

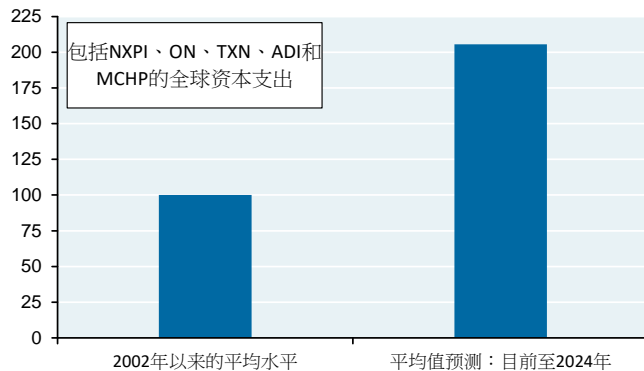


《放眼市场》感恩节版：《怪形》

市场展望概览

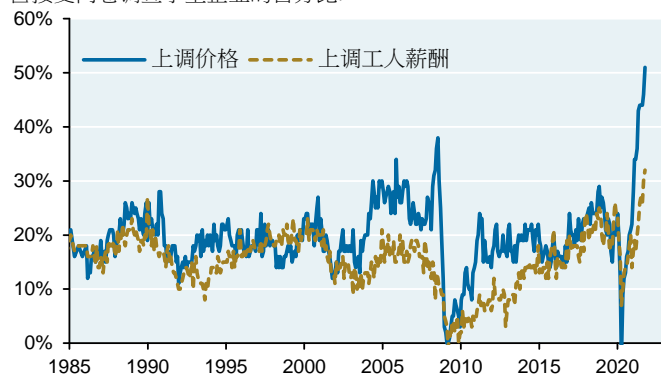
- 尽管近期一些领先指标持续下降，但我们对**2022年美国和欧洲的再通胀前景**观点依然保持不变。虽然许多瓶颈问题继续加剧，但我们预计明年夏季汽车半导体产量相比近期水平将会翻一番；我们在9月的《放眼市场》文章中曾经指出中美航线海运费终于开始回落，同时波罗的海干散货运价指数也大幅下降；我们预期在**2022年第一季度**，将有大约**200万**已经离开美国劳动力市场的人重返工作岗位；据多方报道，随着越南和泰国的疫苗接种率超过**60%**，马来西亚和中国台湾的接种率已逾七成，亚洲货物积压量持续减少，工厂开工率也有所上升
- 供应短缺终将逐步消散，库存水平也从非常低（相对于销售而言）的水平开始重建，加上销售势头依然良好，美国和欧洲的**GDP**应该会得到提振；美国的基础设施以及和解法案支出亦将刺激产出。关于美国的供应链问题，下次我们会作更加详细的阐释，但造成这个问题的根本原因，并非完全在于新冠疫情和商品支出的激增。由于工作时间、不愿意进一步提升自动化水平、劳动力成本、海关周末不上班等诸多原因，洛杉矶港和长滩港在IHS/Markit集装箱港口绩效指数中，仅分别排名世界第**328位**和第**333位**
- 尽管供应受限，美国和欧洲公司本季度利润率、企业盈利和销售额再次超出市场预期（见下表）。此外，美国的法定公司税率上限不会提高，税改方案将包括提高海外所得税、**15%**的最低账面税和**1%**的股票回购税。由此带来的净影响将会令利润丰厚的美国科技行业盈利降低**3%-4%**，对所有其他行业的盈利造成的打击最多为**1.0%-1.5%**
- 然而，美国劳动力短缺问题将会持续存在，原因包括美国仍然是发达国家中未接种疫苗人口最多的国家之一，加上新冠疫情导致退休人数激增以及移民减少等。工资与物价螺旋式上升风险正在加剧，而美联储「通胀只是暂时性」的立场随着时间的推移似乎越来越不可信
- 中国的增长速度惊人，不过受能源限制、监管清理、货币和金融政策仅适度放松以及世界上最严格的疫情防治体系等多方因素影响，中国目前正在受到需求短缺问题困扰

