



主题：美国诉谷歌；欧洲与新冠疫情；中国与美国遭遇的新冠疫情余波；聚合酶链式反应与抗原检测

近期，美国大选已经成为万众瞩目的焦点，但还有其他一些主题值得我们讨论，因为不管大选结果如何，它们都会影响市场。这些主题包括美国和欧洲的反垄断运动、新冠疫情在欧洲卷土重来、新冠疫情在美国和中国等地引发的主权债务后果，以及将「假阴性」送回工作场所的新冠检测的错误率。

反垄断的回归

现在，加大反垄断执法力度的前景更加明朗¹，这或许可以部分解释为何市值加权的标普500指数和科技及社交媒体四巨头股票的表现不再跑赢等权重的标普500指数²。在第三页，我们评论了众议院司法反垄断报告中引用的谷歌、亚马逊、脸书和苹果的问题，以及民主党和共和党对这些问题的不同看法。不过，**让我们先来看看本周司法部对谷歌提出的诉讼**，我们将在第二页加以讨论。

标普500指数超大盘股的表现突出

市值跑赢等权重标普500指数的表现，%



资料来源：彭博。2020年10月22日

反垄断目标的表现突出

表现跑赢等权重标普500指数，%



资料来源：彭博、摩根资产管理。2020年10月22日

美国市场的市场份额概览

种类	谷歌	苹果	脸书	亚马逊	小计	微软	总计
手机操作系统	52%	47%	0%	0%	99%	1%	100%
视频游戏串流	21%	0%	3%	73%	97%	3%	100%
网络搜索，包括图像、地图、Youtube	91%	0%	1%	2%	95%	2%	97%
导览应用程序	80%	10%	0%	0%	90%	0%	90%
电子书	0%	20%	0%	70%	90%	0%	90%
浏览器	51%	33%	0%	0%	84%	7%	91%
电子阅读器	0%	0%	0%	84%	84%	0%	84%
电子邮件	29%	46%	0%	0%	75%	10%	85%
网络搜索	62%	0%	0%	0%	62%	25%	87%
数字广告	39%	0%	20%	2%	61%	4%	65%
电子商贸	0%	6%	0%	54%	60%	0%	60%
社交媒体	1%	0%	51%	0%	52%	1%	53%
数字存储	4%	0%	0%	47%	51%	10%	61%
社交媒体数码相片	0%	0%	50%	0%	50%	0%	50%
手机视频和音乐	34%	8%	0%	7%	49%	0%	49%
网络视频	29%	0%	11%	8%	48%	7%	55%

资料来源：《康涅狄格公共利益法律杂志》、美国司法部、SparkToro，2020年9月

¹ 其他反垄断阴云隐现：多位州检察长以与司法部案件不同的理由对谷歌提出诉讼；消费者权益支持以数据隐私为由提出集体诉讼；存在第 230 条可能被撤销或修订的风险（第 230 条规定了网络服务提供商对发布或审查的评论免责）；除了刚刚宣布的谷歌诉讼外，司法部可能还会对脸书提出反垄断诉讼。

