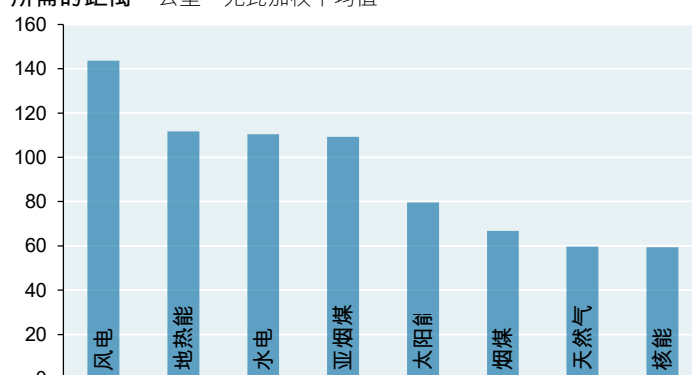
每兆瓦的新风能和太阳能电力可减少多少天然气产能？

%，2021年计算期，假设新风能和太阳能等于10%的需求



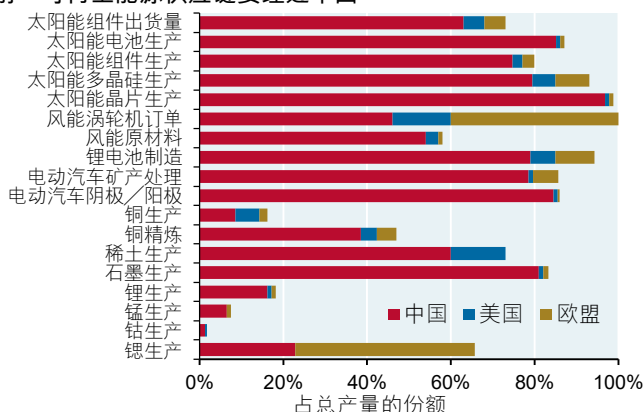
资料来源：美国能源信息署数据、摩根资产管理计算。2022年。

发电设施可覆盖200万人所需的距离，公里，兆瓦加权平均值



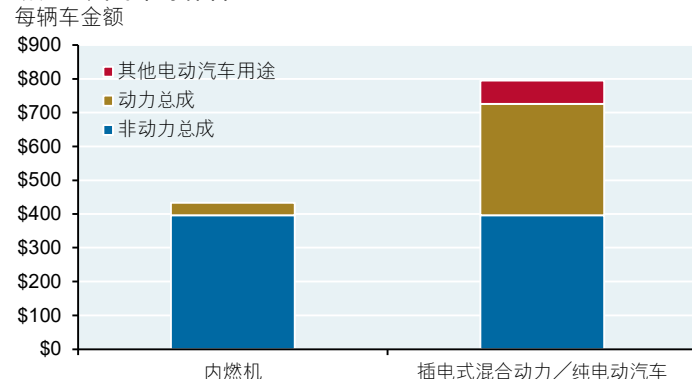
资料来源：美国能源信息署、人口普查局、摩根资产管理计算。2022年。

目前，可再生能源供应链要经过中国



资料来源：国际能源署、彭博新能源财经、标准普尔、USGS、EC、Benchmark Mineral Intelligence，2021年。

动力总成的半导体含量



资料来源：美国半导体行业协会、英飞凌。2021年。注：动力总成包括稳压器和集成电路；「其他」包括传感器、电机控制单元和存储芯片。

⁷ 在核聚变实验中，产生的能量多于消耗的能量：从技术上讲，确实如此，输入的能量为2兆焦耳，输出的能量为3兆焦耳。但需要300兆焦耳的能量为激光器提供动力，才能产生2兆焦耳的能量输入。此外，还有一个「细则」的警告阐明了我们离核聚变商业化依然遥远。此外，该实验需要安装的设备占地约为三个足球场大小，而其产生的能量只够烧开一茶壶水。能源部长格兰霍姆提出要在未来十年推动核聚变反应堆商业化；而这是拜登政府的又一个不切实际的能源目标。



欧洲方面，能源通胀现状有点不同。欧洲正在为俄乌冲突前对俄罗斯的能源依赖付出代价，也为风能、太阳能、水力和核能发电企业与依赖天然气的发电企业获得相同价格的定价机制付出代价。问题：在欧洲，化石燃料电力生产商大部分时间设定边际价格(见表格)，当天然气投入价格飙升时，电力的边际价格将支付予所有电力生产商。欧洲正试图通过家庭补贴和对支付予非天然气发电商的价格设置上限来解决此问题，这可吸收大约60%的价格冲击。太阳能／风能／水力发电等的每兆瓦时电价上限：英国245欧元、德国150欧元、法国100欧元、意大利和西班牙67欧元，而2022年12月的未设置上限价格为每兆瓦时100至350欧元。

有关通胀的更多内容：德国刚刚完成五个液化天然气进口再气化设施中的第一个设施，综合成本估算从最初的预算增加了两倍，达到约100亿美元。最重要的是，法国的核电行业的产能利用率一直约为50%。如果该情况在整个冬天持续，法国和依赖其核电出口的周边国家／地区可能将面临额外的天然气和电力价格压力。

如底部图表所示，加利福尼亚州天然气价格飙升，该州已关闭PG&E天然气储存设施、关闭核电、正在经历城市向更高人均能源需求的农村和郊区迁移、正面临管道维护延误，并且由于加拿大和墨西哥的出口而可能在未来面临更大的天然气竞争，对于这样的州，您会有什么期望呢？

欧元区能源通胀

百分比，同比变化



欧洲如何制定边际电价

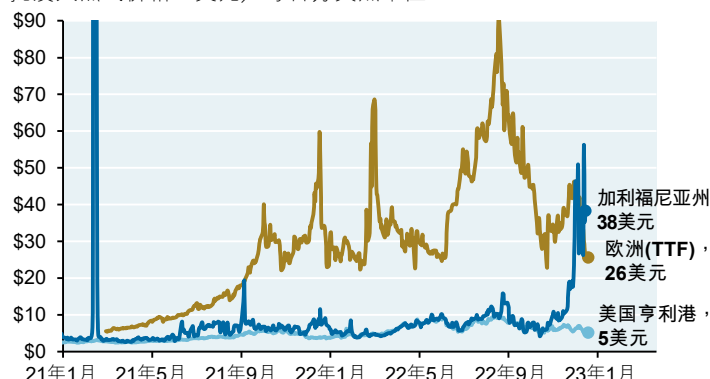
占所有小时的百分比

国家／地区	化石燃料	非化石燃料	进口
德国	91%	7%	2%
丹麦	25%	13%	62%
西班牙	89%	6%	5%
法国	7%	93%	0%
爱尔兰	61%	1%	38%
意大利	86%	11%	3%
希腊	77%	0%	23%
葡萄牙	87%	13%	0%
英国	84%	1%	15%

