



《放眼市场》感恩节版¹

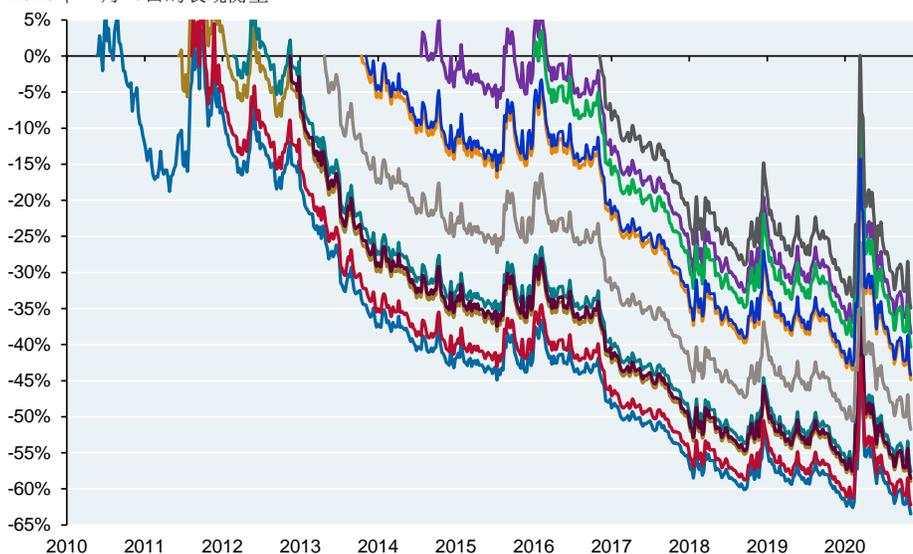
新冠疫情并没有把「末日论者」从表现不佳的炼狱中拯救出来，而市场又再次处于历史高位，**2021年有望进一步上涨**。不过，我认为某件事「可能」拯救他们，至少是暂时拯救：**1月6日选举不合法和宪法混乱的风险**。详情请参阅第4-6页，了解所有相关规则和程序，包括密歇根州韦恩县的最新情况

一年前，我撰写了《末日论者》：其末日预言如野火般在纸媒和网络财经新闻中传播的市场观察人士、预测人士和基金经理。诚如我们去年所述，从2009年到2019年，鉴于股市的良好表现，任何在听信末日论者的意见后投资不足的人都蒙受了巨大的机会损失。请按[此](#)阅读原文。

那么，**新冠疫情终于导致了末日论者一直在预期的市场崩溃，从而拯救了他们吗？不见得**。即使我们对他们将流行病纳入灾难场景的做法表示赞许，但3月份的抛售并没能消除与他们观点相关的欠佳表现。此外，**2020年的股市大跌如此迅速地逆转**，以至于几乎需要立即调整投资组合转持风险更高的资产，才能部分挽回先前的损失。因此，新冠疫情并没有把末日论者从表现不佳的炼狱中拯救出来，而且现在市场又回到了历史高点。

新冠疫情并没有把末日论者从表现不佳的炼狱中拯救出来

每1美元资金从标普500指数转投巴克莱综合债券指数对业绩的影响，按末日论者发表评论当周到2020年11月13日的表现衡量



这张图表是怎样绘制的？

我们衡量了在末日论者发表评论时每1美元资金从股票转投政府、按揭担保和公司债券对业绩的影响。相关评论的档案请参阅上面链接的原文第4页。

Simon Johnson & Paul Krugman
David Levy
Carl Icahn, John Hussman & George Soros
Bob Janjuah
Peter Schiff & Tom DeMark
David Stockman & Albert Edwards
Marc Faber & Laksham Achuthan
Robert Wiedemer
David Rosenberg
Jeff Gundlach
Nouriel Roubini

