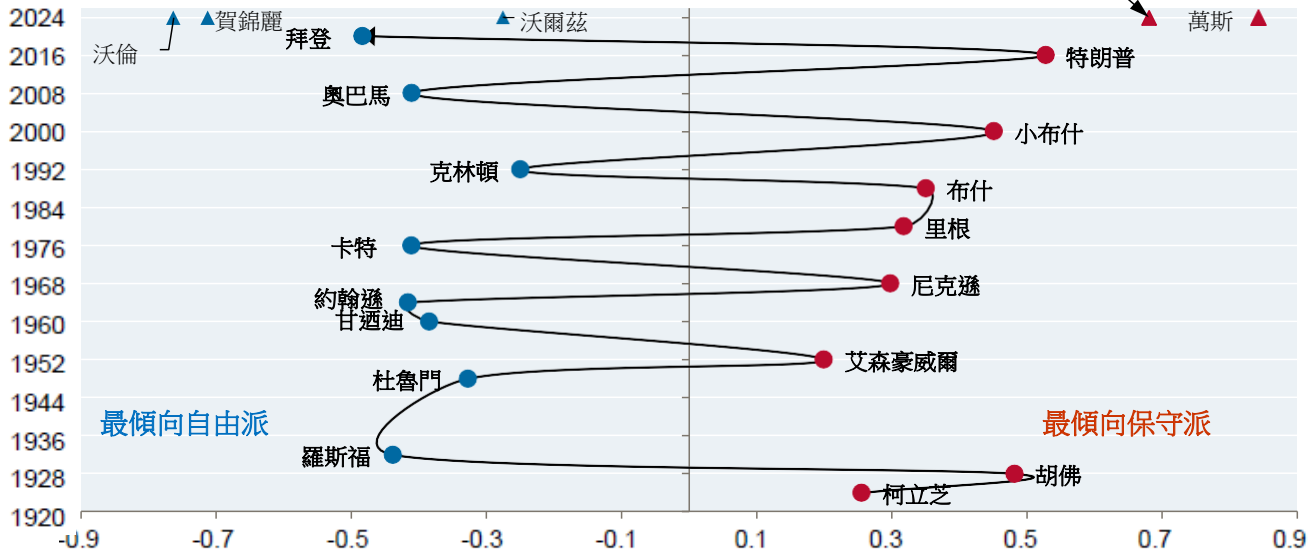


注意差距：美國大選兩極分化下的候選人政策對比；中國推出一攬子經濟刺激措施

每當我以為總統候選人之間的意識形態差距已經無法進一步擴大時，選民意見最終總是讓我意識到自己錯了。我在下方展示的圖表可以說是評估這種差距的最佳工具。我使用 VoteView 數據，這種空間估計方法自 1980 代以來一直為政治學家所用。每位政界人士的意識形態通過觀察他們與相關群體的投票頻率來進行衡量。圓點代表總統和執政政府，而三角形則代表個人¹。

美國各屆總統政府、2024年候選人和若干其他政界人士的政治意識形態

2024年特朗普：柯頓、格雷厄姆、布勞恩、葛林、博伯特、保羅、珀杜、戈薩爾、斯卡利斯、布萊克本、蓋茨、霍利、喬丹、萬斯



資料來源：自由保守的得分摘錄自VoteView國會投票歷史的點名數據、摩根資產管理。2024。有關政府組成詳情，請參閱腳注1

自二戰以來，賀錦麗是第 6 位最傾向自由派的參議員，而萬斯則是第 6 位最傾向保守派的參議員。自二戰以來，比萬斯還傾向保守派的參議員大多是現任議員（阿拉巴馬州的圖伯維爾、肯塔基州的保羅、猶他州的李、密蘇里州的施密特），而除了麻薩諸塞州的沃倫和佛蒙特州的桑德斯（在衡量他在參議院而非眾議院的投票記錄時）外，比賀錦麗還傾向自由派的參議員大多是前任議員。

¹總統綜合評分。我根據有國會投票歷史的行政部門成員；促成主要立法項目通過的國會議員；以及代表其政治和治理原則的成員得出各屆政府的綜合分數。您的計算方法可能有所不同。

- 柯立芝： 柯蒂斯、凱洛格、斯萊普、戴維斯、瓊斯（韋斯利）、摩西、瓊斯（威廉）
- 胡佛： 柯蒂斯、霍利、朗沃思、摩西、蒂爾森、米爾斯、沃森
- 羅斯福： 巴克利、布萊克、伯恩斯、加納、古菲、麥科馬克、羅賓遜、赫爾、雷伯恩、杜魯門
- 杜魯門： 伯恩斯、杜魯門、麥科馬克、巴克利、文森、雷伯恩、安德森、施韋倫巴赫
- 艾森豪威爾： 德克森、杜勒斯、弗蘭德斯、尼克遜、薩爾頓斯托爾、亞當斯、塔夫脫、洛奇
- 甘迺迪： 博林、漢弗萊、肯尼迪、約翰遜、曼斯菲爾德、肯尼迪、烏達爾、里比科夫
- 約翰遜： 塞勒、漢弗萊、亞伯勒、約翰遜、曼斯菲爾德、佩珀、岡薩雷斯、布魯克斯
- 尼克遜： 福特、洛特、尼克遜、桑德曼、威金斯、莫頓、拉姆斯菲爾德、陶爾、多爾
- 卡特： 貝赫、伯德、霍金斯、蒙代爾、奧尼爾、賴特
- 里根： 貝克、布希、多爾、坎普、羅斯、拉克索爾特、盧格、米歇爾
- 布希： 奎爾、布希、切尼、麥迪根、坎普、馬丁、米歇爾、辛普森
- 克林頓： 本特森、戈爾、格利克曼、格普哈特、福特、納恩、羅伯、帕內塔
- 小布希： 阿什克羅夫特、布朗特、切尼、德萊、凱爾、麥康奈爾、桑特勒姆、拉姆斯菲爾德、肯普索恩、亞伯拉罕
- 奧巴馬： 拜登、德賓、克林頓、肯尼迪、克裡、奧巴馬、佩洛西、里德、瓦克斯曼、霍耶、克萊伯恩、沃特斯
- 特朗普： 科頓、格雷厄姆、哈奇、麥卡錫、梅多斯、保羅、珀杜、麥康奈爾、斯卡利斯、塞申斯、瑞安、柯林斯
- 拜登： 巴斯、拜登、克萊伯恩、庫恩斯、霍耶、佩洛西、里士滿、桑德斯、舒默、沃倫、賀錦麗

圖表無法衡量的部分。兩極分化圖表無法衡量候選人領導和治理能力的多個方面。如下所示，這或許解釋了特朗普第一個任期內的大量高級官員現在反對他本次參選這一不尋常的情況²。

如果您不相信政治分歧和諷刺已達到新的高度，請觀看這段戈爾、布什、奧巴馬與羅姆尼之間的辯論**視頻**³。短短 10 年間發生了很多變化。在政治分歧問題方面，我有一個小小的建議。銀行經常會邀請行政總裁在行業會議上向其他行政總裁發表演講。我的建議是：如果您會因為自己的員工在推特上發布某位行政總裁的公開言論而解雇他們，那就千萬別邀請這位行政總裁向您的客戶致辭了。在這方面，我想到的就是埃隆·馬斯克(Elon Musk)。說到這裡，讓我們來看看與投資者利益攸關的主要政策差異，以及中國推出的經濟刺激方案。

前特朗普內閣成員和其他高級職位：他們對2024年特朗普參選的立場



資料來源：摩根資產管理，2024年3月11日。根據我們對公開聲明的解讀進行分類。所提供的資訊無意對任何政府決策或政治選舉的預期結果做出價值判斷。

目錄

財政政策..... Error! Bookmark not defined.

關稅和貿易..... Error! Bookmark not defined.

能源..... Error! Bookmark not defined.

移民..... Error! Bookmark not defined.

通脹和價格管控..... Error! Bookmark not defined.

北約..... Error! Bookmark not defined.

監管狀況..... Error! Bookmark not defined.

對選舉團制度的一些評論..... Error! Bookmark not defined.

中國經濟刺激計劃，一個重要的轉捩點..... Error! Bookmark not defined.

