

An aerial photograph of a river system, likely the Amazon, showing a large dam structure in the background and a wide river in the foreground. The water is a deep green color, and the surrounding land is a mix of brown and green. The image is used as a background for the J.P. Morgan Private Bank report cover.

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

# 2023年市場展望： 潛力浮現

增長稍放緩，市場顯韌性

# 序言

---

每一年，我們都面臨不一樣的挑戰。2020年，全球疫情爆發帶來大規模封控。2021年，經濟緩慢重啟，生活逐漸恢復相對正常的模式。

而2022年我們遭受40多年來未曾見過的衝擊。

通脹比預期更為持久，並不斷創下新高，各國央行大幅加息以減緩通脹進程。2022年股債市場雙雙下挫，即使是最平衡的投資組合也難逃表現欠佳的命運。

從地緣政治角度來看，俄烏戰爭造成了巨大的人道主義災難，擾亂了全球市場。

為迎接新的一年，我們將依靠世界一流的全球投資策略團隊，識別投資者可能面臨的風險並捕捉機遇。儘管增長面臨阻力，全球投資策略團隊仍看到了市場在2023年及之後走強的**可能性**。

在這樣的艱難時刻，我們珍惜長期以來建立的寶貴關係，彼此扶持，共度時艱。我們很榮幸能夠陪伴在您左右。

衷心感謝您對摩根大通團隊一直以來的信賴和支持。

順祝鈞安！



**David Frame**  
美國私人銀行行政總裁



**Martin Marron**  
國際私人銀行行政總裁

# 《2023年市場展望》焦點話題

---

1. **十年來最好的長期回報前景**。我們認為，估值的大幅重置為股票和債券創造了10多年來最具吸引力的入場機會。
2. **壞消息與好消息共存**。壞消息是我們認為2023年可能會出現經濟衰退。好消息是央行應該會停止加息，通脹將會回落。
3. **債券重獲青睞**。核心固定收益資產目前擁有提供投資保護、實現收益和資本增值的潛力。
4. **風格切換**。我們預計大型科技股表現可能遜於小型股。
5. **實體資產**。實體資產投資不足的時代已經結束。

# 目錄

引言	增長稍放緩	
第4至6頁	第7至18頁	第19至31頁
超越認知	全球政策收緊的後果	全球經濟疲弱
市場顯韌性：估值重置		
第35至37頁	第38至41頁	第42至45頁
債券	股票	另類資產
結語		
第46至49頁		
專注於投資過程		

投資產品： • 不受聯邦存款保險公司保障 • 未獲銀行擔保 • 可能損失本金

本文件表達的意見和觀點均為摩根大通私人銀行的意見和觀點，可能與摩根大通和其關聯公司及其僱員的其他領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。本文件表達的意見和觀點，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。本文件並非針對特定投資者而編製，且不一定適合所有投資者。投資於任何投資產品或策略之前，投資者務須與其財務代表討論和聯繫。本文件不應視為研究報告或摩根大通研究報告看待。前景展望和過往表現並非未來表現的可靠指標。請參閱本文件末尾所載的其他監管狀況、披露規定、免責聲明、風險和其他重要資訊。

# 超越認知

2022年可謂烏雲密布，市場擔憂幾乎悉數成真。受到居高不下的通脹、激進的全球加息潮、烏克蘭戰爭以及中國面臨經濟挑戰等衝擊，開年估值過高的市場一路下行，陷入低迷。

2022年股債市場雙雙下挫，即使是平衡的投資組合也難逃表現欠佳的命運。



隨着我們步入2023年，投資者仍需將許多困難情況納入考慮。

還有多大加息空間？

通貨膨脹何時回歸  
正常水平？

衰退是不可避免的嗎？  
最糟的情況是什麼？





在今年的市場展望中，我們評估了歷史性全球緊縮周期所產生的影響——更高的利率可以抑制通脹，但美國和歐洲都有可能因此陷入經濟衰退——並估算了市場定價所反映的未來低迷程度。

我們認為，即便經濟增長惡化，市場也可能在2023年穩定下來。

債券收益率攀升帶來整體回報潛力，是投資組合在經濟低迷期的壓艙石。股票市場可能仍然存在利潤增長疲軟的挑戰，但目前的股票價格已經體現了大部分未來可能出現的影響。

正是因為市場遭受重挫，股票估值下降，債券收益率上升，給傳統組合投資者提供了10年來最具吸引力的入場機會。市場已然出現了投資者可以加以利用的錯配機會。手中持有資金的投資者可以充分利用不同類別及風險水平的資產，挖掘具吸引力的回報潛力。

對於投資者設計和修改以目標為本的投資計劃來說，這不失為一個好消息。

# 全球 政策收緊 的後果

政策加息正帶來與之  
相應的影響。



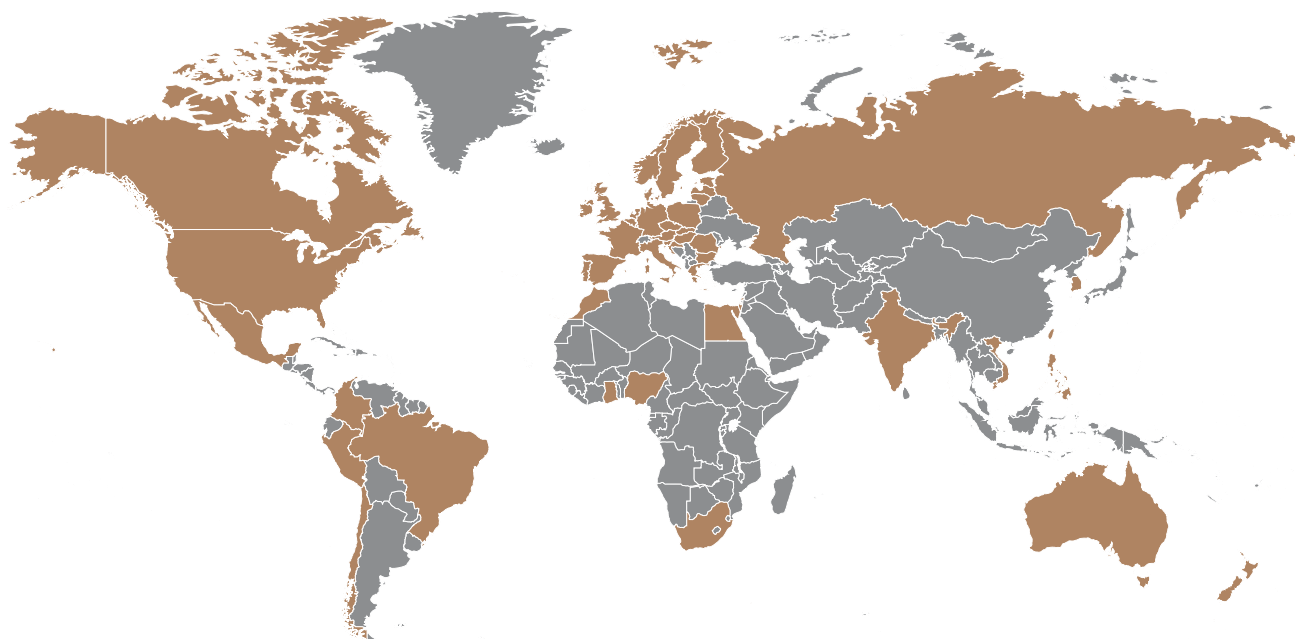
2022年，為了抑制居高不下  
的通脹，全球央行  
不約而同地一致選擇  
加息。

截至2022年末，我們追蹤的31家央行中，有26家選擇上調利率，而2021年初僅有兩家。聯儲局開啟40年來最激進的一輪加息周期。

歐洲央行也不遺餘力，最近將其政策利率提高了0.75%，達到全球金融危機前的水平。儘管經濟增長面臨明顯威脅，但歐洲央行似乎仍將繼續加息。

在經歷了十多年的低政策利率或負政策利率後，抗通脹運動導致了債券市場的歷史性崩盤。巴克萊全球綜合指數有可能在2022年下跌逾10%，是有記錄以來最糟糕的一年。負收益率債務(後全球金融危機時代的普遍特徵)在除日本外的所有地方都已消失。

### 正在加息的各國央行



資料來源：FactSet。數據截至2022年11月。

在全球各經濟體中，眾多家庭和公司都面臨着突然升高的借貸成本。

在美國，最新的30年期抵押貸款利率已突破7%，而2022年初只有約3.25%，住房負擔能力已降至2007年以來的最低水平。澳大利亞、新西蘭、英國和加拿大所受到的經濟打擊更加明顯，從明年開始，這些國家10%-20%的家庭將面臨更高的抵押貸款利率。

通脹仍遠高於央行目標，但我們注意到貨幣政策出現了微妙的轉變。澳大利亞、挪威、瑞典、瑞士和加拿大的央行都放緩了緊縮步伐。聯儲局可能會跟進評估其緊縮周期的影響——加息對經濟的影響存在滯後性。

