

# 2025

# 展望全年

## 展望 善用优势， 厚积增益

### 全球宽松政策

政策利率趋于正常化  
美国和日本优于新兴市场  
美国住房持续短缺  
生产率提高  
交易活动增加

### 资本支出

人工智能：兴盛还是衰落？  
医疗保健的变革  
自动化和机器人技术  
建设电力基础设施  
重新定义国防安保

### 选举影响

定义特朗普2.0  
落日税务政策  
管理利率波动  
反垄断风险  
反建制激增

### 投资组合韧性

财富健康检查  
挖掘收入价值  
抵御通胀  
重整回报生成方式  
淘金热

### 投资格局

常青另类资产投资  
体育和流媒体  
21世纪太空竞赛  
负债管理  
重塑城市

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

本文件表达的意见和观点均为摩根大通私人银行的意见和观点，可能与摩根大通和其关联公司及其雇员的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。本文件表达的意见和观点，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。本文件并非针对特定投资者而编制，且不一定适合所有投资者。投资于任何投资产品或策略之前，投资者务须与其财务代表讨论和联系。本文件不应视为研究报告或摩根大通研究报告看待。**前景展望和过往表现并非未来表现的可靠指标。**请参阅本文件末尾所载的其他监管状况、披露规定、免责声明、风险和其他重要信息。

投资产品：• 不受联邦存款保险公司保障 • 非银行担保 • 可能损失本金

# 序言

值此年底将近之时，我们展望2025年，经济格局呈现出机遇与挑战交织的局面。

全球经济在稳健增长与缓解通胀之间找到合适的平衡。同时，全球政府债务的持续上升等地缘政治因素值得关注。美国方面，大选尘埃落定；市场将在未来几个月内分析新一届政府的政策动向。我们初步预计：固定收益市场可能波动加剧，交易活动有望回升。

回顾2024年，风险资产回报表现亮眼，我们的市场预测普遍得以验证。客户从过去一年的强劲表现中获益，目前正处于有利的位置，我们希望在此基础上协助他们善用优势，厚积增益。

《2025年市场展望》由我们的全球投资策略部制定，重点阐述了人工智能和创新领域的进步，以及全球宽松的货币政策，以及资本支出的增长，能够如何继续推动经济和市场向前发展。我们认为，通过多元化配置，提升收入生成，客户可以强化投资组合，以应对瞬息万变的经济环境。

我们的最终目标，是构建具有韧性的投资组合，这些组合不仅与我们的核心市场观点一致，还能经受各种风险情景的考验。

作为您值得信赖的合作伙伴，我们致力于利用摩根大通强大的关系网络和专业知识，为您提供最佳方案，助您实现目标。

我们很荣幸能够与您并肩同行。

顺祝钧安！



**David Frame**  
美国私人银行首席执行官



**Adam Tejpaul**  
国际私人银行首席执行官

# 要点

我们认为，以下议题将成为**2025**年的焦点：

- 01

全球宽松政策

我们认为，政策利率将趋于正常化，经济活动将会扩张。
- 02

资本支出加速增长

我们预计资本将继续注入人工智能、电力和能源、基础设施，以及国防安保领域。
- 03

了解选举影响

我们预计，美国将会放松监管、扩大赤字，以及提高关税。
- 04

重塑投资组合韧性

我们着眼于投资组合中的收入及实物资产。
- 05

不断演变的投资格局

我们预期常青另类资产投资、体育和城市领域存在机会。

# 目录

## 第01部分 全球宽松政策

政策利率趋于正常化  
美国和日本优于新兴市场和中国  
美国住房持续短缺  
生产率提高  
交易活动增加

## 第02部分 资本支出加速增长

人工智能：兴盛还是衰落？  
医疗保健的变革  
自动化和机器人技术  
建设电力基础设施  
重新定义国防安保

## 第03部分 了解选举影响

定义特朗普2.0  
落日税务政策  
管理利率波动  
反垄断风险  
反建制运动日增

## 第04部分 重塑投资组合韧性

财富健康检查  
挖掘收入价值  
抵御通胀  
重整回报生成方式  
淘金热

## 第05部分 不断演变的投资格局

常青另类资产投资  
体育和流媒体  
21世纪太空竞赛  
负债管理  
重塑城市

## 第06部分 全球观点

亚洲  
拉丁美洲  
欧洲

# 引言

2024年，宏观经济利好频现，推动市场表现卓越。通胀回落至相对正常水平、GDP增长强劲、企业利润增长加速上升，多国央行纷纷开启降息周期。全球股票回报超过20%，而债券也录得增长。全球多元资产投资组合在2023年16.5%的表现基础上实现了12.5%的总回报。

在制定2025年的行动计划时，我们先回顾一下目前的利好形势：您已具备良好条件，在优势基础上再创佳绩。过去一年的市场收益为投资者奠定了稳定基础，同时也使我们能够灵活运用多种策略和新视角进行投资。

在《2025年市场展望》中，我们提出了为2025年精心制订的25个焦点策略，以帮助您在来年做好准备。我们认为，有五大关键主题将引领2025年的市场走向：

• 全球宽松政策

全球经济处于更好的平衡状态，全球各央行可借此机会降息以支持经济增长。政策利率下降有机会对美国房地产以至欧洲生产率等各个方面产生影响。如今，我们需要思考的问题包括：投资者是否应遵循过去「宽松周期」中的策略，买入新兴市场等周期性资产？交易活动是否会回升？

• 资本支出加速增长

政策制定者专注于促进增长，利润丰厚的公司拥有充裕资金可供支出，同时，有三大强劲趋势需要大量资本注入，分别是：人工智能、电力和能源，以及国防安保。机器人离成为日常生活的一部分还有多远？哪个行业最容易受到人工智能变革的影响？

• 了解选举影响

11月份美国大选已尘埃落定，投资者正在思考主权债务和赤字的走势，并考虑全球各地的选举结果如何反映反建制运动的力量。税务政策的展望如何？反垄断情绪是否会持续？

• 重塑投资组合韧性

客户需要构建具有韧性的投资组合以保护近期增长的财富并应对日益波动的宏观经济环境。这意味着我们可能更应聚焦于产生收入、获取与股债相关性较低的回报以及能够在不影响潜在收益的情况下提供下行保护的策略。投资者应关注哪些领域？

• 不断演变的投资格局

2025年的投资格局将呈现新的前沿领域。其中：常青另类资产投资(无固定到期日的投资基金)和体育投资。谁将在21世纪的太空竞赛中脱颖而出？「新常态」下的工作与生活平衡模式如何改变城市格局？

《2025年市场展望》从各个方面探索这些主题和其影响，并思考应如何借鉴这些主题，为2024年底以及整个2025年做好规划。

值得注意的是：我们预计，去年公开市场的可观涨幅将不复再现。我们认为能够在2024年推动市场实现强劲回报的经济条件已在估值中有所反映。经济似乎已实现软着陆(我们所说的经济衰退忧虑已消退)，通胀也已降温。2025年，利好因素(全球经济持续扩张、利率下降、盈利稳健增长)和不利因素(估值高企(尤其是美国大盘股)、投资级和高收益债券的息差收紧、宏观经济波动加剧和持续的地缘政治风险)之间的平衡表明，投资组合回报可能将超过现金，但也将回落至趋势水平。

我们建议投资者在进取与防守、股票与债券以及收益与资本增值之间保持平衡的布局。私募股权可能受益于不断增长的资本支出和交易活动的复苏，而基础设施、房地产及其他实物资产或许在一定程度上抵御地缘政治和通胀风险。我们认为，投资者应考虑保留一些可用资本，以便把握可能出现的投资机会。

我们将在下文探讨其中的一些潜在机会。

# 第01部分 一 全球 宽松政策

政策利率趋于正常化

美国和日本优于新兴市场和中国

美国住房持续短缺

生产率提高

交易活动增加



我们认为，2025年将处于全球宽松政策周期，这也是前述五大观点的基础。政策利率下降将支持美国和欧元区的趋势性经济增长，但不会过度刺激需求而导致通胀重现。中国方面，政策制定者似乎决心确保经济稳定增长来应对挑战，尤其是在美国加征关税可能性增加之下。

# 01 政策利率趋于正常化

如果2024年解答了「政策利率何时开始下降？」这个问题，那么2025年或许能为「降息幅度」揭盅。

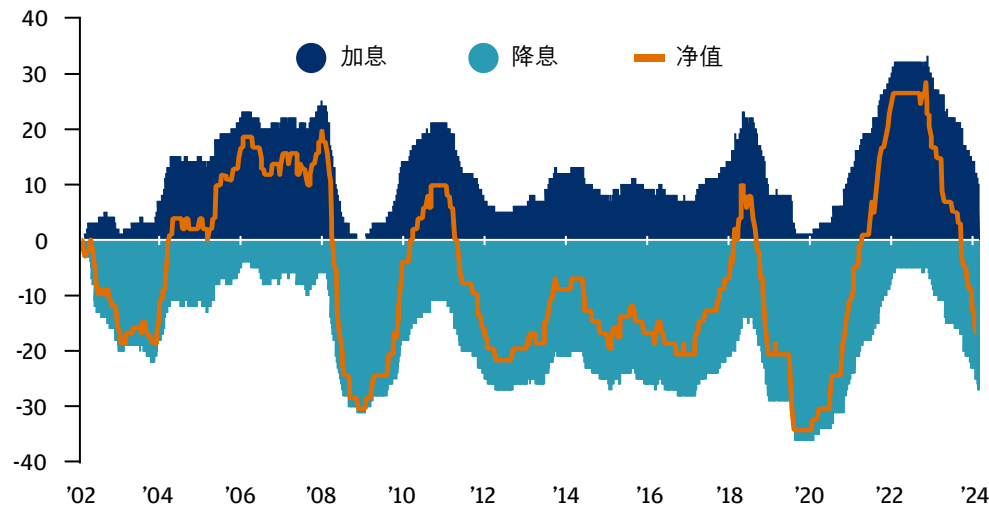
在我们追踪的37家全球央行中，包括所有G10主要央行在内(日本除外)有27家正在降息。我们认为，政策制定者将继续渐进降息。美国方面，债券市场的定价意味着宽松周期将于2026年第一季度结束，政策利率将接近3.5%。欧洲方面，投资者预计到2025年底政策利率将降至2%以下。我们对此市场观点没有多大质疑。

尽管央行政策转向，但长期债券收益率在过去一年中仅小幅下降。固定收益仍然具有价值——如果增长出现放缓，这个价值便更加显著。这对欧洲市场而言可能尤为重要，因为该区的增长前景比美国更加黯淡，而目前的收益率能够产生收入。美国企业信贷和市政债券市场方面，按税收等值计算的整体收益率仍远高于5%。

政策利率下调对经济有何影响？在最近一轮的周期中，加息对整体经济的影响有限出人意料。降息可能也会产生类似的温和效果。**全球宽松政策周期或将支持经济增长以及股票和高收益债券等风险资产，但我们认为这不会引发借贷激增，从而将增长和通胀推至高于趋势的水平。**

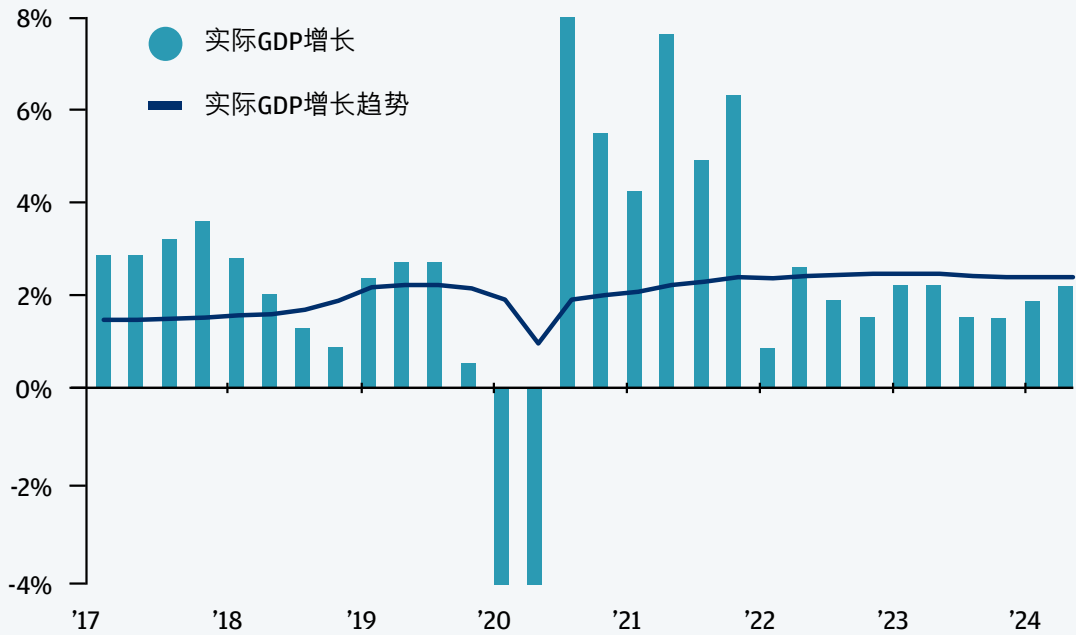
商业房地产或将迎来转折点，我们注意到住宅、工业和电力相关房地产，以及专门工作场所(例如从事生命科学、医疗保健和媒体业务)的净营业收入存在潜在的增长机会。

在我们追踪的37家央行中，有27家正在降息  
最近采取加息或降息举措的央行数量



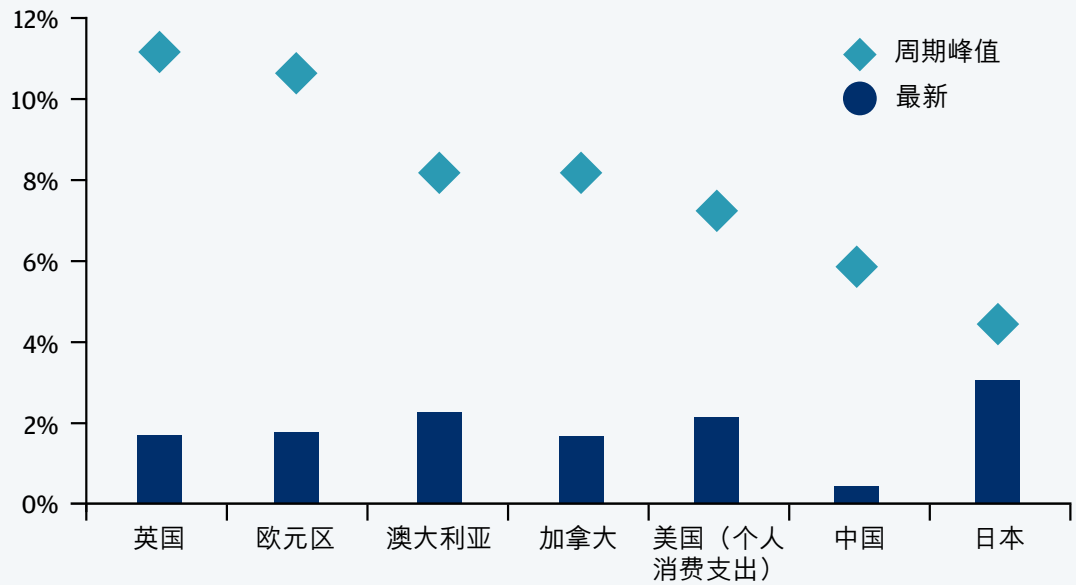
资料来源：各央行、FactSet。数据截至2024年10月25日。  
注：这项分析包括37家央行。

经合组织经济体再次以趋势速度增长  
实际GDP增长和趋势，季度变化(经季节性调整年率)，%



资料来源：国会预算办公室(OECD)、Haver Analytics。数据截至2024年6月30日。

通胀已回归至目标水平  
整体通胀(年同比变化，%)



资料来源：国际清算银行、澳大利亚统计局、美国经济分析局、中国国家统计局、Haver Analytics。  
数据截至2024年9月30日。

02

美国和日本优于新兴市场和中国

在全球各地央行实施宽松政策的背景下，一些投资者或许希望增加新兴市场的投资敞口。在过去的降息周期中，利率下降推升了经济增长，资本流动增加，还有货币走软提振了出口，都支撑了新兴市场资产的表现。但我们对此抱持更为谨慎的态度。我们预计，发达市场股票在2025年的表现将优于新兴市场股票，过去十年中，有八年的表现皆如此。

新兴市场经济体面对着诸多挑战。最重要的是，中国正面临消费者信心危机(政府最近宣布的刺激计划仅略微缓解了这种局面)。事实证明，中国为了令房地产泡沫降温，已导致中国家庭和企业承受极大的困难及挑战。值得注意的是，中国零售销售较疫情前趋势低16%。<sup>1</sup>中国还需面对再次与美国爆发贸易战的风险。

从更广泛的角度来看，即使新兴市场的企业实现了强劲的收入和利润增长，由于股东权益被稀释，GDP增长往往无法转化为每股盈利的增长或市场回报。盈利和货币估值方面的波动也妨碍了复利的生成。

发达市场股票(尤其是美国和日本股票)的前景似乎更具吸引力。

美国利润率似乎在历史高位企稳。这十年来，标普500指数成份公司通过分派股息和净回购股份将每年近75%的盈利回馈股东。在2000年代，该比例仅为50%。<sup>2</sup>尽管大型科技公司在指数中的集中度仍然令人担忧(前十大公司占标普500市值的36%，是历来纪录最高的比重)，但预计标普500指数中的每个板块都将在2025年实现正收益增长。这种情况自2018年以来从未发生过。<sup>3</sup>

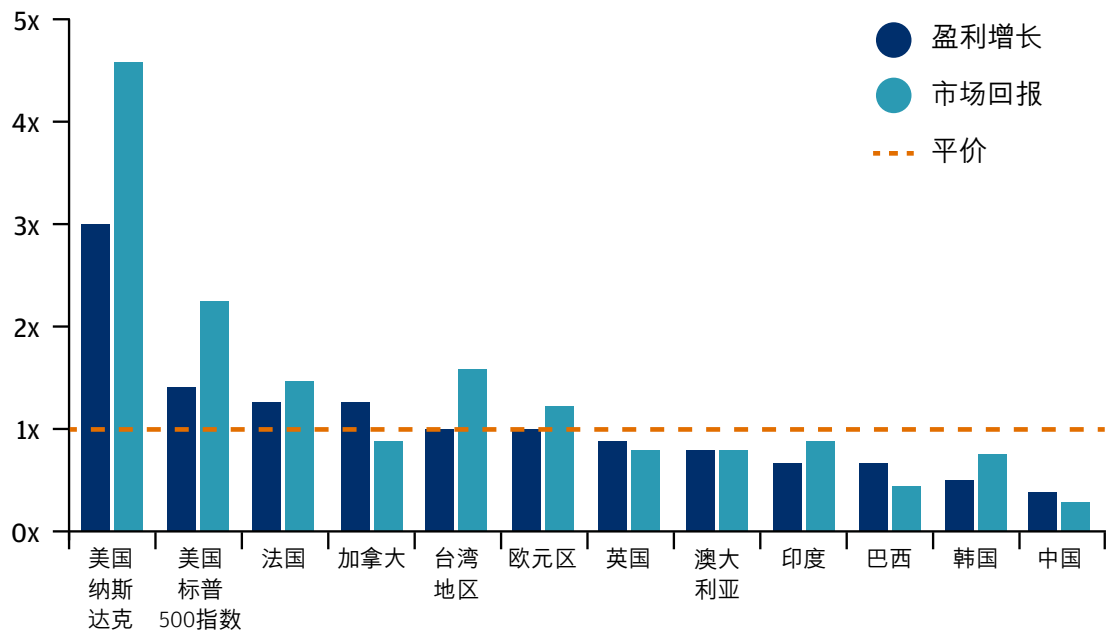
企业盈利强劲增长，加上美国大盘股市场估值保持高位，有望能产生可观的回报。

与此同时，近年来日本企业在提升公司治理和实施更好股东措施方面取得了重大进展。2024年宣布将会回购股份的企业更是此前记录的两倍。<sup>4</sup>这一趋势也将利好日本的私募股权投资者。

虽然我们认为，明年发达市场股票的表现将优于新兴市场股票，但预期台湾地区、印度、印尼和墨西哥的表现尤为突出，因为这些市场均可在公开市场和私募市场为股东带来稳健回报。

<sup>1</sup> Klein, M. C.(2024年)。深入了解中国消费支出数据。超调。  
<sup>2</sup> Goldstein, M. L.和Zhao, L. (2024年)。Market Valuation: A Deal Breaker? Empirical Research Partners。  
<sup>3</sup> Kostin, D. J.、Chavez, D.、Snider, B.、Hammond, R.和Ma, J. (2024年)。更新我们对美国股票的长期回报率的预测，以纳入当前高水平的市场集中度。高盛。  
<sup>4</sup> 高盛。数据截至2024年8月19日。

许多主要新兴市场的盈利和回报跑输GDP增长  
2010年至2024年，盈利增长和市场回报，GDP增长倍数



资料来源：彭博财经，岑博智(Michael Cembalest)，摩根资产管理。数据截至2024年。  
注：日本因GDP持续下滑而被排除在外。

## 03 美国住房持续短缺

抵押贷款利率下降或许能推动房屋销售上升，但仍不足以显著提升人们购买新房的能力。

目前的住房需求远超供应。我们估计，相对于家庭需求趋势，新房短缺量介于200万至250万套之间。现有房屋销售比2017年至2019年的平均水平低25%，短期内将难以激增。此外，极端的天气越来越频繁，导致损害日增，再加上洪水和火灾保险不够完善，费用高昂，因而成为购房者日益关注的问题。

