



《放眼市场》客户来信问答集锦

每年夏季，我都会撰写一期《放眼市场》来解答客户来信咨询的问题。本期将讨论的内容如下：

燃气轮机为何存在如此长的交付积压期？其价格上涨是否使“光伏+储能”在成本合算上可媲美基荷电源？..... 2

中国是否正在限制对美国的稀土出口？美国国防部为何投资MP Materials 公司？..... 3

您最近如何看待 YUC（尚未盈利的初创公司）、超大型公司以及美国股市估值？..... 4

若美国放宽银行资本监管，实际影响如何？..... 5

您如何看待苹果公司(Apple)关于推理模型问题的论文？..... 6

关于关税及其意外后果的最新情况如何？..... 7

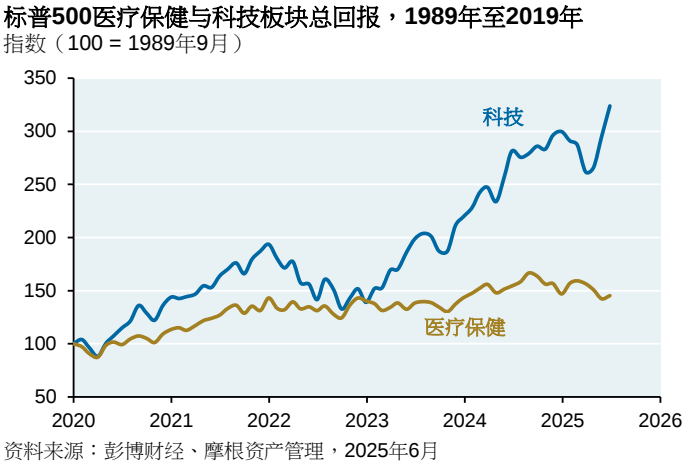
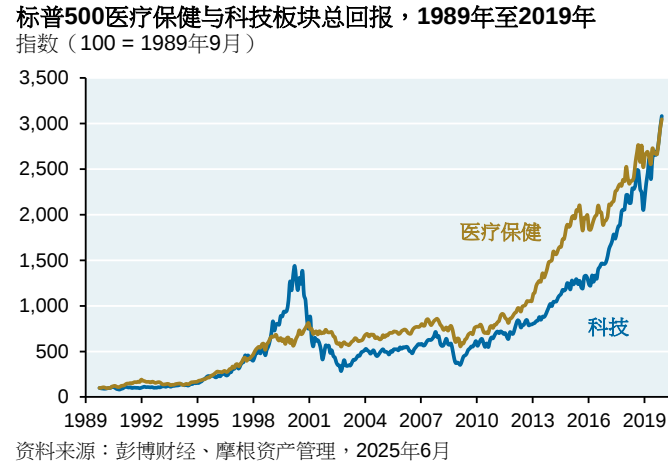
Charles Gave 写道，美元已不再是世界储备货币。您的看法是什么？..... 8

摩根大通的区块链项目是否意味着现在应当建立以太坊仓位？..... 9

您如何看待山姆·奥特曼(Sam Altman)关于语音认证遭遇克隆引发欺诈风险的评论？..... 9

您下一次的钓鱼行程安排在哪里？..... 9

在开始之前，先预告一下 8 月的《放眼市场》关于医疗健康的专题内容。从 1989 年至 2019 年这 30 年间，美国医疗保健行业的回报与科技行业高度趋同，但波动率明显更低（分别为 15%和 24%）。自此之后，情况发生了极大的变化，如右图所示。当前大型药企 15 倍的远期市盈率看似并未显著承压，但需注意的是，礼来公司在标普 500 制药指数中的权重高达 40%，其远期市盈率高达 31 倍。医药板块其余龙头企业，如默克、辉瑞、百时美施贵宝等的远期市盈率仅为 8-9 倍；生物科技板块在整个市场中的权益净利率折价幅度居前；管理式医疗板块回报率已大幅缩水；而生命科学和医疗设备企业则因美国国立卫生研究院、疾控中心等科研机构的预算削减受到冲击。



在 8 月的《放眼市场》中，我们将深入探讨行业内在动态：两党联合提出的药品降价提案，包括“最惠国待遇”定价机制；来自中国方面的竞争压力；拟议中的针对医药行业的第 232 条款关税；美国食品药品监督管理局新药审批速度的持续放缓，以及小罗伯特·肯尼迪执掌卫生与公众服务部带来的政策冲击；医疗保健行业相对于科技板块的盈利增长放缓；特朗普政府削减美国国立卫生研究院及疾控中心约 40% 预算的政策冲击；大型制药企业专利与收入断崖；法院判决倾向医疗服务提供方（而非保险公司）比率上升的趋势；以及 GLP 类药物制造商在提高市场普及率时面临的挑战。

对于此前错过了相关内容的读者，我们在七月初发布的《放眼市场》二十周年特辑链接仍显示在页面顶部，以供查阅。若您认为纸质版更便于阅读，可向您的客户服务团队索要装订版本（仅提供英文版）。

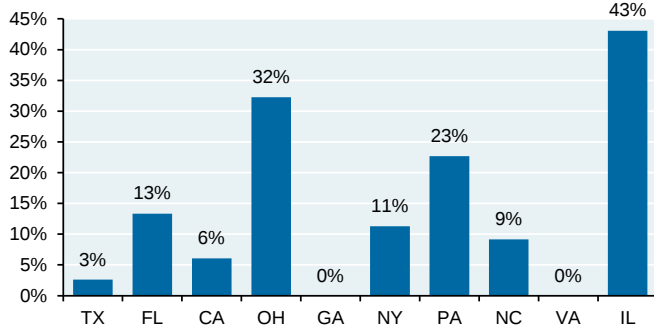
岑博智(Michael Cembalest)
摩根资产管理

**燃气轮机为何存在如此长的交付积压期？其价格上涨是否使“光伏+储能”在成本合算上可媲美基荷电源？**

7 月，谷歌、CoreWeave、黑石集团、西屋电气及 Energy Capital Partners 等企业联合在宾夕法尼亚能源与创新峰会上宣布，将投资 900 亿美元用于数据中心及电力基础设施建设——其中大部分设施计划采用燃气轮机供电。然而供应端持续吃紧：燃气联合循环机组的交付周期已延长至 3-7 年，其单位成本从 2023 年的 1,200 美元/千瓦飙升至 2,500 美元/千瓦。NextEra 能源公司首席执行官亦指出，燃气轮机项目还面临技术工人短缺的制约。