雖然加息活動可能會在2023年結束，但歷史性的加息步伐已經對全球經濟增長構成了嚴重風險。

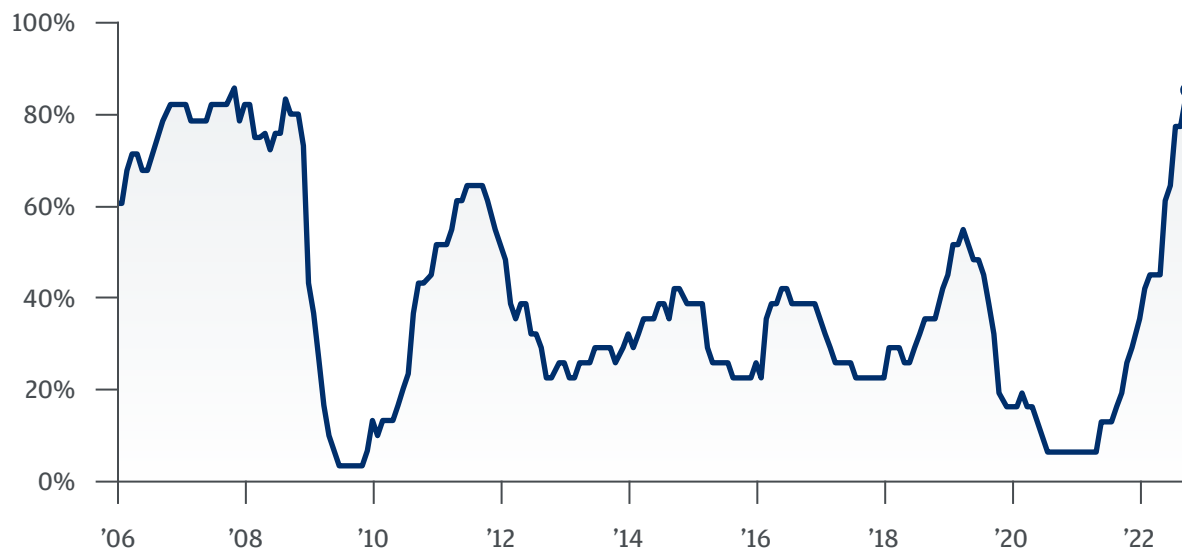


在美國，30年期  
抵押貸款利率突破  
7%



### 全球同步緊縮

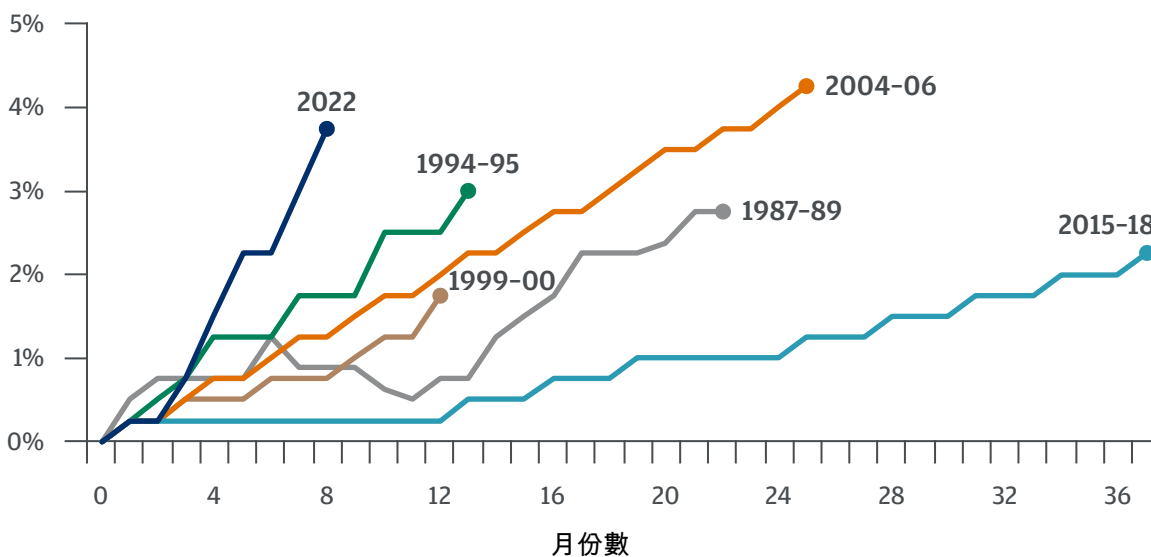
在上一次利息調整中採取加息動作的央行佔比，%



資料來源：FactSet。數據截至2022年11月。涵蓋31家中央銀行。

### 四十年來最激進的聯儲局加息周期

自加息開始以來聯邦基金利率變化，百分點



資料來源：彭博財經。數據截至2022年11月。

# 更高的利率或將抑制經濟增長

在許多經濟體中，貨幣政策正在限制經濟增長。

在美國，聯儲局聯邦公開市場委員會的大多數成員認為，既不抑制也不刺激經濟增長的「中性」政策利率在2.5%左右，這遠低於當前的政策利率。多位聯儲局官員主張在2023年第一季度暫停加息，擔心其可能在控制通脹的方面用力過度。

利率高於預期通貨膨脹率



資料來源：彭博財經。數據截至2022年11月。

市場似乎同意利率具有抑制作用。大多數收益率曲線深度倒掛，並且大多數期限的國債利率都高於同期的預期通脹率。

加息意在通過為家庭和公司借貸設置障礙來減緩經濟增長。到目前為止，確實達到了這樣的效果。

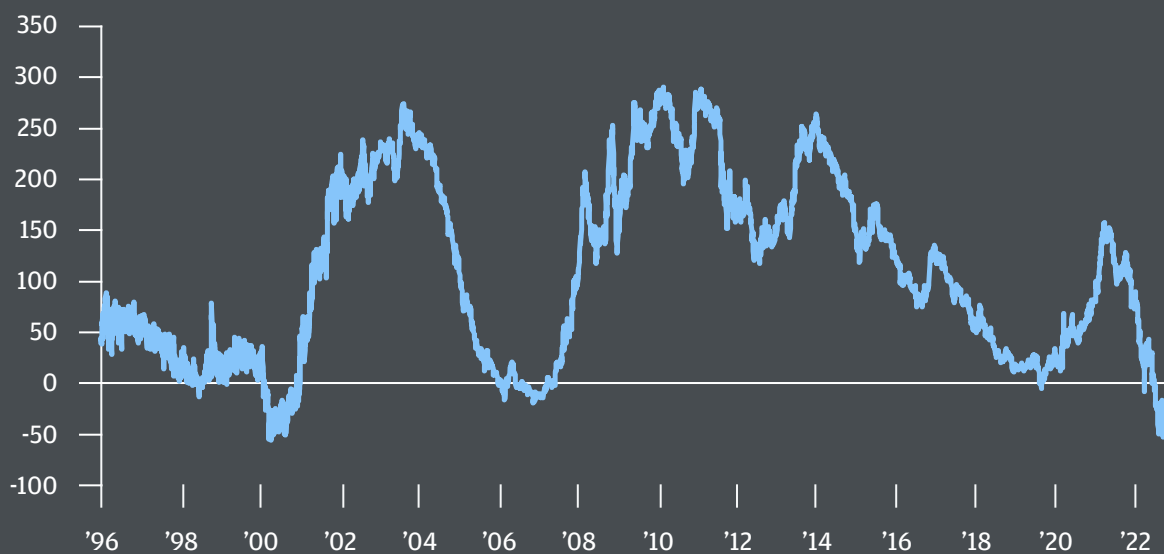
房地產等利率敏感行業的活動已經大幅減少。房屋業主沒有搬遷，也沒有抵押貸款再融資以建造新的房屋，而是按兵不動。企業方面，受制於更高的融資成本，資本市場同樣處於休眠狀態。全球來看，公司債務的發行下降了約80%，首次公開募股比2021年減少了6,000億美元。

因大多數金融交易和貿易以美元計價，（由聯儲局加息和俄烏戰爭造成的）強勢美元成為全球經濟活動的另外一個阻力。此外，資本市場波動加劇可能會降低企業信心，抑制投資和人才招聘計劃。

鑑於利率上升的影響滯後，我們預計住房、資本市場和技術疲軟將會在2023年蔓延。


### 國債收益率曲線深度倒掛

2年期和10年期國債收益率之間的利差，基點



資料來源：彭博財經。數據截至2022年11月。





# 美國 勞動力市場 可能會走軟

雖然美國的失業率很低，就業增長仍然平穩，但對勞動力的需求可能已經過了高峰期。

職位空缺率和離職率都有所下降，雖然依舊處於較高水平。平均時薪似乎已經觸及高位，目前正以約4.5%的速度增長。企業財務報告也顯示了勞動力需求和成本壓力的緩和。

這些數據表明，聯儲局正逐步實現降低用工需求的預期，但與成功似乎相距甚遠，勞動力市場的轉折點也很難得到實時確認。

隨着需求減少和企業利潤率下跌，更多公司可能會凍結招聘或裁員以降低成本。如亞馬遜、派樂騰(Peloton)和Meta等許多公司在新冠疫情期間因社交距離等關係頗受利好，目前已經開始減少勞動力方面的支出。

