

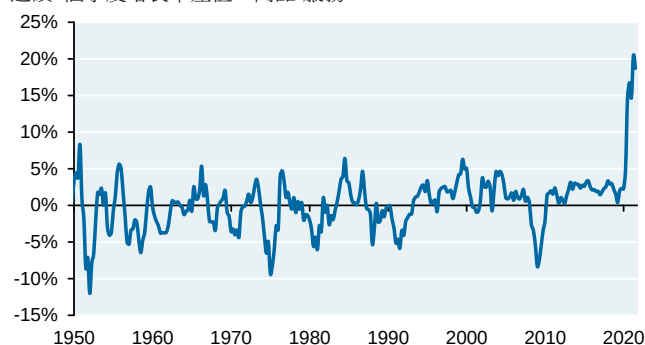
主題：貨物供應瓶頸初現緩解跡象；美國勞動力短缺問題或將延宕更長時間；中美台兩岸三邊的條約更迭和半導體產能；美國負債最嚴重的州近況更新

《需要幫助》。我們預計未來幾個月內半導體、汽車和其他貨物的供應瓶頸問題將會自行解決，至於如何解讀經濟數據持續下降，我們認為這只是供應衝擊造成的暫時影響，而市場並非釋放出需求不足的訊號。因此，經濟增長應該會在 2022 年反彈，對於能源、價值和周期性板塊等一些受益於再通脹的持倉，應該會帶來利好。然而，雖然貨物供應瓶頸將會逐步消散，但美國仍將面臨勞動力市場緊張和工資不斷上漲問題，而聯儲局當前實施的政策卻無助於緩解這一問題。

在上一篇報告中，我們重點分析了半導體、汽車、貨物、運輸和其他導致未來兩個季度增長預測下調的瓶頸。現在，我們終於開始看到改善的跡象：在洛杉磯／長灘等待卸貨的集裝箱船數量略有減少，運費亦從峰值水平逐步回落，商業鐵路運期延誤從 8 月的 14 天大幅減少到 3.5 天，而台灣 8 英寸晶圓（通常用於汽車系統）產量較今年 1 月增加了 20%。在接下來的幾個月裡，瓶頸問題有望逐步改善。謹此提醒，導致當前形勢的根本原因是美歐商品支出相對於服務支出的激增，這是一種與疫情有關的異常變化，而供應鏈對此尚未做好準備。西方國家需要進口的半導體商品數量巨大，加之亞洲對新冠疫情的嚴格防控措施，多重因素疊加導致供應鏈遭受嚴重衝擊。隨着亞洲 mRNA 疫苗接種率上升和社區傳播有所下降，對於工人聚集的限制以及其他疫情防控措施應該會逐漸放鬆。

