



放眼市場2022年展望

再通脹：終局之戰

這些超級英雄全部都以自己的方式推動物價飆漲、工資增加、經濟增長和資產價格上漲，相關細節內容可在封面內頁查看。在今天的《放眼市場2022年展望》中，我們將會着重探討通貨再膨脹對股市造成的影響，諸多利好消息已經在股價中清楚反映。研究專題包括中國現狀和監管政策的整頓、股息投資、實物資產(商業房地產、木材和基礎設施)、對金融科技和網絡安全公司的投資，環境、社會和治理(ESG)對投資組合的影響以及英國脫歐付出的高昂代價。

作者：岑博智先生

摩根大通資產及財富管理市場及投資策略部主席

再通脹：終局之戰封面內容

今年的封面描繪了這些超級英雄如何全部都以自己的方式推動物價飆漲、工資增加、經濟增長和資產價格上漲：



各國政府合力創造了有史以來規模最大的財政刺激

為應對新冠疫情，發達國家紛紛推出貨幣和財政刺激措施，力度之大前所未見，比爆發全球金融危機後實施的類似刺激規模大2至3倍，當中還沒有包括2021年財政預算法案、擬議推出的美國基礎設施以及和解方案支出。加大財政刺激力度產生了明顯的連帶效應：支撐股市持續飆漲、房價節節攀升和房主再融資，為美國創造了高達1萬億美元的財富效應。



反疫苗人士

美國是發達國家中未接種疫苗人口最多的國家之一，佔30%。這個群體增加了社區傳播，減少了勞動力供應，維持了支出轉向商品領域的格局，導致政府必需增加支出來支持就業和收入。根據最近一項調查顯示，37%未接種疫苗的美國工人表示，他們會因僱主強制接種疫苗或檢測而辭職。



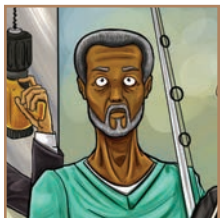
居家辦公的員工

受新冠疫情影响，服務支出急跌，商品支出激增，導致商品價格通脹率推高至1970年代以來的新高。與疫情前相比，支出大幅增加20%以上的板塊類別包括家庭、電訊和電腦設備；家居用品和電動工具；休閒用品和服裝。當中，由於許多產品屬於進口密集型和半導體密集型，導致供應鏈瓶頸問題不斷惡化。



勞動人口離職和轉崗

數百萬人退出勞動力市場，或轉往新的行業或州工作。美國人口普查局在12月份估計，由於人們擔心受感染或傳播新冠病毒，目前有250萬人離開就業市場。與此同時，勞動人口從製造業和農業轉向自僱就業的運輸和建築業也加劇了勞動市場緊張。最終結果：一些州的求職者過多，而另外一些州的職位空缺過多。



退休人員大幅增加

新冠疫情導致美國退休人數激增，從2020年1月到2021年8月，離開勞動市場的人數較平時多出約150萬人。學術研究表明，當401k賬戶和住房價值急劇上升時，退休步伐會加快。



亞洲、美國和歐洲的醫療監管機構

亞洲國家實施的防疫封控措施仍然非常嚴格，導致工廠開工不足、供應鏈短缺等問題。中國是世界上目前防疫措施最嚴格的國家之一。在美國，由於醫療監管機構和/或公司政策制定疫苗接種要求，據Kaiser估計，於2021年底美國約有250萬人離開就業崗位。



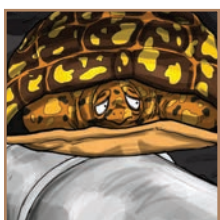
受到育兒限制的在職母親

雖然學校重新開放改善了這一問題，但12月份美國人口普查局估計仍然有超過500萬人報告由於育兒限制而無法工作。當中，大多數是在職母親：自2020年2月以來，女性勞動力參與率的下降幅度是男性參與率的两倍。



消失了的移民工人

疫情期間，政府向移民和臨時工人批出簽證的簽發工作徹底叫停，導致美國勞動市場減少了70萬工人的供應。這是在疫情爆發前的特朗普時代淨移民人數降至1980年代以來的新低之後，又一次經歷大幅下降，也成為刺激工資通脹走高的另一個主要原因。



石油、天然氣和煤炭生產商

化石能源生產商採取「龜縮」策略，新項目的資本支出相比峰值顯著減少了75%。另一方面，全球對能源的需求保持不變，對生物柴油的需求持續上升，導致能源和食品價格一直上漲。

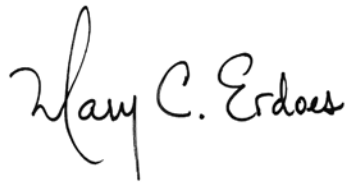
歐朵思
MARY CALLAHAN ERDOES
行政總裁
摩根大通資產及財富管理

儘管新冠疫情延宕已久，似乎杳無絕期，我仍衷心希望您保持堅毅不屈的精神，心懷希望，積極向上。誠如我的親密戰友岑博智先生(Michael Cembalest)在2022年展望：《再通脹：終局之戰》中指明，面對重重困境，只有樂觀自信，方能行穩致遠，無懼險阻與挑戰。

在過去的19年裡，岑博智先生洞察各大頭條新聞背後的風雲變幻，以精闢獨到的見解，把握未來一年的經濟脈動。面對通脹飆升至接近過去20年來的歷史高位，不斷變化的投資和貨幣政策格局，岑博智先生和他的團隊成員在今年的展望中將會為您深入剖析、闡明他們對全球持續增長依然感到樂觀，以及投資者應該同樣保持積極的原因所在。

我們將會一如既往，全力助您撥開雲霧，構建成功跨越未來的投資組合，乃我們的首要任務。衷心希望這份報告對您能有所裨益，謹此恭祝大家在2022年身體健康！平安幸福！家業常青！

祝您新年快樂！

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.



祝各位新年快樂！在今天的《放眼市場2022年展望》，我與團隊成員深入探討了「房間裡的大象」：通貨再膨脹力量引發的後果，似乎已經超出了聯儲局幾個月前的預期。雖然我從未看過超級英雄電影，但他們的宣傳海報成為了我們今年市場展望封面背後的構思：哪些因素驅使通脹率飆升至多年來創紀錄高位？在概述一節，我們討論了商品供應衝擊、勞動力市場短缺和大宗商品價格飆升等問題，以及這些因素對2022年通脹前景和股市形勢可能帶來的啟示。目前，在家庭和企業需求受壓抑之下，股票估值卻仍然高企，我們同時審視了美國股市的局勢發展；另一方面，實物資產在許多客戶投資組合所佔的比重日益增加，我們還討論了影響2022年及未來投資組合的三大政策問題，包括中國的監管改革等。

岑博智(Michael Cembalest)
市場及投資策略部主席
摩根大通資產及財富管理

目錄

概述	2
上市股票：股息、網絡安全和金融科技	
[1] 股息：無論如何，股息是追求收益回報投資組合的關鍵元素	16
[2] 網絡安全投資：創新與邪惡的碰撞，為投資者提供龐大的投資機會	18
[3] 「F」代表金融科技，但同時也代表恐懼、欺詐和止贖	21
實物資產：商業寫字樓物業、基礎設施和木材	
[4] 美國寫字樓市場基本面分析：儘管面對疫情衝擊，基本面已有所改善	24
[5] 基礎設施投資：魔鬼在細節中(電力分配、太陽能發電和大容量儲能)	27
[6] 木材：在尋求真正減碳的世界中，既能提供穩定的收益來源，還具備進一步上升空間	30
政策問題：中國整頓各行各業的監管政策、英國脫歐和ESG投資因素	
[7] 儘管2021年的監管變動及增長放緩，但資金持續流入中國投資組合	34
[8] 英國脫歐及國家主權的高昂代價	36
[9] ESG投資組合的好處越發明顯，但仍亞於傳統能源板塊2021年的回升	39

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



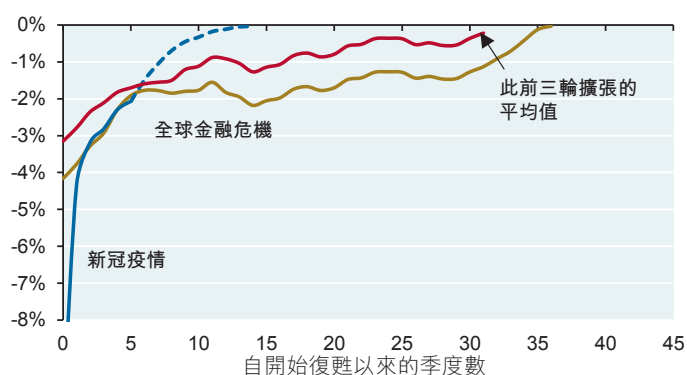
再通脹：終局之戰

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）

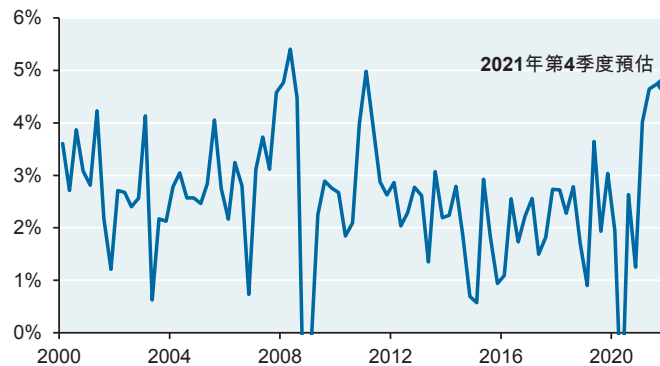
%，實際GDP相對於潛在GDP的百分比



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

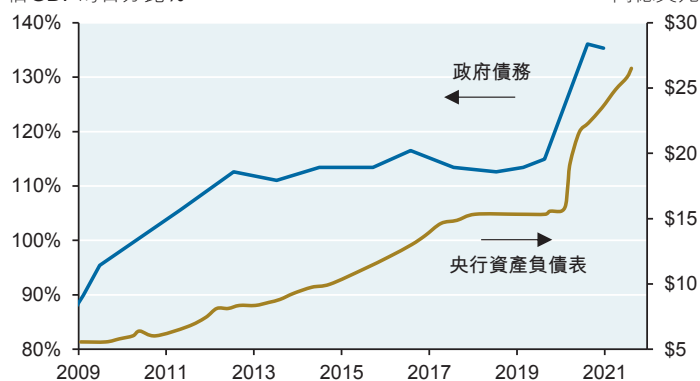
%，年化季度變幅



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

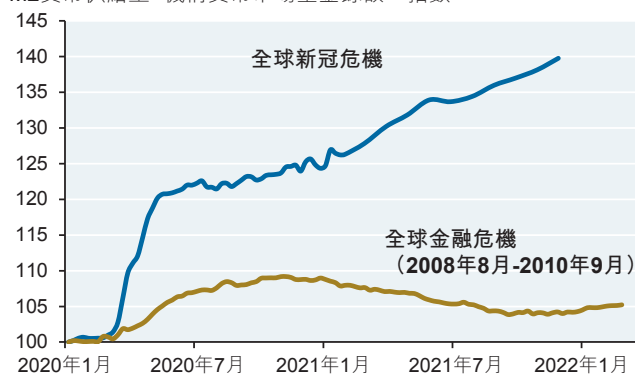
佔GDP的百分比%



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

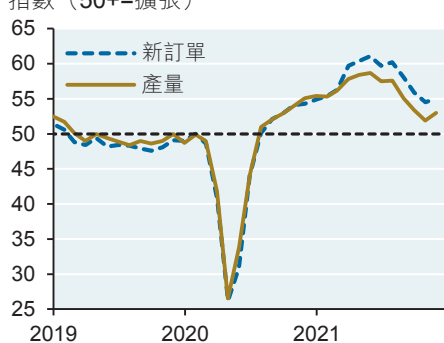
雖然製造業領先指標持續走弱，但我們並沒有按照常理予以解讀(即其代表需求下降的情況令人擔憂)。這一次的罪魁禍首，應歸咎於媒體廣泛報道的供應鏈衝擊問題。正因如此，我們樂觀地認為，隨着供應鏈延遲問題得以逐步緩解，全球增長勢將反彈。

美國製造業PMI



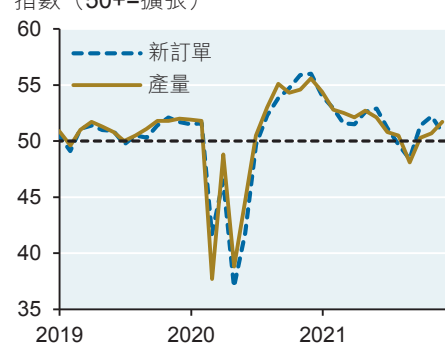
資料來源：彭博資訊。2021年11月。

發達市場製造業PMI



資料來源：彭博資訊。2021年11月。

新興市場製造業PMI

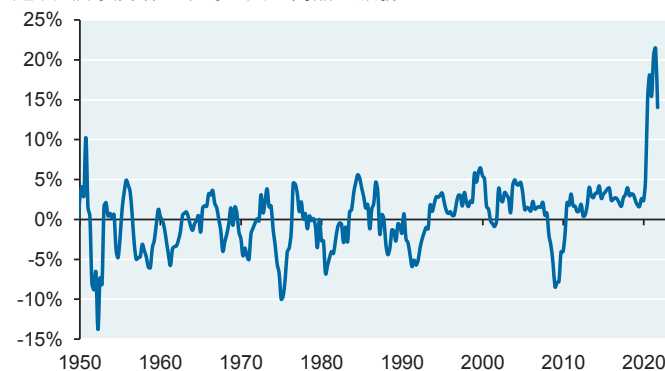


資料來源：彭博資訊。2021年11月。

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

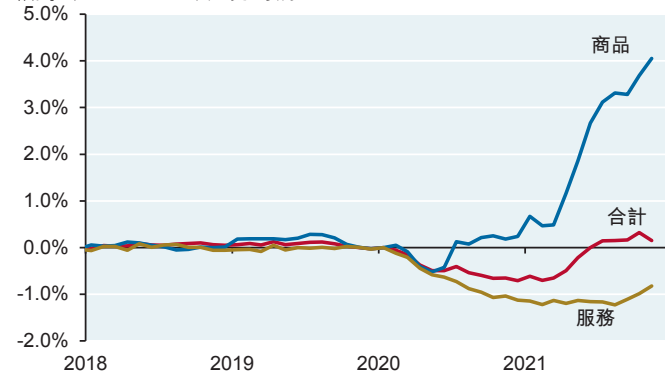
連續6個季度增長率的差異，商品—服務



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

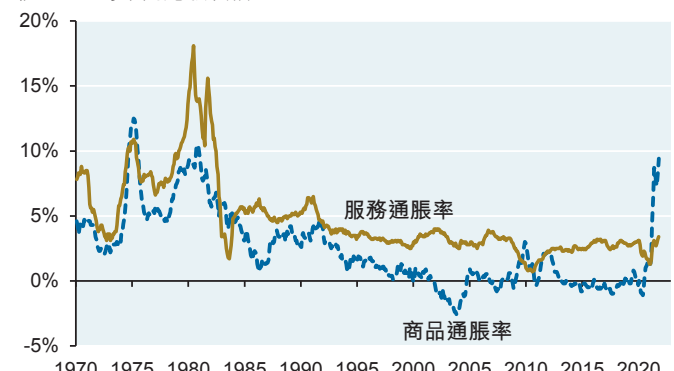
相對於2018-2019年趨勢的偏差，%



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

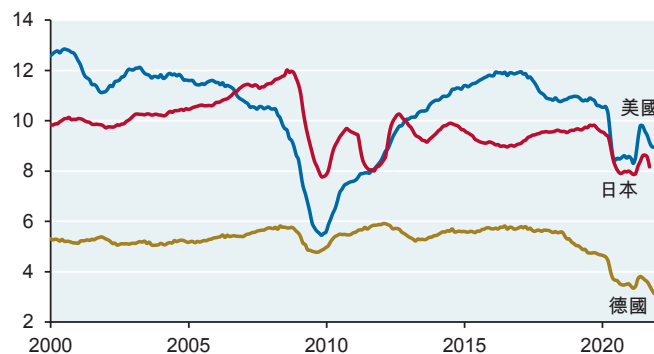
指數



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

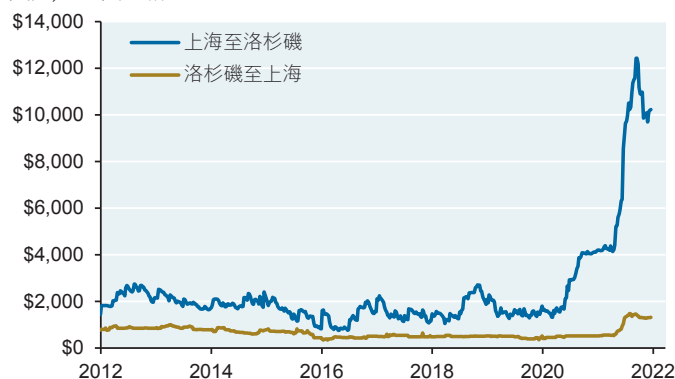
百萬台，連續12個月總數



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

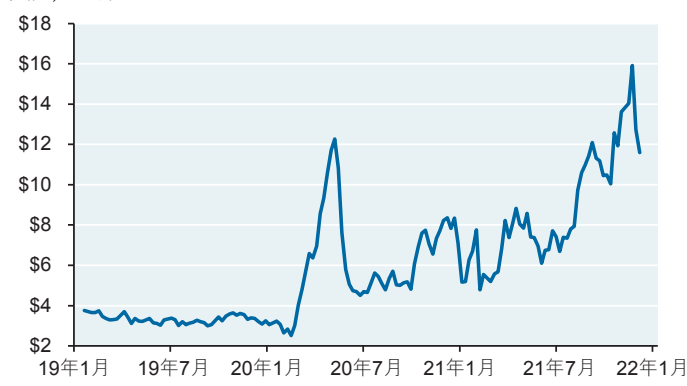
千台卡車



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

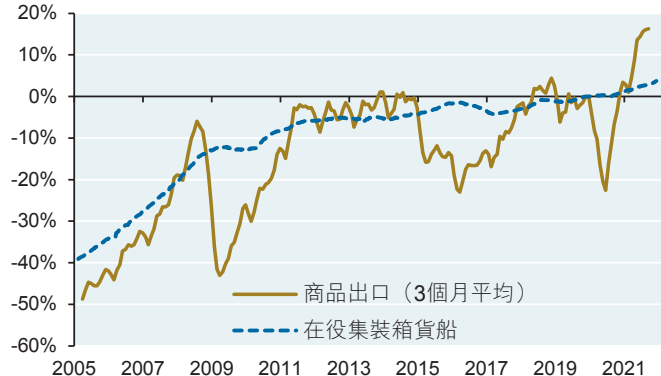


資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年12月27日。



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



資料來源：彭博資訊、國際貨幣基金組織和摩根資產管理。2021年12月24日。

洛杉磯港集裝箱進口吞吐量
指數 (100=2019年12月)



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年11月。

美國卡車運輸噸位
指數 (100=2015年)



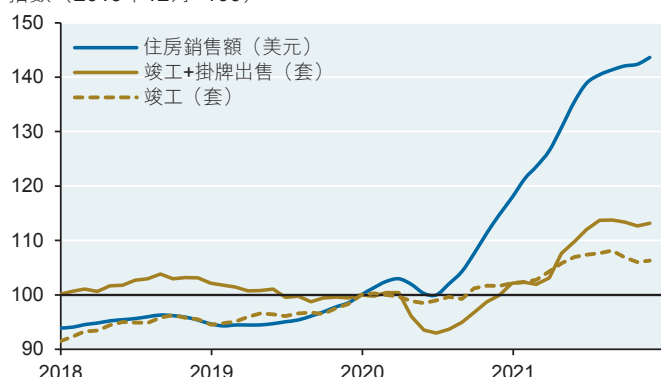
資料來源：彭博資訊。2021年11月。

全球半導體發貨量
十億件



資料來源：世界半導體貿易統計組織、IC Insights。2021年第二季度。
虛線= 2021年預測值。

美國住房：供給與需求對比
指數 (2019年12月=100)



