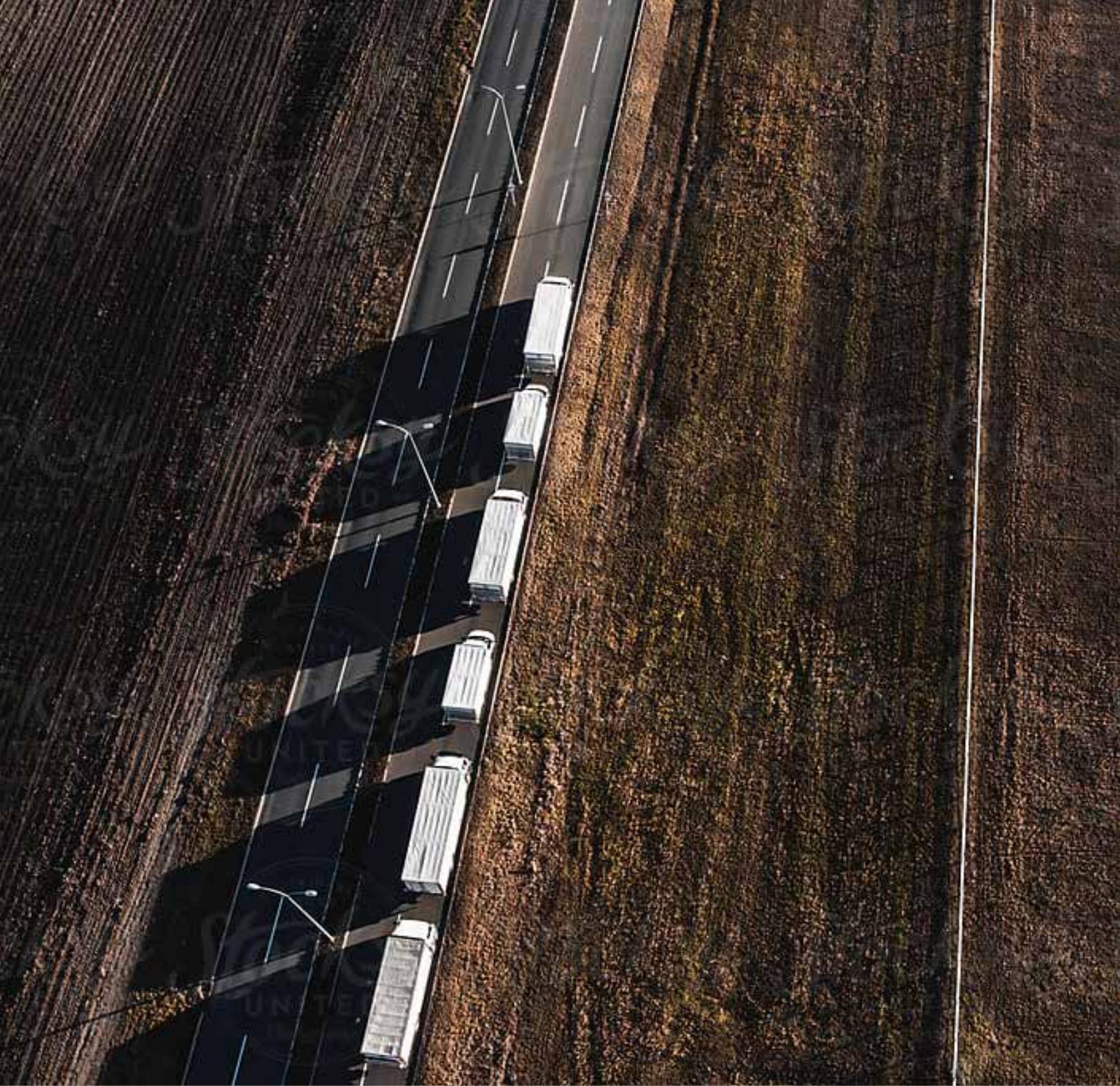


2025 年中展望

稳掌变局

五大关键问题协助投资者解锁
不确定性中暗藏的机会





本文件所述观点基于当前市场状况，可予更改，并且可能与摩根大通其他关联公司及员工的意见存在差异。所述观点与策略可能不适合所有投资者。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

市场风起云涌，面对不确定性，投资者需要有应对之策。诚然，临近2025年年中之际，不确定性对市场影响的程度之深、范围之广令人惊讶——即便是我们这样数年来历经多轮市场周期更叠的投资人士也有此番感受。

在今年的《年中展望》中，我们致力于解答五大关键问题，能助您解锁不确定性中暗藏的机会。我们希望，这份恰逢其时的报告能为您提供有价值的参考。

我们预计全球经济在短期内将呈现走弱趋势。经济衰退风险已显著攀升。不过，我们依然相信，在促增长的财政政策支持下，经济将最终展现出韧性，抵消关税上调所产生的影响。当然，并没有人能精准预测美国政策的走向，而这将是影响全球市场的关键因素。

我们认为，您现在比以往任何时候都更需要考虑能够提升投资组合韧性的方案，审慎谋划投资组合布局，以便在当前愈加多变的经济和市场环境中达成财富目标。我们最终的目标是打造稳健的投资组合，这些组合不仅与我们的核心观点保持一致，还能经受住各种风险情景的考验。

无论后市发展如何，我们将始终相待而成，我们依托长久以来与您建立的深厚关系，定当竭力提供至臻服务。我们很荣幸能够与您并肩同行，成为您的理财伙伴。衷心感谢您对摩根大通团队一直以来的信赖和支持。

顺祝钧安！



David Frame
美国私人银行首席执行官



Adam Tejpaul
国际私人银行首席执行官

关键话题

◆ 特朗普 2.0 时代：投资者该欢呼还是担忧？

我们认为美国、欧洲和日本市场有望在未来 12 个月再创新高。

◆ 您的投资组合能否抵御不断增加的风险？

投资者面临经济增长和通胀的双向风险，加上政策的不确定性，风险管理至关重要。

◆ 美元优势地位是否走向终结？

美元正处于贬值趋势，但我们认为美元会保持其世界储备货币的地位。

◆ 人工智能为何不再是热门话题？

人工智能领域的竞争将继续加速，成本降低和性能提升是驱动因素。

◆ 如何应对资本市场交易活动的现状？

资产老化和不断增长的常青基金将在私募市场创造机会。

目录

引言	6
1 特朗普 2.0 时代：投资者该欢呼还是担忧？	9
2 您的投资组合能否抵御不断增加的风险？	15
3 美元优势地位是否走向终结？	19
4 人工智能为何不再是热门话题？	23
5 如何应对资本市场交易活动的现状？	27
结语	31

引言



投资者情绪紧张，这实属情有可原。那些他们原本视作理所当然的“市场基石”，比如稳健的经济扩张、全球贸易相对稳定，以及对人工智能(AI)的持续投入，如今突然都变得岌岌可危。年初对市场的高期望无奈遇见严峻的现实状况。

“不确定性”已成为当下的高频词汇——对于正在权衡资本投资的企业、正在考虑下一次大采购的家庭、正在制定利率政策的各国央行以及正在作出资产配置决策的投资者来说，都是如此。

在今年的《年中展望》中，我们致力于解答五大关键问题，助您解锁不确定性中暗藏的机会，并始终专注于您的财富规划。

1. 特朗普2.0时代：投资者该欢呼还是担忧？
2. 您的投资组合能否抵御不断增加的风险？
3. 美元优势地位是否走向终结？
4. 人工智能为何不再是热门话题？
5. 如何应对资本市场交易活动的现状？

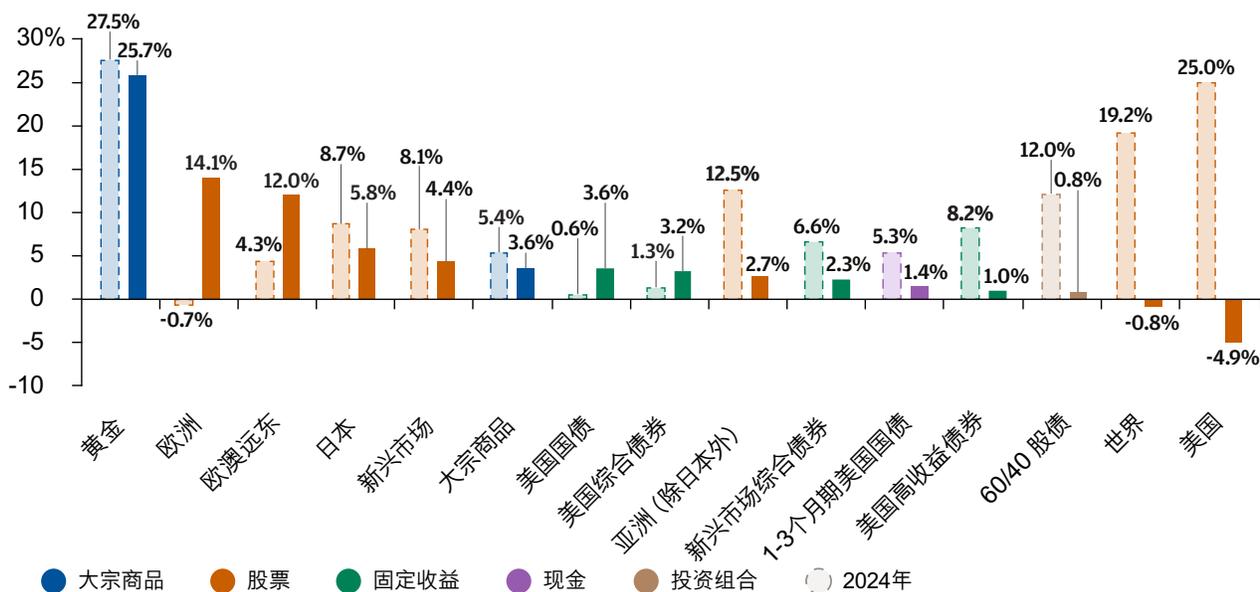
六个月前，投资者尚未有如此多的疑问。很多人起初曾对新一届美国政府感到欢欣鼓舞，认为新政府将推行促进经济增长、有利于投资者的政策。这如今似乎已不再笃定。

特朗普政府的施政顺序出人意料。市场普遍预期特朗普政府的施政重点将以促进经济增长的政策为主。然而，现实却是最不利好市场的政策组合[提高关税、限制移民以及通过政府效率部(DOGE)主导的政府开支削减计划而推行的紧缩政策]却先行生效。投资者尤其关注政府毫无章法的关税策略，以及这些关税可能带来的经济增长受限和通胀上升风险。

与此同时，国会正在酝酿一项可能在未来十年新增近6万亿美元财政赤字的税改法案。放宽监管的利好尚未显现。资本市场活动整体上依然低迷，首次公开募股(IPO)活动的融资规模和交易数量均不及2024年和2023年的水平。

换言之，市场红利尚未兑现，各类资产的回报表现与去年相比大相径庭。

多年来首次，非美市场的表现跑赢美股
总回报率(%), 美元



资料来源：FactSet。数据截至2025年4月30日。

注：上述各板块由以下指数代表：新兴市场：MSCI新兴市场指数；欧洲：斯托克欧洲600指数；亚洲(除日本外)：MSCI亚洲(除日本外)指数；欧澳远东：MSCI欧澳远东指数；世界：MSCI世界指数；黄金：纽约黄金期货近月合约价格(美元/金衡盎司)；美国：标普500指数；日本：MSCI日本指数；美国高收益债券：彭博美国高收益债券指数；美国综合债券：彭博美国综合债券指数；新兴市场综合债券：彭博新兴市场综合美元债指数；美国国债：彭博全球美国国债；大宗商品：彭博财经大宗商品指数。60/40股债投资组合包含60%的股票部分(以MSCI世界指数为代表，回报总额)以及40%的债券部分(以彭博全球综合指数为代表)。美国现金以彭博美国国债1-3个月期指数为代表。



接下来我们该何去何从？

经济基本面目前似乎依然稳健，但我们预计，受关税政策影响的全球经济短期内将呈走弱态势。当然，经济衰退的风险已高于年初水平。在此背景下，我们注意到各国央行（尤其是美国以外的央行）依然倾向于宽松政策，并可能会加大降息力度以抵消全球贸易和消费骤降造成的负面影响。尽管如此，关税引发的不确定性似乎已经见顶；提高关税的确会拖累经济增长，但并不会令经济完全陷入停滞。

