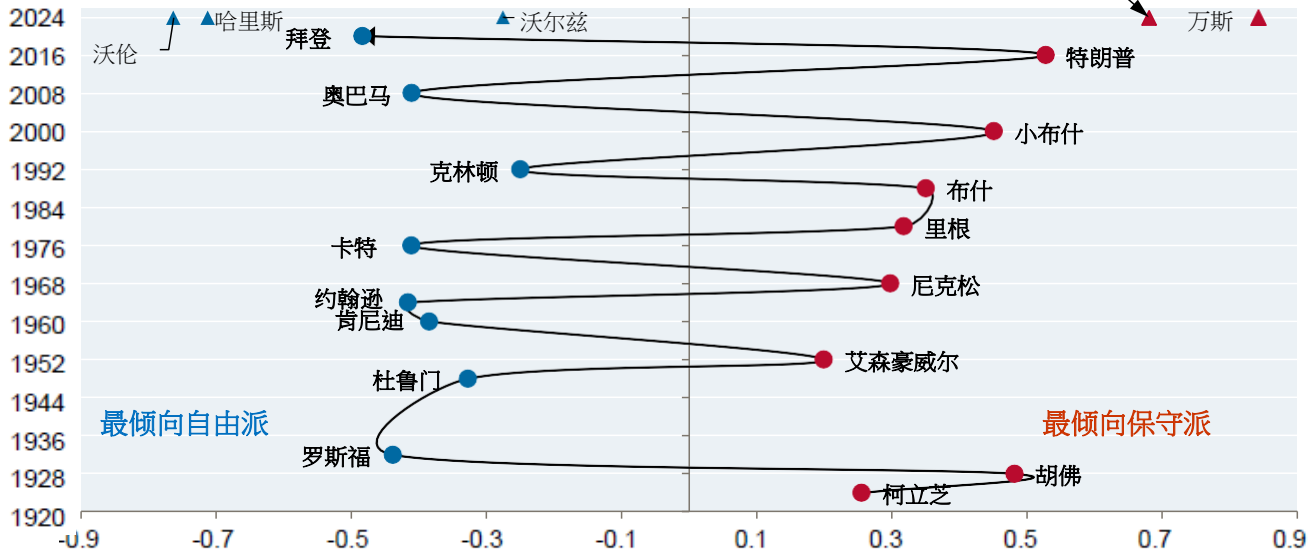


注意差距：美国大选两极分化下的候选人政策对比；中国推出一揽子经济刺激措施

每当我以为总统候选人之间的意识形态差距已经无法进一步扩大时，选民意见最终总是让我意识到自己错了。我在下方展示的图表可以说是评估这种差距的最佳工具。我使用 **VoteView** 数据，这种空间估计方法自 1980 代以来一直为政治学家所用。每位政界人士的意识形态通过观察他们与相关群体的投票频率来进行衡量。圆点代表总统和执政政府，而三角形则代表个人¹。

美国各届总统政府、2024年候选人和若干其他政界人士的政治意识形态

2024年特朗普：科顿、格雷厄姆、布劳恩、格林、博伯特、保罗、珀杜、戈萨尔、斯卡利斯、布莱克本、盖茨、霍利、乔丹、万斯



资料来源：自由保守的得分摘录自VoteView国会投票历史的点名数据、摩根资产管理。2024。
有关政府组成详情，请参阅脚注1

自二战以来，哈里斯是第 6 位最倾向自由派的参议员，而万斯则是第 6 位最倾向保守派的参议员。自二战以来，比万斯还倾向保守派的参议员大多是现任议员（阿拉巴马州的图伯维尔、肯塔基州的保罗、犹他州的李、密苏里州的施密特），而除了马萨诸塞州的沃伦和佛蒙特州的桑德斯（在衡量他在参议院而非众议院的投票记录时）外，比哈里斯还倾向自由派的参议员大多是前任议员。

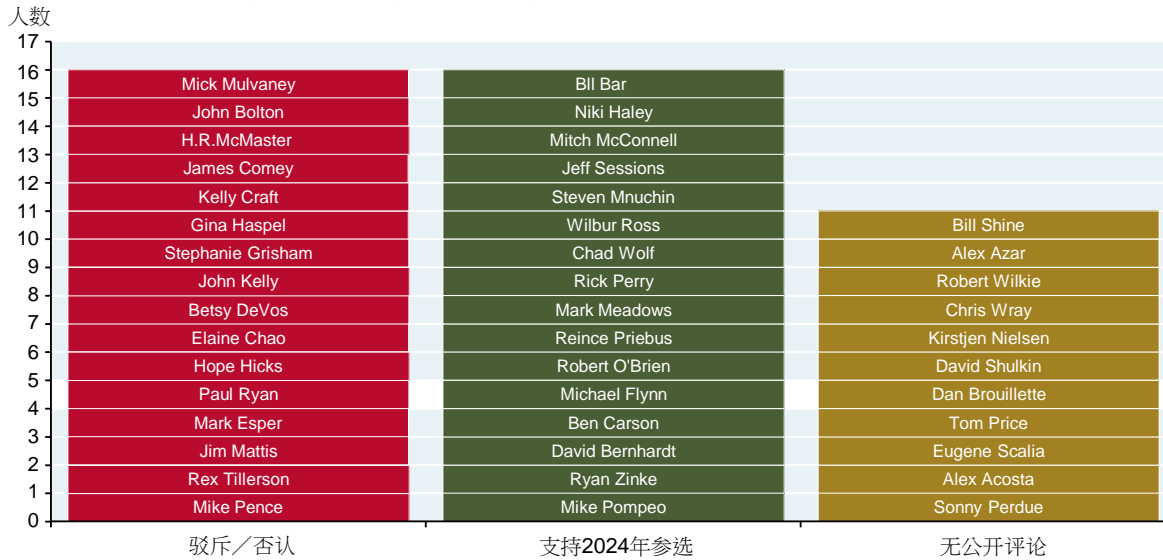
¹总统综合评分。我根据有国会投票历史的行政部门成员；促成主要立法项目通过的国会议员；以及代表其政治和治理原则的成员得出各届政府的综合分数。您的计算方法可能有所不同。

- 柯立芝：柯蒂斯、凯洛格、斯莱普、戴维斯、琼斯（韦斯利）、摩西、琼斯（威廉）
- 胡佛：柯蒂斯、霍利、朗沃思、摩西、蒂尔森、米尔斯、沃森
- 罗斯福：巴克利、布莱克、伯恩斯、加纳、古菲、麦科马克、罗宾逊、赫尔、雷伯恩、杜鲁门
- 杜鲁门：伯恩斯、杜鲁门、麦科马克、巴克利、文森、雷伯恩、安德森、施韦伦巴赫
- 艾森豪威尔：德克森、杜勒斯、弗兰德斯、尼克松、萨尔顿斯托尔、亚当斯、塔夫脱、洛奇
- 肯尼迪：博林、汉弗莱、肯尼迪、约翰逊、曼斯菲尔德、肯尼迪、乌达尔、里比科夫
- 约翰逊：塞勒、汉弗莱、亚伯勒、约翰逊、曼斯菲尔德、佩珀、冈萨雷斯、布鲁克斯
- 尼克松：福特、洛特、尼克松、桑德曼、威金斯、莫顿、拉姆斯菲尔德、陶尔、多尔
- 卡特：贝赫、伯德、霍金斯、蒙代尔、奥尼尔、赖特
- 里根：贝克、布什、多尔、坎普、罗斯、拉克索尔特、卢格、米歇尔
- 布什：奎尔、布什、切尼、麦迪根、坎普、马丁、米歇尔、辛普森
- 克林顿：本特森、戈尔、格利克曼、格普哈特、福特、纳恩、罗伯、帕内塔
- 小布什：阿什克罗夫特、布朗特、切尼、德莱、凯尔、麦康奈尔、桑托勒姆、拉姆斯菲尔德、肯普索恩、亚伯拉罕
- 奥巴马：拜登、德宾、克林顿、肯尼迪、克里、奥巴马、佩洛西、里德、瓦克斯曼、霍耶、克莱伯恩、沃特斯
- 特朗普：科顿、格雷厄姆、哈奇、麦卡锡、梅多斯、保罗、珀杜、麦康奈尔、斯卡利斯、塞申斯、瑞安、柯林斯
- 拜登：巴斯、拜登、克莱伯恩、库恩斯、霍耶、佩洛西、里士满、桑德斯、舒默、沃伦、哈里斯

图表无法衡量的部分。两极分化图表无法衡量候选人领导和治理能力的多个方面。如下所示，这或许解释了特朗普第一个任期内的数量高级官员现在反对他本次参选这一不寻常的情况²。

