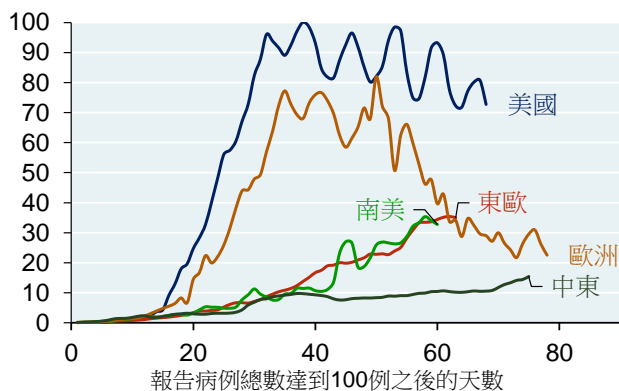




主題：儘管美國是全球感染率最高的國家之一，但美國仍準備解除封城；單克隆抗體和抗病毒試驗；市場與經濟之間的差距日益擴大；標普500指數成份股盈利的貧富分化；地區性股市表現（歐洲再次落敗）；槓桿貸款

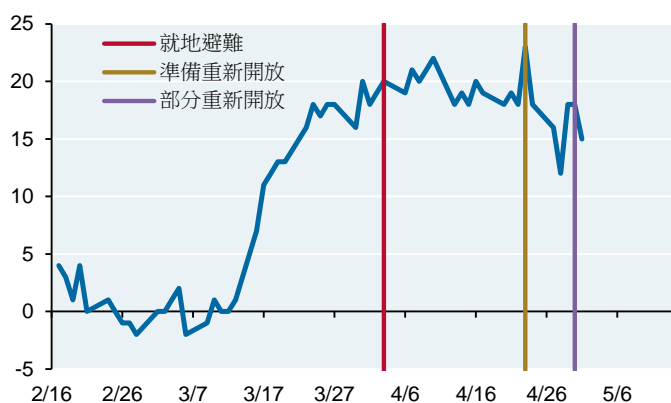
大約一個月前，我曾經撰文表示美國可能會於5月中旬因感染率急劇下降而解除封城。我只說對了一半。儘管美國是全球新冠病毒肺炎(COVID)感染率最高的國家之一¹，但佔美國國內生產總值(GDP) 45%的州份已經宣布了解除封城的計劃。鑑於長者死於新冠病毒肺炎風險高企的證據比比皆是，這儼然成為一個「Logan's Run」(小說及其改編電影《逃離地下天堂》)時刻，其中更大的世代犧牲風險即將上升²。以佐治亞州為例，5月1日遵從「居家行為」警告的比例已經有所減少(請參閱右下圖)。雖然不時傳出新冠病毒肺炎療法改善的消息(請參閱第2頁)，但當前困局仍然未取得重大突破。我們將會追蹤各州解封對病毒疫情的影響(可能需時3-4周才能顯現)，並利用我們從大通卡服務公司積累的資訊追蹤其對消費者支出的影響。如第三張圖表所示，我們已經在全國層面上看到了經濟脈搏恢復跳動的回升跡象。