因為加息會令經濟普遍放緩，我們預計失業率將在2023年上升。

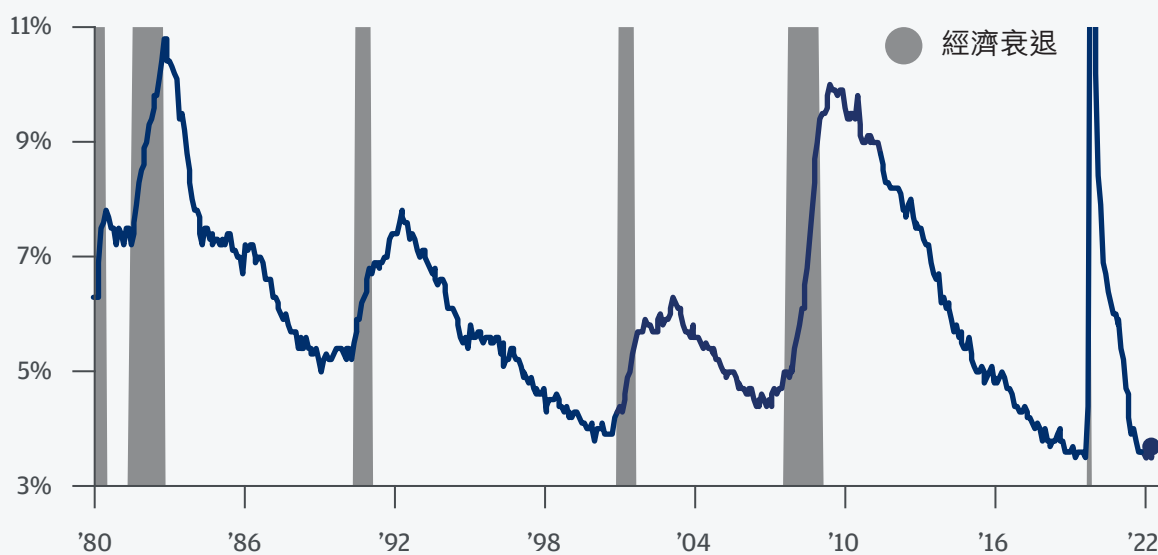
### 勞動力需求高峰期已過



資料來源：勞工統計局、Haver Analytics。數據截至2022年9月。

### 失業率接近歷史最低點

美國失業率，%



資料來源：勞工統計局、Haver Analytics。數據截至2022年10月。

# 控制通脹的 崎嶇之路



我們看到了通脹正在下降的跡象，但是下降的幅度和速度尚不得而知。全球供應鏈、大宗商品和商品價格方面的數據也有所改善。

疫情期間商品需求過剩所導致的供應鏈承壓已經獲得極大緩解。採購經理人指數(PMI)調查所計算的交貨時間已降至平均水平。運輸成本已經從峰值下跌了70%左右。

在大宗商品領域，各經濟體的情況也各有不同，但總體上看起來價格正在走低。全球工業大宗商品價格已經從高位下滑逾35%，同比為負增長。石油和天然氣的價格似乎也已經從峰值回落，儘管地緣政治因素在其中發揮了關鍵作用。歐洲仍然疲於應對由俄烏衝突帶來的不穩定能源供應。

↓ 70%

運輸成本已從  
峰值下降約  
70%

↓ 35%

全球工業品價格  
已從高位下滑逾  
35%



與此同時，美國是全球最大的能源生產國之一。不僅如此，美元堅挺有助於緩和進口商品的價格上漲。

儘管如此，服務業通脹仍居高不下，反映了勞動力市場的緊張程度。不過即使私人指標表明租金上漲正急劇減速，美國官方租金和業主等值租金通脹(約佔美國整體通脹指標的三分之一)可能將保持高位。考慮到來自私人部門的信號，我們預計租金通脹將在明年年中出現放緩。

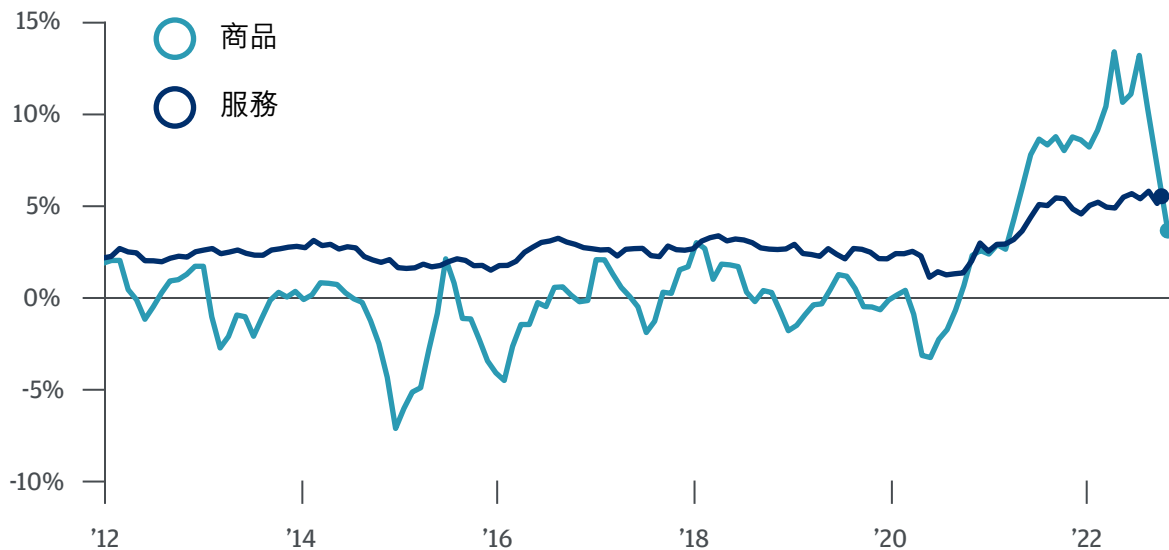
從全球來看，我們認為通脹將在2023年繼續下行，於2024年達到與多數央行目標一致的水平。

增長降溫、勞動力市場趨軟以及通脹下降，可能會導致全球加息周期在2023年結束。投資者對該消息的第一反應可能是歡欣雀躍，然而歷史記錄表明，利率提高後，實體經濟將受到最大損害。



### 商品價格通脹下降， 而服務價格依然堅挺

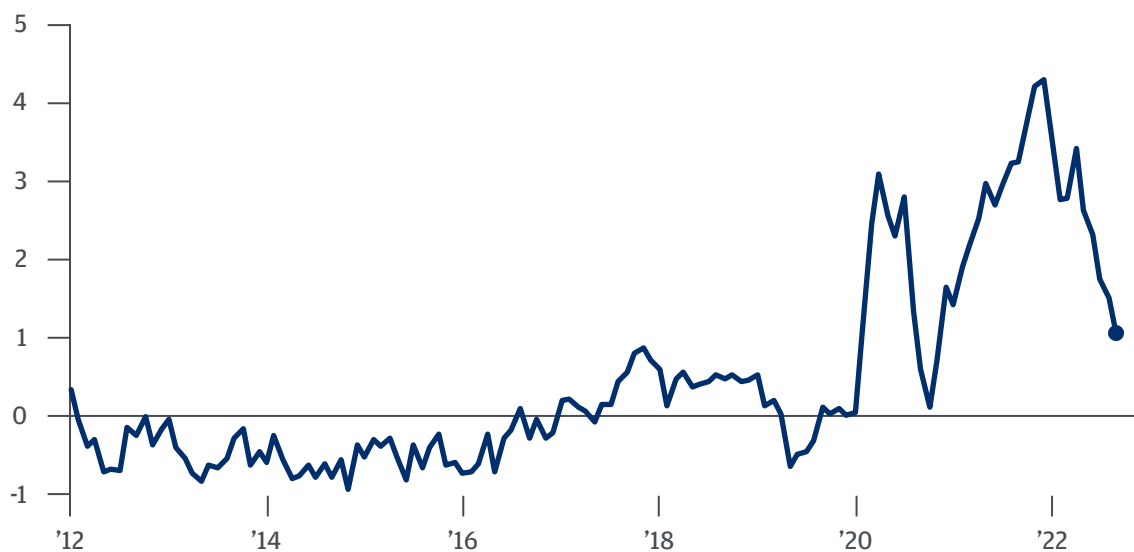
美國個人消費支出，6個月年化變化率%



資料來源：經濟分析局。數據截至2022年9月。

### 全球供應鏈問題正在迅速得到解決

全球供應鏈壓力指數，0 = 正常



資料來源：NYFEDLSE、Haver Analytics。數據截至2022年9月。

# 全球 經濟疲弱

經濟低迷的影響可以說是幾乎無處不在：涵蓋所有地區和領域，全球經濟都面臨着一系列增長挑戰。



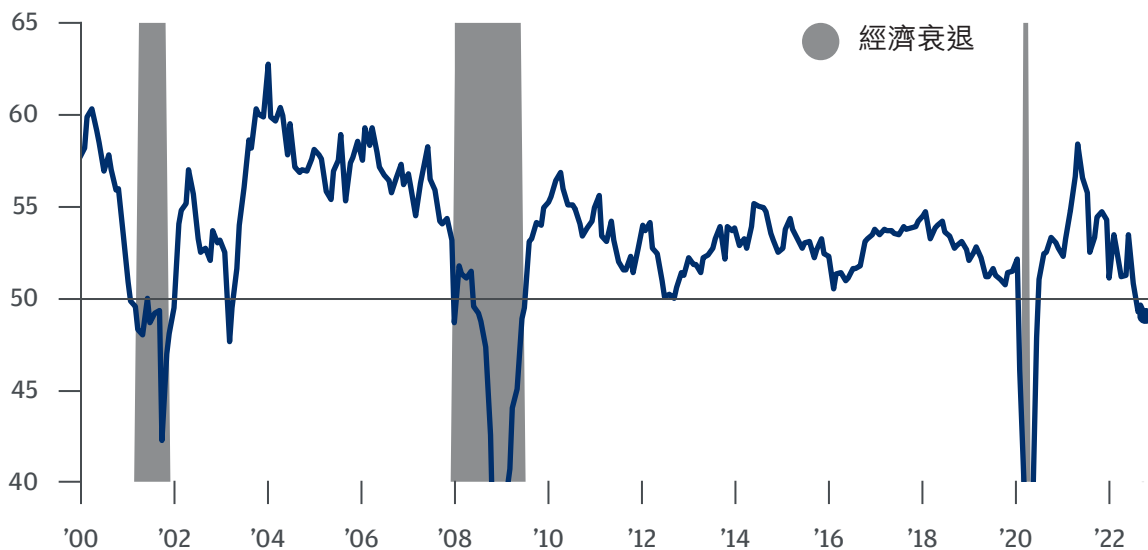
籠罩2022年的經濟挑戰包括通脹攀升和金融環境收緊、能源危機以及中國經濟增長放緩，這些挑戰不會在一夜之間消失。

