

2025

點 點 無 年 年 全

展望 善用優勢， 厚積增益

全球寬鬆政策

政策利率趨於正常化
美國和日本優於新興市場
美國住房持續短缺
生產率提高
交易活動增加

資本支出

人工智能：興盛還是衰落？
醫療保健的變革
自動化和機器人技術
建設電力基礎設施
重新定義國防安保

選舉影響

定義特朗普2.0
落日稅務政策
管理利率波動
反壟斷風險
反建制激增

投資組合韌性

財富健康檢查
挖掘收入價值
抵禦通脹
重整回報生成方式
淘金熱

投資格局

永續另類資產投資
體育和串流媒體
21世紀太空競賽
負債管理
重塑城市

J.P.Morgan

PRIVATE BANK



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

值此年底將近之時，我們展望2025年，經濟格局呈現出機遇與挑戰交織的局面。

全球經濟在穩健增長與緩解通脹之間找到合適的平衡。同時，全球政府債務的持續上升等地緣政治因素值得關注。美國方面，大選塵埃落定；市場將在未來幾個月內分析新一屆政府的政策動向。我們初步預計：固定收益市場可能波動加劇，交易活動有望回升。

回顧2024年，風險資產回報表現亮眼，我們的市場預測普遍得以驗證。客戶從過去一年的強勁表現中獲益，目前正處於有利的位置，我們希望在此基礎上協助他們善用優勢，厚積增益。

《2025年市場展望》由我們的全球投資策略部制定，重點闡述了人工智能和創新領域的進步，以及全球寬鬆的貨幣政策，以及資本支出的增長，能夠如何繼續推動經濟和市場向前發展。我們認為，通過多元化配置，提升收入生成，客戶可以強化投資組合，以應對瞬息萬變的經濟環境。

我們的最終目標，是構建具有韌性的投資組合，這些組合不僅與我們的核心市場觀點一致，還能經受各種風險情景的考驗。

作為您值得信賴的合作伙伴，我們致力於利用摩根大通強大的關係網絡和專業知識，為您提供最佳方案，助您實現目標。

我們很榮幸能夠與您並肩同行。

順祝鈞安！



David Frame
美國私人銀行行政總裁



Adam Tejpaul
國際私人銀行行政總裁

要點

我們認為，以下議題將成為**2025年**的焦點：

01 全球寬鬆政策

我們認為，政策利率將趨於正常化，經濟活動將會擴張。

02 資本支出加速增長

我們預計資本將繼續注入人工智能、電力和能源、基礎設施，以及國防安保領域。

03 了解選舉影響

我們預計，美國將會放鬆監管、擴大赤字，以及提高關稅。

04 重塑投資組合韌性

我們著眼於投資組合中的收入及實物資產。

05 不斷演變的投資格局

我們預期永續另類資產投資、體育和城市領域存在機會。

目錄

第01部分 全球寬鬆政策

政策利率趨於正常化
美國和日本優於新興市場和中國
美國住房持續短缺
生產率提高
交易活動增加

第02部分 資本支出加速增長

人工智能：興盛還是衰落？
醫療保健的變革
自動化和機器人技術
建設電力基礎設施
重新定義國防安保

第03部分 了解選舉影響

定義特朗普2.0
落日稅務政策
管理利率波動
反壟斷風險
反建制運動日增

第04部分 重塑投資組合韌性

財富健康檢查
挖掘收入價值
抵禦通脹
重整回報生成方式
淘金熱

第05部分 不斷演變的投資格局

永續另類資產投資
體育和串流媒體
21世紀太空競賽
負債管理
重塑城市

第06部分 全球觀點

亞洲
拉丁美洲
歐洲

引言

2024年，宏觀經濟利好頻現，推動市場表現卓越。通脹回落至相對正常水平、GDP增長強勁、企業利潤增長加速上升，多國央行紛紛開啟降息周期。全球股票回報超過20%，而債券也錄得增長。全球多元資產投資組合在2023年16.5%的表現基礎上實現了12.5%的總回報。

在制定2025年的行動計劃時，我們先回顧一下目前的利好形勢：您已具備良好條件，在優勢基礎上再創佳績。過去一年的市場收益為投資者奠定了穩定基礎，同時也使我們能夠靈活運用多種策略和新視角進行投資。



在《2025年市場展望》中，我們提出了為2025年精心制訂的25個焦點策略，以幫助您為來年做好準備。我們認為，有五大關鍵主題將引領2025年的市場走向：

- **全球寬鬆政策**

全球經濟處於更好的平衡狀態，全球各央行可借此機會降息以支持經濟增長。政策利率下降有機會對美國房地產以至歐洲生產率等各個方面產生影響。如今，我們需要思考的問題包括：投資者是否應遵循過去「寬鬆周期」中的策略，買入新興市場等周期性資產？交易活動是否會回升？

- **資本支出加速增長**

政策制定者專注於促進增長，利潤豐厚的公司擁有充裕資金可供支出，同時，有三大強勁趨勢需要大量資本注入，分別是：人工智能、電力和能源，以及國防安保。機器人離成為日常生活的一部分還有多遠？哪個行業最容易受到人工智能變革的影響？

- **了解選舉影響**

11月份美國大選已塵埃落定，投資者正在思考主權債務和赤字的走勢，並考慮全球各地的選舉結果如何反映反建制運動的力量。稅務政策的展望如何？反壟斷情緒是否會持續？

- **重塑投資組合韌性**

客戶需要構建具有韌性的投資組合以保護近期增長的財富並應對日益波動的宏觀經濟環境。這意味着我們可能更應聚焦於產生收入、獲取與股債相關性較低的回報以及能夠在不影響潛在收益的情況下提供下行保護的策略。投資者應關注哪些領域？

- **不斷演變的投資格局**

2025年的投資格局將呈現新的前沿領域。其中：永續另類資產投資（無固定到期日的投資基金）和體育投資。誰將在21世紀的太空競賽中脫穎而出？「新常態」下的工作與生活平衡模式如何改變城市格局？

《2025年市場展望》從各個方面探索這些主題和其影響，並思考應如何借鑒這些主題，為2024年底以及整個2025年做好規劃。

值得注意的是：我們預計，去年公開市場的可觀漲幅將不復再現。我們認為能夠在2024年推動市場實現強勁回報的經濟條件已在估值中有所反映。經濟似乎已實現軟着陸（我們所說的經濟衰退憂慮已消退），通脹也已降溫。2025年，利好因素（全球經濟持續擴張、利率下降、盈利穩健增長）和不利因素（估值高企（尤其是美國大盤股）、投資級和高收益債券的息差收緊、宏觀經濟波動加劇和持續的地緣政治風險）之間的平衡表明，投資組合回報可能將超過現金，但也將回落至趨勢水平。

我們建議投資者在進取與防守、股票與債券以及收益與資本增值之間保持平衡的布局。私募股權可能受益於不斷增長的資本支出和交易活動的復甦，而基礎設施、房地產及其他實物資產或許在一定程度上抵禦地緣政治和通脹風險。我們認為，投資者應考慮保留一些可用資本，以便把握可能出現的投資機會。

我們將在下文探討其中的一些潛在機會。

第01部分一 全球 寬鬆政策

政策利率趨於正常化

美國和日本優於新興市場和中國

美國住房持續短缺

生產率提高

交易活動增加



我們認為，2025年將處於全球寬鬆政策周期，這也是前述五大觀點的基礎。政策利率下降將支持美國和歐元區的趨勢性經濟增長，但不會過度刺激需求而導致通脹重現。中國方面，政策制定者似乎決心確保經濟穩定增長來應對挑戰，尤其是在美國加徵關稅可能性增加之下。



01 政策利率趨於正常化

如果2024年解答了「政策利率何時開始下降？」這個問題，那麼2025年或許能為「降息幅度」揭盅。

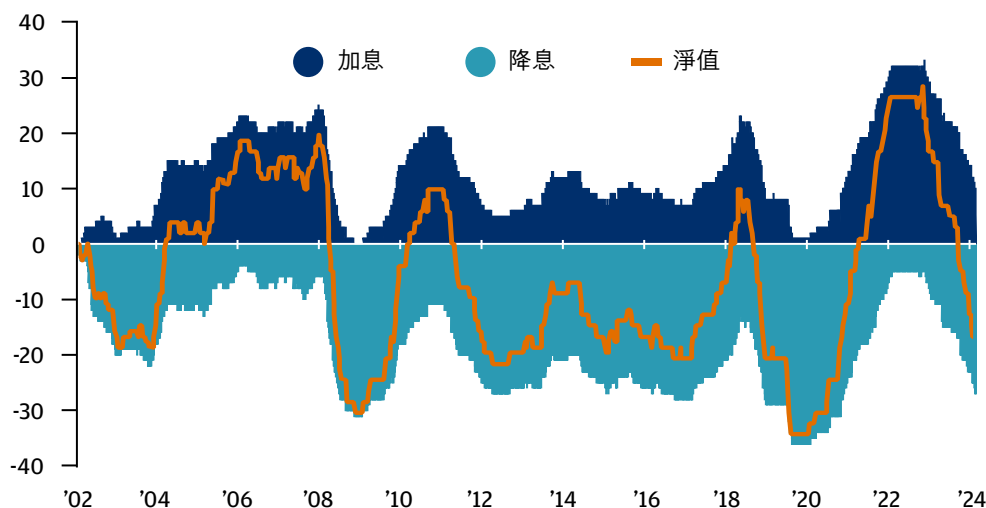
在我們追蹤的37家全球央行中，包括所有G10主要央行在內(日本除外)有27家正在降息。我們認為，政策制定者將繼續漸進降息。美國方面，債券市場的定價意味着寬鬆周期將於2026年第一季度結束，政策利率將接近3.5%。歐洲方面，投資者預計到2025年底政策利率將降至2%以下。我們對此市場觀點沒有多大質疑。

儘管央行政策轉向，但長期債券收益率在過去一年中僅小幅下降。固定收益仍然具有價值——如果增長出現放緩，這個價值便更加顯著。這對歐洲市場而言可能尤為重要，因為該區的增長前景比美國更加黯淡，而目前的收益率能夠產生收入。美國企業信貸和市政債券市場方面，按稅收等值計算的整體收益率仍遠高於5%。

政策利率下調對經濟有何影響？在最近一輪的周期中，加息對整體經濟的影響有限出人意料。降息可能也會產生類似的溫和效果。**全球寬鬆政策周期或將支持經濟增長以及股票和高收益債券等風險資產，但我們認為這不會引發借貸激增，從而將增長和通脹推至高於趨勢的水平。**

商業房地產或將迎來轉折點，我們注意到住宅、工業和電力相關房地產，以及專門工作場所(例如從事生命科學、醫療保健和媒體業務)的淨營業收入存在潛在的增長機會。

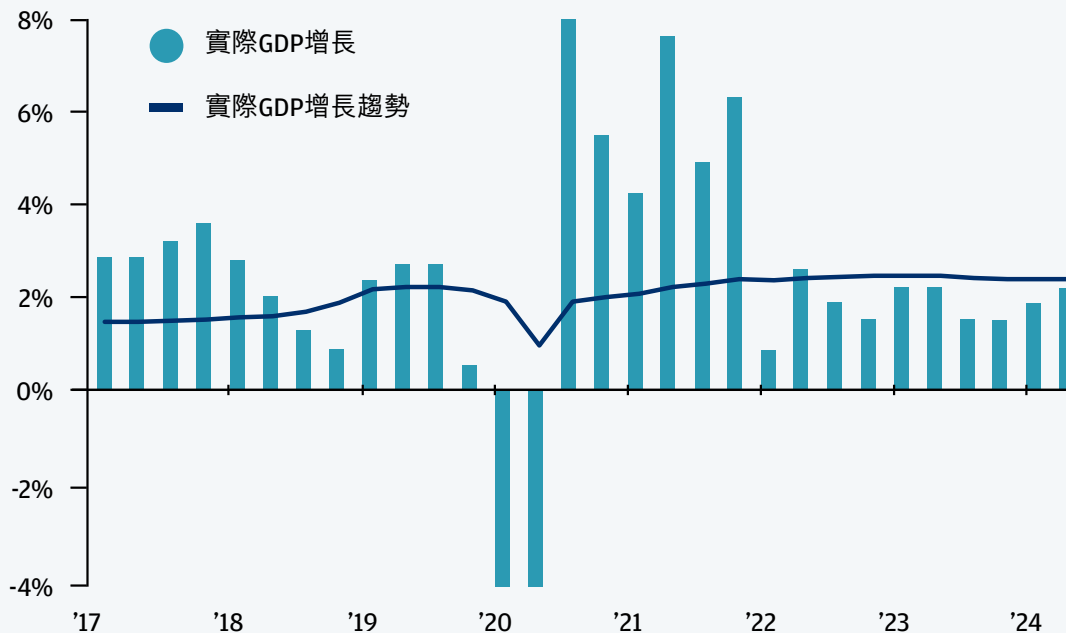
在我們追蹤的37家央行中，有27家正在降息
最近採取加息或降息舉措的央行數量



資料來源：各央行、FactSet。數據截至2024年10月25日。
註：這項分析包括37家央行。

經合組織經濟體再次以趨勢速度增長

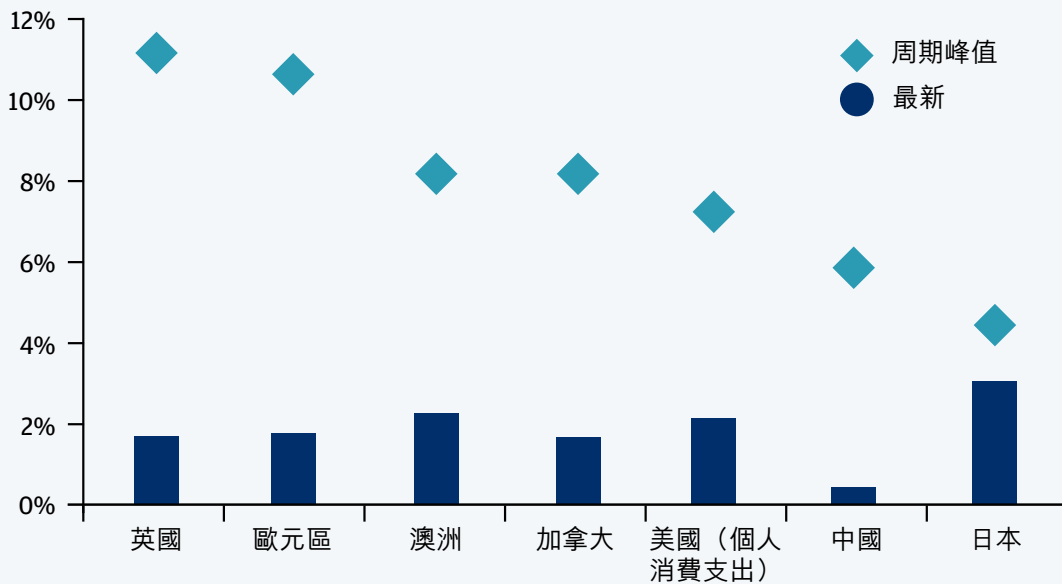
實際GDP增長和趨勢，季度變化(經季節性調整年率)，%



資料來源：國會預算辦公室(OECD)、Haver Analytics。數據截至2024年6月30日。

通脹已回歸至目標水平

整體通脹(年同比變化，%)



資料來源：國際清算銀行、澳洲統計局、美國經濟分析局、中國國家統計局、Haver Analytics。數據截至2024年9月30日。

02

美國和日本優於新興市場和中國

在全球各地央行實施寬鬆政策的背景下，一些投資者或許希望增加新興市場的投資敞口。在過去的降息周期中，利率下降推升了經濟增長，資本流動增加，還有貨幣走軟提振了出口，都支撐了新興市場資產的表現。但我們對此抱持更為謹慎的態度。我們預計，發達市場股票在2025年的表現將優於新興市場股票，過去十年中，有八年的表現皆如此。

新興市場經濟體面對着諸多挑戰。最重要的是，中國正面臨消費者信心危機（政府最近宣布的刺激計劃僅略微緩解了這種局面）。事實證明，中國為了令房地產泡沫降溫，已導致中國家庭和企業承受極大的困難及挑戰。值得注意的是，中國零售銷售較疫情前趨勢低16%。¹中國還需面對再次與美國爆發貿易戰的風險。

從更廣泛的角度來看，即使新興市場的企業實現了強勁的收入和利潤增長，由於股東權益被攤薄，GDP增長往往無法轉化為每股盈利的增長或市場回報。盈利和貨幣估值方面的波動也妨礙了復利的生成。

發達市場股票（尤其是美國和日本股票）的前景似乎更具吸引力。

美國利潤率似乎在歷史高位企穩。這十年來，標普500指數成份公司通過分派股息和淨回購股份將每年近75%的盈利回饋股東。在2000年代，該比例僅為50%。²儘管大型科技公司在指數中的集中度仍然令人擔憂（前十大公司佔標普500市值的36%，是歷來紀錄最高的比重），但預計標普500指數中的每個板塊都將在2025年實現正收益增長。這種情況自2018年以來從未發生過。³

企業盈利強勁增長，加上美國大盤股市場估值保持高位，有望能產生可觀的回報。

與此同時，近年來日本企業在提升公司治理和實施更利好股東措施方面取得了重大進展。2024年宣布將會回購股份的企業更是此前紀錄的兩倍。⁴這一趨勢也將利好日本的私募股權投資者。

雖然我們認為，明年發達市場股票的表現將優於新興市場股票，但預期台灣地區、印度、印尼和墨西哥的表現尤為突出，因為這些市場均可在公開市場和私募市場為股東帶來穩健回報。

¹ Klein, M. C. (2024年)。深入了解中國消費支出數據。超調。

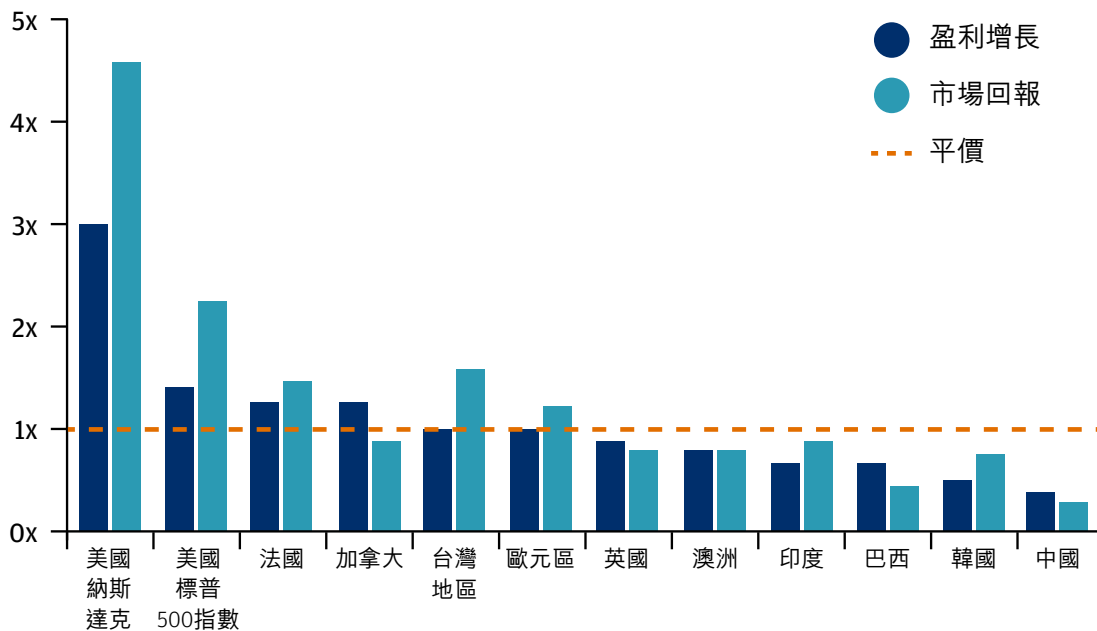
² Goldstein, M. L.和Zhao, L. (2024年)。Market Valuation: A Deal Breaker? Empirical Research Partners。

³ Kostin, D. J.、Chavez, D.、Snider, B.、Hammond, R.和Ma, J. (2024年)。更新我們對美國股票的長期回報率的預測，以納入當前高水平的市場集中度。高盛。

⁴ 高盛。數據截至2024年8月19日。



許多主要新興市場的盈利和回報跑輸GDP增長 2010年至2024年，盈利增長和市場回報，GDP增長倍數



資料來源：彭博財經，岑博智(Michael Cembalest)，摩根資產管理。數據截至2024年。
註：日本因GDP持續下滑而被排除在外。





03 美國住房持續短缺

抵押貸款利率下降或許能推動房屋銷售上升，但仍不足以顯著提升人們購買新房的能力。

目前的住房需求遠超供應。我們估計，相對於家庭需求趨勢，新房短缺量介於200萬至250萬套之間。現有房屋銷售比2017年至2019年的平均水平低25%，短期內將難以激增。此外，極端的天氣越來越頻繁，導致損害日增，再加上洪水和火災保險不夠完善，費用高昂，因而成為購房者日益關注的問題。

如要將負擔能力恢復至2019年的水平，抵押貸款利率便需從約7%大幅降至3%，或者工資需以當前增速連續增長近九年。至於聖地亞哥和丹佛等地，如要將住房負擔能力恢復至全球金融危機前的水平可能需要到本年代末才能實現，而拉斯維加斯和邁阿密則可能需要更長時間。

房價可能繼續上漲，而增速將會放緩。考慮到現有的房屋供應受限，加上長期的住房需求，都對住宅開發商有利，其經營利潤率已從疫情前的21%升至26%（同期比較，每股盈利幾乎增長了兩倍）。最大的住宅開發商有機會擴大市場份額。我們預計，2025年大型住宅開發商和擁有獨棟住宅的房地產投資者將繼續獲得利潤增長。

房屋負擔能力可能需要多年才能恢復

按1991年至2006年的中值計算，住房負擔能力的預期恢復時間

大都會名稱	假設抵押貸款利率無變動， 恢復負擔能力所需的時間	假設抵押貸款利率下降1%， 恢復負擔能力所需的時間
克利夫蘭	已恢復	已恢復
底特律	已恢復	已恢復
明尼阿波利斯	2026年第四季度	2025年第三季度
奧斯汀	2027年第一季度	2026年第一季度
華盛頓特區	2027年第二季度	2026年第一季度
全國數據	2027年第三季度	2026年第一季度
夏洛特	2027年第四季度	2026年第四季度
三藩市	2027年第四季度	2026年第四季度
波士頓	2028年第二季度	2027年第一季度
波特蘭	2028年第三季度	2027年第二季度
亞特蘭大	2029年第一季度	2028年第一季度
聖地亞哥	2029年第一季度	2028年第一季度
達拉斯	2029年第二季度	2028年第一季度
紐約	2029年第二季度	2028年第二季度
鳳凰城	2030年第一季度	2029年第一季度
西雅圖	2030年第一季度	2029年第一季度
丹佛	2030年第二季度	2029年第一季度
坦帕	2030年第四季度	2029年第四季度
拉斯維加斯	2031年第三季度	2030年第一季度
洛杉磯	2032年第四季度	2031年第四季度
邁阿密	2035年第一季度	2034年第一季度

