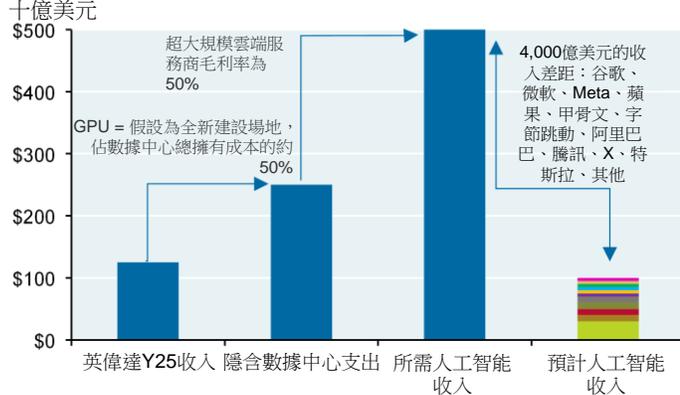


## 就職典禮：特朗普 2.0 連環頒布行政命令

在討論昨天連環發布的行政命令之前，我想先著重討論《2025 年展望》的一張圖表上最受關注的若干問題。我們旨在強調超大規模雲端服務商在人工智能基礎設施方面不斷增加的資本支出，以及這些公司將因這些新增開支而需要數千億美元的新增人工智能收入來維持當前利潤率的總體原則。

### 超大規模雲端服務商收入差距：4,000 億美元



資料來源：紅杉資本、英偉達、GenAI Ex、彭博、摩根資產管理，2024年10月

這張圖表以什麼為靈感？

《[人工智能的 6,000 億美元問題](#)》(AI's \$600 billion question)，文章作者是紅杉資本的 David Cahn（曾在 Coatue 任職）

繪圖處理器(GPU)是否真的佔數據中心總成本的 50%？我曾看到有數據表示成本接近 70%

估計數字因人而異。基於黃仁勳在英偉達 2023 年 10 月投資者報告中的評述，以及一張由多位生成式人工智能專家（一個由 Meta、Uber、Scale AI、高盛和普華永道的人工智能專業人士組成的團隊）提供的圖表，對於新建數據中心，我採用了 50% 的 GPU 佔比估計值。

既然超大規模資本支出被劃歸資本，那麼從會計角度來看，它並不會立即降低其毛利率，對吧？

對的，影響將會通過折舊逐漸顯現。然而，這些開支確實會立即影響自由現金流利潤率。超大規模雲端服務商的毛利率大約是其自由現金流利潤率的兩倍，因此如果我轉用自由現金流利潤率作為基準，則年收入要求將會是每年 3,500 億美元。這仍遠高於超大規模雲端服務商所賺取的新增人工智能收入。

這些開支不會永遠持續，對吧？那麼，為什麼如此在意需要永久賺取 4,000 億美元新增收入的必要性呢？

這是個好問題。據我所知，大多數研究超大規模雲端服務商的分析師都預測，在人工智能基礎設施方面的資本支出將會持續多年處於高水平。一位分析師將此類開支稱為「入場籌碼」(table stakes)；換句話說，這些必要支出僅是用來維持競爭力。此外，勞倫斯伯克利實驗室(Lawrence Berkeley Labs)的預測顯示，數據中心的電力需求將從目前佔美國發電量的 4.4% 翻倍，PJM 和 MISO 等獨立系統營運商正競相根據他們所見的趨勢新增發電容量。因此，超大規模雲端服務商的支出似乎至少在未來幾年還會上升。

現在就擔心需要「殺手級應用」商業解決方案來利用所有這些人工智能能力，是否為時過早？基於我們迄今從早期階段的生成式人工智能應用所見的情況，這不是必然的嗎？

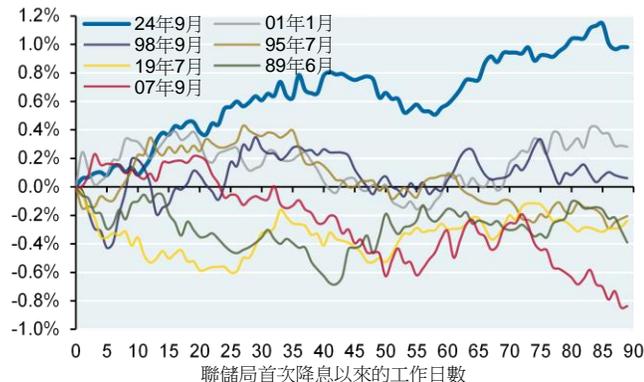
早期階段的應用當然引人注目。上周，高盛 CEO 表示，與 6 名銀行分析師花費兩周時間起草文件相比，人工智能應用可以在短短幾分鐘內完成 95% 的 S-1 文件，而類似的例子還有很多。然而，我們（目前）尚未從這個觀察結果看到承銷商會為這些應用支付的費用，也尚未看到將前者與人工智能資本支出比較的情況。話雖如此，許多分析師對公司採納人工智能完全不擔心。例子包括 [《福布斯》](#) 雜誌中一篇回應紅杉資本的文章和另一篇出自 [《Foundation Capital》](#) 的文章。