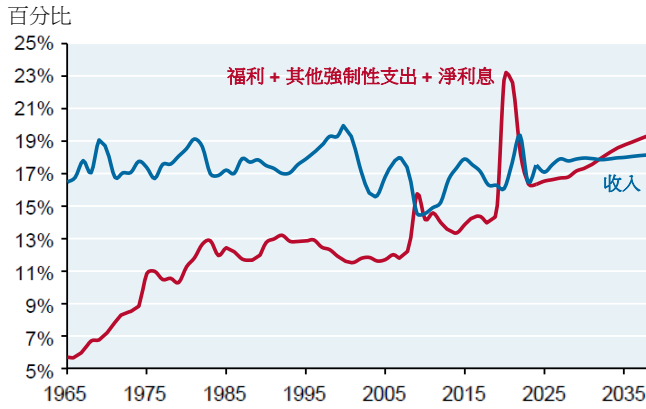
² 上文圖表包括 2016 年至 2020 年擔任以下職位的所有人員：副總統和內閣 15 個部門負責人、國家安全顧問、聯邦調查局局長、中央情報局局長、聯合國大使、白宮辦公廳主任、白宮通訊主任、共和黨眾議院議長、共和黨參議院多數黨領袖。最短任期：9 個月。反對特朗普參選的並不只有他第一任期內的紅脖子高級官員：700 多名前國家安全和軍事官員寫了一封公開信，用衝動且無知來形容特朗普[美國國家安全領導人，2024 年 9 月]

³ 視頻來源於 @StartsWithUs/Builders (轉播權已轉讓)

財政政策

從宏觀的角度來看，兩位候選人都沒有談及 2030 年代初福利支出加上利息將超過聯邦收入的交叉點。在可能會爆發更大的問題的情況下，我難以對於財政提案的市場影響感到興奮。

福利支出、強制性支出和淨利息支付與收入比較，佔GDP的



資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2024年3月

在特朗普和拜登治下的聯邦債務

- 難分伯仲：如果名義 GDP 遵循疫情前的預測，那麼在扣除初始的現金餘額後，特朗普和拜登治下的債務佔 GDP 比例分別增長 15%和 16%
- 一項單獨的分析觀察了通過立法和行政行動批准的債務。不包括《新冠病毒援助、救濟和經濟安全法案》和其他新冠疫情救濟法案，特朗普批准了約 4.8 萬億美元借款；不包括《美國救援方案法》，拜登批准了約 2.2 萬億美元
- 資料來源：馬克·戈德溫，負責任聯邦預算委員會

財政提案面臨的挑戰是，國會的票數差距會很小，而且政府可能分裂，從而讓這些提案不太可能如願通過。但我們就從這裡開始分析，因為這些提案很好地表明，美國的財政狀況可能會視何人當選而定。

賀錦麗提案。表格左邊是賀錦麗的開支提案，而右邊是增加收入的提案。即使民主黨大獲全勝，其中一些項目也可能會被削減，而任何超出稅收的支出都會變為赤字。即便如此，這也很好地代表了賀錦麗的再分配政策：對富人加稅 1.3 萬億美元，對企業加稅 2.8 萬億美元，並將收益用於維持對中產階層的減稅和增加最貧困美國人、購房者和家庭的福利。

賀錦麗支出提案與增加稅收/收入提案的對比

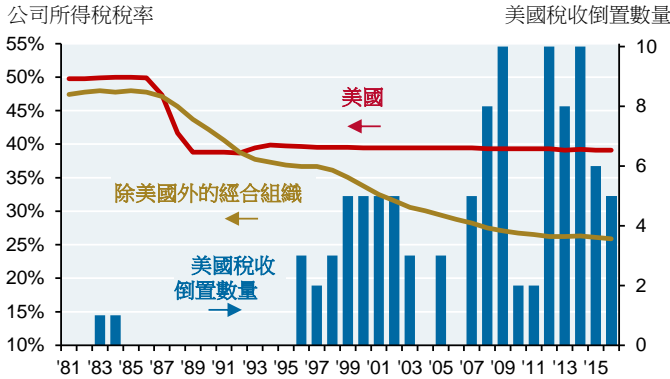
增加赤字的政策	10年成本 (十億美元)	減少赤字的政策	10年儲蓄 (十億美元)	政策類型
將《2017年減稅與就業法案》拓展至40萬美元以下	\$2,600	賀錦麗特別提議的提案		
實現永久兒童稅收抵免(3,000美元或3,600美元)	\$1,100	將公司稅率從21%提高至28%	\$978	C
兒童看護和早教	\$600	對超高淨值人士的未實現資本收益徵稅	\$503	H
實現永久《平價醫療法案》保費信貸擴張	\$384	削減處方藥成本	\$250	O
確立全美帶薪家庭與醫療假	\$325	將回購稅率從1%提高至4%	\$166	C
取消大多數美國人的醫療債務	\$220	徵收身故時資本利得稅(500萬美元至1,000萬美元豁免額)	\$150	H
擴大無子女成年人的勞動所得稅抵免	\$163	對年收入超過100萬美元的申報者徵收28%資本利得稅	\$100	H
改善醫療補助家庭和社區服務	\$154	獲得拜登預算支持的提案		
免征小費所得稅	\$150	將超過40萬美元的《平價醫療法案》淨投資所得稅提高至5%	\$404	H
針對新生兒提供6,000美元兒童稅收抵免	\$100	對積極經營所得徵收淨投資所得稅	\$393	C
為首次購房者提供2.5萬美元首付款支持	\$100	國際公專項稅：修改全球最低稅率，限制稅收倒置	\$374	C
其他住房支持	\$100	限制過高員工薪酬	\$272	C
將初創企業稅收減免額擴大到5萬美元	\$8	國稅局投資收入增加	\$237	O
		對非公司納稅人的損失限制，槓桿扣除限制	\$144	C
		將公司替代性最低稅率從15%提高到21%	\$137	C
		國際公專項稅：採用低稅利潤規則	\$136	C
		國際公專項稅：修訂化石收入規則、利息分配規則	\$122	C
		封堵遺產稅和贈與稅漏洞(無死亡時增加資產稅基)	\$97	H
		拓展強制性自動減支	\$90	O
		對數字資產挖礦徵收消費稅	\$66	C
		限制稅收漏洞(利潤提成、同類交換)	\$63	H
		修改能源稅	\$45	C
總計	\$6,004	總計	\$4,727	

資料來源：PSC、Don Schneider，2024年9月。C = 公司稅，H = 高淨值稅，O = 其他

由於提高公司稅是賀錦麗方法的主要焦點，因此有必要介紹公司稅的一些歷史：

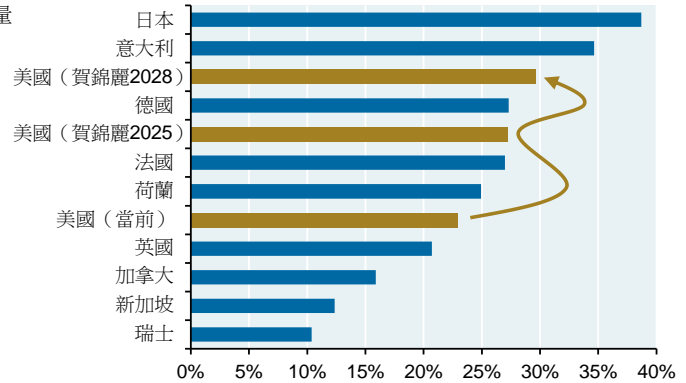
- 長期以來，美國公司稅率過高，備受詬病不具備競爭力。例如：由於美國境外的稅率從2000年開始下降，越來越多美國公司出於稅務考慮而在其他地方重新註冊（稅收倒置），卻沒有公司進入美國。布什和奧巴馬政府都認識到這個問題，而奧巴馬曾提議將公司稅率從35%降至28%
- 在2017年通過《減稅與就業法案》後，美國公司稅率（最好通過查看新資本投資的有效企業稅率⁴）相對於其他主要國家有所下降，而出於稅務原因考慮造成的美國稅收倒置實際上已經停止
- 賀錦麗的提案可能會將美國公司稅佔GDP的比例⁵提高至1980年以來的最高水平，從而可能引發新一輪稅收倒置

美國境外的稅率和稅收倒置



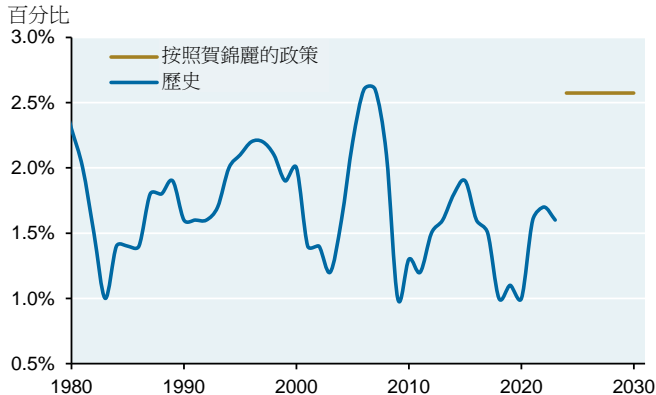
資料來源：喬治梅森大學的梅卡圖斯中心，2016年

新投資有效公司稅率



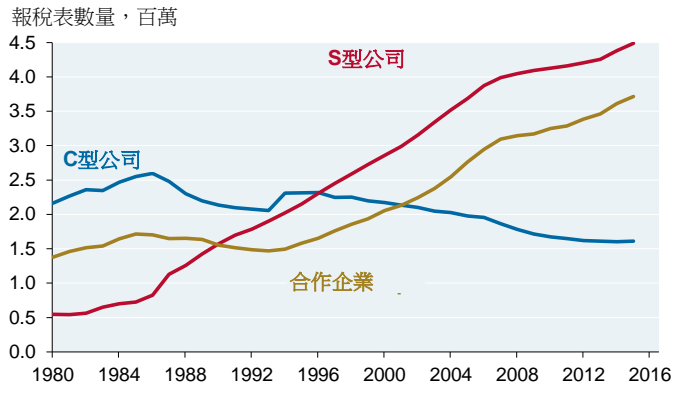
資料來源：Mintz和Bazel METR分析，2024年9月

美國公司所得稅收入佔GDP的比例



資料來源：國會預算辦公室、Piper Sandler，2024年

繳納個人（而非公司）稅的透明實體增多



資料來源：美國國稅局，2015年

⁴公司稅方面：單獨考察一年的情況可能會被稅損結轉或稅損退算、改變稅收規則等因素所扭曲。更複雜的是：美國公司在海外繳納的稅款可獲得抵免。因此，如果把美國公司繳納的稅款除以全球收入，實際稅率就會被低估，因為分子會剔除掉在外國繳納的稅款。這就是一眾稅收經濟學家使用「新投資的邊際有效稅率」方法來對比各國公司稅率的原因