如要将负担能力恢复至2019年的水平，抵押贷款利率便需从约7%大幅降至3%，或者工资需以当前增速连续增长近九年。至于圣地亚哥和丹佛等地，如要将住房负担能力恢复至全球金融危机前的水平可能需要到本年代末才能实现，而拉斯维加斯和迈阿密则可能需要更长时间。

房价可能继续上涨，而增速将会放缓。考虑到现有的房屋供应受限，加上长期的住房需求，都对住宅开发商有利，其经营利润率已从疫情前的21%升至26%（同期比较，每股盈利几乎增长了两倍）。最大的住宅开发商有机会扩大市场份额。我们预计，2025年大型住宅开发商和拥有独栋住宅的房地产投资者将继续获得利润增长。

房屋负担能力可能需要多年才能恢复  
按1991年至2006年的中值计算，住房负担能力的预期恢复时间

| 大都会名称  | 假设抵押贷款利率无变动，<br>恢复负担能力所需的时间 | 假设抵押贷款利率下降1%，<br>恢复负担能力所需的时间 |
|--------|-----------------------------|------------------------------|
| 克利夫兰   | 已恢复                         | 已恢复                          |
| 底特律    | 已恢复                         | 已恢复                          |
| 明尼阿波利斯 | 2026年第四季度                   | 2025年第三季度                    |
| 奥斯汀    | 2027年第一季度                   | 2026年第一季度                    |
| 华盛顿特区  | 2027年第二季度                   | 2026年第一季度                    |
| 全国数据   | 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                    |
| 旧金山    | 2027年第四季度                   | 2026年第四季度                    |
| 波士顿    | 2028年第二季度                   | 2027年第一季度                    |
| 波特兰    | 2028年第三季度                   | 2027年第二季度                    |
| 亚特兰大   | 2029年第一季度                   | 2028年第一季度                    |
| 圣地亚哥   | 2029年第一季度                   | 2028年第一季度                    |
| 达拉斯    | 2029年第二季度                   | 2028年第一季度                    |
| 纽约     | 2029年第二季度                   | 2028年第二季度                    |
| 凤凰城    | 2030年第一季度                   | 2029年第一季度                    |
| 西雅图    | 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                    |
| 拉斯维加斯  | 2031年第三季度                   | 2030年第一季度                    |
| 洛杉矶    | 2032年第四季度                   | 2031年第四季度                    |
| 迈阿密    | 2035年第一季度                   | 2034年第一季度                    |

资料来源：联邦住宅贷款抵押公司，全国住宅建筑商协会，全国房地产经纪人协会，Haver Analytics。数据截至2023年12月。

注：区域负担能力的计算使用该区域的房价中位数，首付20%，按现行房地美30年期固定抵押贷款利率计算。家庭收入中位数除以年化按揭付款，以确定住房负担能力指数。家庭收入中位数以现行同比HP(Hodrick-Prescott Lambda = 500)经调整后收益增长的增速增长。抵押贷款利率1%的降幅是基于每季度下降0.25%的假设所得。分析假设房价稳定。

## 04 生产率提高

欧洲央行实施宽松政策或许能支持经济增长，但未必能够提升欧洲疲软的生产力。欧洲的劳动生产率比疫情前的预测低约四个百分点。这一差距导致自2019年以来累计产出损失约2.2万亿欧元。相比之下，美国的生产率略高于疫情前的预期，与欧洲形成鲜明对比。<sup>5</sup>

欧洲生产率为何会相对落后？我们认为有几个原因：欧洲依赖外部能源（欧洲天然气价格比美国高出近30倍）；技术行业活跃程度不及其他地区；以及其劳动力市场灵活性较低。

未来十年，能够推动全球生产率的动力可能来自人工智能，而美国公司目前在研究和投资方面正处于领先地位。2023年，美国人工智能的私募投资总额接近700亿美元。相比之下，德国、法国和瑞典的投资均不足20亿美元。<sup>6</sup>

如果人工智能驱动的生产率提升得以持续，则可能在不会引发通胀的情况下推动GDP增长（并有助于抵消人口老龄化带来的压力）。股票回报也因为企业收入和利润率增加而得到支撑。就政治层面而言，生产率提高可令赤字更易于管理，因为经济增长加快能够增加税收收入。

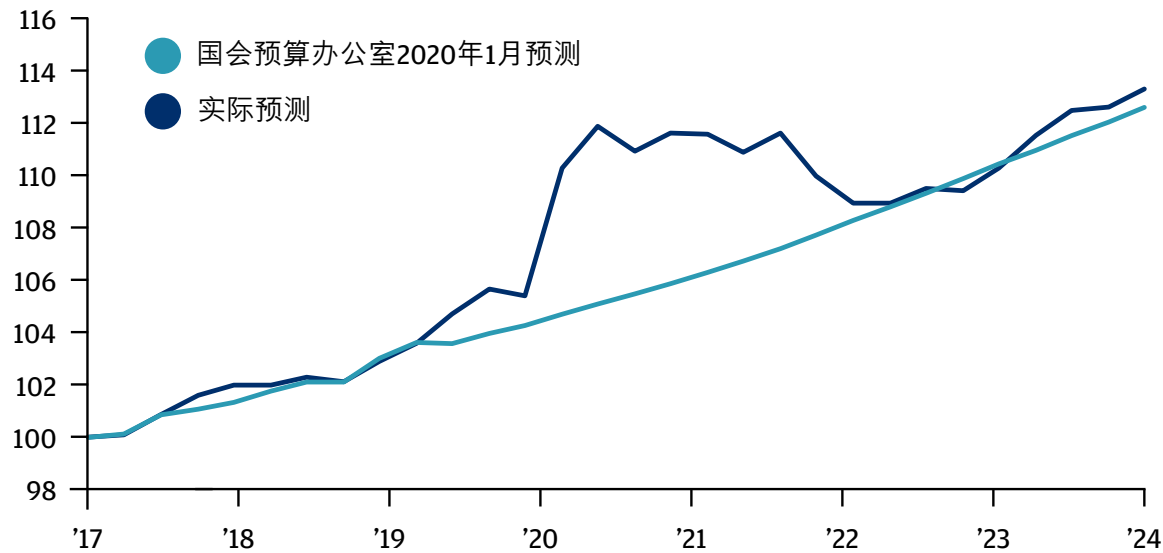
欧洲生产率的困境，并不表示投资者应忽视欧洲的顶尖公司。欧洲最大的50家公司的营收中只有约40%来自欧洲，当中不少「国家龙头企业」在全球市场占据主导地位，也是一流的运营商。尽管如此，2025年我们仍看好美股多于欧洲股票。

<sup>5</sup> 美国相对强劲的生产率增长可能尚未受到人工智能的推动，至少目前尚未观察到这个效应。相反，2021年和2022年的劳动力市场变化可能改善了员工技能与雇主任务之间的匹配。我们合理地推测，人工智能技术与生产流程的整合可能在未来20年内累计提高生产率17%。[阅读更多](#)

<sup>6</sup> Meeker, M. (2024年)。人工智能+大学。BOND。

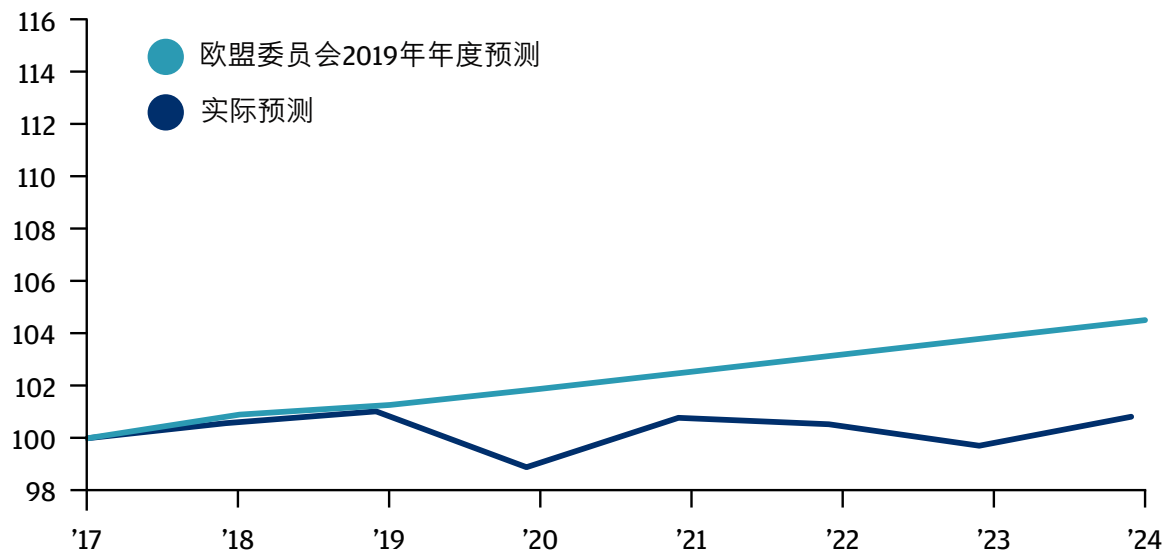


意外惊喜：美国的生产率已超出预期  
美国劳动生产率指数，100 = 2017年



资料来源：国会预算办公室和美国劳工统计局。数据截至2024年6月30日。

欧盟生产率未能达到低预期目标  
欧盟劳动生产率指数，100 = 2017年

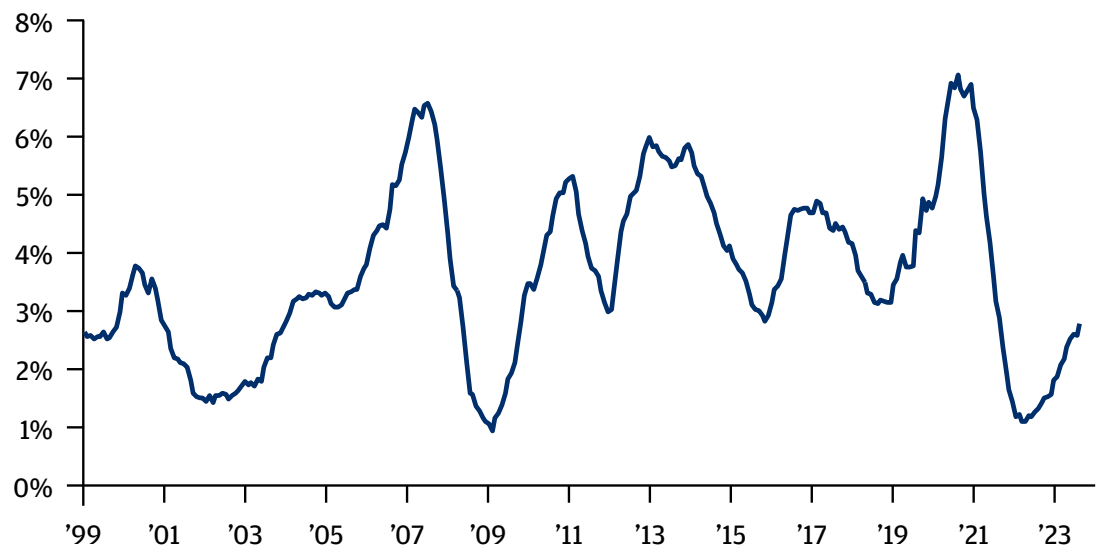


资料来源：欧盟委员会。数据截至2024年1月1日。

# 05 交易活动增加



资本市场流动性刚刚开始复苏  
追踪12个月的高收益债券，杠杆贷款和首次公开募股(IPO)交易量占GDP的百分比



资料来源：摩根大通、美国银行、彭博财经。数据截至2024年9月30日。  
注：流动性定义为IPO、高收益债券和杠杆贷款发行量。

利率下降和较宽松的监管环境，可能有助于推动自2021年以来近乎停滞的交易活动延续初步复苏的势头。尽管企业盈利强劲，但加息、经济衰退风险和地缘政治紧张局势，使得企业管理层保持谨慎。并购活动已降至2013年以来的最低水平。

资本市场流动性不足既是交易量减少的原因，也是结果。**为了寻求更多的流动性，私募股权投资者日益转向二级市场，令该市场的交易量已达到历史新高。**私募信贷领域也出现了新的流动性「工具」，例如投资组合融资(资产净值贷款)和单一资产资本重组。

但从事并购交易的人士现在感到更有希望。政策利率即将逐步下行，监管环境有望变得更加利好。

由于一批积压的交易蓄势待发，私募借贷的增加应有助于推动交易。资本结构中存在机会。优先担保直接借贷将继续为私募股权发起人支持的交易提供融资。公司将应用初级和结构性资本方案来支持策略性增长，优化债务结构，并提供利息支付灵活性。

在交易环境向好之下，华尔街银行、私募股权和信贷公司以及私营企业可望从中受益。

# 第02部分 — 资本支出 加速增长

人工智能：兴盛还是衰落？

医疗保健的变革

自动化和机器人技术

建设电力基础设施

重新定义国防安保

企业和政府有必要支出：2025年将是资本支出的一年。利润率走高、盈利和企业高管信心上升、政策制定者专注于支持增长。三大全球趋势需要大量投资注入：人工智能、电力和能源，以及国防安保。

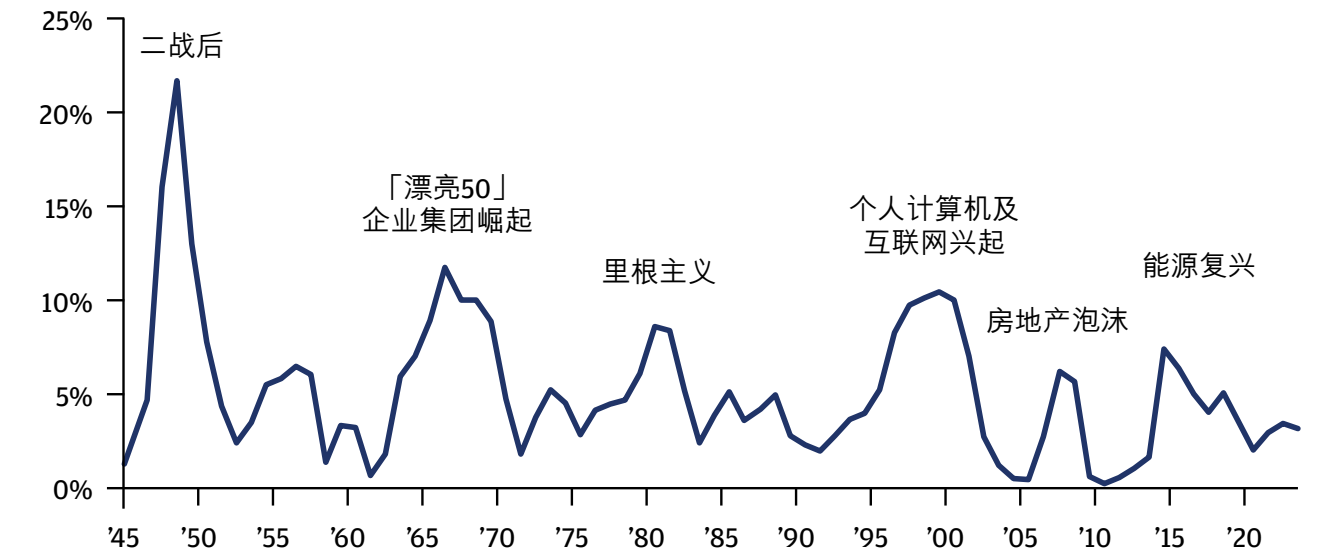
## 06 人工智能： 兴盛还是 衰落？

是的，美国大型科技公司已率先为人工智能支出投入资本，但目前尚处于早期阶段。我们认为，在人工智能模型快速改进和企业广泛采用的推动下，人工智能的资本支出可能在未来几年大幅增长。<sup>7</sup>**试想一下：人工智能或会影响经济中各个行业几乎所有与服务相关的活动。**

我们为何如此乐观？首先，因为人工智能模型正在快速改善。2021年，大型语言模型(人工智能的一种)准确回答竞赛级别数学问题的比例可能不到10%。2024年，该比例升至90%。<sup>8</sup>这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模型的每令牌价格比其前代产品低90%-98%。

其次，整体企业资本支出一直相对低迷，年增长率为2.5%。相比之下，在2000年代初网络热潮结束时，企业资本支持以每年10%的速度增长(以五年滚动为基础)。换言之，随着应用范围变得更加明显且更具说服力，各行各业的公司有充足的空间增加其人工智能支出。

企业投资仍有蓬勃发展的空间  
企业资本支出的5年年化变动，%



资料来源：美国经济分析局、Haver Analytics。数据截至2023年12月31日。

第三，正如红杉资本所言，我们认为人工智能具有潜力「将劳动力转化为软件」。<sup>9</sup>由于模型提高了推理能力，不再仅仅是生成预训练的响应，因此它们将有助于创造颠覆服务行业的机会。人工智能律师、人工智能软件工程师，甚至人工智能投资策略师(我们敢说吗?)可能会应运而生，并在新的商业模式中变得司空见惯。

公开市场及其私募合作伙伴在人工智能的数字基础设施领域建立了强大的业务。提供人工智能所需硬件组件和能源的工业和公用事业公司也可能继续受益。最后，通过将人工智能工具整合到工作流程中，从而最有效优化成本结构并提高生产率的公司，预计将表现优异。

私募市场方面，纯粹的人工智能估值已大幅飙升，但我们仍在可以实现任务自动化并为企业节省成本的初创公司中看到投资机会。潜在的应用也可能创造价值，帮助消费者更有效利用这项技术。在云和移动转型期间，超过20家主要应用层公司(例如Salesforce、Meta、优步)已经成立。<sup>10</sup>人工智能可能会催生类似的生态系统。

当然，人工智能的应用推广可能会面临重重阻碍。监管可能限制创新。能源采购可能会成为一项艰巨的任务。模型可能会耗尽他们训练所用的数据。然而抛开炒作并汲取历史教训，我们的分析表明人工智能提供了巨大的投资机会。我们认为，明年开始及以后，全球经济和股市可能出现显著的牛市情形。

<sup>7</sup> Bick, A., Blandin, A. and Deming, D. J. (2024年)。生成式人工智能的快速应用。美国全国经济研究所。

<sup>8</sup> Jensen, G., Narayan, A., Greene, A. and Simon, L. (2024年)。人工智能泡沫即将迎来破灭还是杞人忧天？桥水。

<sup>9</sup> 虽然我们预计人工智能生产率提高将与劳动力干扰的可能性增加同时发生，但我们认为创造新的净就业岗位的证据令人信服，而且我们已看到企业采取行动，通过提升技能和再培训来加强人才储备。

<sup>10</sup> Huang, S. and Grady, P. (2024年)。生成式人工智能Act o1：智能推理时代开始。

# 07 医疗保健的 变革

人工智能可能会迅速影响医疗保健板块。

图表有助于解释。受人工智能影响最大的行业通常具有较高的劳动力成本占比，而此类行业的工作可能受到大型语言模型帮助或被其取代。例如，医疗保健技术行业的劳动力成本约占其销售额的35%。

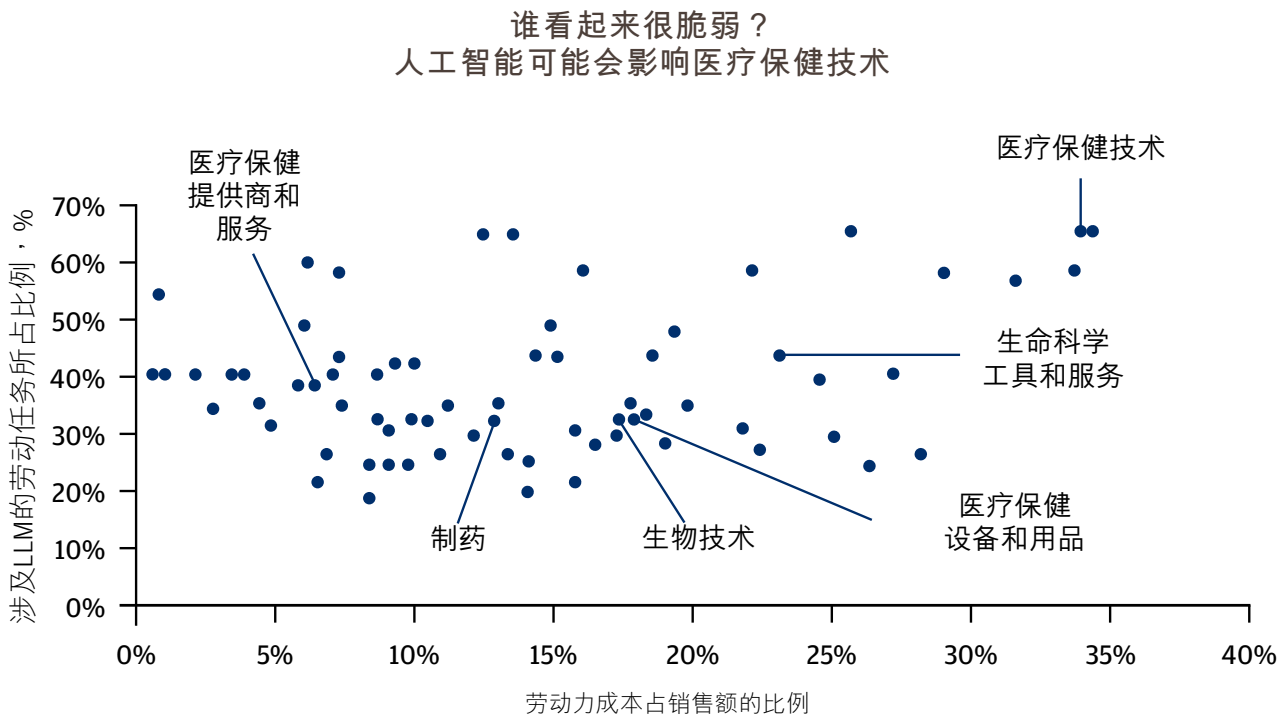
与此同时，经济学家估计，医疗保健科技员工执行的任  
务中有65%面临被人工智能颠覆的风险。例如，Veeva  
Systems、Teladoc和GoodRx等公司在整个医疗保健价值链  
中提供软件解决方案，通过将人工智能纳入其业务，不  
仅能够降低劳动力成本，又可以增加收入。<sup>11</sup>



