



《放眼市場》感恩節版¹

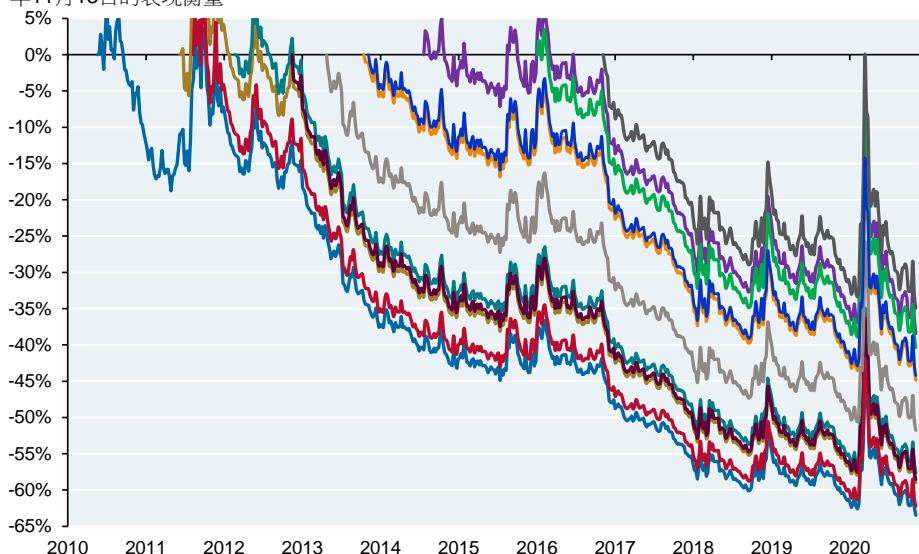
新冠疫情並沒有把「末日論者」從表現不佳的煉獄中拯救出來，而市場又再次處於歷史高位，2021年有望進一步上漲。不過，我認為某件事「可能」拯救他們，至少是暫時拯救：1月6日選舉不合法和憲法混亂的風險。詳情請參閱第4-6頁，了解所有相關規則和程序，包括密歇根州韋恩縣的最新情況

一年前，我撰寫了《末日論者》：其末日預言如野火般在紙媒和網絡財經新聞中傳播的市場觀察人士、預測人士和基金經理。誠如我們去年所述，從2009年到2019年，鑑於股市的良好表現，任何在聽信末日論者的意見後投資不足的人都蒙受了巨大的機會損失。請按[此](#)閱覽原文。

那麼，新冠疫情終於導致了末日論者一直在預期的市場崩潰，從而拯救了他們嗎？不見得。即使我們對他們將流行病納入災難場景的做法表示讚許，但3月份的拋售並沒能消除與他們觀點相關的欠佳表現。此外，2020年的股市大跌如此迅速地逆轉，以至於幾乎需要立即調整投資組合轉持風險更高的資產，才能部分挽回先前的損失。因此，新冠疫情並沒有把末日論者從表現不佳的煉獄中拯救出來，而且現在市場又回到了歷史高點。

新冠疫情並沒有把末日論者從表現不佳的煉獄中拯救出來

每1美元資金從標普500指數轉投巴克萊綜合債券指數對業績的影響，按末日論者發表評論當周到2020年11月13日的表現衡量



這張圖表是怎樣繪製的？

我們衡量了在末日論者發表評論時每1美元資金從股票轉投政府、按揭擔保和公司債券對業績的影響。相關評論的檔案請參閱上面鏈接的原文第4頁。

Simon Johnson & Paul Krugman
David Levy
Carl Icahn, John Hussman & George Soros
Bob Janjuah
Peter Schiff & Tom DeMark
David Stockman & Albert Edwards
Marc Faber & Laksham Achuthan
Robert Wiedemer
David Rosenberg
Jeff Gundlach
Nouriel Roubini

