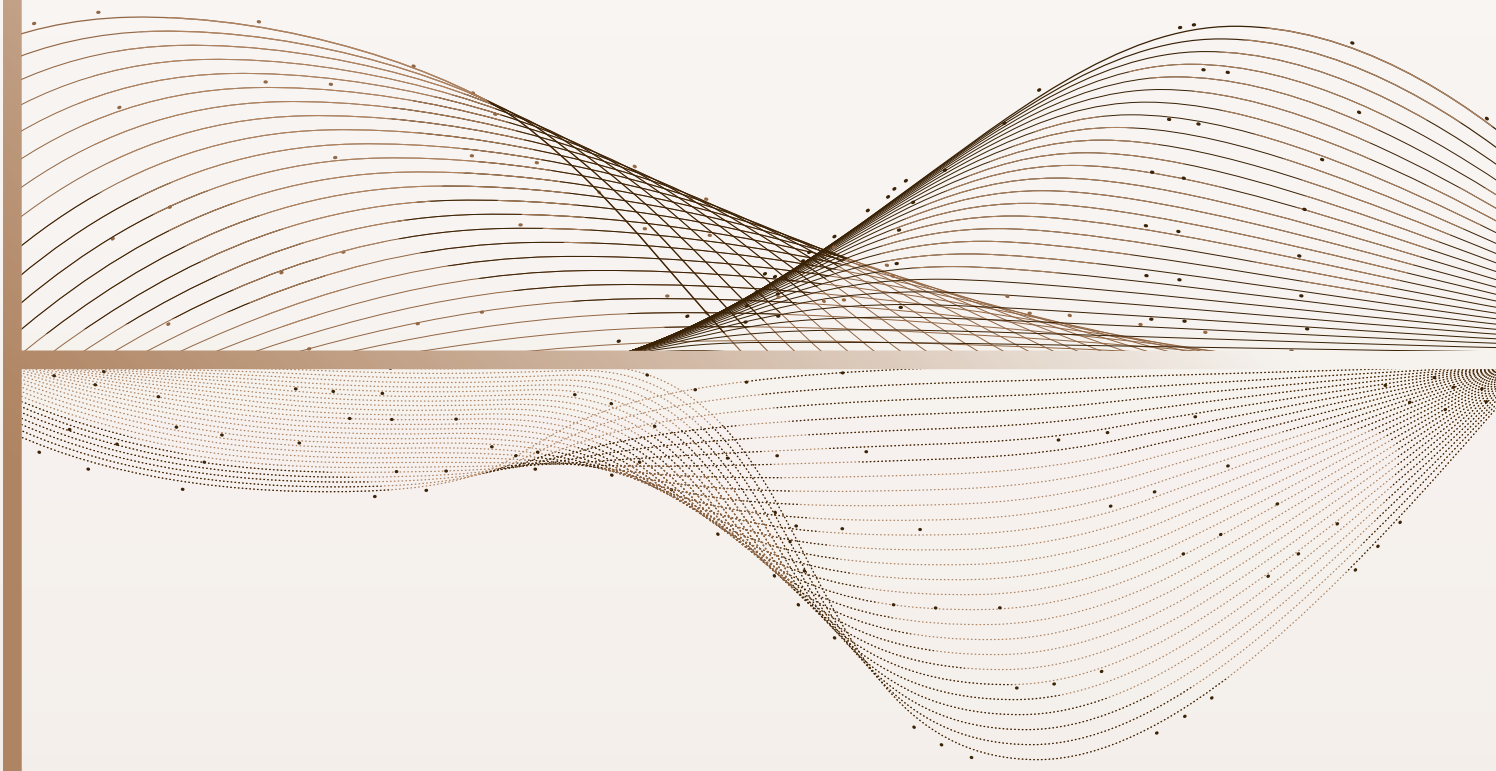
J.P.Morgan
PRIVATE BANK

2027
市場展望

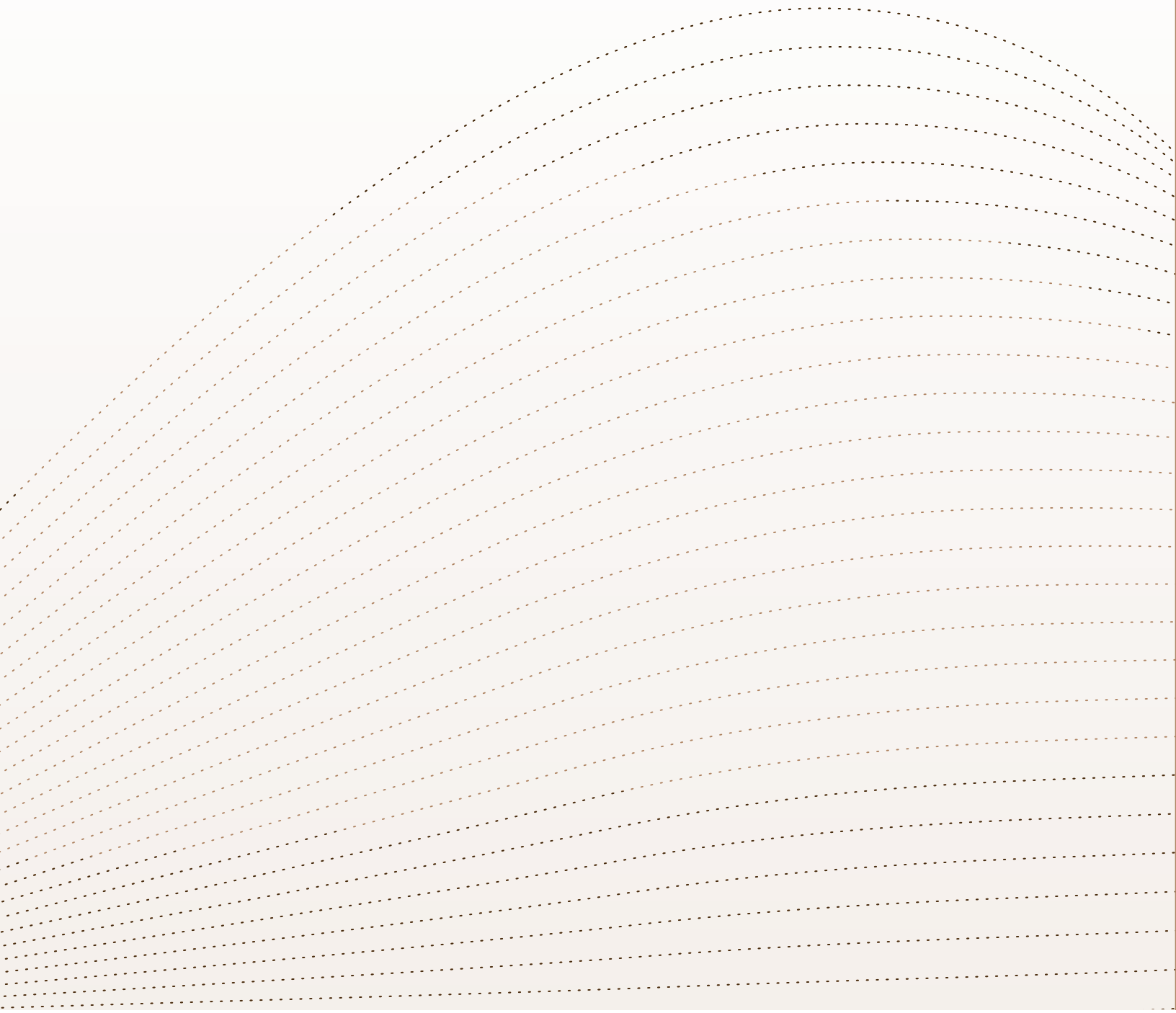
前行有價，成長可期



J.P.Morgan
PRIVATE BANK

前行有價，成長可期

資本供不應求，條件由您做主



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制，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

邁向2027年之際，我們正面臨兩股相互交織的趨勢。一方面，以利率衡量的資本正帶來更高的基礎回報，因此我們對投資回報的要求也隨之提高。另一方面，為把握即將湧現的機遇、滿足相應的資金需求，市場對資本的需求也在持續增長。企業與政府正尋求投資者的資金支持，以把握未來機遇、推進重點項目；然而，如今資本成本上升，投資項目也必須滿足更高的回報要求。

在去年的《市場展望》報告中，我們探討了人工智能(AI)、全球地緣分化以及通貨膨脹這三大力量如何共同塑造新的市場格局。到2027年，這一新格局下的前沿領域亟需資本支持。

企業需要資本才能充分發揮人工智能的潛力。在地緣分化的世界中，各地政府也需要資本，加強安全保障與韌性。與此同時，通脹、經濟增長和央行政策繼續影響投資環境。如今，現金已能帶來可觀回報，投資者因此可以更審慎地選擇資金投向。

這一點在人工智能基礎設施建設方面尤為明顯。市場開始質疑如此大規模的投資最終能否帶來相應回報。我們相信，人工智能是一項變革性技術，將徹底改變我們的生活和工作方式。我們還認為，投資者需要審慎甄選，重點關注那些將定義這一新市場格局的企業。

在這種環境下，多元分散投資布局仍是致勝關鍵。當前股債組合的前瞻性回報已達到多年來最具吸引力的水平，然而，市場波動也使未來走勢充滿變數。多元配置、著眼長期，有助於投資者穩步應對。

新的市場格局正逐漸成形。在投資者審視未來機遇之際，我們很榮幸能夠在理財路上成為您的合作夥伴，並將一如既往，致力於助您實現長期目標。



摩根大通全球私人銀行行政總裁

David Frame

引言

三大力量正在重塑投資格局：人工智能、全球地緣分化以及通貨膨脹。

2026年市場展望回顧與評估

主題	我們的觀點	實際結果	評估
人工智能	人工智能投資與應用將持續推進，在以下領域創造機遇：超大規模雲端服務商、半導體、電力基礎設施及私募市場應用。泡沫可能積聚，但更大的風險在於錯失參與一項變革性技術的機會。	**人工智能領域市值增加7萬億美元** 供應稀缺人工智能組件的公司表現跑贏整體股市，而受衝擊的企業則表現落後。人工智能模型公司的營收飆升。	**基本符合預期** 人工智能基建仍受供給短缺而非產能過剩所制約。我們尚未看到廣泛金融市場泡沫的特徵，但有跡象顯示，金融市場對進一步增加基建投資有所猶豫。
全球地緣分化	安全保障、韌性與區域聯盟將日益取代效率，成為優先考量。國防、能源與供應鏈的交匯之處，有望湧現機遇。	**原油價格飆升90%** 伊朗衝突加重了國防庫存和全球能源流動的壓力。具備提升安全保障與韌性條件的公司表現優於整體股市。政府對戰略製造業、國防和電力領域的支持持續擴大。	**基本符合預期** 實際受到的擾動比預期嚴重。地緣政治壓力，尤其是伊朗衝突，比我們的基準情景預想的更為嚴峻。
通貨膨脹	通脹可能維持在較高且波動更大的水平，並容易受到接連衝擊影響。投資者需要通過配置實物資產和相關性較低的策略來保護購買力。	**全球37家央行中有17家加息** 通脹持續高於目標，能源衝擊加劇了既有價格壓力。全球債券收益率升至數十年來的高位。	**基本符合預期** 基礎設施和對沖基金表現優於核心固定收益，投資級債券整體錄得負總回報。

在去年的《市場展望》報告中，我們強調了「機遇與挑戰並存」，此後，這些主題的重要性愈發凸顯。人工智能有望提升企業利潤、加快生產率增長，但也伴隨着過度投資、市場過熱以及顛覆性衝擊等風險。全球地緣分化雖使韌性與安全保障更受重視，卻要付出成本增加、效率降低和加重政府預算負擔的代價。通脹已從疫情後的高點回落，但似乎仍處於結構性高位，也更容易受到接連的衝擊影響。

在整個2026年，市場走勢逐步印證了我們此前的判斷，在某些方面甚至比我們預期的更為顯著。

市場對人工智能的需求持續遠超人工智能計算能力(即科技行業所簡稱的「算力」)的供應。這使那些設計、生產並提供大規模部署人工智能所需的半導體、零部件和電力供應的公司從中受益。隨着企業開始願意付費換取人工智能帶來的生產力提升，人工智能模型供應商也陸續錄得實際營收。被視為較容易受到行業顛覆衝擊的企業則表現落後。

伊朗和烏克蘭的衝突繼續凸顯了能源供應鏈和國防儲備方面的深層脆弱性。我們認為，那些能夠增強經濟與國家安全韌性的公司表現優異，而傳統國防企業則相對落後。通脹率持續高於央行目標，債券收益率升至數十年來高位，全球加息周期也隨之啟動。

在這種背景下，傳統的均衡投資組合似乎有望實現高個位數回報。實物資產(如基礎設施和大宗商品)以及主動型投資策略(如多元化對沖基金)已證明其作為投資組合分散工具的價值。

人工智能、地緣分化與通脹這三股力量，持續塑造着當前的經濟與市場格局，彼此之間更不時產生意想不到的相互作用，值得投資者深入理解。三者背後有一條共同主線，那就是公私營部門對資本的龐大需求正在推高資金成本。(這就是經濟學入門課中常說的供求規律。)

像您這樣的投資者，正在掌握着資本的定價權，讓您處於更有利的位置，同時也意味着，有些投資決策已不宜再推遲。經歷數年股市帶來的豐厚回報後，許多投資者既希望守住成果，也期望再創增長，如何作出這些決策便更顯關鍵。

科技公司需要高達數萬億美元的資本，為下一階段的人工智能建設浪潮提供資金。各地政府需要這筆資金來推動安全保障、韌性建設及重新武裝計劃。消費者、企業和主權國家也都需要資本，以適應通脹高企、全球日益分化的環境。

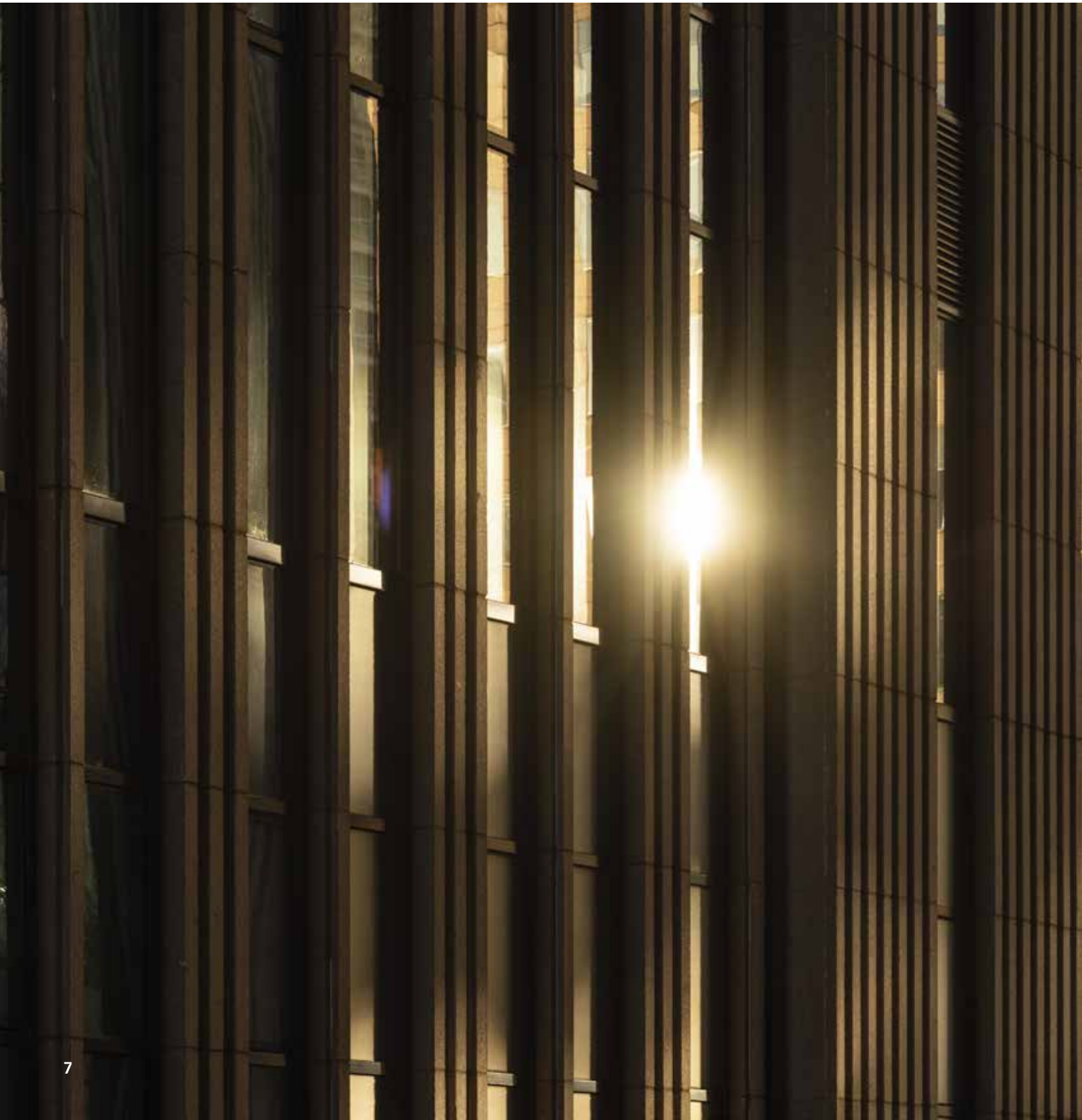
然而，通脹、具韌性的經濟增長以及央行政策也提升了現金的吸引力。如今，現金能夠帶來實際回報。因此，無論是超大規模雲端服務商的數據中心，到政府的國防預算，乃至您的投資組合配置，如今每一項資金決策都伴隨機會成本，而在上一輪周期的大部分時間裡，這種取捨並不明顯。

