

2026年中展望

# 机遇 与挑战并存

变局之下，何失何成？



本文件表达的意见和观点均为摩根大通私人银行的意见和观点，可能与摩根大通和其关联公司及其雇员的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。本文件表达的意见和观点，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。本文件并非针对特定投资者而编制，且不一定适合所有投资者。投资于任何投资产品或策略之前，投资者务须与其财务代表讨论和联系。本文件不应视为研究报告或摩根大通研究报告看待。**前景展望和过往表现并非未来表现的可靠指标。**请参阅本文件末尾所载的其他监管状况、披露规定、免责声明、风险和其他重要信息。

投资产品：• 不受联邦存款保险公司保障 • 非银行担保 • 可能损失本金

# 序言

当下，投资者正处于一个充满不确定性的时代。市场风云变幻，受多种不同消息牵动，同时还要应对科技创新与地缘政治的冲击。这一切的背后，全球格局早已与十年前大不相同，对投资组合配置产生了深远影响。如此动荡时刻，我们不会仅聚焦于单一未来情境，而是希望通过本期《年中展望》报告，为您勾勒出多种情景下的前行之道。

大约半年前，我们在《2026年市场展望》报告中提出了三大关键主题，分别为全球地缘分化、通胀与人工智能。如今，这些趋势迅速演变，影响力日益显著。针对每一个主题，我们均评估了潜在的上行与下行情景，明确了无论投资组合偏向增长还是稳健，都能经受考验的资产与策略。

步入下半年，我们以审慎选择、积极布局的策略迎接挑战。我们的目标并非预测市场冲击，而是致力于构建能够助您有的放矢、坚定持有的投资组合。即使市场承压，对于纪律严明的投资者而言，依然蕴藏着布局良机。

接下来，我们将为您呈现一系列可观的投资路径，助您在变局中坚守韧性的投资方案。尽管市场压力加大，但机遇依然可期。

随著全球地缘分化加剧与“和平红利”消退，稳定性的成本上升，投资机会也在部分新兴市场、黄金、国防产业及提升本土韧性的企业中重新分布。在此背景下，通胀压力亦促使我们更加重视实体资产，并以更广阔的视角理解多元化配置，包括另类投资策略。同时，随著人工智能持续发展，我们相信这场变革仍将延续。

能够在理财道路上成为您的合作伙伴，我们深感荣幸，并将持续助您在变化莫测的市场中专注目标，稳步前行。

衷心感谢您对摩根大通一直以来的信任和支持。



全球私人银行  
首席执行官  
**David Frame**



国际私人银行  
首席执行官  
**Adam Tejpaul**



财富管理解决方案  
首席执行官  
**Martin Marron**

# 要点

## ◇ 在全球分化与地缘政治紧张局势下投资

避免过度聚焦最差情景 —— 可考虑增持美国及精选新兴市场证券，并关注安全支出增长的受益者。

---

## ◇ 为粘性通胀做好准备

能源冲击是推升通胀水平和加剧通胀波动的最新因素。

以目标为导向进行规划，除传统股债外，积极布局实物资产及精选对冲基金策略，实现多元分散风险。

---

## ◇ 布局持续性有的人工智能超级周期

人工智能应用达到空前规模，正驱动实质性的生产率提升。

关注数据中心资本支出的受益标的，探索私募市场机会，同时规避面临冲击的传统软件领域。

---

## ◇ 直面尖锐问题

当前世界结构与十年前已大不相同。

- 现金持仓是否正在侵蚀您的财富？
- 您的投资组合是否通过压力测试？
- 仅靠股票和债券，能否应对下一轮投资周期？

# 目录

## 第一部分 地缘分化：驾驭不确定性的 投资之道

### 挑战何在？

- ◇ 能源与半导体供应链缺口
- ◇ 能源冲击凸显欧洲困局
- ◇ 中美关系驱动产业政策调整

### 机遇何在？

- ◇ 新兴市场或将受益
- ◇ 发达市场有望在全球化格局与自主发展间取得平衡
- ◇ 中国资产或迎来长期牛市

## 第二部分 通胀新常态：对购买力 持续施压

### 挑战何在？

- ◇ 2020年代或重演1970年代情景
- ◇ 能源价格冲击或与顽固通胀叠加

### 机遇何在？

- ◇ 劳动力市场宽松对冲价格上行
- ◇ 关税与能源冲击或为暂时现象，住房通胀放缓趋势更为持久
- ◇ 全球竞争可能抑制通胀上行

## 第三部分 人工智能(AI)浪潮： 不可低估超级周期及其 抑制通胀潜力

### 挑战何在？

- ◇ AI可对劳动力市场造成冲击
- ◇ AI可能以超预期速度颠覆现有商业模式
- ◇ 首次公开募股潮可能预示周期见顶

### 机遇何在？

- ◇ AI投资周期有望继续驱动经济扩张
- ◇ AI或带来生产率提升和利润率扩张，支撑估值
- ◇ AI有望提升生产率，为降息及改善债务水平创造空间

## 结论

- ◇ 市场冲击与结构错位为耐心的投资者提供了布局契机

# 引言

全球经济正受到多种不同声音牵动。在此次2026年展望的中期更新中，我们基于年初的分析判断，全面梳理了全球市场与宏观经济的新变化。彼时我们指出，人工智能(AI)、地缘分化与通胀这三大强劲且相互交织的力量，正在共同塑造市场新格局。迄今为止，这一判断已被市场印证。

本期展望中，我们将探讨这些关键主题可能面临的机遇与挑战，并为当前投资组合提出切实可行的操作指引。深入理解这些主题，依然是强化长期财富规划、实现财务目标的核心所在。

---

## 全球地缘分化

全球地缘分化，包括中东与东欧冲突，已引发各风险资产的重新定价。年初以来，原油价格近乎翻倍，其后又大幅回落。主要股票市场普遍经历了约10%的回调，新兴市场股市波动更为剧烈。远期利率市场正在计入部分央行重启加息周期的预期。经济衰退概率亦出现波动。

即便冲突得以解决，实体能源基础设施遭受的初步破坏以及大宗商品中蕴含的风险溢价，仍将持续制造经济摩擦。

我们认为，长期投资者应将此类时刻视为增加长期股票敞口的机遇。

---

## 通胀新常态

地缘政治冲突常常成为通胀的推手，这一模式屡见不鲜。但问题在3月份能源冲击之前便已显现。美国核心通胀与总体通胀率已接近3%，现金收益率高于通胀的“缓冲垫”十分有限。目前，现金收益率与物价通胀之间的差距已然收窄，且有望进一步缩小。

当通胀波动性加大时，传统的60%股票／40%债券(60/40组合)配置可能面临冲击——若通胀粘性超出预期，两类资产均可能出现进一步下跌。

随着后疫情时代再次出现一次性经济冲击，我们仍认为通胀的底部已高于疫情前水平，且股票与债券之间的相关性可能已结构性抬升。滚动式冲击或将成为新常态。我们将持续寻找波动性低于股市、同时与通胀呈正相关性的投资组合配置，以期在通胀冲击下提升实际回报并缓解回撤。

---

## 人工智能浪潮

从中期来看，人工智能确实可能成为重要的反通胀力量。然而，在当前充满矛盾的市场讨论中，却缺失了这样一种潜在情景：由人工智能驱动的生产率提升将降低债务负担，同时人工智能超级周期将推动全球扩张并提高企业盈利能力。尽管私募市场投资者对人工智能领军企业的股权需求持续强劲，但公开市场却在持续抛售那些建设数据中心的企业，因投资者们对此类支出能否产生回报缺乏信心。

一些颇具影响力的学者警告，人工智能的广泛部署与应用可能导致“技术性失业”。然而，许多半导体股票的市盈率(P/E)倍数显示，数据中心投资周期或已见顶。软件行业虽然可能通过裁员来提升效率，但历史经验表明，技术转型创造的就业岗位往往多于被取代的岗位。

这些矛盾创造了机遇，尤其是对长期投资者而言。尽管中东冲突是上半年市场的关注焦点，但我们认为人工智能才是更具可持续性的回报驱动力。种种迹象表明，人工智能能够提升生产率、创造收入、扩大利润空间，即使某些行业遭遇颠覆，AI整体上仍有望成为净就业创造者。

---

当市场反映出我们的三大核心主题均承受压力时，我们建议投资者思考几个关键问题：

- ◇ 现金持仓是否正在侵蚀您的财富？
- ◇ 您的投资组合是否通过压力测试？
- ◇ 仅靠股票与债券，能否应对下一轮投资周期？

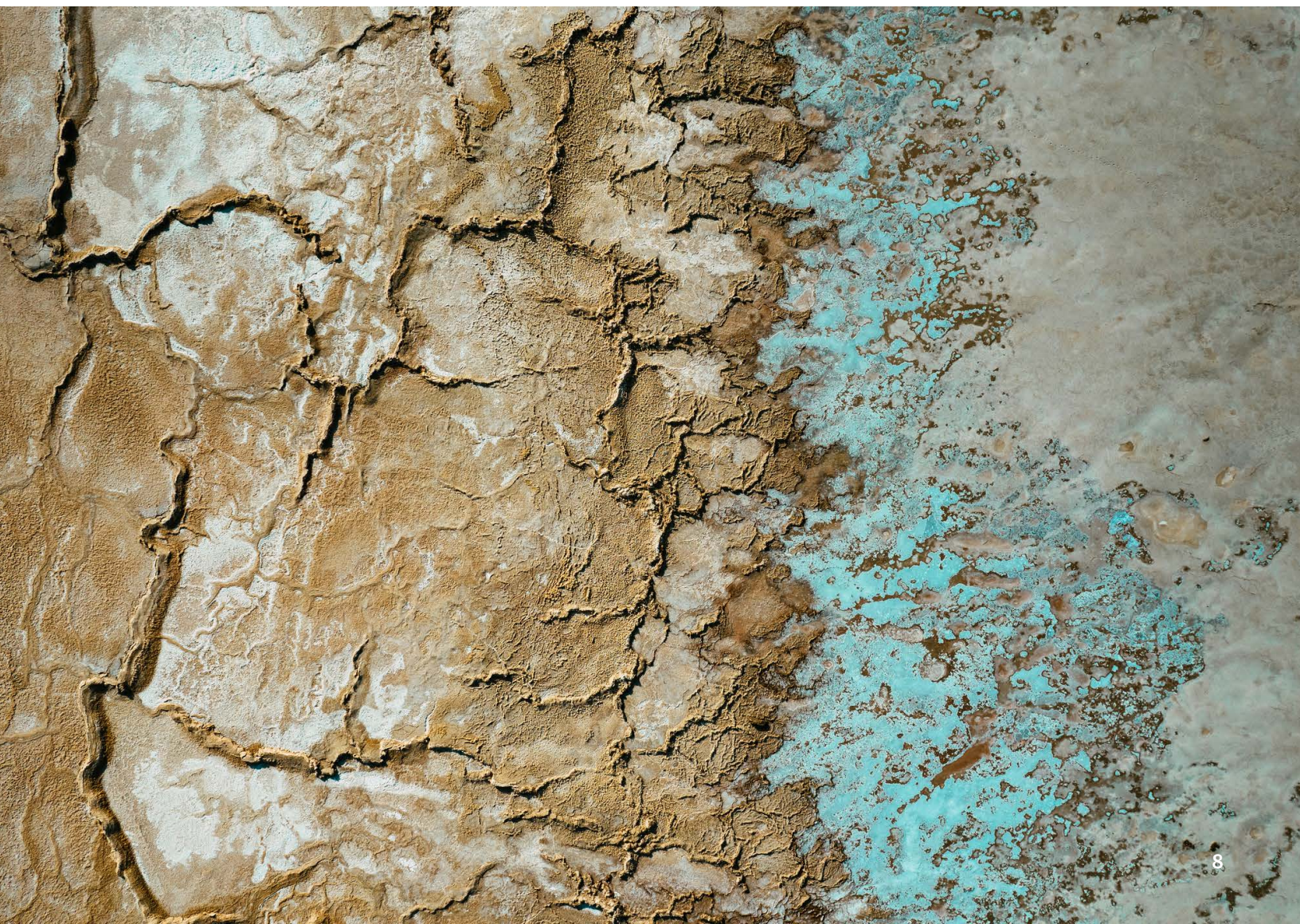
### 我们的答案

现金很可能成为拖累，尤其在通胀影响之下。我们认为另类资产已成为应对这一新局面的战略性必需品。而人工智能超级周期或许才刚刚启幕。

我们的《2026年中展望》将探讨这一压力对于投资者而言意味着什么——以及可能为投资组合创造机遇的乐观情景。

# 第一部分

## 地缘分化： 驾驭不确定性的 投资之道





全球地缘分化最明显的后果之一是霍尔木兹海峡的关闭。在美以联合对伊朗发动军事打击的催化下，此次事件引发了二战以来规模最大的石油供应冲击。<sup>1</sup>

1990年与2022年的熊市同样与由地缘冲突(引发的能源价格冲击相关分别为第一次海湾战争和俄罗斯入侵乌克兰)。当今投资者必须应对白宫可能作出误判，后果或将波及全球经济。即便冲突看似走向缓和，但我们认为，这一轮扰动已持续够长的时间，足以在全球范围内推高通胀、抑制增长。

中东冲突不应被视为孤立的冲击，而更应将其理解为投资者自新冠疫情以来持续关注的趋势之延续。世界正变得日趋分化，潜在风险也随之增加，政策制定者的反应正在持续驱动市场与经济走向。

美国已重构其贸易政策以实现供应链回流。欧洲各国政策制定者已达成共识，将国防与基础设施支出占国内生产总值(GDP)的比重提高至两到三倍。中国则将实现自然资源与能源独立列为核心目标之一，同时保持其全球出口份额，并不断扩大在“全球南方”的影响力。

<sup>1</sup> 国际能源署，“石油市场报告”，2026年4月14日。

## 地缘分化：驾驭不确定性的投资之道

这些政策决定正持续驱动市场表现。欧洲国防类股在2025年实现翻倍增长，与自然资源相关的全球股票同期上涨近30%。新兴市场股票去年跑赢发达市场股票11%。黄金长期以来被视为对冲地缘政治风险和主权赤字风险的分散化工具，过去三年间累计涨幅约为130%。

迄今为止，全球股市在这场结构性重塑中持续走强，部分主题性投资更是跑赢大市。但风险在于，地缘动荡可能持续扰乱石油和半导体这两大对全球经济、金融市场和资本流动至关重要的要素(稀土金属也是另一个关键且相关的脆弱环节)。

中美战略博弈与欧洲面临的结构性阻力，我们认为同样是投资者必须充分理解和解读的重要变量。

与此同时，历史经验表明，长期投资者因在地缘政治不确定性中坚持进行投资，往往能够获得丰厚回报。我们也认为，这一动荡时期有望孕育新的均衡格局，使新兴市场风险溢价降低，欧洲更趋一体化，中国更加注重股东利益。

我们无法预知这一地缘政治分化进程最终将导向更加和平的世界秩序，还是更混乱的局面。但我们确信能够判断哪些资产、地区和企业有望在不同情形下受益。

关键在于，当前短期市场环境似乎为长期投资者增配股票资产提供了极具吸引力的机会。



## 挑战何在？

# 1. 能源与半导体 供应链缺口

全球经济面临最为直接的风险之一，是关键材料通过狭窄通道运输的依赖程度。这种依赖性在两个地区尤为突出：台湾地区与中东地区。由于两个地区与半导体产业及能源行业紧密相连，它们可能成为全球经济进一步分化下的潜在断层线。

中东地区的冲突明确对全球经济构成风险。霍尔木兹海峡是全球能源出口的关键通道。通常情况下，每日约有2,000万桶原油通过这一狭窄水道运输，约占全球石油消费量的五分之一，接近全球海运石油贸易量的四分之一。全球约20%的液化天然气(LNG)也经由同一航线运输。<sup>2</sup>

在美以发动首轮军事打击后的数日内，原油价格几近翻倍，欧洲液化天然气价格在两日内飙涨近100%。卡塔尔能源公司首席执行官表示，超过15%的卡塔尔液化天然气产能将被迫中断，停产期预计长达五年，这意味着即便冲突降级，其影响仍将延续。

任何出口阻滞都会对下游相关产品产生连锁冲击，包括化肥、塑料乃至半导体。卡塔尔供应全球约30%的氦气，<sup>3</sup>这是芯片铸造工艺的关键材料。因此，韩国当局已预警其芯片制造可能面临停产风险。

从南亚到丹麦的各官方机构纷纷呼吁民众减少驾车出行，印度国有石油企业被迫维持油价稳定，美国汽油价格则飙升至每加仑4美元以上。<sup>4</sup>可以预见，地缘政治风险溢价或将持续存在并被纳入能源价格之中。尽管过去50年来，全球经济对石油的依赖度已大幅下降，但油价上涨仍会对经济产生显著影响。<sup>5</sup>

能源供应冲击所带来的严重宏观经济代价，正激励政策制定者加大对多元化(天然气、核能、太阳能)、安全且更灵活的能源生产、运输与储能系统的投资。这将有助于降低霍尔木兹海峡封锁所暴露出的单点故障风险。

### 半导体生产中断风险可能更具破坏性

与霍尔木兹海峡封锁造成的经济混乱相比，台湾地区半导体生产或运输能力若受损，可能造成更严重的经济后果。全球90%以上的先进半导体由台积电(TSMC)生产。同时，台湾地区约90%的一次能源与60%的粮食供应依赖进口，使其经济结构极易受封锁冲击。<sup>6</sup>

<sup>2</sup> 美国能源信息署，2025年3月31日。

<sup>3</sup> 美国地质调查局，2025年。

<sup>4</sup> 牛津经济研究院，“亚太地区：能源可获得性是关键宏观风险”，2026年3月26日。

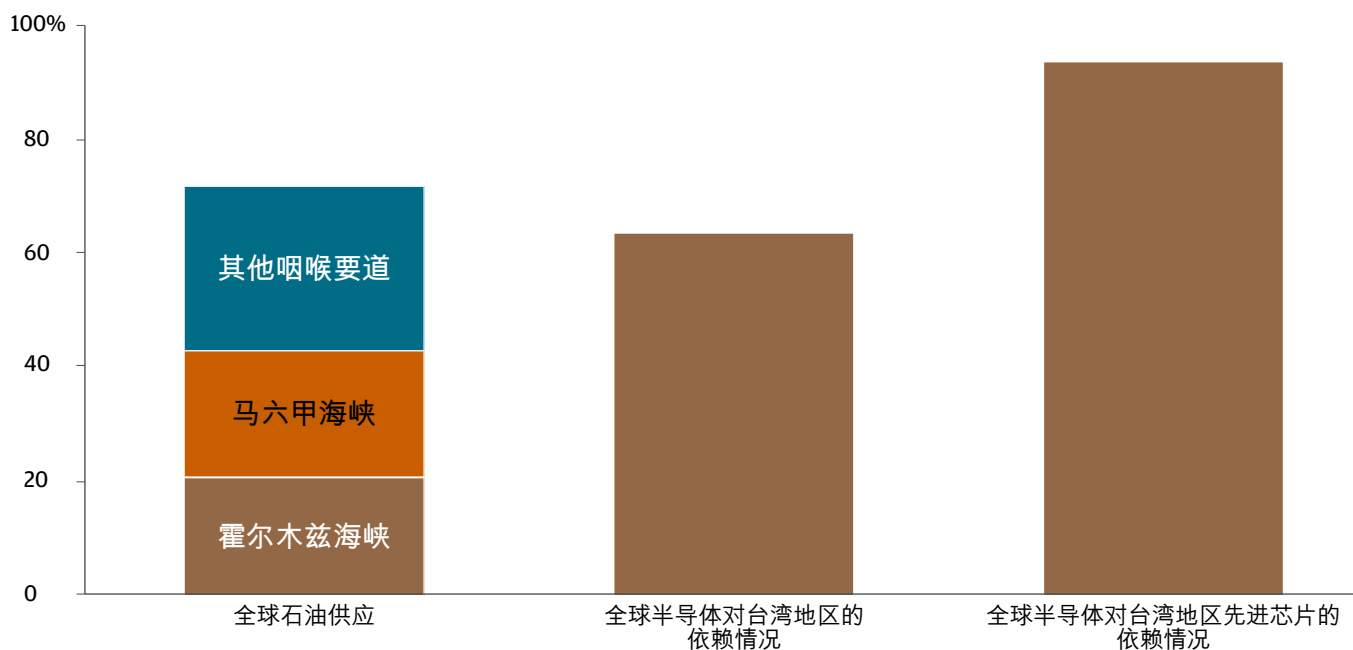
<sup>5</sup> 岑博智，“放眼市场——能源报告：激烈交锋”，摩根大通资产及财富管理部，2026年3月。

<sup>6</sup> 岑博智，“放眼市场——2026年市场展望：窒息高点”，摩根大通资产及财富管理部，2026年1月。

尽管有报道称，中国国家主席习近平已命令军方，在2027年前要具备统一台湾地区的能力，不过市场并未预期局势会在短期内进一步升级。<sup>7</sup>预测市场显示，2027年前发生军事冲突的概率约为11%——且中国人民解放军缺乏现代作战经验，已有逾40年未参与过实际战斗行动。

无论如何，潜在风险非同小可。一旦台湾海峡遭到封锁，全球科技生态系统和消费品市场将受到巨大冲击，台积电也很可能因此陷入瘫痪。经济学家估算，台湾海峡封锁将令全球GDP增速下滑5%。美国企业库存仅能支撑数月。若供应链持续中断，很可能对全球经济造成灾难性影响。有研究机构估算，台湾海峡封锁将导致美国GDP下跌6.7%——跌幅约与全球金融危机(GFC)期间相当——而中国GDP则可能萎缩17%。<sup>8</sup>

石油与半导体贸易高度依赖咽喉要道  
各地区依赖度(%)



资料来源：美国能源信息署(EIA)，《短期能源展望》，2026年2月；英国石油公司统计评论：台湾地区；全球卫报。石油数据截至2025年上半年，半导体数据截至2024年。  
注：全球石油供应的地区依赖度以通过特定咽喉要道的石油供应量来衡量。半导体的地区依赖度以台湾地区制造的半导体占比份额来衡量。美国能源信息署的分析基于Vortexa油轮追踪数据及巴拿马运河管理局数据，采用美国能源信息署的换算系数与计算方法。全球海运石油贸易数据统计范围不包括国内贸易量，但包含经由全球咽喉要道及好望角的贸易量。丹麦海峡数据不包含经由基尔运河的流量。巴拿马运河数据按财年(10月1日至次年9月30日)进行统计。

<sup>7</sup> 美国国会研究服务部，“台湾地区：国防与军事问题”，2026年2月9日。

<sup>8</sup> “10万亿美元之争：中美台湾战争的模型分析”，彭博经济研究，2024年1月8日。

## 挑战何在？

# 2. 能源冲击 凸显欧洲 困局

能源依赖局面对欧洲经济构成持续挑战。该地区经济现已不再依赖俄罗斯天然气，实现了供应来源多元化，但转而依赖挪威、美国及海湾国家。<sup>9</sup>尽管该地区正寻求开拓来自加拿大和北非生产商的供应渠道，但供应多元化并不等同于能源自给自足。欧洲电价为美国的2至4倍，能源价格冲击进一步制约了欧洲的竞争力。<sup>10</sup>