¹ 如果您要與親戚們一起歡度今年的感恩節，無論是面對面的還是遠程的，您都可能需要這個超鏈接。請參閱第6頁上的文本框。

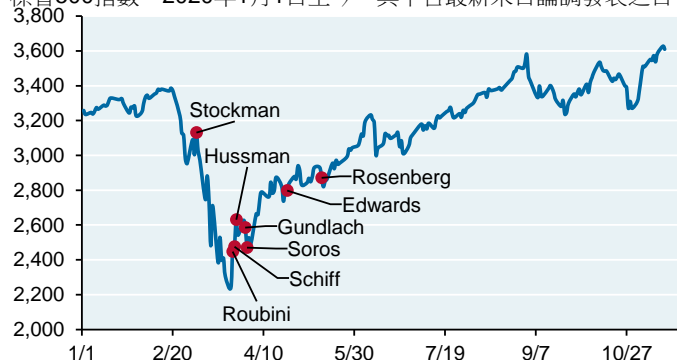


不出所料，當新冠疫情襲來時，末日論者又捲土重來。下面的圖表和表格顯示了今年早些時候他們所做的一些非常悲觀的評論。



時機就是一切

標普500指數，2020年1月1日至今，其中含最新末日論調發表之日



資料來源：彭博、摩根資產管理。2020年11月17日。所有資料來源，參閱引述表格。

末日論者	引述
David Stockman	「股市不僅會再次出次50%的回調（標普500指數跌至1,600點），而且會迎來漫長的L型探底，而不是2009年之後出現的V型快速反彈。」 - 在PeakProsperity上發表的文章
Nouriel Roubini	「新冠疫情仍在肆虐，無法得到控制，人們所能希望的最好的經濟結果就是比2008年金融危機之後還要嚴重的經濟衰退……比原來的大蕭條更糟糕的新版大蕭條發生的風險正在日漸上升。」 - 在Project Syndicate上發表的文章
Peter Schiff	「聯儲局的所作所為對美國經濟來說是極其不利的……它確保了我們正在步入的這場經濟衰退，蕭條將迎來極其殘酷的通貨膨脹，蹂躪經濟，投資者和退休人員更是首當其衝。」 - 福克斯財經
John Hussman	「我仍然預計未來幾年內標普500指數將會損失大約三分之二的市值。」 - Hussman Funds
Jeff Gundlach	「美股3月中旬觸及低點……我敢打賭，這個低點會被擊穿……股市確實已經回到阻力區，而且我認為市場運作還是失靈……跌破3月份的低點，然後在較長時間內維持低位。」 - CNBC
George Soros	「我們會迎來我有生以來最糟糕的熊市。」 - Business Insider
Albert Edwards	「很多看漲股市的人認為，央行注入的大規模流動性必將提振股價。這讓我覺得很荒唐……利潤的暴跌極有可能給股市可以度過低谷這種說法造成致命打擊。我反而預計會有充足的流動性流入政府債券。」 - Business Insider
David Rosenberg	「因此，即使股市告訴你一切都已經解決了，我也可以向您保證，我們此刻面臨的是一個經濟高度不確定的未來，不幸的是，大多數長期風險都會下行，而不是上行。我們正處於蕭條而非衰退當中。這是一場蕭條。我沒有說大蕭條；這是一場蕭條。」 Rosenberg強調。「而且我認為，經濟蕭條的動態不同於衰退，因為蕭條會引發長期行為變化。典型的商業周期衰退在結束後一年內就會被人遺忘。蕭條至少意味着經濟增長乏力、普遍產能過剩、通貨緊縮壓力和破產潮的長期存在。」 - Advisor Perspectives





為什麼根據末日論者的觀點建倉的投資組合表現不佳呢？

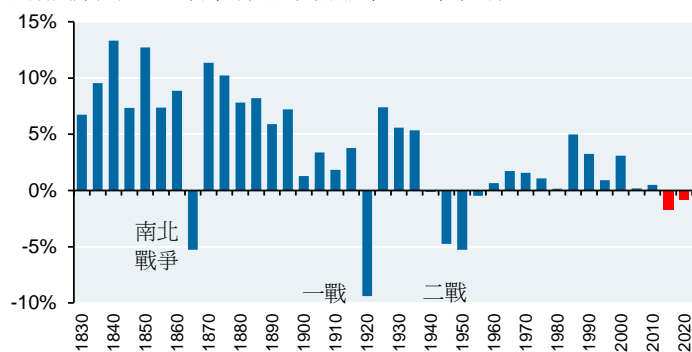
財政和貨幣刺激在很大程度上解釋了這一現象。除了南北戰爭、第一次和第二次世界大戰期間，過去十年是有記錄的美國歷史上負實際政策利率持續時間最長的時期。最近，因新冠疫情而施行的刺激力度是金融危機期間的兩倍，而且實施速度加快了4倍。能夠部分解釋熊市逆轉速度的其他因素還包括：美國公開上市股票的技术性短缺，因為併購活動和回購超過了首次和二次發行（圖3）。

