



[網上特朗普追蹤器](#)

公平之爭：評估美國自羅斯福時期以來，最廣泛政策轉變時期的收入和經濟趨勢；黨派重劃選區、最高法院、人口普查與美國眾議院席位平衡

在介紹本月內容之前，特此附上今年發布的行業分析報告連結¹，供您參考：

日期	如果你正忙於慶祝：	您可能錯過了我們的文章：	可於此處閱讀：
2025 年 8 月 12 日	國家黑膠唱片日	醫療保健 ：醫藥、生物技術和管理式醫療的估值觸底；專利懸崖和專利叢林、藥品關稅、醫療補助／醫療保險優勢計劃的變化、肯尼迪家族與 FDA-HHS 監管博弈、中國競爭、長壽藥物、生物技術 IPO 等	醫療保健
2025 年 6 月 12 日	國家肉乾日	穩定幣 ：支付通道與非法用途的雙重性、監管俘獲問題、《GENIUS 法案》披露規則與面值贖回權、科技公司發行的無保險穩定幣、對國債收益率的影響等	穩定幣
2025 年 5 月 13 日	國際鷹嘴豆泥日	人工智能 ：人工智能應用普及率、超大規模雲端服務商利潤／資本支出、人工智能與人類績效評估對比、人工智能性能基準與任務複雜度、o4 和 o3-mini 幻覺率	人工智能
2025 年 3 月 4 日	野外滑雪日	能源 ：全球太陽能裝機容量、歐洲能源轉型與電氣化進程加速、核能、洛杉磯山火災害、可再生航空燃料研發、超導技術突破、甲烷排放追蹤及氫經濟願景持續消退	能源
2025 年 7 月 8 日	奶牛感恩日	《放眼市場》20 周年紀念特刊：鑒往知來，歷久彌新	20 周年

在本期《放眼市場》中，我們將以圖表為基礎深入探討：

- 標普 500 指數第二季度盈利利好多於利空
- 人工智能支出對美國經濟增長的貢獻
- 經濟數據政治化傾向
- 貿易、移民、監管及政府稅收／支出領域數十年未遇的重大政策轉向
- 美國經濟增長、通脹和就業對此類政策轉變的響應
- 具有黨派色彩的中期國會選區重劃、跨州人口遷移趨勢，以及可能影響眾議院權力平衡的最高法院判例

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理

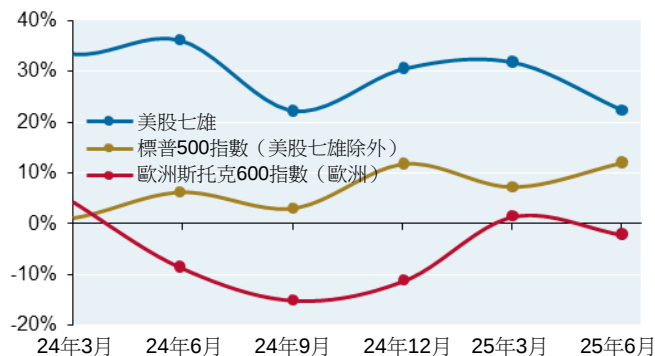
¹**醫療保健動態**。在我發表 8 月份醫療保健文章的同一周，我的內科醫生要求我去見營養師，而這位營養師隨後便對我下達了嚴苛的健康指令。下列食物現已被禁止出現在我的飲食中：披薩、薯條、洋蔥圈、泰式炒河粉、烤肉串、芝士漢堡、熱狗、羊排、中式排骨、肉丸潛艇堡、炸魷魚圈、空氣炸鍋雞翅、Yodels 巧克力卷心蛋糕、餅乾（杏仁粉製成的餅乾除外，但是它的口感類似泡沫塑料）、無糖汽水（據稱其成分可代謝成甲醛）、奶昔、佛羅里達的巧克力包裹的青檸椰子餅、Slim Jims（美國肉條零食）、花生 M&M 巧克力豆、多力多滋、黑白糖霜“Lokai”餅乾（懂的都懂——星際迷航梗）、蘋果圈麥片、烤餡餅乾、燕麥葡萄乾餅乾、覆盆子甜甜圈、雙層夾心奧利奧、科克蘭巧克力杏仁脆皮冰淇淋棒以及那些色彩鮮豔形似水果切片卻毫無真實果成分的加工食品。

**標普 500 指數第二季度盈利：整體利好，《大而美法案》稅收激勵政策預計帶來小幅提振**

- 每股收益增長 **11%**，遠超 **4%** 的市場預期。6 月初，市場對第二季度盈利的普遍預期較年初下調 **7%**；第二季度的實際業績基本達成年初目標
- 美股七雄盈利增速持續領跑，增長率(**22%**)是其他美股(**12%**)的近兩倍。美股七雄和標普 500 指數其他成分股的盈利增長繼續優於歐洲股票，歐洲股票的季度盈利增長率再次為 **0%**。如果歐洲股盈利能實現同等增長，方才值得關注
- 2025 年第二季度，標普 500 指數成分股的中位數市值股的每股收益上漲 **8%**，這得益於除消費必需品和能源以外的所有板塊的盈利增長
- **58%** 標普 500 指數企業上調**盈利指引**，高於第一季度的 **29%**；遠超 2007 年以來 **46%** 的均值²
- 分析師兩年來首次上調遠期盈利預期，正面修正數量自 2022 年 1 月以來首次超過**負面修正**
- 大盤股**利潤率**保持韌性，科技板塊持續主導，工業與非必需消費板塊近期邊際改善（醫療板塊承壓，如 8 月份文章所討論）。中型股和小型股的利潤率未改善
- 《大而美法案》的**企業稅收條款**實質為投資時效激勵（而非減稅政策）。主要條款：永久性恢復《減稅與就業法案》中關於大部分設備投資 **100%** 費用化的政策，恢復研發支出當期全額扣除（替代五年攤銷規定），並臨時允許新建工廠進行當期費用化處理（替代 **39** 年折舊要求）。這些條款可使 2026 年企業現金流增加約 **3%**，並實現 **2%-4%** 的淨現值節省

年同比盈利增長

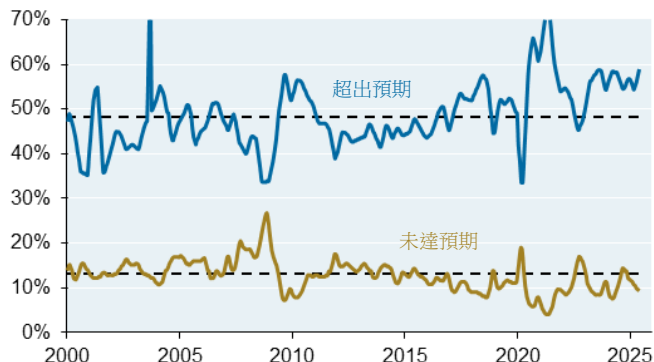
百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第二季度

標普500指數盈利超出預期和未達預期的頻率

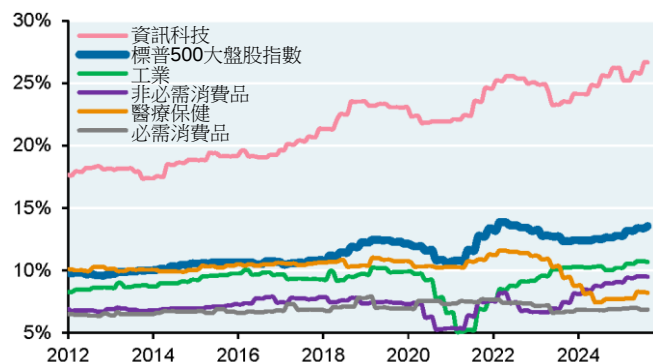
企業盈利意外的公司百分比=>普遍預期的1個標準差



資料來源：高盛全球投資研究，2025年8月15日

標普500指數各板塊過去12個月的利潤率

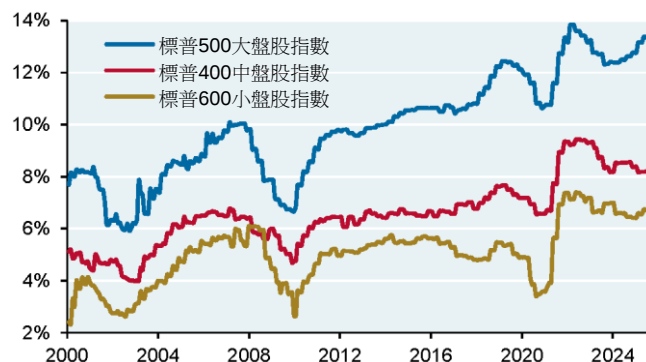
百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

連續12個月的利潤率（按市值劃分）

百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

² 高盛《美國每週前瞻報告：2025 年第二季度財報季回顧》，Ben Snider 等人



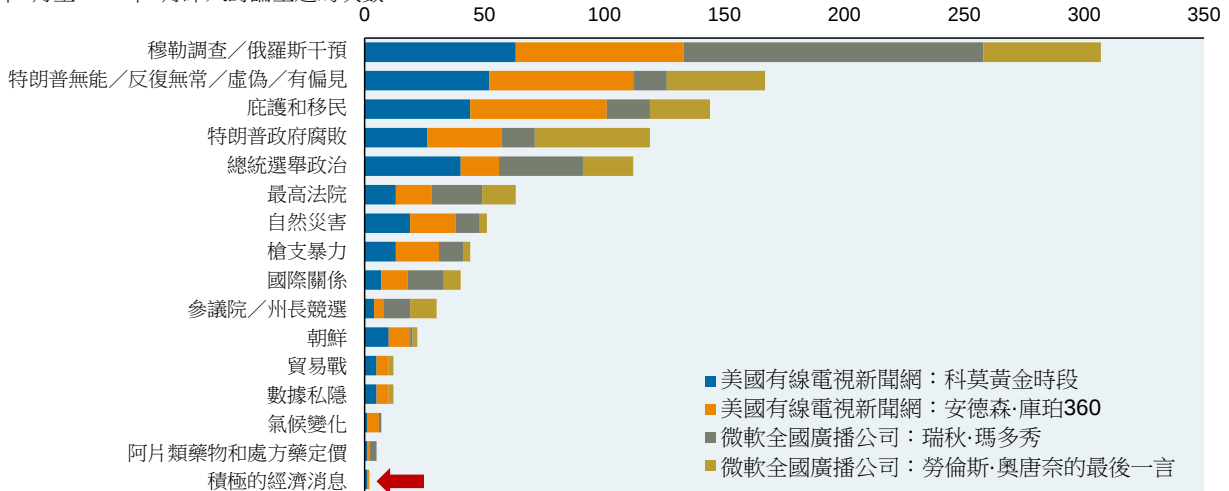
公平之爭：經濟數據政治化

8 月份，白宮對高盛一份常規經濟研究報告提出異議，該報告預測美國企業將逐步把關稅成本轉嫁至消費者。高盛當然有權就此類常規經濟議題發表觀點而不應受到責難。總統還提到了一個我認為有趣的觀點：他認為自己在經濟成就方面未得到公正評價。雖然今年我從投資者角度多次強調白宮經濟政策存在的風險³，但有實證表明經濟和金融新聞的報道存在高度政治化傾向，往往偏向民主黨⁴；因此從這個層面來看，特朗普或許確實有其道理。

