

放眼市場2020年展望

摩根大通私人銀行



昔日聖誕幽靈。2019年投資者經歷了回報相當不錯的一年；然而，隨着一些「昔日聖誕幽靈」再現，我們預期2020年金融資產的回報率將會下降。我們預期全球和美國經濟都不會陷入衰退，加上貿易戰最糟糕的結果或許得以避免，全球經濟可望溫和增長，企業利潤也會隨之反彈。但即便如此，資產估值高昂、貨幣寬鬆政策的有效性降低、虧損企業需要重新定價，以及企業成本持續上升帶來的壓力，這些不利因素可能會制約股市進一步上漲。眼下金融市場上可能影響投資者的兩大風險因素：一是通脹飆升，迫使聯儲局的政策利率突然轉向；二是2020年美國總統大選後可能會對經濟推行全面改革。

《昔日聖誕幽靈》封面

今年的封面主題是《昔日聖誕幽靈》，描繪的是一眾幽靈回來慶祝或哀歎2020年值得投資者關注的趨勢。



克林·羅斯福，二十世紀最為進取的美國總統，曾經提出徵收稅率高達100%的所得稅政策。他的改革措施使得經濟權力從華爾街轉移到華盛頓。圖中的他正在慶祝伊麗莎白·沃倫提出一些甚至比他更加激進的政策提案。



理查德·尼克森，七十年代初曾經利用一系列惡名昭彰的「卑鄙伎倆」和虛假的新聞報道脅迫的聯儲局主席阿瑟·伯恩斯降低政策利率。圖中的他樂見唐納德·特朗普採取一些與他相同的手段對付聯儲局主席傑羅姆·鮑威爾。雖然在充分就業的情況下美國經濟續見增長，但減去通脹率後，政策利率再次回到接近零的水平。



亨利八世，1533年通過《禁止上訴法案》使英國成為一個主權獨立的國家，不受外部強加法律所約束。他對於英國可能脫歐感到高興。英國首相瑪格麗特·撒切爾與亨利站在同一陣線。我們通過這幅插畫幻想撒切爾夫人的化身，她對於歐盟這個歐洲超級大國從布魯塞爾行使支配權表示擔憂，到了晚年更告訴傳記作家查爾斯·摩爾英國應該脫離歐盟。雖然鮑里斯·約翰遜在12月大選中獲勝減少了英國脫歐／再次公投帶來的不確定性，但保守黨堅持其英國脫歐立場絕不軟化，不會尋求延期到2020年底；至於歐盟是否同意則完全是另一回事。



毛澤東，從1949年建國到1976年逝世一直執掌中國共產黨。他很高興看到習近平宣布「主席終身制」，中國廢除了自上世紀80年代以來沿用國家主席連續任職不得超過兩屆的限制。習主席曾引用毛主席與國民黨的「長徵」鬥爭作為當前中美戰略衝突的先例，暗示中國為其自身利益對重商主義政策所能做出的妥協有限。



赫伯特·胡佛，在特朗普身上看到了自己的影子。特朗普也對進口商品徵收關稅並驅逐移民。雖然最近中美達成第一階段貿易協議，但美國的關稅仍然處於四十年來的最高水平，甚至有可能再次提高，取決於中國遵守有關協議的情況。在移民問題上，胡佛政府發起了「美國的就業機會屬於真正的美國人」運動，並給州和地方政府採取的驅逐措施提供補償。胡佛推行驅逐移民政策當時失業率曾高達15-20%，相比目前失業率只有3.5%。



查理曼大帝，重新統一了西羅馬帝國，從英吉利海峽一直延伸至巴爾幹半島，但在公元814年離世後不久西羅馬帝國經歷一連串內戰後最終土崩瓦解。作為統一歐洲的一股重大力量，查理曼大帝不願意看到歐元區的經濟增長緩慢，負收益率政府債務高達數萬億歐元，政治分裂，聯邦主義進展有限，以致歐元區經濟再次陷入困境。



寵物網 (Pets.com) 布偶，已經成為網絡時代的一個重要象徵：1999年，寵物網營業收入為62萬美元，但經營虧損高達2,000萬美元，主要因為其商品的售價大約只是買入價格的三分之一。這個布偶正在搖着尾巴，雖然當前的市場環境不如上世紀90年代末那麼嚴峻，但不賺錢的年輕企業佔美國市值和企業支出的比例已經達到自那時以來的最高水平。目前，軟銀已經放棄投資遛狗應用程式 Wag(Wag的估值曾超過6億美元)，給寵物網傳奇畫上了句號。

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

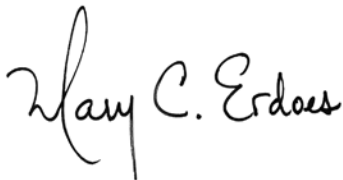
歐朵思
MARY CALLAHAN ERDOES
行政總裁
摩根大通資產及財富管理

在迎接新的十年之際，衷心感謝您一直以來對摩根大通的信任和支持。能夠獲得您的信賴，為您的資產及財富保駕護航，是我們的榮幸。

過去17年，我的親密戰友岑博智先生(Michael Cembalest)每年都會與我們分享他對新一年的市場展望。一如以往，他的分析和見解永遠都是發人深省的。今年的展望報告主題為「昔日聖誕幽靈」，岑博智先生和他的團隊分享他們對2020年的經濟將會繼續增長的預期，以及深入探討聯儲局的政策和美國經濟可能進行全面的激進改革，將如何影響全球經濟增長和投資組合。

誠然，協助您配置投資組合，幫助您應對未來挑戰是我們的首要工作。我們希望這份報告能夠對您有所幫助，並祝福您在新的一年里健康快樂，平安美滿！

祝鈞安！

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.

摩根大通《放眼市場》 播客——與岑博智交流的新方法



和岑博智先生一起探索各種投資話題，包括經濟、政策和市場分析。每一期的《放眼市場》報告發表後，您也可以收聽他的相關播客。現在就使用您的首選播客供應商開始訂閱吧。請注意，岑博智先生的播客頻道只提供英語。

您還可以通過您的亞馬遜Alexa或谷歌Home設備聆聽《放眼市場》播客。說「Alexa，打開《放眼市場》」或者「好吧Google，打開《放眼市場》」來啟動節目。



以播客收聽(只限英文版)



以谷歌收聽(只限英文版)



以ALEXA收聽(只限英文版)



昔日聖誕幽靈

2020年1月1日

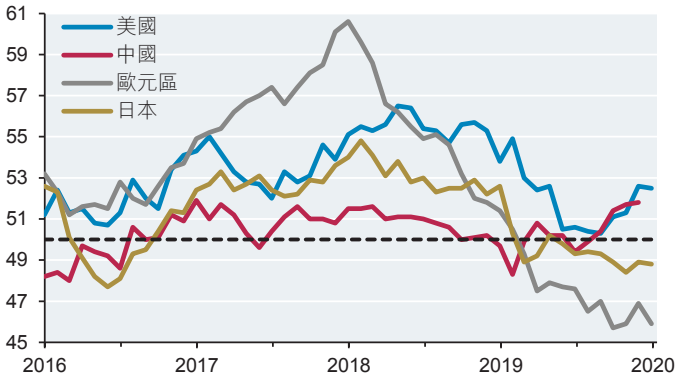
概述

從目前來看，既然貿易戰最糟糕的結果「似乎」得以避免¹，我們對2020年全球經濟前景展望也稍微樂觀了一點。我們估計最理想的情況是，受到加徵關稅及實施其他貿易制裁影響，2019年標準普爾500指數的盈利增長潛力降低了7-8%，而這些不利因素也成為2018年初全球經濟增長率從4.1%的頂峰下跌至2019年第三季2.9%的主要原因。下方圖表顯示了貿易戰不僅關乎貿易本身，對全球製造業、企業盈利以至資本支出也造成一定影響。

關於中美貿易戰的有趣現象：誠如下方第一張圖表所示，由於歐洲和日本對出口的依賴甚殷，而且兩地的經濟增長趨勢本來就岌岌可危，因此歐洲和日本可謂首當其衝的貿易戰輸家。儘管過去一年沒有出現「國內生產總值(GDP)增長」層面的衰退，可是美國、歐洲和日本的企業「盈利」確實出現衰退。雖然我們預計2020年企業盈利將會反彈，但這一利好已經在大部分股市中充分反映。

各地區製造業商業調查

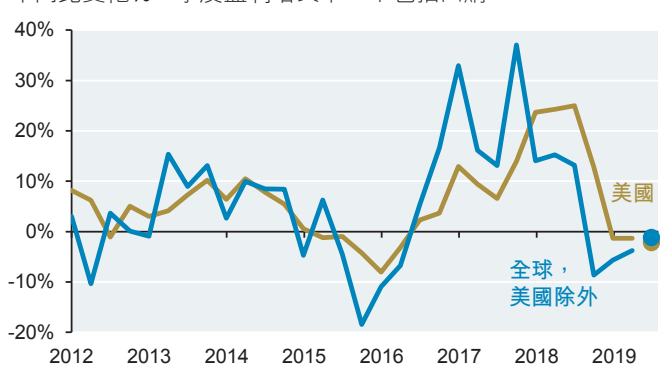
50以上 = 擴張



資料來源：Markit採購經理指數；2019年12月。

全球和美國公司盈利

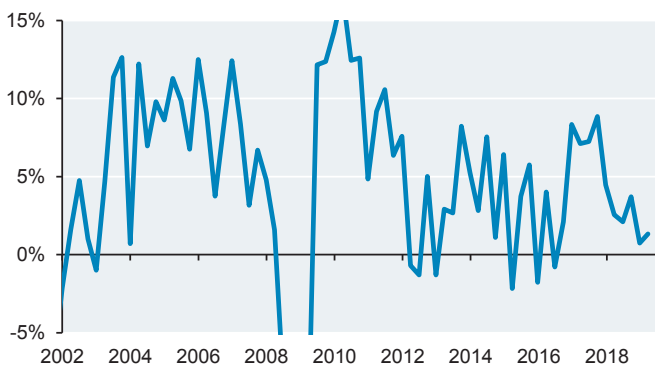
年同比變化%，季度盈利增長率，不包括回購



資料來源：Factset、摩根士丹利。MSCI所有國家世界指數（美國除外）及標準普爾500指數；2019年12月16日。

全球資本支出原地踏步

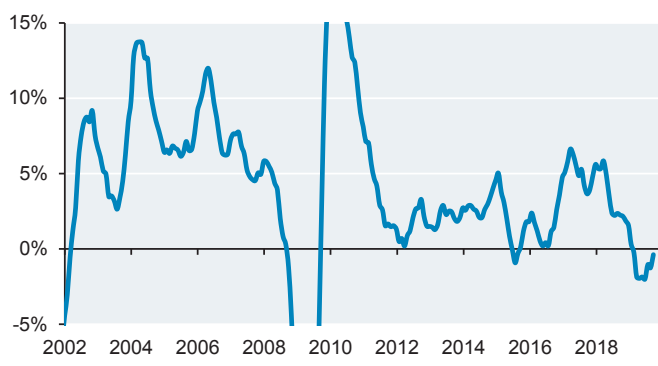
季度同比變化%，經季節性因素調整的年化率



資料來源：摩根大通全球經濟研究；2019年第二季。

貿易在全球化50年後停滯不前

6個月同比變化%，經季節性因素調整的年化率



資料來源：荷蘭經濟政策分析局；2019年10月。

¹ 關於中美兩國同意的具體內容，以及雙方能否就實施條款達成一致意見還存在大量的不確定性，2020年貿易戰重燃戰火的風險依然存在。詳情請參閱第7頁的註釋。

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



我們預期2020年的經濟將溫和增長，企業盈利也將反彈(日本除外²)，部分原因在於一致實施寬鬆政策的央行數量大增，而寬鬆政策實施後約7-9個月，製造業的活動通常會有所提升。新興市場的央行也成為這一過程的重要一環。新興市場通脹率已經(從九十年代末的10%和過去十年的6%)下降至3.5-4.0%的歷史新低，反映新興市場央行具備更大的空間在必要時推出寬鬆貨幣政策。全球新訂單數量小幅回升，加上庫存積壓減少，意味着2020年全球經濟增長將會有所改善。誠如上頁所示，美國和中國製造業調查指數已經有所回升。

我們預計2020年美國企業盈利將實現5-7%的增長；誠然，美國企業的盈利增長本可達至更高的水平，但是能源行業和波音公司的問題拖低了整體數字。雖然我們認為歐洲與美國的股票表現差距不會顯著縮小，我們預計歐洲與美國的企業盈利增長將大致持平(關於美股表現大幅跑贏其他發達市場的詳情，請參閱第13頁)。

央行降息領先全球製造業復甦

50以上 = 擴張

央行降息，領先8個月



資料來源：各國央行、Markit採購經理指數、彭博；2019年11月。

新訂單增加和庫存積壓減少都預示着2020年經濟將會反彈

商業調查，50以上 = 擴張



資料來源：Markit採購經理指數；2019年11月。

全球半導體銷售額持續回升

3個月平均值，10億美元



資料來源：美國半導體行業協會；2019年10月。

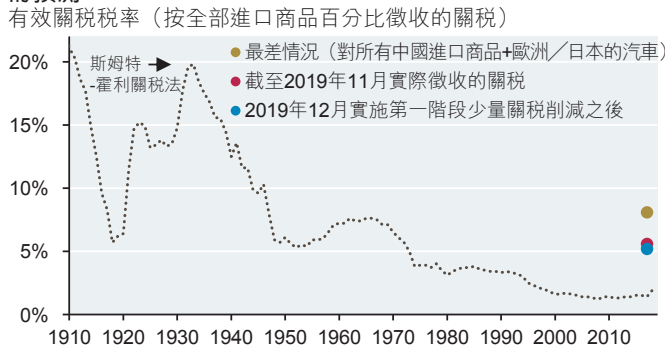
² 鑑於衰退風險不斷攀升，即便領先指標好轉但日本也未能因此受惠。日本經濟在2019年第四季可能會萎縮2.5%，隨着銷售稅上調，10月零售銷售同比減少了7.1%。短觀製造業報告降至六年半以來的最低水平，而且服務業調查指數也節節下降。



然而，即使中美達成了第一階段貿易協議，貿易和投資壁壘仍然存在：

- 美國商務部正準備發布涉及限制「新興和基礎技術」出口的**受限實體名單**和產品出口規則。這些規則的適用範圍將影響科技、工業、農業綜合企業等領域，縮小了允許的貿易和投資範圍。結論：雖然中美「貿易」流向可能會正常化，但雙邊的外商直接「投資」則不然
- 中國正在加強對硬件、軟件和數據的安全監管。中國還提高了對國內內容的要求，同時通過了《密碼法》。據了解，《密碼法》禁止使用虛擬專網(所有公司的電子郵件和數據傳輸將需按照規定採用對中國網絡安全管理局完全開放並由中國運營的通訊系統)
- 美國參議院11月發布了一份關於中國「千人計劃」的報告，當中詳細載列了在美留學(並由美國納稅人資助)的中國研究人員把美國的知識產權非法轉移至中國的資源³。此類訊息的披露可能會給日後開展的談判製造障礙，而且中美貿易談判已經受到對中國極端重商主義日益加深的理解所影響(請參閱最後一張圖表)
- 特朗普可能仍會對歐洲和日本進口美國總值1,100億美元的汽車／零部件徵收罰金(即使徵收《232條款》關稅的截止日期已過)；美國正針對法國的數字稅發起《301條款》調查，並且可能對意大利、土耳其及奧地利採取相同措施(詳情請參閱第25頁)；而歐洲可能會針對美國對歐洲進口商品加徵關稅(世界貿易組織(WTO)批准美國針對歐盟對空客提供的補貼徵收補償性關稅)展開報復行動