过去十余年间，多数国家已赋予可再生能源电网优先接入权，这抑制了新型燃气轮机的部署速度。第一张图展示了自 2019 年以来美国十大用电州燃气轮机新增装机容量占天然气总装机容量的比例。例如，德州过去 6 年仅新增了占现有燃气 3% 的生产量，加州为 6%。在可再生能源优先并网政策及化石燃料资产搁置风险持续预警的背景下，多数燃气轮机制造商并未实质性扩大产能。资本市场似乎也认可他们的资本纪律：通用电气维尔诺瓦(GE Vernova)（年初至今+57%）、西门子能源(Siemens Energy)（年初至今+83%）和三菱电机(Mitsubishi Electric)（年初至今+16%）等燃气轮机制造商今年均跑赢所在国股市基准指数。

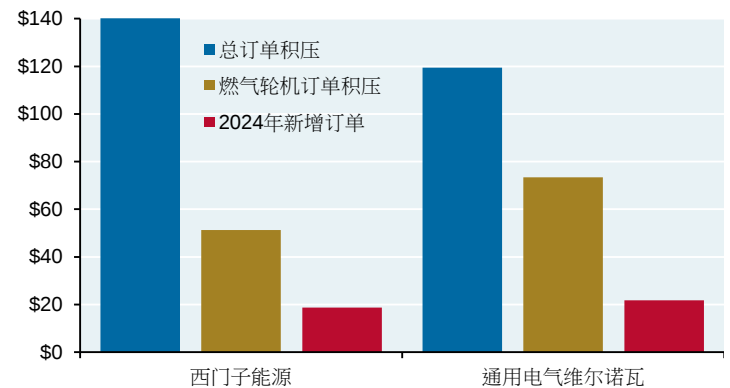
自2019年1月以来新增燃气电厂占现有燃气电厂的比例，按电力消耗（兆瓦时）排序



资料来源：EIA Form 860、摩根资产管理。数据涵盖2024年由燃气驱动的联合循环燃气轮机/蒸汽轮机

2024年燃气轮机订单积压与新增订单情况

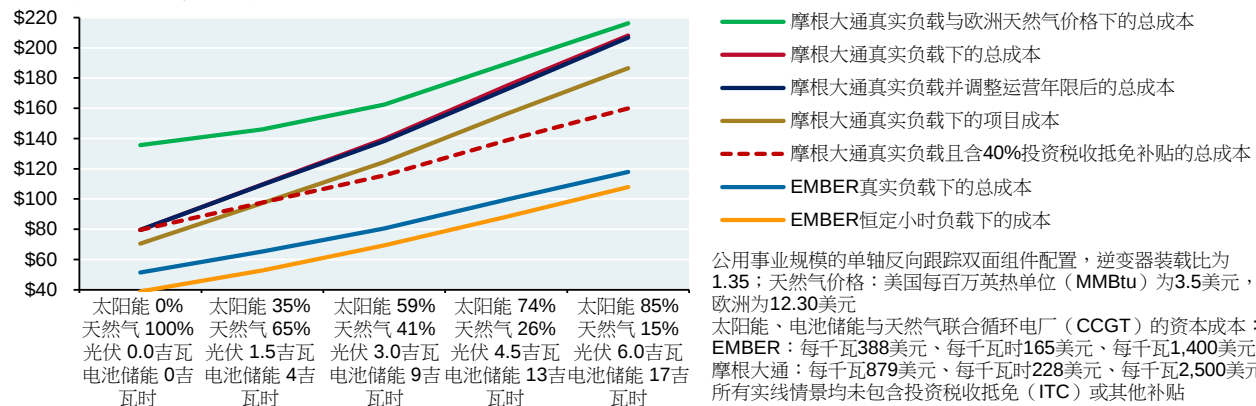
十亿美元



资料来源：GasTurbineHub，2024年

尽管燃气轮机价格持续走高，但“光伏+储能”要实现在基荷电力领域与天然气发电的成本竞争，仍有很长的路要走。一份来自 EMBER 的最新报告指出，在拉斯维加斯等地¹，未经补贴的“太阳能+储能”平准化成本正在接近天然气，且理论上可覆盖 97% 的负荷。该研究深入挖掘了太阳能/电池衰减、直流转换交流损耗、日照数据等方面的细节，但其假设的恒定小时负荷与现实不符，我们也不同意其对美国太阳能、电池及天然气资本成本的假设，同时我们采用了更低的电池往返效率。我们使用自有的逐小时电网模型生成了成本曲线，结果显示深度脱碳的“太阳能+储能”系统成本远高于 EMBER 估算。更多细节将会在我们 2026 年的能源专题中披露。

