



公平之争：评估美国自罗斯福时期以来，最广泛政策转变时期的收入和经济趋势；党派重划选区、最高法院、人口普查与美国众议院席位平衡

在介绍本月内容之前，特此附上今年发布的行业分析报告链接¹，供您参考：

| 日期 | 如果你正忙于庆祝： | 您可能错过了我们的文章： | 可于此处阅读： |
|-----------------|-----------|--|-----------------------|
| 2025 年 8 月 12 日 | 国家黑胶唱片日 | 医疗保健 ：医药、生物技术和管理式医疗的估值触底；专利悬崖和专利丛林、药品关税、医疗补助／医疗保险优势计划的变化、肯尼迪家族与 FDA-HHS 监管博弈、中国竞争、长寿药物、生物技术 IPO 等 | 医疗保健 |
| 2025 年 6 月 12 日 | 国家肉干日 | 稳定币 ：支付通道与非法用途的双重性、监管俘获问题、《GENIUS 法案》披露规则与面值赎回权、科技公司发行的无保险稳定币、对国债收益率的影响等 | 稳定币 |
| 2025 年 5 月 13 日 | 国际鹰嘴豆泥日 | 人工智能 ：人工智能应用普及率、超大规模云服务商利润／资本支出、人工智能与人类绩效评估对比、人工智能性能基准与任务复杂度、o4 和 o3-mini 幻觉率 | 人工智能 |
| 2025 年 3 月 4 日 | 野外滑雪日 | 能源 ：全球太阳能装机容量、欧洲能源转型与电气化进程加速、核能、洛杉矶山火灾害、可再生航空燃料研发、超导技术突破、甲烷排放追踪及氢经济愿景持续消退 | 能源 |
| 2025 年 7 月 8 日 | 奶牛感恩日 | 《放眼市场》20 周年纪念特刊 ： 鉴往知来，历久弥新 | 20 周年 |

在本期《放眼市场》中，我们将以图表为基础深入探讨：

- 标普 500 指数第二季度盈利利好多于利空
- 人工智能支出对美国经济增长的贡献
- 经济数据政治化倾向
- 贸易、移民、监管及政府税收／支出领域数十年未遇的重大政策转向
- 美国经济增长、通胀和就业对此类政策转变的响应
- 具有党派色彩的中期国会选区重划、跨州人口迁移趋势，以及可能影响众议院权力平衡的最高法院判例

岑博智(Michael Cembalest)
摩根资产管理

¹**医疗保健动态**。在我发表 8 月份医疗保健文章的同一周，我的内科医生要求我去见营养师，而这位营养师随后便对我下达了严苛的健康指令。下列食物现已被禁止出现在我的饮食中：披萨、薯条、洋葱圈、泰式炒河粉、烤肉串、芝士汉堡、热狗、羊排、中式排骨、肉丸潜艇堡、炸鱿鱼圈、空气炸锅鸡翅、Yodels 巧克力卷心蛋糕、饼干（杏仁粉制成的饼干除外，但是它的口感类似泡沫塑料）、无糖汽水（据称其成分可代谢成甲醛）、奶昔、佛罗里达的巧克力包裹的青柠椰子饼、Slim Jims（美国肉条零食）、花生 M&M 巧克力豆、多力多滋、黑白糖霜“Lokai”饼干（懂的都懂——星际迷航梗）、苹果圈麦片、烤馅饼干、燕麦葡萄干饼干、覆盆子甜甜圈、双层夹心奥利奥、科克兰巧克力杏仁脆皮冰淇淋棒以及那些色彩鲜艳形似水果切片却毫无真实果成分的加工食品。

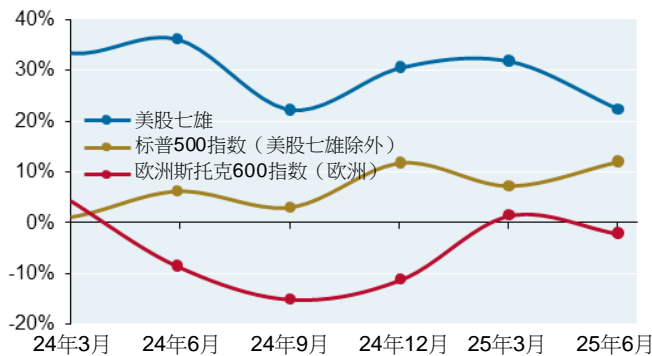


标普 500 指数第二季度盈利：整体利好，《大而美法案》税收激励政策预计带来小幅提振

- 每股收益增长 11%，远超 4% 的市场预期。6 月初，市场对第二季度盈利的普遍预期较年初下调 7%；第二季度的实际业绩基本达成年初目标
- 美股七雄盈利增速持续领跑，增长率(22%)是其他美股(12%)的近两倍。美股七雄和标普 500 指数其他成分股的盈利增长继续优于欧洲股票，欧洲股票的季度盈利增长率再次为 0%。如果欧洲股盈利能实现同等增长，方才值得关注
- 2025 年第二季度，标普 500 指数成分股的中位数市值股的每股收益上涨 8%，这得益于除消费必需品和能源以外的所有板块的盈利增长
- 58% 标普 500 指数企业上调盈利指引，高于第一季度的 29%；远超 2007 年以来 46% 的均值²
- 分析师两年来首次上调远期盈利预期，正面修正数量自 2022 年 1 月以来首次超过负面修正
- 大盘股利润率保持韧性，科技板块持续主导，工业与非必需消费板块近期边际改善（医疗板块承压，如 8 月份文章所讨论）。中型股和小型股的利润率未改善
- 《大而美法案》的企业税收条款实质为投资时效激励（而非减税政策）。主要条款：永久性恢复《减税与就业法案》中关于大部分设备投资 100% 费用化的政策，恢复研发支出当期全额扣除（替代五年摊销规定），并临时允许新建工厂进行当期费用化处理（替代 39 年折旧要求）。这些条款可使 2026 年企业现金流增加约 3%，并实现 2%-4% 的净现值节省

年同比盈利增长

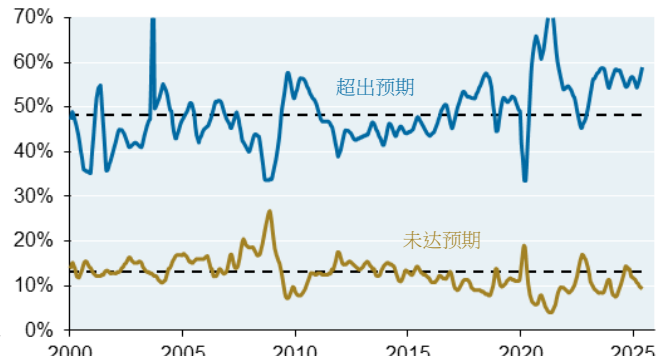
百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第二季度

标普500指数盈利超出预期和未达预期的频率

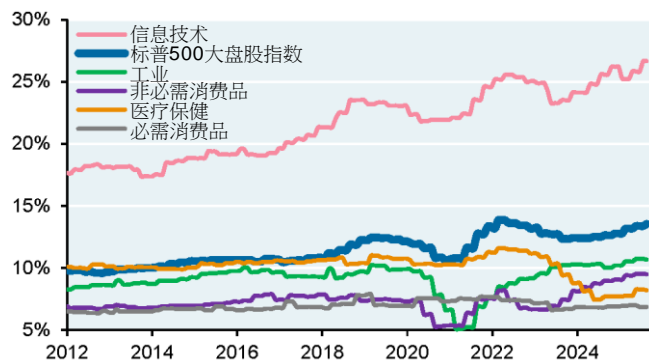
企业盈利意外的公司百分比=>普遍预期的1个标准差



资料来源：高盛全球投资研究，2025年8月15日

标普500指数各板块过去12个月的利润率

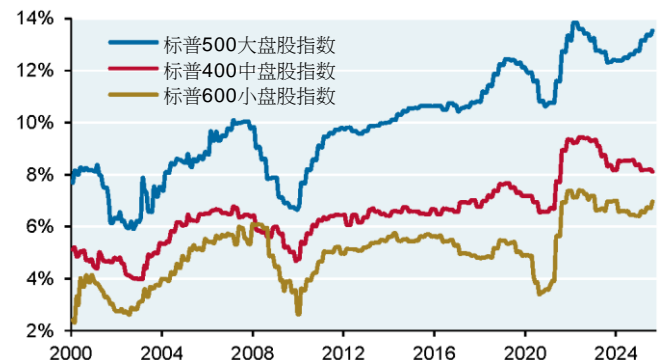
百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

连续12个月的利润率（按市值划分）

百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

² 高盛《美国每周前瞻报告：2025 年第二季度财报季回顾》，Ben Snider 等人



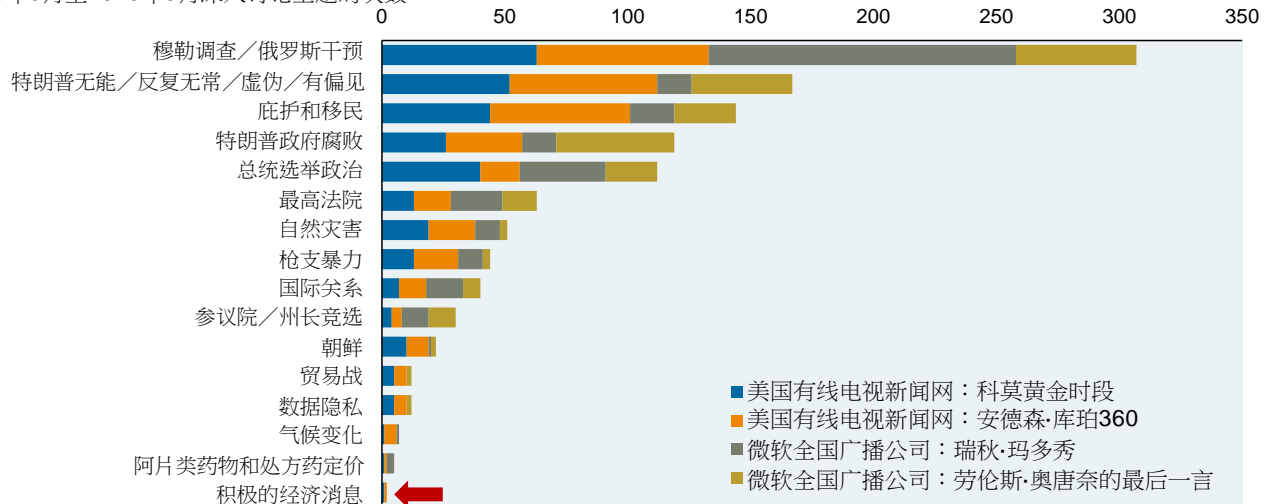
公平之争：经济数据政治化

8 月份，白宫对高盛一份常规经济研究报告提出异议，该报告预测美国企业将逐步把关税成本转嫁至消费者。高盛当然有权就此类常规经济议题发表观点而不应受到责难。总统还提到了一个我认为有趣的观点：他认为自己在经济成就方面未得到公正评价。虽然今年我从投资者角度多次强调白宫经济政策存在的风险³，但有实证表明经济和金融新闻的报道存在高度政治化倾向，往往偏向民主党⁴；因此从这个层面来看，特朗普或许确实有其道理。