人工智能熱潮是否能延續，取決於像您這樣的投資者是否願意提供融資，以彌合基礎設施支出與持續穩定收入之間的缺口。您將通過稅收、通脹，或兩者並行的方式，與政府分擔安全保障的成本，但您也可以選擇投資於有望從這些投入中受益的企業。而當資金成本上升，每一項決策需要跨越的門檻也隨之提高。

即便傳統股債組合的預期回報依然可觀，但過往的投資策略未必足以推動您的投資組合安然度過當前的周期。在全球金融危機後的周期中，政策制定者刻意維持較低的資金成本，以鼓勵承擔風險並推高資產價格。如今，資本有價。我們認為，未來可能出現的結果更加多元，而在市場集中度處於罕見高位之際，投資者更有必要考慮目前投資布局中尚未涵蓋的領域。

資本是推動世界邁向更安全、更高效未來的橋樑。您的資本決定了前行的代價。唯有精明部署，方能致遠。

要點



1

資本供不應求，條件由您做主。

科技公司和各地政府需要數萬億美元的融資。
無論是資金投向、持倉選擇與投資價格，選擇權皆在您手。

2

收益率不僅處於高位，更有助抵禦通脹。

債券成為較高風險資產以外的另一投資選擇。

3

均衡的投資布局只是起點。

配置實物資產、對沖基金和私募市場投資，增強投資組合韌性。

4

地緣政治衝擊帶來波動，地緣政局轉變則蘊藏機遇。

在全球市場布局國防、能源自主以及供應鏈回流的相關機遇。

5

審慎選擇人工智能資本的投向。

通過信貸投資支持人工智能基礎設施，並投資超大規模雲端服務商與人工智能原生初創企業。

目錄

第一部分

通脹走勢、央行政策與資本成本

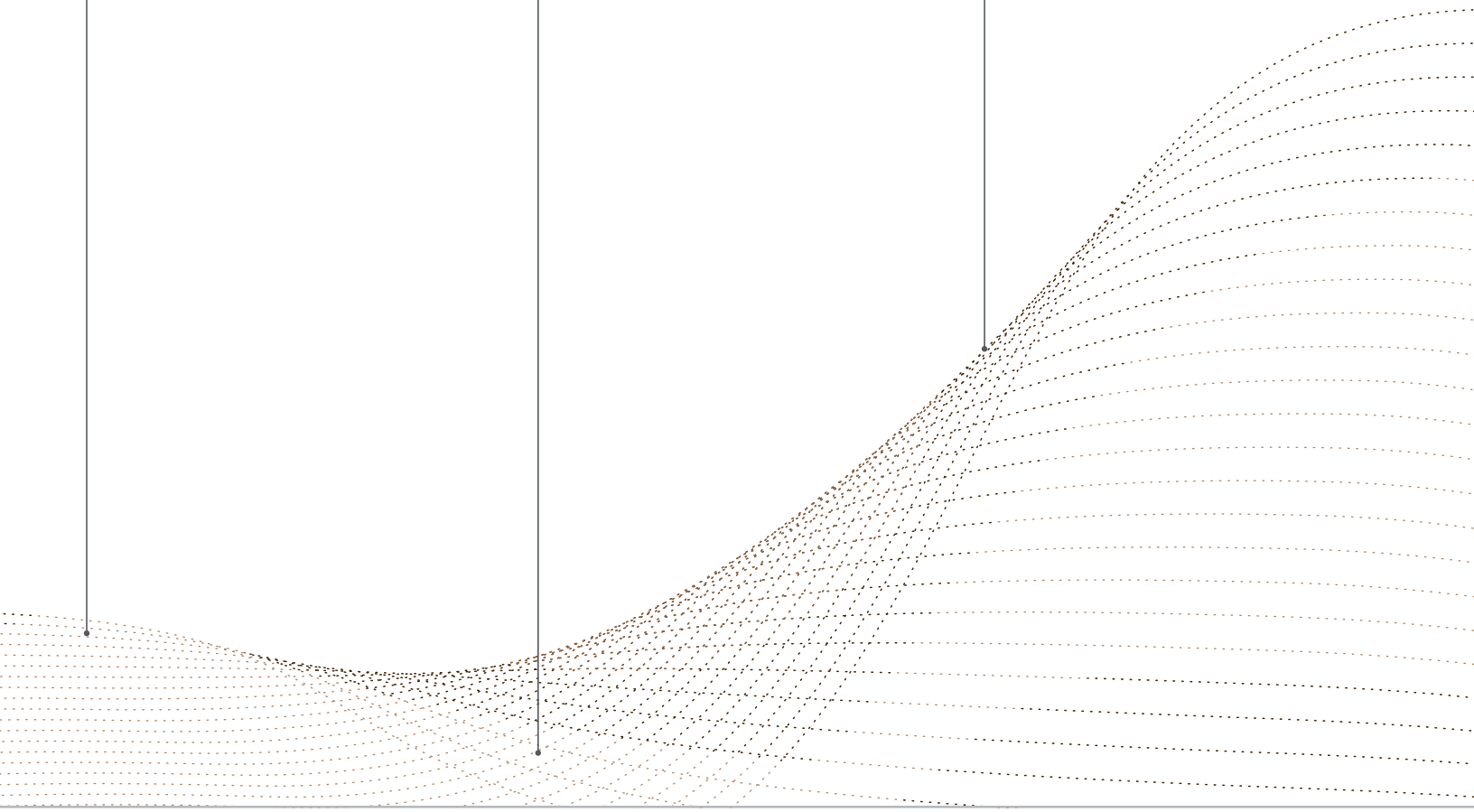
第二部分

全球地緣分化

衝突、算力與供應鏈瓶頸推高資本成本

第三部分

人工智能投資熱潮最終能否收獲成效？



第一部分

通脹走勢、央行政策與資本成本

去年，我們曾指出，市場正處於一個新的格局：變革性技術與不斷演變的地緣政治環境，對投資回報的影響已超越國內生產總值(GDP)增長或央行政策等傳統因素。

到2027年，央行政策將再次成為重要影響因素。在配置資金之前，投資者需要判斷央行政策利率還會上漲多少。通脹既是央行作出這項決策的關鍵因素，也對您的投資組合同樣重要。

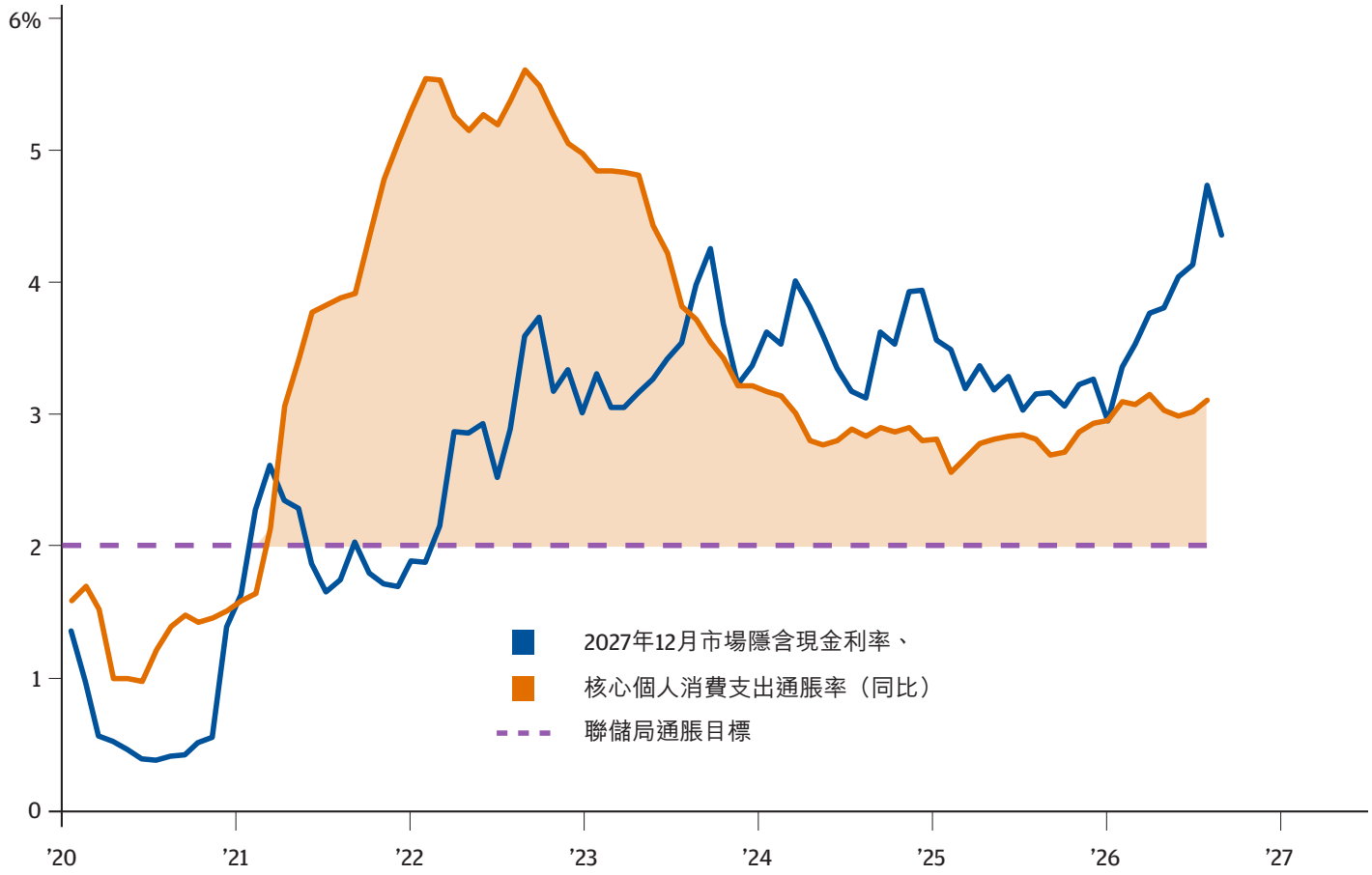
我們認為，聯儲局及其他全球主要央行正在加息，目的在於調整其政策立場並影響通脹預期，而非意在壓低需求。如果我們的判斷正確，經濟擴張的趨勢將有望延續，我們對多元資產投資組合的積極觀點也可望維持。如果我們的判斷有誤，整個加息周期可能會進一步收緊並抑制經濟需求，對風險資產構成壓力，最終令經濟周期走向終結。

儘管美國通脹率仍高於聯儲局2%的目標，但這主要反映能源價格等供給端因素的影響。勞動力市場保持穩定，工資增速也在放緩。因此，我們認為通脹將開始緩和。我們尚未看到工資－物價螺旋初現，也未見需要聯儲局通過激進加息來遏制的經濟過熱的跡象。

歐洲央行似乎也在採取類似的策略，並表示只有在看到能源價格上漲產生進一步影響時，才會繼續加息。另一方面，中國人民銀行面對通脹持續減緩的情況下，似乎在可預見的未來將維持寬鬆的政策立場。

持續通脹推高了資本成本

%



資料來源：彭博財經。個人消費支出數據截至2026年9月。市場隱含的SOFR數據截至2026年10月31日。



遏制通脹：真正發揮關鍵作用的是資本成本，而非政策利率

在全球金融危機後時期，史無前例的貨幣政策（零利率、負利率及量化寬鬆），輔以聯儲局明確有力的前瞻性指引，穩定了主權債券收益率，並壓低了信用利差和股票風險溢價。換言之，當時的資本具有一個「人為」設定的價格。如今，經歷大幅加息、量化緊縮以及取消前瞻性指引後，資本價格已更真實地反映市場力量。

投資者與央行同樣推動了這一變化。早在9月聯儲局將政策利率上調25個基點之前，收益率就已經開始上升。今年以來，美國10年期國債收益率已上漲約75個基點，至5%左右。其中僅9月份便上升50個基點。如此漲幅是自1962年以來，以單月漲幅計位列最高的10%之內。信用利差略有走闊，其中投資級債券擴大約10個基點，高收益債券擴大約40個基點。

值得注意的是，市場預期本輪加息周期還將加息兩次以上，下一次預計在12月。這意味着，即使聯儲局不採取激進的舉措，較高的資本成本已在抑制經濟增長和通脹。

我們的觀點面臨哪些風險？

哪些因素可能促使聯儲局啟動一輪激進的加息周期？如果經濟表現強於預期，而工資增速超過生產率增速，便可能迫使聯儲局採取行動。同樣，如果5年期／5年期通脹盈虧平衡率持續升至3%以上，也可能會促使聯儲局採取更積極的政策。事實上，數據中心建設的進展走勢對債券收益率至關重要。隨着投資者開始質疑2027年的人工智能資本支出，美國10年期國債收益率一度見頂。若人工智能基礎設施投資再度加速，或會推高債券收益率。

如果柴油價格上漲導致經濟需求受壓，這將給政策制定者帶來尤為棘手的挑戰。在美國，柴油價格已從中東衝突爆發前每加侖約3.80美元上漲至如今接近6.30美元。如果柴油價格在一個季度內維持在每加侖10美元，便會顯著拖累經濟活動。屆時，聯儲局將面臨兩難：要麼在經濟走弱的情況下繼續加息，要麼承擔通脹預期進一步上升的風險。這只是一個例子，説明下一輪經濟增長放緩可能伴隨着通脹持續高企的現象，這將對更傳統的投資組合構成挑戰。