資料來源：聯邦住宅貸款抵押公司，全國住宅建築商協會，全國房地產經紀人協會，Haver Analytics。數據截至2023年12月。

註：區域負擔能力的計算使用該區域的房價中位數，首付20%，按現行房地美30年期固定抵押貸款利率計算。家庭收入中位數除以年化按揭付款，以確定住房負擔能力指數。家庭收入中位數以現行同比HP(Hodrick-Prescott Lambda = 500)經調整後收益增長的增速增長。抵押貸款利率1%的降幅是基於每季度下降0.25%的假設所得。分析假設房價穩定。



04 生產率提高

歐洲央行實施寬鬆政策或許能支持經濟增長，但未必能夠提升歐洲疲軟的生產力。歐洲的勞動生產率比疫情前的預測低約四個百分點。這一差距導致自2019年以來累計產出損失約2.2萬億歐元。相比之下，美國的生產率略高於疫情前的預期，與歐洲形成鮮明對比。⁵

歐洲生產率為何會相對落後？我們認為有幾個原因：歐洲依賴外部能源（歐洲天然氣價格比美國高出近30倍）；技術行業活躍程度不及其他地區；以及其勞動力市場靈活性較低。

未來十年，能夠推動全球生產率的最大動力可能來自人工智能，而美國公司目前在研究和投資方面正處於領先地位。2023年，美國人工智能的私募投資總額接近700億美元。相比之下，德國、法國和瑞典的投資均不足20億美元。⁶

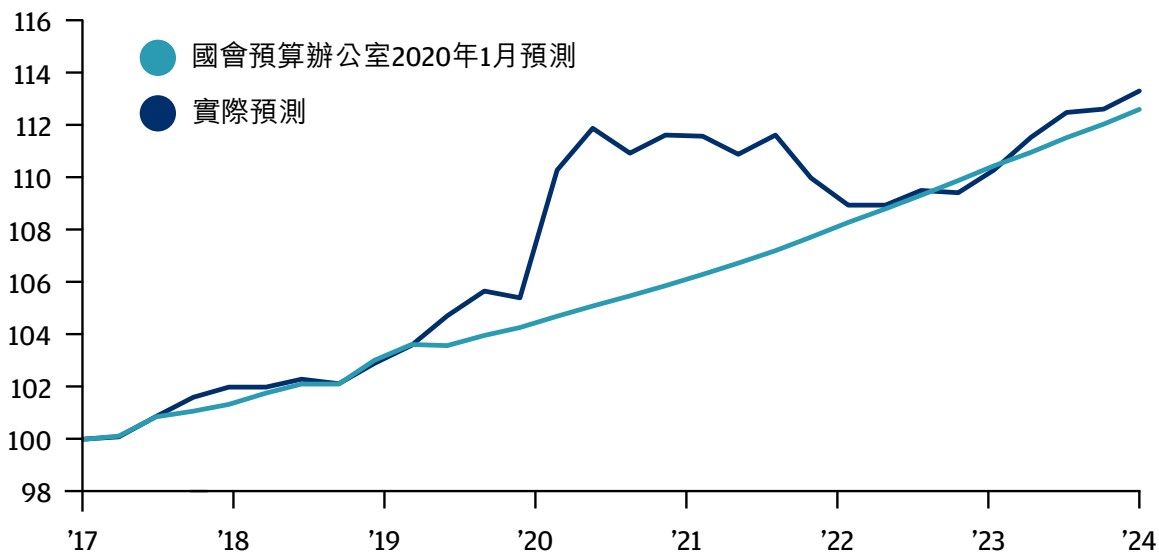
如果人工智能驅動的生產率提升得以持續，則可能在不引發通脹的情況下推動GDP增長（並有助於抵銷人口老齡化帶來的壓力）。股票回報也因為企業收入和利潤率增加而得到支撐。就政治層面而言，生產率提高可令赤字更易於管理，因為經濟增長加快能夠增加稅收收入。

歐洲生產率的困境，並不表示投資者應忽視歐洲的頂尖公司。歐洲最大的50家公司的營收中只有約40%來自歐洲，當中不少「國家龍頭企業」在全球市場佔據主導地位，也是一流的營運商。儘管如此，2025年我們仍看好美股多於歐洲股票。

⁵ 美國相對強勁的生產率增長可能尚未受到人工智能的推動，至少目前尚未觀察到這個效應。相反，2021年和2022年的勞動力市場變化可能改善了員工技能與僱主任務之間的匹配。我們合理地推測，人工智能技術與生產流程的整合可能在未來20年內累計提高生產率17%。[閱讀更多](#)

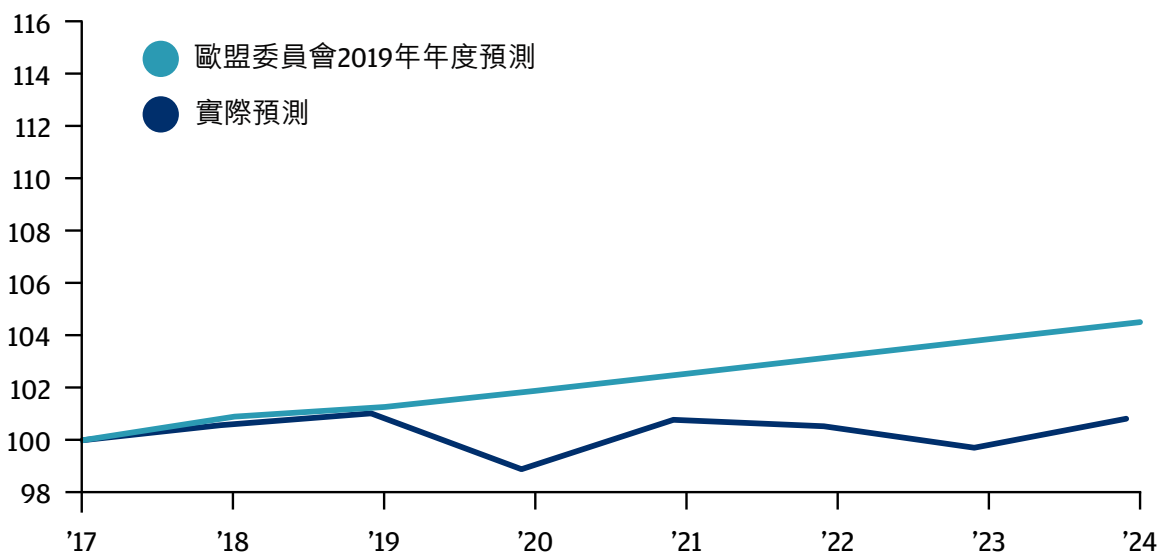
⁶ Meeker, M. (2024年)。人工智能+大學。BOND。

意外驚喜：美國的生產率已超出預期 美國勞動生產率指數，100 = 2017年



資料來源：國會預算辦公室和美國勞工統計局。數據截至2024年6月30日。

歐盟生產率未能達到低預期目標 歐盟勞動生產率指數，100 = 2017年



資料來源：歐盟委員會。數據截至2024年1月1日。

05 交易活動增加



資本市場流動性剛剛開始復甦

追蹤12個月的高收益債券，槓桿貸款和首次公開募股(IPO)交易量佔GDP的百分比



資料來源：摩根大通、美國銀行、彭博財經。數據截至2024年9月30日。
註：流動性定義為IPO、高收益債券和槓桿貸款發行量。

利率下降和較寬鬆的監管環境，可能有助於推動自2021年以來近乎停滯的交易活動延續初步復甦的勢頭。儘管企業盈利強勁，但加息、經濟衰退風險和地緣政治緊張局勢，使得企業管理層保持謹慎。併購活動已降至2013年以來的最低水平。

資本市場流動性不足既是交易量減少的原因，也是結果。為了尋求更多的流動性，**私募股權投資者日益轉向二級市場，令該市場的交易量已達到歷史新高。**私募信貸領域也出現了新的流動性「工具」，例如投資組合融資(資產淨值貸款)和單一資產資本重組。

但從事併購交易的人士現在感到更有希望。政策利率即將逐步下行，監管環境有望變得更加利好。

由於一批積壓的交易蓄勢待發，私募借貸的增加應有助於推動交易。資本結構中存在機會。優先擔保直接借貸將繼續為私募股權發起人支持的交易提供融資。公司將應用初級和結構性資本方案來支持策略性增長，優化債務結構，並提供利息支付靈活性。

在交易環境向好之下，華爾街銀行、私募股權和信貸公司以及私營企業可望從中受益。

第02部分一 資本支出 加速增長

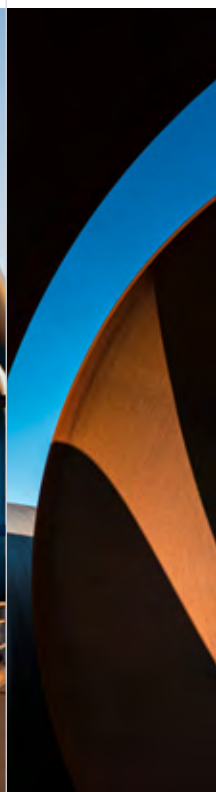
人工智能：興盛還是衰落？

醫療保健的變革

自動化和機器人技術

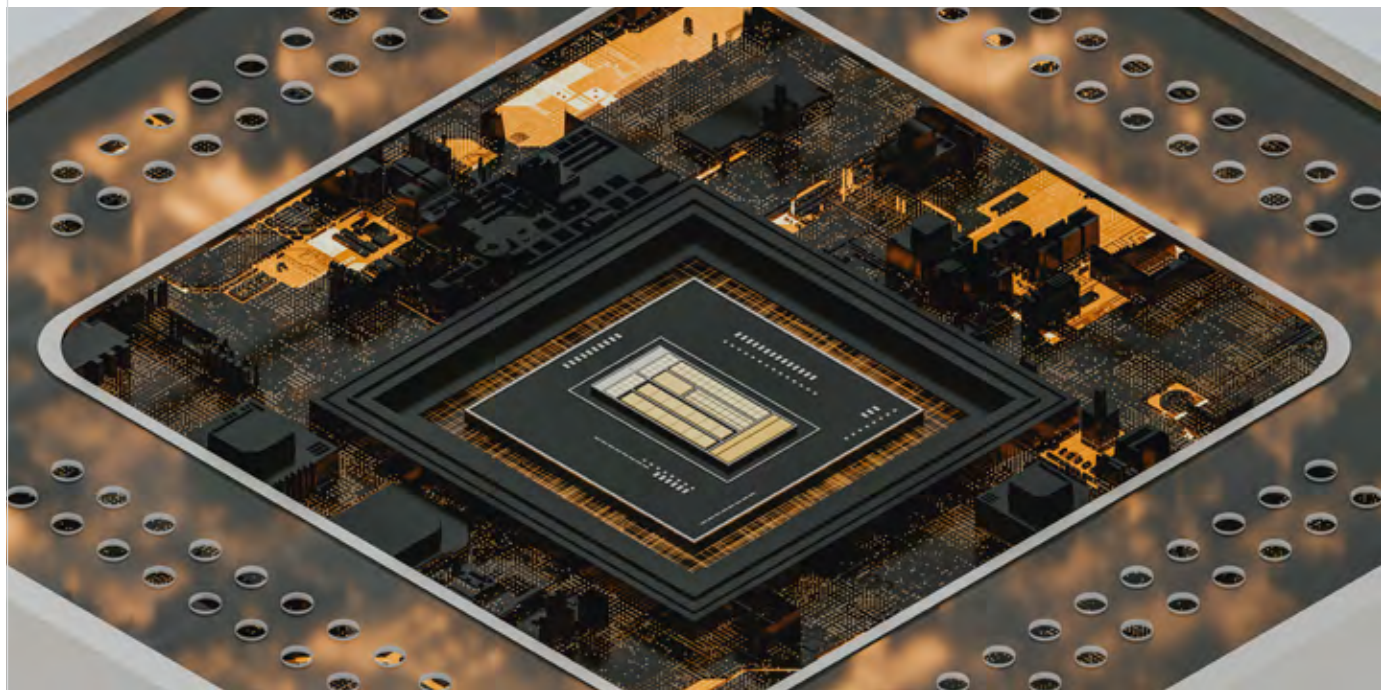
建設電力基礎設施

重新定義國防安保



企業和政府有必要支出：2025年將是資本支出的一年。利潤率走高、盈利和企業高管信心上升、政策制定者專注於支持增長。三大全球趨勢需要大量投資注入：人工智能、電力和能源，以及國防安保。





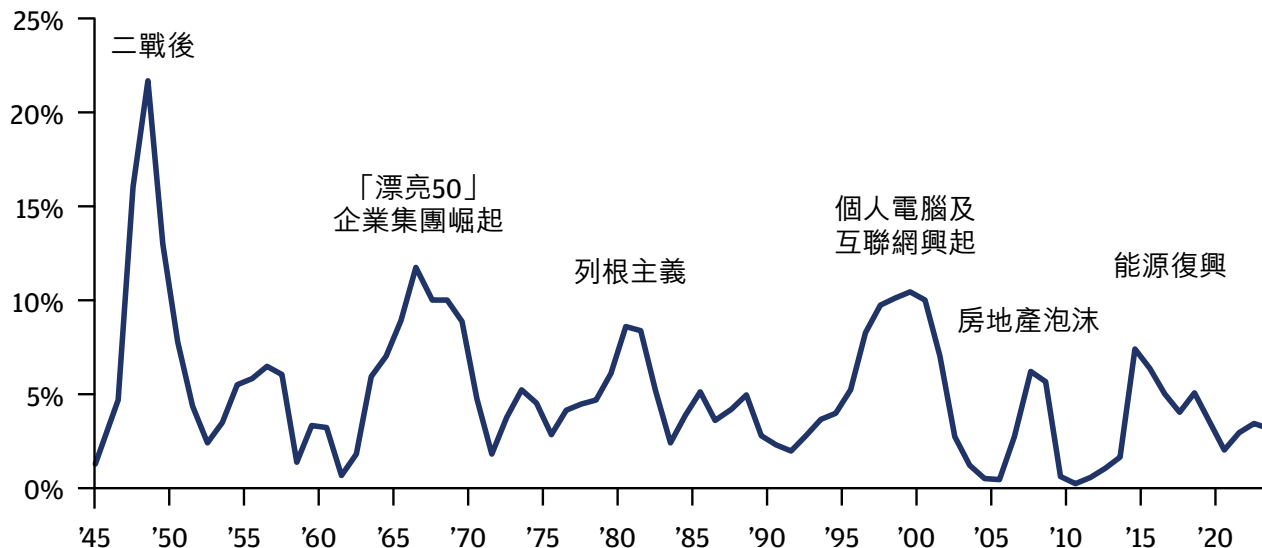
06 人工智能： 興盛還是 衰落？

是的，美國大型科技公司已率先為人工智能支出投入資本，但目前尚處於早期階段。我們認為，在人工智能模型快速改進和企業廣泛採用的推動下，人工智能的資本支出可能在未來幾年大幅增長。⁷試想一下：人工智能或會影響經濟中各個行業幾乎所有與服務相關的活動。

我們為何如此樂觀？首先，因為人工智能模型正在快速改善。2021年，大型語言模型（人工智能的一種）準確回答競賽級別數學問題的比例可能不到10%。2024年，該比例升至90%。⁸這些模型的成本也在下降：OpenAI性能更高的GPT-4o迷你模型和Anthropic Claude 3.5 Haiku模型的每令牌價格比其前代產品低90%-98%。

其次，整體企業資本支出一直相對低迷，年增長率為2.5%。相比之下，在2000年代初網絡熱潮結束時，企業資本支持以每年10%的速度增長（以五年滾動為基礎）。換而言之，隨着應用範圍變得更加明顯且更具說服力，各行各業的公司有充足的空間增加其人工智能支出。

企業投資仍有蓬勃發展的空間 企業資本支出的5年年化變動，%



資料來源：美國經濟分析局、Haver Analytics。數據截至2023年12月31日。

第三，正如紅杉資本所言，我們認為人工智能具有潛力「將勞動力轉化為軟件」。⁹由於模型提高了推理能力，不再僅僅是生成預訓練的響應，因此它們將有助於創造顛覆服務行業的機會。人工智能律師、人工智能軟件工程師，甚至人工智能投資策略師(我們敢說嗎?)可能會應運而生，並在新的商業模式中變得司空見慣。

公開市場及其私募合作伙伴在人工智能的數碼基礎設施領域建立了強大的業務。提供人工智能所需硬件組件和能源的工業和公用事業公司也可能繼續受益。最後，通過將人工智能工具整合到工作流程中，從而最有效優化成本結構並提高生產率的公司，預計將表現優異。

私募市場方面，純粹的人工智能估值已經大幅飆升，但我們仍在可以實現任務自動化並為企業節省成本的初創公司中看到投資機會。潛在的應用也可能創造價值，幫助消費者更有效利用這項技術。在雲和移動轉型期間，超過20家主要應用層公司(例如Salesforce、Meta、優步)已經成立。¹⁰人工智能可能會催生類似的生態系統。

當然，人工智能的應用推廣可能會面臨重重阻礙。監管可能限制創新。能源採購可能會成為一項艱巨的任務。模型可能會耗盡他們訓練所用的數據。然而拋開炒作並汲取歷史教訓，我們的分析表明人工智能提供了巨大的投資機會。我們認為，明年開始及以後，全球經濟和股市可能出現顯著的牛市情形。

⁹ Bick, A.、Blandin, A.和Deming, D. J. (2024年)。生成式人工智能的快速應用。美國全國經濟研究所。

⁸ Jensen, G.、Narayan, A.、Greene, A.和Simon, L. (2024年)。人工智能泡沫即將迎來破滅還是杞人憂天? 橋水。

⁹ 雖然我們預計人工智能生產率提高將與勞動力干擾的可能性增加同時發生，但我們認為創造新的淨就業崗位的證據令人信服，而且我們已看到企業採取行動，通過提升技能和再培訓來加強人才儲備。

¹⁰ Huang, S.和Grady, P. (2024年)。生成式人工智能Act 01：智能推理時代開始。

07 醫療保健的 變革

人工智能可能會迅速影響醫療保健板塊。

圖表有助於解釋。受人工智能影響最大的行業通常具有較高的勞動力成本佔比，而此類行業的工作可能受到大型語言模型幫助或被其取代。例如，醫療保健技術行業的勞動力成本約佔其銷售額的35%。

與此同時，經濟學家估計，醫療保健科技員工執行的任務中有65%面臨被人工智能顛覆的風險。例如，Veeva Systems、Teladoc和GoodRx等公司在整個醫療保健價值鏈中提供軟件解決方案，通過將人工智能納入其業務，不僅能夠降低勞動力成本，又可以增加收入。¹¹

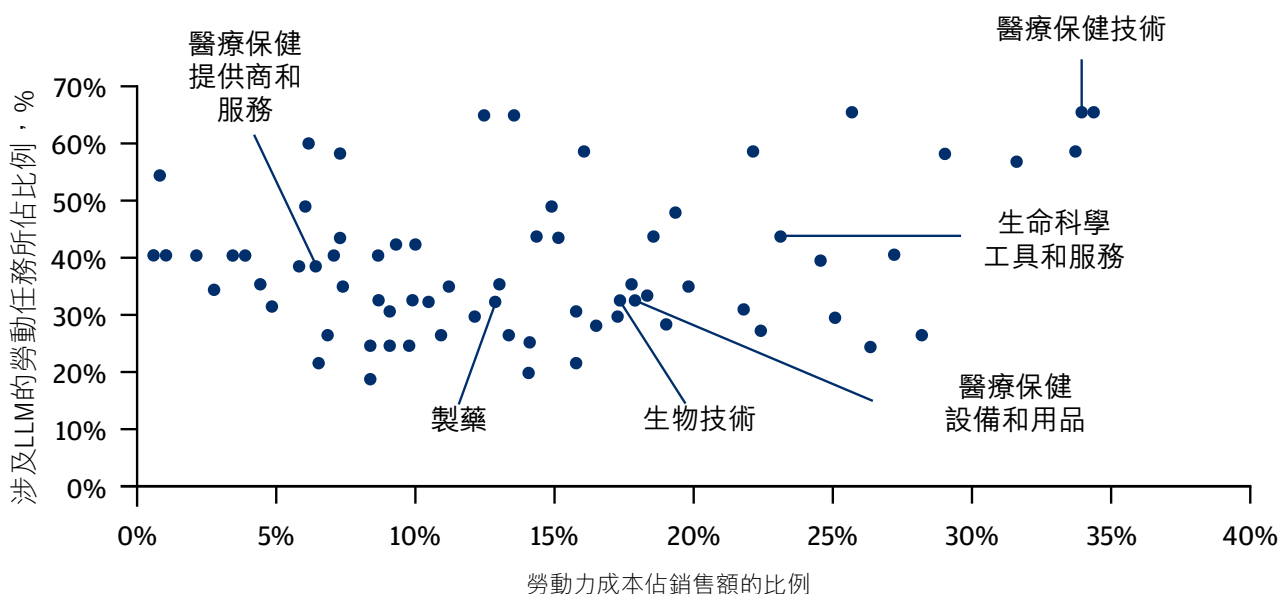


資本支出加速增長

在製藥和生物技術板塊，人工智能還可能提高藥物從早期試驗階段到進入市場時的質量和數量。目前，只有7%的新藥能夠上市。僅將成功率提高5%，就意味着在10年的時間裡可以生產出60種新藥，增加700億美元的收入。¹²在生命科學服務方面，公司可使用人工智能優化藥物試驗設計：包括化合物鑒定和參與者挑選。

我們還認為，GLP-1藥物將繼續推動收入增長(胰高血糖素類肽藥物，用於控制血糖和抑制食欲)。根據我們的估計，到2027年美國和歐盟的總的潛在市場規模可能從1,600萬人增長至4,000多萬人。除GLP-1之外，我們還專注於在醫療保健板塊尋找可利用人工智能實現商業模式現代化，從而推動盈利增長的公司。目前最明顯的例子是用於診斷的機器人手術和成像技術。