## 就職典禮：特朗普 2.0 連環頒布行政命令

特朗普 2.0 是美國不同政治派別的大雜燴：安德魯·傑克遜(Andrew Jackson)強硬的民族主義和反精英主義、威廉·麥金利(William McKinley)熱衷於關稅保護主義、卡爾文·柯立芝(Calvin Coolidge)的小政府／親商政策、理查德·尼克遜(Richard Nixon)毫不留情的敵對名單和仇殺行為、德懷特·艾森豪威爾(Dwight Eisenhower)的驅逐政策、詹姆斯·波爾克(James Polk)的天定命運論和 1914 年時期伍德羅·威爾遜(Woodrow Wilson)的孤立主義（是的，特朗普的議程明顯左右矛盾）。「美國優先」政策為投資者帶來了風險，因為其供應側的利益與通脹傾向有所衝突；在美國股票市盈率倍數處於高位時，已無多少犯錯餘地。根據截至目前的 10 年期美債走勢來看，今年似乎會是動盪的一年，但對於那些針對美國經濟持續增長和超額表現而進行配置的投資組合而言，目前的負面訊息尚未足以迫使我們調整策略，尤其是考慮到將會推出較為溫和的關稅政策的情況下。

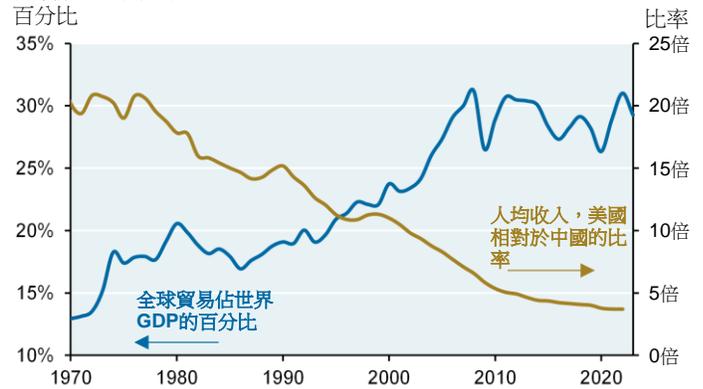
在後續篇幅中，我們將探討昨天連環頒布的行政命令，重點討論對市場和美國經濟影響最為重大的命令。

聯儲局首次降息後10年期國債收益率變化



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年1月20日

誰曾從全球化中受益？



資料來源：國際貨幣基金組織、世界銀行、聯合國貿易和發展會議、摩根資產管理，2023年

岑博智先生(Michael Cembalest)

摩根資產管理

關於特朗普 2.0 大雜燴的一些註釋：

- **特朗普的「昭昭天命」**。特朗普提到通過重新控制巴拿馬運河、使加拿大成為第 51 州、向丹麥購買格陵蘭島以及在火星上插上美國國旗來擴大美國版圖。**關於巴拿馬運河**：巴拿馬是首個加入中國「一帶一路」倡議的拉美國家。中國大陸／香港的公司目前在運河兩端營運港口，一家中國公司建造了一座橫跨運河的橋樑，而且還傳出接駁中國鐵路和港口項目的討論。因此，有人質疑巴拿馬是否能夠按照條約的協定有效維護運河營運的中立性
- **尼克遜的敵對名單**由總統顧問查爾斯·科爾森編製，包括政治人物、名人、商人、記者、勞工領袖和學者等總共 220 人。名單上的許多人表示，被尼克遜討厭是他們最大的成就。您可以在[此處](#)查閱北卡羅來納大學的檔案中收錄 1971 年的原版尼克遜敵對名單
- **麥金利關稅**。被譽為「關稅拿破崙」的共和黨人麥金利將平均進口關稅提高至近 50%，並將進口錫板的關稅提高至 70%。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，席位數量從 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

