



## 主題：中國與俄羅斯入侵烏克蘭；聯儲局全速前進；未選擇的路徑

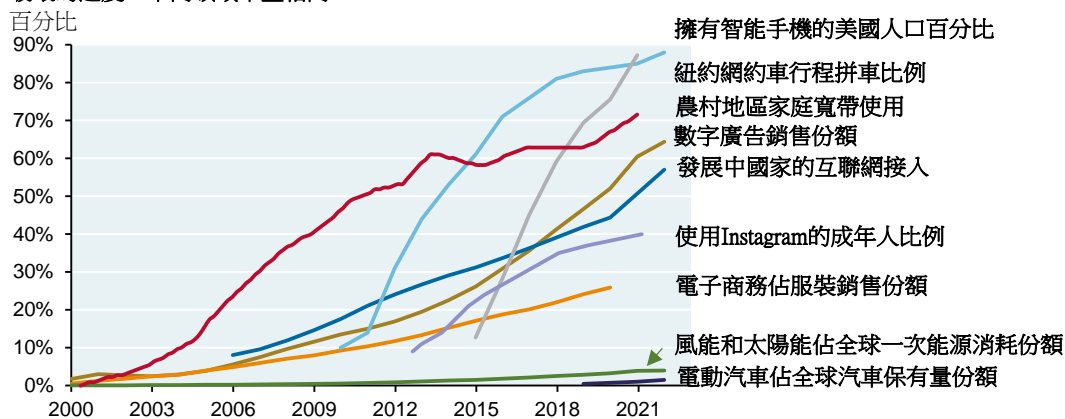
本文內容主要關於中國、俄羅斯入侵烏克蘭以及天然氣、石油、煤炭、電力、小麥、銅、鈹及其他產品價格上漲，可能會拖累歐洲陷入經濟衰退期，嚴重影響世界其他地區的經濟增長。但在我們開始討論之前，世界各國決策者都應該把下圖掛在辦公室裡。能源轉型本來就進展緩慢，尤其是當能源轉型國家在過程中陷入「鄰避」困局時（我們在今年即將發表的能源論文中將會闡述這一問題）。誠如我們經常討論，世界上最大能源公司的資本支出已經從峰值水平下降了75%，而全球對石油、天然氣和煤炭的需求都處於或高於新冠疫情前水平。那些熱能供應下降速度遠快於需求下降速度的國家，現在正在為此付出高昂的代價。我們預計未來幾天在這方面會出現一些徹底轉變。

岑博智(Michael Cembalest)

市場及投資策略部主席

摩根資產管理

### 破壞的速度：不同領域不盡相同



資料來源：GroupM、人口普查、BP、IEA、FHV、Pew Research、紐約計程車和豪華轎車委員會、摩根資產管理。2021年。

有報導稱，拜登發布行政命令禁止在聯邦土地上簽訂新的石油和天然氣租約後，現正考慮出訪沙特阿拉伯，以尋求更多的原油供應（資料來源：Axios），他的團隊已經前往委內瑞拉進行訪問，而華府正在努力「拓展」石油和天然氣行業。讓我們一起拭目以待。

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



## 中國與俄羅斯入侵烏克蘭

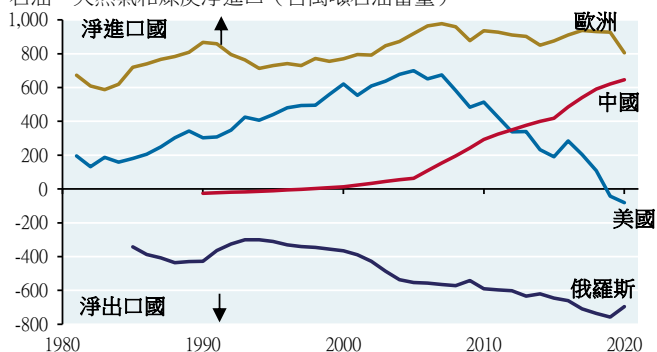
本文將探討中國經濟和市場的最新情況。首先，我們會討論中國與俄烏戰爭的關係，因為中國在金融和能源問題上的決策可能會削弱對俄制裁的效力：

