



放眼市場 | 2025年展望

# 煉金術士

放寬管制、驅逐出境、關稅、減稅、成本削減、加密貨幣、石油與天然氣、醫療自由以及機構清洗：哪些領域可能會出現問題？

章節涵蓋：人工智能中下金蛋的鵝、隱形的核能復興、當代堂吉訶德、中國的兩個挑戰、蘇斯博士訪歐洲、加密貨幣最新動態以及2025年十大榜單。

---

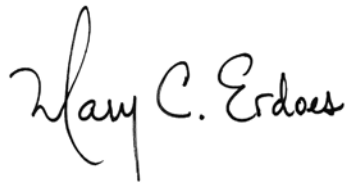
作者：岑博智(Michael Cembalest) | 摩根資產及財富管理市場及投資策略部主席

歐朵思  
MARY CALLAHAN ERDOES  
行政總裁  
摩根大通資產及財富管理

隨着邁入2025年，我想藉此分享岑博智先生撰寫的《放眼市場展望》。岑先生是我接近30年的投資夥伴，他的展望報告向來備受客戶期待，今年也標誌着岑先生已為這項重要工作默默耕耘20載，本報告如常充滿發人深省並引人熱議的觀點分析。《煉金術士》是岑先生迄今眾多出色的報告之一，相信絕不會讓您失望，同時敬請欣賞精心設計的封面插圖，當中刻畫了本報告深入探討的七個主題與文末部分的2025年十大榜單，一圖概括要旨。

我謹代表摩根大通全體全人，衷心感謝您對我們一如既往的支持和信任。我們將繼續努力不懈，成為您值得信賴的理財顧問。

祝願大家在新的一年美滿豐足，平安喜樂。

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.

2025年展望

目錄

「煉金術士」：放寬監管、驅逐出境、關稅、減稅、成本削減、石油和天然氣、加密貨幣、醫療自由以及機構清洗。哪些領域可能會出現問題？ ..... 2

「下金蛋的鵝」：人工智能的採用、趨勢和里程碑 ..... 15

何謂核能復興？現在下定論還為時過早 ..... 21

當代堂吉訶德：億萬富翁們尋求削減美國政府開支 ..... 24

中國：流動性挑戰與大國競爭挑戰 ..... 30

蘇斯博士訪歐洲 ..... 33

美國總統對加密貨幣的支持：關於加密貨幣的漲勢和政治捐獻的高額回報 ..... 35

2025年十大榜單和2024年榜單的成績單 ..... 38

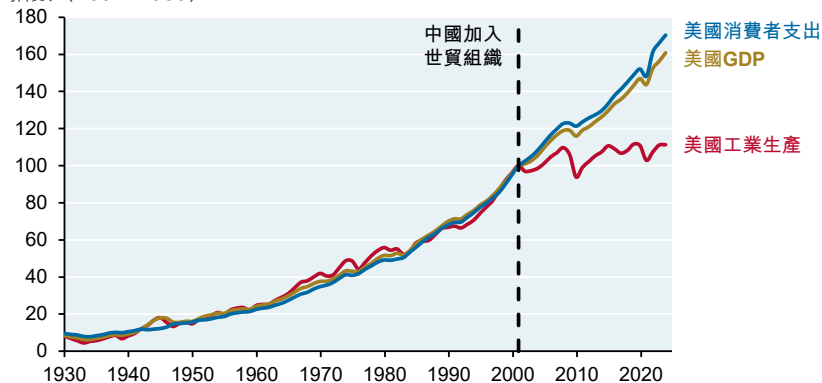


### 「煉金術士」：放寬監管、驅逐出境、關稅、減稅、成本削減、石油和天然氣、加密貨幣、醫療自由以及機構清洗。哪些領域可能會出現問題？

白宮的「煉金術士」試圖扭轉中國加入世界貿易組織所帶來的一些消極影響，其中最典型的是美國工業生產停滯不前，以及以下列舉的其他趨勢.....

#### 沉寂的工廠

指數 (100 = 2000)



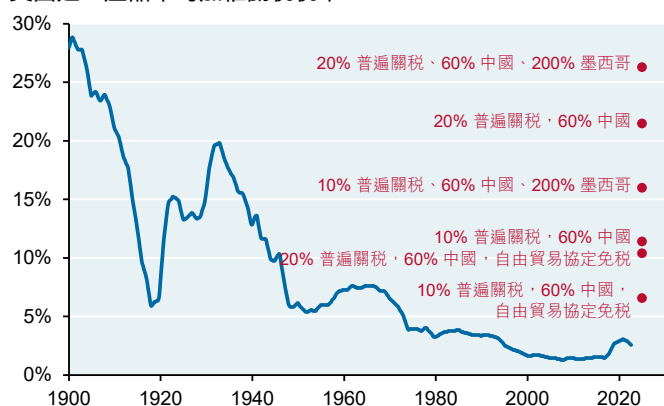
資料來源：美國經濟分析局、聯儲局、摩根資產管理，2024年

#### 於2000年前後出現顯著拐點的其他美國數據：

- 製造業崗位流失量上升
  - 勞動力佔毛利潤的比例下降
  - 自殺率上升
  - 非大都會貧窮率上升
- 詳情請參閱第13頁

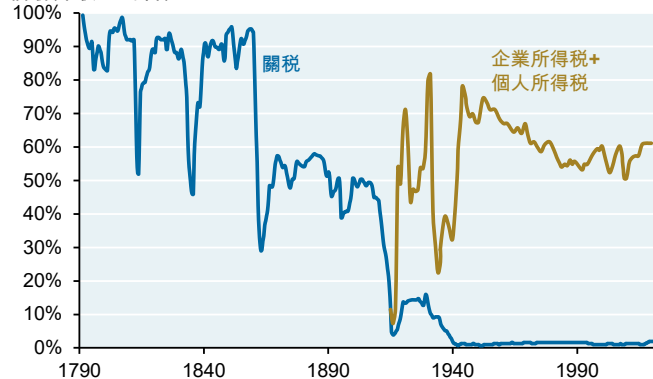
.....通過提高關稅，同時降低所得稅收入，如此聯邦收入結構讓人回想起1930年代.....

#### 美國進口產品平均加權關稅稅率



資料來源：耶魯大學預算實驗室，2024年10月

#### 1790年以來聯邦收入來源 佔聯邦收入的百分比

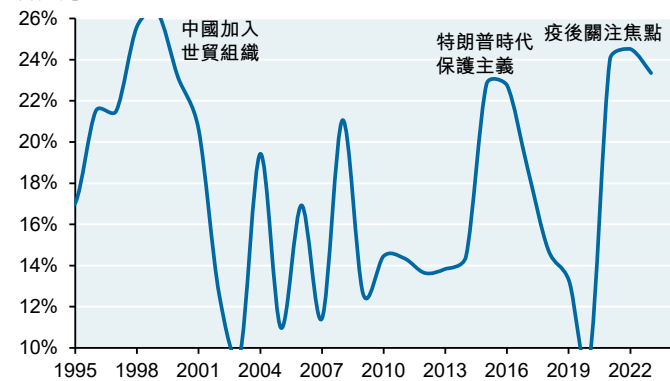


資料來源：白宮經濟顧問委員會、美國稅務基金會、摩根資產管理，2024年

.....通過強迫其他國家在美國投資而不是對美進行銷售，這一趨勢已逐漸形成

#### 美國在全球外國直接投資(FDI)中所佔的份額

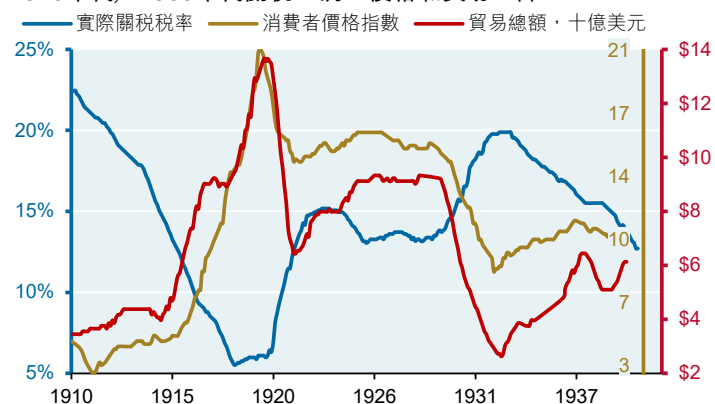
百分比



資料來源：聯合國貿易和發展會議、摩根資產管理，2024年

廣義而言，美國1920年代和1930年代的關稅並沒有引發通脹……

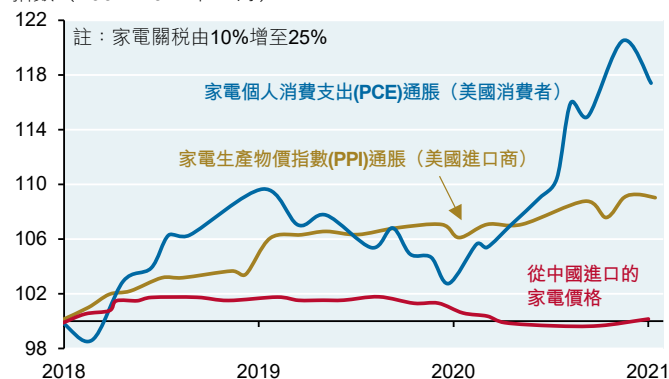
**1920年代／1930年代關稅上調，價格和貿易下降**



資料來源：Alpine Macro、彼得森國際經濟研究所、摩根資產管理，2024年

……但2018年通脹卻居高不下……

美國進口商／消費者承擔了2018年對中國家電加徵關稅的成本，指數（100 = 2017年12月）



資料來源：摩根大通全球經濟研究，2024年11月18日

……這就是一些經濟學家認為這次加徵關稅將導致通脹的原因……

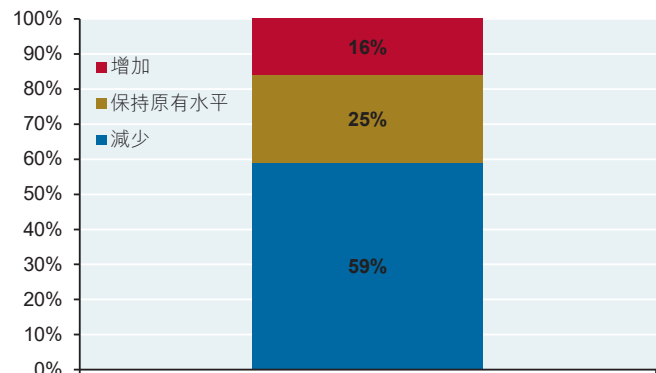
**關稅、GDP和通脹估計**

政策	短期GDP 變化百分比	長期GDP 變化百分比	推動PCE 通脹
加徵60%中國關稅（有反制）	-1.4%	-0.2%	N/A R
加徵10%普遍關稅（無反制）	-1.2%	N/A	N/A R
加徵10%普遍關稅（有反制）	-2.2%	-0.1%	N/A R
加徵60%中國關稅和10%普遍關稅（無反制）	N/A	-0.8%	N/A T
加徵60%中國關稅和10%普遍關稅（無反制）	N/A	-0.5%	1.0% Y
加徵60%中國關稅和10%普遍關稅（有反制）	N/A	-1.2%	N/A T
加徵60%中國關稅和10%普遍關稅（有反制）	-3.3%	-0.3%	N/A R
加徵60%中國關稅和10%普遍關稅（有反制）	N/A	-0.6%	0.9% Y

資料來源：Piper Sandler、Robinson等人(R)、耶魯大學預算實驗室(Y)、美國稅務基金會(T)，2024年

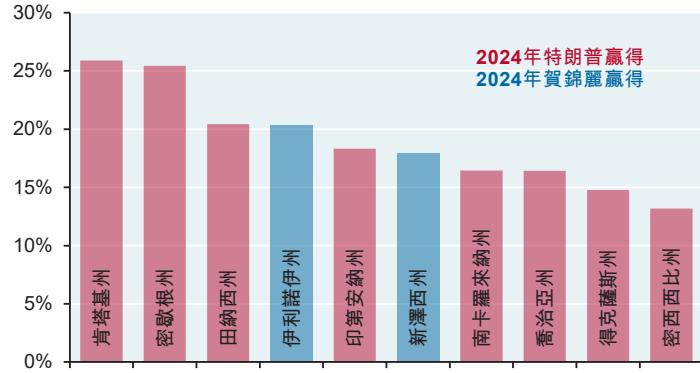
.....也有可能減少美國製造業的就業崗位，特別是支持共和黨的州

關於特朗普關稅對製造業就業影響的經濟學家調查  
(44位經濟學家受訪)



資料來源：華爾街日報、摩根資產管理，2024年10月

進口在GDP中所佔份額：美國前10大州  
2023年商品進口在2023年州GDP中所佔比例，百分比



資料來源：人口普查局、美國經濟分析局、摩根資產管理，2024年

美國在關稅問題上有多種選擇，中國在反制措施方面同樣具備多種選擇。

正在考慮的可能關稅選擇

國家	目前的關稅	可能的關稅	授權	
中國	清單1-2	25.0%	85.0%	301條款
中國	清單3	25.0%	60.0%	301條款
中國	清單4a	7.5%	17.5%	301條款
中國	清單4b	0.0%	5.0%	301條款
墨西哥	汽車進口*	2.5%	100.0%	232條款
歐盟	汽車進口	2.5%	25.0%	232條款
全球	所有進口商品	2.7%	12.7%	《國際緊急經濟權力法》或122條款
中國	所有進口商品	13.7%	53.7%	立法
全球	所有進口商品	2.7%	??	立法

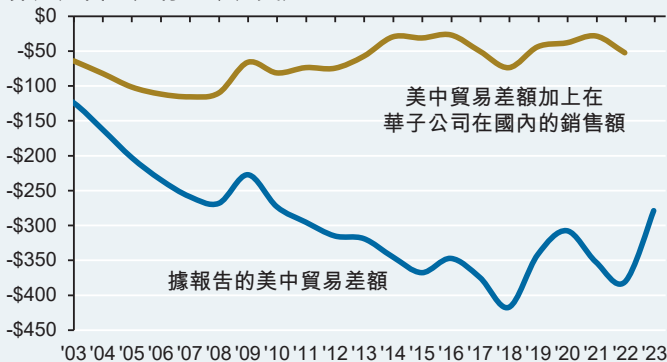
資料來源：高盛、摩根資產管理。2024\* = 在墨西哥組裝的中國電動汽車。清單1-2為非消費品；清單4a和4b主要為消費品

中國的反制措施選項包括：

- 對美國農產品、化工產品和飛機零部件的進口徵收關稅
- 通過匯率貶值和出口退稅來調整經濟策略
- 禁止稀土元素出口；中國近期已禁止向美國出口鎢、鎢和銻，切斷了美國一半的供應
- 對在華經營的美國公司實施反壟斷、國家安全及其他相關處罰
- 出售美國國債和機構債券
- 多元化貿易關係，例如參與RCEP (按市場規模計算的全球最大自由貿易區) 和申請加入CPTPP，這兩個組織均不包括美國

貿易逆差掩蓋了美國公司在中國開展的大量業務。儘管美國對華貿易存在巨大逆差，但在計入兩國子公司銷售後，雙邊貿易平衡接近持平。換而言之，中國企業向美國出口大量產品，而美國企業則在中國銷售大量產品

美國在中國有很多業務往來，但都是通過其在華的子公司而非通過出口進行，十億美元

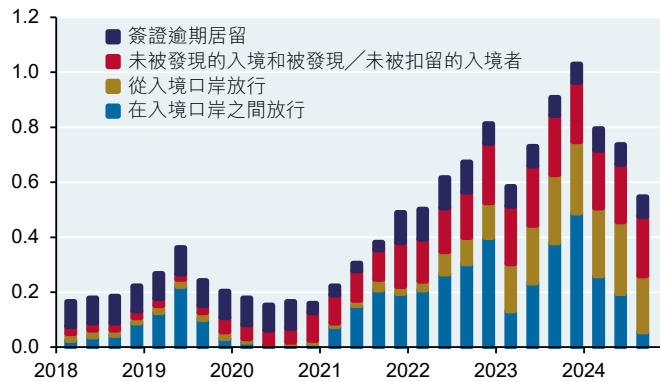


資料來源：德意志銀行、人口普查局、摩根資產管理，2023年

拜登的移民政策直接導致了史上最大規模的移民激增，未受檢查、未受控制且未被有效管理，這將對主要城市的財政狀況產生長期負面影響<sup>1</sup>。即便是布魯金斯學會也在2024年2月建議暫時關閉美國邊境，以應對移民積壓問題。如果因此採取措施，「煉金術士」的邊境管控和驅逐措施大幅減少了勞動力供應……

大量非法移民湧入美國

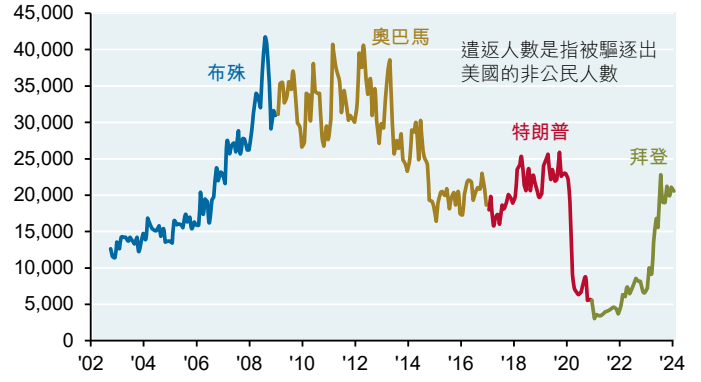
人數，百萬人



資料來源：三藩市聯儲，2024年11月

各屆總統的移民海關執法局遣返人數，

每月遣返人數

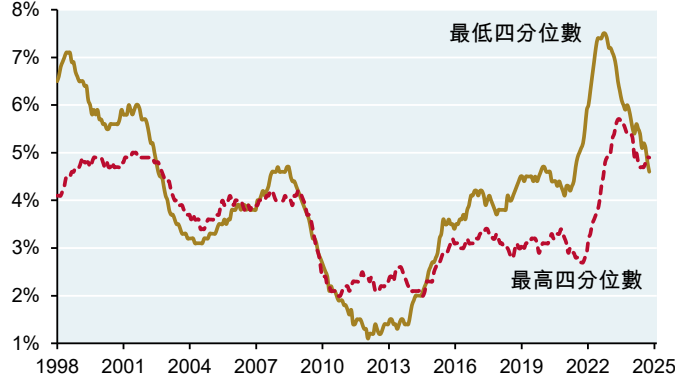


資料來源：TRAC、摩根資產管理，2024年9月

……這可能會扭轉工資增長最低四分位數的下滑趨勢……

亞特蘭大聯儲工資增長追蹤指數

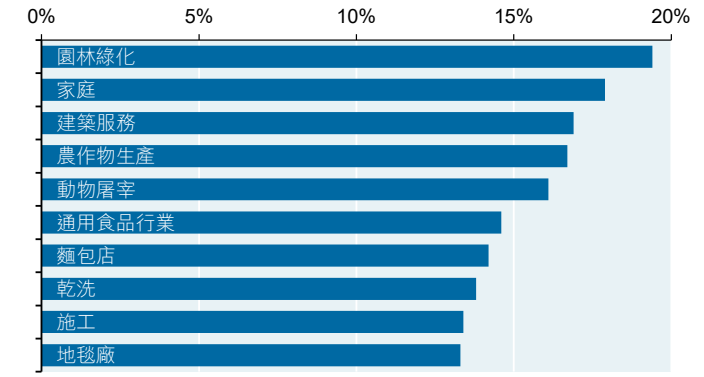
百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

可能是非法移民的員工比例，

百分比

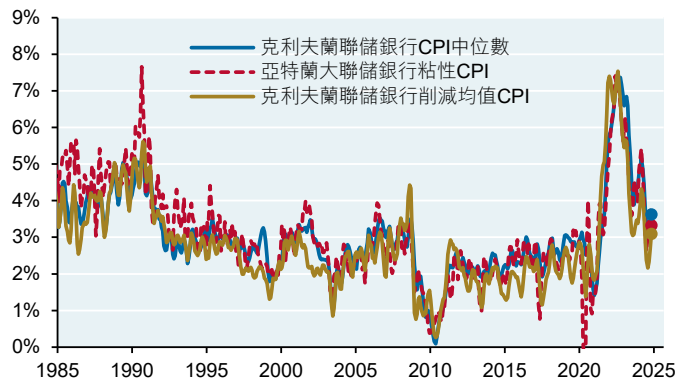


資料來源：2023年人口普查美國社區調查，高盛

……勞動力市場趨緊和關稅雙重因素是否會再次推高消費物價通脹？

美國消費物價通脹衡量指標

百分比，3個月年化變化



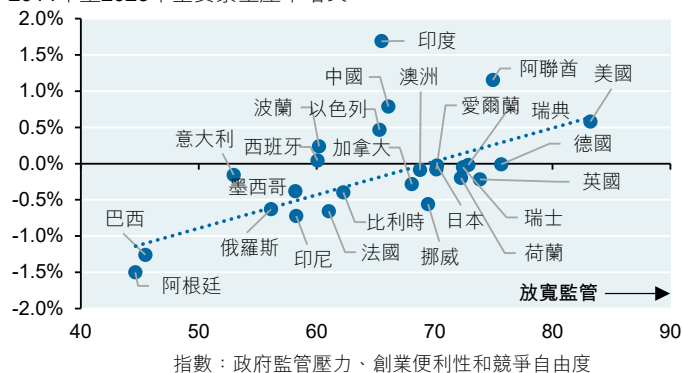
資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

<sup>1</sup> 「移民和尋求庇護者帶來預算挑戰」，標普全球評級，2024年2月13日

或者「煉金術士」是否能夠通過**放寬監管**帶來的積極生產率衝擊，來抵銷勞動力供應收緊和關稅導致的通脹衝擊，這或許與一些證據相一致，即放寬監管與生產率提高和其他有利經濟結果相關.....

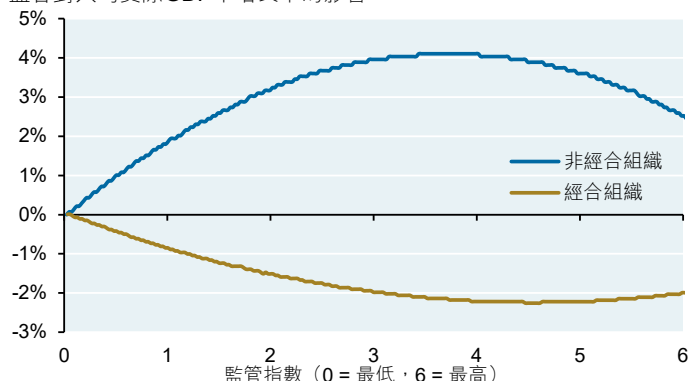
**監管與生產率**

2014年至2025年全要素生產率增長



資料來源：美國經濟諮商局、世界銀行、弗雷澤研究所、世界經濟論壇、摩根資產管理，2024年

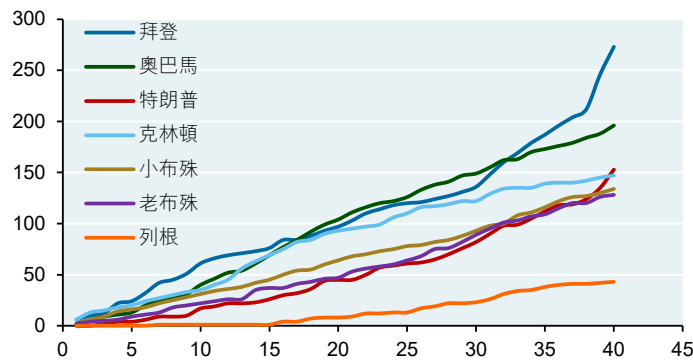
**監管令經合組織經濟增長放緩，而對非經合組織國家中有所幫助**



資料來源：Heckelman (維克森林大學)，2019年；摩根資產管理

.....尤其是與拜登政府時期的監管激增相比？

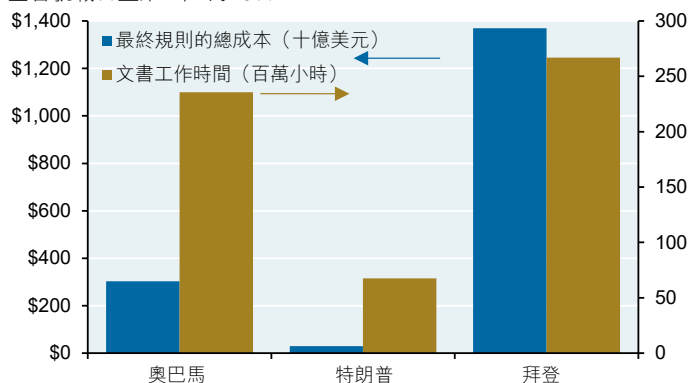
**每屆總統任期到第40個月的累計具經濟性重要規則數量**



資料來源：喬治華盛頓大學監管研究中心，2024年5月

**政府監管活動**

宣誓就職日至第4年4月19日

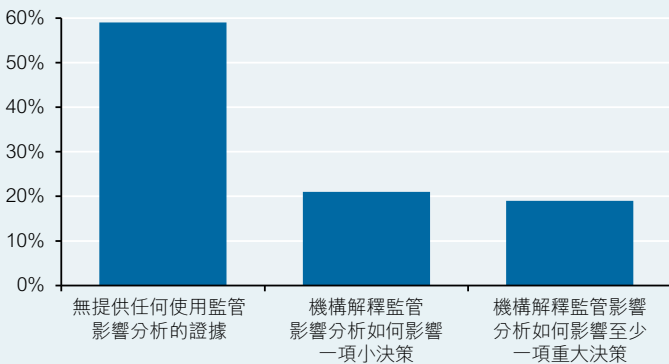


資料來源：道格·霍爾茨·埃金、美國行動論壇，2024年4月

摘自《放眼市場》檔案：美國法規往往經過極少的監督或審查後通過。根據喬治梅森大學梅卡圖斯中心的研究表明，2008年至2012年通過的所有新法規中，80%無主管機構編制的監管影響分析，或監管影響分析僅涵蓋了提案的一小部分。其次，在2003年至2012年制定的所有聯邦法規中，資訊與規制事務辦公室僅報告了其中極小一部分的成本效益資訊。

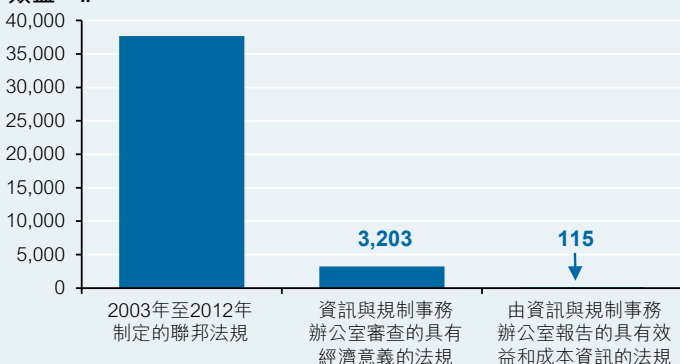
**機構使用監管影響分析的情況**

2008年至2012年的法規百分比



資料來源：喬治梅森大學的梅卡圖斯中心，2015年3月

**資訊與規制事務辦公室僅報告了一小部分法規的成本/效益，#**

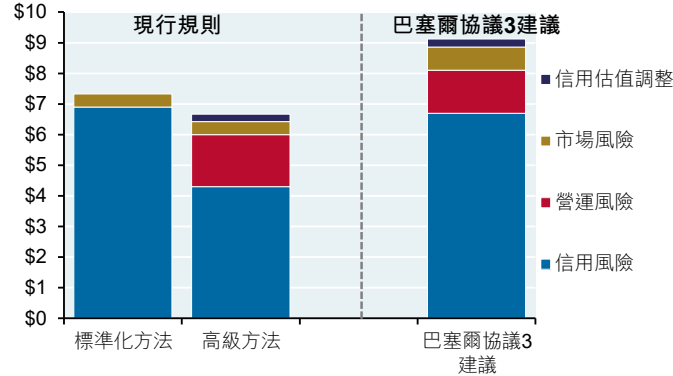


資料來源：喬治梅森大學的梅卡圖斯中心，2013年4月



假設受巴塞爾協議III影響的美國銀行已經開始積累新規則所要求的超額資本(約2,000億美元, 假設佔2萬億美元的額外風險加權資產的10%), 那麼在巴塞爾協議III討論結束後, 銀行資本的擴張是否會促進美國信貸增長?

