



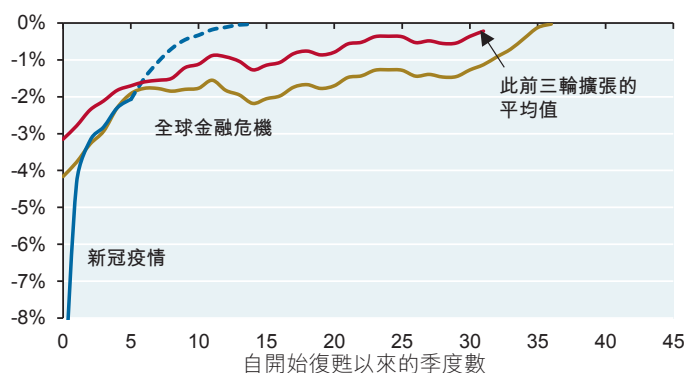
再通脹：終局之戰

概述

封面上的超級英雄們全部都以自己的方式推動名義增長率上升、工資增加、價格飆升以及資產價格持續不斷上漲，為眼下面臨的再通脹世界獻出自己的一份力量。雖然新冠疫情觸發經濟出現更嚴重的衰退，但隨着全球逐步復甦，企業消滅閒置產能的速度也遠遠快於過去經歷衰退過後的復甦周期。全球通脹飆升至接近過去20年來的高位，主要原因包括新冠疫情導致商品價格飆漲和消費模式改變，企業無法及時做出反應，加上政府債務不斷飆升¹，各國央行推出自十年前全球爆發金融危機以來規模最大的貨幣寬鬆政策，力度之大可謂前所未見，以及驅使化石能源供應的減少速度遠遠超過需求減少的能源政策所導致。

全球產出缺口（閒置產能測量）

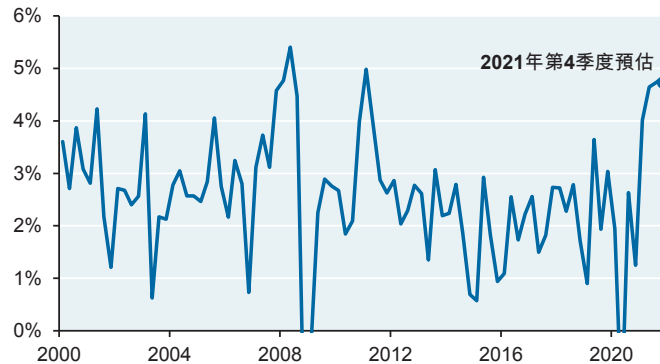
%，實際GDP相對於潛在GDP的百分比



資料來源：摩根大通經濟研究部。2021年第3季度。虛線=預測。

全球廣義CPI通脹率

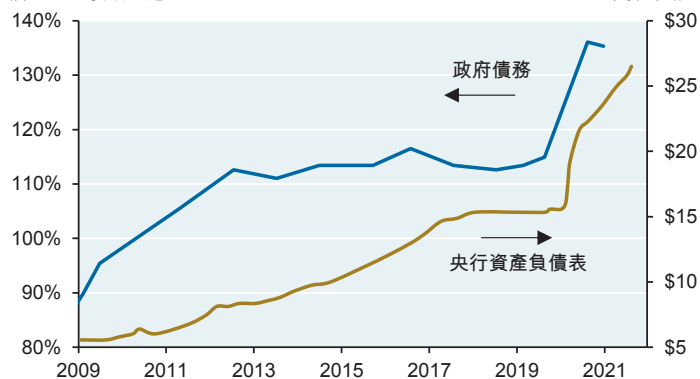
%，年化季度變幅



資料來源：摩根大通經濟研究部。2021年11月。

發達國家債務與央行資產負債表

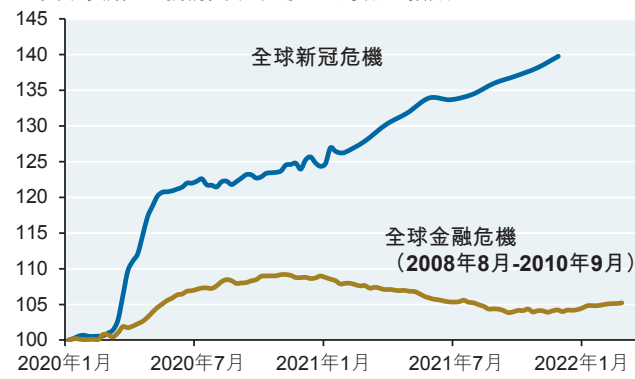
佔GDP的百分比%



資料來源：摩根大通經濟研究部。2021年11月。

本次美國貨幣供給量增長更快

M2貨幣供給量+機構貨幣市場基金餘額，指數



資料來源：聖路易斯聯儲、ICI和摩根資產管理。2021年11月。

有關新冠疫情、奧米克戎變種毒株、免疫逃逸、疫苗效力、加強針以及各州接種疫苗與未接種疫苗導致出現的結果，敬請點擊上方標題的鏈接，以便查看我們的新冠肺炎疫情分析網站了解最新情況。

¹ 12月中旬，根據美國國會預算辦公室(CBO)的報告指出，如果將《重建美好未來》法案中的臨時條款修改為永久性條款，將會導致增加2.75萬億美元的赤字，而非原先列明的增加1,580億美元。鑑於參議員曼欽(民主黨-西弗吉尼亞州)提出反對，最新的談判指向了一項規模較小的法案。即便如此，任何修訂後的小規模法案仍需依賴臨時條款的制定，一旦這些臨時條款永久生效，依然會引發通貨膨脹。



按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

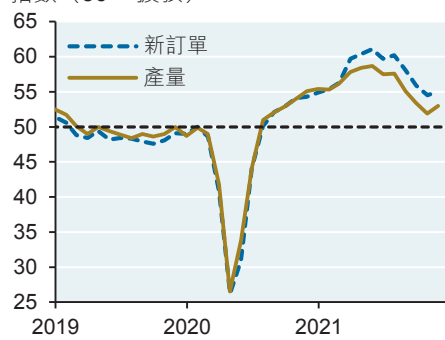
雖然製造業領先指標持續走弱，但我們並沒有按照常理予以解讀(即其代表需求下降的情況令人擔憂)。這一次的罪魁禍首，應歸咎於媒體廣泛報道的供應鏈衝擊問題。正因如此，我們樂觀地認為，隨着供應鏈延遲問題得以逐步緩解，全球增長勢將反彈。

美國製造業PMI
指數 (50+=擴張)



資料來源：彭博資訊。2021年11月。

發達市場製造業PMI
指數 (50+=擴張)



資料來源：彭博資訊。2021年11月。

新興市場製造業PMI
指數 (50+=擴張)

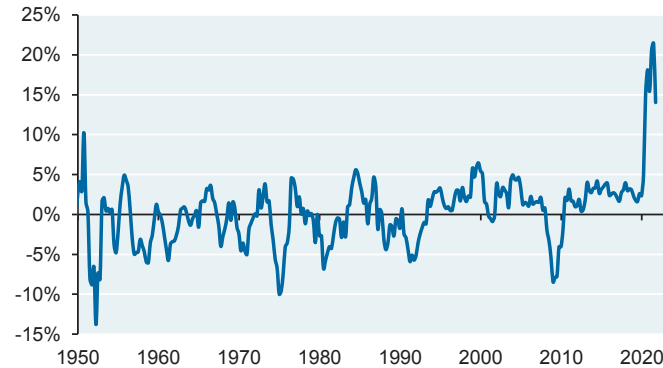


資料來源：彭博資訊。2021年11月。

我們正在密切關注市場上一個重要的趨勢：商品支出與服務支出之間的平衡，這是造成供應鏈混亂的始作俑者。在美國和歐洲，消費支出已經開始重新轉向服務業，庫存增長已經為美國2021年第三季度的國內生產總值增長帶來貢獻。儘管在此期間通脹壓力不斷擴大，但11月美國個人消費開支報告證實了這一點，顯示市場錄得過去20年來的最大租金升幅，而且許多類別的商品價格漲幅也超過4%。儘管新冠疫情導致消費開支轉移，甚至引發了供應鏈延遲問題，但美國本身也存在諸多結構性問題，使情況變得雪上加霜(見下頁)。