当前冲突也对欧洲货币政策产生了显著影响。能源价格冲击推升了通胀水平，欧洲央行(ECB)与英国央行(BoE)即使在本地经济未过热的情况下，也已释放出加息信号。

由于维护价格稳定是两家央行的唯一目标，二者均不具备如美联储般的政策灵活性——后者肩负着平衡通胀与充分就业的双重使命。

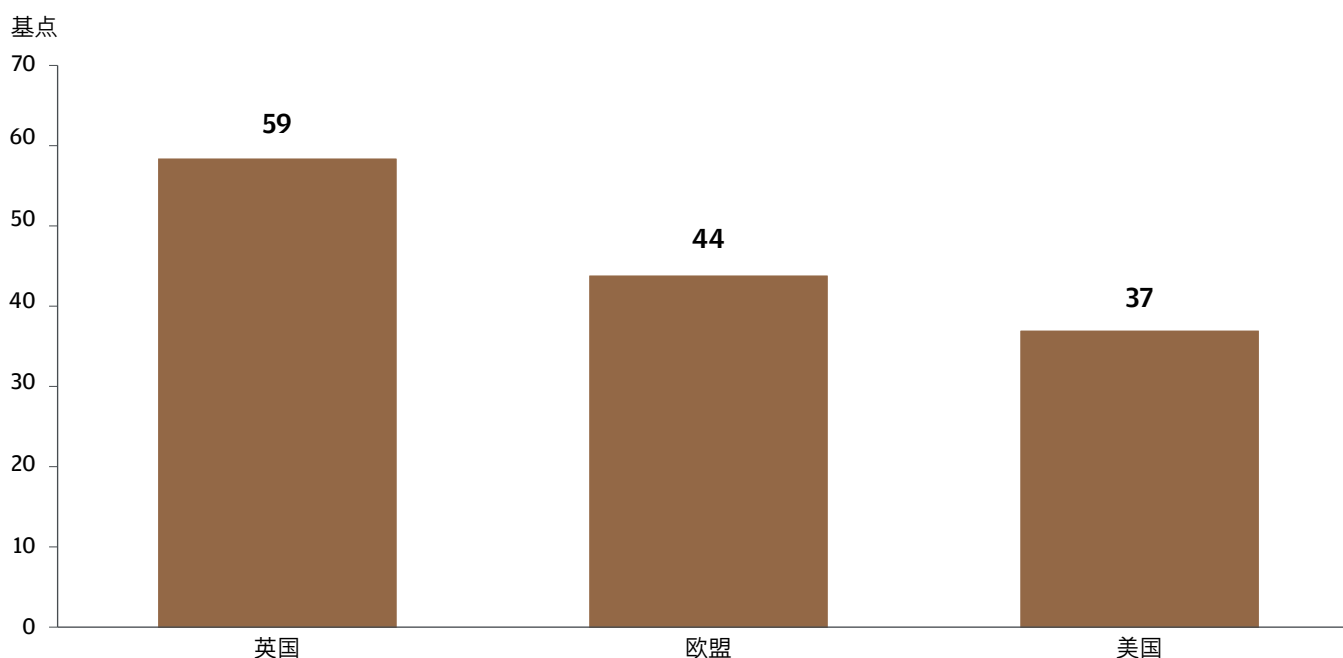
尽管外部冲击压力巨大，欧洲经济增长与创新的结构性阻力依然存在。欧洲各国政府在国防和基础设施支出方面，仍需在高赤字压力下寻求平衡。在全球债务与GDP比率最高的十个国家中，有六个位于欧洲。<sup>11</sup>

<sup>9</sup> 美国约占欧盟天然气进口总量的27%，较2021年的5%显著提升。根据能源经济与金融研究所预测，新签订的合同有望将这一占比在2030年前升至40%左右，约占欧盟液化天然气进口总量的80%。

<sup>10</sup> Tom Fairless与Max Colchester，“欧洲绿色能源跃进大幅降低排放——同时重创经济”，《华尔街日报》，2025年12月1日。

<sup>11</sup> 这些国家包括英国及五个欧盟成员国：希腊、意大利、法国、比利时与西班牙。国际货币基金组织，2024年。

### 欧洲的利率重新定价幅度大于美国 2027年12月隐含隔夜利率变动，基点



资料来源：彭博财经。数据截至2026年4月20日。变动幅度以2026年2月27日定价为基准测算。

预算审批进程也已成为政治争议焦点。法国的多轮财政僵局便是明证。英国的困境同样突出：经济在有限的财政空间、长期生产率挑战与债务市场对高公共部门债务的警惕之间艰难平衡。人口老龄化将进一步加剧财政收支平衡压力。

欧盟(EU)已按“对重速度”模式运行——例如，并非所有成员国均使用欧元或全面加入无边境申根区。<sup>12</sup>若欧洲核心与外围区域之间的紧张关系预计将进一步加剧，进而带来赢家与输家的分化。民粹主义及非中间派政党的崛起亦表明，权力与政策可能发生转变，最早或于2026年八个欧盟成员国举行选举后显现。<sup>13</sup>

此外，正如前欧洲央行行长马里奥·德拉吉(Mario Draghi)所指出，欧洲的创新受制于监管分化和融资渠道有限<sup>14</sup>。研发支出约占欧盟GDP的2.2%，低于美国(3.6%)与韩国(5.2%)。欧盟在全球科技收入中的份额已出现下滑，而美国的份额则在上升，欧洲生产率约为美国水平的77%。过去五年间，欧洲在全球外国直接投资(FDI)流量中的占比已缩减至原来的一半。欧洲风险投资规模相当于GDP的0.05%，仅为美国水平的十分之一。<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> 通过“强化合作”等机制正式选择退出欧盟政策与条约，使部分成员国得以在未获全集团共识的情况下先行一步，但此举亦使欧洲分层格局制度化。

<sup>13</sup> 斯洛文尼亚、匈牙利、瑞典、拉脱维亚及丹麦五个欧盟成员国将于2026年举行新议会选举。葡萄牙、爱沙尼亚与保加利亚将于2026年进行总统选举。

<sup>14</sup> 欧盟拥有270个科技相关监管机构及逾100部科技相关法律。

<sup>15</sup> Sharmila Whelan, “欧洲经济保持稳健，但阻力积聚”, Haver Analytics, 2025年10月8日。



## 挑战何在？

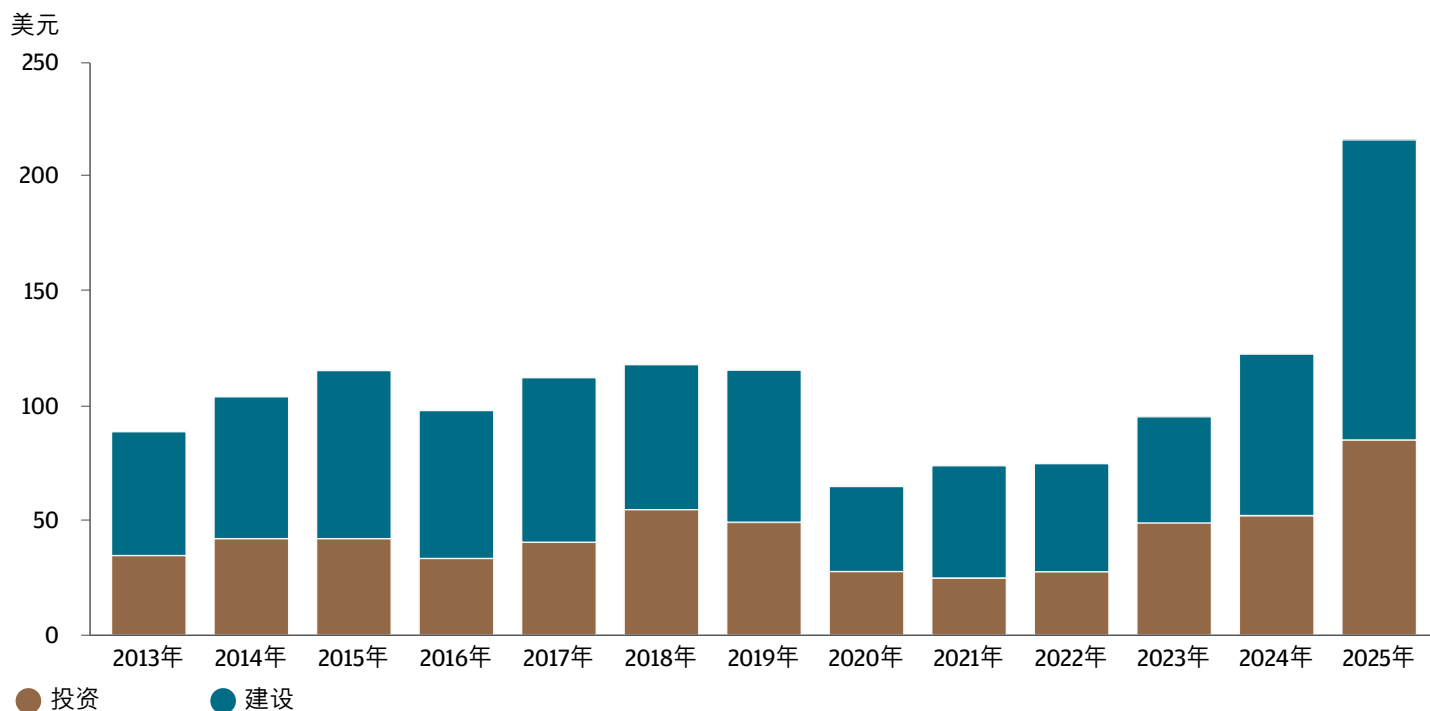
### 3. 中美关系驱动 产业政策 调整

全球地缘分化最重要的结构性驱动因素或许在于中美关系的长期演变。随着时间推移，战略竞争日益通过产业政策呈现，包括出口管制、国防监管、补贴措施、采购优先策略以及“可信供应链”规则，这些政策工具决定了哪些企业可以参与其中。对投资者而言，这意味着市场可能会变得更加分割，中国和美国分别主导的生态体系之间的分界将日益明显。

中国正借此契机拓展其在传统上亲美或依赖美国的区域中的影响力。定向的外国直接投资与大规模全球倡议(尤其是“一带一路”倡议)已显著拓展了中国的金融与实体布局。根据中国商务部数据，按名义价值计算，2025年是“一带一路”倡议启动以来投资最为活跃的年度。对投资者而言，意义不仅在于投资规模本身，更在于投资所能构建的持久合作关系。

#### 迄今为止最大规模的“一带一路”投资年份？

中国对“一带一路”沿线国家的非金融直接投资(十亿美元)



资料来源：中国商务部。绿色金融与发展中心。数据截至2025年12月。

拉丁美洲充分展示了中国如何在曾被视为美国势力范围的地区构建联系网络。2025年中国对巴西投资达530亿美元，自2020年以来对其他拉美国家的累计投资达500亿美元，这些投资所支撑的贸易通道与大宗商品供应关系正持续强化中国的战略纵深。<sup>16</sup>美国与南美洲的贸易额从2010年的2,700亿美元增长至2025年的3,780亿美元。相比之下，中国与南美洲的贸易额从2010年的1,580亿美元跃升至2025年的4,380亿美元。

在欧洲，中国的经济影响力体现在其在商品进口中占据显著份额，以及一系列战略性基础设施与产业投资中，包括上海的中远海运集团对希腊比雷埃夫斯港的控股权。中国参与的项目还包括布达佩斯-贝尔格莱德铁路项目及匈牙利电动汽车(EV)电池项目。甚至在北极区域，北京与莫斯科方面协同推进的“极地丝绸之路”构想，也展现了中国对塑造未来商业航线和获取战略资源的兴趣。

中国不断扩张的经济影响力在当前地缘政治背景下显得尤为关键。中东冲突已使美国宝贵的军事资产(包括先进导弹防御系统、海军陆战队及海军航空母舰)从亚洲调离他处。

日本、韩国与菲律宾官员的公开表态，显示外界对中国加强地区军事压力与扩大自身影响力的担忧日益升温。

即便未发生直接对抗，对美国战略注意力转移的认知也可能加速其盟国的对冲行为，促使这些国家分散其安全关系、贸易纽带和技术采购模式。

自美国于2025年提高中国商品关税以来，中国也大幅提升了对非美市场的出口规模并构建了新贸易关系，尤其是在新兴市场。例如，从2022年至2025年8月，中国对新兴经济体的清洁能源技术出口份额已由23%升至31%，<sup>17</sup>凸显了中国在全球能源市场影响力的扩大，在当前全球能源冲击过后，这一影响力或将更加显著。

尽管2024至2025年中国对美出口缩减20%，中国的总体出口规模仍扩大了近2,000亿美元。据摩根大通地缘政治中心分析，中国政府最新五年规划“将去全球化与竞争视为全球经济的主导驱动因素，并相应优先推进供应链韧性、技术自给自足与军事现代化进程。”<sup>18</sup>

<sup>16</sup> 绿色金融与发展中心，2025年。自2020年以来，中国通过“一带一路”倡议已在拉丁美洲地区投资约300亿美元。这一数字不包含以下非“一带一路”区域性重大投资：2025年对巴西的530亿美元投资，以及2017至2024年间对墨西哥的23亿美元外国直接投资净额。这些资金旨在支持贸易通道和大宗商品供应关系建设，从而增强中国的战略纵深。

<sup>17</sup> 彭博新能源财经，2025年8月。

<sup>18</sup> Derek Chollet，“世界之窗”，摩根大通地缘政治中心，2026年4月2日。



## 美国(及其盟友) 的反制行动， 形成各自分立的 生态系统

美国正在积极采取应对措施。近十年来，保护主义关税政策已大幅减少美国从中国的直接进口规模(即便部分中国商品经由第三国转运进入美国)。美国还与主要盟友(尤其是荷兰和日本)协调行动，限制向中国出口先进半导体设备，并以国家安全为由，敦促英国、加拿大和澳大利亚等多个伙伴国家，禁止中国领先科技企业华为进入其关键信息网络。

人工智能将成为中美关系演变的核心驱动力。由美国设计、台湾制造的英伟达芯片，仍是全球经济中最具战略敏感性的技术之一。美国的出口政策日益趋向对特定先进产品实施精准管制，并在严格条件下执行逐案许可审批。

有报导称，中国人工智能实验室曾试图通过非法渠道获取受管制芯片<sup>19</sup>，这一点向投资者揭示了一个关键信息：中国本土半导体产业虽在持续进步，但在技术前沿领域的发展仍显落后。目前，缩小这一技术差距已成为中国的国家优先战略，并获得了大规模资本投入和政策支持。

美国亦开始在拉丁美洲对中国的影响力展开反制。在美国发动突袭行动逮捕委内瑞拉总统尼古拉斯·马杜罗(Nicolás Maduro)、意图扶植更为亲美政权后，巴拿马最高法院也裁定香港长江和记实业有限公司运营巴拿马运河的港口业务属于违宪，运河控制权随之回归巴拿马政府。此举标志着重大的战略转变，因为巴拿马原本是中国在该地区最紧密的战略合作伙伴之一。

---

## 地缘分化趋势 成为推动“国家 龙头企业”的 动力

除了当前的安全忧虑之外，对投资者而言，更深层的风险在于以中国为中心的经济集团正逐步成形，与美国主导的集团并行竞争——二者各自拥有独立的标准体系、供应链及“可信”供应商名单。值得强调的是，中国无需彻底取代美国也可从中获益。只要美国的贸易伙伴选择分散风险——例如深化与中国政府的合作关系、采纳中国主导的标准、或将新增投资导向与中国相关的供应链——中国便能从中获益。

对市场而言，这一趋势带来的是结构性影响：随着贸易与生产生态系统的两极分化，投资回报可能日益取决于地缘政治阵营与战略整合程度，而不仅仅是增长前景与盈利能力。市场准入、融资环境与竞争程度或将在不同集团之间逐步分化。

---

<sup>19</sup> Thomas Howell、Sujai Shivakumar与Charles Wessner，“平衡账目：美国芯片技术对华出口管制”，战略与国际研究中心，2024年2月21日。

## 机遇何在？

# 1. 新兴市场或将受益

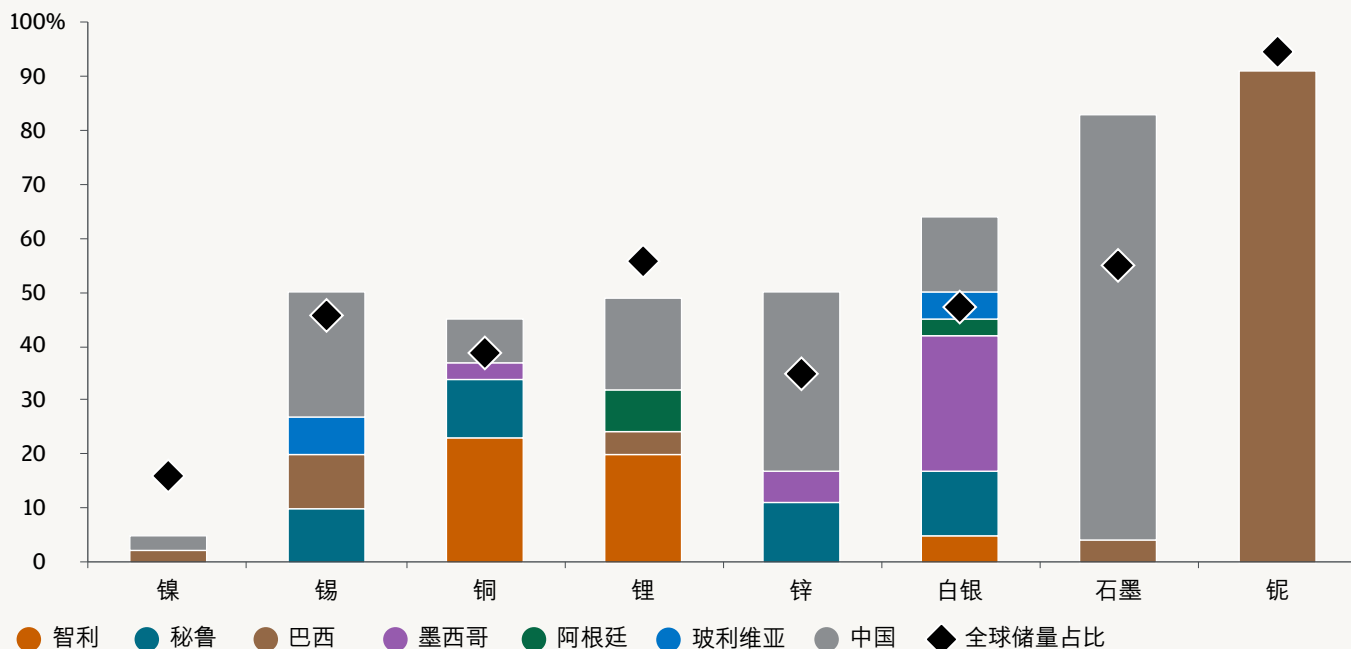
地缘分化趋势或将为新兴市场带来长期机遇。宏观基础已经奠定：新兴市场的债务占GDP比率、通胀率及经常账户等关键指标均已显著改善。自2021年底以来，新兴市场石油进口国的平均石油储备规模已翻倍增长。几乎全部新兴经济体的实际利率均高于美国。<sup>20</sup>

这些缓冲因素有助于解释为何在能源冲击期间，新兴市场的信贷与外汇表现均优于欧洲市场。全球经济进一步分化，有望为新兴市场带来新的议价能力——特别是对资源生产型经济体以及具备规模化制造能力或战略地理优势的国家而言。

拉丁美洲在人工智能与能源转型所需的资源方面具备独特优势，其铜储量占全球比重超过40%，已知锂储量占全球储量近60%，同时蕴藏丰富的镍、稀土以及农业和能源资源。过去20年间，该区域的外国直接投资规模翻倍，其中巴西成为了首选投资目的地。该地区具有吸引力的人口结构、完善的供应链物流与基础设施，也有助于其向价值链上游攀升。

拉美各国央行在管理通胀方面表现出色，某些情况下甚至优于发达市场的央行。<sup>21</sup>该地区的央行致力坚守货币政策与通胀目标，使得当地货币能够持续升值，进而形成低波动性的市场环境。

新兴市场国家掌握全球所需资源  
若干矿物的产量和储量占比(%)



资料来源：矿产品概要、美国内政部、美国地质调查局。数据截至2022年12月31日。

<sup>20</sup> 桥水联合基金数据显示，与此同时，纳入我们新兴市场基准指数的经济体的债务占GDP比率已从2022年的65%降至当前的60%，平均通胀率也已降至4%以下。

<sup>21</sup> 尽管面临高企的财政赤字与强劲内需，拉丁美洲国家平均用13个月的时间控制住了后新冠疫情时期的通胀浪潮——比美国和欧洲快8个月。巴西、墨西哥、哥伦比亚、智利和秘鲁的通胀管理表现尤为出色。

最后，拉丁美洲的政治周期正在发生变化，相较于先前的左倾民粹主义政府，更加务实且亲商的政府正在回归。法治秩序与投资确定性的恢复，有望重振国内投资，并吸引更多外国直接投资。全球企业将利用拉美的竞争优势，满足全球对拉美资源的强劲需求。

**海湾经济体**正凭借其雄厚的资产负债表实力与丰富的能源储备，着力构建成本更低的人工智能时代产业基地。自2019年起，沙特阿拉伯已将人工智能数据中心建设列为优先发展项目，力图从人工智能对区域经济的贡献中成为重要参与者和受益方。<sup>22</sup> Humain与黑石集团之前达成价值30亿美元的数据中心合作项目，成为近期的一项标志性成果。<sup>23</sup>

海湾国家领导人仍需应对水资源短缺及地缘政治动荡等诸多挑战。例如，巴林境内的多个亚马逊数据中心曾在本次冲突中遭受破坏。这些发展或可引发新一轮安全支出浪潮，有助于让国际科技和金融投资者对其在该地区的资产安全建立信心。最理想的情景，就是中东地区将迈向更加安全稳定的局面。

**东亚地区**在关键人工智能基础设施制造能力方面占据全球主导地位，包括台湾地区的先进半导体制造(台积电供应全球大部分芯片)、韩国的存储芯片(占全球产能的75%)<sup>24</sup>以及中国的稀土开采(占全球的70%)与加工能力(占全球的90%)。<sup>25</sup>

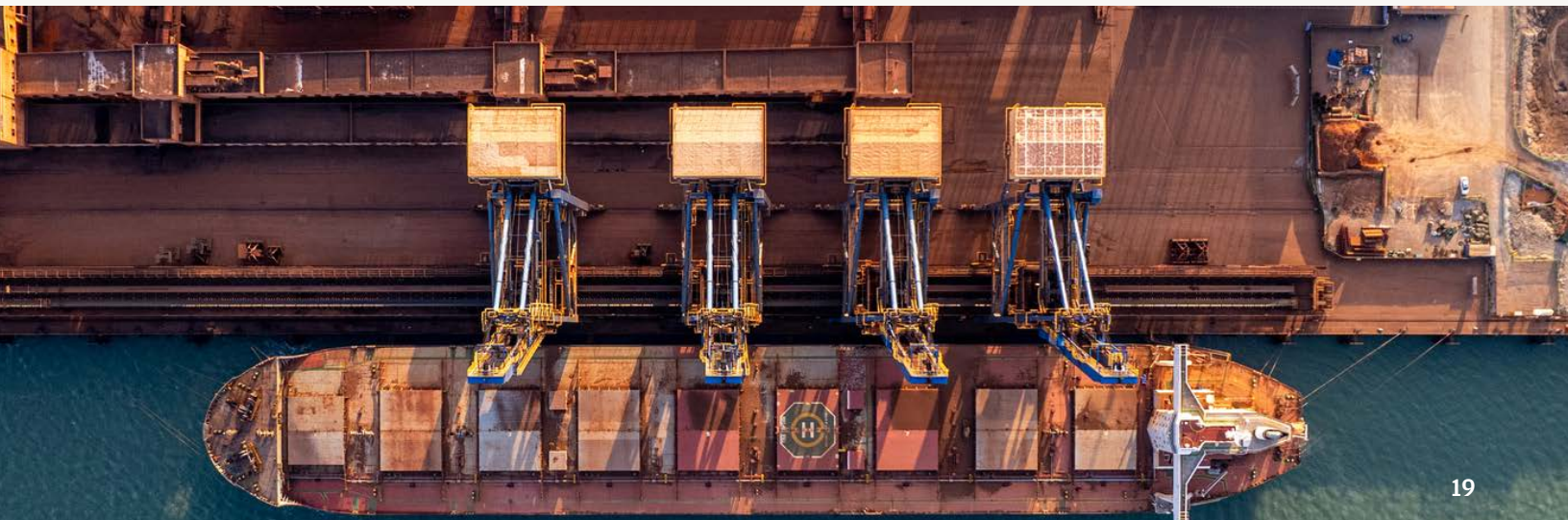
若人工智能资本支出周期持续——无论是通过代理型模型对运算力需求的提升、超大规模科技企业数据中心的进一步扩张，还是机器人技术的普及应用——对相关产品的需求或将重演以往超级周期的模式。这将使东亚制造商凭借其在人工智能供应链关键环节的出口规模与定价权，获取超常份额的收益。

<sup>22</sup> 沙特王国于2019年正式成立了沙特数据和人工智能局。

<sup>23</sup> 其他重要里程碑包括：沙特在利雅得举办的LEAP 2025科技大会上宣布了总额17.9亿美元的人工智能投资计划；甲骨文公司的Mostaqbali人才培养计划预计至2027年培养5万名沙特人工智能专业人才；与阿里云达成合作；Humain与黑石集团的数据中心项目，该项目涵盖三大主要产业综合体，其建设成本预计将比在美国低30%；以及其他项目。