² 科技四巨头不再表现出色的另一个原因可能是基于市场对疫苗的预期，可以间歇性地改善旅游相关个股和金融股表现不佳的命运。



美国诉谷歌的主要问题³：

- 司法部的诉讼案件并非「没有」聚焦于谷歌的搜索引擎或广告收入的主导地位，这与欧洲反垄断调查以此类问题为中心的情况形成了鲜明对比。相反，美国司法部的案件集中关注谷歌**与其分销商之间的排他性协议**。谷歌每年向设备制造商（苹果、摩托罗拉、LG、三星）、无线运营商（AT&T、T-Mobile、Verizon）和浏览器开发商（Mozilla、Opera、UC Web）支付数十亿美元，以确保其搜索引擎的默认地位。以苹果为例，司法部声称苹果全球年收入的**15-20%**来自谷歌为其搜索引擎的默认地位所支付的款项。在某些情况下，谷歌禁止对手方与其竞争对手进行交易，并要求将谷歌应用程序置于设备的显要位置（请参阅下面的文本框）
- 助理司法部长Delrahim在2019年的一次演讲中提出了一个关键概念：「即使一家公司通过合法手段获得了垄断地位，它也不能采取无助于推进合理商业目标而是让竞争对手更难追赶的行动。」
- 谷歌针对这些论点作出回应时，将其支付给分销商的费用与谷类食品公司为了让超市将其产品放在视线水平的当眼位置货架上而支付给超市的费用进行比较。然而，谷物消费不会导致不断自我强化的市场主导地位。谷歌采用了复杂的算法来了解哪些结果和广告最符合用户的搜索，而且搜索操作做得越多，所得结果就会越精准
- 美国司法部对谷歌的一些指控与20年前对微软的反垄断指控类似，比如微软对设备制造商施加限制，以确保安装Internet Explorer，并压制其他操作系统。目前，一些反垄断分析人士认为，谷歌和苹果对设备制造商和应用程序开发者施加的限制与技术局限或消费者安全无关，而是为了保住其市场主导地位
- 还有一个令情况复杂化的因素：**网络世界涉及双寡头垄断，而不是传统的垄断**。例如，谷歌/脸书主导数字广告，微软/亚马逊主导云计算，亚马逊/谷歌主导购物搜索，微软/谷歌主导效率型应用。因此，相关公司可以对垄断行为的指控进行有力的辩护
- 目前尚不清楚哪位法官会对此案作出何种裁决，但美国司法部提出这宗诉讼案加大了科技和社交媒体四巨头股票的风险，而它们在市场回报中所占的份额越来越大

摘自 2020 年 10 月 20 日美国对谷歌提出的诉讼案，第 46 页：

「运营商收益分成协议：作为我们运营商协议的一部分，在运营商分销的安卓设备上使用谷歌搜索具有排他性，禁止预装其他搜索引擎或浏览器。通过达成这些协议（尤其是在美国等由运营商零售分销主导的市场），我们能够在手机到达用户手中的过程中保护搜索引擎的排他性。」

³ 资料来源包括康涅狄格大学法学院（《多面数字平台的拓扑结构》，2020 年 6 月）、宾夕法尼亚大学凯里法学院（《反垄断和平台垄断》，2020 年 9 月）和 [Stratechery.com](#)（2020 年 10 月 21 日）



众议院关于科技公司反竞争行为的司法报告

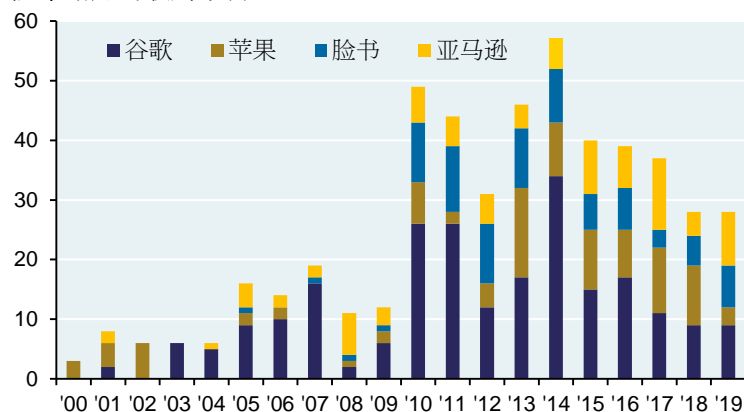
10 月 6 日，众议院司法机构发布的一份报告中称脸书、谷歌、亚马逊和苹果进行的收购扼杀竞争（「杀手级收购」⁴）、利用市场力量提高价格、滥用第三方数据、窃取知识产权以及充当市场守门人（即在服务市场的同时控制市场）。报告的结论摒弃了过去 40 年来指导反垄断执法的「消费者福利」标准。报告中的一些针对具体公司的结论如下：

- 脸书：脸书利用优越的市场情报来辨别新生的竞争威胁，然后收购、复制或消灭它们，由此获得社交网络的垄断力量
- 谷歌：其对在线搜索和搜索广告的垄断是反竞争行为的产物，其反竞争行为包括破坏竞争、滥用第三方数据、确立其软件作为世界上大多数设备和浏览器的默认设置
- 亚马逊：亚马逊在美国网络零售市场的持久影响力来源于收购竞争对手，滥用与受惠于亚马逊的第三方卖家的关系，以及利用对市场的控制寻找第三方合作伙伴的优胜之处，然后复制他们的产品，把他们赶出市场
- 苹果：苹果是移动操作系统市场上一股重大且持久的市场力量，这是由于它控制了面向 iOS 设备的所有软件分销

