

灰色五十天：事態進展得真快；還有預算協調法案和北約絕唱

股市有趣的一點就在於：它無法被起訴、逮捕或驅逐出境¹；不會被恐嚇、威脅或欺凌；沒有性別、種族或宗教；不會被解僱、停薪留職或撤資²；它不會在下次中期選舉前被初選淘汰³；它也不會被沒收、國有化或入侵⁴。股市是終極投票機器，反映了企業盈利增長、穩定性、流動性、通脹、稅收和可預測的法治前景。

儘管市場普遍預期新政府會謹慎平衡促進增長的政策與可能推高通脹和抑制增長的政策，但在上台後的五十天內，政府卻迅速推出了一系列顯然更傾向於後者的舉措⁵。股票投資者並不看好特朗普當前的政策組合，正如我在 2025 年展望中所預測的那樣：

「煉金術士的目標是『打破』一些東西，無論是全球化、聯邦官僚機構、國稅局、聯邦調查局、醫療保險、美國疫苗政策、寬鬆的美國邊境政策、其深層政府對手還是其他東西⁶。無論目標是什麼，我相信『煉金術士』的話：他們將會打破某物，我只是不知道是什麼。對於投資者而言，估值如此之高，幾乎沒有犯錯的餘地，因為估值現在對市場的推動作用與盈利增長的作用相媲美。雖然美國股市年底的表現應該會高於年初，但由於『煉金術士』將其靈丹妙藥應用到美國經濟中，我預計 2025 年某個時點將出現 10%-15% 的調整。」

《放眼市場 2025 年展望》摘要

美國相對全球股票總回報

百分比，指數 (0 = 2025年1月)



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年3月11日

美國股票估值

遠期市盈率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年3月7日

¹非法越境人數創 60 年來新低；85% 被驅逐出境者有犯罪記錄或未決刑事指控；特朗普的驅逐速度低於政府目標，大致相當於拜登 2024 年時的水平

²目前陷入資金困局的美國國立衛生研究院(NIH)在 2010 年至 2019 年間支持了美國 99% 的獲批藥物，並且在過去幾十年幾乎所有重大醫學突破中都發揮了作用。從 1 月底開始，NIH 停止發放新的資助款項，並開始扣留已批准的撥款資金。

³《面對馬斯克資助的挑戰者，共和黨參議員害怕得罪特朗普》，The Hill.com，2025 年 2 月 10 日

⁴ 特朗普打算以某種方式「奪回」巴拿馬運河。需要作為「前情提要」來說明一下的是，中國通過物流、電力和建築等基礎設施合同在運河地區積累了很大的影響力。這些項目是中國「一帶一路」倡議的一部分，巴拿馬於 2018 年成為首個簽署該倡議的拉丁美洲國家。2016 年，中國嵐橋集團收購了巴拿馬最大巨型船舶港口的控制權。建設方為中國交通建設集團有限公司（簡稱「中國交建」，也參與了中國在南海的造島活動）和中國港灣工程有限責任公司（簡稱「中國港灣」）。隨後在 2018 年，由中國港灣和中國交建牽頭的中國財團贏得了巴拿馬運河第四座大橋的建設合同，該合同價值 14 億美元。資料來源：華盛頓戰略與國際研究中心(CSIS)。

⁵那些在整個職業生涯中一貫反對大幅提高關稅的人，為何突然在成為政府內閣成員後轉而支持關稅政策？我唯一能想到的類似情況是《複製嬌妻》結尾發生在凱瑟琳·羅斯(Katherine Ross)身上的事情。

⁶還有更多內容待公布，但特朗普執掌的司法部所提交的 133 頁文件，主張拆分谷歌業務、禁止其支付默認搜索引擎費用，並限制其未來在人工智能和搜索領域的收購，這可能會對市場情緒產生負面影響。

政府親市場政策的成效還需要一些時間才能顯現（放鬆管制、基礎設施許可、更多外商直接投資流入、政府效率部削減開支⁷等）。與此同時，我預計特朗普將在 3 月或 4 月宣布某種形式的對等關稅措施[請參閱附錄，了解有關汽車行業對新關稅的敏感性的討論以及 2018 年鋼鐵關稅的證據]。如果標普 500 指數出現 12%-15% 的調整，我會考慮部署投資組合中的部分超額流動性資金。