誰看起來很脆弱？ 人工智能可能會影響醫療保健技術



資料來源: Empirical Research Partners對72個GICS行業組別的大型和小型股進行分析。Eloundou, T.、Manning, S.、Mishkin, P.和Daniel Rock。「GPT是GPT: 大型語言模型對勞動力市場影響潛力的初步探討。」數據截至2024年5月。

¹¹ 由於脆弱的傳統技術和嚴格的私隱規則，醫療保健行業的數據洩露在所有行業中成本最高，平均每起洩露造成的損失為980萬美元，比排名第二的金融行業高出約60%。雖然人工智能使網絡犯罪分子能夠執行更複雜的攻擊，從而加劇了這一威脅，但它也幫助企業在防禦性應用中將漏洞成本降低33%。

¹² 摩根士丹利。(2022年)人工智能為什麼能夠加速藥物發現？



08 自動化和 機器人技術

人工智能領域的資本支出也將加快自動化和機器人技術的應用，影響工業和消費行業。未來五年，美國工業企業預計將把25%至30%的資本支出用於自動化，高於過去五年的15%至20%。¹³

這個主題並不新鮮。單一用途機器人已經存在半個多世紀，而目前為止機器人對投資者的回報並不顯著。但我們認為市場正逐步擴大應用範圍。隨着訓練數據的獲取增加和硬件成本降低，具推理能力的通用機器人可能離現實更近了一步。**全球公司已投資超過40億美元，為20多個「人形」機器人項目提供資金。**¹⁴

最終，機器人(人形或其他)可能會成為我們日常生活的一部分。Waymo每周已提供超過100,000次自動駕駛出租車服務。¹⁵

醫療保健和國防是機器人將變得更加普遍的另外兩個領域。10月份，Intuit Surgical交付了110台半自動、人工智能驅動的達芬奇5機器人手術系統，超過前一季度的70台。今年年初，美國空軍宣布與安杜里爾和通用原子公司簽訂合同，開發自主協同作戰飛機。美國國防部預計，到2029年，每年將在該項目上投入近30億美元。

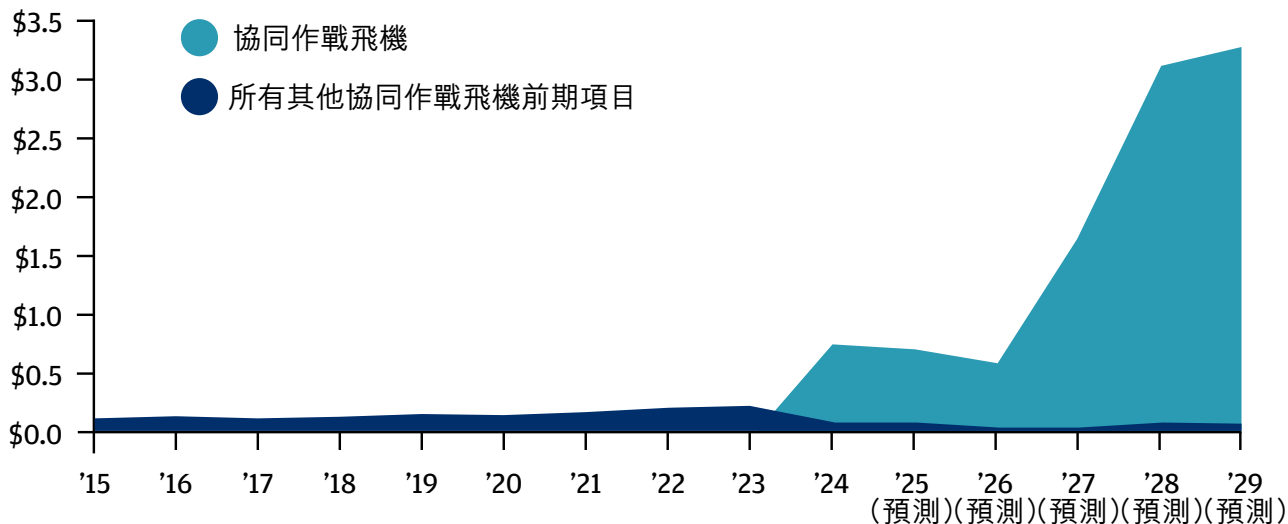
我們在公開和私募市場看到投資機會，包括提供計算能力的半導體公司、利用計算能力的軟件公司、利用更高效率的工業公司，以及能夠提供顛覆性產品的消費公司。

¹³ Ajewole, F.、Kelkar, A.、Moore, D.、Shao, E.和Thirtha, M. (2023年)。釋放機器人和自動化的產業潛力。麥肯錫公司。

¹⁴ Viswanath, S.、Khanna, V.、Liang, Y.、Srinivas, A.和Cherian, Z. (2024年)。機器人不會有ChatGPT時刻。Coatue。

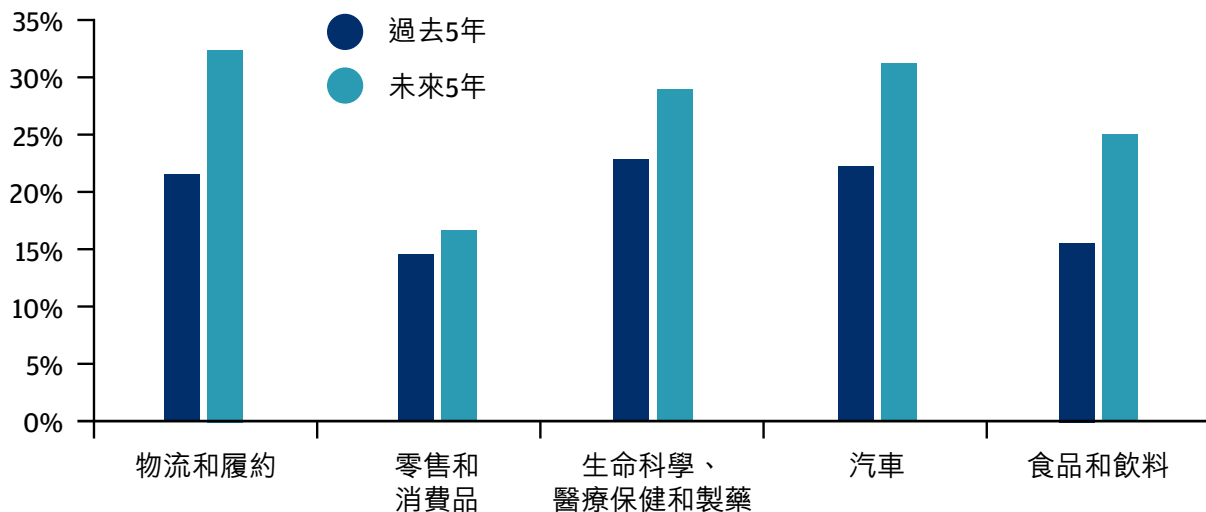
¹⁵ Thompson, B. (2024年)。以Waymo、優步和Waymo為例。

自動駕駛飛機的支出將激增 美國國防部在部分自主飛機項目上的支出，十億美元



資料來源：美國戰略與國際研究中心對國防部2015-29財年RDT&E預算請求的分析。數據截至2024年8月6日。
註：2024財年CCA數據包括報告的1.5億美元預算重新規劃請求。

未來5年，自動化可能佔工業資本支出的25% 按板塊劃分的自動化投資佔資本支出的平均份額



資料來源：麥肯錫公司。數據截至2022年。

09 建設電力 基礎設施

我們認為，對電力行業的資本支出將因以下三個主要原因而加速增長：美國製造業的再工業化、清潔能源解決方案中電氣化的使用增加，以及數據中心的需求激增。總體而言，我們預計未來3至5年美國電力需求將增長5倍至7倍。

數據中心增長是一種全球現象。佔全球市場40%的美國數據中心數量每年增長約25%。2024年第一季度，歐洲、拉丁美洲和亞太數據中心市場的庫存同比分別增長20%、15%和22%。¹⁶

數據中心電力的增加需要更多的水用於冷卻和晶片製造，而數據中心通常位於水資源緊張的地區。預計全球數據中心的用水量每年將增長6%。¹⁷大型半導體生產設備的用水量相當於30萬戶家庭的用水量。¹⁸隨着電力使用量的增加，我們看到水資源基礎設施和效率解決方案方面存在機遇。

核能可能將提供更多電力。我們注意到股市對美國聯合能源公司和微軟達成的協議表示肯定，該協議有關重啟三哩島核電站，為這家科技巨頭的數據中心提供能源。這將刺激對核能的進一步再投資。事實上，核能復興指數年初至今飆升75%，反應了市場對小型模塊化反應堆將在未來幾年成功部署的預期。

儘管可再生能源將繼續增長(國際能源署指出，化石燃料領域每投入1美元，清潔能源領域就會投入2美元)，但是延遲、傳輸和儲存成本意味着天然氣仍將是關鍵的能源來源。¹⁹

希望從日益增長的電力需求中獲利的投資者，可以關注各類的基礎設施基金、發電企業和公用事業公司。

¹⁶ 世邦魏理仕。(2024年)。2024年的全球數據中心趨勢。世邦魏理仕。
Thompson, B.(2024年)。以Waymo、優步和Waymo為例。

¹⁷ Walsh, A.(2023年)。數據背後：揭示人工智能的水足跡。Bluefield Research。

¹⁸ Hess, J. C.(2024年)。晶片生產的生態足跡：繪製氣候與環境影響圖。

¹⁹ 國際能源署。(2024年)。今年對清潔能源的投資將是化石燃料投資的兩倍。

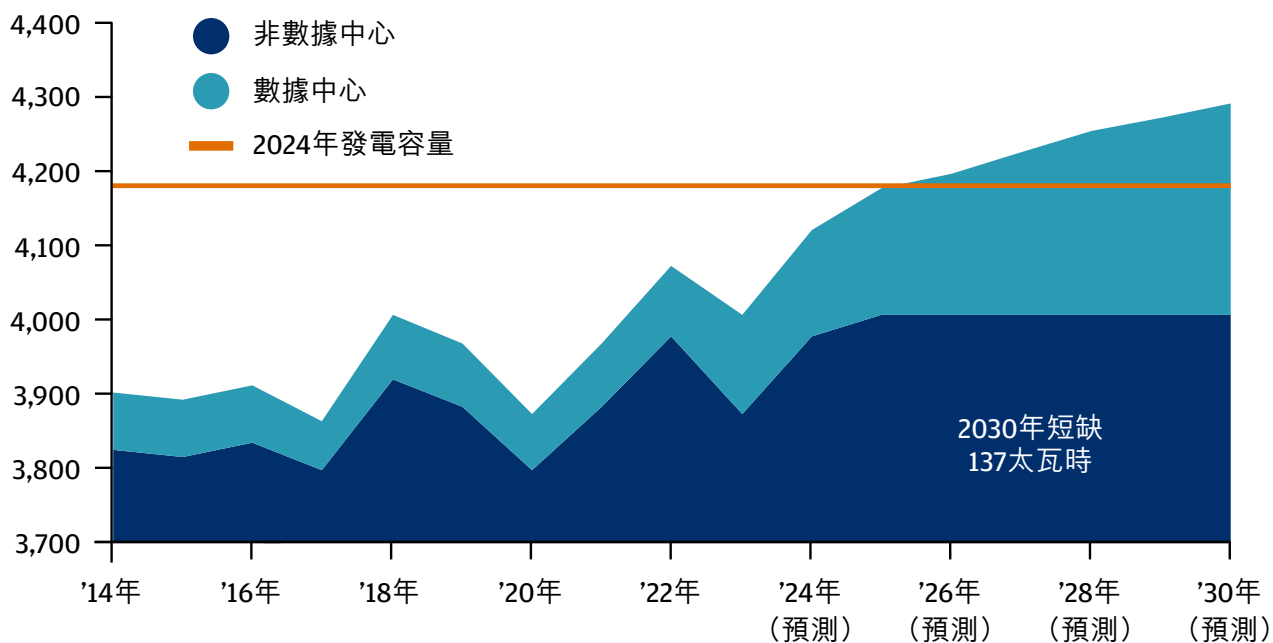


市場確認核能擴張 美國聯合能源公司股價，美元



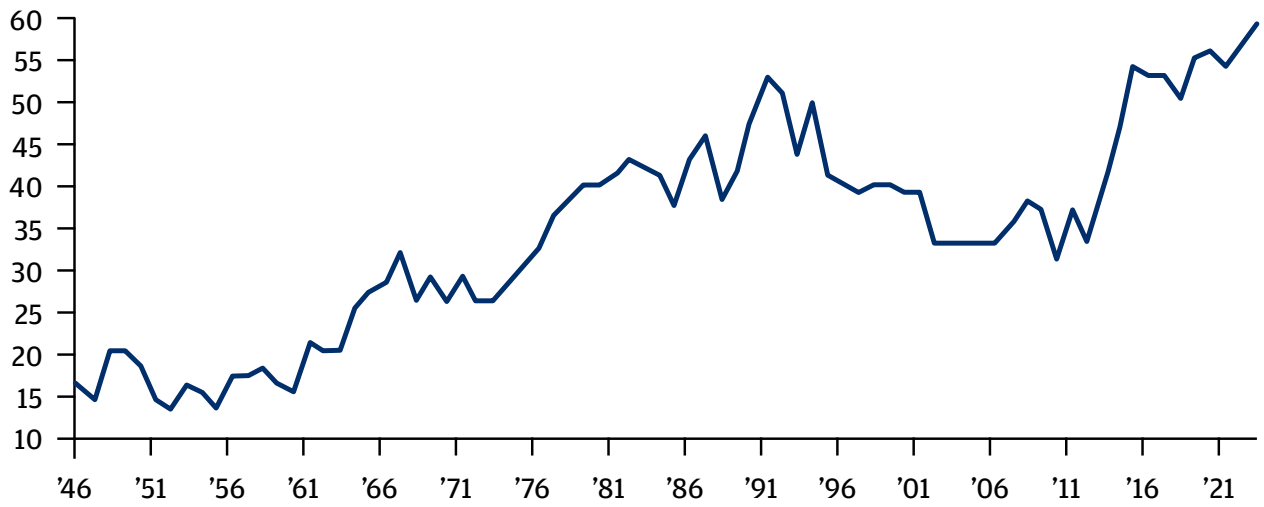
資料來源：FactSet。數據截至2024年10月31日。

數據中心或將引發電力需求飆升 美國電力需求和2024年發電容量，太瓦時



資料來源：美國能源資訊署、麥肯錫公司、Public Power、Bernstein。數據截至2023年12月31日。

武裝衝突處於80年來的高位 全球武裝衝突數量



資料來源：UCDP、Davies、Shawn、Therese Pettersson、Magnus Oberg、Gleditsch、Nils Petter、Peter Wallensteen、Mikael Eriksson、Margareta Sollenberg和Havard Strand。數據截至2023年12月31日。



10 重新定義 國防安保

隨着各國政府重新評估國家安全，它們可能將會增加資本支出。國防安保不僅包括傳統的軍事防禦，還涵蓋網絡安全、關鍵自然資源的供應、能源生產、交通運輸和基礎設施。我們認為，市場尚未充分意識到這一長期轉變將帶來的投資前景。

在美國，政府似乎將繼續激勵國內關鍵物資的生產。一家總部位於北卡羅來納州的晶片製造商獲得7.5億美元的《晶片法案》補助，將用於在美國新建兩家半導體工廠，消息公布後，該公司的股票飆升40%。

此外，我們強調，美國政府的目標是分散對集中的航空航天和國防專家的依賴²⁰（目前佔美國武器生產預算的90%），²¹並擴大至在人工智能、機器學習和5G技術等領域擁有專業知識的成熟商業公司和初創公司。國防市場可能為傳統國防領域以外的公司創造收入和市場份額。

美國國防部預算佔GDP的比例已從冷戰高峰期減半。在北約的23個歐盟成員國中，目前有16個有望在2024年實現超過GDP的2%這一目標門檻。十年前，成員國平均僅佔GDP的1.2%。全球軍事開支似乎還有增長空間，尤其是在網絡武器等領域，這些武器可能是人機協作或完全自動化。

歐洲的國防安保擔憂反映了其在關鍵商品和大宗商品方面對外部來源的依賴。歐盟超過90%的數碼產品和服務依賴進口，75%至90%的晶圓產能依賴亞洲，高達70%的鎳、銅和鈷等關鍵原材料依賴中國。²²

與此同時，「金磚國家+」²³經濟體控制的天然氣儲量是七國集團的五倍、現役軍人是其三倍、石油儲量和鈾產量則為兩倍。²⁴去年，俄羅斯國防預算增加25%，創下新紀錄。²⁵

總而言之，我們認為在安全方面的全球支出將與2010年代雲端計算和電子商務的年度投資相當。打造半導體、基礎設施和可靠且經濟實惠的電力，不僅是國家安全的關鍵槓桿，也是全球經濟競爭的重要支柱。

我們正在尋找工業、公用事業、原材料和能源板塊的機會。除工業板塊外，其他板塊的交易價格都低於大盤。**投資者似乎對這些公司的未來盈利增長持懷疑態度，我們認為在未來幾年，這些公司的盈利增長將接近市場平均水平的兩倍。**

私募市場方面，投資者可以在專注於技術驅動的防禦系統和網絡安全創新的小型公司中挖掘具吸引力的投資機會。

²⁰ 定義為僅以政府為唯一客戶的公司，或唯一商業領域為航空航天的公司。

²¹ Allen, G. C.和Berenson, D. (2024年)。為什麼美國國防工業基地與美國經濟如此脫節？美國戰略與國際研究中心。

²² Draghi, M. (2024年)。歐洲競爭力的未來。歐盟委員會。

²³ 金磚國家+成員名單。

²⁴ Seydl, J. (2024年)。地緣政治衝擊如何影響市場？摩根大通。

²⁵ Sauer, P. (2024年)。去年，俄羅斯國防預算增加25%，創下新紀錄。衛報。

第03部分 — 了解選舉 影響

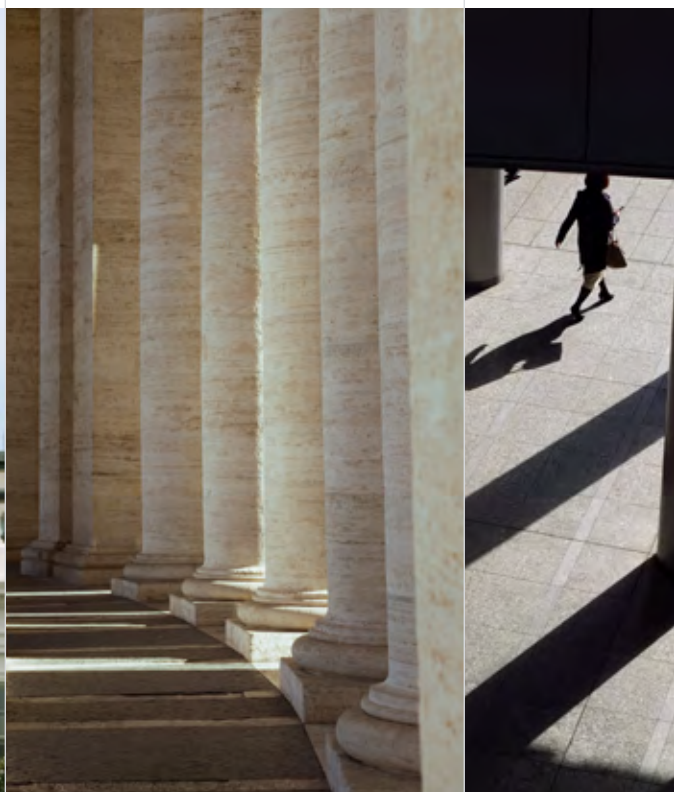
定義特朗普2.0

落日稅務政策

管理利率波動

反壟斷風險

反建制運動日增



2025年，投資者可以從關注選舉結果轉向評估選舉影響。世界各地的選舉結果將影響稅收政策的方向、主權債務和赤字、貿易政策、反壟斷措施以及反建制候選人的受歡迎程度。



11 定義 特朗普2.0

特朗普總統和共和黨在2024年大選中的決定性勝利為「特朗普2.0」奠定了基礎。這對市場和經濟可能意味着什麼？放寬監管、併購活動增加、對國內經濟結果的關注以及可能降低企業稅率為牛市情形提供支持。市場對選舉結果的直接反應實際上表明，投資者青睞美國，而非全球其他地區，並且偏好小盤股和區域性銀行股。

然而，促進增長的措施也可能導致通脹上升和預算赤字擴大。事實上，美國國債收益率已回升至今年高位。高企的抵押貸款利率可能繼續抑制住房市場的活動，並加劇負擔能力危機。關稅政策可能是全球經濟增長面臨的最大風險。雖然我們認為對所有進口商品徵收全面關稅的可能性不大，但可能對特定商品或貿易伙伴徵收關稅。貿易伙伴的反制行動將加劇對全球貿易的負面衝擊。

選舉結果使我們對新興市場資產、工業大宗商品和能源價格的樂觀程度略有下降。事實上，關於2017年《減稅與就業法案》的談判將在2025年蒙上陰雲，而2026年更有可能感受到財政政策的潛在經濟影響。





12 落日稅務 政策

稅收政策將成為明年美國國會的關注焦點。2017年《減稅與就業法案》的多項條款將於2025年底到期(即「落日條款」)。如果國會不採取行動，個人所得稅率將回升至2017年的水平，替代性最低稅將影響更多高收入個人，針對穿透實體20%收入扣除額度將被取消(影響許多合伙公司、S公司和獨資企業)，同時終身遺產稅、贈予稅和隔代轉讓稅免稅額將減半(從每對已婚夫婦的2,800萬美元降至1,400萬美元)。值得注意的是，《減稅與就業法案》規定的21%企業所得稅率是永久性的變更。

總而言之，如果《減稅與就業法案》中的臨時條款到期，將導致美國家庭稅後收入整體減少1.8%，收入最高的1%人群的稅後收入減少3.1%。²⁶稅務基金會估計，大約62%的申報人將面臨增稅。

由於共和黨控制參眾兩院，我們預計大部分(如果不是全部)影響個人的臨時條款將延長一段時間。儘管如此，鑒於眾議院和參議院的票數差距小，可能需要在州和地方稅抵扣上限等領域達成某種妥協。此外，和解程序立法要求在10年期內保持赤字中性。這意味着，即使共和黨總統和共和黨控制的國會執政，繼續降低企業稅率也可能面臨挑戰。在2026年之前，不太可能明顯出現任何稅收變化對經濟和個人的影響。

我們還關注稅務政策對移民的影響。根據我們的市場與投資策略部主席岑博智(Michael Cembalest)的分析，在美國，排名前20的州際移民幾乎全部從高稅收州(如紐約、加州和伊利諾伊州)，遷移至低稅州或免稅州(如佛羅里達州、德克薩斯州、亞利桑那州和內華達州)。事實上，美國以外地區也出現了類似的情況。越來越多的家庭移居到意大利、瑞士、迪拜、希臘和西班牙等地。主要驅動因素包括稅務政策的吸引力以及對地緣政治局勢動盪和安全的擔憂。