面对政策不确定性、美股估值和集中度仍然偏高以及市场不断波动的局面，投资者必须找到应对之策。基本面稳定的今天，以及充满不确定性的明天——这种脱节在所难免。

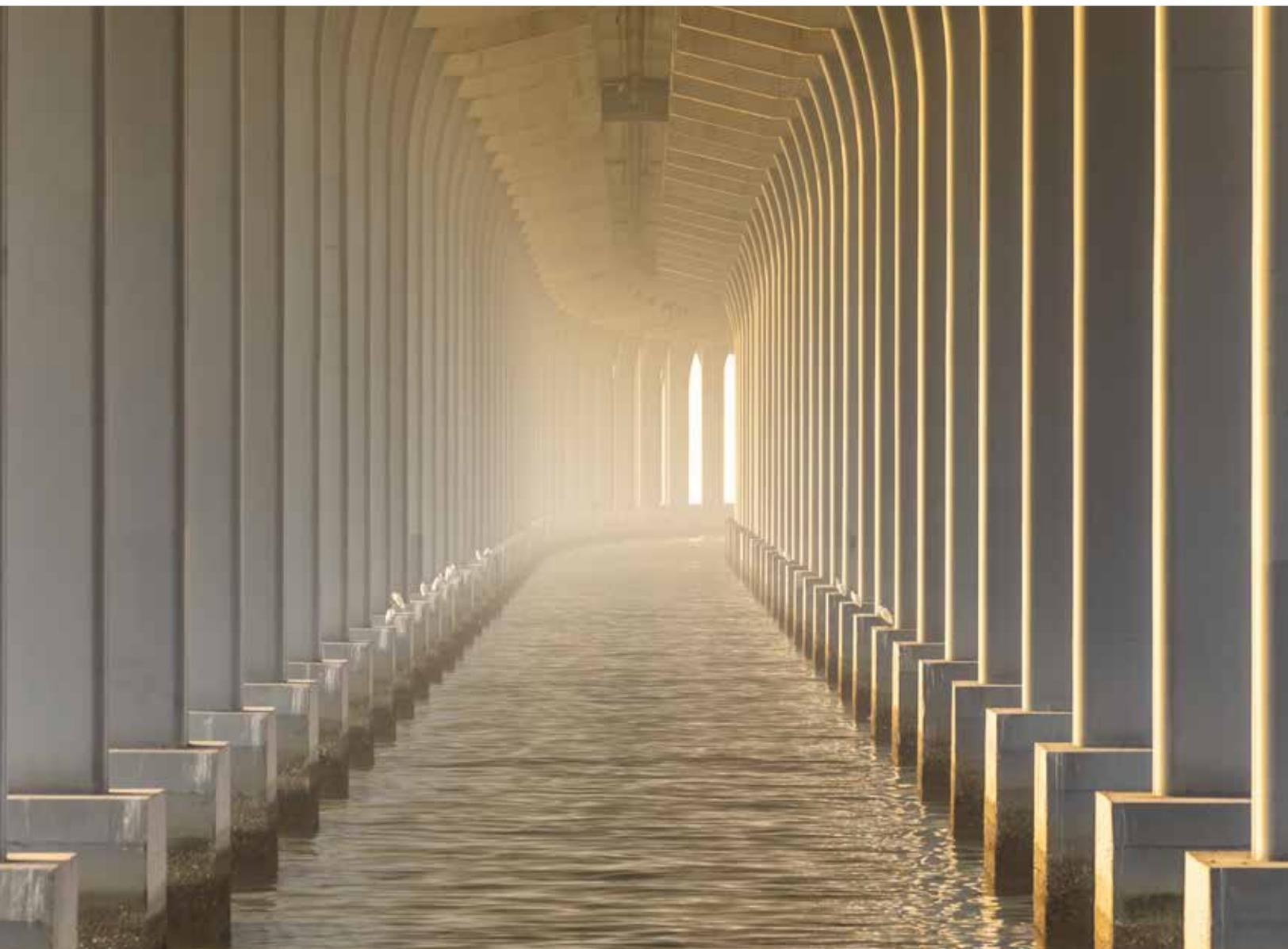
在如此现实的情况下，投资者还能否对全球股市追加投资？

这的确是个难题，但我们认为答案是肯定的。我们认为美国、欧洲和日本股市在未来12个月再创新高的可能性较大。投资者可能低估了科技板块的盈利潜力，以及放宽监管对银行信贷的推动作用。

放眼股市之外的更广泛投资领域，我们认为投资者应考虑能够利用不确定性获利的策略，并确保构建具有足够韧性的投资组合，以便在当前愈加多变的经济和市场环境中达成财富目标，不论形势如何变化。虽然投资组合韧性通常重点在于防范下行风险，但我们同样需要重视潜在的上行机会。

最后，考虑到当前的风险状况以及美元或将步入贬值周期，构建具有韧性的全球多元化投资组合将有助于坚定投资者执行长期投资计划的信心。顺应时势，稳掌变局。

1 特朗普 2.0 时代：投资者 该欢呼还是担忧？





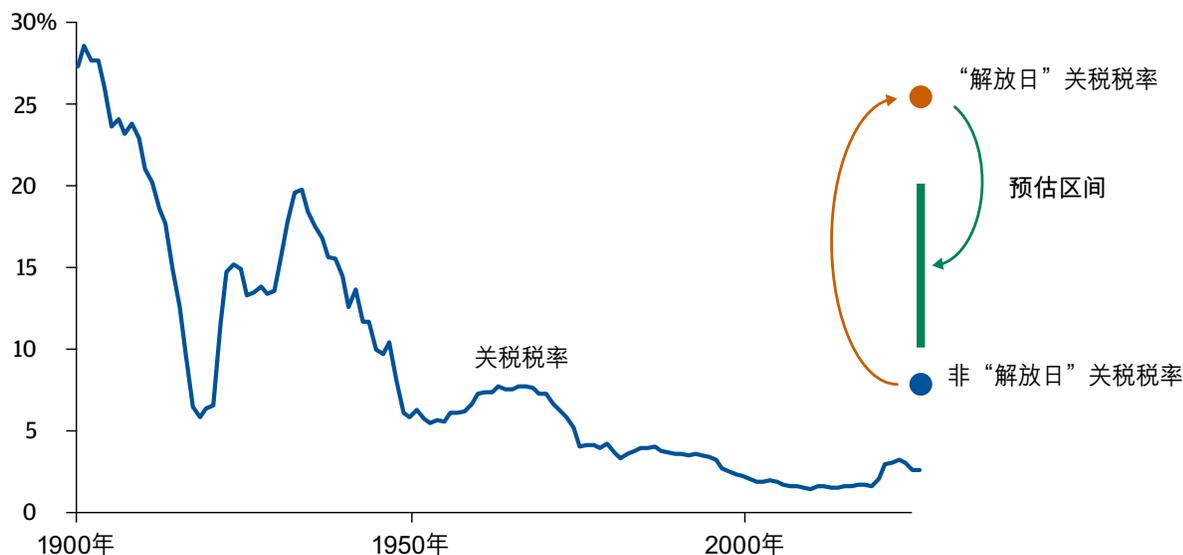
正如我们此前所言（投资者亦深有体会），特朗普 2.0 时代带给市场的阵痛早已来临。随着关税政策声明在加码与缓和之间反复摇摆，美国政策的不确定性飙升，企业和消费者信心崩塌。与此同时，市场此前预期的特朗普 2.0 时代红利（并购和资本市场活动回暖、企业税负进一步降低以及大规模放宽监管）迄今为止均未兑现。

美国及其贸易伙伴国未来关税措施的最终规模、实施范围或持续时间都难以预测。但其整体轮廓已清晰表明，二战以后的自由贸易发展趋势将遭遇重大逆转和乱局。在美国政府颁布的各项政策中，关税引发投资者最为不安的情绪。这是因为在其他条件不变的情况下，提高关税将导致经济增长放缓、物价上涨和企业利润下滑。

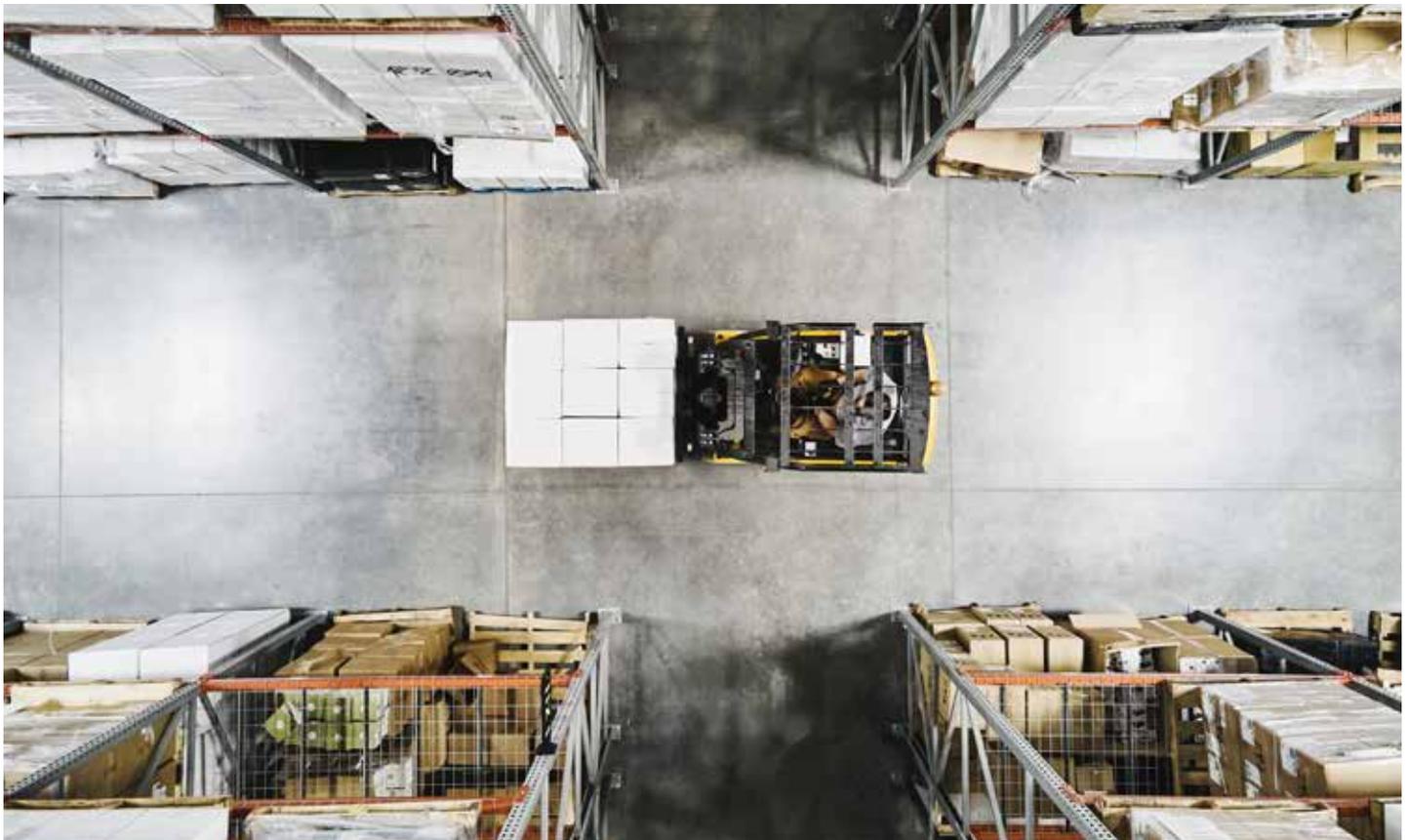
我们最新研究显示，美国实际关税税率（考虑贸易谈判、豁免措施及替代效应后）或将稳定在 15% 左右。这将成为自 1930 年代初“斯姆特-霍利”时代以来的最高水平。尽管面临关税压力，但我们认为美国经济仍可实现小幅正增长，未来 12 个月企业每股盈利有望取得中个位数的增长。但如果关税税率维持在“解放日”关税的最初水平（即 4 月 2 日美国宣布新关税政策时的水平），这将足以导致美国乃至全球经济在今年陷入衰退。

我们预估美国实际关税税率或将稳定在 15% 左右。

美国实际关税税率，%



资料来源：岑博智 (Michael Cembalest)、摩根大通资产及财富管理、美国税务基金会、摩根大通全球经济研究、高盛全球投资研究部。数据截至 2025 年 4 月 15 日。“解放日”关税税率截至 4 月 2 日，未考虑豁免措施和替代效应。预估关税区间假设关税税率统一提高 10% 以及已宣布的关税豁免政策付诸实施，在此基础上浮动 +/- 5% 以反映不确定因素的影响。非“解放日”关税包括：对全球汽车征收 25%，对中国征收 20%，对加拿大和墨西哥（非《美墨加协议》商品）征收 25%，对钢铝征收 25% 的关税。



