

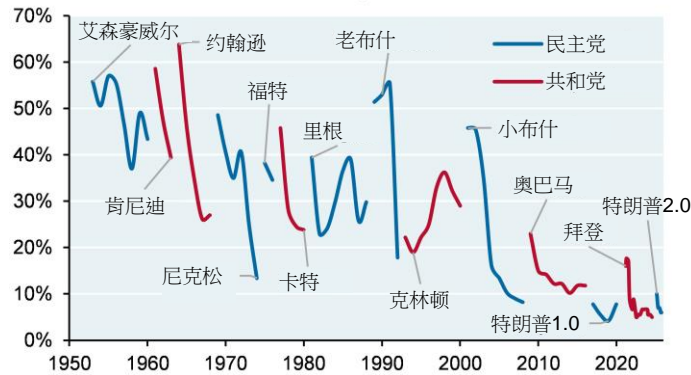


Mad Libs 疯狂填词：只需填空即可

乍看标题，您或许会以为本文要谈论的是自由派给特朗普政府打出的低到极点的支持率。皮尤研究中心的调查显示，民主党受访者对总统的支持率约为 6%，而 2025 年 8 月盖洛普的民调结果更是低至 1%。与之相关的政治动向是，中期选举前有件要事值得关注：有多少席位将因选区重划而变更党派归属？最高法院是否会裁定《投票权法案》第二条中关于“少数族裔占多数选区”的强制规定实则违反了宪法第十四和第十五修正案？我们在劳动节特刊《放眼市场》中[详细](#)探讨过这些问题——核心结论是在中期选举前，预计可能有 12-15 个众议院席位会转换党派归属，不过实际数字很可能低于这一区间。

反对党选民对总统的支持率

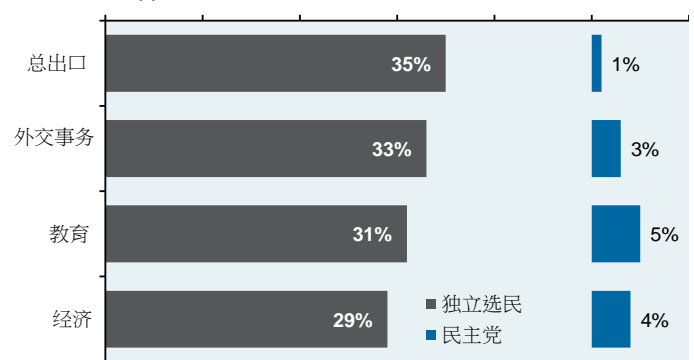
认可总统施政表现的比例



资料来源：皮尤研究中心，2025年9月

特朗普获得的支持率 (按政党与政策领域划分)

表示认可的比例



资料来源：Gallup，2025年8月

但本文真正要谈的并非“疯狂自由派”。我将采用“Mad Libs”疯狂填词模板（记得这个游戏的人将心领神会），让您就关税、美国移民政策、中国稀土出口管制、甲骨文公司债务水平、央行黄金储备及精神类药物性别差异等议题自由填充形容词与名词。针对每个议题，我给出了自己的分析结论；其中有一个具体判断是：就美国经济增长面临的风险而言，我对劳动力增长的担忧远甚于对关税问题的忧虑。

目前正在撰写以下研究报告：《另类资产投资回顾》（12月初发布）、《2026年展望》（1月1日发布）及《2026年能源专题报告》（2026年3月发布）。《2026年展望》将聚焦以下问题：贯穿芯片设计到极紫外光刻技术，再到如今已是美国股市的基石的芯片制造相关产业，而英伟达-台积电-阿斯麦“护城河”体系究竟有多坚不可摧？四大风险值得密切关注：美国的电力供应瓶颈、中国自主构建此类产业护城河的能力、台海局势，以及人工智能投资回报与所部署资本间的盈利平衡。下图为我在新落成的公园大道 270 号大厦内，与四月关税网络研讨会的一部分嘉宾共同填写“疯狂填词”游戏时的照片。单是这里的美食广场，就值得专程前来体验一番。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根资产管理





