

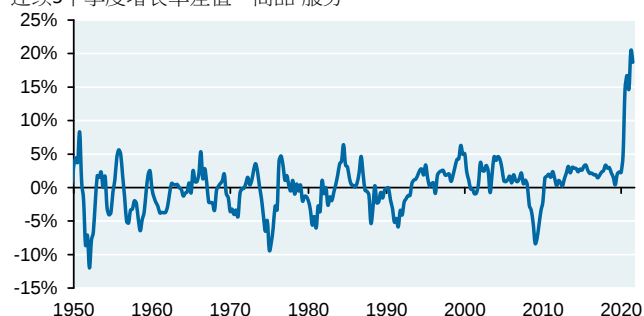
主题：货物供应瓶颈初现缓解迹象；美国劳动力短缺问题或将延宕更长时间；中美台两岸三边的条约更迭和半导体产能；美国负债最严重的州近况更新

《需要帮助》。我们预计未来几个月内半导体、汽车和其他货物的供应瓶颈问题将会自行解决，至于如何解读经济数据持续下降，我们认为这只是供应冲击造成的暂时影响，而市场并非释放出需求不足的信号。因此，经济增长应该会在 **2022 年** 反弹，对于能源、价值和周期性板块等一些受益于再通胀的持仓，应该会带来利好。然而，虽然货物供应瓶颈将会逐步消散，但美国仍将面临劳动力市场紧张和工资不断上涨问题，而美联储当前实施的政策却无助于缓解这一问题。

在上一篇报告中，我们重点分析了半导体、汽车、货物、运输和其他导致未来两个季度增长预测下调的瓶颈。现在，我们终于开始看到改善的迹象：在洛杉矶/长滩等待卸货的集装箱船数量略有减少，运费亦从峰值水平逐步回落，商业铁路运期延误从 8 月的 14 天大幅减少到 3.5 天，而台湾 8 英寸晶圆（通常用于汽车系统）产量较今年 1 月增加了 20%。在接下来的几个月里，瓶颈问题有望逐步改善。谨此提醒，导致当前形势的根本原因是美欧商品支出相对于服务支出的激增，这是一种与疫情有关的异常变化，而供应链对此尚未做好准备。西方国家需要进口的半导体商品数量巨大，加之亚洲对新冠疫情的严格防控措施，多重因素叠加导致供应链遭受严重冲击。随着亚洲 mRNA 疫苗接种率上升和社区传播有所下降，对于工人聚集的限制以及其他疫情防控措施应该会逐渐放松。

美国商品支出激增

连续5个季度增长率差值，商品-服务



资料来源：美国商务部经济分析局、摩根资产管理。2021年第二季度。

欧洲商品支出激增

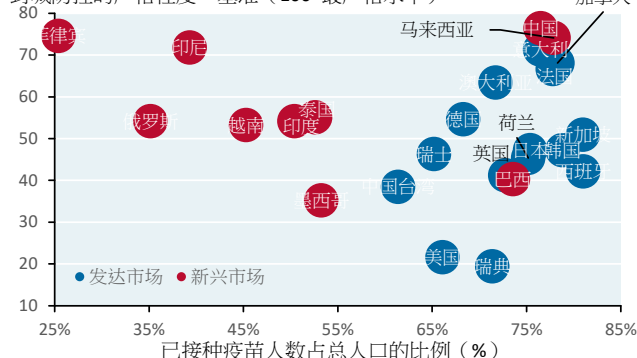
连续5个季度增长率差值，商品-服务



资料来源：Eurostat、摩根资产管理。2021年第二季度。

封城防控严格程度与疫苗接种率的关系

封城防控的严格程度，基准（100=最严格水平）



资料来源：OWID、牛津大学和摩根资产管理。2021年10月17日。

集装箱运费和泊港的集装箱船数量

运费，美元/40呎整箱



资料来源：Cornerstone Macro和彭博资讯。2021年10月17日。

在美国，随着石油和航空支出复苏，对疫情变化最为敏感的服务业中，当面服务支出也随之回升；例外的是白领办公室使用率，这是所有变量中受疫苗广泛接种影响最小的一项。**综合考虑所有因素，我们预计未来几个月美国和服务支出的比例会逐渐正常化，这将进一步减轻物理瓶颈带来的影响。**