在为 2019 年一份《放眼市场》撰文期间，我开展了一项简单实验。我和我的团队查阅了 2018 年 9 月至 2019 年 9 月期间美国有线电视新闻网与微软全国广播公司的夜间节目文字记录，并编制了下方的图表。诚然，当时确实需要报道总统政策动向等重要新闻，但**难道就真的挤不出一篇幅来报道经济强劲增长的利好吗（包括这期间全体公民及各种族、性别群体均创下自 1960 年以来最低的“民生困苦指数”）**？下方要点总结了当时普遍存在的一些利好消息。

媒介即信息：特定有线电视节目的主题报道频率

2018年9月至2019年9月深入讨论主题的次数



2018年9月至2019年9月美国经济状况如下：

- 各收入阶层的工资均有上涨，其中最低收入工人的工资增长最快
- 职位空缺率创20年来新高，尤其是建筑业
- 制造业活力自2009年以来首次持续回升（新员工和自愿离职人数增加，裁员人数减少）
- 消费者信心调查超过危机前水平
- 家庭债务占收入比率40年来最低
- 自1960年代以来最低的痛苦率（通胀率加上失业率）（针对所有公民，以及按种族和性别划分）
- 2016年以来壮年年龄劳动者劳动参与率大幅反弹
- 小型企业乐观情绪终于恢复到危机前的水平

资料来源：摩根资产管理、美国有线电视新闻网和微软全国广播公司节目的文案。2019年。

当然，若将经济新闻政治化不可取，那么以“数据造假”为由解雇劳工统计局局长的行为同样不妥。

³ 2025 年《放眼市场》论述的特朗普政策风险包括：《已修改》（4 月 2 日）关于针对律师事务所行政令的法律存疑性；《政府效率部领导人退出舞台》（5 月 1 日）关于美国政府效率部在政府支出削减中存在夸大执行与混乱实施；《炼金术士》（1 月 1 日）关于 2018 年关税增长如何转嫁给美国消费者；《夏日来信》（7 月 29 日）关于上游钢铁／铝业工人从关税中的潜在获益人数，仅为使用相同材料的下游行业规模的五十分之一；《好吧，老古董》（6 月 12 日）关于《指导与建立美国稳定币国家创新法案》对稳定币发行人的资本、流动性、托管和风险管理标准远低于对联邦保险存款公司投保银行的相关要求；《病入膏肓》（8 月 12 日）关于 2017 年特朗普税改法案如何成为美国医药利润加速海外转移的催化剂

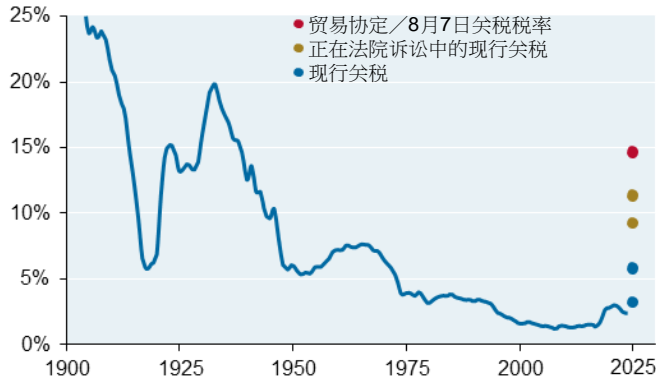
⁴ 《财经新闻中的政治两极分化》，《金融经济学杂志》，N. Gupta（印第安纳州），2024 年 5 月；《经济新闻内容中的党派偏见》，《美国政治研究》，E. Merkley（多伦多大学），2018 年 12 月



基于此背景，在当前这个自罗斯福新政以来政策转向最为广泛的时期，我尝试对美国经济进行一次公正的评估。下文说明了其中一些转变。当然，任何政策都不是凭空发生的；特朗普首个任期内重启关税政策时，全球各国对美关税均高于美国对其关税⁵，同时其他国家还经常设置大量非关税壁垒；当前驱逐非法移民的行动，正值数十年来规模最大、破坏性最强的非法移民潮爆发之后；而特朗普推动放松监管之际，恰逢拜登时代监管成本达到奥巴马首任期的 4 倍、特朗普首任期的 45 倍⁶。

美国所有进口商品的平均关税税率

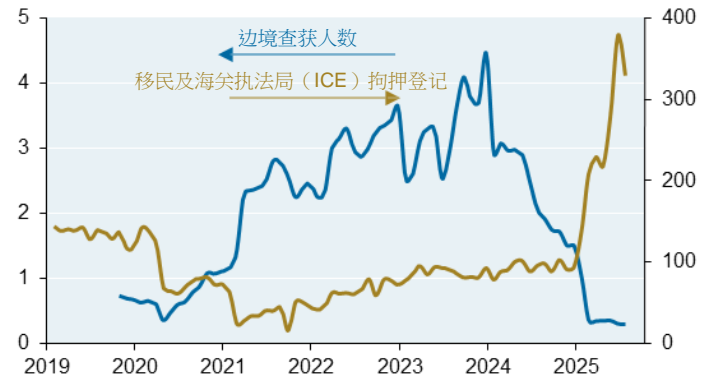
假设从中国进口的商品有20%由美国本土替代、20%由其他外国替代



资料来源：税务基金会、美国国际贸易委员会、白宫、摩根资产管理，2025年

美国边境拦截与移民及海关执法局(ICE)拘押登记

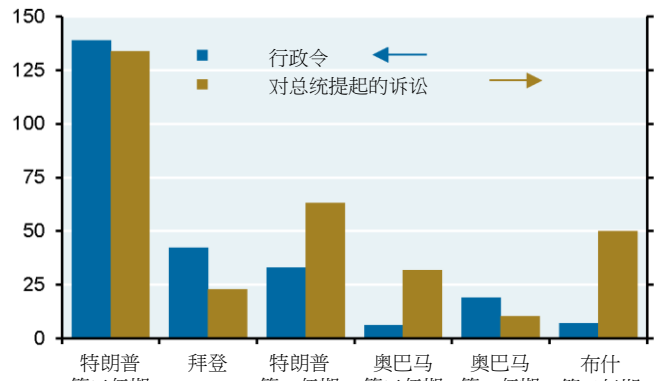
年率，百万



资料来源：美国海关及边境保护局、ICE、摩根资产管理，2025年8月

前100天的行政令和联邦诉讼

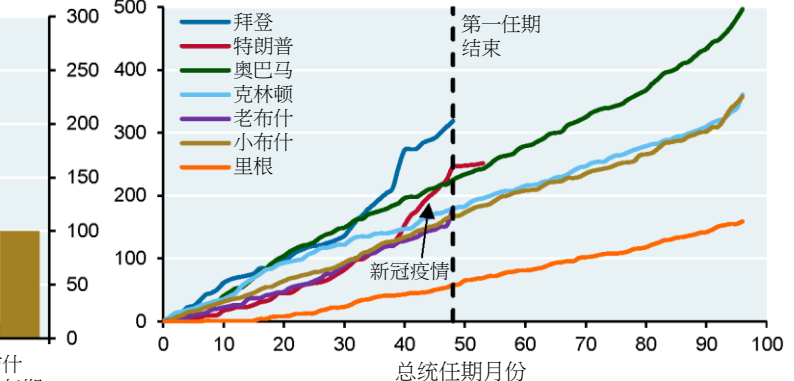
行政令数量



资料来源：《纽约时报》、《联邦公报》、摩根资产管理，2025年5月1日

具有经济意义的规则的累计数量

诉讼数量



资料来源：乔治华盛顿大学监管研究中心，2025年6月

⁵《放眼市场》，2017 年 2 月 22 日；第 4 页图表显示完全缺乏关税互惠。就其影响而言，美联储 2015 年 4 月的一份论文揭示了美国贸易政策与就业之间存在明显联系。结论指出：“我们发现美国制造业急剧衰退与授予中国永久正常贸易关系地位存在直接联系，该议案于 2000 年 10 月经国会通过，并在 2001 年底中国加入世贸组织时正式生效”。作者指出当中国加入世贸组织时，美国制造业中永久性关税降幅最大的企业也出现了最严重的就业岗位缩减。他们分析并排除了其他可能的解释，例如美国劳动密集型产品竞争力下降、中国政策变化以及美国宏观经济事件。同期欧盟制造业就业未出现类似反应（该地区关税政策未发生变化），进一步印证了美国贸易政策与就业衰退之间的联系。参见《美国制造业就业惊人速降》，Pierce（美联储）和 Schott（耶鲁管理学院），2014 年