<sup>24</sup> Jihye Lee，“韩国警告称中东冲突持续或将损害芯片产业”，《华尔街日报》，2026年3月5日。

<sup>25</sup> Gracelin Baskaran，“中国稀土及永磁材料出口新规威胁美国国防供应链”，战略与国际研究中心，2025年10月9日。



## 机遇何在？

# 2. 发达市场有望 在全球化格局 与自主发展间 取得平衡

尽管全球地缘分化的局面在本质上会带来更高成本，但其结果未必全然负面。较为乐观的情景是：各经济体带著明确目标来牺牲部分经济增长与效率收益，以换取安全性与韧性，同时在经济和金融层面与可信赖的夥伴继续保持紧密联系。在这种情况下，地缘分化是对全球化进行优化与重塑，而非将之瓦解，有助于更有效的地缘政治风险管理。

我们可在欧洲与美洲观察到这种“选择性地缘分化”的雏形。

在欧洲，各国政府已在安全事务上展开协调，经过多年投入不足后，目前的国防开支已较2014年水平翻倍甚至增至三倍。下一步可能是实现联合采购和一体化的国防供应链。<sup>26</sup>

资本市场亦可能参与其中，并已在助力构建战略韧性。摩根大通去年启动的1.5万亿美元、为期十年的“安全与韧性倡议(SRI)”，旨在为量子计算、医疗保健、人工智能及能源基础设施等领域提供融资。<sup>27</sup>

加拿大、美国与墨西哥或将成为选择性地缘分化的指标性案例。这一长期经济联盟的区域贸易规模约为每年2万亿美元。<sup>28</sup>北美相互依存的价值链支撑着一个深度整合的跨境生产生态系统<sup>29</sup>，其中来自一国的进口商品常在另一国被加工转化为最终产品。

2025年，墨西哥的对美先进技术产品出口首次超越中国。数据中心相关出口额首次显著超越了汽车相关产品。<sup>30</sup>

该联盟的竞争优势包括北美国家的地理邻近性、规模效应、丰富的能源与原材料、先进的制造能力、深厚的资本市场以及共同的法律框架。未来《美墨加协议》(USMCA)可能重启谈判，这一动向值得密切关注。

若地缘分化朝着正确的方向演进，全球化并不会消亡。供应链将变得更加可靠，资本将提升韧性，经济利益一致的贸易联盟将进一步深化整合。

<sup>26</sup> “北约国家国防开支(2014年至2025年)”，北大西洋公约组织，2025年6月3日。

<sup>27</sup> 摩根大通预计，该安全与韧性倡议将通过直接股权投资和风险投资投入高达100亿美元资金。该更广泛的倡议旨在动员战略产业领域的贷款投放与资本市场活动。

<sup>28</sup> 美国贸易代表办公室，2022年。

<sup>29</sup> 例如，美国自墨西哥进口的商品中63%为用于后续加工的工业产品，自加拿大进口的商品中该比例为72%。美国制造商协会，2025年11月12日。

<sup>30</sup> 美国人口普查局，2026年2月。

## 机遇何在？

### 3. 中国资产或 迎来长期 牛市

过去十年，中国股市大多时间表现不及亚洲区内的其他股市——尽管中国GDP年均增速保持在5%-6%区间，且政府已持续推出基建投资及政策宽松等多项支持措施，MSCI中国指数的整体走势仍落后于MSCI亚洲(除中国外)指数。经济增长并未转化为市场表现的提升。

然而，全球投资者有两大关键理由值得重新关注中国股市：估值水平与人工智能趋势。

目前，MSCI中国指数相对于MSCI亚洲(除中国外)指数的折价幅度处于约20年来的最高水平。在市场预期低迷、持仓偏轻的情况下，中国股市可能成为亚洲区唯一能为投资者提供布局潜在人工智能受益标的的市场。这一优势有望推动中国股市开启新一轮牛市行情。

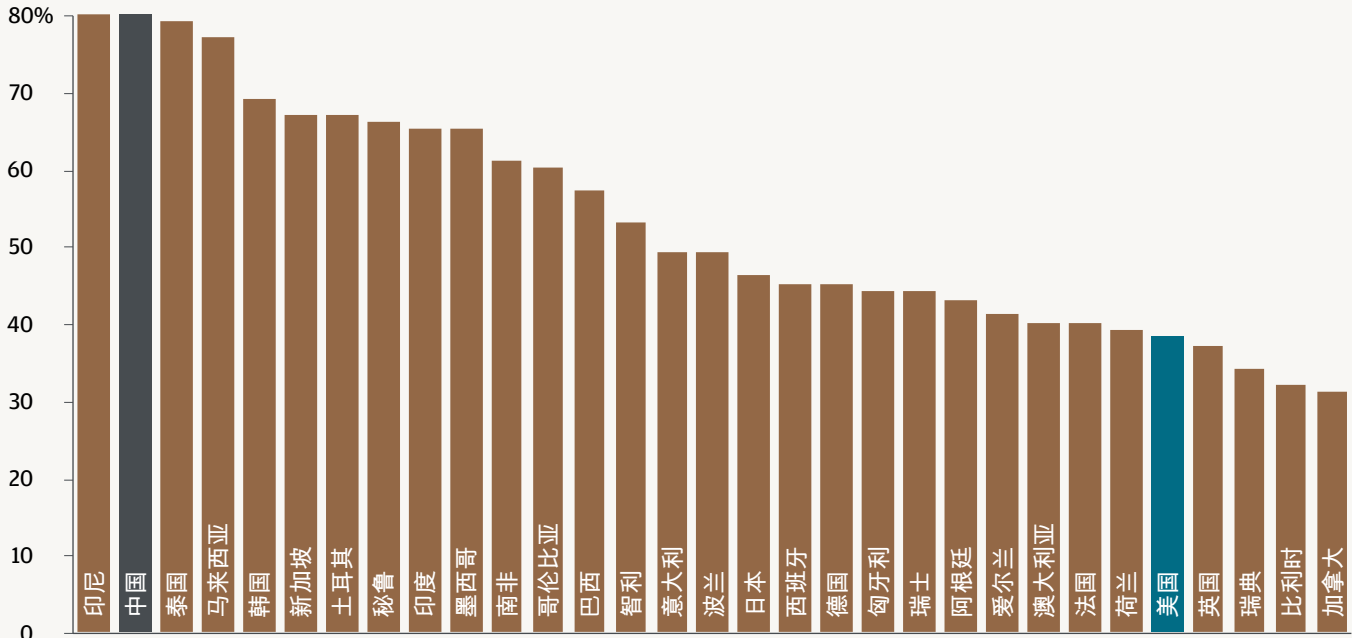
为确立在人工智能发展的领先地位，中国政府大举投资相关领域，将数百亿美元资金投入至科研机构及相关基础设施中。中国培养的STEM领域毕业生约占全球总数的40%，<sup>31</sup>而全球十大生成式人工智能发明中有七项源自中国。<sup>32</sup>

<sup>31</sup> 安全与新兴技术中心，2023年11月27日。

<sup>32</sup> 世界知识产权组织，“生成式人工智能专利态势报告”，2024年。



### 中国消费者对人工智能的态度似乎较美国消费者乐观 对使用人工智能制造的产品与服务持积极态度的受访者百分比



资料来源：益普索人工智能监测报告。数据截至2024年4月19日至5月3日。

另一项衡量指标显示，中国的发展势头似乎正在超越发达市场：一项调查发现，中国有80%的受访者对人工智能产品与服务表示期待，相比之下，美国这一比例仅为38%。从历史角度看，生产率增长一直取决于新技术的采纳速度。在人工智能被视为威胁的国家，政策往往倾向于加强监管、延迟应用并保护现有产业。中国则展现出迅速将人工智能融入工作、消费及日常生活的态势。

中国的超大规模科技企业百度、腾讯与阿里巴巴采取了与美国竞争对手截然不同的策略，部分原因在于这些企业仍被限制采购尖端组件。它们优先追求的并非基础设施资本支出，而是更重视商业应用和运营效率。例如，它们正加速推动人工智能在终端产品中的应用步伐，如比亚迪的电动汽车。<sup>33</sup>

中国在人工智能竞争中的最大优势或许在于能源领域。中国电价水平约为美国的一半，且正持续专注于提升发电能力。煤炭占中国能源消费近60%，但自2005年以来，仅新增的风电、太阳能、水电及核电发电量就已超过6万亿千瓦时。为了更直接理解这一数据：这些新增发电量相当于2025年美国总耗电量的1.35倍。<sup>34</sup>

若市场周期更看重实际应用与生产率提升，同时中国政府也转向采取更加利好营商的政策，中国股市将有望从中受益。

<sup>33</sup> Brian Buntz, “比亚迪与DeepSeek计划为1万美元以下车型引入‘天神之眼’自动驾驶功能”, 《研发世界》, 2025年2月11日。

<sup>34</sup> Antonio De Pinho, 《电力鸿沟：中国、美国与电网未来》, 范达投资, 2025年12月2日。

# 投资启示

我们一直认为，尽管地缘政治冲击在人道层面带来巨大灾难，也必然引发投资者的关注，但对多元化投资组合的长期影响通常有限。尤其是在冲突未对能源供应造成实质性扰动的前提下，这一判断依然成立。

尽管中东冲突带来了明确的下行风险，但我们认为，在能源供应持续受扰的背景下，市场出现反弹是合理的。中美两国的政策制定者都希望将能源价格维持低位，因此无论是地缘政治冲突抑或市场波动，风险最终都可望化解。

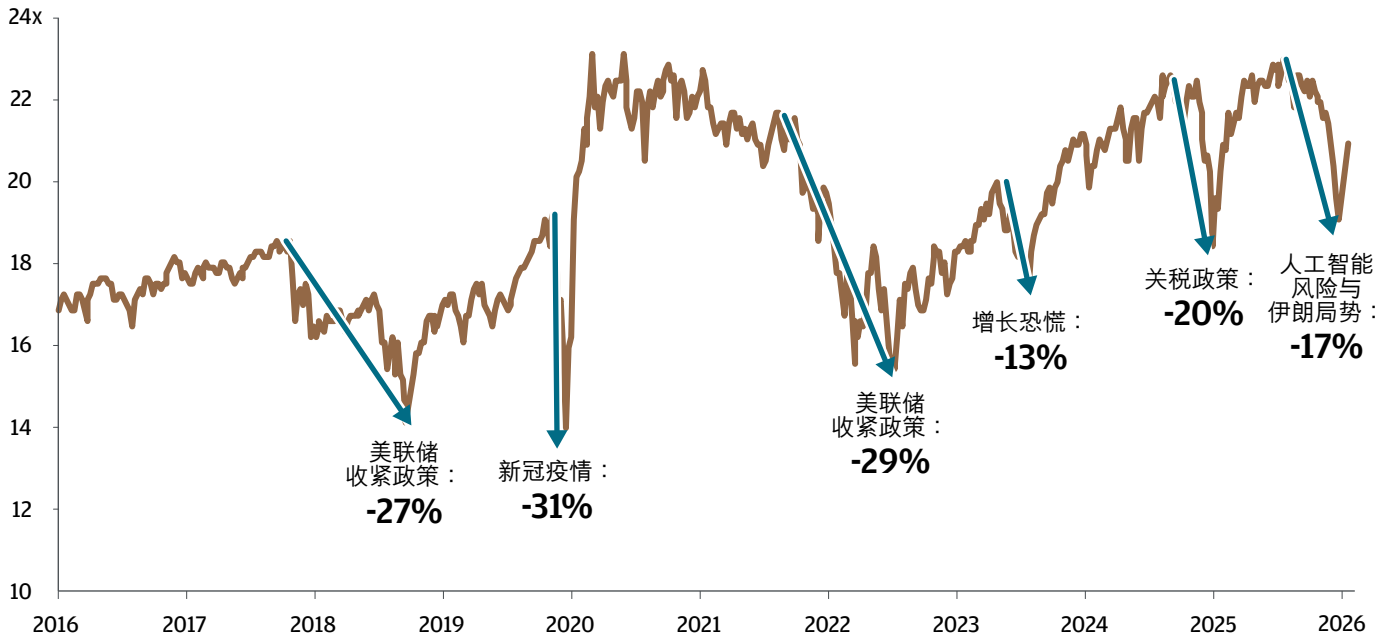
在中东冲突爆发后的一个月内，美国股市出现10%的回调，标普500指数市盈率倍数一度跌破20，而盈利修正趋势则持续上行。VIX波动率指数曾突破30，从历史经验来看，这一水平通常预示着强劲的后续回报。我们的历史数据分析显示，当投资者在VIX指数收于30以上时买入标普500指数，在随后6个月内实现正回报的概率达到70%至83%，平均收益率达到12.4%。<sup>35</sup>

一旦市场对能源价格的担忧缓解，中小盘股票也有望继续反弹。我们将此视为长期投资者增持美股的机会。

除了作为关键的短期催化因素外，全球地缘分化这一长期主题也正在成为资产回报的重要驱动力量。在获取能源供应、安全贸易通道和关键矿物资源已非理所当然的时代，全球决策者正逐步摒弃单纯追求效率和降低成本的政策取向，转向强化国内韧性和安全保障。这种重视韧性的转变趋势也可能伴随着更积极的财政政策，并形成更大规模的主权赤字。

<sup>35</sup> 我们的历史数据分析回顾了去30年间VIX指数收于30以上的724次情形(不包括最近两次)。结果显示，VIX指数突破30后一个月内获得正回报的概率为70%，而六个月后这一概率上升至83%。

估值已调整至更具吸引力的水平  
标普500指数未来12个月市盈率



资料来源：彭博财经。数据截至2026年4月20日。

我们认为，这些变化最终将有助于为全球经济增长奠定更为坚实的基础，并促进资本流动，但调整过程难免颠簸，并伴随着冲击。为此，我们向长期投资者提出以下五项建议，以助应对这一转型期：

◇ 为新兴市场可能持续上涨做好准备

2025年，新兴市场的表现领先发达市场11个百分点，但过去五年仍年均落后500个基点。新兴市场的低迷期或许已成过去。结构性基础正逐步转化为盈利增长。

就2026年度而言，新兴市场企业盈利预计将增长46%，其市盈率已调整至11.8倍，但仍低于长期历史平均水平。即便新兴市场央行采取了更为正统的政策立场，主权债券收益率依然高于6.5%。目前，几乎全部新兴经济体的实际利率均高于美国水平。随着中东冲突演变，全球投资者或开始将新兴市场股票和固定收益资产视为潜在的回报驱动力，因其具备广泛的结构性支撑、基本面改善以及相对具吸引力的估值水平。

其中，台湾地区和韩国这两个新兴市场，在全球半导体供应链中占据核心地位，有望受益于人工智能投资周期。此外，全球地缘分化与产业再投资预计将持续广泛支撑大宗商品价格，从而改善多个新兴市场经济体的贸易条件。

这些因素共同为新兴市场公开股票与固定收益资产创造了投资机遇。在全球联盟格局持续演变下，新兴市场或许迎来了一个难得的机遇，获取资本、掌握生产和定价权，而非仅仅被动承受市场波动。

除战术层面的考量外，我们认为投资者应将新兴市场资产纳入其资产配置框架。

### ◇ 布局新一轮以安全为核心的投资机遇

中东地区的持续冲突进一步印证了我们的观点：全球经济的焦点正在转向更加重视安全和韧性。欧洲已着手投资自身的安全防御体系。地处高风险地带的波兰，已将国防开支长期维持在GDP的4.5%-5%。我们预计，海湾国家、韩国及日本的国防支出也可能在当前水平上继续提升。

投资者应认识到，国防开支以国家资产负债表作为支撑，并通过条约承诺与多年采购周期锁定。国防客户群体流失率低，国防公司的收入可见度可长达十年。

私募市场正在为下一代国防与航天技术提供资金：国防科技目前约占全球风险投资总额的8%，相当于2020年占比的两倍左右。

SpaceX、Anduril及Palantir等获得风险投资支持的新兴企业，正在美国国防部的承包商排名中迅速攀升。2025年，自主系统领域获得的风险投资规模增长了143%。<sup>36</sup>

政策制定者亦可能储备关键资源，并通过补贴扩大能源及基础设施等领域的国内产能，以降低未来的脆弱性。在供应受限与地缘政治风险主导的环境下，大宗商品价格及相关生产企业的股票有望持续获得结构性支撑。

---

### ◇ 优先配置国家龙头企业

当全球地缘分化趋势日益加剧，我们预计投资机会将集中于各自阵营可信生态系统内的少数优选企业。地缘分化可能催生各领域的国家龙头企业，当前重点集中在供应链自主、战略制造、国防系统、技术创新、基础设施及能源资源领域。

年初至今，我们识别的一篮子全球国家龙头企业的盈利预期已实现翻倍。投资组合管理的挑战在于精准甄选最具实力的企业，同时应对全球日益分化所必然伴随的更高波动性和政策风险。

---

### ◇ 为通胀分化与外汇波动加剧做好准备

与地缘分化相关的若干长期结构性力量——资源囤积、与安全支出挂钩的财政扩张、能源供应风险、劳动力流动性下降——都预示着主权赤字扩大、通胀波动加剧以及汇率分化加深。这凸显了全球投资者分散货币敞口配置的重要性。

其中一个实现这一目标的方式，就是配置黄金。我们建议投资者可将投资组合的3%至6%配置于黄金。

---

### ◇ 继续聚焦欧洲与中国的主题投资

我们对欧洲资产仍保持高度审慎，更倾向于通过私募市场而非公开市场增加股权敞口。随著国防和基础设施支出上升，将有助于国内工业企业以及其他国家龙头企业的利润增长。我们建议规避汽车与必需消费品板块。市场对欧洲央行加息路径的预期也似乎过于激进。

在中国，我们看好人工智能板块的部分细分领域，但若整体转为更积极立场，我们还需看到政策层面对企业发展给予更明确和有力的支持。

---

<sup>36</sup> Pitchbook，2025年第四季度。

## 第二部分

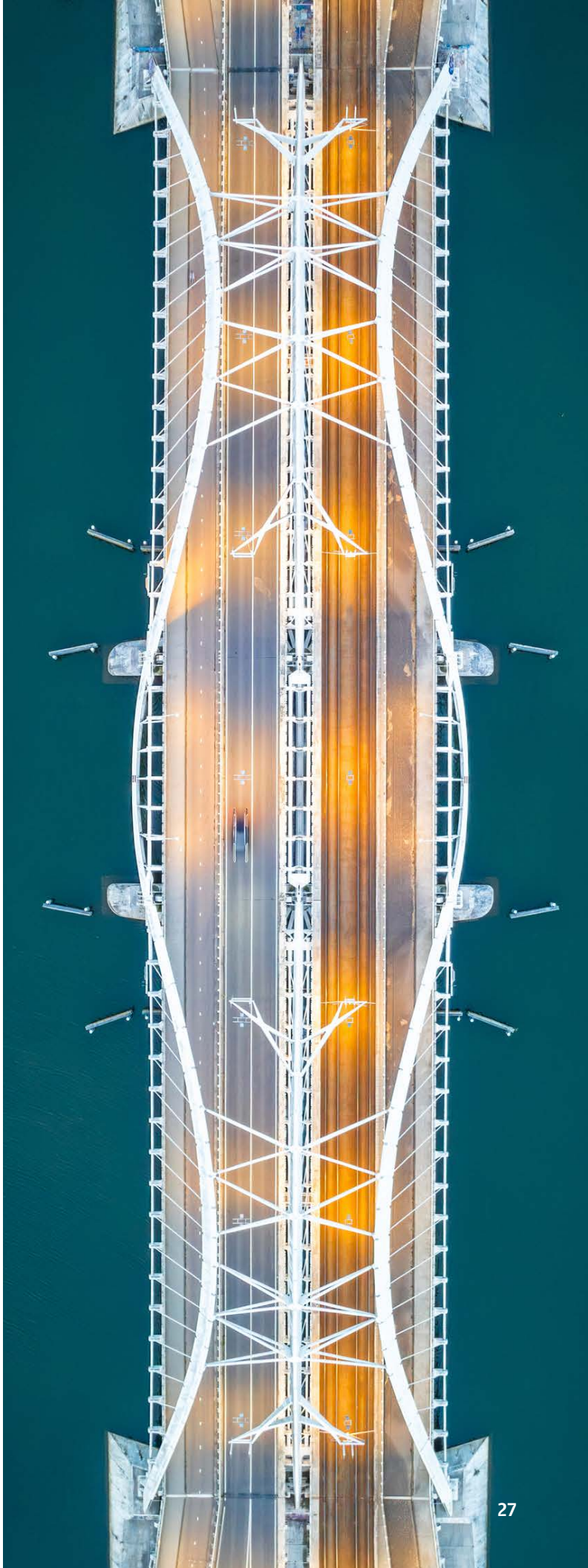
# 通胀新常态： 对购买力持续施压



中东地区冲突引发的3月份能源价格冲击，只是加剧了通胀正在进行的结构性转变。由2020年代开始至今，对于希望累积并保有购买力，以及实现长期投资目标的投资者而言，通胀所构成的风险已远超新冠疫情前时期。

自本十年初以来，美国消费者物价指数累计上涨超过25%，而核心固定收益资产仅录得6%的回报。尽管如此，我们的客户仍有近20%的受托资产配置于现金及一年内到期的证券。

即便在能源价格冲击发生前，美国通胀率经已接近3%，且现金收益率与通胀率之间的差距仍在持续收窄。随着最新能源供应冲击的影响在经济中蔓延，现金的购买力很可能被进一步侵蚀。令人担忧的是，这次冲击只是近期一系列“偶发”事件中的最新一例，这些事件不断推高物价，我们不得不提出一个关键问题：您的长期投资计划，是否能够适应通胀上升、波动加剧的新常态？在这样的风险面前，您的资产是否具备韧性？

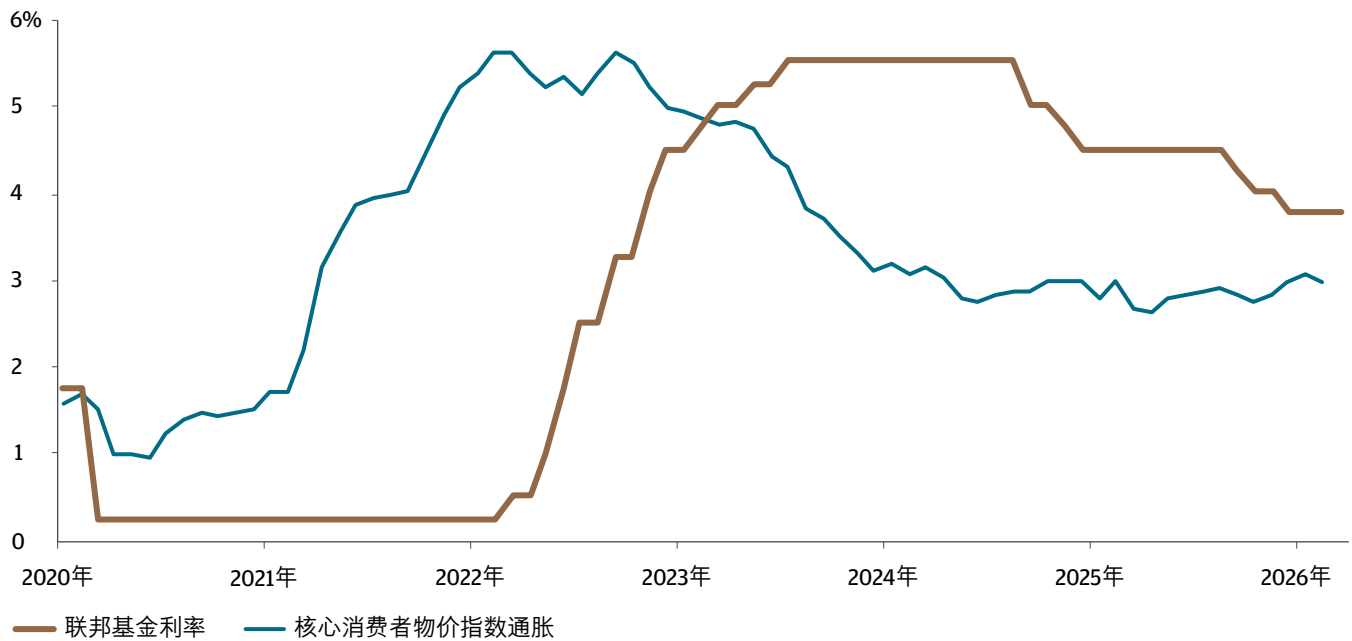


我们认为，通胀将比疫情前更加波动，也更容易受到上行冲击，这预示着股票与债券之间的相关性将上升——因此，更应关注那些波动性低于股票、同时又能在较高通胀环境下表现良好的资产。