如果您不相信政治分歧和讽刺已达到新的高度，请观看这段戈尔、布什、奥巴马与罗姆尼之间的辩论[视频](#)³。短短 10 年间发生了很多变化。在政治分歧问题方面，我有一个小小的建议。银行经常会邀请首席执行官在行业会议上向其他首席执行官发表演讲。我的建议是：如果您会因为自己的员工在推特上发布某位首席执行官的公开言论而解雇他们，那就千万别邀请这位首席执行官向您的客户致辞了。在这方面，我想到的就是埃隆·马斯克(Elon Musk)。说到这里，让我们来看看与投资者利益攸关的主要政策差异，以及中国推出的经济刺激方案。

前特朗普内阁成员和其他高级职位：他们对2024年特朗普参选的立场



资料来源：摩根资产管理，2024年3月11日。根据我们对公开声明的解读进行分类。所提供的信息无意对任何政府决策或政治选举的预期结果做出价值判断。

目录

财政政策..... 3

关税和贸易..... 6

能源..... 7

移民..... 8

通胀和价格管控..... 9

北约..... 10

监管状况..... 10

对选举团制度的一些评论..... 11

中国经济刺激计划，一个重要转折点..... 12

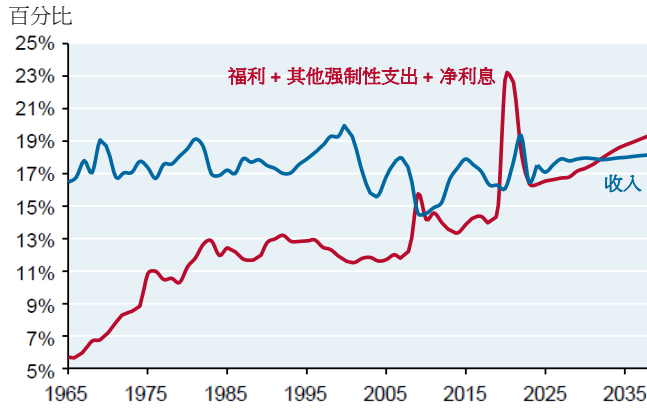
² 上文图表包括 2016 年至 2020 年担任以下职位的所有人员：副总统和内阁 15 个部门负责人、国家安全顾问、联邦调查局局长、中央情报局局长、联合国大使、白宫办公厅主任、白宫通讯主任、共和党众议院议长、共和党参议院多数党领袖。最短任期：9 个月。反对特朗普参选的并不只有他第一任期内的红脖子高级官员：700 多名前国家安全和军事官员写了一封公开信，用冲动且无知来形容特朗普[美国国家安全领导人，2024 年 9 月]

³ 视频来源于 @StartsWithUs/Builders (转播权已转让)

财政政策

从宏观的角度来看，两位候选人都没有谈及 2030 年代初福利支出加上利息将超过联邦收入的交叉点。在可能会爆发更大的问题的情况下，我难以对于财政提案的市场影响感到兴奋。

福利支出、强制性支出和净利息支付与收入比较，占GDP的



资料来源：国会预算办公室、摩根资产管理，2024年3月

在特朗普和拜登治下的联邦债务

- 难分伯仲：如果名义 GDP 遵循疫情前的预测，那么在扣除初始的现金余额后，特朗普和拜登治下的债务占 GDP 比例分别增长 15%和 16%
- 一项单独的分析观察了通过立法和行政行动批准的债务。不包括《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》和其他新冠疫情救济法案，特朗普批准了约 4.8 万亿美元借款；不包括《美国救援方案法》，拜登批准了约 2.2 万亿美元
- 资料来源：马克·戈德温，负责任联邦预算委员会

财政提案面临的挑战是，国会的票数差距会很小，而且政府可能分裂，从而让这些提案不太可能如愿通过。但我们就从这里开始分析，因为这些提案很好地表明，美国的财政状况可能会视何人当选而定。

哈里斯提案。表格左边是哈里斯的开支提案，而右边是增加收入的提案。即使民主党大获全胜，其中一些项目也可能被削减，而任何超出税收的支出都会变为赤字。即便如此，这也很好地代表了哈里斯的再分配政策：对富人加税 1.3 万亿美元，对企业加税 2.8 万亿美元，并将收益用于维持对中产阶级的减税和增加最贫困美国人、购房者和家庭的福利。

哈里斯支出提案与增加税收/收入提案的对比

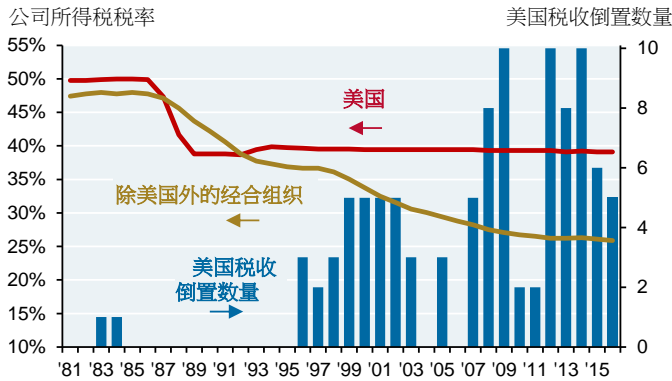
增加赤字的政策	10年成本 (十亿美元)	减少赤字的政策	10年储蓄 (十亿美元)	政策类型
将《2017年减税与就业法案》拓展至40万美元以下	\$2,600	哈里斯特别提议的提案		
实现永久儿童税收抵免 (3,000美元或3,600美元)	\$1,100	将公司税率从21%提高至28%	\$978	C
儿童看护和早教	\$600	对超高净值人士的未实现资本收益征税	\$503	H
实现永久《平价医疗法案》保费信贷扩张	\$384	削减处方药成本	\$250	O
确立全美带薪家庭与医疗假	\$325	将回购税率从1%提高至4%	\$166	C
取消大多数美国人的医疗债务	\$220	征收身故时资本利得税 (500万美元至1,000万美元豁免额)	\$150	H
扩大无子女成年人的劳动所得税抵免	\$163	对年收入超过100万美元的申报者征收28%资本利得税	\$100	H
改善医疗补助家庭和社区服务	\$154			
免征小费所得税	\$150	获得拜登预算支持的提案		
针对新生儿提供6,000美元儿童税收抵免	\$100	将超过40万美元的《平价医疗法案》净投资所得税提高至5%	\$404	H
为首次购房者提供2.5万美元首付款支持	\$100	对积极经营所得征收净投资所得税	\$393	C
其他住房支持	\$100	国际公交专项税：修改全球最低税率，限制税收倒置	\$374	C
将初创企业税收减免扩大到5万美元	\$8	限制过高员工薪酬	\$272	C
		国税局投资收入增加	\$237	O
		对非公司纳税人的损失限制，杠杆扣除限制	\$144	C
		将公司替代性最低税率从15%提高到21%	\$137	C
		国际公交专项税：采用低税利润规则	\$136	C
		国际公交专项税：修订化石收入规则、利息分配规则	\$122	C
		封堵遗产税和赠与税漏洞 (无死亡时增加资产税基)	\$97	H
		拓展强制性自动减支	\$90	O
		对数字资产挖矿征收消费税	\$66	C
		限制税收漏洞 (利润提成、同类交换)	\$63	H
		修改能源税	\$45	C
总计	\$6,004	总计	\$4,727	

资料来源：PSC、Don Schneider，2024年9月。C = 公司税，H = 高净值税，O = 其他

由于提高公司税是哈里斯方法的主要焦点，因此有必要介绍公司税的一些历史：

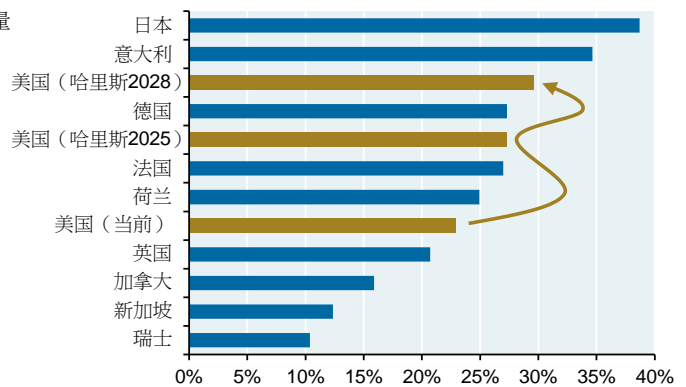
- 长期以来，美国公司税率过高，备受诟病不具备竞争力。例如：由于美国境外的税率从2000年开始下降，越来越多美国公司出于税务考虑而在其他地方重新注册（税收倒置），却没有公司进入美国。布什和奥巴马政府都认识到这个问题，而奥巴马曾提议将公司税率从35%降至28%
- 在2017年通过《减税与就业法案》后，美国公司税率（最好通过查看新资本投资的有效企业税率⁴）相对于其他主要国家有所下降，而出于税务原因考虑造成的美国税收倒置实际上已经停止
- 哈里斯的提案可能会将美国公司税占GDP的比例⁵提高至1980年以来的最高水平，从而可能引发新一轮税收倒置