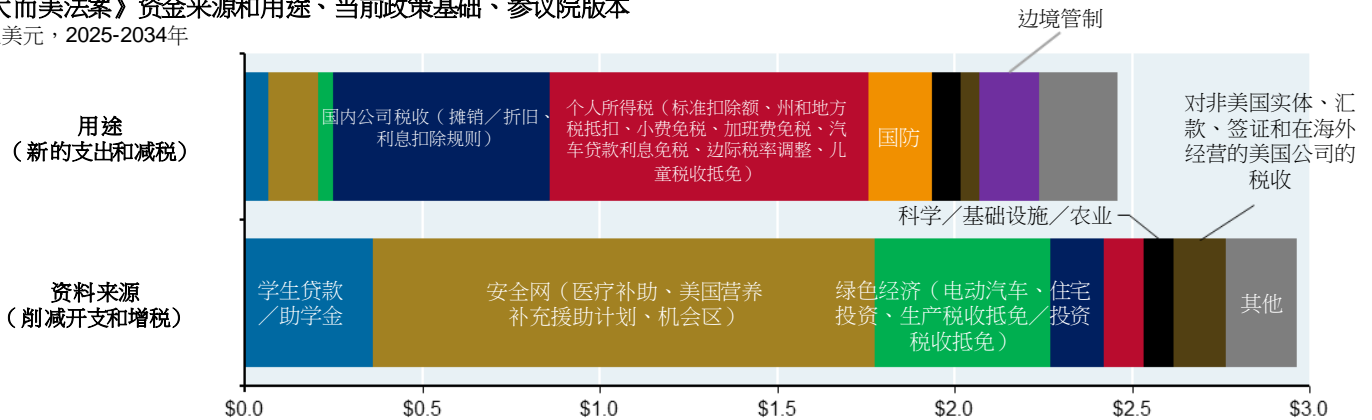
⁶摘自国会预算办公室前主任道格拉斯·霍尔茨-埃金的美国行动论坛，2025 年 1 月 29 日



政府的调解法案是影响该经济体政策目标的另一支柱。《大而美法案》在之后十年内重新分配 5 万亿美金的政府支出/税收，其政策组合包括：撒切尔式的亲商和供给侧激励措施、杰克逊式民族主义、克林顿的福利改革、浓厚的里根元素（增加国防支出同时缩减贫困安全网）、与柯立芝和艾森豪威尔时期相似的边境和移民管控措施，以及特朗普本人对绿色经济的抵触态度。

《大而美法案》资金来源和用途、当前政策基础、参议院版本

万亿美元，2025-2034年

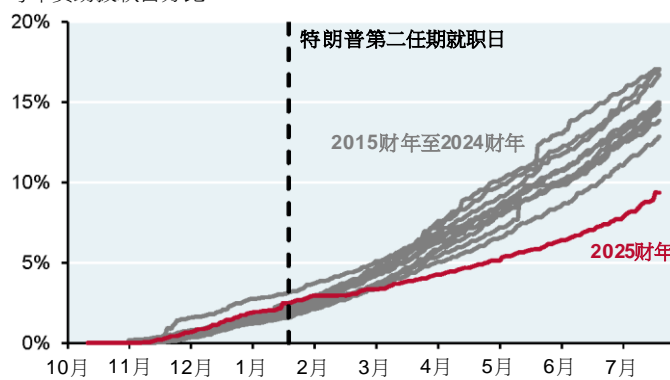


资料来源：摩根大通全球市场策略、国会预算办公室、摩根资产管理。2025年8月。当前政策基准意味着所有数据均是与2024财年的财政状况相比较，而不是与假设所有《减税与就业法案》条款到期后所对应的财政状况（即现行法律基准进行比较）。

《大而美法案》关于医疗补助和补充营养援助计划的工作要求，与克林顿1996年《福利改革法案》一脉相承，该法案已被传统基金会（毫不意外）及中间偏左的布鲁金斯学会共同认可为成功降低福利依赖率的政策典范。

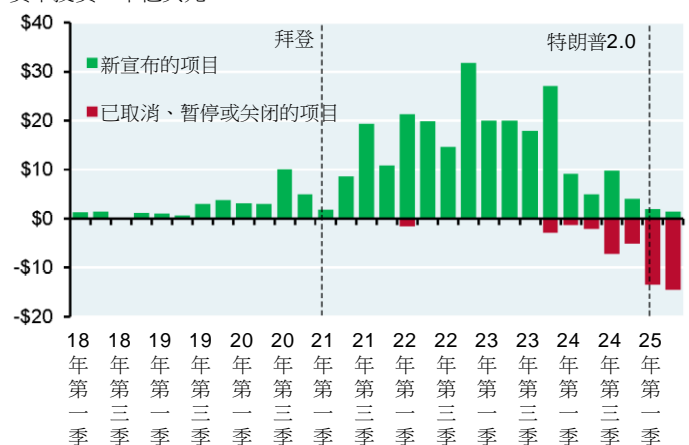
在分析美国经济趋势前，最后还有两项关于政府优先事项的实证：政府资助的美国国立卫生研究院(NIH)拨款放缓，以及新能源项目启动与取消的动态。关于太阳能的相关进展方面：8月，美国国际贸易法院撤销了拜登政府2022年6月对东南亚进口太阳能产品暂停征收关税的决定。此项裁决将为美国太阳能进口产品带来更高的关税，并对从柬埔寨、马来西亚、泰国和越南进口的价值500-700亿美元太阳能产品追缴数十亿美元报复性关税。

NIH新的及具有竞争性的NIH续期资助，2015财年至2025财年



资料来源：Jeremy Berg（匹兹堡大学），2025年7月25日

新宣布和被取消的清洁能源项目



资料来源：Jay Turner（韦尔斯利学院），2025年第二季度

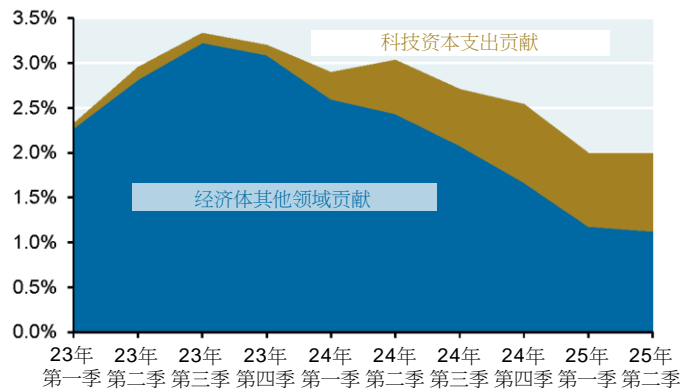


首先：特朗普政策的经济影响在多大程度上被人工智能支出的效益所掩盖？

第一张图表显示影响相当显著：过去三个季度，科技行业资本支出占美国整体 GDP 增长的 35%-45%。这一数据非同寻常；换言之，如果无科技资本支出，由于消费疲软，美国经济增长率可能已降至约 1%。虽然部分科技设备从台湾地区进口导致 GDP 增长影响被高估，但总体趋势不变：科技资本支出对经济增长和股票估值的贡献正日益提升。

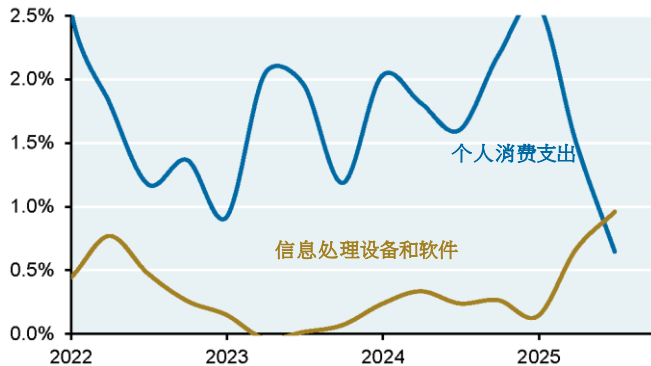
标普 500 指数成分股公司的投资支出增长在第二季度表现亮眼，资本支出增长 24%，研发支出增长 10%；但中位数市值股的这两项增速仅为 3%-4%。我们今年已多次深入讨论超大规模企业；如右下图所示，它们正将收入中越来越大的份额投入资本支出和研发。这种趋势能持续多久，将成为影响美国经济和市场的最重要问题之一。

科技资本支出对美国实际GDP增长的贡献
百分比



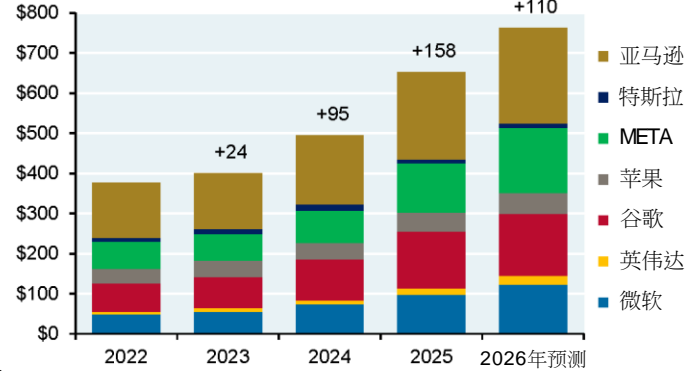
资料来源：桥水基金，2025年8月

对实际GDP增长的贡献
百分比，第二季度滚动平均值



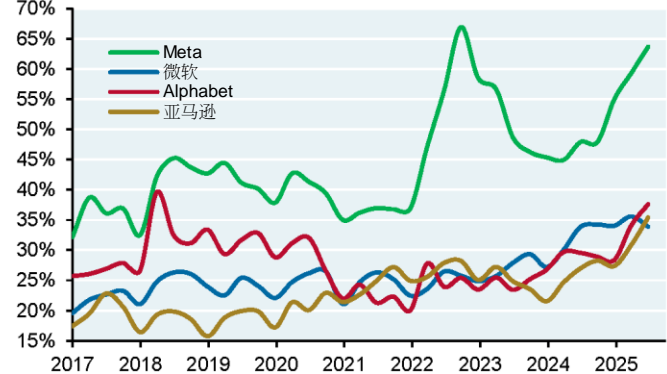
资料来源：美国经济分析局、彭博财经、摩根资产管理，2025年第二季度

美股七雄资本支出和研发
十亿美元



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

超大规模云服务商的资本支出和研发占收入的比例
百分比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第二季度