资料来源：「欧洲能源转型——天然气在电价中的作用」，Zakeri等人。2022年7月23日。

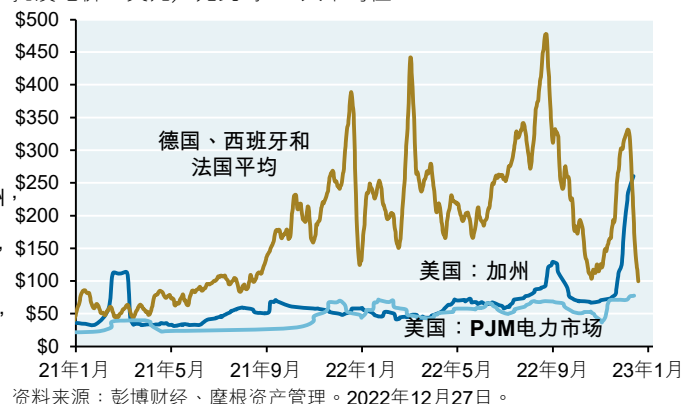
美欧天然气价格差距

批发天然气价格，美元／每百万英热单位



美欧电价差距

批发电价，美元／兆瓦时，7天平均值

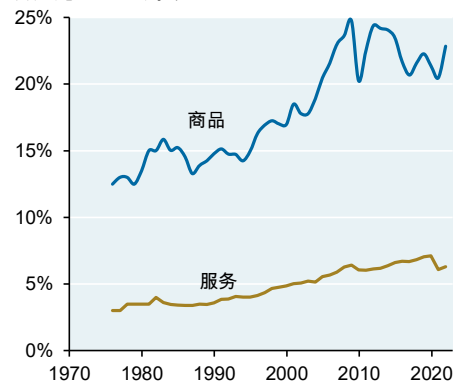




主题3：追踪全球化的逐渐倒退

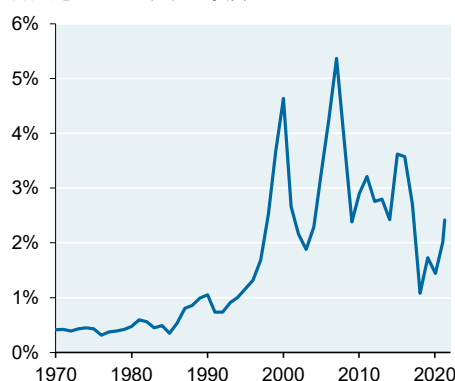
全球化并没有崩溃，但已从峰值水平回落。全球化包括贸易、外国直接投资和跨境投资组合流动。贸易和外国直接投资在新冠疫情后有所反弹；在贸易方面，随着全球旅行恢复，服务业迎来复苏空间。此外，部分贸易商品下降反映了2011年至2020年大宗商品价格下跌，而非贸易量下降；自峰值水平以来贸易商品价值下降中，可能只有40%源自国际供应链回流⁸。

全球商品和服务出口占世界GDP的百分比，
百分比，2021财年



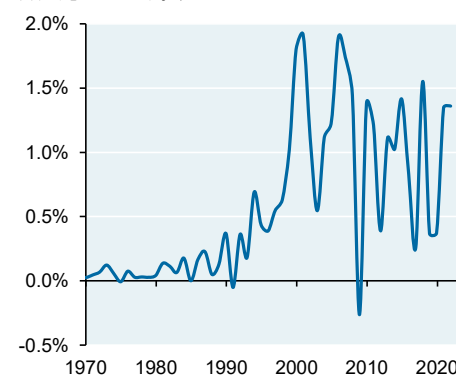
资料来源：世界银行。2021年。

全球外国直接投资流量占世界GDP的百分比，
百分比，2022年第一季度



资料来源：国际货币基金组织、世界银行、经合组织。
2022年第一季度。

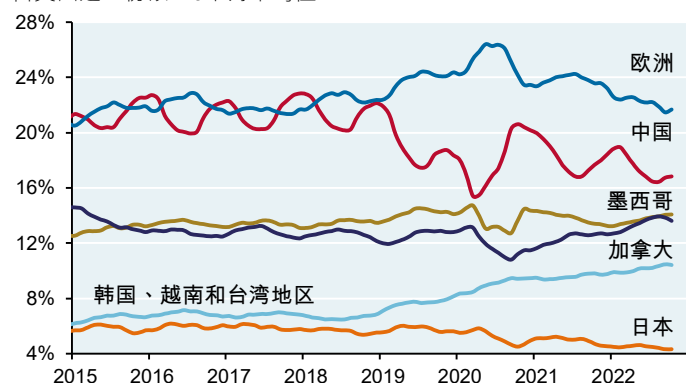
全球投资组合股票流量占世界GDP的百分比，
百分比，2021财年



资料来源：国际货币基金组织、世界银行。2021年。

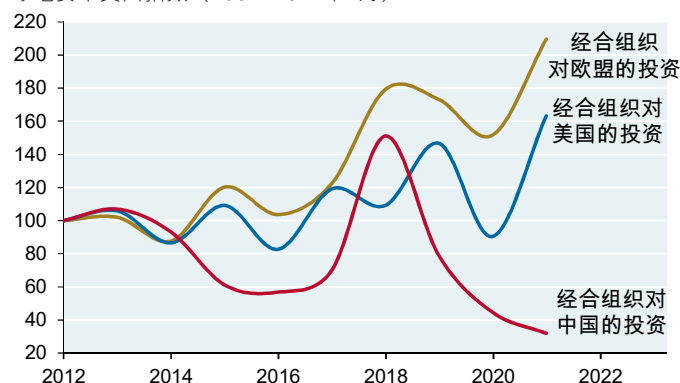
土崩瓦解的是：美国和欧洲自以为是的「贸易改变地缘政治」或「建设性接触」思维。在第19页，我们介绍了欧洲对俄罗斯的金融和能源禁运，因为其「东方政策」策略已告失败。我们在下文介绍了中国在美国进口中所占份额的下降、经合组织对中国新直接投资的急跌、美国外国投资委员会调查(国会对美国外国直接投资的监督)的增加以及投资组合流入中国的资金下降。10月，我们详细介绍了美国对部分中国实体实施人工智能芯片、设备和组件出口的限制。12月下旬，美国将此限制名单上的中国公司数量增加至500家，其中包括中国旗舰闪存生产商。其中部分实体还受美国《外国直接产品规则》的约束，这意味着美国将试图对购买美国半导体或知识产权的非美国公司实施出口限制。在美国商会的2022年中国调查中，美国公司目前将美中紧张局势升级列为他们面临的最大问题。接下来：限制美国对中国的外国直接投资⁹，以还击中国方面在中国对美国直接投资方面施加的限制。

贸易战对美国进口贸易对手的影响
占美国进口份额，6个月平均值



资料来源：美国人口普查局。2022年10月。

经合组织撤离中国投资
绿地资本支出指数 (100 = 2012年1月)



资料来源：fDi Markets。2021年。

⁸ Richard Baldwin，牛津大学，「全球化神话的巅峰，第2部分」，2022年9月

⁹ 2022年11月，美国商务部长雷蒙多表示，有必要降低美国对外关键技术投资对美国国家安全构成的风险。雷蒙多举例称，在十年内，禁止接受《芯片法案》资助的公司在中国投资先进技术设施。



美国国家安全顾问杰克·沙利文(Jake Sullivan)表示

「保持接触的基本错误是认为通过这样的方式可以给中国的政治制度、经济和外交政策带来根本性的改变。白宫今天冒着犯类似错误的风险，假设通过竞争可以实现过去通过接触没能实现的所谓改变中国的目标。」[《外交事务》杂志，2019年10月]