《放眼市場 2025 年展望》

移民。特朗普的驅逐政策似乎看來很極端<sup>1</sup>而且代價沉重<sup>2</sup>，促使彼得森研究所(Peterson Institute)等智庫就政策會否拖累經濟增長和就業情況撰寫了文章<sup>3</sup>。但是，就像牛頓第三運動定律一樣，有時候每項政治行動都會導致等量的反作用力。拜登政府經歷了有史以來規模最大且失控的移民潮，導致懸而未決的移民案件激增、市政償債能力遭到侵蝕，邊境也出現了無法無天的局面。特朗普的驅逐政策是針對上述情況做出回應，而且可能屬於暫時性<sup>4</sup>。

**美國勞動力市場可能會開始再度緊張：**職位空缺與勞動力流動調查(JOLTS)的職位空缺率正在上升，標普人力資源指數正在反彈，小企業樂觀情緒升溫，資本支出計劃規模也與日俱增。如果勞動力供應過度緊張，政府將擁有可供使用的工具以放寬移民限制。此外，請記住：特朗普昨晚再次表示，他支持合法移民，必要時可能會增加合法移民數量。

**在特朗普的移民相關行政命令中，廢除出生公民權的提議最具爭議。**該命令指示聯邦機構採用對第 14 修正案公民條款的解釋，但這會與過去一個世紀基於 1898 年最高法院案例的實踐相衝突。從現在起，該命令對至少 30 天後的新生嬰兒生效。幾乎可以肯定，這將是第一批提交最高法院的行政命令之一；我認為，法院多數派不大可能會接受特朗普的解釋。

大量非法移民湧入美國  
每個季度百萬人計



資料來源：三藩市聯儲，2024年11月

各屆總統的移民海關執法局遣返人數  
每月遣返+返回人數



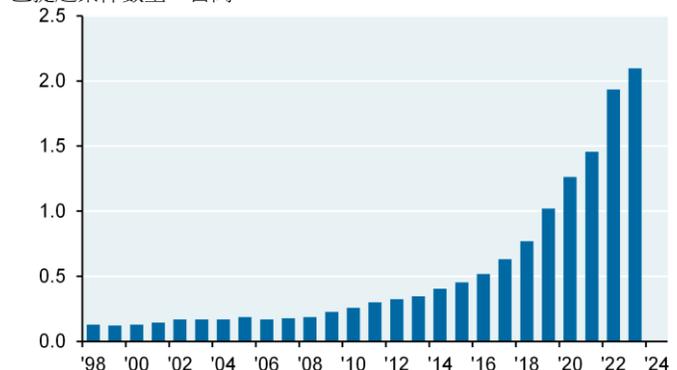
資料來源：TRAC (Syracuse)、移民海關執法局、摩根資產管理，2024年9月

各年淨移民數  
百萬人



資料來源：國會預算辦公室、美國海關邊境保護局，2024年

待裁決移民案件  
已提起案件數量，百萬



資料來源：布魯金斯學會，Elaine Kamarck，2024年2月

<sup>1</sup>根據副總統萬斯的說法，特朗普政府計劃每年驅逐大約 100 萬名無證勞工。美國目前的無證勞工人數估計為 1,170 萬

<sup>2</sup>移民委員會估計，執行驅逐計劃每年可能要花費 880 億美元

<sup>3</sup>驅逐政策的影響：彼得森國際經濟研究所估計，到 2028 年，實際 GDP 將下降 1.2%-7.4%，而就業也可能錄得類似的降幅

<sup>4</sup>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減退，驅逐人數減少超過 90%至僅 8 萬人

《放眼市場 2025 年展望》

**能源和相關基礎設施：尚需關注後續細則。**您可以嘗試以行政命令簡化管道和輸電項目的許可流程，但如果沒有明確的聯邦徵用權立法，項目仍然會因為諸多情況而受到挑戰。如下圖所示，美國的輸油管道、天然氣管道和輸電線項目已幾乎陷入停頓。從政治角度來看，加快重啟這些項目的步伐將是一項相當了不起的壯舉。特朗普的議程還呼籲「停止向風電場租賃土地」，但美國只有 2% 的風力發電產自公共土地上（不是私人土地），所以這充其量是一個邊緣問題。

特朗普的行政命令還暫停了基礎設施和能源賬單中未支付貸款和贈款的分配（特別提到電動汽車充電站作為暫停支付的領域），直到各機構制定出符合特朗普「美國優先」目標的新能源項目為止。據我們所了解，在原法案的定義下，支出獲賦予廣泛的自由裁量權，這並不會算作扣押。這些命令解釋了拜登為什麼會在 1 月中旬匆忙向 Rivian 提供 65 億美元貸款，以及就一個氫能源項目向 Plug Power 提供 1.7 美元的貸款擔保（在這裡插入捂臉表情符號）。

