

主权固定收益投资中的 ESG： 识别机会，纠正偏误

固定收益 | 环球固定收益团队 | 投资洞察 | 2020

2019年，我们刊发了摩根士丹利投资管理公司固定收益投资方法的相关文章，即《ESG及主权固定收益投资：一种更好的方式》(ESG and Sovereign Fixed Income Investing: A Better Way)。我们强调了应根据各国的发展阶段评估其可持续性表现的论点。我们采取方法有助于避免对发展中国家的系统性偏误，通常这些国家的绝对可持续性表现弱于较发达国家，但从人均GDP角度来看，可能会呈现高于预期的表现。在升级后的办法中，我们对方法做了进一步加强，将独立环境、社会和治理(ESG)的更广泛数据、可持续发展势头的综合全面评估、依时间框架调整方法的灵活性，以及基于联合国可持续发展目标(SDG)的影响框架纳入考量。

作者



SOLEDAD LOPEZ

新兴市场债务团队
副总裁



NAVINDU KATUGAMPOLA

可持续投资、固定收益
和流动性主管



BARBARA CALVI

可持续投资团队
副总裁



概述

我们所推出的最新加强版的主权债券可持续性模型(图示1),是评估主权债券发行人ESG表现的一个大幅更新的综合方法,旨在强化投资流程并为其提供信息。我们的模型融合了以下关键要素:

1. 基于重要性进行ESG因素选择,力求在整个发达和新兴市场捕获与一个国家自然资源使用情况及气候变化脆弱性、人类发展、体系质量以及法治有关的衡量指标。
2. 根据人均GDP对我们的环境、社会、治理评分进行调整,以消除针对新兴市场的偏误。通过根据人均GDP进行调整,我们认为可以根据每个国家相对其收入的ESG衡量指标的预期表现,掌握其财富及排名情况。
3. 纳入结合我们分析师定性观点与历史业绩定量分析的势头因素。
4. 内嵌调整适用于环境、社会和治理因素权重的灵活度,认可这些因素的相对重要性可能随着债务工具的投资期而变化。
5. 根据我们的评估尺度,我们数据集中的国家被划分为五个类别,从“ESG表现佼佼者”到“ESG表现极欠佳者”。