²⁶ Oshagbemi, C.和Sheiner, L. (2024年)。《減稅與就業法案》的哪些條款將於2025年到期？布魯金斯學會。

《減稅與就業法案》(TCJA)的多項重要條款將於2025年底到期

個人所得稅等級

對大多數個人納稅人而言，稅級將增加（最高稅率將從37%升至39.6%）。

替代性最低稅(AMT)

《減稅與就業法案》將個人的替代性最低稅免稅額從54,300美元上調至70,300美元，並將已婚夫婦的替代性最低稅免稅額從84,500美元上調至109,400美元。該法案還暫停了許多費用的減免，例如部分投資管理費。隨著落日條款的到期，這些費用的扣除將被取消，從而間接導致更多納稅人受到替代性最低稅的影響，因為替代性最低稅將不允許這些扣除。

州和地方稅(SALT)扣除

根據《減稅與就業法案》，納稅人可就已支付的州和地方所得稅總額申報逐項扣除，但最高不超過10,000美元（已婚單獨申報為5,000美元）。落日條款將取消這一上限，然而如上文所述，由於替代性最低稅豁免減少（根據該條款，州和地方稅不能扣除），許多納稅人可能無法利用這一扣除。

抵押貸款利息扣除

「購置款債務」的利息扣減僅限於債務本金的利息，最高為750,000美元（已婚單獨申報為375,000美元）。落日條款將恢復100萬美元／500,000美元的債務本金限制。此外，房屋淨值貸款（如HELOC）的利息扣除可能有更大的靈活性。

合格營業收入(QBI)扣除

合格營業收入扣除是由《減稅與就業法案》中的一項條款。該條款允許非企業納稅人從合伙企業、S公司和獨資企業的「合格營業收入」(QBI)中最多扣除20%。落日條款到期後，這類扣除將被取消。

慈善捐贈

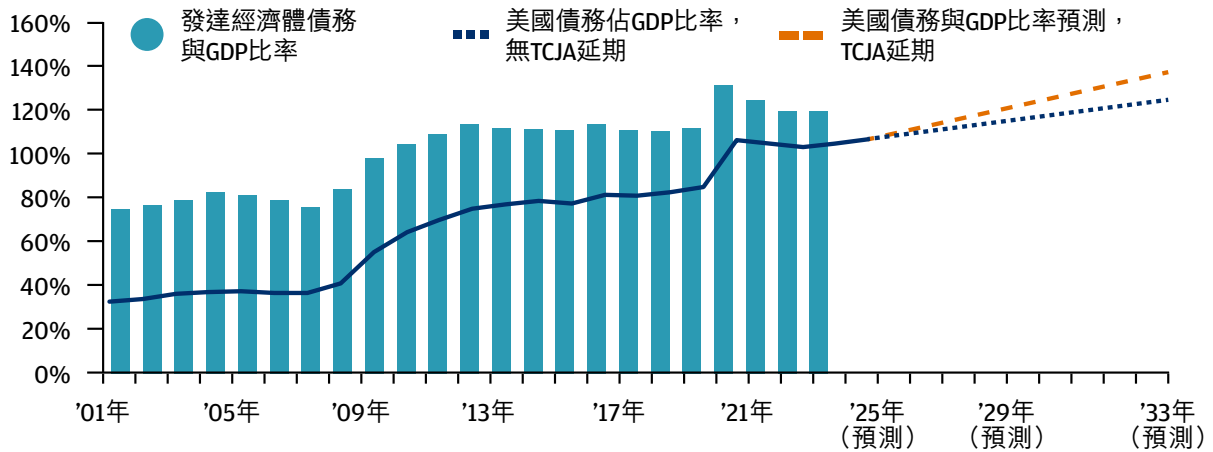
2018年至2025年，公共慈善捐款的年度扣除上限被提高至調整後總收入的60%。計劃此後將上限恢復至50%。

遺產稅和贈予稅

根據《減稅與就業法案》，贈予稅和遺產稅的基本終身免稅額翻了一番，達到1,000萬美元，每年根據通脹情況調整。2024年，個人終身免稅贈予額為1,361萬美元，夫婦終身免稅贈予額為2,722萬美元。落日條款到期後，個人在去世時贈予和／或轉讓的能力可能會大幅受限，將此金額重置為可能略高於700萬美元（已婚夫婦約為1,400萬美元），然後對超過部分在用盡免稅額後徵收40%的統一稅。

資料來源：「即將到期的稅收條款展望」，美國稅務基金會。於2023年12月12日訪問。

借貸熱潮：全球主權債務持續上升，尤其是美國發達經濟體的債務佔GDP的百分比



資料來源：國際貨幣基金組織。數據截至2023年12月31日。美國國會預算辦公室、Haver Analytics。數據截至2024年6月18日。

13 管理利率波動

2025年可能再次成為固定收益主動管理在投資組合中發揮重要作用的一年。2024年，我們的客戶增加了超過200億美元的固定收益資產。雖然我們認為，固定收益的起始收益率提供了價值，尤其是在寬鬆的周期的背景下，但我們建議投資者考慮增加主動固定收益策略，以補充被動策略。

首先，投資者需要關注許多發達市場主權債務和赤字的評等展望。目前，發達經濟體的全球主權債務佔GDP的110%，而美國國會預算辦公室(CBO)預計，到2034年，公眾持有的美國聯邦債務將達到GDP的122%。**市場可能會將任何類型的擴張性財政政策和增加政府支出視為要求持有長存續期主權債務獲得更高收益率的理由。**

雖然通脹已穩定下來，但仍高於上一個周期，且只需一點財政刺激即可引發價格壓力加速上升。債券市場的隱含波動率是2021年底全球加息周期開始前的兩倍。

被動型固定收益投資可能是購買並持有債券至到期日的有效方式，但我們認為，積極管理利率風險(存續期)和信貸風險可能會提供提高回報的機會。擁有主動型固定收益基金，還能讓投資者涉足更多在指數中代表欠佳的固定收益子行業(如證券化信貸和高收益市政債券)。事實上，回顧歷史，在過去5年裡，主動型固定收益基金管理公司的表現中位數比基準高出20至60個基點。²⁷

無論您選擇何種方法，請後退一步思考，放眼大局：持有債券是在投資組合內分散股票風險的必要策略。我們的客戶仍有超過6,000億美元(佔其受監管資產的26%)投資於一年內到期的證券。我們認為持有債券優於持有現金，並且結合主動和被動策略是明智之舉。

²⁷ SimFund，使用晨星基金分類進行分類。(2024年6月30日)。

隨着利潤率的增長，勞動力佔收入的比例縮減



資料來源：美國經濟分析局、美國勞工統計局、Haver Analytics。數據截至2024年6月30日。

14 反壟斷風險

雖然我們預計特朗普政府執政期間，交易活動將回升、反壟斷行動將減少，但反壟斷政策仍是市場的長期風險。

美國企業利潤率上升(目前比疫情前水平高出2.5個百分點)和勞動力佔企業收入的比例下降，可能加劇政府抵制情緒。我們很可能會看到美國司法部和歐盟委員會繼續採取相關行動。

政策制定者和選民似乎認為，勞動力在企業產出中所佔比例的長期下降(不受干擾)可能導致企業集中度提高、勞動力議價能力減弱，以及稅收制度向有利於資本和企業而非勞動收入的方向轉變。換句話說，選民和政策制定者都可能希望通過限制大型企業的併購活動來減少(如果不能扭轉)這一長期下跌趨勢。

我們注意到一個重要的警告：隨着政府越來越將數據和技術視為戰略資產，一些大型科技公司實際上扮演了可容忍的壟斷角色。即使整體反壟斷活動有所增加，這種情況也可能不會出現改變。

15 反建制運動日增



美國大選可能成為2024年下半年投資者關注的焦點，但2025年將感受到全球選舉超周期的影響。全球出現了一個明顯的趨勢。自1905年有數據紀錄以來，2024年是發達經濟體中，所有面臨連任的現任執政黨都失去選票比例的一年。

過去一年的選舉包括：

- **歐洲議會**
歐盟委員會主席烏爾蘇拉·馮德萊恩將連任，但多個反移民和對歐盟持懷疑態度的政黨取得了勝利。
- **法國**
埃馬紐埃爾·馬克龍總統拯救了一個聯合政府，但瑪麗娜·勒龐的國民聯盟仍對現有體制構成威脅。
- **英國**
保守黨被壓倒性地擊敗。
- **日本**
自由民主黨失利。
- **瑞典、芬蘭和新西蘭**
中左翼政府失利。
- **澳洲和比利時**
中右翼政府失利。
- **印度**
總理納倫德拉·莫迪領導的印度人民黨失去了多數席位。

除此之外，俄羅斯總統普京在缺乏實質性反對派的情況下再度贏得了六年任期。墨西哥總統克勞迪婭·辛鮑姆以壓倒性的勝利推動了一項有爭議的司法改革，並通過了一項新法律，強制要求工資漲幅超過通脹。

在了解全球執政權力變化影響的同時，投資者還應密切關注反建制政客繼續對市場構成的風險。展望未來，投資者不僅要考慮右翼和左翼的政治風險，還應注意建制派和反建制派。我們認為，反建制政黨的威脅可能加劇政治和經濟的波動。這進一步突顯了打造具韌性的投資組合的必要性。

第04部分 — 重塑 投資組合 韌性

財富健康檢查

挖掘收入價值

抵禦通脹

重整回報生成方式

淘金熱



為了保護近期家庭財富的增長，並抵禦在通脹上升、政策制定者更加積極和全球化程度下降等因素引發的宏觀經濟不斷波動，投資者需要構建具有韌性的投資組合。我們認為，三種策略可以幫助投資組合抵禦意外衝擊：增加穩定的收入來源；增加有助於緩解通脹威脅的資產；以及利用期權和衍生工具策略調整風險和回報。





16 財富健康檢查

過去一年，美國家庭淨值已攀升至近160萬億美元的歷史新高。²⁸歐洲央行的數據顯示，歐元區的家庭財富已從疫情前的不到50萬億歐元增長至60萬億歐元。自2019年以來，千禧一代（出生於1981年至1996年）的淨值幾乎翻了一番，目前已超過X世代（1965年至1980年）或嬰兒潮一代（1946年至1964年）在同齡時期的淨值。

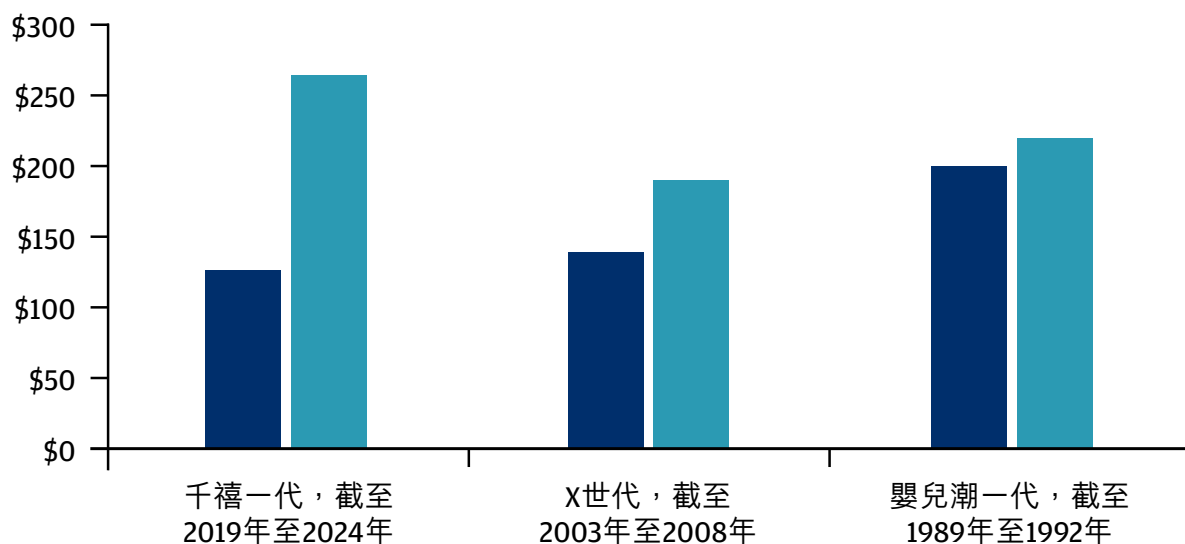
這無疑是個好消息。但這些收益也為您提供了一個從有利位置對投資組合進行戰略性重新評估的機會。對一些人來說，機會可能是迫切需要的。試想一下：如果投資者在2020年初配置了60/40的股債投資組合，並且未進行重新平衡，現在的配置將是80/20。對大多數其他人來說，可能沒有必要作出重大改變。

重塑投資組合韌性

管理集中持倉對投資組合的韌性也至關重要。我們的**研究發現，在所有上市公司中，近一半的公司在某個時刻遭受了災難性的價值損失，近三分之二的公司表現遜於指數。²⁹**此外，集中持有現金也可能不利於實現長期目標，甚至無法保持購買力。

現在是投資者重新評估其目標和風險承受能力的好時機，並考慮其各類資產如何與這些目標保持一致。許多人可能會發現，鎖定收益並減少對完全估值指數的敞口是謹慎的做法，從而以更低的風險實現其主要生活目標。有多種節稅方式可供選擇，包括將長期升值倉位贈予慈善機構，或使用可變預付遠期合約等策略變現和分散集中持倉。

千禧一代的財富淨值高於嬰兒潮一代和X世代在同齡時期的淨值
經通脹調整後的淨值，按代計算，在類似年齡，單位為千美元



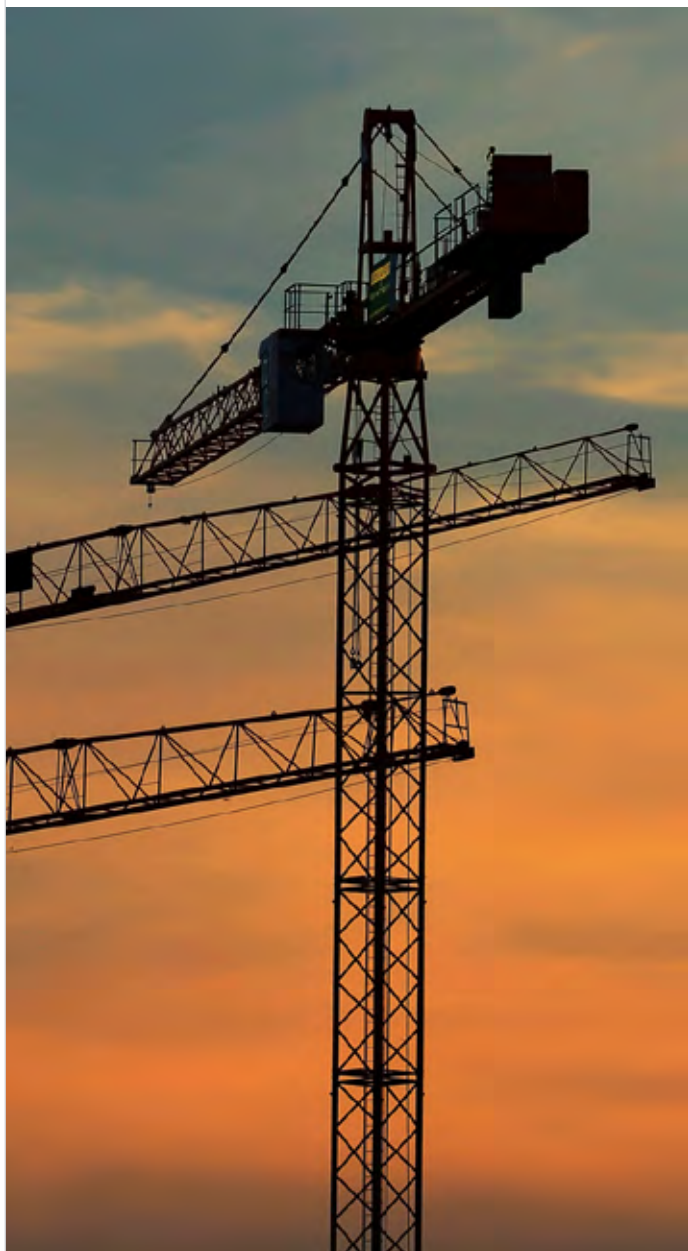
資料來源：聯儲局、美國勞工統計局、Rubinson Research。數據截至2024年6月30日。

註：每戶家庭實際價值以2017年美元計量，使用消費者物價指數進行調整。深色條衡量每一代人在23-38歲時的財富。淺色條反映每一代人在28-43歲時的財富狀況。

²⁸ 美國聯邦儲備系統管理委員會，家庭：淨值，水平，聖路易斯聯邦儲備銀行，2024年11月8日。

²⁹ 岑博智、Manoukian, J.和Data, K.(2024年)。痛苦與狂喜：集中股票持倉的風險和回報，第四部分。摩根大通。

17 挖掘收入價值



提高投資組合韌性的一種方法是增加由收入驅動的總回報份額。由於現金和國債收益率下跌，許多投資者將尋找新的收入來源。從歷史經驗來看，規模介於6,000億美元至2.2萬億美元的貨幣市場基金資產將尋找新的投資方向。

核心固定收益(投資級主權債、市政債券和公司債券)是獲得可觀收益率的首選。投資級公司債券的收益率仍高於5%。信用利差較窄，但受到低降級風險和高信貸質量的支撐。

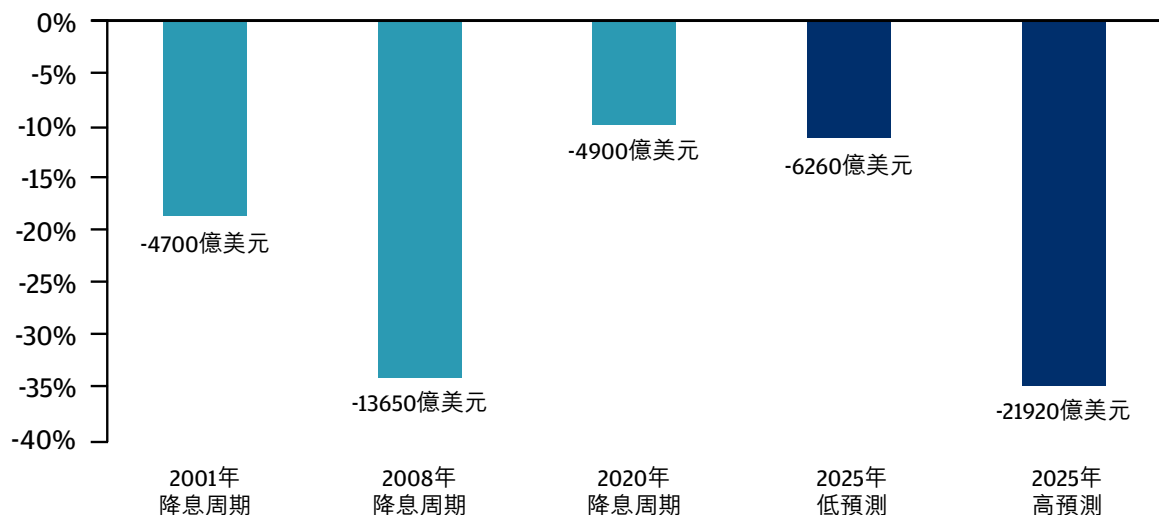
雖然回報受市場波動影響，但即使在部分利差擴大的情況下，高收益債券投資者可發現回報可能超過5%的具吸引力機會。此外，美國納稅人可考慮優先股，因為優先股可以提供6%-7%左右的節稅收益。

別忘了派息股，其交易價格相對於市場存在明顯折價。此外，優質派息股波動率往往僅為大市的80%。換言之，它們有可能以較低的估值提供波動性較低的投資體驗。

最後，直接借貸、基礎設施、房地產和資產支持融資等低流動性投資領域，可提供中高個位數的潛在收益機會，通常與股票和債券相關性較低。

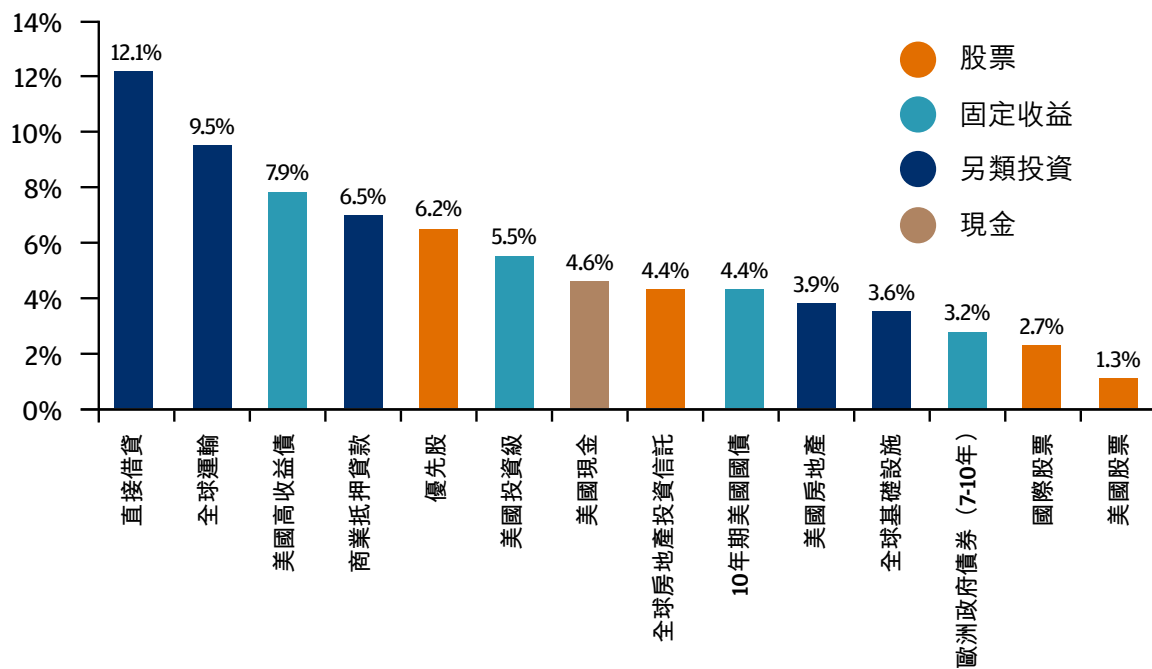
隨着全球寬鬆周期持續和無風險利率下降，到2025年，風險較高的收入來源可能變得更具吸引力。