在為 2019 年一份《放眼市場》撰文期間，我開展了一項簡單實驗。我和我的團隊查閱了 2018 年 9 月至 2019 年 9 月期間美國有線電視新聞網與微軟全國廣播公司的夜間節目文字紀錄，並編製了下方的圖表。誠然，當時確實需要報道總統政策動向等重要新聞，但難道就真的擠不出一點篇幅來報道經濟強勁增長的利好嗎（包括這期間全體公民及各種族、性別群體均創下自 1960 年以來最低的「民生困苦指數」）？下方要點總結了當時普遍存在的一些利好消息。

媒介即訊息：特定有線電視節目的主題報道頻率

2018年9月至2019年9月深入討論主題的次數



2018年9月至2019年9月美國經濟狀況如下：

- 各收入階層的工資均有上漲，其中最低收入工人的工資增長最快
- 職位空缺率創20年來新高，尤其是建築業
- 製造業活力自2009年以來首次持續回升（新員工和自願離職人數增加，裁員人數減少）
- 消費者信心調查超過危機前水平
- 家庭債務佔收入比率40年來最低
- 自1960年代以來最低的痛苦率（通脹率加上失業率）（針對所有公民，以及按種族和性別劃分）
- 2016年以來壯年年齡勞動者勞動參與率大幅反彈
- 小型企業樂觀情緒終於恢復到危機前的水平

資料來源：摩根資產管理、美國有線電視新聞網和微軟全國廣播公司節目的文案。2019年。

當然，若將經濟新聞政治化不可取，那麼以「數據造假」為由解僱勞工統計局局長的行為同樣不妥。

³ 2025 年《放眼市場》論述的特朗普政策風險包括：《已修改》（4 月 2 日）關於針對律師事務所行政令的法律存疑性；《政府效率部領導人退出舞台》（5 月 1 日）關於美國政府效率部在政府支出削減中存在誇大執行與混亂實施；《煉金術士》（1 月 1 日）關於 2018 年關稅增長如何轉嫁給美國消費者；《夏日來信》（7 月 29 日）關於上游鋼鐵／鋁業工人從關稅中的潛在獲益人數，僅為使用相同材料的下游行業規模的五十分之一；《好吧，老古董》（6 月 12 日）關於《指導與建立美國穩定幣國家創新法案》對穩定幣發行人的資本、流動性、託管和風險管理標準遠低於對聯邦保險存款公司投保銀行的相關要求；《病入膏肓》（8 月 12 日）關於 2017 年特朗普稅改法案如何成為美國醫藥利潤加速海外轉移的催化劑

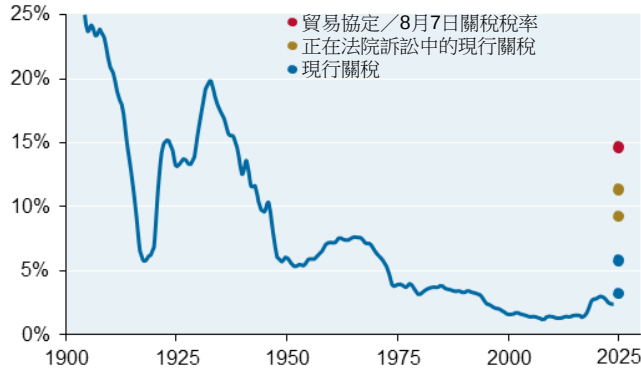
⁴ 《財經新聞中的政治兩極分化》，《金融經濟學雜誌》，N. Gupta（印第安納州），2024 年 5 月；《經濟新聞內容中的黨派偏見》，《美國政治研究》，E. Merkley（多倫多大學），2018 年 12 月



基於此背景，在當前這個自羅斯福新政以來政策轉向最為廣泛的時期，我嘗試對美國經濟進行一次公正的評估。下文說明了其中一些轉變。當然，任何政策都不是憑空發生的；特朗普首個任期內重啟關稅政策時，全球各國對美關稅均高於美國對其關稅⁵，同時其他國家還經常設置大量非關稅壁壘；當前驅逐非法移民的行動，正值數十年來規模最大、破壞性最強的非法移民潮爆發之後；而特朗普推動放鬆監管之際，恰逢拜登時代監管成本達到奧巴馬首任期的 4 倍、特朗普首任期的 45 倍⁶。

美國所有進口商品的平均關稅率

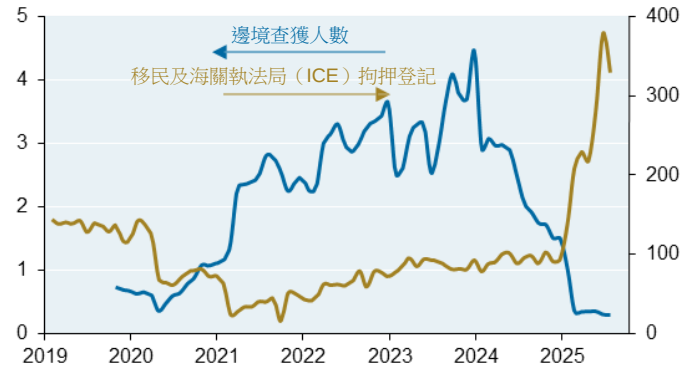
假設從中國進口的商品有20%由美國本土替代、20%由其他外國替代



資料來源：稅務基金會、美國國際貿易委員會、白宮、摩根資產管理，2025年

美國邊境攔截與移民及海關執法局(ICE)拘押登記

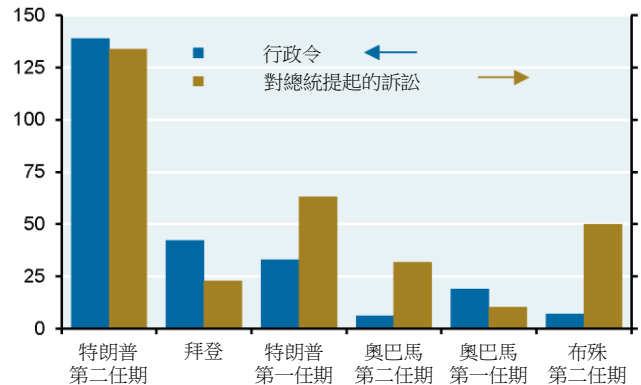
年率，百萬



資料來源：美國海關及邊境保護局、ICE、摩根資產管理，2025年8月

前100天的行政令和聯邦訴訟

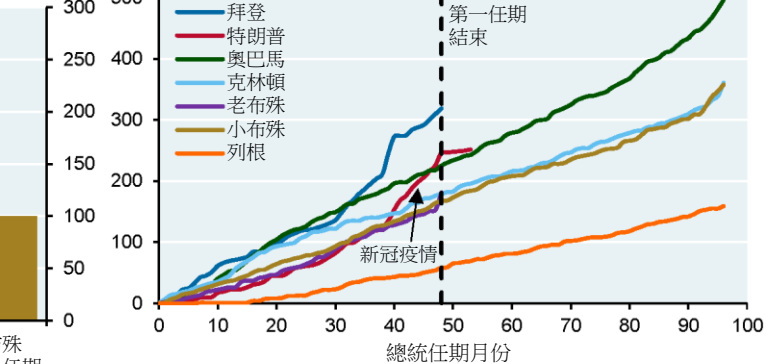
行政令數量



資料來源：《紐約時報》、《聯邦公報》、摩根資產管理，2025年5月1日

具有經濟意義的規則的累計數量

訴訟數量



資料來源：喬治華盛頓大學監管研究中心，2025年6月

⁵《放眼市場》，2017 年 2 月 22 日；第 4 頁圖表顯示完全缺乏關稅互惠。就其影響而言，聯儲局 2015 年 4 月的一份論文揭示了美國貿易政策與就業之間存在明顯聯繫。結論指出：「我們發現美國製造業急劇衰退與授予中國永久正常貿易關係地位存在直接聯繫，該議案於 2000 年 10 月經國會通過，並在 2001 年底中國加入世貿組織時正式生效」。作者指出當中國加入世貿組織時，美國製造業中永久性關稅降幅最大的企業也出現了最嚴重的就業崗位縮減。他們分析並排除了其他可能的解釋，例如美國勞動密集型產品競爭力下降、中國政策變化以及美國宏觀經濟事件。同期歐盟製造業就業未出現類似反應（該地區關稅政策未發生變化），進一步印證了美國貿易政策與就業衰退之間的聯繫。參見《美國製造業就業驚人速降》，Pierce（聯儲局）和 Schott（耶魯管理學院），2014 年