中国的关键矿物管控

中国宣布了针对美国的新一轮关键矿产出口管制。如果这些限制持续生效，最终对美国军事、工业及可再生能源产生的影响将是_____（请填写形容词）。

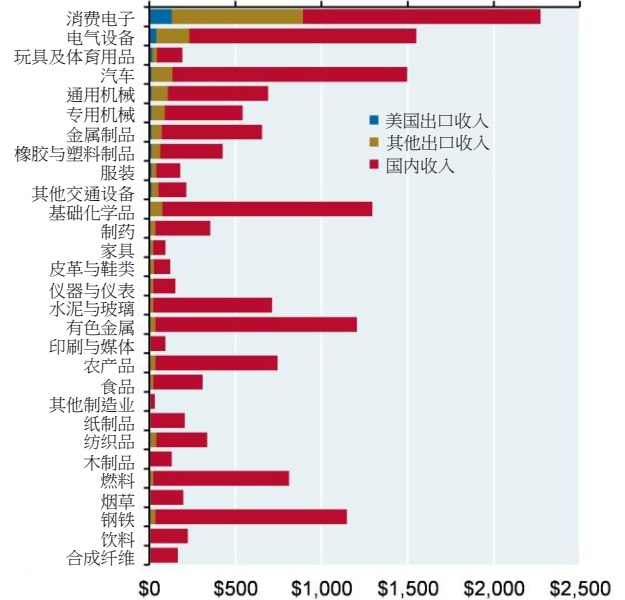
中国出口限制涉及的关键矿产

美国净进口		中国在美国进口	
依赖度	商品中所占份额	主要用途	
2025年4月公布, 2025年10月更新			
钐*	~80%	~70%	核反应堆控制棒和小型电机
钆*	~80%	~70%	核反应堆中子吸收剂、核磁共振成像
铽	~100%	~100%	夜视仪、声呐、磁体、X光设备
镨*	~80%	~70%	F-35战斗机、电动汽车、风力涡轮机中的工业磁体
镱*	~80%	~70%	癌症治疗、LED照明、石油精炼
铀	100%	<50%	航空航天、工业金属
钇	100%	93%	喷气发动机涂层、高频雷达系统、精密激光器、工业金属、超导材料
2025年10月公布			
钪	~100%	~100%	医疗激光、核反应堆控制棒、磁体
铷	~100%	~100%	光纤、核反应堆吸中子材料
铥*	~80%	~70%	X光设备、激光器、超导材料
镱*	~80%	~70%	X光设备、光纤、不锈钢
铕*	~80%	~70%	核反应堆吸中子材料
2025年4月公布			
钨	>50%	27%	弹药、用于制造石油钻井和喷气发动机的机床
铌	<25%	<5%	金属合金
铈	89%	67%	制药
铟	100%	8%	光纤、激光二极管、液晶屏幕
钼	0%	<6%	金属合金

资料来源：CleanTechnica、美国地质调查局、MBMG、摩根资产管理，2025年10月。
*美国地质调查局未按单一矿物披露数据；我们以美国地质调查局稀土数据作为近似参考

只有少数中国行业依赖对美出口

十亿美元



资料来源：Gerard DiPippo（兰德中国研究中心）、摩根资产管理，2025年

我填的是“**巨巨大大的**”。中国扩大了稀土出口管制范围，规定任何含有中国稀土超过其价值的 0.1% 的产品，或使用含有中国稀土或相关磁体设备制造的产品，都必须获得出口许可。新规明确规定军事用途的许可证申请原则上不予批准，并对高端半导体生产相关用途实施严格审查。新规同时扩大了受管制的具体稀土矿物种类，并开始限制稀土采矿及制造设备从中国出口。中国此番推出的稀土新规与美国对高端芯片及半导体生产设备实施的管制措施如出一辙，即效仿了“外国直接产品规则”，不仅管控目标产品的直接出口，也管控其他国家出口包含该等产品的其他下游产品。**如果中国积极执行这些管制，其影响将波及半导体、汽车、消费电子、航空航天、国防、机器人、医学影像、医疗设备及电信行业。**一个典型例证是：阿斯麦的光刻机依赖来自中国的高性能稀土磁体。

尽管双边谈判可能放松部分规定和特朗普威胁实施 **100%报复性关税**，但中国手中的筹码可能比白宫预想的更多。如右上图所示，中国几乎没有哪个行业的营收高度依赖对美出口。中国如今已借鉴了美国的诸多国家安全政策工具，并且展现出更强的使用意愿：

