



放眼市场 | 2025年展望

炼金术士

放松管制、驱逐出境、关税、减税、成本削减、加密货币、石油与天然气、医疗自由以及机构清洗：哪些领域可能会出现问题？

章节涵盖：人工智能中下金蛋的鹅、隐形的核能覆兴、当代堂吉诃德、中国的两个挑战、苏斯博士访欧洲、加密货币最新动态以及2025年十大榜单。

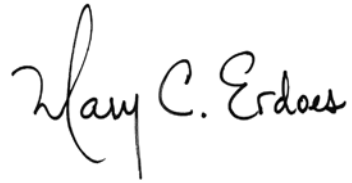
作者：岑博智(Michael Cembalest) | 摩根资产及财富管理市场及投资策略部主席

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

随着迈入2025年，我想藉此分享岑博智先生撰写的《放眼市场展望》。岑先生是我接近30年的投资伙伴，他的展望报告向来备受客户期待，今年也标志着岑先生已为这项重要工作默默耕耘20载，本报告如常充满发人深省并引人热议的观点分析。《炼金术士》是岑先生迄今众多出色的报告之一，相信绝不会让您失望，同时敬请欣赏精心设计的封面插图，当中刻画了本报告深入探讨的七个主题与文末部分的2025年十大榜单，一图概括要旨。

我谨代表摩根大通全体全人，衷心感谢您对我们一如既往的支持和信任。我们将继续努力不懈，成为您值得信赖的理财顾问。

祝愿大家在新的一年里美满丰足，平安喜乐。

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.

2025年展望

目录

“炼金术士”：放宽监管、驱逐出境、关税、减税、成本削减、石油和天然气、加密货币、医疗自由以及机构清洗。哪些领域可能会出现什么问题？ 2

“下金蛋的鹅”：人工智能的采用、趋势和里程碑.....15

何谓核能覆兴？现在下定论还为时过早.....21

当代堂吉诃德：亿万富翁们寻求削减美国政府开支24

中国：流动性挑战与大国竞争挑战30

苏斯博士访欧洲.....33

美国总统对加密货币的支持：关于加密货币的涨势和政治捐献的高额回报.....35

2025年十大榜单和2024年榜单的成绩单.....38

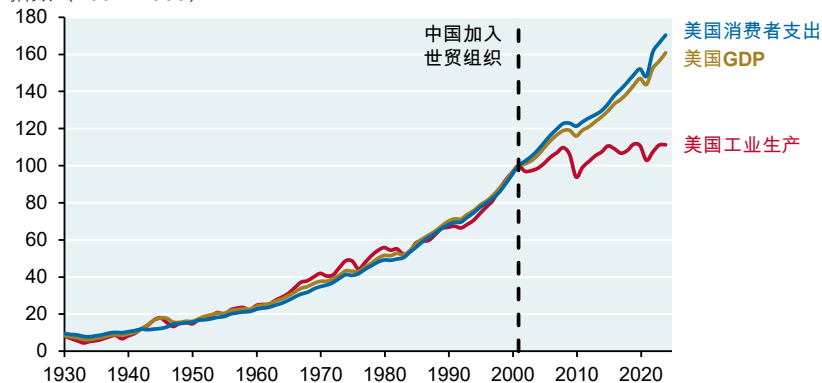


“炼金术士”：放宽监管、驱逐出境、关税、减税、成本削减、石油和天然气、加密货币、医疗自由以及机构清洗。哪些领域可能会出现问题？

白宫的「炼金术士」试图扭转中国加入世界贸易组织所带来的一些消极影响，其中最典型的是美国工业生产停滞不前，以及以下列举的其他趋势.....

沉寂的工厂

指数 (100 = 2000)



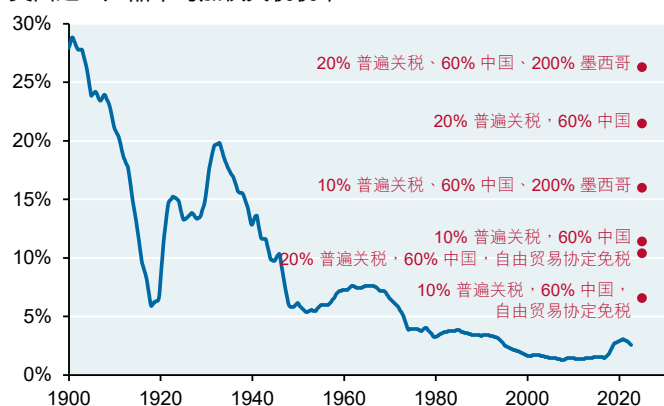
资料来源：美国经济分析局、美联储、摩根资产管理，2024年

于2000年前后出现显著拐点的其他美国数据：

- 制造业岗位流失量上升
 - 劳动力占毛利润的比例下降
 - 自杀率上升
 - 非大都会贫穷率上升
- 详情请参阅第13页

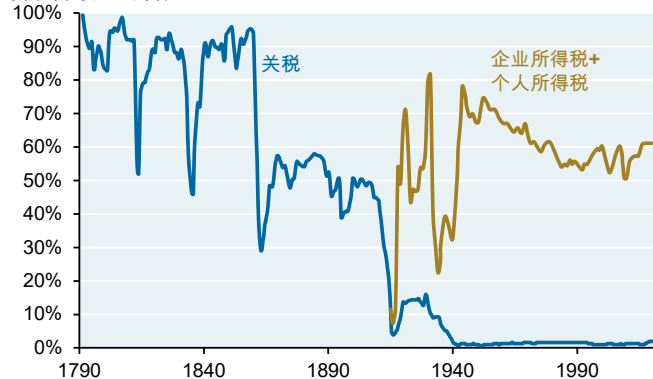
.....通过提高关税，同时降低所得税收入，如此联邦收入结构让人回想起1930年代.....

美国进口产品平均加权关税税率



资料来源：耶鲁大学预算实验室，2024年10月

1790年以来联邦收入来源占联邦收入的百分比

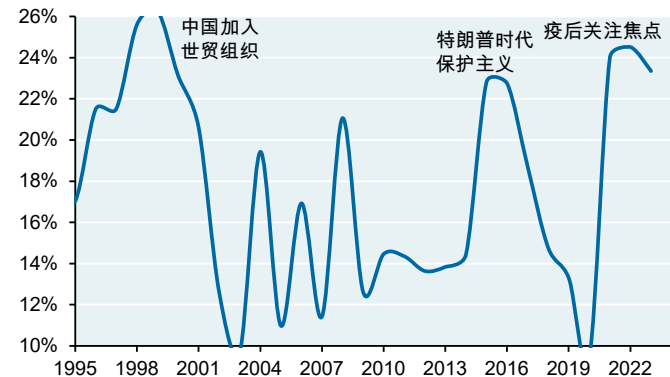


资料来源：白宫经济顾问委员会、美国税务基金会、摩根资产管理，2024年

.....通过强迫其他国家在美国投资而不是对美进行销售，这一趋势已逐渐形成

美国在全球外国直接投资(FDI)中所占的份额

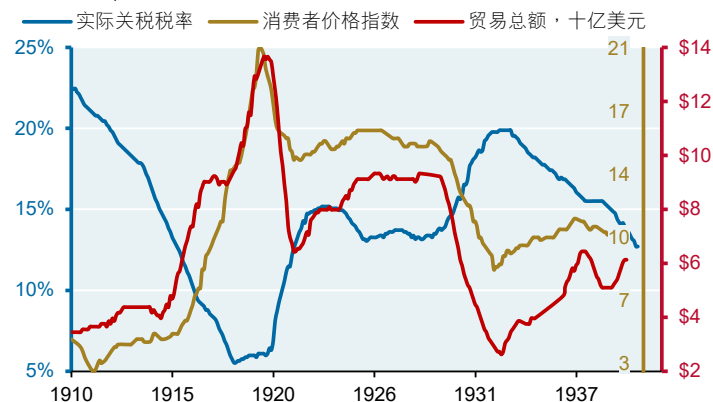
百分比



资料来源：联合国贸易和发展会议、摩根资产管理，2024年

广义上讲，美国1920年代和1930年代的关税并没有引发通胀.....

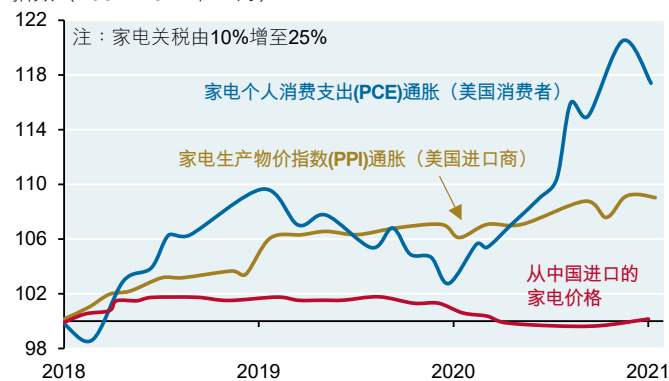
1920年代/1930年代关税上调，价格和贸易下降



资料来源：Alpine Macro、彼得森国际经济研究所、摩根资产管理，2024年

.....但2018年通胀却居高不下.....

美国进口商/消费者承担了2018年对中国家电加征关税的成本，
指数（100 = 2017年12月）



资料来源：摩根大通全球经济研究，2024年11月18日

.....这就是一些经济学家认为这次加征关税将导致通胀的原因.....

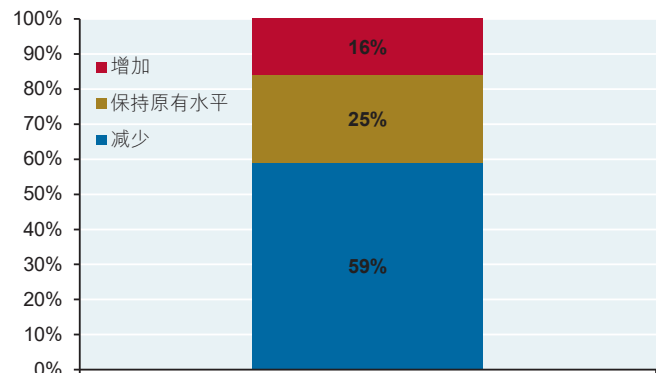
关税、GDP和通胀估计

政策	短期GDP变化百分比	长期GDP变化百分比	推动PCE通胀
加征60%中国关税 (有反制)	-1.4%	-0.2%	N/A R
加征10%普遍关税 (无反制)	-1.2%	N/A	N/A R
加征10%普遍关税 (有反制)	-2.2%	-0.1%	N/A R
加征60%中国关税和10%普遍关税 (无反制)	N/A	-0.8%	N/A T
加征60%中国关税和10%普遍关税 (无反制)	N/A	-0.5%	1.0% Y
加征60%中国关税和10%普遍关税 (有反制)	N/A	-1.2%	N/A T
加征60%中国关税和10%普遍关税 (有反制)	-3.3%	-0.3%	N/A R
加征60%中国关税和10%普遍关税 (有反制)	N/A	-0.6%	0.9% Y

资料来源：Piper Sandler、Robinson等人(R)、耶鲁大学预算实验室(Y)、美国税务基金会(T)，2024年

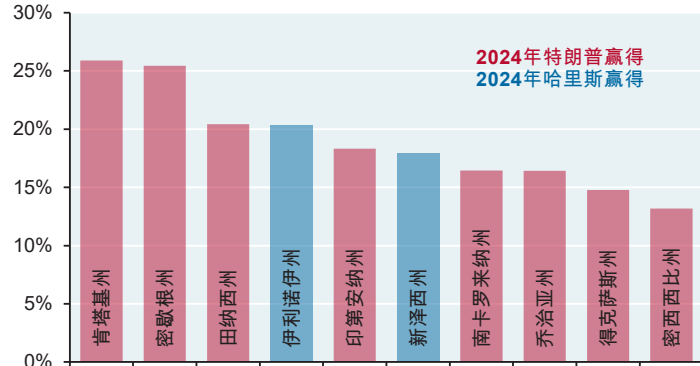
.....也有可能减少美国制造业的就业岗位，特别是支持共和党的州

关于特朗普关税对制造业就业影响的经济学家调查
(44位经济学家受访)



资料来源：华尔街日报、摩根资产管理，2024年10月

进口在GDP中所占份额：美国前10大州
2023年商品进口在2023年州GDP中所占比例，百分比



资料来源：人口普查局、美国经济分析局、摩根资产管理，2024年

美国在关税问题上有多种选择，中国在反制措施方面同样具备多种选择。

正在考虑的可能关税选择

国家	清单	目前的关税	可能的关税	授权
中国	清单1-2	25.0%	85.0%	301条款
中国	清单3	25.0%	60.0%	301条款
中国	清单4a	7.5%	17.5%	301条款
中国	清单4b	0.0%	5.0%	301条款
墨西哥	汽车进口*	2.5%	100.0%	232条款
欧盟	汽车进口	2.5%	25.0%	232条款
全球	所有进口商品	2.7%	12.7%	《国际紧急经济权力法》或122条款
中国	所有进口商品	13.7%	53.7%	立法
全球	所有进口商品	2.7%	??	立法

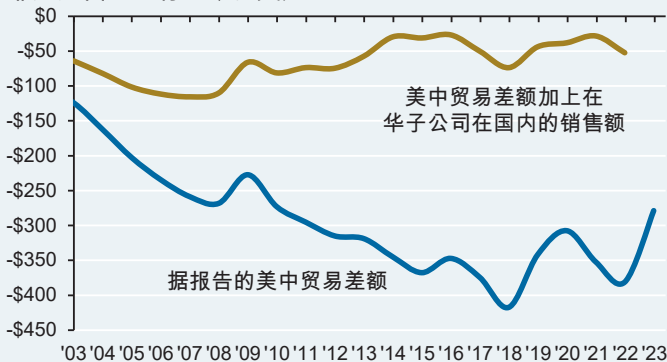
资料来源：高盛、摩根资产管理。2024* = 在墨西哥组装的中国电动汽车。清单1-2为非消费品；清单4a和4b主要为消费品

中国的反制措施选项包括：

- 对美国农产品、化工产品和飞机零部件的进口征收关税
- 通过汇率贬值和出口退税来调整经济策略
- 禁止稀土元素出口；中国近期已禁止向美国出口镓、锗和锑，切断了美国一半的供应
- 对在华经营的美商公司实施反垄断、国家安全及其他相关处罚
- 出售美国国债和机构债券
- 多元化贸易关系，例如参与RCEP (按市场规模计算的全球最大自由贸易区) 和申请加入CPTPP，这两个组织均不包括美国

贸易逆差掩盖了美国公司在中国开展的大量业务。尽管美国对华贸易存在巨大逆差，但在计入两国子公司销售后，双边贸易平衡接近持平。换言之，中国企业向美国出口大量产品，而美国企业则在中国销售大量产品

美国在中国有很多业务往来，但都是通过其在华的子公司而非通过出口进行，十亿美元

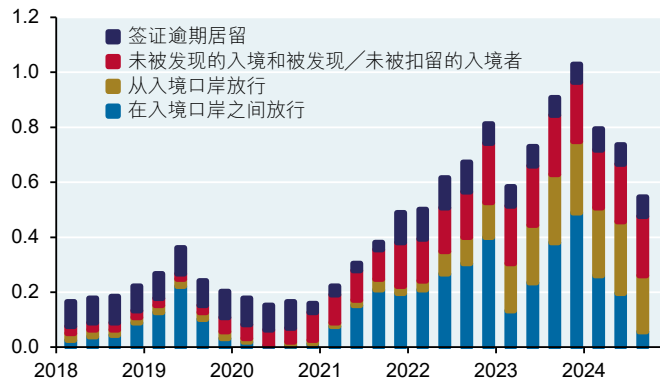


资料来源：德意志银行、人口普查局、摩根资产管理，2023年

拜登的移民政策直接导致了史上最大规模的移民激增，未受检查、未受控制且未被有效管理，这将对主要城市的财政状况产生长期负面影响¹。即便是布鲁金斯学会也在2024年2月建议暂时关闭美国边境，以应对移民积压问题。如果因此采取措施，“炼金术士”的边境管控和驱逐措施大幅减少了劳动力供应.....

大量非法移民涌入美国

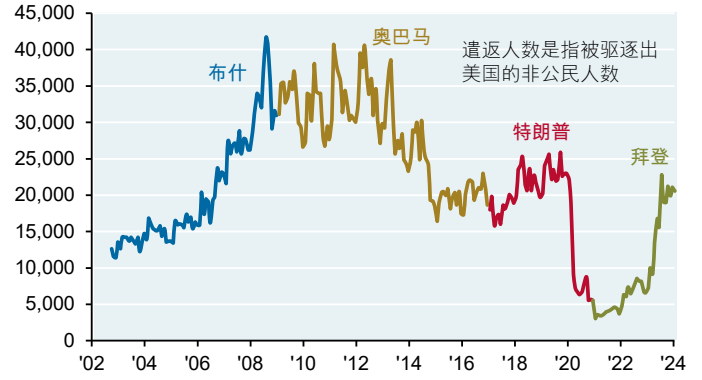
人数，百万人



资料来源：旧金山联储，2024年11月

各届总统的移民海关执法局遣返人数，

每月遣返人数

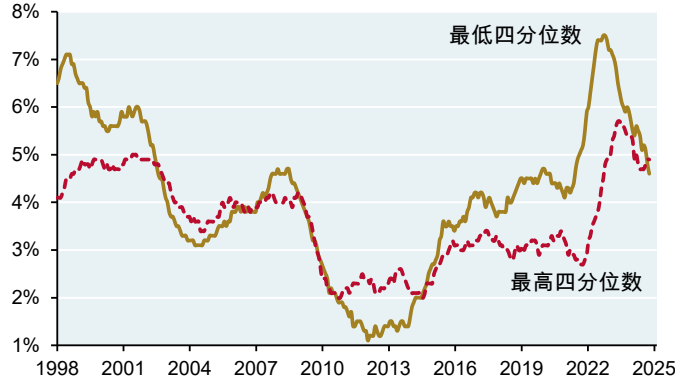


资料来源：TRAC、摩根资产管理，2024年9月

.....这可能会扭转工资增长最低四分位数的下滑趋势.....

亚特兰大联储工资增长追踪指数

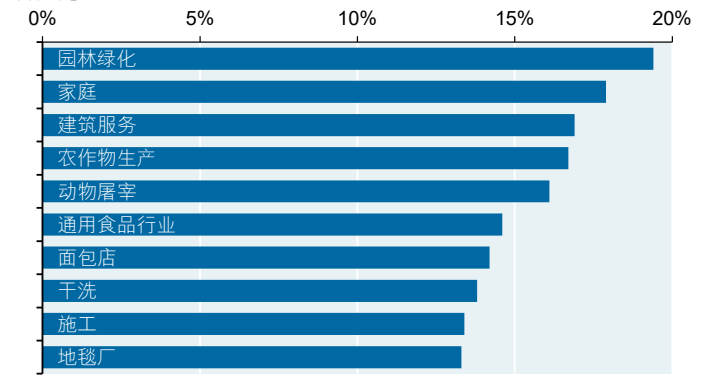
百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月30日

可能是非法移民的员工比例，

百分比

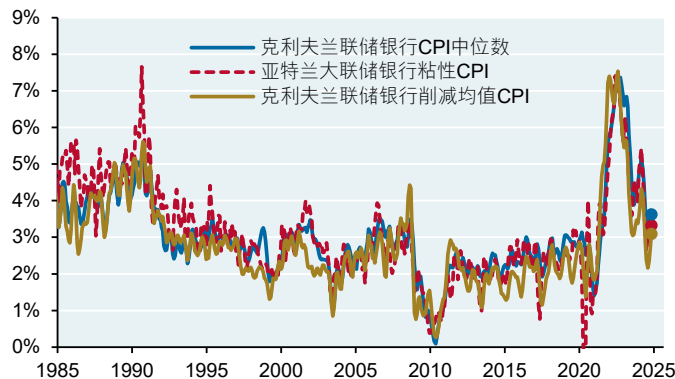


资料来源：2023年人口普查美国社区调查，高盛

.....劳动力市场趋紧和关税双重因素是否会再次推高消费物价通胀？

美国消费物价通胀衡量指标

百分比，3个月年化变化



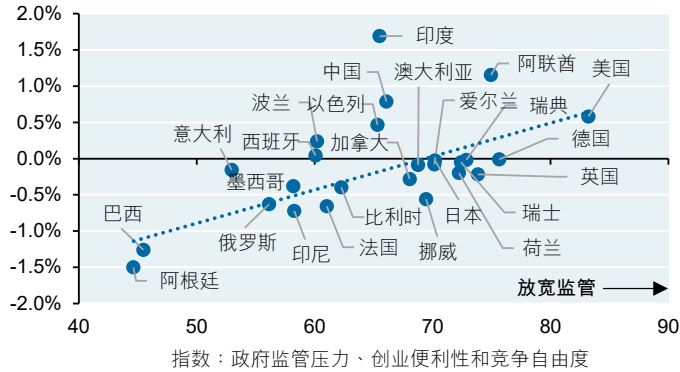
资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月30日

¹ “移民和寻求庇护者带来预算挑战”，标普全球评级，2024年2月13日

或者「炼金术士」是否能够通过**放宽监管**带来的积极生产率冲击，来抵消劳动力供应收紧和关税导致的通胀冲击，这或许与一些证据相一致，即放宽监管与生产率提高和其他有利经济结果相关.....

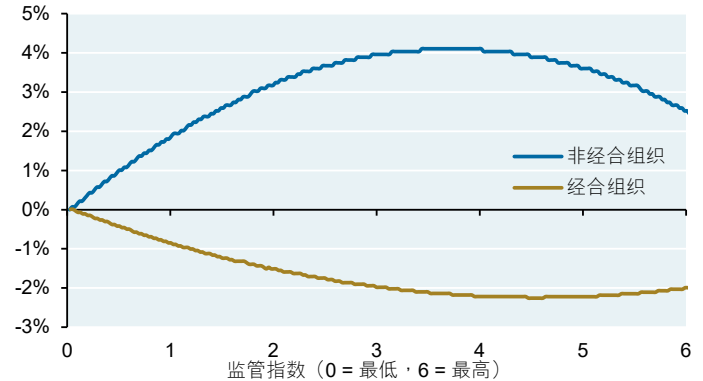
监管与生产率

2014年至2025年全要素生产率增长



资料来源：美国经济咨商局、世界银行、弗雷泽研究所、世界经济论坛、摩根资产管理，2024年

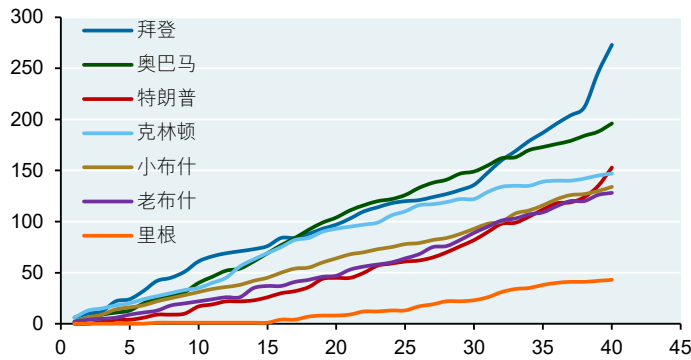
监管令经合组织经济增长放缓，而对非经合组织国家中有所帮助
监管对人均实际GDP年增长率的影响



资料来源：Heckelman (维克森林大学)，2019年；摩根资产管理

.....尤其是与拜登政府时期的监管激增相比？

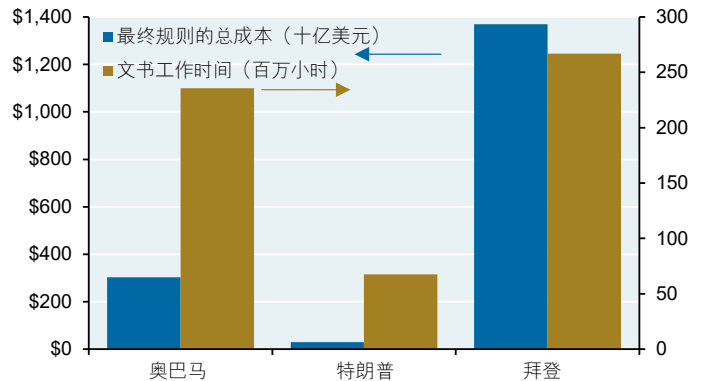
每届总统任期到第40个月的累计具经济性重要规则数量



资料来源：乔治华盛顿大学监管研究中心，2024年5月

政府监管活动

宣誓就职日至第4年4月19日

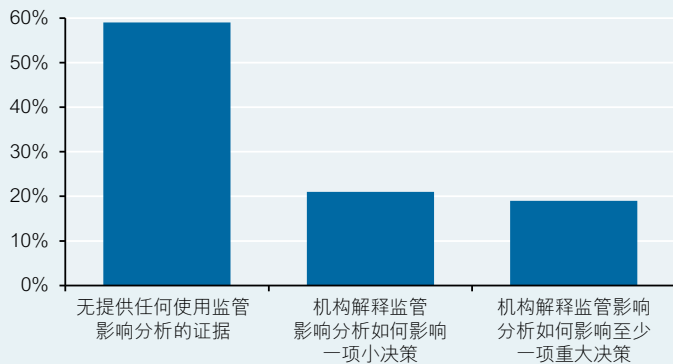


资料来源：道格·霍尔茨·埃金、美国行动论坛，2024年4月

摘自《放眼市场》档案：美国法规往往经过极少的监督或审查后通过。根据乔治梅森大学梅卡图斯中心的研究表明，2008年至2012年通过的所有新法规中，80%无主管机构编制的监管影响分析，或监管影响分析仅涵盖了提案的一小部分。其次，在2003年至2012年制定的所有联邦法规中，信息与规制事务办公室仅报告了其中极小一部分的成本效益信息。

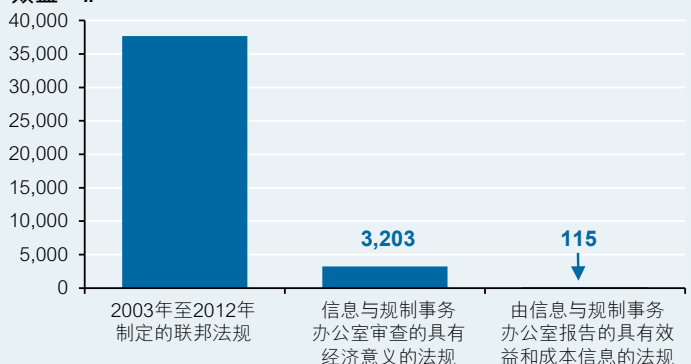
机构使用监管影响分析的情况

2008年至2012年的法规百分比



资料来源：乔治梅森大学的梅卡图斯中心，2015年3月

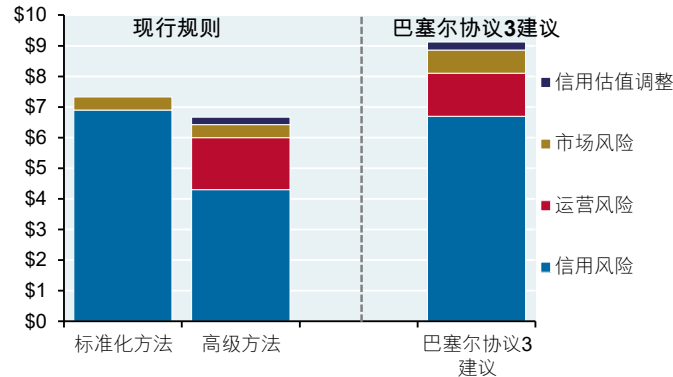
信息与规制事务办公室仅报告了一小部分法规的成本/效益，#



资料来源：乔治梅森大学的梅卡图斯中心，2013年4月

假设受巴塞尔协议III影响的美国银行已经开始积累新规则所要求的超额资本(约2,000亿美元,假设占2万亿美元的额外风险加权资产的10%),那么在巴塞尔协议III讨论结束后,银行资本的扩张是否会促进美国信贷增长?

