

动物农场：从投资者的角度回顾农业领域

截至 5 月中旬，我们的经济软着陆主题仍然适用。由于库存和贸易方面的不利因素，虽然目前美国第一季度 GDP 仅增长 1.4%，但是预计第二季度增长率为 3.4%，国内最终销售额预计将增长 2.7%。虽然今年的消费物价指数(CPI)出现了 180 度逆转（见上文的通胀监测指标），但劳动力市场指标正在走软。由此看来，美联储在 2024 年降息一到两次仍属合理。相比通胀上升，我更担心的是经济增长放缓的风险。新订单减库存是我们偏重的领先指标，而近期美国的这一指标有所减弱。我将在 6 月份与大家分享经济增长情况和商业房地产拖累的更多信息。

随着 7 区迎来春播季节¹，现在是从投资者的角度审视农业领域的好时机。讨论的主题包括俄乌冲突后出现的食品价格通胀；农业的公共和私募股权投资；农田所有权和农田回报的驱动因素；力求减少化肥、杀菌剂和水消耗的种子生物工程；以及加沙遭受的巨大农业损失的卫星数据。附录讨论了禽流感对农业和粮食供应的影响。

食品通胀：食品商品价格下降，但消费者食品价格通胀不仅限于此

我之前写过有关战争和其他地缘政治冲突对股市暂时影响的分析性文章。俄乌冲突对全球部分粮食价格的影响也是如此。如第一张图表所示，食品价格指数已从峰值大幅下降，主要驱动因素为玉米、小麦、植物油和乳制品价格下跌（牲畜价格相对较为稳定）。

相比之下，美国「家庭食品」通胀并没有随着大宗商品价格的下跌而下降。原因：该指数衡量消费者（而不是农民）支付的价格，并考虑了劳动力成本、生产成本（包括化肥和能源）以及天气和禽流感爆发等局部因素。堪萨斯城联邦储备银行²的数据显示，在超市购买的每 1 美元食品中，批发和零售贸易占 40 美分，食品加工占 25 美分，而农场生产成本只占 15 美分。2022 年美国消费者食品价格上涨的更大驱动因素在于疫情期间的收入变化、肉类消费和家庭食品消费均有所增加，而非大宗商品价格的上涨。除这些因素外，联邦贸易委员会报告称，杂货店的利润率仍高于疫情前水平³。

食品价格变化

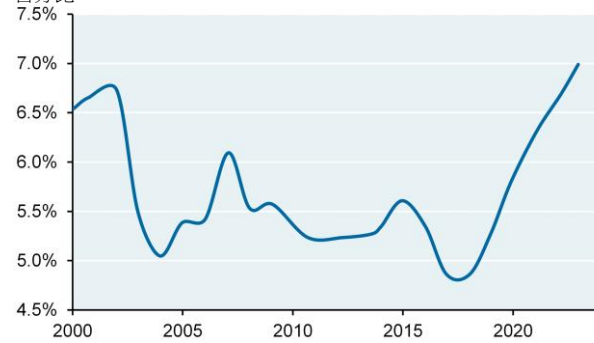
指数（100=2021年1月）



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年4月

美国杂货店的利润率

百分比



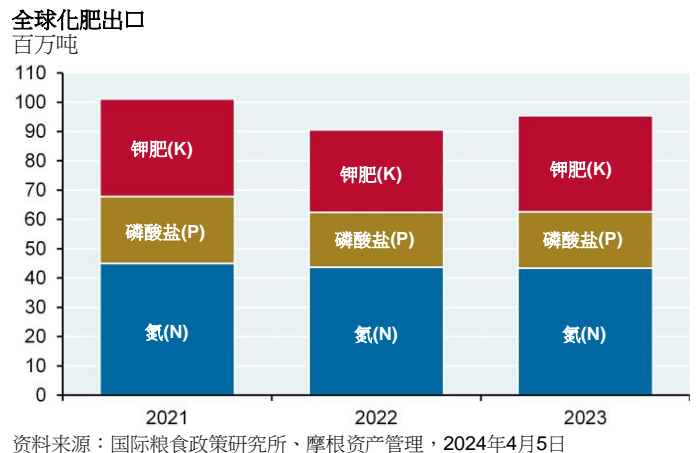
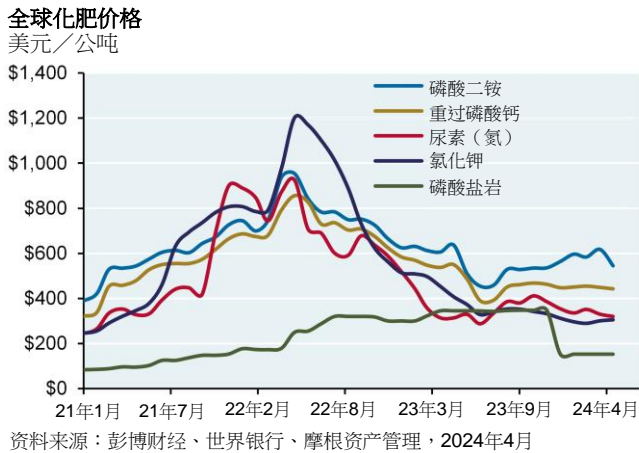
资料来源：「危机时期喂养美国」，联邦贸易委员会，2024年3月

