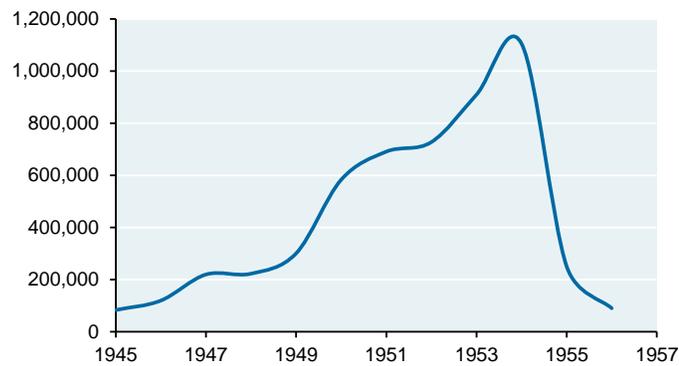


「亂世忠魂」：追蹤特朗普的經濟、市場和憲法里程碑

無論您對美國的改革風暴感到欣喜還是沮喪，請記住：對美國政局而言，兩年可謂是很漫長的一段時間。舉兩個例子：艾森豪威爾驅逐令和麥金萊關稅。1954年，艾森豪威爾的驅逐潮涉及 110 萬人，但不到 18 個月，該計劃的資金和政治支持就無以為繼；1956年，驅逐人數下降 90%以上，僅為 9 萬人。而在 1890 年代，儘管麥金萊關稅政策在當時廣受青睞（他本人作為眾議院籌款委員會主席，大力提倡這一政策），但卻幾乎立刻導致通脹飆升，隨後共和黨在 1890 年中期選舉中失去了 100 個席位。共和黨在 1890 年的這次失利是自南北戰爭以來眾議院歷史上第三大失利。

艾森豪威爾驅逐令

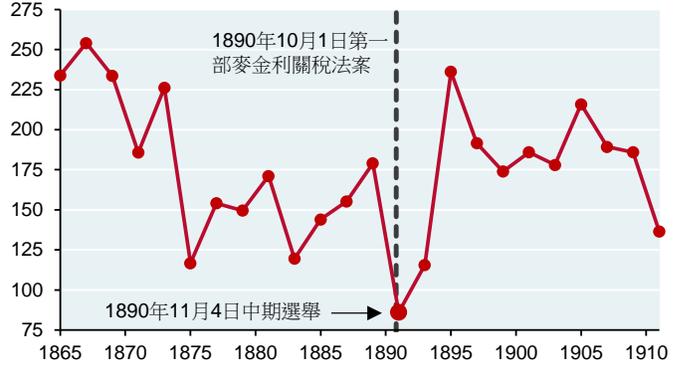
每年人數



資料來源：美國國土安全部、摩根資產管理，2025年1月

麥金萊關稅後果：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

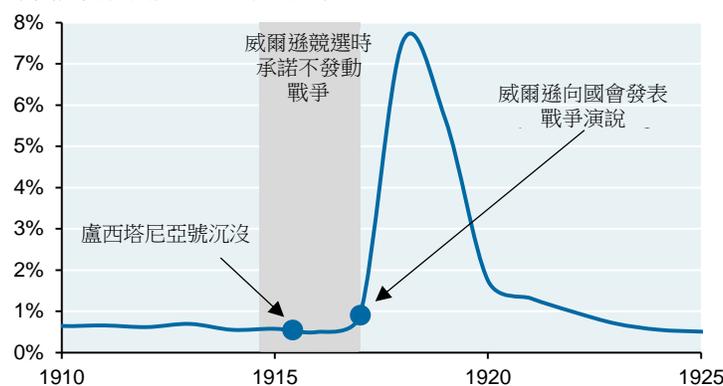


資料來源：美國眾議院、摩根資產管理，2025年1月

再舉兩個例子：伍德羅·威爾遜在競選第二任期時打出了「他讓我們遠離戰爭」的口號（指歐洲第一次世界大戰的爆發），即使在 1915 年德國擊沉盧西塔尼亞號導致 128 名美國人喪生之後也是堅持遠離戰爭。但在 1916 年總統選舉後不到六個月，威爾遜的態度突然發生 180 度大轉彎的變化，向國會宣讀了參戰演說。1910 年，在競選時承諾“聽好了，不加稅”，不到兩年之後，喬治·赫伯特·沃克·布殊在經濟衰退和預算赤字不斷增加的情況下，他確實同意提高稅收。