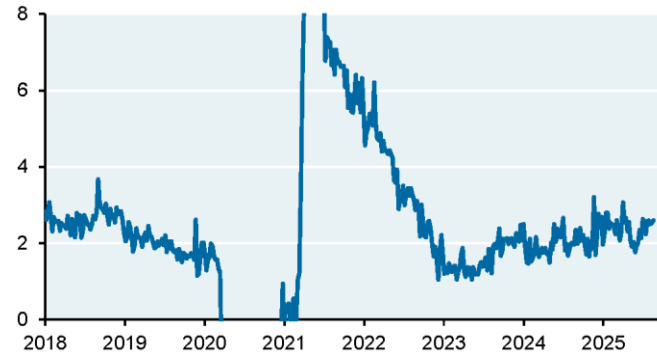


同步增长指标和领先增长指标呈现何种信号？

情况好坏参半。目前的增长在多项指标中表现稳定，包括达拉斯联储周度增长追踪器、亚特兰大联储 GDPNow 追踪器、经济咨商局同步指标，以及我们最偏好的指标——美国供应管理协会新订单减库存。然而，商业乐观情绪、经济咨商局领先指标呈现疲软态势，同时小型企业对销售前景的忧虑相较于通胀担忧正在上升。无论如何，目前并未出现经济步入衰退临界点的明确迹象。

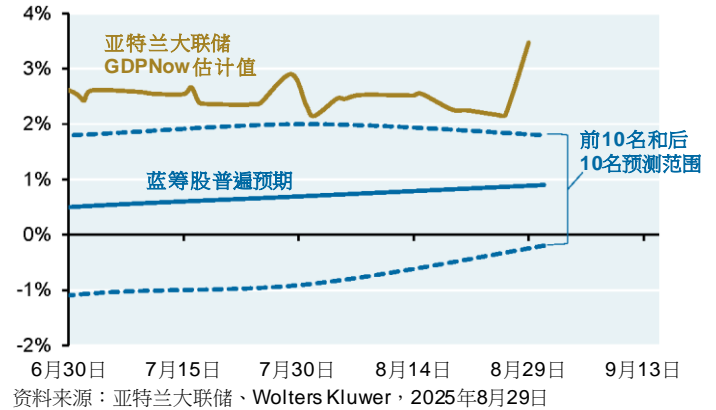
达拉斯联储美国每周经济指数

指数（由失业救济申请、零售销售、燃料销售和电力公用事业产出等10个系列组成）



2025年第三季度实际GDP预估(GDPNow)

季度百分比变化（经季节性调整，年化）



美国供应管理协会(ISM)新订单减库存指标

ISM制造业指数



美国商业乐观情绪和资本支出追踪器

指数



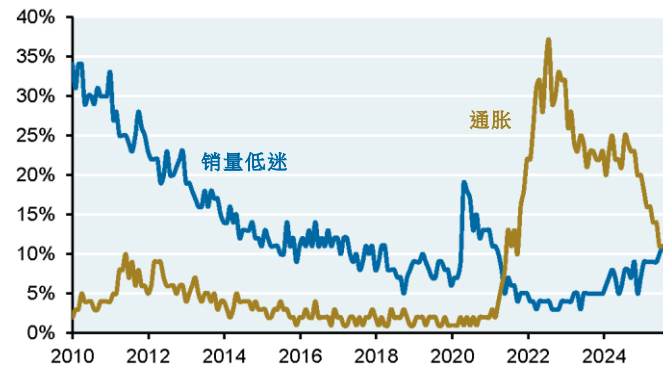
美国经济咨商局同步和领先经济指标

同比增长百分比



小型企业最主要问题的调查

美国独立企业联合会受访者中将某一问题视为最主要的比例

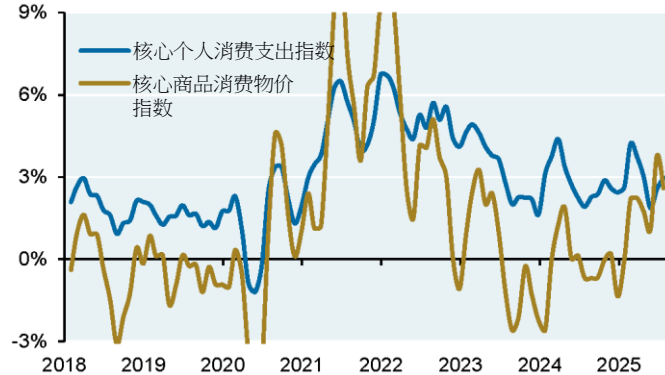




在核心通胀率达 3%、通胀预期超过 2% 的背景下，美联储是否真会放松政策？

有人担心美联储正在被迫采取宽松政策，正如尼克松时代的美联储主席阿瑟·伯恩斯的处境。目前核心个人消费支出与生产价格指数通胀率均处于 3% 水平，虽然 7 月核心商品通胀有所回落，但受关税影响自年初以来整体呈上升趋势。**更令降息派担忧的数据**：本年度制造业和服务业调查中的投入/产出价格持续攀升。除 1989-1991 年储贷危机期间的宽松周期外，美联储通常不会在支付价格上升期下调政策利率（图 5）。当前通胀预期仍高于 2%（见图 6），如果美联储执意降息，必须对经济疲软有充分把握……最明确的证据体现在第 10 页所示的劳动力需求不断恶化。

核心个人消费支出和个人消费支出通胀
3个月百分比变化，年化



资料来源：美国经济分析局、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

核心生产物价指数和生产物价指数最终需求通胀
3个月百分比变化，年化



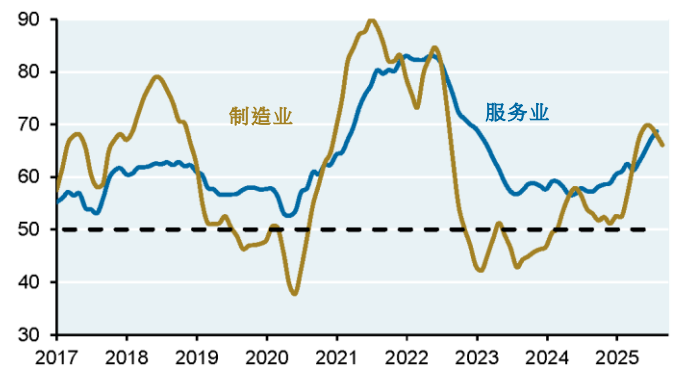
资料来源：美国劳工统计局、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

美国制造业采购经理人指数：投入和产出价格
指数（50+=扩张）



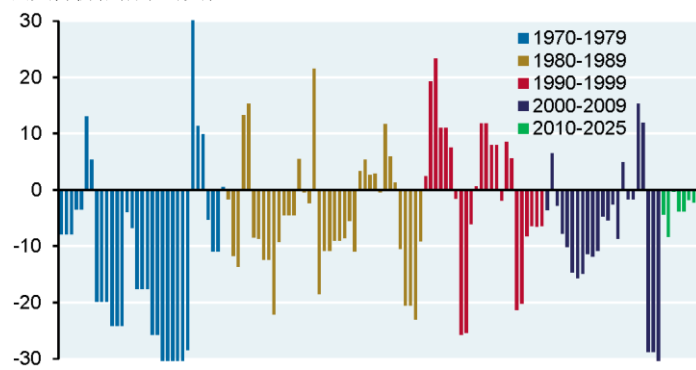
资料来源：标普全球、彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

美国供应管理协会调查：支付价格
指数（50+= 上升），3个月移动平均值，经季节性调整



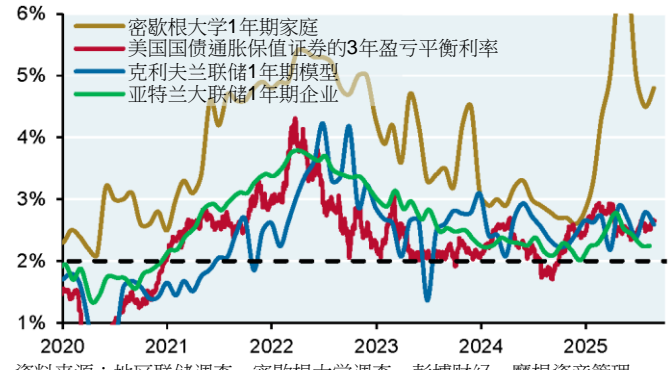
资料来源：美国供应管理协会、彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

美联储降息时制造业支付价格连续6个月的变化，美国供应管理协会支付价格指数的变化



资料来源：美国供应管理协会、彭博财经、摩根资产管理，2025年8月28日

美国通胀预期
百分比



资料来源：地区联储调查、密歇根大学调查、彭博财经、摩根资产管理，2025年9月2日



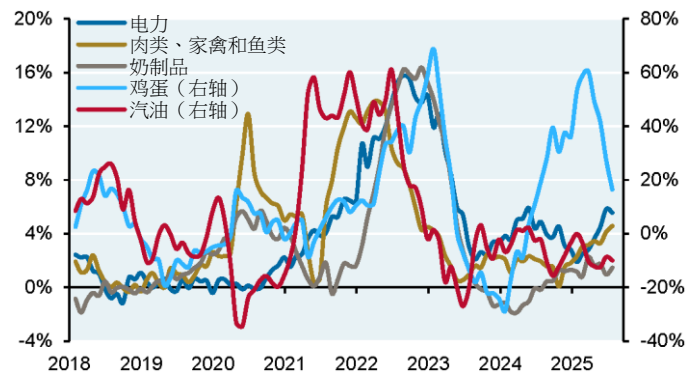
那么食品和能源价格以及克鲁格曼的新鲜蔬菜系列的价格走势又如何？

电价上涨的原因包括能源转型支出、输变电设备成本攀升、人工智能需求激增以及加州等地的电网韧性建设项目。加密货币也可能是推高电价的因素之一，但该行已通过诉讼成功迫使美国能源信息署终止加密货币挖矿运营调查。肉类／禽类／鱼类价格通胀再度上涨，尽管该品类价格波动剧烈并且目前仅相当于 2022 年峰值水平的三分之一。今年美国禽流感疫情正在消退，促使美国疾病控制与预防中心终止禽流感应急响应机制，这也助推了鸡蛋价格从历史高位回落。