雖然刺激政策起到了一定作用，但企業利潤對新冠疫情的抵禦能力，比末日論者可能預料的要強。2020年三季度，企業盈利超出預期（對比普遍預期的萎縮25%，只下降了8%），本季度的企業盈利萎縮幾乎全部來自航空公司、其他旅遊相關企業和能源公司。市場核心（不包括金融、房地產投資信托和能源）的自由現金流實際上在2020年一季度、二季度和三季度都有所「上升」。按照目前的改善速度，到2021年底，標普500每股盈利應會超過疫情前的水平。

儘管最近發達國家感染病例數²和死亡病例數激增，但我們預計，2021年消費、庫存需求、資本支出和企業利潤都將進一步復甦，推動因素包括各國央行「再次」購買3至4萬億美元的資產，以及疫苗³對勞動力參與和流動性的最終影響。若果真如此，投資組合將繼續受益於風險資產的正常配置。

然而……我可以想到一個至少暫時「可能」拯救末日論者的因素：被市場視為非法的非正統的美國權力過渡。我們接下來要討論這一問題。

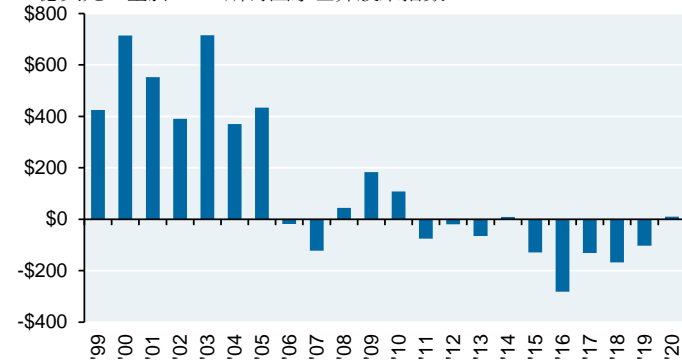
現金實際收益率創下1830年以來除戰時外的新低 短期國庫券／基金利率減去通貨膨脹率，五年平均值



資料來源：聯邦儲備銀行、Robert Shiller、GFD、勞工統計局、摩根資產管理。2020年10月。

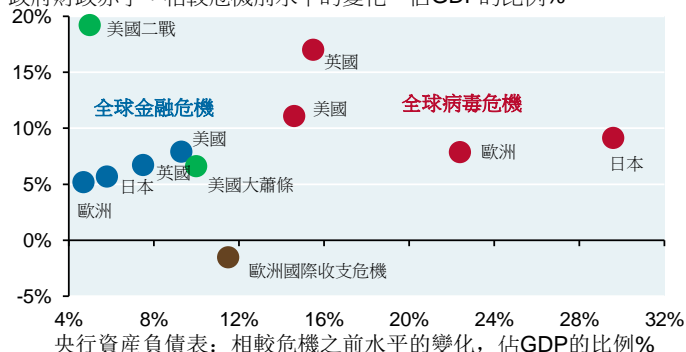
美國股票淨供應量創下新低

10億美元，基於MSCI所有國家世界股票指數



資料來源：摩根環球市場策略組。2020年10月。

為應對全球病毒危機而實施的債務貨幣化使其他一切黯然失色 政府財政赤字：相較危機前水平的變化，佔GDP的比例%



資料來源：各國央行數據、美國行政管理和預算局、聖路易聯儲、摩根環球經濟研究部、摩根資產管理。2020年11月。

發達地區每日新增感染病例與死亡病例的數量對比



資料來源：約翰霍普金斯大學、摩根資產管理。2020年11月17日。7日均值。

² 密歇根現在的感染病例人數是3月時的7倍，而且住院／死亡人數都在急劇上升。放射學家、特朗普的冠狀病毒專家斯 Scott Atlas 針對密歇根州再次實行的限制措施提出了以下醫療建議：「疫情停止的唯一辦法在於人們起來反抗。您接受什麼就得到什麼」。只有最優秀的人！