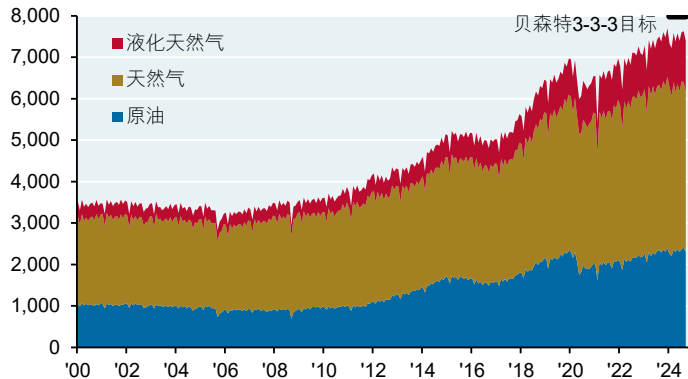
由于拟议的巴塞尔规则,美国第一类和第二类银行风险加权资产预计将增加,万亿美元



资料来源: 摩根士丹利、Oliver Wyman, 2023年11月

由于石油天然气产量已经高企,并且贝森特3-3-3的增产目标相对温和²,化石燃料的产量是否会增加到足以拉低能源价格的水平.....

原油、天然气和液化天然气的生产
 万亿英热单位/月

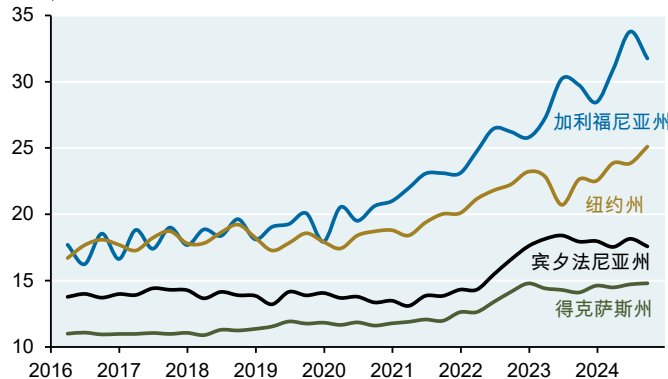


资料来源: 美国能源信息署、摩根资产管理, 2024年9月

关于美国石油天然气生产
 拜登政府并未实质性削减美国石油天然气产量;即使液化天然气出口限制,由于范围有限,也并无产生太大影响。拜登的做法更倾向于为可再生能源提供1至3万亿美元的补贴(最终价格尚不清楚)。也许北极钻探活动将增多,但我不确定美国石油天然气产量增加会有多大空间用于降低美国能源价格,特别是如果增加的天然气产量用于出口,并且目前天然气价格约为3.5美元/百万英热单位

.....或能源法案的通胀后果是否已根深蒂固到难以扭转的程度?

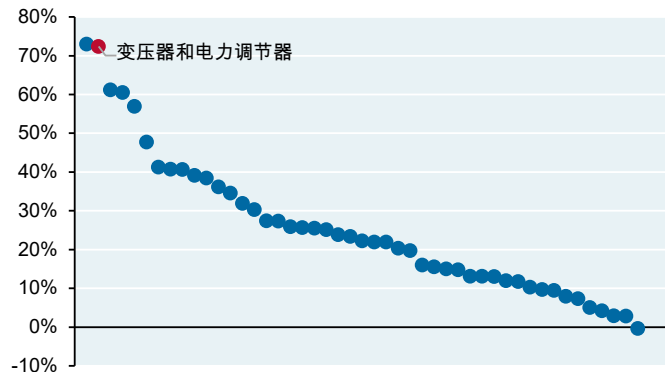
各州居民电价
 美分/千瓦时



资料来源: 美国能源信息署、摩根资产管理, 2024年第三季度

核心商品生产物价指数组成通胀

47个核心商品类别与2018年相比增长百分比



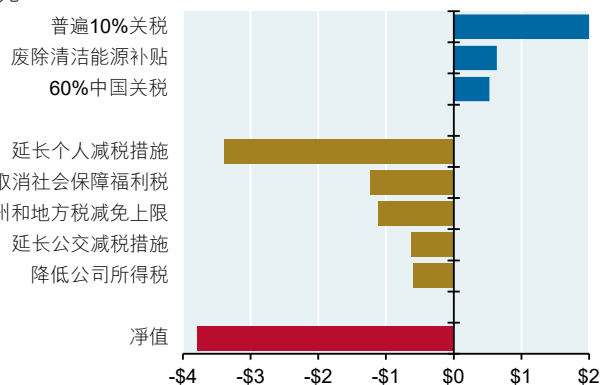
资料来源: 彭博、摩根资产管理, 2024年11月30日

² 贝森特提议的石油和天然气增产计划是每天增加300万桶油当量,相当于每月增加529万亿英热单位。这一增幅约为2024年美国石油、天然气和天然气液体月均产量的7%

如果“炼金术士”无法削减足够的政府支出(参见第26页开始的“当代唐吉可德”部分)以抵消他们能够取得通过的任何减税措施所带来的影响,那么他们是否会增加预算赤字.....

特朗普: 拟议政策所带来的10年预算赤字影响

万亿美元



资料来源: 沃顿商学院、彼得森国际经济研究所、PSC、CFRB、摩根资产管理, 2024年

国会具体会允许什么举措?

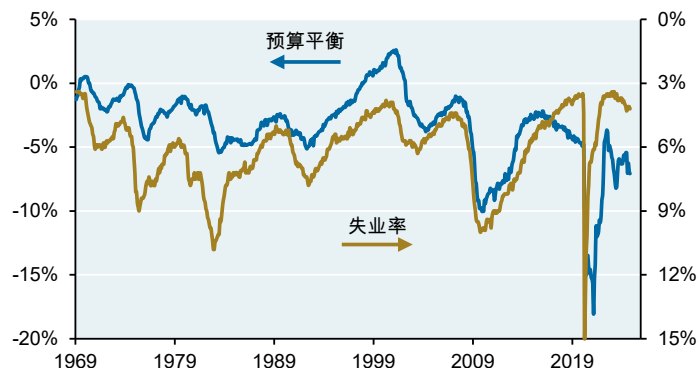
这张图表并非旨在预测特朗普对赤字的影响, 因为国会不太可能在没有更多收入抵消的情况下通过所有列出的减税措施。2017年通过《有毒物质控制法案》时, 就此引入州和地方税减免上限。但该图表有助于凸显特朗普提案所导致的赤字走向。我预计共和党财政鹰派将像往常一样进入冬眠状态, 等待下一届民主党政府上台后再重现

在尽管几乎实现了充分就业, 但预算赤字已然非常庞大的时期.....

美国预算平衡与失业率

盈余(赤字)占GDP的百分比

百分比

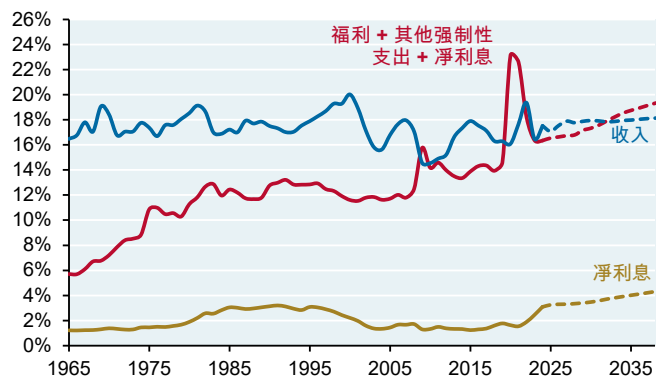


资料来源: 彭博、摩根资产管理, 2024年11月30日

在十年内, 福利支出加上利息预计将永久超过联邦税务收入的交叉点?

福利支出、强制性支出和净利息支付与收入比较,

占GDP的百分比

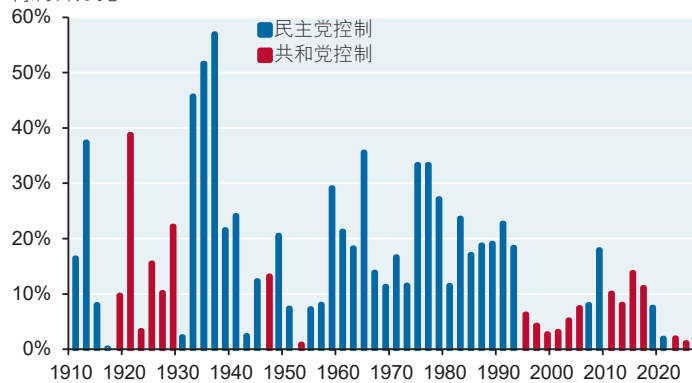


资料来源: 国会预算办公室、摩根资产管理, 2024年3月

如果众议院的严格监管限制无法实质性地限制“炼金术士”的财政议程.....

众议院多数党领导地位

利润百分比



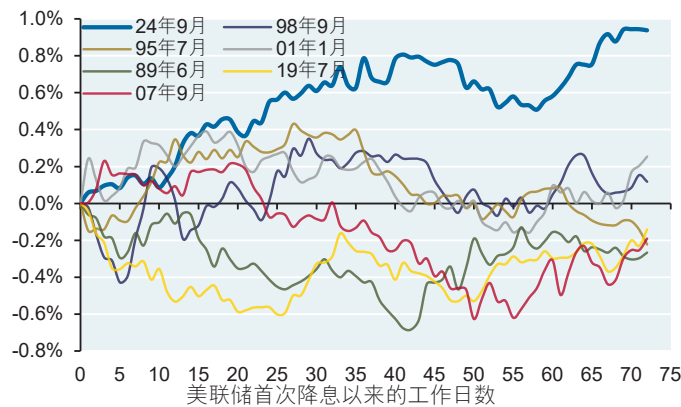
资料来源: VoteView点名投票数据库、《纽约时报》、摩根资产管理, 2024年

共和党在众议院的微弱优势

在新的一年里国会中, 共和党将以219比215占据多数席位, 盖茨辞职后还有一个席位空缺。预计斯蒂芬尼克(纽约州共和党人)和沃尔兹(佛罗里达州共和党人)将加入特朗普政府, 令共和党的优势达到217比215, 没有任何倒戈的余地。针对盖茨的空缺席位的特别选举定于4月1日举行, 另外两场特别选举可能将于5月举行。如果共和党赢得这三个席位, 他们将以220比215的优势领先, 这将是自1910年以来最微弱的优势之一

...尽管美联储放宽货币政策, 但10年期美国国债收益率仍然上涨, 对此态势, 债券市场将如何反应?

美联储首次降息后10年期国债收益率变化

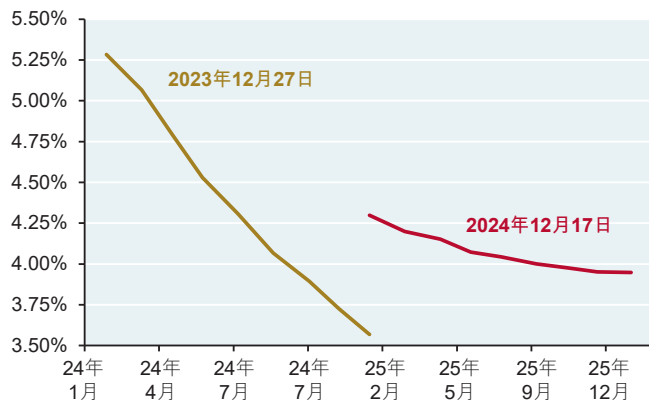


资料来源: 彭博、摩根资产管理, 2024年12月26日

.....美联储是否能够如市场预期进一步放宽货币政策?

联邦基金目标利率: 当前利率与先前市场预期对比

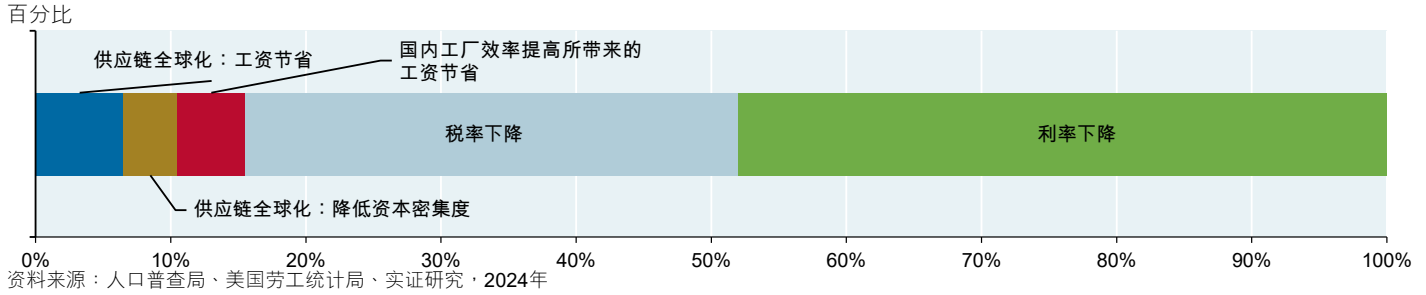
百分比



资料来源: 彭博、摩根资产管理, 2024年12月26日

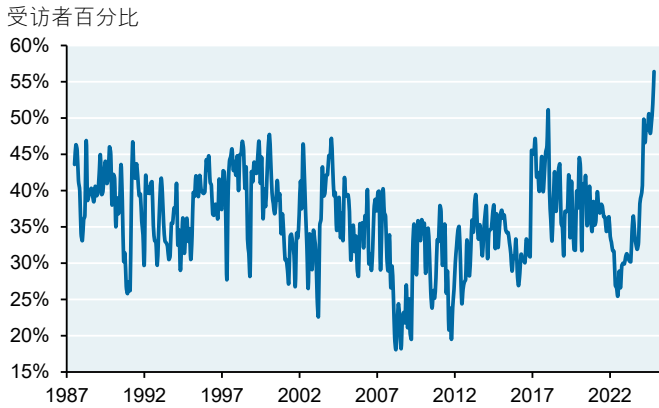
鉴于过去20年利率下降是标普500指数利润率上升的最大贡献因素，如果长期利率上升至5%以上，将对股市的市盈率产生什么影响？

2000年至2019年标普500指数利润率扩张的最大贡献因素

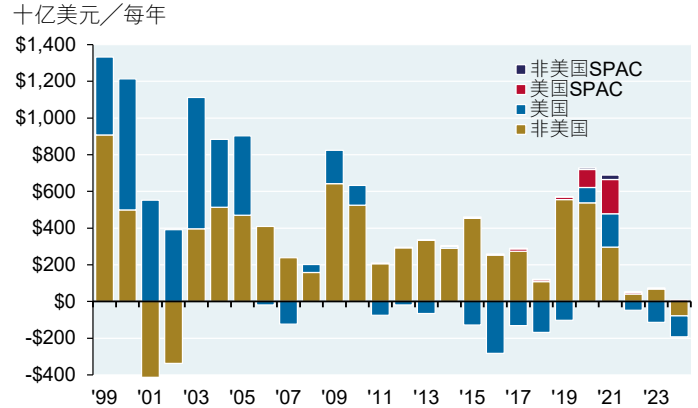


投资者倾向于相信“炼金术士”会成功，而美国股市非常紧张的供应状况也对他们有利.....

预计12个月内股价上涨的美国家庭比例，

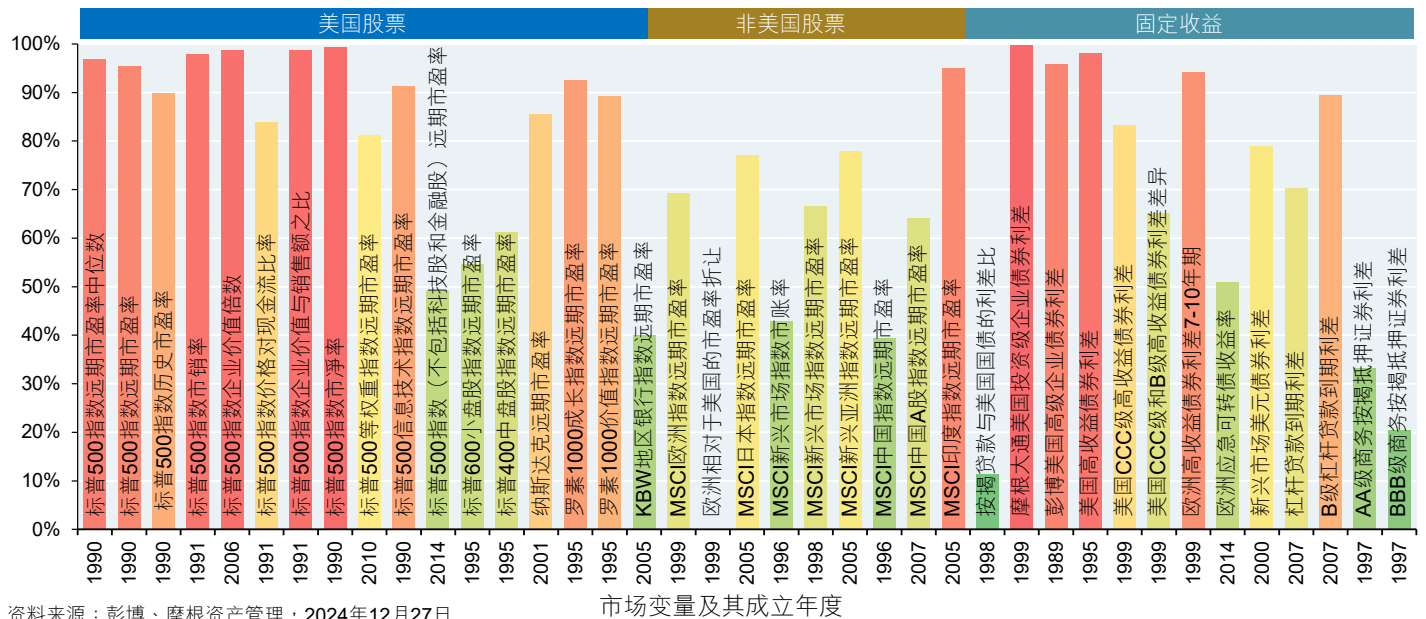


全球淨股权供应



.....但鉴于大多数金融市场定价高昂，“炼金术士”无太多犯错的余地

当前市场估值百分位数与历史对比



“炼金术士”似乎想要大刀阔斧改革：我会相信他们的话

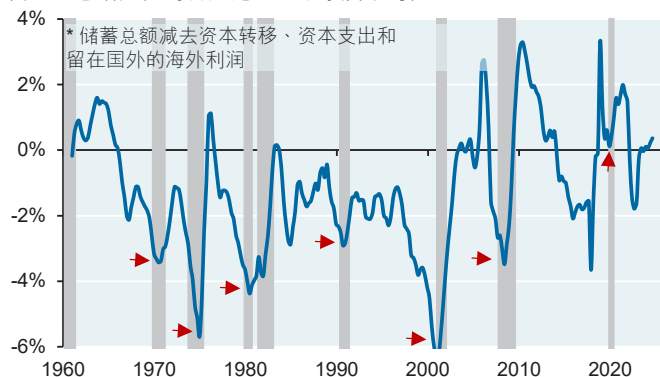
如果当前的经济软着陆持续，这将是过去60年来美联储为数不多的为抑制通胀而又不引发经济衰退而加息的情况之一。“衰退论者”忽略了一点：在2022年美联储加息之际，企业部门的状况异常强大。这次的情况有所不同，如下所示。

其他好消息：劳动力市场状况正在缓解但并未恶化，消费者支出和企业资本支出的增长速度与2.5%左右的GDP增长率一致。单户住宅和多户住宅的供应将继续增长，从而抑制房地产通胀。信贷方面，利差较小，高收益贷款和杠杆贷款拖欠率均较低。7,500亿美元的私募股权资金和联邦贸易委员会主席的离职将有益于并购活动，据《华尔街日报》报道，“除了那些因为打官司反对她的反垄断覆仇主义而赚到律师费的公司律师以外，大概没人会想念她”³。

我还认为，基于上述原因，放宽监管可促进经济增长。放宽监管趋势始于卡特政府时期，当时被应用于卡车运输、航空、天然气和银行业。在里根和克林顿政府时期，放宽监管范围扩大至电信和电力市场。布鲁金斯学会的彼得·奥斯扎格(Peter Orszag)在回顾20世纪90年代美国经济政策时得出结论称，尽管前路坎坷，但从长远来看，放宽监管使得美国经济更加高效⁴。宽松的监管方式加上已经开始的风险投资复苏(见第14页)可能会保持发展动能。如上一张图表所示，大选之后，小企业资本支出调查大幅增加。

美国企业部门财务结余

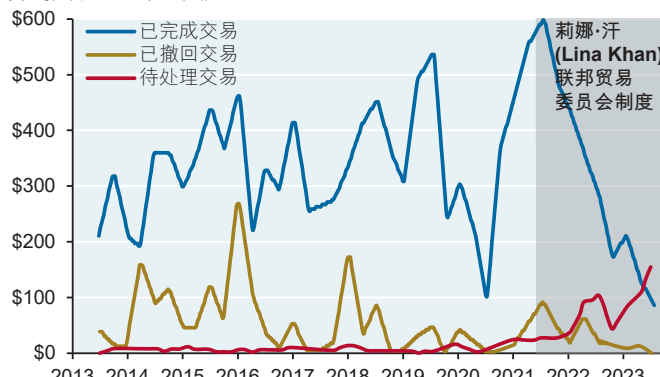
占企业总增加值的百分比，四个季度平均值



资料来源：美联储、美国经济分析局、摩根资产管理，2024年第三季度

联邦贸易委员会与并购对比

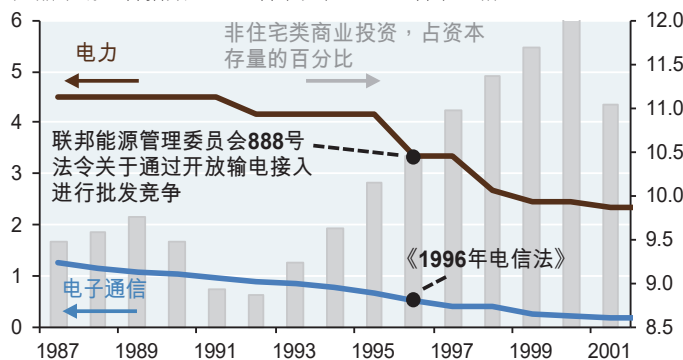
并购交易量，十亿美元



资料来源：Marquette Associates，2023年6月

放宽监管和企业资本支出

产品市场监管指数：0=监管最宽松，6=监管最严格



资料来源：经合组织ETCR数据库、美国经济分析局。

小企业资本支出计划，全美独立企业联盟调查受访者计划在未来3-6个月内进行资本支出的百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月30日

