

「好吧，老古董」：論穩定幣、標普盈利、關稅與減稅的比較以及總統與幕僚「決裂」

本期《放眼市場》核心內容將聚焦穩定幣議題。在深入探索這一主題前，我們一起來看看其他一些內容，其中包括標普第一季度盈利捷報，基於近期司法判決的關稅新進展，關稅與減稅的比較分析，兩張貿易相關圖表，在文章的最後，鑒於華盛頓特區剛發生的事件，我們還將簡要回顧總統與幕僚「決裂」的過往。

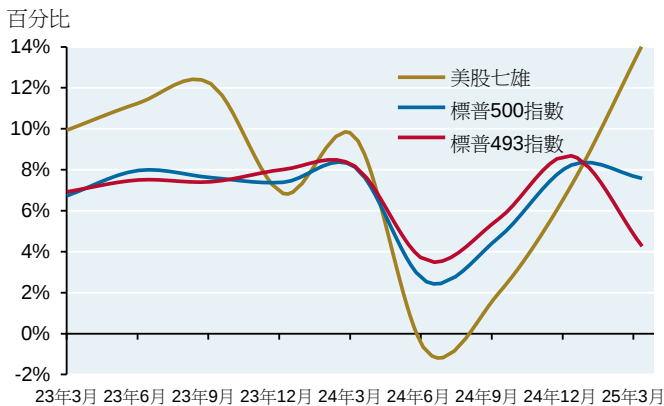
標普500指數一季度盈利捷報

在摩根大通最新股票研究報告¹中，Dubravko及其團隊指出，第一季度標普500企業盈利表現超預期，亮點如下：

- 盈利較預期高出7.6%（過去四個季度平均僅為4%）；2025年一季度每股收益同比增速增長至12%；淨利潤率達到13.2%，超出預期（此前預測11個行業中有7個將面臨利潤率收縮）
- 企業前瞻指引方面，57%的企業維持原有盈利指引，25%上修指引，僅15%下調。第一季度下調指引的企業佔比為五年來最低，完全撤回指引的公司僅1%。考慮到圍繞關稅的不確定性，情況可能會糟糕得多，因此我認為當前表現實屬積極
- 「美股七雄」盈利同比增長28%；人工智能、數據中心和電氣化概念股組合自4月底點已反彈50%
- 股票回購規模同比增長24%，蘋果、谷歌、高盛、富國銀行及威瑞森均宣布新回購計劃

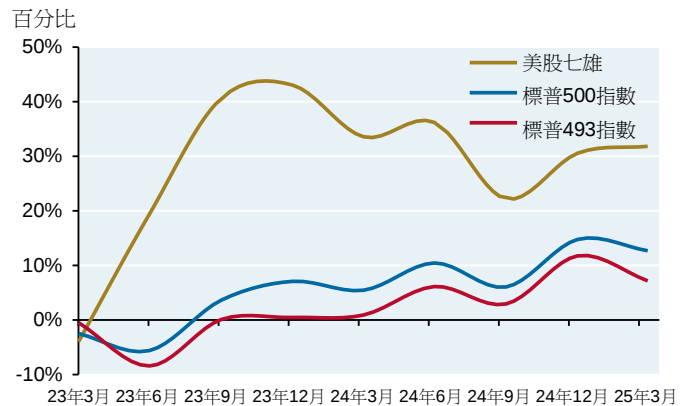
但需注意（詳見《特朗普追蹤器》第1頁）：部分利好可能源於關稅生效前的需求前置效應（參見底部兩圖）。特朗普追蹤器同時顯示：隨著關稅的左尾風險消退，關鍵的領先指標（美國供應管理協會新訂單減庫存差值）在5月回升至正值區間，CEO信心指數／資本支出追蹤指標也同步反彈。