威爾遜參加第一次世界大戰

軍費開支佔國內生產總值的比例



資料來源：OWID、摩根資產管理，2025年2月

1990 年喬治·赫伯特·沃克·布殊增稅

- 最高邊際稅率從 28% 升至 31%
- 個人替代性最低稅從 21% 升至 24%
- 對根據調整後總收入分項扣除的新限制
- 醫療保險稅應稅工資上限從 5.3 萬美元提高至 12.5 萬美元
- 失業保險附加稅為 0.2%
- 對汽車、船舶、飛機、皮草、酒精和香煙徵收新消費稅

資料來源：1990 年綜合預算協調法案

《放眼市場 2025年展望》

我在上周的投資者會議上使用下圖說明第二屆特朗普政府的政策組合。通常情況下，經濟不確定性對行政總裁和投資者們而言來說並非好事，但我更傾向關注實際數據，而不是過於糾結理論上所認為的關稅、驅逐出境、放寬管制、減稅、政府機構重組等可能導致的後果。當某些政策舉措的形勢和環境可能超過其經濟影響時，尤其如此。為了在討論新政府時保持一定的規範，我們編製了一份三頁的追蹤表，以實時評估（在可能的情況下）特朗普政策對美國經濟和金融市場的影響。

在特朗普追蹤表之後，我在第6頁添加了一個部分，評估特朗普政策面臨的憲法和成文法挑戰。即便只是簡要的圖表，也好過一無所有。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理

特朗普 2.0 政策借鑒了一些您可能認識的前人的經驗：



卡爾文·柯立芝 (1923-1929年)
小政府、親商政策



詹姆斯·波爾克 (1845-1849年)
西半球的天定命運



安德魯·傑克遜 (1829-1837年)
新政治秩序，深層政府鬥爭



伍德羅·威爾遜 (1913-1921年)
戰前孤立主義



理查德·尼克遜 (1969-1974年)
敵人名單、世仇和能源獨立夢想



德懷特·艾森豪威爾 (1953-1961年)
降低企業稅和驅逐政策

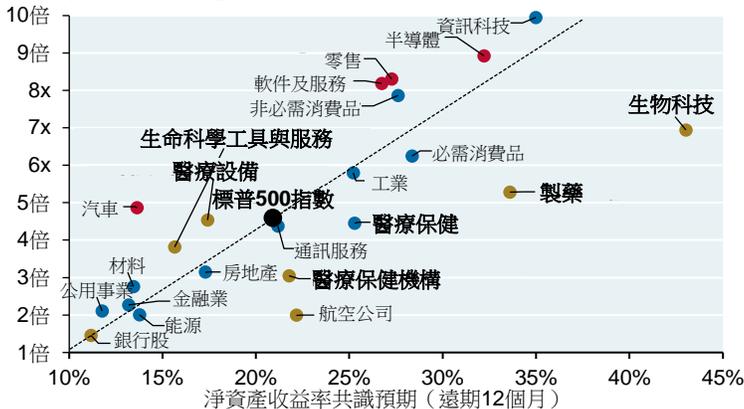


威廉·麥金利 (1897-1901年)
關稅和保護主義

接下來在三月：我們將發表第 15 期《放眼市場》年度能源報告，隨後是一篇關於醫療保健投資的文章。如下所示，生物科技-製藥-醫療保健提供商的股價相對於其預計的股本回報率而言較低。

標普500指數估值與淨資產收益率

市淨率共識預期 (遠期12個月)



資料來源：Factset、摩根資產管理，2025年2月12日

《放眼市場 2025年展望》

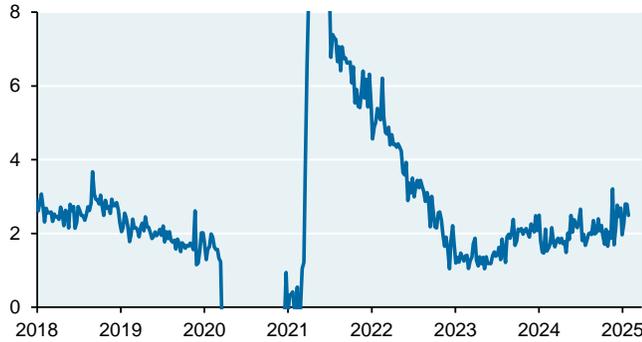
特朗普追蹤表：增長、資本支出、消費者信心、盈利預期、能源生產、通脹、工資、進口價格、移民、監管和並購活動