资本支出加速增长

在制药和生物技术板块，人工智能还可能提高药物从早期试验阶段到进入市场时的质量和数量。目前，只有7%的新药能够上市。仅将成功率提高5%，就意味着在10年的时间里可以生产出60种新药，增加700亿美元的收入。<sup>12</sup>在生命科学服务方面，公司可使用人工智能优化药物试验设计：包括化合物鉴定和参与者挑选。

我们还认为，GLP-1药物将继续推动收入增长(胰高血糖素类肽药物，用于控制血糖和抑制食欲)。根据我们的估计，到2027年美国 and 欧盟的总的潜在市场规模可能从1,600万人增长至4,000多万人。除GLP-1之外，我们还专注于在医疗保健板块寻找可利用人工智能实现商业模式现代化，从而推动盈利增长的公司。目前最明显的例子是用于诊断的机器人手术和成像技术。



资料来源: Empirical Research Partners对72个GICS行业组别的大型和小型股进行分析。Eloundou, T.、Manning, S.、Mishkin, P.和Daniel Rock。[GPT是GPT：大型语言模型对劳动力市场影响潜力的初步探讨。]数据截至2024年5月。

<sup>11</sup> 由于脆弱的传统技术和严格的隐私规则，医疗保健行业的数据泄露在所有行业中成本最高，平均每起泄露造成的损失为980万美元，比排名第二的金融行业高出约60%。虽然人工智能使网络犯罪分子能够执行更复杂的攻击，从而加剧了这一威胁，但它也帮助企业 in 防御性应用中将漏洞成本降低33%。

<sup>12</sup> 摩根士丹利。(2022年)人工智能为什么能够加速药物发现？

# 08 自动化和 机器人技术

人工智能领域的资本支出也将加快自动化和机器人技术的应用，影响工业和消费行业。未来五年，美国工业企业预计将把25%至30%的资本支出用于自动化，高于过去五年的15%至20%。<sup>13</sup>

这个主题并不新鲜。单一用途机器人已经存在半个多世纪，而目前为止机器人对投资者的回报并不显著。但我们认为市场正逐步扩大应用范围。随着训练数据的获取增加和硬件成本降低，具推理能力的通用机器人可能离现实更近了一步。**全球公司已投资超过40亿美元，为20多个「人形」机器人项目提供资金。**<sup>14</sup>

最终，机器人(人形或其他)可能会成为我们日常生活的一部分。Waymo每周已提供超过100,000次自动驾驶出租车服务。<sup>15</sup>

医疗保健和国防是机器人将变得更加普遍的另外两个领域。10月份，Intuit Surgical交付了110台半自动、人工智能驱动的达芬奇5机器人手术系统，超过前一季度的70台。今年年初，美国空军宣布与安杜里尔和通用原子公司签订合同，开发自主协同作战飞机。美国国防部预计，到2029年，每年将在该项目上投入近30亿美元。

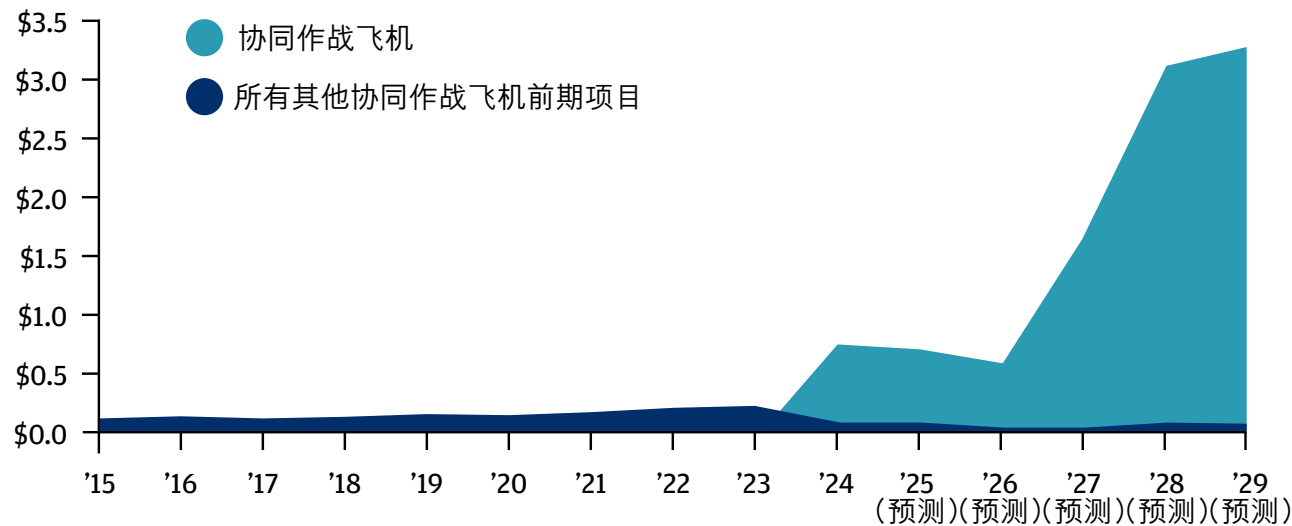
我们在公开和私募市场看到投资机会，包括提供计算能力的半导体公司、利用计算能力的软件公司、利用更高效率的工业公司，以及能够提供颠覆性产品的消费公司。

<sup>13</sup> Ajewole, F.、Kelkar, A.、Moore, D.、Shao, E.和Thirtha, M. (2023年)。释放机器人和自动化的产业潜力。麦肯锡公司。

<sup>14</sup> Viswanath, S.、Khanna, V.、Liang, Y.、Srinivas, A.和Cherian, Z. (2024年)。机器人不会有ChatGPT时刻。Coatue。

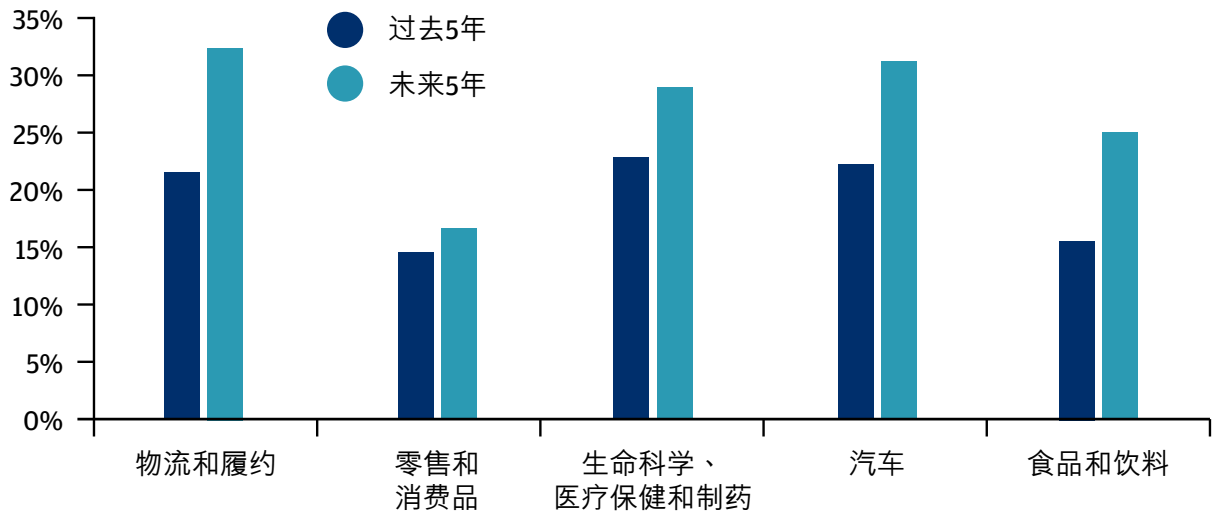
<sup>15</sup> Thompson, B. (2024年)。以Waymo、优步和Waymo为例。

自动驾驶飞机的支出将激增  
美国国防部在部分自主飞机项目上的支出，十亿美元



资料来源：美国战略与国际研究中心对国防部2015-29财年RDT&E预算请求的分析。数据截至2024年8月6日。  
注：2024财年CCA数据包括报告的1.5亿美元预算重新规划请求。

未来5年，自动化可能占工业资本支出的25%  
按板块划分的自动化投资占资本支出的平均份额



资料来源：麦肯锡公司。数据截至2022年。

# 09 建设电力 基础设施

我们认为，对电力行业的资本支出将因以下三个主要因而加速增长：美国制造业的再工业化、清洁能源解决方案中电气化的使用增加，以及数据中心的需求激增。总体而言，我们预计未来3至5年美国电力需求将增长5倍至7倍。

数据中心增长是一种全球现象。占全球市场40%的美国数据中心数量每年增长约25%。2024年第一季度，欧洲、拉丁美洲和亚太数据中心市场的库存同比分别增长20%、15%和22%。<sup>16</sup>

数据中心电力的增加需要更多的水用于冷却和芯片制造，而数据中心通常位于水资源紧张的地区。预计全球数据中心的用水量每年将增长6%。<sup>17</sup>大型半导体生产设备的用水量相当于30万户家庭的用水量。<sup>18</sup>随着电力使用量的增加，我们看到水资源基础设施和效率解决方案方面存在机遇。

核能可能将提供更多电力。我们注意到股市对美国联合能源公司和微软达成的协议表示肯定，该协议有关重启三哩岛核电站，为这家科技巨头的数据中心提供能源。这将刺激对核能的进一步再投资。事实上，核能复兴指数年初至今飙升75%，反应了市场对小型模块化反应堆将在未来几年成功部署的预期。

尽管可再生能源将继续增长(国际能源署指出，化石燃料领域每投入1美元，清洁能源领域就会投入2美元)，但是延迟、传输和储存成本意味着天然气仍将是关键的能源来源。<sup>19</sup>

希望从日益增长的电力需求中获利的投资者，可以关注各类的基础设施基金、发电企业和公用事业公司。

<sup>16</sup> 世邦魏理仕。(2024年)。2024年的全球数据中心趋势。世邦魏理仕。Thompson, B.(2024年)。以Waymo、优步和Waymo为例。

<sup>17</sup> Walsh, A.(2023年)。数据背后：揭示人工智能的水足迹。Bluefield Research。

<sup>18</sup> Hess, J. C.(2024年)。芯片生产的生态足迹：绘制气候与环境影响图。

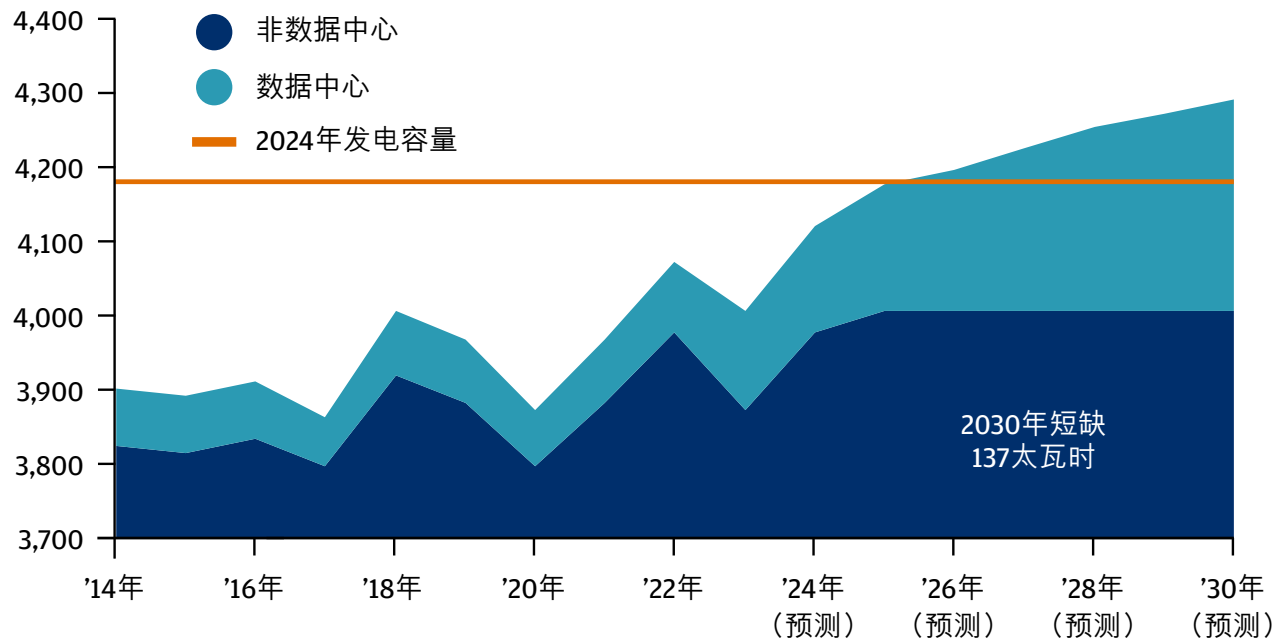
<sup>19</sup> 国际能源署。(2024年)。今年对清洁能源的投资将是化石燃料投资的两倍。

市场确认核能扩张  
美国联合能源公司股价，美元



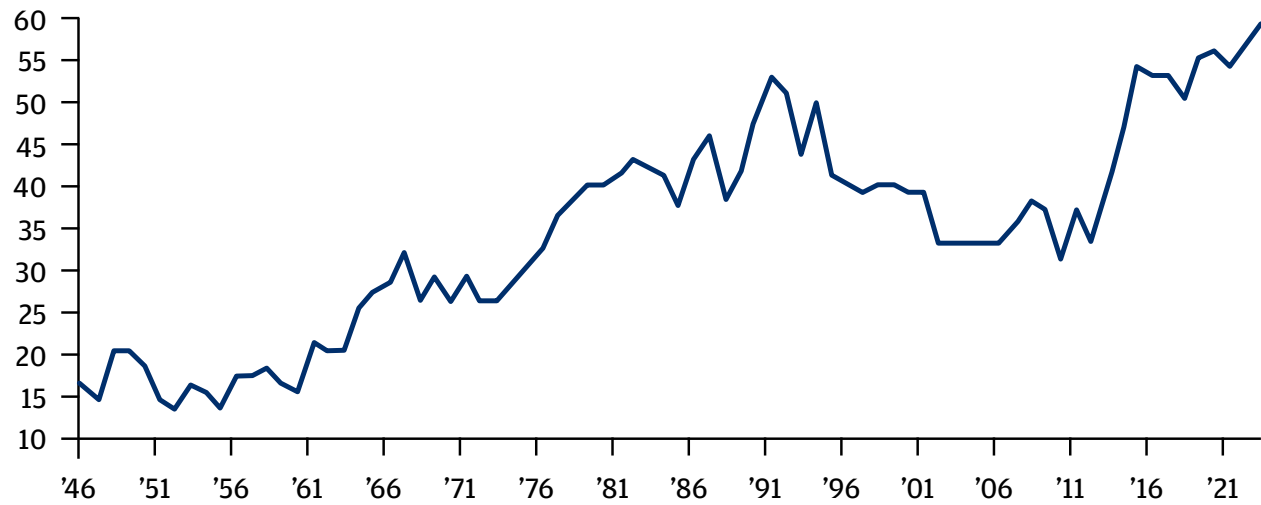
资料来源：FactSet。数据截至2024年10月31日。

数据中心或将引发电力需求飙升  
美国电力需求和2024年发电容量，太瓦时



资料来源：美国能源信息署、麦肯锡公司、Public Power、Bernstein。数据截至2023年12月31日。

武装冲突处于80年来的高位  
全球武装冲突数量



资料来源：UCDP、Davies、Shawn、Therese Pettersson、Magnus Oberg、Gleditsch、Nils Petter、Peter Wallensteen、Mikael Eriksson、Margareta Sollenberg和Havard Strand。数据截至2023年12月31日。

# 10 重新定义 国防安保

随着各国政府重新评估国家安全，它们可能将会增加资本支出。国防安保不仅包括传统的军事防御，还涵盖网络安全、关键自然资源的供应、能源生产、交通运输和基础设施。我们认为，市场尚未充分意识到这一长期转变将带来的投资前景。

在美国，政府似乎将继续激励国内关键物资的生产。一家总部位于北卡罗来纳州的芯片制造商获得7.5亿美元的《芯片法案》补助，将用于在美国新建两家半导体工厂，消息公布后，该公司的股票飙升40%。

此外，我们强调，美国政府的目标是分散对集中的航空航天和国防专家的依赖<sup>20</sup>（目前占美国武器生产预算的90%），<sup>21</sup>并扩大至在人工智能、机器学习和5G技术等领域拥有专业知识的成熟商业公司和初创公司。国防市场可能为传统国防领域以外的公司创造收入 and 市场份额。

美国国防部预算占GDP的比例已从冷战高峰期减半。在北约的23个欧盟成员国中，目前有16个有望在2024年实现超过GDP的2%这一目标门槛。十年前，成员国平均仅占GDP的1.2%。全球军事开支似乎还有增长空间，尤其是在网络武器等领域，这些武器可能是人机协作或完全自动化。

欧洲的国防安保担忧反映了其在关键商品和大宗商品方面对外部来源的依赖。欧盟超过90%的数字产品和服务依赖进口，75%至90%的晶圆产能依赖亚洲，高达70%的镍、铜和钴等关键原材料依赖中国。<sup>22</sup>

与此同时，「金砖国家+」<sup>23</sup>经济体控制的天然气储量是七国集团的五倍、现役军人是其三倍、石油储量和铀产量则为两倍。<sup>24</sup>去年，俄罗斯国防预算增加25%，创下新纪录。<sup>25</sup>

总而言之，我们认为在安全方面的全球支出将与2010年代云计算和电子商务的年度投资相当。打造半导体、基础设施和可靠且经济实惠的电力，不仅是国家安全的关键杠杆，也是全球经济竞争的重要支柱。

我们正在寻找工业、公用事业、原材料和能源板块的机会。除工业板块外，其他板块的交易价格都低于大盘。**投资者似乎对这些公司的未来盈利增长持怀疑态度，我们认为在未来几年，这些公司的盈利增长将接近市场平均水平的两倍。**

私募市场方面，投资者可以在专注于技术驱动的防御系统和网络安全创新的小型公司中挖掘具吸引力的投资机会。

<sup>20</sup> 定义为仅以政府为唯一客户的公司，或唯一商业领域为航空航天的公司。  
<sup>21</sup> Allen, G. C.和Berenson, D. (2024年)。为什么美国国防工业基地与美国经济如此脱节？美国战略与国际研究中心。  
<sup>22</sup> Draghi, M.(2024年)。欧洲竞争力的未来。欧盟委员会。  
<sup>23</sup> 金砖国家+成员名单。  
<sup>24</sup> Seydl, J.(2024年)。地缘政治冲击如何影响市场？摩根大通。  
<sup>25</sup> Sauer, P.(2024年)。去年，俄罗斯国防预算增加25%，创下新纪录。卫报。

# 第03部分 — 了解选举 影响

定义特朗普2.0

落日税务政策

管理利率波动

反垄断风险

反建制运动日增



2025年，投资者可以从关注选举结果转向评估选举影响。世界各地的选举结果将影响税收政策的方向、主权债务和赤字、贸易政策、反垄断措施以及反建制候选人的受欢迎程度。

# 11 定义 特朗普2.0

特朗普总统和共和党在2024年大选中的决定性胜利为「特朗普2.0」奠定了基础。这对市场和经济可能意味着什么？放宽监管、并购活动增加、对国内经济结果的关注以及可能降低企业税率为牛市情形提供支持。市场对选举结果的直接反应实际上表明，投资者青睐美国，而非全球其他地区，并且偏好小盘股和区域性银行股。

然而，促进增长的措施也可能导致通胀上升和预算赤字扩大。事实上，美国国债收益率已回升至今年高位。高企的抵押贷款利率可能继续抑制住房市场的活动，并加剧负担能力危机。关税政策可能是全球经济增长面临的最大风险。虽然我们认为对所有进口商品征收全面关税的可能性不大，但可能对特定商品或贸易伙伴征收关税。贸易伙伴的反制行动将加剧对全球贸易的负面冲击。

选举结果使我们对新兴市场资产、工业大宗商品和能源价格的乐观程度略有下降。事实上，关于2017年《减税与就业法案》的谈判将在2025年蒙上阴云，而2026年更有可能感受到财政政策的潜在经济影响。

