

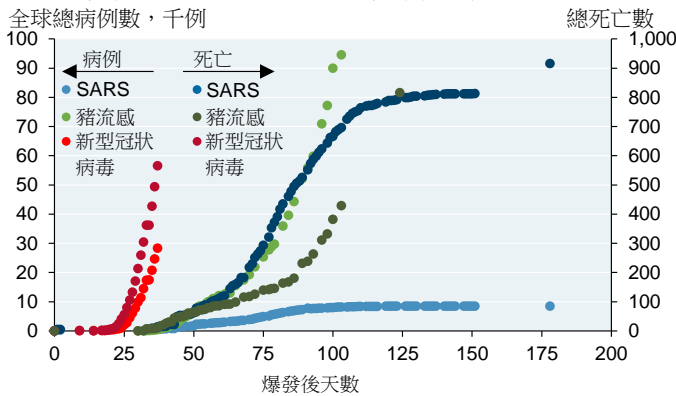


## 解讀關於新型冠狀病毒、美國股市集中度和超級大盤股票、愛荷華州預選會、民主黨醫保計劃成本和助學貸款困境等問題

根據最新數據，我們對新型冠狀病毒了解多少？

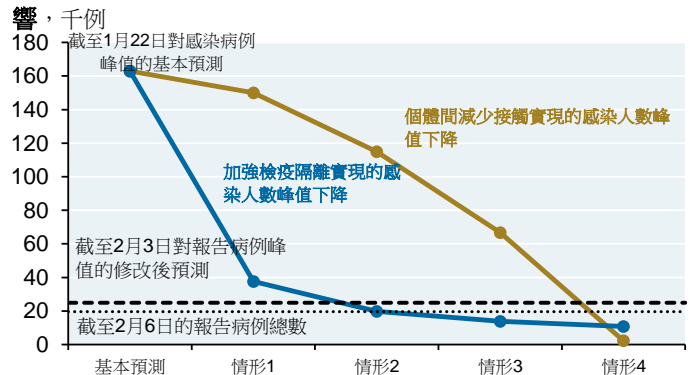
幾周前，基於武漢不斷上升的感染率、中國國內火車和航班預訂情況以及對傳染和死亡率等疾病參數的估計，人畜共患流行病學家（研究動物攜帶疾病向人類傳播的科學家）開始對這種新型冠狀病毒敲響警鐘。舉個例子：第二張圖表來自多倫多約克大學生命科學、公共衛生和數學系的研究人員：根據他們在1月22日的基本預測，武漢感染人數估計最多達163,000人，平均感染率可能高達6.5（相比之下，當年北京爆發的非典型肺炎（簡稱SARS）是4.9，吉達爆發的中東呼吸綜合症（簡稱MERS）是3.5-6.7，而利雅德則為2.0-2.8）。不過，他們在模型中也加入了對受感染人士與無症狀懷疑個案之間採取積極隔離和減少接觸行為的政策，他們認為這些政策可以大幅降低感染率。此後「可能發生」的情況如下：他們對武漢累計報告病例最高數量的最新預測降至約2.5萬例（目前實際報告病例為19,665例），並且預計武漢的每日感染率將於下周達到峰值。中國其他大城市的感染率可能比武漢滯後1-2周，因此全國報告的新型冠狀病毒病例總數可能高達10萬至30萬例，考慮到新型冠狀病毒呈現的高度傳染性，病例數量範圍受旅行禁令和減少接觸政策的影響極大。這只是一組估計（其他來源的估計嚴重程度各異），而且無法計入任何變異。

