

2026年中展望

機遇 與挑戰並存

變局之下，何失何成？



本文件表達的意見和觀點均為摩根大通私人銀行的意見和觀點，可能與摩根大通和其關聯公司及其僱員的其他領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。本文件表達的意見和觀點，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。本文件並非針對特定投資者而編製，且不一定適合所有投資者。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

當下，投資者正處於一個充滿不確定性的時代。市場風雲變幻，受多種不同消息牽動，同時還要應對科技創新與地緣政治的衝擊。這一切的背後，全球格局早已與十年前大不相同，對投資組合配置產生了深遠影響。如此動盪時刻，我們不會僅聚焦於單一未來情境，而是希望通過本期《年中展望》報告，為您勾勒出多種情景下的前行之道。

大約半年前，我們在《2026年市場展望》報告中提出了三大關鍵主題，分別為全球地緣分化、通脹與人工智能。如今，這些趨勢迅速演變，影響力日益顯著。針對每一個主題，我們均評估了潛在的上行與下行情景，明確了無論投資組合偏向增長還是穩健，都能經受考驗的資產與策略。

步入下半年，我們以審慎選擇、積極布局的策略迎接挑戰。我們的目標並非預測市場衝擊，而是致力於構建能夠助您有的放矢、堅定持有的投資組合。即使市場承壓，對於紀律嚴明的投資者而言，依然蘊藏着布局良機。

接下來，我們將為您呈現一系列可觀的投資路徑，助您在變局中堅守韌性的投資方案。儘管市場壓力加大，但機遇依然可期。

隨着全球地緣分化加劇與「和平紅利」消退，穩定性的成本上升，投資機會也在部分新興市場、黃金、國防產業及提升本土韌性的企業中重新分布。在此背景下，通脹壓力亦促使我們更加重視實體資產，並以更廣闊的視角理解多元化配置，包括另類投資策略。同時，隨着人工智能持續發展，我們相信這場變革仍將延續。

能夠在理財道路上成為您的合作夥伴，我們深感榮幸，並將持續助您在變化莫測的市場中專注目標，穩步前行。

衷心感謝您對摩根大通一直以來的信任和支持。



全球私人銀行
行政總裁
David Frame



國際私人銀行
行政總裁
Adam Tejpaul



財富管理解決方案
行政總裁
Martin Marron

要點

◇ 在全球分化與地緣政治緊張局勢下投資

避免過度聚焦最差情景 —— 可考慮增持美國及精選新興市場證券，並關注安全支出增長的受益者。

◇ 為粘性通脹做好準備

能源衝擊是推升通脹水平和加劇通脹波動的最新因素。

以目標為導向進行規劃，除傳統股債外，積極布局實物資產及精選對沖基金策略，實現多元分散風險。

◇ 布局持續性有的人工智能超級周期

人工智能應用達到空前規模，正驅動實質性的生產率提升。

關注數據中心資本支出的受益標的，探索私募市場機會，同時規避面臨衝擊的傳統軟件領域。

◇ 直面尖銳問題

當前世界結構與十年前已大不相同。

- 現金持倉是否正在侵蝕您的財富？
- 您的投資組合是否通過壓力測試？
- 僅靠股票和債券，能否應對下一輪投資周期？

目錄

第一部分 地緣分化：駕馭不確定性的投資之道

挑戰何在？

- ◇ 能源與半導體供應鏈缺口
- ◇ 能源衝擊凸顯歐洲困局
- ◇ 中美關係驅動產業政策調整

機遇何在？

- ◇ 新興市場或將受益
- ◇ 發達市場有望在全球化格局與自主發展間取得平衡
- ◇ 中國資產或迎來長期牛市

第二部分 通脹新常態：對購買力持續施壓

挑戰何在？

- ◇ 2020年代或重演1970年代情景
- ◇ 能源價格衝擊或與頑固通脹疊加

機遇何在？

- ◇ 勞動力市場寬鬆對沖價格上行
- ◇ 關稅與能源衝擊或為暫時現象，住房通脹放緩趨勢更為持久
- ◇ 全球競爭可能抑制通脹上行

第三部分 人工智能(AI)浪潮： 不可低估超級周期及其抑制通脹潛力

挑戰何在？

- ◇ AI可對勞動力市場造成衝擊
- ◇ AI可能以超預期速度顛覆現有商業模式
- ◇ 首次公開募股潮可能預示周期見頂

機遇何在？

- ◇ AI投資周期有望繼續驅動經濟擴張
- ◇ AI或帶來生產率提升和利潤率擴張，支撐估值
- ◇ AI有望提升生產率，為降息及改善債務水平創造空間

結論

- ◇ 市場衝擊與結構錯位為耐心的投資者提供了布局契機

引言

全球經濟正受到多種不同聲音牽動。在此次2026年展望的中期更新中，我們基於年初的分析判斷，全面梳理了全球市場與宏觀經濟的新變化。彼時我們指出，人工智能(AI)、地緣分化與通脹這三大強勁且相互交織的力量，正在共同塑造市場新格局。迄今為止，這一判斷已被市場印證。

本期展望中，我們將探討這些關鍵主題可能面臨的機遇與挑戰，並為當前投資組合提出切實可行的操作指引。

深入理解這些主題，依然是強化長期財富規劃、實現財務目標的核心所在。

全球地緣分化

全球地緣分化，包括中東與東歐衝突，已引發各風險資產的重新定價。年初以來，原油價格近乎翻倍，其後又大幅回落。主要股票市場普遍經歷了約10%的回調，新興市場股市波動更為劇烈。遠期利率市場正在計入部分央行重啟加息周期的預期。經濟衰退概率亦出現波動。

即便衝突得以解決，實體能源基礎設施遭受的初步破壞以及大宗商品中蘊含的風險溢價，仍將持續製造經濟摩擦。

我們認為，長期投資者應將此類時刻視為增加長期股票敞口的機遇。

通脹新常態

地緣政治衝突常常成為通脹的推手，這一模式屢見不鮮。但問題在3月份能源衝擊之前便已顯現。美國核心通脹與總體通脹率已接近3%，現金收益率高於通脹的「緩衝墊」十分有限。目前，現金收益率與物價通脹之間的差距已然收窄，且有望進一步縮小。

當通脹波動性加大時，傳統的60%股票／40%債券(60/40組合)配置可能面臨衝擊——若通脹粘性超出預期，兩類資產均可能出現進一步下跌。

隨着後疫情時代再次出現一次性經濟衝擊，我們仍認為通脹的底部已高於疫情前水平，且股票與債券之間的相關性可能已結構性抬升。滾動式衝擊或將成為新常態。我們將持續尋找波動性低於股市、同時與通脹呈正相關性的投資組合配置，以期在通脹衝擊下提升實際回報並緩解回撤。

人工智能浪潮

從中期來看，人工智能確實可能成為重要的反通脹力量。然而，在當前充滿矛盾的市場討論中，卻缺失了這樣一種潛在情景：由人工智能驅動的生產率提升將降低債務負擔，同時人工智能超級周期將推動全球擴張並提高企業盈利能力。儘管私募市場投資者對人工智能領軍企業的股權需求持續強勁，但公開市場卻在持續拋售那些建設數據中心的企業，因投資者們對此類支出能否產生回報缺乏信心。

一些頗具影響力的學者警告，人工智能的廣泛部署與應用可能導致「技術性失業」。然而，許多半導體股票的市盈率(P/E)倍數顯示，數據中心投資周期或已見頂。軟件行業雖然可能通過裁員來提升效率，但歷史經驗表明，技術轉型創造的就業職位往往多於被取代的職位。

這些矛盾創造了機遇，尤其是對長期投資者而言。儘管中東衝突是上半年市場的關注焦點，但我們認為人工智能才是更具可持續性的回報驅動力。種種跡象表明，人工智能能夠提升生產率、創造收入、擴大利潤空間，即使某些行業遭遇顛覆，AI整體上仍有望成為淨就業創造者。

當市場反映出我們的三大核心主題均承受壓力時，我們建議投資者思考幾個關鍵問題：

- ◇ 現金持倉是否正在侵蝕您的財富？
- ◇ 您的投資組合是否通過壓力測試？
- ◇ 僅靠股票與債券，能否應對下一輪投資周期？

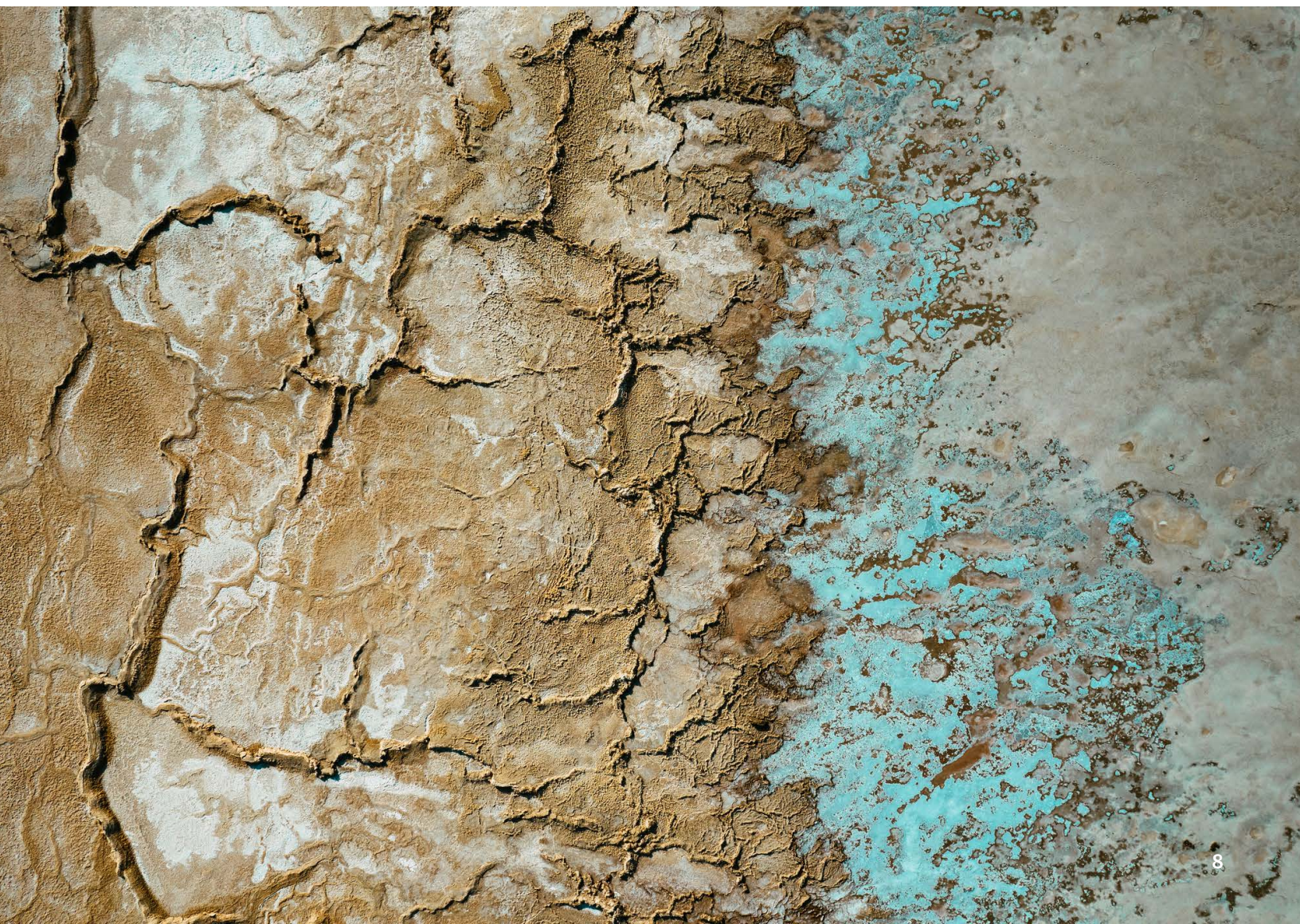
我們的答案

現金很可能成為拖累，尤其在通脹影響之下。我們認為另類資產已成為應對這一新局面的戰略性必需品。而人工智能超級周期或許才剛剛啟幕。

我們的《2026年中展望》將探討這一壓力對於投資者而言意味着什麼——以及可能為投資組合創造機遇的樂觀情景。

第一部分

地緣分化： 駕馭不確定性的 投資之道





全球地緣分化最明顯的後果之一是霍爾木茲海峽的關閉。在美以聯合對伊朗發動軍事打擊的催化下，此次事件引發了二戰以來規模最大的石油供應衝擊。¹

1990年與2022年的熊市同樣與由地緣衝突(引發的能源價格衝擊相關分別為第一次海灣戰爭和俄羅斯入侵烏克蘭)。當今投資者必須應對白宮可能作出誤判，後果或將波及全球經濟。即便衝突看似走向緩和，但我們認為，這一輪擾動已持續夠長的時間，足以在全球範圍內推高通脹、抑制增長。

中東衝突不應被視為孤立的衝擊，而更應將其理解為投資者自新冠疫情以來持續關注的趨勢之延續。世界正變得日趨分化，潛在風險也隨之增加，政策制定者的反應正在持續驅動市場與經濟走向。

美國已重構其貿易政策以實現供應鏈回流。歐洲各國政策制定者已達成共識，將國防與基礎設施支出佔國內生產總值(GDP)的比重提高至兩到三倍。中國則將實現自然資源與能源獨立列為核心目標之一，同時保持其全球出口份額，並不斷擴大在「全球南方」的影響力。

¹ 國際能源署，「石油市場報告」，2026年4月14日。

地緣分化：駕馭不確定性的投資之道

這些政策決定正持續驅動市場表現。歐洲國防類股在2025年實現翻倍增長，與自然資源相關的全球股票同期上漲近30%。新興市場股票去年跑贏發達市場股票11%。黃金長期以來被視為對沖地緣政治風險和主權赤字風險的分散化工具，過去三年間累計漲幅約為130%。

迄今為止，全球股市在這場結構性重塑中持續走強，部分主題性投資更是跑贏大市。但風險在於，地緣動盪可能持續擾亂石油和半導體這兩大對全球經濟、金融市場和資本流動至關重要的要素(稀土金屬也是另一個關鍵且相關的脆弱環節)。

中美戰略博弈與歐洲面臨的結構性阻力，我們認為同樣是投資者必須充分理解和解讀的重要變量。

與此同時，歷史經驗表明，長期投資者因在地緣政治不確定性中堅持進行投資，往往能夠獲得豐厚回報。我們也認為，這一動盪時期有望孕育新的均衡格局，使新興市場風險溢價降低，歐洲更趨一體化，中國更加注重股東利益。

我們無法預知這一地緣政治分化進程最終將導向更加和平的世界秩序，還是更混亂的局面。但我們確信能夠判斷哪些資產、地區和企業有望在不同情形下受益。

關鍵在於，當前短期市場環境似乎為長期投資者增配股票資產提供了極具吸引力的機會。



挑戰何在？

1. 能源與半導體 供應鏈缺口

全球經濟面臨最為直接的風險之一，是關鍵材料通過狹窄通道運輸的依賴程度。這種依賴性在兩個地區尤為突出：台灣地區與中東地區。由於兩個地區與半導體產業及能源行業緊密相連，它們可能成為全球經濟進一步分化下的潛在斷層線。

中東地區的衝突明確對全球經濟構成風險。霍爾木茲海峽是全球能源出口的關鍵通道。通常情況下，每日約有2,000萬桶原油通過這一狹窄水道運輸，約佔全球石油消費量的五分之一，接近全球海運石油貿易量的四分之一。全球約20%的液化天然氣(LNG)也經由同一航線運輸。²

在美以發動首輪軍事打擊後的數日內，原油價格幾近翻倍，歐洲液化天然氣價格在兩日內飆漲近100%。卡塔爾能源公司行政總裁表示，超過15%的卡塔爾液化天然氣產能將被迫中斷，停產期預計長達五年，這意味着即便衝突降級，其影響仍將延續。

任何出口阻滯都會對下游相關產品產生連鎖衝擊，包括化肥、塑料乃至半導體。卡塔爾供應全球約30%的氮氣，³這是晶片鑄造工藝的關鍵材料。因此，韓國當局已預警其晶片製造可能面臨停產風險。

從南亞到丹麥的各官方機構紛紛呼籲民眾減少駕車出行，印度國有石油企業被迫維持油價穩定，美國汽油價格則飆升至每加侖4美元以上。⁴可以預見，地緣政治風險溢價或將持續存在並被納入能源價格之中。儘管過去50年來，全球經濟對石油的依賴度已大幅下降，但油價上漲仍會對經濟產生顯著影響。⁵

能源供應衝擊所帶來的嚴重宏觀經濟代價，正激勵政策制定者加大對多元化(天然氣、核能、太陽能)、安全且更靈活的能源生產、運輸與儲能系統的投資。這將有助於降低霍爾木茲海峽封鎖所暴露出的單點故障風險。

半導體生產中斷風險可能更具破壞性

與霍爾木茲海峽封鎖造成的經濟混亂相比，台灣地區半導體生產或運輸能力若受損，可能造成更嚴重的經濟後果。全球90%以上的先進半導體由台積電(TSMC)生產。同時，台灣地區約90%的一次能源與60%的糧食供應依賴進口，使其經濟結構極易受封鎖衝擊。⁶

² 美國能源信息署，2025年3月31日。

³ 美國地質調查局，2025年。

⁴ 牛津經濟研究院，「亞太地區：能源可獲性是關鍵宏觀風險」，2026年3月26日。

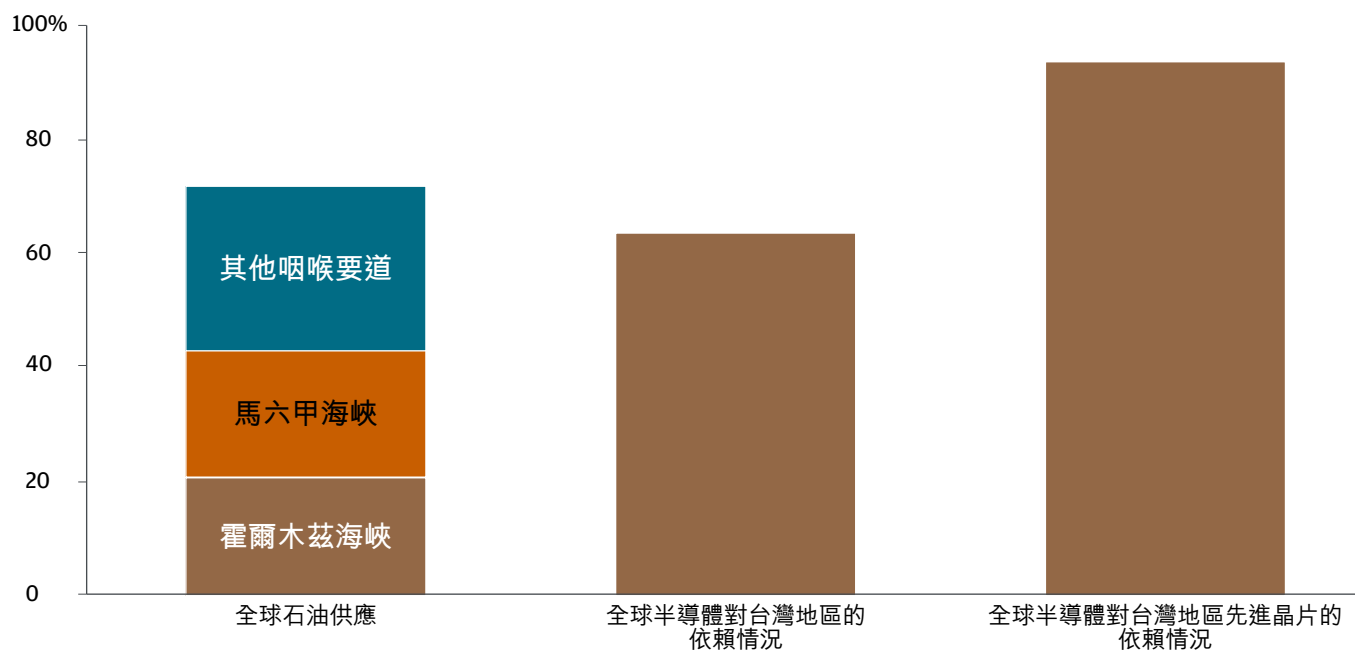
⁵ 岑博智，「放眼市場——能源報告：激烈交鋒」，摩根大通資產及財富管理部，2026年3月。

⁶ 岑博智，「放眼市場——2026年市場展望：窒息高點」，摩根大通資產及財富管理部，2026年1月。

儘管有報道稱，中國國家主席習近平已命令軍方，在2027年前要具備統一台灣地區的能力，不過市場並未預期局勢會在短期內進一步升級。⁷預測市場顯示，2027年前發生軍事衝突的概率約為11%——且中國人民解放軍缺乏現代作戰經驗，已有逾40年未參與過實際戰鬥行動。

無論如何，潛在風險非同小可。一旦台灣海峽遭到封鎖，全球科技生態系統和消費品市場將受到巨大衝擊，台積電也很可能因此陷入癱瘓。經濟學家估算，台灣海峽封鎖將令全球GDP增速下滑5%。美國企業庫存僅能支撐數月。若供應鏈持續中斷，很可能對全球經濟造成災難性影響。有研究機構估算，台灣海峽封鎖將導致美國GDP下跌6.7%——跌幅約與全球金融危機(GFC)期間相當——而中國GDP則可能萎縮17%。⁸

石油與半導體貿易高度依賴咽喉要道
各地區依賴度(%)



資料來源：美國能源信息署(EIA)，《短期能源展望》，2026年2月；英國石油公司統計評論：台灣地區；全球衛報。石油數據截至2025年上半年，半導體數據截至2024年。
註：全球石油供應的地區依賴度以通過特定咽喉要道的石油供應量來衡量。半導體的地區依賴度以台灣地區製造的半導體佔份額來衡量。美國能源信息署的分析基於Vortexa油輪追蹤數據及巴拿馬運河管理局數據，採用美國能源信息署的換算系數與計算方法。全球海運石油貿易數據統計範圍不包括國內貿易量，但包含經由全球咽喉要道及好望角的貿易量。丹麥海峽數據不包含經由基爾運河的流量。巴拿馬運河數據按財年(10月1日至次年9月30日)進行統計。

⁷ 美國國會研究服務部，「台灣地區：國防與軍事問題」，2026年2月9日。

⁸ 「10萬億美元之爭：中美台灣戰爭的模型分析」，彭博經濟研究，2024年1月8日。

挑戰何在？

2. 能源衝擊 凸顯歐洲 困局

能源依賴局面對歐洲經濟構成持續挑戰。該地區經濟現已不再依賴俄羅斯天然氣，實現了供應來源多元化，但轉而依賴挪威、美國及海灣國家。⁹儘管該地區正尋求開拓來自加拿大和北非生產商的供應渠道，但供應多元化並不同於能源自給自足。歐洲電價為美國的2至4倍，能源價格衝擊進一步制約了歐洲的競爭力。¹⁰