通貨膨脹的確仍然對您的資本構成威脅。

通脹是我們經濟展望的基石，我們認為在您制定投資計劃時也應充分考慮通脹因素。儘管我們預計通脹將在2027年期間逐步緩和，但其仍是影響您資本購買力的一項關鍵風險。

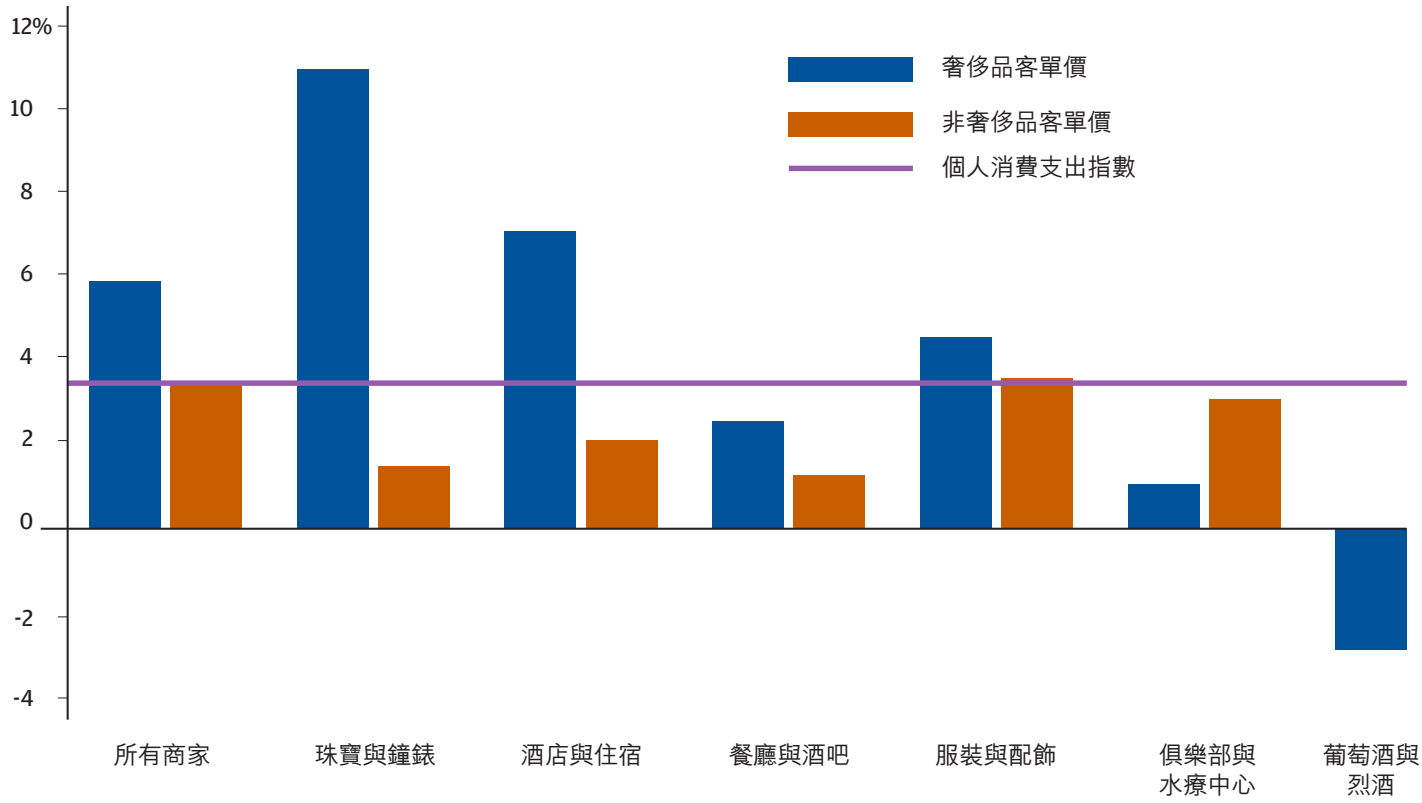
我們的許多客戶可能需要採用不同於政策制定者和經濟學家的通脹基準。從2019年至2025年，整體個人消費支出(PCE)指數的年均漲幅約為3.5%。在同一時期，根據我們客戶的實際消費數據，奢侈品的平均單筆消費金額年均增幅超過6%。這意味着，要維持您對最為重視的商品和服務的購買力，投資回報所需跨越的門檻可能高於整體通脹指標所反映的水平。

2019年至2025年

從2019年 至2025年，整體個人消費支出(PCE)指數的年均漲幅約為3.5%。在同一時期，根據我們客戶的實際消費數據，奢侈品的平均單筆消費金額年均增幅超過6%。

總體通脹率或許並非保護購買力的最佳參考指標

2019-2025年年化增長率(%)



資料來源：摩根大通自有信用卡數據。數據截至2025年。附註：商戶必須具備足夠的經營活躍度才能被歸類為相應類別，具體要求包括：累計服務至少50戶家庭、全周期交易筆數至少達250筆，且至少有一年的交易筆數不低於30筆。在同時包含奢侈品和非奢侈品商戶的類別中，商戶通常須滿足：基準年度交易額中位數不低於250美元，且滿足以下任一條件——其交易額中位數與資產達1億美元及以上家庭的消費集中度均位列該類別前20%，或僅交易額一項位列前10%。某些本身就屬於奢侈品類別的行業(如藝術品經銷商和珠寶商)被單獨歸類。柱狀圖顯示的是在2019年至2025年期間，七年中交易活躍度持續充足的商戶平均交易額的年化增長率；該指標同時反映了價格和購買組合的變化。

投資啟示

我們認為，固定收益市場提供的收益水平，足以合理補償投資者承擔通脹粘性和政策利率高企的風險。自全球金融危機以來，美國投資級債券收益率首次突破6%。長期市政債券的收益率約為5%，按應稅等值計算則約為8%。

歸根結底，債券投資離不開數學，而當前這道數學題對投資者格外有利。

按當前的綜合收益率計算，利率需再上升約100個基點，才能完全抵銷投資級債券一年的票息收益，這一情況甚至比我們最悲觀的情景預測還要更為不利。收益率在本輪周期中可能尚未見頂。但我們認為，即便全球央行收緊幅度超出我們預期，投資者期間也可能面臨短期的按市值計價損失，現在增持高評級信用債，仍有望在中期獲得穩健回報。

除投資級債券外，優先股同樣具備較好的配置價值，可為投資組合帶來可觀回報。事實上，相較於普通股，我們傾向於通過優先股為美國和加拿大的銀行提供資金。名義收益率約為7%，且對於美國投資者而言，還具有較高的稅務效率。此前可能推動銀行股跑贏大盤的許多利好因素已經兌現。儘管如此，從風險回報角度來看，通過持有銀行優先股獲取具有稅務優勢的高個位數回報仍具吸引力。

私募信貸也可能成為利率上升環境下一個出人意料的受益者。以直接貸款為例，已實現違約率介於1%至3%之間，但更廣義的「影子」違約率[1]顯示，約15%的商業發展公司(BDC)貸款處於承壓狀態。[2]投資者因承擔此風險而獲得補償：計入發行折價後，利差年初至今已擴大約100個基點。假設違約率約為5%、回收率約為50%，高級擔保直接貸款經損失調整後的收益率仍可達到約7.5%。[3]

借貸成本上升也為困境投資管理人帶來機遇，他們可以通過對提供流動性而獲得較高的回報。與此同時，我們正看到私募信貸二級市場和資產支持融資等領域正湧現新的投資機會。

在資本重新開始計價的環境中，固定收益資產是投資者獲取資本成本補償最直接的途徑。

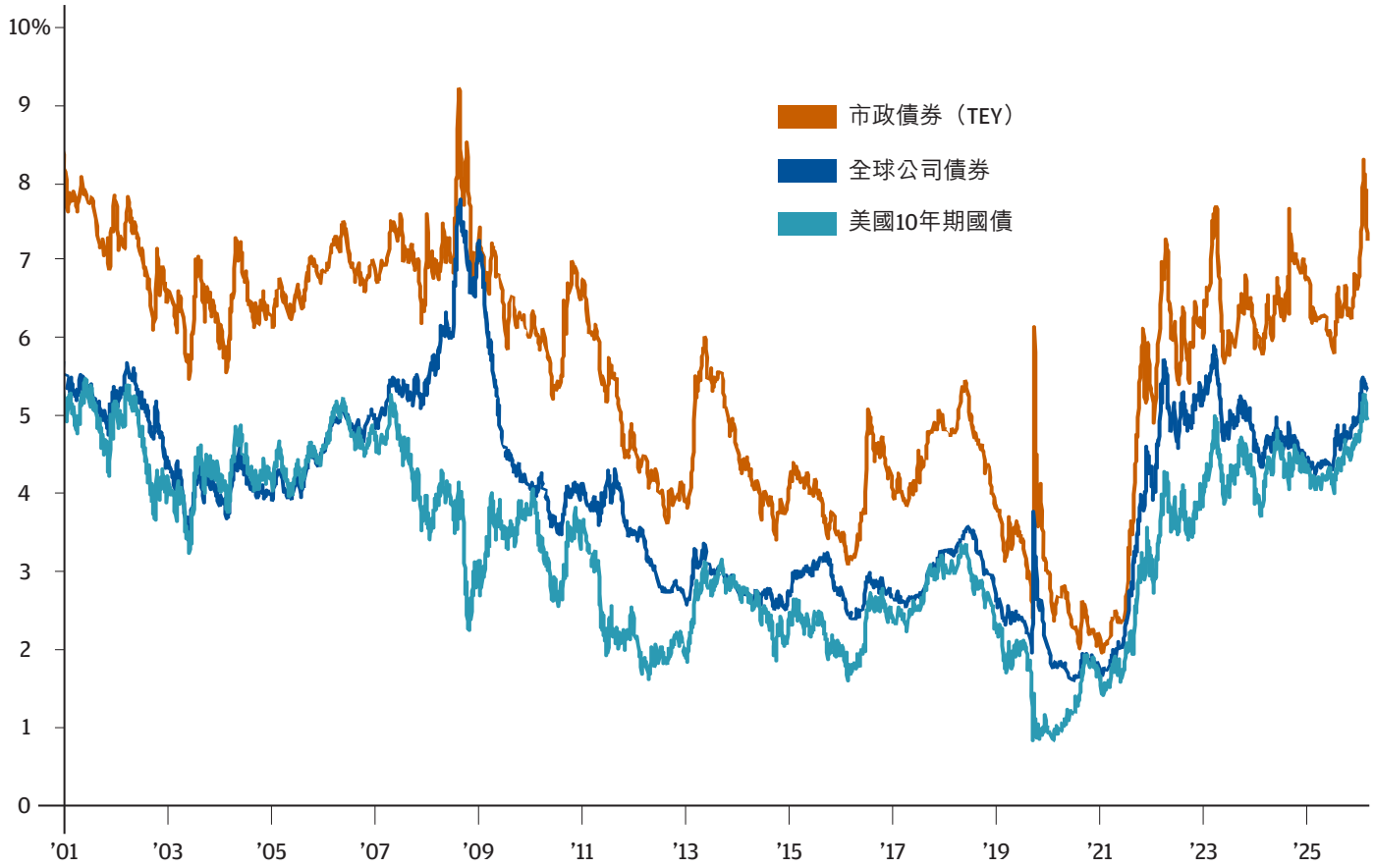
[1] 計入以下情形：不計息貸款、困境型PIK（實物支付）貸款、展期>2年且估值低於面值95%的貸款、經法拍由債權轉為股權的貸款，以及估值低於面值80%的貸款。

[2] PitchBook，《放眼市場：加州隱憂》，岑博智(Michael Cembalest)，截至2026年第二季度。

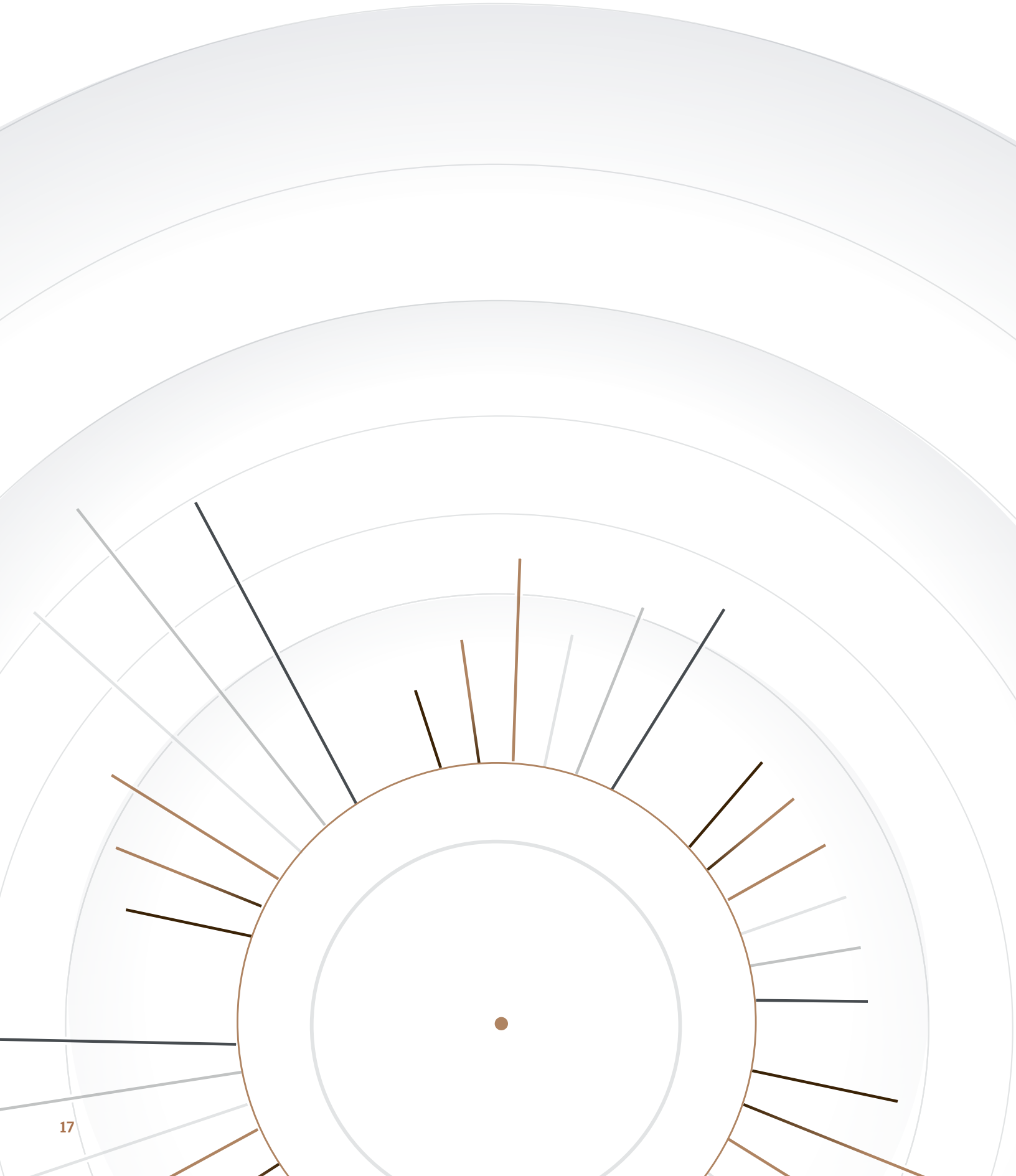
[3] 摩根大通私人銀行、摩根大通訊貸研究部、KBRA DLD，數據截至2026年10月。

全球債券收益率接近數十年高點

收益率(%)



資料來源：彭博財經。數據截至2026年10月31日。附註：採用彭博全球綜合企業債「最差收益率」指標。TEY =應稅等值收益率：聯邦應稅等值收益率(FED TEY)按YTW/(1-40.8%)計算。40.8%的稅率是聯邦最高稅率(37%)與醫療保險稅(3.8%)之和。此項計算採用最高稅率，並按聯邦最高稅率將該數值還原為稅前口徑。



均衡的投資組合只是起點。

我們對核心固定收益資產的看法較去年更為樂觀。根據我們的長期展望，傳統多元資產投資組合通過配置公開市場股票與核心固定收益資產，在未來10至15年內有望實現具競爭力的回報。

然而，我們認為有三個理由需要在投資組合中加入其他多元化投資工具。

首先，由於人工智能投資是否能獲得預期回報存在較大不確定性，很大程度上意味着未來可能出現一系列截然不同的結果。

可用於防範股市大幅下跌風險的期權價格已升至年內最高水平。一些投資級企業正通過舉債為人工智能基礎設施建設融資，針對這些企業的違約保護成本也正在升至更常見於高收益債發行人的水平。多元化對沖基金策略等資產在市場波動加劇時往往表現良好，因而有助於控制投資組合的回撤幅度。例如，在股票和債券均下跌的季度中，宏觀對沖基金平均仍能取得正回報。

其次，部分由地緣政治分裂所引發的通脹衝擊風險，可能導致股票與債券之間呈現正相關關係。

這表明，傳統的60%股票／40%債券投資組合未必能夠充分應對股票和債券同時下跌的情景。核心實物資產和大宗商品對通脹的反應與股票和債券不同。兩者都值得納入長期資本配置的考量。

第三，公開股票市場的集中度已達到歷史罕見的水平，這主要歸因於人工智能以及科技板塊整體的主導地位。

標普500指數中市值最大的十隻股票佔該指數總市值的近40%，這一比例至少為1980年以來的最高水平。當然，科技板塊與人工智能相關個股的高度集中推動了市場的強勁表現，我們認為這一趨勢仍將延續。

