

放眼市场2019年展望

摩根大通私人银行



西方央行缩表进程的开启(续篇)。今年的封面延续了去年的「宾治盆」主题。但与去年不同的是，今年的天气状况已开始恶化，水龙头已经打开，流动性正在流失。市场二十年来首次失去央行刺激政策的支持，开始独自面对风浪和考验。虽然股票估值在2018年秋天经过大幅调整后已显著下降，但随着央行开始收紧货币政策、过剩产能渐减、全球增长放缓和贸易争端悬而未决，将会限制2019年市场的反弹空间。尽管我们预期美国国内生产总值和企业利润将继续增长，但在当前的晚周期阶段，这并不意味着资产价格一定能够持续上涨，尤其考虑到特朗普政府已从2018年开始实施一系列对市场具有负面影响的政策。详情请参阅封面内页。

J.P.Morgan

西方央行缩表进程的开启，第一回



今年的封面延续了去年的「宾治盆」主题。但与去年不同的是，央行的流动性回笼已导致天气状况开始恶化。「宾治盆」灵感来源于1955年美联储主席William McChesney Martin在美国投资银行家协会纽约分会的讲话——『美联储的职责就是在聚会渐入佳境的时候下令将宾治盆端走。』

封面旗帜上的回报率是指由65%的MSCI世界股票指数或标普500指数与35%的巴克莱全球综合固定收益指数或巴克莱美国综合固定收益指数组成的模拟投资组合年初迄今(截至2018年12月26日)的回报率。

封面设计 Gary Bullock

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附属机构的存款或其他负债，亦未获摩根大通银行或其任何附属机构的担保 • 存在投资风险，包括可能损失投资的本金

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

每年伊始，我在摩根大通资产及财富管理部的投资伙伴、市场及投资策略部主席岑博智先生（Michael Cembalest）都会撰写一篇精彩生动、深刻独到的年度展望报告，为未来一年的投资布局指明方向。他的年度力作总是令我充满期待。今年的这篇展望《西方央行缩表进程的开启（续篇）》尤其引人深思、值得回味。

为客户提供理想的短期和长期投资组合配置方案一直是我们的使命。摩根大通全体职员随时乐意为您效劳，帮助您充分把握当前市场的发展趋势和投资机遇。诚挚希望本篇报告能够让您有所收获，同时祝您在新的一年里幸福安康，万事如意！

我谨代表我的全体同事对您长期以来给予摩根大通的信任和信心深表感谢！

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink on a light gray background.



西方央行缩表进程的开启(续篇)

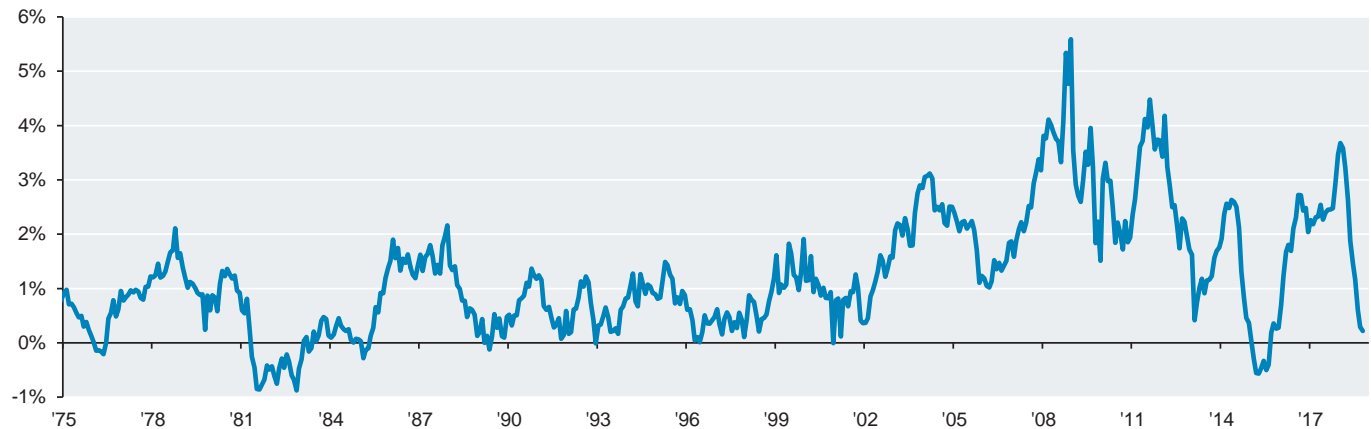
2019年1月1日

概述

虽然全球最大的经济体仍然继续增长，但这次历时最长、力度最大的央行干预即将告一段落。金融资产需求将会依赖于机构和个人投资者，央行将停止干预，这无疑是近二十年来的首次。股票和公司债券在2018年秋天普遍下跌，但全球经济增长和企业盈利下调正在持续进行，我认为近期的波动不仅仅是一次周期中的正常调整。悬而未决的贸易问题加上特朗普政府从2018年开始实施一系列对市场具有负面影响的政策(请参阅第9-10页)或会限制市场调整后的反弹空间。综合考虑所有因素，多元化股债投资组合继2018年实现-7%至-4%的负回报¹之后，2019年或将维持波动状态，回报率可能只有个位数。若美国能够与中国达成贸易协议，市场可望大幅上升，其中新兴市场的资产很可能会成为最大的赢家。

西方央行缩表进程的开启：历时20载的央行干预即将告一段落

发达经济体和新兴经济体央行对四国集团金融资产的净买入，占全球国内生产总值的比例，12个月滚动值



注：四国集团通常包括美国、欧元区、英国和日本；我们还将瑞士包括在内。本图包含了四国集团央行的资产购买（参考各家央行的资产负债表变动）以及新兴经济体央行和非四国集团的发达国家央行的四国集团资产购买（参考各家央行非黄金外汇储备的变动）。资料来源包括各家央行的披露数据、国际货币基金组织的国际金融统计数据库、Niall Ferguson和Moritz Schularick 2014年的分析以及摩根资产管理。2018年。

¹ 回报率是基于一个MSCI发达世界股票指数和巴克莱全球固定收益综合指数分别占65%和35%的多元化股债投资组合计算，以及一个MSCI美国股票指数和巴克莱美国固定收益综合指数分别占65%和35%的多元化股债投资组合计算，截至2018年12月26日。

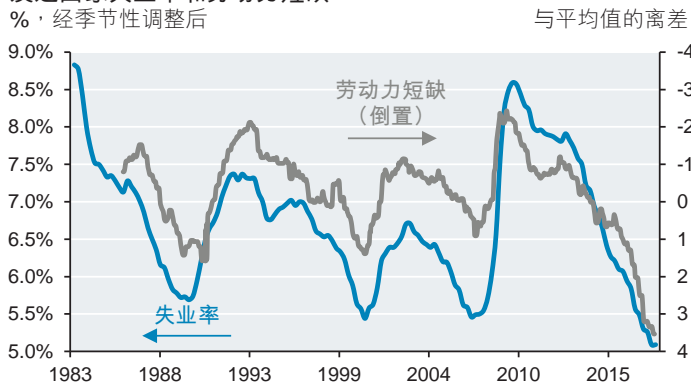
投资产品：• 不受联邦存款保险公司保障 • 非摩根大通银行或其任何附属机构的存款或其他负债，亦未获摩根大通银行或其任何附属机构的担保 • 存在投资风险，包括可能损失投资的本金



央行货币刺激缘何退出?央行不关心股市?

央行的主要职责是维持工资和物价的长期稳定。按失业率和劳动力短缺程度衡量,十年前「最为疲软」的劳动力市场现在已经变得供应「最为紧张」,四国集团(G4)的央行的购买资产步伐也随之而有所放缓。虽然消费物价通胀和工资通胀尚未暴涨,但已经回归至无需大规模货币刺激的「正常」水平。衡量过剩产能的指标(「产出缺口」)显示,美国的经济已再没有过剩产能。虽然市场对美联储在12月加息及表示将于2019年再度加息感到失望,但从下列图表来看,我认为美联储将联邦基金利率设定于通胀率以上的水平乃理所当然的选择,因为在战后的大部分时期亦是如此。

发达国家失业率和劳动力短缺
%, 经季节性调整后



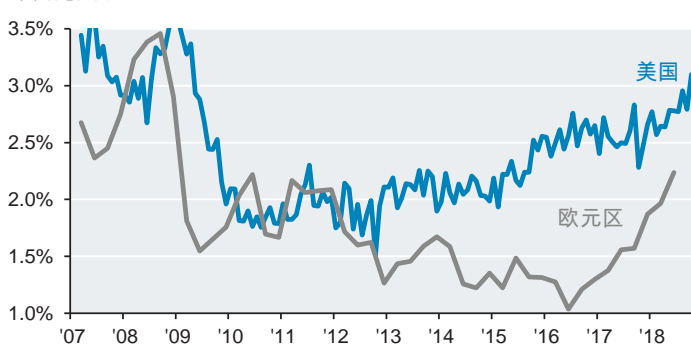
资料来源: 经合组织、彭博、摩根大通经济研究。2018年9月。

发达国家的消费物价通胀和工资
年同比变动



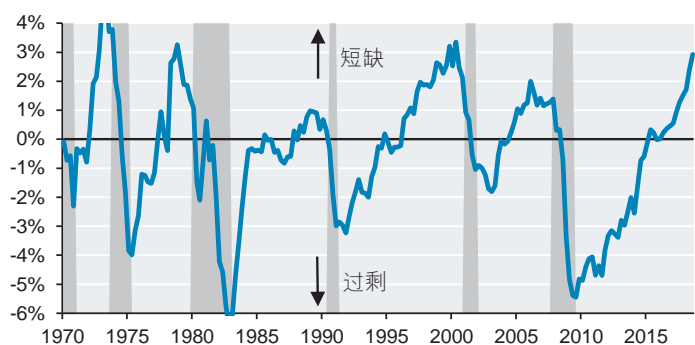
资料来源: 摩根大通经济研究。2018年三季度。

发达国家各地区工资增长率
年同比变动



资料来源: 美国劳工统计局、欧洲央行、Haver。2018年11月。美国序列: 平均时薪; 欧元区序列: 员工人均薪酬。

美国的「产出缺口」(衡量产能上限的指标)



资料来源: 摩根大通经济研究, 2018年三季度。灰色柱代表美国衰退时期。

联邦基金实际利率

联邦基金利率减去往年消费物价通胀率(%)



资料来源: 美联储、美国经济分析局、美国劳工统计局、摩根资产管理。2018年12月30日。

新兴市场央行购买四国集团资产的速度也不断放慢²：

近年来，新兴市场央行也在购买四国集团资产以增加应急储备及／或防止外汇升值。如今，它们购买这些资产的速度也在放缓：

- 美国开启加息周期：当美国利率接近于零，许多新兴市场国家都采取了相应的干预措施，阻止其收益率较美元高的本币升值。随着美国利率上升，这一趋势目前已开始逆转，从而减少了新兴市场干预汇市的必要性。新兴市场货币在2012年至2016年期间下跌30%，在2018年进一步下跌约10%。2018年表现最差的货币是：土耳其里拉(-29%)，俄罗斯卢布(-16%)，南非兰特(-15%)，巴西雷亚尔(-15%)和智利比索(-11%)
- 对信用的担忧。投资者对资产质量的担忧导致许多新兴市场国家遭遇资本外流，迫使新兴市场央行变卖其储备
- 原油和其他大宗商品价格下跌。2014年至2017年期间，油价下跌迫使沙特阿拉伯动用了大约2,350亿美元的外汇储备以应付其福利支出需求。同期工业金属价格的下跌亦使其他新兴市场国家陷入类似的困境。目前，工业金属和原油价格正在展开新一波的下跌浪潮

新兴市场国家不再担心汇率过度升值

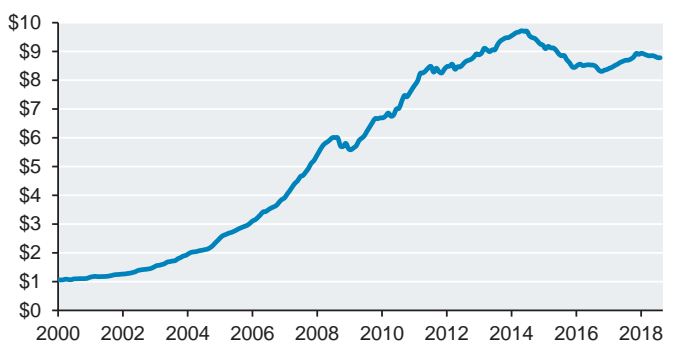
新兴市场货币指数，2009年12月31日 = 100



资料来源：彭博。2018年12月24日。

新兴市场非黄金外汇储备

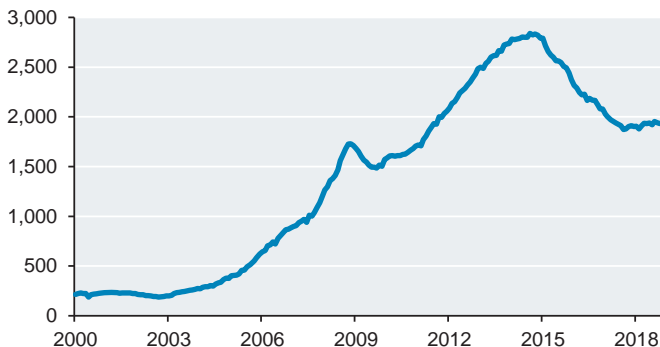
万亿美元



资料来源：国际货币基金组织、摩根资产管理。2018年10月。

沙特阿拉伯货币局的资产负债表

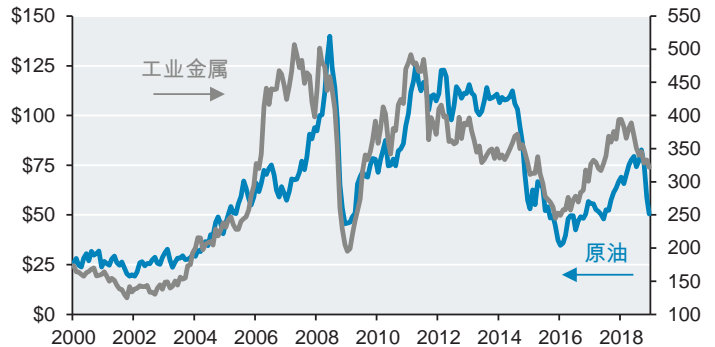
10亿沙特里亚尔



资料来源：沙特阿拉伯货币局。2018年10月。

原油及工业金属价格

美元／每桶，布伦特原油



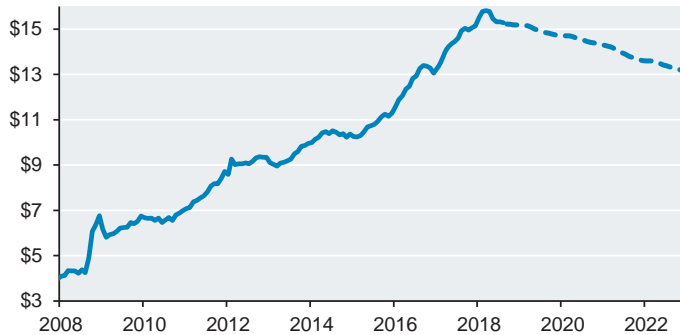
资料来源：彭博。2018年12月24日。

² 在各国央行自2000年以来买卖的全部四国集团资产中，大约有60%是发达国家央行推动的，其余是来自新兴市场央行的操作。买卖四国集团资产规模最大的新兴国家央行来自中国、俄罗斯、沙特阿拉伯、印度、巴西和韩国。

西方央行缩表会有哪些表象？

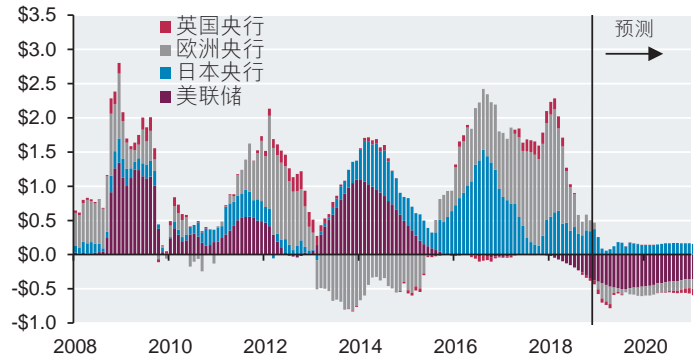
四国集团央行的缩表预计将会是一个循序渐进的过程，但市场通常会对「流量」的变动而不是「存量」的变动做出反应。右上图显示了四国集团央行资产购买放缓的「突变」效应：仅日本仍将维持少量的净买入。

四国集团央行资产负债表
万亿美元



资料来源：各国央行、摩根大通经济研究。2018年9月。

四国集团各央行的资产流动
万亿美元，12个月变动

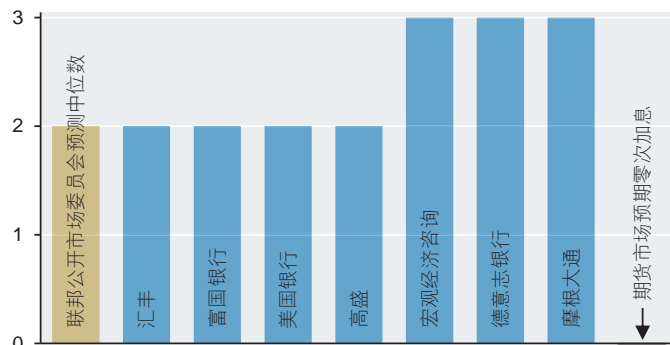


资料来源：各国央行、摩根大通经济研究。2018年9月。

政策利率方面，美联储预计2019年仅有一次加息，联邦基金利率将高于消费物价通胀率50-75个基点。部分经济学家认为联邦基金利率将高于这一水平，尽管联邦基金利率近期呈现下降趋势。即使迄今为止美联储也只是温和加息，但加息的效应已开始通过楼市的降温对美国经济增长产生负面影响。市场预期欧洲的短期利率有望在未来「十年」继续保持在2%以下。如果德国通胀升温迫使欧洲央行加息，欧洲的短期利率恐怕难以在未来十年也保持于2%以下水平。

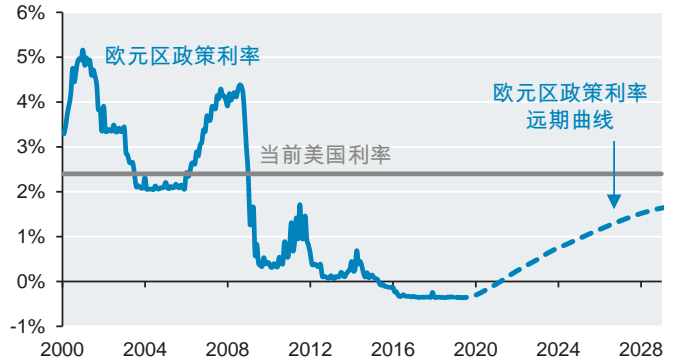
市场对美联储加息次数的预期

预计在2019年年底前加息25个基点的次数



资料来源：彭博、《华尔街日报》、上市公司、摩根资产管理。
2018年12月31日。

市场预期欧洲将于未来十年继续维持低利率
隔夜利率



资料来源：彭博。2018年12月24日。虚线表示远期定价。

财政刺激。美国财政刺激作用渐至顶峰，影响力将逐渐消退。其他发达国家的财政刺激效应早在几年前就已见顶，现在的财政政策大体为中性。

西方央行缩表为何如此重要？

当增长保持稳定或持续改善时，市场承受刺激政策退出的能力也相对较高。然而令人遗憾的是，全球增长势头目前正在减弱。虽然制造业调查指数并未显示经济已陷入衰退，但是自我们去年发布《放眼市场展望》以来，全球经济的增长速度已从约3.75%下降至3.00%。这对企业收入和盈利增长的影响已经很大，正因为如此，企业盈利正有持续下调之虞(请参阅本页第二幅图表)。虽然大多数发达和发展中经济体仍在继续扩张，但维持高于趋势增长的国家数量正在不断减少。

全球企业调查指数

企业调查水平，50以上 = 扩张



资料来源：摩根大通经济研究。2018年11月。

全球企业盈利调整

上调盈利的企业数量减去向下调数量占所有企业的比重



资料来源：IBES、摩根资产管理。2018年12月。数据采用三个月移动平均。

全球经济仍在继续扩张，但高于趋势增长的国家寥寥无几

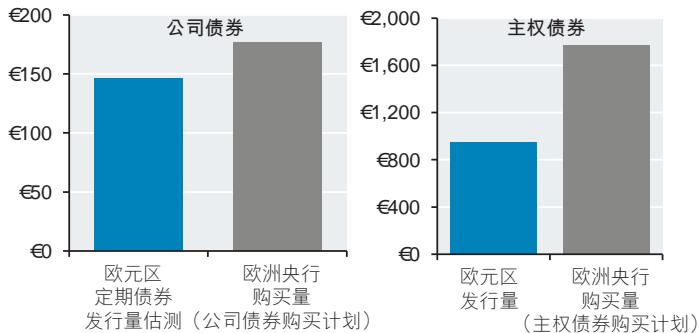
占19个发达和新兴经济体企业调查指数比重



资料来源：摩根资产管理、Factset。趋势 = 两年平均。2018年11月。

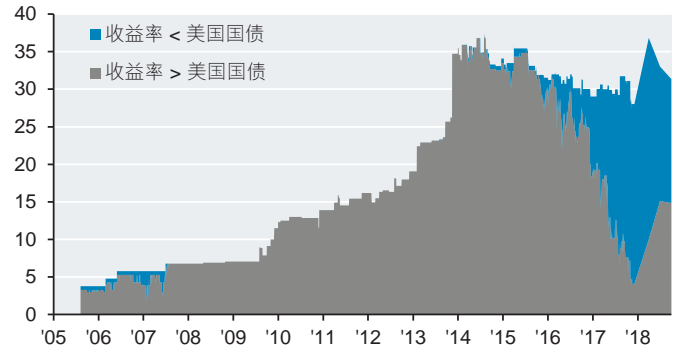
刺激政策的退出加上增长减慢导致估值过高的资产面临重估压力。央行干预推高资产价格的一个最有力的例证是：欧洲央行购买的主权和公司债券数量已超过了欧洲政府和公司「发行」的债券数量。由此导致的金融抑制不仅达到离奇的程度，并且导致20-50%的欧元区政府债券收益率低于零，而且推升避险需求至荒谬的水平。第二幅图表显示到2017年中，几乎所有的意大利BB级高收益债券的交易利差均比美国国债还窄。我在摩根大通工作了31年，这可能是我所见过的单次最严重的固定收益价格扭曲。我在撰写本文时依然感到难以置信。回顾历史，央行在过长的时间里维持过于宽松的政策曾经导致信贷松懈的信用衍生品在2004年至2007年期间大幅增加(详情请参阅第38页)。