³ 为了起诉一家酒类经销商价格歧视，莉娜·汗(Lina Khan)以告别的姿态重新启动了休眠的1936年法案，该法案30多年来一直未被联邦贸易委员会提起诉讼。我赞同《华尔街日报》重新使用“覆仇主义”这个词，这个词可追溯到普法战争时期

⁴ “1990年代美国经济政策回顾”，Jeffrey Frankel和Peter Orszag，2001年11月2日

尽管如此，特朗普提名人(包括内阁级别和不需要参议院确认的提名人)的政策和声明表明，“炼金术士”的旨在“打破”某物，无论是全球化、联邦官僚机构、国税局、联邦调查局、医疗保险、美国疫苗政策(参见第15页)、宽松的⁵美国边境政策、其“深层政府”反对者或其他。无论目标是什么，我相信“炼金术士”的话：他们将会打破某物，我只是不知道是什么。

对于投资者而言，估值如此之高，几乎没有犯错的余地，因为估值现在对市场的推动作用与盈利增长相媲美。此外：标普500指数刚刚连续两年上涨20%以上，自1871年以来这种情况只出现过十次。只有在20世纪90年代的牛市和咆哮的二十年代，好时光才得以延续。我预计，由于“炼金术士”将其灵丹妙药应用到美国经济中，2025年的某个时候将出现10%-15%的调整⁵。请做好相应的计划：美国股市年底的水平应该会高于年初，但一定要确保有足够的流动性，以充分利用这一年可能动荡的行情。

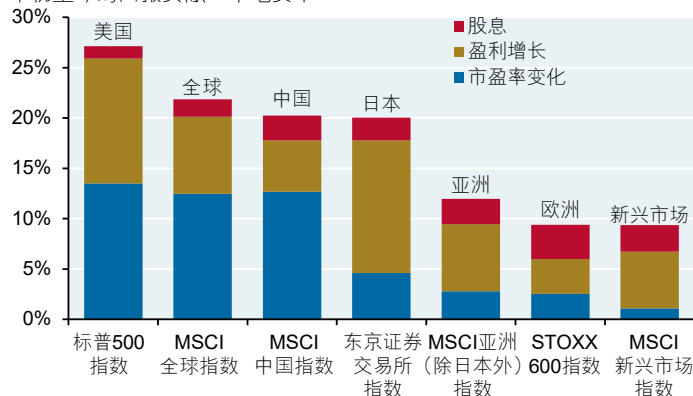
最终，十年期国债将成为新政府的最佳晴雨表。如果放宽管制和减税带来的供应方面的积极影响超过关税、劳动力供应萎缩和巨额预算赤字带来的通胀影响，那么10年期国债收益率应会保持在4.5%至5.0%的范围内。但如果10年期国债收益率大幅超过5.0%并维持该水平，那就会出现非常严重的问题。

本期展望标志着《放眼市场》迎来20周年纪念。我在2005年初推出了这份文本类的月度电子邮件，最初是为使用黑莓或Palm Pilot的客户而设计。能够在这项工作上坚持如此之久，我感到非常荣幸，并在这个过程中受益匪浅。非常感谢杰米(Jamie Dimon)和欧朵思(Mary Erdoes)对我的坚定支持，即便我的文章涉及一些有争议的话题.....今年亦不例外。祝各位新年快乐。

岑博智(Michael Cembalest)
摩根资产管理

2024年全球指数回报分解

年初至今的回报贡献，本地货币



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月17日

标普500指数：连续两年总回报增长20%以上以及随后的情况

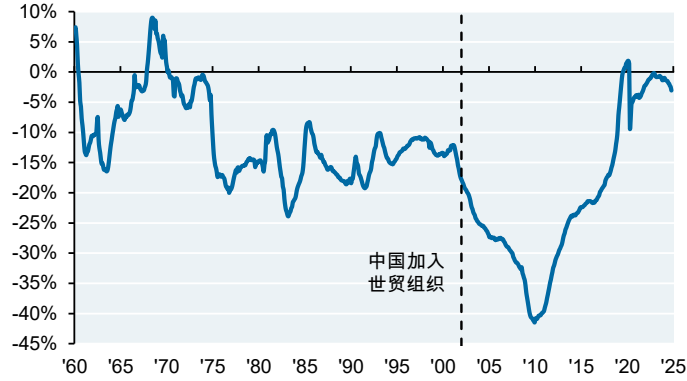
年份	1879	1880	1881	1882
	48%	24%	8%	2%
	1924	1925	1926	1927
	25%	29%	14%	35%
	1927	1928	1929	1930
	35%	37%	-3%	-23%
	1935	1936	1937	1938
	46%	36%	-31%	20%
	1950	1951	1952	1953
	28%	26%	17%	1%
	1954	1955	1956	1957
	47%	34%	6%	-9%
	1975	1976	1977	1978
	38%	23%	-6%	8%
	1985	1986	1987	1988
	31%	24%	0%	19%
	1995	1996	1997	1998
	38%	23%	33%	29%
	2023	2024	2025	2026
	26%	27%	??	??

资料来源：Shiller数据集、BBG、摩根资产管理，2024年12月30日

⁵ 年内股市修正：在过去100年中，60%的年份至少出现10%的修正，40%的年份至少出现15%的修正

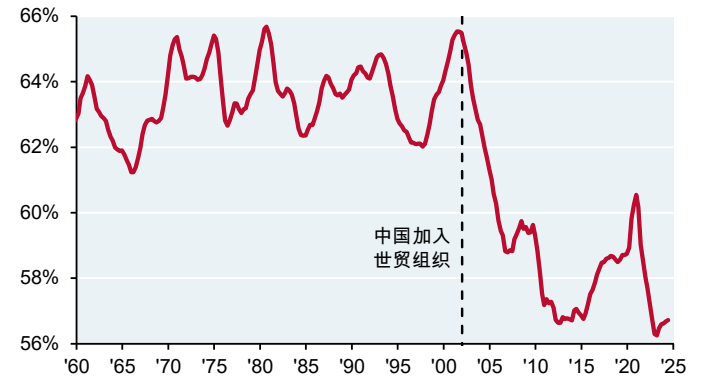
摘要数据1a-1d：中国加入世贸组织恰逢美国出现一些极为消极的拐点

美国制造业岗位流失
10年变动百分比



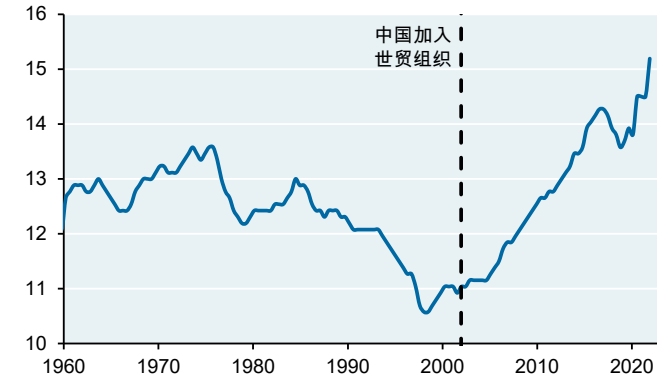
资料来源：美国劳工统计局、摩根资产管理，2024年11月

美国劳动力占企业利润的比例
非财务毛利润的百分比



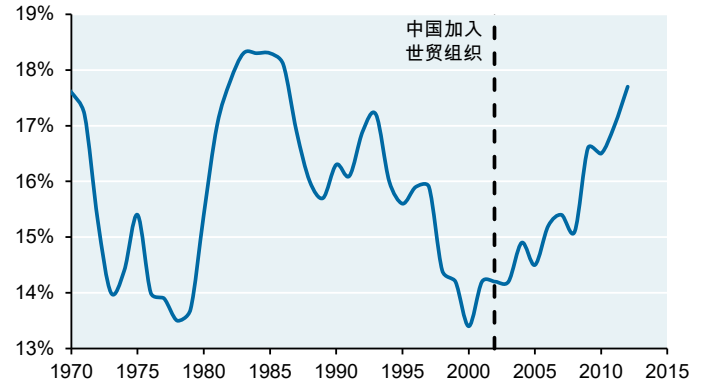
资料来源：美国经济分析局、摩根资产管理，2024年11月

美国自杀率
经年龄调整后每100,000人的比率，按2000年标准



资料来源：美国国家卫生统计中心、美国疾病控制与预防中心、Kevin Drum，2023年

美国非大都会贫穷率
百分比

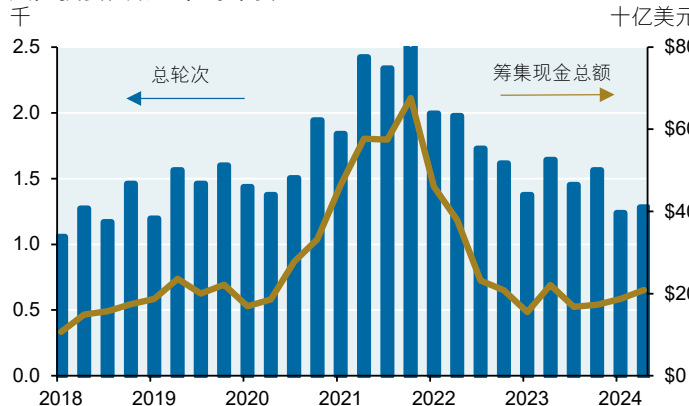


资料来源：美国人口普查局当前人口调查，2024年

摘要数据2a-2f：风险投资的增速改善

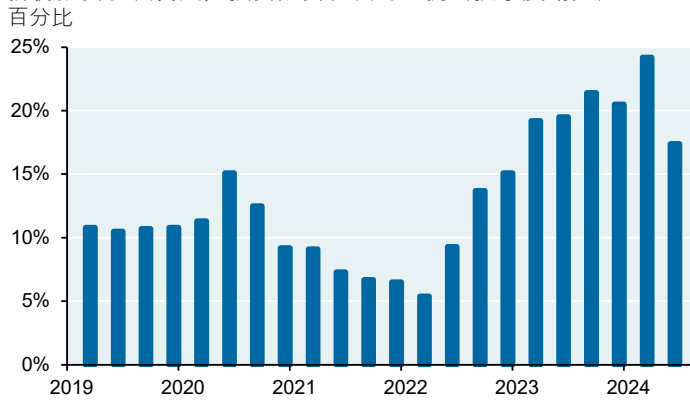
继2021-2022年元宇宙/SPAC/氢能项目失败之后，风险投资动力有所减弱。2024年，随着筹集资金的增速改善、折价融资轮次、从种子轮到D轮的投资前估值变化，以及一个包含股息追赶政策、清算优先权、反稀释条款、投票权和估值上升的交易撮合指数，情况趋于稳定。

风险投资交易量和筹集资金



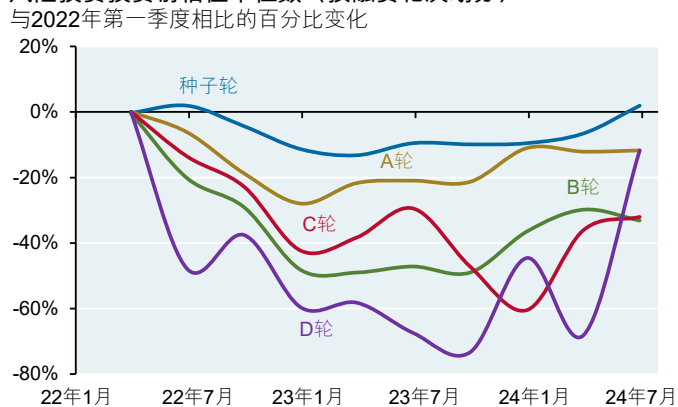
资料来源：Carta，2024年第二季度

折价融资轮次占风险投资融资轮次的比例（按季度划分）



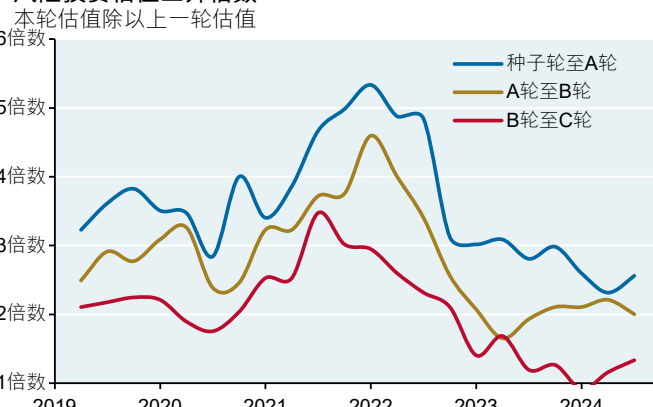
资料来源：Carta，2024年第二季度

风险投资投资前估值中位数（按融资轮次划分）



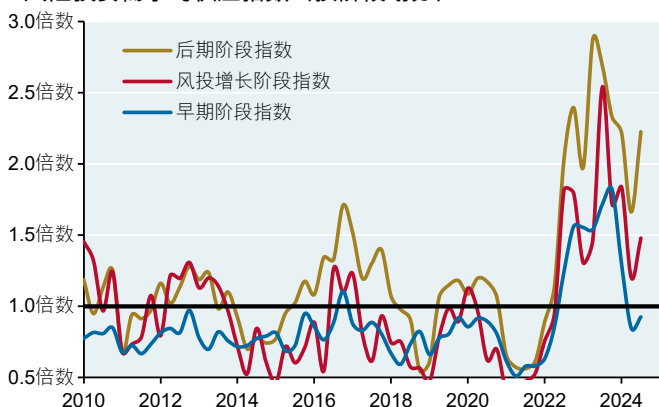
资料来源：Carta、摩根资产管理，2024年第二季度

风险投资估值上升倍数



资料来源：Carta、摩根资产管理，2024年第二季度

风险投资需求与供应指数（按阶段划分）



资料来源：Pitchbook、摩根资产管理，2024年

后期阶段风险投资交易撮合指数



资料来源：Pitchbook、摩根资产管理，2024年

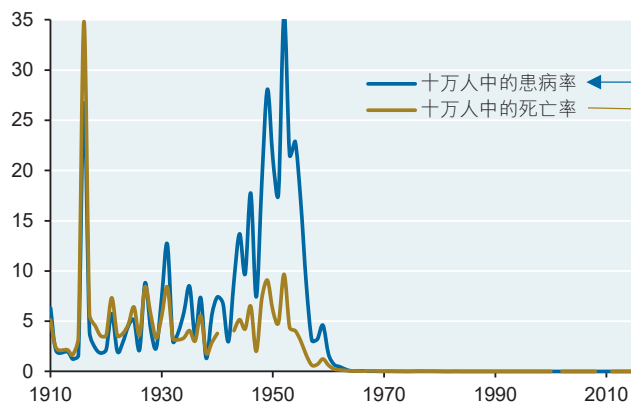
摘要数据3a-3d：医疗自由

亚伦·西里(Aaron Siri)在肯尼迪总统竞选期间担任其私人律师，他已向美国食品药品监督管理局提交请愿书，要求撤销对美国脊髓灰质炎疫苗的批准。西里代表一个非营利组织提交了这份请愿书，该组织还对白喉、破伤风和甲型肝炎疫苗提出了质疑。肯尼迪对西里的评价是：“在医疗自由运动中，没有人比他更有价值。”尽管据报道，肯尼迪在向美国参议员发表的声明中表示支持脊髓灰质炎疫苗，以便获得参议院的批准，但他也曾声称，受污染的脊髓灰质炎疫苗可能导致的死亡人数超过了其拯救的人数。肯尼迪根据不同的听众发表了许多不同的言论。

医疗自由运动导致的一个后果是麻疹、腮腺炎和风疹的疫苗接种率下降，并且越来越多的州允许豁免。在2023至2024年间，美国有三分之二的州的疫苗接种率低于卫生与公众服务部(HHS)设定的95%目标。

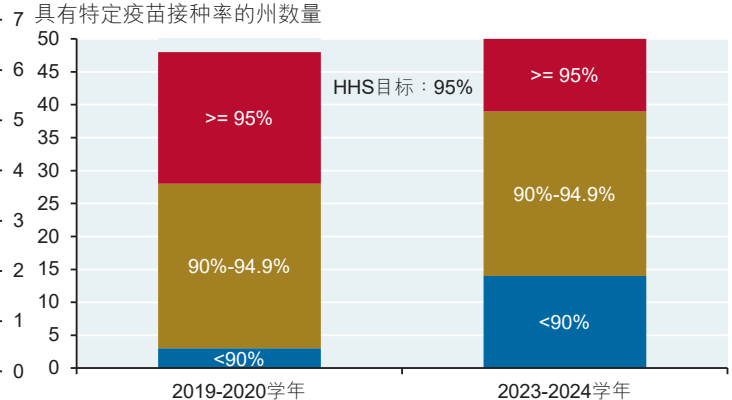
我并不感到意外，自从市场在去年秋天(2024年10月1日)开始预期特朗普胜选以来，制药、生物技术和生命科学已成为标普500指数中表现最差的行业之一。

美国脊椎灰质炎的历史



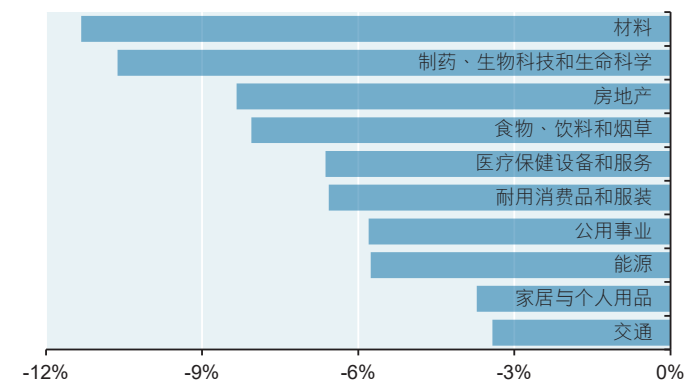
资料来源：美国公共卫生报告、美国人口普查、OWID，2019年

美国腮腺炎、麻疹和风疹疫苗接种率



资料来源：凯撒家庭基金会，2024年。在2019-2020年，阿拉斯加州和特拉华州未加入报告。

自2024年10月1日以来标普500指数中表现最差的十个行业组，总回报率，百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

小肯尼迪：参考文献

- [“保罗·奥菲特，费城儿童医院：与小肯尼迪的对话”](#)
- [“小肯尼迪如何扭曲疫苗科学”\[科学美国人\]](#)
- [“小肯尼迪如何错误地否认与萨摩亚致命麻疹爆发的关联”\[琼斯母亲\]](#)
- [“小肯尼迪多年来一直煽动对疫苗的恐惧和不信任。这些人因他的工作而受到伤害”\[美联社\]](#)
- [“小肯尼迪的反疫苗宣传”\[麦吉尔大学\]](#)
- [“小肯尼迪关于疫苗与自闭症联系的错误百出的文章”\[Nation\]](#)

⁶ 《纽约时报》，2024年12月15日

⁷ “特朗普提名的卫生部长人选小肯尼迪支持脊髓灰质炎疫苗接种，美国参议员称”，路透社，2024年12月16日

⁸ 参见“小肯尼迪的疫苗半真相构成一个巨大而危险的谎言”，《华盛顿邮报》，2024年12月19日，以及“小肯尼迪错误地否认过去关于疫苗安全性和有效性的言论”，2024年8月24日

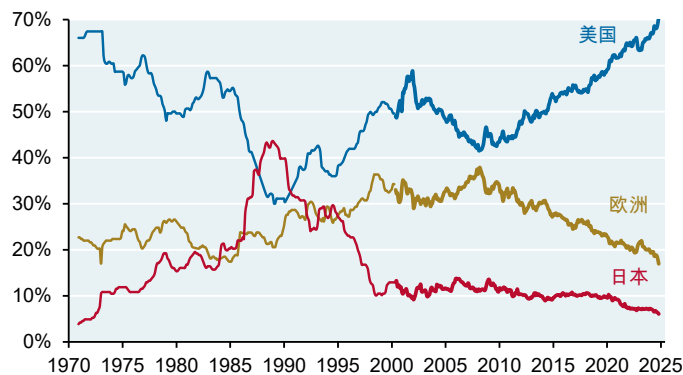
⁹ “随着特朗普迈向第二个任期，儿童疫苗接种率继续下降”，凯撒家庭基金会，2024年11月18日

“下金蛋的鹅”：人工智能的采用、趋势和里程碑

美股七雄对美国股市回报的重要性如何强调都不为过：

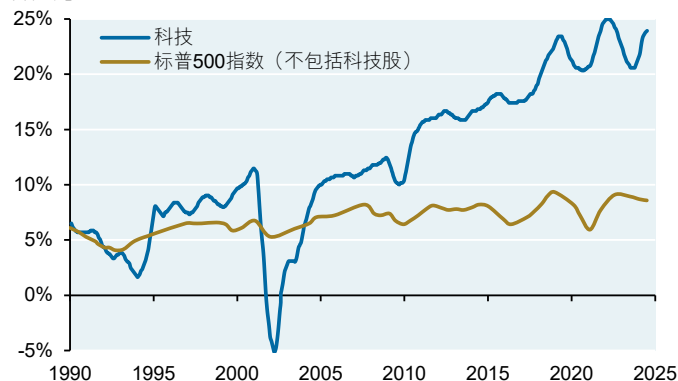
- 美股七雄和科技板块是近期美国股市跑赢欧洲和日本股市的主要原因。美股七雄占标普销售的14%、销售增长的31%、盈利增长的33%
- 美国十大股票的盈利能力高于1950年以来的市场领导者
- 美股七雄的利润率、盈利增长和回报率远超美国股市中的其他股票。值得注意的是，去年标普500指数(美股七雄除外)的盈利增长一直持平
- 标普500指数成分股跑赢整体指数的比例接近1990年以来的低点，约为30%
- 市场集中度已突破2000年的峰值

各地区占MSCI世界指数市值的份额
占MSCI世界指数市值总额的百分比



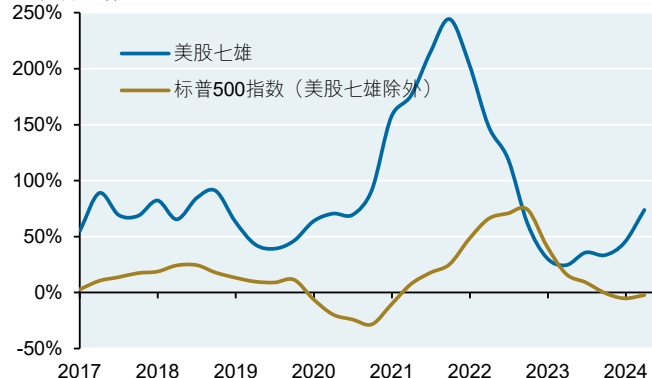
资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月29日

