

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

2022 年中展望

经济飓风抑或是暴风雨：
转型中的世界



目录

序言

4 跨越经济周期布局投资组合

驱动经济和市场走向的因素有哪些?

8 对抗通胀的行动和宽松货币政策的终结

10 战争与大宗商品供应链冲击

12 中国新冠政策及其对全球造成的影响

为投资组合做好充分准备，迎接本轮和下一轮经济周期

16 配置核心固定收益资产，以此作为投资组合的压舱石

17 优先考量股票投资组合的均衡布局与个股质量

18 为经济结构转型未雨绸缪

总结

20 在困境中坚守投资原则

1

序言

投资产品 • 不受联邦存款保险公司保障 • 未获银行担保 • 可能损失已投资的本金

本文件内表达的观点乃根据当前环境而作出，可予更改，且可能与摩根大通及其关联公司和雇员发表的观点不同。有关观点和策略未必适合所有投资者。投资者应在参与任何投资产品或策略前咨询其财务顾问。本文件不应被视为研究报告或摩根大通研究报告。前景展望和过往表现并非未来表现的可靠指标。请阅读本文件末尾的其他监管信息、披露声明、免责声明、风险因素和其他重要信息。



跨越

经济周期 布局投资组合

今年伊始，许多投资者期待迎接一个蓬勃的经济周期。而现在，局势迅速演变，未来前景挑战重重，投资者不禁担心即将面对的是一场经济飓风抑或只是暴风雨。尽管美国消费者和企业发展保持稳健，科技创新也持续发力，本轮经济周期却迅速向前推进，与此同时，各国政府和央行减少了对经济的支持力度。

在今年摩根大通的《年中展望》中，我们将会聚焦于全球经济转型，探讨这一变化对投资者带来的启示，同时阐释经济转型将会对本轮及下一轮周期造成的影响。根据我们的观察，目前的转型与主宰今年下半年全球经济和金融市场发展轨迹的三大因素密切相关。这三大因素包括：(1)宽松货币时代的终结，央行收紧货币政策；(2)俄乌战争带来的连锁反应；最后(3)中国在全球经济中的角色转变。这些风险因素是否将会进一步发酵并合力演变成为一场经济飓风？抑或只是一场终将成为过去的暴风雨？

对于投资者而言，各国央行（尤其是美联储）为对抗通胀而采取的行动以及宽松货币政策的终结，是当前迫在眉睫的问题。美国整体通胀率逼近过去几十年来的新高，加上劳动力市场趋紧，驱使紧缩货币政策势在必行。然而，由于新冠疫情对经济造成的影响挥之不去，央行实施紧缩政策的力度究竟需要多大实在难以判断。

鉴于欧洲对俄罗斯能源的依赖，俄乌战争对欧洲经济造成的影响可能最为严重。经济发展势头已然放缓，而市场低迷情绪反映出这一趋势仍将继续。俄罗斯能带来的风险无疑高于战前水平。

中国实施封城措施抑制了消费活动，还影响了商品生产，严重打击了全球供应链。政策制定者似乎仍将坚守「疫情清零」政策，导致全球经济增长前景再添阴霾。

毋庸置疑，衰退风险已经有所上升。然而，从目前来看，我们的基本预测认为未来12个月经济将不会陷入衰退。

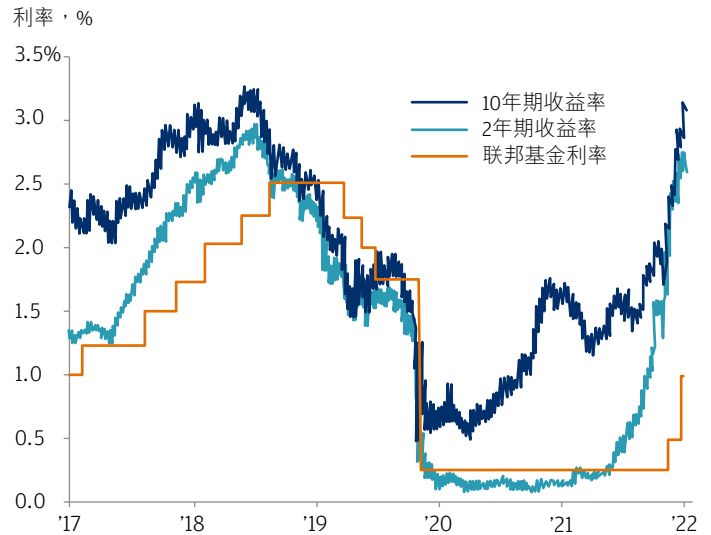
反观环球各国，宽松货币政策的终结、经济增长放缓加上风险上升，构成了当前金融市场环境的主要基调。

