

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

# 2026年 市场展望

# 机遇与 挑战并存

立足人工智能新前沿、全球分化  
与通胀时代下的投资布局



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

请参阅本文件末尾所载的其他监管状况、披露规定、免责声明、风险和其他重要信息。

投资产品：• 不受联邦存款保险公司保障 • 非银行担保 • 可能损失本金

# 序言

2025年是承前启后的转变之年。我们见证了美国新一届政府上任，美联储开启新一轮降息周期，全球市场依然表现强劲。

作为业务覆盖150多个国家／地区的全球性私人银行，我们凭借这一独特视角洞察这些市场转变。我们深耕本地专业领域，同时融汇全球网络与视野，助力我们驾驭日益复杂的投资环境。

展望未来，我们将聚焦于塑造2026年格局的三个强大主题：人工智能的主导地位、全球市场的分化，以及通胀走势的不确定性。在《2026年市场展望报告》中，我们深入剖析了人工智能如何改变我们的工作、投资与思维方式。创新发展带来了机遇与狂热，但也伴随着过度乐观的风险。全球市场分化日益明显，世界正逐步分裂为多个相互竞争的阵营，供应链博弈不断，这一趋势正在重塑全球秩序，使韧性与安全成为人们的关注焦点。通胀已不再遵循以往的规律，频繁高于央行目标，而波动性的加剧，则令投资者亟需建立全新的应对思维。

2026年的宏观环境料将利好投资。美国的降息周期有望支撑全球经济增长复苏，并广泛推动各类资产市场的强劲表现。即使2025年股市已录得亮眼回报，我们依然预计多元资产投资组合将在来年实现稳健增长。与此同时，市场对当前涨势的担忧和观望情绪依然浓厚，许多客户持有的现金规模仍高于疫情前水平。

当前市场正处于变革时期，机遇与挑战并存。我们致力于构建具备韧性的投资组合，既依托我们的深度研究成果，也充分发挥我们的全球网络优势。此时，重新审视财富规划，确保投资布局符合您的目标与风险偏好，绝对是明智审慎之举。我们将时刻为您提供支持，沿途保驾护航。

无论世道如何变迁，我们都与您携手共进。能够在理财路上成为您的合作伙伴，我们深感荣幸，也藉此诚邀您莅临我们位于纽约市公园大道270号的新全球总部大楼参观，共度一场非凡历程。

衷心感谢您对摩根大通一直以来的信任和支持。



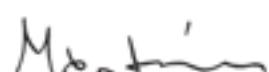
David Frame

全球私人银行首席执行官



Adam Tejpaul

国际私人银行首席执行官



Martin Marron

财富管理解决方案首席执行官

# 要点

1

## 布局人工智能革命

这项技术引领变革。

把握上行潜力之时，也要避免盲目追高的风险。

2

## 关注全球分化趋势，取代全球化思维

新的经济格局着重考虑韧性先于效率。

在安全、能源和供应链领域纵横交错之处，发掘个中机遇。

3

## 应对通胀结构性转变

通胀趋升且波动性加剧。

积极规划投资组合，通过实物资产实现多元化配置，保持购买力。

4

## 发掘私募市场的潜力

在这个领域下，慎选管理人与渠道资源是致胜关键。

物色理想的合作伙伴。

# 目录

## 第1部分 布局人工智能革命

- ◊ 我们如何判断发展浪潮是否快将破灭？
- ◊ 人工智能与劳动力市场变革：传统职位流失，新型职位诞生
- ◊ 人工智能拓展存在哪些潜在限制？
- ◊ 制定“四维策略”捕捉价值
- ◊ 私募领域——风投与私募股权中的人工智能创新者

## 第2部分 关注全球分化趋势， 取代全球化思维

- ◊ 贸易：从追求成本最低的原产地转为注重原产地规则
- ◊ 中国：外部影响与内部创新
- ◊ 欧洲国防：从和平红利转向冲突相关资本支出
- ◊ 南美：掌控世界所需资源
- ◊ 能源：人工智能革命的制约因素
- ◊ 美元与替代性储值资产

## 第3部分 应对通胀结构性转变

- ◊ 固定收益重拾动力
- ◊ 通胀的结构性驱动因素
- ◊ 主权债务上升的潜在风险
- ◊ 美国住房市场供应短缺



# 引言



投资局势有时难以看透。在以往的《市场展望》中，我们常常被纷繁的争议和模糊的数据所困。前景总是云山雾罩，朦胧不清。

而今年，情况却截然不同。

低通胀与国家之间紧密依存的全球化时代已然终结。取而代之的，是人工智能、全球市场分化和通胀三个强大且相互交织的主题，共同形成了全新的市场面貌。这三者既带来机会，也构成了重大的挑战：当生产效率在人工智能驱动下得到提升，同时遇上更具粘性、波动加剧的通胀及分化加深的世界格局，投资者该如何把握机遇，布局未来？

人工智能、市场分化与通胀这三个主题将影响未来经济图景，而我们目前仅能窥见其雏形。

## 人工智能

人工智能或将使一项专长的成本趋近于零，这场变革的深远意义也许堪比当年计算机的崛起。这项新技术有望提升生产效率和扩大企业利润率，但同时也可能引发劳动市场发生重大变革，催生潜在的市场泡沫。投资者应如何在这场变革中把握机遇，同时规避技术淘汰与“非理性”狂热的风险？

在未来一年，稳健的经济基本面将为投资者铺垫前行之路。美联储开启降息周期，加之经济政策的不确定性缓解带来了积极影响，有望推动全球经济增长回升至趋势水平。美国短期利率的下行，或会提振全球股票与信用债等风险资产。稳健的增长前景及其他多重因素，很大机会使长期债券收益率维持区间震荡。总之，我们预期多元资产投资组合有望再次迎来稳健回报之年。

但如此积极的展望，不应掩盖新格局中蕴含的机遇与挑战。投资者需要一套新的策略，能够兼具稳健性与灵活的应变能力，并善用结构性转变创造机遇。在此，我们将探讨推动市场的三大主题的影响力与潜力、其对各资产类别影响，以及我们认为能助您实现家族财务目标的策略。

## 全球市场分化

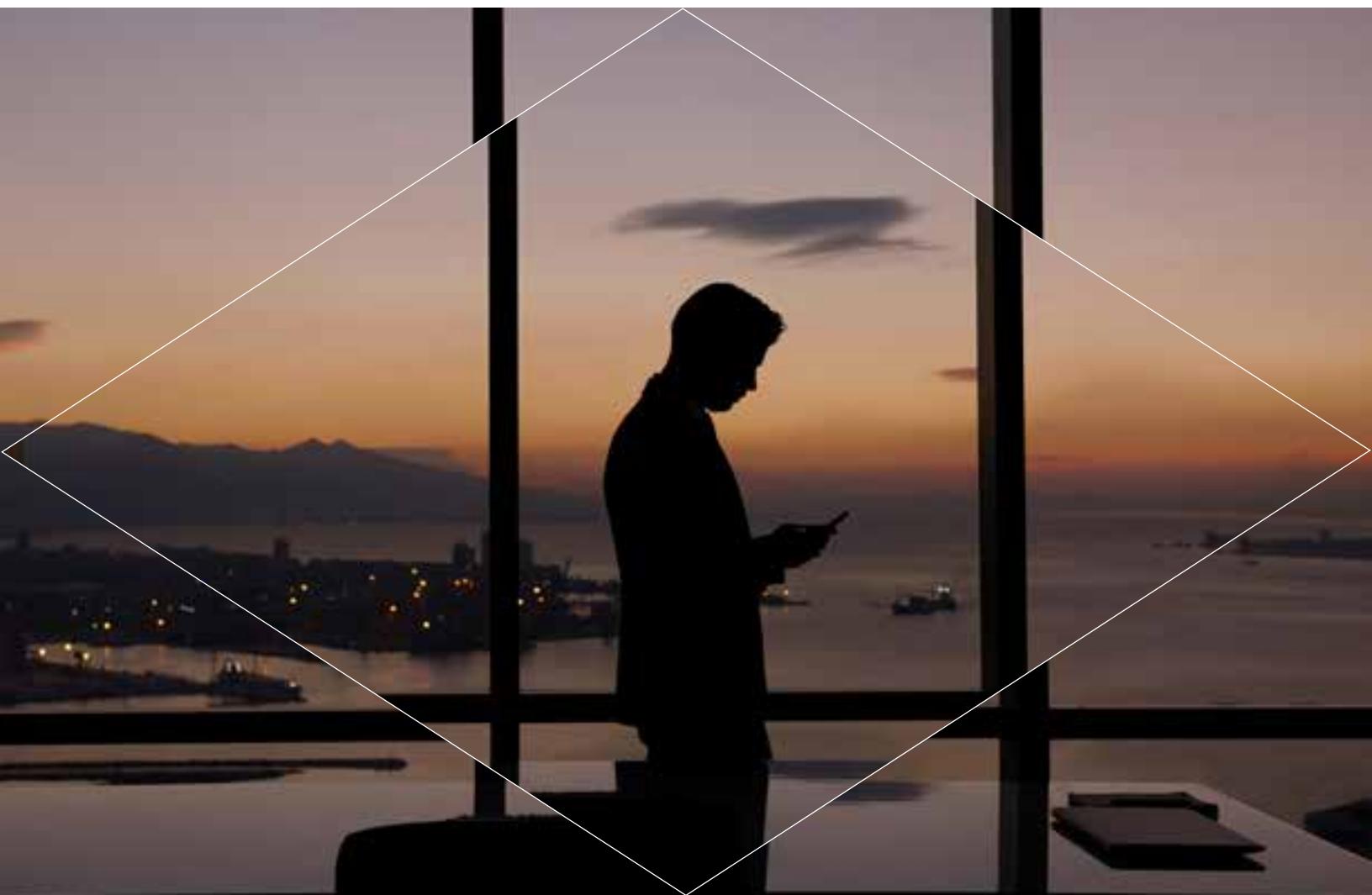
全球秩序正逐步分裂为多个相互竞争的阵营，供应链博弈不断，联盟关系不堪一击。获取自然资源和能源如今已成为战略重点。随着这些动态重塑贸易与资本流向，投资领域正涌现出新的机会与挑战。当市场对韧性和安全的需求压倒效率追求时，哪些地区和行业有望脱颖而出？

## 通胀

通胀是构建投资组合的核心变量，目前正经历结构性转变，使其对您的财富构成更大的威胁。我们认为，后疫情时期的通胀比疫情前更加波动，更容易受到上行冲击的影响。这一趋势反映了多方面的因素，包括企业和消费者心理预期的转变、长期财政赤字问题，以及家庭财富水平的提升。您的财富规划是否已针对守护购买力及提升投资组合韧性做出了前瞻性部署？

# 第1部分

## 布局人工智能 革命





自OpenAI于2022年底推出ChatGPT以来，人工智能的广阔前景一直吸引着投资者的目光。三年过去，这股人工智能热潮依然方兴未艾。我们认为，这项强大的技术将冲击劳动力市场、提升全球生产效率，并在公开市场及私募领域持续创造价值。诚然，科技股持续推动市场上涨，但我们并不认为是泡沫爆破在即的现象。

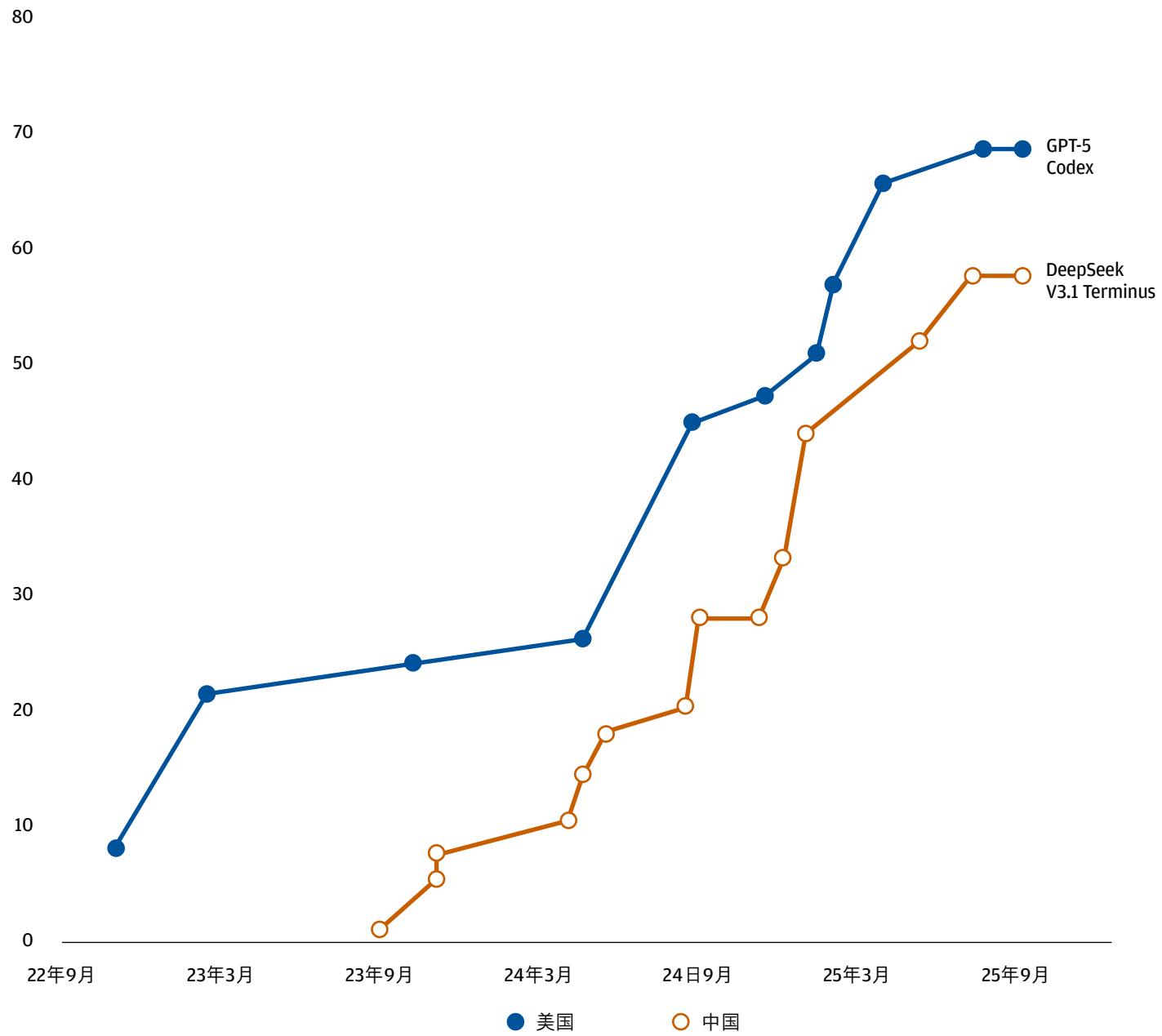
智能发展的核心是生成式人工智能。<sup>1</sup>其能力正在迅速增强，成本大幅下降。如今，模型出现“幻觉”的情况减少，能够处理更长的上下文窗口，并展现出更强的推理能力。尽管近期在广泛基准测试上的性能提升有所放缓，但尖端智能体模型的进展令人鼓舞。有机构估计，代理型模型的表现可望在2026年春季达到人类水平。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 广义而言，生成式人工智能／大语言模型是计算机程序，它们利用基于海量数据训练的架构来学习并生成文本、图像、音频、软件代码或其他媒体。大语言模型的例子包括OpenAI的ChatGPT和Anthropic的Claude。

<sup>2</sup> 根据伯恩斯坦科技分析师Mark Newman的说法：“例如，根据OSWorld智能体任务基准测试结果进行推断，显示尖端模型每年性能提升37个百分点，这意味着在2026年5月可望达到人类水平性能（作为对比，当前领先模型的性能约为44%，领先的智能体框架为61%，人类基准为72%）。”

尽管人工智能模型性能近期陷入平台期，但下一次突破或将由智能体人工智能引领。

前沿人工智能模型智能指数图表



资料来源：Artificial Analysis。数据截至2025年10月3日。注：Artificial Analysis智能指数v3.0包含以下10项评估：MMLU-Pro、GPQA Diamond、Humanity's Last Exam、LiveCodeBench、SciCode、AIME 2025、IFBench、AA-LCR、Terminal-Bench Hard，以及 $\tau^2$ -Bench Telecom。

这项技术的发展引发了基础设施投资的热潮。美国大型科技公司的年度资本投资额已从2023年的1,500亿美元激增，到2026年或会超过5,000亿美元，增幅达三倍。目前六大科企巨头(Alphabet、亚马逊、Meta、微软、甲骨文和英伟达)的投资规模已占据全美市场资本支出总额的近25%。<sup>3</sup> 2025年，人工智能相关投资对美国国内生产总值(GDP)增长的贡献超越了消费者支出。<sup>4</sup>

与人工智能相关的支出增长，几乎注定成为2026年GDP增长的重要动力。我们粗略估计，仅OpenAI一家公司就已宣布计划建设容量超过25吉瓦的数据中心。考虑到每吉瓦容量需要约500亿美元的资本投入，OpenAI的目标，是在未来数年投入总计远超1万亿美元的资本支出。<sup>5</sup>无论以何种标准衡量，这都是一个相当可观的数字。

目前人工智能投资约占GDP的1%，究竟投入多少资本才算恰如其分？。回顾历史上如电力、铁路、通信等通用技术的投资周期，投资峰值曾达到GDP的2%至5%。<sup>6</sup>尽管当前的人工智能投资热潮已令人瞩目，但历史经验显示，其投资规模仍有机会从当前水平翻倍增长。

各国政府主导的项目：例如美国启动规模达5,000亿美元的“星门”计划、欧盟推出2,000亿欧元的“InvestAI”项目，以及英国、沙特和韩国也相继推出类似举措，都为全球人工智能发展注入更强动力。中国政府积极鼓励银行和地方政府为人工智能技术创新提供融资支持。学术研究领域方面，在2024年全球人工智能论文引用量中，中国研究人员占比高达40%，相当于美国或欧盟的四倍。<sup>7</sup>

人工智能的应用正在整个经济领域广泛拓展，而消费者群体正走在这一浪潮的前列。ChatGPT已拥有逾7亿月活跃用户，每周发送的信息量高达180亿条。<sup>8</sup>企业在应用人工智能方面的步伐相对谨慎，但我们认为这股应用趋势将持续提升。

美国商业调查显示，人工智能应用正稳步逐渐普及，已有10%的企业表示正在使用人工智能来生产商品或服务。根据专门提供企业费用服务的金融科技公司Ramp编制的替代人工智能采用指数，近45%的企业已经为大型语言模型订阅服务付费。<sup>9</sup> Anthropic的企业客户已超过30万家。<sup>10</sup>超大规模科技企业(大规模提供云计算技术的公司)的盈利数据显示，市场对人工智能模型推理(即人工智能模型的实际使用)需求持续旺盛。

然而，人工智能主题在公开和私募股权市场的主导地位，引发了喋喋不休的争论：我们是否正身处泡沫之中？

<sup>3</sup> Empirical Research Partners。《超大规模科技企业：迈向超级空间跃迁？》。2025年8月11日。

<sup>4</sup> 摩根资产管理。《人工智能是否已经在驱动美国经济增长？》。2025年9月12日。

<sup>5</sup> Puck。《OpenAI的“模糊数学”》。2025年10月1日。

<sup>6</sup> 高盛。《人工智能支出热潮还没到顶》。2025年10月15日。

<sup>7</sup> Digital Science。《DeepSeek与人工智能新地缘政治：中国在人工智能研究领域的领先崛起》。2025年7月10日。

<sup>8</sup> NBER。《人们如何使用ChatGPT》。2025年9月。

<sup>9</sup> Ramp。《Ramp人工智能采用指数》。2025年9月。

<sup>10</sup> Anthropic。《扩展我们在Google Cloud TPU及相关服务的使用》。2025年10月23日。



# 我们如何判断发展浪潮是否快将破灭？

“人工智能是否存在泡沫？”人们心中都有此疑问。目前，市场对人工智能应用、投资、基础设施建设和生产效率提升的感知乃至相关领域的实质发展，正直接牵动着标普500指数近40%的市值。无论是市场走向如何，人工智能都几乎注定是未来几年公开股票市场回报最重要的驱动因素。我们能否安心将资金配置于股市，前提是必须确信不会出现一场泡沫破裂的灾难。

