

五十天灰：事态进展得真快；还有预算协调法案和北约绝唱

股市有趣的一点就在于：它无法被起诉、逮捕或驱逐出境¹；不会被恐吓、威胁或欺凌；没有性别、种族或宗教；不会被解雇、停薪留职或撤资²；它不会在下次中期选举前被初选淘汰³；它也不会被没收、国有化或入侵⁴。股市是终极投票机器，反映了企业盈利增长、稳定性、流动性、通胀、税收和可预测的法治前景。

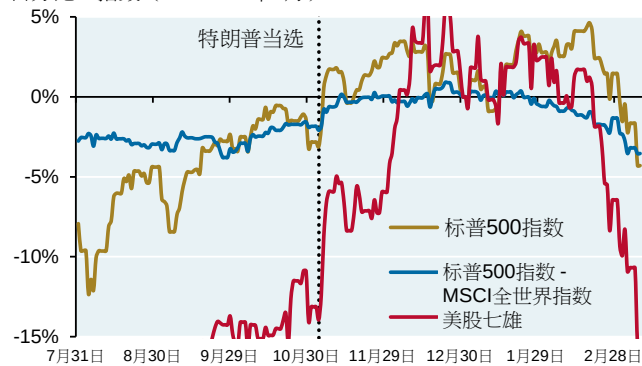
尽管市场普遍预期新政府会谨慎平衡促进增长的政策与可能推高通胀和抑制增长的政策，但在上台后的五十天内，政府却迅速推出了一系列显然更倾向于后者的举措⁵。股票投资者并不看好特朗普当前的政策组合，正如我在 2025 年展望中所预测的那样：

“炼金术士的目标是‘打破’一些东西，无论是全球化、联邦官僚机构、国税局、联邦调查局、医疗保险、美国疫苗政策、宽松的美国边境政策、其深层政府对手还是其他东西⁶。无论目标是什么，我相信“炼金术士”的话：他们将会打破某物，我只是不知道是什么。对于投资者而言，估值如此之高，几乎没有犯错的余地，因为估值现在对市场的推动作用与盈利增长的作用相媲美。虽然美国股市年底的表现应该会高于年初，但由于‘炼金术士’将其灵丹妙药应用到美国经济中，我预计 2025 年某个时点将出现 10%-15% 的调整。”

《放眼市场 2025 年展望》摘要

美国相对全球股票总回报

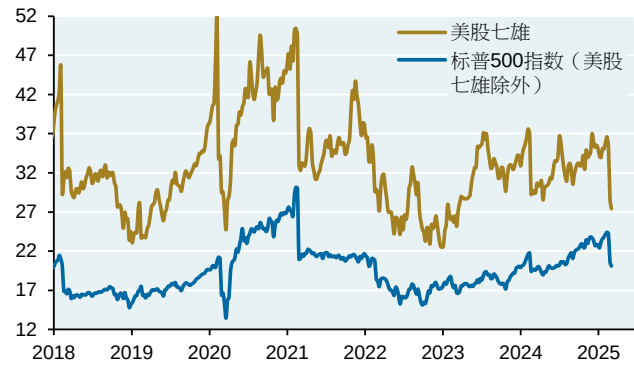
百分比，指数（0 = 2025年1月）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2025年3月11日

美国股票估值

远期市盈率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2025年3月7日

¹非法越境人数创 60 年来新低；85%被驱逐出境者有犯罪记录或未决刑事指控；特朗普的驱逐速度低于政府目标，大致相当于拜登 2024 年时的水平

²目前陷入资金困局的美国国立卫生研究院(NIH)在 2010 年至 2019 年间支持了美国 99%的获批药物，并且在过去几十年几乎所有重大医学突破中都发挥了作用。从 1 月底开始，NIH 停止发放新的资助款项，并开始扣留已批准的拨款资金。