那么保罗·克鲁格曼所强调的一系列现象又如何呢：**2025 年 7 月“除土豆外的新鲜蔬菜”的月度通货膨胀率飙升**，而他将此与农场工人被驱逐出境联系起来⁷。首先，这类现象之前也曾出现类似峰值，因此是否归因于特朗普政策尚不明确。其次，如果农场劳动力短缺确是主因（无证移民约占农业工人 40%），为何干燥蔬菜、鲜果／瓜类或土豆未出现类似通胀峰值？这似乎体现了克鲁格曼对数据的选择性使用，其 Substack 报告带有强烈的党派色彩，但有时还是值得一读。

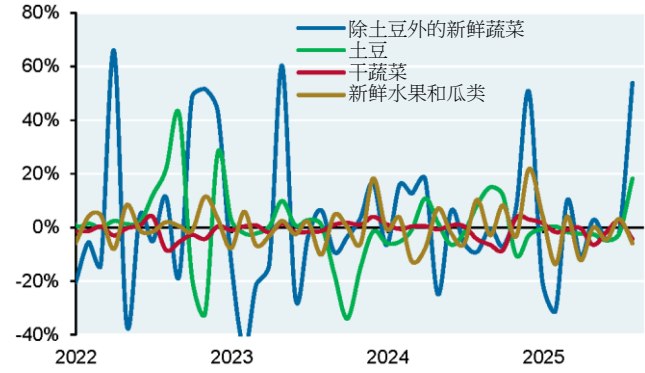
最后补充关于移民政策的观察。若边境查获人数下降与自愿离境人数增加（诺姆部长曾指出在其上任首 200 天内就有 160 万无证工作者离开）确实对劳动力市场构成制约，那么我们理应看到育儿、保洁、建筑、食品加工等移民敏感行业的工资加速上涨。但如下文所示，目前这些行业与整体劳动力市场之间并未出现实质性的工资增长分化。也许未来可能如某些预测所示出现变化，但截至目前证据仍不充分。

消费者物价指数能源和食品通胀
按年变化%



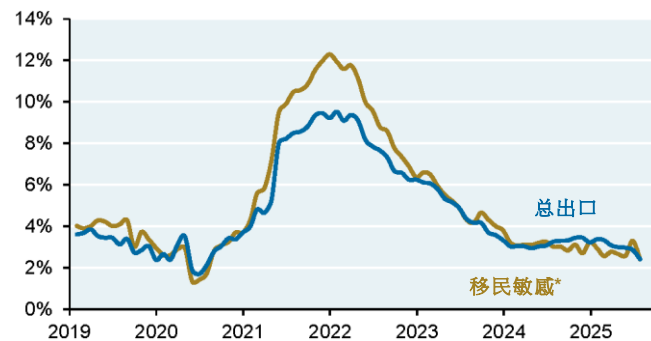
资料来源：美国劳工统计局、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

生产物价指数水果蔬菜通胀
百分比，月环比



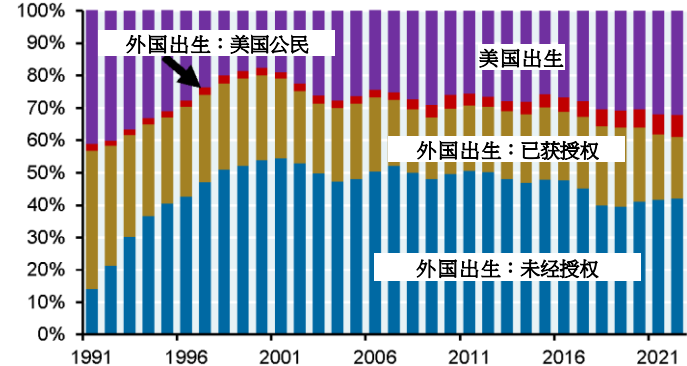
资料来源：美国劳工统计局、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

工资增长：整体经济与移民敏感行业，百分比，同比



资料来源：Indeed、摩根资产管理，2025年7月。*儿童保育、清洁、建筑、食品制备和服务、家庭保健、零售的平均值

农作物农场雇佣工人的法律地位
百分比



资料来源：美国农业部、摩根资产管理，2022年

⁷《滞胀：射杀信使》，保罗·克鲁格曼于 Substack 发表，2025 年 8 月 15 日

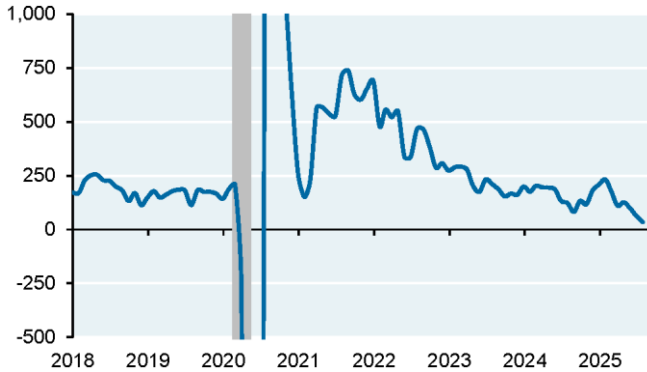


劳动力需求有多疲软？移民政策如何影响劳动力增长？

今年劳动力需求明显疲软。具体例证包括：非农就业人数下降、美国供应管理协会就业调查指数下滑、计划提高工人薪酬的小企业比例下降以及职位空缺与劳动力流动调查自愿离职调查数据走低（均如下所示）。其他例子包括：新加入劳动力市场的失业者数量激增、失业 27 周以上的工人比例上升以及“跳槽者相对留任者”的薪资溢价收窄，这些数据均可见于上述链接的特朗普追踪器。

非农就业人数月度净变化

千人，3个月平均值，经季节性调整



资料来源：美国劳工统计局、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

美国供应管理协会就业指标

指数



资料来源：美国供应管理协会、彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

计划提高工人薪酬的美国小企业， 占小企业调查问卷者的比例



资料来源：美国独立企业联合会、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

JOLTS自愿离职率

百分比



资料来源：美国劳工统计局、彭博财经、摩根资产管理，2025年6月30日

多名国防部资深官员同样面临职务调整。今年，下列人员被解除职务：

参谋长联席会议主席 **CQ·布朗**

空军副参谋长詹姆斯·斯莱夫上将

空军参谋长戴维·阿尔文

空军将军蒂姆·哈夫（美国国家安全局局长）

空军中将杰弗里·A·克鲁斯（美国国防情报局）

海军少将米尔顿·桑兹三世（海军水面战中心）

海军上将丽莎·弗兰凯蒂，海军作战部长

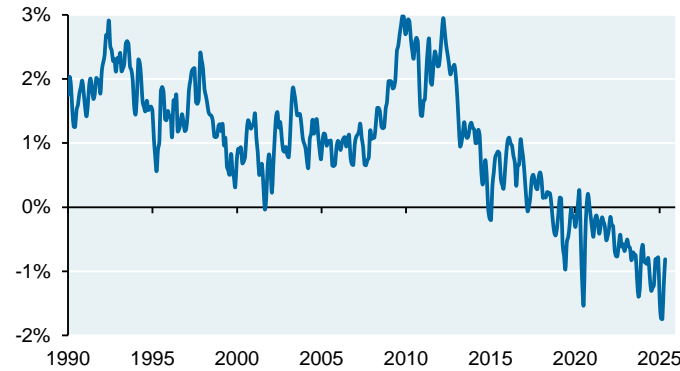
海军中将南希·拉科尔，海军预备役部队司令



大学应届毕业生就业市场相对疲软引起了广泛关注。最近来自斯坦福大学的埃里克·布林约尔松⁸（第二张图表）和哈佛大学⁹（第三张图表）的两篇最新论文均发现人工智能暴露度与青年就业之间存在明确关联，哈佛的论文还指出 2023 年第一季度出现了一个明显的转折点。当然，并非所有人都认同此观点；《就业美国》与经济创新集团的研究表明，应届毕业生就业疲软早在人工智能普及前就已出现，并且未发现更多使用人工智能的专业出现更高失业率。但我更倾向于信赖斯坦福与哈佛的研究，美国产经智库《就业美国》与 EIG 均由硅谷人士创建，这些机构可能潜意识或刻意为人工智能开脱经济负面影响。

应届毕业生就业缺口

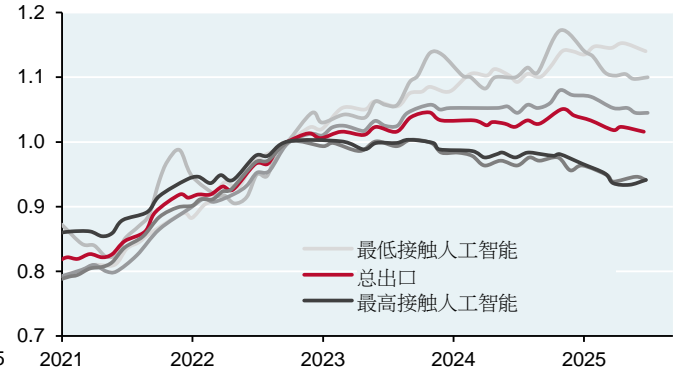
所有工人失业率——应届毕业生失业率



资料来源：美国人口普查局、美国劳工统计局、摩根资产管理，2025年6月

22-25岁员工的就业情况（按人工智能接触程度划分）

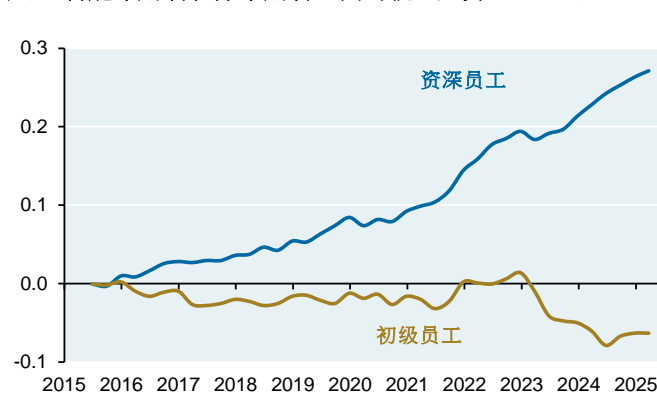
员工总数指数（1=2022年10月）



资料来源：《煤矿里的金丝雀》，Brynjolfsson 等人，斯坦福大学，2025年8月

穆迪的马克·赞迪等经济学家认为，尽管失业率处于低位，但鉴于美国劳动力规模持续萎缩，当前数据略显平淡。但移民和美国劳动力增长问题远比我想象的复杂。领域专家建议我忽略美国劳工统计局家庭调查中的“劳动力总数”系列，因其存在样本量不足、缺乏回溯修订以及人口普查数据调控偏差等问题。那么究竟该如何准确判断劳动力市场变化？摩根大通研究所 Jed Kolko 指出：如果劳动力萎缩，25-54 岁人群的就业人口比率理应下降，但该系列数据目前仍保持稳定且维持在疫情后的峰值水平（第四张图表）。换言之，从该系列数据中尚未发现劳动力显著萎缩的确凿证据。