如果特朗普 2.0 政策對經濟和企業部門產生明顯影響，其影響將在追蹤表中顯現。目前多數增長指標呈積極態勢或從低迷水平回升，但通脹走強限制了聯儲局進一步放寬政策的空間。我們將在網上發布此追蹤表並在以後的文章中提供其連結。

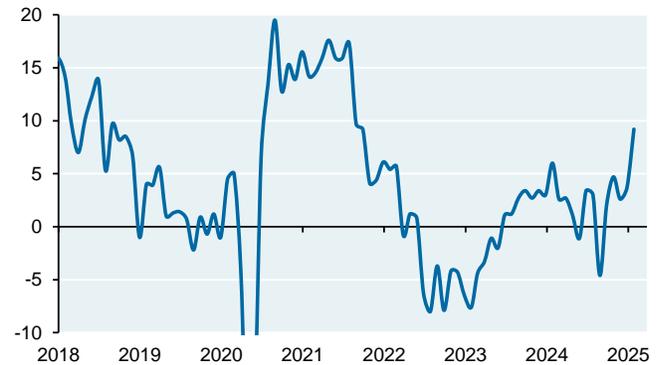
增長、資本支出和消費者指標

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、燃料銷售和電力公用事業產出等10個系列組成）

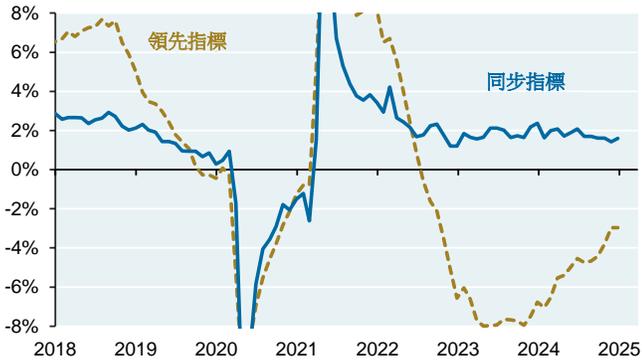


美國供應管理協會新訂單減少庫存指數

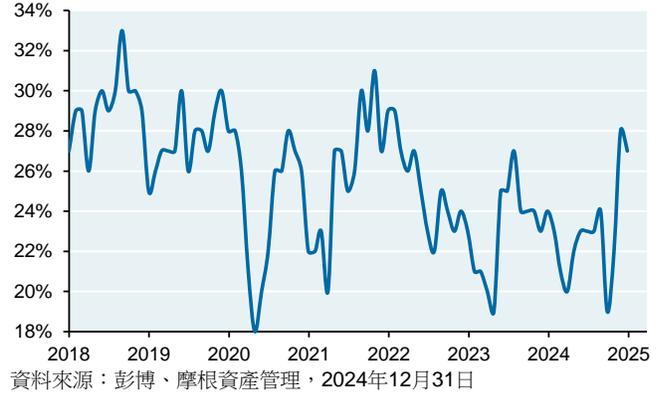


美國經濟諮商局同步和領先經濟指標

同比增長百分比



小企業資本支出計劃，全美獨立企業聯盟調查問卷者計劃在未來3-6個月內進行資本支出的佔比，經季度調整