特朗普還提及結束「電動汽車政策」。我的解讀如下：特朗普指的是拜登在 2024 年 3 月宣布的規定，即到 2032 年，將汽車和卡車可獲寬免的溫室氣體排放總量減少約 50%。這些規則的變動可能會導致汽車行業發展電動汽車車型的速度放慢，但推動電動汽車普及的較大因素可能是拜登能源法案中所包含的 7,500 美元電動汽車補貼。據我所知，特朗普不能單方面取消電動汽車補貼，因為它是之前的立法（美其名曰《通脹削減法案》）的一部分。截至 2024 年底，電動汽車佔美國乘用車總量的不足 3%，因此我還不認為這是一個巨大的經濟引擎。最大的潛在受害者可能是從喬治亞州到密歇根州，所有那些正在紅州建造的電動汽車電池裝配廠。

美國液化氣體／能源管道項目完工量



資料來源：美國能源信息署，2024年10月

美國天然氣管道輸送能力增加量



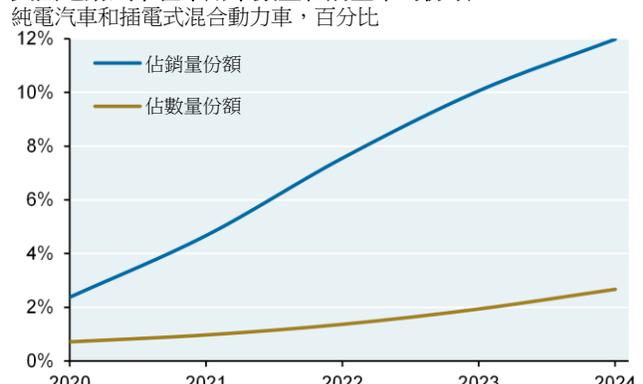
資料來源：美國能源信息署，2024年3月

美國輸電線路增長



資料來源：標普全球、摩根資產管理，2024年。註：輸電線路>100 kV。

美國電動汽車在乘用車數量和銷量中的份額



資料來源：彭博新能源財經、摩根資產管理，2024年

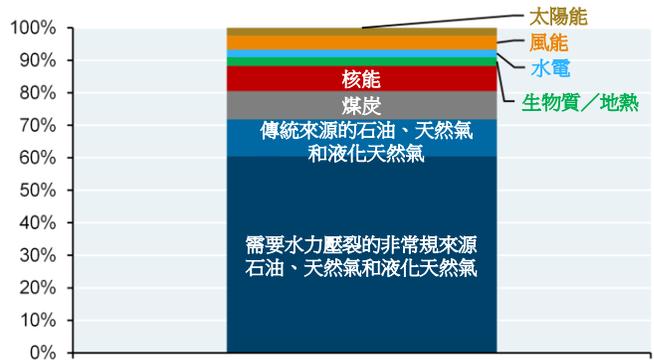
**特朗普可能更有望實現來自貝森特的目標：提高國內能源產量。**根據我們的能源計算，貝森特的 3-3-3 目標相當於石油、天然氣和液化天然氣產量（其中大部分將繼續依賴水力壓裂技術）增加 7%，這是一個非常有望實現的目標。在這會否拉低美國能源價格，目前還不甚明朗。這取決於新產量的出口量以及各州為支持可再生能源和儲能而繼續切斷煤炭、天然氣和核能供應的力度。如下圖所示，目前消費和工業電力供應鏈的通脹已經根深蒂固。