每百萬人每日新增感染數量 線性比例，連續3日平均值



資料來源：約翰霍普金斯大學、國際貨幣基金組織、摩根資產管理。2020年5月10日。

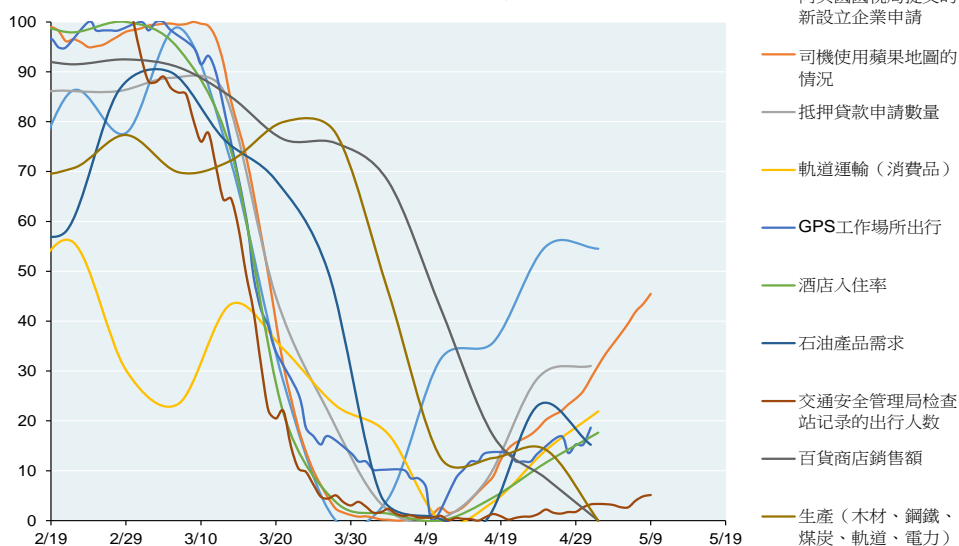
佐治亞州出行趨勢：居住地點，與基線相比的變化，%



資料來源：谷歌、摩根資產管理。2020年5月1日。

美國高頻數據追蹤

指數，其中 0 = 觀察值最低，100 = 觀察值最高，2020年1月1日至今



資料來源：西部木材產品協會、美國能源資訊署、美國鋼鐵協會、電子出口資訊、美國鐵路協會、Redbook、人口普查局、TSA.gov、蘋果、Smith Travel、MBA、谷歌、摩根資產管理。2020年5月11日。

¹ 截至星期天晚上，感染率高於美國的唯一一個大國是俄羅斯。詳情請參閱我們的病毒網站第 1 節和第 2 節。

² 各年齡層的新冠病毒肺炎死亡風險表請參閱我們的病毒網站第 6 節。《Logan's Run》是 William F. Nolan 和 George Clayton Johnson 的一部小說，描繪一個未來社會資源枯竭的故事。為避免人口過剩，所有 21 歲以上的人(在電影版本中是 30 歲)生命都將被終止。



Moderna、單克隆抗體和另一種謹慎有利的抗病毒試驗結果

Moderna 研發的 RNA 疫苗正進入第二期試驗，但值得注意的是，第一期試驗的主要內容為疫苗是否會在無意中致命，而非它是否有效。在第一期試驗中，Moderna 從今年 3 月開始在西雅圖對 45 人進行了疫苗測試，現在將對 600 人進行第二期試驗。

單克隆抗體療法(mAb)涉及通過靜脈或皮下注射注入抗體。雖然恢復期血漿依賴從康復個體獲取抗體，但單克隆抗體可以從人類康復者、經過基因改造具有人類免疫系統的小白鼠、通過基因工程或先進的細胞培養物中獲取。單克隆抗體過往多半用於治療癌症和自身免疫性疾病，很少用於治療傳染病。但單克隆抗體對埃博拉病毒有效，今年夏天有望針對新冠病毒(SARS-CoV-2)進行臨床單克隆抗體試驗。mAb 的目標是：通過將該抗體與其能夠進入人體細胞的突刺蛋白結合，中和新冠病毒的感染性。一種可能的治療方案或許包含 2 個或更多的單克隆抗體。

- **mAb的優勢**：能夠比疫苗更快獲得，並可作為對新冠病毒肺炎患者的急性療法和為一線醫療工作者提供預防。缺點：成本高於疫苗；很難大規模生產，由於人體不會製造重組蛋白，可能需要大劑量的重組蛋白；而且其存在是暫時性的（通常只是幾個星期）。雖然疫苗更可取，因為其具有立即阻止疾病傳播的能力，但在疫苗能夠付諸實施之前，單克隆抗體可能是病患和一線工作人員的重要治療方案

另一種謹慎有利的抗病毒試驗。根據一份香港醫生團隊的報告，聯合使用批准用於治療其他病毒性疾病的藥物改善了新冠病毒肺炎住院患者的臨床和實驗室結果³。接受全部四種藥物治療的輕到中度感染患者比只接受四種藥物中的兩種治療的患者恢復得更快。

- 四種藥物包括洛匹那韋和利托那韋（抗HIV藥物）、利巴韋林（RNA病毒抑制劑）和干擾素-1b（刺激抗病毒免疫反應）。對照組使用洛匹那韋和利托那韋治療，結果顯示，這一組合的效果並沒有比安慰劑好多少。在治療組中，症狀的平均緩解時間從12天減少到7天；治療組患者從第一天開始到持續整個治療期間病毒載量也都有所減少
- 「局限性」：這項研究只有少數患者參與（127人），並且只包括症狀輕微到中度的患者。這也是一種只能在醫院使用的療法，因為使用了3種抗病毒藥物、干擾素注射、多種抗生素和氧氣療法。雖然治療組的病毒載量下降更快，但並沒有像大多數用於其他疾病的抗病毒藥物那樣急劇下降。在症狀出現後接受7天或更長時間治療的患者，其愈後沒有顯著差異。所以，這是一種主要針對輕度到中度症狀住院患者的治療方案，在許多西方國家這一人口群體不是很大