「宽松货币」是指大规模的政府支出叠加超低利率和充裕的央行流动性支持。

随着债券收益率涨升，今年迄今主权债和投资级公司债券表现不佳。全球股市也同样下跌，从年初至今标准普尔500指数录得史上其中一次最大跌幅。疫情大流行期间，在利率下调至接近零水平时大受青睐的机会型资产得以蓬勃发展，但目前已经成为今年表现不佳的资产类别。

此外，美元兑主要贸易伙伴货币的汇率上升至接近过去几十年来的新高，这可能会给跨国公司和发行美元计价债券的新兴市场国家带来沉重打击。

美国债券收益率上升至周期高位



资料来源：FactSet。数据截至2022年5月10日。

今年迄今，多元资产投资者几乎无法幸免全部受到一定程度的影响。展望未来，股市入市点将更具吸引力，我们认为股票与债券之间的反向相关性有望恢复。换言之，我们预计债券将再次成为投资组合的中流砥柱，除了可避免投资组合受股市波动影响，同时还能提供下行风险保护。

不过，我们不会低估当前全球经济和市场转型过程中所面临的挑战。与此同时，我们也不会低估未来可能发掘的投资机会。毕竟，「跨越经济周期布局投资组合」意味着我们保持长期投资，为下一轮周期未雨绸缪。

在接下来的各个章节中，我们将会审视驱动经济和市场走向的三大因素，即对抗通胀的行动及宽松货币政策的终结、欧洲爆发战争和大宗商品供应冲击，以及中国实施严格的封城管控措施对全球经济造成的连锁影响。

有鉴于此，我们将会分享几种有效的方法，帮助您在本轮和下一轮周期保持长期投资，同时增强您的投资组合的下行风险保护：

配置核心固定收益资产，以此作为投资组合的压舱石。优先考量股票组合的均衡布局与质量水平。为经济结构转型未雨绸缪。

首先是三大因素。让我们逐一为您解读。

2

—
驱动经济和市场走向的因素有哪些?

对抗通胀的 行动和宽松货币 政策的终结

今年以来，美联储为对抗通胀而采取的行动成为了主宰全球金融市场走向的关键因素之一。整体通胀率创下过去40年来的新高，再加上劳动力市场趋紧，美联储有充分理由大幅提高政策利率。未来12个月，市场价格将会反映自上世纪90年代以来最快的加息周期带来的影响。不仅如此，美联储正计划于2025年底前将总值9万亿美元的资产负债表大幅缩减至7万亿美元以下(如果一切顺利)。调高利率以及降低央行流动性旨在收紧金融环境，而这也反映了宽松货币政策的终结。问题来了，央行的紧缩力度如何才算足够？有关措施必需能够实现目标，同时不会过度打击经济增长？

首先，我们应当重点关注整体通胀率。随着新冠疫情对经济和市场的干扰逐渐消退，受到部分牵连的整体通胀率也会随之发生变化。同时，消费逐渐从商品转向服务领域，导致库存水平有所上升，库存销售比率也逐渐恢复。越来越多的证据表明，货运行业供应过剩，全球运费正在波动。自疫情爆发以来，二手车价格占消费行业总体价格涨幅的三分之一，但目前二手车价格也在经历波动，甚至开始下跌。

上述市场走势表明，过去18个月通胀率急剧上升至少有一部分与新冠疫情相关。因此，即使美联储不采取任何政策行动，随着疫情逐步消退，通胀也可能逐步正常化。

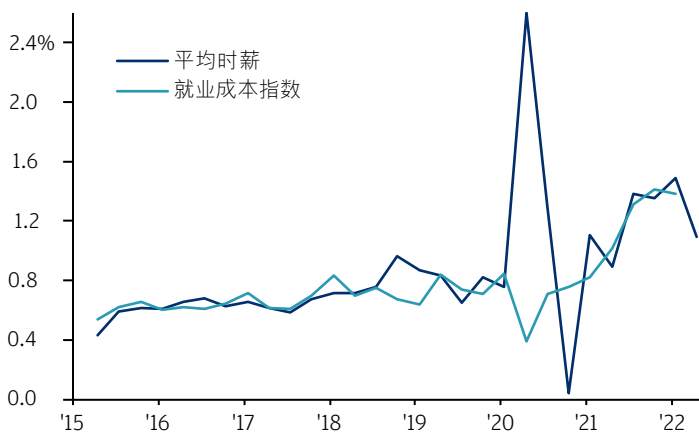


驱动经济和市场走向的因素有哪些？

目前，失业率已下跌至3.6%，清楚表明劳动力市场紧张。然而，失业率是后疫情时代下另一个值得关注的统计数据。从劳工数据可见，新冠疫情导致的一些非常规情况或将持续存在。自年初以来，随着人们对新冠疫情的担忧减弱，在美国有超过120万人重新加入劳动力大军。因此，工资通胀下降至略高于2018至2019年水平。