全球汽车半导体资本支出
指数（100 = 2002 - 2021平均，实际值）



资料来源：高盛，摩根资产管理。2021年第3季度。

上调价格和工人薪酬的小型企业
占接受问卷调查小型企业的百分比



资料来源：彭博资讯，NFIB。2021年10月。

2021年第三季度企业盈利、销售额和利润率最新数据

	斯托克欧洲600指数	标普500指数
盈利增长率，年同比%	52%	37%
销售额增长率，年同比%	12%	15%
利润增长率，年同比%	5%	5%
盈利惊喜，公司占比%	59%	81%
销售额惊喜，公司占比%	62%	68%
利润率惊喜，公司占比%	33%	51%

资料来源：彭博资讯。2021年11月10日。



《怪形》

「在我的一生中，从来未曾试过只是听到、看到或觉察到问题所在，连讨论一下都会感到极度危险的情况」
斯蒂芬·霍普金斯，罗德岛州州长，《独立宣言》签署人，音乐剧《1776》

直到今年为止，我从来没有遇上一个不容讨论的话题。任何影响市场、经济或增长的事情都是公平的博弈，自《放眼市场》这个专栏于 2003 年推出以来，我们亦曾经针对许多具有争议的话题展开深入的讨论。但是，现在我终于遇到了这种情况，我认为自己依然无从落笔。试图追根溯源，往往会引发争议，无论是涉及宗教、神话还是病毒。

无论如何，让我们一起谈论另一个话题。能源市场出现了一些奇怪的现象，世界许多地方的煤炭、天然气/液化天然气、石油、汽油、电力和钢铁价格都在飙升。马萨诸塞州、加州、欧洲和中国当前的情况，似乎正在向我们发出了一些警号。

马萨诸塞州：在美国东北部那几个进步小州，**邻避主义(NIMBYism)**继续扼杀脱碳。缅因州紧随新罕布什尔州，阻断了一条将水电从魁北克输往马萨诸塞州的高压输电线路，要求新英格兰的独立系统运营商(ISO)转而增加对天然气的依赖。

加州由于电力需求超过计划目标，已经开始采用轮流停电的方法来应对电力短缺。与此同时，该州还将在未来几年退役 2,250 兆瓦的核电和 3,700 兆瓦的天然气发电厂，势必进一步加剧电力紧张局面。加州的地质条件优越，不但是北半球太阳辐射度最高（可与西班牙南部和北非媲美）的地区之一，其海上风速甚至高于中部大平原各州，加上拥有 1,800 兆瓦的地热发电，占美国地热发电容量的 75%。不过，即便如此，加州仍然需要从邻近的州输入电力。然而，由于目前邻州关闭了将电力出售给加州的燃煤电厂，输入电力也面临风险。加州计划将多余的可再生能源储存在公用事业规模的电池当中，但此举需时完成，因此加州已批准临时使用四台天然气发电机以缓解电力短缺问题。

欧洲即将迎来漫长的冬季，但目前的天然气供应量比往年同期的正常水平低 10%-15%。同时，俄罗斯仅向欧洲提供少量天然气以缓解供应紧张，而且俄罗斯愿意在 2022 年和 2023 年向欧洲提供的气量也仅为 2019 年现货市场成交量的 15%-20%。主要基于几个原因：去年，俄罗斯度过了一个异常寒冷的冬天，而今年的冬天似乎又来得比往年更早；俄罗斯在填补国内天然气储备方面遇到了困难；俄罗斯兴建「北溪 2 号」花费了 110 亿美元，并试图通过向欧洲施压寻求获得批准来实现回报最大化；俄罗斯事先明确表示，偏好长期无条件支付合同，而不是在现货市场上出售。欧洲天然气价格飙升已经导致工厂停产：CF 工业控股公司(CF Industries)宣布关闭两家英国氨/化肥厂，Yara 更宣布将欧盟氨产能削减 40%，令形势更为严峻。Yara 和 CF 削减产能，使欧洲产能下降了 20% 以上，全球产能减少了约 1%-2%。

