



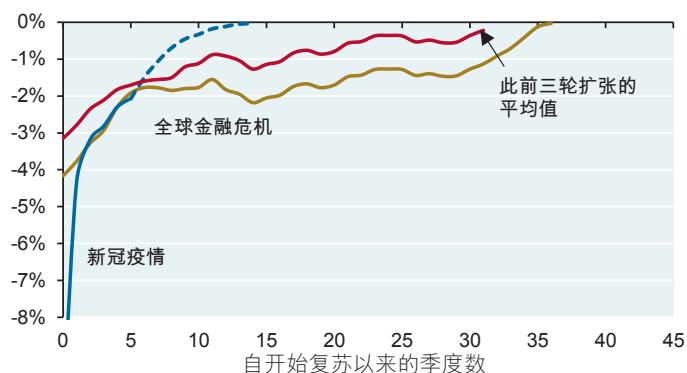
## 再通胀：终局之战

### 概述

封面上的超级英雄们全部都以自己的方式推动名义增长率上升、工资增加、价格飙升以及资产价格持续不断上涨，为眼下面临的再通胀世界献出自己的一份力量。虽然新冠疫情触发经济出现更严重的衰退，但随着全球逐步复苏，企业消灭闲置产能的速度也远远快于过去经历衰退过后的复苏周期。全球通胀飙升至接近过去20年来的高位，主要原因包括新冠疫情导致商品价格飙涨和消费模式改变，企业无法及时做出反应，加上政府债务不断飙升<sup>1</sup>，各国央行推出自十年前全球爆发金融危机以来规模最大的货币宽松政策，力度之大可谓前所未见，以及驱使化石能源供应的减少速度远远超过需求减少的能源政策所导致。

#### 全球产出缺口（闲置产能测量）

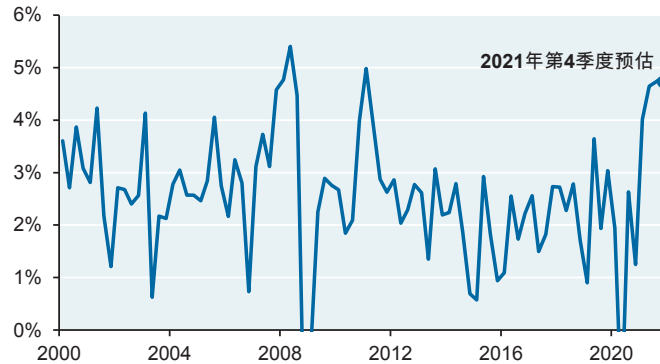
%，实际GDP相对于潜在GDP的百分比



资料来源：摩根大通经济研究部。2021年第3季度。虚线=预测。

#### 全球广义CPI通胀率

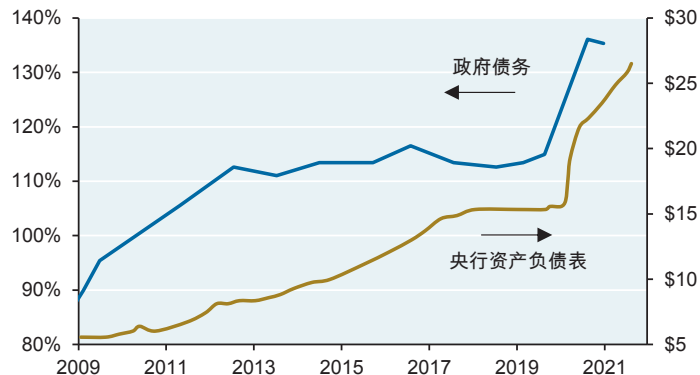
%，年化季度变幅



资料来源：摩根大通经济研究部。2021年11月。

#### 发达国家债务与央行资产负债表

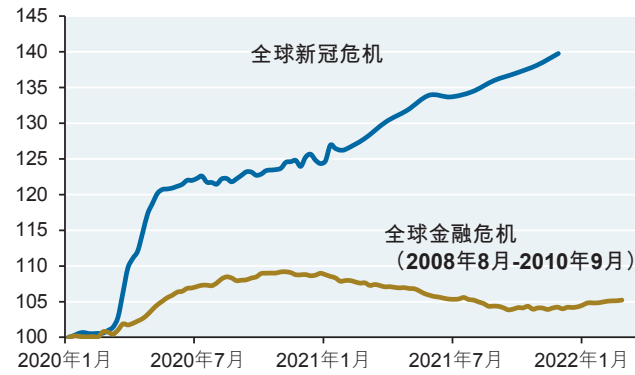
占GDP的百分比%



资料来源：摩根大通经济研究部。2021年11月。

#### 本次美国货币供给量增长更快

M2货币供给量+机构货币市场基金余额，指数



资料来源：圣路易斯联储、ICI和摩根资产管理。2021年11月。

有关新冠疫情、奥米克戎变种毒株、免疫逃逸、疫苗效力、加强针以及各州接种疫苗与未接种疫苗导致出现的结果，敬请点击上方标题的链接，以便查看我们的新冠肺炎疫情分析网站了解最新情况。

<sup>1</sup> 12月中旬，根据美国国会预算办公室(CBO)的报告指出，如果将《重建美好未来》法案中的临时条款修改为永久性条款，将会导致增加2.75万亿美元的赤字，而非原先列明的增加1,580亿美元。鉴于参议员曼钦(民主党-西弗吉尼亚州)提出反对，最新的谈判指向了一项规模较小的法案。即便如此，任何修订后的小规模法案仍需依赖临时条款的制定，一旦这些临时条款永久生效，依然会引发通货膨胀。



虽然制造业领先指标持续走弱，但我们并没有按照常理予以解读(即其代表需求下降的情况令人担忧)。这一次的罪魁祸首，应归咎于媒体广泛报道的供应链冲击问题。正因如此，我们乐观地认为，随着供应链延迟问题得以逐步缓解，全球增长势将反弹。

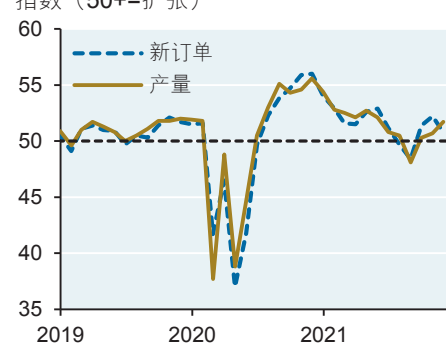
### 美国制造业PMI



### 发达市场制造业PMI



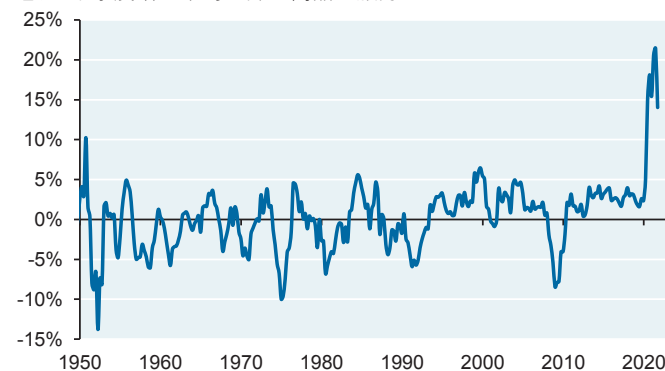
### 新兴市场制造业PMI



我们正在密切关注市场上一个重要的趋势：商品支出与服务支出之间的平衡，这是造成供应链混乱的始作俑者。在美国和欧洲，消费支出已经开始重新转向服务业，库存增长已经为美国2021年第三季度的国内生产总值增长带来贡献。尽管在此期间通胀压力不断扩大，但11月美国个人消费开支报告证实了这一点，显示市场录得过去20年来的最大租金升幅，而且许多类别的商品价格涨幅也超过4%。尽管新冠疫情导致消费开支转移，甚至引发了供应链延迟问题，但美国本身也存在诸多结构性问题，使情况变得雪上加霜(见下页)。

### 美国商品支出激增

连续6个季度增长率的差异，商品—服务



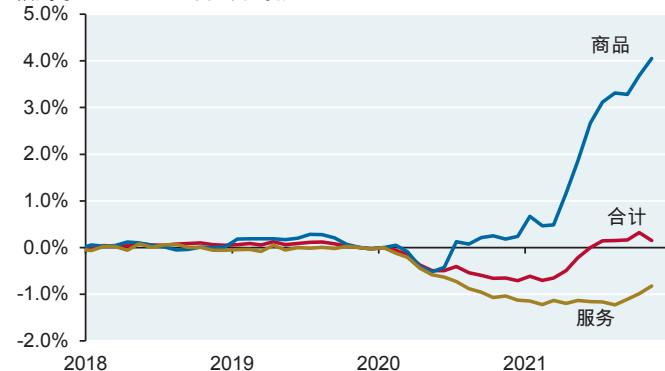
### 欧洲商品支出激增

连续6个季度增长率的差异，商品—服务



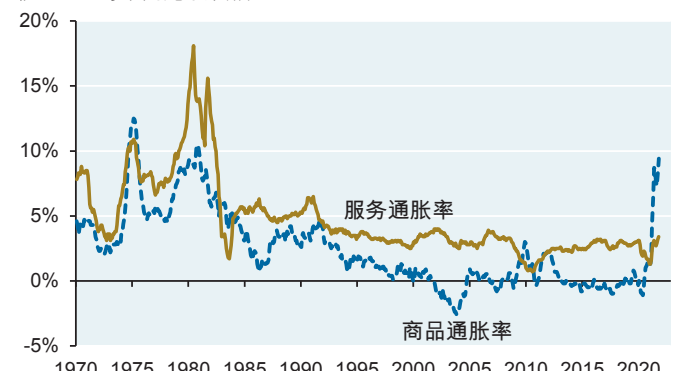
### 全球商品和服务的价格水平

相对于2018-2019年趋势的偏差，%



### 美国商品与服务通胀率比较

核心CPI的年同比涨跌幅，%



资料来源：摩根大通经济研究部。2021年11月。

资料来源：美国劳工统计局、摩根资产管理。2021年11月。



## 供应链问题：新冠疫情挥之不去和商品支出激增只是冰山一角

两年前，杰米让我准备一份关于窒碍美国经济增长的结构性问题报告。我们深入研究了战争和军事开支增加的机会成本；土地使用管制对建筑物密度造成过度限制；阻碍劳动力流动的州许可证要求；种族不平等对教育、借贷和刑事司法构成的影响；枪支暴力问题、阿片类药物和监禁导致的高昂成本；以及商业诉讼和集体诉讼费用。