### 新型冠狀病毒與SARS和豬流感的傳染性比較



資料來源：世界衛生組織，摩根大通。2020年2月6日。

### 初始和修改後的武漢感染率：檢疫隔離和減少接觸政策的影響

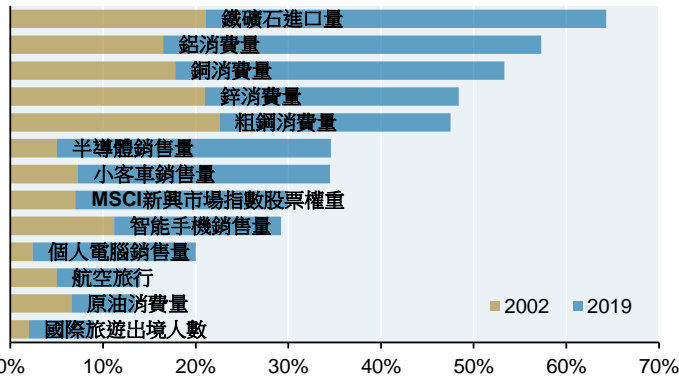


資料來源：吳等人，《對2019 n-Cov的傳染風險的估計》，約克大學工業及應用數學實驗室。2020年1月。

中國對全球經濟的重要性已經遠超2003年SARS爆發之時，因此許多分析師大幅調低中國第一季／第二季的增長預測，並對日本、東南亞其他國家、歐洲和美國的增長預測做出較溫和的下調，這也是無可厚非。但是，如果以史為鑑，在病毒感染率達到峰值後一個季度左右，經濟增長通常會回升，並且最終恢復趨勢增長，而截至1月中旬，世界各國的趨勢增長率都持續（緩慢）改善。

### 中國的市場和經濟重要性日益增加

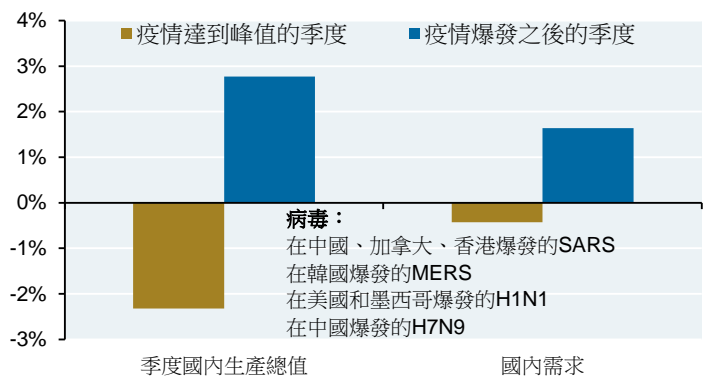
中國佔全球水平的比例



資料來源：BCA研究、世界銀行、摩根資產管理。2019年。

### 疫情爆發之後一個季度經濟增長通常會出現反彈

季度環比增長率偏離趨勢的年化差幅



資料來源：高盛研究部。2020年1月。

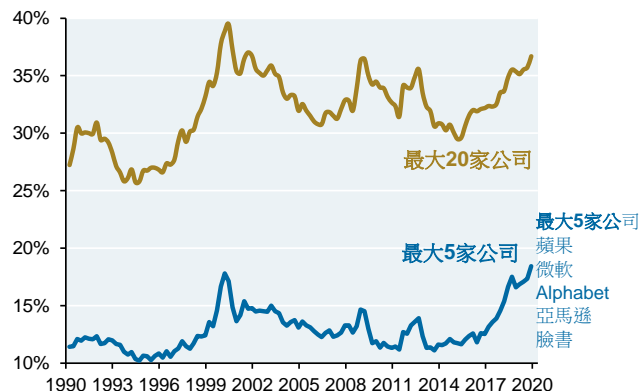
投資產品：• 不受聯邦存款保險公司保障 • 非摩根大通銀行或其任何聯屬機構的存款或其他負債，亦未獲摩根大通銀行或其任何聯屬機構的擔保。存在投資風險，包括可能損失投資的本金



美國股市似乎集中於少數幾隻超級大盤股，集中度乃前所未見。情況果真如此？

很大程度上，情況確實如此。前兩張圖表顯示了少數幾家公司多年來佔據了美國股市的最大市值和回報貢獻。

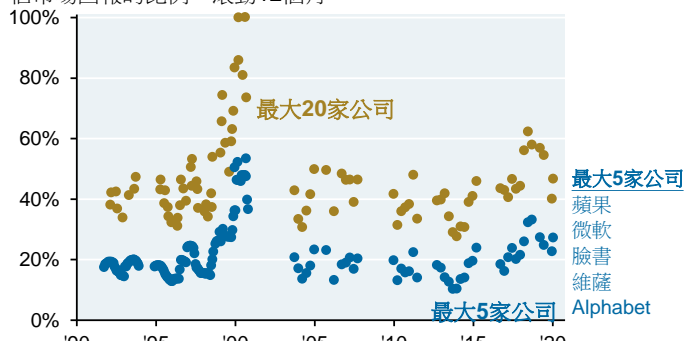
最大幾家公司對美國總市值的貢獻



資料來源：彭博。2019年第四季。

最大幾家公司對總體美國市場回報的貢獻

佔市場回報的比例，滾動12個月



資料來源：摩根資產管理。2020年1月。數據反映年化回報率大於或等於10%的期間。

股票高度集中引發了投資者對估值的疑問。由於這些超級大盤股的銷售增長率和利潤率較高，投資者目前就此支付的市盈率溢價約為市值（不包括亞馬遜）的 1.4 倍。這一市盈率溢價在 2010 年當時還是平價，而現在已經達到了自那時以來的最高水平。然而，在金融危機爆發前幾年裡，這一溢價指標也大約位於 1.3-1.4 倍左右，並在上世紀 90 年代末曾經達到 1.8-2.0 倍的峰值（注意；投資者絕不應該僅僅根據與市場歷史上定價錯配最嚴重時期的比較來進行投資）。換句話說，以接近市場估值價格收購表現理想的超級大盤股公司的機會已經蕩然無存，但溢價尚未達到荒謬的水平。