美國商品支出激增

連續6個季度增長率的差異，商品—服務



資料來源：美國商務部經濟分析局、摩根資產管理。2021年第3季度。

歐洲商品支出激增

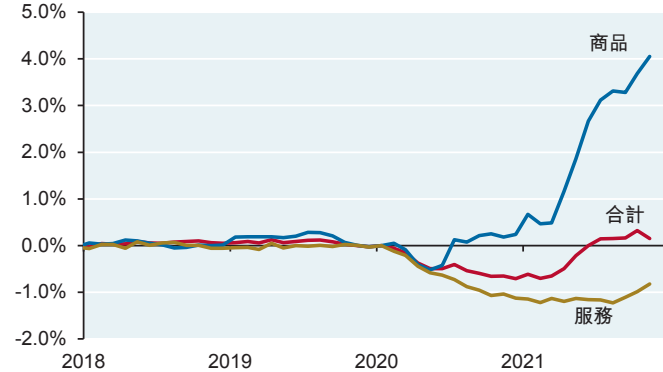
連續6個季度增長率的差異，商品—服務



資料來源：Eurostat、摩根資產管理。2021年第3季度。

全球商品和服務的價格水平

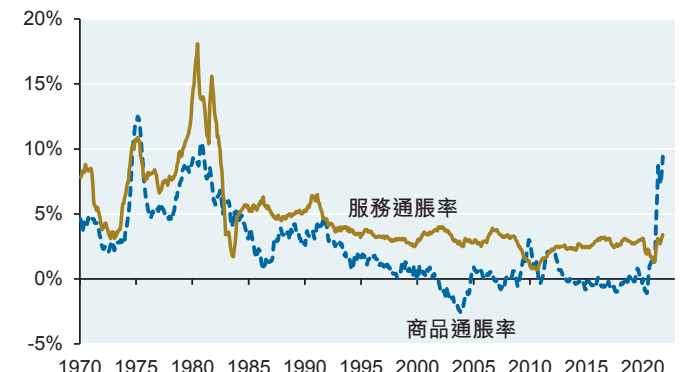
相對於2018-2019年趨勢的偏差，%



資料來源：摩根大通經濟研究部。2021年11月。

美國商品與服務通脹率比較

核心CPI的年同比漲跌幅，%



資料來源：美國勞工統計局、摩根資產管理。2021年11月。



供應鏈問題：新冠疫情揮之不去和商品支出激增只是冰山一角

兩年前，杰米讓我準備一份關於窒礙美國經濟增長的結構性問題報告。我們深入研究了戰爭和軍事開支增加的機會成本；土地使用管制對建築物密度造成過度限制；阻礙勞動力流動的州許可證要求；種族不平等對教育、借貸和刑事司法構成的影響；槍支暴力問題、鴉片類藥物和監禁導致的高昂成本；以及商業訴訟和集體訴訟費用。

新冠疫情和供應鏈混亂令更多限制增長的因素浮面，暴露了美國本身存在的諸多問題。而且，這些結構性問題還有可能阻礙拜登倡議的基礎設施項目。

- 洛杉磯和長灘集裝箱船難以卸貨的問題，因**當地法規**要求而進一步加劇，例如禁止一次堆放兩個以上集裝箱，禁止港口所有者鋪平和合併其已經擁有的地塊以提高存儲能力的法例，另外土地使用管制規定也要求必需先等兩到九年的時間後，才能在空地上興建倉庫。
- 從成本或效率方面來看，美國港口無一能夠躋身全球前50名。洛杉磯港口排名第328位，長灘港口排名第333位。阻止港口自動化的合同、勞動力成本、對作業時間施加的限制、還有周末不上班以及其他很多因素都只是其中一部分原因。值得注意一點，儘管理貨量創下歷史紀錄，但弗吉尼亞州的半自動化港口沒有積壓貨運，其排名也高達第85位。11月，其中一集《60分鐘》新聞報導聚焦於洛杉磯／長灘港口的出色表現，但卻隻字不提美國相對較差的勞動生產率；我很好奇節目製作人完全不提及有關勞動力和自動化問題的背後原因。
- 《瓊斯法案》和《外國疏浚法案》除了增加港口裝卸和疏浚成本，也對卡車和鐵路構成壓力，迫使企業必需通過卡車和鐵路運輸本應由船舶運載的貨物。與此同時，美國根據301條款對從中國進口的卡車底盤徵收高達221%的關稅，削弱了卡車運載能力，事不湊巧地加劇了供應鏈的延誤。
- 與其他國家的項目相比，美國鐵路項目需要更長的時間才能完成，而且費用更昂貴。以隧道開挖工作量最少的鐵路項目為例，美國項目所需的竣工時間相比其他國家需要延後6個月，而地鐵項目的竣工時間甚至要延後一年半。國內鐵路項目的每英里成本也比歐洲和加拿大高出一半，在紐約市甚至高出250%。再舉另一個例子：法國圖盧茲一條地鐵線的建造價格是每英里1.76億美元，而同等級別的休斯頓綠線每英里成本卻耗資高達2.23億美元。
- 儘管美國卡車司機的短缺問題已持續多年，但美國實際上禁止墨西哥卡車運輸公司在美國開展業務。有鑑於此，可用於內陸運輸的美國卡車數量減少，因為當中許多卡車需要在墨西哥邊境提貨。
- 從1960年到1994年，儘管美國建築材料和建築工人的實際單位成本保持不變，但每英里州際公路實際支出卻飆升了400%。導致公路支出激增的原因包括：**地方政府和／或公民團體掌握了推遲或阻撓發展的權力**。過去，環評報告的篇幅一般為10頁；由於訴訟問題，目前的環評報告長達600多頁，加上附錄可能超過1,000頁，或者需要4.5年才能完成。在環評報告成功通過法律挑戰之前，無論聯邦還是私人項目都嚴禁破土動工。加州一家公共政策非營利組織辯稱，該州的環境保護法經常被不適當地用於延遲或叫停可能對環境有重大益處的交通和可持續發展運輸項目，例如太陽能發電場、填充式住房和公共交通。

資料來源：卡托研究所、《華爾街日報》、埃諾交通中心、尼斯卡寧中心、世界銀行／IHS Markit、美國國會研究服務處、喬治華盛頓公共政策學院和耶魯法學院。



在洛杉磯和長灘附近港口錨泊、閒置和速度緩慢的集裝箱船數量依舊保持創紀錄新高，約有**75萬個20英尺標準箱**(價值約**300億美元**)的進口貨物等待卸貨。我們也同時追蹤其他一些經常採用的供給衝擊指標：製造商交貨時間、汽車產量和積壓訂單、運費、卡車運輸需求和航空貨運費率。結果：美國全國獨立企業聯合會(NFIB)的問卷調查，顯示了自1975年以來企業報告的最大庫存不足百分比，遠遠高於以往的水平。這些迹象初步反映了美國各地區汽車生產和交貨時間大幅延遲的情況正在逐漸改善。

