

# 放眼市场2020年展望

摩根大通私人银行



昔日圣诞幽灵。2019年投资者经历了回报相当不错的一年；然而，随着一些「昔日圣诞幽灵」再现，我们预期2020年金融资产的回报率将会下降。我们预期全球和美国经济都不会陷入衰退，加上贸易战最糟糕的结果或许得以避免，全球经济可望温和增长，企业利润也会随之反弹。但即便如此，资产估值高昂、货币宽松政策的有效性降低、亏损企业需要重新定价，以及企业成本持续上升带来的压力，这些不利因素可能会制约股市进一步上涨。眼下金融市场上可能影响投资者的两大风险因素：一是通胀飙升，迫使美联储的政策利率突然转向；二是2020年美国大选后可能会对经济推行全面改革。

J.P.Morgan

## 《昔日圣诞幽灵》封面

今年的封面主题是《昔日圣诞幽灵》，描绘的是一众幽灵回来庆祝或哀叹2020年值得投资者关注的趋势。



克林·罗斯福，二十世纪最为进取的美国总统，曾经提出征收税率高达100%的所得税政策。他的改革措施使得经济权力从华尔街转移到华盛顿。图中的他正在庆祝伊丽莎白·沃伦提出一些甚至比他更加激进的政策提案。



理查德·尼克松，七十年代初曾经利用一系列恶名昭彰的「卑鄙伎俩」和虚假的新闻报道胁迫的美联储主席阿瑟·伯恩斯降低政策利率。图中的他乐见唐纳德·特朗普采取一些与他相同的手段对付美联储主席杰罗姆·鲍威尔。虽然在充分就业的情况下美国经济持续增长，但减去通胀率后，政策利率再次回到接近零的水平。



亨利八世，1533年通过《禁止上诉法案》使英国成为一个主权独立的国家，不受外部强加法律所约束。他对于英国可能脱欧感到高兴。英国首相玛格丽特·撒切尔与亨利站在同一阵线。我们通过这幅插画幻想撒切尔夫人的化身，她对于欧盟这个欧洲超级大国从布鲁塞尔行使支配权表示担忧，到了晚年更告诉传记作家查尔斯·摩尔英国应该脱离欧盟。虽然鲍里斯·约翰逊在12月大选中获胜减少了英国脱欧/再次公投带来的不确定性，但保守党坚持其英国脱欧立场绝不软化，不会寻求延期到2020年底；至于欧盟是否同意则完全是另一回事。



毛泽东，从1949年建国到1976年逝世一直执掌中国共产党。他很高兴看到习近平宣布「主席终身制」，中国废除了自上世纪80年代以来沿用国家主席连续任职不得超过两届的限制。习主席曾引用毛主席与国民党的「长征」斗争作为当前中美战略冲突的先例，暗示中国为其自身利益对重商主义政策所能做出的妥协有限。



赫伯特·胡佛，在特朗普身上看到了自己的影子。特朗普也对进口商品徵收关税并驱逐移民。虽然最近中美达成第一阶段贸易协议，但美国的关税仍然处于四十年来的最高水平，甚至有可能再次提高，取决于中国遵守有关协议的情况。在移民问题上，胡佛政府发起了「美国的就业机会属于真正的美国人」运动，并给州和地方政府采取的驱逐措施提供补偿。胡佛推行驱逐移民政策当时失业率曾高达15-20%，相比目前失业率只有3.5%。



查理曼大帝，重新统一了西罗马帝国，从英吉利海峡一直延伸至巴尔干半岛，但在公元814年离世后不久西罗马帝国经历一连串内战后最终土崩瓦解。作为统一欧洲的一股重大力量，查理曼大帝不愿意看到欧元区的经济增长缓慢，负收益率政府债务高达数万亿欧元，政治分裂，联邦主义进展有限，以致欧元区经济再次陷入困境。



宠物网 (Pets.com) 布偶，已经成为网络时代的一个重要象征：1999年，宠物网营业收入为62万美元，但经营亏损高达2,000万美元，主要因为其商品的售价大约只是买入价格的三分之一。这个布偶正在摇着尾巴，虽然当前的市场环境不如上世纪90年代末那么严峻，但不赚钱的年轻企业占美国市值和企业支出的比例已经达到自那时以来的最高水平。目前，软银已经放弃投资遛狗应用程序 Wag(Wag的估值曾超过6亿美元)，给宠物网传奇画上了句号。

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

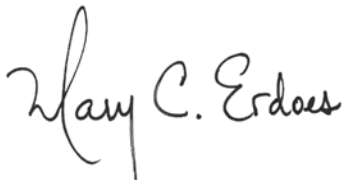
欧朵思  
MARY CALLAHAN ERDOES  
首席执行官  
摩根大通资产及财富管理

在迎接新的十年之际，衷心感谢您一直以来对摩根大通的信任和支持。能够获得您的信赖，为您的资产及财富保驾护航，是我们的荣幸。

过去17年，我的亲密战友岑博智先生(Michael Cembalest)每年都会与我们分享他对新一年的市场展望。一如以往，他的分析和见解永远都是发人深省的。今年的展望报告主题为「昔日圣诞幽灵」，岑博智先生和他的团队分享他们对2020年的经济将会继续增长的预期，以及深入探讨美联储的政策和美国经济可能进行全面的激进改革，将如何影响全球经济增长和投资组合。

诚然，协助您配置投资组合，帮助您应对未来挑战是我们的首要工作。我们希望这份报告能够对您有所帮助，并祝福您在新的一年里健康快乐，平安美满！

祝钧安！

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.

## 摩根大通《放眼市场》 播客--与岑博智交流的新方法



和岑博智先生一起探索各种投资话题，包括经济、政策和市场分析。每一期的《放眼市场》报告发表后，您也可以收听他的相关播客。现在就使用您的首选播客供应商开始订阅吧。请注意，岑博智先生的播客频道只提供英语。

您还可以通过您的亚马逊Alexa或谷歌Home设备聆听《放眼市场》播客。说「Alexa，打开《放眼市场》」或者「好吧Google，打开《放眼市场》」来启动节目。



以播客收听(只限英文版)



以谷歌收听(只限英文版)



以ALEXA收听(只限英文版)



## 昔日圣诞幽灵

2020年1月1日

### 概述

从目前来看，既然贸易战最糟糕的结果「似乎」得以避免<sup>1</sup>，我们对2020年全球经济前景展望也稍微乐观了一点。我们估计最理想的情况是，受到加征关税及实施其他贸易制裁影响，2019年标准普尔500指数的盈利增长潜力降低了7-8%，而这些不利因素也成为2018年初全球经济增长率从4.1%的顶峰下跌至2019年三季度2.9%的主要原因。下方图表显示了贸易战不仅关乎贸易本身，对全球制造业、企业盈利以至资本支出也造成一定影响。

关于中美贸易战的有趣现象：诚如下方第一张图表所示，由于欧洲和日本对出口的依赖甚殷，而且两地的经济增长趋势本来就岌岌可危，因此欧洲和日本可谓首当其冲的贸易战输家。尽管过去一年没有出现「国内生产总值(GDP)增长」层面的衰退，可是美国、欧洲和日本的企业「盈利」确实出现衰退。虽然我们预计2020年企业盈利将会反弹，但这一利好已经在大部分股市中充分反映。

各地区制造业商业调查

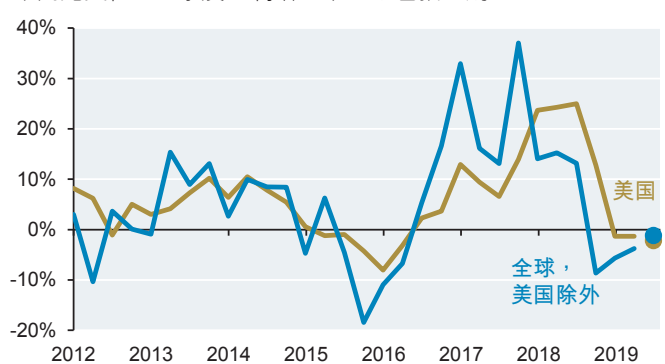
50以上 = 扩张



资料来源：Markit采购经理指数；2019年12月。

全球和美国公司盈利

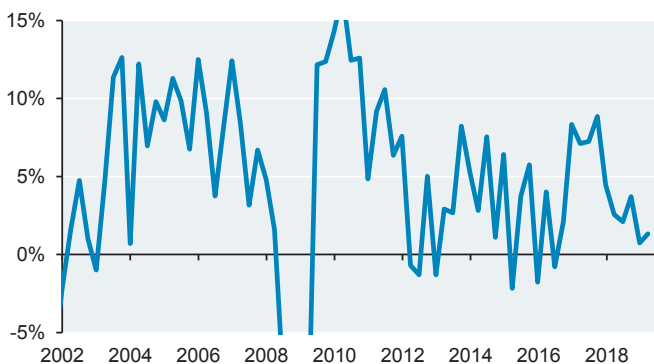
年同比变化%，季度盈利增长率，不包括回购



资料来源：Factset、摩根士丹利。MSCI所有国家世界指数（美国除外）及标准普尔500指数；2019年12月16日。

全球资本支出原地踏步

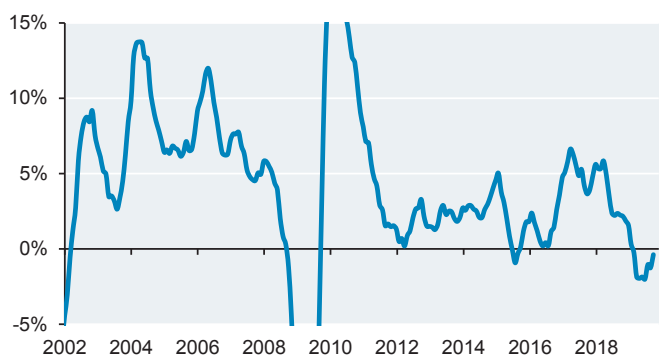
季度同比变化%，经季节性因素调整的年化率



资料来源：摩根大通全球经济研究；2019年二季度。

贸易在全球化50年后停滞不前

6个月同比变化%，经季节性因素调整的年化率



资料来源：荷兰经济政策分析局；2019年10月。

<sup>1</sup> 关于中美两国同意的具体内容，以及双方能否就实施条款达成一致意见还存在大量的不确定性，2020年贸易战重燃战火的风险依然存在。详情请参阅第7页的注释。

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



我们预期**2020年**的经济将温和增长，企业盈利也将反弹(日本除外<sup>2</sup>)，部分原因在于一致实施宽松政策的央行数量大增，而宽松政策实施后约7-9个月，制造业的活动通常会有所提升。新兴市场的央行也成为这一过程的重要一环。新兴市场通胀率已经(从九十年代末的10%和过去十年的6%)下降至3.5-4.0%的历史新低，反映新兴市场央行具备更大的空间在必要时推出宽松货币政策。全球新订单数量小幅回升，加上库存积压减少，意味着2020年全球经济增长将会有所改善。诚如上页所示，美国和中国制造业调查指数已经有所回升。

我们预计2020年美国企业盈利将实现5-7%的增长；诚然，美国企业的盈利增长本可达至更高的水平，但是能源行业和波音公司的问题拖低了整体数字。虽然我们认为欧洲与美国的股票表现差距不会显著缩小，我们预计欧洲与美国的企业盈利增长将大致持平(关于美股表现大幅跑赢其他发达市场的详情，请参阅第13页)。

### 央行降息领先全球制造业复苏

50以上 = 扩张

央行降息，领先8个月



资料来源：各国央行、Markit采购经理指数、彭博；2019年11月。

### 新订单增加和库存积压减少都预示着2020年经济将会反弹

商业调查，50以上 = 扩张



资料来源：Markit采购经理指数；2019年11月。

### 全球半导体销售额持续回升

3个月平均值，10亿美元



资料来源：美国半导体行业协会；2019年10月。

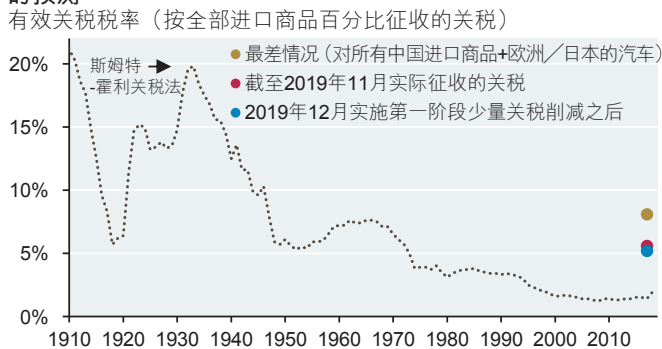
<sup>2</sup> 鉴于衰退风险不断攀升，即便领先指标好转但日本也未能因此受惠。日本经济在2019年四季度可能会萎缩2.5%，随着销售税上调，10月零售销售同比减少了7.1%。短观制造业报告降至六年半以来的最低水平，而且服务业调查指数也节节下降。



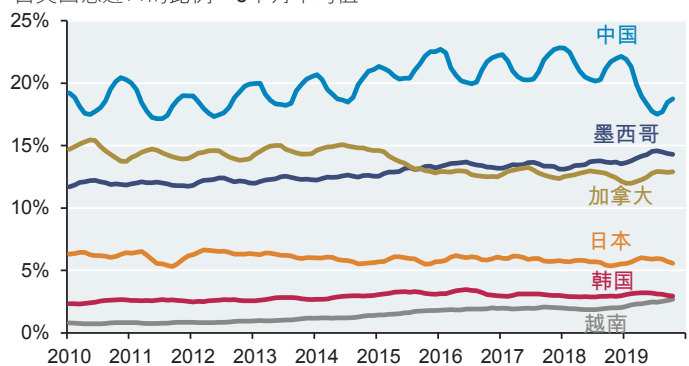
然而，即使中美达成了第一阶段贸易协议，贸易和投资壁垒仍然存在：

- 美国商务部正准备发布涉及限制「新兴和基础技术」出口的**受限实体名单**和产品出口规则。这些规则的适用范围将影响科技、工业、农业综合企业等领域，缩小了允许的贸易和投资范围。结论：虽然中美「贸易」流向可能会正常化，但双边的外商直接「投资」则不然
- 中国正在加强对硬件、软件和数据的安全监管。中国还提高了对国内内容的要求，同时通过了《**密码法**》。据了解，《**密码法**》禁止使用虚拟专网(所有公司的电子邮件和数据传输将需按照规定采用对中国网络安全管理局完全开放并由中国运营的通信系统)
- 美国参议院11月发布了一份关于中国「千人计划」的报告，当中详细载列了在美留学(并由美国纳税人资助)的中国研究人员把美国的知识产权非法转移至中国的资源<sup>3</sup>。此类信息的披露可能会给日后开展的谈判制造障碍，而且中美贸易谈判已经受到对中国极端重商主义日益加深的理解所影响(请参阅最后一张图表)
- 特朗普可能仍会对欧洲和日本进口美国总值1,100亿美元的汽车/零部件征收罚金(即使征收《232条款》关税的截止日期已过)；美国正针对法国的数字税发起《301条款》调查，并且可能对意大利、土耳其及奥地利采取相同措施(详情请参阅第25页)；而欧洲可能会针对美国对欧洲进口商品加征关税(世界贸易组织(WTO)批准美国针对欧盟对空客提供的补贴征收补偿性关税)展开报复行动