¹我自己种植西红柿、黄瓜、辣椒、生菜、无花果和各种香草。我的单位成本异常高。由于有很多鹿，菜园的地床被抬高并围上了篱笆。如果您是一位技术娴熟的弓箭猎手，您可以在 10 月 1 日至 1 月 31 日期间坐在树屋里帮我猎杀这些鹿。

²「大宗商品价格对美国食品通胀影响有限」，堪萨斯城联邦储备银行，2022 年 9 月 23 日

³「危机时期的美国粮食供应」，联邦贸易委员会，2024 年 3 月 21 日

更多证据显示农产品价格趋于正常水平。化肥价格已经回落到 2021 年初的水平，全球化肥出口量已经恢复了 2022 年下降幅度的约 50%。这是由于部分国家在俄罗斯/中国化肥供应下降时增加了产量，以及天然气价格下降带来的好处。当化肥价格飙升时，部分分析师担心全球农民将减少化肥施用，从而导致粮食短缺；然而，全球并未出现这一情况。以尿素进口量作为化肥使用量的替代指标，美国的化肥使用量在 2020 年至 2022 年期间有所增加，而欧洲保持不变，印度、阿根廷及其他发展中国家则有所下降⁴。世界往往比我们预期中更具韧性。



2022 年乌克兰玉米和小麦产量与 2021 年相比下降了约 35%，但与化肥一样，其他国家的产量则有所增加。如下文图表所示，由于加拿大、俄罗斯、巴西和哈萨克斯坦产量增加抵消了乌克兰减产的影响，全球小麦产量维持稳定。2022 年全球玉米产量受到的影响也较大，但随着 2023 年中国、美国、巴西和阿根廷的玉米产量增长，玉米产量已回升至战前水平。2022 年全球和乌克兰的油籽产量几乎没有受到影响。

虽然全球产量没有发生太大变化，但乌克兰的农业基础却因俄乌冲突而遭破坏：目前，乌克兰大约三分之一的领土受到铅、镉、砷和汞等有毒元素的污染，这些元素从弹药和武器中渗入土壤中⁵。总计 9,300 英亩的森林被烧毁，河流被污染，野生动物大量死亡，67,000 平方英里的土地上布满了地雷⁶。而且情况可能还将变得更糟：《华尔街日报》报道称，乌克兰对俄罗斯导弹的拦截率已从一年前的 83% 下跌至 30%。



⁴ 「谁害怕化肥价格上涨」，国际粮食价格研究所，2024 年 3 月 21 日

⁵ Olena Melnyk 博士，苏黎世联邦理工学院和苏梅国立农业大学

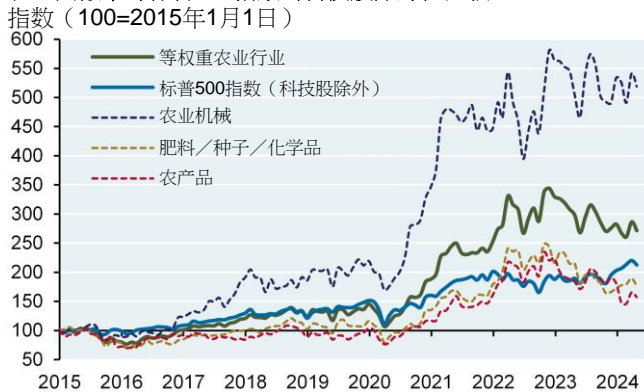
⁶ 「经过两年的战争，乌克兰的环境创伤日益加深」，耶鲁环境 360，2024 年 2 月 23 日

农业公开市场股权投资⁷

美国有七只大型农业股，涉及三个行业：农业机械（迪尔公司）；肥料、种子和化学品（美国美盛公司、CF Industries、FMC Corp 和科迪华公司）；以及农产品（阿彻丹尼尔斯米德兰公司和邦吉公司）。自2015年以来，这些行业的等权重篮子表现优于标普500指数（不包括科技股）；这主要是由于2021年迪尔公司股价飙升。如右图所示，在2020-2021年农业行业飙升之后，市盈率有所下跌。下页显示的拖拉机/联合收割机未售出库存增加和农场净收入预测下降，表明农业综合企业面临巨大的周期性压力，这也许可以解释为何当前行业市盈率低于平均水平。

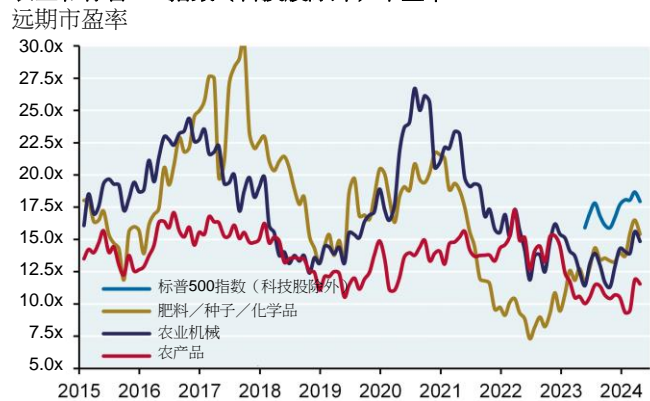
从中期来看，**利好的农业驱动因素**包括可再生柴油/航空燃料需求带来的农作物需求，以及市场对美国农产品出口的需求不断增长。**拖累因素**包括「绿色」肥料的溢价（绿氢>绿氨>绿氨肥），从柴油转向更昂贵的电动化农用设备，以及批发客户实施的 ESG 跟踪/报告标准的提高。Buckeye Institute 在2024年2月估计，在遵守脱碳和净零合规的情况下，玉米农场的运营费用可能将上涨高达34%。监测减肥药对谷物、糖和其他作物需求的潜在影响也很重要。

