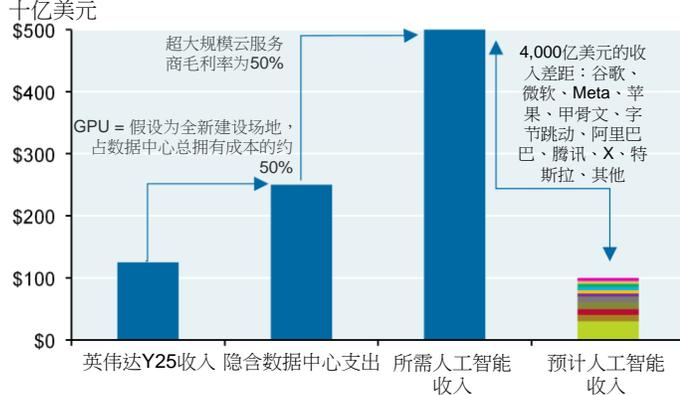


就职典礼：特朗普 2.0 连环颁布行政命令

在讨论昨天连环发布的行政命令之前，我想先着重讨论《2025 年展望》的一张图表上最受关注的若干问题。我们旨在强调超大规模云服务商在人工智能基础设施方面不断增加的资本支出，以及这些公司将因这些新增开支而需要数千亿美元的新增人工智能收入来维持当前利润率的总体原则。

超大规模云服务商收入差距：4,000 亿美元



资料来源：红杉资本、英伟达、GenAI Ex、彭博、摩根资产管理，2024年10月

这张图表以什么为灵感？

《[人工智能的 6,000 亿美元问题](#)》(AI's \$600 billion question)，文章作者是红杉资本的 David Cahn（曾在 Coatue 任职）

绘图处理器(GPU)是否真的占数据中心总成本的 50%？我曾看到有数据表示成本接近 70%

估计数字因人而异。基于黄仁勋在英伟达 2023 年 10 月投资者[报告](#)中的评述，以及一张由多位生成式人工智能专家（一个由 Meta、Uber、Scale AI、高盛和普华永道的人工智能专业人士组成的团队）提供的[图表](#)，对于新建数据中心，我采用了 50% 的 GPU 占比估计值。

既然超大规模资本支出被划归资本，那么从会计角度来看，它并不会立即降低其毛利率，对吧？

对的，影响将会通过折旧逐渐显现。然而，这些开支确实会立即影响自由现金流利润率。超大规模云服务商的毛利率大约是其自由现金流利润率的两倍，因此如果我转用自由现金流利润率作为基准，则年收入要求将会是每年 3,500 亿美元。这仍远高于超大规模云服务商所赚取的新增人工智能收入。

这些开支不会永远持续，对吧？那么，为什么如此在意需要永久赚取 4,000 亿美元新增收入的必要性呢？

这是个好问题。据我所知，大多数研究超大规模云服务商的分析师都预测，在人工智能基础设施方面的资本支出将会持续多年处于高水平。一位分析师将此类开支称为“入场筹码”（table stakes）；换句话说，这些必要支出仅是用来维持竞争力。此外，劳伦斯伯克利实验室(Lawrence Berkeley Labs)的预测显示，数据中心的电力需求将从目前占美国发电量的 4.4% 翻番，PJM 和 MISO 等独立系统运营商正竞相根据他们所见的趋势新增发电容量。因此，超大规模云服务商的支出似乎至少在未来几年还会上升。

现在就担心需要“杀手级应用”商业解决方案来利用所有这些人工智能能力，是否为时过早？基于我们迄今从早期阶段的生成式人工智能应用所见的情况，这不是必然的吗？

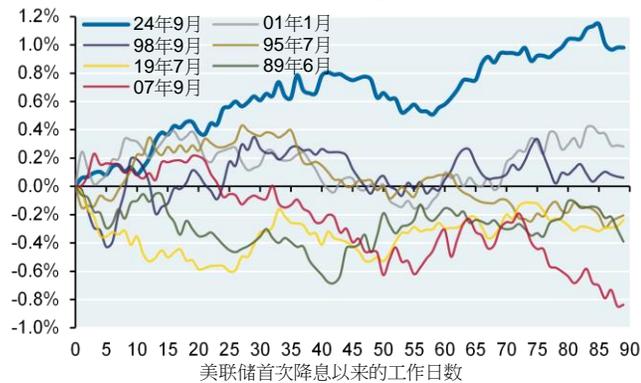
早期阶段的应用当然引人注目。上周，高盛 CEO 表示，与 6 名银行分析师花费两周时间起草文件相比，人工智能应用可以在短短几分钟内完成 95% 的 S-1 文件，而类似的例子还有很多。然而，我们（目前）尚未从这个观察结果看到承销商会为这些应用支付的费用，也尚未看到将前者与人工智能资本支出比较的情况。话虽如此，许多分析师对公司采纳人工智能完全不担心。例子包括 [《福布斯》](#) 杂志中一篇回应红杉资本的文章和另一篇出自 [《Foundation Capital》](#) 的文章。