全球製造業交貨時間

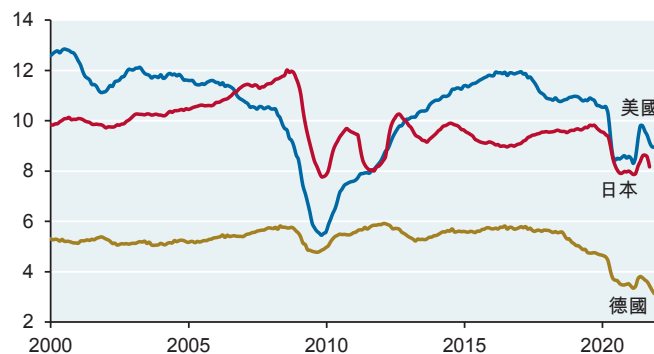
指數



資料來源：彭博資訊、摩根大通經濟研究部。2021年11月。

各地區汽車產量

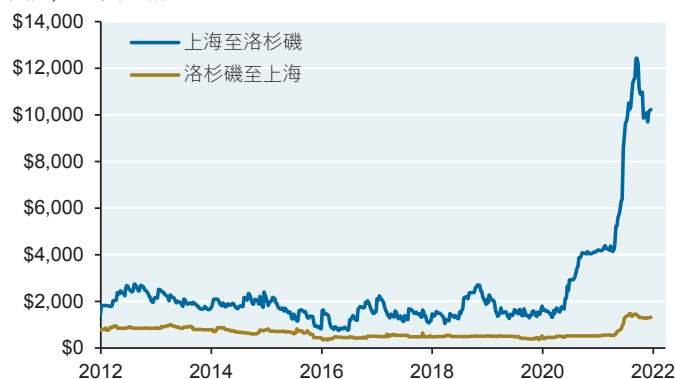
百萬台，連續12個月總數



資料來源：美國汽車新聞、各地汽車製造商協會和摩根資產管理。2021年11月。

上海—洛杉磯航線的集裝箱運費

美元/40呎整箱



資料來源：彭博資訊。2021年12月23日。

卡車停靠站市場需求指數

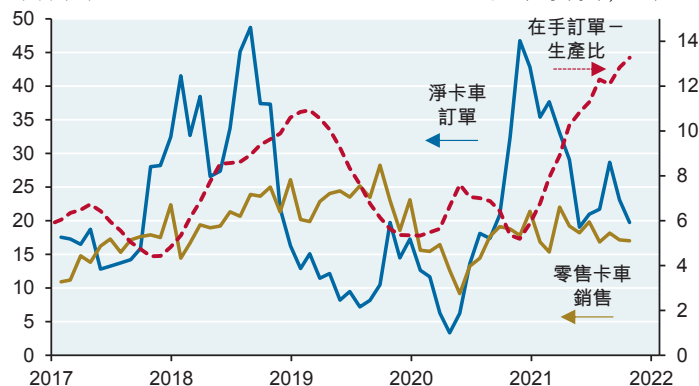
指數，卡車需求與卡車供給對比



資料來源：彭博資訊。2021年12月24日。

美國8級卡車採購趨勢

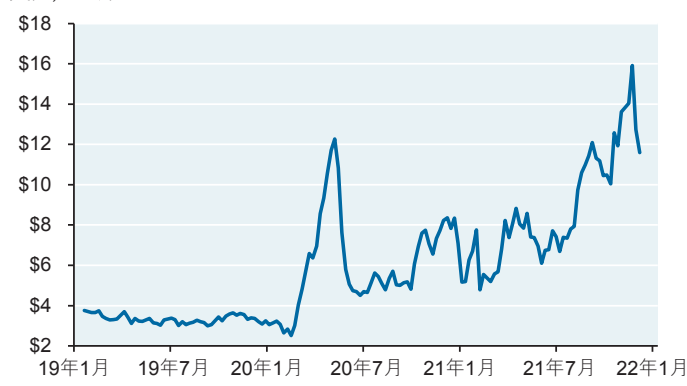
千台卡車



資料來源：彭博資訊。2021年10月。

空運運費：上海至北美

美元/公斤



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年12月27日。

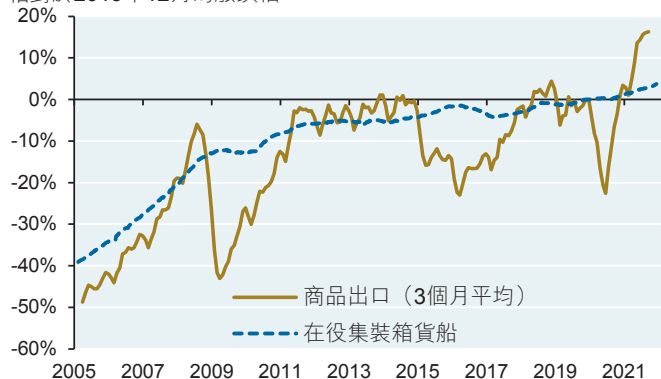


按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

全球性的供給衝擊似乎是需求激增導致的最終結果，而非產出疲軟所造成；大多數行業板塊的產出表現都非常強勁(只是仍然不足以滿足持續飆升的需求)。全球商品生產、全球出口、在役集裝箱船、洛杉磯港口吞吐量、美國卡車噸位和全球半導體出貨量都遠高於趨勢水平。美國住房竣工量也是如此。

世界出口與運輸能力對比

相對於2019年12月的漲跌幅



洛杉磯港集裝箱進口吞吐量

指數 (100=2019年12月)



美國卡車運輸噸位

指數 (100=2015年)



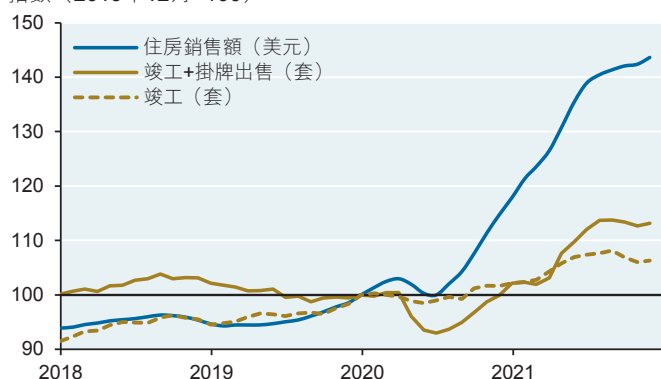
全球半導體發貨量

十億件



美國住房：供給與需求對比

指數 (2019年12月=100)

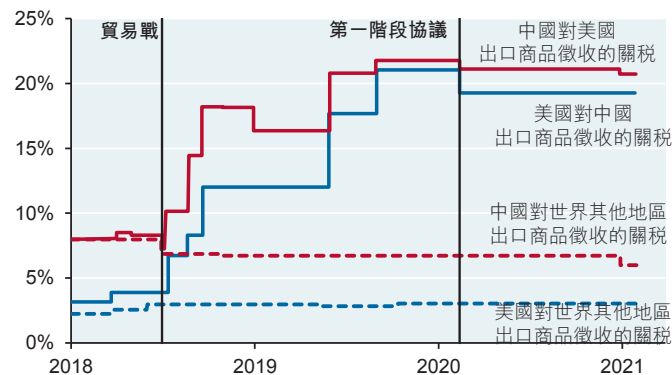




從強勁的產出和新增訂單來看，市場已經釋放出積極的訊號，儘管關稅上升和跨境外國直接投資下降，但我們認為全球需求不會長期疲軟。理論上，如果拜登政府降低對華關稅，經濟增長和美中兩國的資產價格或會借勢上揚，以此作為降通脹、促就業和增收入的一種手段。但我們認為出現這一局面的機會不大；歸根結底，參議院多數黨領袖舒默一直利用對華政策問題大做文章，提倡《美國創新和競爭法案》，其中包括出於人權問題、與朝鮮的貿易和國家支持的網絡攻擊等因素對中國實施制裁。此外，中國在其與美國就採購農產品而簽訂的第一階段貿易協議只履行了62%。下圖顯示特朗普加徵關稅預計令美國減少了245,000個就業崗位，美國家庭年收入因而減少了675-2,000美元，標準普爾成份股公司的盈利減少了7%-8%²。

中美向對方和世界其他地區徵收的關稅稅率

%：貿易加權關稅稅率，以2017年貿易水平為常量，按行業劃分



資料來源：彼得森國際經濟研究所。2021年3月。

中美關稅對雙方貿易的影響

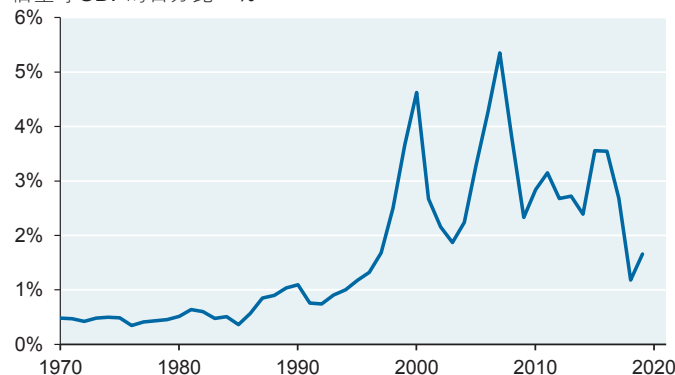
%



資料來源：彼得森國際經濟研究所。2021年3月。

全球外國直接投資的資金流

佔全球GDP的百分比，%



資料來源：國際貨幣基金組織、世界銀行。2019年。

² 資料來源：美中貿易委員會(《中美經濟關係：在緊要關頭的關鍵合作》，2021年1月)、美國政策國家基金會和摩根大通全球市場策略部。



按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

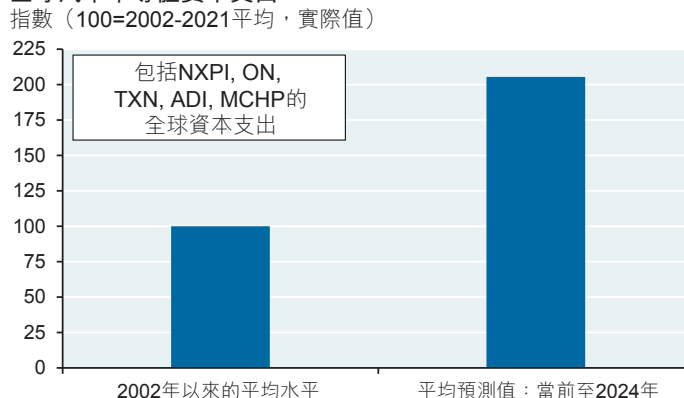
供給衝擊導致的延誤將如何解決？過去也曾經發生供給衝擊問題，其中8次在第一張圖表中已清楚反映。隨着資本支出趕上需求，供給問題通常會在幾個月內得到解決。雖然新冠疫情的發展形勢錯綜複雜，但我們預計這次也不會例外。第二張圖表顯示與之前的趨勢相比，2022年與汽車相關的半導體資本支出有望翻番。這一格局將對供應鏈產生至關重要的影響，因為每輛汽車所需使用的半導體價值增加。根據集邦諮詢研究提供的數據顯示，2021年10大半導體代工廠的資本支出超過500億美元，同比增長43%，到了2022年將會額外增長15%，拉動全球8英寸和12英寸晶圓產能分別增長6%和14%。亞洲疫苗接種率增加也將有助於供應鏈逐步恢復。

美國ISM供應商交貨指數



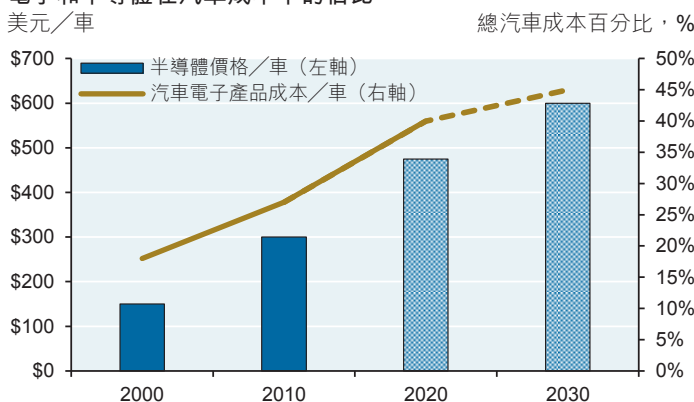
資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年11月。紅點=供應中斷的開始之時

