

“好吧，老古董”：论稳定币、标普盈利、关税与减税的比较以及总统与幕僚“决裂”

本期《放眼市场》核心内容将聚焦稳定币议题。在深入探索这一主题前，我们一起来看看其他一些内容，其中包括标普第一季度盈利捷报，基于近期司法判决的关税新进展，关税与减税的比较分析，两张贸易相关图表，在文章的最后，鉴于华盛顿特区刚发生的事件，我们还将简要回顾总统与幕僚“决裂”的过往。

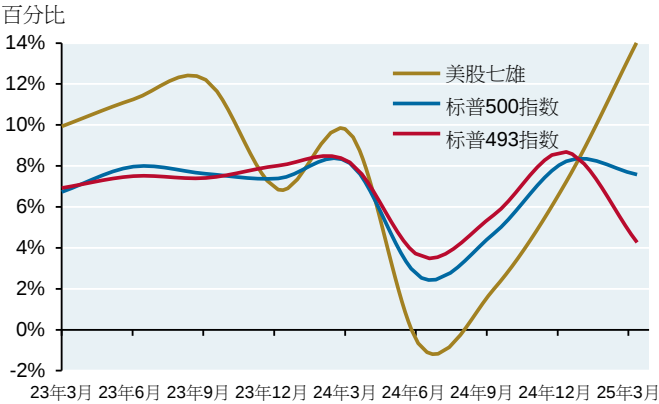
标普500指数一季度盈利捷报

在摩根大通最新股票研究报告¹中，Dubravko及其团队指出，第一季度标普500企业盈利表现超预期，亮点如下：

- 盈利超预期高出7.6%（过去四个季度平均仅为4%）；2025年一季度每股收益同比增速增长至12%；净利润率达到了13.2%，超出预期（此前预测11个行业中有7个将面临利润率收缩）
- 企业前瞻指引方面，57%的企业维持原有盈利指引，25%上修指引，仅15%下调。第一季度下调指引的企业占比为五年来最低，完全撤回指引的公司仅1%。考虑到围绕关税的不确定性，情况可能会糟糕得多，因此我认为当前表现实属积极
- “美股七雄”盈利同比增长28%；人工智能、数据中心和电气化概念股组合自4月低点已反弹50%
- 股票回购规模同比增长24%，苹果、谷歌、高盛、富国银行及威瑞森均宣布新回购计划

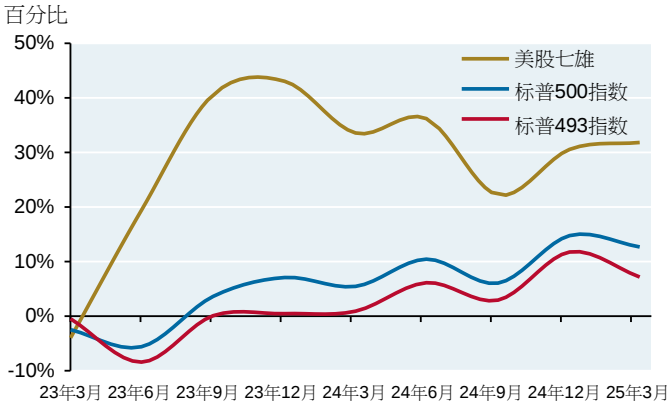
但需注意（详见《特朗普追踪器》第1页）：部分利好可能源于关税生效前的需求前置效应（参见底部两图）。特朗普追踪器同时显示：随着关税的左尾风险消退，关键的领先指标（美国供应链管理协会新订单减库存差值）在5月回升至正值区间，CEO信心指数/资本支出追踪指标也同步反弹。

盈利超预期



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第一季度

盈利增长



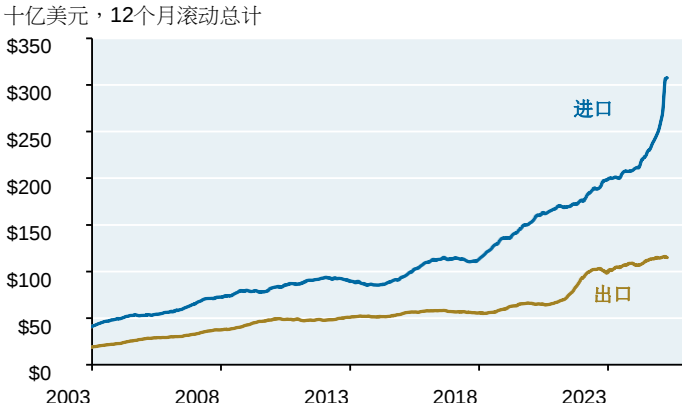
资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第一季度