¹ 如果您要与亲戚们一起欢度今年的感恩节，无论是面对面的还是远程的，您都可能会需要这个超链接。请参见第6页上的文本框。



不出所料，当新冠疫情袭来时，末日论者又卷土重来。下面的图表和表格显示了今年早些时候他们所做的一些非常悲观的评论。



时机就是一切

标普500指数，2020年1月1日至今，其中含最新末日论调发表之日



资料来源：彭博、摩根资产管理。2020年11月17日。所有资料来源，参阅引述表格。

日期	末日论者	引述
2020年3月4日	David Stockman	「股市不仅会再次出次50%的回调（标普500指数跌至1,600点），而且会迎来漫长的L型探底，而不是2009年之后出现的V型快速反弹。」 - 在Peak Prosperity上发表的文章
2020年3月24日	Nouriel Roubini	「新冠疫情仍在肆虐，无法得到控制，人们所能希望的最好的经济结果就是比2008年金融危机之后还要严重的经济衰退……比原来的大萧条更糟糕的新版大萧条发生的风险正在日渐上升。」 - 在Project Syndicate上发表的文章
2020年3月25日	Peter Schiff	「美联储的所作所为对美国经济来说是极其不利的……它确保了正在步入的这场经济衰退、萧条将迎来极其残酷的通货膨胀，蹂躏经济，投资者和退休人员更是首当其冲。」 - 福克斯财经
2020年3月26日	John Hussman	「我仍然预计未来几年内标普500指数将会损失大约三分之二的市值。」 - Hussman Funds
2020年3月31日	Jeff Gundlach	「美股3月中旬触及低点……我敢打赌，这个低点会被击穿……股市确实已经回到阻力区，而且我认为市场运作还是失灵……跌破3月份的低点，然后在较长时间内维持低位。」 - CNBC
2020年4月1日	George Soros	「我们会迎来我有生以来最糟糕的熊市。」 - Business Insider
2020年4月23日	Albert Edwards	「很多看涨股市的人认为，央行注入的大规模流动性必将提振股价。这让我觉得很荒唐……利润的暴跌极有可能给股市可以度过低谷这种说法造成致命打击。我反而预计会有充足的流动性流入政府债券。」 - Business Insider
2020年5月12日	David Rosenberg	「因此，即使股市告诉你一切都已经解决了，我也可以向你保证，我们此刻面临的是一个经济高度不确定的未来，不幸的是，大多数长期风险都会下行，而不是上行。我们正处于萧条而非衰退当中。这是一场萧条。我没有说大萧条；这是一场萧条。」 Rosenberg强调。「而且我认为，经济萧条的动态不同于衰退，因为萧条会引发长期行为变化。典型的商业周期衰退在结束后一年内就会被人遗忘。萧条至少意味着经济增长乏力、普遍产能过剩、通货紧缩压力和破产潮的长期存在。」 - Advisor Perspectives





为什么根据末日论者的观点建仓的投资组合表现不佳呢？

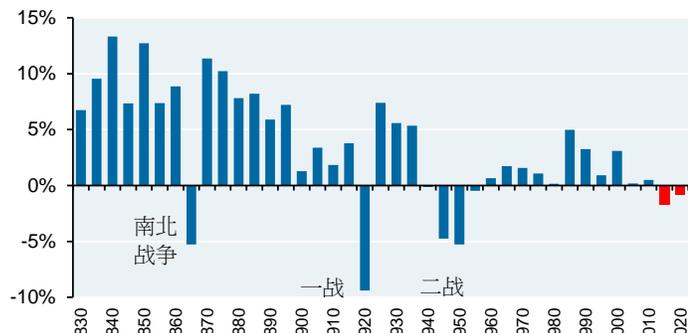
财政和货币刺激在很大程度上解释了这一现象。除了南北战争、第一次和第二次世界大战期间，过去十年是有记录的美国历史上负实际政策利率持续时间最长的时期。最近，因新冠疫情而施行的刺激力度是金融危机期间的两倍，而且实施速度加快了4倍。能够部分解释熊市逆转速度的其他因素还包括：美国公开上市股票的技术性短缺，因为并购活动和回购超过了首次和二次发行（图3）。

