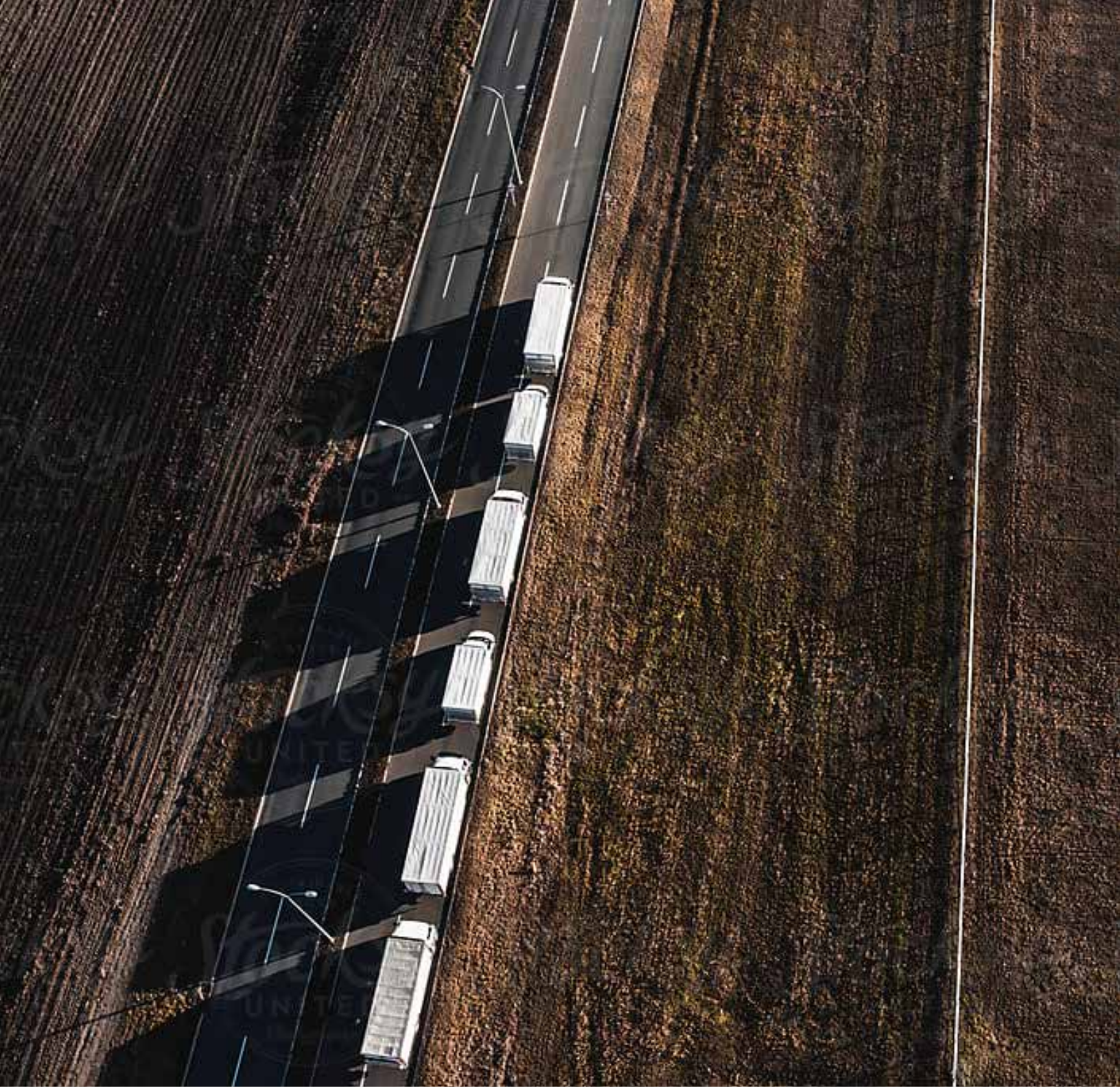


2025 年中展望

穩掌變局

五大關鍵問題協助投資者解鎖
不確定性中暗藏的機會





本文件所述觀點基於當前市場狀況，可予更改，並且可能與摩根大通其他關聯公司及員工的意見存在差異。所述觀點與策略可能不適合所有投資者。投資於任何投資產品或策略之前，投資者務須與其財務代表討論和聯繫。本文件不應視為研究報告或摩根大通研究報告看待。**前景展望和過往表現並非未來表現的可靠指標。**請參閱本文件末尾所載的其他監管狀況、披露規定、免責聲明、風險和其他重要資訊。

投資產品：• 不受聯邦存款保險公司保障 • 非銀行擔保 • 可能損失本金

序言

市場風起雲湧，面對不確定性，投資者需要有應對之策。誠然，臨近 2025 年年中之際，不確定性對市場影響的程度之深、範圍之廣令人驚訝——即便是我們這樣數年來歷經多輪市場周期更替的投資人士也有此番感受。

在今年的《年中展望》中，我們致力於解答五大關鍵問題，能助您解鎖不確定性中暗藏的機會。我們希望，這份恰逢其時的報告能為您提供有價值的參考。

我們預計全球經濟在短期內將呈現走弱趨勢。經濟衰退風險已顯著攀升。不過，我們依然相信，在促進增長的財政政策支持下，經濟將最終展現出韌性，抵銷關稅上調所產生的影響。當然，並沒有人能精準預測美國政策的走向，而這將是影響全球市場的關鍵因素。

我們認為，您現在比以往任何時候都更需要考慮能夠提升投資組合韌性的方案，審慎謀劃投資組合布局，以便在當前愈加多變的經濟和市場環境中達成財富目標。我們最終的目標是打造穩健的投資組合，這些組合不僅與我們的核心觀點保持一致，還能經受住各種風險情景的考驗。

無論後市發展如何，我們將始終相待而成，我們依託長久以來與您建立的深厚關係，定當竭力提供至臻服務。我們很榮幸能夠與您並肩同行，成為您的理財夥伴。衷心感謝您對摩根大通團隊一直以來的信賴和支持。

順祝鈞安！



David Frame

美國私人銀行行政總裁



Adam Tejpaul

國際私人銀行行政總裁

關鍵話題

◆ 特朗普 2.0 時代：投資者該歡呼還是擔憂？

我們認為美國、歐洲和日本市場有望在未來 12 個月再創新高。

◆ 您的投資組合能否抵禦不斷增加的風險？

投資者面臨經濟增長和通脹的雙向風險，加上政策的不確定性，風險管理至關重要。

◆ 美元優勢地位是否走向終結？

美元正處於貶值趨勢，但我們認為美元會保持其世界儲備貨幣的地位。

◆ 人工智能為何不再是熱門話題？

人工智能領域的競爭將繼續加速，成本降低和性能提升是驅動因素。

◆ 如何應對資本市場交易活動的現狀？

資產老化和不斷增長的永續基金將在私募市場創造機會。

目錄

引言	6
1 特朗普 2.0 時代：投資者該歡呼還是擔憂？	9
2 您的投資組合能否抵禦不斷增加的風險？	15
3 美元優勢地位是否走向終結？	19
4 人工智能為何不再是熱門話題？	23
5 如何應對資本市場交易活動的現狀？	27
結語	31

引言



投資者情緒緊張，這實屬情有可原。那些他們原本視作理所當然的「市場基石」，比如穩健的經濟擴張、全球貿易相對穩定，以及對人工智能(AI)的持續投入，如今突然都變得岌岌可危。年初對市場的高期望無奈遇見嚴峻的現實狀況。

「不確定性」已成為當下的高頻詞匯——對於正在權衡資本投資的企業、正在考慮下一次大採購的家庭、正在制定利率政策的各國央行以及正在作出資產配置決策的投資者來說，都是如此。

在今年的《年中展望》中，我們致力於解答五大關鍵問題，助您解鎖不確定性中暗藏的機會，並始終專注於您的財富規劃。

1. 特朗普2.0時代：投資者該歡呼還是擔憂？
2. 您的投資組合能否抵禦不斷增加的風險？
3. 美元優勢地位是否走向終結？
4. 人工智能為何不再是熱門話題？
5. 如何應對資本市場交易活動的現狀？

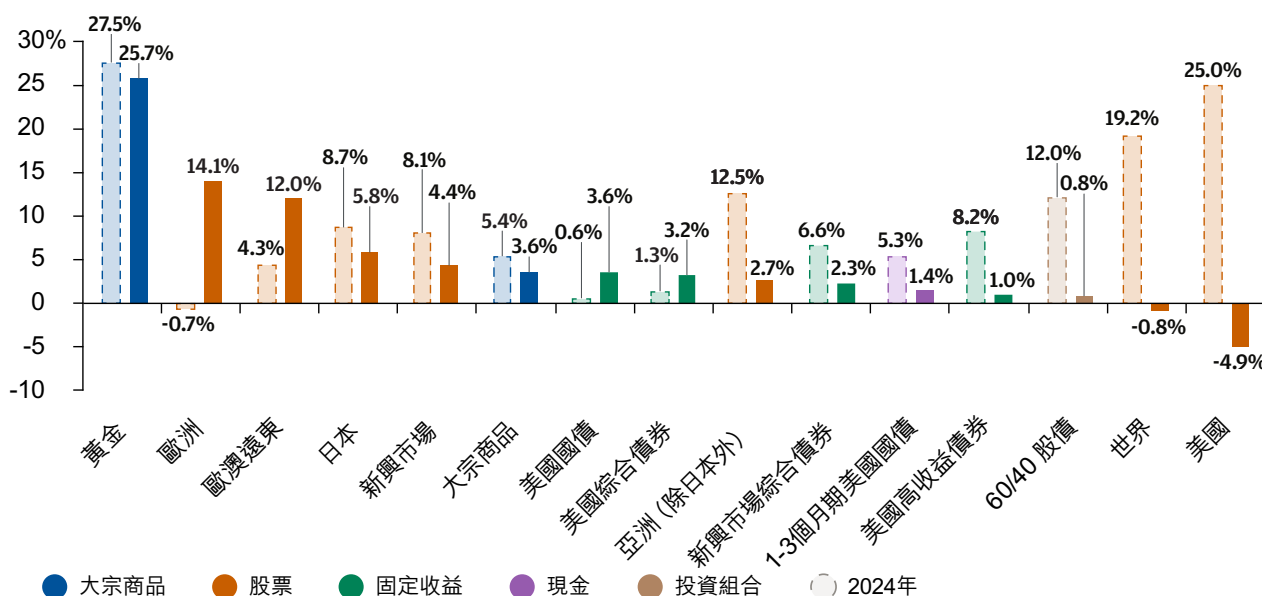
六個月前，投資者尚未有如此多的疑問。很多人起初曾對新一屆美國政府感到歡欣鼓舞，認為新政府將推行促進經濟增長、有利於投資者的政策。這如今似乎已不再篤定。

特朗普政府的施政順序出人意料。市場普遍預期特朗普政府的施政重點將以促進經濟增長的政策為主。然而，現實卻是最不利好市場的政策組合[提高關稅、限制移民以及通過政府效率部(DOGE)主導的政府開支削減計劃而推行的緊縮政策]卻先行生效。投資者尤其關注政府毫無章法的關稅策略，以及這些關稅可能帶來的經濟增長受限和通脹上升風險。

與此同時，國會正在醞釀一項可能在未來十年新增近6萬億美元財政赤字的稅改法案。放寬監管的利好尚未顯現。資本市場活動整體上依然低迷，首次公開募股(IPO)活動的融資規模和交易數量均不及2024年和2023年的水平。

換而言之，市場紅利尚未兌現，各類資產的回報表現與去年相比大相逕庭。

多年來首次，非美市場的表現跑贏美股
總回報率(%), 美元



資料來源：FactSet。數據截至2025年4月30日。

註：上述各板塊由以下指數代表：新興市場：MSCI新興市場指數；歐洲：斯托克歐洲600指數；亞洲（除日本外）：MSCI亞洲（除日本外）指數；歐洲遠東：MSCI歐洲遠東指數；世界：MSCI世界指數；黃金：紐約黃金期貨近月合約價格（美元／金衡盎司）；美國：標普500指數；日本：MSCI日本指數；美國高收益債券：彭博美國高收益債券指數；美國綜合債券：彭博美國綜合債券指數；新興市場綜合債券：彭博新興市場綜合美元債指數；美國國債：彭博全球美國國債；大宗商品：彭博財經大宗商品指數。60/40股債投資組合包含60%的股票部分（以MSCI世界指數為代表，回報總額）以及40%的債券部分（以彭博全球綜合指數為代表）。美國現金以彭博美國國債1-3個月期指數為代表。