受保持社交距离影响的行业支出，持卡交易

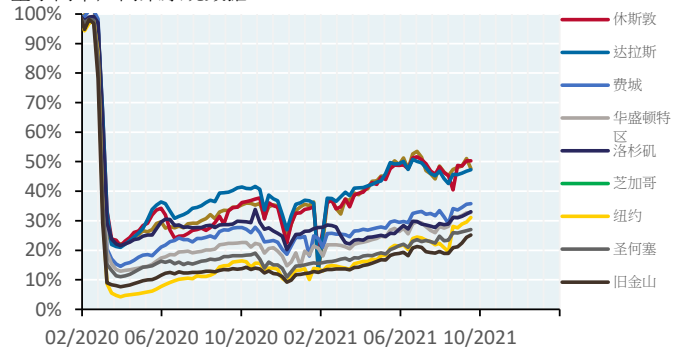
相对于2019年的开支变化，7日平滑曲线



资料来源：大通内部数据、摩根资产管理。2021年10月11日。受保持社交距离影响的行业：零售、住宿、餐饮、公园、剧院和其他娱乐服务。

各大都市区的写字楼利用率

基于门卡/门禁系统数据



资料来源：Kastle。2021年10月13日。

然而，美国劳动力市场可能需要一段时间才能恢复正常。根据一项针对企业进行的问卷调查显示，由于目前难以填补职位空缺而计划给工人加薪以及计划涨价的企业占比都达到了历史新高。加薪现在正在侵蚀整体商业市场的乐观情绪；从历史上来看，右下角的图表往往能够很好地追踪标准普尔利润率的变化，尽管情况并非总是如此。

难以填补职位空缺的美国小型企业

受访小型企业中的占比(%)



资料来源：彭博资讯、NFIB。2021年9月。

计划给工人加薪的美国小型企业

受访小型企业中的占比(%)



资料来源：彭博资讯、NFIB。2021年9月。

计划涨价的美国小型企业

受访小企业中的净占比(%)



资料来源：NFIB、摩根资产管理。2021年9月。

利润率指标预测下降

乐观情绪：薪资，指数

利润率变幅%，12个月滞后

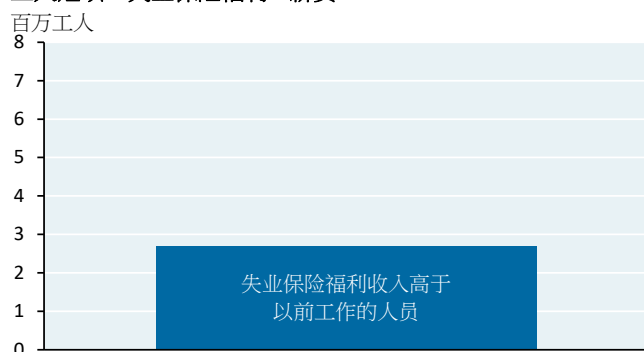


资料来源：Factset、彭博资讯和NFIB。2021年9月。

工人都去哪儿了？ 这是个好问题。下面就让我们估算自疫情爆发以来劳动市场损失的工人总数¹。

- 疫情之下领取失业保险(UI)福利对劳动参与率造成的影响目前尚不清楚。虽然在 7 月和 8 月由于有关福利到期而导致失业工人的求职率增加，但劳动参与率并无因此提高。无论如何，我们首先估计一下**截至 9 月 1 日为止领取失业保险福利超过其先前工资的人数**（在 530 万领取失业保险福利的人数中大约有 270 万）。
- 在疫情期间，与之前稳定的线性趋势相比，**退休人数比正常水平增加了 150 万人**。一些研究表明，股市和房价同步上涨会提高退休率，但从 2020 年 3 月开始退休人数突然激增，反映了新冠疫情是推动这次退休率上升的主要催化剂。