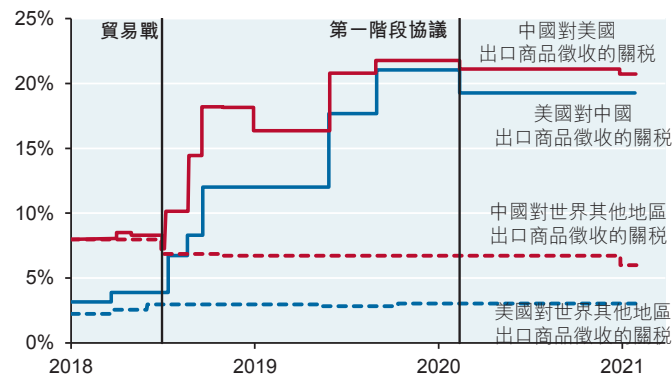
資料來源：美國房地產經紀人協會、美國人口普查局和摩根資產管理。
2021年11月。



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

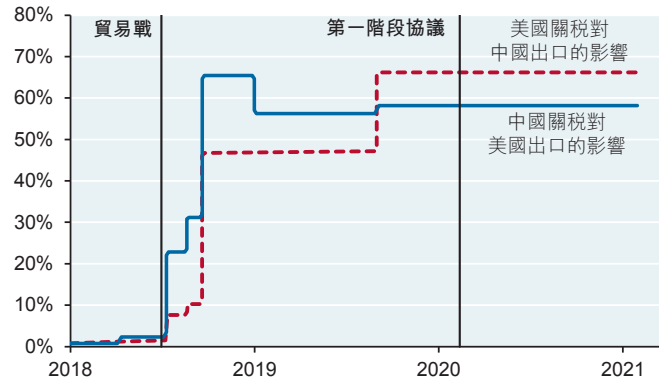
%：貿易加權關稅稅率，以2017年貿易水平為常量，按行業劃分



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

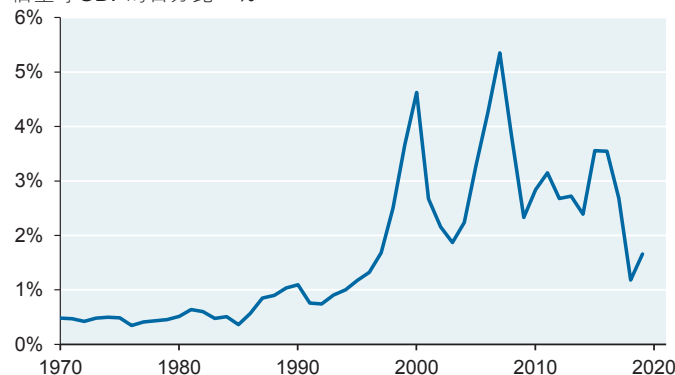
%



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，%



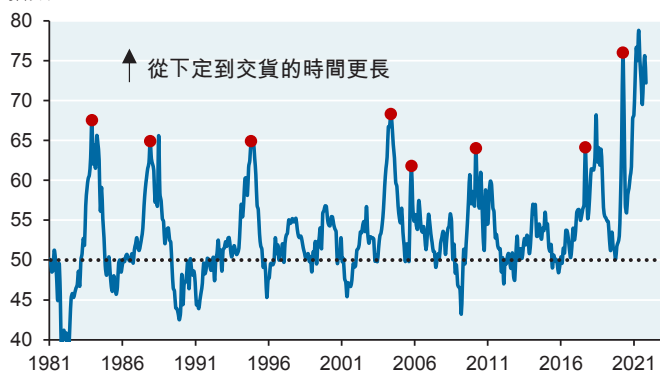
資料來源：國際貨幣基金組織、世界銀行。2019年。

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。



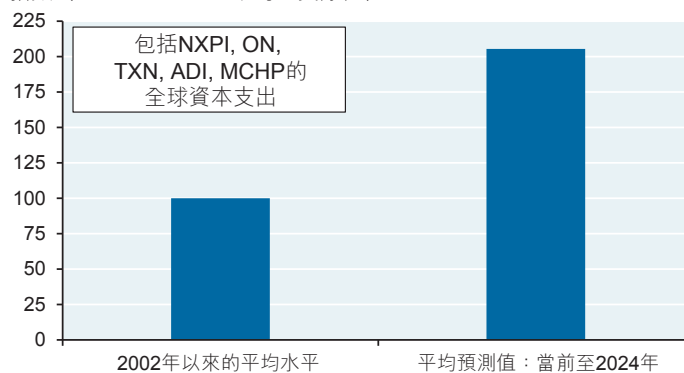
供給衝擊導致的延誤將如何解決？過去也曾經發生供給衝擊問題，其中8次在第一張圖表中已清楚反映。隨着資本支出趕上需求，供給問題通常會在幾個月內得到解決。雖然新冠疫情的發展形勢錯綜複雜，但我們預計這次也不會例外。第二張圖表顯示與之前的趨勢相比，2022年與汽車相關的半導體資本支出有望翻番。這一格局將對供應鏈產生至關重要的影響，因為每輛汽車所需使用的半導體價值增加。根據集邦諮詢研究提供的數據顯示，2021年10大半導體代工廠的資本支出超過500億美元，同比增長43%，到了2022年將會額外增長15%，拉動全球8英寸和12英寸晶圓產能分別增長6%和14%。亞洲疫苗接種率增加也將有助於供應鏈逐步恢復。

美國ISM供應商交貨指數



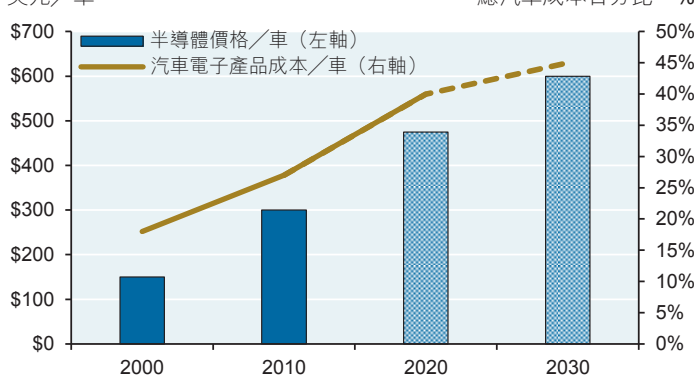
資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年11月。紅點=供應中斷的開始之時

全球汽車半導體資本支出



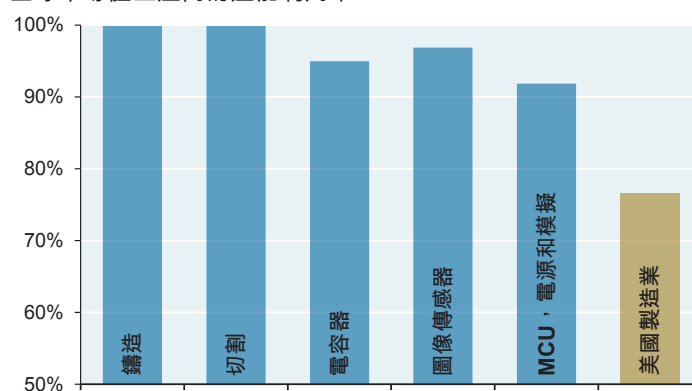
資料來源：高盛、摩根資產管理。2021年第3季度。

電子和半導體在汽車成本中的佔比



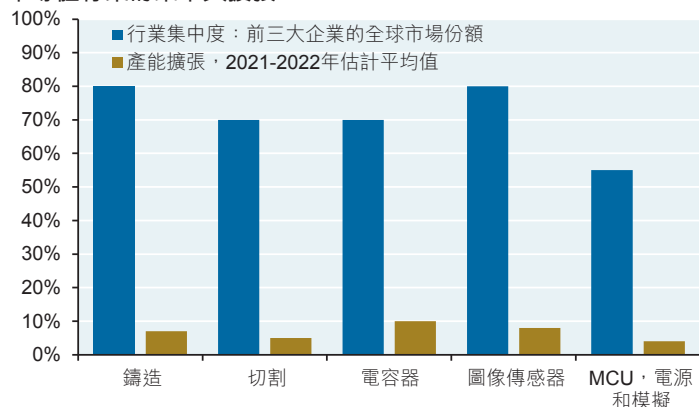
資料來源：德勤、IHS。2019年4月。虛線和陰影柱圖表示預估。

全球半導體生產商的產能利用率



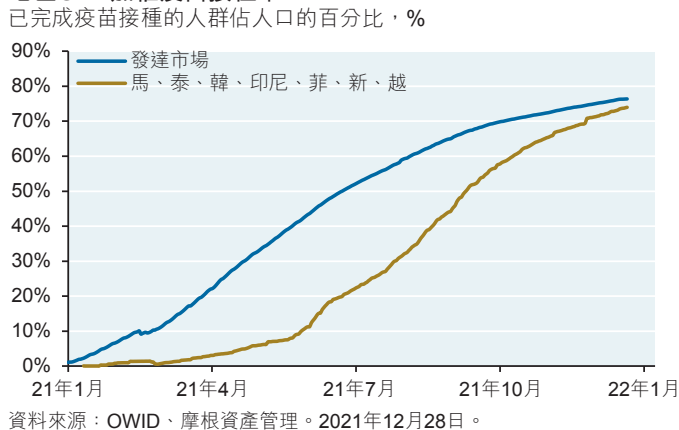
資料來源：高盛。2021年10月26日。

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



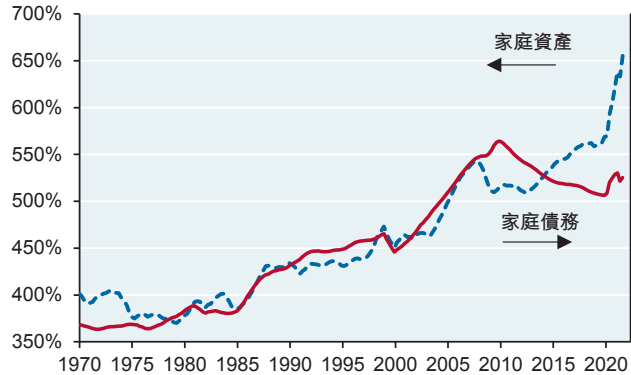
資料來源：OWID、摩根資產管理。2021年12月28日。



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

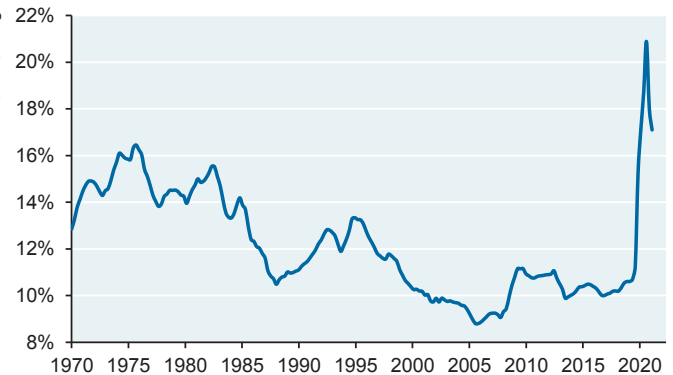
佔GDP的百分比，%



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

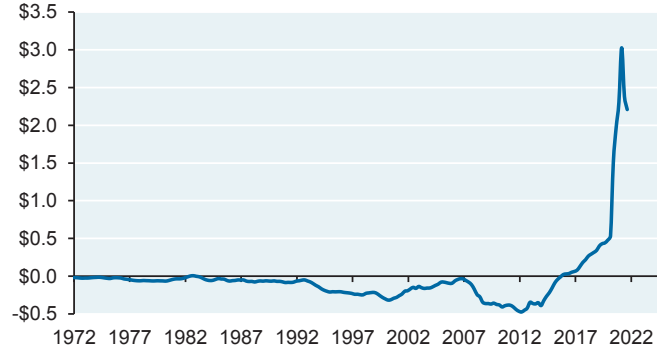
儲蓄額佔個人收入的百分比，%



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

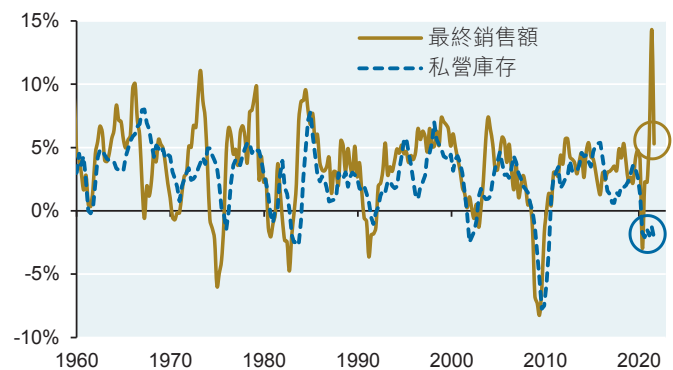
萬億美元，連續4個季度超出消費的支出潛力



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

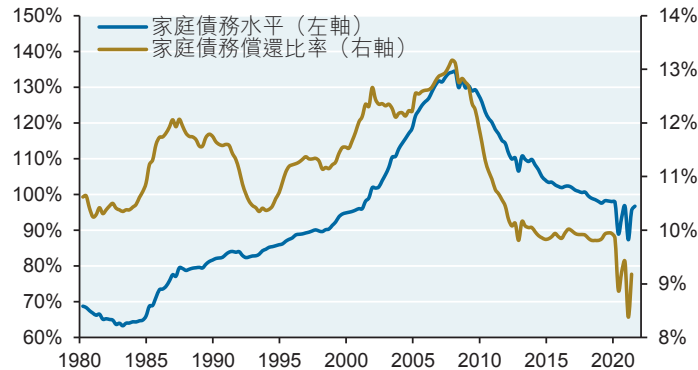
實際金額的年度同比變化，%



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。

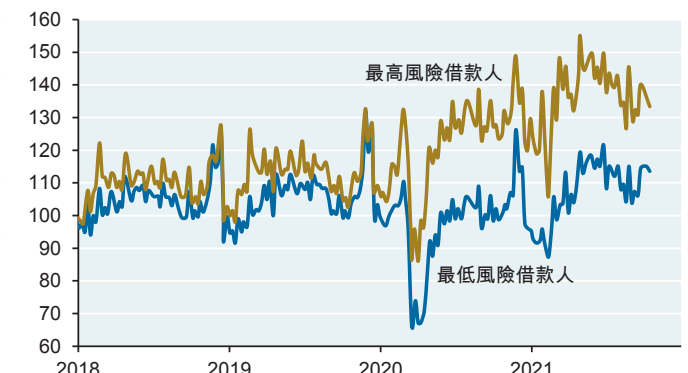
債務水平與償債能力

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。

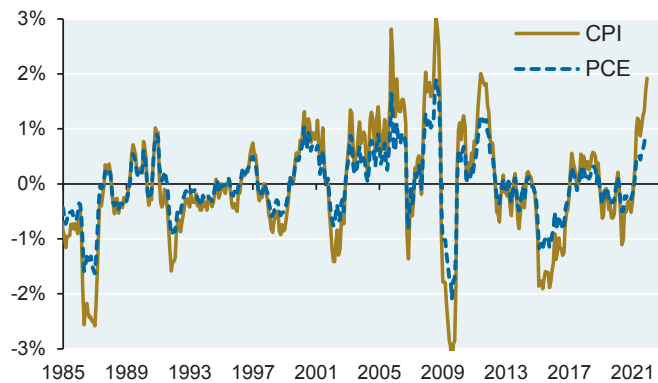


與能源相關的通脹問題，乃另一個棘手難題。廣義通脹率與核心通脹率之間的差距正在擴大。究其原因，是由於投資者叫停石油和天然氣生產投資的同時，全球對化石燃料的需求卻幾乎沒有下降(下面第四張圖表)。目前，歐洲出現了這種模式的極端版本，鑑於歐洲更改可再生能源政策的速度，超過了化石燃料需求的變化，加上歐洲一半的熱能需求依賴俄羅斯，導致歐洲的電價持續大幅飆升。

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

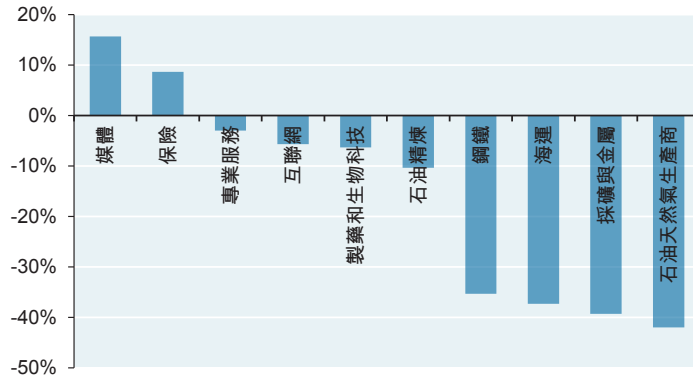
指數



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

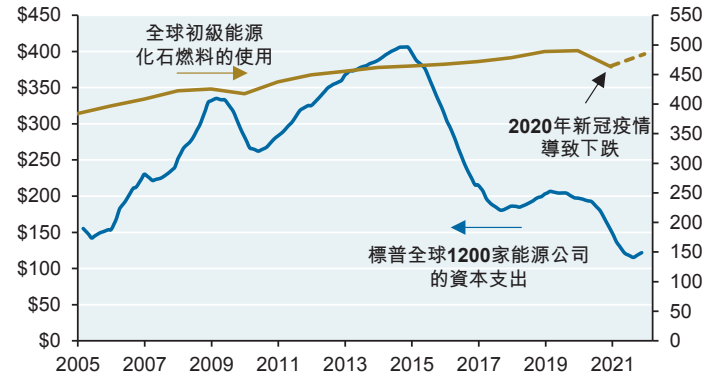
2022年預期投資水平與10年平均水平的比較



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

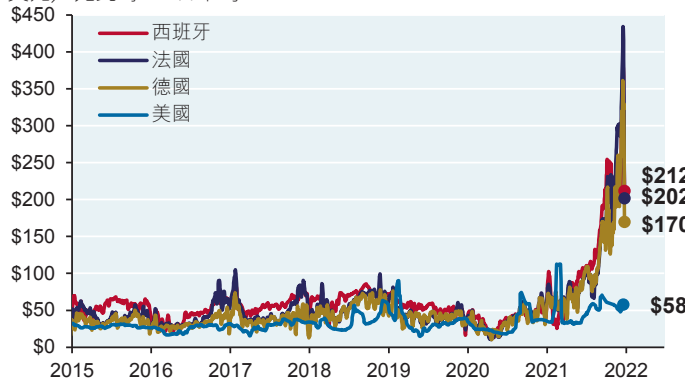
十億美元



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

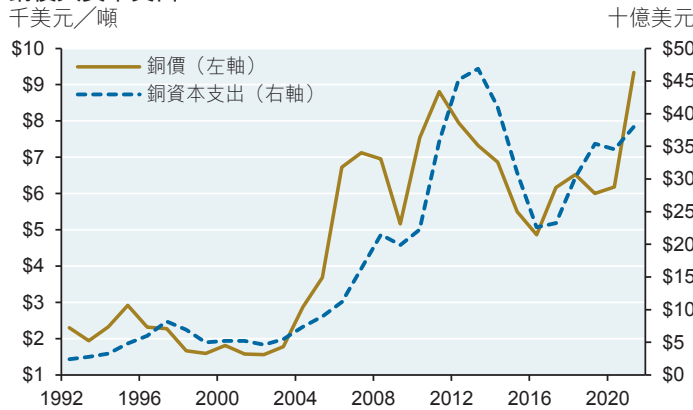


按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

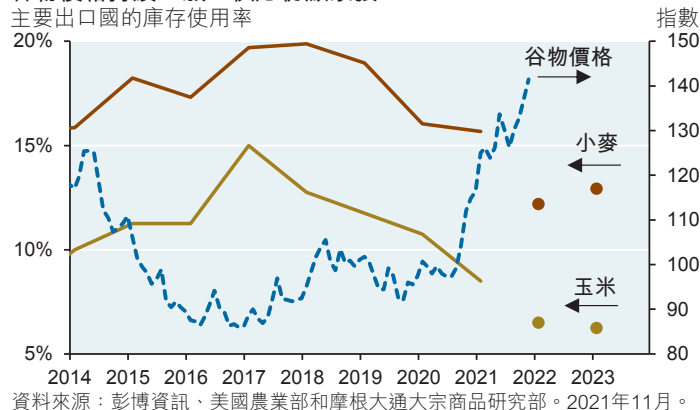
另一方面，工業金屬價格過熱的現象應會逐漸消退。銅、鋁和鎳的庫存與需求的百分比跌至過去20年來的低位。然而，隨着銅價上漲，新銅產量的資本支出最終也會水漲船高，我們預計這一情況會再次發生。儘管中國的房地產建設放緩，但對銅的需求仍然龐大，主要因為市場向可再生能源過渡的過程中，電力、電熱和電動汽車都需要消耗更多的銅(見下表)。不過，與石油和天然氣不同的是，我們認為工業金屬的新資本支出不會出現同樣的結構性障礙。

