

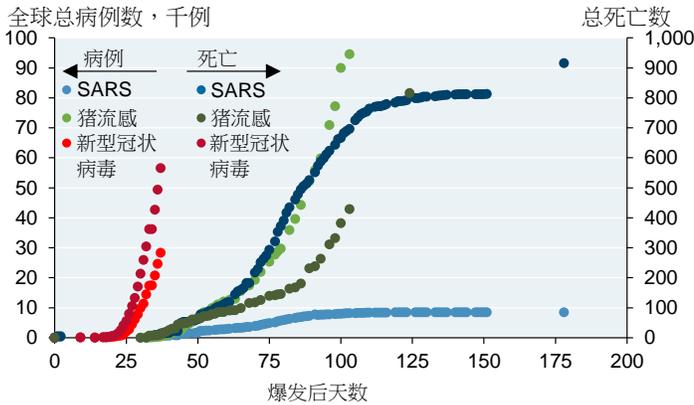


## 解读关于新型冠状病毒、美国股市集中度和超级大盘股票、爱荷华州预选会、民主党医保计划成本和助学贷款困境等问题

根据最新数据，我们对新型冠状病毒了解多少？

几周前，基于武汉不断上升的感染率、中国国内火车和航班预订情况以及对传染和死亡率等疾病参数的估计，人畜共患流行病学专家（研究动物携带疾病向人类传播的科学家）开始对这种新型冠状病毒敲响警钟。举个例子：第二张图表来自多伦多约克大学生命科学、公共卫生和数学系的研究人员：根据他们在1月22日的基本预测，武汉感染人数估计最多达163,000人，平均感染率可能高达6.5（相比之下，当年北京爆发的非典型肺炎（简称SARS）是4.9，吉达爆发的中东呼吸综合症（简称MERS）是3.5-6.7，而利雅得则为2.0-2.8）。不过，他们在模型中也加入了对受感染人士与无症状怀疑个案之间采取积极隔离和减少接触行为的政策，他们认为这些政策可以大幅降低感染率。此后「可能发生」的情况如下：他们对武汉累计报告病例最高数量的最新预测降至约2.5万例（目前实际报告病例为19,665例），并且预计武汉的每日感染率将于下周达到峰值。中国其他大城市的感染率可能比武汉滞后1-2周，因此全国报告的新型冠状病毒病例总数可能高达10万至30万例，考虑到新型冠状病毒呈现的高度传染性，病例数量范围受旅行禁令和减少接触政策的影响极大。这只是一组估计（其他来源的估计严重程度各异），而且无法计入任何变异。

### 新型冠状病毒与SARS和猪流感的传染性比较



资料来源：世界卫生组织，摩根大通。2020年2月6日。

### 初始和修改后的武汉感染率：检疫隔离和减少接触政策的影响，千例

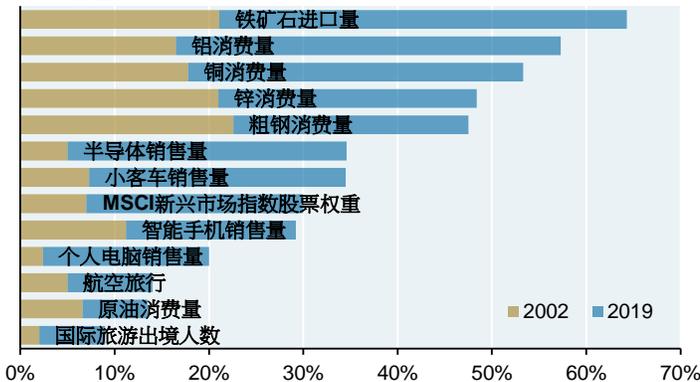


资料来源：吴等人，《对2019 n-Cov的传染风险的估计》，约克大学工业及应用数学实验室。2020年1月。

中国对全球经济的重要性已经远超2003年SARS爆发之时，因此许多分析师大幅调低中国一季度/二季度的增长预测，并对日本、东南亚其他国家、欧洲和美国的预测做出较温和的下调，这也是无可厚非。但是，如果以史为鉴，在病毒感染率达到峰值后一个季度左右，经济增长通常会回升，并且最终恢复趋势增长，而截至1月中旬，世界各国的趋势增长率都持续（缓慢）改善。