众议院民主党议员支持采取广泛的政策来打击这些做法，具体政策列举如下。共和党不同意这些补救措施中的大部分，只赞成其中的一小部分（用红色标出）。如果拜登赢得大选，若摆脱了阻挠议事程序，这些提案在参议院将只需要拿到较少的 51 个议席的最低票数即可获得通过。若果真如此，在新的一年里，击败特朗普的蜜月期可能会变成围绕政策问题的两党激烈辩论。即使这些提案没有获得通过，鉴于国会审查更加严格，而且司法部由于与司法部长矛盾减少，且不再被要求针对与总统职位无关的个人指控为在任总统辩护而焕发新生，对科技行业的反垄断压力可能会增加

- 恢复竞争：《格拉斯-斯蒂格尔法案》适用于科技行业（分拆业务线），实施防止歧视和自我优先的法规，禁止合并（历史请参阅下文），为新发布者提供安全庇护，禁止滥用议价能力，以及执行**有关数据可移植性/可操作性的法规**
- 加强反垄断法：重申反垄断法的反垄断目标，**加强《克莱顿法案》第 2 条（价格歧视）**，加强《克莱顿法案》第 7 条（助长垄断的收购），**恢复执法机构的全部力量**，加强私人执法

按年划分的收购数目



资料来源：康涅狄格大学法学院《多面数字平台的拓扑结构》，2020年6月

⁴ 「杀手级收购」一词是坎宁安（伦敦政治经济学院）和埃德雷尔（耶鲁管理学院）在 2018 年发表的一篇论文中首创的。他们用制药业来说明有时候老牌企业是如何仅仅为了中止目标公司的创新项目和抢占未来竞争的先机而收购创新性目标公司的。

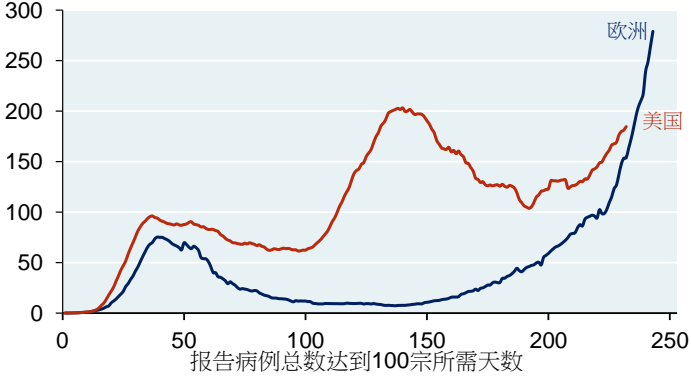


欧洲与新冠疫情

随着学校、酒吧和餐馆重新开业，欧洲的感染病例激增；最新措施使得欧洲目前的感染率远高于美国。与美国一样，欧洲的死亡率仍远「低于」夏季。在我看来，这是由于最近感染的患者年纪较轻、医院不那么拥挤、患者护理的标准更为完善（在血氧足够时减少不必要的呼吸机通气，以及使用类固醇和血液稀释剂）。