接下來我們該何去何從？

經濟基本面目前似乎依然穩健，但我們預計，受關稅政策影響的全球經濟短期內將呈走弱態勢。當然，經濟衰退的風險已高於年初水平。在此背景下，我們注意到各國央行（尤其是美國以外的央行）依然傾向於寬鬆政策，並可能會加大降息力度以抵銷全球貿易和消費驟降造成的負面影響。儘管如此，關稅引發的不確定性似乎已經見頂；提高關稅的確會拖累經濟增長，但並不會令經濟完全陷入停滯。

面對政策不確定性、美股估值和集中度仍然偏高以及市場不斷波動的局面，投資者必須找到應對之策。基本面穩定的今天，以及充滿不確定性的明天——這種脫節在所難免。

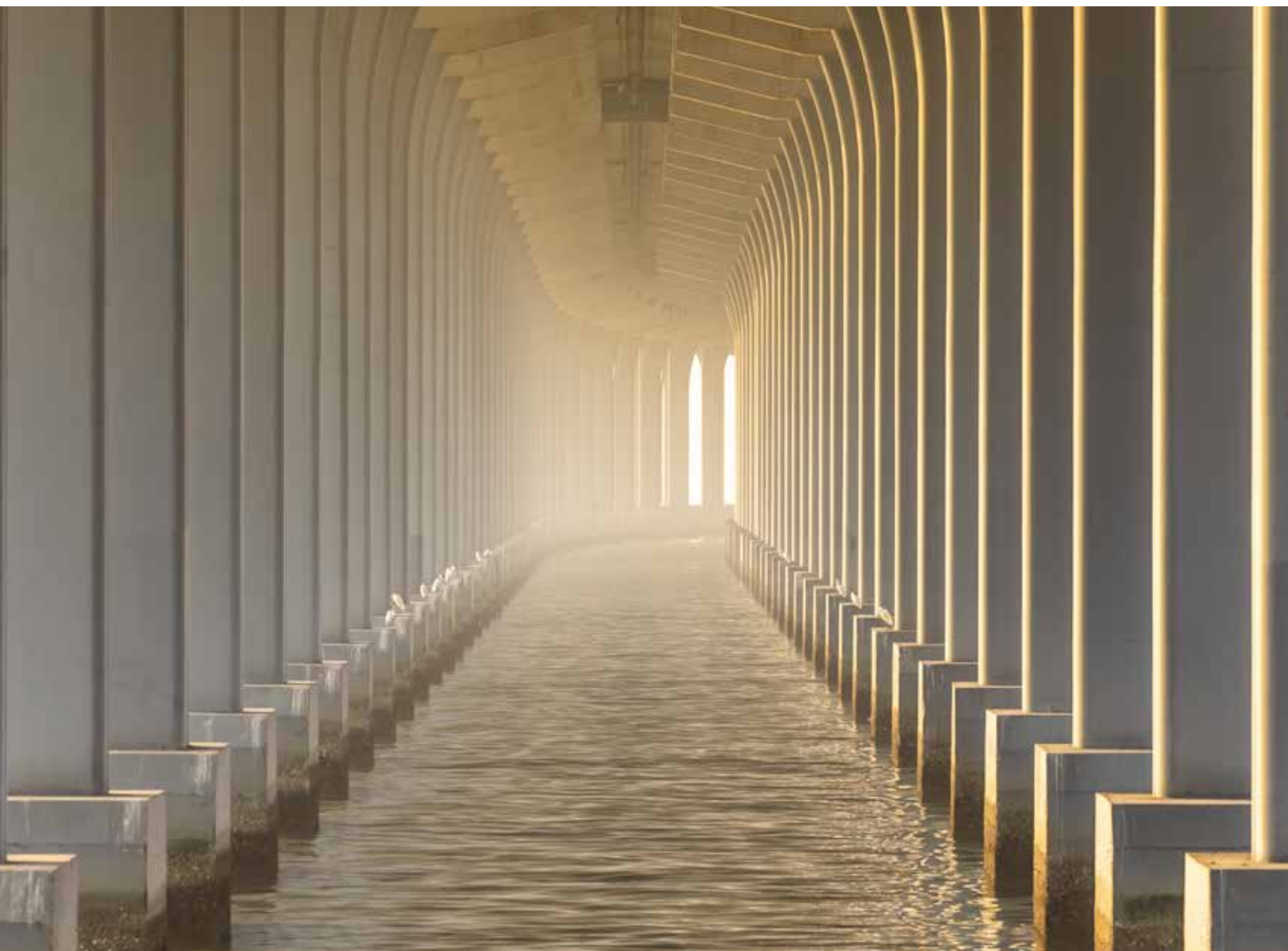
在如此現實的情況下，投資者還能否對全球股市追加投資？

這的確是個難題，但我們認為答案是肯定的。我們認為美國、歐洲和日本股市在未來12個月再創新高的可能性較大。投資者可能低估了科技板塊的盈利潛力，以及放寬監管對銀行信貸的推動作用。

放眼股市之外的更廣泛投資領域，我們認為投資者應考慮能夠利用不確定性獲利的策略，並確保構建具有足夠韌性的投資組合，以便在當前愈加多變的經濟和市場環境中達成財富目標，不論形勢如何變化。雖然投資組合韌性通常重點在於防範下行風險，但我們同樣需要重視潛在的上行機會。

最後，考慮到當前的風險狀況以及美元或將步入貶值周期，構建具有韌性的全球多元化投資組合將有助於堅定投資者執行長期投資計劃的信心。順應時勢，穩掌變局。

1 特朗普 2.0 時代：投資者 該歡呼還是擔憂？





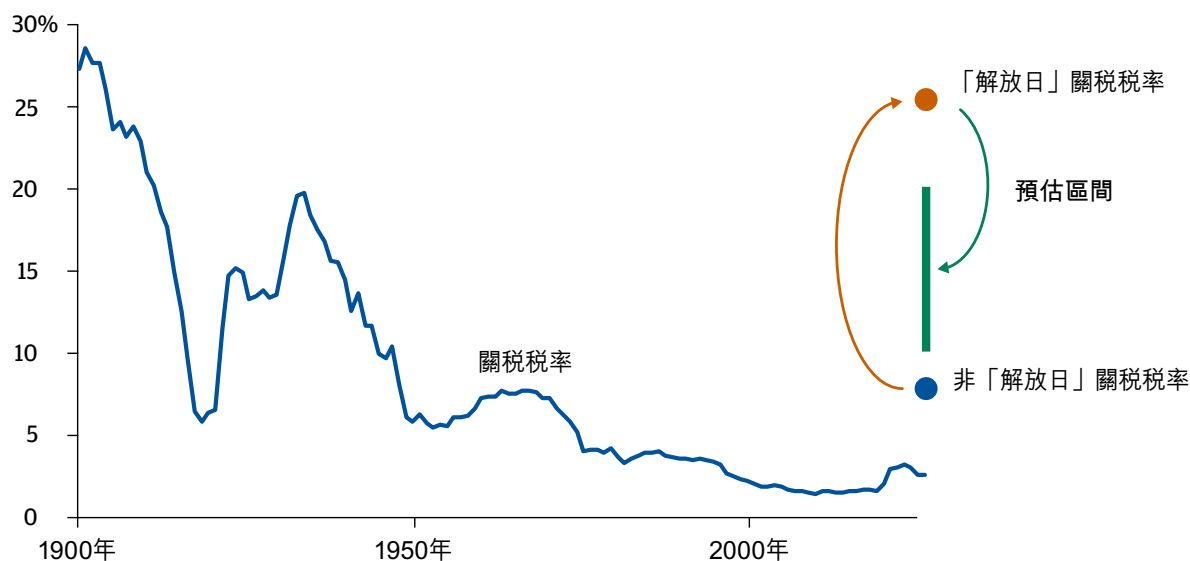
正如我們此前所言（投資者亦深有體會），特朗普 2.0 時代帶給市場的陣痛早已來臨。隨着關稅政策聲明在加碼與緩和之間反覆搖擺，美國政策的不確定性飆升，企業和消費者信心崩塌。與此同時，市場此前預期的特朗普 2.0 時代紅利（併購和資本市場活動回暖、企業稅負進一步降低以及大規模放寬監管）迄今為止均未兌現。

美國及其貿易夥伴國未來關稅措施的最終規模、實施範圍或持續時間都難以預測。但其整體輪廓已清晰表明，二戰以後的自由貿易發展趨勢將遭遇重大逆轉和亂局。在美國政府頒布的各项政策中，關稅引發投資者最為不安的情緒。這是因為在其他條件不變的情況下，提高關稅將導致經濟增長放緩、物價上漲和企業利潤下滑。

我們最新研究顯示，美國實際關稅稅率（考慮貿易談判、豁免措施及替代效應後）或將穩定在 15% 左右。這將成為自 1930 年代初「斯姆特-霍利」時代以來的最高水平。儘管面臨關稅壓力，但我們認為美國經濟仍可實現小幅正增長，未來 12 個月企業每股盈利有望取得中個位數的增長。但如果關稅稅率維持在「解放日」關稅的最初水平（即 4 月 2 日美國宣布新關稅政策時的水平），這將足以導致美國乃至全球經濟在今年陷入衰退。

我們預估美國實際關稅稅率或將穩定在 15% 左右。

美國實際關稅稅率，%



資料來源：岑博智 (Michael Cembalest)、摩根大通資產及財富管理部、美國稅務基金會、摩根大通全球經濟研究、高盛全球投資研究部。數據截至 2025 年 4 月 15 日。「解放日」關稅稅率截至 4 月 2 日，未考慮豁免措施和替代效應。預估關稅區間假設關稅稅率統一提高 10% 以及已宣布的關稅豁免政策付諸實施，在此基礎上浮動 + / - 5% 以反映不確定因素的影響。非「解放日」關稅包括：對全球汽車徵收 25%，對中國徵收 20%，對加拿大和墨西哥（非《美墨加協議》商品）徵收 25%，對鋼鋁徵收 25% 的關稅。



在特朗普2018年貿易戰期間，企業通過提高價格、調整供應鏈和聚焦高利潤產品來維護利潤空間。但這套策略在2025年的執行難度將高於以往。以關稅佔國內生產總值(GDP)的份額計算，如今美國擬徵收的關稅規模比2018年高出近四倍。事實上，已宣布的關稅政策堪稱美國和平時期史上最大規模的加稅行動之一。¹

此次貿易戰的全球性加劇了經濟下行風險。在對單個貿易夥伴發起貿易戰時，美國擁有明顯的體量優勢。例如，加拿大對美出口佔加拿大經濟總量的20%，而由於美國經濟體量遠超加拿大，因此美國對加出口僅佔美國經濟總量的1.2%。然而，美國對全球其他地區的出口佔美國GDP的7%，而全球其他地區對美出口僅佔全球其他地區GDP的4%。

在貿易戰中這種強勢和弱勢地位的轉變，或許是今年以來非美國資產表現跑贏美國資產的重要原因之一。

另一個原因在於：在跨大西洋聯盟關係緊張的背景下，歐洲多國正加大國防和財政支出以強化自主安全保障。區域性產業政策催生了電氣化、製造業回流等大趨勢及長期投資機遇。例如，德國政府摒棄了奉行數十年的財政緊縮政策，轉而增加國防和基礎設施開支。我們預計，此舉有望將歐元區經濟年增長率從2025年0.5%的較低水平提升至2026年的1%以上。

在歐洲經濟前景日趨明朗的同時，投資者開始關注美國經濟增長面臨的不利因素。美國政府效率部推行的聯邦機構精簡計劃導致已實施和宣布的裁員人數突破275,000人。²淨移民人數較2023年峰值銳減80%，也成為就業增長和消費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月美國裁員總數以聯邦政府裁員為主：已宣布的裁員人數為275,240人，其中216,670人由政府效率部的行動導致。