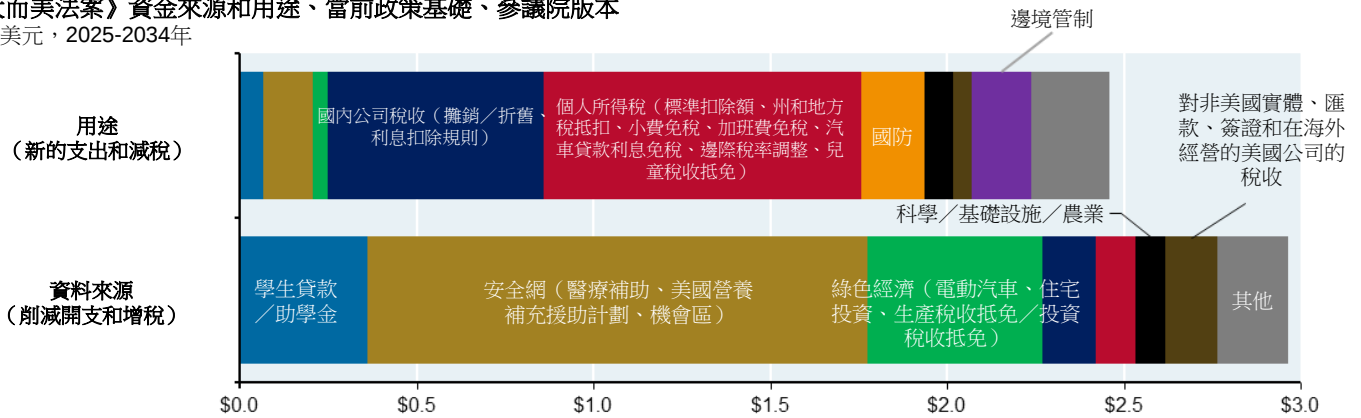
⁶摘自國會預算辦公室前主任道格拉斯·霍爾茨-埃金的美國行動論壇，2025 年 1 月 29 日



政府的調解法案是影響該經濟體政策目標的另一支柱。《大而美法案》在之後十年內重新分配 5 萬億美元的政府支出／稅收，其政策組合包括：撒切爾式的親商和供給側激勵措施、傑克遜式民族主義、克林頓的福利改革、濃厚的列根元素（增加國防支出同時縮減貧困安全網）、與柯立芝和艾森豪威爾時期相似的邊境和移民管控措施，以及特朗普本人對綠色經濟的抵觸態度。

《大而美法案》資金來源和用途、當前政策基礎、參議院版本

萬億美元，2025-2034年



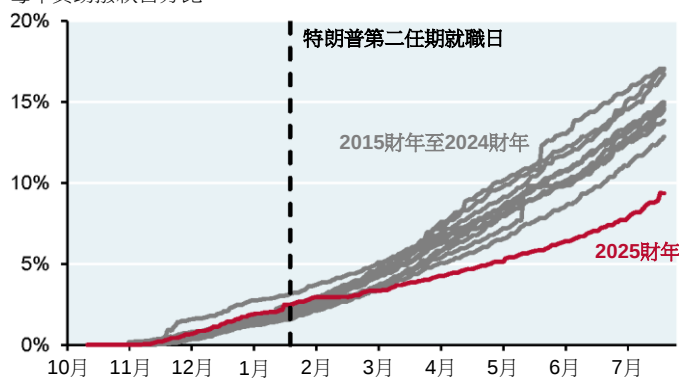
資料來源：摩根大通全球市場策略、國會預算辦公室、摩根資產管理。2025年8月。當前政策基準意味著所有數據均是與2024財年的財政狀況相比較，而不是與假設所有《減稅與就業法案》條款到期後所對應的財政狀況（即現行法律基準進行比較）。

《大而美法案》關於醫療補助和補充營養援助計劃的工作要求，與克林頓1996年《福利改革法案》一脈相承，該法案已被傳統基金會（毫不意外）及中間偏左的布魯金斯學會共同認可為成功降低福利依賴率的政策典範。

在分析美國經濟趨勢前，最後還有兩項關於政府優先事項的實證：政府資助的美國國立衛生研究院(NIH)撥款放緩，以及新能源項目啟動與取消的動態。關於太陽能的相關進展方面：8 月，美國國際貿易法院撤銷了拜登政府 2022 年 6 月對東南亞進口太陽能產品暫停徵收關稅的決定。此項裁決將為美國太陽能進口產品帶來更高的關稅，並對從柬埔寨、馬來西亞、泰國和越南進口的價值 500-700 億美元太陽能產品追繳數十億美元報復性關稅。

NIH新的及具有競爭性的NIH續期資助，2015財年至2025財年

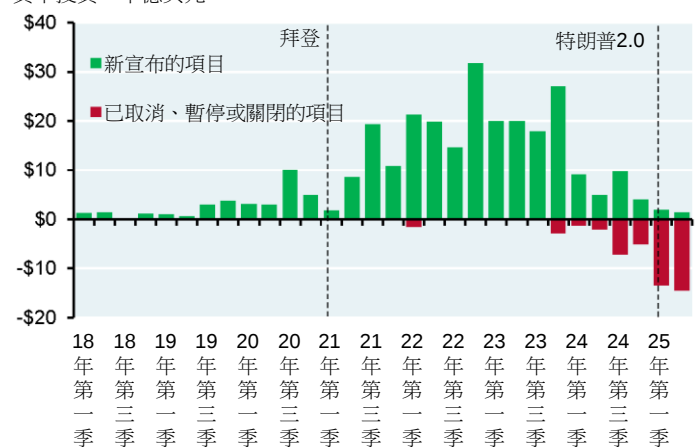
每年資助撥款百分比



資料來源：Jeremy Berg（匹茲堡大學），2025年7月25日

新宣布和被取消的清潔能源項目

資本投資，十億美元



資料來源：Jay Turner（韋爾斯利學院），2025年第二季度

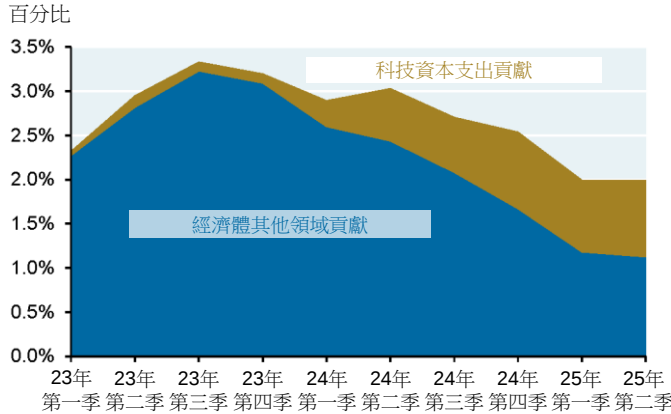


首先：特朗普政策的經濟影響在多大程度上被人工智能支出的效益所掩蓋？

第一張圖表顯示影響相當顯著：過去三個季度，科技行業資本支出佔美國整體 GDP 增長的 35%-45%。這一數據非同尋常；換而言之，如果無科技資本支出，由於消費疲軟，美國經濟增長率可能已降至約 1%。雖然部分科技設備從台灣地區進口導致 GDP 增長影響被高估，但總體趨勢不變：科技資本支出對經濟增長和股票估值的貢獻正日益提升。

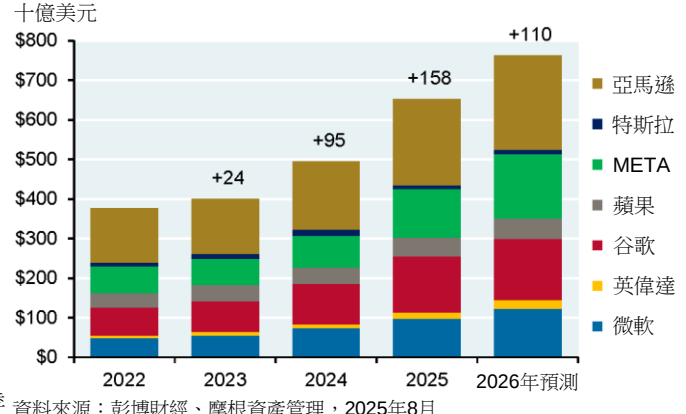
標普 500 指數成分股公司的投資支出增長在第二季度表現亮眼，資本支出增長 24%，研發支出增長 10%；但中位數市值股的這兩項增速僅為 3%-4%。我們今年已多次深入討論超大規模企業；如右下圖所示，它們正將收入中越來越大的份額投入資本支出和研發。這種趨勢能持續多久，將成為影響美國經濟和市場的最重要問題之一。

科技資本支出對美國實際GDP增長的貢獻



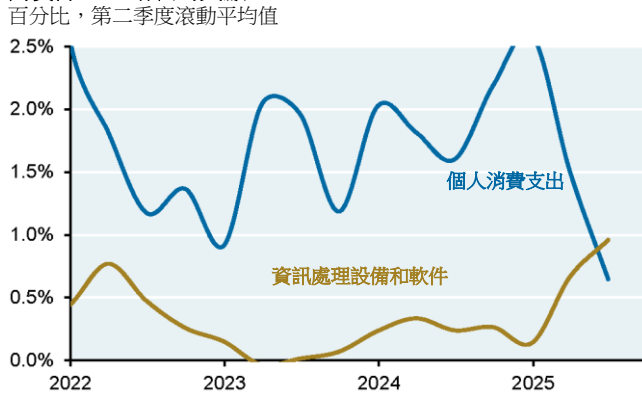
資料來源：橋水基金，2025年8月

美股七雄資本支出和研發



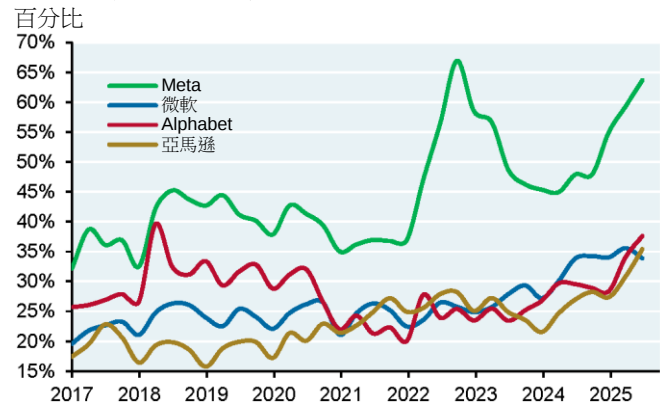
資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