³ 輝瑞和 Moderna 已經宣布了成功的三期試驗結果；NovaVax、強生和阿斯利康可能很快也會公布。

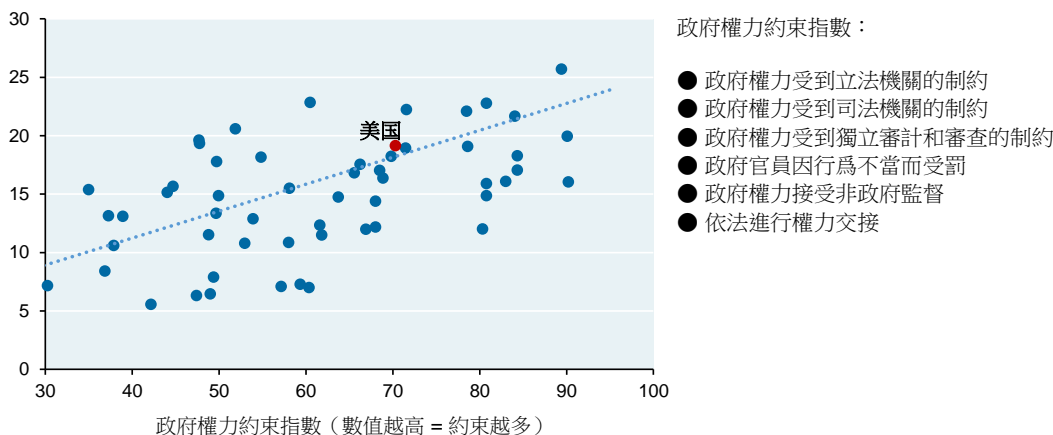




《美國恐怖故事》：1月6日發生憲法混亂的風險很小

民主國家可以或者說應該實施法治，確保只對合法的選票進行計數。然而，如何實現這一目標難在細節；如果美國作為世界儲備貨幣國家被認為由於選舉後政黨的操縱而滑向選舉不合法的道路，市場可能會做出負面反應。在圖表中，我們展示了股票市場估值與政府權力約束之間的關係。**法治力度有所減弱（如果導致市盈率下降3至4倍），可能導致美股估值下調。**

對政府權力約束較多的國家股票交易估值更高
股市市盈率



資料來源：n=67個國家。世界經濟論壇、全球正義項目、MSCI、Factset、摩根資產管理。2020年11月。

憲法、法院、國會、選舉舞弊指控和感恩節的超鏈接

- **可能會有一個或多個州提交相互矛盾的選舉人名單嗎？**只有北卡羅來納州明確授予了立法機關認證選舉人的職能。其他州的立法機構，儘管在他們的州憲法和法規中有限制，可能會主張根據憲法第二條採取行動的權力，提交一份選舉人名單。但州長或州務卿雖然沒有明確授權「也」可以提交一份與前者矛盾的名單。根據聯邦選舉日條例，與普選結果相抵觸的選舉人名單可能無效，也可能侵犯最高法院在布什訴戈爾案中承認的投票權。**相互矛盾的選舉人名單極其罕見：在20世紀只發生過一次（夏威夷，1960年）**
- 相互矛盾的選舉人名單問題將依照1887年「選舉人票統計法」(ECA)規定的規則來解決：1月6日，新就任的國會將解決這些問題。在國會分裂的情況下，普遍的看法是，「選舉人票統計法」的決勝規則一般要求國會採用由有關州州長簽署的選舉人名單。州長所屬黨派：密歇根州／賓夕法尼亞州／威斯康辛州／內華達州的州長是民主黨，佐治亞州／亞利桑那州的州長為共和黨
- 美中歷史學家Graham Allison寫道，**共和黨可能宣布「選舉人票統計法」違憲**，理由是聯邦法規不能限制憲法賦予國會兩院計算和確定選舉人票有效性的權力。正如論點所言，計票必須根據憲法第12修正案進行，並且如果眾議院和參議院在相互矛盾的選舉人名單上存在分歧，則副總統彭斯（作為計算選舉人票數的國會聯席會議的主持人）**可以投出決定性的一票**。在市場預設的噩夢場景中，「選舉人票統計法」被參議院拋棄，共和黨宣布特朗普通過在三個州翻盤而成為勝利者，民主黨人不同意並拒絕參加1月6日的會議，所有這些都為兩人同時舉行就職典禮奠定了基礎。**1876年勉強避免了這種結果的出現，並導致了1887年法案的出台**
- **Allison預設的場景假定參議院共和黨議員拋棄「選舉人票統計法」**，儘管制定該法案就是為了解決出現相互矛盾的選舉人名單的結果。在任何情況下，讓我們來計算一下：由於參議院的席位規則，1月6日參議院的席位構成將是**51位共和黨和48位民主黨**，因為佐治亞州決選出來的一位參議員還沒有就任，而另一位無論結果如何都仍將是共和黨（因為這是一次特別選舉）。因此，**如果有兩位或更多位共和黨參議員在解決多重選舉人名單問題時遵守「選舉人票統計法」**，州長的決勝力仍將存在



