

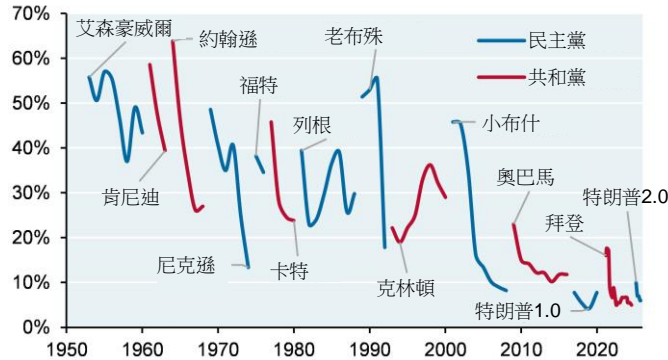


Mad Libs 瘋狂填詞：只需填空即可

乍看標題，您或許會以為本文要談論的是自由派給特朗普政府打出的低到極點的支持率。皮尤研究中心的調查顯示，民主黨受訪者對總統的支持率約為 6%，而 2025 年 8 月蓋洛普的民調結果更是低至 1%。與之相關的政治動向是，中期選舉前有件要事值得關注：有多少席位將因選區重劃而變更黨派歸屬？最高法院是否會裁定《投票權法案》第二條中關於「少數族裔占多數選區」的強制規定實則違反了憲法第十四和第十五修正案？我們在勞動節特刊《放眼市場》中詳細探討過這些問題——核心結論是在中期選舉前，預計可能有 12-15 個眾議院席位會轉換黨派歸屬，不過實際數字很可能低於這一區間。

反對黨選民對總統的支持率

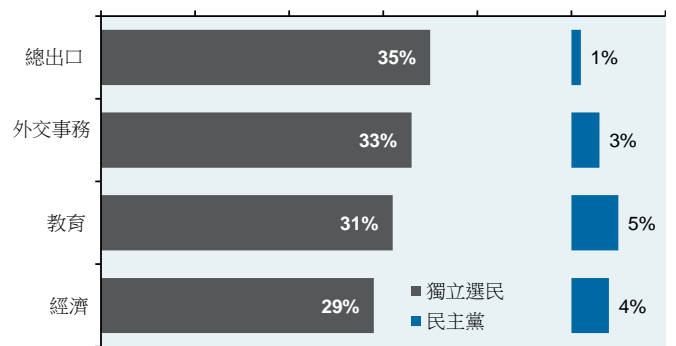
認可總統施政表現的比例



資料來源：皮尤研究中心，2025年9月

特朗普獲得的支持率（按政黨與政策領域劃分）

表示認可的比例



資料來源：Gallup，2025年8月

但本文真正要談的並非「瘋狂自由派」。我將採用“Mad Libs”瘋狂填詞模板（記得這個遊戲的人將心領神會），讓您就關稅、美國移民政策、中國稀土出口管制、甲骨文公司債務水平、央行黃金儲備及精神類藥物性別差異等議題自由填充形容詞與名詞。針對每個議題，我給出了自己的分析結論；其中有一個具體判斷是：就美國經濟增長面臨的風險而言，我對勞動力增長的擔憂遠甚於對關稅問題的憂慮。

目前我正在撰寫以下研究報告：《另類資產投資回顧》（12月初發布）、《2026年展望》（1月1日發布）及《2026年能源專題報告》（2026年3月發布）。《2026年展望》將聚焦以下問題：貫穿晶片設計到極紫外光刻技術，再到如今已是美國股市的基石的晶片製造相關產業，而英偉達-台積電-阿斯麥「護城河」體系究竟有多堅不可摧？四大風險值得密切關注：美國的電力供應瓶頸、中國自主構建此類產業護城河的能力、台海局勢，以及人工智能投資回報與所部署資本間的盈利平衡。下圖為我在新落成的公園大道 270 號大廈內，與四月關稅網絡研討會的部分嘉賓共同填寫「瘋狂填詞」遊戲時的照片。單是這裡的美食廣場，就值得專程前來體驗一番。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理





