



放眼市場 | 特輯

病人膏肓

美國醫療保健股低估值與公共資助科研相關的爭論

在2020年之前的三十年間，美國醫療保健股的回報率與科技板塊大致相同，且波動性更小。然而，自那時起科技板塊迅猛發展，而醫療保健板塊卻停滯不前。在本期特輯中，我們將深入分析醫療保健板塊跌至過去30多年中最低相對估值的諸多因素，以及可能促使其反彈的催化劑。最後，我們將探討美國公共資助科研的最新動態，並附上關於小鼠延壽藥物研究的專題分析。

作者：岑博智(Michael Cembalest) | 摩根大通資產及財富管理市場及投資策略部主席

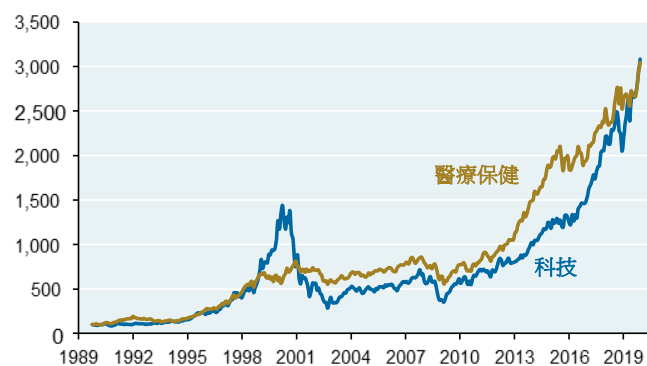


病人膏肓：美國醫療保健股低估值現狀與公共資助科研相關的爭論

1989 至 2019 年的三十年間，美國醫療保健板塊的回報緊隨科技板塊，波動率則低得多（分別為 15% 和 24%）。但此後情況發生了顯著變化——科技股一路高歌猛進，而醫療保健板塊則停滯不前。大型藥企的遠期市盈率為 14 倍，看似並不太糟，但需注意：禮來公司的權重佔到標普 500 製藥指數的 35%，其遠期市盈率達 24 倍（較 2025 年 7 月口服 GLP-1 三期臨床試驗結果公布前 31 倍的市盈率已大幅回調）。其餘的製藥巨頭如默克、輝瑞和百時美施貴寶的遠期市盈率僅為 8-9 倍；生物科技板塊正經歷市場最大估值折價，2018 年以來 80% 的生物科技 IPO 項目已崩盤；管理式護理的回報率已大幅下滑；生命科學公司可能會受到美國國立衛生研究院(NIH)、國家科學基金會(NSF)、美國疾病控制與預防中心(CDC)等科研機構削減資金的衝擊——這一趨勢在今年 7 月 NIH 撥款銳減中已現端倪。

標普500指數醫療保健與科技板塊，1989年至2019年

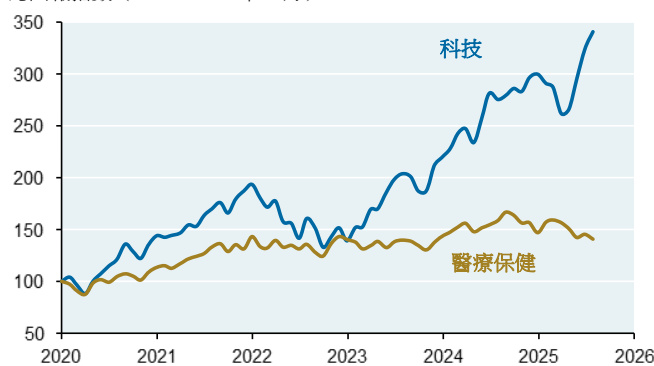
總回報指數（100 = 1989年9月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

標普500指數醫療保健與科技板塊，2019年至2025年

總回報指數（100 = 2019年12月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

在本期《放眼市場》中，我們將深入探討醫療保健行業的動向：醫療保健板塊的估值與盈利增長情況；兩黨降低藥價的提案（包括「最惠國」方案）；來自中國方面的競爭壓力；擬議中的針對醫藥行業的第 232 條款關稅；美國食品藥品監督管理局(FDA)新藥審批速度的持續放緩，以及小羅伯特·肯尼迪執掌衛生與公眾服務部(HHS)帶來的政策衝擊；特朗普削減 NIH/CDC 經費的提案；大型藥企面臨的專利懸崖／收入斷崖；「專利叢林」現象及破解努力；《大而美法案》對管理式護理行業的影響；法院判決傾向醫療服務提供方（而非保險公司）比率上升的趨勢；以及 GLP 類藥物製造商在提高市場普及率時面臨的挑戰。最後，附錄部分將探討美國公共資助科研的爭論，以及近期小鼠延壽藥物研究進展與類器官臨床實驗前景專題分析。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理