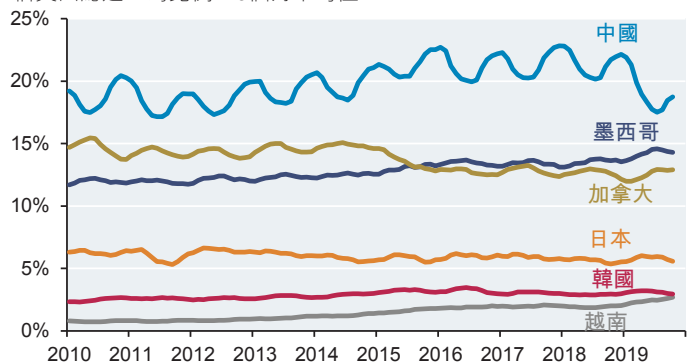
美國關稅史及假設美國對目標外國出口商的進口需求不變時的預測



資料來源：Esteban Ortiz-Ospina和Max Roser的《國際貿易》、美國國際貿易委員會、美國人口普查局、摩根資產管理；2019年11月。

貿易戰對美國進口貿易夥伴的影響

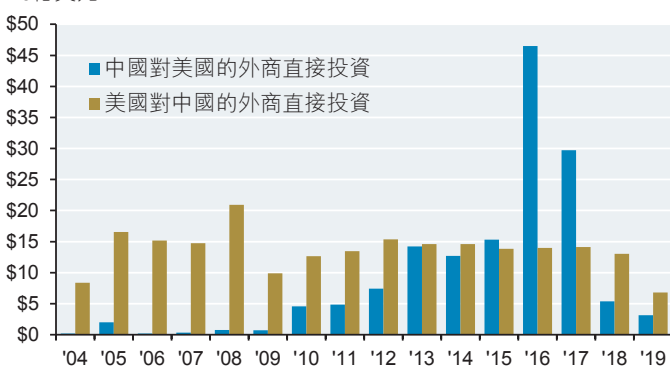
佔美國總進口的比例，6個月平均值



資料來源：美國人口普查局；2019年10月。

雙邊外商直接投資的下跌趨勢可能是一條不歸路

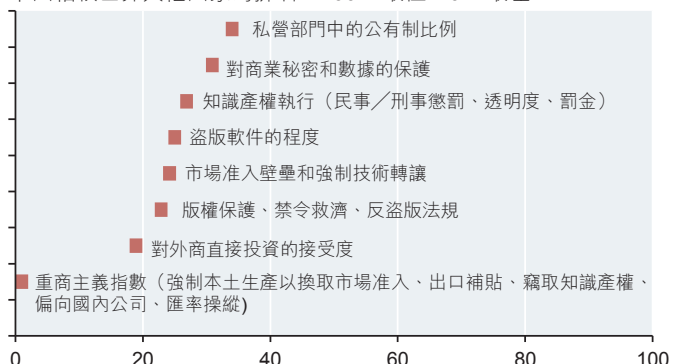
10億美元



資料來源：Rhodium Group；2019年數據是今年開始到第二季的數據。

中美貿易戰的爭端點

中國相較世界其他國家的排名，100 = 最佳，0 = 最差



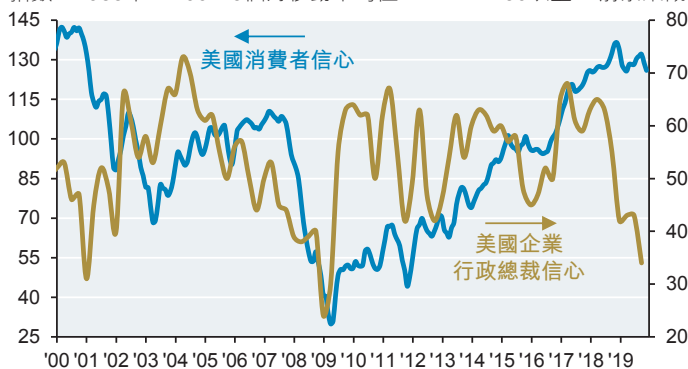
資料來源：經合組織、商業軟件聯盟、全球創新政策中心、資訊技術與創新基金會、佛瑞塞研究機構、摩根資產管理；2019年。

³ 《對美國研究界的威脅：中國的人才招募計劃》，美國參議院下屬委員會，2019年11月。具體事例包括美國能源部資助的一名研究人員在離開美國前往中國之前從一個國家實驗室拷走30,000份電子文檔。其他人則取得知識產權和專利訊息然後在中國申請類似專利。



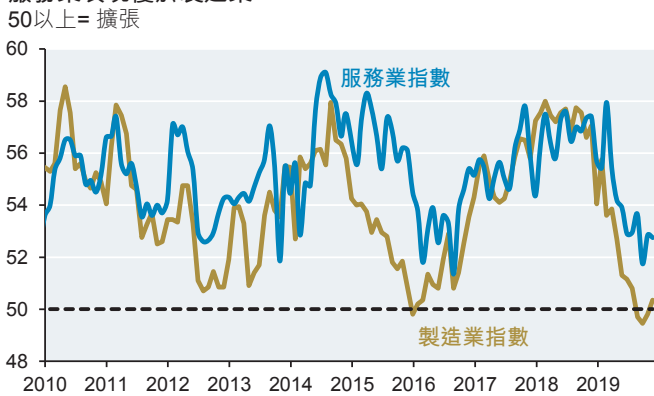
我們對2020年市場展望樂觀，部分源於美國消費板塊繼續保持強勁的勢頭。美國消費板塊佔全球生產總值的比例接近自2008年以來的最高水平，而且消費者仍然保持樂觀，這與美國企業行政總裁(CEO)指數的表現大相徑庭。究其原因，部分在於：雖然製造業停滯不前，但佔整體經濟較大份額的服務業表現不俗。誠如第9-10頁所示，美國工資、勞動力市場、家庭債務、消費者拖欠還款和住房等大多數指標的表現看來相當健康。

消費者樂觀，企業行政總裁緊縮開支
指數，1985年 = 100，3個月移動平均值



資料來源：美國諮商會；2019年11月。

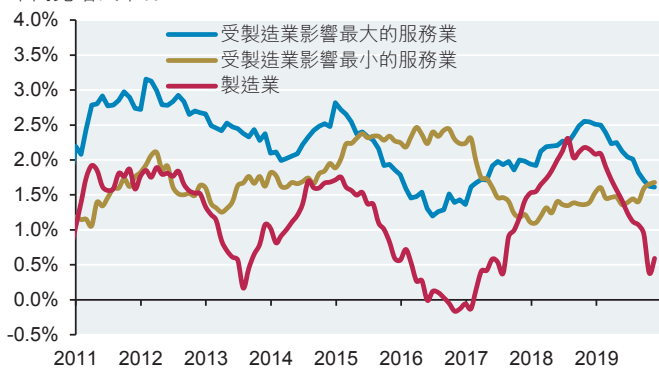
服務業表現優於製造業



資料來源：Markit採購經理指數、供應管理協會採購經理指數；2019年11月。

這些數據已清楚反映特朗普正努力為貿易戰尋找出路的原因。自貿易戰爆發以來，美國製造業就業增長率持續下降，當前受製造業影響最大的服務業的就業增速也持續放緩。雖然美國經濟增長暫時受到不可持續的財政刺激(即有史以來在充分就業期間出現的最大預算赤字)的提振，但毋庸置疑的是，本屆政府面對的貿易戰問題正在不斷削弱仰賴減稅和放鬆管制推動經濟增長的策略。

按製造業風險分列的私營部門就業增長
年同比增長率%



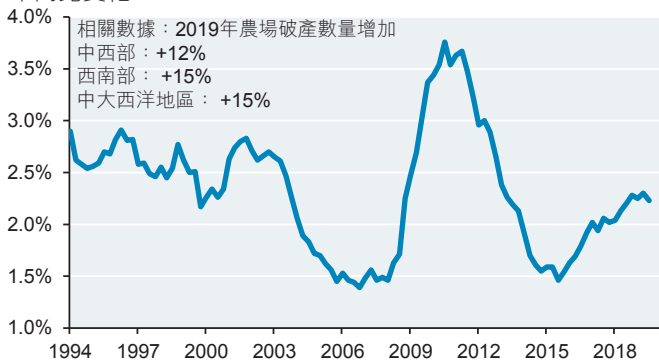
資料來源：摩根大通經濟研究；2019年11月。

卡車行業就業減少：經濟可能也有政治原因造成的後果
6個月變化，%



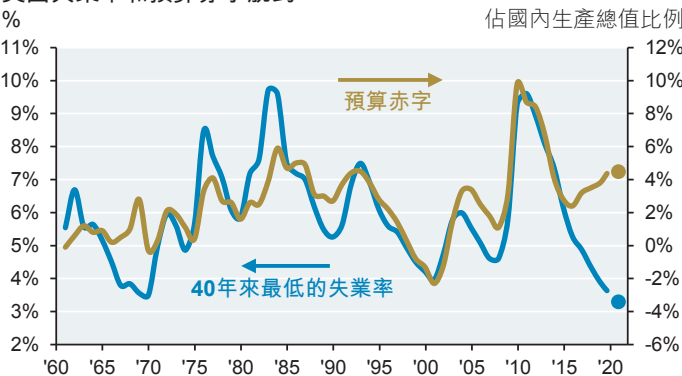
資料來源：勞工統計局；2019年11月。

農業貸款違約率持續上升：經濟造成的後果很小，政治影響可能更大
年同比變化



資料來源：聯儲局、美國農業局；2019年第三季。

美國失業率和預算赤字脫鉤

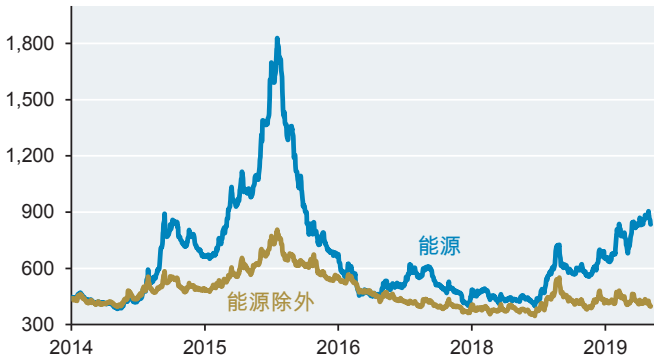


資料來源：勞工統計局、美國財政部、摩根大通全球經濟研究；2019年第三季。圓點表示2020年估計數字。



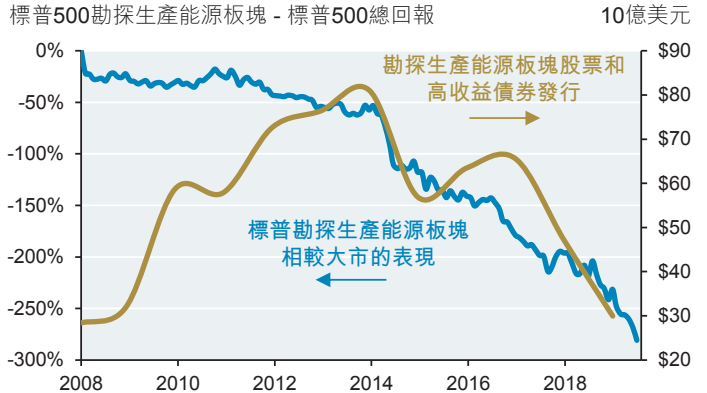
2020年市場將會面臨另一重大阻力：資產估值高企，高風險、審批標準欠佳的投資出現問題。由於央行實施寬鬆貨幣政策，資產估值一直居高不下，但有跡象顯示投資者開始更加關注風險和現金流等基本因素。實例1：能源市場。雖然高收益債券的整體利差並未擴大，但能源公司的信用利差卻持續擴大。另外，過去十年能源行業一直跑輸大盤，能源相關債券和股票發行急劇減少。

美國高收益債券利差
最差收益率



資料來源：彭博、摩根大通高收益策略團隊；2019年12月11日。

勘探生產行業的相對表現和發行

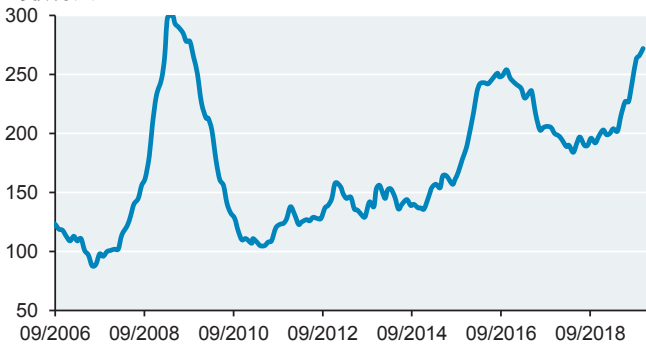


資料來源：彭博、2019年11月；發行數據為2019年年化數據。

「最薄弱環節」的公司數量也出現激增，這類公司是指評級為B-或以下、前景展望為負面的企業(請參閱左下圖)。大多數投資者都清楚知道，2019年一些科技公司的首次公開發售(IPO)表現不佳。不過，誠如我們在第26頁所討論，這種情況主要在一些「自稱」科技公司，但卻缺乏某些關鍵特性的公司出現。

最薄弱環節公司數量激增

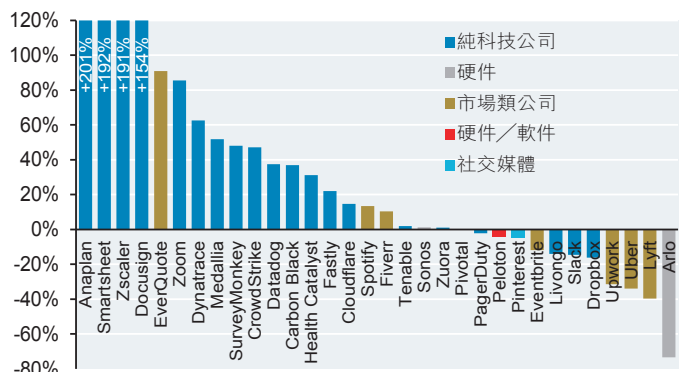
評級在B-或以下、前景為負面的或者在信用觀察名單上評級為負面的發行人



資料來源：標準普爾全球評級研究；2019年11月18日。

「真正」科技公司的首次公開發售表現不錯

相對於首次公開發售價格的表現



資料來源：摩根資產管理、彭博；2019年12月30日。

美股估值指標：歷史高位。誠如下頁表格所示，大多數估值指標按歷史昂貴程度衡量都位處大約第90百分位數。由於2019年股市出現的雙位數增長幾乎完全靠賴估值倍數擴張支撐，相比之下，2009年至2018年期間美股上漲則主要依靠盈利增長推動，因而刺激這些估值指標在2019年逐漸攀升。雖然我們預計2020年企業盈利將會溫和上升，但由於勞動力、利息、折舊及銷售和管理成本持續上升，相對於營業收入也都呈現增長勢頭，股市漲幅或會受到限制。

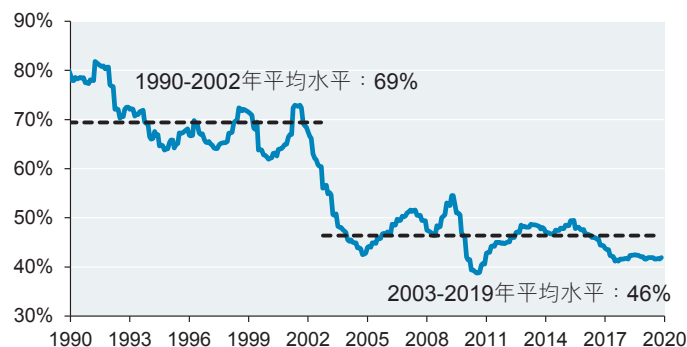


我看到有些研究分析重點關注自由現金流收益率，但這一指標明顯便宜是因為美國企業自2008年以來的資本支出比率大幅減少。如果只是衡量自2009年以來的自由現金流收益率，這一指標看來跟其他指標一樣昂貴。

標普500估值指標	目前	歷史百分位數
美國市值／國內生產總值	199%	第99百分位數
企業價值／銷售額	2.5倍	第99百分位數
企業價值／息稅折攤前盈利	12.7倍	第93百分位數
市淨率	3.6倍	第90百分位數
按周期調整後的市盈率	27.8倍	第89百分位數
遠期市盈率	18.4倍	第88百分位數
現金流收益率	7.2%	第85百分位數
自由現金流收益率	4.1%	第53百分位數
標普盈利收益率 - 10年期國債	362個基點	第28百分位數
指標中位數		第89百分位數

資料來源：高盛投資研究；2019年12月16日。

資本支出佔經營現金流的比例，美國
金融除外的標普500指數

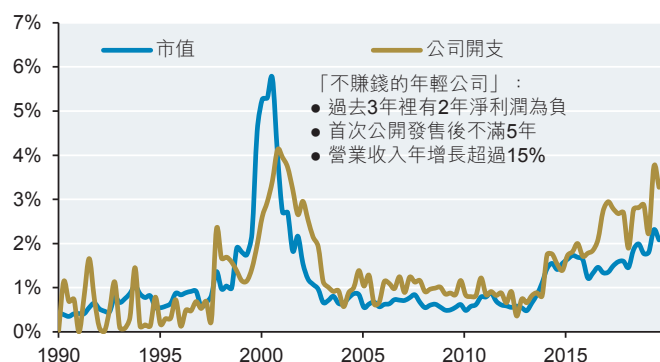


資料來源：高盛投資研究；2019年11月。

另一個值得我們關注的指標，我們會在第26頁詳加討論。眼下有一類公司的數量正在不斷增加，我們稱之為「不賺錢的年輕公司」：這些公司的淨利潤為負數，銷售額快速增長，且經營時間少於5年。我認為我們不會重蹈覆轍，一如上世紀90年代末般瘋狂⁴，但誠如下圖所示，有些指標正逐漸逼近當時的情況。這些不賺錢的年輕公司佔美國市值的比例約為2000年高峰時的三分之一，而且在銷售管理、資本支出和研發方面的支出佔公司整體開支的比例甚至更勝2000年的高峰期。一旦投資者厭倦資助這些不賺錢的年輕公司，這可能會對增長型和大型科技公司的盈利造成嚴重影響。