³ 美國國會預算辦公室(2025年)。《人口展望：2025年至2055年》。

減稅政策或成市場轉折點？

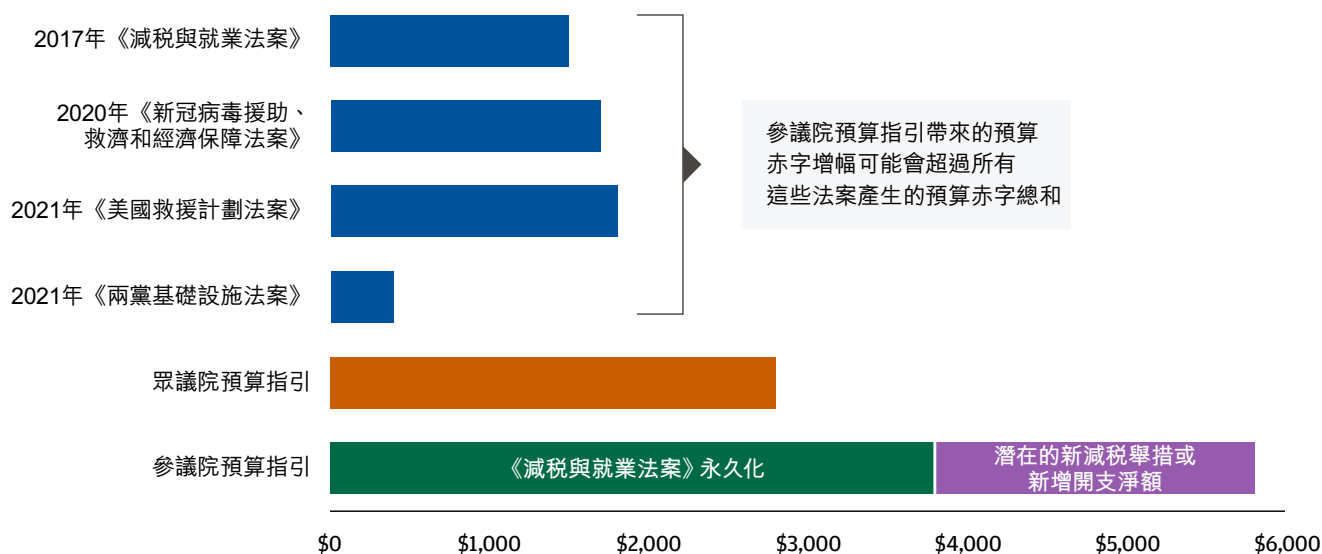
國會共和黨人士正試圖圍繞一項計劃聯合起來，修訂和延長2017年《減稅與就業法案》。參議院關於預算調節進程的最新一套指示允許立法者僅在眾議院和參議院中以多數票通過稅收和支出立法。該指示規定，今後10年內，預算赤字累計增加近6萬億美元。這一增長將大於原來的《減稅與就業法案》、《新冠病毒援助、救濟和經濟保障法案》、《美國救援計劃》和《基礎設施投資與就業法案》的總和。

股票投資者可能會鬆一口氣，因為法案可能每年淨值~1000億美元至2000億美元的新年度財政支持，即使大部分成本來自延長現行稅收政策。固定收益投資者的看法則可能截然不同。

同。鑒於長期債券收益率接近本輪周期高點，投資者正在評估為如此大規模的舉債計劃提供融資所需達到的回報水平。

國會可能會批准進一步削減開支，而此舉將利好債券市場。但這一前景仍存變數，主要原因在於多數預算削減可能來自醫療補助計劃(Medicaid)。此前削減醫療補助福利的嘗試（最著名的當屬2017年《格拉厄姆-凱西迪法案》，即Graham-Cassidy Bill）屢屢遭遇強大的政治阻力。如果取消《通脹削減法案》的部分條款（如針對電動汽車的稅收減免政策），可能有助於抵銷減稅計劃產生的部分成本。即便將這些潛在的開支削減考慮在內，美國的財政赤字似乎注定呈增長態勢——唯一的懸念在於增長的幅度。

參議院預算和解程序指引或將推動預算赤字急劇攀升
未來10年累計增幅，十億美元



資料來源：美國國會預算辦公室、盡責聯邦預算委員會預估、眾議院預算委員會、參議院預算委員會。數據截至2025年4月4日。

註：眾議院預算指引顯示為2.8萬億美元，但如若沒有額外的支出削減，總額可能達到3.3萬億美元。假設《減稅與就業法案》延期為3.8萬億美元，新增赤字支出2萬億美元。

監管放寬是否會對實體經濟產生影響？

儘管國會立法過程可能較為艱難，但監管放寬正悄然為銀行業帶來積極影響。我們認為，市場可能低估了監管放寬所帶來的利好。

相比當前的監管要求，美國大型銀行現已積累逾2,000億美元的超額資本。隨著資本監管要求有望放寬，這部分超額資本可能會流入以下三個渠道：促進私營部門貸款增長、股票回購以及銀行業整合。

第一個投資渠道，即促進私營部門貸款增長，也是美國財政部長斯科特·貝森特的重點關注領域。在受到關稅衝擊前，美國工商業貸款需求已出現回升跡象，特朗普政府希望加快這一勢頭。股票回購方面，高盛集團第一季度宣布了一項規模為公司市值26%的股票回購計劃。

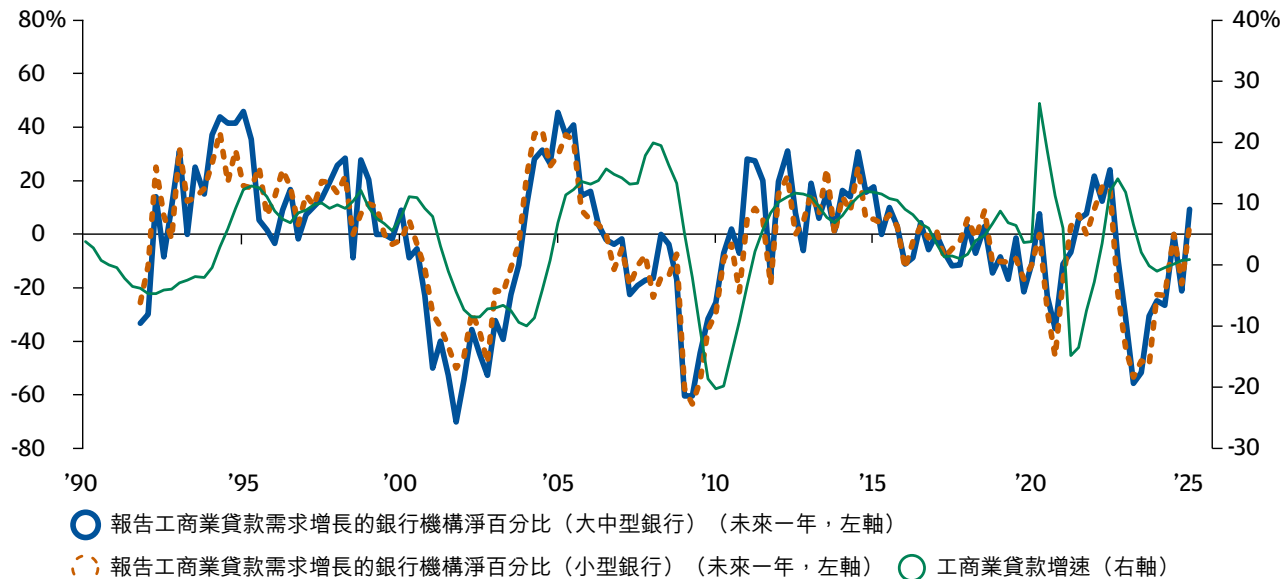
此外，我們預計成本協同效應、合規技術應用普及帶來的規模效應以及區域多元化戰略，將進一步助推銀行業整合浪潮。美國監管機構近期批准第一資本集團(Capital One)收購發現金融公司(Discover)的交易，可能為銀行併購活動釋放積極訊號。

銀行股在中期內應能受益，現有優先股也可能因未來供給減少而獲得支撐。事實上，如果2025年下半年特朗普政府轉而開始聚焦施政議程中的促進增長政策，銀行股或將成為最受矚目的受益者之一。

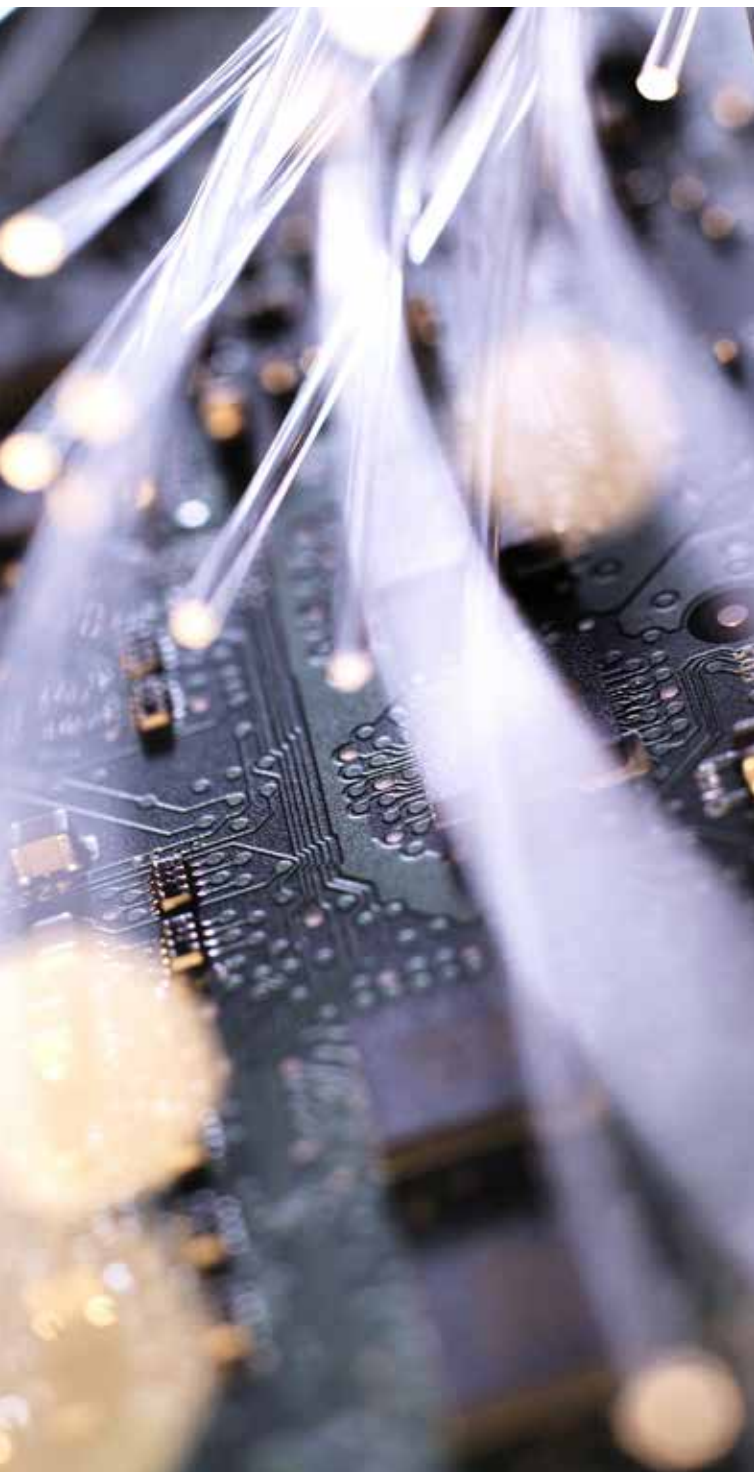
貸款專員調查結果顯示工商業貸款需求加速增長

報告工商業貸款需求增長的銀行機構淨百分比（未來一年，%）

工商業貸款增速(%)



資料來源：聯邦儲備委員會、Haver Analytics。數據截至2025年3月31日。



科技股能否重拾漲勢？

科技股及科技相關股票對美國股市走勢的影響巨大。截至5月9日，美股科技板塊年內下跌逾8%，而「美股七雄」年初至今已累計下跌逾12%。

但科技股有望重拾漲勢，原因如下：企業盈利依然強勁，估值也未超出合理區間。更重要的是，我們堅定看好人工智能的長期發展潛力，並於後文進行詳細闡述。

2025年「美股七雄」每股盈利預計將增長15%，相比之下市場其他股票每股盈利預計將增長8%。由於投資者擔憂相關公司的資本支出計劃可能過於激進，這些科技明星股年初至今的表現遜於標普500指數的其他成分股。

「美股七雄」當前26倍的遠期市盈率（相比大市為20倍）估值看似並不低。但是，目前「美股七雄」與市場其他股票的相對估值已處於過去十年來的最低水平。另一積極訊號在於，特朗普政府暫時豁免對半導體及其他進口電子產品加徵關稅。事實上，美國在科技創新領域擁有顯著的比較優勢。我們認為，如果由於提高科技產業的投入成本而削弱了這一優勢，實非明智之舉。

回到我們開篇的問題：特朗普2.0時代：投資者該歡呼還是擔憂？我們認為，在未來一年中的大部分時間內，關稅政策及其引發的不確定性將令經濟增長和企業盈利承壓。但是這未必會阻擋牛市的步伐。美國政府一系列利好投資者的政策主張（包括降息、下調能源價格和放寬監管）很可能會在2025年下半年陸續落實。

投資者應學會從容應對市場的不確定性和波動。**震盪市況或將持續一段時間，但主要發達經濟體股市（美國、歐洲、日本）有望在明年年中之前再創新高。**畢竟，股市往往在各種擔憂中表現不俗。