就职典礼：特朗普 2.0 连环颁布行政命令

特朗普 2.0 是美国不同政治派别的大杂烩：安德鲁·杰克逊(Andrew Jackson)强硬的民族主义和反精英主义、威廉·麦金利(William McKinley)热衷于关税保护主义、卡尔文·柯立芝(Calvin Coolidge)的小政府/亲商政策、理查德·尼克松(Richard Nixon)毫不留情的敌对名单和仇杀行为、德怀特·艾森豪威尔(Dwight Eisenhower)的驱逐政策、詹姆斯·波尔克(James Polk)的天定命运论和 1914 年时期伍德罗·威尔逊(Woodrow Wilson)的孤立主义（是的，特朗普的议程明显左右矛盾）。“美国优先”政策为投资者带来了风险，因为其供应侧的利益与通胀倾向有所冲突；在美国股票市盈率倍数处于高位时，已无多少犯错余地。根据截至目前的 10 年期美债走势来看，今年似乎会是动荡的一年，但对于那些针对美国经济持续增长和超额表现而进行配置的投资组合而言，目前的负面信息尚未足以迫使我们调整策略，尤其是考虑到将会推出较为温和的关税政策的情况下。

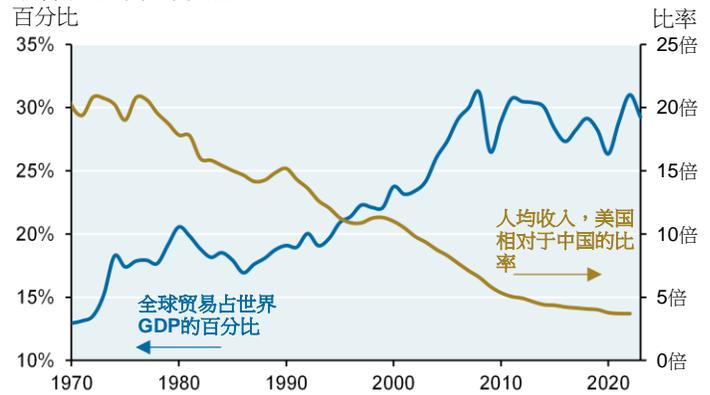
在后续篇幅中，我们将探讨昨天连环颁布的行政命令，重点讨论对市场和美国经济影响最为重大的命令。

美联储首次降息后10年期国债收益率变化



资料来源：彭博、摩根资产管理，2025年1月20日

谁曾从全球化中受益？



资料来源：国际货币基金组织、世界银行、联合国贸易和发展会议、摩根资产管理，2023年

岑博智先生(Michael Cembalest)

摩根资产管理

关于特朗普 2.0 大杂烩的一些注释：

- **特朗普的“昭昭天命”**。特朗普提到通过重新控制巴拿马运河、使加拿大成为第 51 州、向丹麦购买格陵兰岛以及在火星上插上美国国旗来扩大美国版图。关于巴拿马运河：巴拿马是首个加入中国“一带一路”倡议的拉美国家。中国大陆/香港的公司目前在运河两端运营港口，一家中国公司建造了一座横跨运河的桥梁，而且还传出接驳中国铁路和港口项目的讨论。因此，有人质疑巴拿马是否能够按照条约的协定有效维护运河运营的中立性
- **尼克松的敌对名单**由总统顾问查尔斯·科尔森编制，包括政治人物、名人、商人、记者、劳工领袖和学者等总共 220 人。名单上的许多人表示，被尼克松讨厌是他们最大的成就。您可以在[此处](#)查阅北卡罗来纳大学的档案中收录 1971 年的原版尼克松敌对名单
- **麦金利关税**。被誉为“关税拿破仑”的共和党人麦金利将平均进口关税提高至近 50%，并将进口锡板的关税提高至 70%。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，席位数量从 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

《放眼市场 2025 年展望》

移民。特朗普的驱逐政策似乎看来很极端¹而且代价沉重²，促使彼得森研究所(Peterson Institute)等智库就政策会否拖累经济增长和就业情况撰写了文章³。但是，就像牛顿第三运动定律一样，有时候每项政治行动都会导致等量的反作用力。拜登政府经历了有史以来规模最大且失控的移民潮，导致悬而未决的移民案件激增、市政偿债能力遭到侵蚀，边境也出现了无法无天的局面。特朗普的驱逐政策是针对上述情况做出回应，而且可能属于暂时性⁴。