	銷售額、利潤率和盈利增長率					估值					
	5年平均年同比銷售額增長率	經營利潤率	自由現金流率	未來12個月每股盈利增長率	預估長期盈利增長率	市盈率	未來12個月市盈率	過去12個月企業價值/銷售額	市盈增長率(盈利)	市盈增長率(銷售額)	過去12個月自由現金流收益率
Alphabet	20%	21%	19%	12%	16%	30.5	22.4	6.8	1.4	0.3	3.1%
蘋果	6%	25%	24%	16%	12%	25.2	23.1	4.9	1.9	0.5	4.5%
臉書	42%	34%	30%	6%	22%	24.5	20.9	7.8	0.9	0.3	3.5%
微軟	8%	34%	30%	21%	12%	33.4	31.9	9.9	2.7	0.7	2.9%
維薩	13%	65%	53%	13%	16%	36.9	33.1	17.3	2.1	1.5	3.1%
亞馬遜	26%	5%	8%	22%	34%	89.1	51.2	3.7	1.5	0.2	2.1%
標準普爾500	4%	13%	9%	10%		21.9	18.9	2.7			3.8%

資料來源：彭博。2019年2月6日。市盈增長率(盈利)比率：未來12個月市盈率除以長期盈利增長率。市盈增長率(銷售額)比率：未來12個月企業價值/銷售額除以未來12個月銷售額增長率。表中顯示的所有公司僅用作說明，並非摩根大通在此背景下的推薦或認可。

這些超級大盤股公司正在以整體市場兩倍的速度對自己進行再投資（資本支出+研發），按股息加回購計算其中三家（蘋果、微軟和維薩）的股東收益率目前介於 4%-8%之間，看來相當吸引。在近期超級大盤股上漲之後（自勞動節以來上漲了 25%），目前我們正在審視四大阻力因素：反壟斷和司法部調查；法國和歐洲其他國家徵收的數位服務稅；對沖基金所有權高度重疊<sup>1</sup>；以及超級大盤股公司面對新興、無盈利並快速增長的上市和私營公司(YUC)的支出變化存在的風險敞口，我們在 2020 年《放眼市場展望》中曾經討論這一話題。超級大盤股走出了領漲行情（尤其是自 2016 年以來），但其估值可能已經處於合理的邊緣。

<sup>1</sup> 上面顯示的超級大盤股經常出現在對沖基金最常持有的十大股票名單以及對沖基金持倉頭寸最大的十大股票名單當中。



## 對愛荷華州預選會有何評論？

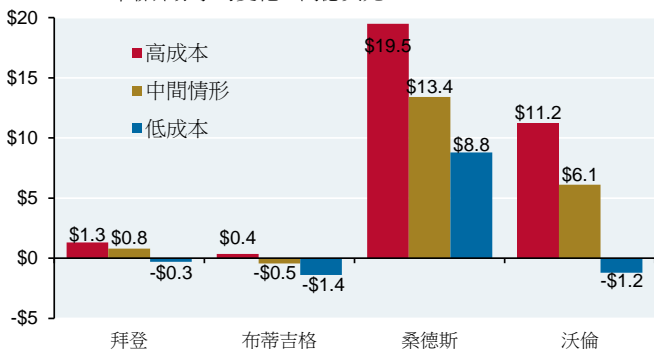
僅對應用程式作出評論。愛荷華州民主黨人更換了 2016 年操作良好的微軟應用程式；新的應用程式倉促推出，蘋果商店根本無暇加以審查；它必須繞過智慧手機的安全設置才能下載；最終只有 25% 的選區主席能夠成功下載和安裝；由於這個應用程式開發者的身份保密，所以沒有進行獨立測試；而且開發者是一家政治諮詢公司，並非科技公司（來源：《紐約時報》）。由一個有時也會對科技行業做出錯誤假設的政黨來開發選舉應用程式，這種做法本身已存在**嚴重問題**。