高達2萬億美元的現金可能尋找新的投資方向
以往降息周期，貨幣市場基金資產累計跌幅，%



資料來源：彭博財經。數據截至2024年9月30日。

隨着政策利率下降，收益率將變得更有價值
各類資產類別的稅前收益率，%



資料來源：美銀美林、彭博財經、Clarkson、Cliffwater、Drewry Maritime Consultants、聯儲局、富時、MSCI、美國房地產投資信託委員會、FactSet、富國銀行、摩根資產管理。數據截至2024年8月31日。



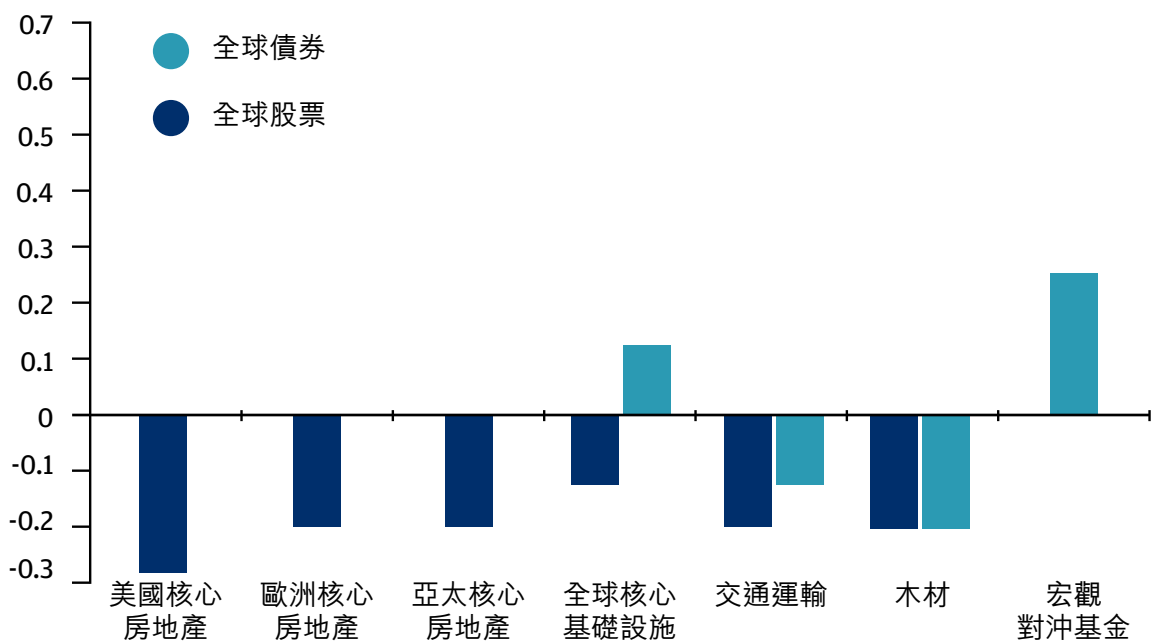
18 抵禦通脹

核心固定收益仍是投資組合的關鍵多元化工具。但另一種可能增強投資組合韌性的方法是增加能夠緩解通脹威脅的資產。過去四年，傳統多元化投資組合面臨着嚴峻挑戰，因為股票和債券的走勢往往一致，呈正相關。2022年，通脹飆升，股票和債券均出現大幅下跌。

投資者應留意，雖然債券有助於分散投資以抵禦增長衝擊，但無法抵禦通脹影響。**從長期來看，我們認為股票與債券的負相關性將持續存在。**然而我們也認為，擁有能夠為股票和固定收益提供多元化投資的資產是合理的策略。

什麼資產能符合要求？歷史上，房地產、大宗商品和基礎設施與股票和債券的相關性較低。與此同時，疫後期間保持多元化的對沖基金策略已證明其價值。自2020年底以來，對沖基金的綜合表現累計超越核心固定收益20%，令人矚目。展望未來，我們預計對沖基金可能在傳統60/40股債投資組合的上行空間中獲得80%以上的收益，同時具有約一半的波動性。我們還對更專業化的資產(如特許權使用費)感興趣，這些資產可提供穩定的現金流，並且與傳統市場幾乎沒有相關性。

若干私募市場資產與股票和債券呈負相關性
2008年第二季度至2024年第一季度季度回報的相關性



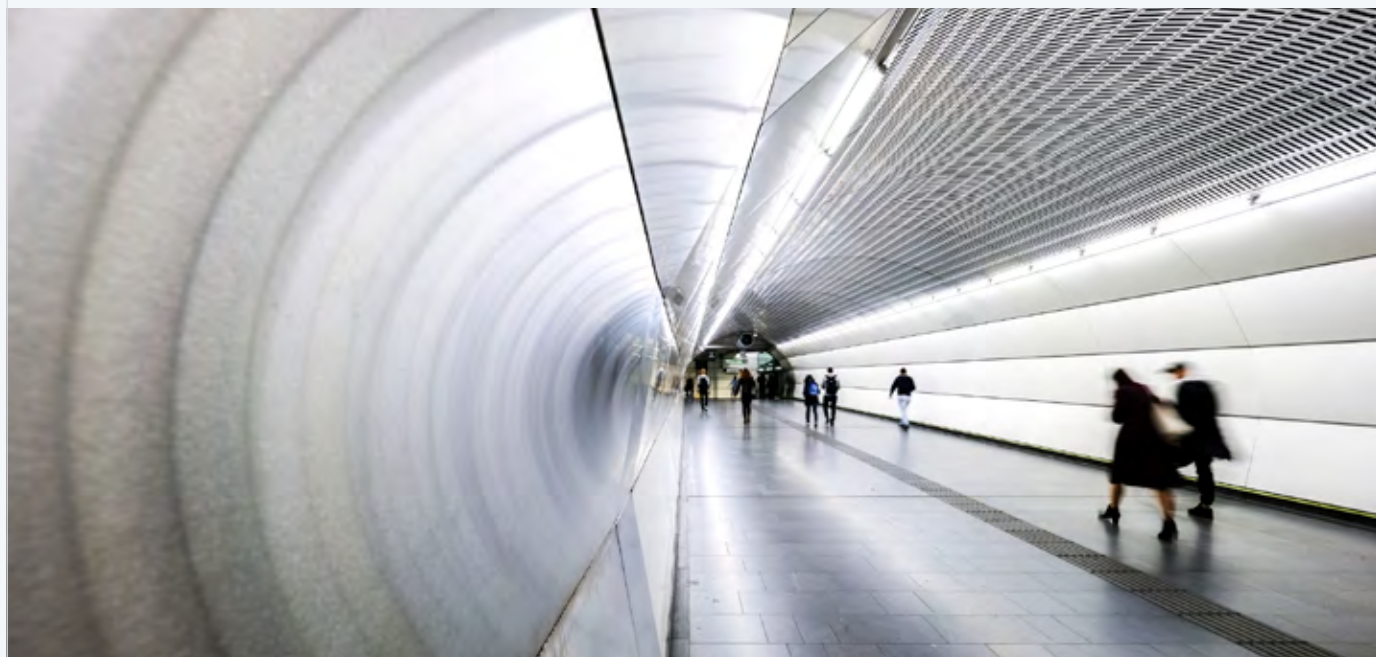
資料來源：彭博財經、Burgiss、Cliffwater、富時、HFRI、MSCI、美國房地產投資信託委員會、
摩根資產管理。數據截至2024年8月31日。

19 重整回報生成方式

以下是實現投資組合韌性的第三種方法：考慮使用期權等工具來調整相關資產的風險和回報。該策略可能在提供下行保護的同時，保留部分上行潛力。

期權可能保護資本，提供特定市場敞口並產生收入。同樣，主動型交易所買賣基金(ETF)可採用期權策略，尋求自相關資產類別產生收入，或相對於直接股票敞口降低波動性。

結構性票據具有更高的個體特異性，也可實現類似結果。歷史數據顯示，與股票掛鈎的結構性票據提供的回報約是股市大盤股的三分之二，同時在股市下跌時期也能提供正回報，這點尤為關鍵。回顧過去，在市場上漲和下跌時期，與股票掛鈎的結構性票據表現也優於優先股和高收益債券。我們認為，投資者可考慮重新調整回報的策略，以納入下行保護，同時在2025年維持上行敞口。



20 淘金熱

2024年黃金飆升至歷史新高，我們認為2025年淘金熱持續的理由非常充分。大宗商品在構建具有韌性的投資組合方面能夠發揮重要作用。我們預計，金價將繼續得到各國央行的支持，尤其是新興市場央行，與俄羅斯入侵烏克蘭之前相比，新興市場央行每年的黃金購買量增加了1,500噸。中國人民銀行持有的黃金仍然只佔其外匯儲備的5%，而歐洲央行和聯儲局持有的黃金分別佔其外匯儲備的比例為60%和73%。³⁰2024年黃金ETF並無資金流入，但2025年無風險利率下降，將帶來散戶投資者的新需求，可能推高價格。

關鍵在於，黃金為原始避險資產，可作為一種具吸引力的對沖工具，既可以對沖地緣政治風險，也可以對沖主權債務和赤字帶來的不確定性。在對二戰以來約50起地緣政治事件的研究中，我們發現，黃金是對沖股市波動的可靠短期對沖工具。³¹最後，我們認為美元存在結構性高估。黃金是分散貨幣敞口的有效途徑。

黃金的漲幅已超過主要貨幣，尤其是日圓
金價指數，100 = 2021年



資料來源：FactSet。數據截至2024年10月31日。

³⁰Attar, H. and Ademolu-Odeneye, I. (2024年)。黃金市場的下一個轉變。橋水。

³¹Seydl, J. (2024年)。地緣政治衝擊如何影響市場？摩根大通。

第05部分 — 不斷演變的 投資格局

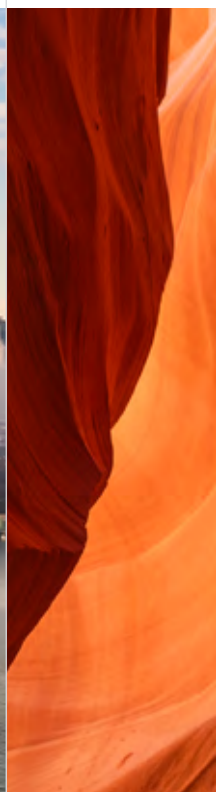
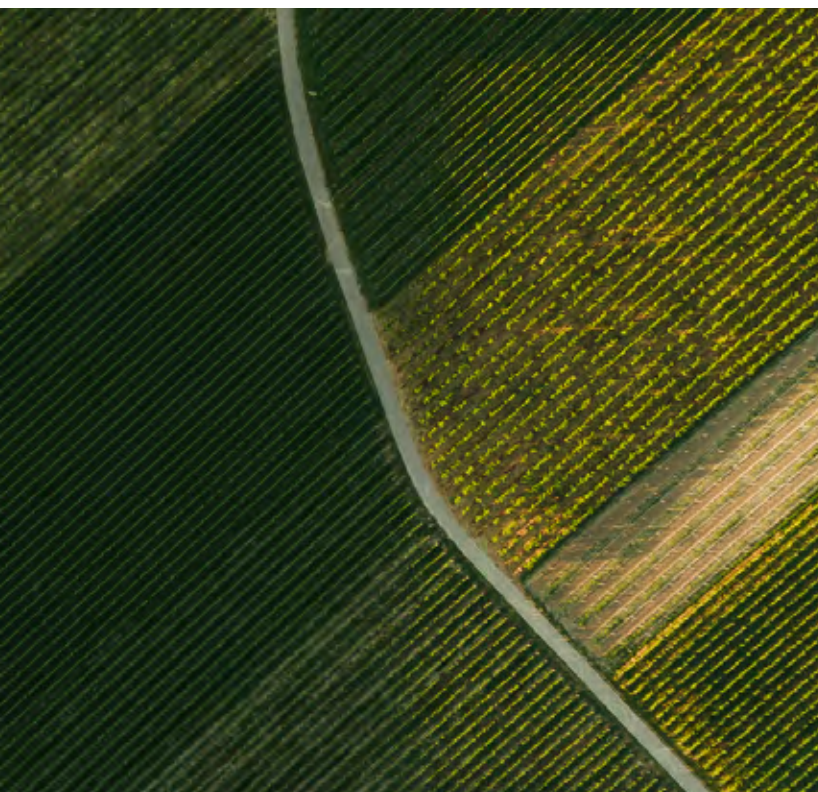
永續另類資產投資

體育和串流媒體

21世紀太空競賽

負債管理

重塑城市



投資創新有時會呈現浪潮式發展；我們認為2025年將是創新之年，各行各業正在探索新的前沿領域。儘管這些機會可能不會成為您投資組合的核心部分，但您可能會發現一些細小卻能創造價值的增持良機。



21 永續另類資產 投資



開放式永續另類基金作為新的前沿趨勢，越來越受到投資者的青睞。我們在2024年的另類投資承諾中，實際上有一半投入了永續基金結構，高於去年的33%。雖然許多另類資產基金設有固定的到期日，但開放式永續基金（無固定的到期日）正迅速崛起。

永續私募信貸基金在2020年代初積累了大量資產，部分原因是監管限制了銀行發放貸款的能力。我們預計，2025年永續私募股權將經歷類似的增長軌跡。

目前，永續私募股權集中於前20個焦點策略，約佔當前管理資產的75%。但在2025年，我們計劃與多家基金管理公司合作，制定能夠提供差異化私募股權敞口的半流動性工具策略。事實上，目前已有50支基金在美國證監會註冊，預計將在未來幾個月推出。³²

永續另類資產投資有幾個主要優勢：首先，能以較低的最低投資額獲得私募投資策略；其次，提供購買經驗豐富投資組合的機會；最重要的是，具備定期（例如，每月或每季度）獲得流動性的潛力。

與封閉式基金相比，永續基金也提供了更簡單的投資方式。只需一次性決策，即可按照合適的戰略權重進行充分投資，並且您的資本可隨着時間的推移進行再投資，從而實現複合增長。

與此同時，我們注意到一些需要關注的事項。與從投資者「提取」資本的封閉式基金相比，永續策略往往費用更高、回報更低。值得注意的是，永續基金的贖回時間表可能會受相關投資偶爾流動性不足的影響。這可能是一個挑戰，因為在經濟和市場承壓時期，投資者往往最希望獲得流動性。

我們認為，開放式永續和封閉式提取策略可在多元化投資組合中發揮互補作用。優先考慮精簡的投資者可能會偏好永續策略，而注重絕對回報的投資者可能會更傾向於選擇傳統的提取基金。

³² Flynn, K.、McCulloh, B.、Hagen, J.、Gaskill, L.和Becker, L. (2024年)。XA Investments非上市封閉式基金2024年第二季度市場動態。XA Investments。



22 體育和 串流媒體

通常情況下，擁有一支運動隊與擁有倫勃朗畫作或一系列經典汽車更為相似，而擁有公開市場股票和私募股權的相似性較低。然而隨着體育聯盟放寬所有權規則，潛在的體育投資者可以探索新的領域。

投資體育的理由很簡單。首先，**體育賽事是少數能夠穩定吸引大量觀眾的媒體體驗之一**。在過去五年中，體育併購和投資的總價值增長了8倍，而所有公開併購和投資卻下跌了40%，這不足為奇。³³

其次，對於任何新的體育特許經營而言，准入門檻仍很高，這對現有的體育隊所有者有利。美國的體育隊權數量受各自聯賽規則的嚴格限制，聯賽的全球等級排名似乎已經確立。³⁴

不斷演變的投資格局

但體育投資面臨挑戰。聯賽在歷史上最重要的合作伙伴，傳統的廣播(地面)電視網絡，似乎處於不可逆轉的衰退狀態。看到傳統媒體公司整合，而技術支持的串流媒體服務為獲得體育版權支付越來越高的溢價，我們並不會感到驚訝。

儘管如此，體育投資的樂觀情形似乎將佔主導地位。國家橄欖球聯盟(NFL)也放寬了投資規則，允許更多機構資

本參與，以及大學體育運動的重大變化，可能需要資本解決方案。我們預計，體育及其相關資產的交易活動、股權和信貸投資將超過其他行業。

投資競技球賽：體育投資可受益於寬鬆的所有權規則 私募股權基金的投資主題規劃

球隊	收藏品
擁有體育特別經營權的多數股權*	交易卡、紀念品、NFT
擁有體育特別經營權的少數股權	服裝
球員／人才	房地產
球員表現相關服務**	體育運動隊及場館融資
體育分析軟件	競技場／跑道／高爾夫球場
體育機構	競技場附近的房地產開發項目
承銷球員合同	體育相鄰健身特別經營權
媒體	營運
媒體版權和串流媒體	場地管理（門票、贊助商、特別經營權等）
社交媒體／粉絲參與	競技場、賽事營運和運動員的設備
為體育粉絲服務的媒體	第三方票務應用程式
聯盟	博彩
新興體育聯盟	夢幻體育
青少年體育學院	博彩應用程式／網站
夏令營	實時體育博彩
電動遊戲	
電子競技（直播、比賽）	
體育類電動遊戲	

資料來源：岑博智，摩根資產管理。數據截至2024年。*雖然目前美國四大體育聯盟不允許私募股權基金擁有多數股權，但一些新興和國際聯盟允許這麼做。

**包括球員訓練、指導和發展；身體康復、生物力學、營養、心理策略等。

³³ 岑博智(2024年)。「不妨參與體育圈」。摩根資產管理。如需了解更多資訊，請[點擊此處](#)查看我們關於體育投資的文章。

³⁴ 國家橄欖球聯盟和英超，其次是美國職業籃球聯賽、美國職業棒球大聯盟、國家冰球聯盟、國家女子籃球聯盟、一級方程式和其他歐洲足球聯賽。

23 21世紀太空競賽

全球經濟已依賴太空發展。衛星和其他定位、導航和定時技術是定位和通訊服務不可或缺的組成部分，使電視乃至餐飲配送等行業成為可能。過去20年，SpaceX等公司的創新已將發射衛星的成本降低了10倍，我們預計衛星技術增強將支持更有效的通訊和觀測技術。這可能對全球互聯互通至關重要，並可能推動自動化等數據密集型流程的突破。其他應用領域包括跟蹤運動的成像，這可以幫助管理供應鏈、預測和應對自然災害，以及監控建設項目。

太空也將繼續成為國防安全的重點關注領域。美國國防部對天基系統的預算申請已從2019年的約90億美元增至2025年的250億美元以上。印度的一艘航天器成功在月球南極著陸。日本和美國正在合作開發更準確的定位技術。秘魯、沙特阿拉伯和泰國都在其經濟發展計劃中優先考慮太空領域。

未來10年，太空旅遊行業的市場規模或將發展至每年50億美元。諮詢公司麥肯錫預測，未來十年，太空經濟的增速將超過GDP增速的兩倍以上，到2035年將成為一個2萬億美元的行業。³⁵

³⁵ Acket-Goemaere, A.、Brukardt, R.、Klempner, J.、Sierra, A.和Stokes, B.(2024年)。空間：1.8萬億美元的全球經濟增長機會。麥肯錫公司。



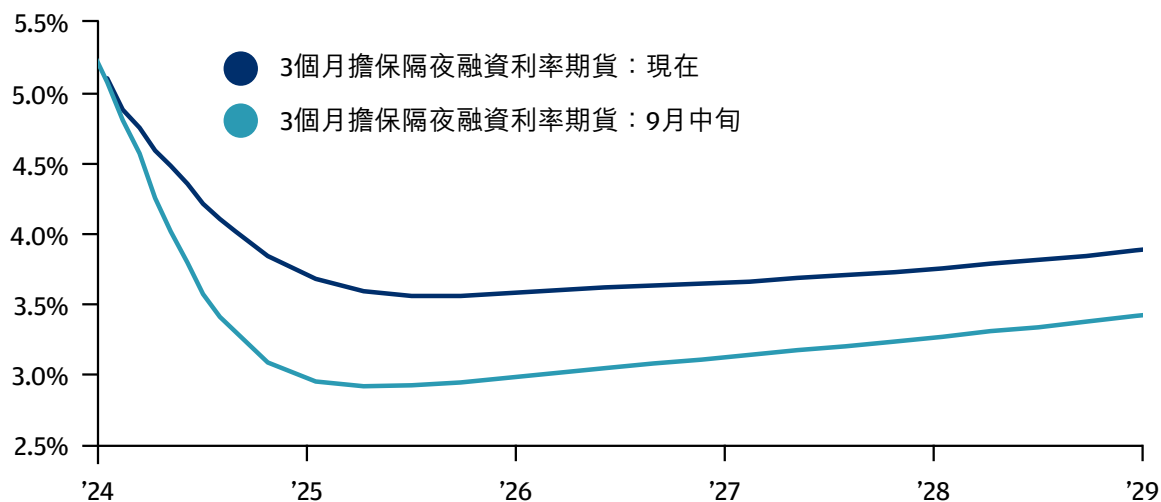
24 債務管理

在過去兩年中，許多借款人一直承擔基於5%以上短期利率的利息成本。隨着市場開始預期未來的政策利率下調，借款人可以鎖定較低的利率，無論降息是否會成為現實。在9月份的某個時點，市場預期聯儲局將進入一個激進的降息周期，基準擔保隔夜融資利率利息成本可能在2至5年內維持在2.90%至3.25%的水平。客戶可使用普通和結構性利率掉期、利率上限和利率圍欄等工具進一步調整借貸成本，以鎖定或管理低於當前市場提供的利率。