虽然刺激政策起到了一定作用，但企业利润对新冠疫情的抵御能力，比末日论者可能预料的要强。2020年三季度，企业盈利超出预期（对比普遍预期的萎缩25%，只下降了8%），本季度的企业盈利萎缩几乎全部来自航空公司、其他旅游相关企业和能源公司。市场核心（不包括金融、房地产投资信托和能源）的自由现金流实际上在2020年一季度、二季度和三季度都有所「上升」。按照目前的改善速度，到2021年底，标普500每股盈利应会超过疫情前的水平。

尽管最近发达国家感染病例数²和死亡病例数激增，但我们预计，2021年消费、库存需求、资本支出和企业利润都将进一步复苏，推动因素包括各国央行「再次」购买3至4万亿美元的资产，以及疫苗³对劳动力参与和流动性的最终影响。若果真如此，投资组合将继续受益于风险资产的正常配置。

然而.....我可以想到一个至少暂时「可能」拯救末日论者的因素：被市场视为非法的非正统的美国权力过渡。我们接下来要讨论这一问题。

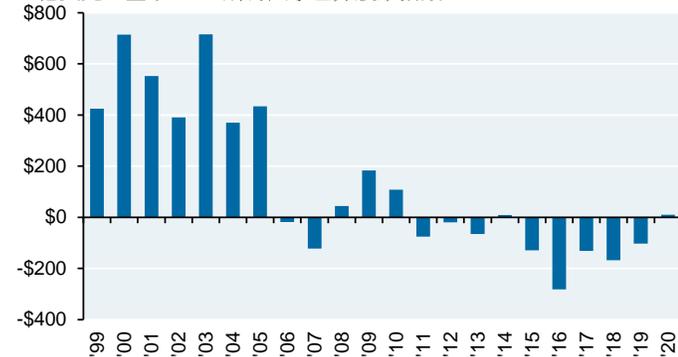
现金实际收益率创下1830年以来除战时的新低 短期国库券/基金利率减去通货膨胀率，五年平均值



资料来源：联邦储备银行、Robert Shiller、GFD、劳工统计局、摩根资产管理。2020年10月。

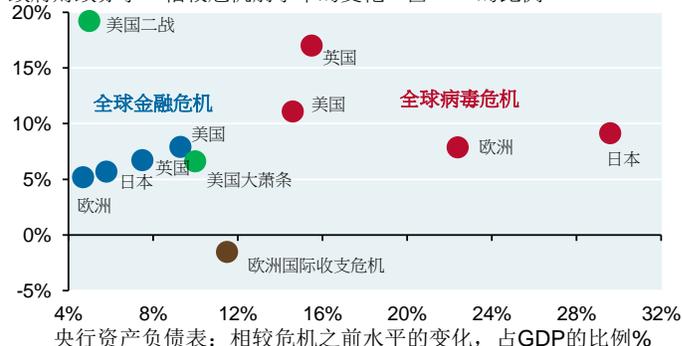
美国股票净供应量创下新低

10亿美元，基于MSCI所有国家世界股票指数



资料来源：摩根环球市场策略组。2020年10月。

为应对全球病毒危机而实施的债务货币化使其他一切黯然失色 政府财政赤字：相较危机前水平的变化，占GDP的比例%



资料来源：各国央行数据、美国行政管理和预算局、圣路易斯联储、摩根环球经济研究部、摩根资产管理。2020年11月。

发达地区每日新增感染病例与死亡病例的数量对比



资料来源：约翰霍普金斯大学、摩根资产管理。2020年11月17日。7日均值。

² 密歇根现在的感染病例人数是3月时的7倍，而且住院/死亡人数都在急剧上升。放射学家、特朗普的冠状病毒专家斯 Scott Atlas 针对密歇根州再次实行的限制措施提出了以下医疗建议：「疫情停止的唯一办法在于人们起来反抗。您接受什么就得到什么」。只有最优秀的人！