金融市场与经济泡沫总是遵循着相似的演变逻辑。大多数泡沫的萌芽，始于投资者相信世界正在经历范式转移的理念。“追随者”们为满足预期中的未来需求而扩大产能。而泡沫的滋长，部分源于信贷供应唾手可得。信贷审核标准不断恶化，加之杠杆水平持续攀升，最终导致经济基本面与市场估值脱节。当越来越多的投资者加入这场热潮，直至基本面规律最终重掌主导力量时，便是泡沫破裂之日。



当我们建立了评估非理性浪潮的分析框架后，便可以借此来审视这场人工智能的投资热潮。以下是我们根据五大关键要素对当前人工智能发展趋势的分析：

## 1.

### 范式转移

泡沫的形成，往往源于一种观念：某项新技术、人口趋势或政策变革将彻底重塑世界格局。历史上的典型例子包括1840年代的铁路热潮，以及1990年代末的互联网热潮。这些变革确实改变了世界，但选择时机也很重要。1843至1853年间，英国铁路里程增长了近四倍，但每英里铁路的收入却持平甚至下降。<sup>11</sup>至2001年中，电信公司已铺设3,900万英里光纤，但实际启用的则只占10%，且每条启用光纤的波长利用率也只是10%。<sup>12</sup>

回顾历史上的铁路和互联网热潮，二者均曾出现严重的产能过剩问题——这些产能既没有得到当时消费者的需求支持，也不符合单位经济效益规律。当前的人工智能浪潮，确实展现出具备范式转移时期特有的宏大愿景与投资热情。然而，我们尚未观察到出现产能过剩的迹象。数据中心空置率处于1.6%的历史低位，而在建数据中心方面，已有四分之三的容量已被提前预订。<sup>13</sup>纵观算力、能源及数据中心的价值链，关键组件仍处于供不应求的状态。同时，最近的财报季也进一步证实，人工智能应用正在推动大型企业的营收增长。

## 2.

### 信贷供应是否充足及便于获取

泡沫膨胀的主因，往往由廉价、投机性资本不断推高价格所致。17世纪时，阿姆斯特丹发达雄厚的信贷市场便助长了郁金香热潮；1980年代，日本的资产泡沫正是以虚高企业股权价值作抵押的银行贷款而形成。全球金融危机前的房地产泡沫，则由次级房屋抵押贷款通过相互关联的“影子银行”体系证券化所催生。到了2010年代，能源股泡沫乃因石油生产商利用零利率政策获得廉价融资而成。

甲骨文近期进军大型债券市场的举动表明，下一阶段的人工智能基础设施周期将更加依赖信贷推动。此笔债券发行获得五倍的超额认购，我们认为公开市场乐意为这些龙头科企提供融资，而这些企业的债券利差均已收窄至低于投资级债券指数的整体水平。<sup>14</sup>随着美联储降息周期持续推进，信贷资源很大机会为更多的人工智能投资注入资金支持。鉴于大盘科技公司的杠杆率仍处于低位，且私募信贷市场也坐拥逾5,000亿美元的资金，有望为人工智能融资扩张提供空间。<sup>15</sup>



### 3.

## 杠杆水平攀升，信贷审核标准恶化

泡沫通常在金融工具放大收益并掩盖风险的过程中膨胀，历史上曾有南海泡沫事件<sup>16</sup>以债转股的例子；1929年大崩盘前的数年，保证金买入大行其道。就较近年的例子而言，特殊目的收购公司(SPAC)凭借赎回期权与免费认股权证进行扩张。如今在人工智能领域上，金融创新与技术革新正在同步加速演进。

近期市场已出现典型案例：例如Lambda和CoreWeave等公司以其高端图形处理器(GPU)<sup>17</sup>为抵押发行了债券，阿里巴巴近日也宣布了发行零息可转换证券，以为数据中心建设融资。在金融工程方面，科技行业债务以及与数据中心相关的资产支持证券和商业抵押贷款支持证券的发行量已回升至2020年和2021年的水平。<sup>18</sup>不过，这些都属于资本市场的常规操作。若超大规模科技企业决定将资产负债杠杆率提升至净负债与利息、税项、折旧及摊销前盈利(EBITDA)比率达2.8倍(相当于投资级公司的中位数)，则有望能够释放额外1万亿美元用作投入资本。

也有人可能认为，人工智能供应链的“循环”投资亦可视为金融工程的一种表现。在这类交易之中，核心行业参与者以股权与算力作为货币相互进行买卖，确实会增加风险积累。然而在另一方面，它们也可能创造一个更具共生特性

的行业生态，当硬件和软件领域的竞争加剧时，或将塑造出更为平衡的市场格局。

无论是在电力采购协议，还是在私募股权和风险投资领域，我们都在密切监察信贷审核标准是否出现恶化迹象。迄今为止，主要参与者的合计经营现金流仍然足以应付资本支出和股息分配有余。随着人工智能投资将继续增长，杠杆水平或会持续攀升，但目前的人工智能支出主要由企业自身现金流支撑。

<sup>11</sup> 明尼苏达大学。《1860年代英国铁路狂热与金融创新》。  
2024年3月3日。

<sup>12</sup> 美国光学学会。《繁荣、泡沫、破灭：光纤狂热史》。  
2016年10月。

<sup>13</sup> 世邦魏理仕。《2025年上半年北美数据中心趋势报告：人工智能与超大规模科技企业需求推动空置率创历史新低》。2025年8月19日。

<sup>14</sup> 晨星。《为何甲骨文这笔“巨无霸”人工智能驱动债券发行如此不寻常》。  
2025年9月25日。

<sup>15</sup> Empirical Research Partners。《私募债权：游戏规则改变者？》。  
2025年4月29日。

<sup>16</sup> 1720年，英国南海公司(South Sea Company)股价暴跌，这是历史上第一次国际性股市崩盘。

<sup>17</sup> 图形处理器(GPU)，一种电子元件。

<sup>18</sup> Penn Mutual Asset Management。《为基础设施热潮定价：结构化市场中的数据中心趋势》。2025年10月9日。

## 4.

### 估值与现金流之间出现脱节

任何泡沫的本质，都在于资产估值超越了基本面、现金流或实际应用场景本身所能支撑的水平。在互联网泡沫时期，众多没有营业收入的企业纷纷上市。1995至2000年间，思科股价暴涨40倍，但其盈利增幅仅为8倍。当下的私募市场已出现局部泡沫迹象：独角兽企业（估值超过10亿美元的私人企业）的总市值已占纳斯达克总市值近12%，直逼2021年的峰值水平。<sup>19</sup>人工智能初创企业在各轮次融资阶段的估值增速持续超越非人工智能企业。以B轮融资为例，人工智能企业的估值中位数增幅达2.1倍，非人工智能企业则为1.4倍；至C轮阶段，人工智能企业的估值中位数较非人工智能企业高出56%，到D轮及以后的阶段，这一差距更扩大至230%。<sup>20</sup>

然而，在公开市场中，人工智能企业的投资回报完全由盈利增长所驱动，而非估值扩张所致。在过去三年中，上市人工智能企业股票的远期市盈率有所下降，但每股盈利预期却增长逾倍。纵观过去五年的表现，英伟达股价累计上涨14倍，而盈利增长达20倍。

## 5.

### 由投机心理与大众参与交织形成的自我强化循环

每一轮资产泡沫都会吸引新的参与者，他们深信上涨的价格会构成自我实现的预言。荷兰工匠曾以相当于数年收入的价格竞购郁金香球茎，2005年，拉斯维加斯调酒师也投身不断买卖房产的热潮。近期新股上市表现也显示出市场更多的过热迹象。狂热情绪虽在积聚，但尚未达到需要我们高度警惕的程度。

综合现有迹象，我们认为构成市场泡沫的要素已现。不过在我看来，泡沫也许会在未来形成，但当前已处于泡沫爆破临界点的可能性还低。

**若暂且搁置人工智能泡沫的争议，投资者更应思考以下关键问题：**在这场技术变革中，衍生出来的价值最终会花落谁家？可惜的是，历史并没有给予明确的答案——究竟哪些公司最终能捕获技术变革的价值，至今未见恒常定律。

在某些案例中，例如英国铁路、光缆电缆和电信行业，先行者曾蒙受重大损失，最终却在资产价格崩盘后，看着新进者获取利益。然而，在信息技术转型中，IBM、微软、思科和亚马逊等行业先驱却能够优先夺取并稳守市场份额，同时其他跻身该领域的业者也能从蓬勃发展的生态系统中受益。美国电力公司虽然保住了市场份额，但监管政策最终削弱了投资者的回报。

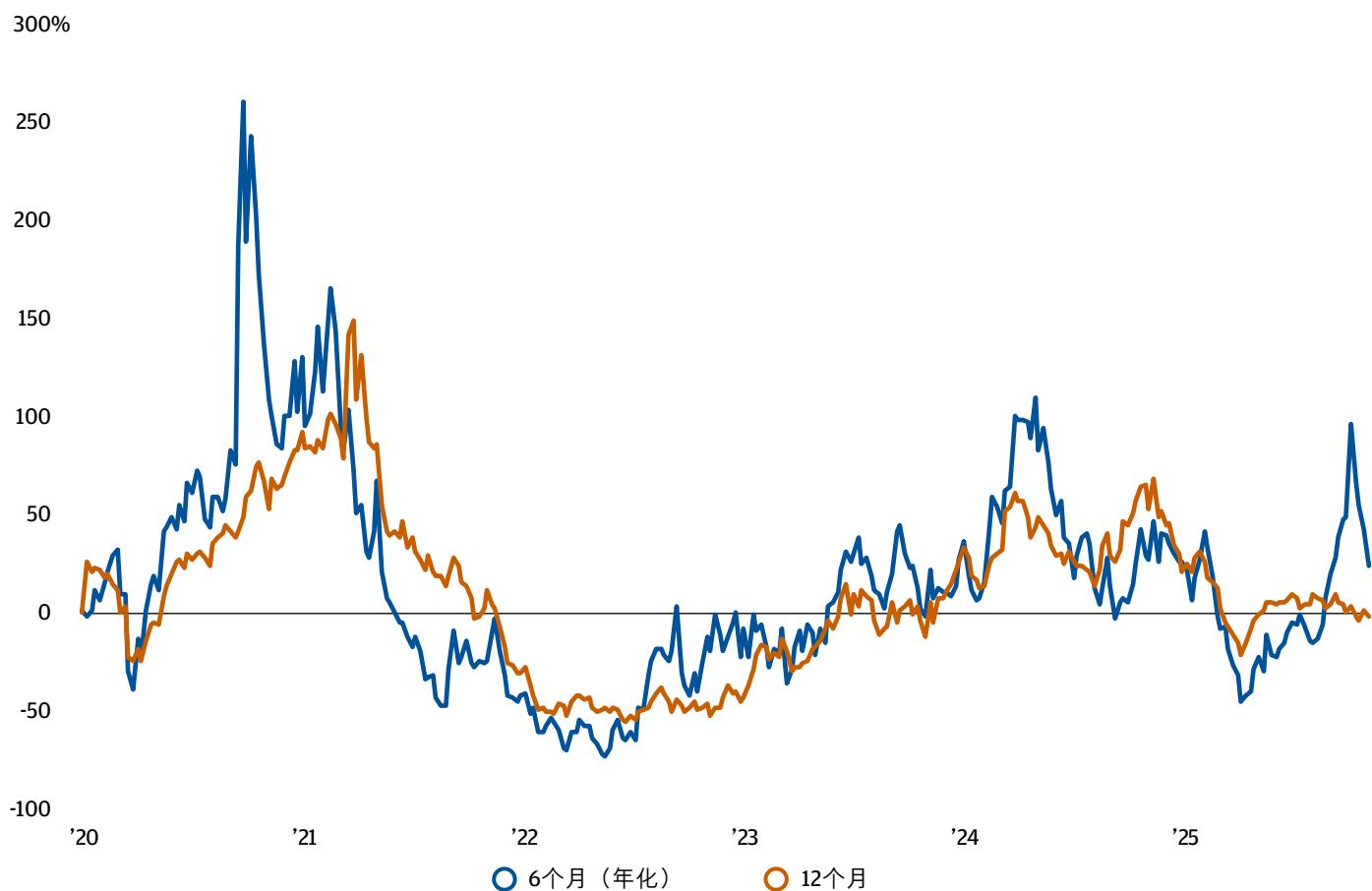
<sup>19</sup> Coattue。2025年10月。

<sup>20</sup> PitchBook。《风险投资估值和回报报告》。2025年8月11日。

我们认为，到2026年，人工智能将带来深远的变革，其影响将渗透整个经济领域。正如下一章节所讨论，人工智能对劳动力市场的影响可能尤为明显，而部分现有的“软件即服务”及其他科技公司或会更深刻感受到人工智能带来的“冲击”。不过，颠覆性变革同样孕育着巨大机遇。**对我们而言，最大的风险在于未能为这场技术变革做好投资布局。**

### 监察首次公开募股(IPO)市场，留意过热迹象

近期新股上市表现，%



资料来源：摩根大通、彭博财经。数据截至2025年10月31日。  
注：该组合由摩根大通投资银行每月调整，旨在捕捉近期美国IPO市场动态

# 人工智能与劳动力市场变革： 传统职位流失，新型职位诞生

人工智能技术将如何重整劳动力市场？这场变革才刚刚拉开序幕。仅在美国，约7,100万知识工作者（年薪约8.5万美元）便身处在这场价值约达6万亿美元的产业变革漩涡之中。根据估算，发达市场超过60%的职位可能面临人工智能技术带来的颠覆性冲击。<sup>21</sup>从其他角度来看，投资者之所以看重人工智能，正是看中它能重塑劳动力市场的潜力。

尽管有些悲观的预测认为失业率或会飙升至20%，但历史经验表明前景并不如此黯淡，更指出一条更趋乐观的路径。<sup>22</sup>重大技术革新很少引发持久的大规模失业，反而能通过降低关键要素成本、激发新的市场需求，并创造全新职位推动发展。

蒸汽技术的出现，导致纺织工和运河工人被取代，但纺织品产量和内陆贸易却激增，进而催生了采矿、铁路和城市服务业的就业新机。计算机自动化虽接管了文书工作，但低廉的信息处理成本促使信用卡与航空业务蓬勃发展，不仅造就出程序员、金融分析师等新职业，还推动了整体经济生产效率提升。农业机械化大幅削减了农耕就业机会，但粮食成本下降，加快推动了城市化进程。

根据麻省理工学院经济学家的研究，当今美国超过60%的职业在1940年并不存在。<sup>23</sup>技术革新是推动这一变革的主要力量。在历次技术变革中，整体需求总是持续扩大，经济体系不断创造前所未有的新型职位。

我们认为，人工智能在短期内对就业市场的“增强作用”将超越其“替代效应”。本质上，每个职位都是由不同任务所组成。部分任务将被人工智能自动化，而其他任务则可能获得效能提升。持乐观立场的人会认为，人工智能带来了生产效率提升，有望抵消发达市场人口增长放缓的影响。

然而，如要充分发挥人工智能效能，企业需要重构数据系统和基础设施，这将是一个渐进的过程。当前的研究表明，只有少量职位可能立即被自动化取缔。当然，在未来的一段时间内，人类仍将保留一些持久的优势——包括常识判断、因果推理、情商、重大决策力、自适应学习能力和内生驱动力等重要特质。

目前尚无显著证据表示人工智能已对劳动力市场产生实际影响。事实上，在那些最易受到人工智能冲击的行业中，失业率反而低于那些受累较小的行业。同时，无论是学术估算还是企业实例都显示，采用人工智能技术之公司的劳动生产力已提升约30%。<sup>24</sup>

**生产效率提升的早期成果固然令人鼓舞，但投资者仍需警惕人工智能拓展存在的局限性。**

<sup>21</sup> 国际货币基金组织。《人工智能将重塑全球经济。让我们确保其造福人类。》  
2024年1月14日。

<sup>22</sup> Axios。《幕后：白领大裁员》。2025年5月28日。

<sup>23</sup> 《经济学季刊》。《新前沿：新职位的起源和职责：1940-2018年》。2024年3月15日。

<sup>24</sup> 《高盛2025年第三季度人工智能采用追踪报告》。2025年9月8日。

# 人工智能拓展存在哪些潜在限制？

目前限制人工智能发展最紧迫的问题在于能源供应。在美国，企业若想在现有电网基础上增加发电容量，需要面临长达五年的建设积压期。约70%的区域电力市场已处于负荷紧张的状态，预计到2030年底，电力需求将增长662太瓦时。这一数字甚至超过德克萨斯州和加利福尼亚州每年的发电量总和。<sup>25</sup>

电力需求加速增长正受到基础设施老化所限制：全美70%的输电线路已运行超过25年。<sup>26</sup>随着各国政策制定者日益将人工智能视为国家安全的议题，电力投资也变得尤为关键。例如，中国近期动工的1,670亿美元水电项目，其规划的发电容量甚至超越波兰全国的电网承载极限。

数据中心需要稳定易取的电力供应，这使天然气成为关键的基荷电源。但制造一台能为数据中心供电的天然气涡轮机，从投产到交付约需五年的较长周期，而可再生能源项目最快只需一年，因此未来几年可再生能源也将协同助力数据中心的电力供应。

然而，工业领域对化石燃料的长期依赖，或将导致发达市场的碳排放超出先前预期，进而加剧全球气候暖化风险，引发更频繁的极端天气现象。这些态势正在大宗商品领域创造投资机遇，特别是与能源转型、发电及基础设施相关的关键矿物资源方面。

数据中心冷却所需的水资源正成为投资者不容忽视的关注焦点。这背后反映出一个更宏观的趋势：资源限制与人工智能衍生的相关问题或会制约数据中心的扩张步伐。例如，凤凰城近期修订区划条例，将数据中心单独归类，并要求开发商在获准建设及施工前必须先解决健康安全隐患。<sup>27</sup>亚马逊在图森市及谷歌在印第安纳波利斯的标志性项目，也因受到当地对水资源消耗及电价上涨的强烈反对而相继停摆。<sup>28</sup>

数据隐私仍是持续的挑战，而“智能”人工智能解决方案反而加剧了相关风险。随着人工智能模型不断进化，并逐渐融入物理世界（例如自动驾驶与机器人技术），监管机构必定会加强关注。关于资源稀缺性、数据隐私与安全的争论，将通过引导公众认知和政策走向，在创造与摧毁金融价值的过程中，重塑人工智能产业格局。

对投资者而言，我们深信着力构建坚实的利益群体关系和有效的治理体系，将有助降低投资组合的损失风险。

我们认为，人工智能在物理、社会及政治层面均面对着不同的约束，从而发挥着温和的调节作用，既能抑制投资者过度狂热的情绪，也为劳动力市场预留缓冲时间以便适应潜在的冲击。