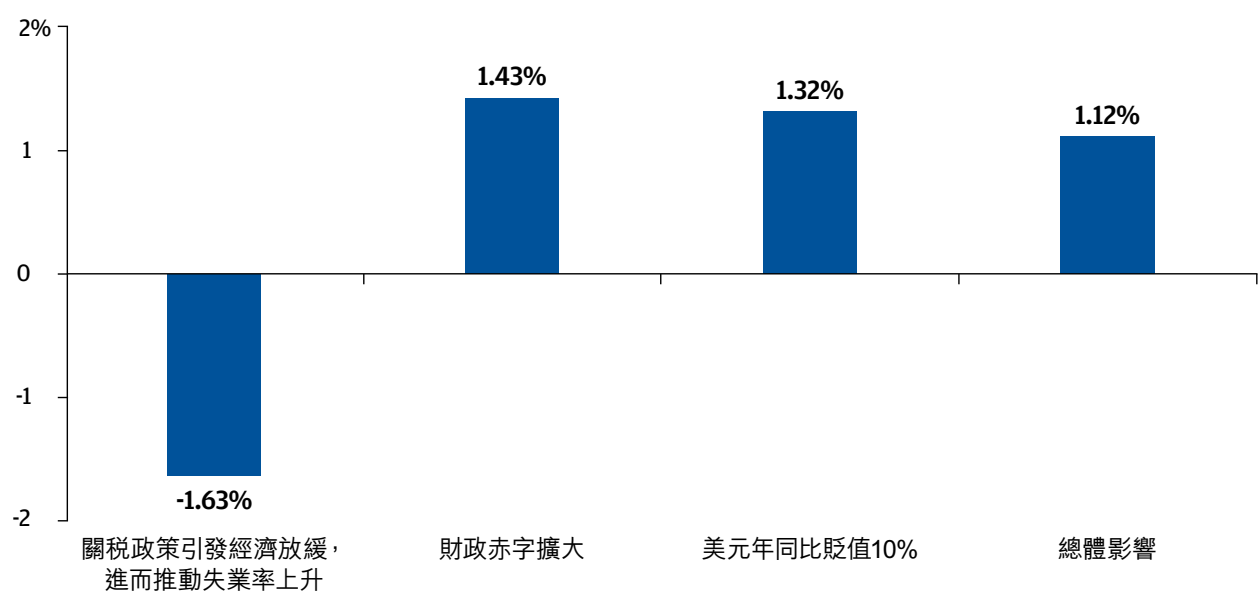
2 您的投資組合能否抵禦不斷 增加的風險？





投資者正在權衡互為制約的經濟增長和通脹風險。更高的貿易壁壘或將推高物價、抑制經濟增長和打壓股票估值。另一方面，美國、中國及歐洲實施的刺激性財政政策可能對債券收益率構成上行壓力。這些因素相互交織，其綜合影響難以預測。但我們的分析表明，如果國會最終法案與參議院預算指引一致，同時美元持續走弱，未來一年通脹或將呈上升趨勢。

美元持續走弱和財政赤字擴大可能推動美國通脹攀升
不同驅動因素對核心個人消費支出 (PCE) 通脹的影響預估（年化百分比）



資料來源：摩根大通財富管理方案、聯邦儲備銀行。數據截至2025年4月22日。
註：本圖採用聯儲局FRB/US宏觀經濟計量模型，以評估多個關鍵變量的通脹影響，其包含的前瞻性假設如下：
1) 我們假設今年通過的財政和解方案將達到參議院預算決議指引中設定的累計預算赤字影響上限(5.8萬億美元)。2) 我們假設年初至今宣布的關稅政策將導致美國實際GDP增長率減少2%，進而推動失業率上升近1%。3) 我們假設美元實際有效匯率將整體貶值10%。

無論通脹、經濟增速亦或市場走勢是上漲、下跌還是呈橫向波動，作為我們《2025年市場展望報告》的關鍵主題，投資組合韌性都有助於我們的客戶實現長期財富目標。

在深入探討構建投資組合韌性的具體操作之前，不妨先暫退一步，從更長遠的視角審視這一問題。在後全球金融危機時期（大致為2009年至2020年），投資組合往往傾向於配置在低通脹、低利率和低波動環境中表現良好的資產（以美股為主）。投資者目前面臨着增長和通脹的雙向風險，同時還要應對持續不斷的政策不確定性。如此根本性轉變對於構建具有韌性的投資組合具有重要影響。

在當前環境下，我們應如何理解投資組合的韌性？我們認為，一個具有韌性的投資組合包含彼此呈低相關或負相關性的資產，並且其中每種資產本身都具備跑贏現金的能力。這些資產組合起來，具備減輕投資組合層面的回撤嚴重程度。當然，核心固定收益資產仍是經濟增長下行階段投資組合韌性的主要來源。此外，機會型信貸策略也可在經濟承壓時期發揮優勢。

在本文中，我們重點探討四類可能有助於增強投資組合抗禦風險韌性、具有吸引力的資產選擇：與股票掛鈎的結構性票據、對沖基金、基礎設施及黃金。

我們認為，對於合資格投資者而言，與股票掛鈎的結構性票據在當前環境下能發揮良好的效用。我們的客戶似乎也頗有同感：今年配置結構性票據的客戶數量已達到2024年的兩倍之多。

多數與股票掛鈎的結構性票據會定期或在到期時支付票息。相關票息由股市隱含波動率和利率水平決定。我們認為，與近年情況相比，這兩項因素仍將處於較高水平，從而有望提供更強大的下行保護、更高的潛在票息收益，或者兩者兼而有之。

對合資格投資者而言，與股票掛鈎的結構性票據提供了獲得與固定收益市場不相關收益的又一重要來源。事實上，與優先股、高收益債券等波動性相近的資產相比，與股票掛鈎的結構性票據具有更高的回報潛力，潛在回報的波動區間也更加穩定。雖然投資者的具體情況千差萬別，但合資格投資者不妨考慮將結構性票據納入投資組合中，初始之際可採用較低水平的配置比例。

另類資產協助增強投資組合韌性

對於合適的投資者而言，對沖基金是另一種有望增強投資組合韌性的資產。2019年12月至2024年8月期間的數據顯示，以風險調整後的表現衡量，近80%隨機生成的對沖基金組合表現領先於單純的股債投資組合。⁴ 展望未來，我們預計多元化對沖基金策略將帶來略高於核心固定收益的回報和波動率（此處以彭博美國綜合債券指數為代表），並與之幾乎沒有相關性。⁵

在政策、經濟增長和通脹路徑不確定的背景下，股票和信用資產估值依然高企。這很可能會支撐跨資產類別及各資產類別內部的波動性及表現差異性保持在較高水平。在此背景下，我們尤其青睞具有較低相關性的對沖基金（如相對價值策略和宏觀策略），以把握市場波動期間產生的錯配而獲益。

不僅如此，對沖基金還可為美國投資者提供良好的稅後回報。市場參與者往往以為，對沖基金旨在產生短期收益並且稅後回報會有所縮水。但我們研究發現，從3年、5年及10年滾動周期來看，包含對沖基金的投資組合即使在稅後的基礎上也跑贏不包含對沖基金的組合。⁶

我們同時亦關注基礎設施投資，以增強投資組合韌性。在此領域，投資者往往能從通常包含通脹保護性條款的長期合同中獲益。此外，基礎設施投資的歷史回報中有超過40%由收益驅動。在債券市場波動加劇的環境中，基礎設施產生的穩定收益可能對合適的投資者而言尤其具有吸引力。自2008年第二季度以來，基礎設施項目實現的年均總回報保持在低雙位數的水平。⁷

最後，我們注意到，市場對發電和數碼基礎設施的需求呈現增長趨勢，這一長期轉變或將在基礎設施領域創造出新的投資機會。此外，日益頻發、愈演愈烈的氣候和氣象災害，也進一步強化了市場對韌性基礎設施的需求。

⁴ 有關完整分析和方法，請參閱岑博智 (Michael Cembalest) 的文章《放眼市場：幾乎是個紙月亮》。

⁵ 摩根資產管理（2024年9月）。2025年《長期資本市場假設》。

⁶ 計算表現數據採用了多項指數。（股票：MSCI世界指數，固定收益：彭博市政債券1-17年期指數，對沖基金：Pivotal Path）。鑒於指數不分派收益，因此採用ETF計算股票和固定收益的收益分派（股票：URTH，固定收益：MUB）。對沖基金的稅務假設基於摩根大通私人銀行多策略對沖基金已實現的分派。在此分析中，假設長期資本利得稅的稅率為23.8%，短期資本利得稅的稅率為43.4%。

⁷ 摩根資產管理（2025年2月）。《另類投資指南》。

閃閃發光的都是黃金？

我們認為，黃金具備避險優勢，或可針對地緣政局動盪加劇和美元走弱的風險提供一定的保護。

雖然過去幾年金價已顯著攀升，但我們認為黃金漲勢仍有望延續。多家央行（如沙特、台灣地區、日本、中國、新加坡、巴西和韓國）外匯儲備中的黃金佔比不足7%。相比之下，德國和美國外匯儲備中的黃金佔比均超過75%。⁸

儘管加密貨幣愛好者持不同意見，但我們對於比特幣和其他加密資產能否增強投資組合韌性持懷疑態度。雖然加密資產與傳統資產的相關性較低，但根據歷史經驗，加密資產往往會導致投資組合變得更加脆弱。

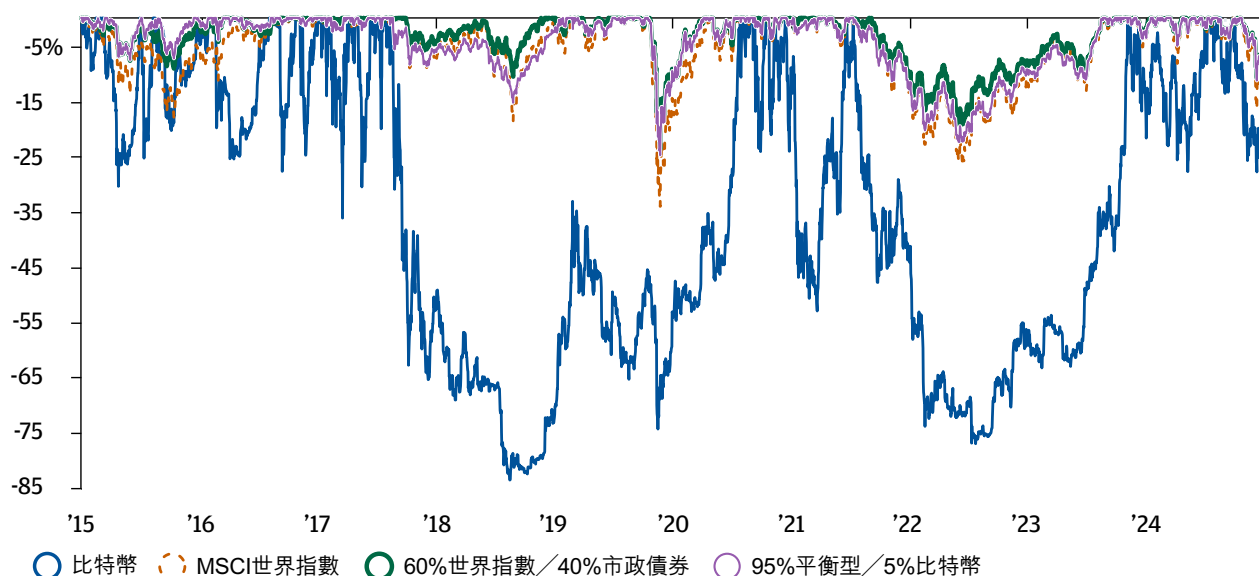
此外，加密貨幣的波動性亦遠高於黃金。在平衡型投資組合中，配置5%加密貨幣所產生的風險貢獻，可能顯著高於配置同等比例黃金的風險貢獻。誠然，加密資產有望很快迎來更

加寬鬆友好的監管環境，但這恐難改變該資產類別的基本特徵，至少短期內應是如此。

無論市場如何變化，遵循「良好」的投資組合管理習慣都能增強韌性。以投資組合「偏離」配置目標的情形為例。自2020年以來未作調整的60%/40%股債投資組合，如今已偏向接近75%/25%的配置比例。

加之過去5年美國資產表現優異，投資組合的美元資產集中度可能已變得過高。打造具有韌性的投資組合需及時修正市場「偏離」。

比特幣的回撤幅度突出
從峰值回撤幅度(%)



資料來源：彭博財經、晨星投資實驗室。數據截至2025年4月30日。

註：平衡型投資組合 = 60%的MSCI世界淨回報美元指數和40%的彭博市政債券1-17年期指數，每個季度進行再平衡調整。

⁸世界黃金協會（2025年）。

3 美元優勢地位 是否走向終結？



近期美元貶值引發熱議。美元走弱是否會導致美元的全球儲備貨幣地位受到質疑，以及更宏觀而言，這是否會動搖美國的全球經濟主導地位？或者美元貶值是否預示着一次影響重大但並非根本性的轉變？