美国境外的税率和税收倒置



资料来源：乔治梅森大学的梅卡图斯中心。2016年

新投资有效公司税率



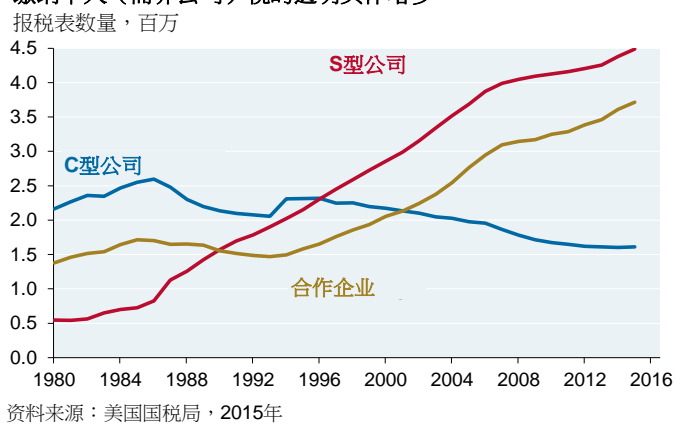
资料来源：Mintz和Bazel METR分析，2024年9月

美国公司所得税收入占GDP的比例



资料来源：国会预算办公室、Piper Sandler，2024年

缴纳个人（而非公司）税的透明实体增多



资料来源：美国国税局，2015年

⁴公司税方面：单独考察一年的情况可能会被税损结转或税损退算、改变税收规则等因素所扭曲。更复杂的是：美国公司在海外缴纳的税款可获得抵免。因此，如果把美国公司缴纳的税款除以全球收入，实际税率就会被低估，因为分子会剔除掉在外国缴纳的税款。这就是一众税收经济学家使用「新投资的边际有效税率」方法来对比各国公司税率的原因

⁵如上文右边的图表所示，自1980年以来，S型公司和合格合伙企业的数量大幅上升。这两种企业都要缴纳个人所得税，无需缴纳企业所得税。因此，美国公司税占GDP的比例并不包括在他国申报为「公司税」的部分营业税；各国之间的这一比例不具可比性

特朗普的财政议程总是飘忽不定，因此更难下定论。特朗普提议延长所有《减税与就业法案》的减税措施，提高联邦退税可抵扣的州/地方税上限，免征小费所得税，将适用于「在美国制造产品」企业的公司所得税降至 15%，并提出了终止对社会保障福利征税的观点。我认为，对此合适的问题是：特朗普没有提议削减哪些税收？

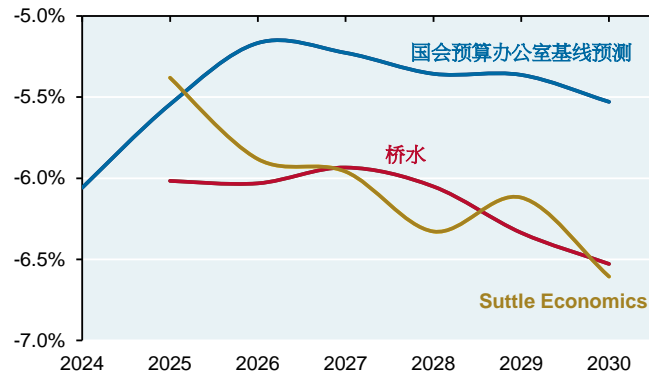
削减开支。特朗普提议削减与能源法案相关的开支。所需的只是共和党在参众两院获得简单多数席位，尽管众议院有一小部分共和党代表要求仅对该法案进行轻微的削减。最有可能保留的支出项是：风能/太阳能投资税收抵免/生产税收抵免、核能生产税收抵免、碳封存抵免、清洁燃料抵免以及制造业补贴。最岌岌可危的是：电动汽车税收抵免。

最大的问题是：关税收入。经济学家建模计算了征收 10% 普遍关税和 60% 中国关税的潜在收入增益⁶。但这些估计具高度不确定性，因为都依赖于进口受关税水平的影响程度和进出口关税承担的估计份额。它们通常也不包括报复性关税和提供给受影响美国公司的补贴、因中国关税造成的任何贸易转移以及增长影响。

综合各方面的因素，在特朗普当选/共和党大获全胜的情况下，预算赤字可能会迎来最大幅度的上升。下文图表比较了对特朗普财政政策的评估与国会预算办公室的基准；我们在必要时进行了调整，以包括普遍关税影响。然后，为了比较特朗普与哈里斯，我们创建了下方的两个图表。从表面上看（我再次认为这是一个错误，因为计划不会按提案落实），几乎在任何情况下，哈里斯的初步赤字影响都小于特朗普。我认为值得注意的是，《华尔街日报》发表了杰森·福尔曼的一篇观点文章，题为《哈里斯是更安全的经济选择：两位候选人出的都是馊主意，但特朗普的更糟且更有可能获得国会支持》（2024年9月16日）。

特朗普提案的名义预算赤字估计

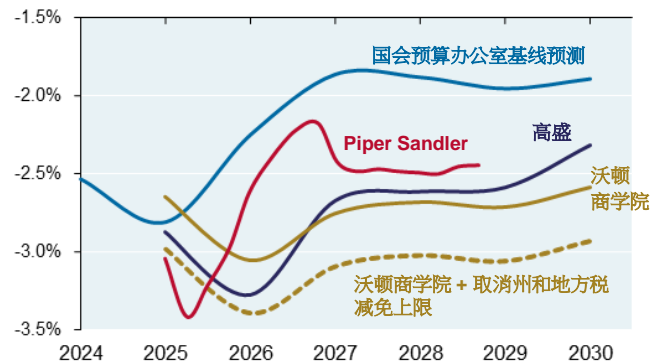
占GDP的百分比



资料来源：国会预算办公室、Suttle、桥水基金、负责任联邦预算委员会、摩根资产管理，2024年9月

特朗普提案的初步预算赤字估计

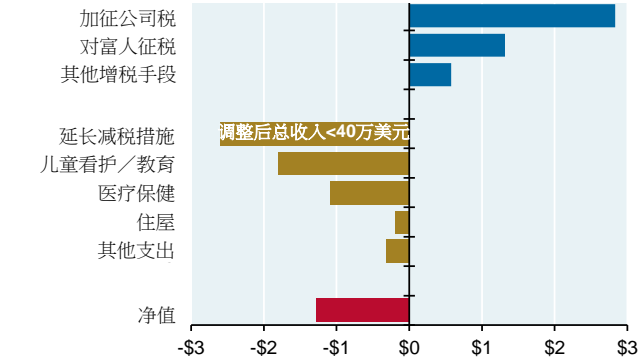
占GDP的百分比



资料来源：国会预算办公室、沃顿商学院、Piper Sandler、负责任联邦预算委员会、摩根资产管理，2024年9月

哈里斯：所提议政策的10年预算赤字影响

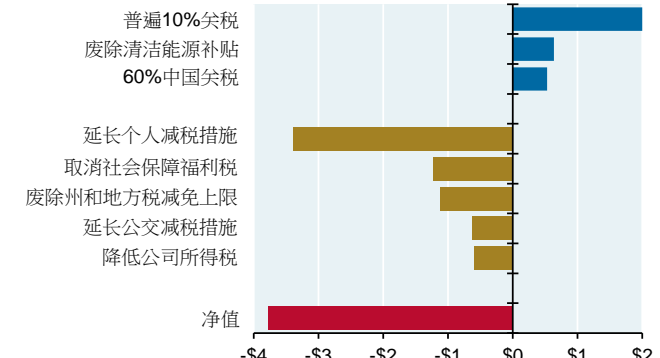
万亿美元



资料来源：摩根资产管理，2024年9月

特朗普：所提议政策的10年预算赤字影响

万亿美元



资料来源：摩根资产管理，2024年9月

⁶ 《为何特朗普的关税提案会伤害美国工薪阶层》，Kim Clausing（加州大学洛杉矶分校），彼得森国际经济研究所，2024年5月；及《特朗普的普遍基准关税》，负责任联邦预算委员会，2023年9月