**原油、天然氣和液化天然氣的生產**



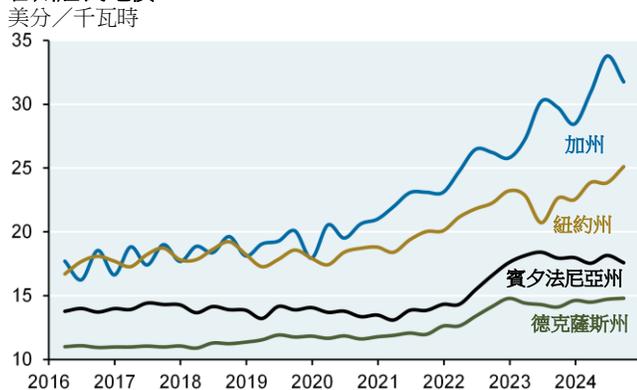
資料來源：美國能源信息署、摩根資產管理，2024年9月

**2023年水力壓裂佔美國主要能源消耗總量的61%**



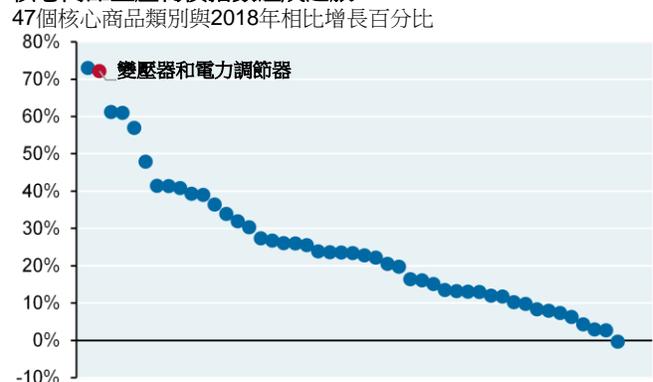
資料來源：美國能源信息署、英國石油、石油工程師協會、標普普氏、摩根資產管理，2024年

**各州居民電價**



資料來源：美國能源信息署、摩根資產管理，2024年第三季度

**核心商品生產物價指數組成通脹**



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年12月31日

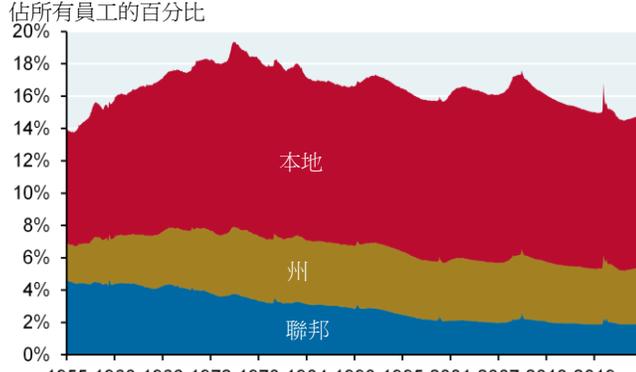
**國際稅收。**讀到「美國優先」宣言的這一部分讓我感到高興，如果它一如我所想的話：「美國國家稅收政策將不再受制於外國組織，這種情況是對美國企業的懲罰」。2023年11月<sup>5</sup>，我曾撰寫一篇關於歐洲試圖對美國施加的支柱二(Pillar II)稅收體系的文章。我當時的結論如下：「支柱二條款本質上是賞金狩獵規則，允許第三方國家干預其他國家的稅收政策，以及徵收與其並無法律關係的稅收。支柱二允許美國以外的國家對美國公司在美收入徵稅，可以說破壞了美國的稅收政策，並妨礙了國會根據美國的需要制定政策的能力」。拜登政府支持支柱二，並提議修訂美國企業稅法，使其更接近支柱二，但稅收政策只能由參議院通過條約制定或經由國會立法制定。迄今為止，美國既未採納支柱二規則，也未採納有關數碼服務稅的支柱一規則，這是歐洲明顯試圖懲罰美國科技巨頭的另一項措施。

<sup>5</sup> 《並非 70 年代的劇本》(Not That 70's Show)，《放眼市場》，2023年11月14日，第3頁

《放眼市場 2025年展望》

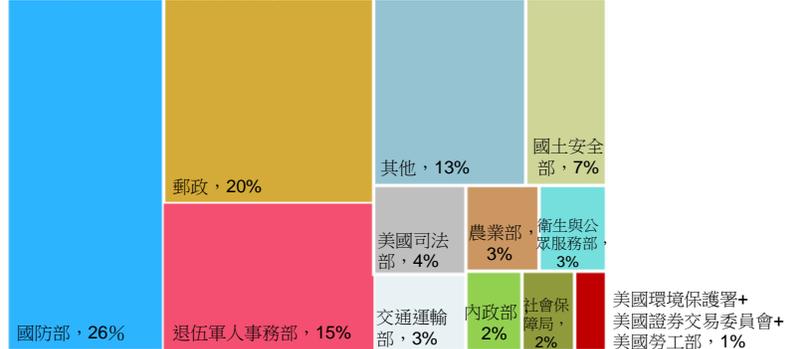
「排淤清污／政府效率部」行政命令包括凍結招聘、暫停執行尚未生效的法規、廢除拜登時期的行政命令、讓聯邦工作人員重回辦公室等。正如我們在《2025年展望》所解釋，300萬的聯邦就業人數佔美國就業人數的比例處於85年來的最低水平（約為2%）。在聯邦工作人員中，最大的僱主是國防部（不包括現役軍人），其次是郵政局和退伍軍人事務部。至於政府效率部瞄準的機構：環境保護署、證券交易委員會和勞工部加起來還不到聯邦勞工人數的1%，而教育部的佔比僅為0.14%。因此，目前尚不清楚政府效率部是否能夠從這方面對政府支出產生顯著影響。