對實際GDP增長的貢獻



資料來源：美國經濟分析局、彭博財經、摩根資產管理，2025年第二季度

超大規模雲端服務商的資本支出和研發佔收入的比例



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第二季度

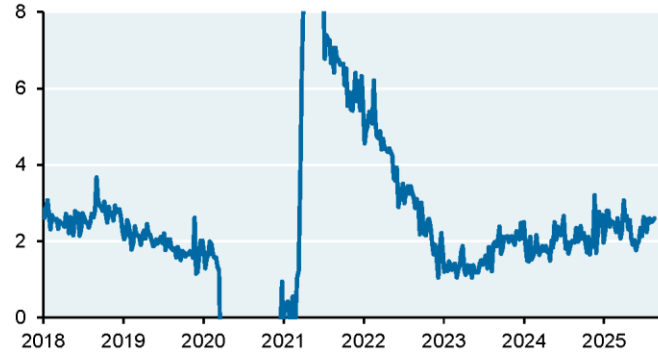


同步增長指標和領先增長指標呈現何種訊號？

情況好壞參半。目前的增長在多項指標中表現穩定，包括達拉斯聯儲周度增長追蹤器、亞特蘭大聯儲 GDPNow 追蹤器、經濟諮商局同步指標，以及我們最偏好的指標——美國供應管理協會新訂單減庫存。然而，商業樂觀情緒、經濟諮商局領先指標呈現疲軟態勢，同時小型企業對銷售前景的憂慮相較於通脹擔憂正在上升。無論如何，目前並未出現經濟步入衰退臨界點的明確跡象。

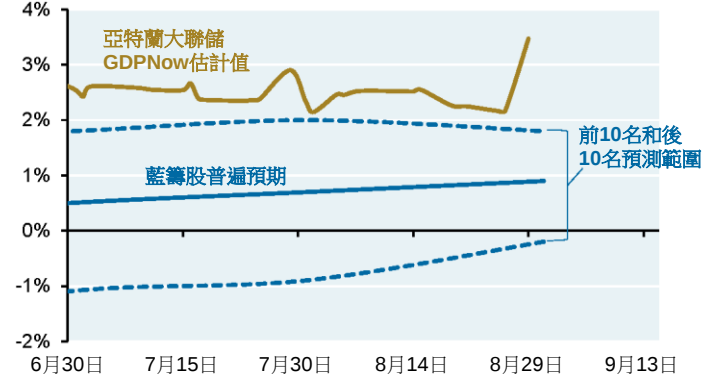
達拉斯聯儲美國每週經濟指數

指數（由失業救濟申請、零售銷售和電力公用事業產出等10個系列組成）



2025年第三季度實際GDP預估(GDPNow)

季度百分比變化（經季節性調整，年化）



美國供應管理協會(ISM)新訂單減庫存指標

ISM製造業指數



美國商業樂觀情緒和資本支出追蹤器

指數



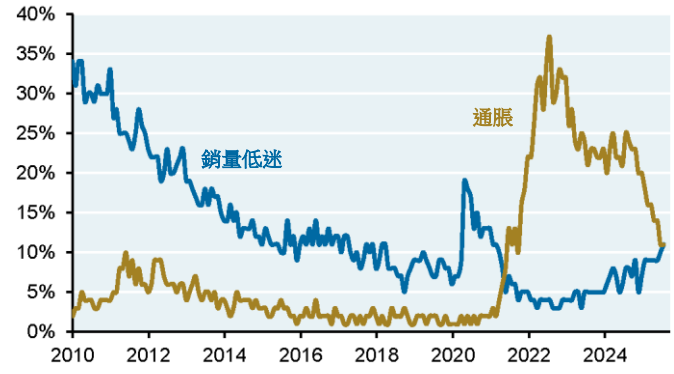
美國經濟諮商局同步和領先經濟指標

同比增長百分比



小型企業最主要問題的調查

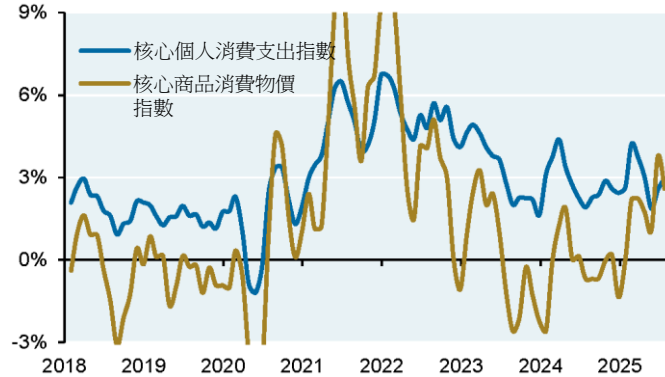
美國獨立企業聯合會受訪者中將某一問題視為最主要的比例



**在核心通脹率達 3%、通脹預期超過 2% 的背景下，聯儲局是否真會放鬆政策？**

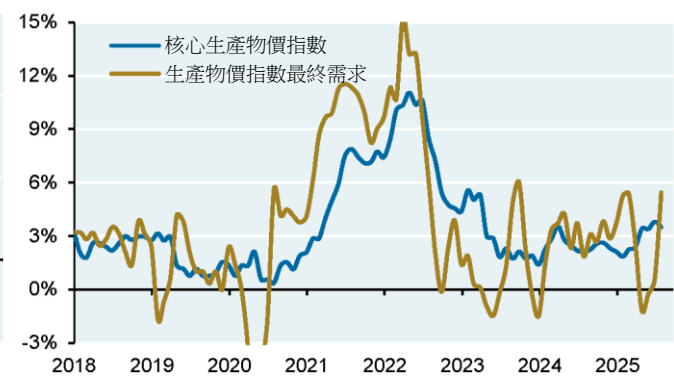
有人擔心聯儲局正在被迫採取寬鬆政策，正如尼克遜時代的聯儲局主席阿瑟·伯恩斯的處境。目前核心個人消費支出與生產價格指數通脹率均處於 3% 水平，雖然 7 月核心商品通脹有所回落，但受關稅影響自年初以來整體呈上升趨勢。**更令降息派擔憂的數據**：本年度製造業和服務業調查中的投入／產出價格持續攀升。除 1989-1991 年儲貸危機期間的寬鬆週期外，聯儲局通常不會在支付價格上升期下調政策利率（圖 5）。當前通脹預期仍高於 2%（見圖 6），如果聯儲局執意降息，必須對經濟疲軟有充分把握……最明確的證據體現在第 10 頁所示的勞動力需求不斷惡化。

核心個人消費支出和個人消費支出通脹
3個月百分比變化，年化



資料來源：美國經濟分析局、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

核心生產物價指數和生產物價指數最終需求通脹
3個月百分比變化，年化



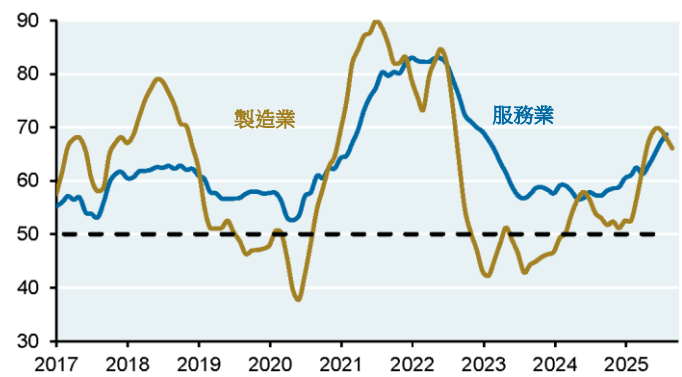
資料來源：美國勞工統計局、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

美國製造業採購經理人指數：投入和產出價格
指數（50+=擴張）



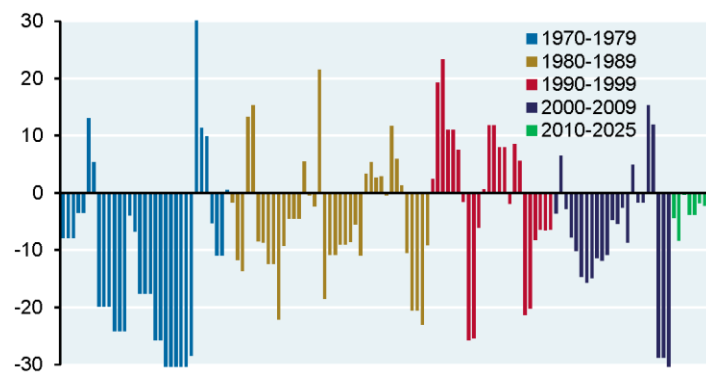
資料來源：標普全球、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

美國供應管理協會調查：支付價格
指數（50+ = 上升），3個月移動平均值，經季節性調整



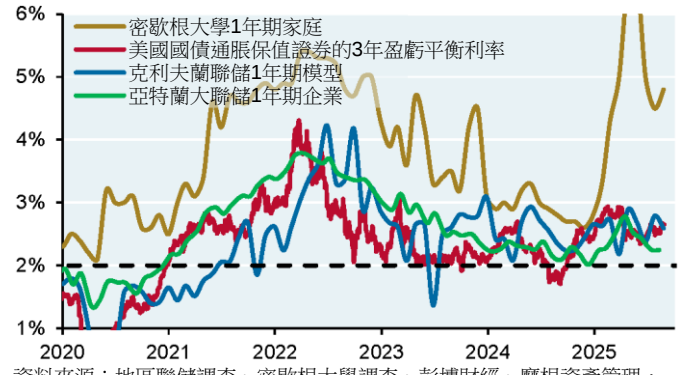
資料來源：美國供應管理協會、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