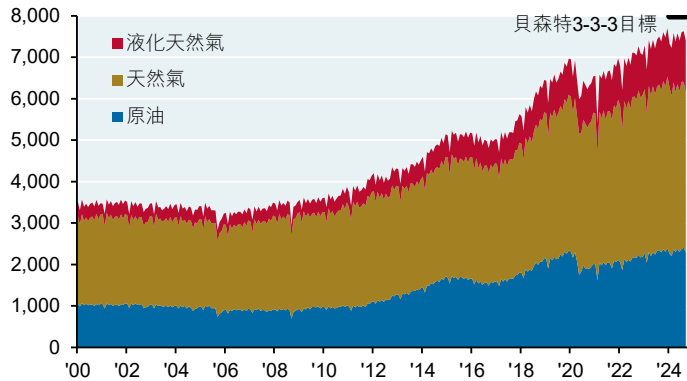
由於擬議的巴塞爾規則, 美國第一類和第二類銀行風險加權資產預計將增加, 萬億美元



資料來源: 摩根士丹利、Oliver Wyman, 2023年11月

由於石油天然氣產量已經高企, 並且貝森特3-3-3的增產目標相對溫和<sup>2</sup>, 化石燃料的產量是否會增加到足以拉低能源價格的水平.....

原油、天然氣和液化天然氣的生產  
萬億英熱單位/月



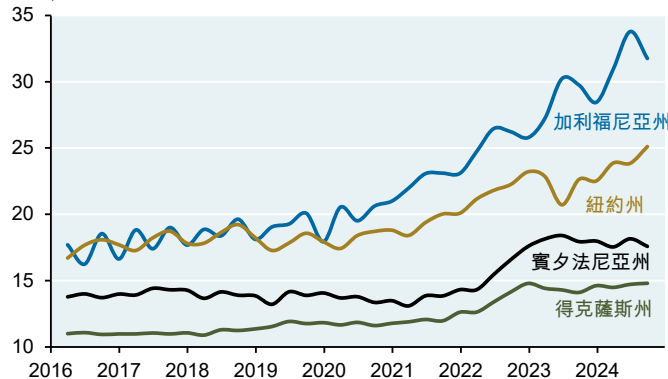
資料來源: 美國能源資訊署、摩根資產管理, 2024年9月

關於美國石油天然氣生產

拜登政府並未實質性削減美國石油天然氣產量; 即使液化天然氣出口限制, 由於範圍有限, 也並無產生太大影響。拜登的做法更傾向於為可再生能源提供1至3萬億美元的補貼(最終價格尚不清楚)。也許北極鉆探活動將增多, 但我不確定美國石油天然氣產量增加會有多大空間用於降低美國能源價格, 特別是如果增加的天然氣產量用於出口, 並且目前天然氣價格約為3.5美元/百萬英熱單位

.....或能源法案的通脹後果是否已根深蒂固到難以扭轉的程度?

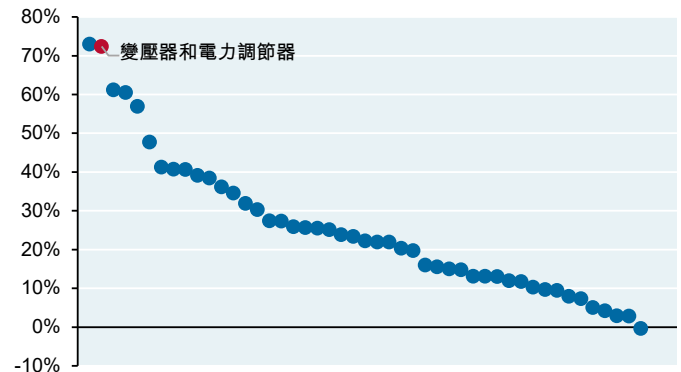
各州居民電價  
美分/千瓦時



資料來源: 美國能源資訊署、摩根資產管理, 2024年第三季度

核心商品生產物價指數組成通脹

47個核心商品類別與2018年相比增長百分比



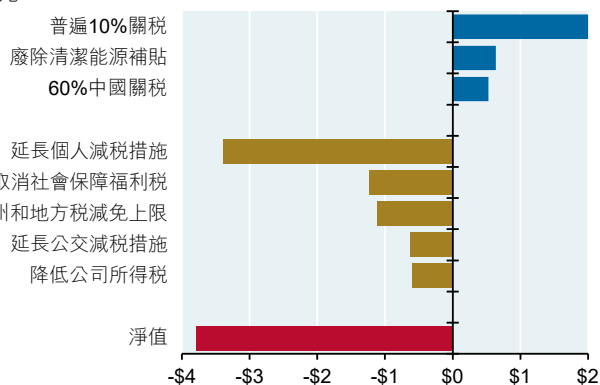
資料來源: 彭博、摩根資產管理, 2024年11月30日

<sup>2</sup> 貝森特提議的石油和天然氣增產計劃是每天增加300萬桶油當量, 相當於每月增加529萬億英熱單位。這一增幅約為2024年美國石油、天然氣和天然氣液體月均產量的7%

如果「煉金術士」無法削減足夠的政府支出 (參見第26頁開始的「當代唐吉可德」部分) 以抵銷他們能夠取得通過的任何減稅措施所帶來的影響，那麼他們是否會增加預算赤字.....

**特朗普：擬議政策所帶來的10年預算赤字影響**

萬億美元



資料來源：華頓商學院、彼得森國際經濟研究所、PSC、CFRB、摩根資產管理，2024年

**國會具體會允許什麼舉措？**

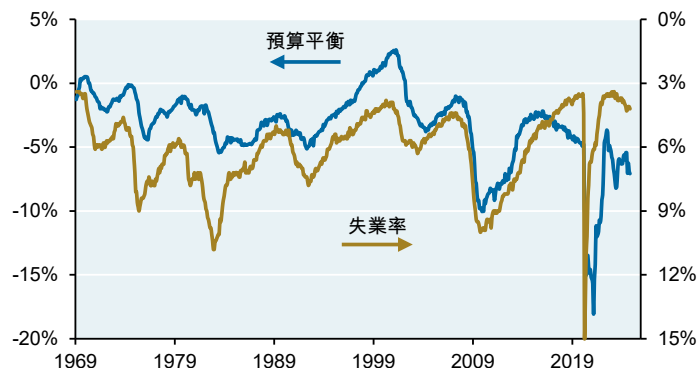
這張圖表並非旨在預測特朗普對赤字的影響，因為國會不太可能在沒有更多收入抵銷的情況下通過所有列出的減稅措施。2017年通過《有毒物質控制法案》時，就此引入州和地方稅減免上限。但該圖表有助於凸顯特朗普提案所導致的赤字走向。我預計共和黨財政鷹派將像往常一樣進入冬眠狀態，等待下一屆民主黨政府上台後再重現

在儘管幾乎實現了充分就業，但預算赤字已然非常龐大的時期.....

**美國預算平衡與失業率**

盈餘 (赤字) 佔GDP的百分比

百分比

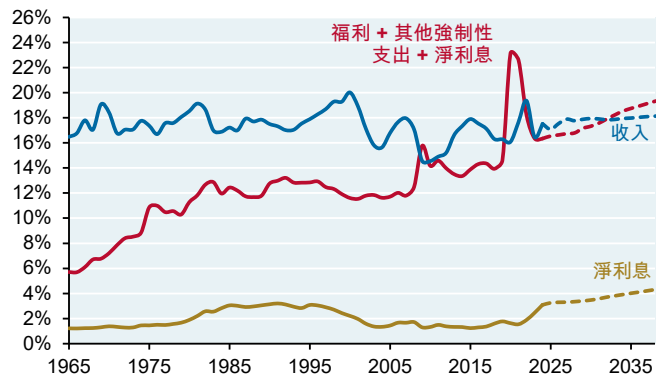


資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

在十年內，福利支出加上利息預計將永久超過聯邦稅務收入的交叉點？

**福利支出、強制性支出和淨利息支付與收入比較，**

佔GDP的百分比

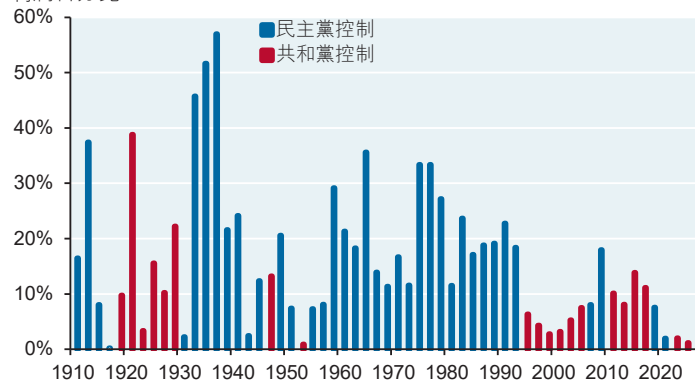


資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2024年3月

如果眾議院的嚴格監管限制無法實質性地限制「煉金術士」的財政議程.....

### 眾議院多數黨領導地位

利潤百分比



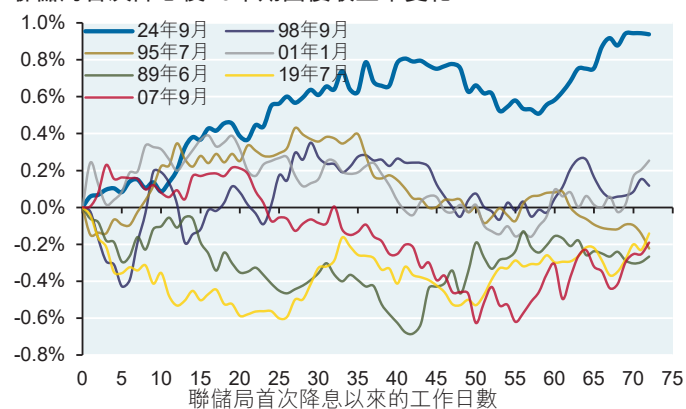
資料來源：VoteView點名投票數據庫、《紐約時報》、摩根資產管理，2024年

### 共和黨在眾議院的微弱優勢

在新一年的國會中，共和黨將以219比215佔據多數席位，蓋茨辭職後還有一個席位空缺。預計斯蒂芬尼克(紐約州共和黨人)和沃爾茲(佛羅里達州共和黨人)將加入特朗普政府，令共和黨的優勢達到217比215，沒有任何倒戈的餘地。針對蓋茨的空缺席位的特別選舉定於4月1日舉行，另外兩場特別選舉可能將於5月舉行。如果共和黨贏得這三個席位，他們將以220比215的優勢領先，這將是自1910年以來最微弱的優勢之一

...儘管聯儲局放寬貨幣政策，但10年期美國國債收益率仍然上漲，對此態勢，債券市場將如何反應？

### 聯儲局首次降息後10年期國債收益率變化

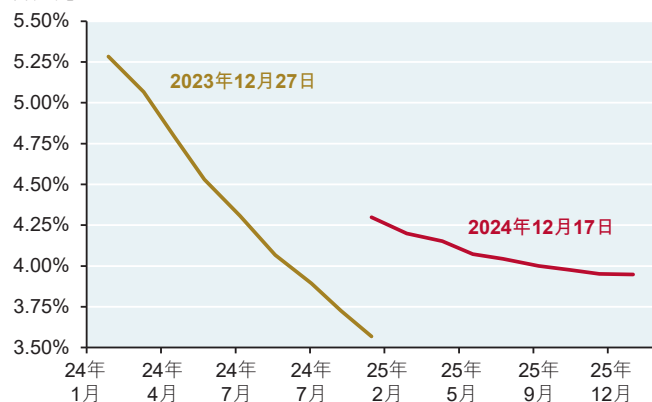


資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月26日

.....聯儲局是否能夠如市場預期進一步放寬貨幣政策？

### 聯邦基金目標利率：當前利率與先前市場預期對比

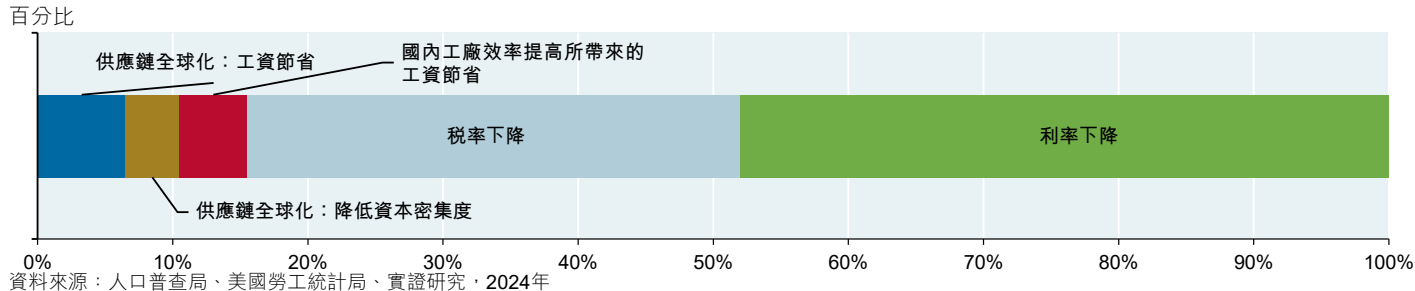
百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月26日

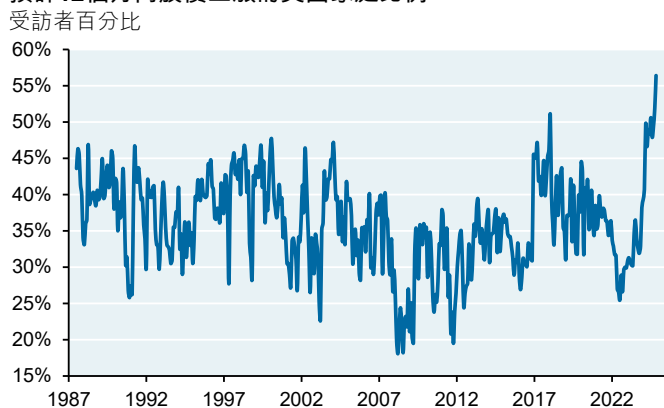
鑒於過去20年利率下降是標普500指數利潤率上升的最大貢獻因素，如果長期利率上升至5%以上，將對股市的市盈率產生什麼影響？

2000年至2019年標普500指數利潤率擴張的最大貢獻因素

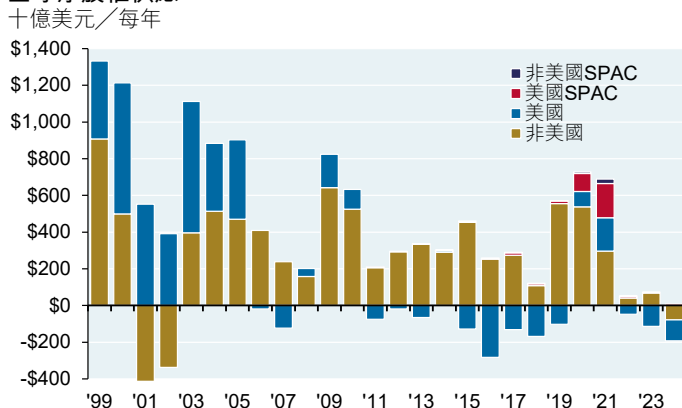


投資者傾向於相信「煉金術士」會成功，而美國股市非常緊張的供應狀況也對他們有利.....

預計12個月內股價上漲的美國家庭比例，受訪者百分比

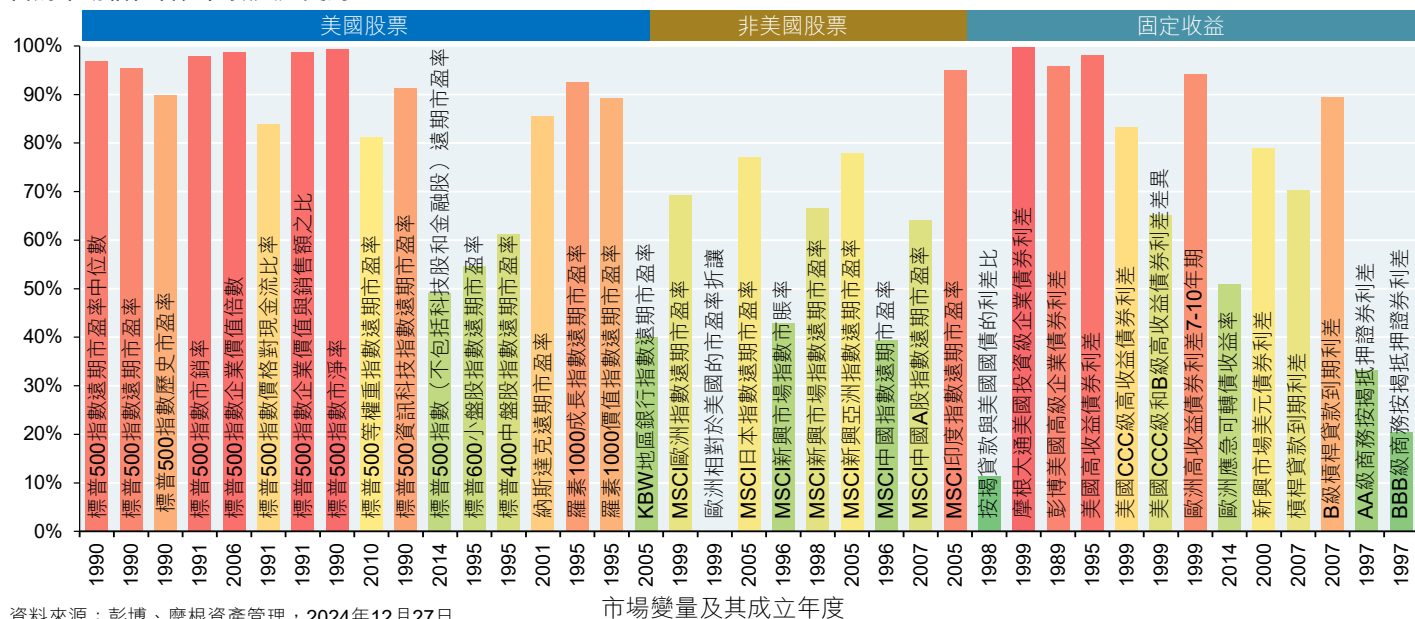


全球淨股權供應



.....但鑒於大多數金融市場定價高昂，「煉金術士」無太多犯錯的餘地

當前市場估值百分位數與歷史對比



### 「煉金術士」似乎想要大刀闊斧改革：我會相信他們的話

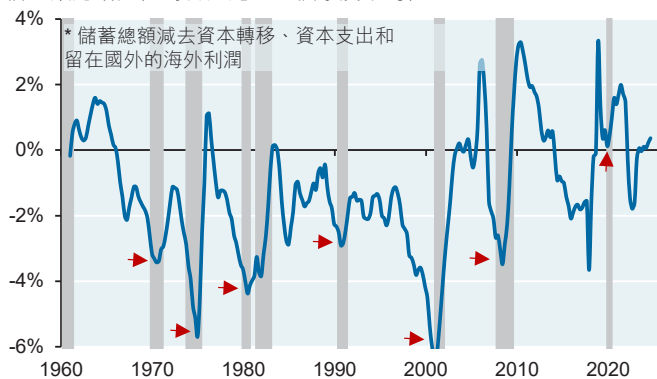
如果當前的經濟軟著陸持續，這將是過去60年來聯儲局為數不多的為抑制通脹而又不引發經濟衰退而加息的情況之一。「衰退論者」忽略了一點：在2022年聯儲局加息之際，企業部門的狀況異常強大。這次的情況有所不同，如下所示。

其他好消息：勞動力市場狀況正在緩解但並未惡化，消費者支出和企業資本支出的增長速度與2.5%左右的GDP增長率一致。單戶住宅和多戶住宅的供應將繼續增長，從而抑制房地產通脹。信貸方面，利差較小，高收益貸款和槓桿貸款拖欠率均較低。7,500億美元的私募股權資金和聯邦貿易委員會主席的離職將有益於併購活動，據《華爾街日報》報道，「除了那些因為打官司反對她的反壟斷復仇主義而賺到律師費的公司律師以外，大概沒人會想念她」<sup>3</sup>。

我還認為，基於上述原因，放寬監管可促進經濟增長。放寬監管趨勢始於卡特政府時期，當時被應用於卡車運輸、航空、天然氣和銀行業。在列根和克林頓政府時期，放寬監管範圍擴大至電訊和電力市場。布魯金斯學會的彼得·奧斯紮格(Peter Orszag)在回顧20世紀90年代美國經濟政策時得出結論稱，儘管前路坎坷，但從長遠來看，放寬監管使得美國經濟更加高效<sup>4</sup>。寬鬆的監管方式加上已經開始的風險投資復甦(見第14頁)可能會保持發展動能。如上一張圖表所示，大選之後，小企業資本支出調查大幅增加。