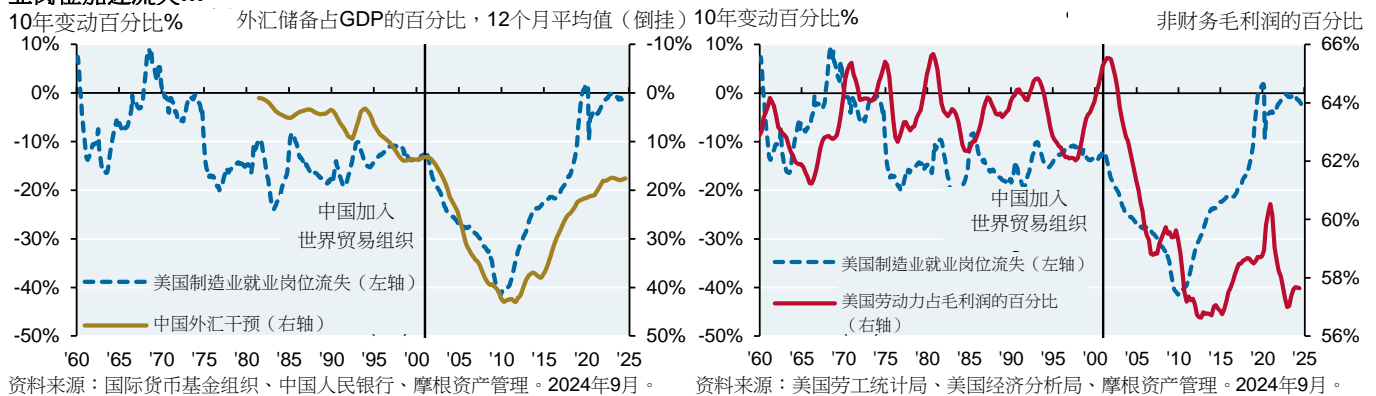
关税和贸易

特朗普的提案包括对中国进口征收 60%关税并对所有进口商品征收 10%普遍关税。特朗普和万斯坚称要其他国家支付这些关税，但很难找到支持他们的可靠研究来源；几乎每项分析都得出相反的结论⁷。毫无疑问，特朗普竞选团队会拉拢一些人来支持他们的观点，但在经济学家之间，这似乎已成为既定的科学事实。

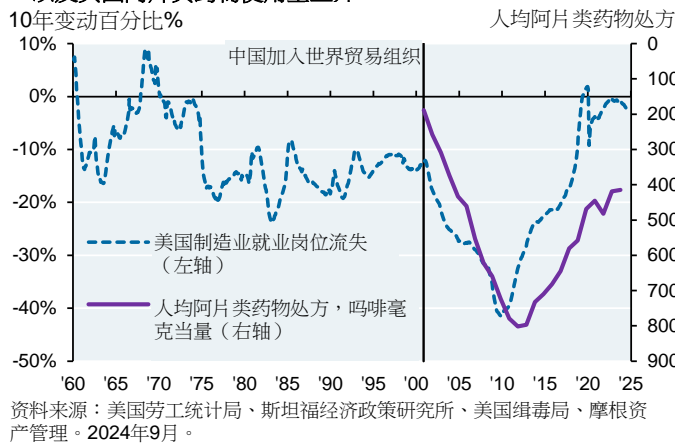
高盛估计，全面征收 10%关税将一次性地让通胀上升 1%并使 GDP 增长降低 0.5%，而巴克莱则估计增长降幅会高达-1.4%⁸。即便如此，美国选民似乎越来越愿意为部分逆转全球化付出代价。我能够理解原因：中国加入世贸组织后，美国出现制造业工作岗位流失加速、劳动收入份额下降以及阿片类药物成瘾率上升等情况，特别是在受中国竞争影响最大的社区中。如最后一张图表所示，中国是全球最重商主义化的国家；孤立它似乎成为国会两党最一致的立场之一。

政策。虽然哈里斯并未提议对中国加征关税或征收普遍关税，但她和特朗普都支持取消对中国进口给予的最低限度豁免。

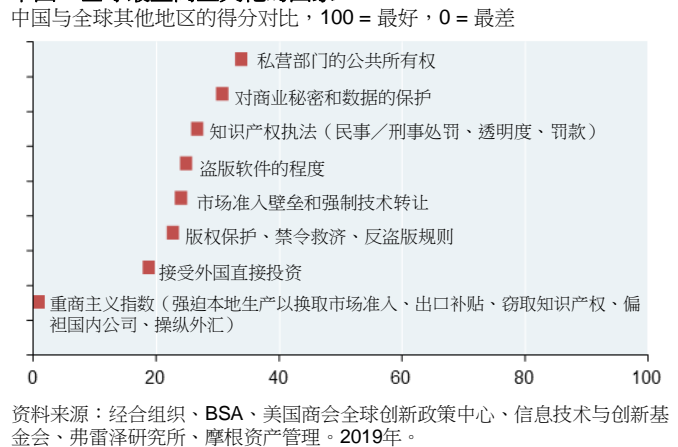
中国加入世贸组织后，其外汇干预力度加大，美国制造业就业岗位加速流失... 同时，美国劳动力占企业利润的比例大幅下降



...以及美国阿片类药物使用量上升



中国：全球最重商主义化的国家



⁷ 以下分析都得出了美国消费者最终会为关税买单的结论：《真正为关税买单的是谁？当然是承受更高价格的美国公司和消费者》，税收基金会，2021年12月；《中美贸易战的经济影响》，美国国家经济研究局，Fajgelbaum等，2021年12月；《谁在为中国进口缴税？》，纽约联邦储备银行，Matthew Higgins等，2019年11月；《总统特朗普治下的美国经济：第二场》，Suttle Economics，2024年7月；《谁为特朗普的关税买单：中国还是美国的客户和公司？》，路透社，Rajesh Singh，2019年6月

⁸ 《选举与经济：估计移民、贸易和财政影响》，高盛，2024年9月，和《关税：计算成本》，巴克莱，2024年9月

能源

两位候选人在能源政策上存在分歧，不过要明确的是，拜登在任期间，美国石油、天然气和液化天然气的产量均有所上升。部分分析师指出，拜登执政期间，联邦土地上钻探的许可有所减少，但在美国油气产量屡创新高的情况下，这个问题微不足道。

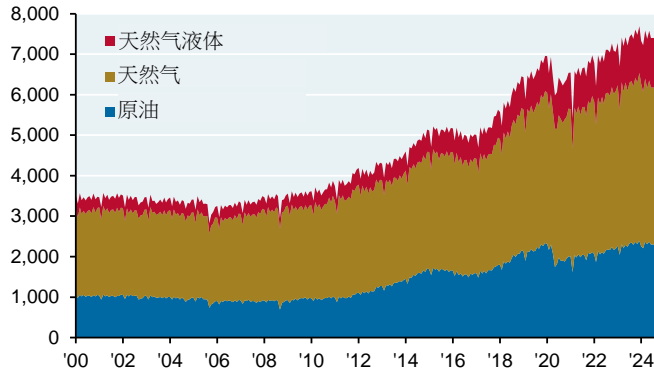
相对于限制石油和天然气，拜登/哈里斯采取奖励多于惩罚的方法：到本十年末，针对可再生能源、碳捕获、绿氢、电池储能和电动汽车普及的能源法案激励措施和补贴的真实成本可能达1至3万亿美元⁹。如下所示，这些成本体现在不断上涨的电价上，特别是在与能源密集型生产外包的地方（中国/印度）进行比较衡量时。尽管更大的能源消费电气化宏图才刚刚展开，但自2020年以来，生产物价指数报告中最高的通胀类别是输电和变压器设备。一个进步标志是：可再生能源占美国最终能源消费的比例从2010年的4%上升至8%。

据报道，哈里斯不再反对水力压裂：2023年，仍有60%的美国原始能源采用这种开采碳氢化合物的方法（第四张图表）。这或许解释了哈里斯对水力压裂的立场发生改变的原因。在第11页，我们将2020年大选中的党派偏好叠加在宾夕法尼亚州的石油和天然气储量的县地图之上。拜登曾以约7万张选票的微弱优势赢得该州，这种微弱优势本可凭借伊利县等少数石油和天然气县的选举人票而逆转，特朗普曾以2%的优势赢得伊利县，而拜登则以1%的优势赢得该县。

哈里斯曾在2019年选举期间支持将所有美国新车达到零排放的最后期限设为2035年；据报道，她不再坚持该观点，反而更青睐能源法案中的补贴方法。截至2024年第二季度，电动汽车在美国汽车销量和所有美国上路车辆中的占比分别约为9%和1%。