美国工资通胀降温

季度同比，%



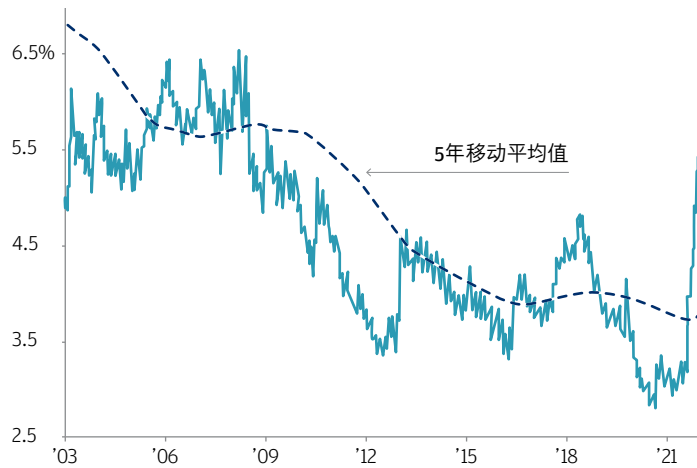
资料来源：美国劳工统计局、Haver Analytics。数据截至2022年4月。

尽管如此，仍有超过50万美国人表示，对新冠疫情的担忧阻碍他们重返劳动力市场。

尽管美联储的加息周期才刚刚开始，但经济活动放缓可能带来的影响已经逐渐显露。美国经济中对利率最敏感的房地产市场正在放缓。过去六个月，抵押贷款利率显著涨升至2009年以来的新高，住房负担能力大幅下降，抵押贷款申请数量也有所减少。

美国全国平均30年期固定抵押贷款利率，%

30年期固定抵押贷款利率，%

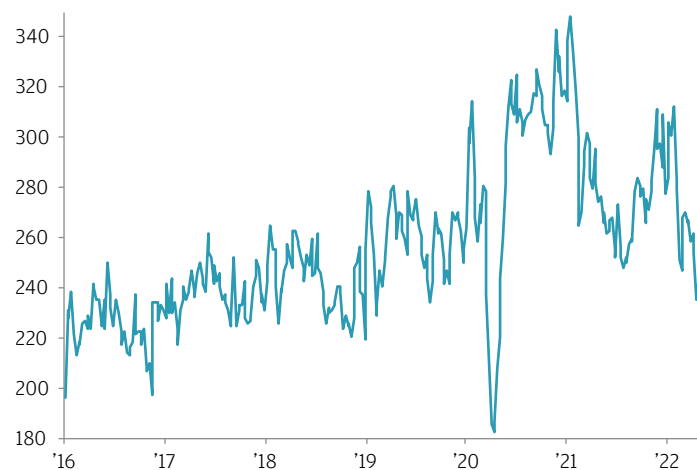


资料来源：彭博财经。数据截至2022年5月1日。

踏入今年下旬，随着疫情逐渐消退，经济趋于自然放缓，但市场可能会出现更多迹象显示，美联储加快加息周期或将加速经济放缓的进程。我们的基本预测认为经济将会软着陆，或称之为「软性」着陆，但诚如上文所述，衰退风险已然明显上升，加息幅度必需足够，但又不能过大——两者如何取得平衡向来棘手，这一直是央行必需解决的难题。

房贷申请数量开始减少

美国购房抵押贷款申请指数，1990年3月 = 100



资料来源：美国抵押贷款银行家协会、Haver Analysis。数据截至2022年4月29日。

战争与大宗商品 供应链冲击

俄乌战争让人们付出了惨痛的代价，也给全球经济带来了重大挑战。

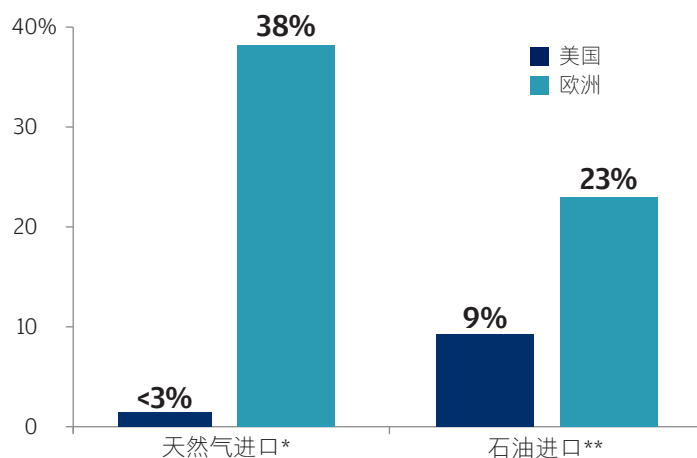


一般来说，我们认为投资者不应单纯基于地缘政治事件就对投资组合做出重大改变。从过去历史可见，相比特定地缘政治事件，推动经济发展的基本面因素，往往会对市场造成更为深远的影响。然而，当某一事件与全球经济产生直接联系时，我们需要意识到它可能会对投资组合造成潜在影响。

