



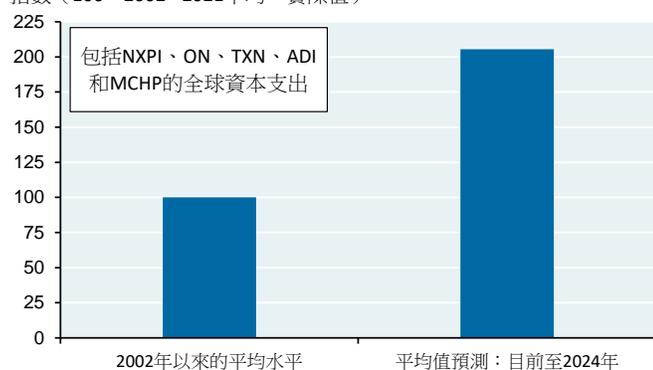
《放眼市場》感恩節版：《怪形》

市場展望概覽

- 儘管近期一些領先指標持續下降，但我們對**2022年美國和歐洲的再通脹前景觀點依然保持不變**。雖然許多瓶頸問題繼續加劇，但我們預計明年夏季汽車半導體產量相比近期水平將會翻一番；我們在9月的《放眼市場》文章中曾經指出中美航線海運費終於開始回落，同時波羅的海乾散貨運價指數也大幅下降；我們預期在**2022年第一季度**，將有大約**200萬**已經離開美國勞動力市場的人重返工作崗位；據多方報導，隨着越南和泰國的疫苗接種率超過**60%**，馬來西亞和中國台灣的接種率已逾七成，亞洲貨物積壓量持續減少，工廠開工率也有所上升
- 供應短缺終將逐步消散，庫存水平也從非常低（相對於銷售而言）的水平開始重建，加上銷售勢頭依然良好，美國和歐洲的**GDP**應該會得到提振；美國的基礎設施以及和解法案支出亦將刺激產出。關於美國的供應鏈問題，下次我們會作更加詳細的闡釋，但造成這個問題的根本原因，並非完全在於新冠疫情和商品支出的激增。由於工作時間、不願意進一步提升自動化水平、勞動力成本、海關周末不上班等諸多原因，洛杉磯港和長灘港在IHS/Markit集裝箱港口績效指數中，僅分別排名世界第**328位**和第**333位**
- 儘管供應受限，美國和歐洲公司本季度利潤率、企業盈利和銷售額再次超出市場預期（見下表）。此外，美國的法定公司稅率上限不會提高，稅改方案將包括提高海外所得稅、**15%**的最低帳面稅和**1%**的股票回購稅。由此帶來的淨影響將會令利潤豐厚的美國科技行業盈利降低**3%-4%**，對所有其他行業的盈利造成的打擊最多為**1.0%-1.5%**
- 然而，美國勞動力短缺問題將會持續存在，原因包括美國仍然是發達國家中未接種疫苗人口最多的國家之一，加上新冠疫情導致退休人數激增以及移民減少等。工資與物價螺旋式上升風險正在加劇，而聯儲局「通脹只是暫時性」的立場隨着時間的推移似乎越來越不可信
- 中國的增長速度驚人，不過受能源限制、監管清理、貨幣和金融政策僅適度放鬆以及世界上最嚴格的疫情防治體系等多方因素影響，中國目前正在受到需求短缺問題困擾

全球汽車半導體資本支出

指數（100 = 2002 - 2021平均，實際值）



資料來源：高盛、摩根資產管理。2021年第三季度。

上調價格和工人薪酬的小型企業

佔接受問卷調查小型企業的百分比%



資料來源：彭博資訊、NFIB。2021年10月。

2021年第三季度企業盈利、銷售額和利潤率最新數據

	斯托克歐洲600指數	標普500指數
盈利增長率，年同比%	52%	37%
銷售額增長率，年同比%	12%	15%
利潤增長率，年同比%	5%	5%
盈利驚喜，公司占比%	59%	81%
銷售額驚喜，公司占比%	62%	68%
利潤率驚喜，公司占比%	33%	51%

資料來源：彭博資訊。2021年11月10日。



《怪形》

「在我的一生中，從來未曾試過只是聽到、看到或覺察到問題所在，連討論一下都會感到極度危險的情況」
斯蒂芬·霍普金斯，羅德島州州長，《獨立宣言》簽署人，音樂劇《1776》