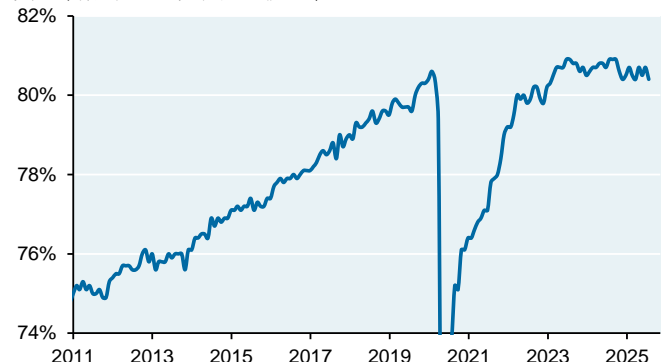
人工智能采用者和非采用者之间的就业差异，就业系数



资料来源：Lichtinger和Hosseini（哈佛大学），2025年8月

美国就业人口比率

黄金年龄（25-54岁）人口就业率



资料来源：美国劳工统计局、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

⁸ 《煤矿里的金丝雀？关于人工智能近期就业影响的六个事实》，埃里克·布林约尔松（斯坦福数字经济实验室）等，2025 年 8 月

⁹ 《偏向资历的技术变革——生成式人工智能：证据来自美国简历与招聘数据》，莱廷格与侯赛尼（哈佛大学），2025 年 8 月



那么关税又如何呢？客户已对关税话题感到厌烦，但总统却对加征关税乐此不疲

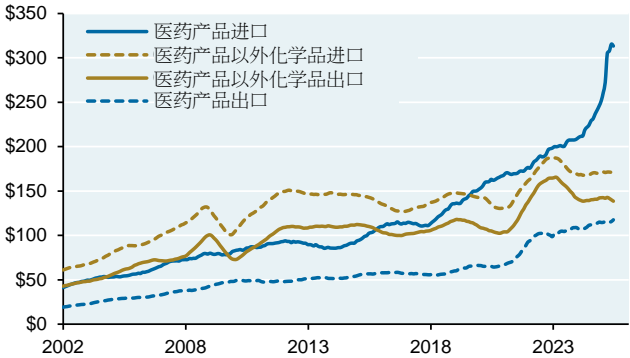
最新的关税包括一项非常复杂的规则¹⁰，即对中间产品或最终产品进口中所含的钢铁和铝的“衍生”产品征收关税。针对家具和风力发电机的关税调查也已启动，使得关税清单更长了不少。注：民主党占多数的联邦巡回上诉法院裁定特朗普依据《国际紧急经济权力法》征收的关税无效，在白宫向最高法院提出调卷令之前，相关关税仍将持续生效。**若需预判：**最高法院很可能推翻上诉法院裁决，并恢复关税，理由是《国际紧急经济权力法》赋予总统的“监管”权限包括“征税”。

目前评估关税对消费者与企业的影响为时过早。如下所示，美国企业在第一季度大幅增加医药和消费品进口，并且仍在消化这些库存，因此尚不清楚美国国内将如何分担负担。**但可以确定的是：2025 年所有商品进口价格仅下降 0.2%，**这表明对美出口企业总体上并未以任何明确方式“承担”关税成本，而非是政府常宣称的情况。是否存在其他交换条件？《华尔街日报》提到其他国家承诺提供 1.5 万亿美元的外国直接投资，但细节寥寥。这类承诺往往难以强制执行：例如作为第一阶段贸易协议的一部分，中国在 2020/2021 年仅完成对美商品采购目标的 60%-65%（其中农产品 87%、制成品 62%和能源产品 52%）。

最后一张图表展示了各财政年度每月预算赤字的演变趋势。截至 7 月份，本财年赤字约占 GDP 的 5%，其中年初至今征收的 550 亿美元关税对赤字改善起到了积极作用。根据最新预测，如果所有已加征关税全额征收，预计年度关税收入将达 2,500-3,000 亿美元，相当于 2025 年 GDP 的 0.8%-1.0%。因此，对于处于 4%-5%区间的美国预算赤字而言，关税收入远非微不足道，但即使能够持续征收，也并未从根本上改变美国财政状况疲弱的整体面貌。

美国医药产品与化学品贸易对比

十亿美元，12个月滚动总计



资料来源：美国人口普查局、摩根资产管理，2025年6月

除汽车外消费品实际进口量

指数（2023年1月=100）



资料来源：美国人口普查局、摩根资产管理，2025年6月

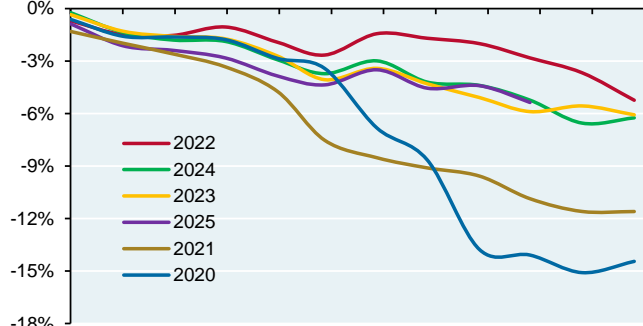
部分商品类别的关税税率和价格变化

| 简介 | 关税税率 | 1月至7月进口价格变化 |
|---------------|------|-------------|
| 所有商品 | 各类 | -0.2% |
| 铝土矿、氧化铝、铝及其制品 | 50% | -9.9% |
| 钢铁厂产品 | 50% | -6.0% |
| 新车和二手乘用车 | 25% | -1.0% |
| 来自中国的商品 | 各类 | -1.9% |

资料来源：美国劳工统计局、白宫、彭博财经、摩根资产管理，2025年8月18日。

美国联邦政府预算平衡

占GDP的百分比



10月 11月 12月 1月 2月 3月 4月 5月 6月 7月 8月 9月
资料来源：美国财政部、美国经济分析局、彭博财经、摩根资产管理，2025年7月

¹⁰ 阅读前请自行评估风险：<https://globaltradealert.org/reports/Section-232-Metal-Content-Calculus-Explained>。关税取决于可追溯性（金属的冶炼／铸造或熔化／浇注地点）以及金属价值份额的合理估定。单证材料至关重要，如果数据缺失则将触发最不利的默认关税税率



总结：尽管存在政策干扰，但美国经济仍应能避免衰退

您可以主张不应将总统执政期间的经济状况归因于其个人作为，但若持此观点，则应对历任总统采用统一标准，而非单独使用“克林顿复苏”这类特定称谓来指称 1990 年代的经济。2012 年 9 月，我就已撰文论述过这段经济高增长与股市回报率飙升的时期。如果一定要将功绩归于克林顿，那么其八年任内的核心推动政策包括：下调长期资本利得税率、削减军费开支、推行自由贸易协定、放松电力与电信行业管制、福利制度改革以及支持健康维护组织(HMO)，后者通过与供应商谈判获取医疗服务折扣并管控参保人员的诊疗类型。

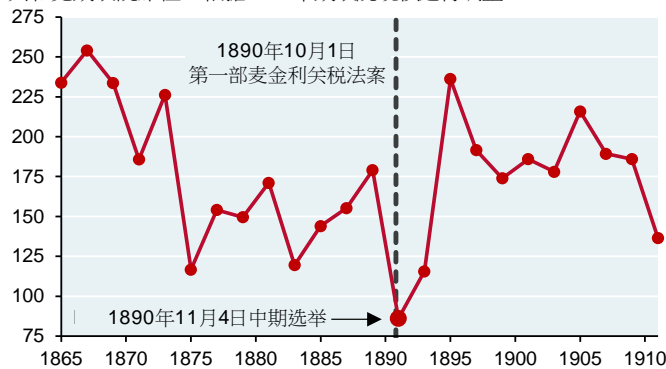
至于特朗普政策的影响，我仍预计今明两年美国经济将勉强避免衰退。美联储可能还会进行一两次降息，从而提振房地产等对利率敏感的行业。然而，由于对消费者和企业征收关税、移民政策导致劳动力供应增长放缓的最终影响（每年净移民人数从约 100 万下降至 20 万或更少）以及人工智能支出与有限电力供应之间的冲突，下半年经济增长率可能会放缓至约 1%。

尽管诸位可能未必认同，但有一个值得欣慰的要点：我认为现政府并非不顾经济增长影响而固执坚持关税与移民政策。如果这些政策真的像一些人所猜测般对美国经济产生负面影响，政策可能会迅速转向：

- 麦金莱总统的关税将进口商品关税税率平均提高约50%。这一系列举措引发的通胀上升导致了政治灾难：在1890年的中期选举中，共和党失去了在众议院的多数席位，席位数从171个降至88个；而到了1892年的选举后，所有政府部门都落入了民主党的控制之中。民主党随后起草新法案，将实际关税税率削减三分之一
- 根据美国国土安全部的数据，在艾森豪威尔执政的1954年，全年驱逐人数达到110万的峰值，该项数据包括有证劳工和无证劳工。仅仅两年后，随着对驱逐计划的资助和支持逐渐消失，驱逐人数减少超过90%至仅8万人