當前衝突也對歐洲貨幣政策產生了顯著影響。能源價格衝擊推升了通脹水平，歐洲央行(ECB)與英國央行(BoE)即使在本地經濟未過熱的情況下，也已釋放出加息訊號。

由於維護價格穩定是兩家央行的唯一目標，二者均不具備如聯儲局般的政策靈活性——後者肩負着平衡通脹與充分就業的雙重使命。

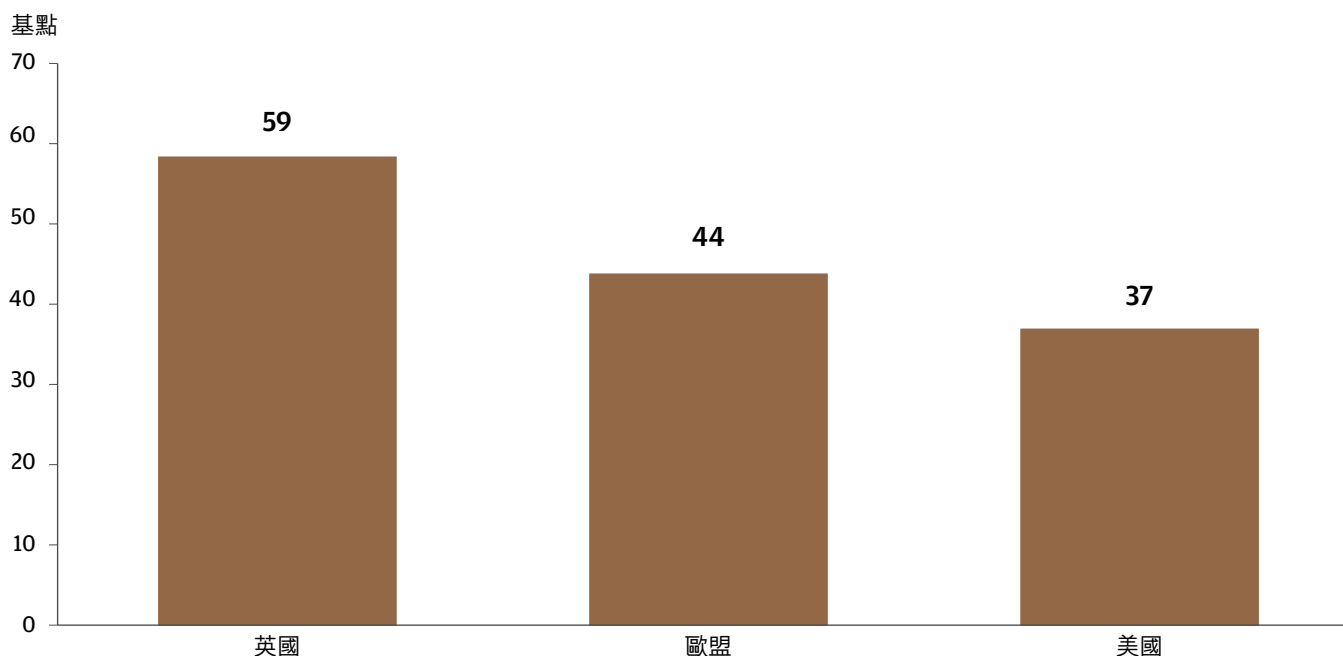
儘管外部衝擊壓力巨大，歐洲經濟增長與創新的結構性阻力依然存在。歐洲各國政府在國防和基礎設施支出方面，仍需在赤字壓力下尋求平衡。在全球債務與GDP比率最高的十個國家中，有六個位於歐洲。¹¹

⁹ 美國約佔歐盟天然氣進口總量的27%，較2021年的5%顯著提升。根據能源經濟與金融研究所預測，新簽訂的合同有望將這一佔比在2030年前升至40%左右，約佔歐盟液化天然氣進口總量的80%。

¹⁰ Tom Fairless與Max Colchester，「歐洲綠色能源躍進大幅降低排放——同時重創經濟」，《華爾街日報》，2025年12月1日。

¹¹ 這些國家包括英國及五個歐盟成員國：希臘、意大利、法國、比利時與西班牙。國際貨幣基金組織，2024年。

歐洲的利率重新定價幅度大於美國
2027年12月隱含隔夜利率變動，基點



資料來源：彭博財經。數據截至2026年4月20日。變動幅度以2026年2月27日定價為基準測算。

預算審批進程也已成爲政治爭議焦點。法國的多輪財政僵局便是明證。英國的困境同樣突出：經濟在有限的財政空間、長期生產率挑戰與債務市場對高公共部門債務的警惕之間艱難平衡。人口老齡化將進一步加劇財政收支平衡壓力。

歐盟(EU)已按「對重速度」模式運行——例如，並非所有成員國均使用歐元或全面加入無邊境申根區。¹²若歐洲核心與外圍區域之間的緊張關係預計將進一步加劇，進而帶來贏家與輸家的分化。民粹主義及非中間派政黨的崛起亦表明，權力與政策可能發生轉變，最早或於2026年八個歐盟成員國舉行選舉後顯現。¹³

此外，正如前歐洲央行行長馬里奧·德拉吉(Mario Draghi)所指出，歐洲的創新受制於監管分化和融資渠道有限¹⁴。研發支出約佔歐盟GDP的2.2%，低於美國(3.6%)與韓國(5.2%)。歐盟在全球科技收入中的份額已出現下滑，而美國的份額則在上升，歐洲生產率約爲美國水平的77%。過去五年間，歐洲在全球外國直接投資(FDI)流量中的佔比已縮減至原來的一半。歐洲風險投資規模相當於GDP的0.05%，僅爲美國水平的十分之一。¹⁵

¹² 通過「強化合作」等機制正式選擇退出歐盟政策與條約，使部分成員國得以在未獲全集團共識的情況下先行一步，但此舉亦使歐洲分層格局制度化。

¹³ 斯洛文尼亞、匈牙利、瑞典、拉脫維亞及丹麥五個歐盟成員國將於2026年舉行新議會選舉。葡萄牙、愛沙尼亞與保加利亞將於2026年進行總統選舉。

¹⁴ 歐盟擁有270個科技相關監管機構及逾100部科技相關法律。

¹⁵ Sharmila Whelan, 「歐洲經濟保持穩健，但阻力積聚」, Haver Analytics, 2025年10月8日。



挑戰何在？

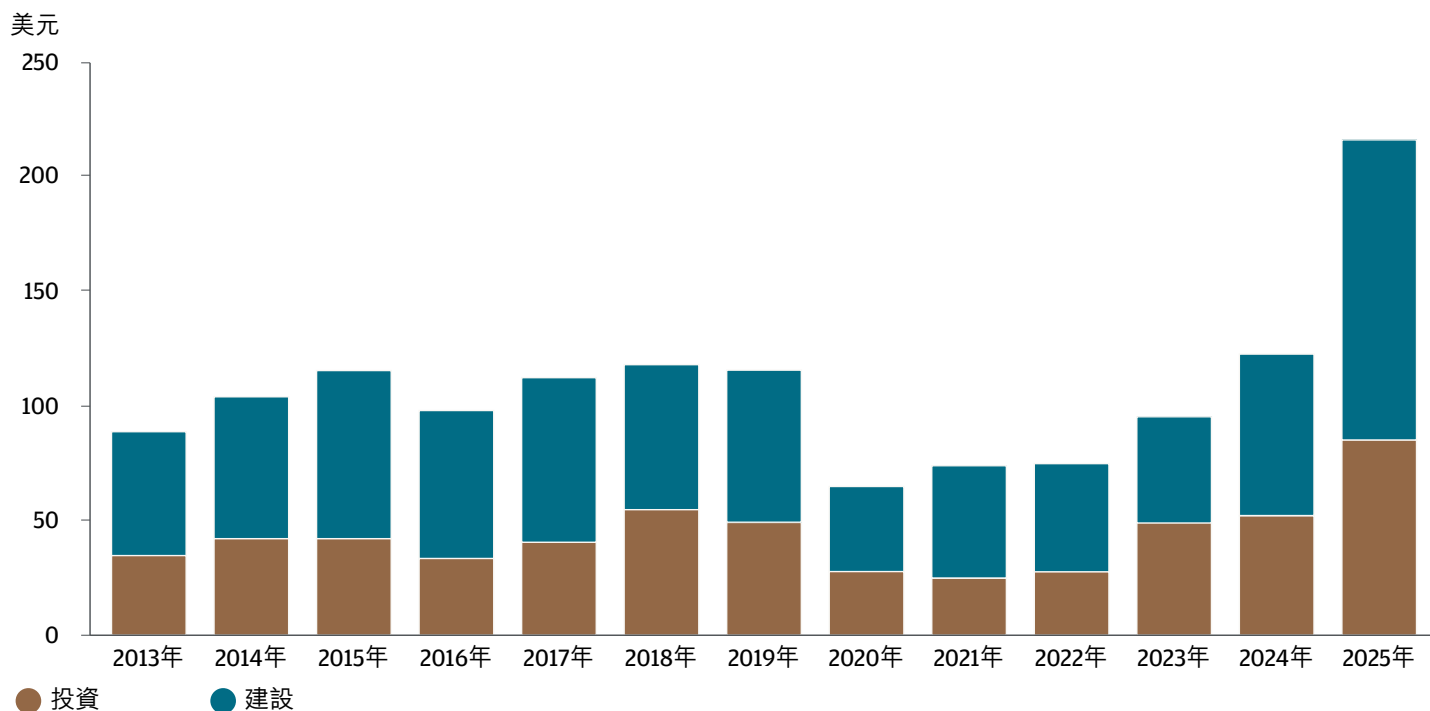
3. 中美關係驅動產業政策調整

全球地緣分化最重要的結構性驅動因素或許在於中美關係的長期演變。隨着時間推移，戰略競爭日益通過產業政策呈現，包括出口管制、國防監管、補貼措施、採購優先策略以及「可信供應鏈」規則，這些政策工具決定了哪些企業可以參與其中。對投資者而言，這意味着市場可能會變得更加分割，中國和美國分別主導的生態體系之間的分界將日益明顯。

中國正藉此契機拓展其在傳統上親美或依賴美國的區域中的影響力。定向的外國直接投資與大規模全球倡議（尤其是「一帶一路」倡議）已顯著拓展了中國的金融與實體布局。根據中國商務部數據，按名義價值計算，2025年是「一帶一路」倡議啟動以來投資最為活躍的年度。對投資者而言，意義不僅在於投資規模本身，更在於投資所能構建的持久合作關係。

迄今為止最大規模的「一帶一路」投資年份？

中國對「一帶一路」沿線國家的非金融直接投資（十億美元）



資料來源：中國商務部。綠色金融與發展中心。數據截至2025年12月。

拉丁美洲充分展示了中國如何在曾被視為美國勢力範圍的地區構建聯繫網絡。2025年中國對巴西投資達530億美元，自2020年以來對其他拉美國家的累計投資達500億美元，這些投資所支撐的貿易通道與大宗商品供應關係正持續強化中國的戰略縱深。¹⁶美國與南美洲的貿易額從2010年的2,700億美元增長至2025年的3,780億美元。相比之下，中國與南美洲的貿易額從2010年的1,580億美元躍升至2025年的4,380億美元。

在歐洲，中國的經濟影響力體現在其在商品進口中佔據顯著份額，以及一系列戰略性基礎設施與產業投資中，包括上海的中遠海運集團對希臘比雷埃夫斯港的控股權。中國參與的項目還包括布達佩斯-貝爾格萊德鐵路項目及匈牙利電動汽車(EV)電池項目。甚至在北極區域，北京與莫斯科方面協同推進的「極地絲綢之路」構想，也展現了中國對塑造未來商業航線和獲取戰略資源的興趣。

中國不斷擴張的經濟影響力在當前地緣政治背景下顯得尤為關鍵。中東衝突已使美國寶貴的軍事資產(包括先進導彈防禦系統、海軍陸戰隊及海軍航空母艦)從亞洲調離他處。

日本、韓國與菲律賓官員的公開表態，顯示外界對中國加強地區軍事壓力與擴大自身影響力的擔憂日益升溫。

即便未發生直接對抗，對美國戰略注意力轉移的認知也可能加速其盟國的對沖行為，促使這些國家分散其安全關係、貿易紐帶和技術採購模式。

自美國於2025年提高中國商品關稅以來，中國也大幅提升了對非美市場的出口規模並構建了新貿易關係，尤其是在新興市場。例如，從2022年至2025年8月，中國對新興經濟體的清潔能源技術出口份額已由23%升至31%，¹⁷凸顯了中國在全球能源市場影響力的擴大，在當前全球能源衝擊過後，這一影響力或將更加顯著。

儘管2024至2025年中國對美出口縮減20%，中國的總體出口規模仍擴大了近2,000億美元。據摩根大通地緣政治中心分析，中國政府最新五年規劃「將去全球化與競爭視為全球經濟的主導驅動因素，並相應優先推進供應鏈韌性、技術自給自足與軍事現代化進程。」¹⁸

¹⁶ 綠色金融與發展中心，2025年。自2020年以來，中國通過「一帶一路」倡議已在拉丁美洲地區投資約300億美元。這一數字不包含以下非「一帶一路」區域性重大投資：2025年對巴西的530億美元投資，以及2017至2024年間對墨西哥的23億美元外國直接投資淨額。這些資金旨在支持貿易通道和大宗商品供應關係建設，從而增強中國的戰略縱深。

¹⁷ 彭博新能源財經，2025年8月。

¹⁸ Derek Chollet，「世界之窗」，摩根大通地緣政治中心，2026年4月2日。



美國(及其盟友) 的反制行動， 形成各自分立的 生態系統

美國正在積極採取應對措施。近十年來，保護主義關稅政策已大幅減少美國從中國的直接進口規模(即便部分中國商品經由第三國轉運進入美國)。美國還與主要盟友(尤其是荷蘭和日本)協調行動，限制向中國出口先進半導體設備，並以國家安全為由，敦促英國、加拿大和澳洲等多個夥伴國家，禁止中國領先科技企業華為進入其關鍵資訊網絡。

人工智能將成為中美關係演變的核心驅動力。由美國設計、台灣製造的英偉達晶片，仍是全球經濟中最具戰略敏感性的技術之一。美國的出口政策日益趨向對特定先進產品實施精準管制，並在嚴格條件下執行逐案許可審批。

有報導稱，中國人工智能實驗室曾試圖通過非法渠道獲取受管制晶片¹⁹，這一點向投資者揭示了一個關鍵訊息：中國本土半導體產業雖在持續進步，但在技術前沿領域的發展仍顯落後。目前，縮小這一技術差距已成為中國的國家優先戰略，並獲得了大規模資本投入和政策支持。

美國亦開始在拉丁美洲對中國的影響力展開反制。在美國發動突襲行動逮捕委內瑞拉總統尼古拉斯·馬杜羅(Nicolás Maduro)、意圖扶植更為親美政權後，巴拿馬最高法院也裁定香港長江和記實業有限公司營運巴拿馬運河的港口業務屬於違憲，運河控制權隨之回歸巴拿馬政府。此舉標誌着重大的戰略轉變，因為巴拿馬原本是中國在該地區最緊密的戰略合作夥伴之一。

地緣分化趨勢 成為推動「國家 龍頭企業」的 動力

除了當前的安全憂慮之外，對投資者而言，更深層的風險在於以中國為中心的經濟集團正逐步形成，與美國主導的集團並行競爭——二者各自擁有獨立的標準體系、供應鏈及「可信」供應商名單。值得強調的是，中國無需徹底取代美國也可從中獲益。只要美國的貿易夥伴選擇分散風險——例如深化與中國政府的合作關係、採納中國主導的標準、或將新增投資導向與中國相關的供應鏈——中國便能從中獲益。

對市場而言，這一趨勢帶來的是結構性影響：隨着貿易與生產生態系統的兩極分化，投資回報可能日益取決於地緣政治陣營與戰略整合程度，而不僅僅是增長前景與盈利能力。市場准入、融資環境與競爭程度或將在不同集團之間逐步分化。

¹⁹ Thomas Howell、Sujai Shivakumar與Charles Wessner，「平衡賬目：美國晶片技術對華出口管制」，戰略與國際研究中心，2024年2月21日。

機遇何在？

1. 新興市場或將受益

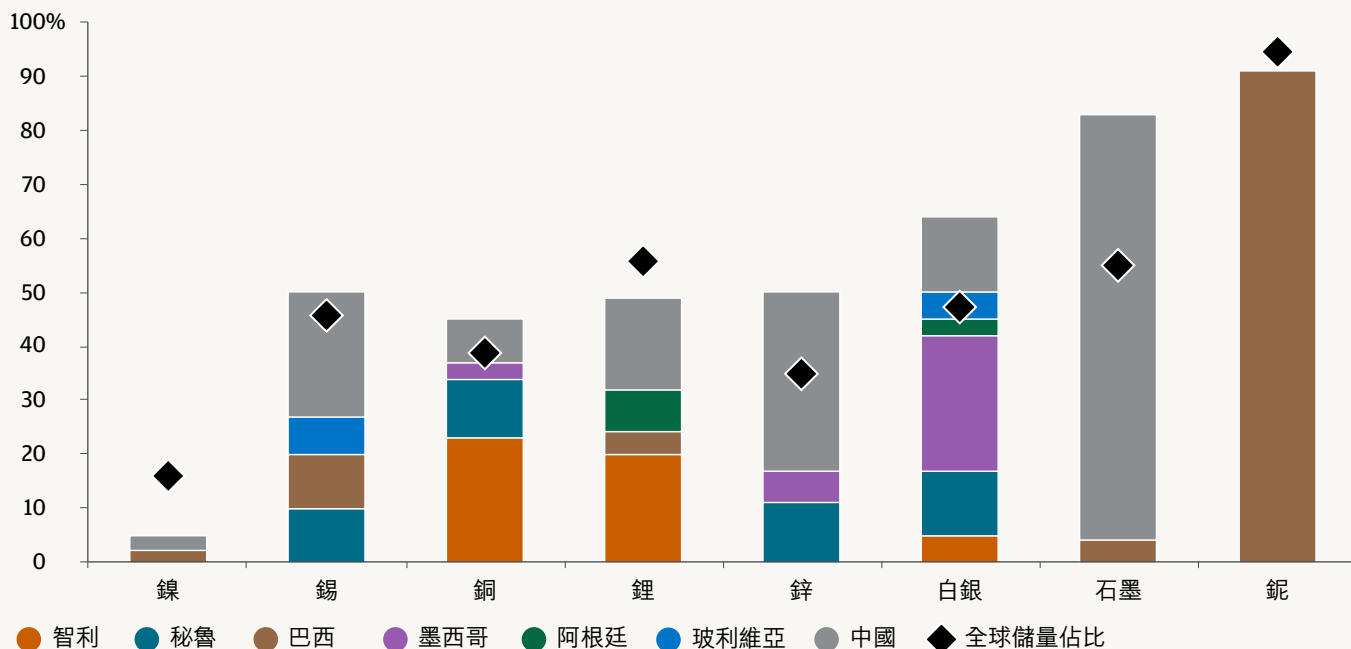
地緣分化趨勢或將為新興市場帶來長期機遇。宏觀基礎已經奠定：新興市場的債務佔GDP比率、通脹率及經常賬戶等關鍵指標均已顯著改善。自2021年底以來，新興市場石油進口國的平均石油儲備規模已翻倍增長。幾乎全部新興經濟體的實際利率均高於美國。²⁰

這些緩衝因素有助於解釋為何在能源衝擊期間，新興市場的信貸與外匯表現均優於歐洲市場。全球經濟進一步分化，有望為新興市場帶來新的議價能力——特別是對資源生產型經濟體以及具備規模化製造能力或戰略地理優勢的國家而言。

拉丁美洲在人工智能與能源轉型所需的資源方面具備獨特優勢，其銅儲量佔全球比重超過40%，已知鋰儲量佔全球儲量近60%，同時蘊藏豐富的鎳、稀土以及農業和能源資源。過去20年間，該區域的外國直接投資規模翻倍，其中巴西成為了首選投資目的地。該地區具有吸引力的人口結構、完善的供應鏈物流與基礎設施，也有助其向價值鏈上游攀升。

拉美各國央行在管理通脹方面表現出色，某些情況下甚至優於發達市場的央行。²¹該地區的央行致力堅守貨幣政策與通脹目標，使得當地貨幣能夠持續升值，進而形成低波動性的市場環境。

新興市場國家掌握全球所需資源
若干礦物的產量和儲量佔比(%)



資料來源：礦產品概要、美國內政部、美國地質調查局。數據截至2022年12月31日。

²⁰ 橋水聯合基金數據顯示，與此同時，納入我們新興市場基準指數的經濟體的債務佔GDP比率已從2022年的65%降至當前的60%，平均通脹率也已降至4%以下。

²¹ 儘管面臨高企的財政赤字與強勁內需，拉丁美洲國家平均用13個月的時間控制住了後新冠疫情時期的通脹浪潮——比美國和歐洲快8個月。巴西、墨西哥、哥倫比亞、智利和秘魯的通脹管理表現尤為出色。

最後，拉丁美洲的政治周期正在發生變化，相較於先前的左傾民粹主義政府，更加務實且親商的政府正在回歸。法治秩序與投資確定性的恢復，有望重振國內投資，並吸引更多外國直接投資。全球企業將利用拉美的競爭優勢，滿足全球對拉美資源的強勁需求。

海灣經濟體正憑藉其雄厚的資產負債表實力與豐富的能源儲備，着力構建成本更低的人工智能時代產業基地。自2019年起，沙特阿拉伯已將人工智能數據中心建設列為優先發展項目，力圖從人工智能對區域經濟的貢獻中成為重要參與者和受益方。²² Humain與黑石集團之前達成價值30億美元的數據中心合作項目，成為近期的一項標誌性成果。²³

海灣國家領導人仍需應對水資源短缺及地緣政治動盪等諸多挑戰。例如，巴林境內的多個亞馬遜數據中心曾在此次衝突中遭受破壞。這些發展或可引發新一輪安全支出浪潮，有助於讓國際科技和金融投資者對其在該地區的資產安全建立信心。最理想的情景，就是中東地區將邁向更加安全穩定的局面。

東亞地區在關鍵人工智能基礎設施製造能力方面佔據全球主導地位，包括台灣地區的先進半導體製造(台積電供應全球大部分晶片)、韓國的存儲晶片(佔全球產能的75%)²⁴以及中國的稀土開採(佔全球的70%)與加工能力(佔全球的90%)。²⁵

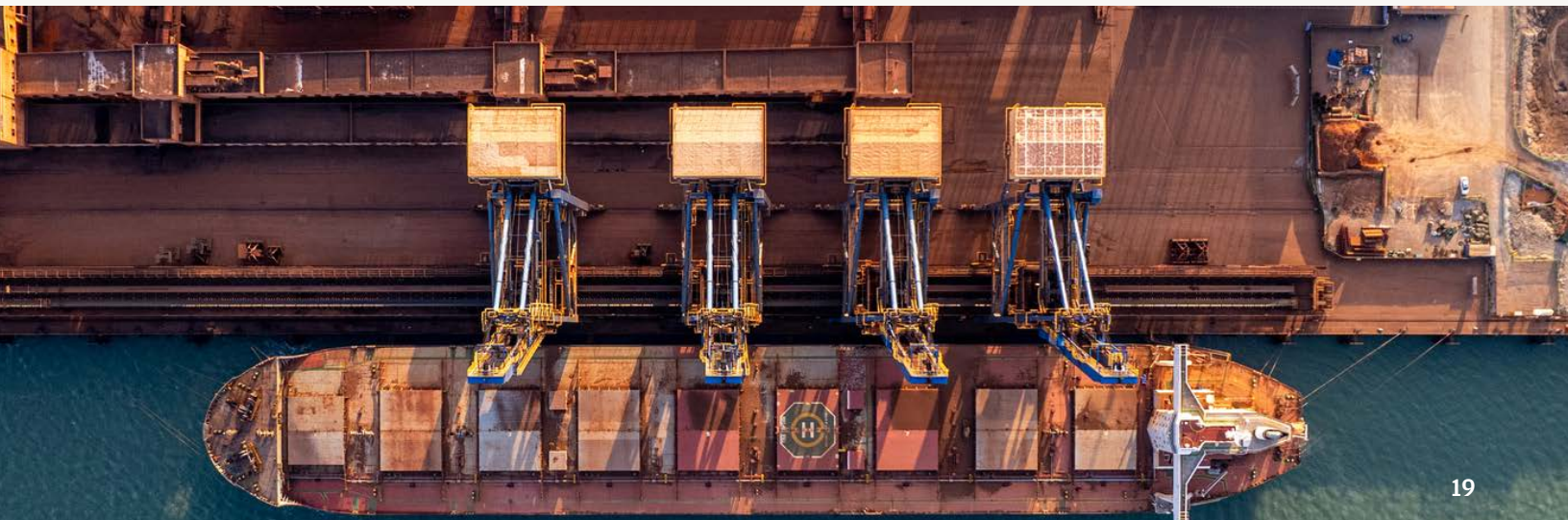
若人工智能資本支出周期持續——無論是通過代理型模型對運算力需求的提升、超大規模科技企業數據中心的進一步擴張，還是機器人技術的普及應用——對相關產品的需求或將重演以往超級周期的模式。這將使東亞製造商憑藉其在人工智能供應鏈關鍵環節的出口規模與定價權，獲取超常份額的收益。