我可以接受美國需要經歷短期的痛苦調整（正如財政部長貝森特所描述的「排毒期」），以減少長期的貿易商品赤字。但如果一個政府 (1) 將時間和精力耗費在所謂的「戰略加密貨幣儲備」上（這一概念直到 2024 年大選期間加密行業提供了慷慨的政治獻金後才被提出）；(2) 儘管美國嚴重依賴亞洲半導體出口，卻仍在攻擊《晶片法案》⁸，那麼很難讓人相信這個政府具備良好的經濟管理能力。據報道，晶片公司高管已經開始聯繫律師，評估政府是否可以終止已簽署的合同；與此同時，美國商務部已裁掉了《晶片法案》辦公室的 40 名員工，佔該團隊近三分之一。

美國所有進口商品的平均關稅率



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，2025年3月

時間膠囊：麥金利關稅在實施時（他作為眾議院籌款委員會主席推動了這些關稅）非常受歡迎，但幾乎立即引發通脹飆升。選民非常不滿；幾個月後，共和黨在 1890 年中期選舉中失去了 100 個席位。共和黨在 1890 年的這次失利是自南北戰爭以來眾議院歷史上第三大失利。

麥金利關稅後果：1890年中期選舉

共和黨眾議院席位，根據1890年眾議院規模進行調整



資料來源：美國眾議院、摩根資產管理，2025年1月

⁷儘管政府效率部聲稱節省了 1,050 億美元，但據報道這些數字充斥著錯誤。以下是來自波士頓學院退休研究中心對馬斯克所謂「向死者支付社會保障金」說法的駁斥

⁸《特朗普呼籲廢除「糟糕」的晶片計劃引發恐慌》，《紐約時報》，2025 年 3 月 11 日

啊，加拿大！

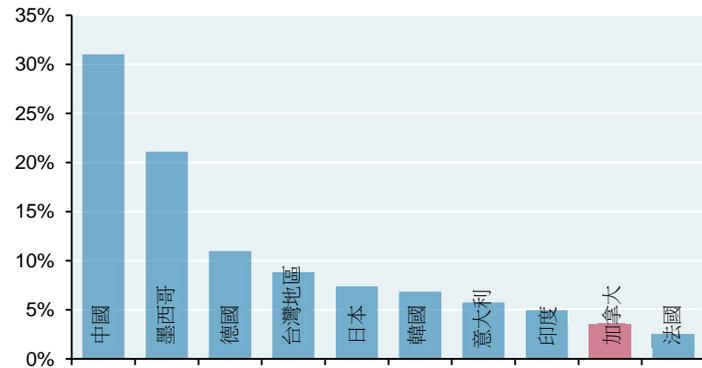
這是來自美國總統的一條真實訊息⁹：

「基於加拿大安大略省對輸往美國的『電力』徵收 25%的關稅，我已指示商務部長對從加拿大進口的所有鋼鐵和鋁額外加徵 25%的關稅，使其總關稅達到 50%。加拿大是世界上關稅最高的國家之一。此政策將於明天 3 月 12 日上午生效。此外，加拿大必須立即取消對美國各種乳製品徵收的 250%至 390%的反美農民關稅，這一關稅長期以來被認為是極其不合理的。我很快將宣布受威脅地區進入國家電力緊急狀態。這將使美國能夠迅速採取必要措施，緩解加拿大的濫用威脅手段。如果加拿大不取消其他長期存在的不合理關稅，我將在 4 月 2 日大幅提高加拿大輸美汽車關稅，這基本上將永久摧毀加拿大的汽車製造產業。我們可以在美國輕鬆製造這些汽車！此外，加拿大在國家安全方面的支出非常少，依賴美國提供軍事保護。我們每年為加拿大提供超過 2,000 億美元的補貼。為什麼？？這種情況不能再持續下去了。唯一合理的解決方案是讓加拿大成為我們珍愛的『第五十一州』。這將使所有關稅和其他一切矛盾完全消失。加拿大人民的稅賦將大幅減少，他們在軍事和其他方面將比以往任何時候都更加安全，不再有北部邊境問題，世界上最偉大、最強大的國家將比以往任何時候都更大、更好、更強——而加拿大將在其中發揮重要作用。多年前人為劃定的分界線最終將消失，我們將擁有世界上最安全、最美麗的國家——而你們輝煌的國歌《啊，加拿大！》將繼續奏響，但現在它代表著世界上有史以來最偉大國家中的一個偉大而強大的州！」特朗普總統，真實社交，2025 年 3 月 11 日

