

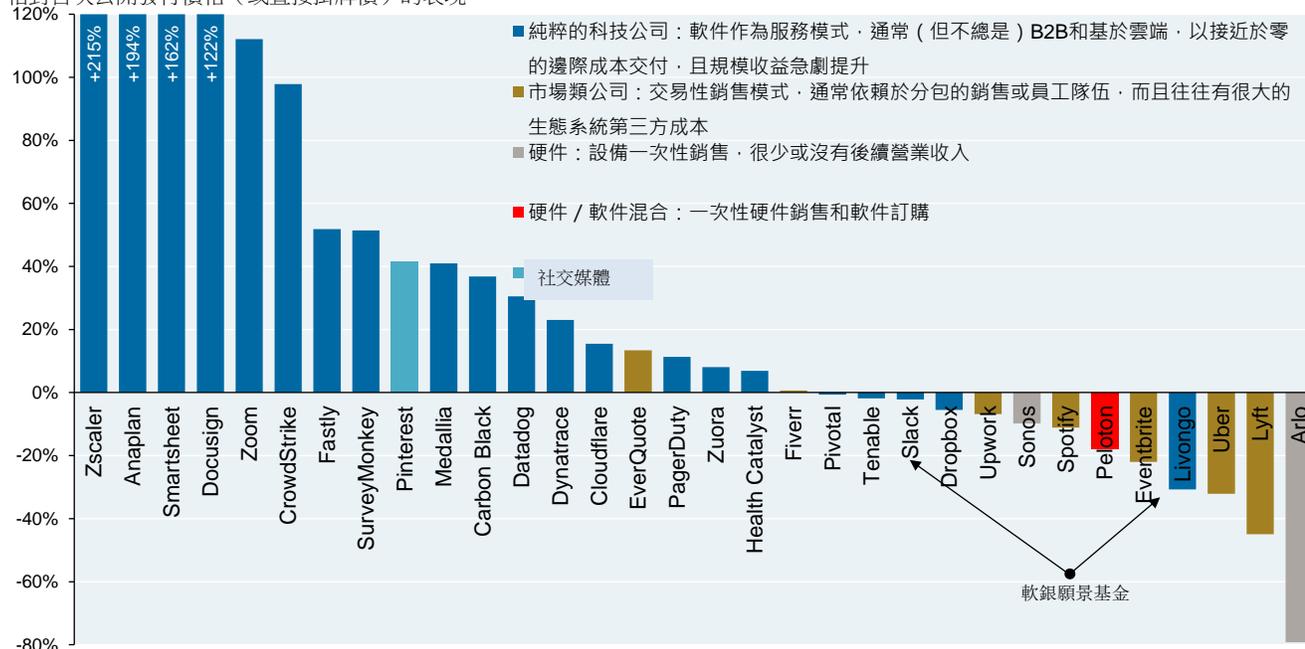


主題：美國科技股首次公開發行表現剖析；隨着中國在華盛頓越來越不受歡迎，特朗普主義風險持續上升；鑑於沃倫參議員的崛起，正好借此機會審視進步派民主黨政策的提案

近期一些美國科技公司不論是首次公開發行前後在市場上均遭遇困境並成為投資者的關注焦點。在這輪洗牌中失利的一方：誠如下圖所示，大多數「真正」科技股的首次公開發行表現尚可。「周邊技術」公司雖然屬於寬泛的科技範疇但卻不是純粹科技公司，當中不少公司仍然在掙扎求存。圖表右側反映許多公司的總營業收入增長和自由現金流利潤率也未能達到簡單的「40%規則」的檢驗標準（以優步、Arlo、Eventbrite 和 Pivotal 為例，40%規則檢驗實際上得出了負值，而且對於 Zuora 和 Upwork 來說，雖然通過 40%規則檢驗得出正值但卻低於 20%）。

2018/2019年科技公司首次公開發行的表現出了什麼問題？

不用擔心，只要您實際上買入的是真正的科技公司
相對首次公開發行價格（或直接掛牌價）的表現



資料來源：彭博，公司財務報表，Stratechery.com，摩根資產管理。2019年10月4日。上圖中所示公司僅供說明用途。將這些公司納入其中並不能解讀為買賣建議。使用上述公司絕非得到了摩根資產管理公司投資管理服務的認可。

關於首次公開發行和科技行業的其他評論：

- 自 2010 年以來分散多個不同行業的首次公開發行投資並沒有給投資者帶來多少利益。從最新研究¹可見，市場採用了兩種不同方法。第一種方法是利用一個包含 200 宗首次公開發行的投資組合，通過出售表現最差股票所得資金作為買入每一宗首次公開發行新股的融資。自 2010 年以來，這個投資組合的相對表現一直與市場持平。第二種方法主要考察自 2010 年以來所有首次公開發行在假設持有兩年的期限內的相對表現。首次公開發行個股的表現「中值」比市場平均水平低 20%。「平均」回報率較好，但也只能與市場回報率持平，主要靠賴其中 2%的首次公開發行个股實現了超過 200%回報率。首次公開發行个股表現不佳可以歸咎於醫療行業，該行業是自 2010 年以來美國首次公開發行市場上發行規模最大、表現最差的行業。
- 雖然與上圖無直接關聯，但我認為值得指出的是：在電腦處理能力方面，**摩爾定律**的增幅已經放緩到每年只有幾個百分點，而且自 2004 年以來時鐘（微處理器）速度也毫無進展。隨着登納德縮放比例定律現象的終結，元器件大小尺寸可能已經達到了原子量級，成為了當前爭取進一步改進空間的自然極限。

