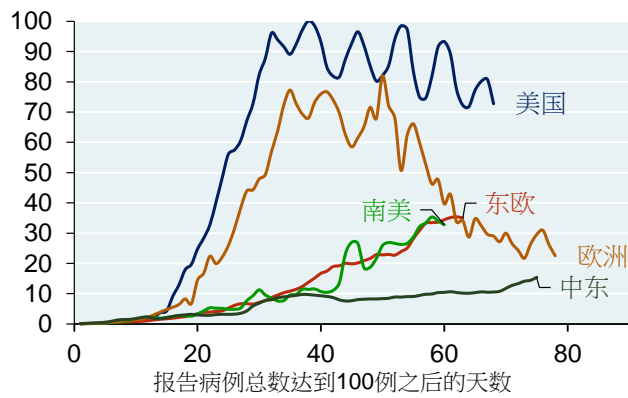




主题：尽管美国是全球感染率最高的国家之一，但美国仍准备解除封城；单克隆抗体和抗病毒试验；市场与经济之间的差距日益扩大；标普500指数成份股盈利的贫富分化；地区性股市表现（欧洲再次落败）；杠杆贷款

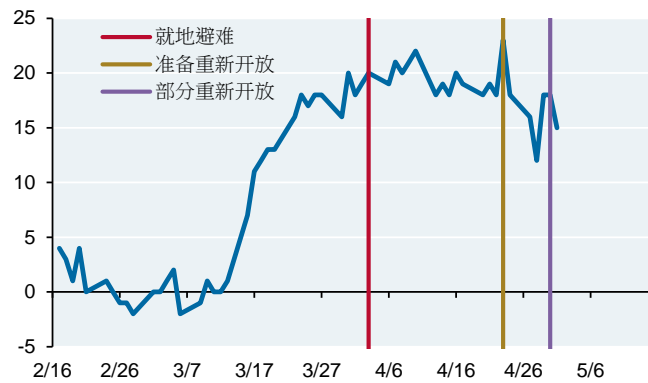
大约一个月前，我曾经撰文表示美国可能会于5月中旬因感染率急剧下降而解除封城。我只说对了一半。尽管美国是全球新冠病毒肺炎(COVID)感染率最高的国家之一¹，但占美国国内生产总值(GDP) 45%的州份已经宣布了解除封城的计划。鉴于长者死于新冠病毒肺炎风险高企的证据比比皆是，这俨然成为一个「Logan's Run」(小说及其改编电影《逃离地下天堂》)时刻，其中更大的世代牺牲风险即将上升²。以佐治亚州为例，5月1日遵从「居家行为」警告的比例已经有所减少(请参阅右下图)。虽然不时传出新冠病毒肺炎疗法改善的消息(请参阅第2页)，但当前困局仍然未取得重大突破。我们将会追踪各州解封对病毒疫情的影响(可能需时3-4周才能显现)，并利用我们从大通卡服务公司积累的信息追踪其对消费者支出的影响。如第三张图表所示，我们已经在全国层面上看到了经济脉搏恢复跳动的回升迹象。