拉斯维加斯公用事业规模电网配置：系统平准化成本（每兆瓦时美元）



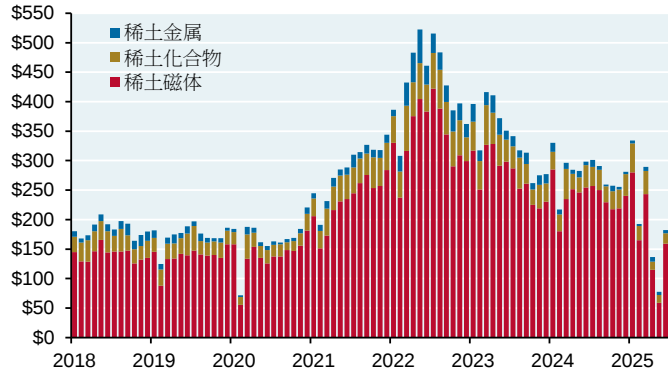
资料来源：NREL、EMBER、摩根资产管理，2025 年 7 月

**中国是否正在限制对美国的稀土出口？美国国防部为何投资 MP Materials 公司？**

是的。2025 年 5 月，中国稀土出口总量仅为 2018-2024 年月均水平的 29%，而对美出口量更是骤降至同期月均水平的 11%。2025 年 6 月，中国同意批准更多受管制稀土产品的出口许可，以换取美国放宽进出口限制，使出口量出现部分回升。但西方世界所面临的供应链风险犹存。美国国防部计划在 2027 年前建立完全“去中国化”的磁铁供应链，但鉴于中国在稀土领域的多重优势——包括政府补贴、宽松的环保监管、39 所高校开设稀土专业（美国则为零）²，以及占据全球 90% 的稀土加工份额——这一目标恐难如期实现。美国部分新增稀土加工产能虽将于 2026-2028 年间陆续投产，但以本土企业 MP Materials 为例，其钕金属年产量仅 1,000 公吨，而中国为 30 万公吨。

中国对所有国家/地区的稀土出口

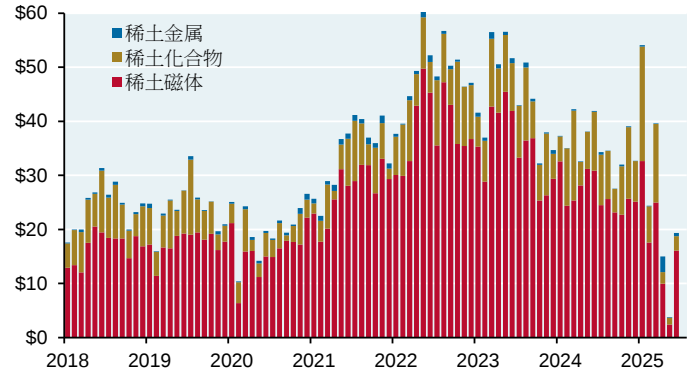
百万美元



资料来源：中国海关总署、摩根资产管理，2025年6月

中国对美的稀土出口

百万美元

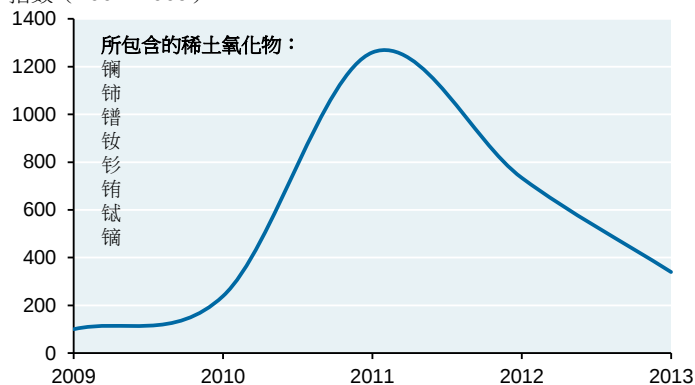


资料来源：中国海关总署、摩根资产管理，2025年6月

美国汽车、军工及能源供应链正面临重大风险。下一张图表展示了 2011 年稀土价格的波动情况，当时中国曾大幅限制全球稀土供应。这可能解释了为何美国国防部成为 MP Materials 的最大股东，以 4 亿美元购买其可转换优先股，并资助其新建稀土加工设施。国防部与 MP 签订了为期 10 年的协议，为 MP 的钕镨合金设定每公斤 110 美元的价格底线，并承诺采购该设施 100% 的磁体产量。摩根大通、高盛及国防部共同提供项目融资。截至 2024 年底，MP Materials 的最大股东和客户是中国的盛和资源，而这正是国防部试图替代的对象。美国终于开始认真对待关键矿产供应链问题，如果能够以负责任的方式推进，这将是一件非常好的事情（见文本框）。

中国实行出口配额期间的稀土氧化物价格

指数（100 = 2009）



资料来源：摩根资产管理，2025年

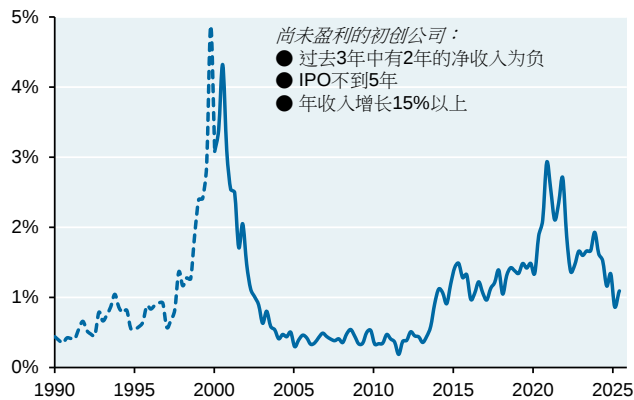
慎求所愿。尽管多国正着力构建稀土供应链，但中国的经验已然警示了其中风险。开采一吨稀土矿物可能产生 2,000 吨有毒废料。在中国北方，稀土加工产生的有毒废渣被倾倒入人工湖；而在中南地区，稀土矿开采导致数十条山谷遭受污染，山坡植被剥蚀殆尽，仅剩裸露的赤红黏土。每逢冬春季节，这些废渣干涸后，含钽、铅、镉等重金属的污染粉尘便会从湖面扬散。在陇南矿区，常有记者报道溪水冒着橙色的气泡。关于稀土行业污染的讨论在中国受到严格审查。[来源：BBC、纽约时报]