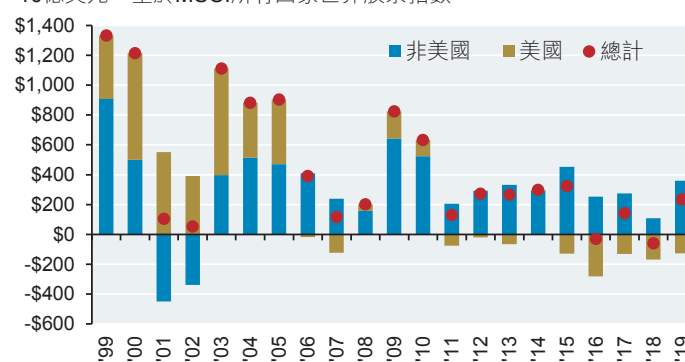
不過，美股淨供應量緩慢增長應有助減緩下一次市場大跌的持續時間和下跌幅度，哪怕下一次大跌發生時美國經濟是否已經陷入衰退。謹此提醒，2018年12月股市大跌20%後，標普500指數在隨後100天內大幅反彈，實現了有史以來速度最快的熊市復甦。誠如我們在11月所述，下一次大跌的幅度必須在35-45%之間，才能驗證**末日論者**發表的病毒式悲觀預測。

不賺錢的年輕公司
佔總市值和公司支出的比例



資料來源：Factset、摩根資產管理；2019年第三季。

美國股票淨供應量處於前所未有的低位
10億美元，基於MSCI所有國家世界股票指數



資料來源：摩根大通全球市場策略部《游資及流動性報告》；2019年11月。

⁴ 1990年代末，TheGlobe.Com兩位行政總裁曾應邀在摩根大通的內部董事總經理會議上發言，我獲邀出席了第一次會議。我嘗試在彭博終端機上查看這家公司的資料，不過屏幕顯示「TheGlobe.Com目前沒有任何公開宣布的商業模式」。我四處打聽但其他人也都不知道該公司的經營業務。幾個月之後，該公司的股票就崩盤了。



2020年面臨的重大風險⁵。根據我們到目前為止的討論，我們認為對投資者而言，2020年的全球經濟將會繼續擴張，股市回報率將達到7-10%。然而，就像奧德修斯(Odysseus)穿越墨西拿海峽一樣，2020年投資者將會面臨兩大風險因素。在荷馬史詩《奧德賽》中，奧德修斯必須對付並擊敗九頭海怪斯庫拉(Scylla)和漩渦海怪卡律布迪斯(Charybdis)後才能逃出生天：



對於投資者來說，2020年的一大危機在於美國工資或物價通脹升高，這意味着聯儲局(再次)將實際利率降至零是嚴重的政策失誤。自2007年以來，聯儲局的政策利率走向經歷了巨大轉變，目前估計的自然實際利率不到1% (事實上實際政策利率甚至比這一水平還要低)。另一個風險在於：美國總統大選後推行全面經濟改革措施(禁止股票回購、提高企業稅率、行業層面的集體談判等等；詳情請參閱第22-24頁)。第二張圖表反映了2020年進取施政計劃之廣度：沃倫提出的增稅提案大約是大蕭條時期羅斯福提出的增稅提案的2.5倍，當時美國失業率高達22%。

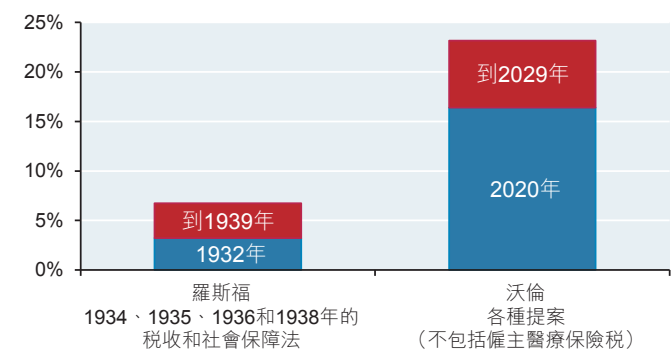
聯儲局的實際政策利率走向發生了巨大變化
估計的自然實際利率(R-star)



資料來源：Laubach-Williams、紐約聯邦儲備銀行；2019年第三季。

激進的加稅

年度聯邦稅收收入，佔國內生產總值的百分比



資料來源：摩根資產管理、聯邦儲備銀行(聖路易分行)、美國納稅人聯盟、盡責聯邦預算委員會、國會預算辦公室；2019年。

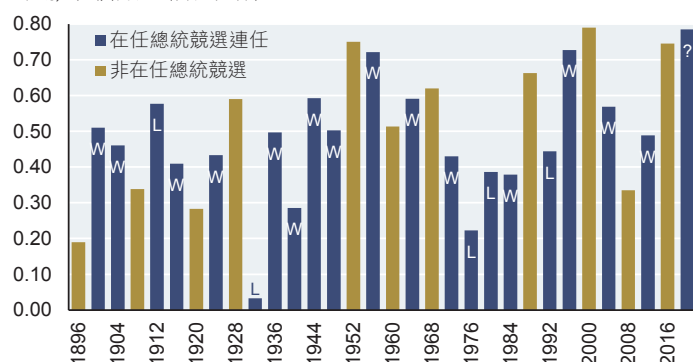
⁵ 當然，第三大風險在於貿易戰重燃。美國貿易代表萊特希澤與中國副總理劉鶴將於1月初簽署第一階段貿易協議。此後，我們預計美國將不會對中國再加徵關稅，而且對歐洲和日本進口美國的汽車/零部件也不會徵收實質性關稅或罰款。不過，有些觀察員懷疑中國從美國進口農產品能否達到特朗普所述總值達500億美元的水平(為2017年進口額的兩倍)。另外，雖然在12月的新聞發布會上中國官員證實了協議的存在，但他們並無明確表示中方在農產品採購、市場開放或結構性改革方面所做出的承諾，反而強調協議文本仍需要經過法律審查並翻譯成中文。特朗普削減關稅幅度之小，更證明了第一階段貿易協議似乎只屬試探性質(請參閱第3頁的圖表)。



對這些重大風險的評估。我們認為出於第17-18頁所討論的原因，美國通脹意外升溫的機會不大。關於對美國經濟實施全面改革政策，將取決於美國選民以及總統的不正統和不當的行為(在本文其他地方有詳細記錄)是否會抵銷美國相當強勁的經濟表現。下方第一張圖表顯示了特朗普作為在任總統當前所面臨的市場和經濟環境⁶與歷史情況相比的有利形勢。不過，這些利好在2018年中期選舉當時對共和黨並沒有帶來多大幫助，當時共和黨喪失多達40個議席；從當時的經濟和市場環境理想來看，這是一個非常龐大的數字。顯然而見，選民目前還會受到其他考慮因素左右。

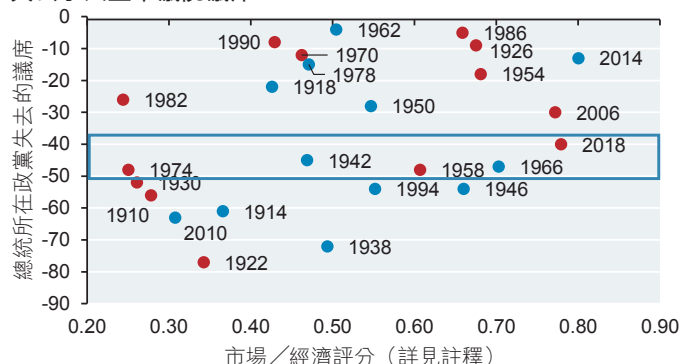
2020年：自1896年以來最強有力的總統選舉順風條件

市場/經濟評分(詳見註釋)



資料來源：摩根資產管理；2019年。

雖然市場和經濟狀況強勁，但共和黨在2018年中期選舉中失去了大量眾議院議席



資料來源：摩根資產管理；2019年。紅色=共和黨，藍色=民主黨。

2020年即將來臨之際，我們將會在《2020年展望》的其餘部分解答客戶向我們提出的10個問題：

1. [2020年美國經濟不會陷入衰退的原因何在？](#)
2. [當下一次衰退發生時，信貸市場投資者面臨的最大風險因素為何？](#)
3. [為什麼美國股市一直跑贏歐洲和日本？](#)
4. [爆發貿易衝突時，中國的表現如何？對新興市場投資者的影響為何？](#)
5. [為什麼美國通脹已死？](#)
6. [負利率對歐洲銀行有何影響？](#)
7. [價值型股票一直跑輸增長型股票的情況是否將會告一段落？](#)
8. [美國經濟可能進行全面改革將會給市場帶來哪些重大風險？](#)
9. [美國首次公開發售市場將會何去何從？](#)
10. [2019年最值得投資者關注的突破性發展為何？](#)

岑博智(Michael Cembalest)
 摩根大通資產管理部

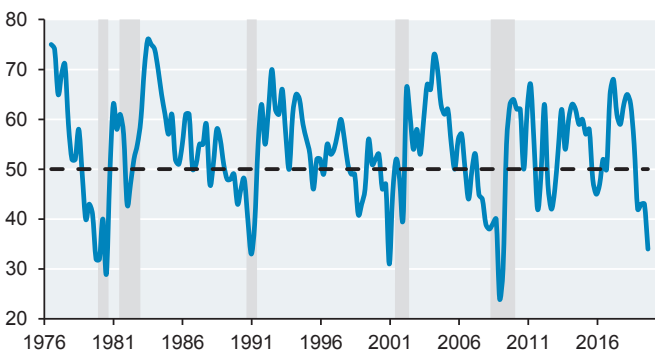
⁶ 我們對美國市場和經濟狀況給予的評分，包含了消費者物價通脹率、生產者物價通脹率、失業率、失業率變化、美國人均國內生產總值與十國集團的對比、股市回報率/波動率以及房價漲幅。我們是根據這些指標自19世紀後期以來可獲得的數據挑選出來。

[1] 2020年美國經濟不會陷入衰退的原因何在？

大多數衰退的發生都是源於聯儲局為應對工資持續上漲／物價通脹而緊縮銀根，或者因為金融形勢受到衝擊而引起的(如債務／銀行危機、石油衝擊、全球貿易戰等)。就通脹而言，第17-18頁裡概括的情況可能會使聯儲局未來一年不會收緊貨幣政策。我們針對美國經濟的結構性變化進行調整後，目前最新的衰退模型包括了採購經理指數(PMI)／供應管理協會(ISM)等商業調查、核心通脹、未來18個月的收益率曲線形態、信用利差和私營部門的收支狀況。使用這種方法計算的未來12-24個月美國經濟衰退概率約為25%。

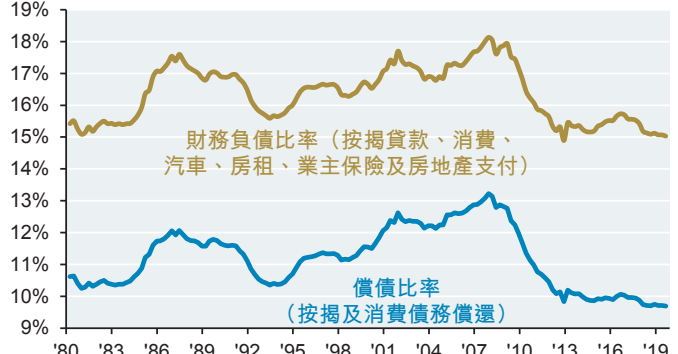
就系統性衝擊而言，貿易戰削弱了企業行政總裁的信心；與此同時，根據2019年9月杜克大學財務總監調查顯示，67%的受訪者認為到2020年底美國將會陷入衰退。儘管如此，美國消費者資產負債表達到過去40年來最低的償債義務，而勞動力市場的失業率也下降至50年來的最低水平，消費和勞動力市場的強勁表現在一定程度上抵銷了製造業疲軟。儘管勞動力市場屬於滯後指標，但其強勁表現反映經濟具備一定韌性，足以避免因貿易戰餘波而觸發衰退。迄今為止，美國消費者承擔了加徵關稅的主要成本；但是，隨着美國向國產商品轉移、美國進口商的盈利下降、中國出口商的盈利下降以及人民幣匯率貶值，也有一部分成本因而被消化。波音**737 Max**型客機全面停產，或會導致美國明年第一季經濟增長率下降0.3-0.4%；當然，市場反彈也會對經濟增長帶來相同幅度的提振，但目前還不清楚市場將於何時甚或是否會出現反彈。

企業行政總裁商業信心直線下降
50以上 = 前景樂觀



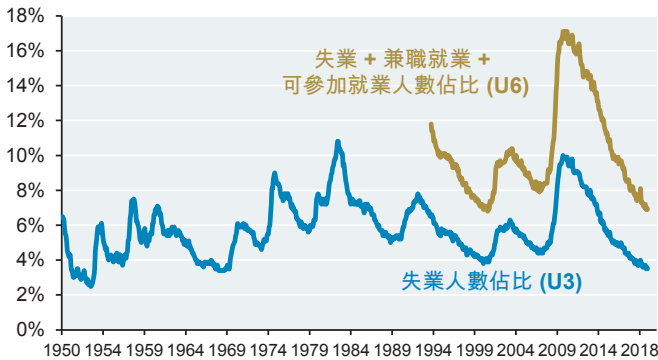
資料來源：美國諮商會；2019年第三季。灰色柱表示衰退。

40年來最低的家庭償債比率和負債比率
佔可支配收入的比例



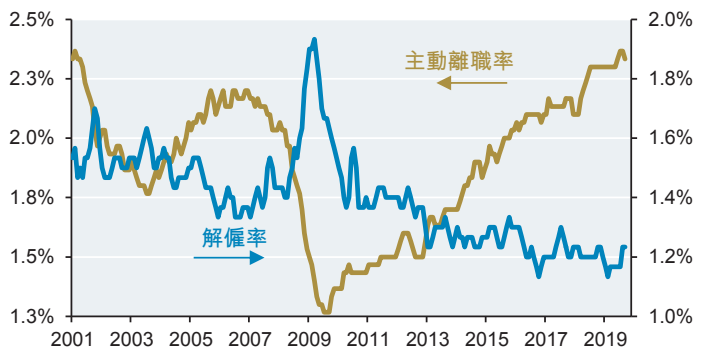
資料來源：聯儲局；2019年第三季。

50年來最低的失業率



資料來源：勞工統計局；2019年11月。「可參加就業」指目前沒有但過去12個月曾經尋找工作的非在職人員。

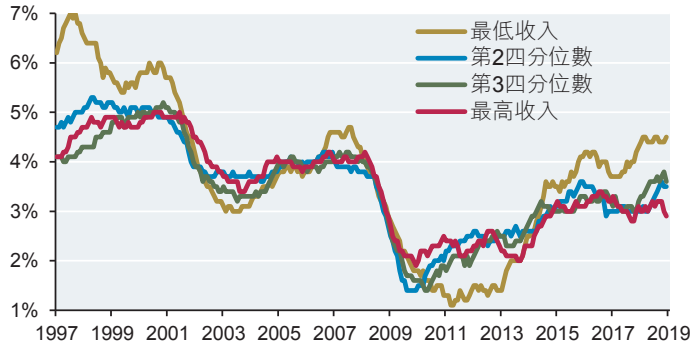
美國勞動力市場健康的跡象
佔勞動力的比例，3個月移動平均值



資料來源：勞工統計局；2019年10月。

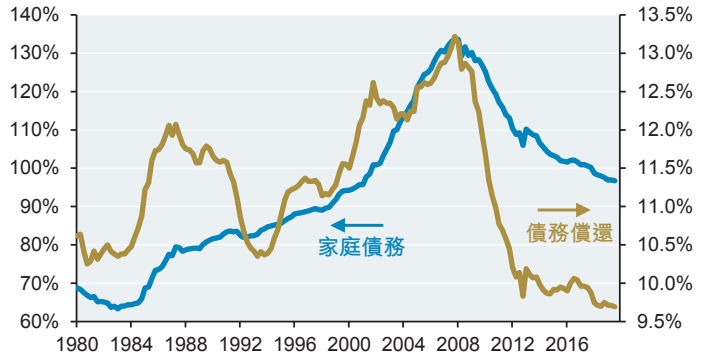
另一個角度看美國消費市場的強勁勢頭。目前所有四分位數收入群體普遍受益於工資增長和家庭債務償還水平較低。因此，我們對於消費者支出穩定和儲蓄率穩定毫不感到意外。儘管信用卡和次級汽車貸款領域呈現早期疲軟跡象，但消費者拖欠還款的情況依然穩定。住房方面，大部分數據表現良好，包括11月全美住房建築商協會(NAHB)房屋建築商指數也創下了20年來的新高。

