J.P.Morgan

PRIVATE BANK

2022年
市场展望
迎接蓬勃周期

作者

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

吴安澜(Alex Wolf)
亚洲投资策略部主管

特别鸣谢

Christopher Baggini, CFA
股票策略部全球主管

Jeff Eshleman
全球市场研究部
首席投资办公室

Madison Faller, CFA
欧洲、中东和非洲市场投资策略师

Stephanie Roth
高级市场经济师

Ian Schaeffer
美国投资策略师

Olivia Schwern
美国投资策略师

Joe Seydl
高级市场经济师

David Stubbs博士
主题投资全球主管

Desmond Supple
固定收益投资组合经理
首席投资办公室

Franco Uccelli
新兴市场高级经济师

序言

在经历了2020年的动荡后，2021年经济显著复苏、市场持续回弹，彷佛拨云见日，前路渐见明朗。

随着新的一年将至，全球通胀加剧、劳动力短缺等风险犹存，加上新冠疫情反复，阴霾依然笼罩，我们必需妥善应对。不过，从根本上来看，我们对未来前景依然乐观，预期即将迎来蓬勃的经济周期。

一如既往，我们专注于客户的目标，此乃重中之重。我们相信，只有深入了解客户的关注重心，方能行稳致远、立足长远，构建合适的投资组合，强有力地抵御未来任何跌宕起伏。

在摩根大通，我们拥有一支专业的全球投资策略团队，致力于帮助投资者洞察可能面临的风险与机遇。当您阅读本年度《市场展望》时，我们希望您立足于自身的长期财务目标。同时，敬请联系您的摩根大通顾问以获得更多信息。

衷心感谢您对摩根大通团队一直以来的信赖和支持。

David Frame
美国私人银行首席执行官

Martin Marron
国际私人银行首席执行官

迎接
蓬勃周期

随着全球经济从新冠疫情中持续复苏，2021年大多数风险资产的表现亮丽。然而，近几个月来，投资者尤为关注经济增长和市场回报可能出现的潜在风险。通胀问题导致央行的政策考虑更为复杂，供应短缺持续影响经济产出，加上新冠疫情反复，消费者、企业和投资者普遍感到担忧。

与此同时，随着危机过去，政策制定者的关注重心发生改变，家庭和企业财务状况转趋稳定，科技创新的发展步伐持续加速。相比过去十年全球经济缓慢增长和生产力疲软的情况，后疫情时代可能意味着更为蓬勃的经济环境。对于投资者，尤其依然是维持上个经济周期投资组合配置的投资者而言，这些变化会带来至关重要的影响。

毋庸置疑，众多因素正在共同发酵。在美国，美联储为应对通胀压力和就业市场疲软而采取的货币政策也会左右金融市场的表现。此外，中国正在进行的经济转型可能带来短期内的下行风险。从长远来看，全球经济需要对世界第二大经济体结构性增长的减速做好调整和准备。从全球范围来看，病毒的传播路径可能会继续对经济产生重大影响。

基于全球经济与金融市场产生的相互作用，我们发现以目标为导向的风险资产投资组合回报理想。企业盈利增长可能会将发达国家的股市推至新高；而经济的强劲增长，加上良性通胀的出现，可能会对债券市场产生不利影响。考虑到市场的潜在不确定性，尽管我们对未来前景总体抱持乐观态度，但依然注重投资组合的均衡配置。

当您阅读今年的市场展望时，我们希望您的资产配置应当从自己的投资目标出发，审慎考虑投资组合的基本框架及风险承受能力。在决定最适合您的投资组合配置之前，我们建议您首先充分评估目前的资产配置，厘清投资组合的用途，明确您个人和家人的目标。

您的资产用途是维持您的生活开支，还是家族的财富传承？您打算针对资产进行长远规划，还是短期内需要动用资金？在结合我们对全球经济走向和金融市场的观点以决定投资组合配置之前，我们建议您首先深入思考上述问题。

通过采用以上框架，您应已准备好在新的一年里进行行之有效的资产配置

我们认为未来一年将会主导市场走向的主题包括：

宏观观点
让经济周期充满活力的基础

第12至25页

政策制定者的关注重点正在改变

第26至37页

企业和消费者的健康发展

第38至47页

持续的科技创新

关注焦点
谨慎对待「乱流」

第48至59页

通胀和货币政策

第60至69页

中国经济转型

第70至77页

疫情由全球大流行演变为局部流行病

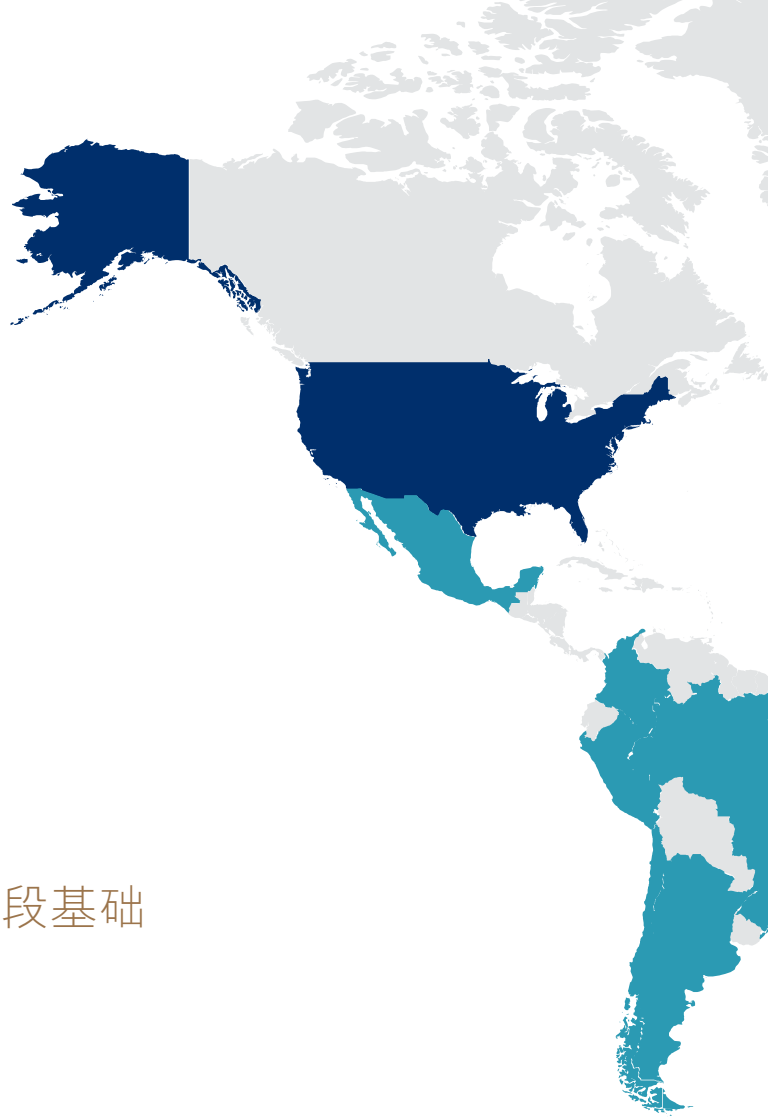
让经济周期充满活力的基础

随着疫情危机逐渐过去，政策制定者的关注重心发生改变，家庭和企业财务状况转趋稳定，科技创新的发展步伐持续加速。这一切转变为未来十年全球经济更为强劲的增长奠定了坚实的基础。

政策制定者的关注重点
正在改变

宏观观点

政策制定者的关注重点正在改变



随着疫情逐渐过去，财政政策的重心开始转移

财政刺激的顶峰时期似乎已过，现阶段基础设施和其他项目等长期支出提案成为关注焦点。

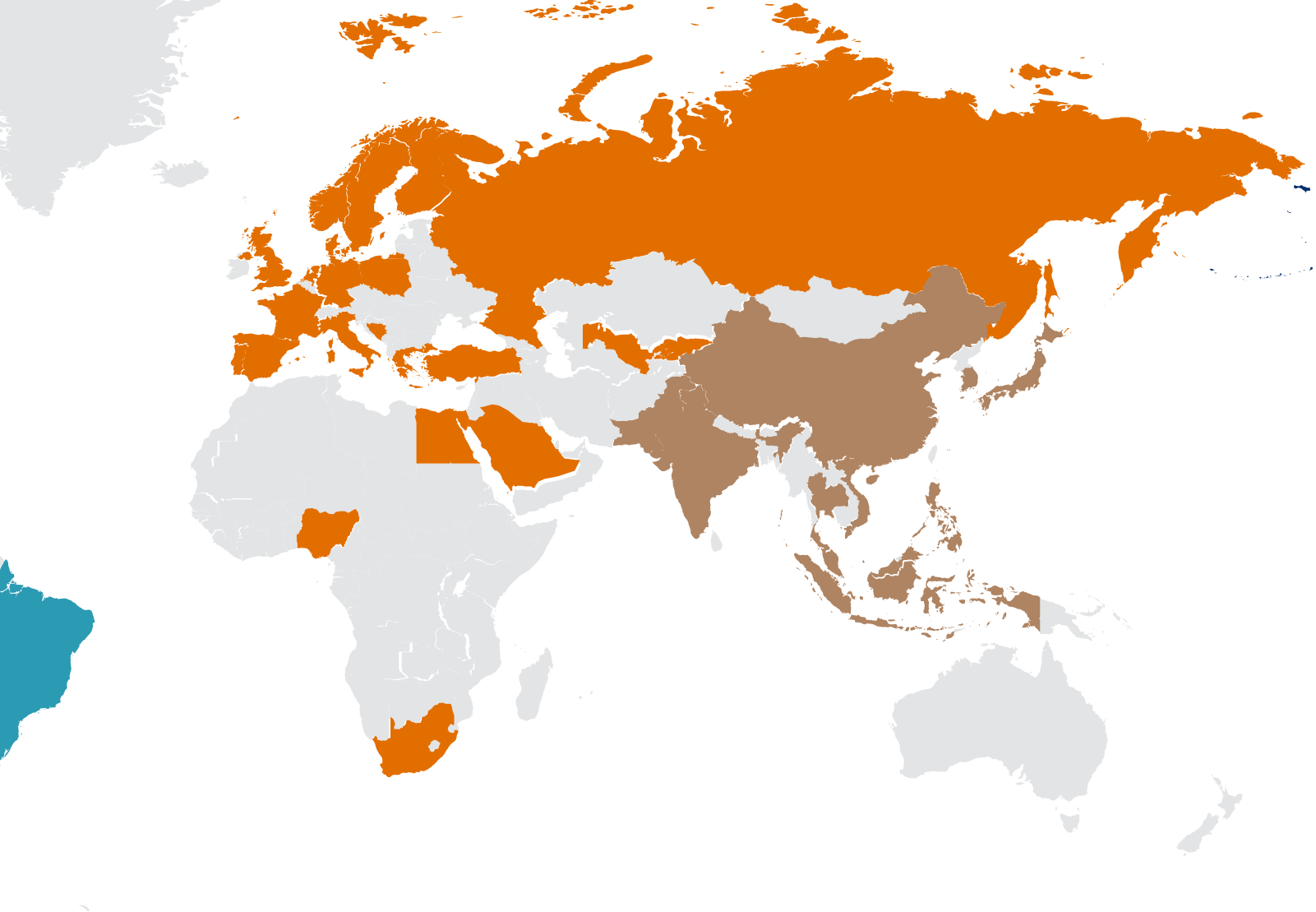
美国

拜登提出的实际及人力基建方案计划投入数万亿美元财政开支增加基础设施建设、高速互联网系统和清洁能源，以及儿童保育和医疗等其他优先目标。

拉丁美洲

在几乎耗尽财政预算以应对新冠疫情之后，各国政府普遍处于财政紧缩状态。随着通胀压力增加，货币政策也随之收紧。

资料来源：美国外交关系协会、国际货币基金组织和欧盟委员会。
数据截至2021年10月1日。区域划分基于摩根大通的地区分布。



欧洲、中东和非洲

《欧盟复苏法案》和《绿色法案》集中于研究和创新、数字化、现代化和经济复苏等领域，并针对气候问题制定较高的碳排放标准。

亚洲

许多发展中经济体的财政预算有限，而发达经济体的财政政策普遍宽松，亚洲各国的财政支持力度各不相同。中国作为亚洲区内最大的增长动力来源，似乎开始收紧监管以减少经济对房地产的依赖，从而实现经济再平衡。

从许多方面来看，新冠危机更像是一场战争或是自然灾害，而非一次经济衰退。政策制定者作出了强有力的回应，全球范围内，后疫情时代下各国央行承诺的财政支出总额约达20万亿美元，占国内生产总值的比例为二战以来的最高水平。

美国

在美国，国会和白宫已经动用超过4万亿美元应对新冠疫情，而目前政客们还在讨论在未来10年额外增加2万亿美元财政预算的可能性。拜登总统提出雄心勃勃的财政计划，即使只能部分实施，也会对经济产生重大影响。拜登的「重建更好世界(Build Back Better)」提案，将大大增加用于基础设施、技术研发（如机器人、人工智能和生物技术）等领域的支出，借此支持国内半导体制造行业，同时推动清洁技术的发展。其他用于解决教育、儿童保育和供应链等问题的措施，或可带来一些长期经济效益。

然而，这些政策也带来了税收的增加。高收入家庭的个人税率可能会上升，从而凸显了资产结构及规划的重要性。虽然法定公司税率可能会保持不变，但全球无形资产所得税和最低企业税率上升可能会拖累企业盈利收入。尽管如此，公司税的提高可能仍不足以抵消我们预期的销售和运营提效所带来的盈利增长。另一方面，我们认为增加税率应不会抑制商业投资。