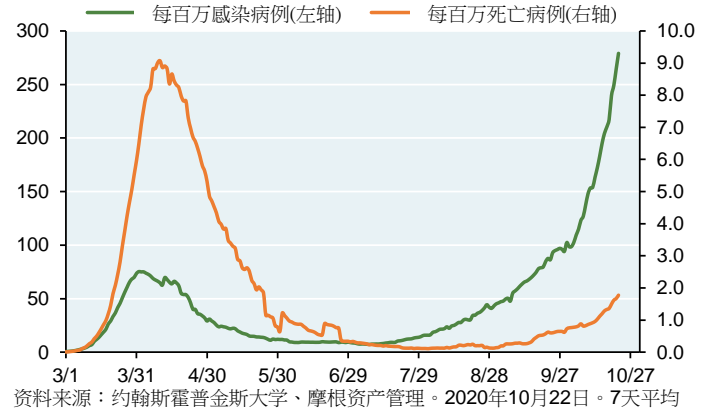
美国与欧洲的感染病例

每百万人每日新增感染病例，7天平均



资料来源：约翰斯霍普金斯大学、IMF、摩根资产管理。2020年10月22日

欧洲每日感染病例与死亡率



资料来源：约翰斯霍普金斯大学、摩根资产管理。2020年10月22日。7天平均

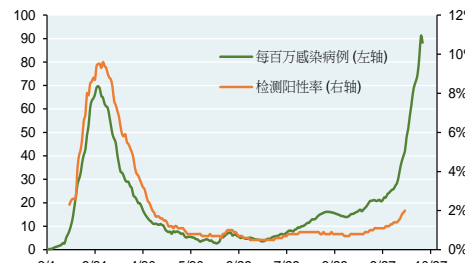
即便如此，随着冬天临近，欧洲这波感染病例激增的情况令人担忧。我看到一些评论指出，感染病例激增只是因为检测增加了。我们可以通过查看检测阳性率来评估这一论点。如果检测阳性率持平（就像在西班牙和德国那样），那么检测增加是导致感染病例持续上升的主要原因。但是在法国、意大利、比利时和荷兰，检测阳性率正在迅速上升，这也预示着疫情的爆发。请注意：英国的情况介于这两组国家之间。

西班牙每日感染病例与检测阳性率



资料来源：约翰斯霍普金斯大学、OWID、摩根资产管理。2020年10月22日。7天平均

德国每日感染病例与检测阳性率



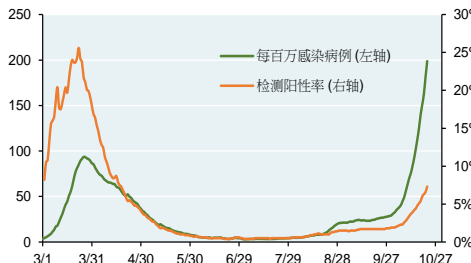
资料来源：约翰斯霍普金斯大学、OWID、摩根资产管理。2020年10月22日。7天平均

法国每日感染病例与检测阳性率



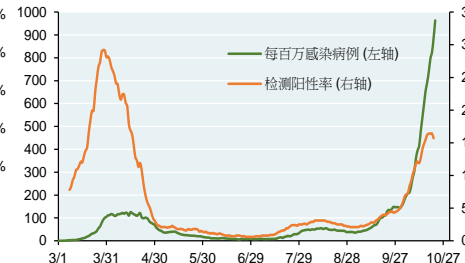
资料来源：约翰斯霍普金斯大学、OWID、摩根资产管理。2020年10月22日。7天平均

意大利每日感染病例与检测阳性率



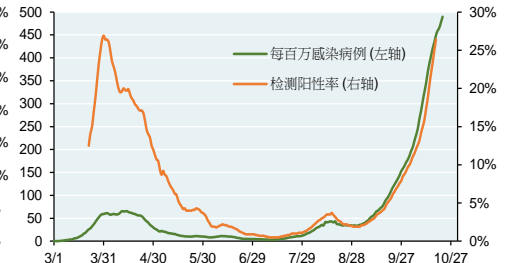
资料来源：约翰斯霍普金斯大学、OWID、摩根资产管理。2020年10月22日。7天平均

