

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

2026年 市場展望

機遇與 挑戰並存

立足人工智能新前沿、全球分化
與通脹時代下的投資布局



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

2025年是承前啟後的轉變之年。我們見證了美國新一屆政府上任，聯儲局開啟新一輪降息周期，全球市場依然表現強勁。

作為業務覆蓋150多個國家／地區的全球性私人銀行，我們憑藉這一獨特視角洞察這些市場轉變。我們深耕本地專業領域，同時融匯全球網絡與視野，協助我們駕馭日益複雜的投資環境。

展望未來，我們將聚焦於塑造2026年格局的三個強大主題：人工智能的主導地位、全球市場的分化，以及通脹走勢的不確定性。在《2026年市場展望報告》中，我們深入剖析了人工智能如何改變我們的工作、投資與思維方式。創新發展帶來了機遇與狂熱，但也伴隨着過度樂觀的風險。全球市場分化日益明顯，世界正逐步分裂為多個相互競爭的陣營，供應鏈博弈不斷，這一趨勢正在重塑全球秩序，使韌性與安全成為人們的關注焦點。通脹已不再遵循以往的規律，頻繁高於央行目標，而波動性的加劇，則令投資者亟需建立全新的應對思維。

2026年的宏觀環境料將利好投資。美國的降息周期有望支撐全球經濟增長復甦，並廣泛推動各類資產市場的強勁表現。即使2025年股市已錄得亮眼回報，我們依然預計多元資產投資組合將在來年實現穩健增長。與此同時，市場對當前漲勢的擔憂和觀望情緒依然濃厚，許多客戶持有的現金規模仍高於疫情前水平。

當前市場正處於變革時期，機遇與挑戰並存。我們致力於構建具備韌性的投資組合，既依託我們的深度研究成果，也充分發揮我們的全球網絡優勢。此時，重新審視財富規劃，確保投資布局符合您的目標與風險偏好，絕對是明智審慎之舉。我們將時刻為您提供支持，沿途保駕護航。

無論世道如何變遷，我們都與您攜手共進。能夠在理財路上成為您的合作夥伴，我們深感榮幸，也藉此誠邀您蒞臨我們位於紐約市公園大道270號的新全球總部大樓參觀，共度一場非凡歷程。

衷心感謝您對摩根大通一直以來的信任和支持。



David Frame
全球私人銀行行政總裁



Adam Tejpaul
國際私人銀行行政總裁



Martin Marron
財富管理解決方案行政總裁

要點

1

布局人工智能革命

這項技術引領變革。

把握上行潛力之時，也要避免盲目追高的風險。

2

關注全球分化趨勢，取代全球化思維

新的經濟格局着重考慮韌性先於效率。

在安全、能源和供應鏈領域縱橫交錯之處，發掘箇中機遇。

3

應對通脹結構性轉變

通脹趨升且波動性加劇。

積極規劃投資組合，通過實物資產實現多元化配置，保持購買力。

4

發掘私募市場的潛力

在這個領域下，慎選管理人與渠道資源是致勝關鍵。

物色理想的合作夥伴。

目錄

第1部分 布局人工智能革命

- ◇ 我們如何判斷發展浪潮是否快將破滅？
- ◇ 人工智能與勞動力市場變革：傳統職位流失，新型職位誕生
- ◇ 人工智能拓展存在哪些潛在限制？
- ◇ 制定「四維策略」捕捉價值
- ◇ 私募領域——風投與私募股權中的人工智能創新者

第2部分 關注全球分化趨勢， 取代全球化思維

- ◇ 貿易：從追求成本最低的原產地轉為注重原產地規則
- ◇ 中國：外部影響與內部創新
- ◇ 歐洲國防：從和平紅利轉向衝突相關資本支出
- ◇ 南美：掌控世界所需資源
- ◇ 能源：人工智能革命的制約因素
- ◇ 美元與替代性儲值資產

第3部分 應對通脹結構性轉變

- ◇ 固定收益重拾動力
- ◇ 通脹的結構性驅動因素
- ◇ 主權債務上升的潛在風險
- ◇ 美國住房市場供應短缺



引言



投資局勢有時難以看透。在以往的《市場展望》中，我們常常被紛繁的爭議和模糊的數據所困。前景總是雲山霧罩，朦朧不清。

而今年，情況卻截然不同。

低通脹與國家之間緊密依存的全球化時代已然終結。取而代之的，是人工智能、全球市場分化和通脹三個強大且相互交織的主題，共同形成了全新的市場面貌。這三者既帶來機會，也構成了重大的挑戰：當生產效率在人工智能驅動下得到提升，同時遇上更具粘性、波動加劇的通脹及分化加深的世界格局，投資者該如何把握機遇，布局未來？

人工智能、市場分化與通脹這三個主題將影響未來經濟圖景，而我們目前僅能窺見其雛形。

人工智能

人工智能或將使一項專長的成本趨近於零，這場變革的深遠意義也許堪比當年電腦的崛起。這項新技術有望提升生產效率和擴大企業利潤率，但同時也可能引發引發勞動力市場發生重大變革，催生潛在的市場泡沫。投資者應如何在這場變革中把握機遇，同時規避技術淘汰與「非理性」狂熱的風險？

在未來一年，穩健的經濟基本面將為投資者鋪墊前行之路。聯儲局開啟降息周期，加上經濟政策的不確定性緩解帶來了積極影響，有望推動全球經濟增長回升至趨勢水平。美國短期利率的下行，或會提振全球股票與信用債等風險資產。穩健的增長前景及其他多重因素，很大機會使長期債券收益率維持區間震盪。總之，我們預期多元資產投資組合有望再次迎來穩健回報之年。

但如此積極的展望，不應掩蓋新格局中蘊含的機遇與挑戰。投資者需要一套新的策略，能夠兼具穩健性與靈活的應變能力，並善用結構性轉變創造機遇。在此，我們將探討推動市場的三大主題的影響力與潛力、其對各資產類別的影響，以及我們認為能助您實現家族財務目標的策略。

全球市場分化

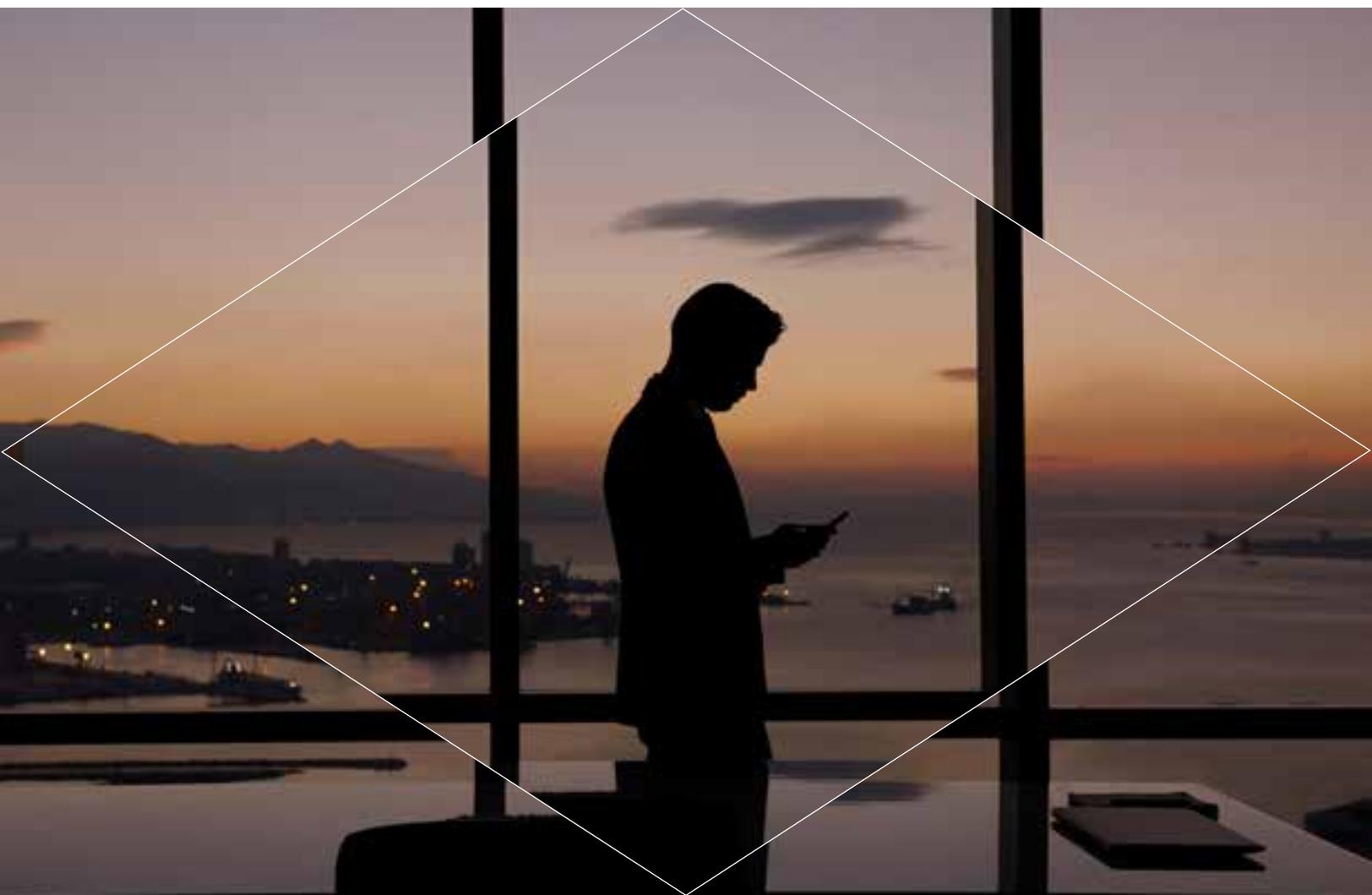
全球秩序正逐步分裂為多個相互競爭的陣營，供應鏈博弈不斷，聯盟關係不堪一擊。獲取自然資源和能源如今已成為戰略重點。隨着這些動態重塑貿易與資本流向，投資領域正湧現出新的機會與挑戰。當市場對韌性和安全的需求壓倒效率追求時，哪些地區和行業有望脫穎而出？

通脹

通脹是構建投資組合的核心變量，目前正經歷結構性轉變，使其對您的財富構成更大的威脅。我們認為，後疫情時期的通脹比疫情前更加波動，更容易受到上行衝擊的影響。這一趨勢反映了多方面的因素，包括企業和消費者心理預期的轉變、長期財政赤字問題，以及家庭財富水平的提升。您的財富規劃是否已針對守護購買力及提升投資組合韌性做出了前瞻性部署？

第1部分

布局人工智能 革命





自OpenAI於2022年底推出ChatGPT以來，人工智能的廣闊前景一直吸引着投資者的目光。三年過去，這股人工智能熱潮依然方興未艾。我們認為，這項強大的技術將衝擊勞動力市場、提升全球生產效率，並在公開市場及私募領域持續創造價值。誠然，科技股持續推動市場上漲，但我們並不認為是泡沫爆破在即的現象。

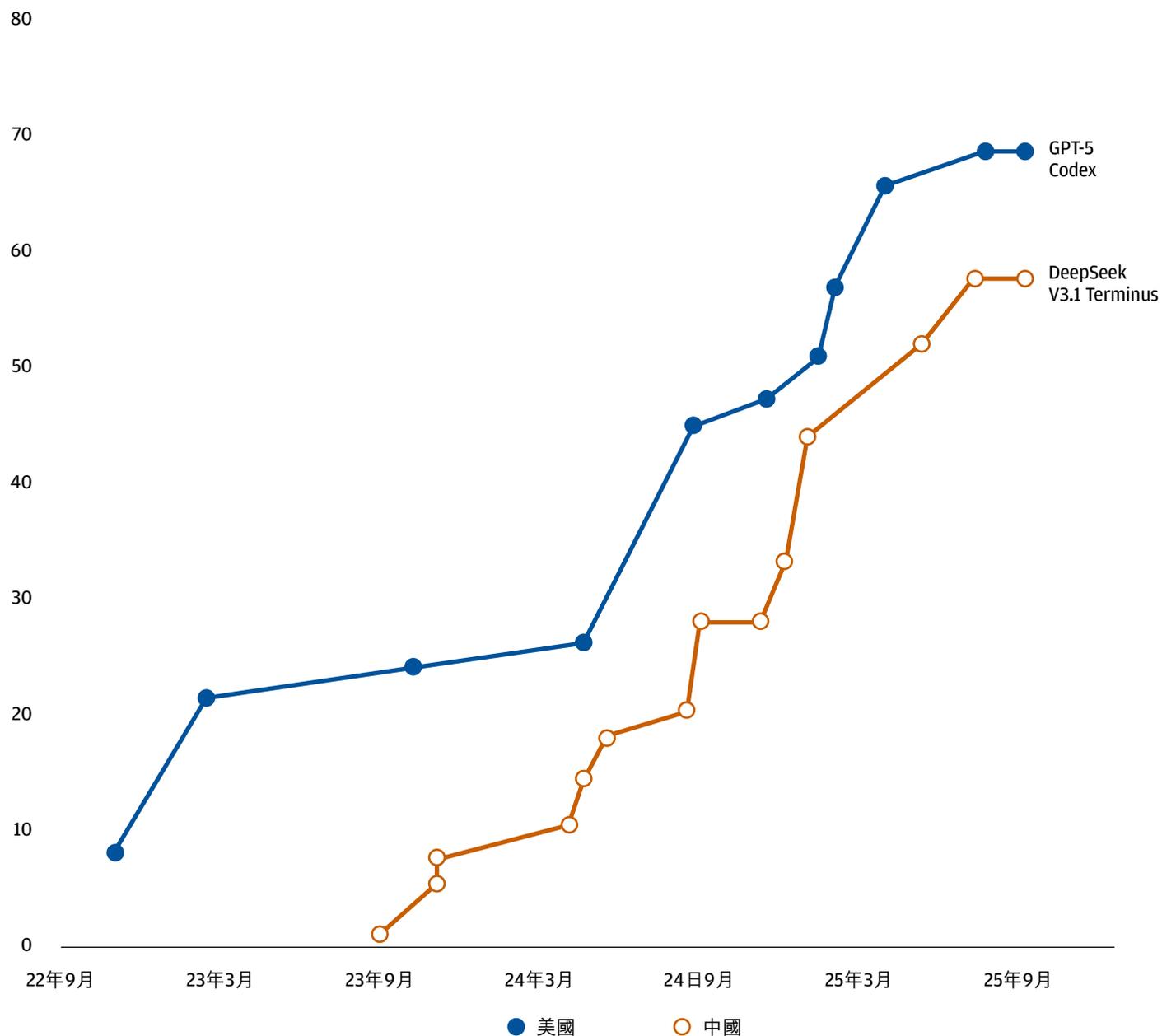
智能發展的核心是生成式人工智能。¹其能力正在迅速增強，成本大幅下降。如今，模型出現「幻覺」的情況減少，能夠處理更長的上下文窗口，並展現出更強的推理能力。儘管近期在廣泛基準測試上的性能提升有所放緩，但尖端智能體模型的進展令人鼓舞。有機構估計，代理型模型的表現可望在2026年春季達到人類水平。²

¹ 廣義而言，生成式人工智能／大語言模型是電腦程式，它們利用基於海量數據訓練的架構來學習並生成文本、圖像、音頻、軟件代碼或其他媒體。大語言模型的例子包括OpenAI的ChatGPT和Anthropic的Claude。

² 根據伯恩斯坦科技分析師Mark Newman的說法：「例如，根據OSWorld智能體任務基準測試結果進行推斷，顯示尖端模型每年性能提升37個百分點，這意味着在2026年5月可望達到人類水平性能(作為對比，當前領先模型的性能約為44%，領先的智能體框架為61%，人類基準為72%)。」

儘管人工智能模型性能近期陷入平台期，但下一次突破或將由智能體人工智能引領。

前沿人工智能模型智能指數圖表



資料來源：Artificial Analysis。數據截至2025年10月3日。註：Artificial Analysis智能指數v3.0包含以下10項評估：MMLU-Pro、GPQA Diamond、Humanity's Last Exam、LiveCodeBench、SciCode、AIME 2025、IFBench、AA-LCR、Terminal-Bench Hard，以及 τ^2 -Bench Telecom。

這項技術的發展引發了基礎設施投資的熱潮。美國大型科技公司的年度資本投資額已從2023年的1,500億美元激增，到2026年或會超過5,000億美元，增幅達三倍。目前六大科技巨頭(Alphabet、亞馬遜、Meta、微軟、甲骨文和英偉達)的投資規模已佔據全美市場資本支出總額的近25%。³ 2025年，人工智能相關投資對美國國內生產總值(GDP)增長的貢獻超越了消費者支出。⁴

與人工智能相關的支出增長，幾乎註定成為2026年GDP增長的重要動力。我們粗略估計，僅OpenAI一家公司已宣佈計劃建設容量超過25吉瓦的數據中心。考慮到每吉瓦容量需要約500億美元的資本投入，OpenAI的目標，是在未來數年投入總計遠超1萬億美元的資本支出。⁵無論以何種標準衡量，這都是一個相當可觀的數字。

目前人工智能投資約佔GDP的1%，究竟投入多少資本才算恰如其分？。回顧歷史上如電力、鐵路、通訊等通用技術的投資周期，投資峰值曾達到GDP的2%至5%。⁶儘管當前的人工智能投資熱潮已令人矚目，但歷史經驗顯示，其投資規模仍有機會從當前水平翻倍增長。

各國政府主導的項目：例如美國啟動規模達5,000億美元的「星門」計劃、歐盟推出2,000億歐元的「InvestAI」項目，以及英國、沙特和韓國也相繼推出類似舉措，都為全球人工智能發展注入更強動力。中國政府積極鼓勵銀行和地方政府為人工智能技術創新提供融資支持。學術研究領域方面，在2024年全球人工智能論文引用量中，中國研究人員佔比高達40%，相當於美國或歐盟的四倍。⁷

人工智能的應用正在整個經濟領域廣泛拓展，而消費者群體正走在這一浪潮的前列。ChatGPT已擁有逾7億月活躍用戶，每周發送的資訊量高達180億條。⁸企業在應用人工智能方面的步伐相對謹慎，但我們認為這股應用趨勢將持續提升。

美國商業調查顯示，人工智能應用正穩步逐漸普及，已有10%的企業表示正在使用人工智能來生產商品或服務。根據專門提供企業費用服務的金融科技公司Ramp編製的替代人工智能採用指數，近45%的企業已經為大型語言模型訂閱服務付費。⁹ Anthropic的企業客戶已超過30萬家。¹⁰ 超大規模科技企業(大規模提供雲端計算技術的公司)的盈利數據顯示，市場對人工智能模型推理(即人工智能模型的實際使用)需求持續旺盛。

然而，人工智能主題在公開和私募股權市場的主導地位，引發了喋喋不休的爭論：我們是否正身處泡沫之中？

³ Empirical Research Partners。《超大規模科技企業：邁向超級空間躍遷？》。2025年8月11日。

⁴ 摩根資產管理。《人工智能是否已經在驅動美國經濟增長？》。2025年9月12日。

⁵ Puck。《OpenAI的「模糊數學」》。2025年10月1日。

⁶ 高盛。《人工智能支出熱潮還沒到頂》。2025年10月15日。

⁷ Digital Science。《DeepSeek與人工智能新地緣政治：中國在人工智能研究領域的領先崛起》。2025年7月10日。

⁸ NBER。《人們如何使用ChatGPT》。2025年9月。

⁹ Ramp。《Ramp人工智能採用指數》。2025年9月。

¹⁰ Anthropic。《擴展我們在Google Cloud TPU及相關服務的使用》。2025年10月23日。



我們如何判斷發展浪潮是否快將破滅？

「人工智能是否存在泡沫？」人們心中都有此疑問。目前，市場對人工智能應用、投資、基礎設施建設和生產效率提升的感知乃至相關領域的實質發展，正直接牽動着標普500指數近40%的市值。無論是市場走向如何，人工智能都幾乎註定是未來幾年公開股票市場回報最重要的驅動因素。我們能否安心將資金配置於股市，前提是必須確信不會出現一場泡沫破裂的災難。

金融市場與經濟泡沫總是遵循着相似的演變邏輯。大多數泡沫的萌芽，始於投資者相信世界正在經歷範式轉移的理念。「追隨者」們為滿足預期中的未來需求而擴大產能。而泡沫的滋長，部分源於信貸供應唾手可得。信貸審核標準不斷惡化，加上槓桿水平持續攀升，最終導致經濟基本面與市場估值脫節。當越來越多的投資者加入這場熱潮，直至基本面規律最終重掌主導力量時，便是泡沫破裂之日。



當我們建立了評估非理性浪潮的分析框架後，便可以藉此來審視這場人工智能的投資熱潮。以下是我們根據五大關鍵要素對當前人工智能發展趨勢的分析：

1. 範式轉移

泡沫的形成，往往源於一種觀念：某項新技術、人口趨勢或政策變革將徹底重塑世界格局。歷史上的典型例子包括1840年代的鐵路熱潮，以及1990年代末的互聯網熱潮。這些變革確實改變了世界，但選擇時機也很重要。1843至1853年間，英國鐵路里程增長了近四倍，但每英里鐵路的收入卻持平甚至下降。¹¹至2001年中，電訊公司已鋪設3,900萬英里光纖，但實際啟用的則只佔10%，且每條啟用光纖的波長利用率也只是10%。¹²

回顧歷史上的鐵路和互聯網熱潮，二者均曾出現嚴重的產能過剩問題——這些產能既沒有得到當時消費者的需求支持，也不符合單位經濟效益規律。當前的人工智能浪潮，確實展現出具備範式轉移時期特有的宏大願景與投資熱情。然而，我們尚未觀察到出現產能過剩的跡象。數據中心空置率處於1.6%的歷史低位，而在建數據中心方面，已有四分之三的容量已被提前預訂。¹³縱觀算力、能源及數據中心的價值鏈，關鍵組件仍處於供不應求的狀態。同時，最近的財報季也進一步證實，人工智能應用正在推動大型企業的營收增長。

2. 信貸供應是否充足及便於獲取

泡沫膨脹的主因，往往由廉價、投機性資本不斷推高價格所致。17世紀時，阿姆斯特丹發達雄厚的信貸市場便助長了鬱金香熱潮；1980年代，日本的資產泡沫正是以虛高企業股權價值作抵押的銀行貸款而形成。全球金融危機前的房地產泡沫，則由次級房屋抵押貸款通過相互關聯的「影子銀行」體系證券化所催生。到了2010年代，能源股泡沫乃因石油生產商利用零利率政策獲得廉價融資而成。

甲骨文近期進軍大型債券市場的舉動表明，下一階段的人工智能基礎設施周期將更加依賴信貸推動。此筆債券發行獲得五倍的超額認購，我們認為公開市場樂意為這些龍頭科企提供融資，而這些企業的債券利差均已收窄至低於投資級債券指數的整體水平。¹⁴隨着聯儲局降息周期持續推進，信貸資源很大機會為更多的人工智能投資注入資金支持。鑒於大盤科技公司的槓桿率仍處於低位，且私募信貸市場也坐擁逾5,000億美元的資金，有望為人工智能融資擴張提供空間。¹⁵



3.