儘管如此，投資者仍應考慮其他推動資本增值的因素。例如，美國核心私募股權投資對科技及相關行業的配置權重為24%，相比之下，標普500指數中該類行業的權重則接近50%。作為犧牲流動性所獲得的回報，私募股權為投資者提供了實現資本增值的機會，同時降低了對科技板塊高度集中的依賴。然而，基金經理的選擇至關重要，尤其是在軟件行業面臨潛在顛覆風險、依靠槓桿推動回報也將愈發困難的環境下。

第二部分

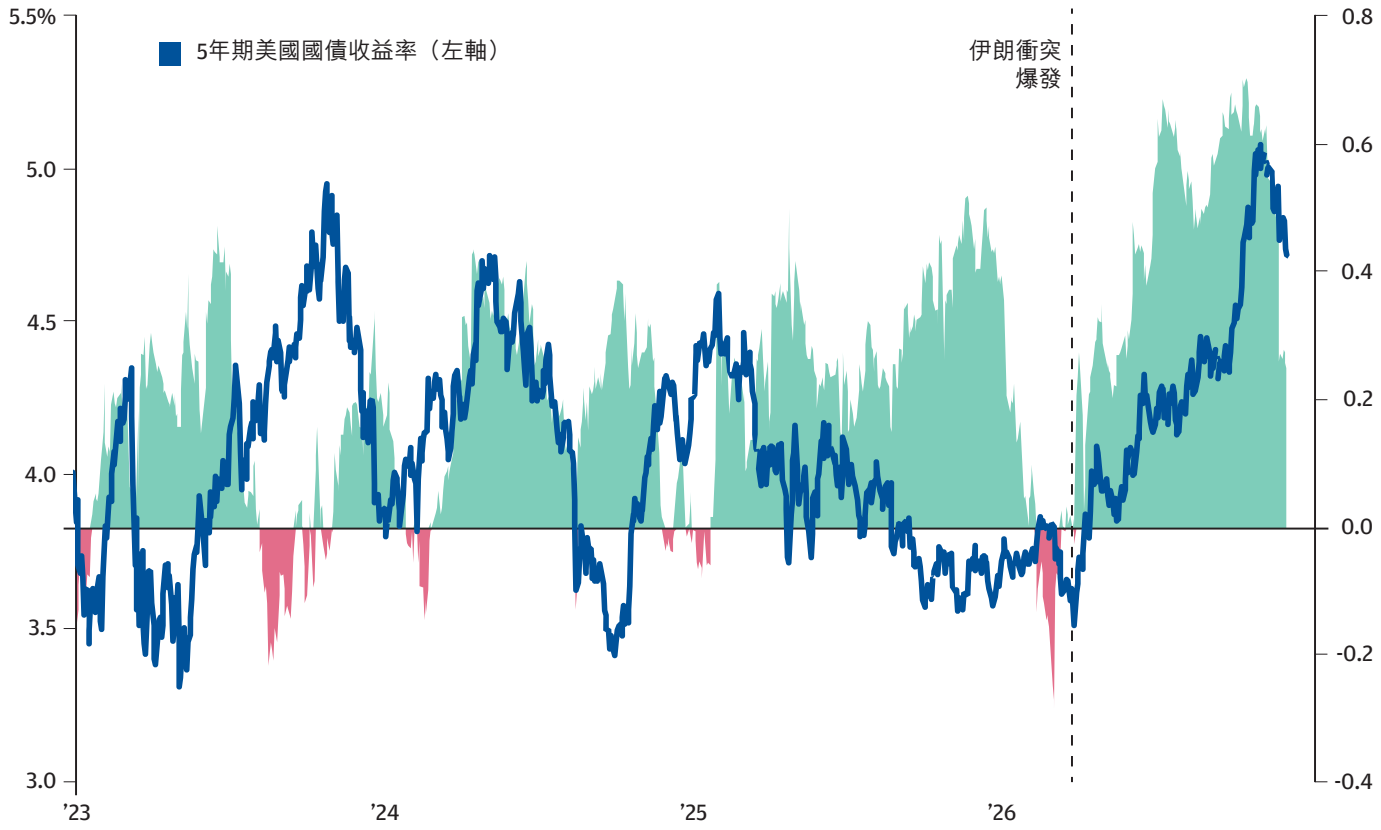
全球地緣分化

衝突、算力與供應鏈瓶頸推高資本成本

全球地緣分化是我們強調的第二股力量，面對不少國家高企的債務和財政赤字，這一趨勢正在推動各國政府對資本的需求持續上升。

在伊朗衝突爆發後，油價與政府債券收益率高度相關

5年期美國國債收益率及其與布倫特原油價格的相關性(右軸)



資料來源：彭博財經。數據截至2026年10月31日。附註：顯示40日滾動相關系數。

在這個衝突頻發的新時代，各國需要更多資本來加強自身防禦能力。價值7萬美元的無人機足以與造價數百萬美元的導彈系統抗衡，各國國防儲備日漸消耗，而美國提供的安全保障也已不同以往。[4]各國政府將越來越需要資本來建設其人工智能生態系統，「算力主權」或許會成為新的流行語。此外，各國政府確實需要資金以保障能源安全。伊朗衝突以及霍爾木茲海峽關閉起初令人震驚，隨後則演變為不得不面對的嚴峻現實；持續不斷的衝突進一步加劇了全球能源供應鏈的脆弱性，而氣候相關風險帶來的長期威脅同樣不容忽視。

填補這一資金缺口所需的資本將從何而來？投資者和消費者最終可能需要通過關稅、稅收、通脹和更高利率等不同方式共同承擔相關成本。

全球分化也意味着有必要重新評估地域多元化策略。投資者應審慎選擇儲蓄所用貨幣和向哪些主權國家提供融資，同時放眼全球，尋找這一趨勢下可能受益的市場和投資機會。

哪些主權陣營值得投資者配置資本？

全球分化局面應促使大家更審慎地思考如何在不同主權陣營之間配置資本。貿易收支和政策公信力等傳統指標固然重要，但也必須考慮一國的自然資源及其在關鍵瓶頸環節面臨的風險。一個國家能否保衛自身安全？這一問題如今有了新的現實意義。

我們建議從以下四個方面評估各主權國家的脆弱性及相關風險。

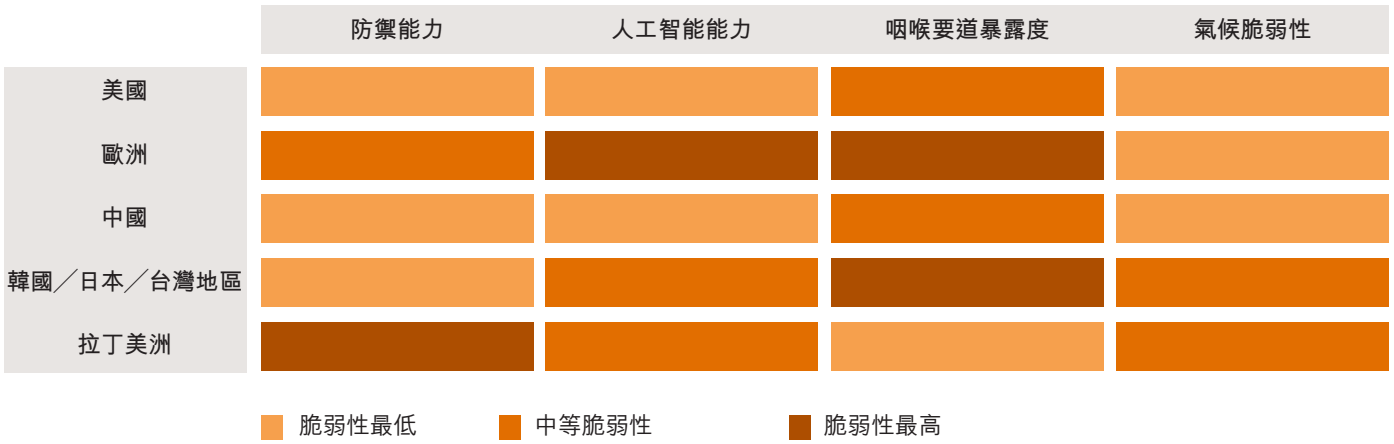
- **衝突**。一國能否自主保障自身安全，還是需要依賴外部支持，而這種支持的成本可能難以持續？
- **算力**。一國是否擁有自主的人工智能基礎設施和科研生態系統？是否已做好應對借助人工智能實施的網絡攻擊的準備？
- **咽喉要道**。一國能否依靠本國自主營運的供應鏈，還是需要依賴外國供應商？
- **氣候**。一國是否容易受到氣候變化的不利影響，又是否具備投資於氣候適應措施的能力？

我們認為這一框架有助於識別哪些國家和地區在全球分化時代更具優勢。歸根結底，從資本配置的角度來看，我們所關注的每個主權陣營都存在需要應對的脆弱環節。因此，將資本過度集中於任何單一陣營可能都並非明智之舉。

4 戰略與國際研究中心。無人機飽和：俄羅斯的「沙赫德」無人機行動。2025年；CSIS。防空與導彈防禦攔截的成本與價值。2025年。

在此，我們分享幾點觀察結果，可為資本配置決策提供參考。

在國防、人工智能、供應鏈和氣候等領域，
所有全球陣營都存在亟待解決的脆弱性問題。



資料來源：Global Firepower、史丹福大學以人為本人工智能研究院、ChinaTalk、聖母大學。截至2025年的防禦能力數據。附註：防禦能力依據Global Firepower 2026年實力指數（軍事力量排名）確定。我們將第1至25名歸為「強」，第26至75名歸為「中」，第76至145名歸為「弱」；這些是編輯設定的閾值，並非GFP的分類。「咽喉要道暴露度」是分析師對能源、關鍵礦產與半導體依賴程度的定性評估，採用1至5分暴露度量表，參考了Naveen Krishnan在ChinaTalk《如何評估經濟安全》（2026年5月4日）中提出的經濟安全框架。組別評級是將上述閾值應用於各已評級成員的中位排名。歐洲包括使用歐元的21個歐盟國家以及英國。拉丁美洲由20個主權拉美國家組成：墨西哥；中美洲六個講西班牙語的國家：古巴、多米尼加共和國和海地；以及南美洲十個講西班牙語或葡萄牙語的主權國家。根據這一基於語言的定義，伯利茲、圭亞那和蘇里南被排除在外。

首先，長期來看，**美國**似乎具備相對有利的條件來應對地緣政治分化，但仍存在一些關鍵風險需要解決。財政實力、資源稟賦以及相對較低的關鍵瓶頸風險，均對美國國債和美元構成支撐。但各國央行和儲備管理機構也存在逐步降低美國資產在儲備中佔比的風險。美國政策制定者和企業領袖正開始著手解決半導體製造、技術熟練的工程人才和稀土等領域的競爭短板。當前的厄爾尼諾現象可能擾亂保險市場並推高食品價格，我們正密切關注保險公司和政策制定者可能採取的應對措施。

歐洲：股票、主權信用和企業信用市場的前景出現分化。

債券投資者正在為提升韌性所需的資本支出提供資金，而股票投資者則有望從這些支出中受益。

歐洲面臨的挑戰包括油氣價格高企（大多數歐洲國家無法實現能源自給）、政府債券收益率上升、債務水平高企，以及愈發頻繁且嚴重的熱浪和乾旱。法國10年期政府債券收益率目前超過意大利同期限國債，為歐元區成立以來首次，較2024年初出現約130個基點的逆轉。（截至第二季度末，法國的公共債務佔GDP比重為119%，而意大利為140%。）2027年法國大選迫在眉睫，屆時極左翼與極右翼候選人之間很可能將展開激烈角逐。

歐洲各國及泛歐層面的政策制定者呼籲加大在國防、技術和能源安全方面的投資，而非進一步擴大福利計劃。我們也在關注歐洲是否可能增加更廣泛的氣候適應投資，以減輕氣候變暖和氣候模式更難預測所帶來的不利影響。自2022年以來，德國的國防開支已翻倍，德國尤其充分利用其工業基礎設施，實現了產業多元化，降低對汽車製造業的依賴[5]。然而，更廣泛的投資推動舉措仍面臨政治阻力，產能提升也受到限制。預計到2030年，歐盟反無人機和短程防空項目僅有約三分之一能夠完成。[6]

鑒於歐洲各國政府面臨日益加劇的財政壓力，我們傾向於將資金投入歐洲跨國企業，而非主權債務。

我們將繼續投資歐洲股票市場，企業盈利表現強於預期。資本已流入歐洲市場中受益於全球地緣分化格局的企業，其中包括在先進晶片製造設備領域佔據主導地位的荷蘭企業，以及承接重整軍備訂單的法國和英國國防企業。

亞洲：不同陣營，不同投資機會

地緣政治分化對亞洲各市場的影響各不相同。

中國在許多方面都是這一趨勢的受益者。中國是工業和製造業強國，擁有較為有利的能源資源。中國仍是主要出口國，貿易順差持續創下新高，同時正以先進的低成本模型構建一套平行發展的人工智能生態系統。但由於房地產行業持續承壓，國內消費復甦緩慢，經濟增長依然疲軟且不均衡。9月份，固定資產投資下降7.2%。[7]

考慮配置中國資產的美國或歐洲投資者，還必須權衡潛在的地緣政治立場分化風險，也就是本國與中國之間的地緣政治利益可能出現分歧。綜合來看，我們傾向於對中國市場採取選擇性且相對較小規模的配置，但也不應完全忽視該市場。

韓國、台灣地區和日本恰恰能提供全球地緣分化時代所需要的產品和產能，例如半導體、人工智能基礎設施和造船設備。韓國擁有全球約70%的DRAM產能，而台灣地區則主導先進晶片製造[8]。

我們仍對韓國和台灣地區股市持建設性看法，並選擇性看好日本股市。

拉丁美洲：近岸布局與大宗商品領域的資本投資機遇

拉丁美洲提供了兩大相關投資機遇：一是全球地緣分化背景下加速發展的「近岸布局」，二是大宗商品牛市。

我們認為**墨西哥**將成為「近岸布局」的顯著受益者。儘管美國政府有種種政治表態，《美國－墨西哥－加拿大協定》(USMCA)仍然得以維持。墨西哥的製造業基礎及其與美國資本市場的緊密聯繫凸顯了其投資潛力。隨着企業向美國市場出口更高附加值的產品和服務，這一潛力可能會進一步提升。事實上，科技產品如今已佔墨西哥出口總額的近50%，而美國進口的伺服器中有40%來自墨西哥。[9]對投資者而言，比索作為具有較高套息收益的可兌換貨幣，同樣具有吸引力。

該地區其他市場為投資者提供了大宗商品與外匯交易機會：**智利和秘魯**擁有全球約四分之一的銅儲量。[10]**巴西**不僅擁有鐵礦石、農業和石油資源，還已建成218座數據中心，並有望在2030年前使容量翻倍。[11]對該地區的投資者而言，我們更看好風險資產而非貨幣。即便巴西大選結果出人意料，我們仍看好拉丁美洲，其中尤為青睞墨西哥，而對智利和秘魯則持更為中立的立場。

[5] 斯德哥爾摩國際和平研究所。斯德哥爾摩國際和平研究所(SIPRI)軍費開支數據庫。2026年4月；路透社。解讀：德國2026年預算草案包含哪些內容？ 2025年。

[6] 歐洲新聞台。一份洩露報告警告稱，到2030年，歐盟反無人機項目中僅有三分之一能取得成果。2026年10月8日。

[7] 中國國家統計局。2026年1月至9月固定資產投資。2026年10月19日。

[8] TrendForce（集邦諮詢）。2026年第二季度DRAM營收排名。2026年9月7日

[9] 摩根大通全球研究部。拉美月度綜述，迭戈·塞萊東。2026年10月2日。美國商務部。數據截至2025年12月31日。

[10] 美國地質調查局。2026年《礦物商品摘要》：銅。2026年1月

[11] 《美洲季刊》。拉丁美洲如何攀升至高科技價值鏈高端。2026年10月13日。



配置黃金和大宗商品的理由

在全球地緣分化的環境中，我們認為投資者可以考慮在投資組合中納入黃金及其他大宗商品。

首先來看黃金，許多國家表示希望將儲蓄配置於美元體系之外的資產，並廣泛分散投資以降低對法定貨幣的依賴。因此，各國央行在總儲備中的黃金持有量佔比有所上升。這一趨勢在各國並不同步，但國際貨幣基金組織的數據顯示，美元在官方外匯儲備中的佔比已從2000年70%的峰值降至約57%。[12]