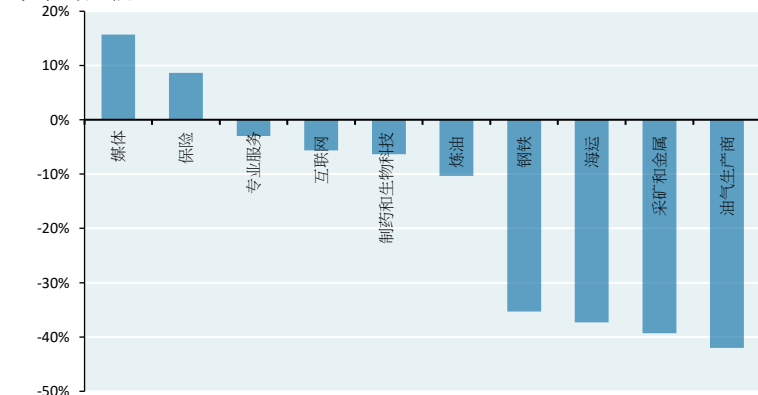
中国的能源危机问题更为复杂，但仍然可以归咎于化石燃料供应的下降速度快于需求。促使中国出现能源危机的因素包括：随着 2021 年全球经济回暖，中国电力需求激增；中国水电产量下降，增加了对燃煤发电的需求；由于气候变化目标、安全问题和煤炭价格限价，中国煤炭生产放缓，导致发电厂的煤炭库存低于正常水平；另一方面，印尼大雨不断加上必需优先保障国内供应，印尼的煤炭出口中断；中国政府控制电价阻碍了公用事业公司收回不断上升的投入成本。随着中国最近出台有关价格控制和增产的干预措施，煤炭价格目前已经减半。尽管如此，国内煤炭价格全年仍上涨 60%，随着冬季临近，电厂和港口煤炭库存仍低于正常水平 20%-40%。



理论上，脱碳有助消除其中一些大起大落的波动，因此在第26届联合国气候变化大会(COP26)后，世界各国一定会加快向可再生能源过渡。毋庸置疑，能源政策和股东倡议正在对供应方面产生影响：全球对石油和天然气、金属、采矿、钢铁等能源密集型行业的投资已经暴跌了30%-40%。随着支配能源转型需求侧的经济、化学、物流和政治环境变得更加清晰可见¹，政策制定者应该意识到以下几点：

如果减少化石燃料供应的速度，快于减少对化石燃料的需求，他们将面临诸多风险的考验，例如能源价格上涨、近乎于对能源的完全依赖以及可能导致家庭和企业限电的能源供应不足问题。

能源密集型产业的全球投资崩溃，2022年预期投资水平与10年平均水平的比较

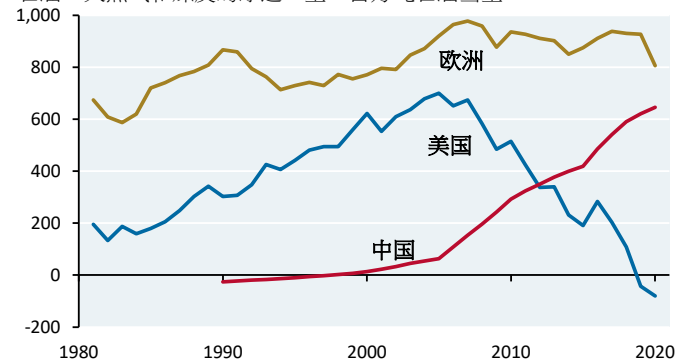


资料来源：高盛，摩根资产管理。2021年11月10日。

下图显示了各地区的能源依赖度。请仔细看看第二张图表中欧洲的情况：欧洲现在从俄罗斯进口的石油和天然气与国内生产的石油和天然气一样多，今年冬天也迫切需要从俄罗斯进口更多的天然气。与此同时，就在上周欧洲刚刚收到美国提出的警告，称俄罗斯军队已完成部署准备在俄乌边境长期集结并且可能计划再次入侵，或者俄罗斯也可能准备干预白俄罗斯。由于欧洲高度依赖俄罗斯的能源进口，对欧洲回应这一安全问题会产生哪些影响²？

