



放眼市場2023年展望

# 歲末終章

過去十年與各種市場催化因素的故事已成過往，  
新的投資時代即將到來

作者：岑智博先生

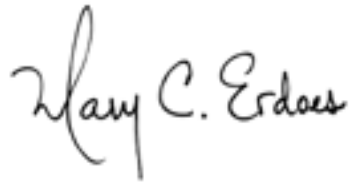
摩根大通資產及財富管理市場及投資策略部主席

歐朵思  
MARY CALLAHAN ERDOES  
行政總裁  
摩根大通資產及財富管理

在過去的20年裡，我的親密戰友岑智博先生都會執筆剖析我們對市場前沿的敏銳洞察和深刻見解，有益於幫助客戶的投資組合持倉布局，並以這份報告推開新年的大門。我們倍加珍惜他對許多話題有着獨到、通常不落俗套的觀點——《歲末終章》亦是如此。

謹此代表摩根大通的全體同事，感謝您對我們一直以來的信任與支持。我們很榮幸能夠作為您信賴的顧問，為您提供致臻服務。

順祝鈞安！

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.



## 歲末終章

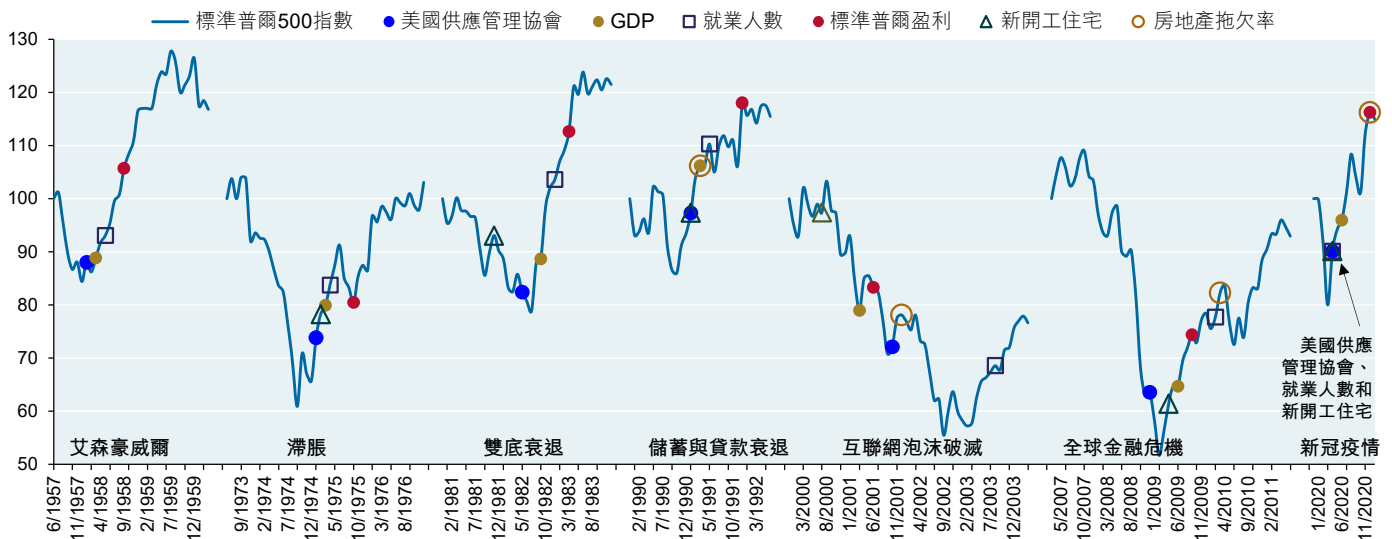
可謂是一段難忘的時光。封面上那一張張殘破的海報為我們展示了過去10年間(尤其是2020-2021)曾佔據主導的股市催化因素，其中有一些我們現在仍耳熟能詳：未盈利性創新、聯儲局量化寬鬆、西方自以為是的「貿易改變地緣政治」、如「雞尾酒餐巾」一般意圖穩住市場的現代貨幣理論和大規模財政刺激、不可持續的負實際利率和躁動一時的「TINA」(there is no alternative to equities, 即股票以外別無選擇)、夢想中實現可再生能源快速轉型的順序、元宇宙／金融科技敘事所營造的「波將金村」以及偽自由主義意想中不受監管的加密貨幣。

眼下，歷史上規模最大的貨幣和財政「聯合試驗」即將結束，美國和歐洲的經濟增長將大幅放緩。但當務之急是：避免踩到「行情越跌越看淡」的陷阱，隨時準備好在出現拋售或可能出現拋售時把握契機，逢低吸納。如下圖所示，在美國經濟衰退的歷史中(不包括2001年互聯網泡沫破滅時期)，股市觸底的時間往往比國內生產總值(GDP)、就業人數、標準普爾500指數盈利和住房開工率見底以及家庭／企業拖欠率見頂的時間早得多。美國供應管理協會調查一直以來都是股市觸底最可靠的同步指標，這也是我們如此關注該指標的原因。從歷史經驗來看，股市觸底或也將與聯儲局結束加息保持同步。我預計股市將於明年上半年的某個時間觸底，並維持在2022年10月的低位附近。

我們的展望將首先來討論領先指標以及股市在定價上已經反映出的一些趨勢。後續部分中將對一系列市況進行分析，其中包括：美國通脹情況(我們認為通脹降溫程度將足以讓聯儲局於春季在5%的利率水平暫停加息)；全球化倒退及其對投資者的影響；負實際利率的結束將如何驅使價值導向型經理人着手開始提升選股表現；監管浪潮如何席卷金融科技／加密貨幣領域；鑑於央行的金融抑制正在接近尾聲，我們會在哪些全球固定收益領域發現價值；以及有關mRNA疫苗和1969年登月的一些最新消息。

岑博智先生(Michael Cembalest)  
 摩根資產管理

當經濟發生衰退時，美國供應管理協會調查一直以來都是股市觸底最可靠的同步指標  
 標準普爾500指數在每個時期開始時設置為100，其中的每個點顯示各指標觸底的時間



資料來源：美國經濟分析局、美國普查局、美國國家地產經紀協會、Shiller、彭博財經、標準普爾道瓊斯、摩根資產管理。2022年。

投資產品：• 不受聯邦存款保險公司保障 • 非摩根大通銀行或其任何聯屬機構的存款或其他負債，亦未獲摩根大通銀行或其任何聯屬機構的擔保 • 存在投資風險，包括可能損失投資的本金



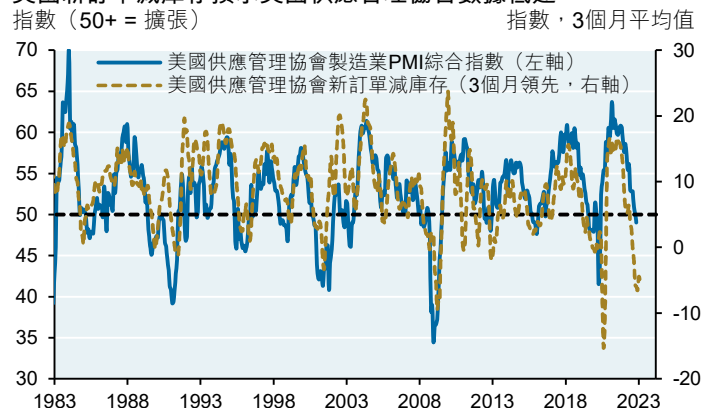


## 快速了解持續下跌的領先指標和美國銀行系統的韌性

領先指標顯示美國和歐洲的經濟增長或大幅放緩。重點並不在於是否會發生技術面意義的經濟衰退；而對於股票投資者來說，未來經濟放緩可能將拖累企業利潤。我們密切追蹤各項製造業調查指標，因為當經濟確實陷入衰退時，這些指標將能很好地同步反映出股市觸底趨勢。前兩張圖表預測了這些調查指標在庫存上升和新訂單下降的情況下的走勢。我們預計這些製造業調查指標將於2023年第一季度／第二季度觸底，但高於2008年和2020年的水平。換而言之，如果經濟陷入衰退，我們預計衰退程度與前兩次相比將會較為溫和。第三張圖表預測標準普爾500指數盈利下降<sup>1</sup>；我們最樂觀的預測是2023年標準普爾盈利將同比下降10%-15%。

歐洲方面，消費支出呈下降趨勢，主要是由於其他消費形式受到能源消費的擠壓。儘管歐洲各國政府力求保護消費者免受天然氣和電力價格攀升的影響(第14頁)，但2023年家庭仍將面臨能源費用的大幅增加，這將對就業、住房和生產等各個方面產生負面影響。歐洲的核心通脹率仍在5%附近徘徊，使得歐洲央行不得不在經濟正處於疲軟時就收緊貨幣政策。

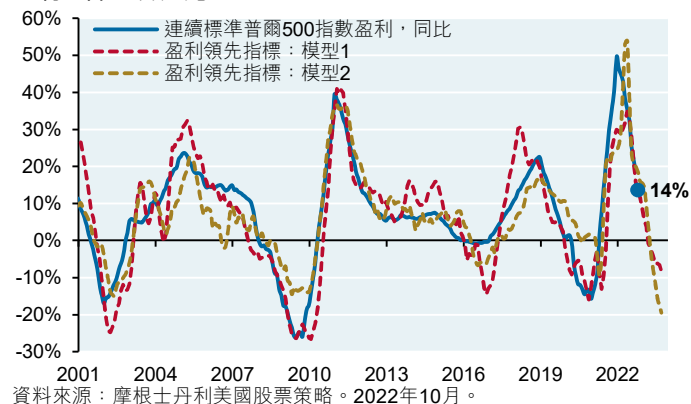
美國新訂單減庫存預示美國供應管理協會數據低迷



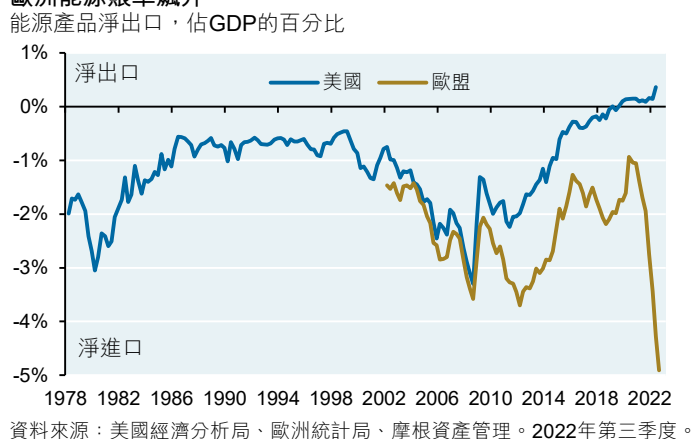
歐盟新訂單減庫存預示PMI數據低迷



領先的盈利指標表明標準普爾500指數的盈利下降，百分比



歐洲能源賬單飆升



<sup>1</sup> 第一個模型包括製造業採購經理指數(PMI)、企業景氣調研、信貸息差和住房開工率。第二個包括企業景氣調研、供應商交貨情況、工資追蹤、通脹和周期性GDP指標。

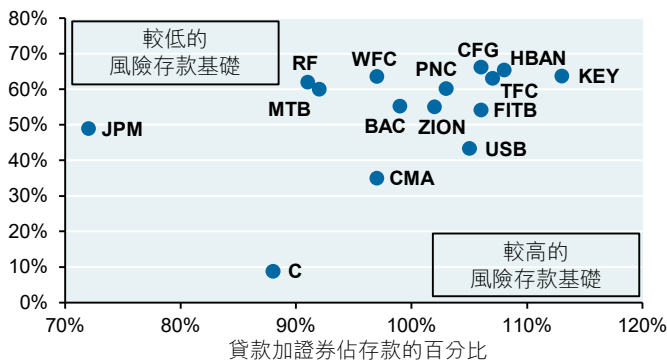


每當經濟增長大幅放緩時，我們都會分析對**銀行系統**的影響，因為銀行系統會因槓桿和儲戶風險而放大損失。我們認為，相關情況似乎比2008年要好得多。美國銀行業一級資本比率已大幅上升；大量的**高風險貸款**已從銀行轉移至資本市場和私人信用市場貸款機構；美國銀行業批發融資目前佔銀行負債的7.5%，低於2000年的17.5%；以及貸存比率從2008年的1.00倍跌至約0.65倍，為美國銀行業自20世紀70年代以來流動性最高的水平。

**現實情況遠非如此**。由於利率上升，大量存款投資於價格低於面值的優質債券，這些債券被指定為「可供出售」或「持有至到期」。根據聯邦存款保險公司的數據，美國銀行業在這些證券上的未變現損失已激增至約7,000億美元。因此，我們還通過將這些證券添加至貸款中以分析貸存比率，並將銀行的比率與其總存款中「更具粘性」的零售份額進行比較(第一個圖表)。

**美國銀行貸存比率**

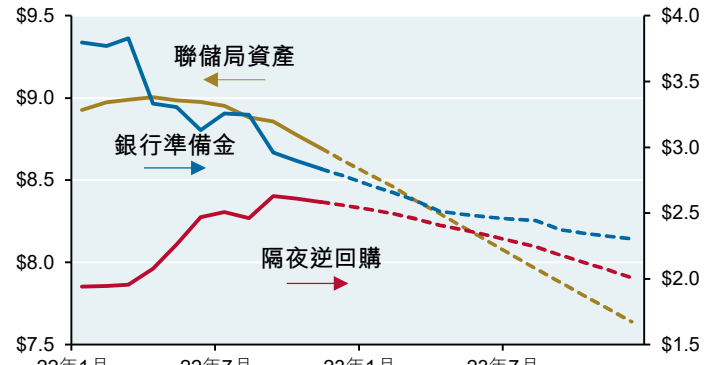
零售存款佔存款總額的比例



資料來源：摩根資產管理。證券包括「持有至到期」和「可供出售」類別。2022年第三季度。

**聯儲局資產與負債**

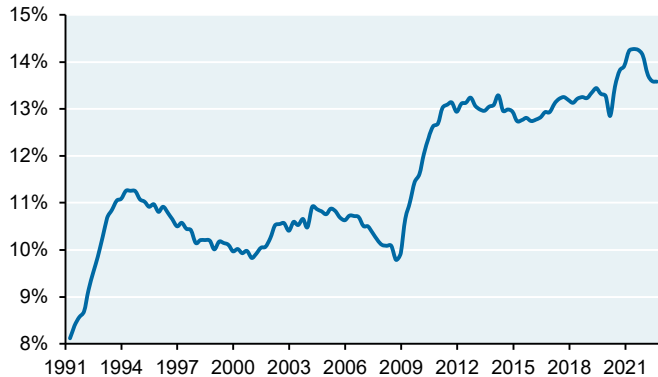
萬億美元



資料來源：聯邦儲備銀行、摩根大通股票研究。2022年11月。

**美國銀行業一級資本比率**

一級資本佔風險加權資產的百分比



資料來源：聯邦存款保險公司、彭博財經、摩根資產管理。2022年第三季度。

**美國貸存比率，所有商業銀行**

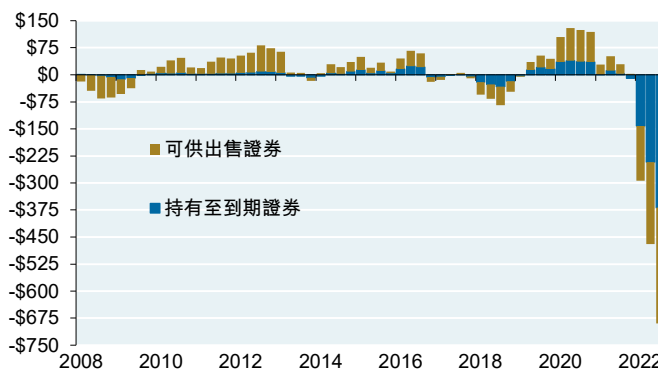
比率，貸款/存款



資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行、彭博財經、摩根資產管理。2022年12月14日

**聯邦存款保險公司第三季度未變現的投資證券銀行虧損**

十億美元



資料來源：聯邦存款保險公司。2022年第三季度。



目錄

**主題1：追蹤金融資產的重新定價..... 5**  
 美國股票的最新估值；YUC（無利可圖的年輕公司）和MUC（估值極高或未盈利公司）的衰落；中國處於超低估值水平且重新開放；在契約保護崩潰和槓桿率上升十年後，槓桿貸款價格神奇般靠穩

**主題2：追蹤聯儲局，以及通脹未來走向.....10**  
 有足夠的證據顯示聯儲局或將在5%的利率水平附近暫停加息，但2023年放寬貨幣政策的空間很小；可再生能源轉型和關鍵供應鏈回流產生的長期通脹影響；歐洲通過在電力市場設置價格上限應對能源通脹