在特朗普2018年贸易战期间，企业通过提高价格、调整供应链和聚焦高利润产品来维护利润空间。但这套策略在2025年的执行难度将高于以往。以关税占国内生产总值(GDP)的份额计算，如今美国拟征收的关税规模比2018年高出近四倍。事实上，已宣布的关税政策堪称美国和平时期史上最大规模的加税行动之一。¹

此次贸易战的全球性加剧了经济下行风险。在对单个贸易伙伴发起贸易战时，美国拥有明显的体量优势。例如，加拿大对美出口占加拿大经济总量的20%，而由于美国经济体量远超加拿大，因此美国对加出口仅占美国经济总量的1.2%。然而，美国对全球其他地区的出口占美国GDP的7%，而全球其他地区对美出口仅占全球其他地区GDP的4%。

在贸易战中这种强势和弱势地位的转变，或许是今年以来非美国资产表现跑赢美国资产的重要原因之一。

另一个原因在于：在跨大西洋联盟关系紧张的背景下，欧洲多国正加大国防和财政支出以强化自主安全保障。区域性产业政策催生了电气化、制造业回流等大趋势及长期投资机遇。例如，德国政府摒弃了奉行数十年的财政紧缩政策，转而增加国防和基础设施开支。我们预计，此举有望将欧元区经济增长率从2025年0.5%的较低水平提升至2026年的1%以上。

在欧洲经济前景日趋明朗的同时，投资者开始关注美国经济增长面临的不利因素。美国政府效率部推行的联邦机构精简计划导致已实施和宣布的裁员人数突破275,000人。²净移民人数较2023年峰值锐减80%，也成为就业增长和消费支出的另一拖累因素。³

¹ Kasman, B. (2025年)。摩根大通。

² Challenger, Gray & Christmas, Inc. (2025年3月)。2025年3月美国裁员总数以联邦政府裁员为主：已宣布的裁员人数为275,240人，其中216,670人由政府效率部的行动导致。

³ 美国国会预算办公室(2025年)。《人口展望：2025年至2055年》。

减税政策或成市场转折点？

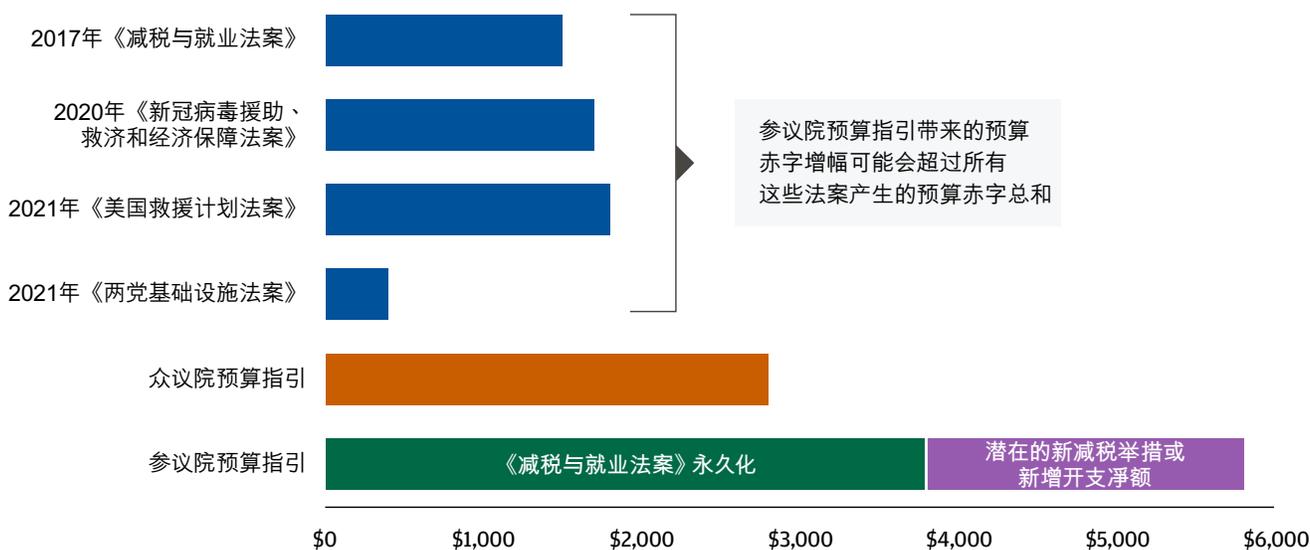
国会共和党人士正试图围绕一项计划联合起来，修订和延长2017年《减税与就业法案》。参议院关于预算调节进程的最新一套指示允许立法者仅在众议院和参议院中以多数票通过税收和支出立法。该指示规定，今后10年内，预算赤字累计增加近6万亿美元。这一增长将大于原来的《减税与就业法案》、《新冠病毒援助、救济和经济保障法案》、《美国救援计划》和《基础设施投资与就业法案》的总和。

股票投资者可能会松一口气，因为法案可能每年净值~1000亿美元至2000亿美元的新年度财政支持，即使大部分成本来自延长现行税收政策。固定收益投资者的看法则可能截然不

同。鉴于长期债券收益率接近本轮周期高点，投资者正在评估为如此大规模的举债计划提供融资所需达到的回报水平。

国会可能会批准进一步削减开支，而此举将利好债券市场。但这一前景仍存变数，主要原因在于多数预算削减可能来自医疗补助计划(Medicaid)。此前削减医疗补助福利的尝试(最著名的当属2017年《格拉厄姆-凯西迪法案》，即Graham-Cassidy Bill)屡屡遭遇强大的政治阻力。如果取消《通胀削减法案》的部分条款(如针对电动汽车的税收减免政策)，可能有助于抵消减税计划产生的部分成本。即便将这些潜在的开支削减考虑在内，美国的财政赤字似乎注定呈增长态势——唯一的悬念在于增长的幅度。

参议院预算和解程序指引或将推动预算赤字急剧攀升
未来10年累计增幅，十亿美元



资料来源：美国国会预算办公室、尽责联邦预算委员会预估、众议院预算委员会、参议院预算委员会。数据截至2025年4月4日。

注：众议院预算指引显示为2.8万亿美元，但如若没有额外的支出削减，总额可能达到3.3万亿美元。假设《减税与就业法案》延期为3.8万亿美元，新增赤字支出2万亿美元。

监管放宽是否会对实体经济产生影响？

尽管国会立法过程可能较为艰难，但监管放宽正悄然为银行业带来积极影响。我们认为，市场可能低估了监管放宽所带来的利好。

相比当前的监管要求，美国大型银行现已积累逾2,000亿美元的超额资本。随着资本监管要求有望放宽，这部分超额资本可能会流入以下三个渠道：促进私营部门贷款增长、股票回购以及银行业整合。

第一个投资渠道，即促进私营部门贷款增长，也是美国财政部长斯科特·贝森特的重点关注领域。在受到关税冲击前，美国工商业贷款需求已出现回升迹象，特朗普政府希望加快这一势头。股票回购方面，高盛集团第一季度宣布了一项规模为公司市值26%的股票回购计划。

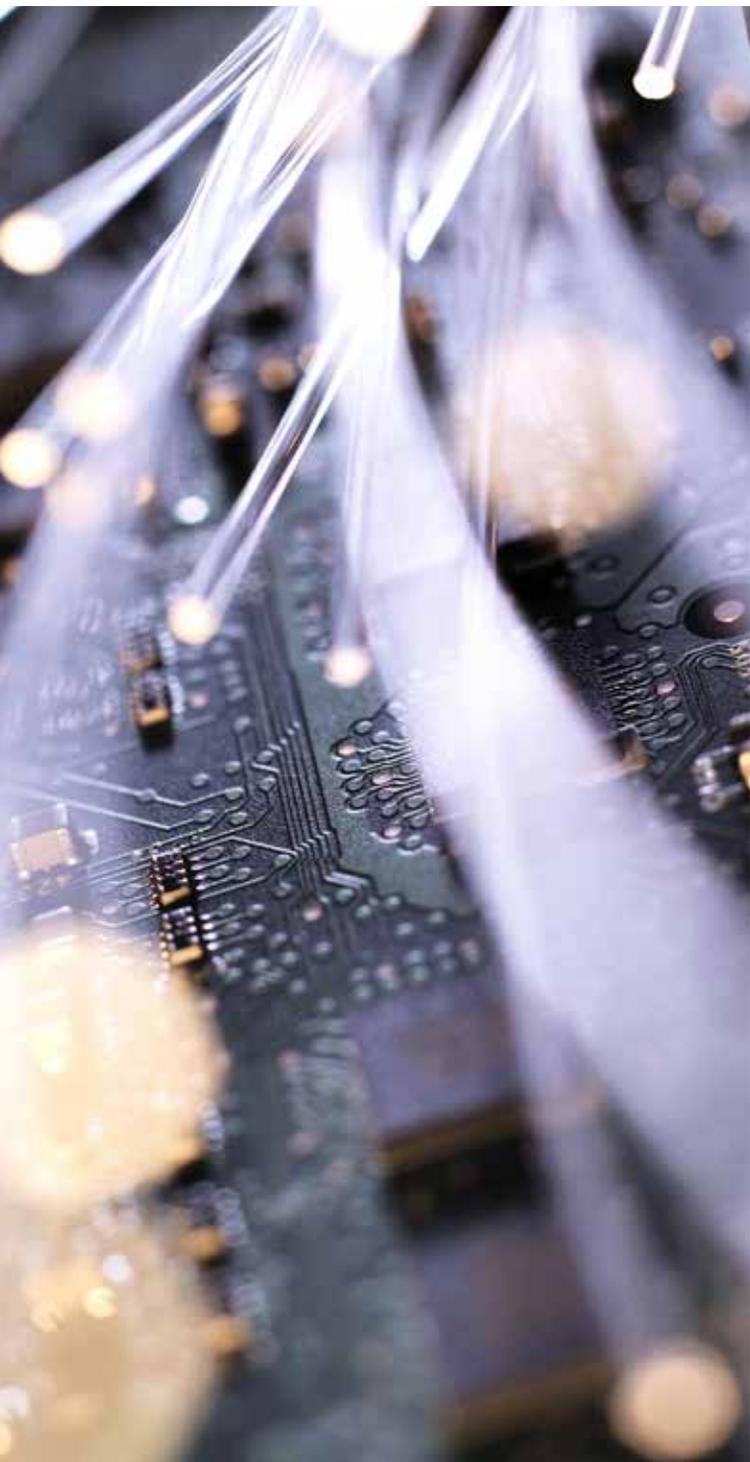
此外，我们预计成本协同效应、合规技术应用普及带来的规模效应以及区域多元化战略，将进一步助推银行业整合浪潮。美国监管机构近期批准第一资本集团(Capital One)收购发现金融公司(Discover)的交易，可能为银行并购活动释放积极信号。

银行股在中期内应能受益，现有优先股也可能因未来供给减少而获得支撑。事实上，如果2025年下半年特朗普政府转而开始聚焦施政议程中的促进增长政策，银行股或将成为最受瞩目的受益者之一。

贷款专员调查结果显示工商业贷款需求加速增长



资料来源：联邦储备委员会、Haver Analytics。数据截至2025年3月31日。



科技股能否重拾涨势？

科技股及科技相关股票对美国股市走势的影响巨大。截至5月9日，美股科技板块年内下跌逾8%，而“美股七雄”年初至今已累计下跌逾12%。

但科技股有望重拾涨势，原因如下：企业盈利依然强劲，估值也未超出合理区间。更重要的是，我们坚定看好人工智能的长期发展潜力，并于后文进行详细阐述。

2025年“美股七雄”每股盈利预计将增长15%，相比之下市场其他股票每股盈利预计将增长8%。由于投资者担忧相关公司的资本支出计划可能过于激进，这些科技明星股年初至今的表现逊于标普500指数的其他成分股。

“美股七雄”当前26倍的远期市盈率（相比大市为20倍）估值看似并不低。但是，目前“美股七雄”与市场其他股票的相对估值已处于过去十年来的最低水平。另一积极信号在于，特朗普政府暂时豁免对半导体及其他进口电子产品加征关税。事实上，美国在科技创新领域拥有显著的比较优势。我们认为，如果由于提高科技产业的投入成本而削弱了这一优势，实非明智之举。

回到我们开篇的问题：特朗普2.0时代：投资者该欢呼还是担忧？我们认为，在未来一年中的大部分时间内，关税政策及其引发的不确定性将令经济增长和企业盈利承压。但是这未必会阻挡牛市的步伐。美国政府一系列利好投资者的政策主张（包括降息、下调能源价格和放宽监管）很可能在2025年下半年陆续落地。