农业回报率与标普500指数（科技股除外）比较



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年5月

农业和标普500指数（科技股除外）市盈率



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年5月

通过非美国股票、美国房地产投资信托基金和大宗商品期货投资农业的情况如何？最后一张图表显示美国三大农业行业的表现（以绿色表示）；全球农业股票指数（以金色表示）；两只美国小型农田房地产投资信托基金（REIT，以蓝色表示）；阶梯式农业和牲畜期货总回报指数（以红色表示）。在所示时间段内，美国农业股的表现优于所有股票，同时也优于标普500包装食品指数（包括脚注7中提及的公司）。

美国未售出农用设备库存



资料来源：Sandhills Global，2024年3月

美国农业回报：股票与REIT和大宗商品比较



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年5月

⁷我们的关注重点在于农作物种植和为其提供服务/支持的行业，而不是鸡蛋/肉类和其他包装食品生产行业（泰森食品、Pilgrim's Pride、荷美尔食品、BRF SA等）

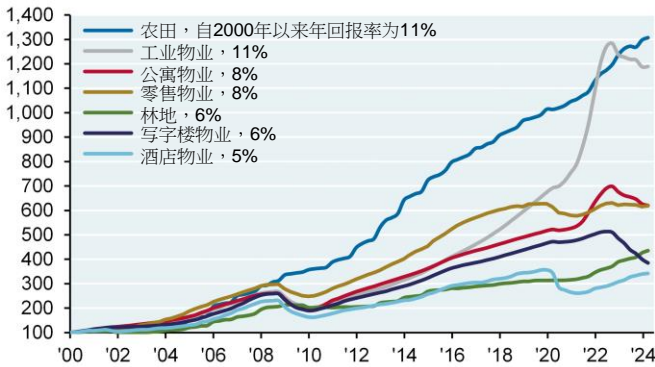
私募农田投资

NCREIF 公布了一系列私人拥有的实物资产回报。如下文图表所示，他们的农田指数位居榜首，年化回报率为 11%，波动率为 6.5%（自 2007 年以来仅为 4.3%）。营业收入和资本增值之间各占回报的 50%；其中包括专门种植一年生作物和多年生作物的农场。我应该如何解读 NCREIF 数据？首先，NCREIF 评估中使用的农田资产仅占美国农田价值的很小一部分（见下表）。原因在于：农田的机构所有权仅占 4%⁸；其余则归小、中、大型家庭所有。其次，相对于资产而言，农田交易量非常低；因此，NCREIF 农田回报相对其他实物资产更多是由评估所驱动。再者，NCREIF 使用折现现金流法对农田和林地进行估值，与商业房地产使用的「现金流倍数」法相比，该方法产生的结果更「平滑」。

结论：农田价值可能确有增加（部分原因是自 1990 年代末以来利率下降），但 NCREIF 农田总回报可能无法反映农场主的平均回报。我并不会对 NCREIF 农田回报率与其他资产的均值-方差比较结果太过兴奋。

2000年以来无杠杆实际资产回报

总回报指数（100=1999年第四季度）



资料来源：彭博财经、NCREIF、摩根资产管理，2024年第一季度

NCREIF实物资产评估价值与资产规模

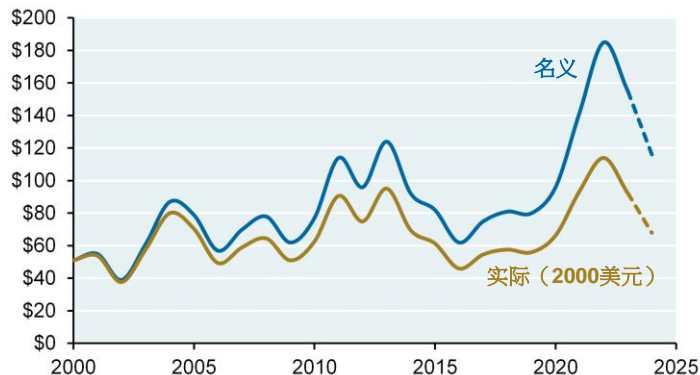
资产类别	NCREIF范围 (单位：十亿美元)	总资产 (单位：十亿美元)	NCREIF 份额
工业	\$292	\$2,400	12.2%
公寓	\$239	\$3,800	6.3%
写字楼	\$179	\$3,200	5.6%
零售	\$118	\$2,900	4.1%
林地	\$27	\$266	10.2%
农田	\$16	\$3,500	0.5%
酒店	\$3	\$160	2.2%