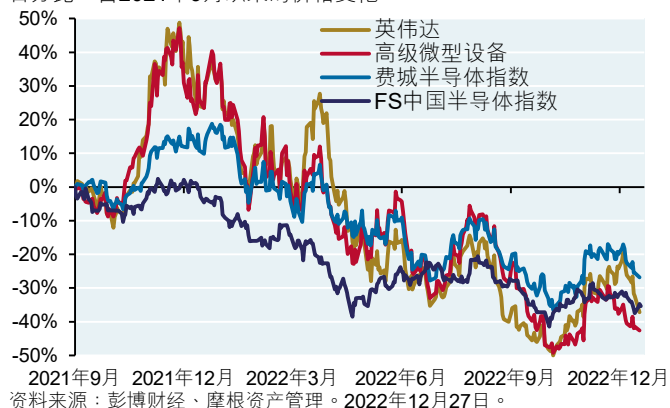
「中国是唯一在重塑国际秩序方面既有「心」又有「力」，且实力在不断增强的竞争者……这是塑造竞争条件的决定性十年，尤其是对中国的竞争方面」。在基础科技方面，「栅栏必须筑高，因为我们的策略性竞争对手不应该拥有利用美国和盟国科技的便利，从而影响美国和盟国的安全。」[白宫国家安全简报，2022年10月]

地缘政治和不断变化的国内政策就摆在投资者们眼前，不再是抽象的概念。请注意第一张图表中的半导体股如何受到美国出口管制政策的负面影响。着眼大局：供应链优化将不再只出于成本考量。一份2022年欧洲复兴开发银行转型报告调查发现，75%的公司已采取措施提升供应链韧性，具体方法是将库存水平从「及时供应」增加至「以防万一」水平，以及提高供应商多样化水平。此外，这会增加成本并减少利润。

中美关系的一个有趣方面在于：这并不像看起来那样一边倒。过去十年，美国公司对中国子公司进行了大量投资。截至2020年，一旦计入在华子公司的销售额，美国对中国的贸易逆差就消失了。换句话说，美国公司在中国的业务量几乎与中国公司在美国的业务量相当，只是通过当地子公司销售而非出口方式实现。除了稀土元素出口外，中国还可通过国内政策对在华经营的大型盈利美国跨国公司施加影响力。

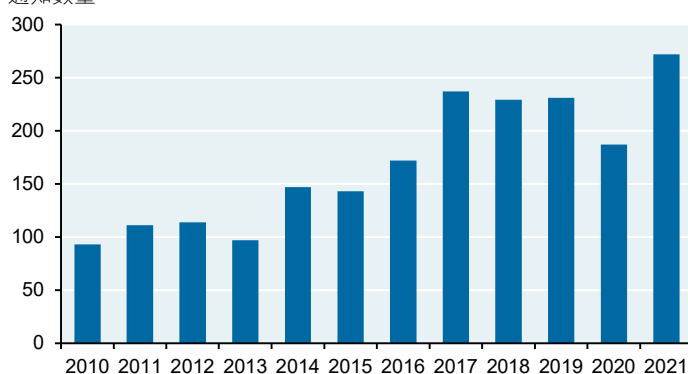
全球投资者受出口政策变化的影响

百分比，自2021年9月以来的价格变化



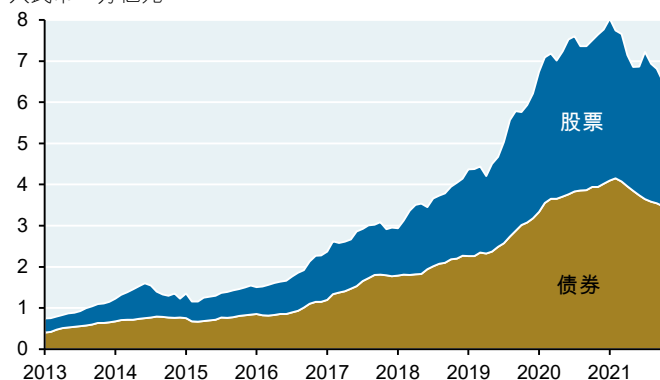
美国外国投资委员会收到的交易通知，

通知数量

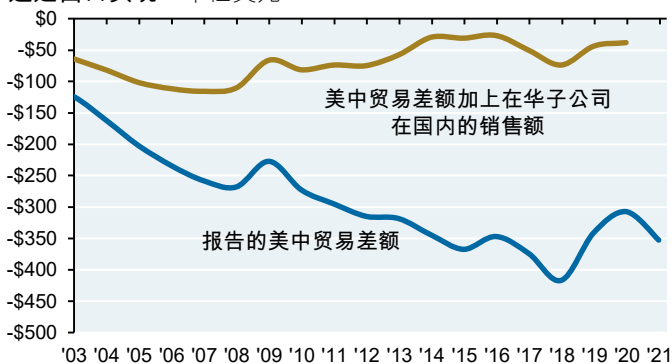


外国投资组合对中国股票和债券的投资

人民币，万亿元



美国在中国业务规模庞大，但通过其在华的子公司而非通过出口实现，十亿美元



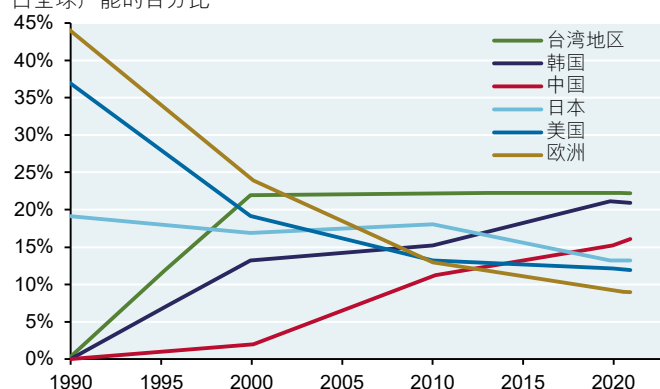


半导体粘性：回流需要很长时间。尽管两国可能都会进行尝试，但中美在实现半导体自给自足的道路上都面临不同的挑战。接下来的两页内容将解释其中原因，并说明即使在提供激励措施和补贴的情况下，产业回流步伐仍然缓慢。结论：在一个复杂的工业制造领域要解除30年来形成的专业化并不那么容易。

半导体粘性，第1部分：美国和《芯片法案》

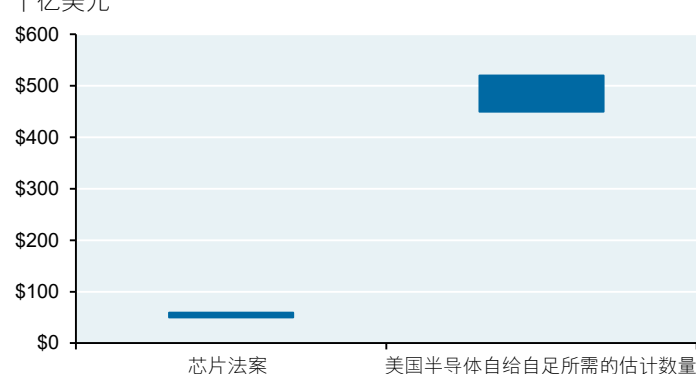
- 根据波士顿咨询公司的分析，在完全部署后，美国《芯片法案》中500至600亿美元的支出只会使美国的半导体自给率达到约15%
- 台积电预计将于2024年投产的亚利桑那州4纳米芯片工厂，这可能已经比台积电在台湾地区部署的领先技术落后2-4年。首款基本依赖美国制造芯片的iPhone可能是iPhone 18¹⁰
- 台积电表示，在其努力推动亚利桑那州工厂投产的过程中，存在运营成本高、缺乏训练有素的人员以及建设障碍等问题¹¹。台积电提到，在台湾地区建设同类工厂的资本密集度较低，而其美国芯片生产的总成本可能比台湾地区高出50%。台积电还不得不从台湾地区运送洁净室和芯片制造设备到美国，因为美国供应商的成本更高或无货源。人员方面，台积电派美国工程师到台湾地区进行18个月的必要再培训
- 台积电在美国的晶圆代工厂可能需要与台湾地区的实时供应和运营保持联系；如果是这样，这可能并非真正代表美国半导体独立的里程碑。这些位于美国的晶圆代工厂可能并非旨在生产美国所需的大量芯片，而是可能更专注于生产Apple、英伟达和AMD所需产品
- 从地缘政治的角度来看，可以推测台积电同意在美国以较低的利润率和较低的效率生产芯片，以换取美国增加对台湾地区本身的支持