¹ 《首次公開發行的制勝元素》，高盛全球策略報告，2019年9月4日。

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



隨着中國在華盛頓越來越不受歡迎，關於貿易戰的最新消息

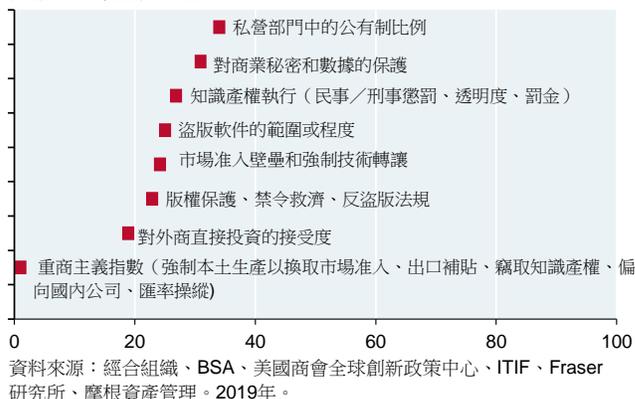
誠如我們在勞動節發布的《放眼市場》中指出，我們認為美國股市目前由於受到特朗普主義影響而維持區間震盪，震盪區間的上限為標準普爾 500 指數約 3,000 點。關於貿易戰的最新發展包括盧比奧參議員的提案：讓不符合美國會計和證券法規的中國公司退市（2013 年達成的一項協議允許美國監管機構要求中國提供審計工作底稿沒有得到有效執行，這是意料中事），還有禁止聯邦退休金賬戶對中國的投資。如今，關於貿易戰進程最重要的圖表可能是下面第二張圖表。中國加入世貿組織接近二十年了，但中國仍然是世界上最重商主義的國家，在華府兩黨中幾乎沒有盟友為他們辯護，即便私營部門也受到諸多批評。就目前而言，最好結果就是雙方基於互惠互利的農產品貿易達成一項局部協議，尤其是在中方死了 1 億頭豬之後正在考慮釋放其策略冷凍豬肉儲備的情況下。

再見了，黃磚路：特朗普主義向投資者露出真面目，標普500指數的水平



中國：世界上最重商主義的國家

指數，0=最重商主義



上周，世貿組織授權美國對部分歐洲產品加徵關稅，以此作為歐盟給予空中巴士不公平補貼而對美國提供的補償。美國貿易代表稱，將於 10 月 18 日開始對噴射客機加徵 10% 關稅，並且對威士忌／葡萄酒／乳酪加徵 25% 關稅。可被加徵關稅的商品最高金額不大（75 億美元），卻可能會導致歐盟採取報復行動。



美國製造業調查報告和行政總裁信心疲弱、第二季度／第三季度美國公司利潤沒有增長以及全球跨境資本支出和併購活動持續下滑，都表明貿易戰造成的影響正在加大。美國資本支出的增速也從 5.5% 下降到大約 2%，但這似乎更明顯地反映了波音飛機表現慘淡所拖累和石油行業鑽機數量下降帶來的影響。迄今為止，美國消費者及相關服務業（汽車銷售、零售銷售額、就業率和信心等）的表現相較穩健。從這些數據來看，**特朗普正在玩火，因為二者之間的差距不可能無限期地持續下去。**事實上，上周美國服務業調查指數下滑，也許反映了製造業與服務業之間的差距已經開始縮小的跡象。隨着美國經濟成功避免步入衰退，預計未來幾個月經濟將會出現溫和增長和企業盈利反彈，但是上頁所顯示特朗普主義交易區間仍將保持不變。

服務業保持穩健，製造業持續下滑

50以上 = 擴張



資料來源：美國供應管理協會、彭博。2019年9月。

消費者保持樂觀，行政總裁信心正在削弱

指數，1985年 = 100，3個月移動平均值

50以上 = 展望正面



資料來源：美國經濟諮商局。2019年9月。

由於歐洲更加依賴出口，其商業調查結果相比美國更加疲軟。**中國**方面，用以衡量國內經濟活動年同比增長的追蹤指數已經從 2018 年 1 月的 7% 下降到 2019 年 8 月的 4%。