美国劳动力市场可能会开始再度紧张：职位空缺与劳动力流动调查(JOLTS)的职位空缺率正在上升，标普人力资源指数正在反弹，小企业乐观情绪升温，资本支出计划规模也与日俱增。如果劳动力供应过度紧张，政府将拥有可供使用的工具以放松移民限制。此外，请记住：特朗普昨晚再次表示，他支持合法移民，必要时可能会增加合法移民数量。

在特朗普的移民相关行政命令中，废除出生公民权的提议最具争议。该命令指示联邦机构采用对第 14 修正案公民条款的解释，但这会与过去一个世纪基于 1898 年最高法院案例的实践相冲突。从现在起，该命令对至少 30 天后的新生儿生效。几乎可以肯定，这将是第一批提交最高法院的行政命令之一；我认为，法院多数派不大可能会接受特朗普的解释。

大量非法移民涌入美国

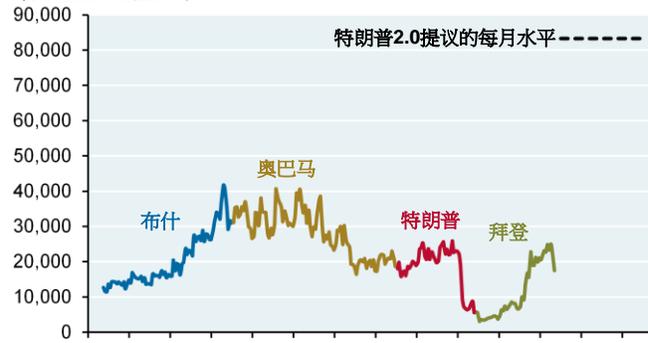
每个季度百万人计



资料来源：旧金山联储，2024年11月

各届总统的移民海关执法局遣返人数

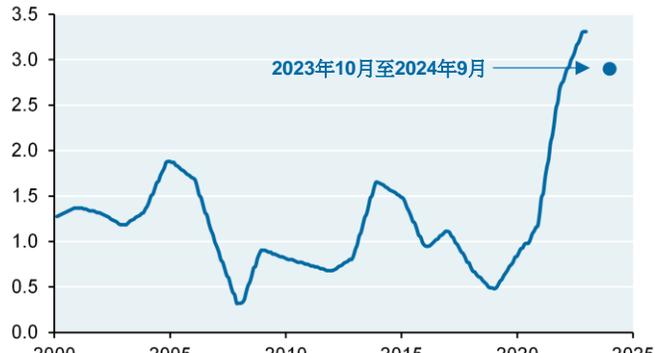
每月遣返+返回人数



资料来源：TRAC (Syracuse)、移民海关执法局、摩根资产管理，2024年9月

各年净移民数

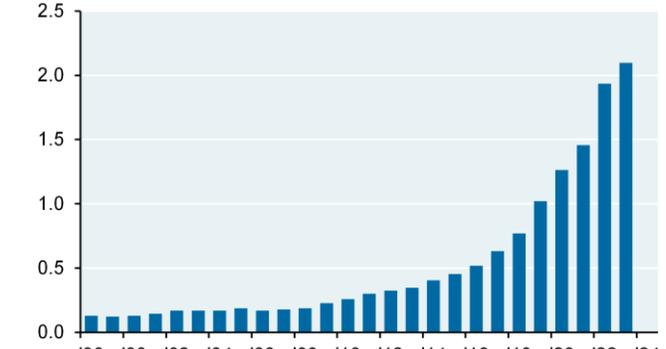
百万人



资料来源：国会预算办公室、美国海关边境保护局，2024年

待裁决移民案件

已提起案件数量，百万



资料来源：布鲁金斯学会，Elaine Kamarck，2024年2月

¹根据副总统万斯的说法，特朗普政府计划每年驱逐大约 100 万名无证劳工。美国目前的无证劳工人数估计为 1,170 万

²移民委员会估计，执行驱逐计划每年可能要花费 880 亿美元

³驱逐政策的影响：彼得森国际经济研究所估计，到 2028 年，实际 GDP 将下降 1.2%-7.4%，而就业也可能录得类似的降幅

⁴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减退，驱逐人数减少超过 90% 至仅 8 万人

