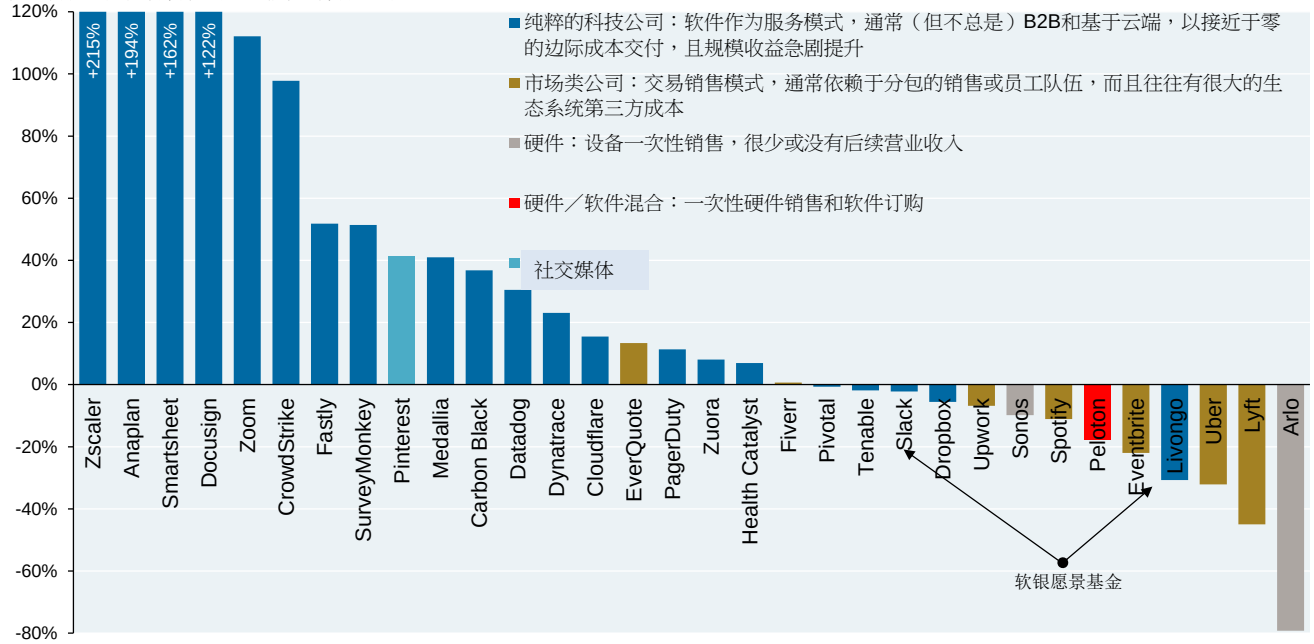
主题：美国科技股首次公开发行表现剖析；随着中国在华盛顿越来越不受欢迎，特朗普主义风险持续上升；鉴于沃伦参议员的崛起，正好借此机会审视进步派民主党政策的提案

近期一些美国科技公司不论是首次公开发行前后在市场上均遭遇困境并成为投资者的关注焦点。**在这轮洗牌中失利的一方**：诚如下图所示，大多数「真正」科技股的首次公开发行表现尚可。「外围技术」公司虽然属于宽泛的科技范畴但却不是纯粹科技公司，当中不少公司仍然在挣扎求存。图表右侧反映许多公司的总营业收入增长和自由现金流利润率也未能达到简单的「40%规则」的检验标准（以优步、Arlo、Eventbrite 和 Pivotal 为例，40%规则检验实际上得出了负值，而且对于 Zuora 和 Upwork 来说，虽然通过 40%规则检验得出正值但却低于 20%）。

2018／2019年科技公司首次公开发行的表现出了什么问题?

不用担心，只要您实际上买入的是真正的科技公司

相对首次公开发行价格（或直接挂牌价）的表现



资料来源：彭博，公司财务报表，Stratechery.com，摩根资产管理。2019年10月4日。上图中所示公司仅供说明用途。将这些公司纳入其中并不能解读为买卖建议。使用上述公司绝非得到了摩根资产管理公司投资管理服务的认可。

关于首次公开发行和科技行业的其他评论：

- **自 2010 年以来分散多个不同行业的首次公开发行投资并没有给投资者带来多少利益**。从最新研究[1]可见，市场采用了两种不同方法。第一种方法是利用一个包含 200 宗首次公开发行的投资组合，通过出售表现最差股票所得资金作为买入每一宗首次公开发行新股的融资。自 2010 年以来，这个投资组合的相对表现一直与市场持平。第二种方法主要考察自 2010 年以来所有首次公开发行在假设持有两年的期限内的相对表现。首次公开发行个股的表现「中值」比市场平均水平低 20%。「平均」回报率较好，但也只能与市场回报率持平，主要靠赖其中 2%的首次公开发行个股实现了超过 200%回报率。首次公开发行个股表现不佳可以归咎于医疗行业，该行业是自 2010 年以来美国首次公开发行市场上发行规模最大、表现最差的行业。
- 虽然与上图无直接关联，但我认为值得指出的是：在计算机处理能力方面，**摩尔定律**的增幅已经放缓到每年只有几个百分点，而且自 2004 年以来时钟（微处理器）速度也毫无进展。随着登纳德缩放比例定律现象的终结，元器件大小尺寸可能已经达到了原子量级，成为了当前争取进一步改进空间的自然极限。

[1] 《首次公开发行的制胜元素》，高盛全球策略报告，2019 年 9 月 4 日。

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联属机构的存款或其他负债，亦未获摩根大通银行或其任何联属机构的担保 • 存在投资风险，包括可能损失投资的本金

随着中国在华盛顿越来越不受欢迎，关于贸易战的最新消息

诚如我们在劳动节发布的《放眼市场》中指出，我们认为美国股市目前由于受到特朗普主义影响而维持区间震荡，震荡区间的上限为标准普尔 500 指数约 3,000 点。关于贸易战的最新发展包括卢比奥参议员的提案：让不符合美国会计和证券法规的中国公司退市（2013 年达成的一项协议允许美国监管机构要求中国提供审计工作底稿没有得到有效执行，这是意料中事），还有禁止联邦退休金账户投资对中国的投资。如今，关于贸易战进程最重要的图表可能是下面第二张图表。中国加入世贸组织接近二十年了，但中国仍然是世界上最重商主义的国家，在华府两党中几乎没有盟友为他们辩护，即便私营部门也受到诸多批评。就目前而言，最好结果就是双方基于互惠互利的农产品贸易达成一项局部协议，尤其是在中方死了 1 亿头猪之后正在考虑释放其战略冷冻猪肉储备的情况下。