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

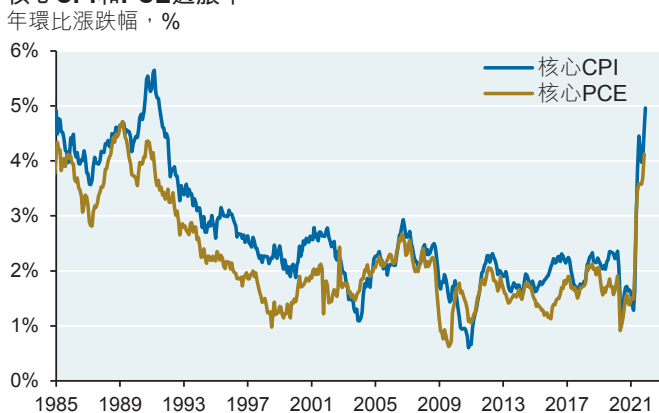
每輛車的銅消耗量 (磅)	
常規(ICE)	34
混合動力(HEV)	85
燃料電池(FCEV)	121
插電式混合動力(PHEV)	132
電池電動(BEV)	183

資料來源：銅業發展協會、阿貢國家實驗室。2020年。

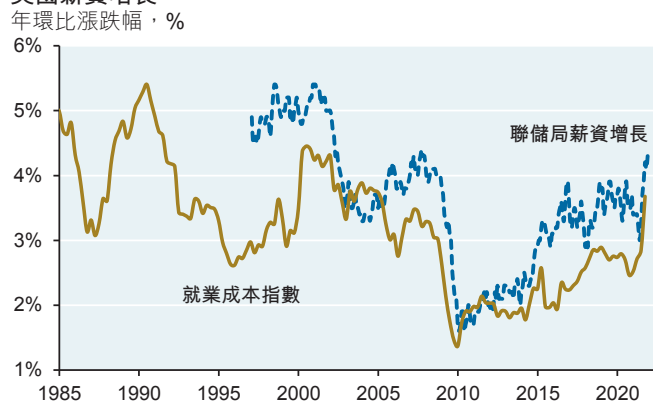
資料來源：世界銀行、格勒諾布爾阿爾卑斯大學和銅業發展協會。2020年。

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





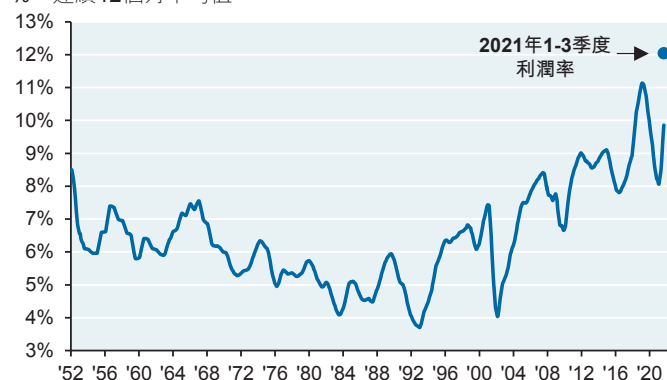
美國股市的下一步走向

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

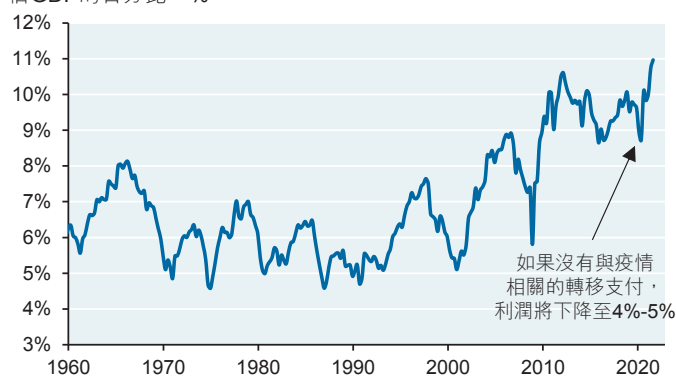
%，連續12個月平均值



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，%

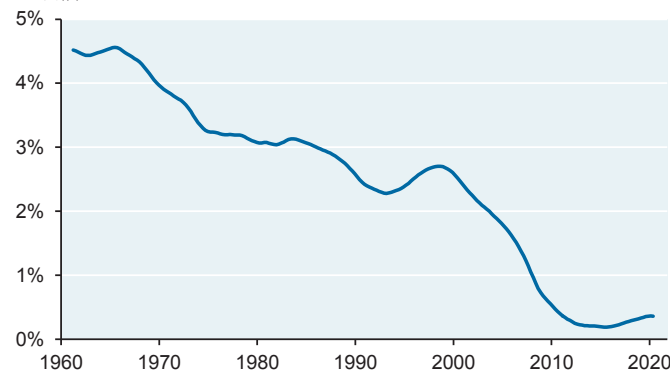


資料來源：美國商務部經濟分析局、摩根資產管理。2021年第三季度。

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

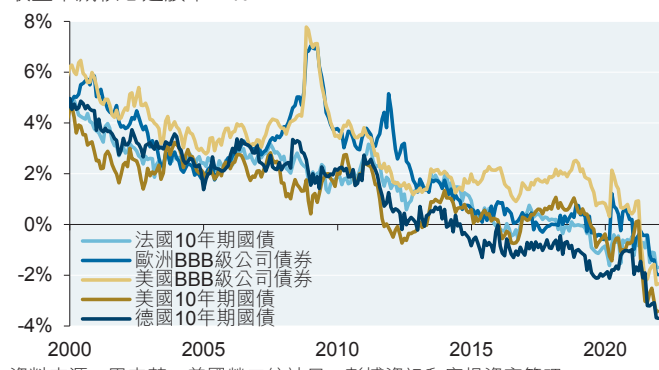
R*預估



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))。

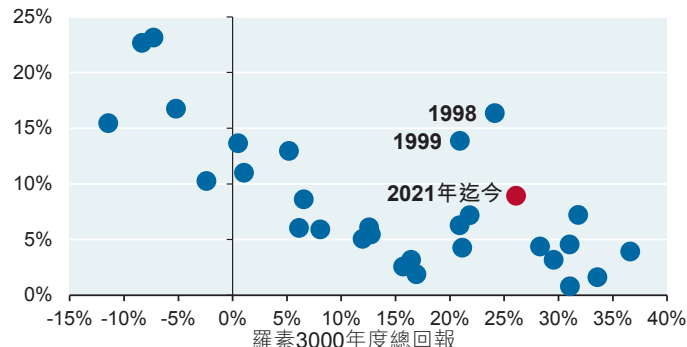
初創無利潤公司的市值佔總市值的百分比，%



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

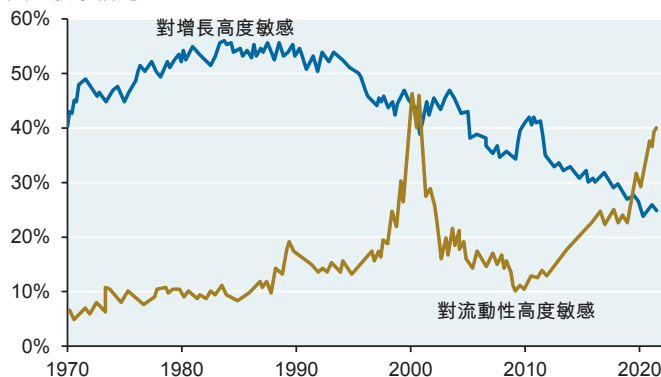
%，回報為-35%或更差的公司佔比，1990年以來的年度數據



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。



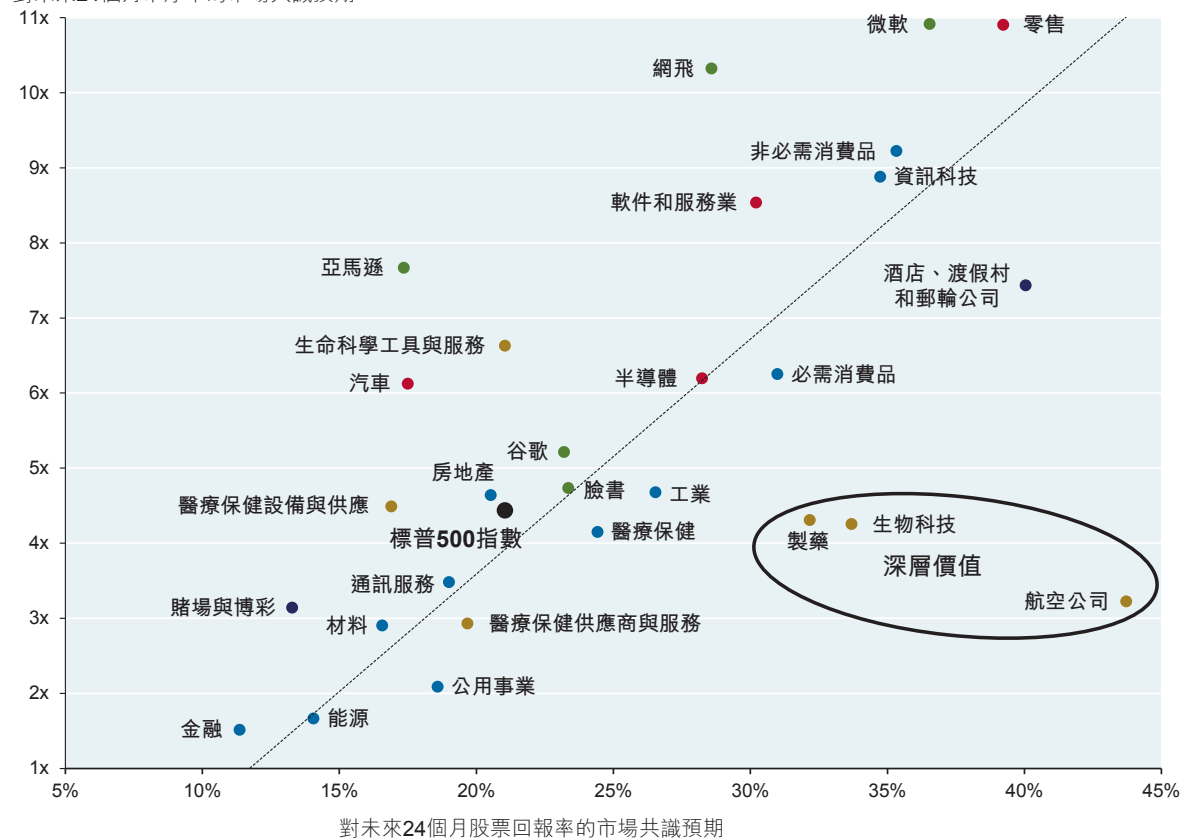
按此查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

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 = 超大大市科技股。



上市股票：股息、網絡安全和金融科技

[1] 股息：無論如何，股息是追求收益回報投資組合的關鍵元素

對於尋求收益回報的投資者來說，當前市況依舊乏善可陳。我們的策略投資諮詢團隊在去年秋季發表了一篇文章，探討了持續金融壓制的可能性及其對投資者造成的影響。鑑於當前的利率趨勢，投資者越來越依賴股市以獲得投資回報和收益。儘管股息收益率已經降至多年來的低位(標普500指數股息收益率僅為1.3%)，但現在60:40股債投資組合中約有三分之二的收益來自股票，美國境外提供的股息機會吸引力甚至更大。值得注意的是，股息的計算還不包括總回購，而在美國和歐洲，回購的回報貢獻不可小覷。

60:40股債投資組合中的股票收益

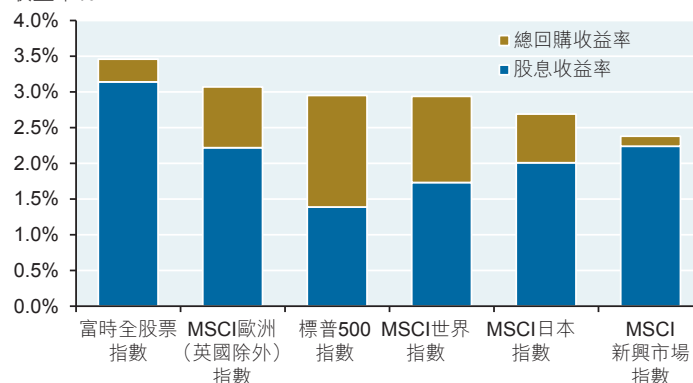
股息佔總投資組合收益之比，%



資料來源：彭博資訊、Datastream和摩根資產管理。2021年11月。
基於MSCI全球所有國家指數/標普500指數股息收益率和巴克萊全球/美國綜合指數的到期收益率。

股指收益率

收益率%

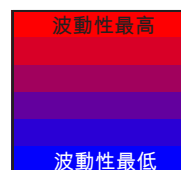


資料來源：彭博資訊、Datastream和摩根資產管理。2021年9月。

從圖表中可見，股息收益率最高的是美國、歐洲、日本和新興股票市場。不同顏色代表過去3年每個板塊的波動性，紅色代表波動性最大的板塊，藍色則相反。石油和天然氣板塊存在一些股息收益率較高的股票，但價格波動會迅速擊垮以股息為導向的策略。在市場低迷時期，波動性較大的板塊中，以收益為導向的投資者需要做好長期持有的準備。

各行業組的股息收益率

行業組	美國	歐洲	日本	新興市場	平均值
抵押房地產投資信託基金	10.00%	不適用	不適用	不適用	10.00%
煙草	6.45%	6.18%	6.05%	不適用	6.23%
海洋	不適用	1.48%	9.12%	不適用	5.30%
石油、天然氣和消耗性燃料	3.78%	4.86%	4.38%	4.95%	4.49%
燃氣公用事業	2.82%	5.34%	3.02%	5.34%	4.13%
多元化電訊	4.22%	4.35%	3.52%	4.38%	4.12%
建築與工程	不適用	4.17%	3.62%	4.19%	3.99%
保險	1.65%	4.31%	4.35%	4.08%	3.60%
電力公用事業	3.14%	3.88%	2.94%	4.03%	3.50%
銀行	2.44%	3.18%	4.34%	2.93%	3.22%
多元化公用事業	3.02%	3.36%	不適用	3.13%	3.17%
電訊服務	0.00%	5.71%	3.49%	不適用	3.07%
股權房地產投資	2.70%	2.58%	3.49%	2.33%	2.78%
水務公用事業	1.66%	3.66%	不適用	不適用	2.66%
造紙和林產品	1.95%	4.11%	3.32%	1.20%	2.64%
金屬與採礦	不適用	2.47%	2.51%	2.88%	2.62%
資本市場	1.53%	2.10%	4.30%	1.92%	2.46%
容器和包裝	2.16%	2.40%	不適用	2.40%	2.32%
建築材料	0.63%	3.35%	不適用	2.89%	2.29%
化學品	1.87%	2.28%	2.46%	2.48%	2.27%
媒體	1.81%	2.48%	不適用	2.48%	2.25%
能源設備與服務	1.87%	2.46%	2.15%	2.43%	2.23%
製藥	1.02%	2.17%	1.43%	4.17%	2.20%
家用耐用品	0.00%	2.47%	2.74%	3.50%	2.18%
電力 and 可再生能源	1.42%	3.69%	1.91%	1.55%	2.14%



資料來源：彭博資訊。2021年12月29日。

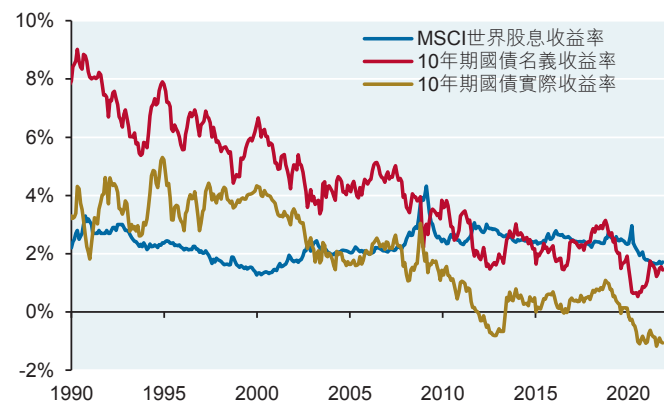


對於美國股市投資者而言，股息並不是構成總回報的關鍵部分。在截至2020年12月31日的10年間，美國大盤股的年化總回報率接近14%；只有2.1%的回報來自股息。然而，國際股票市場的情況卻並非如此。與MSCI EAFE指數(歐洲、澳大拉西亞和遠東)掛鈎的投資組合的投資者年化總回報率僅為6%，其中3.3%來自股息(超過一半的回報)。在新興市場，股息佔總回報的比例更高(股息回報率為2.84%，而年化回報率僅為4%)。

雖然不同地區的股息佔總回報貢獻存在重大差異，但如果從更長的時間範圍衡量，反而顯示出更多的趨同性。自1929年以來，股息佔美國總回報貢獻的38%。非美國市場的數據回溯期相對較短；發達國家股市數據始於1986年。自1986年至今，股息佔總回報貢獻的33%，而自2001年以來，新興市場股息佔總回報貢獻的29%。換句話說，從長遠來看，不同地區的股息佔回報貢獻率更為接近。

雖然隱含股息收益率似乎低於歷史水平，但我們認為MSCI世界指數的股息收益率將超過美國政府債券的名義和實際收益率。自全球爆發金融危機以來已經出現這種情況，且我們預計這一趨勢也將持續下去。派息率似乎可以持續，公司的資產負債表擁有大量現金。