标普500科技指数股净利润率与其他市场相比
百分比



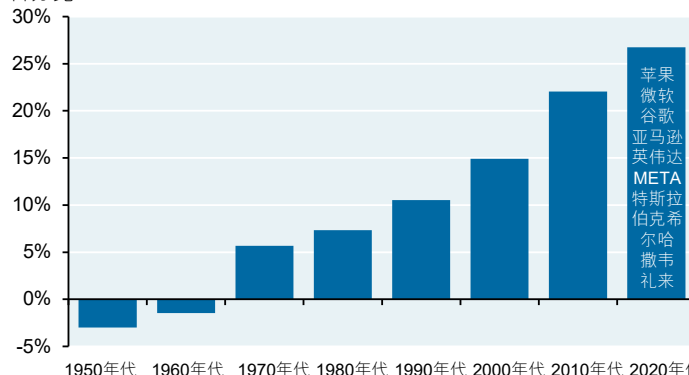
资料来源：实证研究、摩根资产管理，2024年11月

每股收益增长
两年滚动增长



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年9月30日

1952年至2024年十大股票按十年划分的自由现金流利润率，
百分比



资料来源：实证研究，2024年9月

标普500指数和美股七雄累计总回报
累计总回报，2023年1月 = 0



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

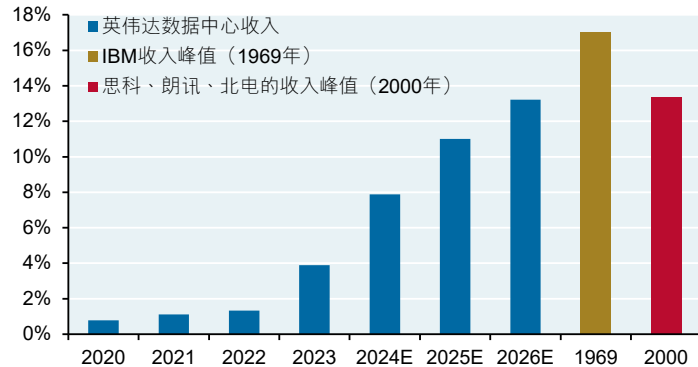
标普500指数中最大型7家公司的市值
占指数总市值的百分比



资料来源：FactSet、摩根资产管理，2024年11月30日

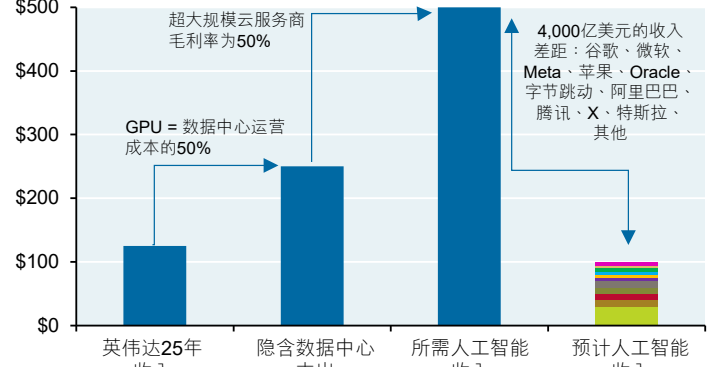
这就是为什么了解人工智能的采用如何实现如此重要。如下所示，到**2026年**英伟达在美国所有资本支出中的份额将接近**20世纪**的两个峰值。同样值得注意的是：超大规模云服务商（谷歌、Meta、亚马逊、微软等）需要**4,000亿至5,000亿美元**的新收入，才能在每年约**2,500亿美元**的数据中心支出中赚取传统的**50%的毛利率**¹⁰。

人工智能资本支出背景
占市场资本支出的份额



资料来源：实证研究，2024年8月

极大的收入差距：4,000亿美元
十亿美元



资料来源：红杉资本、彭博、摩根资产管理，2024年10月

有多少人工智能基础设施正在建设中？“GPT”术语的两个粗略估计

- 当前的超大规模云服务商资本支出投资可以支持**12,000个Chat GPT**的推理
- 英伟达预计的2026年图形处理器销售可以支持**1,000个计算强度GPT-5**的训练

对数据中心增长的影响

- 由于需求飙升，主机托管数据中心市场在短短4年内增长了一倍，空置率仅为3%。自2020年以来，使用率增加30%，建筑量在2年内增长7倍，项目预租率为84%，数据中心租金要价上涨13%-37%

人工智能的拥护者认为，所有这些投资将创造一个截然不同的世界：

由于通用人工智能，未来十年或二十年大多数疾病可以治愈¹¹

谷歌Deep Mind，戴密斯·哈萨比斯(Demis Hassabis)

超级智能可使解决气候问题和建立太空殖民地成为现实

OpenAI，山姆·奥特曼(Sam Altman)

人工智能将终结疾病和贫困，带来自由民主和人权的覆兴；许多人将为这些成就感动落泪；人工智能是一种具有超凡美感的东西

达里奥·阿莫迪(Dario Amodei)称，亚马逊已向Anthropic投资80亿美元

三到五年内80%的工作将通过人工智能实现自动化

Salesforce和You.com，理查德·索赫尔(Richard Socher)

到2030年，现实世界已部署超过100,000个人形机器人

Radical Ventures，Rob Toews

数亿个通用人工智能可实现人工智能研究的自动化，将十年的算法进度(5个数量级以上)压缩到1年。我们将迅速从人类水平发展到远超人类的人工智能系统

《态势感知》中的利奥波德·阿森布伦纳(Leopold Aschenbrenner)

¹⁰ 摘自“人工智能的6000亿美元问题”，David Cahn，红杉资本，2024年6月20日。

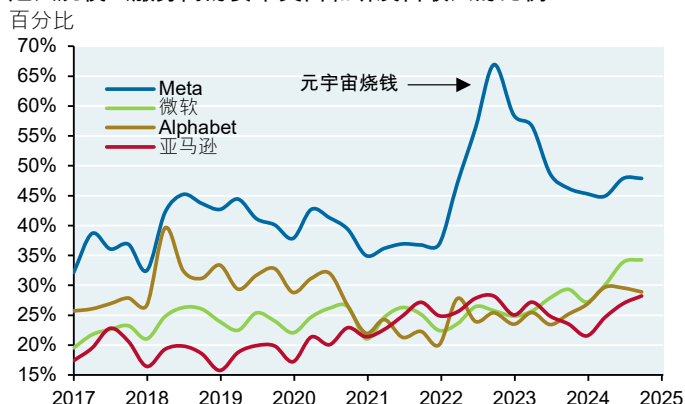
¹¹ 生物医学领域出现一些最引人注目的机器学习/人工智能成就。例如，大型语言模型EVO已在270万个微生物的基因组上进行训练，而不是在文字上训练。目标：从分子水平到基因组规模高精度解码和设计DNA、RNA和蛋白质序列。开发EVO的ARC研究所将EVO描述为生物学界的罗塞塔石碑，因为它具有诊断和治疗疾病的潜力

让我们暂时回到现实。虽然超大规模云服务商的利润非常丰厚，但其资本支出和研发支出占收入的比例在过去一年一直在上升，这是我们的美国大盘股增长型基金管理公司密切关注的问题。请注意，参数强度更高的人工智能模型的训练成本更高。

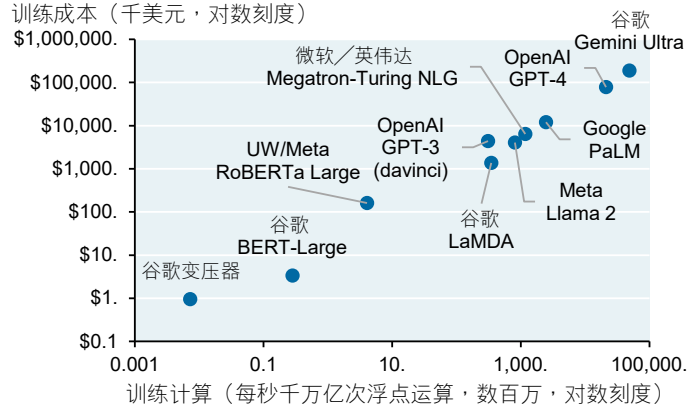
风险不容小觑。这表明在过度投资的时代结束之后，即使基础设施最终得以充分利用，问题仍可能出现，康宁及其光纤业务便是很好的例子。2000年，康宁在该领域盈利约40亿美元，但在互联网泡沫破裂后，康宁的名义收入直到2019年才达到该水平，而实际收入仍低于2000年的水平。同样，全球每年部署的海底光纤电缆数量直到2020年才超过2000年的水平。

因此：尽管英伟达在第三季度又一次实现了盈利激增(较2023年同期增长94%，毛利率为73%)，但我更关注的是推动英伟达增长的超大规模云服务商的未来发展。

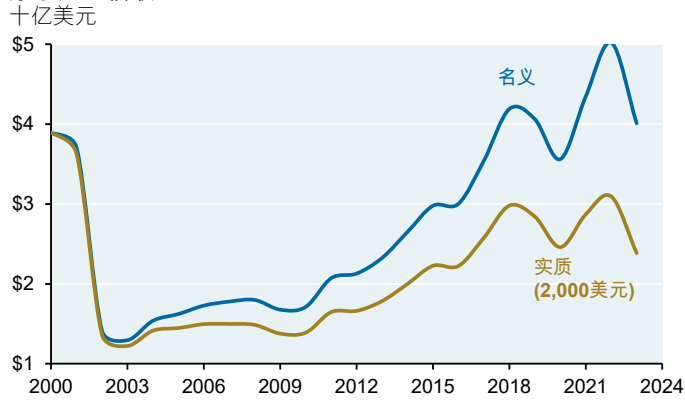
超大规模云服务商的资本支出和研发占收入的比例



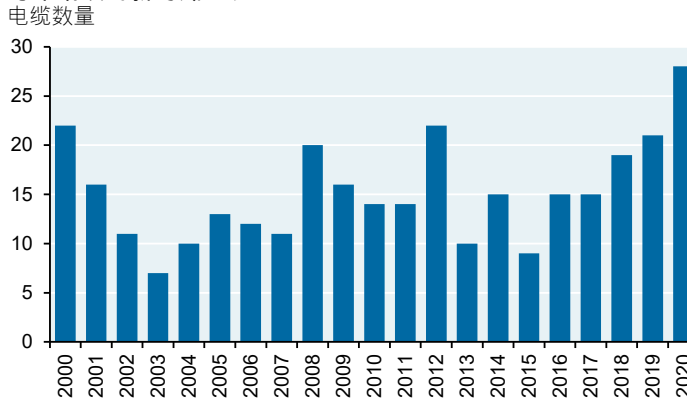
选定人工智能模型的预估训练成本和计算量



康宁光通信收入



每年铺设的新海底电缆



人工智能的采用趋势。关于人工智能投资的采用水平和回报的调查有很多好消息，但调查结果并不能代表公司愿意在日常运营中为基于推理的模型支付的实际金额。最引人注目的数据是：几乎每位受访的首席投资官都计划在不久的将来采用人工智能应用；超过80%的现有人工智能应用已符合或超出预期；大型企业报告的成功率最高；人工智能的采用率似乎等于或高于互联网和计算机的采用率曲线。**因此，人工智能的采用进展顺利；不过，我认为投资者将越来越关注超大规模企业在资本支出上的投资是否获得正回报。**

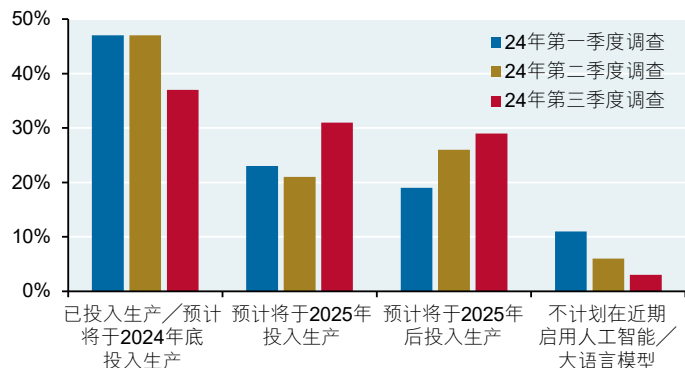
生成式人工智能的投资回报率调查

发行人	日期	地理分布	受访者	结论
摩根士丹利	2024年6月	全球	约400名，5亿美元至200亿美元收入	约50%的公司报告投资回报率符合预期。约40%超出预期
安永	2024年5月	美国	约500名决策者	高层领导者认为正投资回报率体现在：运营效率(77%)、员工生产力(74%)和客户满意度(72%)
Enterprise Technology Research	2024年10月	全球	约1,800名 (因问题而异)	97%的生成式人工智能领先采用者报告从部署中获得了切实的益处
谷歌云	2024年4月	全球	约2,500名，超过100名员工，收入1,000万美元以上	74%的受访者自生成式人工智能投资中获得正投资回报率。84%在六个月的时间内成功地将生成式人工智能用例理念转化为产品

资料来源：摩根士丹利研究部、安永、ETR、谷歌、摩根资产管理，2024年

生成式人工智能应用的预计生产时间表

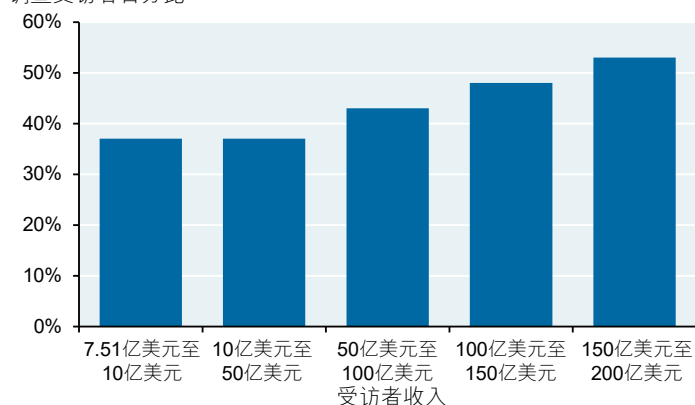
调查受访者百分比，100名美国和欧盟首席投资官



资料来源：AlphaWise、摩根士丹利研究部，2024年

报告称生成式人工智能项目投资回报率超出预期的公司，

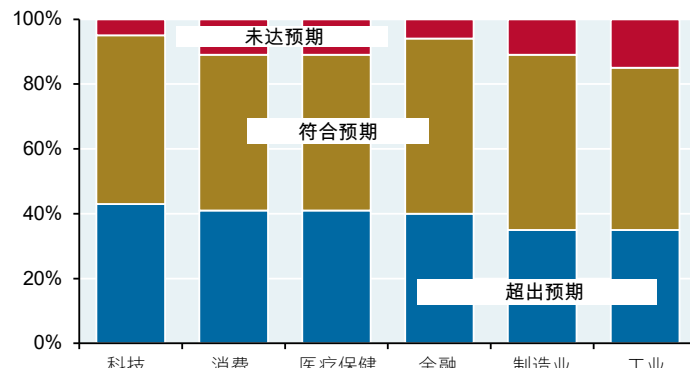
调查受访者百分比



资料来源：AlphaWise、摩根士丹利研究部，2024年

生成式人工智能项目：投资回报与预期

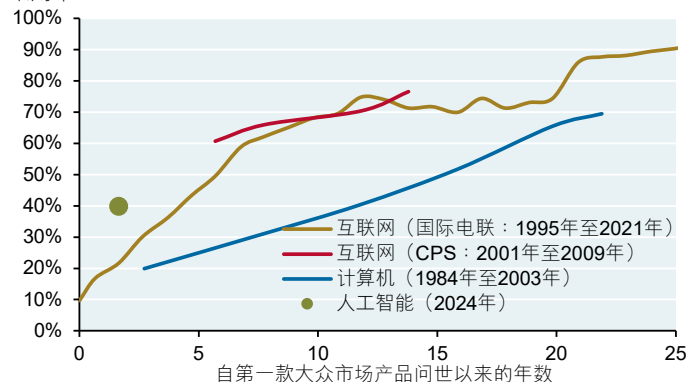
调查受访者百分比



资料来源：AlphaWise、摩根士丹利研究部，2024年

与其他主要技术相比，人工智能的采用

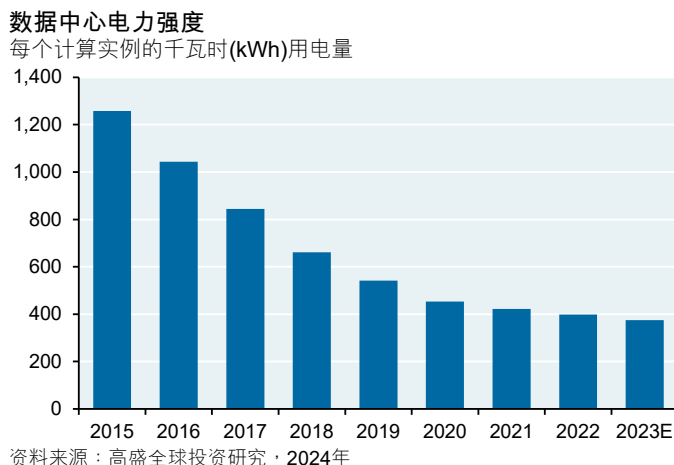
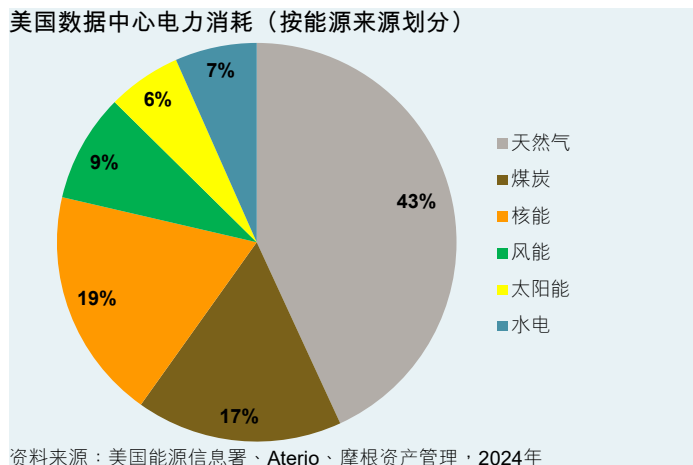
采用率



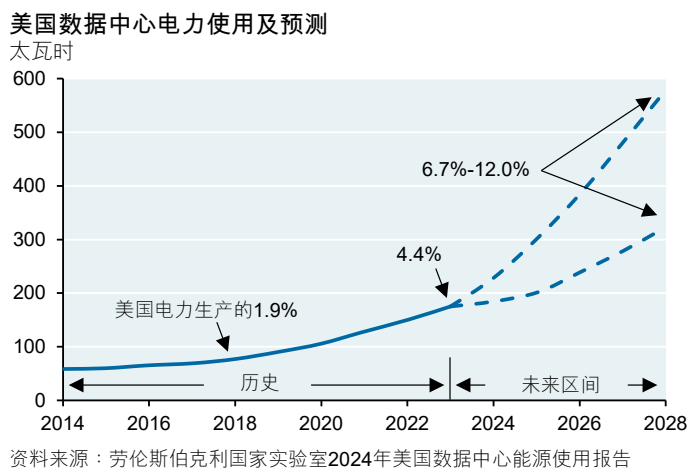
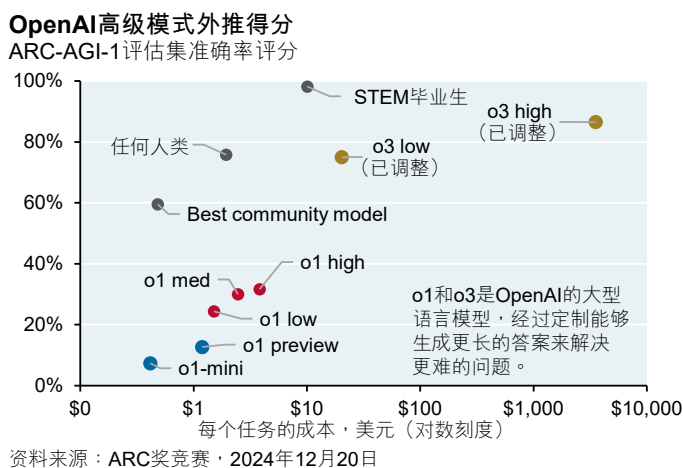
资料来源：Bick等人 (美国国家经济研究局)，2024年

其他与人工智能相关的问题：能源。关于数据中心的能源需求，我认为，到2030年或以后，无论是基于电网还是电表，核能在数据中心能源消耗中所占的份额都远超市场预期(见下一节)。超大规模云服务商可能不得不大幅削减其对绿色电力消费的承诺，并像过去一样大量依赖天然气。饼状图显示美国数据中心基于其各自位置、其最大电力消耗兆瓦数的以及该州的电网结构所呈现的电力消耗情况。右侧图表显示每次查询的电力消耗随着查询变得更加复杂而增加。

尽管工作负载增加了三倍，美国数据中心的电力需求在2015年至2019年间实际上保持平稳。主要原因是，随着数据中心的工作负载从传统中心转移到更高效的云和超大规模中心，效率得到了显著提升。如今，云和超大规模计算实例的份额已达到约95%，这一转变基本完成，导致数据中心电力强度的改善速度放缓(见柱状图)，并预计美国的电力需求将在2030年及以后上升(见折线图)。



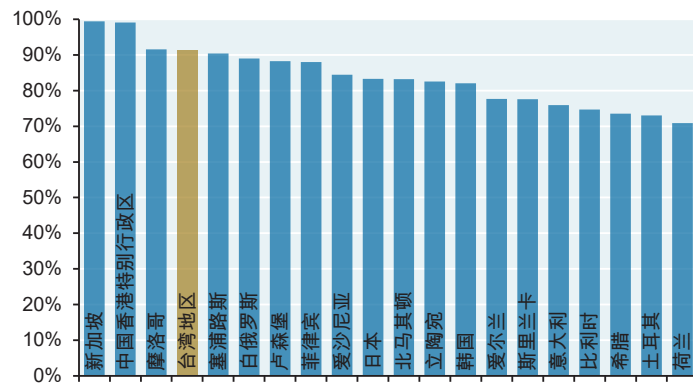
语言模型是否在不断提升？对此存在许多争论，但我更关注前一页提到的采用率和满意度，而非模型评分，因为前者更能体现当前模型是否满足那些真正为其付费的公司的需求。如果你对模型评分感兴趣，有几个基准(如多任务语言理解MMLU或防谷歌问答基准)，常见的竞争者随着时间推移在得分上互相超越。挑战在于：更好的性能通常伴随着更高的计算时间成本。请注意左侧图表，OpenAI在解决模式外推问题上取得了显著进步，但每个任务的成本也随之增加。¹²



¹² "OpenAI o3在ARC-AGI-Pub上取得突破性高分", Francois Chollet (谷歌), 2024年12月20日。我更倾向于使用ARC而非MMLU或GPQA, 因为ARC不是选择题, 并且需要解决更高阶的抽象问题。

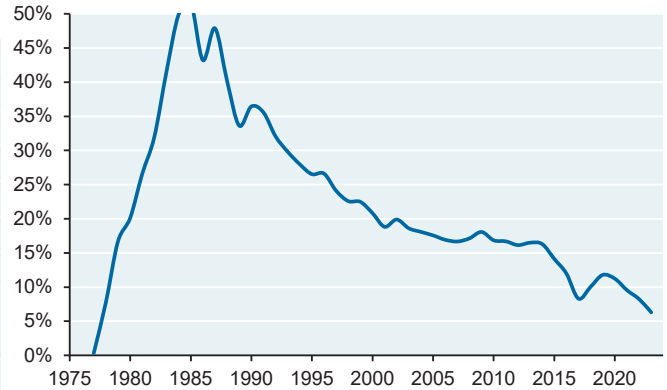
其他与人工智能相关的问题：半导体供应链。去年秋天，中国在模拟封锁台湾地区关键港口的演习中创纪录地动用了125架飞机，以及辽宁号航母和舰艇¹³。台湾地区对海上封锁有多敏感？**非常敏感**。如左图所示，台湾地区对能源进口的依赖程度几乎是世界上最高的，与新加坡、中国香港和塞浦路斯等岛屿，卢森堡等小国以及白俄罗斯等能源匮乏的国家并列。这我不禁想问：台湾地区为什么要关闭核电这唯一的独立能源来源呢？台湾地区此举实际上增加了对中国海上封锁的敏感度。将核能发电份额从20世纪80年代的50%降低到如今的5%，是我见过的最令人困惑的地缘政治决策之一。

化石燃料净进口量占一次能源消耗比重



资料来源：能源研究所《世界能源统计年鉴》、摩根资产管理，2024年

台湾地区核能发电份额



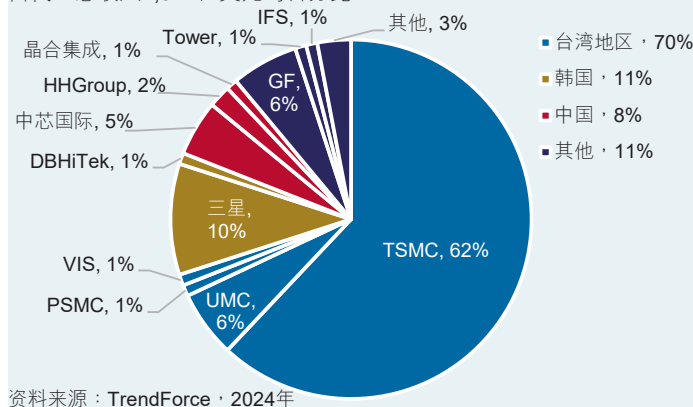
资料来源：能源研究所《世界能源统计年鉴》、台湾电力、摩根资产管理，2024年

英伟达和台积电

- 根据TechInsights的数据，英伟达控制着95%用于加速人工智能任务的图形处理器市场，而根据波士顿咨询集团的数据，台积电在先进人工智能芯片生产中占有92%的市场份额，包括台积电在其代工厂生产的英伟达芯片设计。从当前估值来看，可以说台积电和英伟达之间是科技行业中最重要共生关系。
- 英伟达是台积电的第二大客户，仅次于苹果，占台积电收入的10%。
- 据报道，英伟达正推动台积电每年而不是每两年交付新的芯片架构。
- 由于与过热相关的重新设计问题，英伟达的Blackwell芯片推迟到2025年推出，但据称该产品在未来12个月内已售罄，英伟达的首席执行官形容需求“疯狂”。Blackwell图形处理器的内存将是英伟达当前Hopper图形处理器的两倍以上，互连速度超过10倍，以每秒太字节计算，能效提高25倍。