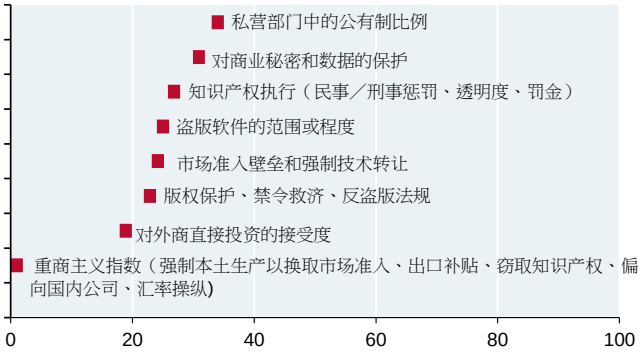
再见了，黄砖路：特朗普主义向投资者露出真面目，

标普500指数的水平

资料来源：彭博、摩根资产管理。2019年10月4日。

中国：世界上最重商主义的国家

指数，0=最重商主义



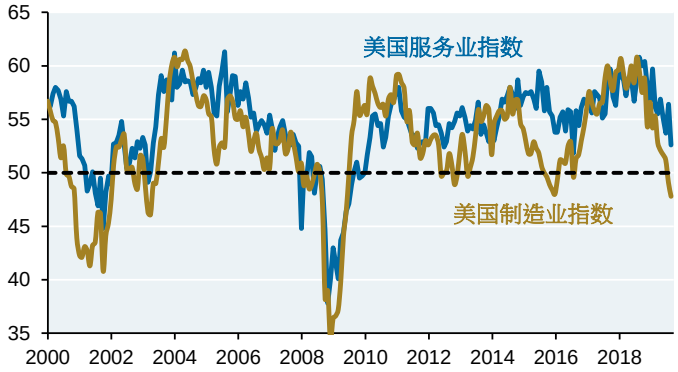
资料来源：经合组织、BSA、美国商会全球创新政策中心、ITIF、Fraser研究所、摩根资产管理。2019年。

上周，世贸组织授权美国对部分欧洲产品加征关税，以此作为欧盟给予空中巴士不公平补贴而对美国提供的补偿。美国贸易代表称，将于 10 月 18 日开始对喷射客机加征 10%关税，并且对威士忌／葡萄酒／奶酪加征 25%关税。可被加征关税的商品最高金额不大（75 亿美元），却可能会导致欧盟采取报复行动。

美国制造业调查报告和首席执行官信心疲弱、第二季度／第三季度美国公司利润没有增长以及全球跨境资本支出和并购活动持续下滑，都表明贸易战造成的影响正在加大。美国资本支出的增速也从 5.5%下降到大约 2%，但这似乎更明显地反映了波音飞机表现惨淡所拖累和石油行业钻机数量下降带来的影响。迄今为止，美国消费者及相关服务业（汽车销售、零售销售额、就业率和信心等）的表现相较稳健。**从这些数据来看，特朗普正在玩火，因为二者之间的差距不可能无限期地持续下去。**事实上，上周美国服务业调查指数下滑，也许反映了制造业与服务业之间的差距已经开始缩小的迹象。随着美国经济成功避免步入衰退，预计未来几个月经济将会出现温和增长和企业盈利反弹，但是上页所显示特朗普主义交易区间仍将保持不变。

服务业保持稳健，制造业持续下滑

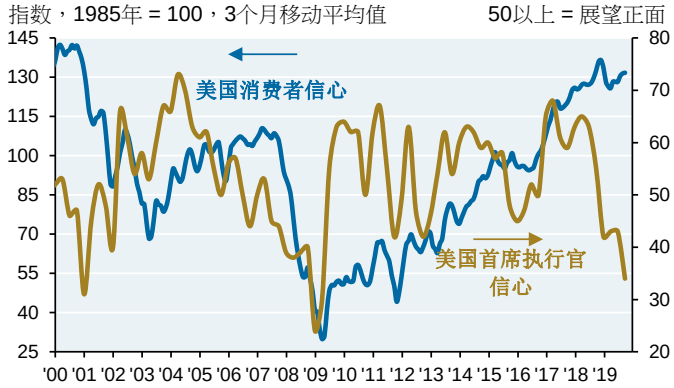
50以上 = 扩张



资料来源：美国供应管理协会、彭博。2019年9月。

消费者保持乐观，首席执行官信心正在削弱

指数，1985年 = 100，3个月移动平均值　　50以上 = 展望正面

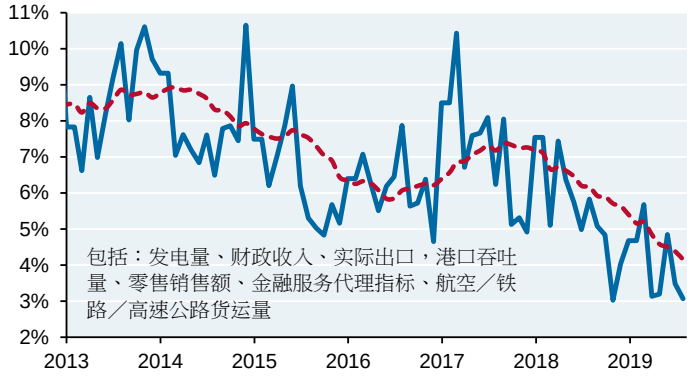


资料来源：美国经济咨商局。2019年9月。

由于欧洲更加依赖出口，其商业调查结果相比美国更加疲软。中国方面，用以衡量国内经济活动年同比增长的追踪指数已经从 2018 年 1 月的 7%下降到 2019 年 8 月的 4%。