銅、石油和天然氣等大宗商品是算力供應鏈與國家韌性計劃的關鍵組成部分。隨着電氣化進程和電網升級，銅與鋰的供應缺口預計到2035年將分別達到25%和40%。[13]

我們預計，即便生產商擴大產能以滿足不斷增長的需求，供應短缺仍將持續。例如，新銅礦的建設周期超過16年。[14]同樣重要的是，配置大宗商品可幫助投資組合應對通脹上升風險。事實上，在過去50年中，當股票和債券價格雙雙下跌時，大宗商品平均仍能實現正回報。

儘管供應受限且結構性需求持續存在，大宗商品和自然資源類公司的估值總體上仍低於市場整體水平。全球能源和原材料板塊相較標普500指數分別存在33%和15%的估值折讓，同時提供更高的股息收益率。

安全支出受益企業是否值得您投資？

全球地緣分化為受益於安全相關支出的企業提供了支撐。我們認為這一趨勢將持續。事實上，**全球地緣分化或許正是投資者進行全球股票配置最有力的理由之一。**大多數國家都面臨亟待解決的安全領域漏洞，而從日本、韓國到法國、瑞典和墨西哥，大多數市場均有企業從相關支出中獲益。

安全相關產品和服務的買家通常更看重可靠性和交付速度，而非價格。正如我們之前所討論的，變壓器（交貨周期為2.5至3年）和銅等關鍵部件的供應短缺在可預見的未來仍將持續。[15]這使得安全相關的企業擁有更強的定價能力，同時也帶來覆蓋未來數年的充足訂單。

強勁的盈利表現和不斷上升的市場預期，已推動一籃子安全主題股票年初至今回報接近25%。我們追蹤的這一主題股票中，每10隻就有7隻在過去12個月獲得盈利預測上調。我們預計持續的盈利增長將推動下一階段的超額表現。然而，主動選股對於識別更具競爭優勢的企業，甄選值得投資的標的至關重要。

我們的資本投向何處

我們正以自身資本支持全球地緣分化背景下不斷增長的安全相關支出需求。**摩根大通的「安全與韌性倡議」（SRI）**是一項為期10年、總規模達1.5萬億美元的計劃，旨在通過促進融資、提供資金並直接投資，支持對經濟安全與韌性至關重要的行業。[16]摩根大通將首先投入100億美元，對精選企業進行直接股權投資，主要投資於美國企業，同時也涵蓋歐洲企業，以支持其業務增長、推動創新，並加快戰略性製造能力建設。其餘承諾資金將用於支持類似項目獲得債務及貸款融資。近期案例包括對稀土金屬公司MP Materials的融資承諾，以及對國防技術與自主飛行器領軍企業Shield AI的股權投資。我們還專注於歐洲電網所需的1.3萬億美元升級改造。

我們致力於盡己所能，應對全球地緣分化所帶來的脆弱性問題。

[12] 國際貨幣基金組織。官方外匯儲備貨幣構成（COFER）。2026年9月30日。

[13] 國際能源署。2026年全球關鍵礦產展望。2026年7月。

[14] 國際能源署。銅價創下歷史新高，但冶煉企業面臨日益加劇的戰略壓力。2026年3月。

[15] 伍德麥肯茲。彌補缺口：應對電力輸配領域的供應鏈挑戰。2025年10月15日

[16] 摩根大通。摩根大通推出規模達1.5萬億美元的安全與韌性倡議。2025年10月13日。

第三部分

人工智能投資熱潮最終能否收獲成效？

人工智能基礎設施建設帶來了巨大的資本需求。展望未來，政治壓力將日益影響資本支出熱潮。

自2022年以來，人工智能相關資本支出累計已超過2萬億美元，預計未來幾年還將再投入數萬億美元。

本輪資本支出是否會持續？
是的，前提是投資者是否願意繼續提供資金，同時監管環境也允許相關投資推進。
對於長期投資者而言，或許更重要的是：人工智能領域投資最終能否帶來相應回報？

對於展望2027年的投資者來說，這些或許是最關鍵的問題。

投資者必須考慮四個相關問題：

- 人工智能採用(人工智能模型的初步應用)與普及(在整個經濟體中更廣泛應用)將發展到何種程度，並以怎樣的速度推進？
- 人工智能需要創造多少萬億美元的價值，才能為投資者帶來回報？
- 市場是否願意為基礎設施建設提供融資，以及資本成本又有多高？
- 在人工智能產業鏈的不同股權投資層面中，哪一層最有望創造回報：建設人工智能數據中心的基礎設施層、提供半導體算力租賃的算力層，還是將模型詞元(文本片段)轉化為可持續商業收入的應用層？

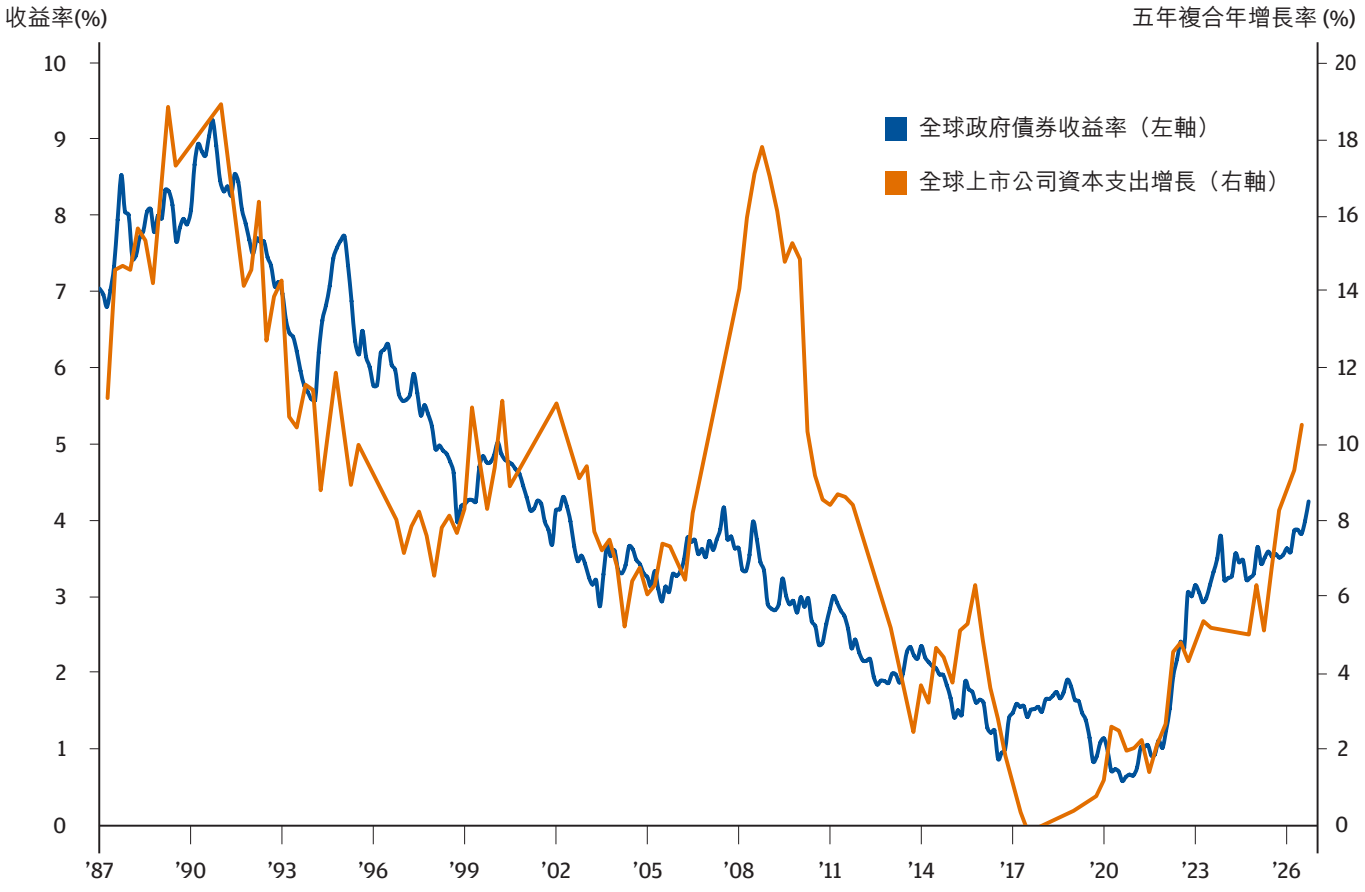
這四個問題在很大程度上塑造了目前的市場討論。如果投資者已經持有美國股票，其實也已經被動參與其中。正如我們的市場及投資策略部主席岑博智(Michael Cembalest)所指出的那樣，自2024年1月以來，54隻人工智能股票組合佔標普500指數總市值的一半以上，並貢獻了66%的盈利增長、59%的指數價格回報，以及82%的資本支出與研發投入增長。[17]

我們相信人工智能在長期來看有望提升生產力和企業利潤。但投資者正更加審慎地審視人工智能基礎設施的建設規模，而市場對於最終贏家的判斷也可能已經開始發生變化。

我們的投資組合配置反映了較為樂觀的預期。我們認為，投資級人工智能相關債券提供了頗具吸引力的綜合收益率，其安全性也高於媒體報道所暗示的水平。現階段，我們認為數據中心基礎設施相關股票（例如半導體企業）恐難有超預期表現。相比之下，超大規模雲端服務商和私營應用公司似乎更有望從當前水平為投資者帶來可觀回報。

[17] 摩根大通資產及財富管理部。岑博智(Michael Cembalest)。2026年10月。

更強勁的企業投資周期推高了借貸成本



資料來源：岑博智(Michael Cembalest)，摩根資產管理、倫敦證券交易所集團、JPM GABI。數據截至2026年10月27日。

人工智能將滲透至整個經濟體系，否則一切無從談起

人工智能必須加速向整體經濟滲透，否則一切都無從談起。屆時，相關基礎設施將淪為擱淺資產，算力租賃收益將受到擠壓，各類應用也始終無法觸達潛在客戶。

數據表明，人工智能的採用仍處於非常早期的階段。據追蹤企業支出的金融科技公司Ramp表示，80%的人工智能支出來自1%的企業，其中絕大多數是科技初創公司向其他科技初創公司購買詞元。[18]在一項關於人工智能與生產力的分析中，摩根資產管理估算，目前美國僅有6%的工作時間有人工智能輔助，儘管理論上約三分之二的任務可能受到人工智能影響。[19]

要證明計劃投入人工智能基礎設施建設的數萬億美元資本的合理性，人工智能的採用和普及就必須突破科技行業，並從試點階段走向更廣泛、更深入的實際應用。我們認為這種情況將會發生，原因有三。

首先，企業對人工智能的採用正從試驗探索走向生產力提升。大多數大型企業對無需人工介入即可運行的AI智能體仍持謹慎態度。但隨着企業管理層對這項技術的接受程度提高，我們認為企業將越來越多地部署智能體模型，從而提高生產力，並提升每位用戶的算力需求。

其次，顛覆性技術的發展歷史表明，價格下降推動應用場景拓展的速度，往往快於其對收入的壓縮速度。自2023年以來，實現同等水平人工智能能力的成本每年下降約13倍，速度是DNA測序成本下降速度的四倍。[20]在同一時期，領先的大模型供應商的年化收入已從零增長至遠超1,000億美元。[21]高盛預計，隨着應用場景不斷拓展，到2030年詞元消耗量將增長24倍。[22]摩根資產管理預計，到2040年，人工智能的總體採用範圍可能擴大到當前任務量的40%。[23]

第三，能夠自主處理各類任務的消費級AI智能體可能會加速普及。Meta的Muse已成為該領域的競爭者之一。在醫療和交通等許多大型經濟領域，人工智能模型的滲透率仍然較低，而這種情況也可能發生改變。[24]

對人工智能採用持悲觀態度的原因很簡單：人工智能對技術人員而言仍是生產力工具，而對其他人而言不過是一項新鮮事物。其錯誤率依然過高，企業採用陷入停滯，大多數消費者也選擇暫不使用這項新技術。在這種情景下，詞元需求仍會增長，但增速將低於預期。隨着估值下降，整個人工智能生態系統的吸引力可能大打折扣。

---

[18] Ramp Economics Lab。Ramp AI Index。2026年9月。

[19] 摩根資產管理，《人工智能時代的生產力前景更加樂觀》，《2027年長期資本市場假設》，2026年10月。

[20] Epoch AI。《思維價格的暴跌》。2026年9月22日。

[21] 路透社。2026年10月。

[22] 高盛。隨着使用量激增，AI智能體預計將推升科技行業現金流。2026年5月20日。

[23] 摩根資產管理。2027年《長期資本市場假設》。2026年9月30日。

[24] 美國人口普查局。商業趨勢與前景調查(按行業劃分的人工智能應用)2026。

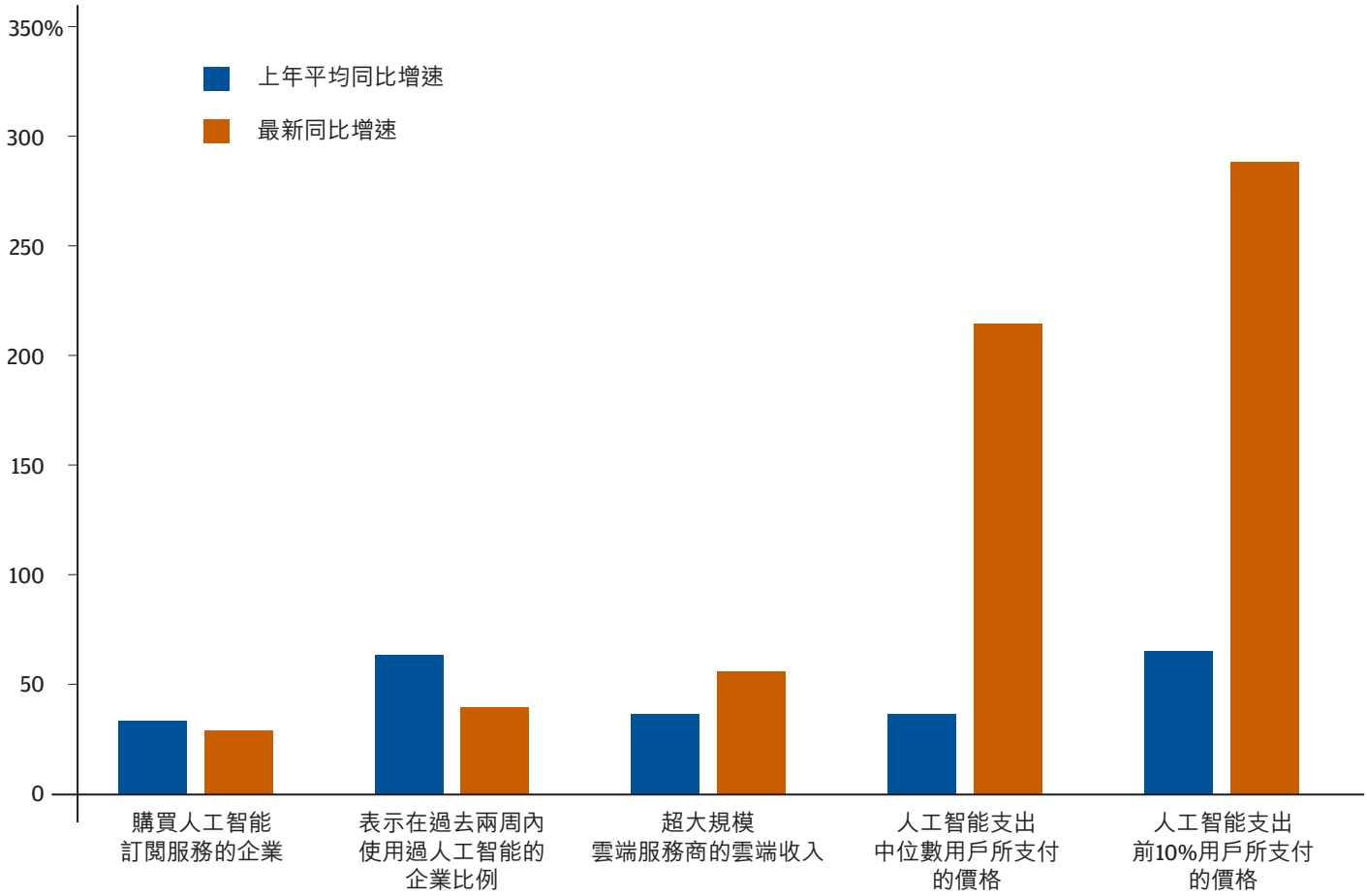
[25] 岑博智(Michael Cembalest)，摩根資產管理、Redbud Consulting。2026年11月5日。