为了应对新冠疫情，国会和白宫已经动用超过

4 万亿美元

国会正在讨论在未来10年额外增加

2万亿美元

欧洲

我们相信财政刺激将继续为经济提供助力。这与2010年代初期欧洲央行出台的政策形成鲜明对比，当时的财政紧缩措施令本已疲弱的经济雪上加霜。

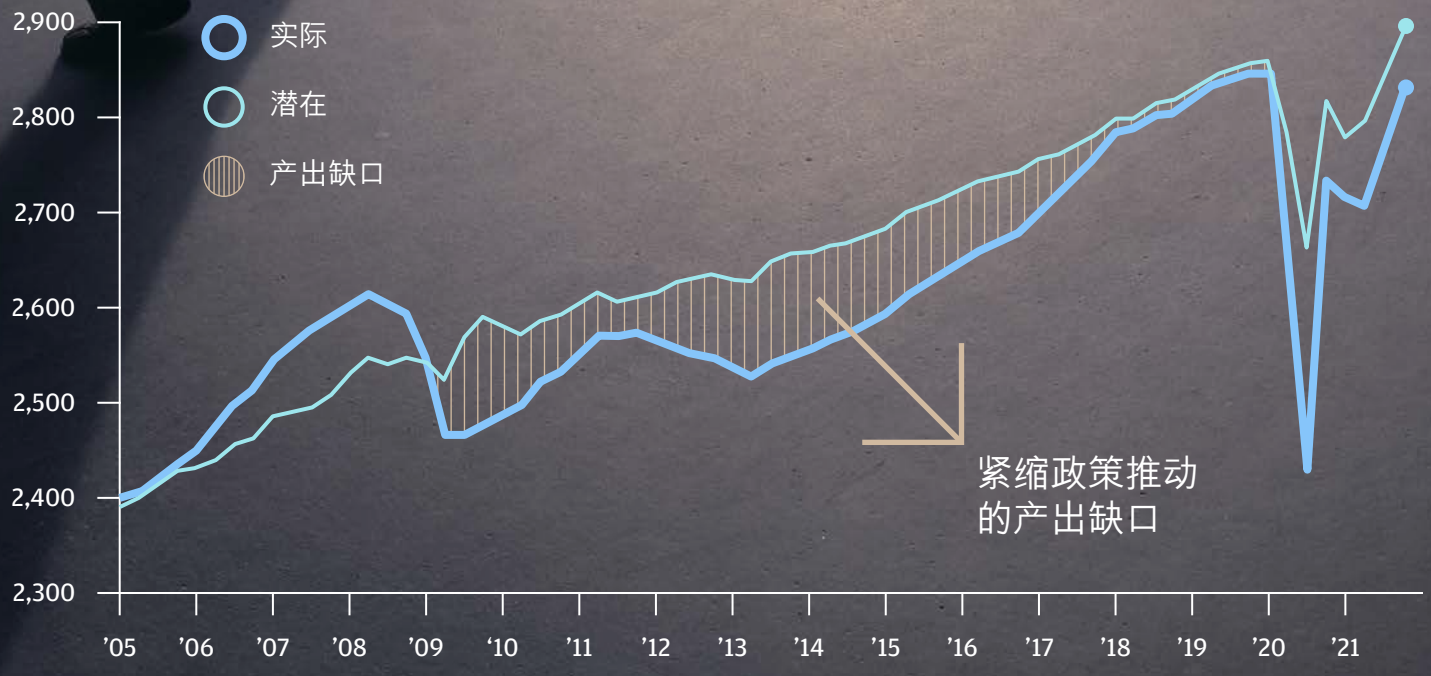
全球爆发金融危机后，实际产出始终不能恢复至潜在水平(即经济的理论长期国内生产总值)。欧盟目前已经同意在2027年前拨出逾2万亿欧元用于新冠疫情后的重建工作。此外，欧盟关注的重点领域包括数字创新、科研、应对气候变化支出以及流行病预防计划等。为了冲抵成本，政府计划徵收金融交易税、数字税和企业「财政贡献」。不过，我们认为这些财政支出将会对经济和市场带来正面影响。

过去两年，欧洲一直采取宽松的财政措施，且有可能长期保持如此。当借贷成本为负时，从经济角度来说，似乎没有明显理由维持预算平衡。然而，欧洲央行持续的支持，对帮助边缘(periphery)国家维持可控借贷成本至关重要。虽然与货币联盟相关的结构性问题依然存在，但新冠疫情使得欧洲大陆之间的关系更加紧密，财政政策立场也对市场更加友好。[1]

[1] 欧元区财政赤字占国内生产总值的百分比(一种用来衡量对经济提供财政支持的指标)仍然高于全球金融危机高峰时期，尽管本轮增长的反弹速度要快得多。虽然财政赤字将会缩减，但这表明财政政策的支持力度比以往更大。

欧洲的紧缩政策造成2010年代经济疲弱复苏

欧元区实际产出与潜在产出，十亿欧元

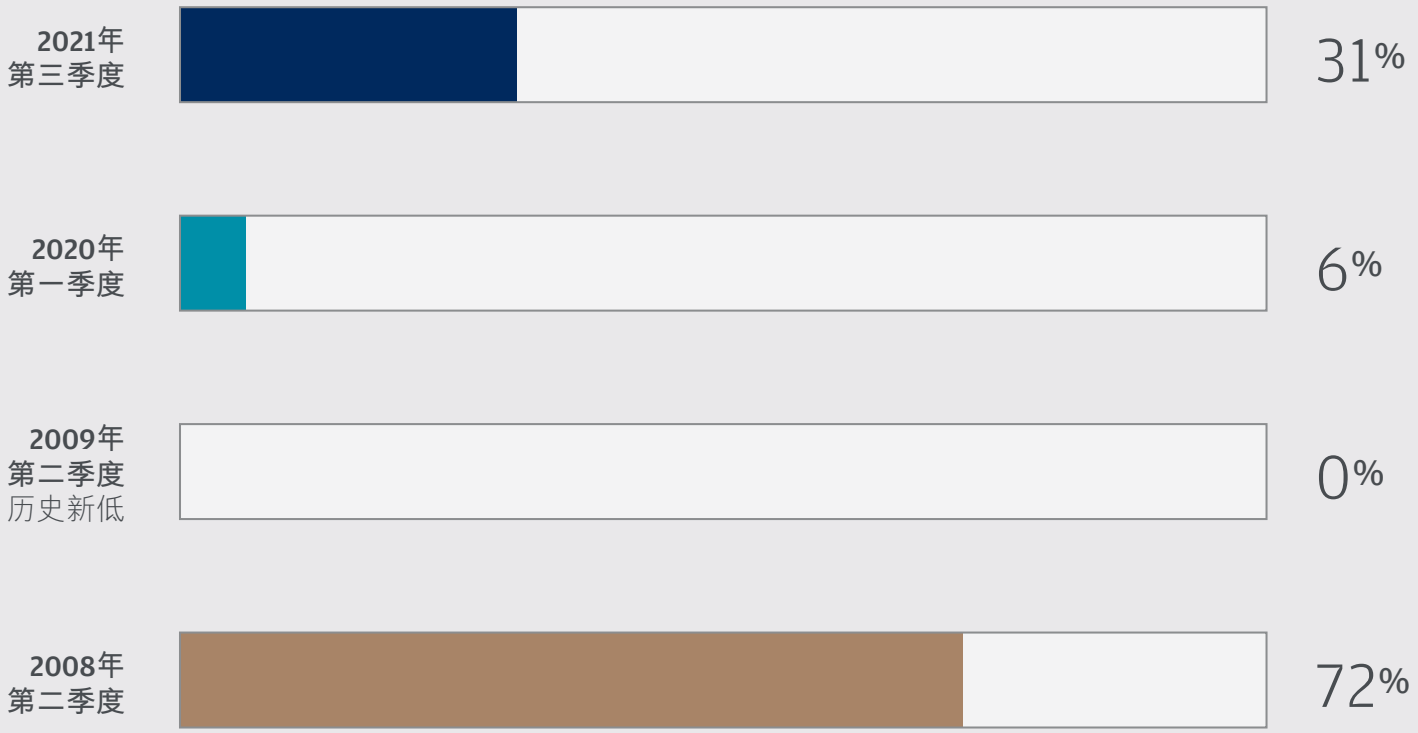


资料来源：牛津经济研究院、Haver Analytics。数据截至2021年第三季度。

货币政策方面，美联储和欧洲央行都致力于通过促进就业市场复苏来维持通胀的稳定上升。美联储在新推出的「灵活平均通胀目标制度」中表明，他们允许通胀超调以提振就业市场。我们预计，即使通胀数据飙升至十年来的新高，美联储都不会贸然采取激进的紧缩政策。同样地，欧洲央行也公布了一项新策略，不再假设2%为通胀，而是一个对称的目标。

全球经济正步入紧缩周期.....

上一次行动为加息的央行百分比



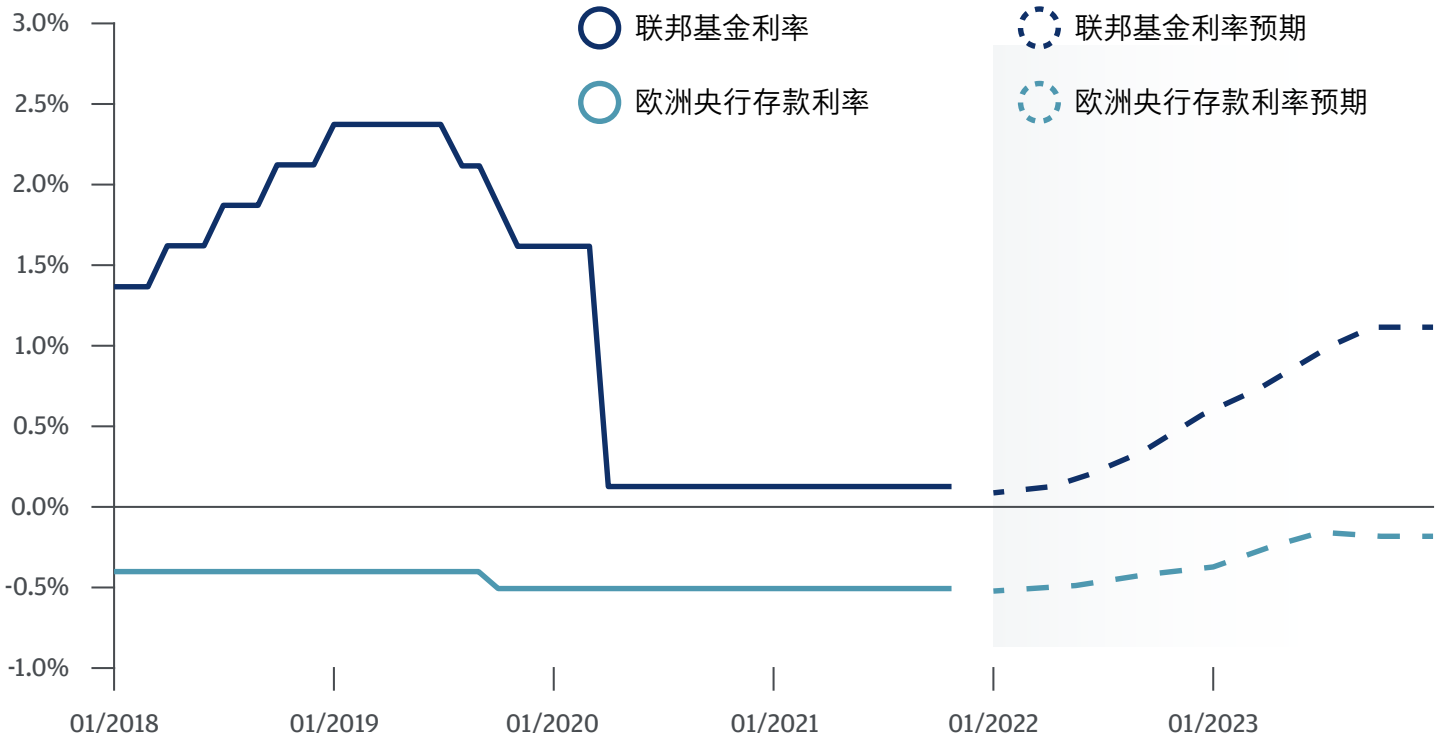
资料来源：FactSet。数据截至2021年10月31日。包括32家央行。

欧美两大央行的政策导向，应会在2022年及以后利好市场表现。

其他地区方面，各国央行正朝着不同的方向前进。挪威、新西兰、加拿大和英国的央行都已采取了货币紧缩政策。虽然政策方向不同可能会带来跨区域和外汇市场板块的战术性机会，但对全球风险资产而言，美联储和欧洲央行(以及中国人民银行)的政策取向才是最重要的。

……且市场预期美联储将于2022年加息

政策利率(%)



资料来源：彭博财经。数据截至2021年11月21日。

新兴市场

在新兴市场，货币政策对投资者的支持力度相对较低。

中国的政策制定者致力于实现经济增长重心的再平衡，调整经济结构，正在采取的措施包括房地产行业降杠杆，加强对互联网企业的监管，制定实现碳中和的策略，实施提倡社会平等和家庭价值观的政策等。政策制定者追求长期改革，重视长远发展，并愿意为此牺牲短期增长。由此带来的短期风险不容忽视，从中期前景来看，投资者也需要适应中国结构性减速带来的影响。

在拉丁美洲，民粹主义逐渐占据上风可能会对该地区的经济产生严重的负面影响。

到目前为止，由于公众对政府应对新冠疫情和经济危机的手段不满，近期的选举结果喜忧参半。智利等一些国家投票反对民粹主义候选人，而秘鲁等其他国家则投票赞成。

在2022年巴西和哥伦比亚等主要地区举行总统选举之前，左翼候选人在初步民调中领先。越来越多人开始担心，选举的不确定性会给消费和投资市场造成负面影响。

总而言之，全球政策背景对投资者带来的启示似乎显而易见。相对于核心固定收益资产，我们看好股票和非核心信用债等风险资产。此外，相比发展中市场，我们看好发达市场，但更重要的是，我们关注企业收入的驱动因素和企业盈利质量，而非地域。同时，我们还看好市场中有望受益于政策支持的领域，如半导体、清洁能源和下一代汽车。

宏观观点

家庭消费上升，企业因此受益

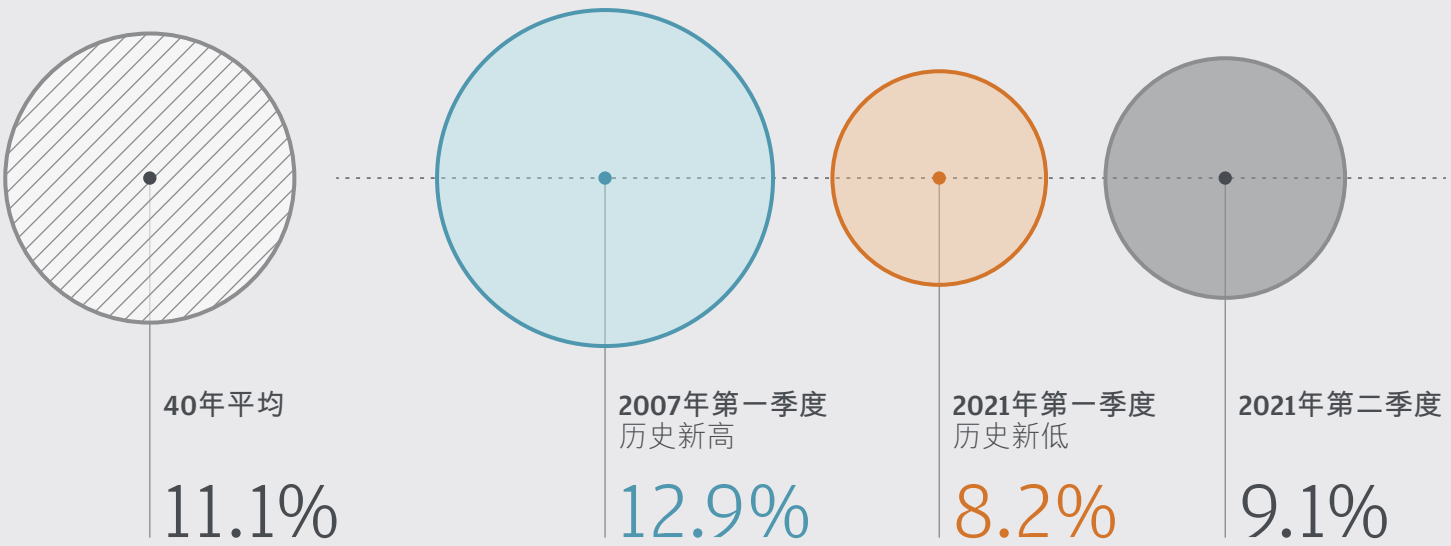
各国政府推出激进的疫情抗击政策
使得经济继续恶化得到遏制，
家庭和企业的财务状况得以保持稳定。
展望未来，我们预计两者的财务状况
将持续保持强劲。