#### 美國企業部門財務結餘

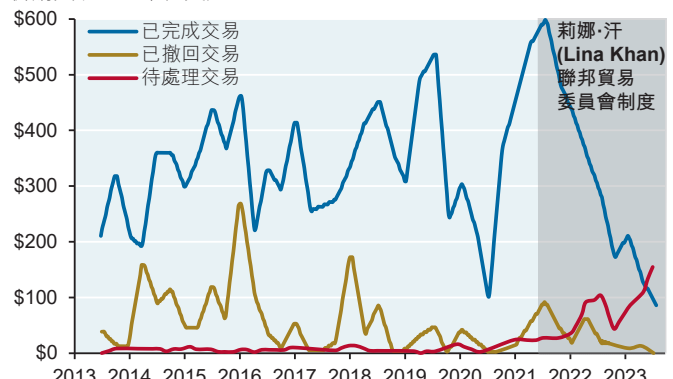
佔企業總增加值的百分比，四個季度平均值



資料來源：聯儲局、美國經濟分析局、摩根資產管理，2024年第三季度

#### 聯邦貿易委員會與併購對比

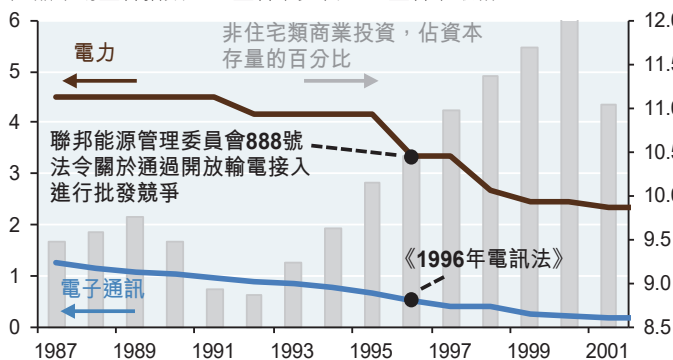
併購交易量，十億美元



資料來源：Marquette Associates，2023年6月

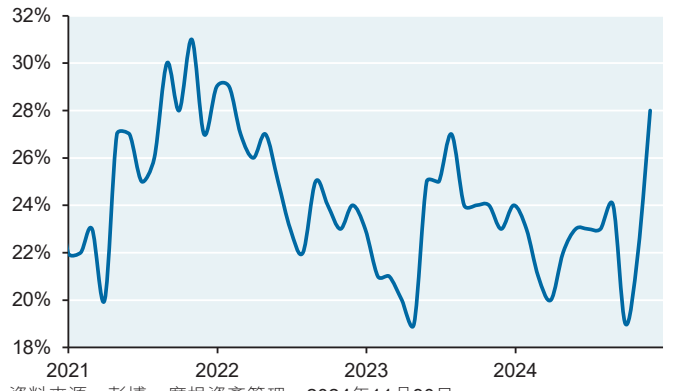
#### 放寬監管和企業資本支出

產品市場監管指數：0=監管最寬鬆，6=監管最嚴格



資料來源：經合組織ETCR據庫、美國經濟分析局。

小企業資本支出計劃，全美獨立企業聯盟調查受訪者計劃在未來3-6個月內進行資本支出的百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

<sup>3</sup> 為了起訴一家酒類經銷商價格歧視，莉娜·汗(Lina Khan)以告別的姿態重新啟動了休眠的1936年法案，該法案30多年來一直未被聯邦貿易委員會提起訴訟。我讚同《華爾街日報》重新使用「復仇主義」這個詞，這個詞可追溯到普法戰爭時期

<sup>4</sup> 「1990年代美國經濟政策回顧」，Jeffrey Frankel和Peter Orszag，2001年11月2日

儘管如此，特朗普提名人(包括內閣級別和不需要參議院確認的提名人)的政策和聲明表明，「煉金術士」的旨在「打破」某物，無論是全球化、聯邦官僚機構、國稅局、聯邦調查局、醫療保險、美國疫苗政策(參見第15頁)、寬鬆的美國邊境政策、其「深層政府」反對者或其他。無論目標是什麼，我相信「煉金術士」的話：他們將會打破某物，我只是不知道是什麼。

對於投資者而言，估值如此之高，幾乎沒有犯錯的餘地，因為估值現在對市場的推動作用與盈利增長相媲美。此外：標普500指數剛剛連續兩年上漲20%以上，自1871年以來這種情況只出現過十次。只有在20世紀90年代的牛市和咆哮的二十年代，好時光才得以延續。我預計，由於「煉金術士」將其靈丹妙藥應用到美國經濟中，2025年的某個時候將出現10%-15%的調整<sup>5</sup>。請做好相應的計劃：美國股市年底的水平應該會高於年初，但一定要確保有足夠的流動性，以充分利用這一年可能動盪的行情。

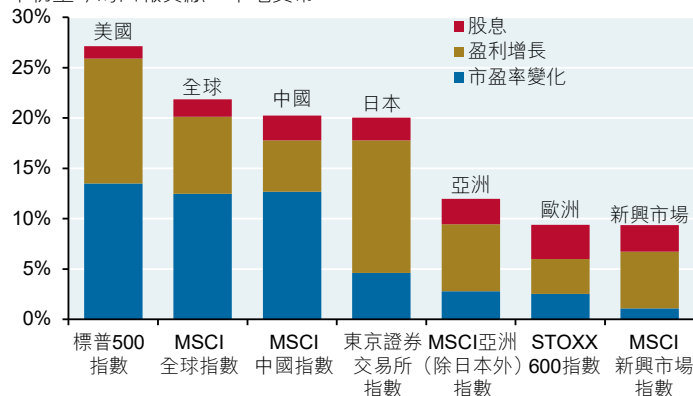
最終，十年期國債將成為新政府的最佳晴雨表。如果放寬管制和減稅帶來的供應方面的積極影響超過關稅、勞動力供應萎縮和巨額預算赤字帶來的通脹影響，那麼10年期國債收益率應會保持在4.5%至5.0%的範圍內。但如果10年期國債收益率大幅超過5.0%並維持該水平，那就會出現非常嚴重的問題。

本期展望標誌着《放眼市場》迎來20周年紀念。我在2005年初推出了這份文本類的月度電子郵件，最初是為使用黑莓或Palm Pilot的客戶而設計。能夠在這項工作上堅持如此之久，我感到非常榮幸，並在這個過程中受益匪淺。非常感謝杰米(Jamie Dimon)和歐朵思(Mary Erdoes)對我的堅定支持，即便我的文章涉及一些有爭議的話題.....今年亦不例外。祝各位新年快樂。

岑博智(Michael Cembalest)  
 摩根資產管理

**2024年全球指數回報分解**

年初至今的回報貢獻，本地貨幣



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月17日

**標普500指數：連續兩年總回報增長20%以上以及隨後的情況**

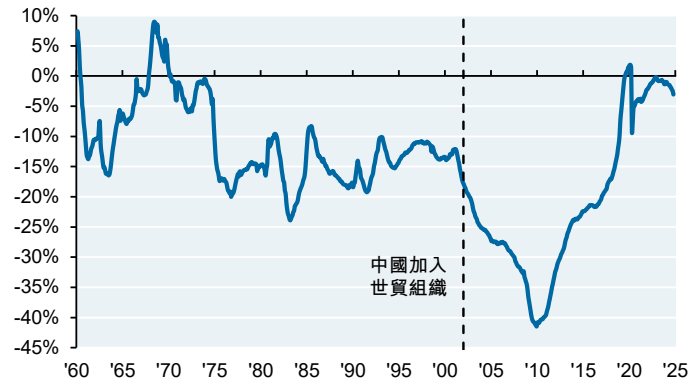
<b>1879</b>	<b>1880</b>	<b>1881</b>	<b>1882</b>
48%	24%	8%	2%
<b>1924</b>	<b>1925</b>	<b>1926</b>	<b>1927</b>
25%	29%	14%	35%
<b>1927</b>	<b>1928</b>	<b>1929</b>	<b>1930</b>
35%	37%	-3%	-23%
<b>1935</b>	<b>1936</b>	<b>1937</b>	<b>1938</b>
46%	36%	-31%	20%
<b>1950</b>	<b>1951</b>	<b>1952</b>	<b>1953</b>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

資料來源：Shiller數據集、BBG、摩根資產管理，2024年12月30日

<sup>5</sup> 年內股市修正：在過去100年中，60%的年份至少出現10%的修正，40%的年份至少出現15%的修正

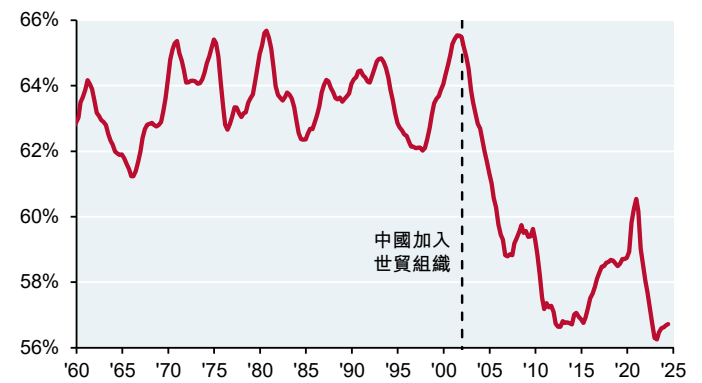
### 摘要數據 1a-1d：中國加入世貿組織恰逢美國出現一些極為消極的拐點

美國製造業崗位流失  
10年變動百分比



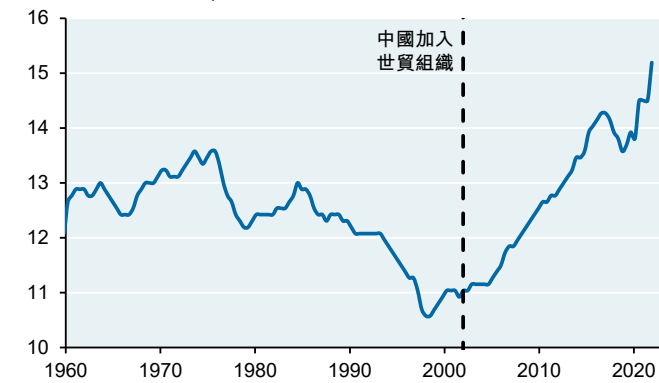
資料來源：美國勞工統計局、摩根資產管理，2024年11月

美國勞動力佔企業利潤的比例  
非財務毛利潤的百分比



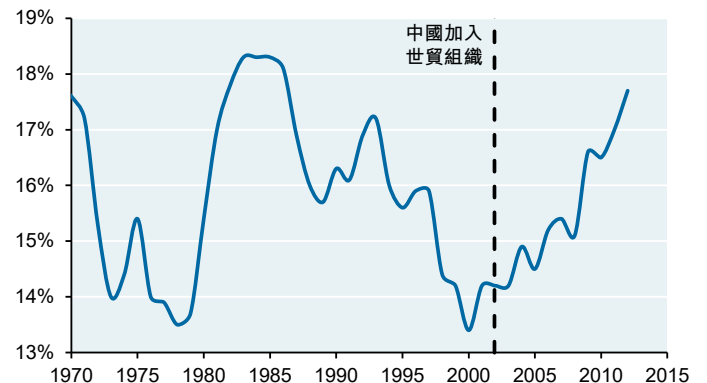
資料來源：美國經濟分析局、摩根資產管理，2024年11月

美國自殺率  
經年齡調整後每100,000人的比率，按2000年標準



資料來源：美國國家衛生統計中心、美國疾病控制與預防中心、Kevin Drum，2023年

美國非大都會貧窮率  
百分比

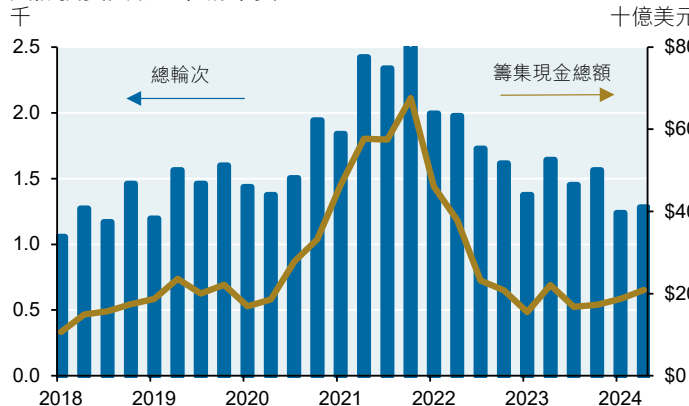


資料來源：美國人口普查局當前人口調查，2024年

### 摘要數據2a-2f：風險投資的增速改善

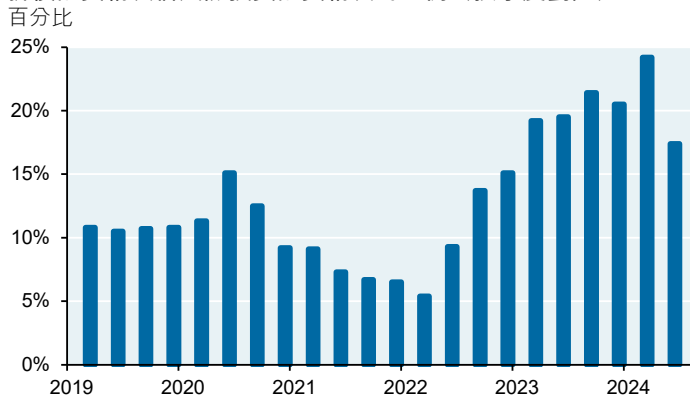
繼2021-2022年元宇宙／SPAC／氫能項目失敗之後，風險投資動力有所減弱。2024年，隨着籌集資金的增速改善、折價融資輪次、從種子輪到D輪的投資前估值變化，以及一個包含股息追趕政策、清算優先權、反稀釋條款、投票權和估值上升的交易撮合指數，情況趨於穩定。

風險投資交易量和籌集資金



資料來源：Carta，2024年第二季度

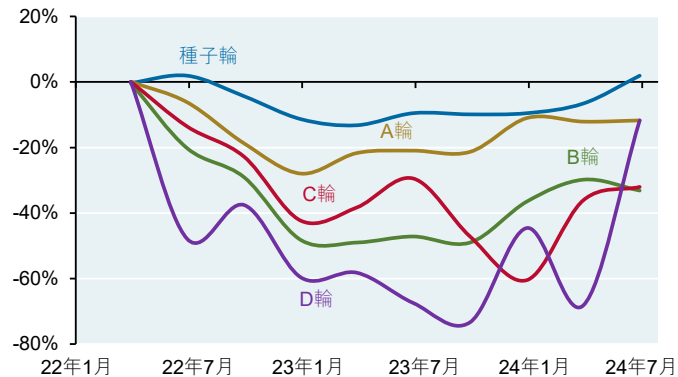
折價融資輪次佔風險投資融資輪次的比例（按季度劃分）



資料來源：Carta，2024年第二季度

風險投資投資前估值中位數（按融資輪次劃分）

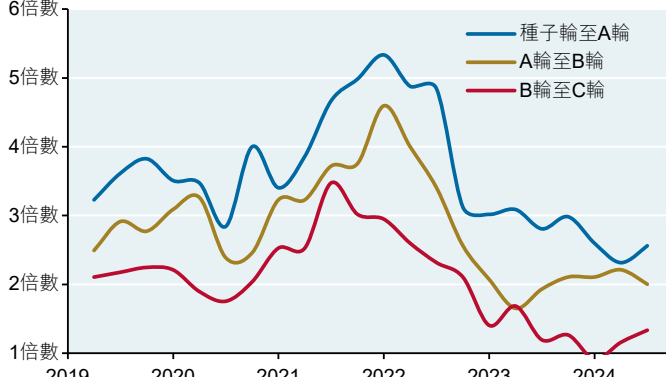
與2022年第一季度相比的百分比變化



資料來源：Carta、摩根資產管理，2024年第二季度

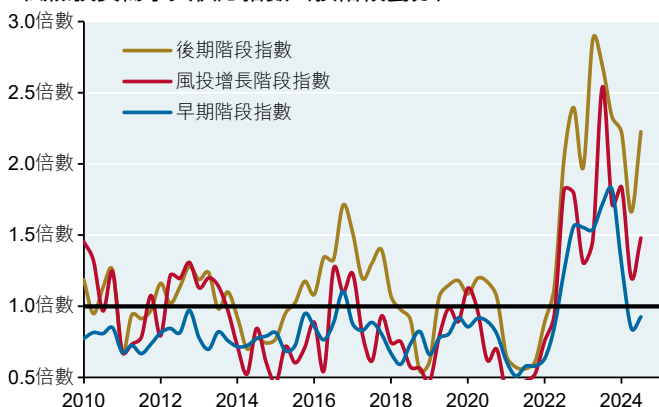
風險投資估值上升倍數

本輪估值除以上一輪估值



資料來源：Carta、摩根資產管理，2024年第二季度

風險投資需求與供應指數（按階段劃分）



資料來源：Pitchbook、摩根資產管理，2024年

後期階段風險投資交易撮合指數



資料來源：Pitchbook、摩根資產管理，2024年



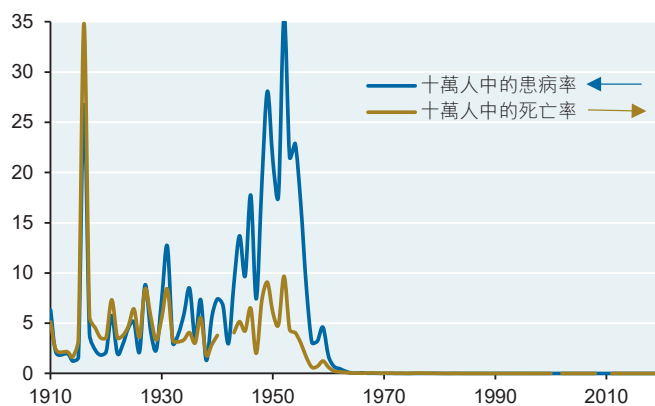
### 摘要數據3a-3d：醫療自由

亞倫·西里(Aaron Siri)在甘乃迪總統競選期間擔任其私人律師，他已向美國食品藥品監督管理局提交請願書，要求撤銷對美國脊髓灰質炎疫苗的批准。西里代表一個非營利組織提交了這份請願書，該組織還對白喉、破傷風和甲型肝炎疫苗提出了質疑。甘乃迪對西里的評價是：「在醫療自由運動中，沒有人比他更有價值。」儘管據報道，甘乃迪在向美國參議員發表的聲明中表示支持脊髓灰質炎疫苗，以便獲得參議院的批准，但他也曾聲稱，受污染的脊髓灰質炎疫苗可能導致的死亡人數超過了其拯救的人數。甘乃迪根據不同的聽眾發表了許多不同的言論。

醫療自由運動導致的一個後果是麻疹、腮腺炎和風疹的疫苗接種率下降，並且越來越多的州允許豁免。在2023至2024年間，美國有三分之二的州的疫苗接種率低於衛生與公眾服務部(HHS)設定的95%目標。

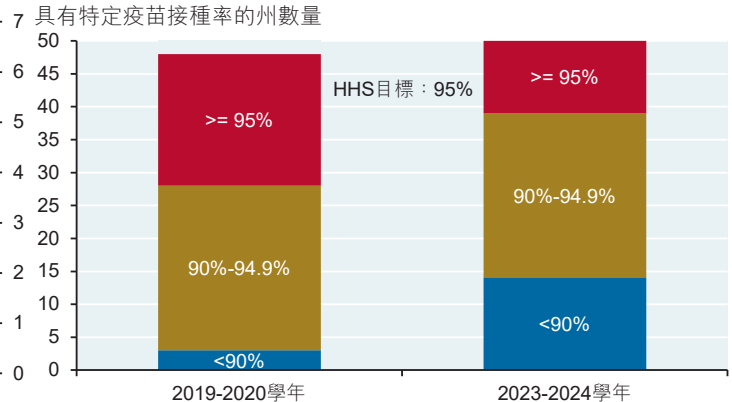
我並不感到意外，自從市場在去年秋天(2024年10月1日)開始預期特朗普勝選以來，製藥、生物技術和生命科學已成為標普500指數中表現最差的行業之一。

美國脊椎灰質炎的歷史



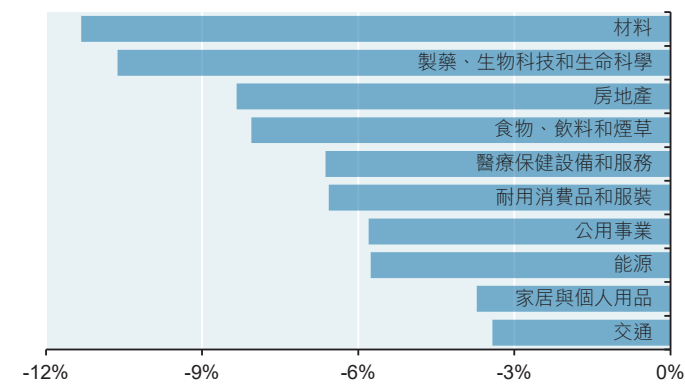
資料來源：美國公共衛生報告、美國人口普查、OWID，2019年

美國腮腺炎、麻疹和風疹疫苗接種率



資料來源：凱撒家庭基金會，2024年。在2019-2020年，阿拉斯加州和特拉華州未加入報告。

自2024年10月1日以來標普500指數中表現最差的十個行業組，總回報率，百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

#### 小甘乃迪：參考文獻

- [\[保羅·奧菲特，費城兒童醫院：與小甘乃迪的對話\]](#)
- [\[小甘乃迪如何扭曲疫苗科學\]\[科學美國人\]](#)
- [\[小甘乃迪如何錯誤地否認與薩摩亞致命麻疹爆發的關聯\]\[瓊斯母親\]](#)
- [\[小甘乃迪多年來一直煽動對疫苗的恐懼和不信任。這些人因他的工作而受到傷害\]\[美聯社\]](#)
- [\[小甘乃迪的反疫苗宣傳\]\[麥吉爾大學\]](#)
- [\[小甘乃迪關於疫苗與自閉癥聯系的錯誤百出的文章\]\[Nation\]](#)

6 《紐約時報》，2024年12月15日

7 「特朗普提名的衛生部長人選小甘乃迪支持脊髓灰質炎疫苗接種，美國參議員稱」，路透社，2024年12月16日

8 參見「小甘乃迪的疫苗半真相構成一個巨大而危險的謊言」，《華盛頓郵報》，2024年12月19日，以及「小甘乃迪錯誤地否認過去關於疫苗安全性和有效性的言論」，2024年8月24日

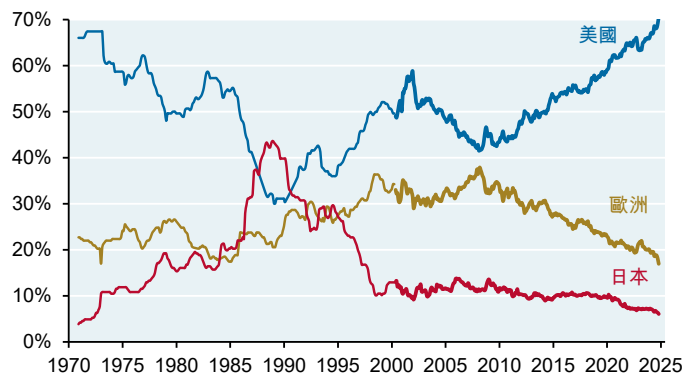
9 「隨着特朗普邁向第二個任期，兒童疫苗接種率繼續下降」，凱撒家庭基金會，2024年11月18日

「下金蛋的鵝」：人工智能的採用、趨勢和里程碑

美股七雄對美國股市回報的重要性如何強調都不為過：

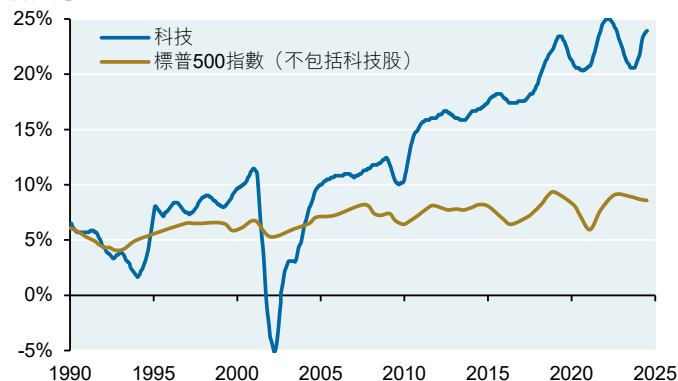
- 美股七雄和科技板塊是近期美國股市跑贏歐洲和日本股市的主要原因。美股七雄佔標普銷售的14%、銷售增長的31%、盈利增長的33%
- 美國十大股票的盈利能力高於1950年以來的市場領導者
- 美股七雄的利潤率、盈利增長和回報率遠超美國股市中的其他股票。值得注意的是，去年標普500指數(美股七雄除外)的盈利增長一直持平
- 標普500指數成分股跑贏整體指數的比例接近1990年以來的低點，約為30%
- 市場集中度已突破2000年的峰值

各地區佔MSCI世界指數市值的份額  
佔MSCI世界指數市值總額的百分比



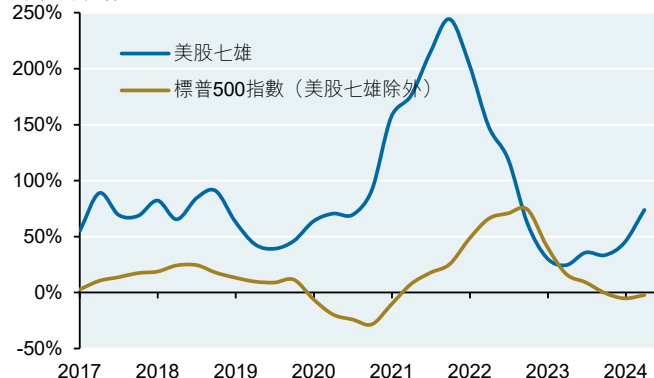
資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月29日