中国经济活动追踪指数

年同比 %



资料来源：美银美林。2019年8月。

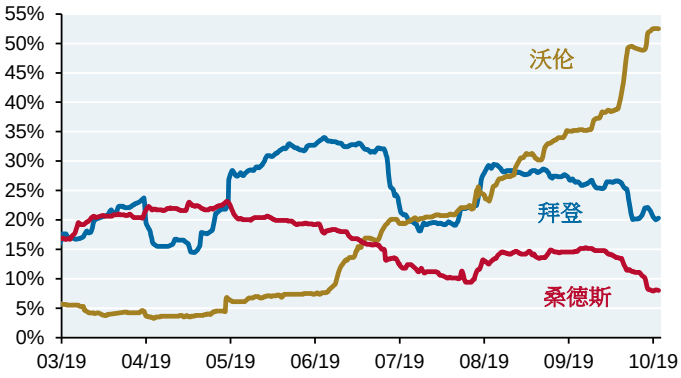
沃伦之战：进步派民主党人正奋力作战

鉴于参议员沃伦的民意调查支持率和博彩市场投注率持续上升，正好趁这个机会审视沃伦的提案，她若当上总统后可能也会采纳其他候选人的提案。

2020年民主党总统候选人民调
支持的受访者占比

资料来源：政治实势(Real Clear Politics)网站。2019年10月。

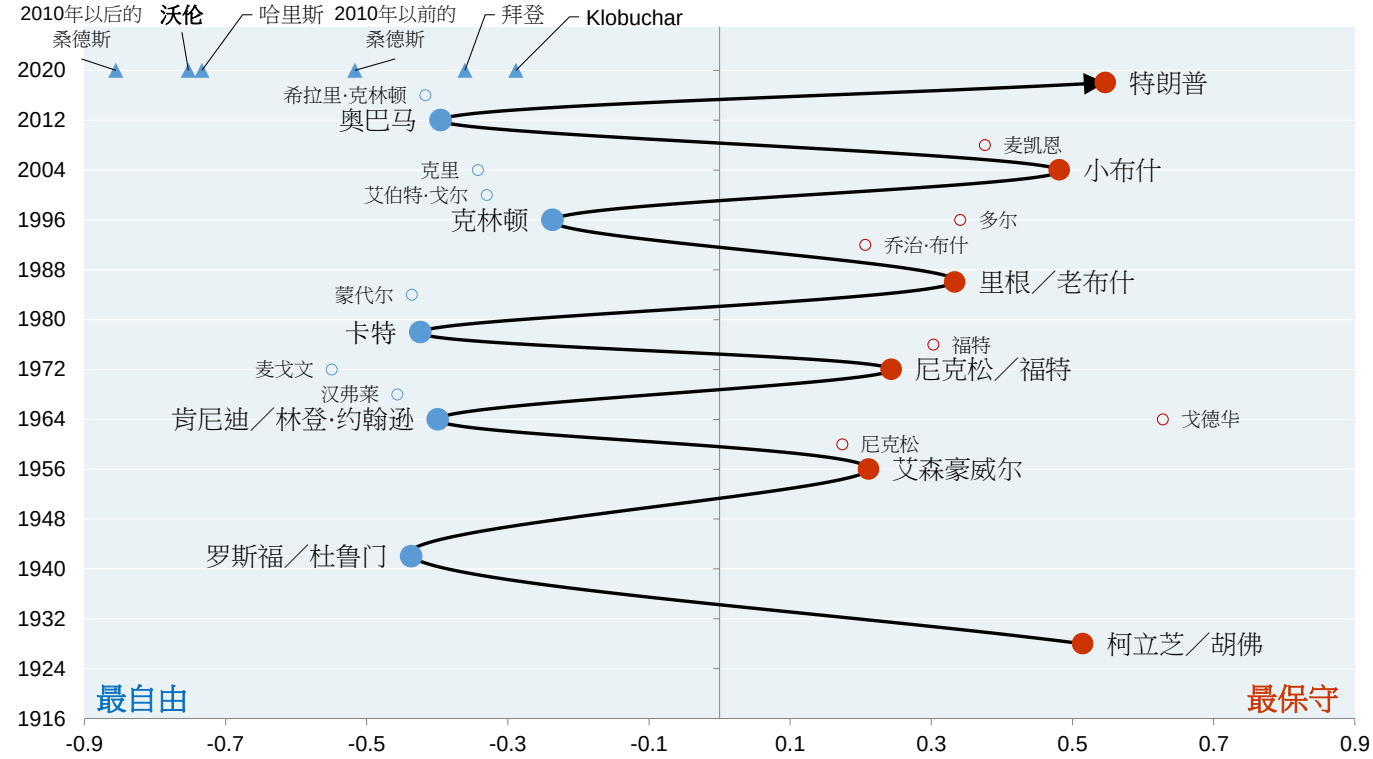
对2020年民主党准候选人的投注率
获得提名的几率%



资料来源：政治实势(Real Clear Politics)网站。2019年10月。

我在下面几页里提供了一些评估这些政策的图表和表格。这是一项政治上的墨迹测验，因为有些人会喜欢他们看到的大多数事物，而另一些人则不喜欢。有一点显而易见：目前进步派提案的广度与我们在去年 12 月初次展示的图表一致。**参议员沃伦从过去的实例衍生出来的一个政治谱系中占据一席之地，这个政治谱系的政策立场比二十世纪民主党总统还要明显偏左，而且也比渴望成为总统的民主党人偏左。**

历届总统政府的政治意识形态及对2020年的展望
加州大学洛杉矶分校Voteview自由-保守评分，得自国会表决历史
实心圆点 = 政府总计评分，空心圆点 = 败选候选人的评分



资料来源：Voteview 国会唱名表决数据库、摩根资产管理。2019 年。关于此图表构建方法的详细信息，包括历届政府累计得分当中包含国会表决历史的政治家名单，请参阅第 11 页。

进步派政策评估

下表简单列出了进步派关于税收、企业部门、劳工、能源、医疗、投资和学生债务的提案，其中大多都是由参议员沃伦提出。我们将在第6-10页对这些提案进行更加深入的分析。这些提案中的许多方案如要获得通过，民主党人就必须控制参议院，不仅仅是白宫，「加上」新的参议院多数党领袖必须同意将这些提案加入作为议事日程，「而且」民主党人可能不得不终止阻挠议案的战术。然而，鉴于近期的先例（特朗普在环境、贸易和边境问题上的单边行动），有些议案可以通过行政措施和监管规定而不是立法来获得通过。

