



放眼市场2022年展望

再通胀：终局之战

这些超级英雄全部都以自己的方式推动物价飙涨、工资增加、经济增长和资产价格上涨，相关细节内容可在封面内页查看。在今天的《放眼市场2022年展望》中，我们将会着重探讨通货再膨胀对股市造成的影响，诸多利好消息已经在股价中清楚反映。研究专题包括中国现状和监管政策的整顿、股息投资、实物资产(商业房地产、木材和基础设施)、对金融科技和网络安全公司的投资，环境、社会 and 治理(ESG)对投资组合的影响以及英国脱欧付出的高昂代价。

作者：岑博智先生

摩根大通资产及财富管理市场及投资策略部主席

再通胀：终局之战封面内容

今年的封面描绘了这些超级英雄如何全部都以自己的方式推动物价飙升、工资增加、经济增长和资产价格上涨：



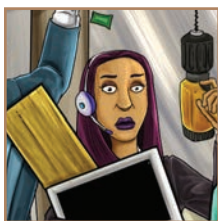
各国政府合力创造了有史以来规模最大的财政刺激

为应对新冠疫情，发达国家纷纷推出货币和财政刺激措施，力度之大前所未见，比爆发全球金融危机后实施的类似刺激规模大2至3倍，当中还没有包括2021年财政预算法案、拟议推出的美国基础设施以及和解方案支出。加大财政刺激力度产生了明显的连带效应：支撑股市持续飙升、房价节节攀升和房主再融资，为美国创造了高达1万亿美元的财富效应。



反疫苗人士

美国是发达国家中未接种疫苗人口最多的国家之一，占30%。这个群体增加了社区传播，减少了劳动力供应，维持了支出转向商品领域的格局，导致政府必需增加支出来支持就业和收入。根据最近一项调查显示，37%未接种疫苗的美国工人表示，他们会因雇主强制接种疫苗或检测而辞职。



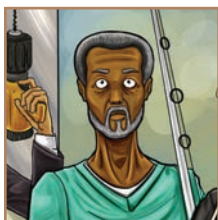
居家办公的员工

受新冠疫情影响，服务支出急跌，商品支出激增，导致商品价格通胀率推高至1970年代以来的新高。与疫情前相比，支出大幅增加20%以上的板块类别包括家庭、电信和计算机设备；家居用品和电动工具；休闲用品和服装。当中，由于许多产品属于进口密集型 and 半导体密集型，导致供应链瓶颈问题不断恶化。



劳动人口离职和转岗

数百万人退出劳动力市场，或转往新的行业或州工作。美国人口普查局在12月份估计，由于人们担心受感染或传播新冠病毒，目前有250万人离开就业市场。与此同时，劳动人口从制造业和农业转向自雇就业的运输和建筑业也加剧了劳动市场紧张。最终结果：一些州的求职者过多，而另外一些州的职位空缺过多。



退休人员大幅增加

新冠疫情导致美国退休人数激增，从2020年1月到2021年8月，离开劳动市场的人数较平时多出约150万人。学术研究表明，当401k账户和住房价值急剧上升时，退休步伐会加快。



亚洲、美国和欧洲的医疗监管机构

亚洲国家实施的防疫封控措施仍然非常严格，导致工厂开工不足、供应链短缺等问题。中国是世界上目前抗疫措施最严格的国家之一。在美国，由于医疗监管机构和/或公司政策制定疫苗接种要求，据Kaiser估计，于2021年底美国约有250万人离开就业岗位。



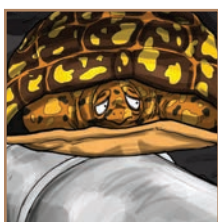
受到育儿限制的在职母亲

虽然学校重新开放改善了这一问题，但12月份美国人口普查局估计仍然有超过500万人报告由于育儿限制而无法工作。当中，大多数是在职母亲：自2020年2月以来，女性劳动力参与率的下降幅度是男性参与率的两倍。



消失了的移民工人

疫情期间，政府向移民和临时工人批出签证的签发工作彻底叫停，导致美国劳动市场减少了70万工人的供应。这是在疫情爆发前的特朗普时代净移民人数降至1980年代以来的新低之后，又再一次经历大幅下降，也成为刺激工资通胀走高的另一个主要原因。



石油、天然气和煤炭生产商

化石能源生产商采取「龟缩」策略，新项目的资本支出相比峰值显著减少了75%。另一方面，全球对能源的需求保持不变，对生物柴油的需求持续上升，导致能源和食品价格一直上涨。

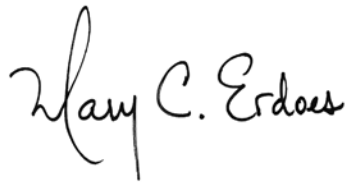
欧朵思
MARY CALLAHAN ERDOES
首席执行官
摩根大通资产及财富管理

尽管新冠疫情延宕已久，似乎杳无绝期，我仍衷心希望您保持坚毅不屈的精神，心怀希望，积极向上。诚如我的亲密战友岑博智先生(Michael Cembalest)在2022年展望：《再通胀：终局之战》中指明，面对重重困境，只有乐观自信，方能行稳致远，无惧险阻与挑战。

在过去的19年里，岑博智先生洞察各大头条新闻背后的风云变幻，以精辟独到的见解，把握未来一年的经济脉动。面对通胀飙升至接近过去20年来的历史高位，不断变化的投资和货币政策格局，岑博智先生和他的团队成员在今年的展望中将会为您深入剖析、阐明他们对全球持续增长依然感到乐观，以及投资者应该同样保持积极的原因所在。

我们将会一如既往，全力助您拨开云雾，构建成功跨越未来的投资组合，乃我们的首要任务。衷心希望这份报告对您能有所裨益，谨此恭祝大家在2022年身体健康！平安幸福！家业常青！

祝您新年快乐！

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.



祝各位新年快乐！在今年的《放眼市场2022年展望》，我与团队成员深入探讨了「房间里的大象」：通货膨胀再膨胀力量引发的后果，似乎已经超出了美联储几个月前的预期。虽然我从未看过超级英雄电影，但他们的宣传海报成为了我们今年市场展望封面背后的构思：哪些因素驱使通胀率飙升至多年来创纪录高位？在概述一节，我们讨论了商品供应冲击、劳动力市场短缺和大宗商品价格飙升等问题，以及这些因素对2022年通胀前景和股市形势可能带来的启示。目前，在家庭和企业需求受压抑之下，股票估值却仍然高企，我们同时审视了美国股市的局势发展；另一方面，实物资产在许多客户投资组合所占的比重日益增加，我们还讨论了影响2022年及未来投资组合的三大政策问题，包括中国的监管改革等。

岑博智(Michael Cembalest)
市场及投资策略部主席
摩根大通资产及财富管理

目录

概述	2
上市股票：股息、网络安全和金融科技	
[1] 股息：无论如何，股息是追求收益回报投资组合的关键元素	16
[2] 网络安全投资：创新与邪恶的碰撞，为投资者提供庞大的投资机会	18
[3] 「F」代表金融科技，但同时也代表恐惧、欺诈和止赎	21
实物资产：商业写字楼物业、基础设施和木材	
[4] 美国写字楼市场基本面分析：尽管面对疫情冲击，基本面已有所改善	24
[5] 基础设施投资：魔鬼在细节中(电力分配、太阳能发电和大容量储能)	27
[6] 木材：在寻求真正减碳的世界中，既能提供稳定的收益来源，还具备进一步上升空间	30
政策问题：中国整顿各行各业的监管政策、英国脱欧和ESG投资因素	
[7] 尽管2021年的监管变动及增长放缓，但资金持续流入中国投资组合	34
[8] 英国脱欧及国家主权的高昂代价	36
[9] ESG投资组合的好处越发明显，但仍亚于传统能源板块2021年的回升	39

投资产品：• 不受联邦存款保险公司保障 • 非摩根大通银行或其任何联属机构的存款或其他负债，亦未获摩根大通银行或其任何联属机构的担保 • 存在投资风险，包括可能损失投资的本金



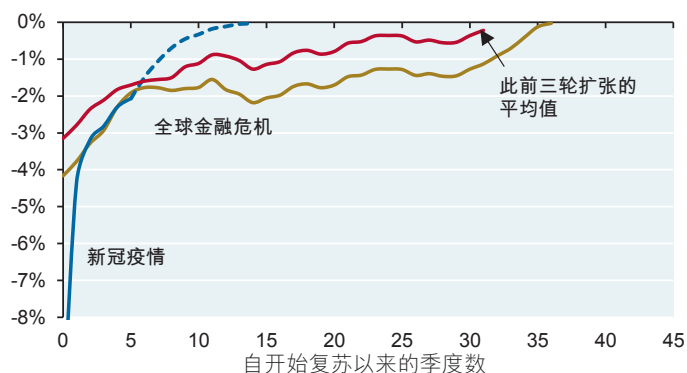
再通胀：终局之战

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¹，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）

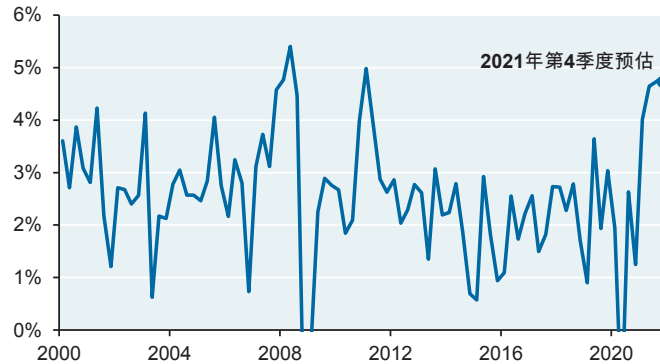
%，实际GDP相对于潜在GDP的百分比



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

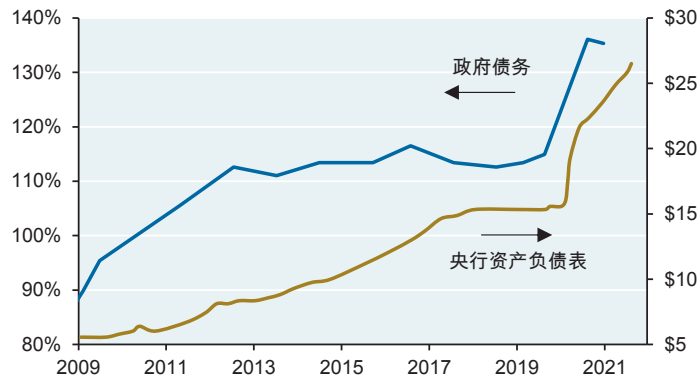
%，年化季度变幅



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

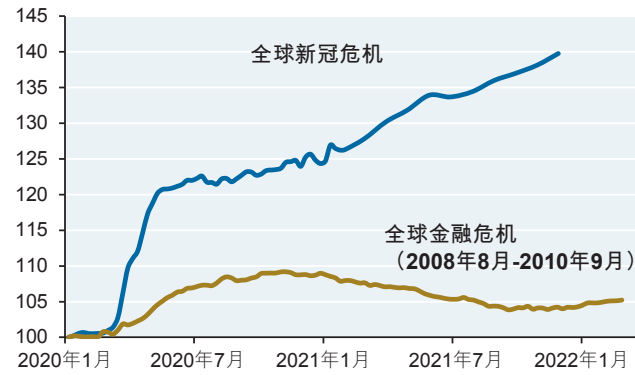
占GDP的百分比%



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。

¹ 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。



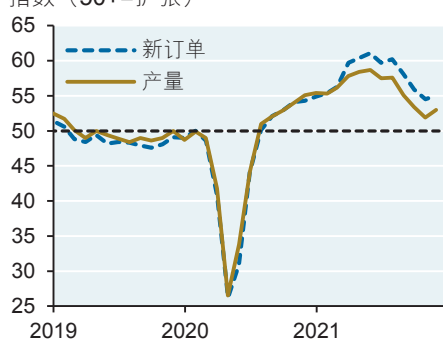
虽然制造业领先指标持续走弱，但我们并没有按照常理予以解读(即其代表需求下降的情况令人担忧)。这一次的罪魁祸首，应归咎于媒体广泛报道的供应链冲击问题。正因如此，我们乐观地认为，随着供应链延迟问题得以逐步缓解，全球增长势将反弹。

美国制造业PMI 指数 (50+=扩张)



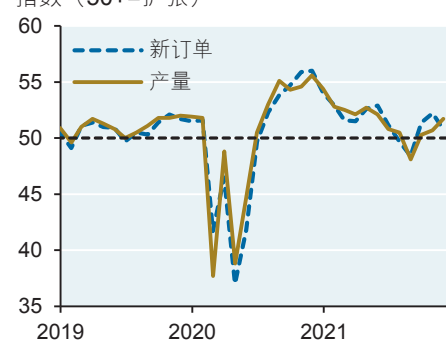
资料来源：彭博资讯。2021年11月。

发达市场制造业PMI 指数 (50+=扩张)



资料来源：彭博资讯。2021年11月。

新兴市场制造业PMI 指数 (50+=扩张)

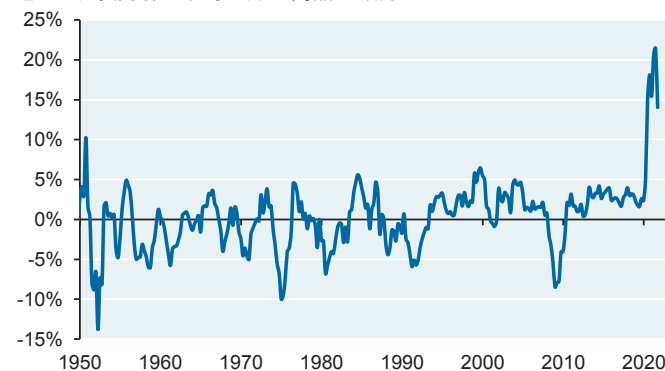


资料来源：彭博资讯。2021年11月。

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



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。

欧洲商品支出激增

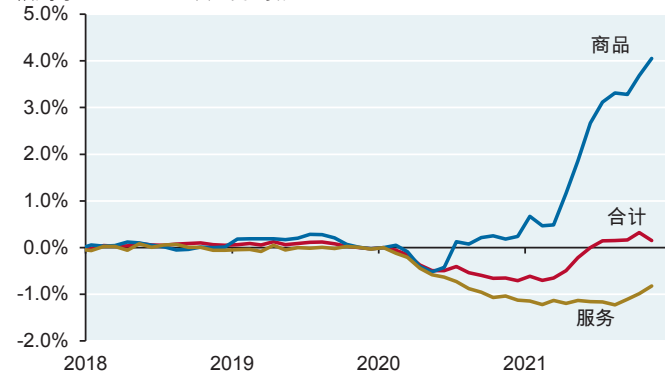
连续6个季度增长率的差异，商品—服务



资料来源：Eurostat、摩根资产管理。2021年第三季度。

全球商品和服务的价格水平

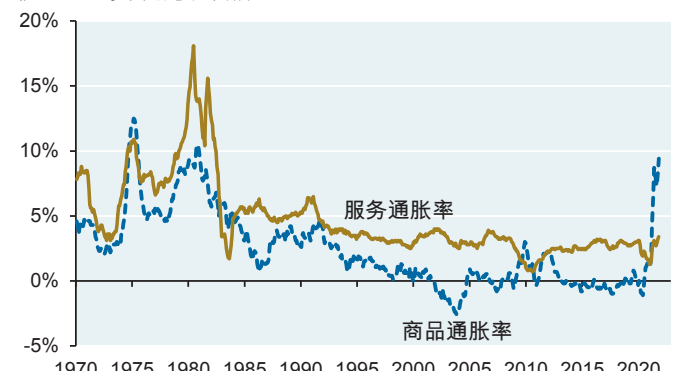
相对于2018-2019年趋势的偏差，%



资料来源：摩根大通经济研究部。2021年11月。

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：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

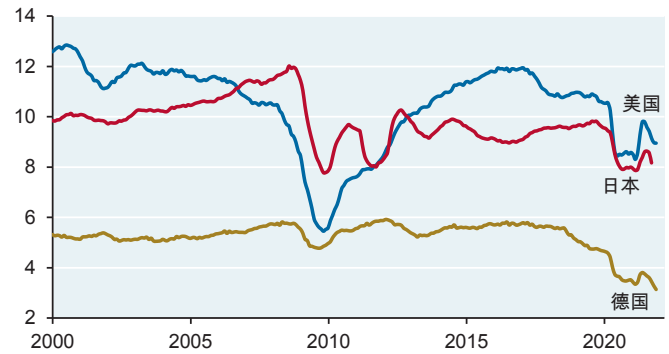
指数



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

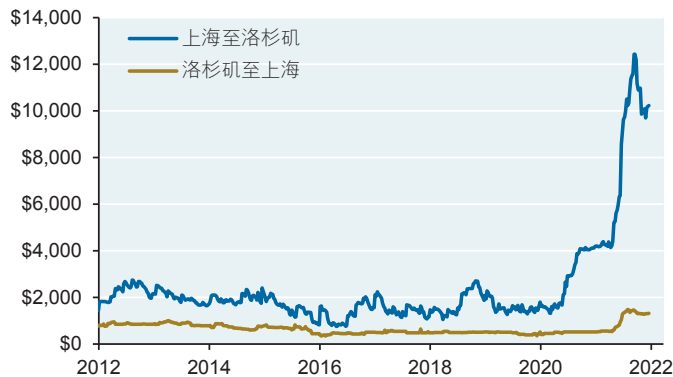
百万台，连续12个月总数



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

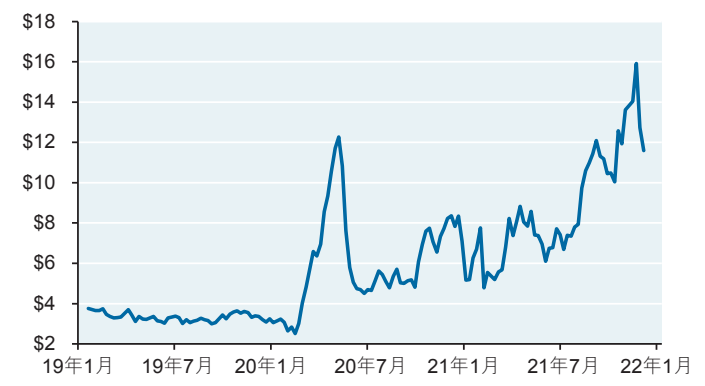
千台卡车



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。

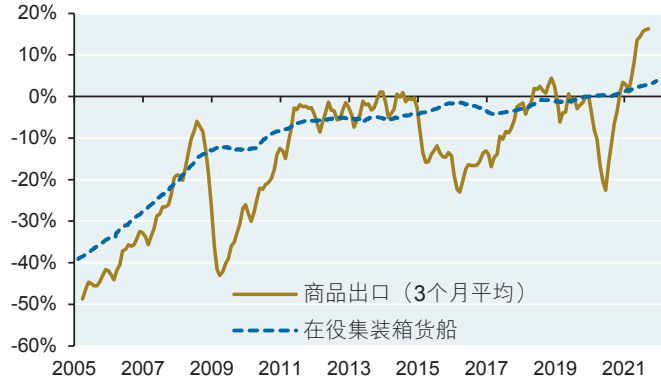


按[此](#)查看我们新冠肺炎疫情分析网站的详细信息

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

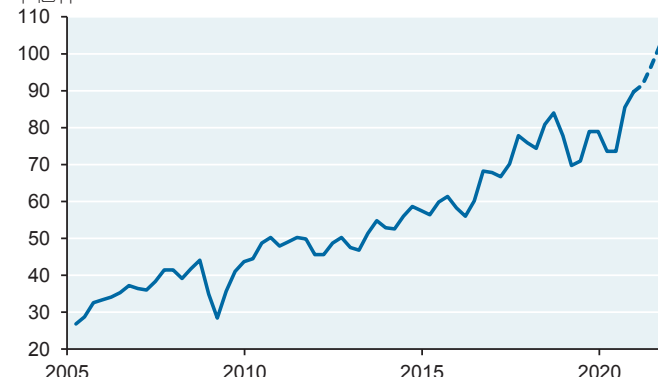
指数 (100=2015年)