我们相信，那些与目标为本规划相匹配、纳入实物资产并采用主动型管理策略(正如多元化对冲基金的操作方式)的投资组合，将比未采取这些措施的组合更具韧性。无论通胀趋于恶化，还是转向更为温和的情景，投资者都应配备一套全面的投资工具以便灵活应对。

能源价格冲击发生前，通胀率已达3%

%



资料来源：彭博财经。个人消费支出数据截至2026年2月28日。截至2026年3月18日的美联储联邦基金利率数据。

## 挑战何在？

# 1. 2020年代 或重演 1970年代 情景

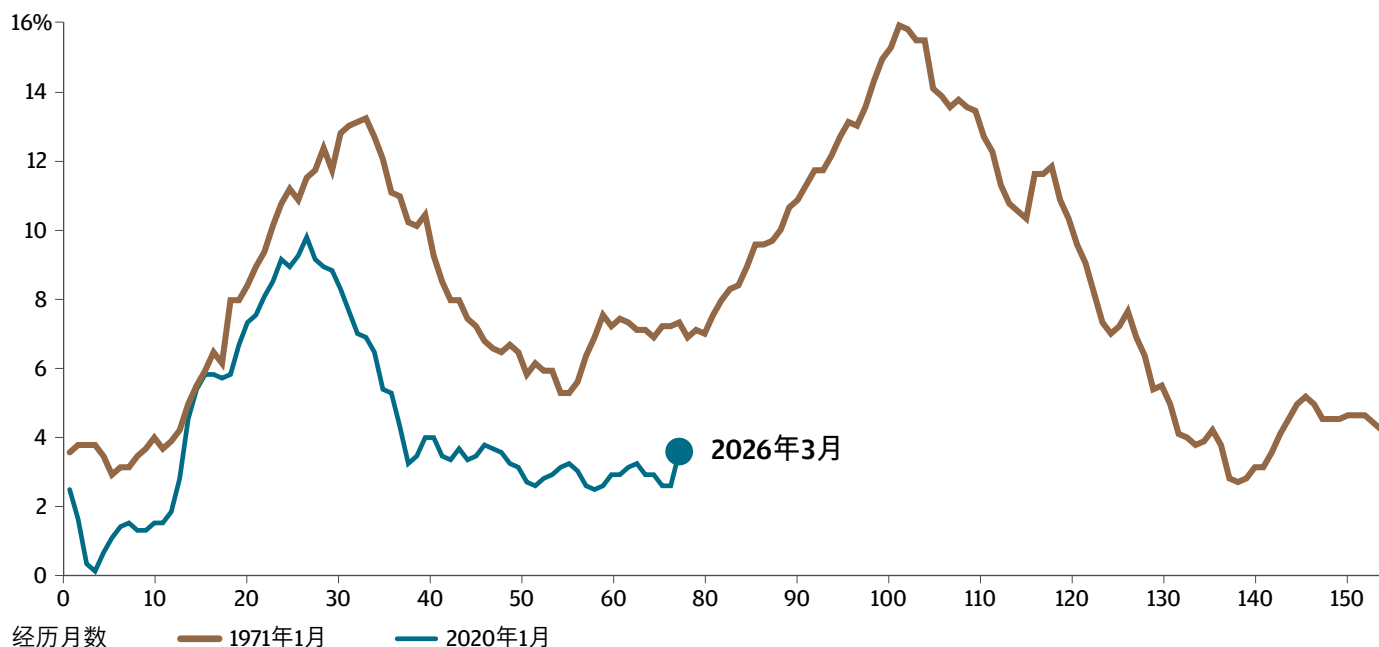
1970年代带来的一个令人不安的教训，也是当下的潜在风险，就是价格冲击接连发生时，这些冲击很容易被市场视为“常态”。自新冠疫情推高通胀以来，美国经济又陆续承受了四轮通胀助推因素：俄罗斯与乌克兰冲突、关税政策调整、移民政策的急剧变化，以及如今的中东冲突。每一次冲击最初均认为是暂时性的，但往往在上一轮影响尚未消退时，新的冲击便接踵而至。

这种反覆出现的通胀冲击，可能会重塑家庭与企业对“常态”的认知，正如1970年代那样——通胀水平随着每一次冲击步步攀升。随着时间的推移，曾经看似异常的价格上涨变得司空见惯。这种预期的转变会渗透到工资、合同条款与企业定价行为之中。<sup>37</sup>

在1970年代，政府在军备和民生上的高额支出（“枪炮与黄油”式的政府开支）与本已过热的经济相遇。如今，人工智能基础设施建设、军备重整与产业政策日益被视为具有战略必要性，这可能使各国政府与超大规模科技企业对价格的敏感度降低。因此，即使部分成本大幅飙升，需求仍有可能持续存在。

另一个可能重现的相似情况，就是供应约束。1970年代，美国经济对资源的高度依赖，<sup>38</sup>放大了大宗商品价格冲击对各行各业的影响。如今的供应紧张局面虽然形式不同，

1970年代出现过两轮显著通胀浪潮  
消费者物价指数，同比变动(%)



资料来源：彭博财经。数据截至2026年3月31日。

<sup>37</sup> 本部分内容受到Matthew Klein的报告《低估》(The Undershoot)以及桥水联合基金通胀分析的启发。

<sup>38</sup> 除1973年阿以战争引发的石油危机外，1970年代大宗商品价格飙升还波及了天然气、工业金属、黄金、白银以及咖啡与糖类。

但可能产生类似的制约效应。包括电网容量与专用设备在内的关键生产要素，可能会随着投资需求加速而成为放大通胀压力的瓶颈。过去一年，印刷电路组件的价格已飙升80%。<sup>39</sup>

无论过去还是现在，能源价格冲击始终是典型风险，尤其当地缘政治扰动持续数周、数月、数季乃至更长时间时。

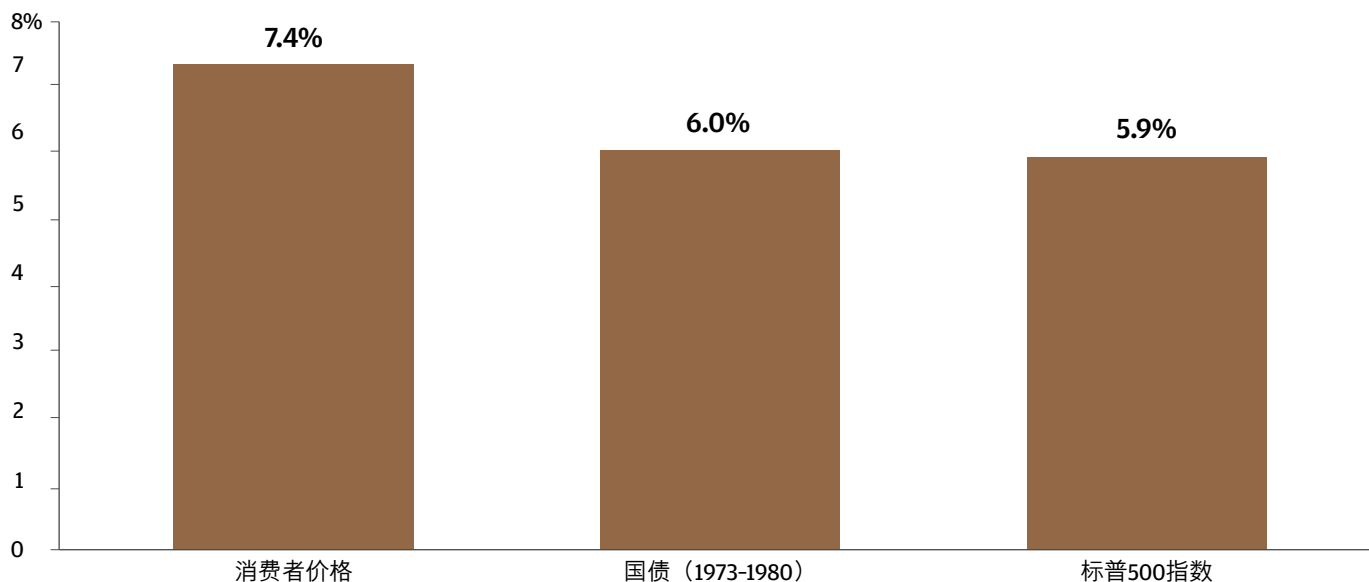
### 货币政策未能有效遏制通胀

1970年代的双峰式通胀周期之所以恶化，是因为美联储过早放松政策，允许实际利率维持在过低水平。尽管当前经济结构与政策重点已大不相同，我们并不认为历史会简单重演，但若美联储重蹈覆辙，则可能触发一项目前尚未被充分重视的通胀风险：尚未动用的住房净值。

自2019年底以来，美国家庭累计增加的财富净值约为66万亿美元，其中包括16万亿美元未被动用的住房净值，这一数字相当于当前年度个人消费支出总额的三倍以上。<sup>40</sup>若按揭贷款利率大幅下降，消费者可能会开始提取并动用这部分资产净值，进而推动消费支出大幅超出企业产能提升的速度，推高物价，并引发一轮难以遏制的通胀型消费浪潮。

消费者与企业对通胀越麻木，抑制通胀的难度和代价就越大。在1970年代，美国股票与固定收益投资的回报均未能跑赢消费者物价的涨幅。当前短期通胀前景已不容乐观，而更令人担忧的是，美国政策制定者(美联储除外)似乎热衷于通过扩大财政赤字来维持经济高热运行。<sup>41</sup>

1970年代通胀跑赢股债表现  
年化回报率，1970年-1980年，%



资料来源：彭博财经。注：国债以彭博美国国债指数为代表，数据自1973年1月31日开始。

<sup>39</sup> 美国劳工统计局，“生产价格指数”，2026年3月18日。

<sup>40</sup> 仅美国家庭资产负债表中的住房部分，未被动用的净值增值就高达约16万亿美元，这部分尚未被变现(即尚未被消费并流入经济体，带动需求)。数据来源：美联储《美国金融账户(Z.1)》，表B.101。

<sup>41</sup> 日本为此提供了样本。其债务占GDP之比已从五年前的220%降至如今的190%。通胀率上升至1.5%-2.0%，工资增速也趋于稳健。政策制定者似乎终于在经历30年停滞后实现了再通胀。日本股市自1989年以来首次创下新高。代价则由日元和本国储户承担。自2022年以来，日本长期国债收益率飙升，达到1990年代末以来的最高水平。日元兑美元汇率跌至1989年以来最低。在2022年通胀回归之前，日本国债年回报率为-2.5%。

## 挑战何在？

# 2.

## 能源价格冲击或与顽固通胀叠加

不妨回顾中东冲突导致能源供应受阻、价格飙升之前的通胀背景。

通胀状况本已顽固。美国核心消费者物价指数与私营部门员工薪酬的年增长率较疫情前时期高出约1.0至1.5个百分点。美联储偏好的通胀指标——核心个人消费支出平减指数(PCE)在2025年显著加速上扬；至2026年1月，其同比涨幅达3.1%，已高于美联储目标。该报告显示，非必需消费者服务领域(如堂食餐饮与个人护理服务)的通胀较为坚挺——这些类别基本上不受全球供应链及关税效应影响。

如此持久的通胀态势表明美国国内需求依然强劲，而消费者的支付意愿较高。与此同时，另一项衡量工资增长的指标——就业成本指数，仍高于新冠疫情前的水平。在家庭储蓄未见增长的情况下，这意味着支出增速加快，从而从需求侧加剧了通胀压力。

随后，正当通胀逐步回落至美联储目标之际，霍尔木兹海峡引发的价格冲击爆发。<sup>42</sup>燃料成本上升开始通过运输、物流及制造业投入等渠道传导至整体经济，同时直接影响家庭预算，并推升通胀预期。美联储研究显示，每桶油价每持续上涨10美元，通胀率将上升约30至35个基点。<sup>43</sup>据此研究测算，若每桶油价持续上涨约40美元(相较于冲突前价格水平)，将导致通胀率上升近1个百分点。

<sup>42</sup> Maximiliano A. Dvorkin、Fernando Leibovici与Ana Maria Santacreu，“2025年关税如何影响价格”，圣路易斯联邦储备银行，2025年10月16日。

<sup>43</sup> 美国联邦储备委员会，“金融与经济讨论系列(FEDS)”，2025年第四季度。



## 政策制定者的艰难抉择

尽管当前的通胀趋势看似远不如2022年严峻，但历史重演的可能性仍值得警惕。2022年2月俄罗斯入侵乌克兰之际，美国核心个人消费支出指数已高达5.2%。随后，这场冲突引发油价飙升60%。美联储对此的回应是在当年累计加息425个基点。标普500指数2022年全年收跌20%；核心固定收益资产下跌13%。

大多数投资组合都因此付出了沉重代价。宏观对冲基金在此期间则录得9%的回报，成为少数能够抵御加息周期的资产类别之一。

联邦公开市场委员会可能被迫面临艰难的政策抉择：是否应该维持宽松倾向(多位委员、财政部长及总统都明显倾向于这一选择)，承担进一步推高通胀及长期债券收益率的风险；还是保持利率稳定；抑或是在部分信贷领域压力加剧之际，重新转向加息，冒着扰乱金融市场的风险。历史经验表明，央行针对能源价格冲击而加息，往往是经济衰退的典型前兆。<sup>44</sup>

<sup>44</sup> Wataru Miyamoto、Thuy Lan Nguyen与Dmitriy Sergeyev，“油价冲击如何传导：货币政策渠道的实证分析”，旧金山联邦储备银行，2024年3月8日。



## 机遇何在？

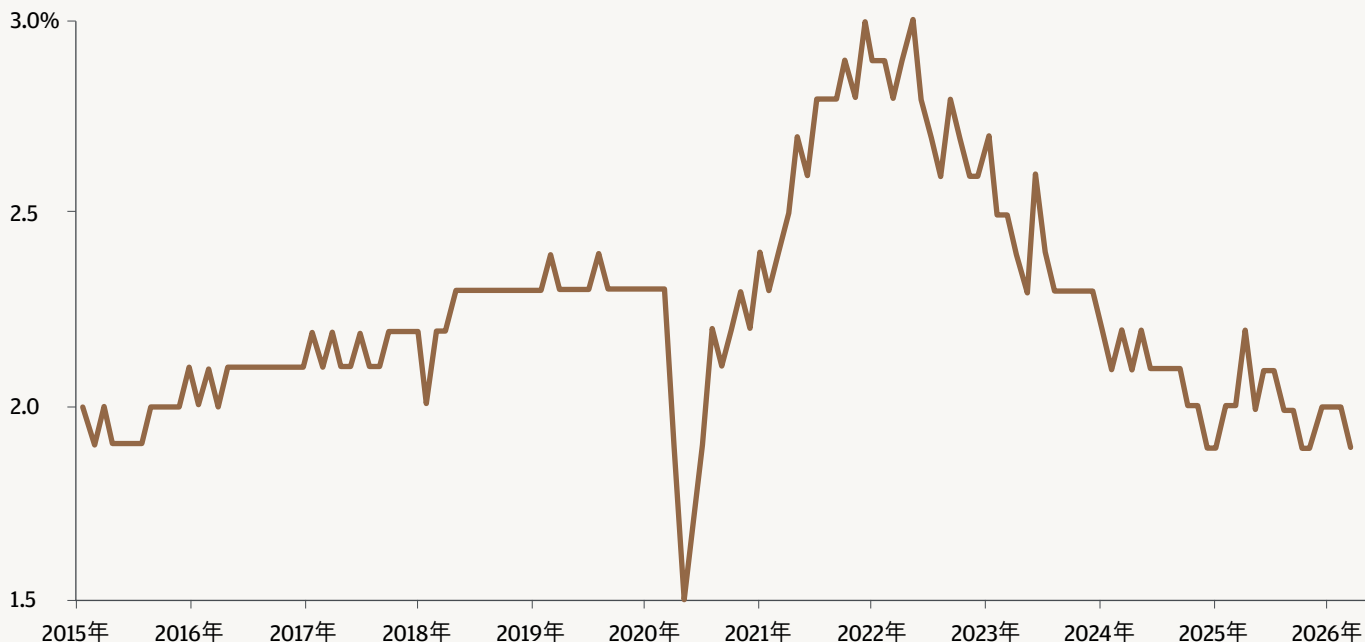
# 1. 劳动力市场宽松对冲价格上行

种种迹象显示，劳动力市场仍存在相当程度的闲置产能。一般而言，在更为均衡的劳动力市场中，职位转换率会较高，转职员工也能获得明显的薪资涨幅。然而，近期无论是离职率还是跳槽劳动者的薪资溢价，均显示当前劳动力市场处于低招聘、低裁员的状态。<sup>45</sup>

目前并无证据显示2022年那种工资 - 物价螺旋式通胀现象再度出现。尽管人工智能的潜在威胁目前尚未广泛冲击就业市场，但很可能抑制薪资增长预期。理论上，移民减少可能会推高工资水平，但目前尚无明显证据显示这一现象已经发生。<sup>46</sup>

无法找到全职工作的兼职雇员人数增加，裁员与岗位削减现象加剧，自愿离职率下降，这些都表明员工对通过更换工作获取更高薪酬或更好工作条件的信心减弱。<sup>47</sup>这些劳动力市场动态往往会制约薪资增长，进而限制服务业通胀。劳动力需求或许是说明通胀虽具粘性但仍然可控的最佳佐证。

更加均衡的劳动力市场对通胀构成下行压力  
美国职位空缺与劳动力流动调查(JOLTS)离职率(经季节调整，%)



资料来源：美国劳工统计局、彭博财经。数据截至2026年2月27日。

<sup>45</sup> JOLTS报告，2026年3月31日。

<sup>46</sup> Simon Mongey，“移民无法解释就业增长放缓”，明尼阿波利斯联邦储备银行，2025年10月1日。

<sup>47</sup> 美国劳工统计局，“就业状况总结(家庭调查)”，2026年3月。

## 机遇何在？

# 2. 关税与能源 冲击或为暂时现象，住房通胀放缓趋势更为持久

虽然物价上涨无疑对美国家庭的食物、电力和核心消费品支出造成了压力，但有理由认为，关税和能源等特殊因素才是当前通胀的主要推手。

2025年6月至8月期间，关税因素对整体个人消费支出通胀的年化贡献率约为0.5个百分点。<sup>48</sup>若剔除关税影响，整体个人消费支出指数涨幅应为2.35%（相比2.85%）。随着关税传导效应逐步消退，或若关税政策因司法行动、贸易谈判或行政当局主动调整而有所缓和，此类价格压力的来源可能逐渐消散，为通胀带来实质性缓解。

住房通胀已经回落。占核心个人消费支出指数权重17.7%的住房分项，其同比涨幅已从2024年末的5%降至2026年初略高于3%的水平。虽然房价仍处高位，购房负担依然沉重，但目前住房成本（包括租赁成本）的涨势已较为温和。待售单户型住宅供应已恢复至正常水平，房价增速也随之放缓。<sup>49</sup>

可负担性承压（部分源于高企的按揭贷款利率）同样可能抑制购房者需求与房价通胀。公寓市场带来的通胀压力则更低：空置率已超越2019年水平，且在近期建设热潮结束后持续攀升。<sup>50</sup>这种闲置状态预计将在2026年持续抑制住房相关通胀。

<sup>48</sup> 约占核心个人消费支出指数年化通胀率0.4个百分点。圣路易斯联储储备银行，2025年10月22日。

<sup>49</sup> 美国劳工统计局，“消费者物价指数”，2026年2月；全美房地产经纪协会，“现有单户型住宅库存”，2026年2月。

<sup>50</sup> 美国人口普查局，“住房空置与住房拥有率调查”，2025年第四季度。



## 机遇何在？

### 3. 全球竞争可能抑制通胀上行

即便国内通胀在边际上依然顽固，全球竞争或有助于稳定物价。来自中国及其他低成本生产国的激烈竞争，可对通胀产生显著的抑制作用。

生产动态(尤其是中国的情况)显示商品价格仍持续面临下行压力。中国疫情后的投资结构已向工业产能倾斜，导致产能过剩、价格竞争白热化及生产者价格通缩。<sup>51</sup>

截至3月份，中国生产者价格自2022年末以来一直处于通缩状态。<sup>52</sup>中国商品出口已大幅超越疫情前趋势水平，而进口则停滞不前。无论是在中国国内、对外贸易伙伴还是第三国市场，竞争压力都在加剧。<sup>53</sup>在最新一期五年规划中，政策制定者再次重申将继续坚持以出口为导向的发展战略。

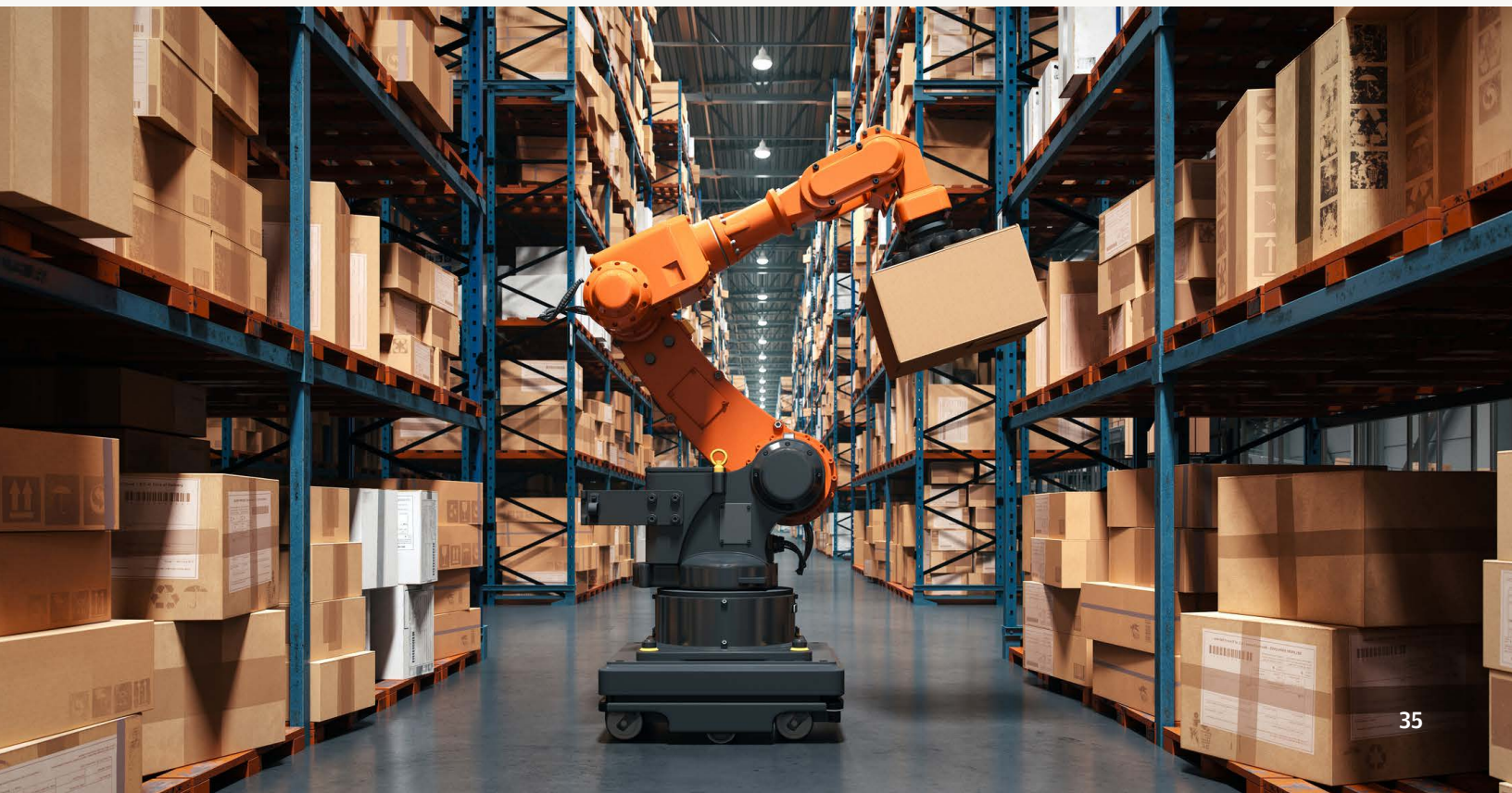
此现象并非仅限于中国。例如，2025年美国从中国及拉丁美洲进口的服装价格均出现下降。<sup>54</sup>全球竞争格局有时能抵消关税带来的压力。

<sup>51</sup> J. Scott Davis与Brendan Kelly，“中国制造业产能过剩推高产出，引发停滞担忧”，达拉斯联邦储备银行，2025年12月30日。European Central Bank，“ECB Economic Bulletin,” July 2025.