除汽车外消费品实际进口量



资料来源：美国人口普查局、摩根资产管理，2025年4月

美国药品及医药贸易数据



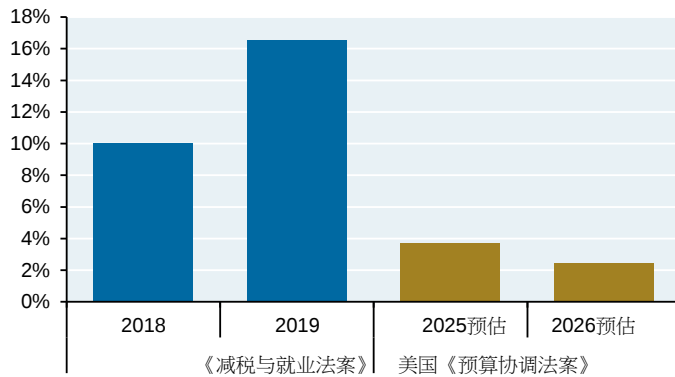
资料来源：美国人口普查局、摩根资产管理，2025年4月

¹ 摩根大通全球股票策略报告：《市场动态：双重股票痛苦交易、投资者仓位、盈利及关税影响》，作者：Dubravko Lakos-Bujas等，2025年6月5日

关税进展更新。6月10日，美国联邦巡回上诉法院批准永久暂缓执行下级法院裁决，允许基于《国际紧急经济权力法》(IEEPA)的争议关税在上诉期间继续生效，最终裁决预计于8月中旬公布。6月11日，据报道中国同意恢复稀土出口（为期6个月），换取美国解除航空零部件、油气产品出口管制，并继续向中国留学生发放签证。最新协议并未改变我们此前的预估，即无论上诉结果如何，最终加权平均关税税率都将在15%-18%区间。更多详情，请参见《特朗普追踪器》。

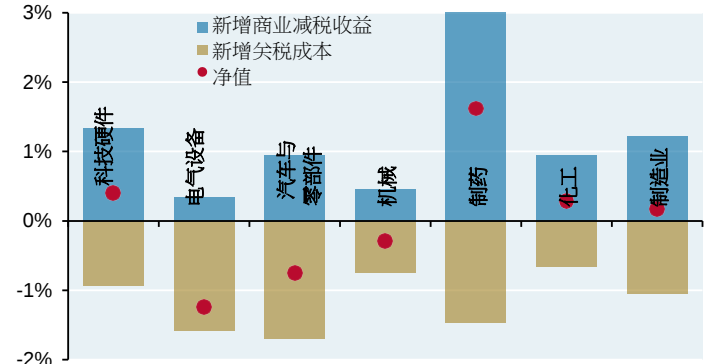
关税与减税比较。根据Empirical Research的深度研究，尽管《预算协调法案》²中的新企业减税规模远小于2017年《减税与就业法案》(TCJA)，但其中新增的折旧优惠政策所产生的效益，预计仍可抵消该机构测算的绝大部分关税成本³。我认为一旦所有232/301条款相关调查完成，美国制造商承担的最终关税成本将超出Empirical的预估，但这一调查程序可能耗时数月。

美国上市公司享受到的商业减税优惠
(新税收优惠占盈利比例，百分比)