能源依赖性和独立性

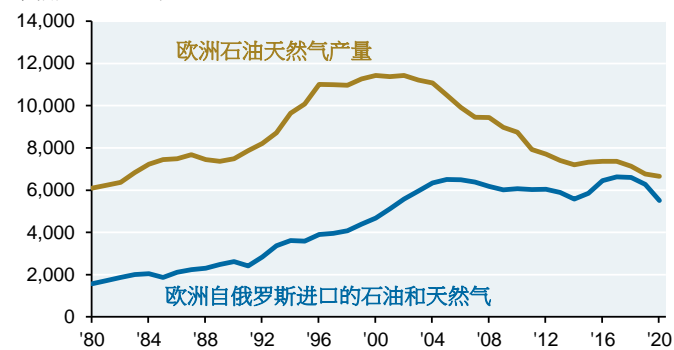
石油、天然气和煤炭的净进口量，百万吨石油当量。



资料来源：BP统计年鉴、中国国家统计局和摩根资产管理。2020年。

欧洲对俄罗斯能源的依赖

千桶/日石油当量



资料来源：BP、Gazprom、Eurostat和Perovic等、俄罗斯联邦海关总署、摩根资产管理计算。2020年。

¹ 我们每年都会在年度能源报告中讨论这些现实问题：取代数十亿原动机和马达的复杂性；即使提供补贴，更换设备之后的经济回收期也需要一段很长的时间；工业能源使用的化工问题和相关的脱碳挑战；阻碍电网扩建和互连的邻避主义和地方政策；拉扎德公司和美国能源信息署发布的可再生能源平准化成本，当中并未考虑到存储、电网扩建和热力备用电力需求；以及对地质碳封存的荒谬期望。

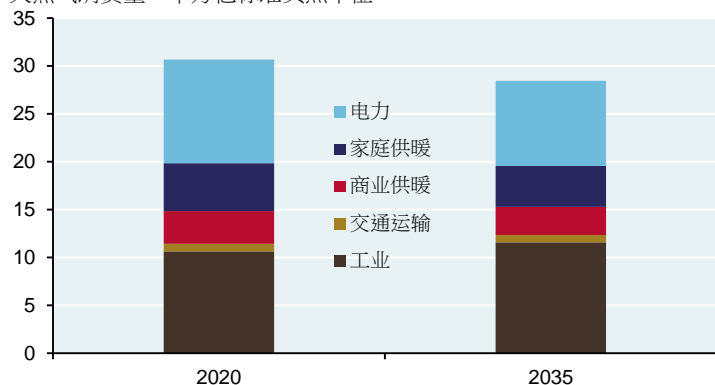
² 《美欧害怕俄罗斯可能入侵乌克兰》(“US and Europe fear possible Russia invasion of Ukraine”), Potitico.com, 2021年11月12日



美国没有面临这种经济和地缘政治陷阱，但这种情况最终很可能也会出现改变，主要因为投资者和贷款人正面临越来越大的压力，使他们难以为美国石油和天然气行业提供充足资本³。根据[我们在另一篇文章中详细罗列的假设](#)，到2035年美国所需的天然气产量可能与今天大致相同。如果这一判断准确，剩下的问题就是，天然气能源是在美国生产还是从加拿大、卡塔尔和俄罗斯进口，以及其对供应可靠性、价格和国家安全会产生哪些影响。

美国天然气消费量：2020年与2035年的对比

天然气消费量，千万亿标准英热单位

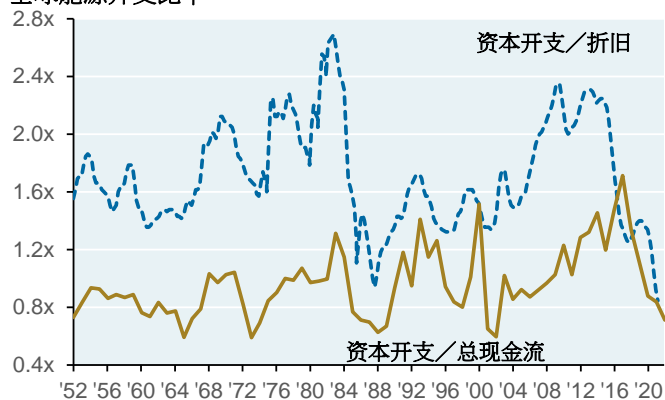


资料来源：摩根资产管理。2020年。[数据来源和假设参见随附内容。](#)