標普500科技指數股淨利潤率與其他市場相比  
百分比



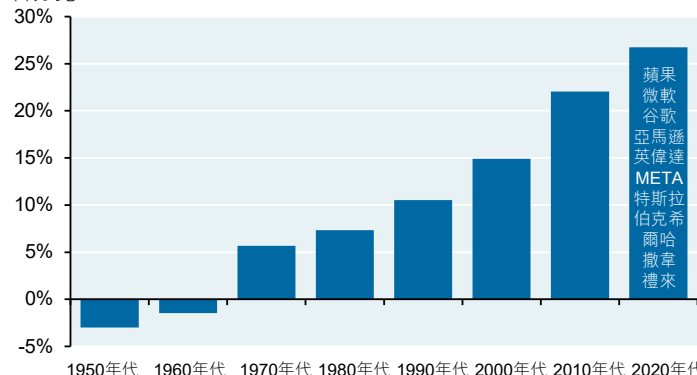
資料來源：實證研究、摩根資產管理，2024年11月

每股收益增長  
兩年滾動增長



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年9月30日

1952年至2024年十大股票按十年劃分的自由現金流利潤率，  
百分比



資料來源：實證研究，2024年9月

標普500指數和美股七雄累計總回報  
累計總回報，2023年1月 = 0



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

標普500指數中最大型7家公司的市值  
佔指數總市值的百分比

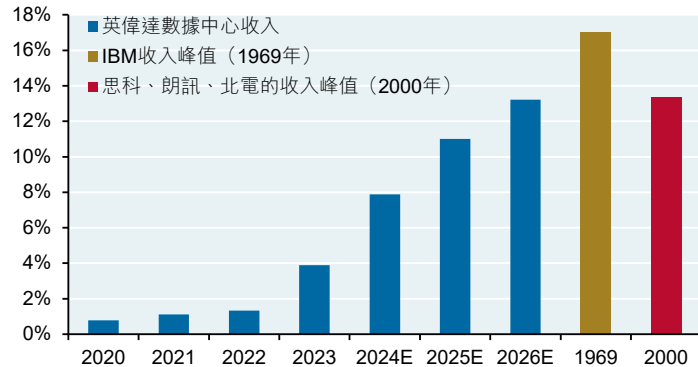


資料來源：FactSet、摩根資產管理，2024年11月30日

這就是為什麼了解人工智能的採用如何實現如此重要。如下所示，到**2026年**英偉達在美國所有資本支出中的份額將接近**20世紀**的兩個峰值。同樣值得注意的是：超大規模雲端服務商(谷歌、Meta、亞馬遜、微軟等)需要**4,000億至5,000億美元**的新收入，才能在每年約**2,500億美元**的數據中心支出中賺取傳統的**50%的毛利率**<sup>10</sup>。

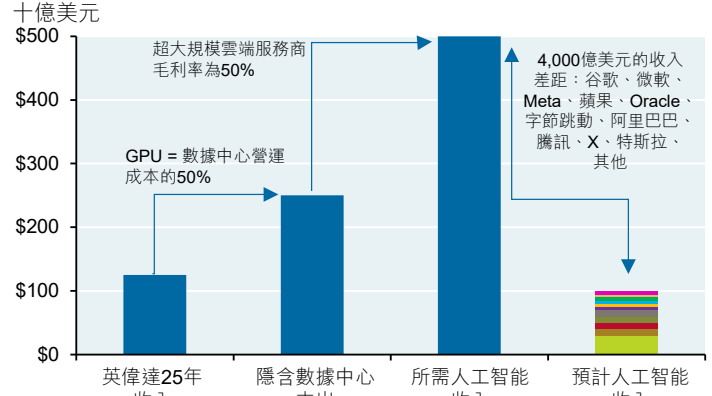
人工智能資本支出背景

佔市場資本支出的份額



資料來源：實證研究，2024年8月

極大的收入差距：4,000億美元



資料來源：紅杉資本、彭博、摩根資產管理，2024年10月

有多少人工智能基礎設施正在建設中？「GPT」術語的兩個粗略估計

- 當前的超大規模雲端服務商資本支出投資可以支持**12,000個Chat GPT**的推理
- 英偉達預計的2026年圖形處理器銷售可以支持**1,000個計算強度GPT-5**的訓練

對數據中心增長的影響

- 由於需求飆升，主機託管數據中心市場在短短4年內增長了一倍，空置率僅為3%。自2020年以來，使用率增加30%，建築量在2年內增長7倍，項目預租率為84%，數據中心租金要價上漲13%-37%

人工智能的擁護者認為，所有這些投資將創造一個截然不同的世界：

由於通用人工智能，未來十年或二十年大多數疾病可以治愈<sup>11</sup>

谷歌Deep Mind，戴密斯·哈薩比斯(Demis Hassabis)

超級智能可使解決氣候問題和建立太空殖民地成為現實

OpenAI，山姆·奧特曼(Sam Altman)

人工智能將終結疾病和貧困，帶來自由民主和人權的復興；許多人將為這些成就感動落淚；人工智能是一種具有超凡美感的東西

達里奧·阿莫迪(Dario Amodei)稱，亞馬遜已向Anthropic投資80億美元

三到五年內80%的工作將通過人工智能實現自動化

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

到2030年，現實世界已部署超過100,000個人形機械人

Radical Ventures，Rob Toews

數億個通用人工智能可實現人工智能研究的自動化，將十年的算法進度(5個數量級以上)壓縮到1年。我們將迅速從人類水平發展到遠超人類的的人工智能系統

《態勢感知》中的利奧波德·阿森布倫納(Leopold Aschenbrenner)

<sup>10</sup> 摘自「人工智能的6000億美元問題」，David Cahn，紅杉資本，2024年6月20日。

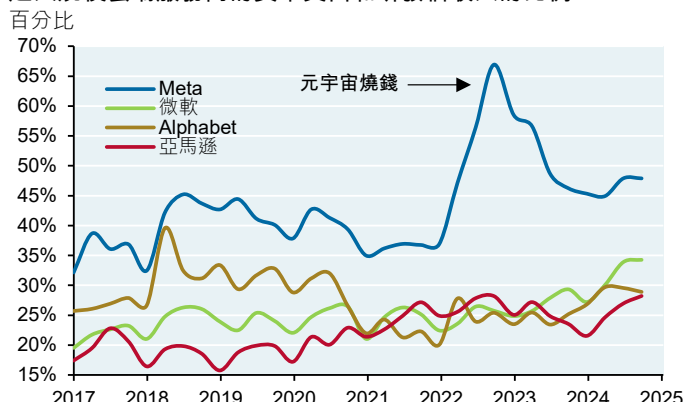
<sup>11</sup> 生物醫學領域出現一些最引人注目的機器學習/人工智能成就。例如，大型語言模型EVO已在270萬個微生物的基因組上進行訓練，而不是在文字上訓練。目標：從分子水平到基因組規模高精度解碼和設計DNA、RNA和蛋白質序列。開發EVO的ARC研究所將EVO描述為生物學界的羅塞塔石碑，因為它具有診斷和治療疾病的潛力

讓我們暫時回到現實。雖然超大規模雲端服務商的利潤非常豐厚，但其資本支出和研發支出佔收入的比例在過去一年一直在上升，這是我們的美國大盤股增長型基金管理公司密切關注的問題。請注意，參數強度更高的人工智能模型的訓練成本更高。

風險不容小覷。這表明在過度投資的時代結束之後，即使基礎設施最終得以充分利用，問題仍可能出現，康寧及其光纖業務便是很好的例子。2000年，康寧在在該領域盈利約40億美元，但在互聯網泡沫破裂後，康寧的名義收入直到2019年才達到該水平，而實際收入仍低於2000年的水平。同樣，全球每年部署的海底光纖電纜數量直到2020年才超過2000年的水平。

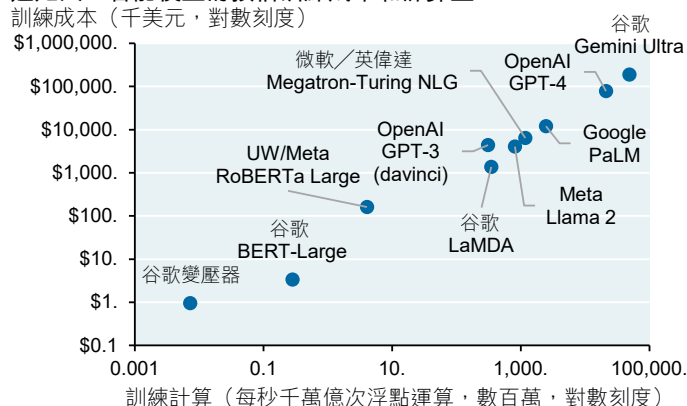
因此：儘管英偉達在第三季度又一次實現了盈利激增（較2023年同期增長94%，毛利率為73%），但我更關注的是推動英偉達增長的超大規模雲端服務商的未來發展。

超大規模雲端服務商的資本支出和研發佔收入的比例



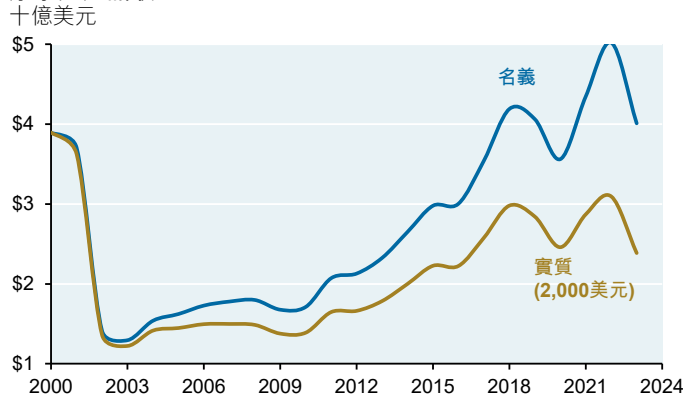
資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年9月28日

選定人工智能模型的預估訓練成本和計算量



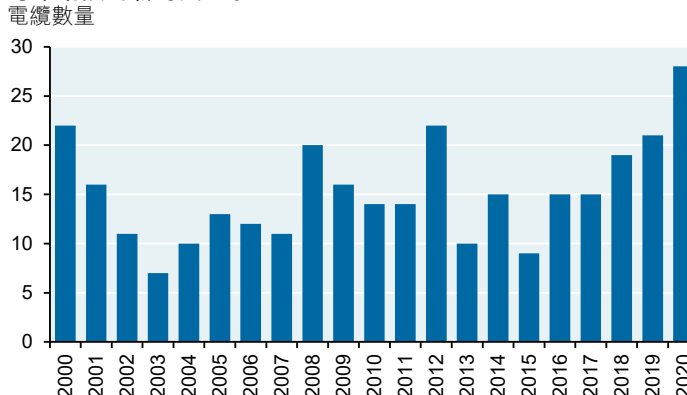
資料來源：史丹福以人為本人工智能、Epoch，2024年

康寧光通訊收入



資料來源：彭博、公司文件、摩根資產管理，2024年

每年鋪設的新海底電纜



資料來源：TeleGeography，2021年9月

**人工智能的採用趨勢。**關於人工智能投資的採用水平和回報的調查有很多好消息，但調查結果並不能代表公司願意在日常營運中為基於推理的模型支付的實際金額。最引人注目的數據是：幾乎每位受訪的投資總監都計劃在不久的將來採用人工智能應用；超過80%的現有人工智能應用已符合或超出預期；大型企業報告的成功率最高；人工智能的採用率似乎等於或高於互聯網和電腦的採用率曲線。**因此，人工智能的採用進展順利；不過，我認為投資者將越來越關注超大規模企業在資本支出上的投資是否獲得正回報。**

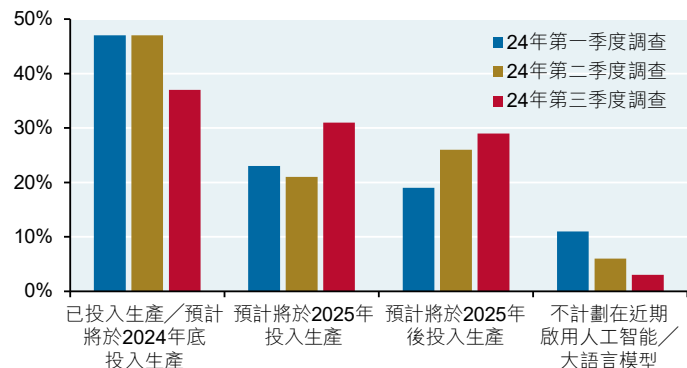
**生成式人工智能的投資回報率調查**

發行人	日期	地理分佈	受訪者	結論
摩根士丹利	2024年6月	全球	約400名，5億美元至200億美元收入	約50%的公司報告投資回報率符合預期。約40%超出預期
安永	2024年5月	美國	約500名決策者	高層領導者認為正投資回報率體現在：營運效率(77%)、員工生產力(74%)和客戶滿意度(72%)
Enterprise Technology Research	2024年10月	全球	約1,800名 (因問題而異)	97%的生成式人工智能領先採用者報告從部署中獲得了切實的益處
谷歌雲	2024年4月	全球	約2,500名，超過100名員工，收入1,000萬美元以上	74%的受訪者自生成式人工智能投資中獲得正投資回報率。84%在六個月的時間內成功地將生成式人工智能用例理念轉化為產品

資料來源：摩根士丹利研究部、安永、ETR、谷歌、摩根資產管理，2024年

**生成式人工智能應用的預計生產時間表**

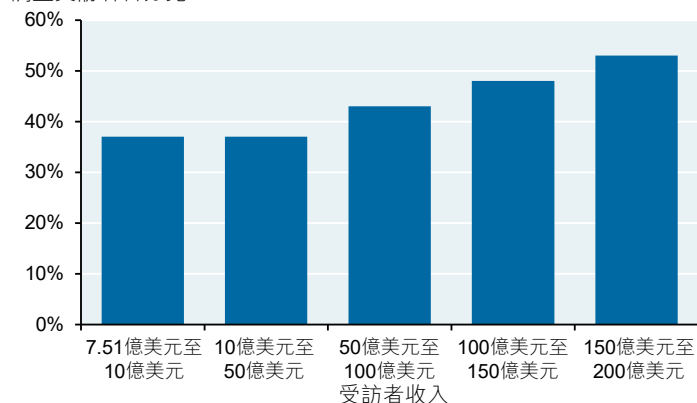
調查受訪者百分比，100名美國和歐盟投資總監



資料來源：AlphaWise、摩根士丹利研究部，2024年

**報告稱生成式人工智能項目投資回報率超出預期的公司，**

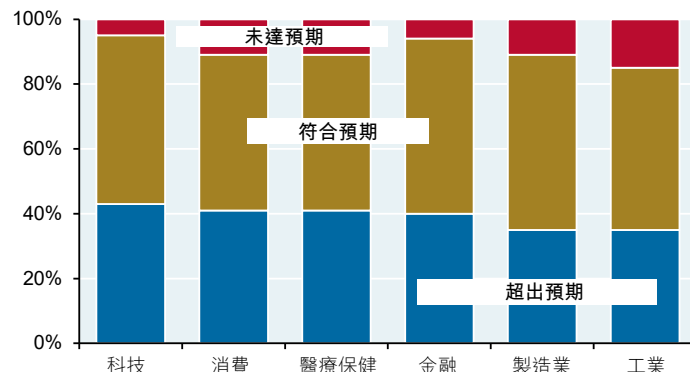
調查受訪者百分比



資料來源：AlphaWise、摩根士丹利研究部，2024年

**生成式人工智能項目：投資回報與預期**

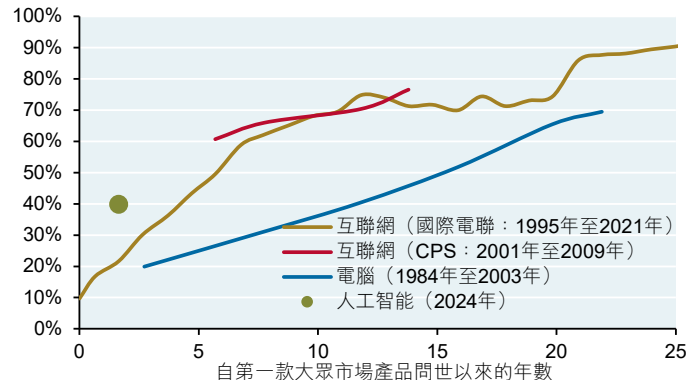
調查受訪者百分比



資料來源：AlphaWise、摩根士丹利研究部，2024年

**與其他主要技術相比，人工智能的採用**

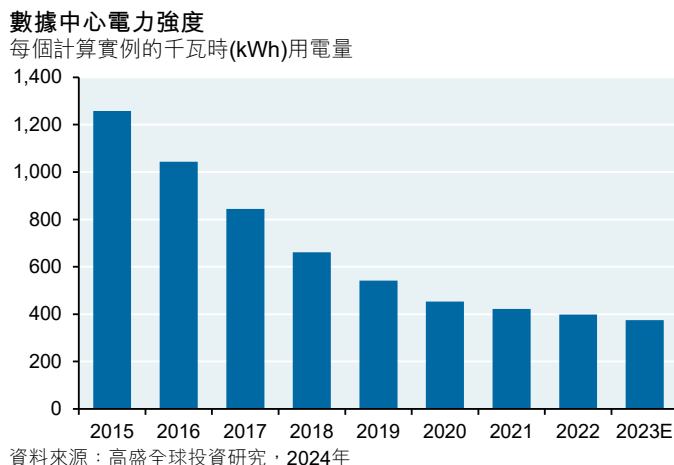
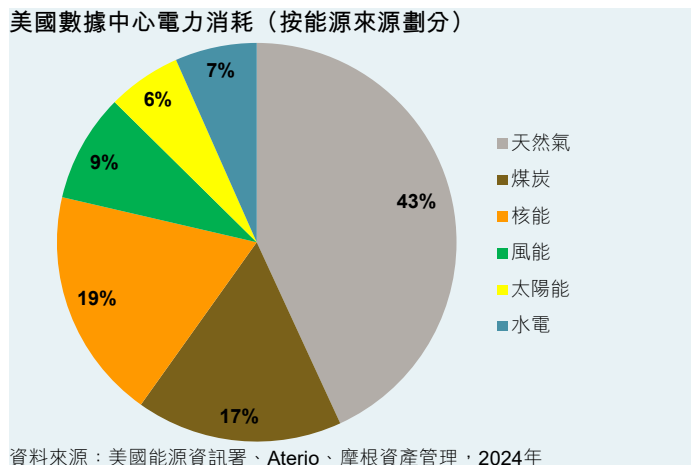
採用率



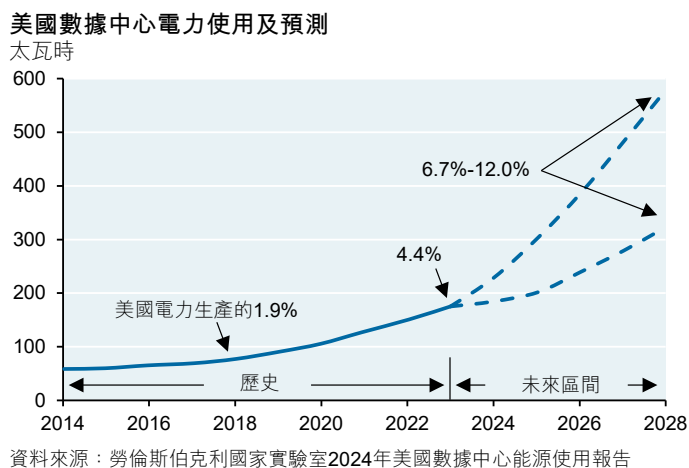
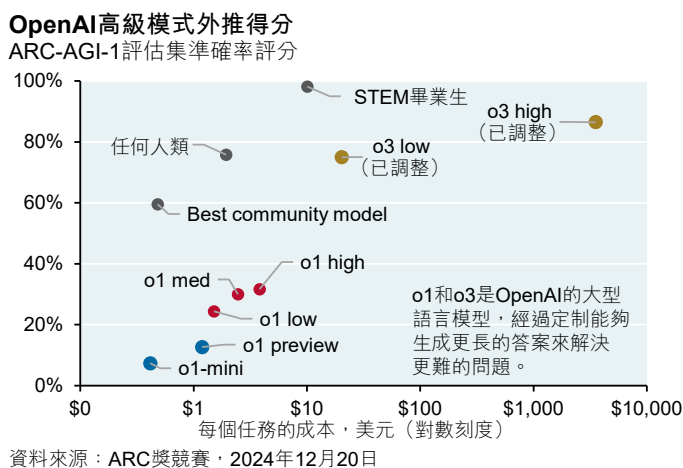
資料來源：Bick等人 (美國國家經濟研究局)，2024年

**其他與人工智能相關的問題：能源。**關於數據中心的能源需求，我認為，到2030年或以後，無論是基於電網還是電錶，核能在數據中心能源消耗中所佔的份額都遠超市場預期（見下一節）。超大規模雲端服務商可能不得不大幅削減其對綠色電力消費的承諾，並像過去一樣大量依賴天然氣。圓形圖顯示美國數據中心基於其各自位置、其最大電力消耗兆瓦數的以及該州的電網結構所呈現的電力消耗情況。右側圖表顯示每次查詢的電力消耗隨着查詢變得更加複雜而增加。

儘管工作負載增加了三倍，美國數據中心的電力需求在2015年至2019年間實際上保持平穩。主要原因是，隨着數據中心的工作負載從傳統中心轉移到更高效的雲端和超大規模中心，效率得到了顯着提升。如今，雲端和超大規模計算實例的份額已達到約95%，**這一轉變基本完成**，導致數據中心電力強度的改善速度放緩（見棒形圖），並預計美國的電力需求將在2030年及以後上升（見折線圖）。



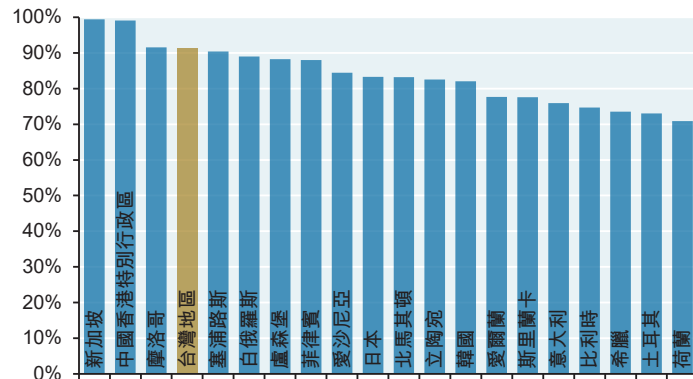
**語言模型是否在不斷提升？**對此存在許多爭論，但我更關注前一頁提到的採用率和滿意度，而非模型評分，因為前者更能體現當前模型是否滿足那些真正為其付費的公司的需求。如果你對模型評分感興趣，有幾個基準（如多任務語言理解MMLU或防谷歌問答基準），常見的競爭者隨着時間推移在得分上互相超越。挑戰在於：更好的性能通常伴隨着更高的計算時間成本。請注意左側圖表，OpenAI在解決模式外推問題上取得了顯着進步，但每個任務的成本也隨之增加。<sup>12</sup>



<sup>12</sup> 「OpenAI o3在ARC-AGI-Pub上取得突破性高分」, Francois Chollet (谷歌), 2024年12月20日。我更傾向於使用ARC而非MMLU或GPQA，因為ARC不是選擇題，並且需要解決更高階的抽象問題。

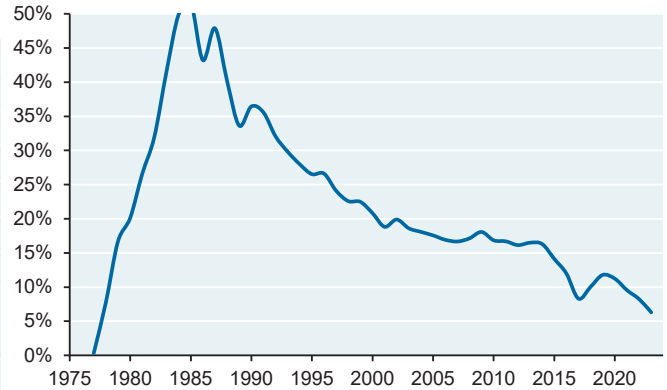
**其他與人工智能相關的問題：半導體供應鏈。**去年秋天，中國在模擬封鎖台灣地區關鍵港口的演習中創紀錄地動用了125架飛機，以及遼寧號航母和艦艇<sup>13</sup>。台灣地區對海上封鎖有多敏感？**非常敏感**。如左圖所示，台灣地區對能源進口的依賴程度幾乎是世界上最高的，與新加坡、中國香港和塞浦路斯等島嶼，盧森堡等小國以及白俄羅斯等能源匱乏的國家並列。這讓我不禁想問：台灣地區為什麼要關閉核電這唯一的獨立能源來源呢？台灣地區此舉實際上增加了對中國海上封鎖的敏感度。將核能發電份額從20世紀80年代的50%降低到如今的5%，是我見過的最令人困惑的地緣政治決策之一。

