

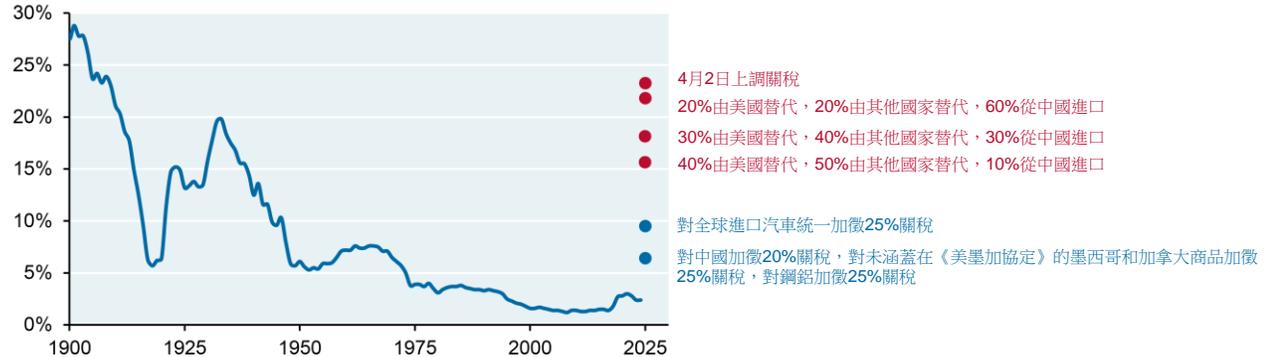
Börsenstandpunktänderungspräsident (「變色龍」總統)¹：修訂版關稅圖表、關鍵礦產與致安德森的短箋

我們持續關注關稅議題的演變。當前核心問題在於：在中國輸美的 4,600 億美元商品中，有多少在 145% 的關稅稅率下仍能維持競爭力？有多少會被美國本土生產所替代？又有多少會轉向適用 10% 對等關稅稅率的第三國（無論是將中國商品通過他國轉運，或是在第三國直接生產並出口至美國）？至少在短期內，某些中國進口產品（例如鋰離子電池和電子元件）可能難以被替代。基於對中國以外國家的「10% 對等關稅暫停令」被永久取消的假設，我們在下文推演了不同情景。

關鍵結論：雖然徵稅的程度比 4 月 2 日宣布的計劃較輕，但仍構成近百年來最嚴重的關稅衝擊；藥品、木材和銅的關稅仍是未知之數；對於購買委內瑞拉石油的國家，關稅政策尚未明朗；對經濟增長和通脹的總體影響仍存在諸多不確定性。若將此比作三維國際象棋，我寧願選擇傳統的二維版本。

美國所有進口商品平均關稅率

假設進口商品因關稅提高而缺乏彈性

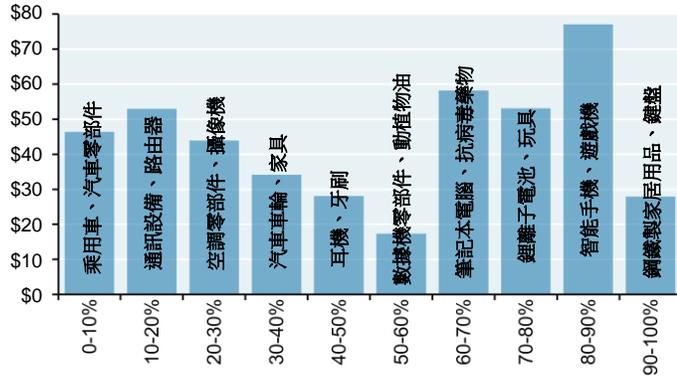


資料來源：稅務基金會、摩根大通全球經濟研究、高盛全球投資研究、摩根資產管理，2025年4月10日

下面這張圖表改編自我在領英上關注的密歇根州立大學供應鏈教授 Jason Miller 的一篇帖文。該圖表按品類佔比對美國從中國進口的金額進行了分組統計。圖表呈現雙峰分布：部分中國輸美商品在美國同類進口中佔比不足 30%，但約半數中國輸美商品在其所屬品類中佔比超過 60%——這類高佔比商品的替代難度往往更大。