欧洲央行主权和公司债券购买量与发行量的比较
10亿欧元



资料来源：摩根大通欧洲信用/利率策略部、摩根资产管理。采用欧洲央行启动购债计划(公司债券购买计划和主权债券购买计划分别于2016年和2015年启动)以来的数据。2018年。

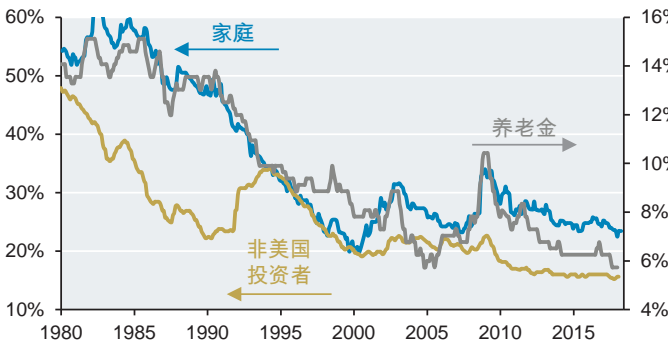
意大利高收益债券不可思议的定价
面值，10亿欧元



资料来源：美银美林、摩根资产管理。2018年三季度。

在央行带来的所有金融抑制的作用下，投资者的现金配置在2016年之前已降低至有史以来的最低水平实在不足为奇。但随着美国政策利率上升和投资者获利回吐(他们从未打算长期持有这些资产)，这种局面已开始有所改变。在截至2018年12月18日的一周里，主动型美国股票共同基金的流出规模达到有史以来最高的320亿美元³。在此过程中，虽然盈利预期仅略有下滑，但此前高企的全球市盈率倍数已普遍回落。右下图显示的欧洲市盈率和盈利代表了美国、中国和日本市盈率和盈利的普遍趋势。

投资者的现金配置在2016年前已降至有史以来的最低水平
%(左右两轴)



资料来源：桥水基金。2018年6月27日。

盈利增长减速，欧元区市盈率倍数崩溃



资料来源：Datastream、彭博。2018年12月24日。

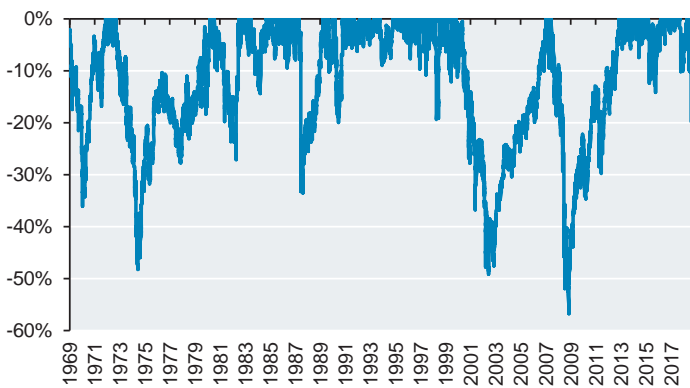
³ 《四季度的市场调整有多剧烈?》(How bad is the Q4 selloff)，瑞银股票策略部，2018年12月18日。

阻止股市进一步下跌的因素：系统风险和股票供应均已下降

与2018年市场最高点比较，发达市场的股票在第四季度下跌了15-20%。我认为以下三个因素有望阻止股市重演1970年代和2000年代的更大跌幅：

- 触发2008年危机的其中一个根源—全球经常账户失衡情况已有所改善，动摇市场的跨国资本急剧外流风险也因此而大大降低
- 银行资本、流动性以及对存款(而不是批发融资)的依赖均有所提升；影子银行已回落至2000年的水平；场外衍生产品的总市值已从2008年的35万亿美元下降至2018年的10万亿美元。详情请参阅第35-42页
- 最后，技术面因素有望为股市提供支撑。低迷的首次公开发售(IPO)／股权再融资和股票回购导致过去三年的全球股票供应增长近乎零。这一趋势在美国尤为突出，其中标准普尔除数(反映股票供应量的指标)目前已回落至2001年的水平，并且有望在2019年随着股票回购的增加而进一步下降。但这个看法未免过份乐观，因为根据现金流量数据和公司报告／公告估算的结果显示，回购的最高峰期可能已经过去了⁴

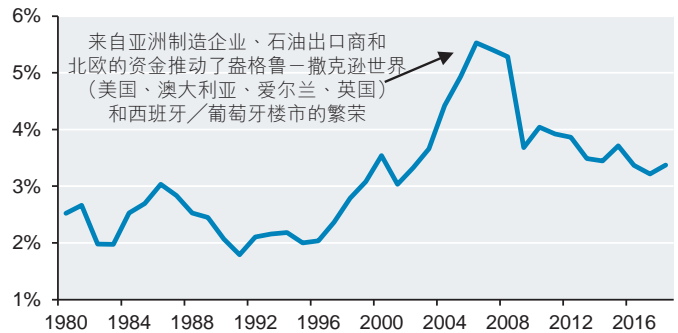
标普500指数自1969年以来出现的大幅调整



资料来源：彭博、摩根资产管理；2018年12月24日。

全球失衡情况有所改善

所有国家经常账户顺差和逆差绝对值占全球生产总值比重



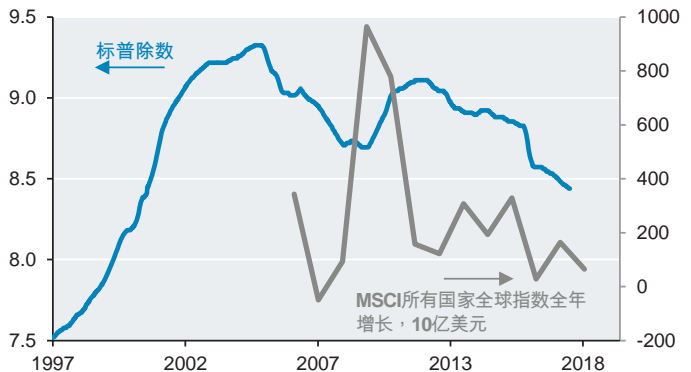
资料来源：国际货币基金组织，n=191个国家。2018年。

金融系统风险有所降低

银行风险加权资本比率		
	2007	2017
美国	8.5%	13.9%
欧洲	8.0%	16.0%
银行流动资产占短期负债的比例		
	2007	2017
美国	41%	48%
欧洲	35%	40%
银行贷款／存款比率		
	2007	2017
美国	97%	76%
欧洲	139%	105%

资料来源：美联储、美国联邦存款保险公司、欧洲央行、摩根资产管理。2018年。

全球股票供应增长放缓



资料来源：摩根大通美国股票策略部。2018年10月18日。

⁴ 现金流量与流动性报告，《确认美国资金汇回本国速度放缓》，摩根大通全球市场策略部，2018年12月7日。



2018年四季度的回调。下表比较了2018年估值高峰与年底估值水平，以及它们在历史序列中的百分位数。截至12月26日，所有的百分位数均已降至**中位数以下水平**。虽然市盈率会随着盈利增长下滑而收缩，但从下列数据来看，风险资产多年来首次具备一定的投资价值。

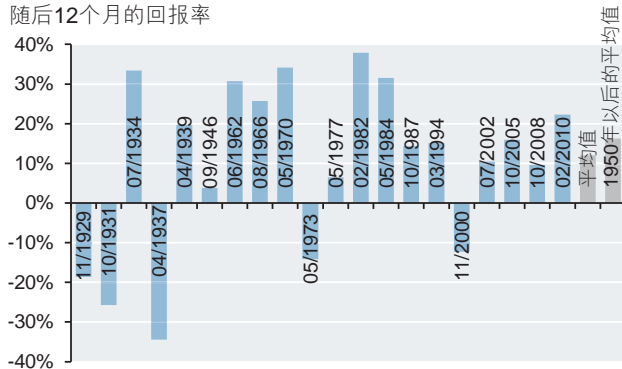
	美国股市 标准普尔500 指数远期市盈率	欧洲股市 斯托克600 指数远期市盈率	新兴市场股市 MSCI新兴市场 指数远期市盈率	高收益债券 美国高收益债券 利差（基点）	投资级债券 美国投资级债券 利差（基点）
2018年峰值水平	18.5	15.1	13.2	305	108
相较历史的百分位数	86%	91%	59%	89%	89%
目前水平	14.3	12.0	10.3	534	182
相较历史的百分位数	42%	34%	18%	35%	35%
起始日期	1/31/1985	1/31/2006	1/29/1988	1/30/1987	1/3/2000

资料来源：彭博、摩根大通全球指数研究、Datastream、摩根资产管理。2018年12月26日。

自1920年代以来，美股市盈率倍数收缩20%以上的情形曾经出现20次。其中，有15次美股在随后12个月的回报率依然为正，而且平均上涨12%。标普交易所买卖基金(ETF)空仓量在临近年关、交投清淡的12月大幅上升，这预示着未来市场有望在空仓回补的助力下迎来反弹。如前所述，如果这只是一次周期中的正常调整，没有央行退出量化宽松刺激措施以及特朗普政府政策转向等不利因素影响，股票和公司债券估值回调可能更多地标志着一个买入良机。

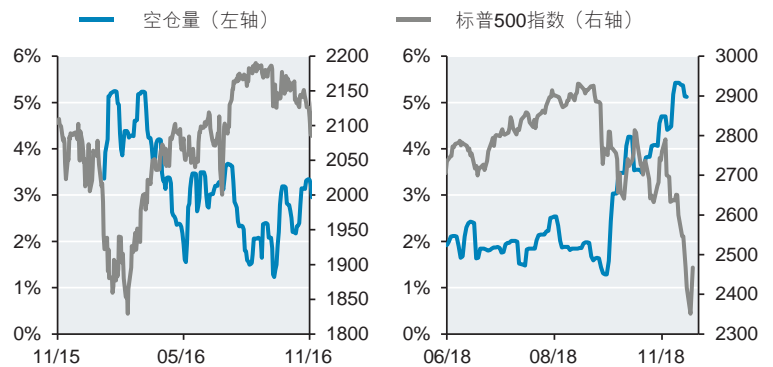
虽然估值下调降低了投资者在**2019年**的介入成本，但与此同时，未来的上升空间相对于以往亦显得比较有限，除非中美能够达成协议。综合考虑所有的风险和不利因素，我们预期多元化股债投资组合将在**2019年**维持波动状态，回报率为个位数字。

标普500指数在市盈率收缩超过20%之后的回报率
随后12个月的回报率



资料来源：Empirical Research Partners。2018年12月。

标普空仓量类似于2016年调整前的水平



资料来源：摩根大通全球市场策略部、彭博。2018年12月26日。



我想以下表来总结历届总统与现任政府在政策上的共同点，从而探讨**特朗普政府及其对市场的影响**。除了以下列举的内容以外，投资者还需注意现任政府的幕僚流动率之高乃前所未见。目前特朗普政府高级幕僚的流动率已经超过前四届政府的总和。

对于投资者而言，大多数对市场有利的特朗普政策影响都发生在2017年。但到了2018年，对市场不利的政策开始出现，现在看来情况很可能会持续至2019年。我非常认同联邦快递(FedEx)首席执行官Fred Smith在下调2019年盈利预测和国际快运能力时的评论：「总而言之，我认为当前我们面临的大多数问题都是**糟糕的政策选择**所带来的结果。」

与投资者相关的特朗普政策立场

					
杰克逊	胡佛	约翰·肯尼迪	尼克松	里根	小布什
反全球化	关税和贸易战	重整经济，引发熊市	抨击美联储主席	放松监管和减税	非衰退时期的巨额财政赤字
任人唯亲	遣返无证劳工	攻击个别公司	政治丑闻和宪法危机	政府停摆	任命保守派法官

反全球化。与战后历届总统相比，特朗普的反全球化立场与杰克逊的外交政策类似。其核心理念是：美国希望自行发展，无意沿袭威尔逊的全球扩张思想向海外推行自由民主。但在遭受攻击或面临威胁时，美国应动员一切力量奋力一战。

关税。如果特朗普提出的所有关税措施得到全面实施，美国关税税率或从1.5%上升至10%，创下50年来的最大升幅。这些措施包括对所有中国进口商品以及从欧洲／日本进口的汽车征税。详情请参阅第14页及31页。

重整经济和攻击个别公司。1962年4月，约翰·肯尼迪批评美国钢铁及其他钢铁公司的不当涨价行为，宣称这些公司「为了追求权力和利润而妄顾自己的公共责任」，「毫无道理和不负责任地漠视公众利益」。钢铁公司受到审计和取消折旧免税额的威胁，司法部长罗伯特·肯尼迪派遣联邦调查局特工搜查钢铁高管的住所。在约翰·肯尼迪攻击美国钢铁之后，投资者信心受到打击，市场大跌20%并陷入熊市(为1942年至1974年期间的最大跌幅)。数月后，约翰·肯尼迪试图通过推出新的折旧免税额、投资税收抵免和减税政策安抚市场，但伤害已经无法挽回。约翰·肯尼迪干预国内钢铁价格与特朗普干预出口商品价格的行为如出一辙，与特朗普公开抨击亚马逊、康卡斯特、波音、达美航空、ESPN、通用汽车、洛克希德·马丁、默克、诺德斯特龙、丰田及《华盛顿邮报》的行为也不相伯仲。对长期投资者来说，这两种举动都令人担忧。

抨击美联储主席。尼克松曾威胁将美联储成员增加一倍以削弱美联储主席的权力，并且在媒体上散布关于美联储主席阿瑟·伯恩斯的负面传闻。特朗普比尼克松更加直率，据报道他曾询问助手是否可以解雇美联储主席，情况一如独断专行的土耳其和阿根廷总统。虽然他的下属拒绝了这个提议，但考虑到美联储在管理全球第一大储备货币美元方面一贯的独立性，这一传闻已对投资者信心产生了负面影响。土耳其和阿根廷的市盈率倍数都仅为个位数，反映投资者对政策和政府缺乏信心。

(下页继续)

放松监管。2017年,《联邦公报》中的新增政府法规页数创1992年以来的最低水平;新增页数比2009年至2016年的平均页数少25%。在2014年的美国独立企业联合会(NFIB)小企业调查中,「监管和繁文缛节」最为小企业诟病,然而这个问题目前已经下降至第三位,紧随劳工质量和税收之后。

减税。2017年的《减税与就业法案》是1950年以来规模第四大的减税措施(占国内生产总值比重),仅略低于2009年的减税。美国公司的边际有效税率从经合组织(OECD)中的最高水平降至中位数以下水平。**公司减税改革**一直是两党的共同目标。2010年,奥巴马总统设立的两党财政委员会也提出了由全球征税体制转向属地征税体制的建议:「目前的税制令美国公司在与外国公司的竞争当中处于不利地位。美国应采用属地税制与其他国家接轨,为企业创造公平的竞争环境。」但在**个人减税**方面,两党并未达成共识。此外,用于弥补个人减税缺口的资金部分来自于对未汇回海外盈利的一次性征税。特朗普在竞选期间承诺将这些税收投入基础设施建设。基础设施建设的增长乘数远高于对高收入纳税人减税所带来的增长乘数。

非衰退时期的巨额财政赤字。美国的财政赤字占国内生产总值比重之高,冠绝50年来的充分就业时期。2018年的赤字为3.8%,预计2019年将上升至4.6%(美国国会预算办公室)。

任人唯亲。作为飞行常客,我的首选例证是:特朗普提名他的私人飞行员担任联邦航空局局长。

遣返无证劳工。2017年,美国移民与海关执法局(ICE)逮捕的无犯罪记录无证移民数量较2016年增加171%。而且,这发生在充分就业和建筑工人严重短缺的情况下(详情请参阅第13页)。这与胡佛在1930年代遣返墨西哥无证移民类似,但在胡佛实施遣返计划的1930年代,美国失业率居于10-20%之间。一方面不顾收紧移民政策在充分就业的背景下对工资通胀的影响,另一方面却频频抨击美联储的加息政策,特朗普政府的态度前后不一,自相矛盾。

政治丑闻和宪法危机。1973年10月「星期六之夜大屠杀」(即尼克松开除特别检察官,司法部长辞职)后,美国股市下跌15%。标普指数从1972年9月到1974年12月因滞胀而累计下跌40%,但导致10月/11月突然下跌15%的直接原因是当时正在发酵的宪法危机。关于特朗普政治风波与1970年代水门事件的对比,目前最好的一篇文章是《特朗普与水门案路线图的诡异巧合》(The Eerie Parallels Between Trump and the Watergate Road Map),《大西洋月刊》,2018年11月20日。

政府停摆。里根是率先以政府停摆为筹码寻求实现财政或政策目标的总统之一。在他的首个任期内,美国联邦政府曾经历三次短暂「停摆」。

任命保守派法官。特朗普提名的联邦法官当中,80%是联邦党人学会的保守派会员。与特朗普类似,小布什任命的所有联邦法官均为联邦党人学会会员或由联邦党人学会推举。

如欲了解更多关于特朗普政策及其对2020年大选的影响,请参阅我们2018年的《放眼市场》节日版,当中包括了美国可能面临[百年来最严重的「两极化」选情](#)的分析。



2018年秋天的跌市令许多投资者和策略师感到意外，因为市场普遍预期美国经济将在2019年继续增长。但正如我们在10月刊发的报告所述⁵，随着经济周期逐渐趋于成熟，**国内生产总值和企业盈利数据往往在资产价格见顶之后还会继续增长**。这是2000年之前的五个经济周期给我们上的一课，详情请参阅下表：在市场见顶后，经济和盈利增长还有一年才会见顶(过去两个周期例外)。从目前来看，2018年或成为另一个新例证。

资产价格往往先于经济增长／企业盈利见顶

美国股市见顶	随后12个月的股市回报	经济数据见顶之前的月数	随后12个月的盈利增长率
1966年1月	-7%	10	4%
1968年11月	-13%	9	2%
1972年12月	-19%	11	27%
1980年11月	-13%	9	4%
1987年8月	-18%	19	41%
2018年9月	-15%	??	??