每百万人每日新增感染数量 线性比例，连续3日平均值



资料来源：约翰霍普金斯大学、国际货币基金组织、摩根资产管理。2020年5月10日。

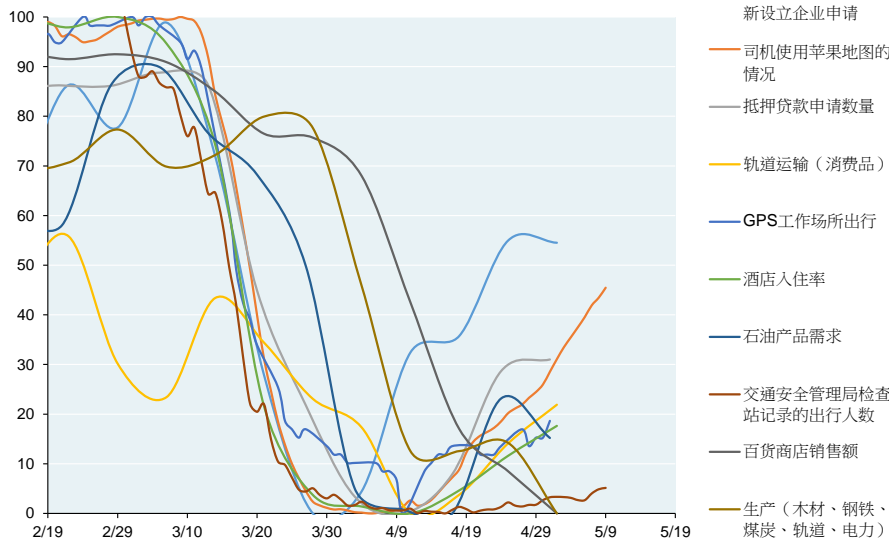
佐治亚州出行趋势：居住地点，与基线相比的变化，%



资料来源：谷歌、摩根资产管理。2020年5月1日。

美国高频数据跟踪

指数，其中 0 = 观察值最低，100 = 观察值最高，2020年1月1日至今



资料来源：西部木材产品协会、美国能源信息署、美国钢铁协会、电子出口信息、美国铁路协会、Redbook、人口普查局、TSA.gov、苹果、Smith Travel、MBA、谷歌、摩根资产管理。2020年5月11日。

¹ 截至星期天晚上，感染率高于美国的唯一一个大国是俄罗斯。详情请参阅我们的病毒网站第 1 节和第 2 节。

² 各年龄层的新冠病毒肺炎死亡风险表请参阅我们的病毒网站第 6 节。《Logan's Run》是 William F. Nolan 和 George Clayton Johnson 的一部小说，描绘一个未来社会资源枯竭的故事。为避免人口过剩，所有 21 岁以上的人(在电影版本中是 30 岁)生命都将被终止。



Moderna、单克隆抗体和另一种谨慎有利的抗病毒试验结果

Moderna 研发的 RNA 疫苗正进入第二期试验，但值得注意的是，第一期试验的主要内容为疫苗是否会在无意中致命，而非它是否有效。在第一期试验中，Moderna 从今年 3 月开始在西雅图对 45 人进行了疫苗测试，现在将对 600 人进行第二期试验。

单克隆抗体疗法(mAb)涉及通过静脉或皮下注射注入抗体。虽然恢复期血浆依赖从康复个体获取抗体，但单克隆抗体可以从人类康复者、经过基因改造具有人类免疫系统的小白鼠、通过基因工程或先进的细胞培养物中获取。单克隆抗体过往多半用于治疗癌症和自身免疫性疾病，很少用于治疗传染病。但单克隆抗体对埃博拉病毒有效，今年夏天有望针对新冠病毒(SARS-CoV-2)进行临床单克隆抗体试验。mAb 的目标是：通过将抗体与使其能够进入人体细胞的突刺蛋白结合，中和新冠病毒的感染性。一种可能的治疗方案或许包含 2 个或更多的单克隆抗体。

- **mAb的优势**：能够比疫苗更快获得，并可作为对新冠病毒肺炎患者的急性疗法和为一线医疗工作者提供预防。缺点：成本高于疫苗；很难大规模生产，由于人体不会制造重组蛋白，可能需要大剂量的重组蛋白；而且其存在是暂时性的（通常只是几个星期）。虽然疫苗更可取，因为其具有立即阻止疾病传播的能力，但在疫苗能够付诸实施之前，单克隆抗体可能是病患和一线工作人员的重要治疗方案

另一种谨慎有利的抗病毒试验。根据一份香港医生团队的报告，联合使用批准用于治疗其他病毒性疾病的药物改善了新冠病毒肺炎住院患者的临床和实验室结果³。接受全部四种药物治疗的轻到中度感染患者比只接受四种药物中的两种治疗的患者恢复得更快。

- 四种药物包括洛匹那韦和利托那韦（抗HIV药物）、利巴韦林（RNA病毒抑制剂）和干扰素-1b（刺激抗病毒免疫反应）。对照组使用洛匹那韦和利托那韦治疗，结果显示，这一组合的效果并没有比安慰剂好多少。在治疗组中，症状的平均缓解时间从12天减少到7天；治疗组患者从第一天开始到持续整个治疗期间病毒载量也都有所减少
- 「局限性」：这项研究只有少数患者参与（127人），并且只包括症状轻微到中度的患者。这也是一种只能在医院使用的疗法，因为使用了3种抗病毒药物、干扰素注射、多种抗生素和氧气疗法。虽然治疗组的病毒载量下降更快，但并没有像大多数用于其他疾病的抗病毒药物那样急剧下降。在症状出现后接受7天或更长时间治疗的患者，其愈后没有显著差异。所以，这是一种主要针对轻度到中度症状住院患者的治疗方案，在许多西方国家这一人口群体不是很大