麦金利关税后果：1890年中期选举

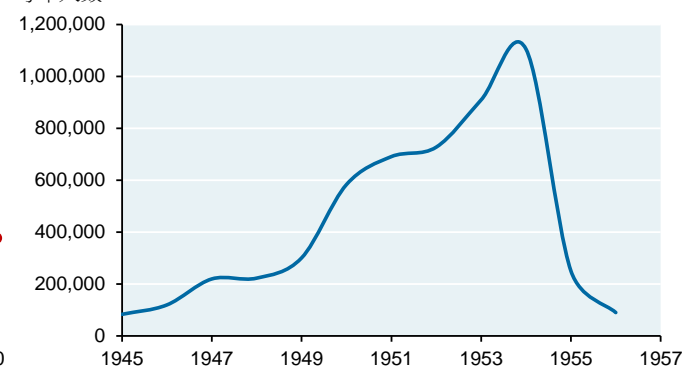
共和党众议院席位，根据1890年众议院规模进行调整



资料来源：美国众议院、摩根资产管理，2025年1月

艾森豪威尔驱逐令

每年人数



资料来源：美国国土安全部、摩根资产管理，2025年1月

关于移民问题的最后补充。根据雪城大学运营的 TRAC 数据库统计¹¹，截至 2025 年 8 月 10 日，美国移民及海关执法局拘留中心关押的人员中有 70% 并无刑事定罪记录，并且其中许多有犯罪记录者仅涉及轻微违法行为（包括交通违规）。以下是一些涉及移民与海关执法局的新闻报道，内容相当令人震惊：

<https://episcopalnewsservice.org/2025/08/04/church-leaders-call-for-release-of-episcopal-priests-daughter-who-was-detained-by-ice/>
<https://www.npr.org/2025/06/27/nx-s1-5442653/father-of-u-s-marines-violently-arrested-by-ice>
<https://apnews.com/article/us-army-veteran-immigration-raid-53cb22251a01599a0c4d1a8d5650d050>
<https://www.washingtonpost.com/climate-environment/2025/08/30/immigration-raid-firefighters-washington/>

岑博智(Michael Cembalest)，摩根资产管理

请参阅关于党派重划选区、最高法院、人口普查与众议院权力平衡的 3 页附录

¹¹ <https://tracreports.org/immigration/quickfacts/>



附录：最高法院、党派在十年中期重划选区、人口普查和众议院权力平衡

简短版本：民主党掌控众议院可能因十年中期党派重划选区、跨州人口迁移模式、以及最高法院对《投票权法案》的修订而日趋艰难

得克萨斯州、佛罗里达州、密苏里州及可能包括加利福尼亚州在内的党派重划选区

- 德州和佛州的官员试图根据 2020 年人口普查中的错误来证明十年中期重划选区的合理性。人口调查局自身、政府问责办公室及国家科学院均确认存在重大统计失误，且新冠疫情及相关封锁措施也导致异常人口流动。但政治现实表明，选区重划显然出于党派动机
- 美国宪法与联邦法律均未禁止十年中期重划选区。但是：加利福尼亚州和其他州宪法明令禁止此举，部分州还将选区划分权赋予独立委员会。因此，加州立法机构未直接采用新国会选区地图，而是通过公众倡议程序启动修宪，试图推翻州独立委员会职权，在未来数年强制实施新国会地图。选民将在 11 月批准／否决这项宪法修正案和新选区地图
- 最高法院裁定，宪法不包含可司法强制执行的禁止党派选区划分的规定，但一些州宪法却包含这样的规定（佛罗里达州）。如果佛州法院认定新选区地图违反该限制，可推翻重划方案并恢复原有选区
- 得克萨斯州则无此类障碍：得克萨斯州立法机构有权绘制国会选区地图，既无州宪法条款也无法规禁止十年中期重划，目前对该州政治性不公正划分选区行为亦无公认禁令。特朗普呼吁密苏里州和印第安纳州加入得克萨斯州阵营
- 大多数由民主党控制的州已经实现国会代表团完全民主党化（如马萨诸塞州），或基于共和党选民基数及其地理分布，理论上已使共和党席位达到最小化（如华盛顿州）。其他州虽面临州宪法对重划选区的限制（如科罗拉多州），但可能效仿加利福尼亚州试图规避限制。纽约州立法机构已启动程序，但不同于加利福尼亚州的是，该州修宪案必须获得连续两届立法会议批准
- 下表列出九个州的情况，这些州拥有两个以上可重新划分选区的反对党众议院席位，并且由单一政党掌控州长职位以及州议会的两院（“三权控制”）。伊利诺伊州和佐治亚州是名单上仅有的两个与得克萨斯州具有同等立法自由操作空间的州。注：我们要求 ChatGPT 生成此类州名单时，获得的结果存在错误

十年中期，在拥有超过2个反对党席位的三连胜州，国会重新划分选区的规定

| | 众议院 席位 | 共和党(R) / 民主党(D) 分裂 | 州宪法是否明确禁 止政治选区划分？ | 州政府是否将重新划分选 区的权力赋予立法机构或 州委员会？ | 州宪法的修改是否需要两次单独的立法会议？ | 州宪法是否只允许在联 邦人口普查之后重新划 分国会选区？ | 普林斯顿大 学杰利曼德 评分 |
|---------|-----------|-----------------------------|----------------------|-------------------------------------|---------------------------|------------------------------------|----------------------|
| 民主党三连胜州 | | | | | | | |
| 加利福尼亚 | 52 | 9R / 43D | 会 | 非政治家委员会 | 不会 | 会 | B |
| 科罗拉多州 | 8 | 4R / 4D | 会 | 非政治家委员会 | 不会 | 会 | A |
| 伊利诺伊州 | 17 | 3R / 14D | 不会 | 立法机关，可否决 | 不会 | 不会 | F |
| 新泽西州 | 12 | 3R / 9D | 不会 | 政治家委员会 | 每院3/ 5票或两届会议的简单 多数票 | 会 | A |
| 纽约州 | 26 | 7R / 19D | 会 | 委员会+立法机构 | 会 | 会 | A |
| 共和党三连胜州 | | | | | | | |
| 佛罗里达州 | 28 | 20R / 8D | 会 | 立法机关，可否决 | 不会 | 不会 | F |
| 乔治亚州 | 14 | 9R / 5D | 不会 | 立法机关，可否决 | 不会 | 不会 | F |
| 俄亥俄州 | 15 | 10R / 5D | 会 | 立法机关，可否决 | 不会 | 是的，但2016年有一个要求 | F |
| 得克萨斯州 | 38 | 25R / 13D | 不会 | 立法机关，可否决 | 不会 | 不会 | F |

资料来源：Ballotpedia、美国州立立法机构全国会议、各州之书、宾夕法尼亚大学、摩根资产管理，2025年。三连胜州：同一政党控制州长席位和两个州立法机构。普林斯顿选区划分指数等级由一种算法生成，该算法衡量新选区划分中的党派偏见、竞争力和地理操纵



表中部分反对党国会选区的存在，是因各州为遵守《投票权法案》而创设……但最高法院正在审理的一起案件可能改变规则。

少数族裔占多数的选区与《投票权法案》

最高法院近期下令对涉及《投票权法案》第 2 条的合并案件路易斯安那州诉卡莱斯案和罗宾逊诉卡莱斯案进行非常罕见的再次辩论。案件争议焦点表明，最高法院可能限制甚至否决第 2 条款的效力。最高法院要求双方提交诉状，说明路易斯安那州根据《投票权法案》第 2 条的法院命令设立第二个少数族裔占多数的国会选区是否违反了第十四或第十五修正案。第 2 条要求在某些情况下为国会和州/地方立法机构设立“少数族裔占多数的”选区。如果第 2 条受限制或废除，可能会导致民主党长期占据的席位被取消，特别是少数族裔议员占据的席位。

- 少数族裔占多数的选区是指国会或州/地方选区中，大多数人口属于种族或少数民族群体的选区
- 《投票权法案》第 2 条主要适用于单一种族群体占多数的选区。此类选区数量因数据来源不同存有差异（约 44 至 60 个），并且国会选区种族构成每年可能变化。目前各巡回法院对第 2 条是否适用于“联盟”选区（即多个通常支持相同候选人的少数族裔群体联合形成多数的选区）仍存在分歧
- 虽无确切数据表明多少少数族裔占多数的选区是为遵守《投票权法案》第 2 条而设立，但约有 12 个选区明显基于第 2 条法院命令划分。其中 11 个席位目前由民主党占据，第 12 个席位虽处于诉讼中但大概率亦将由民主党赢得。若最高法院宣布第 2 条无效或大幅限制其效力，这些席位将面临最高风险，因为各州将不再有维持这些席位的联邦法律义务。**根据最高法院的裁决结果，各州可能甚至无法依据宪法保留为遵守《投票权法案》而采用的少数族裔占多数的选区划分，届时新的法律程序可能迫使各州重新绘制国会选区地图，这将推翻州层面禁止在十年人口普查之外进行选区重划的所有法律**
- 约 25 个少数族裔占多数的选区位于共和党同时掌控州议会两院和州长办公室的州。这 25 个席位中，共有 19 个由民主党众议员占据
- 在某些情况下，占主导地位的政党会利用第 2 条进行党派划分（即将反对党的少数族裔选民“打包”到一个选区，以巩固邻近选区的据点），因此，我认为并非所有第 2 条相关选区都会成为废除目标