### 中国的市场和经济重要性日益增加

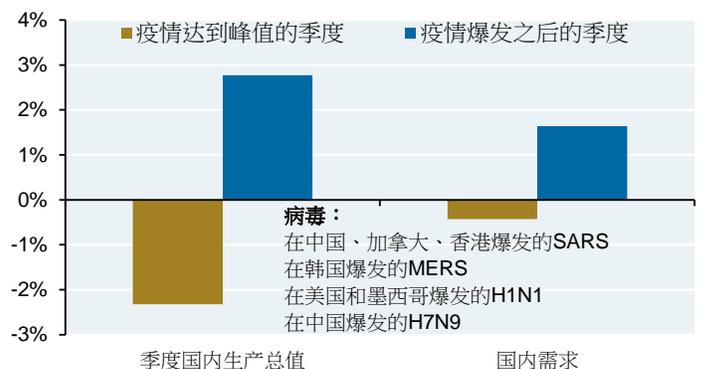
中国占全球水平的比例



资料来源：BCA研究、世界银行、摩根资产管理。2019年。

### 疫情爆发之后一个季度经济增长通常会会出现反弹

季度环比增长率偏离趋势的年化差幅



资料来源：高盛研究部。2020年1月。



美国股市似乎集中于少数几只超级大盘股，集中度乃前所未见。情况果真如此？

很大程度上，情况确实如此。前两张图表显示了少数几家公司多年来占据了美国股市的最大市值和回报贡献。

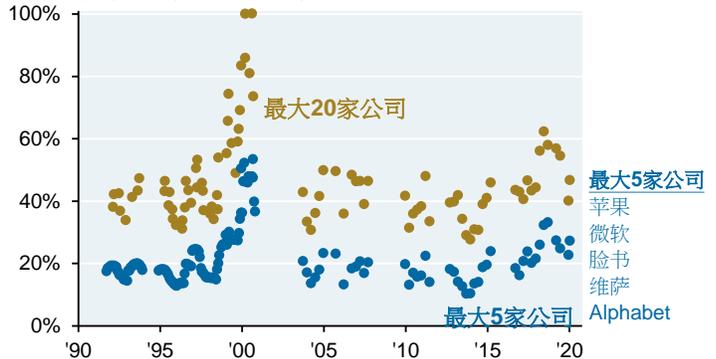
最大几家公司对美国总市值的贡献



资料来源：彭博。2019年四季度。

最大几家公司对总体美国市场回报的贡献

占市场回报的比例，滚动12个月



资料来源：摩根资产管理。2020年1月。数据反映年化回报率大于或等于10%的期间。

股票高度集中引发了投资者对估值的疑问。由于这些超级大盘股的销售增长率和利润率较高，投资者目前就此支付的市盈率溢价约为市值（不包括亚马逊）的 1.4 倍。这一市盈率溢价在 2010 年当时还是平价，而现在已经达到了自那时以来的最高水平。然而，在金融危机爆发前几年里，这一溢价指标也大约位于 1.3-1.4 倍左右，并在上世纪 90 年代末曾经达到 1.8-2.0 倍的峰值（注意；投资者绝不应该仅仅根据与市场历史上定价错配最严重时期的比较来进行投资）。换句话说，以接近市场估值价格收购表现理想的超级大盘股公司的机会已经荡然无存，但溢价尚未达到荒谬的水平。

	销售额、利润率和盈利增长率					估值					
	5年平均年同比销售额增长率	经营利润率	自由现金流率	未来12个月每股盈利增长率	预估长期盈利增长率	市盈率	未来12个月市盈率	过去12个月企业价值/销售额	市盈率(盈利)	市盈率(销售额)	过去12个月自由现金流收益率
Alphabet	20%	21%	19%	12%	16%	30.5	22.4	6.8	1.4	0.3	3.1%
苹果	6%	25%	24%	16%	12%	25.2	23.1	4.9	1.9	0.5	4.5%
脸书	42%	34%	30%	6%	22%	24.5	20.9	7.8	0.9	0.3	3.5%
微软	8%	34%	30%	21%	12%	33.4	31.9	9.9	2.7	0.7	2.9%
维萨	13%	65%	53%	13%	16%	36.9	33.1	17.3	2.1	1.5	3.1%
亚马逊	26%	5%	8%	22%	34%	89.1	51.2	3.7	1.5	0.2	2.1%
标准普尔500	4%	13%	9%	10%		21.9	18.9	2.7			3.8%