# 12 落日税务 政策

税收政策将成为明年美国国会的关注焦点。2017年《减税与就业法案》的多项条款将于2025年底到期(即「落日条款」)。如果国会不采取行动,个人所得税率将回升至2017年的水平,替代性最低税将影响更多高收入个人,针对穿透实体20%收入扣除额度将被取消(影响许多合伙公司、S公司和独资企业),同时终身遗产税、赠予税和隔代转让税免税额将减半(从每对已婚夫妇的2,800万美元降至1,400万美元)。值得注意的是,《减税与就业法案》规定的21%企业所得税率是永久性的变更。

总而言之,如果《减税与就业法案》中的临时条款到期,将导致美国家庭税后收入整体减少1.8%,收入最高的1%人群的税后收入减少3.1%。<sup>26</sup>税务基金会估计,大约62%的申报人将面临增税。

由于共和党控制参众两院,我们预计大部分(如果不是全部)影响个人的临时条款将延长一段时间。尽管如此,鉴于众议院和参议院的票数差距小,可能需要在州和地方税抵扣上限等领域达成某种妥协。此外,和解程序立法要求在10年期内保持赤字中性。这意味着,即使共和党总统和共和党控制的国会执政,继续降低企业税率也可能面临挑战。在2026年之前,不太可能明显出现任何税收变化对经济 and 个人的影响。

我们还关注税务政策对移民的影响。根据我们的市场与投资策略部主席岑博智(Michael Cembalest)的分析,在美国,排名前20的州际移民几乎全部从高税收州(如纽约、加州和伊利诺伊州),迁移至低税州或免税州(如佛罗里达州、德克萨斯州、亚利桑那州和内华达州)。事实上,美国以外地区也出现了类似的情况。越来越多的家庭移居到意大利、瑞士、迪拜、希腊和西班牙等地。主要驱动因素包括税务政策的吸引力以及对地缘政治局势动荡和安全的担忧。

---

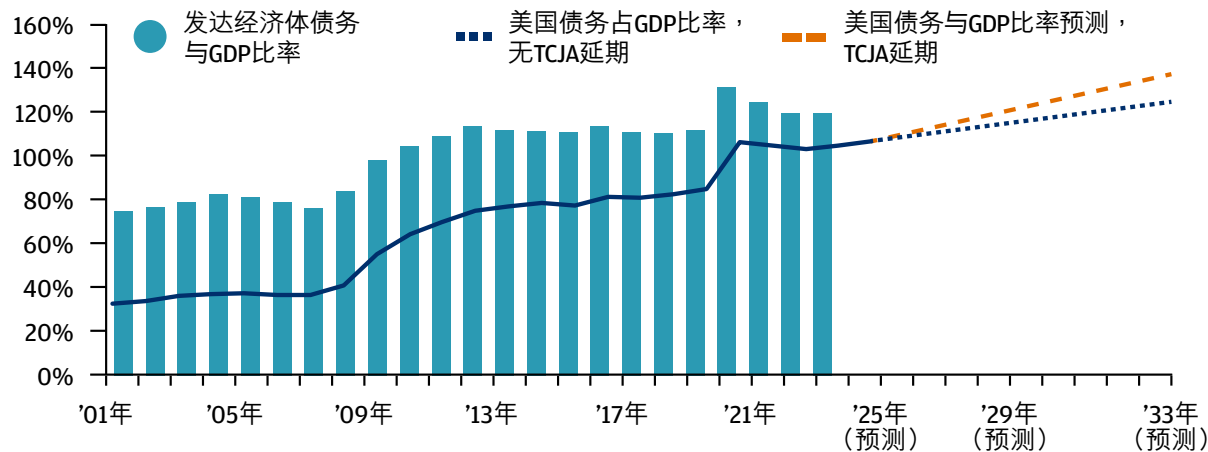
<sup>26</sup> Oshagbemi, C.和Sheiner, L. (2024年)。《减税与就业法案》的哪些条款将于2025年到期?布鲁金斯学会。

《减税与就业法案》(TCJA)的多项重要条款将于2025年底到期

|               |                                                                                                                                                                                               |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 个人所得税等级       | 对大多数个人纳税人而言，税级将增加（最高税率将从37%升至39.6%）。                                                                                                                                                          |
| 替代性最低税(AMT)   | 《减税与就业法案》将个人的替代性最低税免税额从54,300美元上调至70,300美元，并将已婚夫妇的替代性最低税免税额从84,500美元上调至109,400美元。该法案还暂停了许多费用的减免，例如部分投资管理费。随着落日条款的到期，这些费用的扣除将被取消，从而间接导致更多纳税人受到替代性最低税的影响，因为替代性最低税将不允许这些扣除。                      |
| 州和地方税(SALT)扣除 | 根据《减税与就业法案》，纳税人可就已支付的州和地方所得税总额申报逐项扣除，但最高不超过10,000美元（已婚单独申报为5,000美元）。落日条款将取消这一上限，然而如上文所述，由于替代性最低税豁免减少（根据该条款，州和地方税不能扣除），许多纳税人可能无法利用这一扣除。                                                        |
| 抵押贷款利息扣除      | 「购置款债务」的利息扣减仅限于债务本金的利息，最高为750,000美元（已婚单独申报为375,000美元）。落日条款将恢复100万美元／500,000美元的债务本金限制。此外，房屋净值贷款（如HELOC）的利息扣除可能有更大的灵活性。                                                                         |
| 合格营业收入(QBI)扣除 | 合格营业收入扣除是由《减税与就业法案》中的一项条款。该条款允许非企业纳税人从合伙企业、S公司和独资企业的「合格营业收入」(QBI)中最多扣除20%。落日条款到期后，这类扣除将被取消。                                                                                                   |
| 慈善捐赠          | 2018年至2025年，公共慈善捐款的年度扣除上限被提高至调整后总收入的60%。计划此后将上限恢复至50%。                                                                                                                                        |
| 遗产税和赠予税       | 根据《减税与就业法案》，赠予税和遗产税的基本终身免税额翻了一番，达到1,000万美元，每年根据通胀情况调整。2024年，个人终身免税赠予额为1,361万美元，夫妇终身免税赠予额为2,722万美元。落日条款到期后，个人在去世时赠予和／或转让的能力可能会大幅受限，将此金额重置为可能略高于700万美元（已婚夫妇约为1,400万美元），然后对超过部分在用尽免税额后征收40%的统一税。 |

资料来源：「即将到期的税收条款展望」，美国税务基金会。于2023年12月12日访问。

借贷热潮：全球主权债务持续上升，尤其是美国  
发达经济体的债务占GDP的百分比



资料来源：国际货币基金组织。数据截至2023年12月31日。美国国会预算办公室、Haver Analytics。数据截至2024年6月18日。

# 13 管理利率波动

2025年可能再次成为固定收益主动管理在投资组合中发挥重要作用的一年。2024年，我们的客户增加了超过200亿美元的固定收益资产。虽然我们认为，固定收益的起始收益率提供了价值，尤其是在宽松的周期的背景下，但我们建议投资者考虑增加主动固定收益策略，以补充被动策略。

首先，投资者需要关注许多发达市场主权债务和赤字的评等展望。目前，发达经济体的全球主权债务占GDP的110%，而美国国会预算办公室(CBO)预计，到2034年，公众持有的美国联邦债务将达到GDP的122%。**市场可能会将任何类型的扩张性财政政策和增加政府支出视为要求持有长长期主权债务获得更高收益率的理由。**

虽然通胀已稳定下来，但仍高于上一个周期，且仅需一点财政刺激即可引发价格压力加速上升。债券市场的隐含波动率是2021年底全球加息周期开始前的两倍。

被动型固定收益投资可能是购买并持有债券至到期日的有效方式，但我们认为，积极管理利率风险(久期)和信贷风险可能会提供提高回报的机会。拥有主动型固定收益基金，还能让投资者涉足更多在指数中代表欠佳的固定收益子行业(如证券化信贷和高收益市政债券)。事实上，回顾历史，在过去5年里，主动型固定收益基金管理公司的表现中位数比基准高出20至60个基点。<sup>27</sup>

无论您选择何种方法，请后退一步思考，放眼大局：持有债券是在投资组合内分散股票风险的必要策略。我们的客户仍有超过6,000亿美元(占其受监管资产的26%)投资于一年内到期的证券。我们认为持有债券优于持有现金，并且结合主动和被动策略是明智之举。

<sup>27</sup> SimFund，使用晨星基金分类进行分类。(2024年6月30日)。

随着利润率的增长，劳动力占收入的比例缩减



资料来源：美国经济分析局、美国劳工统计局、Haver Analytics。数据截至2024年6月30日。

# 14 反垄断风险

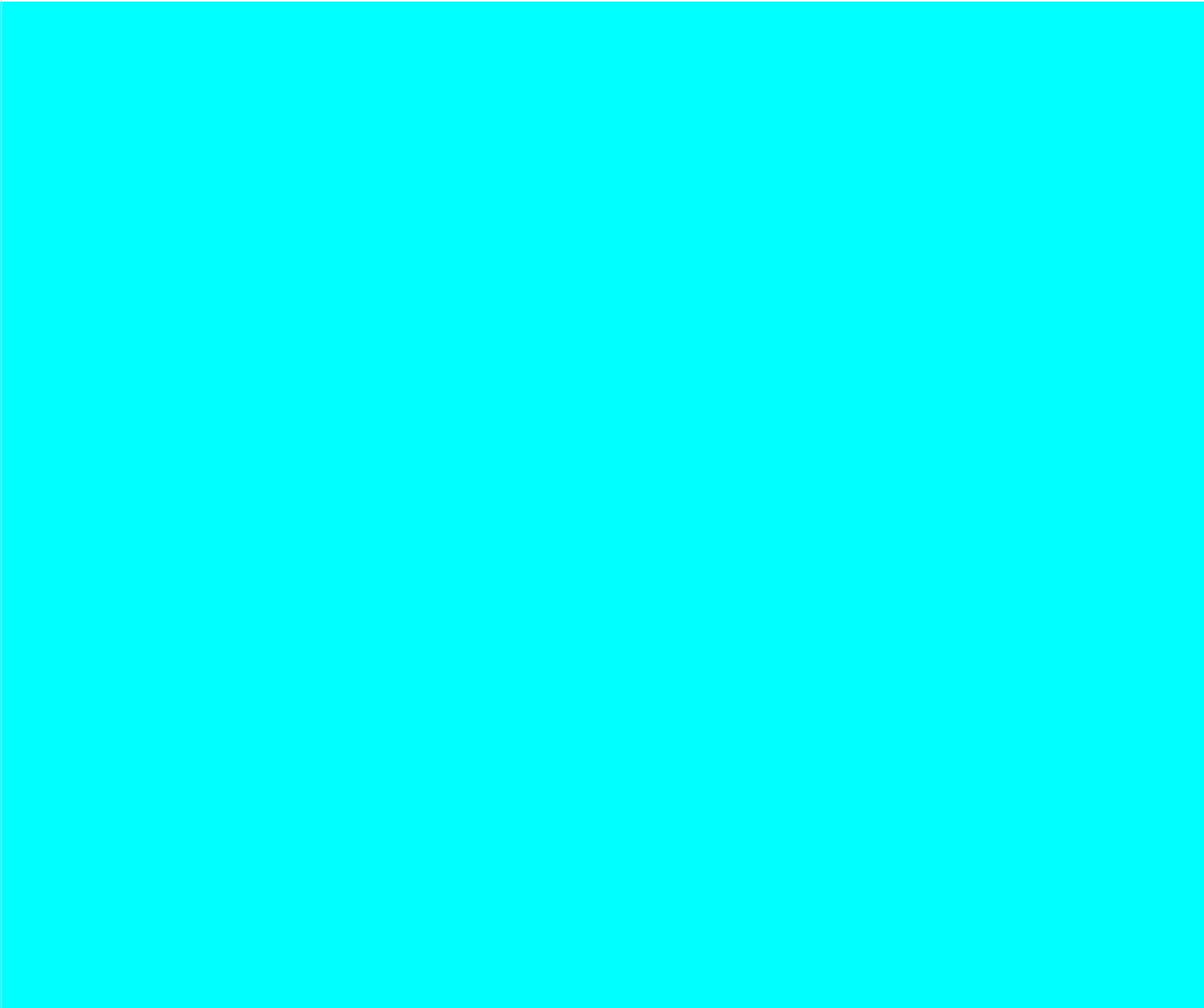
虽然我们预计特朗普政府执政期间，交易活动将回升、反垄断行动将减少，但反垄断政策仍是市场的长期风险。

美国企业利润率上升(目前比疫情前水平高出2.5个百分点)和劳动力占企业收入的比例下降，可能加剧政府抵制情绪。我们很可能会看到美国司法部和欧盟委员会继续采取相关行动。

政策制定者和选民似乎认为，劳动力在企业产出中所占比例的长期下降(不受干扰)可能导致企业集中度提高、劳动力议价能力减弱，以及税收制度向有利于资本和企业而非劳动收入的方向转变。换句话说，选民和政策制定者都可能希望通过限制大型企业的并购活动来减少(如果不能扭转)这一长期下跌趋势。

我们注意到一个重要的警告：随着政府越来越将数据和技术视为战略资产，一些大型科技公司实际上扮演了可容忍的垄断角色。即使整体反垄断活动有所增加，这种情况也可能不会出现改变。

# 15 反建制运动日增



美国大选可能成为2024年下半年投资者关注的焦点，但2025年将感受到全球选举超周期的影响。全球出现了一个明显的趋势。自1905年有数据记录以来，2024年是发达经济体中，所有面临连任的现任执政党都失去选票比例的一年。

#### 过去一年的选举包括：

- 欧洲议会  
欧盟委员会主席乌尔苏拉·冯德莱恩将连任，但多个反移民和对欧盟持怀疑态度的政党取得了胜利。
- 法国  
埃马纽埃尔·马克龙总统拯救了一个联合政府，但玛丽娜·勒庞的国民联盟仍对现有体制构成威胁。
- 英国  
保守党被压倒性地击败。
- 日本  
自由民主党失利。
- 瑞典、芬兰和新西兰  
中左翼政府失利。
- 澳大利亚和比利时  
中右翼政府失利。
- 印度  
总理纳伦德拉·莫迪领导的印度人民党失去了多数席位。

除此之外，俄罗斯总统普京在缺乏实质性反对派的情况下再度赢得了六年任期。墨西哥总统克劳迪娅·辛鲍姆以压倒性的胜利推动了一项有争议的司法改革，并通过了一项新法律，强制要求工资涨幅超过通胀。

在了解全球执政权力变化影响的同时，投资者还应密切关注反建制政客继续对市场构成的风险。展望未来，投资者不仅要考虑右翼和左翼的政治风险，还应注意建制派和反建制派。我们认为，反建制政党的威胁可能加剧政治和经济的波动。这进一步突显了打造具韧性的投资组合的必要性。



# 第04部分 — 重塑 投资组合 韧性

- 财富健康检查
- 挖掘收入价值
- 抵御通胀
- 重整回报生成方式
- 淘金热

为了保护近期家庭财富的增长，并抵御在通胀上升、政策制定者更加积极和全球化程度下降等因素引发的宏观经济不断波动，投资者需要构建具有韧性的投资组合。我们认为，三种策略可以帮助投资组合抵御意外冲击：增加稳定的收入来源；增加有助于缓解通胀威胁的资产；以及利用期权和衍生工具策略调整风险和回报。

# 16 财富健康检查

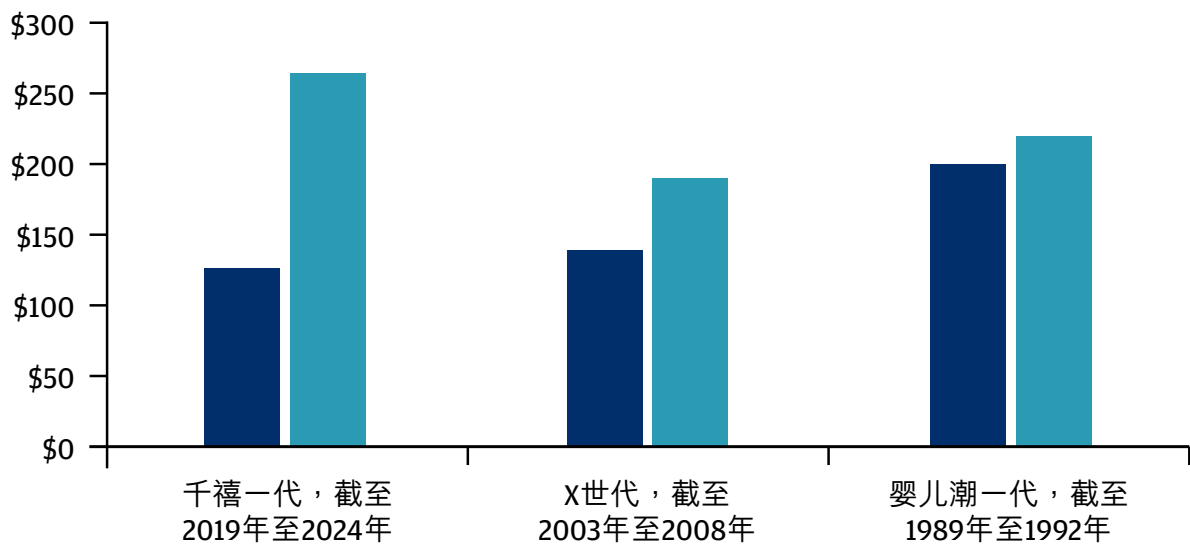
过去一年，美国家庭净值已攀升至近160万亿美元的历史新高。<sup>28</sup>欧洲央行的数据显示，欧元区的家庭财富已从疫情前的不到50万亿欧元增长至60万亿欧元。自2019年以来，千禧一代(出生于1981年至1996年)的净值几乎翻了一番，目前已超过X世代(1965年至1980年)或婴儿潮一代(1946年至1964年)在同期时的净值。

这无疑是个好消息。但这些收益也为您提供了一个从有利位置对投资组合进行战略性重新评估的机会。对一些人来说，机会可能是迫切需要的。试想一下：如果投资者在2020年初配置了60/40的股债投资组合，并且未进行重新平衡，现在的配置将是80/20。对大多数其他人来说，可能没有必要作出重大改变。

管理集中持仓对投资组合的韧性也至关重要。**我们的研究发现，在所有上市公司中，近一半的公司在某个时刻遭受了灾难性的价值损失，近三分之二的公司表现逊于指数。<sup>29</sup>**此外，集中持有现金也可能不利于实现长期目标，甚至无法保持购买力。

现在是投资者重新评估其目标和风险承受能力的好时机，并考虑其各类资产如何与这些目标保持一致。许多人可能会发现，锁定收益并减少对完全估值指数的敞口是谨慎的做法，从而以更低的风险实现其主要生活目标。有多种节税方式可供选择，包括将长期升值头寸赠予慈善机构，或使用可变预付远期合约等策略变现和分散集中持仓。

千禧一代的财富净值高于婴儿潮一代和X世代在同龄时期的净值  
经通胀调整后的净值，按代计算，在类似年龄，单位为千美元



资料来源：美联储、美国劳工统计局、Robinson Research。数据截至2024年6月30日。  
注：每户家庭实际价值以2017年美元计量，使用消费者物价指数进行调整。深色条衡量每一代人在23-38岁时的财富。  
浅色条反映每一代人在28-43岁时的财富状况。

<sup>28</sup> 美国联邦储备系统管理委员会，家庭：净值，水平，圣路易斯联邦储备银行，2024年11月8日。  
<sup>29</sup> 岑博智、Manoukian, J.和Data, K.(2024年)。痛苦与狂喜：集中股票持仓的风险和回报，第四部分。摩根大通。

# 17 挖掘收入价值

提高投资组合韧性的一种方法是增加由收入驱动的总回报份额。由于现金和国债收益率下跌，许多投资者将寻找新的收入来源。从历史经验来看，规模介于6,000亿美元至2.2万亿美元的货币市场基金资产将寻找新的投资方向。

核心固定收益(投资级主权债、市政债券和公司债券)是获得可观收益率的首选。投资级公司债券的收益率仍高于5%。信用利差较窄，但受到低降级风险和高信贷质量的支撑。

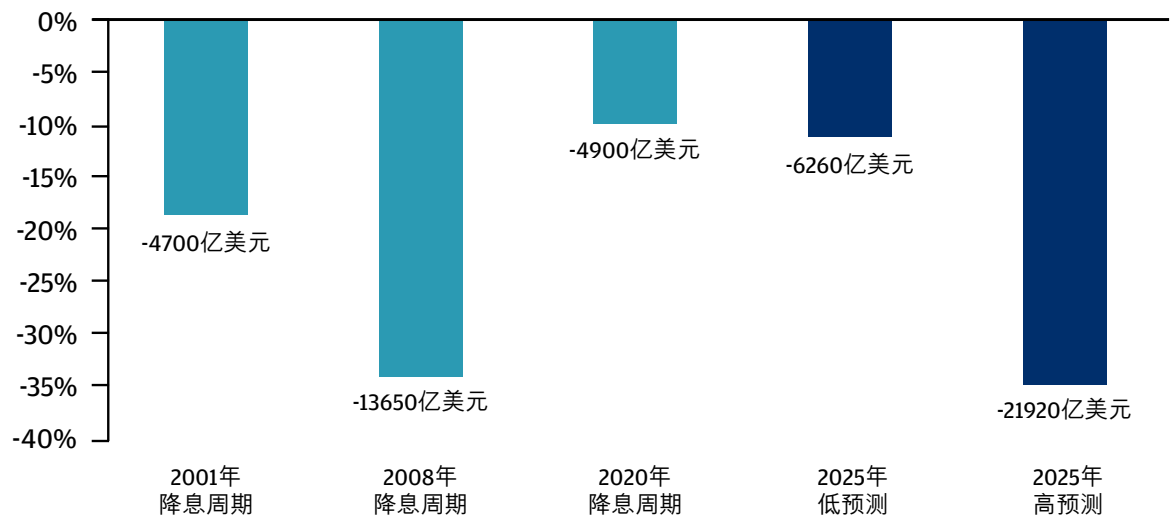
虽然回报受市场波动影响，但即使在部分利差扩大的情况下，高收益债券投资者也可发现回报可能超过5%的具吸引力机会。此外，美国纳税人可考虑优先股，因为优先股可以提供6%-7%左右的节税收益。