2000年8月	-25%	1	-16%
2007年10月	-25%	4	-23%

资料来源：彭博、摩根资产管理、Shiller。2018年12月28日。经济周期见顶的定义是综合失业率和产能利用率的情况而厘订的。

美股已经历了一轮长达十年的超级牛市。即使在近期的下跌之后，标普500指数从2009年3月到2018年12月期间依然取得了13%的年化回报率，如此佳绩战后时代只有三个时段能够与之媲美：1959年和1992年(短暂出现)以及1990年代末(仅维持几个月)。虽然我们预期市场在近期回调后有望在明年实现略低的正回报，但我们仍建议投资者持有充裕的流动性以把握未来可能出现的机会，尤其考虑到现金的实际回报率有望为正，这个情况至少会在美国出现。现在新兴市场的估值最低，值得风险承担不足的投资者关注，尤其是贸易战如果停火的话。详情请参阅第31-32页。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根大通资产及财富管理部

目录

美国	第12页
欧洲、中国和日本	第19页
金融危机十年反思	第35页

如果要了解触发金融危机的前因后果，首先应从银行体系开始，但这只是众多因素之一。我们审视了一些非常重要，但一直被轻视的危机点：绑架房利美／房地美资产负债表的政府政策、政府放松对经纪交易商的监管所造成的深远影响、债券再保险公司的推波助澜，以及当时个别公司引起的巨大系统性风险。最后，我们深入分析自金融危机爆发后环球市场出现的各种不同变化。

⁵ 「经济周期的终结过程」，摩根大通《放眼市场》报告，2018年10月25日。



美国

美国经济仍有足够的利好支持：

- 企业调查数据仍处于扩张状态；最新发布的采购经理指数(PMI)居于1978年以来的高位
- 12月同店零售销售居于20年来最高之列
- 消费者／小企业信心指数达到多年来的最高水平
- 企业招聘和加薪意愿为2000年以来最高水平，各收入阶层的薪资普遍上涨

但考虑到利率上升和减税效应消退带来的拖累，我们预期国内生产总值增长率将从2018年第三季度的3.40%下降至2019年底前的2.25%。2018年四季度的经济增长初步估测为2.60%。目前美国楼市已呈现下行迹象(详情请参阅第14页)，资本支出调查和新订单数据也已从前期高位有所下滑。

小企业和消费者信心激增

指数水平，三个月移动平均（左右两轴）

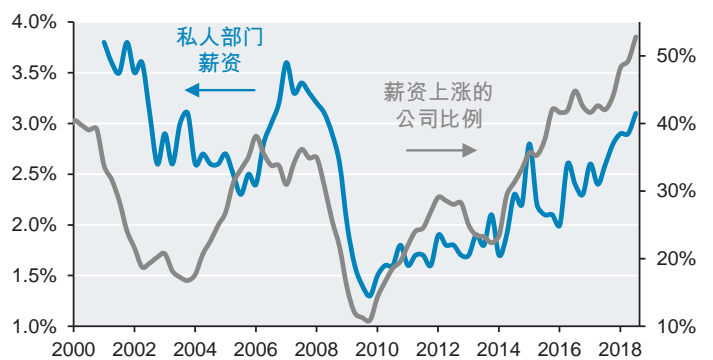


资料来源：全美独立企业联合会、密歇根大学。2018年11月。

薪资持续上涨

年同比变动

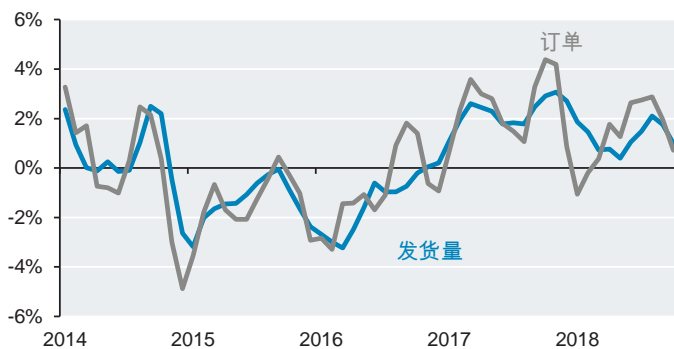
四个季度移动平均



资料来源：美国劳工统计局、全美商业经济协会。2018年三季度。

美国核心资本品

滚动三个月变动



资料来源：美国人口普查局、摩根资产管理。2018年11月。

美国企业调查指数从高位回落

预期未来12个月增长

采购经理指数，50以上 = 扩张

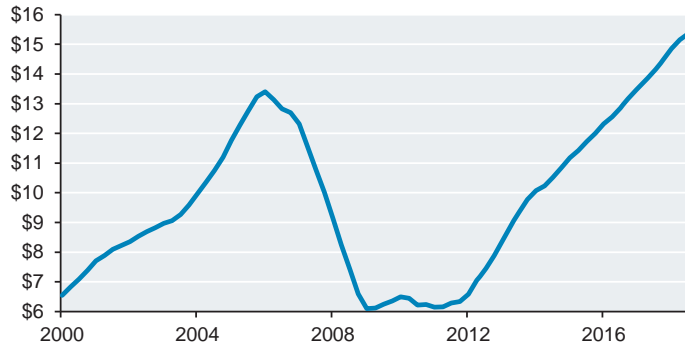


资料来源：杜克大学首席财务官调查、美国供应链管理协会。2018年12月。

美国家庭目前的财务状况远胜十年前。业主的权益现在已经超过了2007年的最高点，家庭债务水平和债务偿还额已经下降，而且调查显示解雇比例位于低位，自愿离职比例位于高位。消费方面的另一个积极信号是：美国经济分析局大幅上调了美国储蓄率，而储蓄率一直被认为是美国复苏的软肋。但与此同时，我们应密切关注美国的建筑业劳动力短缺情况(请参阅本页最下方的图表)；高于趋势水平的薪资增长或会增加2019年美联储的加息压力。

业主权益已经超过危机前的水平

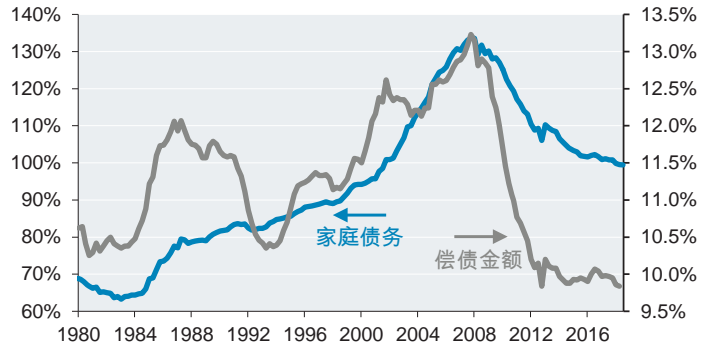
万亿美元



资料来源：美联储。2018年三季度。

家庭债务

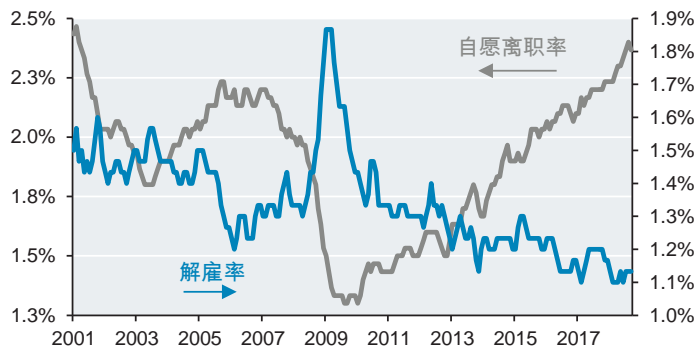
占可支配收入比重(左右两轴)



资料来源：美联储。2018年三季度。

美国劳动力市场显现健康的信号

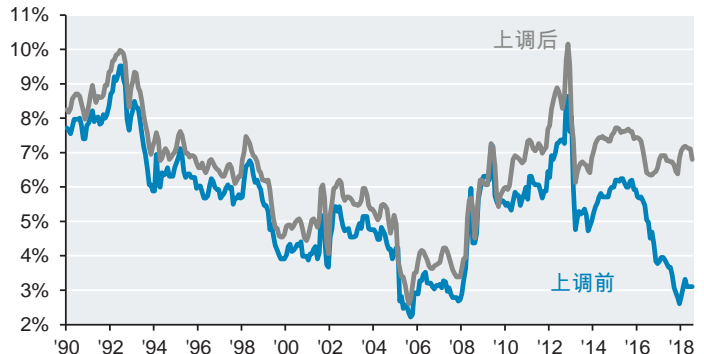
占劳动力比重，三个月平均



资料来源：美国劳工统计局。2018年10月。

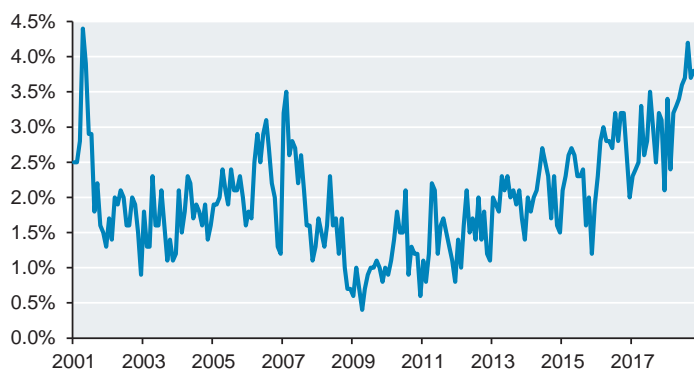
美国储蓄率大幅上调

个人储蓄率，三个月移动平均



资料来源：美国经济分析局。2018年7月。

职位空缺率: 建筑业



资料来源：美国劳工统计局。2018年10月。

建筑业目前的职位空缺数量为20年来的最高水平，而且还未考虑境内30万名获准在美国逗留和工作的中美洲移民目前享有的临时保护身份可能会被终止。整个临时保护身份计划将于2019/2020年结束。特朗普已申请终止这些计划，但受到联邦法院的阻拦。这些移民主要在佛罗里达、得克萨斯和加利福尼亚居住和工作。这三个州因受到飓风、洪水和山火的侵袭，正在开展大量的重建项目。

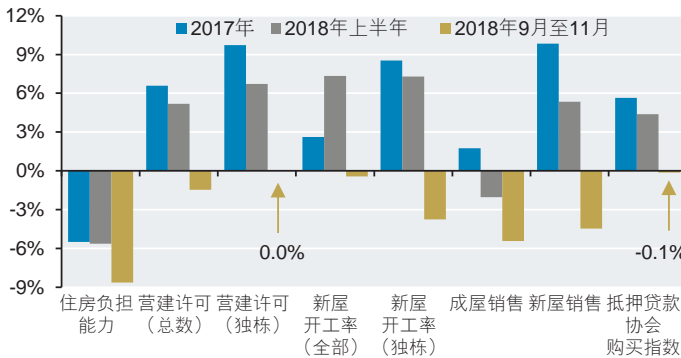


不利因素：利率。如第一幅图所示，虽然目前按揭利率仅上升0.5%，联邦基金利率仅略高于通胀率，但美国楼市已开始呈现放缓迹象。除了图中显示的数据以外，有意购房的人数也有所减少。楼市面临的另一个挑战是：由于现行按揭利率已经超过了美国房屋业主未偿还欠款的平均按揭利率，因此一般房屋业主不再享受「价内」搬家选择，是十年来首次。楼市／汽车对经济的贡献正在从正面转向略偏负面。受此影响，房地产和汽车板块在2018年跑输标普500指数20%。考虑到成家速度持续超出住房完工速度，以及与家人同住的年轻成年人的需求仍有待释放，我们预期楼市下滑的幅度不会很大。

不利因素：关税。如果实施「全部」加征关税的提案，美国消费价格通胀的上升速度可能会快于市场的预期。如果达成停战协议(详情请参阅第31页)，现有关税的影响将比较小(详情请参阅下列关税图表中的第三点)。但如果加征301调查项下对中国商品的关税及／或232项下对美国汽车进口的关税(第四点和第五点)，将可能产生50年来最大的「去全球化」影响⁶。即便是目前已经加征的关税也已产生了一些冲击：虽然这些关税相对于国内生产总值、消费支出和标准普尔指数成份股公司的盈利的比例还很小，但我认为它们对特定板块和公司的影响更为显著，更加值得我们关注(详情请参阅第四幅图)。

随着利率上升，楼市指标呈现下滑

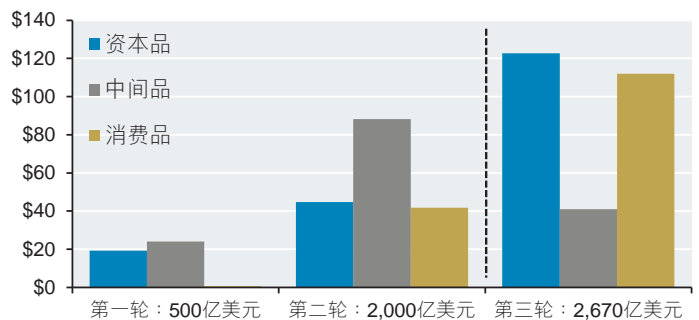
年同比变动



资料来源：美国房地产经纪人协会、美国人口普查局、美国抵押贷款协会、摩根资产管理。2018年11月。

消费品或会受到新一轮关税的冲击

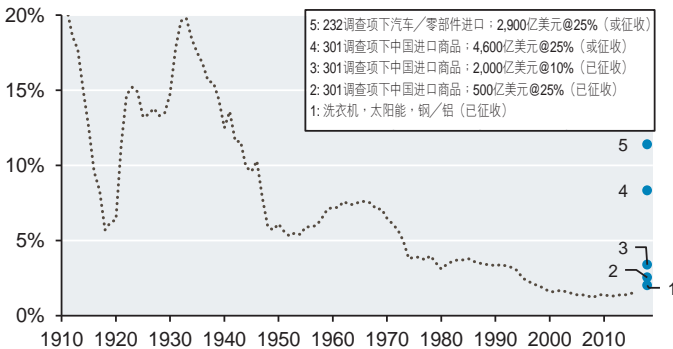
各经济范畴内美国自中国的进口，10亿美元



资料来源：《特朗普正式决定对价值2,600亿美元的中国商品加征进口关税并持续观察后续进展》，Bown，彼得森国际经济研究所，2018年9月。

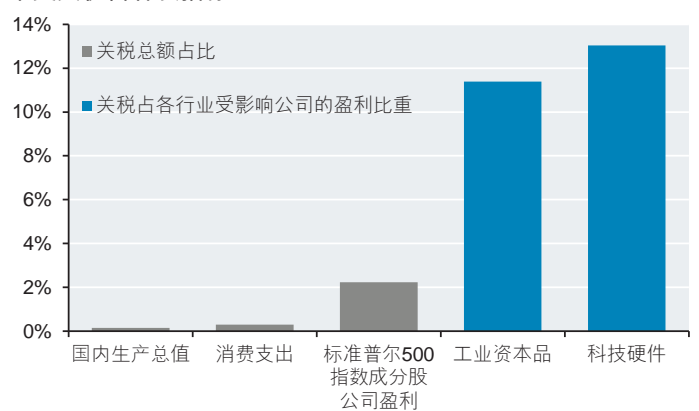
长达一个世纪的全球化：美国进口关税（1900年至2018年）

美国对进口商品总额征收的关税税率



资料来源：Esteban Ortiz-Ospina和Max Roser《国际贸易》，美国国际贸易委员会、摩根资产管理。2018年9月。

中美关税占各项指标比重



资料来源：Empirical Research Partners。2018年10月。

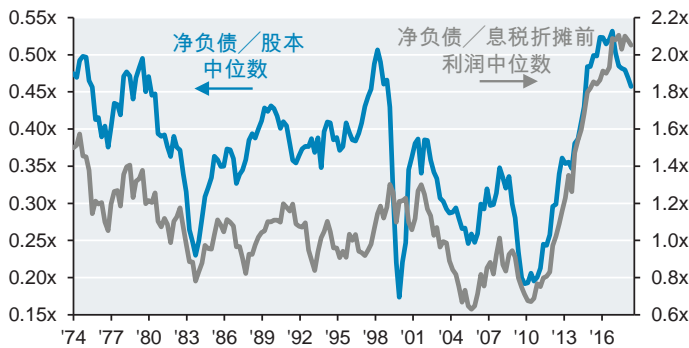
⁶ 白宫国家贸易委员会主任彼得·纳瓦罗(Peter Navarro)撰写了一本书，书名为《致命中国：与龙对抗—全球行动起来》(Death by China: Confronting the Dragon – A global call to action)。

较长期的风险：公司债务。虽然美国家庭债务目前处于历史低位，但美国企业债台高筑，其债务相对于股本和现金流的比例已接近历史最高水平。此外，目前约2.0倍的债务/现金流中位数没有反映该数据的巨大分化。如第二幅图所示，很大比例的小市值和大市值公司拥有明显更高的杠杆及/或负现金流。据摩根大通全球市场策略部估测，50%的美国和欧洲BBB级发行人拥有比BB级平均值更高的杠杆⁷。请注意：息税折摊前利润(EBITDA)反映了在利润的基础上加回利息、税收和非现金费用的现金流。

虽然偿债比率因利率和利差下降而处于低位，但偿债比率已开始攀升，并且将随着公司债券重新定价到更高的收益率逐渐给高杠杆板块(必需消费、电信、公用事业等)造成冲击。考虑到这将是一个渐进的过程，因此偿债比率的上升风险应不会很快出现。尽管杠杆比率急剧上升，但高收益债券的违约率仍处于非常低的水平。央行提供的低息资金创造了充足的高收益债务需求，但我们预期这种不寻常的缺口不会永远持续下去。

公司债务

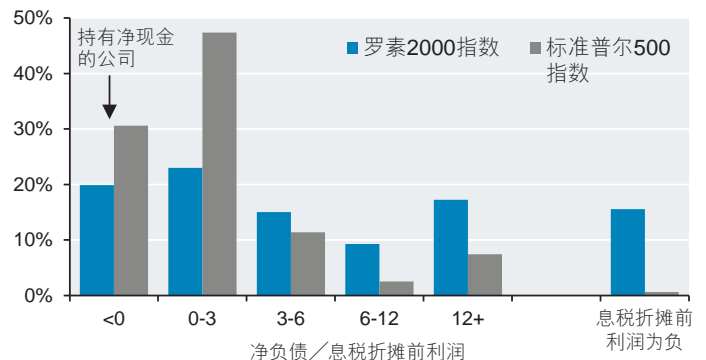
统计范围 = 市值最大的1,500只股票



资料来源：摩根士丹利。2018年三季度。

小市值和大市值公司的杠杆分布

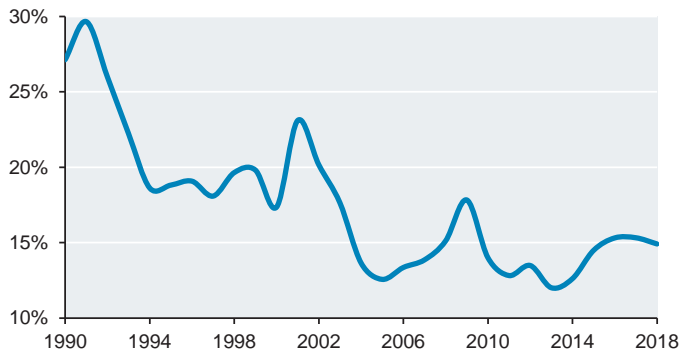
占股票指数市值比重



资料来源：摩根资产管理、彭博。2018年三季度。

标准普尔500指数成份股公司偿债比率

利息费用/营业利润，中位数公司



资料来源：摩根资产管理、彭博。2018年12月。

尽管债务激增，但高收益债券违约率仍然处于低位



资料来源：美联储、穆迪、摩根大通信用研究。2018年11月。

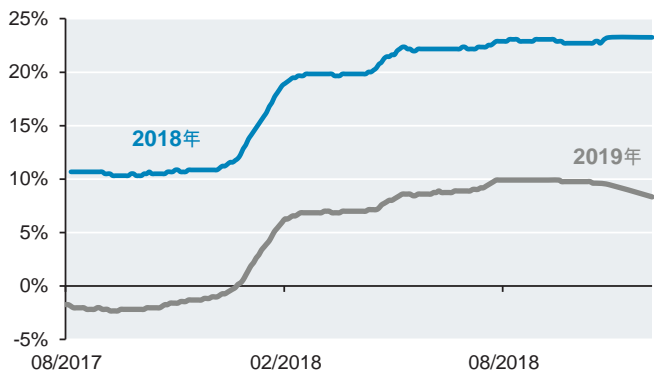
⁷ 摩根大通全球市场策略部资金流量与流动性报告《降级风险评估》，2018年12月14日。



估值和盈利

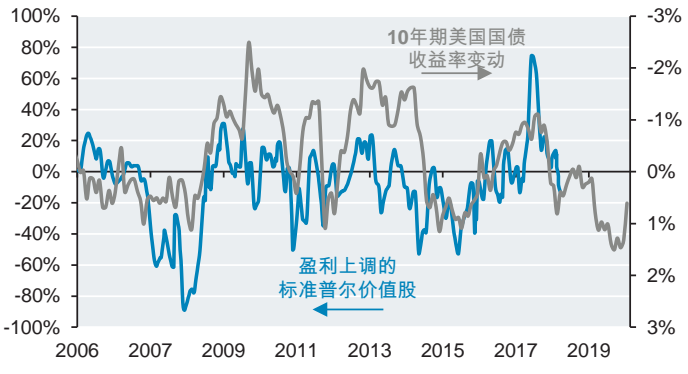
我们预期企业盈利将在2019年继续增长，但考虑到全球经济增长的下滑和公司减税对美国公司盈利带来的利好影响将会消散，以及利率上升给价值型股票(金融、必需品和医疗健康)的盈利造成的负面影响，2019年的增长速度可能会远低于2018年。

市场对标准普尔500指数成份股公司盈利增长的共识预测
与上年每股盈利相比的变动



资料来源：摩根大通股票策略部。2018年12月。

加息导致价值股板块盈利下降
占指数比重 百分点变动，未来18个月(反向)



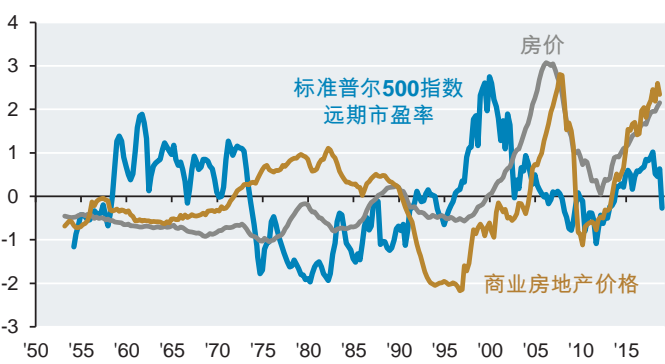
资料来源：Cornerstone、彭博。采用美国国债收益率两年期走势。2018年。

高估值将在何时成为市场上涨的绊脚石实在是难以预计的事情，但我在2018年夏天已经指出，在加息、贸易摩擦和投资者自满情绪高涨的背景下，市场的估值压力将很快显现⁸。经过2018年后期的调整，部分估值参数已大幅下降。虽然许多股票的估值仍高于均值⁹(请参阅下表)，但历史上明显更低的估值往往伴随着很高的通胀率及/或经济衰退。

标准普尔500指数估值参数	当前	在历史序列中的百分位数
美国市值/国内生产总值	164%	88%
企业价值/销售额	2.0倍	87%
经周期性调整的市盈率	24.0倍	81%
市账率	2.9倍	70%
企业价值/息税折摊前利润	10.1倍	69%
远期市盈率	14.3倍	56%
自由现金流收益率	5.1%	20%
标普盈利收益率 - 10年期美国国债	422个基点	18%
中位数指标		70%

资料来源：高盛投资研究。2018年12月21日。

美国估值指标
与长期均值的离差



资料来源：美联储、Shiller、彭博、Datastream、摩根资产管理。2018年12月24日。

⁸ 请参阅2018年7月17日《巴伦》杂志对我的专访《投资者应开始转入防御模式》(It's Time for Investors to Play Defense)。

⁹ 在历史序列中的百分位数对计算的起始日和终止日较为敏感。上表的计算时间从1976年开始，当时的市盈率受通胀影响表现低迷。如果采用1976年作为起始日和2018年12月21日作为终止日来计算，当前的市盈率在历史序列中位居第56个百分位数。在第8页上，如果采用1985年(标普营运利润开始计算的时点)作为起始日和2018年12月26日作为终止日来计算，当前的市盈率在历史序列中位居第42个百分位数。不论采用哪种方式计算，美国市盈率的百分位序列都已从2018年稍早时间的水平大幅下降。