所有收入水平人群工資都在上漲
中位數月薪增長率的12個月移動平均值，%



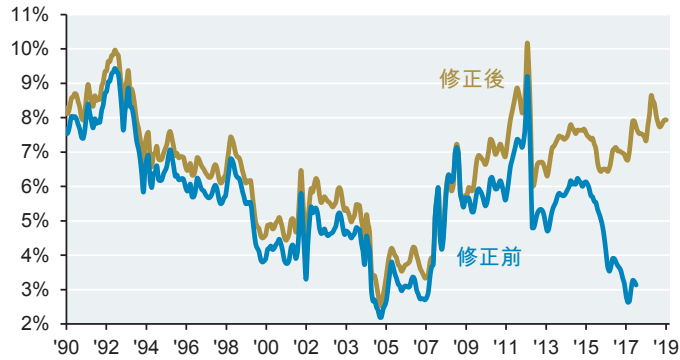
資料來源：亞特蘭大聯邦儲備銀行；2019年11月。

家庭債務
佔可支配收入的比例（兩軸）



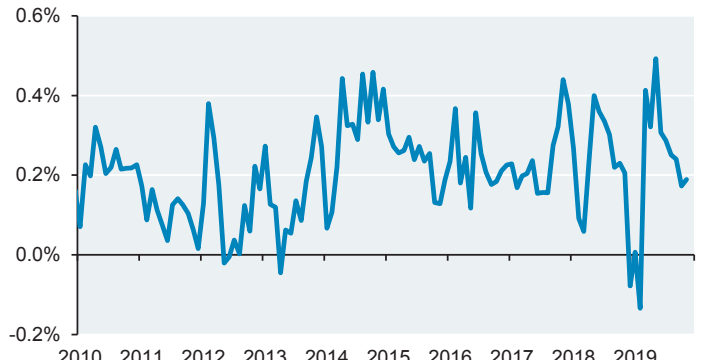
資料來源：聯儲局；2019年第三季。

美國儲蓄率大幅向上修正
個人儲蓄佔可支配收入的比例，3個月移動平均值



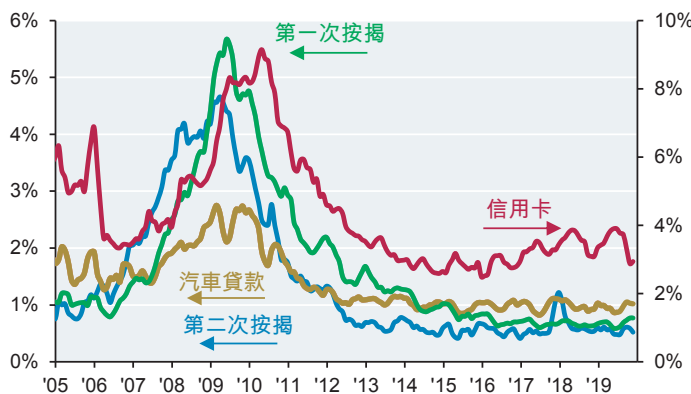
資料來源：經濟分析局；2019年11月。修正前數據指的是2018年5月修正前。

實際的消費者支出
過去3個月月均支出的變化%，以2012年美元幣值為基準



資料來源：經濟分析局；2019年11月。

美國逾期90天以上的貸款違約變化率



資料來源：標準普爾道瓊斯指數、益百利；2019年11月。

新屋開工、按揭貸款申請和成屋銷售
指數，2000年1月 = 100，經季節性因素調整

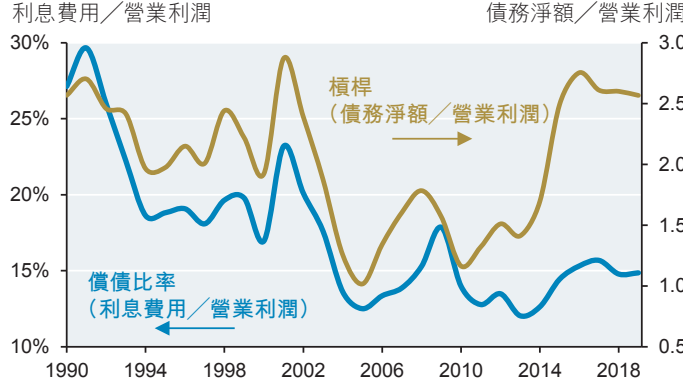


資料來源：美國人口普查局、美國房貸銀行家協會、全美房地產經紀人協會；2019年11月。

[2] 當美國下一次衰退發生時，信貸市場投資者面臨的最大風險因素為何？

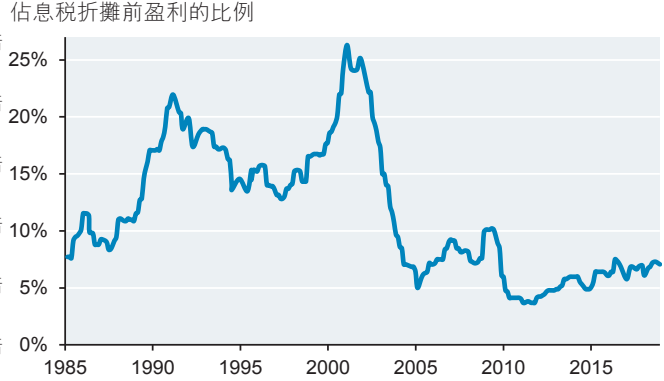
乍一看，信貸市場似乎不會給美國經濟帶來過大風險。儘管企業債務「水平」很高，但企業仍有「償債能力」（第一張圖表），反映當前市場的低利率、低信用利差以及企業把債務期限以短換長的情況（例如，近期到期債務佔現金流的百分比比較低）。

標普500中位數公司的償債比率和槓桿



資料來源：摩根資產管理、彭博；2019年12月30日。

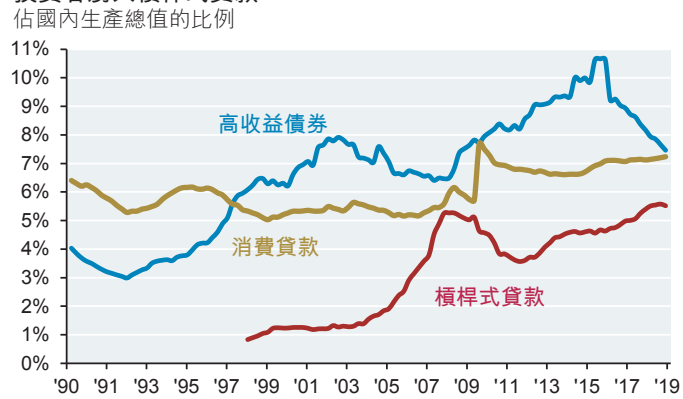
一年內到期債務減去現金



資料來源：橋水公司；2019年5月。

然而，我確信下一次衰退將會給槓桿式貸款帶來一定壓力：在低利率時期，投資者一直在槓桿式貸款領域抱團取暖。誠如右下圖所示（摘自我們在2019年7月發布的《放眼市場》特別版），槓桿式貸款的契約保護程度急劇惡化⁷。

投資者湧入槓桿式貸款



資料來源：摩根大通全球研究部、經濟分析局、聯儲局；2019年第三季。

貸款投資者高舉白旗：穆迪貸款契約質量評分

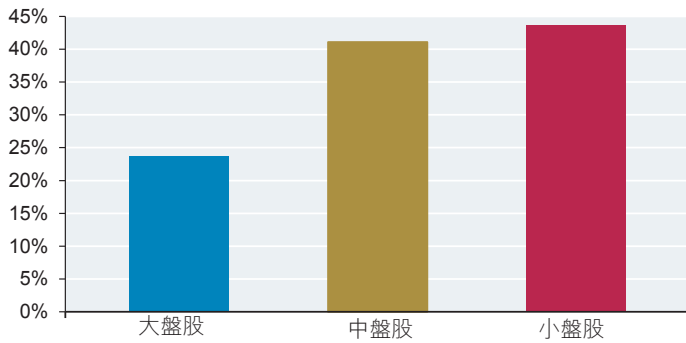


資料來源：穆迪；2019年第二季。

一旦您把目光轉向並聚焦於中型企業以外的一些最薄弱企業，便會發現還有其他領域呈現受壓跡象。誠如下頁頂端的圖表所示，儘管利率低企，但大約40%的中小企業都面臨重大的債務重組風險，而標準普爾的報告也指出目前「薄弱環節」的企業數量激增。誠然，低利率可以暫時阻止經濟陷入衰退，而且肯定有助於需要償債的公司。但是，當經濟衰退襲來之時，無法滿足再融資需求的企業對貸款和債券價格造成的影響，將會比無力償還利息的企業更大。因此，下一次衰退可能導致無法獲得再融資的槓桿式貸款和高收益債券的損失高於預期。

⁷ 我們在2019年7月發布的《放眼市場》中根據以下指標分析了貸款人保護程度的下降：槓桿和利息保障維持測試、出售資產時強制提前還款、負面契約限制、限制付款條款、旨在限制抵押池資產流失的各種條款、向非受限于公司或聯屬公司投資或轉讓、舉借新增同權或優先債務的能力、非擔保人子公司的留置權稀釋等。我們還研究了如何通過增加使用「息稅折攤前盈利(EBITDA)加回」導致人為地提高了利息保障和槓桿測算結果，「息稅折攤前盈利加回」指的是公司將非經常性支出和假設的合併協同效應/成本節約加回到收益裡，從而人為地提高了從息稅折攤前盈利得出的任何計算結果。最後我們分析了最近三個由於契約保護減少而導致抵押品剝離的例子。

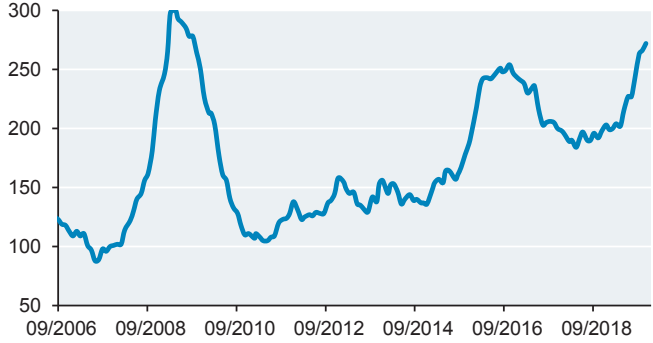
債務重組風險高企的非金融公司佔比



資料來源：彭博、摩根資產管理；2019年第三季。債務重組風險高企定義為息稅前利潤與利息費用之比低於3。

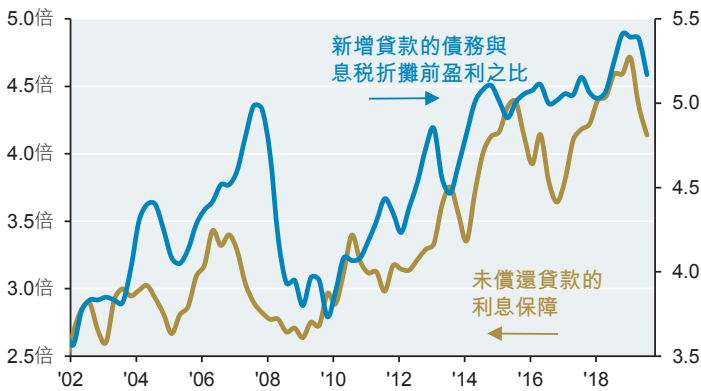
最薄弱環節公司數量激增

評級在B-或以下、前景為負面的或者在信用觀察名單上評級為負面的發行人



資料來源：標準普爾全球評級研究；2019年11月18日。

貸款：利息保障倍數高，槓桿亦高

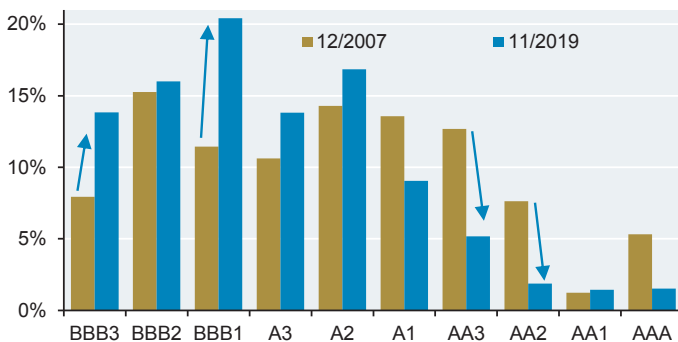


資料來源：標普全球市場財智；2019年第三季。

當下一次衰退襲來時，**投資級公司債券**也可能會承壓，主要因為眼下市場與2007年相比，BBB級債券的市場份額增加了。《沃爾克法則》帶來的影響可能會使情況變得更糟：《沃爾克法則》導致美國做市活動和自營交易相對於固定收益產品的供應激增而出現下降。這種情況可能導致投資者退市時出現定價瓶頸。

危機後BBB級債券充斥市場

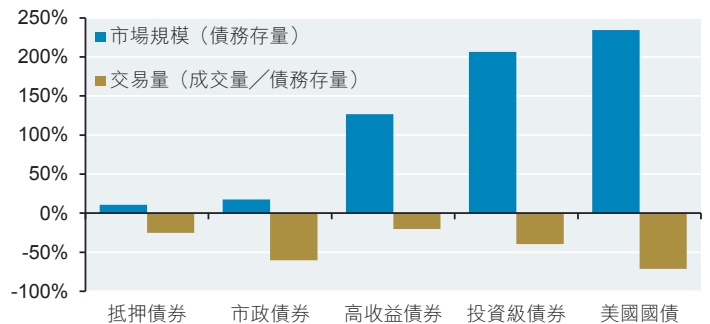
在美國投資級公司債券指數中所佔比例



資料來源：美國洲際交易所/美銀美林、摩根資產管理；2019年11月。

在流動性縮水之際債務存量擴張

2006-2017年市場規模和交易量的變化



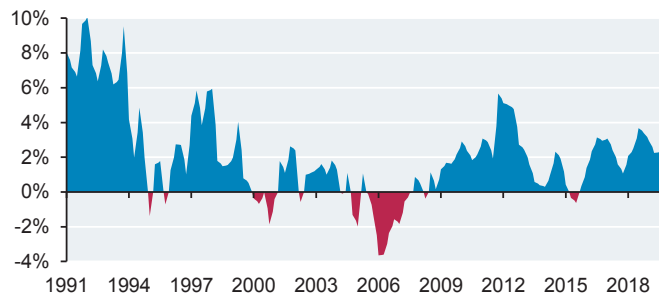
資料來源：美國證券業與金融市場協會、美國金融業監管局《世界概況》、彭博、摩根資產管理；2017年。

[3] 為什麼美國股市一直跑贏歐洲和日本?

如果有人向您提出一項逆向投資建議，低配美股同時超配歐洲或日本股票，那您一定要追問他們同樣的建議他們曾經提出多少次。為什麼?因為他們以前提出這項建議之時就可能已經出錯，而且錯得相當厲害。誠如我們多次闡釋，低配歐洲和日本股票同時超配美國和新興市場股票的投資策略，是我多年來見過最成功的資產配置方法之一，這一策略亦在2019年「再創」佳績。自2010年1月以來，美股的總回報率為252%，相比之下，日本為94%，歐洲則為75%。

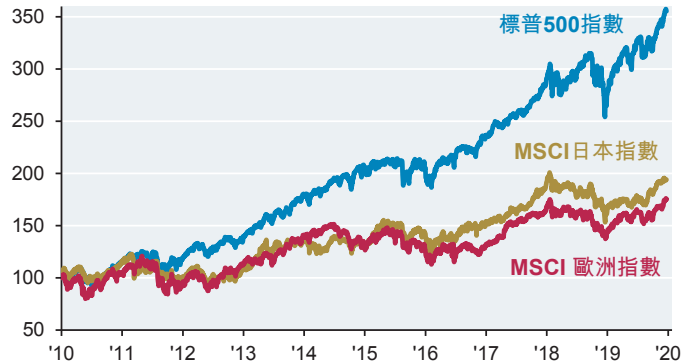
為什麼美股一直跑贏歐洲和日本?從目前來看，最合理的理由似乎與微觀經濟而非宏觀經濟有着更密切的關係⁸。在一個低增長的世界裡，股市最大的漲幅通常來自**科技板塊**，而不是盈利增長較低、波動性更大的板塊(如基礎材料、能源、工業)。在美國，科技行業佔據股指權重遠遠高於其他三個行業，反觀歐洲和日本，情況正好相反(第三張圖表)。其次，當我們深入探究行業「內部」時，美國企業的盈利能力通常高於歐洲和日本企業(請參閱下表)。因此，除非事非尋常，否則美股不會持續地跑輸大盤。

超配美國和新興市場股票，低配歐洲和日本股票
相較MSCI所有國家世界指數的3年滾動跑贏(跑輸)業績



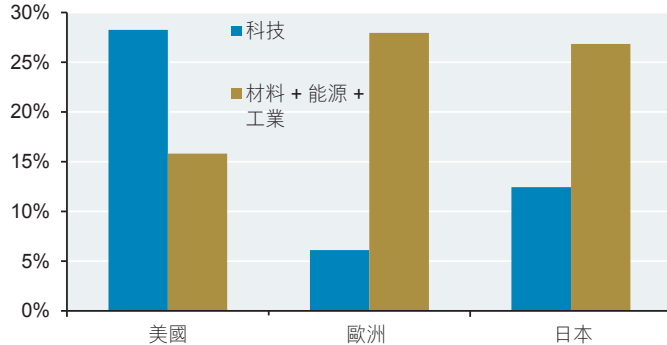
資料來源：彭博、摩根資產管理；2019年第三季。所有股票投資組合，按季度調整。超配美國股票10%，低配歐洲股票10%，超配新興市場股票5%，低配日本股票5%。假設未進行貨幣對沖。