进步派民主党提案		
税收	**企业部门**	**劳工**
收入100万美元以上的纳税人，资本利得税翻倍	控制或禁止股票回购（参见第6页）	取缔州「劳动权利」法律，「公平分担」费用允许工会向非会员收取费用
取消去世时给继承人的税基递增	分拆大银行，撤销特朗普关于放宽资本 / 流动性监管的规定，征收金融交易税	取消工会选举时的不记名投票
对未实现资本利得征税（参见第8页）	分拆科技巨头，恢复网络中立性法规	由员工选举40%以上的董事会成员（共同决定）
资本利得和股息视为普通所得缴税	收入在10亿美元以上的上市公司要求取得联邦特许，必须能够产生「显著的公共福利」……	行业层面的部门谈判
5000万美元以上征收2%的财富税	……「对社会产生显著积极影响」才能获得商务部的特许	减少独立合同工人的分类
遗产税上限为77%	「美国企业办公室(Office of US Corporations)」和州检察长可以请求撤销特许	对存在性别收入差异的联邦承包商收取罚金
收入25万美元以上的，适用新的12.4%的工薪税	政治开支需要75%的全体股东赞成	美国国家劳资关系委员会对侵犯劳工权益和存在不当解除劳动关系的企业和高管收取罚金
取消公司税削减，对1亿美元以上的公司利润征收附加税（参见第7页）	私募股权公司必须为被收购公司的债务和养老金偿还提供担保	加强对罢工工人的保护
医疗	**能源**	**学生债务**
全面覆盖老年和残障健康保险，无免赔额或共付额	禁止对私有土地使用水力压裂技术，禁止对联邦土地使用压裂 / 钻探技术（参见第9页）	减少95%负有学生债务的美国人（4500万人）的学生债务
禁止私营医疗保险	禁止出口化石燃料，不再新增核电厂	为75%的负有债务的学生彻底免除债务
设置药价上限，惩罚漫天要价的行为，和再进口补贴	废除对传统能源有利的税务规定	推行全民免费的公立大学教育
允许美国卫生及公共服务部生产 / 分包仿制药	未来10年里补贴1万亿美元，过渡到全部使用清洁能源	预计费用 = 9550亿美元

资料来源：Cornerstone Macro Research、CNBC、 warren.senate.gov。2019年。

再分配政策、股票市场板块存在的风险和禁止股票回购

在详细分析之前，首先对**再分配政策**做一个简短评论。我认为再分配政策从本质上来说对于经济不会带来有利或有害的影响；它取决于众多因素，如提高税率对不同收入水平的纳税人在投资和消费倾向方面造成的影响、联邦政府向生产／非生产性项目分配税收的效率、再分配政策对消费者和投资者情绪的影响、以及企业或个人行为的变化对联邦税收收入增加目标的影响／规避程度。即便如此，我确实认为再分配政策议程涉及的范筹越广，对私营部门产生难以预料的负面影响的可能性就越大。在 2019 年 6 月我们对北欧国家的分析中，我们发现北欧国家在某些方面甚至比美国「更加」营商友好；其税制主要依靠消费（增值税）和工薪税来支付福利开支；还有北欧的医疗体系普遍要求患者共同支付并设置免赔额来管理成本。**换句话说，即使是最进步的国家，首先也需要一个充满活力的私营部门和一些鼓励公民投资新企业和资本项目的激励措施支持，才能成功落实推行再分配政策。**

对股票市场板块的影响。 当思考**民主党在白宫和国会大获全胜**可能造成的影响时，我认为将来可能面临最大估值风险的行业板块似乎包括：银行（大型和中型银行）、生物技术、化工、能源勘探开采、医疗管理支付者／服务供应商、独立发电厂、综合油气企业、医疗设备、互联网巨头、支付处理商、品牌专业制药和专业／消费金融。至于**医疗**行业，虽然股价已经反映了大量负面情绪，但是许多提案基本上都是基于消除医疗体系中的私营部门租金，因此根据这些详细信息分析我相信医疗板块还会出现进一步下行风险。

尽管几乎没有任何证据显示企业寻求进行股票回购「而不是」招聘员工和资本支出，但似乎进步派民主党人普遍支持**对股票回购实施限制或彻底禁令**。右下图显示股票回购构成投资者回报主要贡献来源的行业板块。

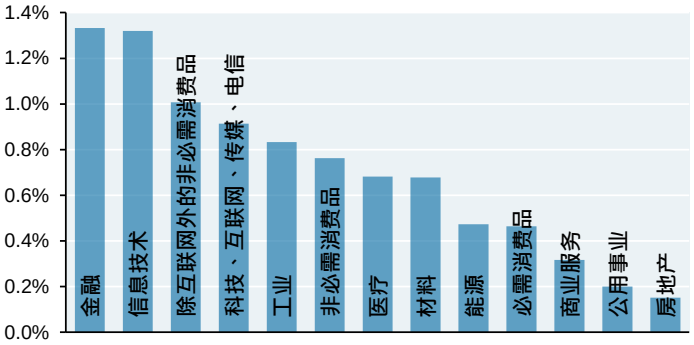
标准普尔500医疗行业与标准普尔500指数的估值对比

市盈率

资料来源：彭博。2019年10月4日。

标普500各行业板块产生的季度回购

占回购市值的比例，4个季度平均值



资料来源：RBC资本市场。2019年10月。

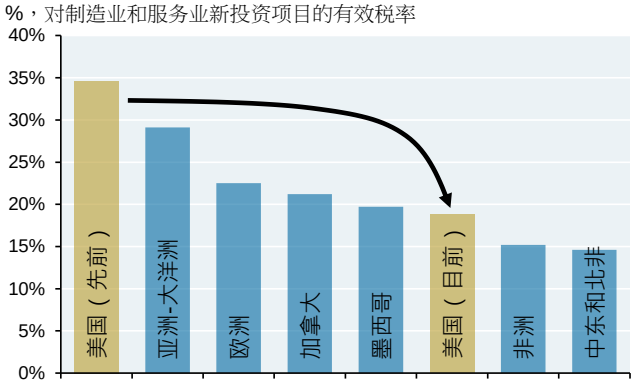
废除 2017 年企业税法案及对企业部门征收额外暴利税

2016 年，在七国集团和经合组织共 34 个成员国当中，美国的边际有效企业税率最高。2017 年的税收法案降低了美国企业税率使之与其他国家持平。因此，如果废除该法案，美国公司的实际税率将恢复到以前的水平，高于大多数其它发达国家和发展中国家。

降低企业税率也「曾是」民主党的一项政策议程。与总统的出口委员会、制造业委员会和就业委员会一样，由奥巴马总统领导的两党财政改革委员会曾在 2010 年建议（从罗马式的属人课税制）转换到属地课税制，其中财政委员会表明：「现行税制使美国公司与外国竞争对手比较时处于不利位置。美国应采用属地课税制度，使美国的税制与其他国家保持一致，从而创造公平的竞争环境」。 **提高公司税率[2]将是民主党内部在经济政策观点上出现转变的一个标志。**