美國從中國進口商品分布 (按中國份額排序)

十億美元



美國進口商品總額中的中國份額 (按商品類型劃分)

資料來源：美國人口普查局、摩根資產管理，2024年

理解圖表

美國從中國進口的智能手機佔智能手機進口總量的 81%，從中國進口的空調零部件佔美國空調進口總量的 23%。因此，美國從中國進口的 410 億美元智能手機屬於 80%-90% 組別，而從中國進口的 10 億美元空調零件則歸入 20%-30% 區間

1 詞彙表

Börsenstandpunktänderungspräsident：政策隨市場波動而變化的「變色龍」總統

Wirtschaftsformelunkenner：無法理解經濟公式的內閣成員

Kompetenzmangelbedingter-Unterstützungsverlust：因執政能力遭質疑而失去盟友支持

Fehlwirtschaftspolitik：使用錯誤的政策工具試圖解決經濟問題

Einflügelibellenentscheidung：如折翼蜻蜓飛行不穩的軌跡般反復無常的決策

就針對中國商品的關稅而言，Miller 在其領英帖文中公開質疑某些美國企業是否會獲得豁免待遇。我也有同樣的疑問。

中國已逐步對下列關鍵礦產實施出口管制。出口許可已採取逐案審批制，儘管政策沒有明確針對美國，但實際操作中顯然存在針對性。下表顯示了美國對每種關鍵礦產的進口依賴度以及從中國的進口佔比。美國企業和軍方用戶或有一定庫存，且部分礦物存在替代方案。但回溯 2014 年，當中國限制稀土、鎢和鉬出口之時，曾引發價格飆升與供應鏈中斷。

中國出口管制覆蓋的稀土金屬

礦物	用途	美國淨進口依賴度	在美國進口商品中，中國進口的所佔份額
鈔	核反應堆控制棒和小型電機	~80%	~70%
釷	核反應堆中子吸收劑、核磁共振成像	~80%	~70%
鈹	夜視鏡、聲納系統、變形磁體、醫用X射線	~100%	~100%
鎢	F-35戰鬥機、電動汽車、風力渦輪機中的工業磁體	~80%	~70%
鐳	癌症治療、LED照明、石油精煉	~80%	~70%
鈳	航空航天、工業金屬	100%	<50%
鈮	噴氣發動機塗層、雷達系統、精密激光器、工業金屬、LED屏幕、超導體	100%	93%
鎢	彈藥、用於製造石油鑽井平臺和噴氣發動機的機床等	>50%	27%
碲	金屬合金	<25%	<5%
鈹	製藥	89%	67%
銻	光纖、激光二極管、液晶屏幕	100%	8%
鉬	金屬合金	0%	<6%

資料來源：CleanTechnica、美國地質調查局、MBMG、摩根資產管理，2025年4月。鈔、釷、鎢和鐳這四種稀土，採用美國稀土淨進口依賴度和中國在美國進口稀土中所佔份額為代表數據

致安德森(Marc Andreessen)的短箋。2024年12月30日，安德森(Marc Andreessen)在推特上表示：「第二次工業革命（1870-1914年）或許是人類歷史上科技發展與應用最蓬勃的時期」，並附圖表說明當時關稅約佔政府收入的50%。但相關性並不意味著因果關係：根據對該時期的最新分析，安德森的結論可能並不成立：

「我們認為，關稅可能通過削弱進口競爭、促使低效小型本土企業湧入市場，從而降低了製造業的勞動生產率。我們的研究還表明，當時的蓬勃發展可能是某些強勢行業通過遊說活動施加影響的結果。高關稅政策並未助力美國成為全球製造業強國。」

《關稅讓美國製造業崛起了嗎？鍍金時代的新證據》(Did Tariffs Make American Manufacturing Great? New Evidence from the Gilded Age), Alexander Klein 和 Christopher Meissner, NBER, 2025年2月

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 (TaurusTurm), 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

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。