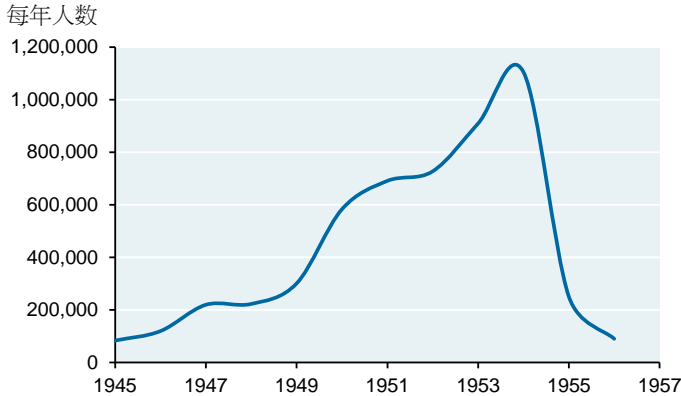


### “乱世忠魂”：追踪特朗普的经济、市场和宪法里程碑

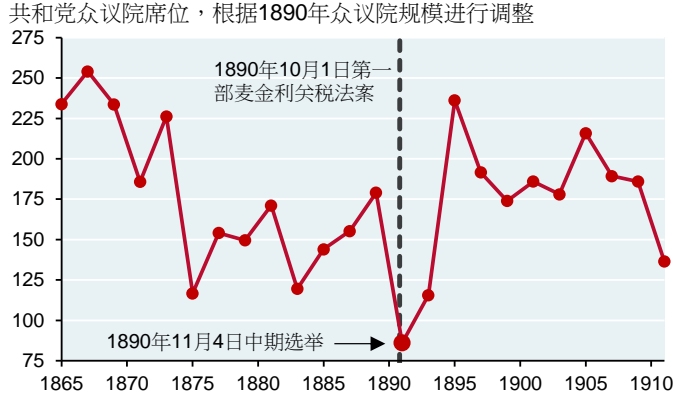
无论您对美国的改革风暴感到欣喜还是沮丧，请记住：对美国政局而言，两年可谓是很漫长的一段时间。举两个例子：艾森豪威尔驱逐令和麦金利关税。1954年，艾森豪威尔的驱逐潮涉及 110 万人，但不到 18 个月，该计划的资金和政治支持就无以为继；1956年，驱逐人数下降 90%以上，仅为 9 万人。而在 1890 年代，尽管麦金利关税政策在当时广受青睐（他本人作为众议院筹款委员会主席，大力提倡这一政策），但却几乎立刻导致通胀飙升，随后共和党在 1890 年中期选举中失去了 100 个席位。共和党在 1890 年的这次失利是自南北战争以来众议院历史上第三大失利。

#### 艾森豪威尔驱逐令



资料来源：美国国土安全部、摩根资产管理，2025年1月

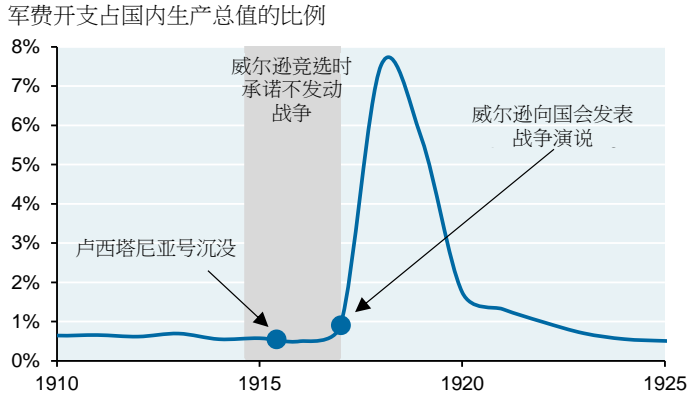
#### 麦金利关税后果：1890年中期选举



资料来源：美国众议院、摩根资产管理，2025年1月

再举两个例子：伍德罗·威尔逊在竞选第二任期时打出了“他让我们远离战争”的口号（指欧洲第一次世界大战的爆发），即使在 1915 年德国击沉卢西塔尼亚号导致 128 名美国人丧生之后也是坚持远离战争。但在 1916 年总统选举后不到六个月，威尔逊的态度突然发生 180 度大转弯的变化，向国会宣读了参战演说。1990 年，在竞选时承诺“听好了，不加税”，不到两年之后，乔治·赫伯特·沃克·布什在经济衰退和预算赤字不断增加的情况下，他确实同意提高税收。

#### 威尔逊参加第一次世界大战



资料来源：OWID、摩根资产管理，2025年2月

#### 1990 年乔治·赫伯特·沃克·布什增税

- 最高边际税率从 28% 升至 31%
- 个人替代性最低税从 21% 升至 24%
- 对根据调整后总收入分项扣除的新限制
- 医疗保险税应税工资上限从 5.3 万美元提高至 12.5 万美元
- 失业保险附加税为 0.2%
- 对汽车、船舶、飞机、皮革、酒精和香烟征收新消费税