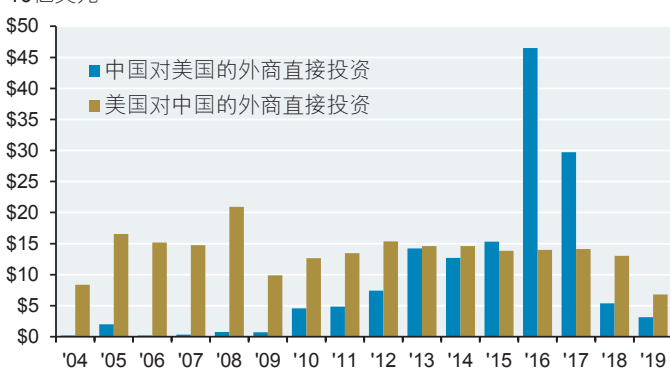
**美国关税史及假设美国对目标外国出口商的进口需求不变时的预测**



**贸易战对美国进口贸易伙伴的影响**  
占美国总进口的比例，6个月平均值

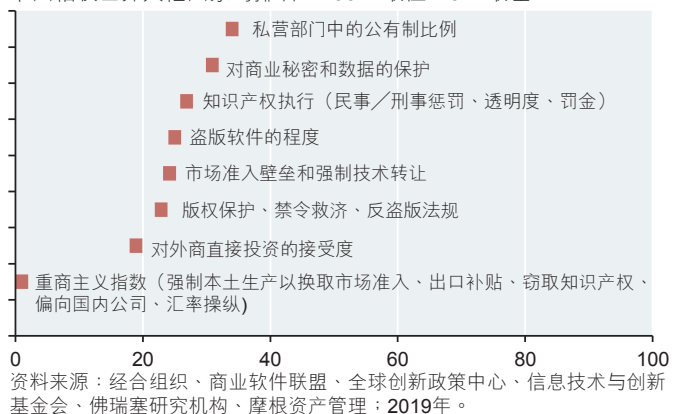


**双边外商直接投资的下跌趋势可能是一条不归路**  
10亿美元



**中美贸易战的争端点**

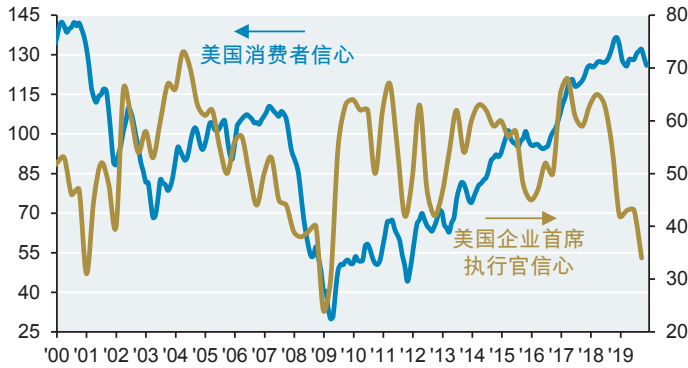
中国相较世界其他国家的排名，100 = 最佳，0 = 最差



<sup>3</sup> 《对美国研究界的威胁：中国的人才招募计划》，美国参议院下属委员会，2019年11月。具体事例包括美国能源部资助的一名研究人员在离开美国前往中国之前从一个国家实验室拷走30,000份电子文档。其他人则取得知识产权和专利信息然后在中国申请类似专利。

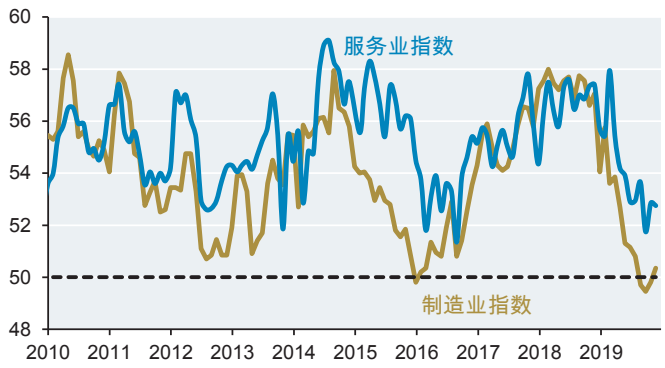
我们对**2020年市场展望乐观**，部分源于美国消费板块继续保持强劲的势头。美国消费板块占全球生产总值的比例接近自2008年以来的最高水平，而且消费者仍然保持乐观，这与美国企业首席执行官(CEO)指数的表现大相径庭。究其原因，部分在于：虽然制造业停滞不前，但占整体经济较大份额的服务业表现不俗。诚如第9-10页所示，美国工资、劳动力市场、家庭债务、消费者拖欠还款和住房等大多数指标的表现看来相当健康。

消费者乐观，企业首席执行官紧缩开支  
指数，1985年 = 100，3个月移动平均值



资料来源：美国谘商会；2019年11月。

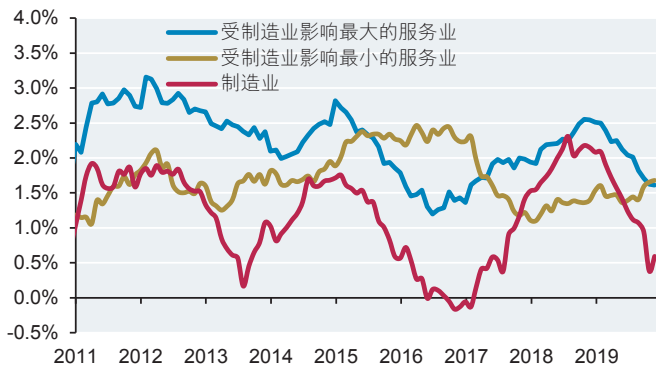
服务业表现优于制造业  
50以上 = 扩张



资料来源：Markit采购经理指数、供应管理协会采购经理指数；2019年11月。

这些数据已清楚反映特朗普正努力为贸易战寻求出路的原因。自贸易战爆发以来，美国制造业就业增长率持续下降，当前受制造业影响最大的服务业的就业增速也持续放缓。虽然美国经济增长暂时受到不可持续的财政刺激(即有史以来在充分就业期间出现的最大预算赤字)的提振，但毋庸置疑的是，本届政府面对的贸易战问题正在不断削弱仰赖减税和放松管制推动经济增长的战略。

按制造业风险分列的私营部门就业增长  
年同比增长率%



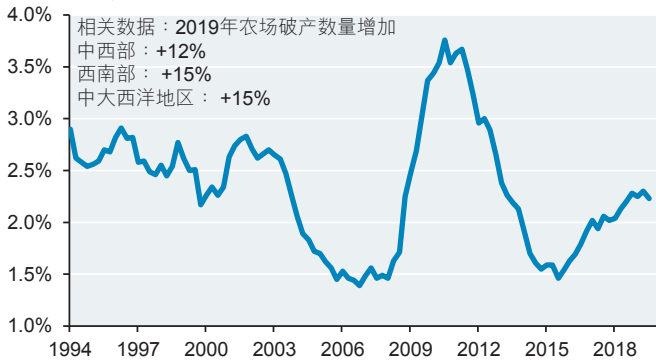
资料来源：摩根大通经济研究；2019年11月。

卡车行业就业减少：经济可能也有政治原因造成的后果  
6个月变化，%



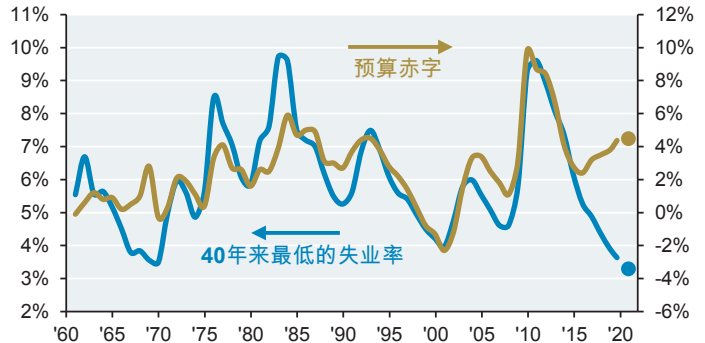
资料来源：劳工统计局；2019年11月。

农业贷款违约率持续上升：经济造成的后果很小，政治影响可能更大  
年同比变化



资料来源：美联储、美国农业局；2019年三季度。

美国失业率和预算赤字脱钩  
%



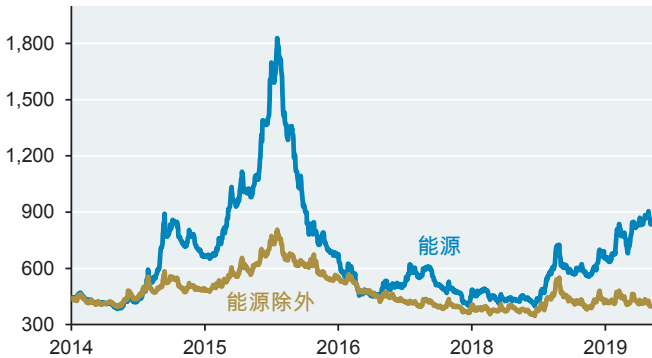
资料来源：劳工统计局、美国财政部、摩根大通全球经济研究；2019年三季度。圆点表示2020年估算数字。





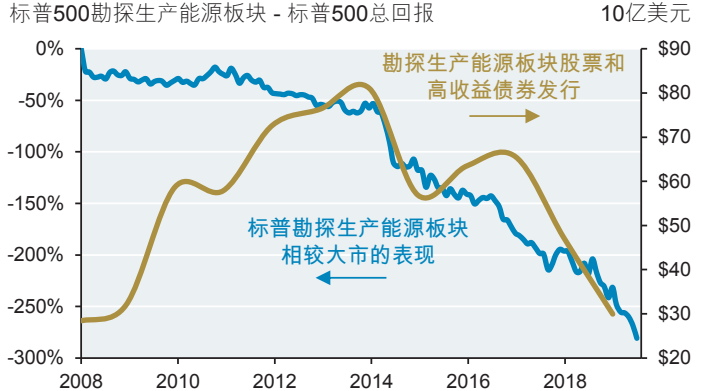
**2020年市场将会面临另一重大阻力：资产估值高企，高风险、审批标准欠佳的投资出现问题。**由于央行实施宽松货币政策，资产估值一直居高不下，但有迹象显示投资者开始更加关注风险和现金流等基本因素。实例1：能源市场。虽然高收益债券的整体利差并未扩大，但能源公司的信用利差却持续扩大。另外，过去十年能源行业一直跑输大盘，能源相关债券和股票发行急剧减少。

美国高收益债券利差  
最差收益率



资料来源：彭博、摩根大通高收益策略团队；2019年12月11日。

勘探生产行业的相对表现和发行



资料来源：彭博、2019年11月；发行数据为2019年年化数据。

「最薄弱环节」的公司数量也出现激增，这类公司是指评级为B-或以下、前景展望为负面的企业(请参阅左下图)。大多数投资者都清楚知道，2019年一些科技公司的首次公开发售(IPO)表现不佳。不过，诚如我们在第26页所讨论，这种情况主要在一些「自称」科技公司，但却缺乏某些关键特性的公司出现。

最薄弱环节公司数量激增

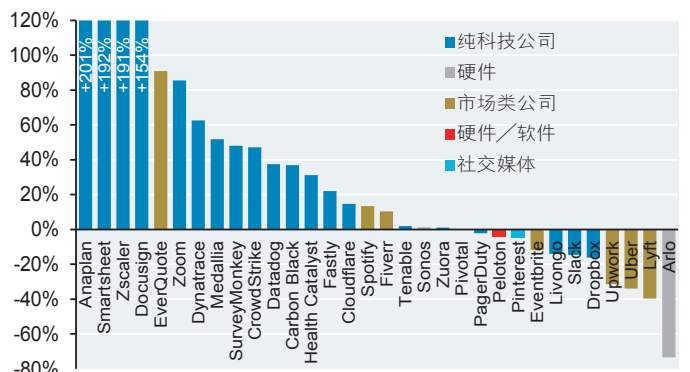
评级在B-或以下、前景为负面的或者在信用观察名单上评级为负面的发行人



资料来源：标准普尔全球评级研究；2019年11月18日。

「真正」科技公司的首次公开发售表现不错

相对于首次公开发售价格的表现



资料来源：摩根资产管理、彭博；2019年12月30日。

**美股估值指标：历史高位。**诚如下页表格所示，大多数估值指标按历史昂贵程度衡量都位处大约第90百分位数。由于2019年股市出现的双位数增长几乎完全靠赖估值倍数扩张支撑，相比之下，2009年至2018年期间美股上涨则主要依靠盈利增长推动，因而刺激这些估值指标在2019年逐渐攀升。虽然我们预计2020年企业盈利将会温和上升，但由于劳动力、利息、折旧及销售和管理成本持续上升，相对于营业收入也都呈现增长势头，股市涨幅或会受到限制。

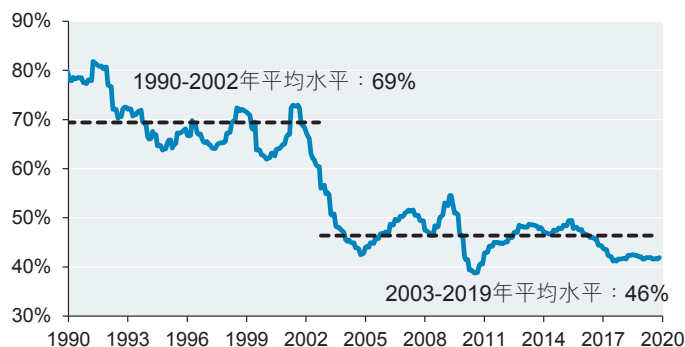


我看到有些研究分析重点关注自由现金流收益率，但这一指标明显便宜是因为美国企业自2008年以来的资本支出比率大幅减少。如果只是衡量自2009年以来的自由现金流收益率，这一指标看来跟其他指标一样昂贵。

标普500估值指标	目前	历史百分位数
美国市值/国内生产总值	199%	第99百分位数
企业价值/销售额	2.5倍	第99百分位数
企业价值/息税折摊前盈利	12.7倍	第93百分位数
市净率	3.6倍	第90百分位数
按周期调整后的市盈率	27.8倍	第89百分位数
远期市盈率	18.4倍	第88百分位数
现金流收益率	7.2%	第85百分位数
自由现金流收益率	4.1%	第53百分位数
标普盈利收益率 - 10年期国债	362个基点	第28百分位数
指标中位数		第89百分位数

资料来源：高盛投资研究；2019年12月16日。

资本支出占经营现金流的比例，美国  
金融除外的标普500指数

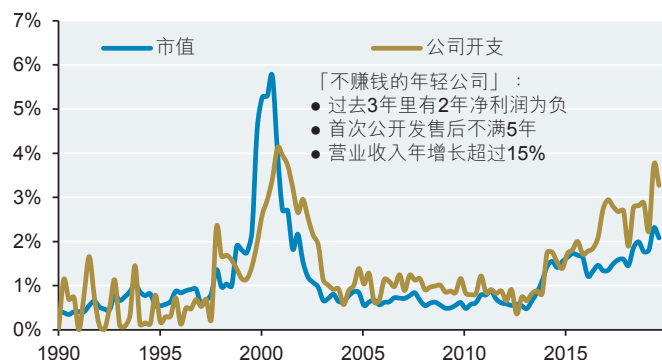


资料来源：高盛投资研究；2019年11月。

另一个值得我们关注的指标，我们会在第26页详加讨论。眼下有一类公司的数量正在不断增加，我们称之为「不赚钱的年轻公司」：这些公司的净利润为负数，销售额快速增长，且经营时间少于5年。我认为我们不会重蹈覆辙，一如上世纪90年代末般疯狂<sup>4</sup>，但诚如下图所示，有些指标正逐渐逼近当时的情况。这些不赚钱的年轻公司占美国市值的比例约为2000年高峰时的三分之一，而且在销售管理、资本支出和研发方面的支出占公司整体开支的比例甚至更胜2000年的高峰期。一旦投资者厌倦资助这些不赚钱的年轻公司，这可能会对增长型和大型科技公司的盈利造成严重影响。

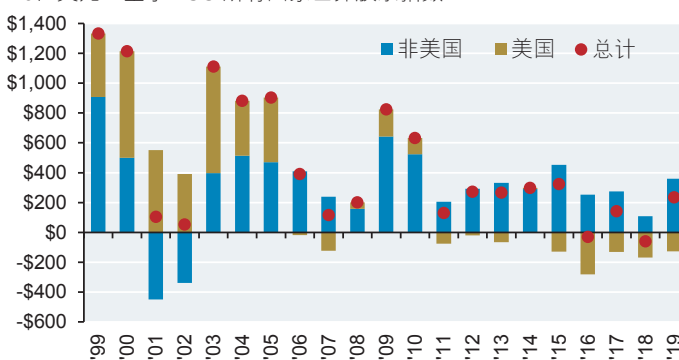
不过，美股净供应量缓慢增长应有助减缓下一次市场大跌的持续时间和下跌幅度，哪怕下一次大跌发生时美国经济是否已经陷入衰退。谨此提醒，2018年12月股市大跌20%后，标普500指数在随后100天内大幅反弹，实现了有史以来速度最快的熊市复苏。诚如我们在11月所述，下一次大跌的幅度必须在35-45%之间，才能验证[末日论者](#)发表的病毒式悲观预测。

不赚钱的年轻公司  
占总市值和公司支出的比例



资料来源：Factset、摩根资产管理；2019年三季度。

美国股票净供应量处于前所未有的低位  
10亿美元，基于MSCI所有国家世界股票指数



资料来源：摩根大通全球市场策略部《游资及流动性报告》；2019年11月。

<sup>4</sup> 1990年代末，TheGlobe.Com两位首席执行官曾应邀在摩根大通的内部董事总经理会议上发言，我获邀出席了第一次会议。我尝试在彭博终端机上查看这家公司的资料，不过屏幕显示「TheGlobe.Com目前没有任何公开宣布的商业模式」。我四处打听但其他人也都不知道该公司的经营业务。几个月之后，该公司的股票就崩盘了。

**2020年面临的重大风险<sup>5</sup>**。根据我们到目前为止的讨论，我们认为对投资者而言，2020年的全球经济将会继续扩张，股市回报率将达到7-10%。然而，就像奥德修斯(Odysseus)穿越墨西拿海峡一样，2020年投资者将会面临两大风险因素。在荷马史诗《奥德赛》中，奥德修斯必须对付并击败九头海怪斯库拉(Scylla)和漩涡海怪卡律布迪斯(Charybdis)后才能逃出生天：