²² 沙特王國於2019年正式成立了沙特數據和人工智能局。

²³ 其他重要里程碑包括：沙特在利雅得舉辦的LEAP 2025科技大會上宣布了總額17.9億美元的人工智能投資計劃；甲骨文公司的Mostaqbali人才培訓計劃預計至2027年培養5萬名沙特人工智能專業人才；與阿里雲達成合作；Humain與黑石集團的數據中心項目，該項目涵蓋三大主要產業綜合體，其建設成本預計將比在美國低30%；以及其他項目。

²⁴ Jihye Lee，「韓國警告稱中東衝突持續或將損害晶片產業」，《華爾街日報》，2026年3月5日。

²⁵ Gracelin Baskaran，「中國稀土及永磁材料出口新規模威脅美國國防供應鏈」，戰略與國際研究中心，2025年10月9日。



機遇何在？

2. 發達市場有望 在全球化格局 與自主發展間 取得平衡

儘管全球地緣分化的局面在本質上會帶來更高成本，但其結果未必全然負面。較為樂觀的情景是：各經濟體帶着明確目標來犧牲部分經濟增長與效率收益，以換取安全性與韌性，同時在經濟和金融層面與可信賴的夥伴繼續保持緊密聯繫。在這種情況下，地緣分化是對全球化進行優化與重塑，而非將之瓦解，有助於更有效的地緣政治風險管理。

我們可在歐洲與美洲觀察到這種「選擇性地緣分化」的雛形。

在歐洲，各國政府已在安全事務上展開協調，經過多年投入不足後，目前的國防開支已較2014年水平翻倍甚至增至三倍。下一步可能是實現聯合採購和一體化的國防供應鏈。²⁶

資本市場亦可能參與其中，並已在助力構建戰略韌性。摩根大通去年啟動的1.5萬億美元、為期十年的「安全與韌性倡議(SRI)」，旨在為量子計算、醫療保健、人工智能及能源基礎設施等領域提供融資。²⁷

加拿大、美國與墨西哥或將成為選擇性地緣分化的指標性案例。這一長期經濟聯盟的區域貿易規模約為每年2萬億美元。²⁸北美相互依存的價值鏈支撐着一個深度整合的跨境生產生態系統²⁹，其中來自一國的進口商品常在另一國被加工轉化為最終產品。

2025年，墨西哥的對美先進技術產品出口首次超越中國。數據中心相關出口額首次顯著超越了汽車相關產品。³⁰

該聯盟的競爭優勢包括北美國家的地理鄰近性、規模效應、豐富的能源與原材料、先進的製造能力、深厚的資本市場以及共同的法律框架。未來《美墨加協議》(USMCA)可能重啟談判，這一動向值得密切關注。

若地緣分化朝着正確的方向演進，全球化並不會消亡。供應鏈將變得更加可靠，資本將提升韌性，經濟利益一致的貿易聯盟將進一步深化整合。

²⁶ 「北約國家國防開支(2014年至2025年)」，北大西洋公約組織，2025年6月3日。

²⁷ 摩根大通預計，該安全與韌性倡議將通過直接股權投資和風險投資投入高達100億美元資金。該更廣泛的倡議旨在動員戰略產業領域的貸款投放與資本市場活動。

²⁸ 美國貿易代表辦公室，2022年。

²⁹ 例如，美國自墨西哥進口的商品中63%為用於後續加工的工業產品，自加拿大進口的商品中該比例為72%。美國製造商協會，2025年11月12日。

³⁰ 美國人口普查局，2026年2月。

機遇何在？

3. 中國資產或 迎來長期 牛市

過去十年，中國股市大多時間表現不及亞洲區內的其他股市——儘管中國GDP年均增速保持在5%-6%區間，且政府已持續推出基建投資及政策寬鬆等多項支持措施，MSCI中國指數的整體走勢仍落後於MSCI亞洲(除中國外)指數。經濟增長並未轉化為市場表現的提升。

然而，全球投資者有兩大關鍵理由值得重新關注中國股市：估值水平與人工智能趨勢。

目前，MSCI中國指數相對於MSCI亞洲(除中國外)指數的折價幅度處於約20年來的最高水平。在市場預期低迷、持倉偏輕的情況下，中國股市可能成為亞洲區唯一能為投資者提供布局潛在人工智能受益標的的市場。這一優勢有望推動中國股市開啟新一輪牛市行情。

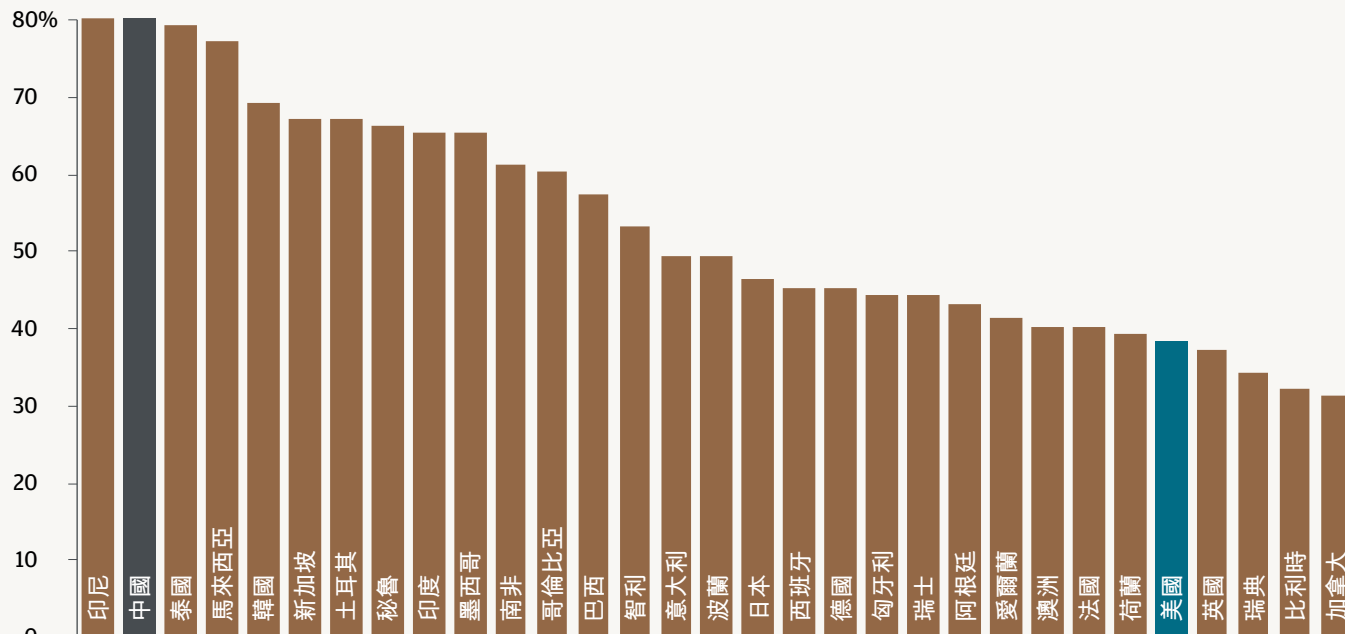
為確立在人工智能發展的領先地位，中國政府大舉投資相關領域，將數百億美元資金投入至科研機構及相關基礎設施中。中國培養的STEM領域畢業生約佔全球總數的40%，³¹而全球十大生成式人工智能發明中有七項源自中國。³²

³¹ 安全與新興技術中心，2023年11月27日。

³² 世界知識產權組織，「生成式人工智能專利態勢報告」，2024年。



中國消費者對人工智能的態度似乎較美國消費者樂觀 對使用人工智能製造的產品與服務持積極態度的受訪者百分比



資料來源：益普索人工智能監測報告。數據截至2024年4月19日至5月3日。

另一項衡量指標顯示，中國的發展勢頭似乎正在超越發達市場：一項調查發現，中國有80%的受訪者對人工智能產品與服務表示期待，相比之下，美國這一比例僅為38%。從歷史角度看，生產率增長一直取決於新技術的採納速度。在人工智能被視為威脅的國家，政策往往傾向於加強監管、延遲應用並保護現有產業。中國則展現出迅速將人工智能融入工作、消費及日常生活的態勢。

中國的超大規模科技企業百度、騰訊與阿里巴巴採取了與美國競爭對手截然不同的策略，部分原因在於這些企業仍被限制採購尖端組件。它們優先追求的並非基礎設施資本支出，而是更重視商業應用和營運效率。例如，它們正加速推動人工智能在終端產品中的應用步伐，如比亞迪的電動汽車。³³

中國在人工智能競爭中的最大優勢或許在於能源領域。中國電價水平約為美國的一半，且正持續專注於提升發電能力。煤炭佔中國能源消費近60%，但自2005年以來，僅新增的風電、太陽能、水電及核電發電量就已超過6萬億千瓦時。為了更直接理解這一數據：這些新增發電量相當於2025年美國總耗電量的1.35倍。³⁴

若市場周期更看重實際應用與生產率提升，同時中國政府也轉向採取更加利好營商的政策，中國股市將有望從中受益。

³³ Brian Buntz, 「比亞迪與DeepSeek計劃為1萬美元以下車型引入『天神之眼』自動駕駛功能」,《研發世界》, 2025年2月11日。

³⁴ Antonio De Pinho, 《電力鴻溝：中國、美國與電網未來》, 范達投資, 2025年12月2日。

投資啟示

我們一直認為，儘管地緣政治衝擊在人道層面帶來巨大災難，也必然引發投資者的關注，但對多元化投資組合的長期影響通常有限。尤其是在衝突未對能源供應造成實質性擾動的情況下，這一判斷依然成立。

儘管中東衝突帶來了明確的下行風險，但我們認為，在能源供應持續受擾的背景下，市場出現反彈是合理的。中美兩國的政策制定者都希望將能源價格維持低位，因此無論是地緣政治衝突抑或市場波動，風險最終都可望化解。

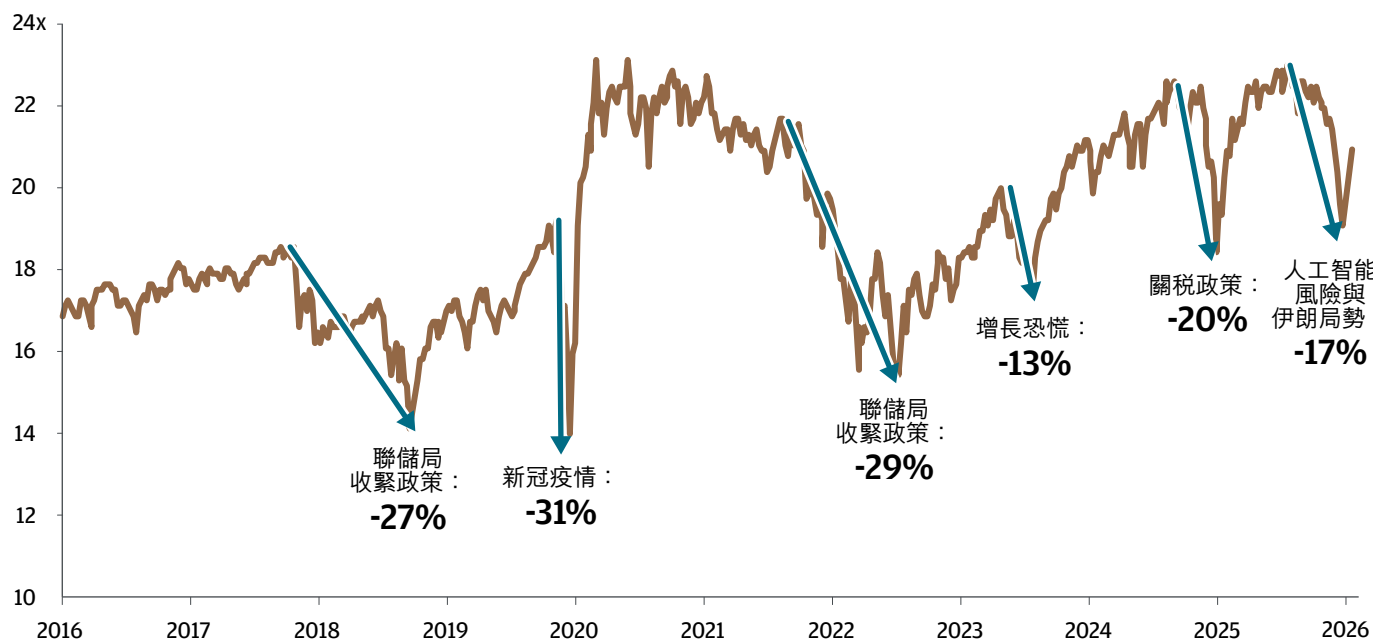
在中東衝突爆發後的一個月內，美國股市出現10%的回調，標普500指數市盈率倍數一度跌破20，而盈利修正趨勢則持續上行。VIX波動率指數曾突破30，從歷史經驗來看，這一水平通常預示着強勁的後續回報。我們的歷史數據分析顯示，當投資者在VIX指數收於30時以上時買入標普500指數，在隨後6個月內實現正回報的概率達到70%至83%，平均收益率達到12.4%。³⁵

一旦市場對能源價格的擔憂緩解，中小盤股票也有望繼續反彈。我們將此視為長期投資者增持美股的機會。

除了作為關鍵的短期催化因素外，全球地緣分化這一長期主題也正在成為資產回報的重要驅動力量。在獲取能源供應、安全貿易通道和關鍵礦物資源已非理所當然的時代，全球決策者正逐步摒棄單純追求效率和降低成本的政策取向，轉向強化國內韌性和安全保障。這種重視韌性的轉變趨勢也可能伴隨着更積極的財政政策，並形成更大規模的主權赤字。

³⁵ 我們的歷史數據分析回顧了過去30年間VIX指數收於30以上的724次情形(不包括最近兩次)。結果顯示，VIX指數突破30後一個月內獲得正回報的概率為70%，而六個月後這一概率上升至83%。

估值已調整至更具吸引力的水平
標普500指數未來12個月市盈率



資料來源：彭博財經。數據截至2026年4月20日。

我們認為，這些變化最終將有助於為全球經濟增長奠定更為堅實的基礎，並促進資本流動，但調整過程難免顛簸，並伴隨着衝擊。為此，我們向長期投資者提出以下五項建議，以助應對這一轉型期：

◇ 為新興市場可能持續上漲做好準備

2025年，新興市場的表現領先發達市場11個百分點，但過去五年仍年均落後500個基點。新興市場的低迷期或許已成過去。結構性基礎正逐步轉化為盈利增長。

就2026年度而言，新興市場企業盈利預計將增長46%，其市盈率已調整至11.8倍，但仍低於長期歷史平均水平。即便新興市場央行採取了更為正統的政策立場，主權債券收益率依然高於6.5%。目前，幾乎全部新興經濟體的實際利率均高於美國水平。隨着中東衝突演變，全球投資者或開始將新興市場股票和固定收益資產視為潛在的回報驅動力，因其具備廣泛的結構性支撐、基本面改善以及相對具吸引力的估值水平。

其中，台灣地區和韓國這兩個新興市場，在全球半導體供應鏈中佔據核心地位，有望受益於人工智能投資周期。此外，全球地緣分化與產業再投資預計將持續廣泛支撐大宗商品價格，從而改善多個新興市場經濟體的貿易條件。

這些因素共同為新興市場公開股票與固定收益資產創造了投資機遇。在全球聯盟格局持續演變下，新興市場或許迎來了一個難得的機遇，獲取資本、掌握生產和定價權，而非僅僅被動承受市場波動。

除戰術層面的考量外，我們認為投資者應將新興市場資產納入其資產配置框架。

◇ 布局新一輪以安全為核心的投資機遇

中東地區的持續衝突進一步印證了我們的觀點：全球經濟的焦點正在轉向更加重視安全和韌性。歐洲已着手投資自身的安全防禦體系。地處高風險地帶的波蘭，已將國防開支長期維持在GDP的4.5%-5%。我們預計，海灣國家、韓國及日本的國防支出也可能在當前水平上繼續提升。

投資者應認識到，國防開支以國家資產負債表作為支撐，並通過條約承諾與多年採購周期鎖定。國防客戶群體流失率低，國防公司的收入可見度可長達十年。

私募市場正在為下一代國防與航天技術提供資金：國防科技目前約佔全球風險投資總額的8%，相當於2020年佔比的兩倍左右。

SpaceX、Anduril及Palantir等獲得風險投資支持的新興企業，正在美國國防部的承包商排名中迅速攀升。2025年，自主系統領域獲得的風險投資規模增長了143%。³⁶

政策制定者亦可能儲備關鍵資源，並通過補貼擴大能源及基礎設施等領域的國內產能，以降低未來的脆弱性。在供應受限與地緣政治風險主導的環境下，大宗商品價格及相關生產企業的股票有望持續獲得結構性支撐。

◇ 優先配置國家龍頭企業

當全球地緣分化趨勢日益加劇，我們預計投資機會將集中於各自陣營可信生態系統內的少數優選企業。地緣分化可能催生各領域的國家龍頭企業，當前重點集中在供應鏈自主、戰略製造、國防系統、技術創新、基礎設施及能源資源領域。

年初至今，我們識別的一籃子全球國家龍頭企業的盈利預期已實現翻倍。投資組合管理的挑戰在於精準甄選最具實力的企業，同時應對全球日益分化所必然伴隨的更高波動性和政策風險。

◇ 為通脹分化與外匯波動加劇做好準備

與地緣分化相關的若干長期結構性力量——資源囤積、與安全支出掛鈎的財政擴張、能源供應風險、勞動力流動性下降——都預示着主權赤字擴大、通脹波動加劇以及匯率分化加深。這凸顯了全球投資者分散貨幣敞口配置的重要性。

其中一個實現這一目標的方式，就是配置黃金。我們建議投資者可將投資組合的3%至6%配置於黃金。

◇ 繼續聚焦歐洲與中國的主題投資

我們對歐洲資產仍保持高度審慎，更傾向於通過私募市場而非公開市場增加股權敞口。隨着國防和基礎設施支出上升，將有助於國內工業企業以及其他國家龍頭企業的利潤增長。我們建議規避汽車與必需消費品板塊。市場對歐洲央行加息路徑的預期也似乎過於激進。

在中國，我們看好人工智能板塊的部分細分領域，但若整體轉為更積極立場，我們還需看到政策層面對企業發展給予更明確和有力的支持。

³⁶ Pitchbook，2025年第四季度。

第二部分

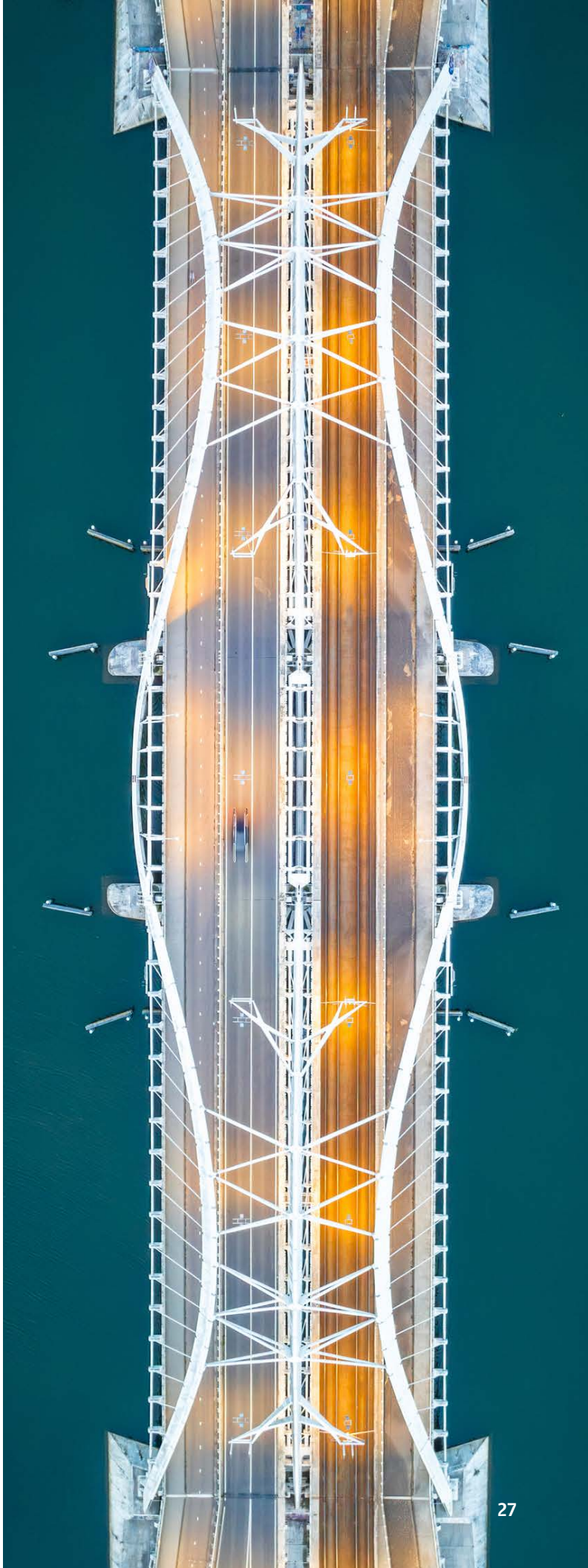
通脹新常態： 對購買力持續施壓



中東地區衝突引發的3月份能源價格衝擊，只是加劇了通脹正在進行的結構性轉變。由2020年代開始至今，對於希望累積並保有購買力，以及實現長期投資目標的投資者而言，通脹所構成的風險已遠超新冠疫情前時期。

自本十年初以來，美國消費者物價指數累計上漲超過25%，而核心固定收益資產僅錄得6%的回報。儘管如此，我們的客戶仍有近20%的受託資產配置於現金及一年內到期的證券。

即便在能源價格衝擊發生前，美國通脹率經已接近3%，且現金收益率與通脹率之間的差距仍在持續收窄。隨着最新能源供應衝擊的影響在經濟中蔓延，現金的購買力很可能會被進一步侵蝕。令人擔憂的是，這次衝擊只是近期一系列「偶發」事件中的最新一例，這些事件不斷推高物價，我們不得不提出一個關鍵問題：您的長期投資計劃，是否能夠適應通脹上升、波動加劇的新常態？在這樣的風險面前，您的資產是否具備韌性？

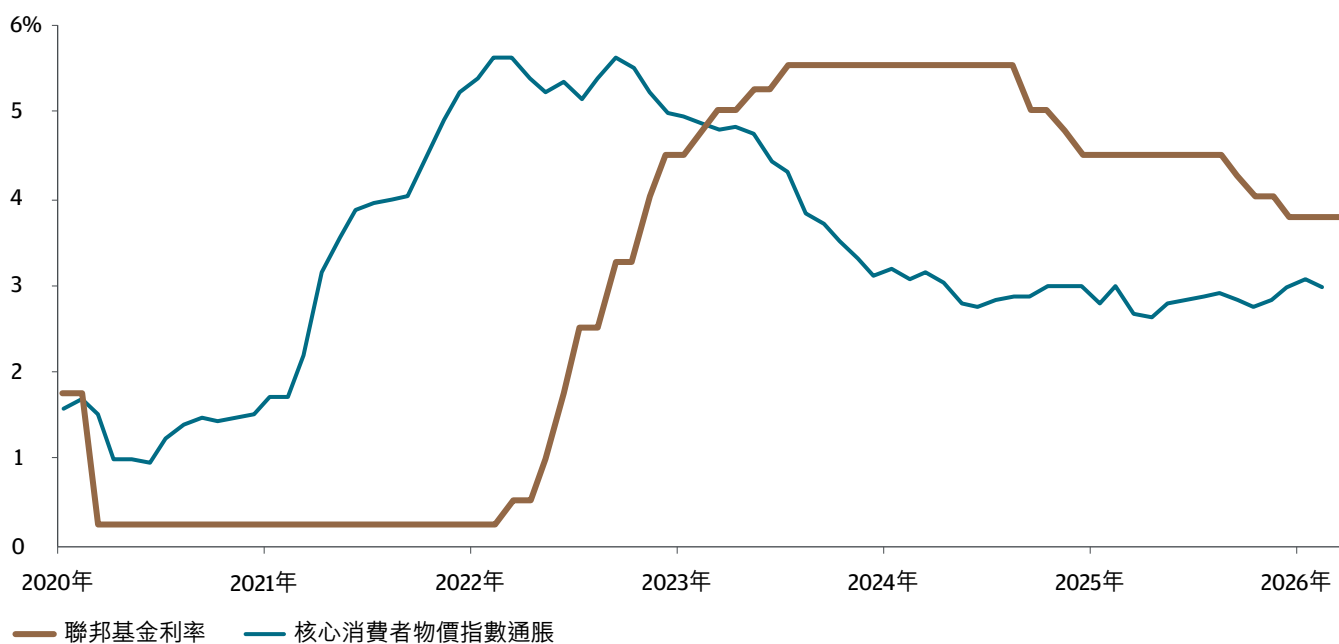


我們認為，通脹將比疫情前更加波動，也更容易受到上行衝擊，這預示着股票與債券之間的相關性將上升——因此，更應關注那些波動性低於股票、同時又能在較高通脹環境下表現良好的資產。