當我讀完這條消息，從恍惚中恢復意識後，我試圖尋找特朗普提到的「美國每年補貼加拿大 2,000 億美元」的依據。我發現：

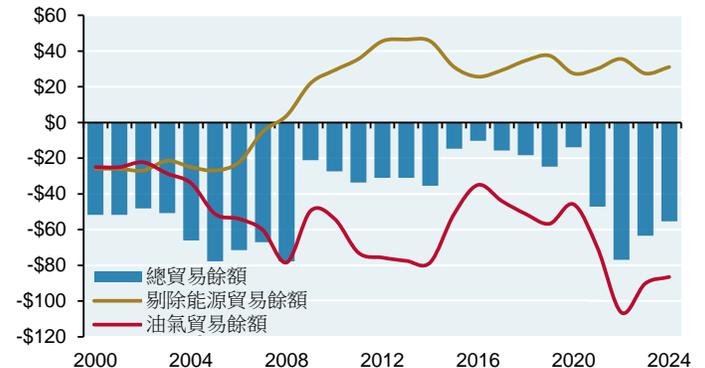
- 儘管加拿大是美國第二大貿易夥伴，但卻是美國貿易逆差中「貢獻」最小的國家之一（即雙邊貿易條款相對「公平」）
- 如果不包括能源（包括汽車），美國與加拿大的貿易為順差狀態
- 加拿大向美國供應 50%-80%的鋅、碲、鎳和鈳
- 值得注意的是，加拿大向美國出售能源和關鍵礦產，是美國減少對中東和中國依賴的戰略努力的自然結果。將與加拿大的雙邊能源赤字視為「補貼」在經濟、政治和地質上都是無知的
- 即使將包括能源在內的全部雙邊赤字加上每年約 450 億美元的國防經費（用於將加拿大國防開支提高到 GDP 的 3%），也遠達不到特朗普提出的 2,000 億美元這一數字
- 「第五十一州」是一個奇怪的白日夢，與特朗普復活 1840 年代波爾克的「天定命運」政策有關

各國對美國貿易逆差的貢獻
2024年美國總逆差佔比，百分比



資料來源：美國人口普查局、TD Economics，2025年1月

美國與加拿大的貿易餘額
十億美元



資料來源：美國人口普查局、TD Economics，2025年1月

⁹在安大略省對輸往美國北部各州的電力徵收 25%的出口稅後，特朗普威脅將加拿大鋼鐵和鋁的出口關稅提高一倍至 50%。然而，安大略省僅一天后就暫停徵收電力稅，特朗普相應讓步。加拿大是美國最大的鋼鐵和鋁來源國。進口鋼鐵約佔美國鋼鐵消費量的 25%，而進口鋁約佔美國鋁消費量的 50%。

我們還從上述「特朗普追蹤器」中關注到其他一些趨勢：通脹和通脹預期上升、新訂單減庫存指標下降（我最喜歡的領先指標）、小企業資本支出計劃下降，這一趨勢可能因政策不確定性和白宮的經濟「胡言亂語」而持續¹⁰。

ISM調查：支付價格

指數（50+ = 上升），3個月移動平均值，經季節性調整



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年2月

美國供應管理協會新訂單減庫存指標

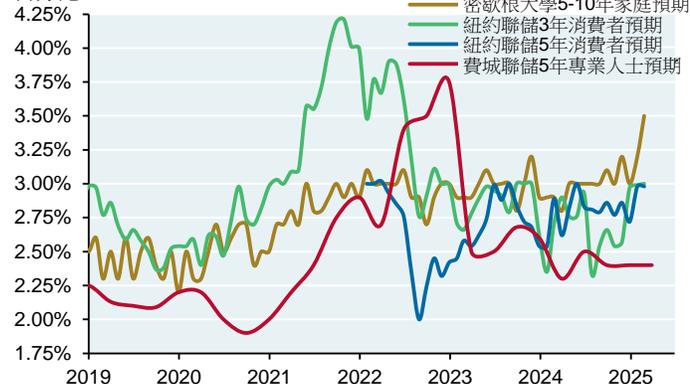
指數



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年2月28日

美國中長期通脹預期調查

百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年2月

小企業資本支出計劃，全美獨立企業聯盟調查問卷者計劃在未來3-6個月內進行資本支出的佔比，經季節性調整



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025年2月28日

¹⁰ 特朗普本周表示，「極端左翼瘋子」對特斯拉的抵制是非法的。但最高法院已經裁定，呼籲進行和平抵制——尤其是在勞動關係之外的背景下，並且抵制的目的是傳達政治訊息時——通常會受到《第一修正案》的憲法保護。一個受憲法保護的抵制活動的例子是 2023 年針對百威淡啤（Bud Light）的抵制運動。然而，在某些情況下，抵制可能會受到限制或引發法律責任，特別是在勞動關係背景下，當抵制基於誹謗性或虛假聲明，或試圖誘導非法行為時。聯邦政府似乎沒有任何依據可以阻止私人行為者呼籲消費者抵制特斯拉，以此抗議埃隆馬斯克在特朗普政府中的角色。