- **能源**。誠如下圖所示，歐洲和中國是能源進口大國，而俄羅斯是能源出口大國。到目前為止，俄羅斯對歐洲的天然氣出口量，從 2021 的平均水平下降了約 15%（參見第二張圖表）。但如果歐洲永久性地減少對俄羅斯天然氣的需求，中國可能會在未來十年內介入。西伯利亞力量(Power of Siberia)天然氣管線項目的擴張和庫頁島項目，最終可能會使俄羅斯對中國的天然氣出口量每年增加約 800 億立方米，相比之下，自 2017 年以來，俄羅斯每年向歐洲出口的天然氣平均為 1,900 億立方米
- **貿易**。自 2014 年俄羅斯入侵克里米亞以來，俄中貿易增長了 50%。俄羅斯現在是北京方面最大的國有部門融資接收國，從中國國有機構獲得了 107 筆貸款和價值 1,250 億美元的出口信貸
- **貨幣**。中國和俄羅斯從 2010 年開始使用本幣結算雙邊貿易，並於 2014 年開放了貨幣互換額度，大幅降低了雙邊貿易對美元的依賴（參見第三張圖表）
- **支付**。雖然中國的跨境銀行間支付系統被認為是 SWIFT 的替代品，但在去年第四季度，它每天僅處理 1.3 萬筆交易，而 SWIFT 每天要處理 4,100 萬筆交易
- **聯合國**。我不確定這是否重要，但中國沒有在聯合國譴責俄羅斯

從 2010 年開始，中國幾乎是朝鮮唯一的貿易合作夥伴（參見第四張圖表），這提醒了我們中國在地緣政治問題上的視角往往與西方不同。我們搜索了世界上所有 4 萬個雙邊貿易組合，沒有一個組合比朝鮮對中國的貿易依賴程度更高