政府員工佔所有員工的比例



資料來源：FRED、摩根資產管理，2024年10月

2023年聯邦工作人員分布



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年11月

在失去了忠實隨從桑丘·潘薩（據稱維韋克·拉馬斯瓦米準備競選俄亥俄州州長）之後，DOGE（政府效率部）騎士（即伊隆·馬斯克）將需要自尋削減政府開支之路。下文所示廢除拜登行政命令的行動每年將節省約1,000億美元，這是政府效率部向自己所設的更大目標邁出的一小步。在廢除拜登行政命令後，政府效率部可能會考慮的領域：福利支出和國防支出<sup>6</sup>（與國防以外的可自由支配開支或聯邦政府機構的規模相比，這些支出是推升美國債務水平的更大因素）。

撤銷拜登總統的行政行動可節省的費用（以十億美元計）

醫療保健行政行動廢除	10億美元	其他行政行動廢除	10億美元
醫療補助資金	140	補充營養援助項目節儉食品計劃	180
醫療補助資格	75	車輛碳排放 / 電動汽車積分	150
聯邦醫療保險D部分退款	65	社會安全殘疾保險過去工作期間	20
平價醫療法案個人保險（「家庭漏洞修補」）	40	社會安全金擴張	20
醫療補助養老院人員配置	25	美國國稅局對40萬美元以下商品的執行限制	20
<b>學生債務行政行動廢除</b>	<b>10億美元</b>		
SAVE計劃	275	<b>十年節省總額</b>	<b>1,025</b>
學校停課規則	15	<b>每年節省</b>	<b>103</b>

資料來源：聯邦預算責任委員會，2024年11月26日。ACA - 《平價醫療法案》；SSDI - 社會安全殘疾保險；SSI - 社會安全金

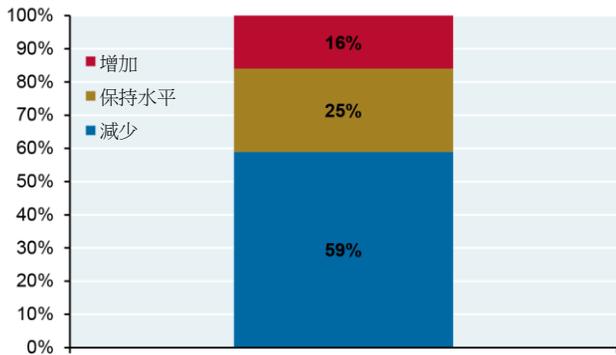
<sup>6</sup>正如我們在《展望》中解釋的那樣，武器採購雖然僅佔國防預算的20%，但由於與數量減少的國防承包商簽訂了大量的非競爭性、無風險、成本加成合同，因此是時候進行審查

《放眼市場 2025 年展望》

**最令人驚喜的行政命令：關稅緩緩推行。** 特朗普昨晚表示，由於墨西哥和加拿大正在「允許大量的人越過邊境」，因此可能會自 2 月 1 日起對兩國徵收 25% 關稅，但幾乎沒有提及（到目前為止）對中國具體商品加徵關稅或全面加徵關稅。特朗普在其第一個任期內，也曾威脅要對墨西哥和加拿大徵收 25% 關稅，但卻從未實施。特朗普確實簽署了一項行政命令，指示聯邦機構調查不公平的貿易和貨幣行為，並評估外國政府是否遵守現有貿易協議的條款。

我仍然預期，特朗普還是會對中國和歐盟的汽車進口加徵關稅。如果全面加徵關稅，我預期這項關稅將只適用於佔美國進口總額 10%-20% 的關鍵進口產品。需要提醒的是，大多數研究關稅的宏觀經濟學家認為，關稅將減少美國製造業的就業數量。如果他們估計正確，紅州感受到的影響可能會遠比藍州顯著（在進口/GDP 佔比排名前十的州中，8 個是紅州）。