中國經濟活動追蹤指數

年同比 %



包括：發電量、財政收入、實際出口，港口輸送量、零售銷售額、金融服務代理指標、航空／鐵路／高速公路貨運量

資料來源：美銀美林。2019年8月。

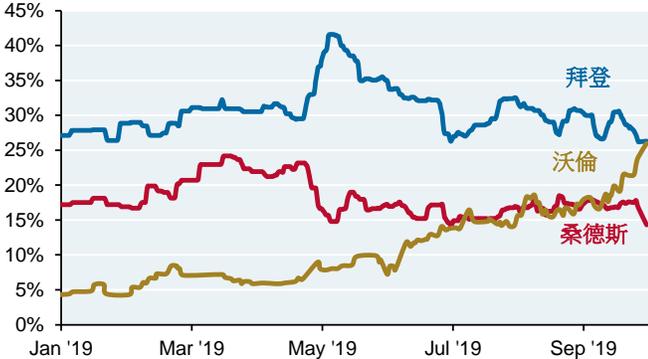


沃倫之戰：進步派民主黨人正奮力作戰

鑑於參議員沃倫的民意調查支持率和博彩市場投注率持續上升，正好趁這個機會審視沃倫的提案，她若當上總統後可能也會採納其他候選人的提案。

2020年民主黨總統候選人民調

支持的受訪者佔比



資料來源：政治實勢(Real Clear Politics)網站。2019年10月。

對2020年民主黨準候選人的投注率

獲得提名的機率%



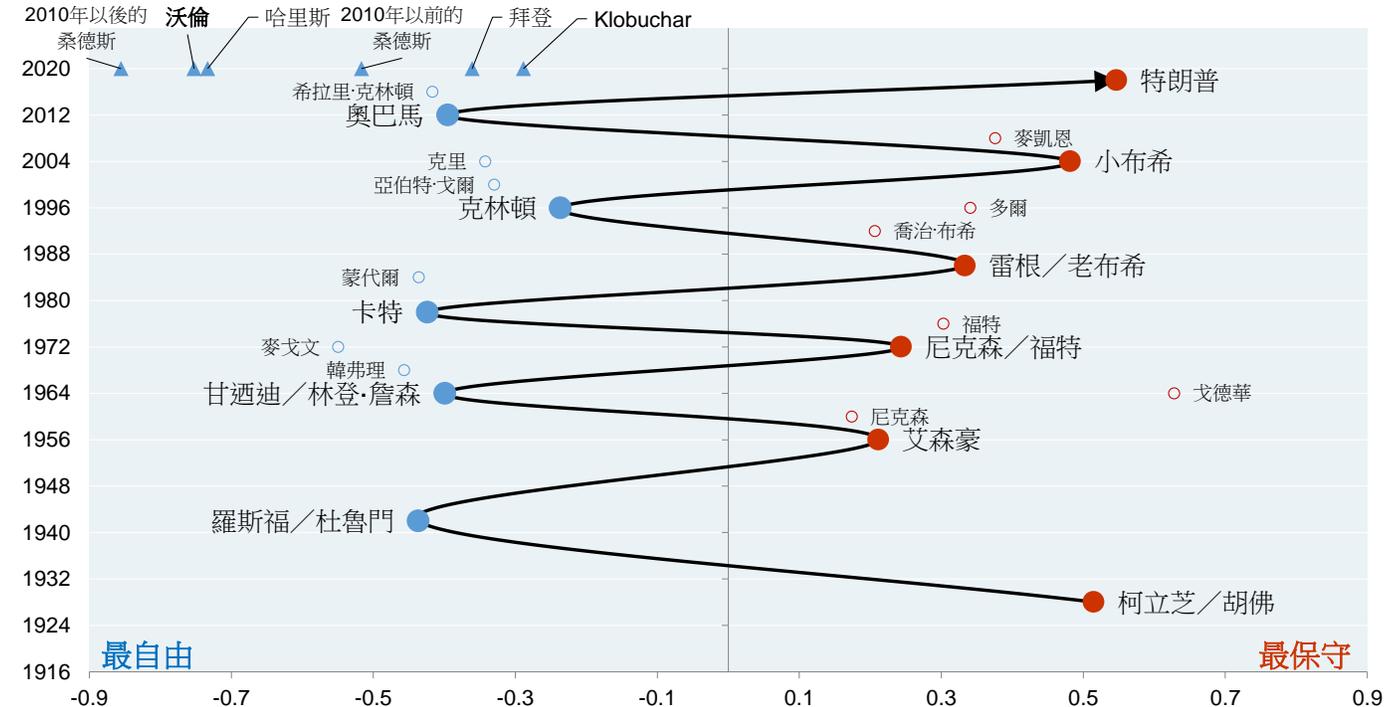
資料來源：政治實勢(Real Clear Politics)網站。2019年10月。

我在下面幾頁裡提供了一些評估這些政策的圖表和表格。這是一項政治上的墨跡測驗，因為有些人會喜歡他們看到的大多數事物，而另一些人則不喜歡。有一點顯而易見：目前進步派提案的廣度與我們在去年12月初次展示的圖表一致。參議員沃倫從過去的實例衍生出來的一個政治譜系中佔據一席之地，這個政治譜系的政策立場比二十世紀民主黨總統還要明顯偏左，而且也比渴望成為總統的民主黨人偏左。

歷屆總統政府的政治意識形態及對2020年的展望

加州大學洛杉磯分校Voteview自由-保守評分，得自國會表決歷史

實心圓點 = 政府總計評分，空心圓點 = 敗選候選人的評分



資料來源：Voteview 國會唱名表決數據庫、摩根資產管理。2019年。關於此圖表構建方法的詳細資訊，包括歷屆政府累計得分當中包含國會表決歷史的政治家名單，請參閱第11頁。



進步派政策評估

下表簡單列出了進步派關於稅收、企業部門、勞工、能源、醫療、投資和學生債務的提案，其中大多都是由參議員沃倫提出。我們將在第6-10頁對這些提案進行更加深入的分析。這些提案中的許多方案如要獲得通過，民主黨人就必須控制參議院，不僅僅是白宮，「加上」新的參議院多數黨領袖必須同意將這些提案加入議事日程，「而且」民主黨人可能不得不終止阻撓議案的戰術。然而，鑑於近期的先例（特朗普在環境、貿易和邊境問題上的單邊行動），有些議案可以通過行政措施和監管規定而不是立法來獲得通過。