资料来源：Empirical Research，2025年6月4日

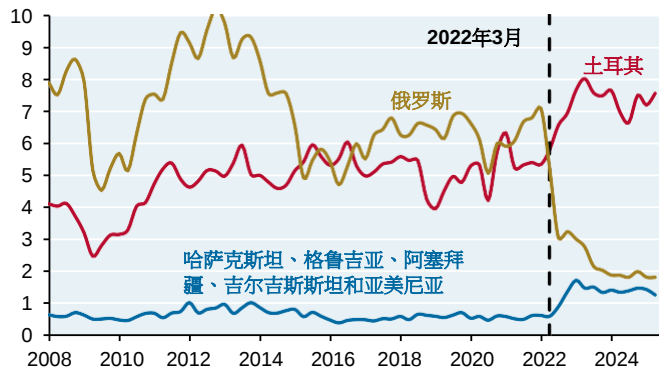
《预算协调法案》减税与关税政策对美国制造业的影响，
对2025年营收的影响



资料来源：Empirical Research，2025年6月4日

关于贸易的一些图表。德国无法掩盖事实：该国仍然向俄罗斯出口大量货物，只是通过与土耳其以及一些前苏联国家的转口贸易来进行。数据显示，自俄乌冲突以来，德国对俄直接出口的降幅中，超过50%已通过这种中转贸易得到弥补。第二张图表：美国进口商正通过转向亚洲其他国家采购来应对中国商品关税上调（目前尚无法准确区分这些进口是真实的产地转移，还是仅为中国商品改道转运）。

转运至俄罗斯：德国对部分国家的季度出口额，十亿欧元



资料来源：德国联邦统计局、摩根资产管理，2025年第一季度

美国从中国与其他亚洲地区的进口比较



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年4月

² 《预算协调法案》企业减税三大核心条款：扩大199A条款抵扣额度、对生产性建筑实施奖励折旧政策和上调179条款限额

³ 多数企业选择将关税成本转嫁（而非自行消化）。在6月4日《自由街经济学》的一篇文章中，美联储发现，近三分之一的制造业企业和约45%的服务企业报告称完全将关税相关成本转嫁出去，而45%的制造业企业和三分之一的服务企业表示部分转嫁了成本增加。两类企业中均仅有四分之一表示完全吸收了关税相关成本的增加，且没有提高价格。

“好吧，老古董”：关于稳定币，我总感觉似曾相识，就容我这“老脑筋”提出一些疑问

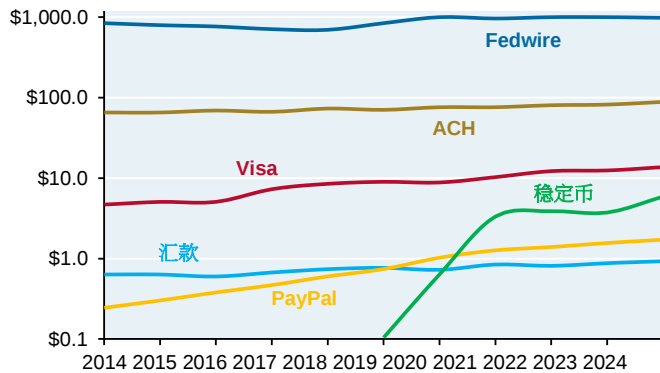
“好吧，老古董”(OK Boomer)是网上对像我这样不太了解稳定币的逻辑和价值的一部分人所做出的典型回应。以当前**2,500亿美元的稳定币市场**为例。介绍过相关背景后，我想抛出我的疑虑，即这套路我见过，只是换汤不换药。鉴于国会正在讨论《**GENIUS法案**》（提议为美国稳定币建立联邦监管框架的立法）以及近期Circle的IPO⁴，现在探讨这个话题恰逢其时。

背景信息。稳定币起步艰难：2016年至2022年间，超过20种稳定币崩溃，2019年至2023年间，全球领先的稳定币多次与其参考价值脱钩⁵。2025年4月，在一名加密货币高管声称First Digital的FDUSD（当时全球第三大稳定币）资不抵债后，该稳定币与美元脱钩数天；其价值一度跌至0.87美元，当时FDUSD赎回了10亿美元的稳定币。尽管如此，自算法稳定币Terra/Luna崩溃以及FTX/Alameda崩溃导致Tether和USDC暂时脱钩以来，稳定币价格波动已趋于缓和。2025年4月，Tether的USDT和Circle的USDC占全球稳定币市值的88%，占稳定币交易量的93%。