近期《放眼市场》的主题：新冠肺炎对各州养老金支付资金缺口的影响及关于破产法第9章的争论（5月4日）；美国的财政刺激力度「足够」吗？（5月4日）；新冠肺炎、食物/能源供应与选举人团（5月4日）；卡介苗疫苗影响新冠肺炎严重程度是一个令人怀疑的前提（4月27日）；迄今为止我们所见过的最雄心勃勃的疫苗时间表（4月27日）；最新血清学结果（4月27日）；市场触底的历史（4月20日）；新冠肺炎感染率及其与集体主义对比个人主义的关系（4月20日）

³ 《干扰素-1b、洛匹那韦-利托那韦和利巴韦林三联用治疗新冠肺炎住院患者：一项非盲随机二期试验》，袁国勇团队，新发传染性疾病国家重点实验室，香港大学余雷觉云感染及传染病中心，2020年5月8日



市场与经济之间的差距日益扩大

我们曾经撰文分析金融市场的复苏早于企业盈利和经济回升的历史，美联储8万亿美元资产购买/承诺和规模堪比二战时期的财政赤字，肯定会大大推高资产价格（详情请参阅网站第3节）。**即使有先例可寻，我也不确定在市场复苏和经济状况恶化之间是否曾经存在过更大的差距。**左下图显示金融市场的复苏（利率、利差、股市和美元）及股票相对于债券的估值（「股票风险溢价」）。右下图是就业率和产出暴跌的预测。在我看来，市场复苏隐含着三个主要假设：

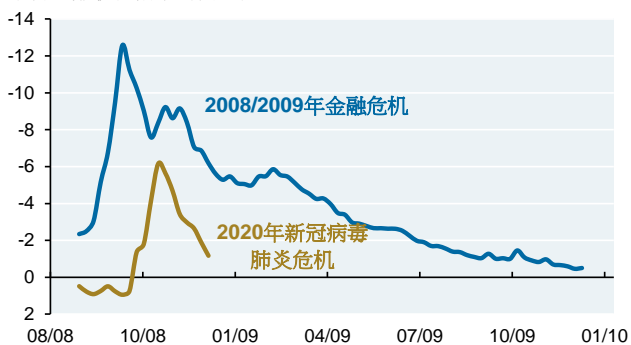
- 第二波感染高峰，如果发生，将不会使州医疗系统负担过重，导致重新开放州的州长最终重新实行封锁
- 如果其他各州继续封锁，联邦政府和州政府将提供额外援助，以抵消疫情对家庭收入和拖欠率的影响
- 就业、消费者支出和制造业对重新开放将有很高的「弹性」。举个例子：4月劳工统计局就业调查中，超过95%的失业者认为他们被解雇是「暂时的」，而不是「永久性的」

虽然这些都是市场回升合理支持的论点，但在我看来，相对于未来的流行病学、行为、政策和增长的风险而言，市场价格反映对上述风险的确定性似乎很高。对投资者来说，一个非常重要的指标将是第二季度的企业盈利，我们将在下一页对此进行讨论。