别忘了派息股，其交易价格相对于市场存在明显折价。此外，优质派息股波动率往往仅为大市的80%。换言之，它们有可能以较低的估值提供波动性较低的投资体验。

最后，直接借贷、基础设施、房地产和资产支持融资等低流动性投资领域，可提供中高个位数的潜在收益机会，通常与股票和债券相关性较低。

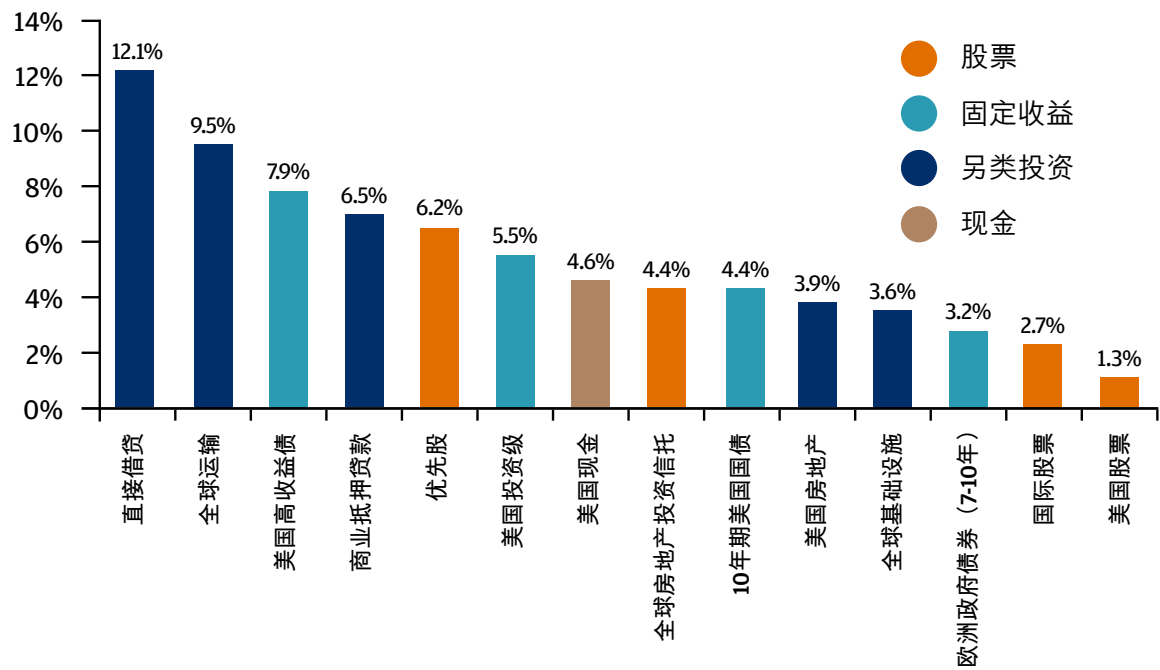
随着全球宽松周期持续和无风险利率下降，到2025年，风险较高的收入来源可能变得更具吸引力。

高达2万亿美元现金可能寻找新的投资方向  
以往降息周期，货币市场基金资产累计跌幅，%



资料来源：彭博财经。数据截至2024年9月30日。

随着政策利率下降，收益率将变得更有价值  
各类资产类别的税前收益率，%



资料来源：美银美林、彭博财经、Clarkson、Cliffwater、Drewry Maritime Consultants、美联储、富时、MSCI、美国房地产投资信托委员会、FactSet、富国银行、摩根资产管理。数据截至2024年8月31日。

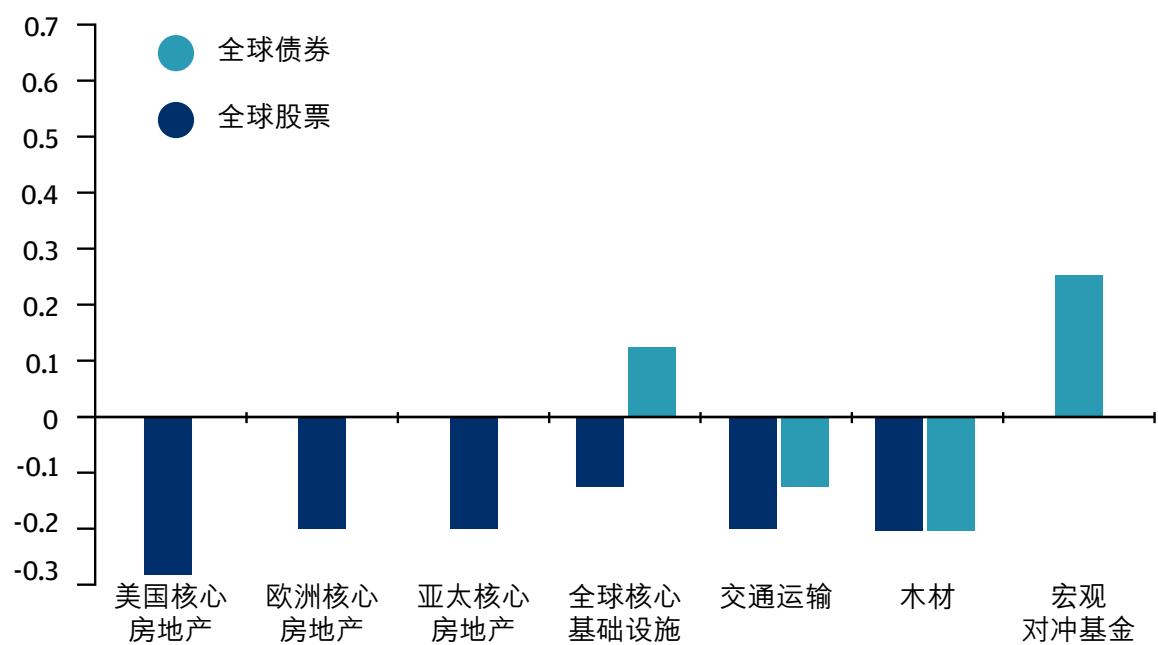
# 18 抵御通胀

核心固定收益仍是投资组合的关键多元化工具。但另一种可能增强投资组合韧性的方法是增加能够缓解通胀威胁的资产。过去四年，传统多元化投资组合面临着严峻挑战，因为股票和债券的走势往往一致，呈正相关。2022年，通胀飙升，股票和债券均出现大幅下跌。

投资者应留意，虽然债券有助于分散投资以抵御增长冲击，但无法抵御通胀影响。**从长期来看，我们认为股票与债券的负相关性将持续存在。**然而我们也认为，拥有能够为股票和固定收益提供多元化投资的资产是合理的策略。

什么资产能符合要求？历史上，房地产、大宗商品和基础设施与股票和债券的相关性较低。与此同时，疫后期间保持多元化的对冲基金策略已证明其价值。自2020年底以来，对冲基金的综合表现累计超越核心固定收益20%，令人瞩目。展望未来，我们预计对冲基金可能在传统60/40股债投资组合的上行空间中获得80%以上的收益，同时具有约一半的波动性。我们还对更专业化的资产(如特许权使用费)感兴趣，这些资产可提供稳定的现金流，并且与传统市场几乎没有相关性。

若干私募市场资产与股票和债券呈负相关性  
2008年第二季度至2024年第一季度季度回报的相关性



资料来源：彭博财经、Burgiss、Cliffwater、富时、HFRI、MSCI、美国房地产投资信托委员会、摩根资产管理。数据截至2024年8月31日。



# 19 重整回报生成方式

以下是实现投资组合韧性的第三种方法：考虑使用期权等工具来调整相关资产的风险和回报。该策略可能在提供下行保护的同时，保留部分上行潜力。

期权可能保护资本，提供特定市场敞口并产生收入。同样，主动型交易所交易基金(ETF)可采用期权策略，寻求自相关资产类别产生收入，或相对于直接股票敞口降低波动性。

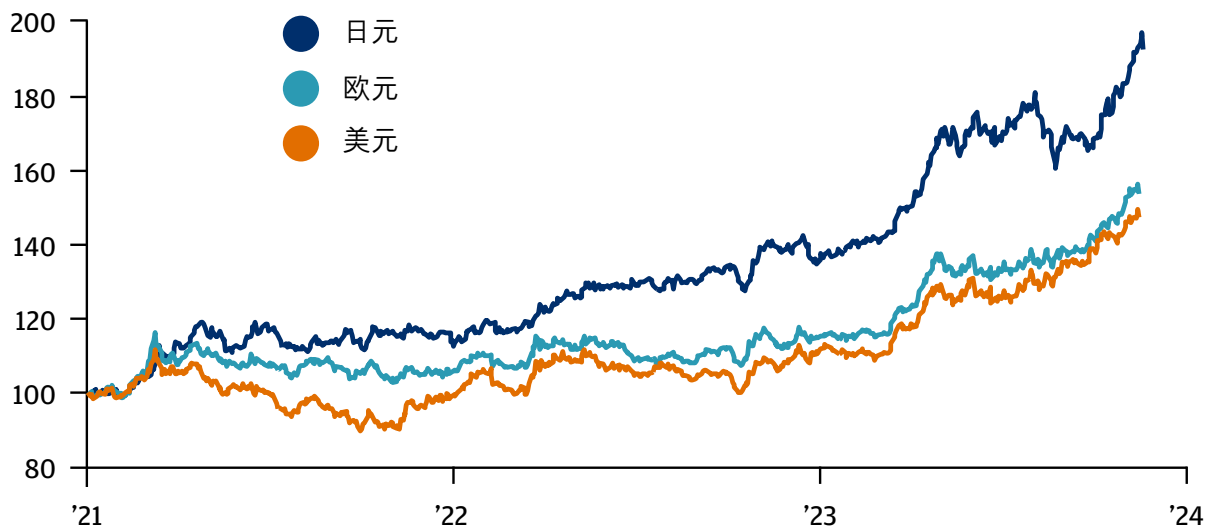
结构性票据具有更高的个体特异性，也可实现类似结果。历史数据显示，与股票挂钩的结构性票据提供的回报约是股市大盘股的三分之二，同时在股市下跌时期也能提供正回报，这点尤为关键。回顾过去，在市场上涨和下跌时期，与股票挂钩的结构性票据表现也优于优先股和高收益债券。我们认为，投资者可考虑重新调整回报的策略，以纳入下行保护，同时在2025年维持上行敞口。

# 20 淘金热

2024年黄金飙升至历史新高，我们认为2025年淘金热持续的理由非常充分。大宗商品在构建具有韧性的投资组合方面能够发挥重要作用。我们预计，金价将继续得到各国央行的支持，尤其是新兴市场央行，与俄罗斯入侵乌克兰之前相比，新兴市场央行每年的黄金购买量增加了1,500吨。中国人民银行持有的黄金仍然只占其外汇储备的5%，而欧洲央行和美联储持有的黄金分别占其外汇储备的比例为60%和73%。<sup>30</sup>**2024年黄金ETF并无资金流入，但2025年无风险利率下降，将带来散户投资者的新需求，可能推高价格。**

关键在于，黄金为原始避险资产，可作为一种具吸引力的对冲工具，既可以对冲地缘政治风险，也可以对冲主权债务和赤字带来的不确定性。在对二战以来约50起地缘政治事件的研究中，我们发现，黄金是对冲股市波动的可靠短期对冲工具。<sup>31</sup>最后，我们认为美元存在结构性高估。黄金是分散货币敞口的有效途径。

黄金的涨幅已超过主要货币，尤其是日元  
金价指数，100 = 2021年



资料来源：FactSet。数据截至2024年10月31日。

<sup>30</sup>Attar, H.和Ademolu-Odeneye, I.(2024年)。黄金市场的下一个转变。桥水。

<sup>31</sup>Seydl, J. (2024年)。地缘政治冲击如何影响市场？摩根大通。

# 第05部分 — 不断演变的 投资格局

常青另类资产投资

体育和流媒体

21世纪太空竞赛

负债管理

重塑城市

投资创新有时会呈现浪潮式发展；我们认为2025年将是创新之年，各行各业正在探索新的前沿领域。尽管这些机会可能不会成为您投资组合的核心部分，但您可能会发现一些小却能创造价值的增持良机。

# 21 常青另类资产 投资

开放式常青另类基金作为新的前沿趋势，越来越受到投资者的青睐。我们在2024年的另类投资承诺中，实际上有一半投入了常青基金结构，高于去年的33%。虽然许多另类资产基金设有固定的到期日，但开放式常青基金（无固定的到期日）正迅速崛起。

常青私募信贷基金在2020年代初积累了大量资产，部分原因是监管限制了银行发放贷款的能力。我们预计，2025年常青私募股权将经历类似的增长轨迹。

目前，常青私募股权集中于前20个焦点策略，约占当前管理资产的75%。但在2025年，我们计划与多家基金管理公司合作，制定能够提供差异化私募股权敞口的半流动性工具策略。事实上，目前已有50支基金在美国证监会注册，预计将在未来几个月推出。<sup>32</sup>

常青另类资产投资有几个主要优势：首先，能以较低的最低投资额获得私募投资策略；其次，提供购买经验丰富投资组合的机会；最重要的是，具备定期（例如，每月或每季度）获得流动性的潜力。

与封闭式基金相比，常青基金也提供了更简单的投资方式。只需一次性决策，即可按照合适的战略权重进行充分投资，并且您的资本可随着时间的推移进行再投资，从而实现复合增长。

与此同时，我们注意到一些需要关注的事项。与从投资者「提取」资本的封闭式基金相比，常青策略往往费用更高、回报更低。值得注意的是，常青基金的赎回时间表可能会受相关投资偶尔流动性不足的影响。这可能是一个挑战，因为在经济和市场承压时期，投资者往往最希望获得流动性。

我们认为，开放式常青和封闭式提取策略可在多元化投资组合中发挥互补作用。优先考虑精简的投资者可能会偏好常青策略，而注重绝对回报的投资者可能会更倾向于选择传统的提取基金。

<sup>32</sup> Flynn, K.、McCulloh, B.、Hagen, J.、Gaskill, L.和Becker, L.（2024年）。XA Investments非上市封闭式基金2024年第二季度市场动态。XA Investments。

## 22 体育和 流媒体

通常情况下，拥有一支运动队与拥有伦勃朗画作或一系列经典汽车更为相似，而拥有公开市场股票和私募股权的相似性较低。然而随着体育联盟放宽所有权规则，潜在的体育投资者可以探索新的领域。

投资体育的理由很简单。首先，体育赛事是少数能够稳定吸引大量观众的媒体体验之一。在过去五年中，体育并购和投资的总价值增长了8倍，而所有公开并购和投资却下跌了40%，这不足为奇。<sup>33</sup>

其次，对于任何新的体育特许经营而言，准入门槛仍很高，这对现有的体育队所有者有利。美国的体育队权数量受各自联赛规则的严格限制，联赛的全球等级排名似乎已经确立。<sup>34</sup>

但体育投资面临挑战。联赛在历史上最重要的合作伙伴，传统的广播(地面)电视网络，似乎处于不可逆转的衰退状态。看到传统媒体公司整合，而技术支持的流媒体服务为获得体育版权支付越来越高的溢价，我们并不会感到惊讶。

尽管如此，体育投资的乐观情形似乎将占主导地位。国家橄榄球联盟(NFL)也放宽了投资规则，允许更多机构资

本参与，以及大学体育运动的重大变化，可能需要资本解决方案。我们预计，体育及其相关资产的交易活动、股权和信贷投资将超过其他行业。

投资竞技球赛：体育投资可受益于宽松的所有权规则  
私募股权基金的投资主题规划

| 球队              | 收藏品                 |
|-----------------|---------------------|
| 拥有体育特别经营权的多数股权* | 交易卡、纪念品、NFT         |
| 拥有体育特别经营权的少数股权  | 服装                  |
| 球员／人才           | 房地产                 |
| 球员表现相关服务**      | 体育运动队及场馆融资          |
| 体育分析软件          | 竞技场／跑道／高尔夫球场        |
| 体育机构            | 竞技场附近的房地产开发项目       |
| 承销球员合同          | 体育相邻健身特别经营权         |
| 媒体              | 运营                  |
| 媒体版权和流媒体        | 场地管理（门票、赞助商、特别经营权等） |
| 社交媒体／粉丝参与       | 竞技场、赛事运营和运动员的设备     |
| 为体育粉丝服务的媒体      | 第三方票务应用程序           |
| 联盟              | 博彩                  |
| 新兴体育联盟          | 梦幻体育                |
| 青少年体育学院         | 博彩应用程序／网站           |
| 夏令营             | 实时体育博彩              |
| 视频游戏            |                     |
| 电子竞技（直播、比赛）     |                     |
| 体育类电子游戏         |                     |

资料来源：岑博智，摩根资产管理。数据截至2024年。\*虽然目前美国四大体育联盟不允许私募股权基金拥有多数股权，但一些新兴和国际联盟允许这么做。

\*\*包括球员训练、指导和发展；身体康复、生物力学、营养、心理策略等。

<sup>33</sup> 岑博智(2024年)。「不妨参与体育圈」。摩根资产管理。如需了解更多信息，请点击[此处](#)查看我们关于体育投资的文章。

<sup>34</sup> 国家橄榄球联盟和英超，其次是美国职业篮球联赛、美国职业棒球大联盟、国家冰球联盟、国家女子篮球联盟、一级方程式和其他欧洲足球联赛。

# 23

## 21世纪太空竞赛

全球经济已依赖太空发展。卫星和其他定位，导航和定时技术是定位和通信服务不可或缺的组成部分，使电视乃至餐饮配送等行业成为可能。过去20年，SpaceX等公司的创新已将发射卫星的成本降低了10倍，我们预计卫星技术增强将支持更有效的通信和观测技术。这可能对全球互联互通至关重要，并可能推动自动化等数据密集型流程的突破。其他应用领域包括跟踪运动的成像，这可以帮助管理供应链、预测和应对自然灾害，以及监控建设项目。

太空也将继续成为国防安全的重点关注领域。**美国国防部对天基系统的预算申请已从2019年的约90亿美元增至2025年的250亿美元以上。**印度的一艘航天器成功在月球南极着陆。日本和美国正在合作开发更准确的定位技术。秘鲁、沙特阿拉伯和泰国都在其经济发展计划中优先考虑太空领域。

未来10年，太空旅游行业的市场规模或将发展至每年50亿美元。咨询公司麦肯锡预测，未来十年，太空经济的增速将超过GDP增速的两倍以上，到2035年将成为一个2万亿美元的行业。<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Acket-Goemaere, A.、Brukardt, R.、Klempner, J.、Sierra, A.和Stokes, B.(2024年)。  
空间：1.8万亿美元的全球经济增长机会。麦肯锡公司。



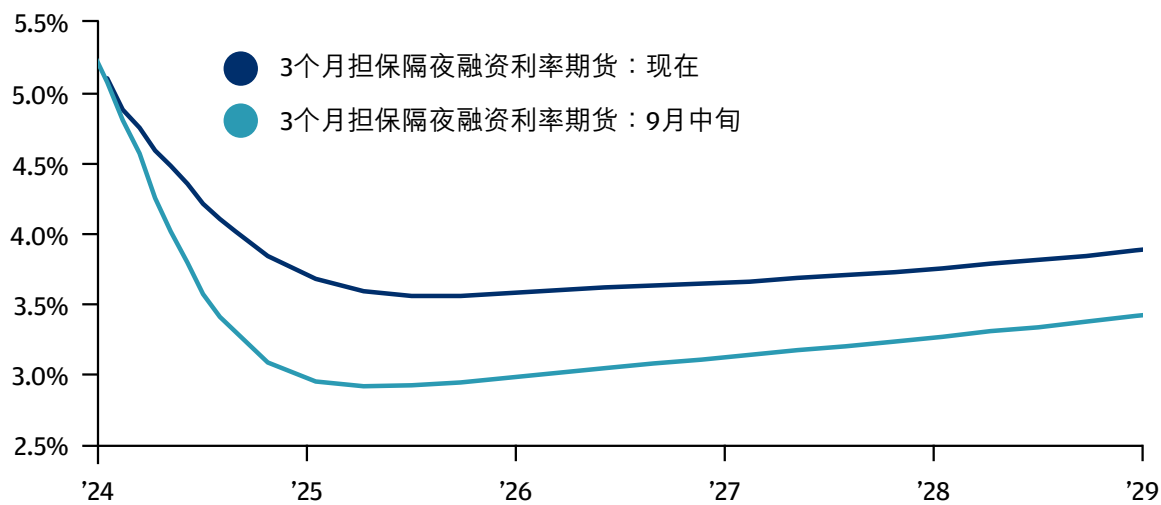
# 24 债务管理

在过去两年中，许多借款人一直承担基于5%以上短期利率的利息成本。随着市场开始预期未来的政策利率下调，借款人可以锁定较低的利率，无论降息是否会成为现实。在9月份的某个时点，市场预期美联储将进入一个激进的降息周期，基准担保隔夜融资利率利息成本可能在2至5年内维持在2.90%至3.25%的水平。客户可使用普通和结构性利率掉期、利率上限和利率围栏等工具进一步调整借贷成本，以锁定或管理低于当前市场提供的利率。