工人短缺：失业保险福利 > 薪资



资料来源：美国劳工统计局、美国人口普查局、高盛和摩根资产管理。2021年10月。

工人短缺：退休人员过多



资料来源：美国劳工统计局、美国人口普查局、高盛和摩根资产管理。2021年10月。

- 疫情期间，移民和非移民临时工的签证基本停发。虽然美国现在开始恢复审批签证，但疫情期间签证数量下降导致劳动力供给量缩减了大约 700,000 人。总体而言，疫情造成的签证缺口导致大约 100 万人的就业类签证出现了积压。关于移民数据需要补充的是，符合资格获得绿卡且接受高等教育的移民平均需要等待 16 年才能获发绿卡。另一方面，特朗普削减了家庭优先绿卡的数量，使得就业类绿卡数量增加了 12.2 万。但在 9 月 30 日的最后期限前，只有 4 万人获发绿卡。如果国会不采取行动，其余绿卡资格可能会永远丧失。
- 自雇人士增加也发挥了一定作用。虽然劳动力统计数据仍然计入这批个人，但疫情袭来之际，很多人马上换了工作，导致自雇人士激增了 80 万人。规模最大的工作调整流向，**在于人们离开制造业和农业转投建筑业和运输业（即叫车服务）**。因此，有关商品和食品生产短缺问题部分归因于这种趋势。

工人短缺：移民减少



资料来源：美国劳工统计局、美国人口普查局、高盛和摩根资产管理。2021年10月。

工人短缺：自雇人数增长



资料来源：美国劳工统计局、美国人口普查局、高盛和摩根资产管理。2021年10月。

¹ 《工人短缺是否只是暂时现象？》，Joseph Briggs，高盛，2021 年 10 月 4 日。

其他所有人。另有 170 万人在疫情期间基于上述原因以外的缘故而离开了劳动力市场。导致这些人不工作的原因包括：

- 根据 9 月人口普查家庭问卷调查，有大约 300 万个受访者表示，**担心感染或传播新冠病毒**是他们无法工作的原因，这大约是 2020 年末疫苗接种前的一半水平，但数字仍然巨大。
- 在同一项调查中，即使当时学校已经重新开放，有大约 400 万人因为**需要照顾孩子**。换言之，人们不工作是因为要照顾无法上学或去托儿所的子女。9 月份开学后，这一数字下降了大约一半。

工人短缺：自雇人数增长

百万工人



资料来源：美国劳工统计局、美国人口普查局、高盛和摩根资产管理。2021 年 10 月。

目前正计划重返职场的工人

目前并无工作但有意找寻工作的百万工人



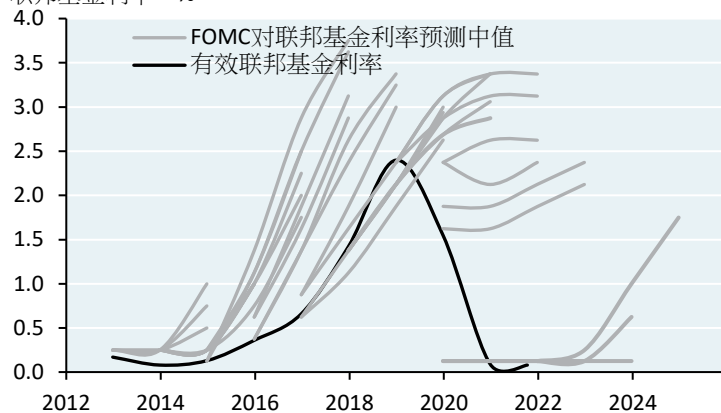
资料来源：美国劳工统计局。2021 年 9 月。

根据美国劳工统计局的调查和我们的估计，在减少的 750 万工人中，约有 200 万人打算在某个时候再次寻找工作，而我们也确实预计到年底劳动力供应将会增加。即便如此，可能也还不足以恢复劳动力市场在疫情爆发前本已非常紧张的供需平衡。因此，工资压力和劳动力短缺问题可能是后疫情时代下美国经济的一个普遍特点，并会在明年年中之前一直对美联储构成压力。注意：关于工作不匹配问题，根据最新的数据表明，目前这主要在于地理问题而不是行业问题，北卡罗来纳州、佐治亚州、印第安纳州和威斯康星州的职位空缺最多。

顺便一提，虽然美联储方面和美国联邦公开市场委员会与会专家上调近期的通胀预测，但仍然预期 2022 年通胀将放缓。美联储预测，2022 年通胀率将回落至 2% 以下，且到 2024 年才会回升到 2%。对此我不敢苟同。提醒一下，在过去十年的大部分时间里，美联储对政策利率作出的预测最终都不准确：