盈利超预期



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第一季度

盈利增長



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第一季度

除汽車外消費品實際進口量

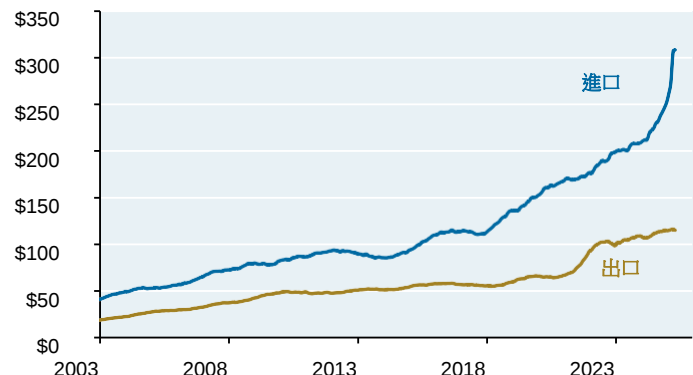
指數（2023年1月=100）



資料來源：美國人口普查局、摩根資產管理，2025年4月

美國藥品及醫藥貿易數據

十億美元，12個月滾動總計



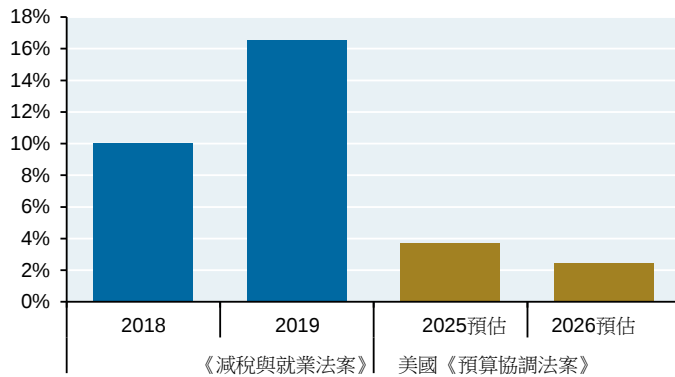
資料來源：美國人口普查局、摩根資產管理，2025年4月

¹ 摩根大通全球股票策略報告：《市場動態：雙重股票痛苦交易、投資者倉位、盈利及關稅影響》，作者：Dubravko Lakos-Bujas等，2025年6月5日

關稅進展更新。6月10日，美國聯邦巡迴上訴法院批准永久暫緩執行下級法院裁決，允許基於《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)的爭議關稅在上訴期間繼續生效，最終裁決預計於8月中旬公布。6月11日，據報道中國同意恢復稀土出口（為期6個月），換取美國解除航空零部件、油氣產品出口管制，並繼續向中國留學生發放簽證。最新協議並未改變我們此前的預估，即無論上訴結果如何，最終加權平均關稅率都將在15%-18%區間。更多詳情，請參見《特朗普追蹤器》。

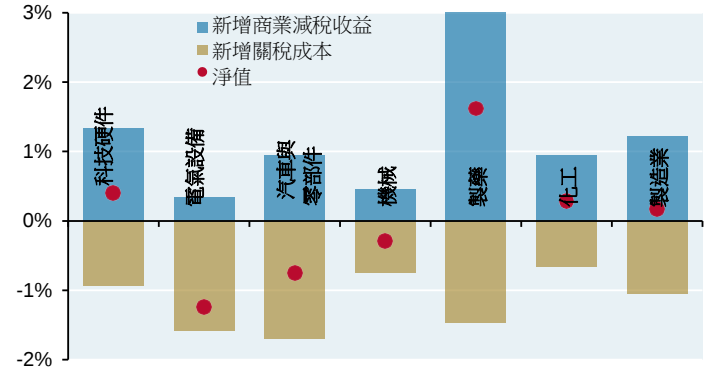
關稅與減稅比較。根據Empirical Research的深度研究，儘管《預算協調法案》²中的新企業減稅規模遠小於2017年《減稅與就業法案》(TCJA)，但其中新增的折舊優惠政策所產生的效益，預計仍可抵銷該機構測算的絕大部分關稅成本³。我認為一旦所有232/301條款相關調查完成，美國製造商承擔的最終關稅成本將超出Empirical的預估，但這一調查程序可能耗時數月。

美國上市公司享受到的商業減稅優惠
(新稅收優惠佔盈利比例，百分比)