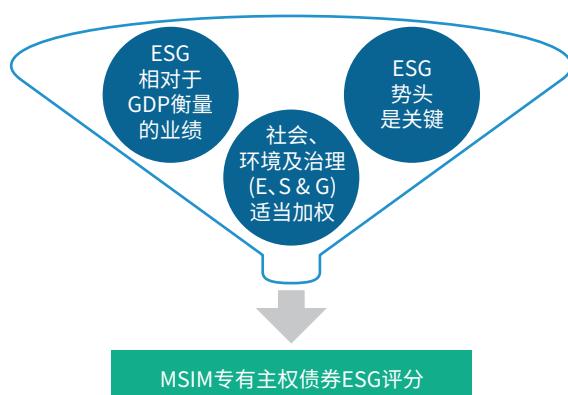
6. 采用SDG作为说明各国家在经济和社会发展方面所取得进展的参考框架。

MSIM主权债券ESG框架

从独立第三方提供商获得107个新兴和发达国家的ESG年度基础数据出发,并以20年为一个时间跨度,¹

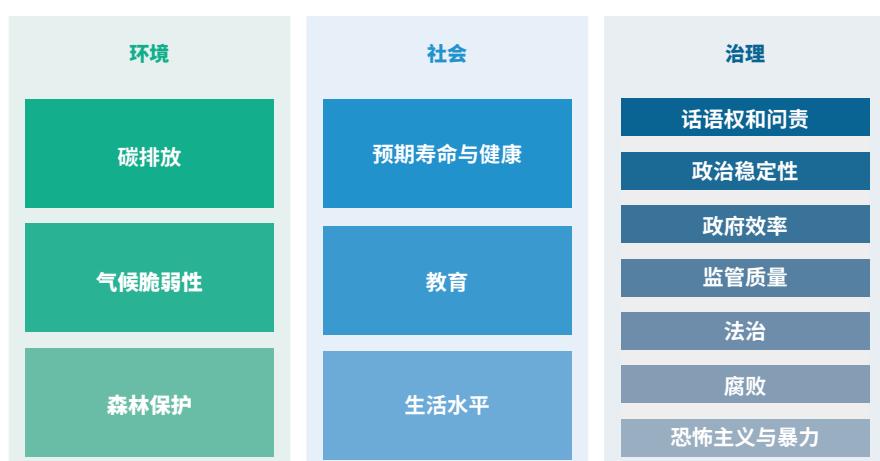
图示1

主权债券可持续性模型



图示2

MSIM主权债券ESG框架



¹ 模型中使用的数据包含1995年至2018年间官方部门、非政府组织和学术机构,包括联合国,世界银行集团,全球大气研究排放数据库(EDGAR)和圣母大学等的广泛指标。资料来源:UNDP(2019),《2019人类发展报告:超越收入,超越平均,超越当下:21世纪人类发展的不平等》,联合国,纽约。全球治理指数(www.govindicators.org),世界银行。Muntean, M., Guizzardi, D., Schaaf, E., Crippa, M., Solazzo, E., Olivier, J.G.J., Vignati, E. Fossil CO₂世界各国排放量——2018年报告,EUR 29433 EN,欧洲联盟出版办公室,卢森堡,2018,ISBN 978-92-79-97240-9,doi:10.2760/30158,JRC113738。圣母——全球适应指数(ND-GAIN)国家指数(Chen, C.; Noble, I.; Hellmann, J.; Coffee, J.; Murillo, M.; Chawla, N. (2015),圣母大学全球适应指数国家指数技术报告)。脆弱性指数衡量的是一个国家应对气候变化负面影响的程度、敏感性和适应能力。ND-GAIN通过考量六个维系生命的行业——食品、水、卫生、生态系统服务、人类生活环境和基础设施的脆弱性,来衡量整体脆弱性。

进行数据分析，以制定我们专有的支持主权国家经济发展和抗逆性且我们认为对于其债务表现最为关键的环境(E)、社会(S)和治理(G)指标(图示2)。

这些因素反映了我们的内部观点，即主权债券发行人的重要性，并从广泛的ESG指标中进行挑选，以确保我们的模型基于可靠的数据集，从而可以进行回测并确保分析的统计意义。治理因素反映的是一个国家的法治、体系质量、政治稳定性、话语权及问责等。环境因素提供有关缓解气候变化方面的进展，气候相关风险抵御能力和自然资源使用方面的信息，社会指标则从教育程度、预期寿命和生活水平方面来衡量人口的发展。

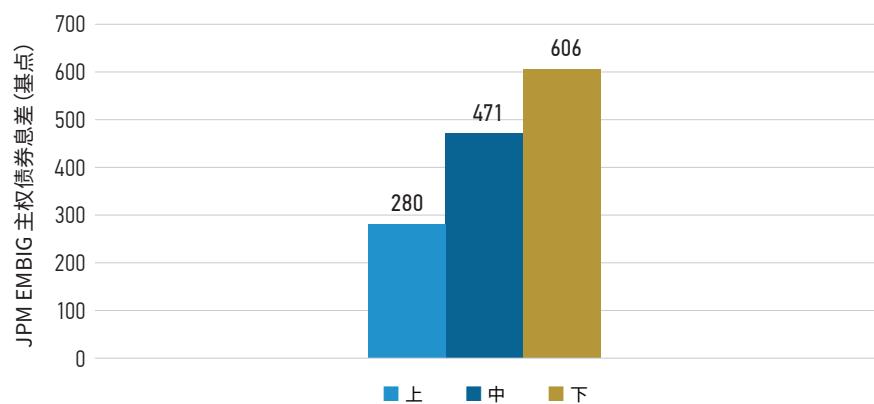
ESG指标越高，主权债券息差越低

根据文献资料，存在两种的论点支持ESG表现与主权债券息差间的关联性(参见Capelle-Blancard等人。(2017)²)。第一种观点考虑了投资者对多元化、回报和伦理道德原因的偏好，而第二种观点是，可持续性可通过考量非经济/财务因素来改善财务业绩和风险管理。作者指出，ESG表现好的国家，其违约概率和息差往往都较低。

图示3

ESG和主权债券息差

根据ESG评分得出的平均主权债券息差(百分比30、60和90)