以俄乌战争为例，显而易见，能源成为了当中的关键。全球原油基准价格趋近过去10年来的新高，今年春季美国汽油零售价格也大幅涨升至创纪录新高。由于消费者为了确保能够获得必需品供应而可能会放弃其他支出，投资者因此越来越担心能源和农产品价格波动，可能会导致市场反复动荡，甚至打击需求。

欧洲20%以上的石油和接近40%的天然气都是从俄罗斯进口。一如预期，自俄乌战争以来，欧洲能源批发价格已经上涨了三至四倍。欧盟最近同意禁止从俄罗斯进口一部分石油，希望可在年底前阻止俄罗斯90%的石油进口供应。这一事实已经难以逆转，但欧洲可能面临20世纪70年代曾经出现的能源冲击风险的确有所增加。

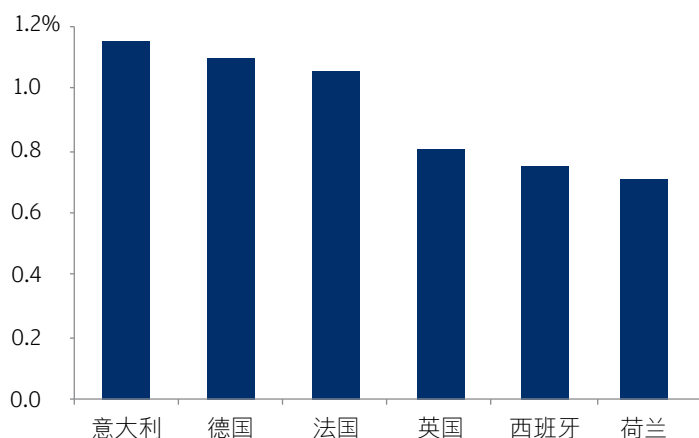
欧洲对俄罗斯的能源依赖较大
对俄罗斯的能源依赖，%



资料来源：美国能源信息署、Haver Analysis、英国石油公司《世界能源统计评论》。*数据截至2020年12月。**数据截至2021年11月。石油进口包括原油和石油产品。

无论如何，欧洲经济都面临着一场具有重大破坏性的供应冲击。许多欧洲政府已经出台了财政刺激计划，试图保护消费者免受能源成本上升严重影响，但支出增长势将下降。我们预计，能源价格上涨对欧洲整体经济增长带来的影响将比美国高出30%左右。

欧洲各国政府增加财政支出以应对能源价格上涨带来的压力
财政支持性支出占GDP的百分比



资料来源：各国政府、经合组织、瑞银、摩根大通企业和投资银行(CIB)。支出措施为预估值，覆盖2021年6月至2022年4月包括俄乌战争前后各国政府宣布的开支。到今年年底，相关支出可能会更高。

在这一背景下，欧洲央行过去八年来首次启动的加息计划将会变得更形复杂，但欧洲央行似乎态度坚决。在供给冲击已经挤压实际收入的情况下，调高利率可能会导致经济急剧下滑。

对于全球固定收益资产投资者而言，欧洲央行此举在历史上标志着一个重大分水岭。2014年，央行将利率降至负值后，全球金融市场累积了高达18万亿美元的负收益债务。随着今年美联储开始加息，这座巨大的冰山渐渐消融，从2021年的峰值降至只有2.5万亿美元。负收益债券的时代可能即将落幕(至少目前如此)，欧元投资者终于有机会提高投资组合的收益率。

负收益率债券大幅减少

彭博全球综合指数中负收益率占比%



资料来源：彭博财经。数据截至2022年4月29日。

尽管短期而言欧洲的整体经济前景展望似乎挑战重重，但股票投资者应该考虑到欧洲股市正在从高位大幅下跌，且较美国股市的折让幅度达到有史以来的新高30%。由此表明，有关风险已经在很大程度上反映在股票价格之中。

与此同时，一些行业可能会带来长期投资机会。具体来说，欧洲国家可能会加大国防开支，并将加快投资步伐以确保能够取得可望取代俄罗斯能源的其他解决方案或产品。清洁能源、网络安全、传统国防和基础设施也将持续获得支持。此外，我们预计大多数能源、农业和工业大宗商品的供需将难以取得平衡，或将对价格构成一定的支撑。

中国新冠 政策及其对全球 造成的影响

中国正努力应对奥米克戎毒株造成的病毒扩散，并实施了严格的封城措施，不仅限制了消费活动，还影响了商品的生产，从而影响了全球供应链。目前看来，政策制定者可能会继续坚守「疫情清零」政策，这一举措可能对全球经济未来增长前景造成影响。

中国消费者在整个疫情期间都表现得非常克制，与其他地区消费行业形成了鲜明对比。除食品和烟草外，所有类别的支出都低于2020年疫情爆发前的水平。目前，中国开始放宽封城措施，但后天免疫群体人数有限，意味着日后仍然有机会爆发下一波疫情和实施封城措施，实际上导致消费者无法推动经济出现任何形式的高于趋势线增长。



