

2025年贝莱德集团董事长 劳伦斯·芬克 (Larry Fink) 致投资者函



投资大众化

将富足拓展至更广地域，惠及更广泛人群

几乎与每个客户、领导者、乃至普通人交流时，他们都不约而同的表示：他们对经济的焦虑达到了近年之最。我理解他们的想法从何而来，但我们以前也经历过这样的时刻，而长远来看，我们总能找到破局之道。

人类是聪慧且坚毅的生物。我们构建的社会体系正是自身特质的镜像——可以消除我们的困惑，理清它们，及创造出出乎意料的正面成果。就如计算机协助我们处理复杂的数据（现在还包括语言），城市让数百万人毗邻而居，通常和平共处，大多高效协作。

在我们创造的芸芸系统中，其中一个最强大且最适应当前时代的体系始建于400多年前。这个专门创造的系统为我们克服繁荣中的稀缺、富足中的焦虑。

我们把这一系统称为资本市场。

“

在我们创造的芸芸系统中, 其中一个最强大且最适应当前时代的体系始建于400多年前。我们把这一系统称为**资本市场。**”

当全球第一家证券交易所于1602年在阿姆斯特丹开业时, 投资便成为一件更加大众化的事。此前, 投资几乎是富裕阶层的专利。事实上, 阿姆斯特丹交易所最初的1,143名投资者中, 约有90%确属富裕阶层。但其余参与者都是普通人, 包括53名工匠、8名店主、6名丝绸织工、4名肥皂制造商, 以及至少两名各投资50荷兰盾的女佣, 这个金额当时大约足够租住一间普通小屋一年。¹

即使资本市场的发展跨越英吉利海峡, 伸延至阶级森严的英格兰, 伦敦证券交易所也并非诞生于宫殿之中, 相反, 它起始于“交易巷Change Alley”里的乔纳森咖啡馆Jonathan's Coffee House。主教和簿记员是与直接从牲畜市场赶来、靴子上还沾满了泥土的农民一起投资。有些人来投机, 但更多人去到那里是为了投资新的企业, 其中还包括一家极具潜力的机构——英格兰银行。普通民众首次不再只是经济繁荣的旁观者, 而是**通过可交易的真实股权, 成为增长的共享者。**²

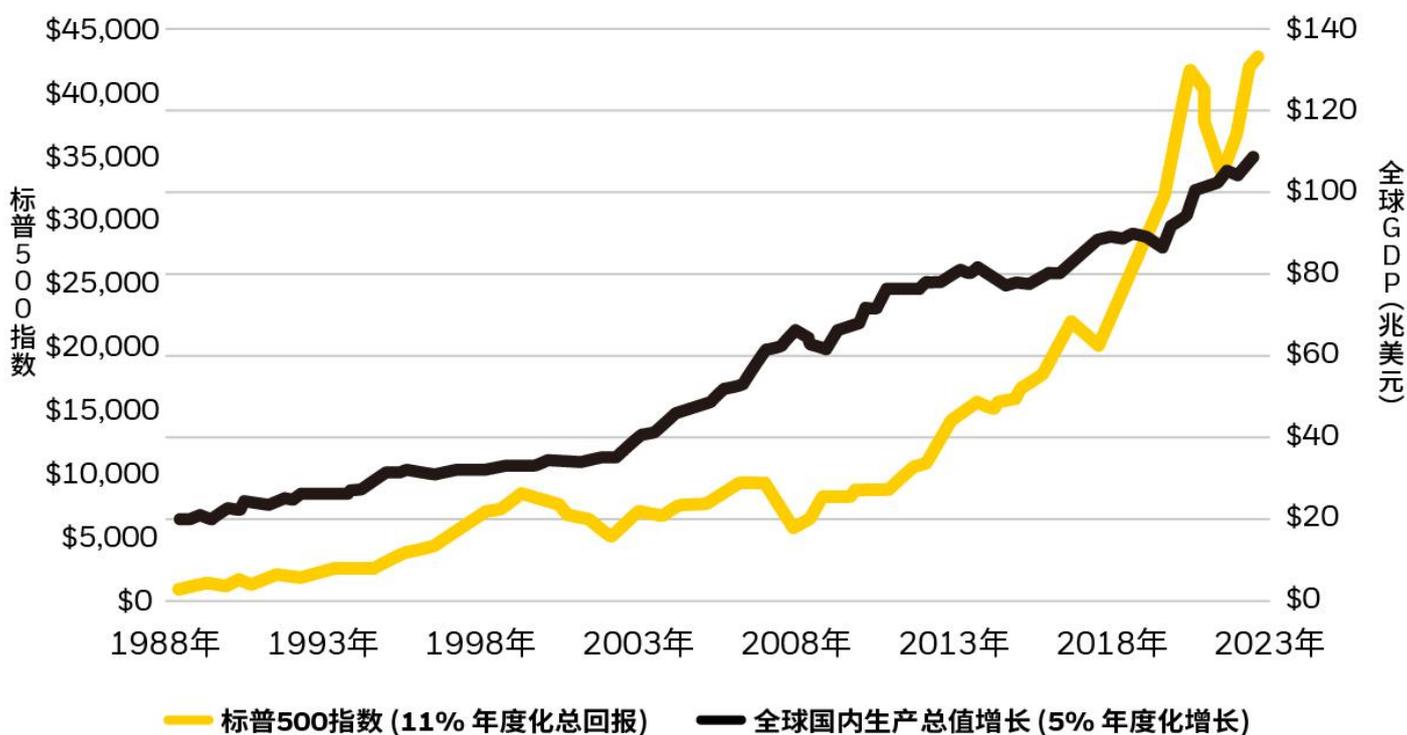
四个世纪过去了, 资本市场已从窄巷的咖啡店演变成截然不同的模样, 但其核心始终未变——就像一个**繁荣的飞轮 (prosperity flywheel)**: 大众把他们的储蓄进行投资, 通过不同的渠道投资到不同的企业和行业, 并把投资收益回馈投资者, 帮助他们支付退休、大学和住房等开销。如此循环往复, 生生不息。

我们在有生之年见证到投资者的市场参与度激增。在20世纪上半叶，持有股票的美国人的比例从1%攀升至4%³，但自1976年后——当时我留着长发、戴着绿松石首饰、穿着世界上最丑陋的棕色西装、初入华尔街工作——投资逐渐变得时髦（可幸我本人也是）。至1989年，不到三分之一的美国家庭参与到投资，这比率如今已占约60%。⁴

这些投资者受益于人类历史上最繁盛的财富创造时期。过去四十年，全球GDP的增长超过了之前两千年的总和⁵。这种非凡的增长，部分由历史性的低利率推动，带来了卓越的长期回报。⁶但显然，并非所有人都能共享这些财富增长。

图1.1:⁶

标普500指数与全球国内生产总值增长



过往表现并不代表将来的表现。

这场非凡的市场扩张时代，与全球化进程同步发生，并在很大程度上受到全球化的推动。虽然一个更扁平化的世界帮助10亿人摆脱了每天1美元收入的贫困，但它也阻碍了

富裕国家数百万人追求更好的生活。

今天，许多国家都身处两个相反的经济状况：一个是富者越富；另一个是贫者越贫。这种割裂重塑了我们的政治生态、政策取向乃至社会认知边界。保护主义卷土重来。潜台词不言而喻：资本主义运作欠佳，应当尝试新的方法了。

但其实还有另一种角度看待它：资本主义确实奏效，只是受益的人群太有限。

市场如同人类建造的一切事务，并不完美。它也反映了我们的状况——尚未完善，偶有缺陷，但总有改进的空间。解决之道并非摒弃市场，而是拓展市场，将400年前起始的投资大众化发扬光大，让更多人参与其中并享受实质增长。

接下来，我将会分享两点关于如何进一步推进投资大众化的想法。

1. 帮助现有投资者进入他们此前受限的投资领域
2. 让更多人首先具备成为投资者的资格

我将从贝莱德的工作谈起，但这两项努力的意义都超越了资产管理范畴，涉及退休政策、能源和资产代币化等更广泛的议题。

“

市场如同人类建造的一切事务，并不完美。它也反映了我们的状况——尚未完善，偶有缺陷，但总有改进的空间。解决之道并非摒弃市场，而是拓展市场。”

更多投资渠道。更广泛参与。更普惠的繁荣——这才是答案。

有些读者可能会认为贝莱德要肩负受托的责任，同时是全球最大的资产管理公司，因此我在自圆其说。这是绝对可以理解的，但这正是我们在成为业界翘楚前的刻意选择。

自创立之初，我们便坚信：当人们更善于投资，生活便更美好——这也正是贝莱德创立的全部意义。

解锁私募市场

贝莱德过去14个月的发展及未来计划

经济的运行离不开资本。无论是组建17世纪的贸易船队，还是21世纪的数据中心，都需要资金的支持。只是长久以来，资金并不是来自投资者。尽管金融创新已经历了400年，从阿姆斯特丹到伦敦交易巷，再到纽约证券交易所，大多数融资仍来自银行、企业和政府，而非资本市场。

为什么是银行、企业和政府？因为那是大众存钱的地方。他们将储蓄存入银行账户，通过消费推动企业增长，以及缴纳税款用于公共开支。

当我和我的合伙人在1988年创立贝莱德时，我们认为世界正在发生变化。资本市场不只是为金融体系提供补充，它们还与银行、企业和政府并驾齐驱，一起担当融资来源的角色。

“

我们认为世界正在发生变化。资本市场不只是为金融体系提供补充，它们还与银行、企业和政府并驾齐驱，一起担当融资来源的角色。”

逻辑很简单：与其他三者相比，资本市场能带来更好的回报。更好的回报会吸引更多的投资者。更多的投资者将有效深化市场。更深的市场渗透将带来更多的资本。再加上资产管理公司可通过创新加速这一转变。对贝莱德而言，这意味着首先要开发更完善的风险管理技术，继而通过交易所交易基金（ETF）等产品扩大投资选择范围并降低投资成本费用。

贝莱德在过去的37年里非常幸运，我们的逻辑奏效了。然而，市场扩张的故事才刚刚开始。真正的回报现在才拉开帷幕。

随着我们进入本世纪的第二个25年，投资需求与传统资金来源之间的**错配日益严重**。

各国的赤字已经到达临界点，政府受赤字所限未能为基础设施提供资金，因此，**政府转向私募投资者寻求资金**。

与此同时，由于银行贷款受到限制，企业不会仅仅依赖银行提供信贷，而是**走向资本市场集资**。

资金本身并不匮乏。事实上，目前闲置的资金水平比我职业生涯中的任何时候都多。仅在美国，约**25万亿**美元存放在货币市场账户。⁷

然而，我们重复了金融市场早期的一个错误：**拥有充裕的资本但投资部署过于狭隘**。正如一名历史学家曾指出，如果阿姆斯特丹的第一家股票交易所能够提供更多企业股票的投资选择，“原本可以对经济做出更大的贡献”。套用在今天情况也相同。⁸

大多数投资者无法投资于主导未来发展的资产——数据中心、港口、电网、全球增长最快的私营企业等，这些投资属于私募市场，被高墙深锁，而大门仅向最富有和最大的市场参与者敞开。

这种排他性的核心原因始终是风险考量：流动性不足、结构复杂。因此仅限特定投资者参与。

但金融行业中没有永恒不变的定式。私募市场并不一定高风险、欠缺透明度，或者遥不可及，只要投资行业愿意创新——这正是过去一年贝莱德在专注做的事情。

虽然我们始终参与私募市场，但直到2024年初，传统资产管理仍是核心标签。**但如今已发生根本转变。**

在过去的14个月里，贝莱德宣布收购私募市场增长最快的两个领域——基础设施和私募信贷——的两家顶尖机构，同时收购另一家公司以强化数据与分析能力，从而更精准地量化风险、捕捉机遇并拓宽私募市场投资渠道。