**主題3：追蹤全球化的逐漸倒退.....15**  
 全球化正從峰值水平倒退，部分原因是美國加強對中國的限制。區域貿易和跨境投資依然活躍，半導體等部分工業流程將很難取代現有生產商

**主題4：追蹤主動型管理人的表現.....20**  
 負實際利率大幅降低了風險溢價，導致價值導向型投資組合管理人面臨困難的選股條件。實際利率上升可能將增加資產價格的分化，並利好選股

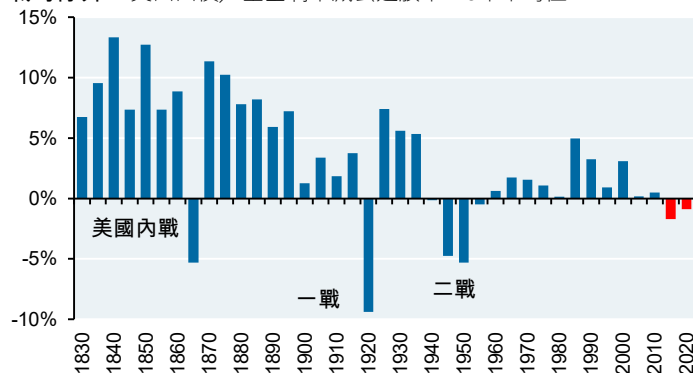
**主題5：追蹤金融科技／加密貨幣的監管浪潮，以及摩根大通的加密貨幣發展.....21**  
 財政部和美國證券交易委員會正在加緊制定措施，以應對金融科技／加密貨幣客戶保護、監管套利、定價透明度和金融穩定性問題；有關摩根大通、區塊鏈和加密貨幣的評論

**主題6：追蹤收益導向型投資者的全球固定收益.....23**  
 關注中期美國市政債券、合格按揭債券、美國－歐洲－中國政府債券、資產支持票據、浮動利率票據／商業票據、墨西哥本地債券和優質美歐優先股

**主題7：除了疫苗，還是疫苗.....25**  
 關於信使核糖核酸(mRNA)疫苗、美國疾病控制與預防中心和1969年登月的一些感想總結

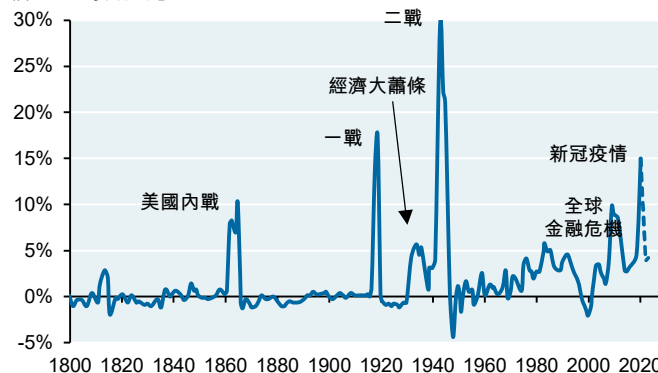
**一個時代的終結：美國和平時期史上最大的貨幣和財政實驗即將結束**

自1830年以來最低的實際現金收益率，戰時除外，美國國債／基金利率減去通脹率，5年平均



資料來源：聯邦儲備銀行、Robert Shiller、GFD、美國勞工統計局、摩根資產管理。2020年。

美國預算赤字（盈餘）佔GDP的百分比



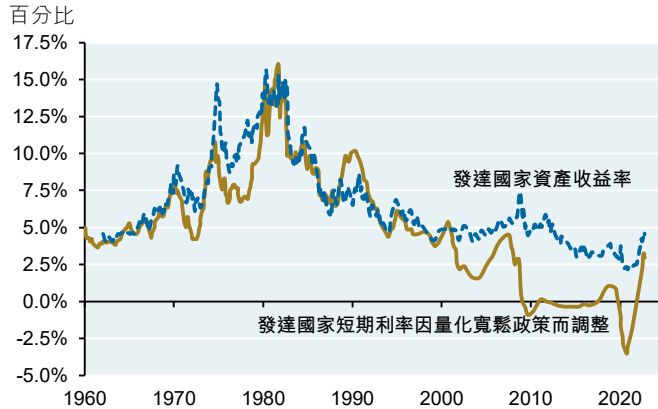
資料來源：彼得森基金會、國會預算辦公室預測、摩根資產管理。2021年。



### 主題1：追蹤金融資產的重新定價

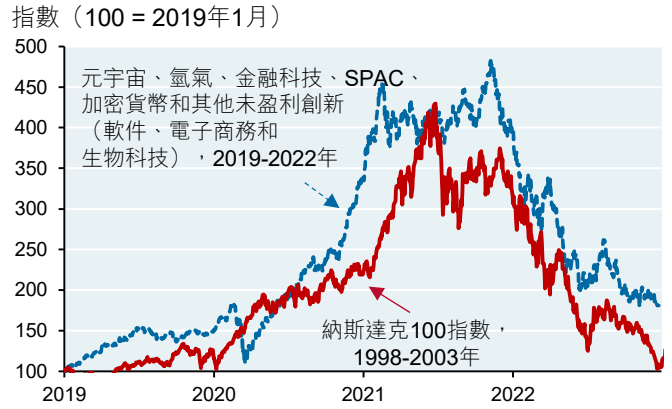
資產收益率與政策利率之間的巨大差距終於開始縮小。這是推動未盈利性創新重新定價的催化因素，隨後廣泛蔓延至整體股市。進入2023年，部分公開市場估值已回歸新冠疫情前水平，而很多私募股權和私人信用市場尚未重新定價。我猜測，隨着經濟增長臨近放緩，2023年初市場將出現適度修正，估值將更接近長期平均水平。我們預計將持續存在的其他趨勢：實物資產跑贏數字資產，傳統能源跑贏可再生能源。而且：金融科技目前已完全回吐自2019年以來超越傳統銀行的卓越表現(見第21頁)。

#### 資產收益率與短期利率之間的差距終於開始縮小



資料來源：橋水。2022年12月7日

#### 不明智和更不明智



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

#### 遠期市盈率：羅素1000成長指數與價值指數



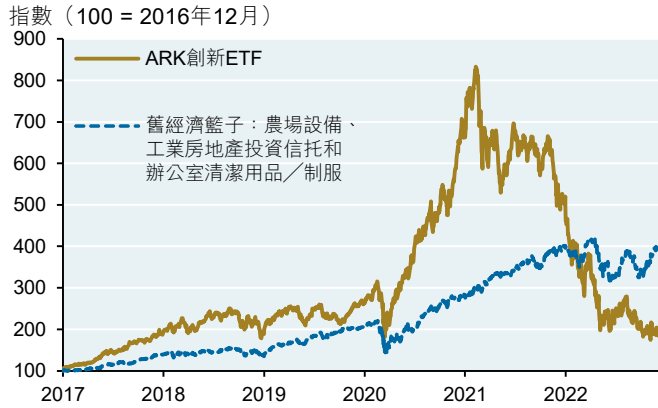
資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。8隻超大盤股包括GOOGL、AMZN、AAPL、FB、MSFT、NFLX、NVDA、TSLA。

#### 標準普爾500指數市盈率



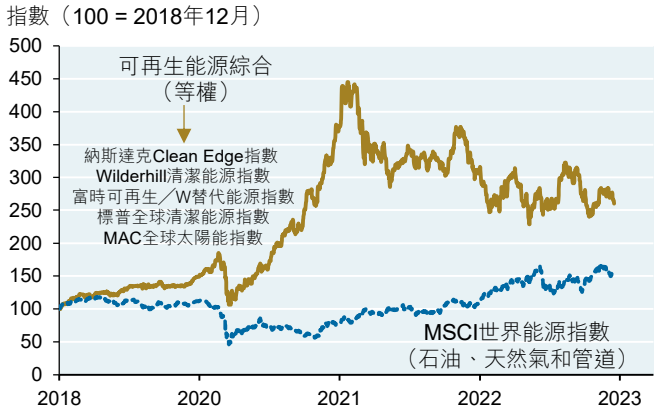
資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

#### 龜兔賽跑



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

#### 「關於我死亡的報道被過度誇大了」



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。



我從2020年初開始撰寫有關YUC (無利可圖的年輕公司)的文章<sup>2</sup>，當時這些公司的估值開始飆升。經過去年的拋售之後，我們更接近YUC/MUC (估值極高或未盈利公司)重新定價的尾聲而並非開始。到2020年底，Peloton的市銷率已從其峰值的19倍跌至1倍，因此是時候開始思考Peloton、Carvana、Shopify、DoorDash、Spotify、Roku和Roblox等未盈利公司是否將會實現盈利。

很多未盈利公司都處於這種境地，因為市場並不要求這些公司盈利。憑借充足的IPO前後資本，這些公司以巨大的客戶獲取成本穩步發展，以擴大規模。許多公司已經無法繼續動用這樣的方式，但有些公司將思考如何在這個新時代中實現盈利。在這方面，2000-2002年互聯網泡沫破滅的影響就值得關注：

- 第三張圖表顯示2000年至2004年科技公司的業績表現，基於其初始和隨後的盈利能力。仍未盈利的公司繼續萎靡不振
- 但到2004年實現盈利的未盈利公司股價大幅反彈，趕上了持續盈利的公司
- 當然，這張圖表顯得有些後見之明；不過，該圖表確實顯示，對於那些想要在廢墟中找到幸存希望的選股者而言，市場上可能存在具吸引力的機會。此類未盈利公司的規模大約佔「2000年未盈利公司」領域的50%

### YUC：無利可圖的年輕公司

佔股票市值百分比



資料來源：Factset、摩根資產管理。2022年12月27日。

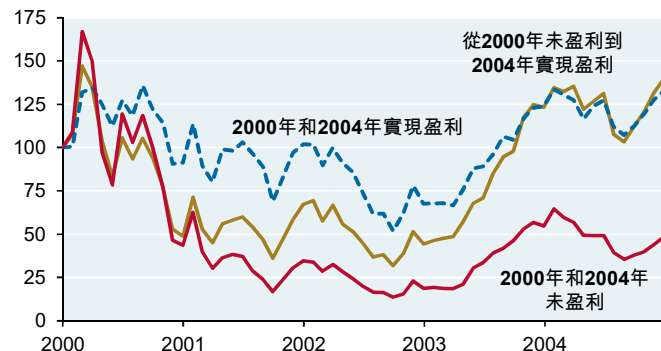
### MUC：估值極高 (市盈率高於50倍) 或未盈利公司，佔美國總市值的百分比



資料來源：Factset、摩根資產管理。2022年12月27日。

### 幸存者：部分公司會解決這個問題

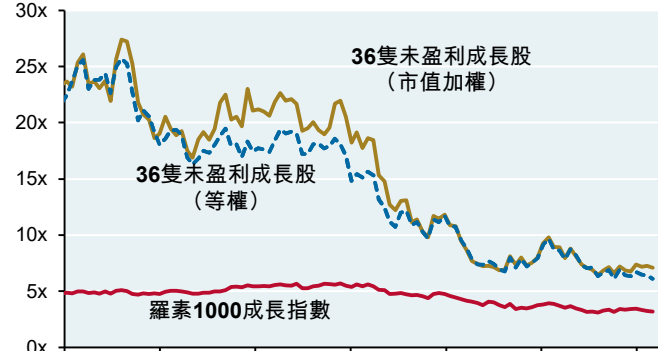
等權大盤科技股回報指數 (100 = 2000年1月)



資料來源：Factset、摩根資產管理。2022年。盈利能力以2000年第一季度和2004年第四季度的正淨收入或負淨收入衡量。市值超過4億美元的股票。

### 未盈利營收增長股的價格

市銷率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月23日。

<sup>2</sup> 我在SPAC市場顛峰時期曾於2021年2月撰文《放眼市場》「水力與特殊目的收購公司」跟進。這篇文章強調了管理層如何向投資者展示盈利估計而非實際盈利，投資者類別的不平等回報分派，大多數SPAC目標公司在合併後的災難性回報，以及通過SPAC上市的公司質量越來越差。



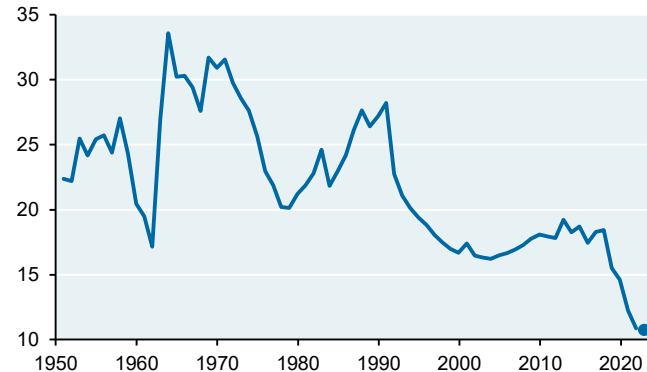


中國股票。疫情限制措施、消費支出下降和房地產市場崩盤對中國造成沉重打擊。預計今年大多數亞洲經濟體的經濟增速或將在三十年來首次超過中國。截至2022年12月，中國2.67億60歲以上人口中有三分之一尚未接種第三劑科興或國藥疫苗加強針。無論如何，中國目前正在重新開放<sup>3</sup>。可能影響重新開放決定的一個問題是：中國出生率斷崖式下降及對未來經濟增長的影響，如下圖所示。