注：表中的自由现金流在历史序列中的百分位数相对较低，部分原因是大多数大市值公司的资本支出在2002年以后出现显著下滑。自2002年以来，标普500指数公司的资本支出占营运现金流比例平均为40-50%。而在2002年之前，该比例平均为60-80%。

超跌板块：科技，银行和采掘；医疗健康行业或受改革影响，前景不明

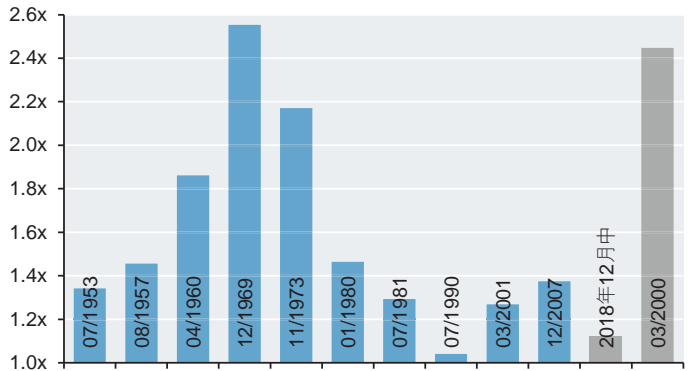
脸书、亚马逊、苹果、奈飞、谷歌的估值普遍大幅下跌，目前科技股相对于大盘的估值溢价居于历史最低之列。银行股的估值倍数也处于低位，接近金融危机前的水平。如概述部分所述，我们认为金融行业的系统风险已有所降低。受中国长期和周期性增长放缓的影响，金属／采掘股表现低迷，但目前的估值已反映了全球经济在2019年大概率陷入衰退以及中美贸易战结局悲观的预期。

脸书、亚马逊、苹果、奈飞、谷歌相对于大盘的估值溢价
平均远期市盈率相对于标普500的溢价



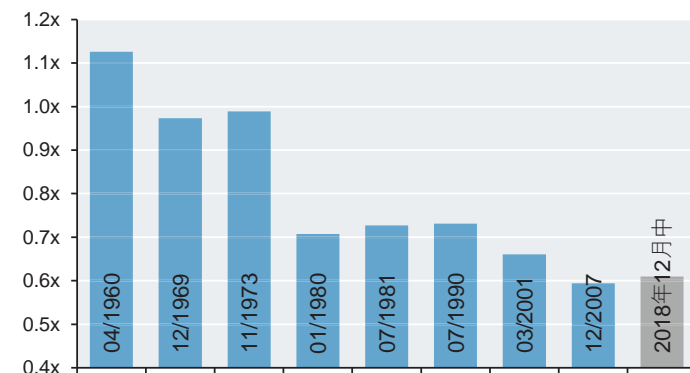
资料来源：彭博。2018年12月24日。

科技股市盈率在周期顶峰时期相对于大盘的溢价



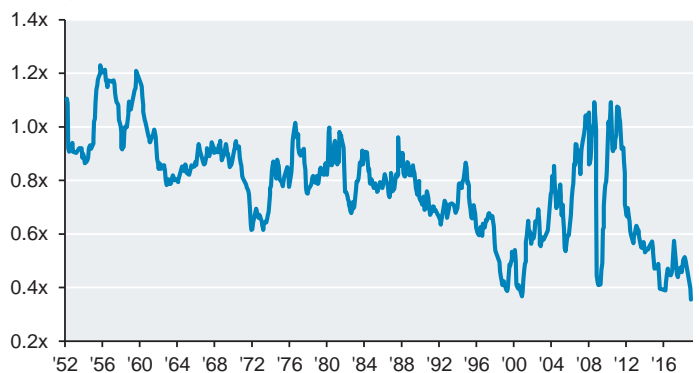
资料来源：Empirical Research Partners。2018年12月。

银行股市盈率在周期顶峰时期相对于大盘的溢价



资料来源：Empirical Research Partners。2018年12月。

金属／采掘股市盈率相对于大盘的溢价



资料来源：Empirical Research Partners、美国国家经济研究局。2018年12月。

以下是民主党在控制药价方面提出的议案。目前他们在参议院和白宫拥有多少支持者尚不明确，但我认为部分议案有望在2019年获得通过，从而给医疗健康板块的未来表现蒙上阴影。

- 限制在医疗通胀和成本基础上哄抬药价
- 允许按医疗补助(Medicaid)低价购买同时符合医疗保险(Medicare)和医疗补助资格的药品
- 政府可商议药价
- 成立独立委员会监督／制定药价
- 限制广告税前抵扣
- 要求披露研发成本
- 提高医疗补助折扣占生产价格的比例
- 将生物专利保护期从12年缩短至7年
- 将自付额度上限设定为每月250美元
- 降低医疗保险B类药价
- 要求美国食品药品监督管理局(FDA)对广告进行预先审批
- 开放药品复运进口

资料来源：Cornerstone 宏观经济研究，2018年11月13日。



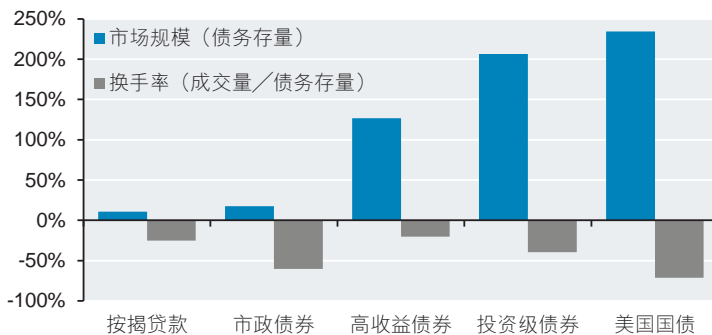
美国信用市场风险

自2009年以来，各国央行已累计购买14万亿美元的政府债券，导致利率不断下降，债券发行量大规模增加，公司债券需求显著上升。与此同时，受美国《沃克尔规则》的影响，做市和自营交易有所减少。因此，如第一幅图表所示，随着固定收益流动性的大幅下降，固定收益供应量呈现爆发式增长。在此情形下，一旦投资者决定退出，可能将引发一些棘手的问题。讽刺的是，这些难题与央行政策和以前美联储主席的名字命名的《沃克尔规则》密不可分。换言之，这些政策的设计者本应能够预见这些问题。

更多详细分析。自2007年以来，BBB级债券的发行量占比呈现上升，而高评级公司债券的发行量占比不断萎缩。如下图所示，这一趋势在2016年和2017年尤为突出。目前，BBB级债券收益率相对于趋势水平的扩大幅度已达到1980年代以来的最高水平(除金融危机期间以外)。

债券存量增加，流动性萎缩

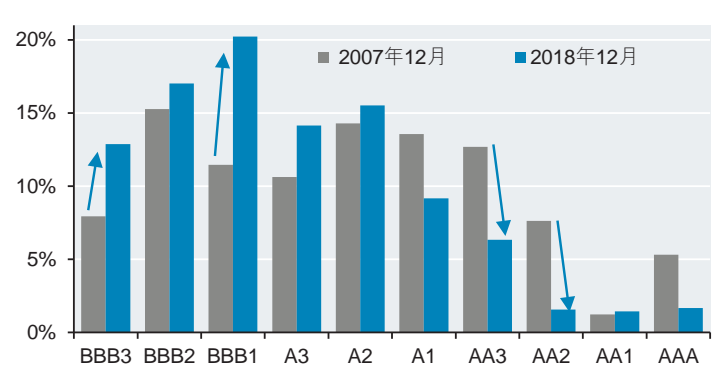
市场规模和换手率变动（2006年至2017年）



资料来源：美国证券业与金融市场协会、Finra Factbook、彭博、摩根资产管理。2017年。

危机后BBB评级债券占据市场

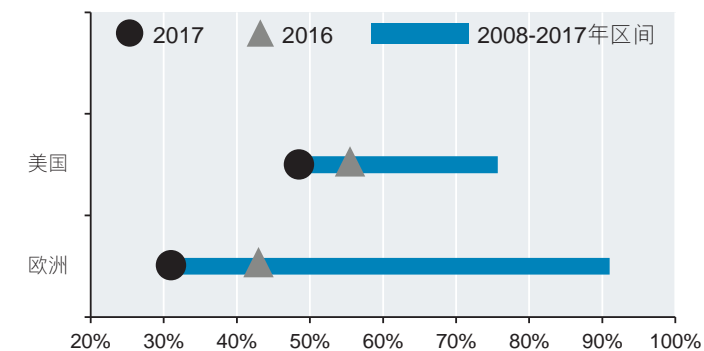
占美国投资级公司债券指数比重



资料来源：美国洲际交易所/美银美林、摩根资产管理。2018年12月。

最高级别的公司债减少，BBB级取而代之

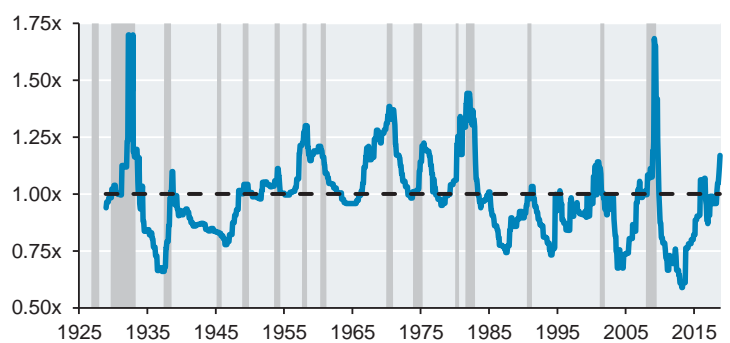
A级或以上债券占投资级债券供应总量的比例



资料来源：摩根大通全球信用研究。2018年上半年。

美国公司借款成本升高

美国BBB级债券收益率与五年平均值的比例



资料来源：摩根士丹利11月23日Strategy Chart Wall、美国经济研究局。
2008年12月为金融危机前最后一年。

非美国市场概述

一年前，全球经济还处于同步加速增长状态；但自那以后，无论美国还是其他各国的经济指标都已开始下滑。下面前三幅图显示了企业调查、盈利调整和企业信心等指标的变动。与美国相比，美国以外地区的经济环境更显疲弱。

欧洲的一些经济数据最令人失望，如果增长意外下行，欧洲央行恐怕也有心无力：欧洲的短期利率已经处于负值水平，欧洲央行目前还持有20-30%的巨额欧元区政府债券(接近其设定的33%的上限¹⁰)，而且德国工资/房价开始趋于白热化。考虑到这些以及其他因素，相对于欧洲，我们在2019年更看好新兴市场的深度价值投资机会(详情请参阅第32页)。

美国经济增长比世界其他地区更为稳健

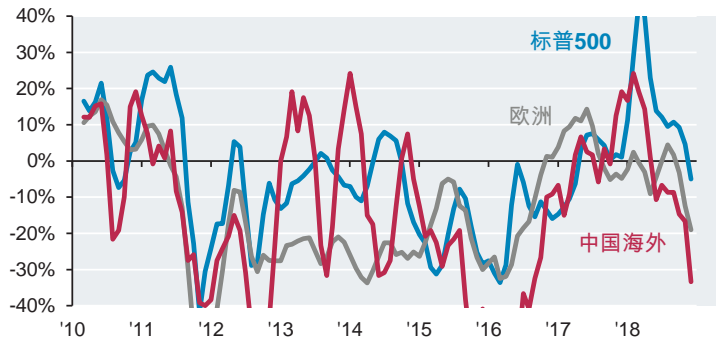
制造业采购经理指数调查(左右两轴)



资料来源：美国供应管理协会、摩根大通经济研究。2018年11月。

盈利调整

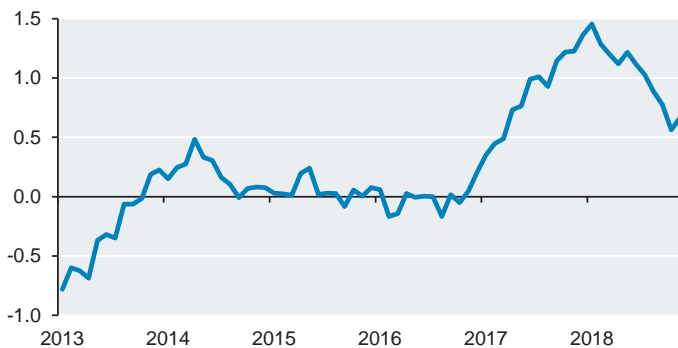
上调盈利的企业数量减去下调数量占所有企业的比重



资料来源：IBES、摩根资产管理；2018年12月；数据采用三个月移动平均。

除美国和中国以外的全球企业信心

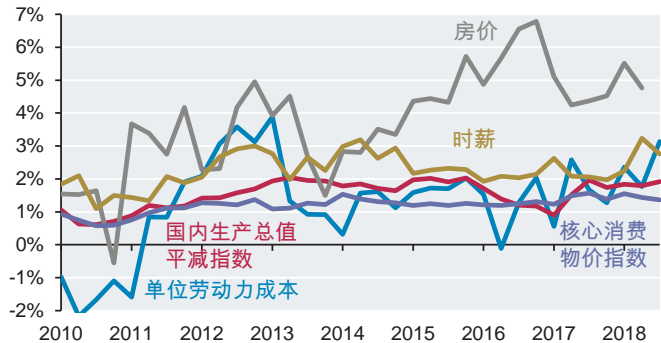
与长期均值的离差



资料来源：摩根大通经济研究。2018年11月30日。

德国房价和薪资已开始升温

年同比变化



资料来源：德意志联邦银行、德国联邦统计局、Haver Analytics。2018年三季度。

¹⁰ 令欧元区雪上加霜的是，私人部门仅持有约20-25%的德国和荷兰政府债券，大部分债券均由非欧盟央行以及欧洲央行自己持有。



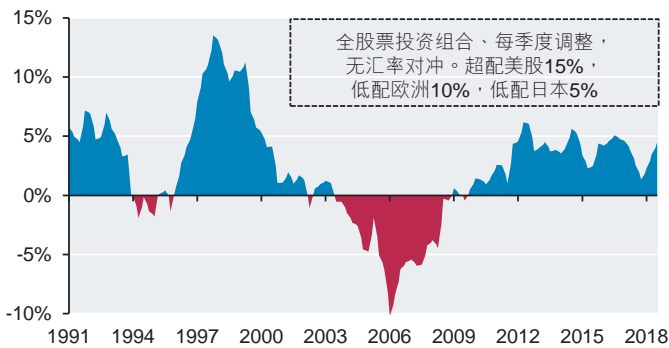
欧洲

欧元区的国际收支问题在2011年开始显现。自2011年12月以来，欧洲股票的涨幅已达到62%，来自欧洲央行数以万亿欧元计的干预可谓功不可抹。而标普500指数同期的涨幅为116%。在欧股相对于美股的表现方面，今年我不想在此话题上再老调重弹。美股在2018年再次跑赢欧洲和日本。

如第一幅图所示，除了2000年代中期南欧昙花一现的经济增长繁荣以外，在我加盟摩根大通之后的31年里，几乎所有时期超配美股都能够实现正回报。虽然欧股目前较美股有很大折让¹¹，但折让的情况在过去几年也没有改变，而且欧股目前仍然表现逊色。我认为这一趋势在2019年难有改观，尤其考虑到欧洲公司的盈利下调速度比美股更快。如果说2018年是值得纪念的一年，也许是因为2018年或将成为欧洲央行无力抵消欧元窒碍法国和意大利经济发展的分水岭。法意两国的经济增速目前都已回落至1%附近。

美国在过去30年里的大部分时间内跑赢

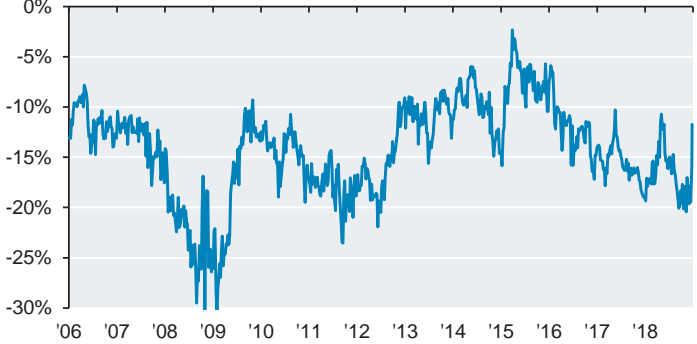
三年滚动高于（低于）MSCI所有国家世界指数的幅度



资料来源：彭博、摩根资产管理。2018年三季度

欧洲：市盈率较美国大幅折让，但远未达到深度价值水平

斯托克600指数较标准普尔500指数的远期市盈率折让



资料来源：Datastream、IBES、摩根资产管理。2018年12月24日。

¹¹ 关于欧洲股票：

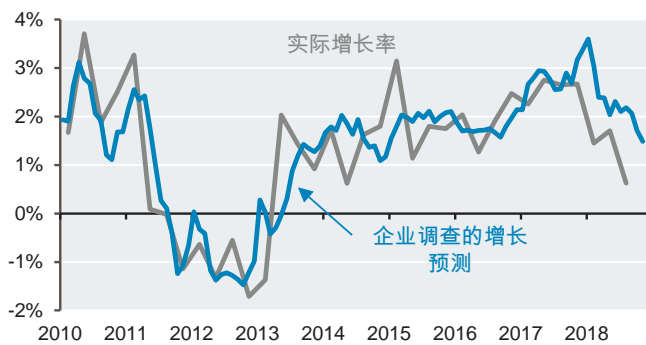
- 欧洲斯托克600指数包括欧元区和非欧元区国家。在2006年之前，国际财务报告准则要求欧洲公司摊销商誉，这部分金额有时会很大。因此，欧洲公司2006年以前的市盈率倍数与2006年以后的市盈率倍数不可相提并论，而且可能会扭曲与美股的时间序列比较。
- 与欧洲斯托克600指数相比，标准普尔500指数的科技股权重较高，而金融股和必需消费品股的权重较低。即使按这些差异调整之后，基于「板块中性」法计算的市盈率折价仍与上面显示的数值类似。与之相似的是，不论我们采用市值加权指数还是板块权重完全相同的美国／欧洲指数，美股跑赢欧股的程度基本没有差异。换言之，美股跑赢欧股不仅是因为科技板块，同样也发生在金融、非必需消费品和能源板块。



除此之外，其他值得思考的因素包括：一年前，欧洲看似即将迎来整体复苏的顶峰。2018年初预估经济增长率飙升至3%以上，但此后开始见顶回落。从盈利超预期和盈利修正的数据来看，2018年三季度是自2014年以来欧洲企业盈利最弱的季度之一。欧洲整体的信用创造只是勉强为正(与2013年至2015年相比)，从目前来看，2019年欧洲经济增速可能将继续低于2%。欧洲央行或考虑发放更多的低成本融资，鼓励银行为私人部门提供贷款，尤其是意大利¹²。然而，欧洲央行的「火箭筒」式干预并未令投资者显著获益：欧洲股票几乎已跌回2014年欧洲央行实施2.6万亿欧元量化宽松计划之前的水平(请参阅第三幅图表)。

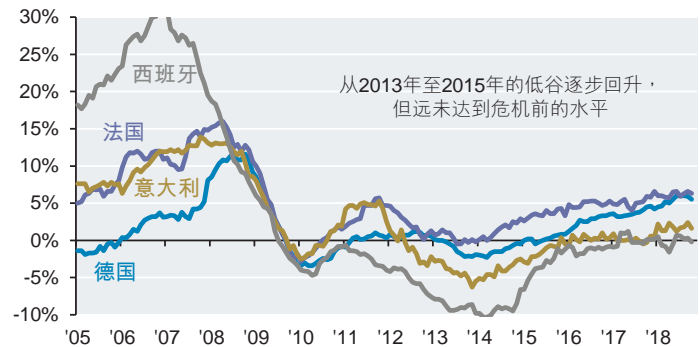
通过对欧股跑输表现的深入分析，我们发现欧洲大多数行业的股本回报率低于美国同行。同样值得注意的是，欧洲科技板块的市值权重不及美国的一半，科技公司的盈利能力也不如美国，估值却更高(详情请参阅下表)。

欧元区国内生产总值增长趋势
季度环比变动



资料来源：Markit、欧洲统计局、摩根大通经济研究。2018年11月。

欧元区银行向非金融公司发放的贷款
年同比变动，经贷款销售和证券化调整后



资料来源：欧洲央行、Haver Analytics。2018年10月。

欧元区股票和欧洲央行资产购买量
指数水平



资料来源：欧洲央行、彭博、摩根资产管理。2018年12月24日。

美国与欧洲的科技板块比较

	各项指数的科技板块：			
	标准普尔 500指数	MSCI 美国	MSCI 欧洲	MSCI 欧元区
指数权重	20%	20%	5%	9%
营运利润率	24%	22%	12%	15%
净利润率	16%	15%	9%	11%
12个月远期市盈率	14.0	14.1	16.1	15.9
股本回报率	27%	26%	11%	14%