特朗普上任 50 日內的其他項目：預算協調法案

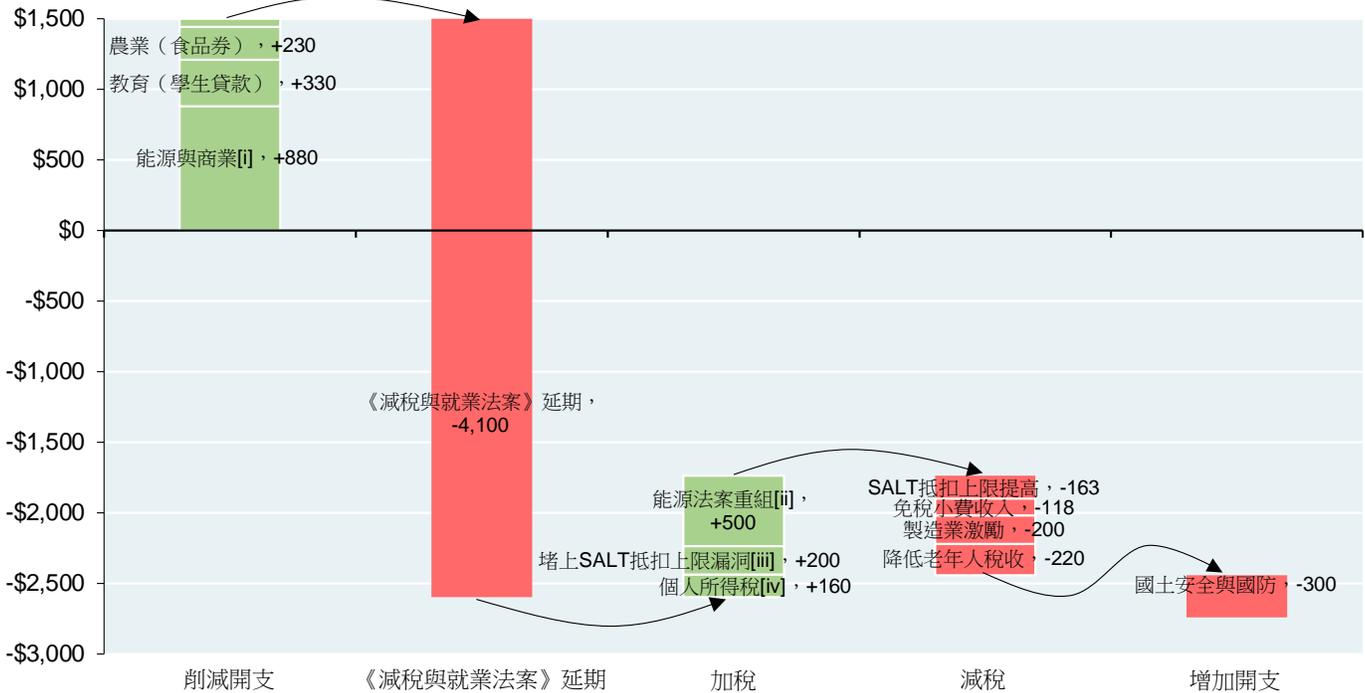
在關稅大戲上演的同時，共和黨正致力於「一項宏偉的預算協調法案」。鑒於眾議院共和黨多數席位微弱，這是一個相當大的挑戰。可能有多種方案；我下面展示了一個例子，便於您了解其中的組成部分。需要注意以下幾點：