我們相信，那些與目標為本規劃相匹配、納入實物資產並採用主動型管理策略(正如多元化對沖基金的操作方式)的投資組合，將比未採取這些措施的組合更具韌性。無論通脹趨於惡化，還是轉向更為溫和的情景，投資者都應配備一套全面的投資工具以便靈活應對。

能源價格衝擊發生前，通脹率已達3%

%



資料來源：彭博財經。個人消費支出數據截至2026年2月28日。截至2026年3月18日的聯儲局聯邦基金利率數據。

挑戰何在？

1. 2020年代 或重演 1970年代 情景

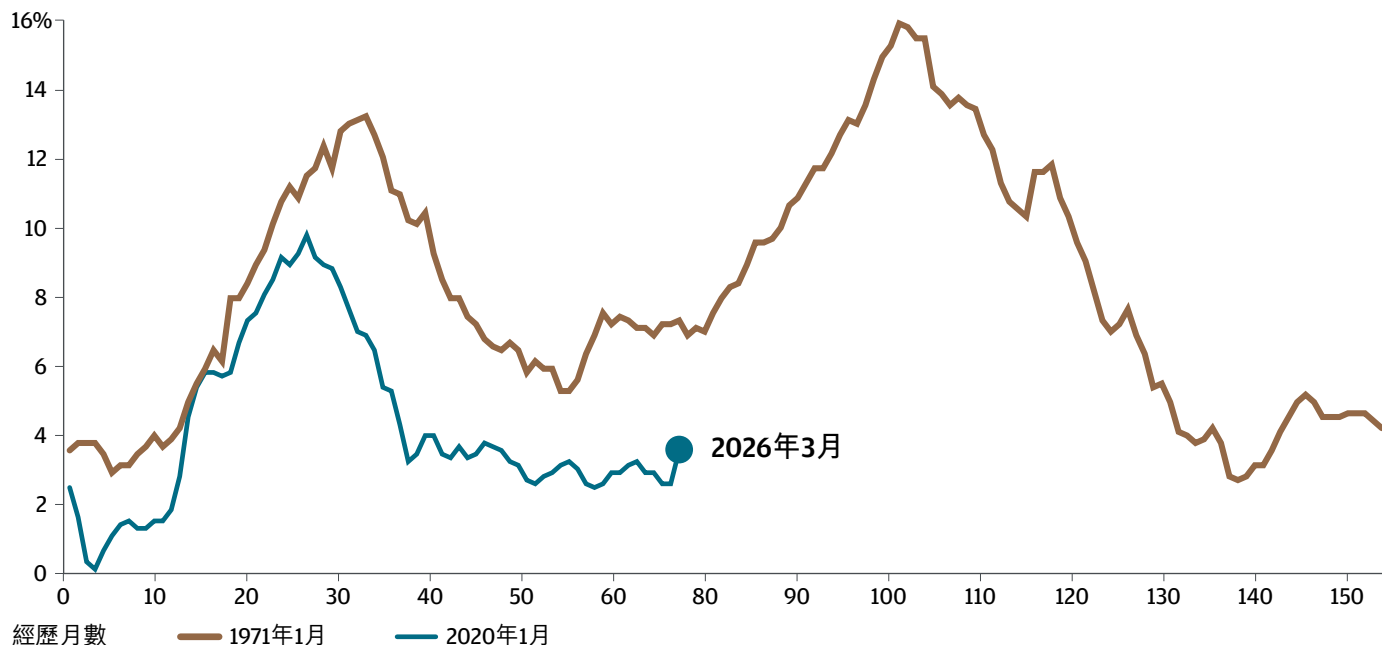
1970年代帶來的一個令人不安的教訓，也是當下的潛在風險，就是價格衝擊接連發生時，這些衝擊很容易被市場視為「常態」。自新冠疫情推高通脹以來，美國經濟又陸續承受了四輪通脹助推因素：俄羅斯與烏克蘭衝突、關稅政策調整、移民政策的急劇變化，以及如今的中東衝突。每一次衝擊最初均認為是暫時性的，但往往在上一輪影響尚未消退時，新的衝擊便接踵而至。

這種反覆出現的通脹衝擊，可能會重塑家庭與企業對「常態」的認知，正如1970年代那樣——通脹水平隨着每一次衝擊步步攀升。隨着時間的推移，曾經看似異常的價格上漲變得司空見慣。這種預期的轉變會滲透到工資、合同條款與企業定價行為之中。³⁷

在1970年代，政府在軍備和民生上的高額支出（「槍炮與黃油」式的政府開支）與本已過熱的經濟相遇。如今，人工智能基礎設施建設、軍備重整與產業政策日益被視為具有戰略必要性，這可能使各國政府與超大規模科技企業對價格的敏感度降低。因此，即使部分成本大幅飆升，需求仍有可能持續存在。

另一個可能重現的相似情況，就是供應約束。1970年代，美國經濟對資源的高度依賴，³⁸放大了大宗商品價格衝擊對各行各業的影響。如今的供應緊張局面雖然形式不同，

1970年代出現過兩輪顯著通脹浪潮
消費者物價指數，同比變動(%)



資料來源：彭博財經。數據截至2026年3月31日。

³⁷ 本部分內容受到Matthew Klein的報告《低估》(The Undershoot)以及橋水聯合基金通脹分析的啟發。

³⁸ 除1973年阿以戰爭引發的石油危機外，1970年代大宗商品價格飆升還波及了天然氣、工業金屬、黃金、白銀以及咖啡與糖類。

但可能產生類似的制約效應。包括電網容量與專用設備在內的關鍵生產要素，可能會隨着投資需求加速而成為放大通脹壓力的瓶頸。過去一年，印刷電路組件的價格已飆升80%。³⁹

無論過去還是現在，能源價格衝擊始終是典型風險，尤其當地緣政治擾動持續數周、數月、數季乃至更長時間時。

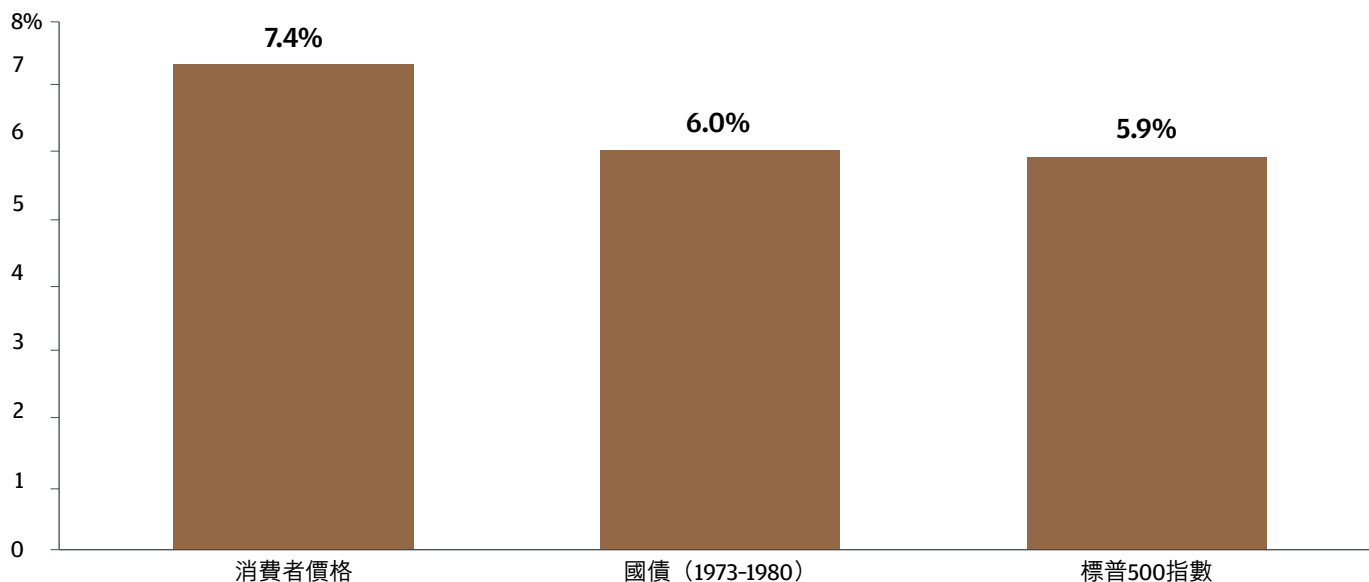
貨幣政策未能有效遏制通脹

1970年代的雙峰式通脹周期之所以惡化，是因為聯儲局過早放寬政策，允許實際利率維持在過低水平。儘管當前經濟結構與政策重點已大不相同，我們並不認為歷史會簡單重演，但若聯儲局重蹈覆轍，則可能觸發一項目前尚未被充分重視的通脹風險：尚未動用的住房淨值。

自2019年底以來，美國家庭累計增加的財富淨額約為66萬億美元，其中包括16萬億美元未被動用的住房淨值，這一數字相當於當前年度個人消費支出總額的三倍以上。⁴⁰若按揭貸款利率大幅下降，消費者可能會開始提取並動用這部分資產淨值，進而推動消費支出大幅超出企業產能提升的速度，推高物價，並引發一輪難以遏制的通脹型消費浪潮。

消費者與企業對通脹越麻木，抑制通脹的難度和代價就越大。在1970年代，美國股票與固定收益投資的回報均未能跑贏消費者物價的漲幅。當前短期通脹前景已不容樂觀，而更令人擔憂的是，美國政策制定者(聯儲局除外)似乎熱衷於通過擴大財政赤字來維持經濟高熱運行。⁴¹

1970年代通脹跑贏股債表現
年化回報率，1970年-1980年，%



資料來源：彭博財經。註：國債以彭博美國國債指數為代表，數據自1973年1月31日開始。

³⁹ 美國勞工統計局，「生產價格指數」，2026年3月18日。

⁴⁰ 僅美國家庭資產負債表中的住房部分，未被動用的淨值增值就高達約16萬億美元，這部分尚未被變現(即尚未被消費並流入經濟體，帶動需求)。數據來源：聯儲局《美國金融賬戶(Z.1)》，表B.101。

⁴¹ 日本為此提供了樣本。其債務佔GDP之比已從五年前的220%降至如今的190%。通脹率上升至1.5%-2.0%，工資增速也趨於穩健。政策制定者似乎終於在經歷30年停滯後實現了再通脹。日本股市自1989年以來首次創下新高。代價則由日圓和本國儲戶承擔。自2022年以來，日本長期國債收益率飆升，達到1990年代末以來的最高水平。日圓兌美元匯率跌至1989年以來最低。在2022年通脹回歸之前，日本國債年回報率為-2.5%。

挑戰何在？

2.

能源價格衝擊或與頑固通脹疊加

不妨回顧中東衝突導致能源供應受阻、價格飆升之前的通脹背景。

通脹狀況本已頑固。美國核心消費者物價指數與私營部門員工薪酬的年增長率較疫情前時期高出約1.0至1.5個百分點。聯儲局偏好的通脹指標——核心個人消費支出平減指數(PCE)在2025年顯著加速上揚；至2026年1月，其同比漲幅達3.1%，已高於聯儲局目標。該報告顯示，非必需消費者服務領域(如堂食餐飲與個人護理服務)的通脹較為堅挺——這些類別基本上不受全球供應鏈及關稅效應影響。

如此持久的通脹態勢表明美國國內需求依然強勁，而消費者的支付意願較高。與此同時，另一項衡量工資增長的指標——就業成本指數，仍高於新冠疫情前的水平。在家庭儲蓄未見增長的情況下，這意味着支出增速加快，從而從需求側加劇了通脹壓力。

隨後，正當通脹逐步回落至聯儲局目標之際，霍爾木茲海峽引發的價格衝擊爆發。⁴²燃料成本上升開始通過運輸、物流及製造業投入等渠道傳導至整體經濟，同時直接影響家庭預算，並推升通脹預期。聯儲局研究顯示，每桶油價每持續上漲10美元，通脹率將上升約30至35個基點。⁴³據此研究測算，若每桶油價持續上漲約40美元(相較於衝突前價格水平)，將導致通脹率上升近1個百分點。

⁴² Maximiliano A. Dvorkin、Fernando Leibovici與Ana Maria Santacreu，「2025年關稅如何影響價格」，聖路易聯儲備銀行，2025年10月16日。

⁴³ 美國聯邦儲備委員會，「金融與經濟討論系列(FEDS)」，2025年第四季度。



政策制定者的艱難抉擇

儘管當前的通脹趨勢看似遠不如2022年嚴峻，但歷史重演的可能性仍值得警惕。2022年2月俄羅斯入侵烏克蘭之際，美國核心個人消費支出指數已高達5.2%。隨後，這場衝突引發油價飆升60%。聯儲局對此的回應是在當年累計加息425個基點。標普500指數2022年全年收跌20%；核心固定收益資產下跌13%。

大多數投資組合都因此付出了沉重代價。宏觀對沖基金在此期間則錄得9%的回報，成為少數能夠抵禦加息周期的資產類別之一。

聯邦公開市場委員會可能被迫面臨艱難的政策抉擇：是否應該維持寬鬆傾向(多位委員、財政部長及總統都明顯傾向於這一選擇)，承擔進一步推高通脹及長期債券收益率的風險；還是保持利率穩定；抑或是在部分信貸領域壓力加劇之際，重新轉向加息，冒着擾亂金融市場的風險。歷史經驗表明，央行針對能源價格衝擊而加息，往往是經濟衰退的典型前兆。⁴⁴

⁴⁴ Wataru Miyamoto、Thuy Lan Nguyen與Dmitriy Sergeyev，「油價衝擊如何傳導：貨幣政策渠道的實證分析」，三藩市聯邦儲備銀行，2024年3月8日。



機遇何在？

1. 勞動力市場寬鬆對沖價格上行

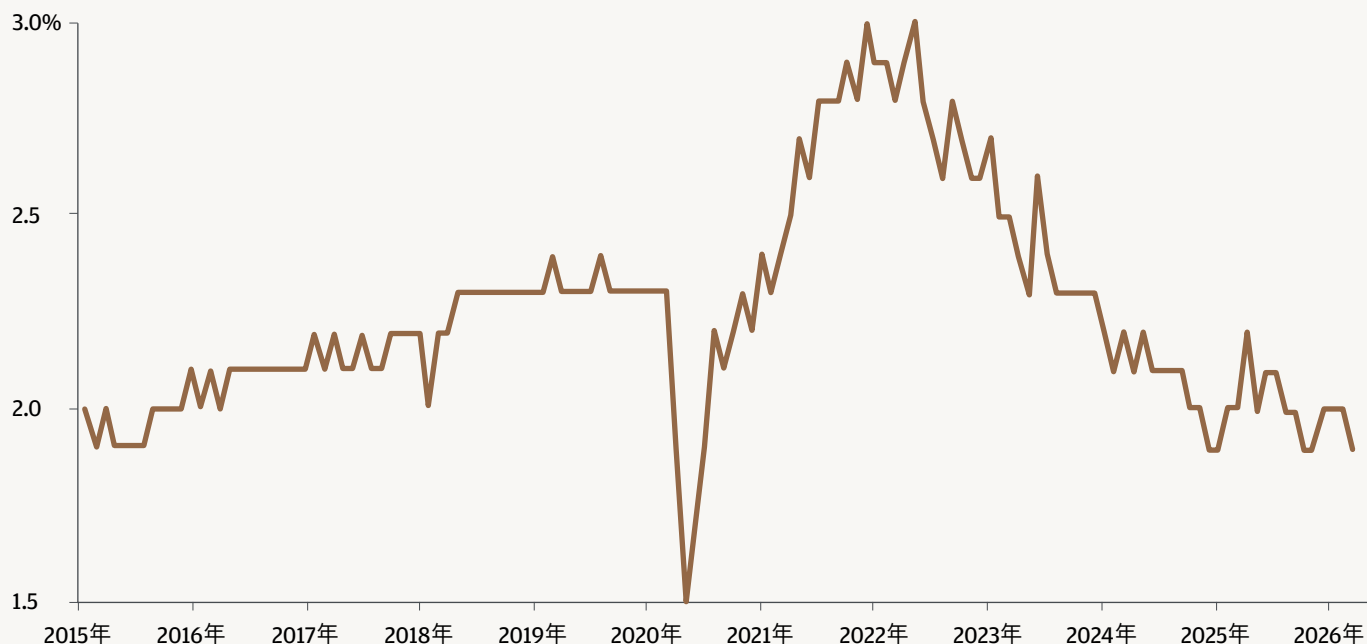
種種跡象顯示，勞動力市場仍存在相當程度的閒置產能。一般而言，在更為均衡的勞動力市場中，職位轉換率會較高，轉職員工也能獲得明顯的薪資漲幅。然而，近期無論是離職率還是跳槽勞動者的薪資溢價，均顯示當前勞動力市場處於低招聘、低裁員的狀態。⁴⁵

目前並無證據顯示2022年那種工資 - 物價螺旋式通脹現象再度出現。儘管人工智能的潛在威脅目前尚未廣泛衝擊就業市場，但很可能抑制薪資增長預期。理論上，移民減少可能會推高工資水平，但目前尚無明顯證據顯示這一現象已經發生。⁴⁶

無法找到全職工作的兼職僱員人數增加，裁員與職位削減現象加劇，自願離職率下降，這些都表明員工對通過更換工作獲取更高薪酬或更好工作條件的信心減弱。⁴⁷這些勞動力市場動態往往會制約薪資增長，進而限制服務業通脹。勞動力需求或許是說明通脹雖具粘性但仍然可控的最佳佐證。

更加均衡的勞動力市場對通脹構成下行壓力

美國職位空缺與勞動力流動調查(JOLTS)離職率(經季節調整，%)



資料來源：美國勞工統計局、彭博財經。數據截至2026年2月27日。

⁴⁵ JOLTS報告，2026年3月31日。

⁴⁶ Simon Mongey，「移民無法解釋就業增長放緩」，明尼阿波利斯聯邦儲備銀行，2025年10月1日。

⁴⁷ 美國勞工統計局，「就業狀況總結(家庭調查)」，2026年3月。

機遇何在？

2. 關稅與能源 衝擊或為暫 時現象，住 房通脹放緩 趨勢更為持 久

雖然物價上漲無疑對美国家庭的食品、電力和核心消費品支出造成了壓力，但有理由認為，關稅和能源等特殊因素才是當前通脹的主要推手。

2025年6月至8月期間，關稅因素對整體個人消費支出通脹的年化貢獻率約為0.5個百分點。⁴⁸若剔除關稅影響，整體個人消費支出指數漲幅應為2.35%（相比2.85%）。隨着關稅傳導效應逐步消退，或若關稅政策因司法行動、貿易談判或行政當局主動調整而有所緩和，此類價格壓力的來源可能逐漸消散，為通脹帶來實質性緩解。

住房通脹已經回落。佔核心個人消費支出指數權重17.7%的住房分項，其同比漲幅已從2024年底的5%降至2026年初略高於3%的水平。雖然房價仍處高位，購房負擔依然沉重，但目前住房成本(包括租賃成本)的漲勢已較為溫和。待售單戶型住宅供應已恢復至正常水平，房價漲速也隨之放緩。⁴⁹

可負擔性承壓(部分源於高企的按揭貸款利率)同樣可能抑制購房者需求與房價通脹。公寓市場帶來的通脹壓力則更低：空置率已超越2019年水平，且在近期建設熱潮結束後持續攀升。⁵⁰這種閒置狀態預計將在2026年持續抑制住房相關通脹。

⁴⁸ 約佔核心個人消費支出指數年化通脹率0.4個百分點。聖路易斯聯邦儲備銀行，2025年10月22日。

⁴⁹ 美國勞工統計局，「消費者物價指數」，2026年2月；全美房地產經紀人協會，「現有單戶型住宅庫存」，2026年2月。

⁵⁰ 美國人口普查局，「住房空置與住房擁有率調查」，2025年第四季度。



機遇何在？

3. 全球競爭可能抑制通脹上行

即便國內通脹在邊際上依然頑固，全球競爭或有助於穩定物價。來自中國及其他低成本生產國的激烈競爭，可對通脹產生顯著的抑制作用。

生產動態(尤其是中國的情況)顯示商品價格仍持續面臨下行壓力。中國疫情後的投資結構已向工業產能傾斜，導致產能過剩、價格競爭白熱化及生產者價格通縮。⁵¹

截至3月份，中國生產者價格自2022年底以來一直處於通縮狀態。⁵²中國商品出口已大幅超越疫情前趨勢水平，而進口則停滯不前。無論是在中國國內、對外貿易夥伴還是第三國市場，競爭壓力都在加劇。⁵³在最新一期五年規劃中，政策制定者再次重申將繼續堅持以出口為導向的發展戰略。

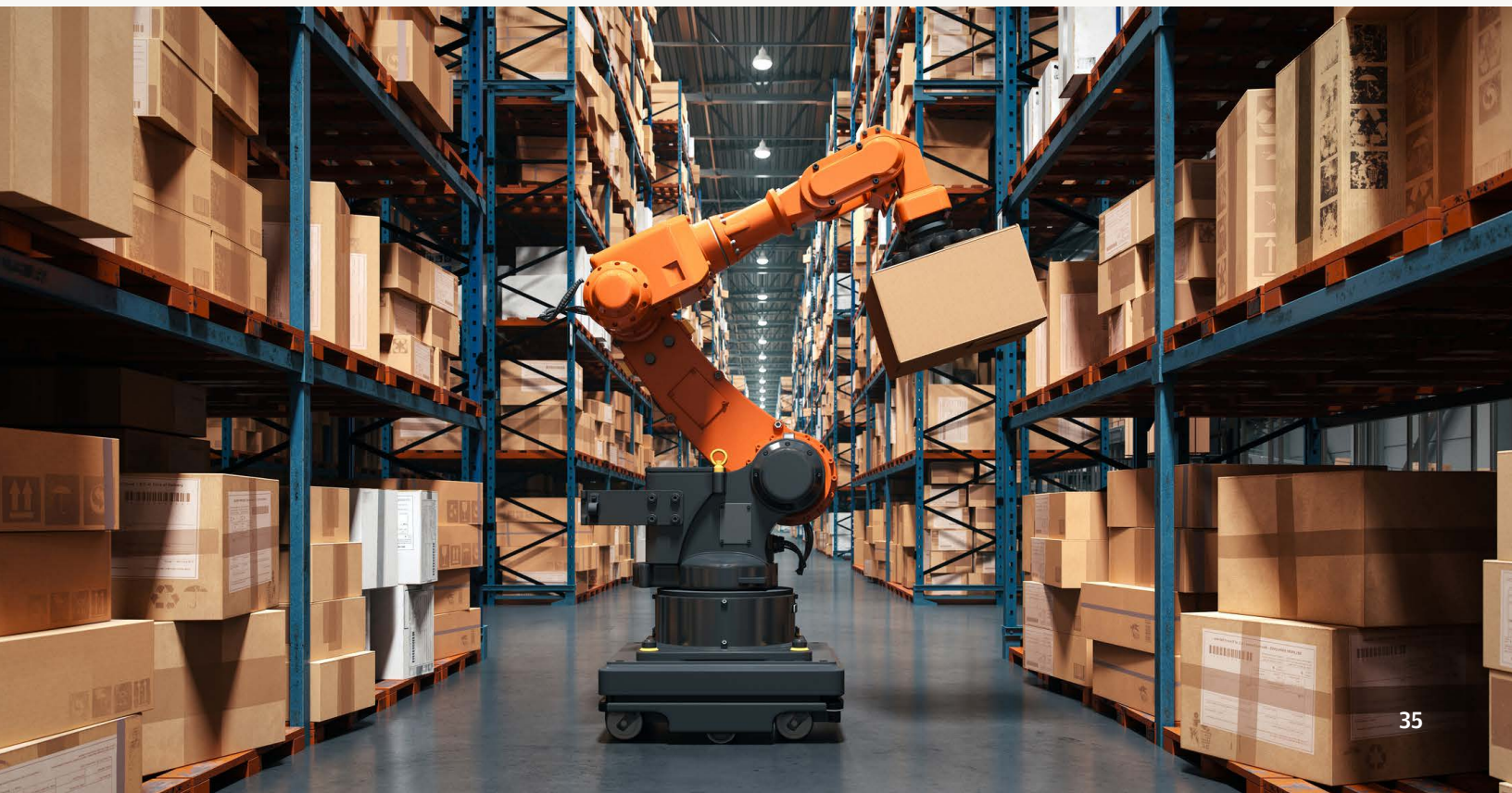
此現象並非僅限於中國。例如，2025年美國從中國及拉丁美洲進口的服裝價格均出現下降。⁵⁴全球競爭格局有時能抵銷關稅帶來的壓力。