⁵如上文右邊的圖表所示，自1980年以來，S型公司和合資格合夥企業的使用大幅上升。這兩種企業都要繳納個人所得稅，無需繳納企業所得稅。因此，美國公司稅佔GDP的比例並不包括在他國申報為「公司稅」的部分營業稅；各國之間的這一比例不具可比性

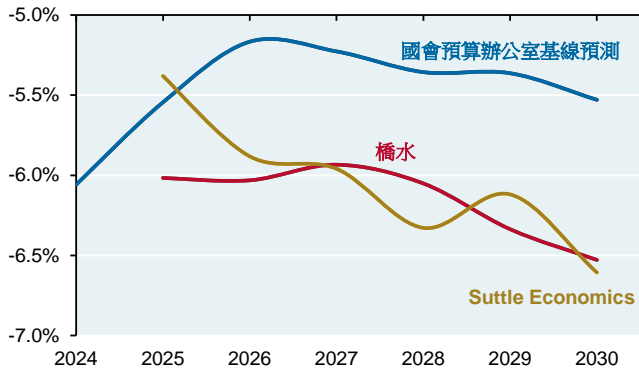
特朗普的財政議程總是飄忽不定，因此更難下定論。特朗普提議延長所有《減稅與就業法案》的減稅措施，提高聯邦退稅可抵扣的州／地方稅上限，免征小費所得稅，將適用於「在美國製造產品」企業的公司所得稅降至 15%，並提出了終止對社會保障福利徵稅的觀點。我認為，對此合適的問題是：特朗普沒有提議削減哪些稅收？

削減開支。 特朗普提議削減與能源法案相關的開支。所需的只是共和黨在參眾兩院獲得簡單多數席位，儘管眾議院有一小部分共和黨代表要求僅對該法案進行輕微的削減。最有可能保留的支出項是：風能／太陽能投資稅收抵免／生產稅收抵免、核能生產稅收抵免、碳封存抵免、清潔燃料抵免以及製造業補貼。最岌岌可危的是：電動汽車稅收抵免。

最大的問題是：關稅收入。 經濟學家建模計算了徵收 10% 普遍關稅和 60% 中國關稅的潛在收入增益⁶。但這些估計具高度不確定性，因為都依賴於進口受關稅水平的影響程度和進出口關稅承擔的估計份額。它們通常也不包括報復性關稅和提供給受影響美國公司的補貼、因中國關稅造成的任何貿易轉移以及增長影響。

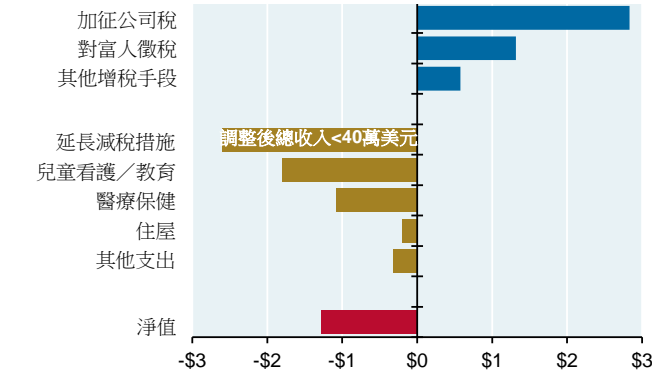
綜合各方面的因素，在特朗普當選／共和黨大獲全勝的情況下，預算赤字可能會迎來最大幅度的上升。下文圖表比較了對特朗普財政政策的評估與國會預算辦公室的基準；我們在必要時進行了調整，以包括普遍關稅影響。然後，為了比較特朗普與賀錦麗，我們創建了下方的兩個圖表。從表面上看（我再次認為這是一個錯誤，因為計劃不會按提案落實），幾乎在任何情況下，賀錦麗的初步赤字影響都小於特朗普。我認為值得注意的是，《華爾街日報》發表了杰森·福爾曼的一篇觀點文章，題為《賀錦麗是更安全的經濟選擇：兩位候選人出的都是餽主意，但特朗普的更糟且更有可能獲得國會支持》（2024年9月16日）。

特朗普提案的名義預算赤字估計
佔GDP的百分比



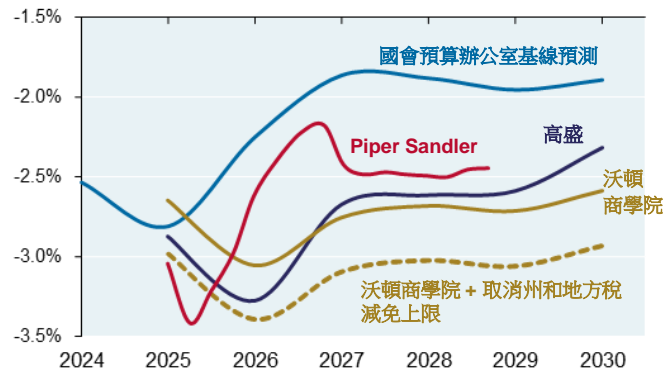
資料來源：國會預算辦公室、Suttle、橋水基金、負責任聯邦預算委員會、摩根資產管理，2024年9月

賀錦麗：所提議政策的10年預算赤字影響
萬億美元



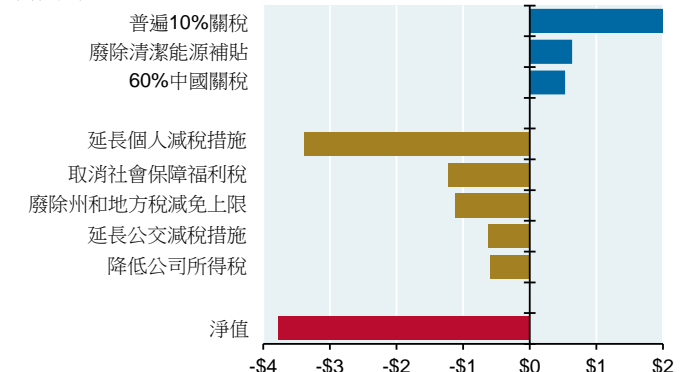
資料來源：摩根資產管理，2024年9月

特朗普提案的初步預算赤字估計
佔GDP的百分比



資料來源：國會預算辦公室、沃頓商學院、Piper Sandler、負責任聯邦預算委員會、摩根資產管理，2024年9月

特朗普：所提議政策的10年預算赤字影響
萬億美元



資料來源：摩根資產管理，2024年9月

⁶ 《為何特朗普的關稅提案會傷害美國工薪階層》，Kim Clausing（加州大學洛杉磯分校），彼得森國際經濟研究所，2024年5月；及《特朗普的普遍基準關稅》，負責任聯邦預算委員會，2023年9月

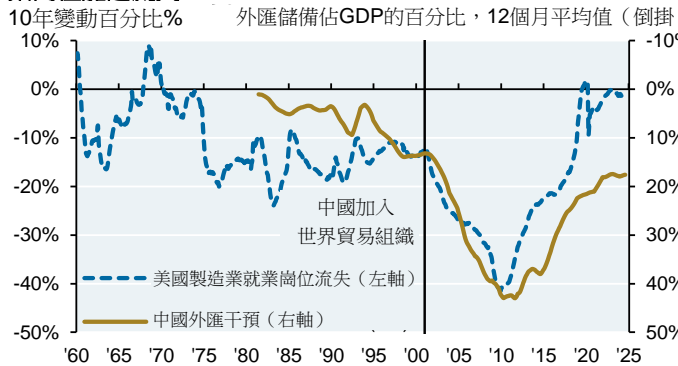
關稅和貿易

特朗普的提案包括對中國進口徵收 60%關稅並對所有進口商品徵收 10%普遍關稅。特朗普和萬斯堅稱要其他國家支付這些關稅，但很難找到支持他們的可靠研究來源幾乎每項；分析都得出相反的結論⁷。毫無疑問，特朗普競選團隊會拉攏一些人來支持他們的觀點，但在經濟學家之間，這似乎已成為既定的科學事實。