资料来源：彭博资讯。2021年11月。

全球半导体出货量

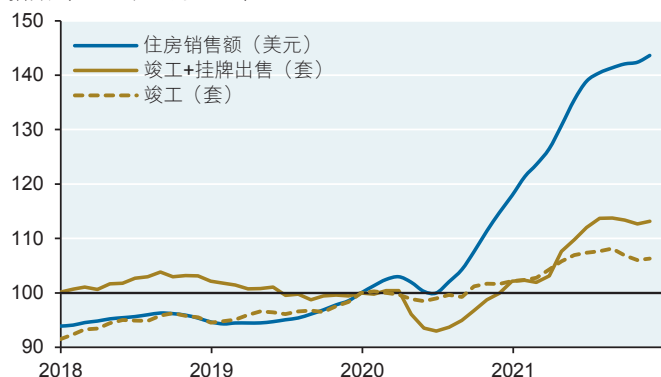
十亿件



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)



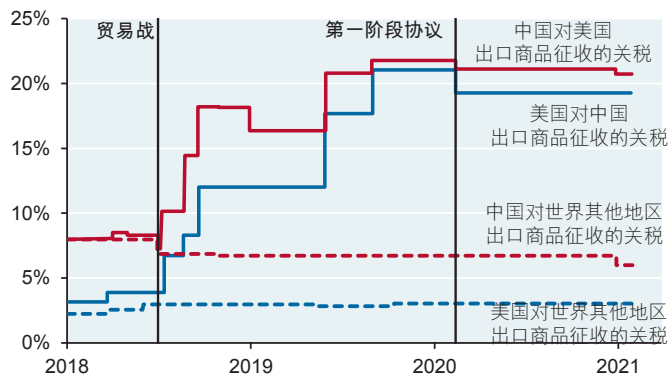
资料来源：美国房地产经纪人协会、美国人口普查局和摩根资产管理。2021年11月。



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%²。

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。

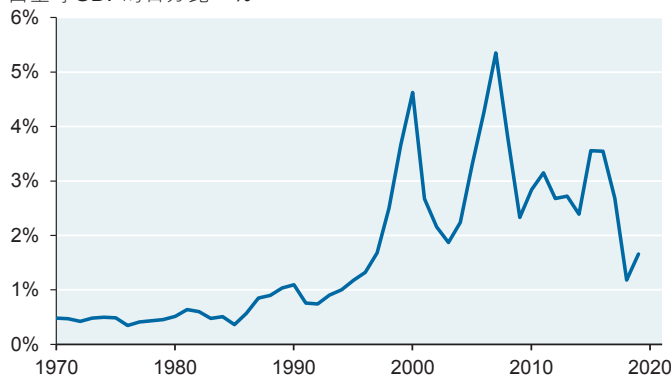
中美关税对双方贸易的影响



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。

² 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。



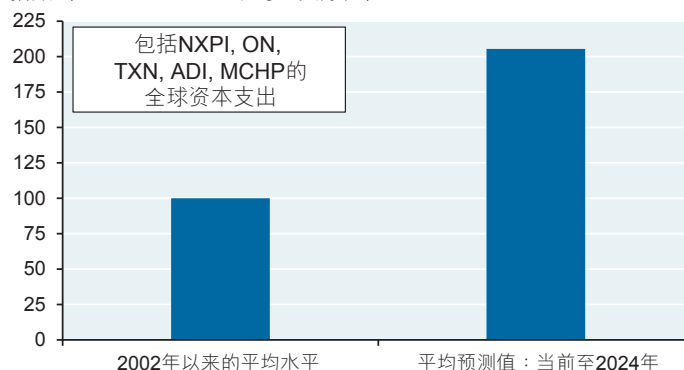
供给冲击导致的延误将如何解决？过去也曾经发生供给冲击问题，其中8次在第一张图表中已清楚反映。随着资本支出赶上需求，供给问题通常会在几个月内得到解决。虽然新冠疫情的发展形势错综复杂，但我们预计这次也不会例外。第二张图表显示与之前的趋势相比，2022年与汽车相关的半导体资本支出有望翻番。这一格局将对供应链产生至关重要的影响，因为每辆汽车所需使用的半导体价值增加。根据集邦咨询研究提供的数据显示，2021年10大半导体代工厂的资本支出超过500亿美元，同比增长43%，到了2022年将会额外增长15%，拉动全球8英寸和12英寸晶圆产能分别增长6%和14%。亚洲疫苗接种率增加也将有助于供应链逐步恢复。

美国ISM供应商交货指数
指数



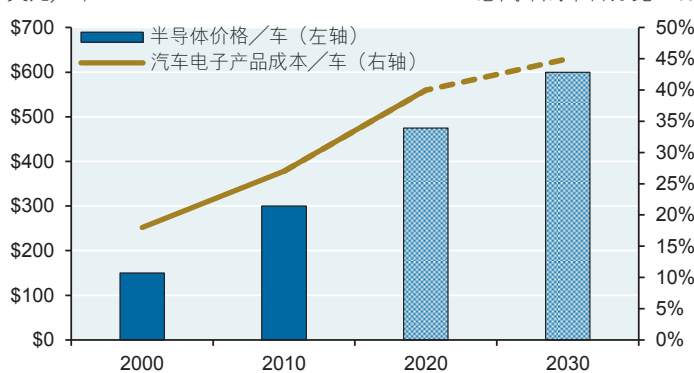
资料来源：彭博资讯、摩根资产管理。2021年11月。红点=供应中断的开始之时

全球汽车半导体资本支出
指数 (100=2002-2021平均, 实际值)



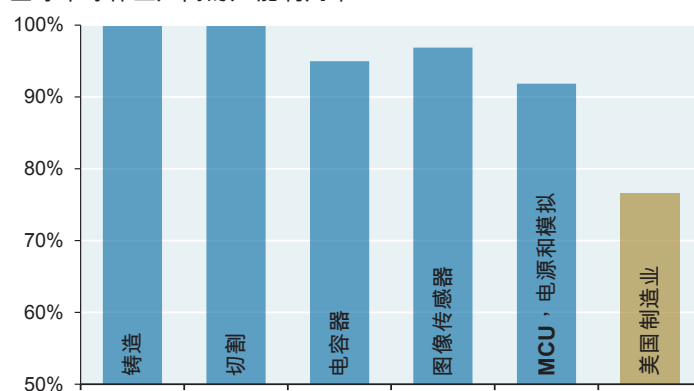
资料来源：高盛、摩根资产管理。2021年第3季度。

电子和半导体在汽车成本中的占比
美元/车



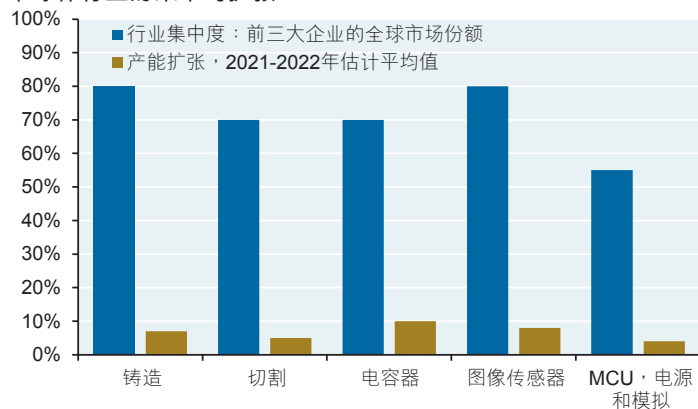
资料来源：德勤、IHS。2019年4月。虚线和阴影柱图表示预估。

全球半导体生产商的产能利用率



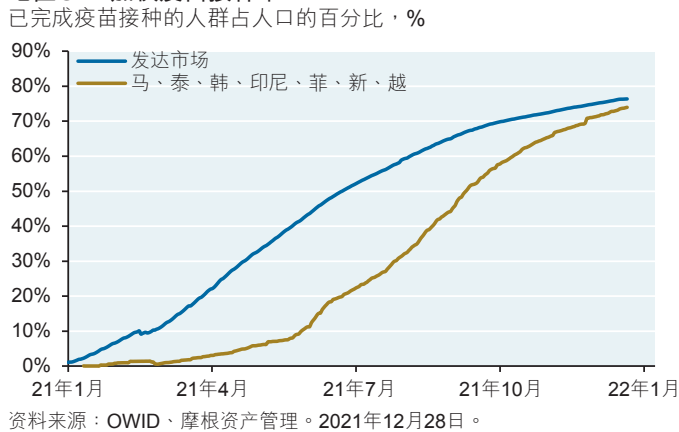
资料来源：高盛。2021年10月26日。

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

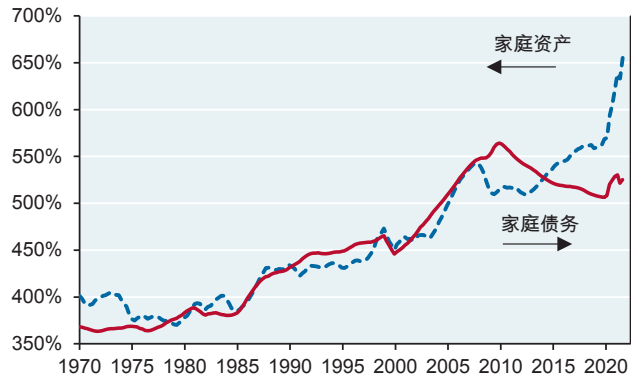


资料来源：OWID、摩根资产管理。2021年12月28日。



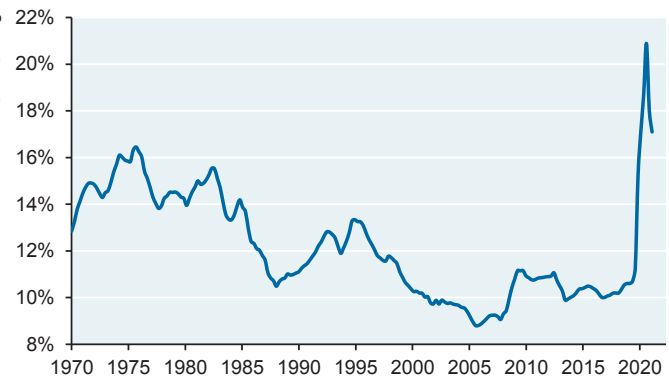
因此，我们相信2022年到2023年随着疫苗接种、资本支出增加以及支出从商品转回服务行业，供应链问题将会得到解决。如果这一判断成立，预期发达国家消费板块的表现靓丽应该能够支撑经济扩张。发达国家的家庭资产负债表和储蓄率看来相当强劲，而在美国，最终销售的增长步伐强劲，加上库存持续低迷，导致两者之间仍然存在重大差距。另一方面，美国家庭偿债负担也处于有史以来的低位。可能面临的风险：诚如最后一张图表所示，美国消费支出得到提振，主要来自于信用水平最低的20%借款人，意味着消费支出对结束财政刺激措施具有一定敏感性。

发达国家的家庭资产负债表
占GDP的百分比，%



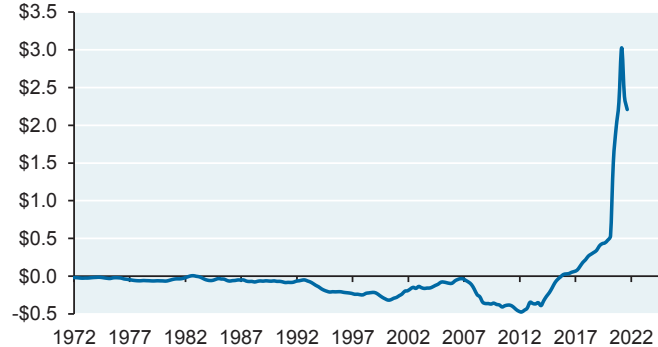
资料来源：美国商务部经济分析局、欧洲央行、各地区统计局和摩根资产管理。2021年第3季度。

发达国家的家庭储蓄率
储蓄额占个人收入的百分比，%



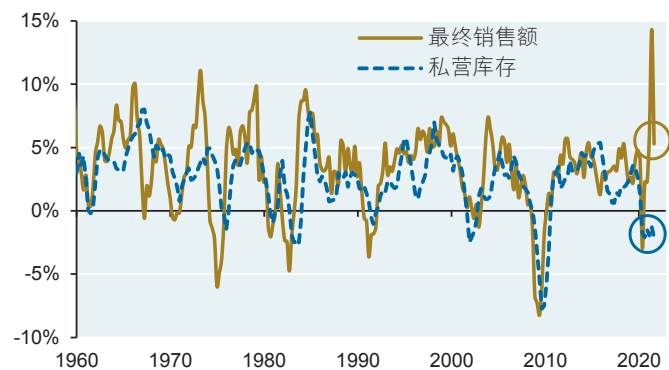
资料来源：美国商务部经济分析局、各地区统计局和摩根资产管理。2021年第3季度。

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



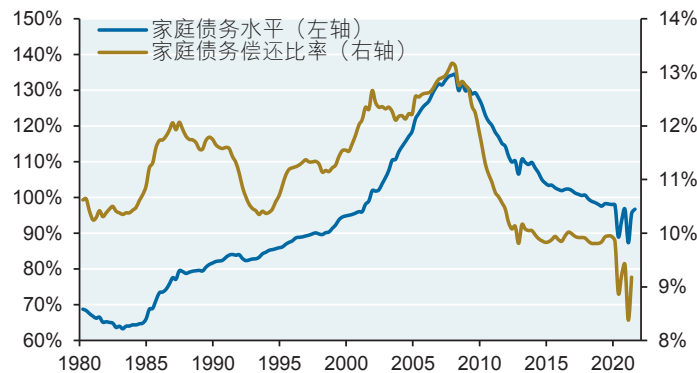
资料来源：美联储、美国商务部经济分析局和摩根资产管理。2021年第3季度。支出潜力：65%的应税收入、100%的转移支付、10%的住房财富和1.5%的金融财富。

史无前例的美国销售库存缺口
实际金额的年度同比变化，%



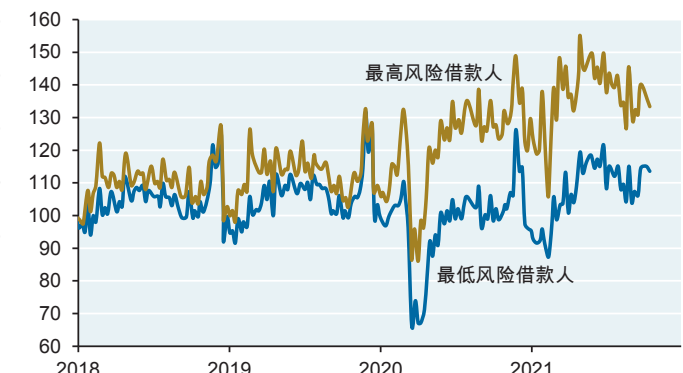
资料来源：美国商务部经济分析局、摩根资产管理。2021年第3季度。

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



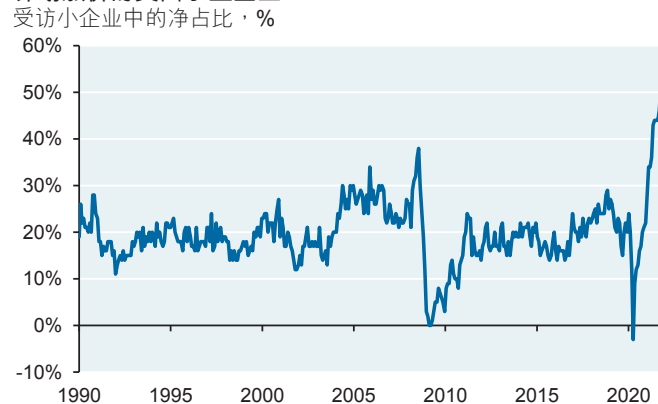
资料来源：彭博资讯、NFIB。2021年11月。

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。

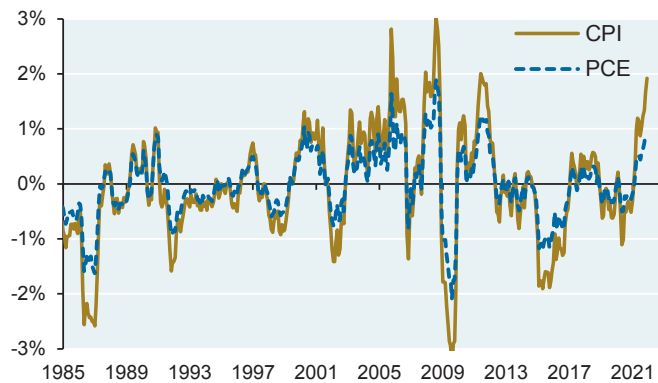


与能源相关的通胀问题，乃另一个棘手难题。广义通胀率与核心通胀率之间的差距正在扩大。究其原因，是由于投资者叫停石油和天然气生产投资的同时，全球对化石燃料的需求却几乎没有下降(下面第四张图表)。目前，欧洲出现了这种模式的极端版本，鉴于欧洲更改可再生能源政策的速度，超过了化石燃料需求的变化，加上欧洲一半的热能需求依赖俄罗斯，导致欧洲的电价持续大幅飙升。