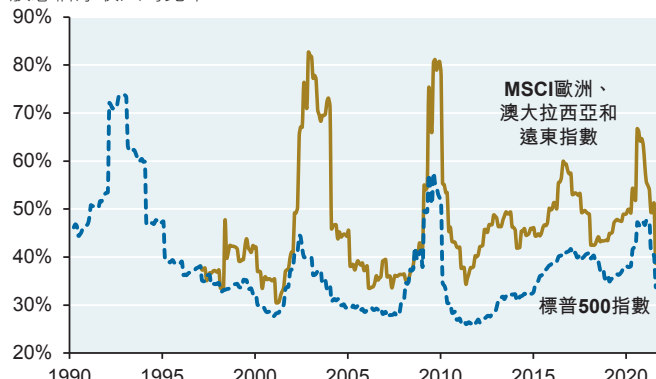
MSCI世界股息收益率與美國10年期債券收益率的比較



資料來源：Factset、彭博資訊和摩根資產管理。2021年11月。

股息支付率

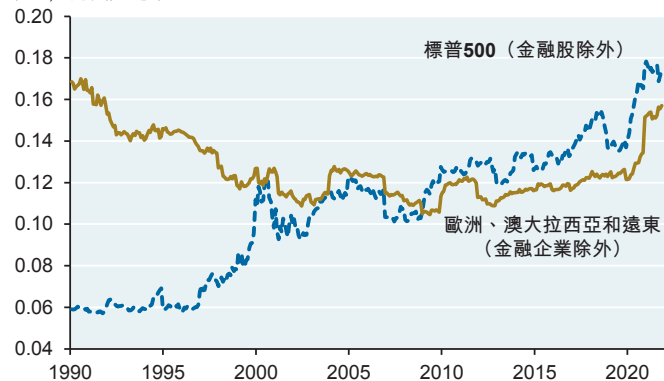
股息佔淨收入的比率



資料來源：Factset、摩根資產管理。2021年11月。

公司板塊的現金餘額

現金／總資產比率



資料來源：Factset、摩根資產管理。2021年11月。



[2] 網絡安全投資：創新與邪惡的碰撞，為投資者提供龐大的投資機會

網絡犯罪是人性抑鬱和虛無主義的一種表現，提醒人們科技進步並非毫無代價。我們幾乎每個月都會看到一宗又一宗重大數據洩漏事件，2021年12月，網絡安全社區發現了Log4Shell漏洞⁴，有人將其描述為迄今為止規模最大、最嚴重的單一網絡安全漏洞事件。

- **2021年2月**：第三方雲供應商的漏洞使黑客可以訪問克羅格(Kroger)的人力資源數據和藥房記錄，導致約150萬份記錄被洩漏(姓名、電話號碼、地址、出生日期、社會保障號碼、處方和健康保險資訊)。
- **2021年5月**：承載了東海岸45%石油、柴油和噴氣燃料運輸量的科洛尼爾管道運輸公司(Colonial Pipeline)遭到黑客入侵，100GB數據被竊。黑客還威脅除非支付贖金，否則將發布這些數據。天然氣價格上漲並出現短缺，直到科洛尼爾以比特幣支付贖金。
- **2021年7月**：美國、歐盟、英國和北約共同指責中國國家安全部的附屬機構利用了微軟交換伺服器(Microsoft Exchange Server)的漏洞。作為回應，美國情報機構發布了一份網絡安全公告，披露被中方黑客攻擊者利用的其他漏洞。
- **2021年8月**：T-Mobile披露了一宗波及逾4,000萬客戶的個人資訊洩漏事件；黑客攻擊者在公司數據中心識別出一個面向互聯網的路由器，然後在某個犯罪論壇上出售數據。

如果目前市場上有關網絡犯罪、在線遷移、企業／政府支出和當前漏洞的最新預測正確，網絡安全行業就具有增長的空間⁵：

- 到2025年，每年為防範網絡犯罪而投入的費用預計將從目前6萬億美元增長到10.5萬億美元；
- 全球網絡安全勞動力需要增長89%，才能有效保護關鍵企業資產；
- 預計到2021年底，44%的工作量將在雲上完成，到2022年將達到55%；
- 82%的機構組織聲稱傳統網絡安全工具不能發揮作用或功能有限；
- 77%的遠程辦公員工使用非託管設備；以及
- 針對遠程企業用戶的網絡釣魚攻擊大幅增加了85%⁶。

如無意外的話，網絡安全支出預計將從2021年的1,400億美元增長到2024年的1,800億美元，其中包括2021年新冠疫情救濟法案中的撥款20億美元和基礎設施法案中另外一筆撥款20億美元。諺語有云，自然界裡無真空，面對一個互聯網不斷普及化的世界，越來越多公司正在努力解決網絡世界上層出不窮的大量風險。2021年部分較為突出的資金募集交易羅列如下：

- **2021年7月**：Riskified通過IPO實現了33億美元的估值。該公司產品屬於「拒付擔保類型」防欺詐產品，適用對象是對具爭議交易承擔責任的商家。
- **2021年9月**：開發運營安全平台Snyk在一輪融資中籌集了6.05億美元，相當於86億美元的估值；ForgeRock(訪問管理)通過IPO實現了20億美元的估值。
- **2021年11月**：Cloudflare和CrowdStrike這兩家於2019年上市的領先雲基網絡安全公司，目前總市值超過1,250億美元。
- **2020/2021年度湧現的其他獨角獸企業**：SentinelOne、Verdaka、Arctic Wolf、Cato Networks、BigID、Armis Security、Coalition、Wiz、OwnBackup、Axonius、Socure、Orca Security、Lacework和Aqua Security。

⁴ **Log4j**是一個開源日誌框架，據報導它允許向伺服器發出請求而不檢查響應，因而允許攻擊者執行Java代碼和／或洩漏敏感資訊。

⁵ 資料來源：Cybersecurity Ventures、ISC2網絡安全勞動力研究、美國救援計劃、韋德布什證券、Cybersecurity Insiders雲安全報告、Pitchbook安全報告和華平投資。

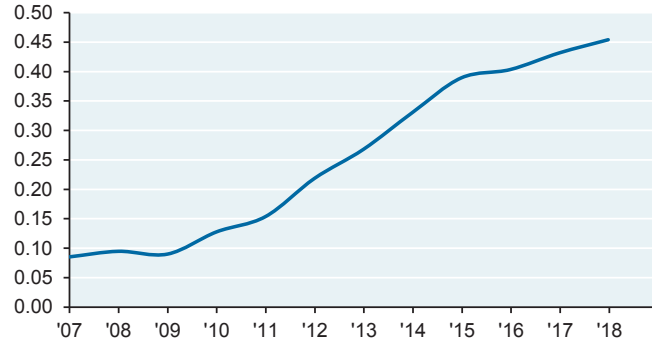
⁶ 我很遺憾地告訴大家，我未能通過今年全公司範圍的網絡釣魚測試(有史以來第一次)，當時我點擊了一封電子郵件中的附件，因為我以為它來自DHL，要求我重新安排快遞送貨時間。



究竟網絡犯罪何時開始興起?第一張圖表是我們通過對多家公司披露資料進行匯總而繪製的網絡安全風險指標示意圖。網絡風險在金融危機爆發前就已經存在，但規模一般不大；從2011年開始，網絡風險問題開始加速湧現。第二張圖表顯示了全球網絡安全支出的實際數據，並提供直至2024年的預估數據。網絡犯罪快速增長的部分原因：**網絡犯罪分子需要承擔的風險，低於與其他犯罪集團有關的風險。**

網絡安全風險的代表性計量

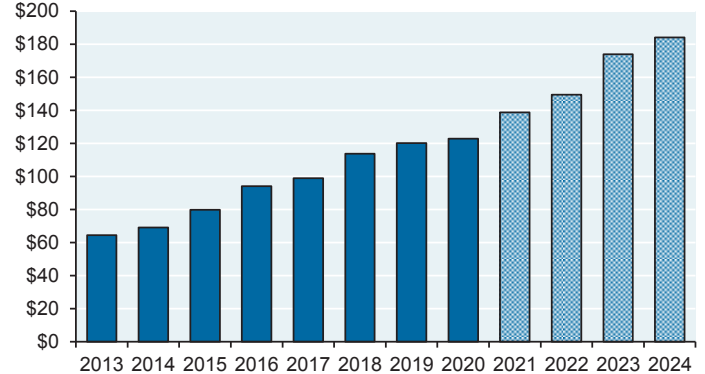
來自公司風險披露的網絡安全風險度量



資料來源：《網絡安全風險》，Florackis等人，芝加哥大學布斯商學院/瑞士金融學院。2020年12月。

全球安全支出預估

十億美元



資料來源：華平投資、瑞信和Gartner。2021年5月。虛線柱=預估。

下表簡要勾勒網絡安全生態系統範圍。網絡安全漏洞林林總總，旨在解決這些漏洞問題的公司同樣百花齊放。規模最大的網絡公司在創新方面的表現往往不及小型公司，因而為公司整合創造了龐大的機會。從行業整體大環境來看，目前聚焦於網絡安全的風投資金規模，可與另一個「未來衝擊」產業，即機器人技術媲美。

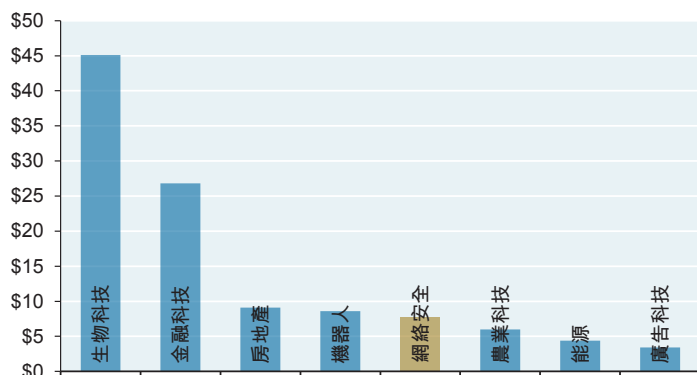
資訊安全生態系統

安全運營	網絡安全	數據安全	應用安全	端點安全	身份與准入管理
託管安全服務	雲安全	數據庫監控和防損	網絡應用保護	端點保護、檢測和響應	准入管理
日誌攝取和安全資訊以及事件管理	網絡檢測與響應	數據隱私與合規	雲工作負載保護平台	物聯網與運營技術安全	防欺詐
漏洞評估與管理	安全聯網	數據保護和加密	開發運營安全平台	反釣魚平台	身份治理和管理
安全編排、自動化和響應	Web3 安全				

資料來源：PitchBook、摩根資產管理。2021年。

2020年風投融资的行業分布

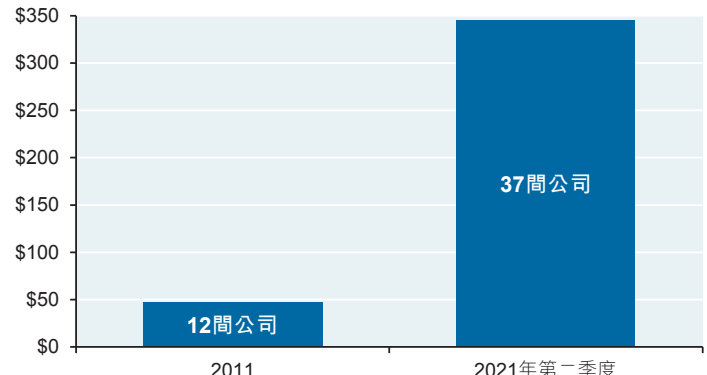
十億美元



資料來源：Crunchbase。2021年。

網絡安全上市公司的市值

十億美元



資料來源：Ten Eleven Ventures。2021年第二季度。

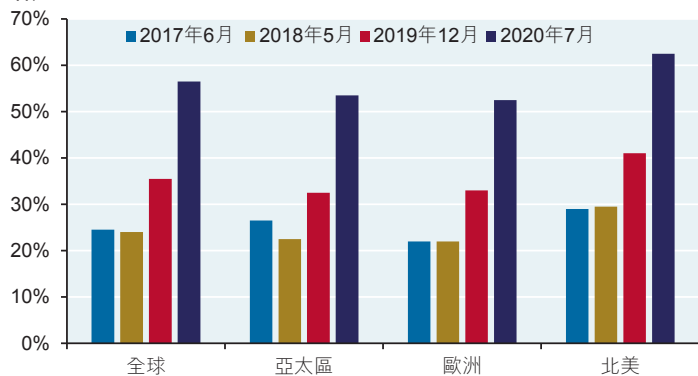


按[此](#)查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

新冠疫情加速了整個世界向數字化轉型，但網絡漏洞風險也同時增加。麥肯錫發現，在受訪企業當中，至少80%客戶互動通過網絡進行的企業數量是疫情爆發前的三倍⁷。此外，這些企業產品和服務的數字化轉型速度為疫情爆發前的兩倍。

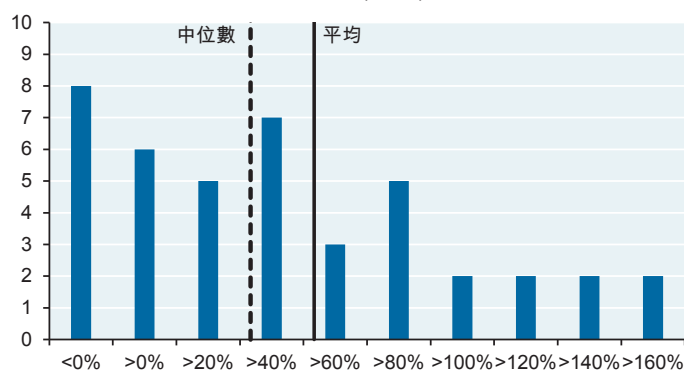
能源板塊是網絡安全風險另一個主要增長領域。如果更多的風能、太陽能、水電和核電加入電網，交通電氣化、工業能源使用和商業/住宅冬季供暖等因素都將增強脫碳的潛力。然而，這也進一步加大了電網安全性風險，因為即使是暫時斷網也會造成更大的經濟破壞和身心困擾。

新冠疫情的影響：數字化客戶互動、產品和服務的份額不斷增加，%



資料來源：麥肯錫。2020年10月。

自2020年1月以來網絡安全總回報的分布
納斯達克網絡安全指數中的公司數量(n=42)



資料來源：彭博資訊。2021年12月29日。

網絡安全上市公司股指自2017年以來一直表現良好，與納斯達克指數持平甚至跑贏納指。誠如右下圖所示，隨着行業日趨成熟，越來越多網絡安全公司面臨風投資本公司套現退出問題。然而，新興產業的普遍規律同樣適用於網絡安全行業，各家網絡安全公司的回報分散度非常高(存在大贏家和輸家)。因此如上圖所示，平均回報遠高於中值回報。

網絡安全板塊的表現

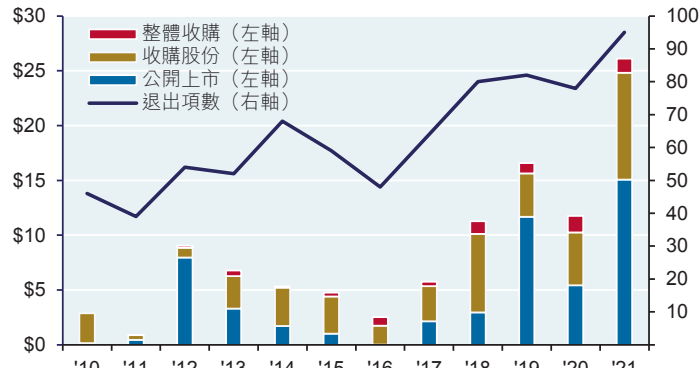
總回報指數 (100=2016年12月)



資料來源：彭博資訊和摩根資產管理。2021年12月29日。

資訊安全風險投資退出 (按類型劃分)

十億美元



資料來源：Pitchbook。2021年第3季度。包括北美和歐洲的風險投資退出。

⁷ 《新冠疫情如何推動公司超越技術臨界點，實現業務的徹底改革》，麥肯錫，2020年10月。

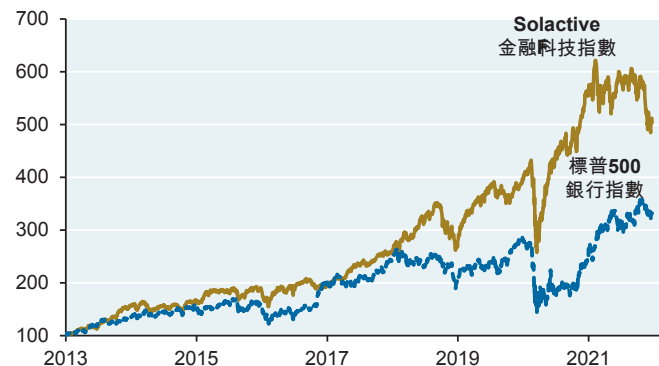


[3]「F」代表金融科技，但同時也代表恐懼、欺詐和止贖

鑑於企業和家庭更加依賴基於互聯網的解決方案和數字界面，金融科技板塊出現了誘人的機會。在摩根大通財富管理業務，我們設計了專注於上市和私營金融科技公司的投資產品。儘管盈利能力相若，但金融科技股的估值通常高於傳統銀行股。鑑於金融科技板塊更為寬鬆的發放標準，該板塊是一個對周期敏感的行業；通過在家庭違約率較低和止贖／驅逐令延長(下面第四張圖表)的環境下擴張，金融科技板塊應該可以跑贏傳統銀行，因為它們承擔了更多的風險。

換言之，金融科技行業通常比較依賴監管套利，而不是依靠提供更低成本或更快的處理速度⁸。監管套利會存在多久？美國監管機構通常不願意侵犯其認為提供創新的行業，但開始有跡象表明金融科技行業的運作並非一如預期。在接下來的章節中，我們將援引疫情期間的三種現象對此詳作闡述：疫情初期金融科技貸款人消失；金融科技借款人的薪資保障計劃貸款的欺詐預估發生率非常高；以及有證據表明金融科技貸款導致不良貸款增加，違約風險提高。這些來自新冠疫情的證據建立在先前的研究基礎之上，有關研究反映出金融科技貸款造成更大的系統性風險(參見第23頁腳註)。我們正在密切關注這種情況會對金融科技公司的監管和監督可能產生的影響，以及涉及的成本和業務模式將如何演變。

美國金融科技與銀行板塊的表現
總回報指數 (100 = 2012年12月)



資料來源：彭博資訊和摩根資產管理。2021年12月28日。

美國金融科技與銀行板塊的估值
市淨率



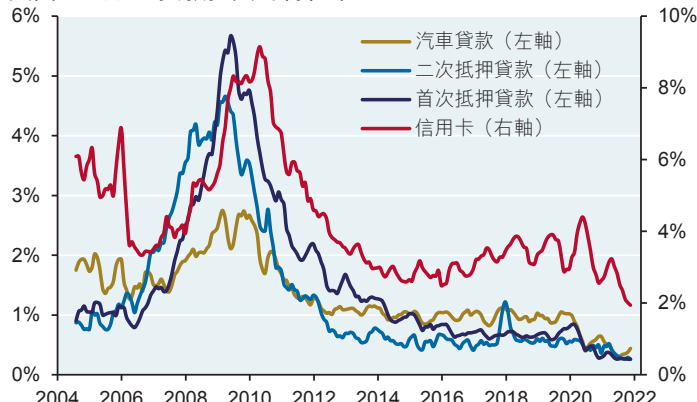
資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2021年12月29日。

美國金融科技與銀行的盈利能力
未來12個月的股票回報率



資料來源：彭博資訊。2021年12月29日。

美國90天以上貸款拖欠的轉化率



資料來源：標普道瓊斯指數、Experian。2021年11月。

⁸ 《金融科技、監管套利和影子銀行的興起》，布恰克(芝加哥大學)等人，2018年5月。這項研究發現，金融科技佔抵押貸款份額的增長約有60%可歸因於監管套利，僅有30%來自於技術革新和處理速度的改善。



第一擊：可能出現欺詐的金融科技薪資保障計劃貸款佔比較高

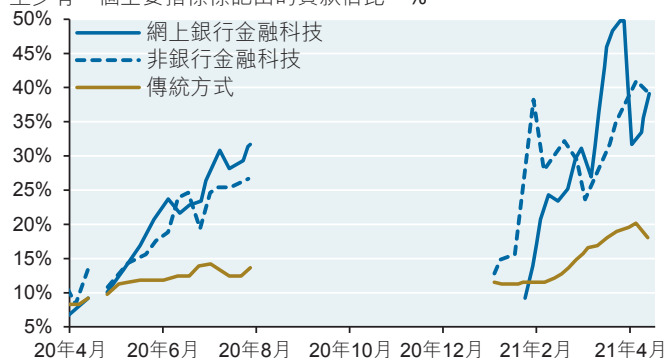
最初，金融科技貸款人的薪資保障計劃貸款規模較小，但到了2021年4月，他們在薪資保障計劃貸款中所佔的市場比例最終提高到70%以上。我們採用了4個潛在欺詐主要指標和5個次要欺詐指標，對1,000萬筆薪資保障計劃貸款進行了大數據分析。主要欺詐指標包括：未註冊企業、同一住宅地址註冊多家企業、員工隱含薪酬異常偏高，以及薪資保障計劃貸款報告的工作崗位與提供給另一個政府項目的資訊相比存在巨大差異。次要欺詐指標包括對特定行業一縣內薪資保障計劃貸款的比較，以及該行業一縣內實際存在的機構數量。