对投资者而言，传统能源公司的基本面与多年前相比已经大不相同。资本支出相对于折旧和现金流而言已经崩溃，整个行业实现的自由现金流利润率正在创下历史新高。

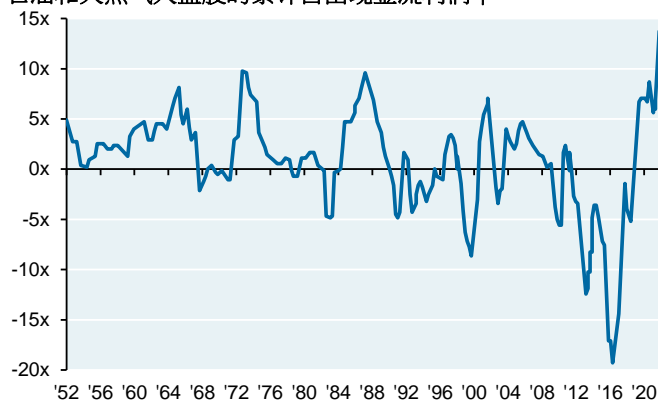
最后，我谨此祝大家，尤其是瑞秋⁴，感恩节快乐！有关新冠疫情、欧洲和亚伦·罗杰斯的简要评论，请参见附录1。

全球能源开支比率



资料来源：Empirical Research。2021年11月4日。

石油和天然气大盘股的累计自由现金流利润率



资料来源：Empirical Research。2021年11月4日。6个月平滑曲线。

³ 举个例子：去年2月 EOG Resources 宣布有意扩大生产时，其股价大幅下跌。换句话说，在一个投资者和贷款人面临巨大撤资压力的环境中，化石燃料价格持续上涨不一定能够大幅提高美国的石油和天然气产量。迈克尔·谢伦伯格(Michael Shellenberger)在 Substack 上的文章经常涵盖这一类和其他方面的能源主题

⁴ 瑞秋，我知道您会读脚注，再次感谢您的悉心照料，帮助我从十月下旬一次不寻常的事故中逐渐康复。在那次事故中，我的胫骨平台（膝盖）骨折，半月板撕裂。我会尽量避免再次发生这类意外！我也希望能在明年1月的某个时候恢复行走，然后（我希望）在4月之前重新划上我的皮划艇去钓鱼。



附录1：新冠疫情、欧洲和亚伦·罗杰斯

比利时、荷兰和德国都出现了大规模新冠感染高峰。荷兰和德国报告的感染人数已达到疫情开始以来的最高水平。虽然现在做出最终判断还为时过早，但欧洲的高水平疫苗接种和完善的医疗保健体系已经大大降低了感染导致的住院率和死亡率（见表）。如果这一模式保持不变，那么最新一轮的感染高峰对欧洲的医疗保健和经济影响就不会那么严重。疫苗在防止新冠病毒入侵呼吸系统方面的功效似乎随着时间的推移而减弱，尤其是对德尔塔变种毒株的防护力显得差强人意；正因如此，即使已经接种疫苗的人群也会发生感染。即便如此，疫苗对于预防导致人们因为肺部和神经损伤而住院（或更糟的情况）方面，仍然具有很高的功效。

显而易见，疫苗并非100%有效。但同时也有大量数据显示，美国未接种疫苗人群的住院率和死亡率要高得多；我们的新冠疫情分析网站上提供了一些相关数据。德国也是如此，它是欧洲未接种疫苗人口最多的国家之一（31%，与美国相同），未接种疫苗的人群正在推动病例数激增：在吉森的主要肺炎诊所，患者增加了两倍，一半已经需要使用呼吸机，而且每个使用呼吸机的患者都没有接种疫苗。