聯儲局降息時製造業支付價格連續6個月的變化，美國供應管理協會支付價格指數的變化



資料來源：美國供應管理協會、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月28日

美國通脹預期
百分比



資料來源：地區聯儲調查、密歇根大學調查、彭博財經、摩根資產管理，2025年9月2日



那麼食品和能源價格以及克魯格曼的新鮮蔬菜系列的價格走勢又如何？

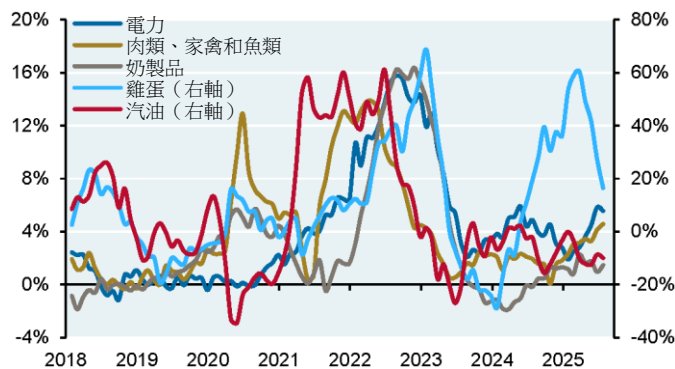
電價上漲的原因包括能源轉型支出、輸變電設備成本攀升、人工智能需求激增以及加州等地的電網韌性建設項目。加密貨幣也可能是推高電價的因素之一，但該行業已通過訴訟成功迫使美國能源信息署終止加密貨幣挖礦營運調查。肉類／禽類／魚類價格通脹再度上漲，儘管該品類價格波動劇烈並且目前僅相當於 2022 年峰值水平的三分之一。今年美國禽流感疫情正在消退，促使美國疾病控制與預防中心終止禽流感應急響應機制，這也助推了雞蛋價格從歷史高位回落。

那麼保羅·克魯格曼所強調的一系列現象又如何呢：2025 年 7 月「除土豆外的新鮮蔬菜」的月度通貨膨脹率飆升，而他將此與農場工人被驅逐出境聯繫起來⁷。首先，這類現象之前也曾出現類似峰值，因此是否歸因於特朗普政策尚不明確。其次，如果農場勞動力短缺確是主因（無證移民約佔農業工人 40%），為何乾燥蔬菜、鮮果／瓜類或土豆未出現類似通脹峰值？這似乎體現了克魯格曼對數據的選擇性使用，其 Substack 報告帶有強烈的黨派色彩，但有時還是值得一讀。

最後補充關於移民政策的觀察。若邊境查獲人數下降與自願離境人數增加（諾姆部長曾指出在其上任首 200 天內就有 160 萬無證工作者離開）確實對勞動力市場構成制約，那麼我們理應看到育兒、保潔、建築、食品加工等移民敏感行業的工資加速上漲。但如下文所示，目前這些行業與整體勞動力市場之間並未出現實質性的工資增長分化。也許未來可能如某些預測所示出現變化，但截至目前證據仍不充分。

消費者物價指數能源和食品通脹

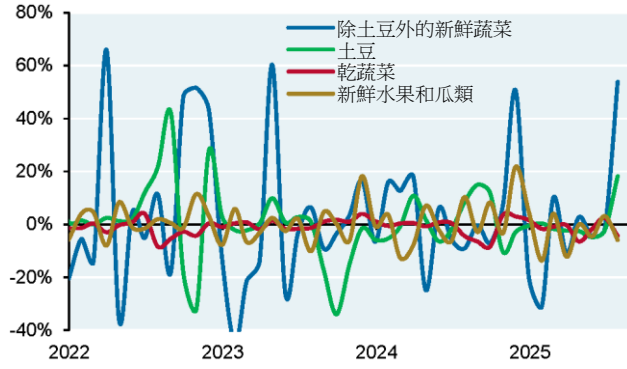
按年變化%



資料來源：美國勞工統計局、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

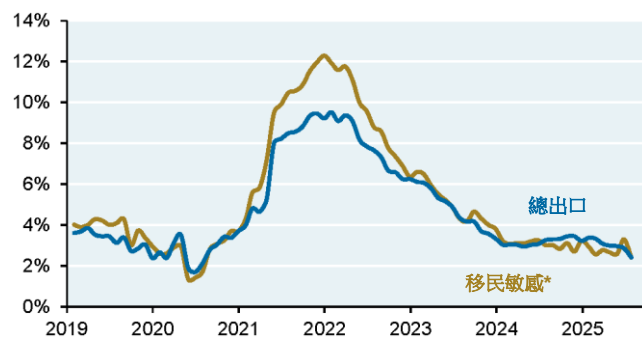
生產物價指數水果蔬菜通脹

百分比，月環比



資料來源：美國勞工統計局、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

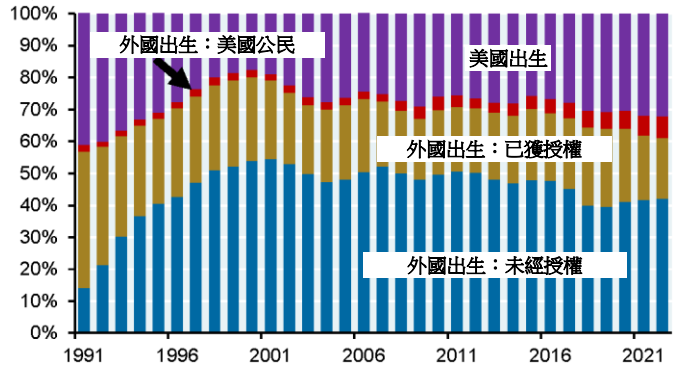
工資增長：整體經濟與移民敏感行業，百分比，同比



資料來源：Indeed、摩根資產管理，2025年7月。*兒童保育、清潔、建築、食品製備和服務、家庭保健、零售的平均值

農作物農場僱傭工人的法律地位

百分比



資料來源：美國農業部、摩根資產管理，2022年

⁷《滯脹：射殺信使》，保羅·克魯格曼於 Substack 發表，2025 年 8 月 15 日

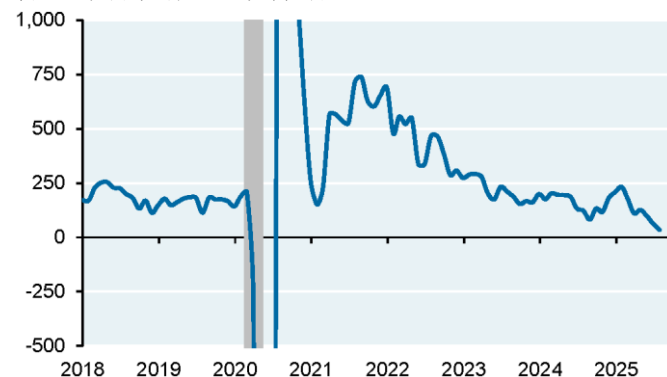


勞動力需求有多疲軟？移民政策如何影響勞動力增長？

今年勞動力需求明顯疲軟。具體例證包括：非農就業人數下降、美國供應管理協會就業調查指數下滑、計劃提高工人薪酬的小企業比例下降以及職位空缺與勞動力流動調查自願離職調查數據走低（均如下所示）。其他例子包括：新加入勞動力市場的失業者數量激增、失業 27 周以上的工人比例上升以及「跳槽者相對留任者」的薪資溢價收窄，這些數據均可見於上述連結的特朗普追蹤器。

非農就業人數月度淨變化

千人，3個月平均值，經季節性調整



資料來源：美國勞工統計局、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

美國供應管理協會就業指標

指數



資料來源：美國供應管理協會、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

計劃提高工人薪資的美國小企業， 佔小企業調查問卷者的比例



資料來源：美國獨立企業聯合會、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

JOLTS自願離職率

百分比



資料來源：美國勞工統計局、彭博財經、摩根資產管理，2025年6月30日

多名國防部資深官員同樣面臨職務調整。今年，下列人員被解除職務：

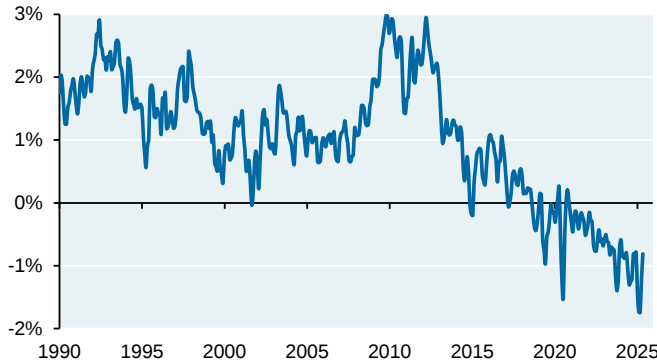
參謀長聯席會議主席 CQ·布朗
空軍副參謀長詹姆斯·斯萊夫上將
空軍參謀長戴維·阿爾文
空軍將軍蒂姆·哈夫（美國國家安全局局長）
空軍中將傑弗里·A·克魯斯（美國國防情報局）
海軍少將米爾頓·桑茲三世（海軍水面戰中心）
海軍上將麗莎·弗蘭凱蒂，海軍作戰部長
海軍中將南希·拉科爾，海軍預備役部隊司令



大學應屆畢業生就業市場相對疲軟引起了廣泛關注。最近來自斯坦福大學的埃里克·布林約爾松⁸（第二張圖表）和哈佛大學⁹（第三張圖表）的兩篇最新論文均發現人工智能暴露度與青年就業之間存在明確關聯，哈佛的論文還指出 2023 年第一季度出現了一個明顯的轉折點。當然，並非所有人都認同此觀點；《就業美國》與經濟創新集團的研究表明，應屆畢業生就業疲軟早在人工智能普及前就已出現，並且未發現更多使用人工智能的專業出現更高失業率。但我更傾向於信賴斯坦福與哈佛的研究，美國產經智庫《就業美國》與 EIG 均由矽谷人士創建，這些機構可能潛意識或刻意為人工智能開脫經濟負面影響。