中国与美国国家安全工具的对照

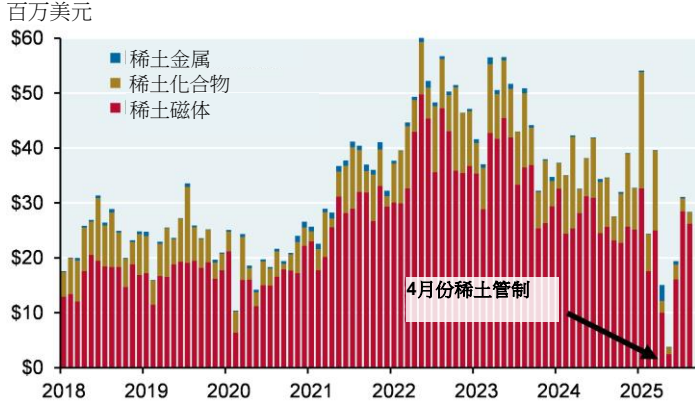
国家安全工具	中国	美国
工艺与设备技术管制	稀土/磁体	光刻/半导体
关键输入管制	稀土及其他关键矿物	半导体
域外管辖机制	稀土	外国直接产品规则
清单类制裁	不可靠实体清单	商务部/财政部制裁清单
反制框架	反外国制裁法	国际紧急经济权力法案/马格尼茨基法案
安全与市场准入审查	网络安全/反垄断/数据跨境	美国外国投资委员会/信息和通信技术及服务/联邦通信委员会
关税与贸易反制	对美国船舶征收港口费用	第301/232/122条款
对外投资金融与投资管制	政府指引	财政部规则

资料来源：Gerard DiPippo（兰德中国研究中心）、摩根资产管理，2025年



正如我们将在《2026 年展望》中讨论的，中国在关键矿产上的最新立场可能预示着其半导体生态体系正取得显著进展，在与俄罗斯达成天然气和原油合作安排后，中国的能源安全战略可望出现重要进展。换言之，若西方以半导体和能源领域的制裁作为回应，中国可能已做好更充分的应对准备。局势缓和的可能路径之一，是中国同意发放许可证，但同时保留法规框架。这与 4 月份出口管制实施后的情况类似：当时中国同意加快出口许可证审批，但未取消许可要求，对美关键矿物出口随后得以恢复。最后一张图表展示了某关键矿物采矿 ETF 的表现，其重仓股包括 MP Materials、Lynas、Northam Platinum、Taseko Mines、Capstone Copper、Hudbay、Aurubis、Sandfire、Boliden 和 Anglo American。

中国对美的稀土出口



资料来源：中国海关总署、摩根资产管理，2025年8月

指示性美国稀土矿商ETF

指数 (200 = 2023年11月30日)



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年10月13日

美国与关键矿物：二十载从巅峰跌落谷底

- 从 1950 年到 1980 年，美国曾是全球关键矿产的领先生产国，并且在铀方面实现自给自足。随着时间推移，国家安全逐渐被成本考量取代，如今美国在这两个领域已几乎完全依赖进口。
 - 1980 年，美国核管理委员会将稀土开采废料重新分类为核危险废料，因为这些废料可能含钍。这导致美国稀土处理成本和责任大幅增加。与此同时，中国将稀土元素视为战略资源，增加产量并压低价格。价格下跌及美国监管阻力增大，导致大多数美国矿山和加工厂关闭。终局发生在 1995 年，美国磁体制造公司 Magnequench（通用汽车剥离的子公司，生产钕磁体）被出售给中国财团。美国监管部门规定磁体生产须在美国维持五年；因此五年后，印第安纳州的 Magnequench 工厂关闭，所有设备与技术转移至中国。结果：美国在 1980 年稀土领域占据主导地位，短短 20 年后几乎在采矿和加工领域完全退出。
 - 需要明确的是，中国并未垄断大多数关键矿产的开采；其在全球镍、锂和钴的开采量不足 10%。但中国通过签订合同确保从其他国家获得供应，并在中国进行加工。同样，美国占全球镍和钴储量不足 1%，稀土约 2%，石墨不足 1%；美国必须通过战略联盟来解决这一问题。
 - 过去三年，锂、镍和钴价格下跌 60%-85%，西方国家可能需要更多类似 MP Materials 保证价格下限的安排，以维持本土关键矿产业务的运转。例如：中国镍生产商在印尼的产量已从每年 50 万吨提升至 250 万吨，推动价格下跌，并迫使必和必拓和嘉能可关闭部分业务。尽管通用汽车已投资于 MP Materials 和 Thacker Pass，以确保关键矿产供应，福特则未采取类似措施，并在今年初短暂停产探险者(Explorer)车型
 - 全球范围内，矿山从规划到投产平均需要 18 年时间，而在美国，由于涉及众多叠加许可，平均需要近 29 年。
- 资料来源包括战略与国际研究中心的关键矿产安全计划，以及 Stratechery 于 2025 年 10 月 13 日发布的文章《中国和稀土金属，美国自找的挑战》。