即便如此，绿湾包装工队的四分卫亚伦·罗杰斯在一次广泛报道的采访中，仍然拒绝承认美国正在经历一波未接种疫苗者的疫情大流行这一论断，称其为「彻头彻尾的谎言」，然后提到他正在服用伊维菌素（见下文文本框）。如果您想听取职业运动员的意见，请阅读篮球明星卡里姆·阿卜杜·贾巴尔关于罗杰斯的文章⁵。

各国死亡和住院病例数占报告感染病例数的比例持续逐波下降

Mort/inf = 日均死亡病例数占日均感染病例数的百分比%

Hosp/inf = 日均住院病例数占日均感染病例数的百分比%

波次	法国		英国		荷兰		美国	
	Mort/Inf	Hosp/Inf	Mort/Inf	Hosp/Inf	Mort/Inf	Hosp/Inf	Mort/Inf	Hosp/Inf
第一波	15.2%	945%	14.6%	373%	12.4%	292%	4.8%	162%
第二波	1.5%	96%	2.2%	82%	0.7%	24%	1.5%	62%
第三波	1.2%	135%	0.3%	18%	0.2%	11%	1.2%	65%
第四波	0.5%	68%			0.2%	10%		

资料来源：约翰霍普金斯大学、国际货币基金组织和摩根资产管理。2021年11月10日。

伊维菌素是怎么回事？说来话长

简单地将伊维菌素视为马匹驱虫剂并不是解决这个问题的正确方法。对于感染某些寄生虫的人们，伊维菌素是一种非常有效的药物，因此创造伊维菌素的发明家在 2015 年获得了诺贝尔奖。在新冠疫情大流行的早期阶段，伊维菌素是测试能否阻止病毒体外复制的数千种化合物之一。由于测试结果成功，因此进行了人体试验。两项汇总个别试验结果的元研究发现，该药物的前景可期。但在毒性病理同行评议过程中，伊维菌素掉了链子：许多研究被发现存在设计缺陷、没有对照组、偏差、数据错误和违规行为，而这些问题往往导致研究表明伊维菌素对新冠病毒有效。更扎实的研究分析总体没有发现能够证明其有效性的明确统计证据。因此，美国食品药品监督管理局、世界卫生组织和欧洲卫生机构建议不要服用伊维菌素，除非作为正在进行的一部分临床试验而给药。

尽管缺乏临床证据（例如支持 mRNA 疫苗的證據），但一些网络群组提倡使用伊维菌素。在美国，伊维菌素的处方正在飙升。那就自求多福吧：当用于寄生虫治疗时，伊维菌素只按一次性剂量给药；但「伊维菌素治新冠」的人们通常每周服用两次，即使缺乏长期使用的安全数据。一些阴谋论者认为，制药业反对伊维菌素，因为它的价格非常便宜；然而，这一论点站不住脚，因为类固醇地塞米松和抗凝剂肝素也都很便宜，而且在正确构建的临床试验证明它们有效后已被采用对抗新冠病毒。

关于伊维菌素争议的最后一条线索：超过一半相信伊维菌素有效的人不打算接种疫苗。我认为这种情况已经说明问题所在了。

资料来源：《尽管缺乏证据，江湖医生仍推广采用伊维菌素治疗新冠》（“Fringe Doctors Promote Ivermectin for COVID Despite Lack of Evidence”），《科学美国人》，2011年9月29日；以及《关于伊维菌素的真正丑闻》（“The Real Scandal About Ivermectin”），《大西洋》，2021年10月23日。

⁵ <https://kareem.substack.com/p/aaron-rodgers-didnt-just-lie>



重要信息

本报告对来自大通信用卡及借记卡交易的经挑选资讯采用非常严格的安全协议，藉此确保所有资讯保密及安全。所有经挑选资讯经过高度整合，全部独家可识别资讯（包括姓名、账户号码、地址、出生日期及社保号码），在本报告作者收到有关资讯之前已经全部移除。本报告资讯并不代表大通信用卡及借记卡持有人整体数量。