<sup>52</sup> 中国国家统计局，“生产者价格指数”，2026年2月28日。

<sup>53</sup> 欧洲中央银行，“欧洲央行经济公报”，2025年7月。

<sup>54</sup> 美国劳工统计局，“按源地划分的进口价格指数”，2025年12月。



# 投资启示

维持购买力是许多投资者与家族的核心目标。高通胀导致实现这一目标更具挑战性。通胀不仅会更快地侵蚀实际财富，高通胀更往往会带动股票与债券的相关性上升，使传统投资组合更加脆弱。

虽然出现类似1970年代的高通胀情景并非绝无可能，但可能性较低。目前劳动力市场几乎没有出现工资 - 物价螺旋式通胀的迹象。然而，如前所述，通胀若持续走高，则可能形成固化趋势。现金及短期证券的收益率几乎无法弥补通胀损失——而且这还是税前的情况。

为应对这一持久且常被忽视的财富风险，我们建议采取四项措施：

## ◇ 带着明确目标进行规划

在通胀加剧的环境下，需要明确设定投资目标，并主动制定资产配置方案以实现这些目标，同时还需考虑现金流与税收因素。

首要的步骤，就是分析不同通胀水平与市场情景对未来投资组合价值的影响。每个家族的情况都具有独特性，这正是针对一系列市场结果进行目标压力测试至关重要的原因。在此基础上，规划决策节点，并有序安排可能采取的行动步骤，有助于确保财富不仅能在实际价值上得到保值，还能有效用于实现既定目标。

### ◇ 考虑配置大宗商品相关股票、基础设施及房地产

大宗商品价格属于生产要素价格，在通胀上升期间往往能带来强劲回报。<sup>55</sup>由此推及，大宗商品生产商与运输商的股票在通胀上升环境中通常亦表现优异。

如今，自然资源领域尤其值得关注，部分原因在于其资本支出增幅在过去十年间仅略高于通胀水平。未来供应可能受限。我们追踪的一篮子自然资源相关股票，目前的总股东收益率接近5.5%。其市盈率显著低于整体市场水平。

尽管在不同通胀环境中，全球基础设施一直能够实现年化8%-12%的回报，但该资产类别长期以来也被低估。<sup>56</sup>其关键优势在于由长期合约带来能够抵御通胀的现金流。电力板块目前占基准指数近60%，<sup>57</sup>较十年前20%的比例大幅提升。尽管近期流入基础设施基金的资金有所增加，但整体上仍处于投资配置不足状态。我们的近期调查显示，近80%的家族办公室表示未配置基础设施资产<sup>58</sup>我们的美国私人银行客户中，亦有86%存在相同状况。

全球房地产也可通过租金递增条款和频繁的租约重置，在通胀时期发挥对冲作用。在物业价值随土地、劳动力及材料成本上升时，这些内置的重新定价机制有助于维持租金收入水平。<sup>60</sup>在经历多年低迷后，我们已经看到核心房地产出现早期复苏迹象。

我们认为，这些实物资产合计可占整体投资组合配置的5%左右。

<sup>55</sup> Ari Levine、Yao Hua Ooi与Matthew Richardson，“长期大宗商品投资”，美国全国经济研究所，2016年11月。

<sup>56</sup> MSCI、彭博资讯，反映截至2025年6月的最新数据。

<sup>57</sup> MSCI全球私募基础设施资产季度指数。

<sup>58</sup> 摩根大通私人银行，“2026年全球家族办公室报告”，2026年2月。

<sup>59</sup> 适用于最低资产规模为500万美元的客户投资组合。

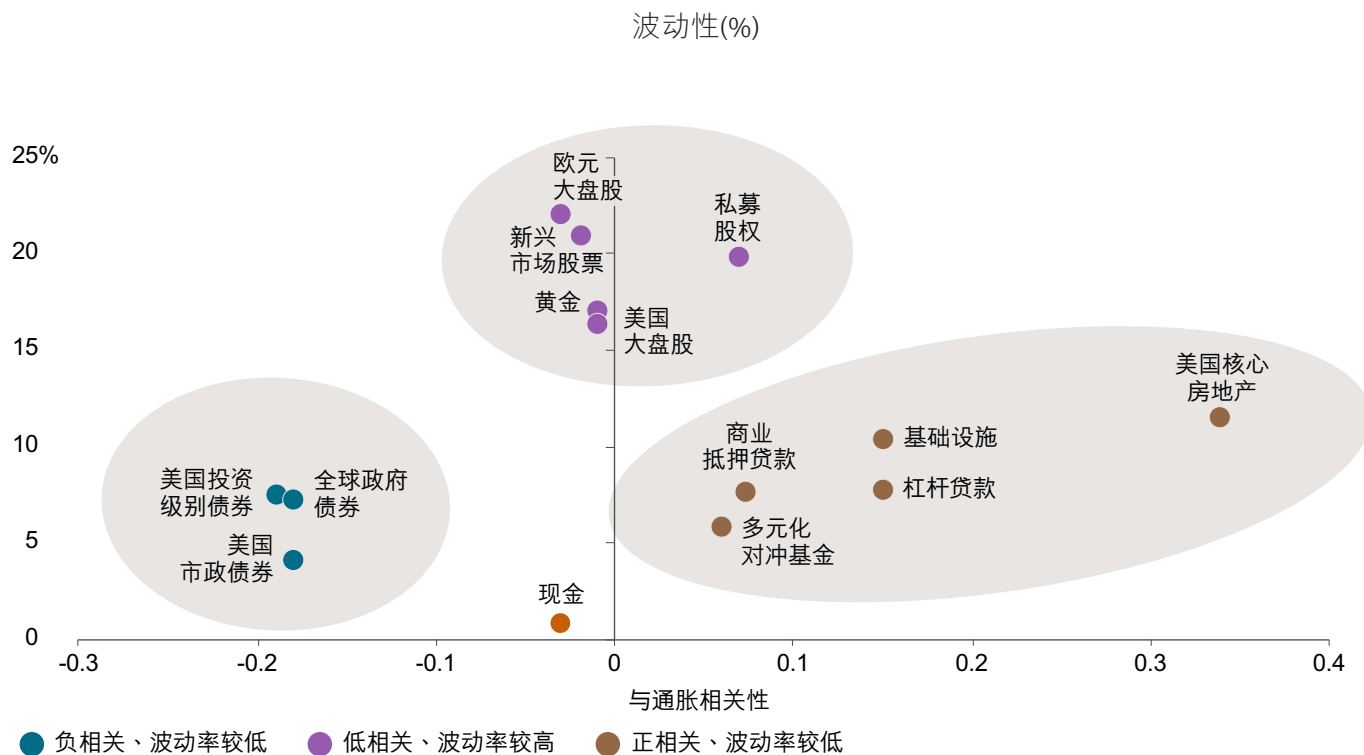
<sup>60</sup> Martin Hoesli、Jan Muckenhaupt与Bing Zhu，“上市房地产在不同市场环境中的通胀对冲作用”，《房地产金融与经济杂志》，2023年10月。



### ◇ 聚焦低相关性对冲基金与流动性另类投资策略

我们认为，对冲基金策略(如相对价值与宏观策略)因其与股票和债券的相关性有限，有助于降低整体投资组合风险。部分流动性另类投资可提供类似的主动管理策略。宏观对冲基金在2022年股市与债市双双遭受重创时展现出较强的韧性。根据我们的数据，美国私人银行客户在该资产类别上的配置普遍偏低：94%的客户投资组合中未配置对冲基金。<sup>61</sup>

为降低通胀风险，投资者应考虑重点关注大宗商品、实物资产和某些另类投资策略

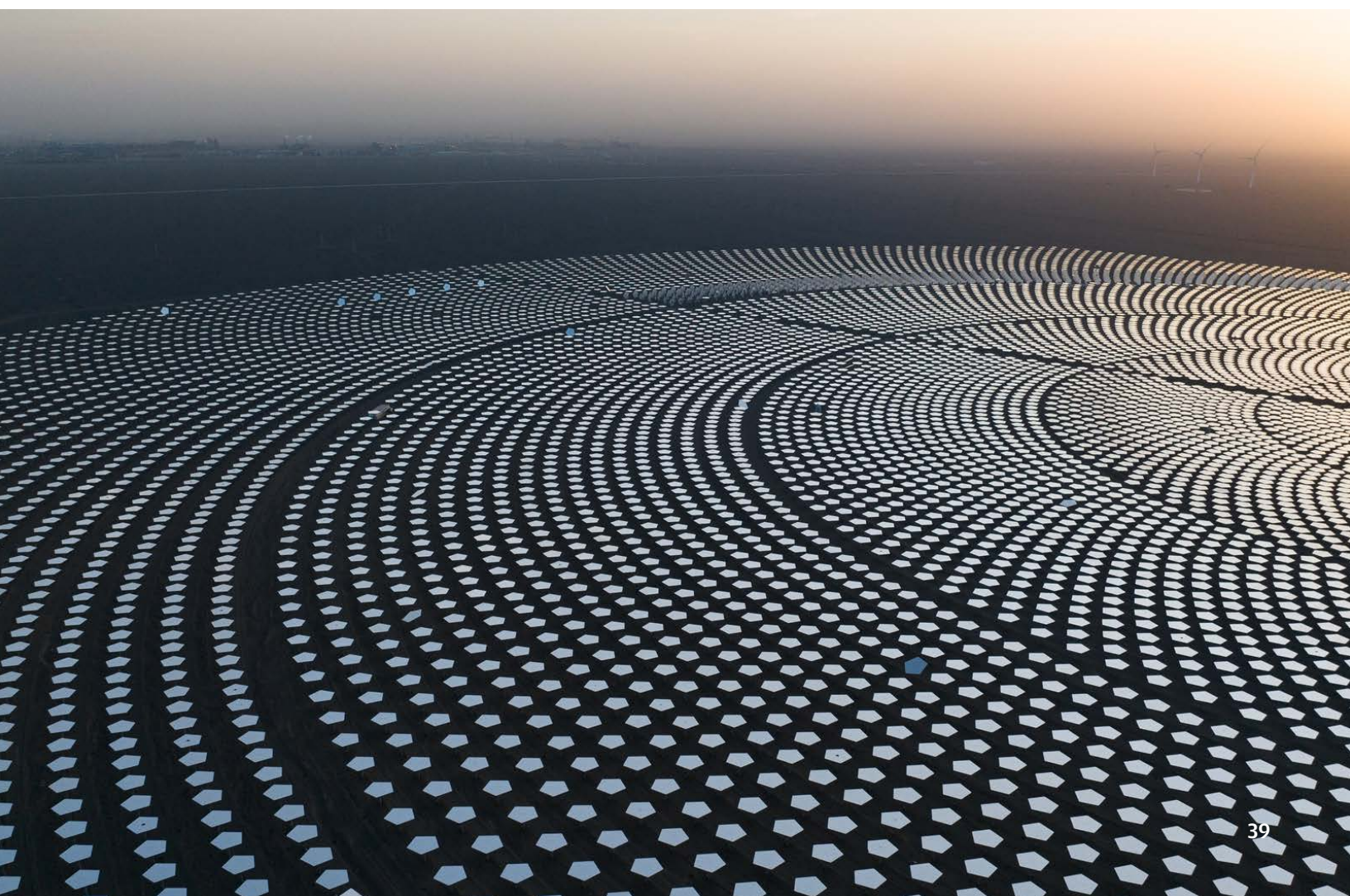


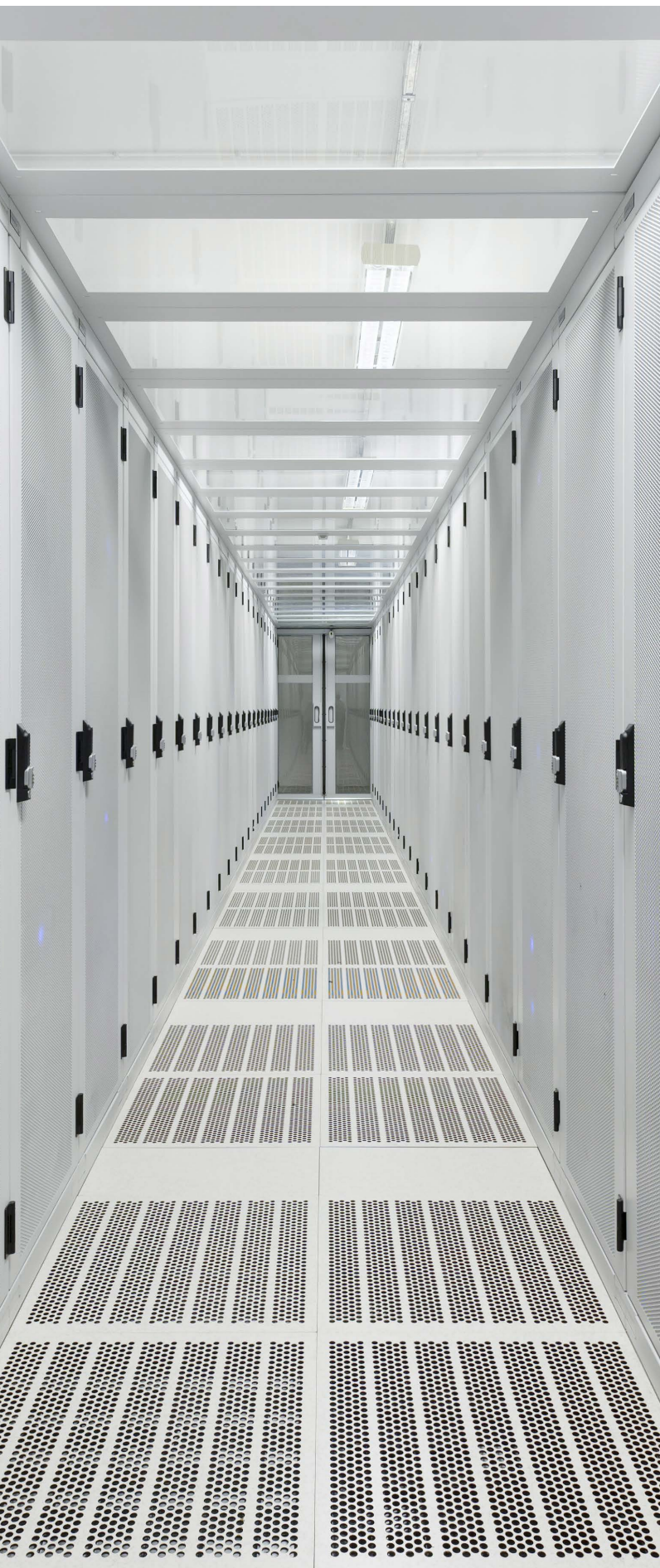
资料来源：摩根资产管理《长期资本市场假设》。数据截至2025年9月30日。

<sup>61</sup> 适用于最低资产规模为500万美元的客户投资组合。

# 第三部分

## 人工智能浪潮： 不可低估超级周期及其 抑制通胀潜力





人工智能有望成为强有力的通胀抑制力量，因其能够降低专业知识获取成本，并有潜力在无需增加人力投入的前提下提升经济产出。

然而，人工智能能够抑制通胀的潜力，目前被种种负面的观点所遮蔽。

人工智能模型持续演进，企业的数据中心资本支出指引大幅上调，私营公司估值也显著扩张。然而，市场参与者中最为常见的论调，却是聚焦于人工智能发展的两大负面情景，我们称之为“人工智能极端情景”：一是人工智能可能通过迅速替代劳动力对经济造成冲击，导致失业率上升；二是可能通过颠覆既有企业的商业模式，进而拖累股市表现。

那些预判人工智能将走向极端情景的人士清晰预见了潜在风险：其严重程度不亚于全球金融危机与大萧条所带来的经济困境。

未来几个季度，投资者还可能迎来三项有望成为史上规模最大的IPO，而且全部集中在人工智能生态系统领域。

进入2026年以来，多数市场观察者的目光一直聚焦于人工智能的潜在风险。但我们相信，长期投资者若能布局人工智能带来的潜在机遇，将有望获得回报。

纵观经济和市场发展史，技术颠覆商业模式、替代劳动力职位的案例屡见不鲜。在这整个过程中，创新持续提升经济增长潜力、家庭生活水平、企业盈利能力和股市估值。投资者往往低估了风险资产最为乐观的情景。在该情景中，市场将识别并奖励那些因人工智能提升生产率而受益的企业，同时经济转型步伐将稳步有序，让劳动力市场能顺利实现就业再分配。

## 挑战何在？

# 1. 人工智能可 对劳动力市 场造成冲击

市场上有影响力的人物提出的主要观点之一，就是人工智能即将大规模取代人类劳动力。例如，Anthropic的首席执行官曾警告称，在未来一至五年内，人工智能可能会淘汰美国半数初级白领职位，并可能将失业率推升至10%-20%<sup>62</sup>——这意味着1,000万至2,500万个职位消失，且没有相应的新职位产生。<sup>63</sup>

如此大规模淘汰劳动力将会是一场经济灾难。美国失业率在大萧条时期的峰值曾高达25%，而在战后仅有两次超过10%。<sup>64</sup>

我们看到越来越多的证据表明，随着性能持续快速提升，人工智能模型已能替代多项工作任务。代理型人工智能时代——即人工智能工具能够自主完成任务的时代——似乎已经来临。Anthropic最新发布的Opus 4.6模型，能够完成人类专家需耗时12小时以上才能完成的复杂迭代任务。而就在数月前的2025年12月，当时最先进的人工智能模型尚无法处理人类耗时6小时的任务。<sup>65</sup>

仅在2026年2月单月，Claude Code就为Anthropic创造了高达60亿美元的年化营收。<sup>66</sup>货运物流企业C.H.Robinson的人工智能代理能够在30秒内生成人类员工需要15分钟才能完成的相同报价方案。最近的一项调查显示，88%的受访企业高管表示其公司正在试点或扩大自主型人工智能代理的应用。<sup>67</sup>

微软的员工规模在2022年达到峰值后已缩减6%。Challenger, Grey & Christmas公司的调查显示，2025年美国有近5.5万例裁员直接归因于人工智能的应用。<sup>68</sup>亚马逊、UPS、赛富时(Salesforce)、Workday、IBM和PayPal在过去一年均将人工智能列为裁员决策的主要原因之一。

人工智能的潜在冲击范围已清晰显现。经济研究与行业调查发现，办公室和行政支持人员(超过2,100万)、销售人员(超过1,300万)、商业与金融运营人员(800万至900万)以及客服/呼叫中心人员(300万)所从事的工作任务最容易被人工智能自动化取代。<sup>69</sup>

正如历次技术与经济转型所呈现的规律，人工智能的普及应用可能给那些工作被自动化取代的群体带来严峻挑战。

<sup>62</sup> Mike Allen与Jim VandeHei，“幕后真相：白领阶层的血洗”，Axios，2025年5月28日。

<sup>63</sup> 假设劳动力规模保持不变。

<sup>64</sup> 美国劳工统计局，2026年3月。

<sup>65</sup> METR，“前沿人工智能模型任务完成时间范围”，2026年3月31日。当尝试执行一项人类专家需耗时两小时完成的任务时，Claude的成功率为80%。当Claude尝试更为复杂的任务时(人类专家需耗时12小时完成此类任务)，其成功率降至50%。换言之，若要求人工智能以99%的成功率完成任务，则该任务必须相对简单(以人类专家耗时衡量)。

<sup>66</sup> Shirin Ghaffary，“与五角大楼纠纷持续之际，Anthropic年营收逼近200亿美元”，彭博财经，2026年3月3日。Claude Code使用户能够通过自然语言编写代码。

<sup>67</sup> 普华永道，“人工智能代理调查”，2025年5月。

<sup>68</sup> Challenger, Grey & Christmas，2025年12月。

<sup>69</sup> 国际劳工组织，“研究简报”，2026年2月。

## 挑战何在？

# 2. 人工智能可能以超预期速度颠覆现有商业模式

劳动力市场也可能因人工智能颠覆企业商业模式而遭遇二阶效应冲击。投资者认为，他们已识别出最脆弱的板块——传统软件即服务(SaaS)。许多SaaS公司由标普扩展科技软件指数(IGV)追踪。

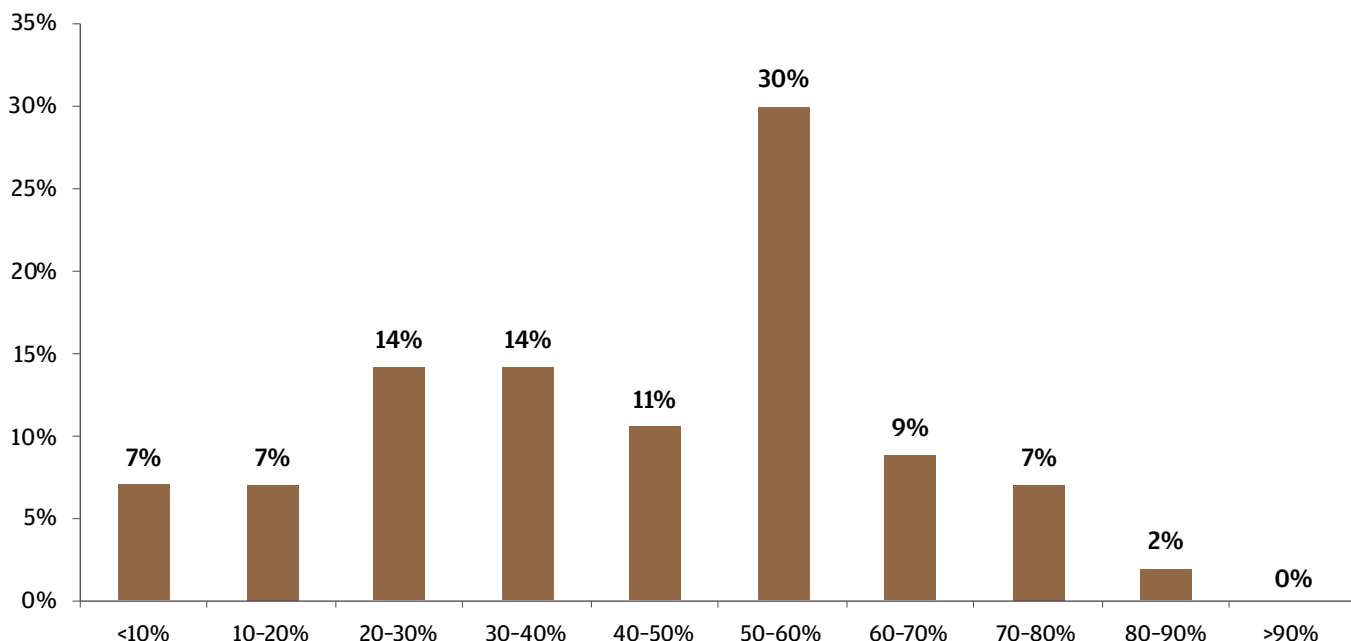
值得注意的是，该指数中约半数的股票已较历史高点下跌超过50%。年初至今，由摩根大通证券筛选为易受人工智能冲击的股票篮子已下跌近20%。

传统软件行业正在承受多重压力：新冠疫情期间过度扩张导致的人员冗余、更高的利率环境，以及人工智能对订阅制商业模式(按用户付费)的持续冲击。IGV指数中，中位数公司按美国通用会计准则(GAAP)计算的营业利润率仅为4%。

全球约有450万人从事软件工程工作，近5,000万人从事软件开发工作。<sup>70</sup>他们可能最先感受到人工智能突破性进展带来的结果。

如前所述，订阅制模式曾经是SaaS公司成为极具吸引力投资标的的原因，而人工智能工具正对这个模式构成威胁。首先，人工智能可能大幅削减完成那些需要软件订阅许可任务所需的雇员数量。其次，人工智能工具本身也有望直接处理这些任务。<sup>71</sup>部分软件公司未来或有反弹，但就目前而言，该板块再次警醒投资者：集中持股虽有望带来高回报，但也潜藏巨大风险。

软件行业：表象之下潜藏灾难性损失  
IGV指数公司较历史高点跌幅分布(%)