⁵¹ J. Scott Davis與Brendan Kelly，「中國製造業產能過剩推高產出，引發停滯擔憂」，達拉斯聯邦儲備銀行，2025年12月30日。European Central Bank，「ECB Economic Bulletin」，July 2025。

⁵² 中國國家統計局，「生產者價格指數」，2026年2月28日。

⁵³ 歐洲中央銀行，「歐洲央行經濟公報」，2025年7月。

⁵⁴ 美國勞工統計局，「按來源地劃分的進口價格指數」，2025年12月。



投資啟示

維持購買力是許多投資者與家族的核心目標。高通脹導致實現這一目標更具挑戰性。通脹不僅會更快地侵蝕實際財富，高通脹更往往會帶動股票與債券的相關性上升，使傳統投資組合更加脆弱。

雖然出現類似1970年代的高通脹情景並非絕無可能，但可能性較低。目前勞動力市場幾乎沒有出現工資 - 物價螺旋式通脹的跡象。然而，如前所述，通脹若持續走高，則可能形成固化趨勢。現金及短期證券的收益率幾乎無法彌補通脹損失——而且這還是稅前的情況。

為應對這一持久且常被忽視的財富風險，我們建議採取四項措施：

◇ 帶着明確目標進行規劃

在通脹加劇的環境下，需要明確設定投資目標，並主動製定資產配置方案以實現這些目標，同時還需考慮現金流與稅收因素。

首要的步驟，就是分析不同通脹水平與市場情景對未來投資組合價值的影響。每個家族的情況都具有獨特性，這正是針對一系列市場結果進行目標壓力測試至關重要的原因。在此基礎上，規劃決策節點，並有序安排可能採取的行動步驟，有助於確保財富不僅能在實際價值上得到保值，還能有效用於實現既定目標。

◇ 考慮配置大宗商品相關股票、基礎設施及房地產

大宗商品價格屬於生產要素價格，在通脹上升期間往往能帶來強勁回報。⁵⁵由此推及，大宗商品生產商與運輸商的股票在通脹上升環境中通常亦表現優異。

如今，自然資源領域尤其值得關注，部分原因在於其資本支出增幅在過去十年間僅略高於通脹水平。未來供應可能受限。我們追蹤的一籃子自然資源相關股票，目前的總股東收益率接近5.5%。其市盈率顯著低於整體市場水平。

儘管在不同通脹環境中，全球基礎設施一直能夠實現年化8%-12%的回報，但該資產類別長期以來也被低估。⁵⁶其關鍵優勢在於由長期合約帶來能夠抵禦通脹的現金流。電力板塊目前佔基準指數近60%，⁵⁷較十年前20%的比例大幅提升。儘管近期流入基礎設施基金的資金有所增加，但整體上仍處於投資配置不足狀態。我們的近期調查顯示，近80%的家族辦公室表示未配置基礎設施資產⁵⁸我們的美國私人銀行客戶中，亦有86%存在相同狀況。

全球房地產也可通過租金遞增條款和頻繁的租約重置，在通脹時期發揮對沖作用。在物業價值隨土地、勞動力及材料成本上升時，這些內置的重新定價機制有助於維持租金收入水平。⁶⁰在經歷多年低迷後，我們已經看到核心房地產出現早期復甦跡象。

我們認為，這些實物資產合計可佔整體投資組合配置的5%左右。

⁵⁵ Ari Levine、Yao Hua Ooi與Matthew Richardson，「長期大宗商品投資」，美國全國經濟研究所，2016年11月。

⁵⁶ MSCI、彭博資訊，反映截至2025年6月的最新數據。

⁵⁷ MSCI全球私募基礎設施資產季度指數。

⁵⁸ 摩根大通私人銀行，「2026年全球家族辦公室報告」，2026年2月。

⁵⁹ 適用於最低資產規模為500萬美元的客戶投資組合。

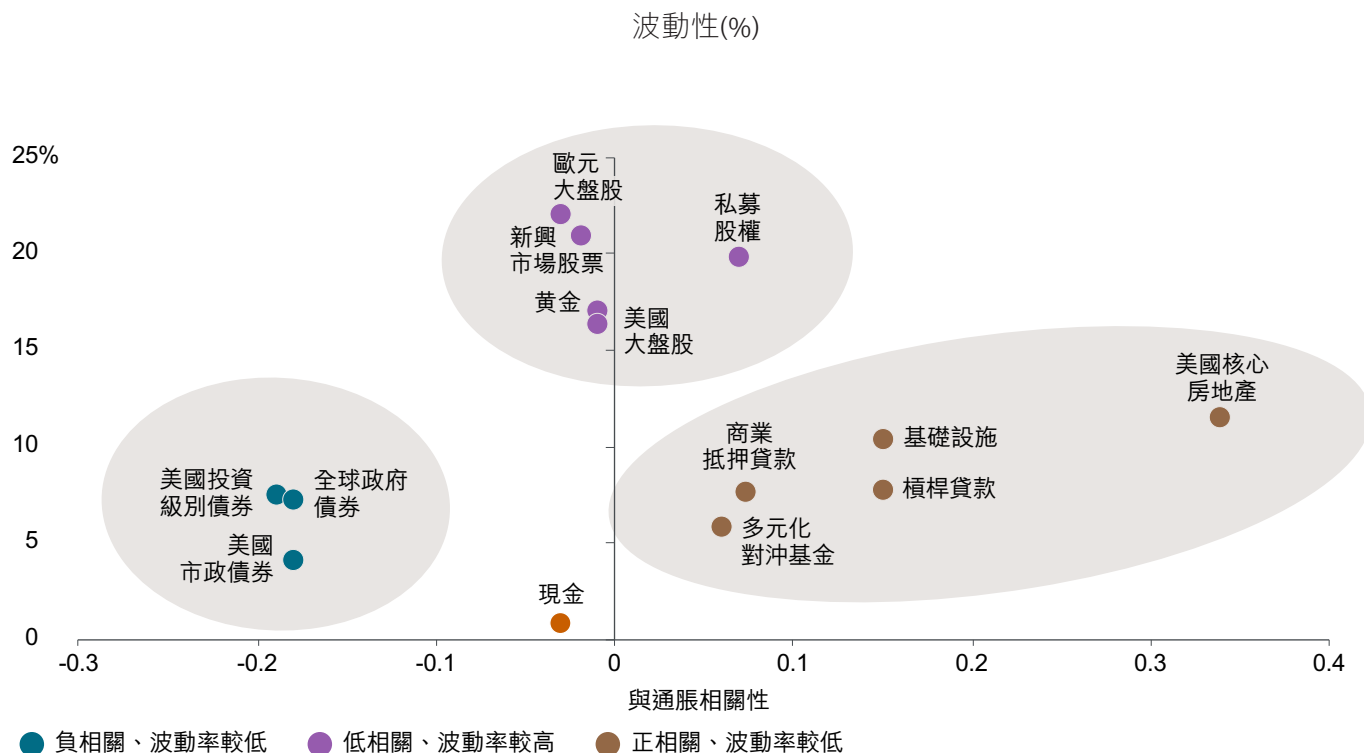
⁶⁰ Martin Hoesli、Jan Muckenaupt與Bing Zhu，「上市房地產在不同市場環境中的通脹對沖作用」，《房地產金融與經濟雜誌》，2023年10月。



◇ 聚焦低相關性對沖基金與流動性另類投資策略

我們認為，對沖基金策略(如相對價值與宏觀策略)因其與股票和債券的相關性有限，有助於降低整體投資組合風險。部分流動性另類投資可提供類似的主動管理策略。宏觀對沖基金在2022年股市與債市雙雙遭受重創時展現出較強的韌性。根據我們的數據，美國私人銀行客戶在該資產類別上的配置普遍偏低：94%的客戶投資組合中未配置對沖基金。⁶¹

為降低通脹風險，投資者應考慮重點關注大宗商品、實物資產和某些另類投資策略

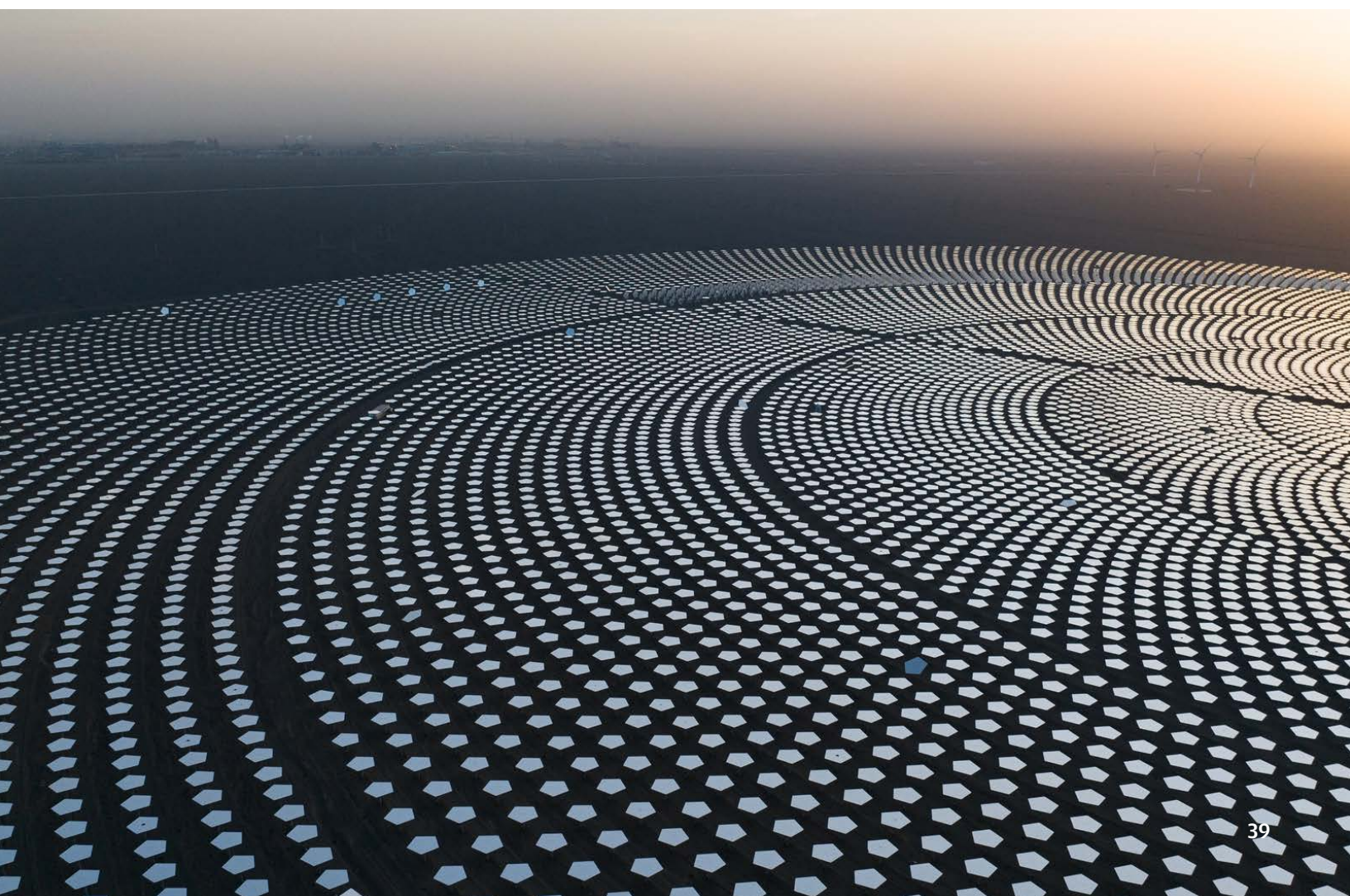


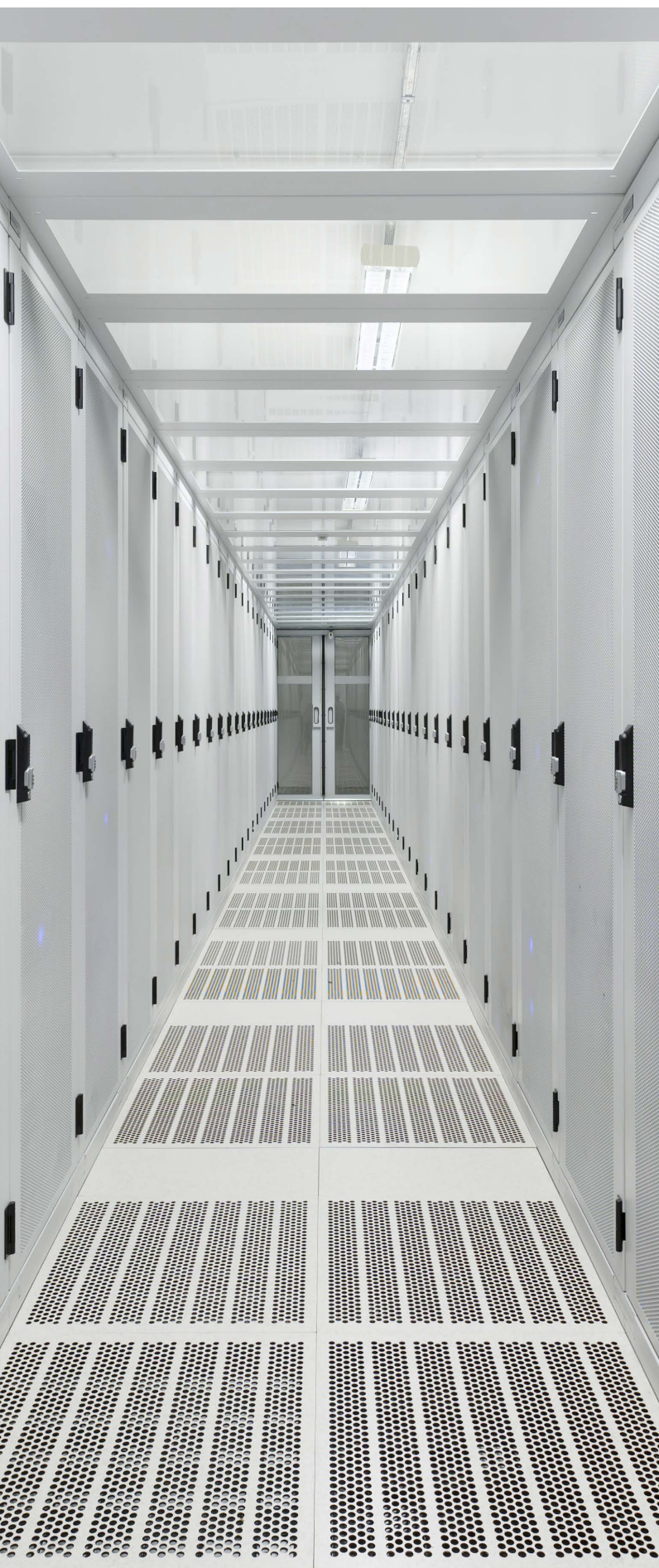
資料來源：摩根資產管理《長期資本市場假設》。數據截至2025年9月30日。

⁶¹ 適用於最低資產規模為500萬美元的客戶投資組合。

第三部分

人工智能浪潮： 不可低估超級周期及其 抑制通脹潛力





人工智能有望成為強而有力的通脹抑制力量，因其能夠降低專業知識獲取成本，並有潛力在無需增加人力投入的前提下提升經濟產出。

然而，人工智能能夠抑制通脹的潛力，目前被種種負面的觀點所遮蔽。

人工智能模型持續演進，企業的數據中心資本支出指引大幅上調，私營公司估值也顯著擴張。然而，市場參與者中最為常見的論調，卻是聚焦於人工智能發展的兩大負面情景，我們稱之為「人工智能極端情景」：一是人工智能可能通過迅速替代勞動力對經濟造成衝擊，導致失業率上升；二是可能通過顛覆既有企業的商業模式，進而拖累股市表現。

那些預判人工智能將走向極端情景的人士清晰預見了潛在風險：其嚴重程度不亞於全球金融危機與大蕭條所帶來的經濟困境。

未來幾個季度，投資者還可能迎來三項有望成為史上規模最大的IPO，而且全部集中在人工智能生態系統領域。

進入2026年以來，多數市場觀察者的目光一直聚焦於人工智能的潛在風險。但我們相信，長期投資者若能布局人工智能帶來的潛在機遇，將有望獲得回報。

縱觀經濟和市場發展史，技術顛覆商業模式、替代勞動力職位的案例屢見不鮮。在這整個過程中，創新持續提升經濟增長潛力、家庭生活水平、企業盈利能力和股市估值。投資者往往低估了風險資產最為樂觀的情景。在該情景中，市場將識別並獎勵那些因人工智能提升生產率而受益的企業，同時經濟轉型步伐將穩步有序，讓勞動力市場能順利實現就業再分配。

挑戰何在？

1. 人工智能可 對勞動力市 場造成衝擊

市場上有影響力的人物提出的主要觀點之一，就是人工智能即將大規模取代人類勞動力。例如，Anthropic的行政總裁曾警告稱，在未來一至五年內，人工智能可能會淘汰美國半數初級白領職位，並可能將失業率推升至10%-20%⁶²——這意味着1,000萬至2,500萬個職位消失，且沒有相應的新職位產生。⁶³

如此大規模淘汰勞動力將會是一場經濟災難。美國失業率在大蕭條時期的峰值曾高達25%，而在戰後僅有兩次超過10%。⁶⁴

我們看到越來越多的證據表明，隨着性能持續快速提升，人工智能模型已能替代多項工作任務。代理型人工智能時代——即人工智能工具能夠自主完成任務的時代——似乎已經來臨。Anthropic最新發布的Opus 4.6模型，能夠完成人類專家需耗時12小時以上才能完成的複雜迭代任務。而就在數月前的2025年12月，當時最先進的人工智能模型尚無法處理人類耗時6小時的任務。⁶⁵

僅在2026年2月單月，Claude Code就為Anthropic創造了高達60億美元的年化營收。⁶⁶貨運物流企業C.H.Robinson的人工智能代理能夠在30秒內生成人類員工需要15分鐘才能完成的相同報價方案。最近的一項調查顯示，88%的受訪企業高管表示其公司正在試點或擴大自主型人工智能代理的應用。⁶⁷

微軟的員工規模在2022年達到峰值後已縮減6%。Challenger, Grey & Christmas公司的調查顯示，2025年美國有近5.5萬例裁員直接歸因於人工智能的應用。⁶⁸亞馬遜、UPS、賽富時(Salesforce)、Workday、IBM和PayPal在過去一年均將人工智能列為裁員決策的主要原因之一。

人工智能的潛在衝擊範圍已清晰顯現。經濟研究與行業調查發現，辦公室和行政支持人員(超過2,100萬)、銷售人員(超過1,300萬)、商業與金融營運人員(800萬至900萬)以及客服/呼叫中心人員(300萬)所從事的工作任務最容易被人工智能自動化取代。⁶⁹

正如歷次技術與經濟轉型所呈現的規律，人工智能的普及應用可能給那些工作被自動化取代的群體帶來嚴峻挑戰。

⁶² Mike Allen與Jim VandeHei，「幕後真相：白領階層的血洗」，Axios，2025年5月28日。

⁶³ 假設勞動力規模保持不變。

⁶⁴ 美國勞工統計局，2026年3月。

⁶⁵ METR，「前沿人工智能模型任務完成時間範圍」，2026年3月31日。當嘗試執行一項人類專家需耗時兩小時完成的任務時，Claude的成功率為80%。當Claude嘗試更為複雜的任務時(人類專家需耗時12小時完成此類任務)，其成功率降至50%。換言之，若要求人工智能以99%的成功率完成任務，則該任務必須相對簡單(以人類專家耗時衡量)。

⁶⁶ Shirin Ghaffary，「與五角大樓糾紛持續之際，Anthropic年營收逼近200億美元」，彭博財經，2026年3月3日。Claude Code使用戶能夠通過自然語言編寫代碼。

⁶⁷ 普華永道，「人工智能代理調查」，2025年5月。

⁶⁸ Challenger, Grey & Christmas，2025年12月。

⁶⁹ 國際勞工組織，「研究簡報」，2026年2月。

挑戰何在？

2. 人工智能可能以超預期速度顛覆現有商業模式

勞動力市場也可能因人工智能顛覆企業商業模式而遭遇二階效應衝擊。投資者認為，他們已識別出最脆弱的板塊——傳統軟件即服務(SaaS)。許多SaaS公司由標普擴展科技軟件指數(IGV)追蹤。

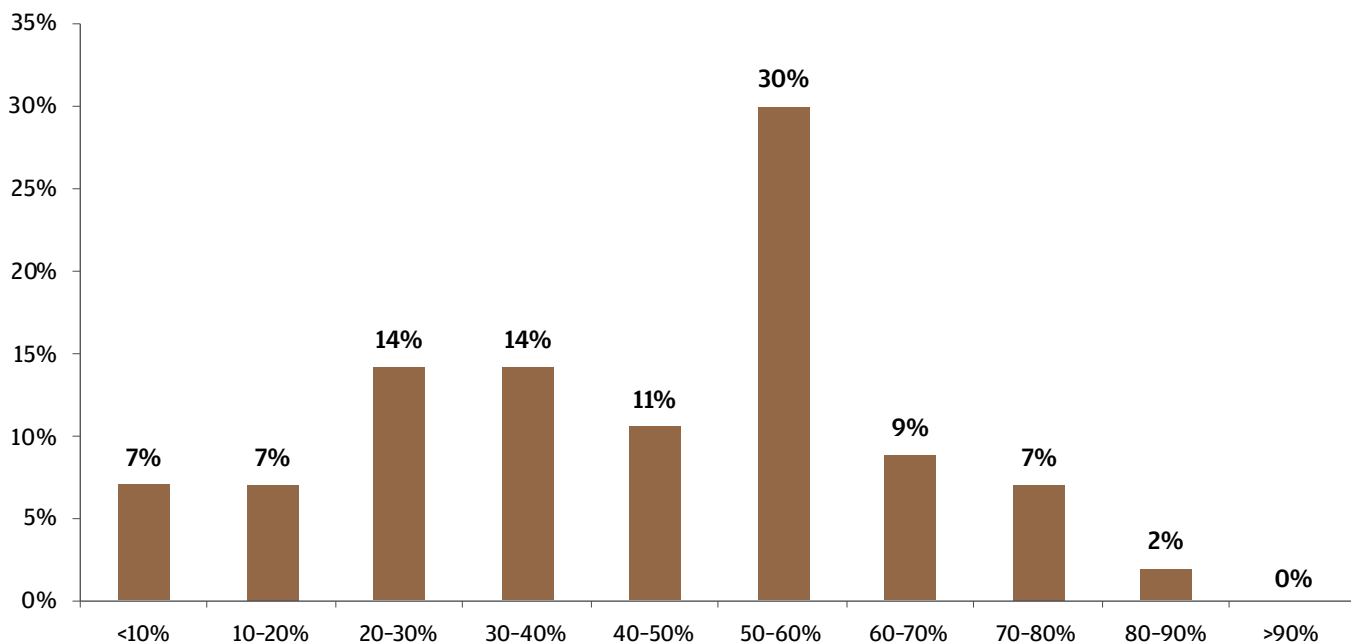
值得注意的是，該指數中約半數的股票已較歷史高點下跌超過50%。年初至今，由摩根大通證券篩選為易受人工智能衝擊的股票籃子已下跌近20%。