近期《放眼市場》的主題：新冠肺炎對各州養老金支付資金缺口的影響及關於破產法第9章的爭論（5月4日）；美國的財政刺激力度「足夠」嗎？（5月4日）；新冠肺炎、食物／能源供應與選舉人團（5月4日）；卡介苗疫苗影響新冠肺炎嚴重程度是一個令人懷疑的前提（4月27日）；迄今為止我們所見過的最雄心勃勃的疫苗時間表（4月27日）；最新血清學結果（4月27日）；市場觸底的歷史（4月20日）；新冠肺炎感染率及其與集體主義對比個人主義的關係（4月20日）

³ 《干擾素-1b、洛匹那韋-利托那韋和利巴韋林三聯用治療新冠肺炎住院患者：一項非盲隨機二期試驗》，袁國勇團隊，新發傳染性疾病國家重點實驗室，香港大學余雷覺雲感染及傳染病中心，2020年5月8日



市場與經濟之間的差距日益擴大

我們曾經撰文分析金融市場的復甦早於企業盈利和經濟回升的歷史，聯儲局8萬億美元的資產購買／承諾和規模堪比二戰時期的財政赤字，肯定會大大推高資產價格（詳情請參閱網站第3節）。**即使有先例可尋，我也不確定在市場復甦和經濟狀況惡化之間是否曾經存在過更大的差距。**左下圖顯示金融市場的復甦（利率、利差、股市和美元）及股票相對於債券的估值（「股票風險溢價」）。右下圖是就業率和產出暴跌的預測。在我看來，市場復甦隱含着三個主要假設：

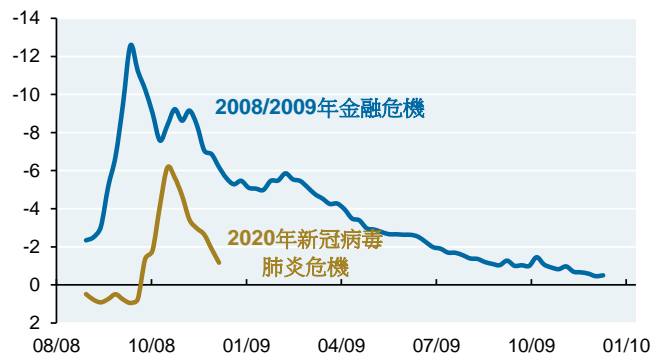
- 第二波感染高峰，如果發生，將不會使州醫療系統負擔過重，導致重新開放州的州長最終重新實行封鎖
- 如果其他各州繼續封鎖，聯邦政府和州政府將提供額外援助，以抵消疫情對家庭收入和拖欠率的影響
- 就業、消費者支出和製造業對重新開放將有很高的「彈性」。舉個例子：4月勞工統計局就業調查中，超過95%的失業者認為他們被解僱是「暫時的」，而不是「永久性的」

雖然這些都是市場回升合理支持的論點，但在我看來，相對於未來的流行病學、行為、政策和增長的風險而言，市場價格反映對上述風險的確定性似乎很高。對投資者來說，一個非常重要的指標將是第二季度的企業盈利，我們將在下一頁對此進行討論。