結果發現：

- 金融科技的薪資保障計劃貸款當中，通過其他主要或次要欺詐指標，確認有關貸款存在一項主要欺詐指標的可能性是傳統銀行貸款的4.7倍；
- 根據有關分析，可疑貸款比率最高的十家貸款人當中，有九家是金融科技貸款人；
- 按行業和縣分組時，35%的金融科技貸款超過了該行業和縣「實際存在」的公司數量；28%的金融科技貸款超過行業一縣機構數量的兩倍以上(!!)
- 一些金融科技貸款人的可疑貸款非常集中，其中45%符合一項或多項欺詐指標的要求；
- 金融科技薪資保障計劃借款人有重罪記錄的可能性是其他類型借款人的3.5倍；
- 這些可疑的金融科技薪資保障計劃貸款很少能夠償還或被聯邦政府發現；
- 2020年可疑貸款佔比最高的金融科技貸款人，在2021年所佔市場份額有所增加。在薪資保障計劃的早期階段，大約10%的金融科技貸款可能存在欺詐；到第三輪結束時，可疑金融科技貸款的比例增加到40%以上。

潛在欺詐性貸款（按貸款人類型劃分）

至少有一個主要指標標記出的貸款佔比，%



資料來源：《金融科技貸款人是否對薪資保障計劃實行欺詐？》，Griffin, Kruger和Mahajan（德州大學奧斯汀分校）。2021年8月。

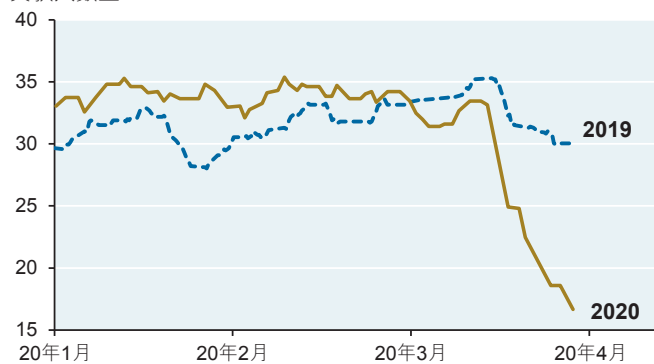


第二擊：美國金融科技小企業貸款在新冠疫情期間急劇減少

在新冠疫情引發的經濟衰退初期，金融科技小企業貸款崩潰，而傳統銀行繼續向美國公司和家庭提供貸款。金融科技貸款直到薪資保障計劃才開始復甦，這引起人們紛紛質疑在經濟衰退期間缺乏政府大規模支持的金融科技貸款。一些事實和數據列舉如下：

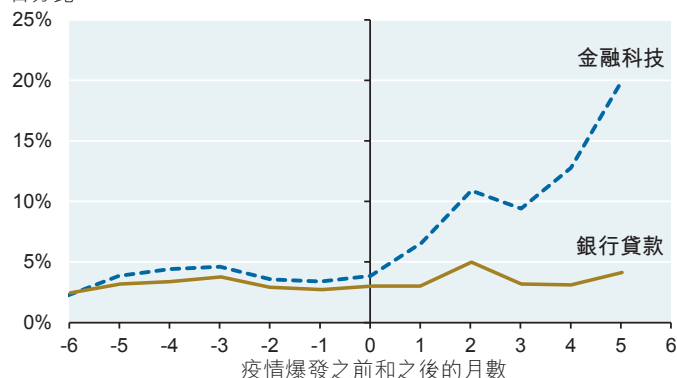
- 從2019年第四季度到2020年第二季度，對小企業發放的金融科技貸款下降了75%。在疫情前發放小企業貸款的16家金融科技貸款人中，只有6家在2020年第三季度仍在發放貸款；
- 沒有證據表明同一時期對小企業發放的銀行貸款也同樣地出現崩潰(3月11日至4月1日期間工商業貸款增加了4,820億美元)；
- 向小企業發放的金融科技貸款崩潰，是導致活躍小企業從2020年2月到2020年4月減少22%的主要原因。儘管2019年以來金融科技貸款申請人的平均信用質量高於金融科技貸款，但金融科技貸款還是有所下降；
- 導致這一結果的最大單一因素：金融科技貸款人的財力有限。

活躍的金融科技貸款人
貸款人數量



資料來源：《為何小型企業金融科技貸款遭遇中斷？》，Ben-David (俄亥俄州) 等人。2021年8月。

疫情前後中國的銀行貸款和金融科技貸款的拖欠率
百分比



資料來源：《危機下的影子銀行》，Bao 和 Huang (蒙納士大學)。2020年11月。

第三擊：來自中國的證據表明，新冠疫情期間金融科技貸款的違約率高於銀行貸款

在美國，受到薪資保障計劃貸款和其他政策措施的幫助，借款人才得以避免違約。因此，關於疫情期間金融科技貸款與銀行貸款風險的實例證據不多。然而，由於中國對借款人提供的保護較少，因此我們可以更加容易地對貸款進行比較。誠如右上圖所示，疫情衝擊導致金融科技貸款放出的貸款拖欠率飆升，而銀行貸款拖欠率則基本保持不變。從首次貸款的金融科技借款人來看，也無法解釋這一差距；許多借款人同時擁有金融科技和銀行貸款，但金融科技貸款的違約傾向更高。有關數據來自中國，不過鑑於我們對於疫情前的美國金融科技貸款的了解⁹，我傾向於將這些結果視為人們在經濟衰退期間缺乏政府支持下對美國金融科技貸款的預期。

⁹ 疫情前對金融科技系統性風險的研究：

- 與信用狀況相似的傳統銀行借款人相比，轉向金融科技貸款人的消費者支出超出其經濟負擔能力的機會較大，甚至有可能進一步陷入債務和違約危機。資料來源：迪馬奇(哈佛商學院)和姚(喬治亞州立大學)，2020年。
- 針對LendingClub平台進行的研究分析發現，有關借款人的錯誤資訊不會對發放貸款決策產生負面影響；平台對貸款申請的收入驗證不完整則會對貸款回收率產生負面影響。資料來源：《金融科技平台：寬鬆或謹慎的借款人篩選》，塞琳娜•加洛(坎帕尼亞大學)，2021年7月。



實物資產：商業寫字樓物業、基礎設施和木材

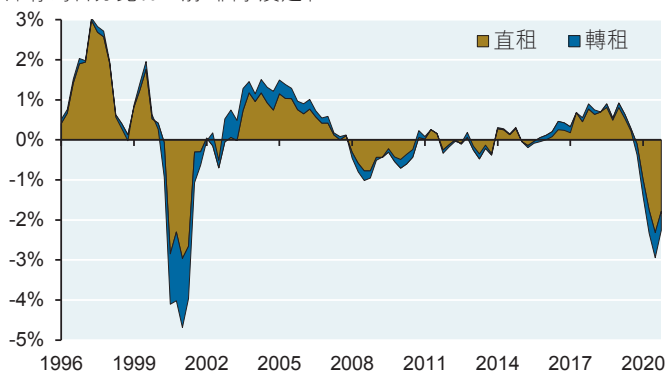
[4] 美國寫字樓市場的基本面分析：儘管面對疫情衝擊，基本面已有所改善

關於美國寫字樓市場，我們已經撰寫了許多有關寫字樓租用率偏低的文章：達拉斯、休斯頓和奧斯汀的寫字樓租用率約為45%，紐約、三藩市、洛杉磯等地約為20%-30%（參見第26頁）。顯而易見，僱主與僱員之間就居家辦公政策進行了廣泛的討價還價，而且這一問題還沒有徹底解決。即便如此，市場上仍有不少跡象表明美國寫字樓市場的基本面正在改善。

鑑於大多數辦公室租賃都屬於長租形式，採用空置率可能無法完整衡量可用供應量。換句話說，還有多少仍在出租但已無人需要的辦公室所形成的「影子」空置面積會對市場造成壓力？通過將淨直接空置面積加上新增淨轉租空置面積再除以總辦公室存量，我們便可以將寫字樓市場壓力與之前商業周期進行比較並做出評估。誠如下圖所示，紐約市目前承受的壓力巨大，是全球金融危機期間的兩倍多，但仍然遠低於2001年科技股崩盤後遭受的重大打擊。在芝加哥，目前的壓力數字絕對值低於紐約市，而且與之前兩個周期的情況類似。

紐約直租和轉租季度吸收率

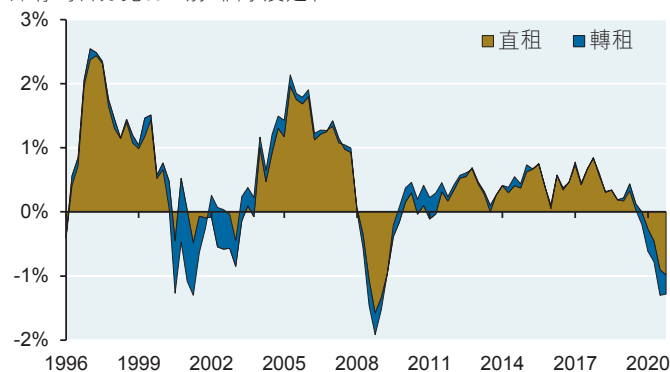
庫存的百分比%，前4個季度之和



資料來源：Costar、摩根資產管理。2021年第三季度。

芝加哥直租和轉租季度吸收率

庫存的百分比%，前4個季度之和



資料來源：Costar、摩根資產管理。2021年第三季度。

由於美國寫字樓市場非常多樣化，因此深入研究細節至關重要。紐約、華盛頓、西雅圖、明尼阿波利斯和丹佛目前承受的壓力高於全球金融危機期間，而華盛頓和丹佛的壓力甚至高於科技泡沫時期。我們確實從中總結得出一個結論：在美國，綜觀幾乎所有大型寫字樓市場，儘管關於辦公室工作的未來模式一直存在爭論，但2021年第三季度的空置趨勢較2021年第二季度已經有所改善。換言之，2021年第三季度幾乎所有消化數據均不像第二季度那麼負面。

美國寫字樓市場的壓力

庫存在 (百萬平方英尺)	直租加轉租吸收佔庫存的百分比%				疫情期間第3季度 是全球金融 危機低點的倍數	疫情期間第3季度 是科技股泡沫 破裂低點的倍數	
	新冠疫情 (2021年 第3季度)	新冠疫情 (2021年 第2季度)	全球 金融危機	科技股 泡沫破裂			
紐約—紐約州	979	-2.3%	-2.9%	-1.0%	-4.7%	2.2倍	0.5倍
華盛頓—特區	527	-1.6%	-2.0%	-0.3%	-0.6%	5.1倍	2.6倍
芝加哥—伊利諾伊州	511	-1.3%	-1.3%	-1.9%	-1.3%	0.7倍	1.0倍
洛杉磯—加利福尼亞州	435	-1.5%	-2.2%	-2.1%	-1.4%	0.7倍	1.1倍
達拉斯沃思堡—德克薩斯州	423	-1.1%	-1.3%	0.3%	-0.3%	不適用	3.4倍
波士頓—馬薩諸塞州	377	-1.4%	-1.8%	-0.9%	-2.9%	1.5倍	0.5倍
休斯頓—德克薩斯州	356	0.0%	-0.8%	0.9%	-0.5%	不適用	0.0倍
亞特蘭大—佐治亞州	344	-0.8%	-1.5%	-1.1%	0.6%	0.7倍	不適用
費城—賓夕法尼亞州	326	-1.2%	-1.8%	-1.0%	-1.6%	1.1倍	0.7倍
西雅圖—華盛頓州	236	-1.5%	-2.0%	-0.7%	-2.0%	2.1倍	0.8倍
底特律—密蘇里州	204	-0.5%	-1.0%	-1.3%	-1.5%	0.4倍	0.3倍
明尼阿波利斯—明尼蘇達州	203	-1.8%	-1.6%	-0.4%	0.0%	4.5倍	不適用
菲尼克斯—亞利桑那州	201	-1.1%	-1.0%	-1.7%	1.1%	0.6倍	不適用
三藩市—加利福尼亞州	188	-2.7%	-3.9%	-2.7%	-6.3%	1.0倍	0.4倍
丹佛—克羅拉多州	184	-1.8%	-2.6%	-0.6%	-1.2%	2.9倍	1.5倍

資料來源：Costar、摩根資產管理。2021年第三季度。

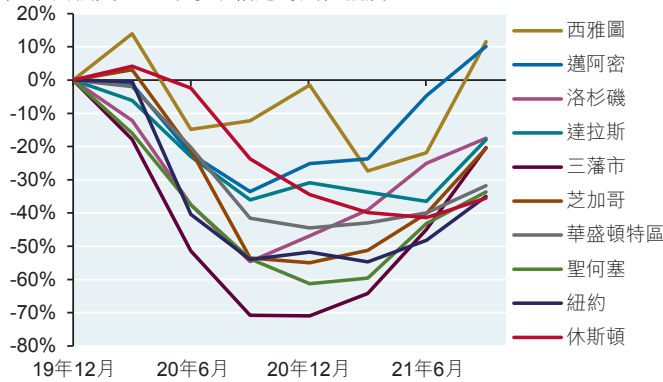


儘管疫情肆虐，但有更多證據顯示寫字樓市場正在復甦：租約和租期

就市場形勢而言，由於市場可以在租約正式開始日期之前就能追蹤租賃活動，毫無疑問租賃活動相比空置情況是一種相對較好的領先指標。誠如左圖所示，儘管休斯頓、紐約和華盛頓特區仍有待回暖，許多大型寫字樓市場的寫字樓租賃趨勢已經有所改善。另一個反映市場顯著改善的跡象：自2020年第三季度以來，寫字樓租期持續延長，表明租戶對其長期空間需求評估的信心不斷增強。重申：儘管勞資雙方在辦公室使用方面的分歧仍然存在，但商業房地產市場已經逐漸走強。

寫字樓租賃趨勢

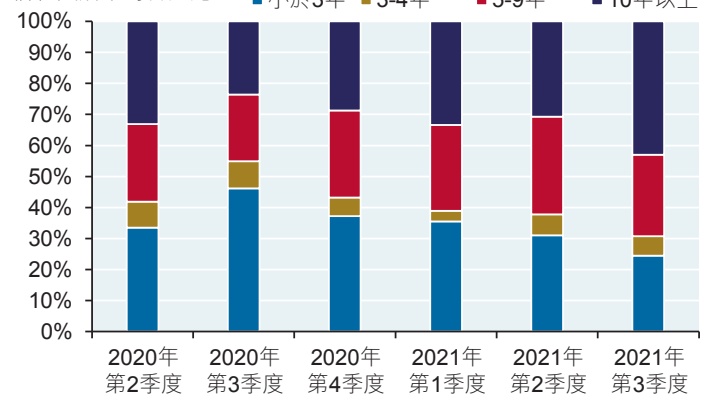
建築面積與2019年水平相比的變化幅度，%



資料來源：CoStar、2021年第三季度。

年期較長的租賃不斷增加

佔租賃活動的百分比 % ■ 小於3年 ■ 3-4年 ■ 5-9年 ■ 10年以上

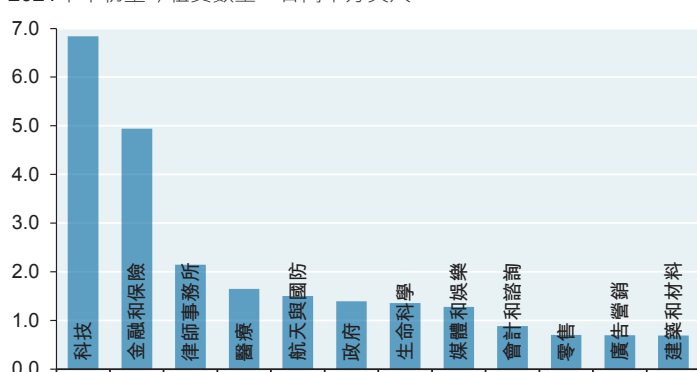


資料來源：仲量聯行。2021年第三季度。

雖然市場看來似乎已經回歸疫情爆發前的常態，但仍有一些重要的變化需要關注。從目前市場上明顯反映的趨勢可見，科技公司對位於增長節點地區的新建築空間需求增加。有鑑於此，我們的商業房地產投資團隊認為，擁有中央商務區的綜合寫字樓不再是可靠的升值途徑。即使空置率下降，大部分寫字樓市場可能仍然疲軟，因為企業會投入更多的資本支出來對抗這些長期趨勢，反而拖累這些建築物的長期回報。因此，理想情況下，應該縮小綜合寫字樓在投資組合中的比重，而且房地產投資組合投資者應集中於在增長節點地區購買或建造現代化辦公室。

商用寫字樓出租量 (按行業劃分)

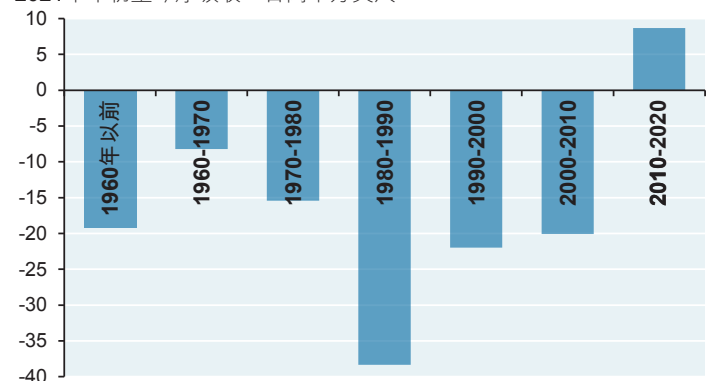
2021年年初至今租賃數量，百萬平方英尺



資料來源：仲量聯行、CoStar和摩根資產管理。2021年第三季度。

寫字樓的吸收情況 (按建築年份劃分)

2021年年初至今淨吸收，百萬平方英尺



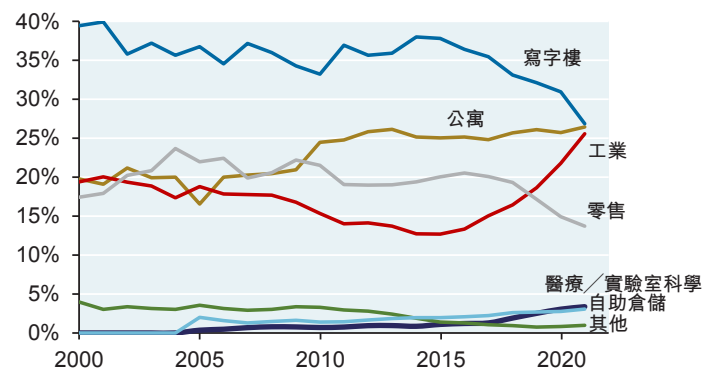
資料來源：仲量聯行、CoStar和摩根資產管理。2021年第三季度。



寫字樓投資佔機構和房地產投資信託基金投資組合的比重下降

關於寫字樓基本面的討論，不得不提到寫字樓資產在許多機構投資組合中的配置正在逐漸下降這一事實，才能綜觀全局。誠如下圖所示，在涵蓋了2,700億美元房地產投資，具有風向標意義的MSCI核心多元化開放式房地產基金指數中，寫字樓配置比例有所下降。對於公開交易的房地產投資信託基金而言，寫字樓的配置比例同樣較低。工業、生命科學和特殊房地產類型一直是本輪市場格局轉變的主要受益者。