<sup>25</sup> 美国能源信息署、高盛投资研究部。2025年6月。

<sup>26</sup> 白宫。《简报：拜登-哈里斯政府推进输电建设，提供可负担的清洁能源》。2022年11月18日。

<sup>27</sup> 凤凰城。《凤凰城更新分区规划，以保障数据中心快速增长期间的健康与安全》。2025年7月2日。

<sup>28</sup> 图森市。《蓝色项目——事实与信息》。2025年9月。Axios。《谷歌因反对声浪撤销数据中心项目》。2025年9月23日。

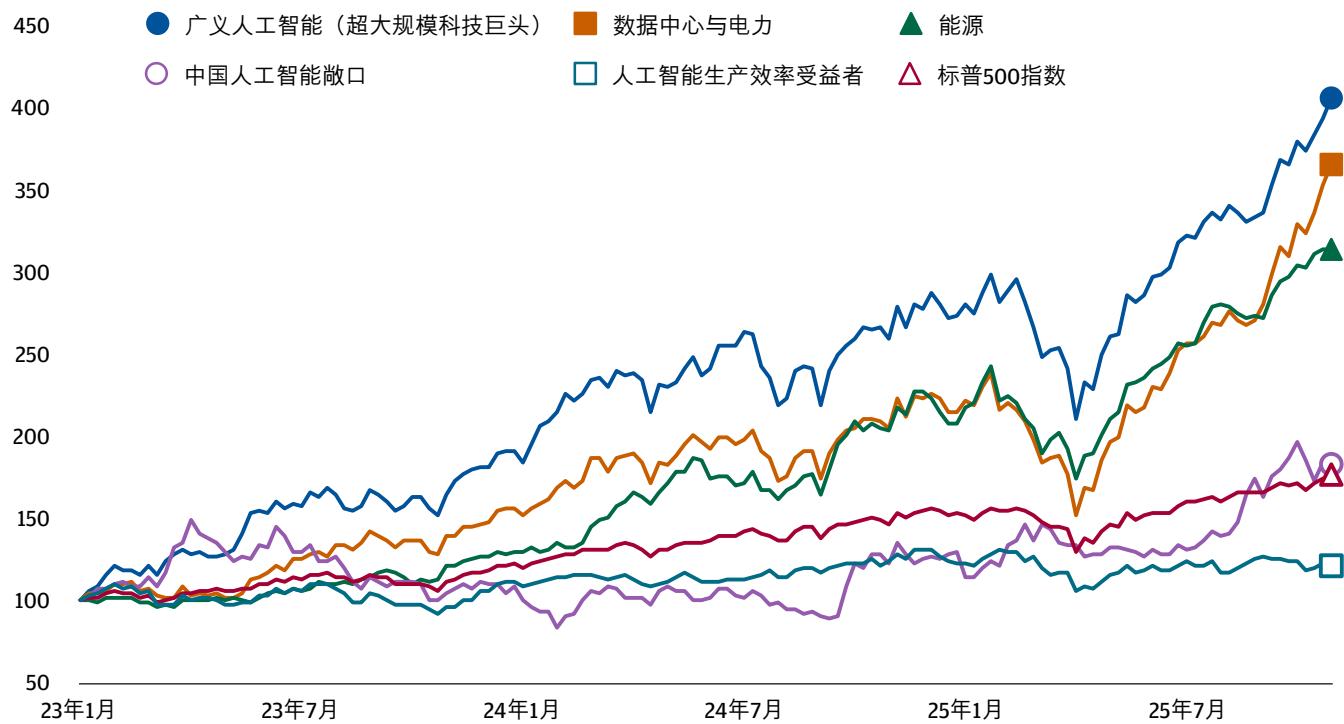
# 制定“四维策略” 捕捉价值

在评估人工智能领域是否可能引发泡沫风险的同时，我们正积极完善“四维策略”框架，以发掘人工智能领域的潜在投资价值。迄今为止，市场的最大受益者主要包括超大规模科技巨头、数据中心和电力基础设施公司，以及电力供应商。相比之下，那些有望因人工智能驱动的生产效率提升而利好的公司，表现明显逊于科技巨头。此外，美国和非美国科技板块之间的平衡已经发生转变。2025年，中国科技股飙升约34%，因为投资者意识到这类股票与美国竞争对手的差距远小于此前预期。

展望2026年及更远的未来，我们的战略将着力于驾驭这些变局，积极把握人工智能竞赛中的投资机遇，同时有效规避潜在风险。

## 谁在人工智能竞赛中占据上风——今天的落后者能否迎头赶上？

价格回报率，指数100 = 2023年1月



资料来源：彭博财经、摩根大通、高盛投资研究部。数据截至2025年10月31日。

过往表现并非未来业绩的保证。不可直接投资于指数。

1

## 聚焦大型龙头企业

我们策略仍以科技板块的龙头大型企业为首要重点。尽管市场怀疑超大规模云服务商能否从资本投入中获得可观回报，我们总体保持乐观态度。这部分是因为四大主要超大规模云服务商(微软、Meta、Alphabet和亚马逊)的盈利已实现约20%的年增长率。若考虑其增长潜力，当前的估值溢价显得合理。

这些企业也呈现出差异化特征：例如，分析师预计微软与谷歌在2025年自由现金流回落后，2026年水平将超越2024年。另一方面，分析师预计亚马逊和Meta不会恢复至2024年的自由现金流规模。甲骨文选择借款为其最新交易提供资金，表明该公司认为负自由现金流是为了进入人工智能竞争而值得付出的代价。

总体而言，大型科技股已从人工智能业务中创造约250亿美元的季度增量收入，并且我们相信这一数字正以200%的同比速度增长。若超大规模云服务商能持续提升云计算收入，投资者或将继续容忍其较低的自由现金流收益率。

我们预计，人工智能繁荣终将孕育新一代科技领导者(这几乎是所有创新周期的共同规律)。然而，我们认为当前市场领军者的地位在2026年依然稳固。事实上，大型企业将继续超越小型公司。美股前100的企业创造了总利润的四分之三，其投资资本回报率是其余大型企业的1.7倍，自由现金流利润率更高达1.8倍。<sup>29</sup>

2

## 发掘人工智能供应链中的机会

我们策略的第二部分重点关注人工智能技术的推动因素。这些企业为人工智能算力需求提供核心要素，包括电力、半导体、连接设备、冷却系统及大宗商品等。

正如我们此前论述，电力或许是最重要的且最稀缺的投入要素——特别是在推理模型成为主流的情况下。罗德岛大学的一项研究显示，GPT-5每次查询的能耗是GPT-4的2.5倍。<sup>30</sup>我们正在公开市场(如公用事业和电力设备制造商)与私募市场(例如专注电力领域的基础设施基金)中发掘有价值的投资机会。

与此同时，半导体市场仍然供不应求。英伟达Blackwell芯片预计在未来12个月内将持续售罄，全球供应链企业(包括超大规模云服务商、美光、SK海力士、三星和台积电)均在财报电话会议中强调产能限制。<sup>31</sup>虽然电力和半导体是最明显存在机遇的领域，我们在变压器、网络设备、光纤与海底电缆以及液体冷却系统等领域也观察到类似动态。在实体资源层面，稀土金属等资源开采，以及优质土地和水权的获取，同样可能带来可观回报。

<sup>29</sup> Empirical Research Partners.《超大规模云服务商：迈向超级空间跃迁？》。2025年8月11日。

<sup>30</sup> 罗德岛大学。《人工智能有多“饥渴”？》。2025年10月31日。

<sup>31</sup> Barron's.《英伟达股票在管理层表示Blackwell芯片未来12个月已售罄后上涨》。2024年10月10日。

3

## 识别能够合理应用企业级人工智能的公司

第三，我们密切关注能够成功利用人工智能实现收入和利润增长的企业。例如，微软与谷歌的云业务在2025年第二季度的增速比第一季度快了4个百分点。<sup>32</sup>近三分之二的美国股市市值来自人工智能应用程度排名前40%的企业。在欧洲与日本，这一比例更接近50%。<sup>33</sup>换而言之，目前的一批领先企业有望更快、更高效地将人工智能整合到现有工作流程与商业模式中，持续扩大当前优势。在这一方面，美国股市似乎相较其他发达市场更具优势。

相反，市场开始惩罚那些未能从人工智能强化产品中获得足够价值的传统软件即服务公司。过去一年，尽管整个软件指数上涨了17%，但其中有一半的股票出现下跌。这种分化凸显了优秀主动管理人在甄选人工智能软件赢家与输家方面能够提供的价值。

4

## 确保配置私募市场资产

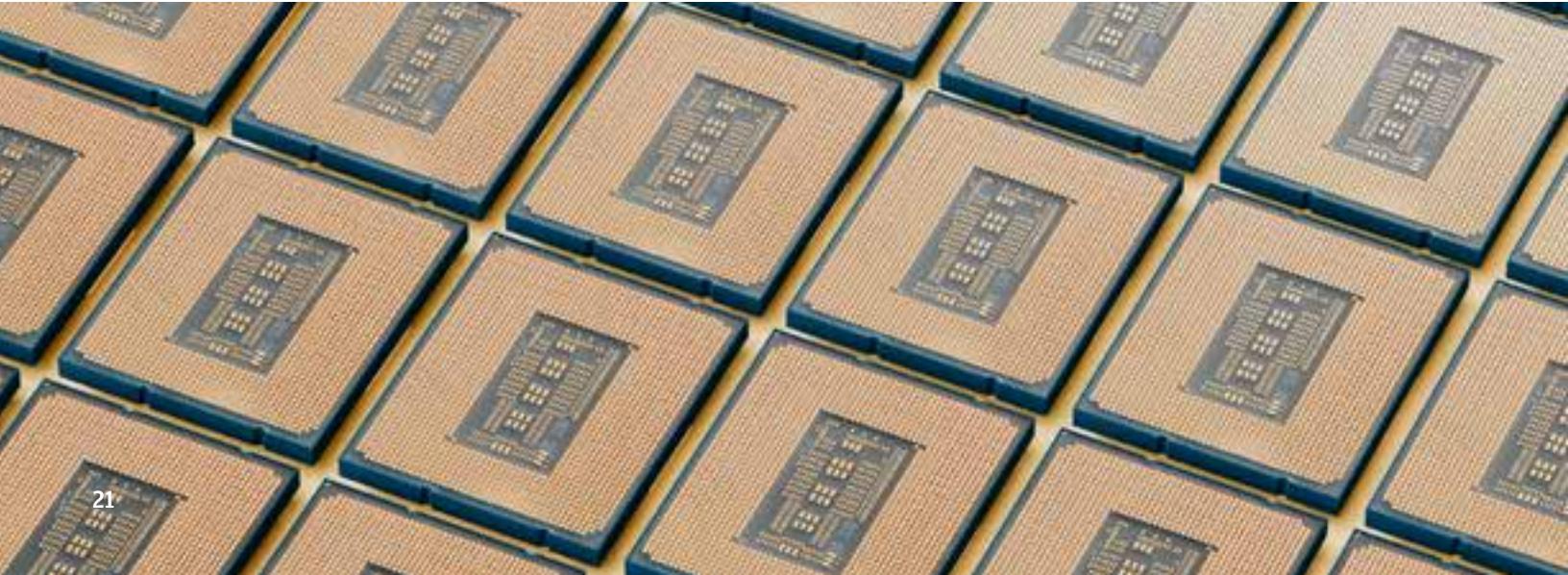
在“四维价值策略”中最后的关键部分，我们将关注点转向私募市场，充分挖掘人工智能领域的投资潜力。目前，排名前10的私募人工智能公司估值合计约1.5万亿美元。<sup>34</sup>若这些企业实现公开上市，其市值将占据标普500指数约3%的权重。<sup>35</sup>作为对比，美国全部上市小盘市场的总市值仅为3万亿美元。人工智能正沿着早期科技创新周期的相似轨迹发展——从基础设施走向平台，再延伸至应用程序——但获得价值的经济逻辑与时间节奏正在发生变化。而其中关键的一环，是公开市场与私募市场在资本形成与配置中扮演的新角色。

<sup>32</sup> Cloud Wars。《谷歌仍是全球最热门的云供应商：甲骨文正在崛起，微软激增》。2025年9月16日。

<sup>33</sup> Empirical Research Partners。《人工智能化下的美国例外论》。2025年5月。

<sup>34</sup> PitchBook。

<sup>35</sup> 截至2025年9月30日。



# 私募领域——风险投资与私募股权中的人工智能创新者

与过去的科技创新周期相比，私募市场可能会在人工智能浪潮中扮演截然不同的角色。

在以往的周期中，例如始于1990年代末期的互联网浪潮，公司在其早期阶段就进行了首次公开募股(IPO)。这使得公开市场投资者能够参与公司增长过程中最具吸引力的阶段。如今，这一格局已发生转变。在充裕的私募资本和多元化退出选项的支持下，企业选择在更长的时间内维持私有状态。当前科技企业IPO时的成立年限中位数约为14年，营收规模接近2.2亿美元。而在1990年代，科技企业IPO时的成立年限中位数仅为8年，按当前美元价值计算营收约4,400万美元。<sup>36</sup>

这一转变至关重要，因为人工智能价值创造的下一波浪潮仍处于初步阶段。它包括自主追求目标、采取行动并完成任务的智能体系统，垂直行业应用，人工智能赋能软件及其他初具雏形的创新概念。这些机遇需要战略资本支持长研发周期和规模化应用，因而特别适合风险投资和增长型股权投资等私募市场投资者。

公开市场投资者主要通过半导体和云计算企业，已经捕捉到了基础设施浪潮中的价值增长。而我们预计将创造最大价值的应用层和平台技术公司，可能直到2030年前都将保持私有状态。

以私募市场的“美股七雄”(OpenAI、SpaceX、字节跳动、Anthropic、Databricks、Reliance Retail和Stripe)为例，这些均在私募阶段实现了千亿美元估值。<sup>37</sup>按当前美元价值计算，“美股七雄”中仅Meta在上市时估值超过千亿美元。据媒体报道，投资者预计OpenAI在2030年将创造2,000亿美元营收，而其现金消耗预计在2028年达到约450亿美元的峰值。<sup>38</sup>

正如下文图表所示，我们对互联网和云技术周期中不同类型公司创造的价值进行了分析，并将其与迄今为止的人工智能周期进行了对比。我们发现，平台技术公司(例如谷歌和微软)和应用层公司(例如Facebook、Netflix和Uber)比实体或数字基础设施公司捕获了更多的价值。此外，与基础设施阶段相比，应用和技术阶段在私募市场中创造了更多的价值。

一些备受瞩目的私有企业(例如OpenAI)已经广为人知且资金充足。除了这些公司之外，我们还看到了许多的年轻私有企业在平台技术和应用领域展现出巨大潜力，我们认为这些企业将引领人工智能时代的发展浪潮。

尽管私募市场的前景广阔且极具吸引力，但与多元化的公开市场投资相比，它的风险更为突出，投资结果也更为分化。在私募市场的人工智能投资领域，管理人选择和进入机会尤其关键，而越来越多的人涉足这一领域。一个具有代表性的统计数据是：在过去12个月中，人工智能投资占风险投资总额的60%以上。<sup>39</sup>

<sup>36</sup> 佛罗里达大学。《首次公开募股：截至2024年IPO企业的成立年限中位数》。2025年6月3日。

<sup>37</sup> PitchBook。

<sup>38</sup> Data Center Dynamics。《报道称OpenAI计划在五年内花费1000亿美元用于备份云服务器》。2025年9月19日：The Information。《OpenAI称其业务将在2029年底前消耗1150亿美元》。2025年9月。

<sup>39</sup> PitchBook。《投资者投入人工智能初创公司的资金比以往任何炒作周期都多》。2025年9月29日。

在互联网／云周期中，价值在早期阶段更多流向公开市场；  
而私有企业在应用层发挥了更大的作用

估算的累计价值创造(万亿美元)，1995年至2020年

14万亿美元

12万亿美元

10万亿美元

8万亿美元

6万亿美元

4万亿美元

2万亿美元

0

阶段1：  
物理基础设施

阶段2：  
数字基础设施

阶段3：  
平台技术

阶段4：  
应用层面

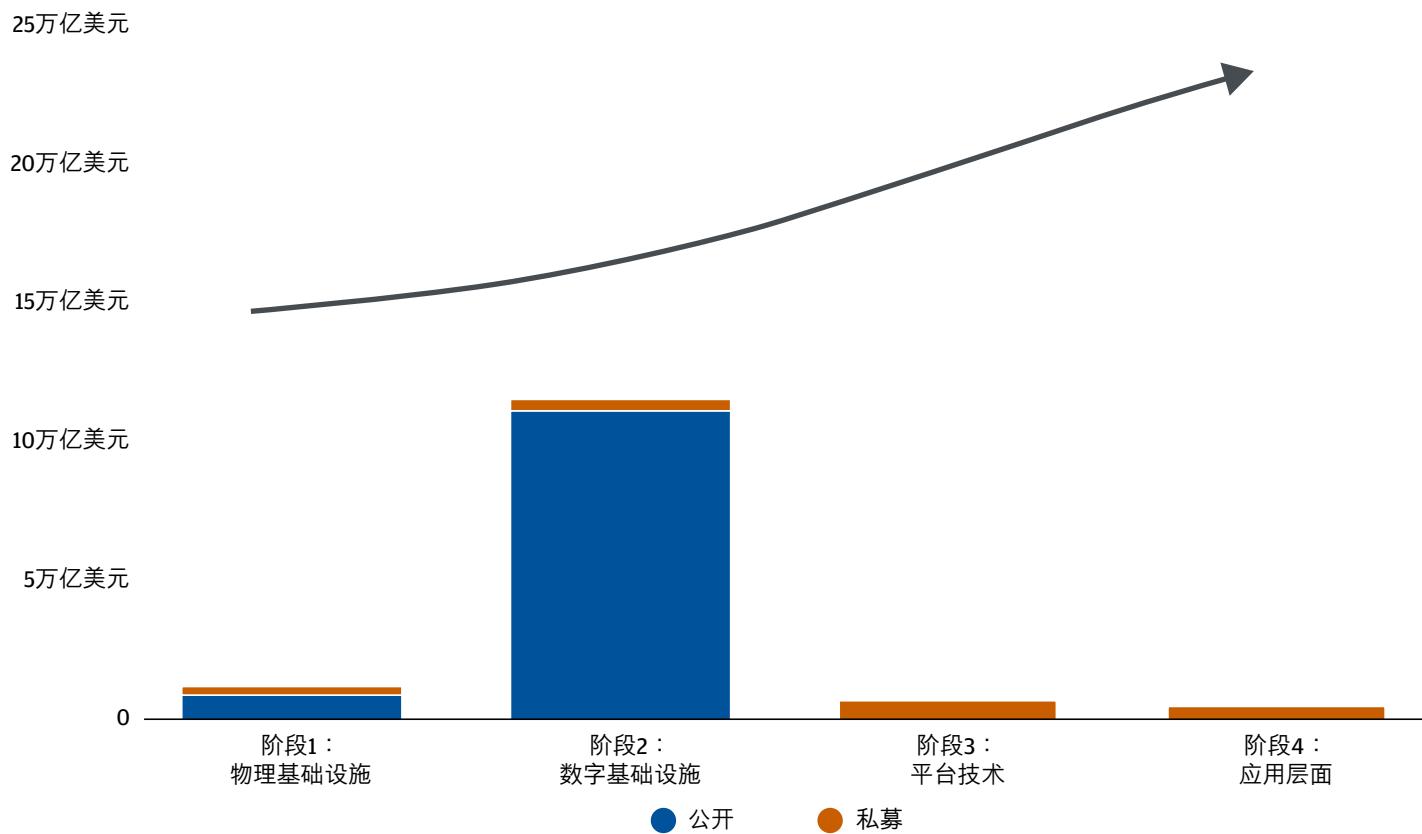
● 公开

● 私募

资料来源：摩根大通私人银行、彭博财经、公司报告。数据截至2025年9月。价值创造指公司层面所累积的价值。物理基础设施指基础性的物理资产(例如主要电信运营商)；数字基础设施指核心硬件／网络设备(例如半导体、服务器、路由器)；平台技术指赋能性的软件／服务(例如搜索、操作系统、云)；应用层面指面向终端用户的产品／服务(例如电商、社交媒体、流媒体)。基于互联网／云计算各发展阶段关键上市公司市值峰值估算的价值创造规模。上市公司与私募公司价值创造的划分比例，采用自上而下的估算方法：在可获得数据时，基于重点私募公司的估值测算其价值创造，并结合历史报告的综合预测得出。涵盖企业示例：物理基础设施(AT&T、Level 3 Communications)、数字基础设施(思科、朗讯科技)、平台技术(谷歌、甲骨文、微软)、应用层(苹果、Facebook、Netflix)。本图表旨在说明各阶段价值创造分布，并非穷尽列举。