³《面对马斯克资助的挑战者，共和党参议员害怕得罪特朗普》，The Hill.com，2025 年 2 月 10 日

⁴特朗普打算以某种方式“夺回”巴拿马运河。需要作为“前情提要”来说明一下的是，中国通过物流、电力和建筑等基础设施合同在运河地区积累了很大的影响力。这些项目是中国“一带一路”倡议的一部分，巴拿马于 2018 年成为首个签署该倡议的拉丁美洲国家。2016 年，中国岚桥集团收购了巴拿马最大巨型船舶港口的控制权。建设方为中国交通建设集团有限公司（简称“中国交建”，也参与了中国在南海的造岛活动）和中国港湾工程有限责任公司（简称“中国港湾”）。随后在 2018 年，由中国港湾和中国交建牵头的中国财团赢得了巴拿马运河第四座大桥的建设合同，该合同价值 14 亿美元。资料来源：华盛顿战略与国际研究中心(CSIS)。

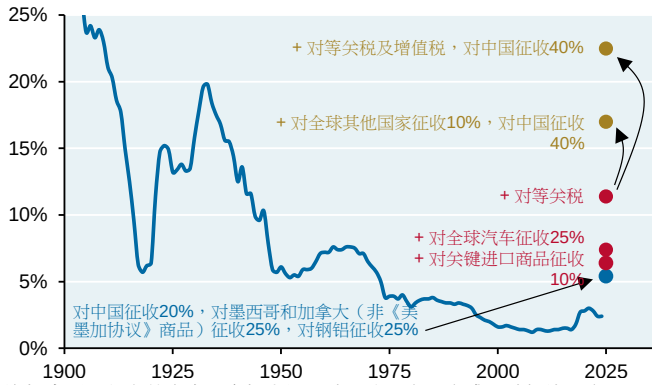
⁵那些在整个职业生涯中一贯反对大幅提高关税的人，为何突然在成为政府内阁成员后转而支持关税政策？我唯一能想到的类似情况是《复制娇妻》结尾发生在凯瑟琳·罗斯(Katherine Ross)身上的事情。

⁶还有更多内容待公布，但特朗普执掌的司法部所提交的 133 页文件，主张拆分谷歌业务、禁止其支付默认搜索引擎费用，并限制其未来在人工智能和搜索领域的收购，这可能会对市场情绪产生负面影响。

政府亲市场政策的成效还需要一些时间才能显现（放松管制、基础设施许可、更多外商直接投资流入、政府效率部削减开支⁷等）。与此同时，我预计特朗普将在 3 月或 4 月宣布某种形式的对等关税措施[请参阅附录，了解有关汽车行业对新关税的敏感性的讨论以及 2018 年钢铁关税的证据]。如果标普 500 指数出现 12%-15% 的调整，我会考虑部署投资组合中的部分超额流动性资金。

我可以接受美国需要经历短期的痛苦调整（正如财政部长贝森特所描述的“排毒期”），以减少长期的贸易商品赤字。但如果一个政府 (1) 将时间和精力耗费在所谓的“战略加密货币储备”上（这一概念直到 2024 年大选期间加密货币行业提供了慷慨的政治献金后才被提出）；(2) 尽管美国严重依赖亚洲半导体出口，却仍在攻击《芯片法案》⁸，那么很难让人相信这个政府具备良好的经济管理能力。据报道，芯片公司高管已经开始联系律师，评估政府是否可以终止已签署的合同；与此同时，美国商务部已裁掉了《芯片法案》办公室的 40 名员工，占该团队近三分之一。

美国所有进口商品的平均关税率

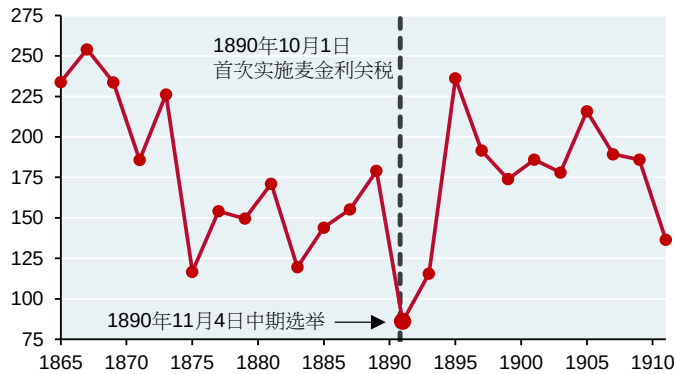


资料来源：税务基金会、摩根大通全球经济研究、高盛全球投资研究，2025年3月

时间胶囊：麦金利关税在实施时（他作为众议院筹款委员会主席推动了这些关税）非常受欢迎，但几乎立即引发通胀飙升。选民非常不满：几个月后，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。