2024年全球代工收入份额分布

占代工总收入1,317亿美元的百分比



资料来源：TrendForce，2024年

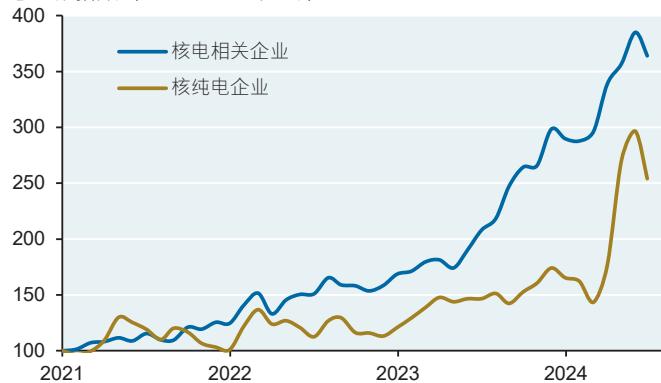
¹³ 请参阅《纽约时报》(“通过飞机和舰船的演练，中国正在提升对台湾地区进行封锁的能力”，2024年10月16日)和《华尔街日报》(“中国试行封锁台湾地区”，2024年10月16日)

何谓什么是核能覆兴？现在下定论还为时过早

投资者对核电的前景有所憧憬，推动纯核电企业和核电相关企业股价上涨。有几个因素推动这股热潮：美国政府为加速核电发展制定新法规、重启退役核电站、众多公司竞相建设新一代核电站和小型模块化反应堆，以及盖茨的Terrapower项目。在我们将于3月份发布更详细的年度能源报告，现在我们先了解概况。

纯核电企业和核电相关股票的回报

总回报指数 (100 = 2021年6月)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月26日

核电相关企业：美国联合能源公司、Silex Systems、Vistra、GE Vernova、罗尔斯·罗伊斯、霍尼韦尔、洛克希德马丁、福陆公司、三菱、杜克能源、道明尼能源、Quanta Services、Fortum Oyj

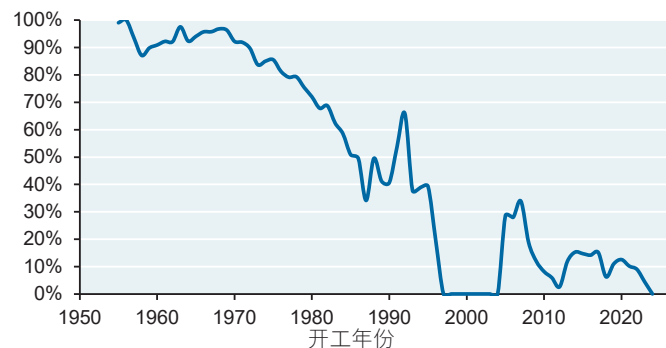
纯核企业： Cameco、Oklo、Centrus Energy、纽斯凯尔、BWX

传统核电站发展

尽管1950年至1980年间发达国家占据了核能新增量的主导地位，但多种因素导致经合组织的核能新增量大幅下降。自1990年代以来，几乎所有的核能新增量都来自发展中国家。

1980年代，核能发展从发达国家转向发展中国家

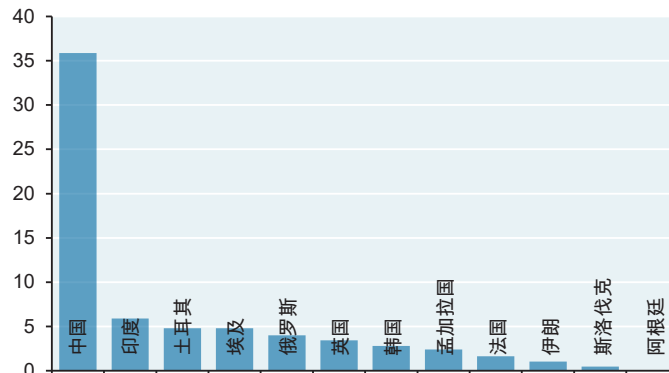
全球核电开工兆瓦的发达市场份额，5年平均值得。



资料来源：动力堆系统数据库、摩根资产管理，2024年9月

在建核电站预计于2024年至2030年之间并网，

发电容量 (吉瓦)



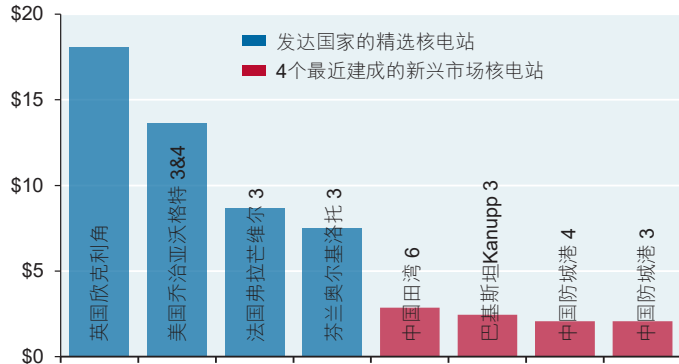
资料来源：世界核能协会、摩根资产管理，2024年

如下页顶部所示，发展中经济体核电站每兆瓦的成本，仅为经合组织最近新建成的四座核电站每兆瓦成本的一小部分。发展中经济体的核电站一般也需6至8年才能建成；而经合组织国家在本世纪建成的少数核电站所需的时间却更长。目前，美国有采取行动以图解决问题：2024年6月，国会以压倒性的两党支持通过了《Advance法案》(加快部署多功能先进核能促进清洁能源法)。该法案简化了先进反应堆的审批流程，降低了申请先进堆技术许可证的监管费用，并更新了过时的国际投资限制规则。此外，该法案还要求美国核能管理委员会制定一个方案，向位于已关闭但仍连接电网的燃煤电厂核设施发放许可证。

2025年展望

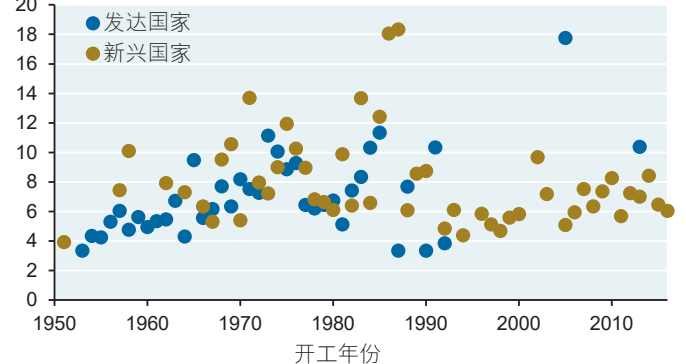
美国的新法规能够带来改变吗？目前还言之过早。该行业有很多事项需要向投资者和监管机构证明：如第三张图表所示，核能项目是所有大型项目中成本超支最多的项目。位于佐治亚州的Vogtle 3在经历长时间的延误和成本超支后在2023年完工，据美国核能管理委员会称，由于给水泵堵塞或热交换器故障，该核电站在2024年的前48周中，有9.5周并无运作。请注意，美国也依赖进口铀，需要更多的浓缩能力，而且国内几乎无高浓度低浓缩铀供应，而盖茨Terrapower项目正需要这种铀（因此，其位于怀俄明州的反应堆已被推迟到最早2030年建成）。

发达国家与新兴市场的核电站资本成本，
百万美元/兆瓦



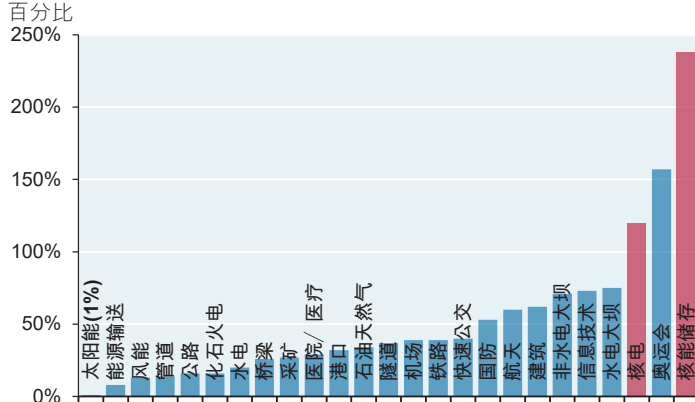
资料来源：摩根资产管理，2024年

按年份和地区划分的平均核电站完工时间



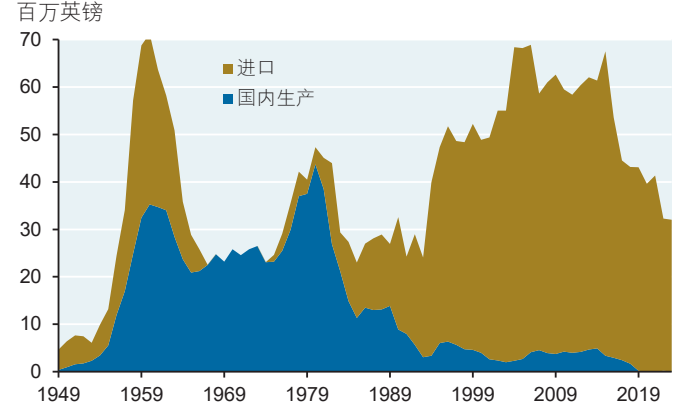
资料来源：动力堆系统数据库、摩根资产管理，2024年9月

大型项目平均成本超支



资料来源：Flyvbjerg database，2024年

美国氧化铀产量与进口量



资料来源：美国能源信息署、摩根资产管理，2024年

核电站重启

在美国，Holtec计划重启两年前关闭、位于密歇根州并已有53年历史的帕利塞兹核电站。帕利塞兹核电站将成为首座开始退役、停止程序并重启的核电站。此外，微软和美国联合能源公司宣布计划于2028年重启已有50年历史的三哩岛1号反应堆，该反应堆的发电成本约为每兆瓦时100美元；NextEra则正考虑重启位于爱荷华州已有45年历史的杜安阿诺德核电站，该核电站于2020年因一场火灾而关闭。虽然有可能重启旧核电站，但考虑到安全标准持续发展，大多数核电站也许不能作为新设施而获得运营许可证。对重启核电站的做法持怀疑态度者包括帕利塞兹核电站2006年至2013年的工程总监，他指出Holtec缺乏核电站运营经验¹⁴。虽然这些项目吸引了电力市场客户的大量关注，但重启电站的成本和时间还远未确定。

展望全局：一旦核电站开始退役，重启的成本可能会过于昂贵；因此，重启的尝试很可能仅限于上述三座核电站，以及最多几座刚刚开始退役的反应堆（加州的圣奥诺弗雷核电站）或中途停止建设的未完工核电站（南卡罗来纳州的VC Summer核电站）。

新一代核设计

- **大多数新一代核设计都基于钠冷快堆、高温气冷堆(HTGR)或熔盐。**支持者通常声称其设计可降低成本、快速建造、减少核废料的积累、通过废物回收更有效地利用铀、提高安全性（被动关闭和冷却）并降低核扩散的风险
- **但是：**过去曾尝试采用熔盐和高温气冷堆等方法，但由于性能欠佳而被放弃。水慢化/冷却反应堆在可靠性、操作简便性、维护和经济性方面已被证明是更加优胜：它们的运行年数超过17,000堆年，容量因数为80%-90%，而钠冷快堆核电站的运行年数为约500堆年、高温气冷堆的运行年数为40堆年、熔盐反应堆的运行年数为4堆年
- **尽管对高温气冷堆、快堆和熔盐反应堆进行研究可能终会带来回报，但目前鲜有核电站具有商业可行性。**国际原子能机构认为，熔盐反应堆至少还需要10年的时间才能实现商业化¹⁵，而且尚无国家/公司建造出可靠的球床式高温气冷堆。中国的小型模块化高温气冷堆是目前世界上唯一投入运营的同类设施，其完工时间比计划延迟了11年，而且运行能力远低于产能（2022年，一年的8,760小时仅运行了27小时；在随后的三个月中，情况略有改善，但运行的容量因数仍然很低，仅为10%¹⁶）。美国能源部的“腾飞之路”报告确认，这些设计需要一段较长的“磨合”期才能达到技术准备就绪的状态¹⁷
- **尽管俄罗斯和印度正在建设钠冷快中子增殖反应堆(FBR)，但美国出于安全和成本考虑一直避免建设此类反应堆。**快中子增殖反应堆所“增殖”的燃料多于其消耗的燃料，多余的燃料可用作轻水反应堆(LWR)的燃料；而轻水反应堆的乏燃料则被快中子增殖反应堆用作燃料。尽管这种循环很简练，但由于担心成本较高、火灾安全、核扩散和使用寿命较短，美国还是放弃了钠冷却快堆

¹⁴ “70年代关闭的核电站能否恢复运行？”，《华尔街日报》，2024年8月

¹⁵ “熔盐反应堆技术不断发展”，国际原子能机构，2024年4月

¹⁶ “2023年世界核工业现状报告”，Mytle Schneider Consulting，2023年12月

¹⁷ “商业腾飞之路：先进核能”，美国能源部，2024年9月

那么小型模块化反应堆如何？

小型模块化反应堆可设计为传统轻水反应堆的小型版本，或采用新一代设计。超过30家公司正在制定小型模块化反应堆交付计划，美国有一个容量达6.5吉瓦的小型模块化反应堆待建项目，总成本为1,760亿美元。然而，美国目前并无在建的小型模块化反应堆项目，只有纽斯凯尔的设计获得了美国核能管理委员会的批准，整个过程历时六年，最终耗资约5亿美元（而且这还只是轻水反应堆的设计，而不是新一代反应堆）

- 谷歌与**Kairos**签署了一项协议，将在2030年至2035年间交付多个小型模块化反应堆的500兆瓦电力。Kairos仍致力于其示范反应堆的建设，计划到2027年完工。Kairos仍需获得美国核能管理委员会的建设和设计许可，以及当地机构的开发反应堆的许可
- **奥克洛**有意建造液态金属冷却小型模块化反应堆。目前还处于非常早期的阶段：2024年9月，奥克洛获得美国能源部批准进行现场调查（岩土评估、调查、基础设施规划）。奥克洛还获批准使用美国能源部运行了30年的一座退役实验增殖反应堆产生的废核燃料，并获准建造自己的燃料制造设施。据报道，其订单量约为1,350兆瓦，但其中包含不具约束力的协议，这些协议将须受前题条件规范：客户会根据项目最终完成成本决定是否给予承购批准（情况犹如纽斯凯尔的犹他州项目“流产”收尾一样）
- **Ultrasafe Nuclear Corporation**去年申请破产，此前一年该公司与一家设计和生产核部件的法国公司签署了合资协议，在此过程中耗费了2亿美元
- 如果将土地平整和挡土墙算作施工的话，加拿大安大略电力公司已着手在西方国家建造首个小型模块化反应堆，该反应堆为**通用电气(GE)**与**日立**联合设计的BWRX-300¹⁸。报道称，美国的公用事业公司持谨慎态度，正在等待看到其最终标示价格再做决定。GE与日立的设计师们正试图将容纳反应堆的建筑体积减少90%。他们的方法包括：采用更简化的设计，消除对某些安全系统的需求，使用钢板减少对钢筋的需求，以及所需员工人数为75人，相对之下大型压水堆则需要1,000名员工。尽管如此，一些第三方对该工厂的潜在成本作出的估算仍远高于每千瓦2,000美元，而每千瓦2,000美元是美国国家科学院认为核能与其他发电来源竞争的成本水平。

小型模块化反应堆能否成功，感觉就像彩票一样，在本世纪末之前都不一定看到成效。我仍然非常怀疑它是否能够将世界上资本最密集的项目分成模块，并缩小这些项目的规模。

¹⁸ “随着第一个小型模块化反应堆的建设在望，潜在买家等待最终的统计”，《环球邮报》，2024年12月27日

当代堂吉诃德：亿万富翁们寻求削减美国政府开支

像堂吉诃德和桑丘·潘沙一样，维韦克·拉马斯瓦米(Vivek Ramaswamy)和埃隆·马斯克也开始寻求削减美国政府开支。目标：马斯克在《华尔街日报》的一篇文章中指出，希望削减5,000亿美元未经国会授权的联邦支出，并希望从2024财年6.75万亿美元的政府支出中削减多达2万亿美元，这是马斯克在10月份的麦迪逊广场花园集会上提到的数字。[注：根据我在第43页对十大榜单的预测，我认为政府效率部(DOGE)难以达成这个目标]。据《华盛顿邮报》报道，其他被纳入政府效率部阵营的亿万富翁包括Palantir联席创始人Joe Lonsdale、投资者马克·安德里森、对冲基金经理比尔·阿克曼和优步前首席执行官特拉维斯·卡兰尼克。

在本节中，我们将探讨政府效率部未来的发展方向。在塞万提斯的原著小说《堂吉诃德》中，智慧的概念不同于智力，它包含普遍性、实用性和谦卑。维韦克和埃隆具备这些条件吗？我不这么认为，但你可能会有不同的见解。



“堂吉诃德和桑丘·潘沙”，奥诺雷·杜米埃，1865年至1867年

开始阶段：撤销拜登的行政行动。联邦预算责任委员会(CRFB)近日提到可能会通过撤销拜登的某些行政命令来节省开支，这一过程不需要取得国会的任何批准¹⁹。按年度计算，废除以下所述的行政行动将可每年节省1,000亿美元左右；但从某种程度上说，这些都是未来计划中的额外支出削减，有别于削减现有的项目。助学贷款方面，如非拜登政府上月撤回了两项拟议增加赤字的取消助学贷款规则，未来能够节省的金额本来可以更多。

撤销拜登总统的行政行动可节省数十亿美元

医疗保健行政行动废除	十亿美元	其他行政行动废除	十亿美元
医疗补助融资	140	补充营养援助项目节俭食品计划	180
医疗补助资格	75	车辆碳排放/电动汽车积分	150
联邦医疗保险D部分退款	65	社会安全残疾保险过去工作期间	20
平价医疗法案个人保险(“家庭故障修覆”)	40	社会安全金增加	20
医疗补助养老院人员配置	25	美国国税局对40万美元以下商品的执行限制	20
学生债务行政行动废除	十亿美元		
SAVE 计划	275	十年节省总额	1,025
学校停课规则	15	每年节省	103

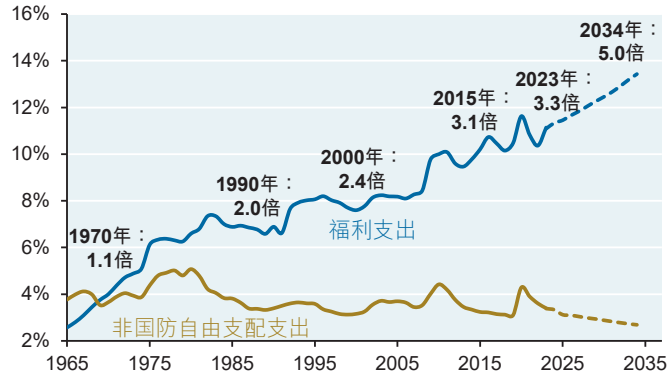
资料来源：联邦预算责任委员会，2024年11月26日。ACA — 平价医疗法案；SSDI — 社会安全残疾保险；SSI — 社会安全金

¹⁹ “撤销拜登行政行动可节省高达1.4万亿美元”，联邦预算责任委员会，2024年11月26日

上表突显了政府支出的一个重要方面：政府开支是由福利支出、而不是非国防自由支配项目所主导，后者已被先前的协议（如《2011年预算控制法案》）削减。是否还有浪费的非国防自由支配支出需要削减？当然；问题是削减多少，特别是当其最大的类别是属于政治敏感的退伍军人福利，以及公路基础设施的资金。

联邦政府将支出用于哪些方面？

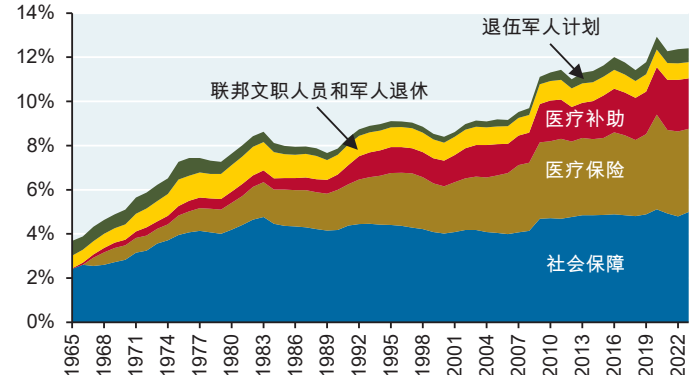
占GDP%；以及福利支出与非国防自由支配支出的比率



资料来源：国会预算办公室、摩根资产管理，2024年。虚线为国会预算办公室预测。

美国福利支出明细

占GDP%

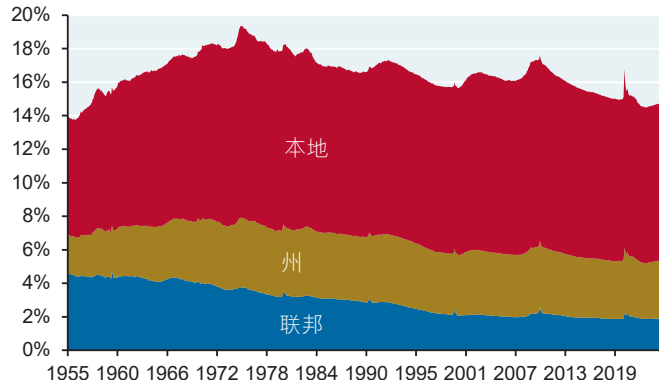


资料来源：国会预算办公室、摩根资产管理，2024年

解雇联邦员工。政府效率部据报打算关闭政府机构，通过要求全职办公室办公来迫使自愿离职，并将某些职能从华盛顿特区转移到更靠近提供服务的地方。尽管如此，联邦政府雇用的300万人占美国就业人数约2%，比例是85年来的最低水平。在联邦员工中，最大的雇主是国防部（不包括现役军人），其次是邮政局和退伍军人事务部。至于政府效率部瞄准的机构包括：美国环保局、美国证券交易委员会和劳工部，这三个机构合计占联邦员工总数不到1%；而教育部仅占0.14%。我们看到的政府员工数目往往较高，当中包括550万州政府员工和1,500万地方政府员工，其中占最大的份额是700万教师和240万警察、消防和惩教人员。

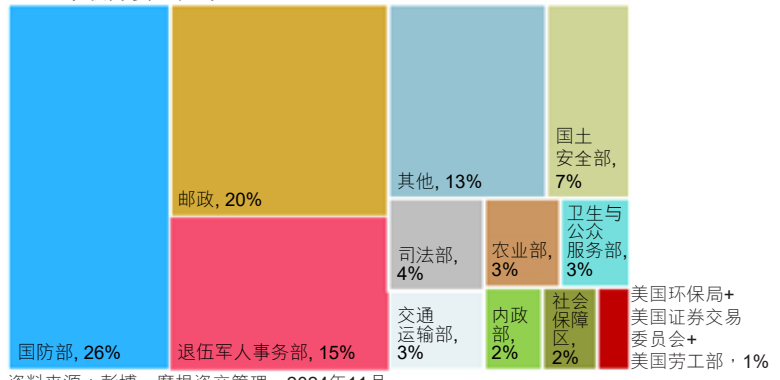
政府员工占所有员工的比例

占所有员工的百分比



资料来源：美联储经济数据库、摩根资产管理，2024年10月

2023年联邦员工分布



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月

虽然特朗普可能会将一些职业公务员重新归类为可以随意解雇的F类职位政治任命公职人员，但涉及人数可能只有5万人，并不会产生太大影响。如要实现节省500亿美元的联邦员工开支目标，特朗普政府需要解雇超过500,000人。上一次如此大规模的联邦裁员是：在1990年代的和平红利时代，克林顿裁减了国防部350,000名人员。

限制总统扣留国会筹集的收入。1974年的《拨款控制法案》(ICA)限制了总统拒绝动用国会为特定目的拨付的资金，或以国会未指定的方式使用这些资金的能力。然而，特朗普表示**他打算扣留国会为某些机构和项目拨付的资金**，理由是这方面限制了总统的自由裁量权是有违宪法。特朗普的前白宫管理和预算办公室主任罗素·沃特(特朗普宣布将会再次任命)在特朗普上一任任期结束时向众议院预算委员会提交了一封信，针对总统拒绝使用拨款的权力提出了广泛的看法。特朗普还可能试图利用“口袋撤销”的方式来缩减联邦机构或项目。**无论采取什么方法，我们都几乎肯定，任何扣留措施将会受到法庭质疑**，这个过程可能需要数月甚至数年才能解决。