進步派民主黨提案		
稅收	企業部門	勞工
收入100萬美元以上的納稅人，資本利得稅翻倍	控制或禁止股票回購（參見第6頁）	取締州「勞動權利」法律，「公平分擔」費用允許工會向非會員收取費用
取消去世時給繼承人的稅基遞增	分拆大銀行，撤銷特朗普關於放寬資本/流動性監管的規定，徵收金融交易稅	取消工會選舉時的不記名投票
對未實現資本利得徵稅（參見第8頁）	分拆科技巨頭，恢復網絡中立性法規	由員工選舉40%以上的董事會成員（共同決定）
資本利得和股息視為普通所得繳稅	收入在10億美元以上的上市公司要求取得聯邦特許，必須能夠產生「顯著的公共福利」	行業層面的部門談判
5000萬美元以上徵收2%的財富稅「對社會產生顯著積極影響」才能獲得商務部的特許	減少獨立合同工人的分類
遺產稅上限為77%	「美國企業辦公室(Office of US Corporations)」和州檢察長可以請求撤銷特許	對存在性別收入差異的聯邦承包商收取罰金
收入25萬美元以上的，適用新的12.4%的工薪稅	政治開支需要75%的全體股東贊成	美國國家勞資關係委員會對侵犯勞工權益和存在不當解除勞動關係的企業和高管收取罰金
取消公司稅削減，對1億美元以上的公司利潤徵收附加稅（參見第7頁）	私募股權公司必須為被收購公司的債務和養老金償還提供擔保	加強對罷工工人的保護
醫療	能源	學生債務
全面覆蓋老年和殘障健康保險，無免賠額或共付額	禁止對私有土地使用水力壓裂技術，禁止對聯邦土地使用壓裂/鑽探技術（參見第9頁）	減少95%負有學生債務的美國人（4500萬人）的學生債務
禁止私營醫療保險	禁止出口化石燃料，不再新增核電廠	為75%的負有債務的學生徹底免除債務
設置藥價上限，懲罰漫天要價的行為，和再進口補貼	廢除對傳統能源有利的稅務規定	推行全民免費的公立大學教育
允許美國衛生及公共服務部生產/分包仿製藥	未來10年裡補貼1萬億美元，過渡到全部使用清潔能源	預計費用 = 9550億美元

資料來源：Cornerstone Macro Research、CNBC、warren.senate.gov。2019年。



再分配政策、股票市場板塊存在的風險和禁止股票回購

在詳細分析之前，首先對**再分配政策**做一個簡短評論。我認為再分配政策從本質上來說對於經濟不會帶來有利或有害的影響；它取決於眾多因素，如提高稅率對不同收入水平的納稅人在投資和消費傾向方面造成的影響、聯邦政府向生產／非生產性項目分配稅收的效率、再分配政策對消費者和投資者情緒的影響、以及企業或個人行為的變化對聯邦稅收收入增加目標的影響／規避程度。即便如此，我確實認為再分配政策議程涉及的範疇越廣，對私營部門產生難以預料的負面影響的可能性就越大。在**2019年6月我們對北歐國家的分析**中，我們發現北歐國家在某些方面甚至比美國「更加」營商友好；其稅制主要依靠消費（增值稅）和工薪稅來支付福利開支；還有北歐的醫療體系普遍要求患者共同支付並設置免賠額來管理成本。**換句話說，即使是最進步的國家，首先也需要一個充滿活力的私營部門和一些鼓勵公民投資新企業和資本項目的激勵措施支持，才能成功落實推行再分配政策。**

對股票市場板塊的影響。當思考民主黨在白宮和國會大獲全勝可能造成的影響時，我認為將來可能面臨最大估值風險的行業板塊似乎包括：銀行（大型和中型銀行）、生物技術、化工、能源勘探開採、醫療管理支付者／服務供應商、獨立發電廠、綜合油氣企業、醫療設備、互聯網巨頭、支付處理商、品牌專業製藥和專業／消費金融。至於**醫療行業**，雖然股價已經反映了大量負面情緒，但是許多提案基本上都是基於消除醫療體系中的私營部門租金，因此根據這些詳細資訊分析我相信醫療板塊還會出現進一步下行風險。

儘管幾乎沒有任何證據顯示企業尋求進行股票回購「而不是」招聘員工和資本支出，但似乎進步派民主黨人普遍支持**對股票回購實施限制或徹底禁令**。右下圖顯示股票回購構成投資者回報主要貢獻來源的行業板塊。

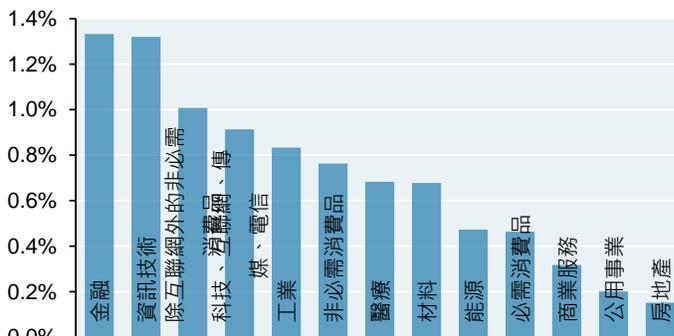
標準普爾500醫療行業與標準普爾500指數的估值對比
市盈率



資料來源：彭博。2019年10月4日。

標普500各行業板塊產生的季度回購

佔回購市值的比例，4個季度平均值



資料來源：RBC資本市場。2019年10月。



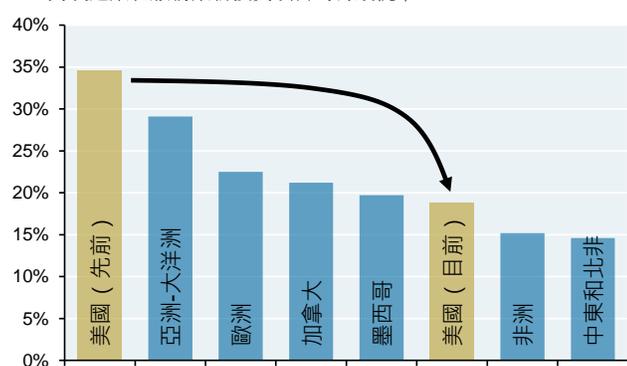
廢除 2017 年企業稅法案及對企業部門徵收額外暴利稅

2016 年，在七國集團和經合組織共 34 個成員國當中，美國的邊際有效企業稅率最高。2017 年的稅收法案降低了美國企業稅率使之與其他國家持平。因此，如果廢除該法案，美國公司的實際稅率將恢復到以前的水平，高於大多數其它發達國家和發展中國家。