公眾和政治層面對人工智能的反對是整個生態系統面臨的一項關鍵風險。在美國中期選舉期間，數據中心建設成為爭議焦點；全美51項與數據中心相關的公投提案中，有50項的結果支持限制相關項目開發。[25]隨着開源模型不斷進步，以及潛在對手獲得使用算力基礎設施的機會，網絡犯罪風險上升也構成另一項隱患。

為評估人工智能的普及速度，我們追蹤非科技企業採用情況與支出的公開指標。人工智能採用情況調查具有參考價值，上市公司財報電話會議紀錄以及超大規模雲端服務商的雲端業務收入數據亦是如此。綜合我們觀察到的數據來看，人工智能的採用、普及和商業變現仍在持續推進，儘管市場近期可能高估了非上市模型研發公司的收入增長速度。

對人工智能的需求仍在以驚人的速度增長

人工智能需求指標（截至2026年9月中旬的12個月，%）



資料來源：Empirical Research Partners、美國人口普查局、Ramp、彭博財經。數據截至2026年9月。附註：超大規模雲端服務商的雲端業務收入是指Microsoft Azure、Google Cloud、Amazon AWS和Oracle Cloud的合計收入。美國人口普查局的人工智能使用情況系列數據已根據2025年11月調查問卷措辭的變更進行調整。

人工智能需要創造多少萬億美元的收入？

只有當人工智能為整體經濟創造足夠規模的收入，而且創造收入的速度足夠快，足以覆蓋相關資本投入的成本，尤其是數據中心建設所投入資本的成本，這些人工智能投資才能獲得相應回報。鑒於目前規劃中的項目規模極其龐大，而其中究竟有多少能夠從規劃走向實際落地仍存在疑問，我們預計，投資者將日益要求看到相關收入切實兑現。

要理解其中的挑戰，不妨看看這些投資需要達到怎樣的收入水平，才能在計入投資者資本成本後，每年實現收支平衡。建設1吉瓦(GW)的人工智能數據中心容量大約需要400億美元。要覆蓋資本成本，一座1吉瓦的數據中心每年需要創造約110億美元的收入。[26]因此，預計到2029年全球前沿數據中心容量將達到約129吉瓦，相應每年需要創造約1.5萬億美元的算力收入。這些收入將主要來自應用層企業，這些企業需要租用算力，開發供企業、消費者和政府使用的產品和服務。此類企業，尤其是非上市模型研發公司，可能需要在算力成本之上實現約50%的利潤空間。這意味着，終端客戶每年在人工智能上的支出需要達到上述金額的約兩倍，即約3萬億美元。

那麼，到2030年代初，人工智能生態系統能創造多少收入？基於合理假設，我們估計：

- **企業每年**在人工智能方面的支出可能達到約2.5萬億美元，包括供員工使用的人工智能工具和AI智能體。
- **消費行業可**通過廣告和訂閱業務貢獻約7,500億美元的收入。
- **各國政府還**可追加4,000億美元。[27]

由此，人工智能相關收入可達到約3.5萬億美元，較數據中心每年實現收支平衡所需的收入水平高出約7,000億美元。這部分盈餘可成為算力層和應用層投資者的回報來源。這個數字看似可觀，但其建立在對潛在市場規模的估算之上，最終能否實現仍存在很大的不確定性。

一個備受關注的風險在於：人工智能帶來的收入增長，尤其是來自大型企業的收入，是否很大一部分源於對職位的替代，也就是以人工智能取代人力，而非創造新的需求。假設企業潛在的人工智能支出中有一半用於替代原本需要人力填補的職位，而人工智能的成本約為其所替代員工的一半，那麼在未來五年，人工智能將在全球範圍內影響約2,400萬個知識型工作職位，相當於全球知識型勞動力總數每年約1.3%。這一調整無疑會帶來衝擊，但其速度約為2000年代美國製造業縮減就業速度的三分之一。當時，受工廠自動化以及中國加入世界貿易組織影響，美國製造業就業人數每年減少約3.4%。人工智能帶來的就業調整，很大一部分可能通過職位空缺不再填補，而非直接裁員來實現。更大的風險在於影響過度集中：如果職位替代主要集中於特定職業或地區，那麼早在整體就業數據明顯惡化之前，就可能觸及政治承受能力的極限。[28]

舉例而言，如果這些職位流失中三分之二發生在美國，那麼美國五年內將有約1,600萬個職位受到影響，相當於每年約300萬個。這約佔美國非農就業人數的2%，是2000年代製造業就業萎縮速度的四倍以上，也將接近「大衰退」期間的就業流失速度，只不過持續時間將從兩年延長至五年。即使人工智能帶來的大部分職位調整並不通過裁員實現，也至少會抵銷經濟正常情況下每年的就業增長。從中期選舉結果來看，政治層面對這種結果的容忍度似乎會非常有限。

摩根資產管理關於人工智能對經濟影響的分析顯示，人工智能對就業的衝擊更可能體現在職位內部的任務變化，而非直接導致整個職位消失。畢竟，每一份工作歸根結底都是由一系列任務組成，而截至目前，人工智能只能將其中部分任務自動化，或輔助人們完成這些任務。此外，儘管我們預計人工智能將在整個經濟中廣泛普及並產生深遠影響，但這一過程需要時間，預計其推廣速度也將因行業和領域而異，並呈漸進態勢。我們認為，這種穩步普及有助於降低大規模職位替代的風險。

---

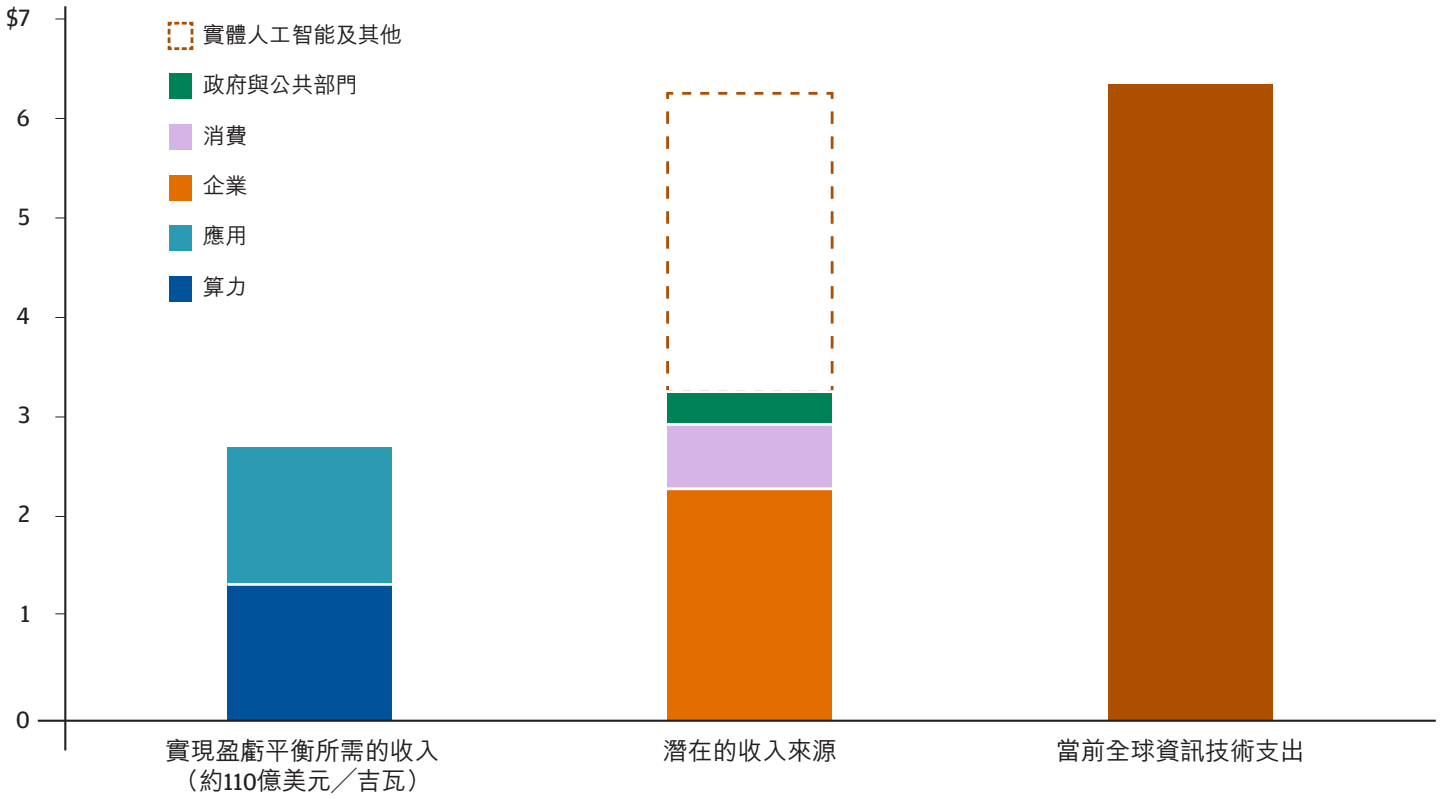
[26] 如今，一個1吉瓦的數據中心可同時支持約60萬個GPU運行。如果這些晶片平均有70%的時間被「租用」(由客戶使用並付費)，那麼每年累計約可提供37億GPU小時。按每GPU小時約3美元計算，這將帶來約110億美元的年營收。

[27] 詳細資訊請參見附錄中方法論表格。

[28] 替代勞動力的相關支出約佔2030年代初企業人工智能預計支出的50%(約2.4萬億美元)，即約1.2萬億美元。我們將其除以每職位50,000美元的有效成本：這一成本假設，人工智能的定價是一名知識型員工約100,000美元全成本(含福利等各項開支)的一半。由此得出，約2,400萬個職位，分攤到五年，對照的基數是全球約3.84億知識型員工。製造業比較採用了美國勞工統計局(BLS)的製造業就業數據系列：從2000年1月的約1,730萬個職位減少至2010年1月的約1,150萬個職位，年均減少約58萬個職位(佔初始基數的3.4%)。估算數據僅供參考。

基礎設施項目儲備已接近潛在收入所能支撐的極限

到2030年代初實現盈虧平衡所需的人工智能生態系統收入及潛在收入驅動因素（單位：萬億美元）



資料來源：摩根大通私人銀行、岑博智（Michael Cembalest）的《放眼市場》刊物、摩根大通研究部、Coatue Management、Epoch AI、SemiAnalysis、LSEG、彭博、Gartner。數據截至2026年10月。每吉瓦（GW）的盈虧平衡收入是指為覆蓋稅前資本成本、在各資產的使用壽命內收回資本投入（加速器為5年）並支付營運成本而所需的年度收入。完整方法詳見附錄。估算數據僅供參考，取決於上述假設，且不構成預測。

再回到人工智能基礎設施建設的經濟效益：人工智能生態系統實現盈虧平衡所需的收入，與企業和消費者等來源可能貢獻的潛在收入之間的差距，是一個關鍵變量。當潛在市場規模遠超人工智能生態系統實現盈虧平衡所需的規模時，每一座新建的數據中心都堪稱穩健的投資。然而，隨着基礎設施項目儲備規模日益接近潛在人工智能市場容量，這一差距將不斷收窄，持續擴建的動力也將隨之減弱。

我們認為，基礎設施項目儲備正進入一個更為審慎甄選的階段。首先，潛在市場規模仍存在較大爭議，尤其是在前沿模型實驗室近期營收增速放緩之後。其次，債券市場已開始對規模較小的人工智能企業過高的槓桿水平和激進的基礎設施計劃產生抵觸情緒。最後，資本投資熱潮往往以過度建設告終。鐵路和互聯網都曾帶來巨大的生產力提升，但在需求真正形成之前，市場鋪設了過多的鐵路和光纖，最終導致資本市場遭受嚴重損失。不過，在本輪人工智能投資周期中，對數據中心開發實施更多限制，反而有助於降低產能超過需求的風險。

展望未來，企業要說服投資者在現有項目儲備之外繼續增加數據中心容量，可能會變得更加困難，尤其是在監管環境可能進一步趨嚴的情況下。因此，價值可能日益向那些掌控關鍵瓶頸，或具備較強定價能力、能夠應對政治壓力、監管變化、電力供應、電網接入、審批進度和融資等制約因素的企業集中。

為人工智能基礎設施建設提供資金

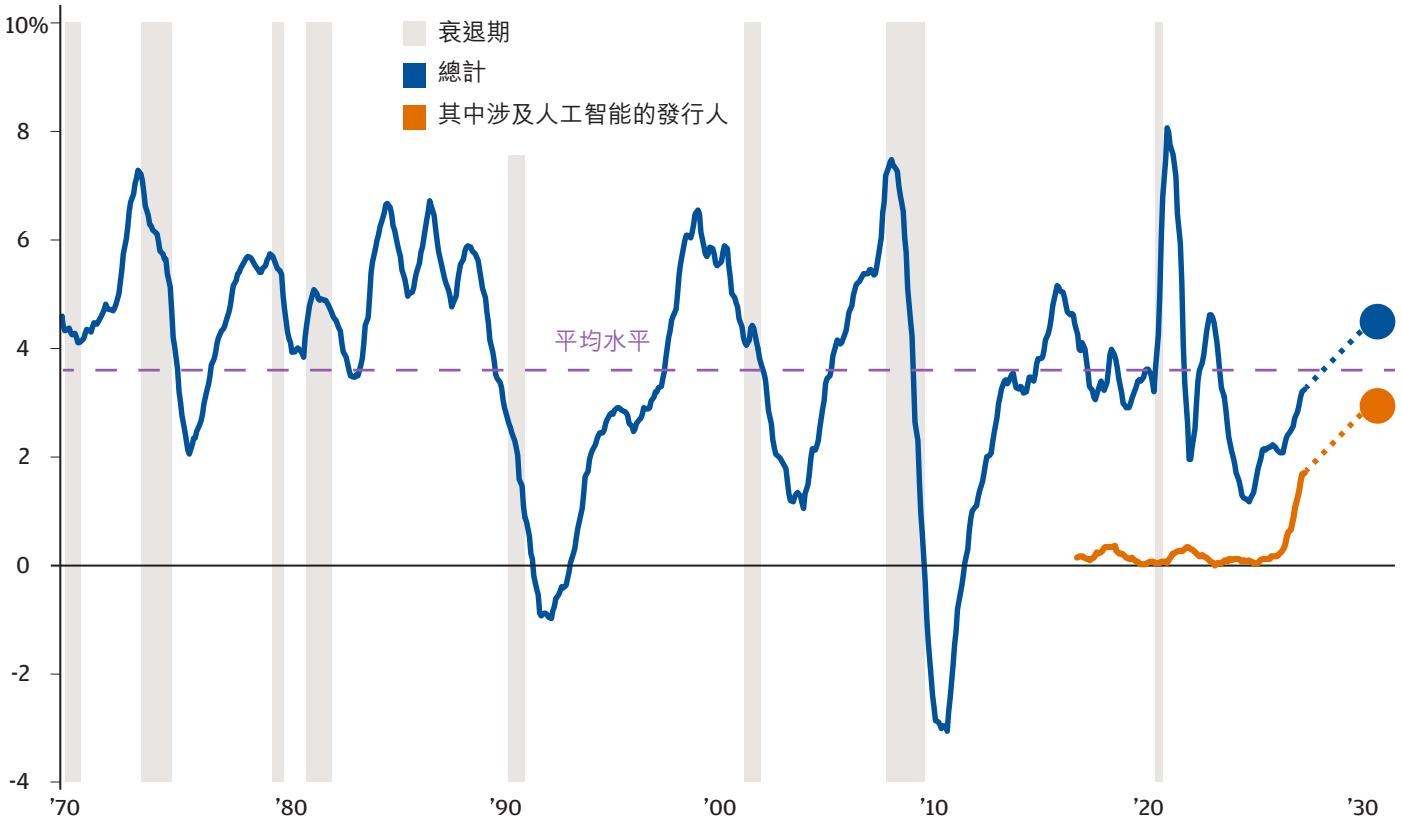
正如即使只是略微關注人工智能發展的人也明白，融資將是決定這股浪潮如何演變的關鍵。因此，在投資人工智能生態系統任何環節的股票之前，都應先確認自己能夠接受相關企業資產負債表上的債務狀況。（經濟學入門課的另一項基本原則：一旦發生債務違約，股權價值便可能蕩然無存。）