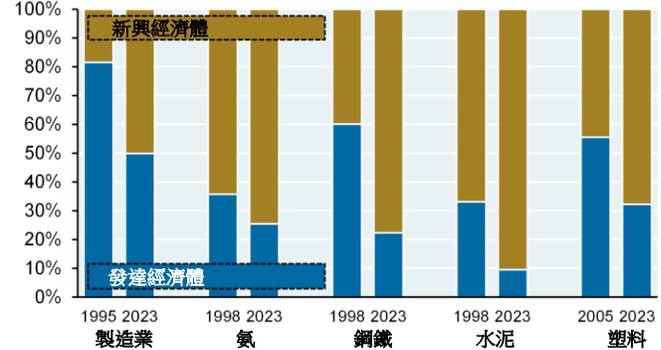
關於特朗普關稅對製造業就業影響的經濟學家調查（44位經濟學家受訪）



資料來源：華爾街日報、摩根資產管理，2024年10月

能源密集型製造業向新興世界轉移

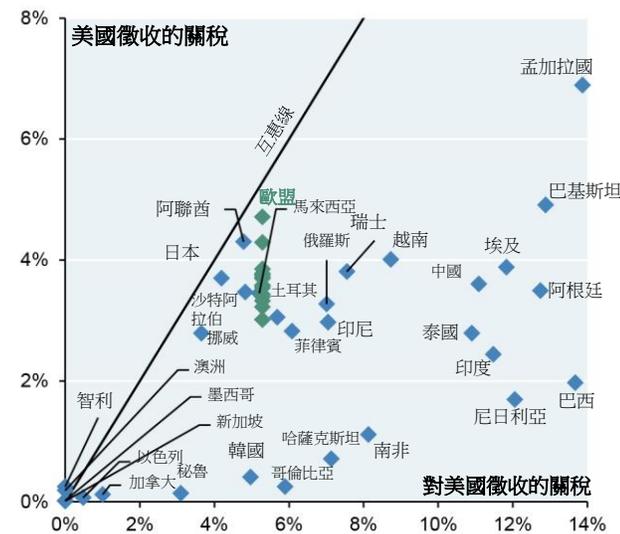
佔全球產量的百分比



資料來源：聯合國經濟與社會事務部、國際鋼鐵協會、泛歐塑料工業協會、美國地質調查局、摩根資產管理，2025年

雖然大多數經濟學家認為關稅不太可能恢復美國因全球化而流失的大部分製造業崗位（見右上方圖表），但我們還是回到牛頓的第三運動定律，再談一下作用力/反作用力。如下所示，美國曾一度允許國際貿易體系達到大多數國家對美徵收的關稅高於美國反徵收之關稅的地步。截至 2015 年，幾乎所有國家都低於「關稅互惠線」。如果美國沒有走到這一步，又如非美國的工業生產自中國加入世貿組織以來便停滯不前，我們今天可能就不會討論關稅問題了。就如驅逐政策，如果關稅確實如經濟學家所預期成為雷區，則相關政策總是可以被調整和/或廢除的。