资料来源：NCREIF、NAREIT、Ag America、摩根资产管理，2024年5月

美国农业部还计算收入和增值数据，涵盖农作物和牲畜经营。从名义上看，2000年至2023年，美国农业部农场净收入每年增长 4.5%，实际增长 2%。相比之下，标普 500 指数成分股公司的净收入同期名义增长率为 6.1%。从周期性角度来看，美国农业部预测 2024 年农场净收入将较 2022 年大幅下降。美国农业部估计的资本增值率与 NCREIF 数据相似，2009 年至 2023 年期间每年增值 4%-5%。

美国净农场收入

十亿美元



资料来源：USDA ERS、摩根资产管理，2024年2月

如何解释美国农业部对 2024 年农场净收入的预测相对 2022 年的高位下调？生产费用上升，而农作物和牲畜价格下跌。一些细节：

- 预计大豆、棉花、玉米和生猪价格将下跌 20%-25%；乳制品和家禽价格跌幅更大
- 劳动力、除草剂、种子、维修和牲畜饲料成本预计增加 5%-10%，利息成本预计增加 38%

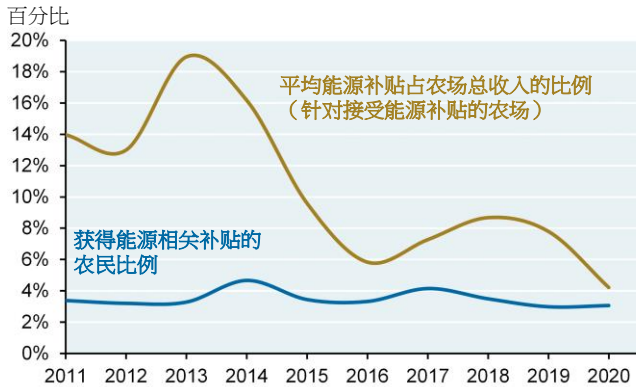
资料来源：美国农业部净农场收入报告，2023 年 9 月 7 日和 2024 年 2 月 7 日

⁸虽然用于种植作物的农田的机构所有权很低，但牲畜的工厂化养殖高度集中和制度化：70%的牛、98%的猪、99%的火鸡、98%的蛋鸡和 99%的肉鸡都是在这样的工厂化农场饲养和加工。

上文提到的未计入农业净收入的农民能源补贴如何分析？

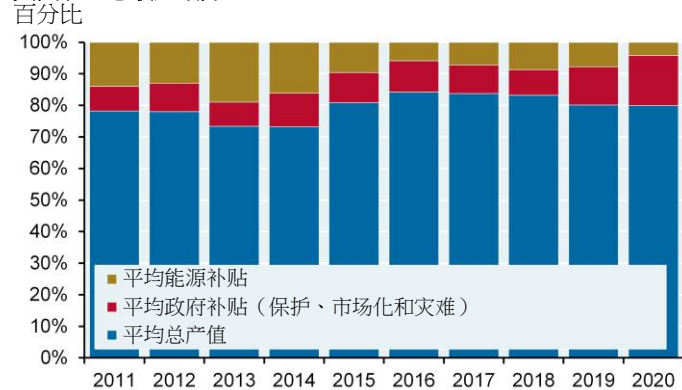
2024 年 4 月，美国农业部发布了一份关于因天然气、石油和风能生产的租赁或特许权使用费用向农民支付能源补贴的报告⁹。截至 2020 年，3.1%的农民获得了与能源相关的补贴，这些补贴占农场总收入的 4%（总收入包括农作物/牲畜产值加上政府补贴加上能源补贴）。注：两张图表仅指获得部分能源补贴的农场总数。

向农场经营者支付能源补贴



资料来源：美国农业部、摩根资产管理，2024年

美国农业总收入细分



资料来源：美国农业部、摩根资产管理，2024年

谁拥有美国的农场和森林？

关于拥有林地、耕地或牧场的外国实体：

- 外国实体仅拥有美国 3.4%的森林和农场。这一数字比 1981 年高出 3 倍
- 在所有外国股东中，最大的股东是加拿大（31%）、荷兰（12%）、意大利（7%）、英国（6%）和德国（6%）的实体
- 中国实体拥有的土地面积不到 1%，为 35 万英亩，略低于 2021 年的水平。其中，最大宗土地位于德克萨斯州，投资者原计划在该土地上建设风力发电场，但由于该州法律禁止外国人接入德克萨斯州电网，该项目被否决

关于美国耕地和牧场的国内所有权：

- 小型家庭农场占有所有农田的 45%；中型和大型家庭农场占 51%；非家庭（企业或机构拥有）农田占剩余的 4%。2023 年，国会提出了一项法案但尚未通过，该法案限制公司、多层级子公司、养老基金和投资基金在获得美国农业部补贴的同时购买和租赁土地（鉴于美国农业部补贴的重要性，这可能会严重抑制机构投资）
- 美国农场「家族所有」性质的另一个标志是：约 50%从亲戚那里继承或购买。并且：90%的业主没有出售计划，而在有出售计划的 10%中，只有 20%计划出售给非亲属。最终，一些农田还是会面临出售的决定：根据美国农业部的数据，预计未来十年将有约 4 亿英亩农田易手
- 尽管您在 Twitter 上看到了某些内容（《外交政策》杂志最近的一篇文章将其描述为「虚假信息的水下道」），但比尔·盖茨只拥有美国极小一部分农田。盖茨从养老基金和保险公司手中收购的 27 万英亩土地占美国全部农田的 0.03%
- 一个值得注意的比较是：单户住宅的机构所有权为 5%，但紧迫的政治问题是，出租单户住宅的机构所有权已上升至 26%