資料來源：Empirical Research，2025年6月4日

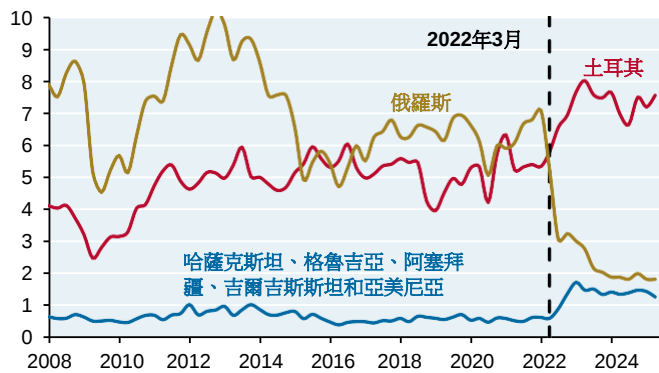
《預算協調法案》減稅與關稅政策對美國製造業的影響，
對2025年營收的影響



資料來源：Empirical Research，2025年6月4日

關於貿易的一些圖表。德國無法掩蓋事實：該國仍然向俄羅斯出口大量貨物，只是通過與土耳其以及一些前蘇聯國家的轉口貿易來進行。數據顯示，自俄烏衝突以來，德國對俄直接出口的降幅中，超過50%已通過這種中轉貿易得到彌補。第二張圖表：美國進口商正通過轉向亞洲其他國家採購來應對中國商品關稅上調（目前尚無法準確區分這些進口是真實的產地轉移，還是僅為中國商品改道轉運）。

轉運至俄羅斯：德國對部分國家的季度出口額，十億歐元



資料來源：德國聯邦統計局、摩根資產管理，2025年第一季度

美國從中國與其他亞洲地區的進口比較



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年4月

² 《預算協調法案》企業減稅三大核心條款：擴大199A條款抵扣額度、對生產性建築實施獎勵折舊政策和上調179條款限額

³ 多數企業選擇將關稅成本轉嫁（而非自行消化）。在6月4日《自由街經濟學》的一篇文章中，聯儲局發現，近三分之一的製造業企業和約45%的服務企業報告稱完全將關稅相關成本轉嫁出去，而45%的製造業企業和三分之一的服務企業表示部分轉嫁了成本增加。兩類企業中均僅有四分之一表示完全吸收了關稅相關成本的增加，且沒有提高價格。

「好吧，老古董」：關於穩定幣，我總感覺似曾相識，就容我這「老腦筋」提出一些疑問

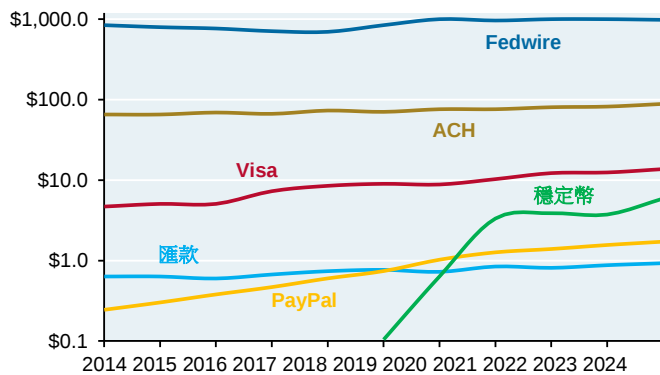
「好吧，老古董」(OK Boomer)是網上對像我這樣不太了解穩定幣的邏輯和價值的一部分人所做出的典型回應。以當前**2,500億美元的穩定幣市場**為例。介紹過相關背景後，我想拋出我的疑慮，即這套路我見過，只是換湯不換藥。鑒於國會正在討論《GENIUS法案》（提議為美國穩定幣建立聯邦監管框架的立法）以及近期Circle的IPO⁴，現在探討這個話題恰逢其時。

背景資訊。穩定幣起步艱難：2016年至2022年間，超過20種穩定幣崩潰，2019年至2023年間，全球領先的穩定幣多次與其參考價值脫鉤⁵。2025年4月，在一名加密貨幣高管聲稱First Digital的FDUSD（當時全球第三大穩定幣）資不抵債後，該穩定幣與美元脫鉤數天；其價值一度跌至0.87美元，當時FDUSD贖回了10億美元的穩定幣。儘管如此，自算法穩定幣Terra/Luna崩潰以及FTX/Alameda崩潰導致Tether和USDC暫時脫鉤以來，穩定幣價格波動已趨於緩和。2025年4月，Tether的USDT和Circle的USDC佔全球穩定幣市值的88%，佔穩定幣交易量的93%。