化石燃料淨進口量佔一次能源消耗比重



資料來源：能源研究所《世界能源統計年鑒》、摩根資產管理，2024年

台灣地區核能發電份額



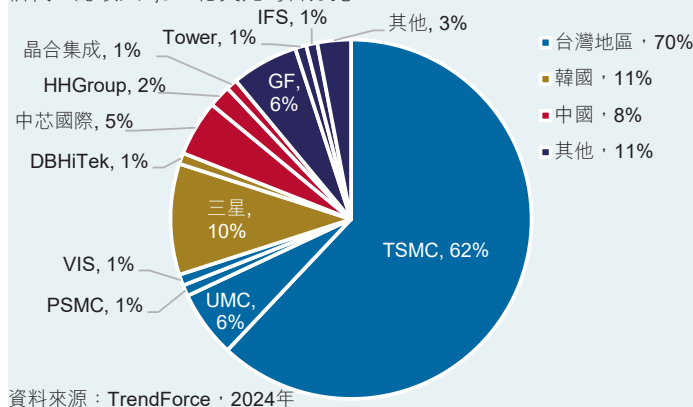
資料來源：能源研究所《世界能源統計年鑒》、台灣電力、摩根資產管理，2024年

### 英偉達和台積電

- 根據TechInsights的數據，英偉達控制着95%用於加速人工智能任務的圖形處理器市場，而根據波士頓諮詢集團的數據，台積電在先進人工智能晶片生產中佔有92%的市場份額，包括台積電在其代工廠生產的英偉達晶片設計。從當前估值來看，可以說台積電和英偉達之間是科技行業中最重要共生關係。
- 英偉達是台積電的第二大客戶，僅次於蘋果，佔台積電收入的10%。
- 據報道，英偉達正推動台積電每年而不是每兩年交付新的晶片架構。
- 由於與過熱相關的重新設計問題，英偉達的Blackwell晶片推遲到2025年推出，但據稱該產品在未來12個月內已售罄，英偉達的行政總裁形容需求「瘋狂」。Blackwell圖形處理器的內存將是英偉達當前Hopper圖形處理器的兩倍以上，互連速度超過10倍，以每秒太字節計算，能效提高25倍。

### 2024年全球代工收入份額分佈

佔代工總收入1,317億美元的百分比



資料來源：TrendForce，2024年

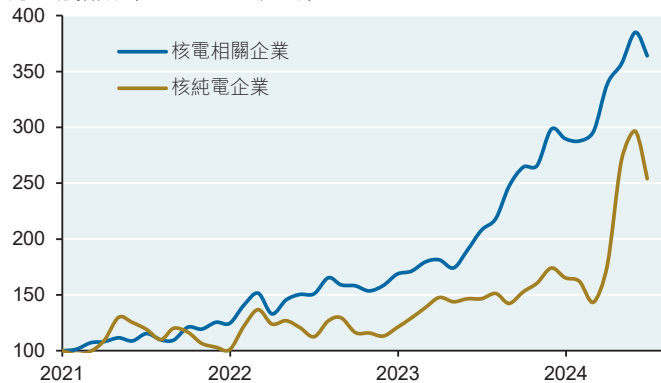
<sup>13</sup> 請參閱《紐約時報》(「通過飛機和艦船的演練，中國正在提升對台灣地區進行封鎖的能力」，2024年10月16日)和《華爾街日報》(「中國試行封鎖台灣地區」，2024年10月16日)

### 何謂什麼是核能復興？現在下定論還為時過早

投資者對核電的前景有所憧憬，推動純核電企業和核電相關企業股價上漲。有幾個因素推動這股熱潮：美國政府為加速核電發展制定新法規、重啟退役核電站、眾多公司競相建設新一代核電站和小型模塊化反應堆，以及蓋茨的Terrapower項目。在我們將於3月份發佈更詳細的年度能源報告，現在我們先了解概況。

純核電企業和核電相關股票的回報

總回報指數（100 = 2021年6月）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月26日

**核電相關企業：**美國聯合能源公司、Silex Systems、Vistra、GE Vernova、羅爾斯·羅伊斯、霍尼韋爾、洛克希德馬丁、福陸公司、三菱、杜克能源、道明尼能源、Quanta Services、Fortum Oyj

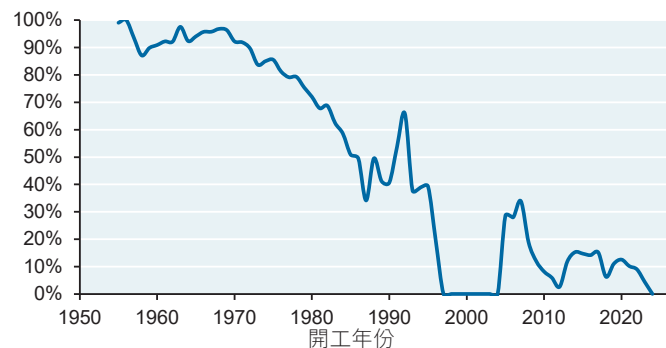
**純核企業：**Cameco、Oklo、Centrus Energy、紐斯凱爾、BWX

### 傳統核電站發展

儘管1950年至1980年間發達國家佔據了核能新增量的主導地位，但多種因素導致經合組織的核能新增量大幅下降。自1990年代以來，幾乎所有的核能新增量都來自發展中國家。

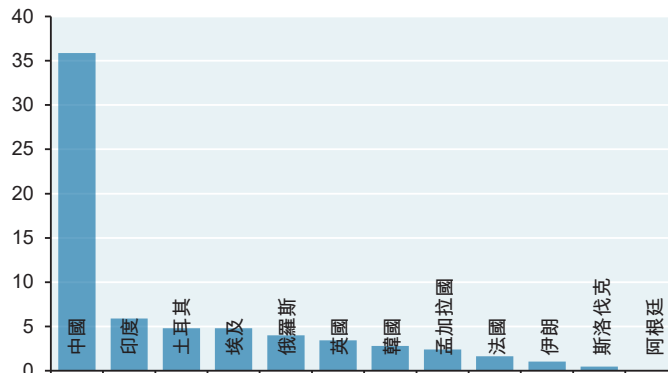
#### 1980年代，核能發展從發達國家轉向發展中國家

全球核電開工兆瓦的發達市場份額，5年平均値。



資料來源：動力堆系統數據庫、摩根資產管理，2024年9月

#### 在建核電站預計於2024年至2030年之間併網，發電容量 (吉瓦)



資料來源：世界核能協會、摩根資產管理，2024年

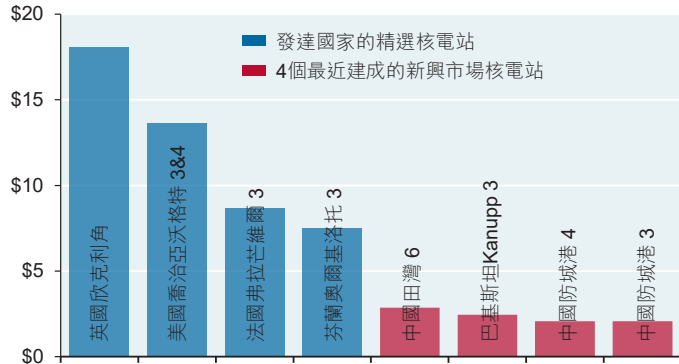
如下頁頂部所示，發展中經濟體核電站每兆瓦的成本，僅為經合組織最近新建成的四座核電站每兆瓦成本的一小部分。發展中經濟體的核電站一般也需6至8年才能建成；而經合組織國家在本世紀建成的少數核電站所需的時間卻更長。目前，美國有採取行動以圖解決問題：2024年6月，國會以壓倒性的兩黨支持通過了《Advance法案》(加快部署多功能先進核能促進清潔能源法)。該法案簡化了先進反應堆的審批流程，降低了申請先進堆技術許可證的監管費用，並更新了過時的國際投資限制規則。此外，該法案還要求美國核能管理委員會制定一個方案，向位於已關閉但仍連接電網的燃煤電廠核設施發放許可證。



2025年展望

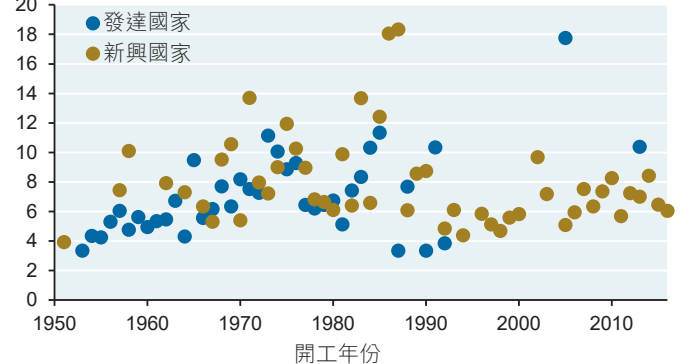
美國的新法規能夠帶來改變嗎？目前還言之過早。該行業有很多事項需要向投資者和監管機構證明：如第三張圖表所示，核能項目是所有大型項目中成本超支最多的項目。位於佐治亞州的Vogtle 3在經歷長時間的延誤和成本超支後在2023年完工，據美國核能管理委員會稱，由於給水泵堵塞或熱交換器故障，該核電站在2024年的前48周中，有9.5周並無運作。請注意，美國也依賴進口鈾，需要更多的濃縮能力，而且國內幾乎無高濃度低濃縮鈾供應，而蓋茨Terrapower項目正需要這種鈾（因此，其位於懷俄明州的反應堆已被推遲到最早2030年建成）。

發達國家與新興市場的核電站資本成本，  
百萬美元/兆瓦



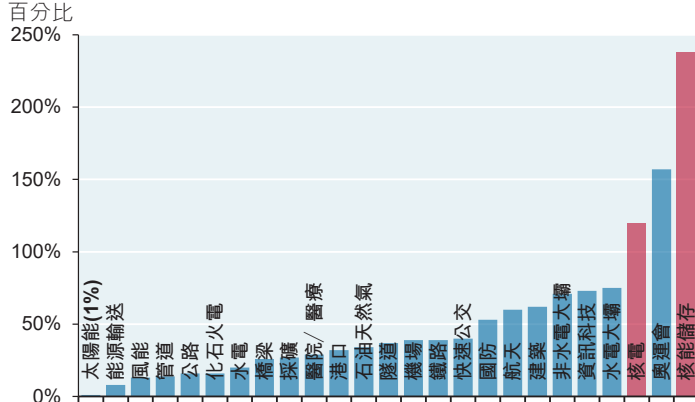
資料來源：摩根資產管理，2024年

按年份和地區劃分的平均核電站完工時間



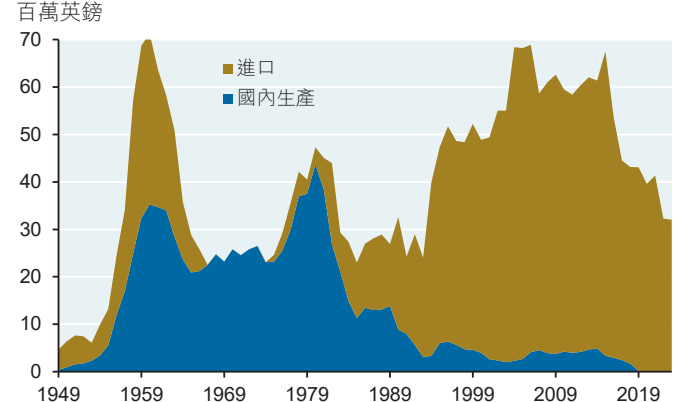
資料來源：動力堆系統數據庫、摩根資產管理，2024年9月

大型項目平均成本超支



資料來源：Flyvbjerg database，2024年

美國氧化鈾產量與進口量



資料來源：美國能源資訊署、摩根資產管理，2024年

## 核電站重啟

在美國，Holtec計劃重啟兩年前關閉、位於密歇根州並已有53年歷史的帕利塞茲核電站。帕利塞茲核電站將成為首座開始退役、停止程序並重啟的核電站。此外，微軟和美國聯合能源公司宣佈計劃於2028年重啟已有50年歷史的三哩島1號反應堆，該反應堆的發電成本約為每兆瓦時100美元；NextEra則正考慮重啟位於愛荷華州已有45年歷史的杜安阿諾德核電站，該核電站於2020年因一場火災而關閉。雖然有可能重啟舊核電站，但考慮到安全標準持續發展，大多數核電站也許不能作為新設施而獲得營運許可證。對重啟核電站的做法持懷疑態度者包括帕利塞茲核電站2006年至2013年的工程總監，他指出Holtec缺乏核電站營運經驗<sup>14</sup>。雖然這些項目吸引了電力市場客戶的大量關注，但重啟電站的成本和時間還遠未確定。

**展望全局：**一旦核電站開始退役，重啟的成本可能會過於昂貴；因此，重啟的嘗試很可能僅限於上述三座核電站，以及最多幾座剛剛開始退役的反應堆（加州的聖奧諾弗雷核電站）或中途停止建設的未完工核電站（南卡羅來納州的VC Summer核電站）。

## 新一代核設計

- **大多數新一代核設計都基於鈉冷快堆、高溫氣冷堆(HTGR)或熔鹽。**支持者通常聲稱其設計可降低成本、快速建造、減少核廢料的積累、通過廢物回收更有效地利用鈾、提高安全性（被動關閉和冷卻）並降低核擴散的風險
- **但是：**過去曾嘗試採用熔鹽和高溫氣冷堆等方法，但由於性能欠佳而被放棄。水慢化／冷卻反應堆在可靠性、操作簡便性、維護和經濟性方面已被證明是更加優勝：它們的運行年數超過17,000堆年，容量因數為80%-90%，而鈉冷快堆核電站的運行年數為約500堆年、高溫氣冷堆的運行年數為40堆年、熔鹽反應堆的運行年數為4堆年
- **儘管對高溫氣冷堆、快堆和熔鹽反應堆進行研究可能終會帶來回報，但目前鮮有核電站具有商業可行性。**國際原子能機構認為，熔鹽反應堆至少還需要10年的時間才能實現商業化<sup>15</sup>，而且尚無國家／公司建造出可靠的球床式高溫氣冷堆。中國的小型模塊化高溫氣冷堆是目前世界上唯一投入營運的同類設施，其完工時間比計劃延遲了11年，而且運行能力遠低於產能（2022年，一年的8,760小時僅運行了27小時；在隨後的三個月中，情況略有改善，但運行的容量因數仍然很低，僅為10%<sup>16</sup>）。美國能源部的「騰飛之路」報告確認，這些設計需要一段較長的「磨合」期才能達到技術準備就緒的狀態<sup>17</sup>
- **儘管俄羅斯和印度正在建設鈉冷快中子增殖反應堆(FBR)，但美國出於安全和成本考慮一直避免建設此類反應堆。**快中子增殖反應堆所「增殖」的燃料多於其消耗的燃料，多餘的燃料可用作輕水反應堆(LWR)的燃料；而輕水反應堆的乏燃料則可被快中子增殖反應堆用作燃料。儘管這種循環很簡練，但由於擔心成本較高、火災安全、核擴散和使用壽命較短，美國還是放棄了鈉冷快堆

<sup>14</sup> 「70年代關閉的核電站能否恢復運行？」，《華爾街日報》，2024年8月

<sup>15</sup> 「熔鹽反應堆技術不斷發展」，國際原子能機構，2024年4月

<sup>16</sup> 「2023年世界核工業現狀報告」，Mycle Schneider Consulting，2023年12月

<sup>17</sup> 「商業騰飛之路：先進核能」，美國能源部，2024年9月

## 那麼小型模塊化反應堆如何？

小型模塊化反應堆可設計為傳統輕水反應堆的小型版本，或採用新一代設計。超過30家公司正在制定小型模塊化反應堆交付計劃，美國有一個容量達6.5吉瓦的小型模塊化反應堆待建項目，總成本為1,760億美元。然而，美國目前並無在建的小型模塊化反應堆項目，只有紐斯凱爾的設計獲得了美國核能管理委員會的批准，整個過程歷時六年，最終耗資約5億美元（而且這還只是輕水反應堆的設計，而不是新一代反應堆）

- 谷歌與**Kairos**簽署了一項協議，將在2030年至2035年間交付多個小型模塊化反應堆的500兆瓦電力。Kairos仍致力於其示範反應堆的建設，計劃到2027年完工。Kairos仍需獲得美國核能管理委員會的建設和設計許可，以及當地機構的開發反應堆的許可
- **奧克洛**有意建造液態金屬冷卻小型模塊化反應堆。目前還處於非常早期的階段：2024年9月，奧克洛獲得美國能源部批准進行現場調查（巖土評估、調查、基礎設施規劃）。奧克洛還獲批准使用美國能源部運行了30年的一座退役實驗增殖反應堆產生的廢核燃料，並獲准建造自己的燃料製造設施。據報道，其訂單量約為1,350兆瓦，但其中包含不具約束力的協議，這些協議將須受前題條件規範：客戶會根據項目最終完成成本決定是否給予承購批准（情況猶如紐斯凱爾的猶他州項目「流產」收尾一樣）
- **Ultrasafe Nuclear Corporation**去年申請破產，此前一年該公司與一家設計和生產核部件的法國公司簽署了合資協議，在此過程中耗費了2億美元
- 如果將土地平整和擋土牆算作施工的話，加拿大安大略電力公司已着手在西方國家建造首個小型模塊化反應堆，該反應堆為**通用電氣(GE)**與**日立**聯合設計的BWRX-300<sup>18</sup>。報道稱，美國的公用事業公司持謹慎態度，正在等待看到其最終標示價格再做決定。GE與日立的設計師們正試圖將容納反應堆的建築體積減少90%。他們的方法包括：採用更簡化的設計，消除對某些安全系統的需求，使用鋼板減少對鋼筋的需求，以及所需員工人數為75人，相對之下大型壓水堆則需要1,000名員工。儘管如此，一些第三方對該工廠的潛在成本作出的估算仍遠高於每千瓦2,000美元，而每千瓦2,000美元是美國國家科學院認為核電能與其他發電來源競爭的成本水平。

小型模塊化反應堆能否成功，感覺就像彩票一樣，在本世紀末之前都不一定看到成效。我仍然非常懷疑它是否能夠將世界上資本最密集的項目分成模塊，並縮小這些項目的規模。

<sup>18</sup> 「隨着第一個小型模塊化反應堆的建設在望，潛在買家等待最終的統計」，《環球郵報》，2024年12月27日

### 當代堂吉訶德：億萬富翁們尋求削減美國政府開支

像堂吉訶德和桑丘·潘沙一樣，維韋克·拉馬斯瓦米(Vivek Ramaswamy)和埃隆·馬斯克也開始尋求削減美國政府開支。目標：馬斯克在《華爾街日報》的一篇文章中指出，希望削減5,000億美元未經國會授權的聯邦支出，並希望從2024財年6.75萬億美元的政府支出中削減多達2萬億美元，這是馬斯克在10月份的麥迪遜廣場花園集會上提到的數字。[註：根據我在第43頁對十大榜單的預測，我認為政府效率部(DOGE)難以達成這個目標]。據《華盛頓郵報》報道，其他被納入政府效率部陣營的億萬富翁包括Palantir聯席創始人Joe Lonsdale、投資者馬克·安德里森、對沖基金經理比爾·阿克曼和優步前行政總裁特拉維斯·卡蘭尼克。

在本節中，我們將探討政府效率部未來的發展方向。在塞萬提斯的原著小說《堂吉訶德》中，智慧的概念不同於智力，它包含普遍性、實用性和謙卑。維韋克和埃隆具備這些條件嗎？我不這麼認為，但你可能會有不同的見解。



「堂吉訶德和桑丘·潘沙」，奧諾雷·杜米埃，1865年至1867年

**開始階段：撤銷拜登的行政行動。**聯邦預算責任委員會(CRFB)近日提到可能會通過撤銷拜登的某些行政命令來節省開支，這一過程不需要取得國會的任何批准<sup>19</sup>。按年度計算，廢除以下所述的行政行動將可每年節省1,000億美元左右；但從某種程度上說，這些都是未來計劃中的額外支出削減，有別於削減現有的項目。學生貸款方面，如非拜登政府上月撤回了兩項擬議增加赤字的取消學生貸款規則，未來能夠節省的金額本來可以更多。

#### 撤銷拜登總統的行政行動可節省數十億美元

醫療保健行政行動廢除	十億美元	其他行政行動廢除	十億美元
醫療補助融資	140	補充營養援助項目節儉食品計劃	180
醫療補助資格	75	車輛碳排放／電動汽車積分	150
聯邦醫療保險D部分退款	65	社會安全殘疾保險過去工作期間	20
平價醫療法案個人保險（「家庭故障修復」）	40	社會安全金增加	20
醫療補助養老院人員配置	25	美國國稅局對40萬美元以下商品的執行限制	20
<b>學生債務行政行動廢除</b>	<b>十億美元</b>		
SAVE 計劃	275	<b>十年節省總額</b>	<b>1,025</b>
學校停課規則	15	<b>每年節省</b>	<b>103</b>

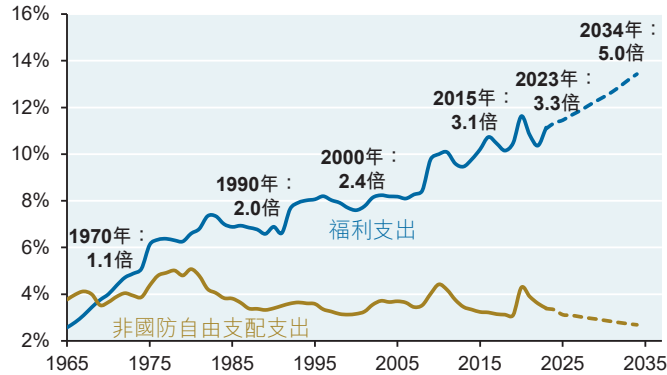
資料來源：聯邦預算責任委員會，2024年11月26日。ACA — 平價醫療法案；SSDI — 社會安全殘疾保險；SSI — 社會安全金

<sup>19</sup> 「撤銷拜登行政行動可節省高達1.4萬億美元」，聯邦預算責任委員會，2024年11月26日

上表突顯了政府支出的一個重要方面：政府開支是由福利支出、而不是非國防自由支配項目所主導，後者已被先前的協議（如《2011年預算控制法案》）削減。是否還有浪費的非國防自由支配支出需要削減？當然；問題是削減多少，特別是當其最大的類別是屬於政治敏感的退伍軍人福利，以及公路基礎設施的資金。

聯邦政府將支出用於哪些方面？

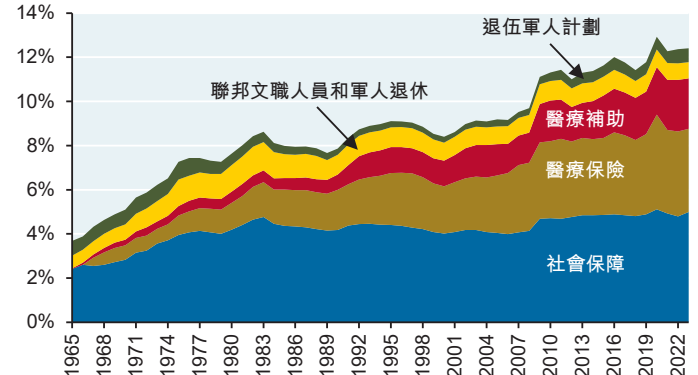
佔GDP%；以及福利支出與非國防自由支配支出的比率



資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2024年。虛線為國會預算辦公室預測。

美國福利支出明細

佔GDP%

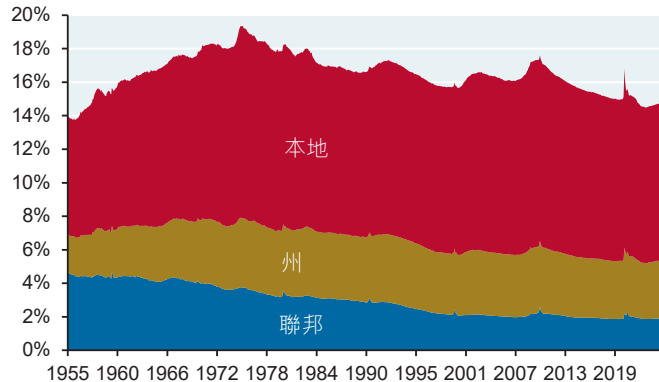


資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2024年

**解僱聯邦員工。**政府效率部據報打算關閉政府機構，通過要求全職辦公室辦公來迫使自願離職，並將某些職能從華盛頓特區轉移到更靠近提供服務的地方。儘管如此，聯邦政府僱用的300萬人佔美國就業人數約2%，比例是85年來的最低水平。在聯邦員工中，最大的僱主是國防部（不包括現役軍人），其次是郵政局和退伍軍人事務部。至於政府效率部瞄準的機構包括：美國環保局、美國證券交易委員會和勞工部，這三個機構合計佔聯邦員工總數不到1%；而教育部僅佔0.14%。我們看到的政府員工數目往往較高，當中包括550萬州政府員工和1,500萬地方政府員工，其中佔最大的份額是700萬教師和240萬警察、消防和懲教人員。

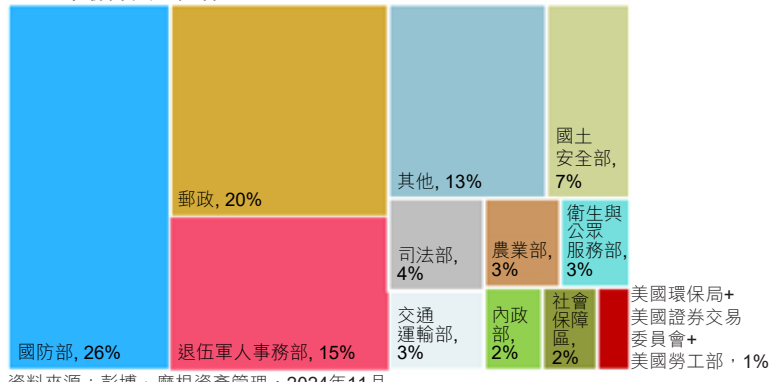
政府員工佔所有員工的比例

佔所有員工的百分比



資料來源：聯儲局經濟數據庫、摩根資產管理，2024年10月

2023年聯邦員工分佈



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月

雖然特朗普可能會將一些職業公務員重新歸類為可以隨意解僱的F類職位政治任命公職人員，但涉及人數可能只有5萬人，並不會產生太大影響。如要實現節省500億美元的聯邦員工開支目標，特朗普政府需要解僱超過500,000人。上一次如此大規模的聯邦裁員是：在1990年代的和平紅利時代，克林頓裁減了國防部350,000名人員。