降低企業稅率也「曾是」民主黨的一項政策議程。與總統的出口委員會、製造業委員會和就業委員會一樣，由奧巴馬總統領導的兩黨財政改革委員會曾在 2010 年建議（從羅馬式的屬人課稅制）轉換到屬地課稅制，其中財政委員會表明：「現行稅制使美國公司與外國競爭對手比較時處於不利位置。美國應採用屬地課稅制度，使美國的稅制與其他國家保持一致，從而創造公平的競爭環境」。提高公司稅率²將是民主黨內部在經濟政策觀點上出現轉變的一個標誌。

邊際有效稅率

%，對製造業和服務業新投資項目的有效稅率



資料來源：卡爾加里大學公共政策學院，Mintz & Bazel。企業稅率為國內生產總值加權。2017年12月17日。

稅率和遷出美國的稅收倒置



資料來源：喬治梅森大學Mercatus中心。2016年

就對市場的影響而言，2018 年美國削減企業所得稅驅使標準普爾指數成份股公司的盈利一次性增加了 8%-10%。假設市盈率為 17.5 倍，僅僅廢除企業所得稅法案³就可能導致標準普爾 500 指數公司的公允價值出現同樣幅度的縮水。這是假定完全廢除企業減稅法案，但不包括參議員沃倫的提案，即對超過 1 億美元的盈利額外徵收 7%的暴利稅，借此為可再生能源轉型提供融資。從降低有效稅率方面來看，減稅後受益最多的行業板塊包括通訊服務、非必需消費品和金融。

從企業融資的角度來看，2017 年的稅收法案通過縮小美國與經合組織其他成員國之間的稅收差距，減少了公司倒置（將註冊地遷至海外）的誘因。除此之外，已經遷出的美國公司實際上受到新法案影響。廢除 2017 年法案可能會導致稅收倒置再次激增（稅收倒置的發展歷史請參見上圖）。提醒一下，在新稅法出台之前，從來沒有一家公司「遷入」美國，這是美國企業稅制缺乏競爭力的一個實例。

² 關於金融交易稅，喬治城大學一位金融學教授發表了一篇論文，您如果有興趣可以讀一讀。該篇論文的主要結論是：在其他司法管轄區，由於地點切換（所得稅收遠少於預期），推行金融交易稅往往難以成功（也常被廢除）；而且成本往往會轉嫁給消費者、納稅人和投資者，而不是被金融系統所消化。資料來源：《金融交易稅：對投資者、消費者和納稅人徵收的稅項》，作者：James Angel，喬治城大學，2019 年。

³ 完全廢除該企業稅法案將使稅率回升到 35%，並縮小企業稅稅基，因為 2017 年的法案通過限制利息費用擴大了稅基。在不改變稅基的情況下將稅率提升至 28%，其經濟影響與完全廢除企業稅法案相近。

《把財富像工資一樣對待》：聯邦政府如何對每年未實現的資本利得徵稅

由於參議員沃倫的財富稅提案可能會受到憲法上的挑戰（點擊[此處](#)了解我們之前曾經討論的內容），有鑑於此，即便她的競選團隊最終採納了參議員懷登（俄勒岡州民主黨參議員，參議院財政委員會資深成員）的提案，決定對現有和未來未實現資本利得按年徵稅，我也不會感到意外。關於《把財富像工資一樣對待》的提案，其重點內容如下：

- 所有資本利得按普通所得徵稅
- 富裕納稅人將不得不使用「**反遞延會計規則**」，該等規則要求對公開交易證券的損益按市值計價徵稅，並對不可交易資產實施回溯徵稅
- 哪些是「富裕人士」？連續三年每年按通脹調整後的收入超過 100 萬美元「或」資產超過 1,000 萬美元的納稅人
- 計算資產門檻時將會包含哪些資產？現金、股票、合夥權益、債券、期貨、期權和其他衍生產品；房地產；獲得的專利、版權和無形資產；以及收藏品
- 這些規則如何適用於可交易證券？按年繳納未實現收益的稅金（或出現虧損時的稅收減免）。年終按市價計算的價值將會成為下一年的資產基數
- 這些規則如何適用於不可交易的資產？該提案承認對沒有市場價格可供使用的不可交易資產進行年度評估，在行政處理上涉及一定複雜性⁴。就此，納稅人在「實際」出售資產時需要支付一筆**回溯費用**，旨在消除遞延所得稅的優惠。有一種可行的辦法：對遞延稅款收取利息，情況類似於對逾期申報的納稅人徵收罰金
- 豁免：主要和第二居所的合計價值首 200 萬美元不計入 1000 萬美元的資產門檻，並且免收回溯費用。家庭農場的總價值首 500 萬美元也將獲得免稅。此外，退休賬戶資產中的首 300 萬美元不計入 1000 萬美元的資產門檻，任何退休賬戶中的金額均毋需繳納按市值計價的費用或回溯費用
- 按市值計價和回溯費用規定是否適用於**當前**未實現的資本利得？適用。所有資本利得，即使屬於本提案獲得通過頒布之前積累的資本利得，均需繳納年終按市值計價或回溯費用。由於這一提案或會導致第一年出現巨額稅款，因此當中將會包含過渡規定，允許納稅人在數年內完成繳稅
- 對於稅賦轉嫁實體，有關規定適用於合夥人或股東層面。稅賦轉嫁實體將會負責申報按市值計價的損益和回溯費用的份額。這些規則「不」適用於公開交易的 C 類公司，但是該提案指出這項方案必須包含反濫用規定，防止納稅人利用私營 C 類公司規避上述費用
- 與沃倫提出的財富稅不同，懷登的方案建議在現行稅收制度框架內可行。雖然法院可能會質疑未實現收益是否確實構成應稅「所得」，但現行稅法已經對一些未實現收益採取了按市值計價徵稅。例如，第 1256 條規定對特定衍生產品合約實施按市值計價徵稅、第 475 條規定對證券交易商實施按市值計價的會計處理、第 877A 條規定對移居國外的人士徵收「退出稅」。在第 1291 條被動外商投資公司超額分配規則中，也存在對不可交易的資產收取回溯費用的先例，與上述情況類似。通過對不可交易資產的收益徵收回溯費用，懷登的提案還避免了參議員沃倫提出的方案中存在的諸多複雜性，因為她的方案要求每年都需要評估此類資產的價值