美國跑贏歐洲和日本
以美元計算的總回報，2010年1月 = 100



資料來源：彭博；2019年12月30日。

高增長科技板塊推動美國市場，低增長板塊驅動歐洲和日本
佔指數總市值的%



資料來源：彭博，2019年12月30日；科技板塊包括：《全球行業分類標準》一級分類資訊科技 + 《全球行業分類標準》三級分類：互動媒體及服務。

資產回報率						
國家	必需消費品	非必需消費品	科技	醫療	通信服務	金融
美國	5.9	6.1	9.8	5.6	5.6	1.2
歐洲	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
股票回報率						
國家	必需消費品	非必需消費品	科技	醫療	通信服務	金融
美國	27.0	30.5	29.6	18.4	14.5	10.4
歐洲	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

資料來源：彭博。2019年12月30日。

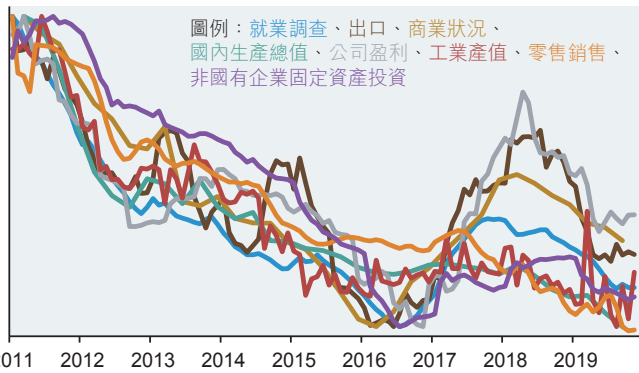
⁸ 這是來自宏觀經濟的解釋：自2014年以來，美國的主要收入人群(年齡介乎30-49歲)增長率持續高於歐洲。根據聯合國的數據顯示，2020-2025年這一差距將會進一步擴大，主要因為美國的主要收入人群將增加5%，而歐洲的主要收入人群卻會減少3%。

[4] 爆發貿易衝突時，中國的表現如何？對新興市場投資者的影響為何？

中國有時候會選擇性地報道訊息；有些政府機構實際上已經停止發布重要數據⁹。因此，我們採取截然不同的方法，採用受不報告或操縱影響較小的高頻數據來了解實際情況。下方兩張圖表反映了中國的表現：**2017年和2018年初刺激措施出台推動經濟提速之後，中國經濟增長已經逐漸放緩**。具體數據包括：固定資產投資增長率下跌至1996年以來的最低水平，貸款增長率下降至2017年12月以來的最低水平，消費物價指數(除食品外)的增速減緩至2016年4月以來最低，以及工業利潤錄得自2011年以來的最大降幅。與此同時，這些數據都是反映當前經濟活動的**同步指標**。

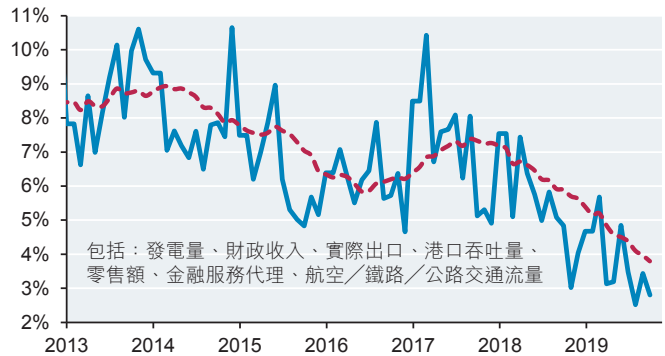
中國經濟疲軟在一定程度上歸咎於貿易戰；部分原因與中國有意放慢增長步伐以遏制影子銀行業有關；另一個原因在於中國逐步收緊規模龐大的資本支出而導致結構性下滑終於出現。2014年，美國諮商會曾經預計中國國內生產總值增長率於2019年和2025年將會分別下降到5.5%和4%，這一預測目前正在逐步展現。至於貿易戰，只有10-20%的中國公司營業收入來自海外，而且據MSCI統計，只有2.8%的中國公司營業收入來自對美銷售。**更大的問題源自國內**，包括陷入困境的地區銀行需要高達3,500億美元的資金支持。

我們的中國經濟監察圖



資料來源：中國物流與採購聯合會、Markit、中國海關、中國人民銀行、中國國家統計局、MSCI、摩根資產管理；2019年11月。

中國同步活動追蹤
年同比變化，%

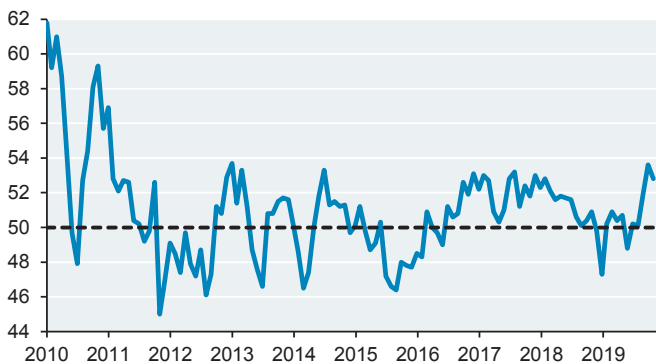


資料來源：美銀美林；2019年11月。

雖然同步指標表現疲弱，但是製造業新訂單增加等一些跡象顯示2020年中國會出現復甦。不過，這些訊號只屬暫時性質，依然高度依賴政府的刺激措施提振。

中國新增訂單反彈

50以上=擴張



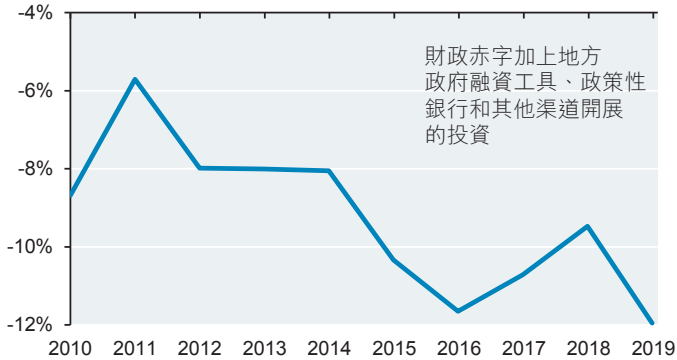
資料來源：Markit採購經理指數；2019年11月。

⁹ 詳情請參閱《神秘消失的統計數據》，龍洲經訊，2019年10月17日。

2019年中國再次加大財政支出和其他支持手段力度¹⁰，但是迄今為止有關舉措對私營部門信貸指標¹¹的影響輕微。雖然2019年企業和家庭債務佔國內生產總值的比率小幅上升，但這一訊號主要反映國內生產總值增長放緩而非信貸需求增加。

中國「滿負荷」的財政赤字

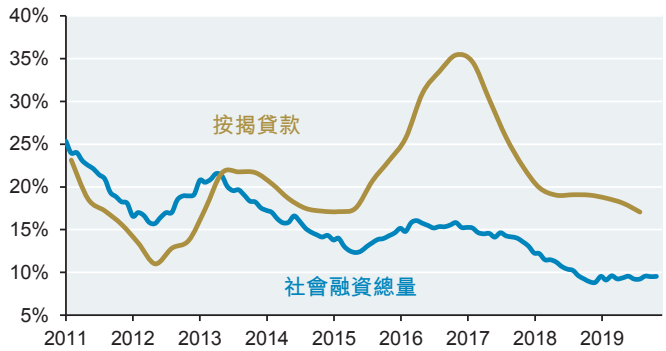
增加的赤字，佔國內生產總值的比例



資料來源：環亞經濟數據、摩根資產管理；2019年。

迄今為止私營部門對刺激計劃的反應有限

年同比變化，%

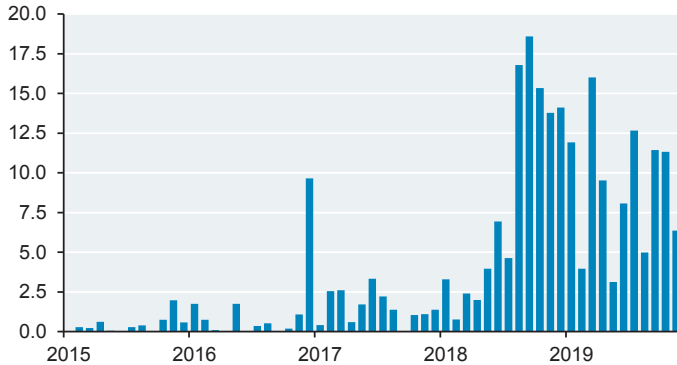


資料來源：摩根大通亞太股票研究部、中國人民銀行；2019年11月。

中國同時面臨其他壓力：私營部門的公司債券違約率不斷上升，這既是經濟持續放緩造成的副產品，也是「產能過剩」行業因信貸監管收緊導致流動性緊縮的必然結果。中國私營企業進入債券市場變得更加困難，而國有企業則繼續發行債券。中國曾經公開表示有意讓資本流向更具創新形態的經濟模式，這種局面可能並非中國希望發展的方向。在私營企業缺乏流動性的同時，企業的資本支出也急劇下降，我們對中國開展的研究分析已捕捉到了這一現象。

中國私營企業的債券違約率

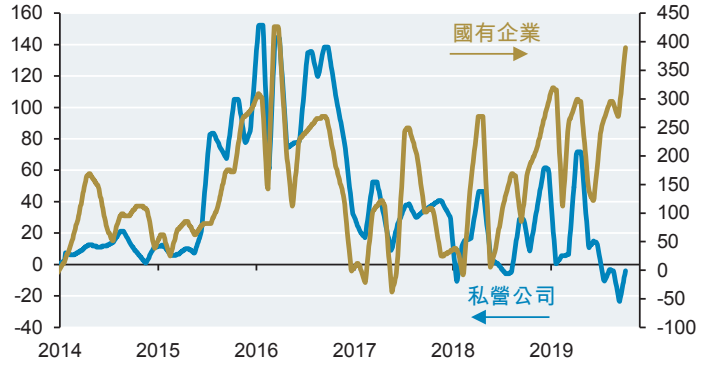
10億元人民幣



資料來源：龍洲經訊、萬得；2019年11月。

私營公司正在失去進入債券市場的渠道

淨發行量，10億元人民幣



資料來源：龍洲經訊、萬得；2019年11月。

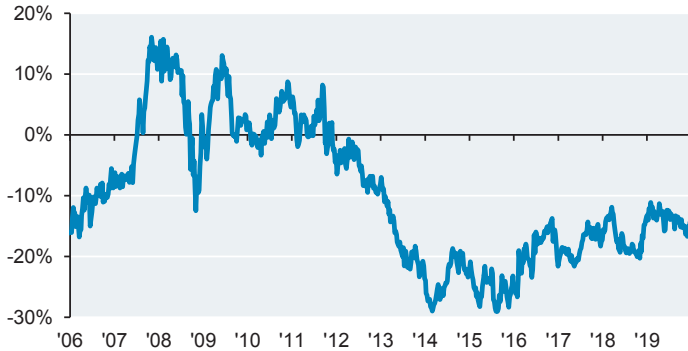
¹⁰ 中國要求地方政府在2020年**加快基建債券發行**，並降低了基建投資項目的資本要求，允許提高債務股權比率。中國對港口和航運項目的最低資本投資比例規定將從25%下調到20%。

¹¹ **社會融資總量**是指中國實體經濟從銀行獲得的融資(人民幣和外幣貸款、委託貸款、信託貸款、公司債券、金融機構持有的非金融企業股權、保險公司還款、產業基金投資和投資房地產)和從直接融資渠道獲得的融資(承兌匯票、股權融資、公司債券和地方政府債券)。

如果貿易協議達成後中國出現反彈，哪些股市有望最大受益？我經常看到增持歐洲股票的理由，部分在於歐洲將會受益於中國經濟增長的反彈。根據我們過去15年進行的分析，當中國領先指標上升時，歐洲股票普遍會受益。然而，新興市場股票往往會漲得更多一點兒。此外，新興市場股票的交易價格較歐洲股票有所折讓，儘管由於新興市場企業盈利表現較弱，折讓幅度已遠遜從前。過去十年新興市場股市跑輸歐洲，部分原因在於中國經濟增長逐漸放緩。

新興市場：相較歐洲的市盈率折讓

按遠期盈利計算MSCI新興市場相較斯托克600指數的市盈率折讓/溢價



資料來源：Datastream、美國機構經紀人預測系統、摩根資產管理；2019年12月27日。

歐洲與新興市場的比較：12個月遠期盈利

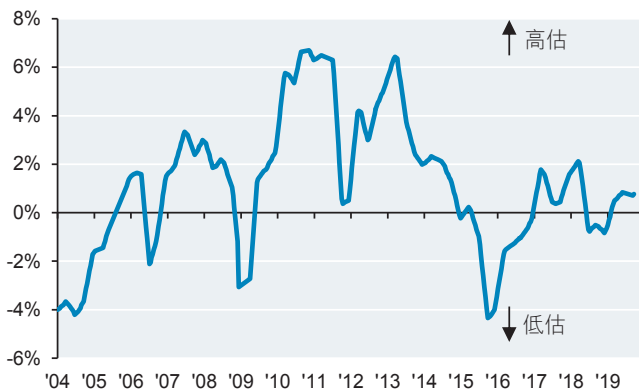
指數，美元，2015年1月1日 = 100



資料來源：Datastream、美國機構經紀人預測系統、摩根資產管理；2019年12月27日。

投資新興市場時，必須緊記其中一個重點：新興市場貨幣被高估或低估。2014-2016年新興市場股市表現疲弱，在一定程度上是由於2013年新興市場貨幣匯率被高估而導致的。誠如下圖所示，根據一項對新興市場貨幣匯率開展的多因素評估顯示，計入名義匯率和貿易、通脹、生產率和經常賬戶逆差等雙邊差異之後，新興市場貨幣匯率大致處於公允價值。

新興市場實際貿易加權貨幣籃子

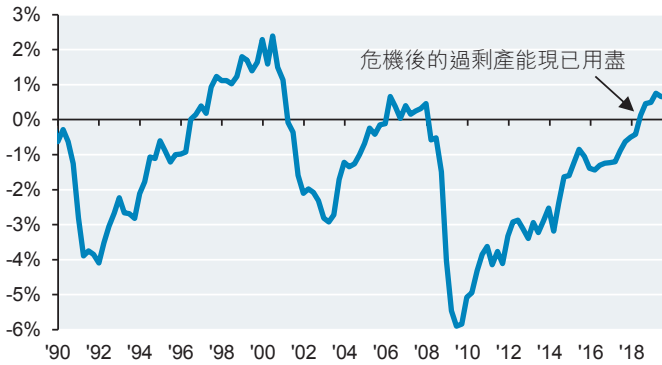


資料來源：高盛經濟研究部；2019年10月。

[5] 為什麼美國核心通脹已死？

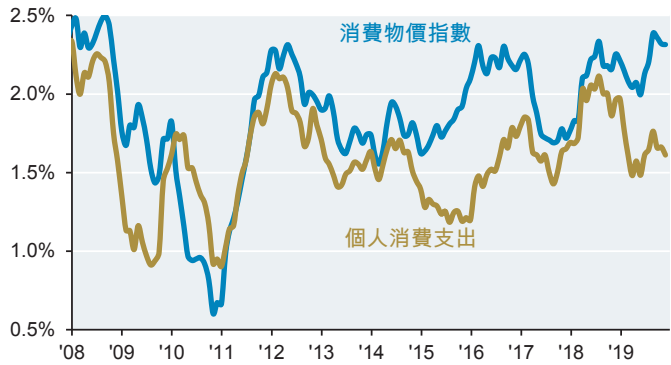
首先，美國核心通脹並非已死。美國經濟幾乎沒有任何過剩產能，加上核心通脹保持穩定，與聯儲局設置的2%通脹目標差距不大。然而，聯儲局再次將利率降到等於甚至低於通脹率的「行徑」，就好像通脹已死一樣。除了預期通脹穩定，聯儲局還看見其他哪些因素讓聯儲局理事會成員對未來的通脹風險如此盲目樂觀？