投資界流傳著一張圖表（左側），顯示穩定幣年交易量已達數萬億美元，但這**具有誤導性**；該數據中約99%指的是加密帳戶中持有的加密現金量（正如前證監會主席根斯勒所描述的：「加密賭場中的撲克籌碼」）。根據Artemis Analytics的數據，2025年穩定幣交易量中僅有約700億美元用於右側所示的傳統商業和支付渠道功能。同樣，Chainalysis報告顯示，其穩定幣用例指數中的支付組成部分在過去一年幾乎沒有變化。

年交易量

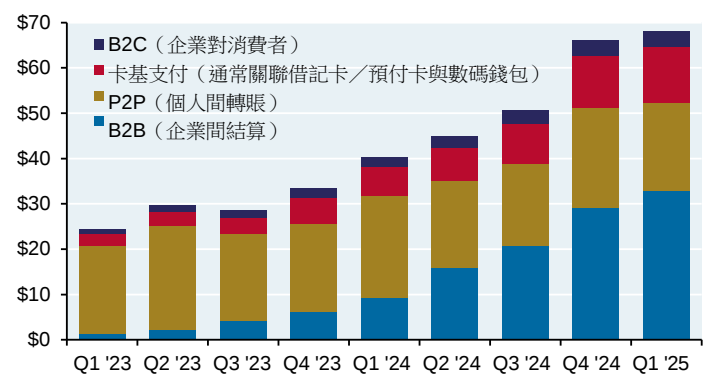
萬億美元



資料來源：Visa Onchain Analytics、Castle Island Ventures，2024年

穩定幣支付類型，年化規模

十億美元

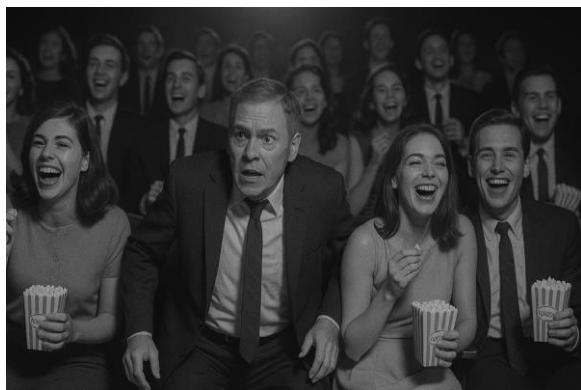


資料來源：Artemis Analytics，2025年2月

⁴ 關於Circle公司的一些異常數據：儘管該公司在2024年從其儲備資產中賺取了17億美元的利息收入，但他們向第三方平台支付了10億美元（！！）的分派費用，並向幣安支付USDC儲備金存放維護費。此外，Circle與貝萊德有合作關係，其中85%的Circle USDC儲備存放在貝萊德的2a7 40號法案基金中，以換取貝萊德推廣USDC並承諾不推出自己的穩定幣。資料來源：Lee Reiners、杜克金融經濟中心

⁵ 「未投保的非銀行發行穩定幣面臨潛在威脅」，Arthur Wilmarth Jr（喬治華盛頓法學院），《特拉華公司法期刊》，2025年5月。據Wilmarth稱，《GENIUS法案》的不足包括：「(i) 穩定幣儲備要求極其薄弱；(ii) 對穩定幣發行人的資本、流動性和風險管理標準過於寬鬆；(iii) 特許標準嚴重不足，監管和執法權力不充分；(iv) 對受穩定幣發行人損害的消費者的保護微乎其微；(v) 處理失敗穩定幣發行人的破產程序無效；(vi) 缺乏聯邦存款保險或其他聯邦資助的支持來源，大大增加了政府救助的可能性；(vii) 存在監管漏洞，允許加密公司和交易所在美國提供和銷售由監管不力的外國發行人發行的穩定幣」

想像中在穩定幣首次公開募股發布會上的我



有了這些背景，以下就是我這位「老古董」對穩定幣提出的質疑。歷史上，不受聯邦存款保險公司(FDIC)承保、可按面值兌付的短期美元債務工具（無論是貨幣市場基金、回購協議還是無保險存款）都極易遭遇擠兌。為什麼監管寬鬆的穩定幣會不存在這種問題？

[1] 像Tether這類採用鏈下抵押機制的離岸穩定幣，其創造者的主要價值主張，是否在於持有少於100%的短期國債和其他現金等價物，轉而通過配置非現金類資產（當前組合：5%比特幣、5%貴金屬、9%擔保貸款及其他投資）來提升收益率？那麼，如果此類實體無法獲得大型備用銀行融資支持或央行貼現窗口，這與金融危機前的結構投資工具(SIV)或1933年FDIC成立前的美國銀行業有何不同？