边际有效税率

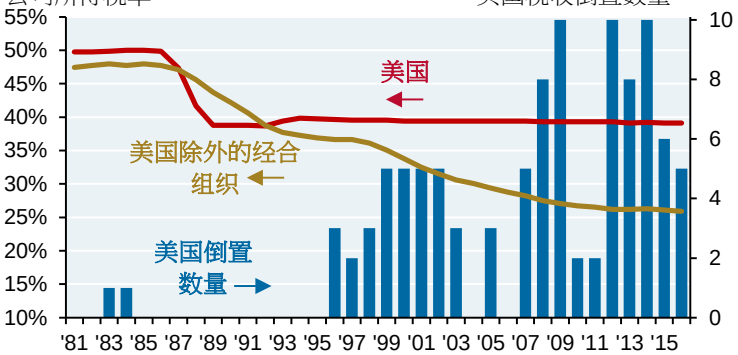
%，对制造业和服务业新投资项目的有效税率



资料来源：卡尔加里大学公共政策学院，Mintz & Bazel。企业税率为国内生产总值加权。2017年12月17日。

税率和迁出美国的税收倒置

公司所得税率 美国税收倒置数量



资料来源：乔治梅森大学Mercatus中心。2016年

就**对市场的影响**而言，2018 年美国削减企业所得税驱使标准普尔指数成份股公司的盈利一次性增加了 8%-10%。假设市盈率为 17.5 倍，仅仅废除企业所得税法案[3]就可能会导致标准普尔 500 指数公司的公允价值出现同样幅度的缩水。这是假定完全废除企业减税法案，但不包括参议员沃伦的提案，即对超过 1 亿美元的盈利额外征收 7%的暴利税，借此为可再生能源转型提供融资。从降低有效税率方面来看，减税后受益最多的行业板块包括通讯服务、非必需消费品和金融。

从**企业融资**的角度来看，2017 年的税收法案通过缩小美国与经合组织其他成员国之间的税收差距，减少了公司**倒置**（将注册地迁至海外）的诱因。除此之外，已经迁出的美国公司实际上受到新法案影响。废除 2017 年法案可能会导致税收倒置再次激增（税收倒置的发展历史请参见上图）。提醒一下，在新税法出台之前，从来没有一家公司「迁入」美国，这是美国企业税制缺乏竞争力的一个实例。

[2] 关于**金融交易税**，乔治敦大学一位金融学教授发表了一篇论文，您如果有兴趣可以读一读。该篇论文的主要结论是：在其他司法管辖区，由于地点切换（所得税收远少于预期），推行金融交易税往往难以成功（也常被废除）；而且成本往往会转嫁给消费者、纳税人和投资者，而不是被金融系统所消化。资料来源：《金融交易税：对投资者、消费者和纳税人征收的税项》，作者：James Angel，乔治敦大学，2019 年。

[3] 完全废除该企业税法案将使税率回升到 35%，并缩小企业税税基，因为 2017 年的法案通过限制利息费用扩大了税基。在不改变税基的情况下将税率提升至 28%，其经济影响与完全废除企业税法案相近。

《把财富像工资一样对待》：联邦政府如何对每年未实现的资本利得征税

由于参议员沃伦的财富税提案可能会受到宪法上的挑战（点击此处了解我们之前曾经讨论的内容），有鉴于此，即便她的竞选团队最终采纳了参议员怀登（俄勒冈州民主党参议员，参议院财政委员会资深成员）的提案，决定对现有和未来未实现资本利得按年征税，我也不会感到意外。关于《把财富像工资一样对待》的提案，其重点内容如下：

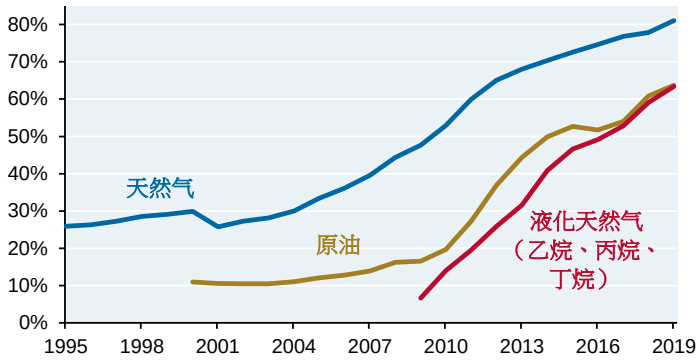
- 所有资本利得按普通所得征税
- 富裕纳税人将不得不使用「**反递延会计规则**」，该等规则要求对公开交易证券的损益按市值计价征税，并对不可交易资产实施回溯征税
- 哪些是「富裕人士」?连续三年每年按通胀调整后的收入超过 100 万美元「或」资产超过 1,000 万美元的纳税人
- 计算资产门槛时将会包含哪些资产?现金、股票、合伙权益、债券、期货、期权和其他衍生产品；房地产；获得的专利、版权和无形资产；以及收藏品
- 这些规则如何适用于可交易证券?按年缴纳未实现收益的税金（或出现亏损时的税收减免）。年终按市价计算的价值将会成为下一年的资产基数
- 这些规则如何适用于不可交易的资产?该提案承认对没有市场价格可供使用的不可交易资产进行年度评估，在行政处理上涉及一定复杂性[4]。就此，纳税人在「实际」出售资产时需要支付一笔**回溯费用**，旨在消除递延所得税的优惠。有一种可行的办法：对递延税款收取利息，情况类似于对逾期申报的纳税人征收罚金
- 豁免：主要和第二居所的合计价值首 200 万美元不计入 1000 万美元的资产门槛，并且免收回溯费用。家庭农场的总价值首 500 万美元也将获得免税。此外，退休账户资产中的首 300 万美元不计入 1000 万美元的资产门槛，任何退休账户中的金额均毋需缴纳按市值计价的费用或回溯费用
- 按市值计价和回溯费用规定是否适用于**当前**未实现的资本利得?适用。所有资本利得，即使属于本提案获得通过颁布之前积累的资本利得，均需缴纳年终按市值计价或回溯费用。由于这一提案或会导致第一年出现巨额税款，因此当中将会包含过渡规定，允许纳税人在数年内完成缴税
- 对于税赋转嫁实体，有关规定适用于合伙人或股东层面。税赋转嫁实体将会负责申报按市值计价的损益和回溯费用的份额。这些规则「不」适用于公开交易的 C 类公司，但是该提案指出这项方案必须包含反滥用规定，防止纳税人利用私营 C 类公司规避上述费用
- 与沃伦提出的财富税不同，怀登的方案建议在现行税收制度框架内可行。虽然法院可能会质疑未实现收益是否确实构成应税「所得」，但现行税法已经对一些未实现收益采取了按市值计价征税。例如，第 1256 条规定对特定衍生产品合约实施按市值计价征税、第 475 条规定对证券交易商实施按市值计价的会计处理、第 877A 条规定对移居国外的人士征收「退出税」。在第 1291 条被动外商投资公司超额分配规则中，也存在对不可交易的资产收取回溯费用的先例，与上述情况类似。通过对不可交易资产的收益征收回溯费用，怀登的提案还避免了参议员沃伦提出的方案中存在的诸多复杂性，因为她的方案要求每年都需要评估此类资产的价值