全球汽車半導體資本支出



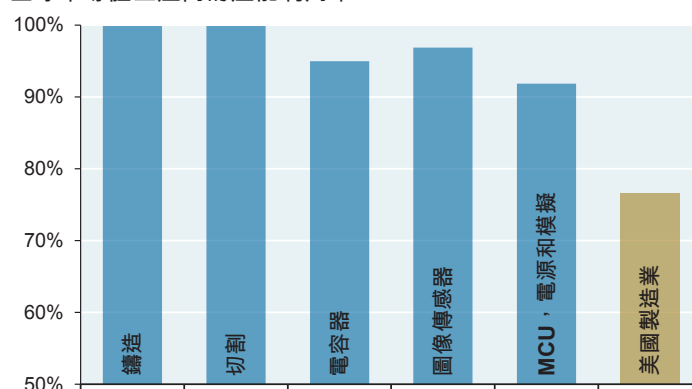
資料來源：高盛、摩根資產管理。2021年第3季度。

電子和半導體在汽車成本中的佔比



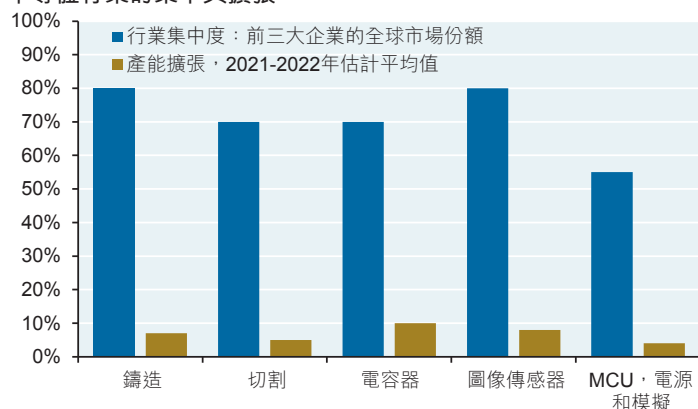
資料來源：德勤、IHS。2019年4月。虛線和陰影柱圖表示預估。

全球半導體生產商的產能利用率



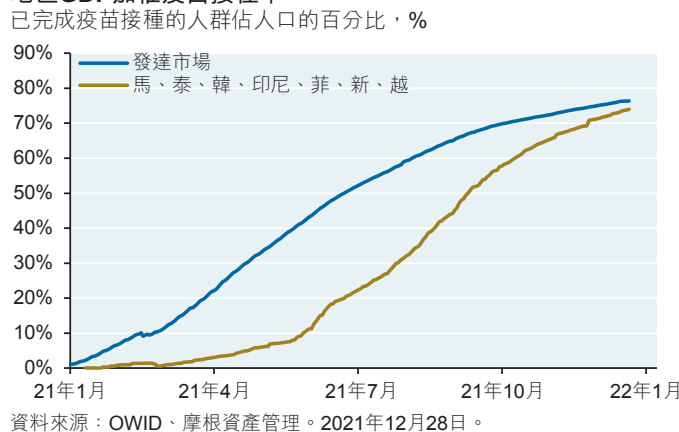
資料來源：高盛。2021年10月26日。

半導體行業的集中與擴張



資料來源：高盛。2021年10月26日。

地區GDP加權疫苗接種率



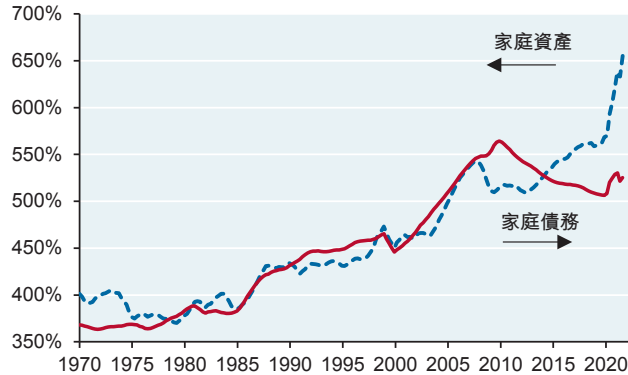
資料來源：OWID、摩根資產管理。2021年12月28日。



因此，我們相信2022年到2023年隨着疫苗接種、資本支出增加以及支出從商品轉回服務行業，供應鏈問題將會得到解決。如果這一判斷成立，預期發達國家消費板塊的表現靚麗應該能夠支撐經濟擴張。發達國家的家庭資產負債表和儲蓄率看來相當強勁，而在美國，最終銷售的增長步伐強勁，加上庫存持續低迷，導致兩者之間仍然存在重大差距。另一方面，美國家庭償債負擔也處於有史以來的低位。可能面臨的風險：誠如最後一張圖表所示，美國消費支出得到提振，主要來自於信用水平最低的20%借款人，意味着消費支出對結束財政刺激措施具有一定敏感性。

發達國家的家庭資產負債表

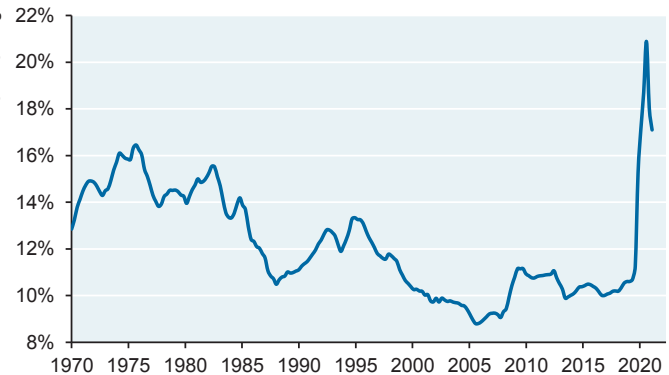
佔GDP的百分比，%



資料來源：美國商務部經濟分析局、歐洲央行、各地區統計局和摩根資產管理。2021年第3季度。

發達國家的家庭儲蓄率

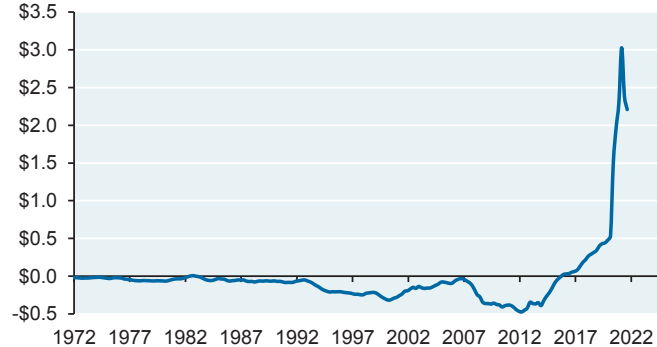
儲蓄額佔個人收入的百分比，%



資料來源：美國商務部經濟分析局、各地區統計局和摩根資產管理。2021年第3季度。

美國的超額支出潛力大幅增強

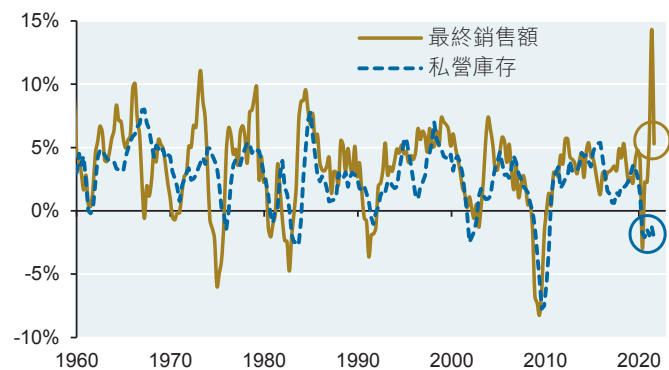
萬億美元，連續4個季度超出消費的支出潛力



資料來源：聯儲局、美國商務部經濟分析局和摩根資產管理。2021年第3季度。
支出潛力：65%的應稅收入、100%的轉移支付、10%的住房財富和1.5%的金融財富。