對中國投資者而言，經濟復甦速度可能不如預期。中國制定了「市場友好型」政策，使得MSCI在2021年1月前將中國在新興市場股票指數中的權重提高到40%。隨後，受到監管政策影響，中國股市出現相較世界股市的最差表現(-50%)。儘管中國市場的表現遜於全球大市，但我們十多年來一直討論的「超配美國／新興市場，低配歐洲／日本」的股票雙重心策略仍表現強勁。

### 中國出生人口總數

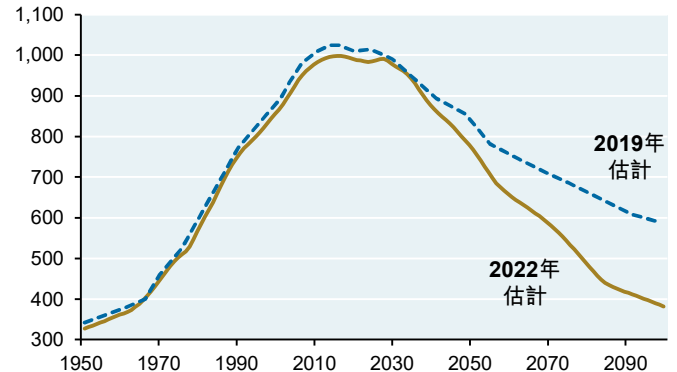
出生人口（百萬人）



資料來源：聯合國。2022年。點代表2022年的估計值。

### 中國勞動年齡人口預測

15至64歲的人口（百萬人）



資料來源：聯合國、BCA Research。2022年。

### 中國指數權重、表現與政策變化

中國跑贏大市，28天平穩



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

### 超配美國和新興市場，低配歐洲和日本

3年滾動跑贏（跑輸）MSCI全球指數



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月。所有股票投資組合，每季度重新平衡。10%增持美國，10%減持歐洲，5%增持新興市場，5%減持日本。假設未進行貨幣對沖。

<sup>3</sup> 2022年12月26日，中國加快重新開放，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高风险区域划分制度，取消对入境人员的频繁检测/隔离，允许核酸阳性人员返岗。

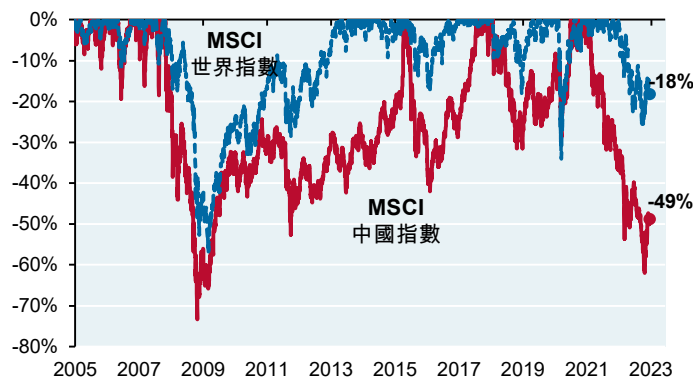


截至去年11月，中國已接近超低估值水平。股票盈利收益率介於11%-12%之間(接近全球金融危機時期水平)，中國銀行業的市淨率仍低於0.5倍。如第四張圖表所示，房地產市場的負面消息被反映到價格中：在中國高收益房地產債券中，只有5%-10%的價格高於票面價值的60%，而且令人驚訝的是，85%的債券的交易或交換價格低於票面價值的20%。

一旦市場達到「情況能再差到哪兒去」的階段，政策或宏觀環境的小幅改善可能將導致資產價格大幅上漲。針對中國房地產市場的最新措施包括央行重新放貸計劃以及取消對股市和影子金融集資的限制。雖然家庭條件與支出之間的聯繫不像美國那樣明顯，但中國家庭擁有充裕的現金：存款規模比新冠疫情前水平高60%，按揭貸款利率回落至2017年的水平。換而言之，如果中國經濟在經歷目前新冠疫情的強勁衝擊之後復甦，明年美國一新興市場股票雙重心策略可能將再次跑贏大盤。

### 股指跌幅：中國與世界的對比

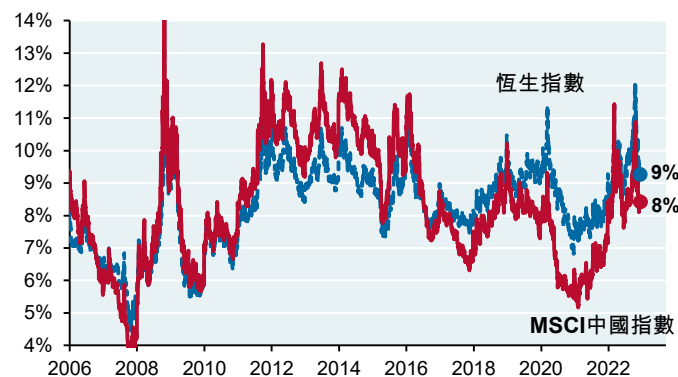
%，較之前峰值下降



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。每個點代表最新跌幅。

### 中國收益率

百分比，12個月遠期收益率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

### 中國銀行業估值

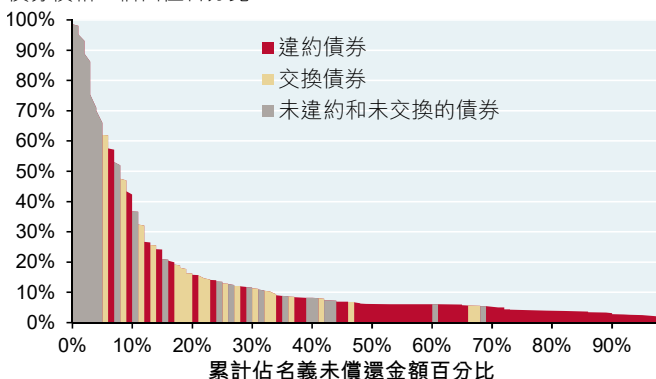
平均市淨率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

### 中國房地產高收益債券價格分布

債券價格，佔面值百分比



資料來源：高盛。2022年11月10日。



在市場可能陷入經濟衰退之際，一個令人擔憂的問題是：在經歷了十年的投資者保護下降和槓桿率上升後，槓桿貸款的重新定價幅度已經到達最小水平。我在2019年7月首次寫到這一點。惡化的方面包括旨在防止發行人及其律師<sup>4</sup>削弱放貸方權利和保護的一系列措施(見方框)有所減少。貸款投資者以創紀錄的速度節節敗退，我認為聯儲局要為這種犧牲負有部分責任，因為金融抑制導致人們失去投資方向。很多同樣的擔憂問題與私人信用市場有關，該市場的規模為1.2萬億美元，與美國的高收益債券規模相當。

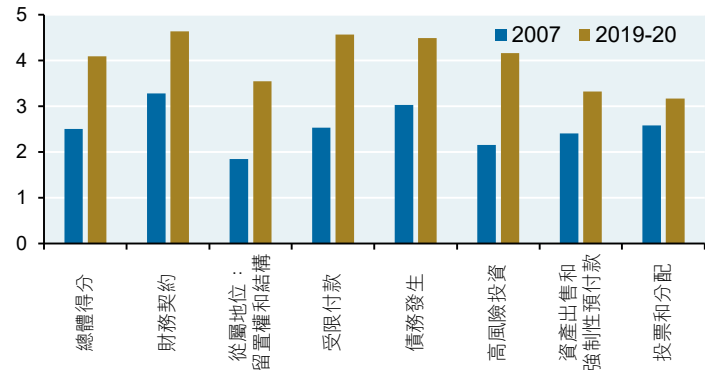
貸方做出讓步。貸款投資者放寬了以下方面的標準：槓桿率和利息覆蓋率維持測試、最惠國條款、資產出售的強制性預付款、負面契約限制的例外情況、限制性付款條款、允許稅息折舊及攤銷前利潤(EBITDA)調整的定義和範圍、抵押品池中的資產泄漏、對不受限制的子公司和附屬公司的投資或轉移的上限、增加優先同等權益債務或具有優先權債務的能力、非擔保子公司留置權稀釋等。EBITDA調整指公司增加非經常性費用和假設合併協同效應/成本節約對收益產生影響，從而提高覆蓋率。根據標準普爾的數據，到2019年，EBITDA增加的使用程度從所有交易的10%增加至約30%。就規模而言，標準普爾報告稱，此類增加佔未調整EBITDA的10%-15%。但根據穆迪的數據，部分交易允許增加的比例高達未調整EBITDA的20%-30%，而部分交易根本沒有上限。

舉白旗放棄的貸款投資者：穆迪的貸款契約質量得分，5 = 最弱的契約質量



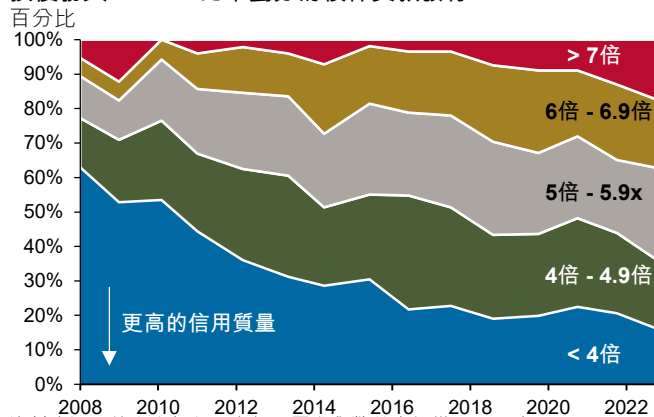
資料來源：穆迪。2020年。

貸款契約質量得分：2007年與2019-2020年比較  
5 = 最弱的契約質量



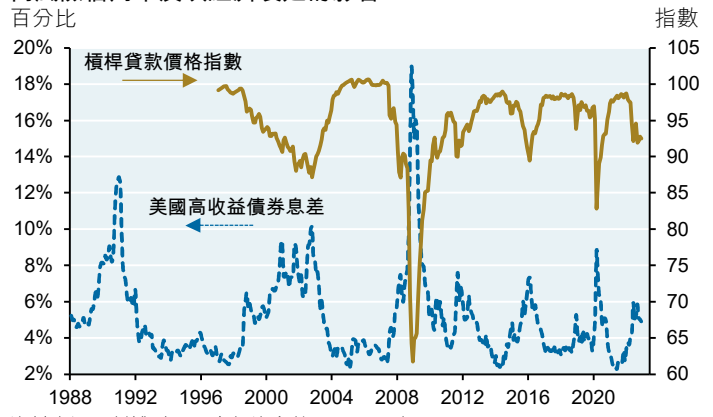
資料來源：穆迪。2020年。

按債務與EBITDA比率劃分的槓桿貸款發行



資料來源：德意志銀行研究部、國際貨幣基金組織。2022年11月17日。

高風險信用未反映經濟衰退的影響



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

<sup>4</sup> 保護減少的原因之一：在某些交易中，金融發起人指示安排銀團槓桿貸款的銀行應聘請哪家律師事務所作為其法律顧問，這種做法被稱為「發起人指定法律顧問」。付出多少，就可收到多少回報。



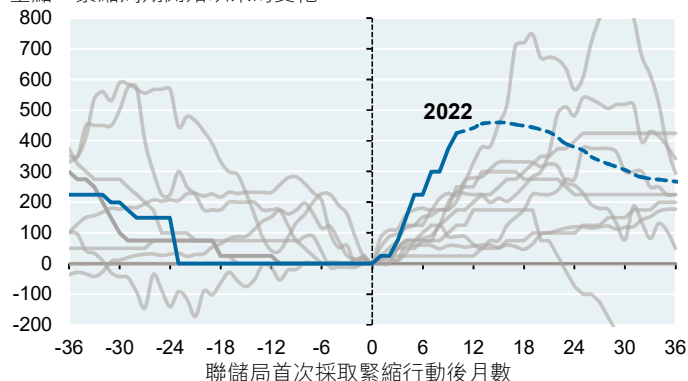
## 主題2：追蹤聯儲局，以及通脹未來走向

我預計通脹壓力將於2023年有所消退，這將允許聯儲局於5%暫停加息以觀察未來的走勢，並預計10年期美國國債收益率將維持在4%以下。來自10年期通脹保值國債(TIPS)市場的通脹預期從3%的峰值回落至2.25%，因此聯儲局應能夠在有史以來最快的貨幣緊縮周期之後，宣布在抗通脹方面取得勝利。如果通脹降溫幅度符合市場預期水平，結果將非常不同尋常：如第二張圖表所示，發達市場的通脹峰值平均需要更長的時間才能消退。

與物價相比，聯儲局面臨的挑戰更多與工資相關。根據某些衡量指標，美國一直面臨有記錄以來最緊張的勞動力市場：戰後時期最嚴重的工作崗位短缺、最低的「工作崗位填補」率、轉職者相對於留任者出現最大溢價等。根據我們所觀察的指標，工資增長開始出現逆轉<sup>5</sup>。[根據Challenger數據]，到目前為止，最大規模的裁員發生在科技和住宅建築行業；剔除科技和住宅建築行業的裁員情況仍處於20年來的最低水平。