高盛估計，全面徵收 10%關稅將一次性地讓通脹上升 1%並使 GDP 增長降低 0.5%，而巴克萊則估計增長降幅會高達-1.4%⁸。即便如此，美國選民似乎越來越願意為部分逆轉全球化付出代價。我能夠理解原因：中國加入世貿組織後，美國出現製造業工作崗位流失加速、勞動收入份額下降以及阿片類藥物成癮率上升等情況，特別是在受中國競爭影響最大的社區中。如最後一張圖表所示，中國是全球最重商主義化的國家；孤立它似乎成為國會兩黨最一致的立場之一。

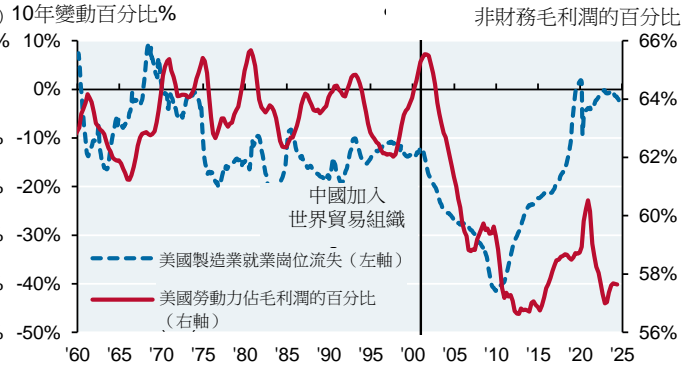
政策。雖然賀錦麗並未提議對中國加征關稅或徵收普遍關稅，但她和特朗普都支持取消對中國進口給予的最低限度豁免。

中國加入世貿組織後，其外匯干預力度加大，美國製造業就業崗位加速流失...



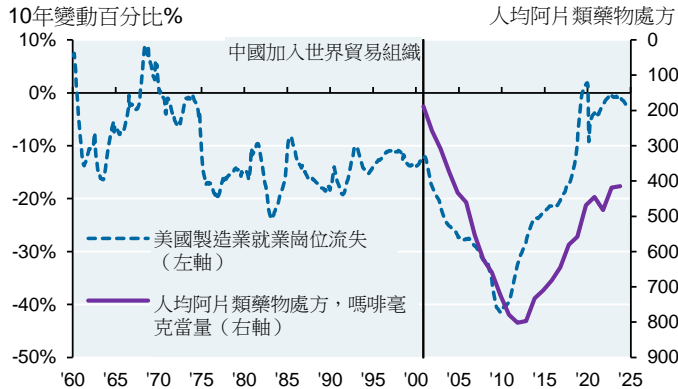
資料來源：國際貨幣基金組織、中國人民銀行、摩根資產管理。2024年9月。

...同時，美國勞動力佔企業利潤的比例大幅下降



資料來源：美國勞工統計局、美國經濟分析局、摩根資產管理。2024年9月。

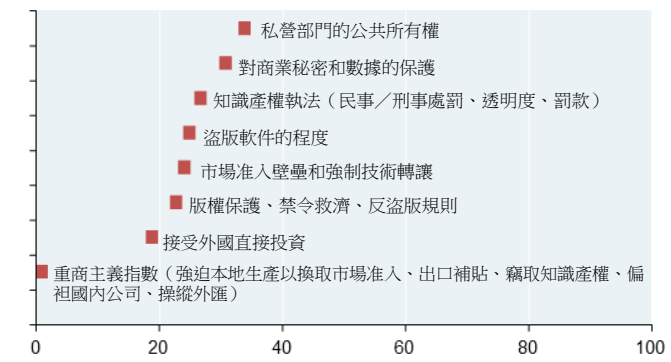
...以及美國阿片類藥物使用量上升



資料來源：美國勞工統計局、斯坦福經濟政策研究所、美國緝毒局、摩根資產管理。2024年9月。

中國：全球最重商主義化的國家

中國與全球其他地區的得分對比，100 = 最好，0 = 最差



資料來源：經合組織、BSA、美國商會全球創新政策中心、諮詢科技與創新基金會、佛瑞塞研究所、摩根資產管理。2019年。

⁷ 以下分析都得出了美國消費者最終會為關稅買單的結論：《真正為關稅買單的是誰？當然是承受更高價格的美國公司和消費者》，稅收基金會，2021年12月；《中美貿易戰的經濟影響》，美國國家經濟研究局，Fajgelbaum等，2021年12月；《誰在為中國進口繳稅？》，紐約聯邦儲備銀行，Matthew Higgins等，2019年11月；《總統特朗普治下的美國經濟：第二場》，Suttle Economics，2024年7月；《誰為特朗普的關稅買單：中國還是美國的客戶和公司？》，路透社，Rajesh Singh，2019年6月

⁸ 《選舉與經濟：估計移民、貿易和財政影響》，高盛，2024年9月，和《關稅：計算成本》，巴克萊，2024年9月

能源

兩位候選人在能源政策上存在分歧，不過要明確的是，拜登在任期間，美國石油、天然氣和液化天然氣的產量均有所上升。部分分析師指出，拜登執政期間，聯邦土地上鑽探的許可有所減少，但在美國油氣產量屢創新高的情況下，這個問題微不足道。

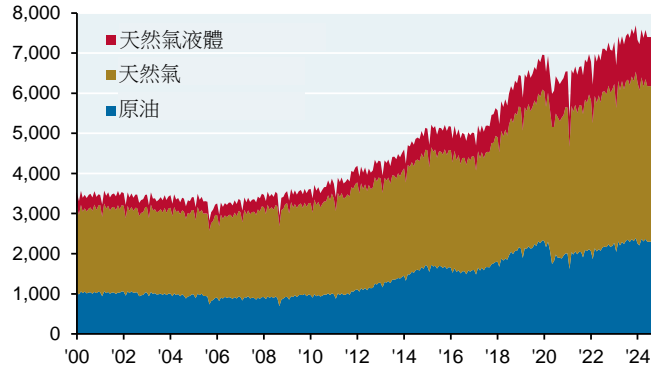
相對於限制石油和天然氣，拜登／賀錦麗採取獎勵多於懲罰的方法：到本十年末，針對可再生能源、碳捕獲、綠氫、電池儲能和電動汽車普及的能源法案激勵措施和補貼的真實成本可能達1至3萬億美元⁹。如下所示，這些成本體現在不斷上漲的電價上，特別是在與能源密集型生產外包的地方（中國／印度）進行比較衡量時。儘管更大的能源消費電氣化宏圖才剛剛展開，但自2020年以來，生產物價指數報告中最高通脹類別是輸電和變壓器設備。一個進步標誌是：可再生能源佔美國最終能源消費的比例從2010年的4%上升至8%。

據報道，賀錦麗不再反對水力壓裂：2023年，仍有60%的美國原始能源採用這種開採碳氫化合物的方法（第四張圖表）。這或許解釋了賀錦麗對水力壓裂的立場發生改變的原因。在第11頁，我們將2020年大選中的黨派偏好疊加在賓夕法尼亞州的石油和天然氣儲量的縣地圖之上。拜登曾以約7萬張選票的微弱優勢贏得該州，這種微弱優勢本可憑藉伊利縣等少數石油和天然氣縣的選舉人票而逆轉，特朗普曾以2%的優勢贏得伊利縣，而拜登則以1%的優勢贏得該縣。

賀錦麗曾在2019年選舉期間支持將所有美國新車達到零排放的最後期限設為2035年；據報道，她不再堅持該觀點，反而更青睞能源法案中的補貼方法。截至2024年第二季度，電動汽車在美國汽車銷量和所有美國上路車輛中的佔比分別約為9%和1%。