说明用途，无意于说明特定投资的表现。资料来源：彭博社、联合国、世界银行集团、全球大气研究排放数据库(EDGAR)、圣母大学和MSIM截至2020年10月的数据。

Cevik和Jalles(2020)³发现，与更易受气候变化影响的国家相比，更具气候变化抗逆性的国家的息差较低。Berg等人(2016)⁴的研究表明，与治理相比，环境和社会因素对主权债券息差的影响具有滞后性，因为改善这些因素的措施的影响往往需要一段时间才能见效。治理记录较差的政府由于体制框架和/或政治稳定性薄弱，主权债券违约可能性会更高(正如我们在主权债券息差模型“重新审视我们的新兴市场主权债券息差估值框架”中所看到的那样，摩根士丹利投资管理，2018)。

如图示3所示，ESG指数较强的国家，违约风险往往较低，因此债券息差也较低。社会和治理因素往往与主权债券息差呈负相关。与环境因素之间的关系较为不明朗，原因前面已提到，即涉及气候变化、污染或资源短缺的问题，可能需要更长的时间才能显现。

但我们发现，传统的信用评级并不能充分反映一个国家的可持续发展表现。图示4将信用评级与主权债券可持续性排名进行对比，显示二者之间呈弱相关(相关系数为0.4)。我们认为，

² Capelle-Blancard, G., Crifo, P., Oueghlissi, R., Scholtens, B. (2017),《环境、社会与治理(ESG)表现和主权债券息差：对OECD国家的实证分析》。工作报告2017-07，巴黎大学

³ Cevik, S. 和 Jalles, J.T. (2020) 《改变了一切：气候冲击和主权债券》，REM工作报告0132-2020。

⁴ Berg, F., Margaretic, P. and Pouget, S., (2016),《主权债券息差和金融外信息：对新兴市场的实证分析》，智利中央银行。

这进一步说明，ESG数据和主权债券得分所提供了关于风险和回报的替代性和多维观点，投资者可以将其作为当前传统信用评级信息的补充。

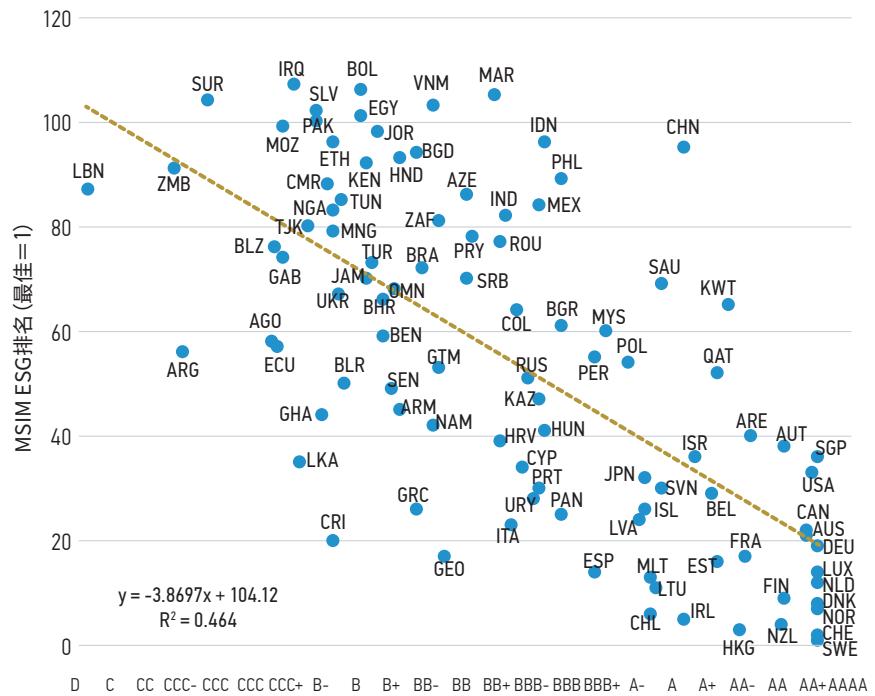
仅投资 ESG 得分高的国家对落后国家的偏误

相对于新兴市场交易对手方，发达市场发行人往往拥有更高的 ESG 评分和评级，总体上反映出更先进的环境和社会水平，和更稳健的政府机制。因此，仅投资于 ESG 表现强劲的国家通常会导致投资组合多样化程度较低，由此打击了在 ESG 相关改善方面有更大空间但评级较低的国家。为避免这些缺陷，我们的方法会通过控制人均 GDP 和校准每个因素相对于其收入群体的期望值来调整原始 ESG 评分。