投资者应学会从容应对市场的不确定性和波动。**震荡市况或将持续一段时间，但主要发达经济体股市（美国、欧洲、日本）有望在明年年中之前再创新高。**毕竟，股市往往在各种担忧中表现不俗。

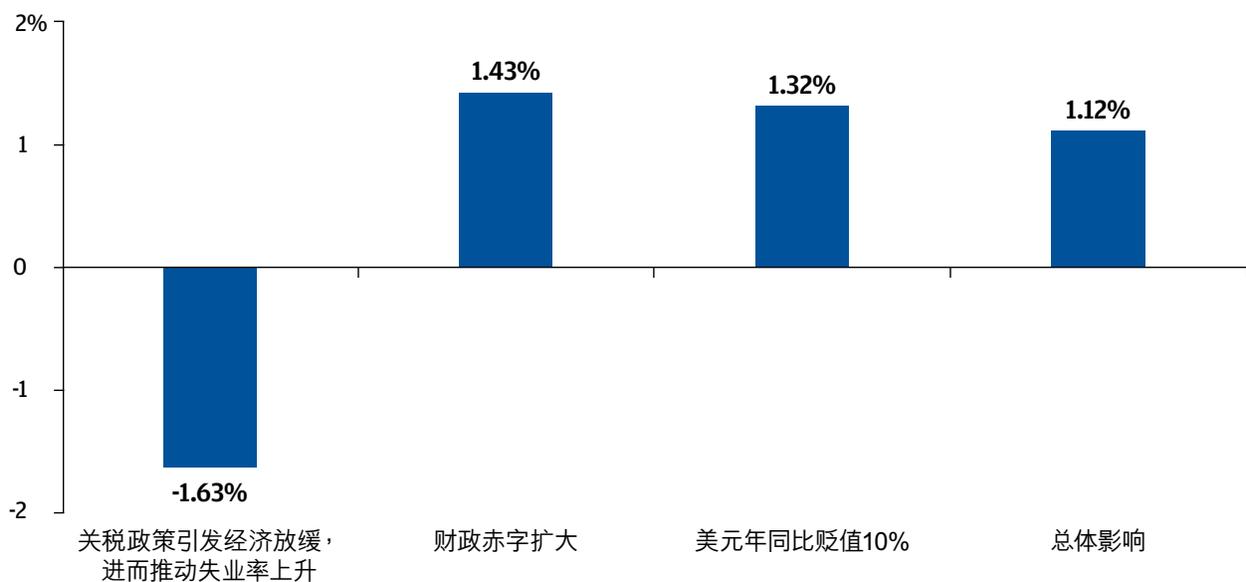
2 您的投资组合能否抵御不断增加的风险？





投资者正在权衡互为制约的经济增长和通胀风险。更高的贸易壁垒或将推高物价、抑制经济增长和打压股票估值。另一方面，美国、中国及欧洲实施的刺激性财政政策可能对债券收益率构成上行压力。这些因素相互交织，其综合影响难以预测。但我们的分析表明，如果国会最终法案与参议院预算指引一致，同时美元持续走弱，未来一年通胀或将呈上升趋势。

美元持续走弱和财政赤字扩大可能推动美国通胀攀升
不同驱动因素对核心个人消费支出(PCE)通胀的影响预估(年化百分比)



资料来源：摩根大通财富管理方案、联邦储备银行。数据截至2025年4月22日。

注：本图采用美联储FRB/US宏观经济计量模型，以评估多个关键变量的通胀影响，其包含的前瞻性假设如下：

1) 我们假设今年通过的财政和解方案将达到参议院预算决议指引中设定的累计预算赤字影响上限(5.8万亿美元)。2) 我们假设年初至今宣布的关税政策将导致美国实际GDP增长率减少2%，进而推动失业率上升近1%。3) 我们假设美元实际有效汇率将整体贬值10%。

无论通胀、经济增速亦或市场走势是上涨、下跌还是呈横向波动，作为我们《2025年市场展望报告》的关键主题，投资组合韧性都有助于我们的客户实现长期财富目标。

在深入探讨构建投资组合韧性的具体操作之前，不妨先暂退一步，从更长远的视角审视这一问题。在后全球金融危机时期（大致为2009年至2020年），投资组合往往倾向于配置在低通胀、低利率和低波动环境中表现良好的资产（以美股为主）。投资者目前面临着增长和通胀的双向风险，同时还要应对持续不断的政策不确定性。如此根本性转变对于构建具有韧性的投资组合具有重要影响。

在当前环境下，我们应如何理解投资组合的韧性？我们认为，一个具有韧性的投资组合包含彼此呈低相关或负相关性的资产，并且其中每种资产本身都具备跑赢现金的能力。这些资产组合起来，具备减轻投资组合层面的回撤严重程度。当然，核心固定收益资产仍是经济增长下行阶段投资组合韧性的主要来源。此外，机会型信贷策略也可在经济承压时期发挥优势。

在本文中，我们重点探讨四类可能有助于增强投资组合抗御风险韧性、具有吸引力的资产选择：与股票挂钩的结构性票据、对冲基金、基础设施及黄金。

我们认为，对于合格投资者而言，与股票挂钩的结构性票据在当前环境下能发挥良好的效用。我们的客户似乎也颇有同感：今年配置结构性票据的客户数量已达到2024年的两倍之多。

多数与股票挂钩的结构性票据会定期或在到期时支付票息。相关票息由股市隐含波动率和利率水平决定。我们认为，与近年情况相比，这两项因素仍将处于较高水平，从而有望提供更强大的下行保护、更高的潜在票息收益，或者两者兼而有之。

对合格投资者而言，与股票挂钩的结构性票据提供了获得与固定收益市场不相关收益的又一重要来源。事实上，与优先股、高收益债券等波动性相近的资产相比，与股票挂钩的结构性票据具有更高的回报潜力，潜在回报的波动区间也更加稳定。虽然投资者的具体情况千差万别，但合格投资者不妨考虑将结构性票据纳入投资组合中，初始之际可采用较低水平的配置比例。

另类资产协助增强投资组合韧性

对于合适的投资者而言，对冲基金是另一种有望增强投资组合韧性的资产。2019年12月至2024年8月期间的数据显示，以风险调整后的表现衡量，近80%随机生成的对冲基金组合表现领先于单纯的股债投资组合。⁴展望未来，我们预计多元化对冲基金策略将带来略高于核心固定收益的回报和波动率（此处以彭博美国综合债券指数为代表），并与之几乎没有相关性。⁵

在政策、经济增长和通胀路径不确定的背景下，股票和信用资产估值依然高企。这很可能会支撑跨资产类别及各资产类别内部的波动性及表现差异性保持在较高水平。在此背景下，我们尤其青睐具有较低相关性的对冲基金（如相对价值策略和宏观策略），以把握市场波动期间产生的错配而获益。

不仅如此，对冲基金还可为美国投资者提供良好的税后回报。市场参与者往往以为，对冲基金旨在产生短期收益并且税后回报会有所缩水。但我们研究发现，从3年、5年及10年滚动周期来看，包含对冲基金的投资组合即使在税后的基础上也跑赢不包含对冲基金的组合。⁶

我们同时亦关注基础设施投资，以增强投资组合韧性。在此领域，投资者往往能从通常包含通胀保护性条款的长期合同中获益。此外，基础设施投资的历史回报中有超过40%由收益驱动。在债券市场波动加剧的环境中，基础设施产生的稳定收益可能对合适的投资者而言尤其具有吸引力。自2008年第二季度以来，基础设施项目实现的年均总回报保持在低双位数的水平。⁷

最后，我们注意到，市场对发电和数字基础设施的需求呈现增长趋势，这一长期转变或将在基础设施领域创造出新的投资机会。此外，日益频发、愈演愈烈的气候和气象灾害，也进一步强化了市场对韧性基础设施的需求。

⁴有关完整分析和方法，请参阅岑博智(Michael Cembalest)的文章《放眼市场：几乎是纸月亮》。

⁵摩根资产管理(2024年9月)。2025年《长期资本市场假设》。

⁶计算表现数据采用了多项指数。(股票：MSCI世界指数，固定收益：彭博市政债券1-17年期指数，对冲基金：Pivotal Path)。鉴于指数不分派收益，因此采用ETF计算股票和固定收益的收益分派(股票：URTH，固定收益：MUB)。对冲基金的税务假设基于摩根大通私人银行多策略对冲基金已实现的分派。在此分析中，假设长期资本利得税的税率为23.8%，短期资本利得税的税率为43.4%。

⁷摩根资产管理(2025年2月)。《另类投资指南》。

闪闪发光的都是黄金？

我们认为，黄金具备避险优势，或可针对地缘政局动荡加剧和美元走弱的风险提供一定的保护。

虽然过去几年金价已显著攀升，但我们认为黄金涨势仍有望延续。多家央行（如沙特、台湾地区、日本、中国、新加坡、巴西和韩国）外汇储备中的黄金占比不足7%。相比之下，德国和美国外汇储备中的黄金占比均超过75%。⁸

尽管加密货币爱好者持不同意见，但我们对于比特币和其他加密资产能否增强投资组合韧性持怀疑态度。虽然加密资产与传统资产的相关性较低，但根据历史经验，加密资产往往会导致投资组合变得更加脆弱。

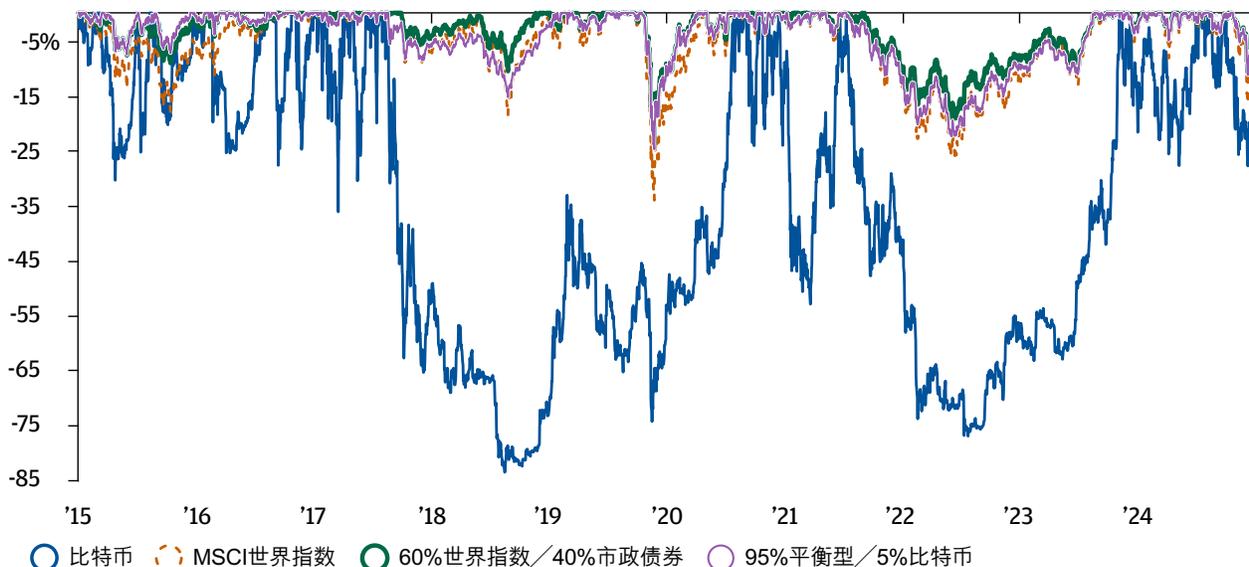
此外，加密货币的波动性亦远高于黄金。在平衡型投资组合中，配置5%加密货币所产生的风险贡献，可能显著高于配置同等比例黄金的风险贡献。诚然，加密资产有望很快迎来更

加宽松友好的监管环境，但这恐难改变该资产类别的基本特征，至少短期内应是如此。

无论市场如何变化，遵循“良好”的投资组合管理习惯都能增强韧性。以投资组合“偏离”配置目标的情形为例。自2020年以来未作调整的60%/40%股债投资组合，如今已偏向接近75%/25%的配置比例。

加之过去5年美国资产表现优异，投资组合的美元资产集中度可能已变得过高。打造具有韧性的投资组合需及时修正市场“偏离”。

比特币的回撤幅度突出
从峰值回撤幅度(%)



资料来源：彭博财经、晨星投资实验室。数据截至2025年4月30日。

注：平衡型投资组合 = 60%的MSCI世界净回报美元指数和40%的彭博市政债券1-17年期指数，每个季度进行再平衡调整。

⁸世界黄金协会（2025年）。

3 美元优势地位 是否走向终结？



近期美元贬值引发热议。美元走弱是否会导致美元的全球储备货币地位受到质疑，以及更宏观而言，这是否会动摇美国的全球经济主导地位？或者美元贬值是否预示着一影响重大但并非根本性的转变？