原油、天然氣和液化天然氣的生產

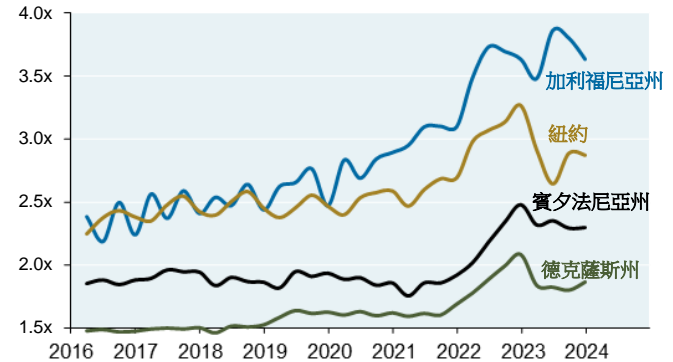
萬億英熱單位／月



資料來源：美國能源資訊管理局、摩根資產管理，2024年9月

居民電價

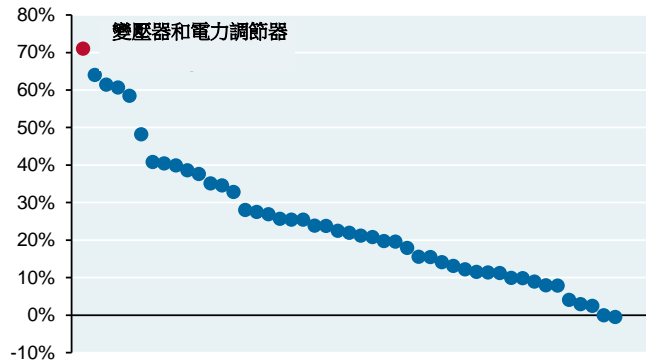
中國和印度平均價格的倍數



資料來源：美國能源資訊管理局、國際能源署、摩根資產管理，2024年第一季度

核心商品生產物價指數組成通脹

47個核心商品類別與2018年相比增長百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月

2023年水力壓裂佔美國一次能源消耗總量的61%



資料來源：美國能源資訊管理局、英國石油、石油工程師協會、標普普氏、摩根資產管理，2023年。

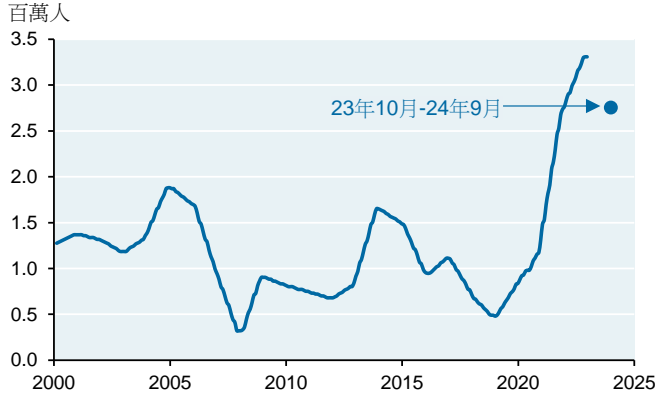
⁹ 《價格標籤在拜登氣候議程滿一年後依然成謎》，彭博，2023年8月16日

移民

「偉大的國家不可能落入無法控制其邊界的境地」，參議員喬·拜登，2008年

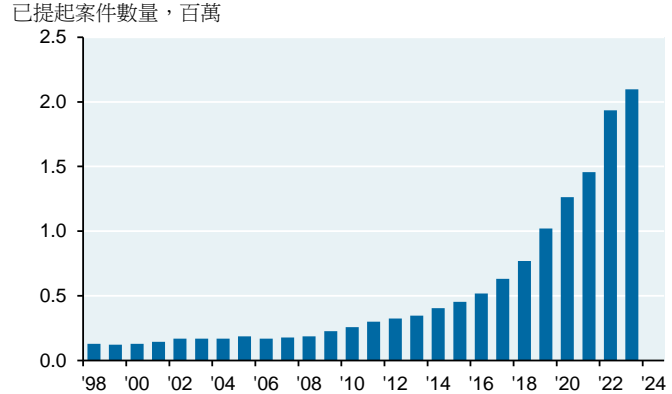
移民影響著各種各樣的經濟問題：移民通常會促進經濟增長、減輕聯儲局收緊政策利率的壓力以及在美國出生率低下之際增加勞動力。但是，不受管理的移民和難民／移民湧入激增也大幅增加了美國各城市的預算壓力（從而限制他們的信用評級並導致數十億美元的預算削減），同時加劇了住房短缺¹⁰。在2023年移民激增之前，非法移民佔美國外國出生人口的25%左右。

各年淨移民數



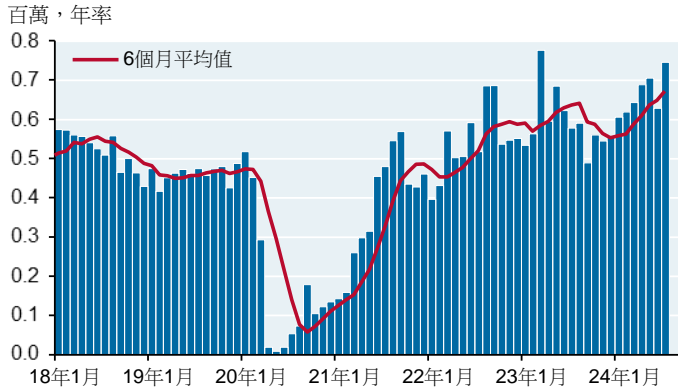
資料來源：國會預算辦公室、美國海關邊境保護局，2024年

待裁決移民案件



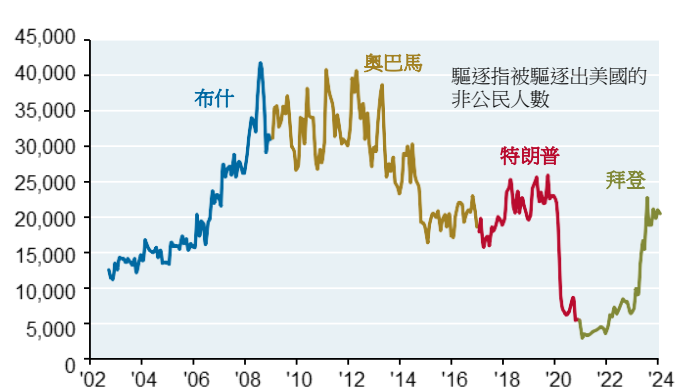
資料來源：布魯金斯學會，Elaine Kamarck，2024年2月

移民（永久）簽證簽發量



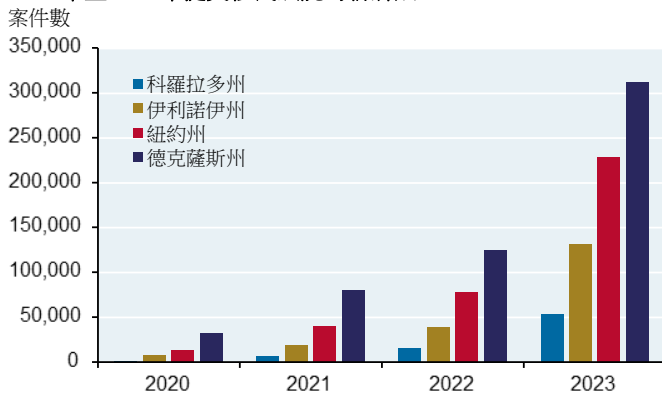
資料來源：美國國務院，摩根資產管理，2024年7月

各屆總統的移民海關執法局驅逐人數，每月驅逐人數



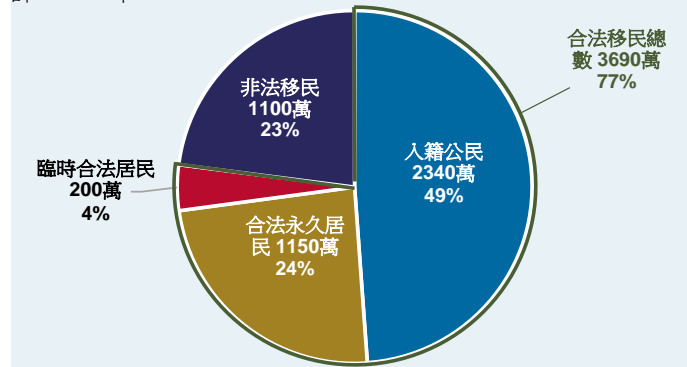
資料來源：TRAC、摩根資產管理，2024年9月

2020年至2023年提交移民法院的新訴訟



資料來源：美國出入境記錄數據交流中心、標普全球，2024年

2022年，非法移民佔美國外籍出生人口的23%，外籍出生人口估計，2022年



資料來源：皮尤研究中心，2022年

¹⁰ 《移民和尋求庇護者帶來了預算挑戰》，標普全球評級，2024年2月13日

移民激增背後的數字¹¹。國會預算辦公室估計，拜登政府在 2023 年令額外的 230 萬移民進入美國（全年 330 萬，而在 2004 年至 2020 年期間，每年約為 100 萬），且未包括另外 86 萬被發現越境但未被逮捕者。據拜登任命的邊境巡邏局長奧爾蒂斯所言，目前的激增與以往不同，現在在邊境遇到的大多數移民都選擇自首而非試圖逃跑，因為他們認為自己很快就會被釋放。另據美國海關報告，與恐怖分子觀察名單上非公民的遭遇從 2019 年的 3 次增加至 2023 年的 172 次。就連布魯金斯學會也在 2024 年 2 月建議暫時關閉邊境，以處理上一頁所示的移民積壓案件。

移民激增的部分原因是塞內加爾的旅行社宣傳先免簽證前往歐洲，然後前往美國；這些方案包括與蛇頭組織的聯繫，方便通過墨西哥索諾拉州的公交線路向美國邊境轉移，而這些公交線路每天有數十輛公交車開往邊境的任意地點。