### 能源依賴與獨立

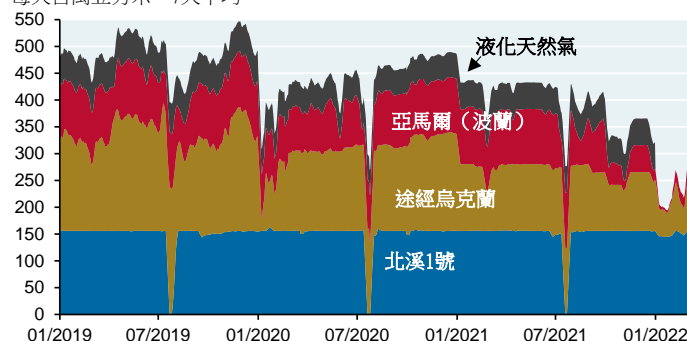
石油、天然氣和煤炭淨進口（百萬噸石油當量）



資料來源：BP統計評論、中國國家統計局、摩根資產管理。2020年。

### 俄羅斯天然氣出口歐洲

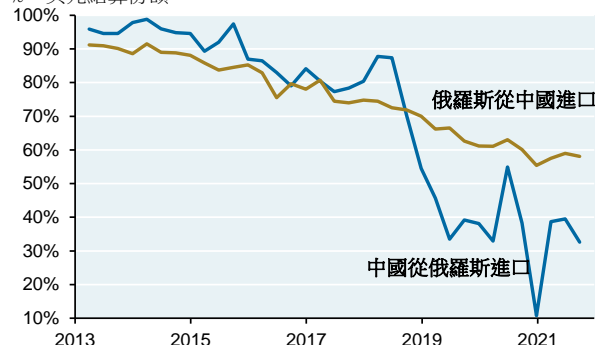
每天百萬立方米，7天平均



資料來源：彭博財經、EIA、摩根資產管理。2022年3月4日。不包括進出土耳其的天然氣管道。2022年沒有數據。

### 中俄貿易：美元結算份額

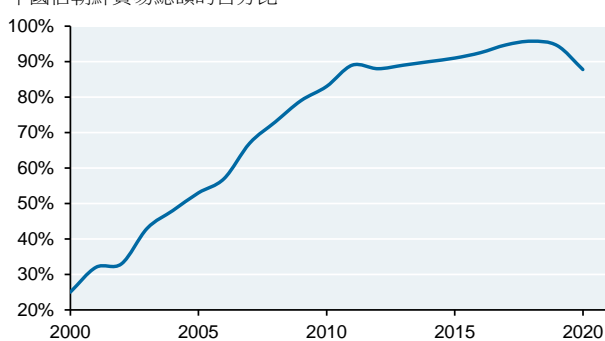
%，美元結算份額



資料來源：俄羅斯銀行。2021年第3季度。

### 中國幾乎是朝鮮唯一的貿易合作夥伴

中國佔朝鮮貿易總額的百分比



資料來源：約翰·霍普金斯大學美韓研究所。2020年。

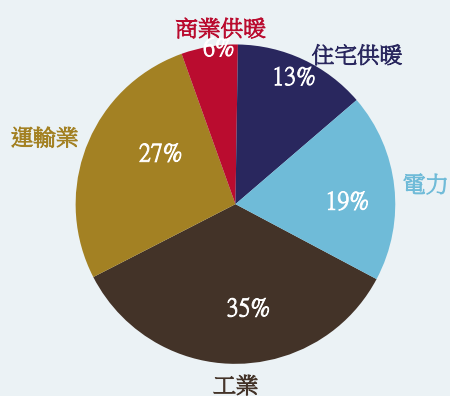


在我們深入探討中國問題之前，先來看看圍繞國際能源署「休克療法」計劃的一些評論，該計劃旨在讓歐洲擺脫對俄羅斯的能源依賴。整個計劃看來雄心勃勃：

- 「天然氣供應商多元化」？此舉可能會透過縮小歐洲供應而非全球需求來推高價格。此外，80%的美國液化天然氣已經運往歐洲（誠如我們上周所討論，以較高的現貨市場「TTF」價格出售）。美國液化天然氣液化設施的下一波主要浪潮要到 2025 年才會出現，而當中大部分產能供應已經簽約，因為開發商需要此類合同來為建設提供資金。在歐洲，德國新建液化天然氣進口設施，或是改善西班牙液化天然氣進口設施與歐洲大陸其他地區之間的連接都需要時間
- 「加速推進風能和太陽能」？自 2000 年以來，歐洲風能和太陽能兆瓦時的年增長率僅為 1%；瓶頸通常來自於能量傳輸和互連佇列問題。此外，電力僅佔歐洲最終能源消耗的 19%。換句話說，歐洲可以更快地實現電網脫碳，但該地區仍將嚴重依賴熱能（石油、天然氣、煤炭）來生產水泥、玻璃、磚塊、鋼鐵、氨和塑膠作工業用途；以及運輸和建築供暖
- 「增加用於住宅供暖的熱泵」？自 2013 年以來，歐洲住宅供暖電氣化水平保持不變，佔住宅能耗的 25%，轉變非常緩慢；迄今為止，熱泵的採用主要局限於斯堪的納維亞半島，該地區採用率是歐洲其他地區的 9 倍
- 「核能利用最大化」？這簡直是諷刺。在任何情況下，歐洲核電站已經以 80% 的容量因數運行，大部分剩餘容量由於維護停機而無法使用（美國的水平約為 90%）

誠如下圖所示，歐洲過於依賴俄羅斯的能源供應，無法迅速降低。歐洲能源成本下降主要取決於(a)烏克蘭衝突得以解決，(b) 3、4 月份天然氣需求季節性大幅下降 2.5 倍，以及(c) 美國/歐盟停止出於戰略儲備目的購買石油和天然氣。