**您最近如何看待 YUC、超大型公司以及美国股市估值？**

- 我们的 YUC 指标（即尚未盈利的初创公司在总市值中的占比）目前看起来较为温和。该指标在 2021/2022 年 SPAC 热潮期间达到峰值，并成为低质量股票即将暴跌的优秀领先指标。此后该风险指数有所下降，这对市场而言是积极信号。
- 小盘股仍然是盈利“荒漠”（超过 40%的小盘公司处于亏损状态！），而大盘公司亏损比例正在下降。
- 10 大超大型市值股票仍在总市值中占据约 35%，这是自 1990 年以来的历史高位。但如果从总市场盈利占比来看，它们基本保持同步，尤其在基于远期盈利预期进行衡量。
- 科技及 TMT 估值仍处于 2020 年后区间高点，约为 30 倍远期市盈率。其他市场的估值则不那么激进，约为 20 倍远期市盈率，处于自 1990 年以来的中位水平。但这些估值自 2022 年初以来一直在稳步上升。

YUC：尚未盈利的初创公司

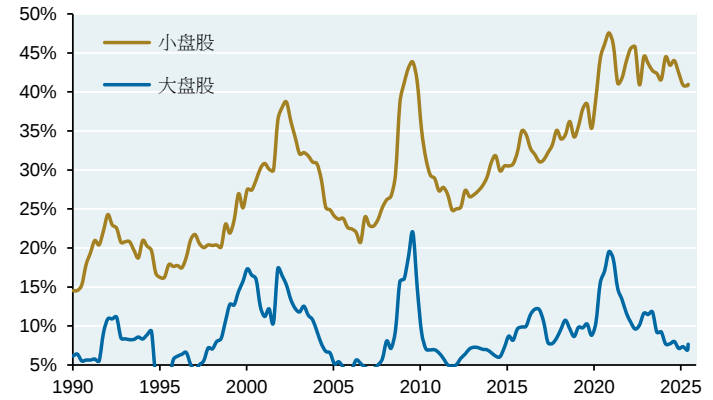
占股票市值百分比(%)



资料来源：Factset、摩根资产管理，2025年6月30日

负盈利公司（按规模划分）

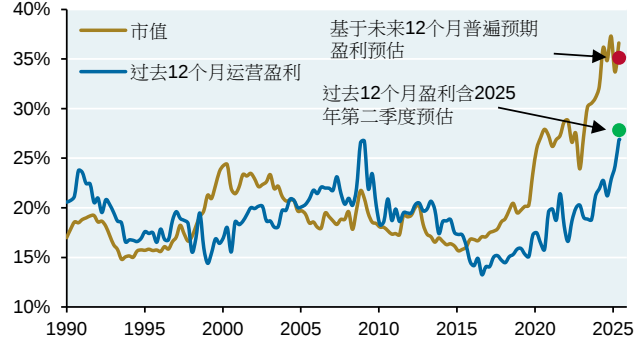
过去12个月盈利为负的公司占比



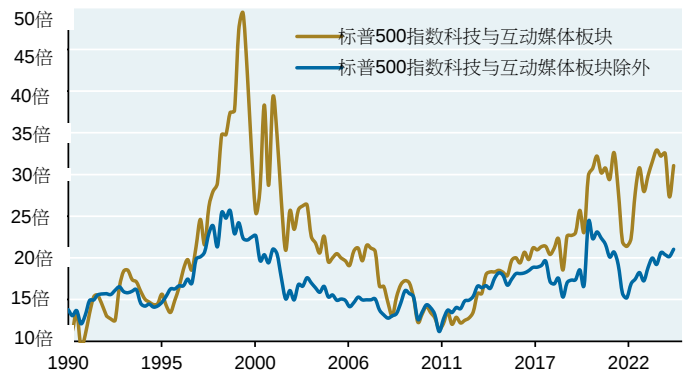
资料来源：Factset、摩根资产管理，2025年6月30日

前十大公司在总盈利和市值中的占比

占总数的百分比



资料来源：Factset、摩根资产管理，2025年6月30日

科技与互动媒体与其他市场板块估值：远期市盈率

资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年6月

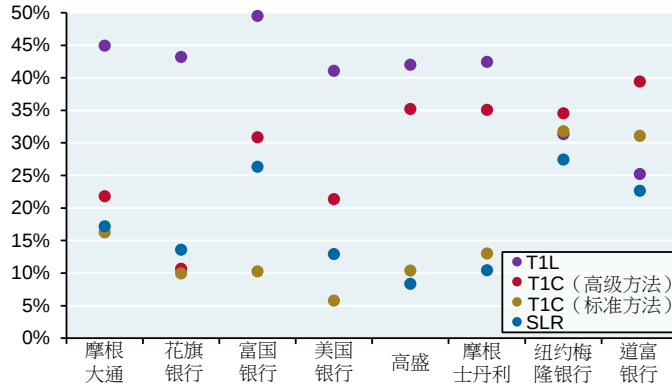


若美国放宽银行资本监管，实际影响如何？

不如预期。美国 8 家系统重要性银行受 4 项核心资本比率约束：一级杠杆率(T1L)、一级资本（T1C,高级方法）、一级资本（标准方法）及补充杠杆率(SLR)。拟议的 SLR 放宽仅会在以下情况下显著降低资本要求：(a) 补充杠杆率是四项中最具约束力的比率；且(b) 次高比率存在大量超额资本的情况下，才会显著降低行业资本要求。不幸的是，事实并非如此：如第一张图所示，补充杠杆率（蓝点）仅对高盛、摩根士丹利、纽约梅隆银行和道富银行具有约束力，并且在每个案例中，还有另一个资本比率紧随其后³。因此，即便当前美联储提议将补充杠杆率从 5%降至 3.5%-4.5%获得通过，8 家银行的超额资本也只会从 1,240 亿美元增加到 1,300 亿美元，对股票回购或增加风险资产贷款的潜力影响不大（第二、第三张图展示了拟议规则修订的影响）。