史無前例的美國銷售庫存缺口

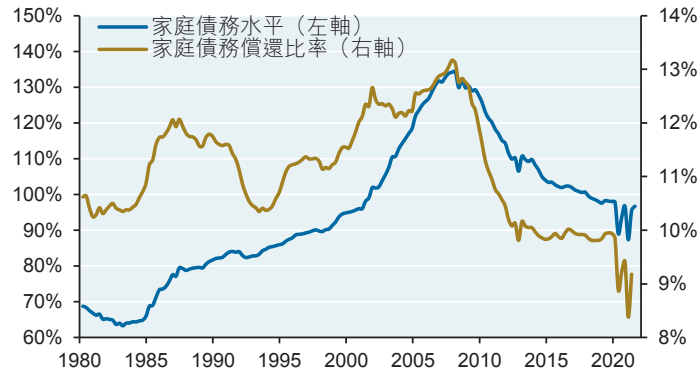
實際金額的年度同比變化，%



資料來源：美國商務部經濟分析局、摩根資產管理。2021年第3季度。

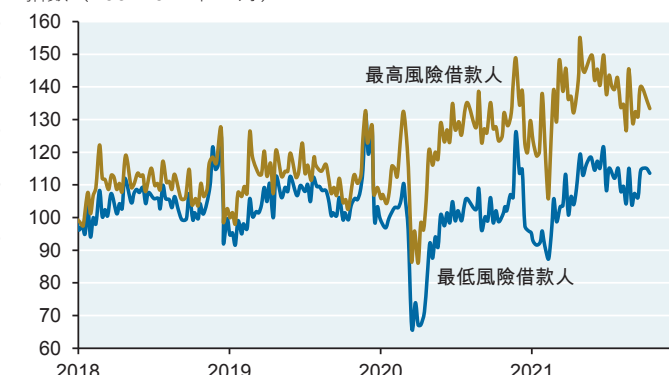
債務水平與償債能力

美國家庭可支配收入佔比



資料來源：聯儲局、美國商務部經濟分析局和摩根資產管理。2021年第3季度。

美國消費者支出：按 Equifax 信用風險評分的交易金額指數 (100=2017年12月)



資料來源：Equifax、Commerce Signals和AEI Housing Center。2021年11月17日。



按[此](#)查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

我們預計與商品相關的供應鏈問題將有望解決，商品價格通脹將一如聯儲局預期逐步回落。然而，美國勞動力短缺似乎是一個曠日持久的問題，而勞動力市場緊張也會進一步推高工資的通脹水平。誠如我們在去年10月曾經解釋，工人短缺是基於多方原因所致，包括退休人數高於趨勢水平、移民減少、自僱人數增加導致急需人手的行業板塊勞工短缺以及新冠疫情影響(已接種疫苗人群不願意重返職場，在職父母無法找到育兒保姆以及未接種疫苗人群被解僱／被迫放無薪假)。根據美國勞工統計局的最新數據顯示，美國低技能勞工工資每年增長約達7%。

從下面幾張圖表可見，勞動力市場處於過去三、四十年以來最緊張的狀態。其他勞動力市場指標亦見緊張：表示工作崗位充足的工人人數創下歷史新高，職位空缺和自願離職人數不斷增加，裁員人數創歷史新低。職位空缺創歷史新高的行業除了包括休閒和酒店業，還有製造、運輸、倉儲、零售、專業商業服務、教育和健康等行業板塊。時薪和就業成本上升了4%-5%，逼近過去三十年以來的高位。

根據基礎設施法案和尚待通過的和解法案，政府可以調撥高達2萬億美元的資金，既可作為政府採購而直接撥款，也可間接通過減稅和轉移支付加以利用。在勞動力市場非常緊張的時期，如何才能僱用所需工人？對薪資有何影響？對聯儲局又會產生哪些影響？

勞工短缺



資料來源：美國勞工統計局、美國人口普查局、高盛和摩根資產管理。2021年10月。

難以填補職位空缺的美國小型企業



資料來源：彭博資訊、NFIB。2021年11月。

計劃給工人加薪的美國小型企業



資料來源：彭博資訊、NFIB。2021年11月。

計劃漲價的美國小型企業



資料來源：彭博資訊、NFIB。2021年11月。

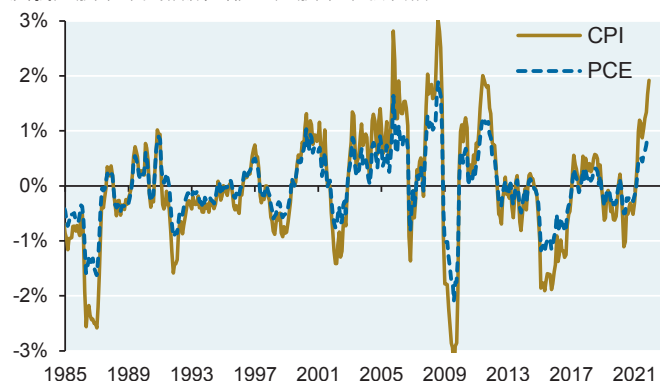


與能源相關的通脹問題，乃另一個棘手難題。廣義通脹率與核心通脹率之間的差距正在擴大。究其原因，是由於投資者叫停石油和天然氣生產投資的同時，全球對化石燃料的需求卻幾乎沒有下降(下面第四張圖表)。目前，歐洲出現了這種模式的極端版本，鑑於歐洲更改可再生能源政策的速度，超過了化石燃料需求的變化，加上歐洲一半的熱能需求依賴俄羅斯，導致歐洲的電價持續大幅飆升。

摩根大通大宗商品研究部預計，2022年全球石油需求將會每日增長350萬桶，達到每日9,980萬桶，略高於2019年的水平，創下歷史新高；而2023年全球石油需求預計平均為每日1.015億桶。**但是在這個新時代，美國和全球的鑽塔數量正在緩慢減少。**因此，摩根大通研究專家預計2022年和2023年布倫特原油平均價格將徘徊在80至90美元。同時，摩根大通全球股票研究團隊也發布了市場前景預測，預期2022年油價將達到每桶125美元，到了2023年將會進一步升至每桶150美元。