### 聯儲局緊縮周期，1958-2022年

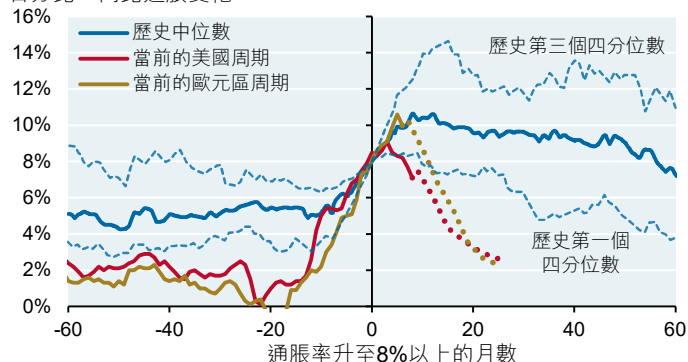
基點，緊縮周期開始以來的變化



資料來源：彭博財經、Factset、聯儲局、摩根資產管理。2022年12月。

### 自1970年以來的發達市場通脹事件

百分比，同比通脹變化



資料來源：Jim Reid、德意志銀行、彭博財經、摩根資產管理。2022年11月。虛線表示彭博共識。

### 戰後時期最大的勞動力短缺

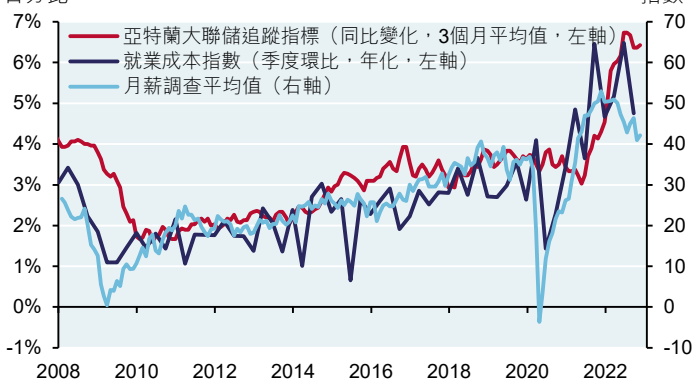
職位空缺加上就業人數佔勞動力的百分比



資料來源：美國勞工統計局、摩根資產管理。2022年10月。

### 工資增長措施

百分比



資料來源：彭博財經、美國勞工統計局、NFIB、地區聯儲銀行。2022年11月。

<sup>5</sup> 您可能習慣於查看平均時薪圖表。自新冠疫情以來，我們一直在監測其他工資衡量指標，因為平均時薪可能會受到勞動力構成變化(即當大量低薪工人被迫休假時)的嚴重影響和扭曲。

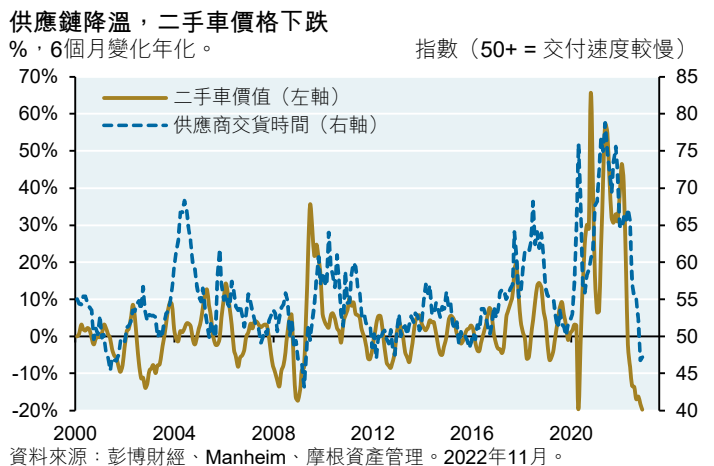
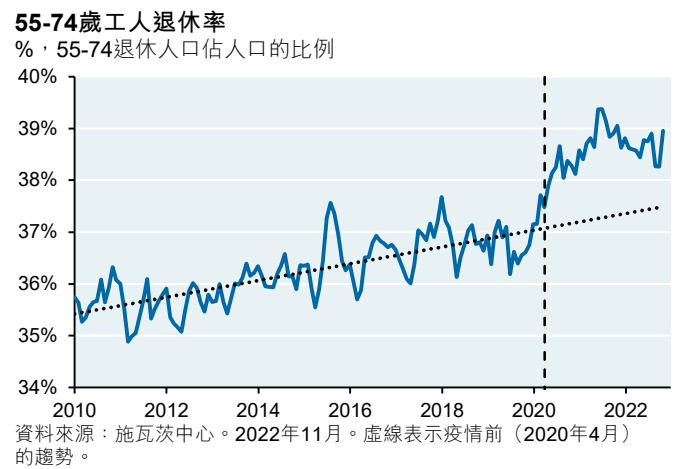
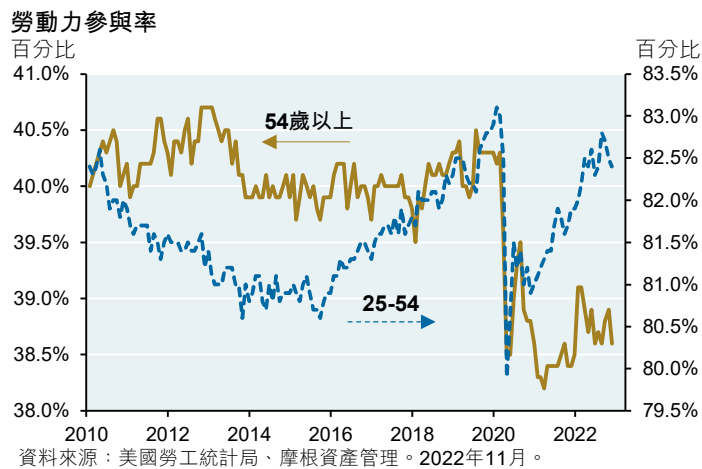




正如我們此前所討論，導致勞動力短缺的原因是新冠疫情、高於平均水平的退休率和移民放緩。55歲以下人群的勞動力參與率實際上已重回新冠疫情前的水平。大部分60歲以上人群還沒有重返工作崗位，而且幾乎沒有跡象表明他們的返回計劃。移民方面：雖然2022年底簽證簽發量有所增加，但美國經濟仍受到新冠疫情期間的移民低谷所影響。

商品通脹情況已大幅改善：倉儲和運輸領域的供應鏈壓力已有所降溫，二手車價格已進一步下跌。在新冠疫情期間同比飆升至15%之後，美國耐用品通脹率目前約為0%，並可能於2023年初出現通貨緊縮。根據Cox Automotive的數據，2022年12月美國新車庫存達到160萬輛，比2021年9月的90萬輛增加約80%，但仍遠低於2019年約370萬輛的平均水平。

我們還預計，鑑於美國超額儲蓄的進一步消耗，家庭需求對通脹的影響將放緩。美國超額儲蓄於2021年年中達到約2.1萬億美元的峰值。這些儲蓄已減少至約1.1萬億美元，應會在年中完全耗盡<sup>6</sup>。

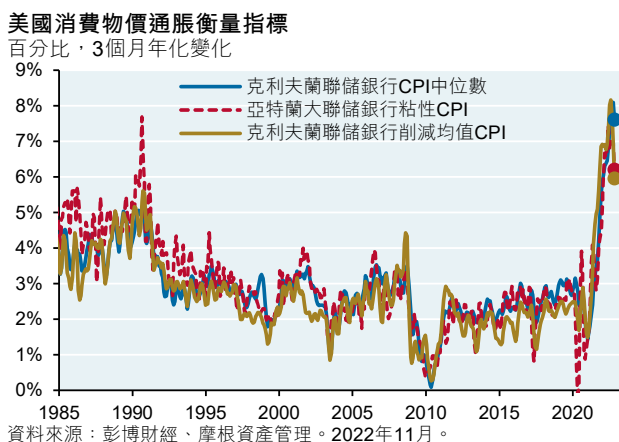
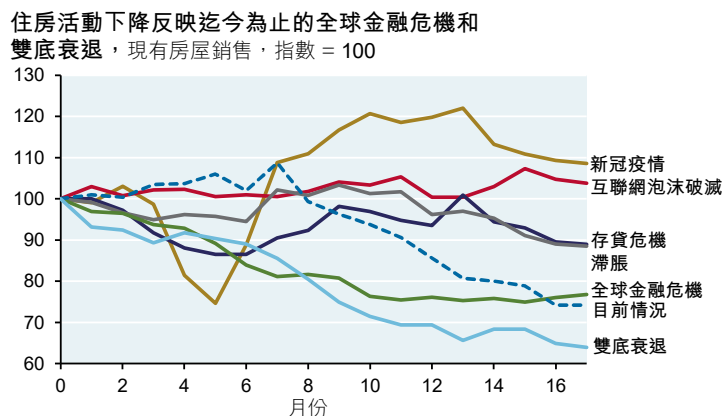
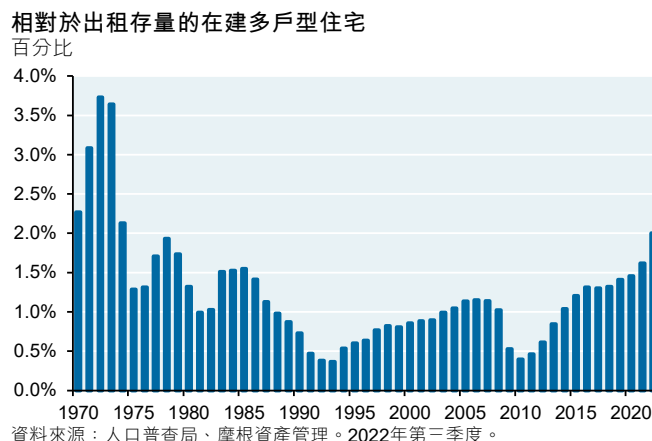


<sup>6</sup> 請參閱「疫情期間的儲蓄緩沖似乎有所降低」，Dan Silver，摩根大通北美經濟研究部，2022年10月7日和「新冠疫情大流行期間的超額儲蓄」，聯邦儲備局說明(Federal Reserve Notes)，2022年10月21日



短期內被視而不見的通脹問題是住房，是核心通脹的最大組成部分。消費物價指數(CPI)數據中的住房成本影響滯後：過去幾年的房價和租金增長目前開始顯示在CPI數據中。但公寓租金等當前衡量指標正在顯著放緩。考慮到按揭貸款利率的急劇上升，以及自20世紀70年代以來多戶型單位迎來最大的百分比增長，這合乎情理。換言之，樓市崩盤(其速度現在可以與20世紀80年代雙底衰退期間的房地產衰退速度不相上下)應會在2023年大幅抑制通脹。

**結論：通脹降溫程度將足以讓聯儲局於春季在5%的利率水平暫停加息。**值得注意的是，變化的不僅僅是政策利率；聯儲局的資產負債表也在收縮。舊金山聯儲銀行計算的「代理利率」考慮了退出量寬和相關市場的影響。該代理利率目前高於基金利率的水平處於有記錄以來的最高幅度(第五張圖表)，這也是我們認為通脹將於2023年顯著放緩的另一個原因。





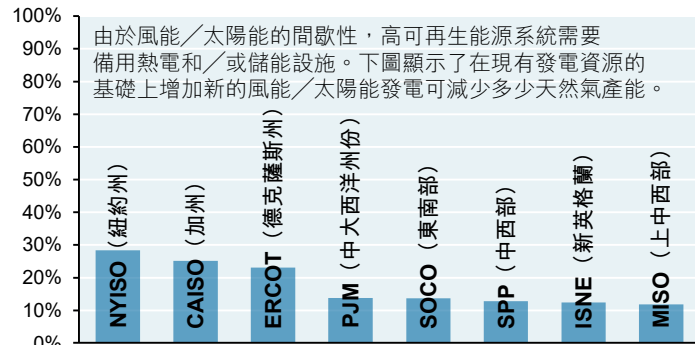
**長期視而不見的問題：能源轉型對通脹的影響。**關於這一問題，我們將在即將於5月份發布的2023年能源報告中詳細分析，但目前考慮的是：

- 隨着風能和太陽能普及率提高，仍將需要投入大量資金，用於建設和維護備用熱電廠和公用事業規模的儲能。第一張圖表顯示，每增加1兆瓦的風能和太陽能容量，將導致僅0.1至0.3兆瓦的天然氣退役
- 由於風能和太陽能容量通常距離需求中心較遠，因此輸電網也需要投入大量資金(第二張圖表)
- 複製中國目前主導的很多可再生能源供應鏈，其成本將非常高昂(第三張圖表)
- 電動汽車對半導體的需求比內燃機汽車更高，半導體供應鏈回流可能導致晶片元器件價格上漲50%或更多(第四張圖表)

**結論：能源<sup>7</sup>、晶片和基礎設施法案都是美國新產業政策的一部分，從長遠來看，這將增加通脹，並對實際和名義利率施加上行壓力。**

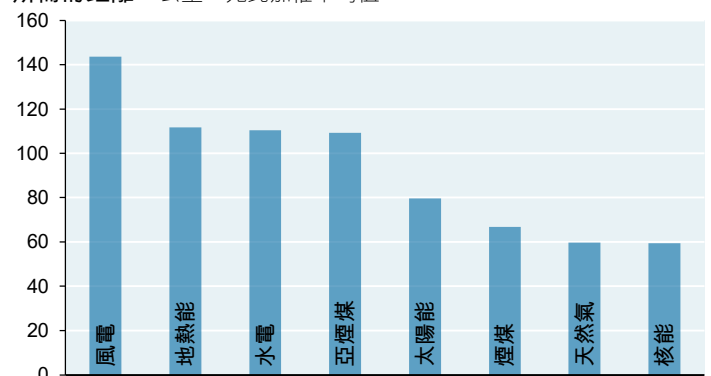
**每兆瓦的新風能和太陽能電力可減少多少天然氣產能？**

%，2021年計算期，假設新風能和太陽能等於10%的需求



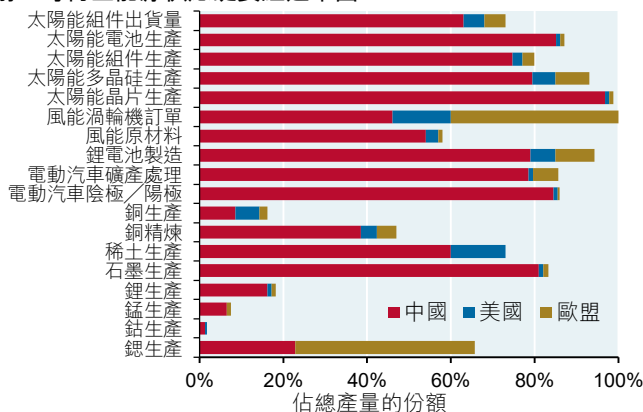
資料來源：美國能源信息署數據、摩根資產管理計算。2022年。

**發電設施可覆蓋200萬人所需的距離，公里，兆瓦加權平均值**



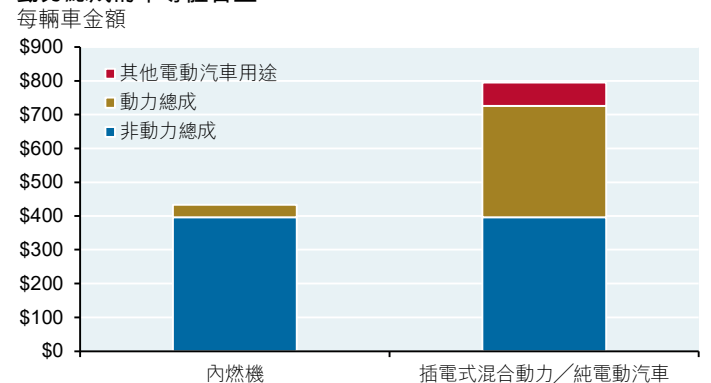
資料來源：美國能源信息署、人口普查局、摩根資產管理計算。2022年。

**目前，可再生能源供應鏈要經過中國**



資料來源：國際能源署、彭博新能源財經、標準普爾、USGS、EC、Benchmark Mineral Intelligence，2021年。

**動力總成的半導體含量**



資料來源：美國半導體行業協會、英飛凌。2021年。註：動力總成包括穩壓器和集成電路；「其他」包括傳感器、電機控制單元和存儲晶片。

<sup>7</sup> 在核聚變實驗中，產生的能量多於消耗的能量：從技術上講，確實如此，輸入的能量為2兆焦耳，輸出的能量為3兆焦耳。但需要300兆焦耳的能量為激光器提供動力，才能產生2兆焦耳的能量輸入。此外，還有一個「細節」的警告闡明了我們離核聚變商業化依然遙遠。此外，該實驗需要安裝的設備佔地約為三個足球場大小，而其產生的能量只夠燒開一茶壺水。能源部長格蘭霍姆提出要在未來十年推動核聚變反應堆商業化；而這是拜登政府的又一個不切實際的能源目標。