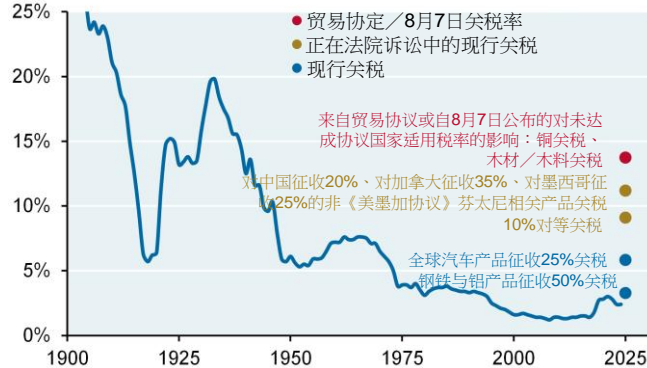


关税与美国经济增长

左侧是最新的美国关税税率演变图表。这些关税对美国增长的影响将是_____（形容词）。

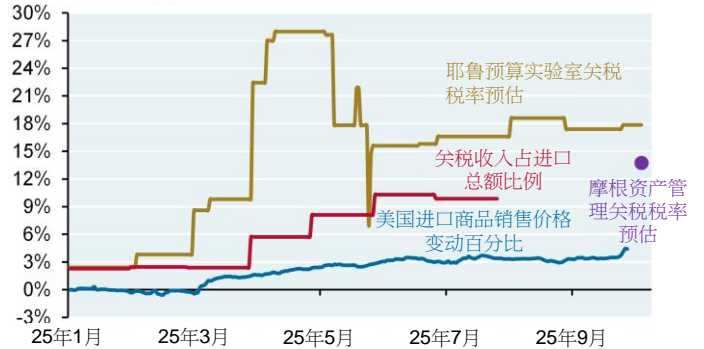
美国所有进口商品的平均关税税率

假设从中国进口的商品有20%被美国本土替代、20%被其他外国替代



资料来源：税务基金会、美国国际贸易委员会、白宫、摩根资产管理，2025年

美国实际关税税率、关税收入与进口商品销售价格，百分比



资料来源：数字数据设计研究所定价实验室、耶鲁预算实验室、两党政策中心、摩根资产管理，2025年10月

我填的是“可控的”。这并非由外国支付关税所致；事实上，今年美国进口价格已上涨，因此“外国支付”的说法并不成立。右侧的图表能更好地解释其原因：

- 耶鲁预算实验室发布了关于实际关税税率如何演变的估算。由于涉及解读数千种“国家-进口商品”组合的规则（包括税率、豁免、特殊待遇及《美墨加贸易协定》）不断变化，这些估算难度很大¹。此外，一些分析师假设存在一定的国内替代以及从中国进口的转移（这已在发生），而其他分析则未考虑此点。耶鲁的最新估算为 18%，而我们的估算为 14%。
- 部分美国进口商通过使用更有利的进口代码对商品进行“错误分类”，这种做法本质上是避税，几乎无法建模。这或许可以部分解释为何截至 8 月，由两党政策中心追踪的实际关税收入（右侧图表中的红线）比耶鲁的数字低 5%-6%。
- 最后，许多消费进口品的加价率超过 100%，因此消费者感受到的最终价格上涨幅度会较低。这或许解释了右侧图表中的蓝线：根据数字数据设计研究所定价实验室的估计，进口商品的零售价格截至目前仅上涨了 5%。

许多企业可能仍在根据关税政策重新定价其商品和服务，因此进口商品的零售价格可能持续上涨。但我认为其最终影响将是可控的。

¹去年关税税率极低，一些从加拿大和墨西哥进口商品的美国公司甚至都不愿费心将其商品注册为符合《美墨加贸易协定》的合规产品。如今税率提高，需要估算这部分进口中将依据《美墨加协定》注册的比例。