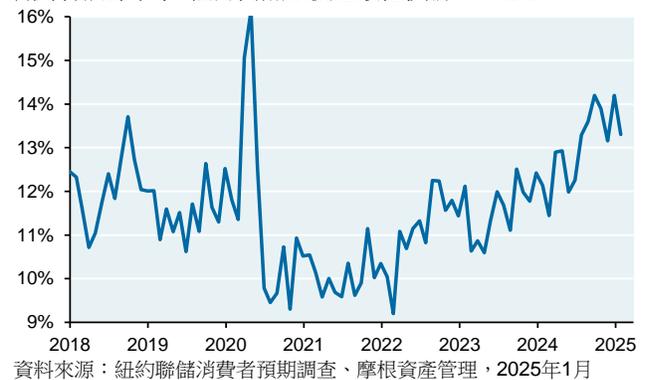


長灘貨櫃船和卡車利用率

每月貨櫃數量（千個）



消費者預計未來3個月內無法償還最低債務，可能性



消費者價格和工資通脹

核心消費物價指數和個人消費支出通脹

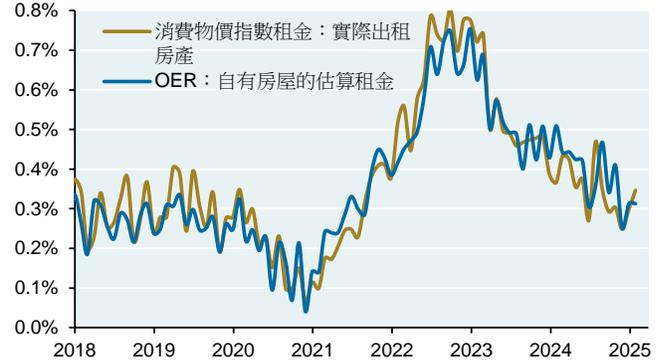
按年變化%



資料來源：美國勞工統計局、美國經濟分析局，2025年1月31日

消費物價指數住宅通脹指標

百分比，月環比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年1月31日

主要核心商品生產物價指數成分

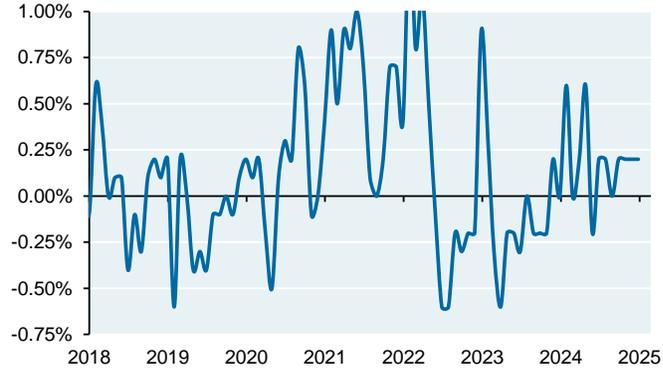
百分比，月環比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月31日