我们已完成企业转型。以下篇幅将详细阐述三大核心问题：转型动因、实施路径及战略意义。

“

虽然我们始终参与私募市场,但直到2024年初,传统资产管理仍是核心标签。但如今已发生根本转变。”

68万亿美元的投资热潮：谁将主导？

纵观历史，基础设施推动了惊人的经济增长。从1860年到1890年间，仅修建铁路已带动美国GDP增长了约25%。⁹一个世纪后，高速公路建设也起到了类似的作用：根据一项统计，对州际公路系统的投资约占1950年至1989年间生产率增幅的四分之一。¹⁰

今天，我们正身处一个巨大但几乎难以掌握的机遇的边缘。到2040年，全球新增基建投资需求将达68万亿美元。¹¹这个数字相当于在接下来的十五年里，每六周从头到尾在美国建造整套州际公路系统和横贯美国大陆的铁路。¹²

图2.1:¹³

所需基建投资总额

2024年至2040年按行业划分



在过去的一年里，我一直认为，受到历史财政赤字拖累的政府，不能仅仅依靠纳税人来承担天量基建开支，否则可

能陷入债务螺旋。事实上，不只是政府面临资金缺口，即使拥有数十亿美元现金流的科技巨头，也无法承担这一量级的投资。单一的人工智能数据中心可能耗资400亿至500亿美元。¹⁴

当我与科技行业领袖交流时，他们常坦言：企业更愿意专注于核心优势——突破性技术创新，而非为部署这些技术所需的庞大基础设施筹措资金。

市场渴望参与政府和企业不打算涉足的领域。投资者已经入市，使基础设施成为全球增长最快的投资市场之一。然而，现有的资本市场结构却成为制约基础设施投资的桎梏。

私募市场是私人的

对大多数人来说，“资本市场”意指公募市场——股票、债券、大宗商品，但投资者无法在伦敦或纽约证券交易所直接投资一条新建高速铁路或下一代电网的股份。这类基础设施项目通常只能通过私募市场进行投资。

顾名思义，私募市场是私人的。其投资门槛往往高企。即便门槛有所降低，也通常仅向符合特定收入或净资产要求的投资者开放。

全球绝大多数企业同样面临此类限制。全球只有极少数企业已上市，且比例正在萎缩。如贝莱德那样在25年前通过IPO募股集资上市的企业变得越来越罕见。在美国，营收超1亿美元的企业中81%是私营公司；欧盟的比例更高，而英国则更为突出。

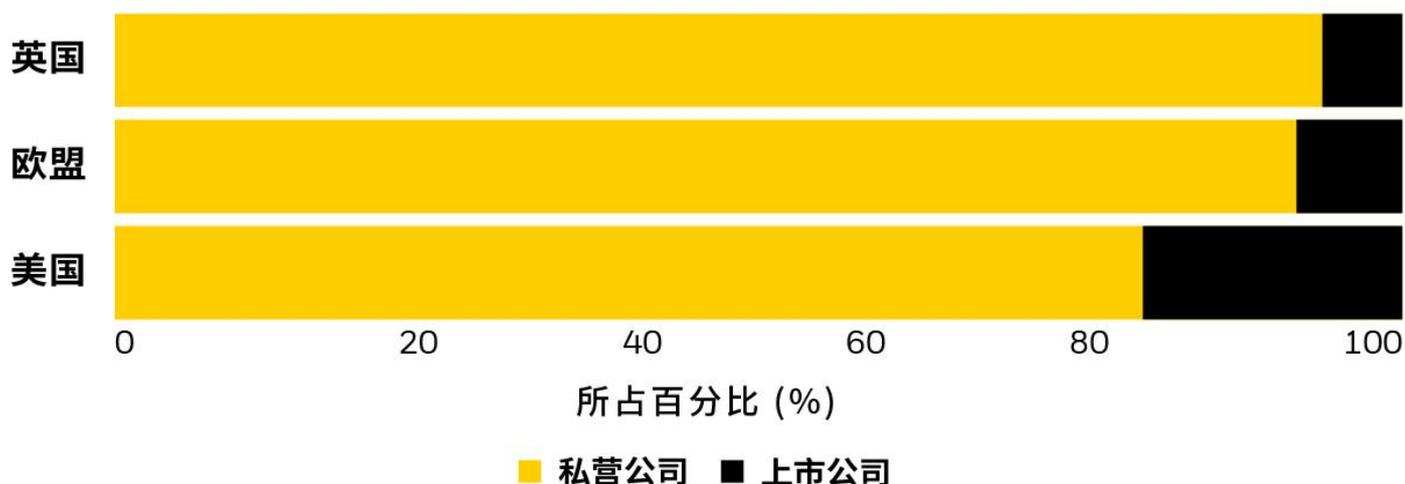
然而，这些企业仍然需要资金来实现创新和发展业务。几十年来，它们一直向银行寻求资金，就像家庭向贷款人寻

求住房抵押贷款一样。但那个时代正在迅速消退。今天，银行自身已难以满足成长型企业的资本需求。

图2.2:¹⁵

美国、欧盟和英国的大多数公司均属私营公司

各地区年度收益达到或超过1亿美元的上市公司与私营公司分布



私募信贷行业正在填补这一市场空缺。事实上，预计到2030年末，私募信贷资产管理规模将增长逾倍。但如同基础设施投资领域一样，多数投资者仍无法参与这一增长机遇。¹⁶

即便那些资金雄厚足以跨越门槛的机构投资者，也往往只能构建次优的投资。

从60/40到50/30/20

投资私募市场的吸引力不在于拥有特定的桥梁、隧道或一家中型企业，而是这些资产怎样与股票和债券投资相辅相成，帮助实现分散投资。

分散投资被誉为“唯一的免费午餐”。这一核心理念曾激励哈里·马科维茨 Harry Markowitz 和比尔·夏普 Bill

Sharpe等诺贝尔经济学奖得主开创现代投资组合理论，并由此形成了传统的60%股票与40%债券配置模式。数代投资者遵循这一策略，分散投资全市场组合而非只持有个股，获得了理想回报。但随着全球金融体系持续演进，经典的60/40组合可能已无法完全体现真正分散投资的精髓。

未来标准投资组合或将呈现50/30/20的新格局——股票、债券与房地产、基础设施及私募信贷等另类资产各占其位。

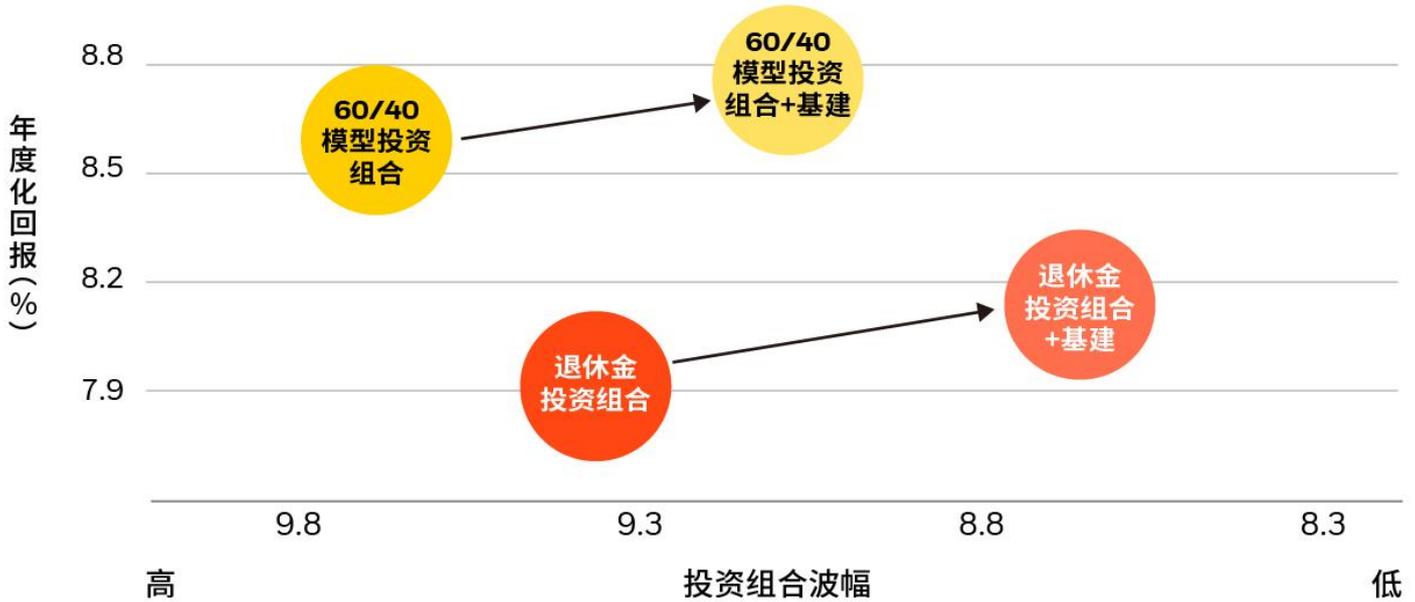
这种配置的吸引力显而易见。尽管这些私募资产可能风险较高，但它们也能带来显著优势。以基础设施为例：

- **对抗通胀**—基础设施产生的收益，包括通行费、公用事业缴款等，通常随着物价上涨而上升。
- **稳定性**—与公募市场不同，基础设施投资回报的波动性较小。¹⁷
- **回报率**—历史数据显示，即使只在投资组合增加10%对基础设施的投资，也能提高整体回报率。¹⁸

图2.3:19

基础设施提升

将基建纳入投资组合意味着较低波幅和更高回报



过往表现并不代表将来的表现。

“

未来标准投资组合或将呈现50/30/20的新格局——股票、债券与房地产、基础设施及私募信贷等另类资产各占其位。”

但现实挑战在于：当前资管行业的格局尚未适配50/30/20的新时代。大部分传统资产管理机构仍固守50/30的股债疆域，而另类资产市场则被专业私募机构垄断，二者泾渭分明。

对普通投资者而言，跨越50/30与20之间的鸿沟几乎不可能。即便具备资金实力的投资者，在那20%的另类资产配置中，仍面临另一个分散投资难题——往往其资金仅够勉

强达到单只私募基金的最低门槛，而将两成资产集中配置于单一基金，显然违背分散投资的本质要义。

我们可以帮助投资者获得更优的投资回报。公募市场与私募市场之间的鸿沟固然是个难题——但绝非无解。**事实上，贝莱德此前就曾成功解决过类似的市场挑战。**

以往是指数投资vs.主动投资，现在是公募投资vs.私募投资

2009年，贝莱德收购巴克莱全球投资管理公司（BGI），他们创建了全球最成功的交易所交易基金（ETF）业务——iShares。²⁰那时，大多数人认为我们的收购只是希望押注ETF业务，但实际上远不止于此。

投资界当时是分为两个主轴：

- 一边是指数基金，比如BGI提供的ETF，简单跟踪标准普尔500指数的低成本、规则为本的投资组合。
- 另一边是主动投资，由试图跑赢市场的投资组合经理负责管理。