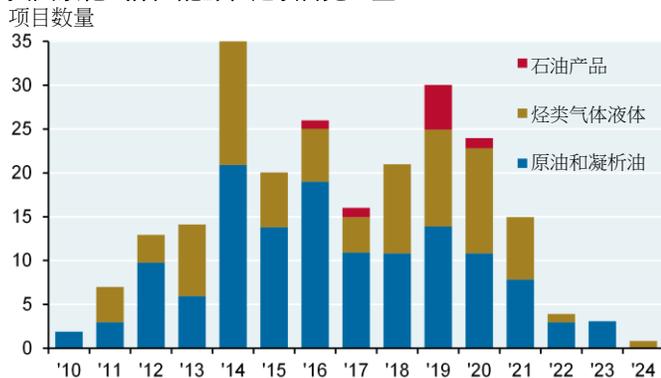
《放眼市场 2025 年展望》

能源和相关基础设施：尚需关注后续细则。您可以尝试以行政命令简化管道和输电项目的许可流程，但如果没有明确的联邦征用权立法，项目仍然会因为诸多情况而受到挑战。如下图所示，美国的输油管道、天然气管道和输电线项目已几乎陷入停顿。从政治角度来看，加快重启这些项目的步伐将是一项相当的了不起的壮举。特朗普的议程还呼吁“停止向风电场租赁土地”，但美国只有 2% 的风力发电产自公共土地上（不是私人土地），所以这充其量是一个边缘问题。

特朗普的行政命令还暂停了基础设施和能源账单中未支付贷款和赠款的分配（特别提到电动汽车充电站作为暂停支付的领域），直到各机构制定出符合特朗普“美国优先”目标的新能源项目为止。据我们所了解，在原法案的定义下，支出获赋予广泛的自由裁量权，这并不会算作扣押。这些命令解释了拜登为什么会在 1 月中旬匆忙向 Rivian 提供 65 亿美元贷款，以及就一个氢能源项目向 Plug Power 提供 1.7 美元的贷款担保（在这里插入捂脸表情符号）。

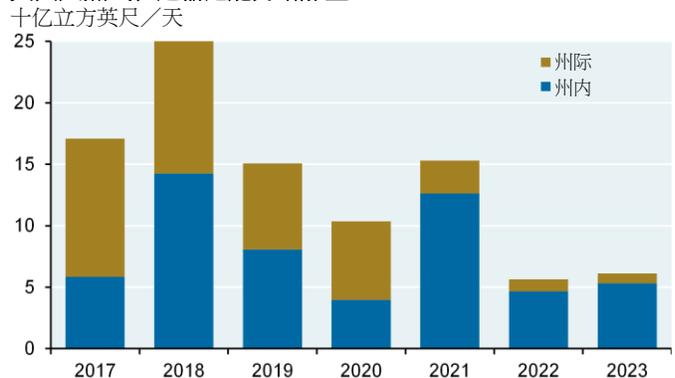
特朗普还提及结束“电动汽车政策”。我的解读如下：特朗普指的是拜登在 2024 年 3 月宣布的规定，即到 2032 年，将汽车和卡车可获宽免的温室气体排放总量减少约 50%。这些规则的变动可能会导致汽车行业发展电动汽车车型的速度放慢，但推动电动汽车普及的较大因素可能是拜登能源法案中所包含的 7,500 美元电动汽车补贴。据我所知，特朗普不能单方面取消电动汽车补贴，因为它是之前的立法（美其名曰《通胀削减法案》）的一部分。截至 2024 年底，电动汽车占美国乘用车总量的不足 3%，因此我还不认为这是一个巨大的经济引擎。最大的潜在受害者可能是从乔治亚州到密歇根州，所有那些正在红州建造的电动汽车电池装配厂。