美联储预测与实际联邦基金利率的比较：谬之大矣！

联邦基金利率，%



资料来源：美联储、摩根资产管理。2021 年 10 月 15 日。



《需要帮助》之二：美国可能为台湾提供保护伞的时代早已一去不返

2020 年，世界半导体指数的市值最终超过了世界能源指数的市值，表明全球对科技的依赖程度逐年上升。台湾占全球半导体产能的 21%，占比最大，其中高附加值逻辑芯片产能份额更高达 50%；而台湾台积电的市值相当于英特尔的两倍以上。不过，对于中国限制台湾半导体供应而采取的任何行动，美国可以采取的应对措施并不是保护台湾本身，而是重建美国半导体产能（目前仅占 12% 的份额），当然，这是一个漫长且耗资巨大的过程。

鉴于台海局势日趋紧张，许多客户都在询问有关台湾的问题。根据最新消息，大陆方面派出数量创纪录的喷气式飞机进入台湾空域，习主席表示祖国完全统一的历史任务「一定要实现，也一定能够实现」，并且警告中国人民有反对分裂主义的光荣传统。台湾国防部长则表示，目前是 40 年来两岸局势最严峻的时刻。

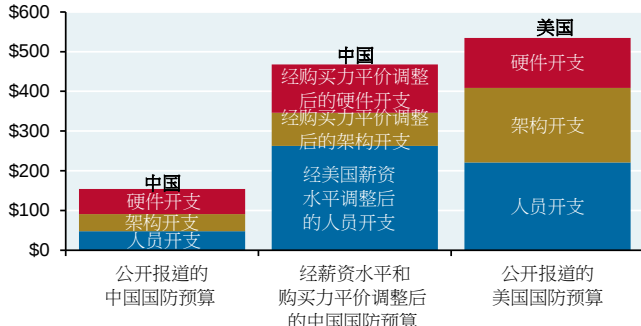
需要明确的是，美国没有条约义务保护台湾免受攻击。美国与台湾当局于 1955 年签署生效的《共同防御条约》确实要求美国有义务保卫台湾，但该条约于 1979 年被美国永久废除，以换取中国与美国建立外交关系，以及中国支持美国在共产党统治的阿富汗采取行动（当时美国为阿富汗圣战者提供武装）。美台《共同防御条约》被 1979 年的《台湾关系法》所取代，该法规定美国有义务向台湾提供「足够的防御能力」。虽然 2019 年美国对台军售达到 110 亿美元，创下有史以来的新高，但如果发生军事冲突，这些军售可能发挥不了太大作用。

针对工资差异和购买力进行正常化调整后，中国的军费开支已经达到美国水平的 90% 左右。作为今年的前景展望专题之一，我为此与兰德公司中国军事能力报告的作者交流。兰德公司的分析表明，中国已经改变了该地区的力量平衡，即使美国选择保卫台湾，美军保卫台湾的能力也已大大削弱。

下面第二张图表显示了美国空中优势与中国地空导弹系统对抗关系的演变。每条曲线上方和左侧的区域代表兰德对美军获胜频率的估计，曲线是美国飞机导弹射程和可探测性的函数。例如，在 1996 年，只有配备短程导弹且高度可探测的美国飞机才会在战斗中战败。到 2017 年，由于中国防空系统改进，美国飞机需要大大降低可探测性，同时也需要大幅增强武器。与此类似的研究结果，假设战役持续 7 天，在此过程中被美国潜艇摧毁的中国船只比例从 1996 年的 100% 下降到 2017 年的 40%，而在消耗战的假设中，击败中国所需的美国空军战斗机联队的战力预计需要增加 7 倍。自兰德发表相关研究报告以来，中国已经增加了更多的驱逐舰、巡洋舰、航空母舰和攻击舰船，入役了更多高超音速和中程导弹，增强了反潜战能力并装备了更多远程轰炸机。