應屆畢業生就業缺口

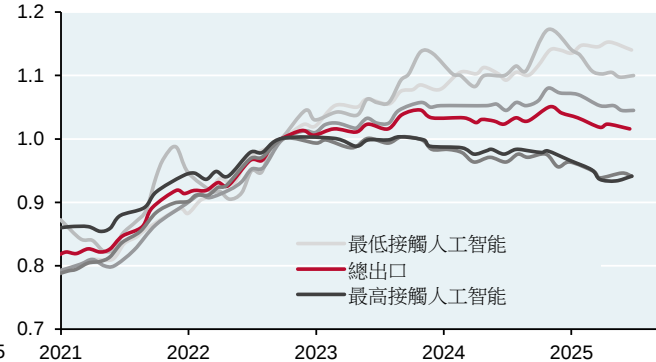
所有工人失業率——應屆畢業生失業率



資料來源：美國人口普查局、美國勞工統計局、摩根資產管理，2025年6月

22-25歲員工的就業情況（按人工智能接觸程度劃分）

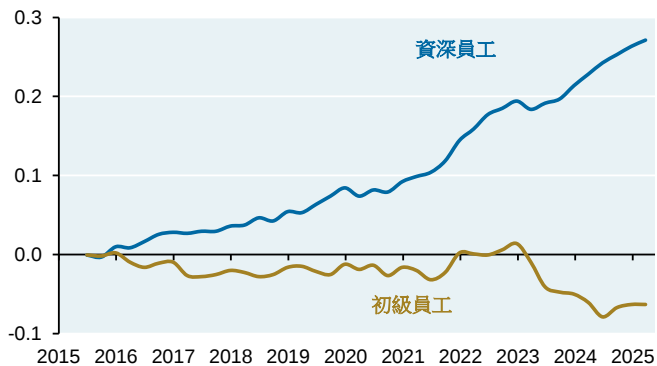
員工總數指數（1=2022年10月）



資料來源：《煤礦裡的金絲雀》，Brynjolfsson 等人，史丹福大學，2025年8月

穆迪的馬克·贊迪等經濟學家認為，儘管失業率處於低位，但鑒於美國勞動力規模持續萎縮，當前數據略顯平淡。但移民和美國勞動力增長問題遠比我想像的複雜。領域專家建議我忽略美國勞工統計局家庭調查中的「勞動力總數」系列，因其存在樣本量不足、缺乏回溯修訂以及人口普查數據調控偏差等問題。那麼究竟該如何準確判斷勞動力市場變化？摩根大通研究所 Jed Kolko 指出：如果勞動力萎縮，25-54 歲人群的就業人口比率理應下降，但該系列數據目前仍保持穩定且維持在疫情後的峰值水平（第四張圖表）。換而言之，從該系列數據中尚未發現勞動力顯著萎縮的確鑿證據。

人工智能採用者和非採用者之間的就業差異，就業系數



資料來源：Lichtinger和Hosseini（哈佛大學），2025年8月

美國就業人口比率

黃金年齡（25-54歲）人口就業率



資料來源：美國勞工統計局、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

⁸ 《煤礦裡的金絲雀？關於人工智能近期就業影響的六個事實》，埃里克·布林約爾松（史丹福數碼經濟實驗室）等，2025 年 8 月

⁹ 《偏向資歷的技術變革——生成式人工智能：證據來自美國簡歷與招聘數據》，萊廷格與侯賽尼（哈佛大學），2025 年 8 月



那麼關稅又如何呢？客戶已對關稅話題感到厭煩，但總統卻對加徵關稅樂此不疲

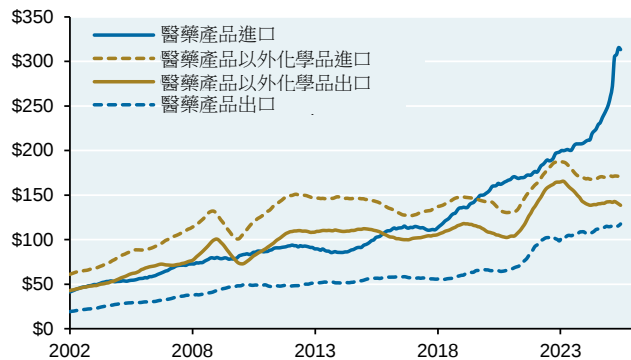
最新的關稅包括一項非常複雜的規則¹⁰，即對中間產品或最終產品進口中所含的鋼鐵和鋁的「衍生」產品徵收關稅。針對家具和風力發電機的關稅調查也已啟動，使待決關稅清單更長了不少。註：民主黨佔多數的聯邦巡迴上訴法院裁定特朗普依據《國際緊急經濟權力法》徵收的關稅無效，在白宮向最高法院提出調卷令之前，相關關稅仍將持續生效。**若需預判**：最高法院很可能推翻上訴法院裁決，並恢復關稅，理由是《國際緊急經濟權力法》賦予總統的「監管」權限包括「徵稅」。

目前評估關稅對消費者與企業的影響為時過早。如下所示，美國企業在第一季度大幅增加醫藥和消費品進口，並且仍在消化這些庫存，因此尚不清楚美國國內將如何分擔負擔。但可以確定的是：**2025 年所有商品進口價格僅下降 0.2%，這表明對美出口企業總體上並未以任何明確方式「承擔」關稅成本，而非是政府常宣稱的情況**。是否存在其他交換條件？《華爾街日報》提到其他國家承諾提供 1.5 萬億美元的外國直接投資，但細節寥寥。這類承諾往往難以強制執行：例如作為第一階段貿易協議的一部分，中國在 2020/2021 年僅完成對美商品採購目標的 60%-65%（其中農產品 87%、製成品 62%和能源產品 52%）。

最後一張圖表展示了各財政年度每月預算赤字的演變趨勢。截至 7 月份，本財年赤字約佔 GDP 的 5%，其中年初至今徵收的 550 億美元關稅對赤字改善起到了積極作用。根據最新預測，如果所有已加徵關稅全額徵收，預計年度關稅收入將達 2,500-3,000 億美元，相當於 2025 年 GDP 的 0.8%-1.0%。因此，對於處於 4%-5%區間的美國預算赤字而言，關稅收入遠非微不足道，但即使能夠持續徵收，也並未從根本上改變美國財政狀況疲弱的整體面貌。

美國醫藥產品與化學品貿易對比

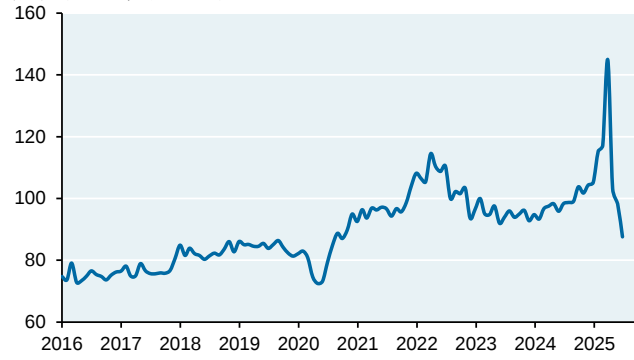
十億美元，12個月滾動總計



資料來源：美國人口普查局、摩根資產管理，2025年6月

除汽車外消費品實際進口量

指數（2023年1月=100）



資料來源：美國人口普查局、摩根資產管理，2025年6月

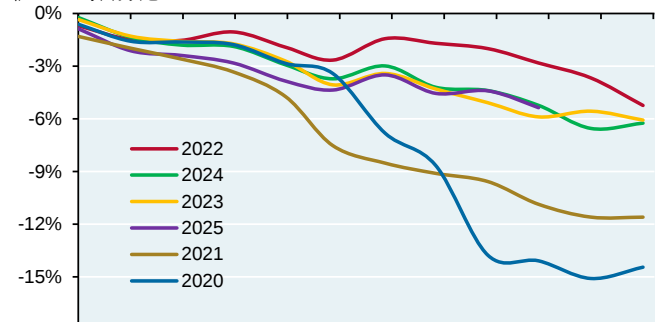
部分商品類別的關稅稅率和價格變化

簡介	關稅稅率	1月至7月進口價格變化
所有商品	各類	-0.2%
鋁土礦、氧化鋁、鋁及其製品	50%	-9.9%
鋼鐵廠產品	50%	-6.0%
新車和二手乘用車	25%	-1.0%
來自中國的商品	各類	-1.9%

資料來源：美國勞工統計局、白宮、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月18日。

美國聯邦政府預算平衡

佔GDP的百分比



資料來源：美國財政部、美國經濟分析局、彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

¹⁰閱讀前請自行評估風險：<https://globaltradealert.org/reports/Section-232-Metal-Content-Calculus-Explained>。關稅取決於可追溯性（金屬的冶煉／鑄造或熔化／澆注地點）以及金屬價值份額的合理估定。單證材料至關重要，如果數據缺失則將觸發最不利的默認關稅率

**總結：儘管存在政策干擾，但美國經濟仍應能避免衰退**

您可以主張不應將總統執政期間的經濟狀況歸因於其個人作為，但若持此觀點，則應對歷任總統採用統一標準，而非單獨使用「克林頓復甦」這類特定稱謂來指稱 1990 年代的經濟。2012 年 9 月，我就已撰文論述過這段經濟高增長與股市回報率飆升的時期。如果一定要將功績歸於克林頓，那麼其八年任內的核心推動政策包括：下調長期資本利得稅率、削減軍費開支、推行自由貿易協定、放鬆電力與電訊行業管制、福利制度改革以及支持健康維護組織(HMO)，後者通過與供應商談判獲取醫療服務折扣並管控參保人員的診療類型。

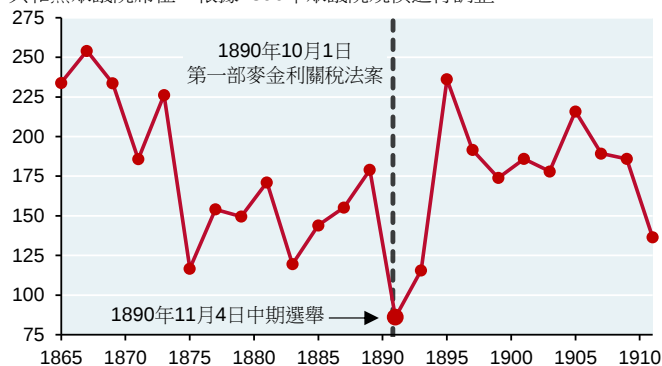
至於特朗普政策的影響，我仍預計今明兩年美國經濟將勉強避免衰退。聯儲局可能還會進行一兩次降息，從而提振房地產等對利率敏感的行業。然而，由於對消費者和企業徵收關稅、移民政策導致勞動力供應增長放緩的最終影響（每年淨移民人數從約 100 萬下降至 20 萬或更少）以及人工智能支出與有限電力供應之間的衝突，下半年經濟增長率可能會放緩至約 1%。