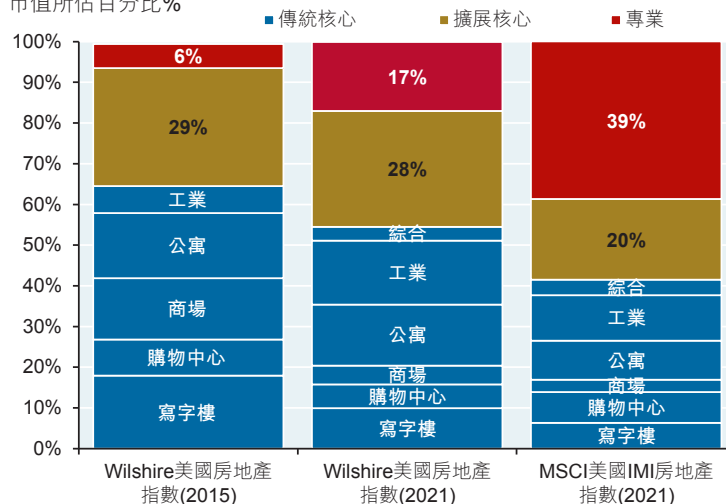
MSCI商業房地產核心指數房地產類型分配



資料來源：MSCI、摩根資產管理。2021年第3季度。

美國房地產投資信託行業明細

市值所佔百分比



資料來源：Wilshire、Vanguard和摩根資產管理。2021年第3季度。

板塊定義：

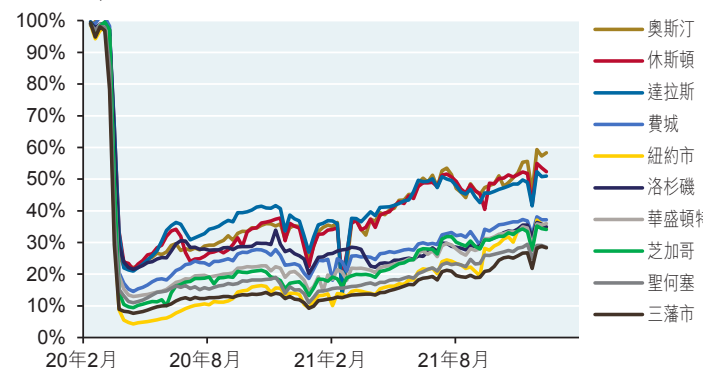
擴展核心：自助倉儲、酒店、長者公寓、醫務室、學生住房和預製房屋

特殊：數據中心、獨戶出租、土地和手機訊號塔

寫字樓利用率的計算方法：門卡／門禁系統數據和谷歌手機地理定位

各大都市區的寫字樓利用率

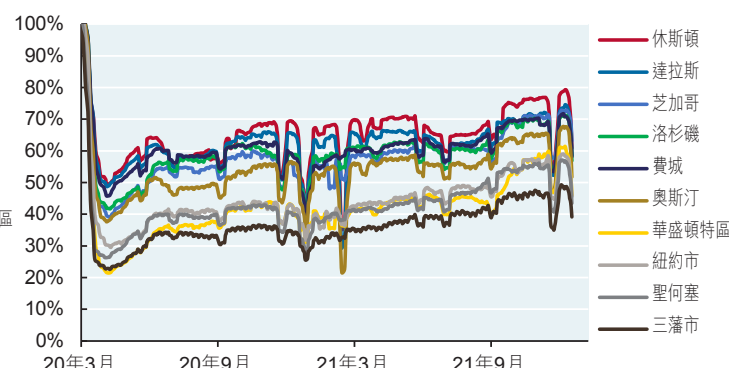
基於門卡／門禁系統數據



資料來源：Kastle。2021年12月15日。

谷歌工作場所流動性趨勢

相對於2020年1月基準的變化幅度百分比



資料來源：谷歌。2021年12月24日。7日平均。



[5] 基礎設施投資：魔鬼在細節中(電力分配、太陽能發電和大容量儲能)

過去十年，基礎設施投資已廣泛得到投資者接受。根據2019年進行的一項問卷調查¹⁰，96%的機構投資者受訪者表示，他們都在保持或加快基礎設施投資步伐。除了核心基金之外，投資者目前對增值方法和共同投資感到安心，主要聚焦於可再生能源、交通、能源／電力、垃圾管理和電訊。

基礎設施與其他替代行業板塊之間的主要區別，在於前者存在按公私合作夥伴關係構建的政府項目。十年前，公私合作夥伴關係項目是核心基礎設施投資的中流砥柱，但在某些司法管轄權區，政治問題、現有項目面臨的挑戰以及項目的複雜性一直都頗為棘手，而且公私合作夥伴關係項目已經失去了許多投資者和管理人的垂青。

與其關注一些關於基礎設施資產枯燥乏味的事實和數據，我認為深入研究影響我們一些實際基礎設施投資的風險和回報催化因素細節可帶來更大的意義。我們的基礎設施團隊和我着重分析了以下三個因素：其一為受監管的配電，其二為合同制太陽能發電，最後是大量液體存儲。我們將會以問答形式論述，此舉有助於說明微觀和宏觀因素在基礎設施投資中發揮的作用。

受監管的配電

您通常關注哪類公用事業？

垂直整合的公用事業是一個具吸引力的投資板塊：這些企業主要運營面向客戶的配電業務和州際輸電線路，由於擁有自己的發電能力，除了減少他們需要從第三方購買的電力，還可在批發市場出售電力。除了垂直整合的公用事業，獨立輸配電資產也同樣吸引。我們關注一個地區的人口和收入特徵，以確保水電費佔勞動所得的比例合適。最後，我們傾向於避免因歷史遺留的運營問題和其他問題而可能陷入困境的公用事業公司，因為新的所有者可能難以擺脫過去困局而重蹈覆轍。

這類一體化公用事業公司的電力構成如何？

顯而易見，不同公司之間存在巨大差異。我們持股的一家公司大約40%的電力來自天然氣，另外40%來自核電，其餘則來自外購電力和全資擁有的可再生能源公司。核電站的許可證將於2044年到期；此外，只要公用事業公司每年預先提供資金，退役成本可以收回。

驅動公用事業公司盈利的主要因素有哪些？當我們研究上市公用事業公司時，淨資產收益率的第75和第25百分位數分別為11.3%和6.4%，而自由現金流利潤率的第75和第25百分位數分別為24%和17%。換句話說，相比收入，公司利潤的差異更大。

盈利能力是基於監管機構設定的允許淨資產收益率，管理層可能試圖通過控制成本來超越淨資產收益率(即實際淨資產收益率)。公用事業企業之間的利潤變化，通常是由業務組合驅動，因為許多公司並不是純粹的受監管壟斷企業。雖然不受監管的商業模式可能看來比較吸引，但卻通常會導致資產表現不佳和陷入困境。舉個例子：商業發電業務受到能源需求停滯、可再生能源興起和天然氣價格下跌影響。商業發電的業務模式存在一個關鍵問題：發電收入通常無法覆蓋包括能源供應、資本和可變成本在內的全部成本¹¹。此類成本可能包括管理廢氣排放、煤灰處理和冷卻系統的新舊監管合規成本，而零可變成本的可再生資源則完全無需考慮此類監管問題。備受市場關注的商業發電企業破產案例包括Calpine、Dynergy、Mirant、NRG Energy和Texas Energy Future Holdings，以及AES、Edison International和PG&E Corp的競爭性發電子公司。這些公司破產最終也破壞了相關受監管公用事業行業的穩定。

¹⁰《基礎設施機構投資者趨勢》，Probitas Partners，2019年。

¹¹《商業發電業務模式的細分》，威爾金森、巴爾克和璣爾／PRG，2017年。



純壟斷企業過半數以上的盈利來自報酬結構和監管機構批准的資本投資，投資於這類企業可減少不確定性，使淨資產收益率更趨穩定。此外，投資於投資級資本結構中利潤率相對較高的公用事業公司的控股持倉，也為可分配收益提供了相對容易預測的自由現金流。

公用事業投資未見成效的主要原因是什麼？

我們認為主要有三個原因。首先，政府突然出台監管法規／政局出現無法預期的變化，可能會迫使公司減少客戶繳款或優先考慮其他指標(即環境保護目標)，導致不能持續取得已允許的股權回報率。我們通常偏好過去在投資資本回報政策方面一直能夠長期預測的州和地方司法管轄區。監管法規突然改變的實例：在1979年發生三哩島事件後，監管機構大幅更改先前已批准核電站的規則和設計要求，最終導致成本增加了一倍、兩倍，在某些情況下甚至增加了三倍。

其次，基本服務公用事業公司負責不間斷地提供關鍵服務、保持服務的可負擔性、維持安全運營以及符合環境的情況下運營。如果未能達標，可能會導致客戶、員工、社區、監管機構和政客們失去信心。PG&E或許就是其中一個最佳例子，該公司因商業發電和經營失敗而失去了許多利益相關方的支持，損害了他們實現長期可行的淨資產收益率的能力。

第三，槓桿操作會對公用事業公司構成嚴重問題。大多數公用事業公司的業務達到投資級，都是通過審慎管理才能達到這一水平。槓桿操作可能會導致企業倒閉，尤其是當監管機構降低了可允許的股權回報率時。由於公司受益於其自身資本成本的下降，或者當監管機構對先前合同重新進行具追溯效力的評估後，顯示公司的淨現金流量超過最初預期，則允許回報可能會下降。

合同制太陽能發電

我有很多關於電網內獨立太陽能發電商實際上如何運作的問題。首先，在獨立太陽能發電商運營的國家，限電問題是如何處理？換言之，如果太陽能發電商可以在給定的時間生產太陽能發電，但由於潛在負荷超過需求而沒有被加以利用，他們是否需要承擔限電導致的機會成本損失，還是他們可獲得棄電賠償？

限電對於太陽能公司來說並非一個主要問題，儘管在智利和日本等國家／地區存在間歇性限電的實際情況。整體而言：太陽能發電量大部分是根據電價結構和／或照付不議購電協議(PPA)出售，其中許多協議具有防止限電的保護條款。在西班牙，受監管的回報收入結構就是其中一個例子。

同樣，隨着新的太陽能資產加入電網，公司最終是否具有任何優先權，還是無論工廠何時建造，所有參與者都會受到同等對待？

每個市場都不同；我們的太陽能公司投資的資產，其大部分現金流量通常來自簽訂私營照付不議購電協議，或受益於上網電價和其他政府支持計劃。從輸電調度的角度來看，大多數獨立電力生產商沒有明確的電網優先權，但公司的資產更為成熟，通常能夠受益於更高的上網電價。擁有全球網絡至關重要，因為有時最新的照付不議購電協議和補貼安排可能不再為新投資提供吸引的回報。公司能夠在北美、南美、歐洲和日本發掘投資機會，有助公司專注於當時可供選擇的最佳投資機會。



隨着時間的推移，您的太陽能管理模塊是否曾經出現容量系數下降問題？關於容量系數隨着設備老化而導致速度下降的問題，目前該行業存在不少爭論。

總體而言，與風能相比，太陽能的容量系數下降幅度輕微。主動型資產管理是整個投資組合保持高水平運營生產力的關鍵。公司與實地運營團隊緊密合作，集中監控其全球安裝基地的性能表現，而實地運營團隊則負責即時應對問題。此外，公司還參與設備更新和／或改造工作，希望通過模組定價下降和技術進步而從中受益。

公司從頭開始建造太陽能設施，還是只購買當前已竣工的設施？

公司主要經營現有的「棕地」項目，並且致力於完成現有項目的後期開發工作。

我知道這個問題可能有點複雜，但請大概描述一下，相對於能夠反映當時需求狀況的現貨市場定價，公司按每千瓦時的預定價格計算出售了多少電力？

公司通常與投資級交易對手方簽訂長期合同，而大部分運營資產乃根據政府支持的定價收入計劃(上網電價)獲得報酬。這些合同的電價風險一般極低。在某些市場，報酬可能會導致小規模的商業價格風險敞口，但公司致力於盡量降低其投資組合中承擔此類風險的敞口。公司的加權平均合同期限約為22年。

集成式液體儲存設施

我知道您們還投資於墨西哥灣沿岸多模式大量液體燃料儲存設施，這些儲存設施可通過鐵路、卡車、駁船和深水船隻使用。與一些太陽能照付不議購電協議一樣，我認為存儲設施現金流對於實際吞吐量不是高度敏感。這一觀點是否正確？

完全正確。公司約70%的收入來自照付不議倉儲合同，而合同費率與通脹率掛鉤。

公司的儲罐是否也裝有石油和其他液體燃料？

按最終產品劃分的收入構成，正是這項投資的部分吸引力所在。公司實際上不儲存汽油，也不儲存大量石油衍生產品。有關設施主要用於儲存工業化學品，如潤滑劑、燒鹼、用於化工生產的酸、化肥和農業相關原料，以及一些可再生燃料。因此，我們預計由於交通電動化或家庭供暖而導致石油和天然氣需求下降，不會對公司產生重大影響。

公司的設施主要用於美國境內的液體燃料運輸，還是用於面向其他國家／地區的進出口？

主要客戶是一家大型策略型企業，其存儲資產與公司的供應鏈已經無縫整合。在某些情況下，公司的原料儲存是作為發貨給國內和國際客戶之前的最後一站，而在其他情況下，公司儲存的原料則為國內製造流程所需的關鍵原料。由於公司的設施是客戶供應鏈中至關重要的一環，因此公司的合同續簽率和客戶整合率往往很高(約85%的續簽率)。

這些儲罐能用多久？

儲罐的實際可用期限約為40年，現有設施可供翻新和重新安置，相對於更換價值而言，翻新和重新安置所需的資本支出最少。然而，如果轉換產品(例如從礦物油改為農產品油脂)，則需要完全更換。



[6] 木材：在尋求真正減碳的世界中，既能提供穩定的收益來源，還具備進一步上升空間

木材投資已經存在一段頗長時間了；在首批關於預期回報的研究分析中，有些源自1850年德國林務員馬丁·福斯特曼(Martin Faustmann)的手筆。下表比較了美國木材與其他美國實物資產的回報率，並將名義回報率和風險調整後回報率一併列出。自2008年住房危機導致需求暴跌以來，美國木材的回報率一直偏低：時至今日，美國仍有過剩的南方松，即使在當前住房市場緊張的情況下，可能也需要十年時間才能耗盡¹²。顯而易見，我不是十分看重基於估價的低流動性資產的風險調整後回報，列出這些數字的原因是為了那些比我更加看重這些資產的投資者。過去20年裡，美國木材投資一直成為投資組合內一個相當穩定、回報適中的補充¹³。

下圖顯示了不可投資實物資產的NCREIF指數回報。該指數主要追蹤無槓桿財產的回報率；但在實際操作中，大多數投資於實物資產的管理型產品都具有一定程度的槓桿。舉個例子：NCREIF ODCE指數追蹤商業地產基金的回報，這些基金總共使用了約25%的槓桿，其中三分之二是在物業層面。

無槓桿實物資產回報率，1991-2021年

資產類別	年化回報率	標準差	夏普比率
農田	10.6%	5.8%	1.36
工業地產	9.9%	4.9%	1.49
林地	8.9%	6.8%	0.91
公寓物業	8.7%	4.3%	1.43
零售物業	7.5%	4.2%	1.16
辦公物業	6.9%	5.3%	0.81

資料來源：彭博資訊、NCREIF和摩根資產管理。
2021年第3季度。

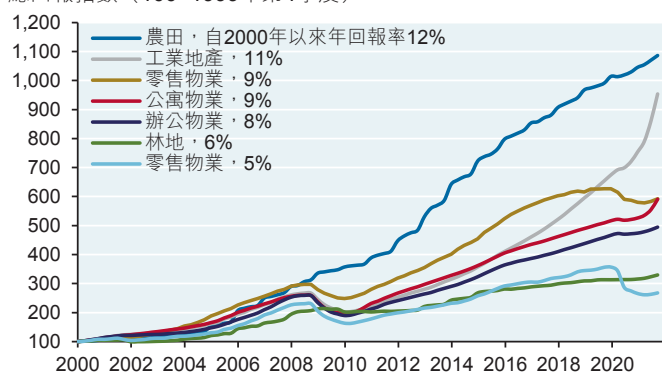
無槓桿實物資產回報率，2000-2021年

資產類別	年化回報率	標準差	夏普比率
農田	11.6%	6.7%	1.55
工業地產	10.9%	5.1%	1.92
零售物業	8.5%	4.6%	1.60
公寓物業	8.5%	4.7%	1.55
辦公物業	7.6%	4.9%	1.33
林地	5.6%	4.7%	0.95
酒店物業	4.6%	7.0%	0.49

資料來源：彭博資訊、NCREIF和摩根資產管理。
2021年第3季度。

2000年以來的無槓桿實物資產回報率

總回報指數 (100=1999年第4季度)



資料來源：彭博資訊、NCREIF和摩根資產管理。2021年第3季度。

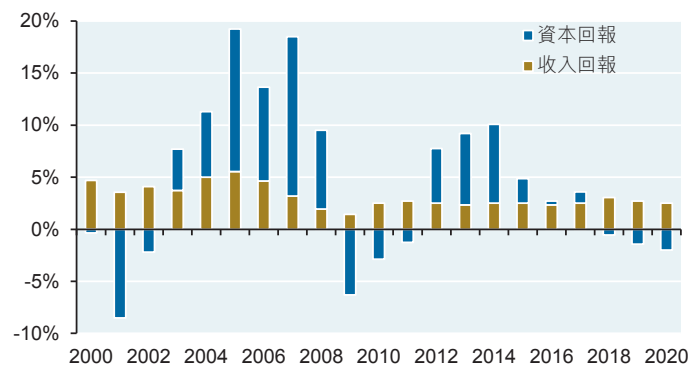
¹² 關於南方松。我們的木材行業經理認為，在美國東南部，雖然鋸木價格可能會在2-4年內開始上漲，但結構性需求可能還需要8-10年才能完全恢復到2008年之前南方松的供需平衡和其價格軌跡。

¹³ 《華爾街日報》在2018年10月發布的一篇文章，重點分析了一家出售其木材投資組合的大型美國機構投資者產生的虧損。深入了解細節至關重要：它的木材投資組合是在2008年房地產崩盤以致影響木材價格之前以最高估值購買；該項目的槓桿率很高，一些最好的木材被提前採伐以償還債務；木材投資組合的構成單一（僅德克薩斯州和密西西比州）；而且據我們在林業方面的專家稱，投資組合受一份租約規限，租賃價格低於市場價格，並設定了數量和自動調整條款。



木材的總回報率每年都會不同。誠如下圖所示，採伐收益穩定。資本回報指估值的變化，可能會有所有不同，反映了貨幣政策、長期利率的變化、住房政策和潛在土地使用價值的變化。過去三十年，木材回報率與通脹率的正相關性高於其他實物資產。稅收待遇方面：在美國，來自林地採伐的收益按資本利得處理，不作為普通收入。

林地表現：收入和資本回報對比
%，年終總回報，NCREIF美國林地地產指數



資料來源：Hancock Natural Resource Group。2020年12月。

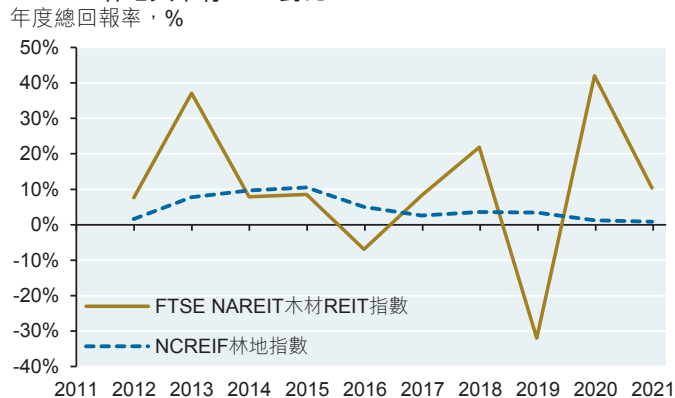
回報率與通脹率 (1991 - 2021年第3季度, 5年年化)