再审的时间安排与背景

- 口头辩论将于 10 月 15 日举行，最高法院最迟于次年 6 月作出裁决，这意味着该案件将在 2026 年中期选举前尘埃落定
- 最高法院裁决结果难以预测。几年前，在艾伦诉米利根案中，最高法院维持了对第 2 条的传统处理方式；目前最高法院人员构成未发生变动，可能延续既往立场。在艾伦案中，有四位共和党大法官持异议，而且在之前的一些意见中，一些大法官表示有兴趣重新审视第 2 条，并对其合宪性提出质疑
- **最高法院下令再次辩论案件的情况极为罕见。**通常这种情况仅在新大法官就任初期才会发生，尤其当其他大法官意见严重分歧时。除此之外，无论争议多大，高级法院通常会在案件辩论期限内完成裁决。本世纪高级法院在未任命新大法官的情况下命令再次辩论的为数不多的案例之一是“联合公民诉联邦选举委员会案”。高级法院要求双方就是否应推翻两项先前维护禁止企业就联邦选举进行独立支出的联邦法律的判例提交诉状。经再次辩论，高级法院发表了一项全面意见，推翻了这些先例，并宣布《联邦竞选法》中的相关条款无效



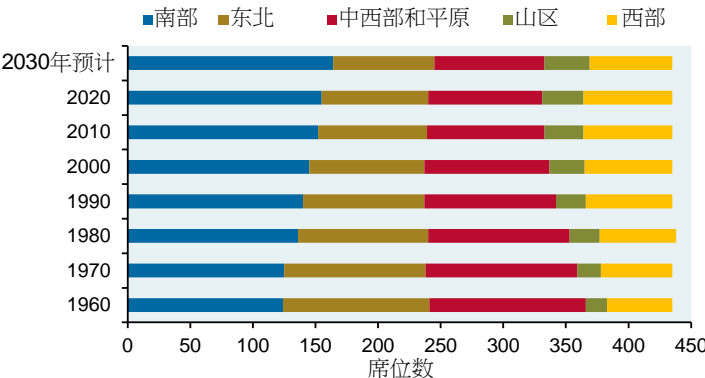
相关问题：2030 年人口普查

无论十年中期选区重划结果与最高法院对《投票权法案》的裁决如何，2030 年人口普查都可能使民主党处境更加艰难。布伦南中心估计，州际移民趋势可能导致民主党州失去众议院席位（加利福尼亚州-4 席、纽约州-3 席、伊利诺伊州-1 席、俄勒冈州-1 席、明尼苏达州-1 席、罗德岛州-1 席），而共和党州增加席位（得克萨斯州+4 席、佛罗里达州+4 席、亚利桑那州+1 席、犹他州+1 席、爱达荷州+1 席）。从 2032 年开始，国会选区重新划分不仅会影响众议院的控制权，还会影响选举人团的控制权。下表显示增长最快的州，图表则显示每次人口普查后各区域国会选区分布。2023 年至 2024 年间，加利福尼亚州、纽约州和伊利诺伊州仍为国内净迁移人口流失最严重的地区。

| 人口增长最快的州 2020-2030年东部标准时间，累计百分比变化 | | |
|--------------------------------------|--|-------|
| 犹他州 | | 13.1% |
| 爱达荷州 | | 12.4% |
| 得克萨斯州 | | 11.4% |
| 北达科他州 | | 11.3% |
| 内华达州 | | 10.7% |
| 科罗拉多州 | | 10.6% |
| 华盛顿州 | | 10.5% |
| 佛罗里达州 | | 10.5% |
| 亚利桑那州 | | 8.6% |
| 南卡罗来纳州 | | 7.7% |

资料来源：弗吉尼亚大学库珀中心

各地区国会选区



资料来源：布伦南中心。根据2022年7月1日至2024年7月1日人口增长趋势分析，对2030年人口普查后的席位进行估计

布伦南中心采用 2022-2024 年人口迁移趋势进行席位重新分配预测。由于财产保险危机、四级和五级飓风的定期登陆、房价和房产税的飙升、湿地面积的持续减少、交通拥堵加剧以及水电费上涨，佛罗里达州的一些趋势可能正在发生变化。虽然奥卡拉和杰克逊维尔仍位列 PODS.COM 2025 年人口迁入最多城市榜单，奥兰多已于 2025 年跌出该榜单，坦帕则首次出现在人口迁出最多城市名单中。

迁入最多的城市

| 城市 | 州 | 2025排名 | 2024排名 |
|-----------|----|--------|--------|
| 默特尔比奇 | NC | 1 | 1 |
| 奥卡拉 | FL | 2 | 2 |
| 罗利 | NC | 3 | 6 |
| 格林维尔-斯帕坦堡 | SC | 4 | 4 |
| 达拉斯-沃斯堡 | TX | 5 | 未排名 |
| 夏洛特 | NC | 6 | 5 |
| 博伊西 | ID | 7 | 11 |
| 诺克斯维尔 | TN | 8 | 8 |
| 纳什维尔 | TN | 9 | 13 |
| 杰克逊维尔 | FL | 10 | 9 |
| 查塔努加 | TN | 11 | 未排名 |
| 亨茨维尔 | AL | 12 | 16 |
| 波特兰 | ME | 13 | 12 |
| 约翰逊城 | TN | 14 | 15 |
| 斯波坎 | WA | 15 | 未排名 |
| 亚特兰大 | GA | 16 | 14 |
| 格林斯伯勒 | NC | 17 | 20 |
| 阿什维尔 | NC | 18 | 10 |
| 圣安东尼奥 | TX | 19 | 未排名 |
| 多佛 | DE | 20 | 17 |

资料来源：2025年PODS搬家趋势报告

大部分迁出城市

| 城市 | 州 | 2025排名 | 2024排名 |
|-------------|----|--------|--------|
| 洛杉矶 | CA | 1 | 1 |
| 旧金山区域 | CA | 2 | 2 |
| 南佛罗里达/迈阿密地区 | FL | 3 | 3 |
| 长岛 | NY | 4 | 4 |
| 圣地亚哥 | CA | 5 | 8 |
| 新泽西中部地区 | NJ | 6 | 6 |
| 芝加哥 | IL | 7 | 7 |
| 波士顿 | MA | 8 | 13 |
| 哈德逊河谷 | NY | 9 | 10 |
| 丹佛 | CO | 10 | 12 |
| 圣巴巴拉 | CA | 11 | 11 |
| 西雅图 | WA | 12 | 未排名 |
| 斯托克顿-莫德斯托 | CA | 13 | 9 |
| 华盛顿 | DC | 14 | 未排名 |
| 哈特福德 | CT | 15 | 15 |
| 坦帕湾 | FL | 16 | 未排名 |
| 弗雷斯诺 | CA | 17 | 7 |
| 奥斯汀 | TX | 18 | 5 |
| 贝克斯菲尔德 | CA | 19 | 18 |
| 费城 | PA | 20 | 未排名 |

资料来源：2025年PODS搬家趋势报告



重要信息

本文件仅供参考用途。本文件表达的观点、意见及预测，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。文中提述的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。

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。

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。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／或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面）。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。

就摩根大通资产管理客户而言：

摩根资产管理是摩根大通及其环球联属公司旗下资产管理业务的品牌。

在适用法律允许的范围内，我们可对通话进行录音及监控电子通讯，以履行我们的法律和监管义务以及遵守内部政策。摩根资产管理将根据我们的隐私政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、存储及处理个人资料。

投资资源

仅用于美国：如果您是残障人士，在查看资料时需要额外的支持，请拨打 1-800-343-1113 寻求帮助。

本通讯由以下实体发布：在美国为均受美国证券交易委员会监管的 J.P. Morgan Investment Management Inc. 或 J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲为当地摩根大通实体（视情况而定），仅供指定接收者使用；在加拿大为 JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，仅供机构客户使用，其为所有加拿大省份及地区（育空地区除外）的注册投资组合经理及豁免市场交易商，并在不列颠哥伦比亚省、安大略省、魁北克省及纽芬兰与拉布拉多省注册为投资基金经理。在英国由受金融服务局监管的摩根资产管理（英国）有限公司发布，该公司由英国金融行为监管局授权和监管；在其他欧洲司法管辖区，由摩根资产管理（欧洲）有限公司发布。在亚太地区（“亚太”），由以下发行实体在其主要受监管的各自司法管辖区发布：摩根资产管理（亚太）有限公司或摩根基金（亚洲）有限公司或摩根资产管理实物资产（亚洲）有限公司均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理（新加坡）有限公司（股份有限公司注册号 197601586K），本广告或刊物未经新加坡金融管理局审核；摩根资产管理（台湾）有限公司；摩根资产管理（日本）有限公司，是日本投资信托协会、日本投资顾问协会、第二类金融工具公司协会和日本证券交易商协会的成员，受金融厅监管（注册号“关东地方金融局（金融工具公司）No.330”）；在澳大利亚，由摩根资产管理（澳大利亚）有限公司（ABN 55143832080）（AFSL 376919）仅向 2001 年（联邦）公司法第 761A 和 761G 条定义的批发客户提供服务。在亚太地区内其余市场，本通讯仅提供予所指定接收者。

面向摩根大通私人银行客户：

投资资源

摩根大通致力于提供易于获取的产品和服务，满足所有客户的金融服务需求。如有任何访问问题，请直接联系私人银行客户服务中心，电话：1-866-265-1727。

法律实体、品牌及监管信息

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（统称“**JPMCB**”）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**金融监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。摩根大通银行和摩根大通证券均为受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的关联公司。

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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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行为监管局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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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（CONSOB）监管，并已于意大利央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，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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。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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 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比利时分行**分派, 其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, 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 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司比利时分行同时须受比利时国家银行 (NBB) 及比利时金融服务和市场管理局 (FSMA) 监管, 并已于 NBB 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 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊央行监管, 并已于希腊央行行政注册处以**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, 其雅典商会注册编号为: 158683760001; VAT 编号为: 99676577。在法国, 本文件由**摩根大通巴黎分行**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 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管, 监管代码为 842 422 972。摩根大通巴黎分行同时须受法国银行业监管机构——审慎监管与决议管理局 (ACPR) 和金融市场管理局 (AMF) 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 de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作为瑞士一家银行及证券交易商, 在瑞士受瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 监管。

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 (通知您的) 摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银行新加坡分行向您提供。本文件的内容未经香港或新加坡或任何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, 请务必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。

关于拉美国家, 本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。

在澳大利亚, 由摩根大通银行 (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照号码: 238367) 和摩根大通证券 (ARBN 109293610) 发行。

“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。