当时行业之间犹如必须选边站队，就好像这两种投资方法是相互排斥的。贝莱德收购BGI正是希望证明这两种投资方法不是对立的。

所有投资决策本质上都是主动的，即使您只是选择投资一只指数基金。毕竟，市场指数已覆盖大盘价值股、大盘成长股、全市场股票、新兴市场股票、能源股、金融股，巴西小盘股，以及其他各个细分领域。从中做任何选择都是重要的决策，就如选择合适的投资组合、您愿意承担的投资风险，以及如何管理这些风险。

贝莱德将主动和指数投资策略结合，使投资者可以无缝混合投资策略，实现前所未有的投资自由。ETF不再是纯粹的指数投资。相反，它们成为构建任何类型投资组合——主动、指数或两者并合的组合——的基础模块。投资者获得更多元化的投资选择、享受更低的投资成本（自2015年以来，我们的ETF**累计为客户节省了6.42亿美元的费用**），²¹最重要的是，无论是个人投资者为退休储蓄作准备，还是大型机构投资者管理数十亿美元的资产，他们都可以更好地控制自己的资金。

如今，我们正迎来弥合公募市场与私募市场鸿沟的历史性机遇——正如当年的指数投资与主动投资。2024年10月，贝莱德完成三项战略收购的首笔交易——全球基础设施合伙公司GIP——旨在消除制约私募市场投资的阻碍。

“

如今，我们正迎来弥合公募市场与私募市场鸿沟的历史性机遇——正如当年的指数投资与主动投资。”

GIP以及基础设施投资机遇

GIP代表它们的客户持有一些全球最巨战略意义的基础设施资产，包括伦敦盖特威克机场、关键能源管道和遍布全球的40多个数据中心。该团队专长是筛选最具吸引力的基础设施项目，并引导资本参与建设与升级。换言之，GIP本身就像一条资本管道——将贝莱德客户直接接入全球68万亿美元基础设施投资浪潮，包括数据中心。

正如英伟达（NVIDIA）首席执行官黄仁勋近期强调：“当前英伟达已投入1,500亿美元建设AI基础设施，但距离万

亿级规模仍有巨大缺口——为此我们与贝莱德建立了战略合作。”²²该合作联盟还包括xAI、微软、MGX等，而最关键的是贝莱德的客户群体。²³这些客户的资本正是推动本世纪决定性技术崛起的燃料，并收获其回报。这一切，都通过GIP的战略布局得以实现。

我们本月宣布的标志性港口资产交易也同样如此，原则性协议**覆盖23个国家的43个港口网络**。全球大约每20个集装箱中就有1个经此流转。²⁴

我们的合作伙伴包括全球航运物流巨头地中海航运公司（MSC），以及世界领先的集装箱码头运营商Terminal Investment Limited（TiL）。待交易完成后，我们的联合体将拥有覆盖全球约100个港口的资产组合。我们深谙此类资产的投融资、所有权管理及运营之道。事实上，GIP在提升基础设施运营效率方面经验丰富。当年收购伦敦盖特威克机场后，他们通过引入超大行李托盘等看似简单的解决方案，把安检时间缩短了一半。此举不仅延长了旅客消费停留时间，更显著提升了机场盈利能力。换言之，我们为客户打开的不仅是更广阔的基础设施投资通道，更是经过运营优化的优质资产。²⁵

HPS、Preqin，以及为何私募市场不一定是欠缺透明度

在敲定GIP交易的同时，贝莱德还忙于另外两项重大收购。2024年夏天，我们公布收购全球领先的私募市场数据公司Preqin（睿勤），年末，宣布了将顶级私募信贷管理机构HPS Investment Partners收入麾下的计划。

这些收购将扩大我们的客户直接投资私募信贷市场的机会，企业可通过私募信贷市场获得资金发展业务并推动消费经济，但背后还有更深层次的长期战略考量。

几十年来，私募市场一直是金融行业最欠缺透明度的一个领域。投资者知道这些资产具有长期价值，但究竟有多少价值？这一般不容易被评定。

一个很好的类比是房地产市场。如果您要买房，需要了解房价的公平交易信息，您可以轻松查看社区基准房价、近期销售或历史升值趋势，像Zillow这样的服务已经让这一切变得简单了。但今天，投资私募市场感觉有点像在Zillow出现之前，要在一个陌生的社区买房子，很难或几乎不可能找到准确的价格。这种透明度的缺乏阻碍了投资。

我们的收购旨在改变这种情况。例如，Preqin拥有业界最全面的私募市场数据库——实时追踪超过19万只基金和6万名基金经理。这一海量数据集不仅能清晰呈现各机构及基金的业绩表现，还可为其持有资产提供可比估值。换言之，**Preqin对于私募市场，犹如Zillow之于房产，或彭博终端之于股债市场。**

而我们的愿景不止于此。

有了更清晰、实时的数据，就可以布局私募市场的指数化产品，就像通过ETF投资标准普尔500指数或比特币。届时，私募市场将会变成简易进入、易于追踪。这代表资金将在整个经济体系中更加自由地流动。繁荣飞轮将旋转得更快，不仅为全球经济或大型机构投资者，更为全球各类规模的投资者创造增长机遇。

“

有了更清晰、实时的数据,就可以布局私募市场的指数化产品,就像通过ETF投资标准普尔500指数或比特币。届时,私募市场将会变成简易进入、易于追踪。”

投资新时代

在某些方面,这一刻的感觉就像是贝莱德的初创岁月。

1988年,我们的第一位员工—已故且我们永远怀念的 Charles Hallac—购买了一台2.5万美元、洗衣机大小的计算机。Charlie把它放在冰箱和咖啡机之间,就是用那台机器开始了Aladdin系统的开发。该软件为投资者提供了他们前所未有的清晰、统一的投资组合风险视图,这从根本上改变了投资的运作方式。



Aladdin系统的发明者, Charles “Charlie” Hallac (1964-2015)

回顾过去37年，贝莱德的成立不仅仅是始创了一家公司；它是重塑了整个行业。数十年后，或许我们会把2025年视为另一个关键时刻——金融格局再次发生根本性转变。

但这一未来不会仅由资产管理机构塑造。市场并不是孤立存在的。经济的规则、影响投资的政策以及各国吸引及投入资本的方式，将决定富足的受益范围与普惠程度。

这就是我接下来要应对的挑战。而最好是从我们大多数人期盼的终点说起：舒适、有财务安全感的退休生活。

从养老退休到资产代币化

我们如何实现投资大众化

1933年9月30日，当经济还深陷大萧条之际，加州一家小型报纸《长滩电报》刊登了弗朗西斯·汤森 Francis Townsend 的一封信。他是一名当地医生，在目睹年长妇女在街头捡拾食物以后，愤怒之下写了这篇社论。他提议向每名60岁以上的美国人派发每月200美元，由此掀起了推动美国社会保障体系建立的全民运动。²⁶

根据美国人口普查局的数据，社会保障制度每年帮助近3,000万美国人免陷入贫困。²⁷这是卓越的成就，然而预测显示，美国社会保障体系的退休及伤残基金将于2035年耗尽。此后受益人仅能领取83%的承诺福利——且随时间推移比例将持续下降。²⁸

但即便我们注资挽救社保体系，这仍远远不够。该制度的设计初衷正如弗朗西斯·汤森 Francis Townsend 当年构想：

仅保障老年人免于贫困。但摆脱贫困绝不等于获得财务安全。正因如此，即使今天有社保承诺，仍有超半数美国人担忧在有生之年耗尽积蓄，而并非面对死亡。²⁹

完善的养老退休制度可以提供全面的安全网，在人们遇到困难时提供及时支援和保障。而出色的系统还需提供攀登的阶梯，通过投资让财富实现逐年复利增长。这正是美国养老保障体系的短板。**美国目前的制度非常着重避免人们陷入经济困境，国家也需要投入同样的精力，积极投资于创造向上流动的途径，帮助民众通过投资攀爬阶梯。**

贝莱德管理的资产中有一半以上是养老金。³⁰这是我们的核心业务，因为对大多数人来说，养老退休账户是他们首次接触投资，也往往是唯一的投资渠道。因此，如果我们真的希望推动投资大众化，必须从退休开始聊起。

“

完善的养老退休制度可以提供全面的安全网，在人们遇到困难时提供及时支援和保障。而出色的系统还需提供攀登的阶梯，通过投资让财富实现逐年复利增长。”

尽管贝莱德在全球范围内协助民众进行养老投资，但这里我将聚焦美国市场——因为形势已岌岌可危。公共养老金体系正面临巨额资金缺口，全美数据显示其资金充足率仅达80%，而这很可能还是个过度乐观的估计。³¹同时，**全国三分之一的民众根本没有退休储蓄。没有养老金，没有401 (k)，没有退休账户 (IRA) ——什么都没有。**³²

当养老金日益枯竭时，人类寿命却在持续延长。如今，若一对夫妇双双活到65岁，其中至少一人有50%的概率活

到90岁。³³随着GLP——1类药物等生物医学突破，慢性疾病或将很快被攻克。这固然是人类福音——却更凸显一个残酷现实：我们擅长延长生命，却鲜有帮助他们应付那些额外岁月的开支。

我们最应该担心的是我们避而不谈的问题。从这个角度来看，我现在对美国养老退休危机的担忧已比一个月前减轻。

今年三月，贝莱德在华盛顿特区举办了一场养老退休峰会，汇集了共和民主两党代表、资产管理公司和养老基金、小企业主、消防员、教师、工会成员和农民。这种多元碰撞正是意义所在。卓越的构想一般都是出奇不意的；就好像美国历史上最重要的养老退休计划是源自一位寂寂无名的医生在报纸刊登的社论。

同样的情况也在峰会上演：我们看到大家对一些务实的想法达成了共识，这些想法可以帮助更多美国人开始投资，增加储蓄以实现退休目标，并安心支取劳动所得——让退休后不必担心花光储蓄，更甚于恐惧死亡。



从左到右： James Slevin (纽约消防部门，国际消防员协会第一区副总裁)， Michelle Crowley (前Biloxi消防部门)， Shebah Carfagna (Panache Wellness and Fitness所有者)， Nate Wilkins (Ageless Workout Method创始人)， Gayle King (主持人， CBS Mornings的联合主持人和Oprah Daily的特约编辑)

我们该从何处着手？

在峰会上，一位消防员在专题讨论会里分享他初入职场时，在不知情的情况下参与了养老金计划。一位前辈向他递上一份表格说：“在这里签名吧。25年后的你会感谢我的。”如今他确实心怀感激。

每名美国人都应该可以如此轻松开始投资。**但对于数百万人来说，投资仍然是遥不可及的目标。**

我们可以从**三方面**破局：

首先是**增加应急储蓄**。如果他们要担心明天支付更换漏气的轮胎或急诊室就诊等费用，那便没有人会为退休投资。但这就是三分之一的美国选民面临的现实，他们并没有500美元的储备以应对意外支出。³⁴

可以有什么解决方案？贝莱德旗下的慈善基金会已联合多家非营利组织合作建立了应急储蓄计划（Emergency Savings Initiative），大部份用于帮助低收入美国民众在“应急储蓄账户”存放储备20亿美元。³⁵我们发现，拥有这些专用应急基金的人更有可能为养老退休进行投资——根据一项研究，这可能性要高出70%。³⁶

国会通过2022年SECURE 2.0法案，在全国允许雇员在与其养老退休计划挂钩的应急账户中储存高达2,500美元，包括雇主按比例供款和提供便捷的提款方法。³⁷但这只是一个开始。我们可以进一步简化规则，提高缴存上限，并允许自动注册独立应急账户。