移民与劳动力增长

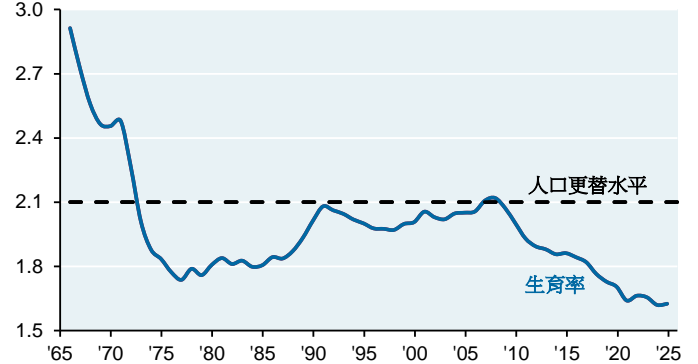
就美国经济增长而言，更大的风险并非关税，而是_____（名词）。

就业人数增长的盈亏平衡水平估算与实际就业增幅，千人，月度



资料来源：达拉斯联储，2025年10月

美国年度生育率与人口更替水平
每名女性的生育数



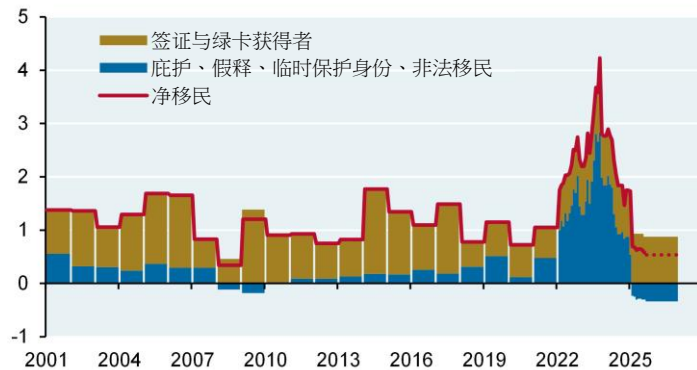
资料来源：美国国家健康统计中心、Axios、摩根资产管理，2024年

鉴于劳动力增长平衡预估水平的下降，我填的是“**移民政策**”。左侧来自达拉斯联储的图表显示了导致劳动力市场平衡所需的薪资增长水平（即高于该水平将引发工资通胀）。报告²发现，这一平衡数字的下降，一半可由人口增长放缓解释，另一半则由劳动力参与率下降解释。

右侧图表显示了美国出生率与人口更替率的对比，下方图表则是在考虑了寻求庇护者、假释者、非法入境者和临时保护身份者变化后的最新净移民估算³。净移民并非为零，但似乎正下降至约 2001 年至 2022 年间水平的一半。基本论点：美国经济增长最终将需要：**a) 更多劳动者，b) 劳动力参与率上升，或 c) 显著的正向生产率冲击**。尽管许多未来增长预测更依赖生产率而非劳动力供给，但生产率增幅的大小仍不确定。

美国净移民

百万人（年化）



资料来源：高盛、美国国土安全部、美国海关与边境保护局、移民与海关执法局，2025年8月

²“移民变化后，盈亏平衡就业人数下降”，A. Cheremukhin，达拉斯联储，2025 年 10 月 9 日

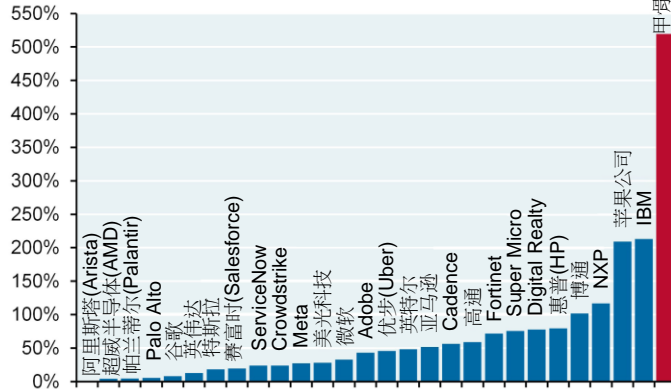
³当前移民被逮捕人数大致与 2021-2022 年相同，只是从边境转向内部：美国海关与边防局在边境关口的逮捕人数大幅下降；移民及海关执法局逮捕人数则显著增加。根据雪城大学追踪报告的统计，截至 2025 年 9 月 21 日：被关押在移民及海关执法局拘留设施的人中，71.5%没有刑事定罪；已有定罪者中，多为轻微违规，如交通违规。