直到今年為止，我從來沒有遇上一個不容討論的話題。任何影響市場、經濟或增長的事情都是公平的博弈，自《放眼市場》這個專欄於 2003 年推出以來，我們亦曾經針對許多具有爭議的話題展開深入的討論。但是，現在我終於遇到了這種情況，我認為自己依然無從落筆。試圖追根溯源，往往會引發爭議，無論是涉及宗教、神話還是病毒。

無論如何，讓我們一起討論另一個話題。能源市場出現了一些奇怪的現象，世界許多地方的煤炭、天然氣／液化天然氣、石油、汽油、電力和鋼鐵價格都在飆升。麻塞諸塞州、加州、歐洲和中國當前的情況，似乎正在向我們發出了一些警號。

麻塞諸塞州：在美國東北部那幾個進步小州，**鄰避主義(NIMBYism)**繼續扼殺脫碳。緬因州緊隨新罕布爾州，阻斷了一條將水電從魁北克輸往麻塞諸塞州的高壓輸電線路，要求新英格蘭的獨立系統運營商(ISO)轉而增加對天然氣的依賴。

加州由於電力需求超過計劃目標，已經開始採用輪流停電的方法來應對電力短缺。與此同時，該州還將在未來幾年退役 2,250 兆瓦的核電和 3,700 兆瓦的天然氣發電廠，勢必進一步加劇電力緊張局面。加州的地質條件優越，不但是北半球太陽輻照度最高（可與西班牙南部和北非媲美）的地區之一，其海上風速甚至高於中部大平原各州，加上擁有 1,800 兆瓦的地熱發電，佔美國地熱發電容量的 75%。不過，即便如此，加州仍然需要從鄰近的州輸入電力。然而，由於目前鄰州關閉了將電力出售給加州的燃煤電廠，輸入電力也面臨風險。加州計劃將多餘的可再生能源儲存在公用事業規模的電池當中，但此舉措需時完成，因此加州已批准臨時使用四台天然氣發電機以緩解電力短缺問題。

歐洲即將迎來漫長的冬季，但目前的天然氣供應量比往年同期的正常水平低 10%-15%。同時，俄羅斯僅向歐洲提供少量天然氣以緩解供應緊張，而且俄羅斯願意在 2022 年和 2023 年向歐洲提供的氣量也僅為 2019 年現貨市場成交量的 15%-20%。主要基於幾個原因：去年，俄羅斯渡過了一個異常寒冷的冬天，而今年的冬天似乎又來得比往年更早；俄羅斯在填補國內天然氣儲備方面遇到了困難；俄羅斯興建「北溪 2 號」花費了 110 億美元，並試圖通過向歐洲施壓尋求獲得批准來實現回報最大化；俄羅斯事先明確表示，偏好長期無條件支付合同，而不是在現貨市場上出售。歐洲天然氣價格飆升已經導致工廠停產：CF 工業控股公司(CF Industries)宣布關閉兩家英國氨／化肥廠，Yara 更宣布將歐盟氨產能削減 40%，令形勢更為嚴峻。Yara 和 CF 削減產能，使歐洲產能下降了 20% 以上，全球產能減少了約 1%-2%。

中國的能源危機問題更為複雜，但仍然可以歸咎於化石燃料供應的下降速度快於需求。促使中國出現能源危機的因素包括：隨着 2021 年全球經濟回暖，中國電力需求激增；中國水電產量下降，增加了對燃煤發電的需求；由於氣候變化目標、安全問題和煤炭價格限價，中國煤炭生產放緩，導致發電廠的煤炭庫存低於正常水平；另一方面，印尼大雨不斷加上必需優先保障國內供應，印尼的煤炭出口中斷；中國政府控制電價阻礙了公用事業公司收回不斷上升的投入成本。隨着中國最近出台有關價格控制和增產的干預措施，煤炭價格目前已經減半。儘管如此，國內煤炭價格全年仍上漲 60%，隨着冬季臨近，電廠和港口煤炭庫存仍低於正常水平 20%-40%。