资料来源：彭博。2019年2月6日。市盈率(盈利)比率：未来12个月市盈率除以长期盈利增长率。市盈率(销售额)比率：未来12个月企业价值/销售额除以未来12个月销售额增长率。表中显示的所有公司仅用作说明，并非摩根大通在此背景下的推荐或认可。

这些超级大盘股公司正在以整体市场两倍的速度对自己进行再投资（资本支出+研发），按股息加回购计算其中三家（苹果、微软和维萨）的股东收益率目前介于 4%-8%之间，看来相当吸引。在近期超级大盘股上涨之后（自劳动节以来上涨了 25%），目前我们正在审视四大阻力因素：反垄断和司法部调查；法国和欧洲其他国家征收的数字服务税；对冲基金所有权高度重叠<sup>1</sup>；以及超级大盘股公司面对新兴、无盈利并快速增长的上市和私营公司(YUC)的支出变化存在的风险敞口，我们在 2020 年《放眼市场展望》中曾经讨论这一话题。超级大盘股走出了领涨行情（尤其是自 2016 年以来），但其估值可能已经处于合理的边缘。

<sup>1</sup> 上面显示的超级大盘股经常出现在对冲基金最常持有的十大股票名单以及对冲基金持仓头寸最大的十大股票名单当中。



## 对爱荷华州预选会有何评论？

仅对应用程序作出评论。爱荷华州民主党人更换了 2016 年操作良好的微软应用程序；新的应用程序仓促推出，苹果商店根本无暇加以审查；它必须绕过智能手机的安全设置才能下载；最终只有 25% 的选区主席能够成功下载和安装；由于这个应用程序开发者的身份保密，所以没有进行独立测试；而且开发者是一家政治咨询公司，并非科技公司（来源：《纽约时报》）。由一个有时也会对科技行业做出错误假设的政党来开发选举应用程序，这种做法本身已存在**严重问题**。

## 是否有人能够成功估算民主党各项医保计划将需耗费多少？

有。尽责联邦预算委员会(CRFB)发表了对民主党各项医保计划的成本估算<sup>2</sup>。所有医保计划都会把**数千万**未参保的美国人纳入医保覆盖范围。以桑德斯和沃伦提出的医保计划为例，即使计入**数万亿**美元的税收和职工／雇主供款之后，实现这一目标还需要筹集**数万亿**美元以应付新增预算赤字。与沃伦／桑德斯的计划相比，拜登和布蒂吉格提出的计划可以实现未参保人口减少大约一半的目标，但成本只相当于前者的一小部分。