中美军事开支

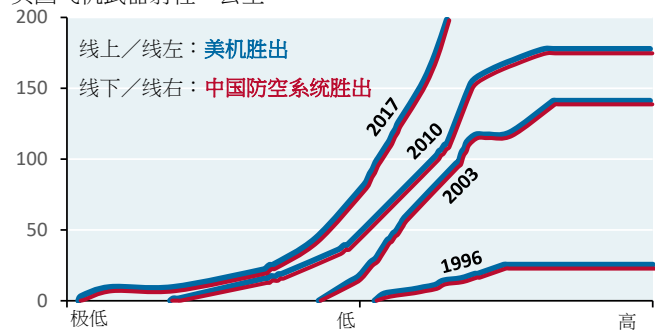
十亿美元



资料来源：《中国国防预算的来龙去脉》，Frederico Bartels，美国传统基金会。2020年3月。

美国飞机与中国防空系统对抗的建模评估

美国飞机武器射程，公里



资料来源：兰德公司及赫金博瑟姆等人。2015年。

有关半导体行业的补充说明和数据请参见附录



《需要帮助》之三：即使偿债比率已有改善，债台高筑的州未来仍然需要帮助

新冠疫情并没有如一年前许多人所担心般演变成市政灾难。州收入比预期更具韧性，根据全美州政府预算部门协会的数据显示，38 个州报告 2021 财年的一般性资金收入高于初步预测。2020 年 3 月的《冠状病毒援助、救济和经济安全》(CARES)法案向州和地方政府提供了总值 1,500 亿美元拨款；2020 年 12 月又批准了 1,250 亿美元；2021 年 3 月，拜登提出《美国救援计划》再向各州和地方实体提供了 3,500 亿美元。综观全局，许多州和地方的财政负担都转移到联邦政府身上。虽然不像联邦政府需要拯救资金不足的养老金体系那么明显，但 2020/2021 年的法案仍然将财富从低负债州的公民向高负债州的公民转移。

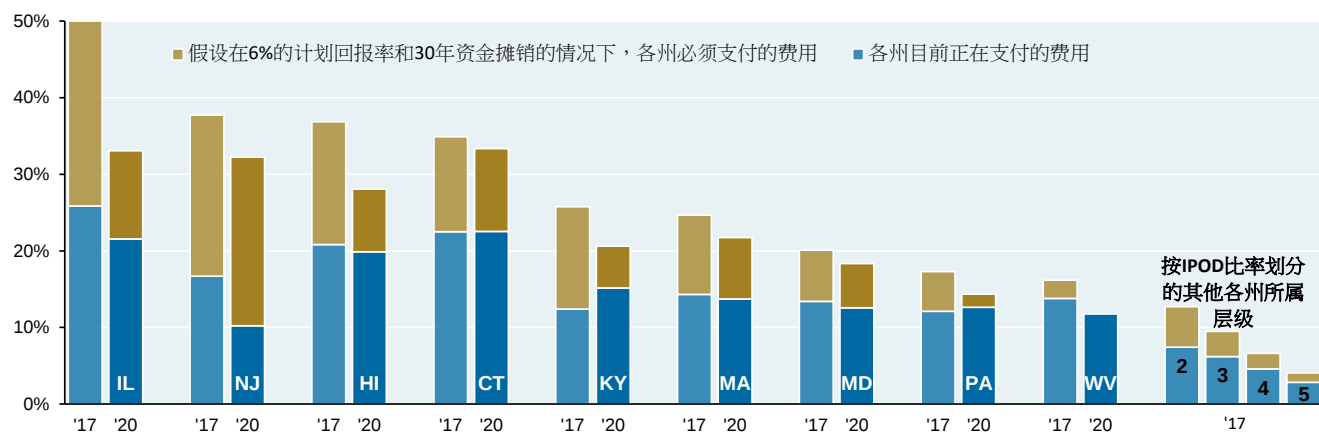
即便如此，我们仍然希望深入探讨新冠疫情爆发前负债最严重的州（这是从各州合并年度财务报告中获得的最新数据）。谨此提醒，我们的 IPOD 比率是在假设贴现率/投资回报率为 6%的前提下，着眼于未来 30 年内用于偿还债券债务和摊销所有计提资金准备的养老金和退休人员医疗保健义务所需的州收入的所占份额。诚如您在下文所见，自我们 2017 年进行的上次研究分析以来，大多数比率都已经有所改善，有些甚至出现明显改善。

比率改善的原因因州而异，包括资产价值上升、税收增加、退休人员医疗保健计划覆盖范围缩小、用于养老金应计的工资上限以及向计提资金不足计划的缴款（如欲了解更多详细信息，请参见附录）。虽然伊利诺伊州的负债情况明显改善，但是州级的公司税和个人税项还能增加几次？2020 年，伊利诺伊州的人口连续第 7 年有所减少，无论以原始人数还是人口百分比计算，该州的人口流失规模都是二战以来最大，在全美各州中亦名列第二。伊利诺伊州还是唯一一个在过去七年中人口流失每年都持续加速的州。