[4] 美国税收和经济政策研究所积极提出了一个关于如何在年度财富税制度下对不可交易的房地产征税的设想。通过立法制定联邦财富税，可以规定每当纳税人质疑美国国税局对其房地产的估值时，财政部将向任何州或地方政府提供纳税人自己对其房地产的估值，然后这些州或地方政府可能会利用**土地征用权**取得该房产，并声称他们支付了「正当的补偿」。**没错，他们就是这么写的**。

立即禁止水力压裂技术可能构成的影响

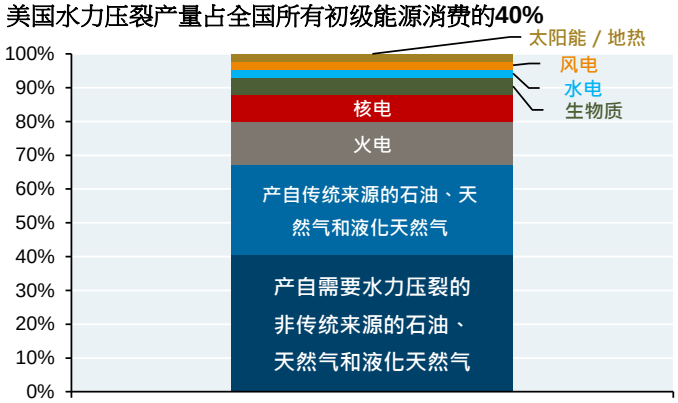
目前美国利用水力压裂技术的产量占石油、天然气和液化天然气产量的60%-80%。此外，美国国内采用水力压裂技术生产的石油和天然气，占全国初级能源消费高达40%。虽然美国的可再生能源发电量正在增长，但其增长速度还不足以立即放弃通过压裂开采的天然气和石油，因为美国的主要目标是要停运陈旧的发电站和核电站同时减少对外国石油的依赖。在缺乏全国性电网和廉价能源库存的情况下（请参阅下面第6张图表），天然气是间歇性可再生能源不可或缺的补充。