**限制總統扣留國會籌集的收入。**1974年的《撥款控制法案》(ICA)限制了總統拒絕動用國會為特定目的撥付的資金，或以國會未指定的方式使用這些資金的能力。然而，特朗普表示**他打算扣留國會為某些機構和項目撥付的資金**，理由是這方面限制了總統的自由裁量權是有違憲法。特朗普的前白宮管理和預算辦公室主任羅素·沃特(特朗普宣佈將會再次任命)在特朗普上一任任期結束時向眾議院預算委員會提交了一封信，針對總統拒絕使用撥款的權力提出了廣泛的看法。特朗普還可能試圖利用「口袋撤銷」的方式來縮減聯邦機構或項目。**無論採取什麼方法，我們都幾乎肯定，任何扣留措施將會受到法庭質疑**，這個過程可能需要數月甚至數年才能解決。

**減肥藥物(GLP)和聯邦醫療保險覆蓋範圍。**就在政府效率部試圖削減其他政府支出的同時，政府用於減肥藥物的支出卻可能增加。目前，聯邦醫療保險覆蓋了Ozempic和Wegovy等減肥藥物，為聯邦醫療保險計劃下1,400萬名肥胖和超重人士中的1,100萬人提供醫療服務，這些人患有II型糖尿病，或(自2024年初起)同時患有心血管疾病和肥胖症<sup>20</sup>。然後在11月，拜登提議讓醫療保險和醫療補助為只有肥胖症的患者提供減肥藥物，有機會令計劃覆蓋人數額外增加740萬人<sup>21</sup>。不同機構對於成本的估算可以相距甚遠：根據國會預算辦公室的數據，未來10年的預算為200億至300億美元，而根據賓夕法尼亞華頓商學院預算模型，將達到1,400億美元<sup>22</sup>。根據KFF和聯邦醫療保險和醫療補助服務中心的估計，如果減肥藥物覆蓋範圍擴大到肥胖症或心血管疾病患者，那麼符合醫療保險資格的人數將增加1,000萬人。

換言之：即使2025年政府與製藥行業的價格談判中包括索馬魯肽(減肥藥物中的活性成分)，減肥藥物覆蓋率的提高也會將政府效率部在其他領域削減成本的成效抵銷。

**埃隆·馬斯克並不是一名憲法律師。**在2024年11月《華爾街日報》的一篇專欄文章中，馬斯克聲稱《行政程序法》(「APA」)不會限制總統大幅削減聯邦機構的開支，或將許多職業公務員職位轉變為政治任命，以便可以隨意解僱這些聯邦員工。馬斯克表示總統不受《行政程序法》約束；在這一點上，我認為他基本上是正確的。最高法院認為，根據該法規，即使總統的行為牽涉到機構，總統本身也不是一個「機構」。然而，總統仍受到一系列其他限制：

- 聯邦法規設立內閣級部門和許多其他聯邦機構，要求這些部門和機構必須存在。有些法律更進一步，設立了辦公室／部門針對其結構施加要求，還明確規定了這些辦公室必須履行的職能和／或必須支付的款項。例如：1979年的《教育部組織條例》要求在教育部內設立民權辦公室和懲教教育辦公室等辦公室；其要求教育部批准根據《初等和中等教育法》批出聯邦撥款的州計劃；並明確禁止部長取消任何此類法定設立的單位
- 與聯邦工會員工達成的集體談判協議也可能會限制政府實質上改變僱傭條款的能力，例如能否減少或取消遠程辦公政策

換言之：試圖取消機構或其相關職能，或拒絕使用其撥款，通常會面臨若干重大的法律挑戰

**終結雪佛龍服從原則。**隨着特朗普陣營佔多數席位的最高法院於去年推翻了雪佛龍原則後，特朗普政府的各個機構或會諷刺地面臨更多對其決策和解釋的司法挑戰，從而削弱其單方面頒佈規則的能力。

<sup>20</sup> 「Wegovy的新用途」，KFF，2024年4月

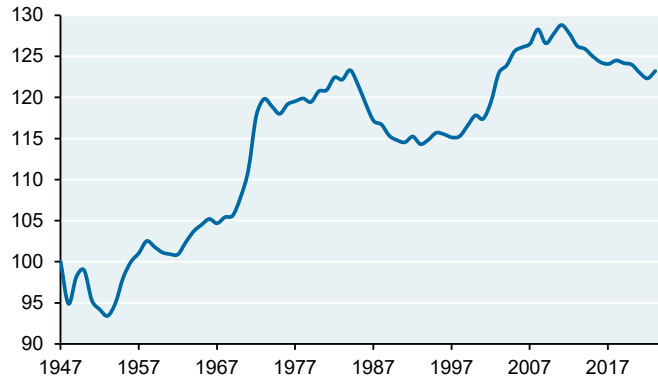
<sup>21</sup> 2003年《醫療保險現代化法案》禁止採取此類舉措。如果要做出改變，需要制定正式的機構規則，其評論期和最終批准將延續至特朗普政府上台之後。如果該規則被成功挑戰並被推翻，國會仍可通過立法批准該規則。任何減肥藥物規則或法規的關鍵特徵：覆蓋範圍是永久性的還是暫時的？

<sup>22</sup> 「授權醫療保險和醫療補助計劃覆蓋減肥藥物」，華頓商學院，2024年11月27日

**國防採購成本。**自二戰以來，國防開支通脹的增速比整體通脹快25%。其中一個可能的因素是：採用直接談判的非競爭性國防合同的普遍程度與競爭性合同大致相同<sup>23</sup>。雖然競爭性合同持續能降低成本的證據好壞參半，但廣泛使用競爭性合同引發了人們對非競爭性合同的流程和成本結果產生質疑。

**國防開支的相對價格**

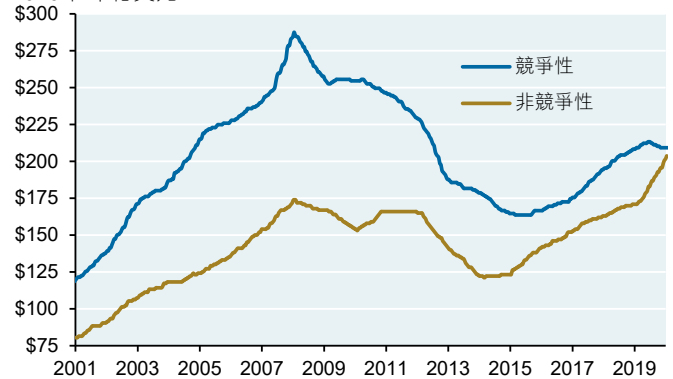
相對價格：國防平減指數與整體GDP平減指數的增長



資料來源：美國經濟分析局、摩根資產管理，2023年

**通過招標程序承擔的國防合同義務**

2020年 十億美元

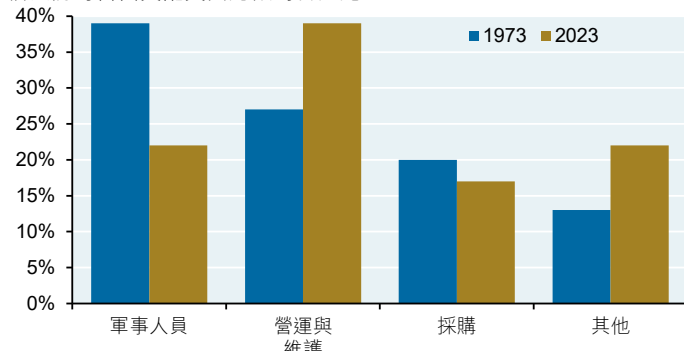


資料來源：Reilly (喬治梅森大學)，2023年

國防採購 (武器系統) 僅佔軍事總預算的15%至20%，而人員和營運／維護的合計份額則要大得多。採購成本超支在所有部門都很常見；國防部範圍內的項目 (如F-35聯合攻擊戰鬥機) 的採購成本超支最高；與固定價格相比，成本加成合同類型的採購成本超支更高。

**美國國防開支 (按類別劃分)**

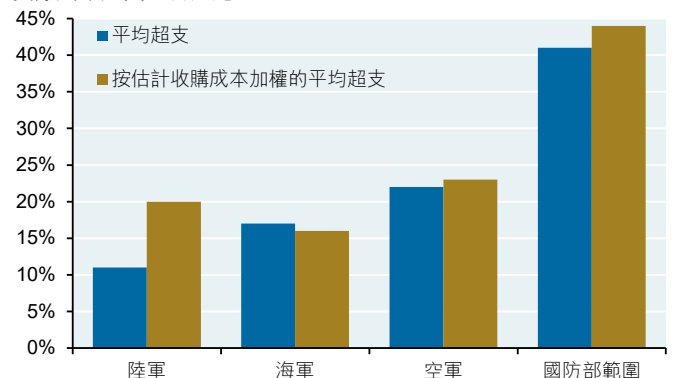
佔國防可自由支配支出總額的百分比



資料來源：白宮管理和預算辦公室、彼得森基金會，2023年。其他主要支出包括研發、軍事建設和家庭住房

**成本超支 (按主要服務劃分)**

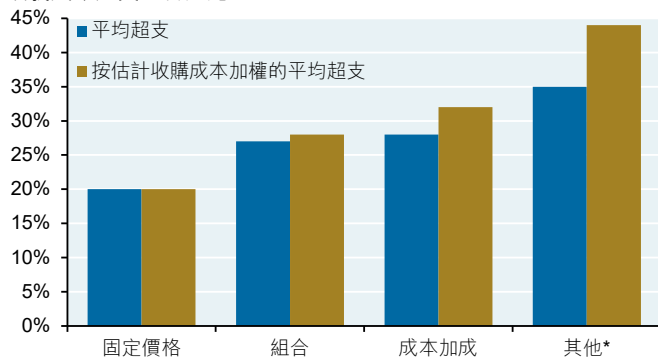
實際成本超支，百分比



資料來源：華盛頓戰略與國際研究中心、摩根資產管理，2011年4月

**成本超支 (按合同類型劃分)**

名義成本超支，百分比



資料來源：華盛頓戰略與國際研究中心、摩根資產管理，2011年4月。  
\*其他包括工時合同和材料合同以及勞動時數合同

關於武器採購的競爭性招標：聯邦政府面臨高度集中和專業化的局面。在克林頓時代削減軍費開支後，主要國防承包商的數量便從51家減少到五家 (洛克希德、通用動力、RTX、諾斯羅普、波音)。

此外：競標節省的任何資金最終都可能被重新投入到新武器項目中，而非用來減少國防預算

<sup>23</sup> 「國防成本上升的政治經濟學」，Reilly (喬治梅森大學)，2023年

以下是一些按類別和項目列示的最大成本超支個案。例如：50%的直升機項目超過了重大或關鍵的成本超支閾值。關於「成本違規率」：1982年《納恩－麥柯迪法案》要求國防部在重大項目的成本增長高於基準的某個閾值(30%=顯着超支，50%=嚴重超支)時需向國會通報，並進行深入的項目審查和重組。在右側的表格中，我們列示了過去十年中與基線相比最大的10項成本超支。儘管國防部報告稱近年來的《納恩－麥柯迪法案》違規率較低，但國防部在最近幾次審計中均未通過，2018年至2024年期間的重大薄弱環節數量並無改善。

1997年至2021年納恩-麥柯迪成本違規率

項目總數	曾經違規的項目數量	違規率
化學非軍事化	4	100%
太空發射	1	100%
直升機	20	50%
固定翼飛機	29	34%
衛星	16	31%
無人機	7	29%
船舶/潛艇	24	25%
C4ISR	57	23%
地面車輛	14	21%
彈藥/導彈	34	29%
導彈防禦	9	11%
<b>總計</b>	<b>215</b>	<b>30%</b>

資料來源：國防部2023年國防採辦報告

與基線相比的累計成本增長，2010年至2021年的前十名

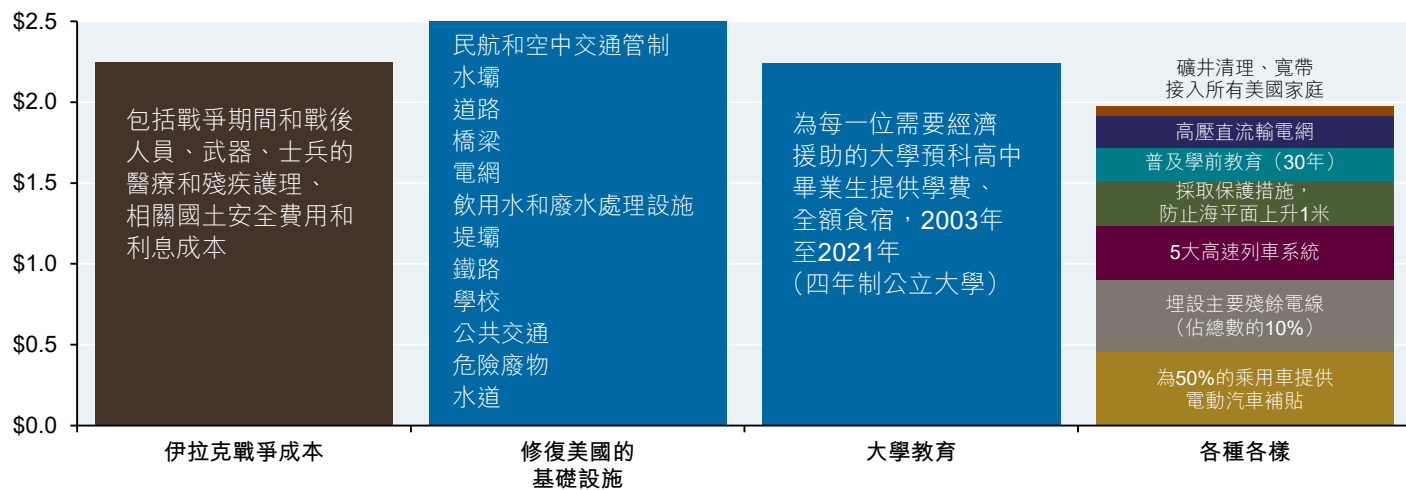
項目	描述	成本增長
C-130J	大力神運輸機	3267%
GMLRS/GMLRS AW	制導火箭發射系統	1086%
MH-60S	艦隊戰鬥支援直升機	871%
AIM-9X黑二	空中攔截導彈	335%
SBIRS高軌部分	天基紅外系統	229%
EFV	遠征戰車	213%
多功能資訊發布系統	資訊發布系統	211%
F-35	F-35聯合攻擊戰鬥機	193%
DDG 1000	導彈	191%
NSSL	國家安全太空發射	187%

資料來源：國防部2023年國防採辦報告

關於美國軍事開支的最後一點評論。我在2015年編製了這張關於伊拉克戰爭成本的圖表，以及2.2萬億美元支出本來可以花費的其他地方。削減軍事開支以及分配更多資金用於提振國內增長的最好辦法，就是避免不必要的對外戰爭。

伊拉克戰爭的驚人財務機會成本

2014年萬億美元



資料來源：布朗大學沃森國際與公共事務研究所；波士頓大學Neta Crawford（伊拉克戰爭成本）；大學理事會；美國教育部；愛迪生電氣學院；美國土木工程師協會；Earthworks；Hall Energy Consulting；Next Big Future；西北大學；聯邦通訊委員會；自由大學；美國交通部；《國家事務》；美國內政部；《科學美國人》；美國能源部；美國能源資訊署；摩根資產管理。2015年。



政府超額支付的節日。每當我看到參議員蘭德·保羅(Rand Paul)關於政府浪費開支的年度Festivus報告時，我都會翻白眼，因為保羅提到的9,000億美元的浪費性支出中，有6,590億美元是聯邦債務的利息。換言之，這不是可以隨便削減的開支。然而，他的報告確實強調了一些值得注意的方面：根據美國審計署(GAO)的年度報告<sup>24</sup>，自2003年以來，聯邦政府機構「不當支付」金額高達2.7萬億美元，只是2023年便有2,360億美元。

美國審計署將不當付款定義為不應該支付，或金額不正確的付款。最常見的兩個原因是：機構未能確定收款人是否應該收到付款，以及資訊訪問限制導致無法驗證付款是否適當。雖然這似乎可以輕易補救，而且很容易節省開支，但仍有一些注意事項：

- 新投資。預先防止不當付款所需的系統比事後識別和估計不當付款所需的系統更為複雜且成本更高。
- 聯邦與州／當地。一些聯邦計劃由各州在當地實施，而不當支付的款項都必須在這些地方進行扣減
- 審計。為了減少對勞動所得稅受益人的不當支付，美國國稅局需要對低收入家庭進行大規模審計，這在政治層面上可能極為不受歡迎；並且需要更多的資源

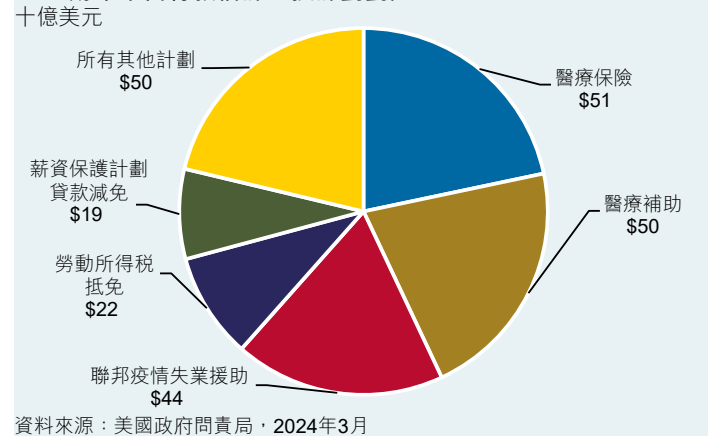
我在華盛頓特區的人脈，包括聯邦預算責任委員會的聯繫人，對用於制定這些估算的過程並不太有信心；並認為減少10%-20%的不當支付將是一個巨大的成就。

美國審計署對不當付款的估計，按機構劃分



資料來源：美國政府問責局，2024年3月

2023財年不當付款估計，按計劃劃分



資料來源：美國政府問責局，2024年3月

### 關於政府效率部的要點：

- 撤銷拜登的行政行動可以節省開支，但這不會計入政府效率部減少當前支出的目標。
- 非國防可自由支配支出已經被削減，目前處於幾十年來的最低水平。
- 正如政府效率部陣營中的億萬富翁現在所了解的那樣，福利是政治的第三條軌道。
- 證券交易委員會、勞工部、教育部和環保署的員工非常少，佔聯邦全體員工不到2%。
- 擴大減肥藥物的覆蓋範圍或會抵銷政府效率部在其他方面的節省。
- 扣留或重新分配國會的支出撥款將面臨司法挑戰。
- 大多數國防開支是用於人員和營運用途，而不是武器採購。
- 國防承包商過於集中導致削減採購成本變得困難。
- 減少不當／欺詐性支付將需要投入大量資源在系統和人員上。

願上帝與你同在，當代堂吉訶德！

<sup>24</sup> 「關於機構2023財年估算的不當支付資訊」，美國政府問責局，2024年3月26日。

### 中國：流動性挑戰與大國競爭挑戰

中國正在經歷某種流動性挑戰挑戰：貨幣供應增長正在下滑；儘管削減了銀行存款準備金率，但貸款需求仍在下降；利率暴跌未止；而且住宅房地產市場尚未呈現觸底跡象。巴克萊報道稱，中國的日本化指數<sup>25</sup>實際上已超過日本，該指數衡量實際與實質增長率、自然實際利率、實際利率、名義利率和通縮。這解釋了中國去年宣佈積極刺激計劃的原因。橋水估計，中國當前和未來預期的刺激措施將可抵銷約一半持續拖累中國經濟的負面影響。

中國M2貨幣供應

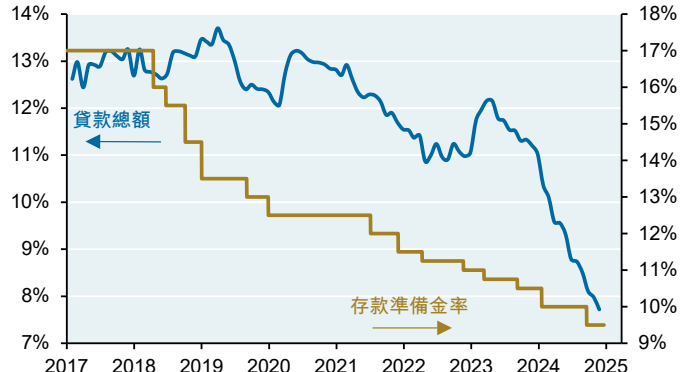
同比百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

中國銀行貸款及存款準備金率挑戰

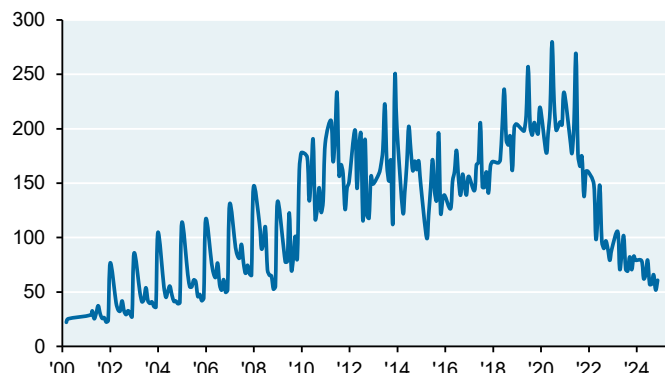
同比百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

中國住宅動工建築面積

百萬平方米



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

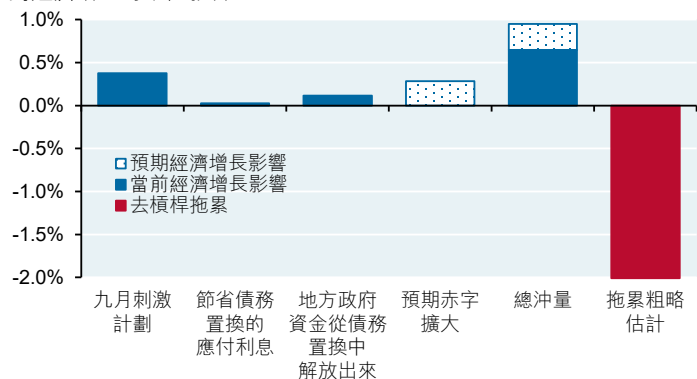
中國經濟活動監測數據（彭博）

年同比變化%



資料來源：彭博，2024年11月30日

中國自2024年9月以來宣佈的主要政策對經濟增長的影響，對經濟增長的年化影響，%



資料來源：橋水，2024年11月

<sup>25</sup> 「中國是否正迎來『大規模刺激政策』時刻？」，巴克萊，2024年11月

刺激計劃宣佈後，大幅提振了中國股市。中國在岸A股飆升，至今仍保留了大部分漲幅，而MSCI中國指數則回吐了約一半的最初漲幅。我認為，中國會貫徹履行貨幣和財政刺激承諾，哪怕只是為了減輕美國可能施加的關稅帶來的影響。在刺激計劃宣佈之前，中國銀行股已經從極低的估值水平上開始復甦。

### 中國股市估值

遠期市盈率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

### 中資銀行估值

平均市淨率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

### 中國股市「字母湯」

MSCI中國指數：A/H/B股、紅籌股、P股和美國存託憑證

A股：在中國註冊成立，在上海和深圳交易所交易，可通過滬港通進行交易

H股：在中國註冊成立，在香港上市的大中盤股

B股：在中國註冊成立，在上海和深圳交易所以外幣交易

紅籌股：在中國境外註冊成立，在香港交易所上市的大／中型中國公司；通常是國企

P股：與紅籌股相同，而非國有

美國存託憑證：在紐約證券交易所／納斯達克交易

然而，正如我在去年10月的一篇文章<sup>26</sup>中所解釋，中國投資者不僅要應對流動性挑戰，還要應對大國競爭挑戰。後者指的是美國和中國之間持續緊張的政治局勢因中國間諜活動加劇而惡化。我在下文列出了10月份發佈的文章摘錄，但為了讓您更加了解目前情況，2024年12月30日，美國財政部披露一名「獲得中國政府支持的黑客」入侵了財政部稱為「BeyondTrust」<sup>27</sup>的系統，竊取了機密文件。

以下是10月份發佈的文章摘錄，闡述了中國間諜活動日趨頻繁而且程度加劇的情況：

- 2024年，美國聯邦調查局披露，一家與中國政府有關聯的公司入侵了260,000個連接互聯網的攝像頭、路由器和其他設備；美國政府用於法院授權的網絡竊聽請求的系統；以及美國聯邦人事管理局的數據庫（在高級政府安全審查期間獲得的敏感資訊，使2,200萬現任和前任官員面臨被敲詐勒索的風險）
- 中國「伏特颱風」黑客劫持了數百台路由器，並利用它們侵入美國的運輸、電訊、水電網絡，而美國港口使用的中國貨物起重機內置的技術，可以讓北京方面秘密控制它們。聯邦調查局局長雷(Wray)：「中國黑客正在瞄準美國基礎設施，準備在必要時發動攻擊，對美國公民和社區造成嚴重破壞和實質傷害」