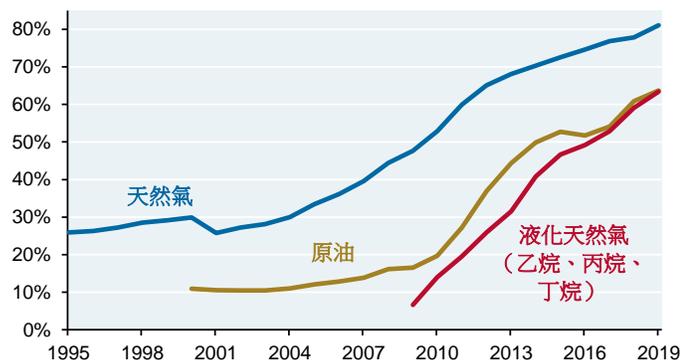
⁴ 美國稅收和經濟政策研究所積極提出了一個關於如何在年度財富稅制度下對不可交易的房地產徵稅的設想。通過立法制定聯邦財富稅，可以規定每當納稅人質疑美國國稅局對其房地產的估值時，財政部將向任何州或地方政府提供納稅人自己對其房地產的估值，然後這些州或地方政府可能會利用**土地徵用權**取得該房產，並聲稱他們支付了「正當的補償」。沒錯，他們就是這麼寫的。



立即禁止水力壓裂技術可能構成的影響

目前美國利用水力壓裂技術的產量佔石油、天然氣和液化天然氣產量的60%-80%。此外，美國國內採用水力壓裂技術生產的石油和天然氣，佔全國初級能源消費高達40%。雖然美國的可再生能源發電量正在增長，但其增長速度還不足以立即放棄通過壓裂開採的天然氣和石油，因為美國的主要目標是要停運陳舊的發電站和核電站同時減少對外國石油的依賴。在缺乏全國性電網和廉價能源庫存的情況下（請參閱下面第6張圖表），天然氣是間歇性可再生能源不可或缺的補充。