对于投资者来说，2020年的一大危机在于美国工资或物价通胀升高，这意味着美联储(再次)将实际利率降至零是严重的政策失误。自2007年以来，美联储的政策利率走向经历了巨大转变，目前估计的自然实际利率不到1%（事实上实际政策利率甚至比这一水平还要低）。另一个风险在于：美国总统大选后推行全面经济改革措施(禁止股票回购、提高企业税率、行业层面的集体谈判等等；详情请参阅第22-24页)。第二张图表反映了2020年进取施政计划之广度：沃伦提出的增税提案大约是大萧条时期罗斯福提出的增税提案的2.5倍，当时美国失业率高达22%。

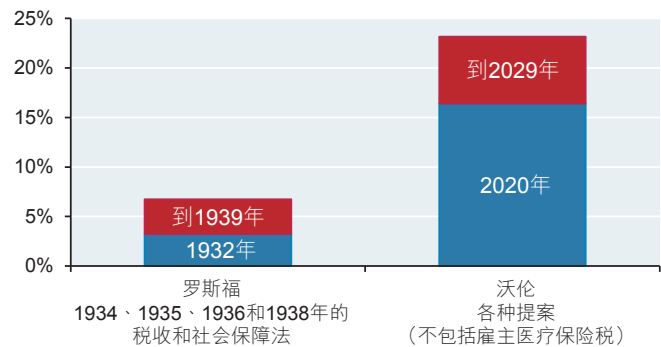
**美联储的实际政策利率走向发生了巨大变化**  
估计的自然实际利率(R-star)



资料来源：Laubach-Williams、纽约联邦储备银行；2019年三季度。

**激进的加税**

年度联邦税收收入，占国内生产总值的百分比



资料来源：摩根资产管理、联邦储备银行（圣路易斯分行）、美国纳税人联盟、尽责联邦预算委员会、国会预算办公室；2019年。

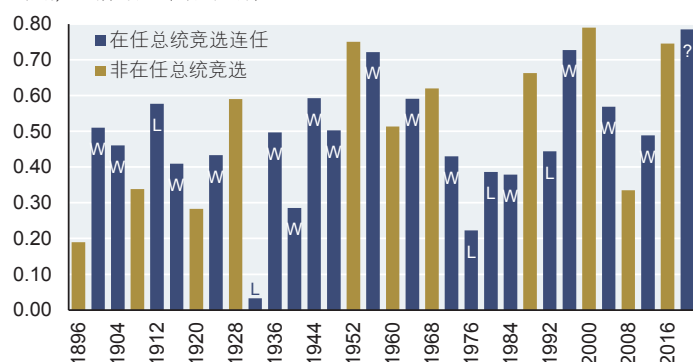
<sup>5</sup> 当然，第三大风险在于贸易战重燃。美国贸易代表莱特希泽与中国副总理刘鹤将于1月初签署第一阶段贸易协议。此后，我们预计美国将不会对中国再加征关税，而且对欧洲和日本进口美国的汽车/零部件也不会征收实质性关税或罚款。不过，有些观察员怀疑中国从美国进口农产品能否达到特朗普所述总值达500亿美元的水平(为2017年进口额的两倍)。另外，虽然在12月的新闻发布会上中国官员证实了协议的存在，但他们并无明确表示中方在农产品采购、市场开放或结构性改革方面所做出的承诺，反而强调协议文本仍需要经过法律审查并翻译成中文。特朗普削减关税幅度之小，更证明了第一阶段贸易协议似乎只属试探性质(请参阅第3页的图表)。



对这些重大风险的评估。我们认为出于第17-18页所讨论的原因，美国通胀意外升温的机会不大。关于对美国实施全面改革政策，将取决于美国选民以及总统的不正和不当的行为(在本文其他地方有详细记录)是否会抵销美国相当强劲的经济表现。下方第一张图表显示了特朗普作为在任总统当前所面临的<sup>6</sup>和市场和经济环境<sup>6</sup>与历史情况相比的有利形势。不过，这些利好在2018年中期选举当时对共和党并没有带来多大帮助，当时共和党丧失多达40个议席；从当时的经济和市场环境理想来看，这是一个非常庞大的数字。显而易见，选民目前还会受到其他考虑因素左右。

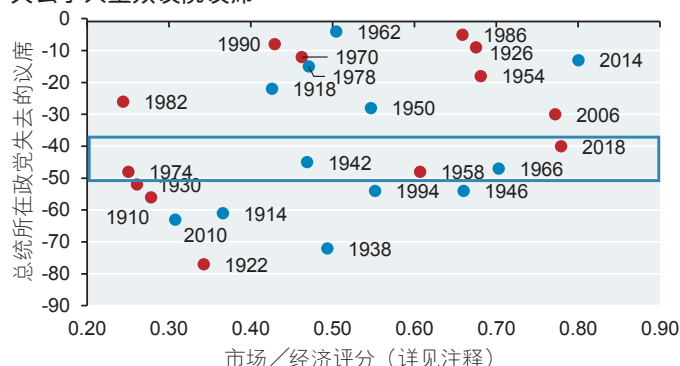
### 2020年：自1896年以来最强有力的总统选举顺风条件

市场/经济评分(详见注释)



资料来源：摩根资产管理；2019年。

### 虽然市场和经济状况强劲，但共和党在2018年中期选举中失去了大量众议院议席



资料来源：摩根资产管理；2019年。红色=共和党，蓝色=民主党。

2020年即将来临之际，我们将会《2020年展望》的其余部分解答客户向我们提出的10个问题：

1. [2020年美国不会陷入衰退的原因何在？](#)
2. [当下一轮衰退发生时，信贷市场投资者面临的重大风险因素为何？](#)
3. [为什么美国股市一直跑赢欧洲和日本？](#)
4. [爆发贸易冲突时，中国的表现如何？对新兴市场投资者的影响为何？](#)
5. [为什么美国通胀已死？](#)
6. [负利率对欧洲银行有何影响？](#)
7. [价值型股票一直跑输增长型股票的情况是否将会告一段落？](#)
8. [美国经济可能进行全面改革将会给市场带来哪些重大风险？](#)
9. [美国首次公开发售市场将会何去何从？](#)
10. [2019年最值得投资者关注的突破性发展为何？](#)

岑博智(Michael Cembalest)  
摩根大通资产管理部

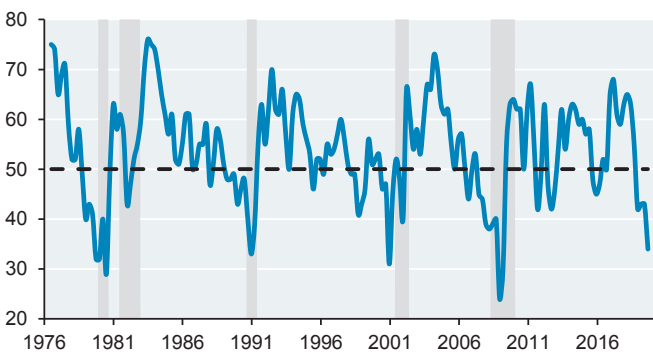
<sup>6</sup> 我们对美国市场和经济状况给予的评分，包含了消费者物价通胀率、生产者物价通胀率、失业率、失业率变化、美国人均国内生产总值与十国集团的对比、股市回报率/波动率以及房价涨幅。我们是根据这些指标自19世纪后期以来可获得的数据挑选出来。

## [1] 2020年美国不会陷入衰退的原因何在?

大多数衰退的发生都是源于美联储为应对工资持续上涨/物价通胀而紧缩银根，或者因为金融形势受到冲击而引起的(如债务/银行危机、石油冲击、全球贸易战等)。就通胀而言，第17-18页里概括的情况可能会使美联储未来一年不会收紧货币政策。我们针对美国经济的结构性变化进行调整后，目前最新的衰退模型包括了采购经理指数(PMI)/供应管理协会(ISM)等商业调查、核心通胀、未来18个月的收益率曲线形态、信用利差和私营部门的收支状况。**使用这种方法计算的未来12-24个月美国经济衰退概率约为25%。**

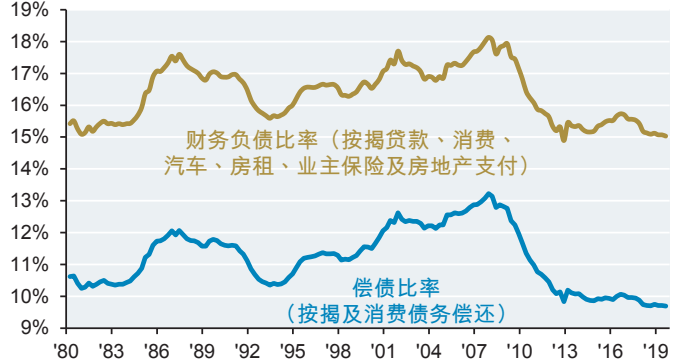
就系统性冲击而言，贸易战削弱了企业首席执行官的信心；与此同时，根据2019年9月杜克大学首席财务官调查显示，67%的受访者认为到2020年底美国将会陷入衰退。尽管如此，美国消费者资产负债表达到过去40年来最低的偿债义务，而劳动力市场的失业率也下降至50年来的最低水平，消费和劳动力市场的强劲表现在一定程度上抵销了制造业疲软。尽管劳动力市场属于滞后指标，但其强劲表现反映经济具备一定韧性，足以避免因贸易战余波而触发衰退。迄今为止，美国消费者承担了加征关税的主要成本；但是，随着美国向国产商品转移、美国进口商的盈利下降、中国出口商的盈利下降以及人民币汇率贬值，也有一部分成本因而被消化。波音**737 Max**型客机全面停产，或会导致美国明年一季度经济增长率下降0.3-0.4%；当然，市场反弹也会对经济增长带来相同幅度的提振，但目前还不清楚市场将于何时甚或是否会出现反弹。

企业首席执行官商业信心直线下降  
50以上 = 前景乐观



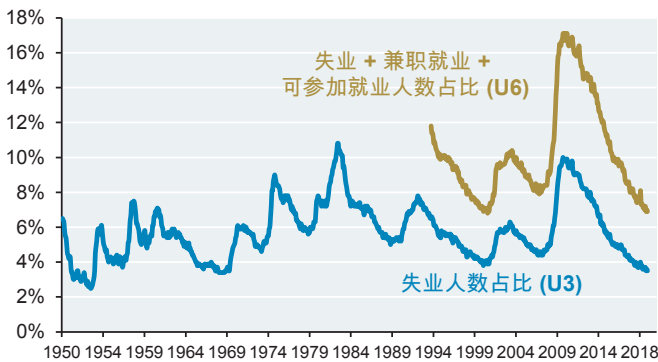
资料来源：美国谘商会；2019年三季度。灰色柱表示衰退。

40年来最低的家庭偿债比率和负债比率  
占可支配收入的比例



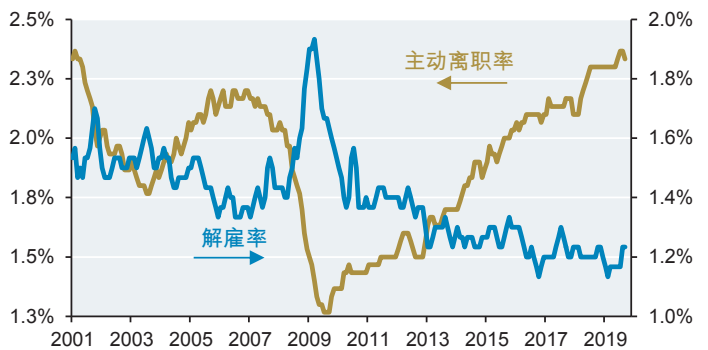
资料来源：美联储；2019年三季度。

50年来最低的失业率



资料来源：劳工统计局；2019年11月。「可参加就业」指目前没有但过去12个月曾经寻找工作的非在职人员。

美国劳动力市场健康的迹象  
占劳动力的比例，3个月移动平均值

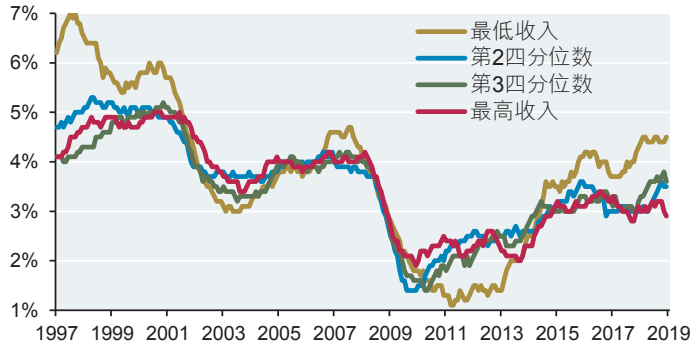


资料来源：劳工统计局；2019年10月。

另一个角度看美国消费市场的强劲势头。目前所有四分位数收入群体普遍受益于工资增长和家庭债务偿还水平较低。因此，我们对于消费者支出稳定和储蓄率稳定毫不感到意外。尽管信用卡和次级汽车贷款领域呈现早期疲软迹象，但消费者拖欠还款的情况依然稳定。住房方面，大部分数据表现良好，包括11月全美住房建筑商协会(NAHB)房屋建筑商指数也创下了20年来的新高。

### 所有收入水平人群工资都在上涨

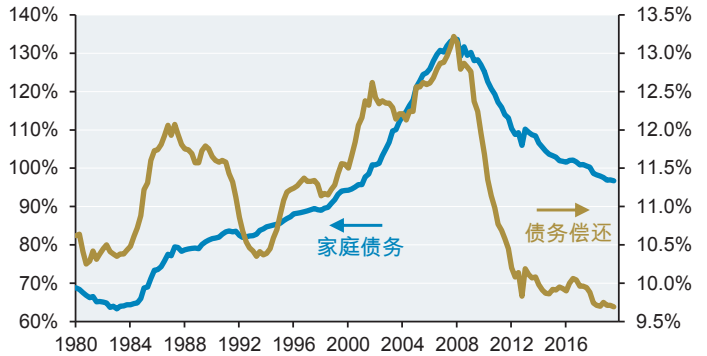
中位数月薪增长率的12个月移动平均值，%



资料来源：亚特兰大联邦储备银行；2019年11月。

### 家庭债务

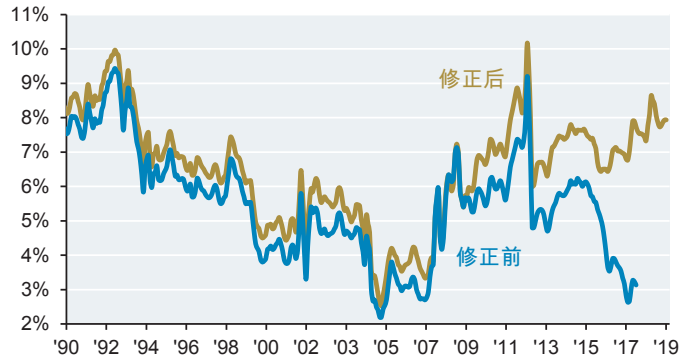
占可支配收入的比例（两轴）



资料来源：美联储；2019年三季度。

### 美国储蓄率大幅向上修正

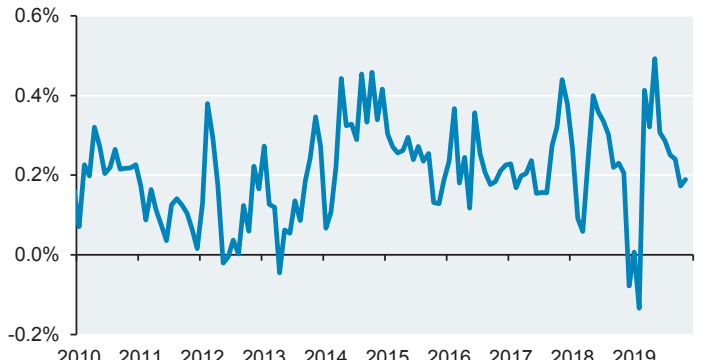
个人储蓄占可支配收入的比例，3个月移动平均值



资料来源：经济分析局；2019年11月。修正前数据指的是2018年5月修正前。

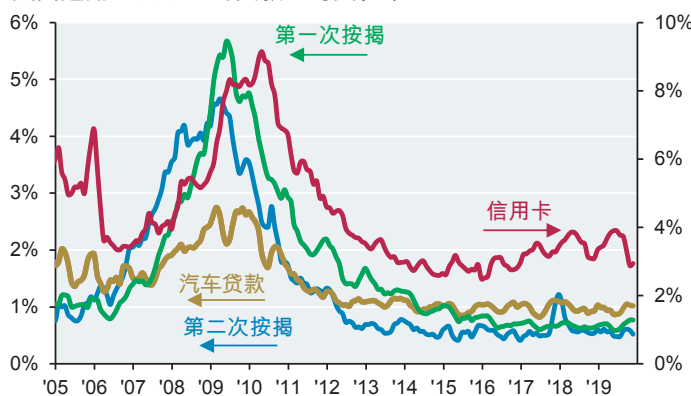
### 实际的消费者支出

过去3个月月均支出的变化%，以2012年美元币值为基准



资料来源：经济分析局；2019年11月。

### 美国逾期90天以上的贷款违约变化率



资料来源：标准普尔道琼斯指数、益百利；2019年11月。

### 新屋开工、按揭贷款申请和成屋销售

指数，2000年1月 = 100，经季节性因素调整

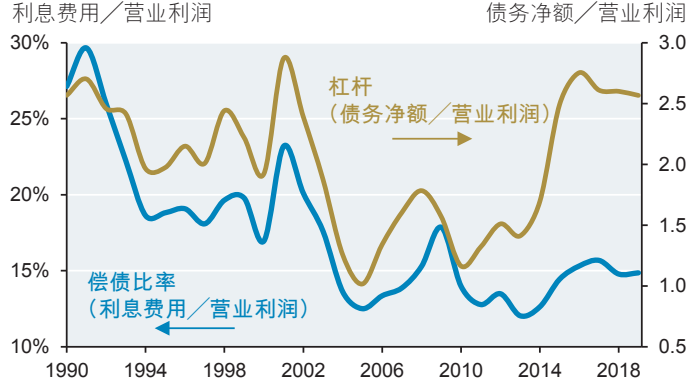


资料来源：美国人口普查局、美国房贷银行家协会、全美房地产经纪人协会；2019年11月。

## [2] 当美国下一次衰退发生时，信贷市场投资者面临的最大风险因素为何？

乍一看，信贷市场似乎不会给美国经济带来过大风险。尽管企业债务「水平」很高，但企业仍有「偿债能力」(第一张图表)，反映当前市场的低利率、低信用利差以及企业把债务期限以短换长的情况(例如，近期到期债务占现金流的百分比比较低)。