麦金利关税后果：1890年中期选举

共和党众议院席位，根据1890年众议院规模进行调整



资料来源：美国众议院、摩根资产管理，2025年1月

⁷尽管政府效率部声称节省了 1,050 亿美元，但据报道这些数字充斥着错误。以下是来自波士顿学院退休研究中心对马斯克所谓“向死者支付社会保障金”说法的[驳斥](#)

⁸《特朗普呼吁废除“糟糕”的芯片计划引发恐慌》，《纽约时报》，2025 年 3 月 11 日

啊，加拿大！

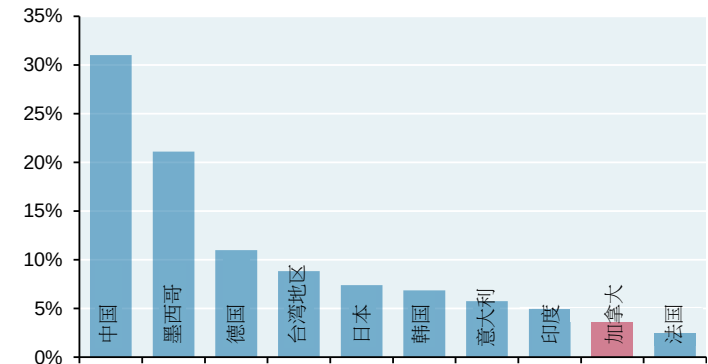
这是来自美国总统的一条真实信息⁹：

“基于加拿大安大略省对输往美国的‘电力’征收 25% 的关税，我已指示商务部长对从加拿大进口的所有钢铁和铝额外加征 25% 的关税，使其总关税达到 50%。加拿大是世界上关税最高的国家之一。此政策将于明天 3 月 12 日上午生效。此外，加拿大必须立即取消对美国各种乳制品征收的 250% 至 390% 的反美农民关税，这一关税长期以来被认为是极其不合理的。我很快将宣布受威胁地区进入国家电力紧急状态。这将使美国能够迅速采取必要措施，缓解加拿大的滥用威胁手段。如果加拿大不取消其他长期存在的不合理关税，我将在 4 月 2 日大幅提高加拿大输美汽车关税，这基本上将永久摧毁加拿大的汽车制造产业。我们可以在美国轻松制造这些汽车！此外，加拿大在国家安全方面的支出非常少，依赖美国提供军事保护。我们每年为加拿大提供超过 2,000 亿美元的补贴。为什么？？？这种情况不能再持续下去了。唯一合理的解决方案是让加拿大成为我们珍爱的“第五十一州”。这将使所有关税和其他一切矛盾完全消失。加拿大人民的税赋将大幅减少，他们在军事和其他方面将比以往任何时候都更加安全，不再有北部边境问题，世界上最伟大、最强大的国家将比以往任何时候都更大、更好、更强——而加拿大将在其中发挥重要作用。多年前人为划定的分界线最终将消失，我们将拥有世界上最安全、最美丽的国家——而你们辉煌的国歌《啊，加拿大！》将继续奏响，但现在它代表着世界上有史以来最伟大国家中的一个伟大而强大的州！”特朗普总统，真实社交，2025 年 3 月 11 日