政策分歧。特朗普提議完成「隔離牆」的修築，並依賴驅逐手段。其他人曾寫出涉及當地執法部門與國民警衛隊的驅逐計劃所遭遇的實際困難¹²。賀錦麗反對採取驅逐手段，但在移民問題上已轉向右翼，不過要明確的是，我不確定她是否有進一步左傾的空間。在 2019 年，賀錦麗抱持這樣的立場：非法越境應當被定為民事犯罪；據報道，她現在認為應該執行現有法律¹³。

通脹和價格管控

如下所示，美國人對基本商品的通脹感到不滿。賀錦麗提出了史上第一條「禁止哄抬食品和雜貨價格的聯邦禁令」。關於該條禁令如何運作、如何定義哄抬價格以及聯邦貿易委員會如何監管這種行為，幾乎沒有細節流出。即使進步派報道都認為這項政策意義不大。例如，大西洋月刊的 Josh Barro 表示：「賀錦麗的計劃在經濟上愚蠢但在政治上明智：副總統的競選承諾對熟悉供需關係的人來說毫無意義，但這些計劃可能會贏得選舉」。此外，關於通脹飆升，有證據指向白宮和國會：麻省理工學院的經濟學家估計，通脹飆升至少有 40% 歸因於聯邦支出，而生產者物價的上漲僅佔 10%¹⁴。

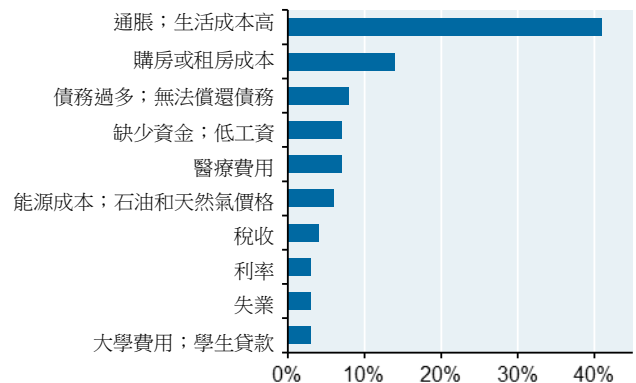
特朗普提議將信用卡利率上限設為 10%，由此看來，一個價格管控的新時代可能即將到來。上一次價格管控發生在 1970 年代，結果很不理想，引發了更高的通脹¹⁵。

認為通脹是最重要家庭財務問題的美國家庭，受訪者百分比



資料來源：蓋洛普，2024年4月

對美國家庭所面臨最重要財務問題的調查，受訪者百分比



資料來源：蓋洛普，2024年4月

¹¹資料來源：《國會預算辦公室人口展望》，附錄 B, 2024 年 1 月；佛羅里達州訴美國，美國地區法官 T. Kent Wetherell, 2023 年 3 月 8 日；彭博法律，2024 年 6 月 17 日；美國有線電視新聞網，2023 年 12 月 20 日；布魯金斯學會，2024 年 2 月 29 日

¹²《特朗普吹噓歷史性驅逐計劃，但其自身的記錄揭示了巨大的障礙》，美國國家公共電台，2024 年 8 月 14 日

¹³PBS 新聞，2024 年 9 月 12 日

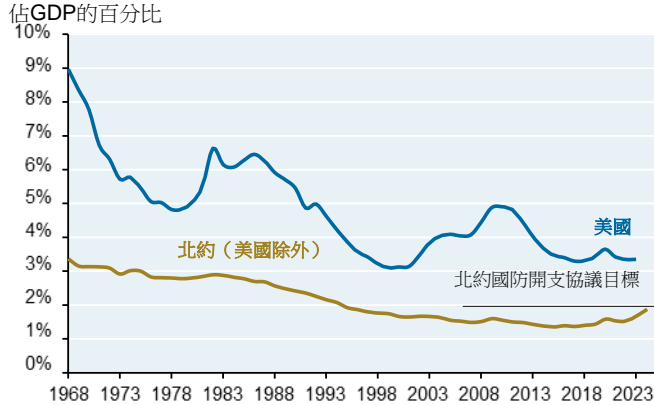
¹⁴《通脹的決定因素》，2022 年 6 月，Kritzman（麻省理工學院）等

¹⁵《缺陷與上限：價格管控及其造成的損害》，Coyne 等，2018 年 2 月

北約

特朗普發出鼓勵俄羅斯對不履行對北約財政義務的北約國家「為所欲為」的言論，使得包括我在內的許多人大感震驚。話雖如此，我們還是來看看數據。如左圖所示，歐洲與美國的國防開支差距十分之大，以至於2006年北約執行了一項協議，要求各國至少將GDP的2%用於國防。北約直到2024年才達到2%的目標，因此我以如今的美元匯率計算了歐洲仍「拖欠」的累計金額。從2006年北約實施2%協議至2023年的累計未付金額：1.5萬億美元。換言之，我理解部分選民為何質疑北約對美國公民的財政負擔。

美國與歐洲國防開支比較



資料來源：北約、世界銀行、SIPRI、聯儲局、摩根資產管理，2024年

北約各國國防開支的缺口與2% GDP的國防開支目標對比，十億元（按2023年美元匯率計算）

	加入北約時間	自2006年北約國防開支協議以來所欠的金額
英國	1949	\$5
法國	1949	\$55
意大利	1949	\$255
荷蘭	1949	\$141
丹麥	1949	\$52
葡萄牙	1949	\$31
比利時	1949	\$112
挪威	1949	\$44
德國	1955	\$634
西班牙	1982	\$212
總計		\$1,540

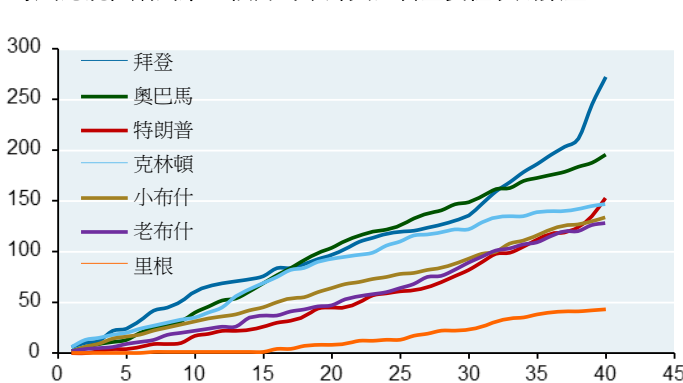
資料來源：世界銀行、SIPRI、聯儲局、摩根資產管理，2024年

監管環境

下文兩張圖表清晰展示了特朗普與賀錦麗在監管政策上的鮮明對比，其中以拜登作為賀錦麗的代表。不管誰贏得大選，值得注意的是：今年最高法院的四項裁決可能會引發自里根政府以來對監管狀況的最大抵制。正如我們在7月9日刊發的《放眼市場》中的詳細分析：

- 「雪佛龍遵從原則」的終結：法院不再自動遵從政府機構的解釋
- 重大問題原則的擴展：具有「極大經濟和政治重要性」的任何政府機構行動均須國會明確授權
- 挑戰聯邦法規的訴訟時效現在從受到傷害時（而非法規通過時）開始計算
- 由陪審團審判而非由行政法官審判的權利適用於聯邦機構徵收的許多民事罰款和處罰