新冠疫情和供应链混乱令更多限制增长的因素浮面，暴露了美国本身存在的诸多问题。而且，这些结构性问题还有可能阻碍拜登倡议的基础设施项目。

- 洛杉矶和长滩集装箱船难以卸货的问题，因**当地法规**要求而进一步加剧，例如禁止一次堆放两个以上集装箱，禁止港口所有者铺平和合并其已经拥有的地块以提高存储能力的法例，另外土地使用管制规定也要求必需先等两到九年的时间后，才能在空地上兴建仓库。
- 从成本或效率方面来看，**美国港口无一能够跻身全球前50名**。洛杉矶港口排名第328位，长滩港口排名第333位。阻止港口自动化的合同、劳动力成本、对作业时间施加的限制、还有周末不上班以及其他很多因素都只是其中一部分原因。值得注意一点，尽管理货量创下历史纪录，但弗吉尼亚州的半自动化港口没有积压货运，其排名也高达第85位。11月，其中一集《60分钟》新闻报道聚焦于洛杉矶／长滩港口的出色表现，但却只字不提美国相对较差的劳动生产率；我很好奇节目制作人完全不提及有关劳动力和自动化问题的背后原因。
- 《琼斯法案》和《外国疏浚法案》除了增加港口装卸和疏浚成本，也对卡车和铁路构成压力，迫使企业必需通过卡车和铁路运输本应由船舶运载的货物。与此同时，美国根据301条款对从中国进口的卡车底盘征收高达221%的关税，削弱了卡车运载能力，事不凑巧地加剧了供应链的延误。
- 与其他国家的项目相比，**美国铁路项目需要更长的时间才能完成**，而且费用更昂贵。以隧道开挖工作量最少的铁路项目为例，美国项目所需的竣工时间相比其他国家需要延后6个月，而地铁项目的竣工时间甚至要延后一年半。国内铁路项目的每英里成本也比欧洲和加拿大高出一半，在纽约市甚至高出250%。再举另一个例子：法国图卢兹一条地铁线的建造价格是每英里1.76亿美元，而同等级别的休斯顿绿线每英里成本却耗资高达2.23亿美元。
- 尽管美国卡车司机的短缺问题已持续多年，但**美国实际上禁止墨西哥卡车运输公司在美国开展业务**。有鉴于此，可用于内陆运输的美国卡车数量减少，因为当中许多卡车需要在墨西哥边境提货。
- 从1960年到1994年，尽管美国建筑材料和建筑工人的实际单位成本保持不变，但每英里州际公路实际支出却飙升了400%。导致公路支出激增的原因包括：**地方政府和／或公民团体掌握了推迟或阻挠发展的权力**。过去，环评报告的篇幅一般为10页；由于诉讼问题，目前的环评报告长达600多页，加上附录可能超过1,000页，或者需要4.5年才能完成。在环评报告成功通过法律挑战之前，无论联邦还是私人项目都严禁破土动工。加州一家公共政策非营利组织辩称，该州的环境保护法经常被不适当地用于延迟或叫停可能对环境有重大益处的交通和可持续发展运输项目，例如太阳能发电场、填充式住房和公共交通。

资料来源：卡托研究所、《华尔街日报》、埃诺交通中心、尼斯卡宁中心、世界银行／IHS Markit、美国国会研究服务处、乔治华盛顿公共政策学院和耶鲁法学院。



在洛杉矶和长滩附近港口锚泊、闲置和速度缓慢的集装箱船数量依旧保持创纪录新高，约有**75万个20英尺标准箱**(价值约**300亿美元**)的进口货物等待卸货。我们也同时追踪其他一些经常采用的供给冲击指标：制造商交货时间、汽车产量和积压订单、运费、卡车运输需求和航空货运费率。结果：美国全国独立企业联合会(NFIB)的问卷调查，显示了自1975年以来企业报告的最大库存不足百分比，远远高于以往的水平。这些迹象初步反映了美国各地区汽车生产和交货时间大幅延迟的情况正在逐渐改善。

### 全球制造业交货时间

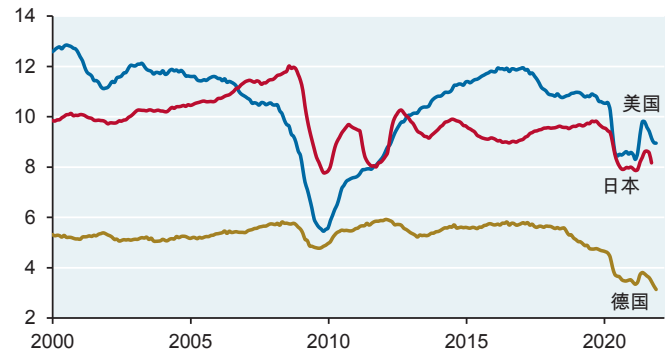
指数



资料来源：彭博资讯、摩根大通经济研究部。2021年11月。

### 各地区汽车产量

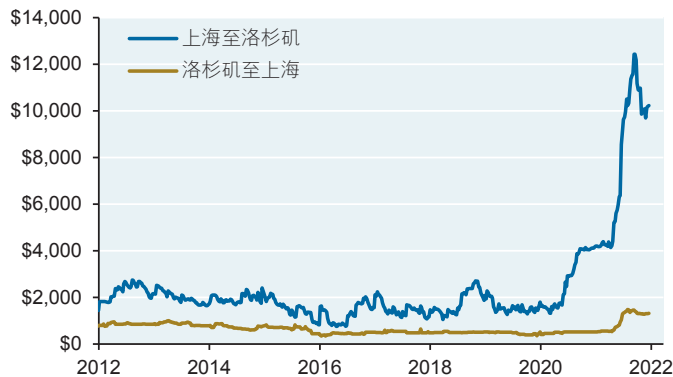
百万台，连续12个月总数



资料来源：美国汽车新闻、各地汽车制造商协会和摩根资产管理。2021年11月。

### 上海—洛杉矶航线的集装箱运费

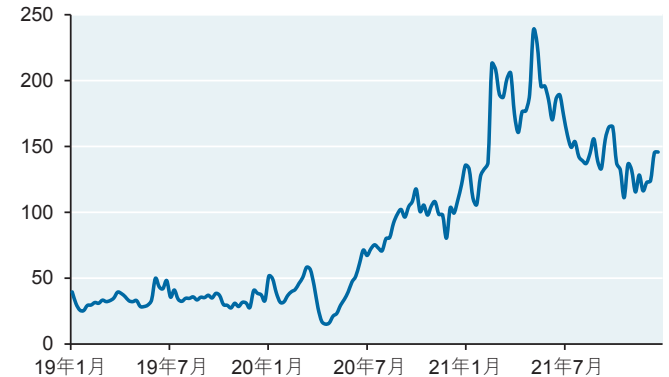
美元/40呎整箱



资料来源：彭博资讯。2021年12月23日。

### 卡车停靠站市场需求指数

指数，卡车需求与卡车供给对比



资料来源：彭博资讯。2021年12月24日。

### 美国8级卡车采购趋势

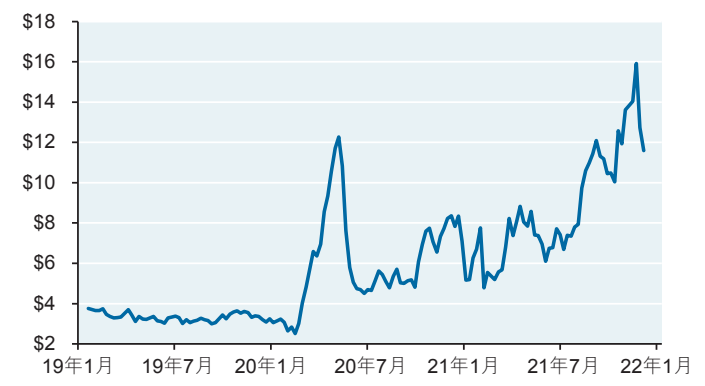
千台卡车



资料来源：彭博资讯。2021年10月。

### 空运运费：上海至北美

美元/公斤



资料来源：彭博资讯、摩根资产管理。2021年12月27日。

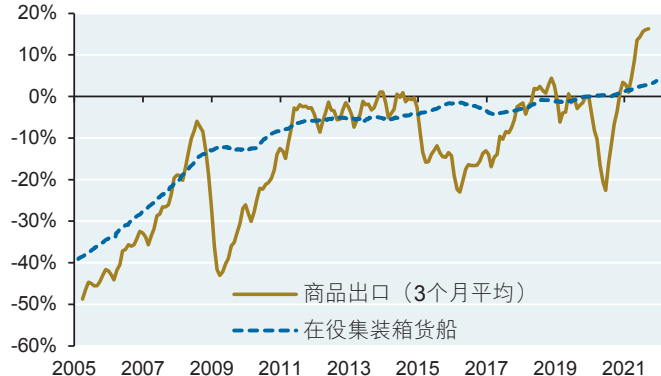


按[此](#)查看我们新冠肺炎疫情分析网站的详细信息

全球性的供给冲击似乎是需求激增导致的最终结果，而非产出疲软所造成；大多数行业板块的产出表现都非常强劲(只是仍然不足以满足持续飙升的需求)。全球商品生产、全球出口、在役集装箱船、洛杉矶港口吞吐量、美国卡车吨位和全球半导体出货量都远高于趋势水平。美国住房竣工量也是如此。