甲骨文

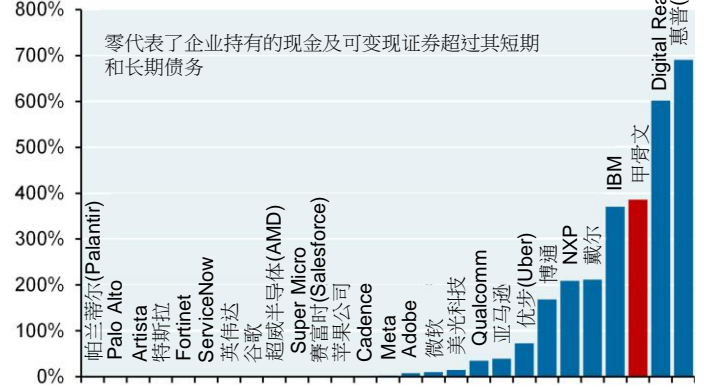
我在上期《放眼市场》中展示了第一张图表，作为讨论甲骨文可能需要借款以履行对 OpenAI 资本承诺的一部分依据，特别是因为其自由现金流比例远低于同行。我还提到，甲骨文的高负债率可能使其大规模债务融资面临挑战。这第一张图表是_____（形容词）。

直接AI股票的债务股本比



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年10月3日

直接AI股票的净债务/EBITDA比率

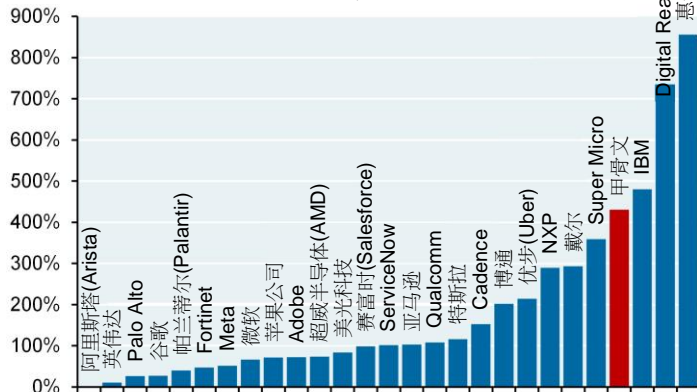


资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年10月3日

我选择“具有误导性的”，因为我认同收到的反馈意见：甲骨文的债务/权益比率深受股票回购影响，这些回购使埃里森的持股比例从 2011 年的 22% 升至 41%。衡量甲骨文借款能力的更好指标是债务/EBITDA 以及净债务/EBITDA（即扣除现金及有价证券）。在科技行业，企业融资行为存在明显分化：一类公司发行债券是为了与投资者建立影响力并为未来增加灵活性（如苹果、谷歌、AMD），另一类则是通过大规模借款为当期资本支出提供资金。

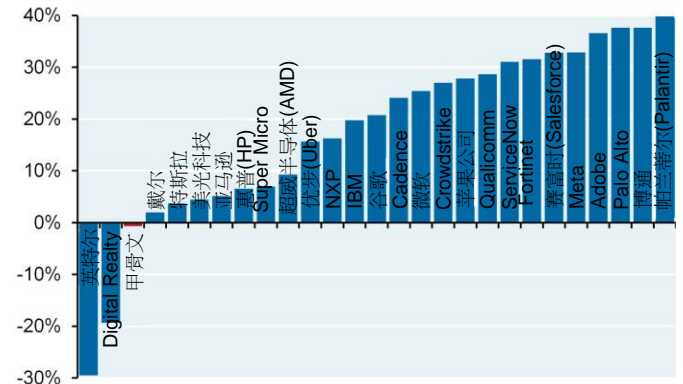
尽管甲骨文的净债务/EBITDA 比率远高于我们研究范围内的其他“直接人工智能概念股”，但我最初那张债务权益比的图表确实夸大了这一情况。甲骨文的信用评级为 BBB/Baa2，这与其 4 倍的净债务比率相符，且其 30 年期债券全年交易利差始终维持在国债收益率之上 110-170 个基点。债券投资者很可能愿意以相近利差进一步增持该公司债券。