各候选人医保计划对财政的净影响估计

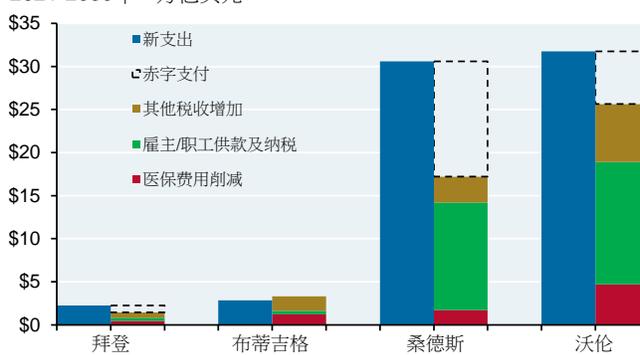
2021-2030年联邦赤字的变化，万亿美元



资料来源：尽责联邦预算委员会。2020年1月24日。

医保计划的资金来源，中间情形

2021-2030年，万亿美元



资料来源：尽责联邦预算委员会。2020年1月24日。

- 未来十年，将有 3,000-3,500 万美国人缺乏医疗保障。桑德斯和沃伦提出的医保计划实现将这一数字减少到零；而布蒂吉格提出的计划希望减少到 500-1,000 万，而拜登提出的计划则减少到 1,500 万。
- 第一张图表显示了按照 2021-2030 年美国联邦预算赤字的扩张速度测算的净成本估计，包括中间预测情形及可能出现的高成本和低成本结果。
- 这些估计扣除了直接和间接的成本抵销（估计的处方药节约、对医保成本的增加设置上限、个人／企业所得税增加、雇主／职工供款、削减非医保开支和因公司／个人不再承担雇主提供医保的费用而导致应纳税所得额增加继而产生的「税收反馈」效应）。
- 第二张图表反映了这些医保计划细分为总成本和抵销项目（包括税收、医保成本削减、职工／雇主供款和新增预算赤字）。例如，据估计，即使计入征收总值数万亿美元的所得税、资本利得税、工薪税、财富和遗产税，以及数万亿美元的职工／雇主供款和税款（取代现有的雇主资助医保费用），沃伦和桑德斯提出的计划将会导致 10 年预算赤字增加 6 至 13 万亿美元。桑德斯和沃伦提出的医保计划 10 年总成本约为 30 万亿美元。
- 虽然有些全民医保倡导者认为在这一计划下全国医保支出应有所下降，但尽责联邦预算委员会估计，沃伦和桑德斯提出的计划实际上将导致全国医保支出分别增加 3% 和 6%。
- 桑德斯的竞选团队可能会宣称，其计划将使职工供款低于目前支付的水平；这在很大程度上反映了一个事实：桑德斯提出的计划依赖预期预算赤字的大幅增加，但目前还没有人直接为此买单。桑德斯的计划预计将使赤字增加 13 万亿美元，这将使国会预算办公室目前的 10 年赤字预测「增加一倍」。沃伦的计划需要实现更高的税收，因为它覆盖了更多的真实成本（但仍然会驱使 10 年赤字增加 6 万亿美元）。

<sup>2</sup> 关于尽责联邦预算委员会开展分析的其他信息，请点击[这里](#)。他们的分析不包括全民医保计划可能造成的负面经济影响，如就业减少、人均收入降低和资本形成减少。



- 桑德斯和沃伦几乎取消了任何保费和自付医疗支出。尽管两位候选人在演讲中都提到了北欧医保制度，但诚如我们去年6月所分析，大多数北欧国家的医保制度都设有免赔额和自付费用。

新一届民主党政府和参议院多数党能够逆转企业减税政策的速度有多快？

如果民主党能先通过一项预算，而且通过的法案不会在十年预算窗口期后增加赤字，那么他们便可以依靠只需通过简单多数票提出预算协调规则。特朗普政府能够避免十年预算窗口期出现变化，原因在于十年预算窗口结束前设置了一些关于减税的落日条款，还有对没有汇回国内的境外公司利润征税等增收措施，借此抵销企业减税成本。民主党大概也会采取类似的做法：提高企业税和/或个人税，并增加等额支出，以避免在十年窗口期过后改变预期的预算赤字。

民主党提高工薪税并对超出特定年度免征额（例如25万美元以上）的所有劳动所得及/或投资收益征税的难易程度如何？

- 如果国会取消应纳工薪税收入的上限，社会保障体系内的支付款项上不封顶，体系外的支付款项同样也不封顶。换言之，富人缴税越多，退休后的收入也会越高。如此看来，取消这一上限本身对延长社会保障体系的可用年限几乎毫无帮助。
- 国会因此可能只会把取消工薪税上限作为社会保障体系偿付能力整体解决方案的一部分，采取的措施也许包括延迟退休年龄和增加「拐点」（在该机制下，超过一定水平后，富人缴纳的每一美元所获得的收益甚至更低）。此举可将收益转而分配给其他领取者，继而延长社会保障体系的可用年限。
- 只要伯德规则和参议院通过程序阻挠议事的情况依然存在，改变社会保障制度就必须经过参议院60票表决的常规程序进行，不可能通过简单多数票来实现。
- 不过，假如民主党能够摆脱阻挠议事程序，那么实际上获得简单多数票就可以通过任何议案<sup>3</sup>，包括「全民医保」。现在里德和其他激进派人士主张完全废除阻挠议事程序（「核选项」），确保激进的施政计划获得通过。
- 有些人认为，参议院和众议院那些温和的民主党人可能不大愿意支持普遍大幅增税。我不太确定。统一的政府有时候会迫使政客们通过立法，如果政客们认为这是他们这一代人唯一一个可实现目标的窗口。20世纪，主要立法都是在两院两党「一定程度」的支持和同意下获得通过的；《平价医疗法案》(2010年)和《减税和就业法案》(2017年)就是在反对党全部反对的情况下获得通过，现在成为[美国百年史上最具党派色彩的重大立法法案](#)。即便这种情况再现，也实在不足为奇。