³ 辉瑞和 Moderna 已经宣布了成功的三期试验结果；NovaVax、强生和阿斯利康可能很快也会公布。

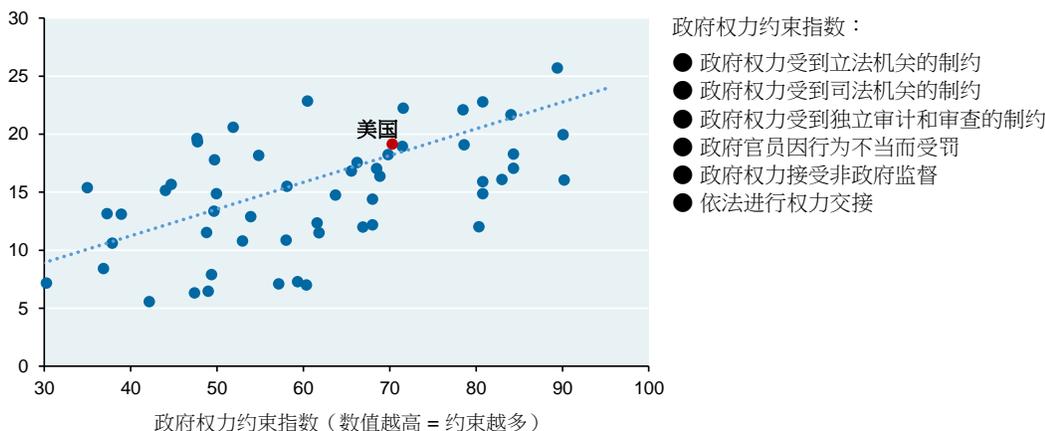




《美国恐怖故事》：1月6日发生宪法混乱的风险很小

民主国家可以或者说应该实施法治，确保只对合法的选票进行计数。然而，如何实现这一目标难在细节；如果美国作为世界储备货币国家被认为由于选举后政党的操纵而滑向选举不合法的道路，市场可能会做出负面反应。在图表中，我们展示了股票市场估值与政府权力约束之间的关系。**法治力度有所减弱（如果导致市盈率下降3至4倍），可能导致美股估值下调。**

对政府权力约束较多的国家股票交易估值更高
股市市盈率



资料来源：n=67个国家。世界经济论坛、全球正义项目、MSCI、Factset、摩根资产管理。2020年11月。

宪法、法院、国会、选举舞弊指控和感恩节的超链接

- **可能会有一个或多个州提交相互矛盾的选举人名单吗？**只有北卡罗来纳州明确授予了立法机关认证选举人的职能。其他州的立法机构，尽管在他们的州宪法和法规中有限制，可能会主张根据宪法第二条采取行动的权利，提交一份选举人名单。但州长或州务卿虽然没有明确授权「也」可以提交一份与前者矛盾的名单。根据联邦选举日条例，与普选结果相抵触的选举人名单可能无效，也可能侵犯最高法院在布什诉戈尔案中承认的投票权。**相互矛盾的选举人名单极其罕见：在20世纪只发生过一次（夏威夷，1960年）**
- 相互矛盾的选举人名单问题将依照1887年「选举人票统计法」(ECA)规定的规则来解决：**1月6日**，新就任的国会将解决这些问题。在国会分裂的情况下，普遍的看法是，「选举人票统计法」的决胜规则一般要求国会采用由有关州州长签署的选举人名单。州长所属党派：密歇根州/宾夕法尼亚州/威斯康星州/内华达州的州长是民主党，佐治亚州/亚利桑那州的州长为共和党
- 美中历史学家Graham Allison写道，**共和党可能宣布「选举人票统计法」违宪**，理由是联邦法规不能限制宪法赋予国会两院计算和确定选举人票有效性的权力。正如论点所言，计票必须根据宪法第12修正案进行，并且如果众议院和参议院在相互矛盾的选举人名单上存在分歧，则副总统彭斯（作为计算选举人票数的国会联席会议的主持人）**可以投出决定性的一票**。在市场预设的噩梦场景中，「选举人票统计法」被参议院抛弃，共和党宣布特朗普通过在三个州翻盘而成为胜利者，民主党人不同意并拒绝参加1月6日的会议，所有这些都为两人同时举行就职典礼奠定了基础。**1876年勉强避免了这种结果的出现，并导致了1887年法案的出台**
- **Allison预设的场景假定参议院共和党议员抛弃「选举人票统计法」**，尽管制定该法案就是为了解决出现相互矛盾的选举人名单的结果。在任何情况下，让我们来计算一下：由于参议院的席位规则，1月6日参议院的席位构成将是**51位共和党**和**48位民主党**，因为佐治亚州决选出来的一位参议员还没有就任，而另一位无论结果如何都仍将是共和党（因为这是一次特别选举）。因此，**如果有两位或更多位共和党参议员在解决多重选举人名单问题时遵守「选举人票统计法」**，州长的决胜力仍将存在