市場，回升

與2008/2009年一樣，金融狀況快速復甦

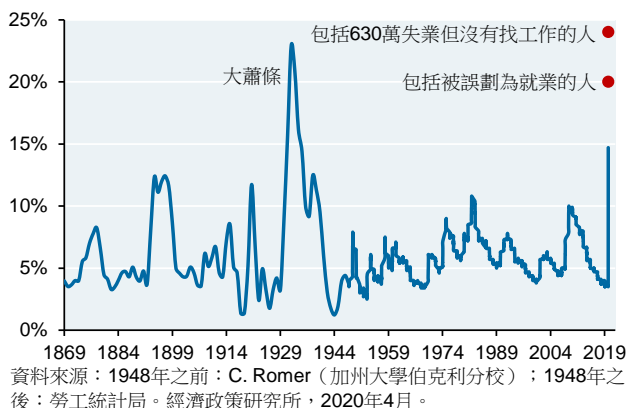
彭博金融狀況指數（倒置）



資料來源：彭博。2020年5月8日。

經濟，崩潰

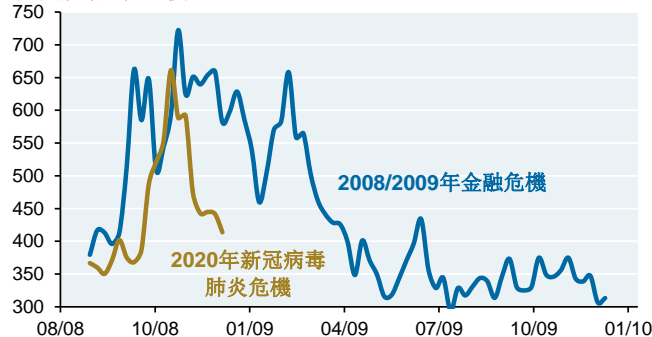
目前美國失業率堪比大蕭條時期



資料來源：1948年之前：C. Romer（加州大學伯克利分校）；1948年之後：勞工統計局。經濟政策研究所，2020年4月。

與2008/2009年相比，股票相對於債券的估值回升速度更快

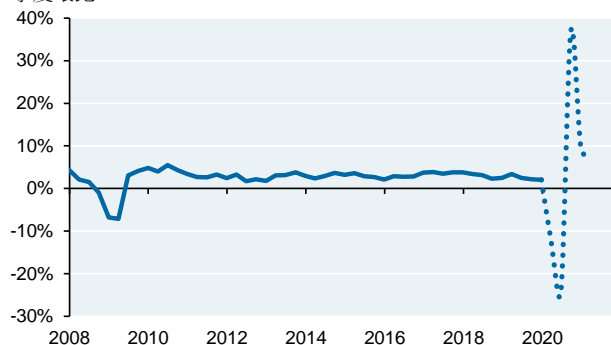
美國股票風險溢價，基點



資料來源：摩根士丹利，2020年5月8日。

全球生產總值，歷史與摩根大通的預測

季度環比，%



資料來源：摩根大通全球經濟研究部。2020年4月。

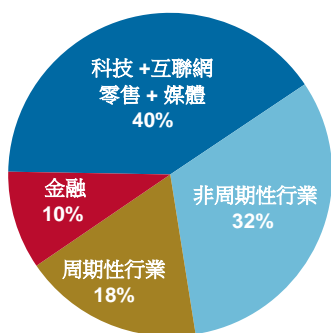


盈利分化：企業利潤的貧富分布

上周，我們分析了就業狀況的好壞分布以及裁員是如何高度集中在休閒和零售行業。美國實施的封鎖政策也造成了盈利集中的後果。如右下圖所示，科技、互聯網零售和媒體行業第二季度盈利預計將好於其他行業，非周期性公司的業績也緊隨其後。損失似乎高度集中在周期性行業和金融業，這兩個板塊佔標普500指數市值的28%。股市的部分回升可能反映出這樣一種觀點，即預計佔標普市值72%的公司遭受的盈利衝擊要小得多。

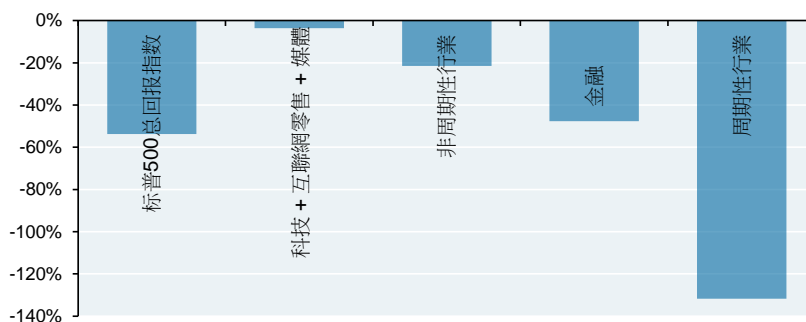
疫情大流行期間企業將如何有效管理固定和可變費用，這是很難預料的。許多美國公司都有很高的「經營槓桿」，意味企業的盈利可能會在經濟疲軟時急劇下降，而在經濟復甦時大幅回升。考慮到2021年盈利將會反彈的樂觀預期，科技股和非周期股能在多大程度上分別以2%和20%的盈利降幅逃離第二季度將是一個非常重要的指標。如最後一張圖表所示，對2021年盈利的普遍預測目前基本與2019年的實際水平相當，而我認為這個數值好像偏高。