歐洲方面，能源通脹現狀有點不同。歐洲正在為俄烏衝突前對俄羅斯的能源依賴付出代價，也為風能、太陽能、水力和核能發電企業與依賴天然氣的發電企業獲得相同價格的定價機制付出代價。問題：在歐洲，化石燃料電力生產商大部分時間設定邊際價格(見表格)，當天然氣投入價格飆升時，電力的邊際價格將支付予所有電力生產商。歐洲正試圖通過家庭補貼和對支付予非天然氣發電商的價格設置上限來解決此問題，這可吸收大約60%的價格衝擊。太陽能／風能／水力發電等的每兆瓦時電價上限：英國245歐元、德國150歐元、法國100歐元、意大利和西班牙67歐元，而2022年12月的未設置上限價格為每兆瓦時100至350歐元。

有關通脹的更多內容：德國剛剛完成五個液化天然氣進口再氣化設施中的第一個設施，綜合成本估算從最初的預算增加了兩倍，達到約100億美元。最重要的是，法國的核電行業的產能利用率一直約為50%。如果該情況在整個冬天持續，法國和依賴其核電出口的周邊國家／地區可能將面臨額外的天然氣和電力價格壓力。

如底部圖表所示，加利福尼亞州天然氣價格飆升，該州已關閉PG&E天然氣儲存設施、關閉核電、正在經歷城市向更高人均能源需求的農村和郊區遷移、正面臨管道維護延誤，並且由於加拿大和墨西哥的出口而可能在未來面臨更大的天然氣競爭，對於這樣的州，您會有什麼期望呢？

### 歐元區能源通脹

百分比，同比變化



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年11月。

### 歐洲如何制定邊際電價

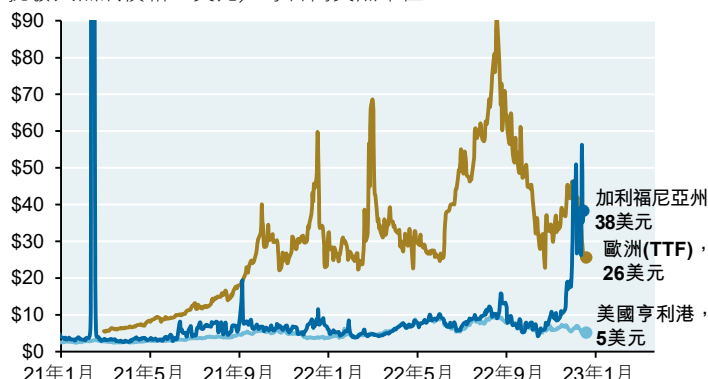
佔所有小時的百分比

國家／地區	化石燃料	非化石燃料	進口
德國	91%	7%	2%
丹麥	25%	13%	62%
西班牙	89%	6%	5%
法國	7%	93%	0%
愛爾蘭	61%	1%	38%
意大利	86%	11%	3%
希臘	77%	0%	23%
葡萄牙	87%	13%	0%
英國	84%	1%	15%

資料來源：「歐洲能源轉型——天然氣在電價中的作用」，Zakeri等人。2022年7月23日。

### 美歐天然氣價格差距

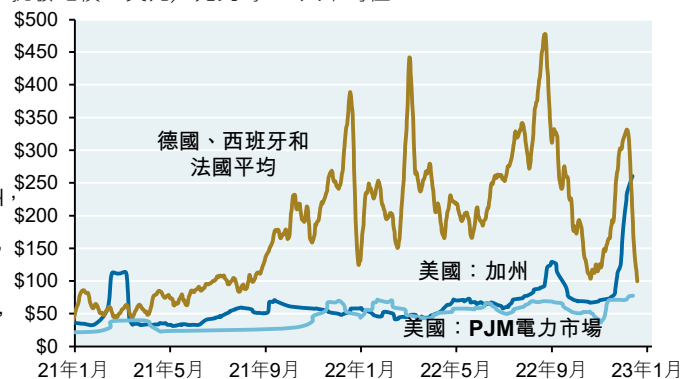
批發天然氣價格，美元／每百萬英熱單位



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。點代表最新的每日價格。

### 美歐電價差距

批發電價，美元／兆瓦時，7天平均值



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

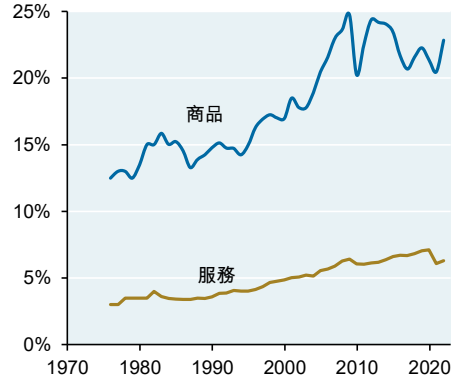




### 主題3：追蹤全球化的逐漸倒退

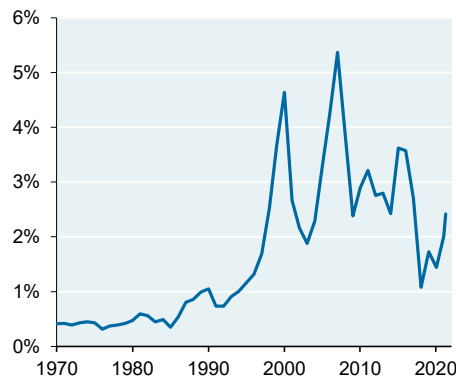
全球化並沒有崩潰，但已從峰值水平回落。全球化包括貿易、外國直接投資和跨境投資組合流動。貿易和外國直接投資在新冠疫情後有所反彈；在貿易方面，隨着全球旅行恢復，服務業迎來復甦空間。此外，部分貿易商品下降反映了2011年至2020年大宗商品價格下跌，而非貿易量下降；自峰值水平以來貿易商品價值下降中，可能只有40%源自國際供應鏈回流<sup>8</sup>。

全球商品和服務出口佔世界GDP的百分比，百分比，2021財年



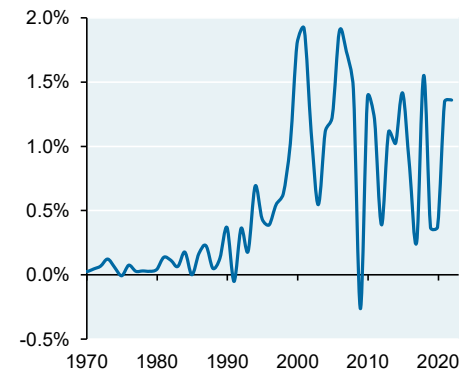
資料來源：世界銀行。2021年。

全球外國直接投資流量佔世界GDP的百分比，百分比，2022年第一季度



資料來源：國際貨幣基金組織、世界銀行、經合組織。2022年第一季度。

全球投資組合股票流量佔世界GDP的百分比，百分比，2021財年

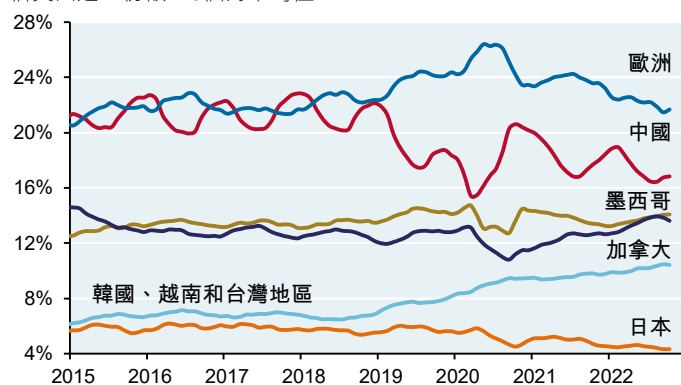


資料來源：國際貨幣基金組織、世界銀行。2021年。

土崩瓦解的是：美國和歐洲自以為是的「貿易改變地緣政治」或「建設性接觸」思維。在第19頁，我們介紹了歐洲對俄羅斯的金融和能源禁運，因為其「東方政策」策略已告失敗。我們在下文介紹了中國在美國進口中所佔份額的下降、經合組織對中國新直接投資的急跌、美國外國投資委員會調查(國會對美國外國直接投資的監督)的增加以及投資組合流入中國的資金下降。10月，我們詳細介紹了美國對部分中國實體實施人工智能晶片、設備和組件出口的限制。12月下旬，美國將此限制名單上的中國公司數量增加至500家，其中包括中國旗艦閃存生產商。其中部分實體還受美國《外國直接產品規則》的約束，這意味着美國將試圖對購買美國半導體或知識產權的非美國公司實施出口限制。在美國商會的2022年中國調查中，美國公司目前將美中緊張局勢升級列為他們面臨的最大問題。接下來：限制美國對中國的外國直接投資<sup>9</sup>，以還擊中國方面在中國對美國直接投資方面施加的限制。

貿易戰對美國進口貿易對手的影響

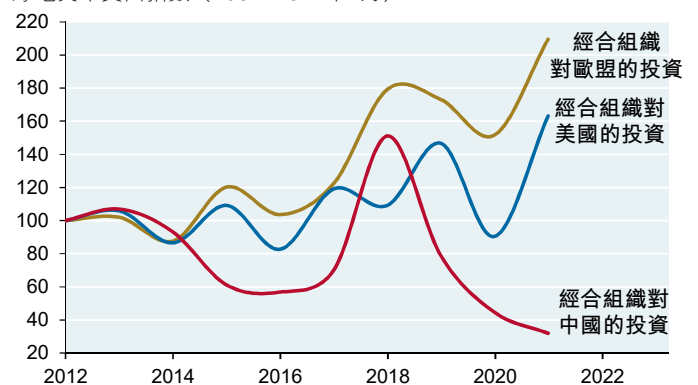
佔美國進口份額，6個月平均值



資料來源：美國人口普查局。2022年10月。

經合組織撤離中國投資

綠地資本支出指數 (100 = 2012年1月)



資料來源：fDi Markets。2021年。

<sup>8</sup> Richard Baldwin，牛津大學，「全球化神話的巔峰，第2部分」，2022年9月

<sup>9</sup> 2022年11月，美國商務部長雷蒙多表示，有必要降低美國對外關鍵技術的投資對美國國家安全構成的風險。雷蒙多舉例稱，在十年內，禁止接受《晶片法案》資助的公司在中國投資先進技術設施。



### 美國國家安全顧問Jake Sullivan表示

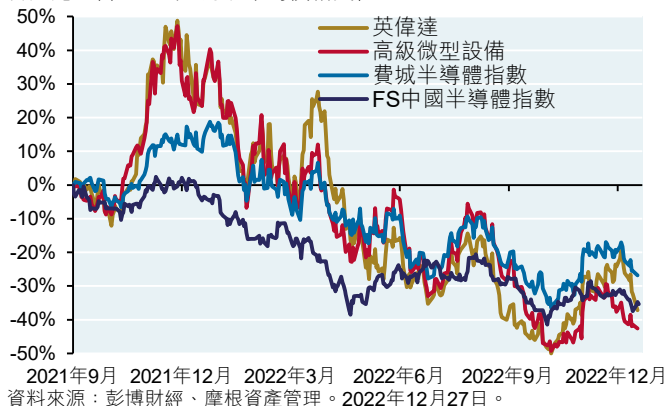
「保持接觸的基本錯誤是認為通過這樣的方式可以給中國的政治制度、經濟和外交政策帶來根本性的改變。白宮今天冒着犯類似錯誤的風險，假設通過競爭可以實現過去通過接觸沒能實現的所謂改變中國的目標。」[《外交事務》雜誌，2019年10月]

「中國是唯一在重塑國際秩序方面既有「心」又有「力」，且實力在不斷增強的競爭者……這是塑造競爭條件的決定性十年，尤其是對中國的競爭方面」。在基礎科技方面，「柵欄必須築高，因為我們的策略性競爭對手不應該擁有利用美國和盟國科技的便利，從而影響美國和盟國的安全。」[白宮國家安全簡報，2022年10月]

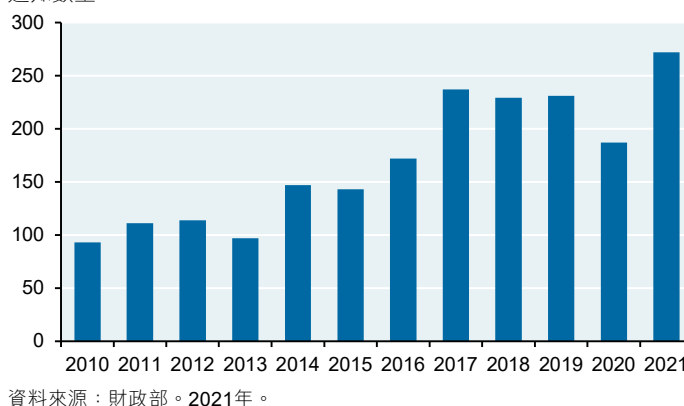
地緣政治和不斷變化的國內政策就擺在投資者們眼前，不再是抽象的概念。請注意第一張圖表中的半導體股如何受到美國出口管制政策的負面影響。着眼大局：供應鏈優化將不再只出於成本考量。一份2022年歐洲復興開發銀行轉型報告調查發現，75%的公司已採取措施提升供應鏈韌性，具體方法是將庫存水平從「及時供應」增加至「以防萬一」水平，以及提高供應商多樣化水平。此外，這會增加成本並減少利潤。

美中關係的一個有趣方面在於：這並不像看起來那樣一邊倒。過去十年，美國公司對中國子公司進行了大量投資。截至2020年，一旦計入在華子公司的銷售額，美國對中國的貿易逆差就消失了。換句話說，美國公司在中國的業務量幾乎與中國公司在美國的業務量相當，只是通過當地子公司銷售而非出口方式實現。除了稀土元素出口外，中國還可通過國內政策對在華經營的大型盈利美國跨國公司施加影響力。