我们倾向于后一种观点，具体分析如下。

美元长期以来作为全球储备货币有其充分的理由。美国是全球规模最大⁹、也是最为稳定的经济体，同时拥有最庞大、最具流动性的金融市场。美国拥有成熟稳定的法治体系、强大的政府机构、公平自由的选举制度、开放透明的政治程序、相对完善的监管和税收制度，以及创新和开拓进取的文化。美国的军事力量为全球经济体系提供了安全支柱。

然而，从西班牙银元到英镑，历史上每种储备货币最终都失去了其主导地位。美元目前似乎面临着数十年来最严峻的潜在下行风险。今年迄今为止，美元相对所有其他主要货币普遍贬值。关税政策的发布和贸易政策不确定性是部分原因，但在美国国会可能通过立法大举增加预算赤字的背景下，投资者也在担心美国的财政前景。

市场面临的风险在于，美国政策制定者可能会重蹈拉丁美洲领导人（如阿根廷前总统胡安·庇隆）奉行保护主义、央行独立性缺失以及全面忽视宏观经济稳定性的覆辙。颇具讽刺意味的是，许多拉丁美洲经济体在这些领域已取得了实质性的进步，反而是美国的经济信誉正愈加受到市场参与者的质疑。

然而，我们认为这些风险将呈现出一种相对缓和的态势，即美元逐渐贬值而非突然崩溃。美元目前在全球外汇储备中占到60%，在国际债务中占到65%，在SWIFT贸易融资结算中占到近85%。在强大的网络效应下，转向新的国际贸易和融资媒介可能难以一蹴而就。作为全球第二大常用货币，欧元在SWIFT结算体系中仅占6%。¹⁰

虽然美元的主导地位看似稳固，但投资者对美元价值的看法可能在潜移默化中发生改变。调查显示，近70%的受访投资者认为美元“被高估”，同时预期美元将继续贬值的受访者净比例达到61%，创下自2006年以来的最高水平。¹¹我们的基准情形预计到今年年底，美元兑主要货币还将继续贬值几个百分点，风险偏向下行。

⁹按当前汇率计算。

¹⁰Chang, C.、Rana, V.、Gupta, Z.和Rezviji, V.（2024年8月20日）。《沙特和中国的关系和以人民币结算的石油贸易》。

¹¹美银美林（2024年）。《美银基金经理调查》。



历史上曾有美元持续走弱的先例(1970年-1980年、1985年-1992年以及2002年-2008年)，导致美元在5至10年间贬值约40%。根据学术研究估算，在美国发行人发行的固定收益和股权（上市和私募）证券中，非美国投资者持有的份额约占30%。¹²因此，即便资本小幅回流，也可能显著改变美国资产与全球其他地区资产的相对估值。

分散货币风险有助于降低美元贬值所带来的潜在损失。我们重点关注欧元、日元和黄金，因其市场规模、流动性以及历史上曾作为替代储备资产的地位。各国央行持有近13万亿美元的外汇储备，早已逐步增加对这些货币的配置，这也反映出这些货币具有市场体量大、流动性强及维持购买力的优势。欧元和日元与全球经济增速的相关性也较低，从而有助于降低投资组合的周期性风险敞口。

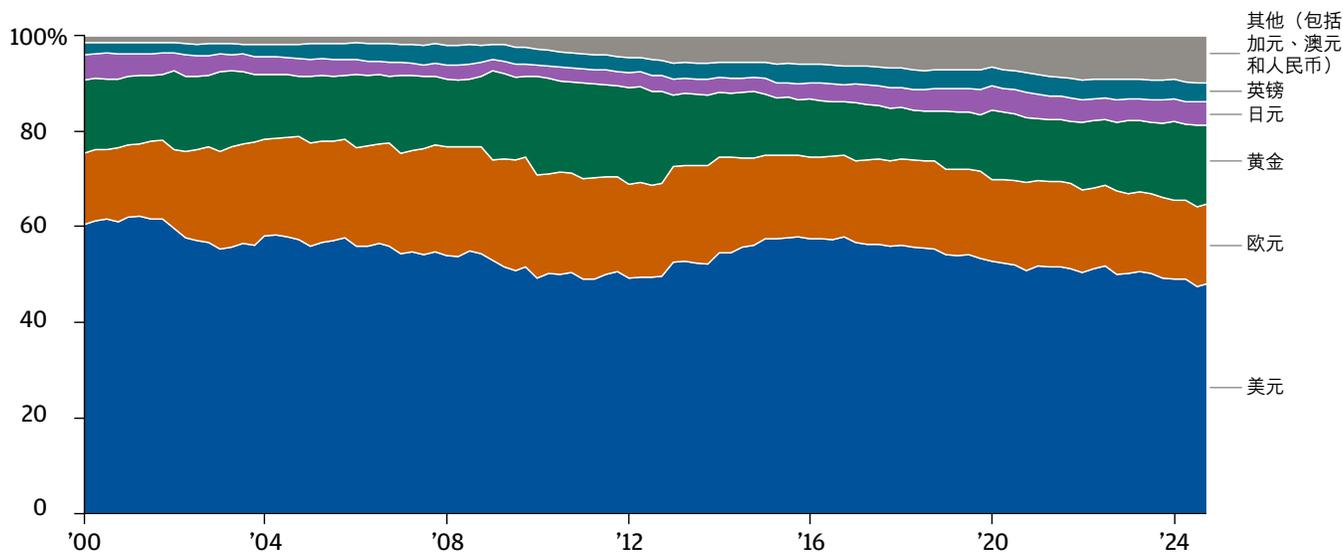
相较于美国本土投资者，美国境外的投资者对于货币多元化配置的接受度更高。对美国本土投资者而言，最简单的路径可能是投资以欧元和日元计价的股票。事实上，根据摩根资

产管理2025年《长期资本市场假设》预测，未来10-15年，美元贬值每年将为欧洲和日本股票投资（以美元计价）的总回报带来1%-2%的贡献。

值得注意的是，欧洲和日本股市的绝对表现预计也将跑赢美国市场。此外，私募股权投资也不失为一种分散地域和货币风险敞口的有效途径。虽然美股在全球公开股票基准中占比约为70%-75%，但在全球并购交易量中仅占半数。¹³

在充分理解相关风险的前提下，投资者还可考虑配置外币计价债券。过去20年数据显示，对于美元投资者而言，未对冲的美国以外综合债券投资组合的波动性几乎是国内美元债券投资组合的两倍。

美元仍在全球央行外汇储备中占据最大份额
占全球央行外汇储备总额的百分比(%)



资料来源：国际货币基金组织、摩根大通。数据截至2024年12月31日。来自向国际货币基金组织报告数据的123家央行的数据。

¹² Du, W. 和 Huber, A. W. (2023年)。《全球美元资产持仓和对冲情况》。宾夕法尼亚大学沃顿商学院。

¹³ 贝恩公司 (2025年)。2025年《全球私募股权投资报告》。

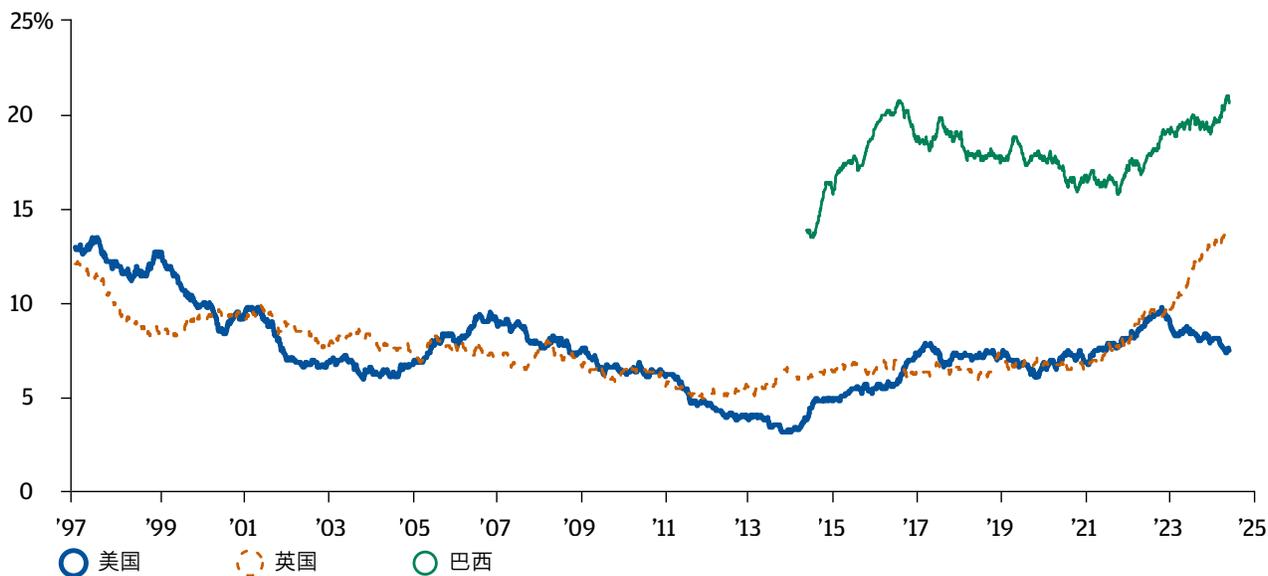
追踪市场对美元的看法

我们通过追踪一项简单指标来评估美国政策制定者失去市场公信力的风险，即美股、美债和美元同步下跌的交易日占比。过去三年间，美国资产遭遇股债汇同步下跌的交易日占比约为7.5%。在巴西，这一比例超过交易日的20%。英国在所有发达市场中问题最为严峻，因为投资者对英国财政政策似乎已彻底失望。2025年期间，尽管4月中旬市场经历剧烈波动，但围绕美元走势的杂音要大于实际观测到的市场压力。2025年截至目前，仅有5%的交易日上演了美股、美债和美元同步下跌的局面。

简而言之：美元作为全球储备货币的地位不会骤然消失。但美元步入贬值时代的风险正在升高。投资者仍有时间采取措施，以降低这一风险对投资组合的冲击。



近年来，投资者抛售英国资产的频率远高于卖出美国资产
股票、固定收益和外汇市场同步下跌的交易日占比（3年滚动，1997年至今）



资料来源：彭博财经。数据截至2025年4月30日。

4

人工智能为何不再是热门话题？



关税政策的不确定性分散了投资者对人工智能的关注，这是另外一个重要的长期趋势。

早在“解放日”之前，人工智能相关股票就已在3月的美股抛售潮中遭遇重挫。截至4月2日前夕，标普500指数年内最大跌幅中的80%来自于20家公司，其中近三分之二与人工智能相关。

引发人工智能股票抛售潮的导火索显而易见：中国初创公司DeepSeek发布了新一代人工智能模型。（对两个概念进行简要的说明：模型属于软件范畴，而为模型提供算力支持的半导体芯片则属于硬件。）

DeepSeek颠覆了投资者对于开发高性能人工智能模型所需资源（如资金、高端半导体芯片及电力）的主流假设。换句话说，DeepSeek能够以远低于竞争对手的成本，实现相当可观的成果。

在DeepSeek的消息发布后，投资者提出质疑，所谓的超大规模科技巨头（云计算提供商、数据中心运营商）是否会继续推行激进的资本支出计划，以及相关投入能否产生回报以及何时才能兑现回报。

亚马逊和Meta等超大规模科技巨头纷纷表示，他们正在全力以赴，加码人工智能投资。华尔街分析师目前已将四家超大规模科技巨头2025年资本支出增速预期从年初的略高于20%上调至近33%。¹⁴