当我读完这条消息，从恍惚中恢复意识后，我试图寻找特朗普提到的“美国每年补贴加拿大 2,000 亿美元”的依据。我发现：

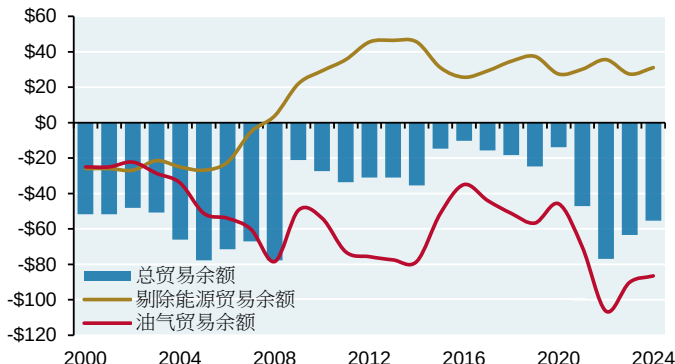
- 尽管加拿大是美国第二大贸易伙伴，但却是美国贸易逆差中“贡献”最小的国家之一（即双边贸易条款相对“公平”）
- 如果不包括能源（包括汽车），美国与加拿大的贸易为顺差状态
- 加拿大向美国供应 50%-80% 的锌、铋、镍和钒
- 值得注意的是，加拿大向美国出售能源和关键矿产，是美国减少对中东和中国依赖的战略努力的自然结果。将与加拿大的双边能源赤字视为“补贴”在经济、政治和地质上都是无知的
- 即使将包括能源在内的全部双边赤字加上每年约 450 亿美元的国防经费（用于将加拿大国防开支提高到 GDP 的 3%），也远达不到特朗普提出的 2,000 亿美元这一数字
- “第五十一州”是一个奇怪的白日梦，与特朗普复活 1840 年代波尔克的“天定命运”政策有关

各国对美国贸易逆差的贡献
2024 年美国总逆差占比，百分比



资料来源：美国人口普查局、TD Economics，2025 年 1 月

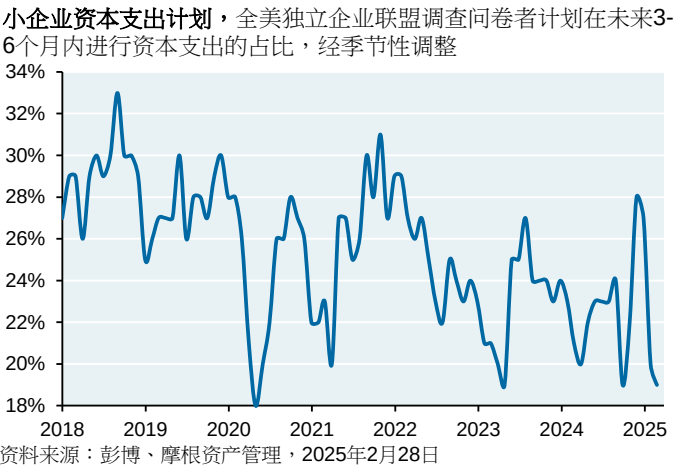
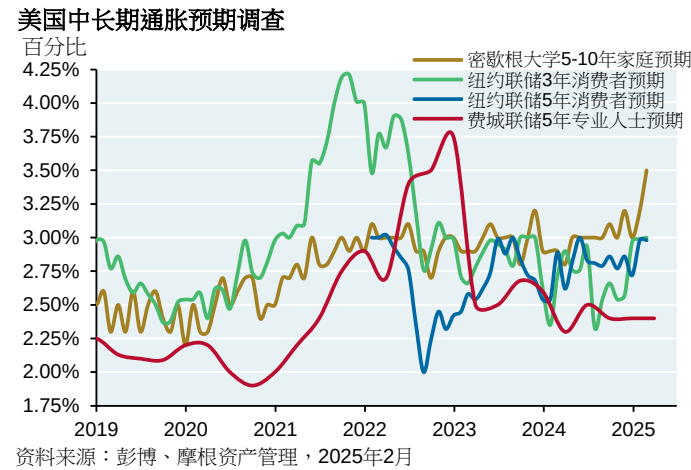
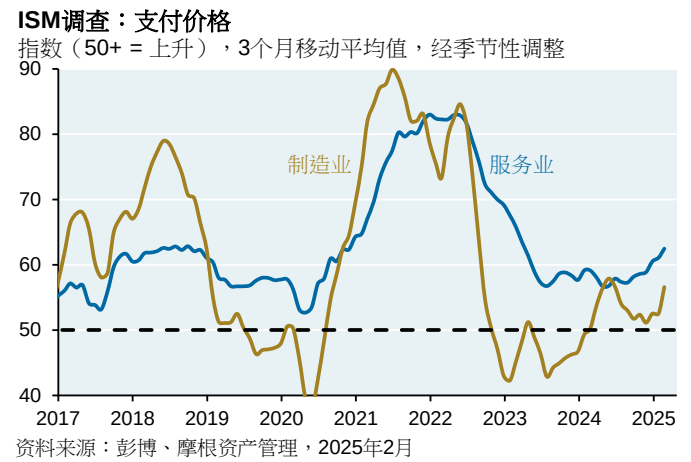
美国与加拿大的贸易余额
十亿美元