[2] 根據《GENIUS法案》，美國穩定幣發行人需要將其100%的擔保資產配置為現金、短期國債和其他現金等價物（可能包括與未投保交易對手方的回購協議）。如果是這樣，美國穩定幣發行人的獲利來源則是上述資產與支付給穩定幣持有人的收益之間的利差。《GENIUS法案》最終是否會禁止穩定幣發行人支付收益？如果該法案的收益禁令僅針對穩定幣發行人，而不限制其關聯方、加密交易所、DeFi區塊鏈或其他加密交易場所向存置穩定幣的持有人支付獎勵和收益，禁令能起到作用嗎？今年觀察到的部分穩定幣收益：PayPal 3.7%，Coinbase某些餘額4.1%，Kraken 5.5%，Binance高達11%。

[3] 美國對穩定幣擔保披露的頻率要求是什麼，誰將執行這些要求並對發行人進行審計？類似「擠兌」的事件可能在幾小時內發生，而不是幾天或幾周，那麼月度披露對穩定幣持有人有什麼意義？幾年前，Tether解僱了他們的審計師，此後僅提供不具備與審計同等效力的「鑒證報告」，而Circle則每周發布其儲備構成。

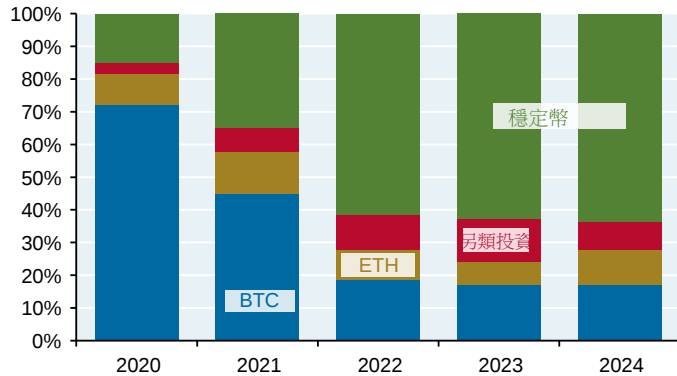
[4] 為什麼低於某一門檻的穩定幣持有人無權直接向發行人按面值贖回，而需要從加密交易所獲得流動性（Circle在其S-1文件中反復提到這一點）？換而言之：這些持有人對發行人的儲備沒有任何權益或訪問權。這難道不會與聲稱作為零售支付工具的性質不一致嗎？小型持有人將面臨怎樣的流動性限制和交易成本？

[5] 除服務於非法活動參與者或貨幣波動和匯率管制國居民外，穩定幣相比現有受監管支付渠道有何獨特價值？合法商業的現有渠道包括自動清算所、電匯、卡網絡和代理銀行關係；2023年推出的FedNow實現即時支付，可在幾秒鐘內匯款至家庭和企業；還有清算所的實時支付以及提供即時ACH轉賬的多家私營公司。對於跨境資金流動，需注意在許多新興市場國家仍需支付高昂的離場成本，先將資金轉換為當地美元，再從當地美元轉換為當地法定貨幣。在這種情況下，穩定幣可能比西聯匯款等其他選擇更昂貴，Airwallex的行政總裁最近重申了這一觀點。

[6] 有多少穩定幣需求源於實體追求規避監管的匿名性需求，因為其核心用途是離岸賭博、洗錢、敲詐、毒品交易或逃避制裁⁶？有證據表明犯罪企業將收益兌換為穩定幣存款以逃避起訴⁷，如下一圖表所示，穩定幣現在主導了鏈上犯罪。

鏈上犯罪已轉向穩定幣

非法交易量的佔比（百分比）



資料來源：《2025年加密犯罪報告》，Chainalysis，2025年2月

穩定幣：犯罪的首選武器

- 2023年，約60%的非法加密交易和80%的由受制裁政權及恐怖組織進行的加密交易使用了穩定幣。
- 政府官員指出，Tether的USDT是從事洗錢、資助恐怖組織、勒索軟件、網絡詐騙、毒品-性-武器交易、非法賭博和逃稅的個人和組織首選的穩定幣。
- 如果您對與穩定幣相關的犯罪感興趣，請收聽5月23日 Planet Money 的播客，講述彭博記者Zeke Faux前往柬埔寨調查「殺豬盤」詐騙的經歷。