在人工智能周期中，价值已主要累积到基础设施层的参与者，  
但我们认为正进入平台技术与应用阶段

估计累计创造价值，万亿美元



资料来源：摩根大通私人银行、彭博财经、公司报告。数据截至2025年9月。价值创造指公司层面所累积的价值。物理基础设施指基础性的物理资产(例如电力、数据中心)；数字基础设施指核心硬件(例如半导体)；平台技术指赋能性的软件／服务(例如大型语言模型、API)；应用指面向终端用户的产品／服务(例如人工智能协同工具、人工智能赋能的软件)。物理基础设施的数据基于自2022年11月ChatGPT推出以来，全球公用事业和主要数据中心REIT(房地产投资信托基金)市值的变化。数字基础设施的数据基于自2022年11月ChatGPT推出以来，全球半导体和主要超大规模云服务商(亚马逊、Meta、Alphabet、微软)市值的变化。公开／私募市场之间的划分是通过由私募公司价值创造信息所支持的自上而下的估算得出的(在数据可获得的情况下)。平台技术纳入了OpenAI、Anthropic和xAI等关键公司的最新报告估值。应用层纳入了字节跳动、Revolut、Databricks等关键公司的最新报告估值。本图表旨在说明各阶段价值创造分布，并非穷尽列举。

# 投资者启示

当前市场确实存在催生泡沫的因素，但至少就目前而言，我们认为人工智能相关投资的上涨是合理且具可持续性的。资本支出规模巨大，技术应用步伐正在加速。

我们持续在公开和私募市场的人工智能价值链各环节中积极寻找投资机会。主动管理对于规避即将被淘汰的商业模式至关重要。在私人银行管理的投资组合中，信息技术行业近年来持续保持超配状态。目前我们的行业布局在全球进行配置分散风险，并持续在半导体、超大规模云服务商品和人工智能受益领域发现具有前景的投资机会。

我们亦深知，技术转型并非一路坦途。预计客户服务和编程等易受影响领域的劳动力市场将面临严峻挑战，现有商业模式将受到新参与者的冲击。了解投资组合当前的科技风险敞口同样至关重要：科技及科技相关行业现已占据标普500指数总市值的接近半数。投资组合再平衡或许势在必行。



人工智能已为投资者带来可观回报，但现在我们必须警惕市场泡沫的积聚及其可能引发的后果。我们的目标是在积极把握人工智能革命的上行潜力，同时审慎管理过度乐观情绪带来的风险。

## 第2部分

关注全球分化趋势，  
取代全球化思维



全球市场分化，作为推动当今市场的第二股强大力量，正在颠覆一个以三大相互关联支柱为特征的时代：一是规范全球金融的布雷顿森林体系后的美元体系；二是冷战结束带来的和平红利，使安全风险和国防支出长期维持在低位(“反恐战争”除外)；三是以成本优化为导向、而非各经济体韧性为目标的全球化供应链。



全球市场分化对贸易、安全和货币都带来了深远影响。这对市场机制来说是一次重大转变，评估其潜在影响对投资者至关重要。

取代全球化与和平红利的，是当今投资者面临的欧洲战事、关税壁垒、技术管制和集团阵营的形成。随着这些阵营的分裂与重组，货币和储备多元化将成为关注焦点。我们注意到，尽管美元仍是主导性储备货币（我们认为在可预见的未来美元也将保持这一地位），但随着投资者分散货币风险敞口，美元持有比例很可能继续小幅下降。

美元可能更频繁面临来自战略性对手、替代支付方式和市场参与者以其他货币结算大宗商品贸易的挑战。投资者应关注贸易（包括供应链）、安全和能源交汇领域蕴藏的投资机会。



## 贸易： 从成本最低的原产地转为注重 原产地规则的转变

我们首先聚焦贸易领域。1970年至2009年间，全球贸易占GDP比重从20%增长两倍至60%，外国直接投资亦大幅增加。这对全球市场和经济产生了深远影响：通胀走低、企业利润率扩大以及发达市场制造业岗位流失。然而自2009年以来，全球贸易占GDP比重一直停滞不前。如今，特朗普政府实施了近百年来最为严苛的关税税率。

关税目前影响了美国近70%按价值计算的商品进口，<sup>40</sup>有效关税率正接近15%-20%。<sup>41</sup>我们认为关税（无论以何种形式）将会长期存在，即使美国最高法院裁定依据《国际紧急经济权力法》征收的关税违宪。

<sup>40</sup> 税务基金会。《特朗普关税：追踪特朗普贸易战争的经济影响》。

2025年10月27日。

<sup>41</sup> 耶鲁预算实验室。《美国关税：2025年10月30日》。

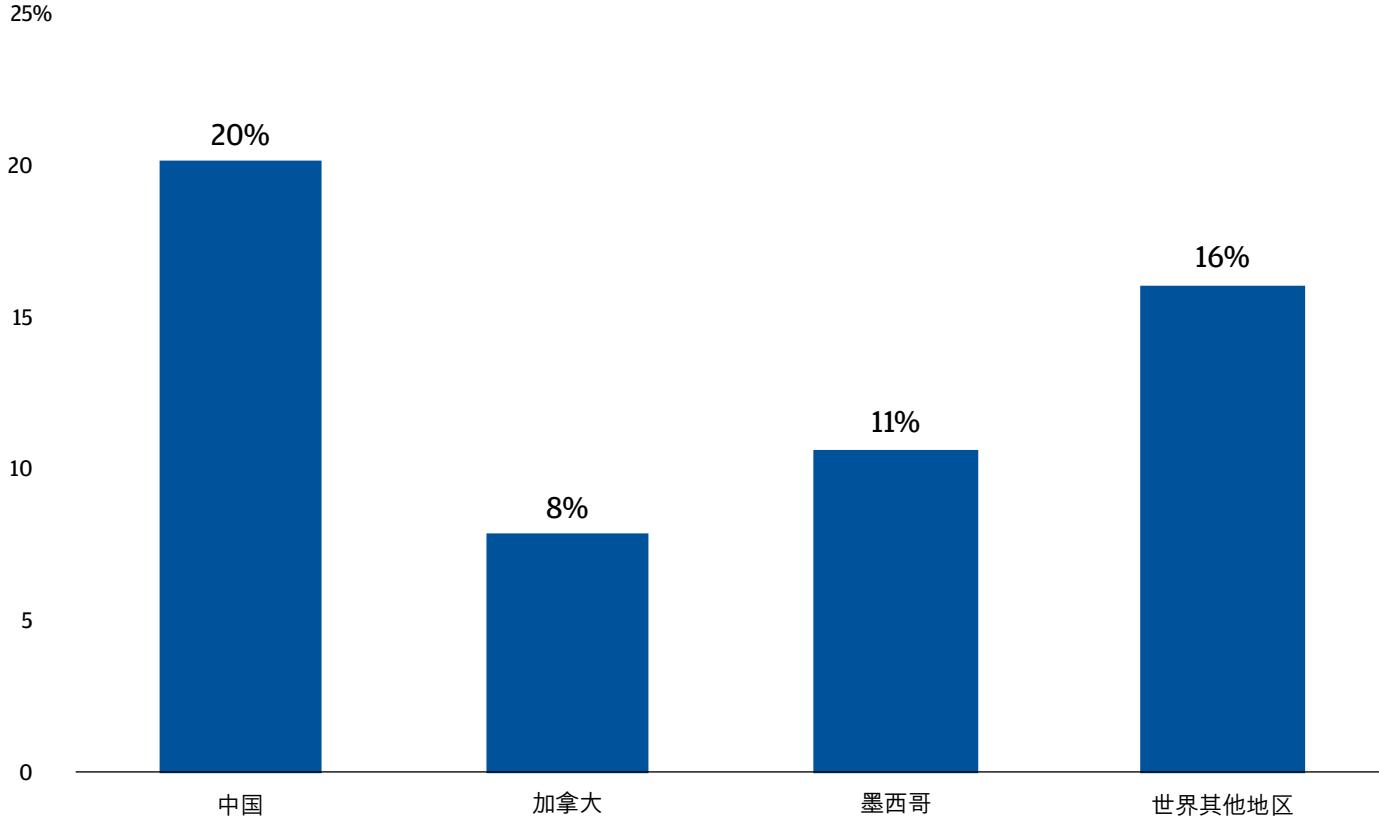
关税对经济和市场的影响，或许比投资者4月份担忧的更为可控。通胀整体保持在合理区间，而消费者支出和企业盈利已展现出较强韧性。但在许多方面，关税及其引发的跨境交易更加强化或加速了贸易环境中原本已经发生的变化。中美两国持续“脱钩”，企业也在进一步重组供应链，将安全性置于效率之上。

中美脱钩实际上始于2018年特朗普总统的首个任期。美国从中国进口商品的份额已从2017年的22%暴跌至如今的仅12%，尽管转运贸易可能低估了实际源自中国的商品比例。同样，中国持有的美国国债份额也从2010年高峰时期的14%降至如今的约6%。仅在今年，对中国进口商品的实际关税率就上升了20%。

随着美国贸易政策日趋明朗，北美贸易走廊正重新受到关注。对墨西哥和加拿大商品征收的实际关税率涨幅远低于其他国家，尤其是中国。

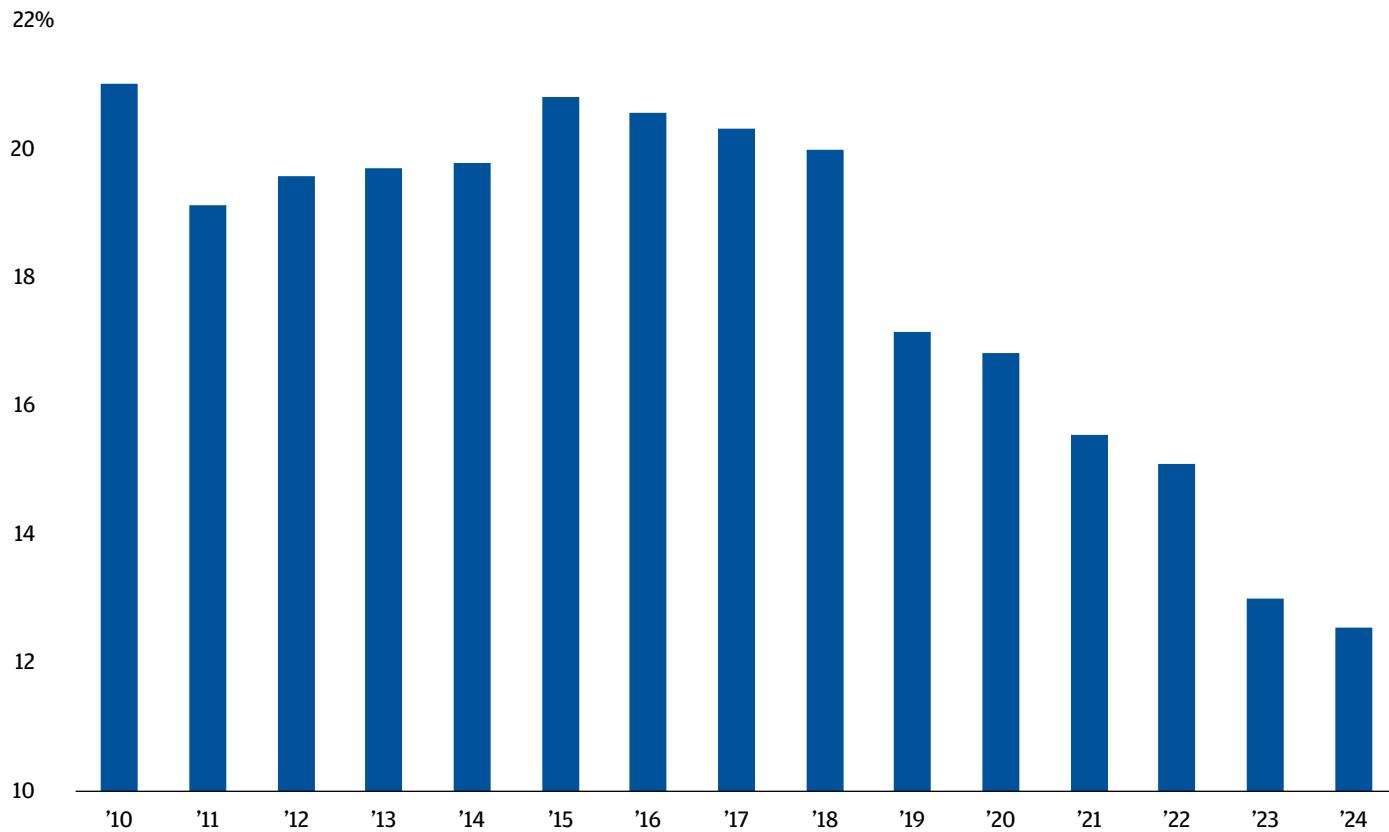
### 白宫似乎正着手打造一个北美贸易集团

2025年有效关税税率变动(%)



资料来源：耶鲁预算实验室分析。数据截至2025年10月30日。

中美两国自2018年以来持续“脱钩”  
美国从中国进口的商品占中国出口总额的百分比



资料来源：国际货币基金组织、Haver Analytics。数据截至2024年12月31日。

目前，符合2018年《美墨加协定》的商品可享受关税豁免（尽管目前尚不清楚这一豁免是否会受到近期拟加征10%关税的加拿大出口政策影响）。特朗普政府正利用其他关税威胁作为谈判筹码，鼓励墨西哥和加拿大堵截转运漏洞。事实上，墨西哥近期已表示将对中国汽车征收50%的关税。加拿大已对中国电动汽车征收100%的附加税，并对中国钢铁和铝征收25%的附加税。随着2026年《美墨加协定》审查程序转变为全面重新谈判，关键材料原产地规则更加严格等变化将有助于将电池等关键产业纳入美墨加贸易圈。

位于德克萨斯州与墨西哥边境的拉雷多港是美国最繁忙的港口，2024年处理的贸易额高达3,400亿美元，<sup>42</sup>预计这一数字还将持续增长。尽管特朗普政府时而对墨西哥和加拿大的言辞较为强硬，我们预计美国仍将优先维护与这两国的贸易关系，并寻求与这两个贸易伙伴达成共识。为此，加拿大已于8月宣布取消对美国进口商品的多项报复性关税。加拿大有望会凭借其能源和自然资源优势，与美国达成更具互利性的贸易协议。墨西哥则因其成本竞争力和毗邻美国市场的优势，或能成为外国投资的首选目的地。

<sup>42</sup> 拉雷多港。《跟踪贸易，推动增长》。2024年12月31日。



在美国与欧洲和日本的贸易谈判中，我们预期双方将在互利领域加强合作，在战略优先领域展开竞争。例如，美国、荷兰和日本正携手限制向中国出口先进芯片制造设备，同时美国继续成为欧洲和日本液化天然气的关键供应国。

另一方面，美国对欧洲和日本的进口商品普遍征收百分之十几的基础关税，并对关键的汽车行业征收15%的关税。预计半导体、电池和汽车领域贸易争论的将以竞争为主。正如前欧洲央行行长马里奥·德拉吉在一篇备受关注的竞争力相关报告中所述，欧美之间的能源价格差距一直是欧洲经济的主要短板，美国在贸易谈判中也以此作为重要筹码。

特朗普政府希望通过关税鼓励美国关键商品的本土化生产。在此背景下，政府威胁对半导体征收100%的关税，除非相关企业承诺在美国建立或扩建制造设施（例如台积电在亚利桑那州和三星在德克萨斯州的投资）。与此同时，松下（在堪萨斯州）、日立（在弗吉尼亚州）和西门子（在北卡罗来纳州）等公司正在扩大其在美国的电池和电网设备的生产规模。

近期一项引人注目的交易凸显了美国减少对跨境半导体供应链依赖的努力：今年8月，美国政府收购了陷入困境的美国半导体制造商英特尔10%的股权。英伟达随后也决定入股英特尔，进一步强调了本土晶圆厂的重要性。然而，重振美国制造业目前仍是一个理想化的目标。最近几个季度制造业产出疲软，过去四个月制造业就业岗位也在不断减少。

随着企业和国家愈发重视供应链的安全性和可靠性，而非效率和成本，我们预计将在北美境内看到更多关于半导体、汽车、电气设备和国防制造业回流或近岸生产的消息。政府战略性持股重要产业的可能性也较大，如果美国以外的国家宣布更多旨在平衡与中国制造商竞争环境的关税，我们也不会感到意外。

这种贸易政策的转变很可能会抬高通胀的底部，因为商品现在因可靠性和安全性产生溢价。换而言之，曾经看似低效的权衡，如今已成深思熟虑的政策选择：效率已让位于韧性。

# 中国： 外部影响与 内部创新



我们将视线转向中国。作为全球第二大经济体，中国在许多全球贸易政策变革中处于核心地位。

中国政府正加大力度积极提升其地缘政治和经济影响力。中国政府加强了与俄罗斯和朝鲜的外交与军事合作，并日益重视与长期竞争对手印度重建经济关系（该国目前仍深陷于美国意外加征高额关税所带来的冲击中）。

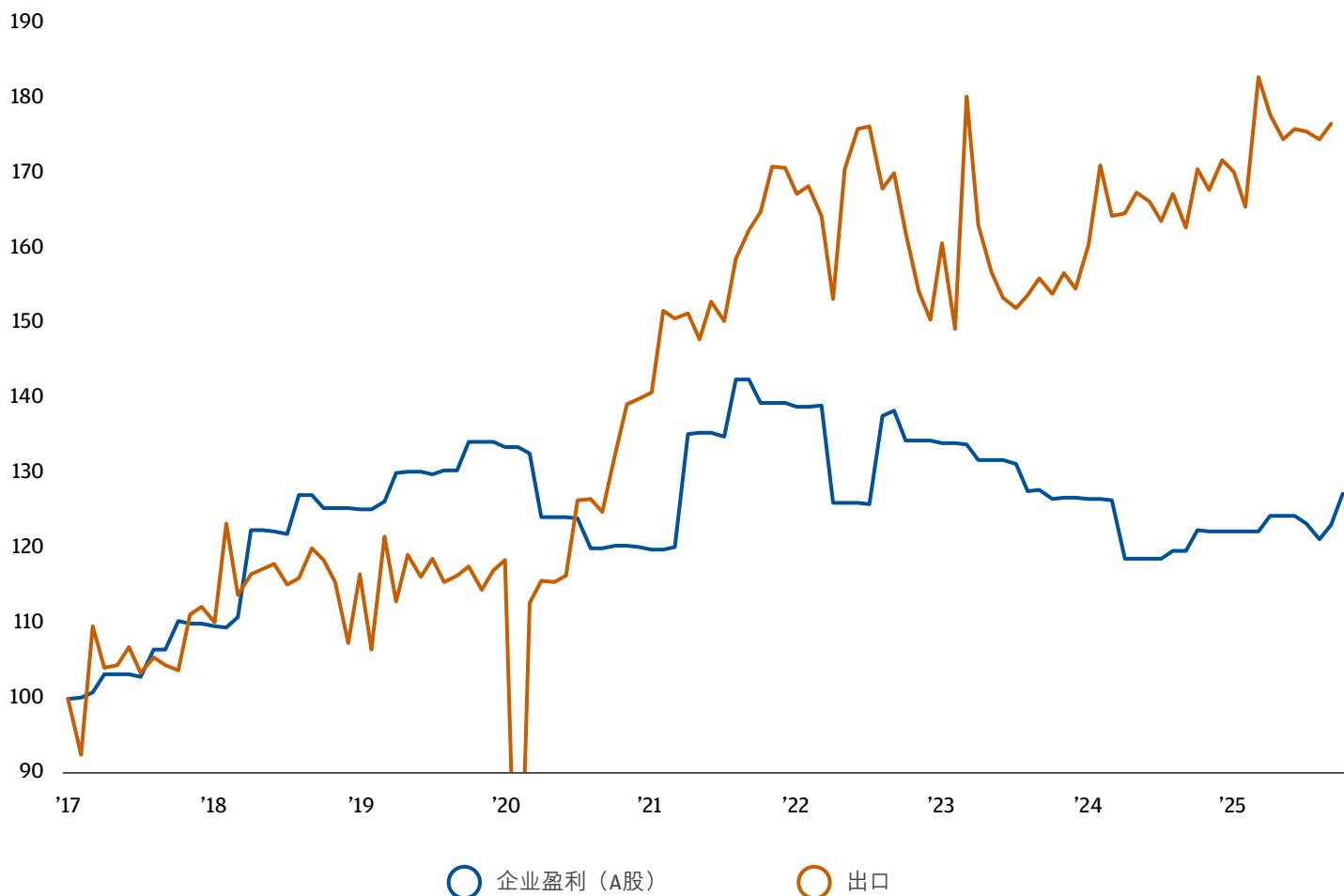
中国似乎有意影响可能形成的“全球南方”贸易集团，该集团将明确排除美国和欧洲。中国的资金、零部件和经济影响力已渗透至秘鲁的港口、埃塞俄比亚的铁路和刚果民主共和国的钴矿。2025年，埃及、伊朗、埃塞俄比亚、阿拉伯联合酋长国和印度尼西亚加入“金砖国家”之列，形成了拥有11个成员的新兴经济体集团。随着中国不断扩大全球影响力，流入中国的外国直接投资数十年来首次出现负增长。