美国液化气体/能源管道项目完工量



资料来源：美国能源信息署，2024年10月

美国天然气管道输送能力增加量



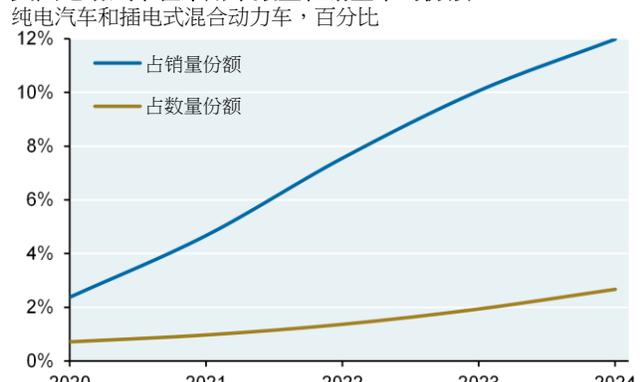
资料来源：美国能源信息署，2024年3月

美国输电线路增长



资料来源：标普全球、摩根资产管理，2024年。注：输电线路>100 kV。

美国电动汽车在乘用车数量和销量中的份额

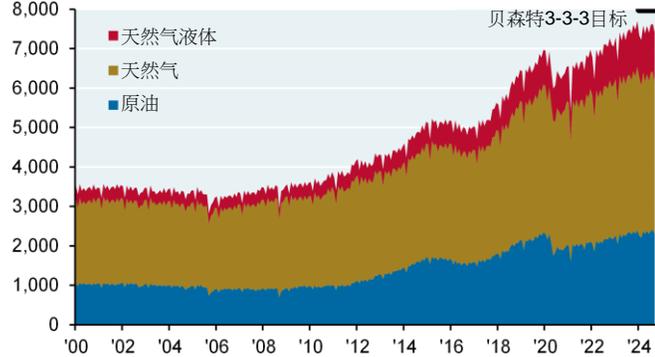


资料来源：彭博新能源财经、摩根资产管理，2024年

特朗普可能更有望实现来自贝森特的目标：提高国内能源产量。根据我们的能源计算，贝森特的 3-3-3 目标相当于石油、天然气和液化天然气产量（其中大部分将继续依赖水力压裂技术）增加 7%，这是一个非常有望实现的目标。在这是否会拉低美国能源价格，目前还不甚明朗。这取决于新产量的出口量以及各州为支持可再生能源和储能而继续切断煤炭、天然气和核能供应的力度。如下图所示，目前消费和工业电力供应链的通胀已经根深蒂固。

原油、天然气和液化天然气的生产

万亿英热单位/月

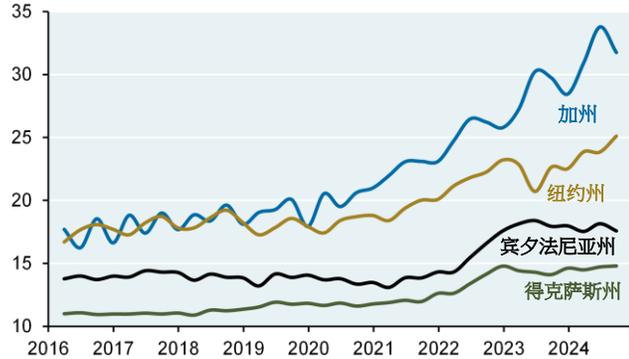


2023年水力压裂占美国主要能源消耗总量的61%



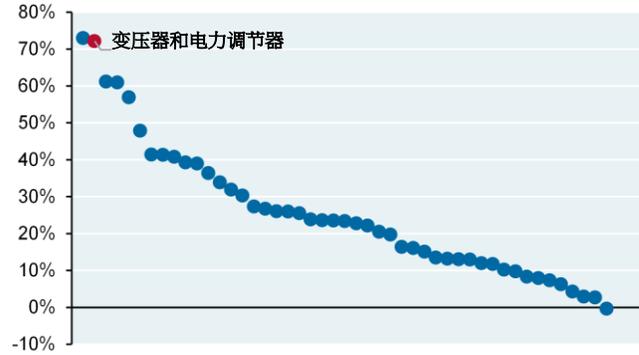
各州居民电价

美分/千瓦时



核心商品生产物价指数组成通胀

47个核心商品类别与2018年相比增长百分比



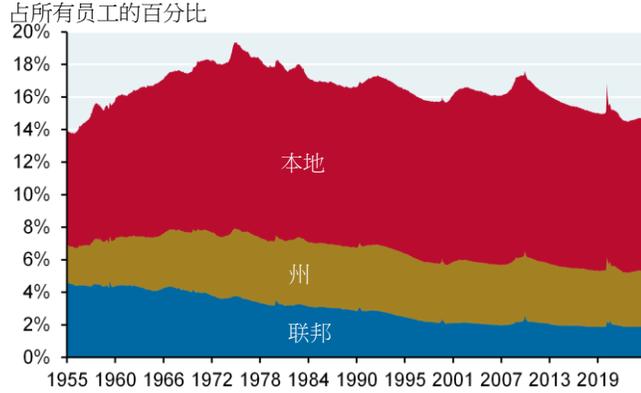
国际税收。读到“美国优先”宣言的这一部分让我感到高兴，如果它一如我所说的话：“美国国家税收政策将不再受制于外国组织，这种情况是对美国企业的惩罚”。2023年11月⁵，我曾撰写一篇关于欧洲试图对美国施加的支柱二(Pillar II)税收体系的文章。我当时的结论如下：“支柱二条款本质上是赏金狩猎规则，允许第三方国家干预其他国家的税收政策，以及征收与其并无法律关系的税收。支柱二允许美国以外的国家对美国公司的在美收入征税，可以说破坏了美国的税收政策，并妨碍了国会根据美国的需要制定政策的能力”。拜登政府支持支柱二，并提议修订美国企业税法，使其更接近支柱二，但税收政策只能由参议院通过条约制定或经由国会立法制定。迄今为止，美国既未采纳支柱二规则，也未采纳有关数字服务税的支柱一规则，这是欧洲明显试图惩罚美国科技巨头的另一项措施。