市场，回升

与2008/2009年一样，金融状况快速复苏

彭博金融状况指数（倒置）



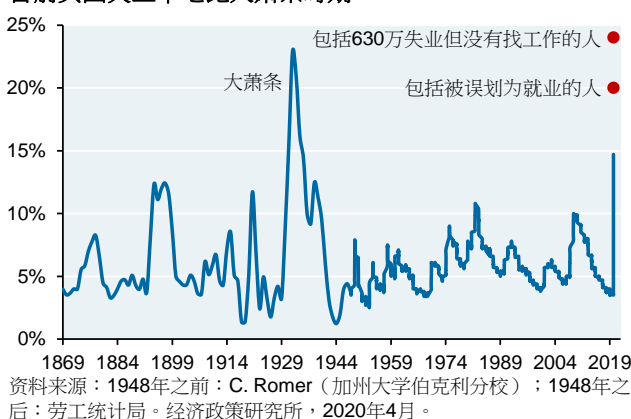
与2008/2009年相比，股票相对于债券的估值回升速度更快

美国股票风险溢价，基点



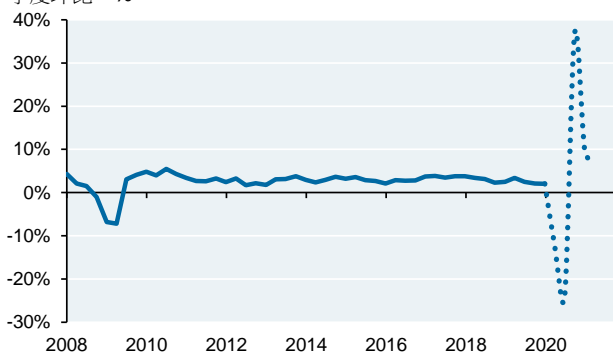
经济，崩溃

目前美国失业率堪比大萧条时期



全球生产总值，历史与摩根大通的预测

季度环比，%



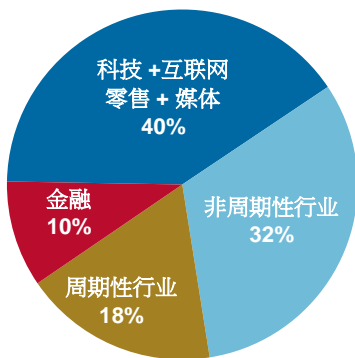


盈利分化：企业利润的贫富分布

上周，我们分析了就业状况的好坏分布以及裁员是如何高度集中在休闲和零售行业。美国实施的封锁政策也造成了盈利集中的后果。如右下图所示，科技、互联网零售和媒体行业第二季度盈利预计将好于其他行业，非周期性公司的业绩也紧随其后。损失似乎高度集中在周期性行业和金融业，这两个板块占标普500指数市值的28%。股市的部分回升可能反映出这样一种观点，即预计占标普市值72%的公司遭受的盈利冲击要小得多。

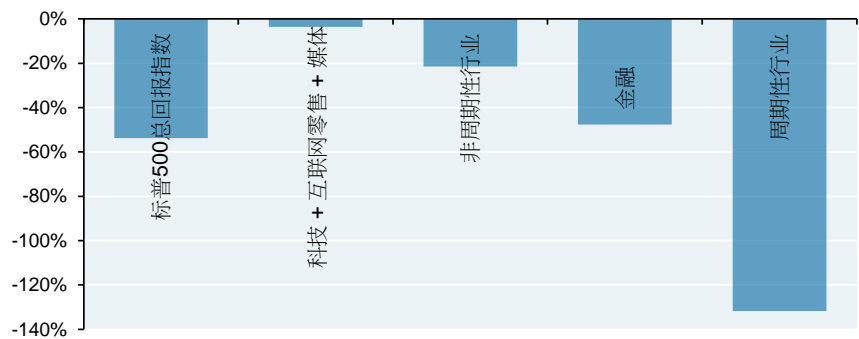
疫情大流行期间企业将如何有效管理固定和可变费用，这是很难预料的。许多美国公司都有很高的「经营杠杆」，意味企业的盈利可能会在经济疲软时急剧下降，而在经济复苏时大幅回升。考虑到2021年盈利将会反弹的乐观预期，科技股和非周期股能在多大程度上分别以2%和20%的盈利降幅逃离第二季度将是一个非常重要的指标。如最后一张图表所示，对2021年盈利的普遍预测目前基本与2019年的实际水平相当，而我认为这个数值好像偏高。