美國「產出缺口」：衡量剩餘產能的指標
%，實際國內生產總值與潛在國內生產總值之比



資料來源：國會預算辦公室；2019年第三季。

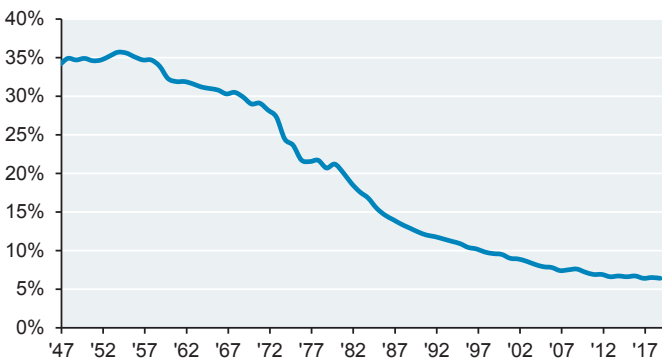
美國核心消費物價指數和個人消費支出
年同比，%



資料來源：勞工統計局、經濟分析局；2019年11月。

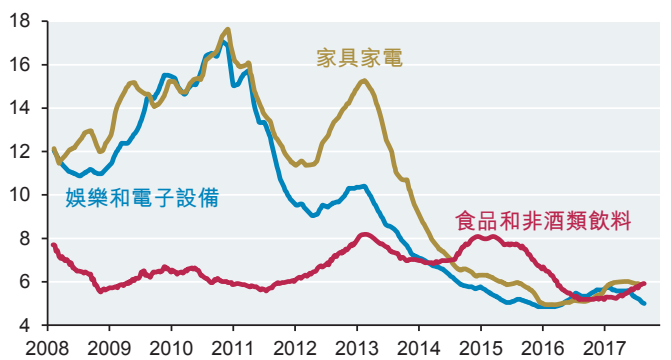
我們之前曾經提供下面幾張圖表作為參考，聯儲局正是據此認為通脹率仍將維持低位，並證明聯儲局應繼續實施寬鬆貨幣政策的有力基礎。這幾張圖表顯示了勞動市場的議價能力下降、零售價格再調整的速度加快、全球化對工資造成的衝擊、企業通過漲價應對勞動力成本上升的意欲降低、科技業通貨緊縮以及工業機器人的崛起¹²。這些因素使得美國通脹率於低位企穩，而且通脹率於低位企穩的國家所佔比例也創下了歷史新高。

勞動力議價能力下降
私營部門工會人數



資料來源：83年前的數據來自Hirsch，83年後的數據來自勞工統計局；2018年。

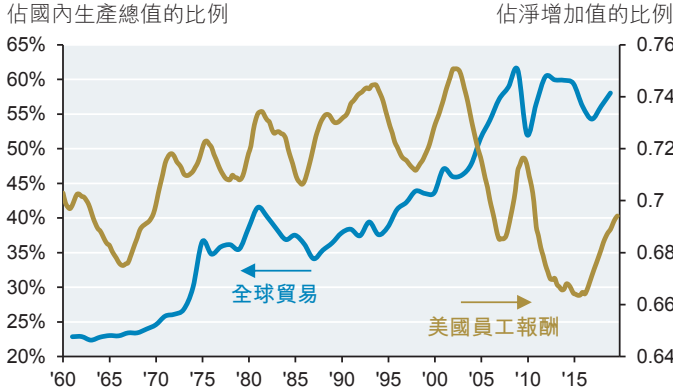
網上零售提高了價格透明度
價格變動之後的保持時長（月）



資料來源：A. Cavallo、美國全國經濟研究所工作報告；2018年。常規售價不包括促銷活動。

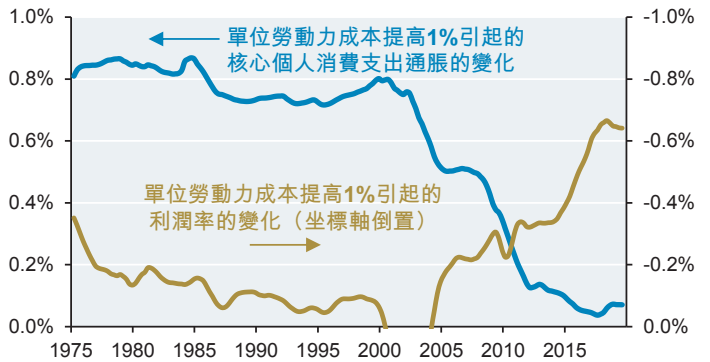
¹² 雖然2013年到2018年期間美國的**機器人出貨量**增長了60%，但中國在機器人部署方面處於領先地位，2018年中國的機器人裝機量比美國多出4倍。這種情況與美國通脹和聯儲局有關的原因：隨着中國勞動力供應減少，機器人使用量增加有望稀釋中國國內工資持續上漲產生的影響，同時維持中國商品進口對美國產生的通貨收縮影響。誠如第3頁所示，儘管貿易戰和關稅上升導致美國從中國進口的商品減少，中國仍然是美國的最大進口國。

全球化與美國員工報酬



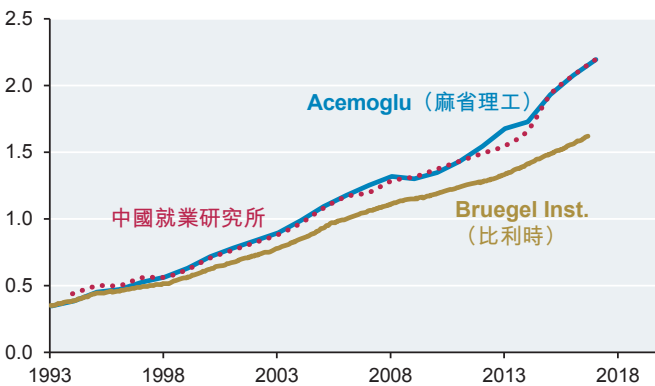
資料來源：世界銀行、經濟分析局。2019年第三季。

現在企業通過利潤率而不是價格來應對勞動力成本變化



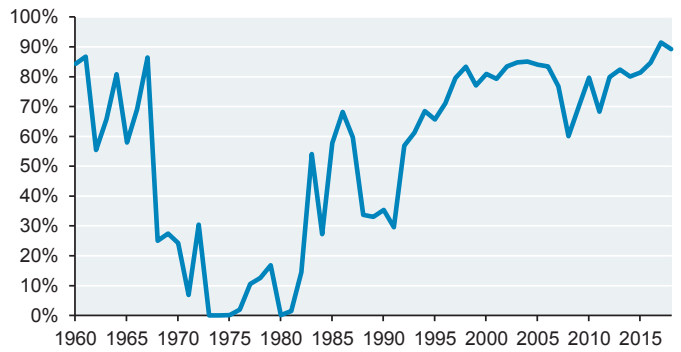
資料來源：摩根大通經濟研究部。2019年第三季。

美國：每千名工人擁有的工業機器人數量



資料來源：麻省理工、中國就業研究所、Bruegel Institute；2018年。

全球生產總值保持整體通脹率低企(0-4%)的百分比

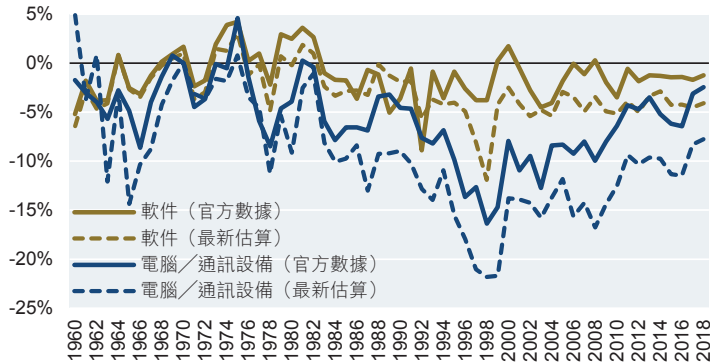


資料來源：世界銀行、摩根資產管理；2018年。

美國通脹

科技業帶來的通貨緊縮影響。此外，聯儲局一些研究人員更詳細地分析了市場是否會因為難以掌握資訊、通訊和科技行業(ICT)的生產力提高而誤判美國生產力這一爭論。目前，他們預計資訊、通訊和科技的價格下降速度實際上比官方通脹數據所報告的「快得多」。鑑於資訊、通訊和科技行業對經濟其他領域產生乘數效應，這可能解釋了為何過去十年聯儲局能夠一直實施如此寬鬆的貨幣政策而沒有引發工資上漲或物價通脹。

聯儲局的最新分析顯示資訊與通訊科技通縮程度大於官方報告的數據



資料來源：Byrne和Corrado、《資訊與通訊科技價格與資訊與通訊科技服務：反映了怎樣的生產力和科技？》，2017年，2019年更新。

下修資訊、通訊和科技通脹預測的原因：

- 隨着操作系統、開源軟件、雲端計算、存儲和計算能力出現難以量化的進步，能夠更好地估計效率的提升
- 納入了更多的子行業，例如雲端計算和系統設計服務(14個可選指標，而官方數據則只有7個指標)
- 新軟件價格指數不僅包括應用軟件，還包括了桌面、便攜設備、網絡及企業的系統／操作系統軟件
- 行業定價數據更準確、更全面

[6] 負政策利率對歐洲銀行有何影響？

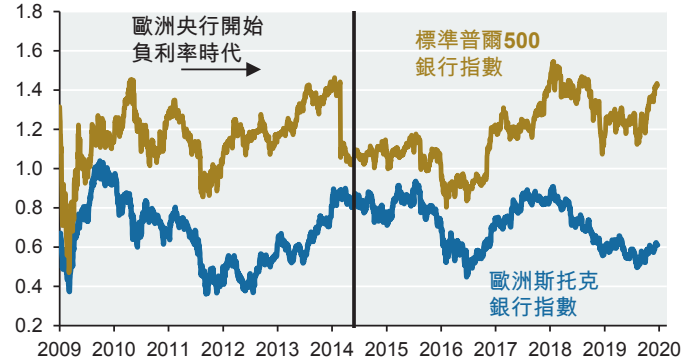
從投資者的角度來看，似乎毫無好處。自2014年歐洲開始實施負政策利率以來，歐洲銀行股的回報率和估值一直落後於美國。若情況相反結果將會如何尚不得而知，歐洲央行或會辯稱，假如沒有實施負利率，歐洲的情況將會更加糟糕，企業違約率持續上升將會導致銀行板塊更加舉步維艱。不管如何，負利率一直都是歐洲銀行投資者最棘手的問題，而且看來短期內也不會消失。

美國與歐洲的比較：銀行的總回報
以美元計算的總回報，2009年1月 = 100



資料來源：彭博；2019年12月30日。

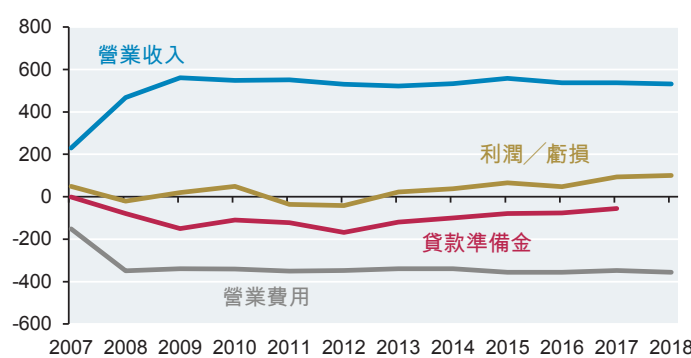
美國與歐洲的比較：銀行的市淨率
比率



資料來源：彭博；2019年12月30日。

實際上，歐洲央行正在考慮進一步降息。目前歐洲央行的政策利率為-0.5%，令人驚訝的是，歐洲央行可能進一步降息至-1.0%。德國銀行目前的淨息差為0.9%。如果德國銀行將降息造成的一半影響轉嫁給儲戶¹³，銀行的淨息差可能會下降25%。但是，假如德國銀行「完全不將」這些影響轉嫁給儲戶，則銀行的淨息差可能會從目前（已經微不足道的）的水平再下降一半。最後一點：對於看到過去幾年歐洲銀行利潤略有增長的投資者來說，請注意這個結果幾乎全因計提貸款損失準備金減少，而非營業收入持續增加或營業費用不斷下降所致。換句話說，這並非銀行利潤的自然增長。

銀行盈利能力受到計提貸款損失準備金減少的拉動
10億歐元



資料來源：歐洲央行、巴克萊歐洲研究部；2018年。

摩根大通政府債券指數廣義指數中按負收益率交易的國債比例

國家	合計	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10年以上
丹麥	100%	100%	100%	100%	100%	100%
德國	87%	100%	100%	100%	100%	55%
芬蘭	78%	100%	100%	100%	100%	0%
瑞典	73%	100%	100%	100%	50%	0%
荷蘭	72%	100%	100%	100%	100%	17%
奧地利	68%	100%	100%	100%	100%	0%
法國	65%	100%	100%	100%	100%	0%
愛爾蘭	62%	100%	100%	100%	100%	0%
比利時	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%
合計	52%	93%	85%	69%	74%	5%

資料來源：摩根大通全球指數研究院、摩根資產管理；2019年12月11日。

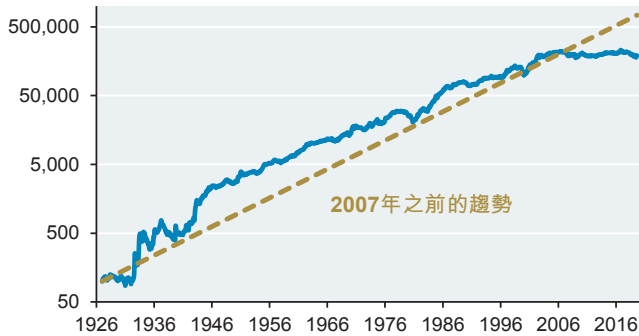
不管負利率是一種症狀、疾病還是治療方法，我都希望其他國家永遠不要走入像歐洲一樣的負利率環境。普林斯頓大學經濟學家馬庫斯·布倫納梅爾(Markus Brunnermeier)相信世上存在「逆轉利率」：超越這一臨界點之後，進一步降息對銀行造成的危害將會超過對經濟帶來的好處，在這種情況下推行更加寬鬆的政策將會產生緊縮而非刺激經濟的影響。換言之，隨着銀行的盈利能力下降，銀行產生新資本的能力也會有所減弱，因而損害了發放新增貸款的能力。

¹³ 德國一些規模較小的銀行宣布將會開始對新賬戶實施負存款利率收費。

[7] 價值型股票一直跑輸增長型股票的情況是否將會告一段落?

2010年以來，價值型股票的表現一直遠遜於增長型股票，落後幅度之大是過去70年鮮見的，期間以價值型投資主導的投資者和主動型基金管理人賺取了可觀的股息。然而，近年來投資者為了追逐稀缺的盈利增長或者渴求股息而蜂擁至投資增長型股票、動量和類債券股票。自2010年以來，價值型股票的表現持續低迷成為主動型股票管理人面臨的重大挑戰，我們在今年早些時候發布的《放眼市場》特別版中也詳細討論了這一話題¹⁴。

最便宜價值股相較最貴價值股的累計超額回報
指數，1926年1月 = 100，對數



資料來源：法國數據庫、摩根資產管理；樣本集= 紐交所、美國證券交易所、納斯達克；2019年10月。

與價值股相比，動量股和低成交量股票的溢價處於歷史高位
市盈率之差除以市場市盈率



資料來源：摩根資產管理；2019年11月。

除了技術面反映價值型股票出現深度市盈率折讓外，市場上是否還有「基本面原因」讓投資者相信價值型股票的低迷表現可能會在一定程度上有所扭轉？在2019年快將進入尾聲之際，與增長型股票相比，價值型股票開始出現復甦跡象，儘管迄今為止僅限於大盤股。首次公開發售(IPO)市場和首次公開發售前市場承受的壓力，似乎加深了投資者對首次公開發售數量激增但盈利增長乏力(詳情請參閱第26-27頁)，以及反壟斷重現將會導致估值過高的增長型股票面臨風險(下一節將會加以闡述)的擔憂。其他催化因素包括能源行業恢復資本自律使得能源股終於復甦，以及美國貨幣政策最終走向正常化。

增長型股票創下史上第二高的水平
比率



資料來源：摩根資產管理；2019年11月。

標準普爾500指數和羅素1000指數增長型股票與價值型股票
累計業績表現的比較



資料來源：彭博；2019年12月27日。

¹⁴ **主動股權管理行業分析**。我們分析了1996年以來23種風格類型合共6,700家主動型股票管理人的業績表現。一如所料，美國大盤核心股、價值型股票和增長型股票投資風格的表現都面臨着巨大挑戰。不過，我們同時發現，儘管聯儲局的扭曲操作導致市場扭曲，自2014年以來在幾個其他美國和非美國類型中有50%以上的管理人表現突出，我認為這一有利訊號代表主動股票管理操作具備長期可行性。

對於價值型股票的投資者來說，絕望的黑暗時期可能終於結束了。我們相信眼下可能正是價值型股票走出低谷前的最後日子，與我們抱持相同觀點的不乏其人。

- 來自AQR的Cliff Asness經常告誡投資者要避免「因子擇時」，他把更大的賭注押在價值這個因子之上¹⁵。AQR認為，金融危機爆發後頭八年裡，價值型股票跑輸大盤「合理」，因為價格昂貴的公司可以通過盈利、銷售額和利潤率等指標的表現來證明其股價溢價合理。但是，過去兩年價值型股票的表現疲弱與基本面的關係不大，而是反映了市場上投資者情緒的「非理性」變化(即估值倍數擴張)
- Asness以下圖來支持這一論點。下圖通過市淨率、市盈率(歷史和遠期)以及市銷率顯示了美國最便宜大盤股和中盤股相較最昂貴大盤股和中盤股的相對估值。最便宜與最昂貴股票之間的價差擴大至2002年以來的峰值，雖然與1999-2000年期間的最高水平還相去甚遠