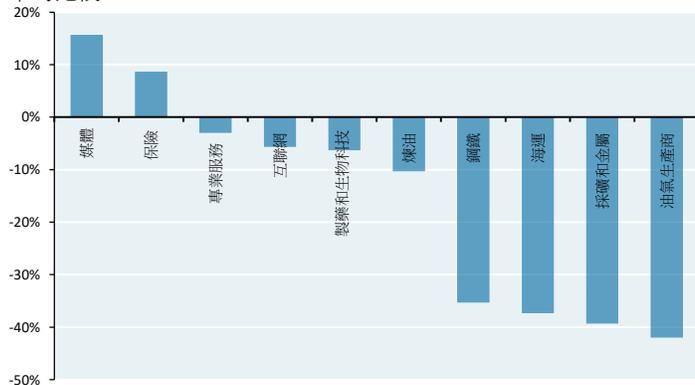


理論上，脫碳有助消除其中一些大起大落的波動，因此在第26屆聯合國氣候變化大會(COP26)後，世界各國一定會加快向可再生能源過渡。毋庸置疑，能源政策和股東倡議正在對供應方面產生影響：全球對石油和天然氣、金屬、採礦、鋼鐵等能源密集型行業的投資已經暴跌了30%-40%。隨着支配能源轉型需求側的經濟、化學、物流和政治環境變得更加清晰可見¹，政策制定者應該意識到以下幾點：

如果減少化石燃料供應的速度，快於減少對化石燃料的需求，他們將面臨諸多風險的考驗，例如能源價格上漲、近乎於對能源的完全依賴以及可能導致家庭和企業限電的能源供應不足問題。

能源密集型產業的全球投資崩潰，2022年預期投資水平與10年平均

水平的比較



資料來源：高盛、摩根資產管理。2021年11月10日。

下圖顯示了各地區的能源依賴度。請仔細看看第二張圖表中歐洲的情況：歐洲現在從俄羅斯進口的石油和天然氣與國內生產的石油和天然氣一樣多，今年冬天也迫切需要從俄羅斯進口更多的天然氣。與此同時，就在上周歐洲剛剛收到美國提出的警告，稱俄羅斯軍隊已完成部署準備在俄烏邊境長期集結並且可能計劃再次入侵，或者俄羅斯也可能準備干預白俄羅斯。由於歐洲高度依賴俄羅斯的能源進口，對歐洲回應這一安全問題會產生哪些影響²？

能源依賴性和獨立性

石油、天然氣和煤炭的淨進口量，百萬噸石油當量。



資料來源：BP統計年鑑、中國國家統計局和摩根資產管理。2020年。

歐洲對俄羅斯能源的依賴

千桶/日石油當量



資料來源：BP、Gazprom、Eurostat和Perovic等、俄羅斯聯邦海關總署、摩根資產管理計算。2020年。

¹ 我們每年都會在年度能源報告中討論這些現實問題：取代數十億原動機和馬達的複雜性；即使提供補貼，更換設備之後的經濟回收期也需要一段很長的時間；工業能源使用的化工問題和相關的脫碳挑戰；阻礙電網擴建和互連的鄰避主義和地方政策；拉紮德公司和美國能源資訊署發布的可再生能源平准化成本，當中並未考慮到存儲、電網擴建和熱力備用電力需求；以及對地質碳封存的荒謬期望。

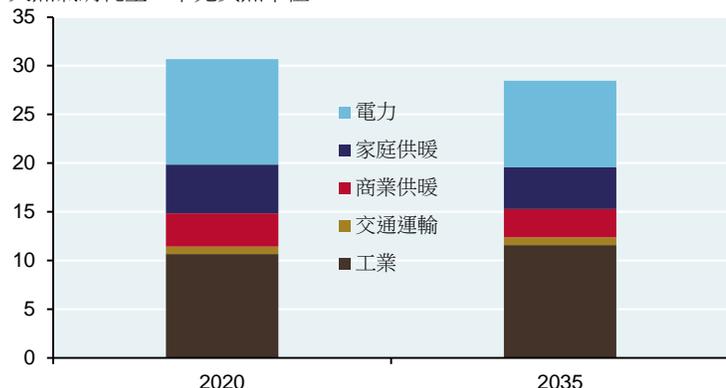
² 《美歐害怕俄羅斯可能入侵烏克蘭》(“US and Europe fear possible Russia invasion of Ukraine”), Potitico.com, 2021年11月12日