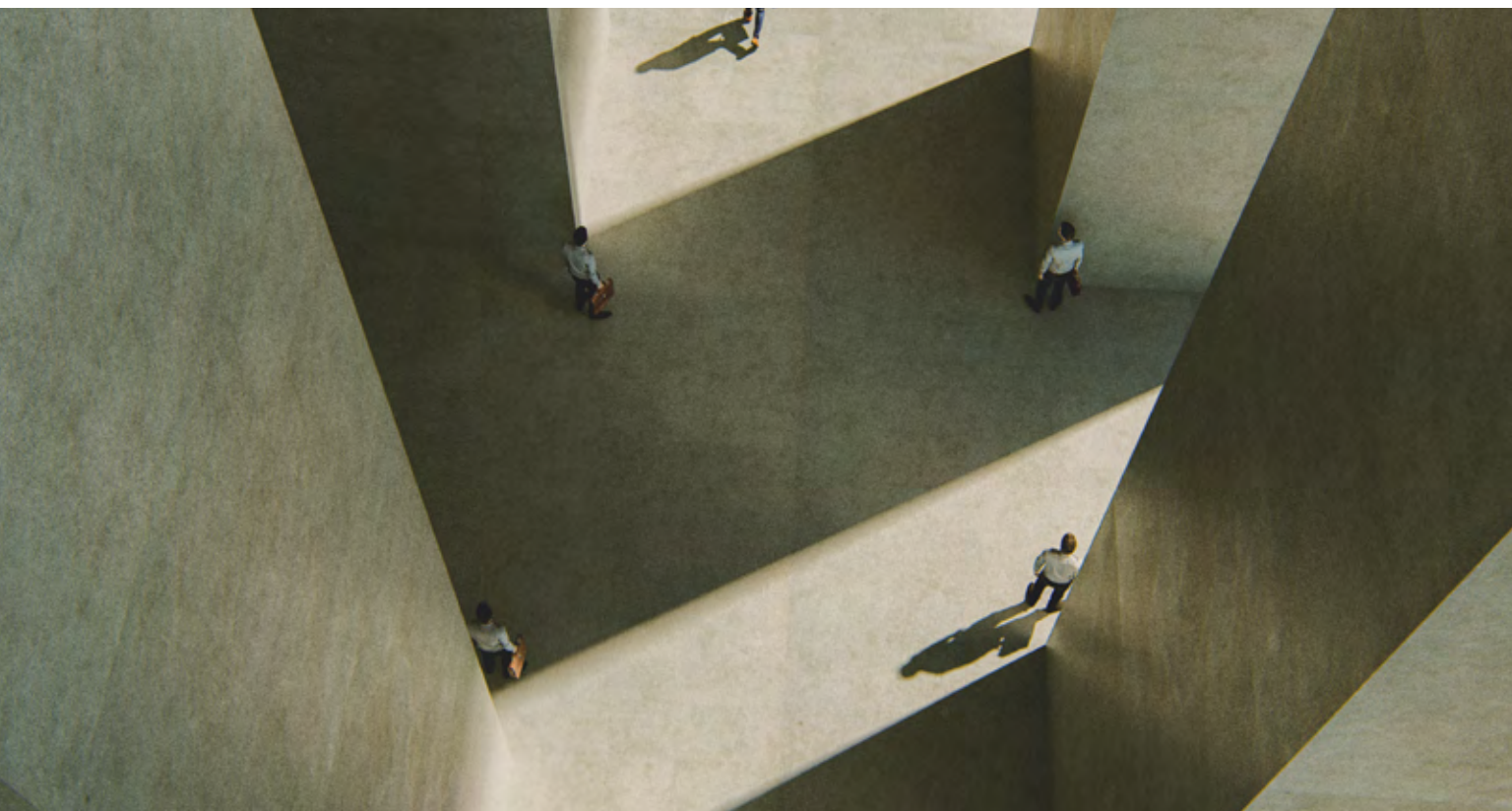
抵押貸款活動也反映了市場狀況的動態管理，尤其是利率預期。9月份，摩根大通私人銀行的抵押貸款申請達到2023年6月以來的最高水平，再融資申請達到2022年夏季以來的最高水平。我們約70%的抵押貸款申請是可調利率貸款，這是至少五年來的最高比例。這表明，借款人正盡其所能尋找最低利率，並預計未來利率將下降。

未來一年，可能會出現其他類似的機會。無論您是否參與債務管理，隨着借貸成本下降，我們預計房屋淨值信用額度、投資組合信用額度以及抵押貸款購買和再融資的需求將會增加。利率的下降也對遺產規劃產生影響：家族內部貸款利率不再那麼高，授予人保留年金信託（這一工具可以將高於最低資本回報率的資產增值傳遞給受益人，而無需繳納遺產稅）的最低資本回報率也將降低。

對聯儲局政策舉措的預期不斷變化，可能會帶來鎖定利率的機會
擔保隔夜融資利率期貨預期3個月利率，%



資料來源：彭博財經。數據截至2024年10月23日。



25 重塑城市



不斷演變的投資格局

城市的景觀正在發生變化。這已成為疫情後全球普遍存在的現象。

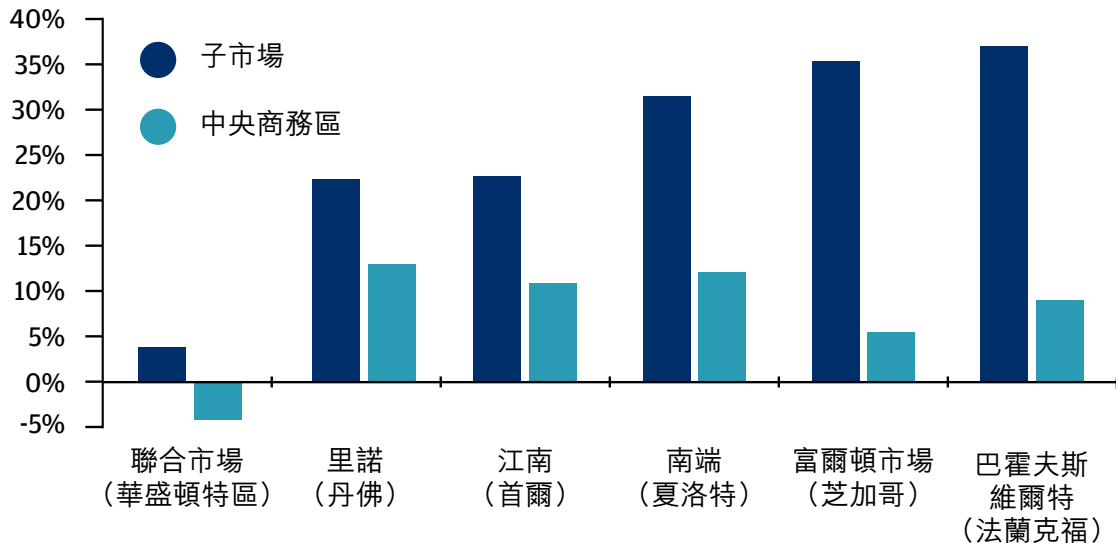
即使在新冠疫情之前，城市也在發生變化。在美國，步入中年的千禧一代正在向房價更為經濟實惠的郊區遷移。疫情和居家辦公安排的激增加劇了這一趨勢。目前，美國許多城市(包括波士頓、印第安納波利斯和達拉斯／沃思堡都會區)的新開發項目以低層花園式多戶住宅、位於主要郊區和邊緣城市地區寫字樓，以及重新開發的綜合零售為特色。

過去五年，在全球範圍如首爾的江南、芝加哥的富爾頓市場和法蘭克福的巴霍夫斯維爾特等城市邊緣和郊區邊緣市場的租金，增長超過了中央商務區租金增長的2.5至9倍。我們預計此趨勢將維持下去。

與此同時，城市政府和投資者將加強合作，將質量較低、較舊的B級和C級寫字樓改造為更高效的用途，例如，住房甚至數據中心。在芝加哥、法蘭克福和新加坡等城市，超過80%的辦公空間是在2015年之前建造的。

儘管如此，獲LEED(能源和環境設計領域領先)認證的A類辦公空間新建築仍在蓬勃發展。例如悉尼的Salesforce塔樓和新加坡的金凱源中心。摩根大通的新總部將於2025年夏季在紐約市開業，成為改變全球城市天際線的新寫字樓之一。

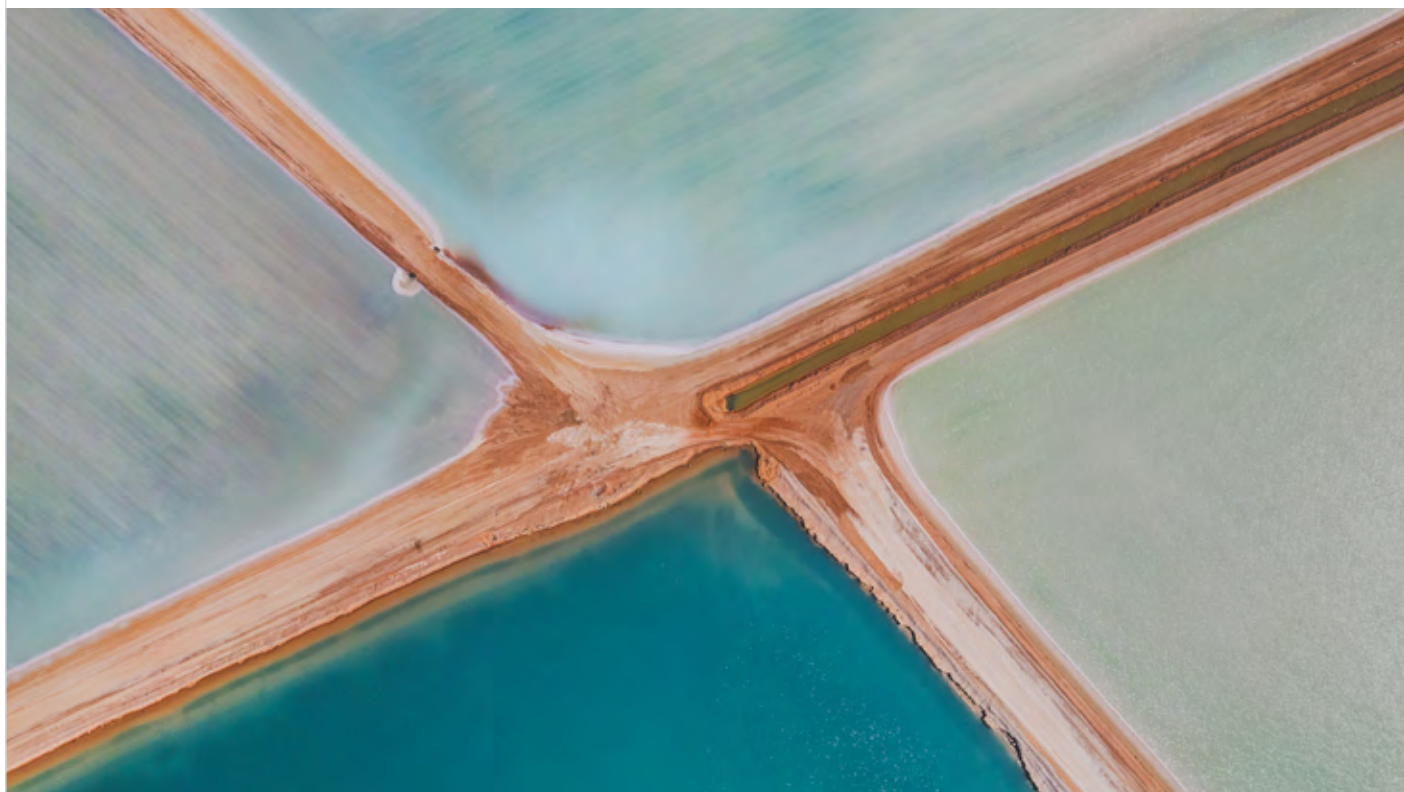
在城市的中央商務區之外，租金增長攀升
5年租金增長，%



資料來源：仲量聯行研究。數據截至2023年5月。

結論

事實證明，2024年是投資回報異常豐厚的一年。我們很高興能在2025年與您和您的家人善用優勢，厚積增益。無論是利用資本支出加速增長的機會、通過收益和實物資產確保投資組合韌性，還是了解最近全球選舉周期的潛在影響，您的摩根大通團隊可隨時幫助您和您的家人實現您的目標。

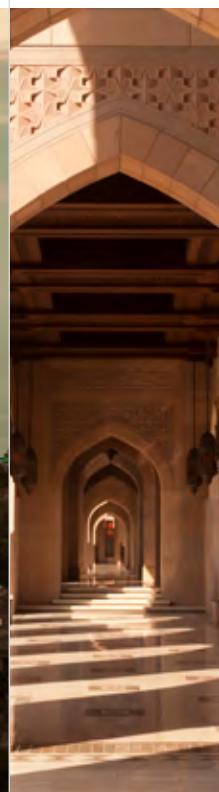


第06部分 — 全球 觀點

亞洲

拉丁美洲

歐洲



亞洲



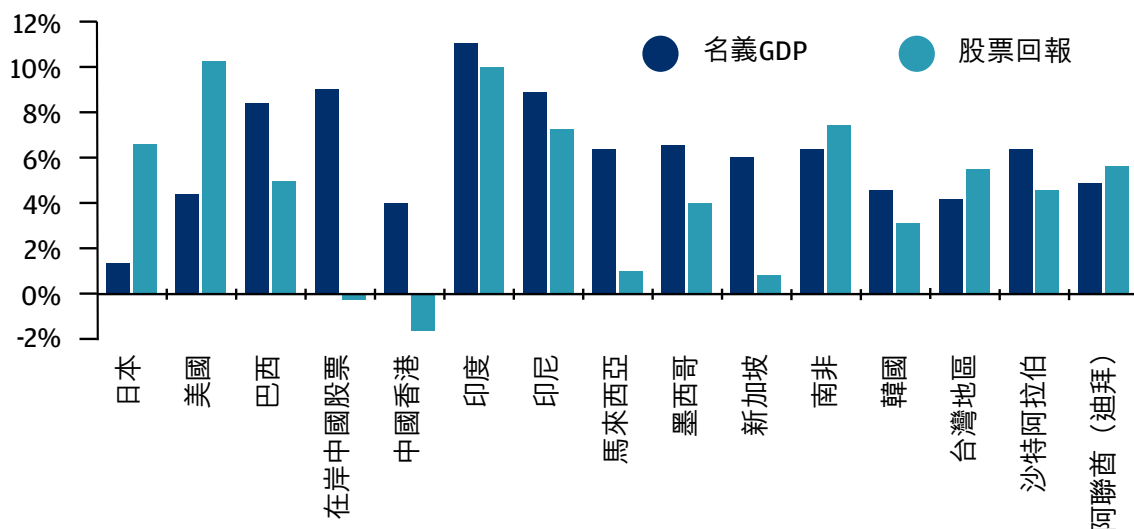
如何在新興市場中尋找機會

多年來，新興市場的表現一直令投資者失望。儘管他們以實現高增長和高回報為目標，但總體而言，新興市場股票在過去15年中仍是表現最差的資產類別之一。投資者對強勁經濟增長的預期大致上都能實現：平均而言，新興市場經濟體的增長率達4.3%，而發達市場經濟體的增速則為1.7%。然而，在許多市場中，股市回報卻未能趕上經濟增長的步伐。

為什麼有些國家的經濟增長能夠推動股市錄得正回報，而另一些國家卻未能如此？正如本文所討論，關鍵在於經濟增長與企業利潤之間的緊密聯繫。最終對投資者而言，利潤(和利潤增長)才是關鍵所在，因此關鍵問題是哪些因素能夠讓經濟增長轉化為企業利潤。

隨着聯儲局降息以及中國推出新一輪刺激措施，新興市場的前景逐步向好。但投資者需要關注特定經濟體和市場的動態演變，並在確定投資哪個市場，乃至整個新興市場的投資布局都應謹慎選擇。務請注意，以上觀點的着眼點在於長期投資。短期戰術性機會(例如今年的中國市場)可能會基於其他因素而快速變化。

新興市場的經濟增長並不總是等同於回報
自2009年以來的年化名義GDP增長與本地股指價格回報比較(本地貨幣)(%)



資料來源：全國數據資料來源、MSCI、彭博財經。數據截至2024年9月30日。

推動股市走勢的因素

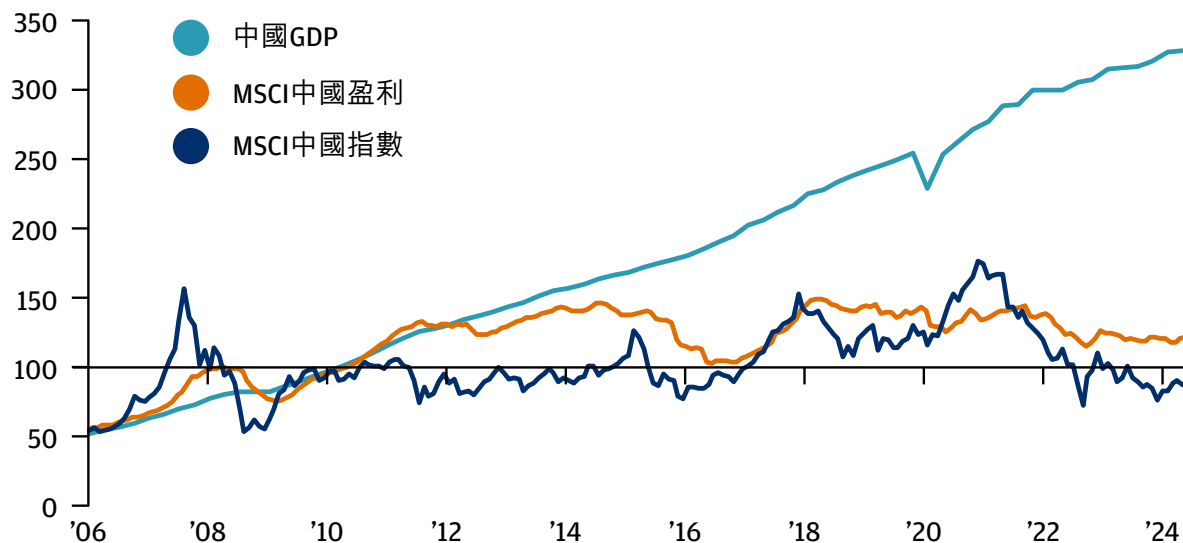
驅動股票回報的因素是什麼？當公司的每股利潤增加或通過派發股息返還資本時，投資者便會獲得回報。整體而言，從長期來看，股票走勢通常會跟隨利潤(盈利)。當盈利增長時，股票價格往往會上漲。然而，這正是新興市場股票落後於其他發達市場股票的原因。雖然許多國家和地區的經濟增長強勁，但許多國內公司的利潤並沒有隨之增長。中國是其中一個最明顯的例子，過去10年，儘管中國經濟表現強勁，但盈利依然持平(見圖表)。

我們認為，有三個因素解釋了盈利增長相對較弱的原因。

首先，在不同的經濟模式中，可以因為公共及私營部門發揮不同的作用，而導致彼此之間存在差異。一些國家/地區在產出方面表現出色(建設基礎設施或增加出口量)，但這樣的經濟模式不一定有助於產生企業利潤。例如，一個經濟體可能涉及大量的政府補貼，導致非經濟競爭加劇，價格也被壓低。類似的情況也發生在擁有許多不受利潤驅動的國有企業的經濟體中。



中國股市尚未跟上經濟增長的步伐 中國名義GDP和MSCI中國指數和盈利，2010年= 100



資料來源：中國國家統計局、MSCI、Haver Analytics、彭博財經。數據截至2024年第三季度。

第二個因素是企業治理。即使是收入豐厚的成功公司也不一定創造利潤。重要的是，可觀的利潤不一定會轉化成每股盈利的增長。例如，公司可能會將產生的大量收入用於浪費性投資或向管理層支付高額薪資。

更常見的情況是，公司雖然獲利，但採取了不利於股東的行動—例如增發股票，導致股東價值被攤薄。**鑒於盈利是按每股基準來衡量，如果企業在利潤增長的同時增發股票，那麼每股盈利將永遠無法提升。**

第三個因素較為宏觀，涉及出口業在特定的新興市場經濟乃至整個新興市場中所承擔的角色。儘管新興市場經濟體的國內消費有所增長，但出口仍是影響企業利潤的關鍵因素。因此，在2000年代中期，全球貿易在超全球化的背景下飛速增長，新興市場能在此時達到鼎盛時期也就不足為奇。隨着保護主義崛起以及供應鏈轉移，貿易因而普遍受壓，因此，尋找在此環境下仍能增加出口的經濟體成為了一個重要因素。

新興市場投資的 三要素框架

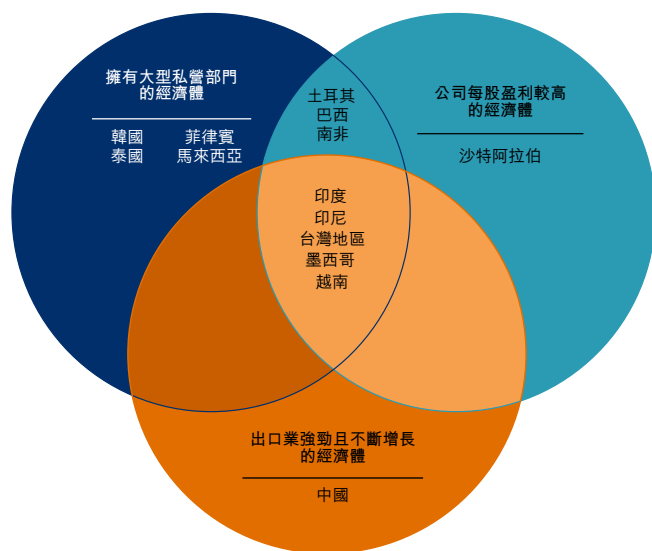


投資者如何在當前環境下探尋機會？我們認為韋恩圖表提供了一個有用的參考框架。

看看處於韋恩圖表中心的經濟體存在以下特點：私營部門茁壯發展與少量政府干預、企業重視股東及盈利增長，以及出口持續增長。誠然，能夠完全符合以上條件的經濟體寥寥可數。這正是投資者在投資新興市場時需要特別謹慎的原因。

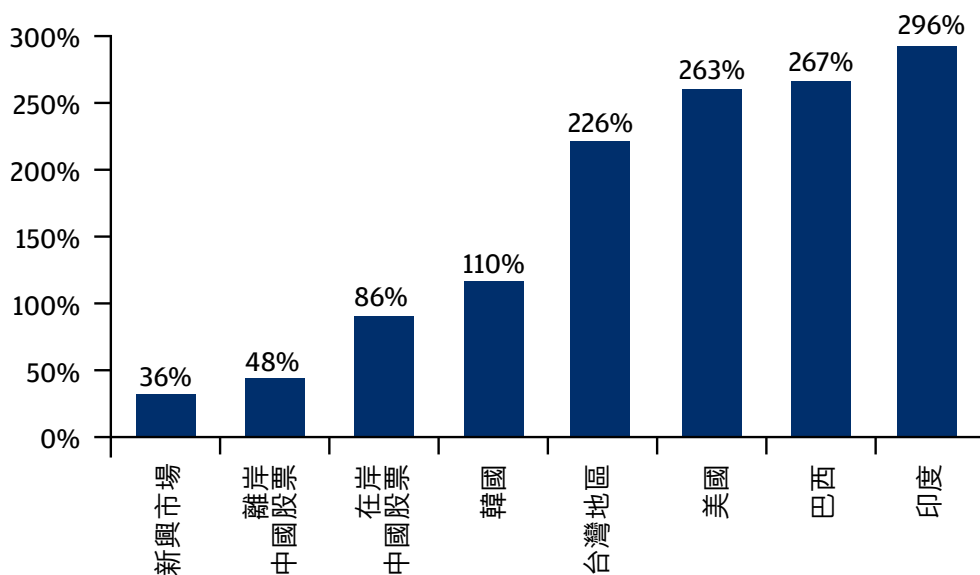
從第一個因素－經濟結構來看，私營部門已成為許多經濟體的主要增長引擎，競爭力的提升推動了企業業績的改善。例子包括國有企業佔比較小的市場，例如印度、印尼、台灣地區、韓國、南非和土耳其。