资料来源：1990 年综合预算协调法案

《放眼市场 2025年展望》

我在上周的投资者会议上使用下图说明第二届特朗普政府的政策组合。通常情况下，经济不确定性对首席执行官和投资者们而言来说并非好事，但我更倾向关注实际数据，而不是过于纠结理论上所认为的关税、驱逐出境、放松管制、减税、政府机构重组等可能导致的后果。当某些政策举措的形势和环境可能超过其经济影响时，尤其如此。为了在讨论新政府时保持一定的规范，我们编制了一份三页的追踪表，以实时评估（在可能的情况下）特朗普政策对美国经济和金融市场的影

响。在特朗普追踪表之后，我在第6页添加了一个部分，评估特朗普政策面临的宪法和成文法挑战。即便只是简要的图表，也好过一无所有。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根资产管理

特朗普 2.0 政策借鉴了一些您可能认识的前人的经验：



卡尔文·柯立芝 (1923-1929年)  
小政府、亲商政策



詹姆斯·波尔克 (1845-1849年)  
西半球的天定命运



安德鲁·杰克逊 (1829-1837年)  
新政治秩序，深层政府斗争



伍德罗·威尔逊 (1913-1921年)  
战前孤立主义



理查德·尼克松 (1969-1974年)  
敌人名单、世仇和能源独立梦想



德怀特·艾森豪威尔 (1953-1961年)  
降低企业税和驱逐政策

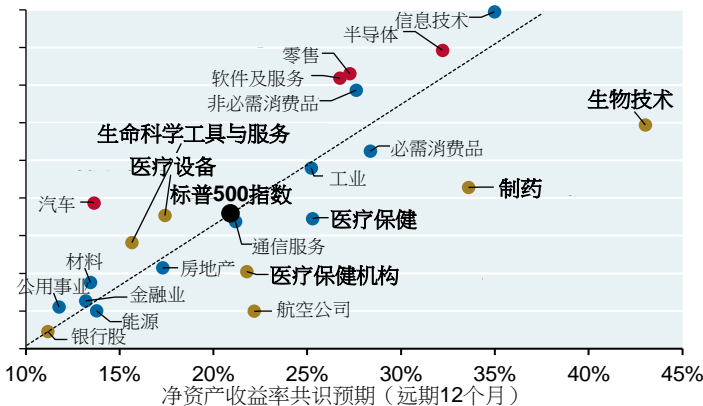


威廉·麦金利 (1897-1901年)  
关税和保护主义

接下来在三月：我们将发表第 15 期《放眼市场》年度能源报告，随后是一篇关于医疗保健投资的文章。如下所示，生物技术-制药-医疗保健提供商的股价相对于其预计的股本回报率而言较低。

标普500指数估值与净资产收益率

市净率共识预期 (远期12个月)



资料来源：Factset、摩根资产管理，2025年2月12日

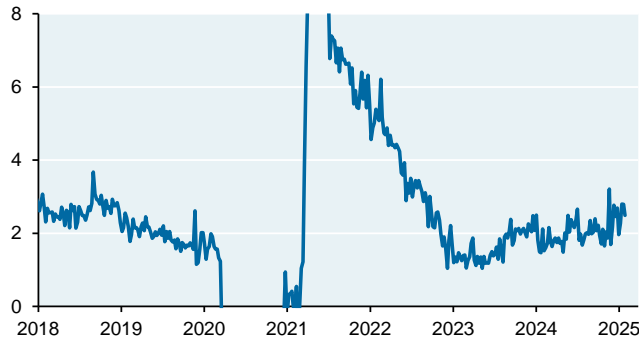
## 特朗普追踪表：增长、资本支出、消费者信心、盈利预期、能源生产、通胀、工资、进口价格、移民、监管和并购活动

如果特朗普 2.0 政策对经济和企业部门产生明显影响，其影响将在追踪表中显现。目前多数增长指标呈积极态势或从低迷水平回升，但通胀走强限制了美联储进一步放松政策的空间。我们将在网上发布此追踪表并在以后的文章中提供其链接。