中國的關鍵礦物管控

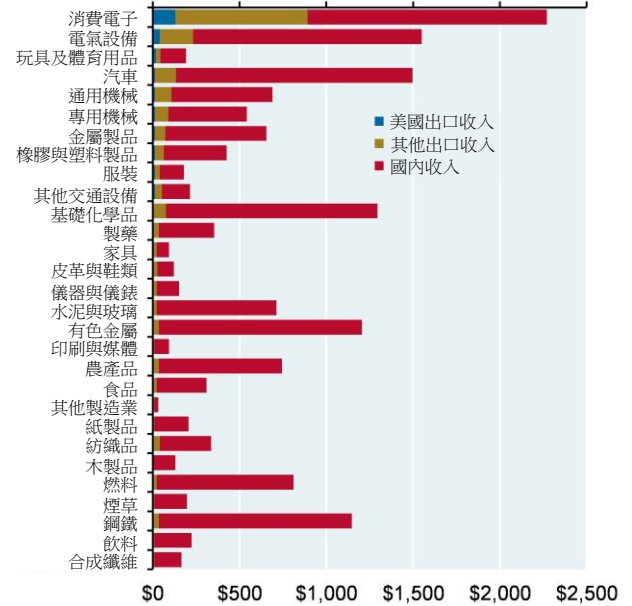
中國宣布了針對美國的新一輪關鍵礦產出口管制。如果這些限制持續生效，最終對美國軍事、工業及可再生能源產出的影響將是_____（請填形容詞）。

中國出口限制涉及的關鍵礦產

美國淨進口		中國在美國進口		主要用途
依賴度	商品中所佔份額	商品中所佔份額	主要用途	
2025年4月公布, 2025年10月更新				
鈔*	-80%	-70%	核反應堆控制棒和小型電機	
釷*	-80%	-70%	核反應堆中子吸收劑、核磁共振成像	
鉍	-100%	-100%	夜視儀、聲納、磁體、X光設備	
鎢*	-80%	-70%	F-35戰鬥機、電動汽車、風力渦輪機中的工業磁體	
鎳*	-80%	-70%	癌症治療、LED照明、石油精煉	
銦	100%	<50%	航空航天、工業金屬	
釷	100%	93%	噴氣發動機塗層、高頻雷達系統、精密激光器、工業金屬、超導材料	
2025年10月公布				
鈦	-100%	-100%	醫療激光、核反應堆控制棒、磁體	
鉍	-100%	-100%	光纖、核反應堆中子材料	
銻*	-80%	-70%	X光設備、激光器、超導材料	
鐳*	-80%	-70%	X光設備、光纖、不銹鋼	
銻*	-80%	-70%	核反應堆中子材料	
2025年4月公布				
鎢	>50%	27%	彈藥、用於製造石油鑽井和噴氣發動機的機床	
銻	<25%	<5%	金屬合金	
鉍	89%	67%	製藥	
銻	100%	8%	光纖、激光二極管、液晶屏幕	
鉍	0%	<6%	金屬合金	

資料來源：CleanTechnica、美國地質調查局、MBMG、摩根資產管理，2025年10月。
*美國地質調查局未按單一礦物披露數據；我們以美國地質調查局稀土數據作為近似參考

只有少數中國行業依賴對美出口 十億美元



資料來源：Gerard DiPippo (蘭德中國研究中心)、摩根資產管理，2025年

我填的是「**巨**」。**中國**擴大了**稀土**出口管制範圍，規定任何含有**中國**稀土超過其價值的**0.1%**的產品，或使用含有**中國**稀土或相關磁體設備製造的產品，都必須獲得出口許可。新規定明確規定**軍事用途**的許可證申請原則上不予批准，並對**高端半導體**生產相關用途實施嚴格審查。新規定同時擴大了受管制的具體**稀土礦物**種類，並開始限制**稀土採礦**及製造設備從**中國**出口。中國此番推出的**稀土**新規定與美國對**高端晶片**及**半導體**生產設備實施的管制措施如出一轍，即效仿了「**外國直接產品規則**」，不僅管控目標產品的直接出口，也管控其他國家出口包含該等產品的其他下游產品。**如果中國積極執行這些管制，其影響將波及半導體、汽車、消費電子、航空航天、國防、機器人、醫學影像、醫療設備及電訊行業。**一個典型例證是：阿斯麥的光刻機依賴來自**中國**的高性能**稀土磁體**。

儘管雙邊談判可能放鬆部分規定和特朗普威脅實施 100%報復性關稅，但中國手中的籌碼可能比白宮預想的更多。如右上圖所示，**中國**幾乎沒有哪個行業的營收高度依賴對美出口。**中國**如今已借鑒了美國的諸多國家安全政策工具，並且展現出更強的使用意願：