本文件表达的观点、意见及预测，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，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。

本报告所载观点不拟作为在任何司法管辖区内买卖任何投资的建议或推荐意见，亦不拟作为摩根大通或其任何附属公司就参与本报告所述任何交易而作出的承诺。本报告载列的任何预测、数据、意见或投资技巧及策略乃根据若干假设按目前市场状况而作出，仅供说明用途，如有更改，恕不另行通知。本报告载列的全部信息于编制当时均被视为准确。本文件并无载列足够数据以支持任何投资决策，您不应据此依赖作为评估任何证券或产品投资的好处。此外，本报告使用者须自行就有法律、监管、税务、信贷及会计影响作出独立评估，并且必须与其自身的专家顾问一同决定本报告所述任何投资是否相信适合其个人目标需要。进行任何投资决定前，投资者必须确保自己已取得所有可供获取的相关信息。投资者务须注意，投资涉及风险，投资价值及所得回报可能取决于市场状况及税务协议而波动，投资者不一定可全数取回投资本金。过去表现及收益率并非目前及未来业绩表现的可靠指标。

本报告所述非关联实体仅供说明用途，不应诠释作为已获摩根大通公司或其关联公司认可或保荐。

就摩根资产管理客户而言：

「摩根资产管理」是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

在适用法例所容许的范围内，我们可进行电话录音及监察电子通讯记录，藉以遵从我们的法律及监管规例和内部政策。摩根资产管理将会根据我们的隐私政策收集、储存及处理个人资料（详情可浏览：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

可访问性

仅适用于美国：如果您是残障人士并需取得额外支援以查阅本文件，请致电我们寻求协助（电话：1-800-343-1113）。

本通讯文件由下列实体发行：

在美国，由摩根大通投资管理有限责任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.) 或摩根大通另类资产管理有限责任公司 (J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)发行，两家公司均须受美国证券交易委员会监管；在拉美，由当地摩根大通实体（视情况而定）发行并仅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根资产管理（加拿大）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)发行并仅供机构客户使用，该公司乃加拿大所有省份及地区的已注册投资组合经理及获豁免市场交易商（除了育空），同时也是卑诗省、安大略省、魁北克省以及纽芬兰和拉布拉多等地的已注册投资基金经理。在英国，由摩根资产管理（英国）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)发行，该公司须受英国金融行为监管局授权及监管；在其他欧洲司法管辖权区，由摩根资产管理（欧洲）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)发行。在亚太地区，由以下发行实体在其主要受监管的司法管辖权区内发行：摩根资产管理（亚太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亚洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根实物资产管理(亚洲)有限公司 (JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)发行，各自均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司注册编号：197601586K），本广告或公告未经新加坡金融管理局审阅；摩根证券投资信托股份有限公司 (Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根资产管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，该公司乃日本投资信托协会(Investment Trusts Association of Japan)、日本投资顾问协会、第二类金融工具商同业公会及日本证券业协会的成员，须受日本金融管理局监管（注册编号：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm))）；在澳大利亚，由摩根资产（澳大利亚）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照号码：376919)，仅供按照公司法第 2001 第 761A 条及第 761G 条（《公司法》）赋予的定义的「批发客户」发行。在亚太所有其他市场，则仅向指定收件人发行。

就摩根大通私人银行客户而言：

可访问性

摩根大通一直致力于为所有客户提供符合其金融服务需要的产品及服务。如有任何关于产品及服务方面的问题，请致电摩根大通私人银行客户服务中心与我们直接联系（电话：1-866-265-1727）。

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。

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**金融监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。摩根大通银行和摩根大通证券均为受 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的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 Cantena Adalberto 4, Milan 20121, 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，其注册办事处位于 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管局 (FINMA) 监管。

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，我们将会在收取您任何费用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。假如您对本文档的内容有任何疑问，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。建议您审慎对待本文件。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。

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交易委员会监管，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。

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。

「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，请与您的摩根大通代表联络。

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。