- **突发新闻：选举审核委员会拒绝接受普选票的风险**
 - 韦恩县(Wayne County)的选举审核委员会陷入僵持，因为两名共和党成员拒绝认证；后来他们认证了；然后又宣布，由于密歇根州务卿没有承诺进行全面审计，**他们已经撤销了之前的认证**。注：据报道，选区差异很小，在预期范围内，低于2016年
 - **州选举审核委员会可以忽略韦恩县的选举结果，仍旧认证州的选举结果**。但是，如果州选举审核委员会不认证或出现僵持局面，密歇根州的一项旧法律似乎允许改由州立法机构做出决定。如果州和韦恩县的选举审核委员会是基于超出其审核权力范围之外的因素而不愿意认证，州法院可以要求他们认证，但这需要法院的判断
 - 不过，即使州委员会自愿或听从法院命令进行认证，这项州法律似乎仍然允许立法机构在「结果有争议」时承担解决选举问题的责任。这项法律是用被动语态写成的，没有指定谁提出争议，但追溯到100年前的判例法表明，所有失败的候选人或州选举审核委员会持异议的成员必须做的就是对结果提出争议，而且决定可以提交给立法机构
 - **如果事情发展到这一步，很可能要归结到密歇根州最高法院对这项古老的州法律进行裁决**。联邦法院可以介入，但考虑到宪法限制联邦法院参与州议会的选举决定，结果将是模糊的
- 另一个很小的风险：理论上，司法部长巴尔可以指示调查人员**查封或扣押选举记录**，以调查选民舞弊行为，这将减慢选举审核和重新计票的速度。通常司法部的政策是等到选举尘埃落定之后，才会对舞弊进行调查，发起起诉或民事执法程序。如果发生了这种情况，那么一个州可能无法在12月14日选举人团截止日期前开会。不过，各州已经开始认证选举结果，而一旦结果得到认证，即使司法部的扣押行动会干扰重新计票，初步认证也很可能成为任命选举人的依据
- **重新计票**方面，佐治亚州计划于11月20日之前及时完成，以便其州务卿在11月20日之前对选举结果进行认证（法院可以延长这一最后期限）；初步结果显示，到目前为止，选票变化不大。宾夕法尼亚州（拜登领先0.8%）、威斯康星州（拜登领先0.7%）和内华达州（拜登领先2.7%）也可能被要求重新计票。从历史上看，重新计票并没有改变悬殊这么大的投票结果
- **结论：只有大量极不正常的情况发生，特朗普才能连任。根据未经认证的投票结果，特朗普必须扭转或推翻三个州的投票结果，使拜登拿不到270张选举人票(EV)**。非正式结果显示拜登获得了306张选举人票，因此特朗普需要通过上述任一途径在三个州翻盘（各州选举人票数和其他数据请参阅下页表格）
- **这些风险有多小？**俄亥俄州立大学的Ed Foley（Allison援引的宪法选举法专家）上周写了一篇「自己」的文章，题为《放轻松。拜登将于1月20日宣誓就职》。我一直合作的另一位专家也同意他的观点。他们认为：证明非法选票的数量足以让法院搁置某州选举结果的门槛非常之高
- **即便如此，我也不排除任何可能性**。特朗普昨晚解雇了一名美国大选安全官员，而且他的竞选团队提起诉讼请求法官阻止州政府对大选结果进行认证，因为其中存在舞弊和其他不当行为。特朗普的很多诉讼都没有共和党全国委员会的签字，据说特朗普的一些律师事务所也不支持他。但凡事皆有可能，尤其是在司法部长巴尔授权美国律师调查舞弊指控后，司法部一名负责投票调查的高级官员辞职了。这位离职的司法部官员告诉同事，**司法部的新政策废除已有四十年历史的关于选票舞弊调查的不干涉政策**