减肥药物(GLP)和联邦医疗保险覆盖范围。就在政府效率部试图削减其他政府支出的同时，政府用于减肥药物的支出却可能增加。目前，联邦医疗保险覆盖了Ozempic和Wegovy等减肥药物，为联邦医疗保险计划下1,400万名肥胖和超重人士中的1,100万人提供医疗服务，这些人患有II型糖尿病，或(自2024年初起)同时患有心血管疾病和肥胖症²⁰。然后在11月，拜登提议让医疗保险和医疗补助为只有肥胖症的患者提供减肥药物，有机会令计划覆盖人数额外增加740万人²¹。不同机构对于成本的估算可以相距甚远：根据国会预算办公室的数据，未来10年的预算为200亿至300亿美元，而根据宾夕法尼亚沃顿商学院预算模型，将达到1,400亿美元²²。根据KFF和联邦医疗保险和医疗补助服务中心的估计，如果减肥药物覆盖范围扩大到肥胖症或心血管疾病患者，那么符合医疗保险资格的人数将增加1,000万人。

换言之：即使2025年政府与制药行业的价格谈判中包括索马鲁肽(减肥药物中的活性成分)，减肥药物覆盖率的提高也会将政府效率部在其他领域削减成本的成效抵消。

埃隆·马斯克并不是一名宪法律师。在2024年11月《华尔街日报》的一篇专栏文章中，马斯克声称《行政程序法》(“APA”)不会限制总统大幅削减联邦机构的开支，或将许多职业公务员职位转变为政治任命，以便可以随意解雇这些联邦员工。马斯克表示总统不受《行政程序法》约束；在这一点上，我认为他基本上是正确的。最高法院认为，根据该法规，即使总统的行为牵涉到机构，总统本身也不是一个“机构”。然而，总统仍受到一系列其他限制：

- 联邦法规设立内阁级部门和许多其他联邦机构，要求这些部门和机构必须存在。有些法律更进一步，设立了办公室/部门针对其结构施加要求，还明确规定了这些办公室必须履行的职能和/或必须支付的款项。例如：1979年的《教育部组织条例》要求在教育部内设立民权办公室和惩戒教育办公室等办公室；其要求教育部批准根据《初等和中等教育法》批出联邦拨款的州计划；并明确禁止部长取消任何此类法定设立的单位
- 与联邦工会员工达成的集体谈判协议也可能会限制政府实质上改变雇佣条款的能力，例如能否减少或取消远程办公政策

换言之：试图取消机构或其相关职能，或拒绝使用其拨款，通常会面临若干重大的法律挑战

终结切弗伦服从原则。随着特朗普阵营占多数席位的最高法院于去年推翻了切弗伦原则后，特朗普政府的各个机构或会讽刺地面临更多对其决策和解释的司法挑战，从而削弱其单方面颁布规则的能力。

²⁰ “Wegovy的新用途”，KFF，2024年4月

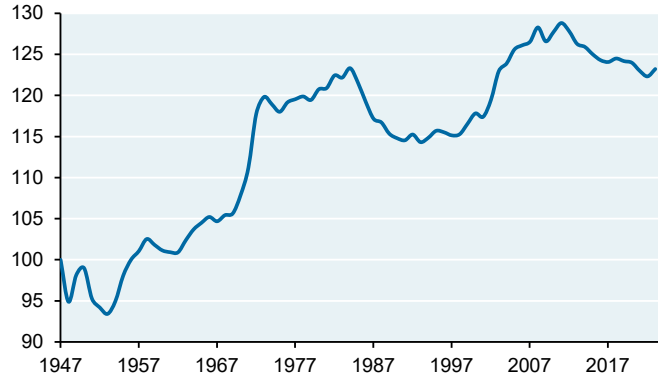
²¹ 2003年《医疗保险现代化法案》禁止采取此类举措。如果要做出改变，需要制定正式的机构规则，其评论期和最终批准将延续至特朗普政府上台之后。如果该规则被成功挑战并被推翻，国会仍可通过立法批准该规则。任何减肥药物规则或法规的关键特征：覆盖范围是永久性的还是暂时的？

²² “授权医疗保险和医疗补助计划覆盖减肥药物”，沃顿商学院，2024年11月27日

国防采购成本。自二战以来，国防开支通胀的增速比整体通胀快25%。其中一个可能的因素是：采用直接谈判的非竞争性国防合同的普遍程度与竞争性合同大致相同²³。虽然竞争性合同持续能降低成本的证据好坏参半，但广泛使用竞争性合同引发了人们对非竞争性合同的流程和成本结果产生质疑。

国防开支的相对价格

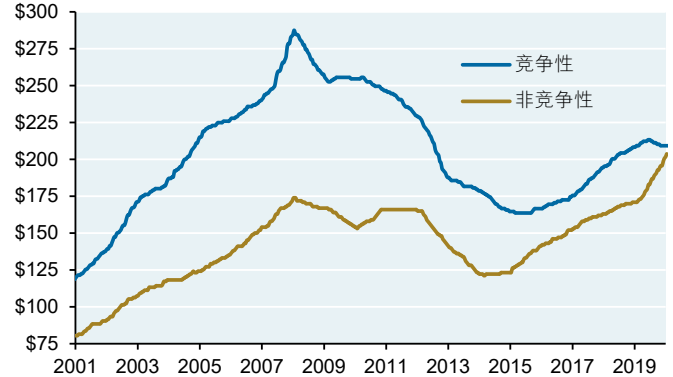
相对价格：国防平减指数与整体GDP平减指数的增长



资料来源：美国经济分析局、摩根资产管理，2023年

通过招标程序承担的国防合同义务

2020年 十亿美元

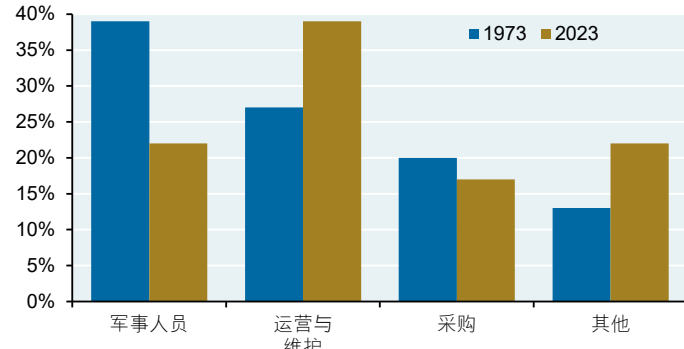


资料来源：Reilly (乔治梅森大学)，2023年

国防采购 (武器系统) 仅占军事总预算的15%至20%，而人员和运营/维护的合计份额则要大得多。采购成本超支在所有部门都很常见；国防部范围内的项目 (如F-35联合攻击战斗机) 的采购成本超支最高；与固定价格相比，成本加成合同类型的采购成本超支更高。

美国国防开支 (按类别划分)

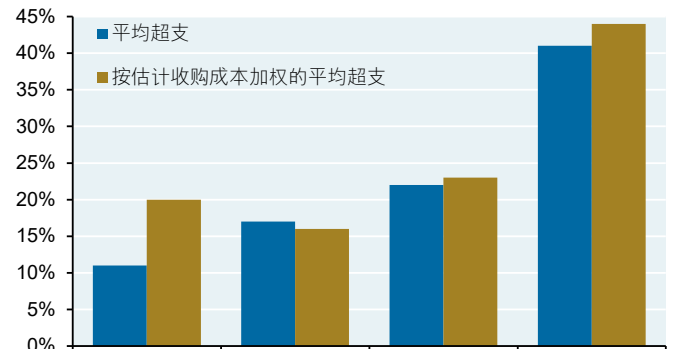
占国防可自由支配支出总额的百分比



资料来源：白宫管理和预算办公室、彼得森基金会，2023年。其他主要支出包括研发、军事建设和家庭住房

成本超支 (按主要服务划分)

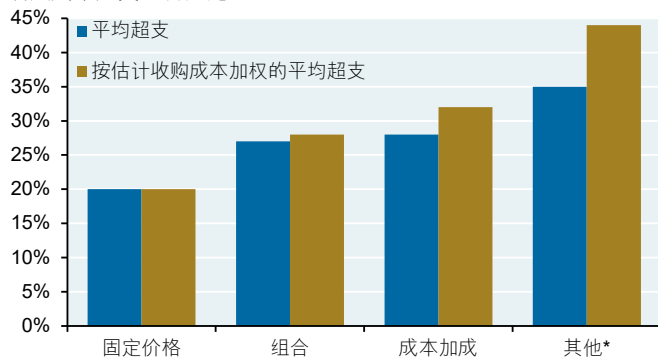
实际成本超支，百分比



资料来源：华盛顿战略与国际研究中心、摩根资产管理，2011年4月

成本超支 (按合同类型划分)

名义成本超支，百分比



资料来源：华盛顿战略与国际研究中心、摩根资产管理，2011年4月。
*其他包括工时合同和材料合同以及劳动时数合同

关于武器采购的竞争性招标：联邦政府面临高度集中和专业化的局面。在克林顿时代削减军费开支后，主要国防承包商的数量便从51家减少到五家 (洛克希德、通用动力、RTX、诺斯罗普、波音)。

此外：竞标节省的任何资金最终都可能被重新投入到新武器项目中，而非用来减少国防预算

²³ “国防成本上升的政治经济学”，Reilly (乔治梅森大学)，2023年

以下是一些按类别和项目列示的最大成本超支个案。例如：50%的直升机项目超过了重大或关键的成本超支阈值。关于“成本违规率”：1982年《纳恩-麦柯迪法案》要求国防部在重大项目的成本增长高于基准的某个阈值(30%=显着超支，50%=严重超支)时需向国会通报，并进行深入的项目审查和重组。在右侧的表格中，我们列示了过去十年中与基线相比最大的10项成本超支。尽管国防部报告称近年来的《纳恩-麦柯迪法案》违规率较低，但国防部在最近几次审计中均未通过，2018年至2024年期间的重大薄弱环节数量并无改善。

1997年至2021年纳恩-麦柯迪成本违规率

项目	项目总数	曾经违规的项目数量	违规率
化学非军事化	4	4	100%
太空发射	1	1	100%
直升机	20	10	50%
固定翼飞机	29	10	34%
卫星	16	5	31%
无人机	7	2	29%
船舶/潜艇	24	6	25%
C4ISR	57	13	23%
地面车辆	14	3	21%
弹药/导弹	34	10	29%
导弹防御	9	1	11%
总计	215	65	30%

资料来源：国防部2023年国防采办报告

与基线相比的累计成本增长，2010年至2021年的前十名

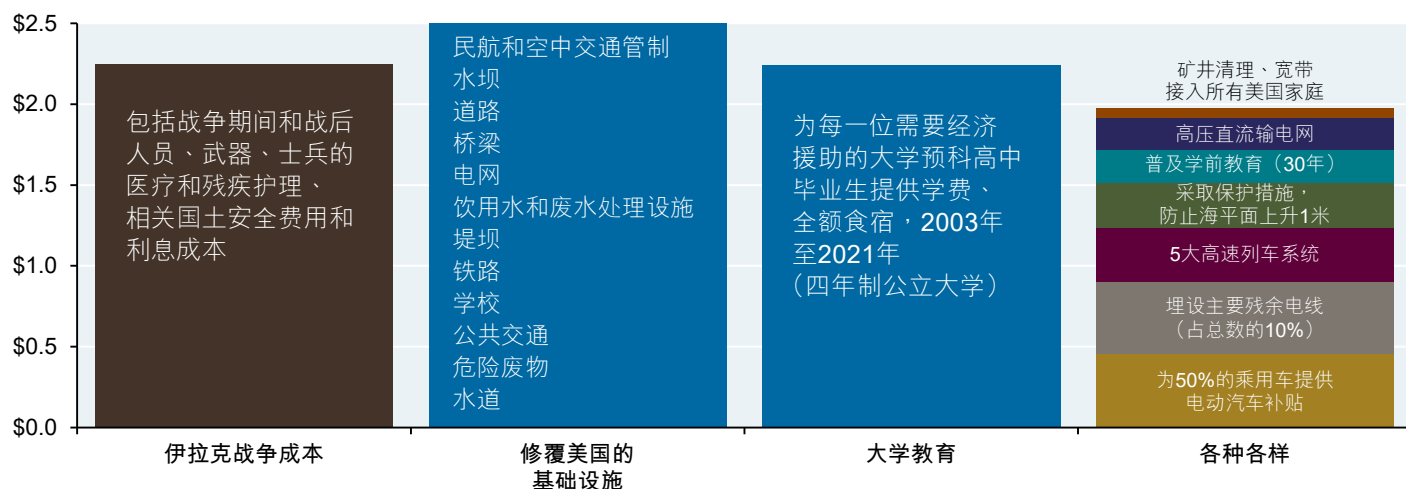
项目	描述	成本增长
C-130J	大力神运输机	3267%
GMLRS/GMLRS AW	制导火箭发射系统	1086%
MH-60S	舰队战斗支援直升机	871%
AIM-9X黑二	空中拦截导弹	335%
SBIRS高轨部分	天基红外系统	229%
EFV	远征战车	213%
多功能信息发布系统	信息发布系统	211%
F-35	F-35联合攻击战斗机	193%
DDG 1000	导弹	191%
NSSL	国家安全太空发射	187%

资料来源：国防部2023年国防采办报告

关于美国军事开支的最后一点评论。我在2015年编制了这张关于伊拉克战争成本的图表，以及2.2万亿美元支出本来可以花费的其他地方。削减军事开支以及分配更多资金用于提振国内增长的最好办法，就是避免不必要的对外战争。

伊拉克战争的惊人财务机会成本

2014年万亿美元



资料来源：布朗大学沃森国际与公共事务研究所；波士顿大学Neta Crawford（伊拉克战争成本）；大学理事会；美国教育部；爱迪生电气学院；美国土木工程协会；Earthworks；Hall Energy Consulting；Next Big Future；西北大学；联邦通信委员会；自由大学；美国交通部；《国家事务》；美国内政部；《科学美国人》；美国能源部；美国能源信息署；摩根资产管理。2015年。

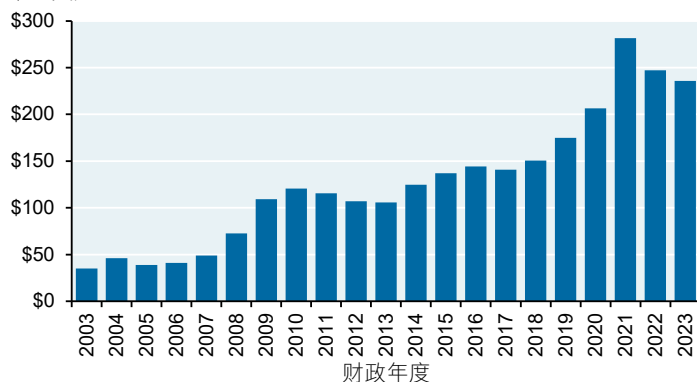
政府超额支付的节日。每当我看到参议员兰德·保罗(Rand Paul)关于政府浪费开支的年度Festivus报告时，我都会翻白眼，因为保罗提到的9,000亿美元的浪费性支出中，有6,590亿美元是联邦债务的利息。换言之，这不是可以随便削减的开支。然而，他的报告确实强调了一些值得注意的方面：根据美国审计署(GAO)的年度报告²⁴，自2003年以来，联邦政府机构“不当支付”金额高达2.7万亿美元，只是2023年便有2,360亿美元。

美国审计署将不当付款定义为不应该支付，或金额不正确的付款。最常见的两个原因是：机构未能确定收款人是否应该收到付款，以及信息访问限制导致无法验证付款是否适当。虽然这似乎可以轻易补救，而且很容易节省开支，但仍有一些注意事项：

- 新投资。预先防止不当付款所需的系统比事后识别和估计不当付款所需的系统更为复杂且成本更高。
- 联邦与州/当地。一些联邦计划由各州在当地实施，而不当支付的款项都必须在这些地方进行扣减
- 审计。为了减少对劳动所得税受益人的不当支付，美国国税局需要对低收入家庭进行大规模审计，这在政治层面上可能极为不受欢迎；并且需要更多的资源

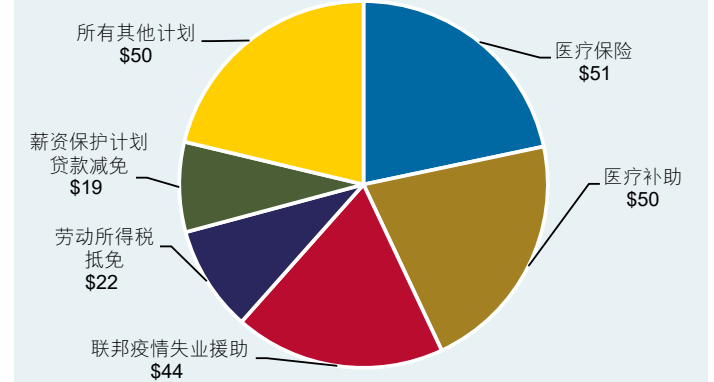
我在华盛顿特区的人脉，包括联邦预算责任委员会的联系人，对用于制定这些估算的过程并不太有信心；并认为减少10%-20%的不当支付将是一个巨大的成就。

美国审计署对不当付款的估计，按机构划分
十亿美元



资料来源：美国政府问责局，2024年3月

2023财年不当付款估计，按计划划分
十亿美元



资料来源：美国政府问责局，2024年3月

关于政府效率部的要点：

- 撤销拜登的行政行动可以节省开支，但这不会计入政府效率部减少当前支出的目标。
- 非国防可自由支配支出已经被削减，目前处于几十年来的最低水平。
- 正如政府效率部阵营中的亿万富翁现在所了解的那样，福利是政治的第三条轨道。
- 证券交易委员会、劳工部、教育部和环保署的员工非常少，占联邦全体员工不到2%。
- 扩大减肥药物的覆盖范围或会抵消政府效率部在其他方面的节省。
- 扣留或重新分配国会的支出拨款将面临司法挑战。
- 大多数国防开支是用于人员和运营用途，而不是武器采购。
- 国防承包商过于集中导致削减采购成本变得困难。
- 减少不当/欺诈性支付将需要投入大量资源在系统和人员上。

愿上帝与你同在，当代堂吉诃德！

²⁴ “关于机构2023财年估算的不当支付信息”，美国政府问责局，2024年3月26日。

中国：流动性挑战与大国竞争挑战

中国正在经历某种流动性挑战挑战：货币供应增长正在下滑；尽管削减了银行存款准备金率，但贷款需求仍在下降；利率暴跌未止；而且住宅房地产市场尚未呈现触底迹象。巴克莱报道称，中国的日本化指数²⁵实际上已超过日本，该指数衡量实际与实质增长率、自然实际利率、实际利率、名义利率和通缩。这解释了中国去年宣布积极刺激计划的原因。桥水估计，中国当前和未来预期的刺激措施将可抵消约一半持续拖累中国经济的负面影响。

中国M2货币供应

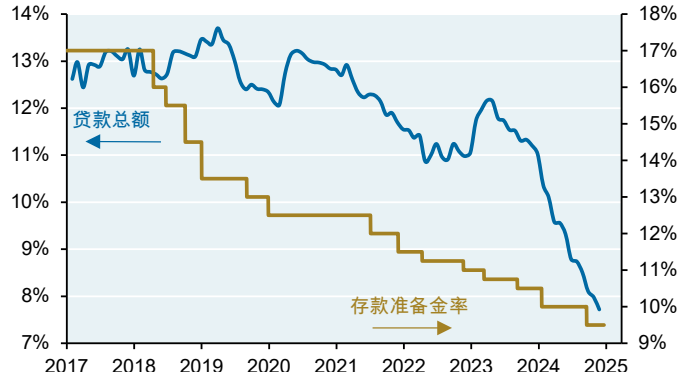
同比百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月30日

中国银行贷款及存款准备金率挑战

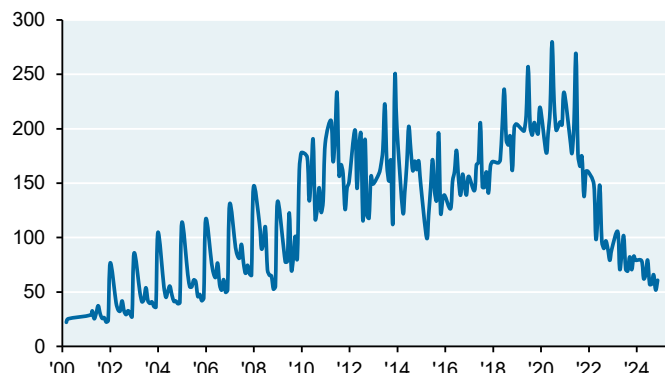
同比百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

中国住宅动工建筑面积

百万平方米



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月30日

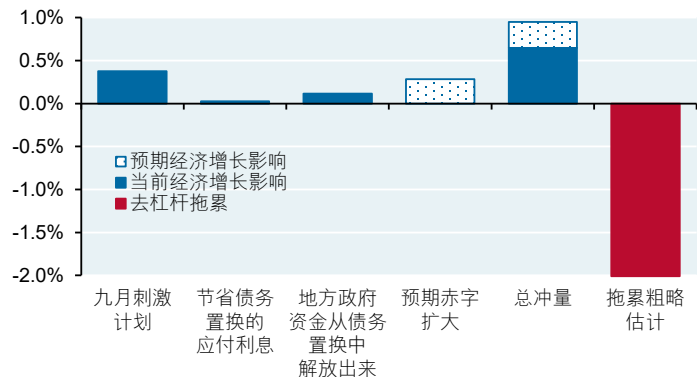
中国经济活动监测数据（彭博）

年同比变化%



资料来源：彭博，2024年11月30日

中国自2024年9月以来宣布的主要政策对经济增长的影响，对经济增长的年化影响，%



资料来源：桥水，2024年11月

²⁵ “中国是否正迎来‘大规模刺激政策’时刻？”，巴克莱，2024年11月

刺激计划宣布后，大幅提振了中国股市。中国在岸A股飙升，至今仍保留了大部分涨幅，而MSCI中国指数则回吐了约一半的最初涨幅。我认为，中国会贯彻履行货币和财政刺激承诺，哪怕只是为了减轻美国可能施加的关税带来的影响。在刺激计划宣布之前，中国银行股已经从极低的估值水平上开始复苏。

中国股市估值

远期市盈率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

中资银行估值

平均市净率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

中国股市“字母汤”

MSCI中国指数：A/H/B股、红筹股、P股和美国存托凭证

A股：在中国注册成立，在上海和深圳交易所交易，可通过沪港通进行交易

H股：在中国注册成立，在香港上市的大中盘股

B股：在中国注册成立，在上海和深圳交易所以外币交易

红筹股：在中国境外注册成立，在香港交易所上市的大/中型中国公司；通常是国企

P股：与红筹股相同，而非国有

美国存托凭证：在纽约证券交易所/纳斯达克交易

然而，正如我在去年10月的一篇文章²⁶中所解释，中国投资者不仅要应对流动性挑战，还要应对大国竞争挑战。后者指的是美国和中国之间持续紧张的政治局势因中国间谍活动加剧而恶化。我在下文列出了10月份发布的文章摘录，但为了让您更加了解目前情况，2024年12月30日，美国财政部披露一名“获得中国政府支持的黑客”入侵了财政部称为“BeyondTrust”²⁷的系统，窃取了机密文件。

以下是10月份发布的文章摘录，阐述了中国间谍活动日趋频繁而且程度加剧的情况：

- 2024年，美国联邦调查局披露，一家与中国政府有关联的公司入侵了260,000个连接互联网的摄像头、路由器和其他设备；美国政府用于法院授权的网络窃听请求的系统；以及美国联邦人事管理局的数据库（在高级政府安全审查期间获得的敏感信息，使2,200万现任和前任官员面临被敲诈勒索的风险）
- 中国“伏特台风”黑客劫持了数百台路由器，并利用它们侵入美国的运输、电信、水电网络，而美国港口使用的中国货物起重机内置的技术，可以让北京方面秘密控制它们。联邦调查局局长雷(Wray)：“中国黑客正在瞄准美国基础设施，准备在必要时发动攻击，对美国公民和社区造成严重破坏和实质伤害”

²⁶ “中国股票交易的大国竞争挑战”，《放眼市场》，2024年10月17日。上述引文来自我们10月份文章，来自公共来源，包括《外交政策》、美国国家公共电台、《华尔街日报》、《连线》、BBC、华盛顿战略与国际研究中心、《乔治城安全研究评论》和美国国会监督与问责委员会

²⁷ “中国黑客在重大漏洞中入侵美国财政部系统”，《纽约时报》，2024年12月30日

- 雷的其他评论：中国已将经济间谍活动作其国家战略的核心部分，其黑客计划规模比其他所有主要国家加起来还要大，窃取的美人个人和公司数据比所有国家加起来还要多
- 目前，中国的网络攻击几乎覆盖所有行业：医疗保健、金融服务、国防、能源、政府设施、化工、汽车、航空航天、通信、信息技术（包括托管服务提供商）、国际贸易、教育、视频游戏、宗教组织和律师事务所
- 1987年至2021年间，至少有162名曾在洛斯阿拉莫斯（美国军方高超音速、钻地弹、无人驾驶汽车和潜艇降噪研发中心）工作的中国科学家回国支持中国的军事研发
- 中国的许多空军战力系统与美国平台有着相似之处，例如F-16、F-22和F-35战斗机、MQ-9死神无人机和C-17环球霸王III。除了飞机之外，中国还窃取了有关爱国者导弹系统、濒海战斗舰、纳米技术、定向能源系统、太空监视望远镜、战术数据链和无人机视频系统的信息，所有这些信息都是中国黑客通过与五角大楼合作的私营国防公司网络获取的
- 自2000年以来，中国参与了90起网络间谍活动，比俄罗斯多30%。实际数字可能更高，每次事件中都有多家企业成为目标，这些企业与“中国制造2025”计划中指定的优先产业重迭
- 在最近举行的美国、英国、澳大利亚、加拿大和新西兰安全主管会议上，英国军情五处负责人表示，中国一直在“大规模”地持续进行间谍活动，在线联系了超过20,000名英国个人，其中包括与军事供应链相关的公司人员
- 哈佛大学历史学家考尔德·沃尔顿(Calder Walton)表示，中国企业必须应要求与情报部门合作；这些情报部门现在“实际上将中国企业连接外部商界的沉默伙伴”。即使非国企的中国公司，在实践中也受到法律的约束，强制它们向中国政府提供公开的渠道和信息。以合资企业形式营运的外国公司必须允许共产党在公司内部建立党组织，以便通过公司的全球网络窃取技术、知识产权和数据

尽管特朗普可能不会将美国对华关税提高到最高水平，但我很难相信美国和中国之间会在短期内和解。相反，与贸易、外国直接投资和稀土金属相关的摩擦或会持续。举例来说，去年11月美国官员访台后，台积电通知其在中国的所有先进人工智能芯片客户，将不再向他们供应7纳米或更小尺寸的芯片²⁸。由于台积电70%的销售额流向美国买家，因此美国的关税威胁相当大。台积电的举动源于去年10月，人们发现华为Ascend910B处理器中仍有先进的台积电芯片。

如果真是这样，此类摩擦可能会导致**MSCI中国股票**市盈率的实际上限达到**12倍左右**；中国股票**14倍至16倍**的市盈率时代可能已成过去。

MSCI中国股票估值



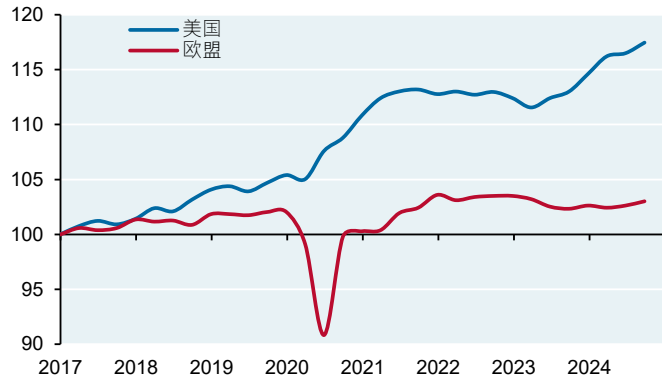
²⁸ “美国命令台积电停止向中国发货用于人工智能应用的芯片”，路透社，2024年11月10日

苏斯博士访欧洲

我不喜欢它们靠近塞纳河，或在阿登森林.....