傳統軟件行業正在承受多重壓力：新冠疫情期間過度擴張導致的人員冗余、更高的利率環境，以及人工智能對訂閱制商業模式(按用戶付費)的持續衝擊。IGV指數中，中位數公司按美國通用會計準則(GAAP)計算的營業利潤率僅為4%。

全球約有450萬人從事軟件工程工作，近5,000萬人從事軟件開發工作。⁷⁰他們可能最先感受到人工智能突破性進展帶來的結果。

如前所述，訂閱制模式構曾經是SaaS公司成為極具吸引力投資標的的原因，而人工智能工具正對這個模式構成威脅。首先，人工智能可能大幅削減完成那些需要軟件訂閱許可任務所需的僱員數量。其次，人工智能工具本身也有望直接處理這些任務。⁷¹部分軟件公司未來或有反彈，但就目前而言，該板塊再次警醒投資者：集中持股雖有望帶來高回報，但也潛藏巨大風險。

軟件行業：表象之下潛藏災難性損失 IGV指數公司較歷史高點跌幅分布(%)



資料來源：彭博財經。數據截至2026年4月20日。

⁷⁰ 美國勞工統計局與SlashData，2025年12月31日。

⁷¹ 例如，傳統SaaS公司ServiceNow為組織的IT相關工作流提供了一個集中處理平台：包括密碼重置、遠程筆記本電腦登錄、新員工入職等功能。人工智能工具可能按成果收費，而非(如當前情況)按用戶數收費。

人工智能對私募股權與私募信貸的影響

私募信貸與股權市場同樣易受衝擊。直接借貸市場對軟件行業的敞口約為21%，納入科技與商業服務借款人後，這一比例升至約40%。⁷²科技板塊約佔全球私募股權併購型投資組合的30%，在風險資本投資組合中則接近一半。⁷³

目前觀測到的違約情況尚未明顯上升，但市場已顯現承壓跡象：上市商業發展公司(BDC)股價已跌至接近上一周期低點；⁷⁴軟件行業槓桿貸款利差擴大；截至本文撰寫時，上市另類資產管理公司年初至今跌幅超過20%。市場情緒惡化與直接借貸收益率回歸常態，已導致非交易型私募信貸BDC的贖回速度高於平均水平。

軟件行業與私募信貸領域的最壞情況會有多嚴重？在全球金融危機期間，槓桿貸款違約率(指數層面)的峰值約為13%。若軟件行業違約率達到15%，且回收率僅為40%，則私募信貸損失(無槓桿)可能達到約2%。⁷⁵計入投資組合槓桿後，損失總額可能達到4%，相對初始收益率約為9%。⁷⁶

若軟件行業的私募信貸真的面臨如此規模的壓力，私營軟件公司的股權價值將進一步受損。

部分投資者擔憂，信貸壓力或將從軟件行業蔓延至其他領域。目前，私募信貸的壓力似乎集中於規模較小的借款人(息稅折舊攤銷前利潤(EBITDA)介於2,500萬至5,000萬美元之間)及特定行業(如零售、汽車)。⁷⁷

在軟件領域，隨着人工智能顛覆效應蔓延，違約率可能在三至五年內上升，但其影響將呈現不均衡分布——關鍵任務型、嵌入式按使用量付費的平台應比通用型、易替代工具或訂閱模式(按用戶付費)更具韌性。至關重要的是，我們認為這些壓力領域並不構成系統性風險：私募信貸僅佔企業借貸總額的約9%，且銀行與私募信貸之間的關聯度仍然有限。儘管如此，預計債務市場會出現一定程度的傳導效應是合理的。

⁷² 摩根大通全球另類投資解決方案團隊；高盛；摩根大通證券信貸研究團隊，2026年2月。

⁷³ MSCI全球指數，2025年9月30日。

⁷⁴ 按照市場通常採用的BDC估值指標，市價較資產淨值折價為17%。該估值指標衡量市場價格與每股資產淨值(NAV)之間的差距，表明投資者正以低於報告價值的價格買入基金資產。

⁷⁵ 摩根大通北美信用研究部，「違約監控」，2026年4月。

⁷⁶ 基於投資組合層面存在一倍槓桿的簡化假設。聯邦儲備委員會；Preqin；PitchBook；Empirical Research Partners分析，2026年3月。

⁷⁷ Proskauer；摩根大通全球另類投資解決方案團隊，2026年2月。

科技巨頭步入信心考驗新階段

與此同時，許多投資者擔心，超大規模科技公司的基本面正發生永久性轉變。當前，這些超大規模科技企業⁷⁸擁有充足的現金流，足以支持其資本密集型數據中心建設。但這一優勢也在迅速改變。⁷⁹

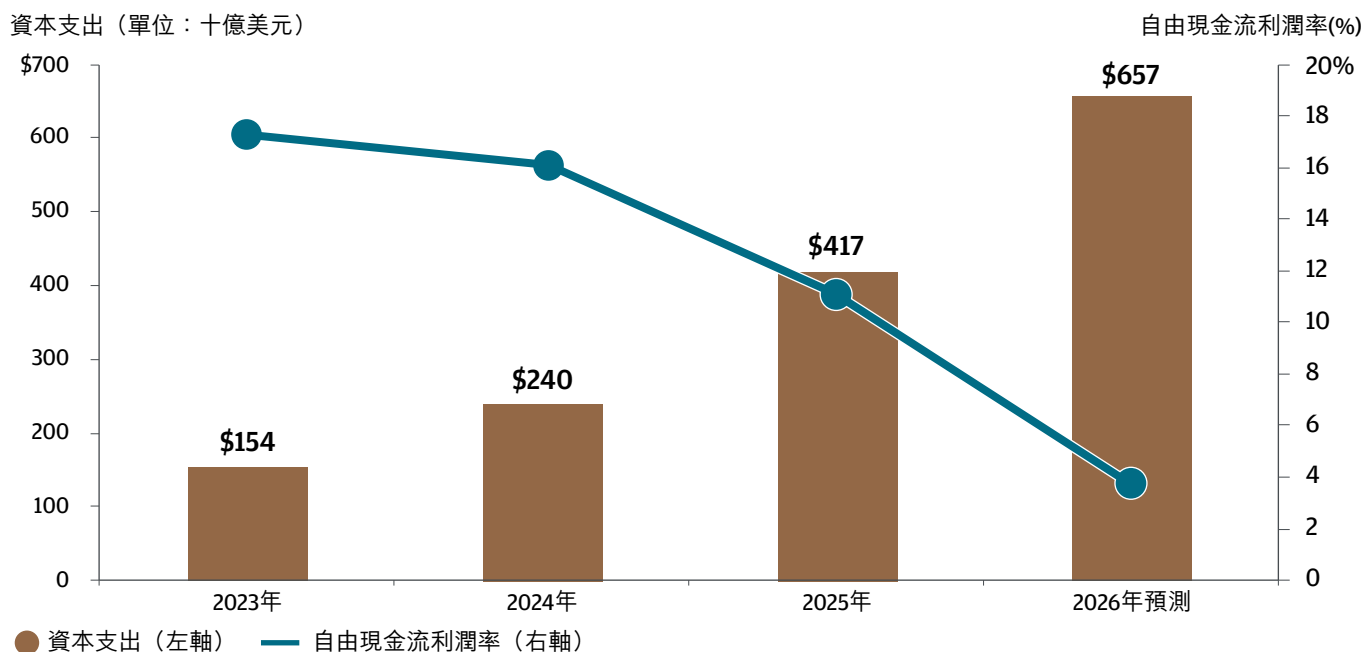
部分投資者擔憂，超大規模科技企業對重資產的投資正在永久性地改變其原本極具吸引力的商業特質。這些企業的管理層顯然確信，當今的人工智能技術——涵蓋企業級代理工作流工具與廣告驅動的消費者生產力工具——將創造足以抵銷高昂成本支出的收益機會。

然而，市場對這一未來前景越發看淡。

超大規模科技企業的自由現金流已於2024年觸及近2,400億美元的峰值，預計到2026年底將萎縮至730億美元。微軟的遠期市盈率已從人工智能熱潮期的35倍高位回落至當前的22.5倍。此外，這些科技巨頭（不僅限於超大規模科技企業）的估值倍數壓縮也與債務負擔上升以及股票回購和股息派發計劃可能削減有關。超大規模科技企業的總自由現金流收益率預計將從2023年18%的水平降至4%以下。

長期以來，投資者一直以低槓桿率、高分紅支付率（股息和回購）、輕資產營運模式及充裕的利潤空間來論證超大型龍頭企業高估值的合理性。而人工智能投資超級周期則對這些假設提出了質疑。

超大規模科技企業正在持續消耗其現金流



資料來源：FactSet，數據截至2026年4月20日。

⁷⁸ 超大規模科技企業指具備為全球最大型企業及互聯網服務提供規模化、高速計算資源的雲端提供商。五大核心超大規模科技企業包括微軟、Meta、甲骨文、谷歌與亞馬遜。其他廠商包括阿里巴巴、蘋果、IBM、字節跳動及CoreWeave。

⁷⁹ 例如，微軟計劃於2027年9月前建成全球最為強大的數據中心。該項目位於威斯康星州芒特普萊森特，以2025年美元價值計預期總成本略超1,000億美元，其電力消耗量將超過洛杉磯市的總用電量，並將部署520萬顆H100級GPU。

挑戰何在？

3. 首次公開募 股潮可能預 示周期見頂

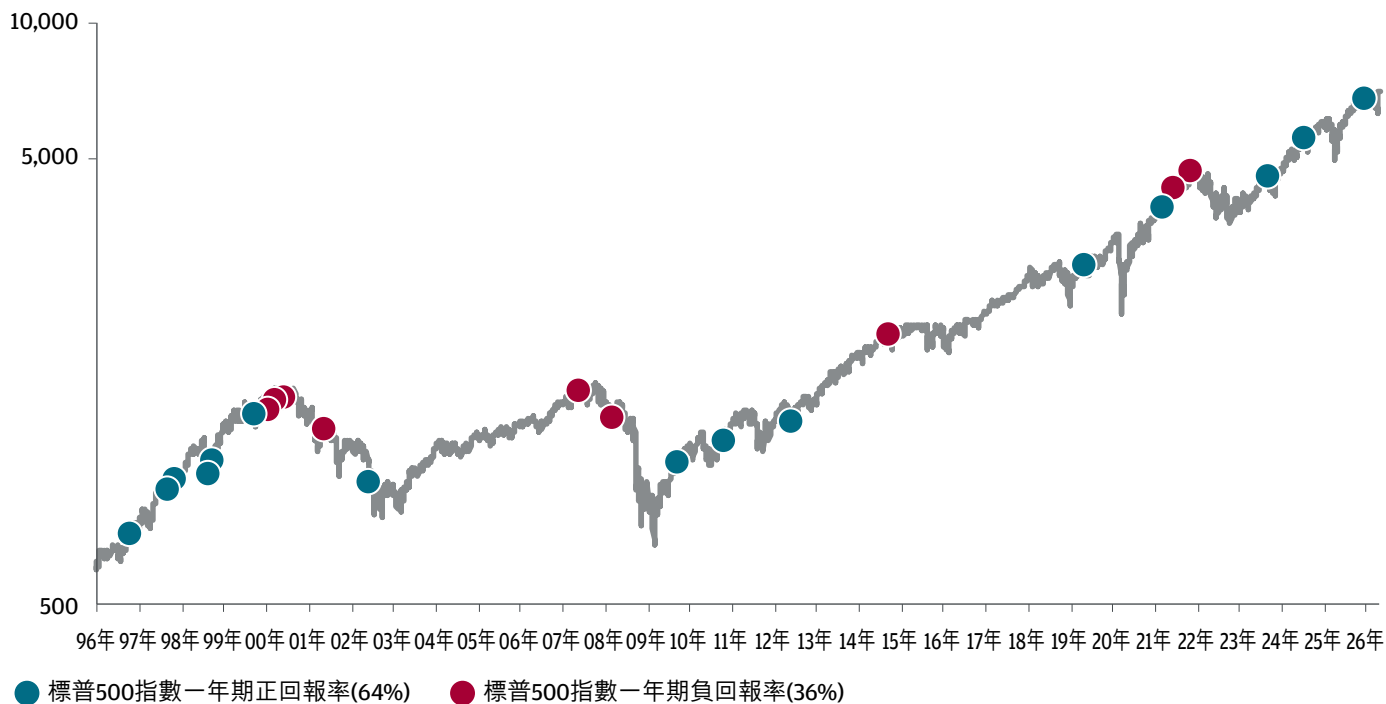
對於人工智能作為投資主題的前景而言，迄今面臨的最嚴峻考驗或許來自於即將展開的IPO浪潮。今年夏季，懷揣建設太空數據中心宏圖的SpaceX幾乎確定將啟動有史以來最大規模的公開募股。

預測市場同時顯示，Anthropic在2027年前上市的概率達1/2，OpenAI啟動IPO的概率為1/3。⁸⁰若公開市場能驗證乃至提升私募市場估值，預計將提振人工智能基礎設施領域的投資信心。然而，近期知名IPO案例的歷史表現卻釋放出令人擔憂的訊號。⁸¹

從歷史規律來看，交易活躍度提升往往與股價峰值相伴。2007年，IPO、二級發行以及私募股權與風險投資交易的總規模佔美國股票市場總市值的4.5%，創歷史最高紀錄。一年後，投資者便遭遇了2008年全球金融危機——這是自上世紀30年代以來股市表現最差的年份。

相似情景在2021年重演：證券發行與交易總額再度突破美國股市總市值的4%。隨後於2022年，市場不得不應對聯儲局加息衝擊與俄烏衝突引發的能源價格衝擊。當年股票回報率下挫20%。

大型IPO是否與市場峰值同步顯現？ 標普500指數與25宗最大IPO(對數坐標)



資料來源：Renaissance Capital、彭博財經。數據截至2026年4月20日。

⁸⁰ 預測市場指參與者基於未來事件(如選舉、經濟數據、賽事結果)買賣合約的交易平台，其價格反映市場對事件結果發生概率的集體預期。

⁸¹ 本部分基於Michael Goldstein及Empirical Research Partners團隊的研究成果。

按年份統計的IPO首日回報率數據也可為市場泡沫的潛在跡象作為參考。與直覺相反的是，大型IPO首日表現強勁，反而可能預示着大盤風險的積聚。當散戶投資者對新上市股票的需求趨於無限時，可能標誌着市場出現了基本面無法支撐的狂熱情緒。

在上世紀90年代末的互聯網泡沫時期以及2021年，IPO首日回報率均值高達約50%。2025年，資本市場活動迎來小幅復甦：IPO首日回報率達到35%。

歷史經驗表明，大型企業上市往往預示着股票市場正在臨近峰值。這些新上市股票的後續表現普遍疲弱。

以美國歷史上規模最大的25宗IPO中的18宗為例(我們擁有其完整價格數據)，中位數IPO股票上市首年表現較標普500指數落後30%。這18家公司中的12家在上市首年即錄得下跌。在歷次發生超大型IPO的年份之後，標普500指數的一年期回報率中位數僅為3%，遠低於近10%的長期均值。

簡而言之：這25宗最大規模的IPO中，有36%的案例成為指數未來一年負回報的訊號。

我們將密切關注SpaceX及其他公司IPO的需求與市場反應，以此評估當前的風險情緒與估值環境。



機遇何在？

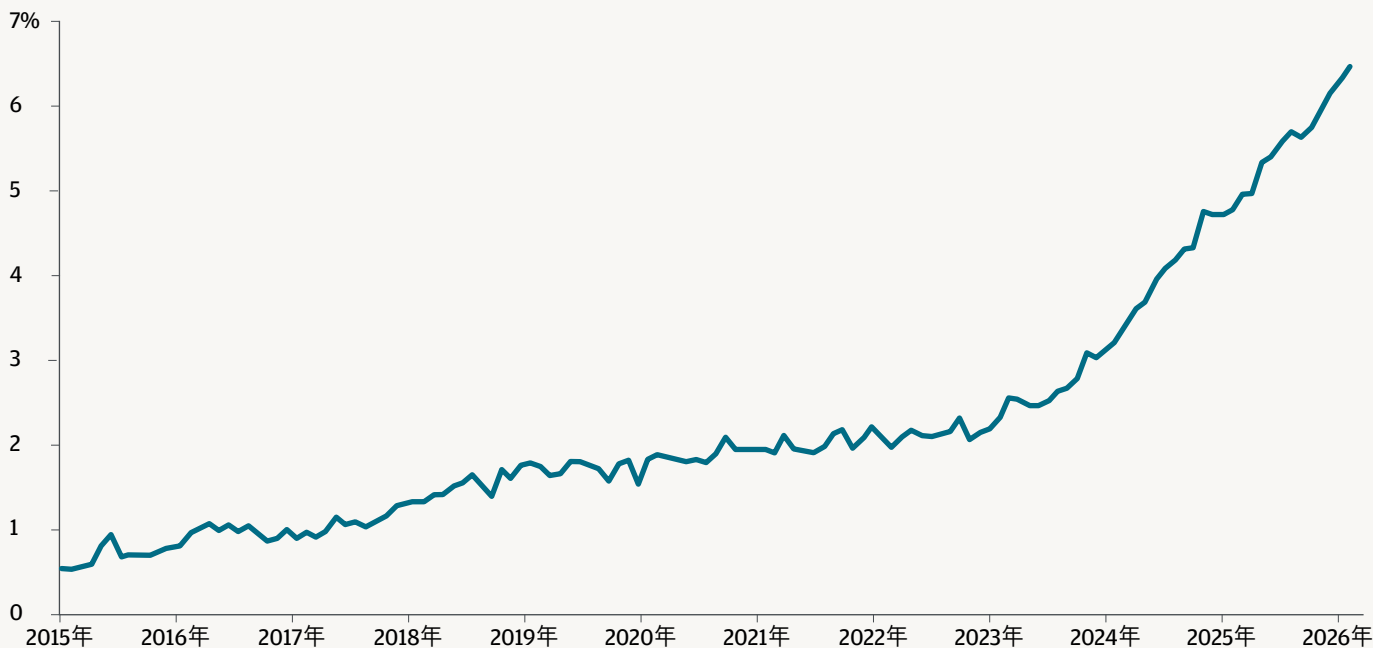
1. 人工智能投資周期有望繼續驅動經濟擴張

2025年，人工智能投資成為全球經濟增長的重要引擎。台灣地區GDP增速超7%，創2010年以來最高紀錄(第四季度年化增長率突破12.5%)，出口額達到創紀錄的6,400億美元。⁸²台積電作為英偉達絕大多數晶片的代工廠，在2025年就貢獻了台灣地區GDP的5%至6%。⁸³韓國出口額在2025年首次突破7,000億美元，其中四分之一源於半導體出貨。⁸⁴

剔除進口因素後，人工智能投資在去年上半年為美國實際GDP增長貢獻了25個基點。⁸⁵2025年第四季度，私營公司對電腦及個人設備製造商的投資同比增長75%。自2022年以來，數據中心建設支出佔非住宅建設活動總量的比重已增長至近乎原來的四倍。⁸⁶

數據中心建設持續繁榮

數據中心建設支出佔非住宅建設總支出的百分比



資料來源：美國人口普查局、Haver Analytics。數據截至2026年1月31日。

⁸² 台灣地區行政部門主計總處，「會計與統計」，2025年12月。

⁸³ Gary Chen，「從硅盾到‘全球台積電’」，《台北時報》，2026年3月10日。

⁸⁴ 韓國央行，2025年12月。

⁸⁵ 法盛投資管理，「為何人工智能支出並非真正唯一增長驅動力」，2025年11月5日。

⁸⁶ 美國人口普查局，2026年1月。

有充分跡象表明，人工智能投資周期有望在2026年下半年持續推進。第四季度財報季(2026年1-2月)結束後，五大超大規模科技企業(微軟、Meta、甲骨文、谷歌與亞馬遜)將其2026年資本支出預期上調了1,300億美元。華爾街分析師目前預計，截至2026年底，這些企業的總支出將超過6,500億美元，其中大部分將用於擴展雲端人工智能算力。

即便是因採取債務與股權融資的資本投資策略而被受市場關注的甲骨文公司，近期亦報告其訂單規模增長了300億美元，且全部來自自行支付GPU費用的客戶。⁸⁷甲骨文可能無需再融資即可履行客戶合同。

超大規模科技企業的自由現金流或許正在下降，但其雲端業務營收正在加速增長，這為其管理層繼續大力推進人工智能基礎設施建設提供了充分理由。

⁸⁷ GPU即圖形處理器，是驅動人工智能模型訓練的專用高性能電腦晶片。Ben Thomson，「甲骨文財報、雲端業務增長與軟件防禦」，Stratechery，2026年3月11日。

勞動力市場受損跡象有限

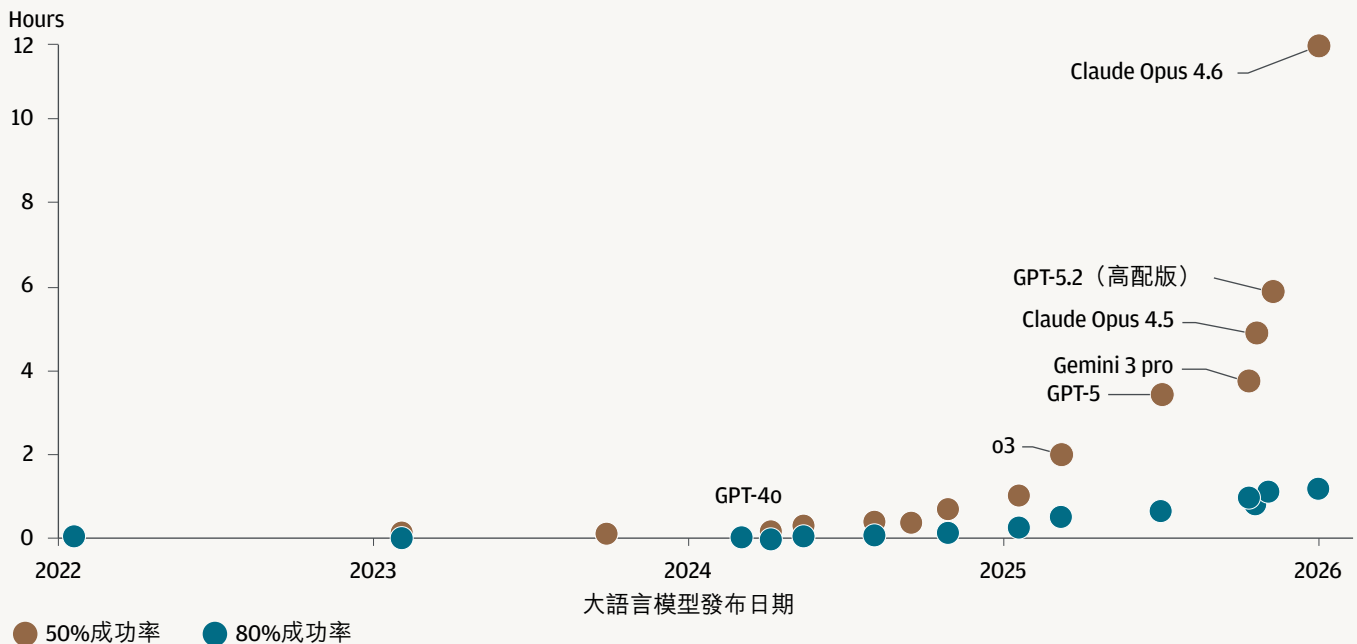
儘管科技資本支出推動了GDP增長，但幾乎沒有證據表明人工智能正在對勞動力市場造成破害。