我們傾向於後一種觀點，具體分析如下。

美元長期以來作為全球儲備貨幣有其充分的理由。美國是全球規模最大⁹、也是最為穩定的經濟體，同時擁有最龐大、最具流動性的金融市場。美國擁有成熟穩定的法治體系、強大的政府機構、公平自由的選舉制度、開放透明的政治程序、相對完善的監管和稅收制度，以及創新和開拓進取的文化。美國的軍事力量為全球經濟體系提供了安全支柱。

然而，從西班牙銀元到英鎊，歷史上每種儲備貨幣最終都失去了其主導地位。美元目前似乎面臨着數十年來最嚴峻的潛在下行風險。今年迄今為止，美元相對所有其他主要貨幣普遍貶值。關稅政策的發布和貿易政策不確定性是部分原因，但在美國國會可能通過立法大舉增加預算赤字的背景下，投資者也在擔心美國的財政前景。

市場面臨的風險在於，美國政策制定者可能會重蹈拉丁美洲領導人（如阿根廷前總統胡安·庇隆）奉行保護主義、央行獨立性缺失以及全面忽視宏觀經濟穩定性的覆轍。頗具諷刺意味的是，許多拉丁美洲經濟體在這些領域已取得了實質性的進步，反而是美國的經濟信譽正愈加受到市場參與者的質疑。

然而，我們認為這些風險將呈現出一種相對緩和的態勢，即美元逐漸貶值而非突然崩潰。美元目前在全球外匯儲備中佔到60%，在國際債務中佔到65%，在SWIFT貿易融資結算中佔到近85%。在強大的網絡效應下，轉向新的國際貿易和融資媒介可能難以一蹴而就。作為全球第二大常用貨幣，歐元在SWIFT結算體系中僅佔6%。¹⁰

雖然美元的主導地位看似穩固，但投資者對美元價值的看法可能在潛移默化中發生改變。調查顯示，近70%的受訪投資者認為美元「被高估」，同時預期美元將繼續貶值的受訪者淨比例達到61%，創下自2006年以來的最高水平。¹¹我們的基準情形預計到今年年底，美元兌主要貨幣還將繼續貶值幾個百分點，風險偏向下行。

⁹ 按當前匯率計算。

¹⁰ Chang, C.、Rana, V.、Gupta, Z.和Rezvijs, V.（2024年8月20日）。《沙特和中國的關係和以人民幣結算的石油貿易》。

¹¹ 美銀美林（2024年）。《美銀基金經理調查》。



歷史上曾有美元持續走弱的先例（1970年-1980年、1985年-1992年以及2002年-2008年），導致美元在5至10年間貶值約40%。根據學術研究估算，在美國發行人發行的固定收益和股權（上市和私募）證券中，非美國投資者持有的份額約佔30%。¹²因此，即便資本小幅回流，也可能顯著改變美國資產與全球其他地區資產的相對估值。

分散貨幣風險有助於降低美元貶值所帶來的潛在損失。我們重點關注歐元、日圓和黃金，因其市場規模、流動性以及歷史上曾作為替代儲備資產的地位。各國央行持有近13萬億美元的外匯儲備，早已逐步增加對這些貨幣的配置，這也反映出這些貨幣具有市場體量大、流動性強及維持購買力的優勢。歐元和日圓與全球經濟增速的相關性也較低，從而有助於降低投資組合的周期性風險敞口。

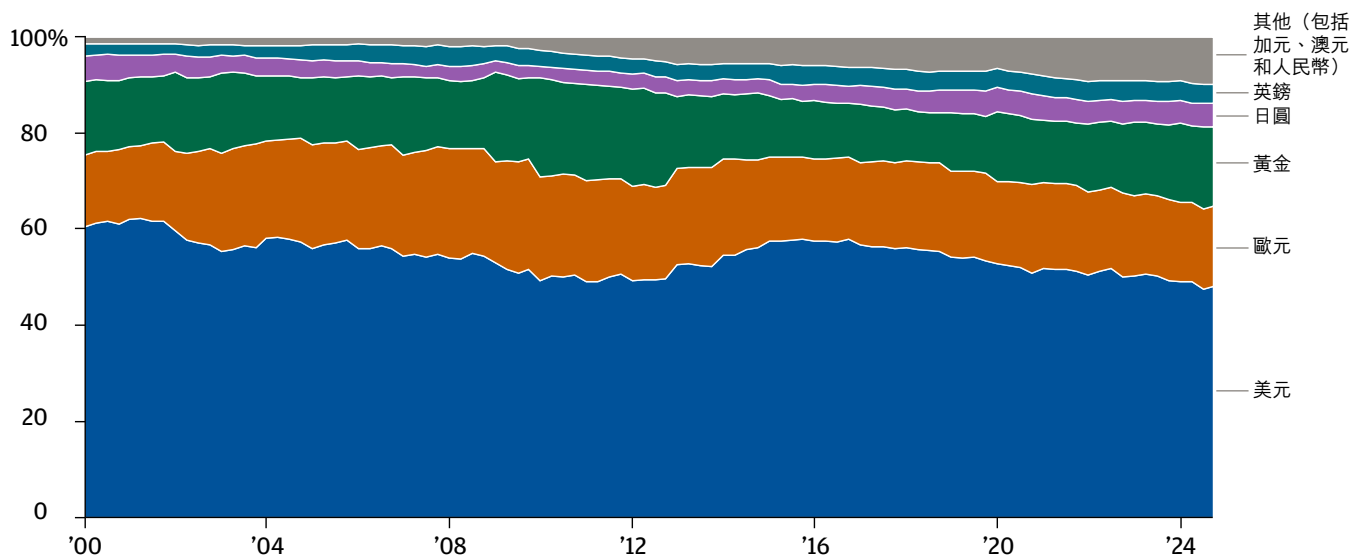
相較於美國本土投資者，美國境外的投資者對於貨幣多元化配置的接受度更高。對美國本土投資者而言，最簡單的路徑可能是投資以歐元和日圓計價的股票。事實上，根據摩根資

產管理2025年《長期資本市場假設》預測，未來10-15年，美元貶值每年將為歐洲和日本股票投資（以美元計價）的總回報帶來1%-2%的貢獻。

值得注意的是，歐洲和日本股市的絕對表現預計也將跑贏美國市場。此外，私募股權投資也不失為一種分散地域和貨幣風險敞口的有效途徑。雖然美股在全球公開股票基準中佔比約為70%-75%，但在全球併購交易量中僅佔半數。¹³

在充分理解相關風險的前提下，投資者還可考慮配置外幣計價債券。過去20年數據顯示，對於美元投資者而言，未對沖的美國以外綜合債券投資組合的波動性幾乎是國內美元債券投資組合的兩倍。

美元仍在全球央行外匯儲備中佔據最大份額
佔全球央行外匯儲備總額的百分比(%)



資料來源：國際貨幣基金組織、摩根大通。數據截至2024年12月31日。來自向國際貨幣基金組織報告數據的123家央行的數據。

¹² Du, W. 和 Huber, A. W. (2023 年)。《全球美元資產持倉和對沖情況》。賓夕法尼亞大學沃頓商學院。

¹³ 貝恩公司 (2025 年)。2025 年《全球私募股權報告》。

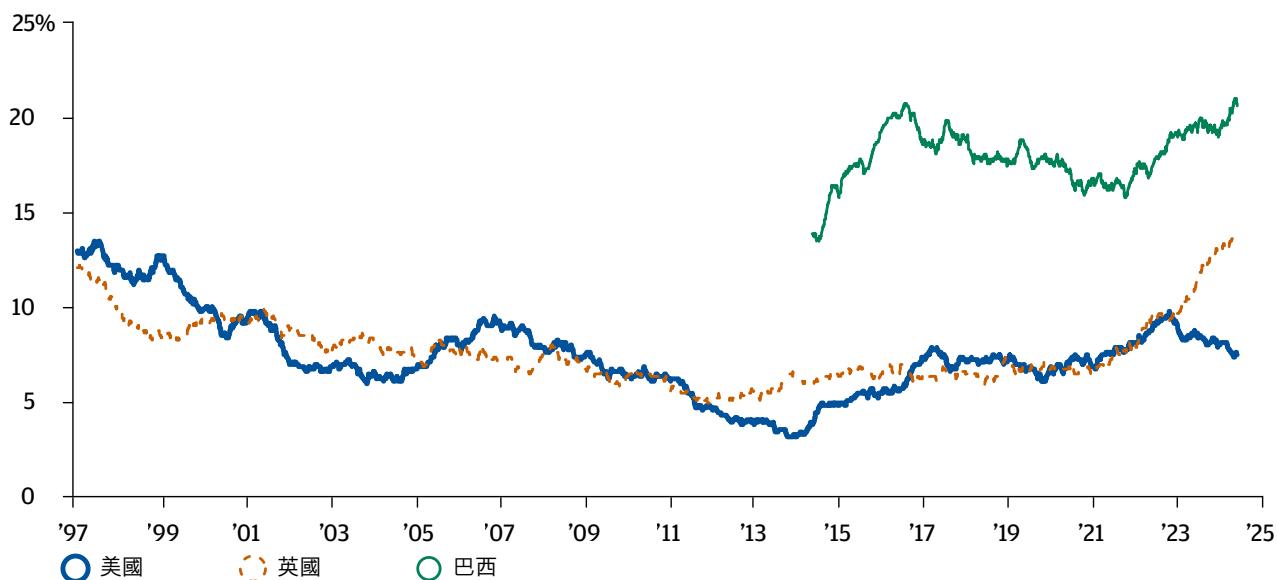
追蹤市場對美元的看法

我們通過追蹤一項簡單指標來評估美國政策制定者失去市場公信力的風險，即美股、美債和美元同步下跌的交易日佔比。過去三年間，美國資產遭遇股債匯同步下跌的交易日佔比約為7.5%。在巴西，這一比例超過交易日的20%。英國在所有發達市場中問題最為嚴峻，因為投資者對英國財政政策似乎已徹底失望。2025年期間，儘管4月中旬市場經歷劇烈波動，但圍繞美元走勢的雜音要大於實際觀測到的市場壓力。2025年截至目前，僅有5%的交易日上演了美股、美債和美元同步下跌的局面。

簡而言之：美元作為全球儲備貨幣的地位不會驟然消失。但美元步入貶值時代的風險正在升高。投資者仍有時間採取措施，以降低這一風險對投資組合的衝擊。



近年來，投資者拋售英國資產的頻率遠高於賣出美國資產
股票、固定收益和外匯市場同步下跌的交易日佔比（3年滾動，1997年至今）



資料來源：彭博財經。數據截至2025年4月30日。

4

人工智能為何不再是熱門話題？



關稅政策的不確定性分散了投資者對人工智能的關注，這是另外一個重要的長期趨勢。

早在「解放日」之前，人工智能相關股票就已在3月的美股拋售潮中遭遇重挫。截至4月2日前夕，標普500指數年內最大跌幅中的80%來自於20家公司，其中近三分之二與人工智能相關。

引發人工智能股票拋售潮的導火線顯而易見：中國初創公司DeepSeek發布了新一代人工智能模型。（對兩個概念進行簡要的說明：模型屬於軟件範疇，而為模型提供算力支持的半導體晶片則屬於硬件。）

DeepSeek顛覆了投資者對於開發高性能人工智能模型所需資源（如資金、高端半導體晶片及電力）的主流假設。換句話說，DeepSeek能夠以遠低於競爭對手的成本，實現相當可觀的成果。

在DeepSeek的消息發布後，投資者提出質疑，所謂的超大規模科技巨頭（雲端計算提供商、數據中心營運商）是否會繼續推行激進的資本支出計劃，以及相關投入能否產生回報以及何時才能兌現回報。

亞馬遜和Meta等超大規模科技巨頭紛紛表示，他們正在全力以赴，加碼人工智能投資。華爾街分析師目前已將四家超大規模科技巨頭2025年資本支出增速預期從年初的略高於20%上調至近33%。¹⁴