半导体制造能力
占全球产能的百分比



资料来源：美国半导体行业协会、彭博财经。2021年2月。

美国自给自足所需的半导体支出和估计数量，
十亿美元



资料来源：波士顿咨询公司、摩根资产管理。2021年4月。

¹⁰「台积电在亚利桑那州的挑战、现实和动机」，Stratechery Research，2022年12月7日

¹¹「台积电亚利桑那州芯片厂等待拜登到访，面临分娩阵痛」，《华尔街日报》，2022年12月5日

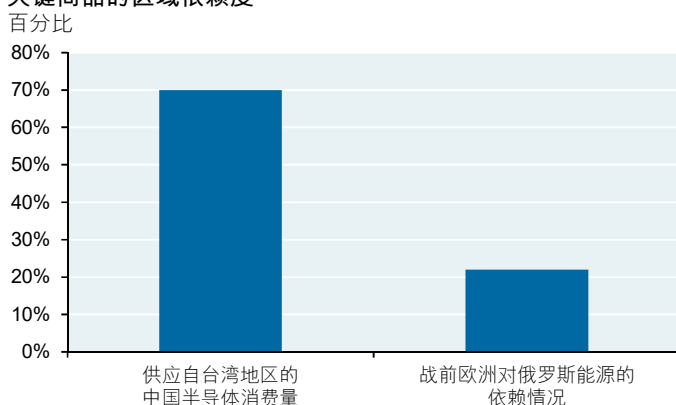


半导体粘性，第2部分：中国、台湾地区和「法贝热彩蛋」

中国国内半导体产能只能满足中国10%的需求。其余90%要通过进口和在中国生产芯片的外国公司来满足。截至2021年，台湾地区占中国芯片消费份额的70%：台积电在南京和上海的工厂生产10%的中国芯片，其余60%来自台湾地区出口芯片。中国对台湾地区芯片的70%依赖度，使欧洲战前对俄罗斯能源的依赖相形见绌。大多数中国晶圆代工厂都在生产14-28纳米芯片，而台积电等全球领先企业已在生产5-7纳米芯片。

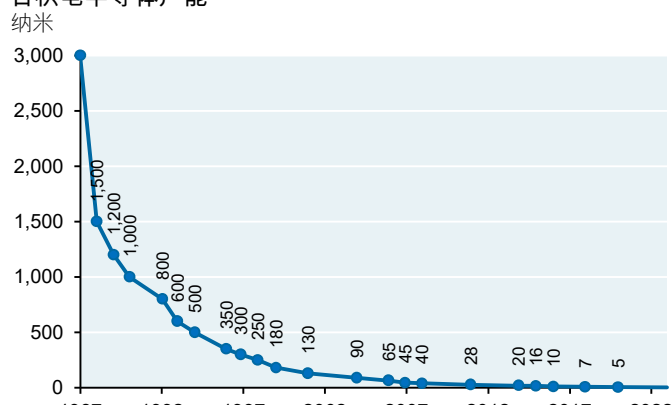
过去十年，中国国家集成电路产业投资基金通过直接入股和混合投资基金支持国家龙头企业。成功案例有中芯国际(7纳米芯片)、长江存储(三星的竞争对手)、三安光电(设备制造商)、中微公司(制造设备)和长电科技(组装、测试和封装)。但由于其他公司(清华紫光、武汉弘芯、泉芯集成电路)申请破产，导致一系列调查和人员被捕。从目前的情况来看，中国尚未实现其国内半导体生产目标。

关键商品的区域依赖度



资料来源：史汀生中心、英国石油世界能源统计评论。2022年。

台积电半导体产能



资料来源：台积电。2022年。

美国和中国的关键：半导体是地球上最复杂的工业产品之一¹²

最先进、收益最高的10、7、5和3纳米芯片制造难度大、成本高，只能由ASML（荷兰）使用极紫外光刻技术设计和制造的机器制造。由于机器的复杂性，ASML每年只生产45-55台这样的机器。先进的晶圆代工厂需要比医院手术室洁净10,000倍的洁净室。芯片蚀刻工艺的一部分是在纯氮气环境中完成的，可能需要数周时间每天24小时不间断地运行，涉及700个独立的步骤，其中很多步骤是重复的。完成价值链中所有必要的步骤可能需要多次飞行，往返数千英里穿梭于具有专门能力的不同地点。这些晶圆代工厂需要来自数千家公司和数十个国家/地区的奇特化学品、气体、稀有金属、原材料和部件。换言之，先进的半导体就是集工业复杂性于一身的「法贝热彩蛋」。

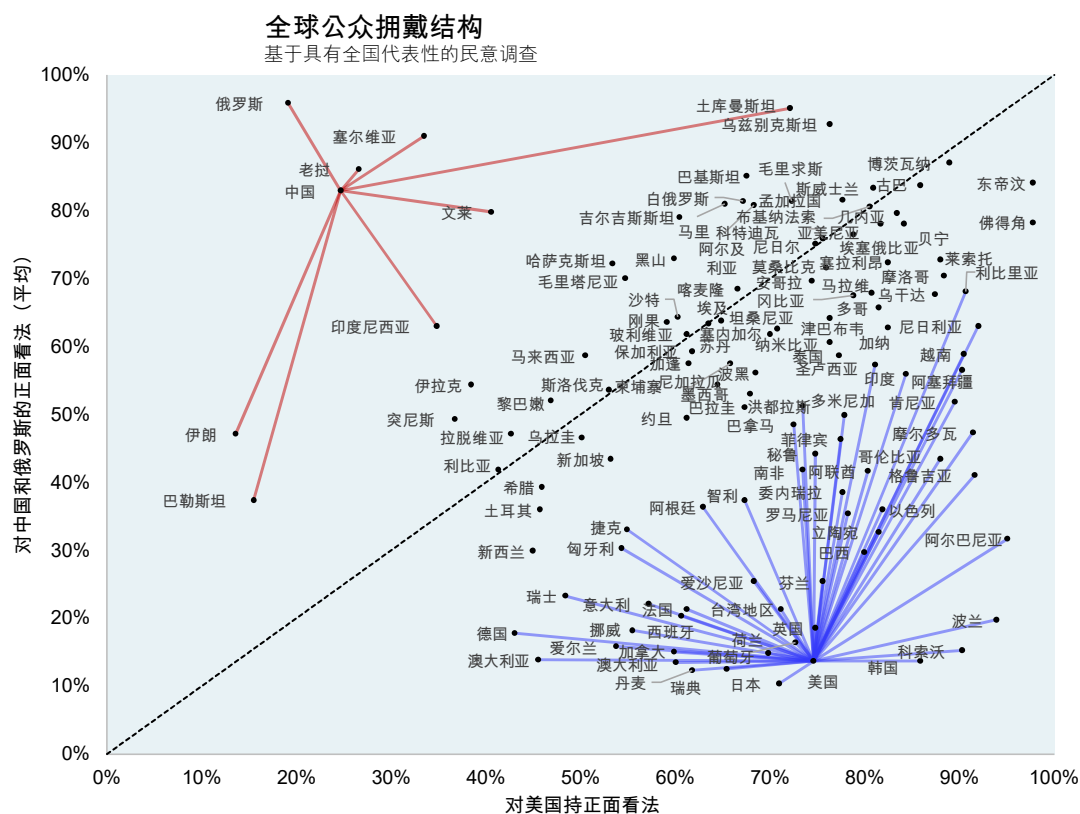
¹²「半导体与台湾地区的硅盾」，Richard Cronin博士，史汀生中心，2022年8月