根据人均 GDP 调整 ESG 排名

我们根据相对于收入水平的得分来控制各个人均 GDP 下的 ESG 指标并调整排名。为此，我们使用面板数据回归分析法⁵ 来估算 E、S 和 G 得分与人均 GDP 之间的关系（图示 5）。我们按照世界银行对高、中、低收入的定义，根据收入水平对样本进行了划分。⁶ 该模型的数据拟合性相当好，所有参数都有意义，并带来预期信号。我们根据人均收入估算各国的 E、S 和 G 拟合值，并调整 ESG 排名，以奖（惩）超出或低于其收入水平指标的国家。

图示 4
ESG 和信用评级



说明用途，无意于说明特定投资的表现。资料来源：彭博社、联合国、世界银行集团、全球大气研究排放数据库 (EDGAR)、圣母大学和 MSIM 截至 2020 年 10 月的数据。

例如，该方法奖励 ESG 相对于收入得分较高的国家（如智利和乌拉圭），惩罚科威特和黎巴嫩等国（这些国家的 ESG 得分低于其收入所暗含的 ESG 指标）。

势头和争议事件的重要性

最后，我们加入了一个势头因素来考虑随时间而形成的改善 / 恶化率，因为我们认为 ESG 因子可能移动缓慢，并且数据有可能很快过时或存在时间上的滞后。因此，要想获取某一国家主权债券的发展方向，必须了解总体趋势。此外，我们认为市场价格对

边际价格的微小变化非常敏感。该势头因素结合了数据驱动的要素和分析师驱动的得分。数据驱动的势头因素包括每个指标的 5 年滚动 z- 评分，对当前得分高于或低于历史平均水平 2 个标准差的国家的奖惩情况。分析师得分结合了分析师对一个国家 ESG 趋势的定性评估，例如 SDG 议程的进展或 ESG 相关内容的透明度及投资者沟通的提升。重要的是，分析师势头因素评估还反映了与可持续性相关的争议事件。由于这些考虑因素，不太可能反映在数据中，也有可能需要一段时间才能显现出来，因

⁵ 我们使用面板数据方法做了三个回归估计，将每个变量 (E, S 和 G) 与人均 GDP 对数进行回归，并使用 GLS 来控制异方差。

⁶ 人均 GDP 超过 12,375 美元的国家列为高收入国家；收入低于 3,995 美元的国家列为低收入国家，人均 GDP 在 3,995 美元至 12,375 美元之间的国家列为中等收入国家。

此分析师因素为流程引入了一个有价值的前瞻性的方面，并允许我们整合通过我们积极的 ESG 交流所获得的具体到发行人的见解。这样可以获得更多准确的 ESG 表现视野并帮助我们识别潜在的 ESG- 相关的超额回报形成机会以及降低 ESG 相关的特殊风险。可持续投资团队对分析师的势头争议事件评分进行审查，以确保其在整个主权债券范围内的应用的一致性。