儘管諸位可能未必認同，但有一個值得欣慰的要點：我認為現政府並非不顧經濟增長影響而固執堅持關稅與移民政策。如果這些政策真的像一些人所猜測般對美國經濟產生負面影響，政策可能會迅速轉向：

- 麥金利總統的關稅將進口商品關稅稅率平均提高約 50%。這一系列舉措引發的通脹上升導致了政治災難：在 1890 年的中期選舉中，共和黨失去了在眾議院的多數席位，席位數從 171 個降至 88 個；而到了 1892 年的選舉後，所有政府部門都落入了民主黨的控制之中。民主黨隨後起草新法案，將實際關稅稅率削減三分之一
- 根據美國國土安全部的數據，在艾森豪威爾執政的 1954 年，全年驅逐人數達到 110 萬的峰值，該項數據包括有證勞工和無證勞工。僅僅兩年後，隨著對驅逐計劃的資助和支持逐漸消失，驅逐人數減少超過 90% 至僅 8 萬人

麥金利關稅後果：1890 年中期選舉

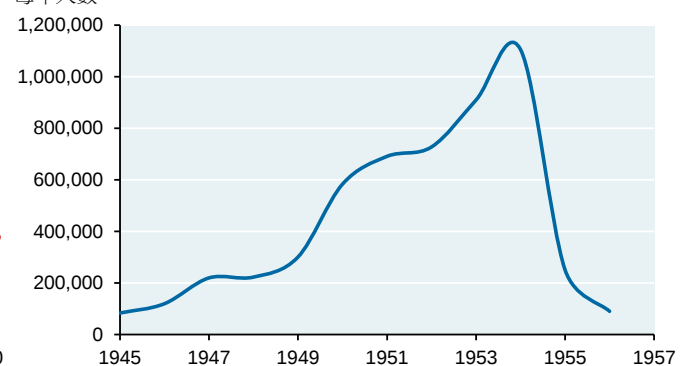
共和黨眾議院席位，根據 1890 年眾議院規模進行調整



資料來源：美國眾議院、摩根資產管理，2025 年 1 月

艾森豪威爾驅逐令

每年人數



資料來源：美國國土安全部、摩根資產管理，2025 年 1 月

關於移民問題的最後補充。根據雪城大學營運的 TRAC 數據庫統計¹¹，截至 2025 年 8 月 10 日，美國移民及海關執法局拘留中心關押的人員中有 70% 並無刑事定罪紀錄，並且其中許多有犯罪記錄者僅涉及輕微違法行為（包括交通違規）。以下是一些涉及移民與海關執法局的新聞報道，內容相當令人震驚：

<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)，摩根資產管理

請參閱關於黨派重劃選區、最高法院、人口普查與眾議院權力平衡的 3 頁附錄

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



附錄：最高法院、黨派在十年中期重劃選區、人口普查和眾議院權力平衡

簡短版本：民主黨掌控眾議院可能因十年中期黨派重劃選區、跨州人口遷移模式、以及最高法院對《投票權法案》的修訂而日趨艱難

德克薩斯州、佛羅里達州、密蘇里州及可能包括加利福尼亞州在內的黨派重劃選區

- 德州和佛州的官員試圖根據 2020 年人口普查中的錯誤來證明十年中期重劃選區的合理性。人口調查局自身、政府問責辦公室及國家科學院均確認存在重大統計失誤，且新冠疫情及相關封鎖措施也導致異常人口流動。但政治現實表明，選區重劃顯然出於黨派動機
- 美國憲法與聯邦法律均未禁止十年中期重劃選區。但是：加利福尼亞州和其他州憲法明令禁止此舉，部分州還將選區劃分權賦予獨立委員會。因此，加州立法機構未直接採用新國會選區地圖，而是通過公眾倡議程序啟動修憲，試圖推翻州獨立委員會職權，在未來數年強制實施新國會地圖。選民將在 11 月批准／否決這項憲法修正案和新選區地圖
- 最高法院裁定，憲法不包含可司法強制執行的禁止黨派選區劃分的規定，但一些州憲法卻包含這樣的規定（佛羅里達州）。如果佛州法院認定新選區地圖違反該限制，可推翻重劃方案並恢復原有選區
- 德克薩斯州則無此類障礙：德克薩斯州立法機構有權繪製國會選區地圖，既無州憲法條款也無法規禁止十年中期重劃，目前對該州政治性不公正劃分選區行為亦無公認禁令。特朗普呼籲密蘇里州和印第安納州加入德克薩斯州陣營
- 大多數由民主黨控制的州已經實現國會代表團完全民主黨化（如馬薩諸塞州），或基於共和黨選民基數及其地理分布，理論上已使共和黨席位達到最小化（如華盛頓州）。其他州雖面臨州憲法對重劃選區的限制（如科羅拉多州），但可能效仿加利福尼亞州試圖規避限制。紐約州立法機構已啟動程序，但不同於加利福尼亞州的是，該州修憲案必須獲得連續兩屆立法會議批准
- 下表列出九個州的情況，這些州擁有兩個以上可重新劃分選區的反對黨眾議院席位，並且由單一政黨掌控州長職位以及州議會的兩院（「三權控制」）。伊利諾伊州和佐治亞州是名單上僅有的兩個與德克薩斯州具有同等立法自由操作空間的州。註：我們要求 ChatGPT 生成此類州名單時，獲得的結果存在錯誤

十年中期，在擁有超過2個反對黨席位的三連勝州，國會重新劃分選區的規定

	眾議院 席位	共和黨(R) / 民主黨(D) 分裂	州憲法是否明確禁 止政治選區劃分？	州政府是否將重新劃分選 區的權力賦予立法機構或 州委員會？	州憲法的修改是否需要兩 次單獨的立法會議？	州憲法是否只允許在聯 邦人口普查之後重新劃 分國會選區？	普林斯頓大 學傑利曼德 評分
民主黨三連勝州							
加利福尼亞	52	9R / 43D	會	非政治家委員會	不會	會	B
科羅拉多州	8	4R / 4D	會	非政治家委員會	不會	會	A
伊利諾伊州	17	3R / 14D	不會	立法機關，可否決	不會 每院3／ 5票或兩屆會議的簡單 多數票	不會	F
新澤西州	12	3R / 9D	不會	政治家委員會		會	A
紐約州	26	7R / 19D	會	委員會+立法機構	會	會	A
共和黨三連勝州							
佛羅里達州	28	20R / 8D	會	立法機關，可否決	不會	不會	F
喬治亞州	14	9R / 5D	不會	立法機關，可否決	不會	不會	F
俄亥俄州	15	10R / 5D	會	立法機關，可否決	不會	是的，但2016年有一個要求	F
德克薩斯州	38	25R / 13D	不會	立法機關，可否決	不會	不會	F

資料來源：Ballotpedia、美國州立立法機構全國會議、各州之書、賓夕法尼亞大學、摩根資產管理，2025年。三連勝州：同一政黨控制州長席位和兩個州立法機構。普林斯頓選區劃分指數等級由一種算法生成，該算法衡量新選區劃分中的黨派偏見、競爭力和地理操縱



表中部分反對黨國會選區的存在，是因各州為遵守《投票權法案》而創設……但最高法院正在審理的一起案件可能改變規則。

少數族裔佔多數的選區與《投票權法案》

最高法院近期下令對涉及《投票權法案》第 2 條的合併案件路易斯安那州訴卡萊斯案和羅賓遜訴卡萊斯案進行非常罕見的再次辯論。案件爭議焦點表明，最高法院可能限制甚至否決第 2 條款的效力。最高法院要求雙方提交訴狀，說明路易斯安那州根據《投票權法案》第 2 條的法院命令設立第二個少數族裔佔多數的國會選區是否違反了第十四或第十五修正案。第 2 條要求在某些情況下為國會和州／地方立法機構設立「少數族裔佔多數的」選區。如果第 2 條受限制或廢除，可能會導致民主黨長期佔據的席位被取消，特別是少數族裔議員佔據的席位。

- 少數族裔佔多數的選區是指國會或州／地方選區中，大多數人口屬於種族或少數族群體的選區
- 《投票權法案》第 2 條主要適用於單一種族群體佔多數的選區。此類選區數量因數據來源不同存有差異（約 44 至 60 個），並且國會選區種族構成每年可能變化。目前各巡迴法院對第 2 條是否適用於「聯盟」選區（即多個通常支持相同候選人的少數族裔群體聯合形成多數的選區）仍存在分歧
- 雖無確切數據表明多少少數族裔佔多數的選區是為遵守《投票權法案》第 2 條而設立，但約有 12 個選區明顯基於第 2 條法院命令劃分。其中 11 個席位目前由民主黨佔據，第 12 個席位雖處於訴訟中但大概率亦將由民主黨贏得。若最高法院宣布第 2 條無效或大幅限制其效力，這些席位將面臨最高風險，因為各州將不再有維持這些席位的聯邦法律義務。**根據最高法院的裁決結果，各州可能甚至無法依據憲法保留為遵守《投票權法案》而採用的少數族裔佔多數的選區劃分，屆時新的法律程序可能迫使各州重新繪製國會選區地圖，這將推翻州層面禁止在十年人口普查之外進行選區重劃的所有法律**
- 約 25 個少數族裔佔多數的選區位於共和黨同時掌控州議會兩院和州長辦公室的州。這 25 個席位中，共有 19 個由民主黨眾議員佔據
- 在某些情況下，佔主導地位的政黨會利用第 2 條進行黨派劃分（即將反對黨的少數族裔選民「打包」到一個選區，以鞏固鄰近選區的據點），因此，我認為並非所有第 2 條相關選區都會成為廢除目標