直接AI股票的债务/EBITDA比率



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年10月3日

直接AI股票的自由现金流/收入比率



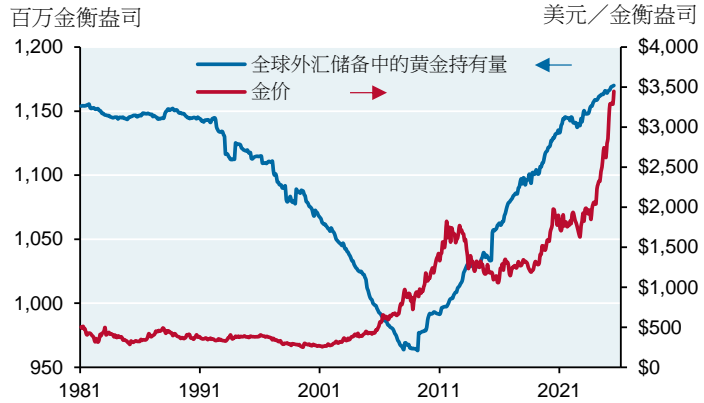
资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年10月3日



央行黄金储备

金价飙升，伴随对其原因的讨论也层出不穷。一个常见观点是：央行外汇储备中投资于黄金的比例已从 11% 升至 23%，这表明大型机构对美元深感忧虑。这一逻辑是非常_____（形容词）。

全球外汇储备中的黄金持有量与金价



资料来源：国际货币基金组织、彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

黄金在全球外汇储备中的占比



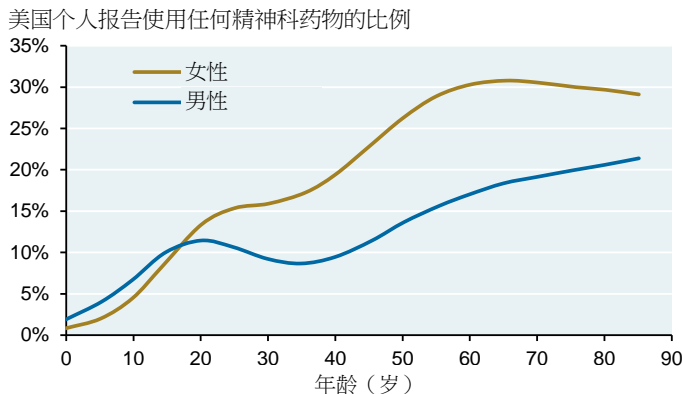
资料来源：国际货币基金组织、彭博财经、摩根资产管理，2025年8月

我填的是“有缺陷的”。如左图所示，央行黄金持有量（以金衡盎司计）在 2009 年触底，自那以来增长约 20%，回到 1994 年至 2008 年减仓黄金前的水平。所以，央行确实增加了黄金持有量。但自 2009 年以来，储备中黄金比例的几乎全部增加，实际上是黄金市场价格上涨的结果。如右图所示，如果将央行黄金配置固定在 2009 年 3 月的低点 9.63 亿金衡盎司，储备中黄金比例仍会升至约 20%。但如果保持黄金价格在 2009 年的水平，使用实际央行持有量，则储备中黄金比例实际上会下降至 8%。战后国际秩序的部分解体以及发达国家政府债务上升确实推动了金价上涨，这一点我认同。但央行黄金配置似乎并非其主要原因，也不能就此明确判断美元作为储备货币的地位。

精神类药物的性别差异

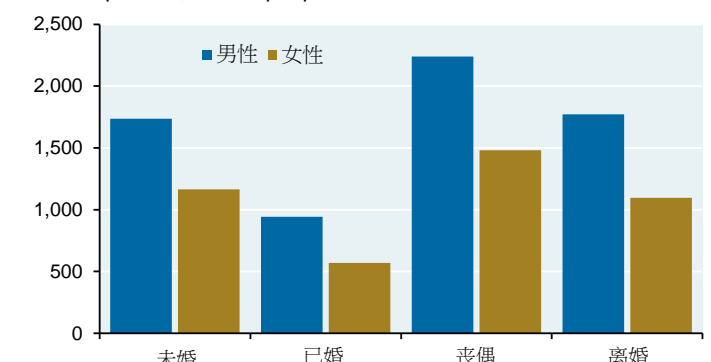
下图第一张显示了按年龄和性别划分的精神类药物使用频率。女性使用精神类药物的频率明显更高的原因是_____（名词）。