结论：即使市场环境的所有方面都能推动资产价值上涨，但负债最严重的州（其中大部分由民主党立法机关和州长控制）仍然不得不将接近三分之一的州收入，用于无计提资金准备的养老金和退休人员医疗保健义务²。虽然金融抑制和联邦转移让这些州得到了喘息的机会，但仍建议这些州的居民采纳多元化的市政投资组合，即使需要购买州外债券来缴纳州税作为代价。

2017年与2020年的对比：无计提资金准备的养老金和退休人员医疗保健成本在州收入中所占份额（%）

用于支付净直接债务利息、本州在无计提资金准备的养老金和退休人员医疗保健负债中的份额以及固定缴款计划付款所需资金在州收入中的占比%



资料来源：摩根资产管理、州年度财务报告和穆迪。2020财年。每一级包含10个州。

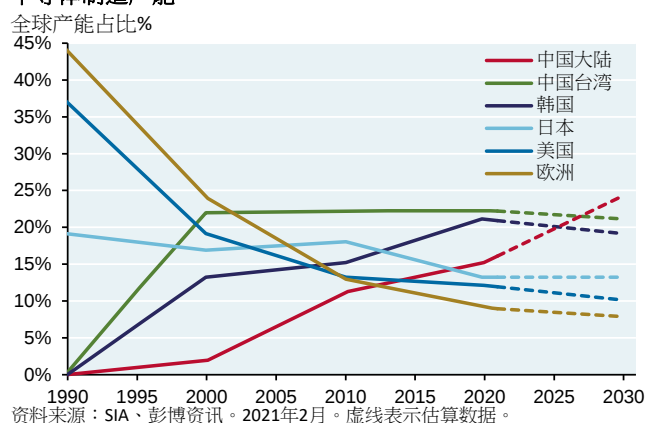
² 虽然无计提资金准备的养老金没有明确地与一般义务债券构成交叉违约，但我们的研究分析表明，在几乎所有城市重组养老金或退休人员医疗保健义务的案例中，债券持有人都会遭受同样幅度甚至更大水平的减记。示例包括罗德岛州森特福尔斯、宾夕法尼亚州哈里斯堡、加利福尼亚州瓦列霍、亚拉巴马州杰斐逊县、加利福尼亚州圣贝纳迪诺、加利福尼亚州斯托克顿和密歇根州底特律。

附录

关于半导体板块的一些论点和数据 [《SIA Semiconductor Factbook》、《IC Semiconductor Research》和《TrendForce》]

- 半导体类别包括微处理器和逻辑器件（占销售额的 42%）、内存存储设备（占销售额的 25%）、将光、语音和触摸模拟信号转换为数字信号的设备（占销售额的 13%），以及通常用于生成或探测光的分立光电器件和传感器。
- 虽然美国占全球半导体收入 47%的市场份额，但只有约 40%的美国产能位于美国，其余分布在新加坡、中国台湾、中国大陆、欧洲和日本。
- 台湾的半导体产能占比最高，达到 21%，其次是韩国(20%)，日本和中国均占 15%，而美国则为 12%。台湾的高附加值逻辑芯片产能所占份额更高达 50%。
- 按收入计算，台湾也控制着 60%的半导体代工市场，这是指外包半导体生产（客户包括 AMD、苹果、高通、英伟达和华为等公司）

半导体制造产能



台积电与英特尔的市值对比



2017 财年至 2020 财年的市政 IPOD 比率变化背后各州特定的影响因素

- 伊利诺伊州：州个人税从 3.75%上调至 4.95%，公司税从 5.25%上调至 7.00%，推动收入显著增长 44%。此外，由于针对用于州养老金应计的工资设定上限，养老金负担下降
- 新泽西州：由于修改福利期限（从终止到退休的前两年而不是整个期间贷计利息），当前养老金负担大幅下降；医疗保健计划保障条款减少
- 夏威夷州：收入每年增长 10%，超过美国州的中值水平，同时也远高于养老金支付的增长
- 肯塔基州：肯塔基州教师计划的当期负担大幅下降（原因尚不完全清楚）
- 宾夕法尼亚州：收入增长高于养老金支付增长，而退休后福利(OPEB)计划的覆盖范围也同时缩小
- 西弗吉尼亚州：州参议院法案现在要求该州每年向州退休人员医疗保健计划大量缴款（将资助比率从 21% 提高到 38%）



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区区内发行：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 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，并已获得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得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，我们将在不收取您任何费用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。假如您对本文文件的内容有任何疑问，请务必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。