标普500中位数公司的偿债比率和杠杆



资料来源：摩根资产管理、彭博；2019年12月30日。

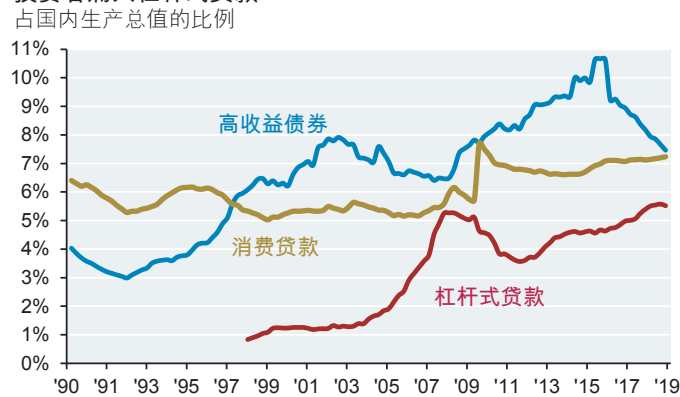
一年内到期债务减去现金



资料来源：桥水公司；2019年5月。

然而，我确信下一次衰退将会给杠杆式贷款带来一定压力：在低利率时期，投资者一直在杠杆式贷款领域抱团取暖。诚如右下图所示(摘自我们在2019年7月发布的《[放眼市场](#)》特别版)，杠杆式贷款的契约保护程度急剧恶化<sup>7</sup>。

投资者涌入杠杆式贷款



资料来源：摩根大通全球研究部、经济分析局、美联储；2019年三季度。

贷款投资者高举白旗：穆迪贷款契约质量评分



资料来源：穆迪；2019年二季度。

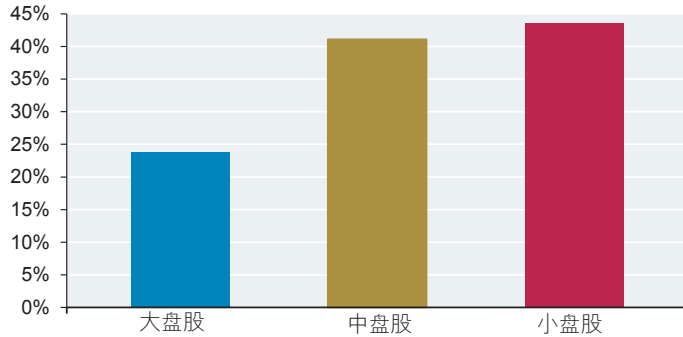
一旦您把目光转向并聚焦于中型企业以外的一些最薄弱企业，便会发现还有其他领域呈现受压迹象。诚如下页顶端的图表所示，尽管利率低企，但大约40%的中小企业都面临重大的债务重组风险，而标准普尔的报告也指出目前「薄弱环节」的企业数量激增。诚然，低利率可以暂时阻止经济陷入衰退，而且肯定有助于需要偿债的公司。但是，当经济衰退袭来之时，无法满足再融资需求的公司对贷款和债券价格造成的影响，将会比无力偿还利息的公司更大。因此，下一次衰退可能导致无法获得再融资的杠杆式贷款和高收益债券的损失高于预期。

<sup>7</sup> 我们在2019年7月发布的《[放眼市场](#)》中根据以下指标分析了贷款人保护程度的下降：杠杆和利息保障维持测试、出售资产时强制提前还款、负面契约限制、限制付款条款、旨在限制抵押池资产流失的各种条款、向非受限子公司或联属公司投资或转让、举借新增同权或优先债务的能力、非担保人子公司的留置权稀释等。我们还研究了如何通过增加使用「息税折摊前盈利(EBITDA)加回」导致人为地提高了利息保障和杠杆测算结果，「息税折摊前盈利加回」指的是公司将非经常性支出和假设的合并协同效应/成本节约加回到收益里，从而人为地提高了从息税折摊前盈利得出的任何计算结果。最后我们分析了最近三个由于契约保护减少而导致抵押品剥离的例子。

信贷市场

### 债务重组风险高企的非金融公司占比

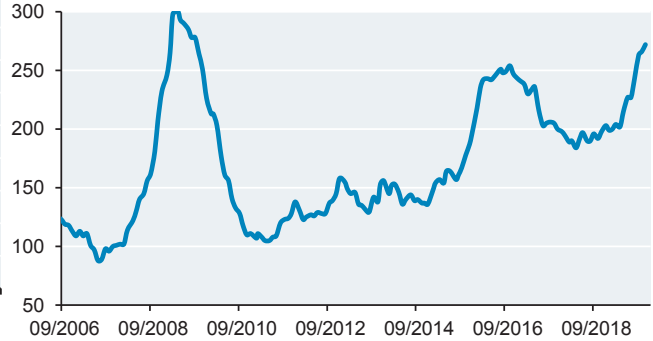
分占各类市值公司的比例



资料来源：彭博、摩根资产管理；2019年三季度。债务重组风险高企定义为息税前利润与利息费用之比低于3。

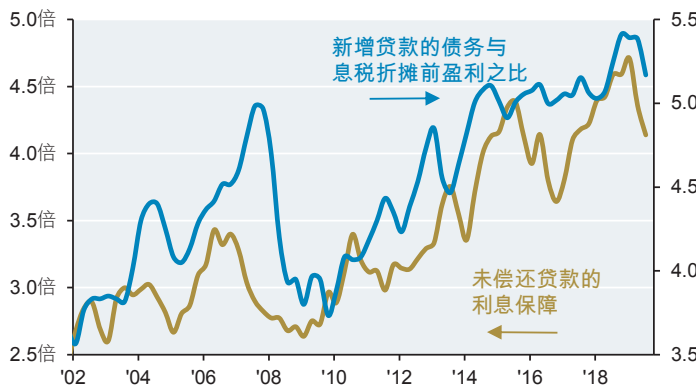
### 最薄弱环节公司数量激增

评级在B-或以下、前景为负面的或者在信用观察名单上评级为负面的发行人



资料来源：标准普尔全球评级研究；2019年11月18日。

### 贷款：利息保障倍数高，杠杆亦高

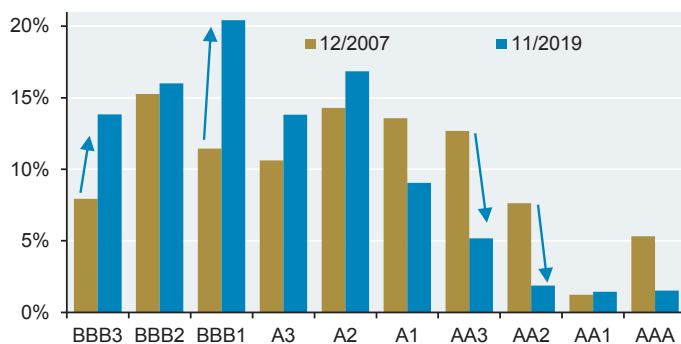


资料来源：标普全球市场财智；2019年三季度。

当下一次衰退袭来时，**投资级公司债券**也可能会承压，主要因为眼下市场与2007年相比，BBB级债券的市场份额增加了。《沃尔克法则》带来的影响可能会使情况变得更糟：《沃尔克法则》导致美国做市活动和自营交易相对于固定收益产品的供应激增而出现下降。这种情况可能导致投资者退市时出现定价瓶颈。

### 危机后BBB级债券充斥市场

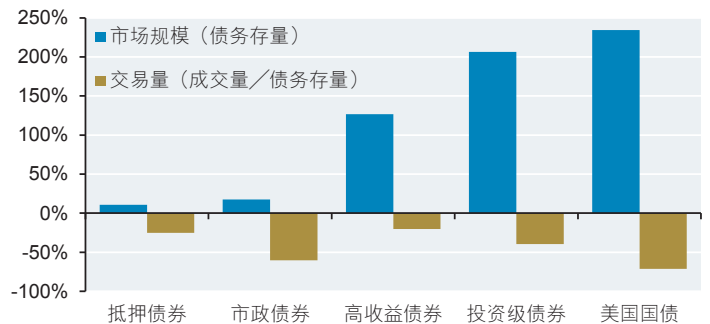
在美国投资级公司债券指数中所占比例



资料来源：美国洲际交易所/美银美林、摩根资产管理；2019年11月。

### 在流动性缩水之际债务存量扩张

2006-2017年市场规模和交易量的变化



资料来源：美国证券业与金融市场协会、美国金融业监管局《世界概况》、彭博、摩根资产管理；2017年。

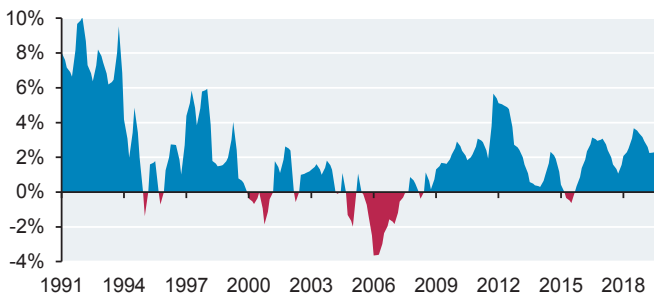


### [3] 为什么美国股市一直跑赢欧洲和日本?

如果有人向您提出一项逆向投资建议，低配美股同时超配欧洲或日本股票，那您一定要追问他们同样的建议他们曾经提出多少次。为什么?因为他们以前提出这项建议之时就可能已经出错，而且错得相当厉害。诚如我们多次阐释，低配欧洲和日本股票同时超配美国和新兴市场股票的投资策略，是我多年来见过最成功的资产配置方法之一，这一策略亦在2019年「再创」佳绩。自2010年1月以来，美股的总回报率为252%，相比之下，日本为94%，欧洲则为75%。

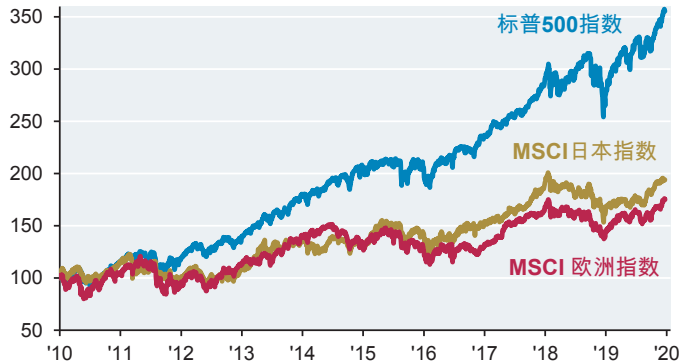
**为什么美股一直跑赢欧洲和日本?**从目前来看，最合理的理由似乎与微观经济而非宏观经济有着更密切的关系<sup>8</sup>。在一个低增长的世界里，股市最大的涨幅通常来自**科技板块**，而不是盈利增长较低、波动性更大的板块(如基础材料、能源、工业)。在美国，科技行业占据股指权重远远高于其它三个行业，反观欧洲和日本，情况正好相反(第三张图表)。其次，当我们深入探究行业「内部」时，美国企业的盈利能力通常高于欧洲和日本企业(请参阅下表)。因此，除非事非寻常，否则美股不会持续地跑输大盘。

**超配美国和新兴市场股票，低配欧洲和日本股票**  
 相较MSCI所有国家世界指数的3年滚动跑赢(跑输)业绩



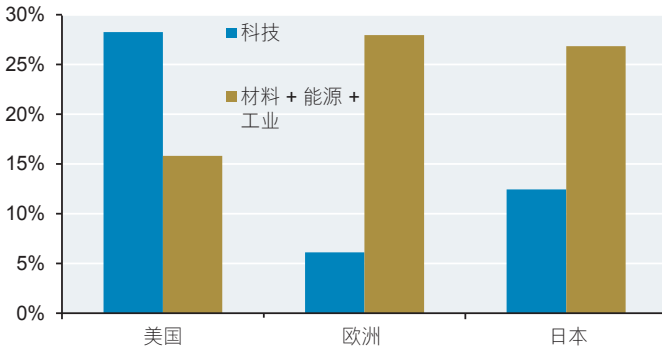
资料来源：彭博、摩根资产管理；2019年三季度。所有股票投资组合，按季度调整。超配美国股票10%，低配欧洲股票10%，超配新兴市场股票5%，低配日本股票5%。假设未进行货币对冲。

**美国跑赢欧洲和日本**  
 以美元计算的总回报，2010年1月 = 100



资料来源：彭博；2019年12月30日。

**高增长科技板块推动美国市场，低增长板块驱动欧洲和日本**  
 占指数总市值的%



资料来源：彭博，2019年12月30日；科技板块包括：《全球行业分类标准》一级分类信息技术 + 《全球行业分类标准》三级分类：互动媒体及服务。

资产回报率						
国家	必需消费品	非必需消费品	科技	医疗	通信服务	金融
美国	5.9	6.1	9.8	5.6	5.6	1.2
欧洲	6.3	4.2	5.3	5.5	1.6	0.4
日本	3.5	3.6	4.3	4.2	4.1	0.3
股票回报率						
国家	必需消费品	非必需消费品	科技	医疗	通信服务	金融
美国	27.0	30.5	29.6	18.4	14.5	10.4
欧洲	16.4	13.2	11.2	19.0	8.7	7.9
日本	11.7	9.9	9.1	8.7	14.2	6.6

资料来源：彭博。2019年12月30日。

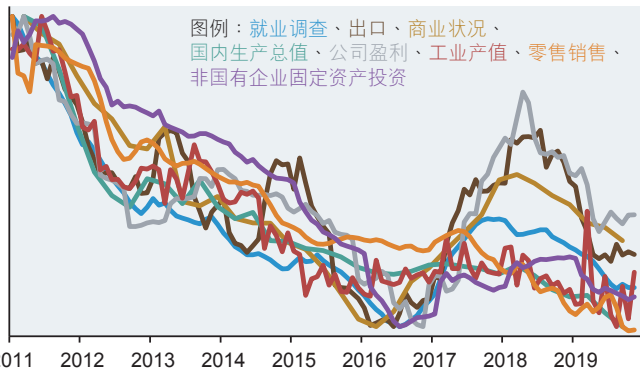
<sup>8</sup> 这是来自宏观经济的解释：自2014年以来，美国的主要收入人群(年龄介乎30-49岁)增长率持续高于欧洲。根据联合国的数据显示，2020-2025年这一差距将会进一步扩大，主要因为美国的主要收入人群将增加5%，而欧洲的主要收入人群则会减少3%。

#### [4] 爆发贸易冲突时，中国的表现如何?对新兴市场投资者的影响为何?

中国有时候会选择性地报道信息；有些政府机构实际上已经停止发布重要数据<sup>9</sup>。因此，我们采取截然不同的方法，采用受不报告或操纵影响较小的高频数据来了解实际情况。下方两张图表反映了中国的表现：**2017年和2018年初刺激措施出台推动经济提速之后，中国经济增长已经逐渐放缓**。具体数据包括：固定资产投资增长率下跌至1996年以来的最低水平，贷款增长率下降至2017年12月以来的最低水平，消费物价指数(除食品外)的增速减缓至2016年4月以来最低，以及工业利润录得自2011年以来的最大降幅。与此同时，这些数据都是反映当前经济活动的**同步指标**。