按当前SLR规则计算的超额一级资本占比

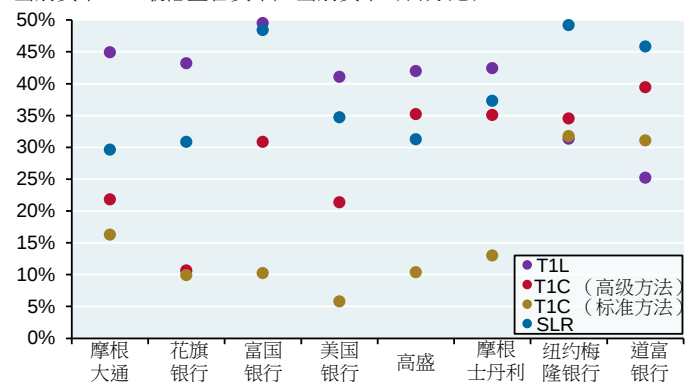
当前资本——最低监管资本／当前资本（百分比）



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第一季度

按经修订规则计算的超额一级资本占比

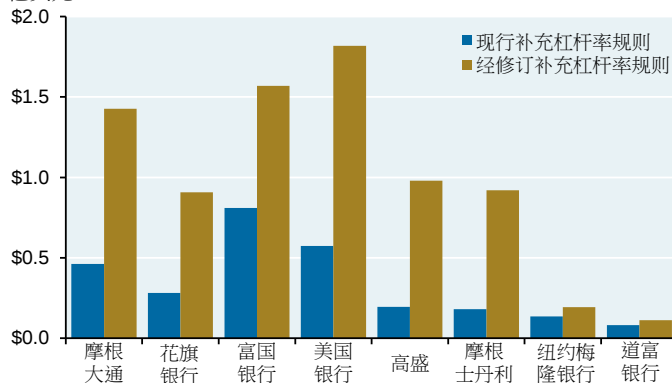
当前资本——最低监管资本／当前资本（百分比）



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第一季度

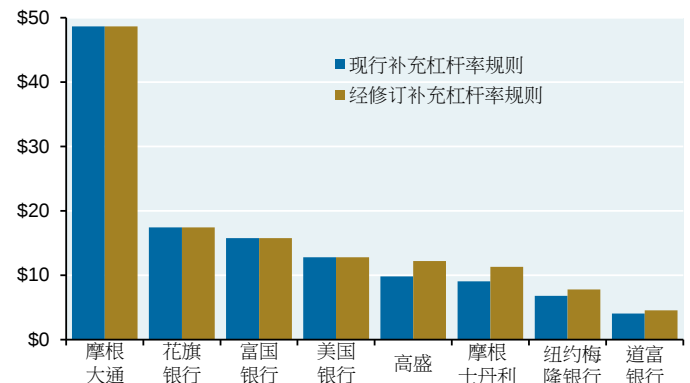
至少理论上的变化：这 8 家银行购买国债或其他零风险权重资产的能力。例如：在当前规则下，银行可以在补充杠杆率、一级杠杆率、长期债务及总损失吸收资本规则生效前购买 2.7 万亿美元的国债。拟议中的补充杠杆率调整将这一额度提高到约 8 万亿美元。至于在境内或境外买家意外减少对美国国债需求的情况下，是否能依靠银行充当安全阀？并不确定；目前银行仍有大量额外能力购买更多国债，无论是出于收益还是久期配置的目的，但它们尚未利用这部分空间。

在放宽后的补充杠杆率规则下，美国国债购买能力大幅提升，万亿美元



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第一季度

在放宽后的新补充杠杆率规则下，超额一级资本仅增加60亿美元，十亿美元



资料来源：彭博财经、摩根资产管理，2025年第一季度

³ 每个点表示某一比率相对于其最低要求水平的盈余。换言之，0%意味着银行持有的资本量恰好等于最低要求。



您如何看待苹果公司(Apple)关于推理模型问题的论文？

Apple 的《思维错觉》(Illusion of Thinking)论文概述了其认为推理模型存在的严重局限性。我们在 5 月写过其中的一些问题，并引用了 OpenAI 关于推理模型幻觉率的表格。但据 Maxime Labonne（现就职于 LiquidAI 的前同事）所说，Apple 的分析存在以下缺陷：其结论更多反映了令牌(token)限制而非推理限制；部分谜题可能本身无法解答；某些情况下推理模型理解了方案，但因实际约束而未写出数千步推演；论文还将解答长度与推理难度混为一谈。

从投资者角度看，我并不太在意 Apple 的论文或针对它的反驳⁴。我更关心的是人工智能在现实世界中的应用，以及它是否真正提高生产率，尤其是自 2023 年以来有 50%-60% 的股市回报由人工智能相关股票贡献。在这方面，整体消息偏正面，尽管 Salesforce 的研究为此带来了一些现实层面的冷静思考：

- **2025 年 Gallup/Walton 基金会调查⁵**：60% 的 K-12 教师在本学年使用人工智能进行课程规划、作业设计和行政工作。每周使用人工智能的教师平均每周节省 6 小时，相当于每学年节省 6 周时间。每周用户节省的时间是每月用户的两倍。超过一半使用人工智能的教师表示它提高了工作质量。
- **2025 年 6 月关于人工智能用于创建系统性医学研究综述的论文⁶**：研究人员通过结合多种语言模型创建了 Otto-SR，这是一种用于执行系统综述的自动化工作流程。系统综述是指整合某一医学主题的所有可用研究成果。Otto-SR 仅用两天就再次制造了一整期 Cochrane 系统综述，而同样的工作量由人工完成需要 12 个工作年。尽管 Otto-SR 仍需要一定的人类监督，但与人工相比，Otto-SR 在识别相关研究的准确率上更高（97%对比 82%），在从研究来源中提取数据的准确率上也更高（93%对比 80%）
- **2025 年 5 月斯坦福关于人工智能应用于职场中的论文⁷**：从 2024 年 12 月到 2025 年 4 月，美国成年人在工作中使用大语言模型的比例从 30% 上升至 43%（但其中仅有 1/3 的人每天在工作中使用该工具）。在使用大语言模型的任务中，平均完成时间从 90 分钟降至 30 分钟。大语言模型的使用在客户服务、营销和技术领域最为突出
- **2025 年 5 月 Salesforce 人工智能研究关于商业应用的论文⁸**：在单轮（简单问答）场景中，大语言模型代理的任务成功率仅为 58%，在多轮交互中的成功率甚至更低，仅为 35%。这些代理几乎没有保密意识，尽管可以通过提示改善，但往往会以牺牲性能为代价。研究还发现，当任务刚开始之际如未提供足够的细节，大语言模型难以有效请求必要的补充信息