资料来源：美国人口普查局、TD Economics，2025 年 1 月

⁹在安大略省对输往美国北部各州的电力征收 25% 的出口税后，特朗普威胁将加拿大钢铁和铝的出口关税提高一倍至 50%。然而，安大略省仅一天后就暂停征收电力税，特朗普相应让步。加拿大是美国最大的钢铁和铝来源国。进口钢铁约占美国钢铁消费量的 25%，而进口铝约占美国铝消费量的 50%。

我们还从上述“特朗普追踪器”中关注到其他一些趋势：通胀和通胀预期上升、新订单减库存指标下降（我最喜欢的领先指标）、小企业资本支出计划下降，这一趋势可能因政策不确定性和白宫的经济“胡言乱语”而持续¹⁰。



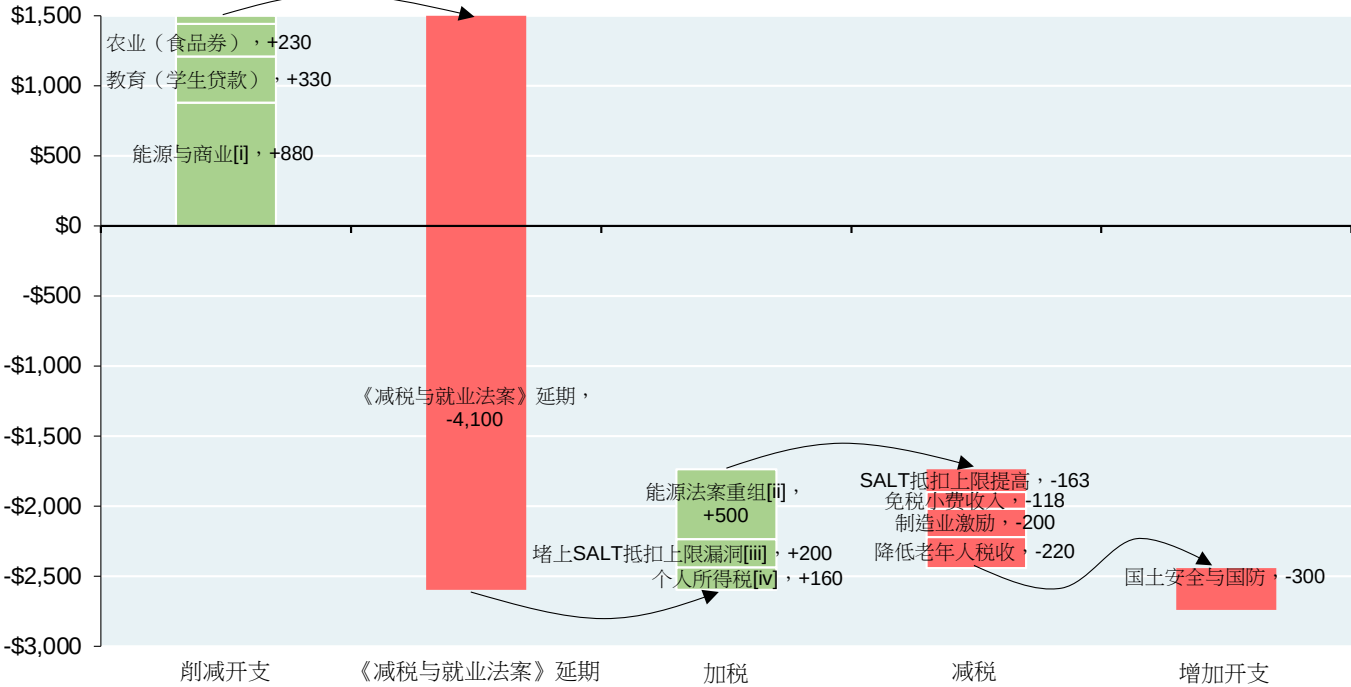
¹⁰ 特朗普本周表示，“极端左翼疯子”对特斯拉的抵制是非法的。但最高法院已经裁定，呼吁进行和平抵制——尤其是在劳动关系之外的背景下，并且抵制的目的是传达政治信息时——通常会受到《第一修正案》的宪法保护。一个受宪法保护的抵制活动的例子是 2023 年针对百威淡啤（Bud Light）的抵制运动。然而，在某些情况下，抵制可能会受到限制或引发法律责任，特别是在劳动关系背景下，当抵制基于诽谤性或虚假声明，或试图诱导非法行为时。联邦政府似乎没有任何依据可以阻止私人行为者呼吁消费者抵制特斯拉，以此抗议埃隆马斯克在特朗普政府中的角色。