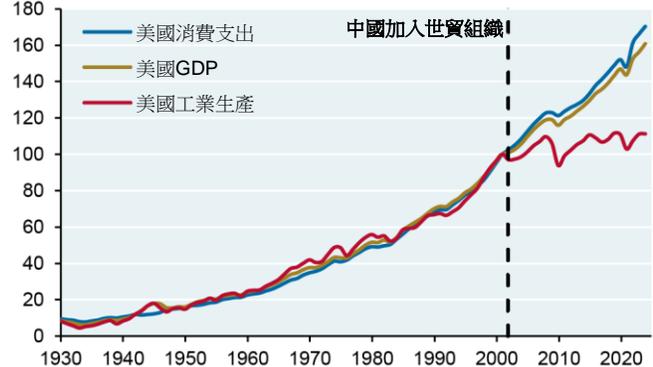
普遍缺乏關稅互惠



資料來源：世界貿易組織、世界銀行、摩根資產管理。2015年，或可得數據的最新年份。  
關稅是對貿易商品關稅的簡單平均值。

沉寂的工廠

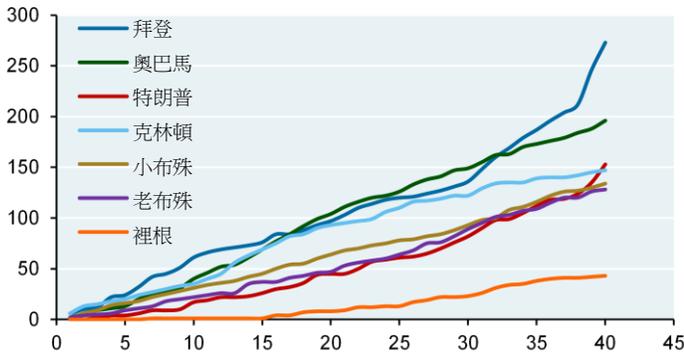
指數（100 = 2000）



資料來源：美國經濟分析局、聯儲局、摩根資產管理，2024年

最後，關於放寬監管。特朗普要求在頒布一項新規則前，必須先廢除 10 項現有規則。這是延續了特朗普首個任期所採用的 2 比 1 標準。但這裡又有「細則」：解除監管體系並不容易。正如下文所述，政策制定的公告和意見徵詢過程可能需時 6 到 12 個月，有時法院會支持那些質詢新政策（或廢除現有政策）的人。在特朗普首個任期期間，在 77 項受到質詢的主要政策中，特朗普只贏得了 31%，12% 的情況獲得輸贏參半的結果，而其餘情況均告敗而歸<sup>7</sup>。但是，即使 10 比 1 的標準未能如願實施，它仍可能會像特朗普首個任期內的類似政策一樣能夠削弱監管的力量。有一件事是肯定的：我們的 CEO 客戶普遍認為，美國經濟至少會因監管步伐暫時放緩而受益。

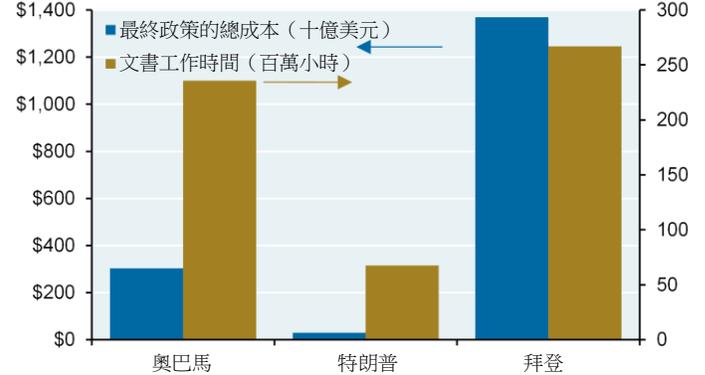
每屆總統任期到第40個月的累計具經濟重要性的規則數量



資料來源：喬治華盛頓大學監管研究中心，2024年5月

政府監管活動

宣誓就職日至第4年4月19日



資料來源：道格·霍爾茨·埃金、美國行動論壇，2024年4月

針對變更和廢除聯邦法規的政策制定公告和意見徵詢過程可能需時 6 到 12 個月。新任總統不能簡單地指示各機構立即採用新法規或廢除現有的法規。行政程序法一般要求各機構就其正在考慮的新法規和對現有的法規作出修訂提供公告。各機構還必須公開提供支持其提議變更的證據、研究和分析。

然後，公眾有機會作出回應、提出疑慮、提供額外的研究或證據以及建議替代方案的機會。提議修訂的機構須審查這些提交的意見，然後要麼調整其提議，要麼解釋為什麼拒絕相關建議。如果某個機構未能提供充分合理的答覆，則法院可以「武斷且反覆多變」為由宣告該法規無效，並將相關事務發回該機構作進一步審議。雖然政府可能會聲稱需要緊急採納修訂以避免延誤，但法院將對此類主張進行嚴格審查。

最高法院最近取消雪佛龍遵從原則為新政府再添潛在障礙。在過去四十年，在機構對許多法定條文進行解釋方面，法院一般會給予實質性的尊重。隨著雪佛龍遵從原則被取消，各機構現在往往需要證明，他們的提案不僅獲得行政記錄的支持，而且還是對相關法定條文的最佳解釋。

<sup>7</sup> 《特朗普希望每頒布一項新法規就廢除 10 項法規。這真的有用嗎？》(Trump wants 10 regulations eliminated for each new one issued. Will it actually work?), Government Executive 網站，2024 年 12 月 20 日。特朗普首個任期的一些政務官並不熟悉行政程序法的技術細節，並抱怨職業公務員普遍反對特朗普的議程，且沒有準備讓特朗普想要的法規通過司法審查所必需的行政記錄類型。這段歷史是支持特朗普推行將更多職位轉為政治任命（即可隨意解僱）的「F 計劃」的主要動力。

[《放眼市場 2025 年展望》](#)

**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、就其他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 (TanusTurm), 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。