- 總體思路如下：通過削減開支、延長所有減稅措施（耗資 4.1 萬億美元）、增加部分稅收、再減稅、最後增加國土安全和國防開支。到最後，預算窗口內的赤字將比國會預算辦公室基線預測增加約 2.7 萬億美元，相當於每年赤字擴大約 1.5%。提醒一下，國會預算辦公室基線預測大部分《減稅與就業法案》的減稅將回到 2017 年前的水平；無論誰贏得選舉都不會發生這種情況（賀錦麗提議為調整後總收入低於 40 萬美元的人延長所有減稅）
- 政治上最敏感的部分：擬議的醫療補助削減金額約為 7,000 億美元，由能源和商業委員會負責
- 注意通過調整拜登能源法案籌集的 5,000 億美元。正如我們在能源報告所述，大部分削減來自減少電動車稅收抵免和縮減風能／太陽能 PTC/ITC/45x 抵免
- 這裡有兩項與州和地方稅(SALT)抵扣上限相關的內容：一個是應藍州共和黨成員的要求提高抵扣上限，另一個是收緊被高收入 SALT 納稅人所利用的漏洞
- 除非關稅由國會正式立法，否則其預期收入不計入赤字減少，因此未列入圖表

預算協調法案：探索政策選項

情景結果：未來10年預算赤字較國會預算辦公室基線預測增加2.7萬億美元

假設對籌款委員會的4萬億美元指令，允許淨赤字增加



資料來源：摩根資產管理、Piper Sandler, 2025年[i] 能源與商業包括醫療補助削減（取消登記\$299，州計劃\$200，項目削減\$212）。
 [ii] 主要為電動車稅收抵免減少及縮減PTC/ITC/45X抵免。
 [iii] 適用於高收入納稅人。
 [iv] 個人所得稅加稅包括終止員工保留抵免、ACA 保費抵免追回及兒童稅收抵免SSN要求。正數/綠色 = 支出削減和加稅；負數/紅色 = 減稅和支出增加。

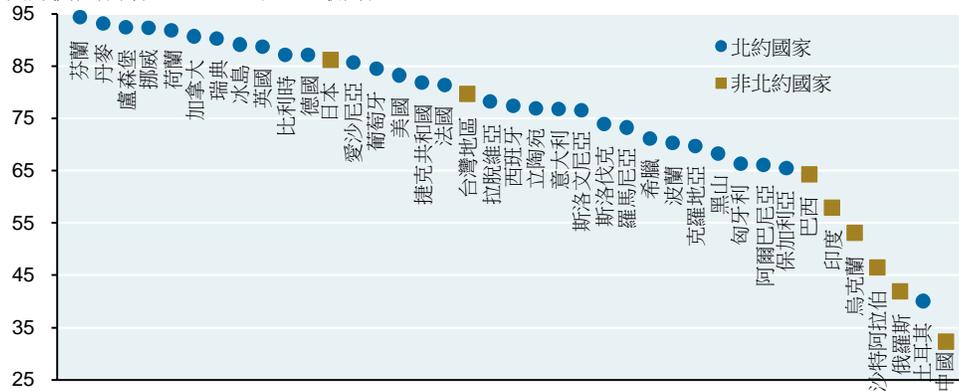
特朗普上任 50 日內的其他項目：北約絕唱

在我一生中的大部分時間裡，我一直被告知，如果俄羅斯攻擊北約國家，將會引發一場強有力的集體軍事反應，而美國將在其中發揮主要作用。雖然很難確定，但在不到 50 天的時間裡，新政府似乎已經完全顛覆了這一假設。以下是與軍事相關人士就跨大西洋安全問題對話的一些要點。**這對跨境投資、移民、投資組合流動、貿易等均有影響，我還在思考中。**