美國商品進口價格指數（剔除石油）

百分比，月環比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月31日

工資通脹指標

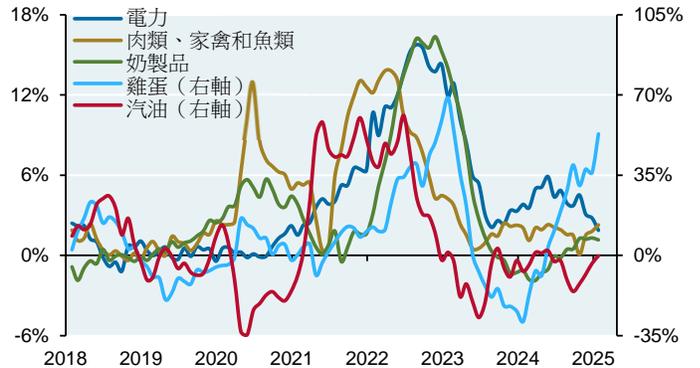
同比增長百分比



資料來源：美國勞工統計局、亞特蘭大聯儲、彭博、摩根資產管理，2024年12月31日

能源和食品通脹

按年變化%

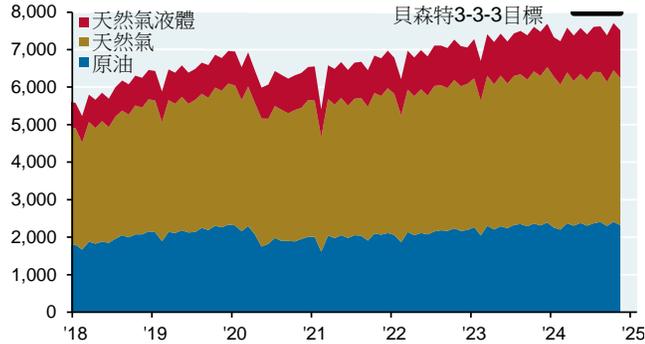


資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年1月31日

《放眼市場 2025年展望》

石油和天然氣、企業調查、盈利預期、並購活動、移民／驅逐出境和監管

美國原油、天然氣和液化天然氣的生產，
每月萬億英熱單位



資料來源：美國能源信息署、摩根資產管理，2024年11月

小型企業銷售和利潤調查
NFIB情緒調查受訪者的淨百分比



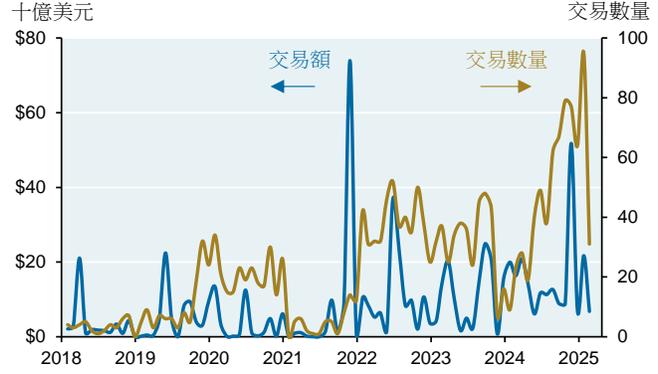
資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月

標普500指數2025年每股收益共識預測與2024年相比



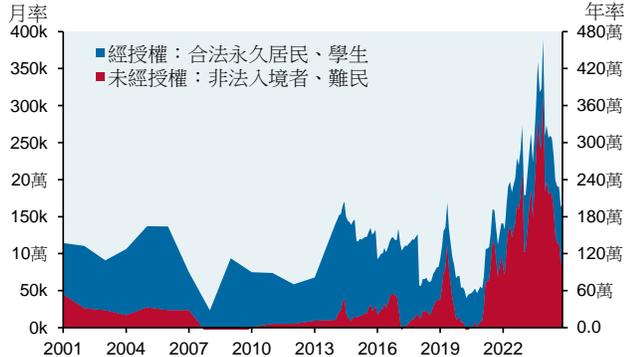
資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年2月11日

美國每月擬議併購和投資交易活動



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年2月

淨移民



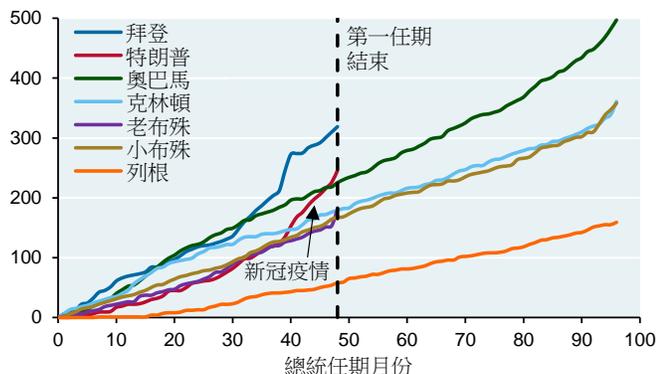
資料來源：國土安全部、國會預算辦公室、高盛、摩根資產管理，2024年11月

驅逐出境：行政遣返+驅逐出境



資料來源：國土安全部、摩根資產管理，2024年11月

具有經濟意義的規則的累計數量



資料來源：喬治華盛頓大學監管研究中心，2025年2月

經濟重要性規則

- 我們將隨時更新此圖表
- 根據《聯邦公報》，具經濟重要性規則定義為每年至少產生2億美元影響的規則
- 特朗普原本有望與克林頓和兩位布殊總統的監管足跡相當，直到新冠疫情爆發，此後，美國衛生與公眾服務部規則激增，導致特朗普的監管數量急劇上升

行政權力的界限：評估特朗普政策引發的法律和憲法問題

我希望為我們的客戶提供一個框架，便於思考特朗普 2.0 各項政策的合法性，重點關注最有可能直接或間接影響市場和美國經濟的政策。雖然這聽起來像是一個二元「是/否」分類練習，但事實並非如此。