资料来源：美国农业局、美国农业部、外交政策、哈佛大学联合住房研究中心

⁹「商业能源补贴在农业生产者收入中的作用」，美国农业部，2024 年 4 月

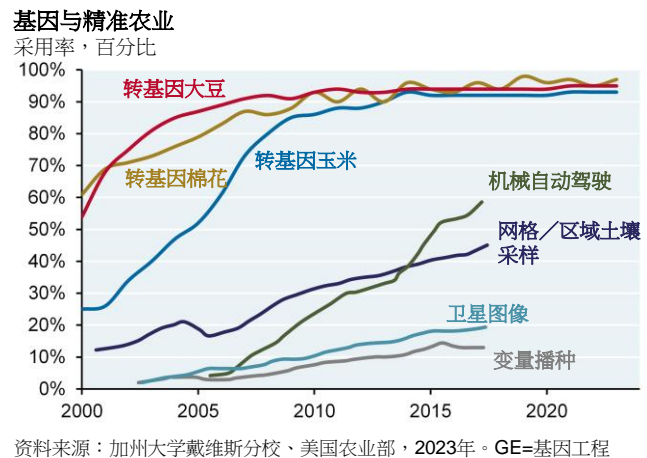
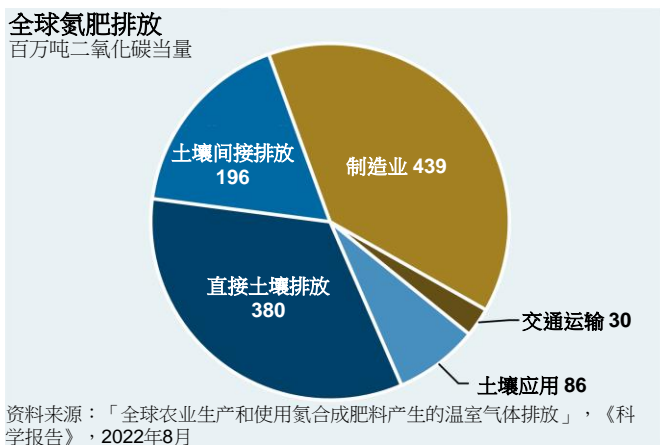
机器学习与农业的交汇

农场通常使用的肥料、杀虫剂、杀菌剂和水的优化程度并不像大家想象中的那么高。就肥料而言，通常施用的肥料只有大约一半被植物吸收；其余的都浪费了，渗入水道或被土壤中的微生物分解¹⁰。这些径流源会导致大量的温室气体排放，因为未被吸收的肥料中的氮会转化为一氧化二氮，而一氧化二氮的温室气体排放能力是二氧化碳的 300 倍以上。氮径流产生的温室气体排放只是化肥总温室气体足迹的一部分；另一个主要组成部分是燃烧天然气生产氮肥所需的氨¹¹。

至于杀菌剂，只有 22% 的农民使用，而且即使使用，也通常是盲目地用于所有作物。相比之下，大约 70% 的农作物会受益于杀菌剂，但只需要有针对性地使用，而非持续使用。

InnerPlant 旨在通过对植物 DNA 进行基因改造，使其在受到真菌感染、昆虫侵染、肥料不足或水分不足等压力时发出荧光生物标记，从而改善作物管理。他们首个获得美国农业部批准的产品是对抗真菌感染的大豆种子；目前仍有待美国食品药品监督管理局批准。其肥料生物标记物可区分磷、钾和氮的不足（后者对玉米的重要性高于大豆，因为大豆通常不接受氮肥）。

InnerPlant 的荧光信号将可被卫星、无人机和拖拉机看到，从而发出采取补救措施的信号。这些都是潜在的强大信号，因为其生物标志物的设计是在可见症状出现之前的 2-4 周便能发出求救信号。最终目标是：减少化肥、杀菌剂、杀虫剂和水的浪费，并通过按需而非随机或持续地提供农作物投入来提高产量。生物标志物传感器代表了农业生产力的又一项长期改进，其中部分显示在右侧图中¹²。



InnerPlant 在其「检测到行动」系统中多个点部署了人工智能和机器学习。为了设计和开发信号作物，InnerPlant 使用机器学习处理大量基因组数据，以了解哪些 DNA 片段能够准确、具体地指示目标性压力。InnerPlant 还在数据处理中使用人工智能和机器学习来分离卫星、无人机和拖拉机检测中的荧光信号和背景阳光。信号作物结合天气、地形、疾病病理学和作物生理学等其他数据流生成高质量数据集，为人工智能/机器学习预测模型提供训练数据。