### 世界出口与运输能力对比

相对于2019年12月的涨跌幅



资料来源：彭博资讯、国际货币基金组织和摩根资产管理。2021年12月24日。

### 洛杉矶港集装箱进口吞吐量

指数 (100=2019年12月)



资料来源：彭博资讯、摩根资产管理。2021年11月。

### 美国卡车运输吨位

指数 (100=2015年)



资料来源：彭博资讯。2021年11月。

### 全球半导体出货量

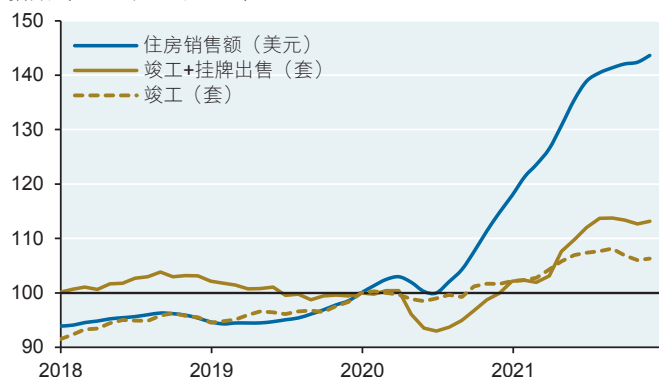
十亿件



资料来源：世界半导体贸易统计组织、IC Insights。2021年第二季度。虚线= 2021年预测值。

### 美国住房：供给与需求对比

指数 (2019年12月=100)



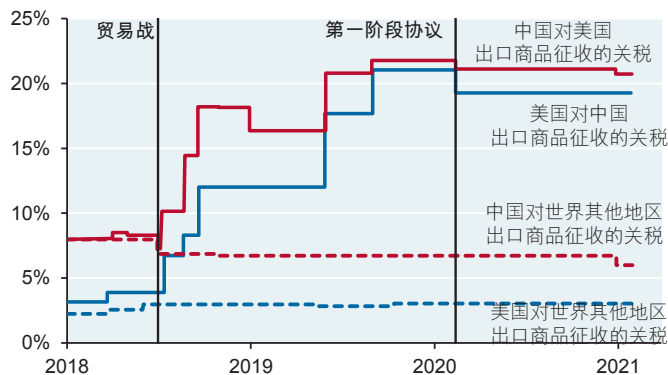
资料来源：美国房地产经纪人协会、美国人口普查局和摩根资产管理。2021年11月。



从强劲的产出和新增订单来看，市场已经释放出积极的信号，尽管关税上升和跨境外国直接投资下降，但我们认为全球需求不会长期疲软。理论上，如果拜登政府降低对华关税，经济增长和美中两国的资产价格或会借势上扬，以此作为降通胀、促就业和增收入的一种手段。但我们认为出现这一局面的机会不大；归根结底，参议院多数党领袖舒默一直利用对华政策问题大做文章，提倡《美国创新和竞争法案》，其中包括出于人权问题、与朝鲜的贸易和国家支持的网络攻击等因素对中国实施制裁。此外，中国在其与美国就采购农产品而签订的第一阶段贸易协议只履行了62%。下图显示特朗普加征关税预计令美国减少了245,000个就业岗位，美国家庭年收入因而减少了675-2,000美元，标准普尔成份股公司的盈利减少了7%-8%<sup>2</sup>。

### 中美向对方和世界其他地区征收的关税税率

%：贸易加权关税税率，以2017年贸易水平为常量，按行业划分



资料来源：彼得森国际经济研究所。2021年3月。

### 中美关税对双方贸易的影响

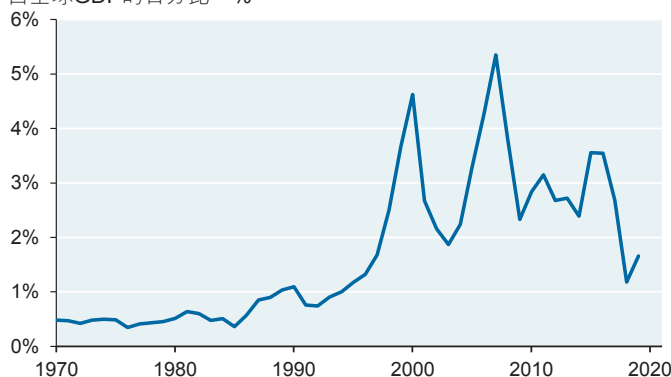
%



资料来源：彼得森国际经济研究所。2021年3月。

### 全球外国直接投资的资金流

占全球GDP的百分比，%



资料来源：国际货币基金组织、世界银行。2019年。

<sup>2</sup> 资料来源：美中贸易委员会(《中美经济关系：在紧要关头的关键合作》，2021年1月)、美国政策国家基金会和摩根大通全球市场战略部。



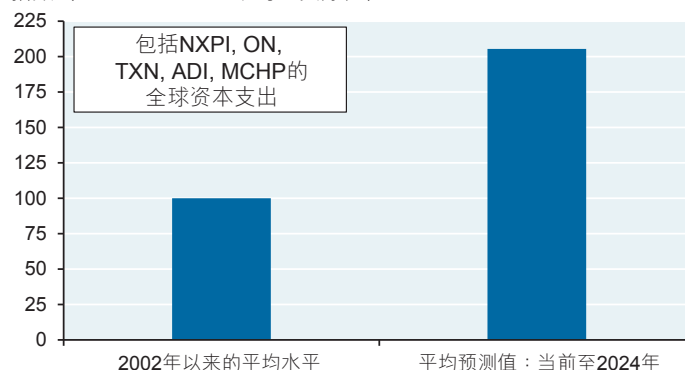
**供给冲击导致的延误将如何解决？**过去也曾经发生供给冲击问题，其中8次在第一张图表中已清楚反映。随着资本支出赶上需求，供给问题通常会在几个月内得到解决。虽然新冠疫情的发展形势错综复杂，但我们预计这次也不会例外。第二张图表显示与之前的趋势相比，2022年与汽车相关的半导体资本支出有望翻番。这一格局将对供应链产生至关重要的影响，因为每辆汽车所需使用的半导体价值增加。根据集邦咨询研究提供的数据显示，2021年10大半导体代工厂的资本支出超过500亿美元，同比增长43%，到了2022年将会额外增长15%，拉动全球8英寸和12英寸晶圆产能分别增长6%和14%。亚洲疫苗接种率增加也将有助于供应链逐步恢复。