<sup>3</sup> 例外情形包括《宪法》要求更高的票数门槛等事项，例如条约批准。提醒一下，2013年前民主党参议院多数党领袖里德废除阻挠议事程序，促成了行政部门人员提名和联邦司法部的任命（不包括最高法院）。2017年共和党参议院多数党领袖麦康奈尔更胜一筹，将最高法院也包括在内，促成了戈萨奇的提名。



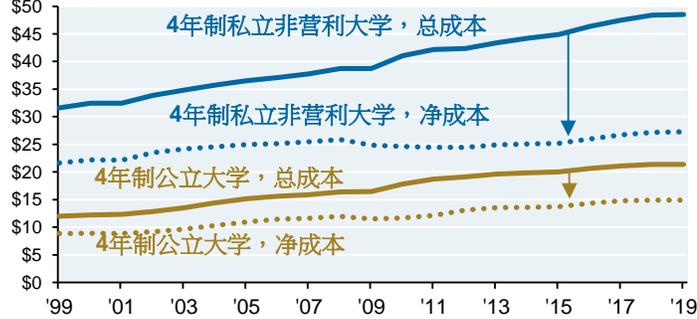
您以前曾经提及关于助学贷款的内容吗？

有的。去年秋天，杰米让我整理了一份关于助学贷款的分析报告，其中包括问题评估和应当采取的措施。您可能会对报告的结论感到意外。我在下面列出了一些主要分析结果；您可以点击[这里](#)，阅读全文共20页的内容。

**主要结论：**

- 布鲁金斯学会针对这一课题开展了全面、开创性的评论<sup>4</sup>，指出「主要」问题并非高昂且不断增加的成本。1999年以来公立和私立非营利大学的学费加上住宿费和伙食费扣除物价因素一直保持每年2-3%的增长。但是，如果把大学助学金和联邦拨款计算在内，大学的净成本相比总成本低30%-45%。
- 更大的问题在于学生「在哪家大学」就读、允许学生改变就读大学的政策变化以及劳动力市场结果所产生的影响。第二张图表显示了助学贷款金额最高的10所大学。2000年，这10大大学名单基本由4年制顶尖大学组成，加上少数几家「较为」著名的大学。到2014年，这十大大学名单几乎被营利性大学占据了。
- 第三张图表显示了营利性大学的普通毕业生为获得学位而承担了远远高于公立或私立非营利性大学毕业生所需承担的债务。同样地，第四张图表显示了营利性学校更加依赖联邦助学贷款。

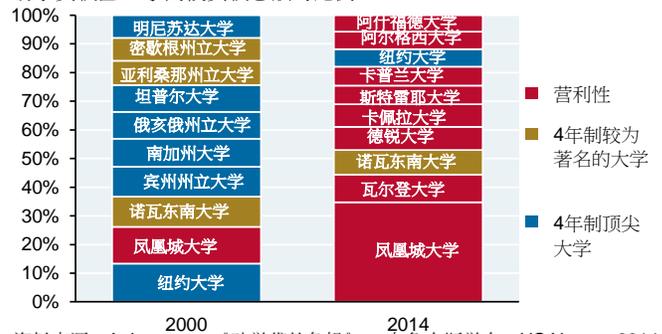
**把大学助学金和联邦拨款计算在内，学费加上住宿费及伙食费比总成本低30-45%：2018年实际数据，千美元**