资料来源：彭博，2018年12月24日。注：科技行业指数权重不包括截至2018年9月被划分为通信服务类的公司。

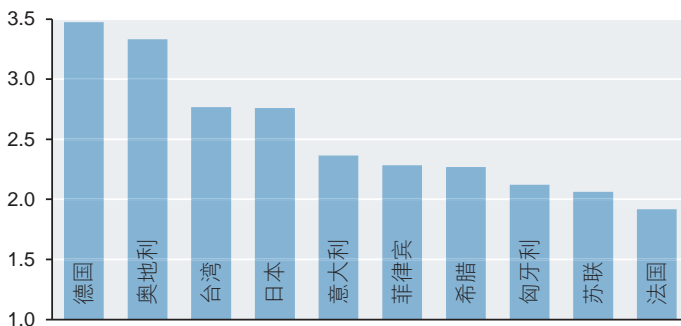
¹² 意大利银行对欧洲央行融资的依赖程度(占资产比重)从6%(Unicredit)到12%(Monte dei Paschi和Banco BPM)不等。欧洲央行可向意大利银行提供更多低成本融资贷款，以期他们可以购买政府债务。尽管意大利债券与欧洲央行融资之间的利差持续扩大(收益率吸引)，意大利银行已拥有全部政府债券的20%，等于购买资产的15%。然而，存款流失风险、银行借款利差扩大和银行大规模持有意大利政府债券这三者之间的相互作用非常复杂，并且具有潜在的不稳定性。令人宽慰的是，即使假设意大利不良贷款的清算价值为面值的20%和40%，意大利两家最大的银行(Unicredit和Intesa)据报道仍将保持10%以上的一级资本比率。



历史，欧元和未来。去年10月，我在柏林举行的摩根大通国际理事会会议上发表了演讲，并且在晚宴期间采访了美国前国务卿亨利·基辛格(Henry Kissinger)。这是我第六次在客户会议上与基辛格交流。基辛格虽然年届95，但思维依然敏捷如昔。我们的谈话主要围绕中国和俄罗斯，但最后也谈到了欧洲和他的出生地德国。我提到德国的人均国内生产总值从1946年到1960年增长超过两倍(被称为「德国经济奇迹」)，堪称主要经济体有史以来最强劲的复苏之一，同时也彰显了国际合作和外交成就对经济增长产生的巨大推动力。

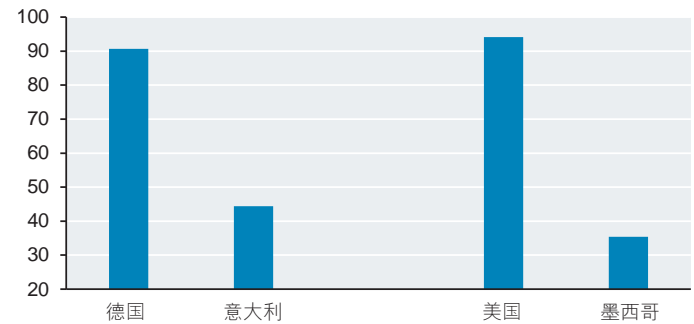
基辛格回忆了那段战后时期民间的旺盛活力，以及前西德总理康拉德·阿登纳(Konrad Adenauer)等领导人如何为重建饱受战争创伤的欧洲开辟新的思路(详情请参阅文本框)。基辛格慨叹欧洲当今的领导人已失去了昂扬斗志。也许我们在未来的很多年里都无从知晓，但我提醒基辛格，我们仍无法确定维持欧元所需要付出的努力究竟是在促进还是在扼杀这种活力。如第二幅图所示，意大利与德国之间的经济效率差距已接近于美国与墨西哥之间的差距。这与一个典型的货币联盟是完全不相称的。

战后人均国内生产总值的复苏，1946年至1960年
比率，1960年与1946年的水平相比



资料来源：《世界人口、国内生产总值和人均国内生产总值的统计，公元1-2008年》，格罗宁根大学的Angus Maddison。

经济效率是以商品市场、劳工市场、创新、贪腐、法律框架及投资者保护为基础
国家得分，100=最高



资料来源：世界经济论坛、摩根资产管理。2018年。

回忆战后欧洲。「欧洲港口和许多亚洲港口都已被摧毁或严重破坏；桥梁被炸毁；铁路机车和车厢也已消失殆尽。华沙、基辅、东京和柏林等大城市一片颓垣败瓦。据估计，德国损毁了70%的房屋，苏联失去了1,700座城镇和70,000个村庄。工厂和车间被夷为平地，农田、森林和葡萄园支离破碎。日本人将堤坝摧毁后，数百万英亩的中国华北土地被洪水淹没。许多欧洲人每天仅依靠不足1,000卡路里热量的食物维生；荷兰人用郁金香球茎充饥果腹。除了美国和加拿大、澳大利亚等盟国基本未受战争破坏以外，英法等欧洲列强无一幸免。这场战争几乎让英国破产，法国也被德国人洗劫一空。它们竭力照顾本国人民并帮助复原士兵重返社会。」**曾肆虐中世纪的启示录四骑士—瘟疫、战争、饥荒和死亡—在现代世界再次出现。**

牛津大学国际历史教授Margaret MacMillan，2009年9月。

1945年的维也纳。「维也纳已经成为一座鬼城，所有名胜地标均化为乌有。市政厅和议会被撤退的德军炸毁，博物馆和商店被破坏。Taborstrasse和Karmelitergasse的每栋房屋都千疮百孔，残破的德军车辆遍布整个城市。Reichsbruecke是当时唯一幸存的桥梁。维也纳人瘦骨嶙峋，饿殍遍野。没有本国后勤补给的苏军就地掠夺，耗尽所有的食物和乳制品。他们掠夺一切资源(珠宝、食物、衣服)并在黑市上出售。人们以为美国人即将到来，但苏联人的驻守将让他们的期盼化作泡影。」

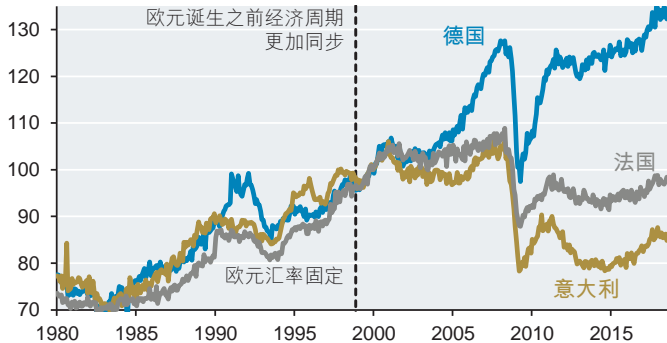
以上内容摘自我叔叔在1945年8月4日写的一封信。他于1938年从维也纳移民美国，后来被美军徵召入伍并前往德国前线作战一直到战争结束。1945年8月，为了从维也纳墓地中取回父亲的骨灰，他偷偷潜入维也纳的苏军占领区并写了一封家书记述这段经历。



有别于十九世纪美国货币联盟通过「缩小」地区经济差异得以巩固的情况，欧洲各国的一些分化是在欧元诞生以后而「出现」。这完全背离了欧元区成立的初衷。另一个逆向融合的信号是，德国银行向外围国家的贷款仍接近于过去十年的最低水平。

魂断威尼斯

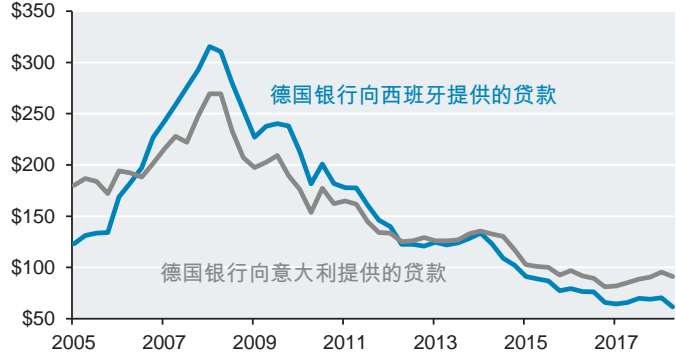
工业生产指数，1999年12月31日 = 100



资料来源：各国统计机构。2018年10月。

德国银行向外围国家银行提供贷款的意愿持续下降

德国向其他国家提供的贷款，10亿美元

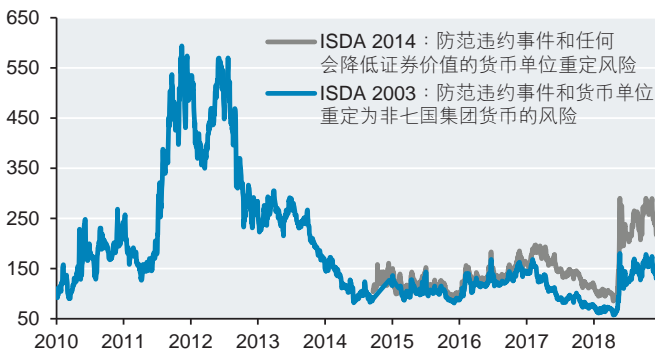


资料来源：国际清算银行。2018年二季度。

意大利的预算协议降低了意大利的违约概率，但同时也增加了意大利的衰退风险。虽然意大利与欧盟达成的协议缓解了投资者对短期违约风险的担忧，但由于该协议要求意大利通过削减基础设施投资和增加公司税负降低预算赤字，因此加大了意大利的衰退风险。意大利的基础设施状况在经合组织中接近垫底，仅好于墨西哥和波兰；减少基础设施投资对于意大利而言无异于「饮鸩止渴」。这项预算协议帮助意大利避免了短期违约的灾难，但意大利的投资前景仍然不甚乐观。

意大利违约保护成本

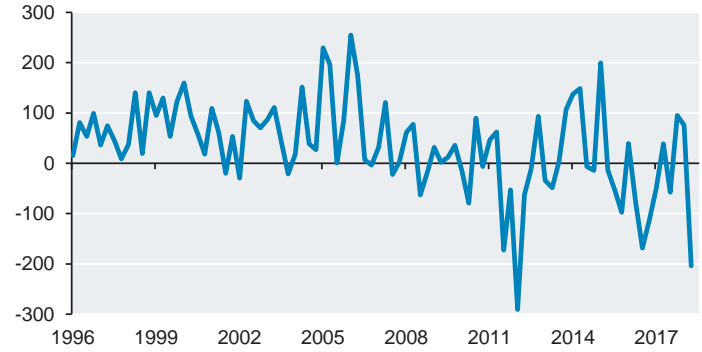
意大利五年期信用违约互换合约价格（基点）



资料来源：彭博。2018年12月24日。

外国投资者对意大利再次失去信心

非意大利投资者季度债券流量年化数据，10亿欧元



资料来源：意大利银行。2018年二季度。

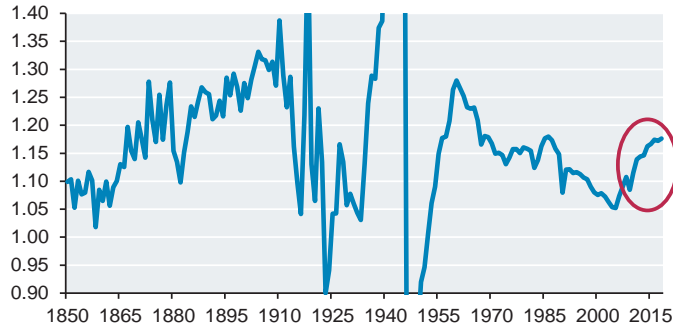
环顾整个欧元区，默克尔决定在2021年总理任期结束后不再寻求连任和法国的罢工运动(详情请参阅下页)给欧元区未来进一步的财政融合或风险共担蒙上了阴影。加强欧元区财政融合和风险共担是欧元缔造者的梦想，同时我认为也是缩小欧股与美股估值差距的必要前提之一。



法国没有遭遇意大利和西班牙那么严重的失业率激增，因此**法国的罢工**似乎有些出人意料。即便如此，法国与德国的财富水平达到50年来的最大差距，而且法国经济增长也经历了19世纪以来除战争时期以外最惨重的下滑。马克龙搁置燃油税上调的计划被解读为法国为了应对气候变化而作出的行动，但是环顾一众发达国家，法国的碳排放量最低，汽油价格则最高，因此这种说法牵强不已。法国上调燃油税的决定与为了达到欧元区的财政目标似乎关系更大。法国本已是欧洲税负最重的国家，这无疑为法国一个困难的决定。有人将罢工归结于法国工人比较激进(有罢工倾向)，但我认为罢工背后有更深层的原因。

法国与德国的财富差距

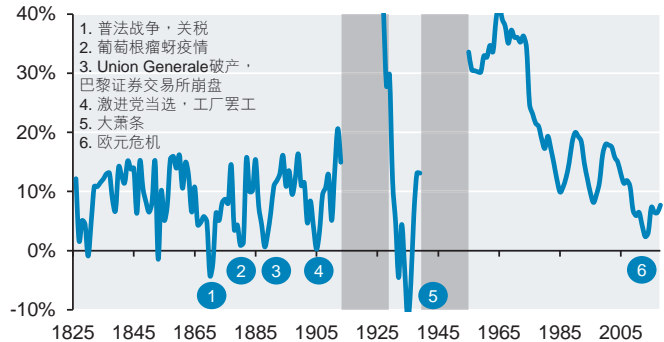
德国实际人均国内生产总值除以法国实际人均国内生产总值比率



资料来源：Angus Maddison、美国经济咨商局、摩根资产管理。2018年。

历史回顾：法国增长低谷

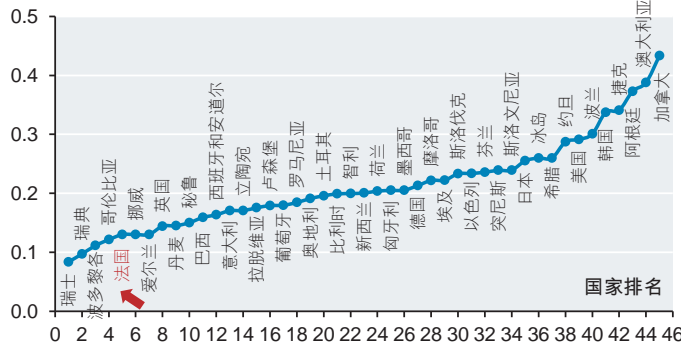
实际国内生产总值的六年变动；不包括两次世界大战



资料来源：格罗宁根大学、美国经济咨商局、摩根资产管理。2018年。
灰色柱代表一战和二战。

法国与经合组织国家相比的二氧化碳排放量

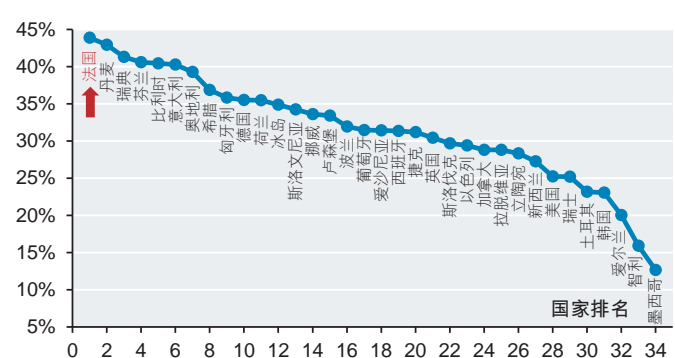
每创造1,000美元国内生产总值排放的二氧化碳吨数



资料来源：EDGAR v4.3.2、欧洲委员会、荷兰环境评估局。2016年。
包括经合组织成员国和申请国。

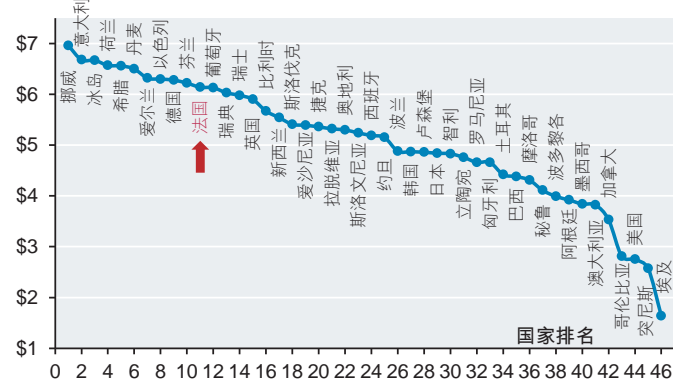
法国是欧洲税负最重的国家

个人税收总额与国内生产总值之比



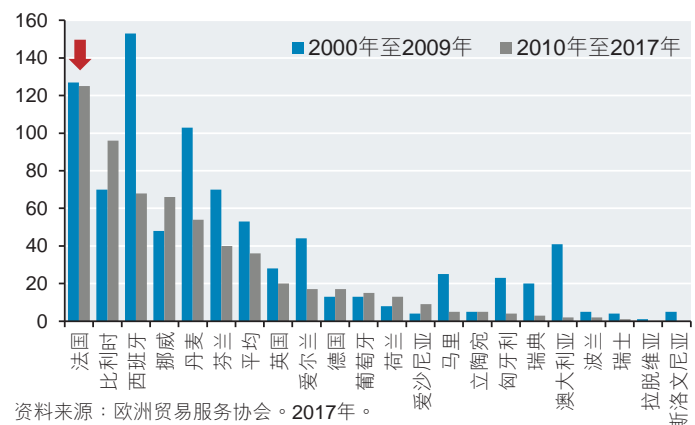
资料来源：经合组织。2017年。

每加仑汽油价格



资料来源：全球汽油价格。2018年12月10日。

罢工导致的平均误工天数



资料来源：欧洲贸易服务协会。2017年。

英国脱欧简评

我对英国脱欧的理解主要源于摩根大通伦敦经济师Malcolm Barr的深入研究。Malcolm Barr在研究英国脱欧问题上投入的时间超出了他自己的想象¹³。截至12月中旬，英国与欧盟已达成脱欧初步协议，力求帮助英国在脱欧后暂时保持现状，同时为英国与欧盟的后续磋商创造时间和政治空间。由于英国下议院强烈反对，英国首相文翠珊(May)只好推迟对该协议进行投票表决。鉴于文翠珊在保守党议员对其领导力的不信任投票中过关，以下是Malcolm对未来事件发展的预测。需要强调的是，他认为**二次公投并非最可能发生的结果**。

- 英国与欧盟达成的初步脱欧协议在1月初的首次投票中**仍将遭到下议院否决**，可能的原因包括：部分保守党和工党党团认为有可能达成更好的协议；或者因为他们希望举行第二次公投；或者因为他们将脱欧视作一种扳倒现任政府的方式；或者因为与北爱尔兰和苏格兰有关的地方政治原因
- 下议院可能将会举行新一轮的不信任投票，而且由工党发起不信任投票的可能性最大。首相文翠珊很可能仍会**过关**
- 欧盟方面不会提出**更好的协议**，而举行第二次公投需要经历漫长、四分五裂且极为复杂的过程(需要将《里斯本条约》第50条规定的谈判期限延长或英国撤销根据《里斯本条约》第50条而发出的退出欧盟通知)
- 综上所述，一旦各方认识到所有其他选择都不及现有方案有利，下议院**最终将会通过**目前的协议
- 协议获得通过后，首相文翠珊可能会在2019年的某个时刻下台，在未来谈判正式开启之前将权力移交给脱欧立场更强硬的保守党党员。不过，Malcolm**业已签署**的脱欧协议草案将会影响这些谈判，并限制新任首相所能采取的策略。脱欧协议草案中的「保障条款」确保爱尔兰的和平不会受到谈判破裂的影响，并且降低了谈判破裂的可能性
- 虽然目前的脱欧协议包含了很多内容，但这只是未来就所有问题进行谈判的一个**路线图**：英国与欧盟之间的贸易机制(包括爱尔兰边界问题)、欧盟公民在英国的自由流动、欧洲法院的管辖权、英国和欧盟共同农业政策等。考虑到目前而言几乎没有什么问题是得到了彻底的解决，因此判断脱欧对英国的最终影响仍然**为时过早**。在谈判期间维持现状的「过渡期」很可能将延长至2022年。2022年以后采用「挪威模式」安排的机会微乎其微，在此模式下大多数领域都能维持现状

出于篇幅考虑，以上是关于英国脱欧问题的**简要概述**。我们在全世界的许多客户对英国的千年历史、议会民主¹⁴及其对启蒙运动的贡献有着深入的研究。从目前来看，我还无法断言脱欧后的英国将走向鼎盛还是衰败(但Malcolm已经有了自己的判断)。

¹³ 客户可从《摩根大通市场》中阅览Malcolm撰写的87篇关于英国脱欧的文章。

¹⁴ 英国议会通常被认为诞生于1258年的Simon de Montfort统治时期，当时的议员包括Simon de Montfort从大城镇召集的骑士、贵族和平民代表。到14世纪，这种议会形式已成为一种传统并正式被称为下议院。



虽然市场很容易会将英国脱欧视为对投资者没有实质影响的政治议题而掉以轻心，但我们正在密切关注「硬」脱欧可能给英国经济和投资者带来的重大风险，理由如下：三大行业(制造、分销和金融)是英国经济中纳税、增加值和就业的中流砥柱。如下表所示，按对外国劳工、从欧盟的进口和对欧盟的出口的依赖程度衡量，这些行业与欧盟关系紧密。

英国对欧盟的依赖程度

	制造	分销/ 交通运输	金融/保险
对英国经济的贡献			
公司税，占总量的百分比	14%	20%	18%
全球增加值，占总量的百分比	14%	18%	7%
就业，占总量的百分比	9%	26%	3%
英国对欧盟的依赖程度			
外国劳动力，占总量的百分比	11%	14%	12%
进口与国内商品之比	51%	31%	26%
出口占总需求的比例	52%	21%	40%
欧盟在出口总量中所占的份额	51%	49%	37%