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

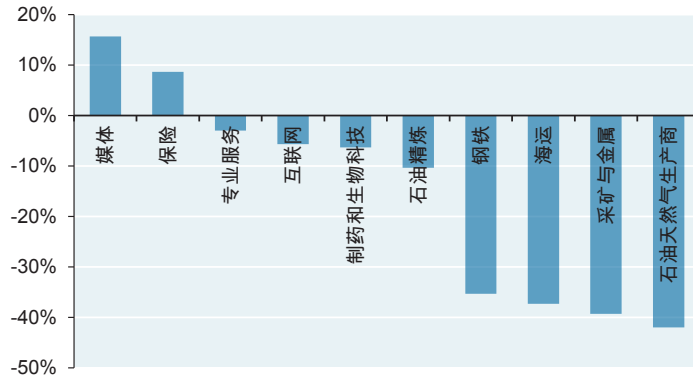
指数



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

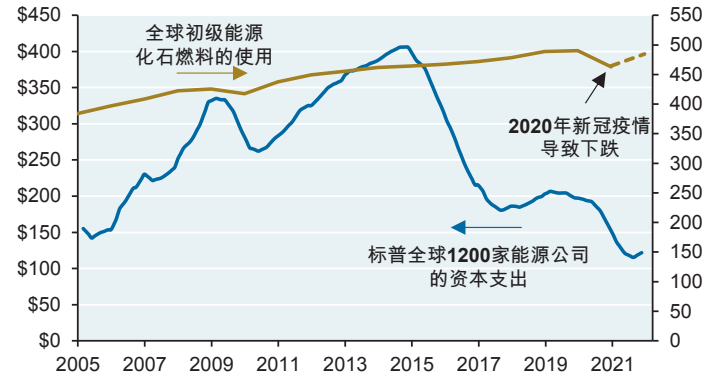
2022年预期投资水平与10年平均水平的比较



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

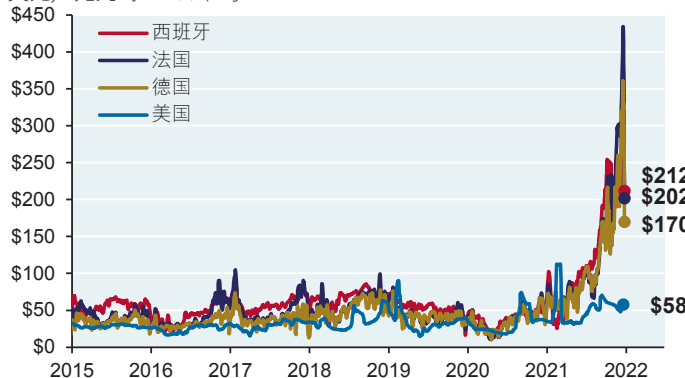
十亿美元



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

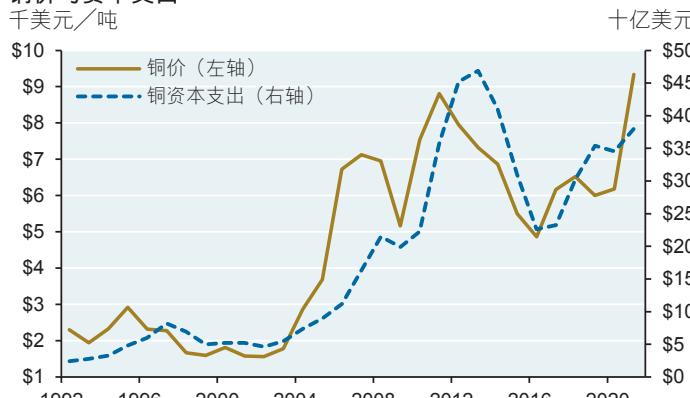


按[此](#)查看我们新冠肺炎疫情分析网站的详细信息

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。

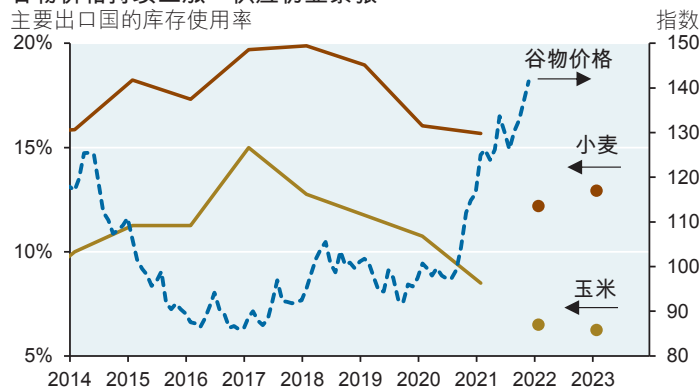
食品价格的通胀水平也在升高。虽然恶劣天气减少出现和增加种植应该有助于解决一部分玉米和小麦短缺问题(如第二张图表所示)，但生物柴油需求不断增加正在形成反作用，抬高谷物和植物油价格，进而推高肉类/乳制品价格。

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。

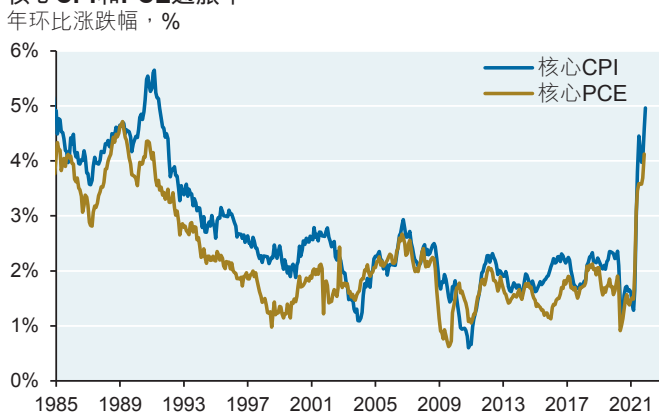
每辆车的铜消耗量 (磅)

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。

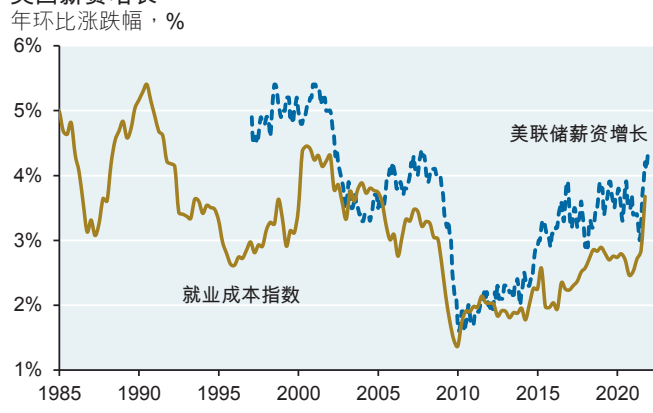
总结：目前，美联储对通胀形势只属「暂时性」的判断正面临重大考验。我们同意商品价格通胀将会冲高回落，从而带动消费者物价指数和个人消费支出指标降低。然而，我们认为，鉴于薪资和大宗商品的供需曲线已经出现转变，预期薪资和大宗商品价格仍将居高不下。

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。



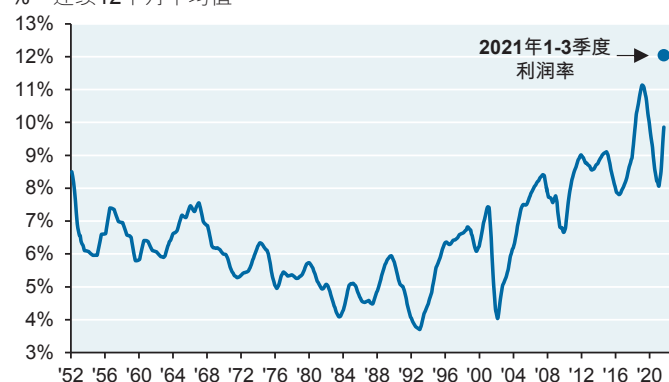
美国股市的下一步走向

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

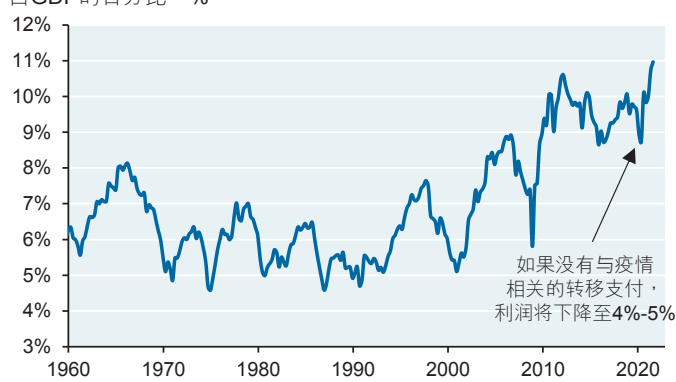
%，连续12个月平均值



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，%

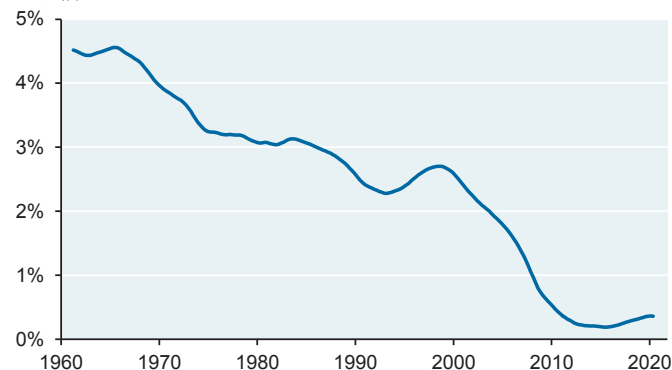


资料来源：美国商务部经济分析局、摩根资产管理。2021年第三季度。

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³。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

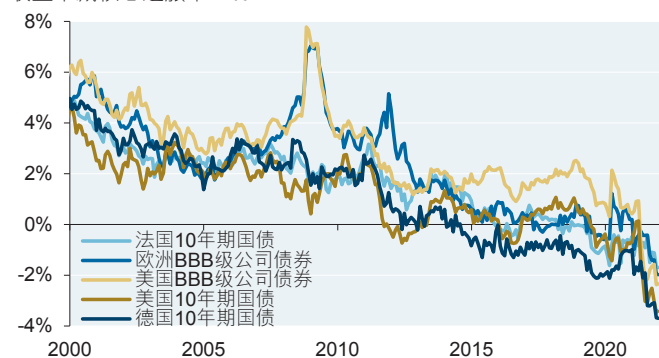
R*预估



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。

³ 《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))。

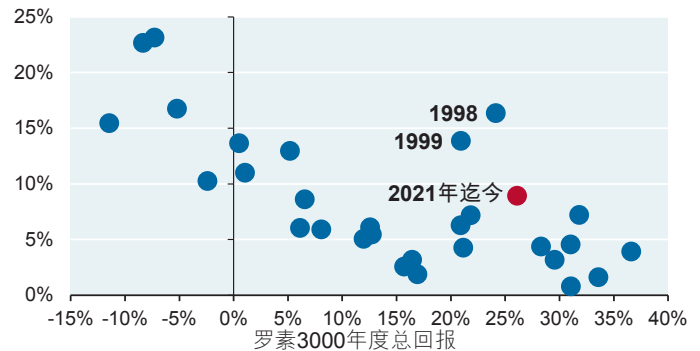
初创无利润公司的市值
占总市值的百分比，%



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

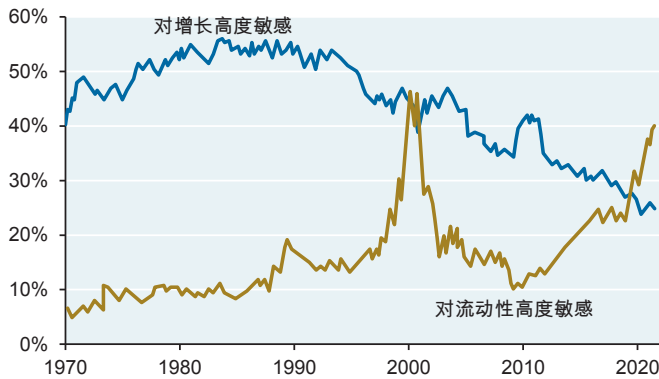
%，回报为-35%或更差的公司占比，1990年以来的年度数据



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。

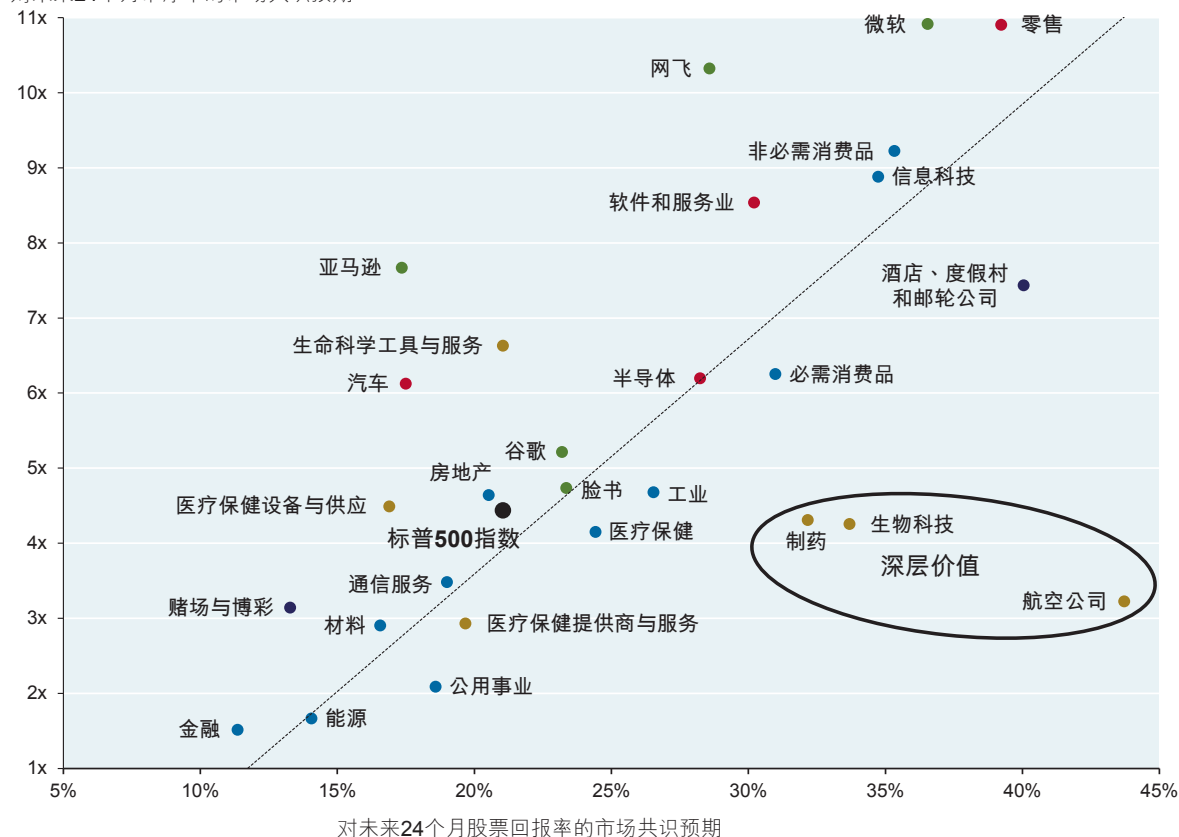


诚如下图所示，标普500指数的估值呈现一个普遍规律：当行业的预计股本回报率越高，其市净率估值就越高。**希望寻找深层价值?除了大型制药公司、生物科技公司 and 航空公司之外别无他选。**

- 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，包括私人和雇主健康保险计划。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和资产负债表实力，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和研发的现金高达5,000亿美元。
- 航空公司：**在当前框架下，非必需消费品、汽车和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。



上市股票：股息、网络安全和金融科技

[1] 股息：无论如何，股息是追求收益回报投资组合的关键元素

对于寻求收益回报的投资者来说，当前市况依旧乏善可陈。我们的战略投资咨询团队在去年秋季发表了一篇文章，探讨了持续金融压制的可能性及其对投资者造成的影响。鉴于当前的利率趋势，投资者越来越依赖股市以获得投资回报和收益。尽管股息收益率已经降至多年来的低位(标普500指数股息收益率仅为1.3%)，但现在60:40股债投资组合中约有三分之二的收益来自股票，美国境外提供的股息机会吸引力甚至更大。值得注意的是，股息的计算还不包括总回购，而在美国和欧洲，回购的回报贡献不可小觑。

60:40股债投资组合中的股票收益

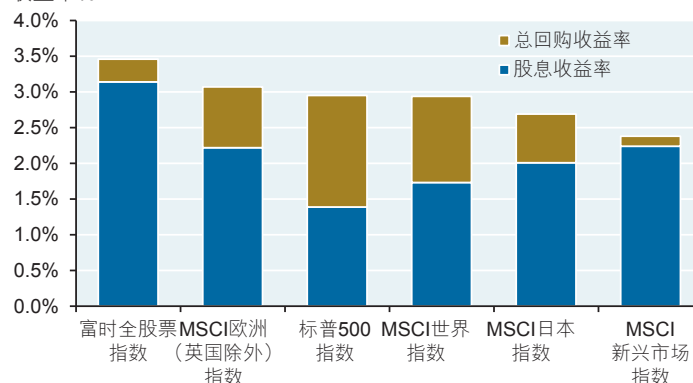
股息占总投资组合收益之比，%



资料来源：彭博资讯、Datastream和摩根资产管理。2021年11月。
基于MSCI全球所有国家指数/标普500指数股息收益率和巴克莱全球/美国综合指数的到期收益率。

股指收益率

收益率%

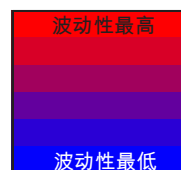


资料来源：彭博资讯、Datastream和摩根资产管理。2021年9月。

从图表中可见，股息收益率最高的是美国、欧洲、日本和新兴股票市场。不同颜色代表过去3年每个板块的波动性，红色代表波动性最大的板块，蓝色则相反。石油和天然气板块存在一些股息收益率较高的股票，但价格波动会迅速击垮以股息为导向的策略。在市场低迷时期，波动性较大的板块中，以收益为导向的投资者需要做好长期持有的准备。

各行业组的股息收益率

行业组	美国	欧洲	日本	新兴市场	平均值
抵押房地产投资信托基金	10.00%	不适用	不适用	不适用	10.00%
烟草	6.45%	6.18%	6.05%	不适用	6.23%
海洋	不适用	1.48%	9.12%	不适用	5.30%
石油、天然气和消耗性燃料	3.78%	4.86%	4.38%	4.95%	4.49%
燃气公用事业	2.82%	5.34%	3.02%	5.34%	4.13%
多元化电信	4.22%	4.35%	3.52%	4.38%	4.12%
建筑与工程	不适用	4.17%	3.62%	4.19%	3.99%
保险	1.65%	4.31%	4.35%	4.08%	3.60%
电力公用事业	3.14%	3.88%	2.94%	4.03%	3.50%
银行	2.44%	3.18%	4.34%	2.93%	3.22%
多元化公用事业	3.02%	3.36%	不适用	3.13%	3.17%
电信服务	0.00%	5.71%	3.49%	不适用	3.07%
股权房地产投资	2.70%	2.58%	3.49%	2.33%	2.78%
水务公用事业	1.66%	3.66%	不适用	不适用	2.66%
造纸和林产品	1.95%	4.11%	3.32%	1.20%	2.64%
金属与采矿	不适用	2.47%	2.51%	2.88%	2.62%
资本市场	1.53%	2.10%	4.30%	1.92%	2.46%
容器和包装	2.16%	2.40%	不适用	2.40%	2.32%
建筑材料	0.63%	3.35%	不适用	2.89%	2.29%
化学品	1.87%	2.28%	2.46%	2.48%	2.27%
媒体	1.81%	2.48%	不适用	2.48%	2.25%
能源设备与服务	1.87%	2.46%	2.15%	2.43%	2.23%
制药	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%
电力和可再生能源	1.42%	3.69%	1.91%	1.55%	2.14%



资料来源：彭博资讯。2021年12月29日。

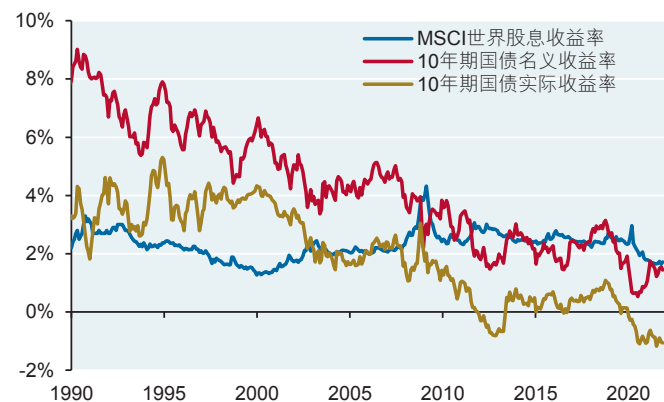


对于美国股市投资者而言，股息并不是构成总回报的关键部分。在截至2020年12月31日的10年间，美国大盘股的年化总回报率接近14%；只有2.1%的回报来自股息。然而，国际股票市场的情况却并非如此。与MSCI EAFE指数(欧洲、澳大拉西亚和远东)挂钩的投资组合的投资者年化总回报率仅为6%，其中3.3%来自股息(超过一半的回报)。在新兴市场，股息占总回报的比例更高(股息回报率为2.84%，而年化回报率仅为4%)。

虽然不同地区的股息占总回报贡献存在重大差异，但如果从更长的时间范围衡量，反而显示出更多的趋同性。自1929年以来，股息占美国总回报贡献的38%。非美国市场的数据回溯期相对较短；发达国家股市数据始于1986年。自1986年至今，股息占总回报贡献的33%，而自2001年以来，新兴市场股息占总回报贡献的29%。换句话说，从长远来看，不同地区的股息占回报贡献率更为接近。