槓桿水平攀升，信貸審核標準惡化

泡沫通常在金融工具放大收益並掩蓋風險的過程中膨脹，歷史上曾有南海泡沫事件¹⁶以債轉股的例子；1929年大崩盤前的數年，保證金買入大行其道。就較近年的例子而言，特殊目的收購公司(SPAC)憑藉贖回期權與免費認股權證進行擴張。如今在人工智能領域上，金融創新與技術革新正在同步加速演進。

近期市場已出現典型案例：例如Lambda和CoreWeave等公司以其高端圖形處理器(GPU)¹⁷為抵押發行了債券，阿里巴巴近日也宣佈了發行零息可轉換證券，以為數據中心建設融資。在金融工程方面，科技行業債務以及與數據中心相關的資產支持證券和商業抵押貸款支持證券的發行量已回升至2020年和2021年的水平。¹⁸不過，這些都屬於資本市場的常規操作。若超大規模科技企業決定將資產負債槓桿率提升至淨負債與利息、稅項、折舊及攤銷前盈利(EBITDA)比率達2.8倍(相當於投資級公司的中位數)，則有望能夠釋放額外1萬億美元用作投入資本。

也有人可能認為，人工智能供應鏈的「循環」投資亦可視為金融工程的一種表現。在這類交易之中，核心行業參與者以股權與算力作為貨幣相互進行買賣，確實會增加風險積累。然而在另一方面，它們也可能創造一個更具共生特性

的行業生態，當硬件和軟件領域的競爭加劇時，或將塑造出更為平衡的市場格局。

無論是在電力採購協議，還是在私募股權和風險投資領域，我們都在密切監察信貸審核標準是否出現惡化跡象。迄今為止，主要參與者的合計經營現金流仍然足以應付資本支出和股息分配有餘。隨着人工智能投資將繼續增長，槓桿水平或會持續攀升，但目前的人工智能支出主要由企業自身現金流支撐。

¹¹ 明尼蘇達大學。《1860年代英國鐵路狂熱與金融創新》。2024年3月3日。

¹² 美國光學學會。《繁榮、泡沫、破滅：光纖狂熱史》。2016年10月。

¹³ 世邦魏理仕。《2025年上半年北美數據中心趨勢報告：人工智能與超大規模科技企業需求推動空置率創歷史新低》。2025年8月19日。

¹⁴ 晨星。《為何甲骨文這筆「巨無霸」人工智能驅動債券發行如此不尋常》。2025年9月25日。

¹⁵ Empirical Research Partners。《私募債權：遊戲規則改變者？》。2025年4月29日。

¹⁶ 1720年，英國南海公司(South Sea Company)股價暴跌，這是歷史上第一次國際性股市崩盤。

¹⁷ 圖形處理器(GPU)，一種電子元件。

¹⁸ Penn Mutual Asset Management。《為基礎設施熱潮定價：結構化市場中的數據中心趨勢》。2025年10月9日。

4. 估值與現金流之間出現脫節

任何泡沫的本質，都在於資產估值超越了基本面、現金流或實際應用場景本身所能支撐的水平。在互聯網泡沫時期，眾多沒有營收入的企業紛紛上市。1995至2000年間，思科股價暴漲40倍，但其盈利增幅僅為8倍。當下的私募市場已出現局部泡沫跡象：獨角獸企業(估值超過10億美元的私人企業)的總市值已佔納斯達克總市值近12%，直逼2021年的峰值水平。¹⁹人工智能初創企業在各輪次融資階段的估值增速持續超越非人工智能企業。以B輪融資為例，人工智能企業的估值中位數增幅達2.1倍，非人工智能企業則為1.4倍；至C輪階段，人工智能企業的估值中位數較非人工智能企業高出56%，到D輪及以後的階段，這一差距更擴大至230%。²⁰

然而，在公開市場中，人工智能企業的投資回報完全由盈利增長所驅動，而非估值擴張所致。在過去三年中，上市人工智能企業股票的遠期市盈率有所下降，但每股盈利預期卻增長逾倍。縱觀過去五年的表現，英偉達股價累計上漲14倍，而盈利增長達20倍。

5. 由投機心理與大眾參與交織形成的自我強化循環

每一輪資產泡沫都會吸引新的參與者，他們深信上漲的價格會構成自我實現的預言。荷蘭工匠曾以相當於數年收入的價格競購鬱金香球莖，2005年，拉斯維加斯調酒師也投身不斷買賣房產的熱潮。近期新股上市表現也顯示出市場更多的過熱跡象。狂熱情緒雖在積聚，但尚未達到需要我們高度警惕的程度。

綜合現有跡象，我們認為構成市場泡沫的要素已現。不過在我們看來，泡沫也許會在未來形成，但當前已處於泡沫爆破臨界點的可能性還低。

若暫且擱置人工智能泡沫的爭議，投資者更應思考以下關鍵問題：在這場技術變革中，衍生出來的價值最終會花落誰家？可惜的是，歷史並沒有給予明確的答案——究竟哪些公司最終能捕獲技術變革的價值，至今未見恆常定律。

在某些案例中，例如英國鐵路、光纜電纜和電訊行業，先行者曾蒙受重大損失，最終卻在資產價格崩盤後，看着新進者獲取利益。然而，在資訊技術轉型中，IBM、微軟、思科和亞馬遜等行業先驅卻能夠優先奪取並穩守市場份額，同時其他躋身該領域的業者也能從蓬勃發展的生態系統中受益。美國電力公司雖然保住了市場份額，但監管政策最終削弱了投資者的回報。

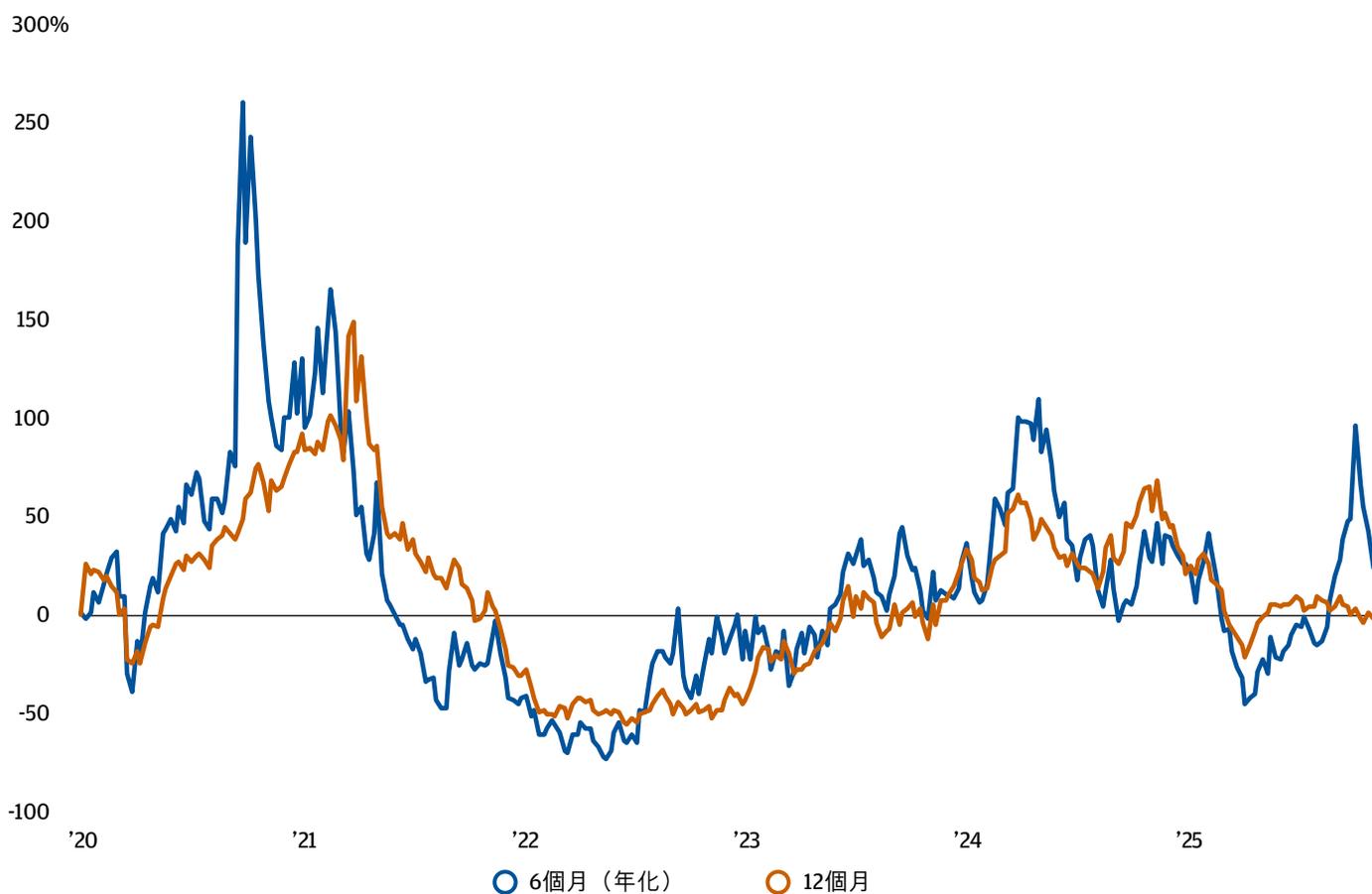
¹⁹ Coatue。2025年10月。

²⁰ PitchBook。《風險投資估值和回報報告》。2025年8月11日。

我們認為，到2026年，人工智能將帶來深遠的變革，其影響將滲透整個經濟領域。正如下一章節所討論，人工智能對勞動力市場的影響可能尤為明顯，而部分現有的「軟件即服務」及其他科技公司或會更深刻感受到人工智能帶來的「衝擊」。不過，顛覆性變革同樣孕育着巨大機遇。對我們而言，最大的風險在於未能為這場技術變革做好投資布局。

監察首次公開募股(IPO)市場，留意過熱跡象

近期新股上市表現，%



資料來源：摩根大通、彭博財經。數據截至2025年10月31日。
註：該組合由摩根大通投資銀行每月調整，旨在捕捉近期美國IPO市場動態

人工智能與勞動力市場變革： 傳統職位流失，新型職位誕生

人工智能技術將如何重整勞動力市場？這場變革才剛剛拉開序幕。僅在美國，約7,100萬知識工作者(年薪約8.5萬美元)便身處在這場價值約達6萬億美元的產業變革漩渦之中。根據估算，發達市場超過60%的職位可能面臨人工智能技術帶來的顛覆性衝擊。²¹從其他角度來看，投資者之所以看重人工智能，正是看中它能重塑勞動力市場的潛力。

儘管有些悲觀的預測認為失業率或會飆升至20%，但歷史經驗表明前景並不如此黯淡，更指出一條更趨樂觀的路徑。²²重大技術革新很少引發持久的大規模失業，反而能通過降低關鍵要素成本、激發新的市場需求，並創造全新職位推動發展。

蒸汽技術的出現，導致紡織工和運河工人被取代，但紡織品產量和內陸貿易卻激增，進而催生了採礦、鐵路和城市服務業的就業新機。電腦自動化雖接管了文書工作，但低廉的資訊處理成本促使信用卡與航空業務蓬勃發展，不僅造就出程式員、金融分析師等新職業，還推動了整體經濟生產效率提升。農業機械化大幅削減了農耕就業機會，但糧食成本下降，加快推動了城市化進程。

根據麻省理工學院經濟學家的研究，當今美國超過60%的職業在1940年並不存在。²³技術革新是推動這一變革的主要力量。在歷次技術變革中，整體需求總是持續擴大，經濟體系不斷創造前所未有的新型職位。

我們認為，人工智能在短期內對就業市場的「增強作用」將超越其「替代效應」。本質上，每個職位都是由不同任務所組成。部分任務將被人工智能自動化，而其他任務則可能獲得效能提升。持樂觀立場的人會認為，人工智能帶來了生產效率提升，有望抵銷發達市場人口增長放緩的影響。

然而，如要充分發揮人工智能效能，企業需要重構數據系統和基礎設施，這將是一個漸進的過程。當前的研究表明，只有少量職位可能立即被自動化取締。當然，在未來的一段時間內，人類仍將保留一些持久的優勢——包括常識判斷、因果推理、情商、重大決策力、自適應學習能力和內生驅動力等重要特質。

目前尚無顯著證據表示人工智能已對勞動力市場產生實際影響。事實上，在那些最易受到人工智能衝擊的行業中，失業率反而低於那些受累較小的行業。同時，無論是學術估算還是企業實例都顯示，採用人工智能技術之公司的勞動生產力已提升約30%。²⁴

生產效率提升的早期成果固然令人鼓舞，但投資者仍需警惕人工智能拓展存在的局限性。

²¹ 國際貨幣基金組織。《人工智能將重塑全球經濟。讓我們確保其造福人類。》2024年1月14日。

²² Axios。《幕後：白領大裁員》。2025年5月28日。

²³ 《經濟學季刊》。《新前沿：新職位的起源和職責：1940-2018年》。2024年3月15日。

²⁴ 《高盛2025年第三季度人工智能採用追蹤報告》。2025年9月8日。

人工智能拓展存在哪些潛在限制？

目前限制人工智能發展最緊迫的問題在於能源供應。在美國，企業若想在現有電網基礎上增加發電容量，需要面臨長達五年的建設積壓期。約70%的區域電力市場已處於負荷緊張的狀態，預計到2030年底，電力需求將增長662太瓦時。這一數字甚至超過德克薩斯州和加利福尼亞州每年的發電量總和。²⁵

電力需求加速增長正受到基礎設施老化所限制：全美70%的輸電線路已運行超過25年。²⁶隨着各國政策制定者日益將人工智能視為國家安全的議題，電力投資也變得尤為關鍵。例如，中國近期動工的1,670億美元水電項目，其規劃的發電容量甚至超越波蘭全國的電網承載極限。

數據中心需要穩定易取的電力供應，這使天然氣成為關鍵的基荷電源。但製造一台能為數據中心供電的天然氣渦輪機，從投產到交付約需五年的較長周期，而可再生能源項目最快只需一年，因此未來幾年可再生能源也將協同助力數據中心的電力供應。

然而，工業領域對化石燃料的長期依賴，或將導致發達市場的碳排放超出先前預期，進而加劇全球氣候暖化風險，引發更頻繁的極端天氣現象。這些態勢正在大宗商品領域創造投資機遇，特別是與能源轉型、發電及基礎設施相關的關鍵礦物資源方面。

數據中心冷卻所需的水資源正成為投資者不容忽視的關注焦點。這背後反映出一個更宏觀的趨勢：資源限制與人工智能衍生的相關問題或會制約數據中心的擴張步伐。例如，鳳凰城近期修訂區劃條例，將數據中心單獨歸類，並要求開發商在獲准建設及施工前必須先解決健康安全隱患。²⁷亞馬遜在圖森市及谷歌在印第安納波利斯的標誌性項目，也因受到當地對水資源消耗及電價上漲的強烈反對而相繼停擺。²⁸

數據私隱仍是持續的挑戰，而「智能」人工智能解決方案反而加劇了相關風險。隨着人工智能模型不斷進化，並逐漸融入物理世界(例如自動駕駛與機器人技術)，監管機構必定會加強關注。**關於資源稀缺性、數據私隱與安全的爭論，將通過引導公眾認知和政策走向，在創造與摧毀金融價值的過程中，重塑人工智能產業格局。**

對投資者而言，我們深信着力構建堅實的利益群體關係和有效的治理體系，將有助降低投資組合的損失風險。

我們認為，人工智能在物理、社會及政治層面均面對着不同的約束，從而發揮着溫和的調節作用，既能抑制投資者過度狂熱的情緒，也為勞動力市場預留緩衝時間以便適應潛在的衝擊。

²⁵ 美國能源資訊署、高盛投資研究部。2025年6月。

²⁶ 白宮。《簡報：拜登-賀錦麗政府推進輸電建設，提供可負擔的清潔能源》。2022年11月18日。

²⁷ 鳳凰城。《鳳凰城更新分區規劃，以保障數據中心快速增長期間的健康與安全》。2025年7月2日。

²⁸ 圖森市。《藍色項目——事實與資訊》。2025年9月。Axios。《谷歌因反對聲浪撤銷數據中心項目》。2025年9月23日。

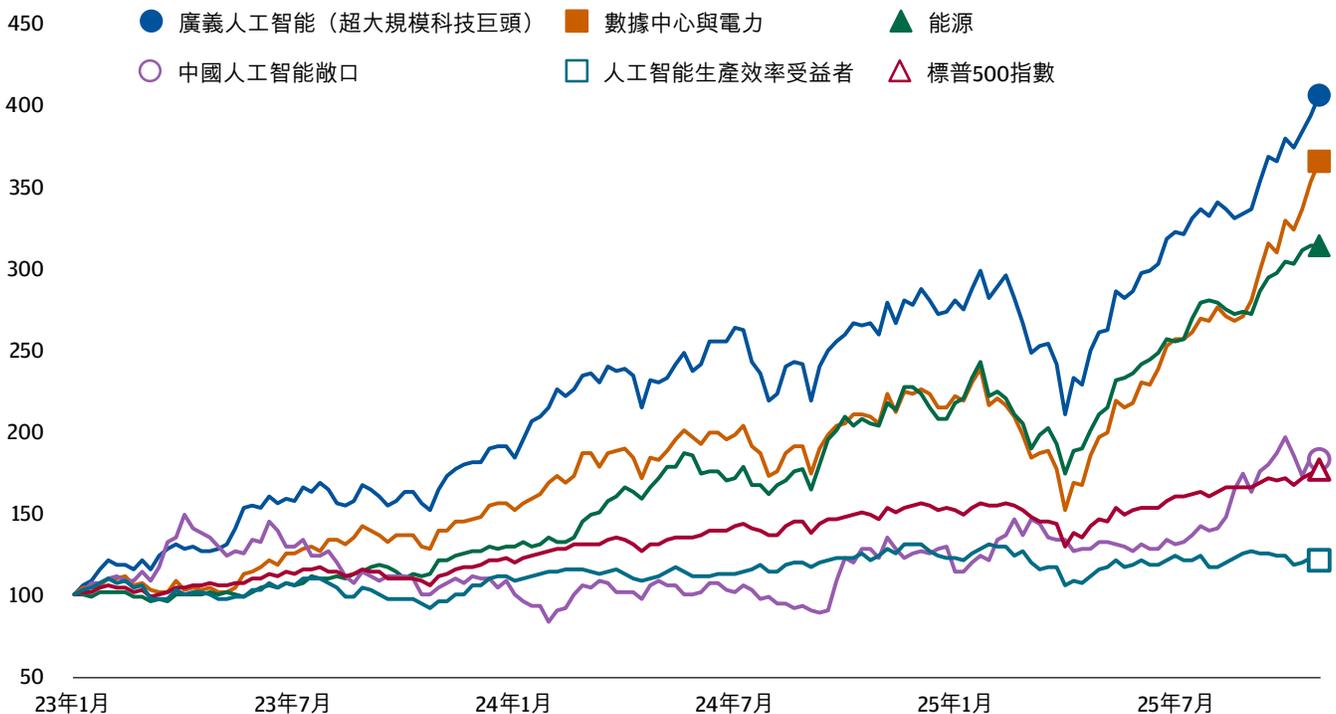
制定「四維策略」 捕捉價值

在評估人工智能領域是否可能引發泡沫風險的同時，我們正積極完善「四維策略」框架，以發掘人工智能領域的潛在投資價值。迄今為止，市場的最大受益者主要包括超大規模科技巨頭、數據中心和電力基礎設施公司，以及電力供應商。相比之下，那些有望因人工智能驅動的生產效率提升而利好的公司，表現明顯遜於科技巨頭。此外，美國和非美國科技板塊之間的平衡已經發生轉變。2025年，中國科技股飆升約34%，因為投資者意識到這類股票與美國競爭對手的差距遠小於此前預期。