與人類勞動力相比，人工智能在生成貨運報價、從原始文件自動填寫表單、按優先級處理所收到郵件、答覆常見客戶問題及翻譯文檔等任務中表現出色。然而，每個職位都是一系列任務的組合。人類勞動力與GPU的市場定價，加上來自勞動力市場的實證數據，均表明代理型人工智能模型目前仍難以超越知識型員工。

一名白領員工的成本約為每小時50美元。而一塊英偉達H100 GPU的租賃成本約為每小時2.50美元。⁸⁸這意味着，就算GPU需要耗費超過20小時才能復現人類員工一小時的產出，其成本才與人力成本持平。即便考慮到模型公司的利潤空間，從人力轉向人工智能勞動力依然存在着巨大的經濟誘因。⁸⁹

當前未見大規模勞動力被替代的現象，這充分說明人工智能工具尚無法復現構成一個工作職位涵蓋的完整任務組合，且企業仍未找到最優方式，合理部署當前這些表現參差不齊的人工智能模型。Anthropic公司的Claude Opus 4.6模型在處理需要人類專家耗時12小時才能完成的複雜任務時，成功率僅為50%。

人工智能模型迭代迅速，但可靠性仍然存疑 人類完成任務所需時長(對應人工智能50%與80%成功率)



資料來源：岑博智、摩根大通資產及財富管理部、METR。數據截至2026年3月。

⁸⁸ SemiAnalysis GPU租賃價格指數，2026年4月。

⁸⁹ 模型公司的應用程序運行於GPU硬件上。

三項勞動力市場數據支持了人工智能工具迄今對勞動力市場影響有限這一觀點。首先，達拉斯聯邦儲備銀行最近分析發現，近期薪資增長與職業易被人工智能替代程度之間不存在相關性。⁹⁰其次，儘管有證據表明編程是人工智能最接近人類勞動力表現水平的領域，但軟件工程師的職位空缺數量近期仍在加速增長。⁹¹第三，2025年私營部門裁員案例中，僅有0.25%是由人工智能導致。⁹²

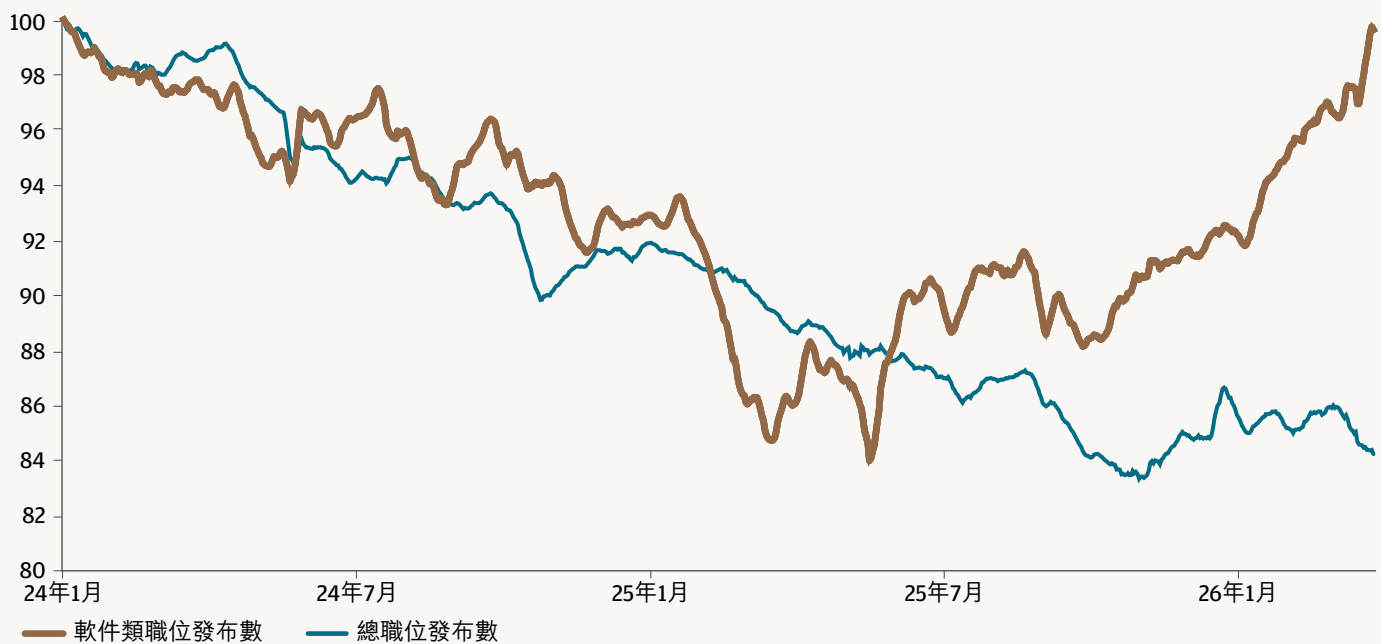
白領工作自動化進程將是長期過程。知識型員工具備推理能力，他們能夠根據模糊或不完整的指令自主做出決策。

他們憑藉多年的訓練積澱、社會直覺、情商、模式識別能力及機構知識，來決定何時道歉、排查故障或上報問題。人工智能全面融入經濟體系仍需多年時間，以構建必要的基礎設施並減少制度與監管層面的阻力。

上述證據表明，總體而言，人工智能更可能扮演生產率推動力的角色，而非就業市場的破壞者。

軟件相關職位需求持續攀升，而整體勞動力市場表現疲軟

Indeed職位發布數，2024年1月1日=100



資料來源：Indeed、彭博財經。數據截至2026年3月27日。

⁹⁰ Scott Davis, 「薪資數據顯示人工智能正同步輔助與替代勞動者」, 達拉斯聯邦儲備銀行, 2026年2月24日。

⁹¹ Indeed, 2026年3月27日。

⁹² JOLTS報告: Challenger, Grey & Christmas, 2025年12月。

機遇何在？

2.

人工智能或帶來生產率提升和利潤率擴張，支撐估值

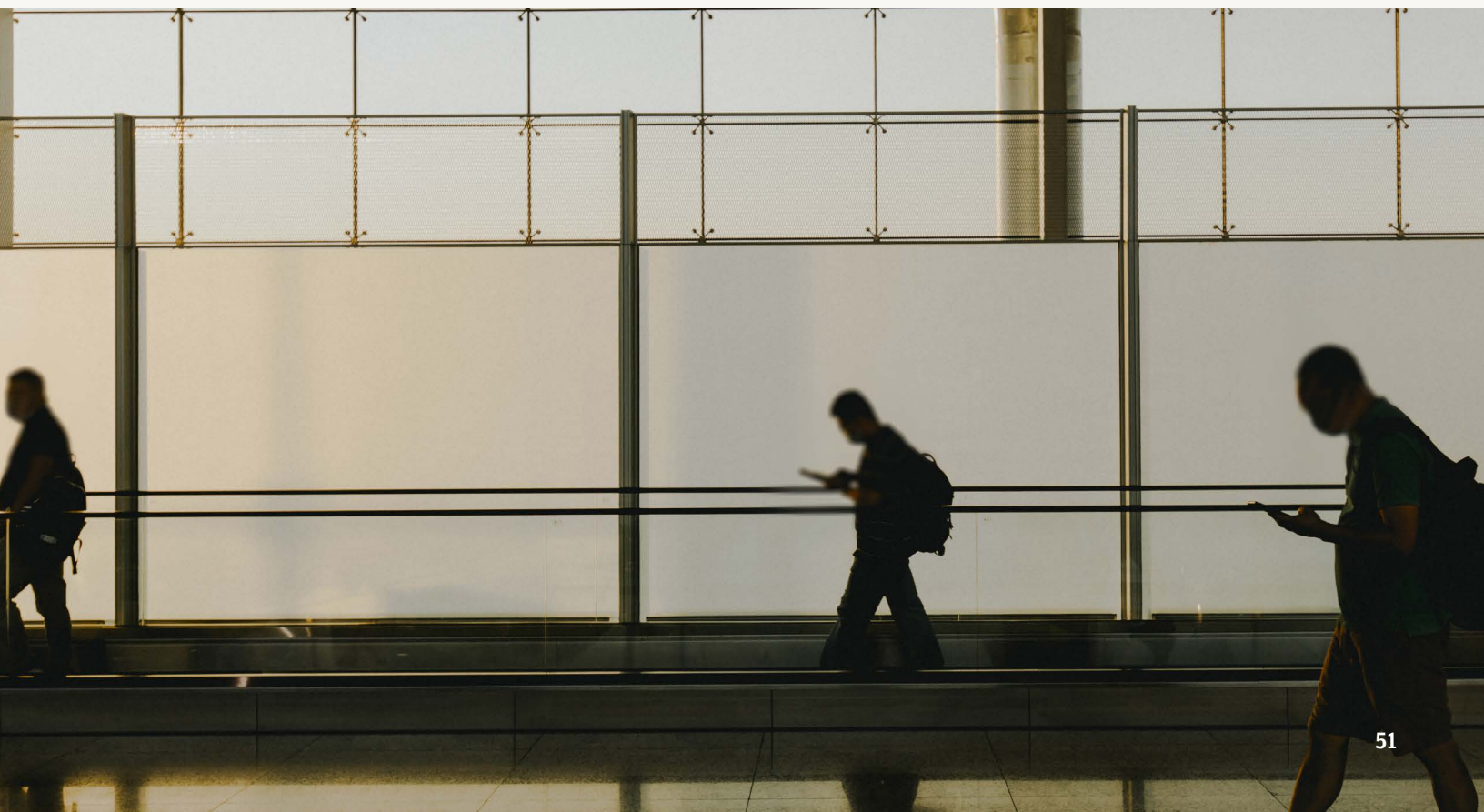
人工智能工具擅長處理自動化任務，從而使知識型員工與企業提升生產效率。

標普500指數公司的利潤率在2025年第四季度創下13.3%的歷史新高，分析師預期該指標將於2027年進一步攀升至15.5%。人工智能的應用很可能是推動這一趨勢的關鍵因素。應用人工智能的公司平均利潤率(17%)高於未應用企業(13%)，且前者的利潤率提升速度也更快。⁹³維持這一利潤率優勢很可能不僅僅依賴於技術應用本身。

如果一家公司不僅能部署人工智能，更能通過技能提升與透明的勞動力轉型幫助員工真正接納人工智能，那麼企業將更有能力實現可持續的收益增長。

全面融合人工智能技術似乎有助於改善企業基本面，且應能為企業盈利能力和估值提供有力支撐。

⁹³ 摩根大通財富管理解決方案與22V，2026年4月1日。



痛苦與狂喜：災難性周期在科技領域屢見不鮮
技術轉型所固有的顛覆性是可預期的，且不足以令長期多元化投資者擔憂。

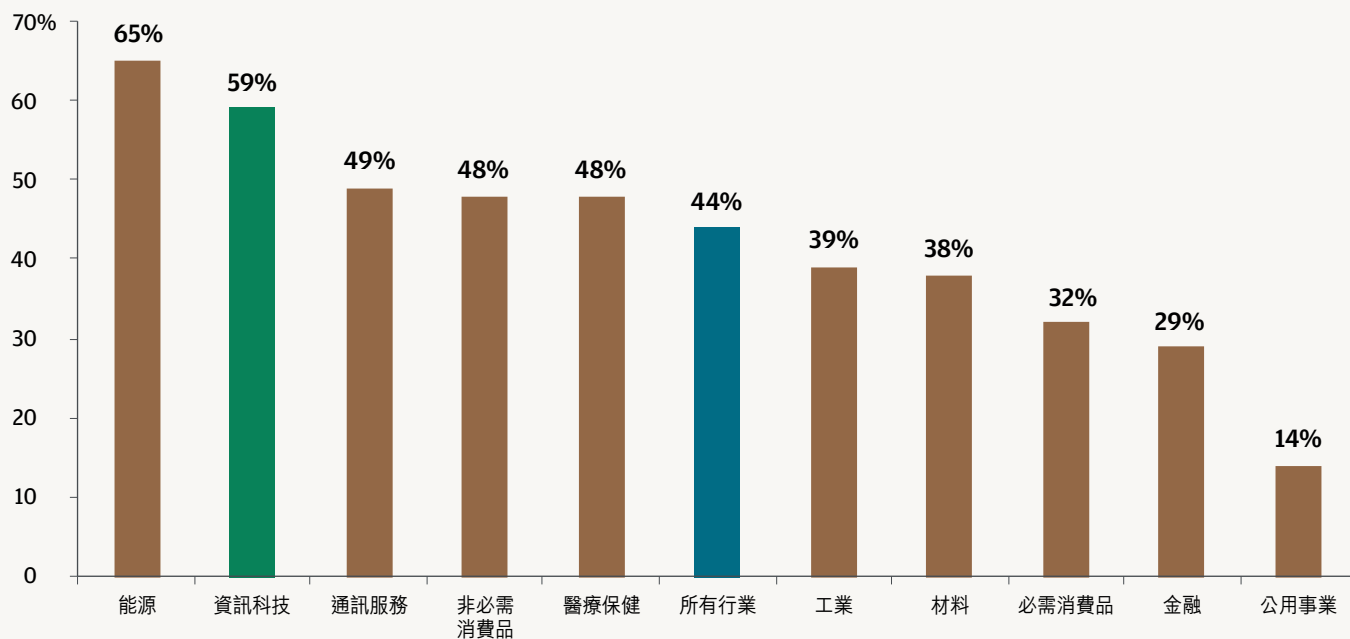
自1980年以來，羅素3000指數成分股中近45%的企業股價自高點下跌了70%或以上，且未能恢復(我們將其定義為「災難性損失」)。科技板塊的確存在這類周期性特徵：根據1980年以來的數據，歷史上遭受災難性損失的科技股佔比高達59%。

若SaaS加入商業模式被顛覆的行業陣營(如第一代移動通訊/電訊、傳統零售或報業)，那麼其他企業從技術變革中獲益所創造的經濟增量，將大到足以完全覆蓋SaaS行業的損失。

自1980年以來，羅素3000指數幾乎全部的總回報來自於表現排名前10%的股票。

創造性破壞是指數型股票投資的典型特徵

1980-2020年各標普500指數板塊遭遇「災難性損失」的公司總佔比



資料來源：岑博智，《痛苦與狂喜》報告，FactSet、彭博財經、摩根大通財富管理。數據截至2020年9月。註：「災難性損失」指股價從峰值水平下跌70%且未能恢復的情況。

機遇何在？

3. 人工智能有望 提升生產率， 為降息及改善 債務水平創造 空間

在最理想的情景下，人工智能不僅推動創新，更能通過提升全經濟生產率，催生一輪通脹放緩型繁榮。若人工智能持續向經濟各領域滲透，有望提高長期生產率，減緩單位成本增長並遏制潛在通脹壓力。

儘管我們預期人工智能應用所帶來的明確生產率提升要到20年代尾才能顯現，但美國生產率增長似乎已初見端倪。最新修訂數據顯示，美國非農勞動生產率同比增長約為3%。⁹⁴這一強勁表現使五年平均生產率增速達到2%，較全球金融危機後1.5%的增速有顯著改善。

如此一來，通脹無需大幅回落，聯儲局便有空間下調利率——只需通脹波動性降低且上行意外風險減弱即可。屆時，聯儲局政策制定者便可維持政策利率於較低水平，從而降低不確定性及風險溢價。

⁹⁴ 美國勞工統計局，2025年12月。



人工智能抑制通脹的首要、也是主要的渠道，在於其可望使勞動產出增速超過工人時薪的增速——即每小時產出提升，即便工資仍保持正增長。在經濟的大部分領域，這將使企業無需通過提價來保護利潤率即可滿足需求。

聯儲局政策制定者日益明確地將關注點聚焦於創新、生產率與其雙重使命（實現就業最大化與物價穩定）間的關聯。此外，人工智能代理所增加的潛在產出，將有助於對沖人口老齡化與更加嚴格的移民政策對發達市場經濟體構成的風險。

人工智能提升生產率的第二重效應，也是其抑制通脹的第二渠道，體現在財政層面。債務佔GDP比率主要取決於經濟名義增長率與政府實際付息成本之差再加上基本赤字。更高的生產率可提振實際增長（及名義GDP），而較低的通脹波動則有助於貨幣政策路徑長期維持較低水平。⁹⁵

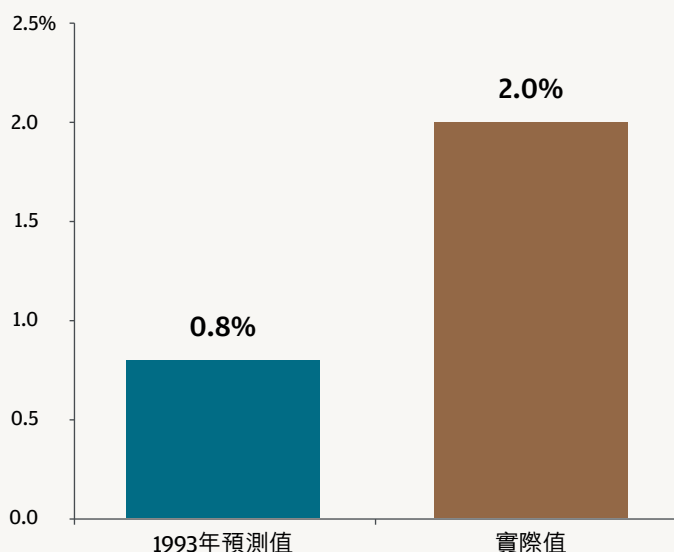
這一點至關重要，因為美國的債務基數已經很高：據國會預算辦公室預測，2025年公眾持有債務大約相當於GDP的100%，根據現行法律，這一數字到2035年將上升至GDP的118%。⁹⁶然而，即使趨勢生產率僅出現小幅持續改善，也可能改變這一軌跡。⁹⁷

更高的名義GDP增長還會為聯邦政府增加稅收，進而提升其利息償付率。

最佳歷史參照或許是1990年代的生產率繁榮時期。1993年，經濟預測者預計2000年的生產率增長為0.8%，美國債務佔GDP比率達61%。相反，在個人電腦與互聯網的推動下，千禧年時美國生產率增長2.0%，債務佔GDP比率降至34%。

1990年代科技驅動的生產率繁榮超越預期

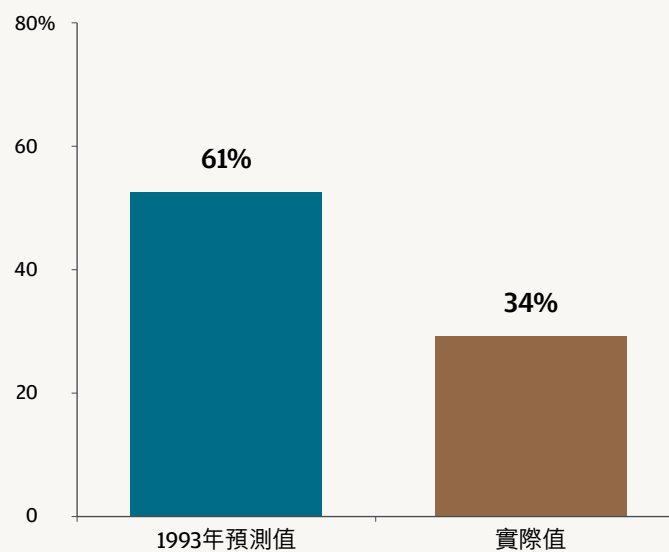
2000年生產率增長(%)



資料來源：美國國會預算辦公室。

更高的生產率降低了債務佔GDP比率

2000年美國債務佔GDP比率(%)



資料來源：美國國會預算辦公室。

⁹⁵ 通過改善 $(r-g)$ 算術關係，正是這一關係決定了債務是趨於穩定還是持續累積。 r 為實際利率， g 為實際增長率。當 $r < g$ 時，經濟體的債務佔GDP比率可保持穩定或下降。

⁹⁶ 國會預算辦公室，「預算前景及經濟展望：2025至2035年」，2025年1月。

⁹⁷ 通過提升GDP分母並在邊際上緩解利息成本壓力。

投資啟示

我們認為，當前關於人工智能超級周期的市場主流觀點已變得過於悲觀。

一項正在推動家庭與企業應用率創下紀錄、引發電力與基礎設施投資空前增長、帶來可觀測生產率提升，並有望重塑醫療保健、教育、人口結構挑戰及債務可持續性的技術，卻受到華爾街看空情緒——這更多反映了市場對結構性變革的消化機制，而非技術本身的價值。

識別技術將顛覆和替代的領域不算困難，其可能開啟的未來卻難以想象。電力的在工業化應用解除了能源有限的桎梏，釋放出了1886年的經濟學家難以想象的產出水平。電腦的應用則解除了資訊受限的邊界，實現了1966年的經濟學家無從構建的規模與協同模式。

同樣，人工智能正在突破專業知識有限的約束。2026年的市場參與者之所以面臨困境，是因為人工智能潛在影響的範圍難以被確定。

我們認為，現有證據表明應繼續投資於人工智能超級周期，同時也要認識到，這一變革必然會對勞動力市場和商業模式帶來深遠影響。這一點尤為重要，因為標普500指數中約50%的成份股集中於科技板塊，其中便包含「美股七雄」。⁹⁸

⁹⁸ 蘋果、微軟、Alphabet、亞馬遜、Meta Platforms、英偉達與特斯拉。

我們建議通過多元化策略來捕捉潛在機遇：

◇ 繼續投資受益於數據中心建設的企業

掌控制約人工智能基礎設施建設物理瓶頸的行業將持續表現優異。半導體供應鏈企業、網絡與光學設備製造商以及發電與輸電資產，均將受益於資本支出的持續增加。關鍵在於，這是一個全球性主題。這些公司之所以脫穎而出，是因為其股票基本面極具吸引力。它們不僅達到了私募科技投資中廣泛採用的「40法則」基準，⁹⁹更是重新定義了這一標準。

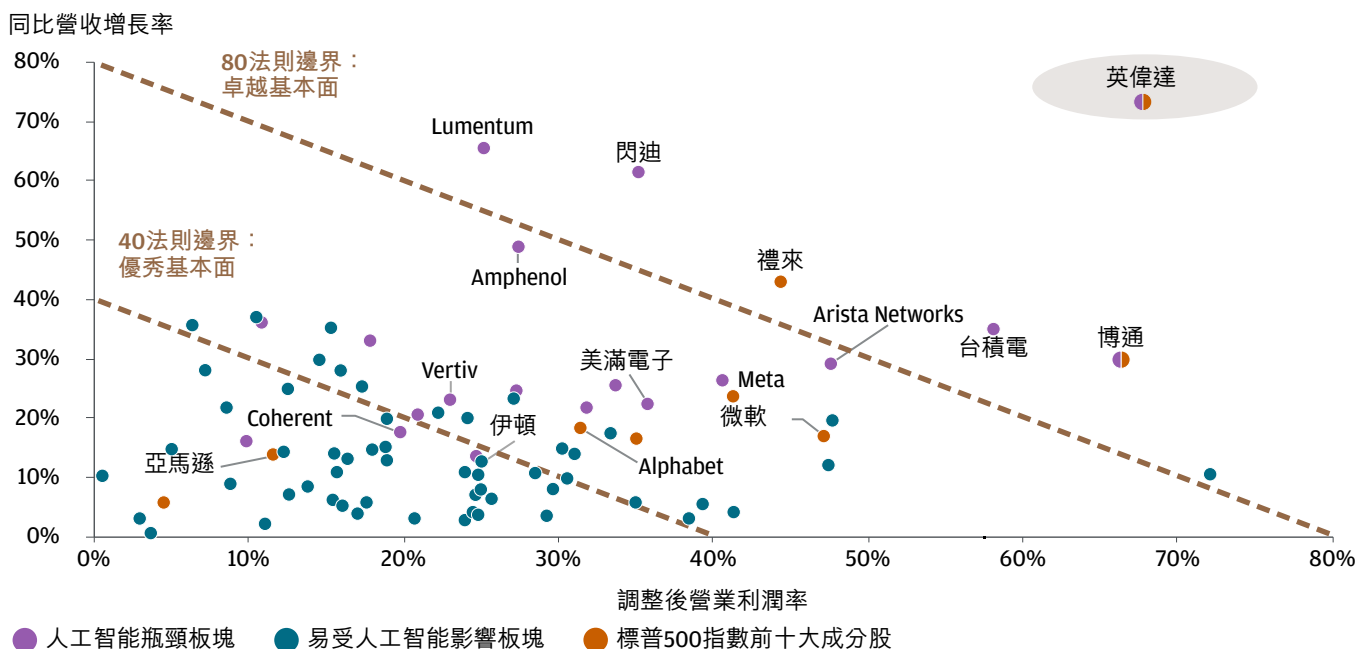
英偉達作為人工智能周期迄今為止最大的贏家，已成為符合「140法則」的企業。然而，投資者或許已計入對其銷售峰值的預期。截至撰稿時，英偉達股票的交易價格較其十年平均遠期市盈率倍數折價高達40%。