虽然隐含股息收益率似乎低于历史水平，但我们认为MSCI世界指数的股息收益率将超过美国政府债券的名义和实际收益率。自全球爆发金融危机以来已经出现这种情况，且我们预计这一趋势也将持续下去。派息率似乎可以持续，公司的资产负债表拥有大量现金。

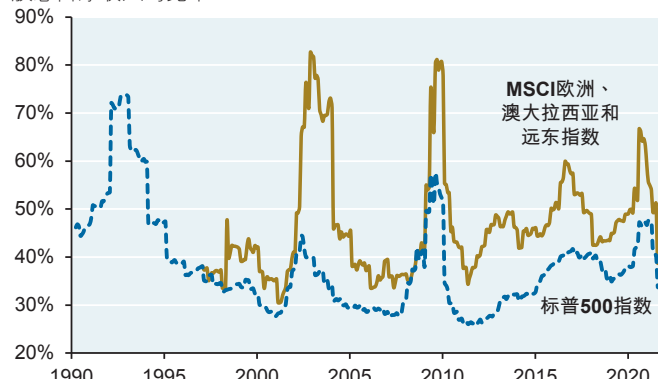
MSCI世界股息收益率与美国10年期债券收益率的比较



资料来源：Factset、彭博资讯和摩根资产管理。2021年11月。

股息支付率

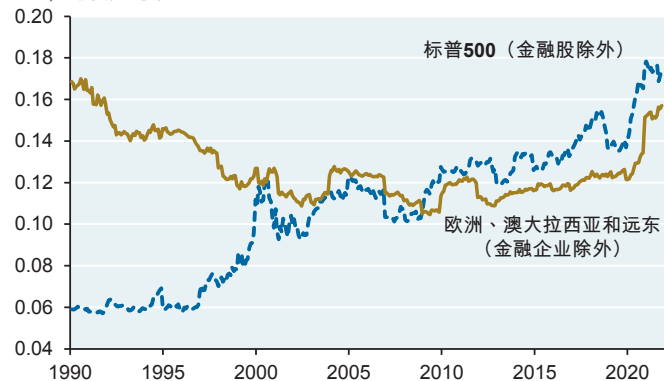
股息占净收入的比率



资料来源：Factset、摩根资产管理。2021年11月。

公司板块的现金余额

现金/总资产比率



资料来源：Factset、摩根资产管理。2021年11月。



[2] 网络安全投资：创新与邪恶的碰撞，为投资者提供庞大的投资机会

网络犯罪是人性抑郁和虚无主义的一种表现，提醒人们科技进步并非毫无代价。我们几乎每个月都会看到一宗又一宗重大数据泄露事件，2021年12月，网络安全社区发现了Log4Shell漏洞⁴，有人将其描述为迄今为止规模最大、最严重的单一网络安全漏洞事件。

- **2021年2月**：第三方云供应商的漏洞使黑客可以访问克罗格(Kroger)的人力资源数据和药房记录，导致约150万份记录被泄露(姓名、电话号码、地址、出生日期、社会保障号码、处方和健康保险信息)。
- **2021年5月**：承载了东海岸45%石油、柴油和喷气燃料运输量的科洛尼尔管道运输公司(Colonial Pipeline)遭到黑客入侵，100GB数据被窃。黑客还威胁除非支付赎金，否则将发布这些数据。天然气价格上涨并出现短缺，直到科洛尼尔以比特币支付赎金。
- **2021年7月**：美国、欧盟、英国和北约共同指责中国国家安全部的附属机构利用了微软交换服务器(Microsoft Exchange Server)的漏洞。作为回应，美国情报机构发布了一份网络安全公告，披露被中方黑客攻击者利用的其他漏洞。
- **2021年8月**：T-Mobile披露了一宗波及逾4,000万客户的个人信息泄露事件；黑客攻击者在公司数据中心识别出一个面向互联网的路由器，然后在某个犯罪论坛上出售数据。

如果目前市场上有关网络犯罪、在线迁移、企业/政府支出和当前漏洞的最新预测正确，网络安全行业就具有增长的空间⁵：

- 到2025年，每年为防范网络犯罪而投入的费用预计将从目前6万亿美元增长到10.5万亿美元；
- 全球网络安全劳动力需要增长89%，才能有效保护关键企业资产；
- 预计到2021年底，44%的工作量将在云上完成，到2022年将达到55%；
- 82%的机构组织声称传统网络安全工具不能发挥作用或功能有限；
- 77%的远程办公员工使用非托管设备；以及
- 针对远程企业用户的网络钓鱼攻击大幅增加了85%⁶。

如无异外的话，网络安全支出预计将从2021年的1,400亿美元增长到2024年的1,800亿美元，其中包括2021年新冠疫情救济法案中的拨款20亿美元和基础设施法案中另外一笔拨款20亿美元。谚语有云，自然界里无真空，面对一个互联网不断普及化的世界，越来越多公司正在努力解决网络世界上层出不穷的大量风险。2021年部分较为突出的资金募集交易罗列如下：

- **2021年7月**：Riskified通过IPO实现了33亿美元的估值。该公司产品属于「拒付担保类型」防欺诈产品，适用对象是对具争议交易承担责任的商家。
- **2021年9月**：开发运营安全平台Snyk在一轮融资中筹集了6.05亿美元，相当于86亿美元的估值；ForgeRock(访问管理)通过IPO实现了20亿美元的估值。
- **2021年11月**：Cloudflare和CrowdStrike这两家于2019年上市的领先云基网络安全公司，目前总市值超过1,250亿美元。
- **2020/2021年度涌现的其他独角兽企业**：SentinelOne、Verdaka、Arctic Wolf、Cato Networks、BigID、Armis Security、Coalition、Wiz、OwnBackup、Axonius、Socure、Orca Security、Lacework和Aqua Security。

⁴ **Log4j**是一个开源日志框架，据报导它允许向服务器发出请求而不检查响应，因而允许攻击者执行Java代码和/或泄漏敏感信息。

⁵ 资料来源：Cybersecurity Ventures、ISC2网络安全劳动力研究、美国救援计划、韦德布什证券、Cybersecurity Insiders云安全报告、Pitchbook安全报告和华平投资。

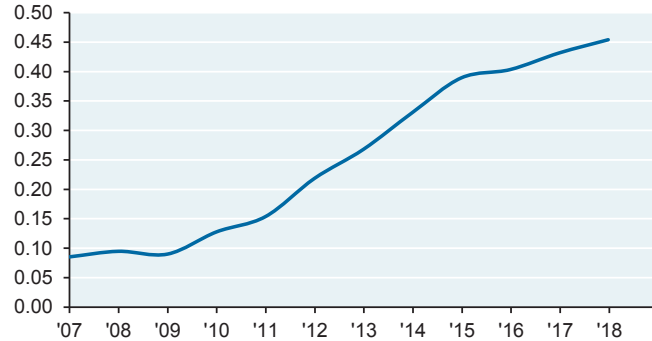
⁶ 我很遗憾地告诉大家，我未能通过今年全公司范围的网络钓鱼测试(有史以来第一次)，当时我点击了一封电子邮件中的附件，因为我以为它来自DHL，要求我重新安排快递送货时间。



究竟网络犯罪何时开始兴起?第一张图表是我们通过对多家公司披露资料进行汇总而绘制的网络安全风险指标示意图。网络风险在金融危机爆发前就已经存在，但规模一般不大；从2011年开始，网络风险问题开始加速涌现。第二张图表显示了全球网络安全支出的实际数据，并提供直至2024年的预估数据。网络犯罪快速增长的部分原因：**网络犯罪分子需要承担的风险，低于与其他犯罪集团有关的风险。**

网络安全风险的代表性计量

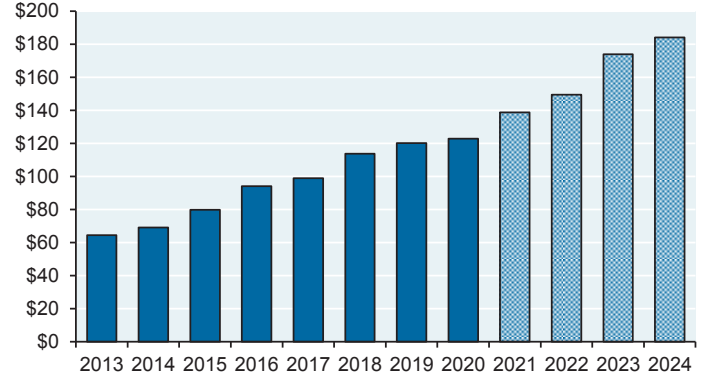
来自公司风险披露的网络安全风险度量



资料来源：《网络安全风险》，Florackis等人，芝加哥大学布斯商学院/瑞士金融学院。2020年12月。

全球安全支出预估

十亿美元



资料来源：华平投资、瑞信和Gartner。2021年5月。虚线柱=预估。

下表简要勾勒网络安全生态系统范围。网络安全漏洞林林总总，旨在解决这些漏洞问题的公司同样百花齐放。规模最大的网络公司在创新方面的表现往往不及小型公司，因而为公司整合创造了庞大的机会。从行业整体大环境来看，目前聚焦于网络安全的风投资金规模，可与另一个「未来冲击」产业，即机器人技术媲美。

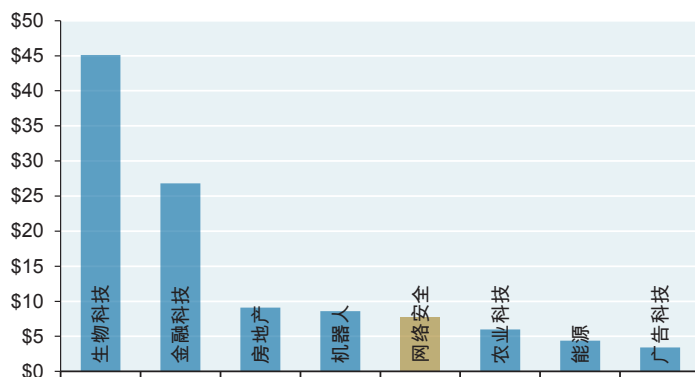
信息安全生态系统

安全运营	网络安全	数据安全	应用安全	端点安全	身份与准入管理
托管安全服务	云安全	数据库监控和防损	网络应用保护	端点保护、检测和响应	准入管理
日志摄取和安全信息以及事件管理	网络检测与响应	数据隐私与合规	云工作负载保护平台	物联网与运营技术安全	防欺诈
漏洞评估与管理	安全联网	数据保护和加密	开发运营安全平台	反钓鱼平台	身份治理和管理
安全编排、自动化和响应	Web3 安全				

资料来源：PitchBook、摩根资产管理。2021年。

2020年风投融资的行业分布

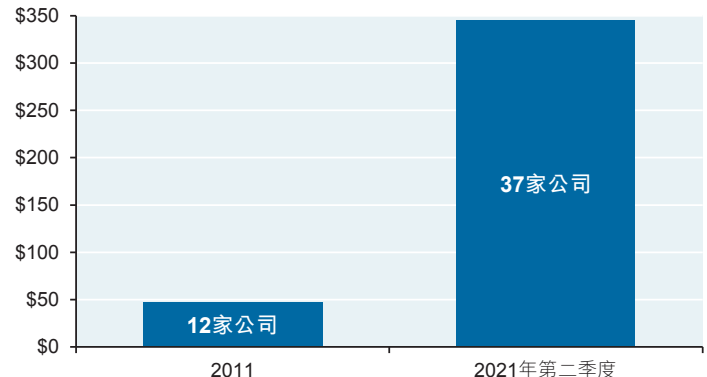
十亿美元



资料来源：Crunchbase。2021年。

网络安全上市公司的市值

十亿美元



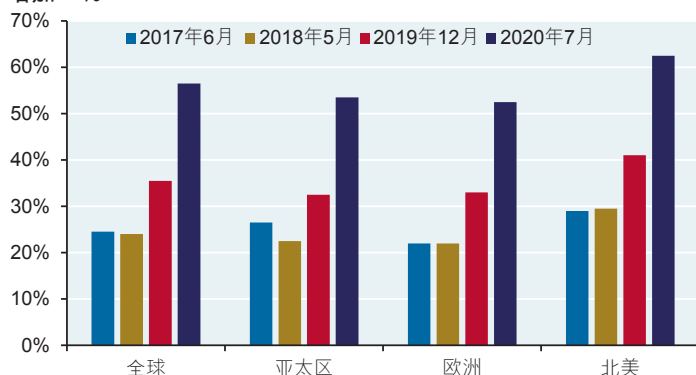
资料来源：Ten Eleven Ventures。2021年第二季度。



新冠疫情加速了整个世界向数字化转型，但网络漏洞风险也同时增加。麦肯锡发现，在受访企业当中，至少80%客户互动通过网络进行的企业数量是疫情爆发前的三倍⁷。此外，这些企业产品和服务的数字化转型速度为疫情爆发前的两倍。

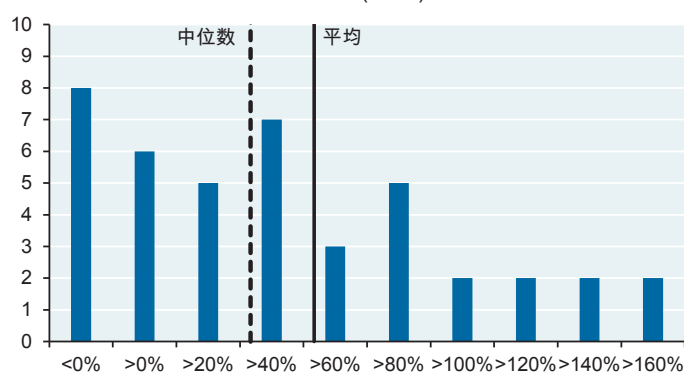
能源板块是网络安全风险另一个主要增长领域。如果更多的风能、太阳能、水电和核电加入电网，交通电气化、工业能源使用和商业/住宅冬季供暖等因素都将增强脱碳的潜力。然而，这也进一步加大了电网安全性风险，因为即使是暂时断网也会造成更大的经济破坏和身心困扰。

新冠疫情的影响：数字化客户互动、产品和服务的份额不断增加，%



资料来源：麦肯锡。2020年10月。

自2020年1月以来网络安全总回报的分布
纳斯达克网络安全指数中的公司数量(n=42)



资料来源：彭博资讯。2021年12月29日。

网络安全上市公司股指自2017年以来一直表现良好，与纳斯达克指数持平甚至跑赢纳指。诚如右下图所示，随着行业日趋成熟，越来越多网络安全公司面临风投资本公司套现退出问题。然而，新兴产业的普遍规律同样适用于网络安全行业，各家网络安全公司的回报分散度非常高(存在大赢家和输家)。因此如上图所示，平均回报远高于中值回报。

网络安全板块的表现

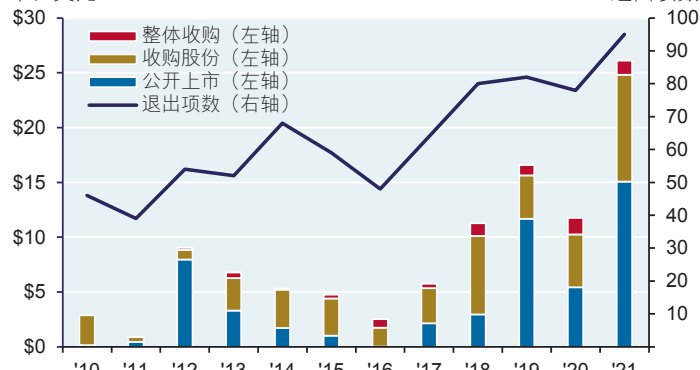
总回报指数 (100=2016年12月)



资料来源：彭博资讯和摩根资产管理。2021年12月29日。

信息安全风险投资退出 (按类型划分)

十亿美元



资料来源：Pitchbook。2021年第3季度。包括北美和欧洲的风险投资退出。

⁷ 《新冠疫情如何推动公司超越技术临界点，实现业务的彻底改革》，麦肯锡，2020年10月。

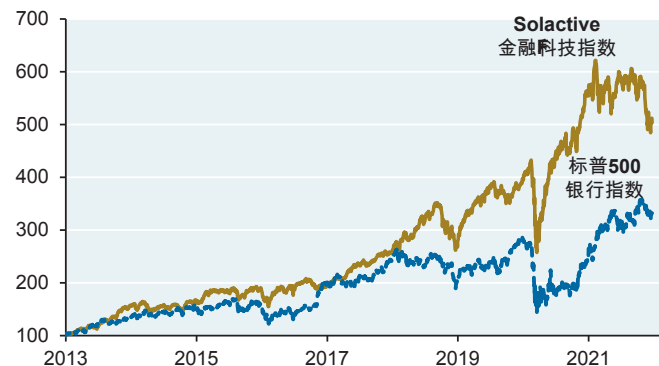


[3]「F」代表金融科技，但同时也代表恐惧、欺诈和止赎

鉴于企业和家庭更加依赖基于互联网的解决方案和数字界面，金融科技板块出现了诱人的机会。在摩根大通财富管理业务，我们设计了专注于上市和私营金融科技公司的投资产品。尽管盈利能力相若，但金融科技股的估值通常高于传统银行股。鉴于金融科技板块更为宽松的发放标准，该板块是一个对周期敏感的行业；通过在家庭违约率较低和止赎/驱逐令延长(下面第四张图表)的环境下扩张，金融科技板块应该可以跑赢传统银行，因为它们承担了更多的风险。

换言之，金融科技行业通常比较依赖监管套利，而不是依靠提供更低成本或更快的处理速度⁸。监管套利会存在多久?美国监管机构通常不愿意侵犯其认为提供创新的行业，但开始有迹象表明金融科技行业的运作并非一如预期。在接下来的章节中，我们将援引疫情期间的三种现象对此详作阐述：疫情初期金融科技贷款人消失；金融科技借款人的薪资保障计划贷款的欺诈预估发生率非常高；以及有证据表明金融科技贷款导致不良贷款增加，违约风险提高。这些来自新冠疫情的证据建立在先前的研究基础之上，有关研究反映出金融科技贷款造成更大的系统性风险(参见第23页脚注)。我们正在密切关注这种情况会对金融科技公司的监管和监督可能产生的影响，以及涉及的成本和业务模式将如何演变。

美国金融科技与银行板块的表现
总回报指数 (100 = 2012年12月)



资料来源：彭博资讯和摩根资产管理。2021年12月28日。

美国金融科技与银行板块的估值
市净率



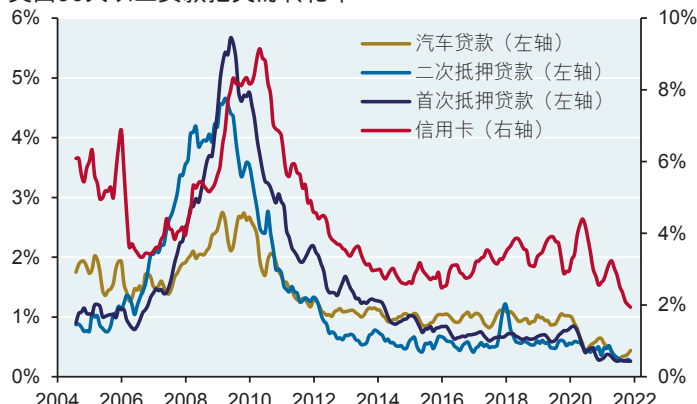
资料来源：彭博资讯、摩根资产管理。2021年12月29日。

美国金融科技与银行的盈利能力
未来12个月的股票回报率



资料来源：彭博资讯。2021年12月29日。

美国90天以上贷款拖欠的转化率



资料来源：标普道琼斯指数、Experian。2021年11月。

⁸ 《金融科技、监管套利和影子银行的兴起》，布恰克(芝加哥大学)等人，2018年5月。这项研究发现，金融科技占抵押贷款份额的增长约有60%可归因于监管套利，仅有30%来自于技术革新和处理速度的改善。