**美国ISM供应商交货指数**  
指数



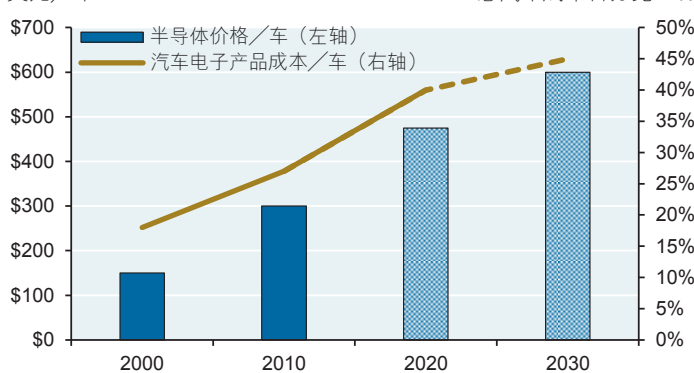
资料来源：彭博资讯、摩根资产管理。2021年11月。红点=供应中断的开始之时

**全球汽车半导体资本支出**  
指数 (100=2002-2021平均, 实际值)



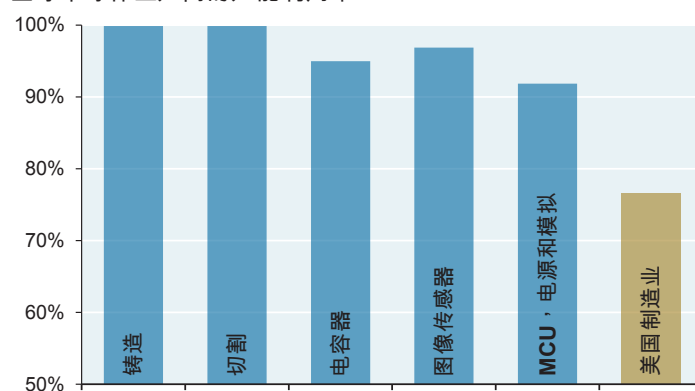
资料来源：高盛、摩根资产管理。2021年第3季度。

**电子和半导体在汽车成本中的占比**  
美元/车



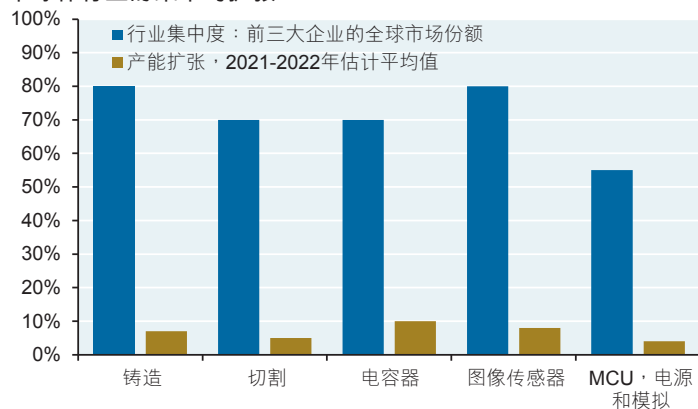
资料来源：德勤、IHS。2019年4月。虚线和阴影柱图表示预估。

**全球半导体生产商的产能利用率**



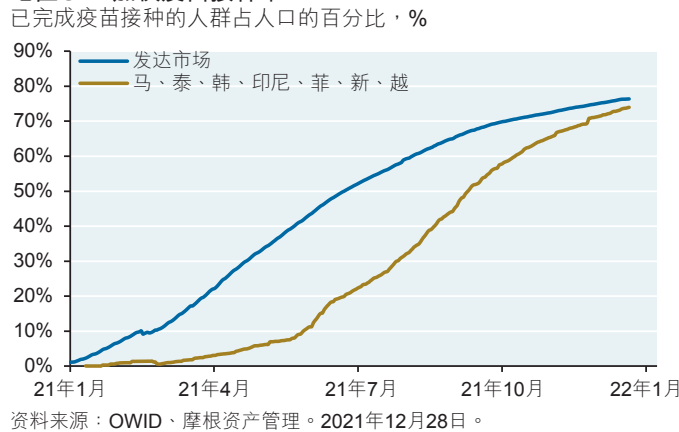
资料来源：高盛。2021年10月26日。

**半导体行业的集中与扩张**



资料来源：高盛。2021年10月26日。

**地区GDP加权疫苗接种率**

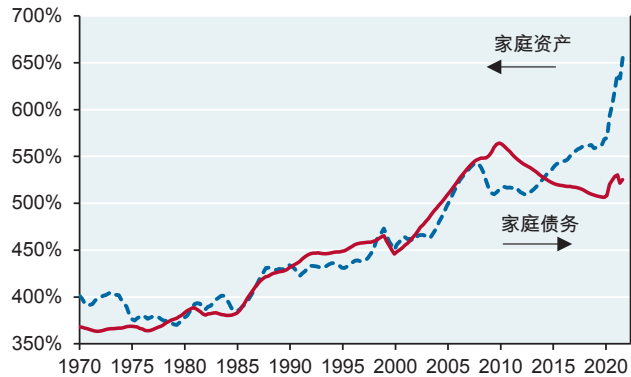


资料来源：OWID、摩根资产管理。2021年12月28日。



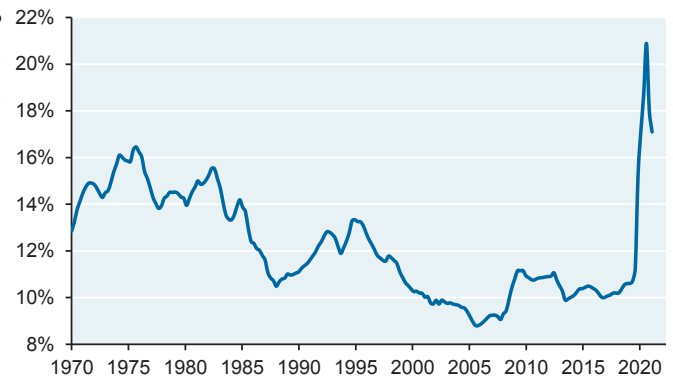
因此，我们相信2022年到2023年随着疫苗接种、资本支出增加以及支出从商品转回服务行业，供应链问题将会得到解决。如果这一判断成立，预期发达国家消费板块的表现靓丽应该能够支撑经济扩张。发达国家的家庭资产负债表和储蓄率看来相当强劲，而在美国，最终销售的增长步伐强劲，加上库存持续低迷，导致两者之间仍然存在重大差距。另一方面，美国家庭偿债负担也处于有史以来的低位。可能面临的风险：诚如最后一张图表所示，美国消费支出得到提振，主要来自于信用水平最低的20%借款人，意味着消费支出对结束财政刺激措施具有一定敏感性。

**发达国家的家庭资产负债表**  
占GDP的百分比，%



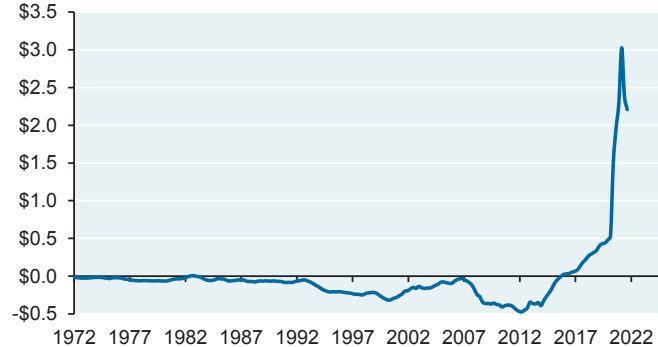
资料来源：美国商务部经济分析局、欧洲央行、各地区统计局和摩根资产管理。2021年第3季度。

**发达国家的家庭储蓄率**  
储蓄额占个人收入的百分比，%



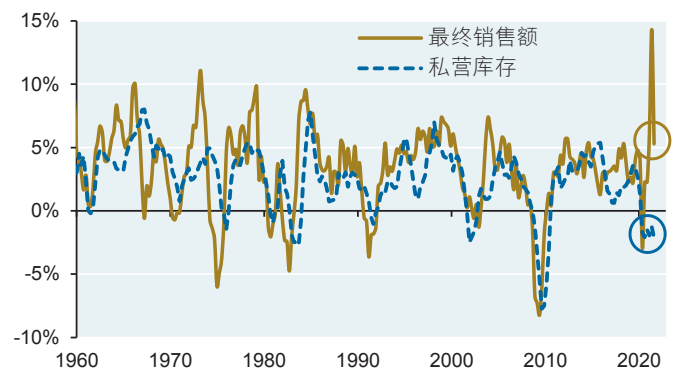
资料来源：美国商务部经济分析局、各地区统计局和摩根资产管理。2021年第3季度。

**美国的超额支出潜力大幅增强**  
万亿美元，连续4个季度超出消费的支出潜力



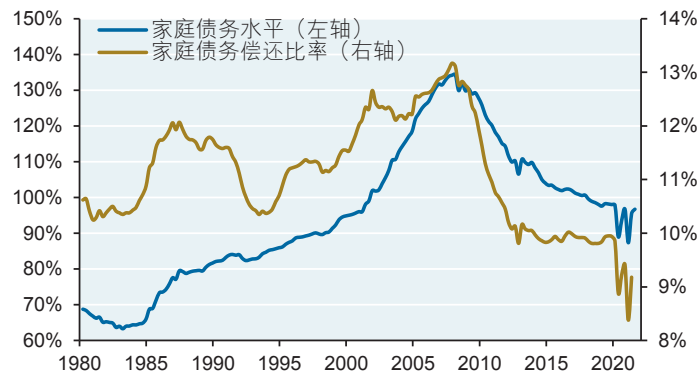
资料来源：美联储、美国商务部经济分析局和摩根资产管理。2021年第3季度。支出潜力：65%的应税收入、100%的转移支付、10%的住房财富和1.5%的金融财富。

**史无前例的美国销售库存缺口**  
实际金额的年度同比变化，%



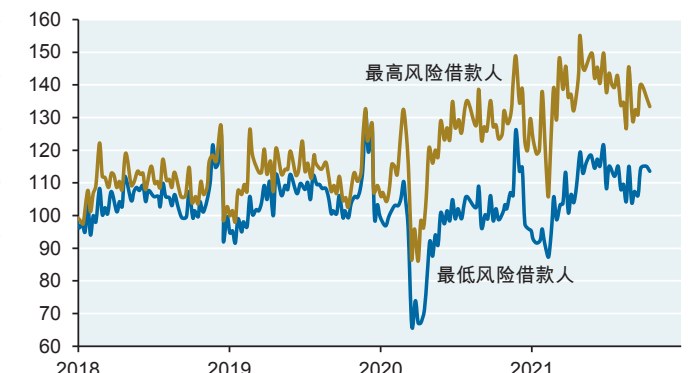
资料来源：美国商务部经济分析局、摩根资产管理。2021年第3季度。

**债务水平与偿债能力**  
美国家庭可支配收入占比



资料来源：美联储、美国商务部经济分析局和摩根资产管理。2021年第3季度。

**美国消费者支出：按 Equifax 信用风险评分的交易金额指数**  
(100=2017年12月)



资料来源：Equifax、Commerce Signals和AEI Housing Center。2021年11月17日。





我们预计与商品相关的供应链问题将有望解决，商品价格通胀将一如美联储预期逐步回落。然而，美国劳动力短缺似乎是一个旷日持久的问题，而劳动力市场紧张也会进一步推高工资的通胀水平。诚如我们在去年10月曾经解释，工人短缺是基于多方原因所致，包括退休人数高于趋势水平、移民减少、自雇人数增加导致急需人手的行业板块劳工短缺以及新冠疫情影响(已接种疫苗人群不愿意重返职场，在职父母无法找到育儿保姆以及未接种疫苗人群被解雇/被迫放无薪假)。根据美国劳工统计局的最新数据显示，美国低技能劳工工资每年增长约达7%。

从下面几张图表可见，劳动力市场处于过去三、四十年以来最紧张的状态。其他劳动力市场指标亦见紧张：表示工作岗位充足的工人人数创下历史新高，职位空缺和自愿离职人数不断增加，裁员人数创历史新低。职位空缺创历史新高的行业除了包括休闲和酒店业，还有制造、运输、仓储、零售、专业商业服务、教育和健康等行业板块。时薪和就业成本上升了4%-5%，逼近过去三十年以来的高位。

根据基础设施法案和尚待通过的和解法案，政府可以调拨高达2万亿美元的资金，既可作为政府采购而直接拨款，也可间接通过减税和转移支付加以利用。在劳动力市场非常紧张的时期，如何才能雇佣所需工人?对薪资有何影响?对美联储又会产生哪些影响?