### 增长、资本支出和消费者指标

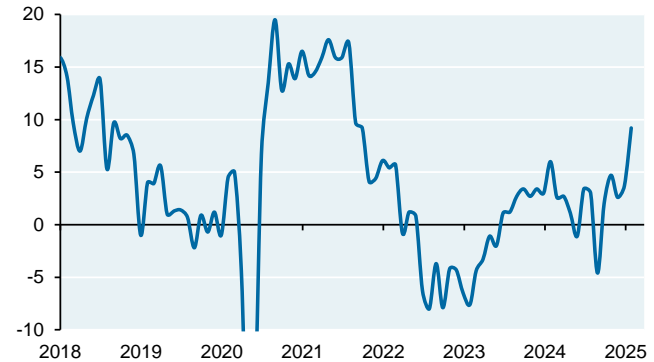
#### 达拉斯联储美国每周经济指数

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）



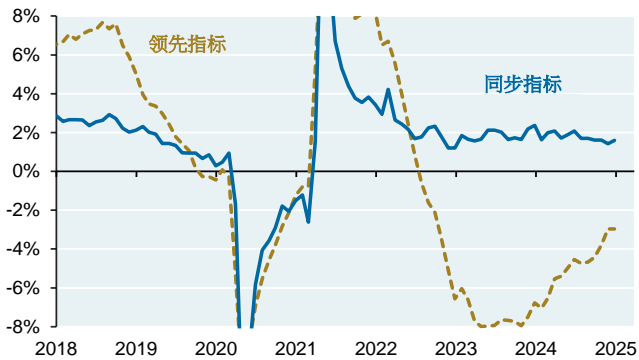
#### 美国供应管理协会新订单减少库存

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

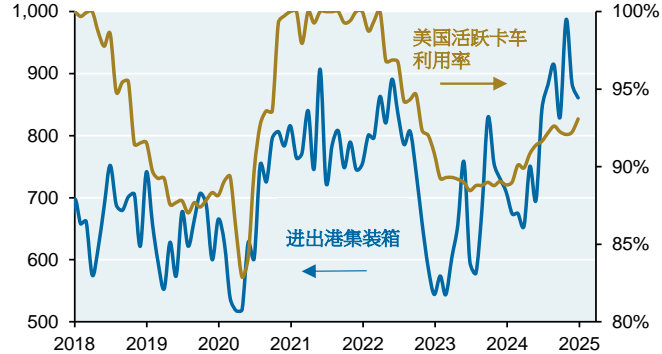


#### 小企业资本支出计划，全美独立企业联盟调查问卷者计划在未来3-6个月内进行资本支出的占比，经季度调整



#### 长滩集装箱船和卡车利用率

每月集装箱数量（千个）



#### 消费者预计未来3个月内无法偿还最低债务，可能性

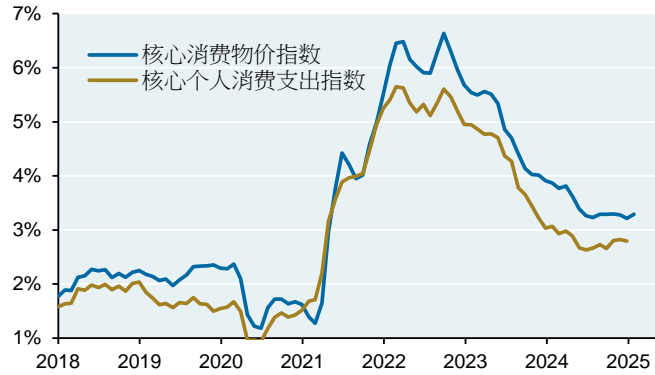


《放眼市场 2025年展望》

消费者价格和工资通胀

核心消费物价指数和个人消费支出通胀

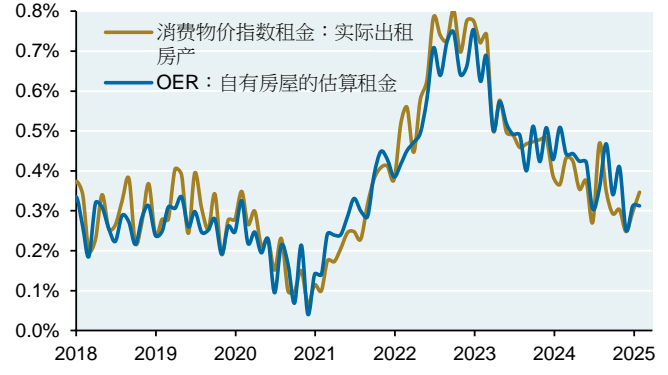
按年变化%



资料来源：美国劳工统计局、美国经济分析局，2025年1月31日

消费物价指数住宅通胀指标

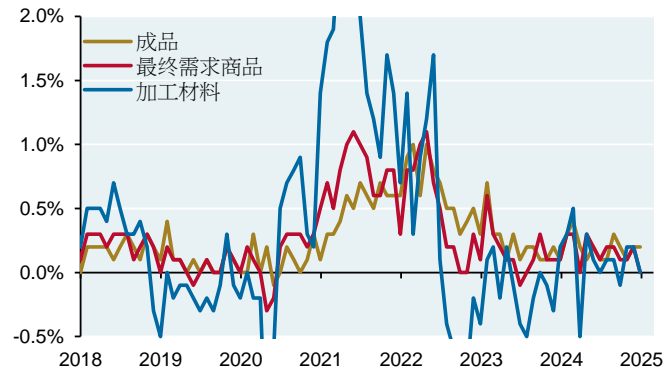
百分比，月环比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2025年1月31日

主要核心商品生产物价指数成分

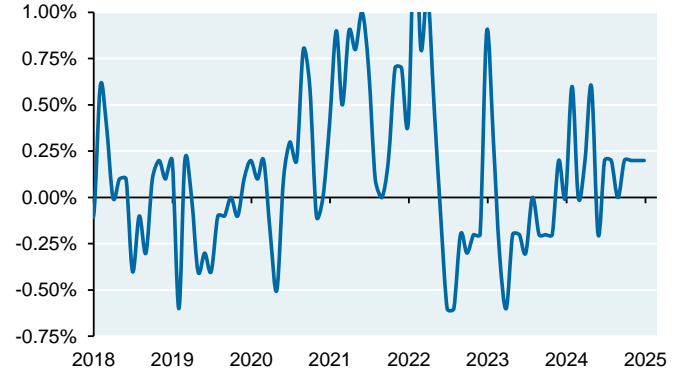
百分比，月环比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月31日