美國商品支出激增

連續5個季度增長率差值，商品-服務



資料來源：美國商務部經濟分析局、摩根資產管理。2021年第二季度。

歐洲商品支出激增

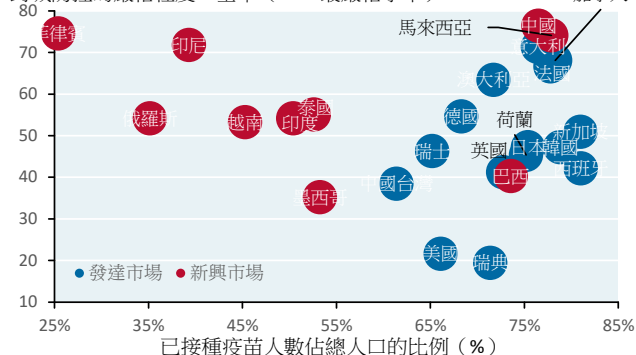
連續5個季度增長率差值，商品-服務



資料來源：Eurostat、摩根資產管理。2021年第二季度。

封城防控嚴格程度與疫苗接種率的關係

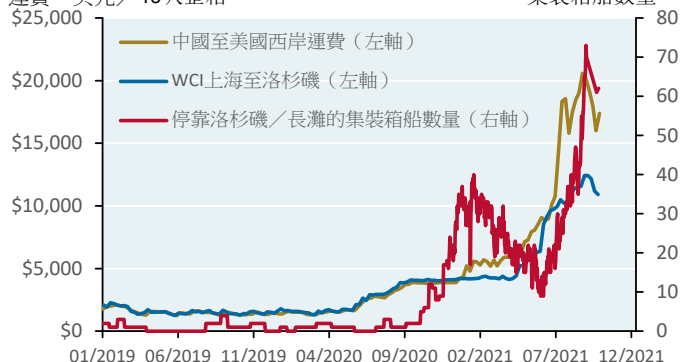
封城防控的嚴格程度，基準（100=最嚴格水平）



資料來源：OWID、牛津大學和摩根資產管理。2021年10月17日。

集裝箱運費和泊港的集裝箱船數量

運費，美元／40呎整箱



資料來源：Cornerstone Macro和彭博資訊。2021年10月17日。

在美國，隨着石油和航空支出復甦，對疫情變化最為敏感的服務業中，當面服務支出也隨之回升；例外的是白領辦公室使用率，這是所有變數中受疫苗廣泛接種影響最小的一項。**綜合考慮所有因素，我們預計未來幾個月美國和歐洲的商品支出與服務支出的比例會逐漸正常化，這將進一步減輕物理瓶頸帶來的影響。**

受保持社交距離影響的行業支出，持卡交易

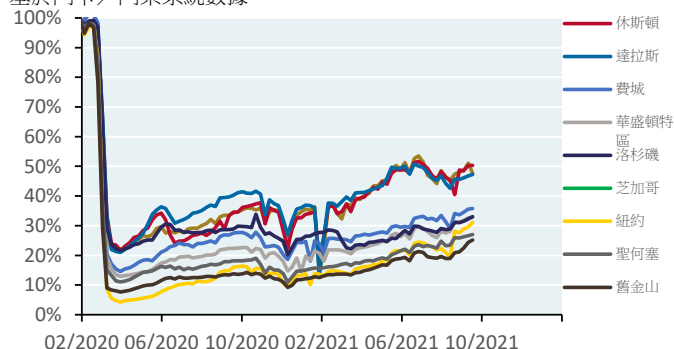
相對於2019年的開支變化，7日平滑曲線



資料來源：大通內部數據、摩根資產管理。2021年10月11日。受保持社交距離影響的行業：零售、住宿、餐飲、公園、劇院和其他娛樂服務。

各大都市區的寫字樓利用率

基於門卡／門禁系統數據



資料來源：Kastle。2021年10月13日。

然而，美國勞動力市場可能需要一段時間才能恢復正常。根據一項針對企業進行的問卷調查顯示，由於目前難以填補職位空缺而計劃給工人加薪以及計劃漲價的企業佔比都達到了歷史新高。加薪現在正在侵蝕整體商業市場的樂觀情緒；從歷史上來看，右下角的圖表往往能夠很好地追蹤標準普爾利潤率的變化，儘管情況並非總是如此。

難以填補職位空缺的美國小型企業

受訪小型企業中的佔比（%）



資料來源：彭博資訊、NFIB。2021年9月。

計劃給工人加薪的美國小型企業

受訪小型企業中的佔比（%）



資料來源：彭博資訊、NFIB。2021年9月。

計劃漲價的美國小型企業

受訪小型企業中的淨佔比（%）



資料來源：NFIB、摩根資產管理。2021年9月。

利潤率指標預測下降

樂觀情緒-薪資，指數

利潤率變幅%，12個月滯後



資料來源：Factset、彭博資訊和NFIB。2021年9月。

工人都去哪兒了？這是個好問題。下面就讓我們估算自疫情爆發以來勞動市場損失的工人總數¹。

- 疫情之下領取失業保險(UI)福利對勞動參與率造成的影響目前尚不清楚。雖然在 7 月和 8 月由於有關福利到期而導致失業工人的求職率增加，但勞動參與率並無因此提高。無論如何，我們首先估計一下截至 9 月 1 日為止領取失業保險福利超過其先前工資的人數（在 530 萬領取失業保險福利的人數中大約有 270 萬）。
- 在疫情期間，與之前穩定的線性趨勢相比，退休人數比正常水平增加了 150 萬人。一些研究表明，股市和房價同步上漲會提高退休率，但從 2020 年 3 月開始退休人數突然激增，反映了新冠疫情是推動這次退休率上升的主要催化劑。