- 雖然特朗普並不會正式宣布退出北約，因為這將需要取得參議院批准，但將依據憲法第二條權力大幅削減美國在歐洲的駐軍。俄烏衝突爆發後，美國在歐洲的駐軍人數增加至約 9.5 萬人，到中期選舉時，駐歐洲美軍人數可能會減少三分之二
- 如果烏克蘭能夠實現停火，撤軍將更具說服力，這可能也解釋了澤連斯基在白宮遭遇「拋窗式」會議的原因。由於美國和歐洲向烏克蘭提供的所有物資都已耗盡，其火炮和裝備庫存也已達到臨界水平，因此停火的可能性也更大
- 儘管從技術層面上講美國可能仍留在北約，但在特朗普擔任總統的情況下，如果俄羅斯入侵北約國家，美國幾乎肯定不會出兵。提醒一下，北約第五條款規定，向其他北約國家部署軍事力量是自願的，而非強制的
- 雖然俄羅斯在烏克蘭損失了 30% 的戰前彈藥、大炮和坦克，但其空軍和海軍受到的影響很小。此外，俄羅斯在波羅的海國家（北約）、格魯吉亞（非北約）或摩爾多瓦（非北約）幾乎不會遇到有組織的反抗。波蘭的情況將會有所不同
- 特朗普政府的目標是依賴 18 世紀式的安全體系：美國（西半球）、中國（亞洲）和俄羅斯（東歐）劃分各自的勢力範圍。如果沒有美國明確或隱含的軍事援助承諾，東歐較小的國家可能會成為親俄民族主義政黨崛起、俄羅斯軍隊准軍事入侵和其他手段的犧牲品。俄羅斯的目標是重建戰後時期的安全緩衝區。1997 年，包括保羅·尼采和斯坦斯菲爾德·特納在內的大量美國外交政策專家警告克林頓總統不要侵蝕這一緩衝區.....但這一警告在北約繼續擴大時基本被忽視，最終在 2008 年北約討論烏克蘭加入時達到高潮
- 美國放棄烏克蘭可能向中國發出信號（即美國不會對中國收回或封鎖台灣地區做出軍事回應），這也在向朝鮮發出信號，因為美國可能因韓國的貿易保護主義做法而從韓國撤軍。烏克蘭實現停火還將使俄羅斯能夠重建設備並重啟對伊朗／敘利亞的軍事援助，而俄羅斯在過去 18 個月中被迫削減該軍事援助
- 最大的不確定因素：如果美國不參與，歐洲會獨自採取什麼舉措來保護另一個受俄羅斯威脅的歐洲國家？

北約：大部分成員國擁有共同價值觀的防禦組織

西方價值觀評分，0-100（100=最高）



資料來源：世界經濟論壇、世界銀行、弗雷澤研究所、《華爾街日報》，CATO、摩根資產管理，2023年

西方價值觀指數

- 司法獨立
- 新聞自由
- 權力分立
- 司法制度公正
- 宗教自由
- 言論自由
- 行動自由
- 集會自由
- 產權保護
- 不存在腐敗
- 限制軍方參與政府事務

附錄：美國汽車行業面臨的關稅挑戰，來自鋼／洗衣機關稅的證據

雖然符合自由貿易區內容／原產地規則的加拿大和墨西哥進口汽車可能不會被徵收關稅，但如果對其他進口汽車（佔總量的約 50%）徵收全球關稅，將導致生產和就業本已疲軟的汽車行業面臨一段困難時期。

美國汽車及零部件工業生產

指數 (100 = 2017)



資料來源：聯儲局委員會、摩根資產管理，2025年1月

美國汽車及零部件行業員工

單位：千人，經季節性調整



資料來源：美國勞工統計局、摩根資產管理，2025年2月

2018 年美國鋼鐵關稅的一些證據：關稅實施後，鋼鐵行業生產率下降，而其他地區的生產率上升。美國進口價格幾乎完全吸收了關稅增加的影響，美國鋼產量僅小幅增加。常見的懷疑者不同意這種看法，如下文所示，他們預計最新一輪關稅將導致一次性增長和通脹影響。

美國勞動生產率：鋼鐵與全體工人

指數 (100 = 2017)



資料來源：美國勞工統計局、摩根資產管理，2023年

2018年鋼鐵（25%）和鋁（10%）關稅
與開徵關稅前基準的百分比變化

	鋼鐵	鋁
進口價格	22.7%	8.0%
進口	-24.0%	-31.1%
生產	1.9%	3.6%

資料來源：美國國際貿易委員會、摩根大通全球經濟研究，2023年5月

關稅對美國增長和通脹（物價水平）的影響，2025-2026年

國際貨幣基金組織	GDP	價格	耶魯預算實驗室	GDP	價格	彼得森研究所	GDP	價格
10% 普通關稅	-0.6%	0.0%	10% 普通關稅，60% 中國	-0.5%	1.6%	10% 普通關稅	-0.4%	0.9%
含貿易政策不確定性	-1.0%	-0.1%	含關稅報復因素	-0.6%	1.7%	含關稅報復因素	-0.9%	1.9%

資料來源：摩根大通全球經濟研究，2025年3月

最後，《美國經濟評論》的一篇論文估算了 2018 年「保障性」洗衣機關稅所創造的每個新工作崗位的消費者成本。估算結果：根據洗衣機價格的上漲，每創造一個工作崗位成本為 81.7 萬美元。

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。