⁵ 《并非 70 年代的剧本》(Not That 70's Show)，《放眼市场》，2023 年 11 月 14 日，第 3 页

《放眼市场 2025 年展望》

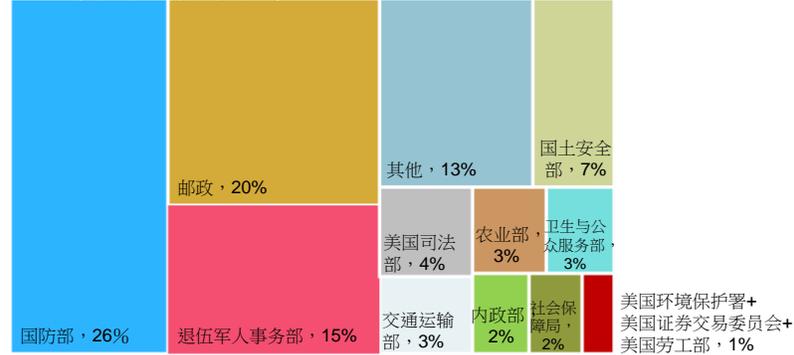
“排淤清污/政府效率部”行政命令包括冻结招聘、暂停执行尚未生效的法规、废除拜登时期的行政命令、让联邦工作人员重回办公室等。正如我们在《2025 年展望》所解释，300 万的联邦就业人数占美国就业人数的比例处于 85 年来的最低水平（约为 2%）。在联邦工作人员中，最大的雇主是国防部（不包括现役军人），其次是邮政局和退伍军人事务部。至于政府效率部瞄准的机构：环境保护署、证券交易委员会和劳工部加起来还不到联邦劳工人数的 1%，而教育部的占比仅为 0.14%。因此，目前尚不清楚政府效率部是否能够从这方面对政府支出产生显著影响。

政府员工占所有员工的比例



资料来源：FRED、摩根资产管理，2024年10月

2023年联邦工作人员分布



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年11月

在失去了忠实随从桑丘·潘萨（据称维韦克·拉马斯瓦米准备竞选俄亥俄州州长）之后，DOGE（政府效率部）骑士（即伊隆·马斯克）将需要自寻削减政府开支之路。下文所示废除拜登行政命令的行动每年将节省约 1,000 亿美元，这是政府效率部向自己所设的更大目标迈出的一小步。在废除拜登行政命令后，政府效率部可能会考虑的领域：福利支出和国防支出⁶（与国防以外的可自由支配开支或联邦政府机构的规模相比，这些支出是推升美国债务水平的更大因素）。

撤销拜登总统的行政行动可节省的费用（以十亿美元计）

医疗保健行政行动废除	10亿美元	其他行政行动废除	10亿美元
医疗补助资金	140	补充营养援助项目节俭食品计划	180
医疗补助资格	75	车辆碳排放 / 电动汽车积分	150
联邦医疗保险D部分退款	65	社会安全残疾保险过去工作期间	20
平价医疗法案个人保险（“家庭漏洞修补”）	40	社会安全金扩张	20
医疗补助养老院人员配置	25	美国国税局对40万美元以下商品的执行限制	20
学生债务行政行动废除	10亿美元		
SAVE计划	275	十年节省总额	1,025
学校停课规则	15	每年节省	103

资料来源：联邦预算责任委员会，2024年11月26日。ACA - 《平价医疗法案》；SSDI - 社会安全残疾保险；SSI - 社会安全金

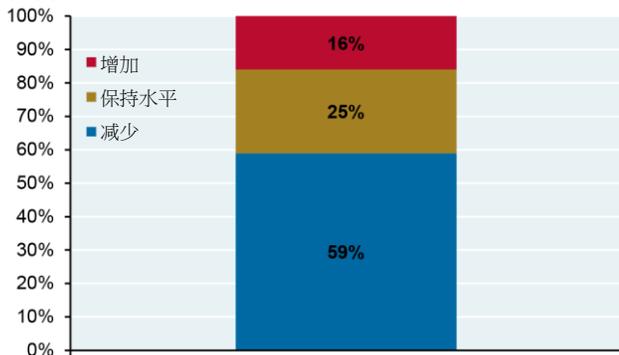
⁶正如我们在《展望》中解释的那样，武器采购虽然仅占国防预算的 20%，但由于与数量减少的国防承包商签订了大量的非竞争性、无风险、成本加成合同，因此是时候进行审查

《放眼市场 2025 年展望》

最令人惊喜的行政命令：关税缓缓推行。特朗普昨晚表示，由于墨西哥和加拿大正在“允许大量的人越过边境”，因此可能会自 2 月 1 日起对两国征收 25% 关税，但几乎没有提及（到目前为止）对中国具体商品加征关税或全面加征关税。特朗普在其第一个任期内，也曾威胁要对墨西哥和加拿大征收 25% 关税，但却从未实施。特朗普确实签署了一项行政命令，指示联邦机构调查不公平的贸易和货币行为，并评估外国政府是否遵守现有贸易协议的条款。