[7] 為何《GENIUS法案》對穩定幣發行人的資本、流動性、託管和風險管理標準遠低於對FDIC投保銀行的相關要求？為何該法案允許州級穩定幣發行方普遍豁免聯邦監管、審查和執法？

[8] 零售買家是否能理解破產條款可能使其僅能按穩定幣崩盤時的價值（而非1美元面值）獲得償付？

[9] 由於穩定幣儲備可能高度集中於特定金融機構，金融系統面臨哪些來自穩定幣的系統性風險？示例：Circle將其USDC儲備的8%作為未保險存款存放於矽谷銀行，該穩定幣價值一度暴跌至0.88美元，直到FDIC為所有未投保的矽谷銀行存款人提供救助（我當時對此持反對意見⁸）。

[10] 若科技巨頭發行未投保的穩定幣，是否會繞過旨在分離銀行業與商業的《1956年銀行控股公司法》？據報道，《GENIUS法案》的漏洞允許單一實體突破100億美元所有權限制（參閱Wilmarth，第IV-A節）。法案授權貨幣監理署(OCC)向穩定幣發行方頒發無保險國民銀行牌照，使其可能獲得聯儲局貼現窗口貸款、聯儲局主賬戶及聯儲局支付服務及擔保等特權。

[11] 在發生穩定幣「銀行擠兌」時，聯儲局和財政部會在危機時刻提供緊急支持，就像他們在2008年和2020年為貨幣市場基金、回購協議和商業票據所做的那樣嗎？

[12] 為什麼該法案包含漏洞，允許像Tether這樣的外國穩定幣發行人的穩定幣在美國市場銷售？授予財政部長的權力包括發布安全港、豁免儲備要求、允許二級交易等。這些漏洞是否跟Tether與商務部長及其前公司的業務關係有關（參閱Wilmarth，第VI-G節）？

⁶ 加密貨幣混幣器、跨鏈交換和其他隱匿設備可以使加密資產實際上無法追蹤。

⁷ 「殺豬盤詐騙獲利超750億美元，研究發現：犯罪分子將大部分收益轉換為穩定幣Tether」，彭博財經，2024年2月29日

⁸ 在1992年至2007年間，FDIC在所有處置案例中的65%實施了損失分攤。即便在2008年存款保險限額從10萬美元提高至25萬美元，並對未投保的無息賬戶實施臨時擔保計劃後，仍有28%的處置案例實施了損失分攤。鑒於這一長期歷史，我們不清楚為何FDIC選擇對矽谷銀行未保險存款人（平均未保險賬戶餘額超過400萬美元）的龐大資金池不實施任何損失分攤。[《放眼市場》，2023年3月10日]

[13] 如果近期的國際清算銀行報告正確估計了穩定幣對短期國債利率的不對稱影響，穩定幣可能帶來哪些宏觀經濟後果？⁹作者得出結論，穩定幣流出對3個月國債收益率的提高幅度是穩定幣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？其加密貨幣議程如何受到以下因素的影響：2024年選舉中近一半捐款來自加密貨幣政治行動委員會(PAC)、世界自由金融(World Liberty Financial)推出穩定幣、以及阿布扎比決定使用世界自由金融的穩定幣向幣安投資20億美元？¹⁰或者，政府是否將穩定幣視為在預算赤字上升、政策降低美國資產吸引力（提議的第899節針對來自不公平外國稅收國家的實體徵稅）以及美國高度依賴外國資本的時期，吸引更多離岸美元／短期國債需求的一種手段？

無論如何，加密貨幣的夏天已經到來。特朗普任命的證監會主席克萊頓在2017年至2020年間起訴了70多起加密貨幣案件，隨後根斯勒將這一數字增加至125起。但截至2025年6月，司法部和證監會的加密執法單位實際上已被關閉，所有正在進行的調查、訴訟和上訴均已終止[資料來源：John Reed Stark在2025年3月證監會加密貨幣特別工作組前的證詞]。根據Coinbase發起的「與加密貨幣同在(Stand with Crypto)」聯盟，目前參議院和眾議院已有300名支持加密貨幣的議員。懷俄明州甚至在考慮今年夏天推出自己的穩定幣。2024年11月6日，Coinbase行政總裁布萊恩·阿姆斯特朗(Brian Armstrong)發推文稱：「歡迎體驗美國有史以來最支持加密貨幣的國會」，而Ripple的行政總裁在就職後的加密貨幣舞會上宣稱「對加密貨幣的戰爭已經結束」。對此我毫無異議……