¹⁰「化肥与气候变化」，麻省理工学院，Manthiram 等人，2021 年 7 月

¹¹农业排放量占美国温室气体排放量的 10%；农业排放量在牲畜和农作物之间大致各占一半（美国环保署）

¹²「美国农业的创新、增长和结构变化」，Alston 等人，加州大学戴维斯分校，2020 年

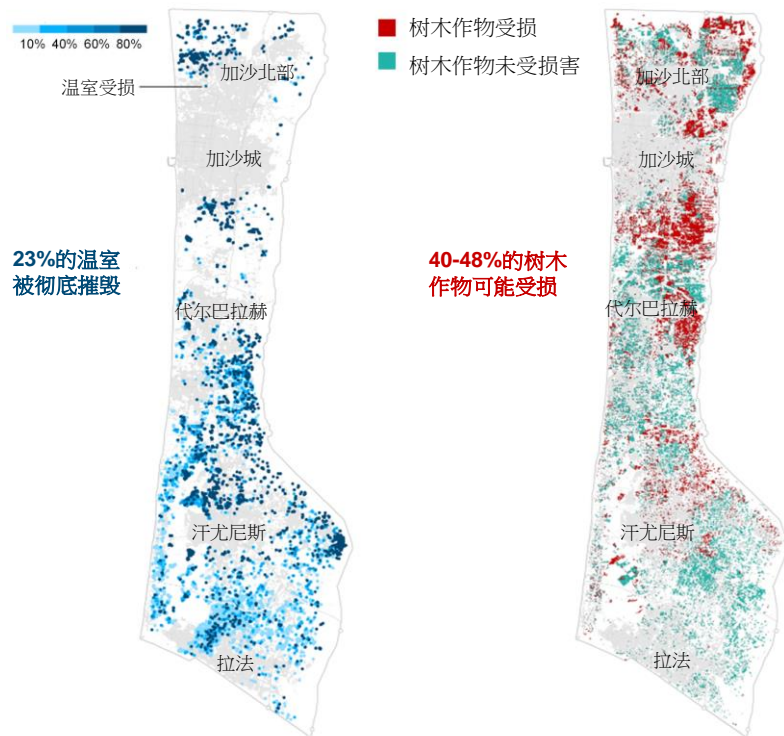
加沙和以色列遭受的农业破坏

我们已在能源文章中讨论了加沙的分布式太阳能发电，以及在 55%-65% 的受损或被毁建筑物重建后其满足电力需求的潜力。卫星图像发现的另一项必要的加沙重建项目是：**重新种植和恢复受损的树木作物**。如下图¹³所示，加沙近一半的树木作物（主要是橄榄和水果/坚果园）因空袭和推土机而遭破坏；在加沙北部，损失可能达到 70%。此外，约 25% 的温室被毁，另有 40% 的温室受损，可能无法使用。加沙地带 35%-45% 的农业用地已被毁坏¹⁴。加沙有 6,500 个家禽养殖场、149 个绵羊养殖场、5 个养牛场、20 个奶牛养殖场以及沿海养鱼场，90% 因推土机作业而受损¹⁵。除此之外，约有 50% 的水利基础设施遭到破坏，灌溉和食品冷藏所需的能源基础设施也遭到严重破坏¹⁶。

哈马斯袭击后，许多农业社区被废弃并变成了「鬼城」¹⁷。10 月 7 日，哈马斯部队摧毁了以色列家禽养殖场的食物和饮水机，导致 30 万只鸡死亡和腐烂。哈马斯部队还摧毁了内盖夫西部的农田、牲畜、植物、果园、温室、谷仓和灌溉/过滤基础设施，该地区生产了该国 70% 的蔬菜和 20% 的水果。

加沙个别温室和树木作物受损状况

战争直接影响造成的损害，3米分辨率的卫星图像



资料来源：He Yin（肯特州立大学），《卫报》图片。2024年

2023 年之前，加沙有 170 平方公里的农业用地，占加沙总面积的 47%；根据卫星分析，35%-45% 的农业用地已被破坏。其中一些地区已被改建为军事土方工程（防御工事）。

战争结束后，土壤修复（包括可存活作物所需的微生物）预计需要五年左右。此后，柑橘树从种植到结果需要三到五年，橄榄树则需要五到七年。受到白磷影响的地区需要更长的修复期。

¹³肯特州立大学 He Yin 教授分析了卫星图像，利用机器学习来识别三平方米的树木作物和温室及其受损程度。Yin 使用 Meta 的「Segment Anything」模型，该模型依赖于高分辨率 Planet Skysat 图像

¹⁴「加沙农业用地遭到破坏，生计遭受长期破坏」，IFPRI，2024 年 2 月；联合国卫星中心和 Forensic Architecture 报告了类似的结果，即 35%-45% 的农业用地遭到破坏

¹⁵「加沙地带冲突对农业用地和基础设施造成的破坏概况」，联合国粮农组织，2024 年 1 月

¹⁶「以色列的攻势正在摧毁加沙种植粮食的能力」，《华盛顿邮报》，2024 年 5 月 3 日

¹⁷路透社，2024 年 3 月 27 日；NPR，2023 年 12 月 24 日，《华尔街日报》，2024 年 2 月 20 日

附录：禽流感 (H5N1) 对牲畜和食品供应的影响

概览。H5N1 在野生水鸟中传播，之后传染给家养动物。该病毒致病性极强，48 小时内家禽死亡率可达 90%-100%。H5N1 已导致 8,200 万只家禽死亡或被扑杀，造成 20 至 30 亿美元的损失（一旦发现这种疾病，整个家禽群都会被屠宰）。作为背景介绍，美国家禽业每年生产超过 90 亿只鸡和火鸡。