是否有人能夠成功估算民主黨各項醫保計劃將需耗費多少？

有。盡責聯邦預算委員會(CRFB)發表了對民主黨各項醫保計劃的成本估算<sup>2</sup>。所有醫保計劃都會把數千萬未參保的美國人納入醫保覆蓋範圍。以桑德斯和沃倫提出的醫保計劃為例，即使計入數萬億美元的稅收和職工／僱主供款之後，實現這一目標還需要籌集數萬億美元以應付新增預算赤字。與沃倫／桑德斯的計劃相比，拜登和布蒂吉格提出的計劃可以實現未參保人口減少大約一半的目標，但成本只相當於前者的一小部分。

各候選人醫保計劃對財政的淨影響估計

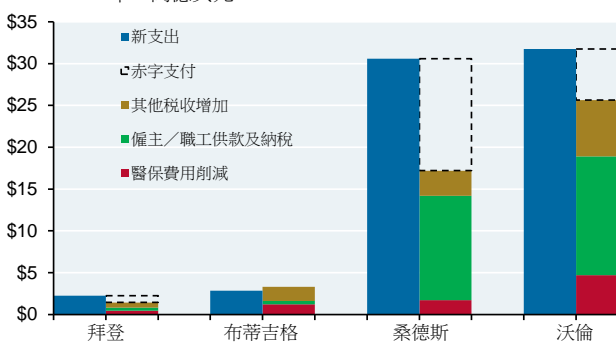
2021-2030年聯邦赤字的變化，萬億美元



資料來源：盡責聯邦預算委員會。2020年1月24日。

醫保計劃的資金來源，中間情形

2021-2030年，萬億美元



資料來源：盡責聯邦預算委員會。2020年1月24日。

- 未來十年，將有 3,000-3,500 萬美國人缺乏醫療保障。桑德斯和沃倫提出的醫保計劃實現將這一數位減少到零；而布蒂吉格提出的計劃希望減少到 500-1,000 萬，而拜登提出的計劃則減少到 1,500 萬。
- 第一張圖表顯示了按照 2021-2030 年美國聯邦預算赤字的擴張速度測算的淨成本估計，包括中間預測情形及可能出現的高成本和低成本結果。
- 這些估計扣除了直接和間接的成本抵銷（估計的處方藥節約、對醫保成本的增加設置上限、個人／企業所得稅增加、僱主／職工供款、削減非醫保開支和因公司／個人不再承擔僱主提供醫保的費用而導致應納所得稅增加繼而產生的「稅收回饋」效應）。
- 第二張圖表反映了這些醫保計劃細分為總成本和抵銷項目（包括稅收、醫保成本削減、職工／僱主供款和新增預算赤字）。例如，據估計，即使計入徵收總值數萬億美元的所得稅、資本利得稅、工薪稅、財富和遺產稅，以及數萬億美元的職工／僱主供款和稅款（取代現有的僱主資助醫保費用），沃倫和桑德斯提出的計劃將會導致 10 年預算赤字增加 6 至 13 萬億美元。桑德斯和沃倫提出的醫保計劃 10 年總成本約為 30 萬億美元。
- 雖然有些全民醫保宣導者認為在這一計劃下全國醫保支出應有所下降，但盡責聯邦預算委員會估計，沃倫和桑德斯提出的計劃實際上將導致全國醫保支出分別增加 3% 和 6%。
- 桑德斯的競選團隊可能會宣稱，其計劃將使職工供款低於目前支付的水平；這在很大程度上反映了一個事實：桑德斯提出的計劃依賴預期預算赤字的大幅增加，但目前還沒有人直接為此買單。桑德斯的計劃預計將使赤字增加 13 萬億美元，這將使國會預算辦公室目前的 10 年赤字預測「增加一倍」。沃倫的計劃需要實現更高的稅收，因為它覆蓋了更多的真實成本（但仍然會驅使 10 年赤字增加 6 萬億美元）。
- 桑德斯和沃倫幾乎取消了任何保費和自付醫療支出。儘管兩位候選人在演講中都提到了北歐醫保制度，但誠如我們去年 6 月所分析，大多數北歐國家的醫保制度都設有免賠額和自付費用。

<sup>2</sup> 關於盡責聯邦預算委員會開展分析的其他資訊，請點擊[這裡](#)。他們的分析不包括全民醫保計劃可能造成的負面經濟影響，如就業減少、人均收入降低和資本形成減少。