美国和中国的影响力范围以及西方对俄罗斯的金融／能源禁运

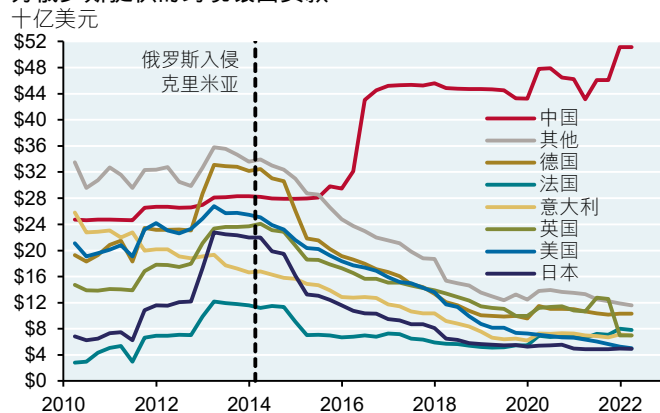
英国研究人员汇总了137个国家／地区对中国／俄罗斯和美国看法的民意调查，并使用这些数据来绘制影响力范围。图上这些线条，根据某国／地区的人群对中美两国的看法倾向，将中国与俄罗斯分别与该国家／地区相连。从图上来看，虽然一些国家／地区横跨在中线两边，但它们正在远离直径范围：研究人员发现，对美积极看法和对中俄积极看法之间的反比关系正在日益变大。

这张图表或许可以解释在2014年俄罗斯入侵克里米亚之后，中国银行业以何其快的速度取代来自西方的银行贷款，以及最近中国对俄罗斯能源的购买量增加(见底部两个图表)。这些都是俄罗斯和中国在俄乌冲突之前宣布「不设上限」伙伴关系的组成部分。

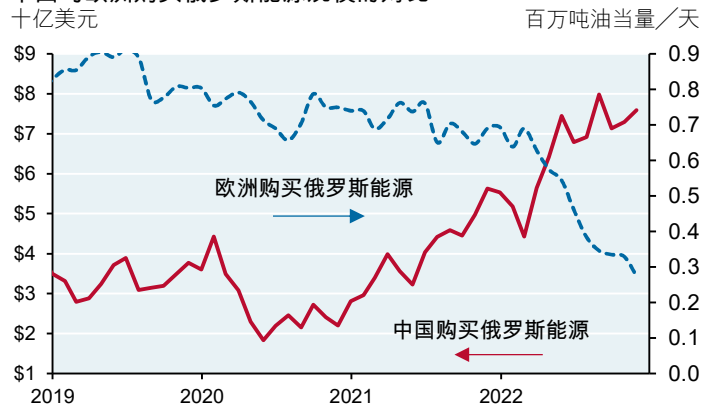


资料来源：来自「一个分裂的世界：俄罗斯、中国 and 西方。」英国剑桥：民主未来中心，2022年10月，Roberto Foa等人。
为相对公众偏好超过20%的所有国家／地区绘制的线条。

为俄罗斯提供的跨境银团贷款



中国与欧洲购买俄罗斯能源规模的对比



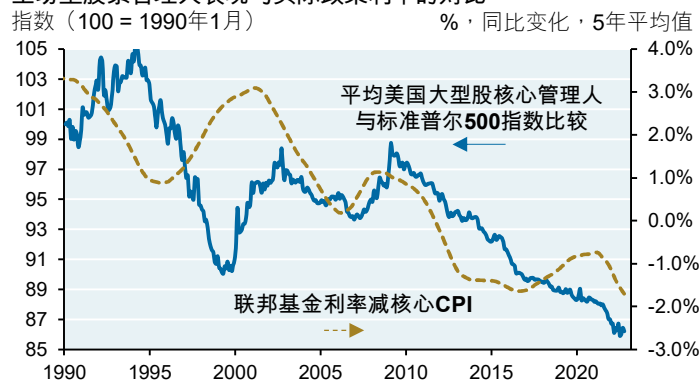


主题4：追踪主动型管理人的表现

各央行的金融抑制措施始于2009年经济衰退之后，导致风险溢价崩溃以及股票和高风险信用市场的相对估值利差下降。在欧洲尤其如此，欧洲央行买入处于垃圾级边缘(拆分评级)的债券，从而导致优质公司和低质量公司之间的信贷息差缩小，各种形式的流动性盘活了许多资不抵债的公司。到2018年，国际清算银行已经发现发达国家的「僵尸」公司市值已从1990年的1%上升至12%。到2021年初，该数字可能进一步上升。

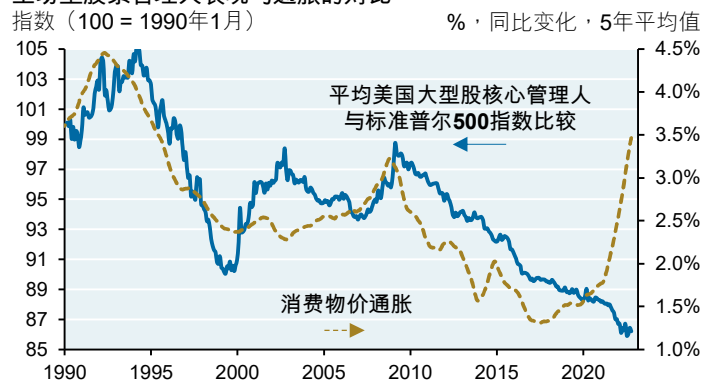
因此，在这十年的金融抑制期间，普通股票管理人和对冲基金经理难以超越大盘也就不足为奇了。下图说明了这一趋势：每张图表中的蓝线显示大盘核心股管理人和对冲基金经理相对于标准普尔500指数基准的表现。当蓝线下降则表示主动型管理人表现不佳。左侧显示的是相对于实际联邦基金利率的表现，右侧显示与通胀的关系。如果我们真的回到实际利率为正的市场环境，则对于价值导向型投资组合管理人而言，相对于长久以来所面临的市况，他们面临的选股和选债环境可能会更趋利好。

主动型股票管理人表现与实际政策利率的对比



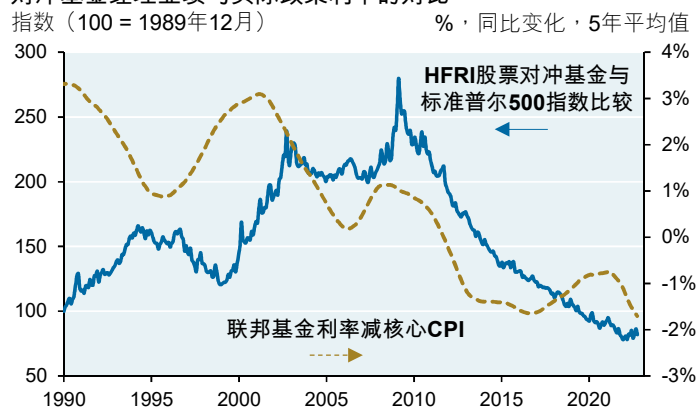
资料来源：彭博财经、理柏、摩根资产管理。2022年10月。
注：美国股票大盘股核心是等权平均数。