美國用水力壓裂開採的石油和天然氣產量所佔百分比



資料來源：美國能源資訊署、美國能源部、摩根資產管理。2019年。

美國水力壓裂產量佔全國所有初級能源消費的40%



資料來源：美國能源資訊署、英國石油、石油工程師學會、標普全球普氏、摩根資產管理。2018年。

美國淨能源逆差，按美元計算

能源進口 - 能源出口，佔國內生產總值的百分比，%



資料來源：美國經濟分析局、Haver Analytics、摩根資產管理。2019年第一季度。

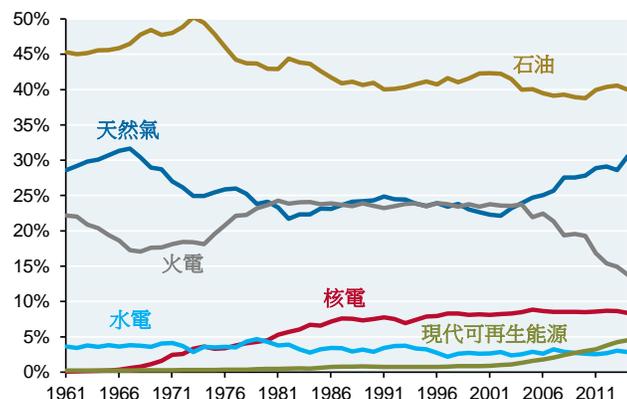
美國淨能源逆差，按能源計算

石油、天然氣和煤炭的淨進口量，百萬噸油當量



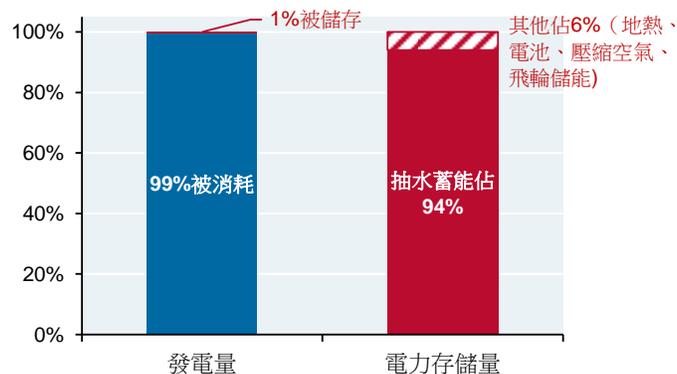
資料來源：美國能源資訊署、摩根資產管理。2019年。

美國初級能源消費來源



資料來源：英國石油公司《世界能源統計年鑑》。2019年。

美國的發電量只有1%被儲存起來，而且多是通過已有幾十年歷史的抽水蓄能儲存



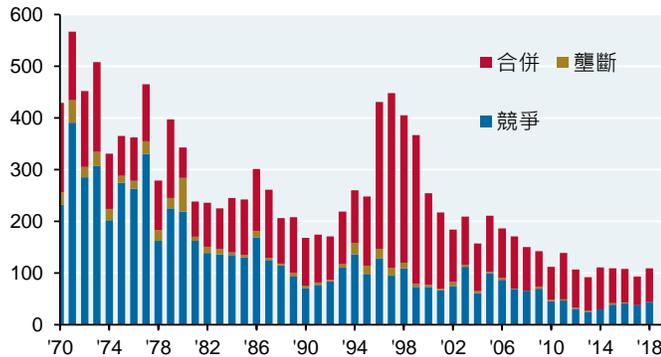
資料來源：美國能源資訊署、美國環境保護署、摩根資產管理。2018年。



反壟斷與科技行業

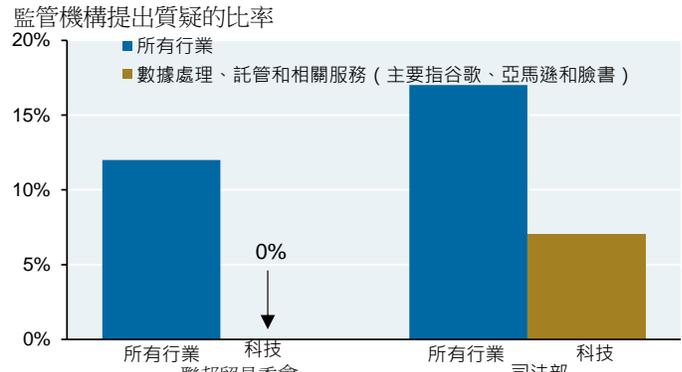
關於科技巨頭是否正在對消費者產生負面影響及／或是否正在對潛在競爭對手造成不利衝擊，市場上存在着激烈的爭論。我們在本文不會就此進行辯論⁵；從下面監管表格顯示，在反壟斷調查（特別是科技行業）減少了 50 年之後，許多政客目前都認為科技巨頭正在對消費者帶來負面影響，甚至對潛在競爭對手構成不利衝擊。如果這一因素將會對科技行業產生負面影響，可能也會對投資者產生不利影響，因為自 2010 年以來科技行業的回報率幾乎是股市內其他行業所得回報的兩倍（第 3 張圖表），而且不少科技巨頭一直都非常積極地收購營業收入和智慧資本（第 4 張圖表）。

司法部發起的反壟斷調查數量



資料來源：美國司法部。2018年。

聯邦貿易委員會／司法部對科技行業的反壟斷執法率較低



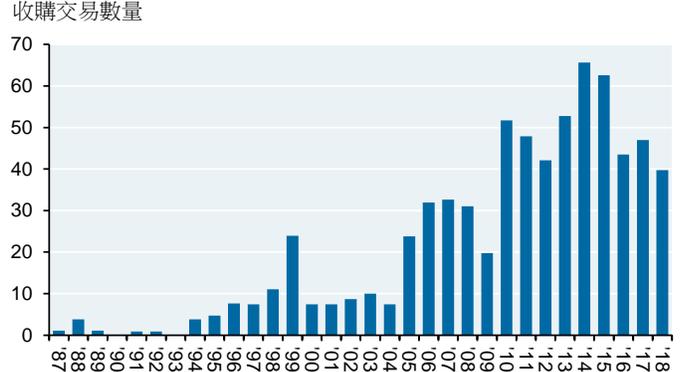
資料來源：Diana Moss博士、美國反壟斷協會。2019年。

標普科技板塊與標普（科技板塊除外）總回報指數表現比較



資料來源：彭博。2019年9月30日。

科技巨頭的收購交易



資料來源：Diana Moss博士、美國反壟斷協會。2018年。

科技行業／反壟斷 (紅色 = 已實施)	
受影響的公司	措施
臉書、谷歌	紐約州 / 德州發起反壟斷調查；48個州同意對谷歌啟動反壟斷調查
亞馬遜、蘋果、臉書、谷歌	眾議院司法委員會在反壟斷調查中要求科技公司高管提供電子郵件
亞馬遜	聯邦貿易委員會針對反競爭行為啟動反壟斷調查
亞馬遜、臉書、谷歌	司法部展開廣泛反壟斷調查
FAANG	沃倫提出分拆科技公司，指定科技平台為獨立於其他業務的「公用事業公司」，撤銷反競爭併案
加州科技公司	利用使用者數據謀利的科技公司向相關使用者支付「數位數據分紅」
亞馬遜、優步、Lyft	加州通過一項法案，要求將零工經濟中的合同工人變為正式員工
臉書	聯邦貿易委員會對臉書侵犯隱私的行為罰款50億美元
高通	判決高通違反了反壟斷法
亞馬遜、eBay、愛彼迎	要求線上平台收取本地稅

資料來源：彭博、Cornerstone Macro Research、洛杉磯時報、The Hill、聯邦貿易委員會、華爾街日報、紐約時報。2019年。

⁵ 諮詢公司奧緯諮詢在 2018 年曾經發布一篇文章（據說是由臉書贊助），反駁臉書、谷歌和亞馬遜並沒有對整體風投市場產生重大影響。批評者認為，如果把分析範圍縮小到只有與這三家企業直接競爭的公司，實際上存在一個風投活動減少的「殺戮地帶」（例如布魯金斯學會非駐會高級研究員 Ian Hathaway 於 2018 年 10 月發表的報告）。



我們的政治譜系鐘擺圖

歷屆政府得分依據的是我們所挑選的政治家（請參閱下列名單），包括其行政部門成員的國會投票表決歷史、支持政府主要立法動議及／或捍衛其政治和管理原則的著名國會成員。每位政治家的自由保守主義程度基於Voteview數據計算得出，基本上反映了其投票支持自身陣營的頻率。自八十年代以來，Voteview數據一直被應用於有關兩極分化和國會歷史的同行評議研究中，並且對1789年首屆國會以來的所有國會政治家根據其投票記錄給出意識形態分數。該項目始於來自佐治亞大學的Keith Poole和紐約大學／卡耐基梅隆大學的Howard Rosenthal的開創性工作（《美國政治的兩極分化》，1984年），現在則由美國加州大學洛杉磯分校政治科學院負責。我們在2018年12月10日發布的《放眼市場》（[點擊此處查看](#)）首次討論了這張圖表，文中我們還闡述了溫和派政治家數量減少與美國經濟長期增長下降同時出現的原因。