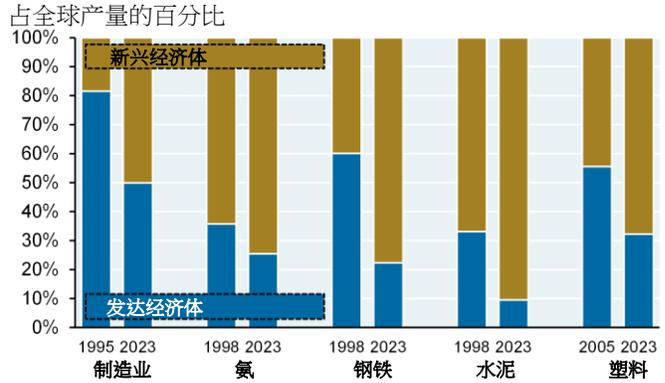
我仍然预期，特朗普还是会对中国和欧盟的汽车进口加征关税。如果全面加征关税，我预期这项关税将只适用于占美国进口总额 10%-20% 的关键进口产品。需要提醒的是，大多数研究关税的宏观经济学家认为，关税将减少美国制造业的就业数量。如果他们估计正确，红州感受到的影响可能会远比蓝州显著（在进口/GDP 占比排名前十的州中，8 个是红州）。

关于特朗普关税对制造业就业影响的经济学家调查（44 位经济学家受访）



资料来源：华尔街日报、摩根资产管理，2024 年 10 月

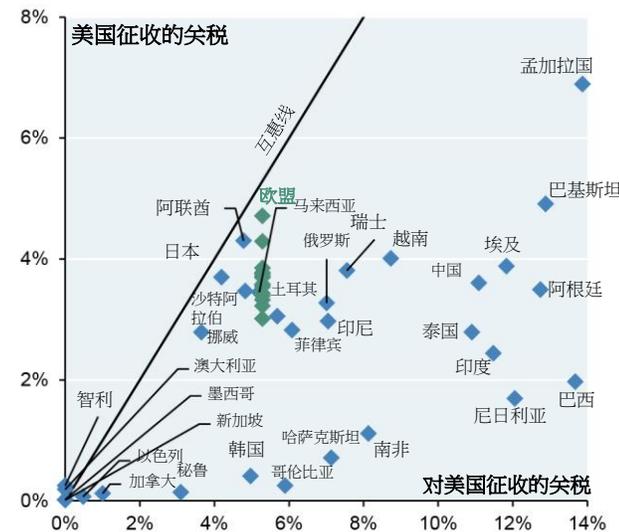
能源密集型制造业向新兴世界转移



资料来源：联合国经济与社会事务部、国际钢铁协会、泛欧塑料工业协会、美国地质调查局、摩根资产管理，2025 年

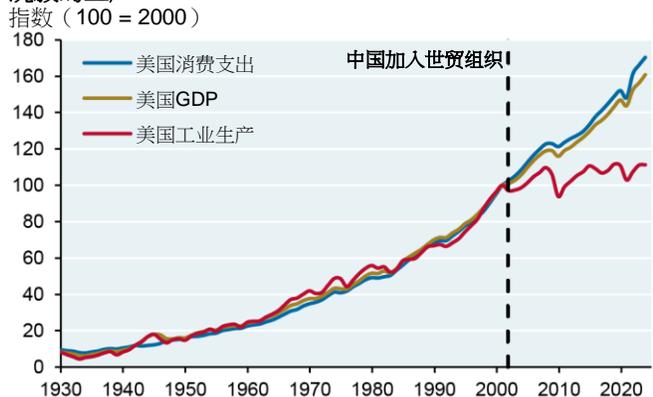
虽然大多数经济学家认为关税不太可能恢复美国因全球化而流失的大部分制造业岗位（见右上方图表），但我们还是回到牛顿的第三运动定律，再谈一下作用力/反作用力。如下所示，美国曾一度允许国际贸易体系达到大多数国家对美征收的关税高于美国反征收之关税的地步。截至 2015 年，几乎所有国家都低于“关税互惠线”。如果美国没有走到这一步，又如非美国的工业生产自中国加入世贸组织以来便停滞不前，我们今天可能就不会讨论关税问题了。就如驱逐政策，如果关税确实如经济学家所预期成为雷区，则相关政策总是可以被调整和/或废除的。