我們預計全球經濟中的摩擦將會加劇。

美國很可能在2023年出現貨幣政策引發的經濟衰退，而歐洲將出現更為困難的環境：經濟增長停滯和通脹繼續攀升等。中國的情況將取決於防疫政策。相對而言，拉丁美洲可能成為一個亮點。

## 全球經濟活動調查顯示略有收縮

全球採購經理人指數，50+ = 擴張



資料來源：摩根大通、標普全球、Haver Analytics。數據截至2022年10月。



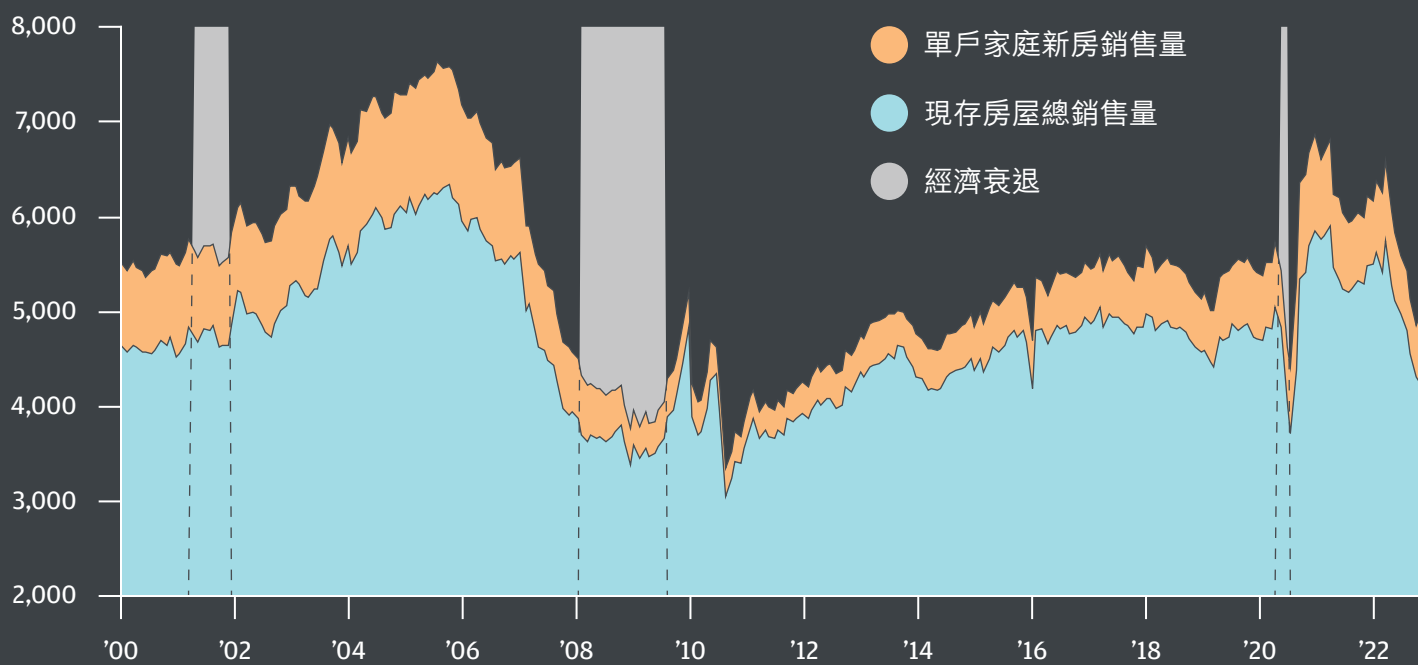
# 美國： 很可能陷入 經濟衰退

雖然美國的經濟增長相對有彈性，但我們認為債務違約增加和工人失業只是時間問題。

通常，緊縮周期首先影響利率敏感行業，之後會導致各經濟領域的失業潮——有時甚至會持續至利率達到限制性水平後的12至18個月。我們預計在科技、住宅房地產和製造業將出現進一步的裁員。

### 對利率敏感的房地產行業受到衝擊

季節性調整年率(SAAR)，千個單位



資料來源：全國房地產經紀人協會、人口普查局。數據截至2022年10月。

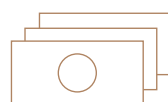


# 雖然如此，我們預計 不會出現類似於經濟 大蕭條那樣的衰退。

目前，金融、企業和家庭部門資金充足，而在金融危機期間顯然並非如此。

比如，金融危機前的銀行系統貸存比是100%左右，而現在約為70%。企業和家庭目前的盈餘(總收入減去總支出)比1950年以來任何一次衰退之前都要強勁。

簡而言之，我們認為美國可能會陷入經濟衰退，但並不至於引致危機。



企業和家庭盈餘水平  
比1950年以來任何一次  
衰退之前都要強勁

# 中國： 持續的房地產和 新冠疫情困境

在中國，房地產行業崩潰的影響以及防疫管控措施可能繼續干擾GDP增長。

出口高於新冠疫情前的水平，但建築銷售和新建房屋增長正在直線下滑，而且至今沒有好轉的跡象。近期的政策及公告顯示政府將提供更多支持，但是我們還是會假借數據解讀實際情況。

中國的政策制定者正把投資引向基礎設施建設。然而，疫情反復以及陷入困境的房地產行業，令溫和的增長勢頭受到阻礙。到2023年，增長勢頭可能會緩慢轉向經濟重啟，但這一進程很可能緩慢且謹慎。

至少就目前而言，我們預計政府將更關注經濟穩定，而非刺激增長。我們認為中國的經濟不會很快出現反彈。



經濟重啟可能緩慢且  
謹慎。



政府將更關注經濟  
穩定，而非刺激  
增長。



# 歐洲： 處於經濟衰退 邊緣

無論用什麼標準衡量，雖然歐洲的增長較預期樂觀，其經濟形勢實際黯淡。

俄烏衝突同時推高了通脹、降低了實際收入、削弱了外部融資，並挑戰了歐洲央行2%通脹目標的可信度。

對抗通脹的額外加息將不可避免地抑制增長，債券市場似乎也不太可能助力大規模的財政支持計劃。

許多供應鏈受到破壞，企業和家庭的信心罕見地出現消減。衝突的結束將提振經濟，也一定會改善商業和消費者情緒，但是在我們對於2023年基本情形的預測中無法將這一情況考慮在內。





的確，對俄羅斯能源的依賴為經濟產出帶來了嚴重風險。

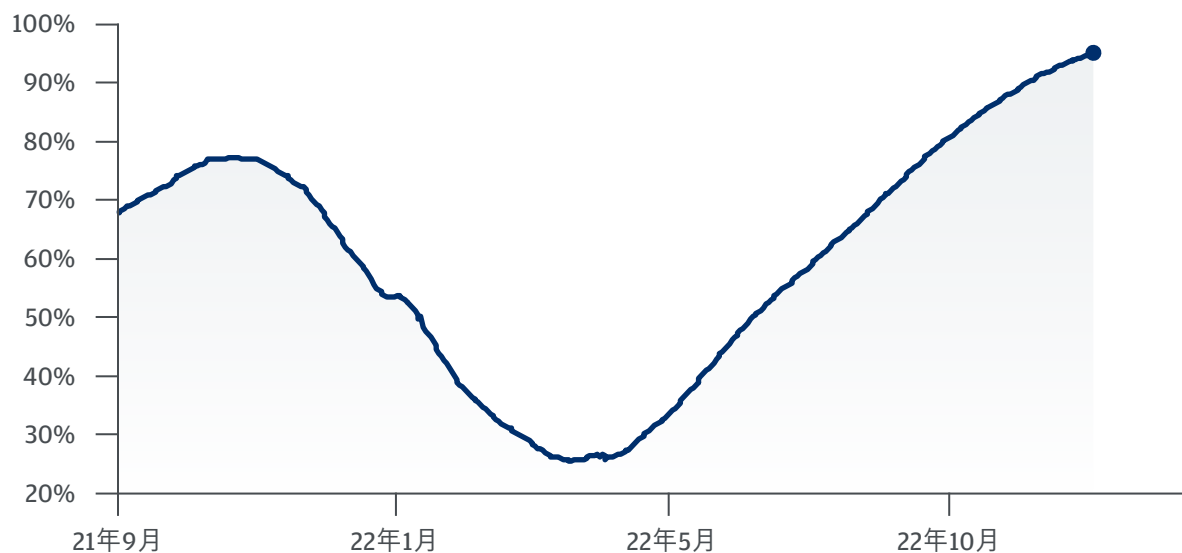
90%

儘管歐洲決策者已經將天然氣儲存水平提高到總容量的約90%，但期貨價格仍然暗示明年及以後的形勢岌岌可危。今冬的天氣狀況目前看來比較溫和，可能會決定工業部門是否需要削減產量，確保家庭取暖和用電。