家庭净资产处于历史新高，偿债开支处于历史新低，消费者信心仍具恢复空间。环顾所有发达国家，家庭储蓄额都有所增加。相比疫情爆发之前，美国消费者的储蓄额增加了接近2.5万亿美元。这与全球金融危机后家庭财富遭到房价股价双重下跌影响损失严重形成鲜明对比。

针对您在疫情期间积累的超额储蓄进行财富规划。明确界定您的流动性资金用途，并将剩馀资金投资于您的长期目标。

家庭偿债比例处于历史低位

偿付债务占可支配收入的百分比，%



资料来源：美国联邦储备委员会。数据截至2021年第二季度。

美国企业盈利创下历史新高

占国内生产总值百分比(%)

全美企业利润
（10亿美元，经季节调整后年率）

标普500企业过去四个季度营业利润
（10亿美元）

资料来源：美国经济分析局、Haver Analytics。数据截至2021年第二季度。

收入最高的四分之一群体表现最好。

从2019年12月到2021年年中，收入介于前20%人群的净资产飙升了17万亿美元。虽然这个增长惊人，中产阶级的财富和收入水平也有明显的提升。收入水平处于20%-80%区间人群的净资产增加了6万亿美元以上，相对资产的负债也在90年代以来的最低位。

劳动市场活跃，就业机会多且雇主在用高薪吸引员工。

在美国，离职率达到2000年以来的新高，意味着劳动力需求强劲。（人们通常在有信心找到另一份工作的情况下选择辞职。）总体而言，工资同比上涨了4至5%，这是自2000年代中期以来的最大增速，计划涨薪的小型企业所占比例也创下了历史新高。重要的是，收入水平最低人群的工资增幅最高。

这个趋势似乎在全球范围内显现。例如，英国目前的职位空缺与就业人数比例，也处于有史以来的高位。总体而言，劳动者在薪酬方面拥有自20世纪90年代以来的最大优势。虽然我们有理由相信目前的薪酬增长速度将会有所放缓，但相对于金融危机后时期，这个增长放缓的速度可能更加健康。

工资同比上涨了

4至5%，

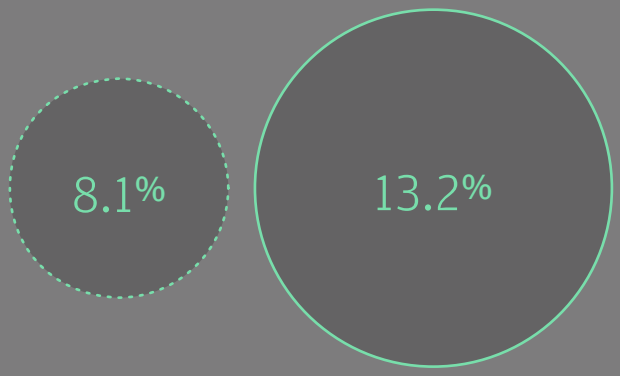
这是自2000年代中期以来的最大增速

超额家庭储蓄

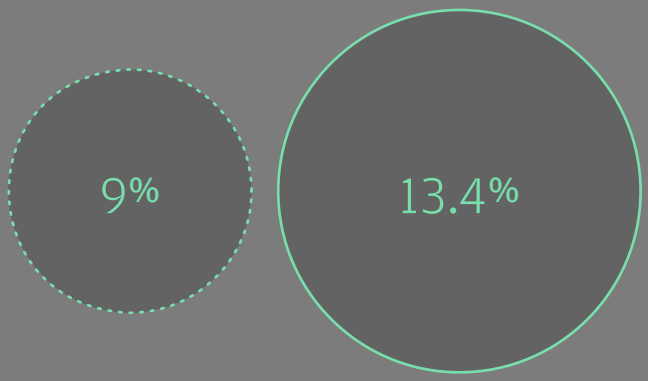
2019年第四季度以来实际
累积储蓄占家庭收入百分比，
减去2019年数值

2020年第四季度　2021年第四季度

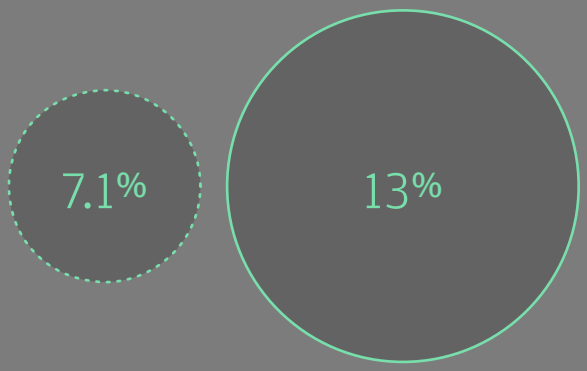
发达国家合计*



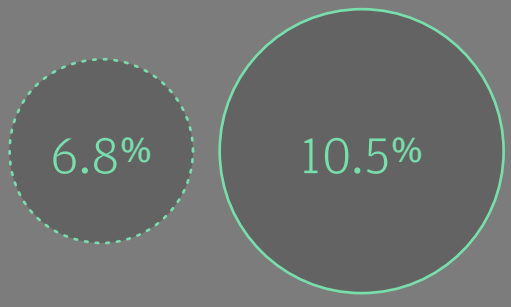
美国



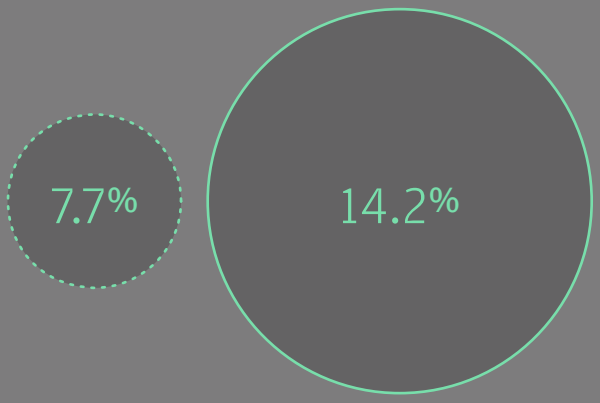
欧洲货币联盟



英国



日本



* 美国、英国、欧洲货币联盟及日本。
资料来源：摩根大通。数据截至2021年10月28日。

有鉴于此，我们预计发达国家的消费者将推动明年及以后的需求和经济增长。

在金融危机后复苏过程中滞后的行业，如房地产和汽车，可能会在当前周期中处于领先地位。目前，美国的住房存量远远无法满足需求。虽然房价上涨，但由于贷款利率较低，加上收入增长，消费者依然有能力购房。[2]新冠疫情使人们的工作方式和地点变得更加灵活，可以从城市或城市近郊搬去远郊地区以节省开支。与此同时，汽车行业的技术创新，包括电动汽车和辅助驾驶，可能会在美国和全球范围内引领一波较长的升级周期。

[2] 根据美国全国房地产经纪人协会的住房负担能力指数，与2000年至2010年任何时候相比，目前业主自住的住房更加容易负担，而该指数乃根据收入中位数和未偿还抵押贷款利率进行了调整。

企业方面，情况同样乐观。

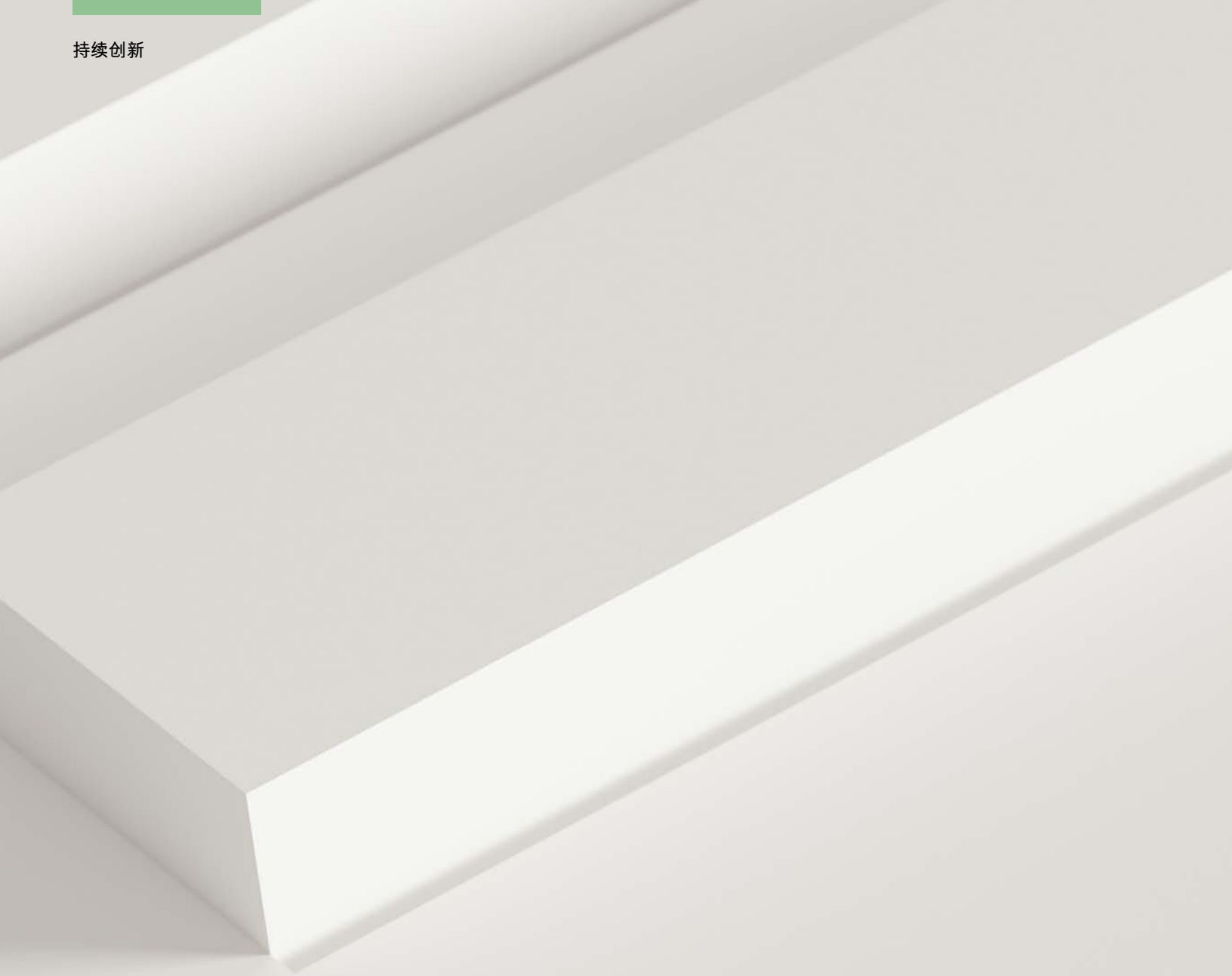
企业盈利和利润率处于历史高位，投资级信用利差处于历史低位，市场需求强劲。在发达国家，金融板块呈稳健状态且放贷意愿强烈。2021年，全球经济增长约6%，全球销售增长15%，而标普500指数成分股公司实现了高达45%的盈利增长，这一经营杠杆水平完全出乎投资者预料，此市场情绪推动标普500指数上涨了约25%。

欧洲企业盈利表现更为喜人(尽管其基数较低)。10%的销售增长带动了该地区64%的盈利增长。以本币计算，欧洲股市增速自2018年以来首次与美国股市持平。虽然我们预计2022年这一趋势将会稍微放缓，但企业盈利似乎仍有进一步上升的空间。

在中周期，我们预期全球经济将努力解决2021年中显现出的问题。

耐用品的需求激增，令供应商措手不及，供应链不堪重负。巩固供应链需要进一步投资支持，并且目前库存已经耗尽，也需要补仓。总体而言，供应链投资应该能够维持新订单、就业岗位、制造、贸易和终端的销售额和盈利。最后，随着疫情逐渐消退，消费者支出将会回归平衡，增加服务业消费比重，这应进一步缓解供应链面临的压力，亦是化解供应链问题的唯一解药。