原油、天然气和液化天然气的生产

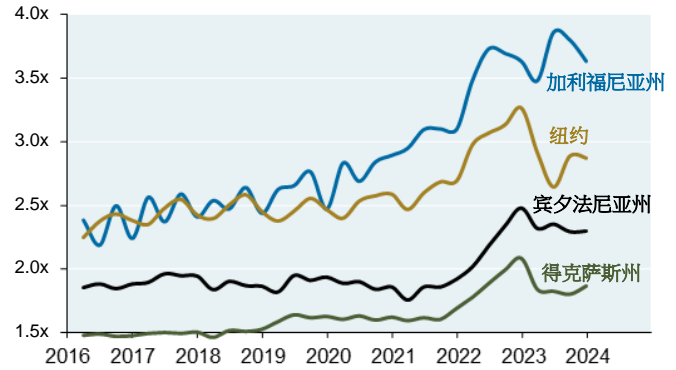
万亿英热单位/月



资料来源：美国能源信息署、摩根资产管理，2024年9月

居民电价

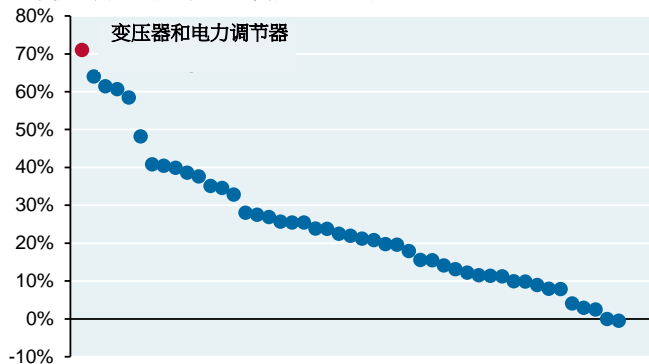
中国和印度平均价格的倍数



资料来源：美国能源信息署、国际能源署、摩根资产管理，2024年第一季度

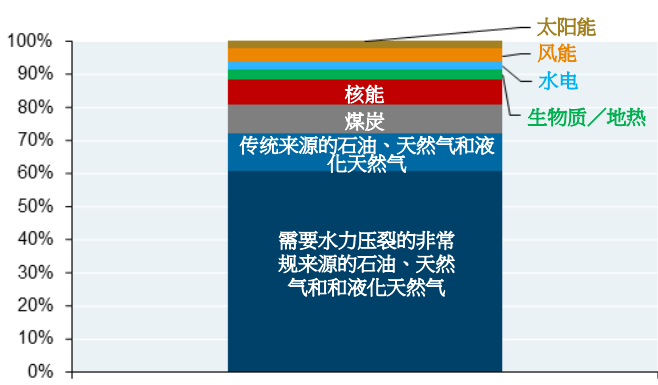
核心商品生产物价指数组成通胀

47个核心商品类别与2018年相比增长百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月

2023年水力压裂占美国一次能源消耗总量的61%



资料来源：美国能源信息署、英国石油、石油工程师协会、标普普氏、摩根资产管理。2023年。

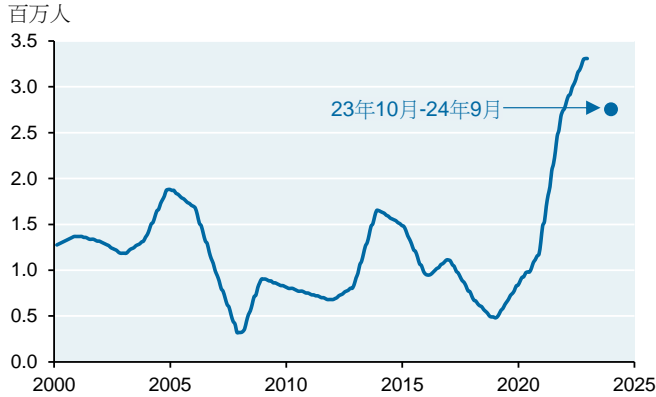
⁹ 《价格标签在拜登气候议程满一年后依然成谜》，彭博，2023年8月16日

移民

「伟大的国家不可能落入无法控制其边界的境地」，参议员乔·拜登，2008年

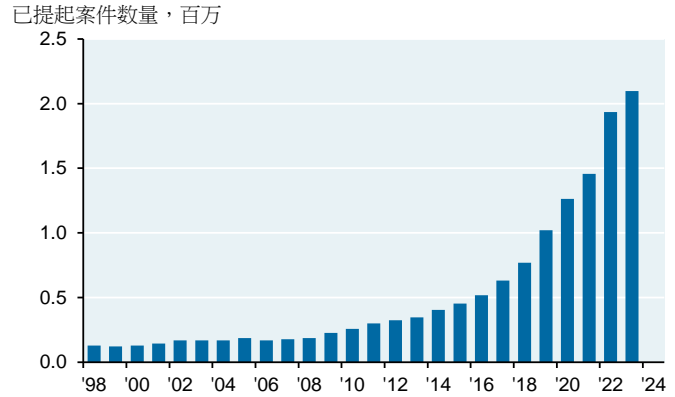
移民影响着各种各样的经济问题：移民通常会促进经济增长、减轻美联储收紧政策利率的压力以及在美国出生率低下之际增加劳动力。但是，不受管理的移民和难民/移民涌入激增也大幅增加了美国各城市的预算压力（从而限制他们的信用评级并导致数十亿美元的预算削减），同时加剧了住房短缺¹⁰。在2023年移民激增之前，非法移民占美国外国出生人口的25%左右。

各年净移民数



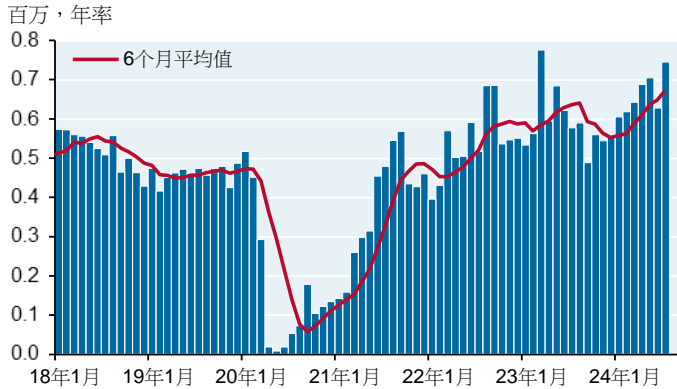
资料来源：国会预算办公室、美国海关边境保护局，2024年

待裁决移民案件



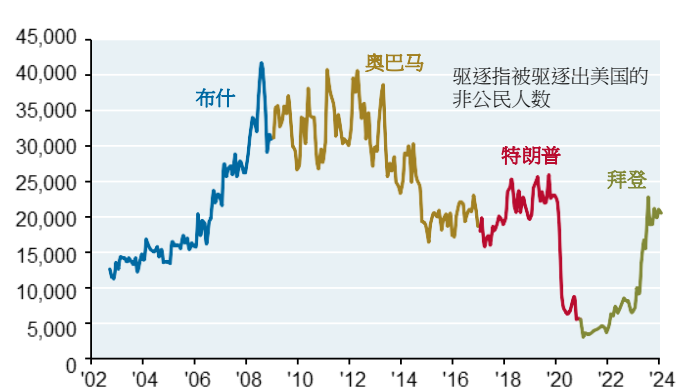
资料来源：布鲁金斯学会，Elaine Kamarck，2024年2月

移民(永久)签证签发量



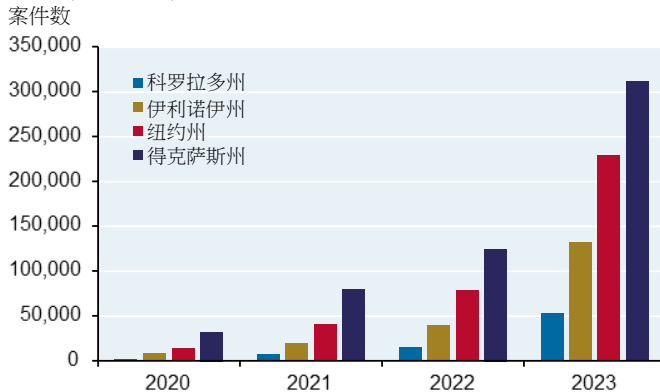
资料来源：美国国务院，摩根资产管理，2024年7月

各届总统的移民海关执法局驱逐人数，每月驱逐人数



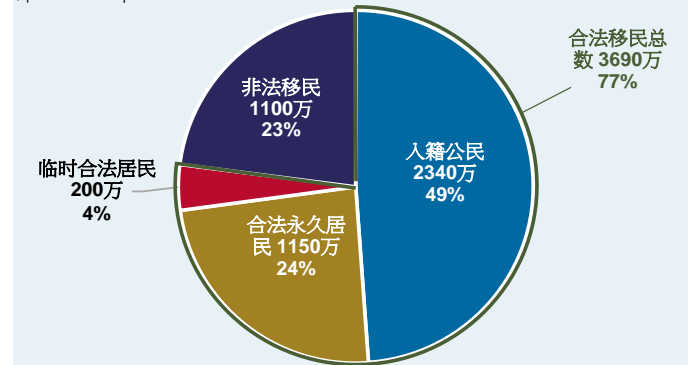
资料来源：TRAC、摩根资产管理，2024年9月

2020年至2023年提交移民法院的新诉讼



资料来源：美国出入境记录数据交流中心、标普全球，2024年

2022年，非法移民占美国外籍出生人口的23%，外籍出生人口估计，2022年



资料来源：皮尤研究中心，2022年

¹⁰ 《移民和寻求庇护者带来了预算挑战》，标普全球评级，2024年2月13日

移民激增背后的数字¹¹。国会预算办公室估计，拜登政府在 2023 年令额外的 230 万移民进入美国（全年 330 万，而在 2004 年至 2020 年期间，每年约为 100 万），且未包括另外 86 万被发现越境但未被逮捕者。据拜登任命的边境巡逻局长奥尔蒂斯所言，目前的激增与以往不同，现在在边境遇到的大多数移民都选择自首而非试图逃跑，因为他们认为自己很快就会被释放。另据美国海关报告，与恐怖分子观察名单上非公民的遭遇从 2019 年的 3 次增加至 2023 年的 172 次。就连布鲁金斯学会也在 2024 年 2 月建议暂时关闭边境，以处理上一页所示的移民积压案件。