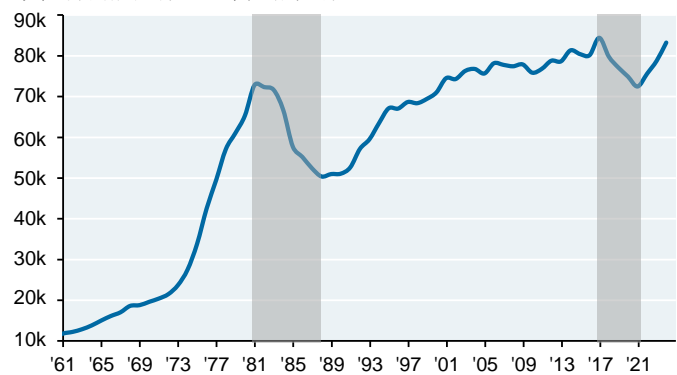
每屆總統任期到第40個月的累計具經濟重要性規則數量



資料來源：喬治華盛頓大學監管研究中心，2024年5月

監管指標：《聯邦公報》頁面

每年的新增頁面數，四年移動平均值



資料來源：《聯邦公報》、摩根資產管理，2024年

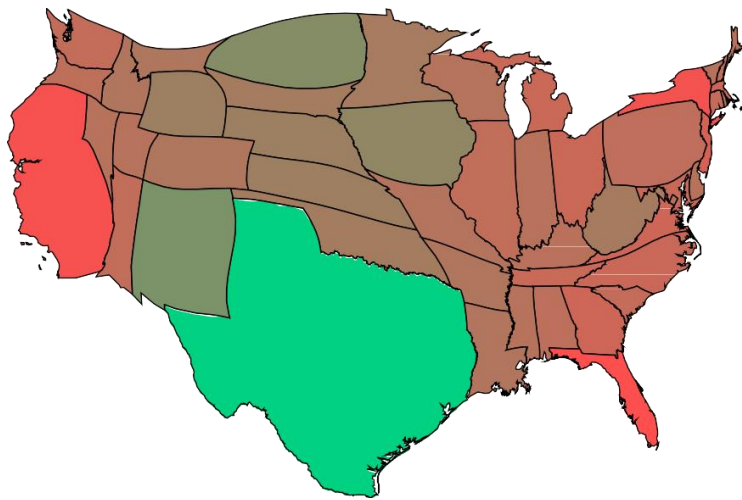
對選舉團制度的一些評論

每隔四年，就會有很多批評選舉團制度的言論，抨擊它將投票權集中分配給較小州的公民。例如，懷俄明州每張選舉人票代表 14.4 萬人，而加利福尼亞州則代表 47.2 萬人。但是，還有其他同樣非常集中的方面：美國的糧食、能源和礦物生產使人口稠密的城市得以繁榮。下文地圖根據各州食物、能源和礦物的生產價值進行重新配置，以展示各州的情況。紐約州和佛羅里達州的版圖有所縮小，而賓夕法尼亞州、德克薩斯州、西弗吉尼亞州和中心地帶各州的版圖卻在增長。

美國食品和能源的國內含量約為 80%，遠高於其他制造商品（汽車、化學制品、計算機設備、服裝等），而食品和能源生產領域的本土偏好正在上升。選舉團最終以某種完全出乎意料的方式將超過人口比例的政治權力賦予了糧食／能源州，而考慮到這些州在國家安全和糧食／能源獨立方面發揮的關鍵作用，我認為這合乎情理。

美國的能源、礦物和食品加權地圖

各州的面積以其2022年能源、食品和非燃料採礦的產值為基礎
顏色以該州相對於人口的產值為基礎（綠色 = 最大人均盈餘，紅色 = 最大人均赤字）



各州的生產包括以下各項的價值：

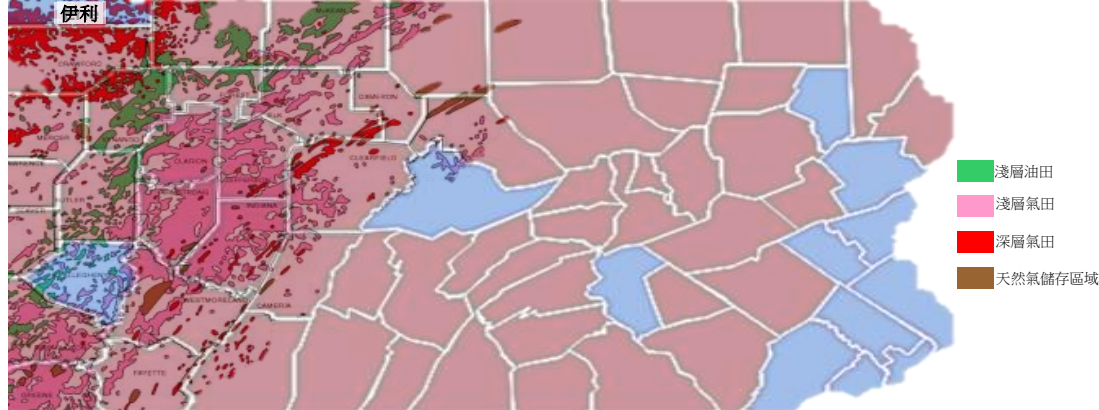
- 原油、煤炭和天然氣
- 風能、太陽能、核能、水力、地熱和生物質能的發電
- 肉類、農作物、種子及相關產品的農業產出
- 貴金屬及工業金屬
- 天然骨料（沙子、礫石、碎石）
- 非燃料礦物（水泥、石灰、矽石、磷酸鹽岩、鉀城、鹽和粘土）

資料來源：美國能源資訊管理局、美國農業部、美國地質調查局、彭博、摩根資產管理，2024年。
制圖方法改編自Gastner、Seguy和More（耶魯-新加坡國立大學，美國國家科學院院刊，2018年）。

第 7 頁提到的賓夕法尼亞州地圖

賓夕法尼亞州2020年選舉地圖以石油和天然氣田覆蓋

共和黨 = 紅色，民主黨 = 藍色



有關中國經濟刺激計劃的討論見下頁

中國經濟刺激計劃，一個重要轉捩點

摘要：中國政府正釋放出致力通貨再膨脹的訊號，這可能是擺脫經濟萎縮而不至於陷入進一步衰退的唯一途徑。根據我們的消息來源，中國的經濟官員越來越能接受國內外投資者的見解，特別是在8月份錄得不盡人意的經濟數據，以及其經濟日益表現出與1990年的日本經濟的相似性之後。考慮到下文圖表所示的下滑嚴重性，我認為說中國是絕地反擊並非誇張之辭。

擺在國內外投資者面前的重大問題：加大力度應對房地產危機、實現更穩定的利潤創造和消費增長、改善公司的上市環境（減少欺詐和虛假資訊）以及向外國投資開放採礦、建築、發電和航運等行業。我們拭目以待；我曾看過一部似曾相識的「電影」，外國資本流入中國而後血本無歸（1999年廣東國際信託投資公司違約，然後在2021年MSCI將中國在新興市場股票指數中的權重提高至40%時，習近平對資本主義的打擊亦對股市造成了重創）。就目前而言，刺激計劃似乎是對通貨再膨脹的鄭重承諾。隨後可能會出台財政刺激措施，或許是在10月份的全國人民代表大會和12月份的中央經濟工作會議之後。

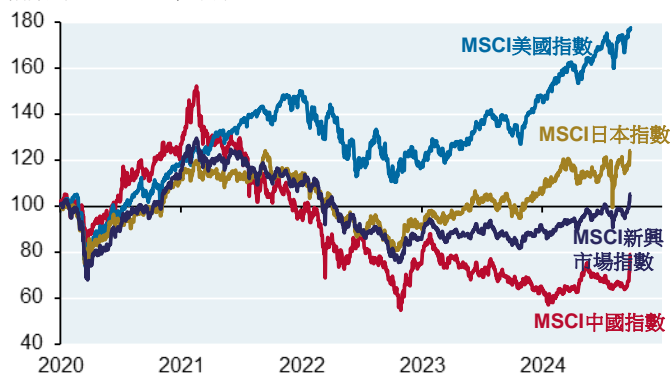
下文將探討：為何中國現在採取行動、計劃有何內容以及迄今為止對市場的影響。雖然中國股市反彈了10%-15%，但相較於今年初觸碰的低位，估值僅有小幅上升。

[1]為何中國現在採取行動：刺激政策出台之前存在大量負面因素

中國股市重探過去兩年的低位並大幅跑輸全球其他地區、貨幣供應增長暴跌、採購經理人指數調查走弱、住宅房地產開始回落至2010年（！！）水平...

中國市場表現不佳

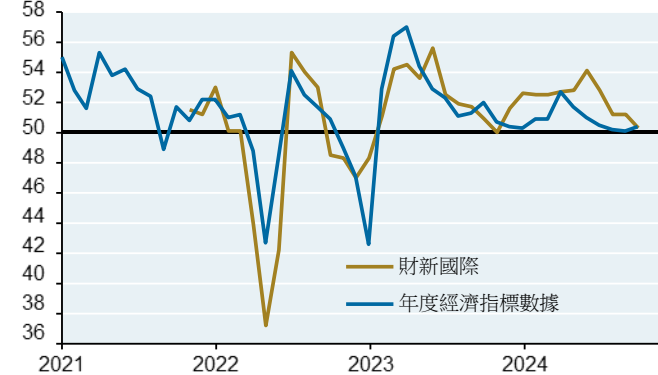
指數（100=2020年1月）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年9月

中國綜合採購經理人指數

指數（50+ = 擴張）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年9月30日

中國M2貨幣供應

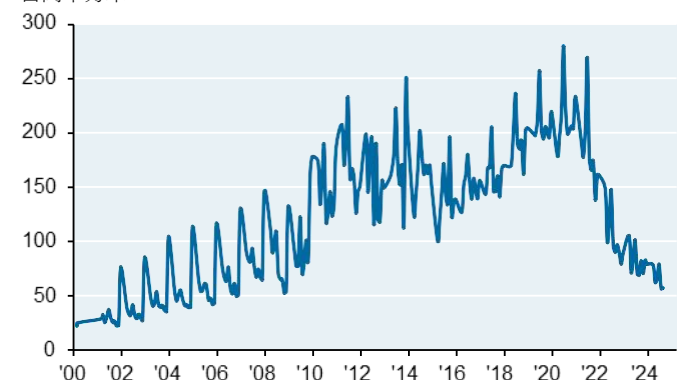
同比增長百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年8月