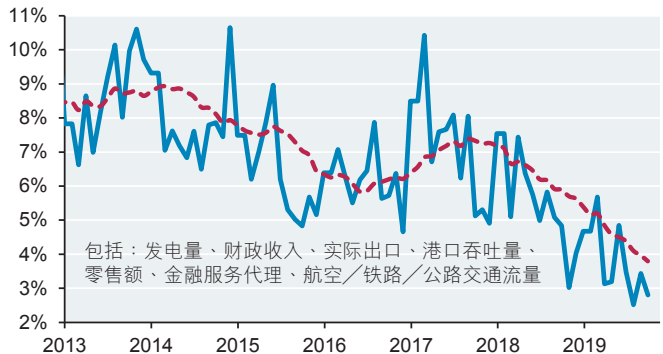
中国经济疲软在一定程度上归咎于贸易战；部分原因与中国有意放慢增长步伐以遏制影子银行业有关；另一个原因在于中国逐步收紧规模庞大的资本支出而导致结构性下滑终于出现。2014年，美国谘商会曾经预计中国国内生产总值增长率于2019年和2025年将会分别下降到5.5%和4%，这一预测目前正在逐步展现。至于贸易战，只有10-20%的中国公司营业收入来自海外，而且据MSCI统计，只有2.8%的中国公司营业收入来自对美销售。**更大的问题源自国内**，包括陷入困境的地区银行需要高达3,500亿美元的资金支持。

我们的中国经济监察图



资料来源：中国物流与采购联合会、Markit、中国海关、中国人民银行、中国国家统计局、MSCI、摩根资产管理；2019年11月。

中国同步活动追踪  
年同比变化，%

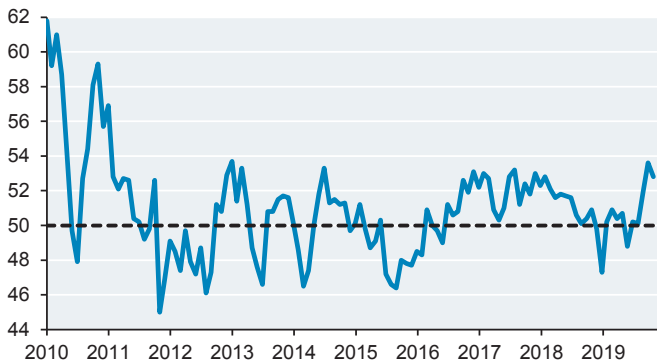


资料来源：美银美林；2019年11月。

虽然同步指标表现疲弱，但是制造业新订单增加等一些迹象显示2020年中国会出现复苏。不过，这些信号只属暂时性质，依然高度依赖政府的刺激措施提振。

中国新增订单反弹

50以上=扩张



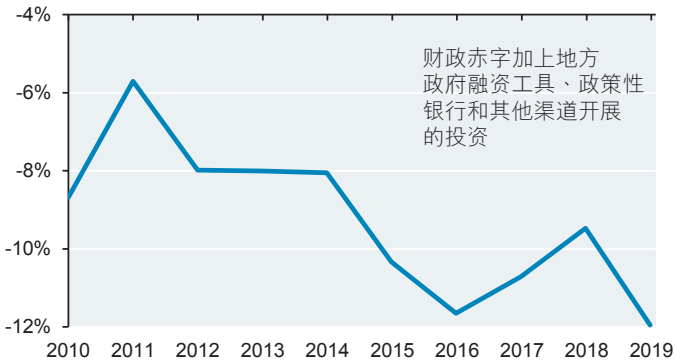
资料来源：Markit采购经理指数；2019年11月。

<sup>9</sup> 详情请参阅《神秘消失的统计数据》，龙洲经讯，2019年10月17日。

2019年中国再次加大财政支出和其他支持手段力度<sup>10</sup>，但是迄今为止有关举措对私营部门信贷指标<sup>11</sup>的影响轻微。虽然2019年企业和家庭债务占国内生产总值的比率小幅上升，但这一信号主要反映国内生产总值增长放缓而非信贷需求增加。

### 中国「满负荷」的财政赤字

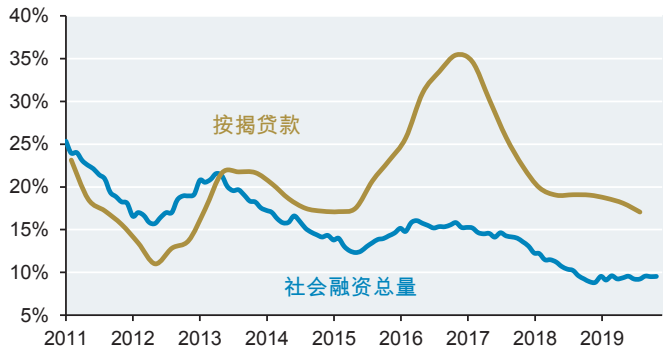
增加的赤字，占国内生产总值的比例



资料来源：环亚经济数据、摩根资产管理；2019年。

### 迄今为止私营部门对刺激计划的反应有限

年同比变化，%

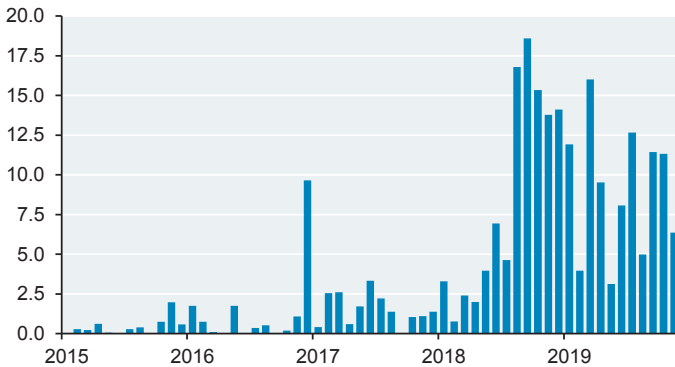


资料来源：摩根大通亚太股票研究部、中国人民银行；2019年11月。

中国同时面临其他压力：私营部门的公司债券违约率不断上升，这既是经济持续放缓造成的副产品，也是「产能过剩」行业因信贷监管收紧导致流动性紧缩的必然结果。中国私营企业进入债券市场变得更加困难，而国有企业则继续发行债券。中国曾经公开表示有意让资本流向更具创新形态的经济模式，这种局面可能并非中国希望发展的方向。在私营企业缺乏流动性的同时，企业的资本支出也急剧下降，我们对中国开展的研究分析已捕捉到了这一现象。

### 中国私营企业的债券违约率

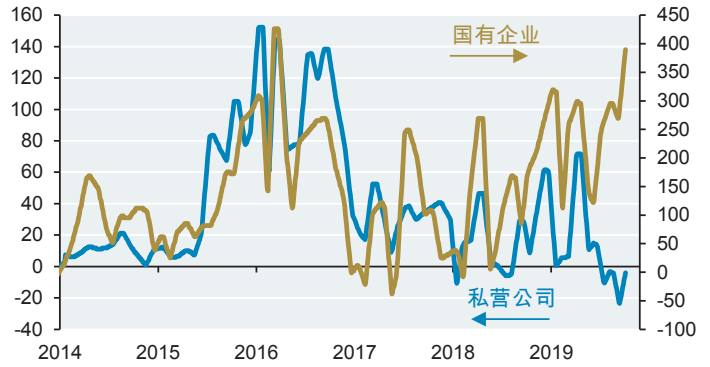
10亿元人民币



资料来源：龙洲经讯、万得；2019年11月。

### 私营公司正在失去进入债券市场的渠道

净发行量，10亿元人民币



资料来源：龙洲经讯、万得；2019年11月。

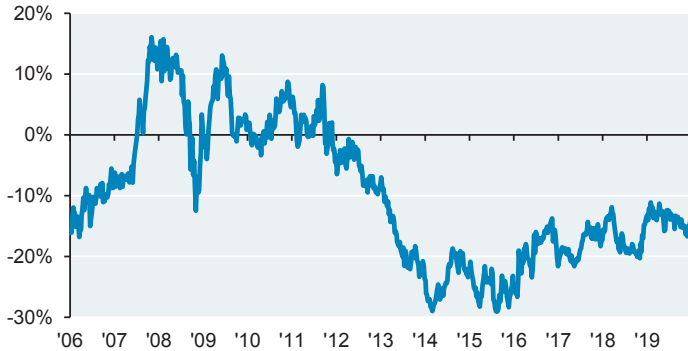
<sup>10</sup> 中国要求地方政府在2020年加快基建债券发行，并降低了基建投资项目的资本要求，允许提高债务股权比率。中国对港口和航运项目的最低资本投资比例规定将从25%下调到20%。

<sup>11</sup> 社会融资总量是指中国实体经济从银行获得的融资(人民币和外币贷款、委托贷款、信托贷款、公司债券、金融机构持有的非金融企业股权、保险公司还款、产业基金投资和投资房地产)和从直接融资渠道获得的融资(承兑汇票、股权融资、公司债券和地方政府债券)。

如果贸易协议达成后中国出现反弹，哪些股市有望最大受益？我经常看到增持欧洲股票的理由，部分在于欧洲将会受益于中国经济增长的反弹。根据我们过去15年进行的分析，当中国领先指标上升时，欧洲股票普遍会受益。然而，新兴市场股票往往会涨得更多一点儿。此外，新兴市场股票的交易价格较欧洲股票有所折让，尽管由于新兴市场企业盈利表现较弱，折让幅度已远逊从前。过去十年新兴市场股市跑输欧洲，部分原因在于中国经济增长逐渐放缓。

### 新兴市场：相较欧洲的市盈率折让

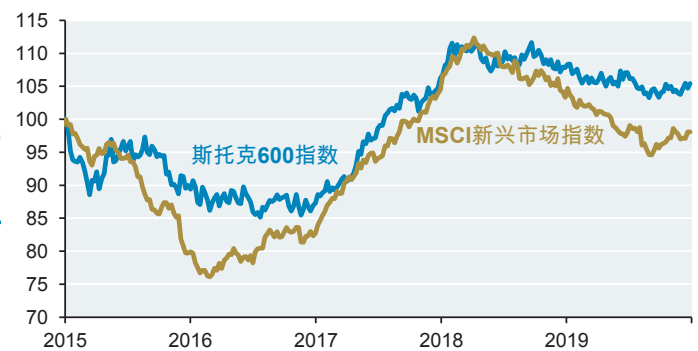
按远期盈利计算MSCI新兴市场相较斯托克600指数的市盈率折让/溢价



资料来源：Datastream、美国机构经纪人预测系统、摩根资产管理；2019年12月27日。

### 欧洲与新兴市场的比较：12个月远期盈利

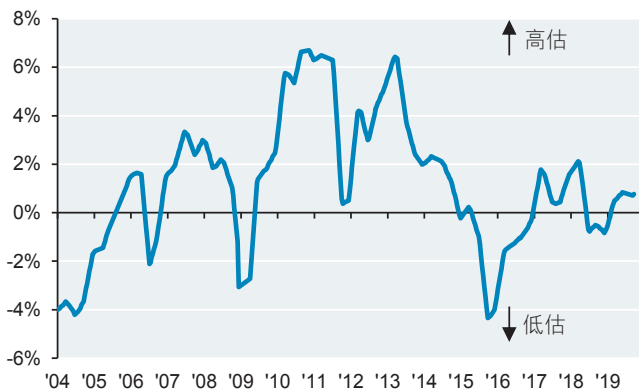
指数，美元，2015年1月1日 = 100



资料来源：Datastream、美国机构经纪人预测系统、摩根资产管理；2019年12月27日。

投资新兴市场时，必须紧记其中一个重点：新兴市场货币被高估或低估。2014-2016年新兴市场股市表现疲弱，在一定程度上是由于2013年新兴市场货币汇率被高估而导致的。诚如下图所示，根据一项对新兴市场货币汇率开展的多因素评估显示，计入名义汇率和贸易、通胀、生产率和经常账户逆差等双边差异之后，新兴市场货币汇率大致处于公允价值。

### 新兴市场实际贸易加权货币篮子

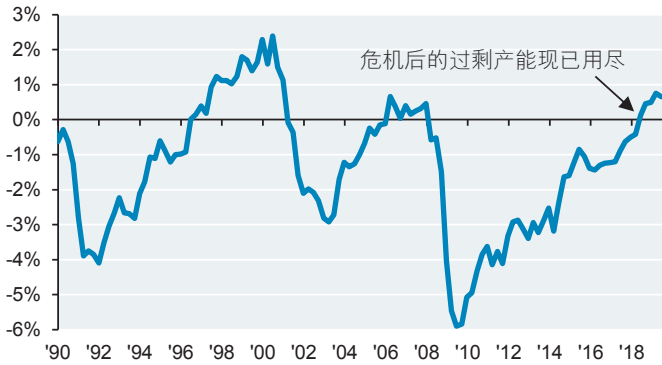


资料来源：高盛经济研究部；2019年10月。

## [5] 为什么美国核心通胀已死?

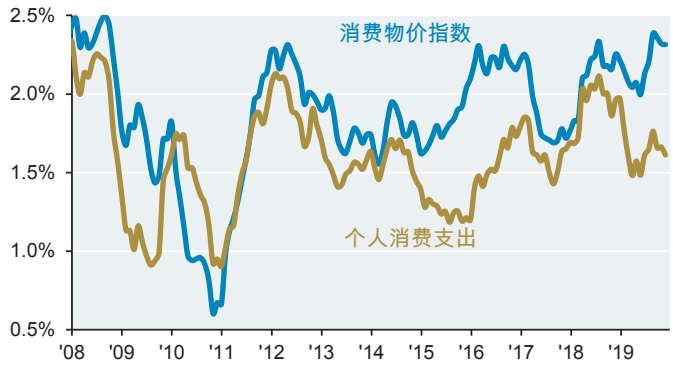
首先，美国核心通胀并非已死。美国经济几乎没有任何过剩产能，加上核心通胀保持稳定，与美联储设置的2%通胀目标差距不大。然而，美联储再次将利率降到等于甚至低于通胀率的「行径」，就好像通胀已死一样。除了预期通胀稳定，美联储还看见其他哪些因素让美联储理事会成员对未来的通胀风险如此盲目乐观?