中國與美國國家安全工具的對照

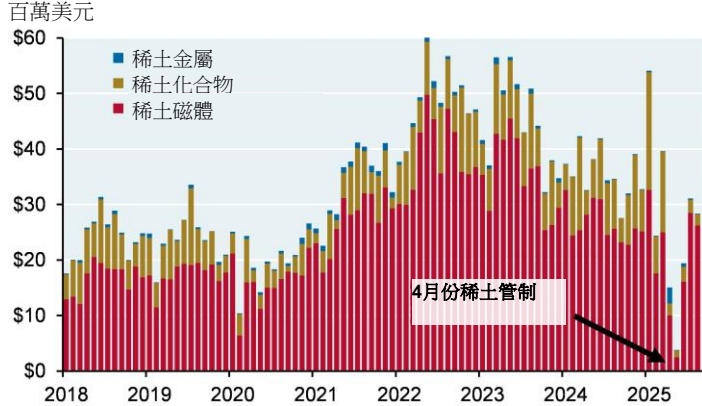
國家安全工具	中國	美國
工藝與設備技術管制	稀土/磁體	光刻/半導體
關鍵輸入管制	稀土及其他關鍵礦物	半導體
域外管轄機制	稀土	外國直接產品規則
清單類制裁	不可靠實體清單	商務部/財政部制裁清單
反制框架	反外國制裁法	國際緊急經濟權力法案/馬格尼茨基法案
安全與市場准入審查	網絡安全/反壟斷/數據跨境	美國外國投資委員會/資訊和通訊技術及服務/聯邦通訊委員會
關稅與貿易反制	對美國船舶徵收港口費用	第301/232/122條款
對外投資金融與投資管制	政府指引	財政部規則

資料來源：Gerard DiPippo (蘭德中國研究中心)、摩根資產管理，2025年



正如我們將在《2026 年展望》中討論的，中國在關鍵礦產上的最新立場可能預示著其半導體生態體系正取得顯著進展，在與俄羅斯達成天然氣和原油合作安排後，中國的能源安全戰略可望出現重要進展。換言之，若西方以半導體和能源領域的制裁作為回應，中國可能已做好更充分的應對準備。局勢緩和的可能路徑之一，是中國同意發放許可證，但同時保留法規框架。這與 4 月份出口管制實施後的情況類似：當時中國同意加快出口許可證審批，但未取消許可要求，對美關鍵礦物出口隨後得以恢復。最後一張圖表展示了某關鍵礦物採礦 ETF 的表現，其重倉股包括 MP Materials、Lynas、Northam Platinum、Taseko Mines、Capstone Copper、Hudbay、Aurubis、Sandfire、Boliden 和 Anglo American。

中國對美的稀土出口



資料來源：中國海關總署、摩根資產管理，2025年8月

指示性美國稀土礦商ETF

指數 (200 = 2023年11月30日)



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年10月13日

美國與關鍵礦物：二十載從巔峰跌落穀底

- 從 1950 年到 1980 年，美國曾是全球關鍵礦產的領先生產國，並且在鈾方面實現自給自足。隨著年月增長，國家安全逐漸被成本考量取代，如今美國在這兩個領域已幾乎完全依賴進口。
- 1980 年，美國核管理委員會將稀土開採廢料重新分類為核危險廢料，因為這些廢料可能含鈾。這導致美國稀土處理成本和責任大幅增加。與此同時，中國將稀土元素視為戰略資源，增加產量並壓低價格。價格下跌及美國監管阻力增大，導致大多數美國礦山和加工廠關閉。終局發生在 1995 年，美國磁體製造公司 Magnequench（通用汽車剎離的子公司，生產鈹磁體）被出售給中國財團。美國監管部門規定磁體生產須在美國維持五年；因此五年後，印第安納州的 Magnequench 工廠關閉，所有設備與技術轉移至中國。結果：美國在 1980 年稀土領域佔據主導地位，短短 20 年後幾乎在採礦和加工領域完全退出。
- 需要明確的是，中國並未壟斷大多數關鍵礦產的開採；其在全球鎳、鋰和鈷的開採量不足 10%。但中國通過簽訂合同確保從其他國家獲得供應，並在中國進行加工。同樣，美國佔全球鎳和鈷儲量不足 1%，稀土約 2%，石墨不足 1%；美國必須通過戰略聯盟來解決這一問題。
- 過去三年，鋰、鎳和鈷價格下跌 60%-85%，西方國家可能需要更多類似 MP Materials 保證價格下限的安排，以維持本土關鍵礦產業務的運轉。例如：中國鎳生產商在印尼的產量已從每年 50 萬噸提升至 250 萬噸，推動價格下跌，並迫使必和必拓和嘉能可關閉部分業務。儘管通用汽車已投資於 MP Materials 和 Thacker Pass，以確保關鍵礦產供應，福特則未採取類似措施，並在今年初短暫停產探險者(Explorer)車型
- 全球範圍內，礦山從規劃到投產平均需要 18 年時間，而在美國，由於涉及眾多疊加許可，平均需要近 29 年。