相对而言，疫情对发展中国家的打击更大，发达国家的企业和家庭在疫情期间所得的收益能够应复利效应有更大增长。

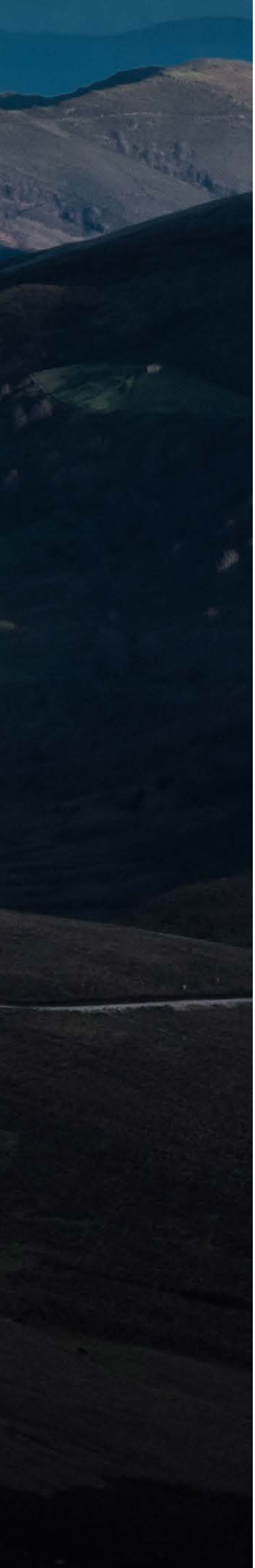


宏观观点

创新的新时代 驱动价值创造

新冠疫情进一步巩固了数字化转型、医疗创新和可持续发展这三大趋势。

如何抓紧大趋势的合适投资机会？寻找最适合您长期目标的投资，并且为时间跨度最长、具备最高风险承受能力的资产配置较大比重。



全球经济数字化进程加深。

科技创新引领医疗板块以惊人的速度研发有效疫苗。政策制定者和企业依然致力于通过投资缓解气候变化问题。

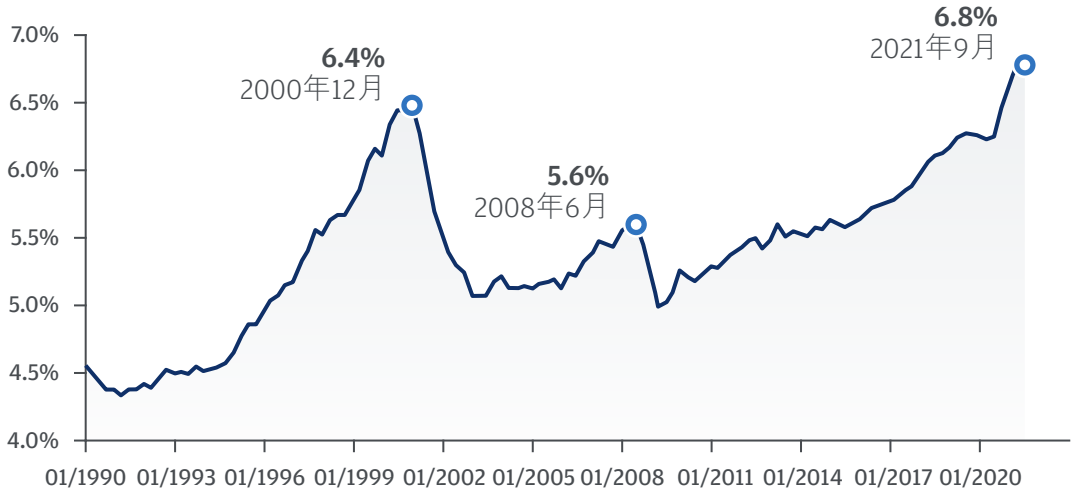
我们认为，这些趋势将继续推动研发与投资，和价值创造。

近年来，电子商务、技术硬件和云计算领域不断推陈出新。电商消费相比疫情爆发前水平增长了20%，2021年全球云计算网络安全支出增幅高达40%。归根结底，这些行业主要得益于人们上网时间上升的现状。[3]

未来几年，我们预计全球经济将继续快速向数字化转型：在劳动力市场短缺的催化下，产品制造业和服务业将会加快自动化。人工智能和机器学习将继续大力推动语音助手和自动驾驶等崭新技术的发展。

企业纷纷投资技术创新

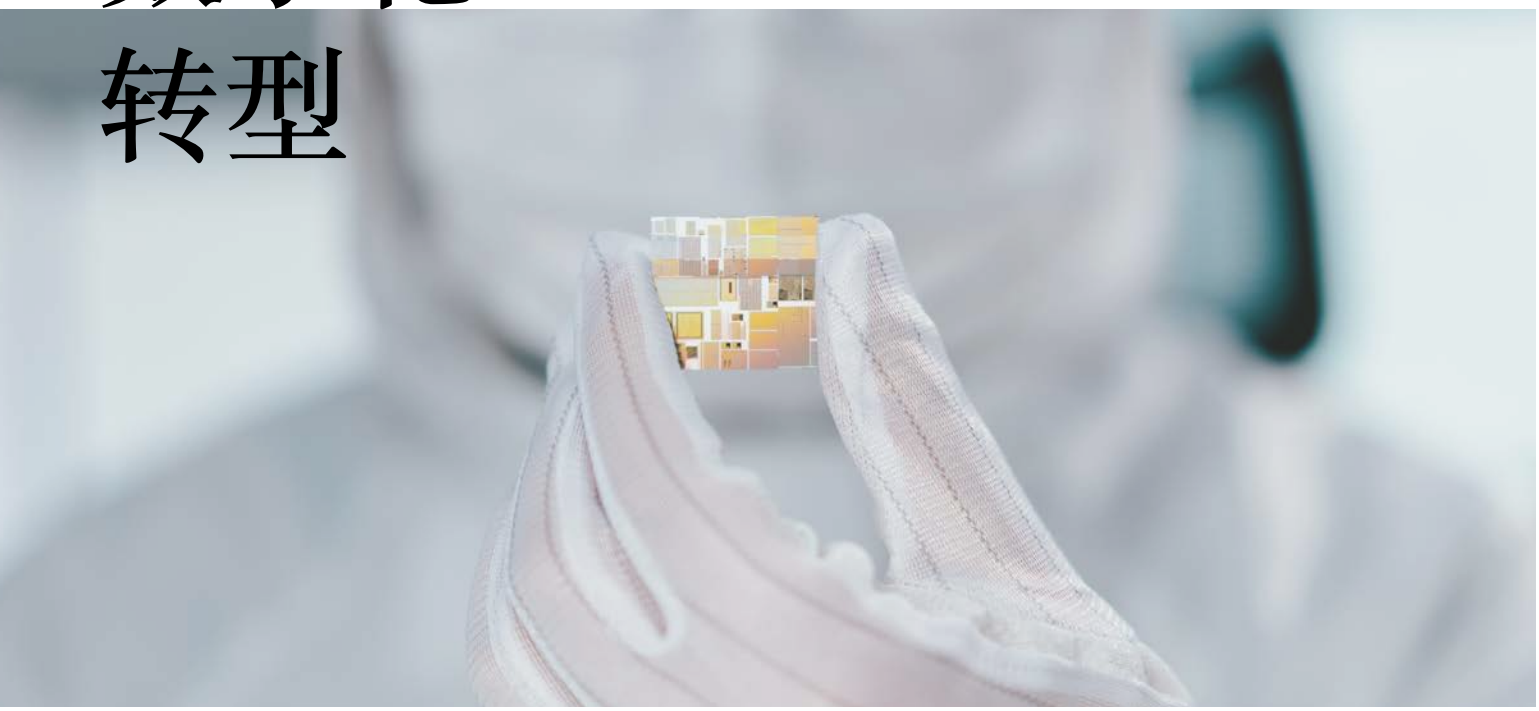
软件、信息处理和研发支出占美国国内生产总值的百分比，%



资料来源：美国经济分析局、美国国会预算办公室。数据截至2021年第三季度。

[3] 另一个例子：半导体短缺的真正原因是消费者对商品的需求激增。 时至今日，大多数产品都含有半导体！

数字化转型



汽车行业方面，电气化将会成为孕育全球科技变革的中流砥柱。

数据表明，电动汽车的半导体用量至少是传统内燃机汽车的4倍。

此外，在金融(支付和区块链)、零售(增强现实)、娱乐(偏好算法)、医疗保健(由人工智能驱动的防预医学)等行业，数字化转型也越来越普遍。无论好坏，元宇宙使我们日常生活的方方面面成功实现数字化。

与此同时，云计算将继续加速发展。新冠疫情爆发前，大约20%至30%的工作是在云端完成。管理者们当时认为这个比例至少在10年后才能达到80%。从目前来看，似乎只需3年时间就能达到。对于一些投资者而言，可以考虑加入数字加密资产，作为目标为本的大型投资组合的长期投资配置。

医疗创新

在医疗领域，研究人员正在积极研究新冠疫苗采用的mRNA技术能否用于治疗其他疾病。

随着医疗技术不断推陈出新，我们认为该行业将会趋向个性化医疗，更加关注疾病预防，且数字化进程将加速。其他值得关注的投资领域包括可穿戴设备、远程医疗和基因编辑等。

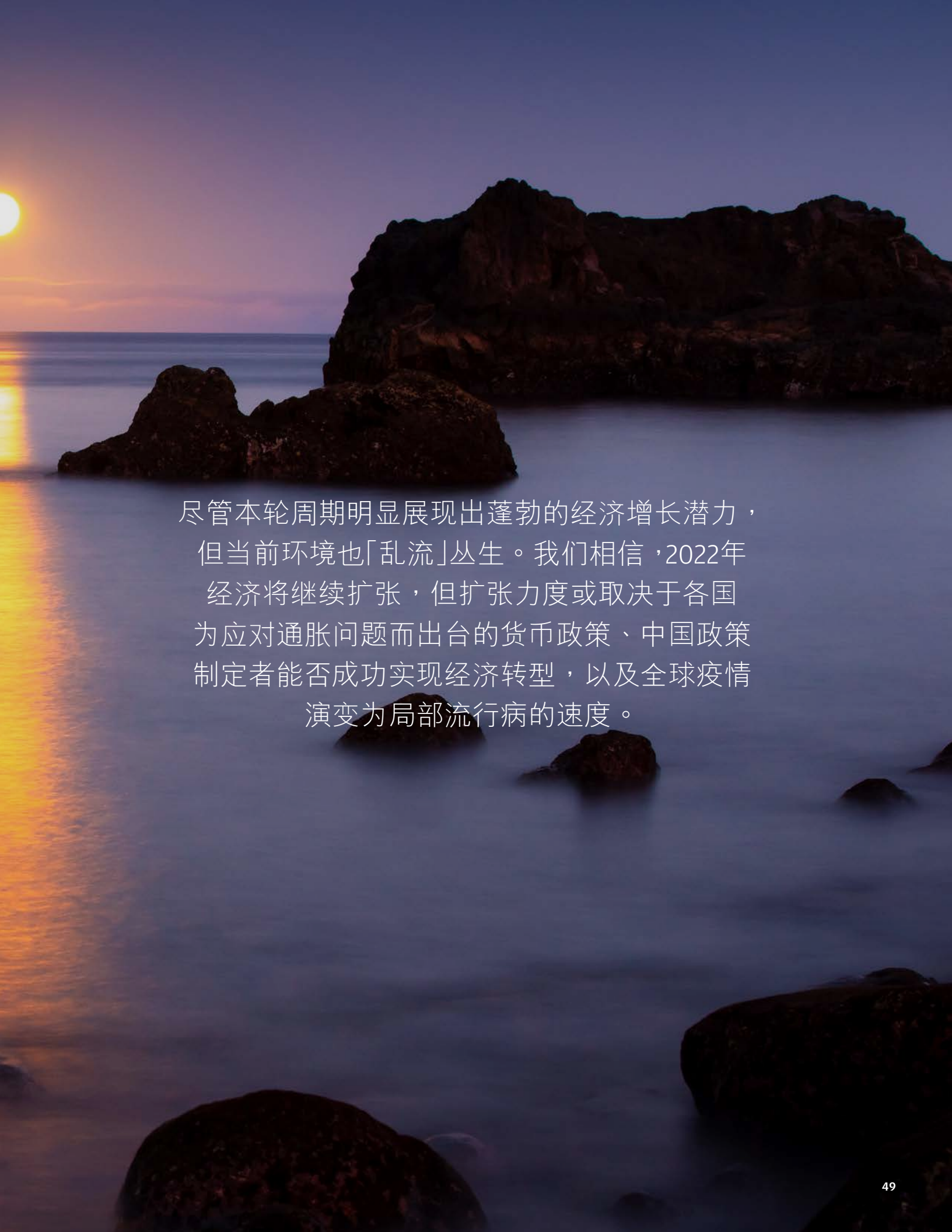
可持续发展

来自美国、欧洲和中国的政策支持，以及愈加频繁、更具破坏性的自然灾害，正在引起人们对可持续投资需求的关注。

据估计，未来十年实现全球经济去碳化每年需要投入4至6万亿美元。为了实现拜登总统提出在2035年前实现电网全面脱碳目标，美国每年需要投入高达900亿美元用于新增风能和太阳能发电。因此，碳捕捉、蓄电池、可再生能源和能源效率等清洁技术领域将会迎来投资机会。循环经济和农业技术也会成为关注领域。新兴碳中和市场也会为战略投资者带来不错的投资机会。

评估上述三大趋势带来的投资机遇时，我们认为跨地区、跨投资风格和跨行业等的多元化布局至关重要。同时，我们还可以关注大趋势背后的驱动因素，即网络安全、人工智能、云计算和半导体。自动化的新时代不仅为定位良好的投资组合带来回报机会，而且还可能推动整个经济体的生产率增长更高。

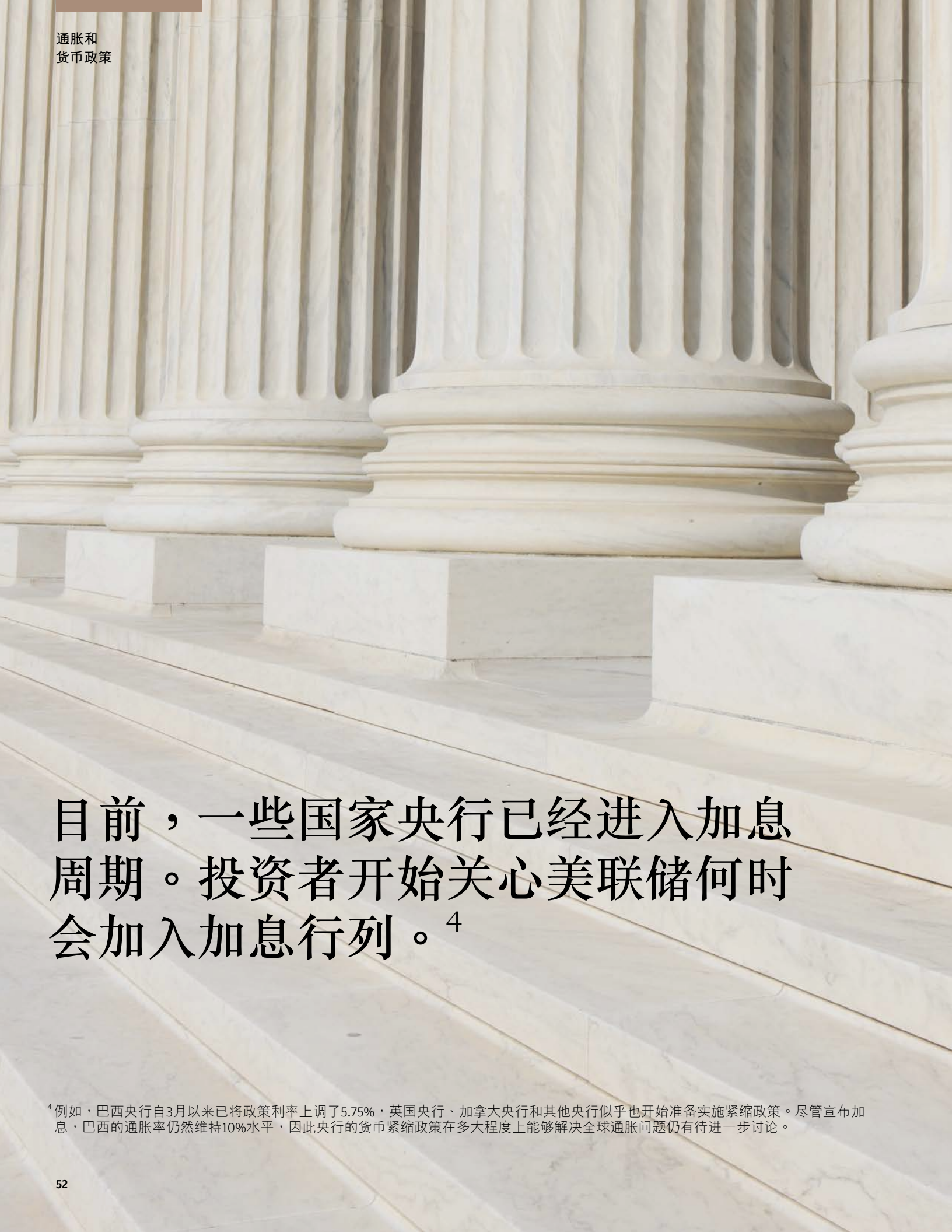
谨慎对待「乱流」



尽管本轮周期明显展现出蓬勃的经济增长潜力，但当前环境也「乱流」丛生。我们相信，2022年经济将继续扩张，但扩张力度或取决于各国为应对通胀问题而出台的货币政策、中国政策制定者能否成功实现经济转型，以及全球疫情演变为局部流行病的速度。