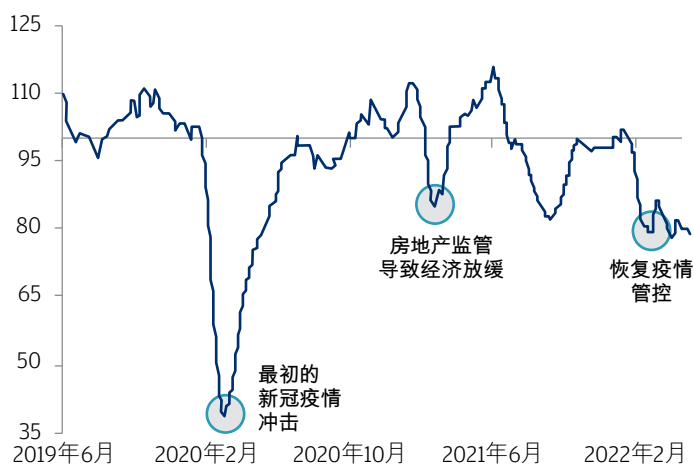
驱动经济和市场走向的因素有哪些？

中国政策制定者明确表示，希望抑制房地产行业的投机行为，以降低该行业在整体经济中的杠杆率。

此举措导致楼宇销售、新建设工程和房价自2014-2015年以来首次出现下跌(当时货币贬值和资本外逃令全球投资者感到恐慌)。

中国封城措施对经济活动构成压力

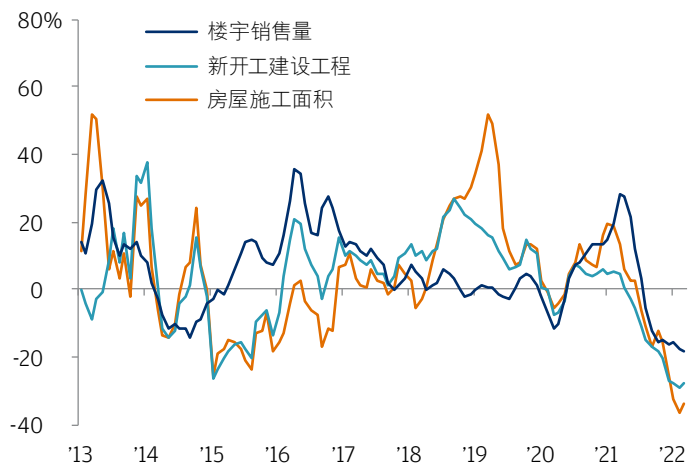
中国经济活动指数*，2018年第四季度=100



资料来源：彭博财经。数据截至2022年4月28日。*注：商业活动由一项专有指数代表，由每日煤炭消耗量加权30天移动平均值、主要城市拥堵延误指数、地铁客运量和空气质量指数构成。

中国房地产销售额持续下降

年同比百分比，三个月移动平均值



资料来源：中国国家统计局，Haver Analysis。数据截至2022年3月31日。

目前，中国经济主要由出口驱动。过去两年，发达经济体(尤其是美国)对耐用品的需求激增，带动了制造业和出口活动强劲增长。问题在于，由于消费饱和，加上美联储步入紧缩周期，全球耐用品的需求可能会减弱。

全球投资者或会期待央行可能会增加信贷发行和大幅放宽货币政策，借此支持经济增长。然而，我们对此不敢寄予厚望，因为我们认为中国央行不太可能采取与发达经济体央行如此对立的政策取向。

最近，中国政策制定者容许人民币兑主要贸易伙伴国的货币贬值。此举措除了可以提振国内经济，随着中国出口价格降低，还可以帮助抑制发达经济体的通胀升温。但此外，投资者也可能将人民币走软视为国内增长停滞不前的迹象，这对全球公司盈利会构成不利影响。

中国持续实施封城政策可能会延长供应链压力，导致美国 and 欧洲出现通胀。另一方面，企业的商品销售量可能低于预期，因而影响收入。这些因素可能会给全球投资者带来了重大风险。


总而言之，我们认为中国经济前景难以乐观，可能会对全球增长产生破坏性影响并构成下行风险。

尽管中国A股已经反映出经济增长放缓迹象，但是我们相信在今年余下时间其他领域的表现依然可期。

在中国以外地区，其他新兴市场能够成功获取一定回报。随着大宗商品价格上涨，巴西、沙特阿拉伯和南非等国家的外部条件也持续有所改善，而且许多新兴市场央行的紧缩周期即将结束，而非刚刚开始。如果大宗商品价格持续走高，加上美联储加息继续对估值较高的发达国家市场造成压力，新兴市场投资可能因此受益。