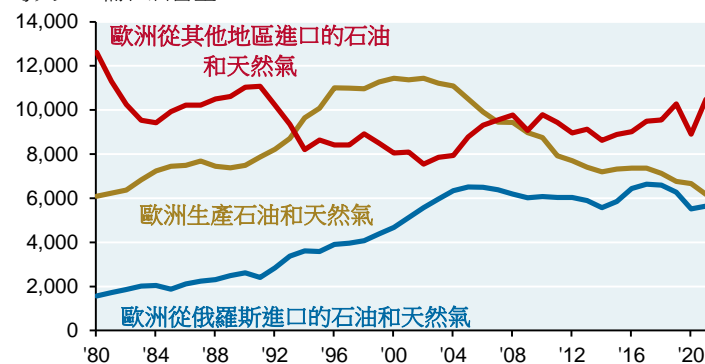
經合組織歐洲：最終能源消耗總量



資料來源：EIA、摩根資產管理。2021年。

歐洲對俄羅斯的能源依賴

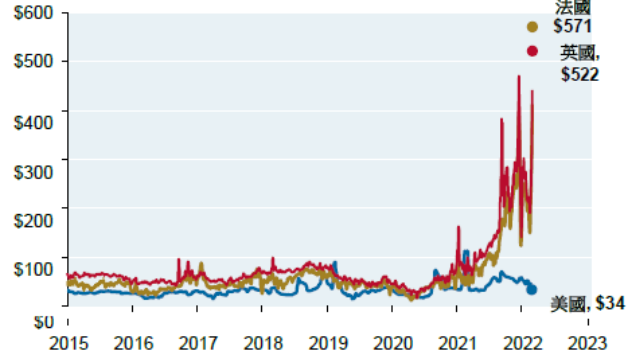
每天1000桶石油當量



資料來源：BP、俄羅斯天然氣工業股份公司、歐盟統計局、佩羅維奇等人、俄羅斯聯邦海關總署、摩根資產管理計算。2021年。

批發電價

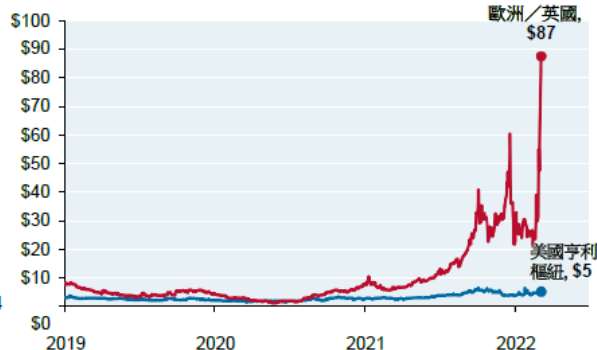
美元/兆瓦時，7天平均



資料來源：彭博財經。2022年3月7日。

天然氣批發價格

美元/百萬英熱



資料來源：彭博財經。2022年3月7日。



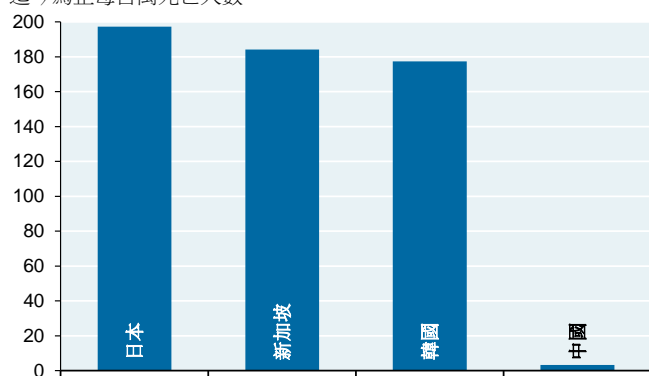
## 無論如何，中國目前的情況如何？像往常一樣，這是一個必須進行三角測量的問題

我了解到中國對新冠採取「疫情清零」政策，但我不知道這是怎麼回事。誠如下圖所示，中國報告的新冠肺炎死亡率僅為韓國、新加坡和日本水平的2%。如果剔除湖北省報告的死亡人數，中國除湖北以外所有地區的官方新冠肺炎死亡率僅為其亞洲鄰國的0.05%。流行病學家很難透過觀察中國的「全因」死亡人數來進行交叉驗證，因為據報導，除了格陵蘭島和西班牙撒哈拉（摩洛哥與茅利塔尼亞之間的地區）之外，中國是世界上唯一一個不定期報告這一數據的地方<sup>1</sup>。

其次，中國很多高頻經濟數據幾乎已經恢復正常。換句話說，無論中國採取了哪些新冠疫情措施，其大部分經濟活動都已經接近新冠疫情爆發前的水平，包括電力和煤炭消耗、鋼鐵產量、公路出行、鐵路出行和房屋銷售等。只有國內航空和電影院收入顯示出流動性大大降低的跡象。