人工智能有望促进生产力进一步提升

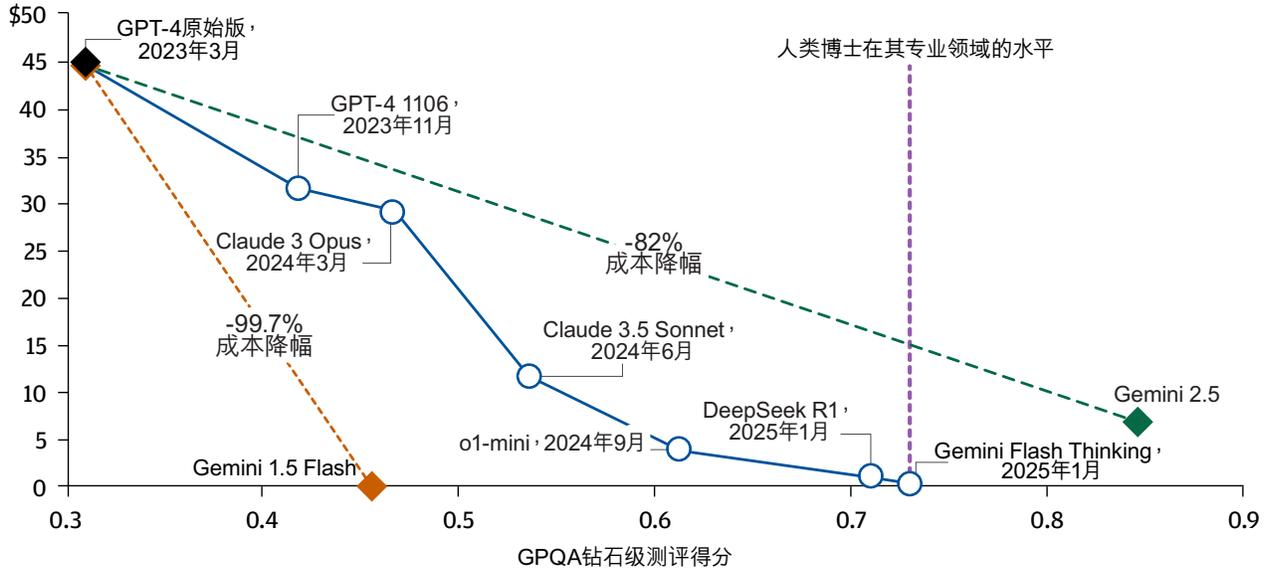
我们认为，人工智能将促进生产力大幅提升，惠及企业、消费者乃至整个经济。大型语言模型的输出结果目前已能达到博士水平，同时成本也下降了80%至99%。此外，用户优化成本与性能配比的能力也日益提高。在经济史上此类例证不胜枚举，从开创了大规模钢铁生产先河的贝塞麦铁水炼钢工艺、航空旅行、个人电脑和半导体到移动电话，科技往往在成本大幅下降后迎来广泛应用。

¹⁴ Empirical Research Partners（2025年）。《超大规模云服务商、云成本严重超支的企业、过度扩展云服务的企业》。



大型语言模型的输出结果已能达到博士水平，成本降幅超过80%

人工智能模型，每百万词元(token)的成本(美元)

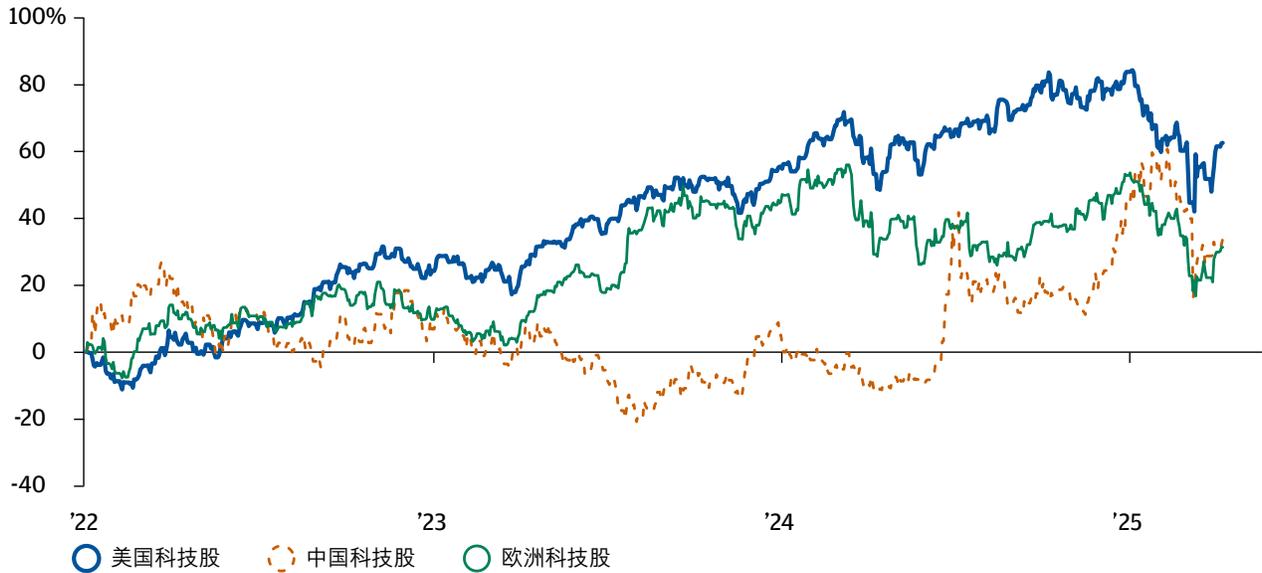


资料来源：One Useful Thing。数据截至2025年4月。

注：研究生水平的防谷歌问答测试(GPQA)是一系列难度极高的选择题，旨在测试高阶知识。每百万词元的成本是指模型的使用费(Gemini Flash Thinking的成本为估算值)。

人工智能成为各国股市科技板块上涨的推动力

自ChatGPT发布以来的价格回报率(%)



资料来源：彭博财经。数据截至2025年4月30日。

注：美国科技股：纳斯达克100指数；中国科技股：恒生科技指数；欧洲科技股：斯托克科技指数。



正如知名科技分析师 Ben Thompson 所言，人工智能竞赛正处在关键转折点。领先的科研实验室仍热衷于筹集资金并投资开发新模型。他们正在竞相开发具备自我改进能力的人工智能模型。与此同时，竞争可能会推动价格下降，从而进一步促进模型差异化和应用范围扩大。¹⁵

我们认为，具备人类智能和独立运作能力的代理式人工智能程序很可能主导下一波软件浪潮。市场领先企业将为消费者提供更优质的体验，并协助各个行业和企业提升生产力。

事实上，在 2022 年 11 月 ChatGPT 发布之后、关税冲击影响市场之前，欧洲和中国科技公司正不断缩小与美国科技公司之间的表现差距。最后，私募市场投资对于在人工智能扩张趋势中把握机会至关重要。在近 10 万家可投资的软件公司中，仅有约 4,000 家为上市公司。¹⁶

人工智能赛道群雄逐鹿，最终赢家可能尚未出现。2010 年代云计算的崛起及向移动互联转型进程，催生出了 30 多家年收入超 10 亿美元的企业（总市值逾 1.9 万亿美元）。¹⁷ 人工智能相关应用总的潜在市场规模有望超越云计算和移动互联转型的市场规模，这主要是因为本轮变革的最终目标直指员工薪酬成本。

人工智能热潮的怀疑论者，往往会提及 1990 年代末的互联网泡沫。在 2000 年互联网泡沫破裂前，许多公司凭借实际上并不成熟甚至虚无缥缈的商业模式获得了畸高的估值。即便是具备可行商业模式的公司，也难以为其巅峰时期的估值提供合理的解释。尽管欧美电信巨头建成了如今大部分的通信基础设施（移动通信、宽带、光纤网络），而且手机用户数量也已增长了十倍有余，却再也未能重返 2000 年时的高峰。

我们认为，无论是从人工智能资本支出水平还是股票估值来看，市场上都不存在人工智能泡沫。股价上涨与盈利增长同步，并且资本支出并未依赖股权或债务发行融资。但我们也正在密切关注人工智能项目的投资回报率，以及数据中心等领域出现的局部估值泡沫和/或资本支出过热的情况。

最新财报数据显示，人工智能已开始为企业和投资者创造价值。人工智能需求为微软云计算部门 35% 的营收增长贡献了近一半的增幅，而且第一季度微软处理了超过 100 万亿个人工智能标记，同比增长 5 倍。

我们将继续关注有望运用人工智能技术实现节约成本和提升生产力的公司和行业（例如软件和金融）。同时，我们也会在代理式应用赛道寻找具有潜力的投资机会。

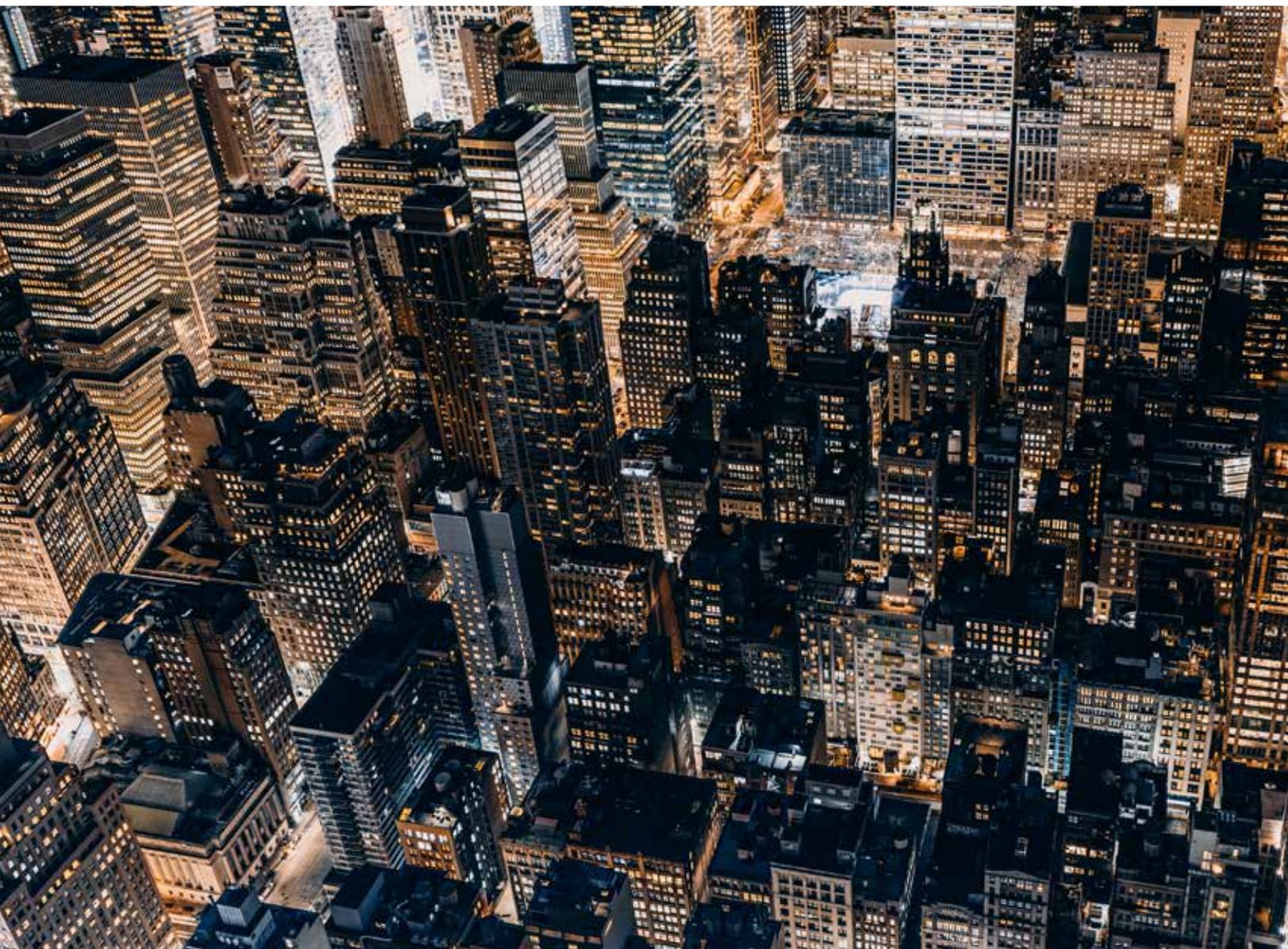
人们或许不再热议人工智能，但他们应持续关注这一话题。

¹⁵ Thompson, B. (2025 年 2 月 25 日)。《人工智能前景与芯片危局》。

¹⁶ Vista Equity Partners (2025 年 3 月)。

¹⁷ Huang, S. 和 Grady, P. (2024 年 10 月 9 日)。《生成式人工智能 Act 01》。这项统计数据采用的公司（并非详尽无遗）包括：爱彼迎 (Airbnb)、Atlassian、Cloudflare、CrowdStrike、Datadog、DocuSign、Doordash、Dropbox、Dynatrace、Elastic、Lyft、MongoDB、Okta、Palantir、Paloalto、Paycom、Paylocity、Pinterest、Playtika、Robinhood、Salesforce、Shopify、Snapchat、Snowflake、Spotify、Thetradedesk、Twilio、优步 (Uber)、Unity、Workday、Zoom、Zoominfo、Zscaler。