虽然现在评估全球市场分化这一大趋势的长期影响为时过早，但我们已经可以识别出一些早期的受益者和受损者。

全球贸易的发展态势或许能提供一些指引。尽管对美出口下降，中国的贸易顺差却已飙升至历史最高水平。这一趋势凸显中国继续依赖出口过剩制造业产能来弥补国内市场的增长乏力。东南亚在2023年取代美国和欧洲成为中国最大的出口市场。<sup>43</sup> 尽管如此，企业盈利并未随出口增长而同步提升。

### 中国出口优势未能转化为企业盈利增长

指数(100=2017年1月)



资料来源：岑博智(Michael Cembalest)、摩根大通资产及财富管理部、中国海关总署、Haver Analytics、彭博财经。数据截至2025年10月31日。

虽然传统观点认为，贸易转向有望通过外国直接投资、就业增长和技术转移惠及东南亚经济体，但现实情况更为复杂。过去三年间，针对中国的反倾销贸易案件已超过300起，较十年前增长三倍。<sup>44</sup>倾销行为，即生产商以人为压低的价格向海外市场出口商品，会对当地生产商造成压力并推高失业率——这一过程已困扰美国制造业数十年。

尽管外国直接投资普遍受到欢迎，但如果大部分劳动力和资本投入仍源自中国，则对当地经济的影响有限。这种情况既限制了对本国生产要素的需求，也限制了技术外溢效应。

从投资者视角来看，核心启示在于：中国转向美国以外的贸易伙伴，这一趋势或许并非对所有新兴市场都是利好信号。我们更倾向于关注那些存在独立长期驱动力、盈利增长前景强劲的国家股市。我们认为印度股市在国内消费复苏背景以及货币和财政政策支持下极具吸引力。台湾地区则可能受益于周期性半导体需求前景的回暖及人工智能领域的长期需求。

我们正在亚洲公开与私募市场中寻找投资机会。私募市场尤其值得关注，因为在过去十年间其表现始终优于公开市场基准，并且能提供在印度和日本市场的差异化投资机会。

就中国自身而言，科技板块的地位举足轻重。美国出口限制加快了中国本土技术能力的提升，尽管在高端半导体自给方面仍存在一定差距。然而，创新型企业正通过高效人工智能模型、广受欢迎的消费平台及电动汽车硬件领域的领先优势，实现强劲的回报，并为未来增长奠定了基础。中国政策制定者近期决定禁止英伟达符合出口规定的芯片进入中国，这一举措或可解读为国内芯片已达到“足够好”的水平，即便能耗更高，但能够支持训练和推理与美国竞争对手相当的大型语言模型。

事实上，中国科技指数过去一年表现超越美国科技基准纳斯达克100指数约五个百分点。尽管近期表现强劲，但中国股市过去五年处于盈亏勉强平衡状态，其GDP增长仅部分转化为企业盈利。即便如此，投资者将在未来面对不断变化的机会。

自2024年起，中国数字经济创造的收入已超过房地产与建筑行业的总和，我们预计这一影响力将持续扩大。国内传统经济部门仍受困于需求疲软、房地产与建筑业低迷以及通缩压力。当前的中国投资逻辑——聚焦效率、创新与全球竞争力——或许范围相对集中，但潜力深厚。中国股市的“赢家”正静待投资者慧眼识珠。

<sup>43</sup> 亚洲协会政策研究院。《东盟夹在中国出口激增和全球“去风险”之间》。2025年2月17日。

<sup>44</sup> 世界贸易组织。2024年。

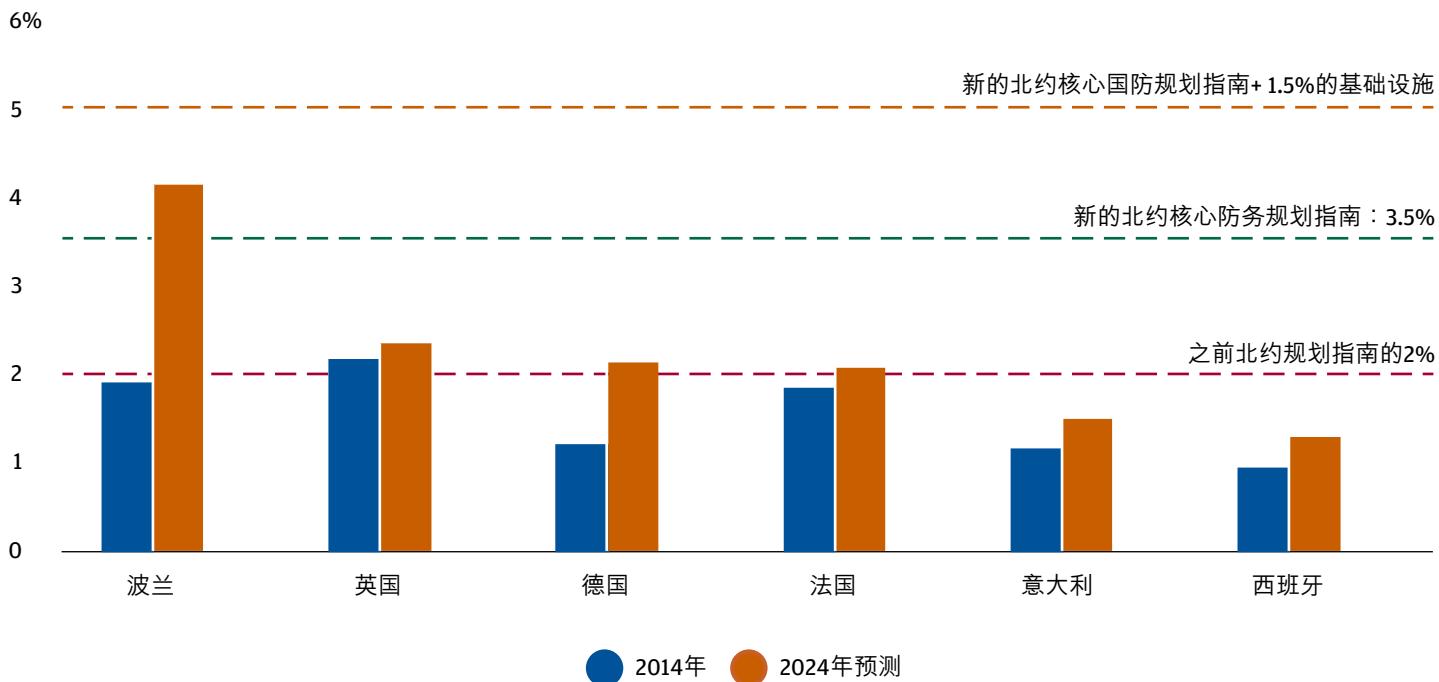


# 欧洲国防： 从和平红利转向冲突 相关资本支出

苏联解体后，发达国家得以享受到被广泛称为“和平红利”的发展窗口。从1992年到2022年，欧洲的坦克(-77%)、战斗机(-57%)、军舰(-39%)和潜艇(-47%)产量急剧下降。<sup>45</sup>互联网和全球定位系统(GPS)等技术也从军事用途转向商业应用。中东欧地区吸引了大量外国直接投资，全球供应链与资本市场深度融合。

然而，进入1920年代，俄乌冲突重新定义了时代基调，建立以传统国防、网络安全、自然资源和能源供应为核心的持久安全体系显得尤为紧迫。

欧洲国防开支正见回升，此前多年未达北约既定目标  
国防开支占GDP的百分比



资料来源：北约。数据截至2024年6月和2025年6月。

欧洲政策正在全面转向。其中，德国的变化最为显著。德国政府宣布了大规模财政刺激计划，与其战后的一贯做法形成鲜明对比。北约将国防支出目标提升至约占成员国GDP的3.5%，并额外预留约GDP的1.5%用于国防相关基础设施建设。白宫方面则申请了1万亿美元的2026年国防预算，这表明重整军备的趋势并不仅限于欧洲。

欧洲正积极推动本土化生产和重建工业基础。《欧洲国防工业战略》目标在2030年，实现50%的采购来自欧洲国防技术与工业基础，并2035年将这一数字提升至60%。<sup>46</sup>制造商已在扩大产能。莱茵金属在德国新建了弹药厂，并开始在立陶宛筹建另一座工厂。莱昂纳多公司与拜卡公司成立了合资企业，聚焦先进无人武器系统。

这些举措已推高投资者预期：一篮子欧洲国防公司从2019年至2024年的复合年均盈利增长率(CAGR)约为7%。<sup>47</sup>华尔街预计到2030年这一增速将接近20%。

欧洲工业企业也正受益于数字化进程和人工智能应用迅速推广，尤其是在数据中心投资加速的背景下。这波增长浪潮持续推动着资本货物、电气设备及能源解决方案的需求增长，而这些领域正是欧洲龙头企业优势所在。

如前文所述，德国在欧洲市场中尤为突出。德国的大规模基础设施支出计划预计将对该国乃至更广泛地区产生刺激作用。尽管实施进展较为缓慢，但这些措施最终应能支持德国增长和企业盈利，回报有耐心的投资者。

此外，欧洲私募市场蕴含着巨大的投资机遇，却常被全球投资者忽视。在欧洲，营收超一亿欧元的公司中有高达97%为非上市企业<sup>48</sup>，而在美国这一比例为87%<sup>49</sup>，由此可见私营企业在该地区的主导地位。高度分化的行业格局为并购整合提供了成熟条件。

但私募股权往往主要关注科技和电信这两个板块，二者在公开市场股指中的占比仅约10%。

值得注意的是，欧洲私募股权投资策略的回报率已与美国同业持平，并且相较于本地公开市场创造了更多超额收益，展现出更具吸引力的风险回报特征。

此外，当前欧洲房地产估值较峰值低约20%-40%，<sup>50</sup>为投资者提供了折价入场点，并有望在复苏过程中进一步上涨。该地区的物流行业同样拥有显著的增长潜力。电子商务的渗透率远低于美国，这意味着该领域仍有巨大的扩张与创新空间。



<sup>45</sup> 摩根大通企业和投资银行业务；麦肯锡公司：1992年／2022年军事平衡。2022年12月。

<sup>46</sup> 欧洲议会研究服务处。《欧洲国防工业战略》。2024年。

<sup>47</sup> 摩根大通企业和投资银行业务。2025年。

<sup>48</sup> 阿波罗学院。《欧洲私营公司增多》。2024年4月28日。

<sup>49</sup> 阿波罗学院。《美国私营公司增多》。2024年4月20日。

<sup>50</sup> KKR。《欧洲房地产的光明前景》。2024年5月。



## 南美： 掌控世界所需资源

在全球分化与资源竞争激烈的环境下，南美洲正扮演着举足轻重的角色。全球经济发展(尤其是当前的人工智能革命)不可或缺的关键原材料，大多蕴藏在这片大陆。

随着全球供应链不断多元化，安全问题逐渐成为贸易关系的核心，南美洲在与美国和中国同时开展贸易时面临诸多挑战。多数南美国家在对美贸易存在逆差，而中国则是它们多地的主要贸易伙伴。过去二十年间，中国投资在南美地区稳步增长并超越源于美国的外国直接投资，同时持续十年的左派政府执政浪潮使南美洲在意识形态上向中国靠拢，与美国渐行渐远。

抛开意识形态分歧，南美洲拥有全球经济发展所需的关键资源。该地区占全球铜产量的40%和全球储量的38%。仅智利一国的铜产量就占全球的27%。<sup>51</sup>秘鲁拥有世界最大的白银储量，而墨西哥是最大的白银生产国。在锂资源方面，智利和阿根廷在全球经济可开采储量上分别位居第一和第三。<sup>52</sup>

阿根廷的瓦卡穆尔塔地层正重新引起全球领先能源公司的兴趣，特别是在美国寻求能源供应链多元化之际。

委内瑞拉拥有全球最大的已探明石油储量。<sup>53</sup>巴西的储量虽较少，但它是拉丁美洲主要的石油生产国，<sup>54</sup>也是全球第二大铁矿石生产国和出口国。<sup>55</sup>巴西还是大豆、咖啡、糖和牛肉等农产品，以及铝、镍和锰等关键矿产的重要出口国。<sup>56</sup>

由于人工智能革命加速对电力和半导体的需求，关键矿产的需求也随之提升，而各国政府对长期粮食安全的关注不断增强，南美洲丰富的资源显得尤为重要。

<sup>51</sup> 国际能源署。《拉丁美洲在清洁能源转型关键矿物方面的机遇》。2023年4月7日。

<sup>52</sup> 美国内政部。《2025年矿物商品摘要》。2025年3月。

<sup>53</sup> 美国能源信息署。《国家分析简报：委内瑞拉》。

<sup>54</sup> 美国能源信息署。《哪些国家是石油的主要生产国和消费国？》。2023年。

<sup>55</sup> 美国地质调查局。《2022年矿物商品摘要》。

<sup>56</sup> 美国农业部。《巴西》。2025年1月7日。

南美洲的大宗商品、能源和农产品产出对中美两国都至关重要：

- ◆ 锂、铜和银生产商将从全球电动化浪潮及人工智能驱动的半导体需求中获益。近期中美企业在阿根廷锂矿领域的投资正是争夺供应链保障的体现。
- ◆ 随着近岸外包加速，对现代化港口、铁路和高速公路的需求激增。巴拿马运河的扩建和巴西北部港口的升级正在打通美洲与亚洲间的新贸易通道。物流和港口基础设施投资正在释放新的出口能力，例如中国在秘鲁投资35亿美元建设钱凯港。
- ◆ 巴西在水电和风电领域的领先地位，加上智利的太阳能潜力，使该地区成为绿色基础设施投资的热点。2024年巴西风电装机容量突破30吉瓦，<sup>57</sup>智利2023年初级能源中有9.4%来自太阳能，占比居全球首位。<sup>58</sup>

随着南美政治格局演变及其资源重要性不断提升，该地区为投资与合作提供了新途径。对于准备应对当前割裂世界秩序复杂性的全球投资者而言，还需认识到拉丁美洲股票目前正以10倍远期市盈率交易，这一估值在其自身历史分位数中仅处于第30个百分位。相比之下，发达市场和亚洲新兴市场的股票估值均处于历史高位(第90个百分位)。

南美洲可望成为地缘政治风险的有效对冲工具，亦或能凭借低于全球多数股市的估值，为投资者带来长期经济增长的机遇。

---

<sup>57</sup> 国际贸易管理局。《巴西国家商业指南：发电、输电和配电基础设施》。2025年8月21日。

<sup>58</sup> Our World in Data。《数据洞察》。2024年9月13日。

# 能源： 人工智能革命的制约因素

能源政策既是国家安全的核心要素，也关乎全球人工智能发展。

俄乌冲突爆发后，欧洲迅速调整战略，摆脱对俄罗斯天然气的长期依赖，转向大幅增加液化天然气进口。欧盟承诺到2028年购买约7,500亿美元的美国能源，<sup>59</sup>并似乎正朝着全面禁止俄罗斯供应的方向推进。日本将更多地进口美国天然气，以替代对俄罗斯的依赖。

欧洲政策制定者将安全置于成本之上：液化天然气价格远高于俄罗斯天然气。投资者需关注这一转变带来的连锁反应。自2022年初以来，欧洲已提议、重启或加速推进30个液化天然气终端项目，<sup>60</sup>而欧洲家庭电费账单较2021年1月上涨了36%。相对于其他经济体系，中美两国在电力成本有明显的优势。

为增强韧性，欧洲还在保护脆弱的电网互联系统（如波罗的海国家从俄白电网切换到欧盟大陆欧洲网络）。全球能源流动始终面临重要枢纽的风险。霍尔木兹海峡作为全球五分之一石油<sup>61</sup>和液化天然气<sup>62</sup>的运输通道，是众所周知的风险区。

中东和北美国家在增强全球能源供应方面处于有利位置。海湾合作委员会（包括巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特和阿联酋）除了拥有丰富的石油和天然气资源，还可将区域能源电网扩展为电力高速公路，以满足欧洲的需求。目前，许多欧洲和亚洲国家完全依赖进口天然气。



其他地区，老挝向泰国、马来西亚和新加坡出口水电，巴西也经常向阿根廷出售多余的水电。

这些已不仅是能源项目，更是分化的全球秩序中的安全资产。

科技行业对电力的巨大需求带来了新的地缘政治挑战。人工智能技术因其数据中心对电力的固有需求，在传统国防和网络安全领域愈发重要。我们在广泛的基础设施、运输资产、发电、网络安全和关键矿物加工等细分领域看到了投资潜力。此外，石油和天然气私募股权、黄金及能源大宗商品可作为对冲地缘政治风险的有效工具。

<sup>59</sup> 欧盟委员会。《关于建立美利坚合众国与欧洲联盟互惠、公平和平衡贸易框架协议的联合声明》。2025年8月21日。

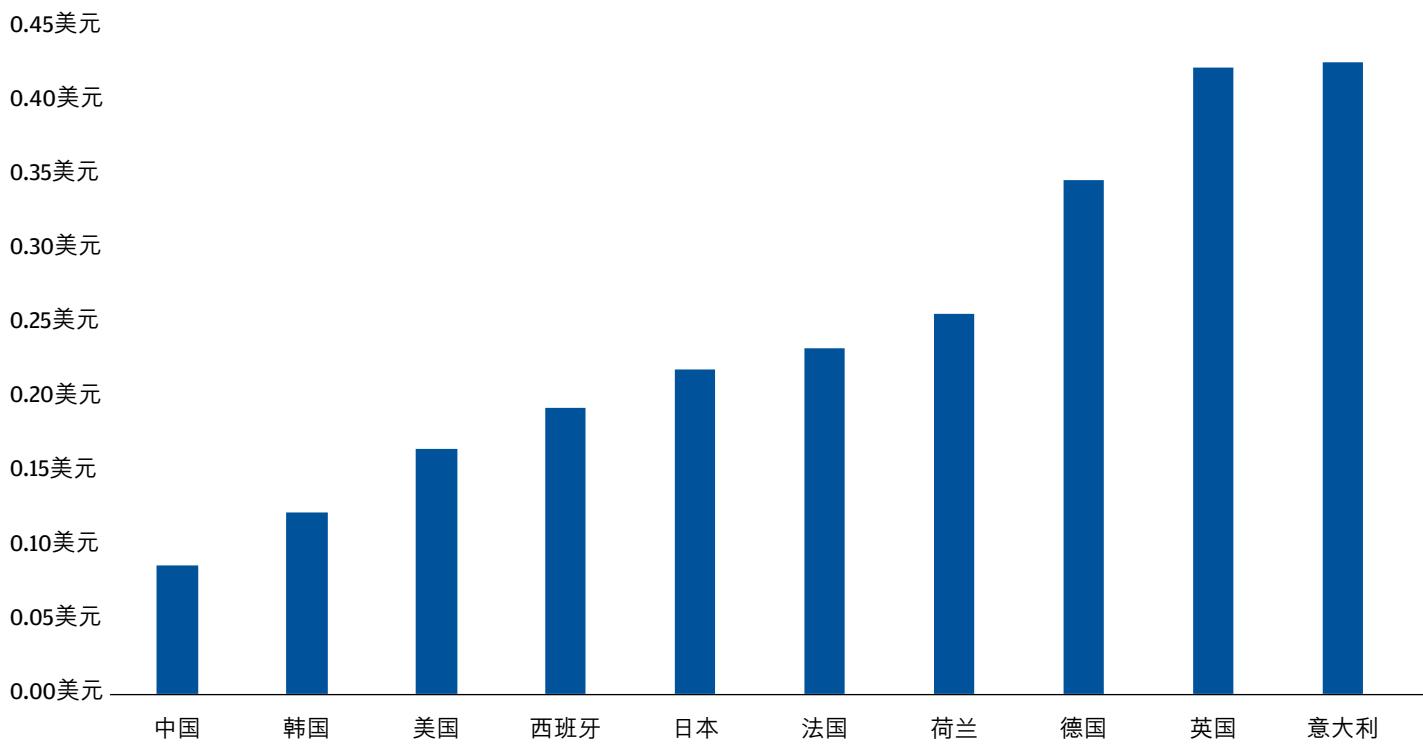
<sup>60</sup> 全球能源监测。《欧洲液化天然气进口基础设施过剩预计将增加一倍以上，危及绿色目标》。2023年3月27日。