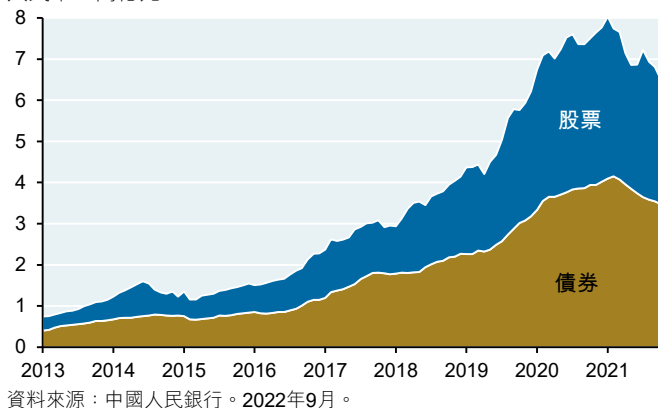
全球投資者受出口政策變化的影響  
百分比，自2021年9月以來的價格變化



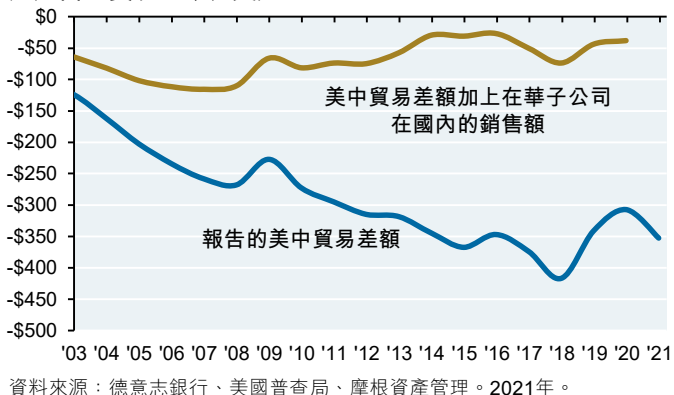
美國外國投資委員會收到的交易通知，  
通知數量



外國投資組合對中國股票和債券的投資  
人民幣，萬億元



美國在中國業務規模龐大，但通過其在華的子公司而非  
通過出口實現，十億美元



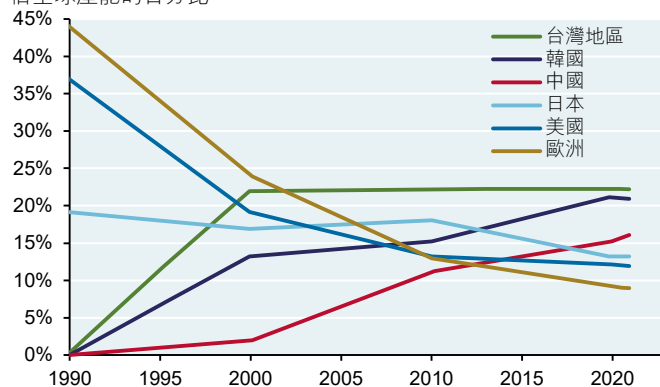


**半導體粘性：回流需要很長時間。**儘管兩國可能都會進行嘗試，但中美在實現半導體自給自足的道路上都面臨不同的挑戰。接下來的兩頁內容將解釋其中原因，並說明即使在提供激勵措施和補貼的情況下，產業回流步伐仍然緩慢。結論：在一個複雜的工業製造領域要解除30年來形成的專業化並不那麼容易。

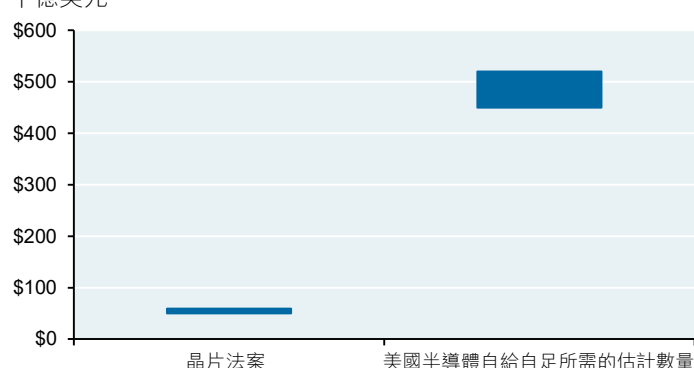
### 半導體粘性，第1部分：美國和《晶片法案》

- 根據波士頓諮詢公司的分析，在完全部署後，美國《晶片法案》中500至600億美元的支出只會使美國的半導體自給率達到約15%
- 台積電預計將於2024年投產的亞利桑那州4納米晶片工廠，這可能已經比台積電在台灣地區部署的領先技術落後2-4年。首款基本依賴美國製造晶片的iPhone可能是iPhone 18<sup>10</sup>
- 台積電表示，在其努力推動亞利桑那州工廠投產的過程中，存在運營成本高、缺乏訓練有素的人員以及建設障礙等問題<sup>11</sup>。台積電提到，在台灣地區建設同類工廠的資本密集度較低，而其美國晶片生產的總成本可能比台灣地區高出50%。台積電還不得不從台灣地區運送潔淨室和晶片製造設備到美國，因為美國供應商的成本更高或無貨源。人員方面，台積電派美國工程師到台灣地區進行18個月的必要再培訓
- 台積電在美國的晶圓代工廠可能需要與台灣地區的實時供應和運營保持聯繫；如果是這樣，這可能並非真正代表美國半導體獨立的里程碑。這些位於美國的晶圓代工廠可能並非旨在生產美國所需的大量晶片，而是可能更專注於生產Apple、英偉達和AMD所需產品
- 從地緣政治的角度來看，可以推測台積電同意在美國以較低的利潤率和較低的效率生產晶片，以換取美國增加對台灣地區本身的支持

半導體製造能力  
佔全球產能的百分比



美國自給自足所需的半導體支出和估計數量，  
十億美元



<sup>10</sup>「台積電在亞利桑那州的挑戰、現實和動機」，Stratechery Research，2022年12月7日

<sup>11</sup>「台積電亞利桑那州晶片廠等待拜登到訪，面臨分娩陣痛」，《華爾街日報》，2022年12月5日

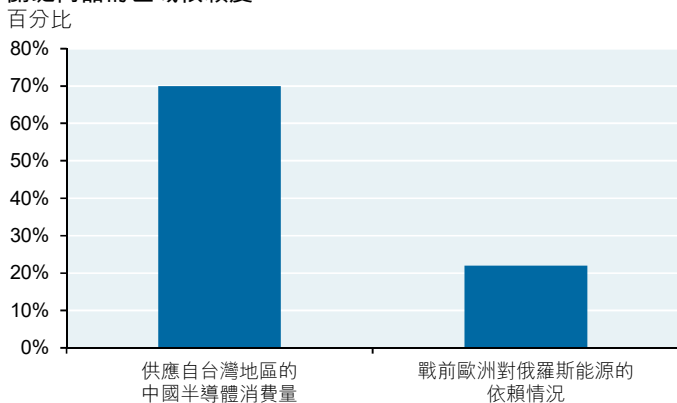


## 半導體粘性，第2部分：中國、台灣地區和「法貝熱彩蛋」

中國國內半導體產能只能滿足中國10%的需求。其餘90%要通過進口和在中國生產晶片的外國公司來滿足。截至2021年，台灣地區佔中國晶片消費份額的70%：台積電在南京和上海的工廠生產10%的中國晶片，其餘60%來自台灣地區出口晶片。中國對台灣地區晶片的70%依賴度，使歐洲戰前對俄羅斯能源的依賴相形見绌。大多數中國晶圓代工廠都在生產14-28納米晶片，而台積電等全球領先企業已在生產5-7納米晶片。

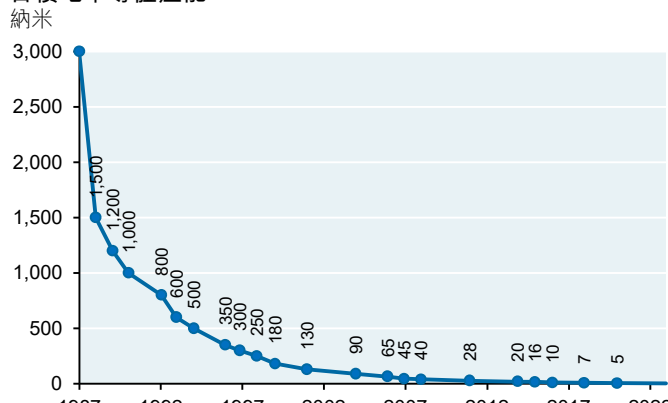
過去十年，中國國家集成電路產業投資基金通過直接入股和混合投資基金支持國家龍頭企業。成功案例有中芯國際(7納米晶片)、長江存儲(三星的競爭對手)、三安光電(設備製造商)、中微公司(製造設備)和長電科技(組裝、測試和封裝)。但由於其他公司(清華紫光、武漢弘芯、泉芯集成電路)申請破產，導致一系列調查和人員被捕。從目前的情況來看，中國尚未實現其國內半導體生產目標。

關鍵商品的區域依賴度



資料來源：史汀生中心、英國石油世界能源統計評論。2022年。

台積電半導體產能



資料來源：台積電。2022年。

### 美國和中國的重點：半導體是地球上最複雜的工業產品之一<sup>12</sup>

最先進、收益最高的10、7、5和3納米晶片製造难度大、成本高，只能由ASML(荷蘭)使用極紫外光刻技術設計和製造的機器製造。由於機器的複雜性，ASML每年只生產45-55台這樣的機器。先進的晶圓代工廠需要比醫院手術室潔淨10,000倍的潔淨室。晶片蝕刻工藝的一部分是在純氮氣環境中完成的，可能需要數周時間每天24小時不間斷地運行，涉及700個獨立的步驟，其中很多步驟是重複的。完成價值鏈中所有必要的步驟可能需要多次飛行，往返數千英里穿梭於具有專門能力的不同地點。這些晶圓代工廠需要來自數千家公司和數十個國家/地區的奇特化學品、氣體、稀有金屬、原材料和部件。換言之，先進的半導體就是集工業複雜性於一身的「法貝熱彩蛋」。

<sup>12</sup>「半導體與台灣地區的硅盾」，Richard Cronin博士，史汀生中心，2022年8月





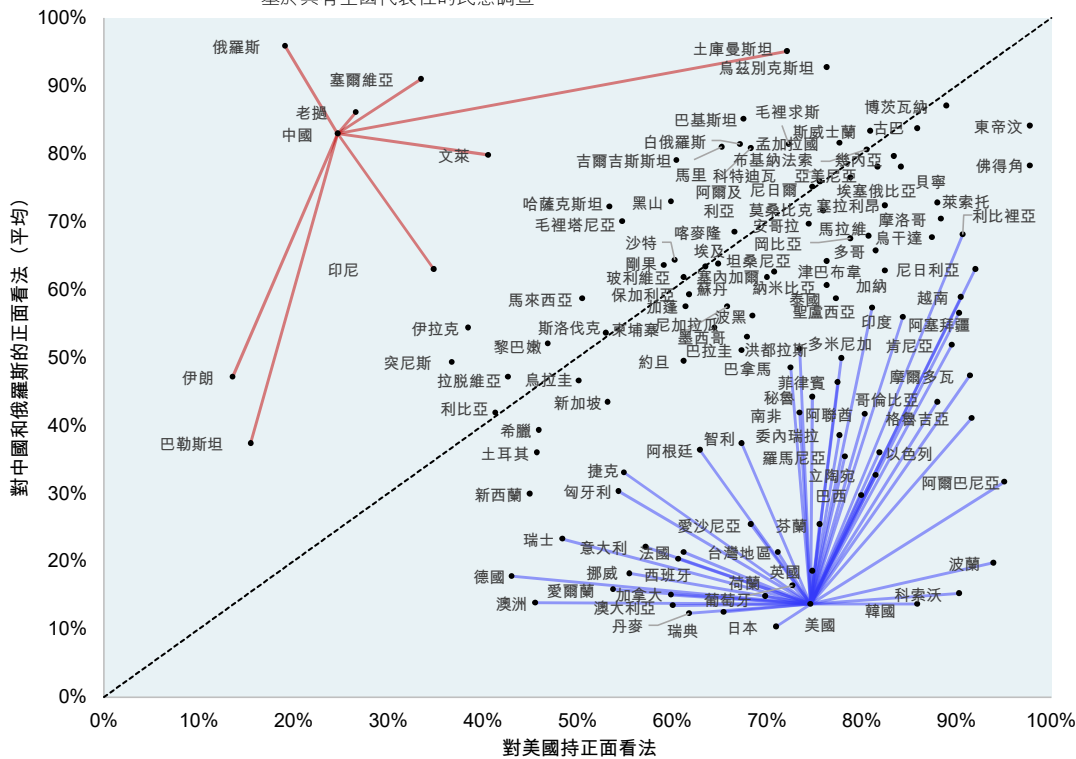
### 美國和中國的影響力範圍以及西方對俄羅斯的金融／能源禁運

英國研究人員匯總了137個國家／地區對中國／俄羅斯和美國看法的民意調查，並使用這些數據來繪制影響力範圍。圖上這些線條，根據某國／地區的人群對中美兩國的看法傾向，將中國與美國分別與該國家／地區相連。從圖上看來，雖然一些國家／地區橫跨在中線兩邊，但它們正在遠離直徑範圍：研究人員發現，對美積極看法和對中俄積極看法之間的反比關係正在日益變大。

這張圖表或許可以解釋在2014年俄羅斯入侵克裡米亞之後，中國銀行業以何其快的速度取代來自西方的銀行貸款，以及最近中國對俄羅斯能源的購買量增加(見底部兩個圖表)。這些都是俄羅斯和中國在俄烏衝突之前宣布「不設上限」伙伴關係的組成部分。

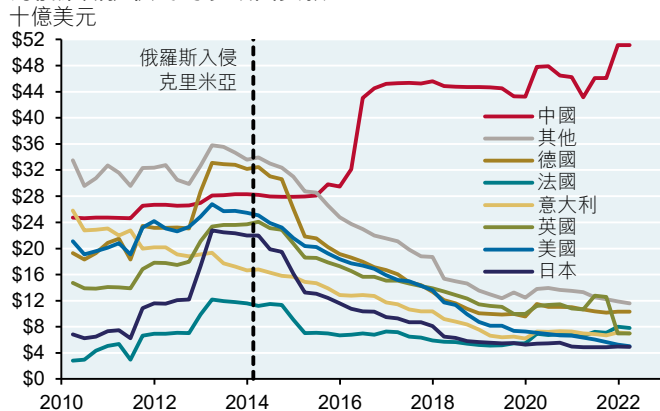
#### 全球公眾擁戴結構

基於具有全國代表性的民意調查



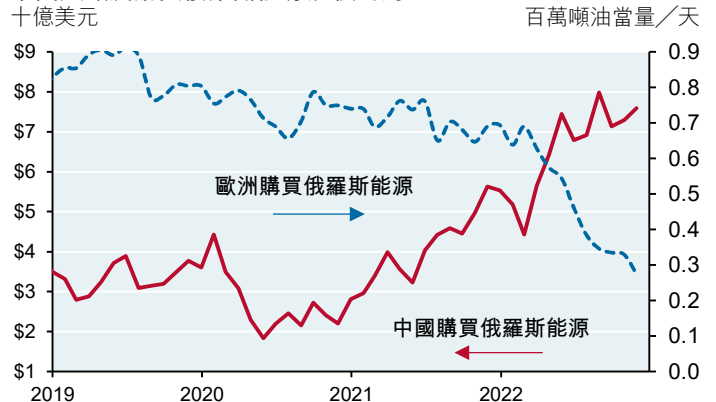
資料來源：來自「一個分裂的世界：俄羅斯、中國和西方。」英國劍橋：民主未來中心，2022年10月，Roberto Foa等人。  
為相對公眾偏好超過20%的所有國家／地區繪制的線條。