抵押贷款活动也反映了市场状况的动态管理，尤其是利率预期。9月份，摩根大通私人银行的抵押贷款申请达到2023年6月以来的最高水平，再融资申请达到2022年夏季以来的最高水平。我们约70%的抵押贷款申请是可调利率贷款，这是至少五年来的最高比例。这表明，借款人正尽其所能寻找最低利率，并预计未来利率将下降。

未来一年，可能会出现其他类似的机会。无论您是否参与债务管理，随着借贷成本下降，我们预计房屋净值信用额度、投资组合信用额度以及抵押贷款购买和再融资的需求将会增加。利率的下降也对遗产规划产生影响：家族内部贷款利率不再那么高，授予人保留年金信托(这一工具可以将高于最低资本回报率的资产增值传递给受益人，而无需缴纳遗产税)的最低资本回报率也将降低。

对美联储政策举措的预期不断变化，可能会带来锁定利率的机会  
担保隔夜融资利率期货预期3个月利率，%



资料来源：彭博财经。数据截至2024年10月23日。

# 25 重塑城市

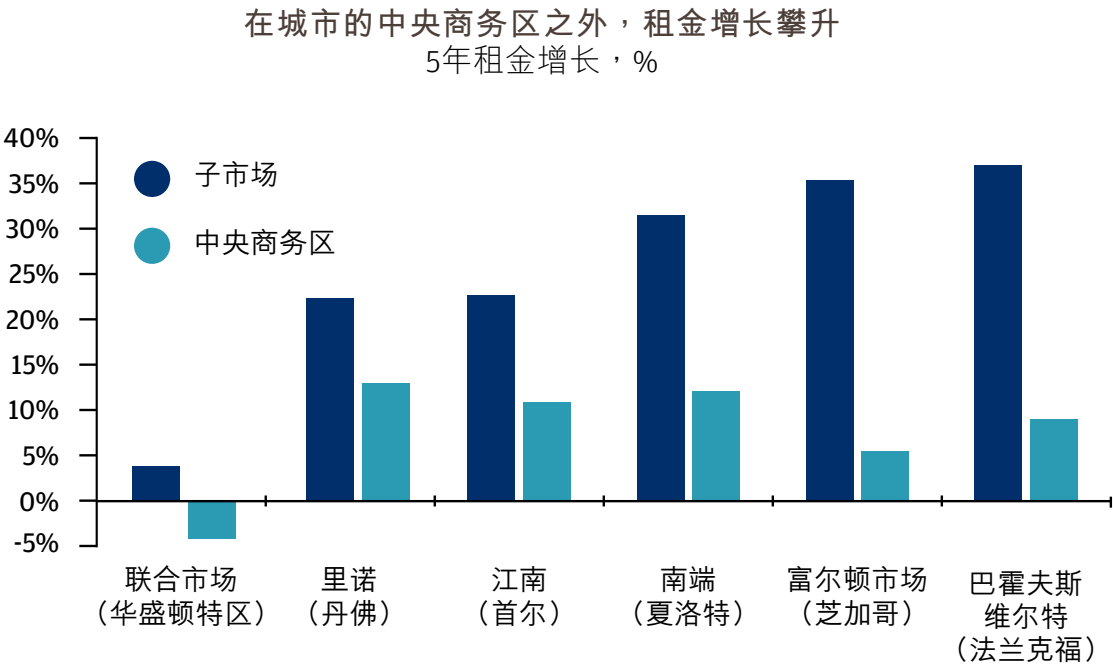
城市的景观正在发生变化。这已成为疫情后全球普遍存在的现象。

即使在新冠疫情之前，城市也在发生变化。在美国，步入中年的千禧一代正在向房价更为经济实惠的郊区迁移。疫情和居家办公安排的激增加剧了这一趋势。目前，美国许多城市(包括波士顿、印第安纳波利斯和达拉斯／沃思堡都会区)的新开发项目以低层花园式多户住宅、位于主要郊区和边缘城市地区写字楼，以及重新开发的综合零售为特色。

过去五年，在全球范围如首尔的江南、芝加哥的富尔顿市场和法兰克福的巴霍夫斯维尔特等城市边缘和郊区边缘市场的租金，增长超过了中央商务区租金增长的2.5至9倍。我们预计此趋势将维持下去。

与此同时，城市政府和投资者将加强合作，将质量较低、较旧的B级和C级写字楼改造为更高效的用途，例如，住房甚至数据中心。在芝加哥、法兰克福和新加坡等城市，超过80%的办公空间是在2015年之前建造的。

尽管如此，获LEED(能源和环境设计领域领先)认证的A类办公空间新建筑仍在蓬勃发展。例如悉尼的Salesforce塔楼和新加坡的金凯源中心。摩根大通的新总部将于2025年夏季在纽约市开业，成为改变全球城市天际线的新写字楼之一。



资料来源：仲量联行研究。数据截至2023年5月。

# 结论

事实证明，2024年是投资回报异常丰厚的一年。我们很高兴能在2025年与您和您的家人善用优势，厚积增益。无论是利用资本支出加速增长的机会、通过收益和实物资产确保投资组合韧性，还是了解最近全球选举周期的潜在影响，您的摩根大通团队可随时帮助您和您的家人实现您的目标。

# 第06部分 — 全球 观点

- 亚洲
- 拉丁美洲
- 欧洲



# 亚洲

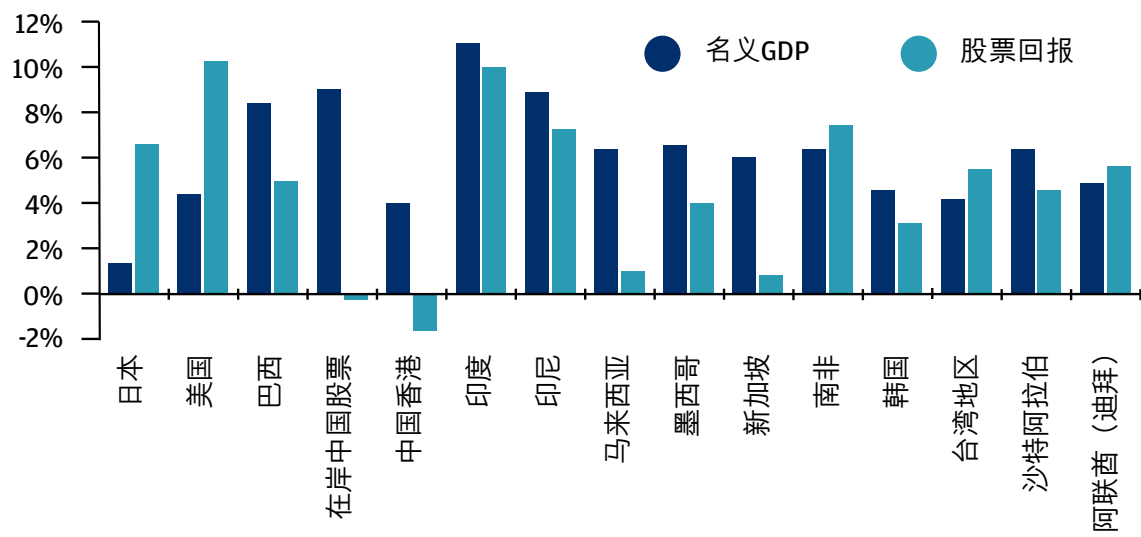
# 如何在新兴市场中寻找机会

多年来，新兴市场的表现一直令投资者失望。尽管他们以实现高增长和高回报为目标，但总体而言，新兴市场股票在过去15年中仍是表现最差的资产类别之一。投资者对强劲经济增长的预期大致上都能实现：平均而言，新兴市场经济体的增长率达4.3%，而发达市场经济体的增速则为1.7%。然而，在许多市场中，股市回报却未能赶上经济增长的步伐。

为什么有些国家的经济增长能够推动股市录得正回报，而另一些国家却未能如此？正如本文所讨论，关键在于经济增长与企业利润之间的紧密联系。最终对投资者而言，利润(和利润增长)才是关键所在，因此关键问题是哪些因素能够让经济增长转化为企业利润。

随着美联储降息以及中国推出新一轮刺激措施，新兴市场的前景逐步向好。但投资者需要关注特定经济体和市场的动态演变，并在确定投资哪个市场，乃至整个新兴市场的投资布局都应谨慎选择。务请注意，以上观点的着眼点在于长期投资。短期战术性机会(例如今年的中国市场)可能会基于其他因素而快速变化。

新兴市场的经济增长并不总是等同于回报  
自2009年以来的年化名义GDP增长与本地股指价格回报比较(本地货币)(%)



资料来源：全国数据资料来源、MSCI、彭博财经。数据截至2024年9月30日。



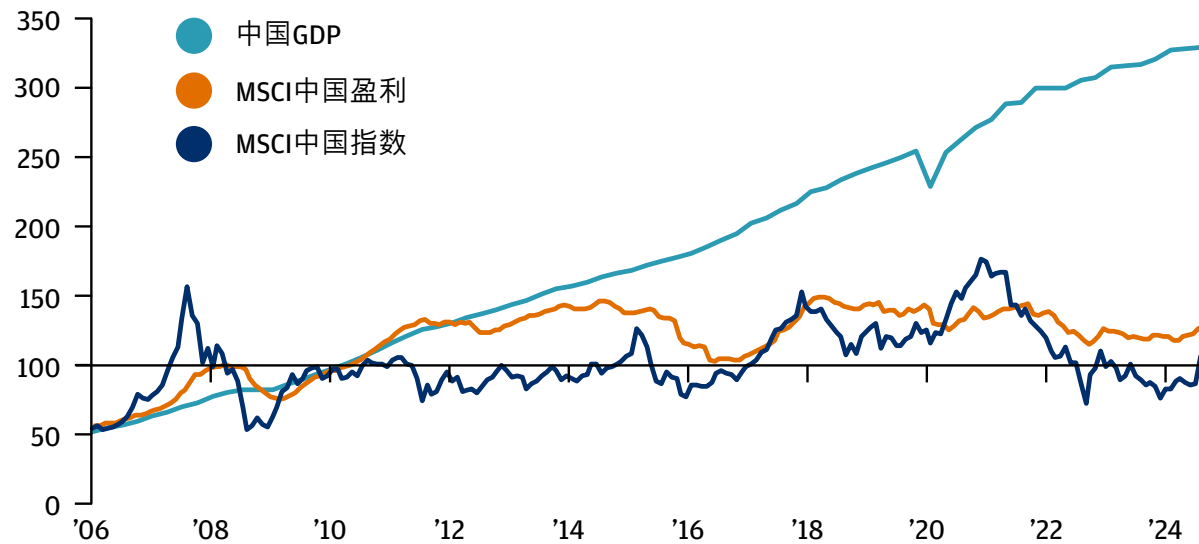
# 推动股市走势的因素

驱动股票回报的因素是什么？当公司的每股利润增加或通过派发股息返还资本时，投资者便会获得回报。整体而言，从长期来看，股票走势通常会跟随利润(盈利)。当盈利增长时，股票价格往往会上涨。然而，这正是新兴市场股票落后于其他发达市场股票的原因。虽然许多国家和地区的经济增长强劲，但许多国内公司的利润并没有随之增长。中国是其中一个最明显的例子，过去10年，尽管中国经济表现强劲，但盈利依然持平(见图表)。

我们认为，有三个因素解释了盈利增长相对较弱的原因。

首先，在不同的经济模式中，可以因为公共及私营部门发挥不同的作用，而导致彼此之间存在差异。一些国家／地区在产出方面表现出色(建设基础设施或增加出口量)，但这样的经济模式不一定有助于产生企业利润。例如，一个经济体可能涉及大量的政府补贴，导致非经济竞争加剧，价格也被压低。类似的情况也发生在拥有许多不受利润驱动的国有企业的经济体中。

中国股市尚未跟上经济增长的步伐  
中国名义GDP和MSCI中国指数和盈利，2010年= 100



资料来源：中国国家统计局、MSCI、Haver Analytics、彭博财经。数据截至2024年第三季度。

第二个因素是企业治理。即使是收入丰厚的成功公司也不一定能创造利润。重要的是，可观的利润不一定会转化成每股盈利的增长。例如，公司可能会将产生的大量收入用于浪费性投资或向管理层支付高额薪资。

更常见的情况是，公司虽然获利，但采取了不利于股东的行动—例如增发股票，导致股东价值被稀释。鉴于盈利是按每股基准来衡量，如果企业在利润增长的同时增发股票，那么每股盈利将永远无法提升。

第三个因素较为宏观，涉及出口业在特定的新兴市场经济乃至整个新兴市场中所承担的角色。尽管新兴市场经济体的国内消费有所增长，但出口仍是影响企业利润的关键因素。因此，在2000年代中期，全球贸易在超全球化的背景下飞速增长，新兴市场能在此时达到鼎盛时期也就不足为奇。随着保护主义崛起以及供应链转移，贸易因而普遍受压，因此，寻找在此环境下仍能增加出口的经济体成为了一个重要因素。

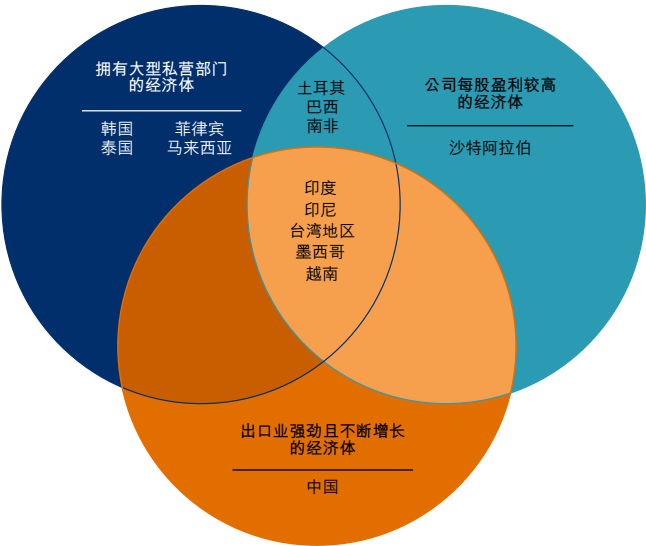
# 新兴市场投资的三要素框架

投资者如何在当前环境下探寻机会？我们认为韦恩图表提供了一个有用的参考框架。

看看处于韦恩图表中心的经济体存在以下特点：私营部门茁壮成长与少量政府干预、企业重视股东及盈利增长，以及出口持续增长。诚然，能够完全符合以上条件的经济体寥寥可数。这正是投资者在投资新兴市场时需要特别谨慎的原因。

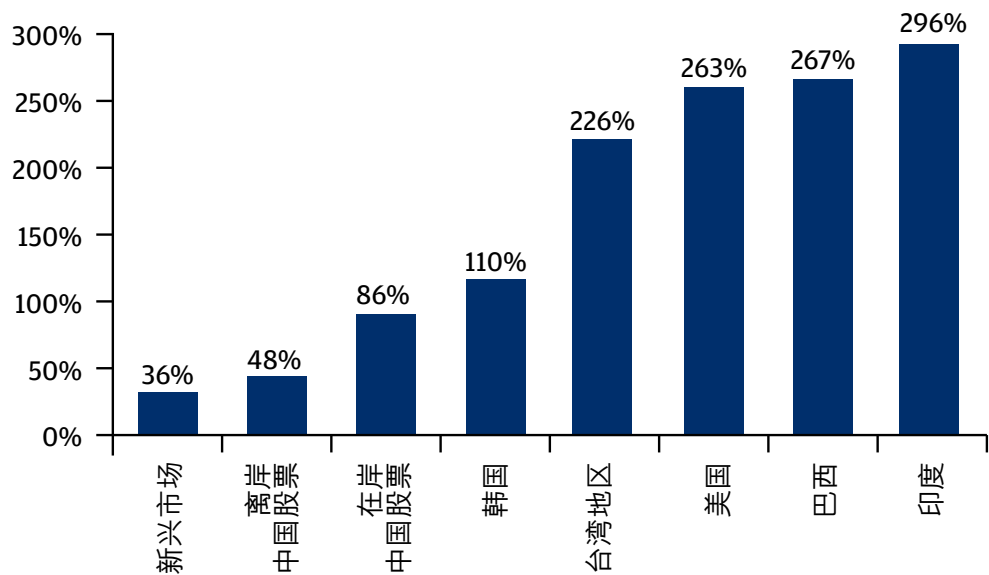
从第一个因素—经济结构来看，私营部门已成为许多经济体的主要增长引擎，竞争力的提升推动了企业业绩的改善。例子包括国有企业占比较小的市场，例如印度、印尼、台湾地区、韩国、南非和土耳其。

在投资新兴市场时，审慎选择投资标的非常重要  
新兴市场投资框架



资料来源：摩根大通财富管理。

某些新兴市场的利润以惊人的速度增长  
按地区划分的盈利增长，本币，2009年9月至2024年9月，%



资料来源：彭博财经。数据截至2024年9月30日。  
注：新兴市场由MSCI新兴市场指数代表，中国离岸由MSCI中国指数代表，中国在岸由沪深300指数代表，韩国由韩国综合指数代表，台湾地区由台湾加权指数代表，美国由标普500指数代表，巴西由Bovespa指数代表，印度由孟买Sensex指数代表。

来到第二个因素——公司治理，具体而言，就是公司是否能够创造股东价值——印度、巴西、印尼、台湾地区和阿联酋通过利润或股息增长产生回报，而且重要的是，他们往往不会稀释股东价值。这些地区的公司通常专注于提高利润并将价值返还给股东；而且他们的每股盈利往往都能快速增长。

至于第三个因素——出口在经济中的作用，中国显然在此领域脱颖而出。近年来，中国卓越的出口表现使其在全球出口业中的市场份额上升至15%。从投资者的角度来看，中国出口的激增与中国政府积极推动出口业有关。一个依赖大量政府补贴和刺激措施来增加供应量的经济体，或者难以为提升利润率和盈利增长营造有利环境。

我们还注意到，中国的出口实力对许多其他新兴市场构成了挑战。中国不断扩大的贸易顺差，以及技术含量高低的产品出口量增长，已为全球各地制造商带来了压力。最近有报道显示，韩国与中国的泡菜贸易出现逆差，突显出中国以外的新兴市场面临的挑战之大。尽管如此，越南、印度、台湾地区、波兰和土耳其等经济体仍能获得出口市场份额。

那么，投资者应该在何处寻求高增长和高股票回报这种难得的机会？在我们的三个因素框架中，印度、印尼、台湾地区和墨西哥对股票投资者来说是最具潜力的新兴市场。新兴市场指数或许不尽人意，但投资者如能审慎选准了投资标的和股票，便有望获得可观的回报。

# 拉丁美洲

## 政治和货币政策之警示

几个月前，美联储启动了期待已久的首次降息，标志着全球降息周期来临。

这个周期的发展将会如何？为了回答这一问题，我们可将拉丁美洲的货币政策视为研究案例。从某方面看，这是一个令人欣慰的故事。拉丁美洲大部分地区的经济增长依然强劲，通胀得到遏制。但从其他角度看，就为我们带来警示。政治和政策问题可以产生关键的影响。

随着许多国家／地区转向「财政激进主义」，增加政府支出和投资，货币政策和财政政策的相互作用将变得尤为重要。拉丁美洲的经验可供投资者借鉴，帮助他们理解这一降息周期对经济和市场的影响。

# 恶性通胀 和历史教训

从1970年代到1990年代中期，拉丁美洲一直在抗击恶性通胀，当时各国央行在遏制恶性通胀方面发挥了关键作用。同时，将国有工业私有化，奉行贸易自由化，并推行紧缩措施也很重要。然而事实证明，建立独立于行政权力、清晰、可预测的货币政策，才是改变局势的决定性因素。

智利在1989年率先赋予中央银行自主权。此后于整个1990年代，许多其他国家纷纷效仿。该地区最大的经济体巴西也在2021年实现了央行独立。

相反，像阿根廷和委内瑞拉等这些央行独立性被削弱的国家，仍在努力遏制通胀。

法律改革为拉美各国央行带来了更大的自主权  
拉丁美洲部分国家在法律改革前后的央行独立性

| 国家      | 改革年份 | 改革前  | 改革后  | 国家   | 改革年份 | 改革前  | 改革后  |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| 阿根廷     | 1992 | 0.4  | 0.8  | 墨西哥  | 1993 | 0.39 | 0.64 |
| 玻利维亚    | 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 | 秘鲁   | 1992 | 0.43 | 0.8  |
| 哥伦比亚    | 1992 | 0.27 | 0.69 | 乌拉圭  | 1995 | 0.18 | 0.71 |
| 哥斯达黎加   | 1995 | 0.44 | 0.73 | 委内瑞拉 | 1992 | 0.43 | 0.73 |
| 多米尼加共和国 | 2002 | 0.37 | 0.65 | 美国   | **   |      | 0.48 |
| 洪都拉斯    | 1997 | 0.36 | 0.67 | 欧盟   | **   |      | 0.86 |