美国用水力压裂开采的石油和天然气产量所占百分比



资料来源：美国能源信息署、美国能源部、摩根资产管理。2019年。

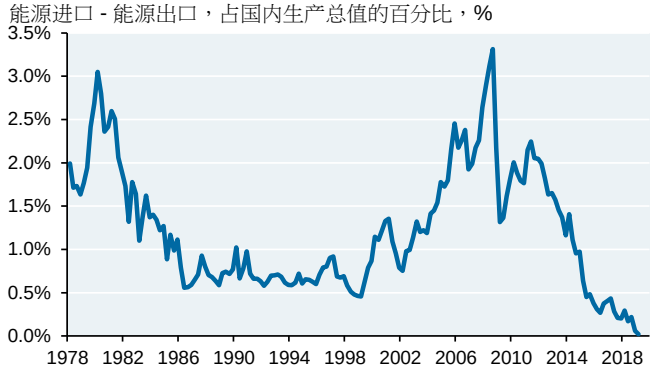
美国水力压裂产量占全国所有初级能源消费的40%



资料来源：美国能源信息署、英国石油、石油工程师学会、标普全球普氏、摩根资产管理。2018年。

美国净能源逆差，按美元计算

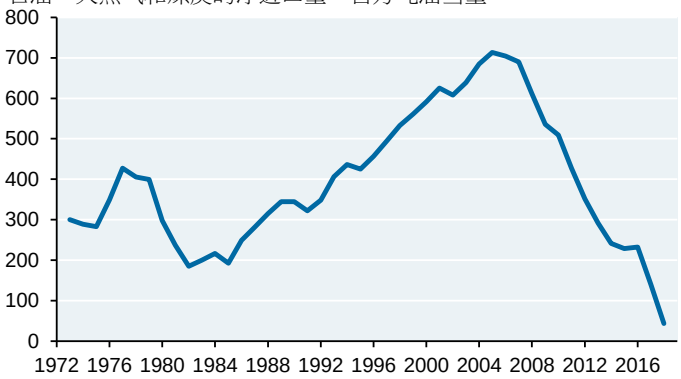
能源进口 - 能源出口，占国内生产总值的百分比，%



资料来源：美国经济分析局、Haver Analytics、摩根资产管理。2019年第一季度。

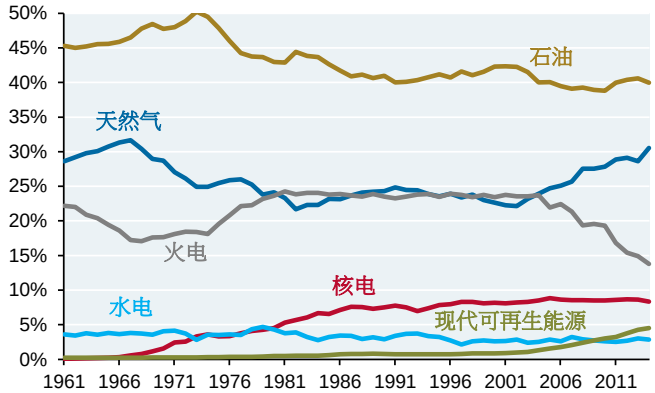
美国净能源逆差，按能源计算

石油、天然气和煤炭的净进口量，百万吨油当量



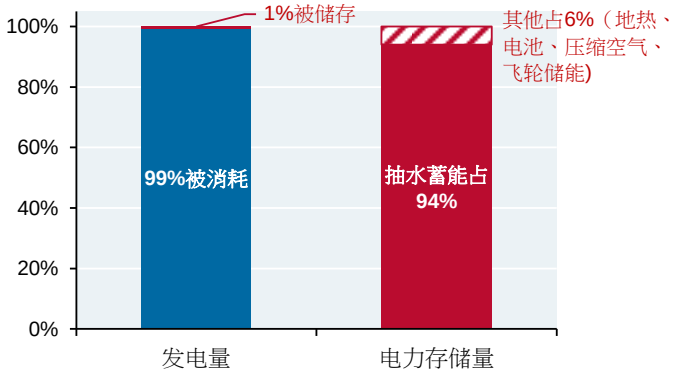
资料来源：美国能源信息署、摩根资产管理。2019年。

美国初级能源消费来源



资料来源：英国石油公司《世界能源统计年鉴》。2019年。

美国的发电量只有1%被储存起来，而且多是通过已有几十年历史的抽水蓄能储存

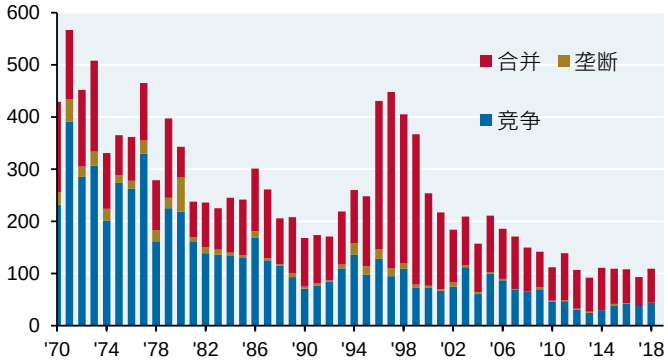


资料来源：美国能源信息署、美国环境保护署、摩根资产管理。2018年。

反垄断与科技行业

关于科技巨头是否正在对消费者产生负面影响及／或是否正在对潜在竞争对手造成不利冲击，市场上存在着激烈的争论。我们在本文不会就此进行辩论[5]；从下面监管表格显示，在反垄断调查（特别是科技行业）减少了 50 年之后，许多政客目前都认为科技巨头正在对消费者带来负面影响，甚至对潜在竞争对手构成不利冲击。如果这一因素将会对科技行业产生负面影响，可能也会对投资者产生不利影响，因为自 2010 年以来科技行业的回报率几乎是股市内其他行业所得回报的两倍（第 3 张图表），而且不少科技巨头一直都非常积极地收购营业收入和智慧资本（第 4 张图表）。

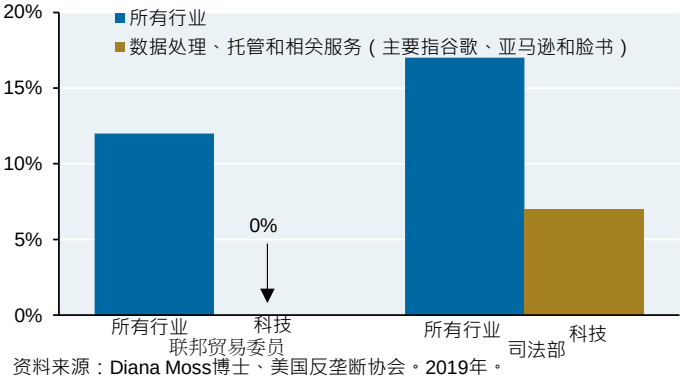
司法部发起的反垄断调查数量



资料来源：美国司法部。2018年。

联邦贸易委员会／司法部对科技行业的反垄断执法率较低

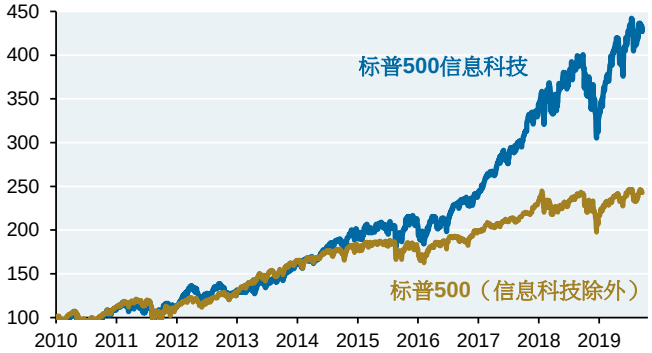
监管机构提出质疑的比率



资料来源：Diana Moss博士、美国反垄断协会。2019年。

标普科技板块与标普（科技板块除外）总回报指数表现比较

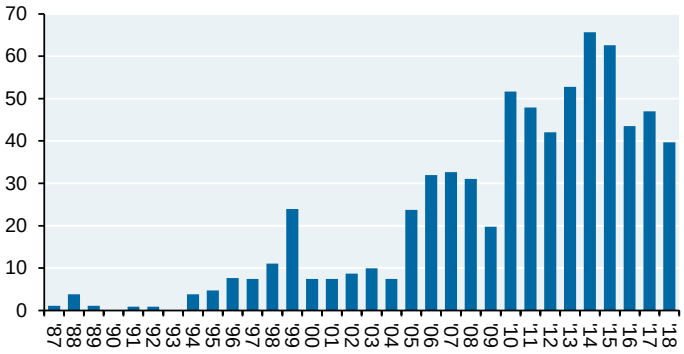
2010年1月 = 100



资料来源：彭博。2019年9月30日。

科技巨头的收购交易

收购交易数量



资料来源：Diana Moss博士、美国反垄断协会。2018年。

科技行业 / 反垄断（红色 = 已实施）	
受影响的公司	**措施**
脸书、谷歌	纽约州 / 德州发起反垄断调查；48个州同意对谷歌启动反垄断调查
亚马逊、苹果、脸书、谷歌	众议院司法委员会在反垄断调查中要求科技公司高管提供电子邮件
亚马逊	联邦贸易委员会针对反竞争行为启动反垄断调查
亚马逊、脸书、谷歌	司法部展开广泛反垄断调查
FAANG	沃伦提出分拆科技公司，指定科技平台为独立于其他业务的「公用事业公司」，撤销反竞争合并案
加州科技公司	利用用户数据谋利的科技公司向相关用户支付「数字数据分红」
亚马逊、优步、Lyft	加州通过一项法案，要求将零工经济中的合同工人变为正式员工
脸书	联邦贸易委员会对脸书侵犯隐私的行为罚款50亿美元
高通	判决高通违反了反垄断法
亚马逊、 eBay、爱彼迎	要求在线平台收取本地税

资料来源：彭博、Cornerstone Macro Research、洛杉矶时报、The Hill、联邦贸易委员会、华尔街日报、纽约时报。2019年。

[5] 咨询公司奥纬咨询在 2018 年曾经发布一篇文章（据说是由脸书赞助），反驳脸书、谷歌和亚马逊并没有对整体风投市场产生重大影响。批评者认为，如果把分析范围缩小到只有与这三家企业直接竞争的公司，实际上存在一个风投活动减少的「**杀戮地带**」（例如布鲁金斯学会非驻会高级研究员 Ian Hathaway 于 2018 年 10 月发表的报告）。