资料来源：巴克莱研究部。2018年6月。

硬脱欧可能带来的医疗风险

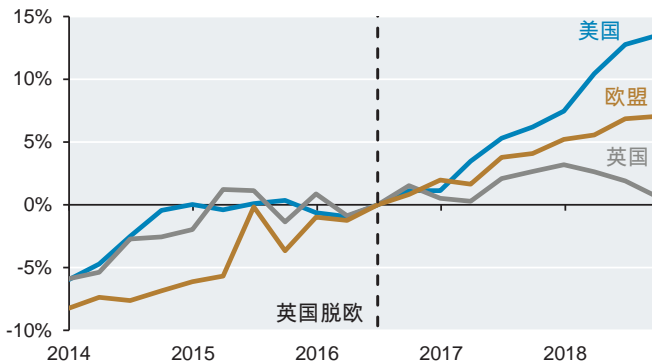
医疗专家认为，首相文翠珊准备退出欧盟原子能机构的计划将影响用于治疗/诊断癌症的同位素的进口，从而使成千上万名患者面临无法得到及时治疗/诊断的风险。英国政府建议医疗公司储备一些药物作为应急。然而，用于治疗癌症的核原料很容易丧失放射性，无法储存。欧盟原子能机构负责确保核原料在欧洲各国之间安全、顺畅的转移，而英国医院使用的放射性同位素有高达80%的比例是从荷兰、法国和比利时进口。

资料来源：英国医学会。

迄今为止，英国脱欧已经对英国造成了一定的拖累¹⁵。英国的经济增长现已落后于发达国家1%。经济疲软多由企业投资减缓所致。市场似乎正在逐步反映无协议脱欧可能带来的重大风险。英国股票目前的估值较欧洲市场有大幅折让。一旦市场明确英国与欧盟未来将展开持续多年的谈判而不是强硬的分，英国股市有望在2019年取得相对较好的表现。

企业的实际固定投资

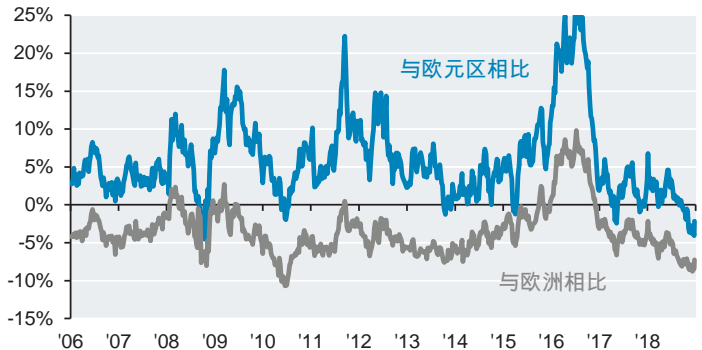
英国脱欧前后的变动



资料来源：摩根资产管理。2018年三季度。

英国相对于欧洲的市盈率折让

MSCI英国指数的远期市盈率折让/溢价



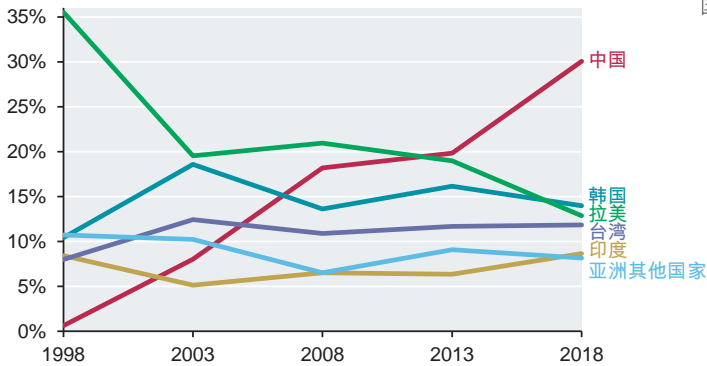
资料来源：Datastream、IBES、摩根资产管理。2018年12月24日。

¹⁵ 英国脱欧引发了许多有误导成份的新闻报道，这或许反映了记者对各种脱欧消息持有的立场倾向。《金融时报》在2018年11月的一篇报道称，自英国脱欧投票以来，英国股市已经流失了1万亿美元(!!)。在我们向《金融时报》指出文章的谬误之后，他们将资金流出数据下调至200亿美元。简直令人难以置信！

中国和新兴市场

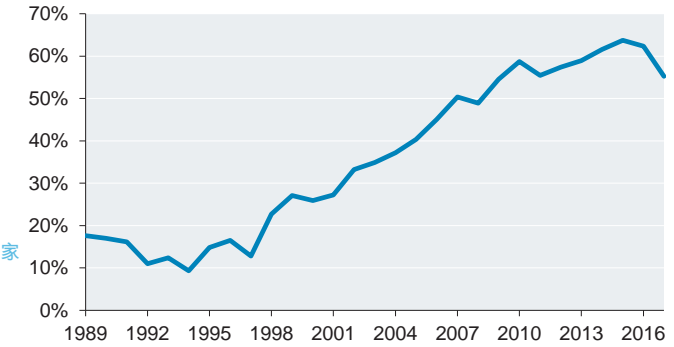
鉴于中国目前的强大国力，以「新兴市场」为主题的本章节将重点讨论中国。如第一幅图所示，中国目前在新兴市场股票指数中占30%的权重。随着更多公司通过MSCI指数的资格标准，我们预计这一权重未来还将上升。第二幅图更清晰地显示了新兴市场国家与中国的关联性正在逐步增强。

新兴市场股市：中国股票走势今昔
在MSCI新兴市场指数中的权重



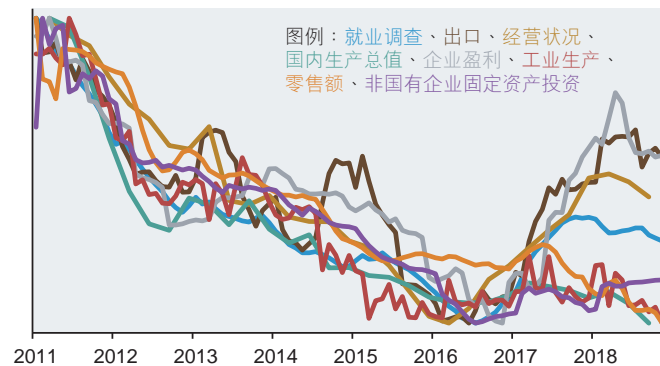
新兴市场国家与中国的关联性逐渐增强

19个新兴市场国家的国内生产总值增长率与中国的10年滚动相关性，国内生产总值加权

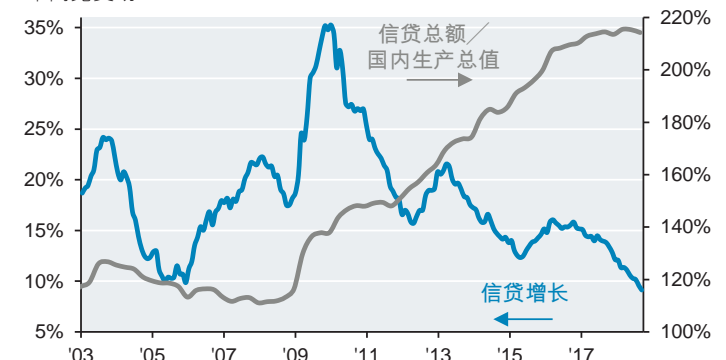


首先从我们的中国经济观察所追踪的八个指标数据谈起。随着中国刺激措施的短期效应逐渐消退，中国经济于2017年启动的复苏已开始放缓¹⁶。财政／货币刺激政策和公司债务的上升对于了解中国国情是举足轻重的：据国际货币基金组织(IMF)估算，如果不提高债务水平，中国从2012年到2016年的增长率将是5.5%而非7.25%。我并不担心中国会发生国际收支平衡危机，因为中国的外债／国内生产总值之比属全球最低之列。更大的风险在于趋势增长率的下降。2014年，美国经济谘商局对中国未来的分析中预测，中国2020年至2025年的经济增长速度将会趋向于4%。我认为这个预测目前依然适用。

中国经济观察



中国信贷增长有所放缓，但债务水平依然高企
年同比变动



¹⁶ 中国的汽车销量也在放缓，11月同比下降15%；由于这项数据的波动过于剧烈，因此没有在图中显示。11月的零售额和工业产值增速均已降至十年来的最低水平。



关税风险和半导体之战。中国一直致力降低对出口的依赖，并且从日本和其他国家进口了大量半导体设备。不过，这种情况掩盖了中国依赖美国的重要事实。由于中兴通讯的大多数关键网络芯片和光学元件芯片都是从美国公司采购的，而博通的网络芯片、Inphi的光学芯片和英特尔的微处理器在美国以外都没有替代品，所以美国对中兴通讯实施出口禁令几乎让中兴通讯陷入瘫痪。华为的核心半导体供应商包括英特尔、高通和美光科技，软件供应商则包括微软和甲骨文。

以下总结了美国在先进半导体方面长达多年的领先优势¹⁷：

美国半导体公司	预估市场份额	产品
英特尔、AMD	99%	个人电脑／服务器微处理器芯片
英伟达、AMD	95%	人工智能、深度学习图形处理器
博通	95%	云数据中心网络连接芯片
高通、英特尔	70%	4G／5G智能手机蜂窝处理芯片
德州仪器、亚德诺、美信	90%	电动汽车电源管理芯片
英特尔、英伟达	90%	新一代全自动汽车处理器

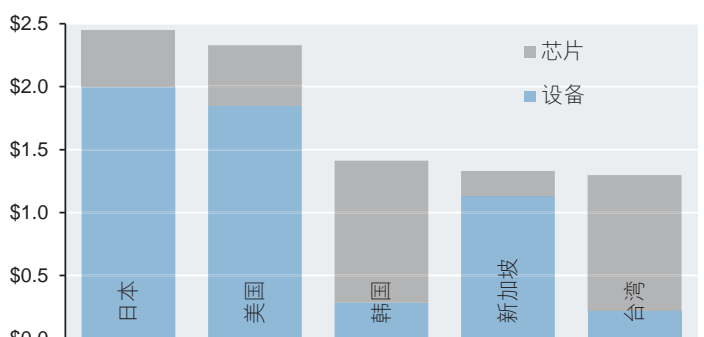
中国股市是迄今为止中美贸易战的大输家，中国股票的市盈率倍数逼近十年来的最低水平。考虑到一些公司已在2018年集中投资(从而为2019年需求减弱埋下了伏笔)及／或开始将生产业务迁出中国，**贸易摩擦**对中国经济的影响正在逐步显现。目前中美大型出口企业的市盈率倍数都在10倍左右。

中国对出口的依赖持续下降
出口占国内生产总值比重



资料来源：中国国家统计局、中国海关。2018年三季度。

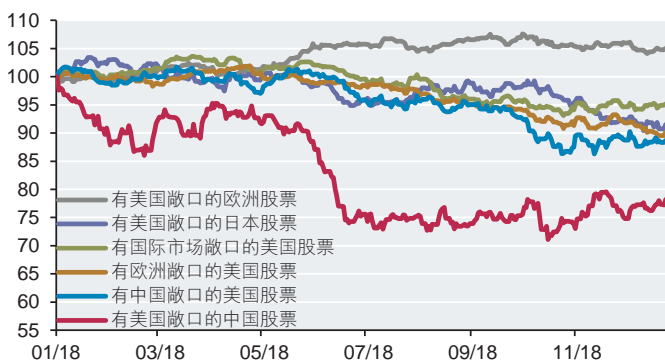
中国的半导体进口
10亿美元



资料来源：国际贸易中心。2017年。

中国股市是贸易战的大输家

相对于各地区股市的表现，指数，2018年1月1日 = 100



资料来源：彭博、高盛。2018年12月24日。

中国股市估值

12个月远期市盈率



资料来源：彭博。2018年12月24日。

¹⁷ 摩根大通美国半导体及半导体资本设备团队主管Harlan Sur。



人民币大幅贬值的风险

我们在第31页讨论了贸易战的未来走向。如果贸易战升级，中国可能通过让人民币贬值以恢复其竞争力。迄今为止，中国已动用其储备来阻止人民币大幅贬值(与中国多年来刻意压低人民币汇率的干预行为正好相反)。但目前可能是中国放手一搏，让人民币大幅贬值的最佳时机：虽然汇率下降，但是资本外流保持稳定(可能是因为政府的管控)；中国外汇储备已经下降到略低于国际货币基金组织估计的充足储备水平以下¹⁸；中国的经常账户顺差已经蒸发¹⁹，凸显中国加强货币竞争力的必要性。随着中美利率差距的缩小，人民币贬值完全是在情理之中。

那么，人民币贬值的幅度会有多大？我们认为贬值10-15%可能足以抵消美国关税对出口竞争力的影响。鉴于上文所述其他新兴市场国家与中国经济的高度关联性，人民币贬值可能对一些存在大量硬通货企业融资需求的国家造成极大冲击。

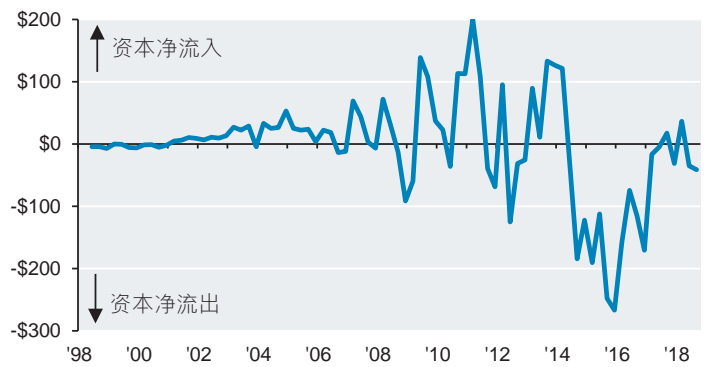
随着贸易战升温，人民币大幅贬值
美元兑人民币汇率，倒数



资料来源：彭博。2018年12月24日。

中国资本流量

外汇储备减经常账户余额的变动，10亿美元



资料来源：中国人民银行、国际货币基金组织、中国外汇管理局。
2018年三季度。

中国经常账户余额
占国内生产总值比重



资料来源：中国人民银行、国际货币基金组织、中国外汇管理局。
2018年三季度。

中美之间的净息差正在收窄

12个月上海银行同业拆借利率和伦敦银行同业拆借利率之间的利差，%



资料来源：彭博。2018年12月24日。

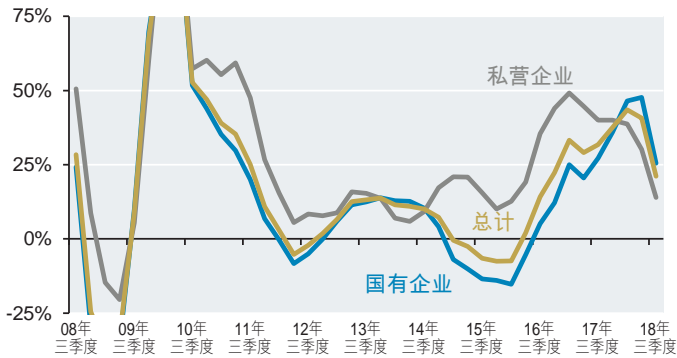
¹⁸ 请参阅《外资流出对人民币汇率的影响》(Foreign capital has been propping up China's currency: here's what happens when it leaves), Ben Steil, 美国外交关系协会, 2018年11月9日。

¹⁹ 从中国与美国的巨额商品贸易顺差来看，中国的贸易账户平衡可能有些令人意外。但中国与世界各国保持着巨额的贸易逆差，同时与台湾、韩国、澳大利亚和巴西保持着巨额的总体贸易逆差。

如果中美能够达成全面贸易协议，中国和全球市场将有望上行。中国企业的盈利在2018年初呈现改善，但在贸易摩擦出现之后，中国企业的盈利和股价开始下滑。让情况雪上加霜的是，上市公司高管大量质押股票以满足公司流动资金或个人投资需求。随着中国股市的下跌，这些股权质押面临的保证金追缴进一步加大了股价的下行压力。

中国内地利润增长率

息税前利润增长率，年同比%，三个季度移动平均



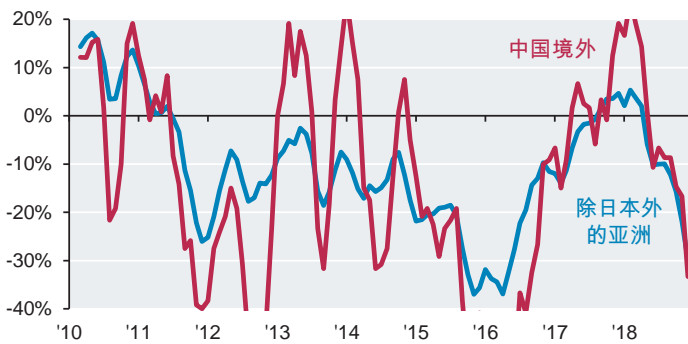
中国上市公司高管股权质押面临的保证金追缴加剧了股市的下跌



摩根大通经济研究部分析了关税和人民币贬值可能对2019年中国盈利增长前景的影响。分析结果是：中国盈利增速将达到10%，而不是普遍预期的15%²⁰。

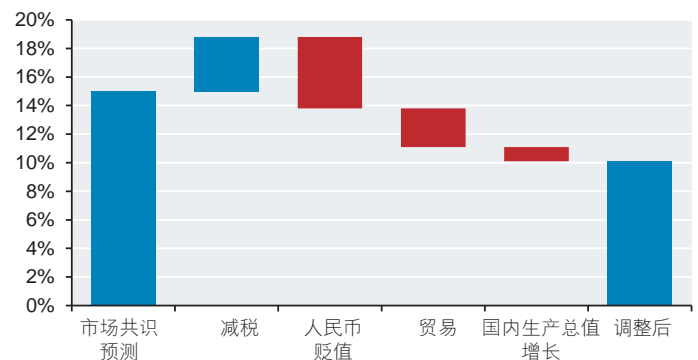
盈利调整

盈利上调公司数量减去下调数量占所有公司比重



中国2019年盈利展望

年同比变动



²⁰《中国盈利展望》，摩根大通亚太区股票研究部，朱海斌，2018年11月16日。



贸易战的未来走向

美国与墨西哥和加拿大签订的《美国—墨西哥—加拿大贸易协定》(USMCA)的要点包括：

- 关税是迫使让步的手段，而不是最终的目标
- 《美国—墨西哥—加拿大贸易协定》依然建立在规则的基础之上，延续了国际贸易制度的核心理念
- 美国倾向签署一份多边协定而不是多份双边协定
- 与《北美自由贸易协定》相比，《美国—墨西哥—加拿大贸易协定》对经济的净影响相当温和

但与墨西哥和加拿大不同的是，中美谈判需要解决一些关键性的问题。美国国家安全委员会和美国贸易代表或许没有最后的决定权，但他们可能要求中国必须在经济和军事用途的知识产权转让问题上做出让步，方能与美国达成全面贸易协议。中美双方需要在2月之前就贸易问题达成框架协议，否则美国可能继续对中国加征第二轮25%的关税。美国在12月对另外几位中国公民提出了间谍指控，此举凸显了特朗普政府对于知识产权问题的重视。

美国目前提出的要求：

- 进一步开放市场，降低「非关键」行业(服务和农产品)的关税，放宽美国对华外商直接投资的限制和持股比例要求来扩大市场准入
- 加大对美国知识产权和企业网络入侵的监管和执法力度
- 停止对《中国制造2025》相关行业提供扭曲市场的行业补贴

迄今为止中国做出的让步：

- 承诺购买更多的美国农业、工业和能源产品，并且暂时将对美国汽车征收的关税从40%减少至15%
- 采取措施打击知识产权窃取，惩罚措施包括限制获得政府资助和禁止发行公司债券
- 禁止出口鸦片类药物芬太尼，放松对银行／汽车行业的外国投资限制
- 重新考虑之前被中国监管机构否决的高通(Qualcomm)并购恩智浦(NXP)案(此举可能意义不大，因为高通已支付分手费，而且可能不会继续交易)

去年10月的柏林会议上，亨利·基辛格认为这种僵局反映两国试图通过协议争取更多的利益。但基辛格也提醒我们，我们的会议适逢第一次世界大战结束100周年纪念日。一战恰恰是意外后果导致情况急转直下的一个最典型的例子。最终我们可能将迎来**喜忧参半的结果**：一方面，中美达成协议，第二轮将关税从10%上调至25%的措施得以避免；但另一方面，美国与欧洲和日本围绕3,000亿美元的美国汽车／汽车零部件进口的关税争端开始升温。让我们拭目以待3月的结果。

右图显示全球企业信心的下降速度已超出了目前经济活动的放缓步伐。**如果中美两国能够达成协议，将有望带来潜在的利好。如果双方未能达成协议并继续加征关税，由此带来的成本将由愿意接受更低利润率的中国和欧洲生产企业和需要支付更高价格的美国消费者共同承担；与此同时，中国将通过减税和降息来缓解这一成本。即便如此，市场很可能会提前反映最差的预期，做出过激的反应。**





对于希望在**2019年**寻求深度价值反向配置机会的投资者而言，我们认为新兴市场比欧洲更具吸引力。虽然欧洲和新兴市场自2014年以来保持同步走势，但欧洲股票目前的市盈率较新兴市场溢价15-20%，而且如第三幅图所示，从最便宜的股票与地区均值的估值差距来看，新兴市场拥有更多的深度价值股票。最后，全球共同基金和交易所买卖基金(ETF)持有的新兴市场股票仓位已接近10年来的最低水平，反映新兴市场比欧洲更不受垂青。新兴市场汇率指数自2012年以来已下跌40%，如果新兴市场汇率指数未来能够企稳，将对新兴市场构成利好。但如前所述，中国将是新兴市场汇率未来走向的重要决定因素。