近期，一些人工智能公司已觸及公共債務市場所能容忍的融資極限。以CoreWeave發行的無擔保債券為例，該公司屬於「新型雲端服務商」（通常指以較高槓桿水平營運、通過對外出租算力提供服務的供應商）。其債券目前以超過1,000個基點的危困級利差交易。這是否預示着人工智能熱潮開始走向終結？並非如此，但這確實表明，公開市場與私募市場的投資機會格局正在發生變化。

儘管人工智能相關債務的規模不斷擴大（今年相關債券發行額將超過3,000億美元），但債務增長佔GDP的比重仍遠低於以往歷次槓桿周期的水平；此外，數據中心建設面臨更多的政治阻力，也可能導致槓桿增速放緩。

與人工智能相關的借貸活動大幅攀升，預計發行規模將顯著增加

非金融企業信貸增量佔GDP比重（四季滾動平均值，%）



資料來源：橋水聯合基金、Haver Analytics、美國聯邦儲備委員會、美國經濟分析局。數據截至2026年9月。

如今，大多數人工智能相關債務由投資級借款人發行，這些企業在全球市場中財務實力最為雄厚。整體而言，超大規模雲端服務商(Alphabet、亞馬遜、微軟、甲骨文)的利息保障倍數均超過50倍，而投資級發行人的中位數約為9倍。甲骨文顯然是當中的例外。因此我們認為，部分超級雲端服務商的投資級債券仍具投資機會。

然而，新的融資結構已引起市場關注，因為這些架構可能令債務的實際持有人，以及背後由哪些抵押品提供保障變得不甚透明。舉個例子：英偉達約1,650億美元的資產負債表外融資，為新興模型供應商約6.5吉瓦(GW)的規劃算力提供支持。[29]英偉達旨在拓展超大規模雲端服務商和前沿模型實驗室以外的客戶群體。原則上，這有助於降低人工智能生態系統中的集中度風險。然而，資產負債表外的融資架構也增加了整個體系的不透明度，並可能推高資本成本。

人工智能正推動科技行業從輕資產模式轉向重資產模式。十年前，最大的雲端服務公司將其收入的約7%重新投入於資本支出。今年，分析師普遍預計這一比例約為36%，已接近受監管公用事業公司的再投資比率，並幾乎耗盡了雲端服務公司的全部經營現金流。

距離超大規模雲端服務商越遠，其商業模式就越偏向重資產。CoreWeave等新型雲端服務商每創造1美元營收，便投入接近3美元的資本支出，當中的資金缺口則通過舉債填補。電力行業對資本的需求也在增長，美國公用事業公司計劃在未來五年投資近1.5萬億美元。[30]

如今，備受市場關注的資產是圖形處理器(GPU)和數據中心。之後可能轉向自動駕駛汽車和機械人。無論哪種情況，重資產商業模式都需要融資支持。我們一直在探索通過私募市場，為那些難以在公開市場以有利條件籌集資金的數據中心開發商和新型雲端服務商提供融資機會。這類投資的風險較高，但相應的潛在回報也更高。

[29] SemiAnalysis。英偉達的「兜底」版圖：正面我贏，反面誰輸？ 2026年9月11日。

[30] 愛迪生電力研究所。EEI數據：電力公司擬投資1.4萬億美元。2026年。

投資基礎設施層的幾點信念

基礎設施層(半導體、記憶體、電氣設備、發電及建築施工)通常在交付時獲得收入，其營收取決於已建成並投入使用的吉瓦級容量。

若要將資金配置於人工智能基礎設施企業，投資者必須相信，相關基礎設施的建設規模將超過投資者目前已反映在股價中的預期。迄今為止，情況確實如此。過去三年，華爾街分析師每年都低估了超級雲端服務商的資本開支增速，平均低估幅度達50個百分點。

然而，正如我們此前所述，儘管算力需求似乎仍超過實際產能，我們認為對基礎設施層盈利預期的上修空間已逐漸接近極限。

若要相信基礎設施層的股票未來表現仍能跑贏大盤，那麼投資者大概也需要相信，針對數據中心發展所面臨的政策限制，或會比目前市場定價所反映的程度寬鬆。截至撰寫本文時，半導體股的估值已反映盈利可能下跌20%至40%的預期。此外，人工智能數據中心的規模日益龐大，也意味着需要不斷更新及補充半導體產品，以支撐營收持續增長。最後，各地政府對人工智能算力的需求，可能促使全球建立更龐大的數據中心網絡，其建設著眼於處理冗餘問題與安全保障，而非資本效率。

我們的基準情景假設資本支出增速將會放緩，但其中也存在積極的因素。建設步伐放慢有助於維持供應的稀缺性，而稀缺性至少在短期內有望為人工智能生態系統的其他參與方帶來更高的利潤。數據中心供應受限，或能支撐算力及智能服務的定價能力，但也可能制約人工智能帶來顛覆性變革的空間。

聚焦頂尖超大規模雲端服務商

相比之下，我們對超大規模雲端服務商的前景更為看好。縱觀公開市場的人工智能生態系統，我們認為現階段這類企業或許最值得投資者配置資本。

無論算力充裕還是稀缺、服務價格低廉還是高昂，超大規模雲端服務商都有望從中受益。它們的優勢源於業務覆蓋面廣闊：它們擁有數據中心，營運雲端平台，並銷售人工智能應用(如搜索、廣告、生產力軟件和消費類產品)。當算力稀缺時，它們可以通過提高算力租用價格而受益。當算力供應更為充裕、成本因而降低時，超大規模雲端服務商自身的應用業務則可受益於較低的算力價格。

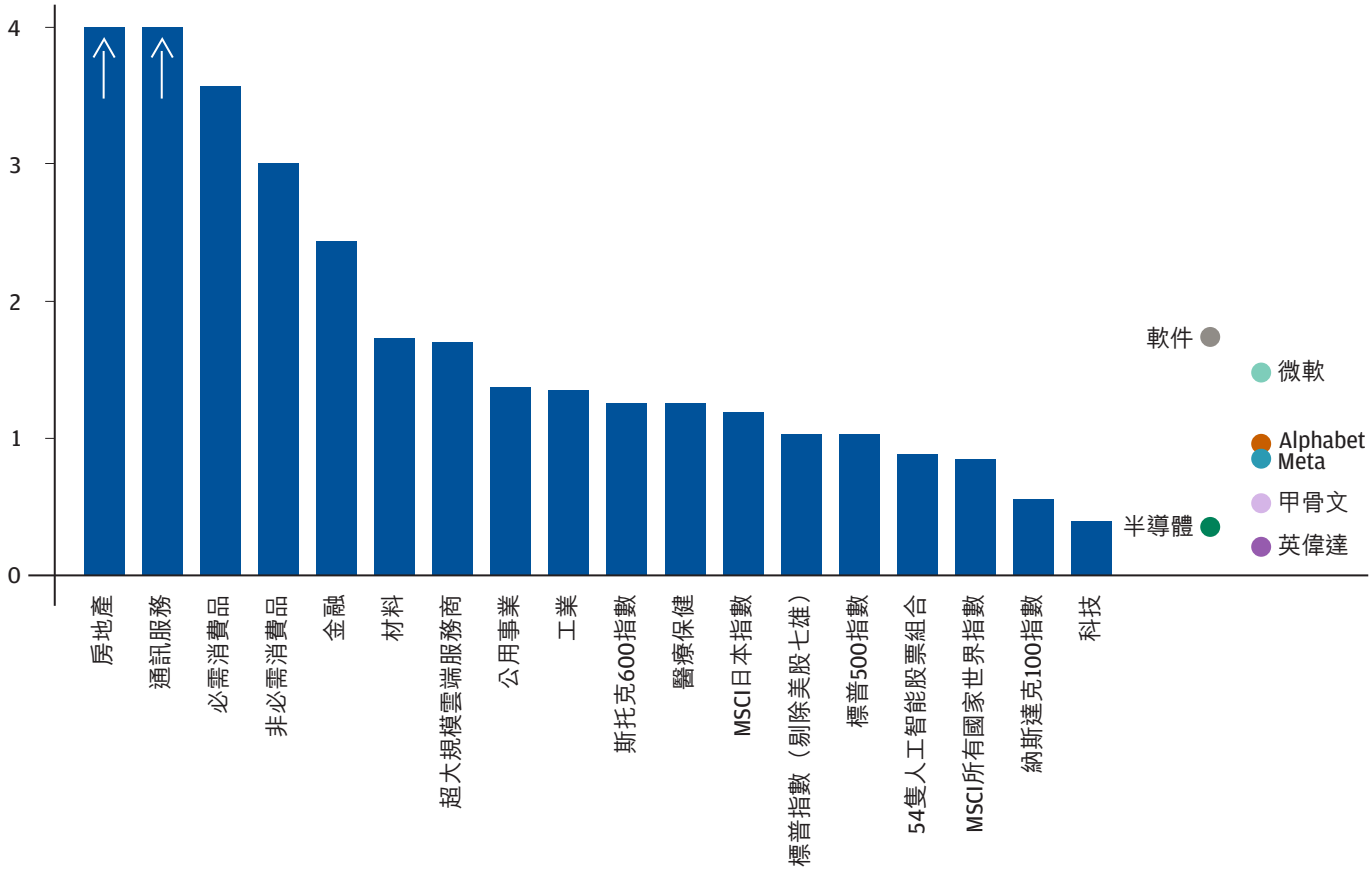
我們也清晰看到其人工智能投資將如何轉化為回報。核心雲端業務的銷售增長正在加速。Meta和Alphabet在人工智能驅動廣告方面的投資也初見成效。超大規模雲端服務商的資產負債狀況或會承受壓力，但我們認為其穩健性不會因此受到根本動搖。近期的業績表現也許不盡人意，但也為投資者提供了具有吸引力的入場機會。

我們目前預計基礎設施建設的步伐將會放緩，這也有助減輕超大規模雲端服務商的自由現金流壓力。最後，這些超大規模雲端服務商目前在債務和股票市場上的估值均具吸引力。總體而言，這些股票的市盈率較市場僅有微幅溢價，並遠低於其自身的長期平均水平，而市盈率增長比率(PEG)也顯示，市場對其持續增長的信心有限。

展望2027年，我們認為對於投入公開股票市場的資本而言，超大規模雲端服務商可望帶來最佳的風險調整後回報。

投資者並未為科技盈利增長支付溢價

市盈率除以市場一致預期的年化盈利增長率



資料來源：岑博智(Michael Cembalest)，摩根資產管理、彭博財經。數據截至2026年10月27日。

投資應用層的幾點信念

應用層位於人工智能技術棧的頂端：包括前沿模型實驗室、企業人工智能平台，以及垂直領域軟件公司，這些企業將詞元轉化為可供客戶購買的產品。應用層企業涉足眾多領域，涵蓋編程、客戶服務、醫療保健和法律服務等行業。其收入取決於詞元的使用數量，或日益取決於所交付的成果；而應用層的主要成本，就是其租用的算力。

前沿模型實驗室及其他應用層企業出售「智能」服務，也就是進行推理並朝着特定目標完成任務的能力，而如今它們能夠依靠此服務收取溢價。目前，應用層的前沿模型實驗室毛利率可達60%至90%。[31]

市場一直質疑前沿模型實驗室能否維持如此優厚的利潤率。這些實驗室可能面臨日益激烈的競爭，尤其是來自中國的開放權重模型；目前，在OpenRouter（一家人工智能平台及服務供應商）等平台上生成的詞元總量中，中國開放權重模型的佔比約為80%。企業也希望限制員工使用詞元所產生的成本，這可能會對前沿模型實驗室的收入造成影響。[32]

若要看好應用層，就必須相信以下若干情景可能實現：

- 模型質量至關重要。客戶選擇模型時，考慮的不只是價格，還會權衡成本、質量、可靠性、延遲（即模型回應查詢所需的時間），以及模型與客戶工作流程的匹配程度。開放權重模型的性能無疑會持續改善，但我們認為，在可預見的未來，前沿模型仍將享有溢價。事實上，目前企業在詞元方面的支出仍有90%以上流向前沿模型。
- 定包價模式可能從按詞元計費轉向按成果計費。按使用量收費時，收入取決於計費單位的使用量，而詞元成本預計將持續下降；按成果收費時，收入則與工作成果的價值掛鈎。因此，即使詞元成本下降，企業卻可在維持收入的情況下擴大利潤率。
- 需求顯著超出當前的應用基礎水平。企業開始廣泛採用智能體工作流程，家庭用戶開始使用面向消費者的智能體，機械人等現實世界的人工智能應用也開始普及。人工智能所描繪的未來正逐漸實現。

從價值創造的歷史來看，在資本支出熱潮中，受益者往往是「第二波」企業，也就是那些建基於早期基礎設施之上發展業務的企業。這或許是支持應用層價值最具説服力的論據。美國鐵路的興起促成了西爾斯百貨公司的創立。電力普及為荷里活娛樂產業奠定基礎。互聯網則催生了電子商務和應用商店。歷史帶來的另一個啟示是，創新浪潮往往會帶動經濟其他領域的需求增長。如今，我們相信，隨着人工智能日益普及，體驗、旅遊、奢侈品、健康生活、長壽及體育等領域的需求都有望增加。

在電力與電腦時代初期，公開市場主要由既有龍頭企業所主導。但在30年內，市場中市值最大的10家上市公司中，近半數已成為這些新技術領域的代表。我們相信同樣的模式將在人工智能時代重現。投資者可考慮通過今天的私募市場，提前布局有望成為明日公開市場巨頭的企業。

[31] SemiAnalysis。2026年7月8日。

[32] Ramp AI。2026年10月。



結語

資本需求與資本成本的變化，預計將在未來一年持續牽動市場。您是否足夠看好人工智能熱潮，願意提供融資，填補資本投入與可持續收入之間的缺口？您是否會投資於安全支出增加的受惠企業？您又是否會善用較高利率帶來的潛在回報，在維持既定回報目標的同時，降低投資組合的整體風險？在這樣的環境下，就連現金的吸引力或許也有提升。

一如以往，建立兼具穩健性與靈活性的投資組合，有助於實現長期目標。我們將與您並肩同行，評估金融市場各領域的投資機遇與挑戰。展望2027年及更長遠的未來，我們致力助您妥善配置資本，讓每一分投入都發揮應有價值。