關於金融資產代幣化的簡短評論

區塊鏈的賣點在於其**不可篡改性**（一旦完成就無法更改）、**公開透明**以及**無需可信中介即可運行的能力**。但當用於證券清算、交易和簿記時，這些特性需要調整：流程必須允許錯誤更正和欺詐撤銷¹¹；公開賬本必須私有化以確保機密性；必須設置集中化的、受權限控制的機制。

一旦這些調整完成，某些B2B工具的代幣化可以減少對抵押品、銀行提供的信用額度以及中介機構持有資本的需求。摩根大通旗下Kinexys集團推出的基於區塊鏈的日內回購結算系統是朝這一方向邁出的一步¹²。Kinexys還使用類似的受權限、專有區塊鏈為企業客戶結算部分支付。其每日交易量僅為20億美元，相比之下，公司處理的傳統支付每日交易量高達10萬億美元；區塊鏈B2B支付系統的需求量仍有待觀察。

需要明確的是，我認為此類活動並不會增強加密貨幣、穩定幣發行人、加密交易所或其他加密資產的價值主張；這只是銀行耗費工程師資源構建的一種基於區塊鏈的捕鼠器，其競爭優勢帶來的任何價值主要歸於建設它的銀行股東。

⁹ 「穩定幣與安全資產價格」，Ahmed和Aldasoro，國際清算銀行工作報告1270，2025年5月

¹⁰ 「特朗普關聯的穩定幣用於MGX的20億美元幣安交易」，彭博財經，2025年5月1日

¹¹ 值得注意的是，以太坊社區決定不逆轉Bybit盜幣事件，這是加密行業歷史上最大的盜竊案，朝鮮黑客竊取了14億美元的加密資產

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

「你是我的兄弟，阿納金」：總統與幕僚「決裂」事件時有發生

正如我們在《放眼市場》的「雉雞小鷹」(Chicken Hawks)中所闡釋的，眾議院法案將使赤字較國會預算辦公室基準增加約3萬億美元，若某些減稅條款成為永久性政策，赤字增幅將更大。我理解埃隆·馬斯克（被戲稱為“Dogespierre”）為何感到挫敗，因為他的成本削減努力僅佔這一金額的小部分，但他的真正回報可能在其他方面：正如5月1日《放眼市場》中所解釋，許多政府效率部支出削減措施正在阻礙那些正試圖監管他的機構（環境保護局、消費者金融保護局、勞工部、農業部、聯邦選舉委員會、內政部、國防部及證監會）。我認為這是一個值得關注的情況：聯邦政府目前正忙於重新僱用因政府效率部舉措裁撤整個辦公室而被解僱的一些聯邦員工，在某些情況下，這危及了天氣預報和藥物審批等服務。關於《預算協調法案》，蘭德·保羅(Rand Paul, R-KY)表示他可能會投票反對該法案。據報道，羅恩·約翰遜(Ron Johnson, R-WI)尚未決定立場，儘管有可能通過讓步滿足他的要求。特朗普即便遭遇三名共和黨參議員倒戈，仍可憑藉副總統萬斯的決勝票保住法案。這場表決很可能要到最後一刻才能見分曉。至於廣為人知的特朗普與馬斯克的公開決裂，總統與內閣成員及其他高級顧問的決裂在歷史上確有先例.....