美國沒有面臨這種經濟和地緣政治陷阱，但這種情況最終很可能也會出現改變，主要因為投資者和貸款人正面臨越來越大的壓力，使他們難以為美國石油和天然氣行業提供充足資本³。根據我們在另一篇文章中詳細羅列的假設，到2035年美國所需的天然氣產量可能與今天大致相同。如果這一判斷準確，剩下的問題就是，天然氣能源是在美國生產還是從加拿大、卡達和俄羅斯進口，以及其對供應可靠性、價格和國家安全會產生哪些影響。

美國天然氣消耗量：2020年與2035年的對比

天然氣消耗量，千兆英熱單位



資料來源：摩根資產管理。2020年。數據來源和假設參見隨附內容。

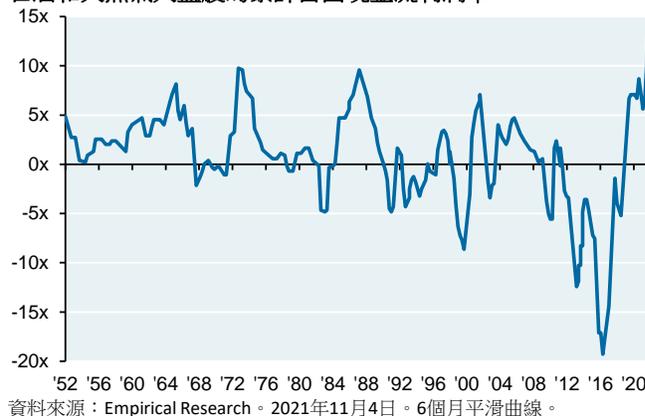
對投資者而言，傳統能源公司的基本面與多年前相比已經大不相同。資本支出相對於折舊和現金流而言已經崩潰，整個行業實現的自由現金流利潤率正在創下歷史新高。

最後，我謹此祝大家，尤其是瑞秋⁴，感恩節快樂！有關新冠疫情、歐洲和亞倫·羅傑斯的簡要評論，請參見附錄1。

全球能源開支比率



石油和天然氣大盤股的累計自由現金流利潤率



³ 舉個例子：去年2月 EOG Resources 宣布有意擴大生產時，其股價大幅下跌。換句話說，在一個投資者和貸款人面臨巨大撤資壓力的環境中，化石燃料價格持續上漲不一定能夠大幅提高美國的石油和天然氣產量。邁克爾·謝倫伯格(Michael Shellenberger) 在 Substack 上的文章經常涵蓋這一類和其他方面的能源主題

⁴ 瑞秋，我知道您會讀附腳，再次感謝您的悉心照料，幫助我從十月下旬一次不尋常的事故中逐漸康復。在那次事故中，我的脛骨平台（膝蓋）骨折，半月板撕裂。我會盡量避免再次發生這類意外！我也希望能在明年1月的某個時候恢復行走，然後（我希望）在4月之前重新劃上我的皮划艇去釣魚。



附錄1：新冠疫情、歐洲和亞倫·羅傑斯

比利時、荷蘭和德國都出現了大規模新冠感染高峰。荷蘭和德國報告的感染人數已達到疫情開始以來的最高水平。雖然現在做出最終判斷還為時過早，但歐洲的高水平疫苗接種和完善的醫療保健體系已經大大降低了感染導致的住院率和死亡率（見表）。如果這一模式保持不變，那麼最新一輪的感染高峰對歐洲的醫療保健和經濟影響就不會那麼嚴重。疫苗在防止新冠病毒入侵呼吸系統方面的功效似乎隨着時間的推移而減弱，尤其是對德爾塔變種毒株的防護力顯得差強人意；正因如此，即使已經接種疫苗的人群也會發生感染。即便如此，疫苗對於預防導致人們因為肺部和神經損傷而住院（或更糟的情況）方面，仍然具有很高的功效。

顯而易見，疫苗並非100%有效。但同時也有大量數據顯示，美國未接種疫苗人群的住院率和死亡率要高得多；我們的新冠疫情分析網站上提供了一些相關數據。德國也是如此，它是歐洲未接種疫苗人口最多的國家之一（31%，與美國相同），未接種疫苗的人群正在推動病例數激增：在吉森的主要肺炎診所，患者增加了兩倍，一半已經需要使用呼吸機，而且每個使用呼吸機的患者都沒有接種疫苗。