人工智能有望促進生產力進一步提升

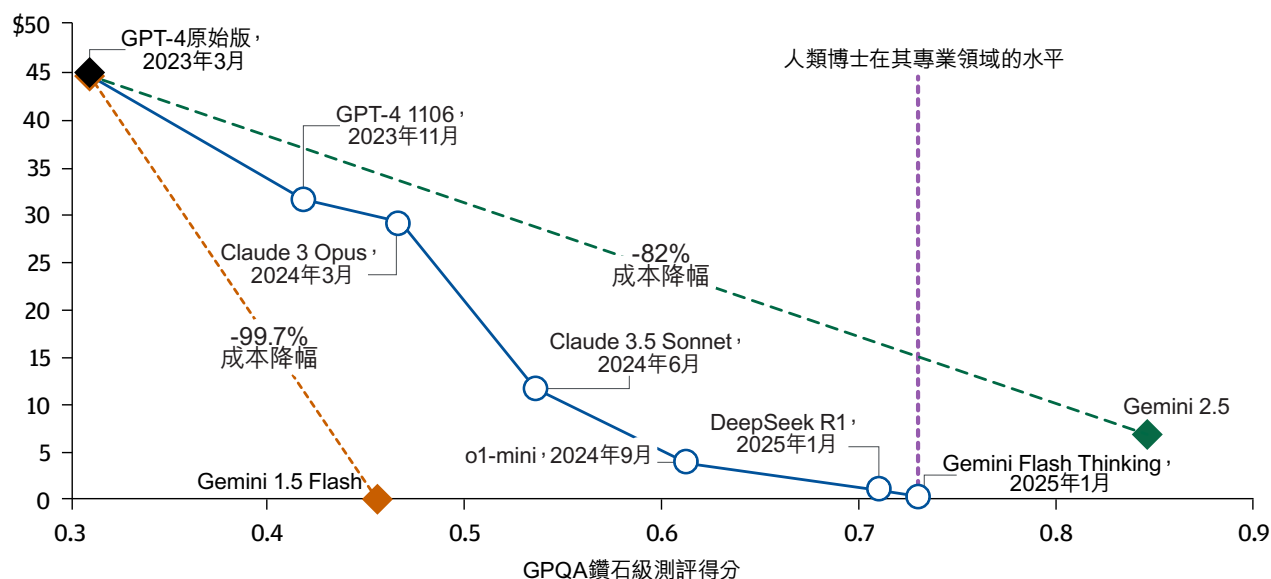
我們認為，人工智能將促進生產力大幅提升，惠及企業、消費者乃至整個經濟。大型語言模型的輸出結果目前已能達到博士水平，同時成本也下降了80%至99%。此外，用戶優化成本與性能配比的能力也日益提高。在經濟史上此類例證不勝枚舉，從開創了大規模鋼鐵生產先河的貝塞麥鐵水煉鋼工藝、航空旅行、個人電腦和半導體到流動電話，科技往往在成本大幅下降後迎來廣泛應用。

¹⁴ Empirical Research Partners（2025年）。《超大規模雲端服務商、雲端成本嚴重超支的企業、過度擴展雲端服務的企業》。



大型語言模型的輸出結果已能達到博士水平，成本降幅超過 80%

人工智能模型，每百萬詞元(token)的成本（美元）



資料來源：One Useful Thing。數據截至 2025 年 4 月。

註：研究生水平的防谷歌問答測試 (GPQA) 是一系列難度極高的選擇題，旨在測試高階知識。每百萬詞元的成本是指模型的使用費 (Gemini Flash Thinking 的成本為估算值)。

人工智能成為各國股市科技板塊上漲的推動力

自 ChatGPT 發布以來的價格回報率 (%)



資料來源：彭博財經。數據截至 2025 年 4 月 30 日。

註：美國科技股：納斯達克100指數；中國科技股：恒生科技指數；歐洲科技股：斯托克科技指數。



正如知名科技分析師 Ben Thompson 所言，人工智能競賽正處在關鍵轉捩點。領先的科研實驗室仍熱衷於籌集資金並投資開發新模型。他們正在競相開發具備自我改進能力的人工智能模型。與此同時，競爭可能會推動價格下降，從而進一步促進模型差異化和應用範圍擴大。¹⁵

我們認為，具備人類智能和獨立運作能力的代理式人工智能程式很可能主導下一波軟件浪潮。市場領先企業將為消費者提供更優質的體驗，並協助各個行業和地區的企業提升生產力。

事實上，在2022年11月ChatGPT發布之後、關稅衝擊影響市場之前，歐洲和中國科技公司正不斷縮小與美國科技公司之間的表現差距。最後，私募市場投資對於在人工智能擴張趨勢中把握機會至關重要。在近10萬家可投資的軟件公司中，僅有約4,000家為上市公司。¹⁶

人工智能賽道群雄逐鹿，最終贏家可能尚未出現。2010年代雲端計算的崛起及向移動互聯轉型進程，催生出了30多家年收入超10億美元的企業（總市值逾1.9萬億美元）。¹⁷人工智能相關應用總的潛在市場規模有望超越雲端計算和流動互聯轉型的市場規模，這主要是因為本輪變革的最終目標直指員工薪酬成本。

人工智能熱潮的懷疑論者，往往會提及1990年代末的互聯網泡沫。在2000年互聯網泡沫破裂前，許多公司憑借實際上並不成熟甚至虛無縹緲的商業模式獲得了過高的估值。即便是具備可行商業模式的公司，也難以為其巔峰時期的估值提供合理的解釋。儘管歐美電訊巨頭建成了如今大部分的通訊基礎設施（流動通訊、寬頻、光纖網絡），而且手機用戶數量也已增長了十倍有餘，卻再也未能重返2000年時的高峰。

我們認為，無論是從人工智能資本支出水平還是股票估值來看，市場上都不存在人工智能泡沫。股價上漲與盈利增長同步，並且資本支出並未依賴股權或債務發行融資。但我們也正在密切關注人工智能項目的投資回報率，以及數據中心等領域出現的局部估值泡沫和／或資本支出過熱的情況。

最新財報數據顯示，人工智能已開始為企業和投資者創造價值。人工智能需求為微軟雲端計算部門35%的營收增長貢獻了近一半的增幅，而且第一季度微軟處理了超過100萬億個人工智能標記，同比增長5倍。

我們將繼續關注有望運用人工智能技術實現節約成本和提升生產力的公司和行業（例如軟件和金融）。同時，我們也會在代理式應用賽道尋找具有潛力的投資機會。

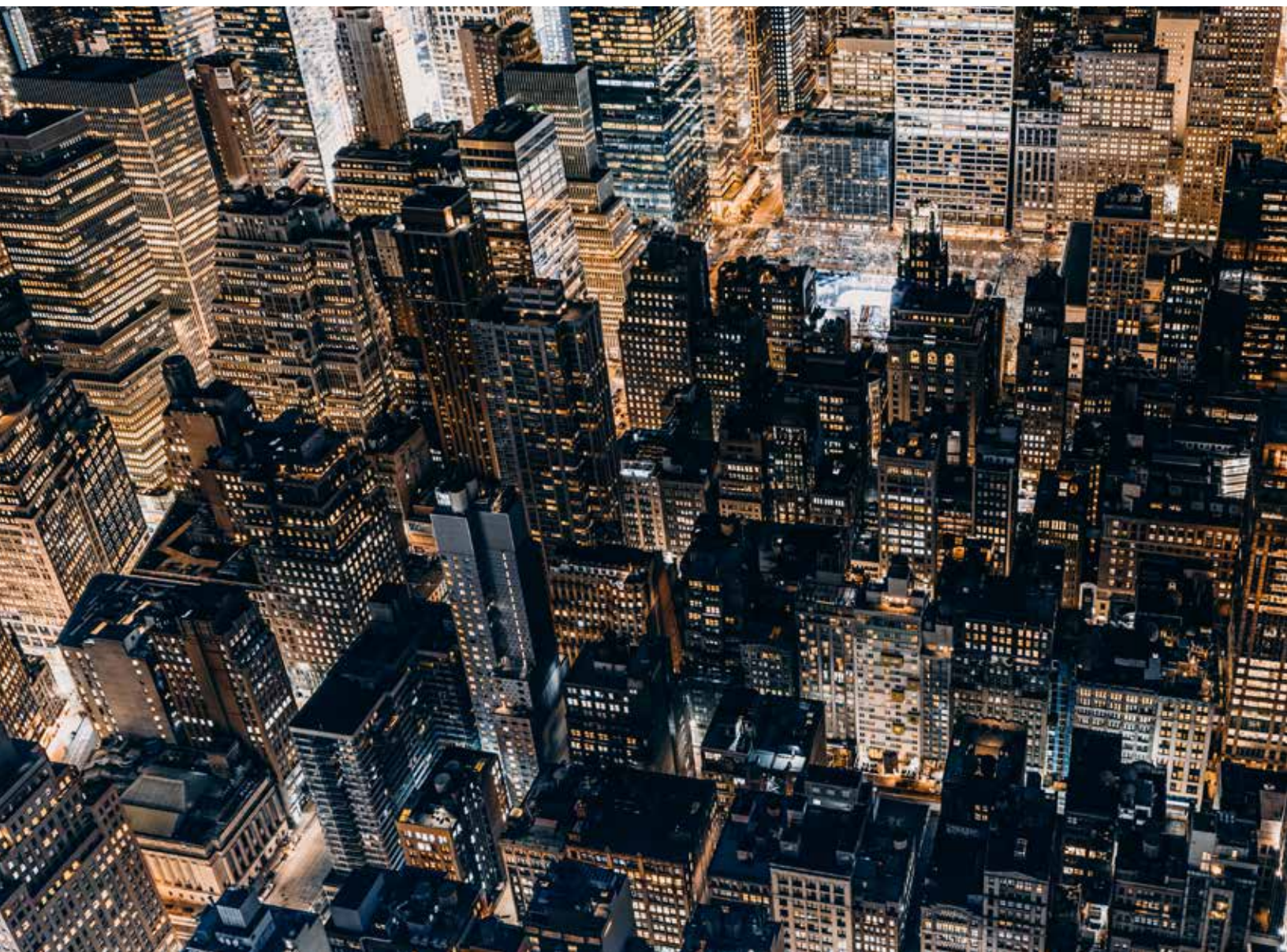
人們或許不再熱議人工智能，但他們應持續關注這一話題。

¹⁵ Thompson, B. (2025年2月25日)。《人工智能前景與晶片危局》。

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》。這項統計數據採用的公司（並非詳盡無遺）包括：愛彼迎(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、優步(Uber)、Unity、Workday、Zoom、Zoominfo、Zscaler。

5 如何應對資本市場 交易活動的現狀？



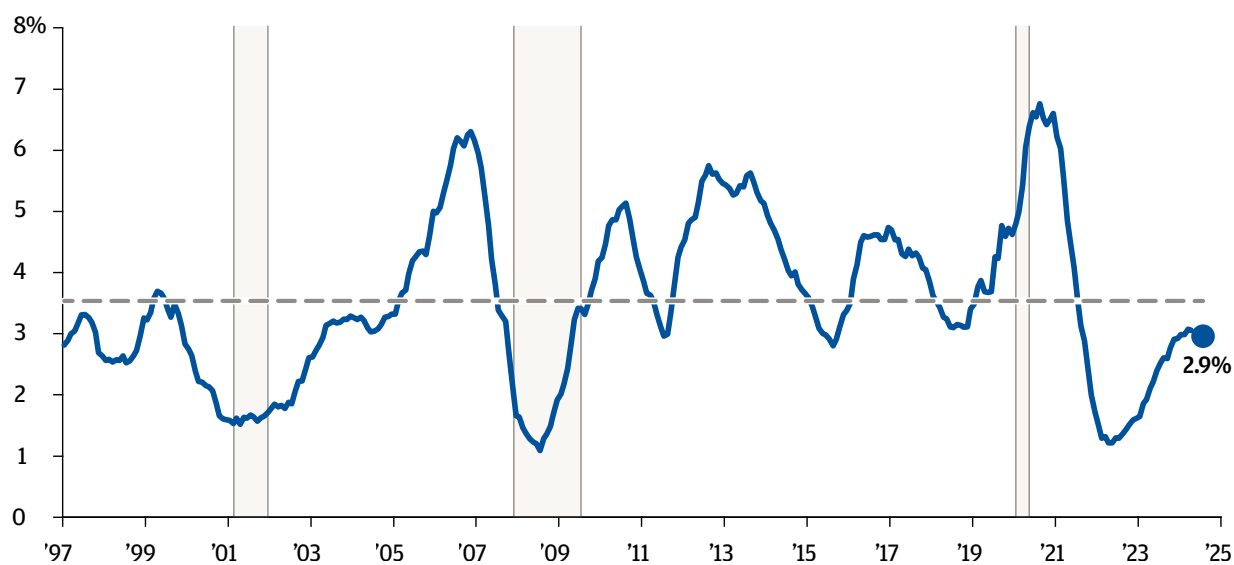
華爾街多數機構曾預期，特朗普勝選後交易活動和資本市場活動將立即復甦。從大選之夜至1月底，資本市場板塊（包括投資銀行和另類資產管理公司）上漲10%，為大市5%漲幅的兩倍。