其次，收窄小型企业采用401（k）的差距。美国半数劳动者任职于小型企业，但近一半的企业并没有提供养老退

休计划。³⁸这是可以解决的。各州试行激励措施推动了401(k)计划的覆盖率和雇员储蓄。政策制定者可以在这方面提供更多支援，帮助小企业提供有关计划和为员工自动注册参与有关计划。

第三，帮助人们更早地开始投资。在我们的养老退休峰会上，新泽西州民主党参议员Cory Booker和印第安纳州共和党参议员Todd Young谈到“婴儿债券”的市场化改良方案：为每个新生儿在出生当日开设投资账户。参议员Cory Booker提到，可以缩减目前较富裕家庭所享有的税收减免，转移一部份额外税收到这些账户。这是一个有趣的想法。即便微量初始资金，经数十年复利也能累积成可观资产。

“

每名美国人都应该可以如此轻松开始投资。但对于数百万人来说，投资仍然是遥不可及的目标。”



从左到右：参议员 Cory Booker（新泽西州民主党）、参议员 Todd Young（共和党——印第安纳州）、Shai Akabas（两党政策中心）

多年来，在美国不同州和联邦政府层面都提出了类似的计划。我认为这确实值得重新探讨。

真正的回报不仅仅是财务上的，而是根本性的。当人们拥有经济的一部分时，他们不仅能分享到增长红利，更会真正认同增长。所有权创造归属感，将旁观者转化为参与者。

试想今天出生的孩子，他的个人财富与美国的财富同步增长。这就是民主经济的模样：在每一个国家，每个人都有一个新的途径——通过投资——来追求幸福和财务自由。

“

这就是民主经济的模样：在每一个国家，每个人都有一个新的途径——通过投资——来追求幸福和财务自由。”

你如何达到2,089,000美元的储蓄目标？

一旦开始为退休投资，目标很简单：尽快为资金增值。

今年1月，贝莱德对美国民众进行了调查，访问他们认为需要多少钱才能舒适地退休。当我们按回复的平均值计算，有关金额刚刚超过200万美元—更准确的话应该说是2,089,000美元。这是一笔不小的钱，比我想象的要多。几乎没有人拥有接近这个数目的储备。即使是X世代中最年长并在未来五年内达到退休年龄的人也未能达标。事实上，62%的人储蓄不足15万美元。³⁹

我们需要更好的方法来提升投资组合收益。正如我之前所写，房地产和基础设施等私募市场资产可以在市场下行时期提高回报并保护投资者。养老基金配置这类资产已有数十年历史，但401(k)计划则没有——这可以解释为何养老金每年比典型的401(k)计划的收益高出约0.5%⁴⁰。

0.5%听起来可能不多，但随着时间的推移，差距会明显增加。贝莱德测算显示，在为期40年的投资周期中，每年额外0.5%的年回报率会让您的401（k）账户中的资金整体增加约14.5%。⁴⁰实际上，这足以能够比原计划提前9年退休。或者，换句话说，投资私募资产为你赢得了额外**9年与孙儿共度的时光。**⁴¹

如果私募市场资产投资表现如此出色，为什么它们未被纳入在401（k）计划中？主要原因是私募资产对于负责筛选退休金计划投资标的的401（k）管理机构而言属于**陌生领域**。

当你投资私募资产，比如一座桥梁时，资产价值不会每日更新，也无法随时退出，因为桥梁不是一只股票。如我之前所述，贝莱德正致力于提升此类资产的定价透明度和流动性，但很多401（k）管理机构尚未适应这一金融新生态。事实上，将房地产或基础设施等资产纳入401（k）计划只是过去五到十年才实现。

这涉及复杂的金融创新，需要各方厘清认知。资产管理公司、私募市场专家、咨询顾问都在引导401（k）管理机构过程中扮演重要角色。这也是我写这封信的初衷——拨开迷雾。我们必须明确指出，养老退休账户配置私募资产完全合法；这类配置对投资者有利；私募资产透明度正在持续提升。

目标日期基金是最佳切入点。投资者青睐其“一站式”特性：只需选定目标退休年份（2040/2055/2060），后续操作全由基金完成。这种简捷性使目标日期基金成为引入私募资产的理想载体。对于每日估值、即时流动性这些令401（k）管理机构却步的门槛，在横跨数十年的退休投

资周期而言，其重要性已大幅降低。

“

或者，换句话说，投资私募资产为你赢得了额外9年与孙儿共度的时光。

我们如何帮助退休人士合适地花费他们的储蓄？

建立一份储备金只是挑战的一半，对于401（k）计划参与者而言，更棘手的是**如何规划支取方案**。

养老金持有人并不担心这一点。他们的收益每月会按时到账，就如稳定的薪金一样，但是401（k）计划并没有附带说明。当你退休时，你只能面对一笔存款，在无法预知寿命长度的前提下，独自承担“坐吃山空”的心理压力。

结果呢？即使是储蓄丰厚的退休人士，也常常因为担心钱会花光而限制消费。他们会缩减梦想的规模，推迟享受快乐。经济学家比尔·夏普Bill Sharpe称之为“经济学中最棘手的问题”。难题虽在，破解有道。

去年，贝莱德推出了LifePath Paycheck[®]，专门应对这种担忧。它为大众提供一个选择将401（k）计划的养老储蓄转化为稳定、可靠的每月收益，让退休人士能安心花费他们的储蓄。在短短十二个月内，LifePath Paycheck[®]已成功吸引6家企业年金计划发起机构客户，覆盖20万名个人退休储蓄账户参与者。

这一刻还未能宣布胜利。随着最年长的X世代陆续退休，这个难题只会变得更棘手。他们是主要依赖401（k）计

划的第一代人，而千禧一代和Z世代的依赖程度只会更深。雇主们必须**提供将401 (k) 储蓄转化为可预期收入的解决方案**，这样才能让每个人都能安心退休。

如果建造一条电缆耗时**13年**，那将严重阻碍投资大众化的发展

在美国，养老退休投资占股票市场流动资金约30%。⁴²这是最大的投资机会，让我们帮助更多人与整体经济发展一同分享成果。但是，养老退休投资并不代表市场的全部，也不是解决方案的全部。

例如，如果基础设施始终无法落地，允许养老金投资者投资基础设施项目便失去意义。如今这种情况经常发生。

在美国和欧盟，基础设施项目的审批时间通常比实际建造所需的时间还要长，**一条新的高压电缆需要长达13年之久才能获得批准，而在中国只需要四分之一的时间。**⁴³

Ezra Klein和Derek Thompson在他们的新书《繁荣时代》中，精辟揭示了美国基建审批的噩梦。书中将加州高铁项目的停滞置于历史维度进行对比：

“19世纪60年代，加州用短短六年就建成了横贯大陆铁路西段——近1,800英里的工程仅剩最后几百英里未完工。而如今，六年时间只够加州当局意识到高铁项目又得延期十年。在加州连500英里高铁都未能建成的这些年里，中国已建成超2.3万英里高速铁路网络。”

但他们写道，能源基础设施的延误“往好了说会造成混乱，往坏了说可能引发灾难”。⁴⁴

人工智能的兴起是导致全球电力需求倍增的原因之一。一座数据中心可以消耗1GW的电力，足够为檀香山提供全年最热的一天的整天用电量。⁴⁵在犹他州、俄亥俄州和德克萨斯州，公用事业公司已提警告，人工智能驱动的电力需求将使电网超负荷运转，硅谷电力公司甚至已经停止接受新建数据中心的申请。⁴⁶

如果不大规模投资发电设施与输配电网网络，以及培养建设这些设施所需的电工和工程师队伍，我们将面临一个不可接受的取舍：优先供电给人类还是机器？如果一个社会选择冷却服务器而让民众忍受酷热或严寒，那么便是本末倒置。

我们需要能源实用主义（energy pragmatism）。首先要解决美国和欧洲缓慢且低效的审批程序。但这也意味着我们要更清楚了解能源结构。

当前绝大多数新建基础设施投资都流向了可再生能源领域。但若储能技术未能取得重大突破，仅靠风能和太阳能根本无法保障稳定供电。短期来看，数据中心超过一半的电力必须来自可调度电源。否则空调系统将停止运转，服务器会因过热宕机，最终导致数据中心全面瘫痪。⁴⁷

那么可调度电力从何而来？核能是选择之一。但美国的核电站正日益减少。过去55年间，美国关闭的核电站数量远超新建数量。正如Klein与Thompson所言：“这并非私募市场无力承担风险的失败，而是联邦政府未能正确权衡风险的结果”。⁴⁸

如今的核能已不再是那种带有巨大冷却塔的老式核电站。小型反应堆将旧有的核电厂改头换面，建造成本更低，运行更安全，并且有足够灵活性，随处可建。

中国没有停滞不前，他们正在建设100GW产能的核能项目，建成后中国将提供全球约一半的核电供应。

中国为什么如此看好核电？它将脱碳视为拥抱工业未来的关键。⁴⁹

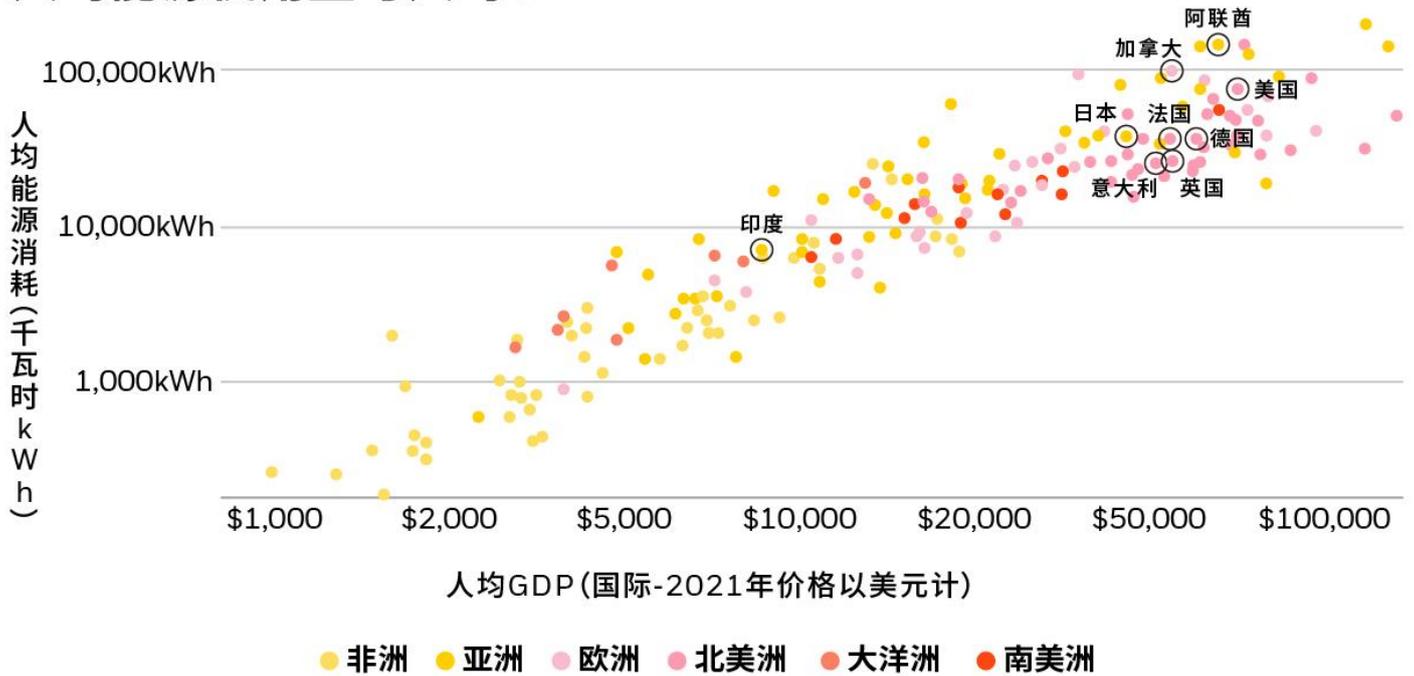
以比亚迪为例，这家中国汽车制造商的新能源汽车（EV）全球销量位居世界第一。明年，他们计划维持与去年相同的价格，为新车搭载全自动驾驶功能⁵⁰。其1万美元的电动车定价，已让欧美车企难以企及。在五年内，中国可能完全淘汰内燃引擎，不仅仅是出于保护环境的考虑，更是为了在全球无人驾驶、电动汽车市场上占据主导地位。这些汽车不需要汽油，且成本仅为外国竞争对手的三分之一。