工人短缺：失業保險福利 > 薪資



資料來源：美國勞工統計局、美國人口普查局、高盛和摩根資產管理。2021年10月。

工人短缺：退休人員過多



資料來源：美國勞工統計局、美國人口普查局、高盛和摩根資產管理。2021年10月。

- 疫情期間，移民和非移民臨時工的簽證基本停發。雖然美國現在開始恢復審批簽證，但疫情期間簽證數量下降導致勞動力供給量縮減了大約 700,000 人。總體而言，疫情造成的簽證缺口導致大約 100 萬人的就業類簽證出現了積壓。關於移民數據需要補充的是，符合資格獲得綠卡且接受高等教育的移民平均需要等待 16 年才能獲發綠卡。另一方面，特朗普削減了家庭優先綠卡的數量，使得就業類綠卡數量增加了 12.2 萬。但在 9 月 30 日的最後期限前，只有 4 萬人獲發綠卡。如果國會不採取行動，其餘綠卡資格可能會永遠喪失。
- 自僱人士增加也發揮了一定作用。雖然勞動力統計數據仍然計入這批個人，但疫情襲來之際，很多人馬上換了工作，導致自僱人士激增了 80 萬人。規模最大的工作調整流向，在於人們離開製造業和農業轉投建築業和運輸業（即叫車服務）。因此，有關商品和食品生產短缺問題部分歸因於這種趨勢。

工人短缺：移民減少



資料來源：美國勞工統計局、美國人口普查局、高盛和摩根資產管理。2021年10月。

工人短缺：自僱人數增長



資料來源：美國勞工統計局、美國人口普查局、高盛和摩根資產管理。2021年10月。

¹ 《工人短缺是否只是暫時現象？》，Joseph Briggs，高盛，2021 年 10 月 4 日。

其他所有人。另有 170 萬人在疫情期間基於上述原因以外的緣故而離開了勞動力市場。導致這些人不工作的原因包括：

- 根據 9 月人口普查家庭問卷調查，有大約 300 萬個受訪者表示，**擔心感染或傳播新冠病毒**是他們無法工作的原因，這大約是 2020 年末疫苗接種前的一半水平，但數字仍然巨大。
- 在同一項調查中，即使當時學校已經重新開放，有大約 400 萬人因為**需要照顧孩子**。換言之，人們不工作是因為要照顧無法上學或去托兒所的子女。9 月份開學後，這一數字下降了大約一半。

工人短缺：其他原因離職

百萬工人



資料來源：美國勞工統計局、美國人口普查局、高盛和摩根資產管理。2021 年 10 月。

目前正計劃重返職場的工人

目前並無工作但有意找工作的百萬工人



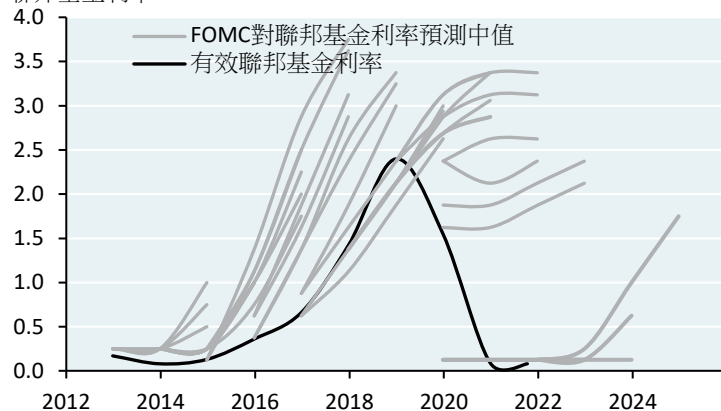
資料來源：美國勞工統計局。2021 年 9 月。

根據美國勞工統計局的調查和我們的估計，在減少的 750 萬工人中，約有 200 萬人打算在某個時候再次尋找工作，而我們也確實預計到年底勞動力供應將會增加。即便如此，可能也還不足以恢復勞動力市場在疫情爆發前本已非常緊張的供需平衡。因此，工資壓力和勞動力短缺問題可能是後疫情時代下美國經濟的一個普遍特點，並會在明年年中之前一直對聯儲局構成壓力。注意：關於工作不匹配問題，根據最新的數據表明，目前這主要在於地理問題而不是行業問題，北卡羅來納州、佐治亞州、印第安那州和威斯康辛州的職位空缺最多。

順便一提，雖然聯儲局方面和美國聯邦公開市場委員會與專家上調了近期的通脹預測，但仍然預期 2022 年通脹將放緩。聯儲局預測，2022 年通脹率將回落至 2% 以下，且到 2024 年才會回升到 2%。對此我不敢苟同。提醒一下，在過去十年的大部分時間裡，聯儲局對政策利率作出的預測最終都不準確：