### 部分亞洲地區疫情死亡率

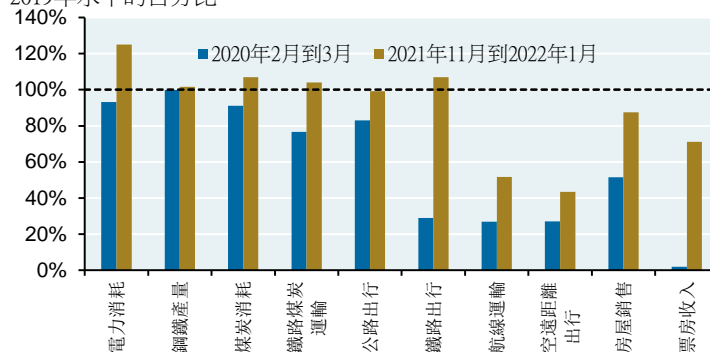
迄今為止每百萬死亡人數



資料來源：約翰·霍普金斯大學、國際貨幣基金組織、摩根資產管理。2022年3月6日。

### 中國高頻經濟數據

2019年水平的百分比



資料來源：Wind、中國國家統計局、彭博財經、摩根資產管理。2022年1月20日。

當然，分析中國問題存在的另一個挑戰是，現在沒有多少人可以獲准進入中國。因此，我們必須依靠經三角測量的數據來得出我們的結論。

### 前往中國的國際航空

國際航空乘客，百萬



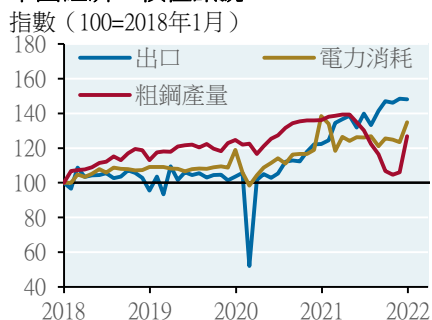
資料來源：CEIC、Gavekal Research。2022年3月4日。

<sup>1</sup> 《北京故意低報中國疫情死亡比率》，喬治·卡爾霍恩（《福布斯》），2022年1月2日



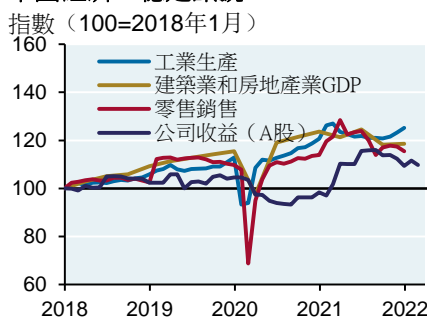
在接下來的三個圖表中，我們將對中國經濟活動的監測分為積極、穩定和消極三類訊號。中國全國人民代表大會剛剛宣布，5.5%的GDP增長目標可能需要出台一些額外的財政刺激才能實現（該GDP增長目標比2019至2021年的目標低1%）。第三張圖表所示的情況可能短時間內不會發生改變：中國政府重申了「房子是用來住的，不是用來炒的」立場。

### 中國經濟：積極訊號



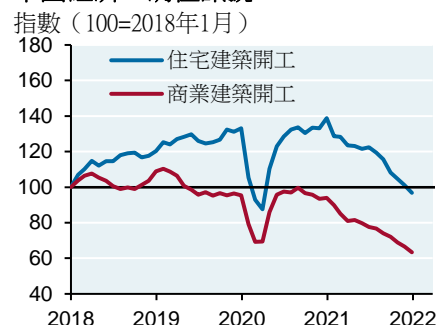
資料來源：中國國家統計局、中國海關總署、MSCI、摩根資產管理。2021年12月。

### 中國經濟：穩定訊號



資料來源：中國國家統計局、中國電力委員會、摩根資產管理。2022年2月。

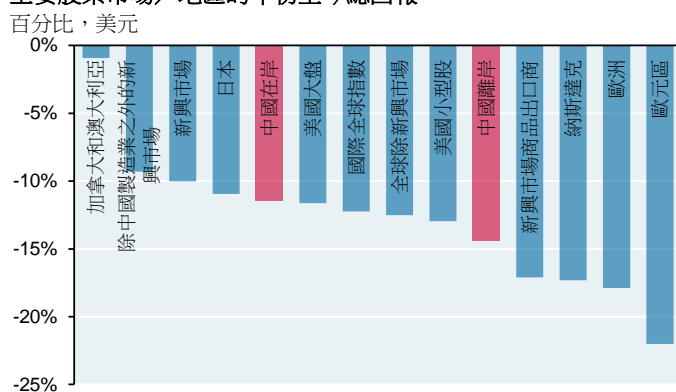
### 中國經濟：消極訊號



資料來源：中國國家統計局、摩根資產管理。2021年12月。

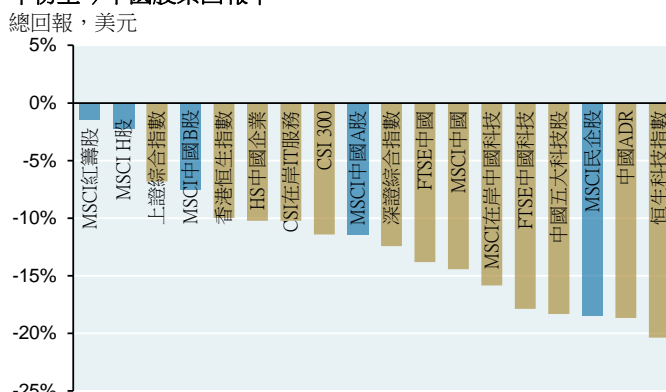
對股票投資者而言：儘管中國的經濟和利潤數據趨於穩定，但2022年迄今中國的表現不佳，與今年其他主要地區市場慘遭拋售的情況一致。主要原因是：儘管爆發俄烏戰爭，市場仍然預計聯儲局今年將大幅收緊政策（我們也是如此）。雖然抽象的規則可能與聯儲局的決定有所不同，但摩根大通經濟研究部的最後一張圖表顯示，2022年聯儲局必須採取行動的壓力越來越大<sup>2</sup>。總結：俄烏戰爭最糟糕的時刻仍然未出現，股市亦是如此。