可持续性表现出众者 □ 和表现欠佳者排名

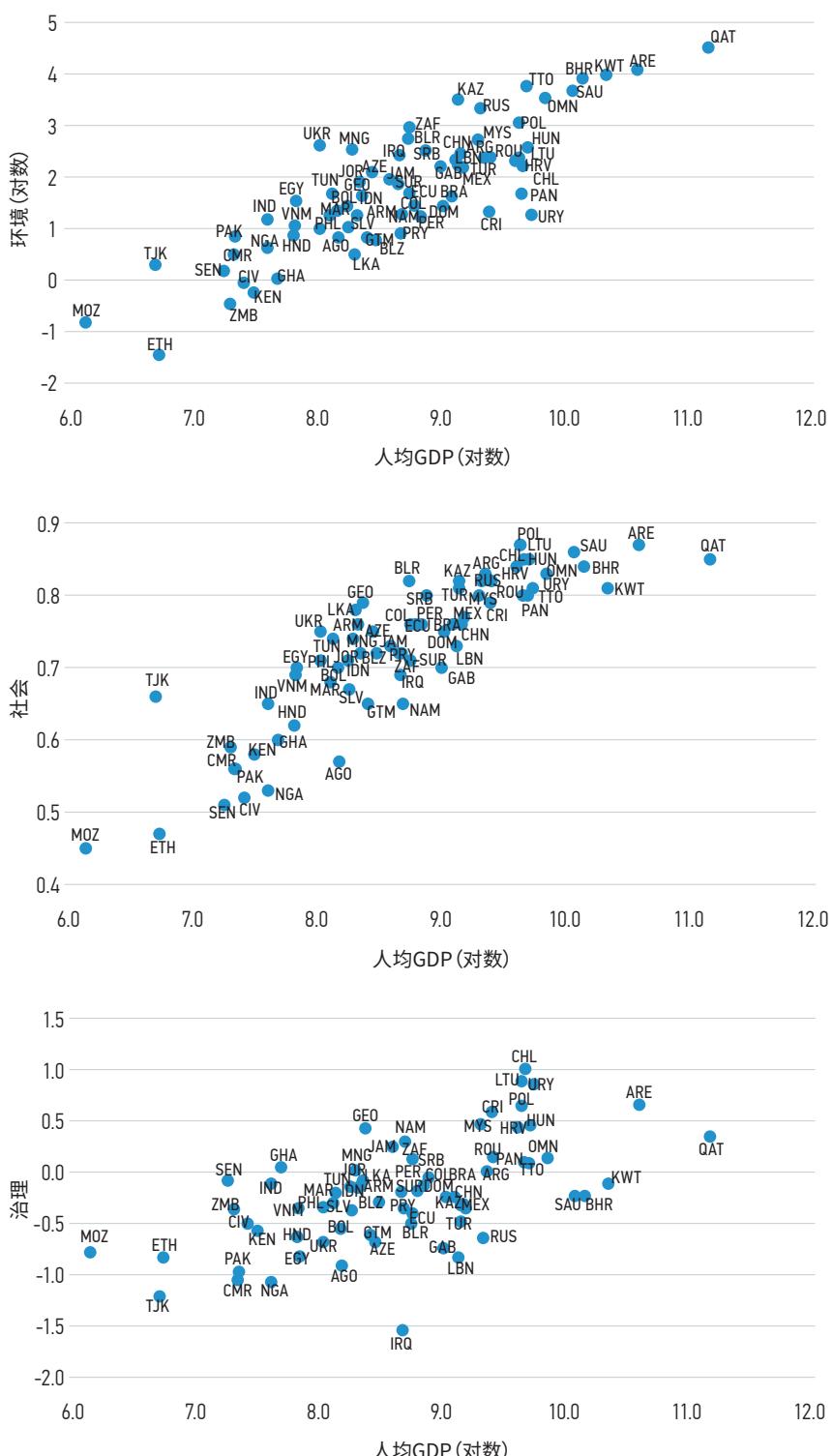
我们根据各个国家相对于其同水平收入群体的 GDP 调整后 ESG 评分、以及各自的前瞻性势头，将它们分为五个类别，如上文所述。在图 6 中，我们可以看到，“ESG 表现佼佼者”中有哥斯达黎加和斯里兰卡等新兴国家，以及瑞典和瑞士等发达国家。

一种动态的 ESG 建模方法

我们发现，ESG 因素的相对重要性会随时间变化。我们模型的基础情景是同等加权 E、S 和 G，但也会根据评估时间范围灵活更改该权重。例如，在考虑可持续性与主权国家积极或消极表现的关联时，可以认为，在短期内，形式上表现为强劲、稳定和支持性的政治和国家体系的良好治理表现，是成功最重要的驱动力。从中期来看，社会因素变得更加重要，因为我们考虑到投资教育、健康和生计对提高生产力、降低不受控制的移民风险，以及在发生危机时减轻国家预算压力上的作用。最后，从长远

图示 5

更高的人均 GDP 通常意味着更高的 ESG 评分



说明用途，无意于说明特定投资的表现。资料来源：联合国、世界银行集团、全球大气研究排放数据库 (EDGAR)、圣母大学及摩根士丹利投资管理 (MSIM) 截至 2020 年 10 月的数据。

图示 6

ESG 表现出众者和表现欠佳者：每个类别各举五例

ESG 表现佼佼者	ESG 表现出众者	平均 ESG	ESG 表现欠佳者	ESG 表现严重欠佳者
瑞士 瑞典 哥斯达黎加 格鲁吉亚 斯里兰卡 加纳	冰岛 荷兰 保加利亚 赛尔维亚 肯尼亚 赞比亚	葡萄牙 加拿大 土耳其 苏里南 摩洛哥 孟加拉国	希腊 捷克共和国 哈萨克斯坦 白俄罗斯 洪都拉斯 莫桑比克	波兰 罗马尼亚 巴拿马 伊拉克 巴基斯坦 尼日利亚