資產類別	相關性	R平方
林地	54%	30%
公寓物業	31%	9%
辦公物業	27%	7%
零售物業	19%	4%
農田	13%	2%
工業地產	3%	0%

資料來源：彭博資訊、NCREIF和摩根資產管理。2021年第3季度。

木材房地產投資信託基金呢？無論經濟周期或木材周期如何變化，公開交易的房地產投資信託基金投資者通常都希望獲得年度分配。因此，無論木材價格高低，木材房地產投資信託基金每年都會採伐木材。私募木材投資工具方面，管理人可以選擇按照更接近原木價格變化的時間進行採伐。對於許多機構投資者而言，雖然房地產投資信託基金的結構避免了雙重徵稅，但它們仍會產生一定程度的公司稅，因此私募投資工具可能更為有效。

NCREIF林地與木材REIT對比



資料來源：彭博資訊、NCREIF和摩根資產管理。2021。

木材房地產投資信託基金與NCREIF林地指數具有不同的回報特徵：

- 木材房地產投資信託基金使用槓桿，NCREIF無槓桿；
- 木材房地產投資信託基金可以擁有鋸木廠，將鋸木加工成木材和人造木製品；Weyerhaeuser通常可以從木製品中獲得與木材採伐相同的收入，某些年份甚至超過3倍收入；
- 木材房地產投資信託基金例如Rayonier，在美國境外還擁有回報率更高的森林；其新西蘭森林資產和一些非森林權益佔淨收入的50%；NCREIF木材指數僅適用於美國森林；以及
- 木材房地產投資信託基金可以立即反映出衰退，而NCREIF估值則依賴間歇性估價。

木材投資涉及的部分風險¹⁴：

- 管理得當的森林受到昆蟲和疾病侵害的機會不大；每年的枯損可能比率低於0.2%。
- 從過去經驗來看，美國所有林地(包括加州和美國西部其他地區的公共土地)每年的火災損失都低於1%。例如，在俄勒岡州，美國林務局擁有所有林地的60%，也承擔了過去十年來全部被燒毀面積的86%。然而，狂風導致2020年的情況反常，致使私人土地的損失率偏高：在俄勒岡州被燒毀的100萬英畝土地中，40%屬於工業或私人土地。在私人土地上進行更多砍伐和清理以減少火災風險可能帶來的收益尚無定論。火災後，在更成熟的森林中，土壤修復、清理和種植幼苗所需的成本可能高達每英畝1,500美元。
- 每年受颶風和風暴影響的美國林地不足0.2%-0.5%。

¹⁴《全球林地投資回報和前景：2020年》，弗萊德•考貝奇，北卡羅來納州立大學。



木材：非美國投資

上面顯示的回報數據僅反映美國境內的木材投資。許多木材投資組合也擁有大量國際資產，回報率可能更高。全球木材存在很多異質性，美國境外的風險也可能更高。2020年在《森林政策與經濟學》發表的一篇論文，羅列了按國家和物種劃分的2020年木材回報(見下表)。有關研究分析不包括土地成本，並反映假設先前存在的土地所有權所賺取的內部收益率(IRR)。內部收益率的差異主要反映木材種植成本、森林管理成本、立木木材價格和木材生長速度的變化。將土地成本包括在內可以將所示內部收益率降低3%-8%；下表的主要觀點是強調美國境外投資往往可以獲得更高回報。

木材投資回報率(不包括土地成本)

國家	物種	IRR	國家	物種	IRR
阿根廷	火炬松—米西奧內斯	7%	新西蘭	輻射松，不修剪	11%
阿根廷	巨桉—科連特斯1	21%	巴拉圭	桉樹克隆	22%
巴西	火炬松鋸材	12%	波蘭	櫟樹屬，國家森林	3%
巴西	尾葉桉紙漿廠	9%	波蘭	櫟樹屬，私有	4%
智利	輻射松鋸材—較佳地點	14%	波蘭	樟子松，國家森林	1%
智利	輻射松紙漿材—較差地點	12%	波蘭	樟子松，私有	3%
智利	藍桉紙漿材	15%	西班牙	楊樹	10%
智利	亮果桉紙漿材	12%	西班牙	藍桉	11%
中國	桉樹	29%	西班牙	亮果桉	10%
中國	馬尾松	8%	西班牙	輻射松	6%
哥倫比亞	巨桉	2%	烏拉圭	斯密提桉	15%
哥倫比亞	展葉松鋸材	11%	烏拉圭	鄧恩桉	12%
哥倫比亞	展葉松紙漿材	0%	烏拉圭	巨桉紙漿	14%
哥倫比亞	特庫諾馬松	14%	烏拉圭	巨桉鋸材—速生	12%
厄瓜多爾	柚木	11%	烏拉圭	巨桉鋸材—慢生	4%
厄瓜多爾	藍桉(4個砍伐周期)	12%	美國	火炬松/中收益及北卡羅來納州密度	5%
厄瓜多爾	輻射松/展松—80%/20%	7%	美國	火炬松/高收益及北卡羅來納州密度	7%
芬蘭	雲杉	4%	美國	混合硬木，同齡，已種植，清晰修剪	3%
芬蘭	樟子松	4%	美國	紅豆杉地點I	7%
老撾	桉樹，工業	21%	美國	紅豆杉地點III	6%
老撾	桉樹，承包種植	32%	越南	金合歡小農場主	26%
老撾	柚木	21%	越南	垂尾桉，高增長	22%
老撾	柚木	16%			
墨西哥	灰松	12%			
墨西哥	巨桉	21%			

資料來源：《2020全球林業投資基準化分析三年期報告》，Cubbage等人(北卡羅來納州立大學)。

關於上表的一些評論：

- 木材的生長速度差異巨大，但總括而言，北半球的溫帶原生森林比亞熱帶和赤道以南半球森林中的外來人工林生長得更慢。大洋洲、智利和南非的溫帶外來人工林生長速度和價格，介於北半球與亞熱帶地區之間。
- 南美森林通常由來自北美的松樹和來自澳大利亞的桉樹組成。這些物種目前為第二代或第三代遺傳改良林，種植地點相對較好，為集約化管理，幾乎可以全年生長。截至2017年，巴西的平均生長速度為全球最高，松樹每年每公頃最多增加40立方米，桉樹每年最多增加50立方米。通常情況下，這些高生長速度和良好的森林管理措施，也意味着中等乃至高於平均水平的森林建設成本。
- 在亞洲，投資木材可能非常困難：土地稀缺，農村基礎設施匱乏，政府機構力量薄弱，生物和政治風險較高，要達到良好的森林管理可能面臨不少挑戰。



交叉層壓木材(「CLT」)的需求如何?建築商正在研究使用CLT重型木結構作為鋼材和混凝土替代品的潛力。如果這一操作能夠廣泛普及，可能會增加市場對南方松和花旗松以及加拿大軟木的需求。2019年，國際規範委員會批准將高層木結構建築納入《2021年國際建築規範》提案。該規範包括建造高達18層的商用和民用重型木結構建築的規定。下面是我們針對新規範進行的利弊分析。需要明確的是，重型木結構只佔當前需求微不足道的一小部分。

CLT之好處：根據美國林務局、國際規範委員會和防火研究基金會的數據，CLT在防火方面的表現優於鋼筋和混凝土；與傳統建築方法相比，碳排放更低；能夠以更低的勞動力成本和減少資源浪費更快地建造建築物；在地震方面的表現良好；可以支持更好的公地森林管理。

CLT之壞處：鑑於俄勒岡州林業學院建築使用的CLT底層地板出現開裂和坍塌，CLT建築在耐久性和結構方面仍存在問題。根據隨後開展的調查發現，根本原因是一宗工廠失誤，與用來將單層板黏合在一起的黏合劑有關，並不屬於涉及CLT本身使用的普遍性風險。不過，如果處理不當，CLT材料遇水也會導致翹曲、腐爛和發霉。

木材選擇、企業碳排放承諾和樹木固碳。超過三分之二的公司以及佔標普500指數成份股公司市值80%的企業均已宣布承諾減少或消除其碳足跡，其中一些企業更承諾要將前幾年的碳排放量中和。如果他們計劃通過直接空氣捕碳或碳礦化來實現這一目標，他們將面臨當頭棒喝：正如我們在2021年的能源報告文章中解釋，直接從空氣中捕碳需要的能量，似乎比傳統的地質碳封存高出6到10倍，由於成本高昂和操作過程複雜，目前該過程本身只能封存0.1%的全球排放量。如果情況果真如此，許多公司可能會發現自己最終需要投資木材方可實現其減碳承諾。

擁有林地，並在某個時點通過樹木實現碳中和貨幣化而不是砍伐林木，此舉是否具有更大意義?這是一個非常具有前瞻性的想法，特別是考慮到美國目前尚不存在全國範圍內銷售樹源減碳市場。西部氣候倡議市場僅包括加利福尼亞、魁北克和新斯科舍，區域溫室氣體倡議僅限於東北部的11個州；兩者加起來僅佔2020年全球碳市場價值的12%。但值得注意的是，在各種研究中，木材所有者的每噸碳收支平衡價格(即出售碳信用額度與採伐樹木之間的無差別點)一直低於每噸50美元。換言之，如果碳市場的每噸價格與歐洲目前的水平相若，木材所有者最終可能會有另一條途徑將其投資貨幣化。

對抵消因森林砍伐而損失的收入所需的盈虧平衡碳價格的預估

研究地點/作者	年度	說明	盈虧平衡價格 (每噸二氧化碳)
加拿大不列顛哥倫比亞 (Man等人)	2014	研究分析了按基準採伐水平的30%計算，不列顛哥倫比亞省三個森林區域達到50年樹齡的樹種最高高度和木材淨收入。	\$3.9-\$40.8
非洲加蓬 (Ndjondo等人)	2014	假設所有商業物種的木材貢獻邊際中位數(售出價格減去建築價格)為每立方米25美元。	\$11-16
尼泊爾 (Pandit等人)	2017	審查尼泊爾流域地區共有林森林固碳的財政激勵措施的可行性。	\$2.4-\$41.8
美國華盛頓 (Fischer等人)	2017	使用區域平均土地持有成本並假設無收穫情景，研究使用概率模擬來估計碳信用的平衡點價格。	\$14
巴西亞馬遜合法開採地區 (Silva等人)	2018	假設平均森林碳密度為每公頃132噸，從而根據放棄的農業收入來估算減少森林砍伐的代價。	\$16

資料來源：內布拉斯加大學、英屬哥倫比亞大學、華盛頓大學、西澳大利亞大學、熱帶生態研究所(加蓬)和摩根資產管理。2018年。



政策問題：中國整頓各行各業的監管政策、英國脫歐和ESG投資因素

[7] 儘管2021年的監管變動及增長放緩，但資金持續流入中國投資組合

由於中國對房地產和其他行業實施新監管標準抑制了增長，同時能源價格持續上漲¹⁵和拉閘限電也導致國內工業生產回暖之勢逆轉，去年秋季中國經濟增長陷入停滯。**2022年市場釋放出的訊號好壞參半，但我們認為與中國境內股市相關的利好因素將超過負面因素。**顯而易見，我們仍然對中國境外互聯網股票抱持審慎態度。

利好因素：儘管經濟刺激力度不大，銀行存款準備金率只下調了50個基點，但同時央行多次表態支持增長，並向地方政府、中小型企業、抵押貸款和開發商提供更多信貸分配。雖然中國企業利潤增長因養豬場、獨立電力生產商和受新規影響的公司錄得虧損而減弱，但摩根大通研究部預計2022年企業盈利增長19%，實際國內生產總值增長4.7%，通脹率僅為2%。

負面因素：11月，反壟斷監管機構獲得了更嚴格的執法權，管理範圍亦隨之擴大。對互聯網實施監管已被視為國內企業長期治理至關重要的手段，此舉措可能導致收入增長放緩，合規成本增加，監管事件觸發市場波動性加劇。此外，中國對海外上市和消費者數據追蹤的監管成本和運營限制一直增加。中國對違約房地產開發商沒有提供太多幫助，他們的一些項目最終可能會移交給國有企業。不僅如此，疫情清零政策也持續抑制增長，而且中國正為2022年冬季奧運會作好準備，防污染政策或將限制工業生產。

中國經濟：積極訊號

指數（100=2018年1月）



資料來源：中國海關總署、MSCI和摩根資產管理。2021年11月。

中國經濟：穩定訊號

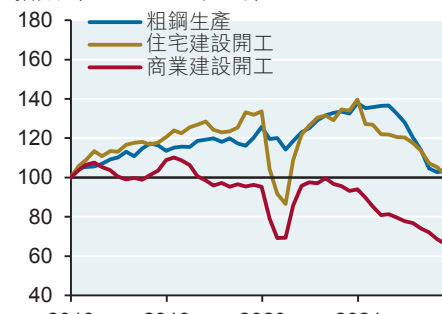
指數（100=2018年1月）



資料來源：中國國家統計局、中國電力企業聯合會和摩根資產管理。2021年11月。

中國經濟：消極訊號

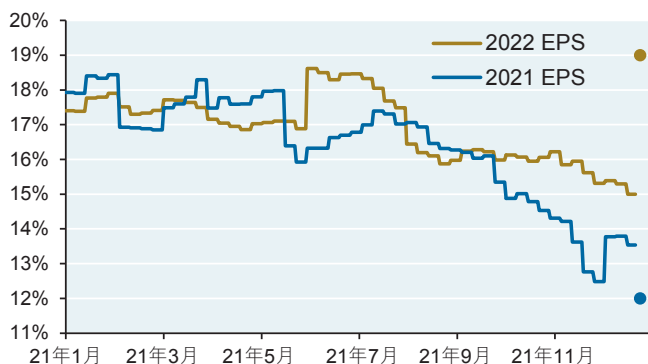
指數（100=2018年1月）



資料來源：中國國家統計局和摩根資產管理。2021年11月。

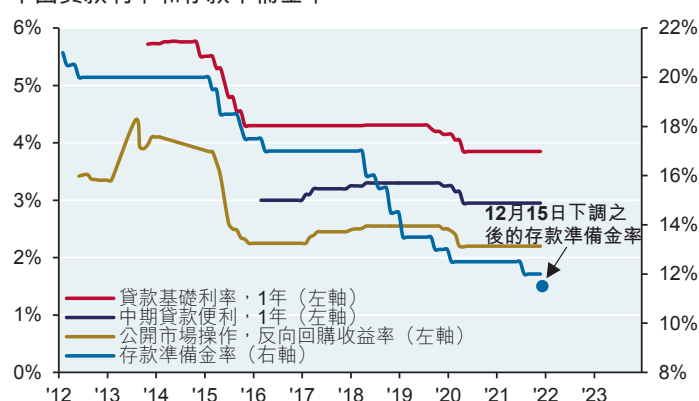
MSCI各年度中國盈利普遍預測

年同比漲跌幅，%



資料來源：摩根大通全球研究部。2021年12月28日。

中國貸款利率和存款準備金率



資料來源：中國人民銀行。2021年11月。

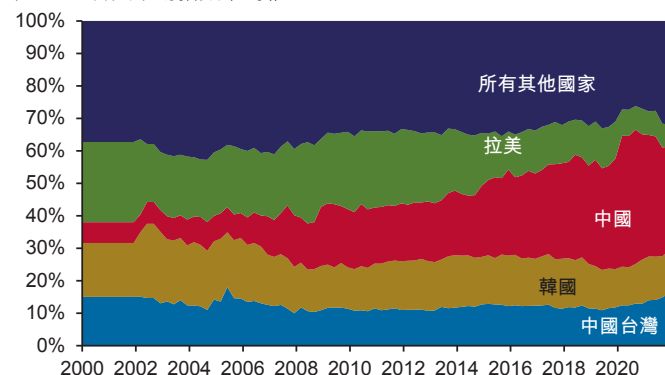
¹⁵ 中國的電力問題是隨着全球經濟反彈，電力需求激增而導致的副作用；中國水電產量下降，煤電需求因此增加；由於氣候目標、安全問題和煤炭限價，導致中國煤炭生產放緩，電廠煤炭庫存持續消耗以致最終低於正常水平；中國電力部門實施價格管制，禁止公用事業公司收回不斷上升的投入成本(中國此後放鬆了煤炭生產限制並對煤炭本身實施了價格管制)。



關於中國和投資組合的資金流入。新興市場股指產品往往用於提供多元分散不同地區的風險敞口。但這種情況已經發生了變化(原因也有好¹⁶有壞):目前,僅中國、韓國和台灣三地就佔整個MSCI新興市場股票指數的三分之二。大多數基金管理人傾向於幾乎完全按照該等指數水平進行資產配置;根據一份在疫情爆發前針對新興市場內最大規模基金管理人的研究報告顯示,上述三地的地區權重中值與基準僅相差1%-3%。同樣有趣的是:管理人超配的資產往往是超出基準的持倉,而不是超配新興市場領域內其他地區的持倉。

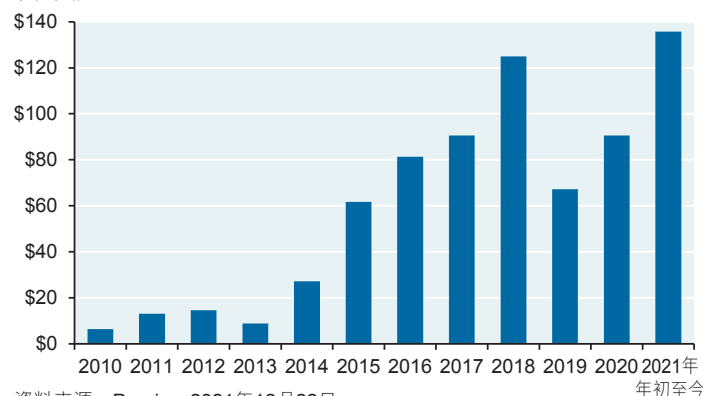
隨著越來越多中國境內股票獲納入指數成份股,中國在MSCI新興市場指數所佔的權重,可能將從35%上升至45%。出於這個原因,加上中國龐大的中產階級不斷崛起,儘管2021年中國對各行各業的監管整頓,我們仍然相信中國擁有別具吸引力的長期投資機會。回顧2021年(年初至12月底)的風險資本流入情況,私人投資者顯然認為,中國政府不會永久性地削弱許多大型成功私營企業的長期增長前景。誠如下圖所示,新興亞洲(其中大部分是中國)的私募股權和風險投資的表現遠勝公開股票市場。私人投資者傾向於關注醫療保健、大宗商品、保險和其他在中國公開股票市場上代表性不足的行業。

新興市場國家權重
在MSCI新興市場指數中的權重, %



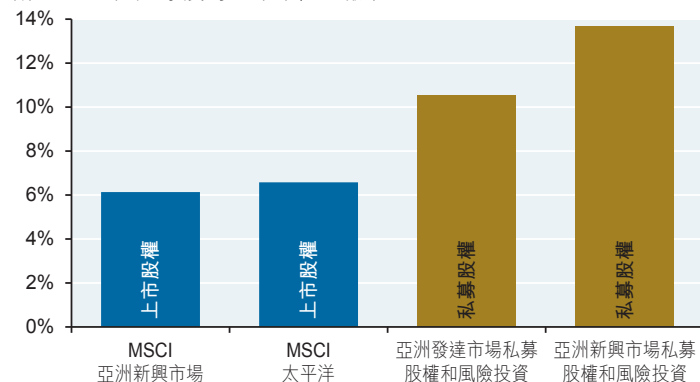
資料來源: 彭博資訊。2021年12月28日。

中國風險投資中以美元計價的基金
十億美元



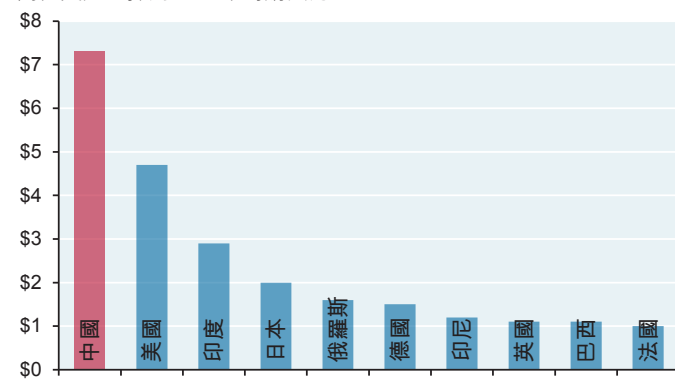
資料來源: Preqin。2021年12月22日。

亞洲私募股權的表現與公開股市的對比
截至2020年第2季度的10年年化回報率



資料來源: Cambridge Associates LLC、彭博資訊和摩根資產管理。2020年第2季度。

2020年的中產階級消費
萬億美元, 採用2011年的購買力



資料來源: 布魯金斯學會。2020年10月。

資料來源包括《依舊存在的監管風險》, Thomas Gatley, 龍洲經訊, 2021年12月2日, 以及《中國股票盈利追蹤》, 摩根大通股票研究部, 2021年12月3日。