### 歐洲天然氣儲備接近飽和...

天然氣儲存，滿載率%



資料來源：彭博財經、歐洲天然氣基礎設施。數據截至2022年11月。

### ...但是經濟情緒不容樂觀

Sentix歐元區經濟預期／情緒指數，平衡%



資料來源：Sentix公司、Haver Analytics。數據截至2022年11月。

# 拉丁美洲： (相對而言的) 一個亮點



近兩年來，拉丁美洲在經濟增長和市場表現方面都超過了其他新興和發達市場。

儘管聯儲局採取了激進的緊縮周期，但該地區的主要貨幣在2022年走強。巴西雷亞爾和墨西哥比索分別升值9%和5.5%。

拉丁美洲各國央行是首批在2021年開始加息的央行。到2022年底，大多數拉丁美洲央行具備暫停加息的條件，他們有可能在2023年年中開始降低利率。這將為拉丁美洲各國股票市場的上揚起到重要的推動作用，該地區股市的交易價格目前處於過去15年來的最低水平。

即使貨幣政策放鬆，我們認為匯率也不會受到影響。這是因為其實際利率(尤其是在巴西)是世界上最高的地區之一。

拉丁美洲無法避免受到全球經濟疲軟的影響，但由於其在大宗商品領域的巨大敞口，所以影響相對有限。

政治是拉美經濟的主要風險。如果公共支出失控，財政穩定性可能會受到質疑。





# 估值重置

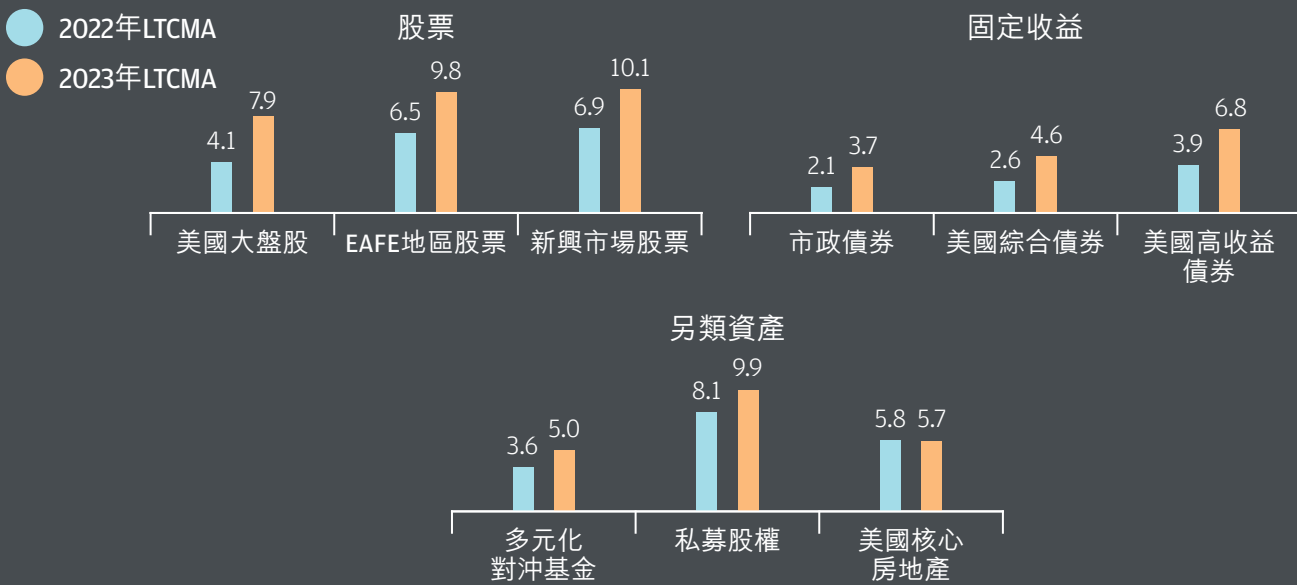
對資本進行配置，  
正當其時。

# 以下是2022年 熊市帶來的結果：

估值的大幅重置——更高的收益率、更低的股票市盈率——為傳統股票和債券投資組合創造了十多年來最佳的入場機會。事實上，我們對所有資產類別的長期回報預期都遠高於去年。

## 長期資本市場假設(LTCMA)體現樂觀的預期回報

未來10-15年預計年化回報，%



資料來源：摩根資產管理。數據截至2022年9月30日。

在2023年，我們認為投資者應該主要關注兩個核心問題：

哪些資產將有助於保護投資者的投資組合避開衰退？  
我們的答案是：核心債券。

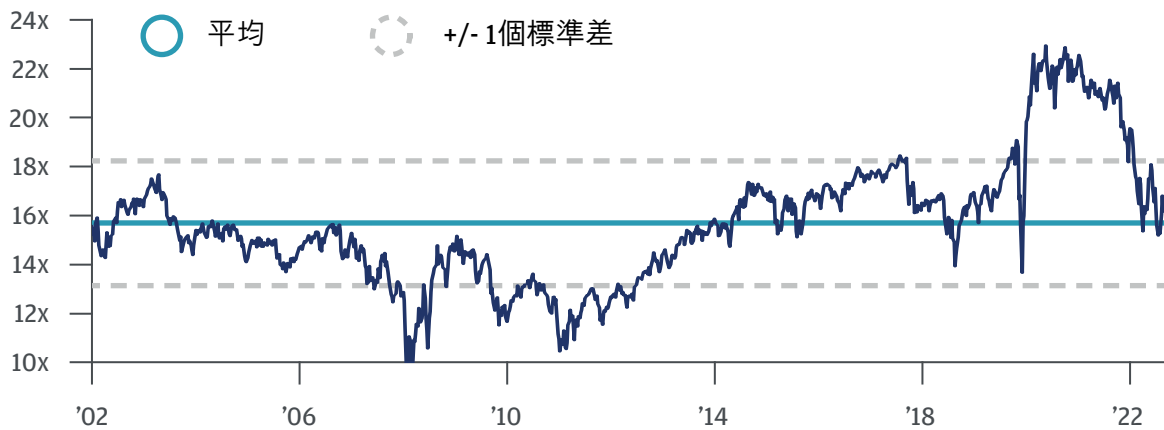
風險資產已經在多大程度上反映了未來對於現金流和企業盈利的衝擊？  
我們的回答是：風險頗高，但大概率不是全部。