歷屆政府得分中包含的人員：

特朗普政府：科頓、格雷厄姆、哈奇、麥卡錫、梅多斯、保羅、珀杜、里安、斯卡利斯、塞申斯

奧巴馬政府：拜登、杜賓、希拉里、克林頓、甘迺迪、克里、奧巴馬、佩洛西、瑞德、韋克斯曼

小布希政府：阿什克羅夫特、布朗特、切尼、迪萊、凱爾、麥康奈爾、桑托勒姆

克林頓政府：本特森、卡珀、柴爾斯、蓋普哈特、H·福特、努恩、羅布

雷根／老布希政府：貝克、布希、多爾、肯普、拉塔、拉克薩特、盧加爾、米歇爾

卡特政府：伯奇、貝、伯德、霍金斯、蒙代爾、奧尼爾、賴特

尼克森／福特政府：福特、洛特、珀西、羅德、桑德曼、斯科特、威金斯

約翰·甘迺迪／林登·詹森政府：博林、韓弗理、杜勒斯、約翰·甘迺迪、曼斯費爾德、麥卡錫、麥科馬克

艾森豪政府：迪肯斯、杜勒斯、佛蘭德、尼克森、索頓斯托爾、史密斯、塔夫脫

佛蘭克林·羅斯福／杜魯門政府：巴克利、布萊克、貝爾納斯、迦納、加菲、麥科馬克、羅賓遜、薩巴斯、杜魯門

柯立芝／胡佛政府：柯帝士、霍利、隆沃思、摩西、蒂爾森、沃特森

本周縮略語

B2B 企業對企業；**DoJ** 司法部；**E&P** 勘探與生產；**EU** 歐盟；**FAANG** 臉書、亞馬遜、蘋果、奈飛、谷歌；

FTC 聯邦貿易委員會；**FTT** 金融交易稅；**FX** 外匯；**IP** 知識產權；**IPO** 首次公開發行；**IRA** 個人退休賬戶；

NLRB 國家勞動關係委員會；**OECD** 經合組織；**VAT** 增值稅；**WTO** 世界貿易組織

**本文件之目的：**

本文件僅供一般說明之用。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，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JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）摩根大通的其它領域所表達的觀點、意見、預測及投資策略不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。

一般風險及考慮因素：

本文件表達的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通代表聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性：

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出擔保或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其它領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為摩根大通研究報告看待。**任何預測的表現和風險僅以表達的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。

摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

法律實體、品牌及監管資訊：

在美國，銀行存款賬戶（例如支票、儲蓄及銀行貸款）可能須經批准。存款產品及相關服務乃由摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。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.**的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及**CIA**均為受JPMorgan Chase & Co.共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在**盧森堡**，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司（簡稱「**摩根大通銀行盧森堡**」）發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B10.958，由摩根大通銀行盧森堡經盧森堡金融監管委員會（CSSF）授權並受其監管，並受歐洲央行及 CSSF 共同監督。根據 1993 年 4 月 5 日頒布的法律，摩根大通銀行盧森堡有限公司經授權成為一家信貸機構。

在**英國**，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行發行。在英國脫歐（脫歐是指英國根據《歐盟公約》第 50 條法案退出歐盟，或其後將會喪失英國與歐洲經濟區餘下成員國之間獲得金融服務的能力）之前，摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行須受英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局的有限監管。有關英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局對摩根大通進行監管之詳細範圍，摩根大通應要求提供。英國脫歐後，摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行是由英國審慎監管局授權，並須受英國金融市場行為監管局監管以及英國審慎監管局的有限監管。有關英國審慎監管局對摩根大通進行監管之詳細範圍，摩根大通應要求提供。在**西班牙**，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司 Sucursal en España（馬德里分行）已於西班牙銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 1516，並受西班牙國家證券市場委員會（Comisión Nacional de Valores，簡稱「**CNMV**」）監管。在**德國**，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司法蘭克福分行分派，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (Taunus Turm), 60310 Frankfurt, Germany，受德國金融監管委員會（CSSF）及歐洲中央銀行共同監管，在部分地區亦須受德國聯邦金融監管局（簡稱「**BaFin**」）監管。在**意大利**，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司米蘭分行分派，其註冊辦事處位於 Via Cantena Adalberto 4, Milan 20121, Italy，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「**CONSOB**」）監管。此外，本文件亦可由下列機構分派：受到法國銀行監管機構(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution 及 Autorité des Marchés Financiers) 監管的**摩根大通銀行巴黎分行**，或受到瑞士金融市場監督管理局(FINMA)監管的**J.P. Morgan (Suisse) SA**。

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。銀行及託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。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。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。

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。



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。摩根大通證券是一家在美國德拉瓦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(如摩根大通銀行及摩根大通證券)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。**摩根大通銀行及/或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。

本報告內提及的「摩根大通」是指 JPMorgan Chase & Co 以及其全球附屬和關聯公司。

本文件是保密文件，僅供您個人使用。未經摩根大通的事先同意，不應向任何其他人士分派本文件的內容。未經摩根大通的事先同意，任何其他人士不得複製或利用本文件作非個人使用。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，請與您的摩根大通代表聯絡。

本文件的收件人已同時獲提供中文譯本。

儘管我們提供中文文件，但據摩根大通理解，收件人或其指派的顧問(若適用)有足夠能力閱讀及理解英文，且中文文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。

若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋，概以英文版本為準。

© 2019 年。摩根大通。版權所有。