讓我們從一些重要的提醒事項說起：

- 新聞報道可能會遺漏關鍵細節，或無法充分解釋某一舉措是如何實施的。在某些情況下，支持某項舉措有效性的關鍵法律依據，例如根據聯邦法律授予的權力，尚未公開。特朗普的許多行政命令並未明確解決問題，而是要求相關機構或委員會研究問題並提出建議。因此，這只是初步的評估結果，可能會隨著更多細節的公布而發生變化
- 本節重點關注可能面臨的憲法挑戰、對總統法定權力的挑戰以及典型的行政法挑戰。即使某項舉措在大多數情況下符合憲法，也可能因執行方式而被推翻。一些最初由總統所提出的決策，最終可能必須由各機構根據《行政程序法》來做出
- 大約一半的上訴法院（包括具有強勢地位的哥倫比亞特區聯邦巡迴上訴法院）由民主黨佔多數。因此，在某些情況下特朗普可能會在下級法院敗訴，但上級法院可能會做出對特朗普有利的裁決。**截止目前，法官已暫時中止：**
 - 對聯邦支出的全面凍結
 - 鼓勵聯邦僱員辭職的計劃[註：由於原告缺乏法律依據，該限制令已被解除；請參閱註腳 3]
 - 財政部向部門外部人員披露支付系統細節的行為
 - 出生公民權法令
 - 強令 2,000 多名美國國際開發署工作人員休假的計劃
 - 美國國立衛生研究院間接研究經費成本削減至 15% 上限的規定¹
 - 特別檢察官辦公室負責人的解僱一名地區法官還下達了一項臨時限制令，要求美國疾病控制與預防中心和食品和藥物管理局恢復根據特朗普的命令在過渡期結束後被刪除的某些醫療保健相關網頁
- 最高法院的主要職能是解決各巡迴法院之間的爭議，而不僅僅是糾正錯誤，同時也審查具有廣泛全國意義的事項。即使特朗普要求重審，最高法院也可能不會重審其持異議的每一項針對特朗普的下級法院裁決。然而，總統的許多行動可能具有足夠的全國性意義，值得最高法院干預

後續部分將特朗普的行動分為五類：

A 類：合法或很可能合法

B 類：更容易受到實質性司法挑戰

C 類：針對紐約州的訴訟和「政府間豁免」原則

D 類：與政府效率部相關的合憲性及其他法律問題

E 類：與消費者金融保護局相關的合憲性及其他法律問題

¹Ad Verum Partners 的分析表明，大多數大型大學和醫院系統的間接成本相當於其直接成本的 60%-70%。特朗普政府已對這些間接成本設定了 15% 的上限，自 2 月 10 日起生效

A 類：合法或很可能合法

這些行動很可能是合法的，因為它們屬於：(i)總統固有憲法權力的普遍接受範疇，或(ii)國會賦予總統的廣泛自由裁量權。

- 廢除拜登的行政命令
- 對外國進口產品徵收更高的關稅，儘管總統在此背景下使用《國際緊急經濟權力法》可能會受到審查
- 解僱目前不受聯邦公務員制度保護的聯邦僱員
- 允許各州使用聯邦教育區塊撥款開展公立學校擇校計劃
- 重組或撤銷並非由聯邦法規設立的、且無其他法律要求其獨立存在的機構
- 廢除聯邦機構中的多元、平等、包容(DEI)辦公室、培訓和項目；撤銷要求聯邦承包商採取平權行動的行政命令
- 按照標準法定程序對非法移民實施激進的驅逐舉措（儘管特定的策略和計劃幾乎肯定會受到挑戰，並且根據執行情況，一些驅逐措施可能會被推翻）
- 暫停接收難民，並暫時禁止基於國家安全角度被認為篩查程序不充分的相關國家／地區的外國國民入境
- 將外國販毒集團認定為外國恐怖組織，因為傳統上外交事務由行政部門所主導
- 暫停實施政府項目（如可再生能源補貼）以制定新的優先事項，只要資金使用不超出相關國會撥款的大致範圍
- 退出世衛組織等組織，特別是在無國會立法的情況下
- 任命一名人口普查局局長，為 2030 年的人口普查設計統計人口和公民的表格²
- 迄今為止就消費者金融保護局暫停令採取的行動（參見 E 類）

老實說，雖然我們將這些行動歸類為「合法或很可能合法」，但許多行動無論如何都會受法庭質疑。

值得注意的是：由於根據有時措辭含糊的法律將權力廣泛地委託給行政部門，總統一直擁有一系列可用的工具，其中許多工具都曾被兩黨前任總統在有限的範圍內或出於個別目的使用。除非政府無視針對其司法裁決，否則上述工具的迅速、同時和史無前例的集體部署並不構成先驗的憲法危機。

² 如果國會或州立法區的劃分基於公民身份而非總人口，聯邦和州層面的多個選區的構成和存在可能會發生變化，總體上可能會增加共和黨代表和立法者的數量。雖然根據憲法，眾議院 435 名眾議員席位的分配必須基於各州人口，但司法先例似乎賦予各州在劃定州內選區時一定的靈活性。因此，舉個例子：雖然總人口將用於為賓夕法尼亞州分配 17 名眾議員，但該州可使用公民人數（而非人口）來確定這 17 個選區的形狀。關注公民而非總人口可能會導致這 17 個席位中的更多席位分配給傾向於共和黨的郊區和農村地區