“

如果不大规模投资发电设施与输配电网，以及培养建设这些设施所需的电工和工程师队伍，我们将面临一个不可接受的取舍：优先供电给人类还是机器？如果一个社会选择冷却服务器而让民众忍受酷热或严寒，那么便是本末倒置。”

图3.1:⁵¹

人均能源使用量与人均GDP



一个国家的财富和能源消耗之间有着奇妙的关系，两者存在近乎完美的正相关关系：更多的能源能够造就更多的财富，⁴⁷然而，这种关联性会在某些情况脱轨。随着经济越来越富裕，效率的提高，国家可以在能源增量减少的情况下保持经济增长，但这种逻辑不再合用。即使是最富裕的国家，实现繁荣仍然受到国家的能源建设投资能力以及决心影响。

我们应该再次看好欧洲吗？

贝莱德业务始于美国，我们的首批客户在日本，但真正让我们的业务变得全球化的是欧洲市场。我们在2006年收购了总部位于伦敦的美林资产管理业务，这一关键布局奠定了贝莱德成为全球最大资产管理公司的基础。

如今，我们为欧洲客户管理着2.7万亿美元资产，其中包括大约500个支持数百万人的养老金计划。

过去十年，欧洲的经济前景一直悲观。经济增长缓慢、市场停滞和繁琐的监管长期占据了新闻头条。

意大利前总理、欧洲央行前行长马里奥·德拉吉 Mario Draghi 近期指出，欧洲虽降低了与欧洲以外国家的贸易壁垒，却未在欧盟内部实现同等开放。他援引国际货币基金组织的分析报告揭示了一个惊人现象：对德国企业而言，当前在中国开展业务可能比在邻国法国更具吸引力。⁵²

但我认为欧洲各国正在觉醒。我跟很多政治领导人都谈到，监管障碍是需要破除而不是期望它自然消退，而好处是显而易见的。

根据国际货币基金组织的数据，只要欧盟将内部的贸易壁垒降低到美国各州之间的水平，欧洲的生产率就可以提高近7%，带动惊人的1.3万亿美元经济增长——这相当于创造另一个爱尔兰和瑞典。⁵³

“

贝莱德业务始于美国，我们的首批客户在日本，但真正让我们的业务变得全球化的是欧洲市场。”

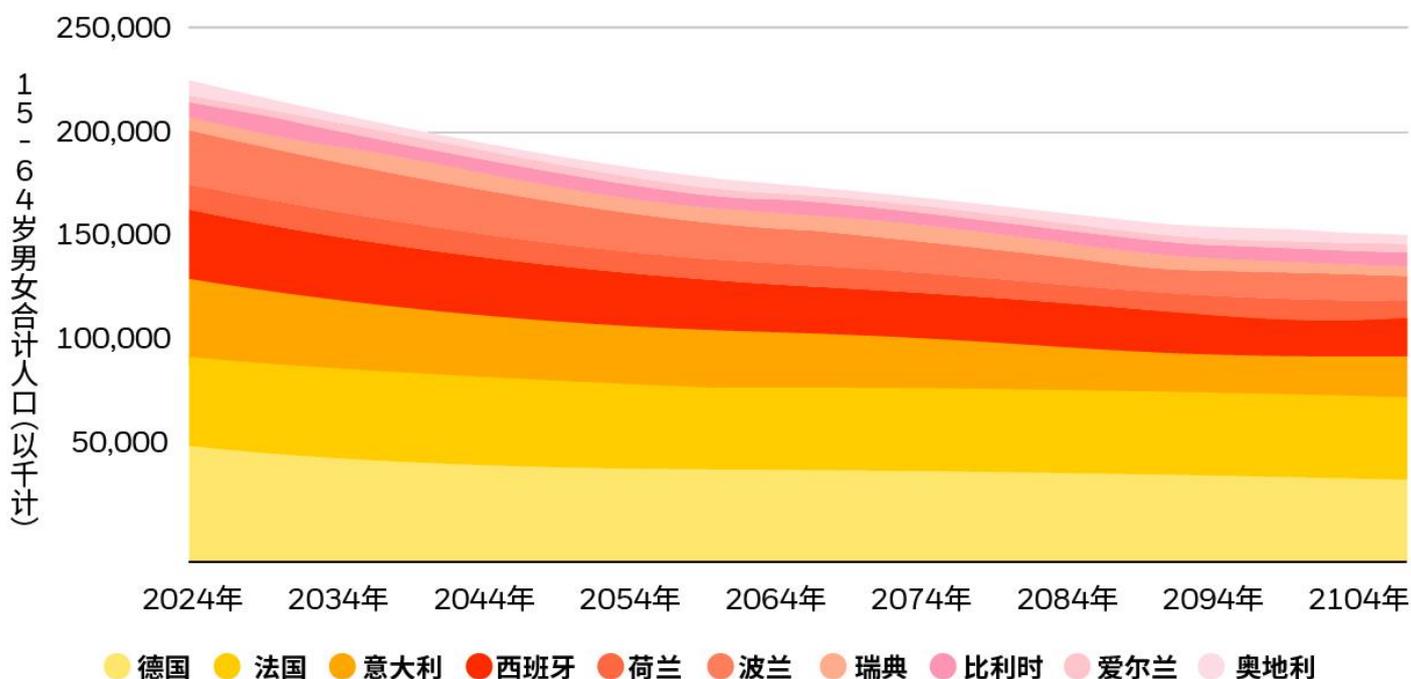
更值得鼓舞的是，人工智能或可能化解欧洲的人口定时炸弹。

欧洲大陆最大且迫在眉睫的经济挑战是其老龄化的劳动力。27个欧盟成员国中，有22个国家的劳动人口正在不断减少。⁵⁴鉴于经济增长与劳动力规模高度相关，欧洲正面临长期经济衰退风险。欧盟委员会最近也敲响了警钟：

欧洲的劳动力要么扩大，要么提高生产力，或者两者兼得，才有可能实现持续经济增长。⁵⁵

图3.2:⁵⁶

劳动年龄人口：欧盟十大经济体



这正是人工智能可以发挥关键作用的地方。在高度依赖制造业和体力劳动的经济体中，人工智能发挥的效用较小。但以服务业为主的经济体，人工智能可以有效地把工序自动化，从而显著提高生产力。

有人担心人工智能可能会取代就业，这的确是一个合理的担忧。然而，老龄化富裕社会面临不可避免的劳动力短缺，人工智能或不是威胁，而是救命稻草。

比特币能否蚕食美元的储备地位？

几十年来，美国一直受益于美元作为世界储备货币的优势，但这种特权并非永恒。

自1989年时代广场的“债务时钟”开始滴答作响以来，美国国债的增长速度是GDP增长的三倍。⁵⁷

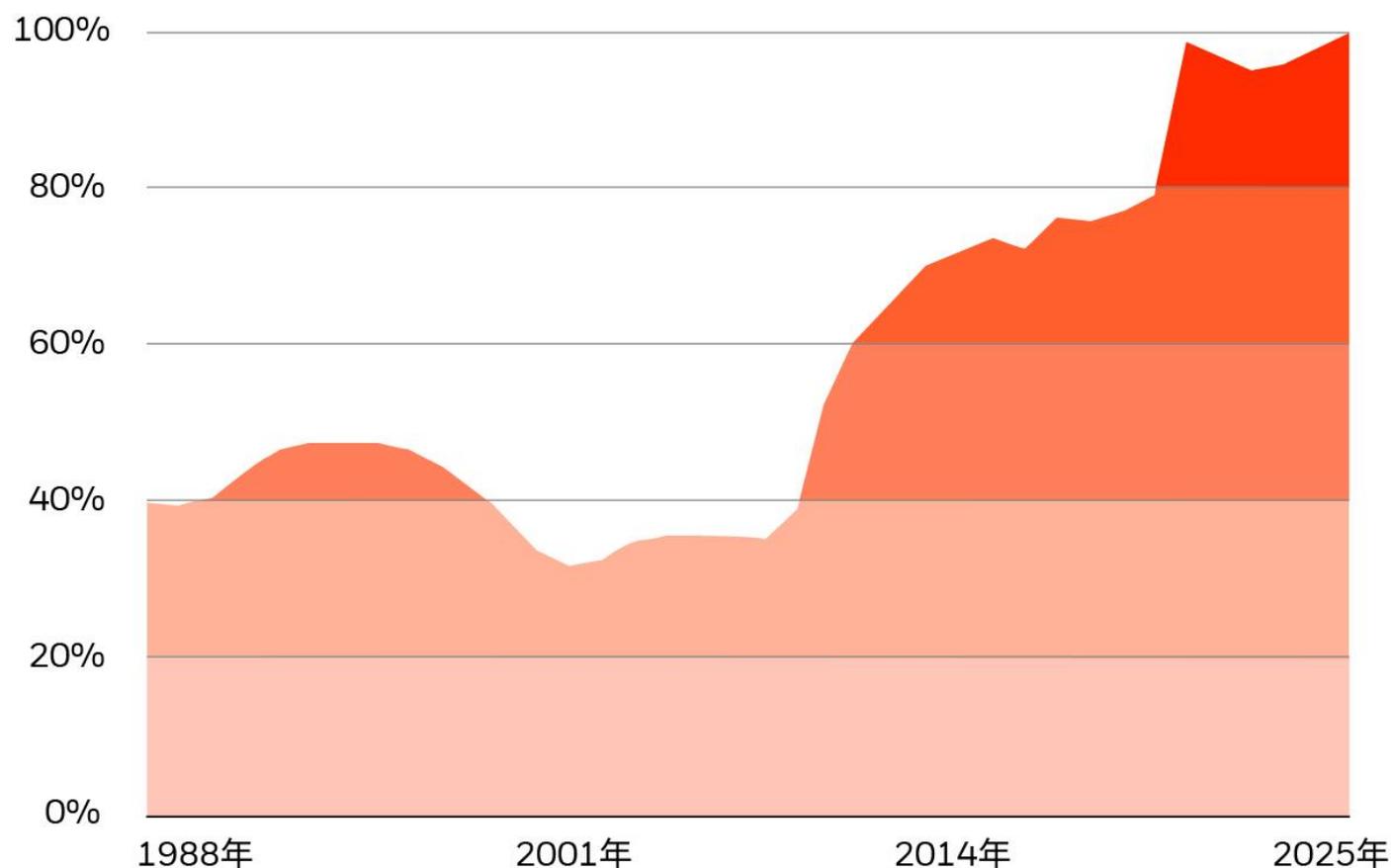
今年，利息支出将超过9,520亿美元，超越国防开支。到2030年，强制性政府支出和偿债费用将耗尽所有联邦收入，造成永久性赤字。⁵⁸