投资界流传着一张图表（左侧），显示稳定币年交易量已达数万亿美元，但这**具有误导性**；该数据中约99%指的是加密账户中持有的加密现金量（正如前证监会主席根斯勒所描述的：“加密赌场中的扑克筹码”）。根据Artemis Analytics的数据，2025年稳定币交易量中仅有约700亿美元用于右侧所示的传统商业和支付渠道功能。同样，Chainalysis报告显示，其稳定币用例指数中的支付组成部分在过去一年几乎没有变化。

年交易量

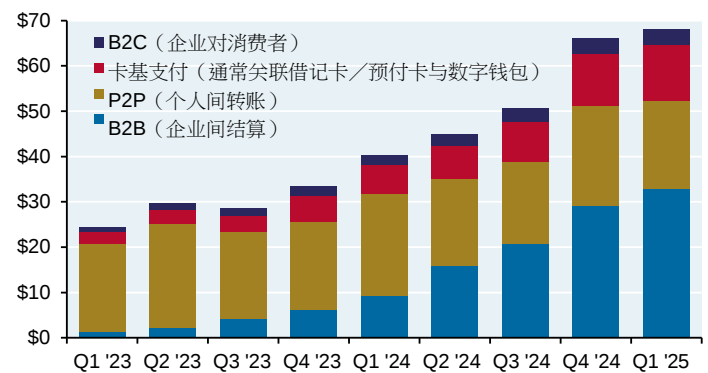
万亿美元



资料来源：Visa Onchain Analytics、Castle Island Ventures，2024年

稳定币支付类型，年化规模

十亿美元

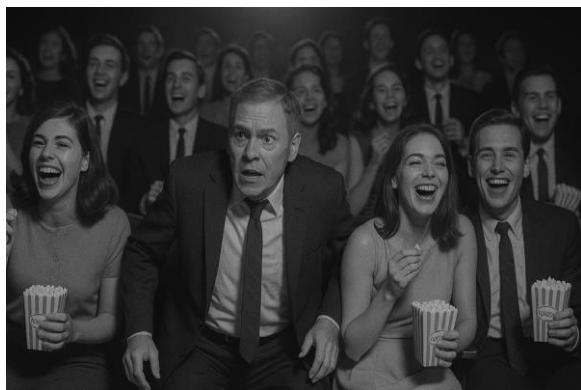


资料来源：Artemis Analytics，2025年2月

⁴ 关于Circle公司的一些异常数据：尽管该公司在2024年从其储备资产中赚取了17亿美元的利息收入，但他们向第三方平台支付了10亿美元（！！）的分派费用，并向币安支付USDC储备金存放维护费。此外，Circle与贝莱德有合作关系，其中85%的Circle USDC储备存放在贝莱德的2a7 40号法案基金中，以换取贝莱德推广USDC并承诺不推出自己的稳定币。资料来源：Lee Reiners、杜克金融经济中心

⁵ “未投保的非银行发行稳定币面临潜在威胁”，Arthur Wilmarth Jr（乔治华盛顿法学院），《特拉华公司法期刊》，2025年5月。据Wilmarth称，《GENIUS法案》的不足包括：“(i) 稳定币储备要求极其薄弱；(ii) 对稳定币发行人的资本、流动性和风险管理标准过于宽松；(iii) 特许标准严重不足，监管和执法权力不充分；(iv) 对受稳定币发行人损害的消费者的保护微乎其微；(v) 处理失败稳定币发行人的破产程序无效；(vi) 缺乏联邦存款保险或其他联邦资助的支持来源，大大增加了政府救助的可能性；(vii) 存在监管漏洞，允许加密公司和交易所在美国提供和销售由监管不力的外国发行人发行的稳定币”

想象中在稳定币首次公开募股发布会上的我



有了这些背景，以下就是我这位“老古董”对稳定币提出的质疑。历史上，不受联邦存款保险公司(FDIC)承保、可按面值兑付的短期美元债务工具（无论是货币市场基金、回购协议还是无保险存款）都极易遭遇挤兑。为什么监管宽松的稳定币会不存在这种问题？

[1] 像Tether这类采用链下抵押机制的离岸稳定币，其创造者的主要价值主张，是否在于持有少于100%的短期国债和其他现金等价物，转而通过配置非现金类资产（当前组合：5%比特币、5%贵金属、9%担保贷款及其他投资）来提升收益率？那么，如果此类实体无法获得大型备用银行融资支持或央行贴现窗口，这与金融危机前的结构投资工具(SIV)或1933年FDIC成立前的美国银行业有何不同？