- **突發新聞：選舉審核委員會拒絕接受普選票的風險**
 - 韋恩縣(Wayne County)的選舉審核委員會陷入僵持，因為兩名共和黨成員拒絕認證；後來他們認證了；然後又宣布，由於密歇根州務卿沒有承諾進行全面審計，**他們已經撤銷了之前的認證**。註：據報道，選區差異很小，在預期範圍內，低於2016年
 - **州選舉審核委員會可以忽略韋恩縣的選舉結果，仍舊認證州的選舉結果**。但是，如果州選舉審核委員會不認證或出現僵持局面，密歇根州的一項舊法律似乎允許改由州立法機構做出決定。如果州和韋恩縣的選舉審核委員會是基於超出其審核權力範圍之外的因素而不願意認證，州法院可以要求他們認證，但這需要法院的判斷
 - 不過，即使州委員會自願或聽從法院命令進行認證，這項州法律似乎仍然允許立法機構在「結果有爭議」時承擔解決選舉問題的責任。這項法律是用被動語態寫成的，沒有指定誰提出爭議，但追溯到100年前的判例法表明，所有失敗的候選人或州選舉審核委員會持異議的成員必須做的就是對結果提出爭議，而且決定可以提交給立法機構
 - **如果事情發展到這一步，很可能要歸結到密歇根州最高法院對這項古老的州法律進行裁決**。聯邦法院可以介入，但考慮到憲法限制聯邦法院參與州議會的選舉決定，結果將是模糊的
- 另一個很小的風險：理論上，司法部長巴爾可以指示調查人員**查封或扣押選舉記錄**，以調查選民舞弊行為，這將減慢選舉審核和重新計票的速度。通常司法部的政策是等到選舉塵埃落定之後，才會對舞弊進行調查，發起起訴或民事執法程序。如果發生了這種情況，那麼一個州可能無法在12月14日選舉人團截止日期前開會。不過，各州已經開始認證選舉結果，而一旦結果得到認證，即使司法部的扣押行動會干擾重新計票，初步認證也很可能成為任命選舉人的依據
- **重新計票**方面，佐治亞州計劃於11月20日之前及時完成，以便其州務卿在11月20日之前對選舉結果進行認證（法院可以延長這一最後期限）；初步結果顯示，到目前為止，選票變化不大。賓夕法尼亞州（拜登領先0.8%）、威斯康辛州（拜登領先0.7%）和內華達州（拜登領先2.7%）也可能被要求重新計票。從歷史上看，重新計票並沒有改變懸殊這麼大的投票結果
- **結論：只有大量極不正常的情況發生，特朗普才能連任。根據未經認證的投票結果，特朗普必須扭轉或推翻三個州的投票結果，使拜登拿不到270張選舉人票(EV)**。非正式結果顯示拜登獲得了306張選舉人票，因此特朗普需要通過上述任一途徑在三個州翻盤（各州選舉人票數和其他數據請參閱下頁表格）
- **這些風險有多小？**俄亥俄州立大學的Ed Foley（Allison援引的憲法選舉法專家）上周寫了一篇「自己」的文章，題為《放輕鬆。拜登將於1月20日宣誓就職》。我一直合作的另一位專家也同意他的觀點。他們認為：證明非法選票的數量足以讓法院擱置某州選舉結果的門檻非常之高
- **即便如此，我也不排除任何可能性**。特朗普昨晚解僱了一名美國大選安全官員，而且他的競選團隊提起訴訟請求法官阻止州政府對大選結果進行認證，因為其中存在舞弊和其他不當行為。特朗普的很多訴訟都沒有共和黨全國委員會的簽字，據說特朗普的一些律師事務所也不支持他。但凡事皆有可能，尤其是在司法部長巴爾授權美國律師調查舞弊指控後，司法部一名負責投票調查的高級官員辭職了。這位離職的司法部官員告訴同事，**司法部的新政策廢除已有四十年歷史的關於選票舞弊調查的不干涉政策**