標普500指數行業權重



資料來源：彭博。2020年5月8日。

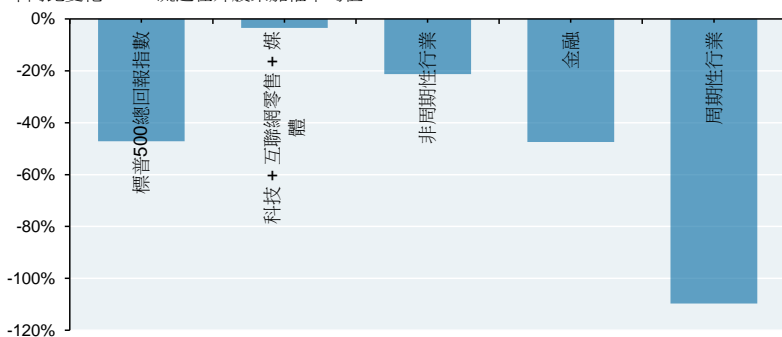
對每股盈利增長的市場共識預測，2020年第二季度與2019年第二季度的比較



資料來源：彭博。2020年5月11日。

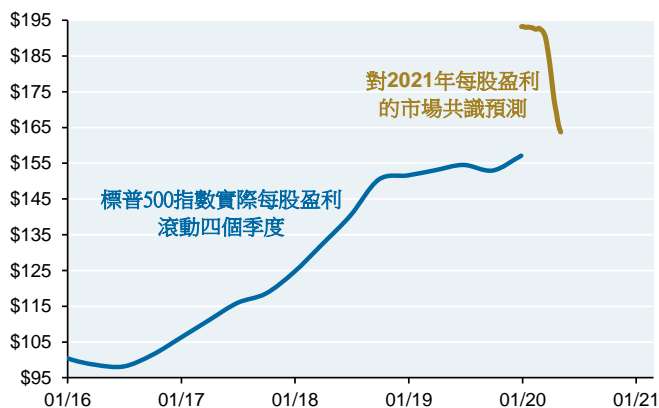
2020年第二季度對每股盈利年同比增長率的市場共識預測

年同比變化，%，流通在外股票加權平均值



資料來源：彭博、Factset。2020年5月8日。

標普500指數盈利與2021年預測數據的比較



資料來源：Datastream、標普道瓊斯指數。2020年5月10日。

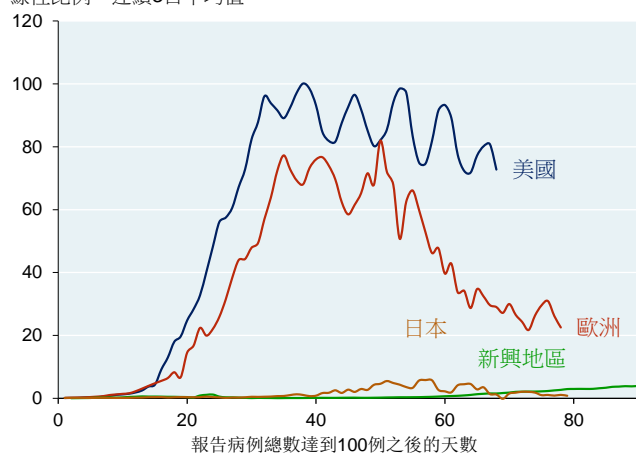


地區性股市表現呈槓鈴狀分布：歐洲和日本再次跑輸

與美國相比，歐洲的感染人數下降得更快，而日本的感染率幾乎沒有。儘管如此，歐洲和日本股市的表現再次遜於美股和新興市場股票組成的雙重心策略。這種趨勢持續了這麼多不同的市場周期，以至於我無法想像它會如何改變。正如我們在《2020年展望》中所討論的，美國股市的結構性優勢包括以下兩個因素。首先，與歐洲和日本不同，美國科技行業佔比高於盈利增長率較低且波動較大的行業（基礎材料、能源和工業品）。其次，美國公司在「行業內」的盈利能力（資產回報率、股本回報率）高於歐洲和日本同行。上述論點並未改變。