### 主要股票市場／地區的年初至今總回報



資料來源：彭博財經。2022年3月4日。

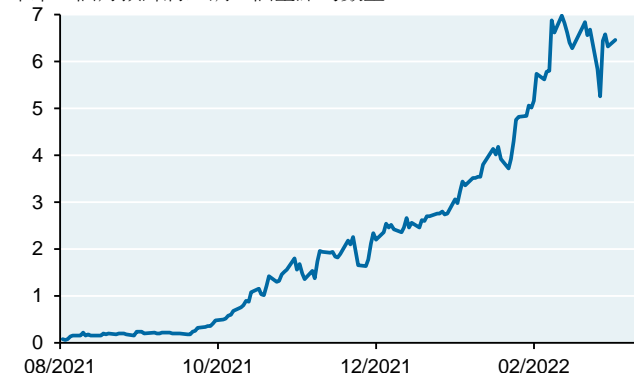
### 年初至今中國股票回報率



資料來源：彭博財經。2022年3月4日。藍色：MSCI分類指數。金色：指數。

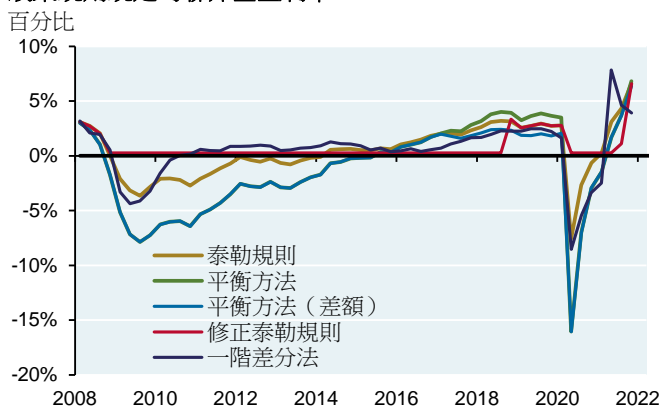
### 期貨市場反映聯儲局將會加息

未來12個月預計將上調25個基點的數量



資料來源：彭博財經。2022年3月4日。

### 政策規則規定的聯邦基金利率



資料來源：摩根大通經濟研究部、FRB。2021年第4季度。

<sup>2</sup> 《一系列加息即將到來，步伐謹慎但不穩定》，M. 費羅利，摩根大通經濟研究部，2022年3月3日



## 俄羅斯入侵烏克蘭，軍事平衡和未選擇的路徑

### 俄羅斯外匯儲備

美元，十億



資料來源：彭博財經。2022年2月25日。

### 俄羅斯經常賬戶餘額

佔GDP的百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理。2021年第3季度。

在上周的網絡直播中，我們討論了俄羅斯過去 1,000 年來奉行的極權主義和 20 世紀 90 年代的窗口，當時俄羅斯的地緣政治關係被削弱，與此同時北約開始東擴。推動這一短暫時期出現的因素包括：俄羅斯主權債務違約、油價暴跌至每桶 10 美元，以及俄羅斯外匯儲備、經常帳戶盈餘和貨幣解體。在 20 世紀 90 年代末，俄羅斯人已經渴望重回舊日，北約非常清楚這一風險：

「……對獨裁形式政府的嚮往不僅限於統治領袖階層。不同的社會群體越來越積極地表現出對威權主義的興趣。」

「在俄羅斯，開明、自由、文明和溫順的威權主義觀念很難奏效，因為俄羅斯有着如此強大且深厚的歷史傳統……如果社會不抵制威權主義，目前奉行威權主義形式的政府將會變得更加野蠻和專制。」

《俄羅斯的威權主義：民主制度面臨的危險》，A.高爾金／北約新聞處，1999 年

大約在同一時間，喬治·肯南以及 50 名美國外交政策專家、政界人士和退休軍官簽署了一封題為「反對北約擴張」的信件，對北約擴張發出了警告。簽署人包括比爾·布蘭得利、加里·哈特、薩姆·納恩、保羅·尼采（海軍部長）、斯坦斯菲爾德·特納（海軍上將、第二艦隊司令、北約南歐和中央情報局最高盟軍司令）和羅伯特·麥克納馬拉（國防部長），麥克納馬拉當時已經意識到美國在越南戰爭中犯下的錯誤。