托馬斯·傑斐遜與喬治·華盛頓

- 衝突早在華盛頓擔任總統之前就已有端倪。當傑斐遜在法國收到華盛頓熱情支持的憲法副本時，他寫信給約翰·亞當斯說：「我必須承認，其中有些內容讓我對是否支持它搖擺不定。」換言之，他認為憲法賦予總統的權力相對於國會過大。
- 在擔任華盛頓的國務卿期間，傑斐遜資助並建立了黨派媒體，攻擊華盛頓政府。傑斐遜向盟友詹姆斯·麥迪遜洩露內閣討論的機密資訊，並起草匿名決議，唆使眾議院共和黨人彈劾財政部長亞歷山大·漢密爾頓。麥迪遜在《國家公報》上發表的18篇匿名文章對華盛頓政府展開猛烈抨擊。
- 法國駐美大使曾鼓動美國民眾支持革命中的法國，具體表現為在美國港口僱傭私掠船扣押英國船隻，並宣布計劃說服肯塔基奪取西班牙控制的佛羅里達和新奧爾良，企圖建立親法的獨立政權。傑斐遜對此僅作敷衍反對，華盛頓震怒不已。
- 傑斐遜試圖說服華盛頓相信漢密爾頓正密謀將美國轉變為親英君主制的版本。華盛頓指責傑斐遜低估他的判斷力，宣稱自己絕不會容忍美國出現君主。兩人終生友誼破裂，傑斐遜最終在1793年12月辭去國務卿之職。
- 華盛頓著名的《告別演說》可以解讀為對傑斐遜的尖銳批判，華盛頓警告不要過度親善或厭惡其他國家。
- 退隱蒙蒂塞洛莊園後，傑斐遜著手組建新興的傑斐遜-共和黨(Jeffersonian-Republican Party)，該黨於1796年大選直接挑戰華盛頓領導的聯邦黨(Federalist Party)執政地位。傑斐遜的支持者鼓吹反對華盛頓政府甚至宣揚採取革命手段。

安德魯·傑克遜與整個內閣

- 傑克遜鼓勵戰爭部長約翰·伊頓迎娶瑪格麗特·奧尼爾。她在當時言辭大膽，曾做過調酒師，這震驚了其他內閣成員的傳統觀念。
- 副總統約翰·卡爾霍恩的妻子弗洛里德·卡爾霍恩說服其他內閣成員的妻子在社交場合公開排擠伊頓夫婦。
- 傑克遜要求所有反對伊頓的內閣成員辭職。郵政部長威廉·巴裡是唯一留任的內閣成員。
- 副總統卡爾霍恩最終因這一爭端部分原因辭職，他是除阿格紐外唯一在任內辭職的副總統。

安德魯·約翰遜與埃德溫·斯坦頓

- 安德魯·約翰遜在林肯遇刺後繼任總統。
- 約翰遜隨即與戰爭部長埃德溫·斯坦頓就內戰後的政策產生嚴重分歧。斯坦頓支持林肯的重建計劃，而約翰遜尋求放寬對前邦聯士兵及政治家的制裁。
- 當約翰遜執意撤換斯坦頓時，眾議院共和黨人以違反《官員任期法》為由威脅啟動彈劾程序（該法案正是為限制總統罷免權而制定）。
- 參議院以一票之差未通過彈劾，斯坦頓隨後辭去職務。

其他二戰前的例子：

- 西奧多·羅斯福任命威廉·塔夫為戰爭部長，並指定其為接班人，但兩人關係惡化，並在**1912**年大選中競選對決。
- 威廉·詹寧斯·布賴恩因反對威爾遜處理盧西塔尼亞號沉沒事件及美國加入一戰而辭去國務卿職務。
- 郵政部長詹姆斯·法利公開批評羅斯福爭取第三任期，打破兩任慣例。

理查德·尼克森與約翰·迪恩

- 在水門事件漫長的風波末尾，白宮法律顧問約翰·迪恩在國會作證反對尼克森：「我一開始就告訴總統，總統府上正在滋長一顆毒瘤，如果不摘除這顆毒瘤，總統本人將被它吞噬。」
- 迪恩證詞的另一部分：在水門事件七名被告宣判前不久，尼克松問迪恩，除了已經支付的**46**萬美元外，還需要支付多少錢才能確保他們繼續沉默。迪恩告訴尼克松，額外費用大約是**100**萬美元，總統回答說支付這筆錢沒有問題。
- 鮮為人知的事實：在水門竊聽事件之前，迪恩曾干預阻止了一項計劃，即火燒布魯金斯學會（！！），因為那裡存放著某些罪證文件。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理

上述部分的來源包括：《大西洋月刊》，2012年11月1日；《大分裂：華盛頓與傑斐遜的衝突如何決定國家走向》，Thomas Fleming，2015年；《美國總統任期年表》，Matthew Manweller，2012年；《華盛頓郵報》，2021年1月26日；《衛報》，2022年6月5日；《華盛頓郵報》，2025年6月6日

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Taubenstraße 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, Strawinskyaan 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。