第一击：可能出现欺诈的金融科技薪资保障计划贷款占比较高

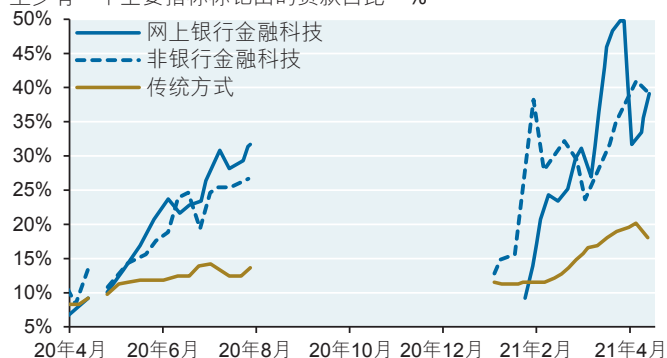
最初，金融科技贷款人的薪资保障计划贷款规模较小，但到了2021年4月，他们在薪资保障计划贷款中所占的市场比例最终提高到70%以上。我们采用了4个潜在欺诈主要指标和5个次要欺诈指标，对1,000万笔薪资保障计划贷款进行了大数据分析。主要欺诈指标包括：未注册企业、同一住宅地址注册多家企业、员工隐含薪酬异常偏高，以及薪资保障计划贷款报告的工作岗位与提供给另一个政府项目的信息相比存在巨大差异。次要欺诈指标包括对特定行业一县内薪资保障计划贷款的比较，以及该行业一县内实际存在的机构数量。

结果发现：

- 金融科技的薪资保障计划贷款当中，通过其他主要或次要欺诈指标，确认有关贷款存在一项主要欺诈指标的可能性是传统银行贷款的4.7倍；
- 根据有关分析，可疑贷款比率最高的十家贷款人当中，有九家是金融科技贷款人；
- 按行业和县分组时，35%的金融科技贷款超过了该行业和县「实际存在」的公司数量；28%的金融科技贷款超过行业一县机构数量的两倍以上(!!)
- 一些金融科技贷款人的可疑贷款非常集中，其中45%符合一项或多项欺诈指标的要求；
- 金融科技薪资保障计划借款人有重罪记录的可能性是其他类型借款人的3.5倍；
- 这些可疑的金融科技薪资保障计划贷款很少能够偿还或被联邦政府发现；
- 2020年可疑贷款占比最高的金融科技贷款人，在2021年所占市场份额有所增加。在薪资保障计划的早期阶段，大约10%的金融科技贷款可能存在欺诈；到第三轮结束时，可疑金融科技贷款的比例增加到40%以上。

潜在欺诈性贷款（按贷款人类型划分）

至少有一个主要指标标记出的贷款占比，%



资料来源：《金融科技贷款人是否对薪资保障计划实行欺诈？》，Griffin, Kruger和Mahajan（德州大学奥斯汀分校）。2021年8月。

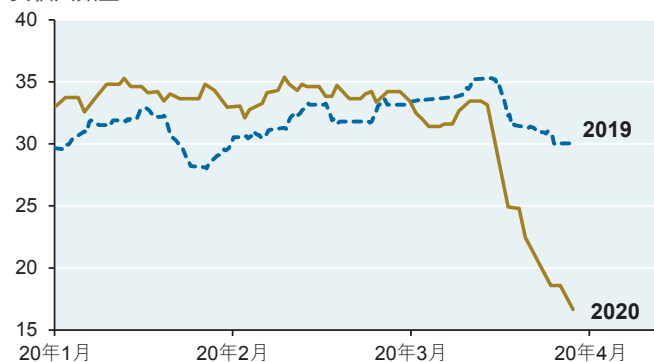


第二击：美国金融科技小企业贷款在新冠疫情期间急剧减少

在新冠疫情引发的经济衰退初期，金融科技小企业贷款崩溃，而传统银行继续向美国公司和家庭提供贷款。金融科技贷款直到薪资保障计划才开始复苏，这引起人们纷纷质疑在经济衰退期间缺乏政府大规模支持的金融科技贷款。一些事实和数据列举如下：

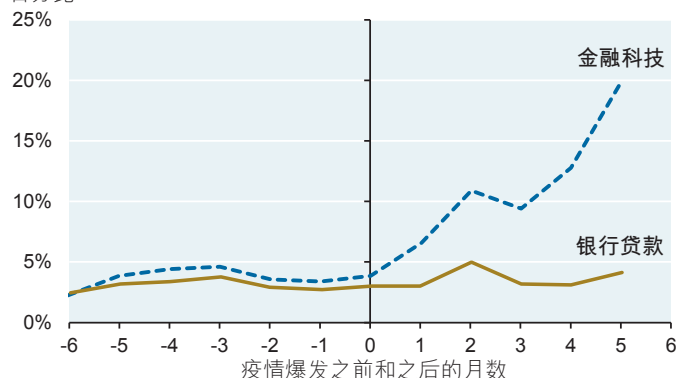
- 从2019年第四季度到2020年第二季度，对小企业发放的金融科技贷款下降了75%。在疫情前发放小企业贷款的16家金融科技贷款人中，只有6家在2020年第三季度仍在发放贷款；
- 没有证据表明同一时期对小企业发放的银行贷款也同样地出现崩溃(3月11日至4月1日期间工商业贷款增加了4,820亿美元)；
- 向小企业发放的金融科技贷款崩溃，是导致活跃小企业从2020年2月到2020年4月减少22%的主要原因。尽管2019年以来金融科技贷款申请人的平均信用质量高于金融科技贷款，但金融科技贷款还是有所下降；
- 导致这一结果的最大单一因素：金融科技贷款人的财力有限。

活跃的金融科技贷款人
贷款人数量



资料来源：《为何小型企业金融科技贷款遭遇中断？》，Ben-David (俄亥俄州) 等人。2021年8月。

疫情前后中国的银行贷款和金融科技公司贷款的拖欠率
百分比



资料来源：《危机下的影子银行》，Bao 和 Huang (蒙纳士大学)。2020年11月。

第三击：来自中国的证据表明，新冠疫情期间金融科技公司贷款的违约率高于银行贷款

在美国，受到薪资保障计划贷款和其他政策措施的帮助，借款人才得以避免违约。因此，关于疫情期间金融科技贷款与银行贷款风险的实例证据不多。然而，由于中国对借款人提供的保护较少，因此我们可以更加容易地对贷款进行比较。诚如右上图所示，疫情冲击导致金融科技公司放出的贷款拖欠率飙升，而银行贷款拖欠率则基本保持不变。从首次贷款的金融科技借款人来看，也无法解释这一差距；许多借款人同时拥有金融科技和银行贷款，但金融科技贷款的违约倾向更高。有关数据来自中国，不过鉴于我们对于疫情前的美国金融科技贷款的了解⁹，我倾向于将这些结果视为人们在经济衰退期间缺乏政府支持下对美国金融科技贷款的预期。

⁹ 疫情前对金融科技系统性风险的研究：

- 与信用状况相似的传统银行借款人相比，转向金融科技贷款人的消费者支出超出其经济负担能力的机会较大，甚至有可能进一步陷入债务和违约危机。资料来源：迪马奇(哈佛商学院)和姚(乔治亚州立大学)，2020年。
- 针对LendingClub平台进行的研究分析发现，有关借款人的错误信息不会对发放贷款决策产生负面影响；平台对贷款申请的收入验证不完整则会对贷款回收率产生负面影响。资料来源：《金融科技平台：宽松或谨慎的借款人筛选》，塞琳娜·加洛(坎帕尼亚大学)，2021年7月。



实物资产：商业写字楼物业、基础设施和木材

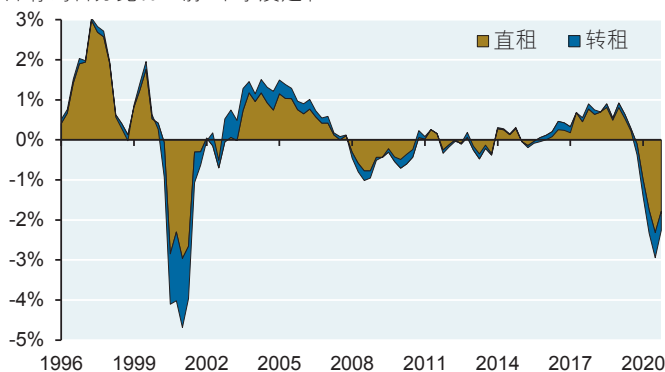
[4] 美国写字楼市场的基本面分析：尽管面对疫情冲击，基本面已有所改善

关于美国写字楼市场，我们已经撰写了许多有关写字楼租用率偏低的文章：达拉斯、休斯顿和奥斯汀的写字楼租用率约为45%，纽约、旧金山、洛杉矶等地约为20%-30%（参见第26页）。显而易见，雇主与雇员之间就居家办公政策进行了广泛的讨价还价，而且这一问题还没有彻底解决。即便如此，市场上仍有不少迹象表明美国写字楼市场的基本面正在改善。

鉴于大多数办公室租赁都属于长租形式，采用空置率可能无法完整衡量可用供应量。换句话说，还有多少仍在出租但已无人需要的办公室所形成的「影子」空置面积会对市场造成压力？通过将净直接空置面积加上新增净转租空置面积再除以总办公室存量，我们便可以将写字楼市场压力与之前商业周期进行比较并做出评估。诚如下图所示，纽约市目前承受的压力巨大，是全球金融危机期间的两倍多，但仍然远低于2001年科技股崩盘后遭受的重大打击。在芝加哥，目前的压力数字绝对值低于纽约市，而且与之前两个周期的情况类似。

纽约直租和转租季度吸收率

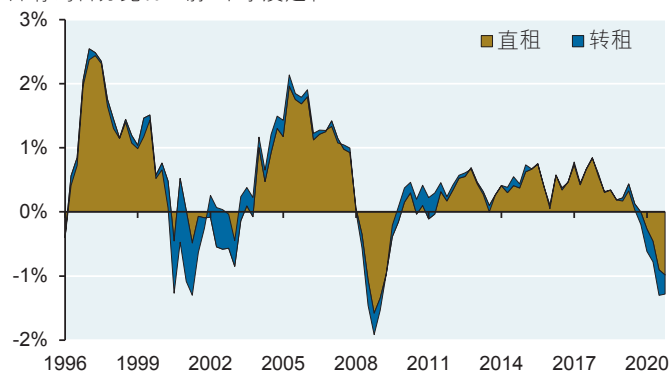
库存的百分比%，前4个季度之和



资料来源：Costar、摩根资产管理。2021年第三季度。

芝加哥直租和转租季度吸收率

库存的百分比%，前4个季度之和



资料来源：Costar、摩根资产管理。2021年第三季度。

由于美国写字楼市场非常多样化，因此深入研究细节至关重要。纽约、华盛顿、西雅图、明尼阿波利斯和丹佛目前承受的压力高于全球金融危机期间，而华盛顿和丹佛的压力甚至高于科技泡沫时期。我们确实从中总结得出一个结论：在美国，综观几乎所有大型写字楼市场，尽管关于办公室工作的未来模式一直存在争论，但2021年第三季度的空置趋势较2021年第二季度已经有所改善。换言之，2021年第三季度几乎所有消化数据均不像第二季度那么负面。

美国写字楼市场的压力

城市	库存 (百万平方英尺)	直租加转租吸收占库存的百分比%				疫情期间第3季度 是全球金融 危机低点的倍数	疫情期间第3季度 是科技股泡沫 破裂低点的倍数
		新冠疫情 (2021年 第3季度)	新冠疫情 (2021年 第2季度)	全球 金融危机	科技股 泡沫破裂		
纽约-纽约州	979	-2.3%	-2.9%	-1.0%	-4.7%	2.2倍	0.5倍
华盛顿-特区	527	-1.6%	-2.0%	-0.3%	-0.6%	5.1倍	2.6倍
芝加哥-伊利诺伊州	511	-1.3%	-1.3%	-1.9%	-1.3%	0.7倍	1.0倍
洛杉矶-加利福尼亚州	435	-1.5%	-2.2%	-2.1%	-1.4%	0.7倍	1.1倍
达拉斯沃思堡-德克萨斯州	423	-1.1%	-1.3%	0.3%	-0.3%	不适用	3.4倍
波士顿-马萨诸塞州	377	-1.4%	-1.8%	-0.9%	-2.9%	1.5倍	0.5倍
休斯顿-德克萨斯州	356	0.0%	-0.8%	0.9%	-0.5%	不适用	0.0倍
亚特兰大-佐治亚州	344	-0.8%	-1.5%	-1.1%	0.6%	0.7倍	不适用
费城-宾夕法尼亚州	326	-1.2%	-1.8%	-1.0%	-1.6%	1.1倍	0.7倍
西雅图-华盛顿州	236	-1.5%	-2.0%	-0.7%	-2.0%	2.1倍	0.8倍
底特律-密苏里州	204	-0.5%	-1.0%	-1.3%	-1.5%	0.4倍	0.3倍
明尼阿波利斯-明尼苏达州	203	-1.8%	-1.6%	-0.4%	0.0%	4.5倍	不适用
菲尼克斯-亚利桑那州	201	-1.1%	-1.0%	-1.7%	1.1%	0.6倍	不适用
旧金山-加利福尼亚州	188	-2.7%	-3.9%	-2.7%	-6.3%	1.0倍	0.4倍
丹佛-科罗拉多州	184	-1.8%	-2.6%	-0.6%	-1.2%	2.9倍	1.5倍

资料来源：Costar、摩根资产管理。2021年第三季度。

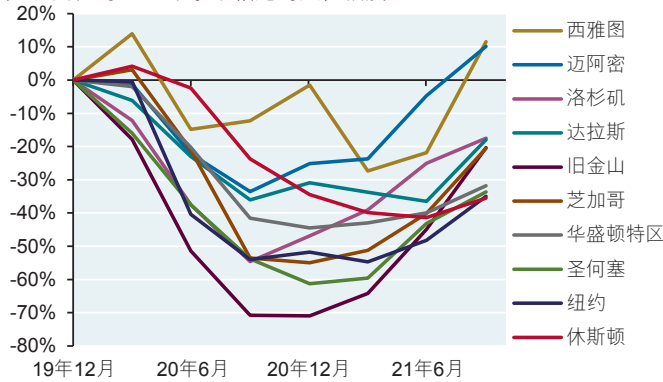


尽管疫情肆虐，但有更多证据显示写字楼市场正在复苏：租约和租期

就市场形势而言，由于市场可以在租约正式开始日期之前就能追踪租赁活动，毫无疑问租赁活动相比空置情况是一种相对较好的领先指标。诚如左图所示，尽管休斯顿、纽约和华盛顿特区仍有待回暖，许多大型写字楼市场的写字楼租赁趋势已经有所改善。另一个反映市场显著改善的迹象：自2020年第三季度以来，写字楼租期持续延长，表明租户对其长期空间需求评估的信心不断增强。重申：尽管劳资双方在办公室使用方面的分歧仍然存在，但商业房地产市场已经逐渐走强。

写字楼租赁趋势

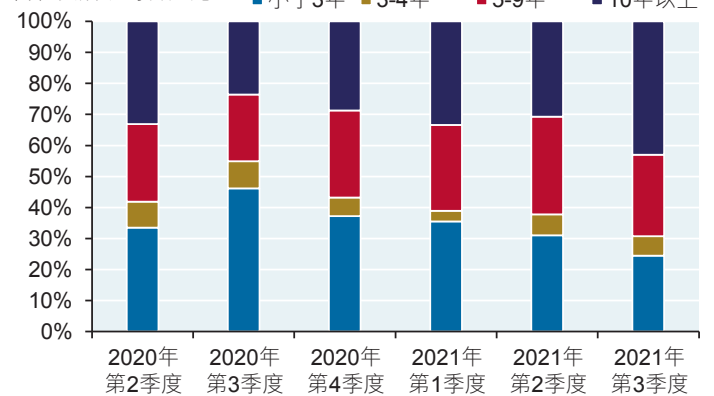
建筑面积与2019年水平相比的变化幅度，%



资料来源：CoStar、2021年第三季度。

年期较长的租赁不断增加

占租赁活动的百分比 %

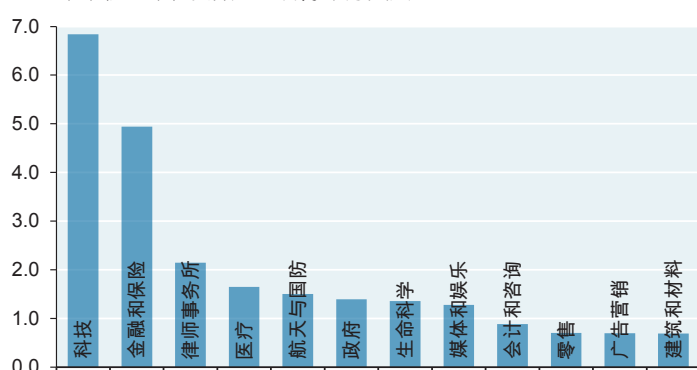


资料来源：仲量联行。2021年第三季度。

虽然市场看来似乎已经回归疫情爆发前的常态，但仍有一些重要的变化需要关注。从目前市场上明显反映的趋势可见，科技公司对位于增长节点地区的新建筑空间需求增加。有鉴于此，我们的商业地产投资团队认为，拥有中央商务区的综合写字楼不再是可靠的升值途径。即使空置率下降，大部分写字楼市场可能仍然疲软，因为企业会投入更多的资本支出来对抗这些长期趋势，反而拖累这些建筑物的长期回报。因此，理想情况下，应该缩小综合写字楼在投资组合中的比重，而且房地产投资组合投资者应集中于在增长节点地区购买或建造现代化办公室。

商用写字楼出租量（按行业划分）

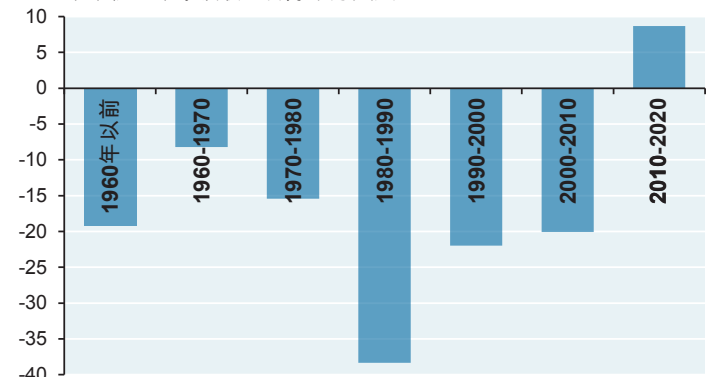
2021年年初至今租赁数量，百万平方英尺



资料来源：仲量联行、CoStar和摩根资产管理。2021年第三季度。

写字楼的吸收情况（按建筑年份划分）

2021年年初至今净吸收，百万平方英尺



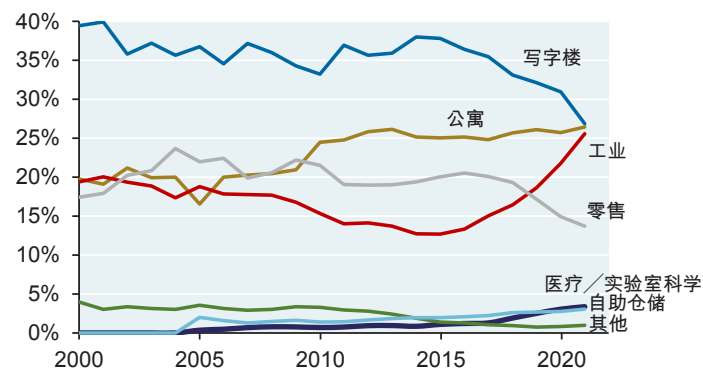
资料来源：仲量联行、CoStar和摩根资产管理。2021年第三季度。



写字楼投资占机构和房地产投资信托基金投资组合的比重下降

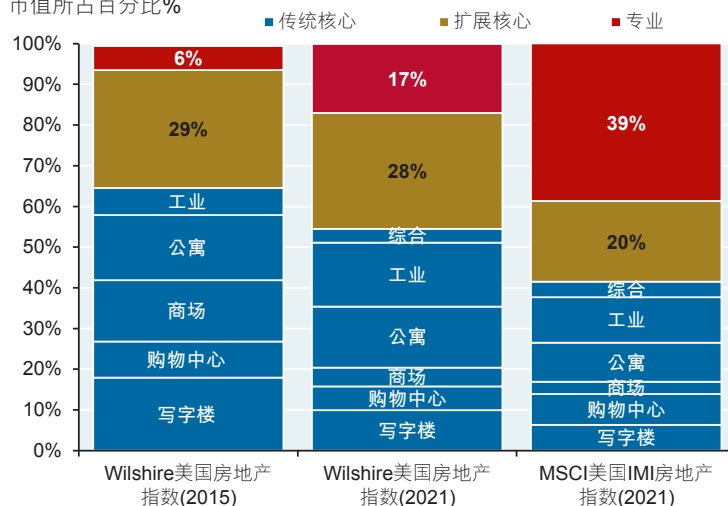
关于写字楼基本面的讨论，不得不提到写字楼资产在许多机构投资组合中的配置正在逐渐下降这一事实，才能综观全局。诚如下图所示，在涵盖了2,700亿美元房地产投资，具有风向标意义的MSCI核心多元化开放式房地产基金指数中，写字楼配置比例有所下降。对于公开交易的房地产投资信托基金而言，写字楼的配置比例同样较低。工业、生命科学和特殊房地产类型一直是本轮市场格局转变的主要受益者。