中國住宅動工建築面積

百萬平方米



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年8月

...商業和住宅地產價格仍在下跌、外國直接投資撤離中國、消費者信心不振、實時經濟跟蹤調查走弱 [雖未顯示，但我們本可以涵蓋連續 5 個季度的通縮和首次同比下降的工資增長]

中國商業和住宅房地產價格

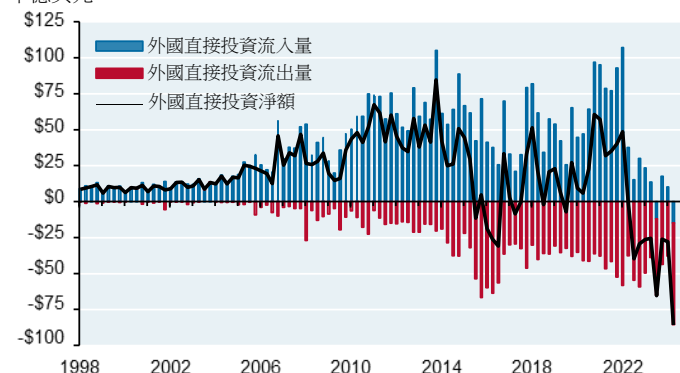
同比增長百分比



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月31日

中國外國直接投資監測指標

十億美元



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年第二季度

中國消費者信心

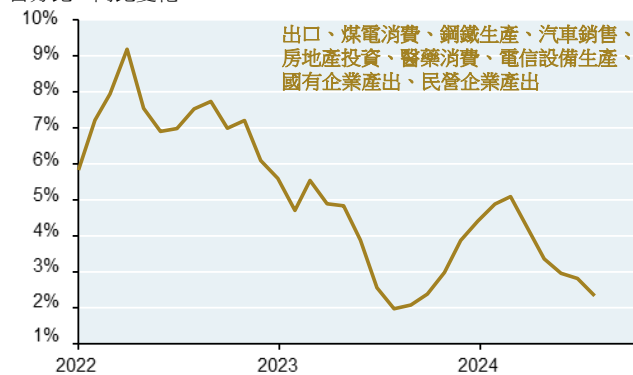
指數 (100=1997)



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月

中國經濟活動監測指標 (彭博)

百分比，同比變化



資料來源：彭博，2024年8月

[2]—攬子刺激政策的內容

主要目標	槓桿	詳細說明
經濟	貨幣政策	存款準備金率下調50個基點 短期政策利率（中國人民銀行7天回購）下調20個基點 中期政策利率（中期借貸便利）下調30個基點
	財政政策	向貧困人口提供一次性現金轉移
	宏觀	現有抵押貸款利率下調約50個基點 擴大針對為國有企業購買空置住房以改造為社會保障住房提供補貼的計劃的貸款擔保 二套房首付款要求降至15%（此前為25%） 擴大對更多企業的貸款延期範圍
市場	貨幣政策	設立證券、基金和保險公司掉期貸款安排，為股票購買提供更多資金 設立股票回購和增持的再貸款計劃
	市場監管	倡導並完善更多中長期資本投資股市的監管 鼓勵兼併、收購和重組 要求上市公司進行市值管理（如鼓勵回購）

資料來源：橋水投資、摩根資產管理，2024年

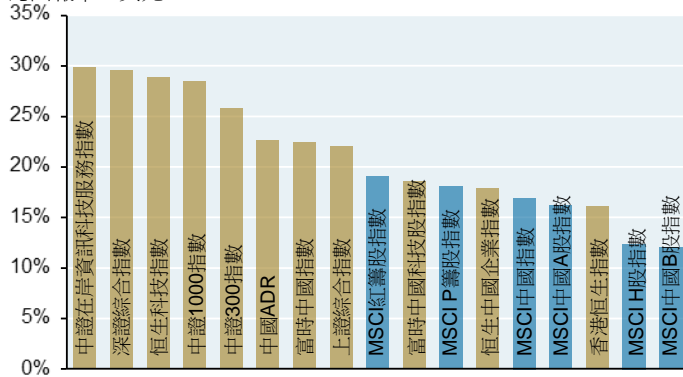
[3]迄今為止對股市的影響

對中國持懷疑態度者不無道理：過去兩年，中國試圖通過審查量化交易、限制賣空、下調印花稅、國有基金購買ETF、任命新證券主管以及出台提振股市的9點計劃來穩定股市，但未獲成功。**全都未達到預期效果**。那麼，這次有何不同？刺激計劃的範圍和進一步行動的明確承諾。一項值得關注的關鍵指標是：市場參與者是否會將低成本的資金用於買入中國股票？¹⁶

自刺激計劃宣布以來，中國股票已錄得 10%至 30%的漲幅，從而推動大部分類別的股票進入年初至今大幅上漲的區間。即便如此，估值仍處於過去 10 年的低位。市場廣泛好奇的問題是：中國市場的情況屬於「交易」還是屬於「投資組合投資」？我傾向於前者。要實現後者的情況，則中國名義 GDP 增長的更大一部分必須開始歸屬於股票投資者。如表所示，自 2010 年以來，中國的 GDP 增長轉化為收益和投資者回報的效果不甚理想。從 20 年前以來，所有「金磚四國」研究報告完全都沒有抓住重點：**投資者不能僅僅指望 GDP 數據來獲得收益**。

自2024年9月23日以來的中國股票回報

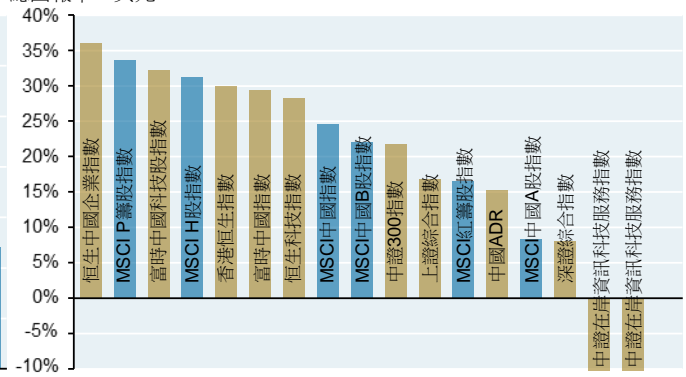
總回報率，美元



資料來源：彭博，2024年9月30日。藍色：MSCI子成分指數。黃金：指數。

中國年初至今的股票回報

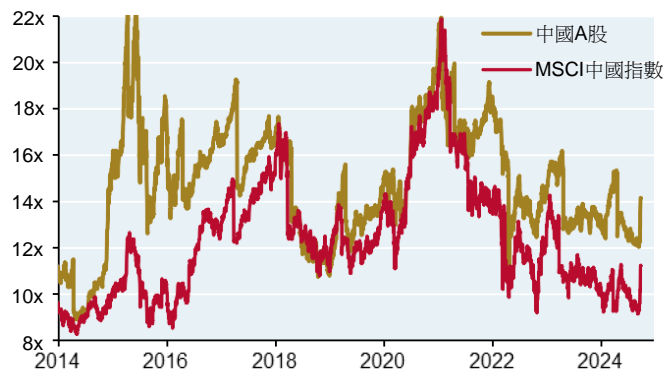
總回報率，美元



資料來源：彭博，2024年9月30日。藍色：MSCI子成分指數。黃金：指數。

中國股市估值

MSCI中國指數遠期市盈率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年9月30日

2010年至2024年，從名義GDP增長向企業盈利和股票市場回報的傳導

	企業盈利增長 GDP增長倍數	市場回報 GDP增長倍數
美國納斯達克	3.0	4.7
標普500指數	1.4	2.3
法國	1.2	1.5
加拿大	1.2	1.4
台灣地區	1.0	1.2
歐元區	1.0	0.9
英國	0.9	0.9
澳大利亞	0.8	0.8
印度	0.7	0.8
巴西	0.7	0.8
韓國	0.5	0.4
中國內地	0.4	0.3

資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年。由於GDP不斷下滑，日本排除在外

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理

¹⁶中國人民銀行宣布了兩項新的貸款安排以提振 A 股：一項是掉期貸款安排，另一項是再貸款安排。掉期貸款安排：保險公司、券商和基金管理公司可將持有的債券和 ETF 換成政府債券和央行票據，然後利用這些高流動性資產獲得購買股票的資金。再貸款安排：中國人民銀行將以 1.75% 的利率向銀行提供貸款，然後銀行以 2.25% 的利率向上市公司提供貸款，以進行股票回購。潛在支持總量：人民幣 2.4 萬億元

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訊息，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、就其他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），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 (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。**

本文件的收件人已同時獲提供中文譯本。儘管我們提供中文文件, 但據摩根大通理解, 收件人或其指派的顧問 (若適用) 有足夠能力閱讀及理解英文, 且中文文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義, 包括但不限於釋義、含意或詮釋, 概以英文版本為準。「**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。