#### 為俄羅斯提供的跨境銀團貸款



資料來源：國際清算銀行。2022年第一季度。

#### 中國與歐洲購買俄羅斯能源規模的對比



資料來源：能源與清潔空氣研究中心、美國能源信息署、中國海關總署、彭博財經、摩根資產管理。2022年11月。

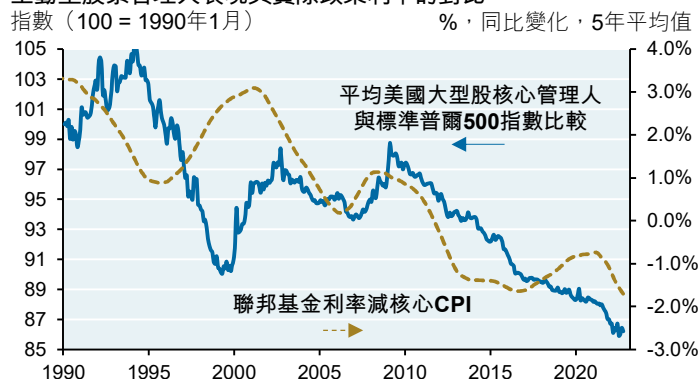


### 主題4：追蹤主動型管理人的表現

央行的金融抑制措施始於2009年經濟衰退之後，導致風險溢價崩潰以及股票和高風險信用市場的相對估值利差下降。在歐洲尤其如此，歐洲央行買入處於垃圾級邊緣(拆分評級)的債券，從而導致優質公司和低質量公司之間的信貸息差縮小，各種形式的流動性盤活了許多資不抵債的公司。到2018年，國際清算銀行已經發現發達國家的「僵屍」公司市值已從1990年的1%上升至12%。到2021年初，該數字可能進一步上升。

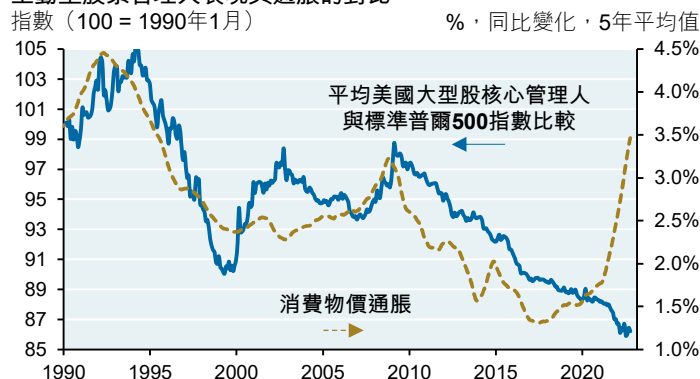
因此，在這十年的金融抑制期間，普通股票管理人和對沖基金經理難以超越大盤也就不足為奇了。下圖說明了這一趨勢：每張圖表中的藍線顯示大盤核心股管理人和對沖基金經理相對於標準普爾500指數基準的表現。當藍線下降則表示主動型管理人表現不佳。左側顯示的是相對於實際聯邦基金利率的表現，右側顯示與通脹的關係。如果我們真的回到實際利率為正的市場環境，則對於價值導向型投資組合管理人而言，相對於長久以來所面臨的市況，他們面臨的選股和選債環境可能會更趨利好。

主動型股票管理人表現與實際政策利率的對比



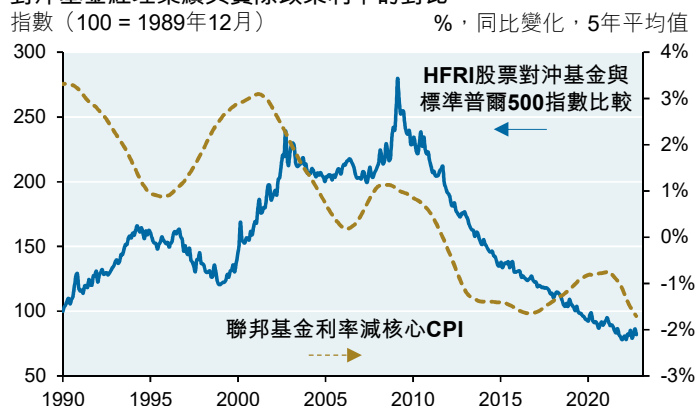
資料來源：彭博財經、理柏、摩根資產管理。2022年10月。  
註：美國股票大盤股核心是等權平均數。

主動型股票管理人表現與通脹的對比



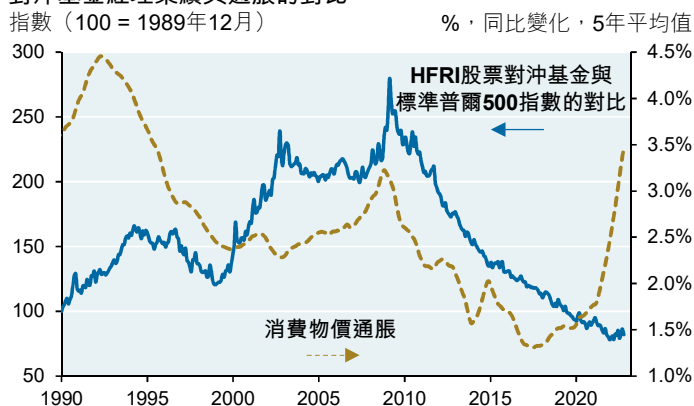
資料來源：彭博財經、理柏、摩根資產管理。2022年10月。  
註：美國股票大盤股核心是等權平均數。

對沖基金經理業績與實際政策利率的對比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年10月。

對沖基金經理業績與通脹的對比



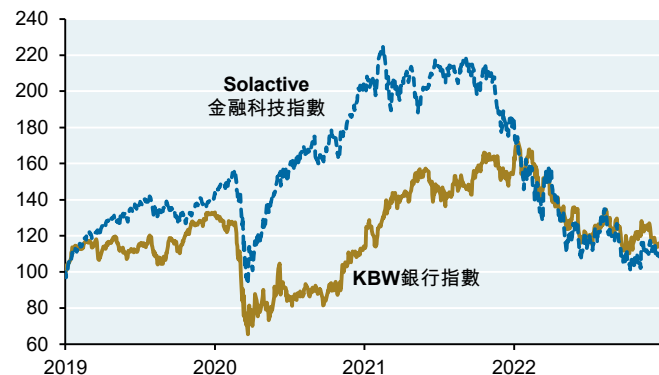
資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年10月。



## 主題5：追蹤金融科技／加密貨幣的監管浪潮，以及摩根大通的加密貨幣發展

金融科技迎來監管浪潮，與傳統銀行相比，該行業已回吐新冠疫情時代的所有收益。2022年11月，美國財政部發布了一份長達128頁的報告，呼籲加強對金融科技監管套利、數據隱私、風險控制、定價透明度、商業與銀行混合、欺詐和掠奪性定價等相關問題的監督和執法。此外，美國貨幣總核查辦公室將於2023年初成立金融科技監督部門。

金融科技與傳統銀行的表現對比  
指數（100 = 2019年1月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

### 重新關注金融科技風險和監管

「評估新進入的非銀行機構對消費金融市場競爭的影響」，美國財政部向白宮競爭委員會提交的報告，2022年11月：

「雖然新進入的非銀行機構似有加劇競爭壓力，但這些機構通常不會受到類似於保險存款機構那樣的安全、穩健性或消費者保護方面的監管，這引發了各種公共政策考慮」[行政摘要]

加密貨幣方面，我們於2022年2月發表的「[《馬耳他之幣》](#)」文章中確定其所涉及的風險：加密貨幣與氫之間的相似性、在不受監管的交易所持有加密貨幣的投資者面臨抵押品和擔保風險、通常彼此無關的加密貨幣和區塊鏈價值主張的混亂、幾乎完全取決於加密貨幣價格的去中心化金融智能合約的不可持續性等。

我們預期的加密貨幣崩盤也將導致監管浪潮。美國證券交易委員會關於FTX行政總裁起訴書的新聞稿包括美國證券交易委員會主席的補充內容：「號召所有加密平台」遵守美國法律，為更多的披露和監管檢查做好準備，並警告美國證券交易委員會的執法部門已準備採取行動。美國證券交易委員會執法主任重申，交易所遵守美國證券法的「跑道越來越短」。種種跡象都會為加密貨幣的這個凜冬更添嚴寒。

氫經濟指數與加密貨幣市值的對比  
指數（100 = 2019年1月）



資料來源：彭博財經、TradingView、摩根資產管理。2022年12月27日。

去中心化金融鎖定的總價值與以太坊價格的對比



資料來源：DeFiLlama、彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。

摩根大通對此怎麼看？一位客戶問我摩根大通對加密貨幣的參與情況，認為儘管我們的行政總裁發表了公開評論(Jamie在上個月的一次採訪中將加密貨幣比喻為「寵物石」)，但摩根大通卻「已經進行了重大的加密貨幣投資，這是自相矛盾」。我會在下一頁的內容中進行回覆。



**關於區塊鏈與加密貨幣。**數字世界與金融行業有兩個交匯節點：(一)區塊鏈技術，旨在嘗試提高效率並降低現有證券交易、處理和保管中的執行成本，以及(二)「加密貨幣」，指各種投機性「代幣」的持有、交易、投資和借貸。摩根大通對前者進行了一點投資，而對後者幾乎沒有接觸。

## 區塊鏈

由於文書工作和交易對手方驗證，可能需要數天時間才能清算完某些證券、貨幣和貸款交易；部分借貸功能只能在收盤時結算。通過將數字分類賬上的安全和交易對手資訊數字化，摩根大通目前可在日內結算某些交易。這可帶來新的處理能力、更低的執行成本和更低的交易對手方風險。在這些為數不多的使用案例中，區塊鏈只會助力金融機構提升效率。摩根大通使用的區塊鏈與加密貨幣之間有一個關鍵的區別：前者涉及一個封閉的、經過許可的網絡，沒有投機、驗證獎勵或與代幣價值相關的風險（無論數字化與否，美元始終是美元）。而且讓我們明確一點：**有很多使用區塊鏈的應用程序根本不會節省任何時間或金錢**<sup>13、14、15</sup>。

## 加密貨幣交易、投資、借貸和投機

加密代幣的前提是作為一種價值存儲（數字黃金）、一種交換方式（美元的數字替代品），或者作為一種「投資」，其代幣價值取決於有多少人使用該公共區塊鏈來交易或投資。大型銀行／經紀人可通過四種我能想到的方式涉足加密貨幣世界：

1. 用自己的賬戶投資代幣
2. 建立大型加密貨幣銷售、交易和研究職能，以滿足希望進行短期或長期投資的機構和個人的需求
3. 吸收加密貨幣存款，然後將其借出以獲得加密貨幣計價的收入，其中一部分將以加密貨幣形式支付予存款人
4. 與其零售商客戶一起構建基礎設施，以幫助他們的顧客使用加密貨幣作為交換手段來支付商品和服務

摩根大通在這四個方面投入很少。我們的資產和財富管理業務有超過3萬億美元的受監管資產，而且我們過去只允許少數客戶為自己的賬戶交易加密貨幣資金，而且如果他們選擇這樣做，風險由他們自行承擔。摩根大通的商業銀行允許部分加密貨幣公司在銀行中維持法定現金餘額，以便這些公司向供應商和員工付款；每家公司當然都要接受全面的「了解你的客戶」／反洗錢審查。

僅此而已，此外摩根大通投資銀行2022年5月的「另類資產投資展望」報告也涉及一些相關內容。作者將比特幣的公允價值價格目標定為38,000美元，並將加密資產列為其首選另類資產，而非私募股權、私募債權、對沖基金和房地產。他們陳述的理據眾多，分別是：繼Terra-Luna崩盤後加密貨幣有了具韌性的風投資金、比特幣與黃金的波動模型、有利的技術條件以及所謂的加密貨幣作為機構資產類別的出現。

<sup>13</sup> 澳大利亞主要證券交易所於2022年11月宣布，在過去7年用區塊鏈技術替換其系統的努力失敗後，該交易所將沖銷2.5億美元。該交易所還可能必須償還在區塊鏈升級方面花費的1億美元。埃森哲發現該項目存在多個問題，包括不確定的時間表、與供應商數字資產的溝通問題以及項目過於複雜。

<sup>14</sup> 一位谷歌工程師檢查了34個實際的區塊鏈項目。他的結論不容樂觀：「查看所有34個項目，我發現13個已關閉（包括一個被美國證券交易委員會關閉），6個僅在加密和NFT生態系統中使用，而非在現實世界中，14個項目即使不使用區塊鏈也根本不會影響其功能，或許還會使產品變得更好。剩下的項目是Chainalysis，通過幫助執法部門對區塊鏈用戶進行去匿名化處理，從而對現實世界產生影響」。

<sup>15</sup> 在12月30日的「區塊鏈金融服務失敗案例」中，英國《金融時報》列舉了保險（保費和理賠：15家保險公司）、銀行（貿易融資：匯豐、瑞銀、德意志銀行）和航運（供應鏈：馬士基和IBM）中終止的區塊鏈項目。