每百萬人每日新增感染數量

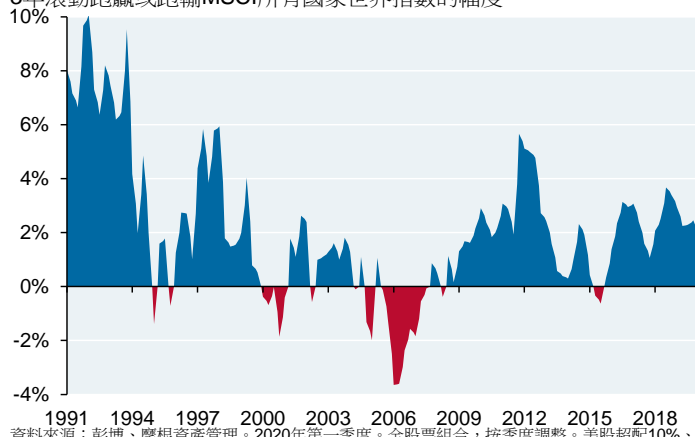
線性比例，連續3日平均值



資料來源：約翰霍普金斯大學、國際貨幣基金組織、摩根資產管理。2020年5月10日。

超配美股和新興市場股票，低配歐洲和日本股票

3年滾動跑贏或跑輸MSCI所有國家世界指數的幅度



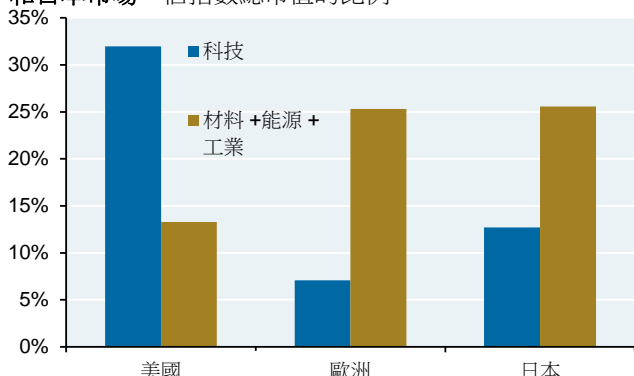
資料來源：彭博、摩根資產管理。2020年第一季度。全股票組合，按季度調整。美股超配10%、歐股低配10%、新興市場超配5%、日本低配5%。假設不做貨幣對沖。

今年以來美國/新興市場與歐洲/日本地區性股市雙重心策略業績比較

今年以來槓鈴策略表現優異		地區	權重	Delta	修改後權重	美元回報	本幣回報
美元雙重心策略	0.9%	美國	62%	10%	72%	-8.3%	-8.3%
本幣雙重心策略	0.9%	新興市場	12%	5%	17%	-17.7%	-12.8%
		歐洲	18%	-10%	8%	-20.1%	-17.0%
		日本	8%	-5%	3%	-12.2%	-14.0%

資料來源：彭博。2020年5月11日。

高增長科技板塊拉動美國市場，增長落後的板塊驅動歐洲和日本市場，佔指數總市值的比例



資料來源：彭博。2020年5月10日。科技包括：全球行業分類標準下一級資訊科技+全球行業分類標準下三級互動媒體與服務。

資產回報率：美國較高						
國家	必需消費品	非必需消費品	科技	醫療	通訊服務	金融
美國	5.9	5.7	10.1	6.0	5.7	1.0
歐洲	5.2	3.4	6.0	6.2	1.7	0.3
日本	3.4	3.3	4.1	4.0	3.1	0.3
股本收益率：美國較高						
國家	必需消費品	非必需消費品	科技	醫療	通訊服務	金融
美國	27.9	30.7	27.5	18.4	13.9	11.8
歐洲	18.0	12.1	12.3	17.2	9.8	8.4
日本	10.8	9.5	9.4	8.9	7.0	7.0