資料來源包括戰略與國際研究中心的關鍵礦產安全計劃，以及 Stratechery 於 2025 年 10 月 13 日發布的文章《中國和稀土金屬，美國自找的挑戰》。

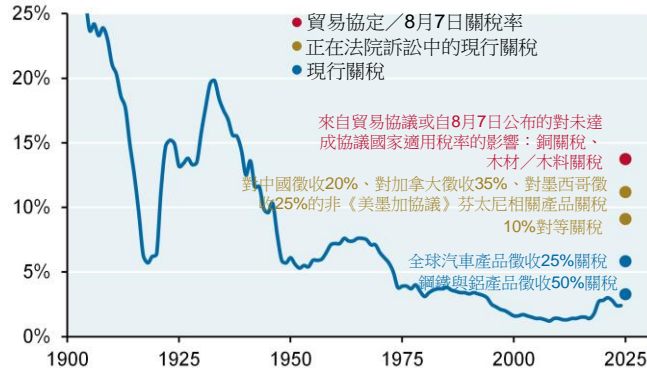


關稅與美國經濟增長

左側是最新的美國關稅稅率演變圖表。這些關稅對美國增長的影響將是_____（形容詞）。

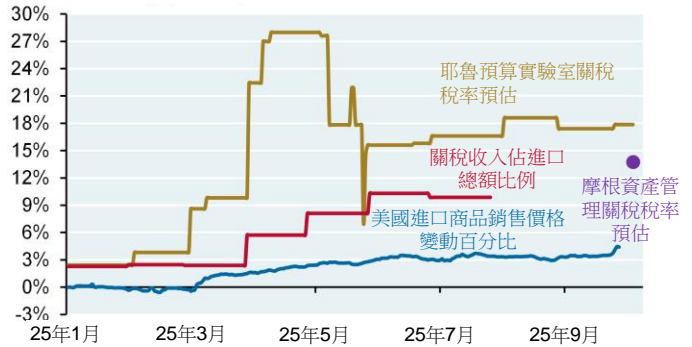
美國所有進口商品的平均關稅率

假設從中國進口的商品有20%被美國本土替代、20%被其他外國替代



資料來源：稅務基金會、美國國際貿易委員會、白宮、摩根資產管理，2025年

美國實際關稅稅率、關稅收入與進口商品銷售價格，百分比



資料來源：數碼數據設計研究所定價實驗室、耶魯預算實驗室、兩黨政策中心、摩根資產管理，2025年10月

我填的是「**可控的**」。這並非由外國支付關稅所致；事實上，今年美國進口價格已上漲，因此「外國支付」的說法並不成立。右側的圖表能更好地解釋其原因：

- 耶魯預算實驗室發布了關於實際關稅稅率如何演變的估算。由於涉及解讀數千種「國家-進口商品」組合的規則（包括稅率、豁免、特殊待遇及《美墨加貿易協定》）不斷變化，這些估算難度很大¹。此外，一些分析師假設存在一定的國內替代以及從中國進口的轉移（這已在發生），而其他分析則未考慮此點。耶魯的最新估算為 **18%**，而我們的估算為 **14%**。
- 部分美國進口商通過使用更有利的進口代碼對商品進行「錯誤分類」，這種做法本質上是避稅，幾乎無法建模。這或許可以部分解釋為何截至 **8 月**，由兩黨政策中心追蹤的實際關稅收入（右側圖表中的紅線）比耶魯的數字低 **5%-6%**。
- 最後，許多消費進口品的加價率超過 **100%**，因此消費者感受到的最終價格上漲幅度會較低。這或許解釋了右側圖表中的藍線：根據數碼數據設計研究所定價實驗室的估計，進口商品的零售價格截至目前僅上漲了 **5%**。