然而，人們對交易熱潮的憧憬，很快就遭遇關稅引發的不確定性、利率居高不下以及股市起伏不定的現實衝擊。私募市場交易雖保持穩定節奏，公開市場（尤其是IPO領域）卻異常平淡。

資本市場板塊已抹去了大選後的大部分漲幅，美國已完成的併購交易規模預測也從增長25%下調至僅增長7%。¹⁸年初時，我們曾看到市場出現復甦跡象（在私募基金發起人的交易推動下，第一季度全球併購活動同比上升17%），但持續不确定的前景，致使至少在短期內的資本市場交易活動進程更形黯淡。



公開市場流動性有限，但前景正在逐漸改善
過去12個月美國高收益債券、槓桿貸款和IPO規模佔GDP的百分比



資料來源：摩根大通、美國銀行、彭博財經、Haver Analytics。數據截至2025年4月30日。
註：流動性定義為IPO、高收益債券和槓桿貸款發行量。虛線表示平均值。

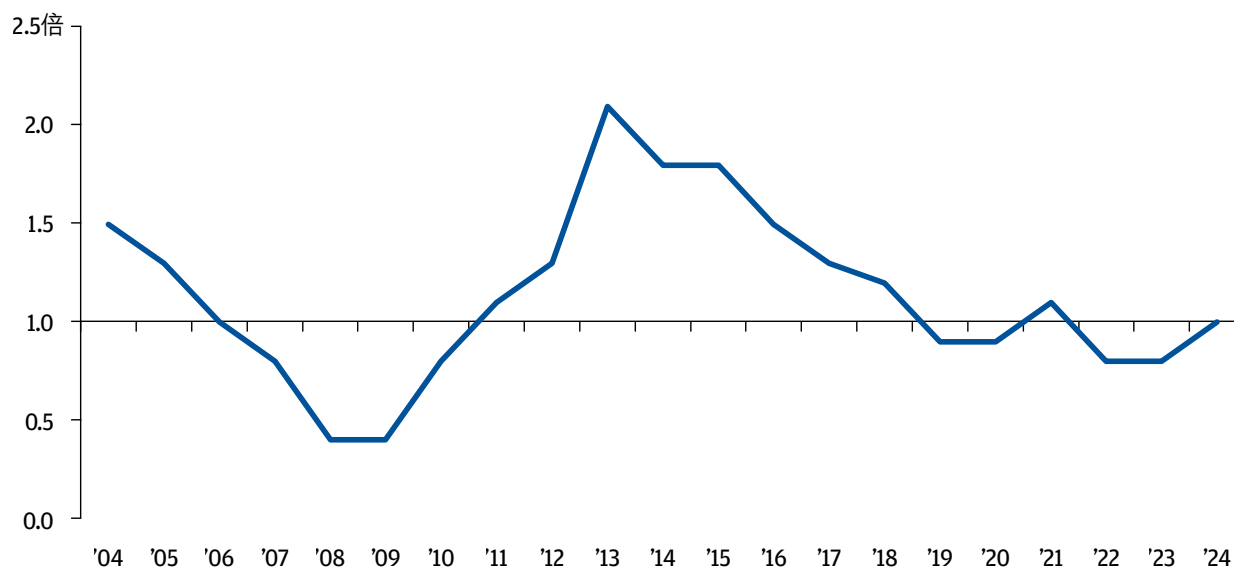
¹⁸ 高盛（2025年3月14日）。政策不確定性和市場波動對備受期待的資本市場活動回暖前景帶來了風險。

正如我們在《2025年市場展望》報告中所述，聯邦貿易委員會的新任領導層在多大程度上支持市場，仍有待觀察。聯邦貿易委員會主席安德魯·弗格森(Andrew Ferguson)選擇維持拜登時期的併購指導方針，讓期待轉變的市場參與者頗為失望。另一方面，弗格森領導的聯邦貿易委員會似乎以保護消費者福祉為執法重點，相比前任主席莉娜·汗(Lina Khan)旨在糾正市場份額失衡的做法，這一方針對市場更為友好。在科技巨頭監管這一（存在爭議的）具體問題上，特朗普治下的聯邦貿易委員會或將保持對抗立場。¹⁹



雖然資本市場交易環境可能較為低迷，**但我們確實看到有跡象顯示私募股權生態系統正在漸趨平衡**。2022年和2023年，行業資本催繳規模超過股息分派金額，導致投資者處於負現金流的情況。2024年，資本催繳與股息分派則大致相若。

全球併購市場前景向好：
繼連續兩年錄得負值後，目前淨現金流已實現收支平衡
股息分派相對於出資的比率



資料來源：貝恩公司《全球私募股權報告》。數據截至2024年9月30日。

¹⁹ Stratmann, T. (2025年3月31日)。特朗普並未全盤推翻拜登的反壟斷政策，而是在此基礎上進行了微調。



傳統交易活動(IPO、戰略併購)節奏放緩，加上現有私募股權投資組合中資產逐漸老化，可能會為那些從其他保薦人購買存量份額的二級市場管理人創造有利的機會。二級市場投資歷來頗具吸引力，原因如下。

首先，二級市場投資能平滑提取基金固有的「J曲線」效應（即初期由於資本催繳回報為負值，此後隨着資本分派轉為正回報）。此外，二級市場基金能讓投資者了解到某項策略的標的資產情況（從而降低盲池風險），同時可以充分多元分散基金的成立年份和基金經理。大學捐贈基金的潛在流動性需求可能是另一個催化因素，有機會為二級市場基金帶來投資機會。

永續基金很可能會改變私募市場格局。僅今年就有4,500多個客戶首次投資於永續基金。目前，永續基金約佔整個私募市場的5%，有預測顯示未來十年這一份額有望升至20%。²⁰隨着私募市場日趨成熟，我們預計資產所有者將在IPO與戰略併購等傳統渠道外，發掘出更多獲取流動性的機會。

選擇只參與公開市場交易的投資者應意識到，公司保持私有化的時間正在變長。如今，進行上市的公司年齡中位數已接

近14年。十年前，IPO公司的年齡中位數還不到11年。²¹美國所有年收入超1億美元的公司中，87%為私營公司。²²

對於合適的投資者而言，一個重要啟示是：涉足私募市場可能是確實在整個經濟中保持適當配置的關鍵。

隨着私募股權生態系統逐漸趨於平衡，體育投資市場成為引人矚目的亮點。在競技體育領域，交易的數量和規模都在不斷攀升。波士頓凱爾特人隊的出售交易創下了體育交易估值的新高，而佩頓·曼寧(Peyton Manning)的體育媒體公司奧馬哈制作公司(Omaha Productions)近期估值也超過了8億美元。²³我們認為，體育圈的生態系統有望產生相關性較低的債務和股權投資回報流。

在資產逐漸老化和永續基金持續增長的推動下，私募市場格局將持續演變。投資者在構建私募股權投資組合時，應注意在傳統基金與永續基金之間保持平衡，同時也應探索二級市場和體育領域的投資機會。

²⁰Hamilton Lane (2025年)。

²¹Ritter, J. R. (2025年)。《首次公開募股：截至2024年IPO企業的年齡中位數》。佛羅里達大學沃靈頓商學院。

²²Sløk, T. (2024年4月20日)。《美國私營公司增多》。

²³Fischer, S. (2025年3月27日)。《佩頓·曼寧的體育媒體公司奧馬哈制作公司從帕特里克·懷特塞爾和銀湖資本籌集資金並完成B輪融資》。

結語

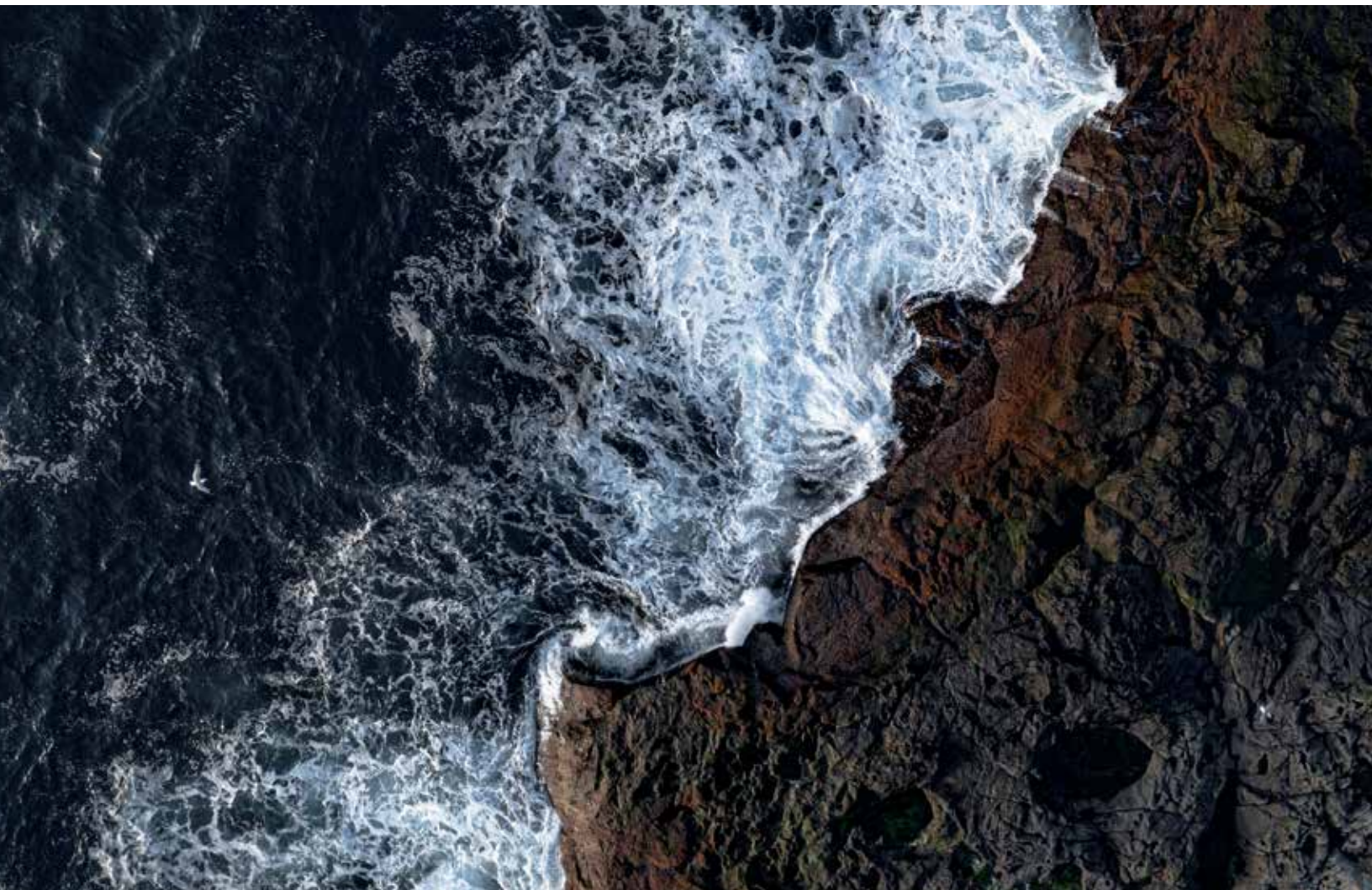
市場顯然充斥不確定性。許多投資者縱使明白市況或會繼續波動，但卻不確定何以應對。身處動盪不穩的世界中，最有效的應對方法也許是明確您的投資目標，了解您的財富規劃背景（您的風險承受能力和容忍風險範圍）。通過這種方式，您可以更有信心地布局資產配置，幫助您進一步朝着目標邁進。

希望我們對五個關鍵問題的解答能幫助您在不確定性中發掘機會，也期望報告中有關投資組合影響的見解能為您增添信心，堅持實踐財富規劃。



我們的目標

全球投資策略團隊提供行業領先的洞見和投資建議，致力於幫助客戶實現長期目標，通過各經濟學家、投資策略師和資產類別策略師積累的廣泛知識和豐富經驗，為客戶提供全球金融市場的獨特視角。



執行發起人

Clay Erwin

投資銷售和交易部全球主管

Stephen Parker

全球投資策略部聯席主管

Grace Peters

全球投資策略部聯席主管

Anton Pil

全球另類投資解決方案主管

全球投資策略團隊

Elyse Ausenbaugh

全球投資策略師

Christopher Baggini

股票策略部全球主管

Nur Cristiani

拉美投資策略部主管

Madison Faller

市場情報主管

Aaron Goldstein

數碼化投資策略主管

Stephen Jury

全球大宗商品策略師

Jacob Manoukian

美國投資策略部主管

Joe Seydl

高級市場經濟學家

Sitara Sundar

另類投資策略主管

吳安瀾

亞洲投資策略主管

Erik Wytenus

歐洲、中東及非洲投資策略部主管

Samuel Zief

全球外匯策略主管

指數和術語定義

註：指數僅供參考用途，並非投資產品，不得用於直接投資。指數本身是一種較弱的預測或比較工具。

除特別註明以外，所有指數均以美元計價。

彭博大宗商品指數：該指數提供了衡量全球大宗商品市場表現的廣泛指標，涵蓋能源、金屬和農產品等多種大宗商品。該指數旨在為大宗商品投資提供一個流動性強、多元化的基準，反映主要原材料的價格變動和趨勢。