聯儲局預測與實際聯邦基金利率的比較：謬之大矣！

聯邦基金利率，%



資料來源：聯儲局、摩根資產管理。2021 年 10 月 15 日。

《需要幫助》之二：美國可能為台灣提供保護傘的時代早已一去不返

2020 年，世界半導體指數的市值最終超過了世界能源指數的市值，表明全球對科技的依賴程度逐年上升。台灣佔全球半導體產能的 21%，佔比最大，其中高附加值邏輯晶片產能份額更高達 50%；而台灣台積電的市值相當於英特爾的兩倍以上。不過，對於中國限制台灣半導體供應而採取的任何行動，美國可以採取的應對措施並不是保護台灣本身，而是重建美國半導體產能（目前僅佔 12%的份額），當然，這是一個漫長且耗資巨大的過程。

鑑於台海局勢日趨緊張，許多客戶都在詢問有關台灣的問題。根據最新消息，大陸方面派出數量創紀錄的噴氣式飛機進入台灣空域，習主席表示祖國完全統一的歷史任務「一定要實現，也一定能夠實現」，並且警告中國人民有反對分裂主義的光榮傳統。台灣國防部長則表示，目前是40年來兩岸局勢最嚴峻的時刻。

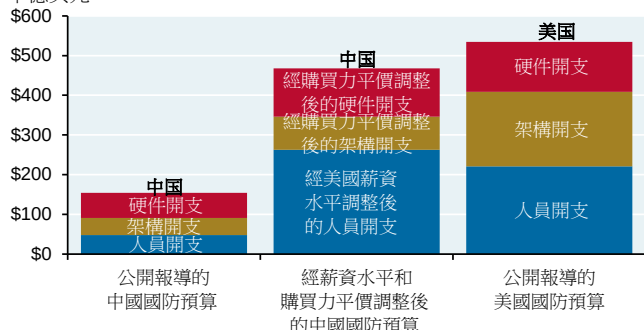
需要明確的是，美國沒有條約義務保護台灣免受攻擊。美國與台灣當局於1955年簽署生效的《共同防禦條約》確實要求美國有義務保衛台灣，但該條約於1979年被美國永久廢除，以換取中國與美國建立外交關係，以及中國支持美國在共產黨統治的阿富汗採取行動（當時美國為阿富汗聖戰者提供武裝）。美台《共同防禦條約》被1979年的《台灣關係法》所取代，該法規定美國有義務向台灣提供「足夠的防禦能力」。雖然2019年美國對台軍售達到110億美元，創下有史以來的新高，但如果發生軍事衝突，這些軍售可能發揮不了太大作用。

針對工資差異和購買力進行正常化調整後，中國的軍費開支已經達到美國水平的 90%左右。作為今年的前景展望專題之一，我為此與蘭德公司中國軍事能力報告的作者交流。蘭德公司的分析表明，中國已經改變了該地區的力量平衡，即使美國選擇保衛台灣，美軍保衛台灣的能力也已大大削弱。

下面第二張圖表顯示了美國空中優勢與中國地空導彈系統對抗關係的演變。每條曲線上方和左側的區域代表蘭德對美軍獲勝頻率的估計，曲線是美國飛機導彈射程和可探測性的函數。例如，在 1996 年，只有配備短程導彈且高度可探測的美國飛機才會在戰鬥中戰敗。到 2017 年，由於中國防空系統改進，美國飛機需要大大降低可探測性，同時也需要大幅增強武器。與此類似的研究結果，假設戰役持續 7 天，在此過程中被美國潛艇摧毀的中國船隻比例從 1996 年的 100%下降到 2017 年的 40%，而在消耗戰的假設中，擊敗中國所需的美國空軍戰鬥機聯隊的戰力預計需要增加 7 倍。自蘭德發表相關研究報告以來，中國已經增加了更多的驅逐艦、巡洋艦、航空母艦和攻擊艦船，入役了更多高超音速和中程導彈，增強了反潛戰能力並裝備了更多遠程轟炸機。