资料来源：彭博财经。数据截至2026年4月20日。

<sup>70</sup> 美国劳工统计局与SlashData，2025年12月31日。

<sup>71</sup> 例如，传统SaaS公司ServiceNow为组织的IT相关工作流提供了一个集中处理平台：包括密码重置、远程笔记本电脑登录、新员工入职等功能。人工智能工具可能按成果收费，而非(如当前情况)按用户数收费。

## 人工智能对私募股权与私募信贷的影响

私募信贷与股权市场同样易受冲击。直接借贷市场对软件行业的敞口约为21%，纳入科技与商业服务借款人后，这一比例升至约40%。<sup>72</sup>科技板块约占全球私募股权并购型投资组合的30%，在风险资本投资组合中则接近一半。<sup>73</sup>

目前观测到的违约情况尚未明显上升，但市场已显现承压迹象：上市商业发展公司(BDC)股价已跌至接近上一周期低点；<sup>74</sup>软件行业杠杆贷款利差扩大；截至本文撰写时，上市另类资产管理公司年初至今跌幅超过20%。市场情绪恶化与直接借贷收益率回归常态，已导致非交易型私募信贷BDC的赎回速度高于平均水平。

软件行业与私募信贷领域的最坏情况会有多严重？在全球金融危机期间，杠杆贷款违约率(指数层面)的峰值约为13%。若软件行业违约率达到15%，且回收率仅为40%，则私募信贷损失(无杠杆)可能达到约2%。<sup>75</sup>计入投资组合杠杆后，损失总额可能达到4%，相对初始收益率约为9%。<sup>76</sup>

若软件行业的私募信贷真的面临如此规模的压力，私营软件公司的股权价值将进一步受损。

部分投资者担忧，信贷压力或将从软件行业蔓延至其他领域。目前，私募信贷的压力似乎集中于规模较小的借款人(息税折旧摊销前利润(EBITDA)介于2,500万至5,000万美元之间)及特定行业(如零售、汽车)。<sup>77</sup>

在软件领域，随着人工智能颠覆效应蔓延，违约率可能在三至五年内上升，但其影响将呈现不均衡分布——关键任务型、嵌入式按使用量付费的平台应比通用型、易替代工具或订阅模式(按用户付费)更具韧性。至关重要的是，我们认为这些压力领域并不构成系统性风险：私募信贷仅占企业借贷总额的约9%，且银行与私募信贷之间的关联度仍然有限。尽管如此，预计债务市场会出现一定程度的传导效应是合理的。

<sup>72</sup> 摩根大通全球另类投资解决方案团队；高盛；摩根大通证券信贷研究团队，2026年2月。

<sup>73</sup> MSCI全球指数，2025年9月30日。

<sup>74</sup> 按照市场通常采用的BDC估值指标，市价较资产净值折价为17%。该估值指标衡量市场价格与每股资产净值(NAV)之间的差距，表明投资者正以低于报告价值的价格买入基金资产。

<sup>75</sup> 摩根大通北美信用研究部，“违约监控”，2026年4月。

<sup>76</sup> 基于投资组合层面存在一倍杠杆的简化假设。联邦储备委员会；Preqin；PitchBook；Empirical Research Partners分析，2026年3月。

<sup>77</sup> Proskauer；摩根大通全球另类投资解决方案团队，2026年2月。

## 科技巨头步入信心考验新阶段

与此同时，许多投资者担心，超大规模科技公司的基本面正发生永久性转变。当前，这些超大规模科技企业<sup>78</sup>拥有充足的现金流，足以支持其资本密集型数据中心建设。但这一优势也在迅速改变。<sup>79</sup>

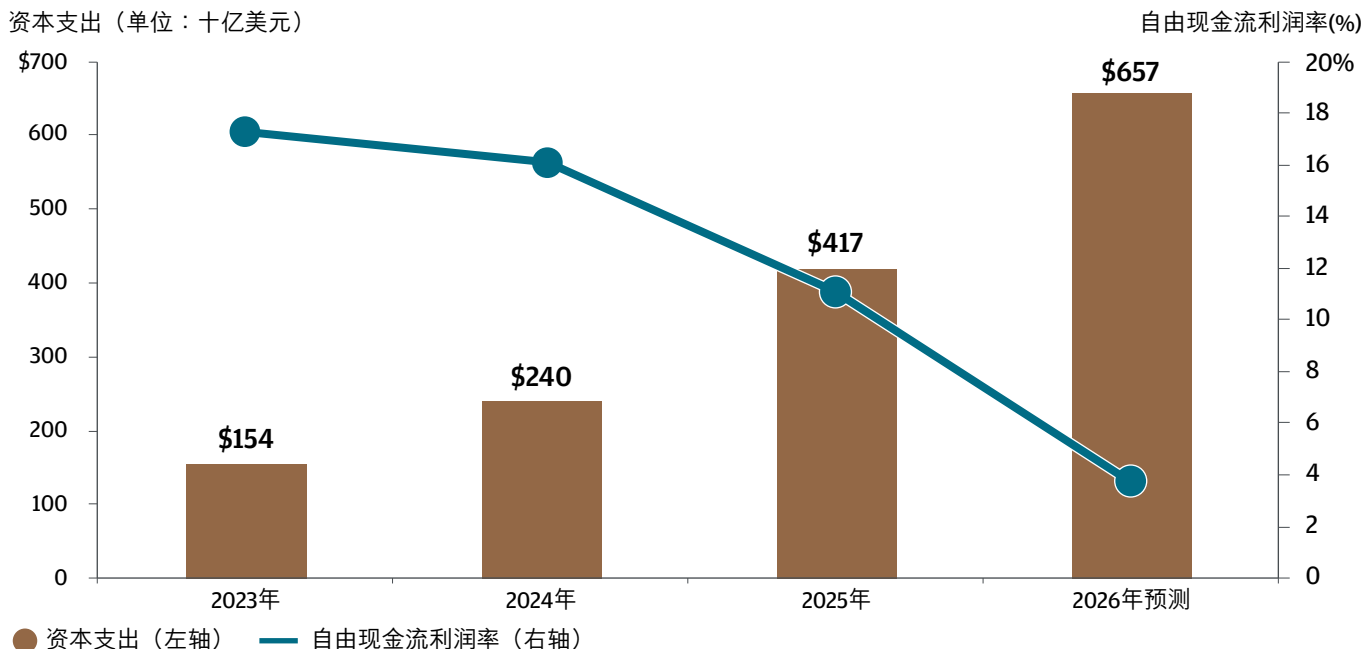
部分投资者担忧，超大规模科技企业对重资产的投资正在永久性地改变其原本极具吸引力的商业特质。这些企业的管理层显然确信，当今的人工智能技术——涵盖企业级代理工作流工具与广告驱动的消费者生产力工具——将创造足以抵消高昂成本支出的收益机会。

然而，市场对这一未来前景愈发看淡。

超大规模科技企业的自由现金流已于2024年触及近2,400亿美元的峰值，预计到2026年末将萎缩至730亿美元。微软的远期市盈率已从人工智能热潮期的35倍高位回落至当前的22.5倍。此外，这些科技巨头(不仅限于超大规模科技企业)的估值倍数压缩也与债务负担上升以及股票回购和股息派发计划可能削减有关。超大规模科技企业的总自由现金流收益率预计将从2023年18%的水平降至4%以下。

长期以来，投资者一直以低杠杆率、高分红支付率(股息和回购)、轻资产运营模式及充裕的利润空间来论证超大型龙头企业高估值的合理性。而人工智能投资超级周期则对这些假设提出了质疑。

### 超大规模科技企业正在持续消耗其现金流



资料来源：FactSet，数据截至2026年4月20日。

<sup>78</sup> 超大规模科技企业指具备为全球最大型企业及互联网服务提供规模化、高速计算资源的云服务提供商。五大核心超大规模科技企业包括微软、Meta、甲骨文、谷歌与亚马逊。其他厂商包括阿里巴巴、苹果、IBM、字节跳动及CoreWeave。

<sup>79</sup> 例如，微软计划于2027年9月前建成全球最为强大的数据中心。该项目位于威斯康星州芒特普莱森特，以2025年美元价值计预期总成本略超1,000亿美元，其电力消耗量将超过洛杉矶市的总用电量，并将部署520万颗H100级GPU。

## 挑战何在？

### 3. 首次公开募股潮可能预示周期见顶

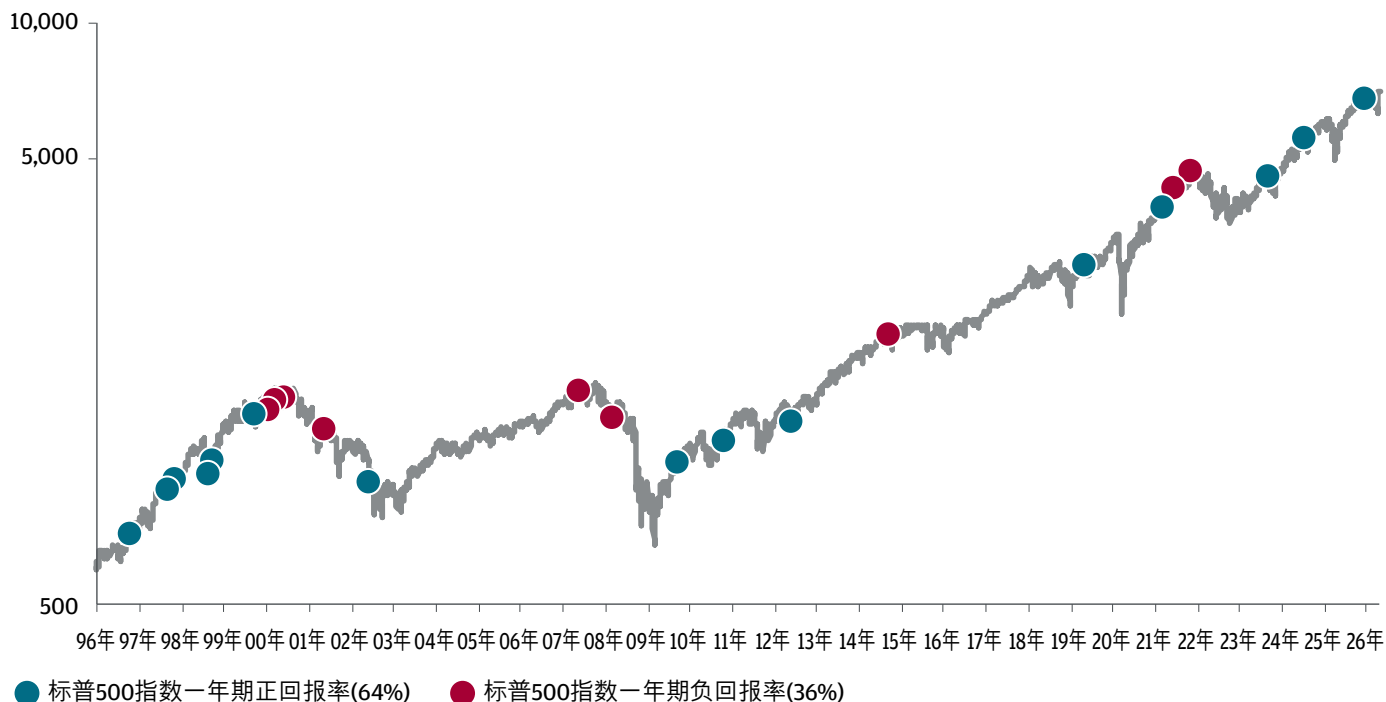
对于人工智能作为投资主题的前景而言，迄今面临的最严峻考验或许来自于即将展开的IPO浪潮。今年夏季，怀揣建设太空数据中心宏图的SpaceX几乎确定将启动有史以来最大规模的公开募股。

预测市场同时显示，Anthropic在2027年前上市的概率达1/2，OpenAI启动IPO的概率为1/3。<sup>80</sup>若公开市场能验证乃至提升私募市场估值，预计将提振人工智能基础设施领域的投资信心。然而，近期知名IPO案例的历史表现却释放出令人担忧的信号。<sup>81</sup>

从历史规律来看，交易活跃度提升往往与股价峰值相伴。2007年，IPO、二级发行以及私募股权与风险投资交易的总规模占美国股票市场总市值的4.5%，创历史最高纪录。一年后，投资者便遭遇了2008年全球金融危机——这是自上世纪30年代以来股市表现最差的年份。

相似情景在2021年重演：证券发行与交易总额再度突破美国股市总市值的4%。随后于2022年，市场不得不对美联储加息冲击与俄乌冲突引发的能源价格冲击。当年股票回报率下挫20%。

大型IPO是否与市场峰值同步显现？  
标普500指数与25宗最大IPO(对数坐标)



资料来源：Renaissance Capital、彭博财经。数据截至2026年4月20日。

<sup>80</sup> 预测市场指参与者基于未来事件(如选举、经济数据、赛事结果)买卖合约的交易平台，其价格反映市场对事件结果发生概率的集体预期。

<sup>81</sup> 本部分基于Michael Goldstein及Empirical Research Partners团队的研究成果。

按年份统计的IPO首日回报率数据也可为市场泡沫的潜在迹象作为参考。与直觉相反的是，大型IPO首日表现强劲，反而可能预示着大盘风险的积聚。当散户投资者对新上市股票的需求趋于无限时，可能标志着市场出现了基本面无法支撑的狂热情绪。

在上世纪90年代末的互联网泡沫时期以及2021年，IPO首日回报率均值高达约50%。2025年，资本市场活动迎来小幅复苏：IPO首日回报率达到35%。

历史经验表明，大型企业上市往往预示着股票市场正在临近峰值。这些新上市股票的后续表现普遍疲弱。

以美国历史上规模最大的25宗IPO中的18宗为例(我们拥有其完整价格数据)，中位数IPO股票上市首年表现较标普500指数落后30%。这18家公司中的12家在上市首年即录得下跌。在历次发生超大型IPO的年份之后，标普500指数的一年期回报率中位数仅为3%，远低于近10%的长期均值。

简而言之：这25宗最大规模的IPO中，有36%的案例成为指数未来一年负回报的信号。

**我们将密切关注SpaceX及其他公司IPO的需求与市场反应，以此评估当前的风险情绪与估值环境。**



## 机遇何在？

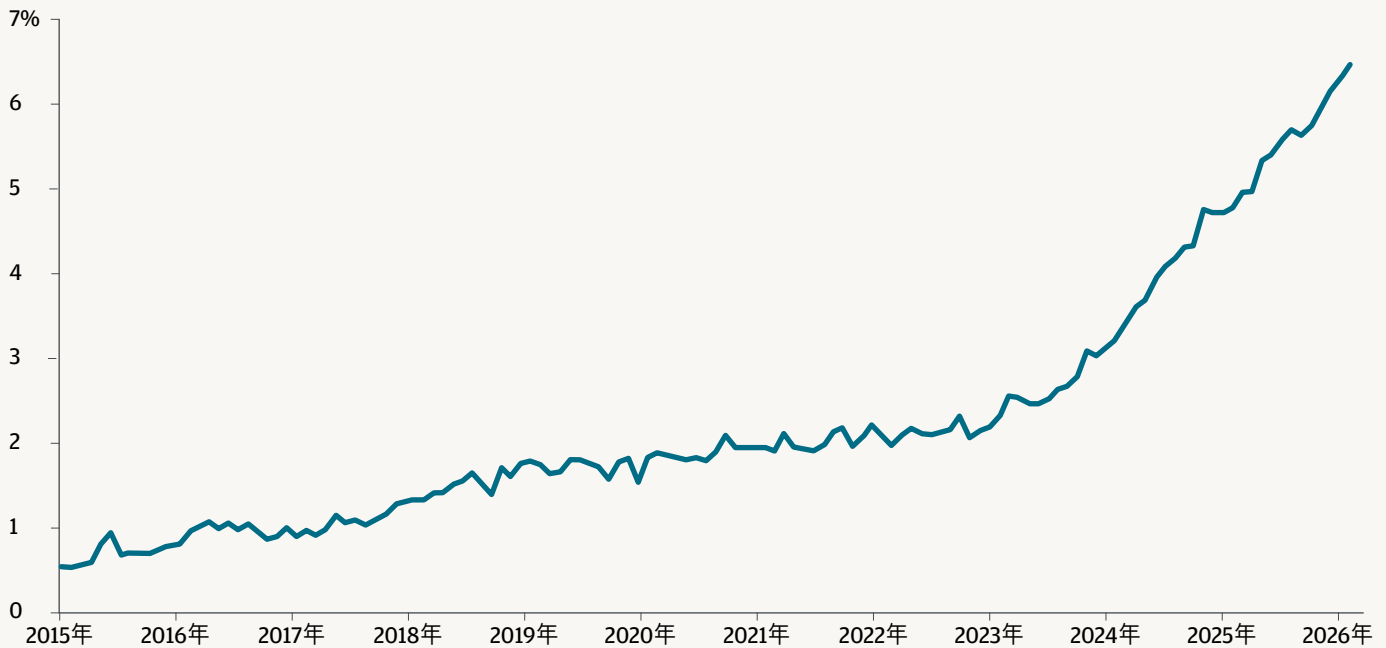
# 1. 人工智能投资周期有望继续驱动经济扩张

2025年，人工智能投资成为全球经济增长的重要引擎。台湾地区GDP增速超7%，创2010年以来最高纪录(第四季度年化增长率突破12.5%)，出口额达到创纪录的6,400亿美元。<sup>82</sup>台积电作为英伟达绝大多数芯片的代工厂，在2025年就贡献了台湾地区GDP的5%至6%。<sup>83</sup>韩国出口额在2025年首次突破7,000亿美元，其中四分之一源于半导体出货。<sup>84</sup>

剔除进口因素后，人工智能投资在去年上半年为美国实际GDP增长贡献了25个基点。<sup>85</sup>2025年第四季度，私营公司对计算机及个人设备制造商的投资同比增长75%。自2022年以来，数据中心建设支出占非住宅建设活动总量的比重已增长至近乎原来的四倍。<sup>86</sup>

### 数据中心建设持续繁荣

数据中心建设支出占非住宅建设总支出的百分比



资料来源：美国人口普查局、Haver Analytics。数据截至2026年1月31日。

<sup>82</sup> 台湾地区行政部门主计总处，“会计与统计”，2025年12月。

<sup>83</sup> Gary Chen，“从硅盾到‘全球台积电’”，《台北时报》，2026年3月10日。

<sup>84</sup> 韩国央行，2025年12月。

<sup>85</sup> 法盛投资管理，“为何人工智能支出并非真正唯一增长驱动力”，2025年11月5日。

<sup>86</sup> 美国人口普查局，2026年1月。

有充分迹象表明，人工智能投资周期有望在2026年下半年持续推进。第四季度财报季(2026年1-2月)结束后，五大超大规模科技企业(微软、Meta、甲骨文、谷歌与亚马逊)将其2026年资本支出预期上调了1,300亿美元。华尔街分析师目前预计，截至2026年底，这些企业的总支出将超过6,500亿美元，其中大部分将用于扩展云端人工智能算力。

即便是因采取债务与股权融资的资本投资策略而被受市场关注的甲骨文公司，近期亦报告其订单规模增长了300亿美元，且全部来自自行支付GPU费用的客户。<sup>87</sup>甲骨文可能无需再融资即可履行客户合同。

超大规模科技企业的自由现金流或许正在下降，但其云业务营收正在加速增长，这为其管理层继续大力推进人工智能基础设施建设提供了充分理由。

<sup>87</sup> GPU即图形处理器，是驱动人工智能模型训练的专用高性能计算机芯片。Ben Thomson，“甲骨文财报、云业务增长与软件防御”，Stratechery，2026年3月11日。



### 劳动力市场受损迹象有限

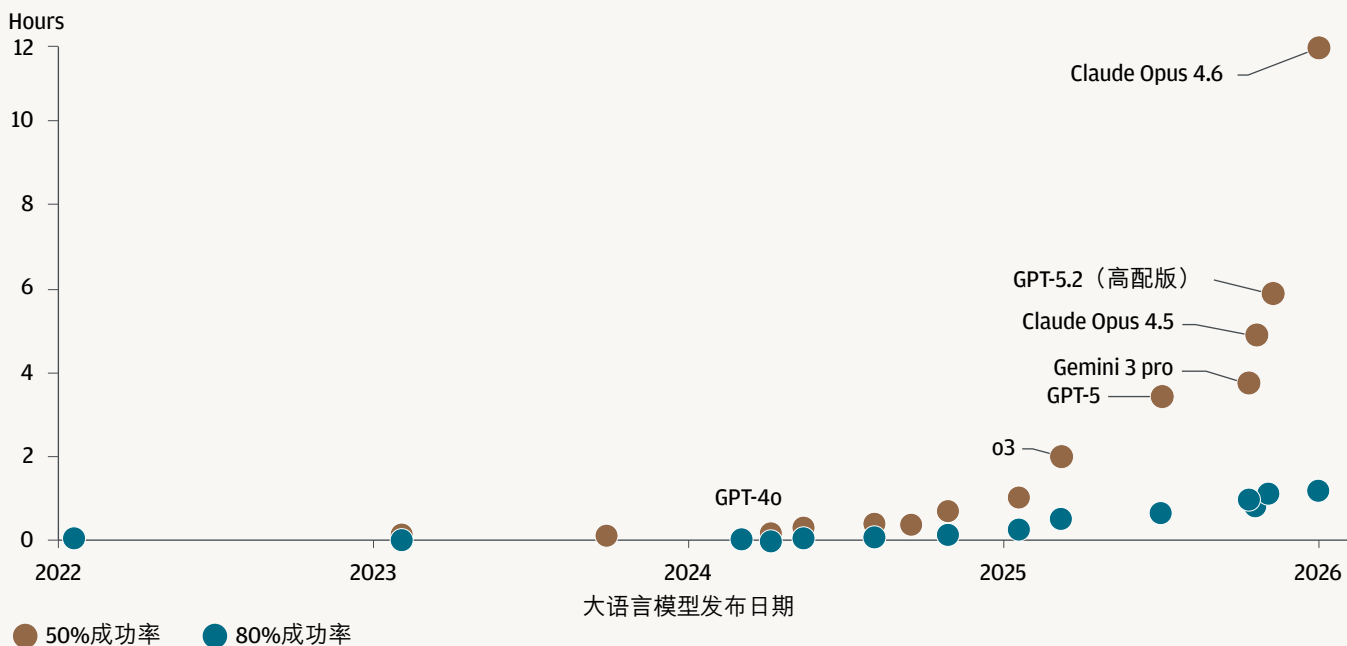
尽管科技资本支出推动了GDP增长，但几乎没有证据表明人工智能正在对劳动力市场造成损害。

与人类劳动力相比，人工智能在生成货运报价、从原始文件自动填写表单、按优先级处理所收到邮件、答复常见问题及翻译文档等任务中表现出色。然而，每个岗位都是一系列任务的组合。人类劳动力与GPU的市场定价，加上来自劳动力市场的实证数据，均表明代理型人工智能模型目前仍难以超越知识型员工。

一名白领员工的成本约为每小时50美元。而一块英伟达H100 GPU的租赁成本约为每小时2.50美元。<sup>88</sup>这意味着，就算GPU需要耗费超过20小时才能复现人类员工一小时的产出，其成本才与人力成本持平。即便考虑到模型公司的利润空间，从人力转向人工智能劳动力依然存在着巨大的经济诱因。<sup>89</sup>

当前未见大规模劳动力被替代的现象，这充分说明人工智能工具尚无法复现构成一个工作岗位涵盖的完整任务组合，且企业仍未找到最优方式，合理部署当前这些表现参差不齐的人工智能模型。Anthropic公司的Claude Opus 4.6模型在处理需要人类专家耗时12小时才能完成的复杂任务时，成功率仅为50%。

人工智能模型迭代迅速，但可靠性仍然存疑  
人类完成任务所需时长(对应人工智能50%与80%成功率)



资料来源：岑博智、摩根大通资产及财富管理部、METR。数据截至2026年3月。

<sup>88</sup> SemiAnalysis GPU租赁价格指数，2026年4月。

<sup>89</sup> 模型公司的应用程序运行于GPU硬件上。

三项劳动力市场数据支持了人工智能工具迄今对劳动力市场影响有限这一观点。首先，达拉斯联邦储备银行最近分析发现，近期薪资增长与职业易被人工智能替代程度之间不存在相关性。<sup>90</sup>其次，尽管有证据表明编程是人工智能最接近人类劳动力表现水平的领域，但软件工程师的职位空缺数量近期仍在加速增长。<sup>91</sup>第三，2025年私营部门裁员案例中，仅有0.25%是由人工智能导致。<sup>92</sup>