美国商品进口价格指数（剔除石油）

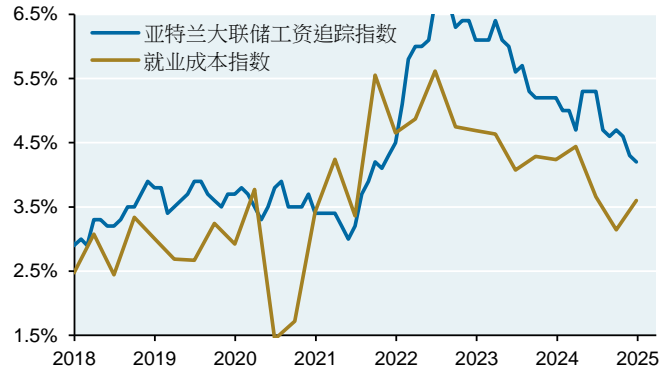
百分比，月环比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月31日

工资通胀指标

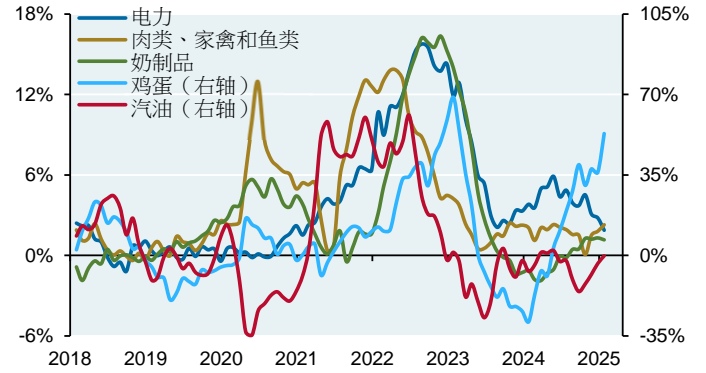
同比增长百分比



资料来源：美国劳工统计局、亚特兰大联储、彭博、摩根资产管理，2024年12月31日

能源和食品通胀

按年变化%

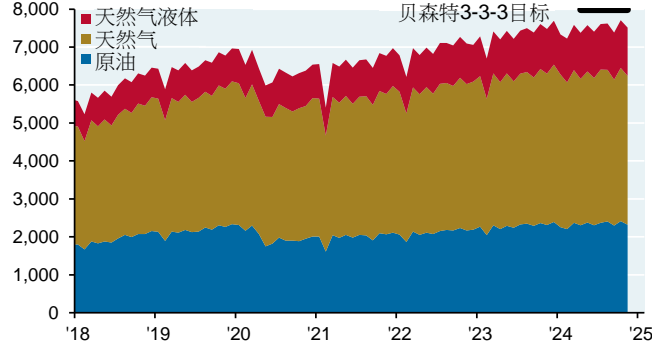


资料来源：彭博、摩根资产管理，2025年1月31日

《放眼市场 2025年展望》

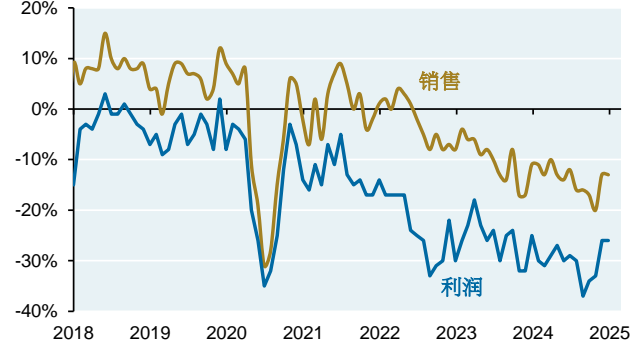
石油和天然气、企业调查、盈利预期、并购活动、移民/驱逐出境和监管

美国原油、天然气和液化天然气的生产，  
每月万亿英热单位



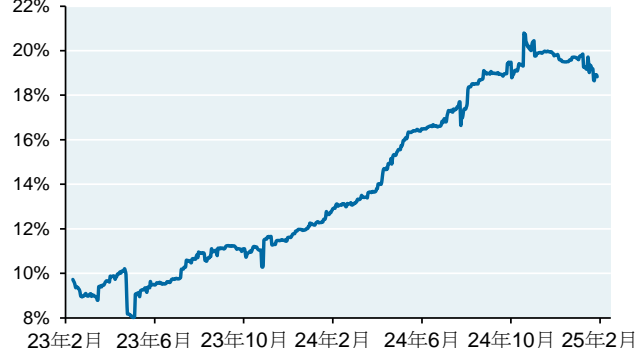
资料来源：美国能源信息署、摩根资产管理，2024年11月

小型企业销售和利润调查  
NFIB情绪调查受访者的净百分比



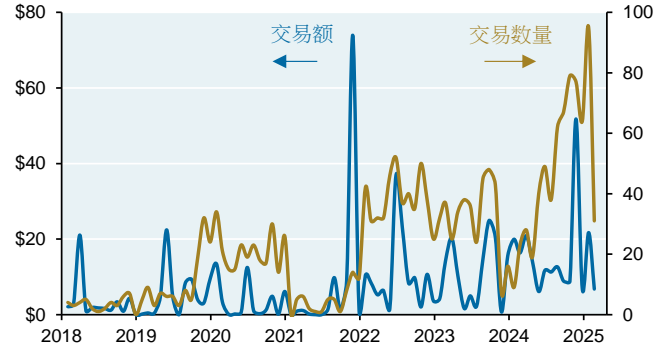
资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年12月