[2] 根据《GENIUS法案》，美国稳定币发行人需要将其100%的担保资产配置为现金、短期国债和其他现金等价物（可能包括与未投保交易对手方的回购协议）。如果是这样，美国稳定币发行人的获利来源则是上述资产与支付给稳定币持有人的收益之间的利差。《GENIUS法案》最终是否会禁止稳定币发行人支付收益？如果该法案的收益禁令仅针对稳定币发行人，而不限其关联方、加密交易所、DeFi区块链或其他加密交易场所向存置稳定币的持有人支付奖励和收益，禁令能起到作用吗？今年观察到的部分稳定币收益：PayPal 3.7%，Coinbase某些余额4.1%，Kraken 5.5%，Binance高达11%。

[3] 美国对稳定币担保披露的频率要求是什么，谁将执行这些要求并对发行人进行审计？类似“挤兑”的事件可能在几小时内发生，而不是几天或几周，那么月度披露对稳定币持有人有什么意义？几年前，Tether解雇了他们的审计师，此后仅提供不具备与审计同等效力的“鉴证报告”，而Circle则每周发布其储备构成。

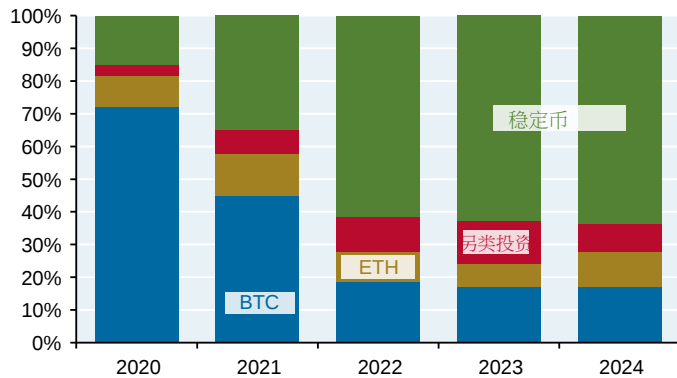
[4] 为什么低于某一门槛的稳定币持有人无权直接向发行人按面值赎回，而需要从加密交易所获得流动性（Circle在其S-1文件中反复提到这一点）？换言之：这些持有人对发行人的储备没有任何权益或访问权。这难道不会与声称作为零售支付工具的性质不一致吗？小型持有人将面临怎样的流动性限制和交易成本？

[5] 除服务于非法活动参与者或货币波动和汇率管制国居民外，稳定币相比现有受监管支付渠道有何独特价值？合法商业的现有渠道包括自动清算所、电汇、卡网络和代理银行关系；2023年推出的FedNow实现即时支付，可在几秒钟内汇款至家庭和企业；还有清算所的实时支付以及提供即时ACH转账的多家私营公司。对于跨境资金流动，需注意在许多新兴市场国家仍需支付高昂的离场成本，先将资金转换为当地美元，再从当地美元转换为当地法定货币。在这种情况下，稳定币可能比西联汇款等其他选择更昂贵，Airwallex的首席执行官最近重申了这一观点。

[6] 有多少稳定币需求源于实体追求规避监管的匿名性需求，因为其核心用途是离岸赌博、洗钱、敲诈、毒品交易或逃避制裁⁶？有证据表明犯罪企业将收益兑换为稳定币存款以逃避起诉⁷，如下一图表所示，稳定币现在主导了链上犯罪。

链上犯罪已转向稳定币

非法交易量的占比（百分比）



资料来源：《2025年加密犯罪报告》，Chainalysis，2025年2月

稳定币：犯罪的首选武器

- 2023年，约60%的非法加密交易和80%的由受制裁政权及恐怖组织进行的加密交易使用了稳定币。
- 政府官员指出，Tether的USDT是从事洗钱、资助恐怖组织、勒索软件、网络诈骗、毒品-性-武器交易、非法赌博和逃税的个人和组织首选的稳定币。
- 如果您对与稳定币相关的犯罪感兴趣，请收听5月23日 Planet Money 的播客，讲述彭博记者 Zeke Faux 前往柬埔寨调查“杀猪盘”诈骗的经历。