普遍缺乏关税互惠



资料来源：世界贸易组织、世界银行、摩根资产管理。2015 年，或可得数据的最新年份。
关税是对贸易商品关税的简单平均值。

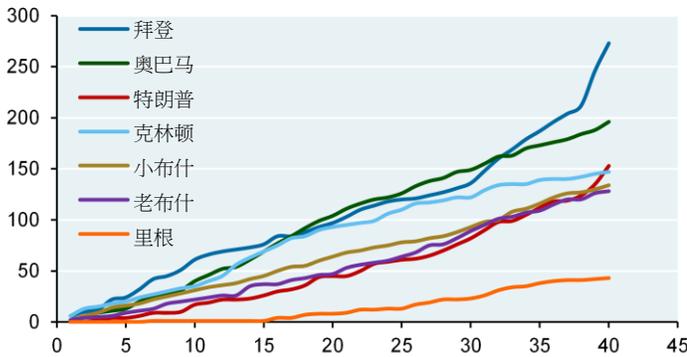
沉寂的工厂



资料来源：美国经济分析局、美联储、摩根资产管理，2024 年

最后，关于放宽监管。特朗普要求在颁布一项新规则前，必须先废除 10 项现有规则。这是延续了特朗普首个任期所采用的 2 比 1 标准。但这里又有“细则”：解除监管体系并不容易。正如下文所述，政策制定的公告和意见征询过程可能需时 6 到 12 个月，有时法院会支持那些质询新政策（或废除现有政策）的人。在特朗普首个任期期间，在 77 项受到质询的主要政策中，特朗普只赢得了 31%，12% 的情况获得输赢参半的结果，而其余情况均告败而归⁷。但是，即使 10 比 1 的标准未能如愿实施，它仍可能会像特朗普首个任期内的类似政策一样能够削弱监管的力量。有一件事是肯定的：我们的 CEO 客户普遍认为，美国经济至少会因监管步伐暂时放缓而受益。

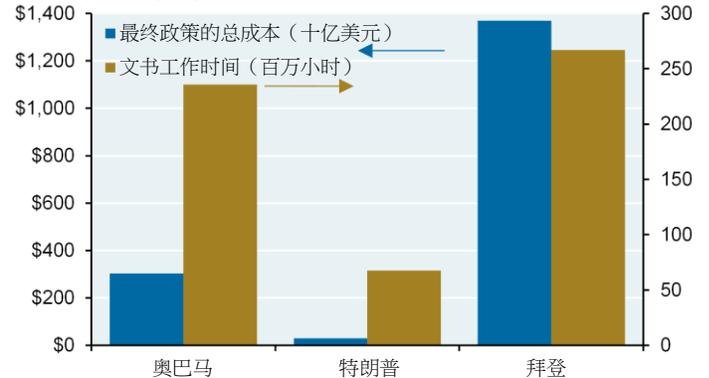
每届总统任期到第40个月的累计具经济重要性的规则数量



资料来源：乔治华盛顿大学监管研究中心，2024年5月

政府监管活动

宣誓就职日至第4年4月19日



资料来源：道格·霍尔茨·埃金、美国行动论坛，2024年4月

针对变更和废除联邦法规的政策制定公告和意见征询过程可能需时 6 到 12 个月。新任总统不能简单地指示各机构立即采用新法规或废除现有法规。行政程序法一般要求各机构就其正在考虑的新法规和对现有法规作出修订提供公告。各机构还必须公开提供支持其提议变更的证据、研究和分析。

然后，公众有机会作出回应、提出疑虑、提供额外的研究或证据以及建议替代方案的机会。提议修订的机构须审查这些提交的意见，然后要么调整其提议，要么解释为什么拒绝相关建议。如果某个机构未能提供充分合理的答复，则法院可以“武断且反复多变”为由宣告该法规无效，并将相关事务发回该机构作进一步审议。虽然政府可能会声称需要紧急采纳修订以避免延误，但法院将对此类主张进行严格审查。

最高法院最近取消雪佛龙遵从原则为新政府再添潜在障碍。在过去四十年，在机构对许多法定条文进行解释方面，法院一般会给予实质性的尊重。随着雪佛龙遵从原则被取消，各机构现在往往需要证明，他们的提案不仅获得行政记录的支持，而且还是对相关法定条文的最佳解释。

⁷ 《特朗普希望每颁布一项新法规就废除 10 项法规。这真的有用吗？》(Trump wants 10 regulations eliminated for each new one issued. Will it actually work?), Government Executive 网站，2024 年 12 月 20 日。特朗普首个任期的一些政务官并不熟悉行政程序法的技术细节，并抱怨职业公务员普遍反对特朗普的议程，且没有准备让特朗普想要的法规通过司法审查所必需的行政记录类型。这段历史是支持特朗普推行将更多职位转为政治任命（即可随意解雇）的“F 计划”的主要动力。

[《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区区内发行：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 (TanusTurm), 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

[《放眼市场 2025 年展望》](#)

和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，简称为“CONSOB”）监管，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076，其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在荷兰，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行（DNB）和荷兰金融市场监管局（AFM）监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在丹麦，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）同时须受丹麦金融监管局（Finanstilsynet）监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为 29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局（Finansinspektionen）监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在比利时，本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于 35 Boulevard du 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分行的名义登记注册，注册编号为 124。雅典商会注册号为 158683760001；增值税注册号为 99676577。在法国，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为 842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de 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。