<sup>61</sup> 美国能源信息署。《地区冲突中，霍尔木兹海峡仍是关键石油重要枢纽》。2025年6月16日。

<sup>62</sup> 美国能源信息署。《全球约五分之一的液化天然气贸易流经霍尔木兹海峡》。2025年6月24日。

### 欧洲和日本的电价远高于中国和美国

2023年至2025年居民及商业用电平均价格(美元／千瓦时)



资料来源：由GlobalPetrolPrices汇编自各国官方数据。数据截至2025年9月30日。

# 美元与替代性 储值资产

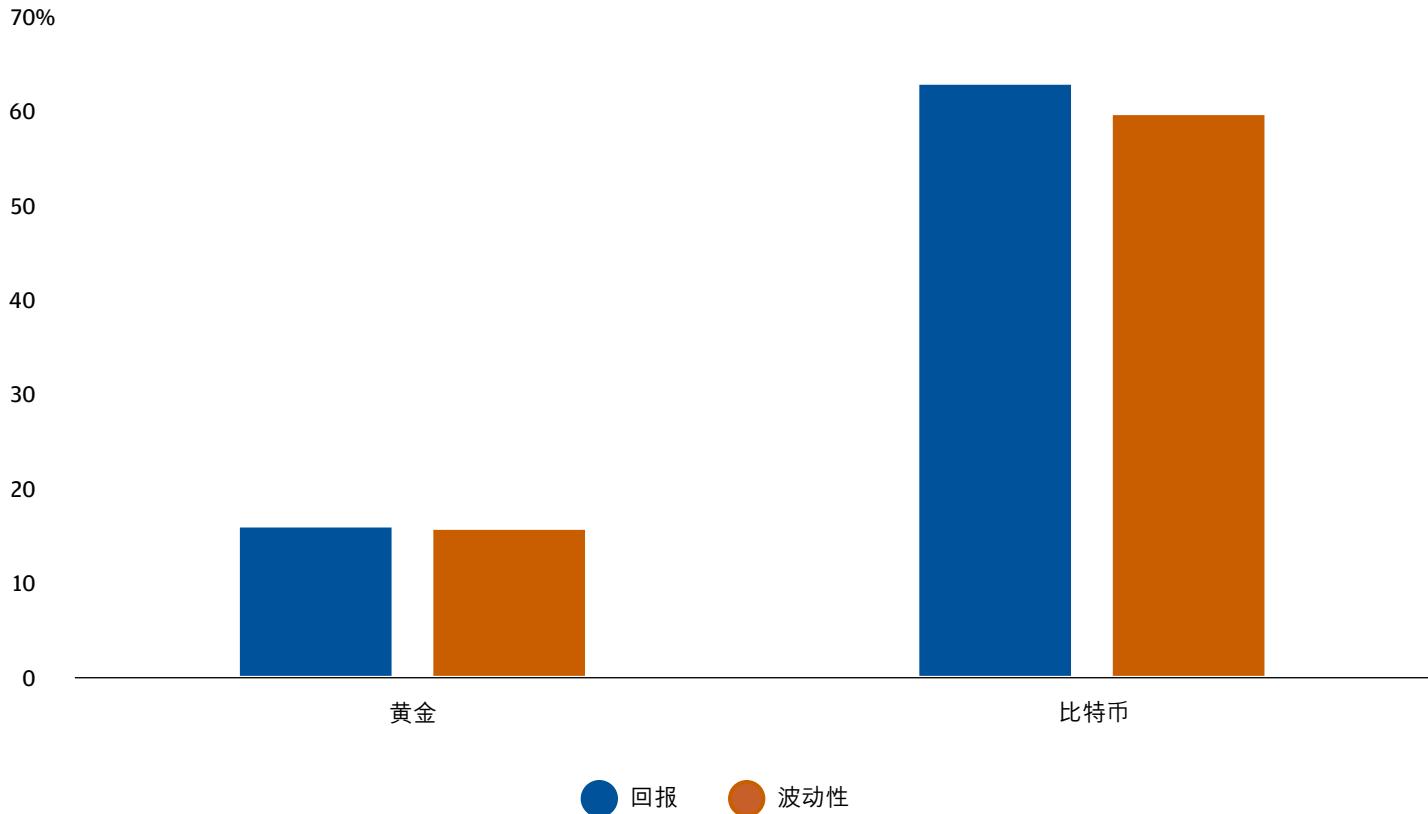
尽管全球分化将对经济和市场带来广泛影响，但我们认为这不会改变美元作为全球储备货币的地位。美元仍占已披露央行外汇储备的近60%，在国际资金清算系统(SWIFT)支付中占比近半，<sup>63</sup>并且占据全部外汇交易量的约90%。<sup>64</sup>简而言之，美元依然是全球金融体系的“操作系统”，我们认为其地位稳固。

尽管如此，我们认为投资者将继续寻找美元的潜在替代者。首先，美元“武器化”推动力资产配置的多元化。作为对俄乌冲突的回应，乌克兰的西方盟友冻结了约3,000亿美元的俄罗斯美元储备。<sup>65</sup>随后，全球央行购买了创纪录数量的黄金，作为在冲突期间不受制裁影响的美元替代品。2025年至今，黄金价格已上涨超过50%，达到经通胀调整后的历史新高。鉴于投资者寻找美元的替代品，这一需求可能为金价提供持续的强劲支撑。我们预计这一贵金属将在2026年迎来新一轮显著上涨。

其次，我们注意到以加密货币为代表的数字资产正对美元发起新的竞争。加密货币总市值现已超过4万亿美元，而2024年初仅为2万亿美元。将加密货币视为潜在价值储存手段的投资者，如今在美国拥有更为友好的监管环境。



比特币在很大程度上是权衡风险与回报的经典案例  
5年年化百分比



资料来源：彭博财经，数据截至2025年10月31日。过往表现并非未来业绩的保证。

稳定币因其低延迟(交易结算迅速)在金融服务行业中日益受到青睐，尽管目前通过稳定币系统进行的支付规模仅约为700亿美元。<sup>66</sup>  
总体而言，数字资产正逐步获得市场认可，部分原因在于投资者在边际上不断寻求美元的替代选项。

我们认为投资者可通过区域股票多元化配置进一步优化投资组合，这是摩根大通私人银行管理的全球投资组合中的关键要素。在欧洲和其他非美国股票市场中，货币风险敞口通常不进行对冲，这提供了本地货币多元化的机会。

<sup>63</sup> 财经M平方。《全球——SWIFT货币国际支付份额》。2025年8月31日。

<sup>64</sup> 两党政策中心。《美元主导地位的背后原因及其重要性》。2025年9月2日。

<sup>65</sup> 布鲁金斯学会。《俄罗斯被冻结的主权资产状况如何？》。2025年6月24日。

<sup>66</sup> 岑博智(Michael Cembalest)。《“好吧，老古董”：论稳定币、盈利、关税与减税的比较以及总统与幕僚“决裂”》。2025年6月12日。摩根大通资产及财富管理部。



# 投资者启示

全球分化时代需要实现根本性的转变：韧性、安全性和区域联盟等核心投资主题正越来越受到重视。

首先就韧性主题而言，我们在受益于本土化生产、近岸外包和供应链重组的行业与资产中发现了具吸引力的投资前景。这包括北美基础设施、公用事业、工业与物流，以及涉及发电、半导体和关键矿产的企业。我们预计中国资产将出现战略性机会，因市场情绪波动往往快于基本面变化。

安全领域作为第二大主题，涵盖能源安全、传统军事防御与网络安全，已在欧美吸引更多资本投入，并展现出持续增长的盈利潜力。在能源资产领域，我们重点关注液化天然气、可再生能源及电网现代化。

第三大主题区域联盟则贯穿各板块与地域。我们倡导在全球范围内，集中投资于与该主题高度契合的上市和私募企业。我们尤其关注在半导体、数据中心、能源及交通等关键领域拥有定价权的企业。

投资者进行资产配置时，需密切关注持续高企的通胀水平、持续演变的贸易格局，以及可能加剧的市场波动风险。如果地缘政治风险与货币波动在割裂的世界中加剧（我们认为这将发生），黄金与能源大宗商品可作为宝贵的对冲工具。

# 第3部分

## 应对通胀 结构性转变





市场力量可能以直接或间接的方式影响投资组合。人工智能投资热潮与全球分化对投资组合构成直接压力。而通胀的影响则更为微妙，可能对长期回报构成重大风险。

在2022年疫情后的通胀爆发之前，低通胀一直是全球金融危机后时代的主要特征。但如今我们正处于一个截然不同的环境：通胀水平更高，且波动性显著增强。此外，主权债务和财政赤字持续累积，加大了通胀持续的风险，因为政策制定者可能倾向于干预央行独立性，并通过通胀的方式来稀释债务负担。

在本章节中，我们将探讨更高通胀环境下的广泛影响。对投资者和家族而言，最重要的问题在于，通胀再次成为投资组合构建与财富规划的核心变量。在通胀环境中持有大量现金头寸，可能会悄无声息且不可逆转地侵蚀实际财富。

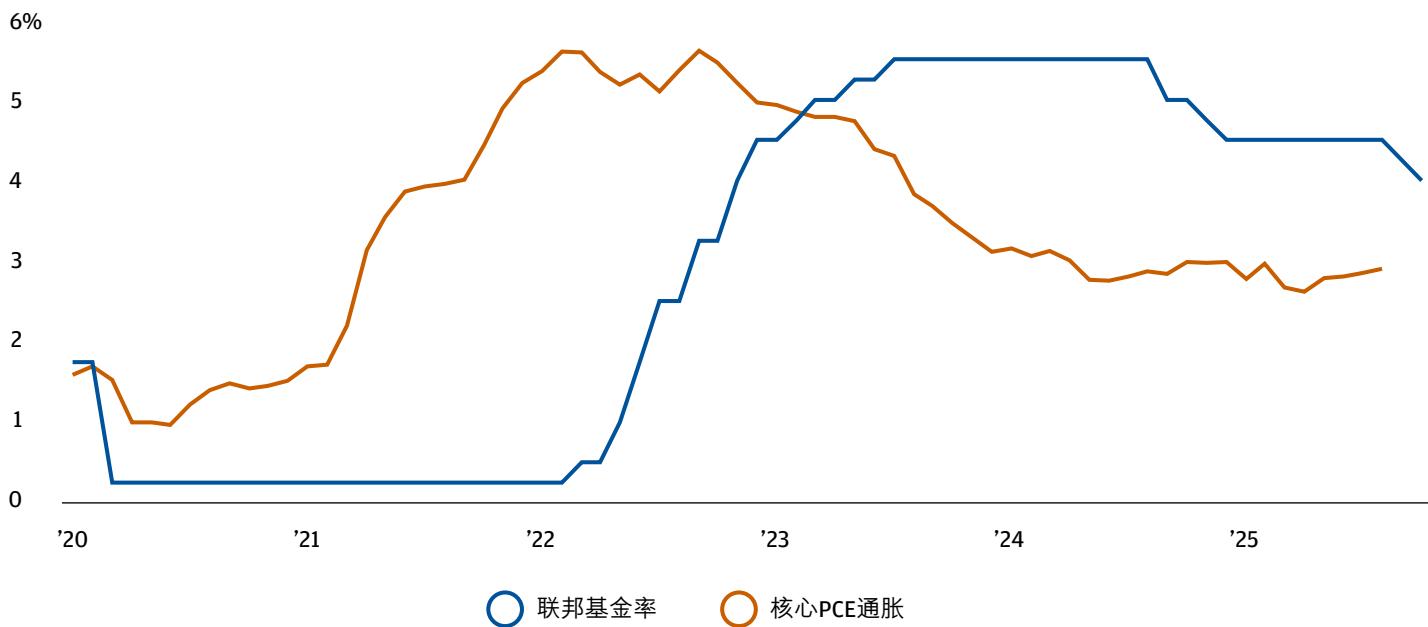
当家族面临主要收入来源转变时——无论是家族主要收入者退休，还是企业出售——维持原有生活方式支出的风险也随之变化。通胀风险通过两种重要方式侵蚀财富：在持续价格压力下降低实现长期目标的可能性，以及随着时间推移削弱财富的实际价值。对某些家族而言，保持投资组合名义价值的重要性并非首要目标，实现特定目标才是关键，因此明确优先事项至关重要。

这正是通胀、财富规划与投资组合构建三者相互作用的关键所在。在通胀可能持续波动的宏观环境下，财富规划可以使资产与最重要的金额规模、时间跨度和优先级保持一致。

首要步骤是了解不同通胀情景可能如何影响未来投资组合价值。每个家族的情况都独一无二，因此对目标进行压力测试、模拟多种市场结果至关重要。在此基础上，规划决策节点并为行动步骤进行排序，有助于确保财富不仅保留实际价值，更能有效参与实现既定目标。

通胀率正徘徊在3%以下；其未来走势或将影响投资组合表现

%



资料来源：彭博财经，PCE数据截至2025年8月31日。美联储联邦基金利率数据截至2025年10月31日。

# 固定收益重拾动力

尽管我们认为未来的通胀将高于近年来的水平，而且更加波动，但我们并不预期2022年物价飞涨的局面将会重现，并整体看好固定收益市场的前景。

目前通胀率已回落至3%以下，而债券市场的隐含波动率也降至2021年水平。更重要的是，股债相关性在过去一年有所下降。在今年4月，美国宣布关税政策后引发“关税恐慌”，导致股市暴跌，主权债券和投资级信贷在该期间有效对冲了股票的波动性。这种相关性下跌的情况，对构建投资组合非常关键，因为这意味着债券能再度发挥对冲股票回撤风险的作用。

美国的商品通胀或会因关税政策而面临一定的上行压力，但服务通胀则显得相对温和。也许最重要的是，美联储之所以重启降息周期，是因为劳动力市场已陷入停滞。职位空缺率和离职率已回落至疫情前水平，薪资增速(以高质量就业成本指数衡量)已稳定在3.5%左右。虽然这一水平比疫情前高出近90个基点，但远未达到引发薪资——物价飙升的警戒线。

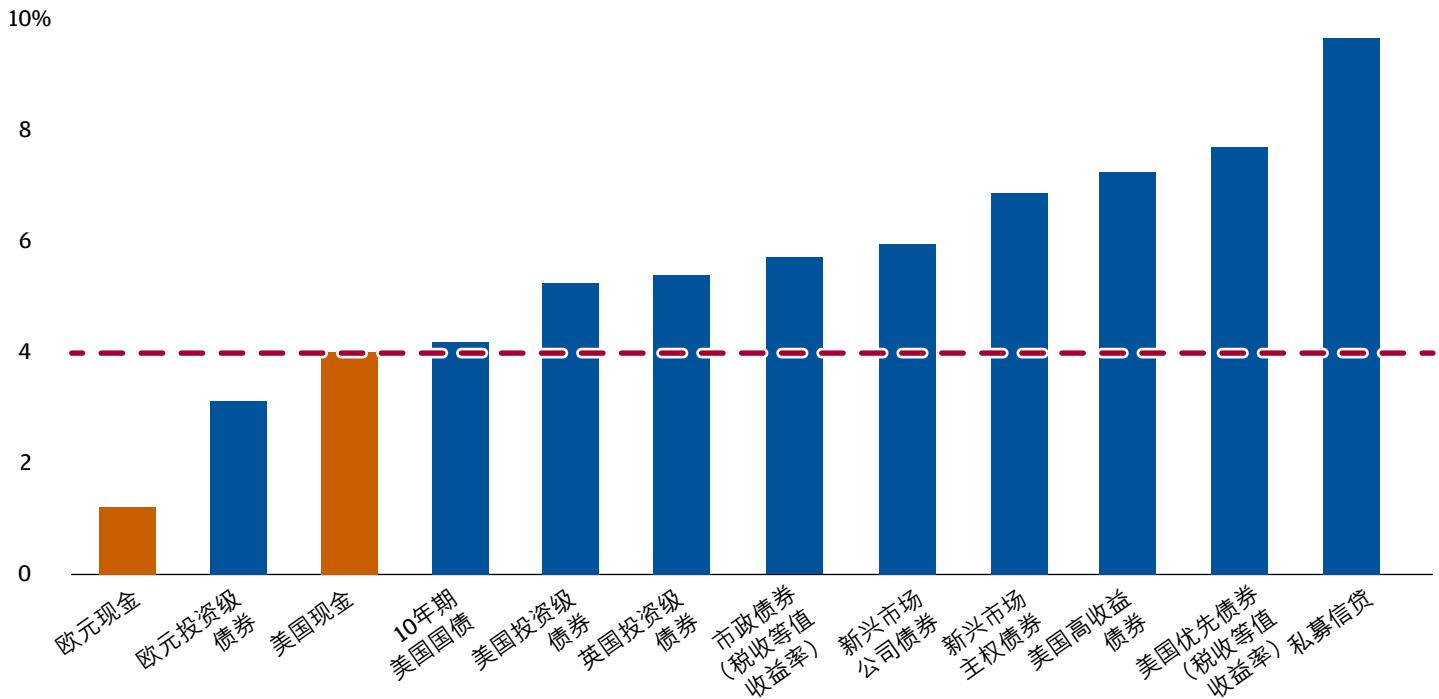
与此同时，债券收益率已大幅上调——彭博美国综合债券指数的收益率从2020年的约1%升至目前的4.3%。(该指数包括主权债券和投资级公司债券。)2025年，债券既提供具吸引力的收益水平，也带来了5%左右的稳健总回报。综合债券是我们应对经济衰退或增长放缓的首选缓冲工具，预计未来一年，大多数固定收益类别可望实现中个位数的总回报。

我们认为，美国市政债券市场已对更持久通胀风险给予了投资者相应的回报。全国市政债券指数的收益率约为3.6%，而投资者预期未来十年的通胀率为2.3%。对于需要守护购买力的美国纳税人来说，锁定大约高于预期通胀125个基点的免税回报，是一个审慎的低风险资本配置选择。



与现金相比，目前大多数固定收益板块提供更高的收益率

收益率，%



资料来源：FactSet、彭博财经、摩根大通。数据截至2025年10月31日。注：私募信贷由摩根大通企业和投资银行业务提供融资的新发行交易所代表。私募信贷数据截至2025年6月30日。

我们同样在全球投资级信贷领域的5-7年期区间发现丰富的收益机会。相较于政府债券，我们更青睐欧洲信贷。公司债券基本面改善的轨迹看来优于许多欧洲主权债券，并能提供更好的多元分散效益及收益潜力，以及更能抵御主权债券面临的挑战。随着美联储政策转向宽松和美元走弱，新兴市场信贷也开始显现吸引力，这对许多与美元挂钩的经济体构成利好。

尽管私募信贷市场出现了几起备受市场关注的违约事件，重燃市场对该板块的讨论，然而，鉴于新发行债券收益率接近10%，我们认为已为投资者承担的风险提供了相称的补偿。在此收益率基础上，违约率需要超过6%，且回收率要低于40%，才会导致长期总回报降至负值，而这些指标只有在深度衰退的情况下才可能出现，而我们认为出现这种情况的可能性较低。