移民激增的部分原因是塞内加尔的旅行社宣传先免签证前往欧洲，然后前往美国；这些方案包括与蛇头组织的联系，方便通过墨西哥索诺拉州的公交线路向美国边境转移，而这些公交线路每天有数十辆公交车开往边境的任意地点。

政策分歧。特朗普提议完成「隔离墙」的修筑，并依赖驱逐手段。其他人曾写出涉及当地执法部门与国民警卫队的驱逐计划所遭遇的实际困难¹²。哈里斯反对采取驱逐手段，但在移民问题上已转向右翼，不过要明确的是，我不确定她是否有进一步左倾的空间。在 2019 年，哈里斯抱持这样的立场：非法越境应当被定为民事犯罪；据报道，她现在认为应该执行现有法律¹³。

通胀和价格管控

如下所示，美国人对基本商品的通胀感到不满。哈里斯提出了史上第一条「禁止哄抬食品和杂货价格的联邦禁令」。关于该条禁令如何运作、如何定义哄抬价格以及联邦贸易委员会如何监管这种行为，几乎没有细节流出。即使进步派报道都认为这项政策意义不大。例如，大西洋月刊的 Josh Barro 表示：「哈里斯的计划在经济上愚蠢但在政治上明智：副总统的竞选承诺对熟悉供需关系的人来说毫无意义，但这些计划可能会赢得选举」。此外，关于通胀飙升，有证据指向白宫和国会：麻省理工学院的经济学家估计，通胀飙升至少有 40% 归因于联邦支出，而生产者物价的上涨仅占 10%¹⁴。

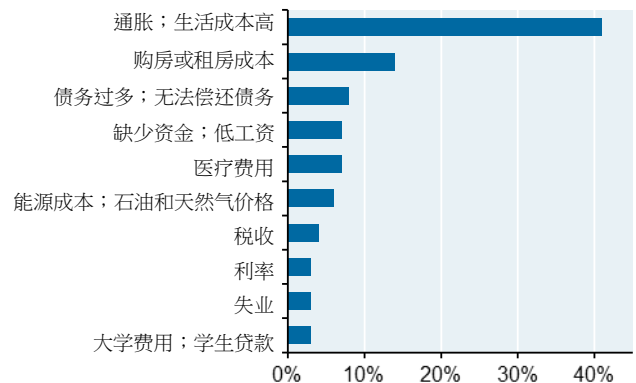
特朗普提议将信用卡利率上限设为 10%，由此看来，一个价格管控的新时代可能即将到来。上一次价格管控发生在 1970 年代，结果很不理想，引发了更高的通胀¹⁵。

认为通胀是最重要家庭财务问题的美国家庭，受访者百分比



资料来源：盖洛普，2024年4月

对美国家庭所面临最重要财务问题的调查，受访者百分比



资料来源：盖洛普，2024年4月

¹¹资料来源：《国会预算办公室人口展望》，附录 B，2024 年 1 月；佛罗里达州诉美国，美国地区法官 T. Kent Wetherell，2023 年 3 月 8 日；彭博法律，2024 年 6 月 17 日；美国有线电视新闻网，2023 年 12 月 20 日；布鲁金斯学会，2024 年 2 月 29 日

¹²《特朗普吹嘘历史性驱逐计划，但其自身的记录揭示了巨大的障碍》，美国国家公共电台，2024 年 8 月 14 日

¹³PBS 新闻，2024 年 9 月 12 日

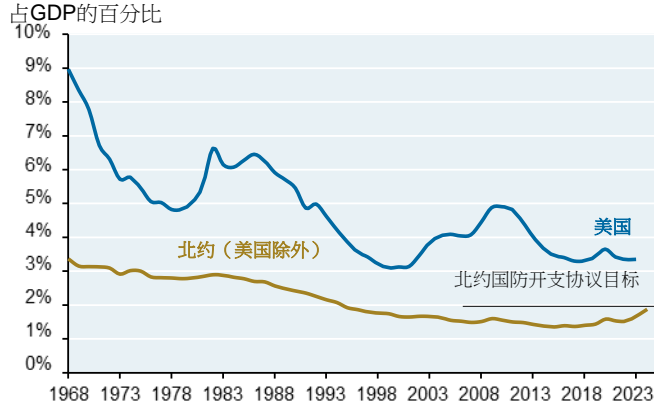
¹⁴《通胀的决定因素》，2022 年 6 月，Kritzman（麻省理工学院）等

¹⁵《缺陷与上限：价格管控及其造成的损害》，Coyne 等，2018 年 2 月

北约

特朗普发出鼓励俄罗斯对不履行对北约财政义务的北约国家「为所欲为」的言论，使得包括我在内的许多人大感震惊。话虽如此，我们还是来看看数据。如左图所示，欧洲与美国的国防开支差距十分之大，以至于2006年北约执行了一项协议，要求各国至少将GDP的2%用于国防。北约直到2024年才达到2%的目标，因此我以如今的美元汇率计算了欧洲仍「拖欠」的累计金额。从2006年北约实施2%协议至2023年的累计未付金额：1.5万亿美元。换言之，我理解部分选民为何质疑北约对美国公民的财政负担。

美国与欧洲国防开支比较



资料来源：北约、世界银行、SIPRI、美联储、摩根资产管理，2024年

北约各国国防开支的缺口与2% GDP的国防开支目标对比，十亿元 (按2023年美元汇率计算)

国家	加入北约时间	自2006年北约国防开支协议以来所欠的金额
英国	1949	\$5
法国	1949	\$55
意大利	1949	\$255
荷兰	1949	\$141
丹麦	1949	\$52
葡萄牙	1949	\$31
比利时	1949	\$112
挪威	1949	\$44
德国	1955	\$634
西班牙	1982	\$212
总计		\$1,540

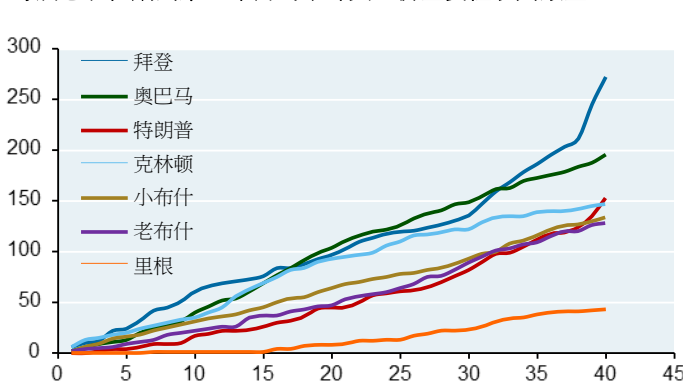
资料来源：世界银行、SIPRI、美联储、摩根资产管理，2024年

监管环境

下文两张图表清晰展示了特朗普与哈里斯在监管政策上的鲜明对比，其中以拜登作为哈里斯的代表。不管谁赢得大选，值得注意的是：今年最高法院的四项裁决可能会引发自里根政府以来对监管状况的最大抵制。正如我们在7月9日刊发的《放眼市场》中的详细分析：

- 「雪佛龙遵从原则」的终结：法院不再自动遵从政府机构的解释
- 重大问题原则的扩展：具有「极大经济和政治重要性」的任何政府机构行动均须国会明确授权
- 挑战联邦法规的诉讼时效现在从受到伤害时（而非法规通过时）开始计算
- 由陪审团审判而非由行政法官审判的权利适用于联邦机构征收的许多民事罚款和处罚