MSCI商业房地产核心指数房地产类型分配



资料来源：MSCI、摩根资产管理。2021年第3季度。

美国房地产投资信托行业明细
市值所占百分比



资料来源：Wilshire、Vanguard和摩根资产管理。2021年第3季度。

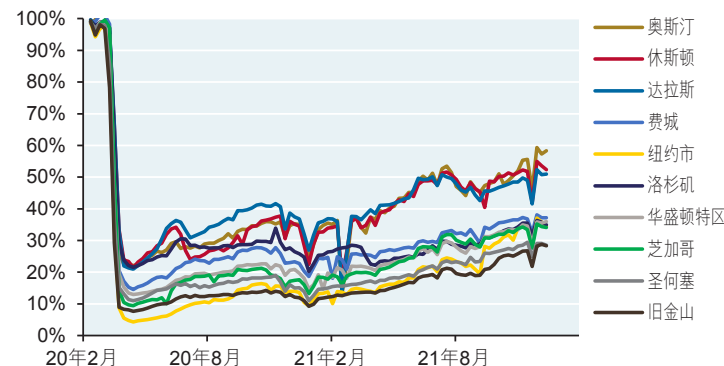
板块定义：

扩展核心：自助仓储、酒店、长者公寓、医务室、学生住房和预制房屋

特殊：数据中心、独户出租、土地和手机信号塔

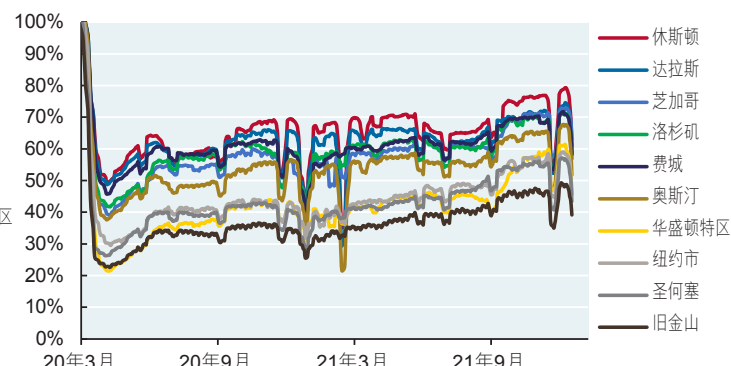
写字楼利用率的计算方法：门卡/门禁系统数据和谷歌手机地理定位

各大都市区的写字楼利用率
基于门卡/门禁系统数据



资料来源：Kastle。2021年12月15日。

谷歌工作场所流动性趋势
相对于2020年1月基准的变化幅度百分比



资料来源：谷歌。2021年12月24日。7日平均。



[5] 基础设施投资：魔鬼在细节中(电力分配、太阳能发电和大容量储能)

过去十年，基础设施投资已广泛得到投资者接受。根据2019年进行的一项问卷调查¹⁰，96%的机构投资者受访者表示，他们都在保持或加快基础设施投资步伐。除了核心基金之外，投资者目前对增值方法和共同投资感到安心，主要聚焦于可再生能源、交通、能源/电力、垃圾管理和电信。

基础设施与其他替代行业板块之间的主要区别，在于前者存在按公私合作伙伴关系构建的政府项目。十年前，公私合作伙伴关系项目是核心基础设施投资的中流砥柱，但在某些司法管辖权区，政治问题、现有项目面临的挑战以及项目的复杂性一直都颇为棘手，而且公私合作伙伴关系项目已经失去了许多投资者和管理人的垂青。

与其关注一些关于基础设施资产枯燥乏味的事实和数据，我认为深入研究影响我们一些实际基础设施投资的风险和回报催化因素细节可带来更大的意义。我们的基础设施团队和我着重分析了以下三个因素：其一为受监管的配电，其二为合同制太阳能发电，最后是大量液体存储。我们将会以问答形式论述，此举有助于说明微观和宏观因素在基础设施投资中发挥的作用。

受监管的配电

您通常关注哪类公用事业？

垂直整合的公用事业是一个具吸引力的投资板块：这些企业主要运营面向客户的配电业务和州际输电线路，由于拥有自己的发电能力，除了减少他们需要从第三方购买的电力，还可在批发市场出售电力。除了垂直整合的公用事业，独立输配电资产也同样吸引。我们关注一个地区的人口和收入特征，以确保水电费占劳动所得的比例合适。最后，我们倾向于避免因历史遗留的运营问题和其他问题而可能陷入困境的公用事业公司，因为新的所有者可能难以摆脱过去困局而重蹈覆辙。

这类一体化公用事业公司的电力构成如何？

显而易见，不同公司之间存在巨大差异。我们持股的一家公司大约40%的电力来自天然气，另外40%来自核电，其余则来自外购电力和全资拥有的可再生能源公司。核电站的许可证将于2044年到期；此外，只要公用事业公司每年预先提供资金，退役成本可以收回。

驱动公用事业公司盈利的主要因素有哪些？当我们研究上市公用事业公司时，净资产收益率的第75和第25百分位数分别为11.3%和6.4%，而自由现金流利润率的第75和第25百分位数分别为24%和17%。换句话说，相比收入，公司利润的差异更大。

盈利能力是基于监管机构设定的允许净资产收益率，管理层可能试图通过控制成本来超越净资产收益率(即实际净资产收益率)。公用事业企业之间的利润变化，通常是由业务组合驱动，因为许多公司并不是纯粹的受监管垄断企业。虽然不受监管的商业模式可能看来比较吸引，但却通常会导导致资产表现不佳和陷入困境。举个例子：商业发电业务受到能源需求停滞、可再生能源兴起和天然气价格下跌影响。商业发电的业务模式存在一个关键问题：发电收入通常无法覆盖包括能源供应、资本和可变成成本在内的全部成本¹¹。此类成本可能包括管理废气排放、煤灰处理和冷却系统的新旧监管合规成本，而零可变成成本的可再生资源则完全无需考虑此类监管问题。备受市场关注的商业发电企业破产案例包括Calpine、Dynergy、Mirant、NRG Energy和Texas Energy Future Holdings，以及AES、Edison International和PG&E Corp的竞争性发电子公司。这些公司破产最终也破坏了相关受监管公用事业行业的稳定。

¹⁰《基础设施机构投资者趋势》，Probitas Partners，2019年。

¹¹《商业发电业务模式的细分》，威尔金森、巴尔克和璠尔/PRG，2017年。



纯垄断企业过半数以上的盈利来自报酬结构和监管机构批准的资本投资，投资于这类企业可减少不确定性，使净资产收益率更趋稳定。此外，投资于投资级资本结构中利润率相对较高的公用事业公司的控股持仓，也为可分配收益提供了相对容易预测的自由现金流。

公用事业投资未见成效的主要原因是什么？

我们认为主要有三个原因。首先，政府突然出台监管法规／政局出现无法预期的变化，可能会迫使公司减少客户缴款或优先考虑其他指标(即环境保护目标)，导致不能持续取得已允许的股权回报率。我们通常偏好过去在投资资本回报政策方面一直能够长期预测的州和地方司法管辖区。监管法规突然改变的实例：在1979年发生三哩岛事件后，监管机构大幅更改先前已批准核电站的规则和设计要求，最终导致成本增加了一倍、两倍，在某些情况下甚至增加了三倍。

其次，基本服务公用事业公司负责不间断地提供关键服务、保持服务的可负担性、维持安全运营以及符合环境的情况下运营。如果未能达标，可能会导致客户、员工、社区、监管机构和政客们失去信心。PG&E或许就是其中一个最佳例子，该公司因商业发电和经营失败而失去了许多利益相关方的支持，损害了他们实现长期可行的净资产收益率的能力。

第三，杠杆操作会对公用事业公司构成严重问题。大多数公用事业公司的业务达到投资级，都是通过审慎管理才能达到这一水平。杠杆操作可能会导致企业倒闭，尤其是当监管机构降低了可允许的股权回报率时。由于公司受益于其自身资本成本的下降，或者当监管机构对先前合同重新进行具追溯效力的评估后，显示公司的净现金流量超过最初预期，则允许回报可能会下降。

合同制太阳能发电

我有很多关于电网内独立太阳能发电商实际上如何运作的问题。首先，在独立太阳能发电商运营的国家，限电问题是如何处理？换言之，如果太阳能发电商可以在给定的时间生产太阳能发电，但由于潜在负荷超过需求而没有被加以利用，他们是否需要承担限电导致的机会成本损失，还是他们可获得弃电赔偿？

限电对于太阳能公司来说并非一个主要问题，尽管在智利和日本等国家／地区存在间歇性限电的实际情况。整体而言：太阳能发电量大部分是根据电价结构和／或照付不议购电协议(PPA)出售，其中许多协议具有防止限电的保护条款。在西班牙，受监管的回报收入结构就是其中一个例子。

同样，随着新的太阳能资产加入电网，公司最终是否具有任何优先权，还是无论工厂何时建造，所有参与者都会受到同等对待？

每个市场都不同；我们的太阳能公司投资的资产，其大部分现金流量通常来自签订私营照付不议购电协议，或受益于上网电价和其他政府支持计划。从输电调度的角度来看，大多数独立电力生产商没有明确的电网优先权，但公司的资产更为成熟，通常能够受益于更高的上网电价。拥有全球网络至关重要，因为有时最新的照付不议购电协议和补贴安排可能不再为新投资提供吸引的回报。公司能够在北美、南美、欧洲和日本发掘投资机会，有助公司专注于当时可供选择的最佳投资机会。



随着时间的推移，您的太阳能管理模块是否曾经出现容量系数下降问题？关于容量系数随着设备老化而导致速度下降的问题，目前该行业存在不少争论。

总体而言，与风能相比，太阳能的容量系数下降幅度轻微。主动型资产管理是整个投资组合保持高水平运营生产力的关键。公司与实地运营团队紧密合作，集中监控其全球安装基地的性能表现，而实地运营团队则负责即时应对问题。此外，公司还参与设备更新和/或改造工作，希望通过模组定价下降和技术进步而从中受益。

公司从头开始建造太阳能设施，还是只购买当前已竣工的设施？

公司主要经营现有的「棕地」项目，并且致力于完成现有项目的后期开发工作。

我知道这个问题可能有点复杂，但请大概描述一下，相对于能够反映当时需求状况的现货市场定价，公司按每千瓦时的预定价格计算出售了多少电力？

公司通常与投资级交易对手方签订长期合同，而大部分运营资产乃根据政府支持的定价收入计划(上网电价)获得报酬。这些合同的电价风险一般极低。在某些市场，报酬可能会导致小规模的商业价格风险敞口，但公司致力于尽量降低其投资组合中承担此类风险的敞口。公司的加权平均合同期限约为22年。

集成式液体储存设施

我知道您们还投资于墨西哥湾沿岸多模式大量液体燃料储存设施，这些储存设施可通过铁路、卡车、驳船和深水船只使用。与一些太阳能照付不议购电协议一样，我认为存储设施现金流对于实际吞吐量不是高度敏感。这一观点是否正确？

完全正确。公司约70%的收入来自照付不议仓储合同，而合同费率与通胀率挂钩。

公司的储罐是否也装有石油和其他液体燃料？

按最终产品划分的收入构成，正是这项投资的部分吸引力所在。公司实际上不储存汽油，也不储存大量石油衍生产品。有关设施主要用于储存工业化学品，如润滑剂、烧碱、用于化工生产的酸、化肥和农业相关原料，以及一些可再生燃料。因此，我们预计由于交通电动化或家庭供暖而导致石油和天然气需求下降，不会对公司产生重大影响。

公司的设施主要用于美国境内的液体燃料运输，还是用于面向其他国家/地区的进出口？

主要客户是一家大型战略型企业，其存储资产与公司的供应链已经无缝整合。在某些情况下，公司的原料储存是作为发货给国内和国际客户之前的最后一站，而在其他情况下，公司储存的原料则为国内制造流程所需的关键原料。由于公司的设施是客户供应链中至关重要的一环，因此公司的合同续签率和客户整合率往往很高(约85%的续签率)。

这些储罐能用多久？

储罐的实际可用期限约为40年，现有设施可供翻新和重新安置，相对于更换价值而言，翻新和重新安置所需的资本支出最少。然而，如果转换产品(例如从矿物油改为农产品油脂)，则需要完全更换。



[6] 木材：在寻求真正减碳的世界中，既能提供稳定的收益来源，还具备进一步上升空间

木材投资已经存在一段颇长时间了；在首批关于预期回报的研究分析中，有些源自1850年德国林务员马丁·福斯特曼(Martin Faustmann)的手笔。下表比较了美国木材与其他美国实物资产的回报率，并将名义回报率和风险调整后回报率一并列出。自2008年住房危机导致需求暴跌以来，美国木材的回报率一直偏低：时至今日，美国仍有过剩的南方松，即使在当前住房市场紧张的情况下，可能也需要十年时间才能耗尽¹²。显而易见，我不是十分看重基于估价的低流动性资产的风险调整后回报，列出这些数字的原因是为了那些比我更加看重这些资产的投资者。过去20年里，美国木材投资一直成为投资组合内一个相当稳定、回报适中的补充¹³。

下图显示了不可投资实物资产的NCREIF指数回报。该指数主要追踪**无杠杆**财产的回报率；但在实际操作中，大多数投资于实物资产的管理型产品都具有一定程度的杠杆。举个例子：NCREIF ODCE指数追踪商业地产基金的回报，这些基金总共使用了约25%的杠杆，其中三分之二是在物业层面。

无杠杆实物资产回报率，1991-2021年

资产类别	年化回报率	标准差	夏普比率
农田	10.6%	5.8%	1.36
工业地产	9.9%	4.9%	1.49
林地	8.9%	6.8%	0.91
公寓物业	8.7%	4.3%	1.43
零售物业	7.5%	4.2%	1.16
办公物业	6.9%	5.3%	0.81

资料来源：彭博资讯、NCREIF和摩根资产管理。
2021年第3季度。

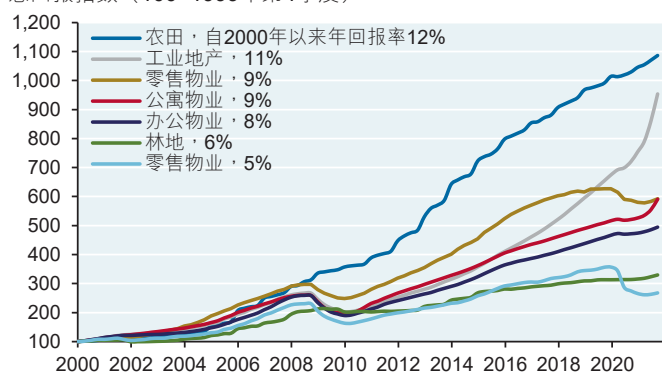
无杠杆实物资产回报率，2000-2021年

资产类别	年化回报率	标准差	夏普比率
农田	11.6%	6.7%	1.55
工业地产	10.9%	5.1%	1.92
零售物业	8.5%	4.6%	1.60
公寓物业	8.5%	4.7%	1.55
办公物业	7.6%	4.9%	1.33
林地	5.6%	4.7%	0.95
酒店物业	4.6%	7.0%	0.49

资料来源：彭博资讯、NCREIF和摩根资产管理。
2021年第3季度。

2000年以来的无杠杆实物资产回报率

总回报指数 (100=1999年第4季度)



资料来源：彭博资讯、NCREIF和摩根资产管理。2021年第3季度。

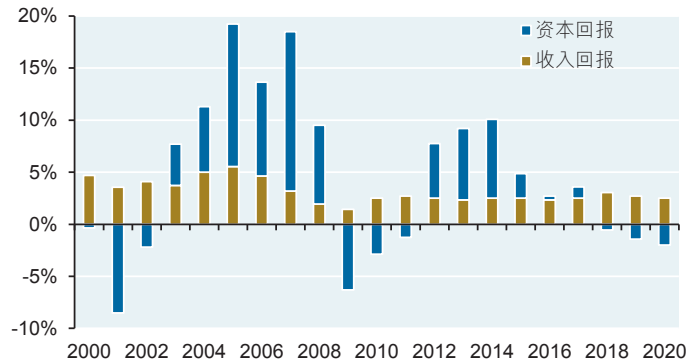
¹² 关于南方松。我们的木材行业经理认为，在美国东南部，虽然锯木价格可能会在2-4年内开始上涨，但结构性需求可能还需要8-10年才能完全恢复到2008年之前南方松的供需平衡和其价格轨迹。

¹³ 《华尔街日报》在2018年10月发布的一篇文章，重点分析了一家出售其木材投资组合的大型美国机构投资者产生的亏损。深入了解细节至关重要：它的木材投资组合是在2008年房地产崩盘以致影响木材价格之前以最高估值购买；该项目的杠杆率很高，一些最好的木材被提前采伐以偿还债务；木材投资组合的构成单一（仅德克萨斯州和密西西比州）；而且据我们在林业方面的专家称，投资组合受一份租约规限，租赁价格低于市场价格，并设定了数量和自动调整条款。



木材的总回报率每年都会不同。诚如下图所示，采伐收益稳定。资本回报指估值的变化，可能会有所不同，反映了货币政策、长期利率的变化、住房政策和潜在土地使用价值的变化。过去三十年，木材回报率与通胀率的正相关性高于其他实物资产。税收待遇方面：在美国，来自林地采伐的收益按资本利得处理，不作为普通收入。