我們認為投資者目前可以在核心債券、優先股、中小盤股以及基礎設施和交通運輸資產中尋找機會。

到2023年，隨着市場轉變並反映我們預期的經濟疲軟，房地產和大盤股等領域可能會出現更多機遇。

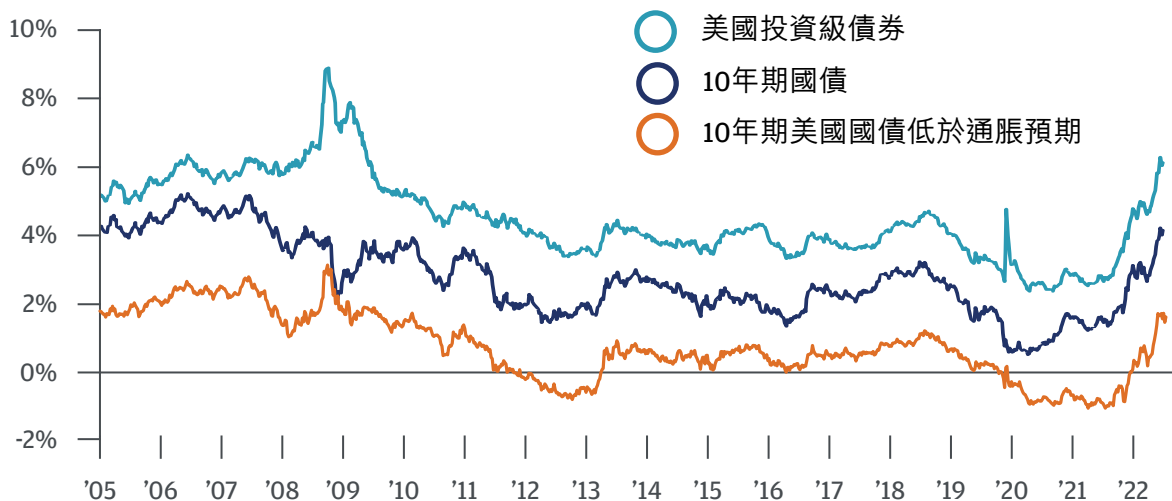
在之後的章節中，我們將評估不同資產類別的投資風險和機會。

### 美國股票估值低於長期平均水平 標準普爾500未來12個月市盈率



資料來源：彭博財經。數據截至2022年11月。債券收益率達到十年來的最高水平

### 債券收益率達到十年來的最高水平 收益率，%



資料來源：彭博財經。數據截至2022年11月。註：投資級債券由JULI指數代表。

# 債券：

具有獲得收益、  
保護和資本增值  
的潛力

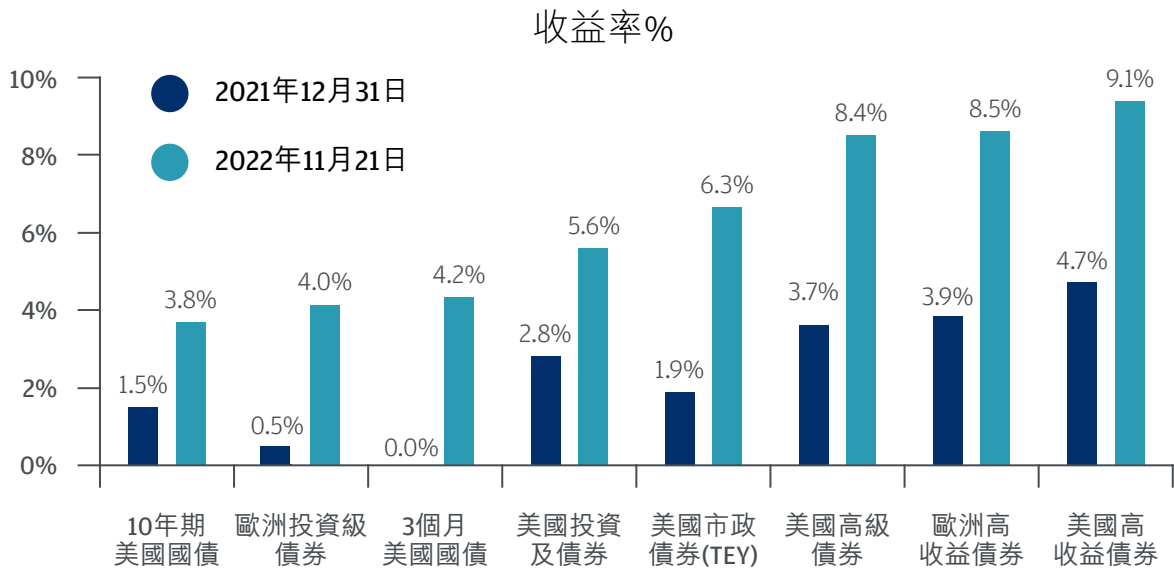


就在幾個季度前，傳統固定收益類資產還面臨着一個嚴峻的挑戰：既不能提供具有吸引力的收益，也無法提供足夠的保護來抵御經濟衰退。如今，隨着國債、公司債和市政債券的收益率達到逾十年來的最高水平，其提供收益和投資組合壓艙石的作用再次顯現。

大部分固定收益資產目前的收益水平相當於過往的股票回報率。投資者可以抓住這一機會，在承擔較低風險的同時，實現投資目標。隨着利率在衰退中下降，較長期限的核心固定收益產品(如投資級企業或市政債券)可能會提供10%以上的整體潛在回報。

這是所有投資者都應該注意的變化。

### 固定收益類資產的總體收益率



### 優先股收益



資料來源：摩根大通私人銀行、彭博財經。TEY = 稅收等值收益率。註：投資級債券由摩根大通美國流動性指數(JULI)代表，市政債券由彭博市政債券指數代表，優先股由ICE美銀美國高收益機構級資本證券指數代表，廣泛高收益由摩根大通國內高收益指數代表。數據截至2022年11月。不可直接投資於指數。

資料來源：彭博財經、美國銀行。數據截至2022年11月。註：優先股由HIPS指數代表。不可直接投資於指數。

實際上，市場定價反應了在未來十年的大部分時間裡，短期利率會保持在3.1%以上。我們認為結果未必如此，但投資者應當鎖定目前的高收益率。

從核心固定收益轉向信用較差的發行者或在資本結構中處於從屬地位的證券，投資者所面臨的潛在回報和風險會更大。

根據我們對該資產類別的評估，高收益債券市場正在消化經濟增長放緩和信貸質量惡化的影響，但還沒有反映徹底衰退的情況。雖然如此，即便考慮出現違約的潛在損失，高收益債券近10%的全包收益率也為投資者提供了一個具有吸引力的替代股票敞口的選擇。

與此同時，對於部分投資者而言，優先股可能是一個值得關注的機會。優先股兼具固定收益(價格部分由利率決定)和股票(反映對企業收益看法的變化)的特徵。利率上升和對經濟增長的擔憂引發了這些證券今年迄今縮水約20%。

我們認為優先股的買入點已經出現。與高收益債券不同，鑑於投資級公司是最常見的發行者，違約風險更加有限。此外，如果收益率下降，價格可能會反彈。作為美國納稅人也可以從股息所得稅優惠待遇中獲益。



# 股票：

關注質量，  
尋找入場機會

沒有人確切知道股市何時會觸底，但股價下跌20%相對罕見，而且歷史上一直是中長期投資者的最佳切入點。當前這個周期應該不會出現太大差異。

我們認為股票很可能在2023年將實現正回報。從目前水平基礎上的任何大幅下挫都可能是好的買入機會。

首先談談美國市場，分析師對於標準普爾500在2023年盈利增長接近7.5%的預測似乎過於樂觀。鑑於經濟增長走弱的背景，我們預計盈利將持平至負增長。

但盈利預期只反映一部分情況。隨着通脹下降、緊縮周期接近尾聲以及利率觸及上限，我們預計美國市場的股票估值將增加。

綜合考慮這兩個因素，明年的標準普爾500將實現溫和的正回報。顯然，抑制通貨膨脹是股市上漲的先決條件。

我們可以看到市場各領域的輪動。隨着債券收益率達到峰值，投資者可能會重新進入利率敏感板塊(如房地產及定價合理的科技股)。若市場價格消化更大的衰退風險，投資者將退出面臨風險的周期性行業。

各地區的情況各不相同。儘管目前歐洲和中國的估值似乎很有吸引力，但我們認為，以美元計價的投資者應該等到美元匯率明顯轉低、全球製造業周期明顯上揚之後，再增加他們在非美國股市的敞口。我們有可能抓住這個機會，因為同歷史估值相比，美元升值似乎已經接近極限。



我們認為2023年股票  
資產或將實現正回報。





中國以外的新興市場可能會提供一些值得關注的交易機會。從估值角度看，巴西股票似乎很有吸引力，我們也看好韓國的半導體行業敞口。從長期來看，糧食短缺和對石油的依賴(儘管我們在清潔能源轉型方面已經取得了進展)等結構性趨勢可能會抵消中東和拉美等地區的特殊風險。

隨着周期的展開，我們可能會於2023年增加在大多數新興市場交易的機會。

從區域角度來看，鑑於美國股市受全球經濟衰退的影響往往更小，我們偏好美國股票。

在行業層面，我們偏好醫療保健。與其它行業不同，該行業的營收並非呈現周期性變化，並且估值似乎合理。我們也從受到高利率衝擊、但現金流充裕的優質科技及相關公司中看到機遇。工業企業股票提供了一些通脹保護，並受益於全球基礎設施和

國防投資。鑑於宏觀環境的不確定以及利率高企，股息增長和價值型公司處於有利地位。

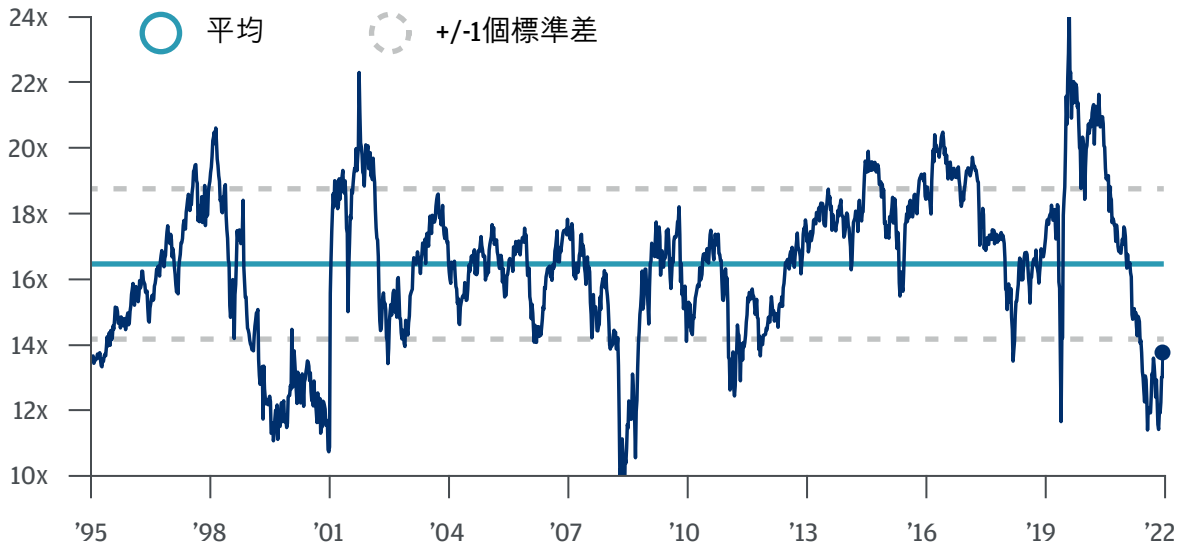
## 我們認為投資者當前也應該考慮中小型股。

一般來說，小公司往往比大型股增長更快，容易從並購活動中受益，並且在某種程度上看，監管環境的收緊對其影響較小。

估值已降至衰退水平，可能已經反映了盈利的大幅下降。經濟衰退期間，中小盤股表現通常僅比大盤股低5%左右，而在復甦的第一年，中小盤股的表現往往比大盤股高出30%，所以我們認為目前增加配置正當其時。