展望2026年及更遠的未來，我們的戰略將着力於駕馭這些變局，積極把握人工智能競賽中的投資機遇，同時有效規避潛在風險。

誰在人工智能競賽中佔據上風——今天的落後者能否迎頭趕上？

價格回報率，指數100 = 2023年1月



資料來源：彭博財經、摩根大通、高盛投資研究部。數據截至2025年10月31日。

過往表現並非未來業績的保證。不可直接投資於指數。

1

聚焦大型龍頭企業

我們策略仍以科技板塊的龍頭大型企業為首要重點。儘管市場懷疑超大規模雲端服務商能否從資本投入中獲得可觀回報，我們總體保持樂觀態度。這部分是因為四大主要超大規模雲端服務商(微軟、Meta、Alphabet和亞馬遜)的盈利已實現約20%的年增長率。若考慮其增長潛力，當前的估值溢價顯得合理。

這些企業也呈現出差異化特徵：例如，分析師預計微軟與谷歌在2025年自由現金流回落後，2026年水平將超越2024年。另一方面，分析師預計亞馬遜和Meta不會恢復至2024年的自由現金流規模。甲骨文選擇借款為其最新交易提供資金，表明該公司認為負自由現金流是為了進入人工智能競爭而值得付出的代價。

總體而言，大型科技股已從人工智能業務中創造約250億美元的季度增量收入，並且我們相信這一數字正以200%的同比速度增長。若超大規模雲端服務商能持續提升雲端計算收入，投資者或將繼續容忍其較低的自由現金流收益率。

我們預計，人工智能繁榮終將孕育新一代科技領導者(這幾乎是所有創新周期的共同規律)。然而，我們認為當前市場領軍者的地位在2026年依然穩固。事實上，大型企業將繼續超越小型公司。美股前100的企業創造了總利潤的四分之三，其投資資本回報率是其餘大型企業的1.7倍，自由現金流利潤率更高達1.8倍。²⁹

2

發掘人工智能供應鏈中的機會

我們策略的第二部分重點關注人工智能技術的推動因素。這些企業為人工智能算力需求提供核心要素，包括電力、半導體、連接設備、冷卻系統及大宗商品等。

正如我們此前論述，電力或許是最重要且最稀缺的投入要素——特別是在推理模型成為主流的情況下。羅德島大學的一項研究顯示，GPT-5每次查詢的能耗是GPT-4的2.5倍。³⁰我們正在公開市場(如公用事業和電力設備製造商)與私募市場(例如專注電力領域的基礎設施基金)中發掘有價值的投資機會。

與此同時，半導體市場仍然供不應求。英偉達Blackwell晶片預計在未來12個月內將持續售罄，全球供應鏈企業(包括超大規模雲端服務商、美光、SK海力士、三星和台積電)均在財報電話會議中強調產能限制。³¹雖然電力和半導體是最明顯存在機遇的領域，我們在變壓器、網絡設備、光纖與海底電纜以及液體冷卻系統等領域也觀察到類似動態。在實體資源層面，稀土金屬等資源開採，以及優質土地和水權的獲取，同樣可能帶來可觀回報。

²⁹ Empirical Research Partners。《超大規模雲端服務商：邁向超級空間躍遷？》。2025年8月11日。

³⁰ 羅德島大學。《人工智能有多「饑渴」？》。2025年10月31日。

³¹ Barron's。《英偉達股票在管理層表示Blackwell晶片未來12個月已售罄後上漲》。2024年10月10日。

3

識別能夠合理應用企業級人工智能的公司

第三，我們密切關注能夠成功利用人工智能實現收入和利潤增長的企業。例如，微軟與谷歌的雲端業務在2025年第二季度的增速比第一季度快了4個百分點。³²近三分之二的美國股市市值來自人工智能應用程度排名前40%的企業。在歐洲與日本，這一比例更接近50%。³³換而言之，目前的一批領先企業有望更快、更高效地將人工智能整合到現有工作流程與商業模式中，持續擴大當前優勢。在這一方面，美國股市似乎相較其他發達市場更具優勢。

相反，市場開始懲罰那些未能從人工智能強化產品中獲得足夠價值的傳統軟件即服務公司。過去一年，儘管整個軟件指數上漲了17%，但其中有一半的股票出現下跌。這種分化凸顯了優秀主動管理人在甄選人工智能軟件贏家與輸家方面能夠提供的重要價值。

4

確保配置私募市場資產

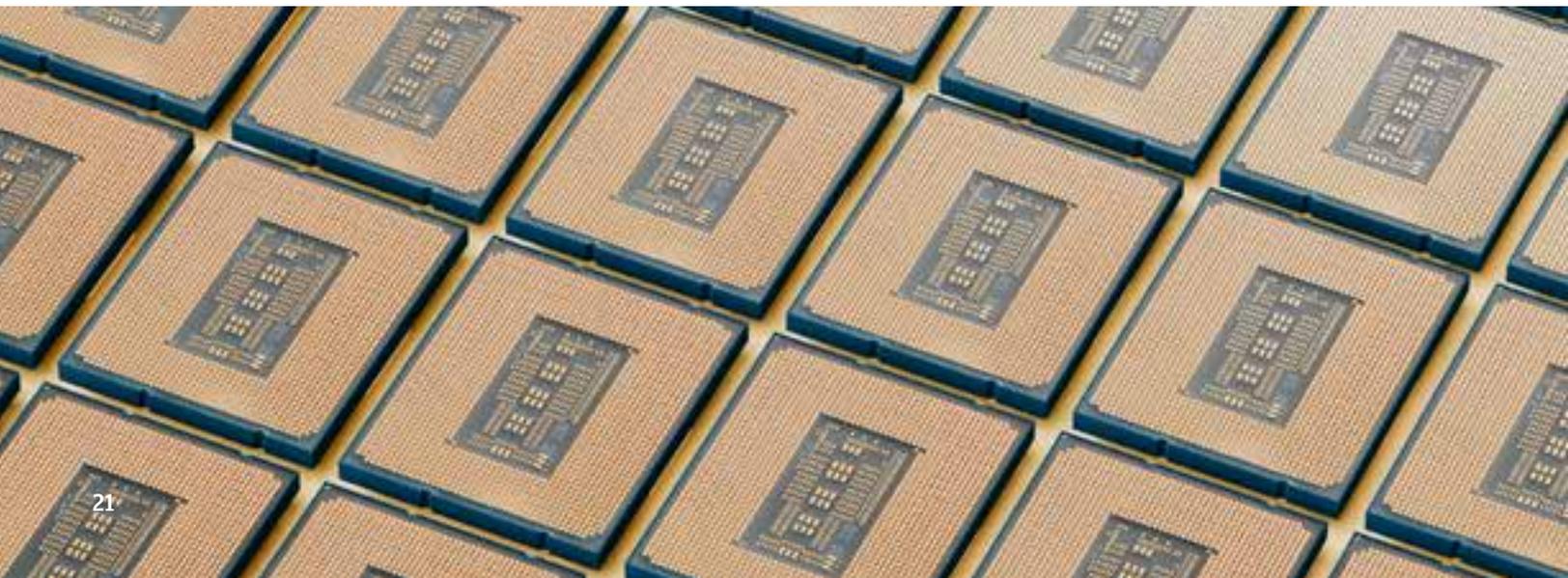
在「四維價值策略」中最後的關鍵部分，我們將關注點轉向私募市場，充分挖掘人工智能領域的投資潛力。目前，排名前10的私募人工智能公司估值合計約1.5萬億美元。³⁴若這些企業實現公開上市，其市值將佔據標普500指數約3%的權重。³⁵相比之下，美國全部上市小盤市場的總市值僅為3萬億美元。人工智能正沿着早期科技創新周期的相似軌跡發展——從基礎設施走向平台，再延伸至應用程式——但獲得價值的經濟邏輯與時間節奏正在發生變化。而其中關鍵的一環，是公開市場與私募市場在資本形成與配置中扮演的角色。

³² Cloud Wars。《谷歌仍是全球最熱門的雲端供應商；甲骨文正在崛起，微軟激增》。2025年9月16日。

³³ Empirical Research Partners。《人工智能化下的美國例外論》。2025年5月。

³⁴ PitchBook。

³⁵ 截至2025年9月30日。



私募領域——風險投資與私募股權中的人工智能創新者

與過去的科技創新周期相比，私募市場可能會在人工智能浪潮中扮演截然不同的角色。

在以往的周期中，例如始於1990年代末期的互聯網浪潮，公司在其早期階段就進行了首次公開募股(IPO)。這使得公開市場投資者能夠參與公司增長過程中最具吸引力的階段。如今，這一格局已發生轉變。在充裕的私募資本和多元化退出選項的支持下，企業選擇在更長的時間內維持私有狀態。當前科技企業IPO時的成立年限中位數約為14年，營收規模接近2.2億美元。而在1990年代，科技企業IPO時的成立年限中位數僅為8年，按當前美元價值計算營收約4,400萬美元。³⁶

這一轉變至關重要，因為人工智能價值創造的下一波浪潮仍處於初步階段。它包括自主追求目標、採取行動並完成任務的智能體系統，垂直行業應用，人工智能賦能軟件及其他初具雛形的創新概念。這些機遇需要戰略資本支持長研發周期和規模化應用，因而特別適合風險投資和增長型股權投資等私募市場投資者。

公開市場投資者主要通過半導體和雲端計算企業，已經捕捉到了基礎設施浪潮中的價值增長。而我們預計將創造最大價值的應用層和平台技術公司，可能直到2030年前都將保持私有狀態。

以私募市場的「美股七雄」(OpenAI、SpaceX、字節跳動、Anthropic、Databricks、Reliance Retail和Stripe)為例，這些均在私募階段實現了千億美元估值。³⁷按當前美元價值計算，「美股七雄」中僅Meta在上市時估值超過千億美元。據媒體報道，投資者預計OpenAI在2030年將創造2,000億美元營收，而其現金消耗預計在2028年達到約450億美元的峰值。³⁸

正如下文圖表所示，我們對互聯網和雲端技術周期中不同類型公司創造的價值進行了分析，並將其與迄今為止的人工智能周期進行了對比。我們發現，平台技術公司(例如谷歌和微軟)和應用層公司(例如Facebook、Netflix和Uber)比實體或數碼基礎設施公司捕獲了更多的價值。此外，與基礎設施階段相比，應用和技術階段在私募市場中創造了更多的價值。

一些備受矚目的私有企業(例如OpenAI)已經廣為人知且資金充足。除了這些公司之外，我們還看到了許多的年輕私有企業在平台技術和應用領域展現出巨大潛力，我們認為這些企業將引領人工智能時代的發展浪潮。

儘管私募市場的前景廣闊且極具吸引力，但與多元化的公開市場投資相比，它的風險更為突出，投資結果也更為分化。在私募市場的人工智能投資領域，管理人選擇和進入機會尤其關鍵，而越來越多的人踏足這一領域。一個具有代表性的統計數據是：在過去12個月中，人工智能投資佔風險投資總額的60%以上。³⁹

³⁶ 佛羅里達大學。《首次公開募股：截至2024年IPO企業的成立年限中位數》。2025年6月3日。

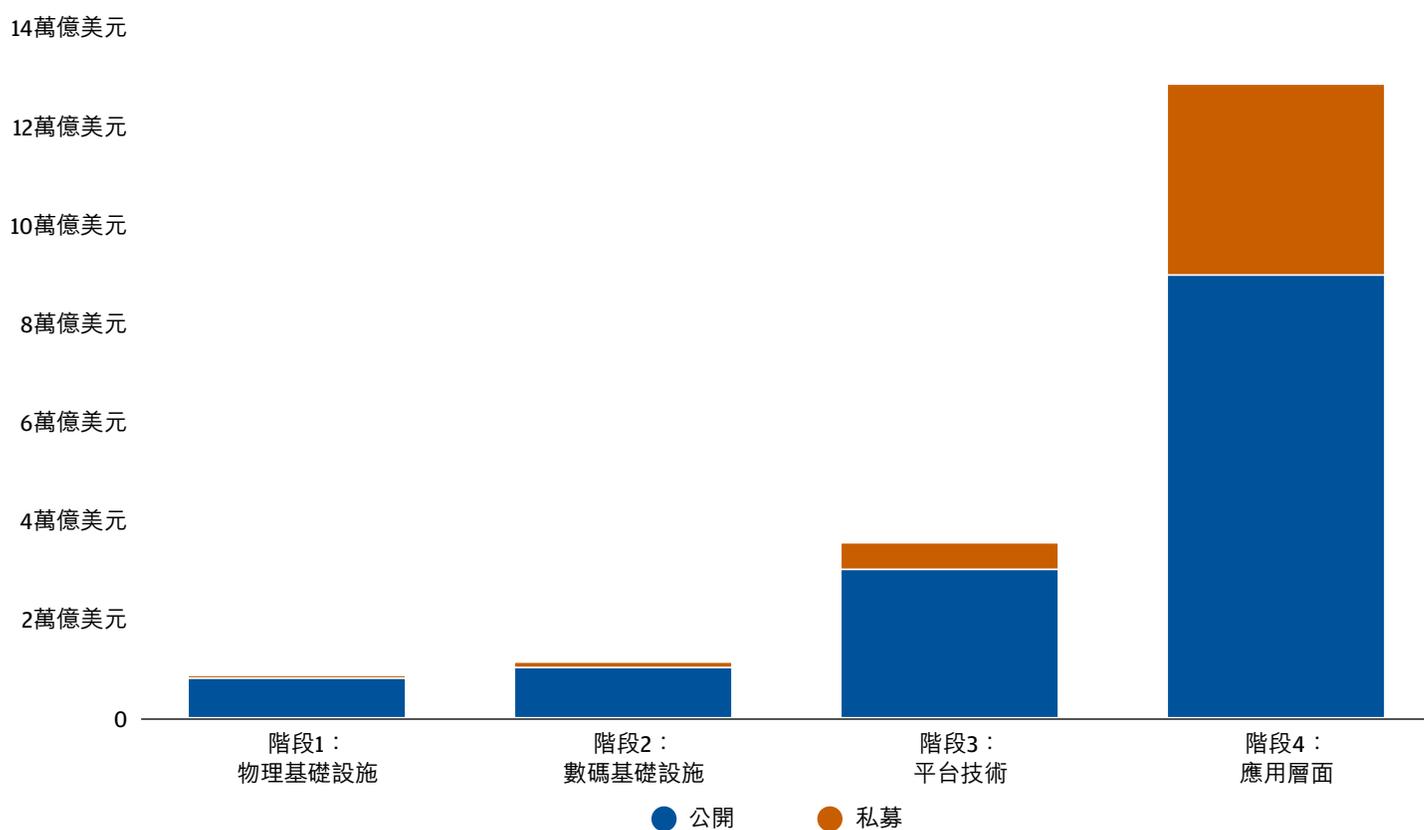
³⁷ PitchBook。

³⁸ Data Center Dynamics。《報道稱OpenAI計劃在五年內花費1000億美元用於備份雲端服務器》。2025年9月19日；The Information。《OpenAI稱其業務將在2029年底前消耗1150億美元》。2025年9月。

³⁹ PitchBook。《投資者投入人工智能初創公司的資金比以往任何炒作周期都多》。2025年9月29日。

在互聯網／雲端周期中，價值在早期階段更多流向公開市場；
而私有企業在應用層發揮了更大的作用

估算的累計價值創造(萬億美元)，1995年至2020年

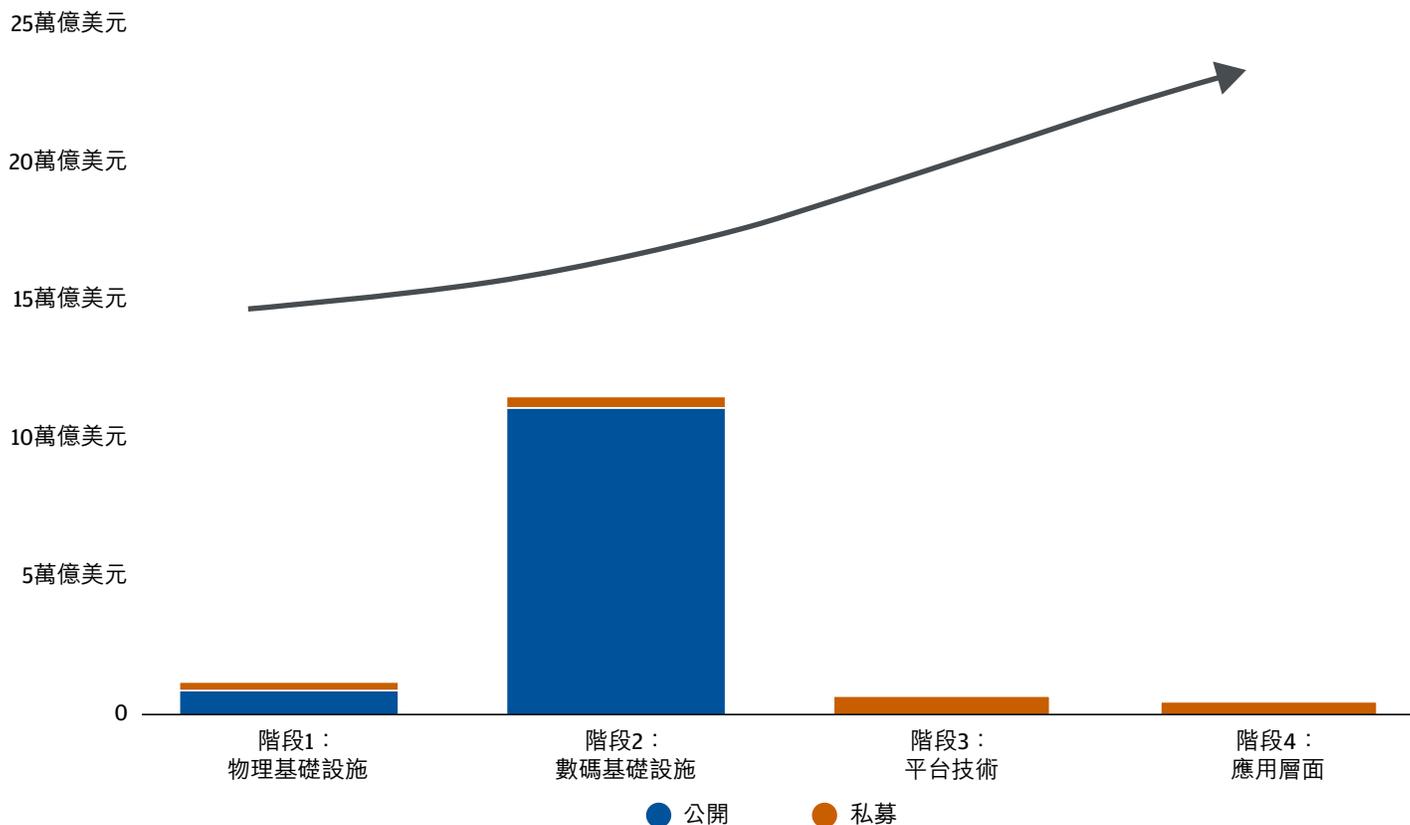


資料來源：摩根大通私人銀行、彭博財經、公司報告。數據截至2025年9月。價值創造指公司層面所累積的價值。物理基礎設施指基礎性的物理資產(例如主要電訊營運商)；數碼基礎設施指核心硬件／網絡設備(例如半導體、服務器、路由器)；平台技術指賦能性的軟件／服務(例如搜索、操作系統、雲端)；應用層面指面向終端用戶的產品／服務(例如電商、社交媒體、串流媒體)。基於互聯網／雲端計算各發展階段關鍵上市公司市值峰值估算的價值創造規模。上市公司與私募公司價值創造的劃分比例，採用自上而下的估算方法：在可獲得數據時，基於重點私募公司的估值測算其價值創造，並結合歷史報告的綜合預測得出。涵蓋企業示例：物理基礎設施(AT&T、Level 3 Communications)、數碼基礎設施

(思科、朗訊科技)、平台技術(谷歌、甲骨文、微軟)、應用層(蘋果、Facebook、Netflix)。本圖表旨在說明各階段價值創造分布，並非窮盡列舉。

在人工智能周期中，價值已主要累積到基礎設施層的參與者，
但我們認為正進入平台技術與應用階段

估計累計創造價值，萬億美元



資料來源：摩根大通私人銀行、彭博財經、公司報告。數據截至2025年9月。價值創造指公司層面所累積的價值。物理基礎設施指基礎性的物理資產(例如電力、數據中心)；數碼基礎設施指核心硬件(例如半導體)；平台技術指賦能性的軟件／服務(例如大型語言模型、API)；應用指面向終端用戶的產品／服務(例如人工智能協同工具、人工智能賦能的軟件)。物理基礎設施的數據基於自2022年11月ChatGPT推出以來，全球公用事業和主要數據中心REIT(房地產投資信託基金)市值的變化。數碼基礎設施的數據基於自2022年11月ChatGPT推出以來，全球半導體和主要超大規模雲端服務商(亞馬遜、Meta、Alphabet、微軟)市值的變化。公開／私募市場之間的劃分是通過由私募公司價值創造資訊所支持的自上而下的估算得出的(在數據可獲得的情況下)。平台技術納入了OpenAI、Anthropic和xAI等關鍵公司的最新報告估值。應用層納入了字節跳動、Revolut、Databricks等關鍵公司的最新報告估值。本圖表旨在說明各階段價值創造分布，並非窮盡列舉。