主动型股票管理人表现与通胀的对比



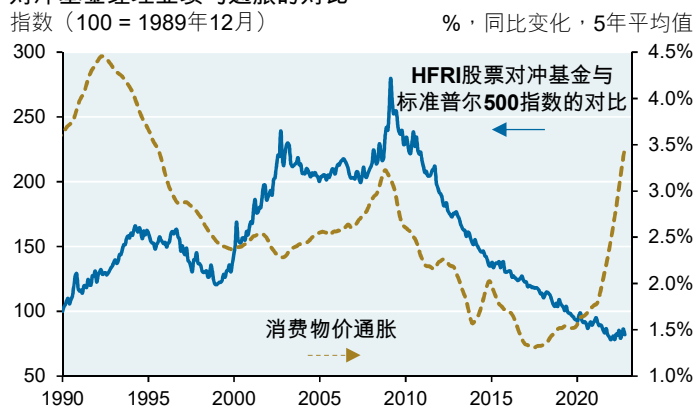
资料来源：彭博财经、理柏、摩根资产管理。2022年10月。
注：美国股票大盘股核心是等权平均数。

对冲基金经理业绩与实际政策利率的对比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年10月。

对冲基金经理业绩与通胀的对比



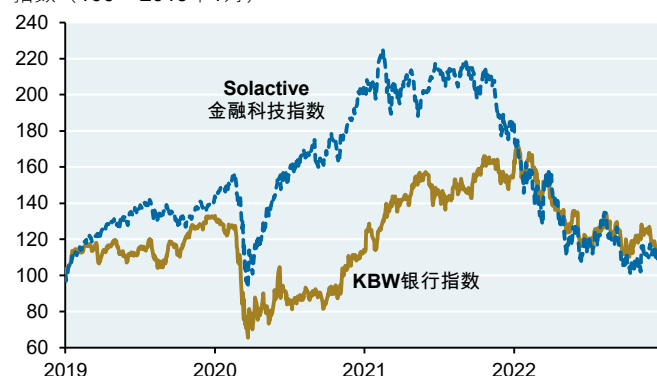
资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年10月。



主题5：追踪金融科技／加密货币的监管浪潮，以及摩根大通的加密货币发展

金融科技迎来监管浪潮，与传统银行相比，该行业已回吐新冠疫情时代的所有收益。2022年11月，美国财政部发布了一份长达128页的报告，呼吁加强对金融科技监管套利、数据隐私、风险控制、定价透明度、商业与银行混合、欺诈和掠夺性定价等相关问题的监督和执法。此外，美国货币总核查办公室将于2023年初成立金融科技监督部门。

金融科技与传统银行的表现对比
指数（100 = 2019年1月）



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。

重新关注金融科技风险和监管

「评估新进入的非银行机构对消费金融市场竞争的影响」，美国财政部向白宫竞争委员会提交的报告，2022年11月：

「虽然新进入的非银行机构似有加剧竞争压力，但这些机构通常不会受到类似于保险存款机构那样的安全、稳健性或消费者保护方面的监管，这引发了各种公共政策考虑」[行政摘要]

加密货币方面，我们于2022年2月发表的「[《马耳他之币》](#)」文章中确定其所涉及的风险：加密货币与氢之间的相似性、在不受监管的交易所持有加密货币的投资者面临抵押品和担保风险、通常彼此无关的加密货币和区块链价值主张的混乱、几乎完全取决于加密货币价格的去中心化金融智能合约的不可持续性等。

我们预期的加密货币崩盘也将导致监管浪潮。美国证券交易委员会关于FTX首席执行官起诉书的新闻稿包括美国证券交易委员会主席的补充内容：「号召所有加密平台」遵守美国法律，为更多的披露和监管检查做好准备，并警告美国证券交易委员会的执法部门已准备采取行动。美国证券交易委员会执法主任重申，交易所遵守美国证券法的「跑道越来越短」。种种迹象都会为加密货币的这个凛冬更添严寒。

氢经济指数与加密货币市值的对比
指数（100 = 2019年1月）



资料来源：彭博财经、TradingView、摩根资产管理。2022年12月27日。

去中心化金融锁定的总价值与以太坊价格的对比
十亿美元 / 美元



资料来源：DeFiLlama、彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。

摩根大通对此怎么看？一位客户问我摩根大通对加密货币的参与情况，认为尽管我们的首席执行官发表了公开评论(Jamie在上个月的一次采访中将加密货币比喻为「宠物石」)，但摩根大通却「已经进行了重大的加密货币投资，这是自相矛盾」。我会在下一页的内容中进行回覆。



关于区块链与加密货币。数字世界与金融行业有两个交汇节点：(一)区块链技术，旨在尝试提高效率并降低现有证券交易、处理和保管中的执行成本，以及(二)「加密货币」，指各种投机性「代币」的持有、交易、投资和借贷。摩根大通对前者进行了一点投资，而对后者几乎没有接触。

区块链

由于文书工作和交易对手方验证，可能需要数天时间才能清算完某些证券、货币和贷款交易；部分借贷功能只能在收盘时结算。通过将数字分类账上的安全和交易对手信息数字化，摩根大通目前可在日内结算某些交易。这可带来新的处理能力、更低的执行成本和更低的交易对手方风险。在这些为数不多的使用案例中，区块链只会助力金融机构提升效率。摩根大通使用的区块链与加密货币之间有一个关键的区别：前者涉及一个封闭的、经过许可的网络，没有投机、验证奖励或与代币价值相关的风险（无论数字化与否，美元始终是美元）。而且让我们明确一点：**有很多使用区块链的应用程序根本不会节省任何时间或金钱^{13、14、15}。**

加密货币交易、投资、借贷和投机

加密代币的前提是作为一种价值存储（数字黄金）、一种交换方式（美元的数字替代品），或者作为一种「投资」，其代币价值取决于有多少人使用该公共区块链来交易或投资。大型银行／经纪人可通过四种我能想到的方式涉足加密货币世界：

1. 用自己的账户投资代币
2. 建立大型加密货币销售、交易和研究职能，以满足希望进行短期或长期投资的机构和个人的需求
3. 吸收加密货币存款，然后将其借出以获得加密货币计价的收入，其中一部分将以加密货币形式支付予存款人
4. 与其零售商客户一起构建基础设施，以帮助他们的顾客使用加密货币作为交换手段来支付商品和服务

摩根大通在这四个方面投入很少。我们的资产和财富管理业务有超过3万亿美元的受监管资产，而且我们过去只允许少数客户为自己的账户交易加密货币资金，而且如果他们选择这样做，风险由他们自行承担。摩根大通的商业银行允许部分加密货币公司在银行中维持法定现金余额，以便这些公司向供应商和员工付款；每家公司当然都要接受全面的「了解你的客户」／反洗钱审查。

仅此而已，此外摩根大通投资银行2022年5月的「另类资产投资展望」报告也涉及一些相关内容。作者将比特币的公允价值价格目标定为38,000美元，并将加密资产列为其首选另类资产，而非私募股权、私募债权、对冲基金和房地产。他们陈述的理据众多，分别是：继Terra-Luna崩盘后加密货币有了具韧性的风投资金、比特币与黄金的波动模型、有利的技术条件以及所谓的加密货币作为机构资产类别的出现。