[7] 为何《GENIUS法案》对稳定币发行人的资本、流动性、托管和风险管理标准远低于对FDIC投保银行的相关要求？为何该法案允许州级稳定币发行方普遍豁免联邦监管、审查和执法？

[8] 零售买家是否能理解破产条款可能使其仅能按稳定币崩盘时的价值（而非1美元面值）获得偿付？

[9] 由于稳定币储备可能高度集中于特定金融机构，金融系统面临哪些来自稳定币的系统性风险？示例：Circle将其USDC储备的8%作为未保险存款存放于硅谷银行，该稳定币价值一度暴跌至0.88美元，直到FDIC为所有未投保的硅谷银行存款人提供救助（我当时对此持反对意见⁸）。

[10] 若科技巨头发行未投保的稳定币，是否会绕过旨在分离银行业与商业的《1956年银行控股公司法》？据报道，《GENIUS法案》的漏洞允许单一实体突破100亿美元所有权限制（参阅Wilmarth，第IV-A节）。法案授权货币监理署(OCC)向稳定币发行方颁发无保险国民银行牌照，使其可能获得美联储贴现窗口贷款、美联储主账户及美联储支付服务及担保等特权。

[11] 在发生稳定币“银行挤兑”时，美联储和财政部会在危机时刻提供紧急支持，就像他们在2008年和2020年为货币市场基金、回购协议和商业票据所做的那样吗？

[12] 为什么该法案包含漏洞，允许像Tether这样的外国稳定币发行人的稳定币在美国市场销售？授予财政部长的权力包括发布安全港、豁免储备要求、允许二级交易等。这些漏洞是否跟Tether与商务部长及其前公司的业务关系有关（参阅Wilmarth，第VI-G节）？

⁶ 加密货币混币器、跨链交换和其他隐匿设备可以使加密资产实际上无法追踪。

⁷ “杀猪盘诈骗获利超750亿美元，研究发现：犯罪分子将大部分收益转换为稳定币Tether”，彭博财经，2024年2月29日

⁸ 在1992年至2007年间，FDIC在所有处置案例中的65%实施了损失分摊。即便在2008年存款保险限额从10万美元提高至25万美元，并对未投保的无息账户实施临时担保计划后，仍有28%的处置案例实施了损失分摊。鉴于这一长期历史，我们不清楚为何FDIC选择对硅谷银行未保险存款人（平均未保险账户余额超过400万美元）的庞大资金池不实施任何损失分摊。[《放眼市场》，2023年3月10日]

[13] 如果近期的国际清算银行报告正确估计了稳定币对短期国债利率的不对称影响，稳定币可能带来哪些宏观经济后果？⁹作者得出结论，稳定币流出对3个月国债收益率的提高幅度是稳定币流入降低其收益率的2至3倍。

[14] 政府力推《GENIUS法案》的原因何在？其加密货币议程如何受到以下因素的影响：2024年选举中近一半捐款来自加密货币政治行动委员会(PAC)、世界自由金融(World Liberty Financial)推出稳定币、以及阿布扎比决定使用世界自由金融的稳定币向币安投资20亿美元？¹⁰或者，政府是否将稳定币视为在预算赤字上升、政策降低美国资产吸引力（提议的第899节针对来自不公平外国税收国家的实体征税）以及美国高度依赖外国资本的时期，吸引更多离岸美元／短期国债需求的一种手段？

无论如何，加密货币的夏天已经到来。特朗普任命的证监会主席克莱顿在2017年至2020年间起诉了70多起加密货币案件，随后根斯勒将这一数字增加至125起。但截至2025年6月，司法部和证监会的加密货币执法单位实际上已被关闭，所有正在进行的调查、诉讼和上诉均已终止[资料来源：John Reed Stark在2025年3月证监会加密货币特别工作组前的证词]。根据Coinbase发起的“与加密货币同在(Stand with Crypto)”联盟，目前参议院和众议院已有300名支持加密货币的议员。怀俄明州甚至在考虑今年夏天推出自己的稳定币。2024年11月6日，Coinbase首席执行官布莱恩·阿姆斯特朗(Brian Armstrong)发推文称：“欢迎体验美国有史以来最支持加密货币的国会”，而Ripple的首席执行官在就职后的加密货币舞会上宣称“对加密货币的战争已经结束”。对此我毫无异议……