投資者啟示

當前市場確實存在催生泡沫的因素，但至少就目前而言，我們認為人工智能相關投資的上漲是合理且具可持續性的。資本支出規模巨大，技術應用步伐正在加速。

我們持續在公開和私募市場的人工智能價值鏈各環節中積極尋找投資機會。主動管理對於規避即將被淘汰的商業模式至關重要。在私人銀行管理的投資組合中，資訊技術行業近年來持續保持超配狀態。目前我們的行業布局在全球進行配置分散風險，並持續在半導體、超大規模雲端服務商和人工智能受益領域發現具有前景的投資機會。

我們亦深知，技術轉型並非一路坦途。預計客戶服務和編程等易受影響領域的勞動力市場將面臨嚴峻挑戰，現有商業模式將受到新參與者的衝擊。了解投資組合當前的科技風險敞口同樣至關重要：科技及科技相關行業現已佔據標普500指數總市值的接近半數。投資組合再平衡或許勢在必行。

人工智能已為投資者帶來可觀回報，但現在我們必須警惕市場泡沫的積聚及其可能引發的後果。我們的目標是在積極把握人工智能革命的上行潛力，同時審慎管理過度樂觀情緒帶來的風險。

第2部分

關注全球分化趨勢， 取代全球化思維



全球市場分化，作為推動當今市場的第二股強大力量，正在顛覆一個以三大相互關聯支柱為特徵的時代：一是規範全球金融的布雷頓森林體系後的美元體系；二是冷戰結束帶來的和平紅利，使安全風險和國防支出長期維持在低位(「反恐戰爭」除外)；三是以成本優化為導向、而非各經濟體韌性為目標的全球化供應鏈。



關注全球化趨勢，取代全球化思維

全球市場分化對貿易、安全和貨幣都帶來了深遠影響。這對市場機制來說是一次重大轉變，評估其潛在影響對投資者至關重要。

取代全球化與和平紅利的，是當今投資者面臨的歐洲戰事、關稅壁壘、技術管制和集團陣營的形成。隨着這些陣營的分裂與重組，貨幣和儲備多元化將成為關注焦點。我們注意到，儘管美元仍是主導性儲備貨幣（我們認為在可預見的未來美元也將保持這一地位），但隨着投資者分散貨幣風險敞口，美元持有比例很可能繼續小幅下降。

美元可能更頻繁面臨來自戰略性對手、替代支付方式和市場參與者以其他貨幣結算大宗商品貿易的挑戰。投資者應關注貿易（包括供應鏈）、安全和能源交匯領域蘊藏的投資機會。



貿易： 從成本最低的原產地轉為注重 原產地規則的轉變

我們首先聚焦貿易領域。1970年至2009年間，全球貿易佔GDP比重從20%增長兩倍至60%，外國直接投資亦大幅增加。這對全球市場和經濟產生了深遠影響：通脹走低、企業利潤率擴大以及發達市場製造業崗位流失。然而自2009年以來，全球貿易佔GDP比重一直停滯不前。如今，特朗普政府實施了近百年來最為嚴苛的關稅稅率。

關稅目前影響了美國近70%按價值計算的商品進口，⁴⁰有效關稅率正接近15%-20%。⁴¹我們認為關稅（無論以何種形式）將會長期存在，即使美國最高法院裁定依據《國際緊急經濟權力法》徵收的關稅違憲。

⁴⁰ 稅務基金會。《特朗普關稅：追蹤特朗普貿易戰爭的經濟影響》。2025年10月27日。

⁴¹ 耶魯預算實驗室。《美國關稅：2025年10月30日》。

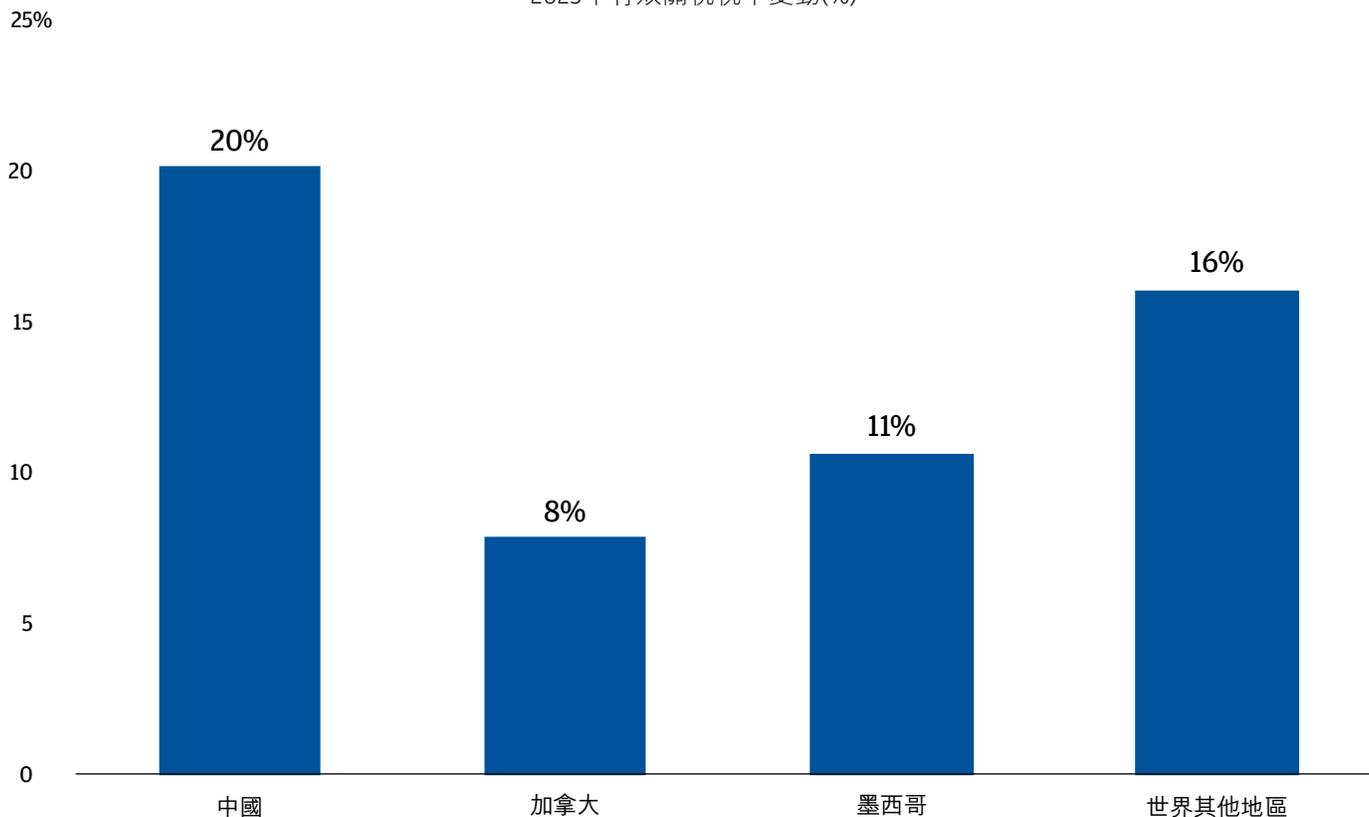
關稅對經濟和市場的影響，或許比投資者4月份擔憂的更為可控。通脹整體保持在合理區間，而消費者支出和企業盈利已展現出較強韌性。但在許多方面，關稅及其引發的跨境交易更加強化或加速了貿易環境中原本已經發生的變化。中美兩國持續「脫鉤」，企業也在進一步重組供應鏈，將安全性置於效率之上。

中美脫鉤實際上始於2018年特朗普總統的首個任期。美國從中國進口商品的份額已從2017年的22%暴跌至如今的僅12%，儘管轉運貿易可能低估了實際源自中國的商品比例。同樣，中國持有的美國國債份額也從2010年高峰時期的14%降至如今的約6%。僅在今年，對中國進口商品的實際關稅率就上升了20%。

隨着美國貿易政策日趨明朗，北美貿易走廊正重新受到關注。對墨西哥和加拿大商品徵收的實際關稅率漲幅遠低於其他國家，尤其是中國。

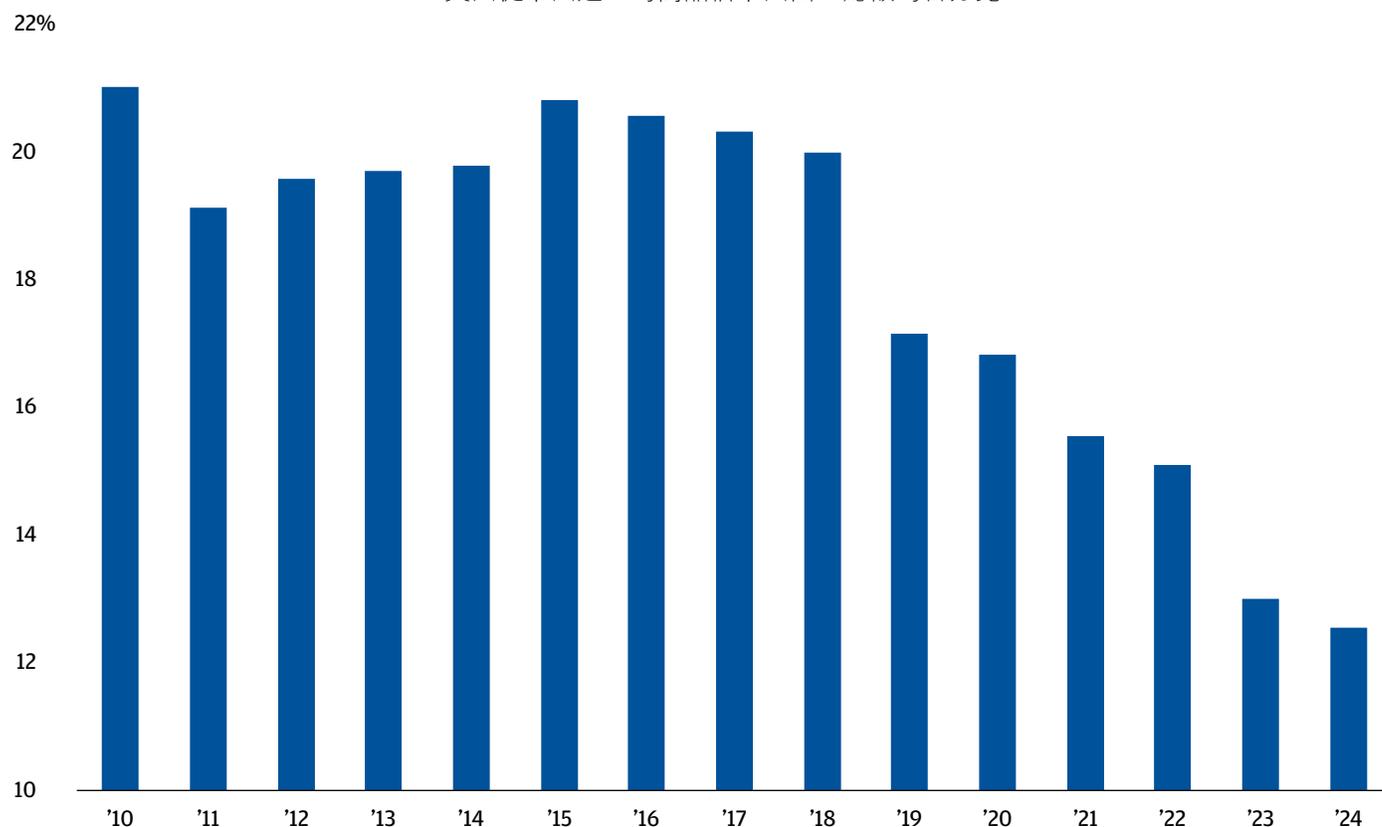
白宮似乎正着手打造一個北美貿易集團

2025年有效關稅稅率變動(%)



資料來源：耶魯預算實驗室分析。數據截至2025年10月30日。

中美兩國自2018年以來持續「脫鉤」
美國從中國進口的商品佔中國出口總額的百分比

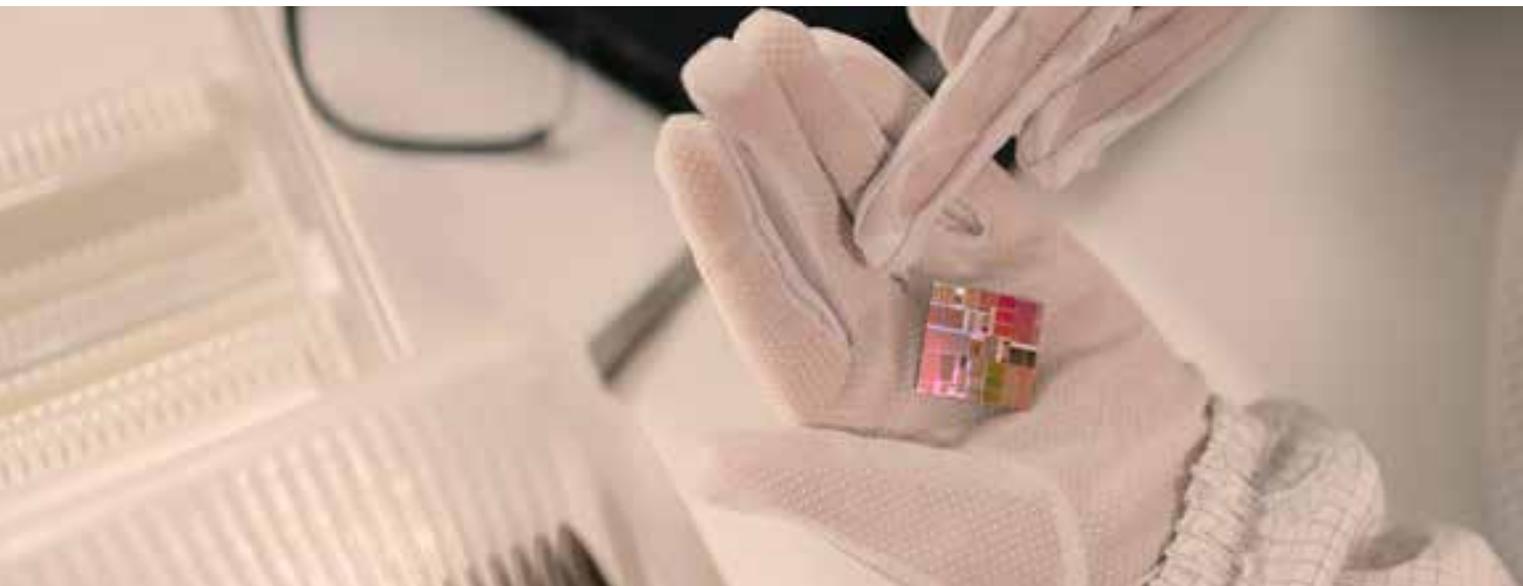


資料來源：國際貨幣基金組織、Haver Analytics。數據截至2024年12月31日。

目前，符合2018年《美墨加協定》的商品可享受關稅豁免(儘管目前尚不清楚這一豁免是否會受到近期擬加徵10%關稅的加拿大出口政策影響)。特朗普政府正利用其他關稅威脅作為談判籌碼，鼓勵墨西哥和加拿大堵截轉運漏洞。事實上，墨西哥近期已表示將對中國汽車徵收50%的關稅。加拿大已對中國電動汽車徵收100%的附加稅，並對中國鋼鐵和鋁徵收25%的附加稅。隨着2026年《美墨加協定》審查程序轉變為全面重新談判，關鍵材料原產地規則更加嚴格等變化將有助於將電池等關鍵產業納入美墨加貿易圈。

位於德克薩斯州與墨西哥邊境的拉雷多港是美國最繁忙的港口，2024年處理的貿易額高達3,400億美元，42預計這一數字還將持續增長。儘管特朗普政府時而對墨西哥和加拿大的言辭較為強硬，我們預計美國仍將優先維護與這兩國的貿易關係，並尋求與這兩個貿易夥伴達成共識。為此，加拿大已於8月宣佈取消對美國進口商品的多項報復性關稅。加拿大有望會憑藉其能源和自然資源優勢，與美國達成更具互利性的貿易協議。墨西哥則因其成本競爭力和毗鄰美國市場的優勢，或能成為外國投資的首選目的地。

42 拉雷多港。《追蹤貿易，推動增長》。2024年12月31日。



在美國與歐洲和日本的貿易談判中，我們預期雙方將在互利領域加強合作，在戰略優先領域展開競爭。例如，美國、荷蘭和日本正攜手限制向中國出口先進晶片製造設備，同時美國繼續成為歐洲和日本液化天然氣的關鍵供應國。

另一方面，美國對歐洲和日本的進口商品普遍徵收百分之十幾的基礎關稅，並對關鍵的汽車行業徵收15%的關稅。預計半導體、電池和汽車領域貿易爭論的將以競爭為主。正如前歐洲央行行長馬里奧·德拉吉在一篇備受關注的競爭力相關報告中所述，歐美之間的能源價格差距一直是歐洲經濟的主要弱點，美國在貿易談判中也以此作為重要籌碼。

特朗普政府希望通過關稅鼓勵美國關鍵商品的本土化生產。在此背景下，政府威脅對半導體徵收100%的關稅，除非相關企業承諾在美國建立或擴建製造設施(例如台積電在亞利桑那州和三星在德克薩斯州的投資)。與此同時，松下(在堪薩斯州)、日立(在弗吉尼亞州)和西門子(在北卡羅來納州)等公司正在擴大其在美國的電池和電網設備的生產規模。

近期一項引人注目的交易凸顯了美國減少對跨境半導體供應鏈依賴的努力：今年8月，美國政府收購了陷入困境的美國半導體製造商英特爾10%的股權。英偉達隨後也決定入股英特爾，進一步強調了本土晶圓廠的重要性。然而，重振美國製造業目前仍是一個理想化的目標。最近幾個季度製造業產出疲軟，過去四個月製造業就業崗位也在不斷減少。

隨着企業和國家愈發重視供應鏈的安全性和可靠性，而非效率和成本，我們預計將在北美境內看到更多關於半導體、汽車、電氣設備和國防製造業回流或近岸生產的消息。政府戰略性持股重要產業的可能性也較大，如果美國以外的國家宣佈更多旨在平衡與中國製造商競爭環境的關稅，我們也不會感到意外。

這種貿易政策的轉變很可能會抬高通脹的底部，因為商品現在因可靠性和安全性產生溢價。換而言之，曾經看似低效的權衡，如今已成深思熟慮的政策選擇：效率已讓位於韌性。

中國： 外部影響與 內部創新

我們將視線轉向中國。作為全球第二大經濟體，中國在許多全球貿易政策變革中處於核心地位。

中國政府正加大力度積極提升其地緣政治和經濟影響力。中國政府加強了與俄羅斯和朝鮮的外交與軍事合作，並日益重視與長期競爭對手印度重建經濟關係(該國目前仍深陷於美國意外加徵高額關稅所帶來的衝擊中)。

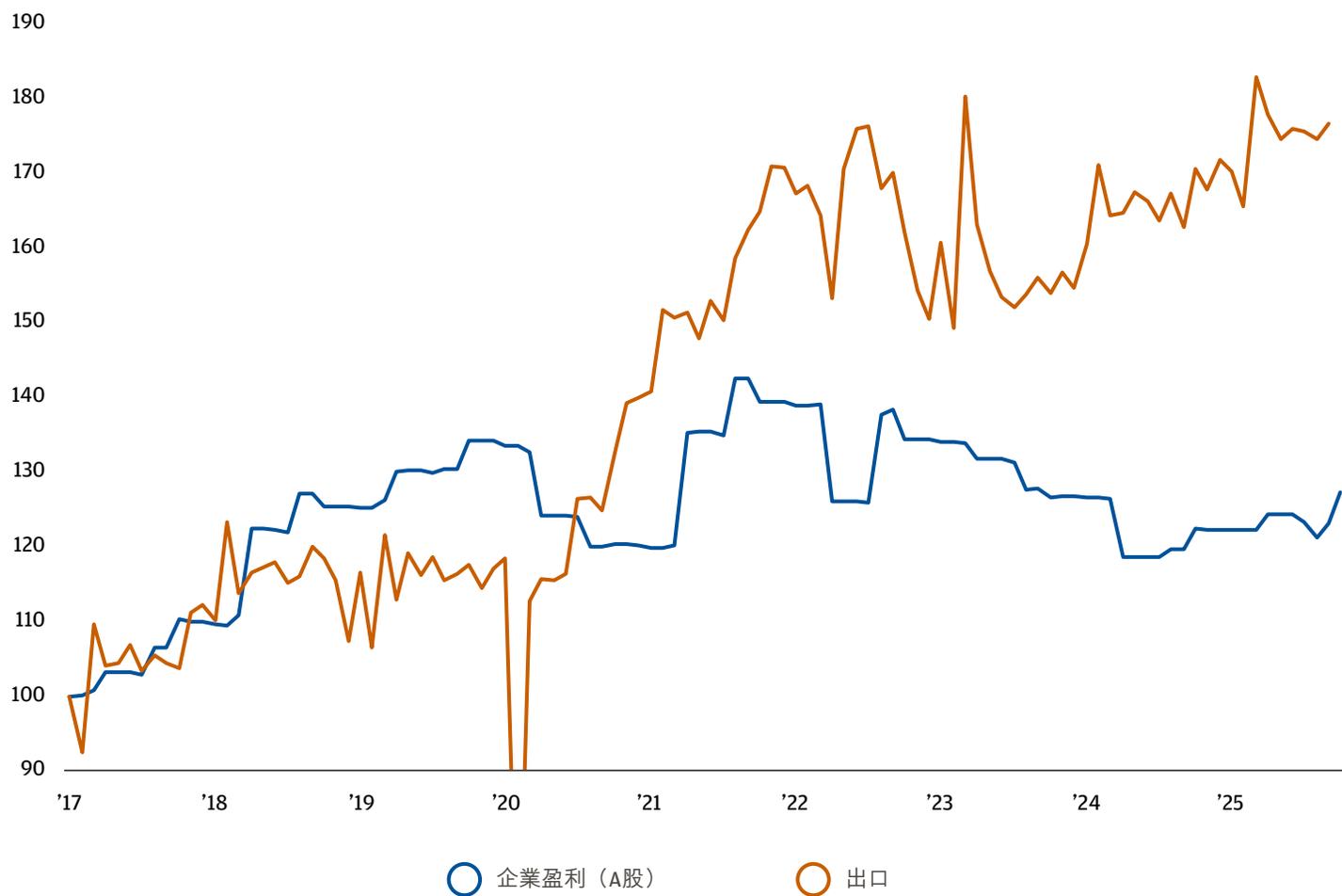
中國似乎有意影響可能形成的「全球南方」貿易集團，該集團將明確排除美國和歐洲。中國的資金、零部件和經濟影響力已滲透至秘魯的港口、埃塞俄比亞的鐵路和剛果民主共和國的鈷礦。2025年，埃及、伊朗、埃塞俄比亞、阿拉伯聯合酋長國和印度尼西亞加入「金磚國家」之列，形成了擁有11個成員的新興經濟體集團。隨着中國不斷擴大全球影響力，流入中國的外國直接投資數十年來首次出現負增長。