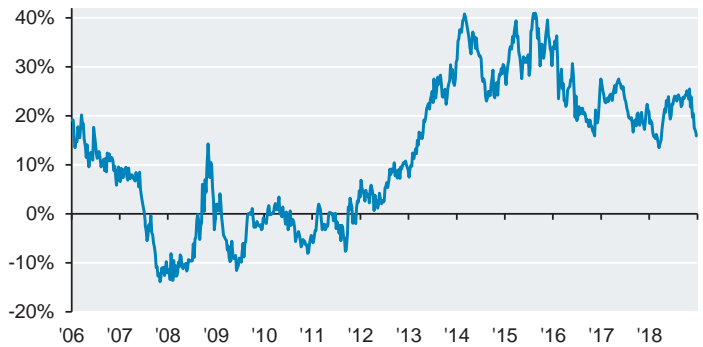
欧洲与新兴市场12个月远期盈利比较
指数，2015年1月1日 = 100



资料来源：Datastream、IBES、摩根资产管理。2018年12月24日。

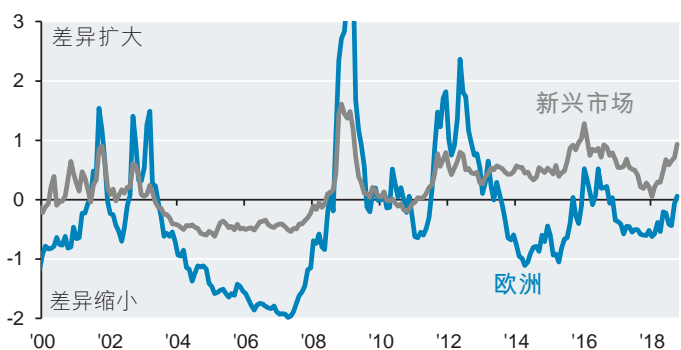
欧洲相对于新兴市场的市盈率溢价

斯托克600指数相对于MSCI新兴市场指数远期市盈率的折让/溢价



资料来源：Datastream、IBES、摩根资产管理。2018年12月24日。

欧洲与新兴市场的估值差距
前20%与长期均值的离差



资料来源：Empirical Research Partners。2018年。

新兴市场国家不再担心汇率过度升值

新兴市场汇率指数，2009年12月31日 = 100

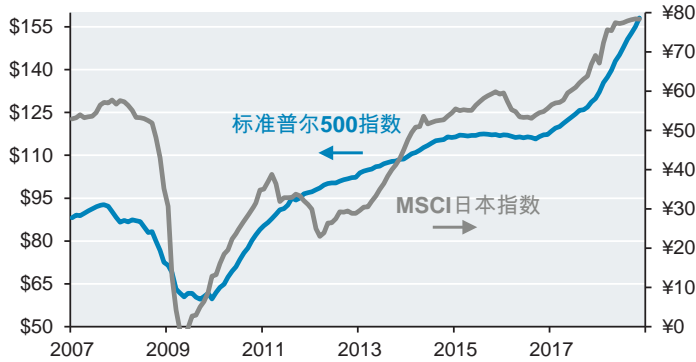


资料来源：彭博。2018年12月24日。

日本

日本企业的盈利正在快速增长，并且与美国保持同步。企业固定资产和软件投资稳步攀升，增速远高于安倍经济学政策启动初期。然而问题在于企业盈利并未令劳工／消费者受益。在企业盈利增长的同时，日本家庭实际收入多年来持续下滑，而且目前仍停滞不前。

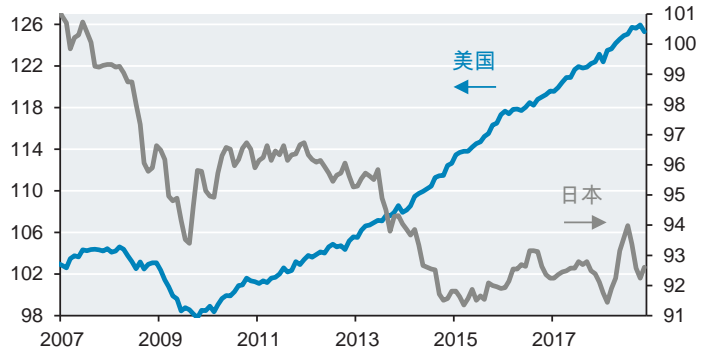
美国和日本企业盈利均呈现反弹……
每股盈利，过去12个月（左右两轴）



资料来源：IBES、Datastream。2018年11月。

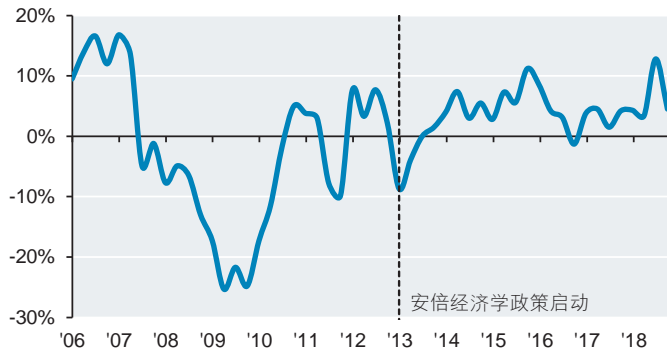
……但只有美国的家庭收入增加

实际家庭收入指数（左右两轴），日本采用三个月均值



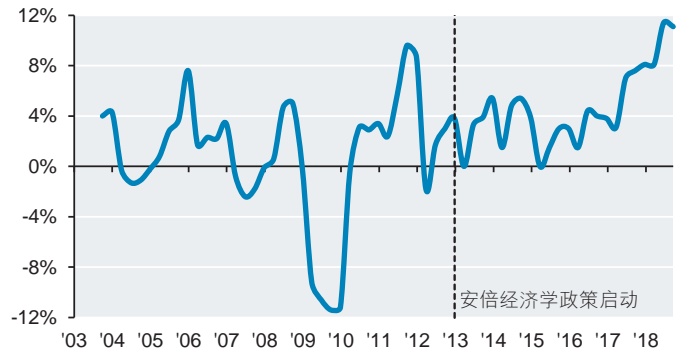
资料来源：美国劳工统计局、美国经济分析局、日本厚生劳动省。2018年11月

日本资本投资
年同比变动



资料来源：日本财务省。2018年三季度。

日本软件投资
年同比变动



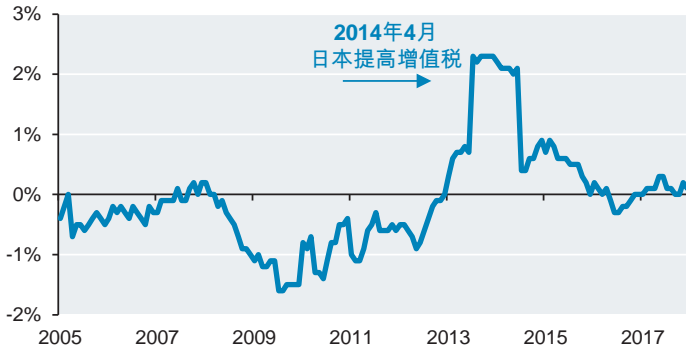
资料来源：日本央行。2018年三季度。



更多的证据显示，消费支出仍无起色：通胀依然低于央行目标，日本消费者的通缩思维根深蒂固。支出意愿仅从两年前的低谷复苏至中性水平。此外，日本依然面临着贸易战带来的人民币大幅贬值风险(详情请参阅第29页)。

日本消费价格指数（食品、酒精饮料和能源除外）

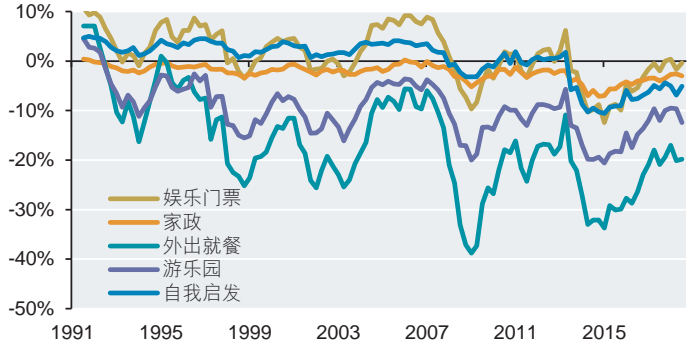
年同比变动



资料来源：日本总务省。2018年10月。

日本消费者支出计划

计划增加服务支出的受访者净占比

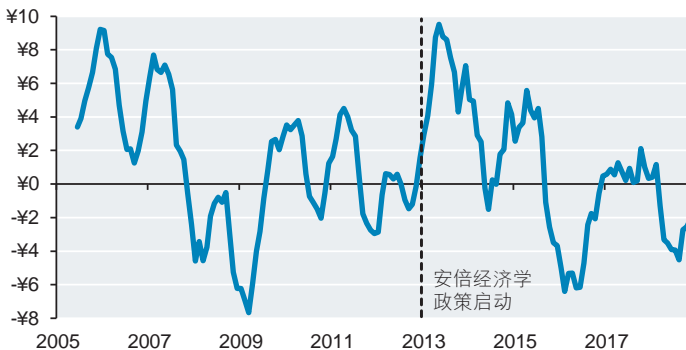


资料来源：日本内阁办公室。2018年三季度。

利好消息未能阻止国际投资者在**2018年**撤离日本，资本流出速度堪比**2008年**和**2016年**。自安倍经济学政策启动以来，日本股票的市盈率数次挑战15倍的关口，但最后都无功而返。对于寻求价值的国际投资者而言，日本股票可能具有一定的吸引力，但前提是全球经济复苏需要在2019年站稳脚跟。但如果情况果真如此，新兴市场可能成为比日本更大的受益者。

非居民对日本股票的净购买量

滚动六个月，万亿日元



资料来源：日本财务省。2018年11月。

日本市盈率处于区间低端

12个月远期市盈率



资料来源：彭博。2018年12月24日。

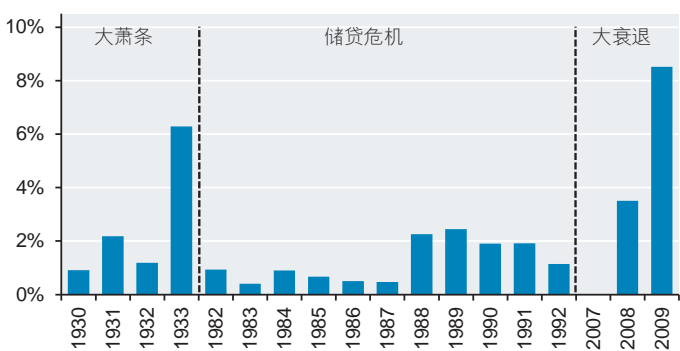


金融危机十年反思

如果要了解触发金融危机的前因后果，首先应从银行体系开始，但这只是众多因素之一。金融危机的导火索是一系列错综复杂的相互作用，银行、经纪交易商、投资者、保险公司、评级机构、美联储、政治家和政策制定者都在其中扮演了一定的角色。缺少任何两方或三方的参与，这场危机的规模和破坏性都会大幅降低。本章节内容参考了我在危机后撰写的一系列报告。回顾过去十年，投资者经常简化这场危机。我认为这些报告有助于大家更好地理解当时发生的一切。

需要明确的是，美国和欧洲银行在审贷方面做出了许多非常糟糕的决定。如左下图所示，2008/2009年美国破产银行的存款占国内生产总值比重超过了大萧条期间。如右表所示，美联储不得不提供数千亿美元的紧急贷款额度以阻止危机进一步蔓延和恶化。接踵而来的是大量针对金融行业的监管条例，其中有很多是恢复清偿能力和信心所必需的良药。但从所有问题的起因来看，这场危机是一个更加错综复杂的故事。

美国破产和接受救助的银行的存款规模
占国内生产总值比重



资料来源：美国联邦存款保险公司、美国经济分析局、摩根资产管理。2016年1月。

美联储在金融危机期间提供的应急贷款额度

	未偿还余额峰值 (10 亿美元)
定期拍卖工具	\$493
商业票据融资工具	\$348
定期证券借贷工具	\$236
资产抵押商业票据货币市场共同基金流动性工具	\$152
一级交易商信用工具	\$147
定期回购交易	\$80
AIG循环信用工具	\$72
定期资产抵押证券贷款工具	\$48

资料来源：巴德学院利维经济研究所。2011年。

以下摘选了一些《放眼市场》的往期内容，希望能够帮助读者对这场危机有一个全面性的了解：

- 政策制定者在楼市危机中的角色：绑架政府资助企业的资产负债表
- 经纪交易商与监管放松
- 评级机构、债券再保险公司和机构投资者的审贷决策
- 个别银行和经纪交易商对系统风险的贡献

最后，我用两页的篇幅总结了危机过后在资本要求、流动性、杠杆和影子银行等方面的重大改善。



政策制定者在楼市危机中的角色：绑架政府资助企业的资产负债表

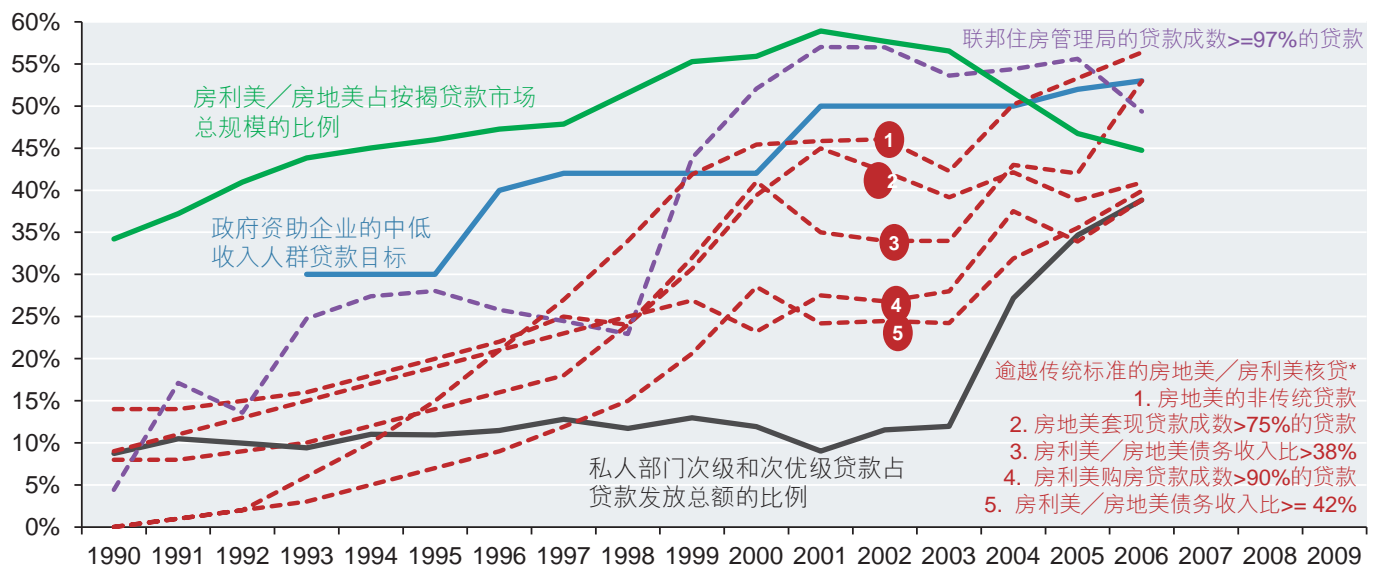
我曾撰写一篇研究报告题为《**帝国兴衰**》探讨这个问题。简言之，数十年来，房利美和房地美(政府资助企业)一直在购买银行发放的贷款，而这些贷款的价值比和债务收入比均符合获认可的保守标准。情况直到1990年依然如此，政府资助企业购买的次级贷款比例一直保持在10%以下。

1993年通过了一项新法案，允许美国住房及城市发展部为政府资助企业设定中低贷款指标。该指标最初设定为30%，到2001年提高至50%。法案的目标是为了提高居民的住房保有率。法案颁布之后，房利美发表了一份新闻稿，承诺将改革住房融资政策，誓言要提供1万亿美元贷款，并且争取消除按揭申请被拒的情况。房利美成功兑现了承诺，代价却是在资产负债表中增加了大量的低质量贷款(请参阅图表中的红线)。在此期间，政府资助企业在按揭市场中的份额从35%飙升至60%，按揭贷款的发放量亦激增2.5倍。美联储前主席格林斯潘(Alan Greenspan)和国会少数成员试图遏止这一趋势，但大部分「专家」对此表示赞同。例如，诺贝尔奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨(Joseph Stiglitz)和日后的美国行政管理及预算局(OMB)局长彼得·奥斯扎格(Peter Orszag)在2002年表示，政府资助企业的资产负债表遭受冲击的概率「大幅低于50万分之一」，并且估测政府为「1万亿」按揭贷款提供担保的成本为「200万美元」。这可是他们千真万确的估计，绝无印刷之误。

重要的是，所有这些因素都发生在私人部门发放的次级贷款和次优级(Alt A)类贷款增长之前。美国住房及城市发展部在2000年曾发表一些惊人的言论，表示政府资助企业刻意**模糊传统贷款与次级贷款之间界限**可能会重新定义「传统」的概念；他们预期政府资助企业将引领市场趋势，而私人部门将亦步亦趋。他们的判断是正确的。银行和经纪商最终找到了一个与之竞争的办法：发放「自己」的低质量贷款，然后将其打包成证券化产品出售给公众。需要说明的是，私人部门的次贷违约率和本金损失情况比政府资助企业的贷款更为严重；但如果不是政府资助企业率先发放此类贷款，我们完全有理由怀疑私人部门的次级贷款是否会导致如此严重的后果。

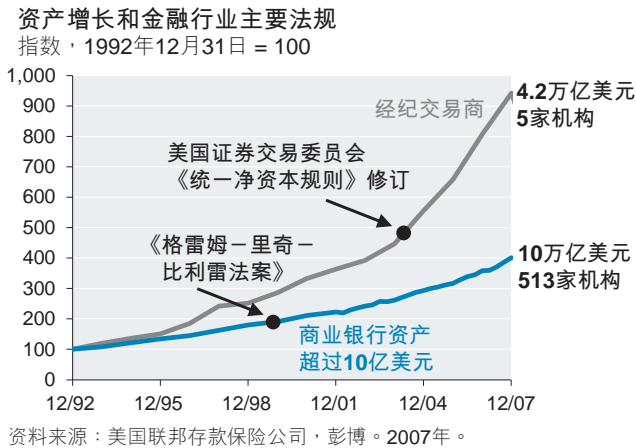
1993年美国住房及城市发展部的贷款指引变化导致了政府资助企业资产负债表发生根本性的转变，随后引发了私人部门次级贷款/次优级贷款的增长

占全年核贷总额比重（只有房利美/房地美的比重是基于未偿还贷款总额）

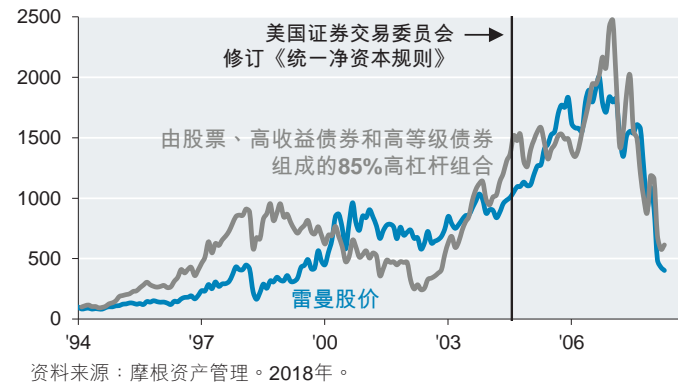


经纪交易商与监管放松

谈到「银行」法规的修改，「经纪交易商」法规的修改可能在这场大规模的危机中发挥了更为突出的作用。如下所示，2003年《统一净资本规则》被修改后，美国五大经纪交易商的资产负债表急剧膨胀。以雷曼为例，雷曼的资产负债表在2007年达到6,900亿美元，超过了大萧条期间倒闭的银行资产总额(实际值)。为了支撑其庞大的资产负债表，雷曼仅持有220亿美元的股本，而其最大的单一融资来源是短期回购合约，其中有些合约的期限短到只有24个小时。为了揭示雷曼资产负债表的杠杆水平，我们在2009年初严密复制了其2004年至2008年期间的股价，并将之与由高收益债券、高等级债券和股票组成的高杠杆投资组合进行比较，发现二者的走势非常接近。这种情况在美国证交会修改《统一净资本规则》之前从未出现。



美国证券交易委员会修订法案加速雷曼向高杠杆、高风险资产投资组合的演变，指数，1994年=100



为了进一步证明这一观点，我们摘录了波士顿联邦储备银行行长Eric Rosengren在2014年回顾金融危机时就**经纪交易商的稳定性**发表的一些看法²¹：

- 金融危机引发的严重挤兑影响了经纪交易商
- 雷曼的轰然倒塌并非一家经纪交易商倒闭的孤立事例。贝尔斯登在当年早些时候已经倒闭，美林也经历了严重的融资困境甚至最终被收购，高盛和摩根士丹利被迫成为银行控股公司。在美国经营的外国经纪交易商也遭受巨大亏损，需要大刀阔斧地重构资本
- 由于经纪交易商为没有保险的短期信贷市场提供融资，因此他们比那些为期限较长或有保险的借款提供融资的机构更容易受到挤兑影响。当投资者对经纪交易商失去信心时，短期资金会争先恐后地「逃离」这些机构，从而使经纪交易商丧失提供中介服务的能力
- 虽然经纪交易商的资本比率、流动性和风险资产持有量均已有所改善，但证券经纪商仍然高度依赖批发融资
 - 第42页的图显示，经纪交易商的回购融资占负债比例已从2008年的70%下降至50%

²¹《经纪交易商的财务和财务稳定性》(Broker-Dealer Finance and Financial Stability)，Eric Rosengren，波士顿联邦储备银行行长兼行政总裁，2014年8月。

评级机构、债券再保险公司和机构投资者的审贷决策

2007年，AAA级投资者以下的次级债权在证券化商业房地产贷款交易中的比例曾一度下降至5%。换言之，只要对房地产实施5%的减记，AAA级投资者就会蒙受损失。这些次级债权比例获得了评级机构的批准和投资者的认可。结构化信用产品在2007年底达到5.5万亿美元的顶峰，而商业地产按揭抵押证券(CMBS)只是沧海一粟。