許多企業可能仍在根據關稅政策重新定價其商品和服務，因此進口商品的零售價格可能持續上漲。但我認為其最終影響將是可控的。

¹去年關稅稅率極低，一些從加拿大和墨西哥進口商品的美國公司甚至都不願費心將其商品註冊為符合《美墨加貿易協定》的合規產品。如今稅率提高，需要估算這部分進口中將依據《美墨加協定》註冊的比例。



移民與勞動力增長

就美國經濟增長而言，更大的風險並非關稅，而是_____（名詞）。

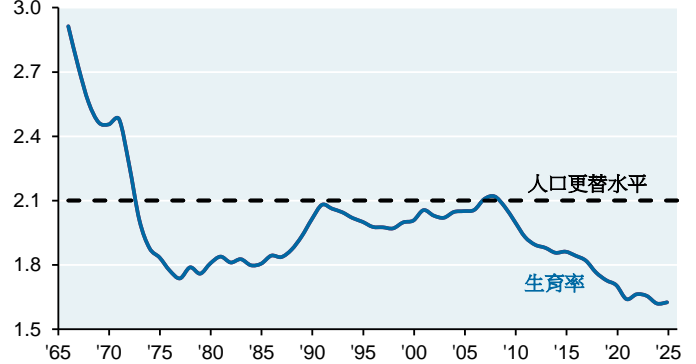
就業人數增長的盈虧平衡水平估算與實際就業增幅，千人，月度



資料來源：達拉斯聯儲，2025年10月

美國年度生育率與人口更替水平

每名女性的生育數



資料來源：美國國家健康統計中心、Axios、摩根資產管理，2024年

鑒於勞動力增長平衡預估水平的下降，我填的是「**移民政策**」。左側來自達拉斯聯儲的圖表顯示了導致勞動力市場平衡所需的薪資增長水平（即高於該水平將引發工資通脹）。報告²發現，這一平衡數字的下降，一半可由人口增長放緩解釋，另一半則由勞動力參與率下降解釋。

右側圖表顯示了美國出生率與人口更替率的對比，下方圖表則是在考慮了尋求庇護者、假釋者、非法入境者和臨時保護身份者變化後的最新淨移民估算³。淨移民並非為零，但似乎正下降至約 2001 年至 2022 年間水平的一半。基本論點：美國經濟增長最終將需要：a) 更多勞動者，b) 勞動力參與率上升，或 c) 顯著的正向生產率衝擊。儘管許多未來增長預測更依賴生產率而非勞動力供給，但生產率增幅的大小仍不確定。

美國淨移民

百萬人（年化）



資料來源：高盛、美國國土安全部、美國海關與邊境保護局、移民與海關執法局，2025年8月

² 「移民變化後，盈虧平衡就業人數下降」，A. Cheremukhin，達拉斯聯儲，2025 年 10 月 9 日

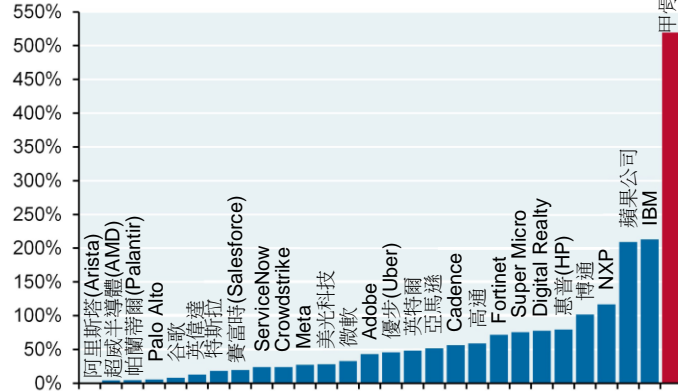
³ 當前移民被逮捕人數大致與 2021-2022 年相同，只是從邊境轉向內部：美國海關與邊防局在邊境關口的逮捕人數大幅下降；移民及海關執法局逮捕人數則顯著增加。根據雪城大學追蹤報告的統計，截至 2025 年 9 月 21 日：被關押在移民及海關執法局拘留設施的人中，71.5%沒有刑事定罪；已有定罪者中，多為輕微違規，如交通違規。