H5N1 也传播到美国的牛群（9 个州的 36 个牛群）中；农民报告称，受感染的牛的产奶量下降，但到目前为止对牛奶供应的影响有限，并且大多数受感染的奶牛没有出现严重症状或死亡。目前，全球家禽消费量已经超过猪，H5N1 病毒对全球的影响可能十分巨大。

突变和传播。过去，当野生鸟类迁徙结束时，疫情就会消退，但现在看来，H5N1 可能是全年的威胁。世卫组织警告称，其他哺乳动物（牛、臭鼬、熊、狐狸）中爆发的疫情可能将增强病毒在人类中传播的能力。到目前为止，受感染的奶牛体内的 H5N1 病毒似乎与禽类病毒相似，但科学家需要监测病毒在牛与牛之间传播时会如何变化。人类对 H5 病毒没有预先存在的免疫力，只对 H1 和 H3 病毒具有免疫力。

疫苗和贸易。在美国，鸟类疫苗用于预防鸡痘等疾病，但不用于预防禽流感。一些行业分析师认为，贸易是原因所在：美国每年出口价值 60 亿美元的家禽，而许多双边贸易协定明确不允许接种禽流感疫苗。据报道，美国农业部已对五种 H5N1 候选病毒进行了测试，其中一些的成功率接近 100%。在一些国家/地区，禽流感疫苗的效果参差不齐（中国、埃及、墨西哥），而在其他国家，禽流感疫苗的效果则更为有效（法国、中国香港）。

牛奶供应及注意事项。美国食品药品监督管理局无法从巴氏杀菌牛奶中的病毒碎片中培养出活性 H5N1 病毒，这意味着该病毒无法复制。美国食品药品监督管理局警告不要饮用未经巴氏消毒的牛奶，建议让宠物远离牲畜，并建议在与牲畜一起工作时使用个人防护装备。

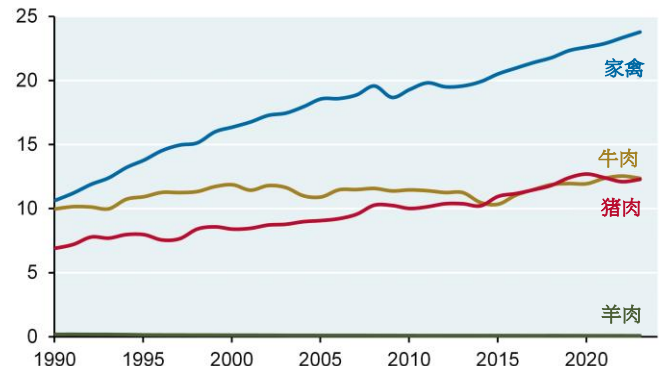
农业经济学。去年，农业部向被迫宰杀牲畜的农民赔偿了 5 亿美元。美国农业部牲畜赔偿计划是美国国会 2018 年通过的一项农业法案的一部分，该计划向农民赔偿因疾病或自然灾害损失的动物价值的 75%。自 2022 年以来，该计划已向受影响的农民发放了超过 10 亿美元。

美国消费物价指数通胀：鸡蛋
指数（100=2008）



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2024年3月

美国肉类生产
百万公吨



资料来源：经合组织粮食及农业组织、摩根资产管理，2023年

重要信息

主要风险

本文件仅供一般说明之用，可能告知您 JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人银行业务提供的若干产品及服务。文中所述产品及服务，以及有关费用、收费及利率均可根据适用的账户协议而可能有变，并可视乎不同地域分布而有所不同。所有产品和服务不一定可在所有地区提供。如果您是残障人士并需取得额外支持以查阅本文件，请联系您的摩根大通团队或向我们发送电邮寻求协助（电邮地址：accessibility.support@jpmorgan.com）。**请参阅所有重要信息。**

一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置/多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等）或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通团队联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标/情况的讨论。

非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明/参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及/或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

关于您的投资及潜在利益冲突

在摩根大通银行或其任何附属机构（合称「摩根大通」）管理客户投资组合的活动中，每当其有实际或被认为的经济或其他动机按有利于摩根大通的方式行事时，就可能产生利益冲突。例如，下列情况下可能发生利益冲突（如果您的账户允许该等活动）：**(1)**摩根大通投资于摩根大通银行或摩根大通投资管理有限公司等附属机构发行或管理的共同基金、结构性产品、单独管理账户或对冲基金等投资产品时；**(2)**摩根大通旗下实体从摩根大通证券有限责任公司或摩根大通结算公司等附属机构获取交易执行、交易结算等服务时；**(3)**摩根大通由于为客户账户购买投资产品而收取付款时；或者**(4)**摩根大通针对就客户投资组合买入的投资产品所提供的服务（服务包括股东服务、记录或托管等等）收取付款时。摩根大通与其他客户的关系或当摩根大通为其自身行事时，也有可能引起其他冲突。