<sup>26</sup> 「中國股票交易的大國競爭挑戰」，《放眼市場》，2024年10月17日。上述引文來自我們10月份文章，來自公共來源，包括《外交政策》、美國國家公共電台、《華爾街日報》、《連線》、BBC、華盛頓戰略與國際研究中心、《喬治城安全研究評論》和美國國會監督與問責委員會

<sup>27</sup> 「中國黑客在重大漏洞中入侵美國財政部系統」，《紐約時報》，2024年12月30日

- 雷的其他評論：中國已將經濟間諜活動作其國家戰略的核心部分，其黑客計劃規模比其他所有主要國家加起來還要大，竊取的美國人個人和公司數據比所有國家加起來還要多
- 目前，中國的網絡攻擊幾乎覆蓋所有行業：醫療保健、金融服務、國防、能源、政府設施、化工、汽車、航空航天、通訊、資訊科技（包括託管服務提供商）、國際貿易、教育、電子遊戲、宗教組織和律師事務所
- 1987年至2021年間，至少有162名曾在洛斯阿拉莫斯（美國軍方高超音速、鑽地彈、無人駕駛汽車和潛艇降噪研發中心）工作的中國科學家回國支持中國的軍事研發
- 中國的許多空軍戰力系統與美國平台有着相似之處，例如F-16、F-22和F-35戰鬥機、MQ-9死神無人機和C-17環球霸王III。除了飛機之外，中國還竊取了有關愛國者導彈系統、瀕海戰鬥艦、納米技術、定向能源系統、太空監視望遠鏡、戰術數據鏈和無人機視頻系統的資訊，所有這些資訊都是中國黑客通過與五角大樓合作的私營國防公司網絡獲取的
- 自2000年以來，中國參與了90起網絡間諜活動，比俄羅斯多30%。實際數字可能更高，每次事件中都有多家企業成為目標，這些企業與「中國製造2025」計劃中指定的優先產業重疊
- 在最近舉行的美國、英國、澳洲、加拿大和新西蘭安全主管會議上，英國軍情五處負責人表示，中國一直在「大規模」地持續進行間諜活動，網上聯繫了超過20,000名英國個人，其中包括與軍事供應鏈相關的公司人員
- 哈佛大學歷史學家考爾德·沃爾頓(Calder Walton)表示，中國企業必須應要求與情報部門合作；這些情報部門現在「實際上將中國企業連接外部商界的沉默夥伴」。即使非國企的中國公司，在實踐中也受到法律的約束，強制它們向中國政府提供公開的渠道和資訊。以合資企業形式營運的外國公司必須允許共產黨在公司內部建立黨組織，以便通過公司的全球網絡竊取技術、知識產權和數據

儘管特朗普可能不會將美國對華關稅提高到最高水平，但我很難相信美國和中國之間會在短期內和解。相反，與貿易、外國直接投資和稀土金屬相關的摩擦或會持續。舉例來說，去年11月美國官員訪台後，台積電通知其在中國的所有先進人工智能晶片客戶，將不再向他們供應7納米或更小尺寸的晶片<sup>28</sup>。由於台積電70%的銷售額流向美國買家，因此美國的關稅威脅相當大。台積電的舉動源於去年10月，人們發現華為Ascend910B處理器中仍有先進的台積電晶片。

如果真是這樣，此類摩擦可能會導致**MSCI中國股票** 市盈率的實際上限達到**12倍**左右；中國股票**14倍至16倍**的市盈率時代可能已成過去。

MSCI中國股票估值



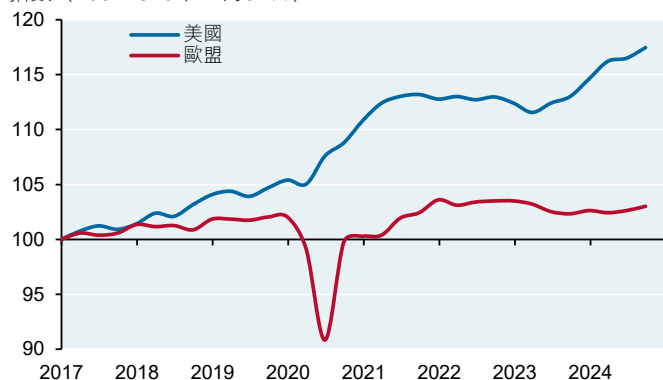
<sup>28</sup> 「美國命令台積電停止向中國發貨用於人工智能應用的晶片」，路透社，2024年11月10日

## 蘇斯博士訪歐洲

我不喜歡它們靠近塞納河，或在阿登森林.....

### 基於產出的勞動生產率

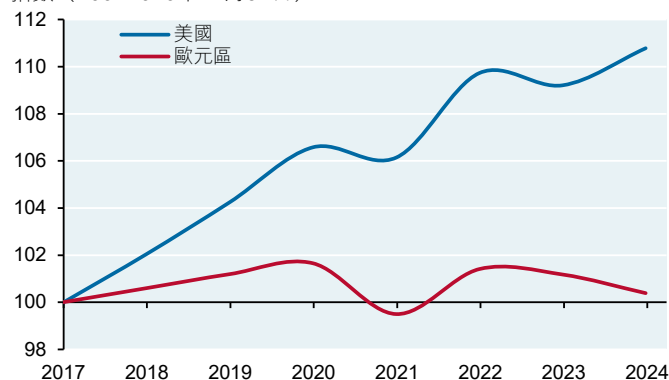
指數 (100=2016年12月31日)



資料來源：美國勞工統計局、歐盟統計局、彭博、摩根資產管理，2024年9月

### 基於員工薪酬的勞動生產率

指數 (100=2016年12月31日)



資料來源：美國經濟分析局、歐盟委員會、彭博、摩根資產管理，2024年

我不喜歡它們靠近阿爾薩斯或蒙帕納斯大道<sup>28</sup>.....

### 歐元區相對於美國的能源價格

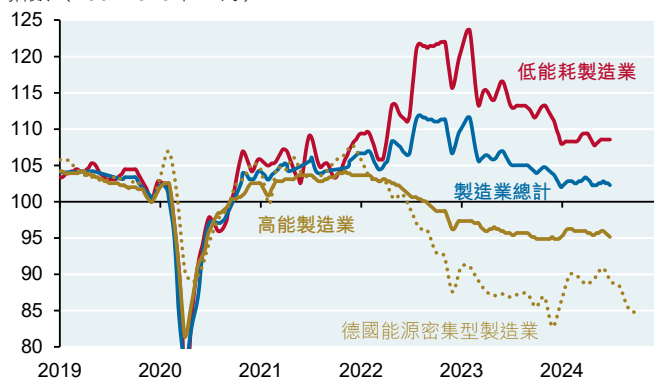
比率，12個月移動平均值



資料來源：歐洲央行貨幣政策報告，2024年

### 歐洲製造業產出，按能源強度劃分

指數 (100=2019年12月)

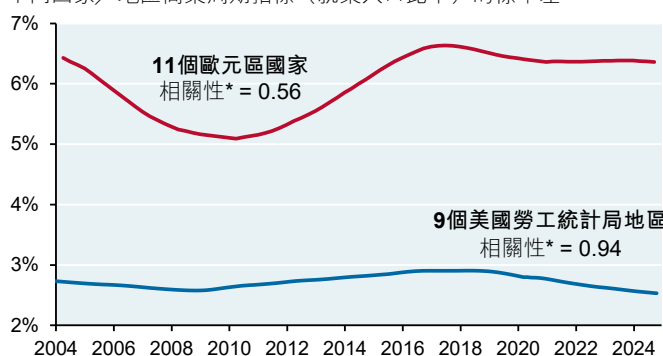


資料來源：歐洲央行、德國聯邦統計局，2024年10月

不靠近新天鵝堡的任何地方，也不在萊茵河的船上.....

### 「統一適用」的政策並不適合歐元區

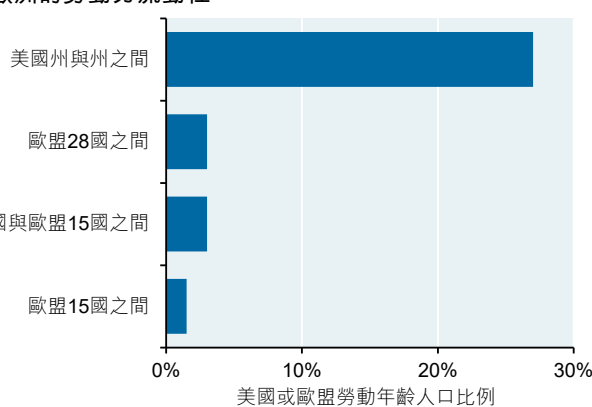
不同國家/地區商業周期指標 (就業人口比率) 的標準差



資料來源：經合組織、美國勞工統計局、摩根資產管理，2024年10月。

\*平均配對相關性

### 美國與歐洲的勞動力流動性



資料來源：IZA移民雜誌，2016年

<sup>28</sup> 綠色法規與漢堡。歐盟新的《企業可持續性盡職調查指令》要求在歐盟營運的大型公司遵守其針對碳排放和勞工/人權的規定，否則將面臨高達公司全球收入5%的歐盟罰款。卡塔爾已作出威脅，表示如果因為新法律而被罰款，將停止向歐盟出口所有液化天然氣。我相信歐洲會順利解決這些議題。

### 不是在卡拉卡拉浴場，也不是在斯卡拉歌劇院.....

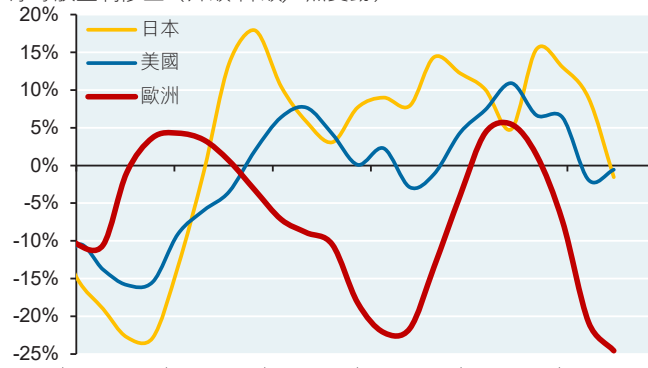
除醫療保健外，美國各行業的淨資產收益率和資產回報率均高於歐洲

	資產回報率		淨資產收益率	
	美國	歐洲	美國	歐洲
必需消費品	7.2	4.4	24.7	13.3
非必需消費品	7.8	4.4	30.0	11.8
科技	12.6	5.8	28.9	11.4
醫療保健	4.4	6.3	12.7	15.1
通訊服務	7.2	2.0	17.8	6.9
金融	1.4	0.7	12.9	12.5
工業	6.6	4.9	23.2	16.5
房地產	3.0	-1.8	7.2	-4.7

資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

### 3個月盈利修正趨勢

淨每股盈利修正（升級-降級/無變動）



資料來源：DataStream、摩根資產管理，2024年10月

### 我不打算去離卡薩布蘭卡不遠的薩拉曼卡.....

#### 2009年以來美股表現優於歐洲的分析

總回報指數（100 = 2009年12月）

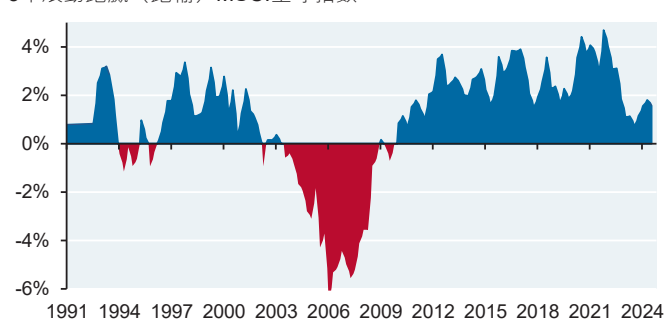


資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

### 甚至也不在特拉法加廣場.....我在任何地方也不喜歡它們

#### 超配美國，低配歐洲

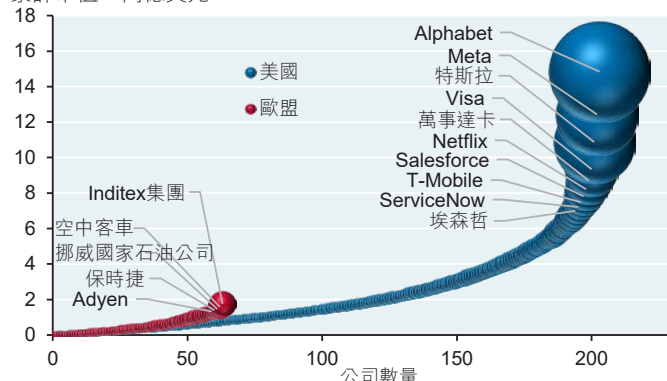
3年滾動跑贏（跑輸）MSCI全球指數



資料來源：彭博、摩根資產管理。2024年9月。所有股票投資組合，每季度重新平衡。超配美國10%；低配歐洲-10%。假設未進行貨幣對沖。過往表現並不代表未來業績

#### 21世紀新上市公司的誕生

累計市值，萬億美元



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月17日

### 美國總統對加密貨幣的支持：關於加密貨幣的漲勢和政治捐獻的高額回報

2022年2月，我撰寫的《馬耳他之幣》對加密貨幣表達了懷疑態度。需要明確的是，我沒資格對加密貨幣的法律問題（它是否是一種該受監管的證券或商品）或其社會效益／弊端（促進犯罪活動）發表意見。我只關注加密貨幣作為投資的優點。在這篇文章中，我對比特幣的價值存儲理論表達了懷疑，並對瑞波幣、恆星幣、門羅幣和萊特幣等去中心化金融和以交易為中心的貨幣表示懷疑。鑒於許多加密資產的價值均有上漲，現在是時候檢視一下我的觀點對錯。簡而言之，對比特幣的看法錯誤，對去中心化金融和以交易為中心的貨幣的看法則基本正確，至少在2024年11月時的大選之前是如此，其後所有加密資產都開始急升。

加密貨幣的採用。當我寫該篇文章時，加密貨幣賬戶持有者的數量約為3.2億；如今，這一數字已上升至約5.6億。持有少於1個比特幣的零售持有者所有權比例從2020年的6.8%上升至9.5%。

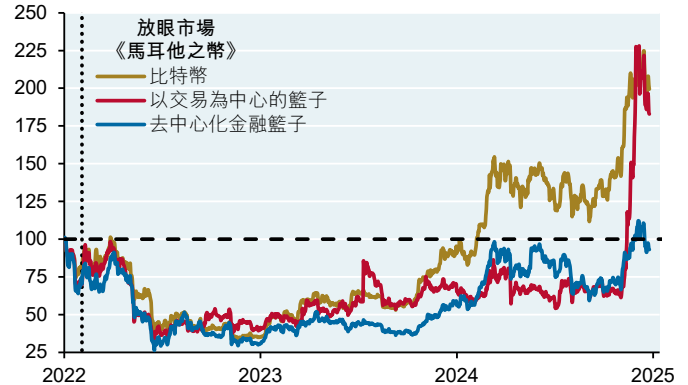
比特幣：作為價值存儲工具的數碼資產。在我寫該篇文章後，比特幣下跌了65%，但已反彈至2022年2月價值的2.6倍。我在《馬耳他之幣》的最後寫道，如果比特幣暴跌，我會再看看。在2023年初下跌65%之後，我本應該這麼做，但我沒有。在美國證監會於2024年1月批准比特幣現貨交易所交易基金(ETF)後，推出了9隻比特幣ETF，截至2月底，流入資金已達160億美元，到3月份，日均交易量已達40億美元。2024年11月大選後翌日，美國比特幣ETF的流入資金超過6億美元，創下有史以來最高單日流入量紀錄之一。

比特幣：一種價值存儲工具



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

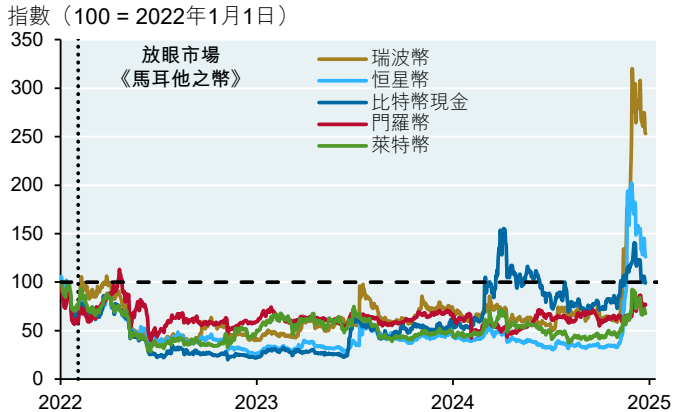
加密貨幣價格，按細分市場、市值加權劃分指數（100=2022年1月1日），每半年重新平衡



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

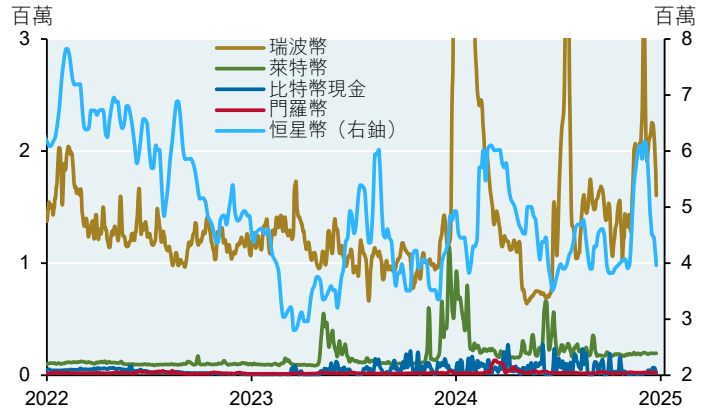
以交易為中心的代幣。在《馬耳他之幣》發表之後，大多數以交易為中心的代幣大幅下跌，並在接近三年的時間裡保持低迷。特朗普當選後，一些以交易為中心的代幣價值顯着上漲，尤其是瑞波幣。如果有人認為價值上升是使用率提高所致，我卻並不認為如此：如圖所示，自2022年以來，大多數的交易量變化不大。因此，至少到目前為止，最近的漲勢似乎具有很大的投機性。

交易為中心的代幣價值



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

區塊鏈的每日交易量，七天平均值



資料來源：BitInfoCharts、The Block、摩根資產管理，2024年12月26日

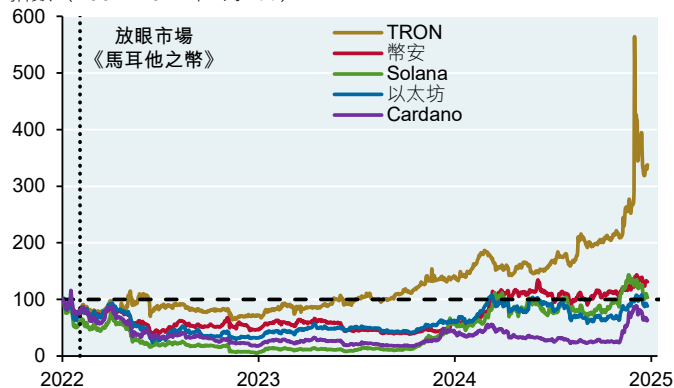
瑞波幣的上升是因其交易確認時間僅為4秒，為交易速度最快的代幣之一嗎？我對此表示懷疑；最好的解釋可能是批評這項資產的人已從美國證監會離職。以交易為中心的代幣可能會由於來自穩定幣的競爭而繼續處於低位，因為穩定幣大多具有抵押性質，因此本身並不是定向加密貨幣投資。隨着跨境監管的協調，加上利率下降減少了穩定幣抵押品的收益套利，穩定幣經濟學出現了一些有趣的問題。我仍然覺得穩定幣更多地用於加密貨幣交易而非跨境匯款。雖然通過區塊鏈匯款的成本通常低於銀行或西聯匯款支付渠道，但發展中國家的匯款收款人兌換回當地貨幣時通常總體上也會產生類似的成本。

去中心化金融。此類別指的是通過將金融服務遷移到無需權限區塊鏈來實現非中介化的活動。衡量去中心化金融應用程度的一種方法是查看「鎖定的總價值」，即存入去中心化金融應用程式中的加密抵押品數量。由於重複計算和槓桿作用，這並不是完善的計算準則，但卻是去中心化金融活動的一個不錯的指標。

我在2022年寫道，大多數去中心化金融借貸似乎與向其他加密貨幣持有者提供的超額抵押貸款有關，因此這些持有者可以購買更多加密貨幣，或在無需繳納資本利得稅的情況下，通過持有升值的加密貨幣而獲得流動性。因此，如果加密貨幣價格下跌，考慮到整個生態的循環性，去中心化金融活動也可能會崩潰。正如從2022年至2023年崩盤和隨後的復甦期間發生的情況所見，事實確實如此：加密貨幣價格和鎖定的價值同步變動，如下圖所示。

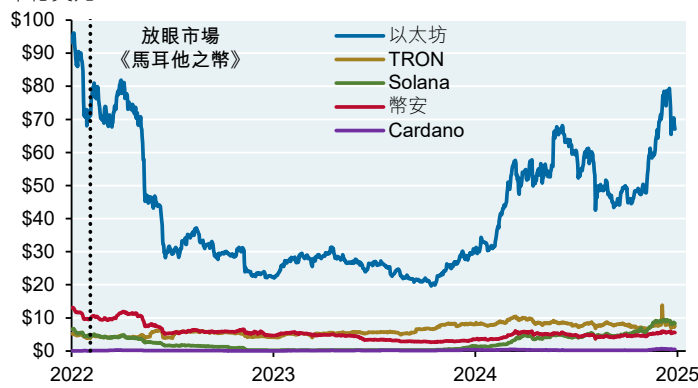
據我所知，這一動態沒有任何改變：去中心化金融活動仍與加密貨幣價格水平掛鉤。換言之，並無任何證據表明去中心化金融市場蓬勃發展，並且人們可在該市場進行租賃、抵押、衍生工具和其他合約交易而不受加密貨幣價格的影響。自2022年以來，去中心化金融代幣的價格暴跌，隨後回升至2022年初的價值，而Tron則飆升，目前與以太坊不相上下，成為最大的穩定幣交易平台。請注意，以太坊每日合約數量已回到與2022年初大致相同的水平。

去中心化金融代幣價值  
指數 (100 = 2022年1月1日)



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

去中心化金融平台鎖定的總價值  
十億美元



資料來源：DeFi Llama、摩根資產管理，2024年12月27日

以太坊價格與鎖定的總價值比較  
美元，十億



資料來源：彭博、DeFiLlama、摩根資產管理，2024年12月27日

以太坊每日驗證的合約  
每日驗證的合約總數 (7天平均值)



資料來源：Etherscan、摩根資產管理，2024年12月27日。



## 美國總統對加密貨幣的支持與其在國會的盟友：

- 國會議員提議建立一個美國戰略比特幣儲備，除了通過減少供應來使比特幣持有者受益之外，我不太清楚設立這個儲備的確切目的。考慮到拜登政府對戰略石油儲備的管理不善，成立類似於戰略石油儲備的項目並不明智。如果比特幣儲備的資金是來自聯儲局向財政部的撥款，那麼在利率上升後，現在這些資金的價值可能為負。政府沒收的比特幣資產可能必須成為建立儲備的起點。
- 美國證券交易委員會(SEC)提名人保羅·阿特金斯(Paul Atkins)，曾在喬治·布殊任內擔任SEC委員，他支持促進美國國內加密貨幣業務的發展，這與他的前任形成對比。
- 根據聯邦選舉委員會的數據，與加密相關的政治行動委員會和其他與加密行業相關的團體收到了2.45億美元的捐款；這是2024年總統大選期間所有企業捐款的約一半<sup>30</sup>。舉例來說，Coinbase向一個名為Fairshake的超級政治行動委員會捐贈了7,500萬美元，該委員會的候選人幾乎都能勝出他們參與的每場競選
- 根據Coinbase發起的「與加密貨幣站在一起」聯盟，目前參眾兩院已有300名支持加密貨幣的議員。Coinbase行政總裁布萊恩·阿姆斯特朗(Brian Armstrong)在推特上發文稱：「歡迎來到美國歷史上最支持加密貨幣的國會」，而瑞波幣的行政總裁宣佈「對加密貨幣的戰爭已經結束」，同時承諾向特朗普的就職基金捐贈500萬美元。
- 共和黨多數黨領袖斯卡利斯(Scalise)承諾在首100天內提出一項支持加密貨幣的法案，類似於擬議的《21世紀金融創新與技術法案》，特朗普也宣佈成立由被市場戲稱為「加密貨幣沙皇」領導的加密貨幣委員會，SEC可能會撤銷加密貨幣會計披露規則。

## 與此同時，最新的機構所有權調查似乎對數碼資產均持積極態度。

摘自《經濟學人》<sup>31</sup>：

- 預計到2027年，機構對數碼資產的配置有望從目前的1%-5%上升至7%
- 70%的機構投資者計劃在未來3年內增加對數碼資產的投資
- 機構投資者正在考慮直接投資(51%)、持股(33%)和加密貨幣衍生工具(32%)