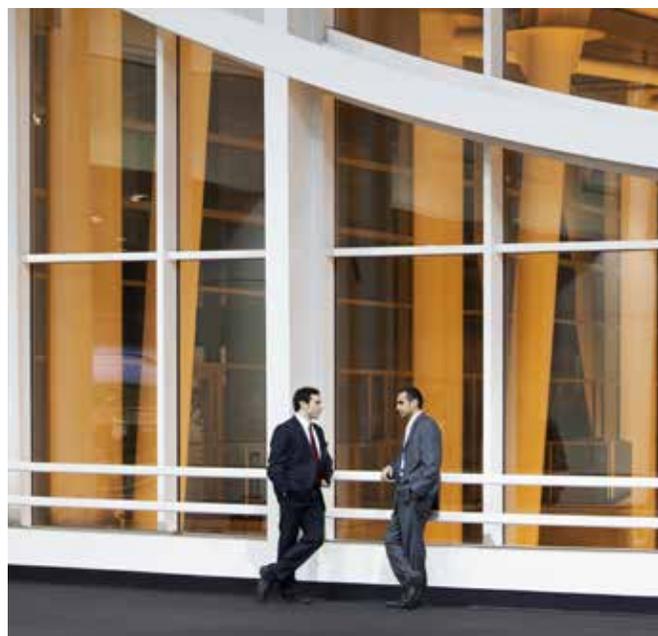
5 如何应对资本市场 交易活动的现状？



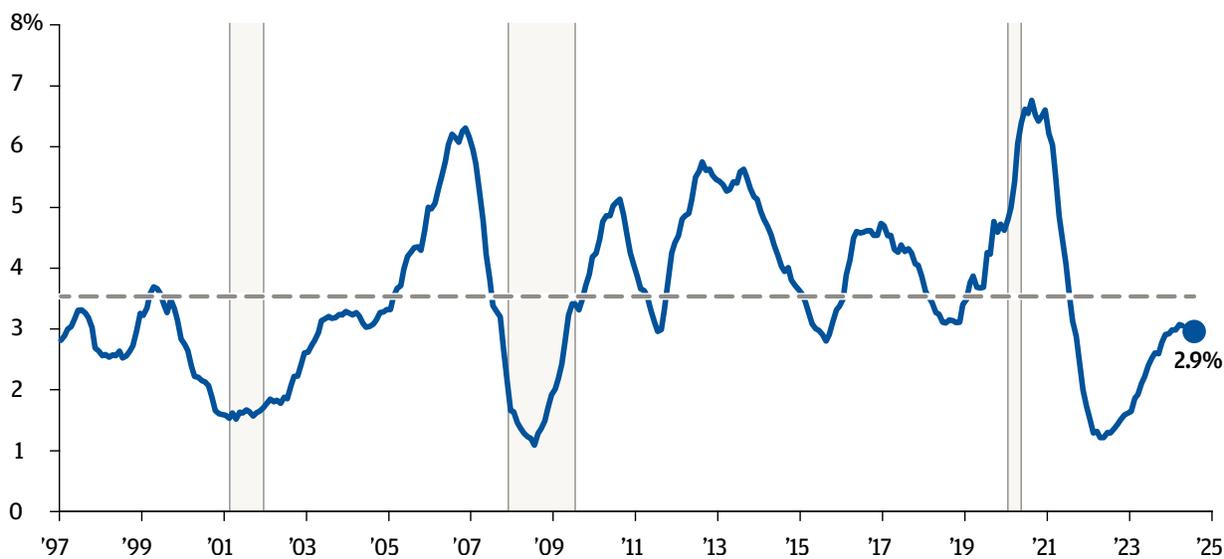
华尔街多数机构曾预期，特朗普胜选后交易活动和资本市场活动将立即复苏。从大选之夜至1月底，资本市场板块（包括投资银行和另类资产管理公司）上涨10%，为大盘5%涨幅的两倍。

然而，人们对交易热潮的憧憬，很快就遭遇关税引发的不确定性、利率居高不下以及股市起伏不定的现实冲击。私募市场交易虽保持稳定节奏，公开市场（尤其是IPO领域）却异常平淡。

资本市场板块已抹去了大选后的大部分涨幅，美国已完成的并购交易规模预测也从增长25%下调至仅增长7%。¹⁸年初时，我们曾看到市场出现复苏迹象（在私募基金发起人的交易推动下，第一季度全球并购活动同比上升17%），但持续不确定的前景，致使至少在短期内的资本市场交易活动进程更形黯淡。



公开市场流动性有限，但前景正在逐渐改善
过去12个月美国高收益债券、杠杆贷款和IPO规模占GDP的百分比



资料来源：摩根大通、美国银行、彭博财经、Haver Analytics。数据截至2025年4月30日。
注：流动性定义为IPO、高收益债券和杠杆贷款发行量。虚线表示平均值。

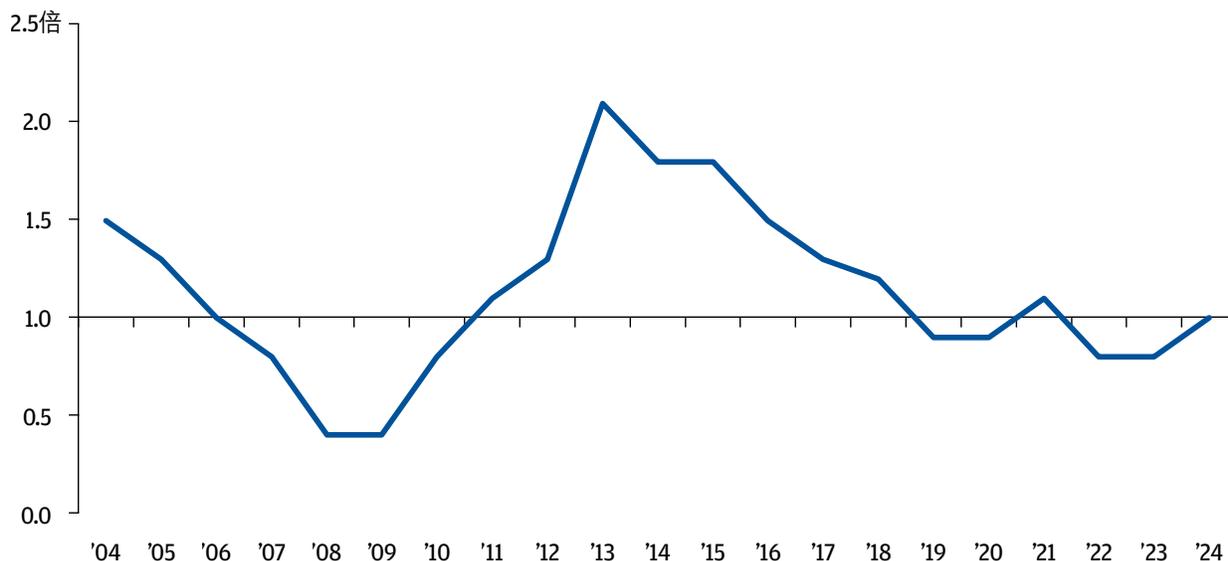
¹⁸ 高盛（2025年3月14日）。政策不确定性和市场波动对备受期待的资本市场活动回暖前景带来了风险。

正如我们在《2025年市场展望》报告中所述，联邦贸易委员会的新任领导层在多大程度上支持市场，仍有待观察。联邦贸易委员会主席安德鲁·弗格森(Andrew Ferguson)选择维持拜登时期的并购指导方针，让期待转变的市场参与者颇为失望。另一方面，弗格森领导的联邦贸易委员会似乎以保护消费者福祉为执法重点，相比前任主席莉娜·汗(Lina Khan)旨在纠正市场份额失衡的做法，这一方针对市场更为友好。在科技巨头监管这一（存在争议的）具体问题上，特朗普治下的联邦贸易委员会或将保持对抗立场。¹⁹



虽然资本市场交易环境可能较为低迷，但我们确实看到有迹象显示私募股权生态系统正在渐趋平衡。2022年和2023年，行业资本催缴规模超过股息分派金额，导致投资者处于负现金流的情况。2024年，资本催缴与股息分派则大致相若。

全球并购市场前景向好：
继连续两年录得负值后，目前净现金流已实现收支平衡
股息分派相对于出资的比率



资料来源：贝恩公司《全球私募股权报告》。数据截至2024年9月30日。

¹⁹ Stratmann, T. (2025年3月31日)。特朗普并未全盘推翻拜登的反垄断政策，而是在此基础上进行了微调。



传统交易活动(IPO、战略并购)节奏放缓,加之现有私募股权投资组合中资产逐渐老化,可能会为那些从其他保荐人购买存量份额的二级市场管理人创造有利的机会。二级市场投资历来颇具吸引力,原因如下。

首先,二级市场投资能平滑提取基金固有的“J曲线”效应(即初期由于资本催缴回报为负值,此后随着资本分派转为正回报)。此外,二级市场基金能让投资者了解到某项策略的标的资产情况(从而降低盲池风险),同时可以充分多元分散基金的成立年份和基金经理。大学捐赠基金的潜在流动性需求可能是另一个催化因素,有机会为二级市场基金带来投资机会。

常青基金很可能会改变私募市场格局。仅今年就有4,500多个客户首次投资于常青基金。目前,常青基金约占整个私募市场的5%,有预测显示未来十年这一份额有望升至20%。²⁰随着私募市场日趋成熟,我们预计资产所有者将在IPO与战略并购等传统渠道外,发掘出更多获取流动性的机会。

选择只参与公开市场交易的投资者应意识到,公司保持私有化的时间正在变长。如今,进行上市的公司年龄中位数已接

近14年。十年前,IPO公司的年龄中位数还不到11年。²¹美国所有年收入超1亿美元的公司中,87%为私营公司。²²

对于合适的投资者而言,一个重要启示是:涉足私募市场可能是确保在整个经济中保持适当配置的关键。

随着私募股权生态系统逐渐趋于平衡,体育投资市场成为引人瞩目的亮点。在竞技体育领域,交易的数量和规模都在不断攀升。波士顿凯尔特人队的出售交易创下了体育交易估值的新高,而佩顿·曼宁(Peyton Manning)的体育媒体公司奥马哈制作公司(Omaha Productions)近期估值也超过了8亿美元。²³我们认为,体育圈的生态系统有望产生相关性较低的债务和股权投资回报流。

在资产逐渐老化和常青基金持续增长的推动下,私募市场格局将持续演变。投资者在构建私募股权投资组合时,应注意在传统基金与常青基金之间保持平衡,同时也应探索二级市场和体育领域的投资机会。