B類：更容易受到實質性司法挑戰

這些行動可能會受到具有法律地位的人士的法定或憲法挑戰³，而最終可能需要法院來裁決。在某些情況下，特朗普政府可能會請求最高法院澄清或推翻現有的先例，並對憲法做出替代解釋。其中可能包括：

- 指示聯邦機構拒絕承認無證移民（以及持工作／學生簽證合法居留的人員）在美國出生的子女，根據《第十四修正案》享有的出生公民權
- 根據《憲法》第四條，以來自墨西哥的大量非法移民構成入侵為由，採取緊急行動防止非法移民留在美國
- 指定一類新的聯邦僱員，他們將不再享有傳統公務員制度的保護，遠超出兩黨根據 1978 年《公務員改革法》所適用的現有豁免範圍
- 拒絕動用撥款或將其挪作其他未經授權的用途
- 單方面罷免美國國家勞動關係委員會／聯邦貿易委員會／化學安全與危險調查委員會等獨立機構的委員，而根據法律規定，這些委員不能出於政治原因被隨意立即罷免。根據代理副檢察長剛剛向國會提交的通知，現在很明顯，政府打算對獨立機構保護措施所依據的典型案列——1935年的漢弗萊斯訴執行人案，提出質疑
- 取消依法設立的聯邦機構（教育部、美國聯邦緊急措施署）
- 對城市申請某些聯邦資金設置經濟強制性條款和條件（例如，除非終止庇護城市政策，否則將剝奪高速公路資金）……
- ……或其企圖他迫使州／地方執法機構積極參與聯邦移民法執行
- 廢除美國國際開發署。儘管美國國際開發署在 1961 年根據行政命令成立，但克林頓時代的一項法規禁止總統單方面將其廢除⁴。儘管如此，只要政府通知國會，總統對美國國際開發署資金的使用擁有廣泛的自由裁量權。如前所述，魯比奧暫停美國國際開發署 96%員工的舉動受到質疑，被視為有效廢除該機構

C類：美國針對紐約州的訴訟和「政府間豁免」原則

- 特朗普政府以紐約州禁止州政府官員與聯邦移民官員共享車管局紀錄為由，對紐約州提起訴訟。特朗普政府辯稱，聯邦法律明確規定，州政府不能禁止其官員與聯邦當局共享有關公民身份或移民身份的訊息
- 「政府間豁免」原則是憲法中一個相對晦澀的內容。自 2000 年以來，最高法院似乎只受理過一起相關案件。1980 年代末曾發生過一些此類事件，其中大多數似乎涉及稅收。這是特朗普針對非法移民和民主黨州的一次意外攻擊

³ 為了對特朗普的某項行動提起憲法挑戰，原告必須確立**法律地位**。為此，原告必須證明該行動造成了具體、特殊的傷害（或這種傷害即將發生），並且有利的法院判決將糾正該傷害。法院不會考慮原告出於純粹意識形態原因反對特朗普行動的案件；也不會考慮「普遍的不滿」，即涉嫌違反憲法或法律的行動，這些行動同樣影響所有公眾，並且不會以特定的方式傷害原告。

一個反覆出現的爭議涉及「組織地位」；一些公共利益團體認為特朗普的行動影響了他們的財政資源分配。去年，法院的保守派多數縮小了組織訴訟資格的範圍，強調原告通常不能根據其內部資源分配決策自行向聯邦法院提起訴訟。近年來，一些州推行了對州地位的假想理論；有些理論被最高法院接受，有些則被拒絕。