### 劳工短缺



资料来源：美国劳工统计局、美国人口普查局、高盛和摩根资产管理。2021年10月。

### 难以填补职位空缺的美国小型企业



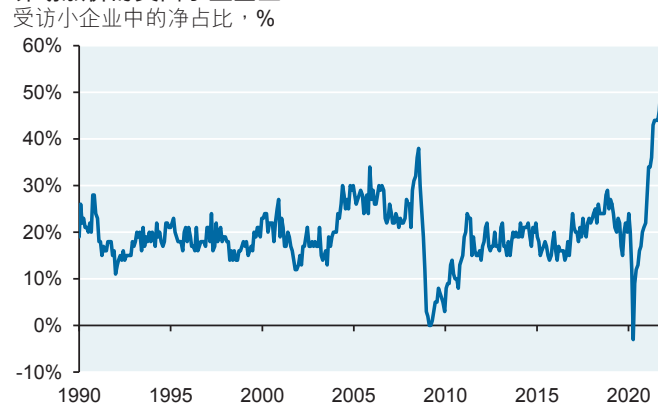
资料来源：彭博资讯、NFIB。2021年11月。

### 计划给工人加薪的美国小型企业



资料来源：彭博资讯、NFIB。2021年11月。

### 计划涨价的美国小型企业



资料来源：彭博资讯、NFIB。2021年11月。

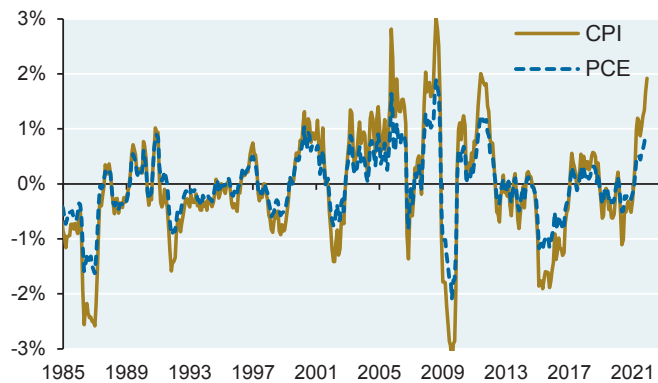


**与能源相关的通胀问题，乃另一个棘手难题。**广义通胀率与核心通胀率之间的差距正在扩大。究其原因，是由于投资者叫停石油和天然气生产投资的同时，全球对化石燃料的需求却几乎没有下降(下面第四张图表)。目前，欧洲出现了这种模式的极端版本，鉴于欧洲更改可再生能源政策的速度，超过了化石燃料需求的变化，加上欧洲一半的热能需求依赖俄罗斯，导致欧洲的电价持续大幅飙升。

摩根大通大宗商品研究部预计，2022年全球石油需求将会每日增长350万桶，达到每日9,980万桶，略高于2019年的水平，创下历史新高；而2023年全球石油需求预计平均为每日1.015亿桶。但是在这个新时代，美国和全球的钻塔数量正在缓慢减少。因此，摩根大通研究专家预计2022年和2023年布伦特原油平均价格将徘徊在80至90美元。同时，摩根大通全球股票研究团队也发布了市场前景预测，预期2022年油价将达到每桶125美元，到了2023年将会进一步升至每桶150美元。

### 广义次核心通胀率

广义通胀率年变幅减去核心通胀率年涨跌幅，%



资料来源：美国劳工统计局、美国商务部经济分析局。2021年11月。

### GSCI大宗商品指数

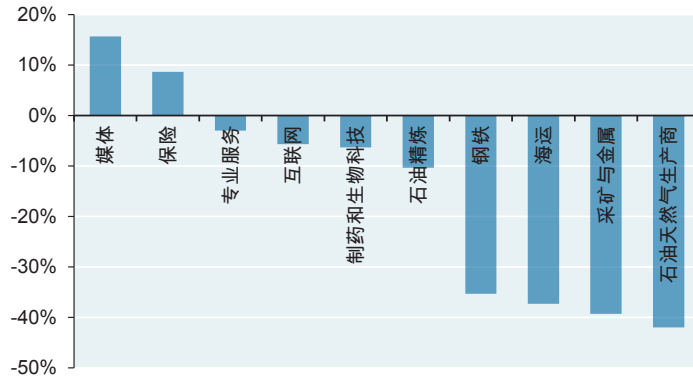
指数



资料来源：彭博资讯。2021年12月28日。

### 全球能源密集型产业投资的崩塌

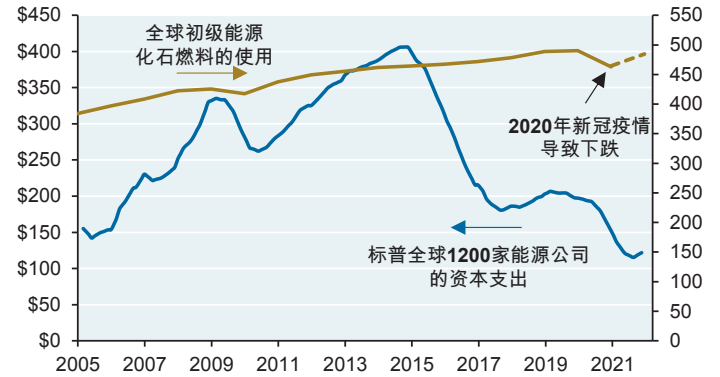
2022年预期投资水平与10年平均水平的比较



资料来源：高盛、摩根资产管理。2021年11月10日。

### 全球化石燃料的使用与能源资本支出的比较

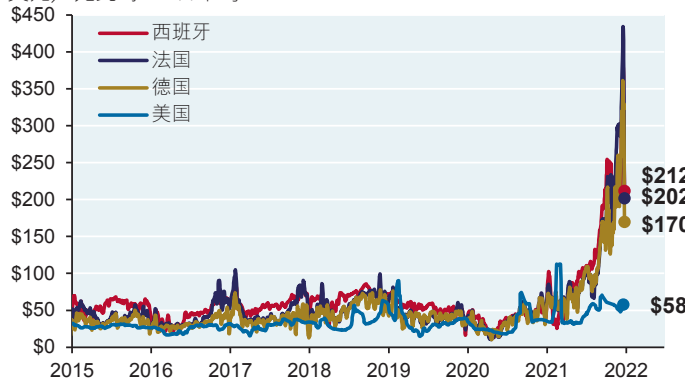
十亿美元



资料来源：BP、彭博资讯、IEA和摩根资产管理。2021年11月。虚线=预估。

### 美国与欧洲的日前电价比较

美元/兆瓦时，7日平均



资料来源：彭博资讯。2021年12月29日。

### 欧洲电价跌宕起伏

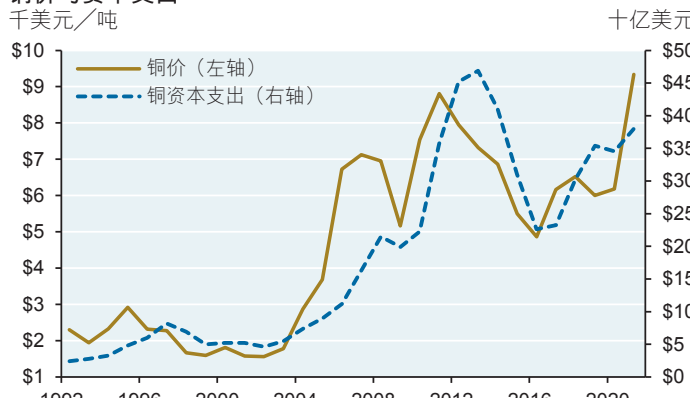
- 热能投资下降
- 俄罗斯天然气供应不稳定
- 俄罗斯和欧洲即将迎来严冬
- 风速低于预期
- 法国核电站紧急维修
- 二氧化碳排放许可证价格上涨



另一方面，工业金属价格过热的现象应会逐渐消退。铜、铝和镍的库存与需求的百分比跌至过去20年来的低位。然而，随着铜价上涨，新铜产量的资本支出最终也会水涨船高，我们预计这一情况会再次发生。尽管中国的房地产建设放缓，但对铜的需求仍然庞大，主要因为市场向可再生能源过渡的过程中，电力、电热和电动汽车都需要消耗更多的铜(见下表)。不过，与石油和天然气不同的是，我们认为工业金属的新资本支出不会出现同样的结构性障碍。

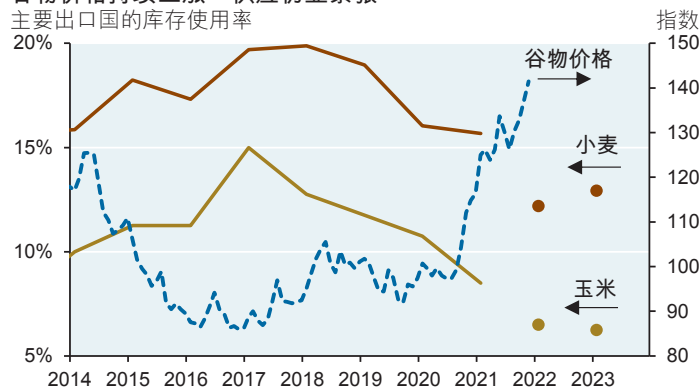
食品价格的通胀水平也在升高。虽然恶劣天气减少出现和增加种植应该有助于解决一部分玉米和小麦短缺问题(如第二张图表所示)，但生物柴油需求不断增加正在形成反作用，抬高谷物和植物油价格，进而推高肉类/乳制品价格。