價值型股票有多便宜?非常便宜

基於市淨率、歷史市盈率、遠期市盈率和市銷率得出的價值型股票相較增長型股票的綜合溢價，指數，100 = 平均值



資料來源：Cliff Asness、《價值擇時小錯適逢其時》：2019年8月。

關於美國價值型股票可能持續復甦的最後一條點評。過去，美國價值型股票跑贏增長型股票的時期，往往與美國股市「跑輸」歐洲股市的時期不謀而合。這些時期當中，有一部分發生在2005/2006年南歐曇花一現的經濟增長／信貸繁榮期間，而我認為這種繁榮市況將不會重現。即便如此，美國價值型股票反彈可能會與美國昂貴的增長型股票重新定價同時發生，在這種情況下，歐洲股市至少可暫時跑贏美股。

¹⁵ Cliff Asness，《價值擇時小錯適逢其時》，2019年11月7日。

[8] 美國經濟可能進行全面改革將會給市場帶來哪些重大風險？

下表載列了進步派關於稅收、企業部門、勞工、能源、醫療、投資、貿易和學生債務的提案，其中大多都是由參議員沃倫提出的。這些提案中的許多方案如要獲得通過，民主黨人不僅需要控制白宮，亦必須控制參議院；新的參議院多數黨領袖必須同意將這些提案加入作為議事日程；「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。

民主黨進步提案		
稅收	企業部門	勞工
收入100萬美元以上的人，資本利得稅翻倍	控制或禁止股票回購	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
每年對未實現資本利得徵稅	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
5,000萬美元以上徵收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	減少獨立合同工的分類
取消個人減稅，社保／醫保經濟情況調查，遺產稅上限設為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（可能包括投資淨收益），適用新的14.8%的工薪稅	政治開支需要75%的股東贊成	美國全國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	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
全民醫保，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	減少95%負有學生債務的美國人（4,500萬人）的學生債務
禁止私營健康保險	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，以及再進口補貼	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
允許美國衛生與公眾服務部生產／分包仿製藥	未來10年裡補貼3萬億美元，過渡到全部使用清潔能源	預計費用 = 9,550億美元
貿易：貿易對手方的9點合格性測試		
實施國際勞工組織的各項主要勞工權利，例如集體談判和禁止僱用童工		
遵守《人口販運受害者保護法》		
批准《打擊國際商業交易中行賄外國公職人員行為的公約》		
支持國際公認的人權		
加入《巴黎氣候協定》，制定減少長期排放的國家計劃		
遵守與美國簽訂的各項稅收協定，參加經合組織稅基侵蝕和利潤轉移項目		
承認並落實宗教自由		
取消所有國內化石燃料補貼		
未列入美國財政部匯率操縱國觀察名單		

資料來源：Comerstone Macro Research、城市研究所、Medium、美國全國廣播公司財經頻道、warren.senate.gov；2019年。



進步派的提案可能對股市造成的風險¹⁶

- **對股票市場板塊的影響。**將來可能面臨最大估值風險的行業板塊包括銀行、生物科技、化工、能源勘探開採、醫療管理支付者和服務供應商、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，因此根據這些訊息分析，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**。股票回購構成投資者回報主要貢獻來源的行業板塊：資訊科技、金融和非必需消費品。**相比投資者對股票的需求，企業對股票的需求更令人矚目**：自2011年以來，股票回購每年都是美國股票需求的最大單一來源，年均達到4,500億美元。相比之下，每年來自家庭、共同基金、養老基金和外國投資者的平均需求還不到100億美元
- 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的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**。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，尚未包括參議員沃倫的「其他」提案，即對超過1億美元的盈利額外徵收7%的暴利稅，藉此為可再生能源提供資金。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
- 目前美國利用**水力壓裂技術**生產石油、天然氣和天然氣凝析液(NGL)已達產量的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，天然氣是間歇性可再生能源不可或缺的補充。詳情請參閱我們2019年9月發布的[《突然戒斷》](#)一文

¹⁶ 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。誠如第7頁所示，**沃倫的增稅提案是上世紀30年代羅斯福提出增稅水平的2.5倍**。

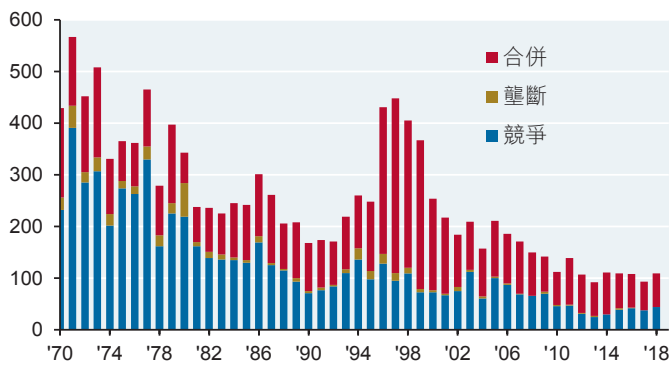
在2019年6月我們對[北歐國家的分析](#)中，我們發現北歐國家的經商條件在某些方面甚至比美國「更加」友好；其稅制主要依靠消費稅(增值稅)和工薪稅來支付福利開支；還有北歐的醫療體系普遍要求患者共同支付並設置免賠額來管理成本。換句話說，即使是最進步的國家，一開始也需要一個充滿活力的私營部門和一些鼓勵公民投資新企業和資本項目的激勵措施支持，才能成功落實推行再分配政策。

- 就科技板塊而言，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，投資者眾說紛紜。本文不會就此辯論；從下方監管圖表可見，在50年來反壟斷調查(特別是對科技業)不斷減少之後，許多政客目前都認為科技巨頭正在對消費者或潛在競爭對手帶來負面影響。如果針對科技業重啟反壟斷調查，可能也會對市場產生不利影響，原因包括：一、科技業大公司進行業務重組和合併的數量增至最高水平；二、自2010年以來科技業的回報率幾乎是股市內其他行業所得回報的兩倍；三、不少科技巨頭一直都非常積極收購企業來增加營業收入和智慧資本

科技業反壟斷和其他提案 (虛線下方 = 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
臉書、蘋果、亞馬遜、網飛和谷歌	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」，撤銷反競爭合併案
加州科技公司	利用用戶數據謀利的科技公司向相關用戶支付「數字數據分紅」
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	要求在線平台收取本地稅

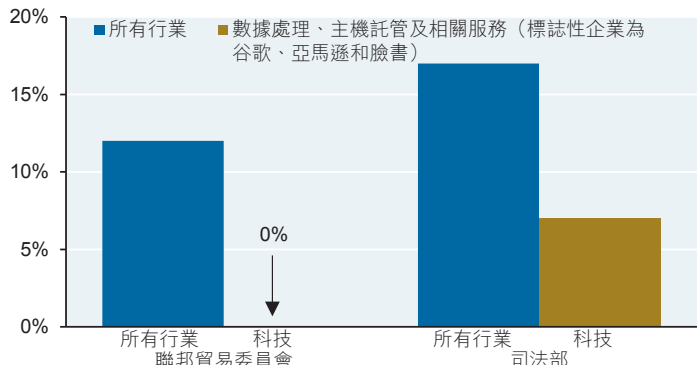
資料來源：彭博、橋水基金、《洛杉磯時報》、The Hill、聯邦貿易委員會、《華爾街日報》、《紐約時報》；2019年。

司法部發起的反壟斷調查數量



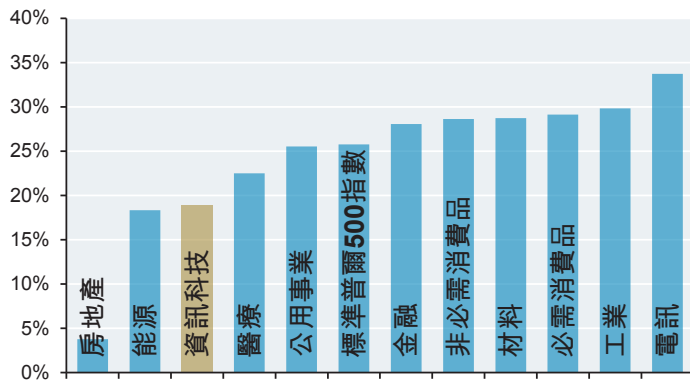
資料來源：美國司法部；2018年。

聯邦貿易委員會／司法部對科技行業的反壟斷執法率較低 監管機構提出質疑的比率



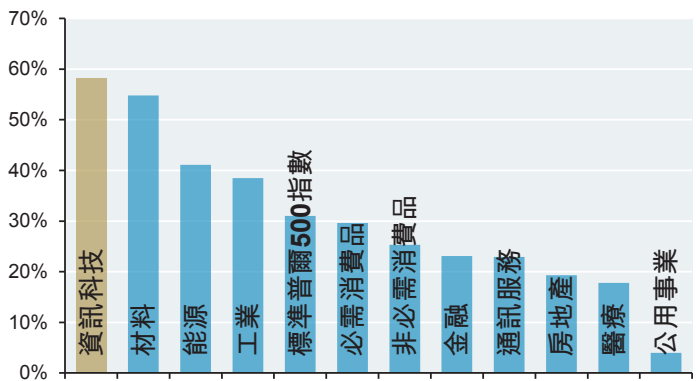
資料來源：美國反壟斷研究所Diana Moss博士；2019年。

標準普爾各行業板塊的有效稅率



資料來源：標普全球市場財智；2016年。

標準普爾各行業板塊的銷售加權海外營業收入敞口



資料來源：標普全球市場財智；2019年第三季。



近距離觀察：為美國科技巨頭量身定制的歐洲數字稅

美國科技業面臨的壓力越來越大，來自歐洲廣告商的營業收入將被徵收**數字服務稅(DST)**。法國、意大利、奧地利和土耳其厭倦了等待經合組織整理的「第一支柱」稅收提案，這些國家已經制定了自己的數字服務稅。數字服務稅是基於「用戶創造價值」的磨人邏輯：舉例而言，既然臉書等公司的用戶提供資訊給這些公司，讓其賺取廣告收入為品牌提升價值，那麼這些用戶本質上就承擔了通常由企業自身承擔的所謂「供給方職能」。另外，用戶所在的司法管轄區可以利用在當地產生的廣告收入作為價值代理，對其創造的價值徵稅。科技公司將在其已經繳納的所得稅或消費稅之外再繳納這些數字稅。

如果您不太能夠理解這一邏輯，不用怕，很多人也不明白。2019年，國際貨幣基金組織(IMF)的一份報告指出，數字服務稅的理論基礎存在很大問題，而彼得森研究所則將數字服務稅形容為徹頭徹尾的關稅，彼得森研究所對美國企業的歧視再明顯不過了。歐洲各國政府以簡單的措辭起草有關條文，意圖掩飾這一顯而易見的事實：它們將對**美國服務出口的消费徵稅**，但這徹頭徹尾就是關稅，並且很有可能違反了現有的雙邊稅收協議。

法國財政部長堅稱法國的數字服務稅並非「單獨針對美國公司」，反映這種說法現在變得虛偽：

- 考慮到適用於對全球範圍營收徵收數字廣告稅的高起徵門檻，以及它們所適用的營業收入，**實際上「只有」美國科技巨頭需要繳納這些稅**。數字服務稅的應稅營收包括數字廣告(谷歌、臉書)、銷售商品和服務的數字市場(亞馬遜、易趣、優步、愛彼迎)以及向其他用戶傳輸用戶數據(臉書、推特)。訂閱費用和應用程式內購買不包括在內，這兩項會影響到歐洲公司
- 法國官員曾在其他場合表示，設計數字服務稅明確是為了避免減慢電子商務創新和法國自己企業的數字化，而法國財政部長本人將數字服務稅稱為「**GAF A**」稅(GAF A分別代表谷歌、亞馬遜、臉書、蘋果)
- 法國數字服務稅適用於**總營業收入而不是淨利潤**，而且導致雙重(或三重)徵稅，這二者都與發達國家的國際稅收制度結構相抵觸。有些數字服務稅提案允許先扣除增值稅，這是對在自己的司法管轄區內毋需繳納增值稅的美國公司的又一次直接打擊
- 不久前，**經合組織還警告不要制定適用於數字經濟的新稅收規則**，包括2015年的一份報告，其中有來自歐盟稅務專家委員會的貢獻和建議。經合組織在報告中揚言，「出於稅收目的將數字經濟與經濟的其他部分隔離開來很難，甚至是不可能的」。顯然這一觀點已經改變

2019年12月，美國財政部長姆努欽致信經合組織，表示美國反對數字服務稅概念，稱數字服務稅「背離了美國納稅人所依賴的國際稅收體系的長期支柱—公平轉移定價和應稅關聯標準」。美國、經合組織和世貿組織將如何解決所有這一切尚不得而知，但我們的國際稅務消息人士認為，**有些國家將推進徵收數字稅，並可能面臨美國的報復**。鑑於如前頁所示美國科技行業的實際稅率很低，而且境外取得的營業收入很高，此事的進展結果十分重要。

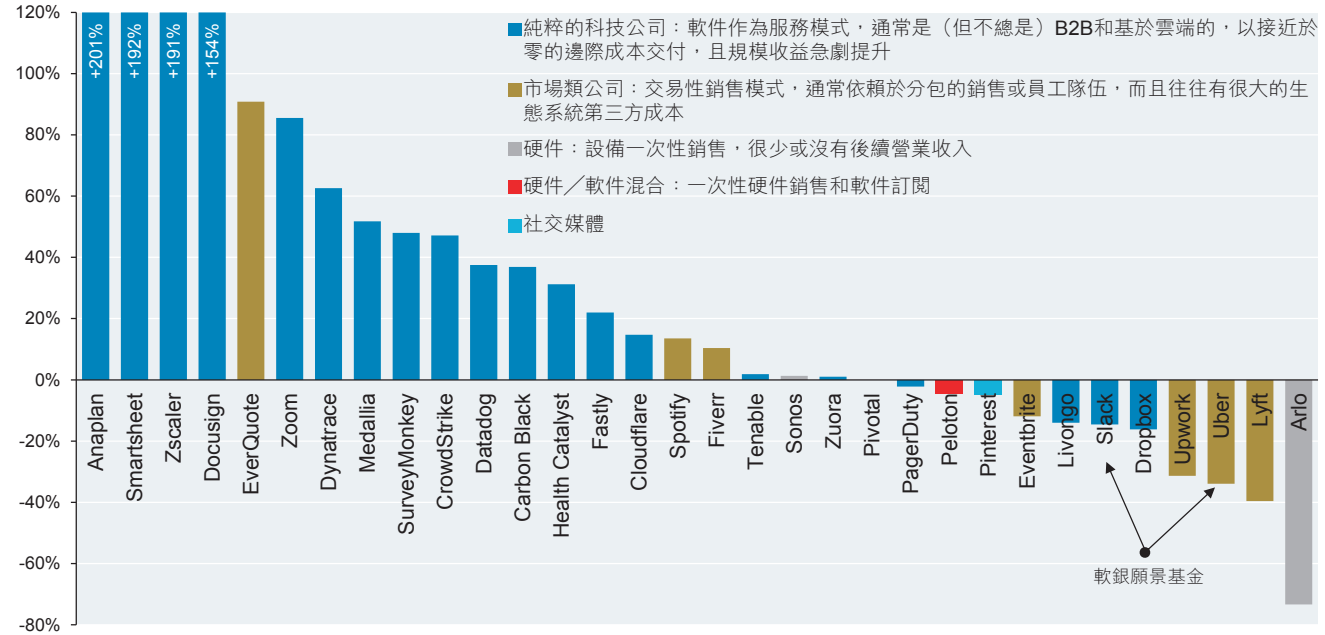
[9] 美國首次公開發售市場：「先知們與企業盈利」

近期一些科技公司不論是在首次公開發售前或發售後，在市場上均遭遇困境，並且成為投資者的關注重點。在這輪洗牌中失利的一方：大多數「真正」科技股的首次公開發售表現尚可。「周邊科技」公司雖然屬於廣泛的科技範疇但卻不是純粹科技公司，當中不少公司依然在掙扎求存。許多這些「周邊科技」公司的銷售增長率都低於50%（增長率高於50%的公司上市後的回報率普遍較高），就連優步(Uber)都未能達到「40%規則」（即銷售額增長率加自由現金流利潤率應達到40%）的檢驗標準。值得一提的是，由於銷售、一般和管理費用(SG&A)支出高企，實際上這些首次公開發售公司的最新盈利報告中的經營利潤率幾乎全部為負，投資者預計這種情況最終將會改變。

2018/2019年科技公司首次公開發售的表現出了什麼問題？

不用擔心，只要您買入的實際上是真正的科技公司

相對首次公開發售價格（或直接掛牌價）的表現



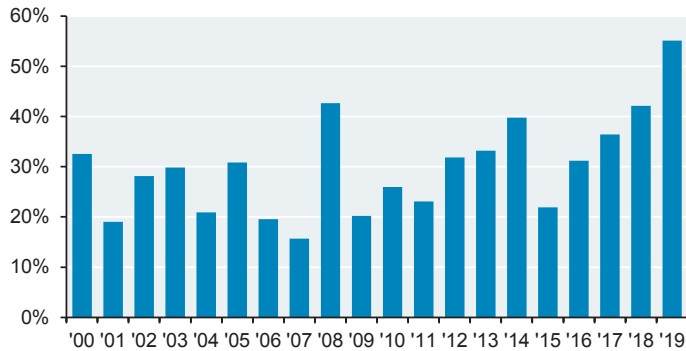
資料來源：彭博、公司財務報表、Stratechery.com、摩根資產管理；2019年12月30日。上圖包含的公司僅供說明用途。以這些公司編製上圖不應被視為對這些公司的買入或賣出建議。以這些公司編製上圖不代表摩根資產管理投資管理服務的背書保證。