甲骨文

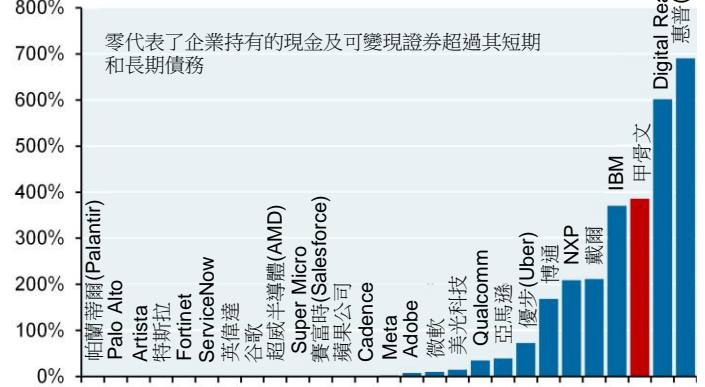
我在上期《放眼市場》中展示了第一張圖表，作為討論甲骨文可能需要借款以履行對 OpenAI 資本承諾的一部分依據，特別是因為其自由現金流比例遠低於同行。我還提到，甲骨文的高負債率可能使其大規模債務融資面臨挑戰。這第一張圖表是_____（形容詞）。

直接AI股票的債務股本比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年10月3日

直接AI股票的淨債務/EBITDA比率

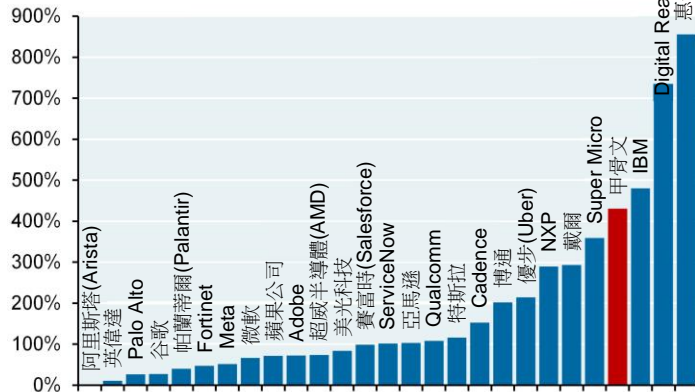


資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年10月3日

我選擇「具有誤導性的」，因為我認同收到的反饋意見：甲骨文的債務/權益比率深受股票回購影響，這些回購使埃里森的持股比例從 2011 年的 22% 升至 41%。衡量甲骨文借款能力的更好指標是債務/EBITDA 以及淨債務/EBITDA（即扣除現金及有價證券）。在科技行業，企業融資行為存在明顯分化：一類公司發行債券是為了與投資者建立影響力並為未來增加靈活性（如蘋果、谷歌、AMD），另一類則是通過大規模借款為當期資本支出提供資金。

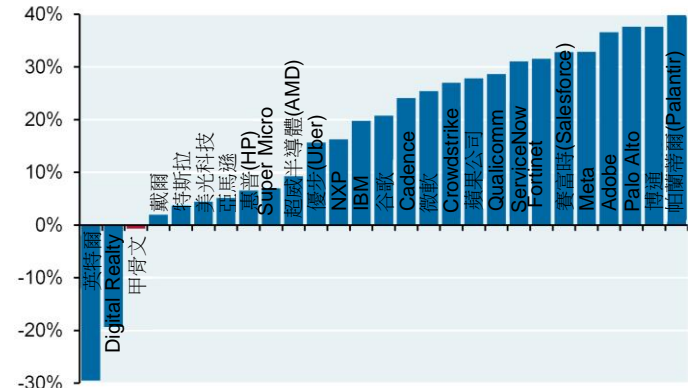
儘管甲骨文的淨債務/EBITDA 比率遠高於我們研究範圍內的其他「直接人工智能概念股」，但我最初那張債務權益比的圖表確實誇大了這一情況。甲骨文的信用評級為 BBB/Baa2，這與其 4 倍的淨債務比率相符，且其 30 年期債券全年交易利差始終維持在國債收益率之上 110-170 個基點。債券投資者很可能願意以相近利差進一步增持該公司債券。