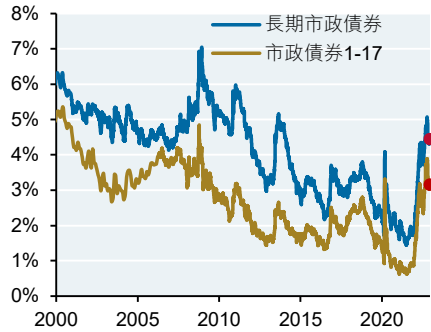




## 主題6：追蹤收益導向型投資者的全球固定收益

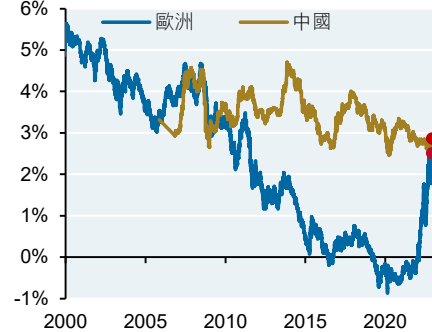
根據我們的展望，以下固定收益類投資選擇在2023年初似乎頗具吸引力。其中部分包括利差擴大但遠不及2009年水平的類別。出於我之前曾寫過並在第3頁重申的原因，我認為，即使增長放緩幅度超過我們的預期，金融部門的償債風險和系統性風險遠不及2009年。雖然部分固定收益市場呈現價值，但正如我們去年所分析<sup>16</sup>，市場深度和流動性接近歷史最低水平。因此，2023年固定收益可能出現「閃電崩盤」波動，尤其是在聯儲局縮減資產負債表，或者出現1995年和2011年「共和黨眾議院／民主黨總統」的債務限制談判重演的情況。國會似乎要等到秋季才能根據預算赤字和稅收預測提高債務上限。

**美國市政債券收益率**  
收益率，百分比



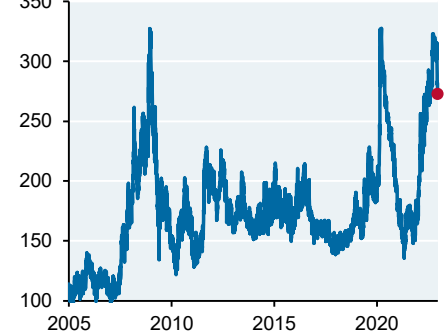
資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

**10年期主權債券收益率**  
本地貨幣債券收益率，百分比



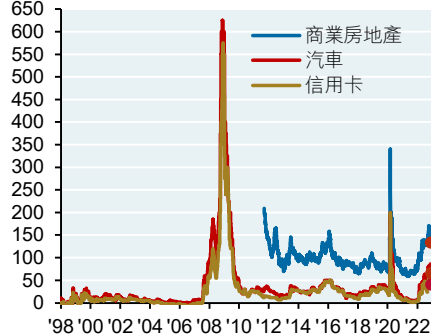
資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

**30年期按揭貸款-10年期美國國債**  
基點



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

**AAA級資產支持證券息差**  
基點、與美國國債的息差



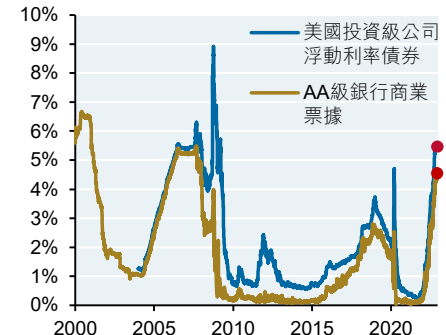
資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

**10年期主權債券收益率**  
本地貨幣債券收益率，百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月28日。

**浮動利率工具（美元）**  
收益率，百分比



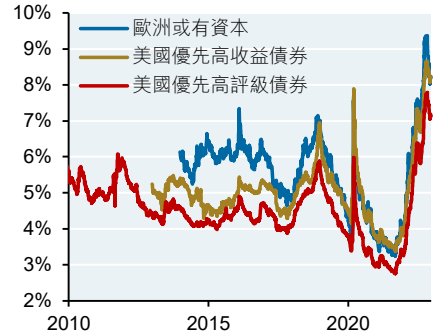
資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月26日。

**優先期權調整價差**  
POP1指數，相對於美國國債的基點



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

**最低證券收益率**  
最差收益率，百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

歐洲或有資本證券的收益率通常高於美國優先股。這反映了應急可轉債市場整體上相對於美國銀行優先股信用評級較低，以及與資本比率相關的或有資本招股說明書中明確的減記和支付觸發因素。圖表中所示的歐洲或有資本系列還包含10%-15%的新興市場銀行證券。

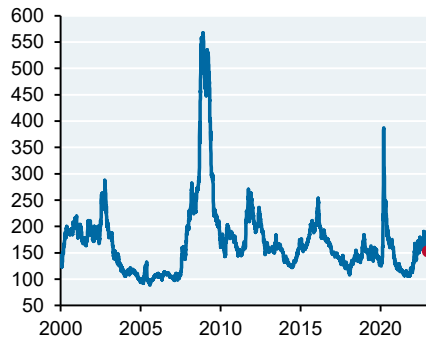
<sup>16</sup> 「天下沒有免費的午餐：資本充足率和存款覆蓋率增加導致的流動性權衡」，《放眼市場》，2022年6月



這些固定收益類別似乎吸引力不大，因為相對於我們的經濟前景，其利差／收益率太小，或者可以說沒有足夠的利差或收益來證明風險的合理性。我認為高評級公司債投資者不會面臨什麼大問題；我只是認為150個基點未必是個較為樂觀的價值。我在第9頁的主題1末尾詳細解釋了我們對槓桿貸款市場的擔憂。

### 美國投資級公司債券息差

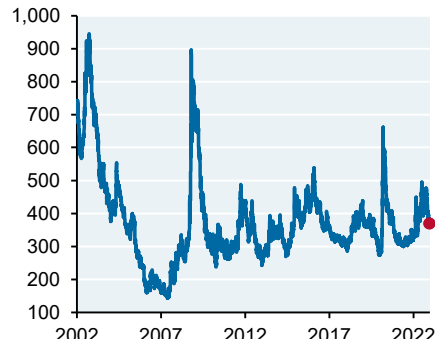
JULI指數與美國國債的息差，基點



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

### 新興市場美元債券

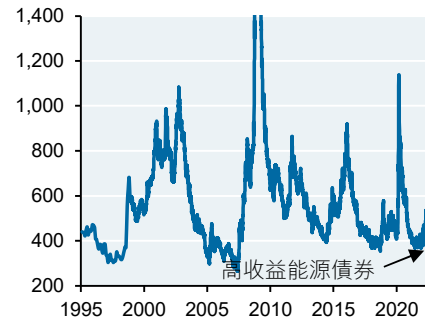
與美國國債的息差，基點



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月27日。

### 美國高收益債券息差

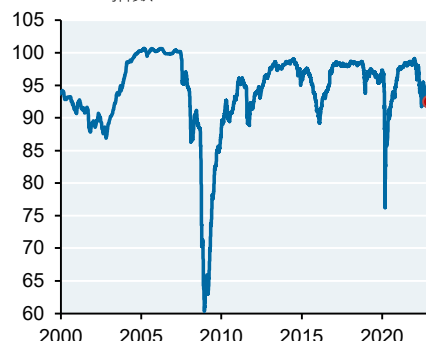
JPDFHYI指數與美國國債的息差，基點



資料來源：彭博財經、摩根大通高收益債券團隊。  
2022年12月27日。

### 標準普爾500槓桿貸款價格指數

SPBDALB指數



資料來源：標準普爾/LSTA、彭博財經。  
2022年12月27日。

### 泛歐高收益債券

收益率，百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。  
2022年12月23日。

關於對巴西的投資尚未有定論。我們的新興市場債務投資組合管理團隊在增持巴西本地債券之前，正在觀望盧拉新政府財政框架的全面影響。催化因素包括稅收改革和針對部分大型國有企業的計劃。儘管巴西目前是新興市場本地債券中風險溢價最高的國家之一，但在情況更趨明朗之前，該團隊對巴西保持非常審慎的戰術性持倉（即不增加長期持倉）。

### 10年期主權債券收益率

本地貨幣債券收益率，百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2022年12月27日。



## 主題7：除了疫苗，還是疫苗

在過去三年裡，我在新冠疫情方面做了大量研究。我從未就封鎖、檢測、保持社交距離、學校開學政策、口罩令、員工間隔標準或政府疫苗接種要求的成本和成效，向客戶寫過任何內容。評估這類政策需要評估其對就業、小企業創建、出生率、家庭組建、非新冠疫情疾病的醫療和心理健康的更廣泛影響。這些也都需要時間，需要事後才能回顧得失。

但我確實對mRNA疫苗的持續功效有自己的看法，尤其是對於老年人：

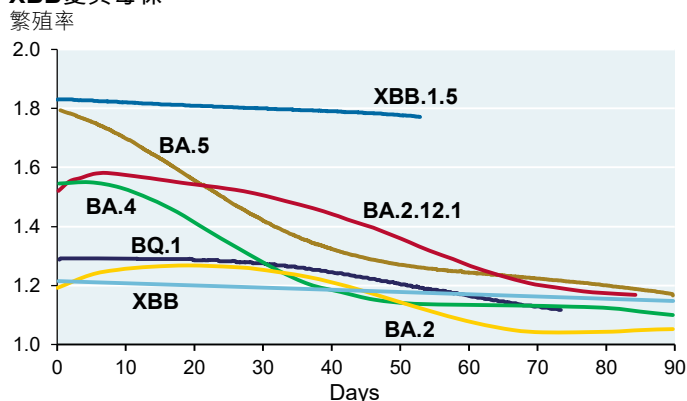
- 美國疾病控制與預防中心發布了2022年9月至11月關於新型二價mRNA疫苗功效的數據。對於具有免疫能力的65歲以上人群，與未接種疫苗或僅接種原始單價疫苗進行比較，**mRNA疫苗在住院風險方面的功效範圍為73%-84%**。範圍的下限指沒有接種過疫苗或一年多前注射過單價疫苗的人群，上限是指最近2-5個月內注射過單價疫苗的人群。這段時間涵蓋了所出現的變異毒株，即BA.5、BQ.1和BQ.11。
- 下一步：評估二價加強針對XBB變異毒株的表現，XBB變異毒株目前在美國東北部流行，傳播強度超過其他變異毒株；見下表。XBB是首個「重組」變異毒株(連接兩個基因不同的變異毒株，而非單個突變的結果)。重組菌株對疫苗或獲得性免疫具有更大的潛在耐藥性；早期跡象顯示XBB就是如此
- 根據美國疾病控制與預防中心的數據，從2022年4月至9月，未接種疫苗的人群中，每10萬人的新冠疫情死亡率比完全接種疫苗人群高出約14倍
- 然而：雖然在美國65歲以上的人群中有94%完成最初疫苗系列的接種，**但只有36%的65歲以上人群接種過最新的二價加強針疫苗**。這或許可以解釋為什麼自疫情爆發至今，老年人在住院治療中所佔比例最大<sup>17</sup>
- 儘管mRNA疫苗持續有效，但據報道，佛羅里達州州長目前建議對疫苗製造商展開欺詐／陰謀類調查，使其對虛假陳述承擔責任<sup>18</sup>。作為美國老齡化程度第二大州(僅次於緬因州)的州長，其此番破壞人們對mRNA疫苗信心的舉動似乎在立場上有些奇怪之處
- 據報道，有十分之一的美國人認為1969年登月是一場偽造的假象。所以，當我得知很多人根本不相信美國疾病控制與預防中心的數據，我覺得這也不足為奇。但於我而言，我選擇相信，並且已經接種了相應的疫苗。我也相信登月是真實的，因為我7歲時在電視上看過直播

這就是我寫在《放眼市場2023年展望》最後的一些話。希望今年能有機會與大家在線下會面。



小埃德溫·「巴茲」·奧爾德林，由尼爾·阿姆斯特朗在月球上拍攝，1969年7月

### XBB變異毒株



資料來源：Trevor Bedford (FHCC/BBI)和JP Weiland。2022年12月。

<sup>17</sup>「二價加強針的快速更新」，Eric Topol (Scripps Research)，2022年12月16日

<sup>18</sup>「DeSantis在冠狀病毒疫苗方面改變原有想法」，《華盛頓郵報》，2022年12月17日



岑博智先生是摩根大通資產及財富管理的市場及投資策略部主席，負責領導公司的機構、基金及私人銀行業務的策略性市場和投資研究工作。摩根大通資產及財富管理是全球投資管理及私人銀行業的翹楚，客戶資產遍布全球，截至2022年9月30日止，管理3.8萬億美元的客戶資產。

除此之外，岑博智先生也是摩根大通資產及財富管理的投資委員會成員，之前也曾經擔任摩根大通超過256,000名員工的退休計劃投資委員會成員。

出任現職之前，岑博智先生擔任摩根大通的全球私人銀行首席投資策略師一職達八年之久。在此之前，他還曾經擔任摩根大通投資管理業務的固定收益部主管，負責高等級債券、高收益債券、新興市場債券和市政債券的投資工作。

加盟摩根資產管理之前，岑博智先生是摩根大通證券的新興市場固定收益部首席策略師。他於1987年加盟摩根大通，任職於企業融資部。

岑博智先生於1984年畢業於美國塔夫斯大學，持有文學士學位，其後於1986年畢業於美國哥倫比亞大學國際公共事務學院，持有文學碩士學位。



**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製當時均被視為準確。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保薦。

**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.a.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；摩根證券投資信托股份有限公司(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托協會(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 5143832080) 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托管)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**」)作為其一部分信托及委託服務而提供。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.的名稱在佛羅裡達州經營業務。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 Espana (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(Comision Nacional de Valores, 簡稱「CNMV」)監管, 並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊, 註冊編號為1567。在意大利, 本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派, 其註冊辦事處位於Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權, 並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 簡稱為「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 Kobenhavn 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。在法國, 本文件由**摩根大通銀行巴黎分行**分派, 其註冊辦事處位於14, Place Vendôme, Paris 75001, France, 在巴黎商業法院註冊處的註冊編號為712 041 334, 已獲法國銀行業監察委員會(Autorite de controle prudentiel et de resolution (ACPR))批准, 並受ACPR及法國金融市場管理局(Autorite des Marchés Financiers)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 Rhone, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作為瑞士一家銀行及證券交易商, 在瑞士由瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權並受其監管。

就金融工具市場指令(MIFID II)和瑞士金融服務法(FINSA)而言, 本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的資訊, 這些文件目前或應在相關司法管轄權區內提供(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。銀行及托管服務由**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。

「**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。

在澳大利亞, **摩根大通銀行**(ABN 43 074 112 011/AFS牌照號碼: 238367)須受澳大利亞證券及投資委員會以及澳大利亞審慎監管局監管。**摩根大通銀行**於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言, 「批發客戶」的涵義須按照公司法第2001 (C)第761G條(《公司法》)賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶, 請立即通知**摩根大通**。

**摩根大通證券**是一家在美國特拉華州註冊成立的外國公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定, 在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商(如**摩根大通證券**)須持有澳大利亞金融服務牌照, 除非已獲得豁免。根據**公司法2001 (C)**(《公司法》), **摩根大通證券**已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照, 且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管, 這些法律與澳大利亞的法律不同。**摩根大通證券**於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何其他類別人士。就本段目的而言, 「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第761G條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶, 請立即通知**摩根大通**。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中:

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位;
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融資訊;
- 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。

© 2023年。摩根大通。版權所有。

J.P.Morgan