¹⁶ 從2000年到2020年, MSCI新興市場亞洲指數和MSCI新興市場拉丁美洲指數的累計回報率分別為377%和300%;按年計算, 亞洲新興市場的表現每年超出拉美1%。過去十年的差異更加明顯: MSCI新興市場拉丁美洲為-28%, MSCI新興市場亞洲則為95%。不過, 與標普500指數的十年表現為267%相比, 這兩個數字都相形見绌。



[8] 英國脫歐及國家主權的高昂代價

英國經濟學家發表了一些有史以來最悲觀的英國脫歐評估報告。我一直想知道英國人這個身份會對他們的前景展望產生怎樣的影響；許多人是金融機構的僱員和倫敦房地產的業主，因此他們似乎在所難免會遭受損失。誠如第一張圖表所示，自英國脫歐以來，英國銀行的表現一直落後於歐洲同業。歐洲央行仍在努力推動歐盟銀行將員工和設施遷回歐洲大陸，因此這方面的評估尚未塵埃落定。英國脫歐後倫敦房價確實下跌，但此後又隨着全球房價攀升而同步上漲。

英國銀行與歐元區銀行對比

指數 (100 = 2016年6月)



資料來源：彭博資訊。2021年12月29日。

倫敦房價

指數 (100 = 2016年第2季度)



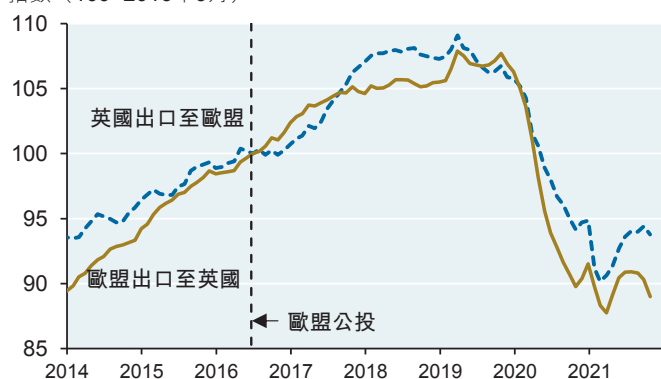
資料來源：英國全國建築協會和摩根資產管理。2021年第3季度。

市場普遍認為英國脫歐整體上會對英國不利，讓我們暫且退後一步，一同深入分析這一觀點。目前面對最難之處，在於我們才剛剛進入英國脫歐時代。雖然公投於2016年舉行，但英國直到2020年1月才合法退出歐盟，直到2020年12月過渡期結束才正式脫離這個單一市場。此外，對英國消費者和企業造成的影響，以及他們的反應也需要一段較長時間才會慢慢顯露。最後，新冠疫情影響了很多數據，使其更加難以解讀。不過，儘管目前存在這些挑戰，我們仍將嘗試進行初步評估。

由於新的貿易條款需時實施，英國與歐盟的貿易在脫歐後仍然上升。直到2019年初，英國與歐盟的貿易才開始下降；新冠疫情席卷全球後，由於英國和歐洲的國內需求下降，英歐貿易崩潰的速度開始加快。英國與世界其他國家的貿易同樣急跌。自2021年年初至今，唯一顯著增加的是英國對非歐盟商品的進口；與非歐盟國家的貿易並沒有一如英國一些脫歐支持者預期能夠抵消歐盟貿易的下降。即便如此，自公投前夕以來，英鎊已經下跌了15%，這有助於穩定英國的整體貿易平衡。2021年第三季度，在經歷一個赤字較高的周期後，英國錄得3.3%的經常賬戶赤字，為過去20年來的平均水平(見第38頁)。對貿易的總結：情況不妙，但受疫情影響太大而無法確定。

英國與歐盟的貿易量

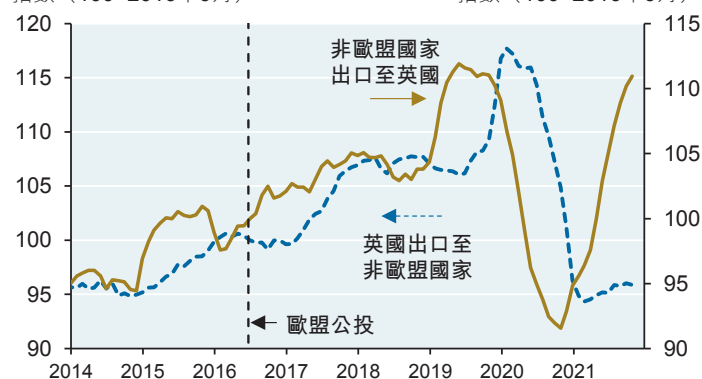
指數 (100 = 2016年6月)



資料來源：英國國家統計局和摩根資產管理。2021年10月。12個月移動平均。

英國與非歐盟國家的貿易量

指數 (100 = 2016年6月)

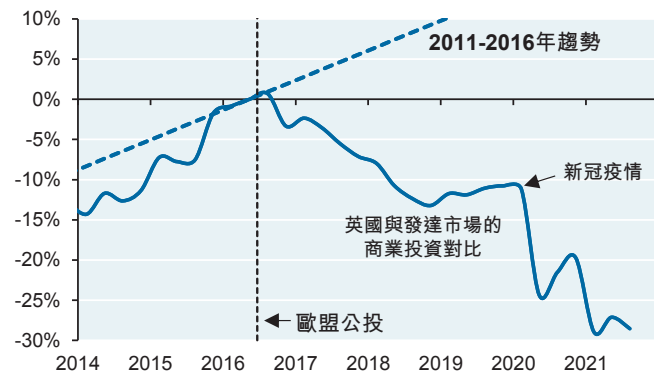


資料來源：英國國家統計局和摩根資產管理。2021年10月。12個月移動平均。



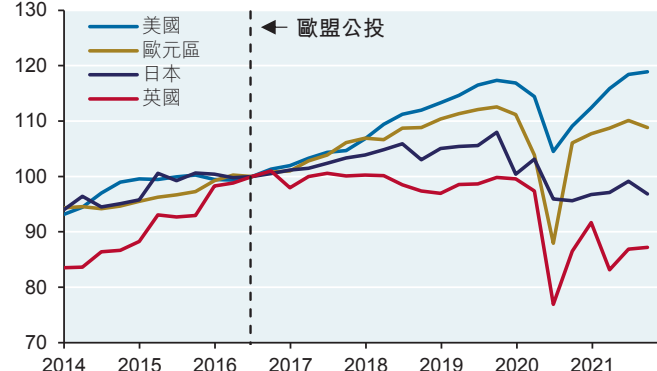
商業投資方面的結論：英國脫歐對英國非常不利。第一張圖表顯示了從2011年到2016年英國資本支出與其他發達國家相比的上升情況。脫歐公投後，即使在疫情爆發前，英國資本支出趨勢與發達國家相比也出現急劇下降，疫情肆虐後情況變得更糟。第二張圖表顯示了按國家／地區劃分的數據；毫無疑問，圖中清楚反映出英國脫歐造成的負面影響。如果您認為企業資本支出是經濟健康、生產力提高、勞動力需求和經濟增長的最重要指標之一，那麼當前的差距(如果情況持續)將是英國脫歐後帶來的一個非常明顯的負面後果。

英國與發達市場的商業投資對比
%，指數以2016年第2季度為基準



資料來源：摩根大通經濟研究部。2021年第3季度。

實際商業投資
指數 (100=2016年6月)

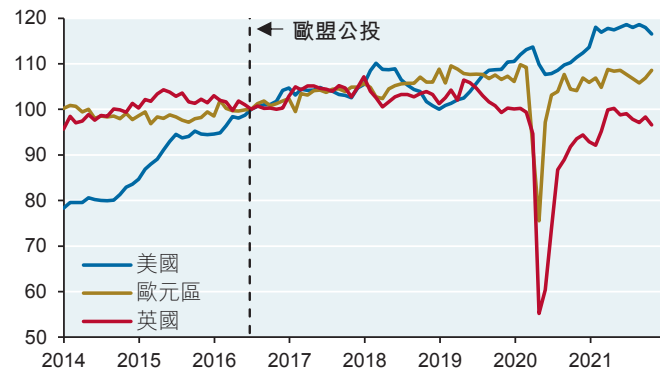


資料來源：美國商業部經濟分析局、日本內閣、各地區統計局和摩根資產管理。2021年第3季度。

建築方面的數據大致相若；英國脫歐後，與歐元區和美國的產值差距不斷擴大，疫情爆發後情況更進一步惡化。英國脫歐不僅是某個行業的問題；英國更因而陷入了實際可支配收入落後其他經濟體的周期，尤其是與美國相比(如右下圖所示)。舉個例子：根據倫敦經濟學院估計，2016年英鎊貶值導致消費價格上漲了2.9%，相當於家庭年均生活成本增加了870英鎊。

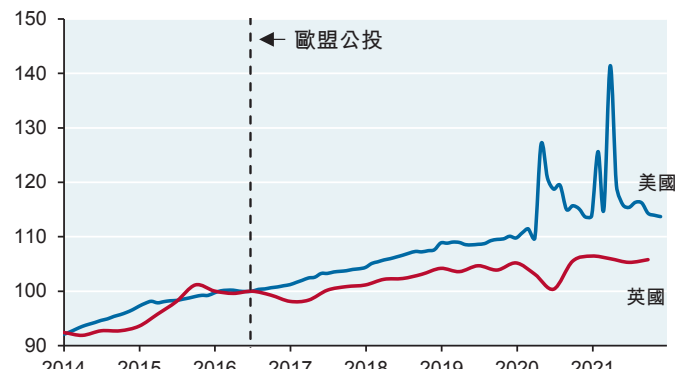
這些都是國家之間的多維度比較，除了英國脫歐之外，還會受到很多其他因素影響，但是差距擴大的時間似乎與英國脫歐公投密不可分。英國脫歐給英國造成的結構性問題，更有可能阻礙英國不能像其他地區般快速從新冠疫情中反彈。雖然這一觀點還沒有得到證實，但值得密切關注。

建築業產出
指數 (100=2016年6月)



資料來源：普遍預測、美國勞工統計局、歐盟統計局、英國國家統計局和摩根資產管理。2021年10月。

美國與英國實際可支配家庭收入對比
指數 (100=2016年6月)



資料來源：美國商務部經濟分析局、英國國家統計局和摩根資產管理。2021年11月。



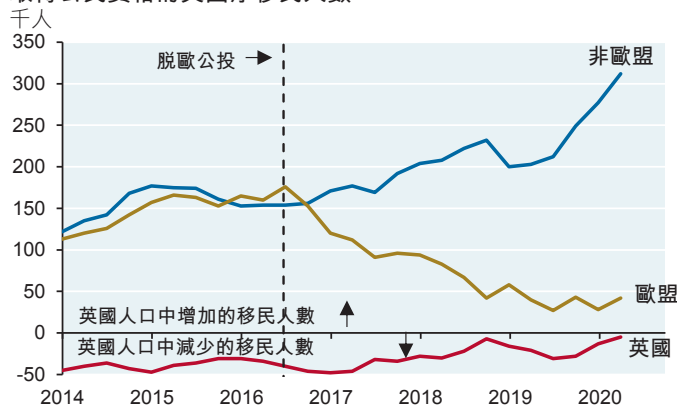
英國脫歐支持者會利用哪些事實來證明脫歐一事利多於弊？

英國舉行脫歐公投後，許多分析人士指出，部分英國民眾對於重新取回邊境控制權擁有一種根深蒂固的執念，但作為歐盟成員國這一點卻無法實現。對加強邊境管控的渴望似乎有點諷刺：根據歷史學家斯圖爾特·萊科克的說法，英國過去在不同時期曾經入侵了世界上90%的國家。當然，萊科克採用了一個廣泛的定義：如果英國通過武力、武力威脅、談判或付款而在一國領土上實現了軍事存在，他便會將之包括在內。此外，如果英國海盜、私掠船或武裝探險者在獲得英國政府批准的情況下進行入侵，也會包括在內。

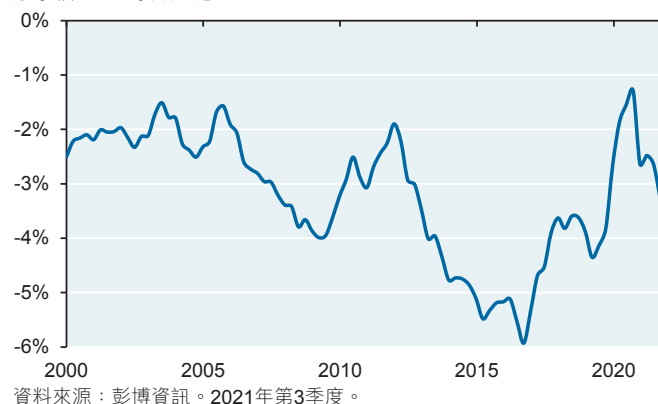
那麼，英國脫歐以來在移民政策方面發生了哪些變化？隨着邊境管制的加強，英國也放鬆了對移民的限制。英國脫歐後，從歐盟遷移到英國的移民確實急劇下降。然而，與特蕾莎·梅的做法不同，鮑里斯·約翰遜實施了新的政策，放寬了對非歐盟高技術或高薪移民的Tier 2簽證上限，並採取多種機制當勞動人手短缺的行業板塊需要時提高上限。因此，非歐盟移民進入英國的人數一直飆升。總結：**新政策創造了一個地域分布更加多元化和具選擇性的系統，旨在使英國經濟受益**¹⁷。[注意：這是加拿大和澳大利亞等國家早已實施的「擇優而入」的移民制度，特朗普曾提到他對此感興趣但沒有採取任何行動。]根據英國民意調查顯示，選民現在對移民的擔憂正在減輕，有關移民對經濟造成影響的觀點更趨正面。

英國脫歐的奇怪之處在於：英國本來獲得了相對於歐洲的優勢地位，擁有單一的市場准入、金融行業優勢和熟練的勞動人口，同時無需背負歐元這個大包袱。現在，英國脫歐卻放棄了這一有利地位。我的一位英國經濟學家朋友將英國脫歐形容為「過去百年以來，另一個重大災難性政策錯誤」，第一個是丘吉爾在1925年決定按戰前平價水平恢復金本位制。他認為兩者都是民族主義自豪感和對英國在世界上所處的地位認知錯位造成的結果。讓我們一同拭目以待，開弓沒有回頭箭，英國脫歐付出的成本和所得收益將會變得更加清晰可見。儘管英國脫歐並沒有成為許多人擔心的一場巨大災難，至少目前還沒有，但其導致的成本已經不斷堆積，而後英國脫歐時代才剛剛展開。

取得公民資格的英國淨移民人數



英國經常賬戶餘額
赤字佔GDP的百分比，%



¹⁷《英國脫歐後的移民與英國經濟》，喬納森·波特斯，國王學院經濟學教授兼經濟與社會研究委員會高級研究員，2021年6月25日。



[9] 環境、社會和治理(ESG)投資組合的好處越發明顯，但仍亞於傳統能源板塊2021年的回升

我希望在獲取大量研究數據之後，才確定影響投資組合選股策略的一些因素。關於環境、社會和治理(ESG)，我們目前得到了更多的證據支持。紐約大學2021年發表的一份報告匯總了2015-2020年間發表合共245項研究，將ESG投資組合的表現與傳統投資組合進行了比較¹⁸。作者將有關研究劃分為分析運營指標(例如淨資產收益率、資產回報率、股價)的「公司」研究和分析風險調整後的表現指標(例如阿爾法、夏普比率)的「投資者」研究。

結果：58%的公司研究發現，ESG因素與財務表現之間存在正面關係，只有8%發現負面關係。在投資者研究中，33%的受訪者認為ESG具有積極影響，而14%的受訪者認為其與傳統投資組合相比具有負面影響。其餘研究則為中性影響或好壞參半。總體而言，**強調ESG因素似乎利大於弊**。

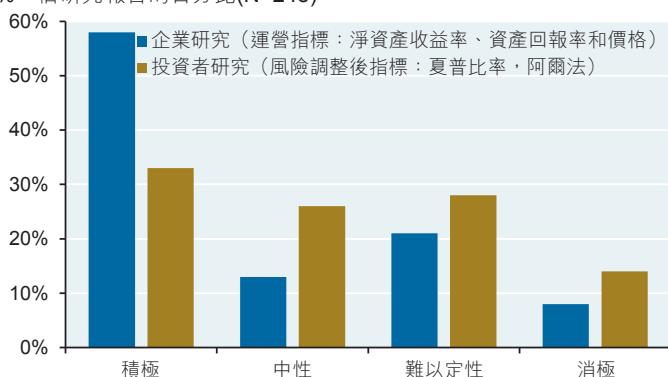
紐約大學的研究還匯總了15項企業和投資者的整合分析研究，並發現了類似的結果。13項企業整合分析研究(涵蓋1,272項專項研究)發現，ESG與企業財務表現之間存在一致的正相關系數。2項投資者整合分析研究(涵蓋107項專項研究)發現，ESG投資回報與傳統投資回報沒有區別。

首先需留意：石油與天然氣。雖然上述ESG因素表現反映的結果，遠遠超過了可再生能源與傳統能源股票之間的差異，但這種差異確實在上述許多研究結果中發揮了作用。誠如下圖所示，這種差距現在已經逆轉，傳統能源股的表現正在跑贏一籃子可再生能源指數，且幾乎達到十年來的最高水平。全球企業加速脫碳轉型計劃，可能會恢復之前的趨勢，但這仍有待觀察。

其他需要關注的事項：最近幾年的市場環境為ESG投資創造了完美升浪。除了石油和天然氣行業表現疲軟外，大量資金湧入ESG主題策略。這些資金的流入是ESG股票跑贏大市的主要原因之一，並非反映了這些股票本質上具有更高的盈利能力或對氣候相關風險擁有更大韌性；如此大量湧入ESG策略的資金不會一直維持。此外：低實際利率提高了投資者持有無利可圖成長型公司的耐性(參見第14頁第一張圖表)，而當中一部分企業聚焦於ESG策略投資。實際上，由於許多周期性和價值型股票表現受貿易戰和疫情打擊，驅使投資者不顧後果地將焦點轉向增長股。如果全球經濟能夠擺脫這兩大風險，長期增長股的估值可能會大跌。

ESG對財務表現的影響

%，佔研究報告的百分比(N=245)



可再生能源與化石燃料的超額回報比較

%，連續年度跑贏(跑輸)表現



¹⁸《ESG和財務表現：通過匯總2015年至2020年間發表的1,000多項研究證據來揭示其中關係》，韋蘭(紐約大學斯特恩商學院)等人，2021年2月10日。



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融資訊；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。

本文件是保密文件，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。



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2021年9月30日止，管理4.1萬億美元的客戶資產。

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。

J.P.Morgan