投资者纳入综合(核心)债券以外的资产敞口，不仅有助于分散固定收益投资组合配置，还有望在波动性通常较低的情况下，获得更高的绝对收益和类似股票的回报。换言之，这种多元化配置也有助于增强投资组合的整体韧性。

# 通胀的结构性驱动因素

虽然我们的基准预测认为，通胀环境对大多数风险资产和固定收益而言将总体温和，但我们明确意识到通胀的上行风险可能会超出预期。这一观点促使我们重新调整投资组合构建与财富规划的优先策略。

我们的分析如下：在美联储降息150个基点，并有可能进一步降息75个基点的情况下，核心个人消费支出(PCE)通胀率目前仍维持在2.9%。若此轮宽松政策能如美联储所愿在2026年推动经济增长走强，则物价涨幅或会超出我们预期。

除此特定情景外，后疫情时代的若干特征也表明通胀冲击风险持续高企。

## 心理转变：

最深奥难测的风险在于消费者与企业的心理预期。在新冠疫情之后，企业及消费者再次意识到经济可能出现通胀。企业行为也发生了变化，大幅加快了调整价格的速度。以下的数据可作说明：挪威连锁超市正引入每日最高可调价100次的技术。<sup>67</sup>快递公司将燃油附加费从按月调整改为按周更新。网约车的动态定价模式已深入人心。综合市场参与者、经济学家、企业和家庭的普遍通胀预期调查显示，目前的普遍预期较疫情前高出约40个基点。

## 产能缺口制约：

关键经济领域持续出现供应短缺的情况。例如，自全球金融危机后，美国的住房缺口达300至400万套。<sup>68</sup>

美国劳动力市场正面临净移民数量急剧下降的冲击，这直接限制了劳动力的供应，因而形成了另一个产能缺口。电力和供电系统已因数据中心和电气化的强劲需求而全面承压，而大宗商品短缺的隐忧逐步逼近。美国水泥产量较2005年峰值下降约15%。<sup>69</sup>这些产能限制造成了一种环境，使得价格上涨的速度快于供应，即使需求疲软，价格也可能维持在高位。掌控瓶颈环节的生产商能够持续享有强大的定价权。

## 消费者资产负债状况：

在发达市场中，消费者的财务状况为消费提供了有力支持，尤其是在利率下行的情况下。美国家庭净资产超过175万亿美元，较疫情前水平增长了50%以上。自2019年底以来，现金及货币资产持有量增长50%，货币基金资产规模翻倍。超过17万亿美元的房屋净值有待释放，其占GDP的比例创下历史新高。<sup>70</sup>

## 产业供应链韧性：

美国加征关税或只触发一次性的价格上涨。然而，贸易壁垒升级与政府更加注重安全的贸易政策，可能会促使企业向高成本地区转移产能，并维持更高库存水平。以半导体为例，美国将本土生产列为政策重点，但这也意味着价格必然上涨。AMD首席执行官预计，在美国制造的半导体产品，将比台湾制造的同类产品高出5%至20%。

<sup>67</sup> Williams, Jennifer.《欢迎来到“每天价格变动100次”的杂货店》。2025年7月27日。《华尔街日报》。

<sup>68</sup> FreddieMac.《住房供应：仍然短缺数百万套房屋》。2024年11月26日。

<sup>69</sup> Concrete Financial Insights.《美国水泥行业的产量与价格趋势》。数据截至2024年。

<sup>70</sup> 美联储。《美国金融账户》。2025年9月11日。

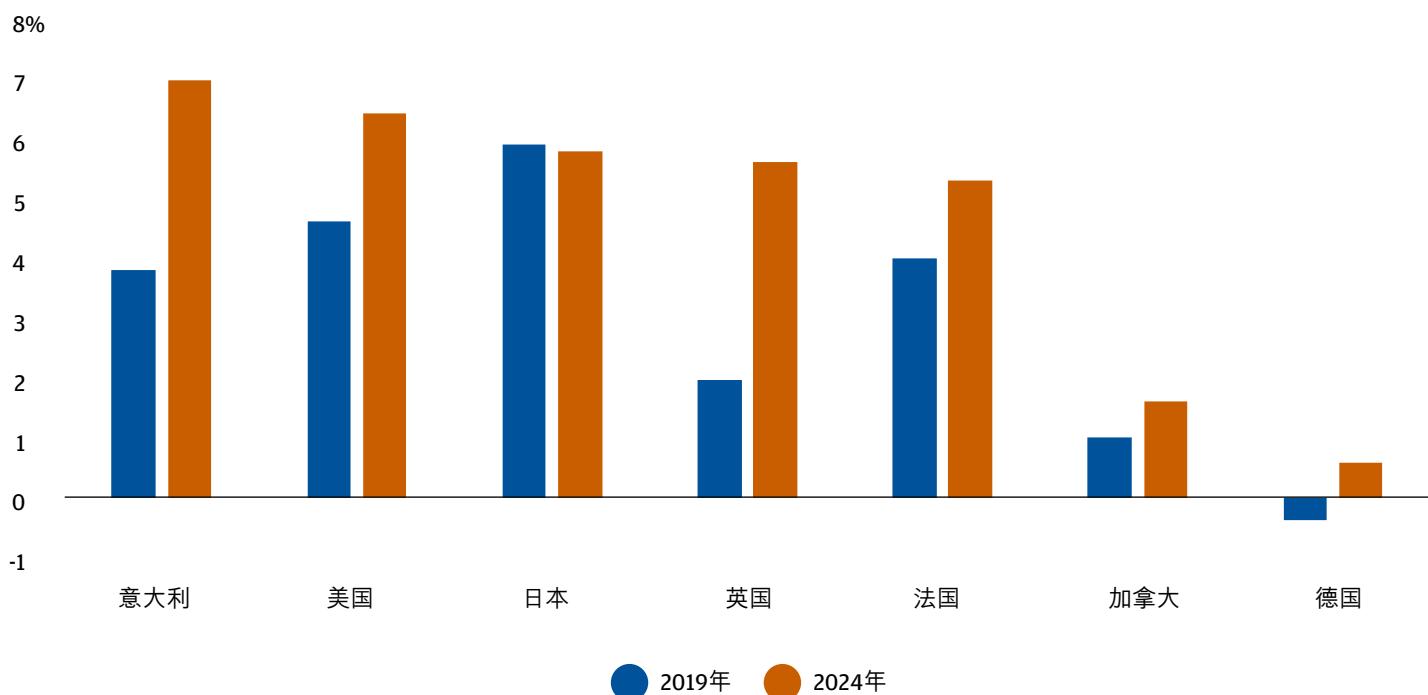
### 气候变化：

极端天气、资源短缺与监管成本(碳定价、转型政策)持续推高投入品价格和市场波动性，令气候变化成为通胀的结构性转变因素。与气候相关的农业减产、能源危机和基础设施中断等问题，正在加剧通胀风险。自然相关风险，如水资源短缺、生物多样性丧失、资源枯竭等现象，同样可能会引发投入品价格波动与供应链中断，进一步放大通胀压力。

### 财政扩张：

日本是七国集团中唯一财政赤字低于疫情前水平的国家。在疫情期间，各发达经济体的财政刺激措施有效提振消费需求，进而推高物价水平。然而，即使财政赤字与债务负担已处于高位，政策制定者仍可能在下一轮经济下行周期重施故技。正如我们在下一章节所讨论，政府债务和赤字持续攀升，正构成显著的通胀风险。

大多数七国集团政府的预算赤字高于疫情前水平  
政府赤字占GDP的百分比



资料来源：意大利央行、美国行政管理和预算局、日本央行、英国国家统计局、法国央行、加拿大统计局、  
德国央行、Haver Analytics。数据截至2024年12月31日。



## 主权债务上升的潜在风险

部分市场参与者警示美国或将面临债务危机。最极端的情形，就是财政部举行债券拍卖时无人问津。然而，我们认为存在一种更难察觉的风险。在这种情形下，政策制定者会主动调整方向，转而容忍更强劲的经济增长与更严重的通胀，通过压低实际利率来逐步减轻债务负担，而非任由收益率突然飙升。经济学家将此过程称为“金融抑制”，历史上早有先例：于1950年代，美联储通过限制短期利率协助政府融资来偿债，日本央行近年的政策更是当代的典型例证。

在美国以外，我们注意到政府的财政压力日益沉重，从期限风险溢价不断上升便可见一斑。全球主要国家30年期国债收益率均因期限溢价扩张而上涨。(日本上涨75个基点，荷兰上涨65个基点，德国上涨62个基点，法国上涨55个基点，葡萄牙上涨41个基点，西班牙上涨27个基点)。

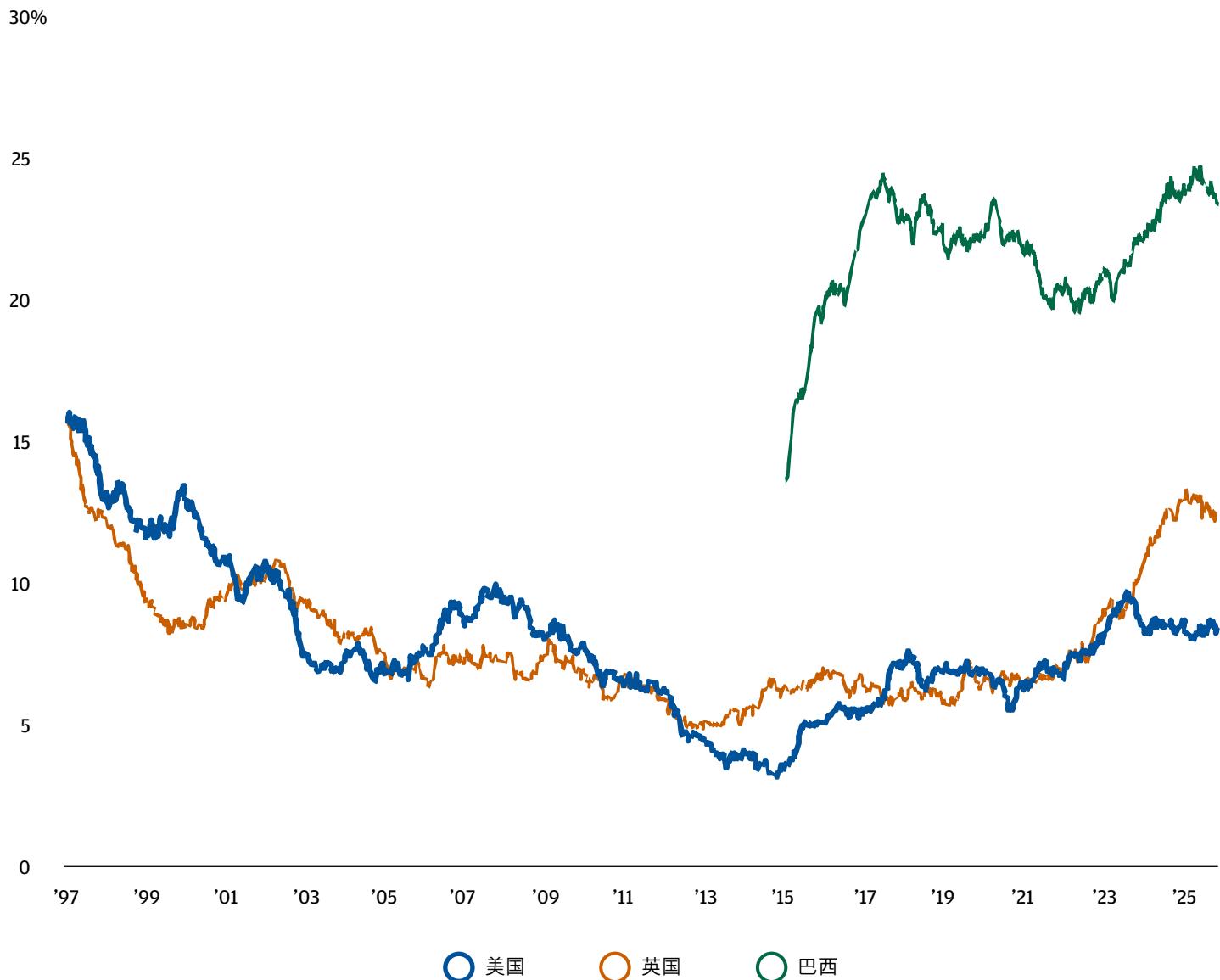
英国面临的财政压力尤为沉重——其生产率已连续五年停滞不前，核心通胀率持续高于发达市场平均水平。英国股、债、汇市场齐跌(我们偏好用来衡量实时财政压力的指标)的交易日在近三年占比已突破10%。这些迹象表明，英国经济的特征似乎正逐渐向巴西等新兴市场靠拢，而非其通常对标的美国。

目前，投资者似乎仍乐于为美国政府的债务提供融资。认购美国国债的投资者络绎不绝，平均需求是供应量的2.6倍。然而，**债务占GDP比重已逼近120%，而且升势未止，令多数投资者与经济学家深感不安。要破解这一困局绝非易事。**

美国税收收入占GDP的比重接近处于经合组织国家中的低端，表明美国即使缺乏政治意愿，仍具备充足的能力增税减债。同样，强制性支出(如社会保障和医疗保险等福利项目)也可以削减，从而“改变曲线”，即经济学家所谓减缓未来支出增长步伐的举措。然而，正如从最近围绕《平价医疗法案》税收抵免的争议所见，这些选项在政治层面上或会遇上重重阻力。

在缺乏实质性支出削减的前提下，美国可能选择更为迂回的减债路径。政策制定者或会通过营造更高通胀，以及(至少在短期内)更低实际利率的强劲名义增长环境，削弱美联储的独立性，并借助通胀有效稀释债务价值。

市场交易数据显示，投资者对英国财政状况的担忧超越美国  
股票、固定收益和外汇市场同步下跌的交易日(3年滚动%)



资料来源：彭博财经，数据截至2025年10月31日。



## 美国住房市场供应短缺

正如前文所述，美国住房短缺已成为全球经济中最显著的产能缺口之一。我们估算，自全球金融危机以来，美国新建住房数量比家庭新增数量少了约300-400万套。按照目前的建设速度，可能需要十年才可填补这一缺口。与此同时，2020至2021年的低利率房贷造成了“锁定效应”，受此影响下，每月供款较低的业主因缺乏换房动力而按兵不动，令房价维持居高不下。

房价高企与利率上行，共同导致住房可负担性降至1980年代以来的最低水平。实际上，目前在美国购房的月度成本较租房高出约50%。

在这样的背景下，住房作为一种资产类别展现出显著的投资机遇。到本十年末，美国将有超过600万人口步入35-49岁年龄段，<sup>71</sup>正是购房的黄金阶段。鉴于租购成本差距悬殊，我们预期租赁住房需求将持续升温，尤其看好适合家庭居住、距离市中心通勤便利的新建住宅。

<sup>71</sup> 国会预算办公室报告。《人口展望：2024年至2054年》。2024年1月。补充人口预测，更新截至2024年2月9日。

# 投资者启示

许多家族的核心投资目标就是为了维持购买力，而通胀加剧的环境，使得实现目标变得愈发困难。这不仅会特别损害固定收益资产的价值，更从较宏观的层面对构建投资组合的传统模式构成挑战。

虽然债券仍能在投资组合中发挥其传统作用，但我们预见未来将是结构性高通胀，而且通胀和利率波动加剧的环境，我们亟需突破传统固定收益资产的框架，以便审慎管理及应对。

高通胀环境将导致主权债券市场更加波动，并增强股票与主权债券的相关性。事实上，传统股债投资组合历来最严重的几次回撤中，半数都发生在1970至80年代通胀引发央行加息的时期，最近一次则是在2022年。此外，通胀也使得投资组合更难收复实际(经通胀调整后)价值。

在过去30年间，主权债券大多能够在股市下跌时为投资组合发挥对冲作用。从1997至2020年，标普500指数曾经历十次跌幅逾10%的回撤，美国国债在其中的九次实现了正回报，平均涨幅达7%。这一模式之所以行之有效，是因为大多数的冲击均由增长驱动：当经济放缓时，美联储便会降息，收益率随之下行，从而推高国债价格。

然而，这个定律在疫情后已被改写：通胀取代了经济增长成为主导性冲击，美联储以激进的紧缩政策应对。2022年，标普500指数下跌了25%，同期美国国债指数则下跌了14%，这种“股债双跌”的罕见局面打破了传统的多元化配置法则。

我们来看看对传统“60/40”股债投资组合(60%股票及40%债券)的影响：在新冠疫情前，该投资组合的三年滚动年化波动率为7%，而疫情后的年化波动率已升至近12%。

**投资者需要构建新的投资框架，以应对通胀风险并管理股债正相关性的挑战。核心固定收益仍然是多元化投资组合的重要元素，但应辅以能对冲股票风险、并在通胀持续时表现更优的资产配置。**

# 助力达成投资目标的 三类资产：

1.

## 大宗商品

大宗商品作为基础生产要素，其价格往往与整体通胀互相关连。鉴于原油供应过剩，我们预计油价不会大幅上涨。然而，未来一年可能有机会将结构性票据与石油挂钩，从而为投资组合提供差异化的收益来源。正如我们之前所讨论，天然气是建设人工智能数据中心的关键原料，目前约占美国发电量的40%。<sup>72</sup>我们认为，投资天然气管道及生产商的机遇正在显现。

2.