### 铜价与资本支出



资料来源：摩根大通大宗商品研究部，Wood Mackenzie。2021年6月。

### 谷物价格持续上涨，供应仍显紧张



资料来源：彭博资讯、美国农业部和摩根大通大宗商品研究部。2021年11月。虚线 = 摩根大通预测。

每兆瓦电力的铜消耗量 (吨)	
天然气	1.0
煤	1.0
核电	1.5
陆地风电	3.9
电网储能	4.0
太阳能风电场	5.5
海上风电	10.5
太阳能屋顶发电	11.4

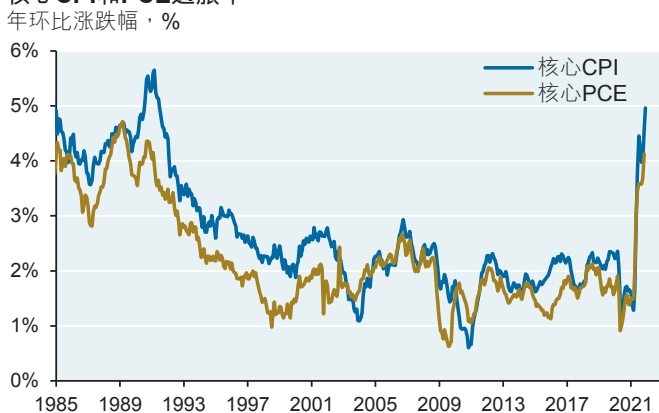
资料来源：世界银行、格勒诺布尔阿尔卑斯大学和铜业发展协会。2020年。

每辆车的铜消耗量 (磅)	
常规(ICE)	34
混合动力(HEV)	85
燃料电池(FCEV)	121
插电式混合动力(PHEV)	132
电池电动(BEV)	183

资料来源：铜业发展协会、阿贡国家实验室。2020年。

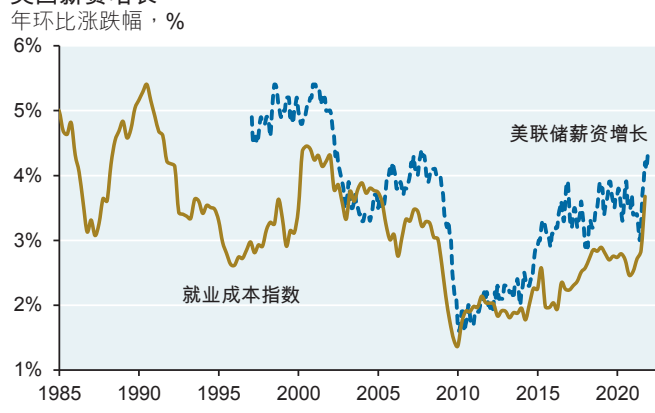
**总结：**目前，美联储对通胀形势只属「暂时性」的判断正面临重大考验。我们同意商品价格通胀将会冲高回落，从而带动消费者物价指数和个人消费支出指标降低。然而，我们认为，鉴于薪资和大宗商品的供需曲线已经出现转变，预期薪资和大宗商品价格仍将居高不下。

### 核心CPI和PCE通胀率



资料来源：美国劳工统计局、美国商务部经济分析局。2021年11月。

### 美国薪资增长



资料来源：美国劳工统计局、亚特兰大联储、彭博资讯和摩根资产管理。2021年11月。



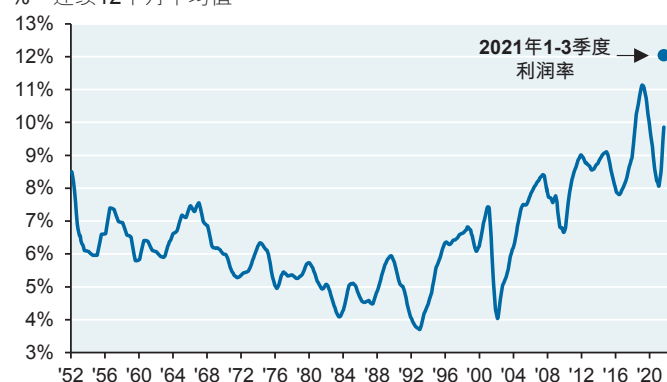
## 美国股市的下一步走向

对于标普500指数，随着趋势增长回归和美联储开始加息，我们预计2022年企业盈利增长率将达到10%-14%。在这种情况下，市盈率倍数会有所收缩，包括股息在内的总回报率将达到7%-10%。换言之，股市将基本重复2021年的走势，今年盈利增长了36%，而市盈率则下降了6.1%。如果市场走势一如预期，这将是过去20年来第16年股票跑赢债券，在此期间股票和债券的累计回报率分别为697%和111%。回购增加和派息也提供了助力；美国公司累积了大量闲置现金(见第17页)。

尽管劳动力、中间商品和原材料成本上升，但2021年标普500指数的利润率超出预期，与疫情爆发前的水平相比还有所上升(2021年第三季度为12.3%，而2019年为11%)。许多公司只是单纯地将增加的成本转嫁给消费者。2021年所有私营和上市公司的国民账户利润率也飙升至历史新高。但我们认为2022年增加的投入成本将更难转嫁，利润率可能会下降1%左右，重返2017-2019年的趋势水平。

### 标普500非金融和REIT的净利润率

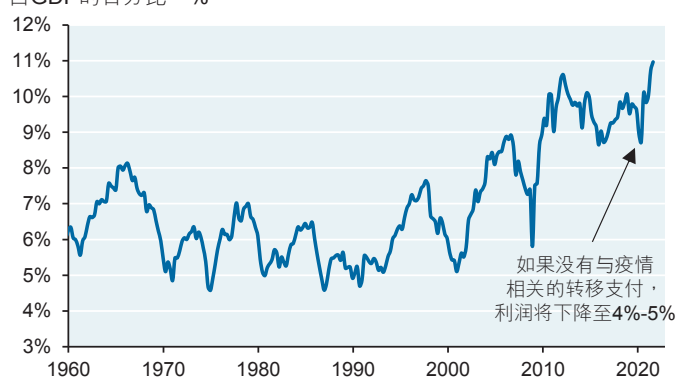
%，连续12个月平均值



资料来源：Empirical Research Partners。2021年11月。

### 美国税后公司利润

占GDP的百分比，%

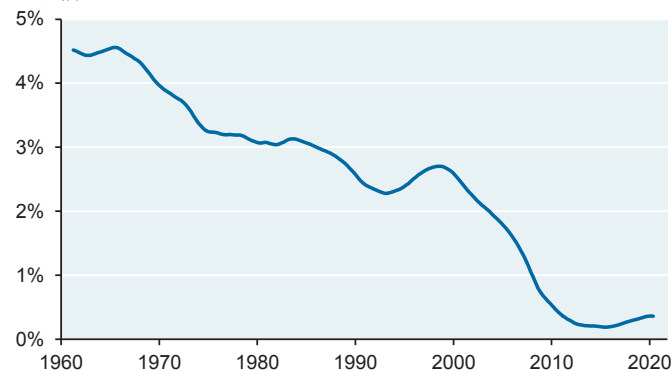


资料来源：美国商务部经济分析局、摩根资产管理。2021年第三季度。

尽管预计美联储明年将提高政策利率并减慢购债步伐，但我们认为最重要的问题是：美联储的终极目标，是要实现实际利率为正，还是只需要让实际利率保持基本为零水平？我们认为是后者。诚如左图所示，美联储现在采用的手段所产生的均衡实际政策利率明显更低。利率降低的原因大致上可以归纳为人口老龄化、趋势增长放缓和收入不平等抵消了政府债务的上升<sup>3</sup>。因此，尽管实际收益率或会在某个时点缓慢攀升至零左右，但我们预计在美国或欧洲利率最多只能升至这一水平。此外，虽然美联储预计将缩减购债规模，但我们的经济学家仍预计，到明年12月，发达市场央行的资产负债表还将再扩张1万亿美元。

### 美国均衡实际政策利率预估

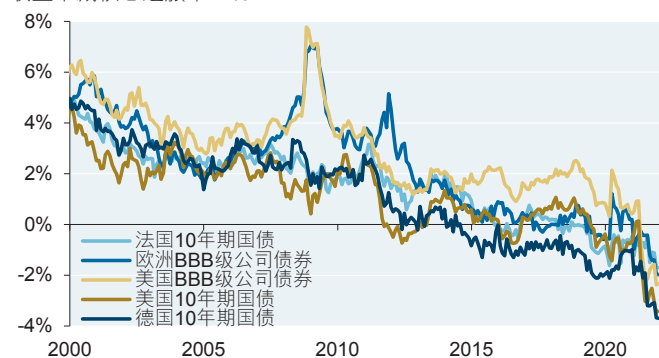
R\*预估



资料来源：纽约联储。2020年第2季度。

### 美国和欧洲的实际收益率比较

收益率减核心通胀率，%



资料来源：巴克莱、美国劳工统计局、彭博资讯和摩根资产管理。  
2021年12月28日。美国国债收益率为到期收益率；其他指数为最差收益率。

<sup>3</sup> 《中性利率下跌、财政政策与经济长期停滞风险的研究分析》，Summers和Rachel，2019。



由于市场内部因素不如去年春季般乐观，投资者需要为反复出现的抛售潮做好充分准备：

- 自1999年以来，新近成立且无利可图的公司占市值的最大份额；桥水基金预计，在2022年将会通过一级/二级发行加上内部交易禁售期届满而提供总值2,000亿美元的新近成立且无利可图公司供应；
- 2021年，不少估值高昂、交易密集的股票大幅下跌了35%或以上，这在市场回报率约为25%的年度中可谓非比寻常；也是自1990年代后期以来前所未有的另一个现象；
- 现在，相比于对经济增长变化更敏感的公司，越来越多公司对流动性状况和货币政策变化更加敏感；
- 标普500指数的市值和总回报高度集中，完全取决于少数股票的业绩表现；不包括表现最好的5只股票，直至12月中为止，纳斯达克指数实际下跌了20%；以及
- 具有动能/流动性的板块已现疲态(金融科技、可再生能源、首次公开发售(IPO)和特殊目的收购公司(SPAC))。