林地表现：收入和资本回报对比
%，年终总回报，NCREIF美国林地地产指数



资料来源：Hancock Natural Resource Group。2020年12月。

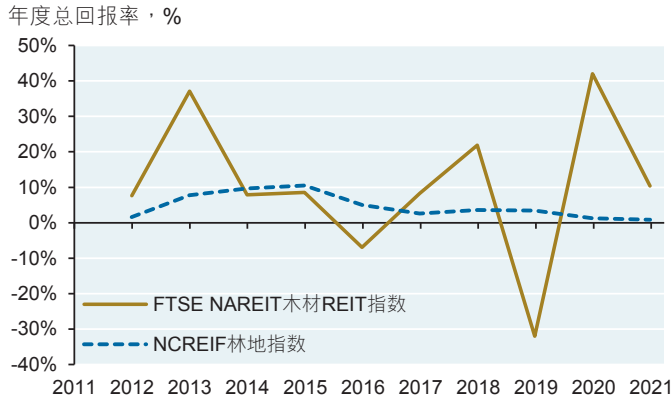
回报率与通胀率（1991 - 2021年第3季度，5年年化）

资产类别	相关性	R平方
林地	54%	30%
公寓物业	31%	9%
办公物业	27%	7%
零售物业	19%	4%
农田	13%	2%
工业地产	3%	0%

资料来源：彭博资讯、NCREIF和摩根资产管理。2021年第3季度。

木材房地产投资信托基金呢？无论经济周期或木材周期如何变化，公开交易的房地产投资信托基金投资者通常都希望获得年度分配。因此，无论木材价格高低，木材房地产投资信托基金每年都会采伐木材。私募木材投资工具方面，管理人可以选择按照更接近原木价格变化的时间进行采伐。对于许多机构投资者而言，虽然房地产投资信托基金的结构避免了双重征税，但它们仍会产生一定程度的公司税，因此私募投资工具可能更为有效。

NCREIF林地与木材REIT对比



资料来源：彭博资讯、NCREIF和摩根资产管理。2021。

木材房地产投资信托基金与NCREIF林地指数具有不同的回报特征：

- 木材房地产投资信托基金使用杠杆，NCREIF无杠杆；
- 木材房地产投资信托基金可以拥有锯木厂，将锯木加工成木材和人造木制品；Weyerhaeuser通常可以从木制品中获得与木材采伐相同的收入，某些年份甚至超过3倍收入；
- 木材房地产投资信托基金例如Rayonier，在美国境外还拥有回报率更高的森林；其新西兰森林资产和一些非森林权益占净收入的50%；NCREIF木材指数仅适用于美国森林；以及
- 木材房地产投资信托基金可以立即反映出衰退，而NCREIF估值则依赖间歇性估价。

木材投资涉及的部分风险¹⁴：

- 管理得当的森林受到昆虫和疾病侵害的机会不大；每年的枯损可能比率低于0.2%。
- 从过去经验来看，美国所有林地(包括加州和美国西部其他地区的公共土地)每年的火灾损失都低于1%。例如，在俄勒冈州，美国林务局拥有所有林地的60%，也承担了过去十年来全部被烧毁面积的86%。然而，狂风导致2020年的情况反常，致使私人土地的损失率偏高：在俄勒冈州被烧毁的100万英亩土地中，40%属于工业或私人土地。在私人土地上进行更多砍伐和清理以减少火灾风险可能带来的收益尚无定论。火灾后，在更成熟的森林中，土壤修复、清理和种植幼苗所需的成本可能高达每英亩1,500美元。
- 每年受飓风和风暴影响的美国林地不足0.2%-0.5%。

¹⁴《全球林地投资回报和前景：2020年》，弗莱德•考贝奇，北卡罗来纳州立大学。



木材：非美国投资

上面显示的回报数据仅反映美国境内的木材投资。许多木材投资组合也拥有大量国际资产，回报率可能更高。全球木材存在很多异质性，美国境外的风险也可能更高。2020年在《森林政策与经济学》发表的一篇文章，罗列了按国家和物种划分的2020年木材回报(见下表)。有关研究分析不包括土地成本，并反映假设先前存在的土地所有权所赚取的内部收益率(IRR)。内部收益率的差异主要反映木材种植成本、森林管理成本、立木木材价格和木材生长速度的变化。将土地成本包括在内可以将所示内部收益率降低3%-8%；下表的主要观点是强调美国境外投资往往可以获得更高回报。

木材投资回报率(不包括土地成本)

国家	物种	IRR	国家	物种	IRR
阿根廷	火炬松—米西奥内斯	7%	新西兰	辐射松，不修剪	11%
阿根廷	巨桉—科连特斯1	21%	巴拉圭	桉树克隆	22%
巴西	火炬松锯材	12%	波兰	栎树属，国家森林	3%
巴西	尾叶桉纸浆厂	9%	波兰	栎树属，私有	4%
智利	辐射松锯材—较佳地点	14%	波兰	樟子松，国家森林	1%
智利	辐射松纸浆材—较差地点	12%	波兰	樟子松，私有	3%
智利	蓝桉纸浆材	15%	西班牙	杨树	10%
智利	亮果桉纸浆材	12%	西班牙	蓝桉	11%
中国	桉树	29%	西班牙	亮果桉	10%
中国	马尾松	8%	西班牙	辐射松	6%
哥伦比亚	巨桉	2%	乌拉圭	斯密提桉	15%
哥伦比亚	展叶松锯材	11%	乌拉圭	邓恩桉	12%
哥伦比亚	展叶松纸浆材	0%	乌拉圭	巨桉纸浆	14%
哥伦比亚	特库诺马松	14%	乌拉圭	巨桉锯材—速生	12%
厄瓜多尔	柚木	11%	乌拉圭	巨桉锯材—慢生	4%
厄瓜多尔	蓝桉(4个砍伐周期)	12%	美国	火炬松/中收益及北卡罗来纳州密度	5%
厄瓜多尔	辐射松/展松—80%/20%	7%	美国	火炬松/高收益及北卡罗来纳州密度	7%
芬兰	云杉	4%	美国	混合硬木，同龄，已种植，清晰修剪	3%
芬兰	樟子松	4%	美国	红豆杉地点I	7%
老挝	桉树，工业	21%	美国	红豆杉地点III	6%
老挝	桉树，承包种植	32%	越南	金合欢小农场主	26%
老挝	柚木	21%	越南	垂尾桉，高增长	22%
老挝	柚木	16%			
墨西哥	灰松	12%			
墨西哥	巨桉	21%			

资料来源：《2020全球林业投资基准分析三年期报告》，Cubbage等人(北卡罗来纳州立大学)。

关于上表的一些评论：

- 木材的生长速度差异巨大，但总括而言，北半球的温带原生森林比亚热带和赤道以南半球森林中的外来人工林生长得更慢。大洋洲、智利和南非的温带外来人工林生长速度和价格，介于北半球与亚热带地区之间。
- 南美森林通常由来自北美的松树和来自澳大利亚的桉树组成。这些物种目前为第二代或第三代遗传改良林，种植地点相对较好，为集约化管理，几乎可以全年生长。截至2017年，巴西的平均生长速度为全球最高，松树每年每公顷最多增加40立方米，桉树每年最多增加50立方米。通常情况下，这些高生长速度和良好的森林管理措施，也意味着中等乃至高于平均水平的森林建设成本。
- 在亚洲，投资木材可能非常困难：土地稀缺，农村基础设施匮乏，政府机构力量薄弱，生物和政治风险较高，要达到良好的森林管理可能面临不少挑战。



交叉层压木材(「CLT」)的需求如何?建筑商正在研究使用CLT重型木结构作为钢材和混凝土替代品的潜力。如果这一操作能够广泛普及，可能会增加市场对南方松和花旗松以及加拿大软木的需求。2019年，国际规范委员会批准将高层木结构建筑纳入《2021年国际建筑规范》提案。该规范包括建造高达18层的商用和民用重型木结构建筑的规定。下面是我们针对新规范进行的利弊分析。需要明确的是，重型木结构只占当前需求微不足道的一小部分。

CLT之好处：根据美国林务局、国际规范委员会和防火研究基金会的数据，CLT在防火方面的表现优于钢筋和混凝土；与传统建筑方法相比，碳排放更低；能够以更低的劳动力成本和减少资源浪费更快地建造建筑物；在地震方面的表现良好；可以支持更好的公地森林管理。

CLT之坏处：鉴于俄勒冈州林业学院建筑使用的CLT底层地板出现开裂和坍塌，CLT建筑在耐久性和结构方面仍存在问题。根据随后开展的调查发现，根本原因是一宗工厂失误，与用来将单层板黏合在一起的黏合剂有关，并不属于涉及CLT本身使用的普遍性风险。不过，如果处理不当，CLT材料遇水也会导致翘曲、腐烂和发霉。

木材选择、企业碳排放承诺和树木固碳。超过三分之二的公司以及占标普500指数成份股公司市值80%的企业均已宣布承诺减少或消除其碳足迹，其中一些企业更承诺要将前几年的碳排放量中和。如果他们计划通过直接空气捕碳或碳矿化来实现这一目标，他们将面临当头棒喝：正如我们在2021年的能源报告文章中解释，直接从空气中捕碳需要的能量，似乎比传统的地质碳封存高出6到10倍，由于成本高昂和操作过程复杂，目前该过程本身只能封存0.1%的全球排放量。如果情况果真如此，许多公司可能会发现自己最终需要投资木材方可实现其减碳承诺。

拥有林地，并在某个时点通过树木实现碳中和货币化而不是砍伐林木，此举措是否具有更大意义?这是一个非常具有前瞻性的想法，特别是考虑到美国目前尚不存在全国范围内销售树源减碳市场。西部气候倡议市场仅包括加利福尼亚、魁北克和新斯科舍，区域温室气体倡议仅限于东北部的11个州；两者加起来仅占2020年全球碳市场价值的12%。但值得注意的是，在各种研究中，木材所有者的每吨碳收支平衡价格(即出售碳信用额度与采伐树木之间的无差别点)一直低于每吨50美元。换言之，如果碳市场的每吨价格与欧洲目前的水平相若，木材所有者最终可能会有另一条途径将其投资货币化。

对抵消因森林砍伐而损失的收入所需的盈亏平衡碳价格的预估

研究地点/作者	年度	说明	盈亏平衡价格 (每吨二氧化碳)
加拿大不列颠哥伦比亚 (Man等人)	2014	研究分析了按基准采伐水平的30%计算，不列颠哥伦比亚省三个森林区域达到50年树龄的树种最高高度和木材净收入。	\$3.9-\$40.8
非洲加蓬 (Ndjondo等人)	2014	假设所有商业物种的木材贡献边际中位数(售出价格减去建筑价格)为每立方米 25 美元。	\$11-16
尼泊尔 (Pandit等人)	2017	审查尼泊尔流域地区共有林森林固碳的财政激励措施的可行性。	\$2.4-\$41.8
美国华盛顿 (Fischer等人)	2017	使用区域平均土地持有成本并假设无收获情景，研究使用概率模拟来估计碳信用的平衡点价格。	\$14
巴西亚马逊合法开采地区 (Silva等人)	2018	假设平均森林碳密度为每公顷 132 吨，从而根据放弃的农业收入来估算减少森林砍伐的代价。	\$16

资料来源：内布拉斯加大学、英属哥伦比亚大学、华盛顿大学、西澳大利亚大学、热带生态研究所(加蓬)和摩根资产管理。2018年。



政策问题：中国整顿各行各业的监管政策、英国脱欧和ESG投资因素

[7] 尽管2021年的监管变动及增长放缓，但资金持续流入中国投资组合

由于中国对房地产和其他行业实施新监管标准抑制了增长，同时能源价格持续上涨¹⁵和拉闸限电也导致国内工业生产回暖之势逆转，去年秋季中国经济增长陷入停滞。**2022年市场释放出的信号好坏参半，但我们认为与中国境内股市相关的利好因素将超过负面因素。**显而易见，我们仍然对中国境外互联网股票抱持审慎态度。

利好因素：尽管经济刺激力度不大，银行存款准备金率只下调了50个基点，但同时央行多次表态支持增长，并向地方政府、中小型企业、抵押贷款和开发商提供更多信贷分配。虽然中国企业利润增长因养猪场、独立电力生产商和受新规影响的公司录得亏损而减弱，但摩根大通研究部预计2022年企业盈利增长19%，实际国内生产总值增长4.7%，通胀率仅为2%。

负面因素：11月，反垄断监管机构获得了更严格的执法权，管理范围亦随之扩大。对互联网实施监管已被视为国内企业长期治理至关重要的手段，此举措可能导致收入增长放缓，合规成本增加，监管事件触发市场波动性加剧。此外，中国对海外上市和消费者数据追踪的监管成本和运营限制一直增加。中国对违约房地产开发商没有提供太多帮助，他们的一些项目最终可能会移交给国有企业。不仅如此，疫情清零政策也持续抑制增长，而且中国正为2022年冬季奥运会做好准备，防污染政策或将限制工业生产。

中国经济：积极信号

指数（100=2018年1月）



资料来源：中国海关总署、MSCI和摩根资产管理。2021年11月。

中国经济：稳定信号

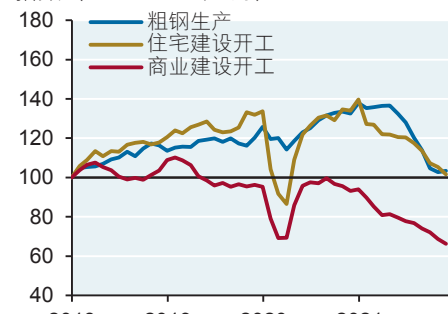
指数（100=2018年1月）



资料来源：中国国家统计局、中国电力企业联合会和摩根资产管理。2021年11月。

中国经济：消极信号

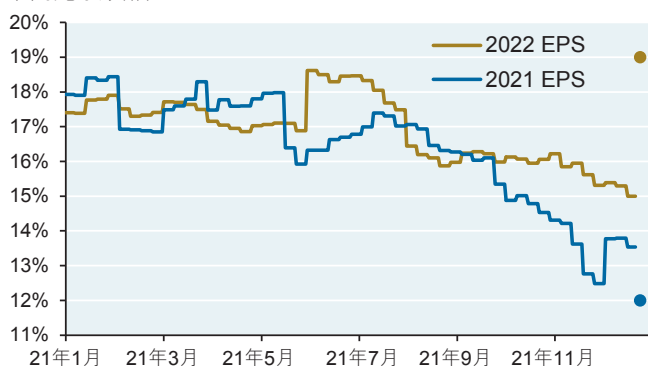
指数（100=2018年1月）



资料来源：中国国家统计局和摩根资产管理。2021年11月。

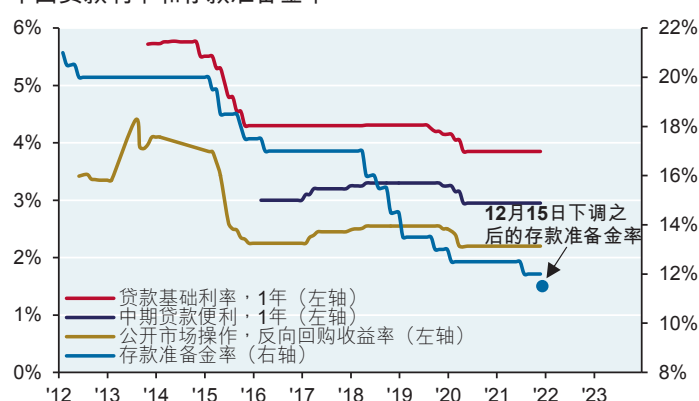
MSCI各年度中国盈利普遍预测

年同比涨跌幅，%



资料来源：摩根大通全球研究部。2021年12月28日。

中国贷款利率和存款准备金率



资料来源：中国人民银行。2021年11月。

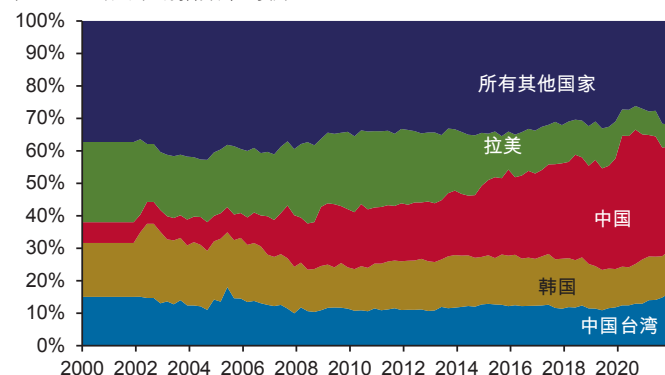
¹⁵ 中国的电力问题是随着全球经济反弹，电力需求激增而导致的副作用；中国水电产量下降，煤电需求因此增加；由于气候目标、安全问题和煤炭限价，导致中国煤炭生产放缓，电厂煤炭库存持续消耗以致最终低于正常水平；中国电力部门实施价格管制，禁止公用事业公司收回不断上升的投入成本(中国此后放松了煤炭生产限制并对煤炭本身实施了价格管制)。



关于中国和投资组合的资金流入。新兴市场股指产品往往用于提供多元分散不同地区的风险敞口。但这种情况已经发生了变化(原因也有好¹⁶有坏):目前,仅中国、韩国和台湾三地就占整个MSCI新兴市场股票指数的三分之二。大多数基金管理人倾向于几乎完全按照该等指数水平进行资产配置;根据一份在疫情爆发前针对新兴市场内最大规模基金管理人的研究报告显示,上述三地的地区权重中值与基准仅相差1%-3%。同样有趣的是:管理人超配的资产往往是超出基准的持仓,而不是超配新兴市场领域内其他地区的持仓。

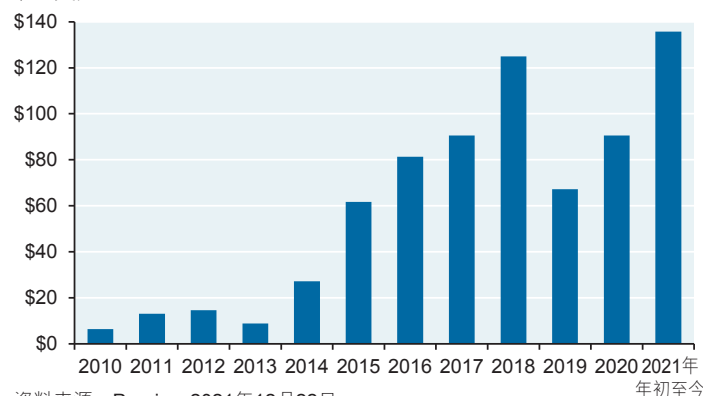
随着越来越多中国境内股票获纳入指数成份股,中国在MSCI新兴市场指数所占的权重,可能将从35%上升至45%。出于这个原因,加上中国庞大的中产阶级不断崛起,尽管**2021年中国对各行各业的监管整顿**,我们仍然相信中国拥有别具吸引力的长期投资机会。回顾2021年(年初至12月底)的风险资本流入情况,私人投资者显然认为,中国政府不会永久性地削弱许多大型成功私营企业的长期增长前景。诚如下图所示,新兴亚洲(其中大部分是中国)的私募股权和风险投资的表现远胜公开股票市场。私人投资者倾向于关注医疗保健、大宗商品、保险和其他在中国公开股票市场上代表性不足的行业。

新兴市场国家权重
在MSCI新兴市场指数中的权重, %



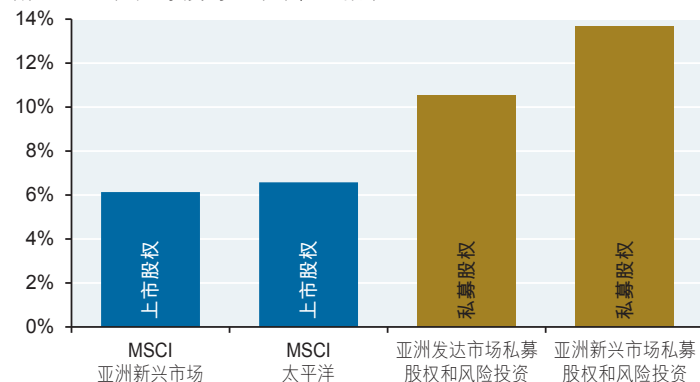
资料来源:彭博资讯。2021年12月28日。

中国风险投资中以美元计价的基金
十亿美元



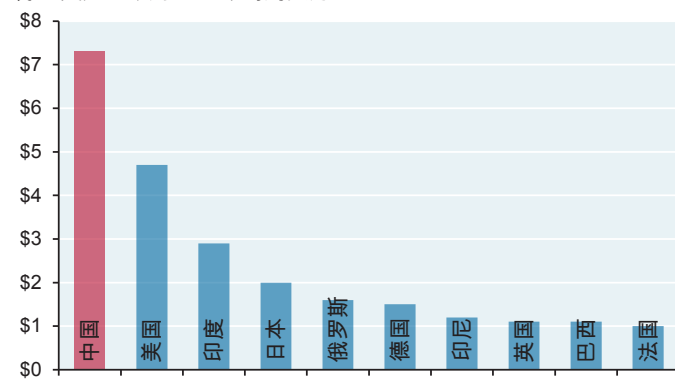
资料来源:Preqin。2021年12月22日。

亚洲私募股权的表现与公开股市的对比
截至2020年第2季度的10年年化回报率



资料来源:Cambridge Associates LLC、彭博资讯和摩根资产管理。2020年第2季度。

2020年的中产阶级消费
万亿美元,采用2011年的购买力



资料来源:布鲁金斯学会。2020年10月。

资料来源包括《依旧存在的监管风险》, Thomas Gatley, 龙洲经讯, 2021年12月2日, 以及《中国股票盈利追踪》, 摩根大通股票研究部, 2021年12月3日。