关于金融资产代币化的简短评论

区块链的卖点在于其**不可篡改性**（一旦完成就无法更改）、**公开透明**以及**无需可信中介即可运行的能力**。但当用于证券清算、交易和簿记时，这些特性需要调整：流程必须允许错误更正和欺诈撤销¹¹；公开账本必须私有化以确保机密性；必须设置集中化的、受权限控制的机制。

一旦这些调整完成，某些B2B工具的代币化可以减少对抵押品、银行提供的信用额度以及中介机构持有资本的需求。摩根大通旗下Kinexys集团推出的基于区块链的日内回购结算系统是朝这一方向迈出的一步¹²。Kinexys还使用类似的受权限、专有区块链为企业客户结算部分支付。其每日交易量仅为20亿美元，相比之下，公司处理的传统支付每日交易量高达10万亿美元；区块链B2B支付系统的需求量仍有待观察。

需要明确的是，我认为此类活动并不会增强加密货币、稳定币发行人、加密交易所或其他加密资产的价值主张；这只是银行耗费工程师资源构建的一种基于区块链的捕鼠器，其竞争优势带来的任何价值主要归于建设它的银行股东。

⁹ “稳定币与安全资产价格”，Ahmed和Aldasoro，国际清算银行工作报告1270，2025年5月

¹⁰ “特朗普关联的稳定币用于MGX的20亿美元币安交易”，彭博财经，2025年5月1日

¹¹ 值得注意的是，以太坊社区决定不逆转Bybit盗币事件，这是加密行业历史上最大的盗窃案，朝鲜黑客窃取了14亿美元的加密资产

¹² https://www.jpmorgan.com/kinexys/documents/Kinexys-Digital-Financing_case_study.pdf

“你是我的兄弟，阿纳金”：总统与幕僚“决裂”事件时有发生

正如我们在《放眼市场》的“雉鸡小鹰”(Chicken Hawks)中所阐释的，众议院法案将使赤字较国会预算办公室基准增加约3万亿美元，若某些减税条款成为永久性政策，赤字增幅将更大。我理解埃隆·马斯克（被戏称为“Dogespierre”）为何感到挫败，因为他的成本削减努力仅占这一金额的小部分，但他的真正回报可能在其他方面：正如5月1日《放眼市场》中所解释，许多政府效率部支出削减措施正在阻碍那些正试图监管他的机构（环境保护局、消费者金融保护局、劳工部、农业部、联邦选举委员会、内政部、国防部及证监会）。我认为这是一个值得关注的情况：联邦政府目前正忙于重新雇用因政府效率部举措裁撤整个办公室而被解雇的一些联邦员工，在某些情况下，这危及了天气预报和药物审批等服务。关于《预算协调法案》，兰德·保罗(Rand Paul, R-KY)表示他可能会投票反对该法案。据报道，罗恩·约翰逊(Ron Johnson, R-WI)尚未决定立场，尽管有可能通过让步满足他的要求。特朗普即便遭遇三名共和党参议员倒戈，仍可凭借副总统万斯的决胜票保住法案。这场表决很可能要到最后一刻才能见分晓。至于广为人知的特朗普与马斯克的公开决裂，总统与内阁成员及其他高级顾问的决裂在历史上确有先例.....