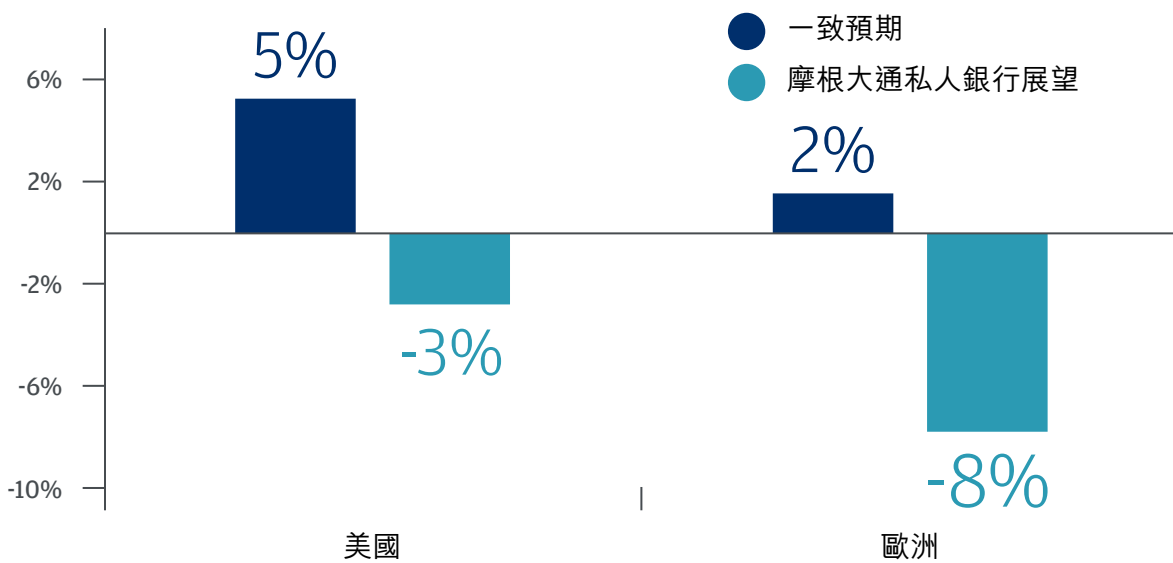
隨着時間的推移，我們將密切關注市場的其他錯位領域。

### 中型股估值接近低點， 標準普爾400未來12個月市盈率



資料來源：彭博財經。數據截至2022年11月。不可直接投資於指數。

### 對收益增長的共識似乎過於樂觀 2023年預計每股收益(EPS)同比變化



資料來源：FactSet、摩根大通私人銀行。數據截止2022年10月。不可直接投資於指數。

# 另類資產：

—  
受益於長期  
經濟轉型，  
可能賺取  
超額回報

# 一度繁榮的私人市場 已經開始感受到公共市場 所無可回避的壓力。

成長型股票基金、房地產投資工具和私人信貸管理公司都經歷了不同程度的資產減值，而且減值似乎有可能擴大。

另一方面，如對沖基金這樣的專注於利率、貨幣和跨資產相關性的其它另類資產投資今年表現出色，證明了其作為組合多樣化投資工具的价值。2023年，黃金可能起到與美元類似的作用，而實際利率也將達到高位。



從近期來看，2022年公共資本市場活動的枯竭，意味着私人市場投資者可以通過提供債務和股票融資獲得溢價。考慮到估值調整，計劃在2022年或2023年首次公開募股的公司也暫緩出手，相反，其中有很多正在向私人投資者尋求過橋資本，而私人貸方現在可以向潛在借方提出更高的借款利率。

同樣，與其他類型的私募股權投資相比，二次私募股權發行曾實現更高的淨內部收益率，同時擁有較其他私募股權投資更為有限的經理人分散度，因此二次私募股權發行可以提供機會，從那些願意接受降價以換取即時流動性的資產所有者那裡獲得貼現資產。

這一領域的供應也有所增加，因為考慮到今年股票和債券的拋售，一些機構投資者需要出售非流動性資產以維持其適當的投資配置。



展望未來，隨着增長情況的惡化，我們可能還會看到房地產和信貸領域因出現困境而產生的機會。

在2023年及以後的時間裡，我們認為全球經濟將回歸對於穩定和安全的關注。疫情和不斷變化的地緣政治風險在供應鏈彈性、對能源、食品和其他自然資源的獲取、以及傳統和數字安全等領域引發了一系列尖銳的問題。

實物資產例如基礎設施、交通運輸和能源轉型為公共和私人投資者創造了廣泛的可能性。

許多行業均經歷了10年的投資不足，產能嚴重下降，如住宅房地產(美國新建住宅缺口約150萬戶)、航運業(目前僅有111家活躍的大型造船廠，而2008年為320家)和自然資源(大型能源資本支出自2015年以來下降了60%)。儘管需要考慮周期性風險，投資不足為收益率與總回報提供了機會。





歐洲可能需要重新設計其能源基礎設施和供應鏈，這不僅將有利於天然氣生產商和運輸商，還將加速綠色能源的過渡。核能甚至可能成為一個更容易被接受的選擇。無論宏觀經濟情況如何，關鍵基礎設施將在全球經濟中繼續為投資者提供穩定的收入來源。

無論宏觀經濟情況如何，關鍵基礎設施將在全球經濟中繼續為投資者提供穩定的收入來源。

總之，我們依靠私人投資為投資組合增加多元化收益，瞄准某些領域的市場效率低下，並推動實現相較於公共基準的誘人回報。我們對2023年的展望讓這些特質更具價值。

### 歐洲

或需重新設計其能源基礎設施與供應鏈

### 實物資產

許多行業在過去十年無法獲得足夠投資。



# 專注於 投資 過程



2022年考驗了許多投資者的決心。股市走勢是有記錄以來其中表現最差的一年。債券不僅未能保護投資組合免受股票拋售的影響，還遭受了幾十年來最大的損失。

我們期盼更好的日子將會到來。我們認為，即使2023年出現經濟衰退，市場也可以保持韌性，逐漸穩定。全球估值重置將為投資者實現財務目標提供更廣泛的選擇機會。

最重要的是，我們鼓勵投資者關注過程：明確財務目標且定期回顧，並據此設立投資組合，有望全力以赴助力實現您的目標。

歡迎與您的摩根大通團隊聯絡，我們將全力以赴，盡可能地助您把財務願景照進現實。

The logo for J.P. Morgan is displayed in a large, elegant, white cursive script. The letters are fluid and interconnected, with a prominent 'J' and 'P' at the beginning and a long, sweeping underline at the end.

# 我們的目標

---

全球投資策略團隊提供行業領先的專業洞見和投資建議，致力於幫助客戶實現長期目標，通過各經濟學家、投資策略師和資產類別策略師積累的廣泛知識和豐富經驗，為客戶提供全球金融市場的獨特視角。

執行主管

---

**Clay Erwin**

投資、銷售和交易部全球主管

全球投資策略團隊

---

**Tom Kennedy**

首席投資策略師

**Elyse Ausenbaugh**

全球投資策略師

**Christopher Baggini**

股票策略部全球主管

**Nur Cristiani**

拉美投資策略部主管

**Kristin Kallergis Rowland**

另類資產部全球主管

**Jacob Manoukian**

美國投資策略部主管

**Grace Peters**

歐洲、中東和非洲市場投資策略部主管

**Xavier Vegas**

信貸策略部全球主管

**吳安瀾(Alex Wolf)**

亞洲投資策略部主管



## 重要資訊

### 主要風險

文件僅供一般說明之用，可能告知您JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人銀行業務提供的若干產品及服務。文中所述產品及服務，以及有關費用、收費及利率均可根據適用的賬戶協議而可能有變，並可視乎不同地域分布而有所不同。所有產品和服務不一定可在所有地區提供。如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助（電郵地址：[accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com)）。請參閱所有重要資訊。

### 另類資產投資

投資於另類投資策略具有投機性質，其風險往往高於傳統投資，包括流動性有限、透明度有限等，只有那些財力能夠接受投向該等策略的資產全部或部分損失的成熟投資者才能考慮。私募股權基金投資可帶來回報吸引、公開市場上沒有的投資機會並有助多元分散投資，但也涉及重大風險，包括流動性不足、長時間跨度、損失本金及重大執行及營運風險等公開股票市場上通常不會涉及的風險。私募股權基金的年期一般為10-15年，並將於持有4-5年後開始變現投資。

### 債券

債券受發行人的利率風險、信用和違約風險的影響。當利率上升時，債券價格通常會下跌。

### 大宗商品

大宗商品投資相較傳統證券投資涉及較高的波動性，尤其是有關金融工具涉及槓桿。大宗商品掛鉤衍生工具的價值可能受到總體市場走勢轉變、商品指數波幅、利率變動或旱災、洪水、天氣、牲畜疾病、禁運、關稅及國際市場的經濟、政治及監管法規發展等可影響特定行業或大宗商品的因素所影響。採用槓桿式大宗商品掛鉤衍生產品投資為投資者創造機會可提高回報，但也同時有機會錄得較大損失。

### 股票

股票證券的價格可能會因為大盤市場的變動、公司財政狀況的變動、利率風險及缺乏流動性而上升或下跌，有時候可能會比較急速或不可預料。股票證券須承擔「股市風險」，即股價通常在短期或較長時間內可能下跌。優先投資具有股票和債券的共同特徵。優先證券通常是具有贖回保護的長期證券，其資本結構介於債務於股權之間。優先證券具有各種風險和考慮因素，包括：集中風險；利率風險；信用評級低於個別債券；對資產提出的索償低於公司的個人債券；由於含有這些風險特徵，因此收益率更高；而「可贖回」意味着發行公司可以在特定日期後以特定價格贖回股票。投資於另類投資策略具有投機性質，其風險往往高於傳統投資，包括流動性有限、透明度有限等，只有那些財力能夠接受投向該等策略的資產全部或部分損失的成熟投資者才能考慮。

### 固定收益

固定收益產品投資涉及若干風險，包括利率、信用、通脹、贖回、償還和再投資風險。

### 優先股

優先投資具有股票和債券的共同特徵。優先證券通常是具有贖回保護的長期證券，其資本結構介於債務於股權之間。優先證券具有各種風險和考慮因素，包括：集中風險；利率風險；信用評級低於個別債券；對資產提出的索償低於公司的個人債券；由於含有這些風險特徵，因此收益率更高；而「可贖回」意味着發行公司可以在特定日期後以特定價格贖回股票。