3

为投资组合
做好充分准备，
迎接本轮和
下一轮经济周期



尽管通胀、战争、政治不确定性和新冠疫情持续令未来前景添上阴霾，但我们认为，均衡布局的投资组合有望在年底前带来亮眼的潜在回报，尤其是在今年前5个月股市和债市双双大幅下跌之后。

尽管如此，宽松货币政策的终结标志着新冠时代经济周期的一个明显分水岭，经济和企业利润增长放缓以及全球通胀率下跌成为了这一周期的主要特点。在此情况下，衰退风险已然上升。我们认为，投资者可以通过以下三个步骤，为资产组合做好充分准备，制定投资目标，借此驾驭本轮和下一轮经济周期：

配置核心固定收益资产，以此作为投资组合的压舱石

优先考量股票投资组合的均衡布局与个股质量

为经济结构转型未雨绸缪

配置核心固定收益资产，以此作为投资组合的压舱石

我们认为，随着经济增长持续放缓，配置核心投资级固定收益资产是投资者获得潜在回报收益的有效方式。过去两年，由于利率太低，债券既不能提供收益率增长，也不能为投资组合提供有效的保护。从目前来看，即便经济陷入衰退，投资者仍能获得一定回报并且保护投资组合。

另一方面，今后利率可能大幅上升，成为了持有核心固定收益资产面临的风险。这种情况当然有可能发生，当央行处于紧缩周期时，主权债券收益率往往会超过其基本区间范围。

尽管如此，出于以下几个原因，我们认为这种情况不太可能出现。首先，诚如上所述，我们认为利率已经调高至足以引发经济增长放缓的水平，这也是美联储希望达到的目标。虽然加息周期才刚刚开始，但债券市场价格已经反映了未来一连串加息预期，并已对经济产生影响。

其次，大多数美国国债收益率的交易价均高于美联储对长期联邦基金利率的预期。联邦基金利率一直以来都是收益率走向的重要指标。最后，生产率、人口增长和人口统计数据等经济结构因素

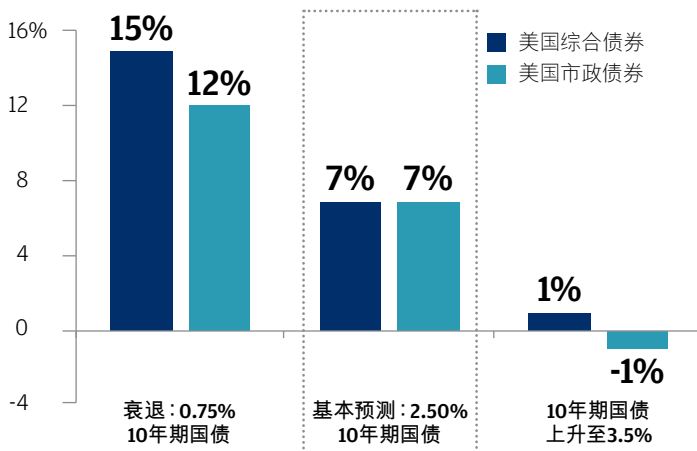
往往会左右利率的走势，而这些因素都与利率进一步大幅上升背道而驰。

事实上，从风险回报分析中可见，按当前水平计算，持有核心固定收益资产的好处大于其可能带来的负面影响。假设10年期国债收益率可能上升至3.5%，明年核心固定收益资产的回报率可能回落到-1%至+1%水平。如果经济真的陷入衰退，核心固定收益资产收益率可能会下跌至约75个基点，而其总回报率可能会达到12%至15%。

此外，根据我们在《长期资本市场假设》中对10至15年风险回报的预测，核心固定收益资产当前收益率提供的预期总回报与波动性较小的股票相若。

过去几年，我们一直对核心固定收益资产抱持怀疑态度，但现在正好把握时机以全新视角重新审视这一资产类别。

核心固定收益资产可以提供有力的下行风险保护
12个月潜在总回报



资料来源：彭博财经。数据截至2022年5月9日。美国综合债券以彭博美国综合指数为代表，美国市政债券TEY用于市政债券提成回报。假设情景分析：3.0% 10年期综合债券。OAS=65，市政债券/10年期美国国债比率=115%；2.55%-2.05%与10年期美国国债持平的OAS和市政债券/美国国债比率；衰退——OAS扩大至100，市政债券/美国国债比率=150%。

优先考虑股票 投资组合的均衡 布局与个股质量

股市方面，我们预计今年余下时间企业盈利将会出现类似趋势的增长。股票估值低于10年平均水平，为投资者提供了别具吸引力的入市点。然而，鉴于存在下行风险，我们会优先考虑股票投资组合的均衡布局和个股质量。

有鉴于此，我们认为投资组合应当多元分散投资于不同的行业板块和风格，并且相信股票投资组合应当包括下列公司：盈利表现稳定且透明度较高的优质公司、有望受益于经济持续增长的一批经挑选周期性公司、交易价格合理的长期成长型公司。