资料来源：大学理事会、大学年度调查、国家教育统计中心、中学后教育数据综合系统。2019年。

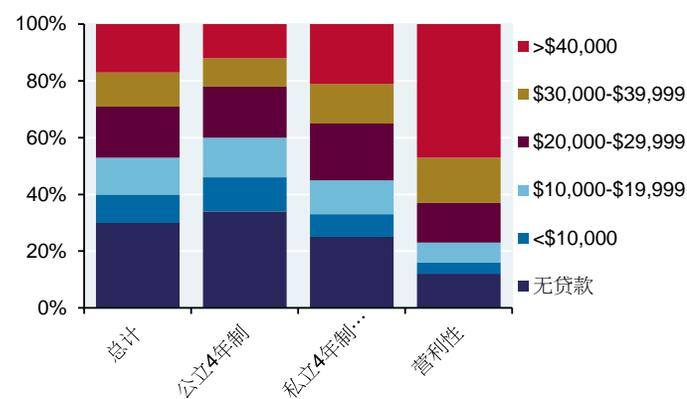
**学生贷款金额最高的10家高校**

助学贷款占10所高校贷款总额的比例



资料来源：A. Looney，《助学贷款危机》，布鲁金斯学会，US News。2014年。录取率：较为著名大学为75-85%，顶尖大学不足75%

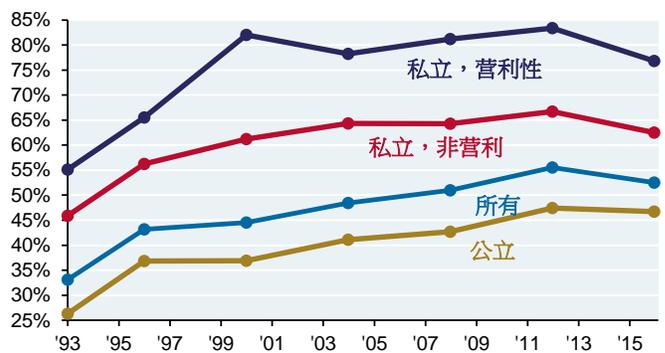
**获得学士学位学生的累计贷款，2011-12年**



资料来源：A. Looney，布鲁金斯学会。2012年。

**获得联邦助学贷款的本科生的比例**

按大学类型划分



资料来源：美国国家教育统计中心。2018年。

<sup>4</sup> 《助学贷款危机》，作者为 Adam Looney（美国财政部）和 Constantine Yannelis（纽约大学斯特恩商学院）；布鲁金斯学院经济活动报告，2015年秋季。

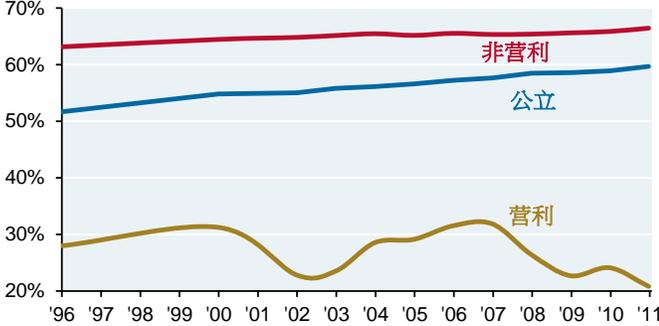


### 营利性大学存在什么问题?让我数一数.....

营利性大学的毕业率要低得多, 学生失业率更高、收入中值更低, 因此, 其助学贷款的拖欠率往往「更高」。对了解这一体系的人来说, 这些已不是秘密; 诚如第二张图表所示, 20世纪80年代末营利性大学的助学贷款也突然激增, 而未偿付债务大致相若。