标普500指数行业权重



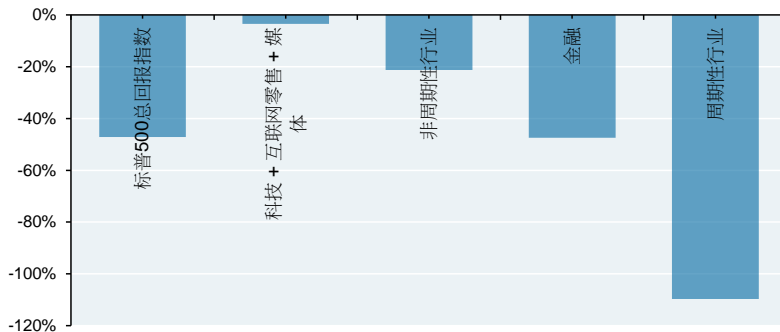
资料来源：彭博。2020年5月8日。

对每股盈利增长的市场共识预测，2020年二季度与2019年二季度的比较



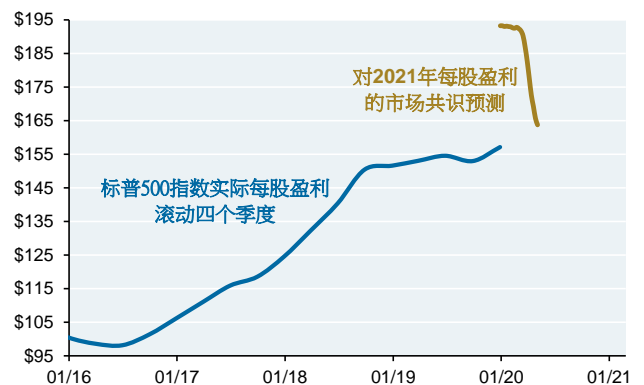
资料来源：彭博。2020年5月11日。

2020年二季度对每股盈利年同比增长率的市场共识预测
年同比变化，%，流通在外股票加权平均值



资料来源：彭博、Factset。2020年5月8日。

标普500指数盈利与2021年预测数据的比较



资料来源：Datastream、标普道琼斯指数。2020年5月10日。

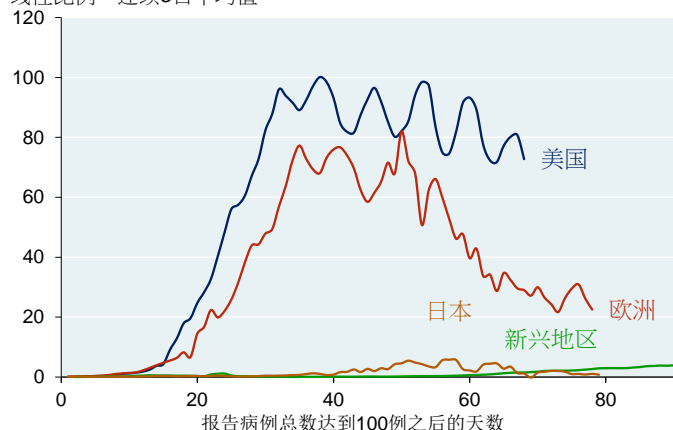


地区性股市表现呈杠铃状分布：欧洲和日本再次跑输

与美国相比，欧洲的感染人数下降得更快，而日本的感染率几乎没有。尽管如此，欧洲和日本股市的表现再次逊于美股和新兴市场股票组成的双重心策略。这种趋势持续了这么多不同的市场周期，以至于我无法想象它会如何改变。正如我们在《2020年展望》中所讨论的，美国股市的结构性优势包括以下两个因素。首先，与欧洲和日本不同，美国科技行业占比高于盈利增长率较低且波动较大的行业（基础材料、能源和工业品）。其次，美国公司在「行业内」的盈利能力（资产回报率、股本回报率）高于欧洲和日本同行。上述论点并未改变。

每百万人每日新增感染数量

线性比例，连续3日平均值



资料来源：约翰霍普金斯大学、国际货币基金组织、摩根资产管理。2020年5月10日。

超配美股和新兴市场股票，低配欧洲和日本股票

3年滚动跑赢或跑输MSCI所有国家世界指数的幅度



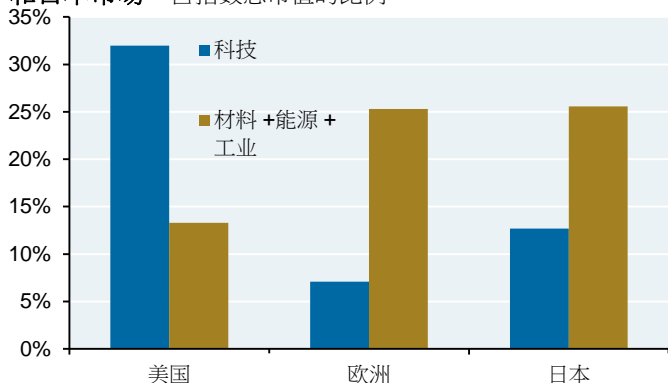
资料来源：彭博、摩根资产管理。2020年一季度。全股票组合，按季度调整。美股超配10%、欧股低