雖然現在評估全球市場分化這一大趨勢的長期影響為時過早，但我們已經可以識別出一些早期的受益者和受損者。

全球貿易的發展態勢或許能提供一些指引。儘管對美出口下降，中國的貿易順差卻已飆升至歷史最高水平。這一趨勢凸顯中國繼續依賴出口過剩製造業產能來彌補國內市場的增長乏力。東南亞在2023年取代美國和歐洲成為中國最大的出口市場。⁴³ 儘管如此，企業盈利並未隨出口增長而同步提升。

中國出口優勢未能轉化為企業盈利增長

指數(100=2017年1月)



資料來源：岑博智(Michael Cembalest)、摩根大通資產及財富管理部、中國海關總署、Haver Analytics、彭博財經。數據截至2025年10月31日。

雖然傳統觀點認為，貿易轉向有望通過外國直接投資、就業增長和技術轉移惠及東南亞經濟體，但現實情況更為複雜。過去三年間，針對中國的反傾銷貿易案件已超過300起，較十年前增長三倍。⁴⁴傾銷行為，即生產商以人為壓低的價格向海外市場出口商品，會對當地生產商造成壓力並推高失業率——這一過程已困擾美國製造業數十年。

儘管外國直接投資普遍受到歡迎，但如果大部分勞動力和資本投入仍源自中國，則對當地經濟的影響有限。這種情況既限制了對本國生產要素的需求，也限制了技術外溢效應。

從投資者視角來看，核心啟示在於：中國轉向美國以外的貿易夥伴，這一趨勢或許並非對所有新興市場都是利好信號。我們更傾向於關注那些存在獨立長期驅動力、盈利增長前景強勁的國家股市。我們認為印度股市在國內消費復甦背景以及貨幣和財政政策支持下極具吸引力。台灣地區則可能受益於周期性半導體需求前景的回暖及人工智能領域的長期需求。

我們正在亞洲公開與私募市場中尋找投資機會。私募市場尤其值得關注，因為在過去十年間其表現始終優於公開市場基準，並且能提供在印度和日本市場的差異化投資機會。

就中國自身而言，科技板塊的地位舉足輕重。美國出口限制加快了中國本土技術能力的提升，儘管在高端半導體自給方面仍存在一定差距。然而，創新型企業正通過高效人工智能模型、廣受歡迎的消費平台及電動汽車硬件領域的領先優勢，實現強勁的回報，並為未來增長奠定了基礎。中國政策制定者近期決定禁止英偉達符合出口規定的晶片進入中國，這一舉措或可解讀為國內晶片已達到「足夠好」的水平，即便能耗更高，但能夠支持訓練和推理與美國競爭對手相當的大型語言模型。

事實上，中國科技指數過去一年表現超越美國科技基準納斯達克100指數約五個百分點。儘管近期表現強勁，但中國股市過去五年處於盈虧勉強平衡狀態，其GDP增長僅部分轉化為企業盈利。即便如此，投資者將在未來面對不斷變化的機會。

自2024年起，中國數碼經濟創造的收入已超過房地產與建築行業的總和，我們預計這一影響力將持續擴大。國內傳統經濟部門仍受困於需求疲軟、房地產與建築業低迷以及通縮壓力。當前的中國投資邏輯——聚焦效率、創新與全球競爭力——或許範圍相對集中，但潛力深厚。中國股市的「贏家」正靜待投資者慧眼識珠。

⁴³ 亞洲協會政策研究院。《東盟夾在中國出口激增和全球「去風險」之間》。2025年2月17日。

⁴⁴ 世界貿易組織。2024年。

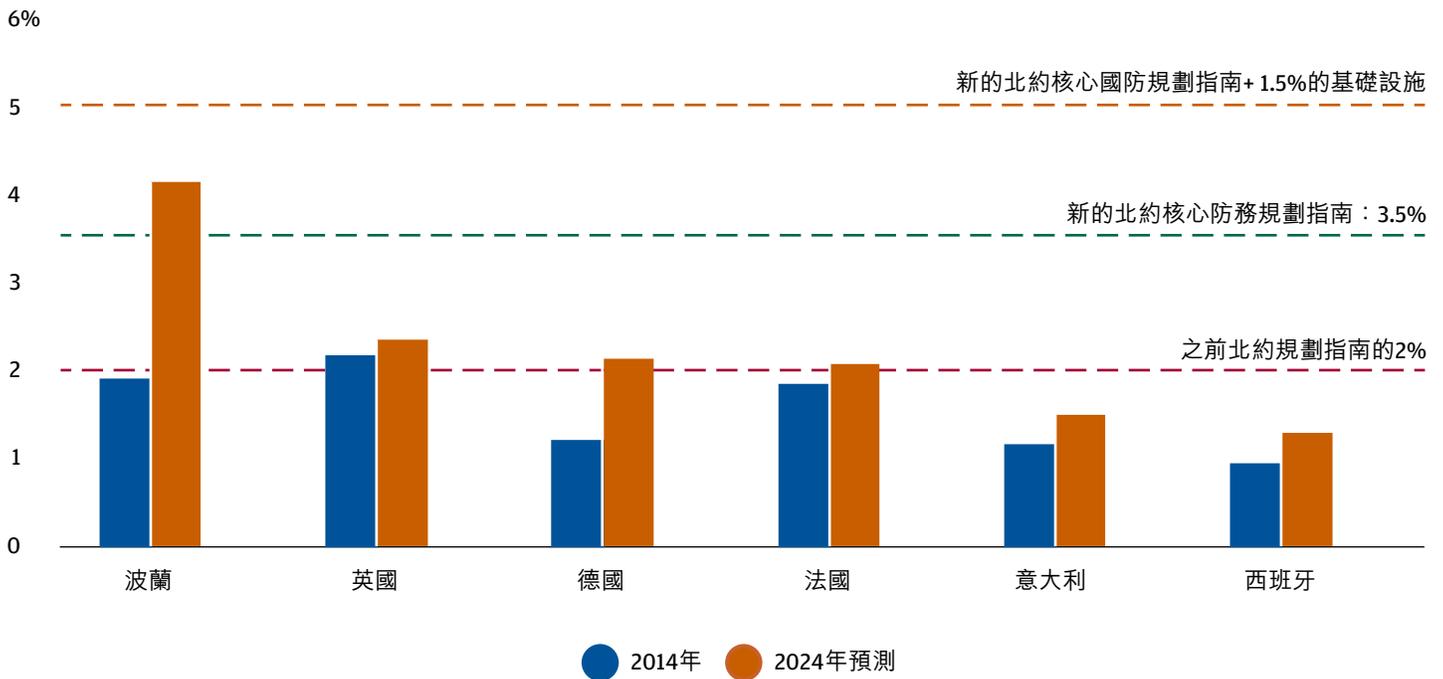


歐洲國防： 從和平紅利轉向衝突 相關資本支出

蘇聯解體後，發達國家得以享受到被廣泛稱為「和平紅利」的發展窗口。從1992年到2022年，歐洲的坦克(-77%)、戰鬥機(-57%)、軍艦(-39%)和潛艇(-47%)產量急劇下降。⁴⁵互聯網和全球定位系統(GPS)等技術也從軍用途轉向商業應用。中東歐地區吸引了大量外國直接投資，全球供應鏈與資本市場深度融合。

然而，進入1920年代，俄烏衝突重新定義了時代基調，建立以傳統國防、網絡安全、自然資源和能源供應為核心的持久安全體系顯得尤為緊迫。

歐洲國防開支正見回升，此前多年未達北約既定目標
國防開支佔GDP的百分比



資料來源：北約。數據截至2024年6月和2025年6月。

歐洲政策正在全面轉向。其中，德國的變化最為顯著。德國政府宣布了大規模財政刺激計劃，與其戰後的一貫做法形成鮮明對比。北約將國防支出目標提升至約佔成員國GDP的3.5%，並額外預留約GDP的1.5%用於國防相關基礎設施建設。白宮方面則申請了1萬億美元的2026年國防預算，這表明重整軍備的趨勢並不僅限於歐洲。

歐洲正積極推動本土化生產和重建工業基礎。《歐洲國防工業戰略》目標在2030年，實現50%的採購來自歐洲國防技術與工業基礎，並2035年將這一數字提升至60%。⁴⁶製造商已在擴大產能。萊茵金屬在德國新建了彈藥廠，並開始在立陶宛籌建另一座工廠。萊昂納多公司與拜卡公司成立了合資企業，聚焦先進無人武器系統。

這些舉措已推高投資者預期：一籃子歐洲國防公司從2019年至2024年的複合年均盈利增長率(CAGR)約為7%。⁴⁷華爾街預計到2030年這一增速將接近20%。

歐洲工業企業也正受益於數碼化進程和人工智能應用迅速推廣，尤其是在數據中心投資加速的背景下。這波增長浪潮持續推動着資本貨物、電氣設備及能源解決方案的需求增長，而這些領域正是歐洲龍頭企業優勢所在。

如前文所述，德國在歐洲市場中尤為突出。德國的大規模基礎設施支出計劃預計將對該國乃至更廣泛地區產生刺激作用。儘管實施進展較為緩慢，但這些措施最終應能支持德國增長和企業盈利，回報有耐心的投資者。

此外，歐洲私募市場蘊含着巨大的投資機遇，卻常被全球投資者忽視。在歐洲，營收超過一億歐元的公司中有高達97%為非上市企業⁴⁸，而在美國這一比例為87%⁴⁹，由此可見私營企業在該地區的主導地位。高度分化的行業格局為併購整合提供了成熟條件。

但私募股權往往主要關注科技和電訊這兩個板塊，二者在公開市場股指中的佔比僅約10%。

值得注意的是，歐洲私募股權投資策略的回報率已與美國同業持平，並且相較於本地公開市場創造了更多超額收益，展現出更具吸引力的風險回報特徵。

此外，當前歐洲房地產估值較峰值低約20%-40%，⁵⁰為投資者提供了折價入場點，並有望在復甦過程中進一步上漲。該地區的物流行業同樣擁有顯著的增長潛力。電子商務的滲透率遠低於美國，這意味着該領域仍有巨大的擴張與創新空間。



⁴⁵ 摩根大通企業和投資銀行業務；麥肯錫公司；1992年／2022年軍事平衡。2022年12月。

⁴⁶ 歐洲議會研究服務處。《歐洲國防工業戰略》。2024年。

⁴⁷ 摩根大通企業和投資銀行業務。2025年。

⁴⁸ 阿波羅學院。《歐洲私營公司增多》。2024年4月28日。

⁴⁹ 阿波羅學院。《美國私營公司增多》。2024年4月20日。

⁵⁰ KKR。《歐洲房地產的光明前景》。2024年5月。



南美： 掌控世界所需資源

在全球分化與資源競爭激烈的環境下，南美洲正扮演着舉足輕重的角色。全球經濟發展(尤其是當前的人工智能革命)不可或缺的關鍵原材料，大多蘊藏在這片大陸。

隨着全球供應鏈不斷多元化，安全問題逐漸成為貿易關係的核心，南美洲在與美國和中國同時開展貿易時面臨諸多挑戰。多數南美國家在對美貿易存在逆差，而中國則是它們多地的主要貿易夥伴。過去二十年間，中國投資在南美地區穩步增長並超越源於美國的外國直接投資，同時持續十年的左派政府執政浪潮使南美洲在意識形態上向中國靠攏，與美國漸行漸遠。

拋開意識形態分歧，南美洲擁有全球經濟發展所需的關鍵資源。該地區佔全球銅產量的40%和全球儲量的38%。僅智利一國的銅產量就佔全球的27%。⁵¹秘魯擁有世界最大的白銀儲量，而墨西哥是最大的白銀生產國。在鋰資源方面，智利和阿根廷在全球經濟可開採儲量上分別位居第一和第三。⁵²

阿根廷的瓦卡穆爾塔地層正重新引起全球領先能源公司的興趣，特別是在美國尋求能源供應鏈多元化之際。

委內瑞拉擁有全球最大的已探明石油儲量。⁵³巴西的儲量雖較少，但它是拉丁美洲主要的石油生產國，⁵⁴也是全球第二大鐵礦石生產國和出口國。⁵⁵巴西還是大豆、咖啡、糖和牛肉等農產品，以及鋁、鎳和錳等關鍵礦產的重要出口國。⁵⁶

由於人工智能革命加速對電力和半導體的需求，關鍵礦產的需求也隨之提升，而各國政府對長期糧食安全的關注不斷增強，南美洲豐富的資源顯得尤為重要。

⁵¹ 國際能源署。《拉丁美洲在清潔能源轉型關鍵礦物方面的機遇》。2023年4月7日。

⁵² 美國內政部。《2025年礦物商品摘要》。2025年3月。

⁵³ 美國能源資訊署。《國家分析簡報：委內瑞拉》。

⁵⁴ 美國能源資訊署。《哪些國家是石油的主要生產國和消費國？》。2023年。

⁵⁵ 美國地質調查局。《2022年礦物商品摘要》。

⁵⁶ 美國農業部。《巴西》。2025年1月7日。

南美洲的大宗商品、能源和農產品產出對中美兩國都至關重要：

- ◇ 鋰、銅和銀生產商將從全球電動化浪潮及人工智能驅動的半導體需求中獲益。近期中美企業在阿根廷鋰礦領域的投資正是爭奪供應鏈保障的體現。
- ◇ 隨着近岸外包加速，對現代化港口、鐵路和高速公路的需求激增。巴拿馬運河的擴建和巴西北部港口的升級正在打通美洲與亞洲間的新貿易通道。物流和港口基礎設施投資正在釋放新的出口能力，例如中國在秘魯投資35億美元建設錢凱港。
- ◇ 巴西在水電和風電領域的領先地位，加上智利的太陽能潛力，使該地區成為綠色基礎設施投資的熱點。2024年巴西風電裝機容量突破30吉瓦，⁵⁷智利2023年初級能源中有9.4%來自太陽能，佔比居全球首位。⁵⁸

隨着南美政治格局演變及其資源重要性不斷提升，該地區為投資與合作提供了新途徑。對於準備應對當前割裂世界秩序複雜性的全球投資者而言，還需認識到拉丁美洲股票目前正以10倍遠期市盈率交易，這一估值在其自身歷史分位數中僅處於第30個百分位。相比之下，發達市場和亞洲新興市場的股票估值均處於歷史高位（第90個百分位）。

南美洲可望成為地緣政治風險的有效對沖工具，亦或能憑藉低於全球多數股市的估值，為投資者帶來長期經濟增長的機遇。

⁵⁷ 國際貿易管理局。《巴西國家商業指南：發電、輸電和配電基礎設施》。2025年8月21日。

⁵⁸ Our World in Data。《數據洞察》。2024年9月13日。

能源： 人工智能革命的制約因素

能源政策既是國家安全的核心要素，也關乎全球人工智能發展。

俄烏衝突爆發後，歐洲迅速調整戰略，擺脫對俄羅斯天然氣的長期依賴，轉向大幅增加液化天然氣進口。歐盟承諾到2028年購買約7,500億美元的美國能源，⁵⁹並似乎正朝着全面禁止俄羅斯供應的方向推進。日本將增加進口美國天然氣，以替代對俄羅斯的依賴。

歐洲政策制定者將安全置於成本之上：液化天然氣價格遠高於俄羅斯天然氣。投資者需關注這一轉變帶來的連鎖反應。自2022年初以來，歐洲已提議、重啟或加速推進30個液化天然氣終端項目，⁶⁰而歐洲家庭電費賬單較2021年1月上漲了36%。相對於其他經濟體系，中美兩國在電力成本有明顯的優勢。

為增強韌性，歐洲還在保護脆弱的電網互聯系統(如波羅的海國家從俄白電網切換到歐盟大陸歐洲網絡)。全球能源流動始終面臨重要樞紐的風險。霍爾木茲海峽作為全球五分之一石油⁶¹和液化天然氣⁶²的運輸通道，是眾所周知的風險區。

中東和北美國家在增強全球能源供應方面處於有利位置。海灣合作委員會(包括巴林、科威特、阿曼、卡塔爾、沙特和阿聯酋)除了擁有豐富的石油和天然氣資源，還可將區域能源電網擴展為電力高速公路，以滿足歐洲的需求。目前，許多歐洲和亞洲國家完全依賴進口天然氣。



其他地區，老撾向泰國、馬來西亞和新加坡出口水電，巴西也經常向阿根廷出售多餘的水電。

這些已不僅是能源項目，更是分化的全球秩序中的安全資產。

科技行業對電力的巨大需求帶來了新的地緣政治挑戰。人工智能技術因其數據中心對電力的固有需求，在傳統國防和網絡安全領域愈發重要。我們在廣泛的基礎設施、運輸資產、發電、網絡安全和關鍵礦物加工等細分領域看到了投資潛力。此外，石油和天然氣私募股權、黃金及能源大宗商品可作為對沖地緣政治風險的有效工具。

⁵⁹ 歐盟委員會。《關於建立美利堅合眾國與歐洲聯盟互惠、公平和平衡貿易框架協議的聯合聲明》。2025年8月21日。

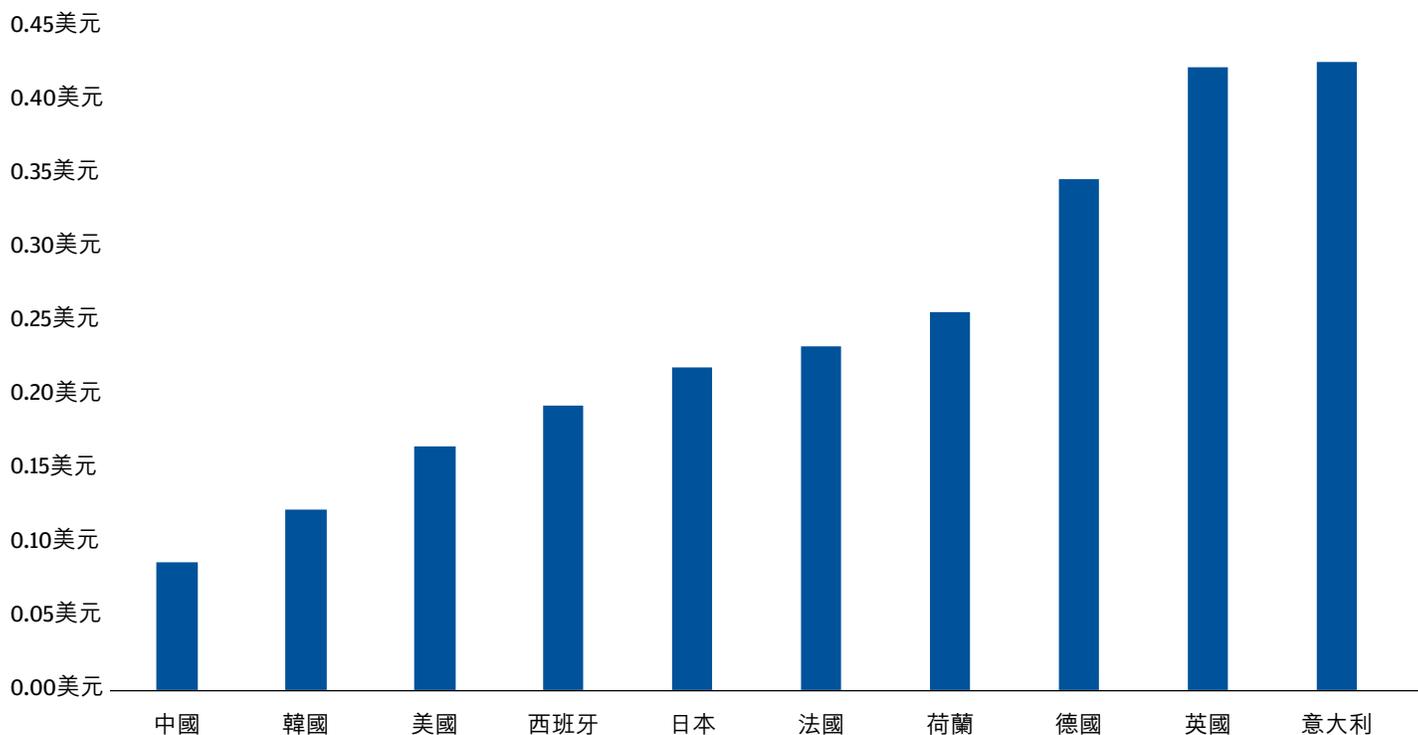
⁶⁰ 全球能源監測。《歐洲液化天然氣進口基礎設施過剩預計將增加一倍以上，危及綠色目標》。2023年3月27日。