在投資新興市場時，審慎選擇投資標 的非常重要 新興市場投資框架



資料來源：摩根大通財富管理。

某些新興市場的利潤以驚人的速度增長
按地區劃分的盈利增長，本幣，2009年9月至2024年9月，%



資料來源：彭博財經。數據截至2024年9月30日。

註：新興市場由MSCI新興市場指數代表，中國離岸由MSCI中國指數代表，中國在岸由滬深300指數代表，韓國由韓國綜合指數代表，台灣地區由台灣加權指數代表，美國由標普500指數代表，巴西由Bovespa指數代表，印度由孟買Sensex指數代表。

來到第二個因素——公司治理，具體而言，就是公司是否能夠創造股東價值——印度、巴西、印尼、台灣地區和阿聯酋通過利潤或股息增長產生回報，而且重要的是，他們往往不會攤薄股東價值。這些地區的公司通常專注於提高利潤並將價值返還給股東；而且他們的每股盈利往往都能快速增長。

至於第三個因素——出口在經濟中的作用，中國顯然在此領域脫穎而出。近年來，中國卓越的出口表現使其在全球出口業中的市場份額上升至15%。從投資者的角度來看，中國出口的激增與中國政府積極推動出口業有關。一個依賴大量政府補貼和刺激措施來增加供應量的經濟體，或者難以為提升利潤率和盈利增長營造有利環境。

我們還注意到，中國的出口實力對許多其他新興市場構成了挑戰。中國不斷擴大的貿易順差，以及技術含量高低的产品出口量增長，已為全球各地製造商帶來了壓力。最近有報道顯示，韓國與中國的泡菜貿易出現逆差，突顯出中國以外的新興市場面臨的挑戰之大。儘管如此，越南、印度、台灣地區、波蘭和土耳其等經濟體仍能獲得出口市場份額。

那麼，投資者應該在何處尋求高增長和高股票回報這種難得的機會？在我們的三個因素框架中，印度、印尼、台灣地區和墨西哥對股票投資者來說是最具潛力的新興市場。新興市場指數或許不盡人意，但投資者如能審慎選準了投資標的和股票，便有望獲得可觀的回報。



拉丁美洲

政治和貨幣政策之警示

幾個月前，聯儲局啟動了期待已久的首次降息，標誌着全球降息周期來臨。

這個周期的發展將會如何？為了回答這一問題，我們可將拉丁美洲的貨幣政策視為研究案例。從某方面看，這是一個令人欣慰的故事。拉丁美洲大部分地區的經濟增長依然強勁，通脹得到遏制。但從其他角度看，就為我們帶來警示。政治和政策問題可以產生關鍵的影響。

隨着許多國家／地區轉向「財政激進主義」，增加政府支出和投資，貨幣政策和財政政策的相互作用將變得尤為重要。拉丁美洲的經驗可供投資者借鑒，幫助他們理解這一降息周期對經濟和市場的影響。

惡性通脹 和歷史教訓

從1970年代到1990年代中期，拉丁美洲一直在抗擊惡性通脹，當時各國央行在遏制惡性通脹方面發揮了關鍵作用。同時，將國有工業私有化，奉行貿易自由化，並推行緊縮措施也很重要。然而事實證明，建立獨立於行政權力、清晰、可預測的貨幣政策，才是改變局勢的決定性因素。

智利在1989年率先賦予中央銀行自主權。此後於整個1990年代，許多其他國家紛紛仿效。該地區最大的經濟體巴西也在2021年實現了央行獨立。

相反，像阿根廷和委內瑞拉等這些央行獨立性被削弱的國家，仍在努力遏制通脹。

法律改革為拉美各國央行帶來了更大的自主權 拉丁美洲部分國家在法律改革前後的央行獨立性

國家	改革年份	改革前	改革後	國家	改革年份	改革前	改革後
阿根廷	1992	0.4	0.8	墨西哥	1993	0.39	0.64
玻利維亞	1995	0.3	0.8	尼加拉瓜	1992	0.45	0.7
巴西	2021	0.25	*	巴拉圭	1995	0.38	0.62
智利	1989	0.1	0.82	秘魯	1992	0.43	0.8
哥倫比亞	1992	0.27	0.69	烏拉圭	1995	0.18	0.71
哥斯達黎加	1995	0.44	0.73	委內瑞拉	1992	0.43	0.73
多米尼加共和國	2002	0.37	0.65	美國	**		0.48
洪都拉斯	1997	0.36	0.67	歐盟	**		0.86

資料來源：世界銀行。數據截至2017年。

註：央行獨立性指數基於央行法律和相關立法的法律規定。該指數的整體數值在0到1的連續範圍內波動，數值越高表明央行的合法獨立性越強。隨後立法在一定程度上恢復了這些改革的國家以星號標記。*巴西的央行在2021年實際上已獨立，但沒有更新得分。

**美國和歐盟方面，還沒有具體的改革來改變得分。

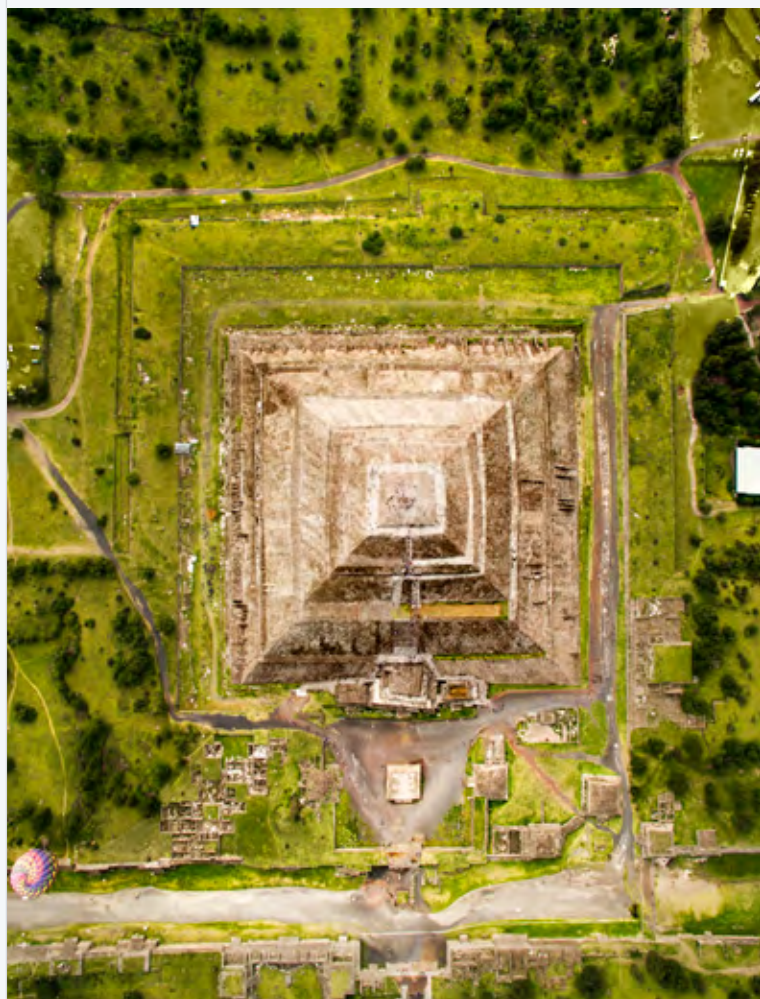
全球金融危機 和新冠疫情後 的政策

就貨幣政策而言，過去15年是充滿挑戰的時期，而所遇到的問題則有別於以往。全球金融危機顛覆了人們對央行傳統職能的認知。為了穩定金融體系，聯儲局和其他央行採取了前所未有的行動，包括實施零利率和量化寬鬆政策(為央行的資產負債表購買政府證券和其他金融資產)。

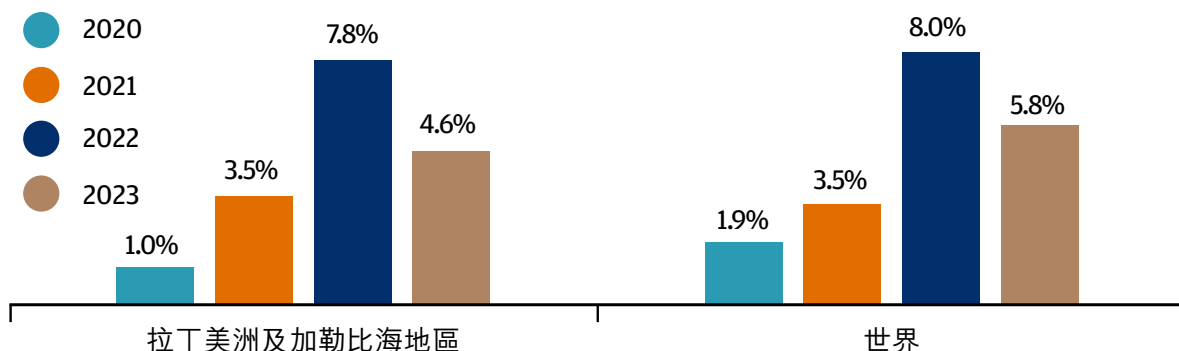
如此的「貨幣激進主義」為市場帶來了穩定性，但事後看來，它也顯然推高了風險資產的價格。本質上，在現金利率接近於零的情況下，渴望尋求收益和回報的投資者不得不轉向尋找風險更高的資產，從而也推高了資產價格。

在此期間，拉美各國央行的政策利率從2008年第三季度至2009年第四季度期間下調了超過500個基點。他們還降低了存款準備金率，並採取了其他措施來增加流動性，包括在外匯市場提供美元流動性，以緩解本幣的短期波動。

新冠疫情的衝擊引發了許多發達經濟體央行新一輪的貨幣激進主義。拉美各國央行則堅持更傳統的貨幣政策。面對持續的通脹威脅，他們比其他主要央行更迅速、更大幅度地加息。

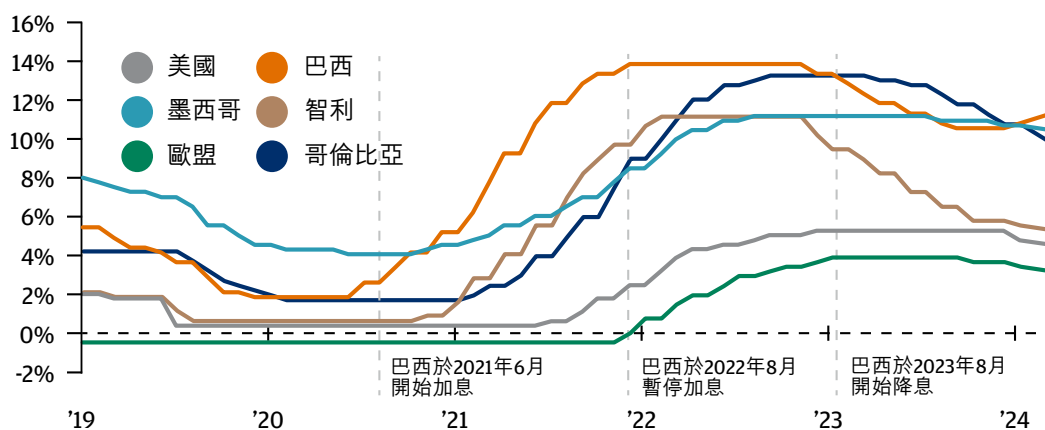


拉美各國央行比許多全球其他央行更快控制疫情後的通脹
通脹率，%



資料來源：國際貨幣基金組織。數據截至2023年12月31日。

在新冠疫情期間，拉美各國央行的加息速度比其他主要央行迅速
央行政策利率，%



資料來源：彭博財經。數據截至2024年11月7日。

控制通脹的兩個途徑

因此，拉美各國央行在控制新冠疫情後通脹的速度比全球許多其他央行更加迅速。

到2022年3月聯儲局開始加息時，拉美主要央行已經平均加息525個基點。2023年9月，當聯儲局暫停加息時，巴西和智利都已開始放寬貨幣政策。

拉丁美洲與美國的巨大實際利率差異導致拉丁美洲的主要貨幣大幅升值。對於墨西哥比索(MXN)來說尤其如此，而且該貨幣還受益於有利的宏觀經濟基本面，包括穩健的增長、受控的通脹，以及可控的財政和經常賬戶赤字)。



政治壓力， 經濟不穩定

無論以何種標準衡量，拉丁美洲的貨幣政策都堪稱成功。然而，我們(也並非第一次)認識到，價格穩定和審慎的貨幣政策並不能保證經濟穩定。隨着各經濟體對外國資本流動的開放度增加，以及政治推動財政政策，這一點尤為明顯。政治言論很容易損害央行的信譽。由選舉推動的財政擴張措施往往會削弱原本有效的貨幣政策。

下文列舉幾個示例：

在巴西，總統盧拉(Luiz Inácio Lula da Silva)對央行的直接攻擊，加上政府在財政目標方面的可信度較低，導致通脹預期上升。因此，儘管通脹率處於只有4.4%的相對溫和水平，巴西央行(COPOM)已經重啟了緊縮周期。由於央行希望抑制通脹預期，該行已加息75個基點，預計年底將再額外加息50個基點。

在其他地區，政治因素給物價穩定和經濟增長構成了壓力。哥倫比亞是該地區財政赤字最高的國家之一，而總統古斯塔沃·佩特羅(Gustavo Petro)的改革議程削弱了私募投資和投資確定性，從而令問題加劇。在墨西哥，前總統安德烈斯·曼努埃爾·洛佩斯·奧夫拉多爾(Andrés Manuel Lopez Obrador)利用莫雷納黨(Morena Party)在選舉中的壓倒性勝利，推進激進的改革議程，不禁令市場質疑政府計劃在全球供應鏈轉移中積極吸引私募投資所作出的承諾。現在，墨西哥總統克勞迪婭·謝因鮑姆(Claudia Sheinbaum)的責任是解決嚴重的財赤問題，並重建已經受損的法治信譽。

巴西、哥倫比亞和墨西哥的貨幣匯率從疫後低點平均貶值了16%，主權債利差平均擴大了31個基點。與此同時，以本幣計算，股市的平均漲幅「只有」31%（而美國股市則上漲了67%）。

這些例子表明，政治風險可以危及經濟的穩定性。我們認為，**拉美市場的投資者可能希望利用強勁的長期趨勢（如近岸外包）來布局投資，但需要適當調整配置規模，以降低波動風險。**

結論

在聯儲局和其他央行繼續推進寬鬆政策周期之際，拉美的經驗可以作為一個警示。事實證明，傳統的貨幣政策（尤其是早期加息）曾有效遏制了疫情後的通脹情況。但近期出現的政治壓力卻令之前的成功岌岌可危。這為全球的政策制定者敲響了警鐘。



歐洲



人工智能收益並非全然 來自美國： 釋放歐洲的增長潛力

在過去兩年多的時間裡，全球工業周期一直處於低迷狀態，類似於「長新冠」症狀：疫情時期出現的供應鏈中斷問題難以緩解。歐洲公司在勞動力市場、競爭力和生產力等多個方面備受挑戰，當中以製造業受到的衝擊最大。

然而仔細觀察的話，前景是較為光明。我們認為，2025年將是政府和企業積極進行資本支出的一年，因為政策制定者將重點放在支持經濟增長上，而企業的行政總裁們也看到了利用資本獲利的機會。這是我們之「市場展望」中的一個關鍵主題。因此，儘管傳統製造業一直在放緩，但創新和盈利的歐洲工業公司已做好準備，有望從以下四個關鍵領域的資本支出增加趨勢中受益：

- 人工智能價值鏈
- 基礎設施
- 航空航天
- 國防安保

我們認為，客戶可以通過投資歐洲公司，捕捉這些主題帶來的誘人機遇。

在一個多元化的投資組合中，這些股票還可以作為美國科技股持倉的補充，而許多客戶已經在投資組合中大幅超配美國科技股，同時還持有較高的美元敞口。我們認為，目前美元的估值結構性過高，因此加強了持有非美國資產的理由。

此外，歐洲企業或許能夠受益於中國最近實施的刺激和支持措施。如果中國在未來幾個月和幾個季度繼續採取這一做法，作為其主要貿易伙伴的歐洲公司也有望隨之提升收入。事實上，中國是歐洲第二大的貿易伙伴，地位僅隨美國之後。

應對嚴峻的宏觀局勢



我們意識到近期的宏觀經濟環景充滿挑戰。自全球金融危機以來，歐元區多個領域的表現比美國遜色。

自2022年中以來，歐洲製造業採購經理指數一直低於50這一重要關口。作為歐洲傳統工業強國的德國，在歐元區經濟中的比重約佔25%，其採購經理指數指數一直徘徊在40出頭，比之前的表現疲軟。³⁶

對於歐洲的能源密集型產業來說，獲取能源方面的挑戰和繁重的政府監管使情況更加複雜。

歐洲政策制定者意識到令歐洲經濟更具競爭力的重要性。歐洲央行前行長德拉吉(Mario Draghi)最近發表了報告，本質上是幫助歐元區「重振經濟增長」的藍圖，當中提出了一些經過深思熟慮的舉措。我們希望，當中的一些建議能在未來逐步實施。

歐盟委員會為了實現承諾，已表示將會到2030年之前每年對人工智能投資200億歐元，以確保歐洲在這個重要領域保持競爭力。³⁷我們認為，這是朝着正確方向邁進。

雖然歐洲的總體GDP增長疲軟，尤其是工業，但我們認為，能夠推動持久、非周期性增長的結構性驅動因素可以應對宏觀經濟的挑戰。支持人工智能、航空航天、基礎設施和國防等結構性驅動因素的行業，尤其是歐洲工業，增長速度或會比歐元區整體經濟增長快得多。

³⁶ 資料來源：HCOB、彭博財經。數據截至2024年10月。

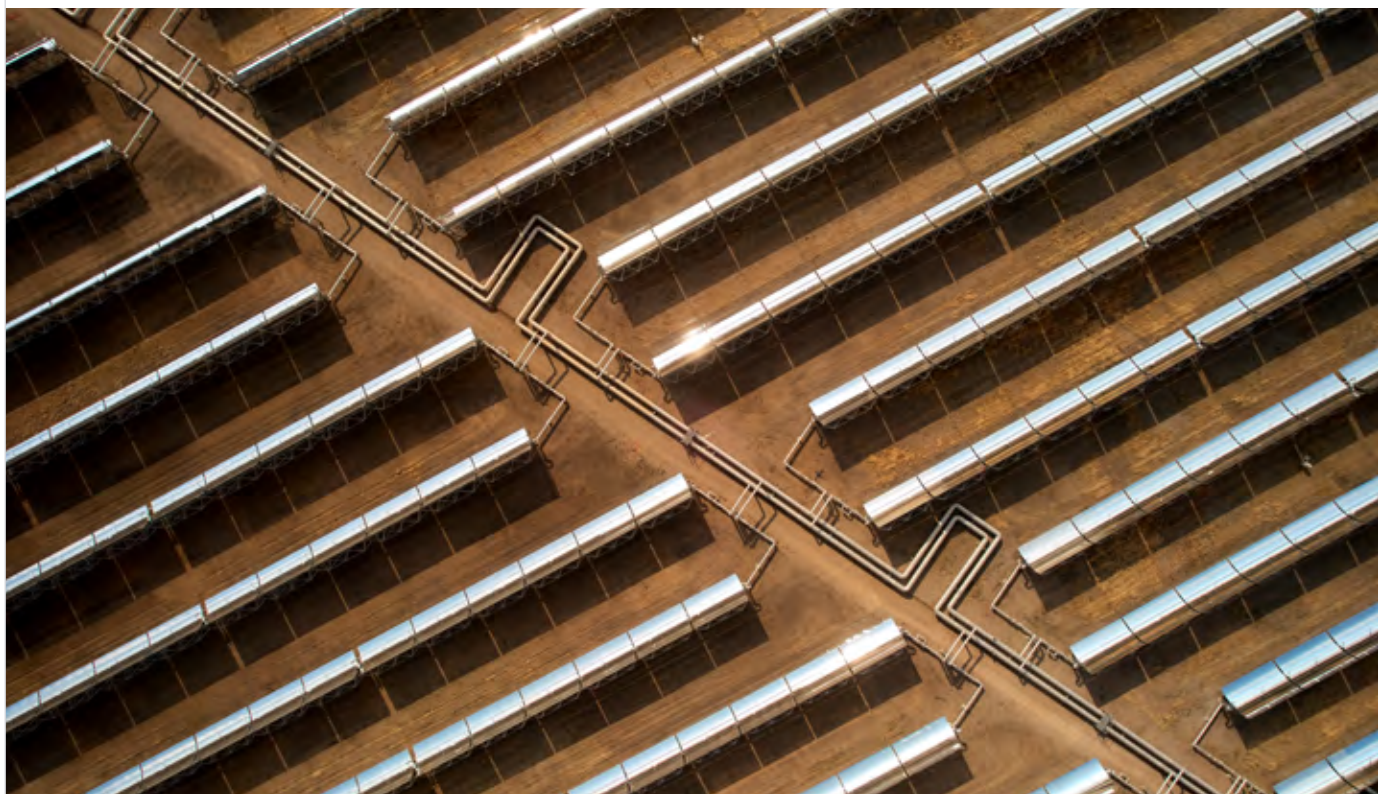
³⁷ 資料來源：歐盟委員會。數據截至2023年12月31日。

人工智能 價值鏈

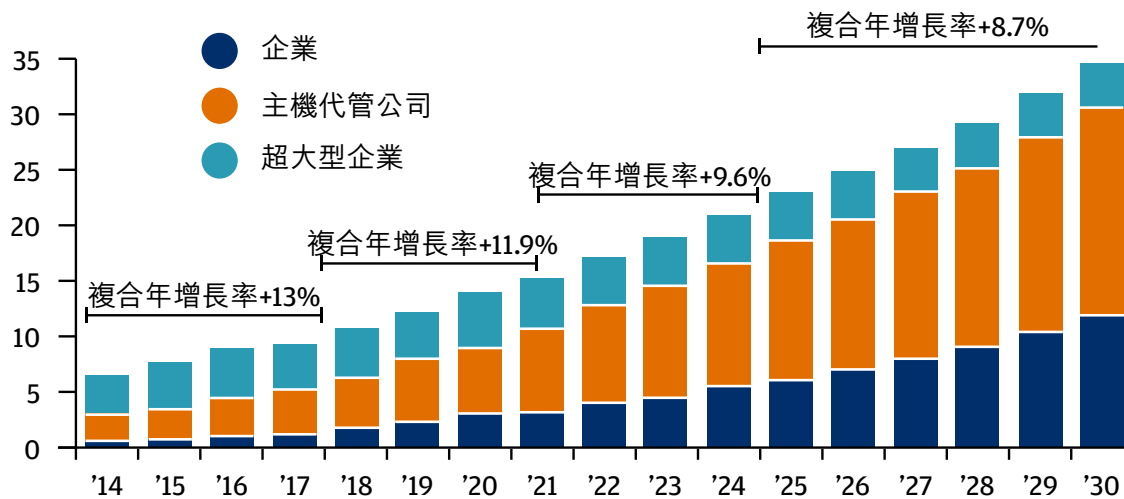
我們認為，隨着人工智能的普及程度持續提高，全球經濟將不斷向前發展。在人工智能生態系統(包括半導體製造商和大型語言模型製造商)中，歐洲公司提供了關鍵的投入。換言之，這些公司構成了人工智能價值鏈的一環。他們提供電氣化(人工智能數據中心對電力的需求幾乎是無止境的)、可再生能源技術、精密機械和工程專業知識。