如果美国再不好好管控债务而导致赤字不断膨胀，可能将这一优势拱手让与如比特币等数字资产。

图3.3:⁵⁹

由公众持有的美国联邦债务

占GDP的百分比



需要明确的是，我并不反对数字资产（远非如此；请参见下一节），但两件相向的事可以同时成立：去中心化金融是一项非凡的创新，它使市场变得更快捷、更便宜、更透

明。但若投资者开始视比特币比美元更安全，这项创新也可能削弱美国的经济优势。

资产代币化是投资大众化

全球资金是通过金融通道流动，包括通过交易员在交易大厅喊单，以及当时是革命性发明的传真机。

以环球银行金融电信协会SWIFT系统为例——这个支撑着全球每日数万亿美元交易的体系，运作方式宛如接力赛：银行间逐级传递指令，每一步都要反复核对细节。这种接力模式在1970年代尚属合理，毕竟当时市场规模小、交易量低。时至今日，依赖SWIFT传送就像通过邮局寄送电子邮件般。

资产代币化将彻底改变这一切。如果说SWIFT是邮政服务，资产代币化就是电子邮件本身——资产得以绕过中介，直接即时转移。

何为资产代币化？就是将股票、债券、房地产等实物资产转化为可在线交易的数字代币。每个代币如同数字产权证，确权你持有特定资产。不同于传统纸质凭证，这些代币安全存储于区块链上，无需繁琐文件或等待期，即可实现瞬时买卖转让。

每只股票，每份债券，每只基金，所有资产皆可代币化。一旦实现，投资将迎来革命：市场永不闭市，如今耗时数日的交易可以秒级完成，因结算延迟而冻结的数百亿美元资金可立即从新投入到经济运作中，推动更多增长。

“

每只股票, 每份债券, 每只基金, 所有资产皆可代币化。一旦实现, 投资将迎来革命。”

或许最重要的是, 资产代币化让投资真正走向大众化。

它可以降低投资门槛。通过资产代币化实现所有权分割, 可将标的资产拆分为无限小的份额。这一机制有效打破了优质资产(如私募房地产和私募股权)的投资壁垒, 这些资产以往往往令普通投资者望而却步。

它可以优化股东投票。股票持有人本享有公司提案表决权, 而代币化技术通过数字化追踪所有权和投票权, 使投资者能够随时随地完成安全、便捷的投票操作。

它可以普惠收益分配。虽然部分投资标的收益显著高于市场平均水平, 但传统上仅限机构投资者参与。究其原因, 法律程序、运营成本和行政壁垒构成了参与障碍。代币化技术能有效消除这些摩擦, 让大众投资者也有机会获取更高收益潜力。

展望未来, 我认为资产代币化基金终将像ETF一样为投资者所熟知——但前提是我们要解决一个关键问题: 身份验证体系。

金融交易需要严格的身份核验。Apple Pay和信用卡每天处理数十亿次身份验证, 纽约证券交易所及MarketAxess等交易平台也能顺利完成证券买卖的身份核验。但代币化资产的流动不会经过这些传统渠道, 这意味着我们需要全新的数字身份验证体系。听起来复杂, 但人口第一大国印

度已经实现——如今超过90%的印度人可直接通过智能手机安全核验交易。⁶⁰

结论显而易见：要构建高效普惠的金融体系，仅推动资产代币化远远不够，数字身份验证这道关卡也必须攻克。

一些值得拓展的内容

1761年，大约在Jonathan's Coffee House成为伦敦金融生活的核心地带80年以后，150名富有的交易员试图合作收购咖啡馆。

他们向Jonathan's的店主提供每年1,200英镑——相当于评价雇员10年的工资——以换取在主要交易时段拥有独家使用权。实际上，他们想创建一个私募市场。

但伦敦的广大投资者并不同意。他们提出抗议，在法庭上据理力争，两年后最终获胜。市场必须继续开放让每个人都可以投资⁶¹。

从今天的视角来看，金融行业历史似乎是一场漫长而稳定地迈向更大众化的进程——更多的投资者、更广泛的参与和更加富足。在很大程度上，情况确实如此，但这种投资大众化从未得到保证，现在仍然没有做到。

市场不是自然演变至平等地为所有人服务，当中需要不懈的努力、深思熟虑的选择和持续的警惕——包括从几个世纪前有關於咖啡馆的抗议，到今天关于养老退休政策、资产代币化、基础设施投资和人工智能各种错综复杂的辩论。

这是艰巨的工作，作为履行受托责任37年的资管机构，贝莱德深知这项工作的艰辛，但每一天都充满意义——因为

资本市场是人类创造的最伟大的财富创造机制。

当人们将积蓄，无论是50荷兰盾还是5万美元，投入市场，这些投资转化成道路、学校、企业和具突破性的技术。这些有形资产为我们的经济提供动力，让财富回流与更多人分享，让他们不再为家庭财务担忧，并可以轻松与家人共度天伦之乐。

我一直说投资是一种抱持希望的行为——人们确信未来会比现在更好，否则没有人会进行长期投资。但这并不完全正确，投资不仅是希望的投射，它更代表着人们如何将希望转化为现实。

投资是值得保护的。

投资是值得扩展的。

投资是值得大众化的。

附录：

更多关于贝莱德2024—2025年的业务表现

去年秋天，贝莱德庆祝了首次公开募股25周年。上市时，贝莱德只有650名员工，公开募股价格为每股14美元。我们为客户管理着1,650亿美元、主要以固定收益为基础的资产，并且刚刚开始对外销售Aladdin技术解决方案。

如今，我们为客户管理11.6万亿美元的资产，Aladdin平台创造的年收入超过16亿美元。贝莱德现有近23,000名员工，并在30多个国家设有办事处。截至2024年底，贝莱德股价每股超过1,000美元。即使我们上市已有25年，距离公司成立也已有37年，但贝莱德的故事才刚刚开始。

2024年对贝莱德来说是具有里程碑意义的一年。客户的委托为贝莱德带来创纪录的6,410亿美元净流入。我们管理的资产总值增加了1.5万亿美元，收入和运营收益也创下历史新高，同时为股东带来了29%的总回报。

在瞬息万变和“重新承担风险”的投资环境中，客户希望更积极地重返投资市场，他们选择了贝莱德作为合作伙伴。在2024年结束之时，贝莱德连续两个季度刷新资金净流入纪录，第四季度净流入额为2,810亿美元，有机基本费用（organic base fee）实现7%的增长。重要的是，有机增长的范围广泛，覆盖机构投资者、财富业务和全球各区域市场。客户希望将更多的投资组合整合到由一个长期合作的资产管理伙伴来管理，以实现他们的商业抱负和投资组合目标。他们希望投资组合能够无缝涵盖公募和私募市场，具备灵活性，并以数据、风险管理和金融科技为支撑。

在客户活动发生历史性转变的同时，贝莱德还完成了自超过十五年前收购BGI以来最重要的收购。我们已完成收购GIP和Preqin，并计划于年内完成对HPS的收购，预计将进一步增强贝莱德在私募市场的投资和数据分析能力。

客户始终是贝莱德战略的重心，我们对业务发展的投放也是以响应客户全方位的投资需求为出发点。贝莱德打造了一个横跨公募和私募市场，具差异化的资产管理和金融科技平台。

完成收购HPS后，我们预计贝莱德的另类资产投资平台将管理客户资产达6,000亿美元，年收入超过30亿美元，并成为客户寻求另类资产投资机遇的前五大服务提供商之一。这业务将与贝莱德现有的平台进行整合，包括全球第一的ETF业务、管理3万亿美元的固定收益资产业务、管理7,000亿美元的保险资产管理业务，以及行业领先的咨询服务和成熟的Aladdin技术。

Aladdin与eFront和最近收购的Preqin，为公募和私募市场的整个投资组合生态系统提供支持。这一扩展中的平台正在重塑贝莱德的收入结构——我们的收入占比有超过20%是来自期限较长、受市场影响较少的产品和服务。随着私募市场、技术和定制解决方案业务录得长期增长，我们的收入结构将更加均衡，有望实现更高韧性、更可持续的有机增长，为股东带来长期价值。

贝莱德的战略也得到了客户的认可。我们过往成功的收购和业务整合深化了贝莱德与客户的关系。我们的ETF业务实现了创纪录的3,900亿美元净流入，继续领跑行业。自收购iShares以来，贝莱德透过拓宽ETF产品的选择至债券或加密货币等新资产类别，以及提供更具流动性和透明度的主动策略等创新投资产品，引领ETF市场规模的增长。

我们约有四分之一的ETF净流入是由过去五年推出的产品所带动。我们的主动型ETF在2024年实现了220亿美元的净流入，而贝莱德美国比特币ETP的推出，更成为历史上最大规模的交易所交易产品发布，资产管理规模不到一年的时间就突破了500亿美元，成为整个ETF行业中规模第三大的基金，仅次于标准普尔500指数基金。我们在推动产品和投资组合层面不断创新，并加速提升代销能力，为客户提供差异化的投资解决方案。

客户需求正在推动行业整合。而贝莱德凭借规模化、多资产配置能力日益成为投资者首选合作伙伴。这一趋势在财富业务领域展现，其中提供投顾组合（managed model portfolios）是财富管理公司寻求业务开发并更好地服务客户的主要方式。贝莱德打造了领先的模型投资组合业务，拥有多资产、多产品投资能力作为后盾。我们还通过开展财富平台的工作，为财务顾问合作伙伴及其客户提供更个性化的产品，包括定制的独立账户管理服务（SMA）。我们通过Aperio提供指数SMA，Aperio连续四年创下纪录，在2024年录得净流入140亿美元。去年，我们收购了提供税收优惠期权覆盖策略（tax—advantaged option overlay strategies）的SpiderRock Advisors，以扩大我们在财富管理领域的定制产品系列。

这些客户还包括全球最大的资产所有者、养老金计划以及企业客户，加深了双方的联系。这些企业合作伙伴通过扩大与贝莱德的业务关系，为其核心业务和股东取得了正面的网络效应。去年，客户委托我们管理超过1,200亿美元规模的投资外包业务。

我们的主动管理型投资策略所提供的差异化投资建议和潜在超额收益继续受到客户青睐，带动2024年录得超过

600亿美元的主动投资净流入。资金净流入主要来自三大业务板块：LifePath目标日期系列产品、资产外包管理委托业务，以及我们以科技和数据驱动的系统性主动股票策略。我们着重长期投资表现，并认为主动管理型策略可以在需要更多动态配置的投资环境下展现优势。

固定收益方面，客户转向贝莱德以协助应对不断变化的利率环境，去年录得1,640亿美元的净流入。目前市场录得创纪录的10万亿美元闲置现金，正提供巨大的重新配置机会，因为许多投资者追求超越货币市场账户的4%的收益率，以实现退休等长期目标。

私募市场作为分散风险和非相关性收益（uncorrelated alpha）的来源，持续获得客户增配。私募市场投资去年净流入达到90亿美元，其中包括对基础设施和私募信贷投资策略的强劲需求。客户对最近收购GIP和计划收购HPS的正面反馈超出我们预期，预计这些项目在2025年及以后将带动净流入和收入大幅增长。

Aladdin平台技术已经为客户服务超过25年，而它是经历了内部激烈讨论是否推出外部服务以后才开展。这对贝莱德和客户来说是一个明智的决定。Aladdin平台从最初开发作为内部风险管理工具，如今已成为行业中最全面的集成操作系统。