资料来源：世界银行。数据截至2017年。

注：央行独立性指数基于央行法律和相关立法的法律规定。该指数的整体数值在0到1的连续范围内波动，数值越高表明央行的合法独立性越强。随后立法在一定程度上恢复了这些改革的国家以星号标记。\*巴西的央行在2021年实际上已独立，但没有更新得分。

\*\*美国和欧盟方面，还没有具体的改革来改变得分。

# 全球金融危机 和新冠疫情后 的政策

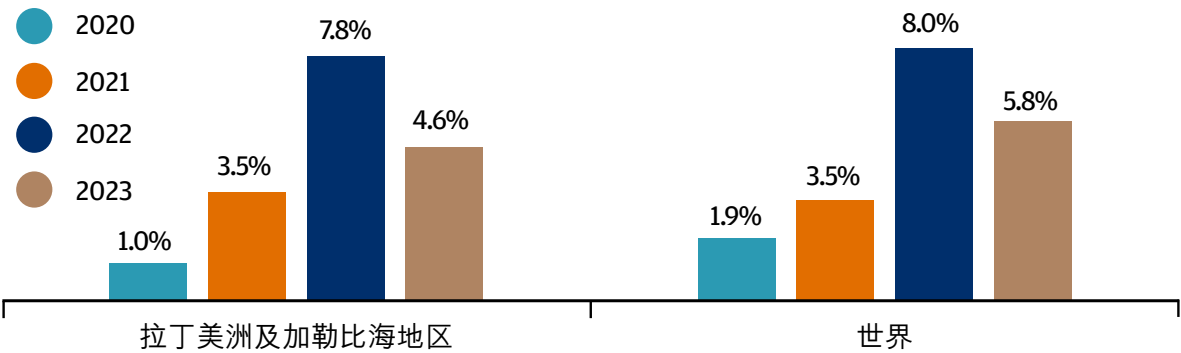
就货币政策而言，过去15年是充满挑战的时期，而所遇到的问题则有别于以往。全球金融危机颠覆了人们对央行传统职能的认知。为了稳定金融体系，美联储和其他央行采取了前所未有的行动，包括实施零利率和量化宽松政策(为央行的资产负债表购买政府证券和其他金融资产)。

如此的「货币激进主义」为市场带来了稳定性，但事后看来，它也显然推高了风险资产的价格。本质上，在现金利率接近于零的情况下，渴望寻求收益和回报的投资者不得不转向寻找风险更高的资产，从而也推高了资产价格。

在此期间，拉美各国央行的政策利率从2008年第三季度至2009年第四季度期间下调了超过500个基点。他们还降低了存款准备金率，并采取了其他措施来增加流动性，包括在外汇市场提供美元流动性，以缓解本币的短期波动。

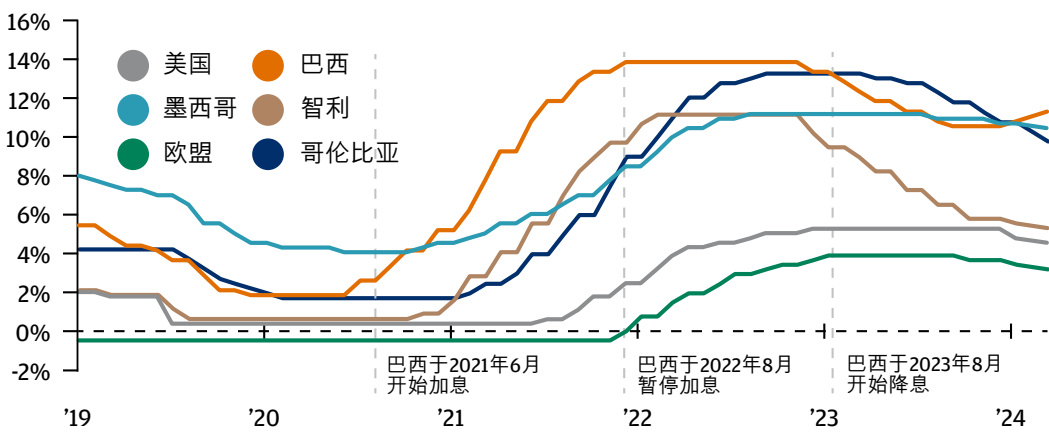
新冠疫情的冲击引发了许多发达经济体央行新一轮的货币激进主义。拉美各国央行则坚持更传统的货币政策。面对持续的通胀威胁，他们比其他主要央行更迅速、更大幅度地加息。

拉美各国央行比许多全球其他央行更快控制疫情后的通胀  
通胀率，%



资料来源：国际货币基金组织。数据截至2023年12月31日。

在新冠疫情期间，拉美各国央行的加息速度比其他主要央行迅速  
央行政策利率，%



资料来源：彭博财经。数据截至2024年11月7日。

# 控制通胀的两个途径

因此，拉美各国央行在控制新冠疫情后通胀的速度比全球许多其他央行更加迅速。

到2022年3月美联储开始加息时，拉美主要央行已经平均加息525个基点。2023年9月，当美联储暂停加息时，巴西和智利都已开始放宽货币政策。

拉丁美洲与美国的巨大实际利率差异导致拉丁美洲的主要货币大幅升值。对于墨西哥比索(MXN)来说尤其如此，而且该货币还受益于有利的宏观经济基本面，包括稳健的增长、受控的通胀，以及可控的财政和经常账户赤字)。



## 政治压力， 经济不稳定

无论以何种标准衡量，拉丁美洲的货币政策都堪称成功。然而，我们(也并非第一次)认识到，价格稳定和审慎的货币政策并不能保证经济稳定。随着各经济体对外国资本流动的开放度增加，以及政治推动财政政策，这一点尤为明显。政治言论很容易损害央行的信誉。由选举推动的财政扩张措施往往会削弱原本有效的货币政策。

下文列举几个示例：

在巴西，总统卢拉(Luiz Inácio Lula da Silva)对央行的直接攻击，加上政府在财政目标方面的可信度较低，导致通胀预期上升。因此，尽管通胀率处于只有4.4%的相对温和水平，巴西央行(COPOM)已经重启了紧缩周期。由于央行希望抑制通胀预期，该行已加息75个基点，预计年底将再额外加息50个基点。

在其他地区，政治因素给物价稳定和经济增长构成了压力。哥伦比亚是该地区财政赤字最高的国家之一，而总统古斯塔沃·佩特罗(Gustavo Petro)的改革议程削弱了私募投资和投资确定性，从而令问题加剧。在墨西哥，前总统安德烈斯·曼努埃尔·洛佩斯·奥夫拉多尔(Andrés Manuel Lopez Obrador)利用莫雷纳党(Morena Party)在选举中的压倒性胜利，推进激进的改革议程，不禁令市场质疑政府计划在全球供应链转移中积极吸引私募投资所作出的承诺。现在，墨西哥总统克劳迪娅·谢因鲍姆(Claudia Sheinbaum)的责任是解决严重的财赤问题，并重建已经受损的法治信誉。

巴西、哥伦比亚和墨西哥的货币汇率从疫后低点平均贬值了16%，主权债利差平均扩大了31个基点。与此同时，以本币计算，股市的平均涨幅「只有」31%（而美国股市则上涨了67%）。

这些例子表明，政治风险可以危及经济的稳定性。我们认为，**拉美市场的投资者可能希望利用强劲的长期趋势（如近岸外包）来布局投资，但需要适当调整配置规模，以降低波动风险。**

## 结论

在美联储和其他央行继续推进宽松政策周期之际，拉美的经验可以作为一个警示。事实证明，传统的货币政策（尤其是早期加息）曾有效遏制了疫情后的通胀情况。但近期出现的政治压力却令之前的成功岌岌可危。这为全球的政策制定者敲响了警钟。



# 欧洲

# 人工智能收益并非全然来自美国： 释放欧洲的增长潜力

在过去两年多的时间里，全球工业周期一直处于低迷状态，类似于「长新冠」症状：疫情时期出现的供应链中断问题难以缓解。欧洲公司在劳动力市场、竞争力和生产力等多个方面备受挑战，其中以制造业受到的冲击最大。

然而仔细观察的话，前景是较为光明。我们认为，2025年将是政府和企业积极进行资本支出的一年，因为政策制定者将重点放在支持经济增长上，而企业的首席执行官们也看到了利用资本获利的机会。这是我们之「市场展望」中的一个关键主题。因此，尽管传统制造业一直在放缓，但创新和盈利的欧洲工业公司已做好准备，有望从以下四个关键领域的资本支出增加趋势中受益：

- 人工智能价值链
- 基础设施
- 航空航天
- 国防安保

我们认为，客户可以通过投资欧洲公司，捕捉这些主题带来的诱人机遇。

在一个多元化的投资组合中，这些股票还可以作为美国科技股持仓的补充，而许多客户已经在投资组合中大幅超配美国科技股，同时还持有较高的美元敞口。我们认为，目前美元的估值结构性过高，因此加强了持有非美国资产的理由。

此外，欧洲企业或许能够受益于中国最近实施的刺激和支持措施。如果中国在未来几个月和几个季度继续采取这一做法，作为其主要贸易伙伴的欧洲公司也有望随之提升收入。事实上，中国是欧洲第二大的贸易伙伴，地位仅随美国之后。

# 应对严峻的宏观局势

我们意识到近期的宏观经济环境充满挑战。自全球金融危机以来，欧元区多个领域的表现比美国逊色。

自2022年中以来，欧洲制造业采购经理指数一直低于50这一重要关口。作为欧洲传统工业强国的德国，在欧元区经济中的比重约占25%，其采购经理指数一直徘徊在40出头，比之前的表现疲软。<sup>36</sup>

对于欧洲的能源密集型产业来说，获取能源方面的挑战和繁重的政府监管使情况更加复杂。

欧洲政策制定者意识到令欧洲经济更具竞争力的重要性。欧洲央行前行长德拉吉(Mario Draghi)最近发表了报告，本质上是帮助欧元区「重振经济增长」的蓝图，当中提出了一些经过深思熟虑的举措。我们希望，当中的一些建议能在未来逐步实施。

欧盟委员会为了实现承诺，已表示将会到2030年之前每年对人工智能投资200亿欧元，以确保欧洲在这个重要领域保持竞争力。<sup>37</sup>我们认为，这是朝着正确方向迈进。

虽然欧洲的总GDP增长疲软，尤其是工业，但我们认为，能够推动持久、非周期性增长的结构性驱动因素可以应对宏观经济的挑战。支持人工智能、航空航天、基础设施和国防等结构性驱动因素的行业，尤其是欧洲工业，增长速度或会比欧元区整体经济增长快得多。

<sup>36</sup> 资料来源：HCOB、彭博财经。数据截至2024年10月。

<sup>37</sup> 资料来源：欧盟委员会。数据截至2023年12月31日。

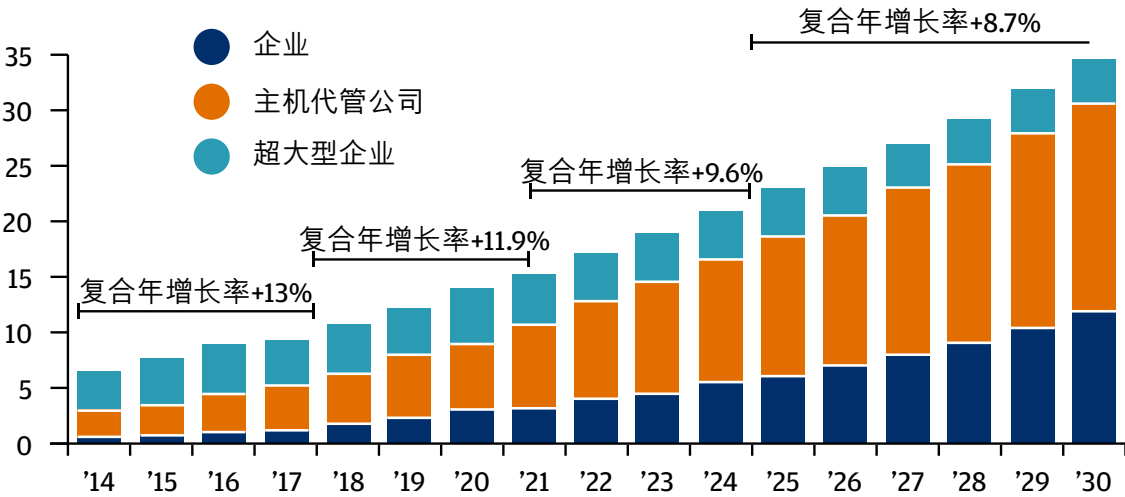
# 人工智能 价值链

我们认为，随着人工智能的普及程度持续提高，全球经济将不断向前发展。在人工智能生态系统(包括半导体制造商和大型语言模型制造商)中，欧洲公司提供了关键的投入。换言之，这些公司构成了人工智能价值链的一环。他们提供电气化(人工智能数据中心对电力的需求几乎是无止境的)、可再生能源技术、精密机械和工程专业知识。

我们预计到本年代结束时，全球能源转型可能需要每年1-2万亿美元的额外资本开支。在未来三年内，人工智能可能会使电力消耗增加十倍。为了满足激增的需求，企业需要持续创新，而欧洲的能源公司已经加紧努力推动有关工作。

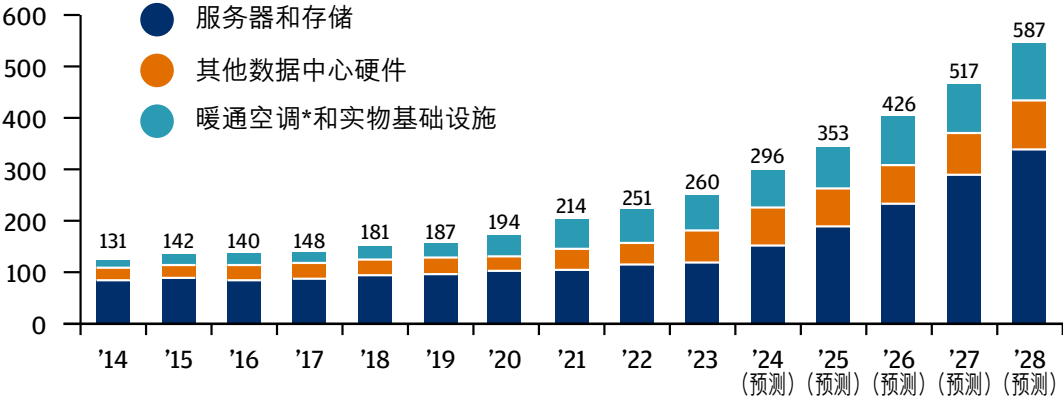
房地产领域方面，欧洲公司正在利用人工智能通过「智能能源」管理系统来提升建筑物的能源效率和可持续性。全球智能建筑市场预计将从2022年的802.5亿美元增至2031年的2,053亿美元。

人工智能数据中心对电力的需求几乎是无止境的  
数据中心电力消耗(按供应商划分，单位为吉瓦)



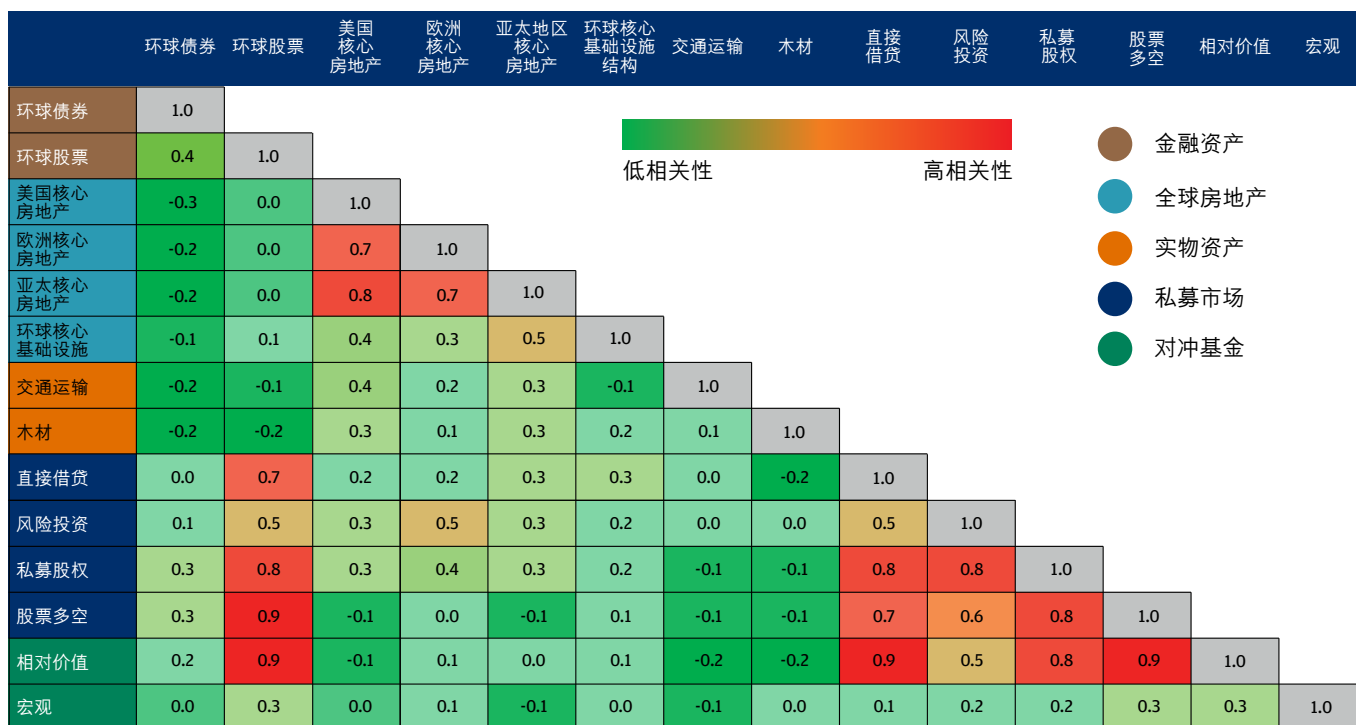
资料来源：摩根大通财富管理、彭博财经。数据截至2024年第二季度。

未来五年，数据中心的支出预计将增加一倍  
全球数据中心资本支出，十亿美元



资料来源：Dell'Oro、摩根大通估计。\*「暖通空调」代表供暖、通风和空调。数据截至2024年3月。

私募基础设施和实物资产历来提供低相关性的回报  
公开和私募市场相关性，季度回报(2008年第二季度至2024年第一季度)，%



资料来源：摩根资产管理、彭博财经、Burgiss、Cliffwater、富时、HFRI、MSCI、NCREIF。

注：绿色=低相关性





# 基础设施

政府和公司日益重视基础设施的投资和现代化，包括输电和配电设施、能源系统和公用事业。在交通运输行业方面，人工智能和电气化可以优化港口运营，减少拥堵并改善物流。欧洲企业在多个领域积极参与，在能源转型中发挥着尤为重要的作用。

# 航空航天

欧洲公司在航空航天领域也处于领先地位，该领域可能即将被电气化和人工智能彻底变革。例如，人工智能驱动的预测性维护和保养工作可减少停机时间和运营成本。通过分析海量数据，人工智能能够预测并预防潜在故障，从而提高安全性。许多老旧机队都需要持续维护和更换。预计售后市场将保持强劲，同时市场也将持续对更新型、更先进和更节能的飞机有所需求。

# 国防安保

在地缘政治风险不断上升的情况下，北约成员国正在加大国防安保支出。事实上，在北约的23个欧盟成员国中，目前有16个的国防开支预计可在2024年超过GDP的2%目标，累计总额可达3,600亿欧元。十年前，成员国平均支出仅占GDP的1.2%。我们预计这一上升趋势将会持续，大量支出会流向国防安保、航空航天、科技和物流公司等。

航空航天和人工智能对这些计划至关重要，欧洲工业合作伙伴可能会参与这些投资。主要投资领域包括设备现代化、网络安全和基础设施。

国防安保领域与全球其他行业一样，都是通过将资源分配给不同的供应商来分散风险，增强韧性。投资于与国防安保主题相关的企业似乎前景可观。

# 投资组合策略

如何利用这四个主题为您的投资组合布局？

我们认为，全球经济中与人工智能和技术发展相关的资本支出增长趋势是属于结构性，而非周期性。**通过投资于欧洲公司以把握人工智能价值链的机会，为我们提供了增长和地域多元化的潜力。**我们认同「美国例外主义」的存在，它也带动了美国科技板块取得出色表现。我们还认为，同时持有国际市场人工智能仓位作为补充是明智之举，连同美国科技股可望加强投资表现。

我们相信在未来几年，资本支出将继续流入航空航天和国防安保领域。在全球环境充满不确定性的情况下，这些企业将会成为各个经济体的关键部分，为客户投资组合提供长期的增长机会。

最后，私募基础设施投资具有吸引的特性，包括低波动性、稳定的现金流，以及与更广泛的资产类别存在低相关性或负相关性的关系。

# 结论

欧洲企业将继续为人工智能价值链、基础设施、航空航天和国防安保领域提供关键投入。我们认为，特别是对于在美国科技股持仓过重的客户而言，在这四个关键增长型领域采取全球多元化投资策略或能有所作为。尽管欧洲的「旧经济」近期面临挑战，但未来经济已逐步成形。