⁶¹ 美國能源資訊署。《地區衝突中，霍爾木茲海峽仍是關鍵石油重要樞紐》。2025年6月16日。

⁶² 美國能源資訊署。《全球約五分之一的液化天然氣貿易流經霍爾木茲海峽》。2025年6月24日。

歐洲和日本的電價遠高於中國和美國

2023年至2025年居民及商業用電平均價格(美元/千瓦時)



資料來源：由GlobalPetrolPrices匯編自各國官方數據。數據截至2025年9月30日。

美元與替代性 儲值資產

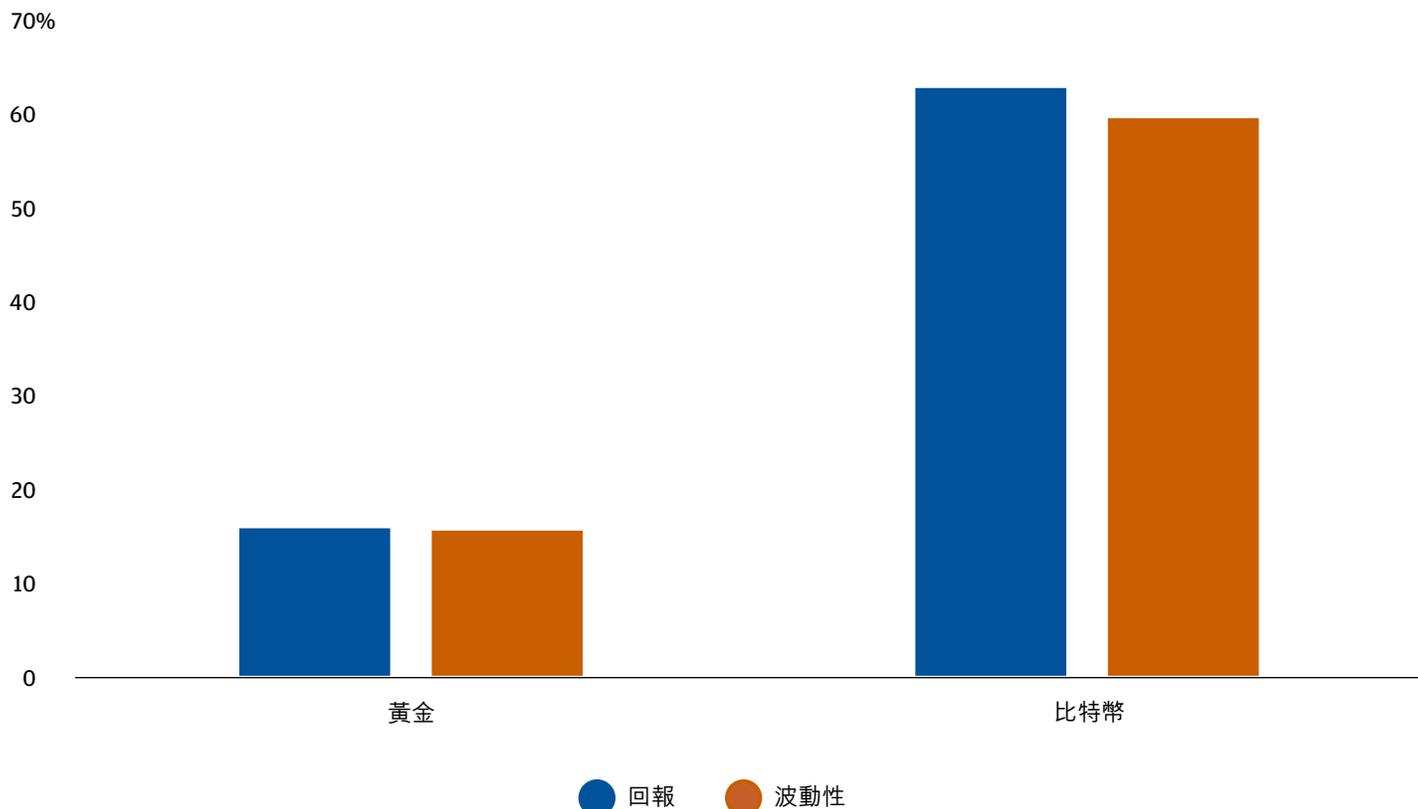
儘管全球分化將對經濟和市場帶來廣泛影響，但我們認為這不會改變美元作為全球儲備貨幣的地位。美元仍佔已披露央行外匯儲備的近60%，在國際資金清算系統(SWIFT)支付中佔比近半，⁶³並且佔據全部外匯交易量的約90%。⁶⁴簡而言之，美元依然是全球金融體系的「操作系統」，我們認為其地位穩固。

儘管如此，我們認為投資者將繼續尋找美元的潛在替代者。首先，美元「武器化」推動力資產配置的多元化。作為對俄烏衝突的回應，烏克蘭的西方盟友凍結了約3,000億美元的俄羅斯美元儲備。⁶⁵隨後，全球央行購買了創紀錄數量的黃金，作為在衝突期間不受制裁影響的美元替代品。2025年至今，黃金價格已上漲超過50%，達到經通脹調整後的歷史新高。鑒於投資者尋找美元的替代品，這一需求可能為金價提供持續的強勁支撐。我們預計這一貴金屬將在2026年迎來新一輪顯著上漲。

其次，我們注意到以加密貨幣為代表的數碼資產正對美元發起新的競爭。加密貨幣總市值現已超過4萬億美元，而2024年初僅為2萬億美元。將加密貨幣視為潛在價值儲存手段的投資者，如今在美國擁有更為友好的監管環境。



比特幣在很大程度上是權衡風險與回報的經典案例 5年年化百分比



資料來源：彭博財經，數據截至2025年10月31日。過往表現並非未來業績的保證。

穩定幣因其低延遲(交易結算迅速)在金融服務行業中日益受到青睞，儘管目前通過穩定幣系統進行的支付規模僅約為700億美元。⁶⁶ 總體而言，數碼資產正逐步獲得市場認可，部分原因在於投資者在邊際上不斷尋求美元的替代選項。

我們認為投資者可通過區域股票多元化配置進一步優化投資組合，這是摩根大通私人銀行管理的全球投資組合中的關鍵要素。在歐洲和其他非美國股票市場中，貨幣風險敞口通常不進行對沖，這提供了本地貨幣多元化的機會。

⁶³ 財經M平方。《全球——SWIFT貨幣國際支付份額》。2025年8月31日。

⁶⁴ 兩黨政策中心。《美元主導地位的背後原因及其重要性》。2025年9月2日。

⁶⁵ 布魯金斯學會。《俄羅斯被凍結的主權資產狀況如何？》。2025年6月24日。

⁶⁶ 岑博智(Michael Cembalest)。《「好吧，老古董」：論穩定幣、盈利、關稅與減稅的比較以及總統與幕僚「決裂」》。2025年6月12日。摩根大通資產及財富管理部。



投資者啟示

全球分化時代需要實現根本性的轉變：韌性、安全性和區域聯盟等核心投資主題正越來越受到重視。

首先就韌性主題而言，我們在受益於本土化生產、近岸外包和供應鏈重組的行業與資產中發現了具吸引力的投資前景。這包括北美基礎設施、公用事業、工業與物流，以及涉及發電、半導體和關鍵礦產的企業。我們預計中國資產將出現戰術性機會，因市場情緒波動往往快於基本面變化。

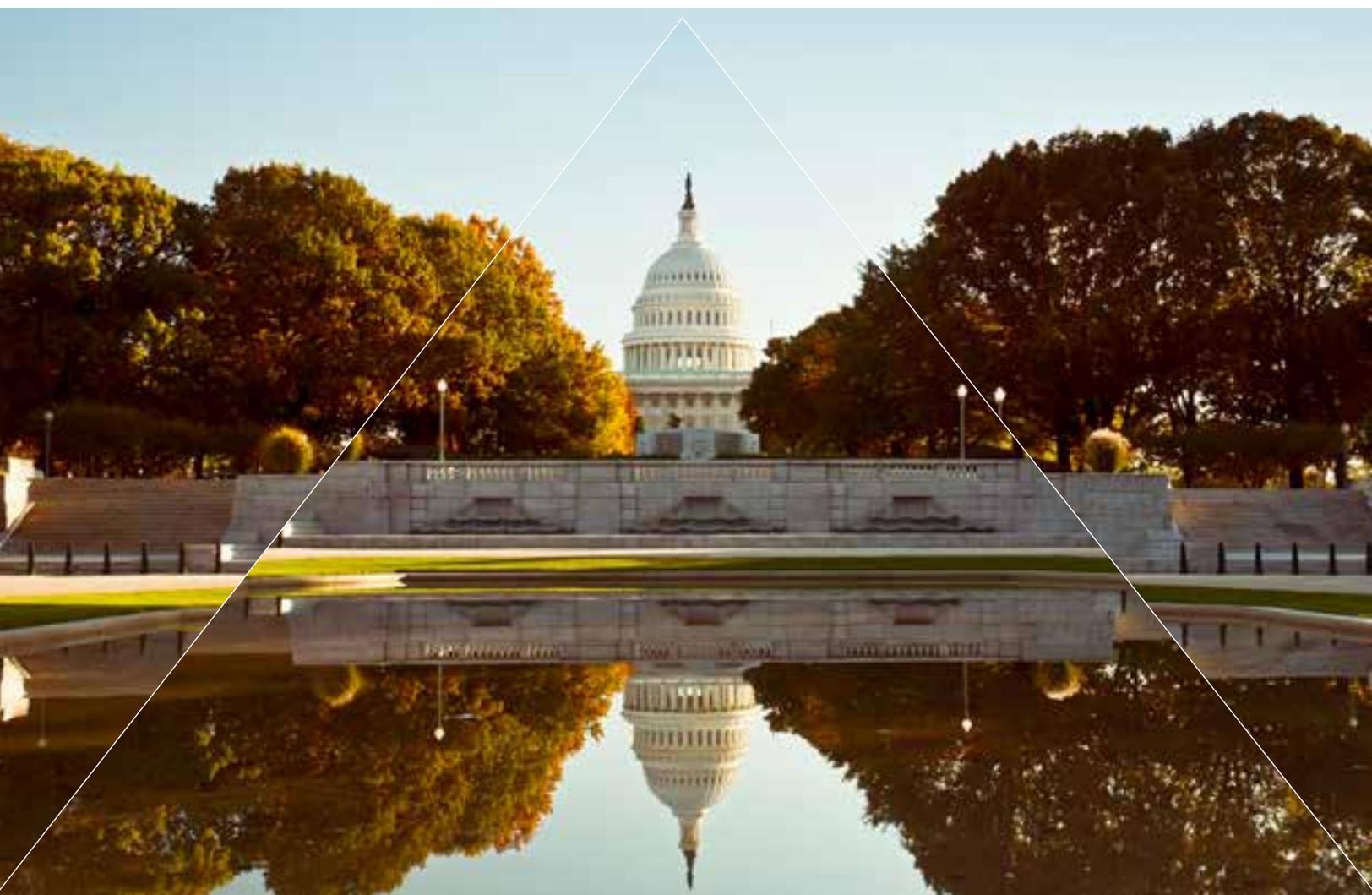
安全領域作為第二大主題，涵蓋能源安全、傳統軍事防禦與網絡安全，已在歐美吸引更多資本投入，並展現出持續增長的盈利潛力。在能源資產領域，我們重點關注液化天然氣、可再生能源及電網現代化。

第三大主題區域聯盟則貫穿各板塊與地域。我們倡導在全球範圍內，集中投資於與該主題高度契合的上市和私募企業。我們尤其關注在半導體、數據中心、能源及交通等關鍵領域擁有定價權的企業。

投資者進行資產配置時，需密切關注持續高企的通脹水平、持續演變的貿易格局，以及可能加劇的市場波動風險。如果地緣政治風險與貨幣波動在割裂的世界中加劇(我們認為這將發生)，黃金與能源大宗商品可作為寶貴的對沖工具。

第3部分

應對通脹 結構性轉變





市場力量可能以直接或間接的方式影響投資組合。人工智能投資熱潮與全球分化對投資組合構成直接壓力。而通脹的影響則更為微妙，可能對長期回報構成重大風險。

在2022年疫情後的通脹爆發之前，低通脹一直是全球金融危機後時代的主要特徵。但如今我們正處於一個截然不同的環境：通脹水平更高，且波動性顯著增強。此外，主權債務和財政赤字持續累積，加大了通脹持續的風險，因為政策制定者可能傾向於干預央行獨立性，並通過通脹的方式來稀釋債務負擔。

應對通脹結構性轉變

在本章節中，我們將探討更高通脹環境下的廣泛影響。對投資者和家族而言，最重要的問題在於，通脹再次成為投資組合構建與財富規劃的核心變量。在通脹環境中持有大量現金倉位，可能會悄無聲息且不可逆轉地侵蝕實際財富。

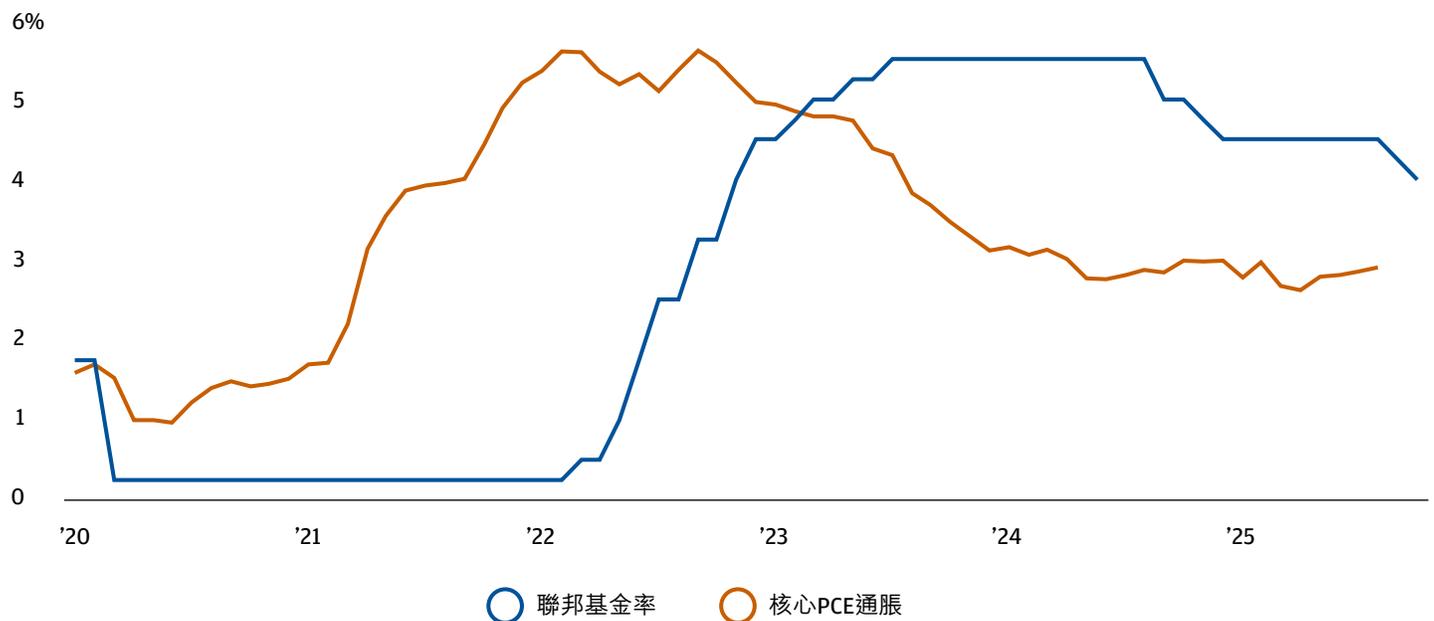
當家族面臨主要收入來源轉變時——無論是家族主要收入者退休，還是企業出售——維持原有生活方式支出的風險也隨之變化。通脹風險通過兩種重要方式侵蝕財富：在持續價格壓力下降低實現長期目標的可能性，以及隨着時間推移削弱財富的實際價值。對某些家族而言，保持投資組合名義價值的重要性並非首要目標，實現特定目標才是關鍵，因此明確優先事項至關重要。

這正是通脹、財富規劃與投資組合構建三者相互作用的關鍵所在。在通脹可能持續波動的宏觀環境下，財富規劃可以使資產與最重要的金額規模、時間跨度和優先級保持一致。

首要步驟是了解不同通脹情景可能如何影響未來投資組合價值。每個家族的情況都獨一無二，因此對目標進行壓力測試、模擬多種市場結果至關重要。在此基礎上，規劃決策節點並為行動步驟進行排序，有助於確保財富不僅保留實際價值，更能有效參與實現既定目標。

通脹率正徘徊在3%以下；其未來走勢或將影響投資組合表現

%



資料來源：彭博財經，PCE數據截至2025年8月31日。聯儲局聯邦基金利率數據截至2025年10月31日。

固定收益重拾動力

儘管我們認為未來的通脹將高於近年來的水平，而且更加波動，但我們並不預期2022年物價飛漲的局面將會重現，並整體看好固定收益市場的前景。

目前通脹率已回落至3%以下，而債券市場的隱含波動率也降至2021年水平。更重要的是，股債相關性在過去一年有所下降。在今年4月，美國宣布關稅政策後引發「關稅恐慌」，導致股市暴跌，主權債券和投資級信貸在該期間有效對沖了股票的波動性。這種相關性下跌的情況，對構建投資組合非常關鍵，因為這意味着債券能再度發揮對沖股票回撤風險的作用。

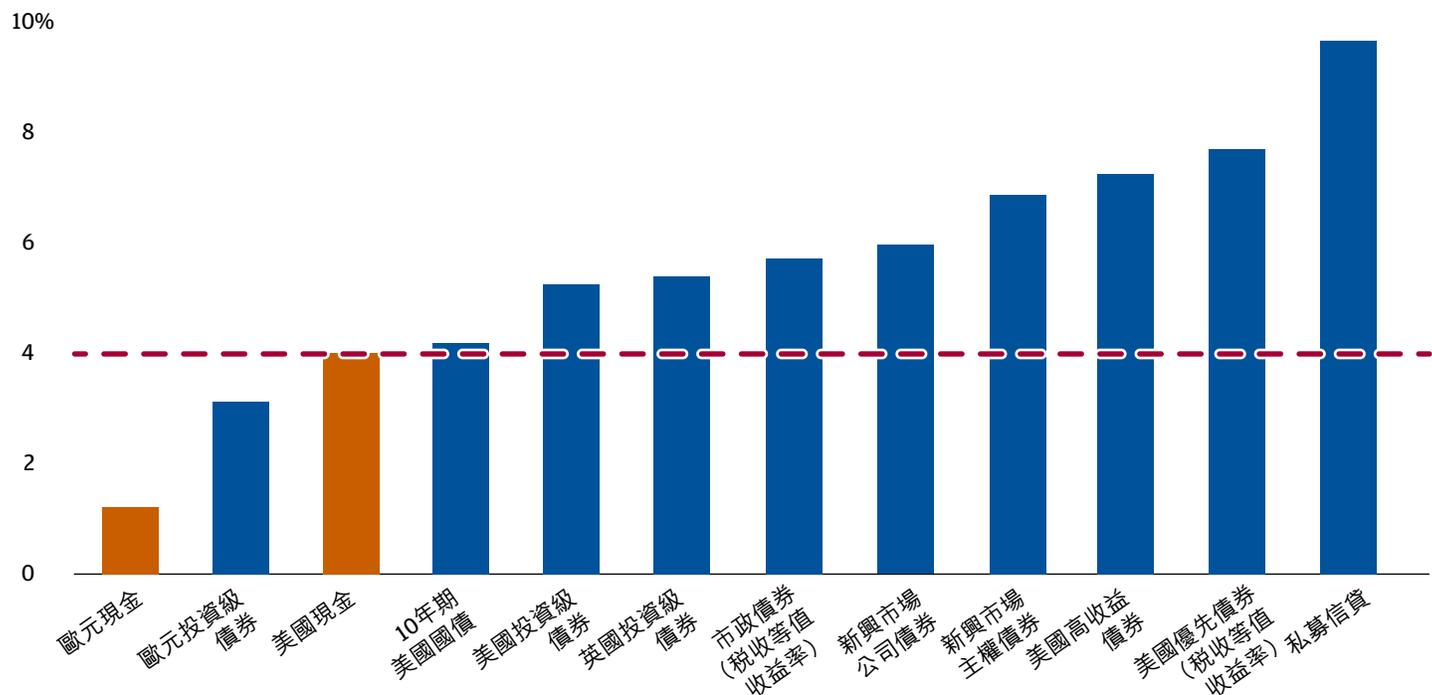
美國的商品通脹或會因關稅政策而面臨一定的上行壓力，但服務通脹則顯得相對溫和。也許最重要的是，聯儲局之所以重啟降息周期，是因為勞動力市場已陷入停滯。職位空缺率和離職率已回落至疫情前水平，薪資增速(以高質量就業成本指數衡量)已穩定在3.5%左右。雖然這一水平比疫情前高出近90個基點，但遠未達到引發薪資——物價飆升的警戒線。