所有信息仅供参考，不得被视为买卖所述国家证券的建议。资料来源：联合国、世界银行集团、全球大气研究排放数据库 (EDGAR)、圣母大学及 MSIM 截至 2021 年 3 月的数据。

来看，环境因素影响更大，因为气候变化和环境恶化的潜在影响变得更大，而且除了社会反响，一个国家在脱碳承诺方面的进展预计也会影响到其减轻这些实际和过渡风险的能力。

主权债券可持续性与可持续发展目标

联合国全体成员国于 2015 年通过了作为《2030 年可持续发展议程》一部分的 SDG7，该议程制定了实现这些目标的 15 年计划。可持续发展目标 (SDG) 背后的逻辑是建立一个通用框架，以评估和解决全人类面临的挑战，实现更好和更可持续的未来。

MSIM 固定收益团队通过将模型的 ESG 因素映射到可持续发展目标中，将该框架整合到了我们的主权债券可持续性模型中。如此，我们可在模型中评估各国在可持续发展方面的相对进展。

将我们的主权债券可持续性模型融入投资过程

我们的主权债券可持续性模型为我们的研究分析师和投资组合经理提供了一个多维工具，提供信息并强化投资流程。例如，如果我们观察到两个信用评级相似的主权国家以相似的息差进行交易，但在我们的排名中，一个主权国家被列为“ESG 表现佼佼者”，而另一个被列为“ESG 表现极欠佳者”，我们可能会由此确定，该估值不能恰当地反映与可持续性相关的风险 / 机会，并倾向于增持表现出众者的股票。另一方面，如果我们观察到某一主权债券交易价格低，在我们的模型中被评为“ESG 表现欠佳者”，但展现出强劲的可持续发展势头，这有可能是捕捉超额回报的好机会，理由是随着可持续性表现的改善，息差应该会收缩。

最后，对于具有自上而下可持续性目标的投资组合，我们能够使用我们的

排名方法论来构建一个向我们认为表现强劲且能对 SDG 目标做出积极贡献国家倾斜的主权债券投资组合倾斜。

结论

对可持续发展的承诺是主权国家对其人民义务中重要组成部分，反过来，它也是 MSIM 固定收益团队在投资主权债务时采用的评估方法中一个不可或缺的组成部分。我们的方法旨在通过一系列综合的 E、S 和 G 因素，将发达市场和新兴市场置于一个公平的竞争环境中。最终，我们认为，可持续发展轨道的不断改善，不仅对一国人民是一种积极的发展，对该国的息差也是如此，这将在主权债券发行人、其民众和投资者之间创造一种强大的共同利益。

⁷ 本出版物的内容未经联合国核准，也不反映联合国或其官员或成员国的观点。参见 <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals> 了解有关可持续发展目标的更多内容。

风险考量

ESG 评级并非推荐，且可能发生变化。评级具有相对性和主观性，并非质量的绝对标准。评级仅适用于投资组合持股，不能消除损失风险。

不保证投资组合会实现其投资目标。投资组合面临市场风险，即投资组合所拥有的证券的市值可能下跌，因此投资组合股票的价值可能会低于您买入时的价格。市场价值会因影响市场、国家、公司或政府的经济和其他事件（如自然灾害、卫生危机、恐怖主义、冲突和社会动荡等）每天变化。事件的发生时间、持续时间和潜在的不利影响（例如投资组合的流动性）都难以预测。因此，您有可能损失向该投资组合投资的资金。请注意，本投资组合可能会面临某些额外风险。

固定收益证券受发行人及时支付本金和利息的能力（信用风险）、利率变动（利率风险）、发行人信誉和一般市场流动性（市场风险）的影响。在升息环境下，债券价格可能下跌，并且可能导致阶段性波动及投资组合赎回增加。在降息环境下，投资组合产生的收入可能会减少。**期限较长的证券**对于利率变化可能更加敏感。融入影响力投资和/或环境、社会和治理（ESG）因素的**ESG策略**可能导致其相对于其它策略或大市基准出现投资业绩偏离，具体取决于该等行业或投资在市场中是否被看好。因此，不保证ESG策略将会达成更有利的投资业绩。**按揭抵押证券和资产抵押证券**对提前还款风险较为敏感且具有较高的违约风险，并且可能难以进行估值和出售（流动性风险）。此类证券还面临信用、市场和利率风险。该策略购买的某些**美国政府证券**，如房利美和房地美发行的证券，并无美国完全信任与信用条款支持。其发行人未来可能没有资金履行其支付义务。**垃圾级债券**是评级较低的证券，可能具有较高的信用和流动性风险。**公开银行贷款**面临低评级证券的流动性风险和信用风险。**外国证券**面临货币、政治、经济和市场风险。相对于外国**发达市场**投资附带的风险而言，对新兴市场国家进行投资的风险更大。**主权债务证券**与违约风险密切相关。衍生工具可能不成比例地增加损失，并对业绩产生显著的影响。此类工具或许还面临交易对手、流动性、估值、相关性和市场风险。**限制性和缺乏流通性的证券**可能比公开交易的证券更难出售和估价（流动性风险）。