¹³ 澳大利亚主要证券交易所于2022年11月宣布，在过去7年用区块链技术替换其系统的努力失败后，该交易所将冲销2.5亿美元。该交易所还可能必须偿还在区块链升级方面花费的1亿美元。埃森哲发现该项目存在多个问题，包括不确定的时间表、与供应商数字资产的沟通问题以及项目过于复杂。

¹⁴ 一位谷歌工程师检查了34个实际的区块链项目。他的结论不容乐观：「查看所有34个项目，我发现13个已关闭（包括一个被美国证券交易委员会关闭），6个仅在加密和NFT生态系统中使用，而非在现实世界中，14个项目即使不使用区块链也根本不会影响其功能，或许还会使产品变得更好。剩下的项目是Chainalysis，通过帮助执法部门对区块链用户进行去匿名化处理，从而对现实世界产生影响」。

¹⁵ 在12月30日的「区块链金融服务失败案例」中，英国《金融时报》列举了保险（保费和理赔：15家保险公司）、银行（贸易融资：汇丰、瑞银、德意志银行）和航运（供应链：马士基和IBM）中终止的区块链项目。

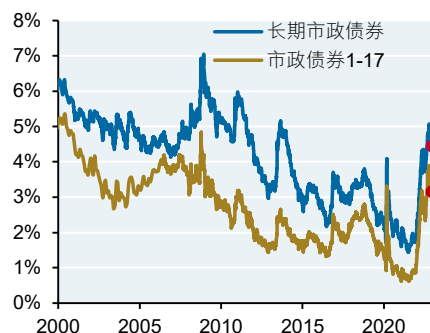


主题6：追踪收益导向型投资者的全球固定收益

根据我们的展望，以下固定收益类投资选择在**2023年初**似乎颇具吸引力。其中部分包括利差扩大但远不及2009年水平的类别。出于我之前曾写过并在第3页重申的原因，我认为，即使增长放缓幅度超过我们的预期，金融部门的偿债风险和系统性风险远不及2009年。虽然部分固定收益市场呈现价值，但正如我们去年所分析¹⁶，市场深度和流动性接近历史最低水平。因此，2023年固定收益可能出现「闪电崩盘」波动，尤其是在美联储缩减资产负债表，或者出现1995年和2011年「共和党众议院／民主党总统」的债务限制谈判重演的情况。国会似乎要等到秋季才能根据预算赤字和税收预测提高债务上限。

美国市政债券收益率

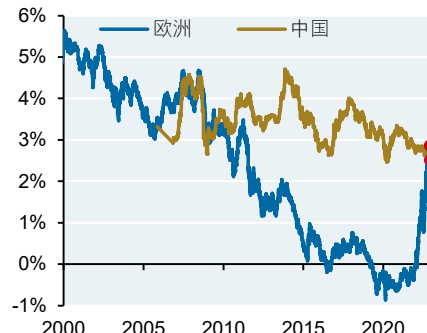
收益率，百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

10年期主权债券收益率

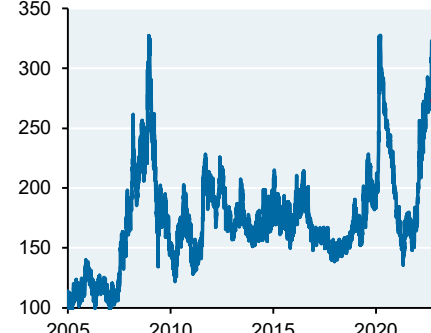
本地货币债券收益率，百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

30年期按揭贷款-10年期美国国债

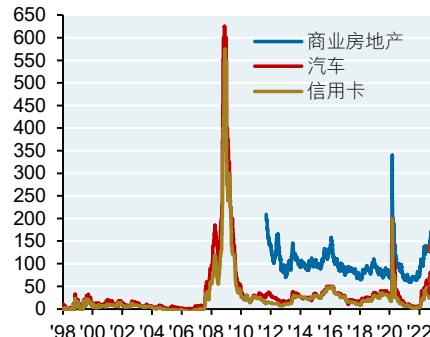
基点



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

AAA级资产支持证券息差

基点、与美国国债的息差



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

10年期主权债券收益率

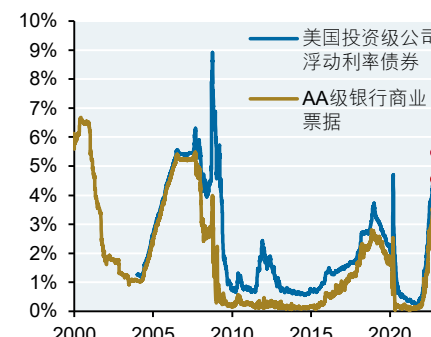
本地货币债券收益率，百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月28日。

浮动利率工具（美元）

收益率，百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月26日。

优先期权调整价差

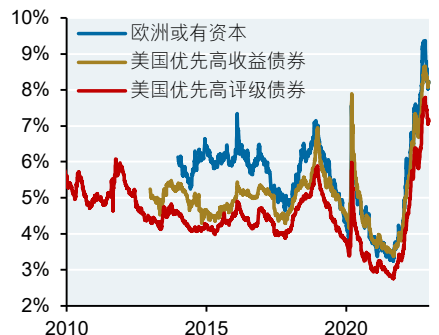
P0P1指数，相对于美国国债的基点



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

最低证券收益率

最差收益率，百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

欧洲或有资本证券的收益率通常高于美国优先股。这反映了应急可转债市场整体上相对于美国银行优先股信用评级较低，以及与资本比率相关的或有资本招股说明书中明确的减记和支付触发因素。图表中所示的欧洲或有资本系列还包含10%-15%的新兴市场银行证券。

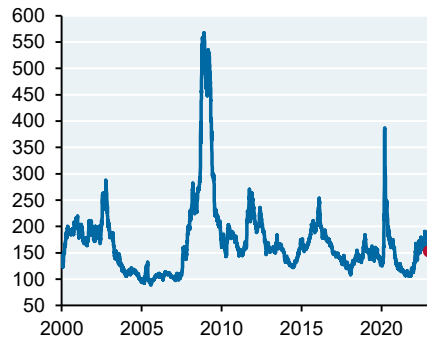
¹⁶ 「天下没有免费的午餐：资本充足率和存款覆盖率增加导致的流动性权衡」，《放眼市场》，2022年6月



这些固定收益类别似乎吸引力不大，因为相对于我们的经济前景，其利差／收益率太小，或者说没有足够的利差或收益来证明风险的合理性。我认为高评级公司债投资者不会面临什么大问题；我只是认为150个基点未必是个较为乐观的价值。我在第9页的主题1末尾详细解释了我们对于杠杆贷款市场的担忧。