即便如此，綠灣包裝工隊的四分衛亞倫·羅傑斯在一次廣泛報導的採訪中，仍然拒絕承認美國正在經歷一波未接種疫苗者的疫情大流行這一論斷，稱其為「徹頭徹尾的謊言」，然後提到他正在服用伊維菌素（見下文文字方塊）。如果您想聽取職業運動員的意見，請閱讀籃球明星卡里姆·阿卜杜·賈巴爾關於羅傑斯的文章⁵。

各國死亡和住院病例數佔報告感染病例數的比例持續逐波下降

Mort/inf = 日均死亡病例數佔日均感染病例數的百分比%

Hosp/inf = 日均住院病例數佔日均感染病例數的百分比%

波次	法國		英國		荷蘭		美國	
	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%		

資料來源：約翰霍普金斯大學、國際貨幣基金組織和摩根資產管理。2021年11月10日。

伊維菌素是怎麼回事？說來話長

簡單地將伊維菌素視為馬匹驅蟲劑並不是解決這個問題的正確方法。對於感染某些寄生蟲的人們，伊維菌素是一種非常有效的藥物，因此創造伊維菌素的發明家在 2015 年獲得了諾貝爾獎。在新冠疫情大流行的早期階段，伊維菌素是測試能否阻止病毒體外複製的數千種化合物之一。由於測試結果成功，因此進行了人體試驗。兩項匯總個別試驗結果的元研究發現，該藥物的前景可期。但在毒性病理同行評議過程中，伊維菌素掉了鏈子：許多研究被發現存在設計缺陷、沒有對照組、偏差、數據錯誤和違規行為，而這些問題往往導致研究表明伊維菌素對新冠病毒有效。更扎實的研究分析總體沒有發現能夠證明其有效性的明確統計證據。因此，美國食品藥品監督管理局、世界衛生組織和歐洲衛生機構建議不要服用伊維菌素，除非作為正在進行的一部分臨床試驗而給藥。

儘管缺乏臨床證據（例如支持 mRNA 疫苗的證據），但一些網絡群組提倡使用伊維菌素。在美國，伊維菌素的處方正在飆升。那就自求多福吧：當用於寄生蟲治療時，伊維菌素只按一次性劑量給藥；但「伊維菌素治新冠」的人們通常每周服用兩次，即使缺乏長期使用的安全數據。一些陰謀論者認為，製藥業反對伊維菌素，因為它的價格非常便宜；然而，這一論點站不住腳，因為類固醇地塞米松和抗凝劑肝素也都很便宜，而且在正確構建的臨床試驗證明它們有效後已被採用對抗新冠病毒。

關於伊維菌素爭議的最後一條線索：超過一半相信伊維菌素有效的人不打算接種疫苗。我認為這種情況已經說明問題所在了。

資料來源：《儘管缺乏證據，江湖醫生仍推廣採用伊維菌素治療新冠》（“Fringe Doctors Promote Ivermectin for COVID Despite Lack of Evidence”），《科學美國人》，2011 年 9 月 29 日；以及《關於伊維菌素的真正醜聞》（“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他領域所表達的觀點、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、數據、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）。

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。

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。摩根大通銀行和摩根大通證券均為受 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**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，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP。摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行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。摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行被視為須受英國審慎監管局監管，並須受英國金融市場行為監管局監管以及英國審慎監管局的有限監管。有關臨時許可制度（即允許在英國與歐洲經濟區開展業務的公司在一段限期內於英國經營業務同時尋求全面授權）的詳情，可於英國金融市場行為監管局網站內查閱。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，並受法國銀行業監事委員會（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。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。建議您審慎對待本文件。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。

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（如摩根大通銀行及摩根大通證券）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。

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。

「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，請與您的摩根大通代表聯絡。

本文件是保密文件，僅供您個人使用。未經摩根大通的事先同意，不應向任何其他人士分派本文件的內容。未經摩根大通的事先同意，任何其他人士不得複製或利用本文件作非個人使用。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，請與您的摩根大通代表聯絡。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。