與此同時，債券收益率已大幅上調——彭博美國綜合債券指數的收益率從2020年的約1%升至目前的4.3%。(該指數包括主權債券和投資級公司債券。) 2025年，債券既提供具吸引力的收益水平，也帶來了5%左右的穩健總回報。綜合債券是我們應對經濟衰退或增長放緩的首選緩衝工具，預計未來一年，大多數固定收益類別可望實現中個位數的總回報。

我們認為，美國市政債券市場已對更持久通脹風險給予了投資者相應的回報。全國市政債券指數的收益率約為3.6%，而投資者預期未來十年的通脹率為2.3%。對於需要守護購買力的美國納稅人來說，鎖定大約高於預期通脹125個基點的免稅回報，是一個審慎的低風險資本配置選擇。



與現金相比，目前大多數固定收益板塊提供更高的收益率
收益率，%



資料來源：FactSet、彭博財經、摩根大通。數據截至2025年10月31日。註：私募信貸由摩根大通企業和投資銀行業務提供融資的新發行交易所代表。私募信貸數據截至2025年6月30日。

我們同樣在全球投資級信貸領域的5-7年期區間發現豐富的收益機會。相較於政府債券，我們更青睞歐洲信貸。公司債券基本面改善的軌跡看來優於許多歐洲主權債券，並能提供更好的多元分散效益及收益潛力，以及更能抵禦主權債券面臨的挑戰。隨着聯儲局政策轉向寬鬆和美元走弱，新興市場信貸也開始顯現吸引力，這對許多與美元掛鈎的經濟體構成利好。

儘管私募信貸市場出現了幾宗備受市場關注的違約事件，重燃市場對該板塊的討論，然而，鑒於新發行債券收益率接近10%，我們認為已為投資者承擔的風險提供了相稱的補償。在此收益率基礎上，違約率需要超過6%，且回收率要低於40%，才會導致長期總回報降至負值，而這些指標只有在深度衰退的情況下才可能出現，而我們認為出現這種情況的可能性較低。

投資者納入綜合(核心)債券以外的資產敞口，不僅有助於分散固定收益投資組合配置，還有望在波動性通常較低的情況下，獲得更高的絕對收益和類似股票的回報。換言之，這種多元化配置也有助於增強投資組合的整體韌性。

通脹的結構性 驅動因素

雖然我們的基準預測認為，通脹環境對大多數風險資產和固定收益而言將總體溫和，但我們明確意識到通脹的上行風險可能會超出預期。這一觀點促使我們重新調整投資組合構建與財富規劃的優先策略。

我們的分析如下：在聯儲局降息150個基點，並有可能進一步降息75個基點的情況下，核心個人消費支出(PCE)通脹率目前仍維持在2.9%。若此輪寬鬆政策能如聯儲局所願在2026年推動經濟增長走強，則物價漲幅或會超出我們預期。

除此特定情景外，後疫情時代的若干特徵也表明通脹衝擊風險持續高企。

心理轉變：

最深奧難測的風險在於消費者與企業的心理預期。在新冠疫情之後，企業及消費者再次意識到經濟可能出現通脹。企業行為也發生了變化，大幅加快了調整價格的速度。以下的數據可作說明：挪威連鎖超市正引入每日最高可調價100次的技術。⁶⁷快遞公司將燃油附加費從按月調整改為按周更新。網約車的動態訂價模式已深入人心。綜合市場參與者、經濟學家、企業和家庭的普遍通脹預期調查顯示，目前的普遍預期較疫情前高出約40個基點。

產能缺口制約：

關鍵經濟領域持續出現供應短缺的情況。例如，自全球金融危機後，美國的住房缺口達300至400萬套。⁶⁸

美國勞動力市場正面臨淨移民數量急劇下降的衝擊，這直接限制了勞動力的供應，因而形成了另一個產能缺口。電力和供電系統已因數據中心和電氣化的強勁需求而全面承壓，而大宗商品短缺的隱憂逐步逼近。美國水泥產量較2005年峰值下降約15%。⁶⁹這些產能限製造成了一種環境，使得價格上漲的速度快於供應，即使需求疲軟，價格也可能維持在高位。掌控瓶頸環節的生產商能夠持續享有強大的定價權。

消費者資產負債狀況：

在發達市場中，消費者的財務狀況為消費提供了有力支持，尤其是在利率下行的情況下。美國家庭淨資產超過175萬億美元，較疫情前水平增長了50%以上。自2019年底以來，現金及貨幣資產持有量增長50%，貨幣基金資產規模翻倍。超過17萬億美元的房屋淨值有待釋放，其佔GDP的比例創下歷史新高。⁷⁰

產業供應鏈韌性：

美國加徵關稅或只觸發一次性的價格上漲。然而，貿易壁壘升級與政府更加注重安全的貿易政策，可能會促使企業向高成本地區轉移產能，並維持更高庫存水平。以半導體為例，美國將本土生產列為政策重點，但這也意味着價格必然上漲。AMD行政總裁預計，在美國製造的半導體產品，將比台灣製造的同類產品高出5%至20%。

⁶⁷ Williams, Jennifer。《歡迎來到「每天價格變動100次」的雜貨店》。2025年7月27日。《華爾街日報》。

⁶⁸ FreddieMac。《住房供應：仍然短缺數百萬套房屋》。2024年11月26日。

⁶⁹ Concrete Financial Insights。《美國水泥行業的產量與價格趨勢》。數據截至2024年。

⁷⁰ 聯儲局。《美國金融賬戶》。2025年9月11日。

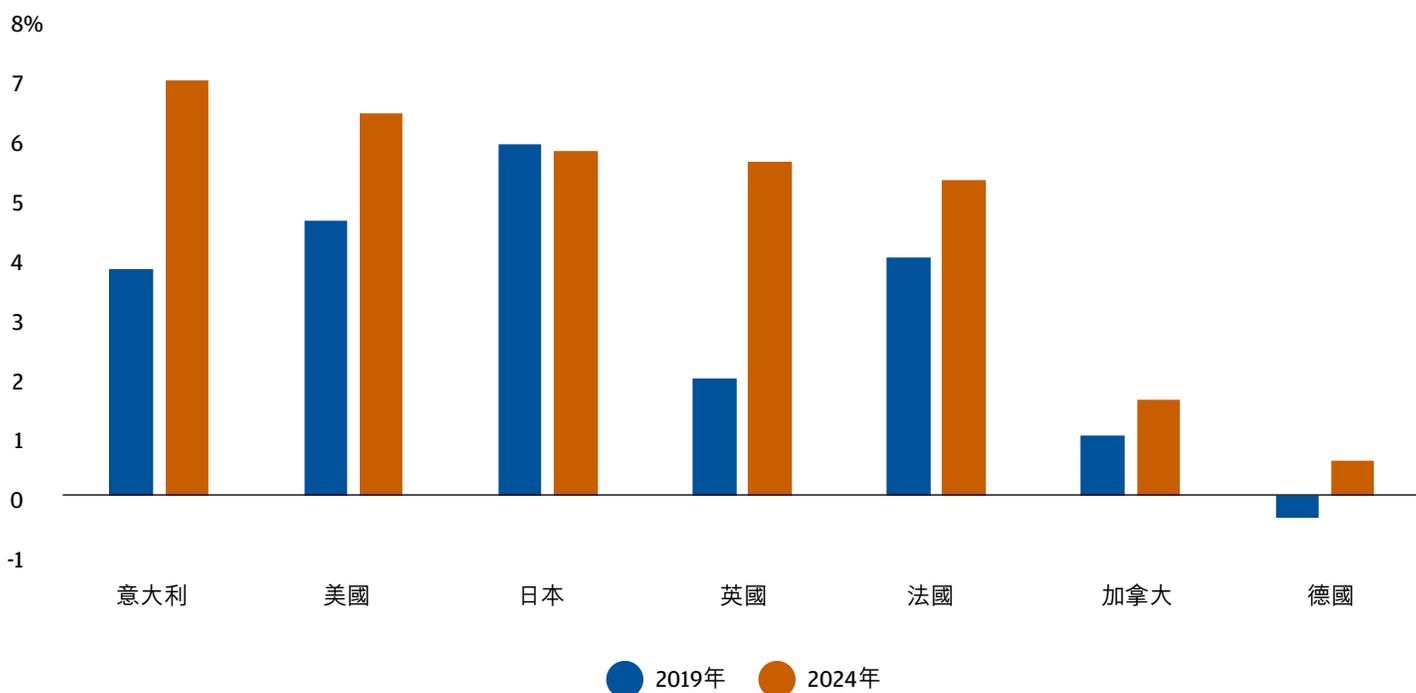
氣候變化：

極端天氣、資源短缺與監管成本(碳定價、轉型政策)持續推高投入品價格和市場波動性，令氣候變化成為通脹的結構性轉變因素。與氣候相關的農業減產、能源危機和基礎設施中斷等問題，正在加劇通脹風險。自然相關風險，如水資源短缺、生物多樣性喪失、資源枯竭等現象，同樣可能會引發投入品價格波動與供應鏈中斷，進一步放大通脹壓力。

財政擴張：

日本是七國集團中唯一財政赤字低於疫情前水平的國家。在疫情期間，各發達經濟體的財政刺激措施有效提振消費需求，進而推高物價水平。然而，即使財政赤字與債務負擔已處於高位，政策制定者仍可能在下一輪經濟下行周期重施故技。正如我們在下一章節所討論，政府債務和赤字持續攀升，正構成顯著的通脹風險。

大多數七國集團政府的預算赤字高於疫情前水平
政府赤字佔GDP的百分比



資料來源：意大利央行、美國行政管理和預算局、日本央行、英國國家統計局、法國央行、加拿大統計局、德國央行、Haver Analytics。數據截至2024年12月31日。



主權債務上升的 潛在風險

部分市場參與者警示美國或將面臨債務危機。最極端的情形，就是財政部舉行債券拍賣時無人問津。然而，我們認為存在一種更難察覺的風險。在這種情形下，政策制定者會主動調整方向，轉而容忍更強勁的經濟增長與更嚴重的通脹，通過壓低實際利率來逐步減輕債務負擔，而非任由收益率突然飆升。經濟學家將此過程稱為「金融抑制」，歷史上早有先例：於1950年代，聯儲局通過限制短期利率協助政府融資來償債，日本央行近年的政策更是當代的典型例證。

在美國以外，我們注意到政府的財政壓力日益沈重，從期限風險溢價不斷上升便可見一斑。全球主要國家30年期國債收益率均因期限溢價擴張而上漲。（日本上漲75個基點，荷蘭上漲65個基點，德國上漲62個基點，法國上漲55個基點，葡萄牙上漲41個基點，西班牙上漲27個基點）。

英國面臨的財政壓力尤為沉重——其生產率已連續五年停滯不前，核心通脹率持續高於發達市場平均水平。英國股、債、匯市場齊跌（我們偏好用來衡量實時財政壓力的指標）的交易日在近三年佔比已突破10%。這些跡象表明，英國經濟的特徵似乎正逐漸向巴西等新興市場靠攏，而非其通常對標的美國。

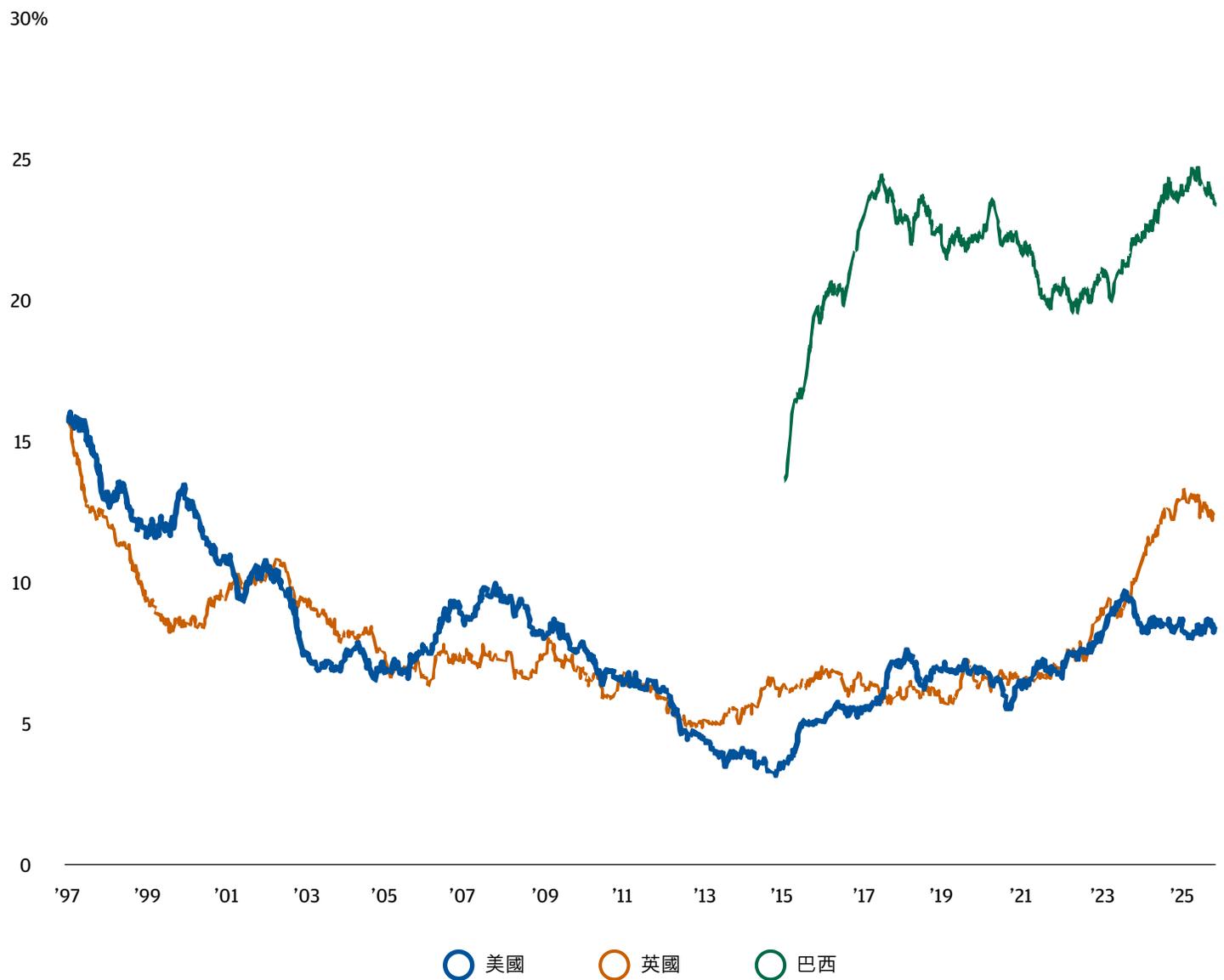
目前，投資者似乎仍樂於為美國政府的債務提供融資。認購美國國債的投資者絡繹不絕，平均需求是供應量的2.6倍。然而，債務佔GDP比重已逼近120%，而且升勢未止，令多數投資者與經濟學家深感不安。要破解這一困局絕非易事。

美國稅收收入佔GDP的比重接近處於經合組織國家中的低端，表明美國即使缺乏政治意願，仍具備充足的能力增稅減債。同樣，強制性支出（如社會保障和醫療保險等福利項目）也可以削減，從而「改變曲線」，即經濟學家所謂減緩未來支出增長步伐的舉措。然而，正如從最近圍繞《平價醫療法案》稅收抵免的爭議所見，這些選項在政治層面上或會遇上重重阻力。

在缺乏實質性支出削減的前提下，美國可能選擇更為迂迴的減債路徑。政策制定者或會通過營造更高通脹，以及（至少在短期內）更低實際利率的強勁名義增長環境，削弱聯儲局的獨立性，並借助通脹有效稀釋債務價值。

市場交易數據顯示，投資者對英國財政狀況的擔憂超越美國

股票、固定收益和外匯市場同步下跌的交易日(3年滾動%)



資料來源：彭博財經，數據截至2025年10月31日。



美國住房市場供應短缺

正如前文所述，美國住房短缺已成為全球經濟中最顯著的產能缺口之一。我們估算，自全球金融危機以來，美國新建住房數量比家庭新增數量少了約300-400萬套。按照目前的建設速度，可能需要十年才可填補這一缺口。與此同時，2020至2021年的低利率房貸造成了「鎖定效應」，受此影響下，每月供款較低的業主因缺乏換房動力而按兵不動，令房價維持居高不下。

房價高企與利率上行，共同導致住房可負擔性降至1980年代以來的最低水平。實際上，目前在美國購房的月度成本較租房高出約50%。

在這樣的背景下，住房作為一種資產類別展現出顯著的投資機遇。到本十年末，美國將有超過600萬人口步入35-49歲年齡段，⁷¹正是購房的黃金階段。鑒於租購成本差距懸殊，我們預期租賃住房需求將持續升溫，尤其看好適合家庭居住、距離市中心通勤便利的新建住宅。

⁷¹ 國會預算辦公室報告。《人口展望：2024年至2054年》。2024年1月。補充人口預測，更新截至2024年2月9日。



投資者啟示

許多家族的核心投資目標就是為了維持購買力，而通脹加劇的環境，使得實現目標變得愈發困難。這不僅會特別損害固定收益資產的價值，更從較宏觀的層面對構建投資組合的傳統模式構成挑戰。

雖然債券仍能在投資組合中發揮其傳統作用，但我們預見未來將是結構性高通脹，而且通脹和利率波動加劇的環境，我們亟需突破傳統固定收益資產的框架，以便審慎管理及應對。

高通脹環境將導致主權債券市場更加波動，並增強股票與主權債券的相關性。事實上，傳統股債投資組合歷來最嚴重的幾次回撤中，半數都發生在1970至80年代通脹引發央行加息的時期，最近一次則是在2022年。此外，通脹也使得投資組合更難收復實際（經通脹調整後）價值。

在過去30年間，主權債券大多能夠在股市下跌時為投資組合發揮對沖作用。從1997至2020年，標普500指數曾經歷十次跌幅逾10%的回撤，美國國債在其中的九次實現了正回報，平均漲幅達7%。這一模式之所以行之有效，是因為大多數的衝擊均由增長驅動：當經濟放緩時，聯儲局便會降息，收益率隨之下行，從而推高國債價格。

然而，這個定律在疫情後已被改寫：通脹取代了經濟增長成為主導性衝擊，聯儲局以激進的緊縮政策應對。2022年，標普500指數下跌了25%，同期美國國債指數則下跌了14%，這種「股債雙跌」的罕見局面打破了傳統的多元化配置法則。

我們來看看對傳統「60/40」股債投資組合（60%股票及40%債券）的影響：在新冠疫情前，該投資組合的三年滾動年化波動率為7%，而疫情後的年化波動率已升至近12%。

投資者需要構建新的投資框架，以應對通脹風險並管理股債正相關性的挑戰。核心固定收益仍然是多元化投資組合的重要元素，但應輔以能對沖股票風險、並在通脹持續時表現更優的資產配置。

助力達成投資目標的 三類資產：

1. 大宗商品

大宗商品作為基礎生產要素，其價格往往與整體通脹互相關連。鑒於原油供應過剩，我們預計油價不會大幅上漲。然而，未來一年可能有機會將結構性票據與石油掛鉤，從而為投資組合提供差異化的收益來源。正如我們之前所討論，天然氣是建設人工智能數據中心的關鍵原料，目前約佔美國發電量的40%。⁷²我們認為，投資天然氣管道及生產商的機遇正在顯現。

2. 基礎設施和房地 產等實物資產

基礎設施和房地產均能緩減通脹風險，原因在於它們可以通過合同機制將成本上升的壓力轉嫁出去。

歷史數據顯示，**全球基礎設施**在各通脹周期中能夠實現8%-12%的年化回報，但這個資產類別的價值仍是長期被低估。⁷³究其原因，就是普遍具備長期合同保障，以及能夠抵禦通脹的現金流。我們預計，受電氣化、工業化以及數據中心擴張的推動，電力需求將加速增長；與此同時，面對老化基礎設施與國家安全方面的擔憂，各國也將推動提升基礎設施韌性的戰略舉措。電力資產在MSCI全球基礎設施指數中的佔比已從十年前的20%升至目前近60%。⁷⁴儘管近期投入基礎設施領域的資金有所增加，但仍處於投資不足的狀態。事實上，根據近期我們進行的調查研究，有近八成的受訪家族辦公室表示，儘管他們擔憂通脹的影響，但仍並未配置此類資產。