美国投资级公司债券息差

JULI指数与美国国债的息差，基点



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

新兴市场美元债券

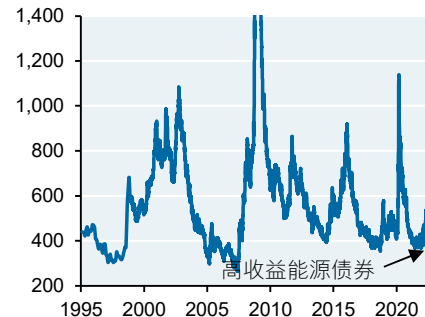
与美国国债的息差，基点



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月27日。

美国高收益债券息差

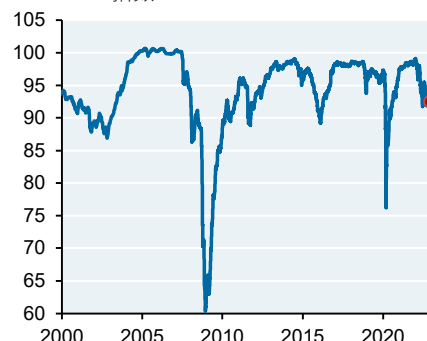
JPDFHYI指数与美国国债的息差，基点



资料来源：彭博财经、摩根大通高收益债券团队。
2022年12月27日。

标准普尔500杠杆贷款价格指数

SPBDALB指数



资料来源：标准普尔/LSTA、彭博财经。
2022年12月27日。

泛欧高收益债券

收益率，百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。
2022年12月23日。

关于对巴西的投资尚未有定论。我们的新兴市场债务投资组合管理团队在增持巴西本地债券之前，正在观望卢拉新政府财政框架的全面影响。催化因素包括税收改革和针对部分大型国有企业的计划。尽管巴西目前是新兴市场本地债券中风险溢价最高的国家之一，但在情况更趋明朗之前，该团队对巴西保持非常审慎的战术性持仓(即不增加长期持仓)。

10年期主权债券收益率

本地货币债券收益率，百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理。2022年12月27日。



主题7：除了疫苗，还是疫苗

在过去三年里，我在新冠疫情方面做了大量研究。我从未就封锁、检测、保持社交距离、学校开学政策、口罩令、员工间隔标准或政府疫苗接种要求的成本和成效，向客户写过任何内容。评估这类政策需要评估其对就业、小企业创建、出生率、家庭组建、非新冠疫情疾病的医疗和心理健康的更广泛影响。这些也都需要时间，需要事后才能回顾得失。

但我确实对mRNA疫苗的持续功效有自己的看法，尤其是对于老年人：

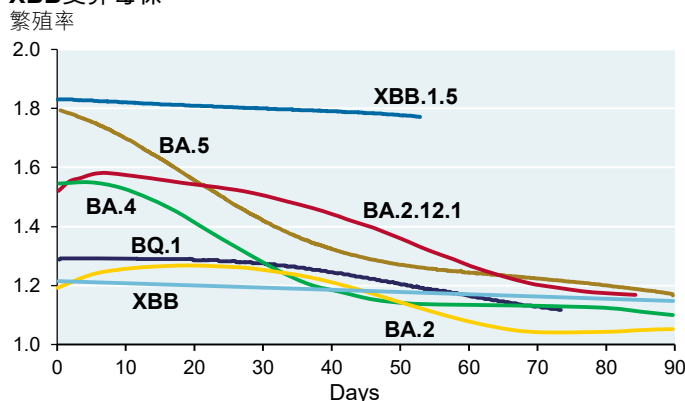
- 美国疾病控制与预防中心发布了2022年9月至11月关于新型二价mRNA疫苗功效的数据。对于具有免疫能力的65岁以上人群，与未接种疫苗或仅接种原始单价疫苗进行比较，**mRNA疫苗在住院风险方面的功效范围为73%-84%**。范围的下限指没有接种过疫苗或一年多前注射过单价疫苗的人群，上限是指最近2-5个月内注射过单价疫苗的人群。这段时间涵盖了所出现的变异毒株，即BA.5、BQ.1和BQ.11。
- 下一步：评估二价加强针对XBB变异毒株的表现，XBB变异毒株目前在美国东北部流行，传播强度超过其他变异毒株；见下表。XBB是首个「重组」变异毒株(连接两个基因不同的变异毒株，而非单个突变的结果)。重组菌株对疫苗或获得性免疫具有更大的潜在耐药性；早期迹象显示XBB就是如此
- 根据美国疾病控制与预防中心的数据，从2022年4月至9月，未接种疫苗的人群中，每10万人的新冠疫情死亡率比完全接种疫苗人群高出约14倍
- 然而：虽然在美国65岁以上的人群中有94%完成最初疫苗系列的接种，**但只有36%的65岁以上人群接种过最新的二价加强针疫苗**。这或许可以解释为什么自疫情爆发至今，老年人在住院治疗中所占比例最大¹⁷
- 尽管mRNA疫苗持续有效，但据报道，佛罗里达州州长目前建议对疫苗制造商展开欺诈／阴谋类调查，使其对虚假陈述承担责任¹⁸。作为美国老龄化程度第二大州(仅次于缅因州)的州长，其此番破坏人们对mRNA疫苗信心的举动似乎在立场上有些奇怪之处
- 据报道，有十分之一的美国人认为1969年登月是一场伪造的假象。所以，当我得知很多人根本不相信美国疾病控制与预防中心的数据，我觉得这也不足为奇。但于我而言，我选择相信，并且已经接种了相应的疫苗。我也相信登月是真实的，因为我7岁时在电视上看过直播

这就是我写在《放眼市场2023年展望》最后的一些话。希望今年能有机会与大家在线下会面。



小埃德温·「巴兹」·奥尔德林，由尼尔·阿姆斯特朗在月球上拍摄，1969年7月

XBB变异毒株



资料来源：Trevor Bedford (FHCC/BBI)和JP Weiland。2022年12月。

¹⁷「二价加强针的快速更新」，Eric Topol (Scripps Research)，2022年12月16日

¹⁸「DeSantis在冠状病毒疫苗方面改变原有想法」，《华盛顿邮报》，2022年12月17日



岑博智先生是摩根大通资产及财富管理的市场及投资策略部主席，负责领导公司的机构、基金及私人银行业务的策略性市场和投资研究工作。摩根大通资产及财富管理是全球投资管理及私人银行业的翘楚，客户资产遍布全球，截至2022年9月30日止，管理3.8万亿美元的客户资产。

除此之外，岑博智先生也是摩根大通资产及财富管理的投资委员会成员，之前也曾经担任摩根大通超过256,000名员工的退休计划投资委员会成员。

出任现职之前，岑博智先生担任摩根大通的全球私人银行首席投资策略师一职达八年之久。在此之前，他还曾经担任摩根大通投资管理业务的固定收益部主管，负责高等级债券、高收益债券、新兴市场债券和市政债券的投资工作。

加盟摩根资产管理之前，岑博智先生是摩根大通证券的新兴市场固定收益部首席策略师。他于1987年加盟摩根大通，任职于企业融资部。

岑博智先生于1984年毕业于美国塔夫斯大学，持有文学士学位，其后于1986年毕业于美国哥伦比亚大学国际公共事务学院，持有文学硕士学位。



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关法律、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.a 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 Espana (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(Comision 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分行的名义登记注册, 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分行的名义登记注册, 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, Strawinskylaan 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分行的名义注册登记, 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联属公司)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联属公司)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分行的名义注册登记, 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分行的名义注册登记。在**法国**, 本文件由**摩根大通银行巴黎分行**分派, 其注册办事处位于14, Place Vendôme, Paris 75001, France, 在巴黎商业法院注册处的注册编号为712 041 334, 已获法国银行业监察委员会(Autorite de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR))批准, 并受ACPR及法国金融市场监管局(Autorité des Marchés Financiers)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管局(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(FINSA)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联属公司。「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。如您有任何疑问或不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。

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。

J.P.Morgan