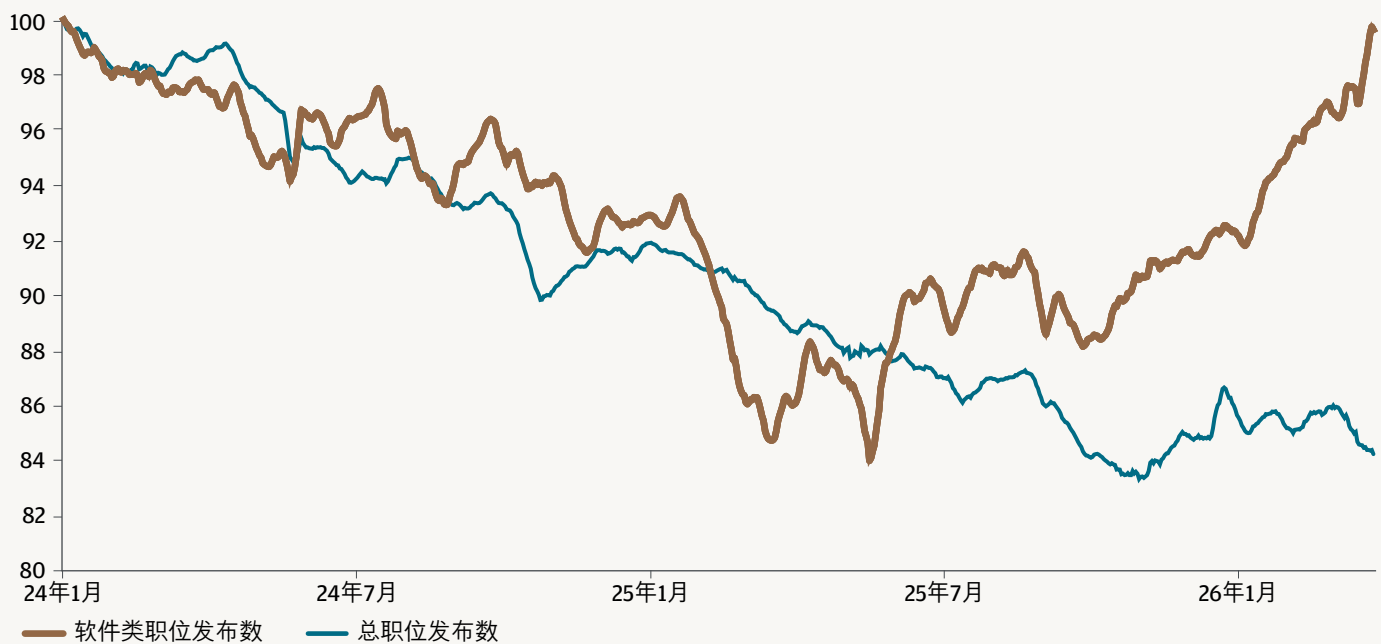
白领工作自动化进程将是长期过程。知识型员工具备推理能力，他们能够根据模糊或不完整的指令自主做出决策。

他们凭借多年的训练积淀、社会直觉、情商、模式识别能力及机构知识，来决定何时道歉、排查故障或上报问题。人工智能全面融入经济体系仍需多年时间，以构建必要的基础设施并减少制度与监管层面的阻力。

上述证据表明，总体而言，人工智能更可能扮演生产率推动力的角色，而非就业市场的破坏者。

### 软件相关职位需求持续攀升，而整体劳动力市场表现疲软

Indeed职位发布数，2024年1月1日=100



资料来源：Indeed、彭博财经。数据截至2026年3月27日。

<sup>90</sup> Scott Davis, “薪资数据显示人工智能正同步辅助与替代劳动者”, 达拉斯联邦储备银行, 2026年2月24日。

<sup>91</sup> Indeed, 2026年3月27日。

<sup>92</sup> JOLTS报告: Challenger, Grey & Christmas, 2025年12月。

## 机遇何在？

# 2.

## 人工智能或带来生产率提升和利润率扩张，支撑估值

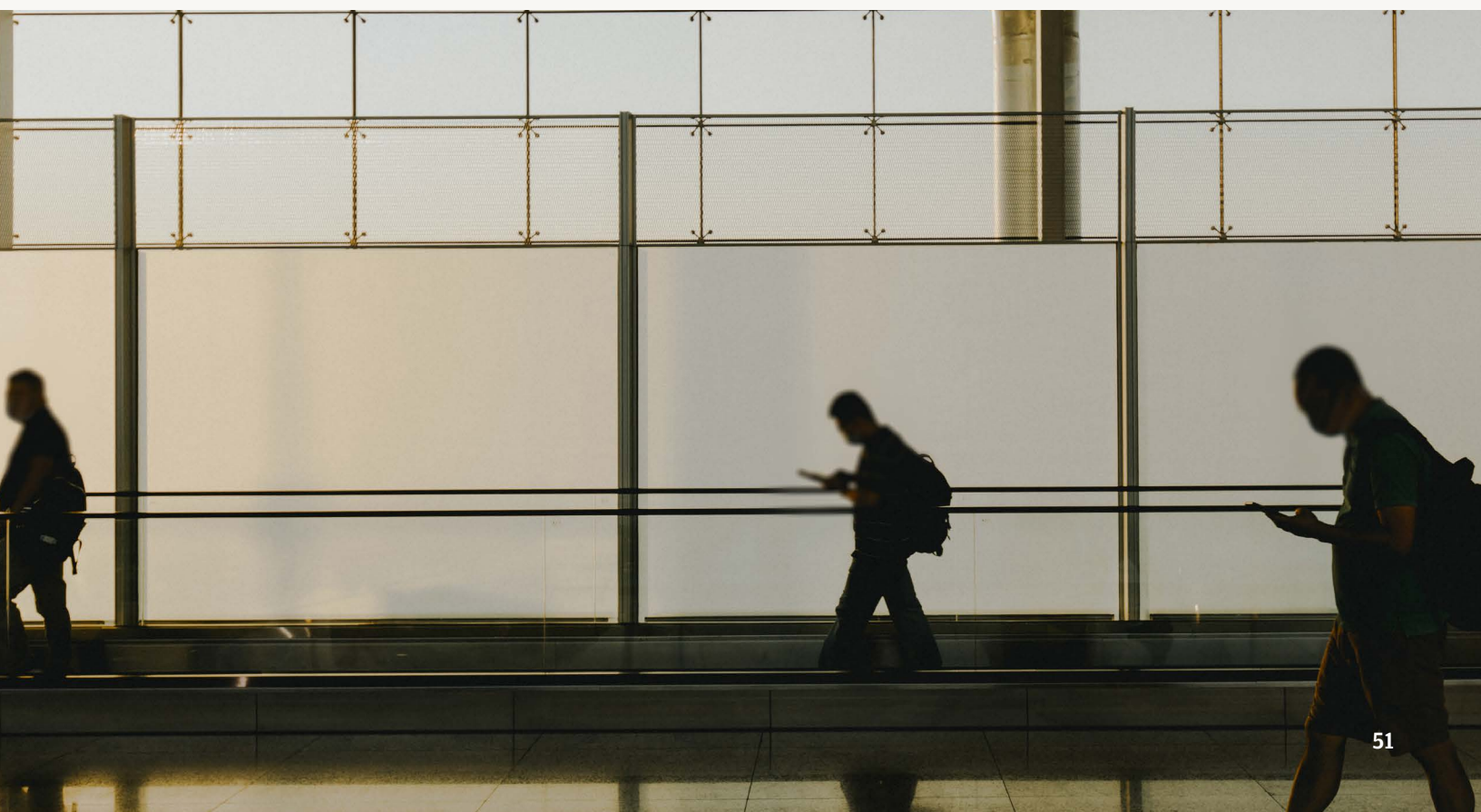
人工智能工具擅长处理自动化任务，从而使知识型员工与企业提升生产效率。

标普500指数公司的利润率在2025年第四季度创下13.3%的历史新高，分析师预期该指标将于2027年进一步攀升至15.5%。人工智能的应用很可能是推动这一趋势的关键因素。应用人工智能的公司平均利润率(17%)高于未应用企业(13%)，且前者的利润率提升速度也更快。<sup>93</sup>维持这一利润率优势很可能不仅仅依赖于技术应用本身。

如果一家公司不仅能部署人工智能，更能通过技能提升与透明的劳动力转型帮助员工真正接纳人工智能，那么企业将更有能力实现可持续的收益增长。

全面融合人工智能技术似乎有助于改善企业基本面，且应能为企业盈利能力和估值提供有力支撑。

<sup>93</sup> 摩根大通财富管理解决方案与22V，2026年4月1日。



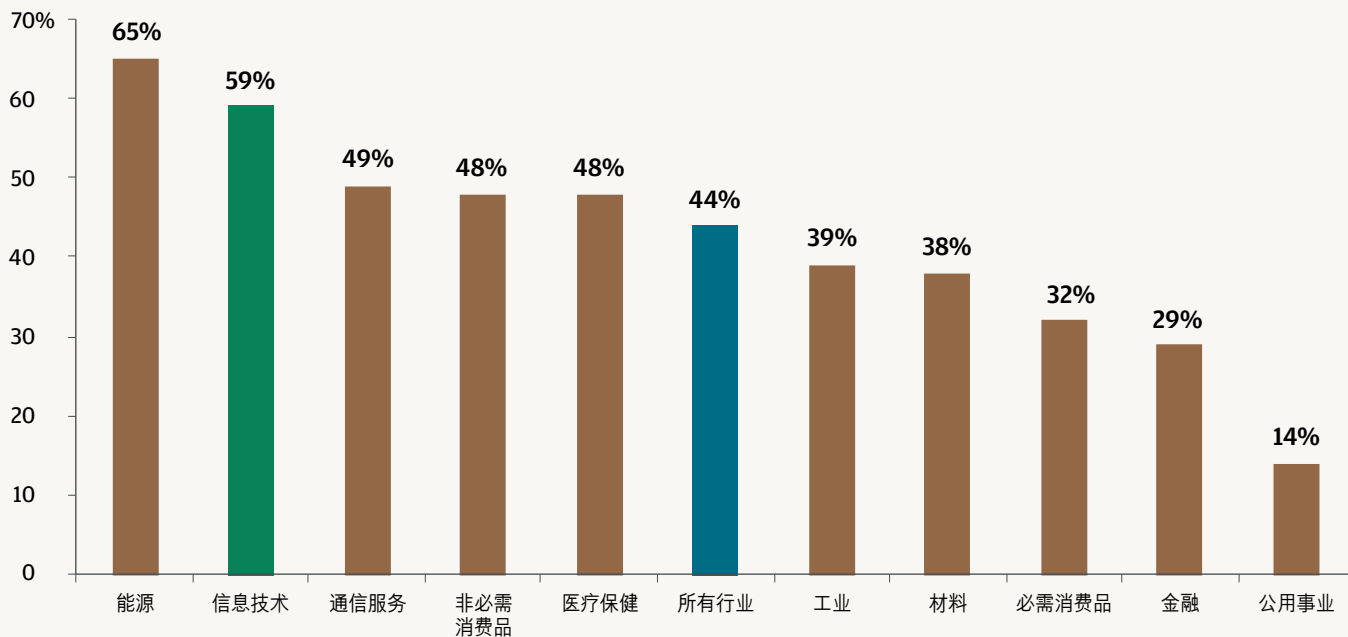
**痛苦与狂喜：灾难性周期在科技领域屡见不鲜**技术转型所固有的颠覆性是可预期的，且不足以令长期多元化投资者担忧。

自1980年以来，罗素3000指数成分股中近45%的企业股价自高点下跌了70%或以上，且未能恢复(我们将其定义为“灾难性损失”)。科技板块的确存在这类周期性特征：根据1980年以来的数据，历史上遭受灾难性损失的科技股占比高达59%。

若SaaS加入商业模式被颠覆的行业阵营(如第一代移动通讯/电信、传统零售或报业)，那么其他企业从技术变革中获益所创造的经济增量，将大到足以完全覆盖SaaS行业的损失。

自1980年以来，罗素3000指数几乎全部的总回报来自于表现排名前10%的股票。

**创造性破坏是指数型股票投资的典型特征**  
1980-2020年各标普500指数板块遭遇“灾难性损失”的公司总占比



资料来源：岑博智，《痛苦与狂喜》报告，FactSet、彭博财经、摩根大通财富管理。数据截至2020年9月。注：“灾难性损失”指股价从峰值水平下跌70%且未能恢复的情况。

## 机遇何在？

### 3. 人工智能有望 提升生产率， 为降息及改善 债务水平创造 空间

在最理想的情景下，人工智能不仅推动创新，更能通过提升全经济生产率，催生一轮通胀放缓型繁荣。若人工智能持续向经济各领域渗透，有望提高长期生产率，减缓单位成本增长并遏制潜在通胀压力。

尽管我们预期人工智能应用所带来的明确生产率提升要到20年代尾才能显现，但美国生产率增长似乎已初见端倪。最新修订数据显示，美国非农劳动生产率同比增长约为3%。<sup>94</sup>这一强劲表现使五年平均生产率增速达到2%，较全球金融危机后1.5%的增速有显著改善。

如此一来，通胀无需大幅回落，美联储便有空间下调利率——只需通胀波动性降低且上行意外风险减弱即可。届时，美联储政策制定者便可维持政策利率于较低水平，从而降低不确定性及风险溢价。

<sup>94</sup> 美国劳工统计局，2025年12月。



人工智能抑制通胀的首要、也是主要的渠道，在于其可望使劳动产出增速超过工人时薪的增速——即每小时产出提升，即便工资仍保持正增长。在经济的大部分领域，这将使企业无需通过提价来保护利润率即可满足需求。

美联储政策制定者日益明确地将关注点聚焦于创新、生产率与其双重使命(实现就业最大化与物价稳定)间的关联。此外，人工智能代理所增加的潜在产出，将有助于对冲人口老龄化与更加严格的移民政策对发达市场经济体构成的风险。

人工智能提升生产率的第二重效应，也是其抑制通胀的第二渠道，体现在财政层面。债务占GDP比率主要取决于经济名义增长率与政府实际付息成本之差再加上基本赤字。更高的生产率可提振实际增长(及名义GDP)，而较低的通胀波动则有助于货币政策路径长期维持较低水平。<sup>95</sup>

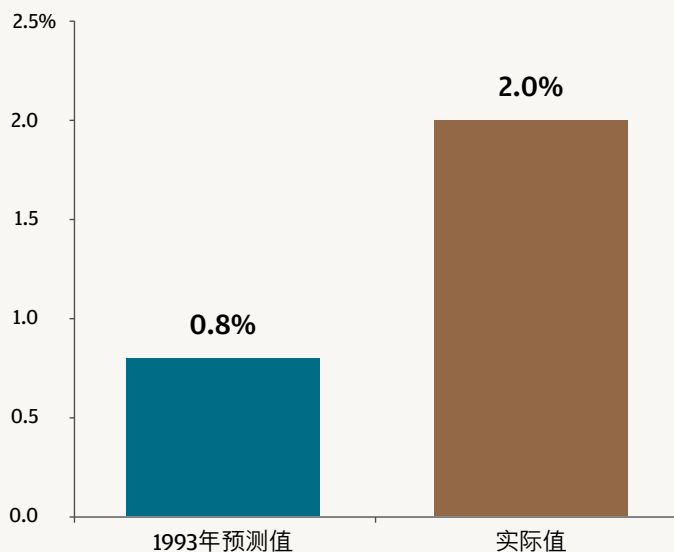
这一点至关重要，因为美国的债务基数已经很高：据国会预算办公室预测，2025年公众持有债务大约相当于GDP的100%，根据现行法律，这一数字到2035年将上升至GDP的118%。<sup>96</sup>然而，即使趋势生产率仅出现小幅持续改善，也可能改变这一轨迹。<sup>97</sup>

更高的名义GDP增长还会为联邦政府增加税收，进而提升其利息偿付率。

最佳历史参照或许是1990年代的生产率繁荣时期。1993年，经济预测者预计2000年的生产率增长为0.8%，美国债务占GDP比率达61%。相反，在个人计算机与互联网的推动下，千禧年时美国生产率增长2.0%，债务占GDP比率降至34%。

### 1990年代科技驱动的生产率繁荣超越预期

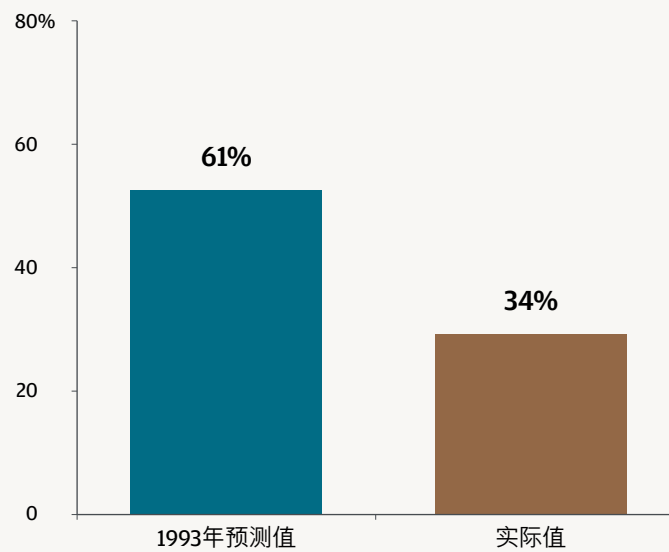
2000年生产率增长(%)



资料来源：美国国会预算办公室。

### 更高的生产率降低了债务占GDP比率

2000年美国债务占GDP比率(%)



资料来源：美国国会预算办公室。

<sup>95</sup> 通过改善 $(r-g)$ 算术关系，正是这一关系决定了债务是趋于稳定还是持续累积。 $r$ 为实际利率， $g$ 为实际增长率。当 $r < g$ 时，经济体的债务占GDP比率可保持稳定或下降。

<sup>96</sup> 国会预算办公室，“预算前景及经济展望：2025至2035年”，2025年1月。

<sup>97</sup> 通过提升GDP分母并在边际上缓解利息成本压力。

# 投资启示

我们认为，当前关于人工智能超级周期的市场主流观点已变得过于悲观。

一项正在推动家庭与企业应用率创下纪录、引发电力与基础设施投资空前增长、带来可观测生产率提升，并有望重塑医疗保健、教育、人口结构挑战及债务可持续性的技术，却受到华尔街看空情绪——这更多反映了市场对结构性变革的消化机制，而非技术本身的价值。

识别技术将颠覆和替代的领域不算困难，其可能开启的未来却难以想象。电力的在工业化应用解除了能源有限的桎梏，释放出了1886年的经济学家难以想象的产出水平。计算机的应用则解除了信息受限的边界，实现了1966年的经济学家无从构建的规模与协同模式。

同样，人工智能正在突破专业知识有限的约束。2026年的市场参与者之所以面临困境，是因为人工智能潜在影响的范围难以被确定。

我们认为，现有证据表明应继续投资于人工智能超级周期，同时也要认识到，这一变革必然会对劳动力市场和商业模式带来深远影响。这一点尤为重要，因为标普500指数中约50%的成份股集中于科技板块，其中便包含“美股七雄”。<sup>98</sup>

<sup>98</sup> 苹果、微软、Alphabet、亚马逊、Meta Platforms、英伟达与特斯拉。

我们建议通过多元化策略来捕捉潜在机遇：

### ◇ 继续投资受益于数据中心建设的企业

掌控制约人工智能基础设施建设物理瓶颈的行业将持续表现优异。半导体供应链企业、网络与光信设备制造商以及发电与输电资产，均将受益于资本支出的持续增加。关键在于，这是一个全球性主题。这些公司之所以脱颖而出，是因为其股票基本面极具吸引力。它们不仅达到了私募科技投资中广泛采用的“40法则”<sup>99</sup>基准，<sup>99</sup>更是重新定义了这一标准。

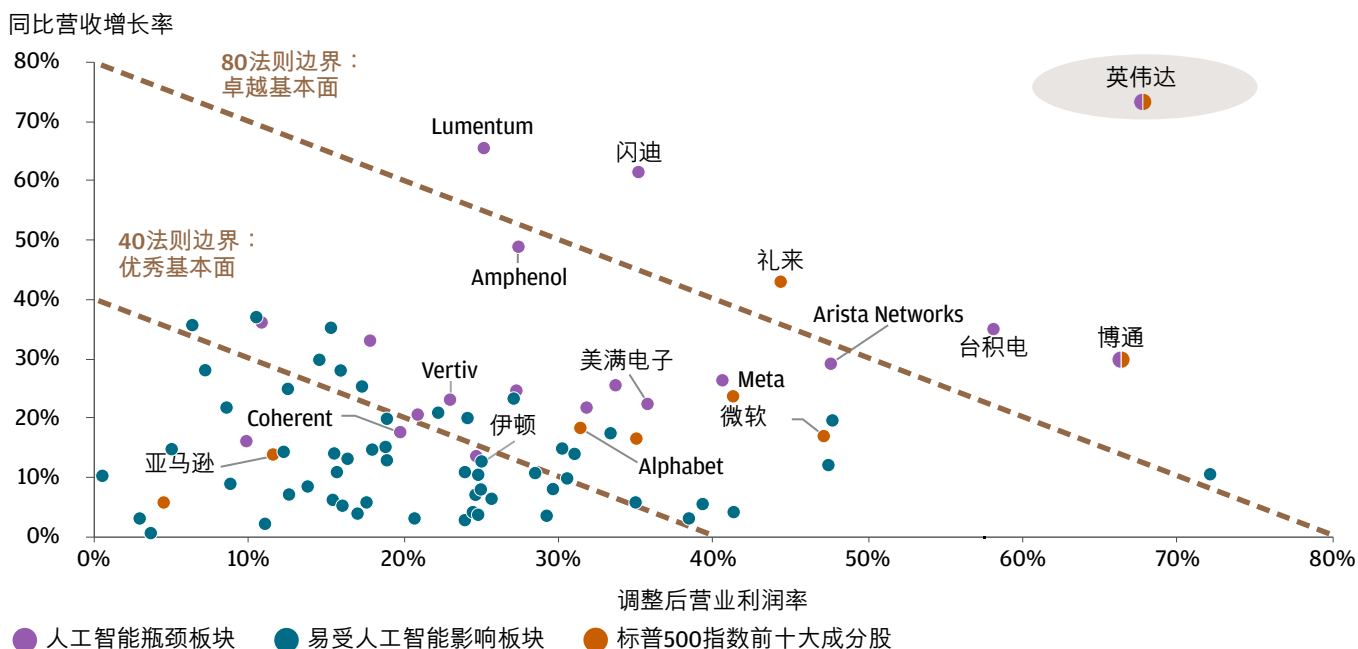
英伟达作为人工智能周期迄今为止最大的赢家，已成为符合“140法则”的企业。然而，投资者或许已计入对其销售峰值的预期。截至撰稿时，英伟达股票的交易价格较其十年平均远期市盈率倍数折价高达40%。

### ◇ 聚焦能源发电、传输与储存领域的机会

制造商接入电网的等待时间为三至五年。通用电气维诺瓦(GE Vernova)与卡特彼勒等厂商的“表后”<sup>100</sup>发电技术积压订单已排至本十年末。

鉴于上世纪90年代末科技泡沫时期电力行业过度扩张所带来的后果，这些企业或对扩大产能持谨慎态度。<sup>101</sup>人工智能对电力需求极为旺盛，电力相关资产预计将从中受益。我们倾向于通过私募基础设施投资基金来实现这一主题配置，因为这些基金直接持有发电、输电和储能资产。值得关注的还有上市公用事业公司以及与特定公司挂?的结构化票据。

人工智能受益企业通常具备强劲基本面  
同比营收增长率对比调整后营业利润率



资料来源：彭博财经。FactSet，数据截至2026年4月20日。注：对于未报告调整后营业利润率的公司，使用了营业利润率。所用数据来自最近可获得的季度。

<sup>99</sup> “40法则”指出：当一家企业的营业利润率与营收增长率之和超过40%时，其股票应获得估值溢价并实现超额回报。

<sup>100</sup> “表后发电”是指发电设施由企业、工厂或居民用户在自有现场安装、生产并使用，无需将电力输送至公共电网，因此，能源在抵达公用事业公司的计费电表之前便已完成生产与消耗。