贝莱德在2024年取得了Aladdin历史上一些最重要的服务合约，其中超过一半的销售涵盖多种Aladdin产品。本年初完成的Preqin收购，将为我们带来私募市场数据方面的产品及服务，有助提高私募市场的透明度及可投资性。

我们与客户更密切的联系正在推动实现创纪录的业绩，通过跨平台为客户提供更全面和一体的投资体验。ETF、

Aladdin、全投资组合外包委托、固定收益等结构性增长业务是我们服务客户以及实现整个周期内取得5%有机基本费用增长目标的坚实基础。这跟我们在私募市场和数据领域的战略举措结合起来，已将我们的业务定位在资产管理市场未来发展的前沿。

推动下一阶段的增长

在持续评估公司增长战略的过程中，贝莱德的管理团队和董事会每年都会评估行业和客户在未来带来的发展机会。例如，五年后的2030年，哪些机会将推动差异化增长？客户将如何为未来的投资组合配置和争取超额回报？

我们认为，投资的未来将包括更多跨资产类别的整合，以及越加迈向数字赋能，并客户的行动已经反映这个趋势。他们将公募和私募市场投资、主动投资和指数投资相结合，并希望通过领先的数据和分析工具来更全面了解他们的投资组合。我们正在整体投资组合层面扩展产品和技术能力，以在崭新和不断变化的资产管理领域更有效地为客户提供服务。

贝莱德15年前收购BGI，将主动投资与指数投资相结合的做法在行业内尚属首次；如今，将广泛的市场敞口与以结果为导向的投资组合相结合已成为行业标准。我们去年的收购也是旨在为客户融合公募和私募市场投资。通过GIP和即将完成收购HPS，我们将会把基础设施和私募信贷投资与公募市场投资的全球平台大规模融合。随着Preqin与Aladdin及eFront平台完成整合交割，我们将为客户提供更标准化、透明的私募市场数据服务，全面提升投资决策支持能力。

ETF是一项成熟的投资工具，为首次涉足股票市场的个人

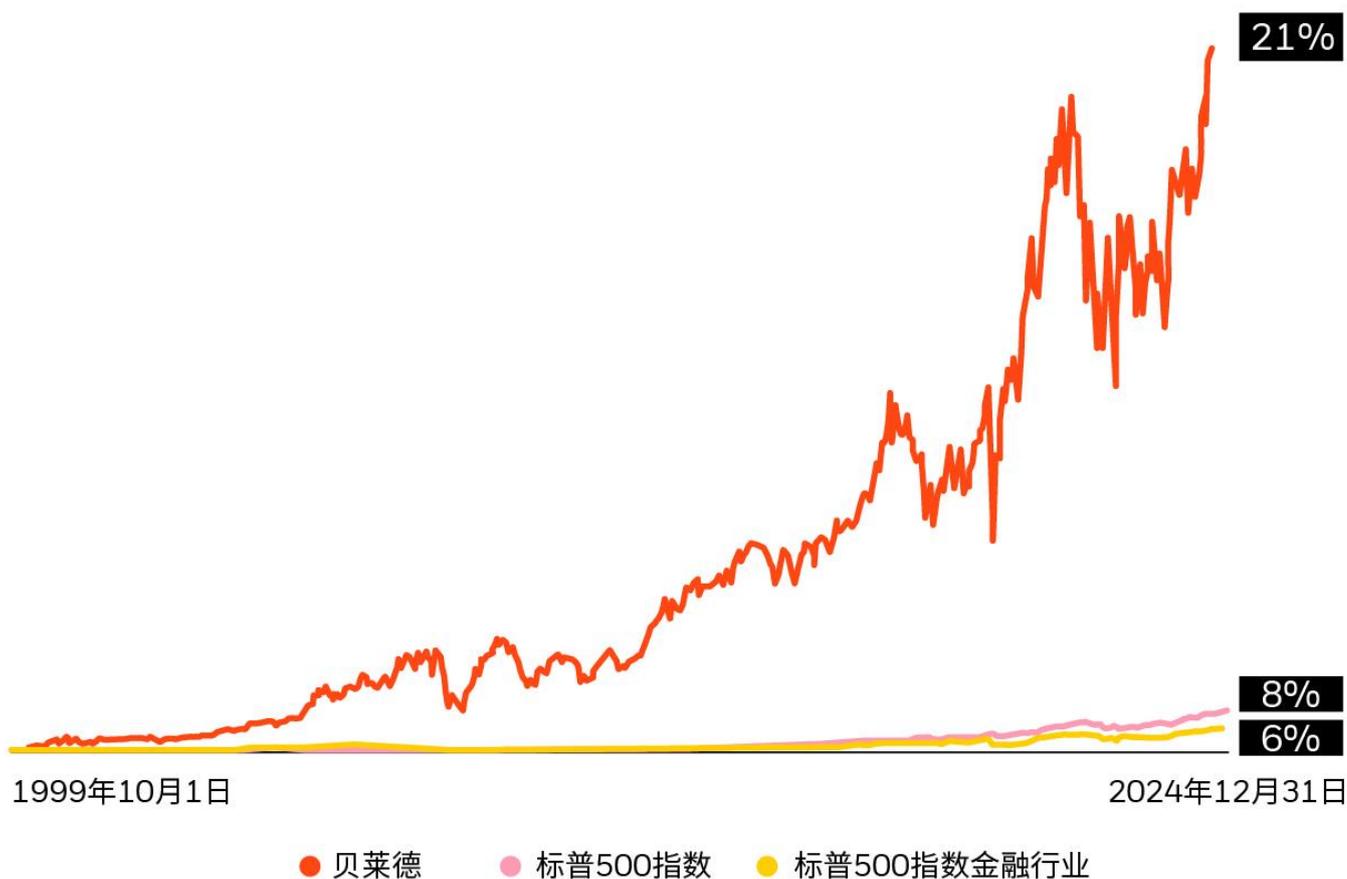
投资者以至全球最大的资产所有者提供投资便利。加密货币ETP的推出便是最新的例子，它在交易所交易产品的框架下，既提供加密货币投资敞口，又具备高效的价格发现功能。这一创新也帮助我们触达了更多投资者群体，加密货币ETP超过一半的需求是来自个人投资者，其中四分之三的个人投资者之前从未投资iShares产品。今年，我们亦在加拿大和欧洲推出一个便捷的交易所交易基金产品，扩大投资者接触比特币的渠道。

在欧洲市场，ETF同样正在推动投资文化的蓬勃发展。对于首次进入资本市场的投资者而言，ETF，尤其是iShares产品，往往成为他们的首选投资工具。目前只有三分之一的欧洲人有进行投资，而美国这一比例超过60%。这不仅意味着他们错失了资本市场带来的增长机遇，更因银行存款利率长期低于通胀水平，导致实际收益持续受损。贝莱德正在与欧洲市场数家经验丰富以及较新的数字财富平台包括Monzo、N26、Revolut、Scalable Capital和Trade Republic合作，降低投资门槛，并在本土市场推广更多的金融及投资知识。我们的欧洲ETF平台规模超过1万亿美元，已超越紧随的五大发行商的总规模，我们看到了巨大的机会来扩展区域业务，并通过资本市场帮助更多个人投资者实现财务目标。

随着各国寻求建立和巩固自己的资本市场，我们也在为未来增长奠定坚实的基础。今年我曾经到访中东和亚洲，发展更强大和繁荣的本土资本市场一直是与众多地方领导人讨论的核心议题。在沙特阿拉伯，我们与公共基础设施基金（Public Infrastructure Fund）合作，共同促进投资活动，完善当地资本市场生态体系建设。在印度，我们准备通过合资企业Jio BlackRock推出一个数字化资产管理和财富管理平台。

贝莱德自首次公开募股以来截至2024年12月31日的年度复利收益总额

在庆祝公司上市25周年之际，贝莱德也为对股东带来的差异化投资回报感到自豪。自1999年首次公开募股以来，贝莱德股票的年化收益为21%，远超标普500指数8%和金融行业6%的水平。我们目光长远的战略部署和有序的业务投资正是推动我们与客户建立深厚联系的关键，并为股东带来了丰厚的回报。



资料来源：标普全球，截至2024年12月31日。投资表现图表并不一定代表未来的投资表现。

贝莱德汇聚的专业人才是公司长久以来录得业务增长和持续表现的核心。我们定期评估公司的人才战略，以确保我们培养出具有广泛业务经验及全方位的领导者。今年早前，多位资深高管获得了晋升。

在为贝莱德业务发展贡献了20年以后，Mark Wiedman

决定在公司以外开启职业生涯的新篇章。Mark帮助塑造了今天为人熟识的贝莱德，他曾领导包括iShares、企业战略团队以及全球客户业务团队。Mark是我的挚友，我也衷心感谢他对公司的贡献。

我不单为我们多年来建立的领导团队感到自豪，而最近和即将完成的收购项目也将为贝莱德带来大量顶尖人才。通过全方位的人才布局，我们正持续强化为客户创造价值的的能力，驱动未来业务增长。

我们的董事会

贝莱德董事会一直是公司成功和发展的关键。董事会在我们制定前瞻性战略以及扩展到新的市场和业务时起着重要作用。

每年，我们都会审视董事会的组成，以确保董事会成员具备合适的背景和经验，为贝莱德的运营、战略和管理提供建议。在GIP交易完成后，我们很高兴欢迎Bayo Ogunlesi加入董事会。Bayo在私募市场的丰富经验，让我们在快速增长的私募市场建立业务规模之时受益匪浅。

今年3月，本公司董事会全票通过提名洛克菲勒资本管理公司首席执行官Gregory Fleming和富达投资个人理财业务前总裁Kathleen Murphy为年度股东大会董事候选人。Greg与Kathleen在金融服务与财富管理领域经验丰富，相信他们将为董事会带来多元化的战略视角。

与此同时，我们荣幸地邀请到Marco Antonio Slim Domit担任贝莱德董事，其本届任期将于今年届满。他凭借其跨区域投资经验，为董事会决策及贝莱德整体发展提供了诸多真知灼见。全体董事及管理层对其卓越贡献深表

感谢，并将铭记于心。

贝莱德董事会将继续引领公司在投资与创新之路上稳步前行，矢志不渝地服务客户、员工与股东。

上市之初，我们便深刻认识到资本市场深度发展的重要性，并致力于与更广泛的投资者群体，包括员工，共享发展成果。这一理念至今未改。在踏入2025年之际，我们的业务发展正处于最强劲的拐点，无论是为客户创造价值，还是为股东带来回报，我们都将面临比以往任何时候都更加广阔的发展机遇。

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Laurence Fink', written in a cursive style.