总体结论：人工智能在职场中的应用越来越多用于高效总结现有资料和自动化日常任务，但它仍然在代理-用户交互以及在不牺牲性能的情况下保持保密性方面存在挑战。人工智能生成的结果仍然需要人工复核，但这一修订过程比从零开始完成任务所需的时间显著减少。重要的是，我们不需要使用生成式人工智能就可以发现生产率确实有所提升。

参考文献：⁴《思考的假象：通过问题复杂性视角理解推理模型的优势与局限》，Apple，Shojaee 等，2025 年 6 月 7 日。一个反驳示例：《思考假象的假象》，Lawson (Open Philanthropy)，2025 年 6 月 10 日。另一项潜在反驳：OpenAI 的一款推理模型在国际数学奥林匹克竞赛全新题目中获得金牌，这是此前任何人工智能模型都未曾做到的。

参考文献：⁵《智启未来：AI 助您每年多出 6 周时间》，Gallup/Walton 家族基金会，2025 年 6 月

参考文献：⁶《基于大语言模型的系统性文献综述自动化研究》，Cao、Arora 和 Cento，2025 年 6 月 13 日

参考文献：⁷《生成式人工智能对劳动力市场的影响》，Hartley（斯坦福）等，2025 年 5 月

参考文献：⁸《CRM Arena-Pro：大语言模型代理在多元商业场景与交互中的综合评估》，Salesforce 人工智能研究，Huang 等，2025 年 5 月 24 日



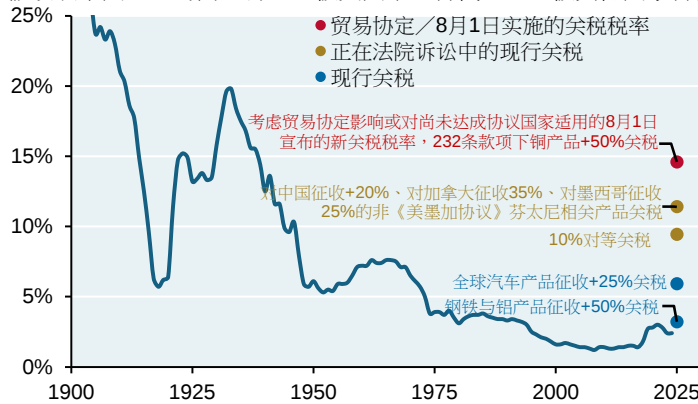
关于关税及其意外后果的最新情况如何？

以下是我们的最新估算，其中包括美欧贸易协议中一些尚不明确的条款。情况比一个月前看起来更好，但仍是二战前以来的最高关税水平。一些重要问题包括：

- 由于有动力完成所有相关文件，美国与墨西哥和加拿大的贸易中有多少将被认定为符合《美墨加协定》标准？2024 年的官方统计显示，加拿大和墨西哥出口商的《美墨加协定》合规率在 30%-50% 之间，但潜在的合规水平可能高达 90%。
- 美国从中国进口被其他国家或美国本土替代的比例会有多高？毕竟，今年美国从中国的进口已经下降了约 40%。对于免于对等关税的商品，由于所有中国进口品都要缴纳芬太尼关税，仍然存在替代中国商品的激励。
- 在针对医药和半导体的 232 条款调查中，将适用多高的关税税率？
- 如果政府在华盛顿特区巡回上诉法院（目前华盛顿特区地方法院案件正在上诉）或联邦巡回上诉法院（国际贸易法院案件正在上诉）败诉，会发生什么？由于上诉法院的裁决在全国范围内具有约束力，如果政府在任一案件中败诉，则需要提出新的关税方案，可能基于 122 条款或 301 条款。

美国所有进口商品的平均关税税率

假设从中国进口的商品有20%被美国本土替代、20%被其他国家替代



资料来源：税收基金会、美国国际贸易委员会、白宫、摩根资产管理，2025年

截至2025年7月的预估最终目的地关税税率

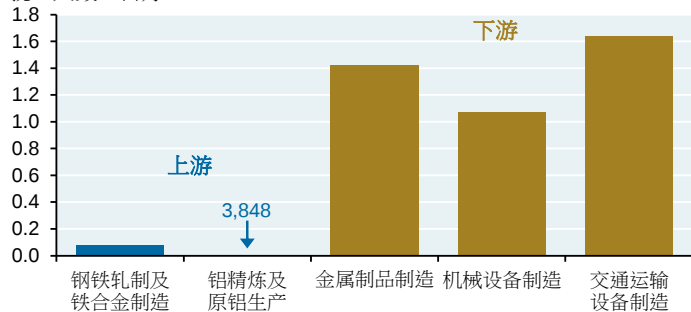
出口国	2024年进口额 (十亿美元)	2024年关税税率 (实际征收)	2025年预估 关税税率
墨西哥	\$506	0.2%	7.7%
中国	\$439	10.7%	43.2%
加拿大	\$413	0.1%	2.5%
德国	\$160	1.4%	16.0%
日本	\$148	1.5%	15.9%
越南	\$137	3.9%	18.6%
韩国	\$132	0.2%	21.1%
台湾地区	\$116	0.9%	7.5%
爱尔兰	\$103	0.2%	11.4%
印度	\$87	2.4%	11.6%
意大利	\$76	2.2%	16.3%
英国	\$68	1.0%	10.9%
瑞士	\$63	0.6%	7.2%
泰国	\$63	1.6%	24.4%
法国	\$60	1.2%	15.9%