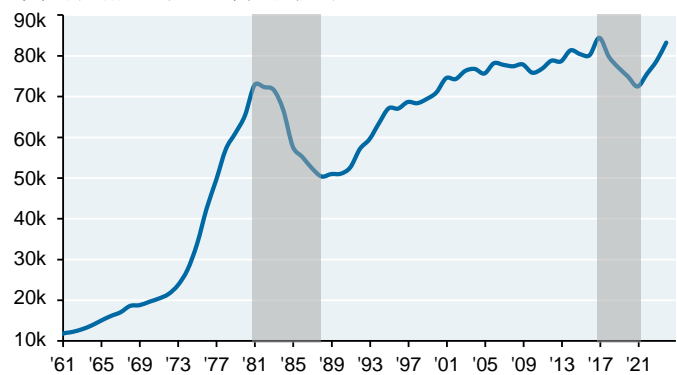
每届总统任期到第40个月的累计具经济重要性规则数量



资料来源：乔治华盛顿大学监管研究中心，2024年5月

监管指标：《联邦公报》页面

每年的新增页面数，四年移动平均值



资料来源：《联邦公报》、摩根资产管理，2024年

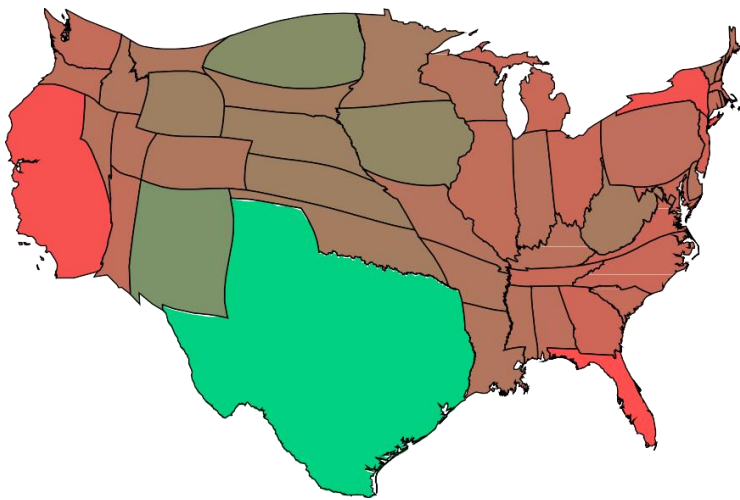
对选举团制度的一些评论

每隔四年，就会有很多批评选举团制度的言论，抨击它将投票权集中分配给较小州的公民。例如，怀俄明州每张选举人票代表 14.4 万人，而加利福尼亚州则代表 47.2 万人。但是，还有其他同样非常集中的方面：美国的粮食、能源和矿物生产使人口稠密的城市得以繁荣。下文地图根据各州食物、能源和矿物的生产价值进行重新配置，以展示各州的情况。纽约州和佛罗里达州的版图有所缩小，而宾夕法尼亚州、德克萨斯州、西弗吉尼亚州和中心地带各州的版图却在增长。

美国食品和能源的国内含量约为 80%，远高于其他制造商品（汽车、化学制品、计算机设备、服装等），而食品和能源生产领域的本土偏好正在上升。选举团最终以某种完全出乎意料的方式将超过人口比例的政治权力赋予了粮食/能源州，而考虑到这些州在国家安全和粮食/能源独立方面发挥的关键作用，我认为这合乎情理。

美国的能源、矿物和食品加权地图

各州的面积以其2022年能源、食品和非燃料采矿的产值为基础
颜色以该州相对于人口的产值为基础（绿色 = 最大人均盈余，红色 = 最大人均赤字）



资料来源：美国能源信息署、美国农业部、美国地质调查局、彭博、摩根资产管理，2024年。
制图方法改编自Gastner、Seguy和More（耶鲁-新加坡国立大学，美国国家科学院院刊，2018年）。

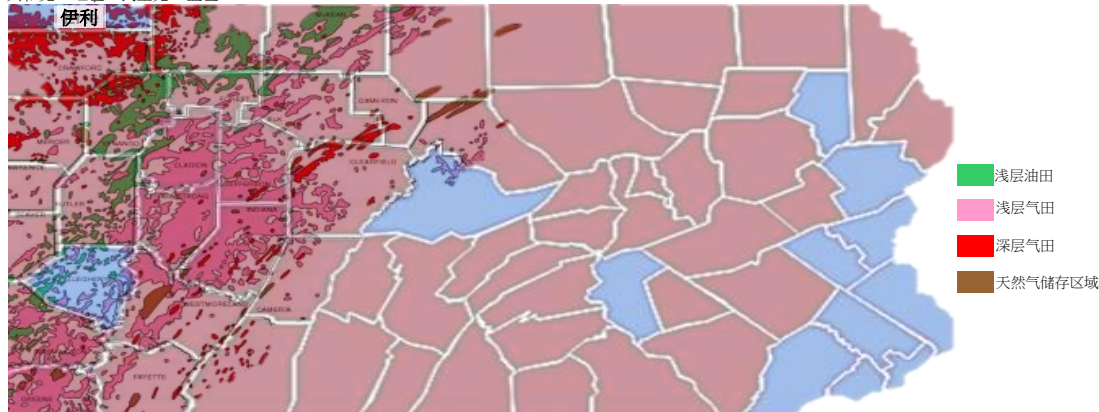
各州的生产包括以下各项的价值：

- 原油、煤炭和天然气
- 风能、太阳能、核能、水力、地热和生物质能的发电
- 肉类、农作物、种子及相关产品的农业产出
- 贵金属及工业金属
- 天然骨料（沙子、砾石、碎石）
- 非燃料矿物（水泥、石灰、硅石、磷酸盐岩、钾碱、盐和粘土）

第 7 页提到的宾夕法尼亚州地图

宾夕法尼亚州2020年选举地图以石油和天然气田覆盖

共和党 = 红色，民主党 = 蓝色



有关中国经济刺激计划的讨论见下页

中国经济刺激计划，一个重要转折点

摘要：中国政府正释放出致力通货再膨胀的信号，这可能是摆脱经济萎缩而不至于陷入进一步衰退的唯一途径。根据我们的消息来源，中国的经济官员越来越能接受国内外投资者的见解，特别是在8月份录得不尽人意的经济数据，以及其经济日益表现出与1990年的日本经济的相似性之后。考虑到下文图表所示的下滑严重性，我认为说中国是绝地反击并非夸张之辞。

摆在国内外投资者面前的重大问题：加大力度应对房地产危机、实现更稳定的利润创造和消费增长、改善公司的上市环境（减少欺诈和虚假信息）以及向外国投资开放采矿、建筑、发电和航运等行业。我们拭目以待；我曾看过一部似曾相识的「电影」，外国资本流入中国而后血本无归（1999年广东国际信托投资公司违约，然后在2021年MSCI将中国在新兴市场股票指数中的权重提高至40%时，习近平对资本主义的打击亦对股市造成了重创）。就目前而言，刺激计划似乎是对通货再膨胀的郑重承诺。随后可能会出台财政刺激措施，或许是在10月份的全国人民代表大会和12月份的中央经济工作会议之后。

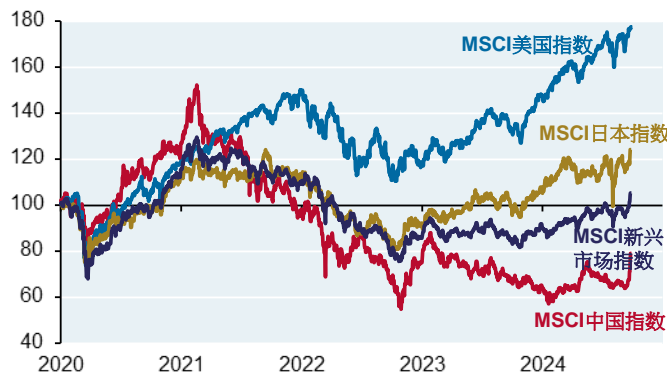
下文将探讨：为何中国现在采取行动、计划有何内容以及迄今为止对市场的影响。虽然中国股市反弹了10%-15%，但相较于今年初触碰的低位，估值仅有小幅上升。

[1]为何中国现在采取行动：刺激政策出台之前存在大量负面因素

中国股市重探过去两年的低位并大幅跑输全球其他地区、货币供应增长暴跌、采购经理人指数调查走弱、住宅房地产开始回落至2010年（！！）水平...