新一屆民主黨政府和參議院多數黨能夠逆轉企業減稅政策的速度有多快？

如果民主黨能先通過一項預算，而且通過的法案不會在十年預算視窗期後增加赤字，那麼他們便可以依靠只需通過簡單多數票提出預算協調規則。特朗普政府能夠避免十年預算視窗期出現變化，原因在於十年預算視窗結束前設置了一些關於減稅的落日條款，還有對沒有匯回國內的境外公司利潤徵稅等增收措施，借此抵銷企業減稅成本。民主黨大概也會採取類似的做法：提高企業稅和／或個人稅，並增加等額支出，以避免在十年視窗期過後改變預期的預算赤字。

民主黨提高工薪稅並對超出特定年度免徵額（例如25萬美元以上）的所有勞動所得及／或投資收益徵稅的難易程度如何？

- 如果國會取消應納工薪稅收入的上限，社會保障體系內的支付款項上不封頂，體系外的支付款項同樣也上不封頂。換言之，富人繳稅越多，退休後的收入也會越高。如此看來，取消這一上限本身對延長社會保障體系的可用年限幾乎毫無幫助。
- 國會因此可能只會把取消工薪稅上限作為社會保障體系償付能力整體解決方案的一部分，採取的措施也許包括延遲退休年齡和增加「拐點」（在該機制下，超過一定水平後，富人繳納的每一美元所獲得的收益甚至更低）。此舉措可將收益轉而分配給其他領取者，繼而延長社會保障體系的可用年限。
- 只要伯德規則和參議院通過程序阻撓議事的情況依然存在，改變社會保障制度就必須經過參議院60票表決的常規程序進行，不可能通過簡單多數票來實現。
- 不過，假如民主黨能夠擺脫阻撓議事程序，那麼實際上獲得簡單多數票就可以通過任何議案<sup>3</sup>，包括「全民醫保」。現在里德和其他激進派人士主張完全廢除阻撓議事程序（「核選項」），確保激進的施政計劃獲得通過。
- 有些人認為，參議院和眾議院那些溫和的民主黨人可能不大願意支持普遍大幅增稅。我不太確定。統一的政府有時候會迫使政客們通過立法，如果政客們認為這是他們這一代人唯一一個可實現目標的視窗。20世紀，主要立法都是在兩院兩黨「一定程度」的支持和同意下獲得通過的；《平價醫療法案》(2010年)和《減稅和就業法案》(2017年)就是在反對黨全部反對的情況下獲得通過，現在成為[美國百年史上最具有黨派色彩的重大立法法案](#)。即便這種情況再現，也實在不足為奇。

<sup>3</sup> 例外情形包括《憲法》要求更高的票數門檻等事項，例如條約批准。提醒一下，2013年前民主黨參議院多數黨領袖里德廢除阻撓議事程序，促成了行政部門人員提名和聯邦司法部的任命（不包括最高法院）。2017年共和黨參議院多數黨領袖麥康奈爾更勝一籌，將最高法院也包括在內，促成了戈薩奇的提名。





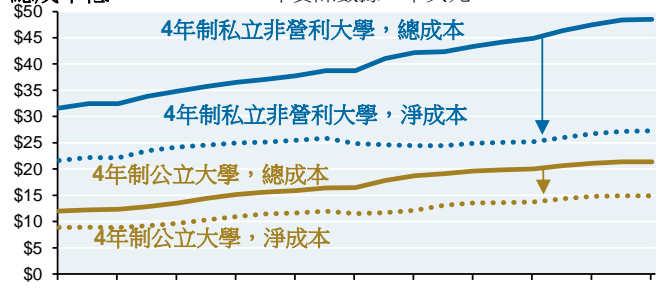
您以前曾經提及關於助學貸款的內容嗎？

有的。去年秋天，杰米讓我整理了一份關於助學貸款的詳細分析報告，其中包括問題評估和應當採取的措施。您可能會對報告的結論感到意外。我在下面列出了一些主要分析結果；您可以點擊[這裡](#)，閱讀全文共20頁的內容。

**主要結論：**

- 布魯金斯學會針對這一課題開展了全面、開創性的評論<sup>4</sup>，指出「主要」問題並非高昂且不斷增加的成本。1999年以來公立和私立非營利大學的學費加上住宿費和伙食費扣除物價因素一直保持每年2-3%的增長。但是，如果把大學助學金和聯邦撥款計算在內，大學的淨成本相比總成本低30%-45%。
- 更大的問題在於學生「在哪家大學」就讀、允許學生改變就讀大學的政策變化以及勞動力市場結果所產生的影響。第二張圖表顯示了助學貸款金額最高的10所大學。2000年，這10大大學名單基本由4年制頂尖大學組成，加上少數幾家「較為」著名的大學。到2014年，這10大大學名單幾乎被營利性大學佔據了。
- 第三張圖表顯示了營利性大學的普通畢業生為獲得學位而承擔了遠遠高於公立或私立非營利性大學畢業生所需承擔的債務。同樣地，第四張圖表顯示了營利性學校更加依賴聯邦助學貸款。