定义

基点是一种计量单位（一个百分点的百分之一），在金融领域，基点被用来描述金融工具价值或利率的变化百分比。

债券息差是指两种不同债券的收益率之差。

主权债券息差是指一国在国际市场上发行的债券收益率与基准国家发行的可比债券收益率之间的差额。

重要信息披露：历史业绩不保证未来结果。

所述观点、意见、预测和预估是作者或投资团队在撰写本文件时的观点、意见、预测和预估，可能会因为市场、经济或其他条件的变化而随时改变，并且不会进行更新或以其他方式进行修订，以反映本文件发布日期之后的可用信息或存在的情况或发生的变化。表达的观点不反映摩根士丹利投资管理公司（MSIM）所有投资组合经理的意见，或者整个公司的整体意见，并且可能不会在公司提供的所有策略和产品中反映。

本文件中的预测和/或估计可能发生变更，因此实际上可能不会实现。有关预期市场回报和市场展望的任何信息基于文件提供方的研究、分析和意见。此类结论属于推测性质，且并不意图预测摩根士丹利投资管理任何特定产品的未来业绩。

本文件某些信息从被认为可靠的第三方来源处获得。然而，我们并未验证此信息，并且我们不对其准确性或完整性做出声明。

本资料是常规传播材料，可能存在有失偏颇之处，提供的所有信息均仅出于提供信息和宣讲目的，并不构成买卖任何特定证券或采取任何特定投资策略的要约或建议。本文件所载信息并未考虑任何个别投资者的情况，既非投资建议，也不应以任何方式被解读为税务、会计、法律或监管建议。为此，投资者在作出任何投资决定之前，应寻求独立的法律和财务意见，包括税务影响方面的意见。

本通讯并非摩根士丹利研究部门的产品，且不应被视为研究建议。本文件所载信息未按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，且在投资研究被传播之前不受任何禁止交易规定的约束。

分发：本通讯仅提供予且将仅分发予在分发或提供本通讯不会违反当地法律法规之司法管辖区居住的人士。

我们不保证任何投资策略将在所有市场状况下有效，各投资者应评估其长期投资能力，尤其是在市场低迷时期的投资能力。进行投资前，投资者应认真阅读相关策略/产品的发行文件。在每种投资工具中，策略执行的方式迥异。

爱尔兰：Morgan Stanley Investment Management(Ireland)Limited. 注册办事处地址：The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Ireland。于爱尔兰注册，公司编号为616662。受爱尔兰中央银行监管。

英国：摩根士丹利投资管理有限公司由金融行为管理局授权并监管。于英国注册。注册编号1981121。注册办事处地址：25 Cabot Square, Canary Wharf, London, 邮编：E14 4QA。**迪拜：**摩根士丹利投资管理有限公司（代表处地址：Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct

Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, United Arab Emirates。电话 : +97 (0) 14 709 7158。**德国：**摩根士丹利投资管理有限公司(德国分公司), 地址 : Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Germany (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG)。**意大利：**摩根士丹利投资管理有限公司米兰分公司(Sede Secondaria di Milano)是摩根士丹利投资管理有限公司的分支机构, 该公司在英国注册, 由金融行为管理局(FCA)授权并监管, 英国注册办事处地址 : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA。摩根士丹利投资管理有限公司米兰分公司(Sede Secondaria di Milano), 地址为 : Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italy, 在意大利注册, 公司编号及增值税号为 08829360968。**荷兰：**摩根士丹利投资管理, 地址 : Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Netherlands。电话 : 31 2-0462-1300。摩根士丹利投资管理是摩根士丹利投资管理有限公司的分公司。摩根士丹利投资管理有限公司由英国金融行为管理局授权并监管。**法国：**摩根士丹利投资管理基金管理(爱尔兰)有限公司巴黎分公司是摩根士丹利投资管理基金管理(爱尔兰)有限公司(在爱尔兰注册, 受爱尔兰中央银行监管, 其注册办事处位于 The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 VC42, Ireland)的分公司。摩根士丹利投资管理基金管理(爱尔兰)有限公司巴黎分公司位于 61 rue de Monceau 75008 Paris, France, 于巴黎注册, 公司编号为 890 071 863 RCS。**西班牙：**摩根士丹利投资管理基金管理(爱尔兰)有限公司西班牙分公司是摩根士丹利投资管理基金管理(爱尔兰)有限公司(在爱尔兰注册, 受爱尔兰中央银行监管, 其注册办事处位于 The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 VC42, Ireland)的分公司。摩根士丹利投资管理基金管理(爱尔兰)有限公司西班牙分公司在西班牙注册, 注册地址为 Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spain, 税务识别号为 W0058820B。**瑞士：**Morgan Stanley & Co. International plc, London, 苏黎世分公司由瑞士金融市场管理局("FINMA")授权和监管。在苏黎世商业登记处注册, 编号为 CHE-115.415.770。注册办事处 : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Switzerland ; 电话 : +41 (0) 44 588 1000。传真 : +41(0) 44 588 1074。

香港：本文件由摩根士丹利亚洲有限公司发行并在香港使用, 并只提供予香港证券及期货条例(香港法例第571章)所界定的“专业投资者”。本文件的内容未经包括香港证券及期货事务监察委员会在内的任何监管机构审阅或批准。因此, 除非根据有关法律可获得豁免, 否则不得向香港公众发行、传阅、分发、发布或提供本文件。**澳大利亚：**本文件由摩根士丹利投资管理(澳大利亚)有限公司在澳大利亚发布, 澳大利亚公司编号(ACN): 122040037, 澳大利亚金融服务牌照编号: 314182, 同意对内容负责。本文件, 或其他任何版本, 仅面向《澳大利亚公司法》意义上的“批发客户”。

新加坡：本文件不得被视作直接或间接向新加坡公众或任何公众人士发出的认购或购买邀请, 但以下人士除外 : (i)《证券及期货法》新加坡法律第 289 章)第 304 节中规定的机构投资者 ; (ii)《证券及期货法》第 305 节规定的“相关人士”(包括认可投资者), 且相关分发须遵照《证券及期货法》第 305 节规定的条件 ; 或 (iii)符合及遵守《证券及期货法》任何其他适用条例之条件的其他人士。本材料未经新加坡金融管理局审核。

美国：独立管理账户可能不适合所有投资者。根据策略独立管理的账户包含一系列证券, 但不一定会跟踪任何指数的表现。进行投资前, 请认真考虑策略的投资目标、风险与费用。需要最低资产水平。有关投资经理的重要信息, 请参阅 ADV 表格第 2 部分。

投资前, 客户应仔细考虑基金的投资目标、风险、收费和开支。基金说明书包含该信息以及关于基金的其他信息。若需要招募说明书, 请在 morganstanley.com/im 下载或致电 1-800-548-7786。请在投资前仔细阅读本基金说明书。

Morgan Stanley Distribution, Inc. 担任摩根士丹利基金的分销商。

未经联邦存款保险公司承保 | 未提供银行保证 | 可能损失价值 | 未经任何联邦政府机构承保 | 非存款

重要提示：欧洲、中东和非洲：本通讯资料由摩根士丹利投资管理有限公司 ("MSIM") 发布。由金融行为管理局授权和监管。于英国注册, 编号 : 1981121。注册办事处地址 : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, 邮编 : E14 4QA。

摩根士丹利投资管理尚未授权金融中介使用和分发本文件, 除非此类使用和分发符合相关适用法律法规。此外, 金融中介机构需做到在考虑接收方的情况和用途后, 本文件所载信息适合任何接收方。MSIM 对任何此类金融中介机构使用或滥用本文件概不负责。

本文件可以被翻译为其他语言。若有此类翻译版本, 以英文版本为准。如果本文件的英文版本和任何其他语言版本不符, 应以英文版本为准。

未经 MSIM 明确书面同意, 不得对本文件的全部或任何部分进行复制、复印或传播, 或将本文件的任何内容向第三方进行披露。

摩根士丹利投资管理是摩根士丹利的资产管理业务分支机构。

本文件载列的所有信息均属于专有信息, 受版权法保护。

网站查询 www.morganstanley.com/im