摘自數碼金融行業機構全球數碼金融<sup>32</sup>：

- 目前，93%的金融機構以某種形態或形式處理比特幣，主要由加密貨幣ETF推動

摘自野村證券<sup>33</sup>：

- 54%的日本機構投資者計劃在未來3年內投資加密貨幣，配置比例為2%-5%

摘自畢馬威對加拿大機構投資者的調查<sup>34</sup>：

- 2023年，39%的機構投資者有投資於加密貨幣，而2021年這一比例為31%
- 33%的投資者將投資組合至少10%的配置投資於加密貨幣，而2021年這一比例為20%
- 67%的人認為市場日趨成熟和託管基礎設施是投資加密貨幣的原因，而2021年這一比例僅為14%，58%的人認為強勁的市場表現是投資加密貨幣的原因

與此同時，就像黑暗時代抄寫羅馬文獻的愛爾蘭僧侶一樣，加密貨幣反對者仍然堅持抵抗。美國證監會互聯網執法辦公室前負責人約翰·里德·斯塔克(John Reed Stark)表示：

[第1條](#)：判例法支持數碼資產應被歸類為證券而非商品的前提

[第2條](#)：數碼資產引發了史詩級的加密貨幣犯罪浪潮

<sup>30</sup> 「科技兄弟如何買下美國有史以來最支持加密貨幣的國會」，CNBC，2024年11月

<sup>31</sup> 「數碼資產成為機構投資者的新選擇」，《經濟學人》，2024年8月

<sup>32</sup> 「加密貨幣將在2024年進入機構化」，全球數碼金融，2024年4月

<sup>33</sup> 「2024年日本機構投資者數碼資產投資趨勢調查」，野村證券，2024年6月

<sup>34</sup> 「加拿大投資行業在2023年（重新）擁抱加密貨幣資產」，畢馬威、CAASA，2024年4月

## 2025年十大榜單和2024年榜單的成績單

去年的《展望》除了預測美國經濟將軟著陸之外，還列出了一份十大榜單。美國經濟仍在繼續軟著陸；以下是這份榜單的結果：

排名	2024年1月1日預測	結果評估
1	儘管人們對儲備貨幣地位的風險感到擔憂，並且金磚四國也努力發展具有競爭力的儲備貨幣，但美元仍然保持穩定，在+/-1個標準差範圍內波動7%	2024年美元貿易加權指數上漲約7%
2	美國司法部／聯邦貿易委員會贏得了一次大型反壟斷案件	法官裁定谷歌通過與蘋果的合作壟斷了網上搜索。11月，美國司法部請求聯邦法官強制谷歌出售旗下的Chrome瀏覽器，並對谷歌如何使用人工智能和安卓移動操作系統施加限制
3	拜登總統以健康為由在超級星期二和11月份大選之間退出競選	拜登於2024年7月21日退出競選
4	自動駕駛汽車無甚進展	在馬斯克的自動駕駛出租車演講缺乏技術細節且對監管問題避而不談之後，特斯拉股價下跌9%；2024年激光雷達籃子下跌13%，較峰值水平下跌了88%；通用汽車放棄對Cruise的90億美元投資；Waymo取得溫和進展，但足跡仍然很小（請參閱下文）
5	大型銀團槓桿貸款損失將首次超過私募信貸損失	槓桿貸款和私募信貸違約率相近，但私募信貸壓力明顯增加（請參見下一頁）
6	阿根廷美元化一旦實施，則必然失敗	尚未嘗試展開美元化，但我低估了阿根廷宏觀經濟穩定的前景（請參見下一頁）
7	俄烏衝突仍在繼續，2024年仍無法實現停火	由於俄羅斯加強地面攻擊，尚未停火；澤連斯基認為停火將削弱烏克蘭的談判地位
8	美國區域性銀行的股票在2024年將表現良好，市淨率將保持穩定或上升	2024年美國區域性銀行指數的回報率約為10%，儘管商業房地產壓力持續，市淨率仍穩定在1.2倍。
9	由於電網基礎設施陳舊，美國主要城市將面臨停電和／或天然氣停運	唯一一次大規模停電是颶風所致
10	研究人員將完成吸入式新冠疫苗的研究，該疫苗將減少病毒傳播	印度批准鼻腔疫苗；美國的臨床試驗仍在繼續

資料來源：摩根資產管理，2024年

### 更多詳細資訊

#### #4：美國的自動駕駛汽車

幾年前，埃隆·馬斯克預測到2020年特斯拉機械人出租車的數量將達到100萬輛；通用汽車曾預測到2019年全自動駕駛汽車將實現量產，Lyft曾表示到2021年該公司一半的汽車將是自動駕駛汽車，而福特也曾表示將在2021年實現量產；大眾、日產、豐田、戴姆勒和谷歌也做出了類似的樂觀預測。甚至英偉達的黃仁勳也在2017年預測，到2021年，自動駕駛汽車將會廣泛普及。最新情況：目前美國有幾千輛自動駕駛汽車正在進行道路測試，僅此而已。

特斯拉的發展如何？去年秋天，獨立評估機構AMCI對特斯拉在城市、鄉村、山區和州際環境中的全自動駕駛功能進行了評估。AMCI的評價指，對於基於攝像頭的系統來說，該全自動駕駛項目的表現令人印象深刻，但也指出每行駛13英里就需要人工干預一次。在這些間隔時刻，駕駛員需要瞬間做出反應，以避免發生事故，如闖紅燈和過馬路迎面而來的車輛。

摘自AMCI：「無論是計算能力不足，還是車載計算出現延遲問題，還是周圍環境評估的細微差異，系統的問題都難以知曉。問題的原因都是陰險隱蔽的。但也有一些簡單的編程不足導致持續性的失敗，例如在高速公路出口的十分之一英里前才開始變道，這會阻礙系統運行，並讓人對該系統基礎編程的整體質量產生懷疑」<sup>35</sup>。

<sup>35</sup> 「特斯拉全自動駕駛每行駛13英里就需要人工干預一次」，ARS Technica，2024年9月25日

谷歌的Waymo目前在自動駕駛汽車領域處於領先地位。該公司在三藩市、洛杉磯和鳳凰城擁有700輛汽車，計劃在2025年擴展到25個城市，到那時，也許將有證據證明Waymo可以在無持續晴朗天氣的地方擴展業務。但目前，該公司每周僅完成100,000次出行，而Uber在2024年第三季度每周完成2.39億次出行。谷歌也有一些專注處理的算法修復：去年8月，YouTube和Tik Tok上流傳着一段影片，影片中，一輛Waymo汽車在亞利桑那州坦佩市逆向行駛並撞上對面駛來的車流<sup>36</sup>。

### #5：私募信貸和大型銀團槓桿貸款

私募信貸和槓桿貸款違約率仍很低，均為2%左右。然而：

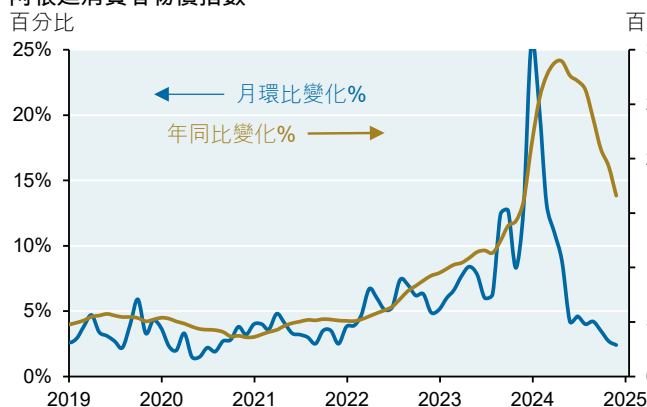
- 如果將困境債務交易計算在內，私募信貸違約率會更高[惠譽：5%]
- 自2019年以來，實物支付收入佔商業發展公司收入的比例翻了一倍，從4%增至9%，而主要商業發展公司的這一比例甚至更高。正如我們在12月發佈的節日版文章中所討論，實物支付收入佔淨收入中的比例(扣除現金支出後)甚至更高，在主要商業發展公司的所佔比例達10%-35%
- KBRA和摩根士丹利的數據顯示，私募信貸違約的回收率略低於槓桿貸款違約的回收率，這與我(可能是錯誤的)的想法相矛盾：我認為契約保護會導致相反的結果

### #6：阿根廷美元化

阿根廷目前已放棄追求美元可兌換制度的目標。回想起來，它可能被米萊用作政治目的的象徵。相反，阿根廷當下的目標是建立穩定的比索和美元雙貨幣體系，以期通個這個體系使阿根廷政府重新進入資本市場，幫助該國消除外匯管制。與此同時，好消息多於壞消息，我低估了阿根廷宏觀經濟穩定的潛力：

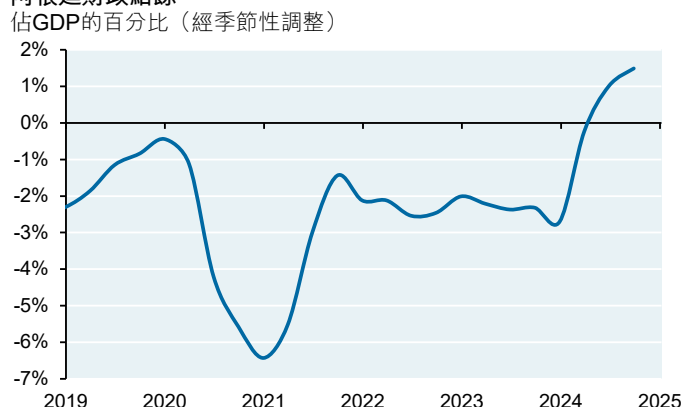
- 儘管2024年初經歷了痛苦的財政調整，且在國會中盟友寥寥，但米萊的支持率仍然很高
- 預計財政結餘為正、通脹下降以及國內股市上漲
- 從平行匯率市場推斷，資本外逃需求下降
- 以美元計價的主權債務利差下降，銀行體系中的美元存款增加
- 阿根廷企業以個位數收益率進入全球債券市場
- 多年來，阿根廷的銀行只向公共部門提供融資，現在再次開始向私營部門提供融資

阿根廷消費者物價指數



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

阿根廷財政結餘



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年9月30日

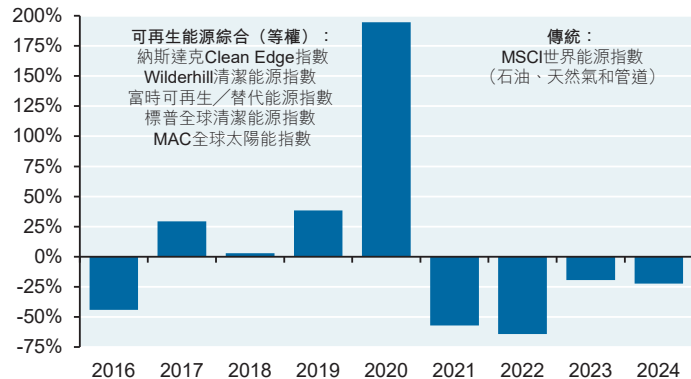
<sup>36</sup> 您可以[在此](#)觀看影片。另一段影片顯示，Waymo在錯誤的地點接載乘客上車與下車，在綠燈時停下，並在被要求時拒絕打開車門

我的2025年十大榜單：

- [1] 你被開除了！至少三名經參議院確認的特朗普任命內閣成員，以及以下五個政府機構（環保署、中央情報局、國家情報總監辦公室、聯邦調查局、國家衛生研究院）將在年底前離職及解散
- [2] 2025年可再生能源的表現將再次遜於傳統能源，部分原因是其盈利能力較低

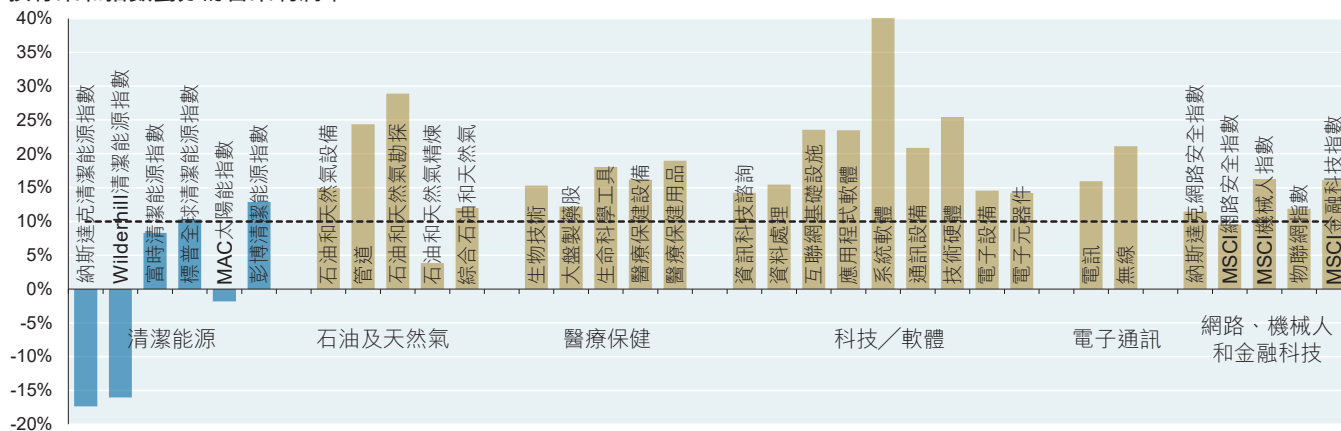
可再生能源對比傳統能源：年度表現優異

可再生能源綜合回報減去傳統能源回報



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月27日

按行業和指數劃分的營業利潤率

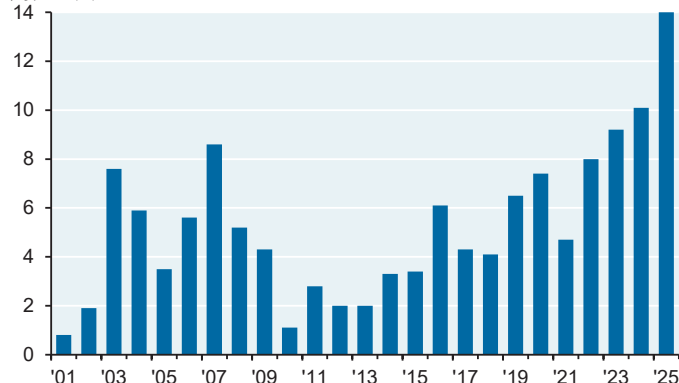


資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月17日

- [3] 日本股市表現優於中國。儘管日本股市的市盈率較高，但MSCI日本指數的表現仍將優於MSCI中國指數。日本在深化股權投資方面仍有很大空間，日本企業正在加速股票回購

日本企業已宣佈的股票回購

萬億日圓



資料來源：摩根大通2025年全球股票展望，2024年11月

日本「股權投資」的空間

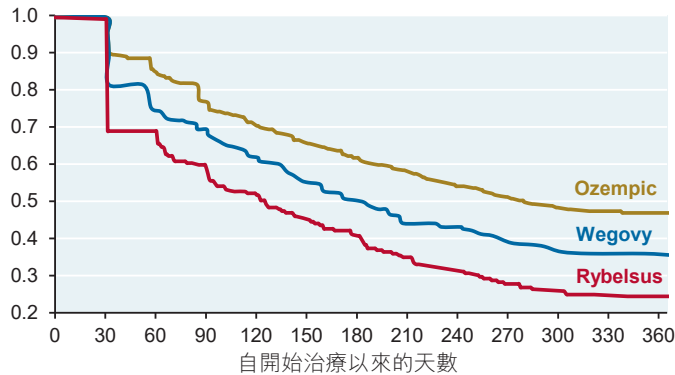
	美國	日本
10年股息支付率（非金融）	46.7%	30.0%
現金佔市值的比例	4.6%	71.9%
公司回購佔市值的比例	1.5%	1.0%
交易價格低於帳面價值的公司比例	4.0%	45.2%
家庭股票配置	40.0%	13.0%
公共計劃股票配置	47.0%	25.0%

資料來源：彭博、NASRA、路透社、P&I Online、摩根資產管理，2024年12月

[4] 減肥藥停藥率將不利於某些GLP藥物股票。根據最近的一項研究，50%至70%的Ozempic、Wegovy和Rybelsus服藥者在一年內停止使用。停藥的原因包括胃腸不適、注射頻率、口服藥物減肥效果較差以及偏好其他GLP藥物品牌。從在分析師的收入預測中，我們逐漸看到這些趨勢，並預期在本十年末之前將保持平穩。即使聯邦醫療保險和醫療補助服務中心(CMS)為更多聯邦醫療保險(Medicare)／聯邦醫療補助(Medicaid)患者承擔GLP費用(如前所述)，到2025年底，諾和諾德的股價也將低於目前分析師普遍預期的每股127美元

諾和諾德GLP-1停產

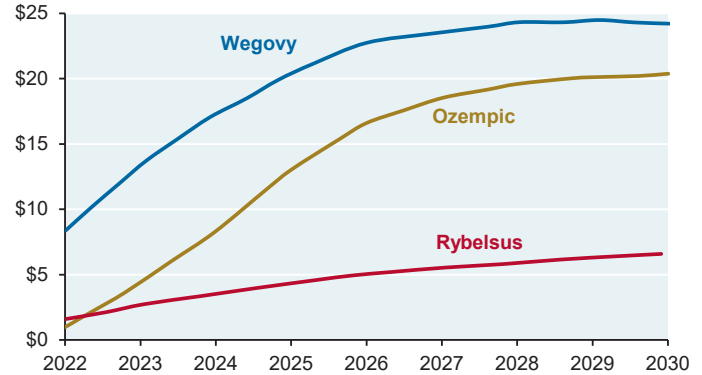
治療持續的可能性



資料來源：「現實世界中對GLP-1的持久性和依從性」， Gleason 等人，2024年

分析師對諾和諾德GLP藥物的普遍銷售預測

十億美元



資料來源：實證研究，2024年9月

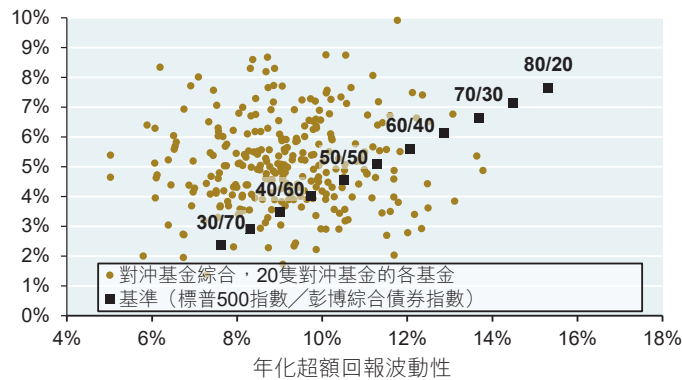
[5] 2025年，美國將不會有任何小型模塊化反應堆開工建設。儘管美國有6.5吉瓦的小型模塊化核反應堆待建項目處於前期開發或早期開發階段，但實際上2025年將不會有一座核反應堆開始建設

[6] 政府效率部削減的成本將達到1,500億美元或更少。除了撤銷拜登的行政行動外，到2025年底，政府效率部每年的實際成本節約將不到1,500億美元，佔2024財年聯邦政府支出的2%

[7] 對沖基金將繼續跑贏股票債券基準。根據2018年1月至2023年9月的HFR業績數據，由20隻隨機基金組成的多元化對沖基金投資組合中，超過80%的表現優於股票債券基準。我們在2023年半年刊《另類資產投資報告》<sup>37</sup>中研究了相關細節。到2025年底我們更新分析時，預計由20隻基金組成的隨機對沖基金組合中至少有75%的表現將再次跑贏各自的股票債券基準

20隻基金組合與基準 [HFR]

自2018年1月以來年化超額回報與短期國債對比



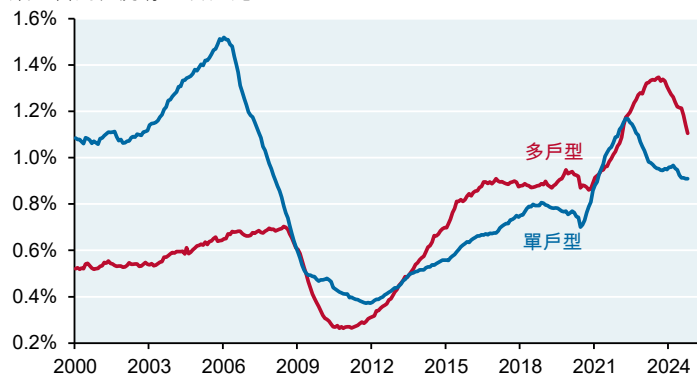
資料來源：摩根資產管理、HFR，2023年9月

<sup>37</sup> 《幾乎是個「紙月亮」》，《放眼市場半年刊另類投資報告》，2023年12月5日

[8] 住房通脹率將降至4%以下。更多在建的單戶和多戶住宅將竣工，推動消費者物價指數房地產通脹率到2025年底或之前降至4%以下

在建住房供應

業主自用住房存量百分比



資料來源：彭博、美國人口普查局、摩根資產管理，2024年10月

住房通脹

百分比，同比變化



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月30日

[9] 藍州外遷仍將繼續<sup>38</sup>。下表顯示了2018年至2024年秋季20次最大的州際遷移。例如，最大的一次遷移是148,000人從紐約州遷往佛羅里達州。關鍵統計數據概要：70%的遷移者從藍州遷往紅州或紫色州，紫色州指2020年或2024年總統選舉中選票差距在+/- 3%之間的州。2025年，70%或更多的遷移者將再次從藍州遷移到紅州或紫色州。根據布倫南司法中心的數據，這些人口變化將影響2030年的人口普查和選舉地圖：如果民主黨在2032年贏得的州與哈裡斯在2024年贏得的州相同，那就相當於少了12張選舉人票。

排名前20的州際移民

2018年1月至2024年10月，顏色=州政治派別

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
遷出州	紐約州	紐約州	加利福尼亞州	加利福尼亞州	加利福尼亞州	新澤西州	伊利諾伊州	紐約州	加利福尼亞州	紐約州	加利福尼亞州	加利福尼亞州	紐約州	加利福尼亞州	伊利諾伊州	加利福尼亞州	加利福尼亞州	紐約州	佛羅里達州	加利福尼亞州
目的地州	佛羅里達州	新澤西州	德克薩斯州	亞利桑那州	內華達州	佛羅里達州	佛羅里達州	賓夕法尼亞州	華盛頓州	康涅狄格州	俄勒岡州	佛羅里達州	北卡羅來納州	愛達荷州	德克薩斯州	田納西州	科羅拉多州	德克薩斯州	北卡羅來納州	北卡羅來納州
淨遷移人數，千	148	147	110	75	74	58	53	50	49	47	43	43	40	35	33	33	29	27	25	24

從藍州遷移到紅州和紫色州的人數佔總人數的百分比 **70%**

資料來源：Chase、摩根資產管理，2024年10月

[10] 特朗普政府將就墨西哥販毒集團採取有針對性的軍事行動。邊境巡邏局繳獲的芬太尼從2020年的4,800磅增至2023年的27,000磅<sup>39</sup>。美國緝毒局稱，墨西哥販毒集團販運的大部分芬太尼都是在墨西哥的工廠進行大規模生產，其中的化學品主要來自中國。2023年，20名眾議院共和黨議員起草了一項法案，允許授權使用軍事力量打擊販毒集團；該提案隨後得到了州長羅恩·德桑蒂斯(Ron DeSantis)、前州長妮基·黑利(Nikki Haley)、維韋克·拉馬斯瓦米(Vivek Ramaswamy)、參議員蒂姆·斯科特(Tim Scott)和特朗普顧問傑森·米勒(Jason Miller)的支持。如果發生這種情況，這將是100多年來美國首次在墨西哥使用軍事力量(未經墨西哥政府授權)

<sup>38</sup> 美國國稅局提供州際納稅人遷移服務，但需等待三年。我們使用Chase Data Science估計遷移率，即根據提交地址變更表格的信用卡客戶的郵政編碼估計。這種方法得到的結果與美國國稅局數據回測結果幾乎相同

<sup>39</sup> 「美墨邊境的非法芬太尼和毒品走私問題」，國家移民論壇，2023年10月

**2025年展望****重要資訊**

本文件僅供參考用途。本文件表達的觀點、意見及預測，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與摩根大通的其他領域所表達的觀點、意見及預測不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。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。

**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。

**就摩根資產管理客戶而言：**

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。

在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊記錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的隱私政策收集、儲存及處理個人資料（詳情可瀏覽：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

**可訪問性**

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支援以查閱本文件，請致電我們尋求協助（電話：1-800-343-1113）。

本通訊文件由下列實體發行：在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另類資產管理有限責任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體（視情況而定）發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理（加拿大）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商（除了育空），同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理（英國）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄權區，由摩根資產管理（歐洲）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.a r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄權區內發行：摩根資產管理（亞太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亞洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理（亞洲）有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司註冊編號：197601586K），本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)；該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管（註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm))）；在澳大利亞，由摩根資產（澳大利亞）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第2001第761A條及第761G條（《公司法》）賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

**就摩根大通私人銀行客戶而言：****可訪問性**

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫（電話：1-866-265-1727）。

**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「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，

**2025年展望**

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 Espana (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(Comision 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「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 Kobenhavn 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一布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於35 Boulevard du Regent, 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一雅典分行**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 Vendome 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(Autorite de Controle Prudentiel et de Resolution (ACPR)) 及法國金融市場管理局(Autorite 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 Rhone, 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。

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。

在澳大利亞，由**摩根大通銀行**(ABN 43 074 112 011/AFS牌照號碼：238367) 和**摩根大通證券**(ARBN 109293610) 發行。

「**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。

© 2025年。摩根大通。版權所有。



J.P.Morgan