廣義次核心通脹率

廣義通脹率年變幅減去核心通脹率年漲跌幅，%



資料來源：美國勞工統計局、美國商務部經濟分析局。2021年11月。

GSCI大宗商品指數

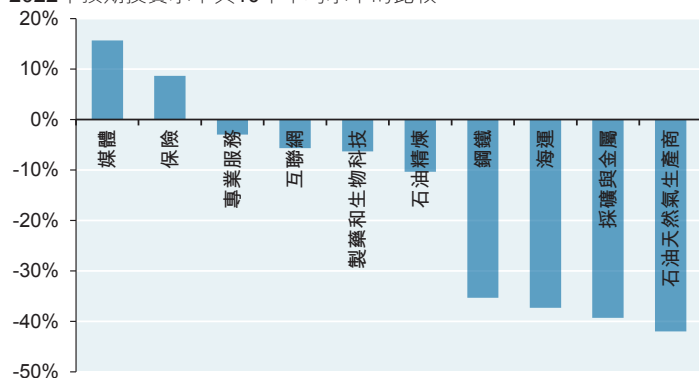
指數



資料來源：彭博資訊。2021年12月28日。

全球能源密集型產業投資的崩場

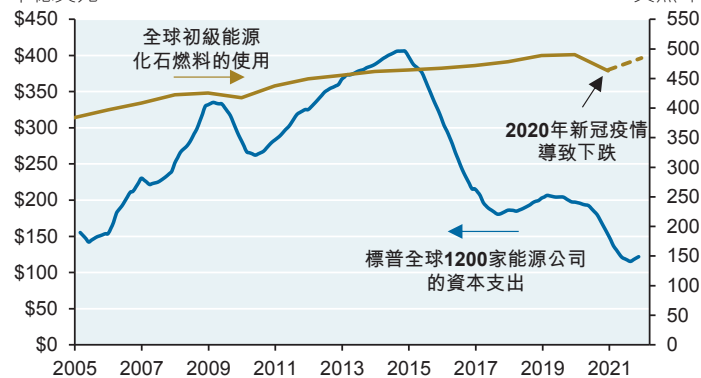
2022年預期投資水平與10年平均水平的比較



資料來源：高盛、摩根資產管理。2021年11月10日。

全球化石燃料的使用與能源資本支出的比較

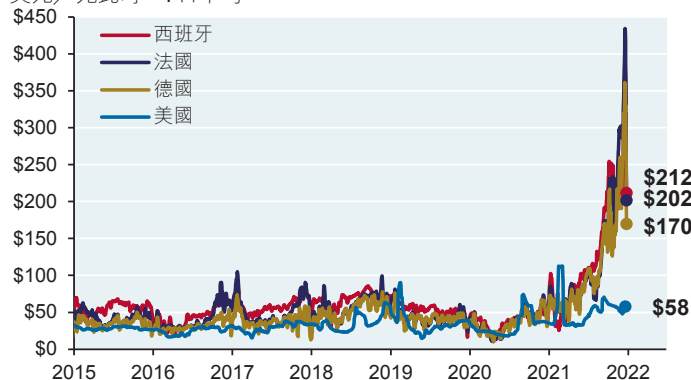
十億美元



資料來源：BP、彭博資訊、IEA和摩根資產管理。2021年11月。虛線=預估。

美國與歐洲的日前電價比較

美元/兆瓦時，7日平均



資料來源：彭博資訊。2021年12月29日。

歐洲電價跌宕起伏

- 熱能投資下降
- 俄羅斯天然氣供應不穩定
- 俄羅斯和歐洲即將迎來嚴冬
- 風速低於預期
- 法國核電站緊急維修
- 二氧化碳排放許可證價格上漲

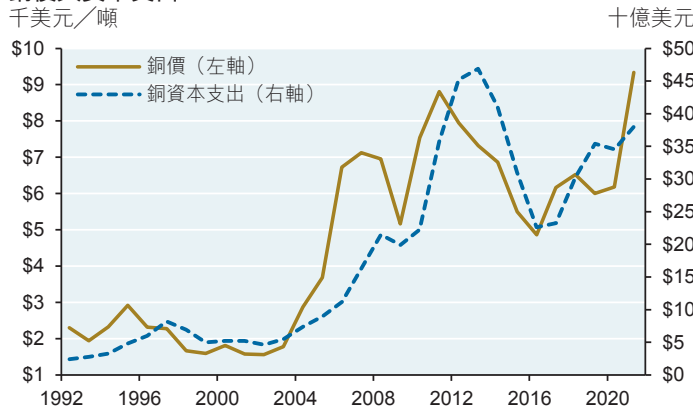


按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

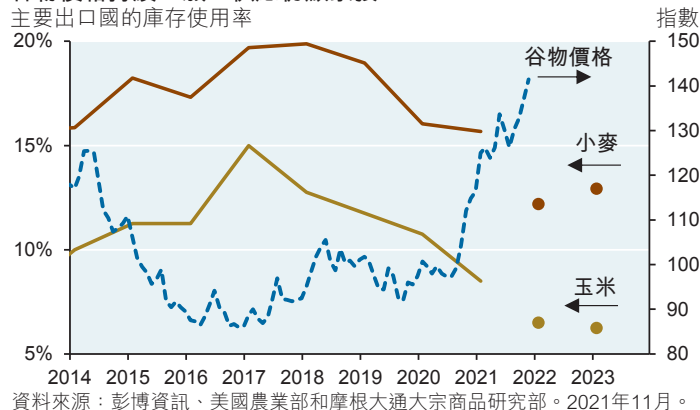
另一方面，工業金屬價格過熱的現象應會逐漸消退。銅、鋁和鎳的庫存與需求的百分比跌至過去20年來的低位。然而，隨着銅價上漲，新銅產量的資本支出最終也會水漲船高，我們預計這一情況會再次發生。儘管中國的房地產建設放緩，但對銅的需求仍然龐大，主要因為市場向可再生能源過渡的過程中，電力、電熱和電動汽車都需要消耗更多的銅(見下表)。不過，與石油和天然氣不同的是，我們認為工業金屬的新資本支出不會出現同樣的結構性障礙。

食品價格的通脹水平也在升高。雖然惡劣天氣減少出現和增加種植應該有助於解決一部分玉米和小麥短缺問題(如第二張圖表所示)，但生物柴油需求不斷增加正在形成反作用，抬高谷物和植物油價格，進而推高肉類/乳製品價格。

銅價與資本支出



谷物價格持續上漲，供應仍顯緊張



每兆瓦電力的銅消耗量 (噸)	
天然氣	1.0
煤	1.0
核電	1.5
陸地風電	3.9
電網儲能	4.0
太陽能風電場	5.5
海上風電	10.5
太陽能屋頂發電	11.4

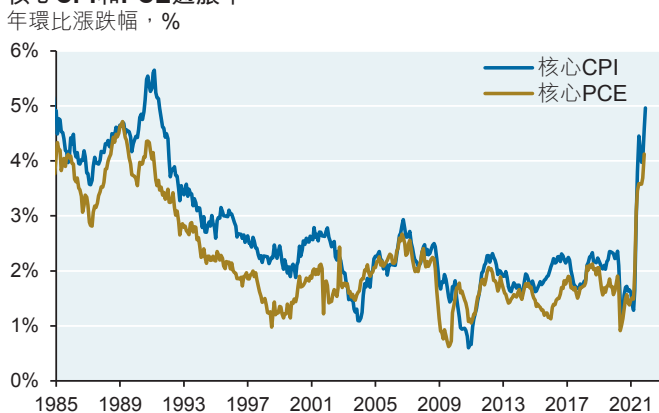
每輛車的銅消耗量 (磅)	
常規(ICE)	34
混合動力(HEV)	85
燃料電池(FCEV)	121
插電式混合動力(PHEV)	132
電池電動(BEV)	183

資料來源：銅業發展協會、阿貢國家實驗室。2020年。

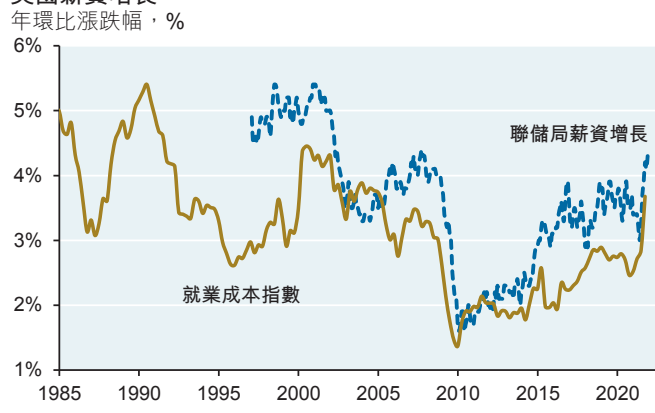
資料來源：世界銀行、格勒諾布爾阿爾卑斯大學和銅業發展協會。2020年。

總結：目前，聯儲局對通脹形勢只屬「暫時性」的判斷正面臨重大考驗。我們同意商品價格通脹將會衝高回落，從而帶動消費者物價指數和個人消費支出指標降低。然而，我們認為，鑑於薪資和大宗商品的供需曲線已經出現轉變，預期薪資和大宗商品價格仍將居高不下。

核心CPI和PCE通脹率



美國薪資增長





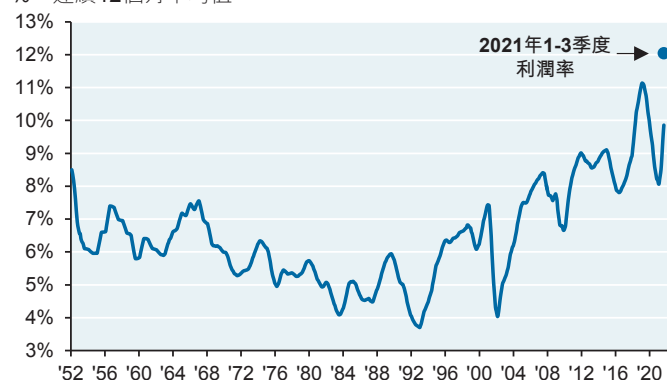
美國股市的下一步走向

對於標普500指數，隨着趨勢增長回歸和聯儲局開始加息，我們預計2022年企業盈利增長率將達到10%-14%。在這種情況下，市盈率倍數會有所收縮，包括股息在內的總回報率將達到7%-10%。換言之，股市將基本重複2021年的走勢，今年盈利增長了36%，而市盈率則下降了6.1%。如果市場走勢一如預期，這將是過去20年來第16年股票跑贏債券，在此期間股票和債券的累計回報率分別為697%和111%。回購增加和派息也提供了助力；美國公司累積了大量閒置現金(見第17頁)。

儘管勞動力、中間商品和原材料成本上升，但2021年標普500指數的利潤率超出預期，與疫情爆發前的水平相比還有所上升(2021年第三季度為12.3%，而2019年為11%)。許多公司只是單純地將增加的成本轉嫁給消費者。2021年所有私營和上市公司的國民賬戶利潤率也飆升至歷史新高。但我們認為2022年增加的投入成本將更難轉嫁，利潤率可能會下降1%左右，重返2017-2019年的趨勢水平。

標普500非金融和REIT的淨利潤率

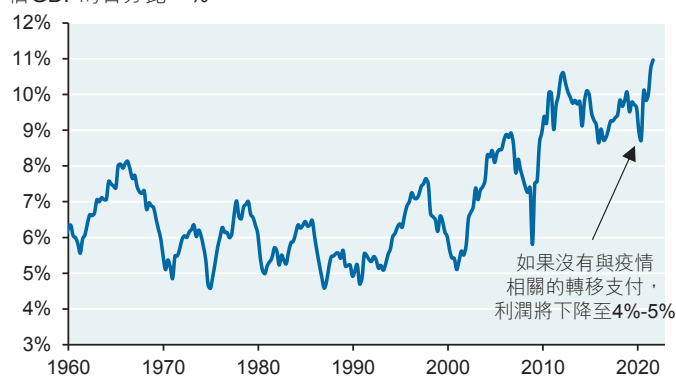
%，連續12個月平均值



資料來源：Empirical Research Partners。2021年11月。

美國稅後公司利潤

佔GDP的百分比，%

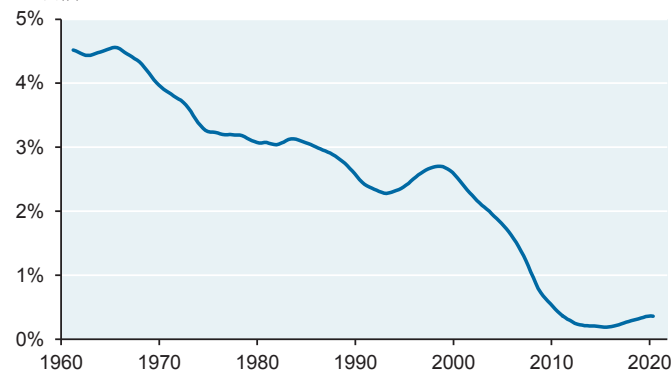


資料來源：美國商務部經濟分析局、摩根資產管理。2021年第三季度。

儘管預計聯儲局明年將提高政策利率並減慢購債步伐，但我們認為最重要的問題是：聯儲局的終極目標，是要實現實際利率為正，還是只需要讓實際利率保持基本為零水平？我們認為是後者。誠如左圖所示，聯儲局現在採用的手段所產生的均衡實際政策利率明顯更低。利率降低的原因大致上可以歸納為人口老齡化、趨勢增長放緩和收入不平等抵消了政府債務的上升³。因此，儘管實際收益率或會在某個時點緩慢攀升至零左右，但我們預計在美國或歐洲利率最多只能升至這一水平。此外，雖然聯儲局預計將縮減購債規模，但我們的經濟學家仍預計，到明年12月，發達市場央行的資產負債表還將再擴張1萬億美元。