中美軍事開支

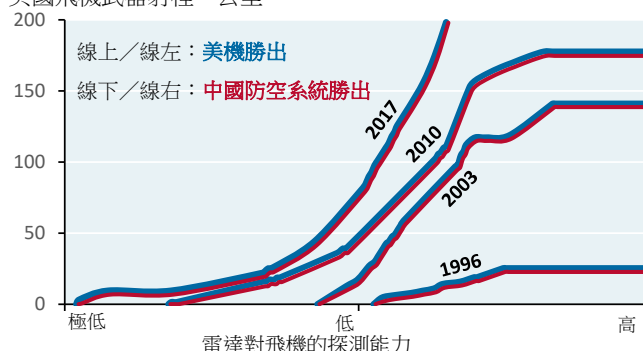
十億美元



資料來源：《中國國防預算的來龍去脈》，Frederico Bartels，美國傳統基金會。2020年3月。

美國飛機與中國防空系統對抗的建模評估

美國飛機武器射程，公里



資料來源：蘭德公司及赫金博瑟姆等人。2015年。

有關半導體行業的補充說明和數據請參見附錄



《需要幫助》之三：即使償債比率已有改善，債台高築的州未來仍然需要幫助

新冠疫情並沒有如一年前許多人所擔心般演變成市政災難。州收入比預期更具韌性，根據全美州政府預算部門協會的數據顯示，38 個州報告 2021 財年的一般性資金收入高於初步預測。2020 年 3 月的《冠狀病毒援助、救濟和經濟安全》(CARES)法案向州和地方政府提供了總值 1,500 億美元撥款；2020 年 12 月又批准了 1,250 億美元；2021 年 3 月，拜登提出《美國救援計劃》再向各州和地方實體提供了 3,500 億美元。綜觀全局，許多州和地方的財政負擔都轉移到聯邦政府身上。雖然不像聯邦政府需要拯救資金不足的養老金體系那麼明顯，但 2020/2021 年的法案仍然將財富從低負債州的公民向高負債州的公民轉移。

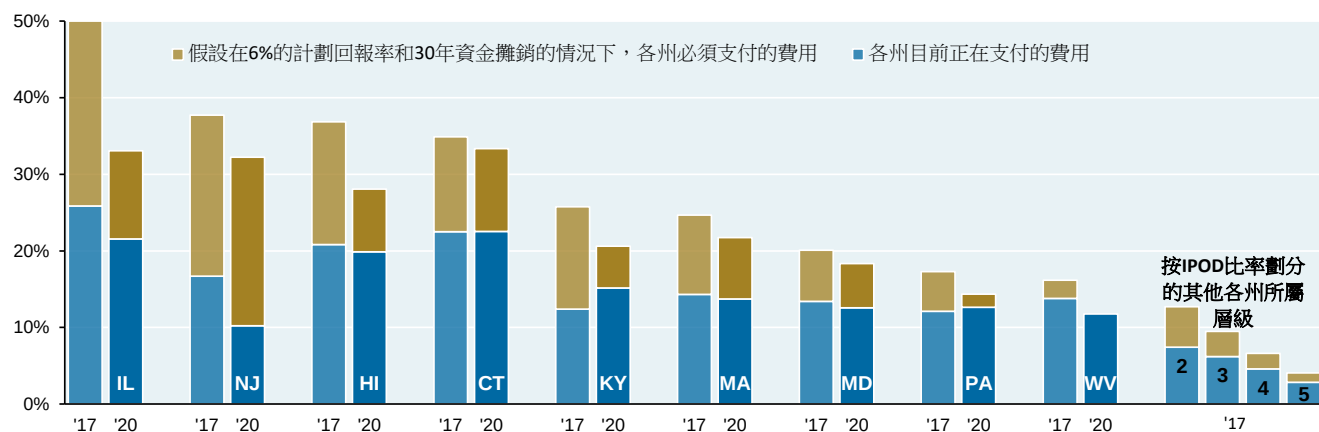
即便如此，我們仍然希望深入探討新冠疫情爆發前負債最嚴重的州（這是從各州合併年度財務報告中獲得的最新數據）。謹此提醒，我們的 IPOD 比率是在假設貼現率／投資回報率為 6% 的前提下，着眼于未來 30 年內用於償還債券債務和攤銷所有計提資金準備的養老金和退休人員醫療保健義務所需的州收入的所佔份額。誠如您在下文所見，自我們 2017 年進行的上次研究分析以來，大多數比率都已經有所改善，有些甚至出現明顯改善。

比率改善的原因因州而異，包括資產價值上升、稅收增加、退休人員醫療保健計劃覆蓋範圍縮小、用於養老金應計的工資上限以及向計提資金不足計劃的繳款（如欲了解更多詳細資訊，請參見附錄）。雖然伊利諾州的負債情況明顯改善，但是州級的公司稅和個人稅項還能增加幾次？2020 年，伊利諾州的人口連續第 7 年有所減少，無論以原始人數還是人口百分比計算，該州的人口流失規模都是二戰以來最大，在全美各州中亦名列第二。伊利諾州還是唯一一個在過去七年中人口流失每年都持續加速的州。