标普500指数2025年每股收益共识预测与2024年相比  
百分比



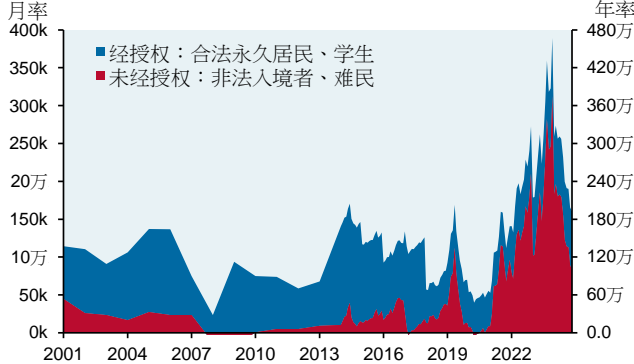
资料来源：彭博、摩根资产管理，2025年2月11日

美国每月拟议并购和投资交易活动  
十亿美元



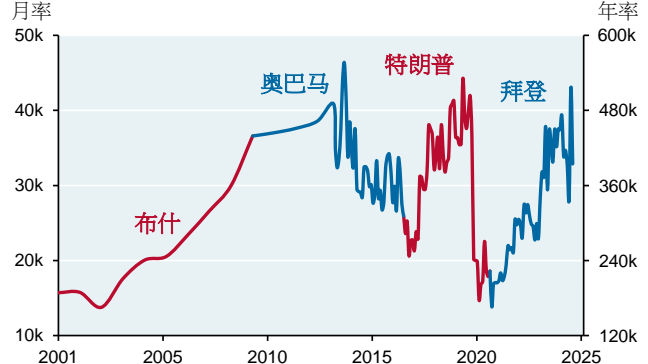
资料来源：彭博、摩根资产管理，2025年2月

净移民



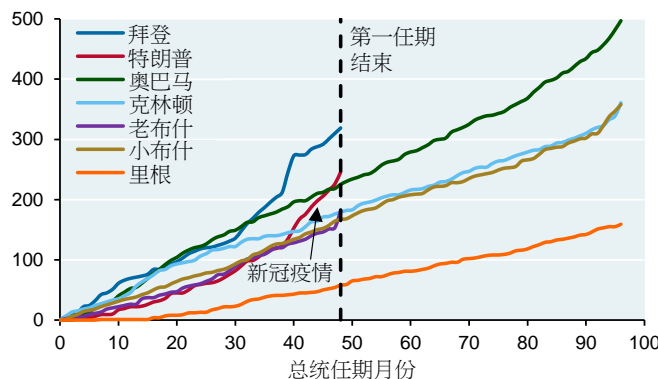
资料来源：国土安全部、国会预算办公室、高盛、摩根资产管理，2024年11月

驱逐出境：行政遣返+驱逐出境



资料来源：国土安全部、摩根资产管理，2024年11月

具有经济意义的规则的累计数量



资料来源：乔治华盛顿大学监管研究中心，2025年2月

经济重要性规则

- 我们将随时更新此图表
- 根据《联邦公报》，具经济重要性规则定义为每年至少产生 2 亿美元影响的规则
- 特朗普原本有望与克林顿和两位布什总统的监管足迹相当，直到新冠疫情爆发，此后，美国卫生与公众服务部规则激增，导致特朗普的监管数量急剧上升

## 行政权力的界限：评估特朗普政策引发的法律和宪法问题

我希望为我们的客户提供一个框架，便于思考特朗普 2.0 各项政策的合法性，重点关注最有可能直接或间接影响市场和美国经济的政策。虽然这听起来像是一个二元“是/否”分类练习，但事实并非如此。让我们从一些重要的提醒事项说起：