托马斯·杰斐逊与乔治·华盛顿

- 冲突早在华盛顿担任总统之前就已有端倪。当杰斐逊在法国收到华盛顿热情支持的宪法副本时，他写信给约翰·亚当斯说：“我必须承认，其中有些内容让我对是否支持它摇摆不定。”换言之，他认为宪法赋予总统的权力相对于国会过大。
- 在担任华盛顿的国务卿期间，杰斐逊资助并建立了党派媒体，攻击华盛顿政府。杰斐逊向盟友詹姆斯·麦迪逊泄露内阁讨论的机密信息，并起草匿名决议，唆使众议院共和党人弹劾财政部长亚历山大·汉密尔顿。麦迪逊在《国家公报》上发表的18篇匿名文章对华盛顿政府展开猛烈抨击。
- 法国驻美大使曾鼓动美国民众支持革命中的法国，具体表现为在美国港口雇佣私掠船扣押英国船只，并宣布计划说服肯塔基夺取西班牙控制的佛罗里达和新奥尔良，企图建立亲法的独立政权。杰斐逊对此仅作敷衍反对，华盛顿震怒不已。
- 杰斐逊试图说服华盛顿相信汉密尔顿正密谋将美国转变为亲英君主制的版本。华盛顿指责杰斐逊低估他的判断力，宣称自己绝不会容忍美国出现君主。两人终生友谊破裂，杰斐逊最终在1793年12月辞去国务卿之职。
- 华盛顿著名的《告别演说》可以解读为对杰斐逊的尖锐批判，华盛顿警告不要过度亲善或厌恶其他国家。
- 退隐蒙蒂塞洛庄园后，杰斐逊着手组建新兴的杰斐逊-共和党(Jeffersonian-Republican Party)，该党于1796年大选直接挑战华盛顿领导的联邦党(Federalist Party)执政地位。杰斐逊的支持者鼓吹反对华盛顿政府甚至宣扬采取革命手段。

安德鲁·杰克逊与整个内阁

- 杰克逊鼓励战争部长约翰·伊顿迎娶玛格丽特·奥尼尔。她在当时言辞大胆，曾做过调酒师，这震惊了其他内阁成员的传统观念。
- 副总统约翰·卡尔霍恩的妻子弗洛里德·卡尔霍恩说服其他内阁成员的妻子在社交场合公开排挤伊顿夫妇。
- 杰克逊要求所有反对伊顿的内阁成员辞职。邮政部长威廉·巴里是唯一留任的内阁成员。
- 副总统卡尔霍恩最终因这一争端部分原因辞职，他是除阿格纽外唯一在任内辞职的副总统。

安德鲁·约翰逊与埃德温·斯坦顿

- 安德鲁·约翰逊在林肯遇刺后继任总统。
- 约翰逊随即与战争部长埃德温·斯坦顿就内战后的政策产生严重分歧。斯坦顿支持林肯的重建计划，而约翰逊寻求放宽对前邦联士兵及政治家的制裁。
- 当约翰逊执意撤换斯坦顿时，众议院共和党人以违反《官员任期法》为由威胁启动弹劾程序（该法案正是为限制总统罢免权而制定）。
- 参议院以一票之差未通过弹劾，斯坦顿随后辞去职务。

其他二战前的例子：

- 西奥多·罗斯福任命威廉·塔夫为战争部长，并指定其为接班人，但两人关系恶化，并在**1912**年大选中竞选对决。
- 威廉·詹宁斯·布赖恩因反对威尔逊处理卢西塔尼亚号沉没事件及美国加入一战而辞去国务卿职务。
- 邮政部长詹姆斯·法利公开批评罗斯福争取第三任期，打破两任惯例。

理查德·尼克森与约翰·迪恩

- 在水门事件漫长的风波末尾，白宫法律顾问约翰·迪恩在国会作证反对尼克森：“我一开始就告诉总统，总统府上正在滋长一颗毒瘤，如果不摘除这颗毒瘤，总统本人将被它吞噬。”
- 迪恩证词的另一部分：在水门事件七名被告宣判前不久，尼克松问迪恩，除了已经支付的**46**万美元外，还需要支付多少钱才能确保他们继续沉默。迪恩告诉尼克松，额外费用大约是**100**万美元，总统回答说支付这笔钱没有问题。
- 鲜为人知的事实：在水门窃听事件之前，迪恩曾干预阻止了一项计划，即火烧布鲁金斯学会（！！），因为那里存放着某些罪证文件。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根资产管理

上述部分的来源包括：《大西洋月刊》，**2012**年**11**月**1**日；《大分裂：华盛顿与杰斐逊的冲突如何决定国家走向》，Thomas Fleming，**2015**年；《美国总统任期年表》，Matthew Manweller，**2012**年；《华盛顿邮报》，**2021**年**1**月**26**日；《卫报》，**2022**年**6**月**5**日；《华盛顿邮报》，**2025**年**6**月**6**日

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))及法国金融市场监管局 (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。