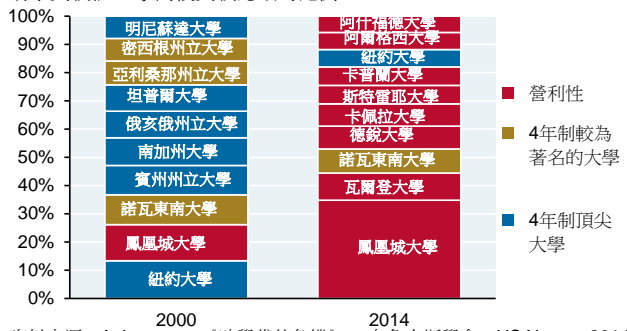
**把大學助學金和聯邦撥款計算在內，學費加住宿費和伙食費比總成本低30-45%：2018年實際數據，千美元**



資料來源：大學理事會、大學年度調查、國家教育統計中心、中學後教育資料綜合系統。2019年。

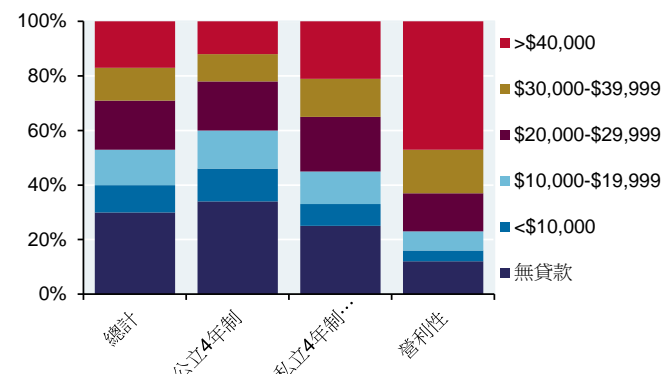
**學生貸款金額最高的10家高校**

助學貸款佔10家高校貸款總額的比例



資料來源：A. Looney，《助學貸款危機》，布魯金斯學會，US News。2014年。錄取率：較為著名大學為75-85%，頂尖大學不足75%

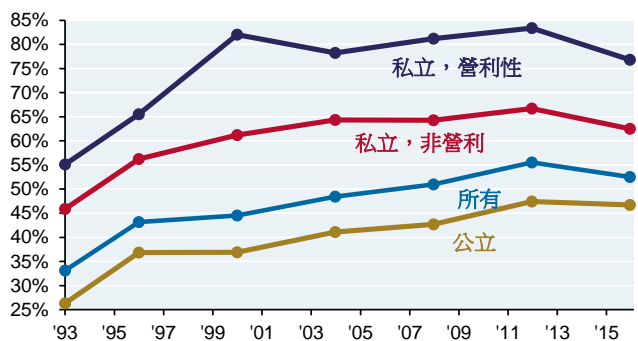
**獲得學士學位學生的累計貸款，2011-12年**



資料來源：A. Looney，布魯金斯學會。2012年。

**獲得聯邦助學貸款的本科生的比例**

按大學類型劃分



資料來源：美國國家教育統計中心。2018年。

<sup>4</sup> 《助學貸款危機》，作者為 Adam Looney（美國財政部）和 Constantine Yannelis（紐約大學斯特恩商學院）；布魯金斯學院經濟活動報告，2015年秋季。

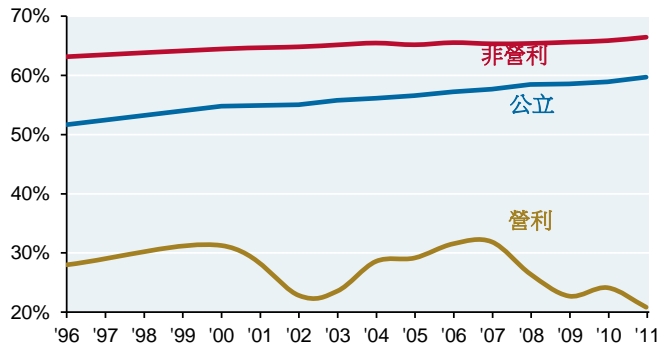


### 營利性大學存在什麼問題?讓我數一數.....

營利性大學的畢業率要低得多，學生失業率更高、收入中值更低，因此，其助學貸款的拖欠率往往「更高」。對了解這一體系的人來說，這些已不是秘密；誠如第二張圖表所示，20世紀80年代末營利性大學的助學貸款也突然激增，而未償付債務大致相若。