◇ 聚焦能源發電、傳輸與儲存領域的機會

製造商接入電網的等待時間為三至五年。通用電氣維諾瓦(GE Vernova)與卡特彼勒等廠商的「表後」¹⁰⁰發電技術積壓訂單已排至本十年底。

鑒於上世紀90年代末科技泡沫時期電力行業過度擴張所帶來的後果，這些企業或對擴大產能持謹慎態度。¹⁰¹人工智能對電力需求極為旺盛，電力相關資產預計將從中受益。我們傾向於通過私募基礎設施投資基金來實現這一主題配置，因為這些基金直接持有發電、輸電和儲能資產。值得關注的還有上市公用事業公司以及與特定公司掛鉤的結構化票據。

人工智能受益企業通常具備強勁基本面
同比營收增長率對比調整後營業利潤率



資料來源：彭博財經。FactSet，數據截至2026年4月20日。註：對於未報告調整後營業利潤率的公司，使用了營業利潤率。所用數據來自最近可獲得的季度。

⁹⁹ 「40法則」指出：當一家企業的營業利潤率與營收增長率之和超過40%時，其股票應獲得估值溢價並實現超額回報。

¹⁰⁰ 「表後發電」是指發電設施由企業、工廠或居民用戶在自有現場安裝、生產並使用，無需將電力輸送至公共電網，因此，能源在抵達公用事業公司的計費電錶之前便已完成生產與消耗。

¹⁰¹ 互聯網泡沫時期曾出現過類似的電力投資主題。當時天然氣渦輪機製造商通過擴產來應對需求，最終在行業衰退時遭受重創。



◇ 關注當前部分交易估值低於市場水平的超大規模科技企業

我們還認為，儘管市場參與者對超大規模科技企業的擴張性資本支出計劃日趨謹慎，但這些企業仍處於有利地位，能夠從人工智能的持續應用中獲益。企業高管們持續表示，人工智能應用、項目及企業對雲端計算能力的需求遠超於現有供給。

自2025年10月以來，人工智能計算能力按需訪問(GPU租賃)成本已上漲40%。¹⁰²代理型與推理型人工智能模型的興起預計將進一步推高需求，利好詞元供應商¹⁰³(如微軟Azure、谷歌雲)。¹⁰⁴

◇ 發掘私募市場機遇

我們持續在私募市場中發掘最具吸引力的企業，這些公司正積極開發面向消費者和企業的人工智能應用。未來幾年，若其中部分初創企業成長為公開市場下一代超大型科技領軍者，我們也不會感到意外。我們對「實體人工智能」領域的新興主題尤為關注，其中包括機器人技術。

◇ 若我們判斷有誤，非美股與核心固定收益資產可為重倉美國資產的投資組合提供緩衝

非美國股票對科技板塊及人工智能的總體風險敞口較低。在2000年代初科技泡沫破裂期，美國以外地區股票表現較強韌性，這表明在人工智能衰退情景下，這些股票仍可能相對表現良好。¹⁰⁵

人工智能泡沫破裂情景同樣可能利好核心固定收益資產。若人工智能投資周期崩潰，當前經濟擴張態勢恐難持續，屆時債券資產在經濟增長收縮期間可能表現更優。在2000年互聯網泡沫高峰過後的五年間，核心固定收益資產年化回報率達5.9%，而同期全球股票年化回報率僅為2.7%。

¹⁰² SemiAnalysis，2026年4月。

¹⁰³ 詞元供應商指以使用量為基礎銷售大語言模型及推理系統訪問權限，通常按處理詞元(輸入、輸出及推理詞元)數量計價，同時提供大規模運行這些模型所需的底層計算資源、網絡與編排基礎設施支持。

¹⁰⁴ 舉例說明：微軟的企業價值與EBITDA比率已降至12倍，為2018年以來首次，儘管同期其EBITDA增長達3.7倍。

¹⁰⁵ 從2000年底至2005年底，除美國外的發達市場股票表現跑贏美股25個百分點。



結論

市場衝擊與結構錯位為耐心的投資者提供了布局契機

我們之所以在2026年之初重點關注全球地緣分化、通脹與人工智能這三大主題，是因為我們堅信這些因素不僅在今年，更將會在未來長期驅動投資組合回報。我們目前仍持此觀點。

多重衝擊之下，市場已對三大主題蘊含的風險進行了重估，這種市場錯位正在為具有耐心的投資者創造入場良機。

本次《年中展望》梳理了可能出現的風險和機遇，以及市場參與者在哪些方面可能未能把握平衡。但我們的目標並非預測市場衝擊，而是致力於構建能夠助您有的放矢、堅定持有的投資組合：讓您的資產配置與目標相契合，在市場錯位時進行再平衡，並在環境變化時遵循紀律嚴明的重估機制。

摩根大通團隊始終伴隨您和您的家族，助您堅定邁向財富目標。

執行主管

Clay Erwin

投資銷售和交易部全球主管

Stephen Parker

全球投資策略聯席主管

Grace Peters

全球投資策略聯席主管

Anton Pil

全球另類投資解決方案主管

全球投資策略團隊

Elyse Aussenbaugh

全球投資策略師

Christopher Baggini

全球股票策略部主管

Nur Cristiani

拉美投資策略部主管

Madison Faller

歐洲、中東和非洲高級策略師

Kriti Gupta

美國高級策略師

Stephen Jury

全球大宗商品策略師

Joshua Lewin

亞洲投資策略部主管

Jacob Manoukian

美國投資策略部主管

Joe Seydl

高級市場經濟學家

Sitara Sundar

另類投資策略部主管

Brigid Whelan

投資內容策略部主管

吳安瀾(Alexander Wolf)

全球宏觀兼固定收益、外匯與大宗商品部主管

Erik Wytenus

歐洲、中東及非洲投資策略部主管

指數和術語定義

所示指數僅作說明用途。指數不受管理，不屬於投資產品，且不可作為直接投資標的。指數回報未扣除任何費用或支出，並假定股息與利息予以再投資。除非另有說明外，否則所有指數均以美元計價。指數本質上是一種較弱的預測或比較工具。指數提供了用作基準參照的假設性表現數據。

另類資產：傳統股票和固定收益以外的投資類別，包括私募股權、私募信貸、對沖基金、實物資產及其他策略，通常表現出與公開市場不同的風險、回報及流動性特徵。

一帶一路倡議：中國為增強亞洲、歐洲、非洲及其他地區之間貿易、運輸和經濟互聯互通而發起的全球基礎設施和投資戰略，通過大規模開發項目予以推進。

併購型投資組合：專注於收購成熟企業控股權的私募股權投資組合，通常運用槓桿，旨在優化企業營運、提升盈利能力和長期價值，最終實現退出。

Cliffwater直接貸款指數：衡量向中型市場公司提供貸款的直接貸款基金表現的指數。它提供對該資產類別的風險和回報特徵的見解，反映私募債權市場的趨勢和表現。

雲端提供商：通過互聯網提供數據存儲、運算能力、網絡和軟件服務等計算資源的企業，使用戶能夠按需獲取可擴展的技術基礎設施。

消費者物價指數(CPI)：衡量通脹的指標，用以追蹤消費者在一定時期內為代表性一籃子商品與服務所支付價格的平均變動情況，常用於評估生活成本的變化。

核心固定收益：固定收益投資類別，通常由政府債券和高評級公司債券等高質量、投資級債券構成，常作為多元化投資組合的基礎配置。

信用利差：債券與相同期限政府證券之間的收益率差額，反映投資者因承擔信用風險而要求的額外補償。

債務佔國內生產總值(GDP)比率：衡量一國公共債務相對於其國內生產總值的指標，常用於評估財政可持續性及政府債務償付能力。

發達市場(DM)股票：來自經濟發達、金融市場成熟且居民生活水平較高的國家(如美國、西歐和日本)的股票證券。

直接貸款：私募信貸的一種形式，由非銀行貸款機構直接向企業(通常為中型市場企業)提供貸款，不通過傳統的公開債券或銀團貸款市場。

新興市場(EM)股票：來自正處於向更高程度的工業化和市場一體化轉型階段發展中經濟體的股票證券，通常具有增長潛力較高、波動性較大的特徵。

就業成本指數：由美國勞工統計局發布的指標，用以追蹤勞動力成本(包括工資、薪酬及雇主支付的福利)的變動情況，為研判工資通脹趨勢提供參考。

外國直接投資(FDI)：一國企業或個人對另一國商業營運或資產進行的投資，通常涉及對投資對象的持久管理權與長期經濟關係。

自由現金流：企業在扣除資本支出後，從其營運活動中產生的現金，常作為衡量企業財務靈活性及其支付股息、償還債務或進行再投資能力的指標。

富時EPRA NAREIT全球房地產投資信託指數：該指數追蹤全球公開交易的房地產投資信託(REIT)的表現，全面反映全球各個行業和地區的房地產市場。

七國集團(G-7)：由加拿大、法國、德國、意大利、日本、英國和美國等七個主要發達經濟體組成的非正式論壇，旨在就經濟政策、全球議題和國際合作進行磋商。

圖形處理器(GPU)：專為高效處理並行計算任務而設計的專用電腦晶片，廣泛應用於數據中心與人工智能領域，以加速複雜計算。

對沖基金：採用多元策略(包括多頭/空頭倉位、槓桿及衍生工具)的集合投資工具，旨在產生與傳統資產類別相關性較低的投資回報。

對沖基金研究公司(HFRI)指數：一組跟蹤各種對沖基金策略表現的指數，為股票對沖、事件驅動、宏觀和相對價值等不同風格的對沖基金表現提供基準。

首次公開募股(IPO)：私營公司首次向公眾發行股票並在證券交易所掛牌，從而轉變為上市公司的過程。

傳統軟件即服務(SaaS)：通過訂閱制雲端託管模式提供應用程序服務的成熟軟件企業，其定價通常基於用戶數量或使用席位。

槓桿貸款利差：槓桿貸款收益率與基準利率之間的差額，體現投資者向低信用評級企業借款人提供融資所要求的風險補償。

液化天然氣(LNG)：經低溫液化處理的天然氣，便於儲存與運輸，廣泛用於全球能源市場以便利國際貿易。

宏觀對沖基金：根據宏觀經濟觀點在股票、固定收益、外匯和大宗商品等多個資產類別上進行投資，以獲利於廣泛經濟趨勢的對沖基金。

美股七雄：「美股七雄」股票是美國股市中極具影響力的一組公司：Alphabet、亞馬遜、蘋果、Meta Platforms、微軟、英偉達和特斯拉。

MSCI所有國家世界指數(ACWI)：按自由流通股數調整後的市值加權指數，衡量全球發達市場和新興市場的股市表現。

MSCI亞洲(除中國外)指數：衡量亞洲(除中國外)地區股票市場表現的指數，在剝離中國特定市場動態的同時提供區域性投資敞口。

MSCI中國指數：全面涵蓋中國各類股票的大盤及中盤股，包括A股、H股、B股、紅籌股、P股以及外國上市股票的指數，代表中國股票市場總市值的約85%。

MSCI美國指數：衡量美國股票市場大中盤股板塊表現的指數，廣泛反映美國股市整體趨勢。

國家龍頭企業：在本國經濟中扮演戰略性關鍵角色的企業，通常憑藉規模優勢、政策扶持或在關鍵產業的戰略地位而受益。

NCREIF房地產指數——ODCE：追蹤美國開放式核心房地產基金投資表現的基準指數，主要關注多元化、能夠產生收益的商業地產。

名義國內生產總值(GDP)：按當期市場價格計算的經濟體所生產商品與服務的總價值，未剔除通貨膨脹因素。

經濟合作與發展組織(經合組織)：主要由發達國家組成的國際組織，致力於通過研究、分析和國際合作推動改善全球經濟與社會福祉的政策。

營業利潤率：以營業利潤除以營業收入計算的企業盈利能力指標，反映企業核心業務營運的效率水平。

個人消費支出(PCE)指數：衡量美國居民購買商品和服務的價格變化的綜合指標，被聯儲局廣泛用作評估通脹水平的工具。

市盈率(P/E)倍數：通過公司股價除以每股收益得出的估值指標，常用於衡量投資者為獲取單位收益所願意支付的價格水平。

市價較資產淨值折價(商業發展公司)：商業發展公司的每股市價與其報告每股淨資產價值之間的百分比差額，常用於評估其相對於標的資產的估值水平。

定義和披露

市銷率：通過比較公司市值與其營業收入得出的估值指標，通常在企業盈利波動較大或為負值的情況下使用。

私募信貸：通過私下協商方式向企業提供的非銀行貸款，提供浮動利率收益敞口，其流動性通常低於公開債券市場。

私募股權：對私營公司的投資或對上市公司的收購交易，通常以提升營運效率和推動戰略增長來實現長期價值創造。

生產者價格指數(PPI)：追蹤生產者所獲商品和服務價格變動的通脹指標，通常被視為消費者價格壓力的先行指標。

羅素3000指數：衡量約3,000家美國股票表現的寬基股票指數，代表美國可投資股票市場的絕大部分。

標普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，代表美國股市總市值的約80%。

標普擴展科技軟件指數(IGV)：追蹤美國科技板塊內軟件類上市公司表現的指數，常被用作軟件行業股票的業績基準。

詞元供應商：以使用量為基礎銷售大語言模型及其他人工智能系統訪問權限的超大規模雲端平台，通常按處理詞元數量計價，同時為客戶提供底層計算資源與基礎設施支持。

美國10年期國債收益率：美國政府為其10年期國債支付的利率，是衡量利率水平和投資者預期的重要基準。

《美墨加協議》：《美國-墨西哥-加拿大協議》，是一項規範三國經濟關係的貿易協議，取代了原有的《北美自由貿易協定》(NAFTA)。

風險投資：主要投資於處於早期及高增長階段企業的私募股權投資形式，通常以獲取股權作為對價，具有較高的風險與回報潛力。

VIX波動率指數：根據標普500指數期權價格推導出的股市預期波動率衡量指標，常被視為衡量市場不確定性程度的晴雨表。

摩根資產管理長期資本市場假設

鑒於風險與回報之間存在着十分複雜的此消彼長關係，我們建議客戶在設置戰略配比時憑藉判斷和量化優化方法做出決策。請注意，本文所載全部資訊均基於定性分析。不建議完全依賴於上述資訊。本資訊不作為投資任何特定資產類別或戰略的建議，也不作為未來業績的承諾。請注意，該等資產類別和策略假設僅基於被動管理得出，並未考慮主動管理的影響。提及未來回報的陳述並不代表對客戶組合可能達致的實際回報作出承諾或甚至估計。假設、意見和估計僅用於說明目的。不應被視為證券買賣的建議。金融市場走勢預測是本公司按目前市場狀況作出的判斷，可予更改，恕不另行通知。我們相信在此所提供的資訊均屬可靠，但不保證其準確性或完整性。本文件只作提供資訊用途，並非旨在提供亦不應被倚賴作為會計、法律或稅務建議。假設的回報率僅供說明／討論用途，並受諸多限制。

「預期」或「阿爾法」回報估計可能存在不確定性及誤差。例如，歷史數據的變化將對由此預測的資產類別回報產生不同影響。各資產類別的預期回報取決於經濟狀況；即使發生預期狀況，實際回報可能會更高，也可能更低，就如歷史業績一樣，因此投資者不應期望獲得與本文所示類似的回報。無論是資產配置策略還是資產類別，任何提及未來回報的陳述並不代表對客戶組合可能達致的實際回報作出承諾。所有模型都存在其固有的局限性，潛在投資者在做出決策時不應完全依賴於此。模型無法計入經濟、市場和其他因素對實際投資組合的運作和持續管理的影響。模型回報率不同於實際投資組合回報，不反映實際交易、流動性限制、費用、開支、稅收和其他可能影響回報的因素。該等資產類別假設僅基於被動管理得出，並未考慮主動管理的影響。管理人實現類似回報率的能力受其無法控制或控制力有限的風險因素影響。

本文件包含的觀點並不得當作在任何司法管轄區內購入或出售任何投資的建議或推介，也不得當作是摩根資產管理或其任何附屬公司參與本文件提及的任何交易的承諾。本文件所載的任何預測、數字、意見或投資技術與策略均僅供參考之用，並且均是基於特定假設及目前市場狀況作出，且可隨時變動而不發出事先通知。在編製時，此處提供的所有資訊均被視為準確無誤。本材料並未載有足以支持作出投資決策的資訊，且閣下在評估投資於任何證券或產品的優劣時，不應以本材料為依據。此外，使用者應與彼等金融專業人士一同獨立評估相關法律、監管、稅務、信貸及會計影響，以決定本文件提及的任何投資是否符合使用者的個人目標。投資者應確保在進行任何投資之前已獲得所有可取得的相關資訊。請注意，投資涉及風險，投資價值及其收益可能會因市場狀況及稅務協議而出現波動，投資者可能無法收回已投資的全數金額。過往業績和收益不是當前和未來結果的可靠指示。

了解長期預測

我們的投資管理研究包含我們對各類資產的長期「平衡」回報和波動性的專有預測，以及各資產類別相關度的平衡估計數字。明顯地，金融企業無法預測市場的表現將會如何。但我們相信，通過分析當前的經濟、市場情況和歷史的市場趨勢，然後預測未來的經濟增長率、通脹率、每一個國家的實際收益率，我們可以估計每個資產類別的「平衡」表現。

定義和披露

「平衡」回報只是在很長的一段時間中市場或宏觀經濟變量例如收益率或信貸利差的平均值或集中趨勢，因為它代表了市場的內在價值。回報假設以每種資產類別的組件構建策略專有程序為基。舉例說，股票的構建組件包含我們對通脹、實際盈利增長、股息收益和估值影響的預測。固定收益的構建組件包含我們對未來收益率和債券價格變動的預測。對另類投資的估計基於我們對另類投資相對於公開市場作出的歷史分析和判斷得出。實際回報率可能會長時間地與平衡數字有很大的差異，情況甚至可能會維持數年。但是，我們認為，市場回報將終將在某個時候恢復到平衡的趨勢。我們還認為，在決定資產類別的表現及如何優化資產組合時，這種前瞻性的評估比歷史趨勢更為準確。

審閱本文件時，所有提及的預期回報並非承諾，甚至並非可能實現的實際回報的估計數字。這些假設並非根據具體產品而作出，並且不反映費用因素，例如投資管理費、管理費、交易成本或其他可能降低回報的支出。這些數字只是根據我們對目前及平衡情況所作的最佳估計所得的長期回報。同時值得注意的是，實際表現可能會受到實際管理這些投資的人的專業知識所影響，無論是在挑選個別證券和可能對投資組合作出定期調整方面，從而充分利用市場趨勢所致的資產類別的估值過低和過高。

在本分析中，波動性是一種衡量特定配置的回報離差的統計指針，以配置的算術回報的標準偏差量度。夏普比率是一種衡量回報／風險的指標，其中回報(分子)定義為一項投資高於無風險利率的年度遞增回報率。風險(分母)定義為投資回報減去無風險利率的標準偏差。所使用的無風險利率為摩根大通對現金的長期假設。

相關度是一個統計指針，衡量兩個變量(在本例中即兩檔資產類別回報)的變動相關的程度。相關度在——1至1之間，其中1表示完全正相關，即兩個變量在同一時間內往相同的方向變動。相關度為0表示兩個變量獨立變動，而相關度為——1.0則表示完全負相關。

重要資訊

主要風險

另類投資：另類資產投資往往比傳統投資涉及更大程度的風險，包括但不限於流動性受限與估值風險，僅適合具有充分知識和豐富經驗，足以評估此類投資優勢與風險的投資者。另類資產投資不應被視為完整的投資計劃，且其收益分配不予保證。另類投資的稅務效率可能較低，投資者應在投資前諮詢其稅務顧問。另類投資的費用通常高於傳統投資，而且槓桿可能很高，會用到投機性投資技巧，因而會放大投資損益——甚至有損失全部本金的風險。關於特定另類投資品種所獨有的風險因素詳情，請參閱其發售備忘錄。

債券：債券受利率風險、發行人信用和違約風險的影響。債券價格通常在利率上升時下跌。

大宗商品：大宗商品投資相較傳統證券投資涉及較高的波動性，尤其是有關金融工具涉及槓桿時。大宗商品掛鈎衍生工具的價值可能受到總體市場走勢轉變、商品指數波幅、利率變動或旱災、洪水、天氣、牲畜疾病、禁運、關稅及國際市場的經濟、政治及監管法規發展等可影響特定行業或大宗商品的因素所影響。採用槓桿式大宗商品掛鈎衍生產品投資為投資者創造機會可提高回報，但也同時有機會錄得較大損失。

多元化投資：多元化和資產配置不保證錄得盈利或免招損失。

新興市場：相較於發達市場，新興市場投資涉及較高風險且波動性更強。外幣匯率變動以及投資者司法管轄區域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。部分市場的政治和經濟穩定性基礎相對薄弱，加之投資者司法管轄區域以外的稅收政策與法律體系差異，可能產生額外風險。投資者在投資新興市場前應審慎評估這些風險，並諮詢財務與法律顧問。

股票：股票證券的價格可能會因為大盤市場的變動或公司財政狀況的變動而上升或下跌，有時候可能會比較急速或不可預料。股票價值可能因公司盈利能力強勁或市場預期樂觀而上升，但也可能因盈利表現不佳或市場情緒悲觀而下跌，且股利分配不予保證。

固定收益：固定收益產品(如債券)投資涉及若干風險，包括但不限於利率、信用、通脹、贖回、違約、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。

高收益債券：高收益債券(評級為BB+ / Ba1或以下或無評級)屬於投機性、非投資級證券，存在較高的違約風險和損失風險。此類投資僅適合具備較高風險承受能力的投資者。

國際市場投資：國際市場投資可能並不適合所有投資者。國際市場投資涉及較高風險且波動性增加。部分國際市場的政治或經濟情況未必穩定。持有外幣資產面臨匯率風險，因為所投外幣同持有者本國貨幣之間的匯率波動將影響投資價值。

市政債券：投資者應了解購買市政債券存在的潛在納稅義務。若持有人需繳納替代性最低稅，則其持有的某些市政債券需繳納聯邦稅。如有資本收益，則需繳納聯邦稅。投資者應注意，來自免稅市政債券基金的收益可能需要繳納州和地方稅以及替代性最低稅(AMT)。

優先證券：優先證券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。

重要資訊

小盤股：投資小盤股公司所涉及的風險程度通常明顯高於投資大型知名公司證券，因其可能缺乏大型企業所具有的管理專業能力、財務資源、產品多元化布局及競爭優勢。小盤股公司證券價格可能比大型成熟公司證券面臨更劇烈或異常的市場波動，因為此類證券通常交易量較低，且發行人盈利和發展前景通常更易發生變化。除流動性風險外，在出售小盤股證券的大額倉位時，賣方可能不得不以低於市場報價的折價出售持倉，或需在一段時期內分批進行小額拋售，且股利分配不予保證。

前景展望和過往表現不保證未來業績。不可直接投資於指數。文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。除非另有說明，否則所有市場和經濟數據均截至2026年4月20日，而資料來源均為彭博財經、Haver Analytics和FactSet。

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。並非所有地區都提供所有產品和服務。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。

僅供說明用途。本文件載列的預估、預測及比較數字均截至本文件所述日期。

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它領域、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。**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 (TanusTurm), 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。

定義和披露

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，分派或復制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。

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，且股東承擔有限責任。**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。

J.P.Morgan PRIVATE BANK