我們預計到本年代結束時，全球能源轉型可能需要每年1-2萬億美元的額外資本開支。在未來三年內，人工智能可能會使電力消耗增加十倍。為了滿足激增的需求，企業需要持續創新，而歐洲的能源公司已經加緊努力推動有關工作。

房地產領域方面，歐洲公司正在利用人工智能通過「智能能源」管理系統來提升建築物的能源效率和可持續性。全球智能建築市場預計將從2022年的802.5億美元增至2031年的2,053億美元。

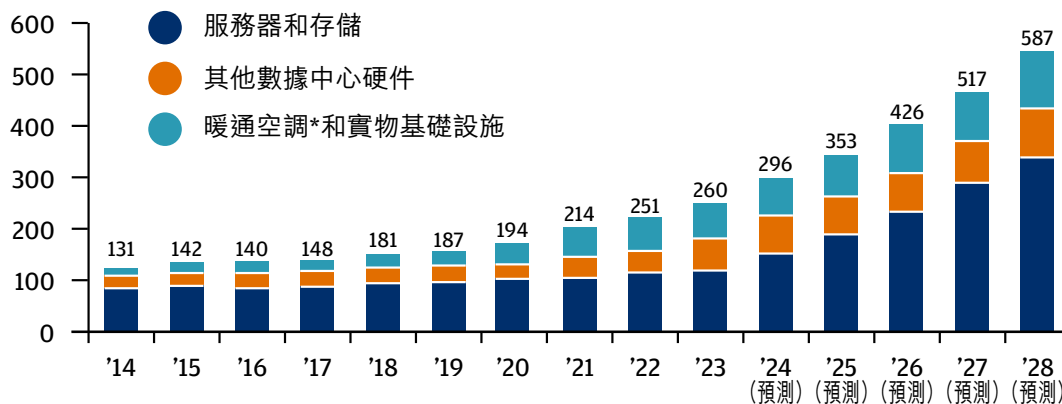


人工智能數據中心對電力的需求幾乎是無止境的 數據中心電力消耗(按供應商劃分，單位為吉瓦)



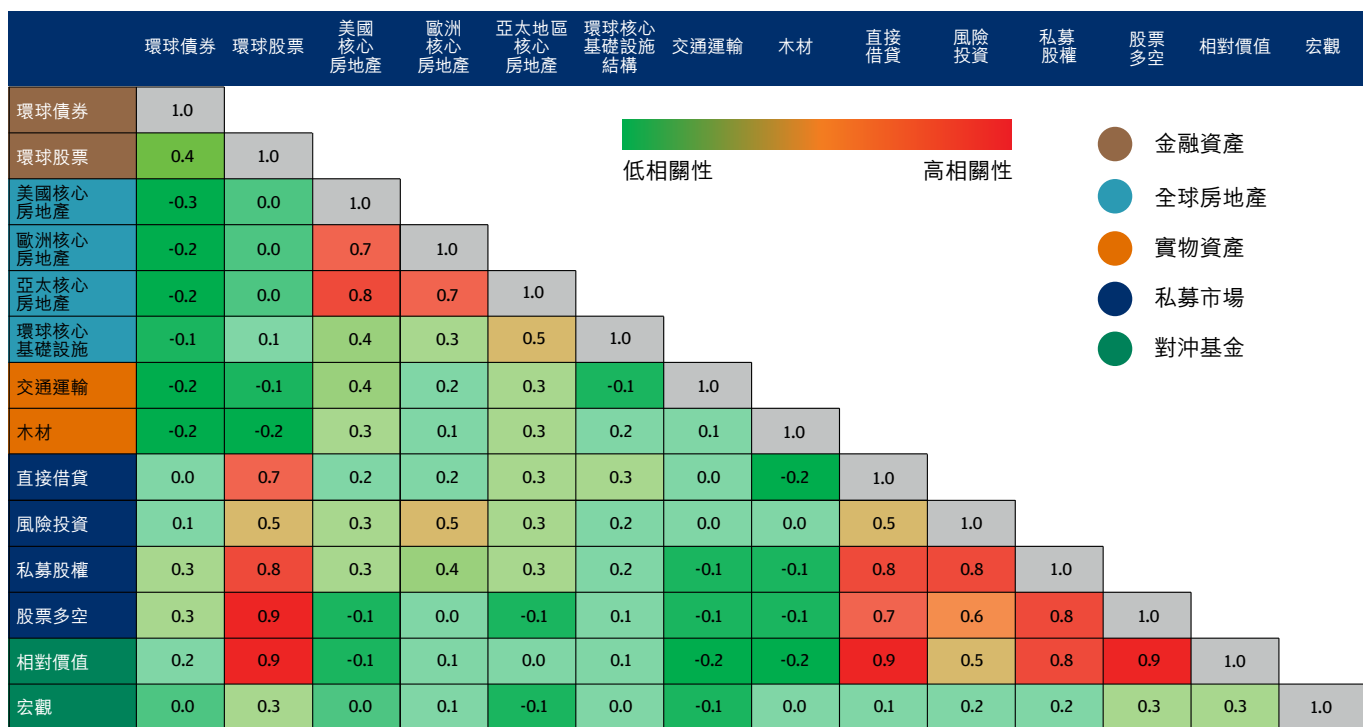
資料來源：摩根大通財富管理、彭博財經。數據截至2024年第二季度。

未來五年，數據中心的支出預計將增加一倍 全球數據中心資本支出，十億美元



資料來源：Dell'Oro、摩根大通估計。*「暖通空調」代表供暖、通風和空調。數據截至2024年3月。

私募基礎設施和實物資產歷來提供低相關性的回報
 公開和私募市場相關性，季度回報(2008年第二季度至2024年第一季度)，%



資料來源：摩根資產管理、彭博財經、Burgiss、Cliffwater、富時、HFRI、MSCI、NCREIF。

註：綠色=低相關性



基礎設施

政府和公司日益重視基礎設施的投資和現代化，包括輸電和配電設施、能源系統和公用事業。在交通運輸行業方面，人工智能和電氣化可以優化港口營運，減少擁堵並改善物流。歐洲企業在多個領域積極參與，在能源轉型中發揮着尤為重要的作用。

航空航天

歐洲公司在航空航天領域也處於領先地位，該領域可能即將被電氣化和人工智能徹底變革。例如，人工智能驅動的預測性維護和保養工作可減少停機時間和營運成本。通過分析海量數據，人工智能能夠預測並預防潛在故障，從而提高安全性。許多老舊機隊都需要持續維護和更換。預計售後市場將保持強勁，同時市場也將持續對更新型、更先進和更節能的飛機有所需求。

國防安保

在地緣政治風險不斷上升的情況下，北約成員國正在加大國防安保支出。事實上，在北約的23個歐盟成員國中，目前有16個的國防開支預計可在2024年超過GDP的2%目標，累計總額可達3,600億歐元。十年前，成員國平均支出僅佔GDP的1.2%。我們預計這一上升趨勢將會持續，大量支出會流向國防安保、航空航天、科技和物流公司等。

航空航天和人工智能對這些計劃至關重要，歐洲工業合作伙伴可能會參與這些投資。主要投資領域包括設備現代化、網絡安全和基礎設施。

國防安保領域與全球其他行業一樣，都是通過將資源分配給不同的供應商來分散風險，增強韌性。投資於與國防安保主題相關的企業似乎前景可觀。



投資組合策略



如何利用這四個主題為您的投資組合布局？

我們認為，全球經濟中與人工智能和技術發展相關的資本支出增長趨勢是屬於結構性，而非周期性。通過投資於歐洲公司以把握人工智能價值鏈的機會，為我們提供了增長和地域多元化的潛力。我們認同「美國例外主義」的存在，它也帶動了美國科技板塊取得出色表現。我們還認為，同時持有國際市場人工智能倉位作為補充是明智之舉，連同美國科技股可望加強投資表現。

我們相信在未來幾年，資本支出將繼續流入航空航天和國防安保領域。在全球環境充滿不確定性的情況下，這些企業將會成為各個經濟體的關鍵部分，為客戶投資組合提供長期的增長機會。

最後，私募基礎設施投資具有吸引的特性，包括低波動性、穩定的現金流，以及與更廣泛的資產類別存在低相關性或負相關性的關係。

結論

歐洲企業將繼續為人工智能價值鏈、基礎設施、航空航天和國防安保領域提供關鍵投入。我們認為，特別是對於在美國科技股持倉過重的客戶而言，在這四個關鍵增長型領域採取全球多元化投資策略或能有所作為。儘管歐洲的「舊經濟」近期面臨挑戰，但未來經濟已逐步成形。



我們的目標

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



執行發起人

Clay Erwin

投資銷售和交易部全球主管

Russell Budnick

市場策略與交易全球主管

Grace Peters

投資策略部全球主管

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

Nur Cristiani

拉美投資策略部主管

Madison Faller

市場情報主管

Aaron Goldstein

數碼化投資策略主管

Stephen Jury

全球大宗商品策略師

Tom Kennedy

首席投資策略師

Jacob Manoukian

美國投資策略部主管

Jay Serpe

另類投資部策略主管

Joe Seydl

高級市場經濟學家

Xavier Vegas

信貸策略部全球主管

吳安瀾

亞洲投資策略主管

Erik Wytenus

歐洲、中東及非洲投資策略部主管

Samuel Zief

全球外匯策略主管

指數和術語定義

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

除特別註明以外，所有指數均以美元計價。

美銀美林混合優先證券：美銀美林發行的兼具債務和股權特徵的金融工具。通常提供固定或浮動股息，並且對資產擁有比普通股更高的權利，但可能缺乏投票權。

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

Bovespa指數：巴西聖保羅證券交易所指數(或Bovespa指數)是一項按自由流通市值加權的總回報率指數，由在聖保羅證交所上市的最具流動性的股票組成。

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。

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

商業抵押貸款－優先：Gilberto-Levy商業抵押貸款指數中包含的所有抵押貸款的市值加權平均值，反映截至2024年第一季度末的數據。

消費物價指數：衡量城市消費者在一定時期內購買一籃子消費品和服務的平均價格變動情況。該指數涵蓋所有支出類別，用於評估通脹率和指導一個國家或地區的經濟政策。

滬深300指數：滬深300指數是一個自由流通股加權指數，成份股包括300隻在上海或深圳證券交易所上市的A股股票。指數在2004年12月31日的基準水平為1000。

歐洲斯託克50指數：是歐洲領先的歐元區藍籌股指數，提供歐元區超級行業領導者的藍籌股代表。該指數覆蓋來自11個歐元區國家的50隻股份。該指數被授權予金融機構作為一系列投資產品的基礎，如交易所買賣基金(ETF)、期貨、期權和結構性產品。

指數和術語定義

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歐盟的勞動效率。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。

HFRI (對沖基金研究公司)指數：一組跟蹤各種對沖基金策略表現的指數。這些指數為不同風格的對沖基金(例如股票對沖、事件驅動、宏觀和相對價值)表現提供基準，從而提供對對沖基金行業整體趨勢和回報的見解。

國內生產總值：國內生產總值(GDP)衡量一個國家生產的所有商品和服務的最終市場價值，是最常用的經濟活動指標。按行業劃分的GDP(或基於產出的GDP)是經濟中所有工業和服務業(按基本價格計算)的總增加值(產出減去中間消耗)加上所有稅收減去產品補貼的總和。這一概念經通脹調整。

韓國綜合指數：韓國綜合指數(KOSPI)是韓國交易所主板上所有普通股的市值加權指數。該指數以1980年1月4日為基期，基期指數定為100。註：自2002年6月14日起，計算韓國綜合指數時，不再納入優先股。

MSCI所有國家世界指數：一項自流通股調整後的市值加權指數，衡量全球發達市場和新興市場的股市表現，提供國際股票趨勢的全面概述。

MSCI澳洲指數：衡量澳洲市場上大盤及中盤股範疇的表現。該指數包含57隻成份股，涵蓋澳洲約85%的自流通股調整後市值。

MSCI巴西指數：衡量巴西大盤及中盤股範疇的表現，涵蓋巴西股市約85%的市值。

MSCI加拿大指數：衡量加拿大市場上大盤及中盤股範疇的表現。該指數包含85隻成份股，涵蓋加拿大約85%的自流通股調整後市值。

MSCI中國指數：該指數全面涵蓋中國各類股票的大盤及中盤股，包括A股、H股、B股、紅籌股、P股以及美國存託憑證的等外國上市股票。該指數涵蓋中國股市約85%的市值。

MSCI新興市場指數：是一個自由流通股加權股票指數，涵蓋新興市場國家的大中型股代表。該指數涵蓋每個國家約85%的自由流通量調整後的市值。

MSCI歐洲指數：一項自流通股調整後的市值指數，旨在衡量發達歐洲市場的股票表現。

MSCI法國指數：衡量法國市場上大盤及中盤股範疇的表現。該指數共有60隻成份股，涵蓋法國股市約85%的市值。

MSCI環球私募基礎設施資產指數：一項追蹤全球私募基礎設施投資表現的指數。它為評估基礎設施資產(包括交通運輸、公用事業和能源等行業)相關的回報和風險提供基準。

MSCI全球房地產基金指數：衡量全球公開交易的房地產投資基金的表現。它包括一系列投資於各種類型的房地產資產(例如商業、住宅、工業和零售地產)的房地產基金。該指數為投資者提供全球房地產基金市場的全面視角，提供對不同地區和行業的房地產投資表現和趨勢的見解。

指數和術語定義

MSCI印度指數：旨在衡量印度市場上大型及中型股板塊的表現。該指數涵蓋約85%的印度股票。

MSCI韓國指數：衡量韓國大盤及中盤股範疇的表現，涵蓋韓國股市約85%的市值。

MSCI台灣地區指數：衡量台灣地區大盤及中盤股範疇的表現，涵蓋台灣地區約85%自由流量調整後的市值。

MSCI英國指數：衡量英國市場上大盤及中盤股範疇的表現。該指數有77隻成分股，涵蓋英國約85%自由流量調整後的市值。

MSCI美國指數：MSCI美國指數旨在衡量美國市場上大型及中型股範疇的表現。該指數提供了美國股市趨勢和動態的全面視圖。

MSCI世界指數：MSCI世界指數是一項自由流通股加權股票指數。該指數以1969年12月31日為基期，基期指數定為100。MXWO包含發達市場，不包括新興市場。

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，專注於技術和成長型公司。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。

NCREIF房地產指數 — ODCE：NCREIF開放式多元化核心股權(ODCE)指數是跟蹤開放式核心房地產基金表現的基準。該指數專注於美國多元化、創收的房地產，提供對核心房地產市場表現的見解。

NCREIF林地物業指數：NCREIF林地指數是一個季度時間序列綜合回報衡量指標，用於衡量在私募市場上僅出於投資目的收購的大量美國個體木材物業的投資表現。

個人消費支出指數(PCE)：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。該指數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。

採購經理指數：PMI調查追蹤製造、建築和/或服務公司的採購經理的情緒。總體情緒指數一般是根據生產、訂單、庫存、就業、價格等查詢結果計算得出的。

Sensex指數：印度S&P BSE Sensex指數是一隻市值加權的股票市場指數，追蹤30家在印度孟買證券交易所(BSE)上市的知名且財務穩健的公司。該指數是印度歷史最悠久、最受關注的股票指數之一，是印度股市和經濟的晴雨表。Sensex指數以1978年至1979年為基期，基期指數定為100。該指數自2003年9月1日起轉為自由流通股本方法。

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

台灣地區加權指數：台灣證券交易所指數(TWSE)，或稱台灣地區加權指數(TAIEX)是台灣證券交易所所有上市普通股的市值加權指數。該指數以1966年的水平為基礎，基期指數定為100。該指數也稱為台灣地區加權指數(TSEC)。

指數和術語定義

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。該指數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。

重要資訊

主要風險

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」。文中提及的所有公司均僅供參考，並不代表摩根大通在文中推薦或背書。

除另有註明外，所有市場和經濟數據截至2024年10月，資料來源為彭博財經和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。所有產品和服務不一定可在所有地區提供。如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助（電郵地址：accessibility.support@jpmorgan.com）。**請參閱所有重要資訊。**

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。

高收益債券 — 高收益債券（評級處於或低於BB+/Ba1），其風險較高，因為它們的評級低於投資級，或者沒有獲得評級，這蘊含着較高的發行方違約風險。另外相較於投資級債券，高收益債券評級遭下調的風險較高。

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。另類投資不能節稅，投資者應在投資之前向其稅務顧問諮詢。另類投資的費用高於傳統投

資，而且槓桿可能很高，會用到投機性投資技巧，因而會放大可能的投資損益。投資價值可升亦可跌，投資者可能無法收回投入資金。

結構性產品涉及衍生產品。除非您已完全明白並願意承擔與衍生產品相關的風險，否則不要投資於有關產品。一般常見風險包括但不限於不利或未能預期的市況發展風險、發行人信用質量風險、缺乏一致的標準定價風險、涉及任何標的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，以明白及理解各別結構性產品相關的實際條款及主要風險。結構性產品支付的任何金額款項須受到發行人及／或擔保人的信用風險限制。投資者可能損失全部投資，即產生無限損失。上述所列風險不是全部風險。如欲取得本指定產品所涉及風險的更完整清單，請與您的摩根大通代表聯絡。如您對本產品涉及的風險有任何疑問，可與您的中介機構聯繫以了解詳情或尋求獨立專業意見。

過往表現並非未來業績的保證。不可直接投資於指數。

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

指數和術語定義

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。

並非所有的期權策略都適合投資者；若干策略可能令投資者面臨重大潛在損失的風險。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。

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。

關於您的投資及潛在利益衝突

在摩根大通銀行或其任何附屬機構(合稱「摩根大通」)管理客戶投資組合的活動中，每當其有實際或被認為的經濟或其他動機按有利於摩根大通的方式行事時，就可能產生利益衝突。例如，下列情況下可能發生利益衝突(如果您的賬戶允許該等活動)：(1)摩根大通投資於摩根大通銀行或摩根大通投資管理有限公司等附屬機構發行或管理的共同基金、結構性產品、單獨管理賬戶或對沖基金等投資產品時；(2)摩根大通旗下實體從摩根大通證券有限責任公司或摩根大通結算公司等附屬機構獲取交易執行、交易結算等服務時；(3)摩根大通由於為客戶賬戶購買投資產品而收取付款時；或者(4)摩根大通針對就客戶投資組合買入的投資產品所提供的服務(服務包括股東服務、記錄或託管等等)

指數和術語定義

收取付款時。摩根大通與其他客戶的關係或當摩根大通為其自身行事時，也有可能引起其他衝突。

投資策略是從摩根大通及業內第三方資產管理人處挑選的，它們必須經過我們的管理人研究團隊的審批流程。為了實現投資組合的投資目標，我們的投資組合建構團隊從這些策略中挑選那些我們認為最適合我們的資產配置目標和前瞻性觀點的策略。

一般來說，我們優先選擇摩根大通管理的策略。以現金和優質固定收益等策略為例，在遵守適用法律及受制於賬戶具體考慮事項的前提下，我們預計由摩根大通管理的策略佔比較高(事實上可高達百分之百)。

雖然我們的內部管理策略通常高度符合我們的前瞻性觀點，以及我們對同一機構的投資流程、風險和合規理念的熟悉，但是值得注意的是，當內部管理的策略被納入組合時，摩根大通集團收到的整體費用會更高。因此，對於若干投資組合我們提供不包括摩根大通管理的策略的選擇(除現金及流動性產品外)。

Six Circles基金是一只由摩根大通管理並於美國註冊成立的共同基金，由第三方擔任分層顧問。儘管被視為內部管理策略，但摩根大通不保留基金管理費或其他基金服務費。

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，其註冊辦事處位於25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局(**BaFin**)授權，並由**BaFin**、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司Sucursal en España (馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局(**BaFin**)授權，並由**BaFin**、德國中央銀行和歐洲中

央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會(Comisión Nacional de Valores, 簡稱「CNMV」)監管, 並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊, 註冊編號為1567。在**意大利**, 本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派, 其註冊辦事處位於Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權, 並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會(Commissione Nazionale per le Società e 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 København V, Denmark, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權, 並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)同時須受丹麥金融監管局(Finanstilsynet)監管, 並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記, 編號為29010。在**瑞典**, 本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派, 其註冊辦事處位於Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden, 已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權, 並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局(Finansinspektionen)監管, 並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在**比利時**, 本文件由**摩根大通有限責任公司—布魯塞爾分行**分派, 其註冊辦事處位於35 Boulevard du Roi Albert II, 1050 Brussels, Belgium, 已獲德國

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

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

在**香港**, 本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派, 摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港, 若您提出要求, 我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在**新加坡**, 本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由摩根大通銀行香港分行/新加坡分行向您提供(提供服務時會通知您)。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行/新加坡分行向您提供(提供

指數和術語定義

服務時會通知您)。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於**拉美國家**，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和／或銷售未按照您祖國的證券或其他金融監管法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和／或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協議或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和／或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。

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

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

摩根大通證券是一家在美國特拉華州註冊成立的外國公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根據澳洲金融服務牌照規定，在澳洲從事金融服務的金融服務供應商(如摩根大通證券)須持有澳洲金融服務牌照，除非已獲得豁免。根據公司法2001(C)(《公司法》)，摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳洲金融服務牌照，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，這些法律與澳洲的法律不同。摩根大通證券於澳洲提供的資料僅供「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洲任何其他類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第761G條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

本文件未特別針對澳洲投資者而編製。文中：

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

「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。

© 2024年。摩根大通。版權所有。