## 基础设施和房地 产等实物资产

基础设施和房地产均能缓减通胀风险，原因在于它们可以通过合同机制将成本上升的压力转嫁出去。

历史数据显示，**全球基础设施**在各通胀周期中能够实现8%-12%的年化回报，但这个资产类别的价值仍是长期被低估。<sup>73</sup>究其原因，就是普遍具备长期合同保障，以及能够抵御通胀的现金流。我们预计，受电气化、工业化以及数据中心扩张的推动，电力需求将加速增长；与此同时，面对老化基础设施与国家安全方面的担忧，各国也将推动提升基础设施韧性的战略举措。电力资产在MSCI全球基础设施指数中的占比已从十年前的20%升至目前近60%。<sup>74</sup>尽管近期投入基础设施领域的资金有所增加，但仍处于投资不足的状态。事实上，根据近期我们进行的调查研究，有近八成的受访家族办公室表示，尽管他们担忧通胀的影响，但仍并未配置此类资产。

**全球房地产**可通过租金递增条款和频繁的租约重置，在通胀时期发挥对冲作用；随着土地、劳动力和建材成本推动物业价值上升，这有助于维持收入的实际价值。在经历多年低迷后，我们已经注意到核心房地产领域出现早期复苏迹象。从2022年第三季度到2024年第三季度，尽管商业地产净营业收入增长了8%，但其回报却下跌了18.5%，<sup>75</sup>这一背离的态势凸显了潜在的投资机会。我们重点关注具体稳健坚实基本面支撑的领域——尤其是租赁型住宅和工业地产；前者受益于“租赁替代自有”的结构性趋势，后者则受益于美国再工业化进程。我们认为，这些趋势将在未来数年持续重塑房地产格局。

### 3.

## 低相关性对冲基金与流动性另类投资策略

根据一项数据显示，流动性较强的另类投资(如提供趋势跟踪、多空股票及全球宏观等策略的结构性产品)以及部分对冲基金在提升回报及缓解通胀风险方面具备潜力：在过去十年中，60/30/10投资组合(其中10%配置于另类投资)在接近70%的时间里，回报更胜传统的60/40投资组合；自2021年通胀上升以来，这一投资组合在任何时期均实现更优异的表现。

自1990年以来，在股票和债券回报双双下跌的季度中，宏观对冲基金的年化平均回报为3%，而60/40投资组合的平均跌幅为14%。如今，市场环境改善，更有利对冲基金策略：股票离散度升高、隐含相关性降低、非系统风险上升。也就是说，越来越多的证券价格因自身特定(或非系统)因素而上下波动。(系统性风险指的是相反的情况，即证券作为一个整体同涨同跌。)对于优秀的管理人而言，更高的非系统风险为挑选证券带来了丰富机会。

流动性另类投资与对冲基金均可让投资者接触不同资产类别及投资策略的途径(例如套利与困境证券等不常见于传统投资组合的资产)。通过这种方式，它们为投资者开辟了非传统的收益来源。目前，我们尤其看好相对价值策略和全权委托宏观策略，其中管理人的选择对投资组合的成果非常关键。

在通胀可能持续且波动加剧的环境中，我们认为投资者应聚焦波动率低于股票、与通胀呈正相关的资产。这个策略有助投资者保持购买力、缓减回撤风险，并全面提升投资组合韧性。投资者面临的最大挑战，可能是寻找能在通胀粘滞且经济增长放缓环境中表现优异的资产。历史数据显示配置黄金与多元化对冲策略在此环境下成效最为显著。

即使在央行成功将通胀稳定在目标区间的基准情景下，这些策略的潜在回报依然为风险管理提供了审慎的选择。在股票市场中，更陡峭的收益率曲线或会利好银行业，银行业仍是我们偏好的板块之一。

投资者需审慎评估资产的具体特性，并考虑它们是否能够与您投资组合中的其他资产互相补足。与核心固定收益相比，相关性较低的对冲基金与流动性另类投资策略在流动性和波动性方面差异显著。因此，我们建议此类资产的配置规模不宜超过传统固定收益配置的25%。

<sup>72</sup> 美国能源信息署。《美国能源事实简明说明》。数据截至2023年。

<sup>73</sup> MSCI、彭博资讯。反映截至2025年6月的最新数据。

<sup>74</sup> MSCI。最新数据截至2025年6月。

<sup>75</sup> 摩根资产管理——美洲房地产。数据截至2024年12月31日。

为降低通胀风险，投资者应考虑专注于大宗商品、实物资产和部分另类投资策略

波动率

25%

20

15

10

5

0

欧元大盘股

美国小盘股

美国中盘股  
黄金

美国大盘股

私募股权

直接贷款

美国核心房地产

基础设施

杠杆贷款

美国高收益债券

商业抵押贷款

美国投资级债券  
全球政府债券

美国市政债券

宏观对冲基金

多元化对冲基金

现金

-0.3

-0.2

-0.1

0

0.1

0.2

0.3

0.4

与通胀的相关性

固定收益

股票

大宗商品和实物资产

低相关性策略

现金

资料来源：摩根资产管理《长期资本市场假设》。

数据截至2025年9月30日。

# 结语： 投资领域 新格局

投资者正迈进一个机遇与挑战并存的新纪元。人工智能引领着深刻的变革，同时也伴随过度投资、市场过热和劳动力市场动荡的风险。全球化正逐步淡出舞台，取而代之是全球市场分化格局，愈发凸显稳健的供应链和关键资源的重要性。通胀问题虽不如以往显著，但对长期购买力的潜在威胁依然存在。

凭借前瞻性的规划、严谨的分析以及我们全球平台的资源优势，我们将助您驾驭世代变局，把结构性变革转化为您与家族的战略优势。



# 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。

## 执行主管

### **Clay Erwin**

投资销售和交易部全球主管

### **Stephen Parker**

全球投资策略联席总监

### **Grace Peters**

全球投资策略部主管联席主管

### **Anton Pil**

全球另类投资解决方案主管

## 全球投资策略团队

### **Elyse Ausenbaugh**

全球投资策略师

### **Christopher Baggini**

股票策略部全球主管

### **陈纬衡**

亚太区高级投资策略师

### **Nur Cristiani**

拉美投资策略部主管

### **Madison Faller**

欧洲、中东和非洲高级投资策略师

### **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

### **Brigid Whelan**

投资内容策略主管

### **吴安澜(Alex Wolf)**

全球宏观兼固定收益、外汇及大宗商品主管

### **Erik Wytenus**

欧洲、中东及非洲投资策略部主管

### **Samuel Zief**

高级宏观和外汇策略师

### 指数和术语定义

注：指数仅供说明之用，并非投资产品，不可视作为直接投资。指数本质上是一种较弱的预测或比较工具。

除非另有说明外，否则所有指数均以美元计价。

**彭博欧元综合政府——国债(7-10年期)指数**：衡量欧元区国家发行的期限为7至10年的欧元计价政府债券的表现。它是欧元区中期政府债券投资的基准。

**彭博全球综合债券指数**：全球投资级定息债券市场的综合基准，涵盖美国综合债券指数、泛欧综合债券指数和亚太综合债券指数。它包括一系列标准和按流动性、行业、质量和到期日分类的定制子指数。

**彭博美国综合债券指数**：美国投资级以美元计价的固定利率应课税债券市场的综合基准。其中包括评级为BBB或更高的应课税债券，距到期日一年或更长时间且未偿面值至少为1亿美元。包括国债、政府相关证券和公司证券，按揭抵押证券(机构固定利率通递证券)、资产抵押证券以及机构和非机构商务按揭抵押证券。

**彭博美国综合高收益公司债券指数**：跟踪以美元计价的高收益、定息公司债券表现的指数。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。

**布雷顿森林体系**：1944年确立的标志性国际金融协议，建立了固定汇率制度，并促成国际货币基金组织与世界银行的成立。该体系旨在促进二战后全球经济稳定与合作，于1970年代被浮动汇率制取代。

**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。

**云计算**：通过互联网(“云计算”，而非本地服务器或个人设备)提供存储、软件及算力等计算服务的模式。云计算让用户与企业能按需获取资源，通常按使用量付费，支持更强的灵活性与扩展性。

**EBITDA**：指扣除利息、税费、折旧及摊销费用前盈利，用于衡量企业主营业务盈利能力和现金流。计算方法为净收入加回利息、税费、折旧及摊销费用

**欧盟劳动生产率指数**：通过评估每位员工的实际员工报酬来衡量该指数评估劳动力投入对经济产出的贡献程度，提供对该地区的经济表现和竞争力的见解。

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

**七国集团**：由加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国七大发达经济体组成的非正式论坛。七国集团通过定期会晤讨论协调经济政策、全球议题与国际合作。

**MSCI全球私募基础设施资产指数**：追踪全球交通、能源、公用事业等私营基础设施资产表现的指标。该指数每季度更新一次，为投资者提供全球私募基础设施市场回报与趋势的基准，反映这些基础设施的资产价值变动及相关收益。

**纳斯达克(美国)**：纳斯达克是美国一家主要的证券交易所，以其电子交易平台而闻名，专注于技术和成长的公司。该交易所拥有纳斯达克100指数，该指数涵盖在该交易所上市的100家规模最大的非金融公司，是科技行业表现的关键指标。

**经济合作与发展组织(经合组织)**：主要由发达国家组成的国际组织，致力于推动改善全球经济与社会福祉的政策。经合组织通过研究分析与政策平台，助力成员国在经济增长、贸易、教育及治理等领域的协作。

**个人消费支出指数**：综合衡量美国居民或代表他们购买商品和服务的价格的指标。它有效地捕捉广泛消费者支出的通胀或通缩，并反映消费者行为的变化。

**优先股**：具有固定股息特性、并在公司清算时较普通股享有优先求偿权的股票类别。优先股通常不具投票权，但能为投资者提供更可预测的收益及更高的资产清偿权。

**标普500®指数**：该指数被广泛认为是衡量美国股市的首要指标，涵盖主要行业的500家领先公司，重点关注大盘股范畴。它约占总市值的80%，是整体市场表现的关键指标。

**环球银行金融电信协会(SWIFT)**：银行与金融机构使用的全球报文系统，用于安全传输支付指令及其他交易信息。SWIFT本身不直接处理资金转移，而是为全球金融实体提供标准化通信渠道。

**美国10年期国债收益率**：美国政府为其10年期国债支付的利率。它是其他利率的重要基准，反映投资者对未来经济状况和通胀的情绪。

**美国劳动生产率指数**：通过计算每小时实际产出来衡量美国非农商业部门的劳动效率。该指数反映劳动力投入转化为经济产出的效率，是生产率和经济表现的重要指标。

## 摩根资产管理长期资本市场假设

鉴于风险与回报之间存在着十分复杂的此消彼长关系，我们建议客户在设置战略配比时凭借判断和量化优化方法做出决策。请注意，本文所载全部信息均基于定性分析。不建议完全依赖于上述信息。本信息不作为投资任何特定资产类别或战略的建议，也不作为未来业绩的承诺。请注意，该等资产类别和策略假设仅基于被动管理得出，并无考虑主动管理的影响。提及未来回报的陈述并不代表对客户组合可能达致的实际回报作出承诺或甚至估计。假设、意见和估计仅用于说明目的。不应被视为证券买卖的建议。金融市场走势预测是本公司按目前市场状况作出的判断，可予更改，恕不另行通知。我们相信在此所提供的资讯均属可靠，但不保证其准确性或完整性。本文件只作提供资讯用途，并非旨在提供亦不应被倚赖作为会计、法律或税务建议。假设的回报率仅供说明／讨论用途，并受诸多限制。“预期”或“阿尔法”回报估计可能存在不确定性及误差。例如，历史数据的变化将对由此预测的资产类别回报产生不同影响。各资产类别的预期回报取决于经济状况；即使发生预期状况，实际回报可能会更高，也可能更低，就如历史业绩一样，因此投资者不应期望获得与本文所示类似的回报。无论是资产配置策略还是资产类别，任何提及未来回报的陈述并不代表对客户组合可能达致的实际回报作出承诺。所有模型都存在其固有的局限性，潜在投资者在做出决策时不应完全依赖于此。模型无法计入经济、市场和其他因素对实际投资组合的运作和持续管理的影响。模型回报率不同于实际投资组合回报，不反映实际交易、流动性限制、费用、开支、税收和其他可能影响回报的因素。该等资产类别假设仅基于被动管理得出，并无考虑主动管理的影响。管理人实现类似回报率的能力受其无法控制或控制力有限的风险因素影响。本文件包含的观点并不得当作在任何司法管辖区内购入或出售任何投资的建议或推介，也不得当作是摩根资产管理或其任何附属公司参与本文件提及的任何交易的承诺。

本文件所载的任何预测、数字、意见或投资技术与策略均仅供参考之用，并且均是基于特定假设及目前市场状况作出，且可随时变动而不发出事先通知。在编制时，此处提供的所有信息均被视为准确无误。本材料并未载有足以支

持作出投资决策的信息，且阁下在评估投资于任何证券或产品的优劣时，不应以本材料为依据。此外，使用者应与彼等金融专业人士一同独立评估相关法律、监管、税务、信贷及会计影响，以决定本文件提及的任何投资是否相信能符合使用者的个人目标。

投资者应确保在进行任何投资之前已获得所有可取得的相关信息。请注意，投资涉及风险，投资价值及其收益可能会因市场状况及税务协议而出现波动，投资者可能无法收回已投资的全数金额。过往业绩和收益不是当前和未来结果的可靠指示。

## 重要信息

### 主要风险

**高收益债券** —— 由于高收益债券(评级为BB+/Ba1或以下)的评级低于投资级别或可能未获评级，因此高收益债券带有较高风险，意味着发行人违约风险较高。此外，相对于投资级债券，高收益债券评级遭下调的风险也较高。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。另类投资通常不具备节税优势，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。结构性产品涉及衍生工具。不应投资于结构性产品，除非您已清楚了解并愿意承担有关风险。一般常见风险包括但不限于不利风险或未能预期的市况发展、发行人信用质量风险、缺乏一致的标准定价风险、涉及任何目标参考责任的不利事件风险、高波动性风险、缺乏流动性／细小以至完全没有二手市场的风险以及利益冲突风险。投资于结构性产品之前，投资者务须阅览随附的发售文件、首次公开发售文件或有关补充文件，以明白及理解个别结构性产品相关的实际条款及主要风险。结构性产品的支付取决于发行人及／或担保人的信贷风险。投资者可能损失全部投资，即产生无限损失。上述所列风险并非全部所有风险。请与您的摩根大通团队，以了解特定产品涉及的风险的更详细信息。如果您对产品涉及的风险有任何疑问，请与您的中介机构查证，或寻求独立专业顾问的意见。过往表现并非未来业绩的保证。不可直接投资于指数。

并不是所有投资者都适合投资新兴市场。新兴市场投资涉及较高风险且波动性更强。外币汇率变动以及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。新兴市场投资可能较为波动。

大宗商品投资可能比传统证券投资具有更大的波动性。大宗商品的价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。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。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。

**仅供参考** —— J.P. Morgan Securities LLC不对任何类型的虚拟货币提供背书、建议、传输、销售或交易服务。请注意：J.P. Morgan Securities LLC不从事任何虚拟货币(包括任何用作交换媒介或数字价值存储形式的数字单位)的中介、挖矿、传输、托管、存储、买卖、兑换、控制、管理或发行活动。

## 重要信息

前景展望和过往表现不保证未来业绩。不可直接投资于指数。有关重要信息，请参见“指数和术语的定义”。文中提及的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。除非另有说明，否则所有市场和经济数据均截至2024年10月，而资料来源均为彭博财经和FactSet。

本文件仅供一般说明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co.(“摩根大通”)旗下的私人银行业务提供的若干产品及服务。

文中所述产品及服务，以及有关费用、收费及利率均可根据适用的账户协议而可能有变，并可视乎不同地域分布而有所不同。并非所有地区都提供所有产品和服务。如果您是残障人士并需取得额外支持以查阅本文件，请联系您的摩根大通团队或向我们发送电邮寻求协助(电邮地址：accessibility.support@jpmorgan.com)。请参阅所有重要信息。

**仅供说明用途。本文件载列的预估、预测及比较数字全部均为截至本文件所述日期为止。**

## 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。我们敦促您仔细考虑所讨论的服务、产品、资产类别(例如股票、固定收益、另类投资、商品等)或策略是否适合您的需求。

在做出投资决定之前，您还必须考虑与投资服务、产品或策略相关的目标、风险、费用和开支。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。

## 非依赖关系

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。法律实体、品牌及监管信息

## 法律实体、品牌及监管信息

**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。FDIC成员。

投资产品(可能包括银行管理账户及托管)乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司(统称“**JPMCB**”)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。保险产品通过Chase Insurance Agency, Inc(“CIA”)提供。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均为受摩根大通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(BaFin)授权，并由BaFin、德国中央银行(德意志联邦银行)和欧洲中央银行(ECB)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(德意志联邦银行)和欧洲中央银行(ECB)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(德意志联邦银行)和欧洲中央银行(ECB)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(CONSOB)监管，并已于意大利央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, Strawinskyalaan 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)和荷兰金融市场管理局(AFM)监管。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(德意志联邦银行)和欧洲中央银行(ECB)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。J.P. Morgan Real Estate Income Trust在**比利时**，本文件由**摩根大通有限责任公司比利时分行分派**，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(德意志联邦银行)和欧洲中央银行(ECB)共同监管。摩根大通有限责任公司比利时分行同时须受比利时国家银行(NBB)及比利时金融服务和市场管理局(FSMA)监管，并已于NBB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(德意志联邦银行)和欧洲中央银行(ECB)共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊央行监管，并已于希腊央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，其雅典商会注册编号为：158683760001；VAT编号为：99676577。在**法国**，本文件由**摩根大通巴黎分行分派**，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(德意志银行)和欧洲中央银行(ECB)共同监管，监管代码为842 422 972。摩根大通巴黎分行同时须受法国银行业监管机构——审慎监管与决议管理局(ACPR)和金融市场管理局(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 de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士受瑞士金融市场监督管理局(FINMA)监管。

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

在香港，本文件由**摩根大通银行香港分行分派**。摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在**新加坡**，本文件由**摩根大通银行新加坡分行分派**。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。

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。该机构在澳大利亚注册为外资公司，注册编号074 112 011。

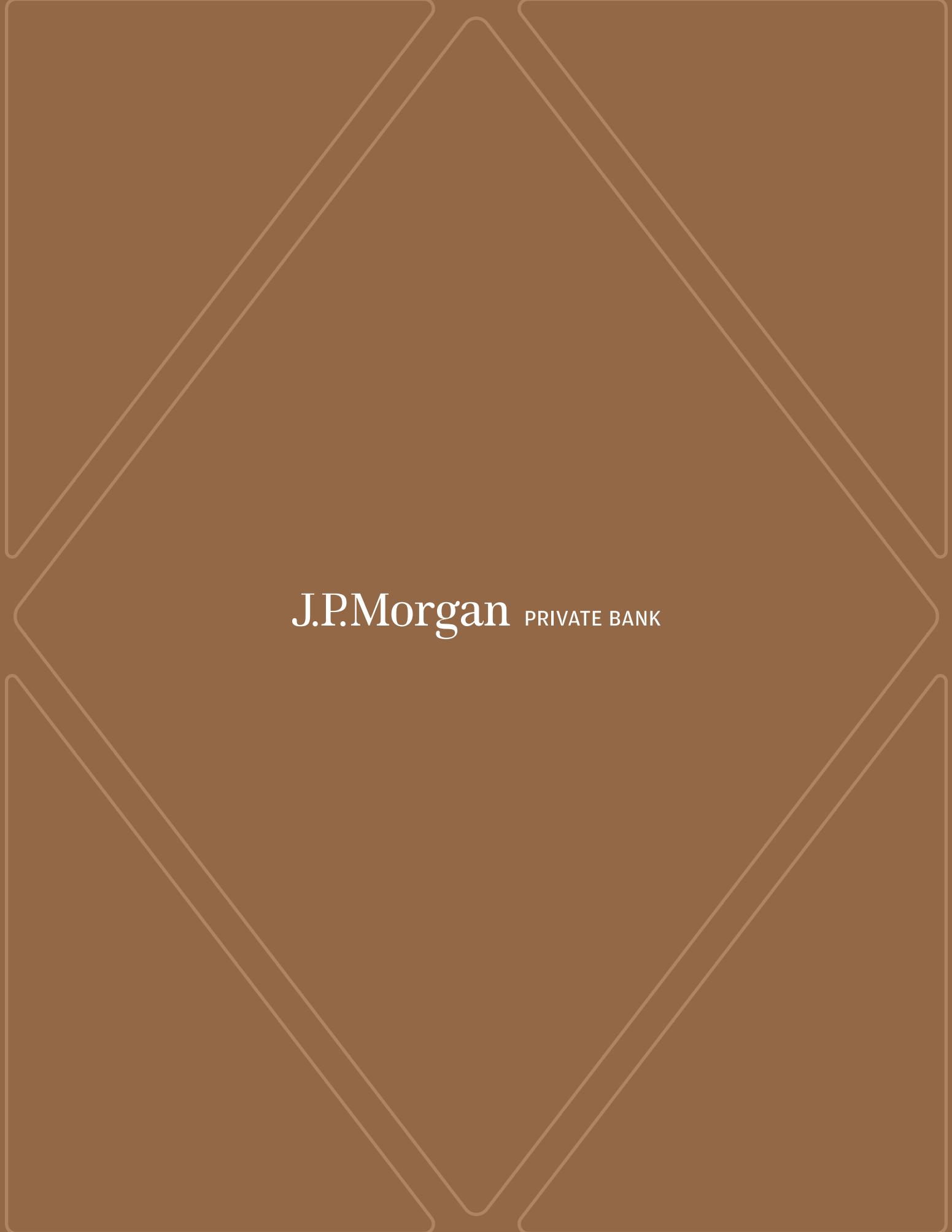
关于**拉美**国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。

我们可能会向您提供和／或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和／或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通，包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件，在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下，我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外，您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法例和／或契约限制，且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。在本文件内容提及一项基金时，该基金可能并非在任何拉丁美洲国家公开发行，除非该基金的证券事先按照相应司法管辖权区的法律进行登记。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。**摩根大通银行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。如您目前并非批发客户，或在日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

摩根大通银行(JPMCBNA)(ABN 43 074 112 011/AFS牌照编号：238367)受澳大利亚证券投资委员会和澳大利亚审慎监管局监管。

“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。

A faint watermark of the J.P. Morgan Private Bank logo is visible across the page. It consists of three overlapping chevrons pointing towards the center. The top chevron is light blue, the middle is light green, and the bottom is light orange. The logo is repeated twice, once on the left side and once on the right side of the page.

J.P.Morgan PRIVATE BANK