美国「产出缺口」：衡量剩余额产能的指标  
%，实际国内生产总值与潜在国内生产总值之比



资料来源：国会预算办公室；2019年三季度。

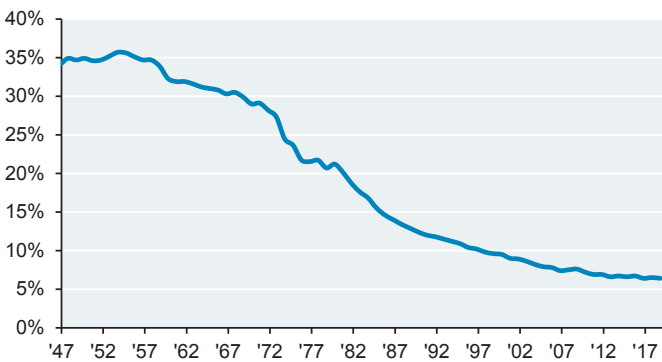
美国核心消费物价指数和个人消费支出  
年同比，%



资料来源：劳工统计局、经济分析局；2019年11月。

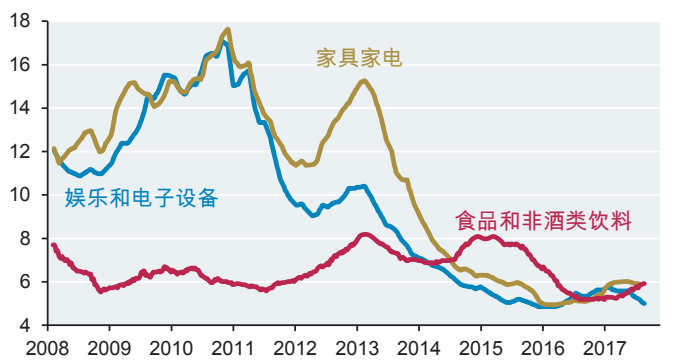
我们之前曾经提供下面几张图表作为参考，美联储正是据此认为通胀率仍将维持低位，并证明美联储应继续实施宽松货币政策的有力基础。这几张图表显示了劳动市场的议价能力下降、零售价格再调整的速度加快、全球化对工资造成的冲击、企业通过涨价应对劳动力成本上升的意欲降低、科技业通货紧缩以及工业机器人的崛起<sup>12</sup>。这些因素使得美国通胀率于低位企稳，而且通胀率于低位企稳的国家所占比例也创下了历史新高。

劳动力议价能力下降  
私营部门工会人数



资料来源：83年前的数据来自Hirsch，83年后的数据来自劳工统计局；2018年。

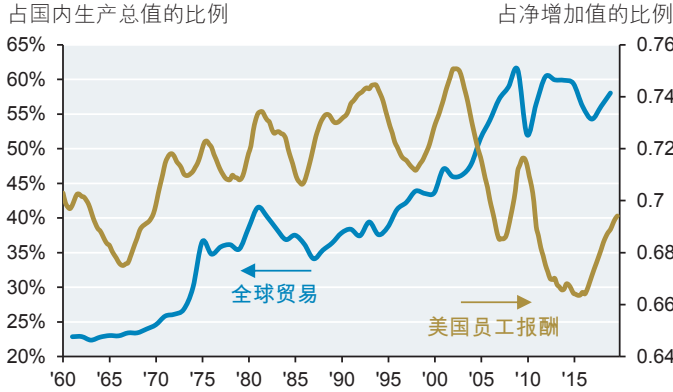
线上零售提高了价格透明度  
价格变动之后的保持时长（月）



资料来源：A. Cavallo、美国全国经济研究所工作报告；2018年。常规售价不包括促销活动。

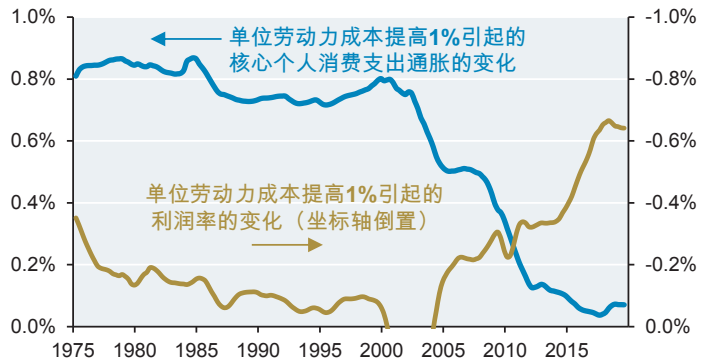
<sup>12</sup> 虽然2013年到2018年期间美国的机器人出货量增长了60%，但中国在机器人部署方面处于领先地位，2018年中国的机器人装机量比美国多出4倍。这种情况与美国通胀和美联储有关的原因：随着中国劳动力供应减少，机器人使用量增加有望稀释中国国内工资持续上涨产生的影响，同时维持中国商品进口对美国产生的通货收缩影响。诚如第3页所示，尽管贸易战和关税上升导致美国从中国进口的商品减少，中国仍然是美国的最大进口国。

### 全球化与美国员工报酬



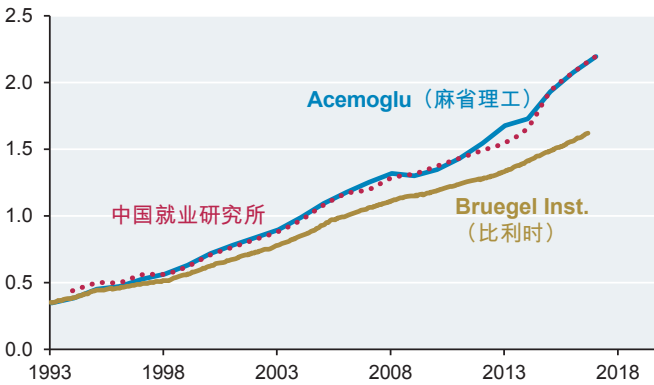
资料来源：世界银行、经济分析局。2019年三季度。

### 现在企业通过利润率而不是价格来应对劳动力成本变化



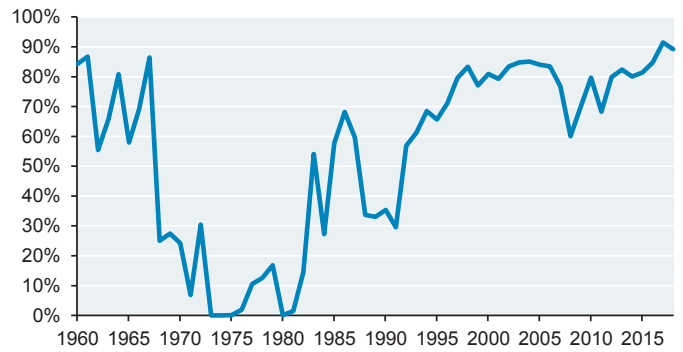
资料来源：摩根大通经济研究部。2019年三季度。

### 美国：每千名工人拥有的工业机器人数量



资料来源：麻省理工、中国就业研究所、Bruegel Institute；2018年。

### 全球生产总值保持整体通胀率低企(0-4%)的百分比

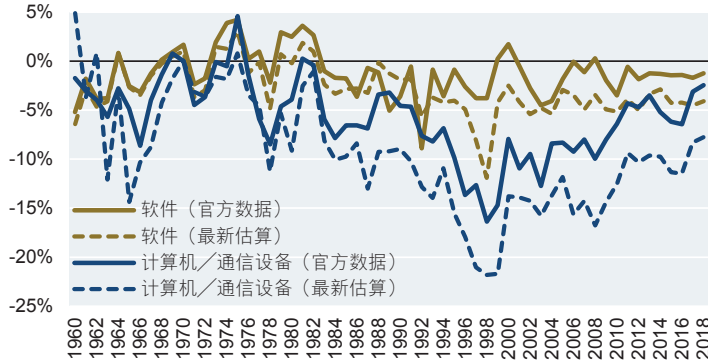


资料来源：世界银行、摩根资产管理；2018年。

美国通胀

科技业带来的通货紧缩影响。此外，美联储一些研究人员更详细地分析了市场是否会因为难以掌握信息、通信和技术行业(ICT)的生产力提高而误判美国生产力这一争论。目前，他们预计信息、通信和技术的价格下降速度实际上比官方通胀数据所报告的「快得多」。鉴于信息、通信和技术行业对经济其他领域产生乘数效应，这可能解释了为何过去十年美联储能够一直实施如此宽松的货币政策而没有引发工资上涨或物价通胀。

### 美联储的最新分析显示信息与通信技术通缩程度大于官方报告的数据



资料来源：Byrne和Corrado、《信息与通信技术价格与信息通信技术服务：反映了怎样的生产力和技术？》，2017年，2019年更新。

### 下修信息、通信和技术通胀预测的原因：

- 随着操作系统、开源软件、云端计算、存储和计算能力出现难以量化的进步，能够更好地估计效率的提升
- 纳入了更多的子行业，例如云端计算和系统设计服务(14个可选指标，而官方数据则只有7个指标)
- 新软件价格指数不仅包括应用软件，还包括了桌面、便携设备、网络及企业的系统/操作系统软件
- 行业定价数据更准确、更全面

## [6] 负政策利率对欧洲银行有何影响?

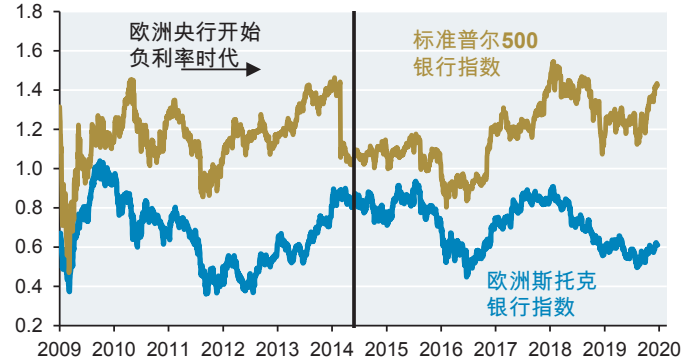
从投资者的角度来看，似乎毫无好处。自2014年欧洲开始实施负政策利率以来，欧洲银行股的回报率和估值一直落后于美国。若情况相反结果将会如何尚不得而知，欧洲央行或会辩称，假如没有实施负利率，欧洲的情况将会更加糟糕，企业违约率持续上升将会导致银行板块更加举步维艰。不管怎样，负利率一直都是欧洲银行投资者最棘手的问题，而且看来短期内也不会消失。

美国与欧洲的比较：银行的总回报  
以美元计算的总回报，2009年1月 = 100



资料来源：彭博；2019年12月30日。

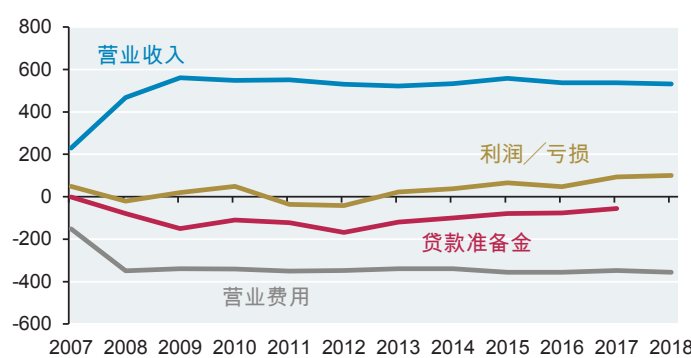
美国与欧洲的比较：银行的市净率  
比率



资料来源：彭博；2019年12月30日。

实际上，欧洲央行正在考虑进一步降息。目前欧洲央行的政策利率为-0.5%，令人惊讶的是，欧洲央行可能进一步降息至-1.0%。德国银行目前的净息差为0.9%。如果德国银行将降息造成的一半影响转嫁给储户<sup>13</sup>，银行的净息差可能会下降25%。但是，假如德国银行「完全不将」这些影响转嫁给储户，则银行的净息差可能会从目前(已经微不足道的)的水平再下降一半。最后一点：对于看到过去几年欧洲银行利润略有增长的投资者来说，请注意这个结果几乎全因计提贷款损失准备金减少，而非营业收入持续增加或营业费用不断下降所致。换句话说，这并非银行利润的自然增长。

银行盈利能力受到计提贷款损失准备金减少的拉动  
10亿欧元



资料来源：欧洲央行、巴克莱欧洲研究部；2018年。

摩根大通政府债券指数广义指数中按负收益率交易的国债比例

国家	合计	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10年以上
丹麦	100%	100%	100%	100%	100%	100%
德国	87%	100%	100%	100%	100%	55%
芬兰	78%	100%	100%	100%	100%	0%
瑞典	73%	100%	100%	100%	50%	0%
荷兰	72%	100%	100%	100%	100%	17%
奥地利	68%	100%	100%	100%	100%	0%
法国	65%	100%	100%	100%	100%	0%
爱尔兰	62%	100%	100%	100%	100%	0%
比利时	56%	100%	100%	100%	100%	0%
日本	51%	100%	100%	100%	100%	0%
西班牙	35%	100%	100%	15%	0%	0%
葡萄牙	35%	100%	100%	0%	0%	0%
意大利	14%	60%	0%	0%	0%	0%
合计	52%	93%	85%	69%	74%	5%

资料来源：摩根大通全球指数研究院、摩根资产管理；2019年12月11日。

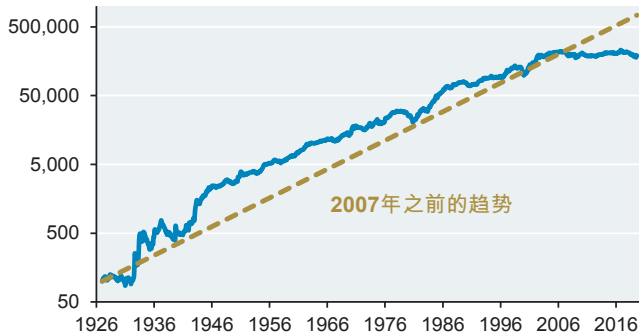
不管负利率是一种症状、疾病还是治疗方法，我都希望其他国家永远不要走入像欧洲一样的负利率环境。普林斯顿大学经济学家马库斯·布伦纳梅尔(Markus Brunnermeier)相信世上存在「逆转利率」：超越这一临界点之后，进一步降息对银行造成的危害将会超过对经济带来的好处，在这种情况下推行更加宽松的政策将会产生紧缩而非刺激经济的影响。换言之，随着银行的盈利能力下降，银行产生新资本的能力也会有所减弱，因而损害了发放新增贷款的能力。

<sup>13</sup> 德国一些规模较小的银行宣布将会开始对新账户实施负存款利率收费。

## [7] 价值型股票一直跑输增长型股票的情况是否将会告一段落?

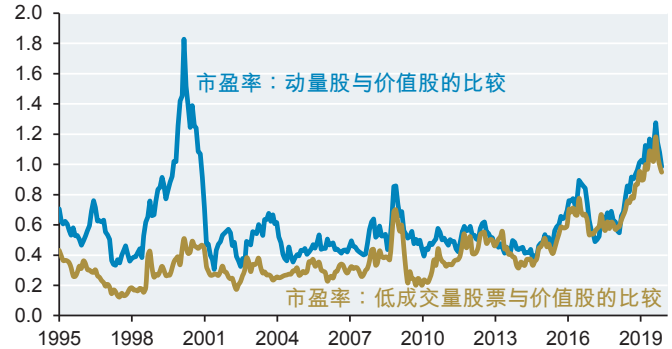
2010年以来，价值型股票的表现一直远逊于增长型股票，落后幅度之大是过去70年鲜见的，期间以价值型投资主导的投资者和主动型基金经理人赚取了可观的股息。然而，近年来投资者为了追逐稀缺的盈利增长或者渴求股息而蜂拥至投资增长型股票、动量和类债券股票。自2010年以来，价值型股票的表现持续低迷成为主动型股票管理人面临的重大挑战，我们在今年早些时候发布的《放眼市场》特别版中也详细讨论了这一话题<sup>14</sup>。

最便宜价值股相较最贵价值股的累计超额回报  
指数，1926年1月 = 100，对数



资料来源：法国数据库、摩根资产管理；样本集= 纽交所、美国证券交易所、纳斯达克；2019年10月。

与价值股相比，动量股和低成交量股票的溢价处于历史高位  
市盈率之差除以市场市盈率



资料来源：摩根资产管理；2019年11月。

除了技术面反映价值型股票出现深度市盈率折让外，市场上是否还有「基本面原因」让投资者相信价值型股票的低迷表现可能会在一定程度上有所扭转?在2019年即将进入尾声之际，与增长型股票相比，价值型股票开始出现复苏迹象，尽管迄今为止仅限于大盘股。首次公开发售(IPO)市场和首次公开发售前市场承受的压力，似乎加深了投资者对首次公开发售数量激增但盈利增长乏力(详情请参阅第26-27页)，以及反垄断重现将会导致估值过高的增长型股票面临风险(下一节将会加以阐述)的担忧。其他催化因素包括能源行业恢复资本自律使得能源股终于复苏，以及美国货币政策最终走向正常化。

增长型股票创下史上第二高的水平  
比率



资料来源：摩根资产管理；2019年11月。

标准普尔500指数和罗素1000指数增长型股票与价值型股票  
累计业绩表现的比较



资料来源：彭博；2019年12月27日。

<sup>14</sup> [主动股权管理行业分析](#)。我们分析了1996年以来23种风格类型合共6,700家主动型股票管理人的业绩表现。一如所料，美国大盘核心股、价值型股票和增长型股票投资风格的表现都面临着巨大挑战。不过，我们同时发现，尽管美联储的扭曲操作导致市场扭曲，自2014年以来在几个其他美国和非美国类型中有50%以上的管理人表现突出，我认为这一有利信号代表主动股票管理操作具备长期可行性。

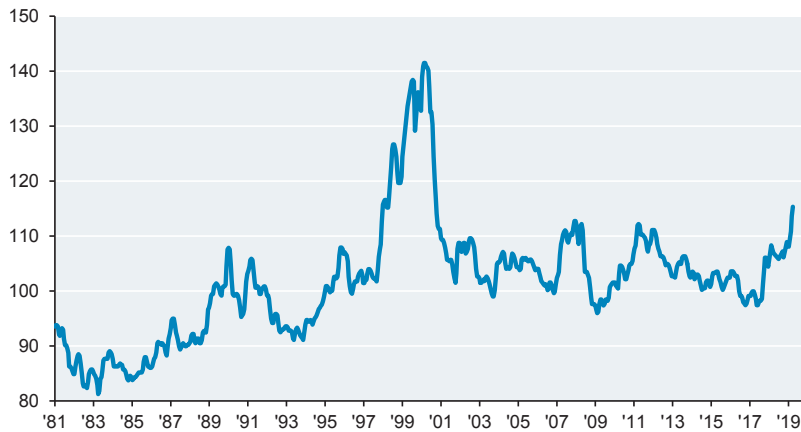


对于价值型股票的投资者来说，绝望的黑暗时期可能终于结束了。我们相信眼下可能正是价值型股票走出低谷前的最后日子，与我们抱持相同观点的不乏其人。

- 来自AQR的Cliff Asness经常告诫投资者要避免「因子择时」，他把更大的赌注押在价值这个因子之上<sup>15</sup>。AQR认为，金融危机爆发后头八年里，价值型股票跑输大盘「合理」，因为价格昂贵的公司可以通过盈利、销售额和利润率等指标的表现来证明其股价溢价合理。但是，过去两年价值型股票的表现疲弱与基本面的关系不大，而是反映了市场上投资者情绪的「非理性」变化(即估值倍数扩张)
- Asness以下图来支持这一论点。下图通过市净率、市盈率(历史和远期)以及市销率显示了美国最便宜大盘股和中盘股相较最昂贵大盘股和中盘股的相对估值。最便宜与最昂贵股票之间的价差扩大至2002年以来的峰值，虽然与1999-2000年期间的最高水平还相去甚远