关注焦点

通胀和货币政策



目前，一些国家央行已经进入加息周期。投资者开始关心美联储何时会加入加息行列。[4]

[4] 例如，巴西央行自3月以来已将政策利率上调了5.75%，英国央行、加拿大央行和其他央行似乎也开始准备实施紧缩政策。尽管宣布加息，巴西的通胀率仍然维持10%水平，因此央行的货币紧缩政策在多大程度上能够解决全球通胀问题仍有待进一步讨论。

综观当前市场情况，预期明年年中美联储将会启动新一轮加息，到年底短期利率将会升至接近1%。

我们预计美联储在加息问题上更有耐心。鉴于我们的基本假设认为通胀将会逐步缓和，美联储应该会有一定的回旋馀地，等待就业市场全面复苏后通胀率才会返回疫情前的趋势水平。

2021年，商品需求激增导致美国核心通胀(不包括食品和能源)居高不下。供应链收到了不小压力。近年来，由于经济活动长期疲软、需求低迷加上中美贸易紧张带来的不确定性，美国做出了相应调整。

至今，实际商品消费相比疫情前高出15%。尽管来自中国和亚洲其他地区的进口激增，但却一直供不应求，尤其是受到了新冠疫情严格防疫政策影响而导致供应链中断，也导致了半导体短缺，加剧了汽车行业的价格上涨。事实上，2021年美国消费物价的升幅当中，接近30%是由汽车行业所推动，尽管该行业仅占消费支出总额的7%。

防范通胀是实现长期目标的关键。展望2022年，您可以建立一个既能防御亦能缓减通胀风险的投资组合。

我们预计，商品价格通胀只是暂时性的。

随着疫情逐渐消退，消费者支出会从商品转向服务业。供应链压力应会有所缓解，正当外商直接投资崩盘之际，从贸易和投资组合流量，反映出使商品通胀受到抑制的全球化的长期力量不太可能完全逆转。

然而，有迹象表明，物价上涨的范围正不断扩大。例如，另一个同样重要且具有黏性的住房通胀率正在上升。此外，劳动力市场正在努力实现就业率最大化，预计本已非常强劲的工资增长趋势将会得到进一步的支撑。

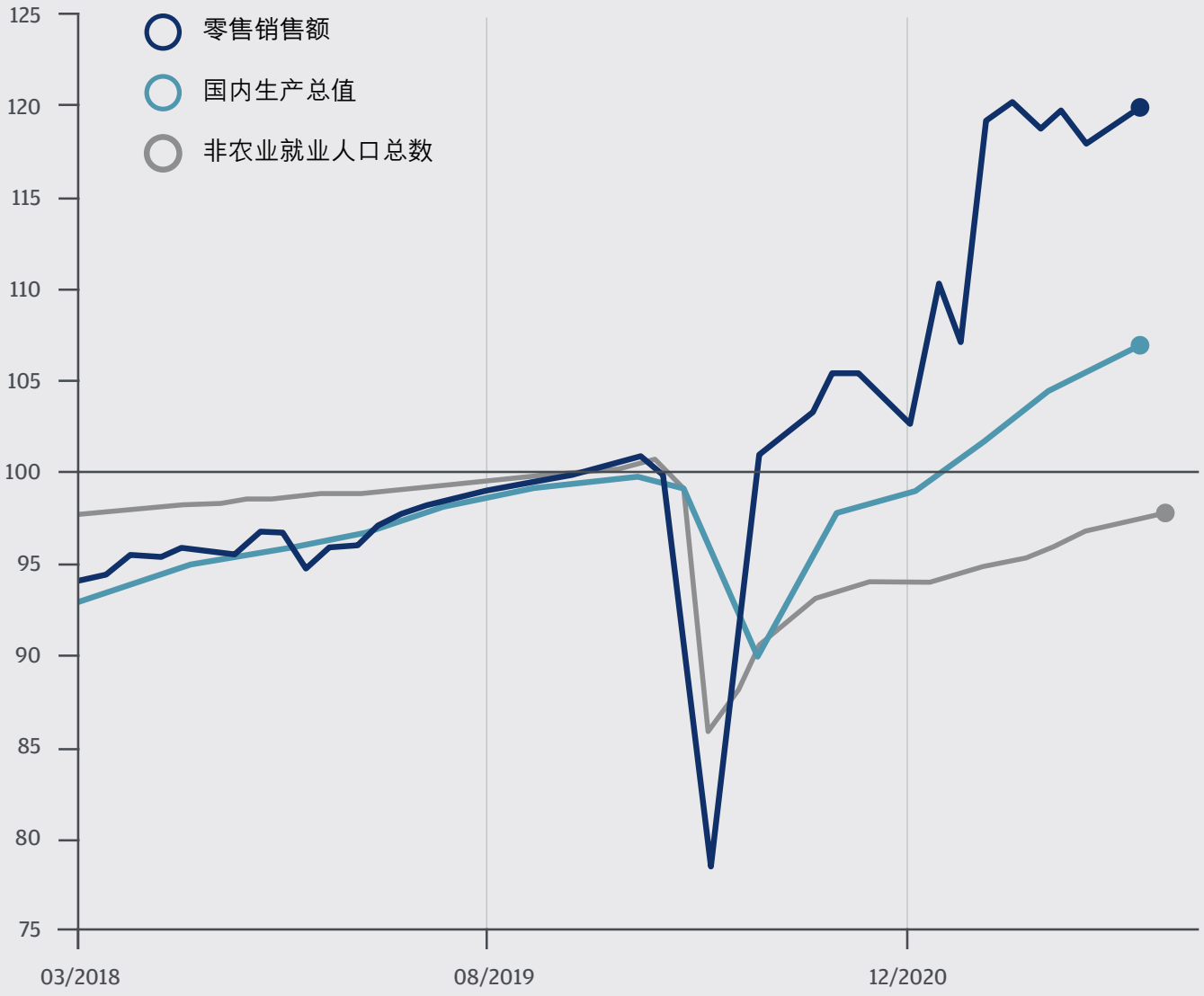
在美国，由于需求旺盛，商品通胀急剧上升

同比变化百分比

资料来源：美国劳工统计局。数据截至2021年10月。

美国产出已全面复苏，但不包括劳动市场

指数水平(2019年12月=100)



资料来源：美国经济分析局、美国劳工统计局、Haver Analytics。数据截至2021年第三季度。

不过，对于经济学家和策略分析师而言，劳动力市场是个令人困惑的问题。

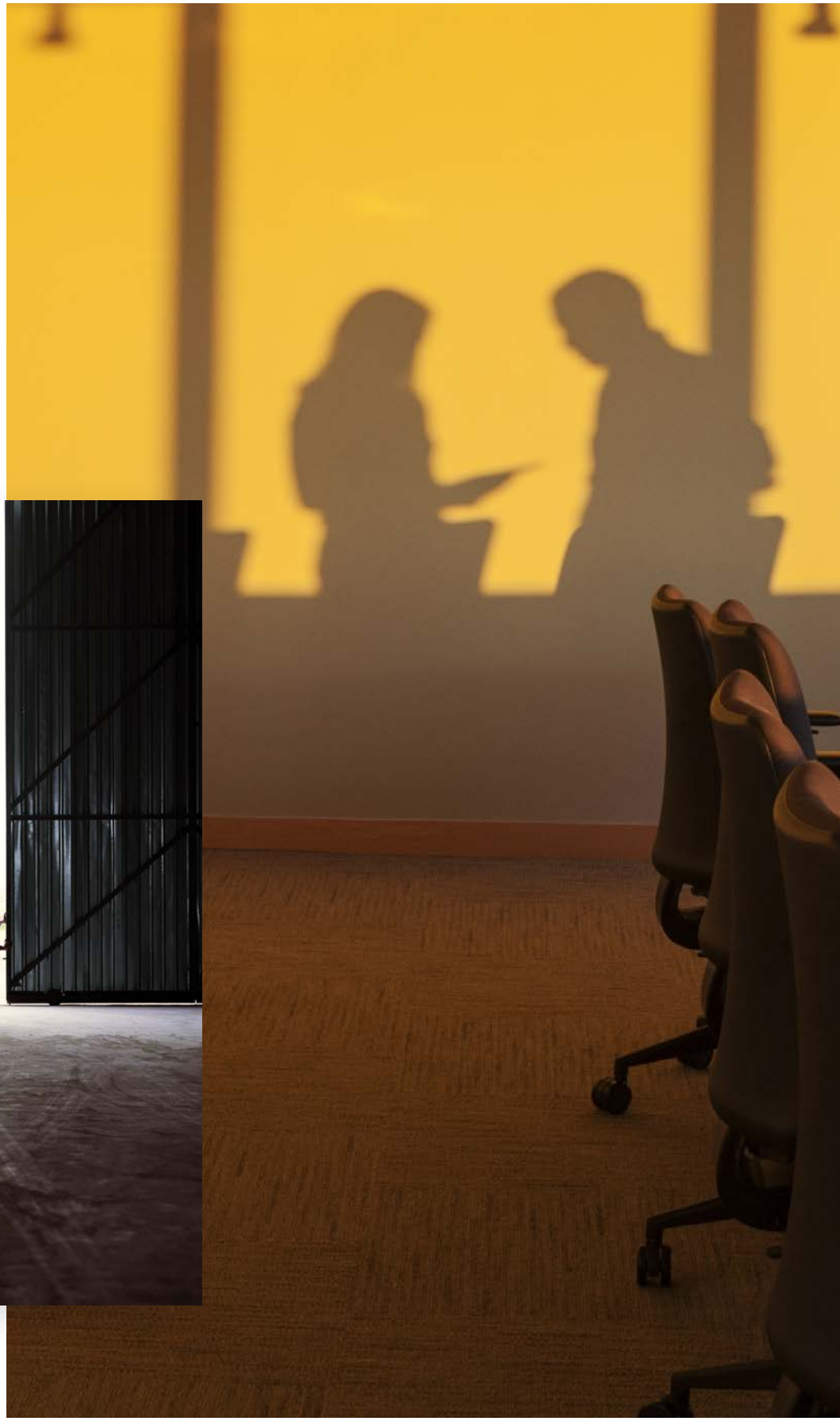
美国就业人数相比疫情爆发前仍然减少了550万，失业率超过4.5%。这些数据表明，劳动力供应充足。然而，调查数据和其他指标显示，企业目前难以招聘合适员工，意味着劳动力市场前景仍不乐观。

就像通胀压力正在影响全球各经济体，美国的就业市场形势也并非个例。在许多发达市场，职位空缺不断增加，尤其是需要更多人际接触的休闲和酒店行业。举个例子，在英国，休闲和酒店行业面临的劳动力短缺问题，可能超过其他行业的两倍。在越南等发展中国家，新冠疫情爆发导致大城市的劳动力短缺。全球疫情正在持续影响世界各地的劳动力市场形势。

疫情期间，美国约有150万名工人提前退休，尽管面临人口压力，我们预计随着疫情逐步消退，美国劳动力供应将会有所增加。此外，预计约270万名疫情中由于失业救济金比原本工资高而选择不工作的人群可能会在未来几个月里寻求就业机会。薪金大幅上涨应该也会吸引大约200万适龄但处于无业状态的人群重返工作岗位。总体而言，我们认为，「劳动力短缺」指的只是一种反映供应错位的状态，即现有工作岗位、岗位薪资以及待业的人们愿意接纳工作／工资和具备工作能力之间的错位。随着时间的推移，这种错位应该会逐渐恢复平衡。

在欧元区，虽然失业率仍然居高不下，但临时工的高利用率意味着该区的劳动力整体降幅没有美国那么严重。因此，工资增长速度也相对缓慢，这应该有助于欧洲央行保持耐心。从中期来看，随着劳动力市场持续复苏，我们预计欧洲的工资水平会保持健康的增速。

在新冠疫情期间，工资涨幅超过了商品和服务的价格涨幅。我们也没有看到因成本升高而导致的利润率下滑。展望未来，我们看到的潜在风险在于核心商品通胀仍居高不下或是就业人口比不能恢复到疫情前水平。这将表明经济确实走出了疲软状态，从而可能会导致美联储在2022年做出激进的政策回应。此状况会对经济和风险资产都非常有害。



尽管这种状况风险，但最具可能性的进程似乎是2022年稳定的就业增长和温和的通胀使美联储走上正轨，在2022年底至2023年初左右开始加息。欧洲央行的加息步伐更加缓慢。央行保持耐心的政策取向将会利好风险资产。

关注焦点

中国能否顺利转型？

过去多年以来，中国宽松的信贷政策有效促进了经济的高速增长，尤其是房地产领域。

目前，中国增长显著放缓。

中央政府通过收紧货币和财政政策抑制房地产市场过度扩张，并加强对数字化消费企业的监管，由此导致中国的国内生产总值同比增长率在疫情爆发后首次低于5%。虽然付出了经济增长放缓的代价，但在中产阶级的消费和高附加值制造业的推动下，政策制定者预期国家经济将会更加可持续的发展。宏观政策与产业政策同步推进，加大了政策落地难度以及经济增长和市场的下行风险。

毫无疑问，中国的经济转型对经济增长和市场产生了重要影响。

受到政策打压，一些高杠杆房地产开发商的债券价格跌到了面值的20-30%，一些互联网公司市值也缩水了将近一半。仅阿里巴巴一家企业的估值，就从峰值下跌了超过4000多亿美元。针对义务教育阶段的营利性教培机构实际上已经不复存在。中国经济的疲软，通过贸易影响到了全球的经济。尤其中国房地产行业是全球工业大宗商品需求的最大来源之一，显然中国经济放缓对世界各地的大宗商品生产商都造成了打击。