²⁰Hamilton Lane (2025年)。

²¹Ritter, J. R. (2025年)。《首次公开募股:截至2024年IPO企业的年龄中位数》。佛罗里达大学沃灵顿商学院。

²²Sløk, T. (2024年4月20日)。《美国私营公司增多》。

²³Fischer, S. (2025年3月27日)。《佩顿·曼宁的体育媒体公司奥马哈制作公司从帕特里克·怀特塞尔和银湖资本筹集资金并完成B轮融资》。

结语

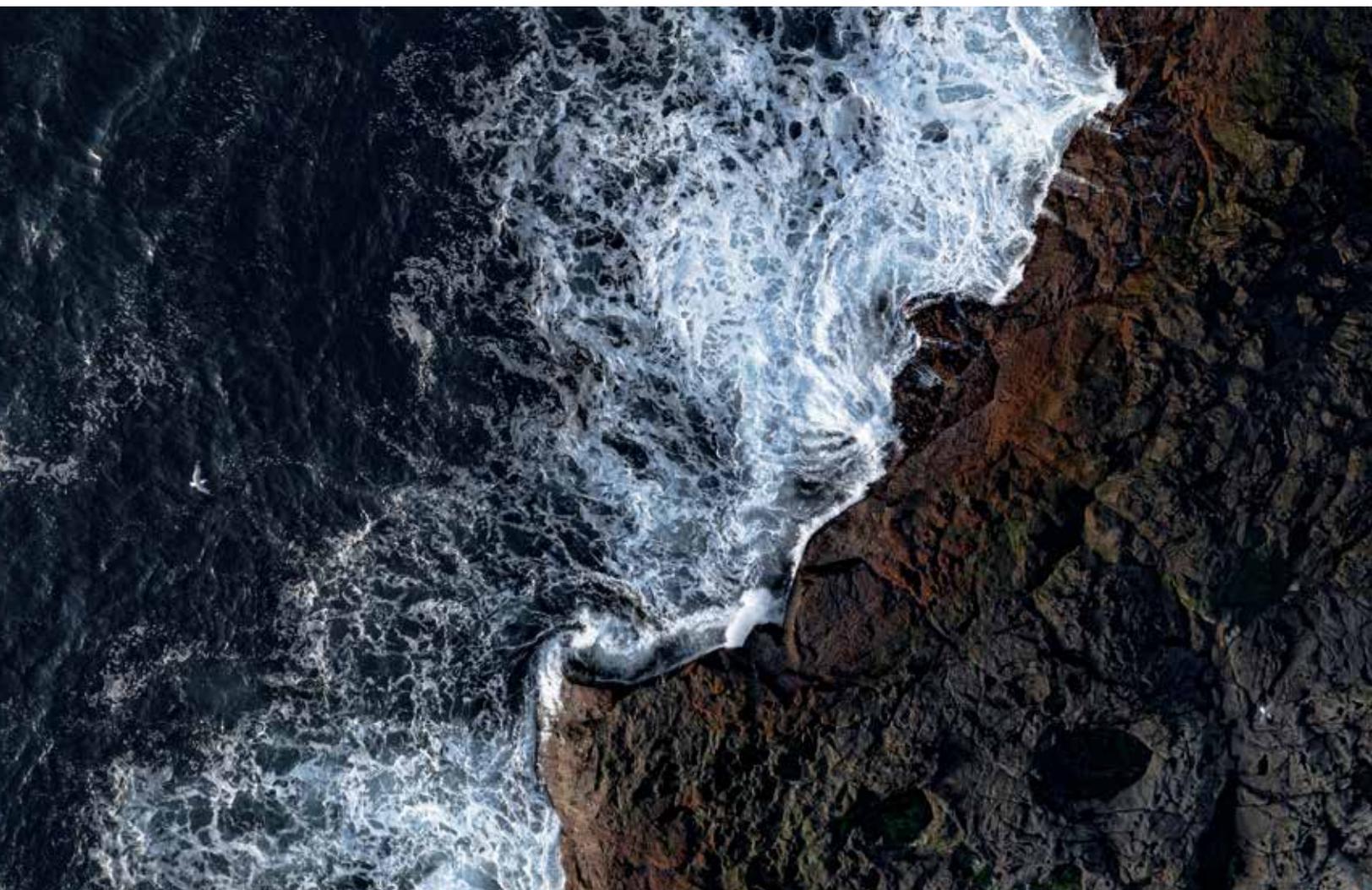
市场显然充斥不确定性。许多投资者纵使明白市况或会继续波动，但却不确定何以应对。身处动荡不稳的世界中，最有效的应对方法也许是明确您的投资目标，了解您的财富规划背景（您的风险承受能力和容忍风险范围）。通过这种方式，您可以更有信心地布局资产配置，帮助您进一步朝着目标迈进。

希望我们对五个关键问题的解答能帮助您在不确定性中发掘机会，也期望报告中有关投资组合影响的见解能为您增添信心，坚持实践财富规划。



我们的目标

全球投资策略团队提供行业领先的洞见和投资建议，致力于帮助客户实现长期目标，通过各经济学家、投资策略师和资产类别策略师积累的广泛知识和丰富经验，为客户提供全球金融市场的独特视角。



执行发起人

Clay Erwin

投资销售和交易部全球主管

Stephen Parker

全球投资策略部联席主管

Grace Peters

全球投资策略部联席主管

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

股票策略部全球主管

Nur Cristiani

拉美投资策略部主管

Madison Faller

市场情报主管

Aaron Goldstein

数字化投资策略主管

Stephen Jury

全球大宗商品策略师

Jacob Manoukian

美国投资策略部主管

Joe Seydl

高级市场经济学家

Sitara Sundar

另类投资策略主管

吴安澜

亚洲投资策略主管

Erik Wytenus

欧洲、中东及非洲投资策略部主管

Samuel Zief

全球外汇策略主管

指数和术语定义

注：指数仅供参考用途，并非投资产品，不得用于直接投资。指数本身是一种较弱的预测或比较工具。

除特别注明以外，所有指数均以美元计价。

彭博大宗商品指数：该指数提供了衡量全球大宗商品市场表现的广泛指标，涵盖能源、金属和农产品等多种大宗商品。该指数旨在为大宗商品投资提供一个流动性强、多元化的基准，反映主要原材料的价格变动和趋势。

彭博新兴市场综合美元债指数：该指数追踪由新兴市场主权、准主权和企业实体发行的以美元计价的债券表现。该指数专门关注以美元发行的债券，为投资者提供对新兴市场固定收益投资机会和信贷动态的见解，同时避免了额外汇率风险的复杂性。

彭博全球美国国债指数：该指数追踪美国国债（包括美国政府发行的债券和票据）的表现。该指数提供了关于美国政府债券市场的全面视图，涵盖多种债券久期，反映了美国的利率环境和经济形势。

彭博市政债券 1-17 年期指数：该指数追踪期限为 1 至 17 年期的美国市政债券表现。这些债券通常由地方政府和州政府发行，并提供免税收益。

彭博美国国债 1-3 个月期指数：该指数衡量期限为 1 至 3 个月期的美国短期国债表现。该指数为短期无风险投资提供了基准，反映了美国政府证券市场的利率环境和流动性状况。

彭博美国综合债券指数：衡量以美元计价的美国投资级固定利率应税债券市场表现的综合基准。该指数广泛涵盖各类债券，如美国国债、政府相关证券和公司证券、按揭抵押证券、资产抵押证券以及商业按揭抵押证券。

彭博美国综合高收益企业债券：跟踪以美元计价的高收益、定息企业债券表现的指数。其中包括穆迪、惠誉和标准普尔评级为 Ba1/BB+/BB+ 或以下的证券，不包括彭博分类为新兴市场的发行人所发行的债券。

资本支出 (CapEx)：指公司分配用于收购或改造房产、工业建筑或设备等实物资产的资金。这些支出通常用于启动新项目或投资，从而提高公司的长期价值。

实际关税税率：进口商品适用的实际关税税率，考虑了贸易协定、关税豁免和替代效应等所有调整因素，反映了对贸易成本的真实影响。

与股票挂钩的结构性票据：根据特定股票指数或股票的表现提供回报的金融工具，兼具固定收益证券和股票市场风险元素，通常由金融机构发行。

GDP (国内生产总值)：在既定时间段内一个国家境内生产的所有商品和服务的总货币价值，是反映经济活动和健康状况的关键指标。

恒生科技指数：该指数追踪在香港交易所上市的大型科技公司的表现。其主要涵盖从事互联网、金融科技、云计算、电子商务和数字技术领域的公司。

首次公开募股 (IPO)：私营公司首次向公众发行股票、并向公众投资者募集资金的过程。IPO 标志着一家公司从私营状态转变为上市公司，使其得以在证券交易所交易，并为股东提供流动性。

并购 (M&A)：通过多种类型的金融交易（包括合并、收购、整合和买断）来整合公司或资产的商业活动。

MSCI 亚洲（除日本外）指数：该指数衡量除日本外的亚洲其他发达市场和新兴市场大中型公司的表现。该指数涵盖中国、印度、韩国、台湾地区等国家和地区，约占每个市场经流通股调整后市值的 85%。

MSCI 欧澳远东指数：该指数衡量除美国和加拿大以外发达市场的股票市场表现，包括欧洲、澳大拉西亚和远东地区。MSCI 欧澳远东指数广泛覆盖大中型公司，约占每个市场经流通股调整后市值的 85%。

MSCI 新兴市场指数：该指数旨在捕捉全球新兴市场大中型公司的表现。包括中国、印度、巴西、韩国、台湾地区及其他多个国家和地区。MSCI 新兴市场指数约占上述每个新兴市场市值的 85%，为投资者提供了有关发展中地区经济形势和股票表现的见解。

MSCI 日本指数：该指数衡量日本大中盘股范畴的表现，涵盖日本股市经流通股调整后市值的约 85%。

MSCI 世界指数：该指数涵盖全球 23 个发达国家和地区的大中盘股票表现。MSCI 世界指数涵盖每个市场经流通股调整后市值的约 85%，提供了关于全球发达市场股票表现的全面视图。

MSCI 世界净回报美元指数：该指数代表全球 23 个发达国家和地区的大中盘股票表现，回报以美元计算，包括净股息再投资。

纳斯达克 100 指数：该股票市场指数涵盖在纳斯达克证券交易所上市的 100 家规模最大的非金融公司。纳斯达克证券交易所以其电子交易平台而闻名，专注于科技和成长型公司。

纽约黄金期货近月合约价格指数：该指数旨在追踪在纽约市场交易的黄金现货价格，为投资者提供有关黄金表现和价格走势的见解。

罗素 3000 指数：该股票市场指数衡量美国最大的 3,000 家上市公司的表现，覆盖美国可投资股票市场的大约 98%。

标准普尔 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。它约占总市值的 80%，是整体市场表现的关键指标。

斯托克欧洲 600 指数：该指数追踪欧洲 17 个国家和地区的 600 家大中小型公司的业绩。该指数广泛覆盖多个行业，包括欧元区及非欧元区国家的公司，提供了欧洲股市的全面概览。

斯托克科技指数：该指数追踪更广泛的斯托克指数系列中的科技公司表现，涵盖欧洲科技行业的多个细分板块。该指数包括软件、硬件、电信及其他科技相关行业领域的公司。

重要信息

主要风险

投资于**另类资产**涉及比传统投资更高的风险，仅适合成熟的投资者。另类投资涉及比传统投资更大的风险，不应被视为完整的投资计划。另类投资不能节税，投资者应在投资之前向其税务顾问咨询。另类投资的费用高于传统投资，而且杠杆可能很高，会用到投机性投资技巧，因而会放大可能的投资损益。投资价值可升亦可跌，投资者可能无法收回投入资金。

大宗商品投资可能比传统证券投资具有更大的波动性。大宗商品的價值可能受到整体市场变动、大宗商品指数波动、利率变化，或旱灾、水灾、天气、家畜疾病、禁运、关税和国际经济、政治和监管发展等持续影响某个特定行业或大宗商品的因素所影响。投资于大宗商品可创造机会增加回报，但同时也可能会遭受更大的损失。

投资于**新兴市场**可能不适合所有投资者。新兴市场投资涉及较高风险且波动性更强。外币汇率变动以及美国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。此外，一些海外市场的政治及经济环境可能不及美国及其他国家般稳定。国际市场投资可能较为波动。

股票证券的价格可能会因为大盘市场的变动、公司财政状况的变动、利率风险及缺乏流动性而上升或下跌，有时候可能会比较急速或不可预料。股票证券须承担「股市风险」，即股价通常在短期或较长时间内可能下跌。

固定收益产品投资涉及若干风险，包括利率、信用、通胀、赎回、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。

需要提醒的是，**对冲基金**（或对冲基金的基金）、私募股权基金、房地产基金经常从事杠杆投资等投机性投资行为，这可能会增加投资损失的风险。这些投资可能非常缺乏流动性，不需要定期向投资者提供定价或估值信息，而且可能涉及复杂的税务结构和延迟分发重要税务信息。这些投资不受与共同基金相同的监管要求的约束；而且常常收取高额费用。此外，在任何此类基金的管理和/或运作方面，可能存在大量的利益冲突。有关详细资料，请参阅有关的发售备忘录。

高收益债券是具有投机性的非投资级债券，具有较高的违约风险或其他不良信用事件，仅适合高风险投资者。

并非所有**意见、策略**均适合所有投资者。某些策略可能会使投资者面临巨大的潜在风险和损失。如需了解更多风险信息，请参阅“标准化期权的特征和风险”资料：<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>。我们建议投资者向自己的税务顾问和法律顾问咨询这些策略的税务影响，并敦促投资者仔细考虑期权或期权相关产品或策略是否适合自己的需求。

优先投资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。

投资**结构性票据**涉及一系列重大风险。我们已在下文列出与投资有关的若干风险因素及其他投资考虑因素。并非所有投资均适合所有投资者，或符合所有投资者的最佳利益。您应根据个人情况，在考虑投资目标、风险承受能力及流动性需要等因素后分析结构性票据。

摩根大通证券有限责任公司(JPMS)概不对任何类型的**虚拟货币或数字资产**提供认可、咨询、发行、中介、挖矿、托管、存储、管理、传输、兑换、控制、出售或直接交易服务。但摩根大通证券有限责任公司可能提供用于购买或出售的、其价值源于虚拟货币的金融工具。

重要信息

文中提及的所有公司均仅供参考，并不代表摩根大通在文中推荐或背书。

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。所有产品和服务不一定可在所有地区提供。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协助（电邮地址：accessibility.support@jpmorgan.com）。请参阅所有重要信息。

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对第三方的咨询关系。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界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，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联属公司)**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联属公司)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 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**, 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

会受到特定监管法例和/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公开发行。

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, 这些法律与**澳大利亚的法律不同**。摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。本文件提供的资料不拟作为亦不得直接或间接分派或传送给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言, 「批发客户」的涵义须按照《公司法》第761G条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户, 请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中:

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

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。

J.P.Morgan PRIVATE BANK