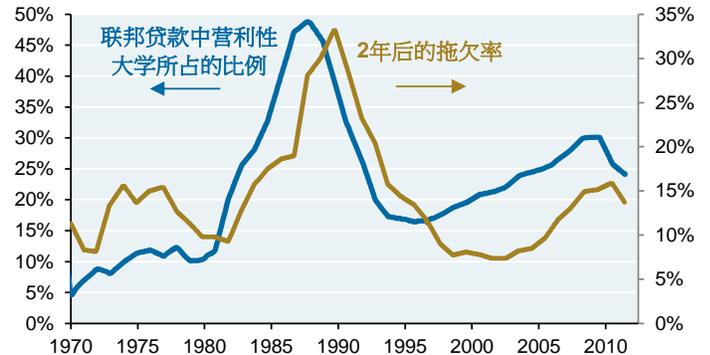
#### 首次就读4年制大学的毕业率

寻求获得学士学位的学生在6年内毕业的百分比, %



资料来源: 美国国家教育统计中心。2019年。年份代表学生开始就读4年制大学的时间。

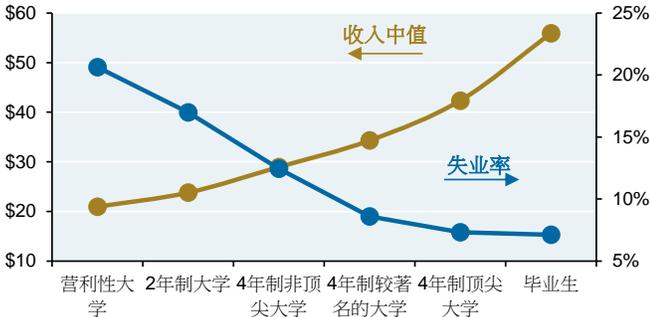
#### 联邦贷款中营利性大学所占的比例推高了学生贷款拖欠率



资料来源: 美国经济分析局, A. Looney, 布鲁金斯学会。2012年。

#### 毕业生收入中值与失业率的比较

2014年扣除物价因素的美元, 千美元

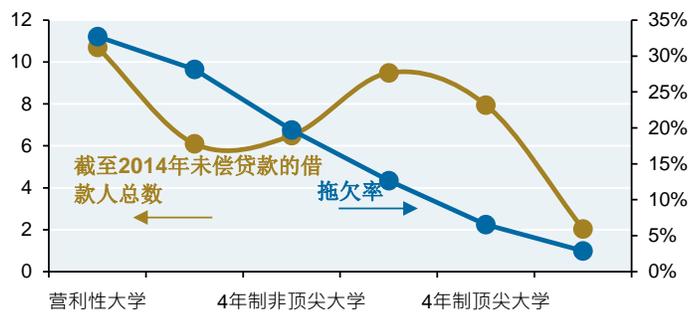


资料来源: A. Looney, 《助学贷款危机》, 布鲁金斯学会。2014年。收入和失业率是联邦贷款借款人第二个还款年份的数据。

#### 借款人总数与毕业生拖欠率的比较

百万人

至2011年的5年平均值, %



资料来源: A. Looney, 《助学贷款危机》, 布鲁金斯学会, 2014年。拖欠率 = 3年助学贷款拖欠率。

### 如何改进助学贷款制度?

- 保留现有助学贷款制度中大部分对借款人有利的内容
- 设计一个将助学贷款还款与毕业后收入挂钩 (而不是10年内分期等额全数偿还贷款) 的预设制度, 有关贷款可自动从每月薪资中扣除
- 根据学校 (而非借款人) 的风险或可能根据专业领域 (这将需要为贷款人出台新的安全港规定) 重新引入基于风险的贷款审核标准
- 动用拨款和纳税人补贴为一些需要帮助但被忽略的学生提供教育经费

这些方案所需的费用远远低于注销所有助学贷款的提案所需成本, 后者可能要花费9,550亿美元, 当中还「不包括」完全免除公立大学学费的费用。鉴于基础设施、医疗保健和可再生能源投资也属于必须优先考虑的项目, 尽可能节约政府资源确实不无道理, 特别是考虑到2027年预计联邦税收收入将全部用于社会福利、强制性支付和利息方面。

### 3月份敬请期待: 2020年放眼市场能源报告



**本文件之目的：**本文件仅供一般说明之用。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）摩根大通的其他领域所表达的观点、意见、预测及投资策略不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。

#### **一般风险及考虑因素：**

本文件表达的观点、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。请与您的摩根大通代表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、图表或评论作出担保或保证，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。**本文件不应视为摩根大通研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以表达的模拟例子为基础，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。

#### **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**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。年金是透过**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**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**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**可應要求提供。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**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**可應要求提供。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 Taunusstr. 1 (Taunus 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, Stravinskylaan 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证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会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监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由（通知您的）**摩根大通銀行香港分行/新加坡分行**向您提供。银行及托管服务由**摩根大通銀行新加坡分行**向您提供。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。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。建议您审慎对待本文件。**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**是依据美国法律特许成立的国家银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。



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（如摩根大通银行及摩根大通证券）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交易委员会监管，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送给澳大利亚任何类别人士。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。

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售。任何证券（包括本基金股份）在巴西证券及交易委员会CVM进行注册登记前，均一概不得进行公开发售。本文件载列的部分产品或服务目前不一定可于巴西及墨西哥平台上提供。

本报告内提及的「摩根大通」是指 JPMorgan Chase & Co 及其全球附属和关联公司。

本文件是保密文件，仅供您个人使用。未经摩根大通的事先同意，不应向任何其他人士分派本文件的内容。未经摩根大通的事先同意，任何其他人士不得复制或利用本文件作非个人使用。如您有任何疑问或欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通代表联络。

本文件的收件人已同时获提供中文译本。

尽管我们提供中文文件，但据摩根大通理解，收件人或其指派的顾问（若适用）有足够能力阅读及理解英文，且中文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。

© 2020年。摩根大通。版权所有。