這種漲跌互現的結果反映了一個更廣泛的趨勢，就是自2010年以來，分散投資多個不同行業的首次公開發售並沒有給投資者帶來多少利益。從最新研究¹⁷可見，市場採用了兩種不同方法。第一種方法是構建一個包括自2010年以來共200隻首次公開發售新股的投資組合，通過出售表現最差股票所得資金買入之後每一隻首次公開發售新股。自成立以來，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2010年以來所有首次公開發售新股在假設持有兩年的期限內的相對表現：首次公開發售新股的「中位數」回報率比市場平均低20%。「平均」回報率較好，但也只能與市場回報率持平，主要依靠其中2%的首次公開發售新股實現了超過200%回報率。大部分首次公開發售新股表現不佳可以歸咎於醫療行業，醫療行業是自2010年以來美國首次公開發售市場上發行規模最大、表現最差的行業。

¹⁷《首次公開發售的制勝元素》，高盛全球策略報告，2019年9月4日。

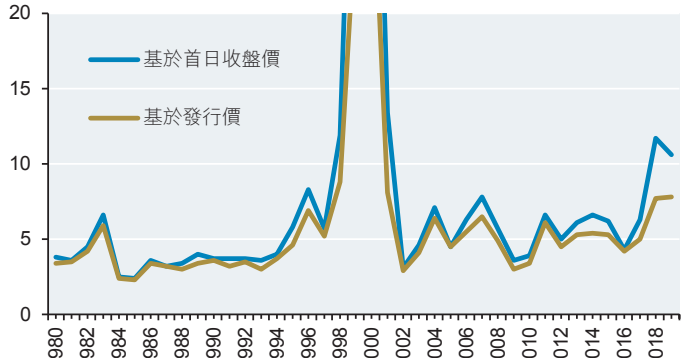
對於沒有獲利的私營公司，風險資本生態圈的先知們(初創企業的行政總裁以及為其提供資金的創投基金)已經觸及到新一輪周期的頂峰。與之類似的是，首次公開發售的投資者給予科技股首次公開發售的市銷率估值也達到了九十年代末以來的最高水平(估值仍遠低於那時的水平，但我不確定這是否值得感到寬慰)。

打算投資未獲利公司的私募股權資本所佔的比例



資料來源：Empirical Research Partners；2019年的數據截至2019年9月。

自九十年代末以來最高的科技股首次公開發售市銷率估值



資料來源：Jay Ritter、佛羅里達大學；更新2019年首次公開發售統計數據。

下列是一個我們一直密切關注的相關指標。眼下有一類公司的數量正在不斷增加，我們稱之為「不賺錢的年輕公司」：這些公司的淨利潤為負數，銷售額快速增長，且經營時間少於五年。我認為我們不會重蹈覆轍，如上世紀90年代末般瘋狂，但誠如下圖所示，有些指標正逐步逼近當時的情況。這些不賺錢的年輕公司佔美國市值的比例約為2000年高峰時的三分之一，而且在銷售、一般和管理費用、資本支出和研發方面的公司支出總額所佔的比例甚至更高。其他值得注意的統計數據：過去幾年，不賺錢的年輕公司的支出佔美國國內生產總值增長0.15-0.30%，這些公司對雲端服務和數字廣告的需求則佔谷歌、臉書和亞馬遜營業收入的10%。換言之，如果投資者厭倦了資助這些不賺錢的年輕公司，大型和中型科技服務供應商以至美國整體經濟可能會受到巨大影響。

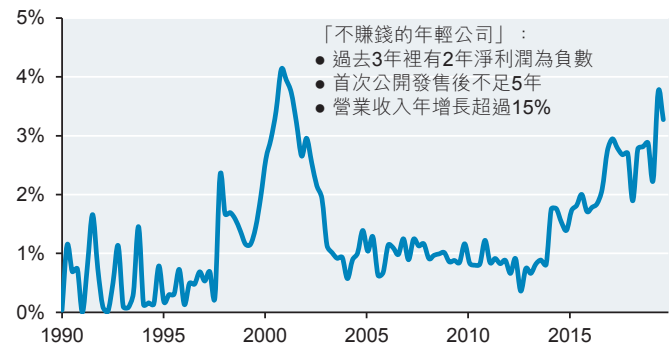
不賺錢的年輕公司的市值佔總市值的比例



「不賺錢的年輕公司」：
 ● 過去3年裡有2年淨利潤為負數
 ● 首次公開發售後不足5年
 ● 營業收入年增長超過15%

資料來源：Factset、摩根資產管理；2019年第三季。

不賺錢的年輕公司的支出在銷售管理、資本支出和研發方面的公司支出總額中所佔的比例



「不賺錢的年輕公司」：
 ● 過去3年裡有2年淨利潤為負數
 ● 首次公開發售後不足5年
 ● 營業收入年增長超過15%

資料來源：Factset、摩根資產管理；2019年第三季。



[10] 2019年最值得投資者關注的突破性發展為何？

每年，我都會與一些先進賢達討論他們的工作。我認為2019年最值得投資者關注的突破性發展是幹細胞研究方面的最新進展。緊隨其後的是通過等離子鑽頭鑽取深層地熱能的研究¹⁸，但有關項目目前的發展仍未成熟。

今年10月，我們在紐約幹細胞基金會研究所(NYSCF)¹⁹逗留了一整天。試想像：您走進一家診所，交出了一小瓶血液或一塊像蘋果籽般大小的皮膚。然後，難以置信的事情發生了：**科學家使用您的樣本製成與您自身基因組成完全相同的「空白狀態」幹細胞，然後將之轉化為200多種特殊細胞中的其中之一，例如心臟、肝臟、胰腺、大腦等。**從科學角度來看，下面的假設情況現在可能已經出現，不再只是憑空想像了：

- 您患有某種慢性遺傳病，如肌萎縮性脊髓側索硬化症(ALS)、糖尿病、多發性硬化症或帕金森氏症等；由於標準療法對您的作用不大，醫生希望嘗試利用不同的療法。醫生不會在您身體虛弱時對您採用這些療法，而是將之應用於放置了您自身細胞的有蓋培養皿中，這些細胞帶走了您所罹患的疾病。如有需要，研究人員更可以測試數百種不同的藥物組合。在通常情況下，這種測試方法實際上不可能對單一患者進行
- 您患有黃斑變異，至今依然是一種不治之症。科學家把您的空白狀態幹細胞轉化成新的視網膜細胞，有效地取代了您體內正在死亡的細胞。同樣地，您的幹細胞也可以轉化成為髓骨細胞，以替代骨退化患者對無機材料的需求
- 您是一位專攻阿爾茨海默症等疾病的科學家，一直局限於對老鼠和其他實驗室動物進行實驗。然而，這些動物事實上不會患上阿爾茨海默症，因此整個研究過程注定會面臨各種不確定性甚至走向死胡同。同樣地，治療老鼠糖尿病的方法無法用來醫治人類。相反，幹細胞技術可以利用取之不盡並可帶走疾病的人類細胞來試驗這些療法。此外，您可以將這些療法應用於各類細胞捐贈者群體，這一點非常重要，因為每個患有特定疾病的個體對治療方法的反應不盡相同。還有一個潛在的相關好處：通過測試人體細胞而不是動物細胞，科學家或許可以將藥物審批時間縮短3-4年，成功概率提高8倍以上

¹⁸ **超深地熱能源。**標準公用事業規模的地熱能源利用溫度達到攝氏150-200度的蒸汽或熱水，把這些蒸汽或熱水帶到地表後，通過蒸汽輪機利用其熱量來發電。鑽探深度通常為地表以下150-200米。但是，在地表以下5-7「公里」處，200巴的大氣壓下存在高達攝氏400-500度的地熱資源，在那裡，水是以一種叫做超臨界流體的形式存在。理論上，這種流體可以產生相比傳統地熱多達10倍以上的能量，堪比核電站產生的電力。我們與一家致力於開發等離子鑽頭的公司會面，這種鑽頭的設計溫度可以達到攝氏6,000度，目的是能夠探鑽這種深度的地熱能源。不過，該公司的工作還處於起步階段，在得到除現場研究外更多的事例證實之前，不應全盤相信他們對等離子鑽探成本將會跟隨深度而直線上升這一估算（與傳統鑽頭技術的幾何上升相反）。地熱能源作為潛在可再生基荷電力的前景可期，但目前尚處於初步階段。

¹⁹ **紐約幹細胞基金會研究所**是一家多學科研究實驗室，擁有225名科學家，並與世界一流大學和教學醫院建立了合作關係。紐約幹細胞基金會研究所成功脫穎而出的原因何在？許多學術研究機構對發表論文趨之若鶩，這可能會阻礙對高風險／非傳統實驗療法的研究。由於紐約幹細胞基金會研究所是一家依賴私人捐贈的獨立非營利研究機構，反而可以有志於此。此外，紐約幹細胞基金會研究所開展的各類實驗需要結合多種學科：生物學家、工程師、電腦科學家、免疫學家和神經學家。這種跨學科的研究方式使該研究所能夠大規模地複製高質量幹細胞，減少了妨礙幹細胞研究工作的瓶頸。



這些研究發現賴以成功的基礎元素是什麼?從成人皮膚或血液細胞中培養出誘導性多能幹細胞²⁰，替代了大量對體外受精(體外受精(IVF)/胚胎)來源獲得幹細胞的需求。到目前為止，針對慢性疾病開展的幹細胞研究，大多是在我們曾經參觀的多元學科實驗室裡進行。迄今為止，幹細胞研究取得的驕人成就令人鼓舞：

- 研究人員利用上述程序發現了旨在減緩肌萎縮性脊髓側索硬化症情況惡化和破壞白血病(AML)癌細胞的藥物組合，這些藥物組合正在向臨床試驗邁進
- 黃斑變異患者正在接受處於早期試驗階段的黃斑變異幹細胞治療
- 研究人員正在為帕金森病患者設計幹細胞療法，以替換和重建已經喪失的神經元
- 研究人員正在努力研究幹細胞療法，通過新生血液細胞抵抗鎌狀細胞和其他免疫/代謝失調
- 從患者腫瘤中提取的細胞樣本可以用來產生「類器官」，實際上這些類器官屬於活性癌組織，可以無限期存活並用於癌症治療研究

目前處於極早期研究階段的項目包括通過製造幹細胞來獲得和維持感覺神經元的研究，目的在於開發效果更好並且針對慢性痛症的非成癮療法。

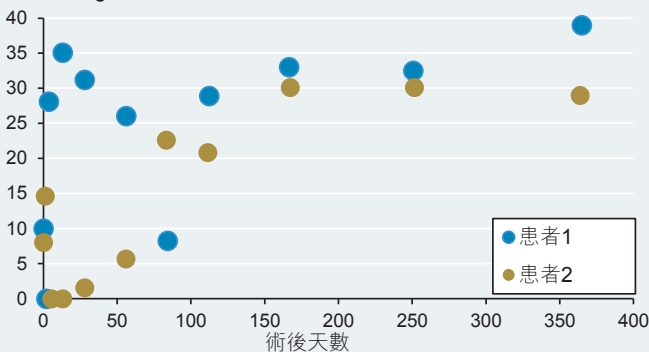
一些處於研究當中的慢性疾病患者，前路依然非常漫長，原因包括：新療法審批所需的時間、新療法在醫療體系中得以廣泛應用所需的時間、各種保險計劃是否覆蓋這些療法等問題、以及關於多能幹細胞本身存在的問題，因為有報告稱在一些實驗中幹細胞導致了腫瘤形成。儘管存在這些不確定性，但目前正在進行的幹細胞臨床試驗可能會在日後被視為醫療領域的全新前沿技術，可以降低死亡率、致殘率以及與某些慢性疾病相關的所需經濟費用。

關於幹細胞移植治療老年黃斑變異(AMD)的最新研究

患有急性濕性老年黃斑變異的兩名患者的視力近期急劇下降，作為一期開放式試驗的安全性及可行性研究的一部分，他們其中一隻眼睛接受了來自剩餘體外受精胚胎的一小塊細胞移植。研究結果以「視敏度」(即能夠讀出每行由5個黑體字母組成的標準LogMAR視力表)以及按每分鐘字數衡量的閱讀能力進行評估。第一年兩名患者在上述兩方面的表現均有所提高，儘管他們都需要術後住院來治療視網膜脫落和免疫抑制過程產生的不良副作用(因為使用的IVF細胞並非來自患者本人)。未來的幹細胞研究技術可望改為使用患者本身的多能幹細胞，不再需要進行免疫抑制。

視敏度的改善

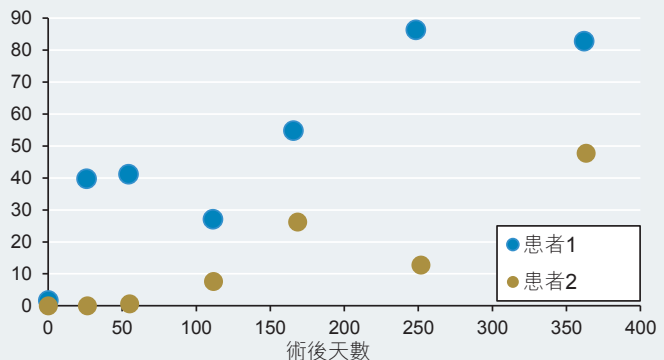
在標準LogMAR視力表上讀出的字母的數量



資料來源：《自然生物科技》，Cruz/Coffey 等；2018年。

閱讀速度

每分鐘閱讀字數



資料來源：《自然生物科技》，Cruz/Coffey 等；2018年。

²⁰ 美國食品藥品監督管理局(FDA)批准有關研究和療法對抗「幹細胞旅遊」的重要性。外界有關於脂肪及其他幹細胞療法的報告，這些療法與美國食品藥品監督管理局批准的幹細胞研究截然不同，紐約總檢察長和其他監管機構針對這些療法對於患者的風險開展了調查。2017年《新格蘭醫學雜誌》(New England Journal of Medicine)的一項研究顯示，一些不受監管的黃斑變異治療存在導致完全失明等嚴重負面影響。



縮略語

ACWI所有國家世界指數；**AME**美國證券交易所；**BEA**經濟分析局；**BLS**勞工統計局；**CBO**國會預算辦公室；**CC**中國海關；**CFLP**：中國物流與採購聯合會；**CFO**財務總監；**CRFB**盡責聯邦預算委員會；**CNBS**中國國家統計局；**E&P**勘探與生產；**EBITDA**息稅折攤前盈利；**ECB**歐洲央行；**EM**新興市場；**FAANG**臉書、蘋果、亞馬遜、網飛和谷歌；**FDA**食品藥品監督管理局；**FRB**聯邦儲備委員會；**FTC**聯邦貿易委員會；**GBI**國債指數；**GICS**全球行業分類標準；**GIPC**全球創新政策中心；**HHS**美國衛生與公眾服務部；**IBES**機構經紀人預測系統；**IPO**首次公開發售；**ITIF**資訊技術與創新基金會；**JPMAM**摩根資產管理；**MSCI**摩根士丹利資本國際公司；**NAHB**全美住房建築商協會；**NBER WP**美國全國經濟研究所工作報告；**NLRB**國家勞工關係委員會；**NTU**美國納稅人聯盟；**NYSE**紐約證券交易所；**OECD**經合組織；**P/E**市盈率；**PBOC**中國人民銀行；**PCE**個人消費支出；**PMI**採購經理指數；**R&D**研發；**RMB**人民幣；**SG&A**銷售、一般和管理費用；**SIFMA**證券業與金融市場協會；**USITC**美國國際貿易委員會；**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，且可能與摩根大通的其他領域所表達的觀點、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訊息，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他領域、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、品牌及監管訊息：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余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之有限監管。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，摩根大通可應要求提供。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，摩根大通可應要求提供。在西班牙，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司Sucursal en Espana(馬德里分行)分派，其註冊辦事處位於Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain。摩根大通銀行盧森堡有限公司Sucursal en Espana(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(Comision 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 Societa 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(Autorite de Controle Prudential et de Resolution et Autorite des Marches 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。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國家銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

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訊息；
- 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。

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。

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。「**摩根大通私人銀行**」是**摩根大通**從事的私人銀行業務的營銷名稱。

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得提供中文譯本。

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。

© 2020年。**摩根大通**。版權所有。



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2019年9月30日止，管理2.2萬億美元的客戶資產。

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。

美洲
巴西
智利
哥倫比亞
墨西哥
秘魯
美國

亞洲
香港
新加坡

歐洲
法國
德國
意大利
西班牙
瑞士
英國

中東
迪拜

J.P. Morgan