直接AI股票的債務/EBITDA比率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年10月3日

直接AI股票的自由現金流/收入比率



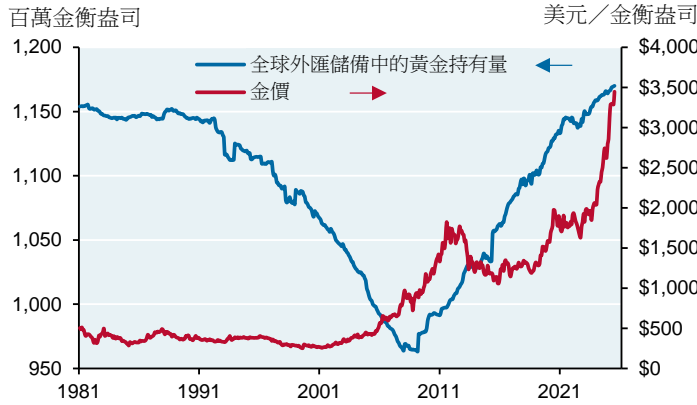
資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年10月3日



央行黃金儲備

金價飆升，伴隨對其原因的討論也層出不窮。一個常見觀點是：央行外匯儲備中投資于黃金的比例已從 11% 升至 23%，這表明大型機構對美元深感憂慮。這一邏輯是非常_____（形容詞）。

全球外匯儲備中的黃金持有量與金價



資料來源：國際貨幣基金組織、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

黃金在全球外匯儲備中的佔比



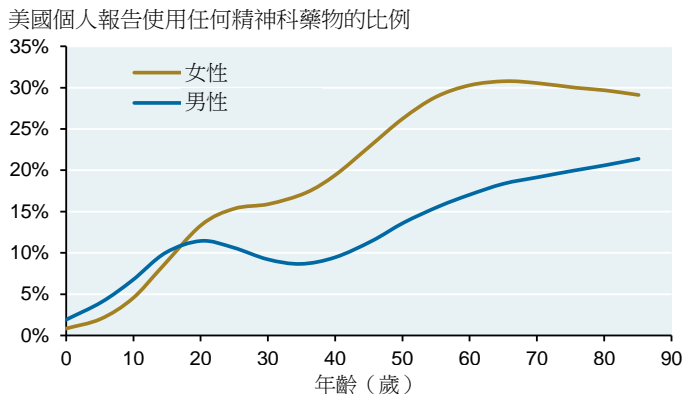
資料來源：國際貨幣基金組織、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

我填的是「有缺陷的」。如左圖所示，央行黃金持有量（以金衡盎司計）在 2009 年觸底，自那以來增長約 20%，回到 1994 年至 2008 年減倉黃金前的水平。所以，央行確實增加了黃金持有量。但自 2009 年以來，儲備中黃金比例的幾乎全部增加，實際上是黃金市場價格上漲的結果。如右圖所示，如果將央行黃金配置固定在 2009 年 3 月的低點 9.63 億金衡盎司，儲備中黃金比例仍會升至約 20%。但如果保持黃金價格在 2009 年的水平，使用實際央行持有量，則儲備中黃金比例實際上會下降至 8%。戰後國際秩序的部分解體以及發達國家政府債務上升確實推動了金價上漲，這一點我認同。但央行黃金配置似乎並非其主要原因，也不能就此明確判斷美元作為儲備貨幣的地位。

精神類藥物的性別差異

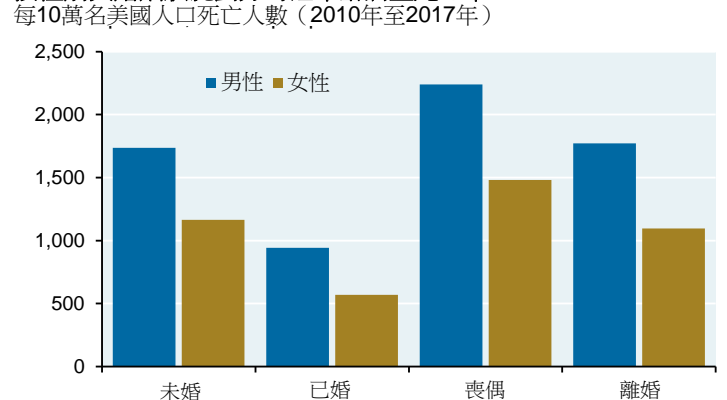
下圖第一張顯示了按年齡和性別劃分的精神類藥物使用頻率。女性使用精神類藥物的頻率明顯更高的原因是_____（名詞）。