- 新闻报道可能会遗漏关键细节，或无法充分解释某一举措是如何实施的。在某些情况下，支持某项举措有效性的关键法律依据，例如根据联邦法律授予的权力，尚未公开。特朗普的许多行政命令并未明确解决问题，而是要求相关机构或委员会研究问题并提出建议。因此，这只是初步的评估结果，可能会随着更多细节的公布而发生变化
- 本节重点关注可能面临的宪法挑战、对总统法定权力的挑战以及典型的行政法挑战。即使某项举措在大多数情况下符合宪法，也可能因执行方式而被推翻。一些最初由总统所提出的决策，最终可能必须由各机构根据《行政程序法》来做出
- 大约一半的上诉法院（包括具有强势地位的哥伦比亚特区联邦巡回上诉法院）由民主党占多数。因此，在某些情况下特朗普可能会在下级法院败诉，但上级法院可能会做出对特朗普有利的裁决。**截止目前，法官已暂时中止：**
  - 对联邦支出的全面冻结
  - 鼓励联邦雇员辞职的计划[注：由于原告缺乏法律依据，该限制令已被解除；请参阅脚注 3]
  - 财政部向部门外部人员披露支付系统细节的行为
  - 出生公民权法令
  - 强令 2,000 多名美国国际开发署工作人员休假的计划
  - 美国国立卫生研究院间接研究经费成本削减至 15% 上限的规定<sup>1</sup>
  - 特别检察官办公室负责人的解雇一名地区法官还下达了一项临时限制令，要求美国疾病控制与预防中心和食品和药物管理局恢复根据特朗普的命令在过渡期结束后被删除的某些医疗保健相关网页
- 最高法院的主要职能是解决各巡回法院之间的争议，而不仅仅是纠正错误，同时也审查具有广泛全国意义的事项。即使特朗普要求重审，最高法院也可能不会重审其持异议的每一项针对特朗普的下级法院裁决。然而，总统的许多行动可能具有足够的全国性意义，值得最高法院干预

后续部分将特朗普的行动分为五类：

**A 类：合法或很可能合法**

**B 类：更容易受到实质性司法挑战**

**C 类：针对纽约州的诉讼和“政府间豁免”原则**

**D 类：与政府效率部相关的合宪性及其他法律问题**

**E 类：与消费者金融保护局相关的合宪性及其他法律问题**

<sup>1</sup>Ad Verum Partners 的分析表明，大多数大型大学和医院系统的间接成本相当于其直接成本的 60%-70%。特朗普政府已对这些间接成本设定了 15% 的上限，自 2 月 10 日起生效

## A 类：合法或很可能合法

这些行动很可能是合法的，因为它们属于：(i)总统固有宪法权力的普遍接受范畴，或(ii)国会赋予总统的广泛自由裁量权。

- 废除拜登的行政命令
- 对外国进口产品征收更高的关税，尽管总统在此背景下使用《国际紧急经济权力法》可能会受到审查
- 解雇目前不受联邦公务员制度保护的联邦雇员
- 允许各州使用联邦教育区块拨款开展公立学校择校计划
- 重组或撤销并非由联邦法规设立的、且无其他法律要求其独立存在的机构
- 废除联邦机构中的多元、平等、包容(DEI)办公室、培训和项目；撤销要求联邦承包商采取平权行动的行政命令
- 按照标准法定程序对非法移民实施激进的驱逐举措（尽管特定的策略和计划几乎肯定会受到挑战，并且根据执行情况，一些驱逐措施可能会被推翻）
- 暂停接收难民，并暂时禁止基于国家安全角度被认定为筛查程序不充分的相关国家／地区的外国国民入境
- 将外国贩毒集团认定为外国恐怖组织，因为传统上外交事务由行政部门所主导
- 暂停实施政府项目（如可再生能源补贴）以制定新的优先事项，只要资金使用不超出相关国会拨款的大致范围
- 退出世卫组织等组织，特别是在无国会立法的情况下
- 任命一名人口普查局局长，为 2030 年的人口普查设计统计人口和公民的表格<sup>2</sup>
- 迄今为止就消费者金融保护局暂停令采取的行动（参见 E 类）

老实说，虽然我们将这些行动归类为“合法或很可能合法”，但许多行动无论如何都会受法庭质疑。

**值得注意的是：**由于根据有时措辞含糊的法律将权力广泛地委托给行政部门，总统一直拥有一系列可用的工具，其中许多工具都曾被两党前任总统在有限的范围内或出于个别目的使用。除非政府无视针对其司法裁决，否则上述工具的迅速、同时和史无前例的集体部署并不构成先验的宪法危机。

---

<sup>2</sup> 如果国会或州立法区的划分基于公民身份而非总人口，联邦和州层面的多个选区的构成和存在可能会发生变化，总体上可能会增加共和党代表和立法者的数量。虽然根据宪法，众议院 435 名众议员席位的分配必须基于各州人口，但司法先例似乎赋予各州在划定州内选区时一定的灵活性。因此，举个例子：虽然总人口将用于为宾夕法尼亚州分配 17 名众议员，但该州可使用公民人数（而非人口）来确定这 17 个选区的形状。关注公民而非总人口可能会导致这 17 个席位中的更多席位分配给倾向于共和党的郊区和农村地区

## B类：更容易受到实质性司法挑战

这些行动可能会受到具有法律地位的人士的法定或宪法挑战<sup>3</sup>，而最终可能需要法院来裁决。在某些情况下，特朗普政府可能会请求最高法院澄清或推翻现有的先例，并对宪法做出替代解释。其中可能包括：