我沒有提及**權變選舉**，因為我能想到的大多數情況都是其中一位候選人或另一位候選人的選舉人票數達到270張選舉人票；及／或如果有任何州沒有在12月14日的截止日期前提交選舉人票，那麼這些選舉人票很有可能會被從選舉人團等式的分子「和」分母中去除。因此，候選人需要在所有剩餘選舉人票中獲得簡單多數才能勝出。

最高法院的情況如何？

- 首先，法院可能會審理針對各州選票結果質疑的上訴，例如賓夕法尼亞州遲到的缺席選票（數量太少，無法改變結果）；對計票透明度的指控（司法救濟可能涉及對某些郡縣重新計票）；違法接受某些選票（問題票數量太少，無法改變結果）；以及對投票過程中普遍存在違規和舞弊的指控（過去兩周，這些指控大多被下級法院駁回）
- 其次，如果法院審理對《選舉人票統計法》是否符合憲法提出的質疑，會發生什麼情況呢？這樣的訴訟很可能會失敗：《選舉人票統計法》並沒有侵犯任何特定個人的權利，因此任何人都沒有資格根據《憲法》第三條對其提出質疑。此外，由於憲法賦予了國會參眾兩院清點和決定選舉人票有效性的獨有權力，因此，根據政治問題原則，聯邦法院（包括最高法院）沒有限制國會權力的管轄權

我不打算評論大範圍舞弊的可能性；法院會對此做出裁決的。我要說的是：2020年2月，參議院的共和黨人阻止通過與選舉安全有關的法案，包括選舉安保籌資和一項禁止投票機連接互聯網的提案。當時，麥康奈爾還阻擾了另外10項選舉安全法案（這次選舉引發了一連串的幸福樂禍）。另外，我的姐夫（內弟）一直給我發送各種「網絡新聞來源」的視頻和鏈接，斷言有「證據」表明選舉黑客操縱了大範圍的舞弊。我花了一生當中不可復得的幾個小時，給他提供了一些明確駁斥這些理論的資料，但我不確定這會對他產生多大影響。如果感恩節期間您要面對這樣的家人，您拿去看看：

<https://www.factcheck.org/2020/11/bogus-theory-claims-supercomputer-switched-votes-in-election/>

資料來源和引用的文章

我一直與Michael Morley（佛羅裏達州立大學）合作，他在選舉法、憲法、聯邦法院、選舉突發事件、選後訴訟和針對被告的禁令等領域授課和撰寫文章

2020年11月6日《國家利益》雜誌刊文《特朗普通往勝利的秘密之路》，作者是哈佛大學的Graham Allison

2020年11月11日《華盛頓郵報》刊文《放輕鬆。拜登將於1月20日宣誓就職》，作者是俄亥俄州立大學的Edward B Foley

關鍵州政府機構的黨派隸屬關係

州	州長	州立法機構	州務卿	選舉人票	認證截止日期
亞利桑那州	共和黨	共和黨	民主黨	11	11月30日
佐治亞州	共和黨	共和黨	共和黨	16	11月20日
密歇根州	民主黨	共和黨	民主黨	16	11月23日
內華達州	民主黨	民主黨	共和黨	6	11月24日
賓夕法尼亞州	民主黨	共和黨	民主黨	20	11月23日
威斯康辛州	民主黨	共和黨	民主黨	10	12月1日

資料來源：美國州議會聯合會、全國州務卿協會、華盛頓郵報。2020年11月。



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 Taunusstor 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, 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。