我们的政治谱系钟摆图

历届政府得分依据的是我们所挑选的政治家（请参阅下列名单），包括其行政部门成员的国会投票表决历史、支持政府主要立法动议及／或捍卫其政治和管理原则的著名国会成员。每位政治家的自由保守主义程度基于 Voteview 数据计算得出，基本上反映了其投票支持自身阵营的频率。自八十年代以来，Voteview 数据一直被应用于有关两极分化和国会历史的同行评议研究中，并且对 1789 年首届国会以来的所有国会政治家根据其投票记录给出意识形态分数。该项目始于来自佐治亚大学的 Keith Poole 和纽约大学／卡耐基梅隆大学的 Howard Rosentha 的开创性工作（《美国政治的两极分化》，1984 年），现在则由美国加州大学洛杉矶分校政治科学院负责。我们在2018年12月10日发布的《放眼市场》（点击此处查看）首次讨论了这张图表，文中我们还阐述了温和派政治家数量减少与美国经济长期增长下降同时出现的原因。

历届政府得分中包含的人员：
特朗普政府：科顿、格雷厄姆、哈奇、麦卡锡、梅多斯、保罗、珀杜、瑞安、斯卡利斯、塞申斯
奥巴马政府：拜登、杜宾、希拉里·克林顿、肯尼迪、克里、奥巴马、佩洛西、瑞德、韦克斯曼
小布什政府：阿什克罗夫特、布朗特、切尼、迪莱、凯尔、麦康奈尔、桑托勒姆
克林顿政府：本特森、卡珀、柴尔斯、盖普哈特、H.福特、努恩、罗布
里根／老布什政府：贝克、布什、多尔、肯普、拉塔、拉克萨特、卢加尔、米歇尔
卡特政府：伯奇·贝、伯德、霍金斯、蒙代尔、奥尼尔、赖特
尼克松／福特政府：福特、洛特、珀西、罗德、桑德曼、斯科特、威金斯
约翰·肯尼迪／林登·约翰逊政府：博林、汉弗莱、杜勒斯、约翰·肯尼迪、曼斯菲尔德、麦卡锡、麦科马克
艾森豪威尔政府：迪肯斯、杜勒斯、佛兰德、尼克松、索顿斯托尔、史密斯、塔夫脱
富兰克林·罗斯福／杜鲁门政府：巴克利、布莱克、贝尔纳斯、加纳、加菲、麦科马克、罗宾逊、萨巴斯、杜鲁门
柯立芝／胡佛政府：柯蒂斯、霍利、隆沃思、摩西、蒂尔森、沃特森

本周缩略语
B2B 企业对企业；**DoJ** 司法部； **E&P** 勘探与生产；**EU** 欧盟； **FAANG** 脸书、亚马逊、苹果、奈飞、谷歌；**FTC** 联邦贸易委员会；**FTT** 金融交易税； **FX** 外汇； **IP** 知识产权；**IPO** 首次公开发行；**IRA** 个人退休账户；**NLRB** 国家劳动关系委员会；**OECD** 经合组织；**VAT** 增值税；**WTO** 世界贸易组织

本文件之目的：
本文件仅供一般说明之用。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，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JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）摩根大通的其他领域所表达的观点、意见、预测及投资策略不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。

一般风险及考虑因素：
本文件表达的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置／多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等）或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通代表联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标／情况的讨论。

非依赖性：
本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出担保或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明／参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为摩根大通研究报告看待**。任何预测的表现和风险仅以表达的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及／或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。

摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

法律实体、品牌及监管信息：
在**美国**，银行存款账户（例如支票、储蓄及银行贷款）可能须经批准。存款产品及相关服务乃由摩根大通银行**(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**卢森堡**，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司（简称「摩根大通银行卢森堡」）发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，注册编号为 R.C.S Luxembourg B10.958，由摩根大通银行卢森堡经卢森堡金融监管委员会（CSSF）授权并受其监管，並受欧洲央行及 CSSF 共同监督。根据 1993 年 4 月 5 日颁布的法律，摩根大通银行卢森堡有限公司经授权成为一家信贷机构。

在**英国**，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行发行。在英国脱欧（脱欧是指英国根据《欧盟公约》第 50 条法案退出欧盟，或其后将会丧失英国与欧洲经济区余下成员国之间获得金融服务的能力）之前，摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行须受英国金融市场行为监管局及英国审慎监管局的有限监管。有关英国金融市场行为监管局及英国审慎监管局对摩根大通进行监管之详细范围，摩根大通可应要求提供。英国脱欧后，摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行是由英国审慎监管局授权，并须受英国金融市场行为监管局监管以及英国审慎监管局的有限监管。有关英国审慎监管局对摩根大通进行监管之详细范围，摩根大通可应要求提供。在**西班牙**，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司 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。摩根大通银行卢森堡有限公司 Sucursal en España（马德里分行）已于西班牙银行行政注册处登记注册，注册编号为 1516，并受西班牙国家证券市场委员会（Comisión Nacional de Valores，简称「CNMV」）监管。在**德国**，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司法兰克福分行分派，其注册办事处位于 Taunustor 1 (Taunus Turm), 60310 Frankfurt, Germany，受德国金融监管委员会（CSSF）及欧洲中央银行共同监管，在部分地区亦须受德国联邦金融监管局（简称为「BaFin」）监管。在**意大利**，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司米兰分行分派，其注册办事处位于 Via Cantena Adalberto 4, Milan 20121, Italy，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。此外，本文件亦可由下列机构分派：受到法国银行监管机构(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution 及 Autorité des Marchés Financiers) 监管的**摩根大通银行巴黎分行**，或受到瑞士金融市场监督管理局(FINMA)监管的 **J.P. Morgan (Suisse) SA**。

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，我们将会在不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。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。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。

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例和／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。

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（如摩根大通银行及摩根大通证券）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。**摩根大通银行及／或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。

本报告内提及的「摩根大通」是指 JPMorgan Chase & Co 以及其全球附属和关联公司。

本文件是保密文件，仅供您个人使用。未经摩根大通的事先同意，不应向任何其他人士分派本文件的内容。未经摩根大通的事先同意，任何其他人士不得复制或利用本文件作非个人使用。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，请与您的摩根大通代表联络。

本文件的收件人已同时获提供中文译本。

尽管我们提供中文文件，但据摩根大通理解，收件人或其指派的顾问（若适用）有足够能力阅读及理解英文，且中文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。

© 2019 年。摩根大通。版权所有。