有沒有可能阻止烏克蘭走向毀滅？其中一種可能的途徑是「芬蘭化」，另一種可能是在明確取得軍事保護下成為北約成員國。去年 11 月，美國和烏克蘭簽署了《戰略夥伴關係憲章》，聲稱美國支持烏克蘭加入北約的權利，但不提供任何保護。最終，這兩條道路都沒有選擇，在史達林對烏克蘭實施恐怖大饑荒、造成 400 萬人死亡的 90 年後<sup>3</sup>，俄羅斯再次摧毀烏克蘭。在這一點上，除了捍衛者勇敢抗敵之外，唯一可能維護烏克蘭主權獨立的是湯瑪斯·傑弗遜在 1776 年美國《獨立宣言》中提出的「上帝神詔書意的守護」。

### 2022年俄烏軍事平衡

	俄羅斯	烏克蘭
陸軍	850,000	200,000
飛機	4,173	318
坦克	12,420	2,596
戰鬥機	772	69
裝甲車	30,122	12,303
武裝直升機	544	34

資料來源：《全球火力》、《獨立報》。2022年。

### 獨立戰爭美英軍事平衡

	英國	美國
海軍艦艇，1776年初	270	27
海軍艦艇，1782年（戰爭結束）	500	20
士兵	194,000	30,000 (峰值)
士兵	194,000	15,000 (平均)

資料來源：威拉德·華萊士（衛斯理大學）、理查·里納爾迪（斯沃斯莫爾／耶魯大學）、查里斯·萊瑟（南卡羅來納州歷史檔案館）

<sup>3</sup> 外界援助遭拒絕，烏克蘭的糧食供應被充公，這使得一些學者認為，這場饑荒是史達林為了消滅烏克蘭獨立運動而故意造成。



## 重要資訊

本報告對來自大通信用卡及借記卡交易的經挑選資訊採用非常嚴格的安全協議，藉此確保所有資訊保密及安全。所有經挑選資訊經過高度整合，全部獨家可識別資訊（包括姓名、賬戶號碼、地址、出生日期及社保號碼），在本報告作者收到有關資訊之前已經全部移除。本報告資訊並不代表大通信用卡及借記卡持有人整體數量。

本文件表達的觀點、意見及預測，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，且可能與摩根大通的其它領域所表達的觀點、意見及預測不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。

本報告所載觀點不擬作為在任何司法管轄權區內買賣任何投資的建議或推薦意見，亦不擬作為摩根大通或其任何附屬公司就參與本報告所述任何交易而作出的承諾。本報告載列的任何預測、資料、意見或投資技巧及策略乃根據若干假設按目前市場狀況而作出，僅供說明用途，如有更改，恕不另行通知。本報告載列的全部資訊於編製當時均被視為準確。本文件並無載列足夠資料以支持任何投資決策，您不應據此依賴作為評估任何證券或產品投資的好處。此外，本報告使用者須自行就有關法律、監管、稅務、信貸及會計影響作出獨立評估，並且必須與其自身的專家顧問一同決定本報告所述任何投資是否相信適合其個人目標需要。進行任何投資決定前，投資者必須確保自己已取得所有可供獲取的相關資訊。投資者務須注意，投資涉及風險，投資價值及所得回報可能取決於市場狀況及稅務協議而波動，投資者不一定可全數取回投資本金。過去表現及收益率並非目前及未來業績表現的可靠指標。

本報告所述非關聯實體僅供說明用途，不應詮釋作為已獲摩根大通公司或其關聯公司認可或保薦。

## 就摩根資產管理客戶而言：

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。

在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊記錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的隱私政策收集、儲存及處理個人資料（詳情可流覽：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

### 可訪問性

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請致電我們尋求協助（電話：1-800-343-1113）。

本通訊文件由下列實體發行：

在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.) 或摩根大通另類資產管理有限責任公司 (J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體（視情況而定）發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理（加拿大）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商（除了育空），同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理（英國）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄權區，由摩根資產管理（歐洲）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄權區內發行：摩根資產管理（亞太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亞洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理(亞洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司註冊編號：197601586K），本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管（註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm))）；在澳大利亞，由摩根資產（澳大利亞）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第 2001 第 761A 條及第 761G 條（《公司法》）賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

## 就摩根大通私人銀行客戶而言：

### 可訪問性

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫（電話：1-866-265-1727）。

## 重要資訊

### 主要風險

本文件僅供一般說明之用，可能告知您 JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人銀行業務提供的若干產品及服務。文中所述產品及服務，以及有關費用、收費及利率均可根據適用的賬戶協議而可能有變，並可視乎不同地域分布而有所不同。所有產品和服務不一定可在所有地區提供。如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助（電郵地址：[accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com)）。請參閱所有重要資訊。