資料來源：彭博。2020年5月10日



槓桿式貸款和破產日益增加：這一次前方的道路更加漫長

去年7月，我們撰寫了《[放眼市場](#)》特別版，內容關於貸款市場投資者是否願意犧牲契約保護來換取收益⁴。第一張圖表顯示穆迪槓桿式貸款契約質量評分，該評分在2019年年底創下歷史最低紀錄；這也是我們得出下列結論的原因之一，即在下一輪經濟衰退中，違約貸款回收率可能為面值的60-65%，而此前為75-80%。現在經濟衰退已經來臨，2020年4月申請破產的公司數量刷新紀錄，而且4月違約貸款餘額創下新高。貸款違約「率」尚未大幅上升，原因如下：一、2010年以來貸款快速增長導致分母增大；二、一些借款人得到還款豁免；三、契約條款較為寬鬆減少了違約事件；四、下圖所示的違約率是按面值加權計算得出的，若按等權重方式去計算，違約率會更高；五、時間過去的還不夠長。

貸款投資者高舉白旗：穆迪貸款契約質量評分

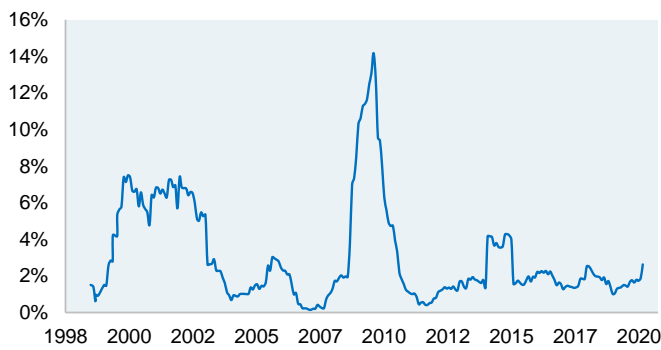
5.0 = 貸款質量最差



資料來源：穆迪。2019年第四季度。

槓桿貸款違約率：迄今為止小幅反彈

至2020年4月過去12個月，面值加權



資料來源：摩根大通、標普LCD部門。2020年5月9日。

在之前的周期中，貸款投資者先賣出，然後再梳理詳細情況。例如，2009年年初貸款價格暴跌（其價格所反映的是最終實際損失金額的兩倍多），隨後大幅反彈。這一次也差不多，3月份下跌25%，隨後是部分反彈。鑑於上述債權人保護措施的削弱，我認為，與2009/2010年的V型貸款回升相比，貸款價格復跌或停滯的風險更大。槓桿式貸款在零利率時期很誘人，但在最近的反彈之後，我認為不良債務和貸款間的平衡更為合理，因為預計前者將在2020年底前激增。

2008-2009年金融危機期間槓桿式貸款市場定價與實際損失比較

總回報指數，2007年1月 = 100



資料來源：標準普爾/LSTA、彭博、摩根資產管理。2020年5月10日。

槓桿式貸款總回報指數

總回報指數，2007年1月 = 100



資料來源：標準普爾/LSTA、彭博、摩根資產管理。2020年5月10日。

⁴ 契約評估分析了槓桿和利息保障測試、最惠國條款、出售資產時強制提前還款、負面契約限制豁免、限制付款條款、允許的息稅折攤前利潤調整的範圍、抵押池資產流失、投資非受限子公司或聯屬公司的上限或向其轉讓的上限、舉借新增同權或優先債務的能力、非擔保人子公司的留置權稀釋等。換句話說，這些都是目前貸款投資者正在以史上最快速度放棄的保護。



本文件之目的：本文件僅供一般說明之用。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，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JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）摩根大通的其它領域所表達的觀點、意見、預測及投資策略不同。本文件不構成亦不應視為**摩根大通研究報告**看待。

一般風險及考慮因素：

本文件表達的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通代表聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性：

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出擔保或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其它領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為摩根大通研究報告看待。**任何預測的表現和風險僅以表達的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。

摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

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。在美國，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。年金是透過**Chase Insurance Agency, Inc**（「**CIA**」）支付。CIA乃一家持牌保險機構，以**Chase Insurance Agency Services, Inc.**的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及CIA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。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進行監管之詳細範圍，摩根大通可應要求提供。英國脫歐後，摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行是由英國審慎監管局授權，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。有關英國審慎監管局對摩根大通進行監管之詳細範圍，摩根大通可應要求提供。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 Taunusstor 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**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。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國家銀行組織；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、投資條款協定或其他發行文件，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。

本報告內提及的「摩根大通」是指 JPMorgan Chase & Co 以及其全球附屬和關聯公司。

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。

© 2020 年。摩根大通。版權所有。