### 了解長期資本市場假設

摩根資產管理長期資本市場假設(LTCMA)：鑑於所涉複雜風險回報權衡，我們建議客戶在制定戰略配置時兼顧主觀判斷與定量優化策略。請注意，所示資訊均基於定性分析。

不建議完全依賴上述內容。本資訊不作為任何投資特定資產類別或策略的建議，亦無法承諾未來業績表現。請注意，上述資產類別及策略假設均為被動型——並未考慮主動型管理對其產生的可能影響。所列之未來回報不可被視為對客戶投資組合有望實現的實際回報的承諾或預估。假設、意見和預估僅用於說明目的，不可被視為買賣證券的投資建議。我們的判斷乃基於當前市場情況對金融市場趨勢的預測，如有更改，恕不另行通知。我們認為此處所供資訊均為可靠，但無法保證其準確性或完整性。本材料僅供參考，無法提供、亦不應被視為會計、法律或稅務方面的建議。上述內容中的假設結果僅供說明／討論之目的，且受諸多重要因素限制。「預期」和「阿爾法」回報預估可能存在不確定性和誤差。例如，用於預估的歷史數據的變化將對資產類別的回報產生不同的影響。每種資產類別的預期回報取決於不同經濟情景；特定情況下，實際回報可能會更高或更低，且過往事實的確如此，因此投資者不應期望獲得與本文所示之結果類似的回報。材料中所描述的資產配置策略或資產類別的未來回報均不可被視為對客戶投資組合有望實現的實際回報作出的承諾。鑑於所有模型的固有局限性，潛在投資者在做決定時不應完全依賴模型。本模型無法解釋經濟、市場和其他因素可能對實際投資組合的實施和持續管理產生的影響。與實際投資組合結果不同，模型結果不反映實際交易、流動性限制、費用、支出、稅收和其他可能影響未來回報的因素。模型假設僅為被動型——並未考慮主動型管理對其產生的可能影響。經理人能否實現類似結果受限於風險因素，而經理人可能無法或有限程度上地控制此類風險因素。本文所載之觀點不可被視為在任何司法管轄區內購買或銷售任何投資產品的建議或意見，亦不可被視為摩根資產管理或其任何附屬公司參與本文所述任何交易的承諾。本文所載之任何預測、數字、意見或投資技巧及策略僅供參考，且均基於某些假設及當前市場狀況，如有更改，恕不另行通知。此處提供的所有資訊在文件編寫時

均為準確。本材料不包含支持投資決策的充分資訊，投資者在評估投資任何證券或產品的價值時不應依賴本材料。此外，投資者應對法律、監管、稅務、信貸和會計方面的影響進行獨立評估，並與自己的專業財務顧問共同確定本材料中提到的投資是否與其個人目標相匹配。投資者在進行任何投資前，應確保獲得所有可獲得的相關資料。需要指出的是，投資存在風險，投資的價值和收益可能會隨着市場狀況和稅收協議的變化而波動，投資者可能無法收回全部投資本金。過往業績及收益均非當前和未來業績的可靠指標。

#### 一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、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。請與您的摩根大通團隊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。

#### 指數定義

**彭博全球綜合債券指數**是一項廣泛涵蓋全球投資級固定利率債券市場的指標。該指數主要包括三個部分：美國綜合債券指數(3億美元)，泛歐綜合債券(3億美元)，亞太區綜合債券指數(350億日元)。除了這三大指數中的債券以外(截至2009年12月31日佔全球綜合債券指數總市值的94.1%)，該指數還包括全球國債、歐洲美元(3億美元)、歐洲日元(250億日元)、加拿大(約合3億美元)和三大地區綜合債券指數中未包括的投資級144A(3億美元)指數適格債券。

**全球綜合債券指數**下設一系列按流動性約束、板塊、質量和期限劃分的標準和定制分類指數。該指數是Multiverse指數的一部分，於1999年創立，指數歷史回溯至1990年1月1日。所有指數均以美元計價。

**MSCI世界指數**是一項自由流通股調整後的市值加權指數，用於衡量發達市場的股市表現。該指數包括23個發達市場國家指數。

**標準普爾500指數**是500支股票的市值加權指數。該指數旨在通過代表所有主要行業的500支股票的總市值價值的變化衡量整個國內經濟的表現。該指數以1941-1943為基期，基準水平為10。

**標準普爾400指數**為投資者提供了中型公司的基準。該指數不同於大盤股的標普500指數，旨在衡量400家中型公司的表現，反映該細分市場的獨特風險和回報特徵。

**歐洲斯托克600指數(SXXP指數)**追蹤來自18個歐盟國家的600家大、中、小盤上市公司。該指數中涵蓋的國家包括奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、希臘、荷蘭、冰島、愛爾蘭、意大利、盧森堡、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士和英國。

**MSCI新興市場指數**代表23個新興市場國家的大中盤股。該指數共有834隻成份股，涵蓋每個國家約85%的自由流通量調整後的市值。這些新興國家包括：巴西、智利、中國、哥倫比亞、捷克、埃及、希臘、匈牙利、印度、印度尼西亞、韓國、馬來西亞、墨西哥、秘魯、菲律賓、波蘭、俄羅斯、卡塔爾、南非、台灣、泰國、土耳其和阿聯酋。

**MSCI中國指數**追蹤代表中國H股、B股、紅籌股和民股的大中盤股。該指數共有144隻成份股，涵蓋中國該股市總體約85%的市值。

**滬深300指數**是一項市值股票市場指數，旨在追蹤上海及深圳股票交易所上市規模最大的30隻股票表現。

**中證海外中國互聯網指數**旨在衡量以中國為基地且其主要業務為互聯網及互聯網相關行業板塊的可投資上市公司的表現。

指數並非投資產品，不得用於直接投資。

#### 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、圖表或評論作出陳述或保證，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他領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。本文件不應視為研究報告看待。任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，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。

#### 關於您的投資及潛在利益衝突

在摩根大通銀行或其任何附屬機構(合稱「摩根大通」)管理客戶投資組合的活動中，每當其有實際或被認為的經濟或其他動機按有利於摩根大通的方式行事時，就可能產生利益衝突。例如，下列情況下可能發生利益衝突(如果您的賬戶允許該等活動)：(1)摩根大通投資於摩根大通銀行或摩根大通投資管理有限公司等附屬機構發行或管理的共同基金、結構性產品、單獨管理賬戶或對沖基金等投資產品時；(2)摩根大通旗下實體從摩根大通證券有限責任公司或摩根大通結算公司等附屬機構獲取交易執行、交易結算等服務時；(3)摩根大通由於為客戶賬戶購買投資產品而收取付款時；或者(4)摩根大通針對客戶投資組合買入的投資產品所提供的服務(服務包括股東服務、記錄或托管等等)收取付款時。摩根大通與其他客戶的關係或當摩根大通為其自身行事時，也有可能引起其他衝突。

投資策略是從摩根大通及業內第三方資產管理人處挑選的，它們必須經過我們的管理人研究團隊的審批流程。為了實現投資組合的投資目標，我們的投資組合建構團隊從這些策略中挑選那些我們認為最適合我們的資產配置目標和前瞻性觀點的策略。

一般來說，我們優先選擇摩根大通管理的策略。以現金和優質固定收益等策略為例，在遵守適用法律及受制於賬戶具體考慮事項的前提下，我們預計由摩根大通管理的策略佔比較高(事實上可高達百分之百)。

雖然我們的內部管理策略通常高度符合我們的前瞻性觀點，以及我們對同一機構的投資流程、風險和合規理念的熟悉，但是值得注意的是，當內部管理的策略被納入組合時，摩根大通集團收到的整體費用會更高。因此，對於若干投資組合我們提供不包括摩根大通管理的策略的選擇(除現金及流動性產品外)。

Six Circles基金是一隻由摩根大通管理並於美國註冊成立共同基金，由第三方擔任分層顧問。儘管被視為內部管理策略，但摩根大通不保留基金管理費或其他基金服務費。

#### 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托管)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托服務而提供。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.的名稱在佛羅裡達州經營業務。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**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱「BaFin」)授權，並由BaFin、德國中央銀行(Deutsche Bundesbank)和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會(CSSF)監管，註冊編號為R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司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，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會(Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」)監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須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，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為8076，其米蘭商會註冊編號為REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任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。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行(DNB)和荷蘭金融市場監管局(AFM)監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為72610220。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行**(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)分派，其註冊辦事處位於Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行(即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司)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有限責任公司分行的名義註



冊登記，編號為29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局(BaFin)授權，並由BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局(Finansinspektionen)監管，並於瑞典金融監管局以**摩根大通有限責任公司**分行的名義註冊登記。在法國，本文件由**摩根大通銀行巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於14, Place Vendôme, Paris 75001, France，在巴黎商業法院註冊處的註冊編號為712 041 334，已獲法國銀行業監察委員會(Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR))批准，並受ACPR及法國金融市場管理局(Autorité des Marchés Financiers)監管。在瑞士，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其註冊辦事處位於rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權並受其監管。

就金融工具市場指令(MIFID II)和瑞士金融服務法(FINSA)而言，本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的資訊，這些文件目前或應在相關司法管轄權區內提供(按照要求)，否則投資者不應認購或購買本廣告中提及的任何金融工具。

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。銀行及托管服務由**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。建議您審慎對待本文件。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。**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。

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。

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**是一家在美國特拉華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。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言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。

「**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，分派或復制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**團隊聯絡。

© 2022年。**摩根大通**。版權所有。

J.P.Morgan PRIVATE BANK