基于产出的劳动生产率

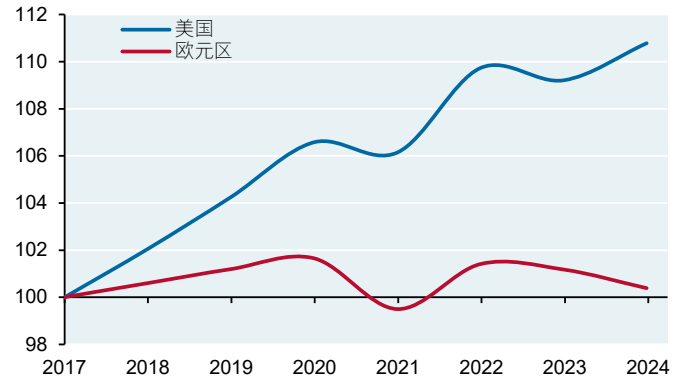
指数 (100=2016年12月31日)



资料来源：美国劳工统计局、欧盟统计局、彭博、摩根资产管理，2024年9月

基于员工薪酬的劳动生产率

指数 (100=2016年12月31日)

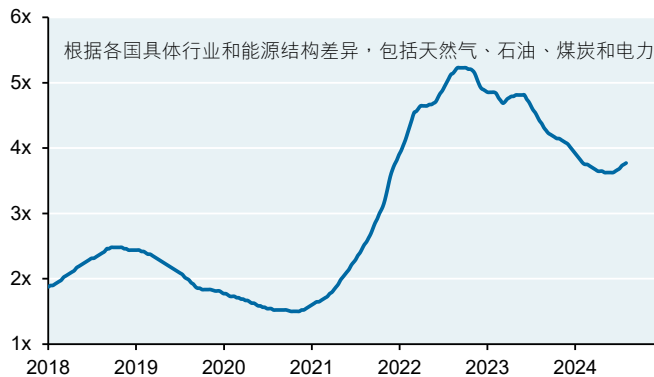


资料来源：美国经济分析局、欧盟委员会、彭博、摩根资产管理，2024年

我不喜欢它们靠近阿尔萨斯或蒙帕纳斯大道²⁸.....

欧元区相对于美国的能源价格

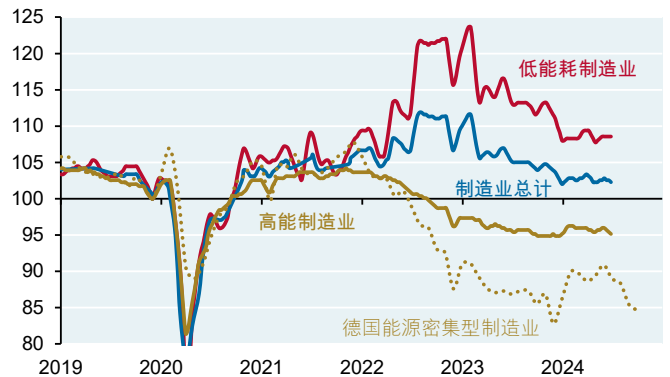
比率，12个月移动平均值



资料来源：欧洲央行货币政策报告，2024年

欧洲制造业产出，按能源强度划分

指数 (100=2019年12月)

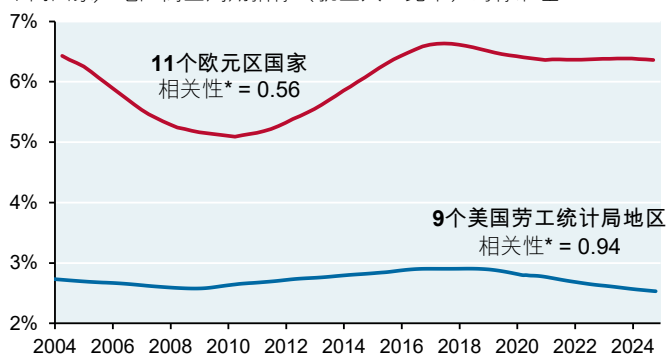


资料来源：欧洲央行、德国联邦统计局，2024年10月

不靠近新天鹅堡的任何地方，也不在莱茵河的船上.....

“统一适用”的政策并不适合欧元区

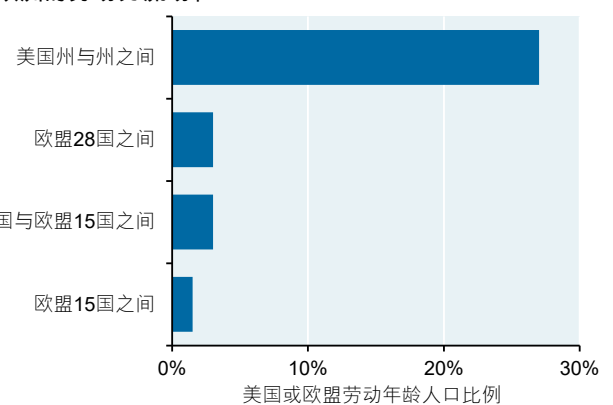
不同国家/地区商业周期指标 (就业人口比率) 的标准差



资料来源：经合组织、美国劳工统计局、摩根资产管理，2024年10月。

*平均配对相关性

美国与欧洲的劳动力流动性



资料来源：IZA移民杂志，2016年

²⁸ 绿色法规与汉堡。欧盟新的《企业可持续性尽职调查指令》要求在欧盟运营的大型公司遵守其针对碳排放和劳工/人权的規定，否则将面临高达公司全球收入5%的欧盟罚款。卡塔尔已作出威胁，表示如果因为新法律而被罚款，将停止向欧盟出口所有液化天然气。我相信欧洲会顺利解决这些议题。

不是在卡拉卡拉浴场，也不是在斯卡拉歌剧院.....

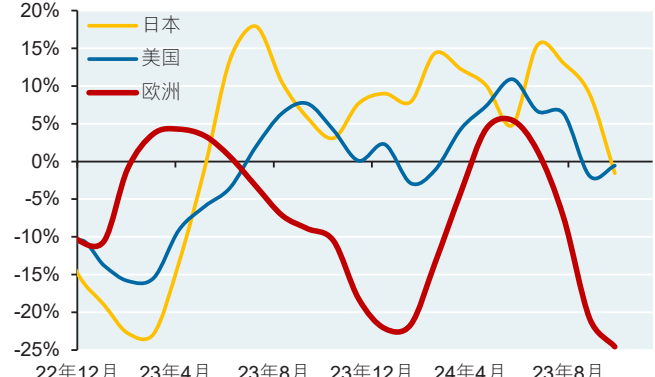
除医疗保健外，美国各行业的净资产收益率和资产回报率均高于欧洲

	资产回报率		净资产收益率	
	美国	欧洲	美国	欧洲
必需消费品	7.2	4.4	24.7	13.3
非必需消费品	7.8	4.4	30.0	11.8
科技	12.6	5.8	28.9	11.4
医疗保健	4.4	6.3	12.7	15.1
通信服务	7.2	2.0	17.8	6.9
金融	1.4	0.7	12.9	12.5
工业	6.6	4.9	23.2	16.5
房地产	3.0	-1.8	7.2	-4.7

资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

3个月盈利修正趋势

净每股盈利修正（升级-降级/无变动）

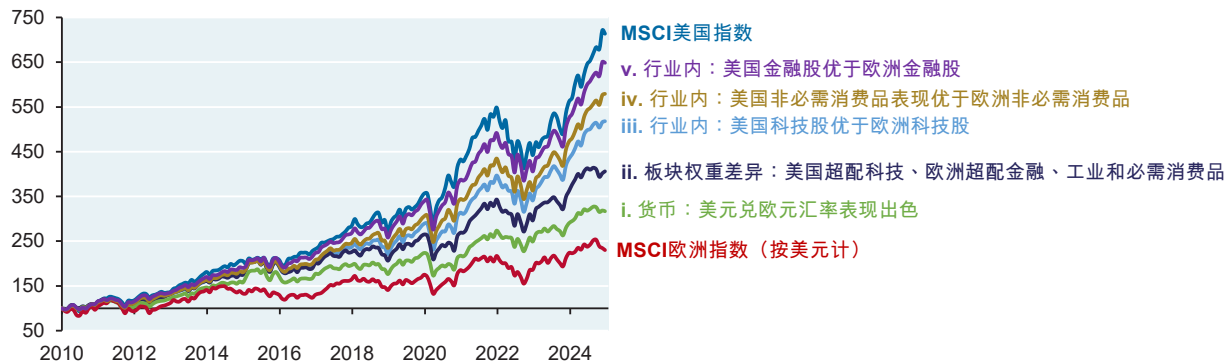


资料来源：Datastream、摩根资产管理，2024年10月

我不打算去离卡萨布兰卡不远的萨拉曼卡.....

2009年以来美股表现优于欧洲的分析

总回报指数（100 = 2009年12月）

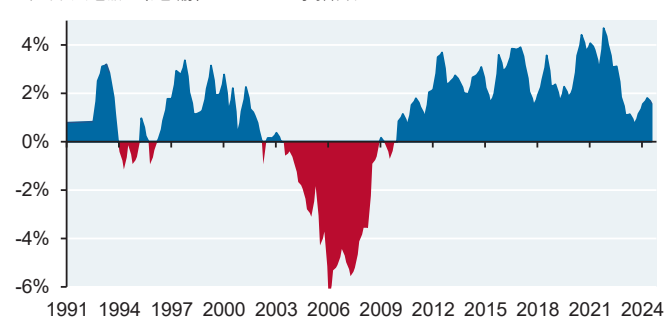


资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

甚至也不在特拉法加广场.....我在任何地方也不喜欢它们

超配美国，低配欧洲

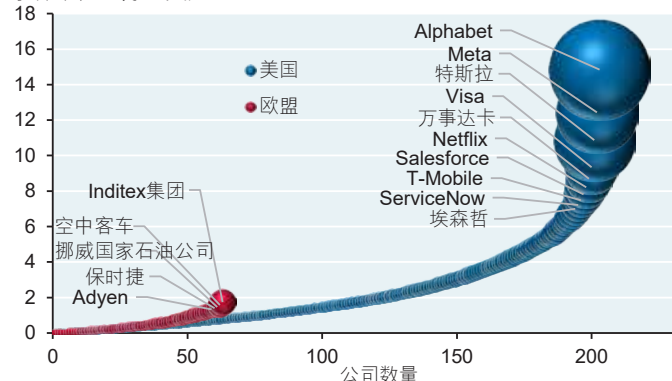
3年滚动跑赢（跑输）MSCI全球指数



资料来源：彭博、摩根资产管理。2024年9月。所有股票投资组合，每季度重新平衡。超配美国10%；低配欧洲-10%。假设未进行货币对冲。过往表现并不代表未来业绩

21世纪新上市公司的诞生

累计市值，万亿美元



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月17日

美国总统对加密货币的支持：关于加密货币的涨势和政治捐献的高额回报

2022年2月，我撰写的《马耳他之币》对加密货币表达了怀疑态度。需要明确的是，我没资格对加密货币的法律问题（它是否是一种该受监管的证券或商品）或其社会效益/弊端（促进犯罪活动）发表意见。我只关注加密货币作为投资的优点。在这篇文章中，我对比特币的价值存储理论表达了怀疑，并对瑞波币、恒星币、门罗币和莱特币等去中心化金融和以交易为中心的货币表示怀疑。鉴于许多加密资产的价值均有上涨，现在是时候检视一下我的观点对错。简而言之，对比特币的看法错误，对去中心化金融和以交易为中心的货币的看法则基本正确，至少在2024年11月时的大选之前是如此，其后所有加密资产都开始急升。

加密货币的采用。当我写该篇文章时，加密货币账户持有者的数量约为3.2亿；如今，这一数字已上升至约5.6亿。持有少于1个比特币的零售持有者所有权比例从2020年的6.8%上升至9.5%。

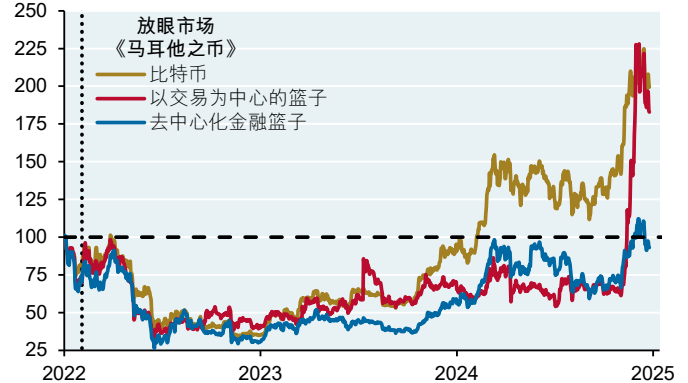
比特币：作为价值存储工具的数字资产。在我写该篇文章后，比特币下跌了65%，但已反弹至2022年2月价值的2.6倍。我在《马耳他之币》的最后写道，如果比特币暴跌，我会再看看。在2023年初下跌65%之后，我本应该这么做，但我没有。在美国证监会于2024年1月批准比特币现货交易所交易基金(ETF)后，推出了9只比特币ETF，截至2月底，流入资金已达160亿美元，到3月份，日均交易量已达40亿美元。2024年11月大选后翌日，美国比特币ETF的流入资金超过6亿美元，创下有史以来最高单日流入量纪录之一。

比特币：一种价值存储工具



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

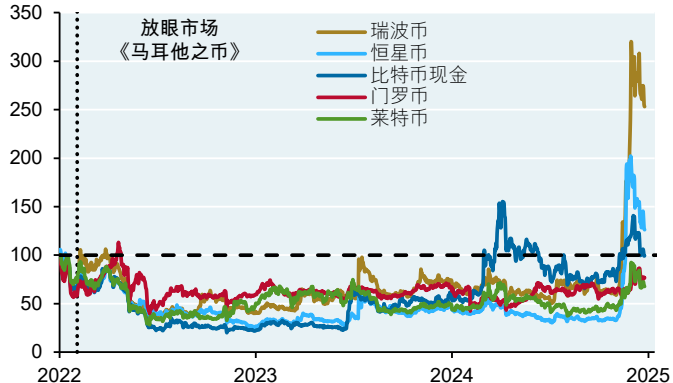
加密货币价格，按细分市场、市值加权划分
指数（100=2022年1月1日），每半年重新平衡



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

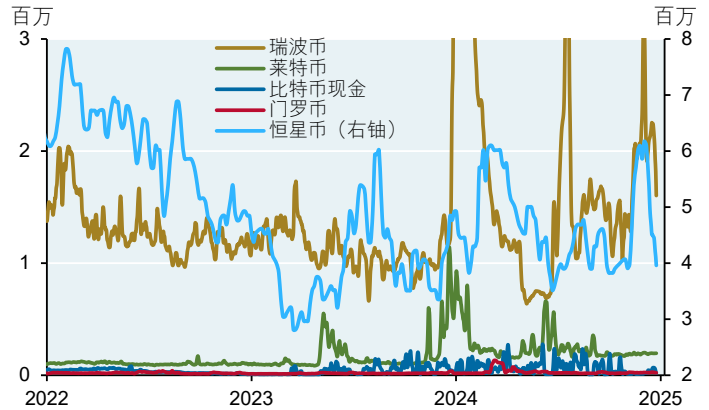
以交易为中心的代币。在《马耳他之币》发表之后，大多数以交易为中心的代币大幅下跌，并在接近三年的时间里保持低迷。特朗普当选后，一些以交易为中心的代币价值显著上涨，尤其是瑞波币。如果有人认为价值上升是使用率提高所致，我却并不认为如此：如图所示，自2022年以来，大多数的交易量变化不大。因此，至少到目前为止，最近的涨势似乎具有很大的投机性。

交易为中心的代币价值
指数（100 = 2022年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

区块链的每日交易量，七天平均值



资料来源：BitInfoCharts、The Block、摩根资产管理，2024年12月26日

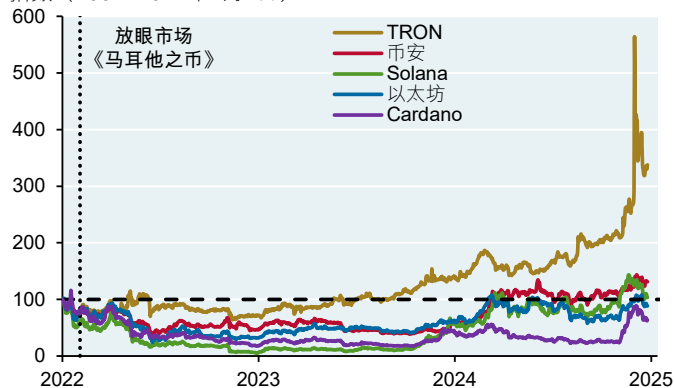
瑞波币的上升是因其交易确认时间仅为4秒，为交易速度最快的代币之一吗？我对此表示怀疑；最好的解释可能是批评这项资产的人已从美国证监会离职。以交易为中心的代币可能会由于来自稳定币的竞争而继续处于低位，因为稳定币大多具有抵押性质，因此本身并不是定向加密货币投资。随着跨境监管的协调，加上利率下降减少了稳定币抵押品的收益套利，稳定币经济学出现了一些有趣的问题。我仍然觉得稳定币更多地用于加密货币交易而非跨境汇款。虽然通过区块链汇款的成本通常低于银行或西联汇款支付渠道，但发展中国家的汇款收款人兑换回当地货币时通常总体上也会产生类似的成本。

去中心化金融。此类别指的是通过将金融服务迁移到无需权限区块链来实现非中介化的活动。衡量去中心化金融应用程度的一种方法是查看“锁定的总价值”，即存入去中心化金融应用程序中的加密抵押品数量。由于重复计算和杠杆作用，这并不是完善的计算准则，但却是去中心化金融活动的一个不错的指标。

我在2022年写道，大多数去中心化金融借贷似乎与向其他加密货币持有者提供的超额抵押贷款有关，因此这些持有者可以购买更多加密货币，或在无需缴纳资本利得税的情况下，通过持有增值的加密货币而获得流动性。因此，如果加密货币价格下跌，考虑到整个生态的循环性，去中心化金融活动也可能崩溃。正如从2022年至2023年崩盘和随后的复苏期间发生的情况所见，事实确实如此：加密货币价格和锁定的价值同步变动，如下图所示。

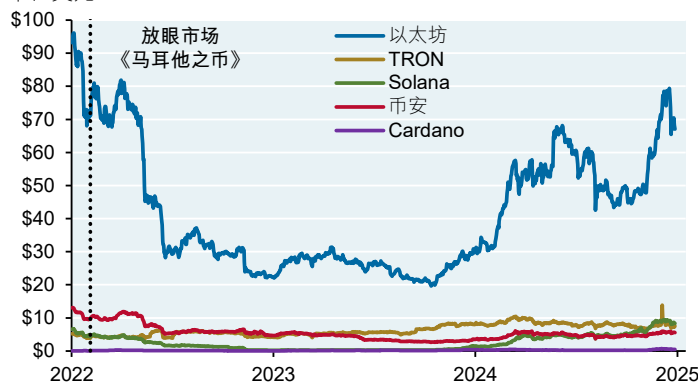
据我所知，这一动态没有任何改变：去中心化金融活动仍与加密货币价格水平挂钩。换言之，并无任何证据表明去中心化金融市场蓬勃发展，并且人们可在该市场进行租赁、抵押、衍生品和其他合约交易而不受加密货币价格的影响。自2022年以来，去中心化金融代币的价格暴跌，随后回升至2022年初的价值，而Tron则飙升，目前与以太坊不相上下，成为最大的稳定币交易平台。请注意，以太坊每日合约数量已回到与2022年初大致相同的水平。

去中心化金融代币价值
指数 (100 = 2022年1月1日)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

去中心化金融平台锁定的总价值
十亿美元



资料来源：DeFi Llama、摩根资产管理，2024年12月27日

以太坊价格与锁定的总价值比较
美元，十亿



资料来源：彭博、DeFiLlama、摩根资产管理，2024年12月27日

以太坊每日验证的合约
每日验证的合约总数 (7天平均值)



资料来源：Etherscan、摩根资产管理，2024年12月27日。

美国总统对加密货币的支持与其在国会的盟友：

- 国会议员提议建立一个美国战略比特币储备，除了通过减少供应来使比特币持有者受益之外，我不太清楚设立这个储备的确切目的。考虑到拜登政府对战略石油储备的管理不善，成立类似于战略石油储备的项目并不明智。如果比特币储备的资金是来自美联储向财政部的拨款，那么在利率上升后，现在这些资金的价值可能为负。政府没收的比特币资产可能必须成为建立储备的起点。
- 美国证券交易委员会(SEC)提名人保罗·阿特金斯(Paul Atkins)，曾在乔治·布什任内担任SEC委员，他支持促进美国国内加密货币业务的发展，这与他的前任形成对比。
- 根据联邦选举委员会的数据，与加密相关的政治行动委员会和其他与加密行业相关的团体收到了2.45亿美元的捐款；**这是2024年总统大选期间所有企业捐款的约一半³⁰**。举例来说，Coinbase向一个名为Fairshake的超级政治行动委员会捐赠了7,500万美元，该委员会的候选人几乎都能胜出他们参与的每场竞选
- 根据Coinbase发起的“与加密货币站在一起”联盟，目前参众两院已有300名支持加密货币的议员。Coinbase首席执行官布莱恩·阿姆斯特朗(Brian Armstrong)在推特上发文称：“欢迎来到美国历史上最支持加密货币的国会”，而瑞波币的首席执行官宣布“对加密货币的战争已经结束”，同时承诺向特朗普的就职基金捐赠500万美元。
- 共和党多数党领袖斯卡利斯(Scalise)承诺在首100天内提出一项支持加密货币的法案，类似于拟议的《21世纪金融创新与技术法案》，特朗普也宣布成立由被市场戏称为“加密货币沙皇”领导的加密货币委员会，SEC可能会撤销加密货币会计披露规则。