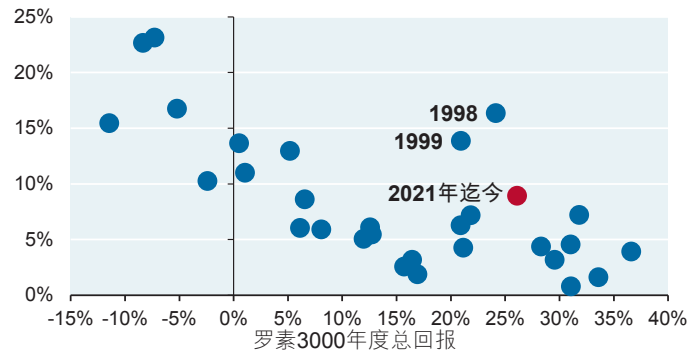
初创无利润公司的市值  
占总市值的百分比，%



资料来源：Factset，摩根资产管理。2021年第3季度。

表现欠佳的股票占比与总市场回报的比较

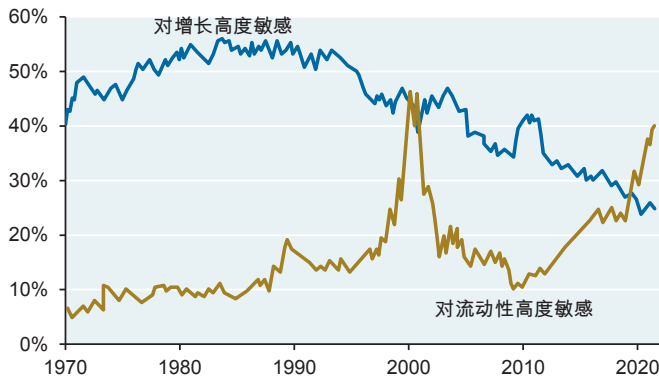
%，回报为-35%或更差的公司占比，1990年以来的年度数据



资料来源：Factset，彭博资讯。2021年12月28日。包括美国大盘、中盘和小盘股的CRSP指数中市值前50%的公司。

美国股市的敏感性

美国股票占比



资料来源：桥水基金。2021年12月10日。

疲软的迹象

总回报指数 (2020年8月=100)



资料来源：彭博资讯。2021年12月29日。

顶尖企业对美国总体市值的贡献



资料来源：彭博资讯、摩根资产管理。2021年12月29日。

前5大公司对美国总体市场回报的贡献

连续12个月市场回报占比，%



资料来源：彭博资讯、摩根资产管理。2021年12月28日。数据反映了市场每年回报率超过10%的时期。

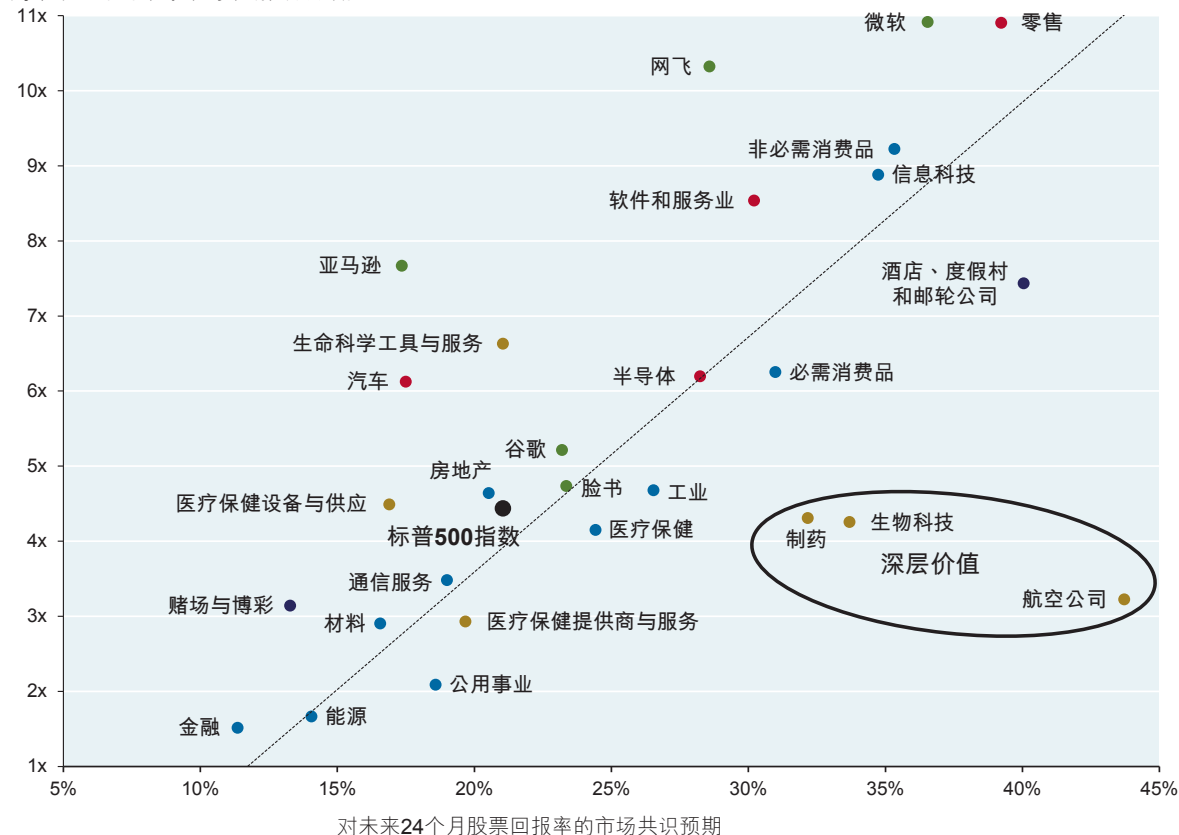


诚如下图所示，标普500指数的估值呈现一个普遍规律：当行业的预计股本回报率越高，其市净率估值就越高。**希望寻找深层价值?除了大型制药公司、生物科技公司 and 航空公司之外别无他选。**

- 大型制药公司：**和解法案如果获得通过，将使医保系统自1960年代创建以来首次获得议价权。按照法案的条文，其将适用于没有仿制药竞争的老药(从2025年开始有10种药物，从2030年开始有100种药物)。该法案还规定药品价格的涨幅不得超过通胀率，并适用于整个药品市场，包括私人 and 雇主健康保险计划。不过，新药的定价权仍然属于制药公司。面临更大的不利影响：市场对2025-2028年专利周期的担忧以及盈利有可能出现断崖式暴跌。然而，鉴于大型制药公司的研发后劲 and 资产负债表实力，我们的制药团队认为不必太过悲观。
- 生物科技：**2021年生物科技股显著下跌，回报率中值为-23%。即便如此，考虑到诸多因素，我们的生物科技团队依然秉持谨慎观点，这些因素包括：未来有可能达成一项附带药物价格规定的和解法案，年轻患者死亡个案导致基因治疗的临床试验受挫，渤健(Biogen)治疗阿尔茨海默症的药物阿杜那单抗(Aduhelm)获批引发诸多争议，余波未平(本文篇幅有限，无法逐一列举其所有问题)，大量新发上市(有些甚至来自于尚未开始人体试验的公司)以及缺乏并购活动。生物科技板块投资需要真正的利好消息，而不仅是低估值。积极的信号：生物科技公司手头持有可用于交易 and 研发的现金高达5,000亿美元。
- 航空公司：**在当前框架下，非必需消费品、汽车 and 零售业的估值已经恢复正常。最大的异数当属航空公司，即使考虑两年后的收入预测也是如此。商务旅客占乘客总数的12%，但贡献了收入的75%，导致从2019年到2021年每座位英里的收入下降了25%。虽然达美航空预计到2022/2023年商务旅行将恢复到疫情爆发前的水平，但麦肯锡预计这种情况要等到2024年才会发生，并且预计商务旅行将出现20%的结构性下降，不过有望通过低价值休闲旅行增长抵消。行业债务居高不下且不断增加也构成另一个重大问题。

### 标普500股票估值与回报

对未来24个月市净率的市场共识预期



资料来源：Factset。2021年12月29日。蓝色 = 行业板块，红色 = 行业群组，金色 = 行业，紫色 = 子行业，绿色 = 超市值科技股。



## 重要信息

本报告对来自大通信用卡及借记卡交易的经挑选资讯采用非常严格的安全协议，藉此确保所有资讯保密及安全。所有经挑选资讯经过高度整合，全部独家可识别资讯(包括姓名、账户号码、地址、出生日期及社保号码)，在本报告作者收到有关资讯之前已经全部移除。本报告资讯并不代表大通信用卡及借记卡持有人整体数量。