我們的目標

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

執行主管

Clay Erwin
投資銷售和交易部全球主管

Stephen Parker
全球投資策略聯席主管

Grace Peters
全球投資策略聯席主管

Anton Pil
全球另類投資解決方案主管

全球投資策略團隊

Christopher Baggini
股票策略部全球主管

Philip Camporeale
美國投資策略師

Nur Cristiani
拉丁美洲投資策略部主管

Madison Faller
歐洲、中東及非洲投資策略師

Kriti Gupta
美國投資策略師

Joshua Lewin
亞洲投資策略部主管

Jacob Manoukian
美國投資策略部主管

Joe Seydl
市場經濟學家

Sitara Sundar
另類投資策略主管

Brigid Whelan
投資內容策略主管

吳安瀾(Alex Wolf)
全球宏觀與固定收益、外匯及大宗商品部主管

Erik Wytenus
歐洲、中東及非洲投資策略部主管

附錄

人工智能盈虧平衡分析：假設與方法論

《2027年展望》(「人工智能需要創造多少萬億美元收入才能支撐其發展？」)。
所有金額均以美元計。收入數據對應2030年代初。

類別	方法論	關鍵數據
1.建設和營運1吉瓦(GW)的成本		
每吉瓦資本支出	建設1吉瓦人工智能數據中心容量的總成本	400億美元
資本支出結構	伺服器／網絡／電力、土地與廠房	56% ／ 13% ／ 30%(226億美元／ 53億美元／ 122億美元)
資本成本	稅前加權平均資本成本(WACC)，適用於所有組成部分	15%
使用壽命	伺服器與網絡／電力、土地與廠房	5年／ 15年
資本費用	資本在每項資產的存續期內以等額年金形式收回(15%的年金系數)	每年103.8億美元
營運成本	電力：1.14吉瓦設施×8,760小時×71%利用率×每兆瓦時83.4美元，另加人工與維護費用	5.9億美元+ 1.7億美元=每年7.6億美元
2.單吉瓦的盈虧平衡點		
每吉瓦盈虧平衡收入	年度資本費用加營運費用(僅獲得資本成本，無超額回報)	**每年111億美元**
GPU密度	每吉瓦容量所配備的GPU數量	611,477
GPU利用率	租賃工時佔比	71%(𝕎每吉瓦每年38億GPU小時)
GPU租賃盈虧平衡價	盈虧平衡收入÷ GPU使用小時數	**每GPU小時2.93美元**
3.全球機群的盈虧平衡點		
機群規模	2029年底全球人工智能數據中心容量	129吉瓦
算力層盈虧平衡點	機群×每吉瓦盈虧平衡收入	每年1.44萬億美元
應用層利潤空間	實驗室與人工智能軟件企業所賺取的毛利率其算力成本	50%
終端客戶盈虧平衡點	算力盈虧平衡點÷(1 – 應用層毛利率)	**每年2.87萬億美元**
邊際所需收入	每新增1吉瓦所需的終端客戶增量收入	每年223億美元
4.潛在人工智能收入(僅限企業、消費者和政府領域)		
企業：軟件工程師	工程師人數×滲透率×每位工程師的月度人工智能支出	2,700萬× 100% ×每月3,228美元= 10,460億美元
企業：其他白領	非工程師類知識型員工(總計3.84億人，扣除2,700萬名工程師)工程師人數×滲透率×月均支出	3.57億× 60% ×每月539美元= 13,850億美元
企業合計	綜合滲透率為63%；每位𝕎人工智能用戶每月費用為840美元(𝕎所有知識型員工平均為528美元)	**24,310億美元**
消費：訂閱	付費訂閱用戶數×綜合ARPU	4億×每月13美元= 620億美元
消費：廣告	人工智能驅動的增量收益×預計數碼廣告市場規模	25% × 2.16萬億美元= 5,400億美元
消費：其他	內置人工智能功能(3,000億美元的25%)+智能體佣金(5億人×每年25美元)+陪伴與游戲服務(50億美元× 10)	750億美元+ 125億美元+ 500億美元= 1,375億美元
消費合計		**7,400億美元**
政府與公共部門	美國聯邦(20億美元× 25)+北約盟國(美國的1.5倍) +主權國家人工智能項目+公共服務(1.25% × 10萬億美元)	500億美元+ 750億美元+ 1,500億美元+ 1,250億美元= 4,000億美元
5.結果		
人工智能潛在總收入	企業+消費者+政府	**3.571萬億美元(𝕎3.6萬億美元)**
超過盈虧平衡點的盈餘	潛在收入減去終端客戶盈虧平衡點	**6,970億美元(+24%)**

資料來源包括：摩根大通私人銀行、岑博智(Michael Cembalest)的《放眼市場》刊物、摩根大通研究部、Coatue Management、Epoch AI、SemiAnalysis、LSEG、彭博、Gartner。
估算數據僅供參考，並取決於上述假設。實體人工智能(機械人、自動駕駛)不包括在內，但將帶來額外增長空間。

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

5年／5年遠期盈虧平衡通脹率(5y5y)：基於市場的指標，用於衡量自今日起五年後開始的五年期內的預期平均通脹水平，該指標由名義國債收益率與通脹指數化債券收益率推算得出。

智能體式人工智能／智能體模型：旨在以有限的人工干預規劃並執行多步驟任務的人工智能系統，通常通過使用工具、檢索資訊以及在既定工作流中採取行動來實現。

人工智能應用層：人工智能生態系統中將模型與詞元轉化為客戶可購買的產品或服務的部分，包括前沿實驗室、企業平台、智能體以及垂直領域軟件。

人工智能算力層：人工智能生態系統中負責提供和出租用於訓練及運行模型的算力的部分，包括晶片、伺服器、雲端基礎設施及相關服務。

人工智能基礎設施層：人工智能生態系統的物理基礎，包括半導體、記憶體、網絡、電氣設備、發電、數據中心及建築施工。

聯盟風險：因地緣政治利益、標準、貿易關係或金融體系在相互競爭的陣營間出現分歧，導致某一國家、企業或資產處於不利地位而引發的投資風險。

另類資產：除傳統公開股票和核心固定收益資產以外的投資類別，包括私募股權、私募信貸、對沖基金、基礎設施、房地產和大宗商品。

基點(bp或bps)：一個百分點的百分之一。例如，100個基點等於1個百分點。

瓶頸組合：一組專題企業，生產或掌控對經濟與國家安全至關重要的稀缺實物投入，如半導體、大宗商品、發電設備和燃氣輪機。

金磚國家：巴西、俄羅斯、印度和中國，是由大型新興經濟體組成的國家集團。

商業發展公司(BDC)：一家上市或非上市的投資公司，主要通過私募信貸等方式向中小型企業提供貸款或直接投資。

資本支出(capex)：用於購置、建造或升級數據中心、機器設備、電力基礎設施及其他不動產或設備等長期資產的支出。

持有收益：持有投資工具(如債券票息或信用利差)所獲得的收益，不含市場價格波動及其他成本的影響。

央行政策利率：央行設定或以其為調控目標的短期利率，用以影響金融狀況、經濟活動和通脹。

消費者物價指數(CPI)：一種衡量通貨膨脹的指標，用於追蹤消費者為購買一籃子代表性商品和服務所支付的價格隨時間的變化情況。

相關系數：衡量兩個變量之間相互關聯變動情況的統計指標。相關系數為1表示兩者同步變動，0表示沒有穩定的相關關係，而－1表示兩者反向變動。

信用利差：債券或貸款相對於可比政府證券或基準利率所產生的額外收益，用以補償投資者承擔的信用風險和流動性風險。

債務佔GDP比率：衡量一國公共債務相對於其國內生產總值的指標，常用於評估政府債務的規模與可持續性。

發達市場(DM)：擁有發達經濟體、成熟金融市場和普遍較高收入水平的國家，例如美國、日本以及許多歐洲經濟體。

直接貸款：由非銀行放貸機構直接向企業提供的私募信貸，通常是以協商方式達成的優先擔保貸款，對象為中型市場借款人。

多元化對沖基金：採用多種投資方法(如宏觀、相對價值、多空及事件驅動投資)的集合投資策略，旨在尋求對整體股票和債券市場依賴程度較低的回報。

新興市場(EM)：擁有發展中經濟體和金融市場的國家，可能具備更高的增長潛力，但通常比發達市場面臨更大的經濟、政治、貨幣及市場風險。

聯邦基金利率：美國銀行之間隔夜拆借準備金餘額所適用的利率；聯儲局為該利率設定目標區間，並將其作為主要政策工具。

自由現金流：公司在支付經營費用和資本支出後所產生的現金，可用於償還債務、股息、回購股份、收購或其他再投資。

前沿實驗室／模型提供商：開發並商業化前沿人工智能模型的組織，通常通過訂閱服務、應用程序編程接口或按使用量計費的方式提供訪問權限。

毛利率：收入減去提供商品或服務所發生的直接成本，以收入百分比表示。

高收益債券：評級低於投資級別的公司債券，通常提供較高收益率，以補償投資者所承擔的較高信用風險和違約風險。

超大規模雲端服務商：能夠以支撐大型企業和互聯網服務的規模和速度提供算力資源的大型雲端計算服務商。

盈虧平衡通脹率：同等期限的名義國債收益率與通脹指數化國債收益率之間的差額，通常被解讀為基於市場的預期通脹率加上通脹風險溢價。

基礎設施：支持經濟活動的使用壽命長的實物資產與系統，包括發電與輸電、運輸、通訊以及數據中心資產。

利息保障倍數：衡量借款人償付利息能力的一項指標，通常計算方法為利息和稅前利潤(EBIT)除以利息費用。

投資級(IG)：由公認的信用評級機構評級達到或高於最低投資級評級門檻的債券或借款人，其預期違約風險相對低於高收益債券。

延遲：人工智能模型或計算系統回應請求所需的時間。

流動性：資產能在不顯著影響其價格的前提下買入或賣出的容易程度。私募投資的流動性通常低於公開交易的證券。

扣除損失後的收益率：扣除預期信用損失後的投資收益率，通常基於違約率和回收率等假設計算得出。

近岸外包：將生產或服務環節遷移至更接近企業最終市場的地區，通常為鄰近國家或同屬一個區域聯盟的國家，以降低供應鏈風險和運輸成本。

新型雲端服務商：通常專注於提供人工智能算力租賃服務、且往往比成熟的超大規模雲端服務商更依賴外部融資的專業雲端服務商。

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

表外承諾：未在發起公司的資產負債表中作為常規債務列示、但仍可能帶來經濟風險的契約義務或財務敞口。

開源模型：一種人工智能模型，其底層代碼、模型權重或技術組件根據其許可協議可供他人使用、修改或部署。

基於成果的定價：一種定價模式，客戶根據所獲得的價值或成果付費，而非根據用戶數量、軟件授權席位或詞元用量付費。

隔夜指數互換／隔夜利率期貨：用於表達與隔夜基準利率掛鈎的短期利率未來走勢預期的市場工具。

個人消費支出(PCE)指數：衡量美國消費者為商品和服務所支付價格的綜合指標。聯儲局將個人消費支出(PCE)價格指數作為其首選的通脹衡量指標。

市盈率(P/E)倍數：一種估值指標，其計算方法為將公司股價除以每股收益。

私募信貸：非銀行投資者與企業之間私下協商達成的貸款，通常流動性低於公開發行的債券，且多採用浮動利率。

實物資產：與有形資產或資源相關的投資，包括基礎設施、房地產和大宗商品，此類投資可提供收益，並可能對通脹具有敏感性。

實際回報：經通脹調整後的投資回報率。

回收率：借款人違約後，貸款人所能收回的本金及計息總額所佔比例。

儲備貨幣：一種被各國央行和機構廣泛持有，並常用於國際貿易、金融和支付的貨幣。

標普500指數：按市值加權編制的美國500家領先企業指數，廣泛用作衡量美國大型股市場的基準。

安全與韌性倡議(SRI)：摩根大通一項為期10年、規模1.5萬億美元的計劃，旨在促進、融資並投資於被視為關乎經濟安全與韌性的行業，其中包括對特定企業100億美元的初始直接投資。

擔保債：以特定抵押品為擔保的借款，貸款人可在借款人未能償還時對該抵押品行使追索權。

擔保隔夜融資利率(SOFR)：衡量以美國國債為抵押的隔夜現金借貸成本的綜合指標，也是美元融資中廣泛採用的基準利率。

影子違約率：一項更廣泛的信貸壓力衡量指標，其範圍超越已披露的付款違約，還涵蓋了諸如利息停計(非應計貸款)、困境中的實物支付(PIK)安排、重大展期、止贖以及大幅減值計價的貸款等指標。

主權信用：由國家政府發行或擔保的債務，其風險反映了該主權國家的財政狀況、經濟實力、政策公信力，以及其償債能力和意願。

「照付不議」合同：一項協議要求客戶無論是否實際使用，均須支付最低容量的費用，或購買最低數量的貨物或服務。

應稅等值收益率：根據投資者適用的稅率，應稅債券需提供的稅前收益率，方能與免稅債券的稅後收益率相當。

詞元：人工智能模型所處理的基本文本或數據單元。模型的使用情況和定價通常根據消耗的輸入、輸出和推理詞元數量來衡量。

美國國債收益率：美國政府發行債務的市場利率。美國國債收益率是金融市場借貸成本和投資者預期的基準。

無抵押債務：無特定抵押品支持的借款，使得貸款人只能依賴發行人的整體信用狀況及其對發行人資產的求償權。

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

按用量計費：一種定價模式，其客戶費用隨實際用量(如處理的詞元數、使用的算力或完成的交易量)而增減。

垂直軟件：專為特定行業或專業(如醫療、法律或金融服務)的工作流程和特殊需求而設計的軟件。

摩根資產管理長期資本市場假設

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

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

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

了解長期預測

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

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

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

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

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

重要資訊

主要風險

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

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

大宗商品：大宗商品投資可能比傳統證券投資具有更大的波動性。大宗商品的價值可能受到整體市場變動、大宗商品指數波動、利率變化，或旱災、水災、天氣、家畜疾病、禁運、關稅和國際經濟、政治和監管發展等持續影響某個特定行業或大宗商品的因素所影響。投資於大宗商品可創造機會增加回報，但同時也可能會遭受更大的損失。

多元化投資：多元化和資產配置不保證盈利，也不保證避免損失。

股票：股票證券的價格可能會因為大盤市場的變動、公司財政狀況的變動、利率風險及缺乏流動性而上升或下跌，有時候可能會比較急速或不可預料。股票證券須承擔「股市風險」，即股價通常在短期或較長時間內可能下跌。

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

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

高收益債券：高收益債券是投機性非投資級債券，具有較高的違約或發生其他負面信用事件的風險，僅適合於高風險投資者。

國際市場投資：國際市場投資可能並不適合所有投資者。國際市場投資涉及較高風險且波動性增加。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。

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

優先證券：優先證券具有股票和債券的共同特徵。優先證券通常是具有看漲期權保護的長期證券，在資本結構中介於債務和股權之間。優先證券具有各種風險和考慮因素，包括：集中風險；利率風險；低於個別債券的信用評級；對資產的要求低於公司的個別債券；由於這些風險特徵而擁有更高的收益率；「可贖回」含義是指發行公司可在特定日期後以特定價格贖回股票。

小市值公司：小市值公司通常比成熟的「藍籌」公司面臨更多風險，因為與大多數大市值和／或藍籌公司相比，較小的公司可能承受更大程度的市場波動。

重要資訊

前景展望和過往表現不保證未來業績。不可直接投資於指數。有關重要資訊，請參見「指數和術語的定義」。文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。除非另有說明，否則所有市場和經濟數據均截至2026年10月30日，而資料來源均為彭博財經、Haver Analytics和FactSet。

本文內容僅供一般說明／教學之用，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郵件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助(電郵地址：**accessibility.support@jpmorgan.com**)。

請參閱所有重要資訊。

僅供說明用途。本文件載列的預估、預測及比較數字全部均為截至本文件所述日期為止。.

一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。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。

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，簡稱為「BaFin」)授權，並由BaFin、德國中央銀行(Deutsche Bundesbank)和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會(CSSF)監管，註冊編號為R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司Sucursal en España(馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會(Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」)監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為1567。**在意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，簡稱為「CONSOB」)監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為8076，其米蘭商會註冊編號為REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行(DNB)和荷蘭金融市場監管局(AFM)監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為72610220。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)**分派，其註冊辦事處位於Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)同時須受丹麥金融監管局(Finanstilsynet)監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局(Finansinspektionen)監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在**比利時**，本文件由**摩根大通有限責任公司 —— 布魯塞爾**

分行分派，其註冊辦事處位於35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行(NBB)及比利時金融服務及市場管理局(FSMA)監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為0715.622.844。在**希臘**，本文件由**摩根大通有限責任公司 —— 雅典分行**分派，其註冊辦事處位於3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為124。雅典商會註冊號為158683760001；增值稅註冊號為99676577。在**法國**，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管，註冊編號為842 422 972，摩根大通有限責任公司巴黎分行亦受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法國金融市場管理局(Autorité des Marchés Financiers (AMF))監管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其註冊辦事處位於rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權並受其監管。在**迪拜國際金融中心(DIFC)**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) SA(DIFC分行)**分派，其注冊地址位於Unit L25-00, Level 25, ICD Brookfield Place, DIFC, PO Box 506551, Dubai, UAE，已獲迪拜金融服務管理局(DFSA)授權並受其監管，同時受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)共同監管。

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

在**香港**，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在**新加坡**，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服務時會通知您)。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供(提供服務時會通知您)。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行(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。其在澳洲註冊為外國公司，澳洲註冊機構編號為074 112 011。

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

「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。

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。其在澳洲註冊為外國公司，澳洲註冊機構編號為074 112 011。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，其股東責任有限。**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。

© 2026年。摩根大通。版權所有。

J.P.Morgan PRIVATE BANK