与此同时，最新的机构所有权调查似乎对数字资产均持积极态度。

摘自《经济学人》³¹：

- 预计到2027年，机构对数字资产的配置有望从目前的1%-5%上升至7%
- 70%的机构投资者计划在未来3年内增加对数字资产的投资
- 机构投资者正在考虑直接投资(51%)、持股(33%)和加密货币衍生品(32%)

摘自数字金融行业机构全球数字金融³²：

- 目前，93%的金融机构以某种形态或形式处理比特币，主要由加密货币ETF推动

摘自野村证券³³：

- 54%的日本机构投资者计划在未来3年内投资加密货币，配置比例为2%-5%

摘自毕马威对加拿大机构投资者的调查³⁴：

- 2023年，39%的机构投资者有投资于加密货币，而2021年这一比例为31%
- 33%的投资者将投资组合至少10%的配置投资于加密货币，而2021年这一比例为20%
- 67%的人认为市场日趋成熟和托管基础设施是投资加密货币的原因，而2021年这一比例仅为14%，58%的人认为强劲的市场表现是投资加密货币的原因

与此同时，就像黑暗时代抄写罗马文献的爱尔兰僧侣一样，**加密货币反对者仍然坚持抵抗**。美国证监会互联网执法办公室前负责人约翰·里德·斯塔克(John Reed Stark)表示：

[第1条](#)：判例法支持数字资产应被归类为证券而非商品的前提

[第2条](#)：数字资产引发了史诗级的加密货币犯罪浪潮

³⁰ “科技兄弟如何买下美国有史以来最支持加密货币的国会”，CNBC，2024年11月

³¹ “数字资产成为机构投资者的新选择”，《经济学人》，2024年8月

³² “加密货币将在2024年进入机构化”，全球数字金融，2024年4月

³³ “2024年日本机构投资者数字资产投资趋势调查”，野村证券，2024年6月

³⁴ “加拿大投资行业在2023年（重新）拥抱加密货币资产”，毕马威、CAASA，2024年4月

2025年十大榜单和2024年榜单的成绩单

去年的《展望》除了预测美国经济将软着陆之外，还列出了一份十大榜单。美国经济仍在继续软着陆；以下是这份榜单的结果：

排名	2024年1月1日预测	结果评估
1	尽管人们对储备货币地位的风险感到担忧，并且金砖四国也努力发展具有竞争力的储备货币，但美元仍然保持稳定，在+/-1个标准差范围内波动7%	2024年美元贸易加权指数上涨约7%
2	美国司法部/联邦贸易委员会赢得了一次大型反垄断案件	法官裁定谷歌通过与苹果的合作垄断了在线搜索。11月，美国司法部请求联邦法官强制谷歌出售旗下的Chrome浏览器，并对谷歌如何使用人工智能和安卓移动操作系统施加限制
3	拜登总统以健康为由在超级星期二和11月份大选之间退出竞选	拜登于2024年7月21日退出竞选
4	自动驾驶汽车无甚进展	在马斯克的自动驾驶出租车演讲缺乏技术细节且对监管问题避而不谈之后，特斯拉股价下跌9%；2024年激光雷达篮子下跌13%，较峰值水平下跌了88%；通用汽车放弃对Cruise的90亿美元投资；Waymo取得温和进展，但足迹仍然很小（请参阅下文）
5	大型银团杠杆贷款损失将首次超过私募信贷损失	杠杆贷款和私募信贷违约率相近，但私募信贷压力明显增加（请参见下一页）
6	阿根廷美元化一旦实施，则必然失败	尚未尝试展开美元化，但我低估了阿根廷宏观经济稳定的前景（请参见下一页）
7	俄乌冲突仍在继续，2024年仍无法实现停火	由于俄罗斯加强地面攻击，尚未停火；泽连斯基认为停火将削弱乌克兰的谈判地位
8	美国区域性银行的股票在2024年将表现良好，市净率将保持稳定或上升	2024年美国区域性银行指数的回报率约为10%，尽管商业房地产压力持续，市净率仍稳定在1.2倍。
9	由于电网基础设施陈旧，美国主要城市将面临停电和/或天然气停运	唯一一次大规模停电是飓风所致
10	研究人员将完成吸入式新冠疫苗的研究，该疫苗将减少病毒传播	印度批准鼻腔疫苗；美国的临床试验仍在继续

资料来源：摩根资产管理，2024年

更多详细信息

#4：美国的自动驾驶汽车

几年前，埃隆·马斯克预测到2020年特斯拉机器人出租车的数量将达到100万辆；通用汽车曾预测到2019年全自动驾驶汽车将实现量产，Lyft曾表示到2021年该公司一半的汽车将是自动驾驶汽车，而福特也曾表示将在2021年实现量产；大众、日产、丰田、戴姆勒和谷歌也做出了类似的乐观预测。甚至英伟达的黄仁勋也在2017年预测，到2021年，自动驾驶汽车将会广泛普及。最新情况：目前美国有几千辆自动驾驶汽车正在进行道路测试，仅此而已。

特斯拉的发展如何？去年秋天，独立评估机构AMCI对特斯拉在城市、乡村、山区和州际环境中的全自动驾驶功能进行了评估。AMCI的评价指，对于基于摄像头的系统来说，该全自动驾驶项目的表现令人印象深刻，但也指出每行驶13英里就需要人工干预一次。在这些间隔时刻，驾驶员需要瞬间做出反应，以避免发生事故，如闯红灯和过马路迎面而来的车辆。

摘自AMCI：“无论是计算能力不足，还是车载计算出现延迟问题，还是周围环境评估的细微差异，系统的问题都难以知晓。问题的原因都是阴险隐蔽的。但也有一些简单的编程不足导致持续性的失败，例如在高速公路出口的十分之一英里前才开始变道，这会阻碍系统运行，并让人对该系统基础编程的整体质量产生怀疑”³⁵。

³⁵ “特斯拉全自动驾驶每行驶13英里就需要人工干预一次”，ARS Technica，2024年9月25日

谷歌的Waymo目前在自动驾驶汽车领域处于领先地位。该公司在旧金山、洛杉矶和凤凰城拥有700辆汽车，计划在2025年扩展到25个城市，到那时，也许将有证据证明Waymo可以在无持续晴朗天气的地方扩展业务。但目前，该公司每周仅完成100,000次出行，而Uber在2024年第三季度每周完成2.39亿次出行。谷歌也有一些专注处理的算法修复：去年8月，YouTube和Tik Tok上流传着一段视频，视频中，一辆Waymo汽车在亚利桑那州坦佩市逆向行驶并撞上对面驶来的车流³⁶。

#5：私募信贷和大型银团杠杆贷款

私募信贷和杠杆贷款违约率仍很低，均为2%左右。然而：

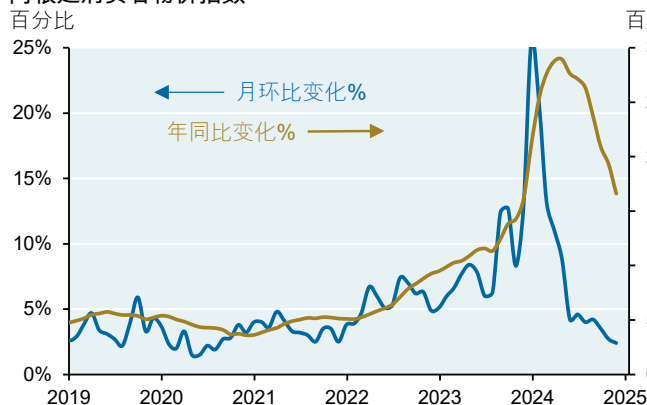
- 如果将困境债务交易计算在内，私募信贷违约率会更高[惠誉：5%]
- 自2019年以来，实物支付收入占商业发展公司收入的比例翻了一倍，从4%增至9%，而主要商业发展公司的这一比例甚至更高。正如我们在12月发布的节日版文章中所讨论，实物支付收入占净收入中的比例(扣除现金支出后)甚至更高，在主要商业发展公司的所占比例达10%-35%
- KBRA和摩根士丹利的数据显示，私募信贷违约的回收率略低于杠杆贷款违约的回收率，这与我(可能是错误的)的想法相矛盾：我认为契约保护会导致相反的结果

#6：阿根廷美元化

阿根廷目前已放弃追求美元可兑换制度的目标。回想起来，它可能被米莱用作政治目的的象征。相反，阿根廷当下的目标是建立稳定的比索和美元双货币体系，以期通个这个体系使阿根廷政府重新进入资本市场，帮助该国消除外汇管制。与此同时，好消息多于坏消息，我低估了阿根廷宏观经济稳定的潜力：

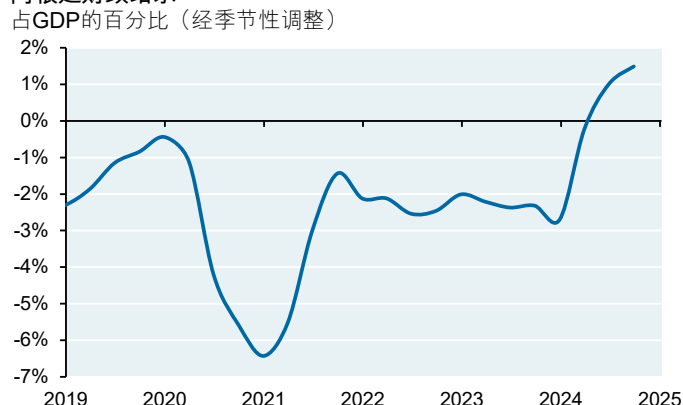
- 尽管2024年初经历了痛苦的财政调整，且在国会中盟友寥寥，但米莱的支持率仍然很高
- 预计财政结余为正、通胀下降以及国内股市上涨
- 从平行汇率市场推断，资本外逃需求下降
- 以美元计价的主权债务利差下降，银行体系中的美元存款增加
- 阿根廷企业以个位数收益率进入全球债券市场
- 多年来，阿根廷的银行只向公共部门提供融资，现在再次开始向私营部门提供融资

阿根廷消费者物价指数



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月30日

阿根廷财政结余



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年9月30日

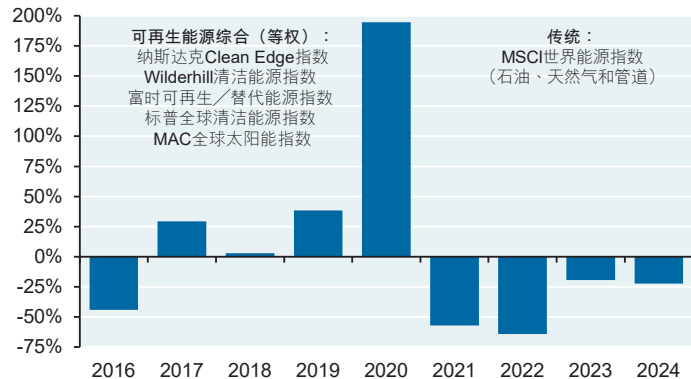
³⁶ 您可以[在此](#)观看视频。另一段[视频](#)显示，Waymo在错误的地点接载乘客上车与下车，在绿灯时停下，并在被要求时拒绝打开车门

我的2025年十大榜单：

- [1] 你被开除了！至少三名经参议院确认的特朗普任命内阁成员，以及以下五个政府机构 (环保署、中央情报局、国家情报总监办公室、联邦调查局、国家卫生研究院) 将在年底前离职及解散
- [2] 2025年可再生能源的表现将再次逊于传统能源，部分原因是其盈利能力较低

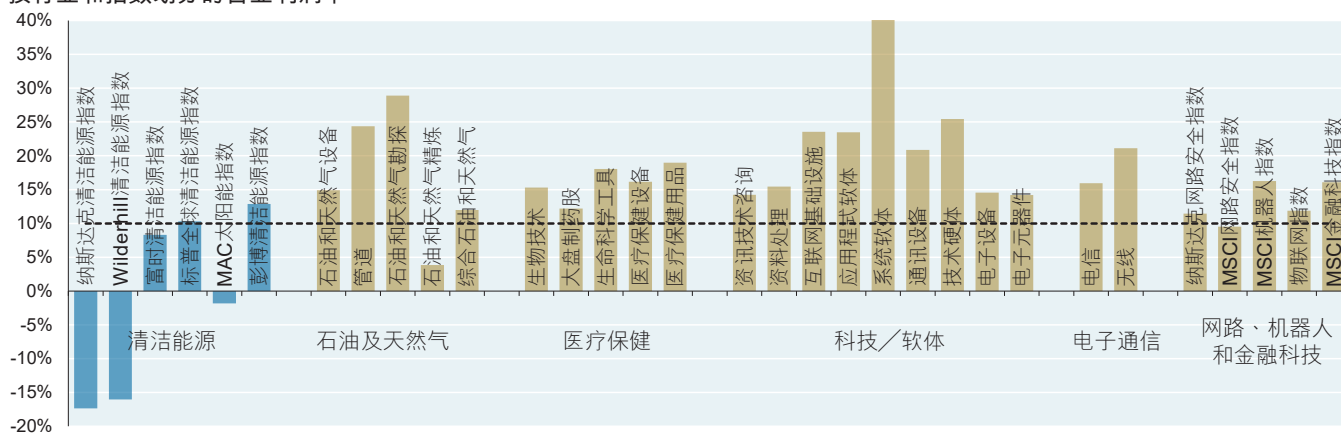
可再生能源对比传统能源：年度表现优异

可再生能源综合回报减去传统能源回报



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月27日

按行业和指数划分的营业利润率

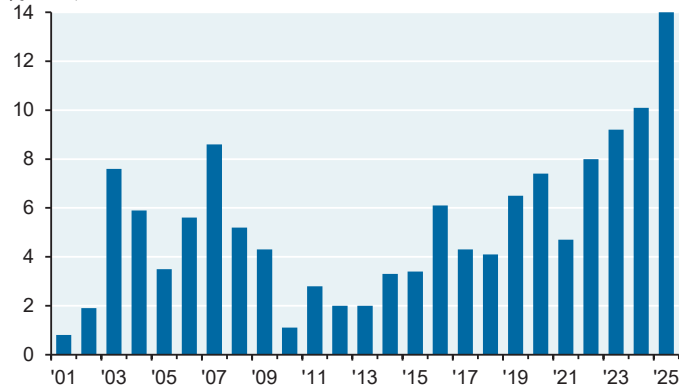


资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月17日

- [3] 日本股市表现优于中国。尽管日本股市的市盈率较高，但MSCI日本指数的表现仍将优于MSCI中国指数。日本在深化股权投资方面仍有很大空间，日本企业正在加速股票回购

日本企业已宣布的股票回购

万亿日元



资料来源：摩根大通2025年全球股票展望，2024年11月

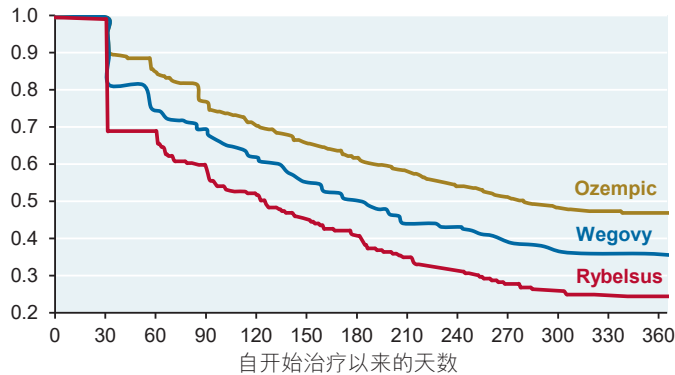
日本“股权投资”的空间

	美国	日本
10年股息支付率 (非金融)	46.7%	30.0%
现金占市值的比例	4.6%	71.9%
公司回购占市值的比例	1.5%	1.0%
交易价格低于帐面价值的公司比例	4.0%	45.2%
家庭股票配置	40.0%	13.0%
公共计画股票配置	47.0%	25.0%

资料来源：彭博、NASRA、路透社、P&I Online、摩根资产管理，2024年12月

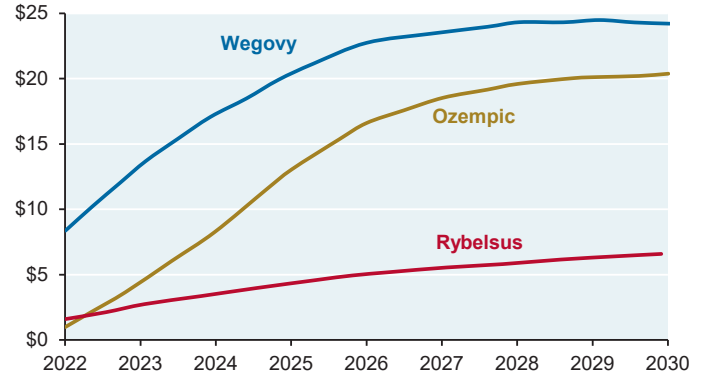
[4] **减肥药停药率将不利于某些GLP药物股票。**根据最近的一项研究，50%至70%的Ozempic、Wegovy和Rybelsus服药者在一年内停止使用。停药的原因包括胃肠不适、注射频率、口服药物减肥效果较差以及偏好其他GLP药物品牌。从在分析师的收入预测中，我们逐渐看到这些趋势，并预期在本十年末之前将保持平稳。即使联邦医疗保险和医疗补助服务中心(CMS)为更多联邦医疗保险(Medicare)/联邦医疗补助(Medicaid)患者承担GLP费用(如前所述)，到2025年底，诺和诺德的股价也将低于目前分析师普遍预期的每股127美元

诺和诺德GLP-1停产
治疗持续的可能性



资料来源：“现实世界中GLP-1的持久性和依从性”，Gleason 等人，2024年

分析师对诺和诺德GLP药物的普遍销售预测
十亿美元



资料来源：实证研究，2024年9月

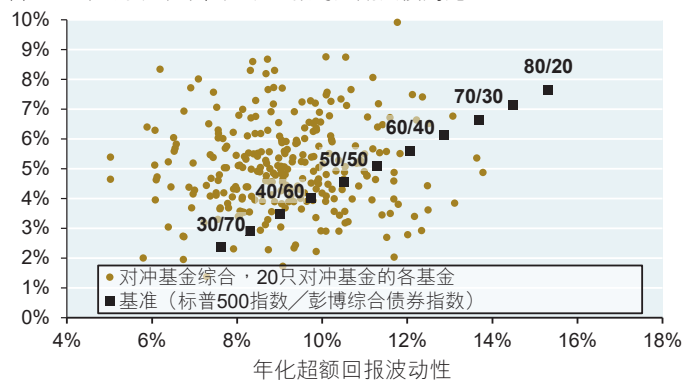
[5] **2025年，美国将不会有任何小型模块化反应堆开工建设。**尽管美国有6.5吉瓦的小型模块化核反应堆待建项目处于前期开发或早期开发阶段，但实际上2025年将不会有一座核反应堆开工建设

[6] **政府效率部削减的成本将达到1,500亿美元或更少。**除了撤销拜登的行政行动外，到2025年底，政府效率部每年的实际成本节约将不到1,500亿美元，占2024财年联邦政府支出的2%

[7] **对冲基金将继续跑赢股票债券基准。**根据2018年1月至2023年9月的HFR业绩数据，由20只随机基金组成的多元化对冲基金投资组合中，超过80%的表现优于股票债券基准。我们在2023年半年刊《另类资产投资报告》³⁷中研究了相关细节。到2025年底我们更新分析时，预计由20只基金组成的随机对冲基金组合中至少有75%的表现将再次跑赢各自的股票债券基准

20只基金组合与基准 [HFR]

自2018年1月以来年化超额回报与短期国债对比



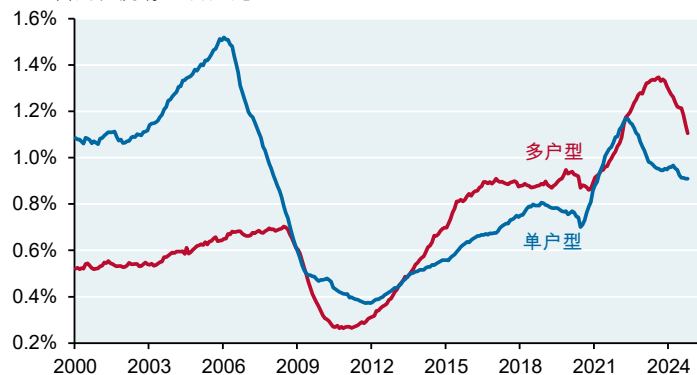
资料来源：摩根资产管理、HFR，2023年9月

³⁷ 《几乎是个“纸月亮”》，《放眼市场半年刊另类投资报告》，2023年12月5日

[8] 住房通胀率将降至4%以下。更多在建的单户和多户住宅将竣工，推动消费者物价指数房地产通胀率到2025年底或之前降至4%以下

在建住房供应

业主自用住房存量百分比



资料来源：彭博、美国人口普查局、摩根资产管理，2024年10月

住房通胀

百分比，同比变化



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月30日

[9] 蓝州外迁仍将继续³⁸。下表显示了2018年至2024年秋季20次最大的州际迁移。例如，最大的一次迁移是148,000人从纽约州迁往佛罗里达州。关键统计数据概要：70%的迁移者从蓝州迁往红州或紫色州，紫色州指2020年或2024年总统选举中选票差距在+/- 3%之间的州。2025年，70%或更多的迁移者将再次从蓝州迁移到红州或紫色州。根据布伦南司法中心的数据，这些人口变化将影响2030年的人口普查和选举地图：如果民主党在2032年赢得的州与哈里斯在2024年赢得的州相同，那就相当于少了12张选举人票。

排名前20的州际移民

2018年1月至2024年10月，颜色=州政治派别

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
迁出州	纽约州	纽约州	加利福尼亚州	加利福尼亚州	加利福尼亚州	新泽西州	伊利诺伊州	纽约州	加利福尼亚州	纽约州	加利福尼亚州	加利福尼亚州	纽约州	加利福尼亚州	伊利诺伊州	加利福尼亚州	加利福尼亚州	纽约州	佛罗里达州	加利福尼亚州
目的地州	佛罗里达州	新泽西州	德克萨斯州	亚利桑那州	内华达州	佛罗里达州	佛罗里达州	宾夕法尼亚州	华盛顿州	康涅狄格州	俄勒冈州	佛罗里达州	北卡罗来纳州	爱达荷州	德克萨斯州	田纳西州	科罗拉多州	德克萨斯州	北卡罗来纳州	北卡罗来纳州
净迁移人数，千	148	147	110	75	74	58	53	50	49	47	43	43	40	35	33	33	29	27	25	24

从蓝州迁移到红州和紫色州的人数占总人数的百分比 **70%**

资料来源：Chase、摩根资产管理，2024年10月

[10] 特朗普政府将就墨西哥贩毒集团采取有针对性的军事行动。边境巡逻局缴获的芬太尼从2020年的4,800磅增至2023年的27,000磅³⁹。美国缉毒局称，墨西哥贩毒集团贩运的大部分芬太尼都是在墨西哥的工厂进行大规模生产，其中的化学品主要来自中国。2023年，20名众议院共和党议员起草了一项法案，允许授权使用军事力量打击贩毒集团；该提案随后得到了州长罗恩·德桑蒂斯(Ron DeSantis)、前州长妮基·黑利(Nikki Haley)、维韦克·拉马斯瓦米(Vivek Ramaswamy)、参议员蒂姆·斯科特(Tim Scott)和特朗普顾问杰森·米勒(Jason Miller)的支持。如果发生这种情况，这将是100多年来美国首次在墨西哥使用军事力量(未经墨西哥政府授权)

³⁸ 美国国税局提供州际纳税人迁移服务，但需等待三年。我们使用Chase Data Science估计迁移率，即根据提交地址变更表格的信用卡客户的邮政编码估计。这种方法得到的结果与美国国税局数据回溯结果几乎相同

³⁹ “美墨边境的非法芬太尼和毒品走私问题”，国家移民论坛，2023年10月

2025年展望**重要信息**

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

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看待。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。

就摩根资产管理客户而言：

「摩根资产管理」是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

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

可访问性

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

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

就摩根大通私人银行客户而言：**可访问性**

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

法律实体、品牌及监管信息

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

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 (TaunusTurm), 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，

2025年展望

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 Espana (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(Comision 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 Societa 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 Kobenhavn 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 Regent, 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 Vendome 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(Autorite de Controle Prudentiel et de Resolution (ACPR)) 及法国金融市场管理局(Autorite des Marches 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 Rhone, 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。

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, 请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言, 本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。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。

在**澳大利亚**, 由摩根大通银行(ABN 43 074 112 011/AFS牌照号码: 238367) 和摩根大通证券(ARBN 109293610) 发行。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附属公司和附属公司。「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。

© 2025年。摩根大通。版权所有。

J.P.Morgan