**价值型股票有多便宜?非常便宜**

基于市净率、历史市盈率、远期市盈率和市销率得出的价值型股票相较增长型股票的综合溢价，指数，100 = 平均值



资料来源：Cliff Asness、《价值择时小错适逢其时》：2019年8月。

关于美国价值型股票可能持续复苏的最后一条点评。过去，美国价值型股票跑赢增长型股票的时期，往往与美国股市「跑输」欧洲股市的时期不谋而合。这些时期当中，有一部分发生在2005/2006年南欧昙花一现的经济增长/信贷繁荣期间，而我认为这种繁荣市况将不会重现。即便如此，美国价值型股票反弹可能会与美国昂贵的增长型股票重新定价同时发生，在这种情况下，欧洲股市至少可暂时跑赢美股。

价值型投资

<sup>15</sup> Cliff Asness，《价值择时小错适逢其时》，2019年11月7日。

## [8] 美国经济可能进行全面改革将会给市场带来哪些重大风险？

下表载列了进步派关于税收、企业部门、劳工、能源、医疗、投资、贸易和学生债务的提案，其中大多都是由参议员沃伦提出的。这些提案中的许多方案如要获得通过，民主党人不仅需要控制白宫，亦必须控制参议院；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。

民主党进步提案		
税收	企业部门	劳工
收入100万美元以上的人，资本利得税翻倍	控制或禁止股票回购	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
每年对未实现资本利得征税	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」...「对社会产生显著积极影响」才能获得商务部的特许	行业层面的部门谈判
5,000万美元以上征收2%的财富税	「美国企业办公室(Office of US Corporations)」和州检察长可以请求撤销特许	减少独立合同工的分类
取消个人减税，社保/医保经济情况调查，遗产税上限设为77%	政治开支需要75%的股东赞成	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（可能包括投资净收益），适用新的14.8%的工薪税	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	美国全国劳资关系委员会对侵犯劳工权益和存在不当解除劳动合同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		加强对罢工工人的保护
医疗	能源	学生债务
全民医保，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	减少95%负有学生债务的美国人（4,500万人）的学生债务
禁止私营健康保险	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，以及再进口补贴	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
允许美国卫生与公众服务部生产/分包仿制药	未来10年里补贴3万亿美元，过渡到全部使用清洁能源	预计费用 = 9,550亿美元
贸易：贸易对手方的9点合格性测试		
实施国际劳工组织的各项主要劳工权利，例如集体谈判和禁止雇用童工		
遵守《人口贩运受害者保护法》		
批准《打击国际商业交易中行贿外国公职人员行为的公约》		
支持国际公认的人权		
加入《巴黎气候协定》，制定减少长期排放的国家计划		
遵守与美国签订的各项税收协定，参加经合组织税基侵蚀和利润转移项目		
承认并落实宗教自由		
取消所有国内化石燃料补贴		
未列入美国财政部汇率操纵国观察名单		

资料来源：Comerstone Macro Research、城市研究所、Medium、美国全国广播公司财经频道、warren.senate.gov；2019年。



进步派的提案可能对股市造成的风险<sup>16</sup>

- **对股票市场板块的影响。**将来可能面临最大估值风险的行业板块包括银行、生物技术、化工、能源勘探开采、医疗管理支付者和服务供应商、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**。股票回购构成投资者回报主要贡献来源的行业板块：信息技术、金融和非必需消费品。**相比投资者对股票的需求，企业对股票的需求更令人瞩目：**自2011年以来，股票回购每年都是美国股票需求的最大单一来源，年均达到4,500亿美元。相比之下，每年来自家庭、共同基金、养老基金和外国投资者的平均需求还不到100亿美元
- 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的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。**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，尚未包括参议员沃伦的「其他」提案，即对超过1亿美元的盈利额外征收7%的暴利税，藉此为可再生能源提供资金。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
- 目前美国利用**水力压裂技术**生产石油、天然气和天然气凝析液(NGL)已达产量的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，天然气是间歇性可再生能源不可或缺的补充。详情请参阅我们2019年9月发布的[《突然戒断》](#)一文

<sup>16</sup> 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畴越广，对私营部门产生难以预料的负面影响的可能性就越大。诚如第7页所示，**沃伦的增税提案是上世纪30年代罗斯福提出增税水平的2.5倍。**

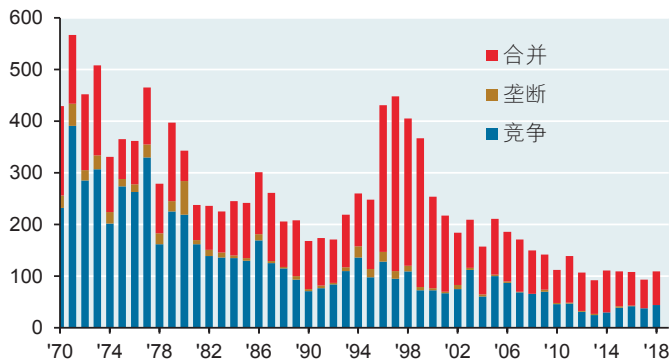
在2019年6月我们对[北欧国家的分析](#)中，我们发现北欧国家的经商条件在某些方面甚至比美国「更加」友好；其税制主要依靠消费税(增值税)和工薪税来支付福利开支；还有北欧的医疗体系普遍要求患者共同支付并设置免赔额来管理成本。换句话说，即使是最进步的国家，一开始也需要一个充满活力的私营部门和一些鼓励公民投资新企业和资本项目的激励措施支持，才能成功落实推行再分配政策。

- 就科技板块而言，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，投资者众说纷纭。本文不会就此辩论；从下方监管图表可见，在50年来反垄断调查(特别是对科技业)不断减少之后，许多政客目前都认为科技巨头正在对消费者或潜在竞争对手带来负面影响。如果针对科技业重启反垄断调查，可能也会对市场产生不利影响，原因包括：一、科技业大公司进行业务重组和合并的数量增至最高水平；二、自2010年以来科技业的回报率几乎是股市内其他行业所得回报的两倍；三、不少科技巨头一直都非常积极收购企业来增加营业收入和智慧资本

科技业反垄断和其他提案 (虚线下方 = 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
脸书、苹果、亚马逊、网飞和谷歌	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

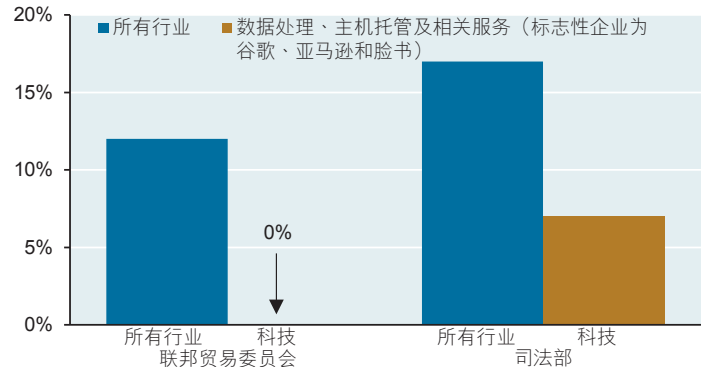
资料来源：彭博、桥水基金、《洛杉矶时报》、The Hill、联邦贸易委员会、《华尔街日报》、《纽约时报》；2019年。

司法部发起的反垄断调查数量



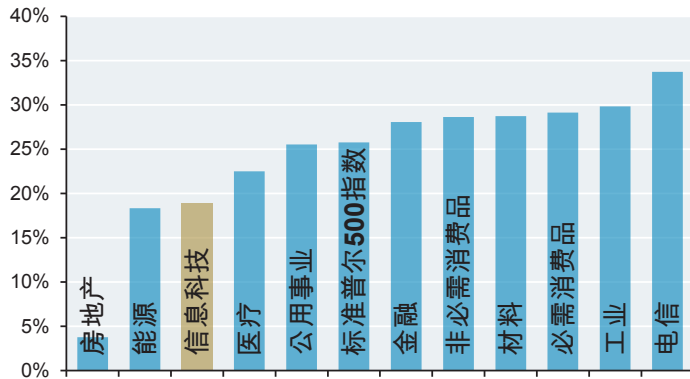
资料来源：美国司法部；2018年。

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



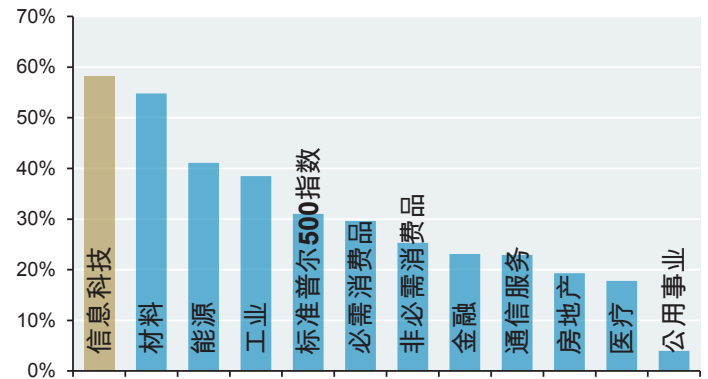
资料来源：美国反垄断研究所Diana Moss博士；2019年。

标准普尔各行业板块的有效税率



资料来源：标普全球市场财智；2016年。

标准普尔各行业板块的销售加权海外营业收入敞口



资料来源：标普全球市场财智；2019年三季度。

全面改革



## 近距离观察：为美国科技巨头量身定制的欧洲数字税

美国科技业面临的压力越来越大，来自欧洲广告商的营业收入将被征收**数字服务税(DST)**。法国、意大利、奥地利和土耳其厌倦了等待经合组织整理的「第一支柱」税收提案，这些国家已经制定了自己的数字服务税。数字服务税是基于「用户创造价值」的磨人逻辑：举例而言，既然脸书等公司的用户提供信息给这些公司，让其赚取广告收入为品牌提升价值，那么这些用户本质上就承担了通常由企业自身承担的所谓「供给方职能」。另外，用户所在的司法管辖区可以利用在当地产生的广告收入作为价值代理，对其创造的价值征税。科技公司将在其已经缴纳的所得税或消费税之外再缴纳这些数字税。

**如果您不太能够理解这一逻辑，不用怕，很多人也不明白。**2019年，国际货币基金组织(IMF)的一份报告指出，数字服务税的理论基础存在很大问题，而彼得森研究所则将数字服务税形容为彻头彻尾的关税，彼得森研究所对美国企业的歧视再明显不过了。欧洲各国政府以简单的措辞起草有关条文，意图掩饰这一显而易见的事实：它们将对**美国服务出口的消费征税**，但这彻头彻尾就是关税，并且很有可能违反了现有的双边税收协议。

法国财政部长坚称法国的数字服务税并非「单独针对美国公司」，反映这种说法现在变得多么虚伪：

- 考虑到适用于对全球范围营收征收数字广告税的高起征门槛，以及它们所适用的营业收入，**实际上「只有」美国科技巨头需要缴纳这些税**。数字服务税的应税营收包括数字广告(谷歌、脸书)、销售商品和服务的数字市场(亚马逊、易趣、优步、爱彼迎)以及向其他用户传输用户数据(脸书、推特)。订阅费用和应用程式内购买不包括在内，这两项会影响到欧洲公司
- 法国官员曾在其他场合表示，设计数字服务税明确是为了避免减慢电子商务创新和法国自己企业的数字化，而法国财政部长本人将数字服务税称为「**GAFKA**」税(GAFKA分别代表谷歌、亚马逊、脸书、苹果)
- 法国数字服务税适用于**总营业收入而不是净利润**，而且导致双重(或三重)征税，这二者都与发达国家的国际税收制度结构相抵触。有些数字服务税提案允许先扣除增值税，这是对在自己的司法管辖区内毋需缴纳增值税的美国公司的又一次直接打击
- 不久前，**经合组织还警告不要制定适用于数字经济的新税收规则**，包括2015年的一份报告，其中有来自欧盟税务专家委员会的贡献和建议。经合组织在报告中扬言，「出于税收目的将数字经济与经济的其他部分隔离开来很难，甚至是不可能的」。显然这一观点已经改变

2019年12月，美国财政部长姆努钦致信经合组织，表示美国反对数字服务税概念，称数字服务税「背离了美国纳税人所依赖的国际税收体系的长期支柱—公平转移定价和应税关联标准」。美国、经合组织和世贸组织将如何解决所有这一切尚不得而知，但我们的国际税务消息人士认为，**有些国家将推进征收数字税，并可能面临美国的报复**。鉴于如前页所示美国科技行业的实际税率很低，而且境外取得的营业收入很高，此事的进展结果十分重要。

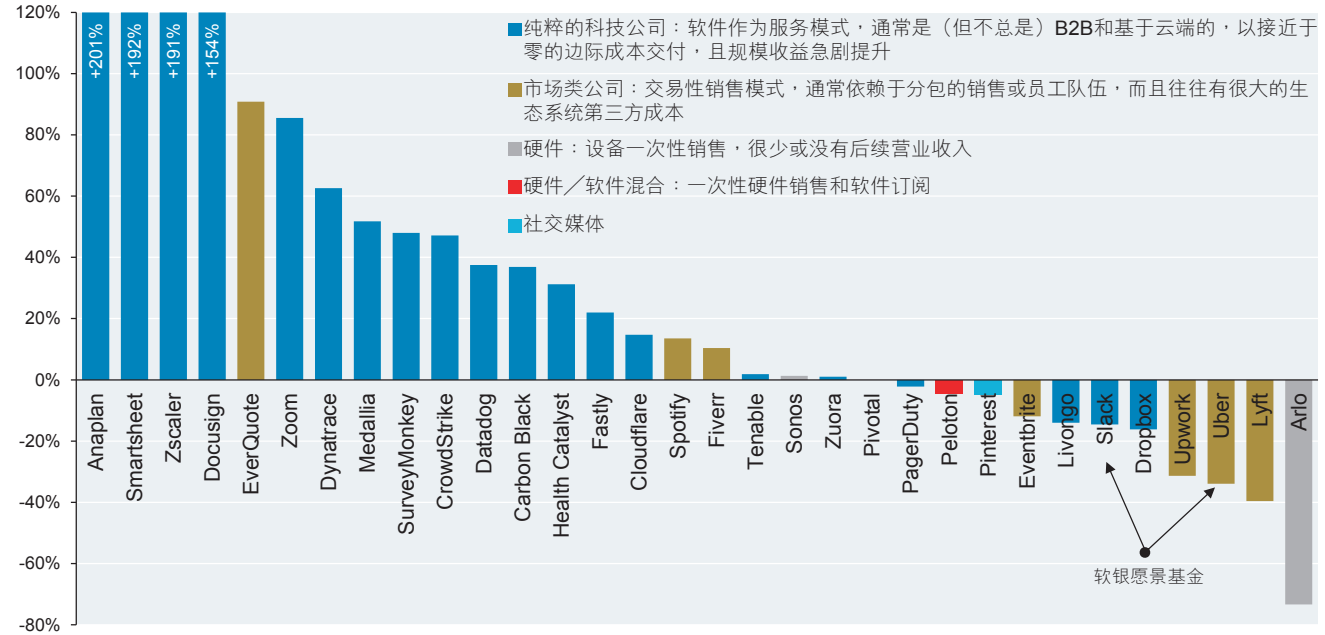
## [9] 美国首次公开发售市场：「先知们与企业盈利」

近期一些科技公司不论是在首次公开发售前或发售后，在市场上均遭遇困境，并且成为投资者的关注重点。在这轮洗牌中失利的一方：大多数「真正」科技股的首次公开发售表现尚可。「周边技术」公司虽然属于广泛的科技范畴但却不是纯粹科技公司，当中不少公司依然在挣扎求存。许多这些「周边技术」公司的销售增长率都低于50%（增长率高于50%的公司上市后的回报率普遍较高），就连优步(Uber)都未能达到「40%规则」（即销售额增长率加自由现金流利润率应达到40%）的检验标准。值得一提的是，由于销售、一般和管理费用(SG&A)支出高企，实际上这些首次公开发售公司的最新盈利报告中的经营利润率几乎全部为负，投资者预计这种情况最终将会改变。