<sup>101</sup> 互联网泡沫时期曾出现过类似的电力投资主题。当时天然气涡轮机制造商通过扩产来应对需求，最终在行业衰退时遭受重创。



### ◇ 关注当前部分交易估值低于市场水平的超大规模科技企业

我们还认为，尽管市场参与者对超大规模科技企业的扩张性资本支出计划日趋谨慎，但这些企业仍处于有利地位，能够从人工智能的持续应用中获益。企业高管们持续表示，人工智能应用、项目及企业对云计算能力的需求远超于现有供给。

自2025年10月以来，人工智能计算能力按需访问(GPU租赁)成本已上涨40%。<sup>102</sup>代理型与推理型人工智能模型的兴起预计将进一步推高需求，利好词元供应商<sup>103</sup>(如微软Azure、谷歌云)。<sup>104</sup>

### ◇ 发掘私募市场机遇

我们持续在私募市场中发掘最具吸引力的企业，这些公司正积极开发面向消费者和企业的人工智能应用。未来几年，若其中部分初创企业成长为公开市场下一代超大型科技领军者，我们也不会感到意外。我们对“实体人工智能”领域的新兴主题尤为关注，其中包括机器人技术。

### ◇ 若我们判断有误，非美股与核心固定收益资产可为重仓美国资产的投资组合提供缓冲

非美国股票对科技板块及人工智能的总体风险敞口较低。在2000年代初科技泡沫破裂期，美国以外地区股票表现较强韧性，这表明在人工智能衰退情景下，这些股票仍可能相对表现良好。<sup>105</sup>

人工智能泡沫破裂情景同样可能利好核心固定收益资产。若人工智能投资周期崩溃，当前经济扩张态势恐难持续，届时债券资产在经济增长收缩期间可能表现更优。在2000年互联网泡沫高峰过后的五年间，核心固定收益资产年化回报率达5.9%，而同期全球股票年化回报率仅为2.7%。

<sup>102</sup> SemiAnalysis，2026年4月。

<sup>103</sup> 词元供应商指以使用量为基础销售大语言模型及推理系统访问权限，通常按处理词元(输入、输出及推理词元)数量计价，同时提供大规模运行这些模型所需的底层计算资源、网络与编排基础设施支持。

<sup>104</sup> 举例说明：微软的企业价值与EBITDA比率已降至12倍，为2018年以来首次，尽管同期其EBITDA增长达3.7倍。

<sup>105</sup> 从2000年末至2005年末，除美国外的发达市场股票表现跑赢美股25个百分点。



# 结论

市场冲击与结构错位为耐心的投资者提供了布局契机

我们之所以在2026年之初重点关注全球地缘分化、通胀与人工智能这三大主题，是因为我们坚信这些因素不仅在今天，更将会在未来长期驱动投资组合回报。我们目前仍持此观点。

多重冲击之下，市场已对三大主题蕴含的风险进行了重估，这种市场错位正在为具有耐心的投资者创造入场良机。

本次《年中展望》梳理了可能出现的风险和机遇，以及市场参与者在哪些方面可能未能把握平衡。但我们的目标并非预测市场冲击，而是致力于构建能够助您有的放矢、坚定持有的投资组合：让您的资产配置与目标相契合，在市场错位时进行再平衡，并在环境变化时遵循纪律严明的重估机制。

摩根大通团队始终伴随您和您的家族，助您坚定迈向财富目标。

## 执行主管

### Clay Erwin

投资销售和交易部全球主管

### Stephen Parker

全球投资策略联席主管

### Grace Peters

全球投资策略联席主管

### Anton Pil

全球另类投资解决方案主管

## 全球投资策略团队

### Elyse Aussenbaugh

全球投资策略师

### Christopher Baggini

全球股票策略部主管

### Nur Cristiani

拉美投资策略部主管

### Madison Faller

欧洲、中东和非洲高级策略师

### Kriti Gupta

美国高级策略师

### Stephen Jury

全球大宗商品策略师

### Joshua Lewin

亚洲投资策略部主管

### Jacob Manoukian

美国投资策略部主管

### Joe Seydl

高级市场经济学家

### Sitara Sundar

另类投资策略部主管

### Brigid Whelan

投资内容策略部主管

### 吴安澜(Alexander Wolf)

全球宏观兼固定收益、外汇与大宗商品部主管

### Erik Wytenus

欧洲、中东及非洲投资策略部主管

## 指数和术语定义

所示指数仅作参考用途。指数不受管理，不属于投资产品，且不可作为直接投资标的。指数回报未扣除任何费用或支出，并假定股息与利息予以再投资。除非另有说明外，否则所有指数均以美元计价。指数本质上是一种较弱的预测或比较工具。指数提供了用作基准参照的假设性表现数据。

**另类资产：**传统股票和固定收益以外的投资类别，包括私募股权、私募信贷、对冲基金、实物资产及其他策略，通常表现出与公开市场不同的风险、回报及流动性特征。

**一带一路倡议：**中国为增强亚洲、欧洲、非洲及其他地区之间贸易、运输和经济互联互通而发起的全球基础设施和投资战略，通过大规模开发项目予以推进。

**并购型投资组合：**专注于收购成熟企业控股权的私募股权投资组合，通常运用杠杆，旨在优化企业运营、提升盈利能力和长期价值，最终实现退出。

**Cliffwater直接贷款指数：**衡量向中型市场公司提供贷款的直接贷款基金表现的指数。它提供对该资产类别的风险和回报特征的见解，反映私募债权市场的趋势和表现。

**云服务提供商：**通过互联网提供数据存储、运算能力、网络和软件服务等计算资源的企业，使用户能够按需获取可扩展的技术基础设施。

**消费者物价指数(CPI)：**衡量通胀的指标，用以追踪消费者在一定时期内为代表性一篮子商品与服务所支付价格的平均变动情况，常用于评估生活成本的变化。

**核心固定收益：**固定收益投资类别，通常由政府债券和高评级公司债券等高质量、投资级债券构成，常作为多元化投资组合的基础配置。

**信用利差：**债券与相同期限政府证券之间的收益率差额，反映投资者因承担信用风险而要求的额外补偿。

**债务占国内生产总值(GDP)比率：**衡量一国公共债务相对于其国内生产总值的指标，常用于评估财政可持续性及其政府债务偿付能力。

**发达市场(DM)股票：**来自经济发达、金融市场成熟且居民生活水平较高的国家(如美国、西欧和日本)的股票证券。

**直接贷款：**私募信贷的一种形式，由非银行贷款机构直接向企业(通常为中型市场企业)提供贷款，不通过传统的公开债券或银团贷款市场。

**新兴市场(EM)股票：**来自正处于向更高层次的工业化和市场一体化转型阶段发展中经济体的股票证券，通常具有增长潜力较高、波动性较大的特征。

**就业成本指数：**由美国劳工统计局发布的指标，用以追踪劳动力成本(包括工资、薪酬及雇主支付的福利)的变动情况，为研判工资通胀趋势提供参考。

**外国直接投资(FDI)：**一国企业或个人对另一国商业运营或资产进行的投资，通常涉及对投资对象的持久管理权与长期经济关系。

**自由现金流：**企业在扣除资本支出后，从其运营活动中产生的现金，常作为衡量企业财务灵活性及其支付股息、偿还债务或进行再投资能力的指标。

**富时EPRA NAREIT全球房地产投资信托指数：**该指数追踪全球公开交易的房地产投资信托(REIT)的表现，全面反映全球各个行业和地区的房地产市场。

**七国集团(G-7)：**由加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国等七个主要发达经济体组成的非正式论坛，旨在就经济政策、全球议题和国际合作进行磋商。

**图形处理器(GPU)**：专为高效处理并行计算任务而设计的专用计算机芯片，广泛应用于数据中心与人工智能领域，以加速复杂计算。

**对冲基金**：采用多元策略(包括多头/空头头寸、杠杆及衍生品)的集合投资工具，旨在产生与传统资产类别相关性较低的投资回报。

**对冲基金研究公司(HFRI)指数**：一组跟踪各种对冲基金策略表现的指数，为股票对冲、事件驱动、宏观和相对价值等不同风格的对冲基金表现提供基准。

**首次公开募股(IPO)**：私营公司首次向公众发行股票并在证券交易所挂牌，从而转变为上市公司的过程。

**传统软件即服务(SaaS)**：通过订阅制云托管模式提供应用程序服务的成熟软件企业，其定价通常基于用户数量或使用席位。

**杠杆贷款利差**：杠杆贷款收益率与基准利率之间的差额，体现投资者向低信用评级企业借款人提供融资所要求的风险补偿。

**液化天然气(LNG)**：经低温液化处理的天然气，便于储存与运输，广泛用于全球能源市场以便利国际贸易。

**宏观对冲基金**：根据宏观经济观点在股票、固定收益、外汇和大宗商品等多个资产类别上进行投资，以获利于广泛经济趋势的对冲基金。

**美股七雄**：“美股七雄”股票是美国股市中极具影响力的一组公司：Alphabet、亚马逊、苹果、Meta Platforms、微软、英伟达和特斯拉。

**MSCI所有国家世界指数(ACWI)**：按自由流通股数调整后的市值加权指数，衡量全球发达市场和新兴市场的股市表现。

**MSCI亚洲(除中国外)指数**：衡量亚洲(除中国外)地区股票市场表现的指数，在剥离中国特定市场动态的同时提供区域性投资敞口。

**MSCI中国指数**：全面涵盖中国各类股票的大盘及中盘股，包括A股、H股、B股、红筹股、P股以及外国上市股票的指数，代表中国股票市场总市值的约85%。

**MSCI美国指数**：衡量美国股票市场大中盘股板块表现的指数，广泛反映美国股市整体趋势。

**国家龙头企业**：在本国经济中扮演战略性关键角色的企业，通常凭借规模优势、政策扶持或在关键产业的战略地位而受益。

**NCREIF房地产指数——ODCE**：追踪美国开放式核心房地产基金投资表现的基准指数，主要关注多元化、能够产生收益的商业地产。

**名义国内生产总值(GDP)**：按当期市场价格计算的经济体所生产商品与服务的总价值，未剔除通货膨胀因素。

**经济合作与发展组织(经合组织)**：主要由发达国家组成的国际组织，致力于通过研究、分析和国际合作推动改善全球经济与社会福祉的政策。

**营业利润率**：以营业利润除以营业收入计算的企业盈利能力指标，反映企业核心业务运营的效率水平。

**个人消费支出(PCE)指数**：衡量美国居民购买商品和服务的价格变化的综合指标，被美联储广泛用作评估通胀水平的工具。

**市盈率(P/E)倍数**：通过公司股价除以每股收益得出的估值指标，常用于衡量投资者为获取单位收益所愿意支付的价格水平。

**市价较资产净值折价(商业发展公司)**：商业发展公司的每股市价与其报告每股净资产价值之间的百分比差额，常用于评估其相对于标的资产的估值水平。

## 定义和披露

**市销率**：通过比较公司市值与其营业收入得出的估值指标，通常在企业盈利波动较大或为负值的情况下使用。

**私募信贷**：通过私下协商方式向企业提供的非银行贷款，提供浮动利率收益敞口，其流动性通常低于公开债券市场。

**私募股权**：对私营公司的投资或对上市公司的收购交易，通常以提升运营效率和推动战略增长来实现长期价值创造。

**生产者价格指数(PPI)**：追踪生产者所获商品和服务价格变动的通胀指标，通常被视为消费者价格压力的先行指标。

**罗素3000指数**：衡量约3,000家美国股票表现的宽基股票指数，代表美国可投资股票市场的绝大部分。

**标普500®指数**：该指数被广泛认为是衡量美国股市的首要指标，涵盖主要行业的500家领先公司，重点关注大盘股范畴，代表美国股市总市值的约80%。

**标普扩展科技软件指数(IGV)**：追踪美国科技板块内软件类上市公司表现的指数，常被用作软件行业股票的业绩基准。

**词元供应商**：以使用量为基础销售大语言模型及其他人工智能系统访问权限的超大规模云平台，通常按处理词元数量计价，同时为客户提供底层计算资源与基础设施支持。

**美国10年期国债收益率**：美国政府为其10年期国债支付的利率，是衡量利率水平和投资者预期的重要基准。

**《美墨加协议》**：《美国-墨西哥-加拿大协议》，是一项规范三国经济关系的贸易协议，取代了原有的《北美自由贸易协定》(NAFTA)。

**风险投资**：主要投资于处于早期及高增长阶段企业的私募股权投资形式，通常以获取股权作为对价，具有较高的风险与回报潜力。

**VIX波动率指数**：根据标普500指数期权价格推导出的股市预期波动率衡量指标，常被视为衡量市场不确定性程度的晴雨表。

## 摩根资产管理长期资本市场假设

鉴于风险与回报之间存在着十分复杂的此消彼长关系，我们建议客户在设置战略配比时凭借判断和量化优化方法做出决策。请注意，本文所载全部信息均基于定性分析。不建议完全依赖于上述信息。本信息不作为投资任何特定资产类别或战略的建议，也不作为未来业绩的承诺。请注意，该等资产类别和策略假设仅基于被动管理得出，并未考虑主动管理的影响。提及未来回报的陈述并不代表对客户组合可能达致的实际回报作出承诺或甚至估计。假设、意见和估计仅用于说明目的。不应被视为证券买卖的建议。金融市场走势预测是本公司按目前市场状况作出的判断，可予更改，恕不另行通知。我们相信在此所提供的资讯均属可靠，但不保证其准确性或完整性。本文件只作提供资讯用途，并非旨在提供亦不应被倚赖作为会计、法律或税务建议。假设的回报率仅供说明/讨论用途，并受诸多限制。

“预期”或“阿尔法”回报估计可能存在不确定性及误差。例如，历史数据的变化将对由此预测的资产类别回报产生不同影响。各资产类别的预期回报取决于经济状况；即使发生预期状况，实际回报可能会更高，也可能更低，就如历史业绩一样，因此投资者不应期望获得与本文所示类似的回报。无论是资产配置策略还是资产类别，任何提及未来回报的陈述并不代表对客户组合可能达致的实际回报作出承诺。所有模型都存在其固有的局限性，潜在投资者在做出决策时不应完全依赖于此。模型无法计入经济、市场和其他因素对实际投资组合的运作和持续管理的影响。模型回报率不同于实际投资组合回报，不反映实际交易、流动性限制、费用、开支、税收和其他可能影响回报的因素。该等资产类别假设仅基于被动管理得出，并未考虑主动管理的影响。管理人实现类似回报率的能力受其无法控制或控制力有限的风险因素影响。

本文件包含的观点并不得当作在任何司法管辖区内购入或出售任何投资的建议或推介，也不得当作是摩根资产管理或其任何附属公司参与本文件提及的任何交易的承诺。本文件所载的任何预测、数字、意见或投资技术与策略均仅供参考之用，并且均是基于特定假设及目前市场状况作出，且可随时变动而不发出事先通知。在编制时，此处提供的信息均被视为准确无误。本材料并未载有足以支持作出投资决策的信息，且阁下在评估投资于任何证券或产品的优劣时，不应以本材料为依据。此外，使用者应与彼等金融专业人士一同独立评估相关法律、监管、税务、信贷及会计影响，以决定本文件提及的任何投资是否符合使用者的个人目标。投资者应确保在进行任何投资之前已获得所有可取得的相关信息。请注意，投资涉及风险，投资价值及其收益可能会因市场状况及税务协议而出现波动，投资者可能无法收回已投资的全数金额。过往业绩和收益不是当前和未来结果的可靠指示。

### 了解长期预测

我们的投资管理研究包含我们对各类资产的长期“平衡”回报和波动性的专有预测，以及各资产类别相关度的平衡估计数字。明显地，金融企业无法预测市场的表现将会如何。但我们相信，通过分析当前的经济、市场情况和历史的市场趋势，然后预测未来的经济增长率、通胀率、每一个国家的实际收益率，我们可以估计每个资产类别的“平衡”表现。

## 定义和披露

“平衡”回报只是在很长的一段时间中市场或宏观经济变量例如收益率或信贷利差的平均值或集中趋势，因为它代表了市场的内在价值。回报假设以每种资产类别的组件构建策略专有程序为基。举例说，股票的构建组件包含我们对通胀、实际盈利增长、股息收益和估值影响的预测。固定收益的构建组件包含我们对未来收益率和债券价格变动的预测。对另类投资的估计基于我们对另类投资相对于公开市场作出的历史分析和判断得出。实际回报率可能会长时间地与平衡数字有很大的差异，情况甚至可能会维持数年。但是，我们认为，市场回报将终将在某个时候恢复到平衡的趋势。我们还认为，在决定资产类别的表现及如何优化资产组合时，这种前瞻性的评估比历史趋势更为准确。

审阅本文件时，所有提及的预期回报并非承诺，甚至并非可能实现的实际回报的估计数字。这些假设并非根据具体产品而作出，并且不反映费用因素，例如投资管理费、管理费、交易成本或其他可能降低回报的支出。这些数字只是根据我们对目前及平衡情况所作的最佳估计所得的长期回报。同时值得注意的是，实际表现可能会受到实际管理这些投资的人的专业知识所影响，无论是在挑选个别证券和可能对投资组合作出定期调整方面，从而充分利用市场趋势所致的资产类别的估值过低和过高。

在本分析中，波动性是一种衡量特定配置的回报离差的统计指针，以配置的算术回报的标准偏差量度。夏普比率是一种衡量回报/风险的指标，其中回报(分子)定义为一项投资高于无风险利率的年度递增回报率。风险(分母)定义为投资回报减去无风险利率的标准偏差。所使用的无风险利率为摩根大通对现金的长期假设。

相关度是一个统计指针，衡量两个变量(在本例中即两档资产类别回报)的变动相关的程度。相关度在——1至1之间，其中1表示完全正相关，即两个变量在同一时间内往相同的方向变动。相关度为0表示两个变量独立变动，而相关度为——1.0则表示完全负相关。

### 重要信息

#### 主要风险

**另类投资：**另类资产投资往往比传统投资涉及更大程度的风险，包括但不限于流动性受限与估值风险，仅适合具有充分知识和丰富经验，足以评估此类投资优势与风险的投资者。另类资产投资不应被视为完整的投资计划，且其收益分配不予保证。另类投资的税务效率可能较低，投资者应在投资前咨询其税务顾问。另类投资的费用通常高于传统投资，而且杠杆可能很高，会用到投机性投资技巧，因而会放大投资损益——甚至有损失全部本金的风险。关于特定另类投资品种所独有的风险因素详情，请参阅其发售备忘录。

**债券：**债券受利率风险、发行人信用和违约风险的影响。债券价格通常在利率上升时下跌。

**大宗商品：**大宗商品投资相较传统证券投资涉及较高的波动性，尤其是有关金融工具涉及杠杆时。大宗商品挂钩衍生工具的价值可能受到总体市场走势转变、商品指数波动、利率变动或旱灾、洪水、天气、牲畜疾病、禁运、关税及国际市场的经济、政治及监管法规发展等可影响特定行业或大宗商品的因素所影响。采用杠杆式大宗商品挂钩衍生产品投资为投资者创造机会可提高回报，但也同时有机会录得较大损失。

**多元化投资：**多元化和资产配置不保证录得盈利或免招损失。

**新兴市场：**相较于发达市场，新兴市场投资涉及较高风险且波动性更强。外币汇率变动以及投资者司法管辖区域以外地区的会计及税务政策存在差异可能会增加或降低回报。部分市场的政治和经济稳定性基础相对薄弱，加之投资者司法管辖区域以外的税收政策与法律体系差异，可能产生额外风险。投资者在投资新兴市场前应审慎评估这些风险，并咨询财务与法律顾问。

**股票：**股票证券的价格可能会因为大盘市场的变动或公司财务状况的变动而上升或下跌，有时候可能会比较急速或不可预料。股票价值可能因公司盈利能力强或市场预期乐观而上升，但也可能因盈利表现不佳或市场情绪悲观而下跌，且股利分配不予保证。

**固定收益：**固定收益产品(如债券)投资涉及若干风险，包括但不限于利率、信用、通胀、赎回、违约、偿还和再投资风险。任何在到期前出售或赎回的固定收益证券均可能产生重大收益或损失。

**高收益债券：**高收益债券(评级为BB+ / Ba1或以下或无评级)属于投机性、非投资级证券，存在较高的违约风险和损失风险。此类投资仅适合具备较高风险承受能力的投资者。

**国际市场投资：**国际市场投资可能并不适合所有投资者。国际市场投资涉及较高风险且波动性增加。部分国际市场的政治或经济情况未必稳定。持有外币资产面临汇率风险，因为所投外币同持有者本国货币之间的汇率波动将影响投资价值。

**市政债券：**投资者应了解购买市政债券存在的潜在纳税义务。若持有人需缴纳替代性最低税，则其持有的某些市政债券需缴纳联邦税。如有资本收益，则需缴纳联邦税。投资者应注意，来自免税市政债券基金的收益可能需要缴纳州和地方税以及替代性最低税(AMT)。

**优先证券：**优先证券具有股票和债券的共同特征。优先证券通常是具有看涨期权保护的长期证券，在资本结构中介于债务和股权之间。优先证券具有各种风险和考虑因素，包括：集中风险；利率风险；低于个别债券的信用评级；对资产的要求低于公司的个别债券；由于这些风险特征而拥有更高的收益率；“可赎回”含义是指发行公司可在特定日期后以特定价格赎回股票。

## 重要信息

**小盘股**：投资小盘股公司所涉及的风险程度通常明显高于投资大型知名公司证券，因其可能缺乏大型企业所具有的管理专业能力、财务资源、产品多元化布局及竞争优势。小盘股公司证券价格可能比大型成熟公司证券面临更剧烈或异常的市场波动，因为此类证券通常交易量较低，且发行人盈利和发展前景通常更易发生变化。除流动性风险外，在出售小盘股证券的大额头寸时，卖方可能不得不以低于市场报价的折价出售持仓，或需在一段时期内分批进行小额抛售，且股利分配不予保证。

**前景展望和过往表现不保证未来业绩**。不可直接投资于指数。文中提述的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。除非另有说明，否则所有市场和经济数据均截至2026年4月20日，而资料来源均为彭博财经、Haver Analytics和FactSet。

本文件仅供一般说明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co.（“摩根大通”）旗下的私人银行业务提供的若干产品及服务。文中所述产品及服务，以及有关费用、收费及利率均可根据适用的账户协议而可能有变，并可视乎不同地域分布而有所不同。并非所有地区都提供所有产品和服务。如果您是残障人士并需取得额外支持以查阅本文件，请联系您的摩根大通团队或向我们发送电邮寻求帮助（电邮地址：[accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com)）。**请参阅所有重要信息。**

**仅供说明用途。本文件载列的预估、预测及比较数字均截至本文件所述日期。**

## 一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置／多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等）或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考

虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通团队联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标／情况的讨论。

## 非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通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、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明／参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，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。

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。

## 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。

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。保险产品是透过Chase Insurance Agency, Inc(“CIA”)支付。CIA乃一家持牌保险机构，以Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及CIA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。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于Taunustor 1 (TanusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称为“BaFin”)授权，并由BaFin、德国中央银行(Deutsche Bundesbank)和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会(CSSF)监管，注册编号为R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司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，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会(Comisión Nacional de Valores，简称“CNMV”)监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须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，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为8076，其米兰商会注册编号为REA MI 2536325。在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任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。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行(DNB)和荷兰金融市场监管局(AFM)监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为72610220。在**丹麦**，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**(即德国摩根大通有限责任公司附属公司)分派，其注册办事处位于Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行(即德国摩根大通有限责任公司附属公司)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有限责任公司分行的名义注册登记，编号为29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行

## 定义和披露

同时须受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在**比利时**，本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行(NBB)及比利时金融服务及市场管理局(FSMA)监管，并已于比利时国家银行行政注册处登记注册，注册编号为0715.622.844。在**希腊**，本文件由**摩根大通有限责任公司——雅典分行**分派，其注册办事处位于3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管，并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为124。雅典商会注册号为158683760001；增值税注册号为99676577。在**法国**，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法国金融市场管理局(Autorité des Marchés Financiers(AMF))监管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其注册办事处位于rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士由瑞士金融市场监督管理局(FINMA)授权并受其监管。

就金融工具市场指令(MIFID II)和瑞士金融服务法(FINSA)而言，本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息，这些文件目前或应在相关司法管辖权区内提供(按照要求)，否则投资者不应认购或购买本广告中提及的任何金融工具。

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摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。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。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，请务必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。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。

应收件人要求及为收件人之便，本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件，但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文，且其他语言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。

“摩根大通”是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。“摩根大通私人银行”是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用，未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或复制本文件的内容供作非个人用途。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，请与您的摩根大通团队联络。

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，且股东承担有限责任。**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。

J.P.Morgan PRIVATE BANK