特朗普上任 50 日内的其他项目：预算协调法案

在关税大戏上演的同时，共和党正致力于“一项宏伟的预算协调法案”。鉴于众议院共和党多数席位微弱，这是一个相当大的挑战。可能有多种方案；我下面展示了一个例子，便于您了解其中的组成部分。需要注意以下几点：

- 总体思路如下：通过削减开支、延长所有减税措施（耗资 4.1 万亿美元）、增加部分税收、再减税、最后增加国土安全和国防开支。到最后，预算窗口内的赤字将比国会预算办公室基线预测增加约 2.7 万亿美元，相当于每年赤字扩大约 1.5%。提醒一下，国会预算办公室基线预测大部分《减税与就业法案》的减税将回到 2017 年前的水平；无论谁赢得选举都不会发生这种情况（哈里斯提议为调整后总收入低于 40 万美元的人延长所有减税）
- 政治上最敏感的部分：拟议的医疗补助削减金额约为 7,000 亿美元，由能源和商业委员会负责
- 注意通过调整拜登能源法案筹集的 5,000 亿美元。正如我们在能源报告所述，大部分削减来自减少电动车税收抵免和缩减风能／太阳能 PTC/ITC/45x 抵免
- 这里有两项与州和地方税(SALT)抵扣上限相关的内容：一个是应蓝州共和党成员的要求提高抵扣上限，另一个是收紧被高收入 SALT 纳税人所利用的漏洞
- 除非关税由国会正式立法，否则其预期收入不计入赤字减少，因此未列入图表

预算协调法案：探索政策选项
情景结果：未来10年预算赤字较国会预算办公室基线预测增加2.7万亿美元
假设对筹款委员会的4万亿美元指令，允许净赤字增加



资料来源：摩根资产管理、Piper Sandler，2025年[i] 能源与商业包括医疗补助削减（取消登记\$299，州计划\$200，项目削减\$212）。
[ii] 主要为电动车税收抵免减少及缩减PTC/ITC/45X抵免。[iii] 适用于高收入纳税人。[iv] 个人所得税加税包括终止员工保留抵免、ACA 保费抵免追回及儿童税收抵免SSN要求。正数/绿色 = 支出削减和加税；负数/红色 = 减税和支出增加。