- 指示联邦机构拒绝承认无证移民（以及持工作／学生签证合法居留的人员）在美国出生的子女，根据《第十四修正案》享有的出生公民权
- 根据《宪法》第四条，以来自墨西哥的大量非法移民构成入侵为由，采取紧急行动防止非法移民留在美国
- 指定一类新的联邦雇员，他们将不再享有传统公务员制度的保护，远超出两党根据 1978 年《公务员改革法》所适用的现有豁免范围
- 拒绝动用拨款或将其挪作其他未经授权的用途
- 单方面罢免美国国家劳动关系委员会／联邦贸易委员会／化学安全与危险调查委员会等独立机构的委员，而根据法律规定，这些委员不能出于政治原因被随意立即罢免。根据代理副检察长刚刚向国会提交的通知，**现在很明显，政府打算对独立机构保护措施所依据的典型案列——1935年的汉弗莱诉执行人案，提出质疑**
- 取消依法设立的联邦机构（教育部、美国联邦紧急措施署）
- 对城市申请某些联邦资金设置经济强制性条款和条件（例如，除非终止庇护城市政策，否则将剥夺高速公路资金）……
- ……或其企图他迫使州／地方执法机构积极参与联邦移民法执行
- 废除美国国际开发署。尽管美国国际开发署在 1961 年根据行政命令成立，但克林顿时代的一项法规禁止总统单方面将其废除<sup>4</sup>。尽管如此，只要政府通知国会，总统对美国国际开发署资金的使用拥有广泛的自由裁量权。如前所述，鲁比奥暂停美国国际开发署 96%员工的举动受到质疑，被视为有效废除该机构

## C类：美国针对纽约州的诉讼和“政府间豁免”原则

- 特朗普政府以纽约州禁止州政府官员与联邦移民官员共享车管局记录为由，对纽约州提起诉讼。特朗普政府辩称，联邦法律明确规定，州政府不能禁止其官员与联邦当局共享有关公民身份或移民身份的信息
- “政府间豁免”原则是宪法中一个相对晦涩的内容。自 2000 年以来，最高法院似乎只受理过一起相关案件。1980 年代末曾发生过一些此类事件，其中大多数似乎涉及税收。这是特朗普针对非法移民和民主党州的一次意外攻击

---

<sup>3</sup> 为了对特朗普的某项行动提起宪法挑战，原告必须确立**法律地位**。为此，原告必须证明该行动造成了具体、特殊的伤害（或这种伤害即将发生），并且有利的法院判决将纠正该伤害。法院不会考虑原告出于纯粹意识形态原因反对特朗普行动的案件；也不会考虑“普遍的不满”，即涉嫌违反宪法或法律的行动，这些行动同样影响所有公众，并且不会以特定的方式伤害原告。

一个反复出现的争议涉及“组织地位”；一些公共利益团体认为特朗普的行动影响了他们的财政资源分配。去年，法院的保守派多数缩小了组织诉讼资格的范围，强调原告通常不能根据其内部资源分配决策自行向联邦法院提起诉讼。近年来，一些州推行了对州地位的假想理论；有些理论被最高法院接受，有些则被拒绝。

<sup>4</sup> 《特朗普政府领导下的美国国际开发署》，国会研究服务处，2025年2月3日



## D 类：与政府效率部相关的合宪性及其他法律问题

- 政府效率部成立的目的是为大规模政府改革提供建议，其中包括“机构负责人应采取一切必要措施……确保政府效率部能够全面、及时地访问所有非机密机构记录、软件系统和信息技术系统”
- 设立政府效率部的行政命令指出，该机构纯粹是咨询性的，每个机构的四人政府效率部联络团队均由机构人员组成。历届总统都经常向私营部门寻求有关政府事务的建议，其中包括安德鲁·杰克逊的“厨房内阁”及罗斯福的“智囊团”，至少在他们开始咨询服务的时候，几乎所有人都未担任公职
- 埃隆·马斯克被指定为“特殊政府雇员”，即不受传统公务员制度约束的联邦雇员。因此，他可在连续 365 天的期间内“全职或间歇性地提供临时工作”，最长不超过 130 天。如果他继续只在周中全职工作，他可工作到七月底左右开始休假。此外，还存在利益冲突限制，使他无法以不同于公众的方式处理对他或他的公司有直接影响的事务，尽管有些情况可能获得豁免
- 特朗普最新的行政命令<sup>5</sup>指示各机构负责人准备进行大规模裁员，并首先解雇承担非法规规定职能的人员（执法、军事、移民和公共安全相关机构除外）。除非该机构的政府效率部团队负责人决定填补该职位，或机构负责人否决该决定，否则机构不能填补空缺。这增加了政府效率部人员的权力，但机构负责人仍保留最终权力
- 联邦法律通常将行政休假限制为每年 10 天；任何更广泛、利用更长期的行政休假的战略都可能不符合现行法律
- 政府向联邦雇员提出的买断提议引发了法律问题，因为买断提议将带来行政休假的长短问题，而且此类财政承诺通常不能在无法定授权的情况下做出，可能违反拨款条款和《反超支法》