彭博新興市場綜合美元債指數：該指數追蹤由新興市場主權、準主權和企業實體發行的以美元計價的債券表現。該指數專門關注以美元發行的債券，為投資者提供對新興市場固定收益投資機會和信貸動態的見解，同時避免了額外匯率風險的複雜性。

彭博全球美國國債指數：該指數追蹤美國國債（包括美國政府發行的債券和票據）的表現。該指數提供了關於美國政府債券市場的全面視圖，涵蓋多種債券存續期，反映了美國的利率環境和經濟形勢。

彭博市政債券 1-17 年期指數：該指數追蹤期限為 1 至 17 年期的美國市政債券表現。這些債券通常由地方政府和州政府發行，並提供免稅收益。

彭博美國國債 1-3 個月期指數：該指數衡量期限為 1 至 3 個月期的美國短期國債表現。該指數為短期無風險投資提供了基準，反映了美國政府證券市場的利率環境和流動性狀況。

彭博美國綜合債券指數：衡量以美元計價的美國投資級固定利率應課稅債券市場表現的綜合基準。該指數廣泛涵蓋各類債券，如美國國債、政府相關證券和公司證券、按揭抵押證券、資產抵押證券以及商業按揭抵押證券。

彭博美國綜合高收益企業債券：跟蹤以美元計價的高收益、定息企業債券表現的指數。其中包括穆迪、惠譽和標準普爾評級為 Ba1/BB+/BB+ 或以下的證券，不包括彭博分類為新興市場的發行人所發行的債券。

資本支出 (CapEx)：指公司分配用於收購或改造房產、工業建築或設備等實物資產的資金。這些支出通常用於啟動新項目或投資，從而提高公司的長期價值。

實際關稅稅率：進口商品適用的實際關稅稅率，考慮了貿易協定、關稅豁免和替代效應等所有調整因素，反映了對貿易成本的真實影響。

與股票掛鈎的結構性票據：根據特定股票指數或股票的表現提供回報的金融工具，兼具固定收益證券和股票市場風險元素，通常由金融機構發行。

GDP (國內生產總值)：在既定時間段內一個國家境內生產的所有商品和服務的總貨幣價值，是反映經濟活動和健康狀況的關鍵指標。

恒生科技指數：該指數追蹤在香港交易所上市的大型科技公司的表現。其主要涵蓋從事互聯網、金融科技、雲端計算、電子商務和數碼技術領域的公司。

首次公開募股 (IPO)：私營公司首次向公眾發行股票、並向公眾投資者募集資金的過程。IPO 標誌着一家公司從私營狀態轉變為上市公司，使其得以在證券交易所交易，並為股東提供流動性。

併購 (M&A)：通過多種類型的金融交易（包括合併、收購、整合和買斷）來整合公司或資產的商業活動。

MSCI 亞洲（除日本外）指數：該指數衡量除日本外的亞洲其他發達市場和新興市場大中型公司的表現。該指數涵蓋中國、印度、韓國、台灣地區等國家和地區，約佔每個市場經流通股調整後市值的 85%。

MSCI 歐澳遠東指數：該指數衡量除美國和加拿大以外發達市場的股票市場表現，包括歐洲、澳大拉西亞和遠東地區。MSCI 歐澳遠東指數廣泛覆蓋大中型公司，約佔每個市場經流通股調整後市值的 85%。

MSCI 新興市場指數：該指數旨在捕捉全球新興市場大中型公司的表現。包括中國、印度、巴西、韓國、台灣地區及其他多個國家和地區。MSCI 新興市場指數約佔上述每個新興市場市值的 85%，為投資者提供了有關發展中地區經濟形勢和股票表現的見解。

MSCI 日本指數：該指數衡量日本大中盤股範疇的表現，涵蓋日本股市經流通股調整後市值的約 85%。

MSCI 世界指數：該指數涵蓋全球 23 個發達國家和地區的大中盤股票表現。MSCI 世界指數涵蓋每個市場經流通股調整後市值的約 85%，提供了關於全球發達市場股票表現的全面視圖。

MSCI 世界淨回報美元指數：該指數代表全球 23 個發達國家和地區的大中盤股票表現，回報以美元計算，包括淨股息再投資。

納斯達克 100 指數：該股票市場指數涵蓋在納斯達克證券交易所上市的 100 家規模最大的非金融公司。納斯達克證券交易所以其電子交易平台而聞名，專注於科技和成長型公司。

紐約黃金期貨近月合約價格指數：該指數旨在追蹤在紐約市場交易的黃金現貨價格，為投資者提供有關黃金表現和價格走勢的見解。

羅素 3000 指數：該股票市場指數衡量美國最大的 3,000 家上市公司的表現，覆蓋美國可投資股票市場的大約 98%。

標準普爾 500® 指數：該指數被廣泛認為是衡量美國股市的首要指標，涵蓋主要行業的 500 家領先公司，重點關注大盤股範疇。它約佔總市值的 80%，是整體市場表現的關鍵指標。

斯托克歐洲 600 指數：該指數追蹤歐洲 17 個國家和地區的 600 家大中小型公司的業績。該指數廣泛覆蓋多個行業，包括歐元區及非歐元區國家的公司，提供了歐洲股市的全面概覽。

斯托克科技指數：該指數追蹤更廣泛的斯托克指數系列中的科技公司表現，涵蓋歐洲科技行業的多個細分板塊。該指數包括軟件、硬件、電訊及其他科技相關行業領域的公司。

重要資訊

主要風險

投資於**另類資產**涉及比傳統投資更高的風險，僅適合成熟的投資者。另類投資涉及比傳統投資更大的風險，不應被視為完整的投資計劃。另類投資不能節稅，投資者應在投資之前向其稅務顧問諮詢。另類投資的費用高於傳統投資，而且槓桿可能很高，會用到投機性投資技巧，因而會放大可能的投資損益。投資價值可升亦可跌，投資者可能無法收回投入資金。

大宗商品投資可能比傳統證券投資具有更大的波動性。大宗商品的價值可能受到整體市場變動、大宗商品指數波動、利率變化，或旱災、水災、天氣、家畜疾病、禁運、關稅和國際經濟、政治和監管發展等持續影響某個特定行業或大宗商品的因素所影響。投資於大宗商品可創造機會增加回報，但同時也可能會遭受更大的損失。

投資於**新興市場**可能不適合所有投資者。新興市場投資涉及較高風險且波動性更強。外幣匯率變動以及美國以外地區的會計及稅務政策存在差異可能會增加或降低回報。此外，一些海外市場的政治及經濟環境可能不及美國及其他國家般穩定。國際市場投資可能較為波動。

股票證券的價格可能會因為大盤市場的變動、公司財政狀況的變動、利率風險及缺乏流動性而上升或下跌，有時候可能會比較急速或不可預料。股票證券須承擔「股市風險」，即股價通常在短期或較長時間內可能下跌。

固定收益產品投資涉及若干風險，包括利率、信用、通脹、贖回、償還和再投資風險。任何在到期前出售或贖回的固定收益證券均可能產生重大收益或損失。

需要提醒的是，**對沖基金**（或對沖基金的基金）、私募股權基金、房地產基金經常從事槓桿投資等投機性投資行為，這可能會增加投資損失的風險。這些投資可能非常缺乏流動性，不需要定期向投資者提供定價或估值資訊，而且可能涉及複雜的稅務結構和延遲分發重要稅務資訊。這些投資不受與共同基金相同的監管要求的約束；而且常常收取高額費用。此外，在任何此類基金的管理和／或運作方面，可能存在大量的利益衝突。有關詳細資料，請參閱有關的發售備忘錄。

高收益債券是具有投機性的非投資級債券，具有較高的違約風險或其他不良信用事件，僅適合高風險投資者。

並非所有**意見、策略**均適合所有投資者。某些策略可能會使投資者面臨巨大的潛在風險和損失。如需了解更多風險資訊，請參閱「標準化期權的特徵和風險」資料：<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>。我們建議投資者向自己的稅務顧問和法律顧問諮詢這些策略的稅務影響，並敦促投資者仔細考慮期權或期權相關產品或策略是否適合自己的需求。

優先投資具有股票和債券的共同特徵。優先證券通常是具有看漲期權保護的長期證券，在資本結構中介於債務和股權之間。優先證券具有各種風險和考慮因素，包括：集中風險；利率風險；低於個別債券的信用評級；對資產的要求低於公司的個別債券；由於這些風險特徵而擁有更高的收益率；「可贖回」含義是指發行公司可在特定日期後以特定價格贖回股票。

投資**結構性票據**涉及一系列重大風險。我們已在下文列出與投資有關的若干風險因素及其他投資考慮因素。並非所有投資均適合所有投資者，或符合所有投資者的最佳利益。您應根據個人情況，在考慮投資目標、風險承受能力及流動性需要等因素後分析結構性票據。

摩根大通證券有限責任公司(JPMS)概不對任何類型的**虛擬貨幣或數碼資產**提供認可、諮詢、發行、中介、挖礦、託管、存儲、管理、傳輸、兌換、控制、出售或直接交易服務。但摩根大通證券有限責任公司可能提供用於購買或出售的、其價值源於虛擬貨幣的金融工具。

重要資訊

文中提及的所有公司均僅供參考，並不代表摩根大通在文中推薦或背書。

本文件僅供一般說明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人銀行業務提供的若干產品及服務。文中所述產品及服務，以及有關費用、收費及利率均可根據適用的賬戶協議而可能有變，並可視乎不同地域分布而有所不同。所有產品和服務不一定可在所有地區提供。如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助（電郵地址：accessibility.support@jpmorgan.com）。請參閱所有重要資訊。

一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通團隊聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出陳述或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其他領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為研究報告看待。**任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

法律實體、品牌及監管資訊

在**美國**，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)提供。**摩根大通銀行**是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是金融業監管局和證券投資者保護公司的成員。保險產品是透過Chase Insurance Agency, Inc（「CIA」）支付。CIA乃一家持牌保險機構，以Chase Insurance Agency Services, Inc.的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及CIA均為受JPMorgan Chase & Co.共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱為「BaFin」)授權，並由BaFin、德國中央銀行(Deutsche Bundesbank)和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會(CSSF)監管，註冊編號為R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司Sucursal en España (馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會(Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」)監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，簡稱為「CONSOB」)監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為8076，其米蘭商會註冊編號為REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行(DNB)和荷蘭金融市場監管局(AFM)監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為72610220。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)**分派，其註冊辦事處位於Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)同時須受丹麥金融監管局(Finanstilsynet)監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局(Finansinspektionen)監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在**比利時**，本文件由**摩根大通有限責任公司—布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於35 Boulevard

du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行(NBB)及比利時金融服務及市場管理局(FSMA)監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為0715.622.844。在希臘，本文件由**摩根大通有限責任公司—雅典分行**分派，其註冊辦事處位於3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為124。雅典商會註冊號為158683760001；增值稅註冊號為99676577。在法國，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管，註冊編號為842 422 972。摩根大通有限責任公司巴黎分行亦受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法國金融市場管理局(Autorité des Marchés Financiers(AMF))監管。在瑞士，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其註冊辦事處位於rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權並受其監管。

就金融工具市場指令(MIFID II)和瑞士金融服務法(FINSA)而言，本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的資訊，這些文件目前或應在相關司法管轄權區內提供（按照要求），否則投資者不應認購或購買本廣告中提及的任何金融工具。

在香港，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在新加坡，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於拉美國家，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和／或銷售未按照您祖國的證券或其他金融監管法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和／或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協議或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能

會受到特定監管法例和／或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。

在澳大利亞，摩根大通銀行(ABN 43 074 112 011/AFS牌照號碼：238367)須受澳大利亞證券及投資委員會以及澳大利亞審慎監管局監管。摩根大通銀行於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言，「批發客戶」的涵義須按照公司法第2001(C)第761G條(《公司法》)賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

摩根大通證券是一家在美國特拉華州註冊成立的外國公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定，在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商(如摩根大通證券)須持有澳大利亞金融服務牌照，除非已獲得豁免。根據公司法2001(C)(《公司法》)，摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。摩根大通證券於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何其他類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第761G條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融資訊；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋、概以英文版本為準。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附屬公司和聯屬公司。「摩根大通私人銀行」是摩根大通從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經摩根大通的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通團隊聯絡。