劳伦斯·芬克

贝莱德集团董事长兼首席执行官

- 注1：感谢他在解读早期股票市场历史方面提供的宝贵帮助——包括找到列出阿姆斯特丹首批投资者职业的荷兰原文：《阿姆斯特丹东印度公司最早的股东登记册》，由J.G.van Dillen编辑（海牙：Nijhoff，1958年）。
- 注2：R.C.Michie,《伦敦证券交易所：历史》（牛津：牛津大学出版社，1999年）
- 注3：《The First Measured Century: 1900——2000年美国趋势图解指南》，第14章
- 注4：美国联邦储备局,《消费者财务调查, 1989——2022, (2022)》。注：包括直接和间接的股票持有情况。
- 注5：Our World in Data, 由世界银行（2025年）从多项数据源汇编；Bold和van Zanden-Maddison项目数据库2023；Maddison数据库2010
- 注6：图1.1.来源：FactSet, 世界银行。资料截至2023年12月31日。标准普尔500指数的回报假设所有股息再投资。表现图表不一定代表未来的投资表现。
- 注7：数据源：美国投资公司协会和美国联邦储备局。货币市场基金资产规模和商业银行存款额，截至2025年3月5日
- 注8：Lodewijk Petram,《世界上第一个证券交易所》（纽约：哥伦比亚大学出版社，2014年）。
- 注9：美国国家经济研究局,《铁路、重新分配和美国制造业的崛起》, (2019年), 第2页, 注：研究估计, 如果没有铁路, 1890年美国的总生产力将下降25%, 相关的每年损失为30亿美元或GDP的25%。
- 注10：列治文联邦储备银行,《When Interstates Paved the Way》(2021年)。注：按联邦公路管理局的研究
- 注11：德勤,全球基础设施信息储存库 (github.org)。基础设施需求被定义为新投资、重置投资和维修支出, 有关开支将大幅延长资产使用的寿命, 但不包括购买土地的费用。估算需求的基础是各国在基础设施投资的资源方面与表现最好的其他国家相若。投资需求以2024年到2040年计算。
- 注12：按历史成本预算并经实际价值调整计算。根据美国土木工程师协会的数据, 美国州际公路系统的总成本估计约为5,000亿美元。根据History.com的数据, 再按现今的价格水平调整后, 洲际铁路的成本估计约为12亿美元。这两项工程的总成本约为5,012亿美元, 在未来十五年内把工程重复135.67次的总金额才接近全球基础设施投资需求的估算。鉴于十五年内共有780个星期, 这相当于大约每六个星期完成一个这样的项目。这些数据是基于历史数据的近似值, 用于说明全球基础设施需求的规模, 并不是精确计算的投资需求。
- 注13：图2:1。来源：全球基础设施信息储存库 (github.org), 截至2024年。
- 注14：贝莱德智库, 能源技术顾问公司Thunder Said Energy。2024年11月。预计成本涵盖数据中心的三个组成部分。数据中心基础设施包括整体基础设施构建, 不包括芯片和服务器的成本。电力供应成本则与建设数据中心所需的电源设施有关。
- 注15：图2.2。来源：标普智汇, 贝莱德。截至2025年2月24日。除非事先获得相关人士或团体的书面许可, 否则禁止以任何形式复制任何信息、数据或材料, 包括评级 (“内容”)。该人士或团体、其关联公司和供货商 (“内容供货商”) 不保证任何内容的准确性、充分性、完整性、及时性或可用性, 并且不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他原因) 负责, 无论原因如何, 也不对使用此类内容所获得的结果负责。在任何情况下, 内容供货商均不对与使用内容有关的任何损害、成本、费用、法律费用或损失 (包括收入损失或利润和机会成本损失) 负责。内容中提及的特定投资或证券、评级或对投资的任何观察, 均不构成购买、出售或持有此类投资或证券的建议, 不涉及投资或证券的适用性, 不应作为投资建议。信用评级仅为意见陈述, 并非事实陈述。
- 注16：贝莱德对私募信贷资产管理规模 (AUM) 和商业发展公司 (BDC) 资产管理规模的估算, 基于Preqin和Cliffwater的分析, 截至2024年6月。
- 注17：晨星&Preqin基于2008年10月至2024年9月的数据。Preqin Index由贝莱德未经处理的数据进行计算。过去的表现并不代表当前或未来的回报。
- 注18：晨星&Preqin基于2008年10月至2024年9月的数据。Preqin Index由贝莱德未经处理的数据进行计算。过去的表现并不代表当前或未来的回报。
- 注19：晨星&Preqin基于2008年10月至2024年9月的数据。Preqin Index由贝莱德未经处理的数据进行

计算。过去的表现并不代表当前或未来的回报。

注20: 贝莱德, 贝莱德同意收购巴克莱全球投资者, 包括其市场领先的iShares业务(2009年)

注21: 贝莱德, 截至2024年12月31日。累计成本节约金额的计算方法是将2015年至2024年12月31日的旧基金费用率与新基金费用率之间的差额乘以减资时管理的基金资产。此方法没有考虑复合利率效果。

注22: CNBC电视台, 英伟达首席执行官黄仁勋: 我们的国家应该投资于人工智能并在合理情况下实施法规, Jim Cramer报导, Mad Money, CNBC财经新闻电视频道, (2025年)

注23: 贝莱德、贝莱德、全球基础设施合作伙伴、微软和MGX欢迎英伟达和xAI加入AI基础设施合作伙伴关系, 以推动对数据中心的投资并支持基础设施(2025年)

注24: 市场占有率是基于43个码头的总吞吐量以及估计全球集装箱吞吐量8.654亿标准箱作为基准。数据源: 英国伦敦海运咨询机构Drewry(2023)

注25: 金融时报,《Abebayo Ogunlesi的逆向押注如何促成与贝莱德价值125亿美元的联盟》,(2024年)

注26: Edwin Amenta,《When Movements Matter:The Townsend Plan and the Rise of Social Security》(普林斯顿大学出版社, 2008年)

注27: 美国人口普查局,《美国贫困状况: 2022年》,(2023年)

注28: 美国社会保障署, 2024年OASDI信托人报告,(2024年)

注29:《重新定义退休生活—这是我们的职责》,贝莱德2025年调查

注30: 贝莱德的估值是基于截至2021年12月31日的资产管理规模和Cerulli截至2020年的资料。ETF资产只包括基于Cerulli数据的合资格资产, 并假设9.5%的机构持有的ETF是与养老金或退休相关。机构的估计值包括定义为「与退休相关」的资产, 以及具有特定退休目标的产品和客户(例如LifePath、养老金)。拉丁美洲的估计值基于为拉丁美洲养老基金客户管理的资产, 不包括现金。

注31: Equable Institute年度报告,《2024年退休金状况》,(2024)

注32:《重新定义退休生活—这是我们的职责》,贝莱德2025年调查

注33: 美国社会保障署,《何时开始领取退休福利》,(2024年), 第2页

注34:《重新定义退休生活——这是我们的职责》, 贝莱德2025年调查

注35: 贝莱德《应急储蓄计划: 成效与经验报告》(2019——2022年) 第2页

注36: 联邦基金《中低收入员工有效应急储蓄方案研究》(2022年) 第7页

注37: 两党政策中心《职场应急储蓄政策: 现状与展望》(2024年)

注38: 美国小型企业管理局倡导办公室,《美国小型企业经济概况》,(2023年) 注: 6,160万小型企业员工, 占美国员工的45.9%;劳工统计局, 美国员工福利——2024年3月,(2024年)

注39:《重新定义退休生活—这是我们的职责》,贝莱德2025年调查

注40: 贝莱德,《目标日期基金的另类投资》,(2022年)

注41:「额外九年」的说法是使用贝莱德的LifePath支出算法得出的。计算方法基于以下假设: 假设一个人从25岁开始储蓄, 在40年的积累期内以动态增长工资持续存入工资的9%, 存款投资于简单的投资组合(股票和固定收益)。假设在整个投资年期期间每年录得50个基点(0.50%)的超额回报, 与没有超额回报的类似投资组合相比, 该投资组合在退休年龄(65岁)时积累的财富将增加约14.5%。使用LifePath的支出计算——假设保守的退休投资组合配置为40%股票和60%固定收益——这种财富增长的积累在其他条件相同的情况下, 以个人退休当年的工资水平估计额外九年的退休开支的能力

注42: 纽约大学法学院,《还有谁要被征税? 美国对公司及其股东的税收》。Steve Rosenthal和Theo Burke, Urban——Brookings税务政策中心,(2020年)

注43: 花旗研究,《克服能源僵局: 为我们的未来提供动力》,(2024年), 第32页

注44: Ezra Klein和Derek Thompson,《Abundance》(Avid Reader Press, 2025年)

注45: 夏威夷公共电力委员会,《2023年电力供应充足性报告摘要》,(2023年)。

注46: 华尔街日报,《三个纽约市的总耗电量: 人工智能对电网带来的压力》,(2024年)

注47: 高盛,《世代增长: 人工智能、数据中心和美国电力需求即将激增》,(2024年)

注48: Ezra Klein和Derek Thompson,《Abundance》(Avid Reader Press, 2025年)

注49: 福布斯,《中国会建造第一个小型模块化核反应堆——这是当然的》(2021年)

注50: CNN商业,《一家中国电动汽车巨头现在价格低于10,000美元的汽车上提供免费驾驶辅助技术》,(2025年)。

注51: 图3.1.数据源: 美国能源信息署(2023年),《Our World in Data》;《能源研究所——世界能源统计回顾》的各种数据源(2023年)

注52: 金融时报,马里奥·德拉吉 Mario Draghi,《忘记美国——欧洲已成功对自己征收关税》(2025年)。注: 德拉吉在金融时报撰文指出*:「IMF估算,欧洲内部市场壁垒相当于对制造业征收45%、服务业110%的关税。这实质上压缩了欧洲企业的经营空间——欧盟成员国间贸易量不足美国州际贸易水平的一半。随着经济重心向服务业倾斜,这种壁垒对增长的拖累将愈发严重。」

注53: IMF,《欧洲地区经济展望: 生产力增长下滑的判断与补救措施》(2024年)第8页。注: IMF预测,若将欧盟内部贸易壁垒降至美国州际水平,欧洲生产力可提升近7%。按生产力增长与GDP增速1:1换算,以欧盟2023年18.59万亿美元GDP(世界银行数据)为基数,将产生约1.3万亿美元新增经济产出。背景说明,爱尔兰(5,510亿美元)和瑞典(5,850亿美元)在2023年的GDP总额为1.136万亿美元(世界银行),因此1.3万亿美元的收益大约相当于将两个经济体加入欧盟。

注54: 联合国经济和社会事务部,《世界人口展望: 2024年修订版》(2024年)

注55: 欧盟委员会,《2024老龄化报告: 欧盟成员国经济与财政预测(2022——2070年)》,第4页

注56: 图3.2.数据源:联合国经济和社会事务部人口部门(2024年)

注57: 美国经济分析局,国内生产总值,检索自FRED,圣路易斯联邦储备银行,(2025年);美国财政部。财政服务,公众持有的联邦债务,取自FRED,圣路易斯联邦储备银行,(2025年)

注58: 美国国会预算办公室,《财政预算和经济展望: 2025年至2035年》,(2025年)

注59: 图3.3.数据源:美国国会预算办公室,2025年

注60: Andreessen Horowitz,为什么印度在数码支付领域处于领先地位,(2023年)

注61: R.C.Michie,《伦敦证券交易所: 历史》(牛津大学出版社,1999年)

风险提示:

本文仅作参考资料和教育用途，不应构成买卖任何证券或采取任何投资策略之建议、募集或劝诱。本文(视频)所载之讯息及意见取自贝莱德基金认为可靠的专属和非专属来源，并不一定涵盖所有数据，且无法保证其准确性。因此，并未对其准确性或可靠性作出保证，而贝莱德基金及其人员、雇员或代理商不会对任何其他形式的错误及遗漏所引致的责任负责（包括因疏忽而对任何人士负责）。本文(视频)可能含有非仅基于过往信息而提供之「前瞻性」信息。有关信息可能涵盖（其中包括）预计及预测。并不保证任何作出之预测将会实现。读者须全权自行决定是否倚赖本文件所提供的信息。本文(视频)仅编制以供参考用，并不构成提供或赖以作为会计、法律或税务建议。

投资有风险，投资需谨慎。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度。具体产品信息详见基金法律文件。基金管理人提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人不对基金投资收益做出任何承诺或保证。

© 2025 贝莱德集团版权所有。任何其他商标归属于其各自的所有人。

CBOH0325A/S-4363280