我没有提及**权变选举**，因为我能想到的大多数情况都是其中一位候选人或另一位候选人的选举人票数达到**270张**选举人票；及/或如果有任何州没有在**12月14日**的截止日期前提交选举人票，那么这些选举人票很有可能会被从选举人团等式的分子「和」分母中去除。因此，候选人需要在所有剩余选举人票中获得简单多数才能胜出。

最高法院的情况如何？

- 首先，法院可能会审理针对**各州选票结果质疑**的上诉，例如宾夕法尼亚州迟到的缺席选票（数量太少，无法改变结果）；对计票透明度的指控（司法救济可能涉及对某些郡县重新计票）；违法接受某些选票（问题票数量太少，无法改变结果）；以及对投票过程中普遍存在违规和舞弊的指控（过去两周，这些指控大多被下级法院驳回）
- 其次，如果法院审理对《选举人票统计法》是否符合宪法提出的质疑，会发生什么情况呢？这样的诉讼很可能会失败：《选举人票统计法》并没有侵犯任何特定个人的权利，因此任何人都没有资格根据《宪法》第三条对其提出质疑。此外，由于宪法赋予了国会参众两院清点和决定选举人票有效性的独有权力，因此，根据政治问题原则，联邦法院（包括最高法院）没有限制国会权力的管辖权

我不打算评论大范围舞弊的可能性；法院会对此做出裁决的。我要说的是：2020年2月，参议院的共和党人阻止通过与选举安全有关的法案，包括选举安保筹资和一项禁止投票机连接互联网的提案。当时，麦康奈尔还阻挠了另外10项选举安全法案（这次选举引发了一连串的幸福乐祸）。另外，我的姐夫（内弟）一直给我发送各种「网络新闻来源」的视频和链接，断言有「证据」表明选举黑客操纵了大范围的舞弊。我花了一生当中不可复得的几个小时，给他提供了一些明确驳斥这些理论的资料，但我不确定这会对他产生多大影响。如果**感恩节**期间您要面对这样的家人，您拿去看看：
<https://www.factcheck.org/2020/11/bogus-theory-claims-supercomputer-switched-votes-in-election/>

资料来源和引用的文章

我一直与Michael Morley（佛罗里达州立大学）合作，他在选举法、宪法、联邦法院、选举突发事件、选后诉讼和针对被告的禁令等领域授课和撰写文章

2020年11月6日《国家利益》杂志刊文《特朗普通往胜利的秘密之路》，作者是哈佛大学的Graham Allison

2020年11月11日《华盛顿邮报》刊文《放轻松。拜登将于1月20日宣誓就职》，作者是俄亥俄州立大学的Edward B Foley

关键州政府机构的党派隶属关系

州	州长	州立法机构	州务卿	选举人票	认证截止日期
亚利桑那州	共和党	共和党	民主党	11	11月30日
佐治亚州	共和党	共和党	共和党	16	11月20日
密歇根州	民主党	共和党	民主党	16	11月23日
内华达州	民主党	民主党	共和党	6	11月24日
宾夕法尼亚州	民主党	共和党	民主党	20	11月23日
威斯康星州	民主党	共和党	民主党	10	12月1日

资料来源：美国州议会联合会、全国州务卿协会、华盛顿邮报。2020年11月。



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以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。