今年以来美国/新兴市场与欧洲/日本地区性股市双重心策略业绩比较

今年以来杠铃策略表现优异		地区	权重	Delta	修改后权重	美元回报	本币回报
美元双重心策略	0.9%	美国	62%	10%	72%	-8.3%	-8.3%
本币双重心策略	0.9%	新兴市场	12%	5%	17%	-17.7%	-12.8%
		欧洲	18%	-10%	8%	-20.1%	-17.0%
		日本	8%	-5%	3%	-12.2%	-14.0%

资料来源：彭博。2020年5月11日。

高增长科技板块拉动美国市场，增长落后的板块驱动欧洲和日本市场，占指数总市值的比例



资料来源：彭博。2020年5月10日。科技包括：全球行业分类标准下一级信息技术 + 全球行业分类标准下三级互动媒体与服务。

国家	资产回报率：美国较高					
	必需消费品	非必需消费品	科技	医疗	通信服务	金融
美国	5.9	5.7	10.1	6.0	5.7	1.0
欧洲	5.2	3.4	6.0	6.2	1.7	0.3
日本	3.4	3.3	4.1	4.0	3.1	0.3

国家	股本收益率：美国较高					
	必需消费品	非必需消费品	科技	医疗	通信服务	金融
美国	27.9	30.7	27.5	18.4	13.9	11.8
欧洲	18.0	12.1	12.3	17.2	9.8	8.4
日本	10.8	9.5	9.4	8.9	7.0	7.0

资料来源：彭博。2020年5月10日。



杠杆式贷款和破产日益增加：这一次前方的道路更加漫长

去年7月，我们撰写了《[放眼市场](#)》特别版，内容关于贷款市场投资者是否愿意牺牲契约保护来换取收益⁴。第一张图表显示穆迪杠杆式贷款契约质量评分，该评分在2019年年底创下历史最低纪录；这也是我们得出下列结论的原因之一，即在下一轮经济衰退中，违约贷款回收率可能为面值的60-65%，而此前为75-80%。现在经济衰退已经来临，2020年4月申请破产的公司数量刷新纪录，而且4月违约贷款余额创下新高。贷款违约「率」尚未大幅上升，原因如下：一、2010年以来贷款快速增长导致分母增大；二、一些借款人得到还款豁免；三、契约条款较为宽松减少了违约事件；四、下图所示的违约率是按面值加权计算得出的，若按等权重方式去计算，违约率会更高；五、时间过去的还不够长。

贷款投资者高举白旗：穆迪贷款契约质量评分

5.0 = 贷款质量最差



资料来源：穆迪。2019年四季度。

杠杆贷款违约率：迄今为止小幅反弹

至2020年4月过去12个月，面值加权



资料来源：摩根大通、标普LCD部门。2020年5月9日。

在之前的周期中，贷款投资者先卖出，然后再梳理详细情况。例如，2009年年初贷款价格暴跌（其价格所反映的是最终实际损失金额的两倍多），随后大幅反弹。这一次也差不多，3月份下跌25%，随后是部分反弹。鉴于上述债权人保护措施的削弱，我认为，与2009/2010年的V型贷款回升相比，贷款价格复跌或停滞的风险更大。杠杆式贷款在零利率时期很诱人，但在最近的反弹之后，我认为不良债务和贷款间的平衡更为合理，因为预计前者将在2020年底前激增。

2008-2009年金融危机期间杠杆式贷款市场定价与实际损失比较

总回报指数，2007年1月 = 100



资料来源：标准普尔/LSTA、彭博、摩根资产管理。2020年5月10日。

杠杆式贷款总回报指数

总回报指数，2007年1月 = 100



资料来源：标准普尔/LSTA、彭博、摩根资产管理。2020年5月10日。

⁴ 契约评估分析了杠杆和利息保障测试、最惠国条款、出售资产时强制提前还款、负面契约限制豁免、限制付款条款、允许的息税折摊前利润调整的范围、抵押池资产流失、投资非受限子公司或联属公司的上限或向其转让的上限、举借新增同权或优先债务的能力、非担保人子公司的留置权稀释等。换句话说，这些都是目前贷款投资者正在以史上最快的速度放弃的保护。



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**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。有關英國審慎監管局對**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。有關英國審慎監管局對**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。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 Taunustor 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。