再審的時間安排與背景

- 口頭辯論將於 10 月 15 日舉行，最高法院最遲於次年 6 月作出裁決，這意味著該案件將在 2026 年中期選舉前塵埃落定
- 最高法院裁決結果難以預測。幾年前，在艾倫訴米利根案中，最高法院維持了對第 2 條的傳統處理方式；目前最高法院人員構成未發生變動，可能延續既往立場。在艾倫案中，有四位共和黨大法官持異議，而且在之前的一些意見中，一些大法官表示有興趣重新審視第 2 條，並對其合憲性提出質疑
- **最高法院下令再次辯論案件的情況極為罕見。**通常這種情況僅在新大法官就任初期才會發生，尤其當其他大法官意見嚴重分歧時。除此之外，無論爭議多大，高級法院通常會在案件辯論期限內完成裁決。本世紀高級法院在未任命新大法官的情況下命令再次辯論的唯數不多的案例之一是「聯合公民訴聯邦選舉委員會案」。高級法院要求雙方就是否應推翻兩項先前維護禁止企業就聯邦選舉進行獨立支出的聯邦法律的判例提交訴狀。經再次辯論，高級法院發表了一項全面意見，推翻了這些先例，並宣布《聯邦競選法》中的相關條款無效

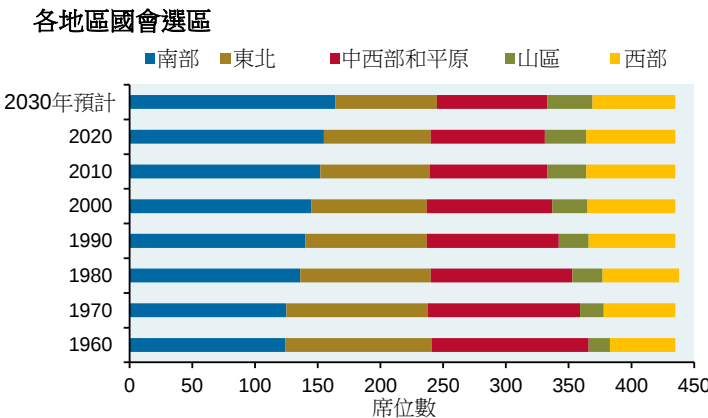


相關問題：2030 年人口普查

無論十年中期選區重劃結果與最高法院對《投票權法案》的裁決如何，2030 年人口普查都可能使民主黨處境更加艱難。布倫南中心估計，州際移民趨勢可能導致民主黨州失去眾議院席位（加利福尼亞州-4 席、紐約州-3 席、伊利諾伊州-1 席、俄勒岡州-1 席、明尼蘇達州-1 席、羅德島州-1 席），而共和黨州增加席位（德克薩斯州+4 席、佛羅里達州+4 席、亞利桑那州+1 席、猶他州+1 席、愛達荷州+1 席）。從 2032 年開始，國會選區重新劃分不僅會影響眾議院的控制權，還會影響選舉人團的控制權。下表顯示增長最快的州，圖表則顯示每次人口普查後各區域國會選區分布。2023 年至 2024 年間，加利福尼亞州、紐約州和伊利諾伊州仍為國內淨遷移人口流失最嚴重的地區。

人口增長最快的州 2020-2030年東部標準時間，累計百分比變化		
猶他州		13.1%
愛達荷州		12.4%
得克薩斯州		11.4%
北達科他州		11.3%
內華達州		10.7%
科羅拉多州		10.6%
華盛頓州		10.5%
佛羅里達州		10.5%
亞利桑那州		8.6%
南卡羅來納州		7.7%

資料來源：弗吉尼亞大學庫珀中心



資料來源：布倫南中心。根據2022年7月1日至2024年7月1日人口增長趨勢分析，對2030年人口普查後的席位進行估計

布倫南中心採用 2022-2024 年人口遷移趨勢進行席位重新分配預測。由於財產保險危機、四級和五級颶風的定期登陸、房價和房產稅的飆升、濕地面積的持續減少、交通擁堵加劇以及水電費上漲，佛羅里達州的一些趨勢可能正在發生變化。雖然奧卡拉和傑克遜維爾仍位列 PODS.COM 2025 年人口遷入最多城市榜單，奧蘭多已於 2025 年跌出該榜單，坦帕則首次出現在人口遷出最多城市名單中。

遷入最多的城市

城市	州	2025排名	2024排名
默特爾比奇	NC	1	1
奧卡拉	FL	2	2
羅利	NC	3	6
格林維爾-斯帕坦堡	SC	4	4
達拉斯-沃斯堡	TX	5	未排名
夏洛特	NC	6	5
博伊西	ID	7	11
諾克斯維爾	TN	8	8
納什維爾	TN	9	13
傑克遜維爾	FL	10	9
查塔努加	TN	11	未排名
亨茨維爾	AL	12	16
波特蘭	ME	13	12
約翰遜城	TN	14	15
斯波坎	WA	15	未排名
亞特蘭大	GA	16	14
格林斯伯勒	NC	17	20
阿什維爾	NC	18	10
聖安東尼奧	TX	19	未排名
多佛	DE	20	17

資料來源：2025年PODS搬家趨勢報告

大部分遷出城市

城市	州	2025排名	2024排名
洛杉磯	CA	1	1
三藩市區域	CA	2	2
南佛羅里達／邁阿密地區	FL	3	3
長島	NY	4	4
聖地亞哥	CA	5	8
新澤西中部地區	NJ	6	6
芝加哥	IL	7	7
波士頓	MA	8	13
哈德遜河谷	NY	9	10
丹佛	CO	10	12
聖巴巴拉	CA	11	11
西雅圖	WA	12	未排名
斯托克頓-莫德斯托	CA	13	9
華盛頓	DC	14	未排名
哈特福德	CT	15	15
坦帕灣	FL	16	未排名
弗雷斯特諾	CA	17	7
奧斯汀	TX	18	5
貝克斯菲爾德	CA	19	18
費城	PA	20	未排名

資料來源：2025年PODS搬家趨勢報告



重要資訊

本文件僅供參考用途。本文件表達的觀點、意見及預測，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與摩根大通的其他領域所表達的觀點、意見及預測不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。

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

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出陳述或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面）。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

就摩根大通資產管理客戶而言：

摩根資產管理是摩根大通及其環球聯屬公司旗下資產管理業務的品牌。

在適用法律允許的範圍內，我們可對通話進行錄音及監控電子通訊，以履行我們的法律和監管義務以及遵守內部政策。摩根資產管理將根據我們的隱私政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、存儲及處理個人資料。

投資資源

僅用於美國：如果您是殘障人士，在查看資料時需要額外的支持，請撥打 1-800-343-1113 尋求幫助。

本通訊由以下實體發布：在美國為均受美國證券交易委員會監管的 J.P. Morgan Investment Management Inc. 或 J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲為當地摩根大通實體（視情況而定），僅供指定接收者使用；在加拿大為 JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，僅供機構客戶使用，其為所有加拿大省份及地區（育空地區除外）的註冊投資組合經理及豁免市場交易商，並在不列顛哥倫比亞省、安大略省、魁北克省及紐芬蘭與拉布拉多省註冊為投資基金經理。在英國由受金融服務局監管的摩根資產管理（英國）有限公司發布，該公司由英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄區，由摩根資產管理（歐洲）有限公司發布。在亞太地區（「亞太」），由以下發行實體在其主要受監管的各自司法管轄區發布：摩根資產管理（亞太）有限公司或摩根基金（亞洲）有限公司或摩根資產管理實物資產（亞洲）有限公司均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理（新加坡）有限公司（股份有限公司註冊號 197601586K），本廣告或刊物未經新加坡金融管理局審核；摩根資產管理（台灣）有限公司；摩根資產管理（日本）有限公司，是日本投資信託協會、日本投資顧問協會、第二類金融工具公司協會和日本證券交易所協會的成員，受金融廳監管（註冊號「關東地方金融局（金融工具公司）No.330」）；在澳大利亞，由摩根資產管理（澳大利亞）有限公司（ABN 55143832080）（AFSL 376919）僅向 2001 年（聯邦）公司法第 761A 和 761G 條定義的批發客戶提供服務。在亞太地區內其餘市場，本通訊僅提供予所指定接收者。

面向摩根大通私人銀行客戶：

投資資源

摩根大通致力於提供易於獲取的產品和服務，滿足所有客戶的金融服務需求。如有任何訪問問題，請直接聯繫私人銀行客戶服務中心，電話：1-866-265-1727。

法律實體、品牌及監管資訊

投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）**及其關聯公司（統稱“JPMCB”）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券（J.P. Morgan Securities LLC）**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。摩根大通銀行和摩根大通證券均為受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的關聯公司。

在**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司（J.P. Morgan SE）**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱為「BaFin」）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（Deutsche Bundesbank）和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會（CSSF）監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司 Sucursal en España（馬德里分行）**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會（Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」）監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，簡稱為「CONSOB」）監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 8076，其米蘭商會註冊編號為 REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行（DNB）和荷蘭金融市場監管局（AFM）監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為 72610220。在**丹麥**，本文件由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行**（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）同時須受丹麥金融監管局（Finanstilsynet）監管，並



於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為 29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局（Finansinspektionen）監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在比利時，本文件由**摩根大通有限責任公司——布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行（NBB）及比利時金融服務及市場管理局（FSMA）監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 0715.622.844。在希臘，本文件由**摩根大通有限責任公司——雅典分行**分派，其註冊辦事處位於 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 124。雅典商會註冊號為 158683760001；增值稅註冊號為 99676577。在法國，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管，註冊編號為 842 422 972，摩根大通有限責任公司巴黎分行亦受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法國金融市場管理局(Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 監管。在瑞士，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其註冊辦事處位於 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局（FINMA）授權並受其監管。在香港，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在新加坡，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。關於**拉美**國家，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。

在**澳大利亞**，由摩根大通銀行（ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367）和摩根大通證券(ARBN 109293610) 發行。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附屬公司和聯屬公司。「摩根大通私人銀行」是摩根大通從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經摩根大通的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通團隊聯絡。

© 2025 年。摩根大通。版權所有。