按性别划分的精神科药物使用情况（2015年至2018年）



资料来源：Johansen，《美国家庭医学委员会杂志》、摩根资产管理，2021年

按性别与婚姻状况划分的经年龄调整死亡率



资料来源：美国疾病控制与预防中心、摩根资产管理，2019年

我填的是“男性”，因为我想不到其他合理解释。相关研究显示，鳏寡男性的年龄调整后死亡率高于任何其他性别和婚姻状况组合。换句话说，男性似乎让女性“抓狂”，而在配偶离世后，男性自身则遭受更大的负面影响。

岑博智(Michael Cembalest)，摩根资产管理



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。

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。

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。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）。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。

就摩根大通资产管理客户而言：

摩根资产管理是摩根大通及其环球附属公司旗下资产管理业务的品牌。

在适用法律允许的范围内，我们可对通话进行录音及监控电子通讯，以履行我们的法律和监管义务以及遵守内部政策。摩根资产管理将根据我们的隐私政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、存储及处理个人资料。

投资资源

仅用于美国：如果您是残障人士，在查看资料时需要额外的支持，请拨打 1-800-343-1113 寻求帮助。

本通讯由以下实体发布：在美国为均受美国证券交易委员会监管的 J.P. Morgan Investment Management Inc. 或 J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲为当地摩根大通实体（视情况而定），仅供指定接收者使用；在加拿大为 JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，仅供机构客户使用，其为所有加拿大省份及地区（育空地区除外）的注册投资组合经理及豁免市场交易商，并在不列颠哥伦比亚省、安大略省、魁北克省及纽芬兰与拉布拉多省注册为投资基金经理。在英国由受金融服务局监管的摩根资产管理（英国）有限公司发布，该公司由英国金融行为监管局授权和监管；在其他欧洲司法管辖区，由摩根资产管理（欧洲）有限公司发布。在亚太地区（“亚太”），由以下发行实体在其主要受监管的各自司法管辖区发布：摩根资产管理（亚太）有限公司或摩根基金（亚洲）有限公司或摩根资产管理实物资产（亚洲）有限公司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（股份有限公司注册号 197601586K），本广告或刊物未经新加坡金融管理局审核；摩根资产管理（台湾）有限公司；摩根资产管理（日本）有限公司，是日本投资信托协会、日本投资顾问协会、第二类金融工具公司协会和日本证券交易商协会的成员，受金融厅监管（注册号“关东地方金融局（金融工具公司）No.330”）；在澳大利亚，由摩根资产管理（澳大利亚）有限公司（ABN 55143832080）（AFSL 376919）仅向 2001 年（联邦）公司法第 761A 和 761G 条定义的批发客户提供服务。在亚太地区内其余市场，本通讯仅提供予所指定接收者。

面向摩根大通私人银行客户：

投资资源

摩根大通致力于提供易于获取的产品和服务，满足所有客户的金融服务需求。如有任何访问问题，请直接联系私人银行客户服务中心，电话：1-866-265-1727。

法律实体、品牌及监管信息

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（统称“**JPMCB**”）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。摩根大通银行和摩根大通证券均为受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的关联公司。

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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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（CONSOB）监管，并已于意大利央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, 已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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。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附属公司）**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（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）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附属公司）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,

[网上特朗普追踪器](#)

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 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 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比利时分行**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 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司比利时分行同时须受比利时国家银行 (NBB) 及比利时金融服务和市场管理局 (FSMA) 监管, 并已于 NBB 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 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊央行监管, 并已于希腊央行行政注册处以**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, 其雅典商会注册编号为: 158683760001; VAT 编号为: 99676577。在法国, 本文件由**摩根大通巴黎分行**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 (德意志银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管, 监管代码为 842 422 972。摩根大通巴黎分行同时须受法国银行业监管机构——审慎监管与决议管理局 (ACPR) 和金融市场管理局 (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 de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作为瑞士一家银行及证券交易商, 在瑞士受瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 监管。

在中国香港, 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 (通知您的) 摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银行新加坡分行向您提供。本文件的内容未经香港或新加坡或任何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。

Issued in **Australia** by JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照编号: 238367) and J.P. Morgan Securities LLC (ARBN 109293610).

“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。

© 2025 年。摩根大通。版权所有。