### 2018/2019年科技公司首次公开发售的表现出了什么问题？

不用担心，只要您买入的实际上是真正的科技公司

相对首次公开发售价格（或直接挂牌价）的表现



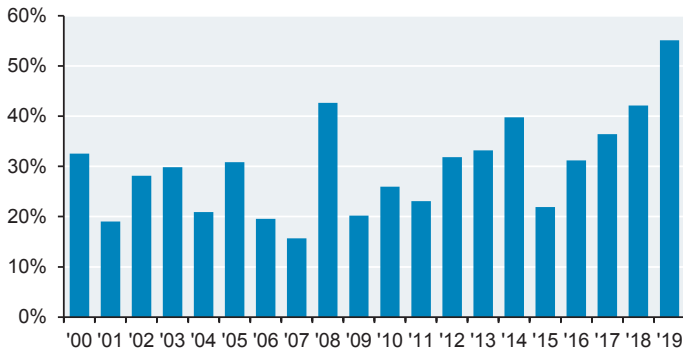
资料来源：彭博、公司财务报表、Stratechery.com、摩根资产管理；2019年12月30日。上图包含的公司仅供说明用途。以这些公司编制上图不应被视为对这些公司的买入或卖出建议。以这些公司编制上图不代表摩根资产管理投资管理服务的背书保证。

这种涨跌互见的结果反映了一个更广泛的趋势，就是自2010年以来，分散投资多个不同行业的首次公开发售并没有给投资者带来多少利益。从最新研究<sup>17</sup>可见，市场采用了两种不同方法。第一种方法是构建一个包括自2010年以来共200只首次公开发售新股的投资组合，通过出售表现最差股票所得资金买入之后每一只首次公开发售新股。自成立以来，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2010年以来所有首次公开发售新股在假设持有两年的期限内的相对表现：首次公开发售新股的「中位数」回报率比市场平均低20%。「平均」回报率较好，但也只能与市场回报率持平，主要依靠其中2%的首次公开发售新股实现了超过200%回报率。大部分首次公开发售新股表现不佳可以归咎于医疗行业，医疗行业是自2010年以来美国首次公开发售市场上发行规模最大、表现最差的行业。

<sup>17</sup>《首次公开发售的制胜元素》，高盛全球策略报告，2019年9月4日。

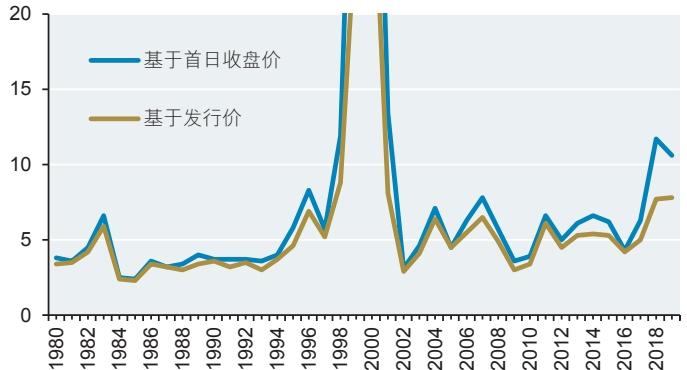
对于没有获利的私营公司，风险资本生态圈的先知们(初创企业的首席执行官以及为其提供资金的创投基金)已经触及到新一轮周期的顶峰。与之类似的是，首次公开发售的投资者给予科技股首次公开发售的市销率估值也达到了九十年代末以来的最高水平(估值仍远低于那时的水平，但我不确定这是否值得感到宽慰)。

### 打算投资未获利公司的私募股权资本所占的比例



资料来源：Empirical Research Partners；2019年的数据截至2019年9月。

### 自九十年代末以来最高的科技股首次公开发售市销率估值



资料来源：Jay Ritter、佛罗里达大学；更新2019年首次公开发售统计数据。

下列是一个我们一直密切关注的相关指标。眼下有一类公司的数量正在不断增加，我们称之为「不赚钱的年轻公司」：这些公司的净利润为负数，销售额快速增长，且经营时间少于五年。我认为我们不会重蹈覆辙，如上世纪90年代末般疯狂，但诚如下图所示，有些指标正逐步逼近当时的情况。这些不赚钱的年轻公司占美国市值的比例约为2000年高峰时的三分之一，而且在销售、一般和管理费用、资本支出和研发方面的公司支出总额所占的比例甚至更高。其他值得注意的统计数据：过去几年，不赚钱的年轻公司的支出占美国国内生产总值增长0.15-0.30%，这些公司对云端服务和数字广告的需求则占谷歌、脸书和亚马逊营业收入的10%。换言之，如果投资者厌倦了资助这些不赚钱的年轻公司，大型和中型科技服务供应商以至美国整体经济可能会受到巨大影响。

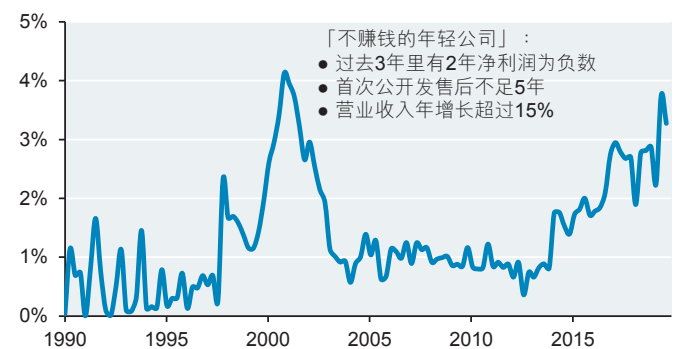
### 不赚钱的年轻公司的市值占总市值的比例



资料来源：Factset、摩根资产管理；2019年三季度。

### 不赚钱的年轻公司的支出

在销售管理、资本支出和研发方面的公司支出总额中所占的比例



资料来源：Factset、摩根资产管理；2019年三季度。



## [10] 2019年最值得投资者关注的突破性发展为何?

每年，我都会与一些先进贤达讨论他们的工作。我认为2019年最值得投资者关注的突破性发展是干细胞研究方面的最新进展。紧随其后的是通过等离子钻头钻取深层地热能的研究<sup>18</sup>，但有关项目目前的发展仍未成熟。

今年10月，我们在纽约干细胞基金会研究所(NYSCF)<sup>19</sup>逗留了一整天。试想像：您走进一家诊所，交出了一小瓶血液或一块像苹果籽般大小的皮肤。然后，难以置信的事情发生了：**科学家使用您的样本制成与您自身基因组成完全相同的「空白状态」干细胞，然后将之转化为200多种特殊细胞中的其中之一，例如心脏、肝脏、胰腺、大脑等。**从科学角度来看，下面的假设情况现在可能已经出现，不再只是凭空想像了：

- 您患有某种慢性遗传病，如肌萎缩性脊髓侧索硬化症(ALS)、糖尿病、多发性硬化症或帕金森氏症等；由于标准疗法对您的作用不大，医生希望尝试利用不同的疗法。医生不会在您身体虚弱时对您采用这些疗法，而是将之应用于放置了您自身细胞的有盖培养皿中，这些细胞带走了您所罹患的疾病。如有需要，研究人员更可以测试数百种不同的药物组合。在通常情况下，这种测试方法实际上不可能对单一患者进行
- 您患有黄斑变异，至今依然是一种不治之症。科学家把您的空白状态干细胞转化成新的视网膜细胞，有效地取代了您体内正在死亡的细胞。同样地，您的干细胞也可以转化成为髌骨细胞，以替代骨退化患者对无机材料的需求
- 您是一位专攻阿尔茨海默症等疾病的科学家，一直局限于对老鼠和其他实验室动物进行实验。然而，这些动物事实上不会患上阿尔茨海默症，因此整个研究过程注定会面临各种不确定性甚至走向死胡同。同样地，治疗老鼠糖尿病的方法无法用来医治人类。相反，干细胞技术可以利用取之不尽并可带走疾病的人类细胞来试验这些疗法。此外，您可以将这些疗法应用于各类细胞捐赠者群体，这一点非常重要，因为每个患有特定疾病的个体对治疗方法的反应不尽相同。还有一个潜在的相关好处：通过测试人体细胞而不是动物细胞，科学家或许可以将药物审批时间缩短3-4年，成功概率提高8倍以上

<sup>18</sup> **超深地热能**。标准公用事业规模的地热能利用温度达到摄氏150-200度的蒸汽或热水，把这些蒸汽或热水带到地表后，通过蒸汽轮机利用其热量来发电。钻探深度通常为地表以下150-200米。但是，在地表以下5-7「公里」处，200巴的大气压下存在高达摄氏400-500度的地热资源，在那里，水是以一种叫做超临界流体的形式存在。理论上，这种流体可以产生相比传统地热多达10倍以上的能量，堪比核电站产生的电力。我们与一家致力于开发等离子钻头的公司会面，这种钻头的设计温度可以达到摄氏6,000度，目的是能够探钻这种深度的地热能源。不过，该公司的工作还处于起步阶段，在得到除现场研究外更多的事例证实之前，不应全盘相信他们对等离子钻探成本将会跟随深度而直线上升这一估算(与传统钻头技术的几何上升相反)。地热能作为潜在可再生基荷电力的前景可期，但目前尚处于初步阶段。

<sup>19</sup> **纽约干细胞基金会研究所**是一家多学科研究实验室，拥有225名科学家，并与世界一流大学和教学医院建立了合作关系。纽约干细胞基金会研究所成功脱颖而出的原因何在?许多学术研究机构对发表论文趋之若鹜，这可能会阻碍对高风险/非传统实验疗法的研究。由于纽约干细胞基金会研究所是一家依赖私人捐赠的独立非营利研究机构，反而可以有志于此。此外，纽约干细胞基金会研究所开展的各项实验需要结合多种学科：生物学家、工程师、计算机科学家、免疫学家和神经学家。这种跨学科的研究方式使该研究所能够大规模地复制高质量干细胞，减少了妨碍干细胞研究工作的瓶颈。





这些研究发现赖以成功的基础元素是什么?从成人皮肤或血液细胞中培养出诱导性多能干细胞<sup>20</sup>，替代了大量对体外受精(体外受精(IVF)/胚胎)来源获得干细胞的需求。到目前为止，针对慢性疾病开展的干细胞研究，大多是在我们曾经参观的多元学科实验室里进行。迄今为止，干细胞研究取得的骄人成就令人鼓舞：

- 研究人员利用上述程序发现了旨在减缓肌萎缩性脊髓侧索硬化症情况恶化和破坏白血病(AML)癌细胞的药物组合，这些药物组合正在向临床试验迈进
- 黄斑变异患者正在接受处于早期试验阶段的黄斑变异干细胞治疗
- 研究人员正在为帕金森病患者设计干细胞疗法，以替换和重建已经丧失的神经元
- 研究人员正在努力研究干细胞疗法，通过新生血液细胞抵抗镰状细胞和其他免疫/代谢失调
- 从患者肿瘤中提取的细胞样本可以用来产生「类器官」，实际上这些类器官属于活性癌组织，可以无限期存活并用于癌症治疗研究

目前处于极早期研究阶段的项目包括通过制造干细胞来获得和维持感觉神经元的研究，目的在于开发效果更好并且针对慢性痛症的非成瘾疗法。

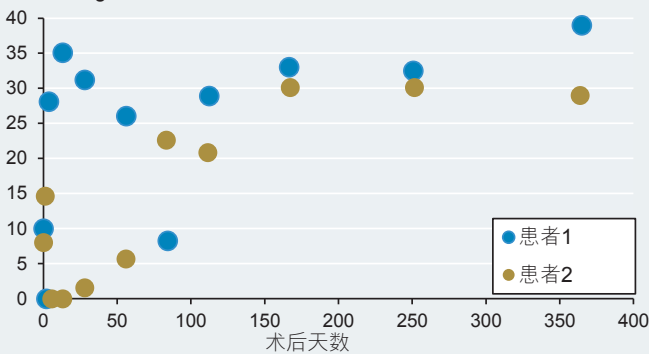
一些处于研究当中的慢性疾病患者，前路依然非常漫长，原因包括：新疗法审批所需的时间、新疗法在医疗体系中得以广泛应用所需的时间、各种保险计划是否覆盖这些疗法等问题、以及关于多能干细胞本身存在的问题，因为有报告称在一些实验中干细胞导致了肿瘤形成。尽管存在这些不确定性，但目前正在进行的干细胞临床试验可能会在日后被视为医疗领域的全新前沿技术，可以降低死亡率、致残率以及与某些慢性疾病相关的所需经济费用。

### 关于干细胞移植治疗老年黄斑变异(AMD)的最新研究

患有急性湿性老年黄斑变性的两名患者的视力近期急剧下降，作为一期开放式试验的安全性及可行性研究的一部分，他们其中一只眼睛接受了来自剩馀体外受精胚胎的一小块细胞移植。研究结果以「视敏度」(即能够读出每行由5个黑体字母组成的标准LogMAR视力表)以及按每分钟字数衡量的阅读能力进行评估。第一年两名患者在上述两方面的表现均有所提高，尽管他们都需要术后住院来治疗视网膜脱落和免疫抑制过程产生的不良副作用(因为使用的IVF细胞并非来自患者本人)。未来的干细胞研究技术可望改为使用患者本身的多能干细胞，不再需要进行免疫抑制。

#### 视敏度的改善

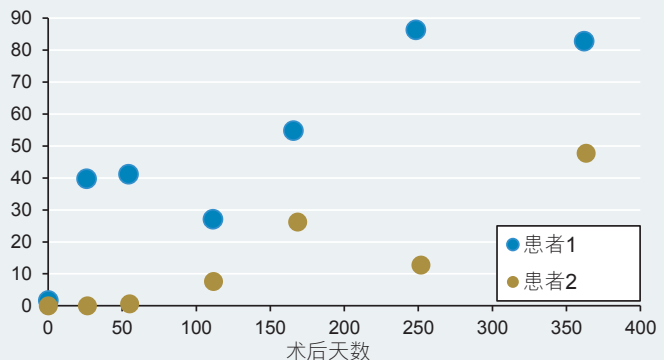
在标准LogMAR视力表上读出的字母的数量



资料来源：《自然生物科技》，Cruz/Coffey 等；2018年。

#### 阅读速度

每分钟阅读字数



资料来源：《自然生物科技》，Cruz/Coffey 等；2018年。

<sup>20</sup> 美国食品药品监督管理局(FDA)批准有关研究和疗法对抗「干细胞旅游」的重要性。外界有关于脂肪及其他干细胞疗法的报告，这些疗法与美国食品药品监督管理局批准的干细胞研究截然不同，纽约总检察长和其他监管机构针对这些疗法对于患者的风险开展了调查。2017年《新英格兰医学杂志》(New England Journal of Medicine)的一项研究显示，一些不受监管的黄斑变异治疗存在导致完全失明等严重负面影响。



## 缩略语

**ACWI**所有国家世界指数；**AME**美国证券交易所；**BEA**经济分析局；**BLS**劳工统计局；**CBO**国会预算办公室；**CC**中国海关；**CFLP**：中国物流与采购联合会；**CFO**首席财务官；**CRFB**尽责联邦预算委员会；**CNBS**中国国家统计局；**E&P**勘探与生产；**EBITDA**息税折摊前盈利；**ECB**欧洲央行；**EM**新兴市场；**FAANG**脸书、苹果、亚马逊、网飞和谷歌；**FDA**食品药品监督管理局；**FRB**联邦储备委员会；**FTC**联邦贸易委员会；**GBI**国债指数；**GICS**全球行业分类标准；**GIPC**全球创新政策中心；**HHS**美国卫生与公众服务部；**IBES**机构经纪人预测系统；**IPO**首次公开发售；**ITIF**信息技术与创新基金会；**JPMAM**摩根资产管理；**MSCI**摩根士丹利资本国际公司；**NAHB**全美住房建筑商协会；**NBER WP**美国全国经济研究所工作报告；**NLRB**国家劳资关系委员会；**NTU**美国纳税人联盟；**NYSE**纽约证券交易所；**OECD**经合组织；**P/E**市盈率；**PBOC**中国人民银行；**PCE**个人消费支出；**PMI**采购经理指数；**R&D**研发；**RMB**人民币；**SG&A**销售、一般和管理费用；**SIFMA**证券业与金融市场协会；**USITC**美国国际贸易委员会；**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**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，并受欧洲央行及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 Espana(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 Espana(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(Comision 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 Societa 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(Autorite de Controle Prudentiel et de Resolution et Autorite des Marches 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。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国家银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

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。

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。

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。「摩根大通私人银行」是摩根大通从事的私人银行业务的营销名称。

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。

© 2020年。摩根大通。版权所有。



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战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2019年9月30日止，管理2.2万亿美元的客户资产。

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。

美洲  
巴西  
智利  
哥伦比亚  
墨西哥  
秘鲁  
美国

亚洲  
香港  
新加坡

欧洲  
法国  
德国  
意大利  
西班牙  
瑞士  
英国

中东  
迪拜

*J.P. Morgan*