美國均衡實際政策利率預估

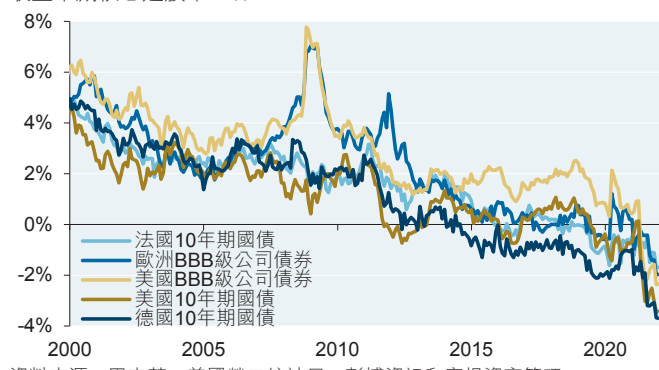
R*預估



資料來源：紐約聯儲。2020年第2季度。

美國和歐洲的實際收益率比較

收益率減核心通脹率，%



資料來源：巴克萊、美國勞工統計局、彭博資訊和摩根資產管理。2021年12月28日。美國國債收益率為到期收益率；其他指數為最差收益率。

³ 《中性利率下跌、財政政策與經濟長期停滯風險的研究分析》，Summers和Rachel，2019。



按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

由於市場內部因素不如去年春季般樂觀，投資者需要為反覆出現的拋售潮做好充分準備：

- 自1999以來，新近成立且無利可圖的公司佔市值的最大份額；橋水基金預計，在2022年將會通過一級／二級發行加上內部交易禁售期屆滿而提供總值2,000億美元的新近成立且無利可圖公司供應；
- 2021年，不少估值高昂、交易密集的股票大幅下跌了35%或以上，這在市場回報率約為25%的年度中可謂非比尋常；也是自1990年代後期以來前所未見的另一個現象；
- 現在，相比於對經濟增長變化更敏感的公司，越來越多公司對流動性狀況和貨幣政策變化更加敏感；
- 標普500指數的市值和總回報高度集中，完全取決於少數股票的業績表現；不包括表現最好的5隻股票，直至12月中為止，納斯達克指數實際下跌了20%；以及
- 具有動能／流動性的板塊已現疲態(金融科技、可再生能源、首次公開發售(IPO)和特殊目的收購公司(SPAC))。

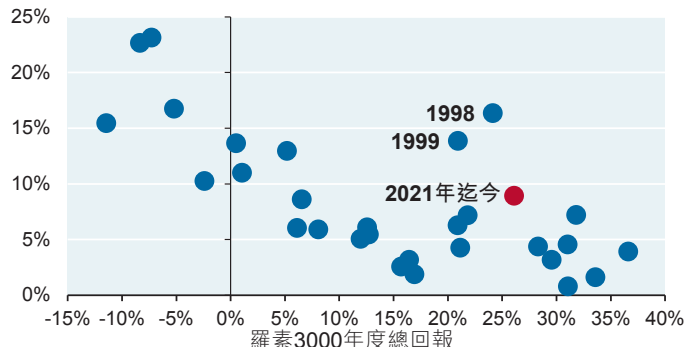
初創無利潤公司的市值佔總市值的百分比，%



資料來源：Factset，摩根資產管理。2021年第3季度。

表現欠佳的股票佔比與總市場回報的比較

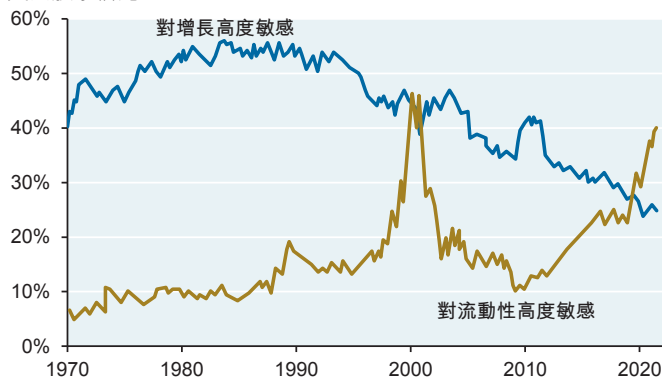
%，回報為-35%或更差的公司佔比，1990年以來的年度數據



資料來源：Factset，彭博資訊。2021年12月28日。包括美國大盤、中盤和小盤股的CRSP指數中市值前50%的公司。

美國股市的敏感性

美國股票佔比



資料來源：橋水基金。2021年12月10日。

疲軟的跡象

總回報指數 (2020年8月=100)



資料來源：彭博資訊。2021年12月29日。

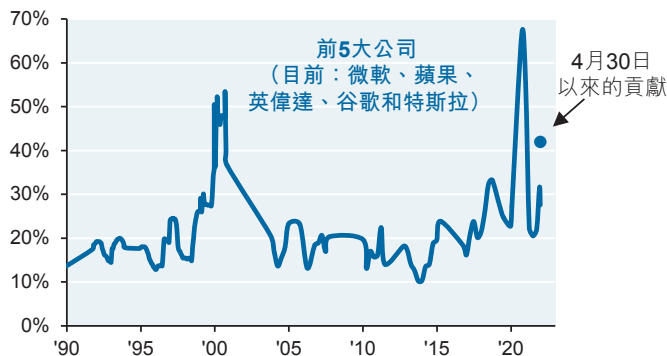
頂尖企業對美國總體市值的貢獻



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年12月29日。

前5大公司對美國總體市場回報的貢獻

連續12個月市場回報佔比，%



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年12月28日。數據反映了市場每年回報率超過10%的時期。



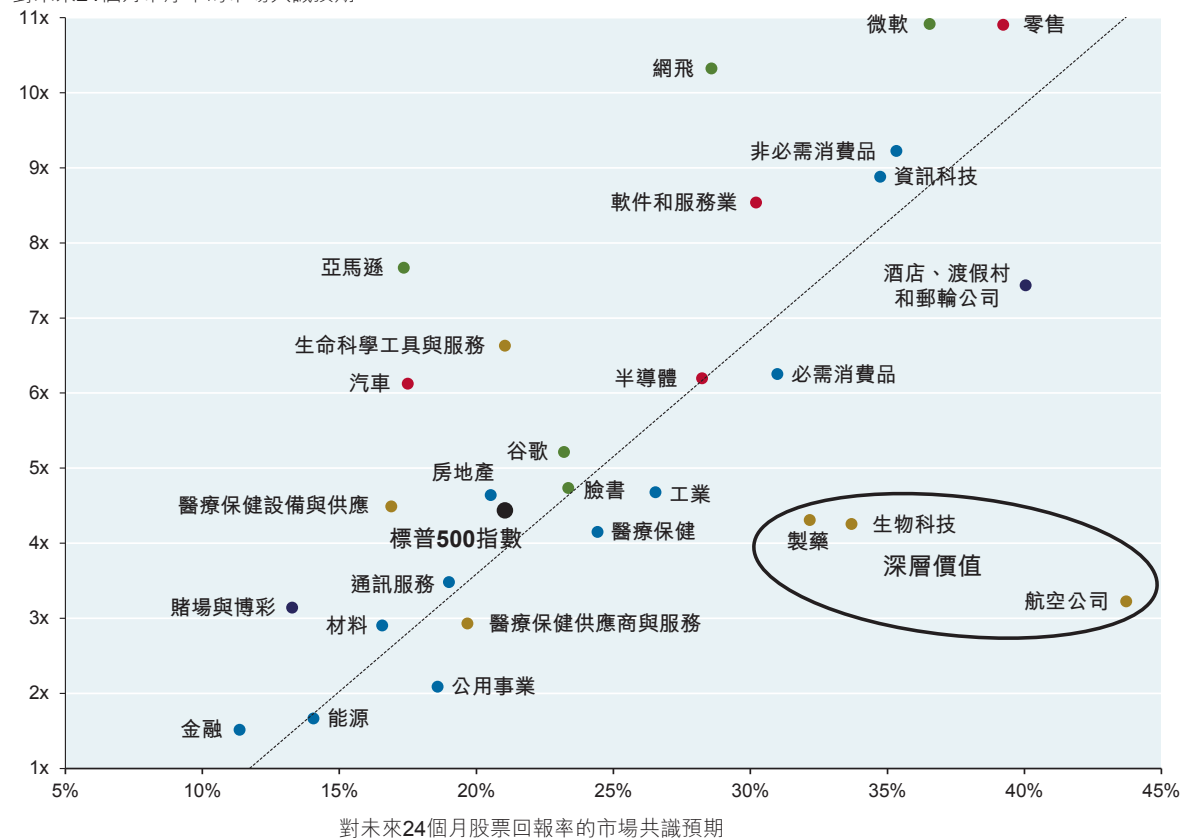
按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