一般風險及考慮因素：本文件討論的觀點、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。請與您的摩根大通團隊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、圖表或評論作出陳述或保證，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。本文件不應視為研究報告看待。任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，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。



按[此](#)查看我們新冠肺炎疫情分析網站的詳細資訊

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。

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。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言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。

#### 關於您的投資及潛在利益衝突的重要資訊：

在摩根大通銀行或其任何附屬機構（合稱「摩根大通」）管理客戶投資組合的活動中，每當其有實際或被認為的經濟或其他動機按有利於摩根大通的方式行事時，就可能產生利益衝突。例如，下列情況下可能發生利益衝突（如果您的賬戶允許該等活動）：(1) 摩根大通投資於摩根大通銀行或摩根大通投資管理有限公司等附屬機構發行或管理的共同基金、結構性產品、單獨管理賬戶或對沖基金等投資產品時；(2) 摩根大通旗下實體從摩根大通證券有限責任公司或摩根大通結算公司等附屬機構獲取交易執行、交易結算等服務時；(3) 摩根大通由於為客戶賬戶購買投資產品而收取付款時；或者(4) 摩根大通針對就客戶投資組合買入的投資產品所提供的服務（服務包括股東服務、記錄或託管等等）收取付款時。摩根大通與其他客戶的關係或當摩根大通為其自身行事時，也有可能引起其他衝突。

投資策略是從摩根大通及業內第三方資產管理人處挑選的，它們必須經過我們的管理人研究團隊的審批流程。為了實現投資組合的投資目標，我們的投資組合建構團隊從這些策略中挑選那些我們認為最適合我們的資產配置目標和前瞻性觀點的策略。

一般來說，我們優先選擇摩根大通管理的策略。以現金和優質固定收益等策略為例，在遵守適用法律及受制於賬戶具體考慮事項的前提下，我們預計由摩根大通管理的策略佔比較高（事實上可高達百分之百）。

雖然我們的內部管理策略通常高度符合我們的前瞻性觀點，以及我們對同一機構的投資流程、風險和合規理念的熟悉，但是值得注意的是，當內部管理的策略被納入組合時，摩根大通集團收到的整體費用會更高。因此，對於若干投資組合我們提供不包括摩根大通管理的策略的選擇（除現金及流動性產品外）。

Six Circles 基金是一隻由摩根大通管理並於美國註冊成立的共同基金，由第三方擔任分層顧問。儘管被視為內部管理策略，但摩根大通不保留基金管理費或其他基金服務費。

#### 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。

在德國，本文件由摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main, 已獲德國聯邦金融監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 簡稱為「BaFin」) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (Deutsche Bundesbank) 和歐洲中央銀行共同監管。在盧森堡，本文件由摩根大通有限責任公司盧森堡分行發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在英國，本文件由摩根大通有限責任公司倫敦分行發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在西班牙，本文件由摩根大通有限責任公司 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, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會 (Comisión Nacional de Valores, 簡稱「CNMV」) 監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在意大利，本文件由摩根大通有限責任公司米蘭分行分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須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, 簡稱為「CONSOB」) 監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 8076，其米蘭商會註冊編號為 REA MI 2536325。在荷蘭，本文件由摩根大通有限責任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. 摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行 (DNB) 和荷蘭金融市場監管局 (AFM) 監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為 72610220。在丹麥，本文件是由摩根大通有限責任公司哥本哈根分行（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）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有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為 29010。在瑞典，本文件由摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden, 已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局 (Finansinspektionen) 監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。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，其註冊辦事處位於 rue de la Confédération, 8, 1211, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士受瑞士金融市場監督管理局（FINMA）監管。如欲索取有關摩根大通歐洲、中東、非洲的個人資料保護政策，請按以下連接：  
<https://www.jpmorgan.com/privacy>。

就金融工具市場指令（MIFID II）和瑞士金融服務法（FINSIA）而言，本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的資訊，這些文件目前或應在相關司法管轄區內提供（按照要求），否則投資者不應認購或購買本廣告中提及的任何金融工具。

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。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。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。摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

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監管法律登記註冊、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、投資條款協議或其他發行文件，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，均一概不得進行公开发售。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。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言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。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附屬公司和聯屬公司。「摩根大通私人銀行」是摩根大通從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經摩根大通的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。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，請與您的摩根大通團隊聯絡。

© 2022 年。摩根大通。版權所有。

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其他類別人士。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。