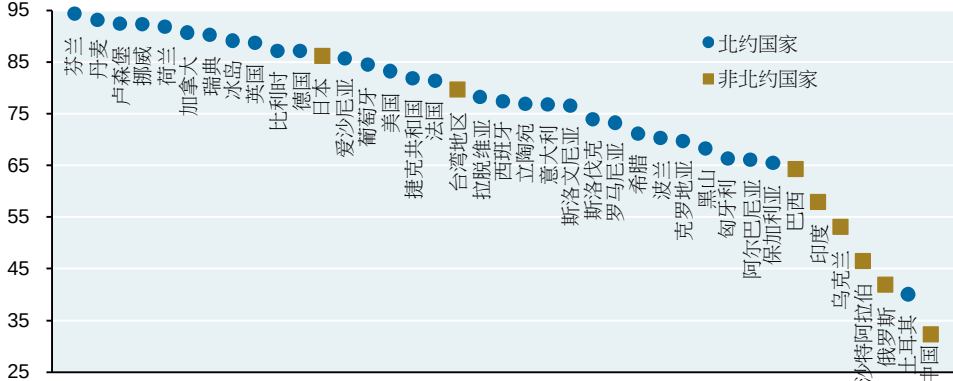
特朗普上任 50 日内的其他项目：北约绝唱

在我一生中的大部分时间里，我一直被告知，如果俄罗斯攻击北约国家，将会引发一场强有力的集体军事反应，而美国将在其中发挥主要作用。虽然很难确定，但在不到 50 天的时间里，新政府似乎已经完全颠覆了这一假设。以下是与军事相关人士就跨大西洋安全问题对话的一些要点。**这对跨境投资、移民、投资组合流动、贸易等均有影响，我还在思考中。**

- 虽然特朗普并不会正式宣布退出北约，因为这将需要取得参议院批准，但将依据宪法第二条权力大幅削减美国在欧洲的驻军。俄乌冲突爆发后，美国在欧洲的驻军人数增加至约 9.5 万人，到中期选举时，驻欧洲美军人数可能会减少三分之二
- 如果乌克兰能够实现停火，撤军将更具说服力，这可能也解释了泽连斯基在白宫遭遇“抛窗式”会议的原因。由于美国和欧洲向乌克兰提供的所有物资都已耗尽，其火炮和装备库存也已达到临界水平，因此停火的可能性也更大
- 尽管从技术层面上讲美国可能仍留在北约，但在特朗普担任总统的情况下，如果俄罗斯入侵北约国家，美国几乎肯定不会出兵。提醒一下，北约第五条款规定，向其他北约国家部署军事力量是自愿的，而非强制的
- 虽然俄罗斯在乌克兰损失了 30% 的战前弹药、大炮和坦克，但其空军和海军受到的影响很小。此外，俄罗斯在波罗的海国家（北约）、格鲁吉亚（非北约）或摩尔多瓦（非北约）几乎不会遇到有组织的反抗。波兰的情况将会有所不同
- 特朗普政府的目标是依赖 18 世纪式的安全体系：美国（西半球）、中国（亚洲）和俄罗斯（东欧）划分各自的势力范围。如果没有美国明确或隐含的军事援助承诺，东欧较小的国家可能会成为亲俄民族主义政党崛起、俄罗斯军队准军事入侵和其他手段的牺牲品。俄罗斯的目标是重建战后时期的安全缓冲区。1997 年，包括保罗·尼采和斯坦斯菲尔德·特纳在内的大量美国外交政策专家警告克林顿总统不要侵蚀这一缓冲区.....但这一警告在北约继续扩大时基本被忽视，最终在 2008 年北约讨论乌克兰加入时达到高潮
- 美国放弃乌克兰可能向中国发出信号（即美国不会对中国收回或封锁台湾地区做出军事回应），这也在向朝鲜发出信号，因为美国可能因韩国的贸易保护主义做法而从韩国撤军。乌克兰实现停火还将使俄罗斯能够重建设备并重启对伊朗／叙利亚的军事援助，而俄罗斯在过去 18 个月中被迫削减该军事援助
- 最大的不确定因素：如果美国不参与，欧洲会独自采取什么举措来保护另一个受俄罗斯威胁的欧洲国家？