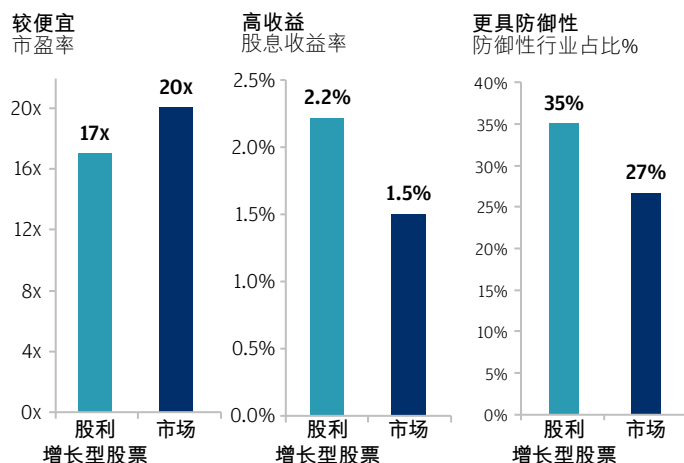
因此，医疗健康、工业和科技是我们目前青睐的三大股票板块。

其中，发展成熟的医疗健康公司似乎特别吸引。我们认为，此类公司将可受益于强劲的人口增长势头和稳定的药物研发过程。从过往历史可见，当环球市场反复震荡，医疗健康公司能够提供防御性，加上潜在的并购活动可能会带来利好。另外，鉴于医疗行业存在一些我们认为被市场夸大的政治风险(例如新法规出台)，医疗个股的成交价也低于整体市场。

我们认为，发展成熟的医疗健康公司还具备另一个具有吸引力的特点：它们往往拥有强劲的资产负债表和持续的盈利增长。与此同时，公司管理团队在资本配置方面的表现可靠，通常是投资者的良好合作伙伴。

股息的持续增长可以作为衡量个股质量的指标。另一方面，股利增长型公司的股价往往低于大盘，股息绝对收益率较高，而且通常来自公用事业和必需消费品等对经济增长变化不太敏感的防御性行业。

股利型股票具有吸引力，具备下列特点：



资料来源：晨星。股利增长以晨星美国股利增长指数代表，市场以标准普尔500指数代表。数据截至2022年5月31日。

简而言之，由于宏观经济环境前景不明朗，相比质量不高的公司，优质公司可以为投资者提供更加稳定的回报表现。

为经济结构 转型未雨绸缪

我们在前文提出的两种方法，主要针对当前周期环境——配置核心固定收益资产，以此作为投资组合的压舱石，并且优先考虑股票投资组合的均衡布局与个股质量。我们提出的第三种方法则以面向未来作为重心。

正如我们目前所见，全球供应链重整甚至重组，将可能成为下一轮周期的主要基调。过去三十多年来，供应链日益全球化。尤其是在2001年中国加入世界贸易组织之后，美国很多制造业务都已经转移到海外。然而，随着地缘政治因素影响，加上考虑到未来可能爆发新一波疫情，促使龙头企业加强弹性，因此这一情况或会发生转变。

展望下一轮周期，越来越多的制造商可能会将工厂搬回国内(或距离本国更近)，从而提升「自动化」(并且提高生产力和经营效率)。对投资者而言，这意味着机器人和相关软硬件领域的投资机会增加。

踏入下一轮周期，能源转型领域也可能会呈现显著增长(至于具体增速，目前无法准确预测)。

能源转型需要大量资本投资于化石燃料和可再生能源领域，同时投入大量大宗商品。这将为投资者提供不同范畴的投资机会，可以根据自己的财务(和非财务)目标及投资价值进行调整。

最后，踏入新的周期，房地产行业可能会出现重大变革。自新冠疫情爆发后，随着居家办公的混合办公模式激增，写字楼和单户住宅市场将需就此作出相应调整。随着越来越多的人在传统市中心以外的地区生活和工作，预期市场对住宅投资和相关基础设施的需求将会日益增长。

至于单户住宅，房地美公司预计目前的供需缺口约为350万套¹，这需要三到五年的持续投资才能平衡。毋庸置疑，房地产仍然属于周期性行业，但其周期性可能会有所减弱，有望为投资者带来可靠的收入来源。

住宅项目的发展可能需要取得传统基础设施投资(即城镇道路和桥梁的升级和小型城市新一浪新型交通运输改革)，以及互联网升级、云计算和信息安全等支持远程生活的数字基础设施支撑。

鉴于供给侧存在结构性的投资短缺，我们预期这一因素将会刺激能源、基础设施和住房资产的长期增长。跨越经济周期布局投资组合意味着为下一轮周期未雨绸缪。

¹ 截至2022年6月14日。

4

总结

在困境中 坚守投资原则

当前投资环境可能会让投资者感到不安，但这并不意味着投资者无法取得回报。事实上，相比过去几年，从目前的水平来看，股票和债券的入市点看来别具吸引力。投资者似乎并没有为公司盈利增长付出高昂的代价，固定收益资产带来了可预见的收益率，当经济深陷衰退泥潭时还能提供重大的下行风险保护。