¹⁶ 从2000年到2020年, MSCI新兴市场亚洲指数和MSCI新兴市场拉丁美洲指数的累计回报率分别为377%和300%;按年计算, 亚洲新兴市场的表现每年超出拉美1%。过去十年的差异更加明显: MSCI新兴市场拉丁美洲为-28%, MSCI新兴市场亚洲则为95%。不过, 与标普500指数的十年表现为267%相比, 这两个数字都相形见绌。



[8] 英国脱欧及国家主权的高昂代价

英国经济学家发表了一些有史以来最悲观的英国脱欧评估报告。我一直想知道英国人这个身份会对他们的前景展望产生怎样的影响；许多人是金融机构的雇员和伦敦房地产的业主，因此他们似乎在所难免会遭受损失。诚如第一张图表所示，自英国脱欧以来，英国银行的表现一直落后于欧洲同业。欧洲央行仍在努力推动欧盟银行将员工和设施迁回欧洲大陆，因此这方面的评估尚未尘埃落定。英国脱欧后伦敦房价确实下跌，但此后又随着全球房价攀升而同步上涨。

英国银行与欧元区银行对比

指数 (100 = 2016年6月)



资料来源：彭博资讯。2021年12月29日。

伦敦房价

指数 (100 = 2016年第2季度)



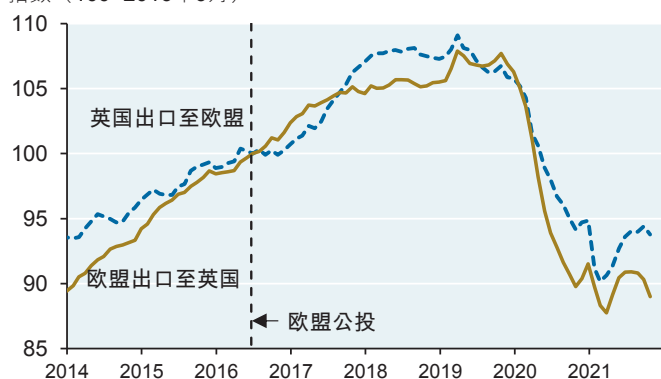
资料来源：英国全国建筑协会和摩根资产管理。2021年第3季度。

市场普遍认为英国脱欧整体上会对英国不利，让我们暂且退后一步，一同深入分析这一观点。目前面对最难之处，在于我们才刚刚进入英国脱欧时代。虽然公投于2016年举行，但英国直到2020年1月才合法退出欧盟，直到2020年12月过渡期结束才正式脱离这个单一市场。此外，对英国消费者和企业造成的影响，以及他们的反应也需要一段较长时间才会慢慢显露。最后，新冠疫情影响了很多数据，使其更加难以解读。不过，尽管目前存在这些挑战，我们仍将尝试进行初步评估。

由于新的贸易条款需时实施，英国与欧盟的贸易在脱欧后仍然上升。直到2019年初，英国与欧盟的贸易才开始下降；新冠疫情席卷全球后，由于英国和欧洲的国内需求下降，英欧贸易崩溃的速度开始加快。英国与世界其他国家的贸易同样急跌。自2021年年初至今，唯一显著增加的是英国对非欧盟商品的进口；与非欧盟国家的贸易并没有一如英国一些脱欧支持者预期能够抵消欧盟贸易的下降。即便如此，自公投前夕以来，英镑已经下跌了15%，这有助于稳定英国的整体贸易平衡。2021年第三季度，在经历一个赤字较高的周期后，英国录得3.3%的经常账户赤字，为过去20年来的平均水平(见第38页)。对贸易的总结：情况不妙，但受疫情影响太大而无法确定。

英国与欧盟的贸易量

指数 (100 = 2016年6月)

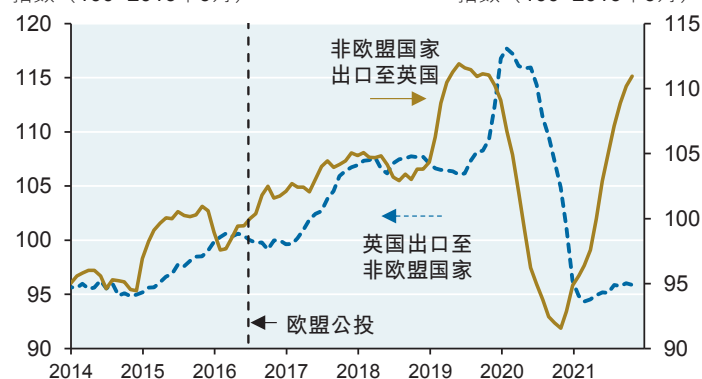


资料来源：英国国家统计局和摩根资产管理。2021年10月。12个月移动平均。

英国与非欧盟国家的贸易量

指数 (100 = 2016年6月)

指数 (100 = 2016年6月)



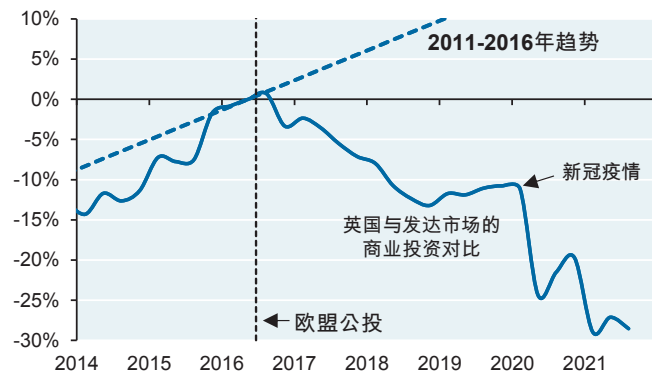
资料来源：英国国家统计局和摩根资产管理。2021年10月。12个月移动平均。



商业投资方面的结论：英国脱欧对英国非常不利。第一张图表显示了从2011年到2016年英国资本支出与其他发达国家相比的上升情况。脱欧公投后，即使在疫情爆发前，英国资本支出趋势与发达国家相比也出现急剧下降，疫情肆虐后情况变得更糟。第二张图表显示了按国家/地区划分的数据；毫无疑问，图中清楚反映出英国脱欧造成的负面影响。如果您认为企业资本支出是经济健康、生产力提高、劳动力需求和经济增长的最重要指标之一，那么当前的差距(如果情况持续)将是英国脱欧后带来的一个非常明显的负面后果。

英国与发达市场的商业投资对比

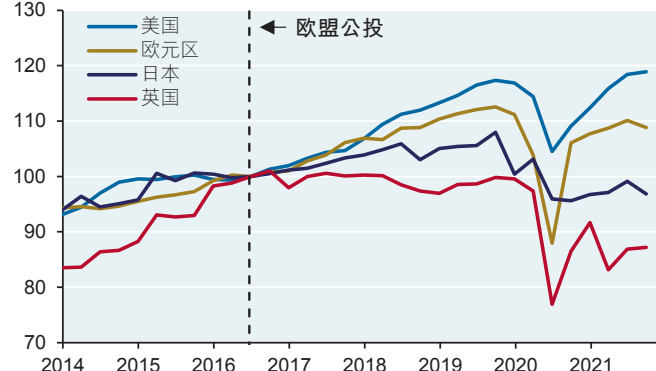
%，指数以2016年第2季度为基准



资料来源：摩根大通经济研究部。2021年第3季度。

实际商业投资

指数(100=2016年6月)



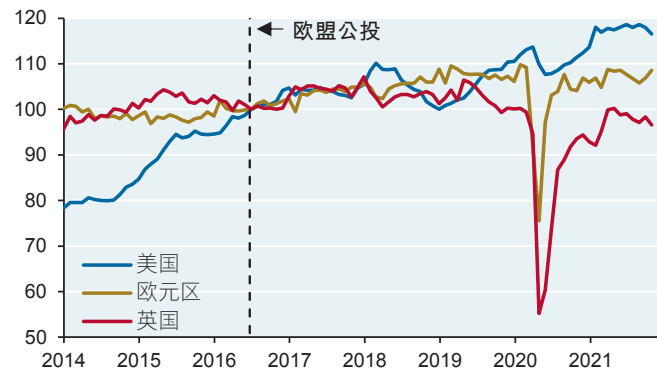
资料来源：美国商业部经济分析局、日本内阁、各地区统计局和摩根资产管理。2021年第3季度。

建筑方面的数据大致相若；英国脱欧后，与欧元区和美国的产值差距不断扩大，疫情爆发后情况更进一步恶化。英国脱欧不仅是某个行业的问题；英国更因而陷入了实际可支配收入落后其他经济体的周期，尤其是与美国相比(如右下图所示)。举个例子：根据伦敦经济学院估计，2016年英镑贬值导致消费价格上涨了2.9%，相当于家庭年均生活成本增加了870英镑。

这些都是国家之间的多维度比较，除了英国脱欧之外，还会受到很多其他因素影响，但是差距扩大的时间似乎与英国脱欧公投密不可分。英国脱欧给英国造成的结构性问题，更有可能阻碍英国不能像其他地区般快速从新冠疫情中反弹。虽然这一观点还没有得到证实，但值得密切关注。

建筑业产出

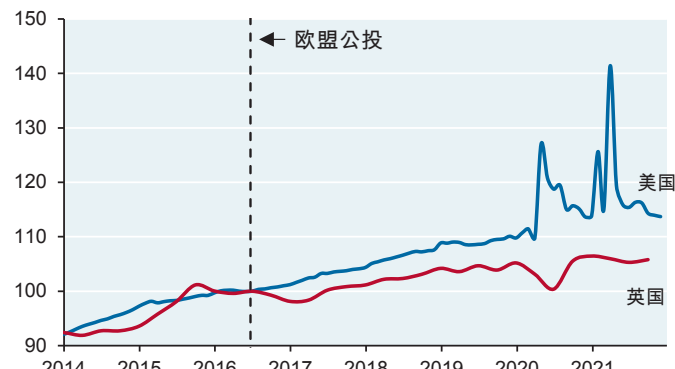
指数(100=2016年6月)



资料来源：普遍预测、美国劳工统计局、欧盟统计局、英国国家统计局和摩根资产管理。2021年10月。

美国与英国实际可支配家庭收入对比

指数(100=2016年6月)



资料来源：美国商务部经济分析局、英国国家统计局和摩根资产管理。2021年11月。



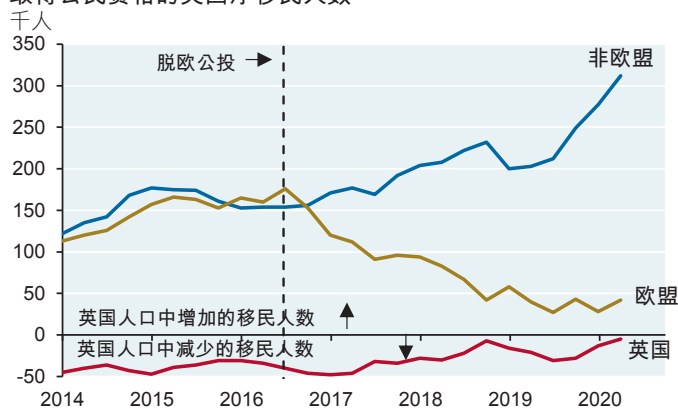
英国脱欧支持者会利用哪些事实来证明脱欧一事利多于弊？

英国举行脱欧公投后，许多分析人士指出，部分英国民众对于重新取回边境控制权拥有一种根深蒂固的执念，但作为欧盟成员国这一点却无法实现。对加强边境管控的渴望似乎有点讽刺：根据历史学家斯图尔特·莱科克的说法，英国过去在不同时期曾经入侵了世界上90%的国家。当然，莱科克采用了一个广泛的定义：如果英国通过武力、武力威胁、谈判或付款而在一国领土上实现了军事存在，他便会将之包括在内。此外，如果英国海盗、私掠船或武装探险者在获得英国政府批准的情况下进行入侵，也会包括在内。

那么，英国脱欧以来在移民政策方面发生了哪些变化？随着边境管制的加强，英国也放松了对移民的限制。英国脱欧后，从欧盟迁移到英国的移民确实急剧下降。然而，与特蕾莎·梅的做法不同，鲍里斯·约翰逊实施了新的政策，放宽了对非欧盟高技术或高薪移民的Tier 2签证上限，并采取多种机制当劳动人手短缺的行业板块需要时提高上限。因此，非欧盟移民进入英国的人数一直飙升。总结：**新政策创造了一个地域分布更加多元化和具选择性的系统，旨在使英国经济受益**¹⁷。[注意：这是加拿大和澳大利亚等国家早已实施的「择优而入」的移民制度，特朗普曾提到他对此感兴趣但没有采取任何行动。]根据英国民意调查显示，选民现在对移民的担忧正在减轻，有关移民对经济造成影响的观点更趋正面。

英国脱欧的奇怪之处在于：英国本来获得了相对于欧洲的优势地位，拥有单一的市场准入、金融行业优势和熟练的劳动人口，同时无需背负欧元这个大包袱。现在，英国脱欧却放弃了这一有利地位。我的一位英国经济学家朋友将英国脱欧形容为「过去百年以来，另一个重大灾难性政策错误」，第一个是丘吉尔在1925年决定按战前平价水平恢复金本位制。他认为两者都是民族主义自豪感和对英国在世界上所处的地位认知错位造成的结果。让我们一同拭目以待，开弓没有回头箭，英国脱欧付出的成本和所得收益将会变得更加清晰可见。尽管英国脱欧并没有成为许多人担心的一场巨大灾难，至少目前还没有，但其导致的成本已经不断堆积，而后英国脱欧时代才刚刚展开。

取得公民资格的英国净移民人数



资料来源：英国国家统计局。2020年第1季度。

英国经常账户余额
赤字占GDP的百分比，%



资料来源：彭博资讯。2021年第3季度。

¹⁷《英国脱欧后的移民与英国经济》，乔纳森·波特斯，国王学院经济学教授兼经济与社会研究委员会高级研究员，2021年6月25日。



[9] 环境、社会和治理(ESG)投资组合的好处越发明显，但仍亚于传统能源板块2021年的回升

我希望在获取大量研究数据之后，才确定影响投资组合选股策略的一些因素。关于环境、社会和治理(ESG)，我们目前得到了更多的证据支持。纽约大学2021年发表的一份报告汇总了2015-2020年间发表合共245项研究，将ESG投资组合的表现与传统投资组合进行了比较¹⁸。作者将有关研究划分为分析运营指标(例如净资产收益率、资产回报率、股价)的「公司」研究和分析风险调整后的表现指标(例如阿尔法、夏普比率)的「投资者」研究。

结果：58%的公司研究发现，ESG因素与财务表现之间存在正面关系，只有8%发现负面关系。在投资者研究中，33%的受访者认为ESG具有积极影响，而14%的受访者认为其与传统投资组合相比具有负面影响。其余研究则为中性影响或好坏参半。总体而言，**强调ESG因素似乎利大于弊**。

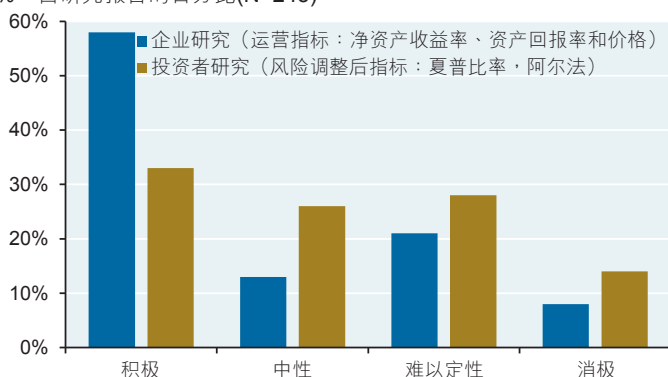
纽约大学的研究还汇总了15项企业和投资者的整合分析研究，并发现了类似的结果。13项企业整合分析研究(涵盖1,272项专项研究)发现，ESG与企业财务表现之间存在一致的正相关系数。2项投资者整合分析研究(涵盖107项专项研究)发现，ESG投资回报与传统投资回报没有区别。

首先需留意：石油与天然气。虽然上述ESG因素表现反映的结果，远远超过了可再生能源与传统能源股票之间的差异，但这种差异确实在上述许多研究结果中发挥了作用。诚如下图所示，这种差距现在已经逆转，传统能源股的表现正在跑赢一篮子可再生能源指数，且几乎达到十年来的最高水平。全球企业加速脱碳转型计划，可能会恢复之前的趋势，但这仍有待观察。

其他需要关注的事项：最近几年的市场环境为ESG投资创造了完美升浪。除了石油和天然气行业表现疲软外，大量资金涌入ESG主题策略。这些资金的流入是ESG股票跑赢大市的主要原因之一，并非反映了这些股票本质上具有更高的盈利能力或对气候相关风险拥有更大韧性；如此大量涌入ESG策略的资金不会一直维持。此外：低实际利率提高了投资者持有无利可图成长型公司的耐性(参见第14页第一张图表)，而当中一部分企业聚焦于ESG策略投资。实际上，由于许多周期性和价值型股票表现受贸易战和疫情打击，驱使投资者不顾后果地将焦点转向增长股。如果全球经济能够摆脱这两大风险，长期增长股的估值可能会大跌。

ESG对财务表现的影响

%，占研究报告的百分比(N=245)



可再生能源与化石燃料的超额回报比较

%，连续年度跑赢(跑输)表现



¹⁸《ESG和财务表现：通过汇总2015年至2020年间发表的1,000多项研究证据来揭示其中关系》，韦兰(纽约大学斯特恩商学院)等人，2021年2月10日。



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送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。



岑博智先生是摩根大通资产及财富管理的市场及投资策略部主席，负责领导公司的机构、基金及私人银行业务的策略性市场和投资研究工作。摩根大通资产及财富管理是全球投资管理及私人银行业的翘楚，客户资产遍布全球，截至2021年9月30日止，管理4.1万亿美元的客户资产。

除此之外，岑博智先生也是摩根大通资产及财富管理的投资委员会成员，之前也曾经担任摩根大通超过256,000名员工的退休计划投资委员会成员。

出任现职之前，岑博智先生担任摩根大通的全球私人银行首席投资策略师一职达八年之久。在此之前，他还曾经担任摩根大通投资管理业务的固定收益部主管，负责高等级债券、高收益债券、新兴市场债券和市政债券的投资工作。

加盟摩根资产管理之前，岑博智先生是摩根大通证券的新兴市场固定收益部首席策略师。他于1987年加盟摩根大通，任职于企业融资部。

岑博智先生于1984年毕业于美国塔夫斯大学，持有文学士学位，其后于1986年毕业于美国哥伦比亚大学国际公共事务学院，持有文学硕士学位。

J.P.Morgan