按性別劃分的精神科藥物使用情況（2015年至2018年）



資料來源：Johansen，《美國家庭醫學委員會雜誌》、摩根資產管理，2021年

按性別與婚姻狀況劃分的經年齡調整死亡率



資料來源：美國疾病控制與預防中心、摩根資產管理，2019年

我填的是「男性」，因為我想不到其他合理解釋。相關研究顯示，鰥寡男性的年齡調整後死亡率高於任何其他性別和婚姻狀況組合。換句話說，男性似乎讓女性「抓狂」，而在配偶離世後，男性自身則遭受更大的負面影響。

岑博智(Michael Cembalest)，摩根資產管理

[網上特朗普追蹤器](#)**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。

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。

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。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／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面）。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、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。

就摩根大通資產管理客戶而言：

摩根資產管理是摩根大通及其環球聯屬公司旗下資產管理業務的品牌。

在適用法律允許的範圍內，我們可對通話進行錄音及監控電子通訊，以履行我們的法律和監管義務以及遵守內部政策。摩根資產管理將根據我們的隱私政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、存儲及處理個人資料。

投資資源

僅用於美國：如果您是殘障人士，在查看資料時需要額外的支持，請撥打 1-800-343-1113 尋求幫助。

本通訊由以下實體發布：在美國為均受美國證券交易委員會監管的 J.P. Morgan Investment Management Inc. 或 J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲為當地摩根大通實體（視情況而定），僅供指定接收者使用；在加拿大為 JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，僅供機構客戶使用，其為所有加拿大省份及地區（育空地區除外）的註冊投資組合經理及豁免市場交易商，並在不列顛哥倫比亞省、安大略省、魁北克省及紐芬蘭與拉布拉多省註冊為投資基金經理。在英國由受金融服務局監管的摩根資產管理（英國）有限公司發布，該公司由英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄區，由摩根資產管理（歐洲）有限公司發布。在亞太地區（「亞太」），由以下發行實體在其主要受監管的各自司法管轄區發布：摩根資產管理（亞太）有限公司或摩根基金（亞洲）有限公司或摩根資產管理實物資產（亞洲）有限公司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（股份有限公司註冊號 197601586K），本廣告或刊物未經新加坡金融管理局審核；摩根資產管理（台灣）有限公司；摩根資產管理（日本）有限公司，是日本投資信託協會、日本投資顧問協會、第二類金融工具公司協會和日本證券交易商協會的成員，受金融廳監管（註冊號「關東地方金融局（金融工具公司）No.330」）；在澳大利亞，由摩根資產管理（澳大利亞）有限公司（ABN 55143832080）（AFSL 376919）僅向 2001 年（聯邦）公司法第 761A 和 761G 條定義的批發客戶提供服務。在亞太地區內其餘市場，本通訊僅提供予所指定接收者。

面向摩根大通私人銀行客戶：**投資資源**

摩根大通致力於提供易於獲取的產品和服務，滿足所有客戶的金融服務需求。如有任何訪問問題，請直接聯繫私人銀行客戶服務中心，電話：1-866-265-1727。

法律實體、品牌及監管資訊

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（統稱「**JPMCB**」）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。摩根大通銀行和摩根大通證券均為受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的關聯公司。

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 (TaunusTurm), 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（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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（CONSOB）監管，並已於意大利央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, 已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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。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（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 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比利時分行**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 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管。摩根大通有限責任公司比利時分行同時須受比利時國家銀行 (NBB) 及比利時金融服務和市場管理局 (FSMA) 監管, 並已於 NBB 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 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘央行監管, 並已於希臘央行行政註冊處以**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, 其雅典商會註冊編號為: 158683760001; VAT 編號為: 99676577。在法國, 本文件由**摩根大通巴黎分行**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 (德意志銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管, 監管代碼為 842 422 972。摩根大通巴黎分行同時須受法國銀行業監管機構——審慎監管與決議管理局 (ACPR) 和金融市場管理局 (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 de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作為瑞士一家銀行及證券交易商, 在瑞士受瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 監管。

在**中國香港**, 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 (通知您的) 摩根大通銀行香港分行/新加坡分行向您提供。銀行及託管服務由摩根大通銀行新加坡分行向您提供。本文件的內容未經香港或新加坡或任何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。

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

「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。