結論：即使市場環境的所有方面都能推動資產價值上漲，但負債最嚴重的州（其中大部分由民主黨立法機關和州長控制）仍然不得不將接近三分之一的州收入，用於無計提資金準備的養老金和退休人員醫療保健義務²。雖然金融抑制和聯邦轉移讓這些州得到了喘息的機會，但仍建議這些州的居民採納多元化的市政投資組合，即使需要購買州外債券來繳納州稅作為代價。

2017年與2020年的對比：無計提資金準備的養老金和退休人員醫療保健成本在州收入中所佔份額（%）

用於支付淨直接債務利息、本州在無計提資金準備的養老金和退休人員醫療保健負債中的份額以及固定繳款計劃付款所需資金在州收入中的佔比%



資料來源：摩根資產管理、州年度財務報告和穆迪。2020財年。每一級包含10個州。

² 雖然無計提資金準備的養老金沒有明確地與一般義務債券構成交叉違約，但我們的研究分析表明，在幾乎所有城市重組養老金或退休人員醫療保健義務的案例中，債券持有人都會遭受同樣幅度甚至更大水平的減記。示例包括羅德島州森特福爾斯、賓夕法尼亞州哈里斯堡、加利福尼亞州瓦列霍、阿拉巴馬州傑佛遜縣、加利福尼亞州聖貝納迪諾、加利福尼亞州斯托克頓和密西根州底特律。

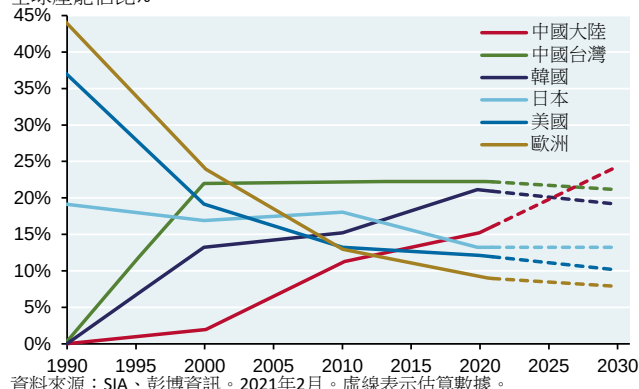
附錄

關於半導體板塊的一些論點和數據 [《SIA Semiconductor Factbook》、《IC Semiconductor Research》和《TrendForce》]

- 半導體類別包括微處理器和邏輯器件（佔銷售額的 42%）、記憶體存放裝置（佔銷售額的 25%）、將光、語音和觸摸類比訊號轉換為數字訊號的設備（佔銷售額的 13%），以及通常用於生成或探測光的分立光電器件和感測器。
- 雖然美國佔全球半導體收入 47%的市場份額，但只有約 40%的美國產能位於美國，其餘分布在新加坡、中國台灣、中國大陸、歐洲和日本。
- 台灣的半導體產能佔比最高，達到 21%，其次是韓國(20%)，日本和中國均佔 15%，而美國則為 12%。台灣的高附加值邏輯晶片產能所佔份額更高達 50%。
- 按收入計算，台灣也控制着 60%的半導體代工市場，這是指外包半導體生產（客戶包括 AMD、蘋果、高通、英偉達和華為等公司）

半導體製造產能

全球產能佔比%



台積電與英特爾的市值對比

萬億美元



2017 財年至 2020 財年的市政 IPOD 比率變化背後各州特定的影響因素

- 伊利諾州：州個人稅從 3.75%上調至 4.95%，公司稅從 5.25%上調至 7.00%，推動收入顯著增長 44%。此外，由於針對用於州養老金應計的工資設定上限，養老金負擔下降
- 新澤西州：由於修改福利期限（從終止到退休的前兩年而不是整個期間貸計利息），當前養老金負擔大幅下降；醫療保健計劃保障條款減少
- 夏威夷州：收入每年增長 10%，超過美國州的中值水平，同時也遠高於養老金支付的增長
- 肯塔基州：肯塔基州教師計劃的當期負擔大幅下降（原因尚不完全清楚）
- 賓夕法尼亞州：收入增長高於養老金支付增長，而退休後福利(OPEB)計劃的覆蓋範圍也同時縮小
- 西維吉尼亞州：州參議院法案現在要求該州每年向州退休人員醫療保健計劃大量繳款（將資助比率從 21% 提高到 38%）

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

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（簡稱為「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，簡稱為「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，均一概不得進行公開發售。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。