中国的刺激措施力度微弱以控制市场过剩

净新增贷款占国内生产总值百分比

资料来源：中国国家统计局、中国人民银行。数据截至2021年10月。

2021年中国互联网企业陷入困局

今年迄今价格变化，%

MSCI新兴市场

-2.3%

沪深300
（在岸）

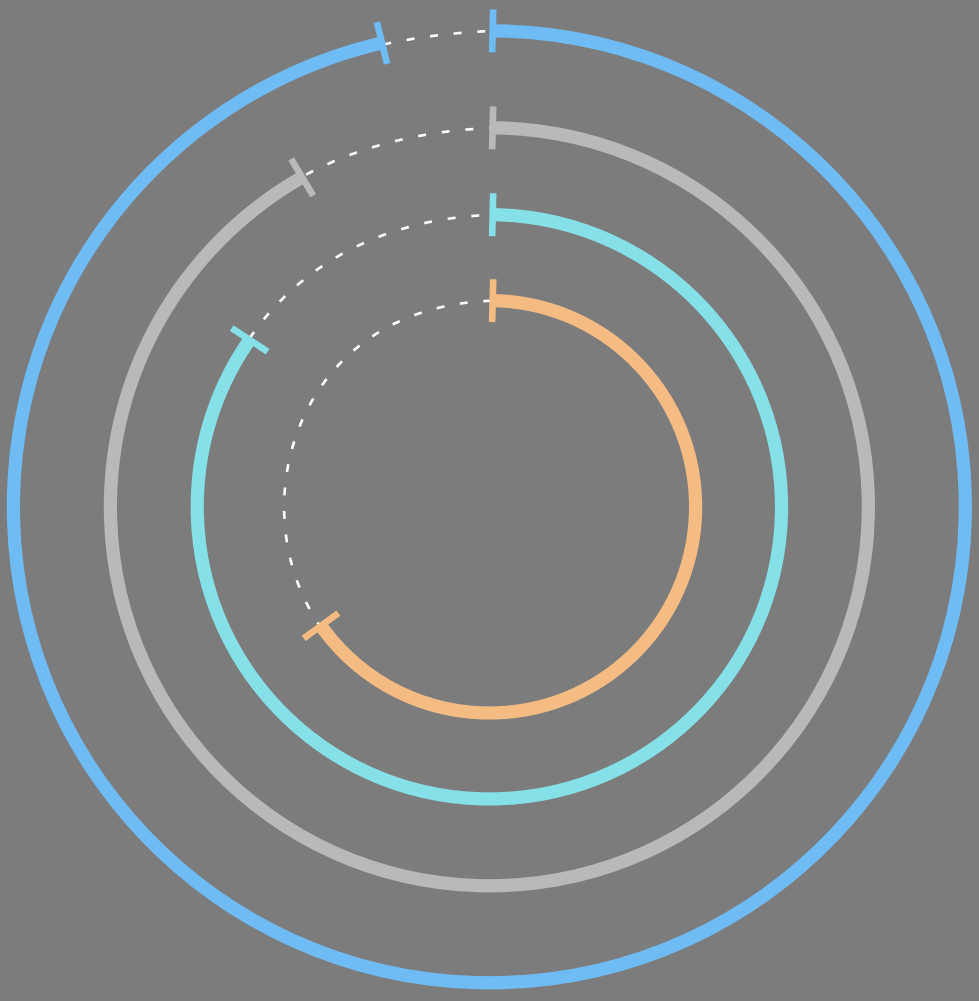
-5.7%

MSCI中国
（离岸）

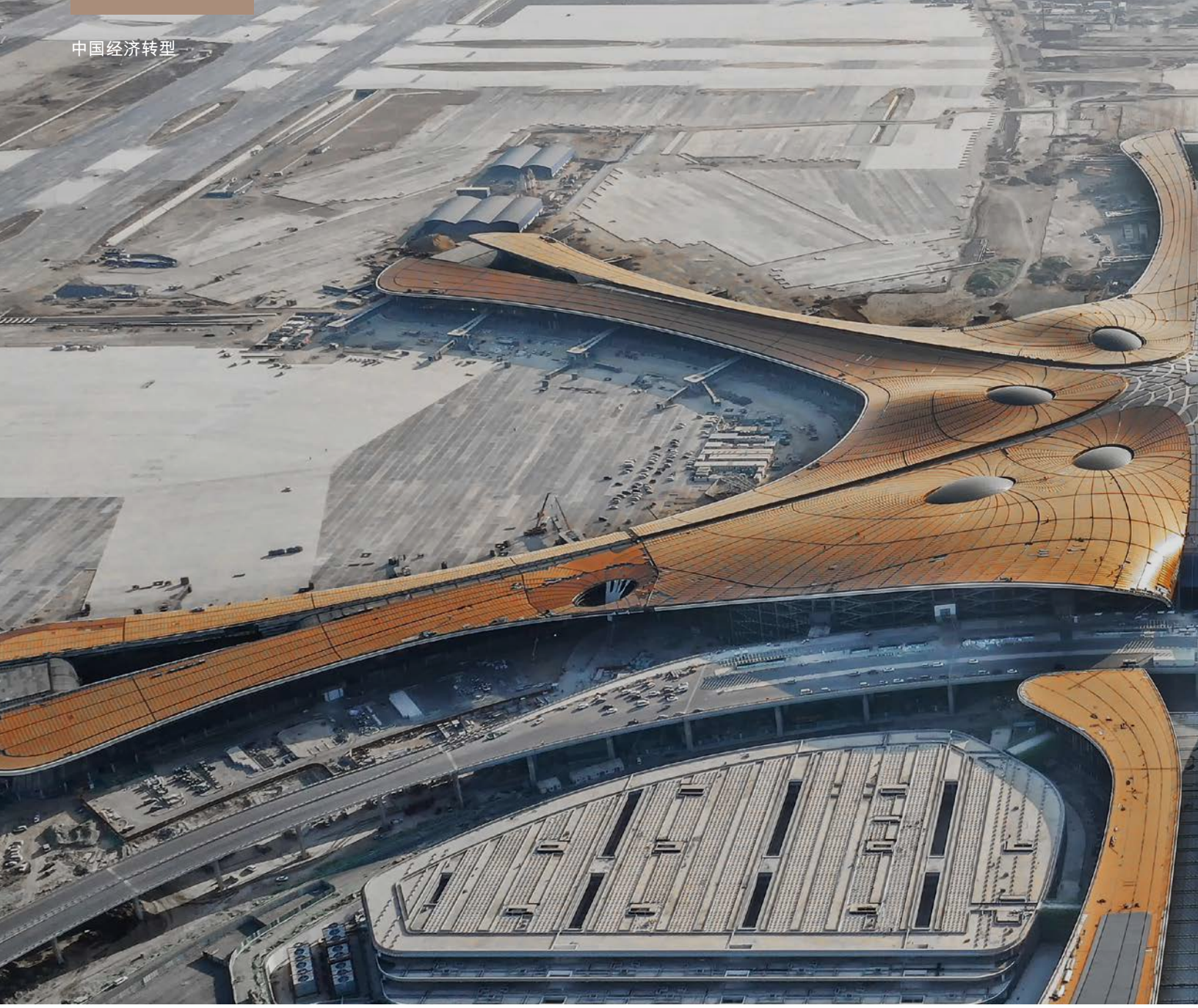
-15.9%

中国互联网

-38.0%



资料来源：彭博财经。数据截至2021年11月22日。



就此而言，很多人都在争论中国是否还值得投资。

我们认为提出这个问题本身就是错误。只要潜在回报与风险匹配，当价格合适时，就可以考虑参与投资。

市场上仍然存在不少投资机会，但投资者需全面考虑中国资产及其相关风险。还要意识到，当大多数央行开始新一轮加息，或者争论何时加息之际，中国央行反而可能降息。这种趋势可能会给中国债券带来多元化分散风险的好处，尤其是考虑到发达国家固定收益资产正面临不少挑战。

离岸和在岸指数截然不同的特徵至关重要。离岸股票指数(MSCI中国指数)主要由科技和互联网公司组成，大多由外国投资者持有。在岸股票指数(沪深300指数)的行业分布更为平均，主要由国内投资者持有。从这一点来看，后者似乎对我们更有吸引力。

短期内，当前和未来的政策监管对利润率和盈利增长影响的不确定性可能会对离岸股票造成压力，因为投资者难以对企业进行估值。然而，在岸市场包含的诸多清洁能源、电动汽车(EV)和半导体公司有望受益于政府政策支持。

中国将继续推动现代化进程，打造高收入经济和世界领先的技术，但未来的道路充满不确定性，整个过程将是坎坷的。中国转型给全球经济和金融市场带来了短期下行风险。不过，长远而言，这次转型可能会使中国经济实现更加持久且高质量(或许低速)的增长。

关注焦点

与病毒共存

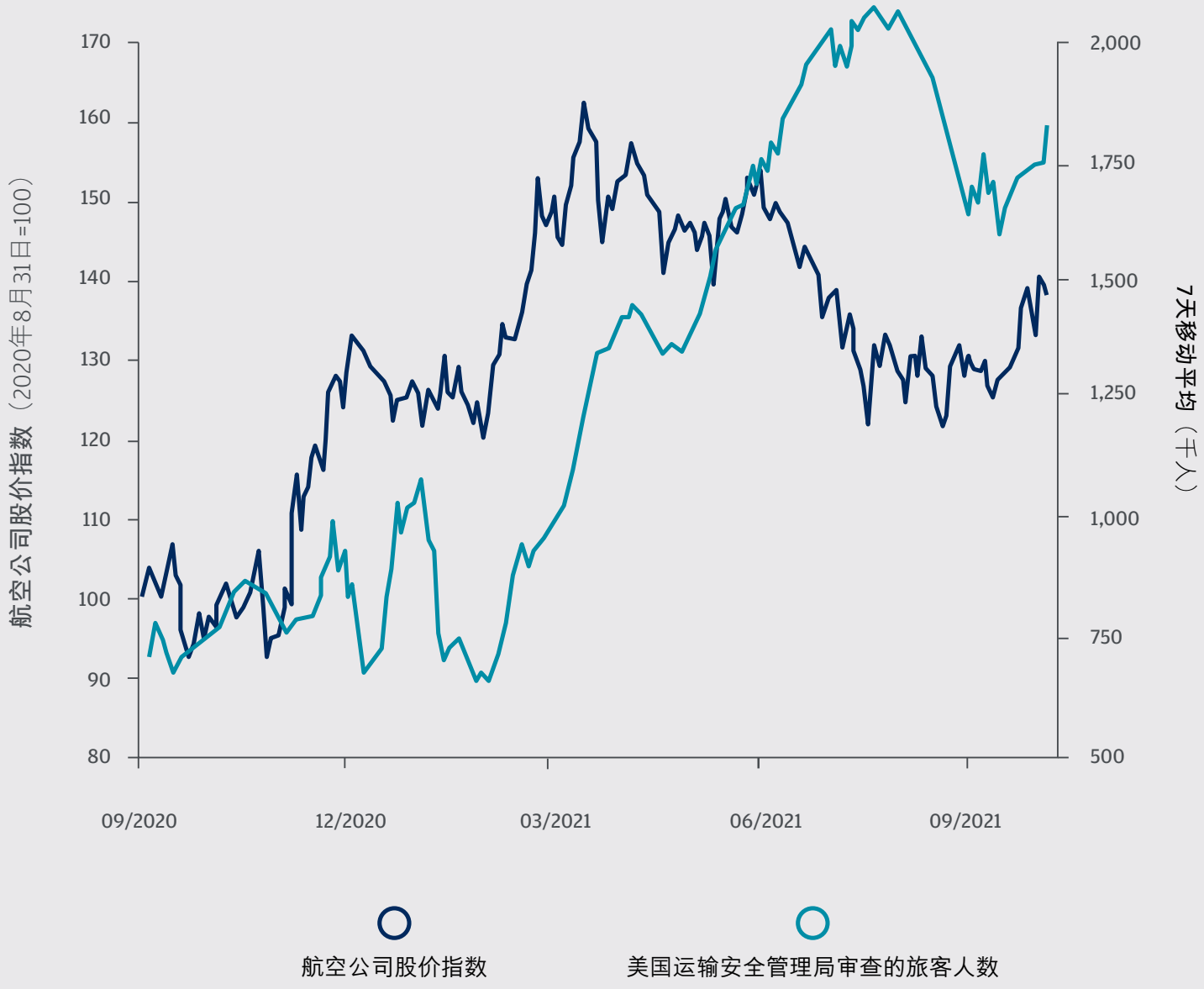
尽管新冠疫情的传播路径难以预测，但是投资者目前已经可以较为从容地面对疫情的不确定性。

坏消息是，新冠疫情可能演变成长期的地方性流行病，人类将不得不继续与之共存。但好消息是，疫苗的接种、先前感染而获得的免疫力以及新疗法的出现，均减少了疫情传播的风险。

目前，42%的全球人口已经完成了初步的新冠疫苗接种计划，目前正在接种加强剂。据估计，世界上超过65%的人口通过接种疫苗或先前感染而获得了某种形式的新冠病毒免疫力。

然而，新冠疫情可能还会因为新型变异毒株的出现而进一步爆发。为了加深了解市场反应，我们参考了美国在德尔塔病毒大流行期间经历的情况：疫情意外爆发打击了航空公司等人口流动相关企业的股价和油价，背后的原因在于，新冠病毒传播导致旅行减少，石油需求也随之下降。

航空股对出行放缓做出了反应和
美国运输安全管理局审查的旅客人数



资料来源：彭博财经。数据截至2021年11月22日。

投资者需要考虑一个更加复杂的问题，就是哪些国家奉行严厉「疫情清零」政策及相关政策的实施力度。

「清零」政策实施的时间越长，对制造业产出和全球供应链带来的潜在影响就越大。第三季度，耐克和丰田等公司表示由于越南等地的封锁导致供应问题。一时间，该国多达50%的服装和鞋类制造商被迫关闭。部分位于中国的港口关闭也打击了全球航运。

广义上看来，在全球供应链因病毒病例上升而加剧的情况下，美国第三季度年化国内生产总值从6%大幅下降至本季度只有2%。另一方面，东亚（尤其是中国、澳大利亚和越南）的商业情况进一步恶化。