资料来源：美国国际贸易委员会、摩根资产管理，2025年。2025年关税税率包含既有叠加关税、50%钢铁/铝关税、25%汽车关税、对等关税、20%中国芬太尼关税、35%加拿大/30%墨西哥非《美墨加协议》芬太尼关税、50%铜关税、其他国家和产品的特殊关税措施，以及对美国进口商品20%由美国国内替代、20%由其他国家替代的假设情境。

根据耶鲁预算实验室的估计，目前的关税每年可能带来高达 2,300 亿美元的收入，即便考虑到动态负面收入效应也是如此。但可能会出现意外后果：通过 50%的关税保护少量美国上游钢铁和铝业工人，可能对使用相同材料的下游行业约 50 倍数量的工人产生负面影响。其次，在美国计划大规模建设人工智能和能源基础设施的时点，所需原材料和中间资本品成本上升也可能带来挑战（见右侧图表）。Piper Sandler 等机构预计，由于回流生产、美国企业替代进口以及《大而美法案》公司税条款，美国可能迎来资本支出热潮；我们也将对此持续跟踪。

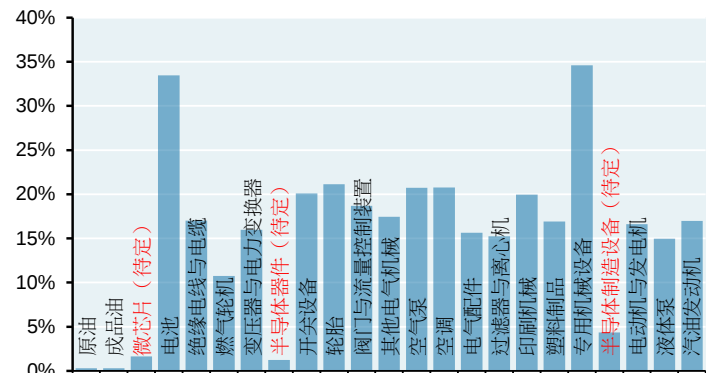
钢铁与铝制造业就业人数，2022年

就业人数，百万



资料来源：2022年经济普查、摩根资产管理，2025年

美国资本品与中间产品主要进口类别的有效关税税率（百分比）



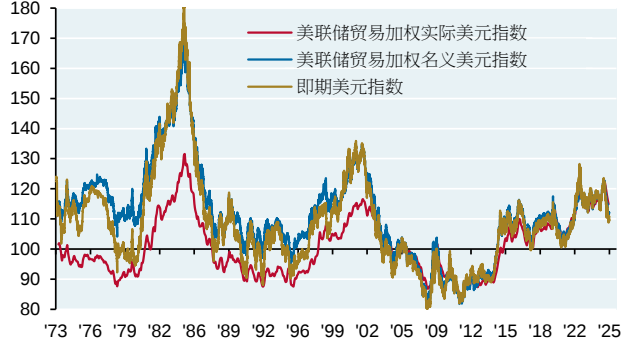
资料来源：美国国际贸易委员会、白宫、摩根资产管理，2025年

**Charles Gave 写道，美元已不再是世界储备货币⁹。您的看法是什么？**

我非常尊重 Charles 以及他在 Gavekal 的团队。但在这个问题上，我们的数据来源并未显示出有太大变化。是的，今年美元确实下跌了 5%-10%，但这是从高位回落。而且，如右图所示，我们的美元储备货币追踪指标并没有显示出重大恶化；部分美元指标自 2022 年以来还略有改善。特朗普预算法案预计将推高债务和赤字，尽管耶鲁预算实验室根据最新的关税税率和协议预测，净新增关税收入每年可能高达 2,300 亿美元，在此情况下，这些财政措施与最初的国会预算办公室(CBO)基准相比差距并不大。无论如何，现在就断言美元不再是世界储备货币，或者认为金砖国家(BRICS)、人民币或欧元正在大幅侵蚀美元地位，似乎为时尚早。

2025 年：美元从高位回落，预计贬值幅度为 5%-10%

指数（100=2006 年 1 月 31 日）

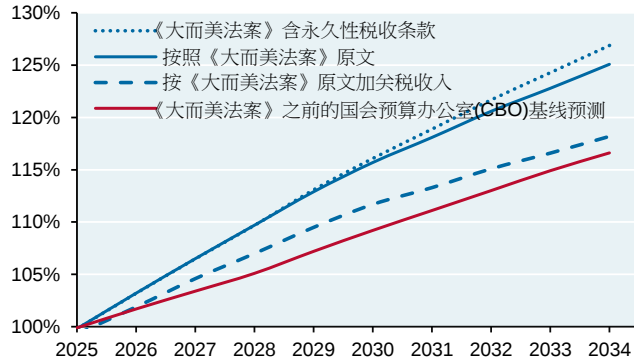
**美元在全球市场的份额**

	2022 年	最新数据	数据截至 所示日期
跨境贷款	50%	52%	2024 年 第四季度
国际债务证券	49%	53%	2024 年 第四季度
外汇交易量	88%	88%	2022 年 4 月
官方外汇储备	60%	58%	2024 年 第四季度
贸易发票	50%	42%	2025 年 6 月
SWIFT 付款	42%	49%	2024 年 10 月

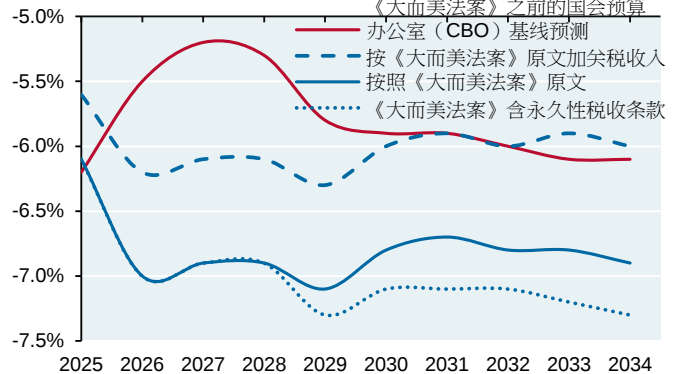
资料来源：国际清算银行季报、欧洲央行、国际货币基金组织、Gavekal Research、摩根资产管理