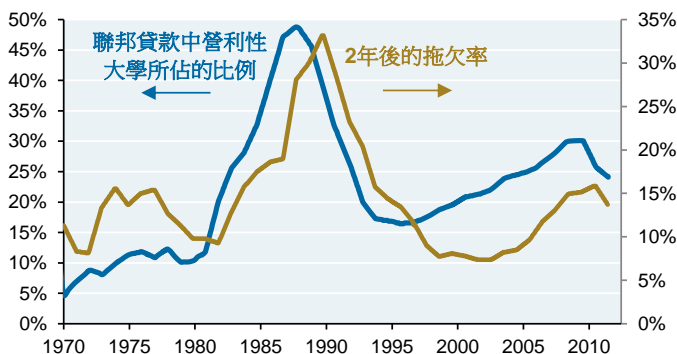
#### 首次就讀4年制大學的畢業率

尋求獲得學士學位的學生在6年內畢業的百分比，%



資料來源：美國國家教育統計中心。2019年。年份代表學生開始就讀4年制大學的時間。

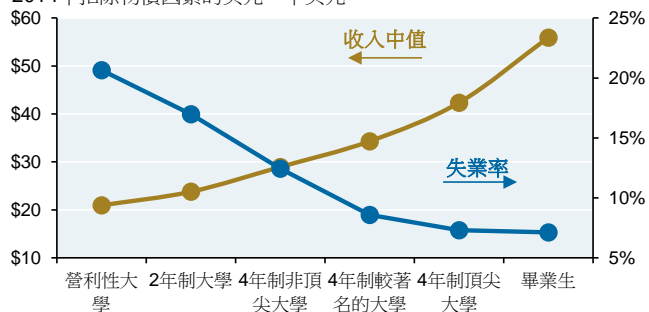
#### 聯邦貸款中營利性大學所佔的比例推高了學生貸款拖欠率



資料來源：美國經濟分析局，A. Looney，布魯金斯學會。2012年。

#### 畢業生收入中值與失業率的比較

2014年扣除物價因素的美元，千美元

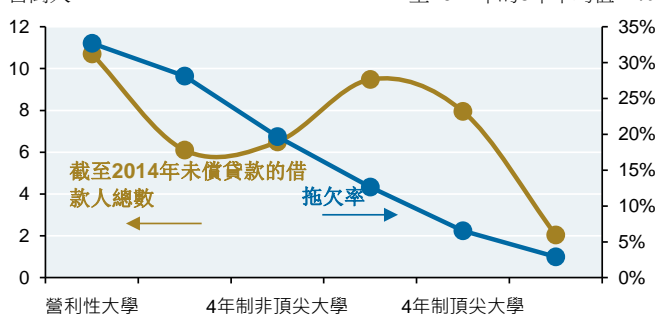


資料來源：A. Looney，《助學貸款危機》，布魯金斯學會。2014年。收入和失業率是聯邦貸款借款人第二個還款年份的數據。

#### 借款人總數與畢業生拖欠率的比較

百萬人

至2011年的5年平均，%



資料來源：A. Looney，《助學貸款危機》，布魯金斯學會，2014年。拖欠率 = 3年助學貸款拖欠率。

### 如何改進助學貸款制度?

- 保留現有助學貸款制度中大部分對借款人有利的內容
- 設計一個將助學貸款還款與畢業後收入掛鉤（而不是10年內分期等額全數償還貸款）的預設制度，有關貸款可自動從每月薪資中扣除
- 根據學校（而非借款人）的風險或可能根據專業領域（這將需要為貸款人出台新的安全港規定）重新引入基於風險的貸款審核標準
- 動用撥款和納稅人補貼為一些需要幫助但被忽略的學生提供教育經費

這些方案所需的費用遠遠低於註銷所有助學貸款的提案所需成本，後者可能要花費9,550億美元，當中還「不包括」完全免除公立大學學費的費用。鑑於基礎設施、醫療保健和可再生能源投資也屬於必須優先考慮的項目，盡可能節約政府資源確實不無道理，特別是考慮到2027年預計聯邦稅收收入將全部用於社會福利、強制性支付和利息方面。

**3月份敬請期待：2020年放眼市場能源報告**



**本文件之目的：**本文件僅供一般說明之用。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，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JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）摩根大通的其它領域所表達的觀點、意見、預測及投資策略不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。