另一个推波助澜的因素是单一险种保险公司决定将保障范围从市政债券拓展至结构化信用产品。在短短十年内，市政债券在年度承保风险中所占的比重从90%下降至仅40%；该比重的大幅下降无异于火上浇油。我记得评级机构纷纷表达了对「未多元化」单一险种保险公司的忧虑，从而促使这些公司将保障范围从市政债券拓展至未经检验、审贷松懈的结构化信用产品。

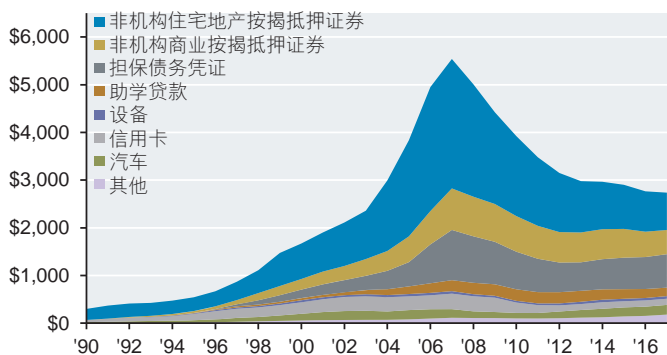
如果没有发放这些贷款的银行和经纪交易商，批准这些贷款设计的评级机构、愿意为这些贷款提供保险的债券再保险机构、以及愿意购买这些债券的机构投资者的共同参与，这场次贷狂欢可能不会发生。此外，美联储在2004年将利率降至1%并在此后一段很长时间里一直维持这一利率水平。结构化信用产品也正是从2004年开始飙升，这与美联储维持低利率的时间过长不无关系。

AAA级商业地产按揭抵押证券投资者的房价下跌缓冲保护
按评级机构贷款成数调整后的AAA级商业地产按揭抵押证券次级资金比重



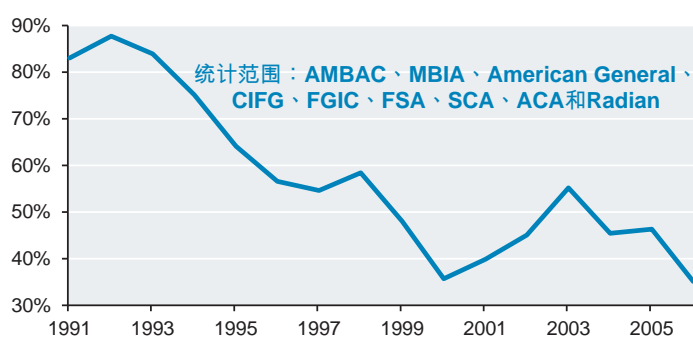
资料来源：摩根大通、Trepp、多家评级机构、彭博。2018年。

美国资产抵押证券
总存量，单位10亿美元



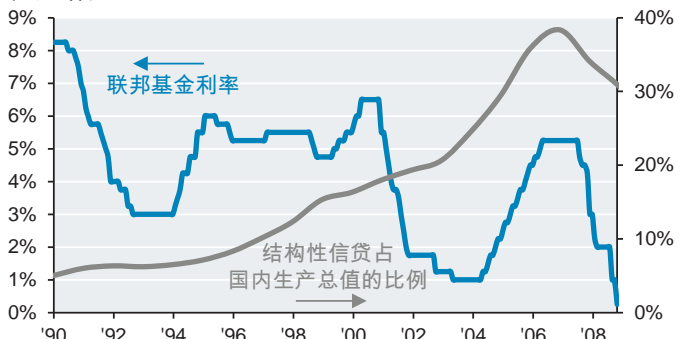
资料来源：美国证券业及金融市场协会。2017年。

单一险种保险公司变成多险种保险公司
市政债券占全年行业净面值投保风险比重



资料来源：《单一险种和按揭贷款保险公司：次贷危机的意义》，2007年11月。瑞银证券。

结构化信用市场从2004年在联邦基金利率降至1%后开始加速增长



资料来源：美国证券业及金融市场协会、彭博、摩根资产管理。2018年。

个别银行和经纪交易商对系统风险的贡献

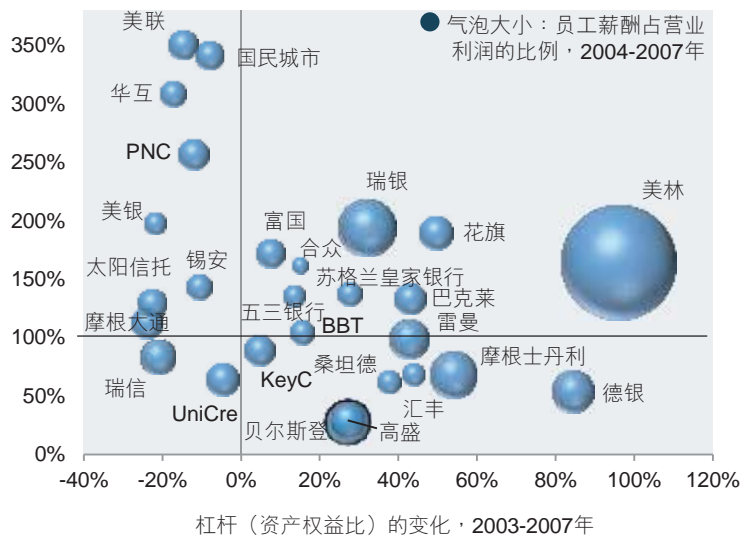
不同公司对系统性风险的贡献各不相同。作为历史档案的一部分，这些差异值得我们去反思和深省。下图显示了三项内容：

- 危机来临时资产负债表杠杆的变化(横轴)
- 危机爆发后减记占账面价值的比重(纵轴)
- 危机来临时管理层和员工的薪酬(气泡大小)

左下角气泡较小的公司在危机前降低了杠杆，在危机过程中的减记比例较低，并且将更多的净利润给予股东而不是管理层。

杠杆变化、危机前薪酬和危机后减记

2007年至2011年二季度减记占2007年二季度有形普通股权益的比例



资料来源：彭博，摩根资产管理。2018年。

关于本图的说明：

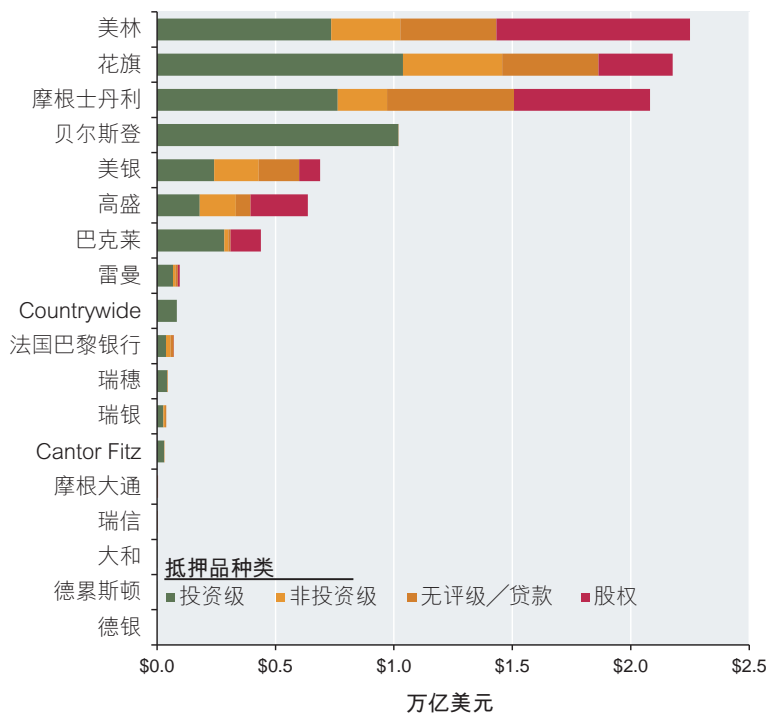
- 如果**高盛**所持有的AIG债权未获得美联储100%的救助，高盛可能蒙受多少损失还是未知之数。2015年的一篇对整个事件的回顾指出，(1)AIG的交易对手未被要求对其债权做任何减记；(2)纽约联邦储备银行最初拒绝透露交易对手的身份；(3)在直接归属具体交易对手的AIG救助资金中，高盛获得了最大份额²²
- **贝尔斯登**和**雷曼**的损失被低估，仅反映了截至2008年被收购或清盘时已实现的损失
- **欧洲银行业**的损失可分为两个阶段，第一个阶段是从2007年到2010年，第二个阶段是从2011年到2015年；图中仅显示了第一个阶段的损失

²² 《AIG救助后记》(Afterword to the AIG Bailout)，亚利桑那大学James Rogers法学院，William Sjostrom，2015年3月，《证券借贷和AIG崩塌不为人知的故事》(Securities Lending and the Untold Story in the Collapse of AIG)，Hester Peirce，乔治梅森大学，2014年5月。

从公司为应急一级交易商信用工具提供的担保品来评估其对系统风险的贡献：此项由美联储提供的信用工具在2008年和2009年向银行和经纪交易商发放了9万亿美元的担保贷款。各家公司质押的数额及其相对担保品风险存在很大的差异。一级交易商信用工具于2010年2月结束，所有已发放贷款的本息得到全额偿还。即便如此，我们仍可通过下图了解当时各家公司分别对系统风险的贡献。

一级交易商信用工具的累计余额高达9万亿美元，是当时规模最大的救助工具。此外，由于一级交易商信用工具可接受股票、无评级证券和垃圾债券等担保品，因此能够最大程度地反映系统风险。鉴于以上因素，我们在下图中对这项工具的余额进行了分解。有关政府通过各种工具为各家公司提供的所有贷款和担保情况，请参阅下表。

各家公司为一级交易商信用工具提供的抵押品



资料来源：美联储，摩根资产管理。2018年。

按公司划分的贷款使用总额

	10亿美元	占总额%
花旗	2,830	14.0%
美林	2,449	12.1%
摩根士丹利	2,305	11.4%
AIG	1,047	5.2%
美银	1,129	5.6%
高盛	1,033	5.1%
巴克莱	1,030	5.1%
法国巴黎银行	1,002	5.0%
贝尔斯登	976	4.8%
瑞信	773	3.8%
德银	711	3.5%
苏格兰皇家银行	628	3.1%
摩根大通	499	2.5%
瑞银	426	2.1%
所有其他	3,323	16.5%

贷款额度包括：

机构抵押贷款证券计划
 AIG循环信用工具及借贷工具
 资产抵押商业票据工具
 贝尔斯登过桥贷款
 商业票据融资工具
 Maiden Lane I、II 及III资产组合
 一级交易商信用工具
 单一份额公开市场操作
 临时流动性担保计划
 定期资产抵押证券贷款工具
 定期拍卖工具
 定期证券借贷工具

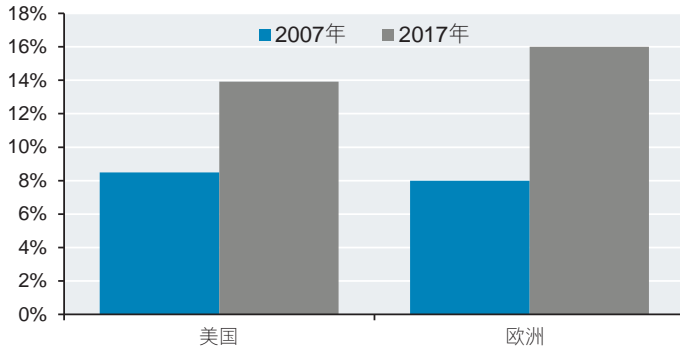
资料来源：巴德学院、美国联邦存款保险公司、摩根资产管理。2018年。

危机过后：资本、流动性和影子银行的重大改善

金融危机过后，全球央行在监管方面实施了一些有助于降低系统风险的重大变化。下列图表列举了一些比较重要的改善：风险加权资本比率呈现上升，流动资产对短期负债比率有所提高，贷款／存款比率呈现下降，以及货币市场基金行业的变化(促使资产从优先基金流向政府基金)。

资本比率自危机以来持续上升

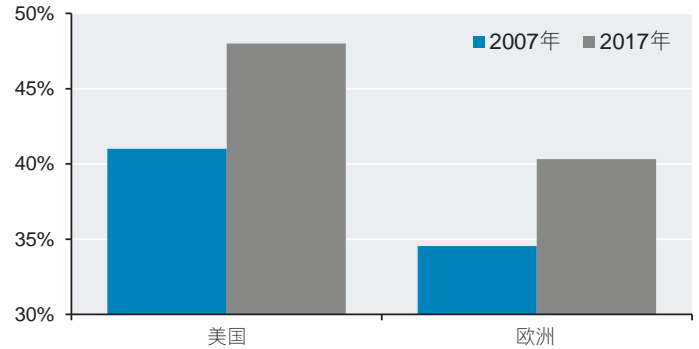
风险加权资本比率



资料来源：纽约联邦储备银行、彭博。2017年。

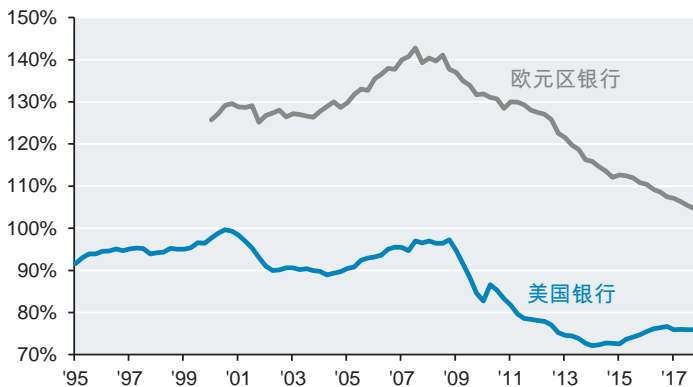
流动比率自危机以来逐渐改善

流动资产占短期负债比重



资料来源：美国联邦存款保险公司、高盛、摩根大通。2017年。

银行贷存比



资料来源：美联储、欧洲央行。2017年。

资产配置转向低风险货币市场基金

万亿美元，管理资产规模*



资料来源：摩根资产管理。2018年2月7日。* 包括机构和零售基金。



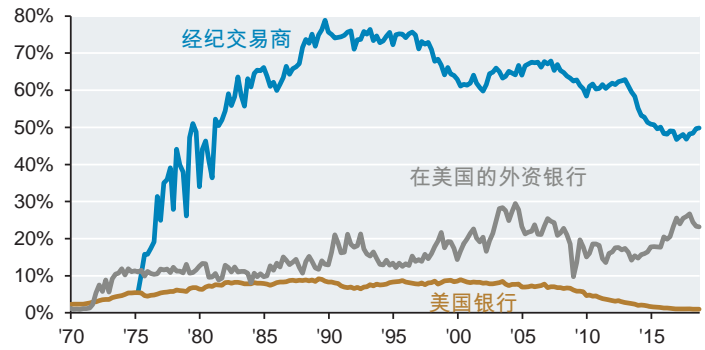
下面两幅图展示了美国银行业融资渠道的变化：稳定的客户存款在融资中的比重逐渐上升，对银行间贷款和回购融资的依赖有所下降。自2008年以来，整体回购市场的规模从4.2万亿美元下降至2.2万亿美元。经纪交易商资产负债表的收缩是回购市场衰落的主要原因；回购在经纪交易商负债中所占的比重亦有所下降，由危机前的70%下降至约50%。虽然50%的占比依然较高，但融资标的资产质量的提高以及用长期回购为低流动性资产提供融资等因素有助于降低这一风险。

美国商业银行的存款和银行同业贷款
占资产比重（左右两轴）



资料来源：美联储。2018年10月。

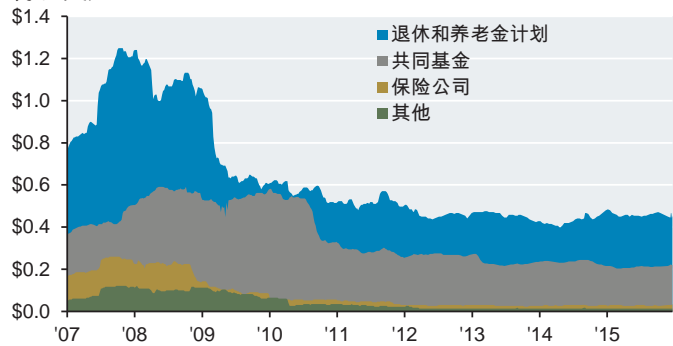
金融中介的回购使用情况
回购占各自总负债的比例



资料来源：美联储资金流动报告、Haver。2018年三季度。

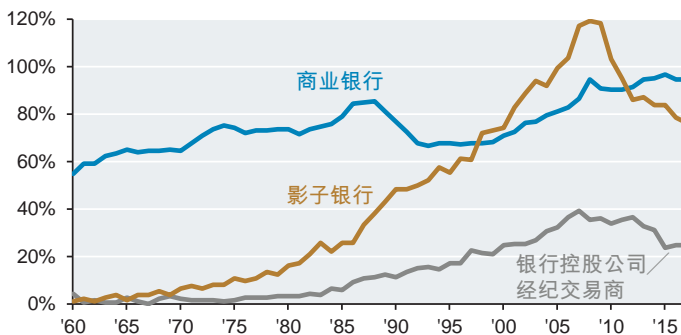
影子银行在负债中的占比目前已回落至2000年水平。这背后的部分原因是机构投资者证券借贷交易减少（请参阅右图）。剩余的机构证券借贷通常具有比2008年更高的投资质量。最终的结果是，商业银行在金融中介活动中的占比逐渐上升，而经纪交易商及其他非银行机构的占比有所下降。

机构投资者的现金抵押融券规模
万亿美元



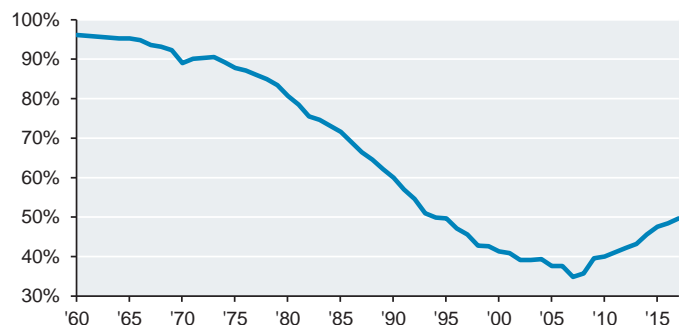
资料来源：Foley-Fisher等。《融券作为批发融资：来自美国寿险行业的证据》。美国联邦调查局调查员。2016年。

美国影子银行和传统银行
负债占国内生产总值比重



资料来源：《货币、银行和金融市场》，Cecchetti和Schoenholtz，2017年。摩根资产管理。

商业银行在金融中介业务中所占份额
百分比



资料来源：《货币、银行和金融市场》，Cecchetti和Schoenholtz，2017年。摩根资产管理。

本页最后两幅图来源于Stephen Cecchetti（布兰迪斯大学）和Kermit Schoenholtz（纽约大学）创办的优秀网站「货币、银行与金融市场」(www.moneyandbanking.com)。

重要信息

本文件的目的是：本文件仅供一般说明之用。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，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、预测及投资策略不同。**本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。**

非依赖性：本公司相信，本文件载列的资料均属可靠，并已在准备本文件时采取合理的审慎措施；然而，我们不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害(无论直接或间接)承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出担保或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明/参考用途。本公司概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。任何预测的表现和风险仅以表达的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**

风险考虑因素和其他信息：本文件可能未有载列不同或其他的因素，这些因素可能影响客户的投资组合或投资决定。本文件所提供的资料仅供一般说明之用，不拟作为作出投资决定的唯一依据。本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件讨论的所有内容不代表任何投资策略或产品适合您的需要。您应在作出投资决定前审慎考虑本文件讨论的任何产品和策略是否适合您的需要及索取其他信息。本文件的内容不构成摩根大通及/或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询(不论财务、会计、法律、税务或其他方面)，不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

请与您的摩根大通代表联络以索取有关您的个人投资需要的其他信息。您应注意本文件表达的内容面临一般和特定风险。您应在不依赖摩根大通的情况下，独立作出有关本文件载列的任何投资的判断或决定。

摩根大通为自身或我们的其他客户持有的部位可能与本文件表达的信息、意见、预测、投资策略或观点不相符。摩根大通或其关联公司可能在本文件所论及的任何发行人的金融工具持有部位或担任该金融工具的做市商，或担任该等发行人的承销商、配售代理、顾问或放款人。

本报告内提及的「摩根大通」是指JPMorgan Chase & Co.以及其全球附属和关联公司。

法律实体及监管机构：在美国，银行存款账户(例如支票、储蓄及银行贷款)及相关服务可能须经批准。存款产品及相关服务乃由摩根大通银行(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。

在美国，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。摩根大通银行及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。

在英国，本文件由注册地址为25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，英国注册编号为03838766的摩根大通国际银行(J.P. Morgan International Bank Limited (摩根大通国际银行))发行。摩根大通国际银行受到审慎监管局认可及金融市场行为监管局和审慎监管局监管。此外，本文件亦可由下列机构分派：受到法国银行监管机构(Autorite de Controle Prudentiel et de Resolution及Autorite des Marchés Financiers)监管的摩根大通银行巴黎分行，或受到瑞士金融市场监督管理局(FINMA)监管的J.P. Morgan (Suisse) SA。

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国际银行及/或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法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。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。

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。摩根大通银行及/或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。如阁下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。

至于拉美国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。在发出要约或邀约未获授权的任何法律管辖区内，对之发出该等要约或邀约为非法的任何人士，收到本文件并不构成在该等法律管辖区内向任何该等人士发出的要约或邀约。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售。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。未经本公司同意，不得复制或转发本文件。

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。