⁴ 《特朗普政府領導下的美國國際開發署》，國會研究服務處，2025年2月3日

D 類：與政府效率部相關的合憲性及其他法律問題

- 政府效率部成立的目的是為大規模政府改革提供建議，其中包括「機構負責人應採取一切必要措施……確保政府效率部能夠全面、及時地訪問所有非機密機構記錄、軟件系統和資訊科技系統」
- 設立政府效率部的行政命令指出，該機構純粹是諮詢性的，每個機構的四人政府效率部聯絡團隊均由機構人員組成。歷屆總統都經常向私營部門尋求有關政府事務的建議，其中包括安德魯·傑克遜的「廚房內閣」及羅斯福的「智囊團」，至少在他們開始諮詢服務的時候，幾乎所有人都未擔任公職
- 埃隆·馬斯克被指定為「特殊政府僱員」，即不受傳統公務員制度約束的聯邦僱員。因此，他可在連續 365 天的期間內「全職或間歇性地提供臨時工作」，最長不超過 130 天。如果他繼續只在周中全職工作，他可工作到七月底左右開始休假。此外，還存在利益衝突限制，使他無法以不同於公眾的方式處理對他或他的公司有直接影響的事務，儘管有些情況可能獲得豁免
- 特朗普最新的行政命令⁵指示各機構負責人準備進行大規模裁員，並首先解僱承擔非法規規定職能的人員（執法、軍事、移民和公共安全相關機構除外）。除非該機構的政府效率部團隊負責人決定填補該職位，或機構負責人否決該決定，否則機構不能填補空缺。這增加了政府效率部人員的權力，但機構負責人仍保留最終權力
- 聯邦法律通常將行政休假限制為每年 10 天；任何更廣泛、利用更長期的行政休假的戰略都可能不符合現行法律
- 政府向聯邦僱員提出的買斷提議引發了法律問題，因為買斷提議將帶來行政休假的長短問題，而且此類財政承諾通常不能在無法定授權的情況下做出，可能違反撥款條款和《反超支法》

E 類：與消費者金融保護局相關的合憲性及其他法律問題

- 簡而言之：據報道，消費者金融保護局擁有足夠資金（約 7 億美元）維持下一季度的營運，並且消費者金融保護局代理局長的暫停令不包括該機構依法必須履行的職能。到目前為止，我會將與消費者金融保護局相關的行動歸類為[A]類，但這種情況可能會在未來發生變化
- 詳細資訊：法律要求消費者金融保護局必須存在，儘管最近最高法院的一個案件允許總統出於政治原因罷免其局長（塞拉律師事務所訴消費者金融保護局案，2020 年）。消費者金融保護局的資金由聯儲局按照其指示提供，如果聯儲局轉移的資金不足，則由國會撥款。消費者金融保護局局長通常有權決定該機構如何履行職責和行使檢察自由裁量權；還可以決定優先處理哪些問題，並在一定範圍內決定該機構採取行動的時間（包括暫停該機構以重新調整其優先事項）。據報道，新任消費者金融保護局局長已指示員工停止「所有監督和檢查活動」，除非此類活動「經代理局長明確批准或是由法律要求」，並且還選擇動用消費者金融保護基金中的現有餘額為營運提供資金，而不是在此時申請額外資金。單獨的消費者金融民事處罰基金中的任何餘額通常不能用於為消費者金融保護局的一般業務提供資金

恭喜閱讀完本文的讀者。這類內容並不適合所有人，但我認為，在出現憲法危機時瞭解當中的詳情非常重要，因為法治對美國資本市場和作為世界儲備貨幣的美元至關重要。我向所有被要求將本期《放眼市場》翻譯成其他語言的內部或外部人員深表歉意。這次的翻譯任務可能會很棘手。

⁵ 《實施總統的政府效率部勞動力優化計劃》，2025 年 2 月 11 日

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。

一般風險及考慮因素

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。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通團隊聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性

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。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其他領域、就其目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為研究報告看待。**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／或其代表或雇員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。摩根大通及其關聯公司與雇員不提供稅務、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。

就摩根資產管理客戶而言：

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。

在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊記錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的隱私政策收集、儲存及處理個人資料（詳情可瀏覽：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

可訪問性

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支援以查閱本文件，請致電我們尋求協助（電話：1-800-343-1113）。

本通訊文件由下列實體發行：

在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另類資產管理有限責任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體（視情況而定）發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理（加拿大）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商（除了育空），同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理（英國）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄權區，由摩根資產管理（歐洲）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄權區內發行：摩根資產管理（亞太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亞洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理（亞洲）有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自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(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司註冊編號：197601586K），本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管（註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)）；在澳大利亞，由摩根資產（澳大利亞）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第 2001 第 761A 條及第 761G 條（《公司法》）賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

就摩根大通私人銀行客戶而言：

可訪問性

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫（電話：1-866-265-1727）。

法律實體、品牌及監管資訊

在美國，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，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（合稱「**摩根大通銀行**」）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。保險產品是透過 Chase Insurance Agency, Inc（「CIA」）支付。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc. 的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

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 (TaurusTurm), 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

《放眼市場 2025年展望》

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，本文件是由**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。