#### **一般風險及考慮因素：**

本文件表達的觀點、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。請與您的摩根大通代表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、圖表或評論作出擔保或保證，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它領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。本文件不應視為摩根大通研究報告看待。任何預測的表現和風險僅以表達的模擬例子為基礎，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），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。

#### **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。年金是透過**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**盧森堡**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司**（簡稱「**摩根大通銀行盧森堡**」）發行，其註冊辦事處位於European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，註冊編號為R.C.S Luxembourg B10.958，由摩根大通銀行盧森堡經盧森堡金融監管委員會(CSSF)授權並受其監管，並受歐洲央行及CSSF共同監督。根據1993年4月5日頒布的法律，**摩根大通銀行盧森堡有限公司**經授權成為一家信貸機構。在**英國**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**發行。在英國脫歐（脫歐是指英國根據《歐盟公約》第50條法案退出歐盟，或其後將會喪失英國與歐洲經濟區餘下成員國之間獲得金融服務的能力）之前，**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**須受英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局的有限監管。有關英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局對**摩根大通銀行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**應要求提供。英國脫歐後，**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**是由英國審慎監管局授權，並須受英國金融市場行為監管局監管以及英國審慎監管局的有限監管。有關英國審慎監管局對**摩根大通銀行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**應要求提供。在**西班牙**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司 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。摩根大通銀行盧森堡有限公司 Sucursal en España（**馬德里分行**）已於西班牙銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為1516，並受西班牙國家證券市場委員會（Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」）監管。在**德國**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司法蘭克福分行**分派，其註冊辦事處位於Taufnussstr. 1 (Taufnuss Turm), 60310 Frankfurt, Germany，受德國金融監管委員會(CSSF)及歐洲中央銀行共同監管，在部分地區亦須受德國聯邦金融監管局（簡稱「BaFin」）監管。在**意大利**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於Via Cantena Adalberto 4, Milan 20121, Italy，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「CONSOB」）監管。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限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。摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行受荷蘭金融監管委員會(CSSF)授權和監管，並受歐洲中央銀行與盧森堡金融監管委員會共同監管；此外，**摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行**亦由荷蘭銀行(DNB)和荷蘭金融市場監管局(AFM)授權及監管，並於荷蘭商會以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義註冊登記，其註冊編號為71651845。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行**分派，其註冊辦事處位於Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark。摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**的名義註冊登記，並已獲丹麥金融監管委員會(CSSF)授權和監管，並受歐洲中央銀行與丹麥金融監管委員會共同監管。此外，以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**的名義註冊登記的**摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行**同時須受丹麥金融監管局(Finanstilsynet)監管，並於丹麥金融監管局以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義註冊登記，編號為29009。在**瑞典**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden。摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行已獲瑞典金融監管委員會(CSSF)授權和監管，並受歐洲中央銀行與瑞典金融監管委員會共同監管。此外，**摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行**同時須受瑞典金融監管局(Finansinspektionen)監管，並以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義在瑞典金融監管局登記註冊。在**法國**，本文件由**摩根大通銀行巴黎分行**分派，並受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution)及法國金融監管機構監管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，在瑞士受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)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（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其他法律管轄區的任何監管機構審閱。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。建議您審慎對待本文件。**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**是依據美國法律特許成立的國家銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。





在**澳大利亞**，摩根大通銀行(ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367)須受澳大利亞證券及投資委員會以及澳大利亞審慎監管局監管。摩根大通銀行於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言，「批發客戶」的涵義須按照公司法第 2001 (C)第 761G 條(《公司法》)賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

摩根大通證券是一家在美國德拉瓦州註冊成立的外國公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定，在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商(如摩根大通銀行及摩根大通證券)須持有澳大利亞金融服務牌照，除非已獲得豁免。**根據公司法 2001 (C) (《公司法》)，摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。**摩根大通證券於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第 761G 條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融資訊；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。

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。我們可能會向您提供和/或銷售未按照您祖國的證券或其他金融法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和/或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協定或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和/或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。任何證券(包括本基金股份)在巴西證券及交易委員會 CVM 進行註冊登記前，均一概不得進行公開發售。本文件載列的部分產品或服務目前不一定可於巴西及墨西哥平台上提供。

本報告內提及的「摩根大通」是指 JPMorgan Chase & Co 以及其全球附屬和關聯公司。

本文件是保密文件，僅供您個人使用。未經摩根大通的事先同意，不應向任何其他人士分派本文件的內容。未經摩根大通的事先同意，任何其他人士不得複製或利用本文件作非個人使用。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，請與您的摩根大通代表聯絡。

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。

© 2020 年。摩根大通。版權所有。