均衡配置的回报率达到2018年以来的新高
60/40投资组合的盈利/息票收益率



资料来源：彭博财经。数据截至2022年6月6日。注：60/40股债配置包括标准普尔500指数和美国彭博综合债券指数

显而易见，一场经济飓风即将来临引发的风险，投资者似乎能够充分理解其背后原因，包括美联储潜在政策失误、俄乌战争和中国封城措施带来的各种风险等等。这也可能意味着，当前价格至少已经反映了一部分的下行风险，从而降低了这些风险令市场感到意外，或导致经济进一步陷入严重衰退的机率。

事实上，市场似乎已经调低了可能带来惊喜的衡量标准。如果通胀确实达到趋势水平，且劳动力市场降温，美联储的加息幅度或速度可能会低于投资者目前预期。在消费者和公司的推动下，经济增长在逆境中仍然保持强韧。有鉴于此，即便市场反复跌宕，相信投资者仍可从发掘投资机会。

我们认为，在今年余下时间，环球市场可能会反复波动，预期这将成为未来的市场基调，因此成功驾驭市况波动的长期投资者有望获得良好回报。

但更重要的是，在波动性和投资机会同时增加的时期，您需要重新审视自己的财富规划，妥善制定投资目标。与此同时，您应当依据自己财富规划的「目标用途」，针对各项风险做出明智的决策。通过这些投资操作，您的短期目标便不会轻易受到市场波动影响，针对中期优先目标提供资金支持的持仓布局，也能保持长期增长和表现稳定，而着眼于长期收益、目标较为长远的投资组合，则可以采取策略性投机配置。

一如既往，我们相信重新审视投资目标，妥善规划并且制定相应的投资方案，乃行之有效并可发挥最大影响力的方法，助力实现您的财务目标。

**不管前路如何，我们沿途与您一直
并肩同行。**

我们的目标

全球投资策略团队提供行业领先的专业洞见和投资建议，致力于帮助客户实现长期目标，通过各经济学家、投资策略师和资产类别策略师积累的广泛知识和丰富经验，为客户提供全球金融市场的独特视角。

执行主管

Clay Erwin

投资、销售和交易部
全球主管

全球投资策略团队

Elyse Aussenbaugh

全球投资策略师

Christopher Baggini, CFA

股票策略部全球主管

Russell Budnick

跨资产交易全球主管

Nur Cristiani

拉丁美洲市场投资策略部主管

Kristin Kallergis Rowland

另类资产部全球主管

Tom Kennedy

首席投资策略师

Jacob Manoukian

美国投资策略部主管

Grace Peters

欧洲、中东和非洲市场投资策略部主管

Xavier Vegas

信贷策略部全球主管

吴安澜(Alex Wolf)

亚洲投资策略部主管

指数定义

除另有注明外，所有市场和经济数据均截至 2022年6月14日，来自彭博财经和FactSet。

标准普尔500指数是一项由500只股票组成的市值加权指数，用于追踪代表各大行业的500只股票的总市值变化以衡量国内经济的总体表现。该指数以1941-43年为基期，基期指数定为10。

晨星美国股息增长指数追踪具有不间断股息增长历史的美国证券。该指数是晨星美国市场指数的子集，这是一个代表美国97%股票市值的广泛市场指数。该指数不包含环境、社会或企业治理(ESG)标准。

彭博美国综合债券指数是衡量投资级、以美元计价、固定利率应税债券市场的基准。该指数包括国债、政府相关和公司证券、MBS(机构固定利率转手证券)、ABS和CMBS(机构和非机构)。

巴克莱资本1-10年市政债券指数衡量距离到期日超过1年且不到10年的免税市政债券的表现。

中国经济活动指数是由每日煤炭消费量、纺织品销售量、汽车销售量、房地产销售、钢铁生产量的加权30天移动平均值，以及主要城市拥堵延误指数、地铁乘客量和空气质量指数构成的专有指数。

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」) 旗下的摩根大通财富管理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的重要信息

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的共同基金，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 Espana (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(Comision Nacional de Valores，简称为「**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分行的名义登记注册，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

通有限责任公司附属公司)分派，其注册办事处位于Kalvebod Brygge 39-41, 1560 Kobenhavn 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附属公司)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**法国**，本文件由**摩根大通银行巴黎分行**分派，并受法国银行业监察委员会(Autorite de Contrôle Prudentiel et de Résolution)及法国金融监管机构监管。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(通知您的)摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银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。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，请必须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。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。

应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。

「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。

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送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。

J.P.Morgan PRIVATE BANK