誠如下圖所示，標普500指數的估值呈現一個普遍規律：當行業的預計股本回報率越高，其市淨率估值就越高。希望尋找深層價值？除了大型製藥公司、生物科技公司 and 航空公司之外別無他選。

- 大型製藥公司**：和解法案如果獲得通過，將使醫保系統自1960年代創建以來首次獲得議價權。按照法案的條文，其將適用於沒有仿製藥競爭的老藥(從2025年開始有10種藥物，從2030年開始有100種藥物)。該法案還規定藥品價格的漲幅不得超過通脹率，並適用於整個藥品市場，包括私人和僱主健康保險計劃。不過，新藥的定價權仍然屬於製藥公司。面臨更大的不利影響：市場對2025-2028年專利周期的擔憂以及盈利有可能出現斷崖式暴跌。然而，鑑於大型製藥公司的研發後勁和資產負債表實力，我們的製藥團隊認為不必太過悲觀。
- 生物科技**：2021年生物科技股顯著下跌，回報率中值為-23%。即便如此，考慮到諸多因素，我們的生物科技團隊依然秉持謹慎觀點，這些因素包括：未來有可能達成一項附帶藥物價格規定的和解法案，年輕患者死亡個案導致基因治療的臨床試驗受挫，渤健(Biogen)治療阿爾茨海默症的藥物阿杜那單抗(Aduhelm)獲批引發諸多爭議，餘波未平(本文篇幅有限，無法逐一列舉其所有問題)，大量新發上市(有些甚至來自於尚未開始人體試驗的公司)以及缺乏併購活動。生物科技板塊投資需要真正的利好消息，而不僅是低估值。積極的訊號：生物科技公司手頭持有可用於交易和研發的現金高達5,000億美元。
- 航空公司**：在當前框架下，非必需消費品、汽車和零售業的估值已經恢復正常。最大的異數當屬航空公司，即使考慮兩年後的收入預測也是如此。商務旅客佔乘客總數的12%，但貢獻了收入的75%，導致從2019年到2021年每座位英里的收入下降了25%。雖然達美航空預計到2022/2023年商務旅行將恢復到疫情爆發前的水平，但麥肯錫預計這種情況要等到2024年才會發生，並且預計商務旅行將出現20%的結構性下降，不過有望通過低價值休閒旅行增長抵消。行業債務居高不下且不斷增加也構成另一個重大問題。

標普500股票估值與回報

對未來24個月市淨率的市場共識預期



資料來源：Factset。2021年12月29日。藍色 = 行業板塊，紅色 = 行業群組，金色 = 行業，紫色 = 子行業，綠色 = 超大大市值科技股。



重要資訊

本報告對來自大通信用卡及借記卡交易的經挑選資訊採用非常嚴格的安全協議，藉此確保所有資訊保密及安全。所有經挑選資訊經過高度整合，全部獨家可識別資訊(包括姓名、賬戶號碼、地址、出生日期及社保號碼)，在本報告作者收到有關資訊之前已經全部移除。本報告資訊並不代表大通信用卡及借記卡持有人整體數量。

本文件表達的觀點、意見及預測，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與摩根大通的其它領域所表達的觀點、意見及預測不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。

本報告所載觀點不擬作為在任何司法管轄權區內買賣任何投資的建議或推薦意見，亦不擬作為摩根大通或其任何附屬公司就參與本報告所述任何交易而作出的承諾。本報告載列的任何預測、資料、意見或投資技巧及策略乃根據若干假設按目前市場狀況而作出，僅供說明用途，如有更改，恕不另行通知。本報告載列的全部資訊於編製當時均被視為準確。本文件並無載列足夠資料以支持任何投資決策，您不應據此依賴作為評估任何證券或產品投資的好處。此外，本報告使用者須自行就有關法律、監管、稅務、信貸及會計影響作出獨立評估，並且必須與其自身的專家顧問一同決定本報告所述任何投資是否相信適合其個人目標需要。進行任何投資決定前，投資者必須確保自己已取得所有可供獲取的相關資訊。投資者務須注意，投資涉及風險，投資價值及所得回報可能取決於市場狀況及稅務協定而波動，投資者不一定可全數取回投資本金。過去表現及收益率並非目前及未來業績表現的可靠指標。

本報告所述非關聯實體僅供說明用途，不應詮釋作為已獲摩根大通公司或其關聯公司認可或保薦。

就摩根資產管理客戶而言：

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。

在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊記錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的隱私政策收集、儲存及處理個人資料(詳情可瀏覽：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>)。

可訪問性

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請致電我們尋求協助(電話：1-800-343-1113)。

本通訊文件由下列實體發行：

在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另類資產管理有限責任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體(視情況而定)發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理(加拿大)有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商(除了育空)，同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理(英國)有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄權區，由摩根資產管理(歐洲)有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.a.r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄權區內發行：摩根資產管理(亞太)有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金(亞洲)有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理(亞洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理(新加坡)有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)(公司註冊編號：197601586K)，本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理(日本)有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管(註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)))；在澳大利亞，由摩根資產(澳大利亞)有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第2001第761A條及第761G條(《公司法》)賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

就摩根大通私人銀行客戶而言：

可訪問性

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫(電話：1-866-265-1727)。

法律實體、品牌及監管資訊：

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

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。摩根大通銀行和摩根大通證券均為受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，其註冊辦事處位於25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP。**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**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。**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**被視為須受英國審慎監管局監管，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。有關臨時許可制度(即允許在英國與歐洲經濟區開展業務的公司在一段限期內於英國經營業務同時尋求全面授權)的詳情，可於英國金



按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

融市場行為監管局網站內查閱。在西班牙，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司Sucursal en España (馬德里分行)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 España (馬德里分行)位於西班牙銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為1516，並受西班牙國家證券市場委員會(Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」)監管。在德國，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司法蘭克福分行分派，其註冊辦事處位於Taunustor 1 (Taurus 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(簡稱為「BaFin」)監管。在意大利，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司米蘭分行分派，其註冊辦事處位於Via Cantena Adalberto 4, Milan 20121, Italy，受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，簡稱為「CONSOB」)監管。在荷蘭，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行分派，其註冊辦事處位於World Trade Centre, Tower B, Strawinskyaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行受荷蘭金融監管委員會(CSSF)授權和監管，並受歐洲中央銀行與盧森堡金融監管委員會共同監管；此外，摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行亦由荷蘭銀行(DNB)和荷蘭金融市場監管局(AFM)授權及監管，並於荷蘭商會以摩根大通銀行盧森堡有限公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為71651845。在丹麥，本文件是由摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行分派，其註冊辦事處位於Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark。摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行以摩根大通銀行盧森堡有限公司的名義註冊登記，並已獲丹麥金融監管委員會(CSSF)授權和監管，並受歐洲中央銀行與丹麥金融監管委員會共同監管。此外，以摩根大通銀行盧森堡有限公司的名義註冊登記的摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行同時須受丹麥金融監管局(Finanstilsynet)監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通銀行盧森堡有限公司分行的名義註冊登記，編號為29009。在瑞典，本文件由摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行分派，其註冊辦事處位於Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden。摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行已獲瑞典金融監管委員會(CSSF)授權和監管，並受歐洲中央銀行與瑞典金融監管委員會共同監管。此外，摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行同時須受瑞典金融監管局(Finansinspektionen)監管，並以摩根大通銀行盧森堡有限公司分行的名義在瑞典金融監管局登記註冊。在法國，本文件由摩根大通銀行巴黎分行分派，並受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution)及法國金融監管機構監管。在瑞士，本文件由J.P. Morgan (Suisse) S.A.分派，在瑞士受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)監管。

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。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。建議您審慎對待本文件。摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於拉美國家，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和/或銷售未按照您祖國的證券或其他金融監管法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和/或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協議或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和/或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。任何證券(包括本基金股份)在巴西證券及交易委員會CVM進行註冊登記前，均一概不得進行公開發售。本文件載列的部分產品或服務目前不一定可於巴西及墨西哥平台上提供。

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

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金銀資訊；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。

本文件是保密文件，僅供您個人使用。未經摩根大通的事先同意，不應向任何其他人士分派本文件的內容。未經摩根大通的事先同意，任何其他人士不得複製或利用本文件作非個人使用。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通代表聯絡。本文件的收件人已同時獲提供中文譯本。儘管我們提供中文文件，但據摩根大通理解，收件人或其指派的顧問(若適用)有足夠能力閱讀及理解英文，且中文文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋，概以英文版本為準。

© 2022年。摩根大通。版權所有。