本文件表达的观点、意见及预测，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。

本报告所载观点不拟作为在任何司法管辖权区内买卖任何投资的建议或推荐意见，亦不拟作为摩根大通或其任何附属公司就参与本报告所述任何交易而作出的承诺。本报告载列的任何预测、数据、意见或投资技巧及策略乃根据若干假设按目前市场状况而作出，仅供说明用途，如有更改，恕不另行通知。本报告载列的全部信息于编制当时均被视为准确。本文件并无载列足够数据以支持任何投资决策，您不应据此依赖作为评估任何证券或产品投资的好处。此外，本报告使用者须自行就有关法律、监管、税务、信贷及会计影响作出独立评估，并且必须与其自身的专家顾问一同决定本报告所述任何投资是否相信适合其个人目标需要。进行任何投资决定前，投资者必须确保自己已取得所有可供获取的相关信息。投资者务须注意，投资涉及风险，投资价值及所得回报可能取决于市场状况及税务协议而波动，投资者不一定可全数取回投资本金。过去表现及收益率并非目前及未来业绩表现的可靠指标。

本报告所述非关联实体仅供说明用途，不应诠释作为已获摩根大通公司或其关联公司认可或保荐。

## 就摩根资产管理客户而言：

「摩根资产管理」是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

在适用法例所容许的范围内，我们可进行电话录音及监察电子通讯记录，藉以遵从我们的法律及监管规例和内部政策。摩根资产管理将会根据我们的隐私政策收集、储存及处理个人资料(详情可浏览：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>)。

## 可访问性

仅适用于美国：如果您是残障人士并需取得额外支援以查阅本文件，请致电我们寻求协助(电话：1-800-343-1113)。

本通讯文件由下列实体发行：

在美国，由摩根大通投资管理有限责任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另类资产管理有限责任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)发行，两家公司均须受美国证券交易委员会监管；在拉美，由当地摩根大通实体(视情况而定)发行并仅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根资产管理(加拿大)有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)发行并仅供机构客户使用，该公司乃加拿大所有省份及地区的已注册投资组合经理及获豁免市场交易商(除了育空)，同时也是卑诗省、安大略省、魁北克省以及纽芬兰和拉布拉多等地的已注册投资基金经理。在英国，由摩根资产管理(英国)有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)发行，该公司须受英国金融行为监管局授权及监管；在其他欧洲司法管辖权区，由摩根资产管理(欧洲)有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.a.r.l.)发行。在亚太地区，由以下发行实体在其主要受监管的司法管辖权区内发行：摩根资产管理(亚太)有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金(亚洲)有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根实物资产管理(亚洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)发行，各自均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理(新加坡)有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)(公司注册编号：197601586K)，本广告或公告未经新加坡金融管理局审阅；摩根证券投资信托股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根资产管理(日本)有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，该公司乃日本投资信托协会(Investment Trusts Association of Japan)、日本投资顾问协会、第二类金融工具商同业公会及日本证券业协会的会员，须受日本金融管理局监管(注册编号：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)))；在澳大利亚，由摩根资产(澳大利亚)有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL牌照号码：376919)，仅供按照公司法第2001第761A条及第761G条(《公司法》)赋予的定义的「批发客户」发行。在亚太所有其他市场，则仅向指定收件人发行。

## 就摩根大通私人银行客户而言：

### 可访问性

摩根大通一直致力于为所有客户提供符合其金融服务需要的产品及服务。如有任何关于产品及服务方面的问题，请致电摩根大通私人银行客户服务中心与我们直接联系(电话：1-866-265-1727)。

### 法律实体、品牌及监管信息：

在美国，银行存款账户及相关服务(例如支票、储蓄及银行贷款)乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。

投资产品(可能包括银行管理账户及托管)乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司(合称「**摩根大通银行**」)作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务(例如证券经纪及咨询账户)乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**(「**摩根大通证券**」)提供。摩根大通证券是**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。摩根大通银行和摩根大通证券均为受JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在**卢森堡**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司**(简称「**摩根大通银行卢森堡**」)发行，其注册办事处位于European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，注册编号为R.C.S Luxembourg B10.958，由摩根大通银行卢森堡经卢森堡金融监管委员会(CSSF)授权并受其监管，并受欧洲央行及CSSF共同监督。根据1993年4月5日颁布的法律，摩根大通银行卢森堡有限公司经授权成为一家信贷机构。在**英国**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP。摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行经卢森堡金融监管委员会(CSSF)授权并受其监管，并受欧洲央行及CSSF共同监督。摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行被视为须受英国审慎监管局监管，并须受英国金融市场行为监管局监管以及英国审慎监管局的有限监管。有关临时许可制度(即允许在英国与欧洲经济区开展业务的公司的一段限期内于英国经营业务同时寻求全面授权)的详情，可于英国金

按[此](#)查看我们新冠肺炎疫情分析网站的详细信息

融市场行为监管局网站内查阅。在西班牙，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司Sucursal en España (马德里分行)分派，其注册办事处位于Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain。摩根大通银行卢森堡有限公司Sucursal en España (马德里分行)已于西班牙银行行政注册处登记注册，注册编号为1516，并受西班牙国家证券市场委员会(Comisión Nacional de Valores，简称「CNMV」)监管。在德国，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司法兰克福分行分派，其注册办事处位于Taunustor 1 (Taunus Turm), 60310 Frankfurt, Germany，受德国金融监管委员会(CSSF)及欧洲中央银行共同监管，在部分地区亦须受德国联邦金融监管局(简称为「BaFin」)监管。在意大利，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司米兰分行分派，其注册办事处位于Via Cantena Adalberto 4, Milan 20121, Italy，受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，简称为「CONSOB」)监管。在荷兰，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司阿姆斯特丹分行分派，其注册办事处位于World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通银行卢森堡有限公司阿姆斯特丹分行受荷兰金融监管委员会(CSSF)授权和监管，并受欧洲中央银行与卢森堡金融监管委员会共同监管；此外，摩根大通银行卢森堡有限公司阿姆斯特丹分行亦由荷兰银行(DNB)和荷兰金融市场监管局(AFM)授权及监管，并于荷兰商会以摩根大通银行卢森堡有限公司分行的名义注册登记，其注册编号为71651845。在丹麦，本文件是由摩根大通银行卢森堡有限公司哥本哈根分行分派，其注册办事处位于Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark。摩根大通银行卢森堡有限公司哥本哈根分行以摩根大通银行卢森堡有限公司的名义注册登记，并已获丹麦金融监管委员会(CSSF)授权和监管，并受欧洲中央银行与丹麦金融监管委员会共同监管。此外，以摩根大通银行卢森堡有限公司的名义注册登记的摩根大通银行卢森堡有限公司哥本哈根分行同时须受丹麦金融监管局(Finanstilsynet)监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通银行卢森堡有限公司分行的名义注册登记，编号为29009。在瑞典，本文件由摩根大通银行卢森堡有限公司斯德哥尔摩分行分派，其注册办事处位于Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden。摩根大通银行卢森堡有限公司斯德哥尔摩分行已获瑞典金融监管委员会(CSSF)授权和监管，并受欧洲中央银行与瑞典金融监管委员会共同监管。此外，摩根大通银行卢森堡有限公司斯德哥尔摩分行同时须受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)监管，并以摩根大通银行卢森堡有限公司分行的名义在瑞典金融监管局登记注册。在法国，本文件由摩根大通银行巴黎分行分派，并受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution)及法国金融监管机构监管。在瑞士，本文件由J.P. Morgan (Suisse) S.A.分派，在瑞士受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。

在香港，本文件由摩根大通银行香港分行分派，摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡，本文件由摩根大通银行新加坡分行分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由(通知您的)摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银行新加坡分行向您提供。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。假如您对本文件的内容有任何疑问，请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。建议您审慎对待本文件。摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)是依据美国法律特许成立的全国性银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

关于拉美国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和/或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册，并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和/或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通，包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件，在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下，我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外，您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法规和/或契约限制，且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有价证券若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记，则基金不得在任何拉美国家公开发行。任何证券(包括本基金股份)在巴西证券及交易委员会CVM进行注册登记前，均一概不得进行公开发售。本文件载列的部分产品或服务目前不一定可于巴西及墨西哥平台上提供。

在澳大利亚，摩根大通银行(ABN 43 074 112 011/AFS牌照号码：238367)须受澳大利亚证券及投资委员会以及澳大利亚审慎监管局监管。摩根大通银行于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。就本段的目的而言，「批发客户」的涵义须按照公司法第2001(C)第761G条(《公司法》)赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

摩根大通证券是一家在美国特拉华州注册成立的外国公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根据澳大利亚金融服务牌照规定，在澳大利亚从事金融服务的金融服务供应商(如摩根大通银行及摩根大通证券)须持有澳大利亚金融服务牌照，除非已获得豁免。根据公司法2001(C)(《公司法》)，摩根大通证券已获豁免就提供给您的金融服务持有澳大利亚金融服务牌照，且根据美国法律须受美国证券交易委员会、美国金融业监管局及美国商品期货委员会监管，这些法律与澳大利亚的法律不同。摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。本文件提供的资料不拟作为亦不得直接或间接分派或传递给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言，「批发客户」的涵义须按照《公司法》第761G条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：

- 包含的金额可能不是以澳元为计价单位；
- 可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息；
- 可能没有阐释与外币计价投资相关的风险；以及
- 没有处理澳大利亚的税务问题。

本文件是保密文件，仅供您个人使用。未经摩根大通的事先同意，不应向任何其他人士分派本文件的内容。未经摩根大通的事先同意，任何其他人士不得复制或利用本文件作非个人使用。如您有任何疑问或不欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通代表联络。本文件的收件人已同时获提供中文译本。尽管我们提供中文文件，但据摩根大通理解，收件人或其指派的顾问(若适用)有足够能力阅读及理解英文，且中文文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释，概以英文版本为准。

© 2022年。摩根大通。版权所有。