## E 类：与消费者金融保护局相关的合宪性及其他法律问题

- **简而言之：**据报道，消费者金融保护局拥有足够资金（约 7 亿美元）维持下一季度的运营，并且消费者金融保护局代理局长的暂停令不包括该机构依法必须履行的职能。到目前为止，我会将与消费者金融保护局相关的行动归类为[A]类，但这种情况可能会在未来发生变化
- **详细信息：**法律要求消费者金融保护局必须存在，尽管最近最高法院的一个案件允许总统出于政治原因罢免其局长（塞拉律师事务所诉消费者金融保护局案，2020 年）。消费者金融保护局的资金由美联储按照其指示提供，如果美联储转移的资金不足，则由国会拨款。消费者金融保护局局长通常有权决定该机构如何履行职责和行使检察自由裁量权；还可以决定优先处理哪些问题，并在一定范围内决定该机构采取行动的时间（包括暂停该机构以重新调整其优先事项）。据报道，新任消费者金融保护局局长已指示员工停止“所有监督和检查活动”，除非此类活动“经代理局长明确批准或是由法律要求”，并且还选择动用消费者金融保护基金中的现有余额为运营提供资金，而不是在此时申请额外资金。单独的消费者金融民事处罚基金中的任何余额通常不能用于为消费者金融保护局的一般业务提供资金

**恭喜阅读完本文的读者。**这类内容并不适合所有人，但我认为，在出现宪法危机时了解当中的详情非常重要，因为法治对美国资本市场和作为世界储备货币的美元至关重要。我向所有被要求将本期《放眼市场》翻译成其他语言的内部或外部人员深表歉意。这次的翻译任务可能会很棘手。

---

<sup>5</sup> 《实施总统的政府效率部劳动力优化计划》，2025 年 2 月 11 日

[《放眼市场 2025 年展望》](#)

**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。

**一般风险及考虑因素**

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

**非依赖性**

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明/参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

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

**就摩根资产管理客户而言：**

“摩根资产管理”是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

在适用法例所容许的范围内，我们可进行电话录音及监察电子通讯记录，藉以遵从我们的法律及监管规例和内部政策。摩根资产管理将会根据我们的隐私政策收集、储存及处理个人资料（详情可浏览：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

**可访问性**

仅适用于美国：如果您是残障人士并需取得额外支援以查阅本文件，请致电我们寻求协助（电话：1-800-343-1113）。

本通讯文件由下列实体发行：

在美国，由摩根大通投资管理有限责任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另类资产管理有限责任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)发行，两家公司均须受美国证券交易委员会监管；在拉美，由当地摩根大通实体（视情况而定）发行并仅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根资产管理（加拿大）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)发行并仅供机构客户使用，该公司乃加拿大所有省份及地区的已注册投资组合经理及获豁免市场交易商（除了育空），同时也是卑诗省、安大略省、魁北克省以及纽芬兰和拉布拉多等地的已注册投资基金经理。在英国，由摩根资产管理（英国）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)发行，该公司须受英国金融行为监管局授权及监管；在其他欧洲司法管辖权区，由摩根资产管理（欧洲）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)发行。在亚太地区，由以下发行实体在其主要受监管的司法管辖权区内发行：摩根资产管理（亚太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亚洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根实物资产管理(亚洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)发行，各自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(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司注册编号：197601586K），本广告或公告未经新加坡金融管理局审阅；摩根证券投资信托股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根资产管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，该公司乃日本投资信托协会(Investment Trusts Association of Japan)、日本投资顾问协会、第二类金融工具商同业公会及日本证券业协会的成员，须受日本金融管理局监管（注册编号：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)）；在澳大利亚，由摩根资产（澳大利亚）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照号码：376919)，仅供按照公司法第 2001 第 761A 条及第 761G 条（《公司法》）赋予的定义的“批发客户”发行。在亚太所有其他市场，则仅向指定收件人发行。

**就摩根大通私人银行客户而言：**

**可访问性**

摩根大通一直致力于为所有客户提供符合其金融服务需要的产品及服务。如有任何关于产品及服务方面的问题，请致电摩根大通私人银行客户服务中心与我们直接联系（电话：1-866-265-1727）。

**法律实体、品牌及监管信息**

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

在美国，投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司（合称“**摩根大通银行**”）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**（“**摩根大通证券**”）提供。摩根大通证券是**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品是透过 Chase Insurance Agency, Inc (“CIA”) 支付。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 均为受 JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已获德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 简称为“BaFin”) 授权，并由 BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会 (CSSF) 监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 Sucursal en España (马德里分行)**分派，其注册办事处位于 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会 (Comisión Nacional de Valores, 简称“CNMV”) 监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和

[《放眼市场 2025 年展望》](#)

欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 简称为“CONSOB”）监管，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司的名义登记注册，注册编号为 8076，其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在荷兰，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行（DNB）和荷兰金融市场监管局（AFM）监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在丹麦，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）同时须受丹麦金融监管局（Finanstilsynet）监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为 29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局（Finansinspektionen）监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司的名义注册登记。在比利时，本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行（NBB）及比利时金融服务及市场管理局（FSMA）监管，并已于比利时国家银行行政注册处登记注册，注册编号为 0715.622.844。在希腊，本文件由**摩根大通有限责任公司——雅典分行**分派，其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管，并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司的名义登记注册，注册编号为 124。雅典商会注册号为 158683760001；增值税注册号为 99676577。在法国，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为 842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法国金融市场管理局 (Autorité des Marchés Financiers(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 du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士由瑞士金融市场监督管理局（FINMA）授权并受其监管。

在香港，本文件由**摩根大通银行香港分行**分派，摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡，本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供（提供服务时会通知您）。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供（提供服务时会通知您）。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是依据美国法律特许成立的全国性银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

关于**拉美**国家，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。