投资策略是从摩根大通及业内第三方资产管理人处挑选的，它们必须经过我们的管理人研究团队的审批流程。为了实现投资组合的投资目标，我们的投资组合建构团队从这些策略中挑选那些我们认为最适合我们的资产配置目标和前瞻性观点的策略。

一般来说，我们优先选择摩根大通管理的策略。以现金和优质固定收益等策略为例，在遵守适用法律及受制于账户具体考虑事项的前提下，我们预计由摩根大通管理的策略占比较高（事实上可高达百分之百）。

虽然我们的内部管理策略通常高度符合我们的前瞻性观点，以及我们对同一机构的投资流程、风险和合规理念的熟悉，但是值得注意的是，当内部管理的策略被纳入组合时，摩根大通集团收到的整体费用会更高。因此，对于若干投资组合我们提供不包括摩根大通管理的策略的选择（除现金及流动性产品外）。

Six Circles 基金是一只由摩根大通管理并于美国注册成立共同基金，由第三方担任分层顾问。尽管被视为内部管理策略，但摩根大通不保留基金管理费或其他基金服务费。

法律实体、品牌及监管信息

在美国，银行存款账户及相关服务（例如支票、储蓄及银行贷款）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。

在美国，投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司（合称「**摩根大通银行**」）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通证券**」）提供。摩根大通证券是**金融监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品是透过 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc. 的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 均为受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已获德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 简称为「**BaFin**」) 授权，并由 BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会 (CSSF) 监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。

在英国，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 Sucursal en España (马德里分行)** 分派，其注册办事处位于 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会 (Comisión Nacional de Valores, 简称「**CNMV**」) 监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司的名义登记注册，注册编号为 1567。

在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 简称为「**CONSOB**」) 监管，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076，其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。

在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行 (DNB) 和荷兰金融市场监管局 (AFM) 监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。

在**丹麦**，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）同时须受丹

麦金融监管局 (Finanstilsynet) 监管, 并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记, 编号为 29010。在瑞典, 本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派, 其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 监管, 并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在比利时, 本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派, 其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行 (NBB) 及比利时金融服务及市场管理局 (FSMA) 监管, 并已于比利时国家银行行政注册处登记注册, 注册编号为 0715.622.844。在希腊, 本文件由**摩根大通有限责任公司——雅典分行**分派, 其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管, 并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册, 注册编号为 124。雅典商会注册号为 158683760001; 增值税注册号为 99676577。在法国, 本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派, 其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管, 注册编号为 842 422 972, 摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会 (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)) 及法国金融市场管理局 (Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 监管。在瑞士, 本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派, 其注册办事处位于 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作为瑞士一家银行及证券交易商, 在瑞士由瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 授权并受其监管。

就金融工具市场指令 (MIFID II) 和瑞士金融服务法 (FINSA) 而言, 本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息, 这些文件目前或应在相关司法管辖权区内提供 (按照要求), 否则投资者不应认购或购买本广告中提及的任何金融工具。

在香港, 本文件由**摩根大通银行香港分行**分派, 摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港, 若您提出要求, 我们将在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡, 本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服务时会通知您)。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问, 请务必寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言, 本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是依据美国法律特许成立的全国性银行组织; 作为一家法人实体, 其股东责任有限。

关于**拉美**国家, 本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和/或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和/或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通, 包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件, 在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下, 我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外, 您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法规和/或契约限制, 且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言, 基金的有价证券若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记, 则基金不得在任何拉美国家公开发行。

收件人要求及为收件人之便, 本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件, 但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文, 且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义, 包括但不限于释义、含意或诠释, 概以英文版本为准。

在澳大利亚, 摩根大通银行 (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照号码: 238367) 须受澳大利亚证券及投资委员会以及澳大利亚审慎监管局监管。摩根大通银行于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。就本段的目的而言, 「批发客户」的涵义须按照公司法第 2001 (C) 第 761G 条 (《公司法》) 赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户, 请立即通知摩根大通。

摩根大通证券是一家在美国特拉华州注册成立的外国公司 (海外公司) (ARBN 109293610)。根据澳大利亚金融服务牌照规定, 在澳大利亚从事金融服务的金融服务供应商 (如摩根大通证券) 须持有澳大利亚金融服务牌照, 除非已获得豁免。根据公司法 2001 (C) (《公司法》), **摩根大通证券已获豁免就提供给您的金融服务持有澳大利亚金融服务牌照, 且根据美国法律须受美国证券交易委员会、美国金融业监管局及美国商品期货委员会监管, 这些法律与澳大利亚的法律不同。**摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。本文件提供的资料不拟作为亦不得直接或间接分派或传递给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言, 「批发客户」的涵义须按照《公司法》第 761G 条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户, 请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中:

- 包含的金额可能不是以澳元为计价单位;
- 可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息;
- 可能没有阐释与外币计价投资相关的风险; 以及
- 没有处理澳大利亚的税务问题。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。「摩根大通私人银行」是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用, 未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士, 且任何其他人士均不得使用, 分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或不欲收取这些通讯或任何其他营销资料, 请与您的摩根大通团队联络。

© 2024 年。摩根大通。版权所有。