在美国，当德尔塔病毒大流行趋近峰值之前，债券收益率一直下跌。环顾全球股市，数字相关行业的大盘股表现，明显优于那些与经济产出关系更为紧密的行业板块。

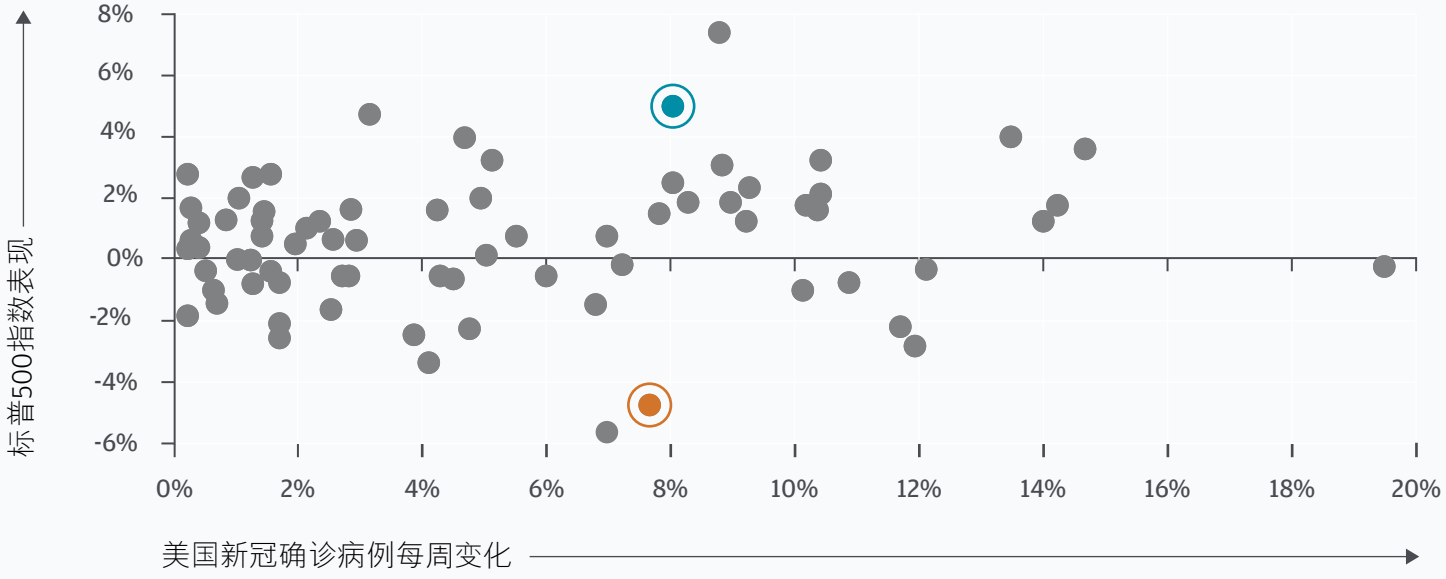
然而，最终德尔塔病毒大流行对美国和欧洲股市的影响轻微，标准普尔500指数创下28次新高，欧洲斯托克600指数也基本同步。最近，随着疫苗接种率持续提高，河内等地的制造业务因此显著改善，并且有初步迹象表明全球供应链问题正在逐步缓解。

德尔塔病毒大流行期间，标普500指数创下

28次新高

第一波疫情过后，标普500指数与新冠确诊病例之间未发现相关关系

标普500指数周变化（2020年5月至2021年11月）

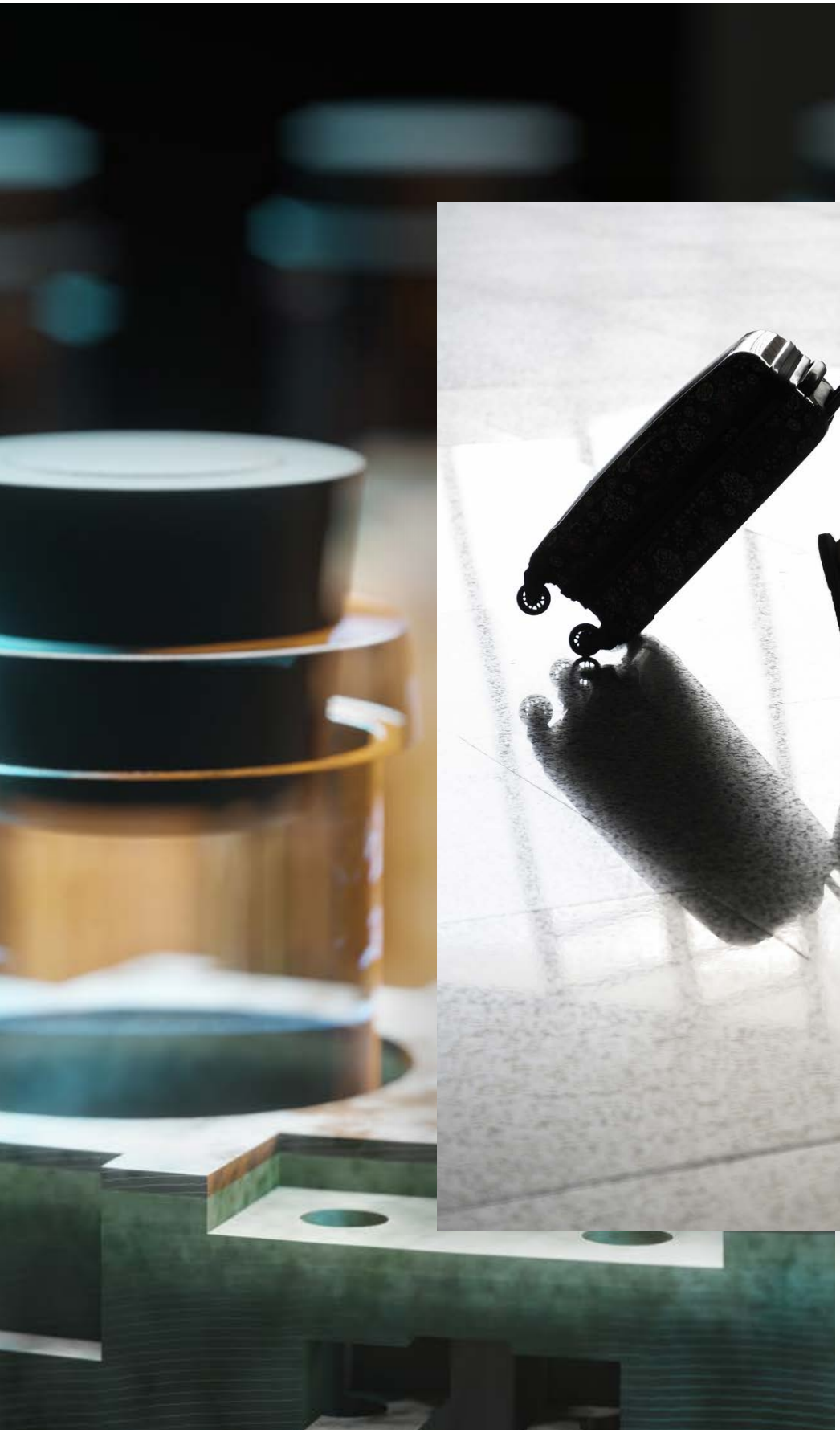


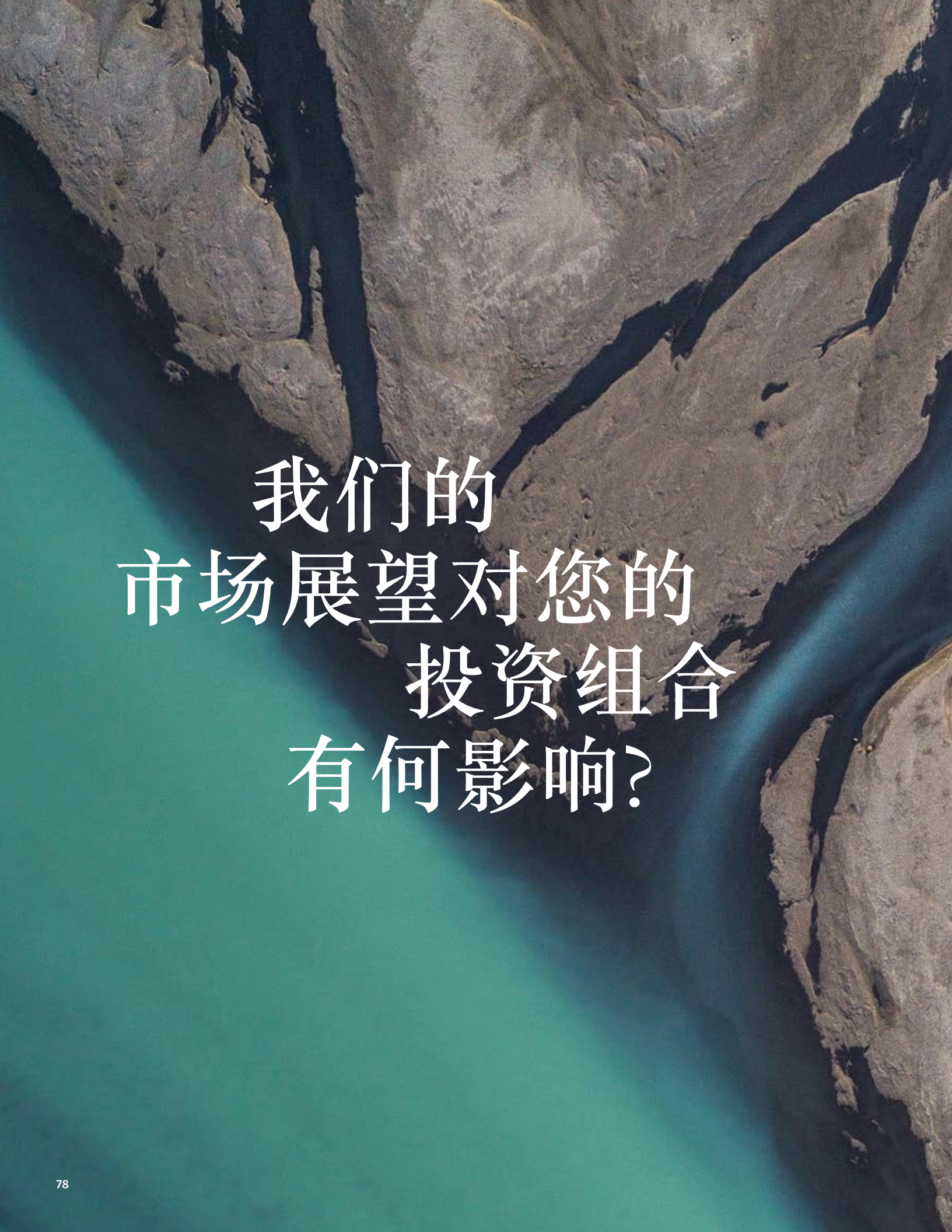
资料来源：彭博财经。数据截至2021年11月19日。

对投资者的启示：从经济领域和增长、价值等影响因子来看，我们相信市场相对表现可能与疫情动态相关，债券收益率也是如此。

但是，只要企业盈利增长保持稳定，大盘股市场就有可能克服潜在的干扰。我们聚焦于优质的企业，无论面对加息或降息环境，这些公司的盈利能力都可以带来回报增长。积极管理固定收益资产，对投资者而言仍然至关重要。

基本论点：虽然部分行业仍然容易受到新冠病毒病例增加所影响，但我们预计疫情对全球经济与金融市场的影响将会持续减弱。





我们的市场展望对您的投资组合有何影响?

本年度市场展望的核心观点是，在本轮经济周期中，全球经济相比上个周期将会更具活力。

即使成功的相对机会因地区而异，但美国、欧洲和中国实施的经济政策均旨在推动各收入阶层更持久、优质的增长。欧美的家庭和企业资产负债表稳健，对商品、服务和劳动力的需求强劲。与此同时，科技创新正在推动跨行业的结构性变化，并有望提高全球经济的生产力。

毋庸置疑，这些趋势将深刻影响投资市场，尤其是对于一些仍然维持2010年代末经济低迷时期持仓配置的长期投资者而言。

展望2022年，随着欧美经济发展进入中周期阶段，我们预计在强劲的增长环境下，通胀将会高于上个周期。尽管不同地区所处的经济周期可能各有不同，但对全球股市而言将会构成利好，尤其是相对于核心固定收益资产而言。由于股票和固定收益资产的波动性或会继续上升，动态主动管理可能会带来增值作用。通胀调整后，现金的预期回报率仍为负值，因此现金依然是我们最不看好的资产类别。

手持现金除了可应付短期开支，还可令您感到安心以应对市场的波动。但战略现金－作为战略投资的现金－是我们最不看好的资产类别。

股票

事实上，股票价格没有被低估。对于大多数主要市场而言，股票估值已处于高位，投资者需要为可观的盈利增长和自由现金流支付溢价。

在我们覆盖的大部分地区，除中国外，我们对明年的盈利增长的看法比市场普遍预期的更为乐观。此外，相比新兴市场而言，我们更看好发达市场，但更重要的是，我们更加关注潜在业务驱动因素和收入来源的质量，而非管理的地区。一些投资者担心利润率会下降。我们认为，价格上涨和生产率提高将可抵消不断投入的资金增长和劳动力成本。

事实上，我们认为本轮经济正稳步进入市场周期的「增长」阶段，盈利增长推高股市回报，审慎拣选个股可望从中获利。

重要的是，我们预计回报将更平均地分布在各个行业的公司中，而不是集中于具备长期利好趋势的大盘股。鉴于上个周期的市况复杂多变，投资组合可能略显失衡。展望未来，以「合理」价格买入具备长期增长势头的企业以及受益于实体经济短期增长强劲趋势的公司，在两者之间权衡兼备也显得同样重要。基于以上原因，科技和金融是我们最看好的两个行业板块。当利率变动时，科技和金融行业往往呈现相反走势，加上受企业强劲的盈利增长的推动，可作为多元分散投资组合风险的工具。随着经济继续步入中周期阶段，主动型管理人应可为股票投资组合带来回报。