# 我们的目标

全球投资策略团队提供行业领先的洞见和投资建议，致力于帮助客户实现长期目标，通过各经济学家、投资策略师和资产类别策略师积累的广泛知识和丰富经验，为客户提供全球金融市场的独特视角。

执行发起人

**Clay Erwin**  
投资销售和交易部全球主管

**Russell Budnick**  
市场策略与交易全球主管

**Grace Peters**  
投资策略部全球主管

**Anton Pil**  
全球另类投资解决方案主管

全球投资策略团队

**Elyse Aussenbaugh**  
全球投资策略师

**Christopher Baggini**  
股票策略部全球主管

**Nur Cristiani**  
拉美投资策略部主管

**Madison Faller**  
市场情报主管

**Aaron Goldstein**  
数字化投资策略主管

**Stephen Jury**  
全球大宗商品策略师

**Tom Kennedy**  
首席投资策略师

**Jacob Manoukian**  
美国投资策略部主管

**Jay Serpe**  
另类投资部策略主管

**Joe Seydl**  
高级市场经济学家

**Xavier Vegas**  
信贷策略部全球主管

**吴安澜**  
亚洲投资策略主管

**Erik Wytenus**  
欧洲、中东及非洲投资策略部主管

**Samuel Zief**  
全球外汇策略主管

指数和术语定义

注：指数仅供参考用途，并非投资产品，不得用于直接投资。指数本身是一种较弱的预测或比较工具。

除特别注明以外，所有指数均以美元计价。

**美银美林混合优先证券：**美银美林发行的兼具债务和股权特征的金融工具。通常提供固定或浮动股息，并且对资产拥有比普通股更高的权利，但可能缺乏投票权。

**彭博欧元综合政府－国债(7-10年期)指数：**衡量欧元区国家发行的期限为7至10年的欧元计价政府债券的表现。该指数是欧元区中期政府债券投资的基准。

**彭博全球综合债券指数：**全球投资级定息债券市场的综合基准，涵盖美国综合债券指数、泛欧综合债券指数和亚太综合债券指数。该指数包括一系列标准和按流动性、行业、质量和到期日分类的定制子指数。

**彭博美国综合债券指数：**美国投资级以美元计价的固定利率应课税债券市场的综合基准。该指数包括评级为BBB或更高的应课税债券，距到期日一年或更长时间且未偿面值至少为1亿美元。指数涵盖国债、政府相关证券和公司证券、按揭抵押证券(机构固定利率通递证券)、资产抵押证券以及机构和非机构商务按揭抵押证券。

**彭博美国综合高收益企业债券：**跟踪以美元计价的高收益、定息企业债券表现的指数。其中包括穆迪、惠誉和标准普尔评级为Ba1/BB+/BB+或以下的证券，不包括彭博分类为新兴市场的发行人所发行的债券。

**Bovespa指数：**巴西圣保罗证券交易所指数(或Bovespa指数)是一项按自由流通市值加权的总回报率指数，由在圣保罗证交所上市的最具流动性的股票组成。

**资本支出(CapEx)：**指公司分配用于收购或改造房产、工业建筑或设备等实物资产的资金。这些支出通常用于启动新项目或投资，从而提高公司的长期价值。

**Cliffwater直接贷款指数：**衡量向中型市场公司提供贷款的直接贷款基金表现的指数。该指数提供对该资产类别的风险和回报特征的见解，反映私募债权市场的趋势和表现。

**商业抵押贷款－优先：**Gilberto-Levy商业抵押贷款指数中包含的所有抵押贷款的市值加权平均值，反映截至2024年第一季度末的数据。

**消费物价指数：**衡量城市消费者在一定时期内购买一篮子消费品和服务的平均价格变动情况。该指数涵盖所有支出类别，用于评估通胀率和指导一个国家或地区的经济政策。

**沪深300指数：**沪深300指数是一个自由流通股加权指数，成份股包括300只在上海或深圳证券交易所上市的A股股票。指数在2004年12月31日的基准水平为1000。

**欧洲斯托克50指数：**是欧洲领先的欧元区蓝筹股指数，提供欧元区超级行业领导者的蓝筹股代表。该指数覆盖来自11个欧元区国家的50只股份。该指数被授权予金融机构作为一系列投资产品的基础，如交易所交易基金(ETF)、期货、期权和结构性产品。

**欧盟劳动生产率指数：**通过评估每位员工的实际员工报酬来衡量欧盟的劳动效率。该指数评估劳动力投入对经济产出的贡献程度，提供对该地区的经济表现和竞争力的见解。

**富时EPRA NAREIT全球房地产投资信托指数：**该指数追踪全球公开交易的房地产投资信托(REIT)的表现，全面反映全球各个行业和地区的房地产市场。

**HFRI (对冲基金研究公司)指数：**一组跟踪各种对冲基金策略表现的指数。这些指数为不同风格的对冲基金(例如股票对冲、事件驱动、宏观和相对价值)表现提供基准，从而提供对对冲基金行业整体趋势和回报的见解。

**国内生产总值：**国内生产总值(GDP)衡量一个国家生产的所有商品和服务的最终市场价值，是最常用的经济活动指标。按行业划分的GDP (或基于产出的GDP)是经济中所有工业和服务业(按基本价格计算)的总增加值(产出减去中间消耗)加上所有税收减去产品补贴的总和。这一概念经通胀调整。

**韩国综合指数：**韩国综合指数(KOSPI)是韩国交易所主板上所有普通股的市值加权指数。该指数以1980年1月4日为基期，基期指数定为100。注：自2002年6月14日起，计算韩国综合指数时，不再纳入优先股。

**MSCI所有国家世界指数：**一项自流通股调整后的市值加权指数，衡量全球发达市场和新兴市场的股市表现，提供国际股票趋势的全面概述。

**MSCI澳大利亚指数：**衡量澳大利亚市场上大盘及中盘股范畴的表现。该指数包含57只成份股，涵盖澳大利亚约85%的自流通股调整后市值。

**MSCI巴西指数：**衡量巴西大盘及中盘股范畴的表现，涵盖巴西股市约85%的市值。

**MSCI加拿大指数：**衡量加拿大市场上大盘及中盘股范畴的表现。该指数包含85只成份股，涵盖加拿大约85%的自流通股调整后市值。

**MSCI中国指数：**该指数全面涵盖中国各类股票的大盘及中盘股，包括A股、H股、B股、红筹股、P股以及美国存托凭证的等外国上市股票。该指数涵盖中国股市约85%的市值。

**MSCI新兴市场指数：**是一个自由流通股加权股票指数，涵盖新兴市场国家的大中型股代表。该指数涵盖每个国家约85%的自由流通量调整后的市值。

**MSCI欧洲指数：**一项自流通股调整后的市值指数，旨在衡量发达欧洲市场的股票表现。

**MSCI法国指数：**衡量法国市场上大盘及中盘股范畴的表现。该指数共有60只成份股，涵盖法国股市约85%的市值。

**MSCI环球私募基础设施资产指数：**一项追踪全球私募基础设施投资表现的指数。它为评估基础设施资产(包括交通运输、公用事业和能源等行业)相关的回报和风险提供基准。

**MSCI全球房地产基金指数：**衡量全球公开交易的房地产投资基金的表现。它包括一系列投资于各种类型的房地产资产(例如商业、住宅、工业和零售地产)的房地产基金。该指数为投资者提供全球房地产基金市场的全面视角，提供对不同地区和行业的房地产投资表现和趋势的见解。



**MSCI印度指数：**旨在衡量印度市场上大型及中型股板块的表现。该指数涵盖约85%的印度股票。

**MSCI韩国指数：**衡量韩国大盘及中盘股范畴的表现，涵盖韩国股市约85%的市值。

**MSCI台湾地区指数：**衡量台湾地区大盘及中盘股范畴的表现，涵盖台湾地区约85%自由流量调整后的市值。

**MSCI英国指数：**衡量英国市场上大盘及中盘股范畴的表现。该指数有77只成分股，涵盖英国约85%自由流量调整后的市值。

**MSCI美国指数：**MSCI美国指数旨在衡量美国市场上大型及中型股范畴的表现。该指数提供了美国股市趋势和动态的全面视图。

**MSCI世界指数：**MSCI世界指数是一项自由流通股加权股票指数。该指数以1969年12月31日为基期，基期指数定为100。MXWO包含发达市场，不包括新兴市场。

**纳斯达克(美国)：**纳斯达克是美国一家主要的证券交易所，以其电子交易平台而闻名，专注于技术和成长型公司。该交易所拥有纳斯达克100指数，该指数涵盖在该交易所上市的100家规模最大的非金融公司，是科技行业表现的关键指标。

**NCREIF房地产指数 — ODCE：**NCREIF开放式多元化核心股权(ODCE)指数是跟踪开放式核心房地产基金表现的基础。该指数专注于美国多元化、创收的房地产，提供对核心房地产市场表现的见解。

**NCREIF林地物业指数：**NCREIF林地指数是一个季度时间序列综合回报衡量指标，用于衡量在私募市场上仅出于投资目的收购的大量美国个体木材物业的投资表现。

**个人消费支出指数(PCE)：**综合衡量美国居民或代表他们购买商品和服务的价格的指标。该指数有效地捕捉广泛消费者支出的通胀或通缩，并反映消费者行为的变化。

**采购经理指数：**PMI调查追踪制造、建筑和/或服务公司的采购经理的情绪。总体情绪指数一般是根据生产、订单、库存、就业、价格等查询结果计算得出的。

**Sensex指数：**印度S&P BSE Sensex指数是一只市值加权的股票市场指数，追踪30家在印度孟买证券交易所(BSE)上市的知名且财务稳健的公司。该指数是印度历史最悠久、最受关注的股票指数之一，是印度股市和经济的晴雨表。Sensex指数以1978年至1979年为基期，基期指数定为100。该指数自2003年9月1日起转为自由流通股本方法。

**标准普尔500®指数：**该指数被广泛认为是衡量美国股市的首要指标，涵盖主要行业的500家领先公司，重点关注大盘股范畴。该指数约占总市值的80%，是整体市场表现的关键指标。

**台湾地区加权指数：**台湾证券交易所指数(TWSE)，或称台湾地区加权指数(TAIIEX)是台湾证券交易所所有上市普通股的市值加权指数。该指数以1966年的水平为基础，基期指数定为100。该指数也称为台湾地区加权指数(TSEC)。

**美国10年期国债收益率：**美国政府为其10年期国债支付的利率。该指数是其他利率的重要基准，反映投资者对未来经济状况和通胀的情绪。

**美国劳动生产率指数：**通过计算每小时实际产出来衡量美国非农商业部门的劳动效率。该指数反映劳动力投入转化为经济产出的效率，是生产率和经济表现的重要指标。

重要信息

主要风险

前景展望和过往表现不保证未来业绩。不可直接投资于指数。有关重要信息，请参见「指数和术语的定义」。文中提及的所有公司均仅供参考，并不代表摩根大通在文中推荐或背书。

除另有注明外，所有市场和经济数据截至2024年10月，资料来源为彭博财经和FactSet。

本文件仅供一般说明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co. (「摩根大通」) 旗下的私人银行业务提供的若干产品及服务。文中所述产品及服务，以及有关费用、收费及利率均可根据适用的账户协议而可能有变，并可视乎不同地域分布而有所不同。所有产品和服务不一定可在所有地区提供。如果您是残障人士并需取得额外支持以查阅本文件，请联系您的摩根大通团队或向我们发送电邮寻求协助(电邮地址：[accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com))。请参阅所有重要信息。

仅供说明用途。本文件载列的预估、预测及比较数字全部均为截至本文件所述日期为止。

高收益债券 — 高收益债券(评级处于或低于BB+/Ba1)，其风险较高，因为它们的评级低于投资级，或者没有获得评级，这蕴含着较高的发行方违约风险。另外相较于投资级债券，高收益债券评级遭下调的风险较高。

投资于另类资产涉及比传统投资更高的风险，仅适合成熟的投资者。另类投资涉及比传统投资更大的风险，不应被视为完整的投资计划。另类投资不能节税，投资者应在投资之前向其税务顾问咨询。另类投资的费用高于传统投

资，而且杠杆可能很高，会用到投机性投资技巧，因而会放大可能的投资损益。投资价值可升亦可跌，投资者可能无法收回投入资金。

结构性产品涉及衍生产品。除非您已完全明白并愿意承担与衍生产品相关的风险，否则不要投资于有关产品。一般常见风险包括但不限于不利或未能预期的市况发展风险、发行人信用质量风险、缺乏一致的标准定价风险、涉及任何标的参考责任的不利事件风险、高波动性风险、缺乏流动性／细小以至完全没有二手市场的风险以及利益冲突风险。投资于结构性产品之前，投资者务须阅览随附的发售文件、首次公开发售文件或有关补充文件，以明白及理解各别结构性产品相关的实际条款及主要风险。结构性产品支付的任何金额款项须受到发行人及／或担保人的信用风险限制。投资者可能损失全部投资，即产生无限损失。上述所列风险不是全部风险。如欲取得本指定产品所涉及风险的更完整清单，请与您的摩根大通代表联络。如您对本产品涉及的风险有任何疑问，可与您的中介机构联系以了解详情或寻求独立专业意见。

过往表现并非未来业绩的保证。不可直接投资于指数。

投资于新兴市场可能不适合所有投资者。新兴市场投资涉及较高风险且波动性更强。外币汇率变动以及美国以外地区的会计及税务政策存在差异可能会增加或降低回报。此外，一些海外市场的政治及经济环境可能不及美国及其他国家般稳定。新兴市场投资可能较为波动。

大宗商品投资可能比传统证券投资具有更大的波动性。大宗商品的价值可能受到整体市场变动、大宗商品指数波

动、利率变化，或旱灾、水灾、天气、家畜疾病、禁运、关税和国际经济、政治和监管发展等持续影响某个特定行业或大宗商品的因素所影响。投资于大宗商品可创造机会增加回报，但同时也可能会遭受更大的损失。

并非所有的期权策略都适合投资者；若干策略可能令投资者面临重大潜在损失的风险。并敦促投资者仔细考虑期权或期权相关产品或策略是否适合自己的需求。

### 一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置／多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别(例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等)或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通团队联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标／情况的讨论。

### 非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害(无论直接或间接)承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明／参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通

知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及／或其代表或雇员要约、邀约、建议或咨询(不论财务、会计、法律、税务或其他方面)，不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

### 关于您的投资及潜在利益冲突

在摩根大通银行或其任何附属机构(合称「摩根大通」)管理客户投资组合的活动中，每当其有实际或被认为的经济或其他动机按有利于摩根大通的方式行事时，就可能产生利益冲突。例如，下列情况下可能发生利益冲突(如果您的账户允许该等活动)：(1)摩根大通投资于摩根大通银行或摩根大通投资管理有限公司等附属机构发行或管理的共同基金、结构性产品、单独管理账户或对冲基金等投资产品时；(2)摩根大通旗下实体从摩根大通证券有限责任公司或摩根大通结算公司等附属机构获取交易执行、交易结算等服务时；(3)摩根大通由于为客户账户购买投资产品而收取付款时；或者(4)摩根大通针对就客户投资组合买入的投资产品所提供的服务(服务包括股东服务、记录或托管等等)

收取付款时。摩根大通与其他客户的关系或当摩根大通为其自身行事时，也有可能引起其他冲突。

投资策略是从摩根大通及业内第三方资产管理人处挑选的，它们必须经过我们的管理人研究团队的审批流程。为了实现投资组合的投资目标，我们的投资组合建构团队从这些策略中挑选那些我们认为最适合我们的资产配置目标和前瞻性观点的策略。

一般来说，我们优先选择摩根大通管理的策略。以现金和优质固定收益等策略为例，在遵守适用法律及受制于账户具体考虑事项的前提下，我们预计由摩根大通管理的策略占比较高(事实上可高达百分之百)。

虽然我们的内部管理策略通常高度符合我们的前瞻性观点，以及我们对同一机构的投资流程、风险和合规理念的熟悉，但是值得注意的是，当内部管理的策略被纳入组合时，摩根大通集团收到的整体费用会更高。因此，对于若干投资组合我们提供不包括摩根大通管理的策略的选择(除现金及流动性产品外)。

Six Circles基金是一只由摩根大通管理并于美国注册成立的共同基金，由第三方担任分层顾问。尽管被视为内部管理策略，但摩根大通不保留基金管理费或其他基金服务费。

### 法律实体、品牌及监管信息

在**美国**，银行存款账户及相关服务(例如支票、储蓄及银行贷款)乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。

在美国，投资产品(可能包括银行管理账户及托管)乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司(合称「**摩根大通银行**」)作为其一部分信托及委托服务而

提供。其他投资产品及服务(例如证券经纪及咨询账户)乃由摩根大通证券(**J.P. Morgan Securities LLC**) (「**摩根大通证券**」)提供。摩根大通证券是金融业监管局和证券投资者保护公司的成员。保险产品是透过Chase Insurance Agency, Inc (「**CIA**」)支付。**CIA**乃一家持牌保险机构，以Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及**CIA**均为受JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称为「**BaFin**」)授权，并由**BaFin**、德国中央银行(Deutsche Bundesbank)和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由**BaFin**、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会(CSSF)监管，注册编号为R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由**BaFin**、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司Sucursal en España (马德里分行)**分派，其注册办事处位于Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权，并由**BaFin**、德国中央银行和欧洲中



央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会(Comisión Nacional de Valores, 简称「CNMV」)监管,并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册,注册编号为1567。在**意大利**,本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派,其注册办事处位于Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy,已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权,并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 简称为「CONSOB」)监管,并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册,注册编号为8076,其米兰商会注册编号为REA MI 2536325。在**荷兰**,本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派,其注册办事处位于World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权,并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行(DNB)和荷兰金融市场监管局(AFM)监管,并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记,其注册编号为72610220。在**丹麦**,本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行(即德国摩根大通有限责任公司联属公司)**分派,其注册办事处位于Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark,已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权,并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行(即德国摩根大通有限责任公司联属公司)同时须受丹麦金融监管局(Finanstilsynet)监管,并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记,编号为29010。在**瑞典**,本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派,其注册办事处位于Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden,已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权,并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)监管,并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在**比利时**,本文件由**摩根大通有限责任公司—布鲁塞尔分行**分派,其注册办事处位于35 Boulevard du Roi Albert II, Brussels, Belgium,已获德国

联邦金融监管局(BaFin)授权,并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行(NBB)及比利时金融服务及市场管理局(FSMA)监管,并已于比利时国家银行行政注册处登记注册,注册编号为0715.622.844。在**希腊**,本文件由**摩根大通有限责任公司—雅典分行**分派,其注册办事处位于3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece,已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权,并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管,并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册,注册编号为124。雅典商会注册号为158683760001;增值税注册号为99676577。在**法国**,本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派,其注册办事处位于14, Place Vendôme 75001 Paris, France,已获德国联邦金融监管局(BaFin)授权,并由BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管,注册编号为842 422 972,摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Risque)及法国金融市场管理局(Autorité des Marchés Financiers)监管。在**瑞士**,本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派,其注册办事处位于rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland,作为瑞士一家银行及证券交易商,在瑞士由瑞士金融市场监督管理局(FINMA)授权并受其监管。

就金融工具市场指令(MIFID II)和瑞士金融服务法(FINSA)而言,本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息,这些文件目前或应在相关司法管辖权区内提供(按照要求),否则投资者不应认购或购买本广告中提及的任何金融工具。

在**香港**,本文件由**摩根大通银行香港分行**分派,摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港,若您提出要求,我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在**新加坡**,本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供(提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供(提供

服务时会通知您)。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)是依据美国法律特许成立的全国性银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

关于拉美国国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和／或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和／或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通，包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件，在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下，我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外，您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法规和／或契约限制，且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有价证券若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记，则基金不得在任何拉美国国家公开发行。

应收件人要求及为收件人之便，本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件，但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文，且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释、概以英文版本为准。

在澳大利亚，摩根大通银行(ABN 43 074 112 011/AFS牌照号码：238367)须受澳大利亚证券及投资委员会以及澳大利亚审慎监管局监管。摩根大通银行于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。就本段的目的而言，「批发客户」的涵义须按照公司法第2001 (C)第761G条(《公司法》)赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

摩根大通证券是一家在美国特拉华州注册成立的外国公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根据澳大利亚金融服务牌照规定，在澳大利亚从事金融服务的金融服务供应商(如摩根大通证券)须持有澳大利亚金融服务牌照，除非已获得豁免。根据公司法2001 (C) (《公司法》)，摩根大通证券已获豁免就提供给您的金融服务持有澳大利亚金融服务牌照，且根据美国法律须受美国证券交易委员会、美国金融业监管局及美国商品期货委员会监管，这些法律与澳大利亚的法律不同。摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。本文件提供的资料不拟作为亦不得直接或间接分派或传送给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言，「批发客户」的涵义须按照《公司法》第761G条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：

- 包含的金额可能不是以澳元为计价单位；
- 可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息；
- 可能没有阐释与外币计价投资相关的风险；以及
- 没有处理澳大利亚的税务问题。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。「摩根大通私人银行」是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用，未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或不欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通团队联络。

© 2024年。摩根大通。版权所有。