中国市场表现不佳

指数（100=2020年1月）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年9月

中国M2货币供应

同比增长百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年8月

中国综合采购经理人指数

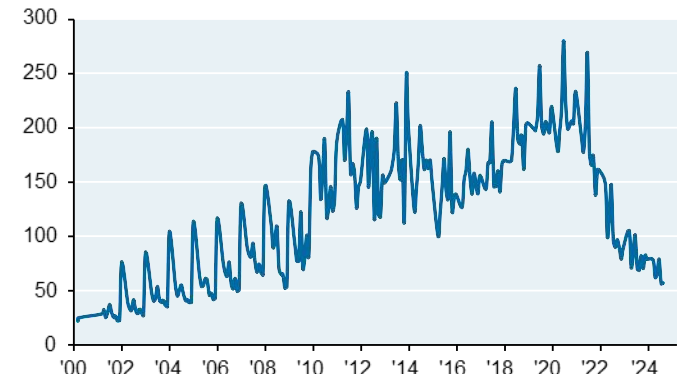
指数（50+ = 扩张）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年9月30日

中国住宅动工建筑面积

百万平方米



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年8月

...商业和住宅地产价格仍在下跌、外国直接投资撤离中国、消费者信心不振、实时经济跟踪调查走弱 [虽未显示，但我们本可以涵盖连续5个季度的通缩和首次同比下降的工资增长]

中国商业和住宅房地产价格

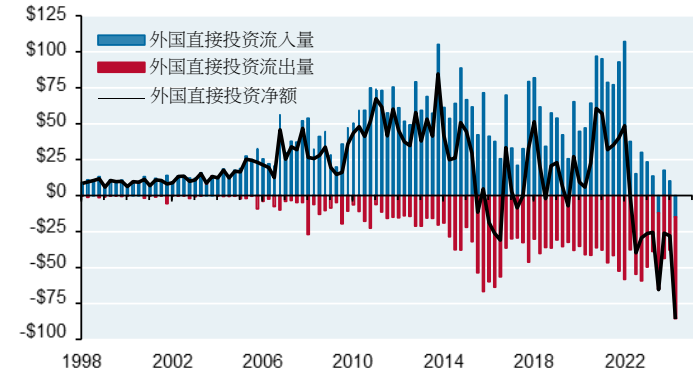
同比增长百分比



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月31日

中国外国直接投资监测指标

十亿美元



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年第二季度

中国消费者信心

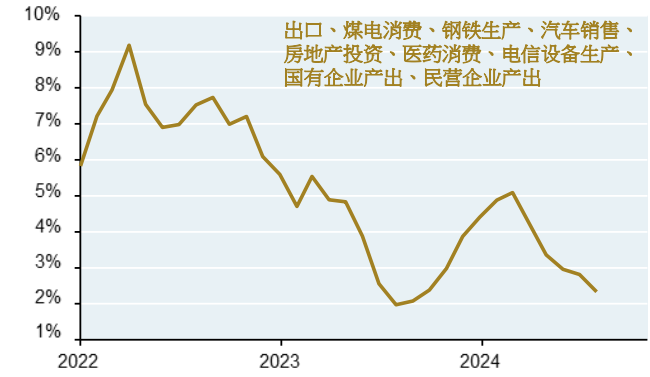
指数 (100=1997)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月

中国经济活动监测指标 (彭博)

百分比，同比变化



资料来源：彭博，2024年8月

[2]一揽子刺激政策的内容

主要目标	杠杆	详细说明
经济	货币政策	存款准备金率下调50个基点 短期政策利率（中国人民银行7天回购）下调20个基点 中期政策利率（中期借贷便利）下调30个基点
	财政政策	向贫困人口提供一次性现金转移
	宏观	现有抵押贷款利率下调约50个基点 扩大针对为国有企业购买空置住房以改造为社会保障住房提供补贴的计划的贷款担保 二套房首付款要求降至15%（此前为25%） 扩大对更多企业的贷款延期范围
市场	货币政策	设立证券、基金和保险公司掉期贷款安排，为股票购买提供更多资金 设立股票回购和增持的再贷款计划
	市场监管	倡导并完善更多中长期资本投资股市的监管 鼓励兼并、收购和重组 要求上市公司进行市值管理（如鼓励回购）

资料来源：桥水投资、摩根资产管理，2024年

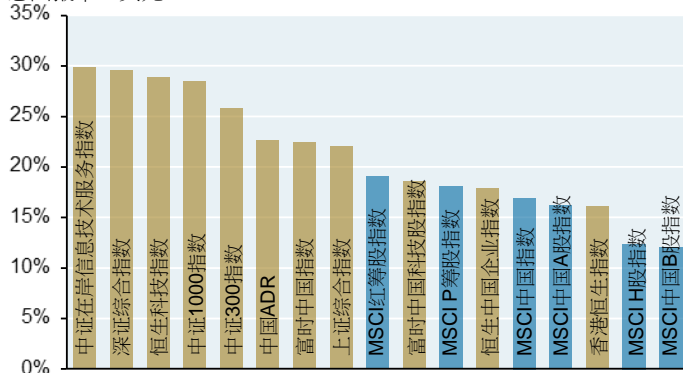
[3]迄今为止对股市的影响

对中国持怀疑态度者不无道理：过去两年，中国试图通过审查量化交易、限制卖空、下调印花税、国有基金购买ETF、任命新证券主管以及出台提振股市的9点计划来稳定股市，但未获成功。**全都未达到预期效果。**那么，这次有何不同？刺激计划的范围和进一步行动的明确承诺。一项值得关注的**关键指标**是：市场参与者是否会**将低成本的资金用于买入中国股票**？¹⁶

自刺激计划宣布以来，中国股票已录得**10%至30%**的涨幅，从而推动大部分类别的股票进入年初至今大幅上涨的区间。即便如此，估值仍处于过去**10年**的低位。市场广泛好奇的问题是：中国市场的情况属于「交易」还是属于「投资组合投资」？我倾向于前者。要实现后者的情况，则中国名义**GDP**增长的更大一部分必须开始归属于股票投资者。如表所示，自**2010年**以来，中国的**GDP**增长转化为收益和投资者回报的效果不甚理想。从**20年前**以来，所有「金砖四国」研究报告完全都没有抓住重点：**投资者不能仅仅指望GDP数据来获得收益。**

自2024年9月23日以来的中国股票回报

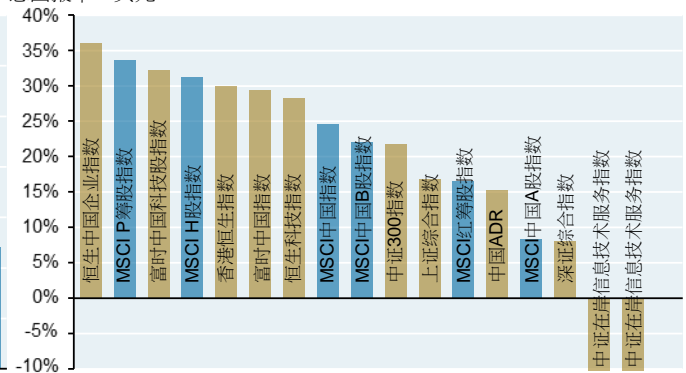
总回报率，美元



资料来源：彭博，2024年9月30日。蓝色：MSCI子成分指数。黄金：指数。

中国年初至今的股票回报

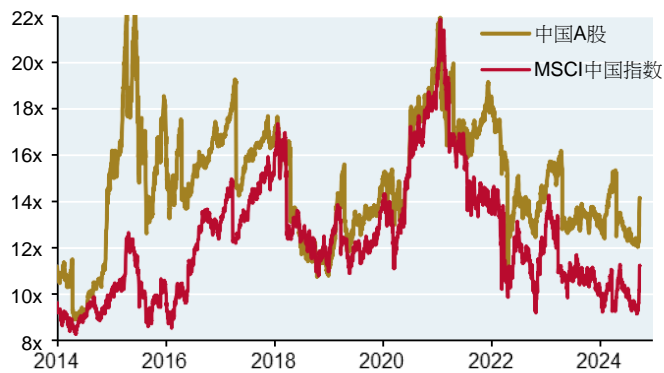
总回报率，美元



资料来源：彭博，2024年9月30日。蓝色：MSCI子成分指数。黄金：指数。

中国股市估值

MSCI中国指数远期市盈率



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年9月30日

2010年至2024年，从名义GDP增长向企业盈利和股票市场回报的传导

地区/市场	企业盈利增长 GDP增长倍数	市场回报 GDP增长倍数
美国纳斯达克	3.0	4.7
标普500指数	1.4	2.3
法国	1.2	1.5
加拿大	1.2	1.4
台湾地区	1.0	1.2
欧元区	1.0	0.9
英国	0.9	0.9
澳大利亚	0.8	0.8
印度	0.7	0.8
巴西	0.7	0.8
韩国	0.5	0.4
中国内地	0.4	0.3

资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年。由于GDP不断下滑，日本排除在外

岑博智(Michael Cembalest)

摩根资产管理

¹⁶中国人民银行宣布了两项新的贷款安排以提振 A 股：一项是掉期贷款安排，另一项是再贷款安排。掉期贷款安排：保险公司、券商和基金管理公司可将持有的债券和 ETF 换成政府债券和央行票据，然后利用这些高流动性资产获得购买股票的资金。再贷款安排：中国人民银行将以 1.75% 的利率向银行提供贷款，然后银行以 2.25% 的利率向上市公司提供贷款，以进行股票回购。潜在支持总量：人民币 2.4 万亿元

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权区，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权区内发行：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，请务必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。

应收件人要求及为收件人之便，本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件，但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文，且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释，概以英文版本为准。

「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。