比利时每日感染病例与检测阳性率



资料来源：约翰斯霍普金斯大学、OWID、摩根资产管理。2020年10月22日。7天平均

荷兰每日感染病例与检测阳性率



资料来源：约翰斯霍普金斯大学、OWID、摩根资产管理。2020年10月22日。7天平均



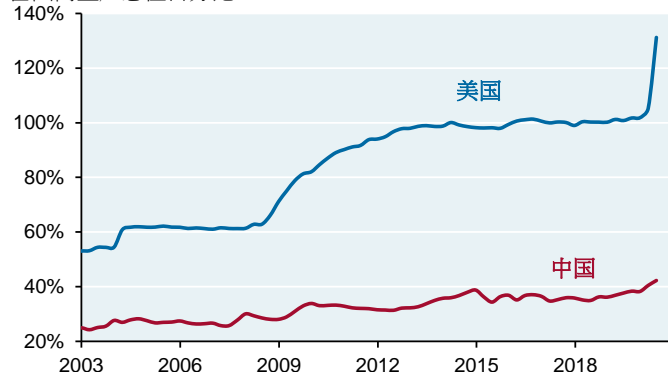
中国与美国遭遇的新冠疫情余波：政府债务激增

最早关于新冠病毒的虚假信息宣传⁵之一声称中国制造了新冠病毒作为「生物武器」来对付美国，这可能是由于疫情可能对美国公共财政造成负面影响。让我们现在暂且放下这种已被拆穿的生物武器理论，看看债务水平发生了哪些变化，因为这对关注主权评级、储备货币地位、汇率风险等指标的长期投资者而言至关重要。单从政府债务的角度来看，相对于中国，这场疫情对美国来说是一场灾难。

然而，正如我在香港的同事吴安澜先生(Alex Wolf)所指出的，中国的公共债务与私人债务之间的界限模糊不清，近年来更是如此。国有企业的债务可以被视为公司债务及/或政府的负债，特别是因为国有企业可能是应政府实体的直接或间接要求对项目进行投资，或者是受到受政府影响的银行所推动。因此，对政府加公司的债务水平进行粗略比较是审视两者的更好视角（尽管不完美）。正如您所看到的，在这方面，无论是在疫情之前还是之后，美国与中国之间的差异并没有那么大。

一般政府债务

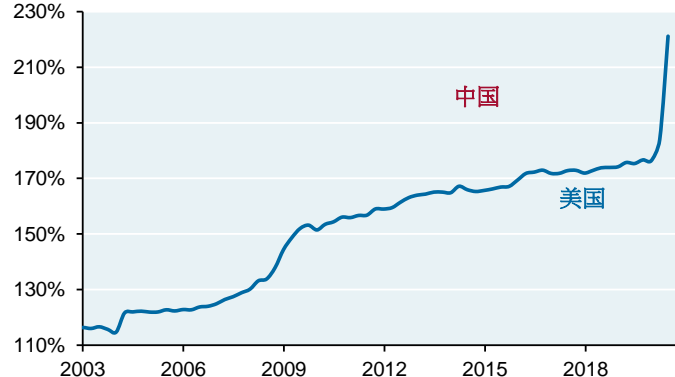
占国内生产总值百分比



资料来源：万得、CNBS、美联储。2020年6月

一般政府和非金融公司债务

占国内生产总值百分比



资料来源：万得、CNBS、美联储。2020年6月

聚合酶链式反应(PCR)与抗原检测

我们收到了一些关于这方面的问题，所以下面做了一个简短的介绍

- 检测的准确性通常通过查看错误率来衡量：假阳性（没有生病但被告知生病的人）和假阴性（生病但被告知没事的人）。假阳性是一个生产率问题：人们可以来上班时被告知要留在家里。假阴性更糟糕：这些人会传播病毒，因为他们不知道自己生病了
- PCR 和抗原检测都没有明显的假阳性率。这是个好消息。然而，快速抗原检测含有公共卫生成本，因为它们的假阴性率比 PCR 检测高得多
- 下表显示了 PCR 和抗原检测的假阳性和假阴性率。分布范围因制造商和检测时间而异。据说最近进行的检测更准确
- 需要提醒的是，PCR 和抗原检测都还没有通过美国食品药品监督管理局(FDA)的准确性认证。由于疫情传播，它们获得了紧急使用授权，但任何接受检测的人都应知悉假阳性和假阴性的风险

诊断检测	方法	「敏感度」： 侦察受感染人体体内病毒的能力 (失败 = 假阴性)	「明确性」：确认受感染病人没有受感染的能力 (失败 = 假阳性)
PCR	侦察病毒遗传物质	98.9% (87.5%-100%)	99.4% (92.3%-100%)
抗原	侦察病毒表面的特异性蛋白质	90.4% (80%-97.6%)	99.2% (96.6%-100%)

资料来源：约翰霍普金斯大学健康安全中心、摩根资产管理。2020年10月

⁵ 康奈尔大学的一项研究分析了从1月到5月的3,800万篇英语新闻，得出的结论是**特朗普总统是新冠病毒虚假信息传播的最大推手**。《新冠病毒虚假信息：量化 COVID-19 信息疫情中的消息来源和主题》，Evanega 等人，康奈尔科学联盟，2020年9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。