《大而美法案》的预期影响：包括/不包括某些税收条款的永久性以及关税收入：**联邦政府债务占 GDP 比重**

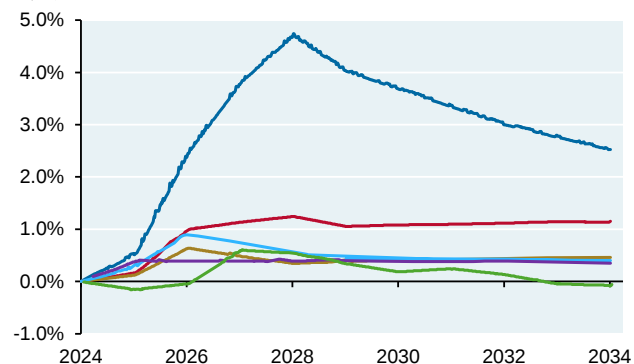
百分比

**总预算赤字占 GDP 比率**

百分比

**《大而美法案》对 GDP 增长的预测影响**

百分比



有一件事情与其他不同。最后一张图表解释了为何白宫对《协调法案》的增长影响有非常不同的看法。他们对数字的看法也不同：据我所知，药价不可能下降超过 100%，正如总统声称的那样；而且，美国任何地方的汽油价格都没有达到每加仑 1.99 美元。

⁹ 《Gavekal 每日研究》，2025 年 7 月 8 日



摩根大通的区块链项目是否意味着现在该建立以太坊仓位？

不完全是，至少目前还不是。摩根大通的 Kinexys 产品（基于区块链的全新日内回购结算系统）的基础设施是建立在以太坊的“分叉”上。因此，它与以太坊主网没有任何直接联系，不会为以太坊网络带来通行费收入，也不会为 ETH 持有者带来任何收益。目前日交易量仅为 20 亿美元，而摩根大通每日处理的传统支付规模达 10 万亿美元；区块链企业对企业支付系统的真实需求还有待验证。

话虽如此，如果未来摩根大通或其他公司在公共区块链上创建产品，它们可能会建立在以太坊及其 Layer 2 链，或其他 Layer 1 区块链（如 Solana）上。摩根大通还开发了一种名为 JPMD 的概念验证型许可存款代币（稳定币替代方案），初期仅面向该行的机构客户，用于链上资金转移。JPMD 目前发行于 Base 上（由 Coinbase 基于以太坊开发的 Layer 2 产品），长期来看可能会为 ETH 持有者带来一些附带收益。

您如何看待山姆·奥特曼(Sam Altman)关于语音认证遭遇克隆引发欺诈风险的评论？

在上周的一场美联储座谈会上，山姆·奥特曼提到了因人工智能语音克隆技术可能导致的“重大即将到来的欺诈危机”，这种技术能够欺骗银行常用的传统语音认证方法。有些克隆工具仅需三秒的录音即可生成令人信服的仿声。

以下是银行经常用于防范此类语音克隆欺诈的一些工具。部分选项需要客户主动注册，而非默认启用。

- 深度伪造检测工具：使用人工智能检测合成／人工智能生成的语音。例如 Reality Defender（本身也是人工智能程序），通过分析音高、节奏、发音及其他异常模式来识别伪造声音。
- 应用程序内认证：向受信设备推送通知以验证来电者身份。例如，客服可要求来电者在手机上确认身份（仅验证身份，不授权支付）。
- 数字支付验证：注册客户通过移动应用通知数字化批准支付，该过程要求客户登录其在线账户。
- 电话转号／SIM 卡交换／呼叫转接检测：美国的一种第三方服务，可检测来电是否来自上述高风险线路。
- 支付特征模式识别：根据历史交易记录（金额、国家、收款人）判断请求的支付是否异常。在客服接到指令并经客户授权支付后，最终步骤仍可由防欺诈人员介入，在完成额外验证之前阻止交易执行。

您下一次的钓鱼行程安排在哪里？

我计划八月底在不列颠哥伦比亚省驾驶我的 Hobie Mirage Outback 钓鱼艇钓鲑鱼，十一月则会在特立尼达的龙口海峡钓大海鲢。附上几张之前钓鱼旅行的照片。



**重要信息**

本文件仅供参考用途。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。**文中提述的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。

一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置/多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。

非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明/参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及/或其代表或雇员的要求、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

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。

在美国，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**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品是通过 Chase Insurance Agency, Inc. (“CIA”) 支付。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc. 的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 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。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称为“BaFin”）授权，并由 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会（CSSF）监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦



分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 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，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会（Comisión Nacional de Valores，简称“CNMV”）监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须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，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076，其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任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。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行（DNB）和荷兰金融市场监管局（AFM）监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在**丹麦**，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）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有限责任公司分行的名义注册登记，编号为 29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局（Finansinspektionen）监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在**比利时**，本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行（NBB）及比利时金融服务及市场管理局（FSMA）监管，并已于比利时国家银行行政注册处登记注册，注册编号为 0715.622.844。在**希腊**，本文件由**摩根大通有限责任公司——雅典分行**分派，其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管，并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 124。雅典商会注册号为 158683760001；增值税注册号为 99676577。在**法国**，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为 842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法国金融市场监管局(Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 监管。在**瑞士**，本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其注册办事处位于 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士由瑞士金融市场监督管理局（FINMA）授权并受其监管。

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，我们将会在不收取您任何费用的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摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服务时会通知您）。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服务时会通知您）。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。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请必须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。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。

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。

在**澳大利亚**，由**摩根大通银行（ABN 43 074 112 011/AFS 牌照号码：238367）和摩根大通证券(ARBN 109293610)**发行。

“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，请与您的摩根大通团队联络。