北约：大部分成员国拥有共同价值观的防御组织

西方价值观评分，0-100（100=最高）



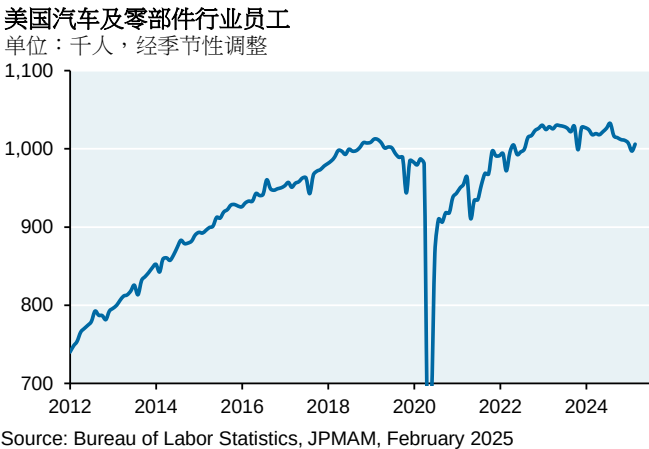
资料来源：世界经济论坛、世界银行、弗雷泽研究所、《华尔街日报》，CATO、摩根资产管理，2023年

西方价值观指数

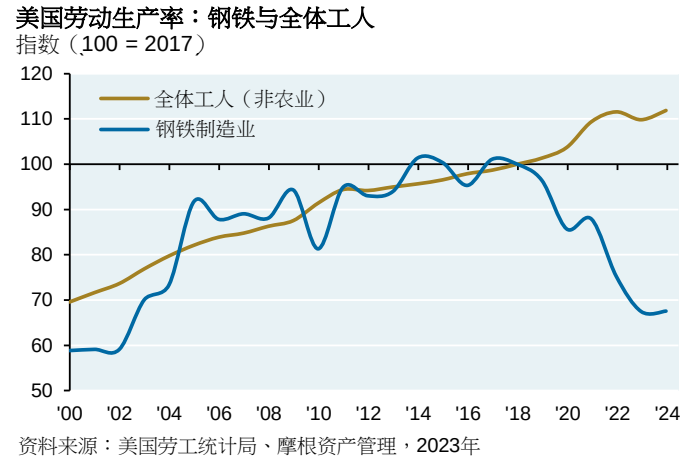
- 司法独立
- 新闻自由
- 权力分立
- 司法制度公正
- 宗教自由
- 言论自由
- 行动自由
- 集会自由
- 产权保护
- 不存在腐败
- 限制军方参与政府事务

附录：美国汽车行业面临的关税挑战，来自钢／洗衣机关税的证据

虽然符合自由贸易区内容／原产地规则的加拿大和墨西哥进口汽车可能不会被征收关税，但如果对其他进口汽车（占总量的约 50%）征收全球关税，将导致生产和就业本已疲软的汽车行业面临一段困难时期。



2018 年美国钢铁关税的一些证据：关税实施后，钢铁行业生产率下降，而其他地区的生产率上升。美国进口价格几乎完全吸收了关税增加的影响，美国钢产量仅小幅增加。常见的怀疑者不同意这种看法，如下文所示，他们预计最新一轮关税将导致一次性增长和通胀影响。



2018年钢铁（25%）和铝（10%）关税
与开征关税前基准的百分比变化

	钢铁	铝
进口价格	22.7%	8.0%
进口	-24.0%	-31.1%
生产	1.9%	3.6%

资料来源：美国国际贸易委员会、摩根大通全球经济研究，2023年5月

关税对美国增长和通胀（物价水平）的影响，2025-2026年

国际货币基金组织	GDP	价格	耶鲁预算实验室	GDP	价格	彼得森研究所	GDP	价格
10% 普通关税	-0.6%	0.0%	10% 普通关税，60% 中国	-0.5%	1.6%	10% 普通关税	-0.4%	0.9%
含贸易政策不确定性	-1.0%	-0.1%	含关税报复因素	-0.6%	1.7%	含关税报复因素	-0.9%	1.9%

资料来源：摩根大通全球经济研究，2025年3月

最后，《美国经济评论》的一篇论文估算了 2018 年“保障性”洗衣机关税所创造的每个新工作岗位的消费者成本。估算结果：根据洗衣机价格的上涨，每创造一个工作岗位成本为 81.7 万美元。

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

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。