MSCI世界指数市盈率

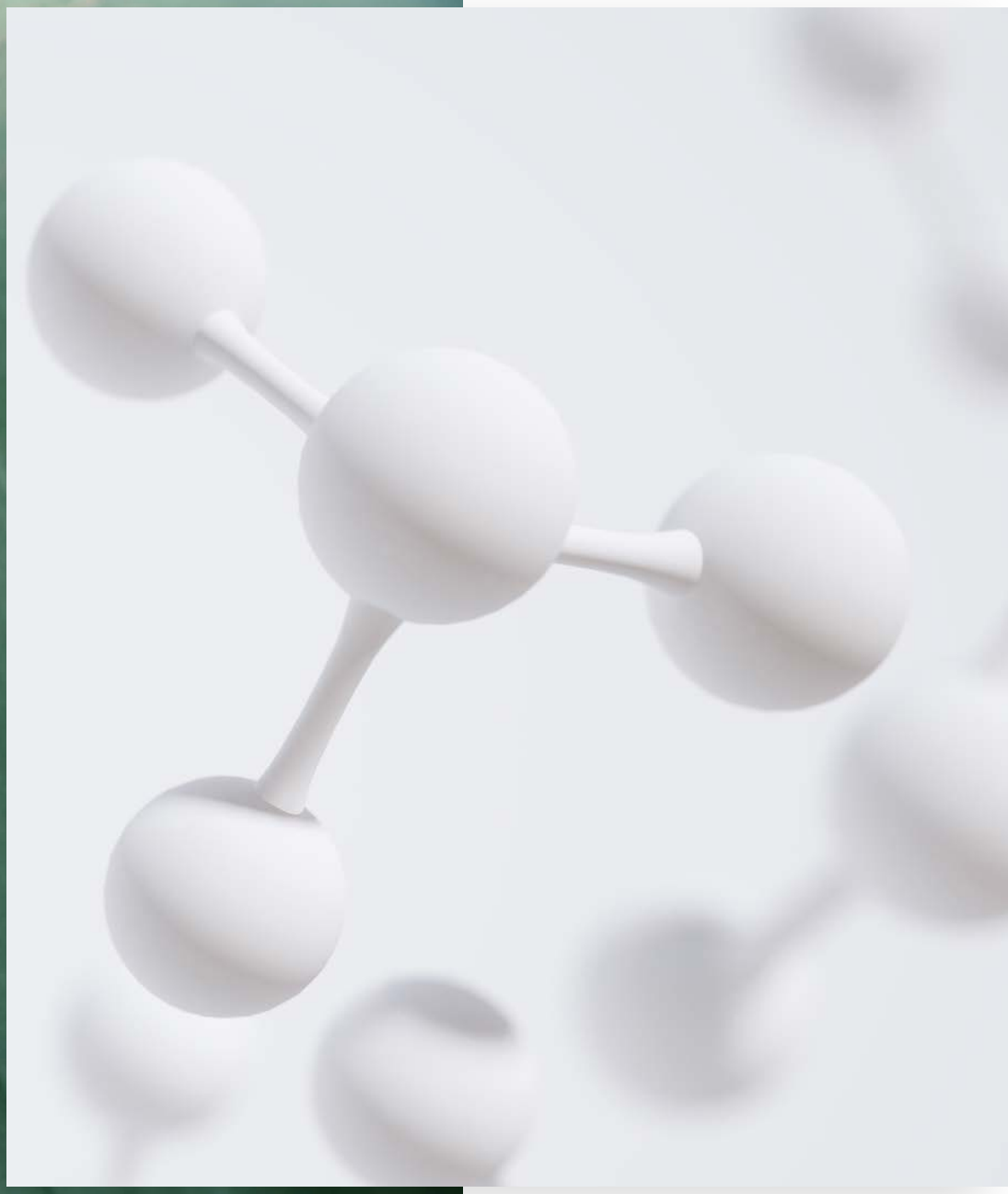
MSCI世界指数未来12个月市盈率

资料来源：MSCI、FactSet、摩根资产管理《环球市场纵览》。市盈率来自股价除以FactSet提供的自2001年以来分析师对未来12个月每股收益的普遍预期。平均市盈率和标准偏差的计算来自FatSet 20年历史数据。数据截至2021年10月31日。

私募投资

对许多投资者来说，私募市场意味着庞大的潜在投资机会。

对于那些与数字化转型、医疗创新和可持续发展等上述大趋势息息相关的投资，非公开市场可能是另一个蕴藏着巨大吸引力的领域。例如，在全球合共10万多家软件公司中，97%为私有公司。小型私营生物科技公司正日益成为制药巨擘实现科技创新的重要动力来源。在大型制药公司最为畅销的药品当中，只有30%由内部研发。我们预计，相对于公开市场，私人市场在很大程度上得益于这些增长动力，将可为投资者提供更高的回报。



债券

鉴于处于历史低位的收益率可能会继续上升，加上通胀居高不下，核心固定收益资产的前景充满挑战，情况可能雪上加霜。

投资者面临着双重挑战，既要争取回报并防范潜在的股市波动，同时又需要应对通胀问题。

核心债券仍是投资组合的关键组成部分。虽然低利率消除了经济低迷时提供的一些潜在资本增值，但当经济出现负增长时这类资产仍可为投资组合提供一定的下行保障。年初至今，无论是固定收益资产之间还是跨资产类别，我们均建议采用灵活机动的主动型管理，可以根据不断变化的市场动态调整投资组合，以此作为核心固定收益资产的战略补充。这一战略在2021年取得了成效，预期在2022年将会继续为投资组合带来回报。

需要明确的是，与去年相比，我们对核心固定收益资产的信心更加积极。尽管利率很低，但在过去的一年里此类资产已经显著上升，接近债券可以提供相对于股票更具竞争力的回报的水平。对于美国投资者，尤其是身处较高税收州的投资者而言，鉴于债券收益率上升，从目前来看市政债券似乎更加吸引。

短期而言，美联储加息预期不断升温，为投资者带来机会可将手头现金投资于短期债券。

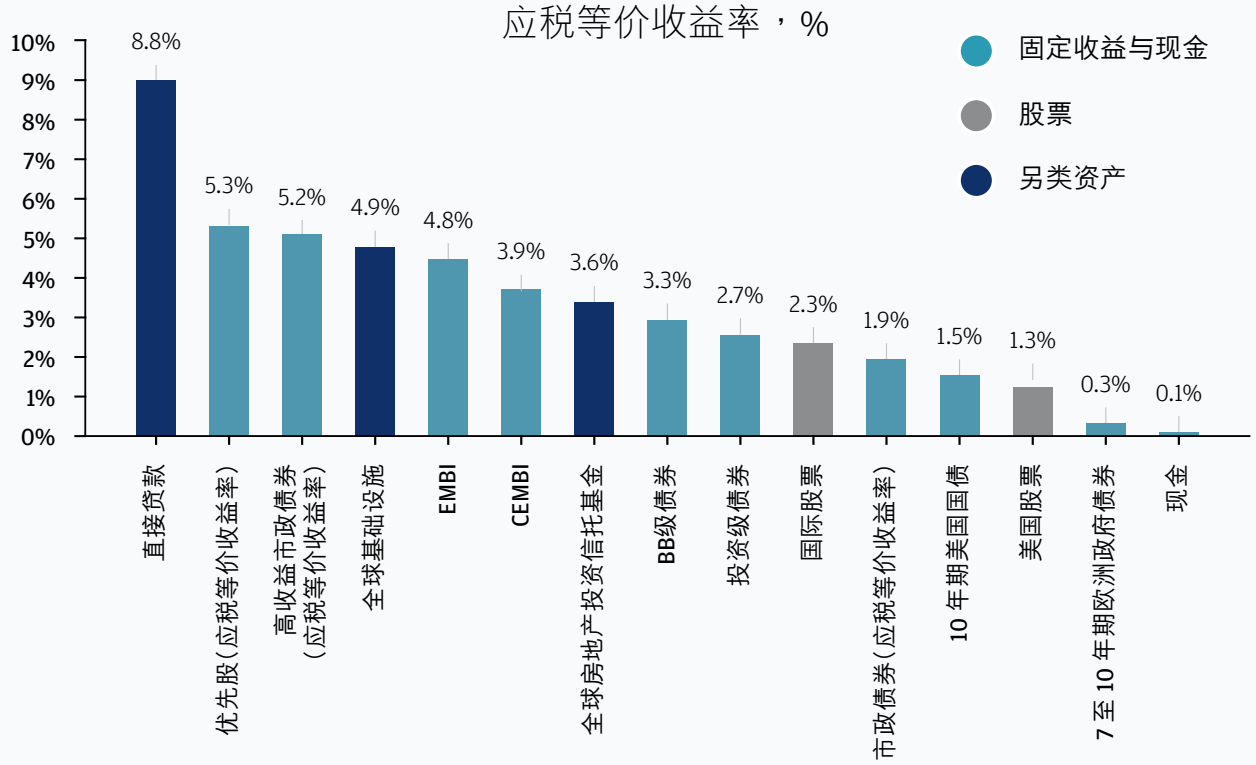
由于高收益债券的收益率相对较低且利差缩窄，其估值并不吸引，但从实际情况来看，2021年高收益债券违约率却是有史以来最低。然而，我们建议依靠杠杆贷款、混合证券和私人信贷等扩展信贷的其他部分来增加新资本的收入。另一方面，鉴于美国强大的资本缓冲和税收优惠待遇，投资者还可以考虑银行优先股。

对于寻求通胀保护的投资者而言，我们目前认为国债通胀保值证券或黄金都并非一个理想的选择。相反，我们偏好那些现金流与通胀挂钩的资产，例如具定价优势的股票、直接房地产投资和基础设施。

总而言之，多元化配置投资组合仍然可以实现投资者的既定目标，但必需经过深思熟虑和审慎管理。

全球收益率范围

应税等价收益率，%



资料来源：美银美林、巴克莱、克拉克森、Cliffwater、Drewry Maritime Consultants、美联储、富时、MSCI、NCREIF、彭博财经、FactSet、摩根资产管理。数据截至2021年10月31日，除了直接贷款和全球基础设施的数据截至2020年6月30日。

全球均衡配置投资组合表现亮眼

全球60%股票、40%债券的资产投资组合累计总回报

资料来源：彭博财经。数据截至2021年11月19日。

风险犹存，但仍保持乐观

全球经济从新冠疫情中逐渐恢复，未来市场预期将会更加强劲。

一个充满活力的经济周期已经到来。基于经济和市场发挥的相互作用，我们认为2022年投资者目标一致的风险资产投资组合有望获得高于平均水平的回报。

与往常一样，您的投资决策应反映您的目标、投资期限和风险承受能力。通过与您的顾问合作探讨，您将可以构建合适的投资组合配置，以此缓减任何可能对本轮经济周期造成的冲击。与此同时，您也应该为一系列的下行风险做好充分准备。无论如何，我们对未来前景充满信心，期待从长期的增长周期中收获理想的收益回报。

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

Christopher Baggini, CFA
股票策略部全球主管

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

重要信息

本文件仅供一般说明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人银行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。

指数定义

MSCI世界指数是一项自由流通股调整后的市值加权指数，用于衡量发达市场的股市表现。该指数包括23个发达市场国家指数。

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。

欧洲斯托克600指数(SXXP指数)追踪来自18个欧盟国家的600家大、中、小盘上市公司。该指数中涵盖的国家包括奥地利、比利时、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、荷兰、冰岛、爱尔兰、意大利、卢森堡、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士和英国。

MSCI新兴市场指数代表23个新兴市场国家的大中盘股。该指数共有834只成份股，涵盖每个国家约85%的自由流通量调整后的市值。这些新兴国家包括：巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、埃及、希腊、匈牙利、印度、印尼、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、卡达、南非、台湾、泰国、土耳其和阿联酋。

MSCI中国指数追踪代表中国H股、B股、红筹股和民企股的大中盘股。该指数共有144只成份股，涵盖中国该股市总体约85%的市值。

沪深300指数是一项市值股票市场指数，旨在追踪上海及深圳股票交易所上市规模最大的30只股票表现。

中证海外中国互联网指数旨在衡量以中国为基地且其主要业务为互联网及互联网相关行业板块的可投资上市公司的表现。

指数并非投资产品，不得用于直接投资。

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谘询关系。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、建议或谘询（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谘询您的独立税务、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**卢森堡**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司**(简称「**摩根大通银行卢森堡**」)发行，其注册办事处位于European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，注册编号为R.C.S Luxembourg B10.958，由摩根大通银行卢森堡经卢森堡金融监管委员会(CSSF)授权并受其监管，并受欧洲央行及CSSF共同监督。根据1993年4月5日颁布的法律，摩根大通银行卢森堡有限公司经授权成为一家信贷机构。在**英国**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP。摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行经卢森堡金融监管委员会(CSSF)授权并受其监管，并受欧洲央行及CSSF共同监督。摩根大通银行卢森堡有限公司伦敦分行被视为须受英国审慎监管局监管，并须受英国金融市场行为监管局监管以及英国审慎监管局的有限监管。有关临时许可制度(即允许在英国与欧洲经济区开展业务的公司在一段限期内于英国经营业务同时寻求全面授权)的详情，可于英国金融市场行为监管局网站内查阅。在**西班牙**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司Sucursal en España(马德里分行)**分派，其注册办事处位于Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain。摩根大通银行卢森堡有限公司Sucursal en España(马德里分行)已于西班牙银行行政注册处登记注册，注册编号为1516，并受西班牙国家证券市场委员会(Comisión Nacional de Valores，简称「CNMV」)监管。在**德国**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司法兰克福分行**分派，其注册办事处位于Taunustor 1 (Taunus Turm), 60310 Frankfurt, Germany，受德国金融监管委员会(CSSF)及欧洲中央银行共同监管，在部分地区亦须受德国联邦金融监管局(简称为「BaFin」)监管。在**意大利**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司米兰分行**分派，其注册办事处位于Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italy，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。在**荷兰**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限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。摩根大通银行卢森堡有限公司阿姆斯特丹分行受荷兰金融监管委员会(CSSF)授权和监管，并受欧洲中央银行与卢森堡金融监管委员会共同监管；此外，摩根大通银行卢森堡有限公司阿姆斯特丹分行亦由荷兰银行(DNB)和荷兰金融市场监管局(AFM)授权及监管，并于荷兰商会以摩根大通银行卢森堡有限公司分行的名义注册登记，其注册编号为71651845。在**丹麦**，本文件是由**摩根大通银行卢森堡有限公司哥本哈根分行**分派，其注册办事处位Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark。摩根大通银行卢森堡有限公司哥本哈根分行以摩根大通银行卢森堡有限公司的名义注册登记，并已获丹麦金融监管委员会(CSSF)授权和监管，并受欧洲中央银行与丹麦金融监管委员会共同监管。此外，以摩根大通银行卢森堡有限公司的名义注册登记的摩根大通银行卢森堡有限公司哥本哈根分行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银行卢森堡有限公司分行的名义注册登记，编号为29009。在**瑞典**，本文件由**摩根大通银行卢森堡有限公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden。摩根大通银行卢森堡有限公司斯德哥尔摩分行已获瑞典金融监管委员会(CSSF)授权和监管，并受欧洲中央银行与瑞典金融监管委员会共同监管。此外，摩根大通银行卢森堡有限公司斯德哥尔摩分行同时须受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)监管，并以摩根大通银行卢森堡有限公司分行的名义在瑞典金融监管局登记注册。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(Autorité 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，在瑞士受瑞士金融市场监督管理局(FINMA)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 de la Confédération, 8, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士受瑞士金融市场监督管理局(FINMA)监管，其注册办事处位于Laupenstrasse 27, 3003, Bern, Switzerland。如欲索取有关摩根大通欧洲、中东、非洲的数据保护政策，请按以下链接：https://www.jpmorgan.com/privacy。

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权区内提供，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例和／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。

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。

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。

© 2021年。摩根大通。版权所有。

J.P.Morgan PRIVATE BANK