全球房地產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；隨着土地、勞動力和建材成本推動物業價值上升，這有助於維持收入的實際價值。在經歷多年低迷後，我們已經注意到核心房地產領域出現早期復甦跡象。從2022年第三季度到2024年第三季度，儘管商業地產淨營業收入增長了8%，但其回報卻下跌了18.5%，⁷⁵這一背離的態勢凸顯了潛在的投資機會。我們重點關注具體穩健堅實基本面支撐的領域——尤其是租賃型住宅和工業地產；前者受益於「租賃替代自有」的結構性趨勢，後者則受益於美國再工業化進程。我們認為，這些趨勢將在未來數年持續重塑房地產格局。

3. 低相關性對沖基金與流動性另類投資策略

根據一項數據顯示，流動性較強的另類投資（如提供趨勢追蹤、多空股票及全球宏觀等策略的結構性產品）以及部分對沖基金在提升回報及緩解通脹風險方面具備潛力：在過去十年中，60/30/10投資組合（其中10%配置於另類投資）在接近70%的時間裡，回報更勝傳統的60/40投資組合；自2021年通脹上升以來，這一投資組合在任何時期均實現更優異的表現。

自1990年以來，在股票和債券回報雙雙下跌的季度中，宏觀對沖基金的年化平均回報為3%，而60/40投資組合的平均跌幅為14%。如今，市場環境改善，更有利於對沖基金策略：股票離散度升高、隱含相關性降低、非系統風險上升。也就是說，越來越多的證券價格因自身特定（或非系統）因素而上下波動。（系統性風險指的是相反的情況，即證券作為一個整體同漲同跌。）對於優秀的管理人而言，更高的非系統風險為挑選證券帶來了豐富機會。

流動性另類投資與對沖基金均可讓投資者接觸不同資產類別及投資策略的途徑（例如套利與困境證券等不常見於傳統投資組合的資產）。通過這種方式，它們為投資者开辟了非傳統的收益來源。目前，我們尤其看好相對價值策略和全權委託宏觀策略，其中管理人的選擇對投資組合的成果非常關鍵。

在通脹可能持續且波動加劇的環境中，我們認為投資者應聚焦波動率低於股票、與通脹呈正相關的資產。這個策略有助投資者保持購買力、緩減回撤風險，並全面提升投資組合韌性。投資者面臨的最大挑戰，可能是尋找能在通脹粘滯且經濟增長放緩環境中表現優異的資產。歷史數據顯示配置黃金與多元化對沖策略在此環境下成效最為顯著。

即使在央行成功將通脹穩定在目標區間的基準情景下，這些策略的潛在回報依然為風險管理提供了審慎的選擇。在股票市場中，更陡峭的收益率曲線或會利好銀行業，銀行業仍是我們偏好的板塊之一。

投資者需審慎評估資產的具體特性，並考慮它們是否能夠與您投資組合中的其他資產互相補足。與核心固定收益相比，相關性較低的對沖基金與流動性另類投資策略在流動性和波動性方面差異顯著。因此，我們建議此類資產的配置規模不宜超過傳統固定收益配置的25%。

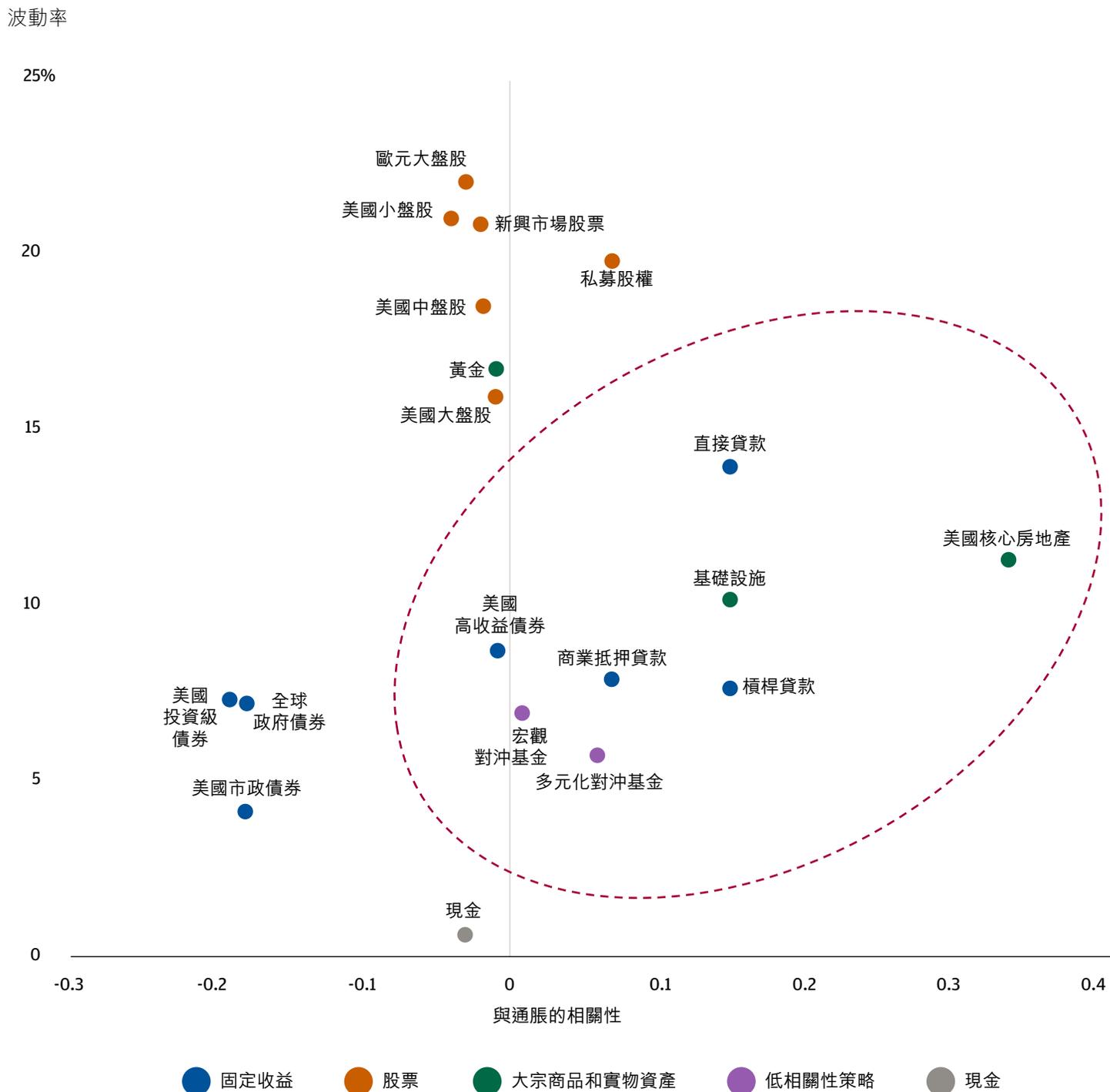
⁷² 美國能源資訊署。《美國能源事實簡明說明》。數據截至2023年。

⁷³ MSCI、彭博資訊。反映截至2025年6月的最新數據。

⁷⁴ MSCI。最新數據截至2025年6月。

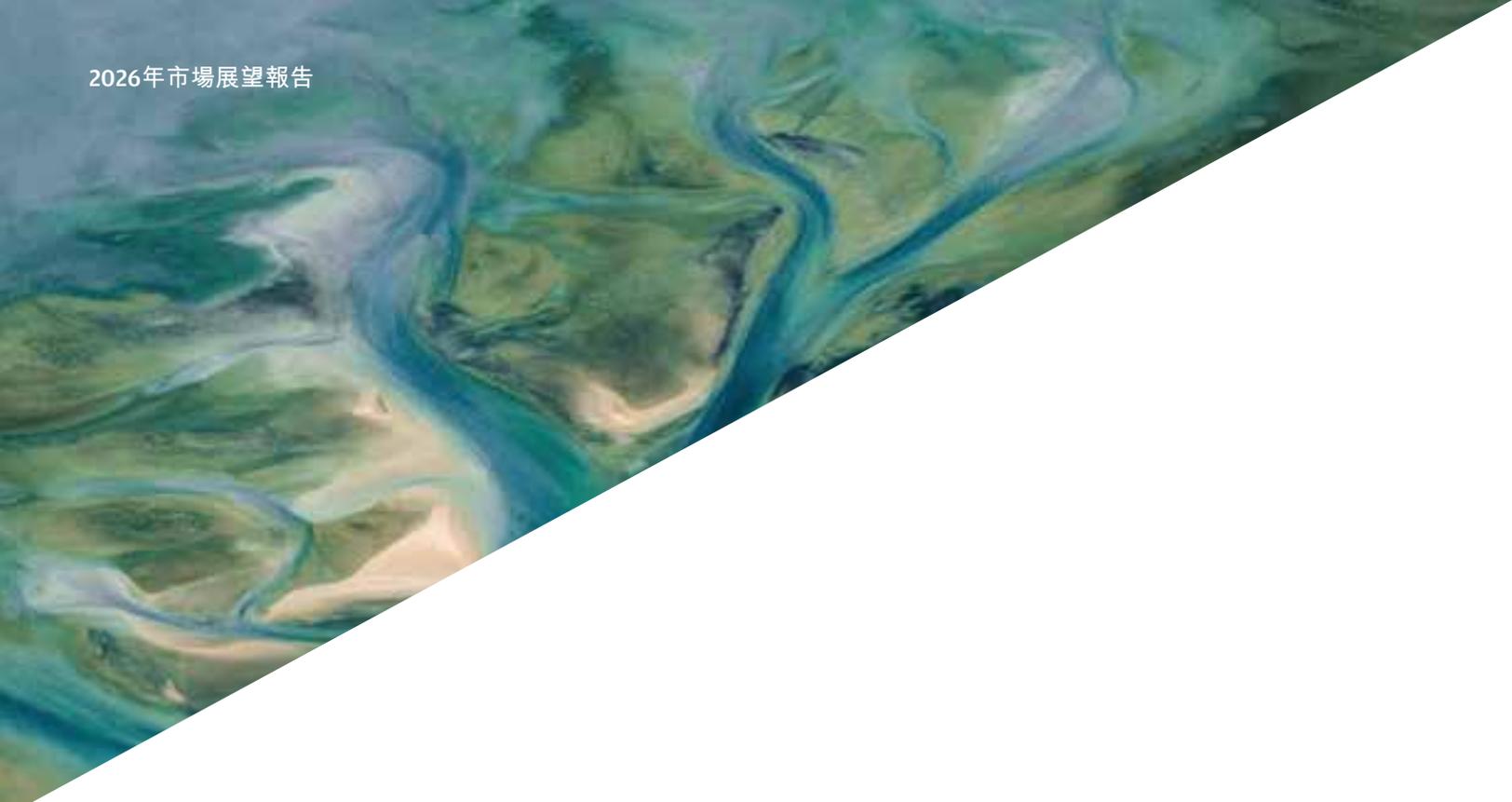
⁷⁵ 摩根資產管理——美洲房地產。數據截至2024年12月31日。

為降低通脹風險，投資者應考慮專注於大宗商品、實物資產和部分另類投資策略



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。



結語：

投資領域 新格局

投資者正邁進一個機遇與挑戰並存的新紀元。人工智能引領着深刻的變革，同時也伴隨過度投資、市場過熱和勞動力市場動盪的風險。全球化正逐步淡出舞台，取而代之是全球市場分化格局，愈發凸顯穩健的供應鏈和關鍵資源的重要性。通脹問題雖不如以往顯著，但對長期購買力的潛在威脅依然存在。

憑藉前瞻性的規劃、嚴謹的分析以及我們全球平台的資源優勢，我們將助您駕馭世代變局，把結構性變革轉化為您與家族的戰略優勢。



我們的 目標

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

執行主管

Clay Erwin

投資銷售和交易部全球主管

Stephen Parker

全球投資策略聯席總監

Grace Peters

全球投資策略部主管聯席主管

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

股票策略部全球主管

陳緯衡

亞太區高級投資策略師

Nur Cristiani

拉美投資策略部主管

Madison Faller

歐洲、中東和非洲高級投資策略師

Stephen Jury

全球大宗商品策略師

Jacob Manoukian

美國投資策略部主管

Joe Seydl

高級市場經濟學家

Sitara Sundar

另類投資策略主管

Brigid Whelan

投資內容策略主管

吳安瀾(Alex Wolf)

全球宏觀兼固定收益、外匯及大宗商品主管

Erik Wytenus

歐洲、中東及非洲投資策略部主管

Samuel Zief

高級宏觀和外匯策略師

指數和術語定義

註：指數僅供說明之用，並非投資產品，不可視作為直接投資。指數本質上是一種較弱的預測或比較工具。

除非另有說明外，否則所有指數均以美元計價。

彭博歐元綜合政府——國債(7-10年期)指數：衡量歐元區國家發行的期限為7至10年的歐元計價政府債券的表現。它是歐元區中期政府債券投資的基準。

彭博全球綜合債券指數：全球投資級定息債券市場的綜合基準，涵蓋美國綜合債券指數、泛歐綜合債券指數和亞太綜合債券指數。它包括一系列標準和按流動性、行業、質量和到期日分類的定制子指數。

彭博美國綜合債券指數：美國投資級以美元計價的固定利率應課稅債券市場的綜合基準。其中包括評級為BBB或更高的應課稅債券，距到期日一年或更長時間且未償面值至少為1億美元。包括國債、政府相關證券和公司證券，按揭抵押證券(機構固定利率通遞證券)、資產抵押證券以及機構和非機構商務按揭抵押證券。

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

布雷頓森林體系：1944年確立的標誌性國際金融協議，建立了固定匯率制度，並促成國際貨幣基金組織與世界銀行的成立。該體系旨在促進二戰後全球經濟穩定與合作，於1970年代被浮動匯率制取代。

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

雲端計算：通過互聯網(「雲端計算」，而非本地服務器或個人設備)提供存儲、軟件及算力等計算服務的模式。雲端計算讓用戶與企業能按需獲取資源，通常按使用量付費，支持更強的靈活性與擴展性。

EBITDA：指扣除利息、稅費、折舊及攤銷費用前盈利，用於衡量企業主營業務盈利能力和現金流。計算方法為淨收入加回利息、稅費、折舊及攤銷費用

歐盟勞動生產率指數：通過評估每位員工的實際員工報酬來衡量該指數評估勞動力投入對經濟產出的貢獻程度，提供對該地區的經濟表現和競爭力的見解。

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：由加拿大、法國、德國、意大利、日本、英國和美國七大發達經濟體組成的非正式論壇。七國集團通過定期會晤討論協調經濟政策、全球議題與國際合作。

MSCI全球私募基礎設施資產指數：追蹤全球交通、能源、公用事業等私營基礎設施資產表現的指標。該指數每季度更新一次，為投資者提供全球私募基礎設施市場回報與趨勢的基準，反映這些基礎設施的資產價值變動及相關收益。

指數和術語定義

納斯達克(美國)：納斯達克是美國一家主要的證券交易所，以其電子交易平台而聞名，專注於技術和成長的公司。該交易所擁有納斯達克100指數，該指數涵蓋在該交易所上市的100家規模最大的非金融公司，是科技行業表現的關鍵指標。

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，致力於推動改善全球經濟與社會福祉的政策。經合組織通過研究分析與政策平台，助力成員國在經濟增長、貿易、教育及治理等領域的協作。

個人消費支出指數：綜合衡量美國居民或代表他們購買商品和服務的價格的指標。它有效地捕捉廣泛消費者支出的通脹或通縮，並反映消費者行為的變化。

優先股：具有固定股息特性、並在公司清算時較普通股享有優先求償權的股票類別。優先股通常不具投票權，但能為投資者提供更可預測的收益及更高的資產清償權。

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。它約佔總市值的80%，是整體市場表現的關鍵指標。

全球銀行金融電訊協會(SWIFT)：銀行與金融機構使用的全球報文系統，用於安全傳輸支付指令及其他交易資訊。SWIFT本身不直接處理資金轉移，而是為全球金融實體提供標準化通訊渠道。

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。它是其他利率的重要基準，反映投資者對未來經濟狀況和通脹的情緒。

美國勞動生產率指數：通過計算每小時實際產出來衡量美國非農商業部門的勞動效率。該指數反映勞動力投入轉化為經濟產出的效率，是生產率和經濟表現的重要指標。

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，並無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，並無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相信能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。

重要資訊

主要風險

高收益債券 —— 由於高收益債券(評級為BB+/Ba1或以下)的評級低於投資級別或可能未獲評級，因此高收益債券帶有較高風險，意味着發行人違約風險較高。此外，相對於投資級債券，高收益債券評級遭下調的風險也較高。投資於另類資產涉及比傳統投資更高的風險，僅適合成熟的投資者。

另類投資涉及比傳統投資更大的風險，不應被視為完整的投資計劃。另類投資通常不具備節稅優勢，投資者應在投資之前向其稅務顧問諮詢。另類投資的費用高於傳統投資，而且槓桿可能很高，會用到投機性投資技巧，因而會放大可能的投資損益。投資價值可升亦可跌，投資者可能無法收回投入資金。結構性產品涉及衍生工具。不應投資於結構性產品，除非您已清楚了解並願意承擔有關風險。一般常見風險包括但不限於不利風險或未能預期的市況發展、發行人信用質量風險、缺乏一致的標準定價風險、涉及任何目標參考責任的不利事件風險、高波動性風險、缺乏流動性／細小以至完全沒有二手市場的風險以及利益衝突風險。投資於結構性產品之前，投資者務須閱覽隨附的發售文件、首次公開發售文件或有關補充文件，以明白及理解個別結構性產品相關的實際條款及主要風險。結構性產品的支付取決於發行人及／或擔保人的信貸風險。投資者可能損失全部投資，即產生無限損失。上述所列風險並非全部所有風險。請與您的摩根大通團隊，以了解特定產品涉及的風險的更詳細資訊。如果您對產品涉及的風險有任何疑問，請與您的中介機構查證，或尋求獨立專業顧問的意見。過往表現並非未來業績的保證。不可直接投資於指數。

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

大宗商品投資可能比傳統證券投資具有更大的波動性。大宗商品的價值可能受到整體市場變動、大宗商品指數波動、利率變化，或旱災、水災、天氣、家畜疾病、禁運、關稅和國際經濟、政治和監管發展等持續影響某個特定行業或大宗商品的因素所影響。投資於大宗商品可創造機會增加回報，但同時也可能會遭受更大的損失。並非所有意見、策略均適合所有投資者。某些策略可能會使投資者面臨巨大的潛在風險和損失。並敦促投資者仔細考慮期權或期權相關產品或策略是否適合自己的需求。

僅供參考 —— J.P. Morgan Securities LLC不對任何類型的虛擬貨幣提供背書、建議、傳輸、銷售或交易服務。請注意：J.P. Morgan Securities LLC不從事任何虛擬貨幣(包括任何用作交換媒介或數字價值存儲形式的數字單位)的中介、挖掘、傳輸、託管、存儲、買賣、兌換、控制、管理或發行活動。

重要資訊

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。有關重要資訊，請參見「指數和術語的定義」。文中提及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2024年10月，而資料來源均為彭博財經和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、預測及比較數字全部均為截至本文件所述日期為止。

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。我們敦促您仔細考慮所討論的服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資、商品等）或策略是否適合您的需求。

在做出投資決定之前，您還必須考慮與投資服務、產品或策略相關的目標、風險、費用和開支。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。

非依賴關係

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看待。任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

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

法律實體、品牌及監管資訊

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。FDIC成員。

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(統稱「**JPMCB**」)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。保險產品通過Chase Insurance Agency, Inc(「**CIA**」)提供。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均為受摩根大通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(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行(德意志聯邦銀行)和歐洲中央銀行(ECB)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(德意志聯邦銀行)和歐洲中央銀行(ECB)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(德意志聯邦銀行)和歐洲中央銀行(ECB)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(CONSOB)監管，並已於意大利央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。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(德意志聯邦銀行)和歐洲中央銀行(ECB)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。J.P. Morgan Real Estate Income Trust在**比利時**，本文件由**摩根大通有限責任公司比利時分行**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(德意志聯邦銀行)和歐洲中央銀行(ECB)共同監管。摩根大通有限責任公司比利時分行同時須受比利時國家銀行(NBB)及比利時金融服務和市場管理局(FSMA)監管，並已於NBB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(德意志聯邦銀行)和歐洲中央銀行(ECB)共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘央行監管，並已於希臘央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，其雅典商會註冊編號為：158683760001；VAT編號為：99676577。在**法國**，本文件由**摩根大通巴黎分行**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(德意志銀行)和歐洲中央銀行(ECB)共同監管，監管代碼為842 422 972。摩根大通巴黎分行同時須受法國銀行業監管機構——審慎監管與決議管理局(ACPR)和金融市場管理局(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 de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)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)。

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。該機構在澳大利亞註冊為外資公司，註冊編號074 112 011。

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。在本文件內容提及一項基金時，該基金可能並非在任何拉丁美洲國家公開發行，除非該基金的證券事先按照相應司法管轄權區的法律進行登記。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應您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。**摩根大通銀行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。如您目前並非批發客戶，或在日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

摩根大通銀行(JPMCBNA)(ABN 43 074 112 011/AFS牌照編號：238367)受澳大利亞證券投資委員會和澳大利亞審慎監管局監管。

「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。

The logo features a central diamond shape formed by four overlapping rounded rectangles, each with a thin white border. The background is a solid, muted brown color. The text "J.P. Morgan PRIVATE BANK" is centered within the diamond.

J.P. Morgan PRIVATE BANK