目錄

關於估值：醫療保健板塊跌勢究竟如何3

醫療保健市場回報和盈利增長.....4

降低美國處方藥價格的方案，縮小與其他經合組織國家的巨大差距5

專利懸崖、專利叢林與製藥公司資金儲備6

懸而未決的藥品進口關稅與供應鏈風險8

來自中國的藥物研發競爭正在加劇，但中國藥物臨床試驗結果的可靠性如何？10

藥物審批節奏、FDA 動態、小羅伯特·肯尼迪執掌衛生與公眾服務部和關於麻腮風疫苗的個人觀察11

管理式護理的《大而美法案》阻力、人工智能算法以及拒賠率上升的速度13

GLP 類藥物：心血管裨益、治療失智症的潛在益處及更廣泛應用之路17

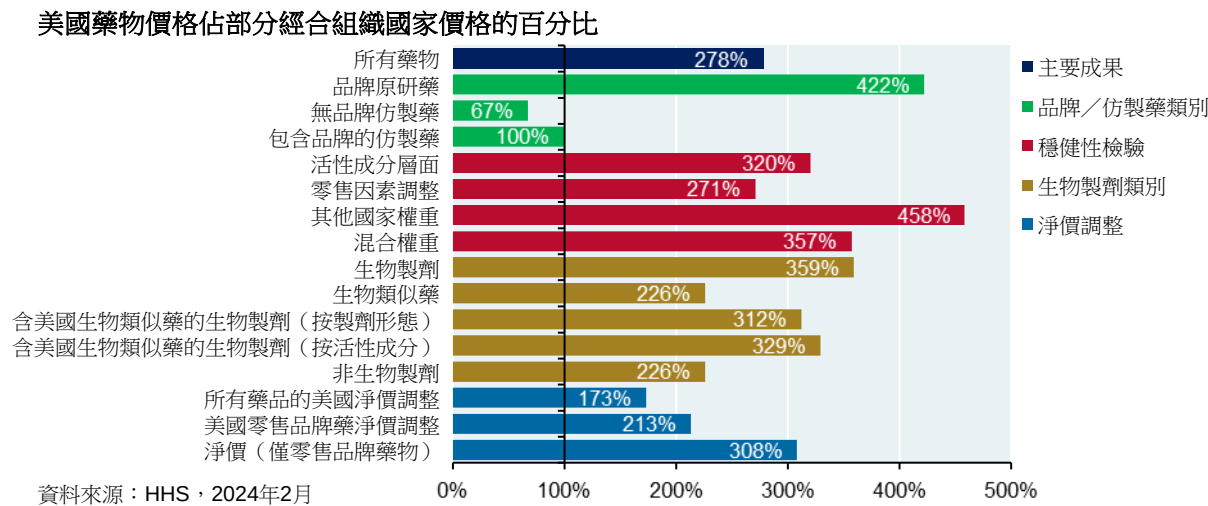
醫療保健服務：藥物價格和對藥房福利管理公司的影響微不足道19

生物科技 IPO：自 2018 年以來，比大海撈針更難20

新藥突破、美國醫療支出與投資者結論21

附錄一：美國公共科研資金之政治角力22

附錄二：小鼠長壽藥物的同行評議證據及類器官在臨床試驗中的前景25



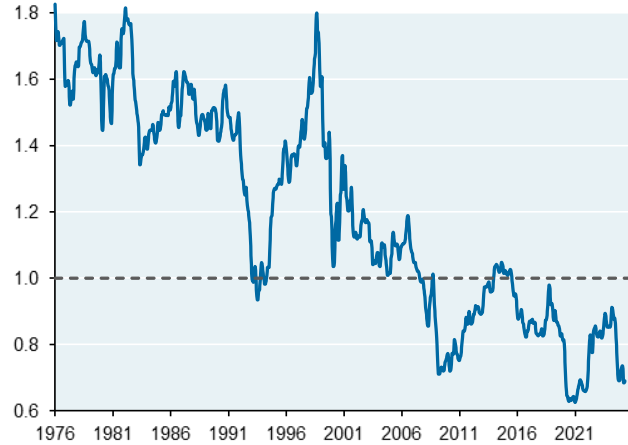


關於估值：醫療保健板塊跌勢究竟如何

首張圖表揭示了醫療保健板塊市盈率相對標普 500 指數的暴跌情況。自 2000 年代初以來，醫療保健板塊相對於標普 500 指數從未出現過溢價，而如今則處於大幅折價狀態。第二張圖表通過市淨率與預期淨資產收益率對比，凸顯醫療保健行業的低估值。在此框架下，位於對角虛線以下的行業相對更便宜。第三張圖表顯示，當前醫療保健行業市盈率均處於 1990 年代以來的歷史低位區間。最後一張圖表則呈現按行業劃分的醫療保健板塊當前市值分布。

大型製藥股估值

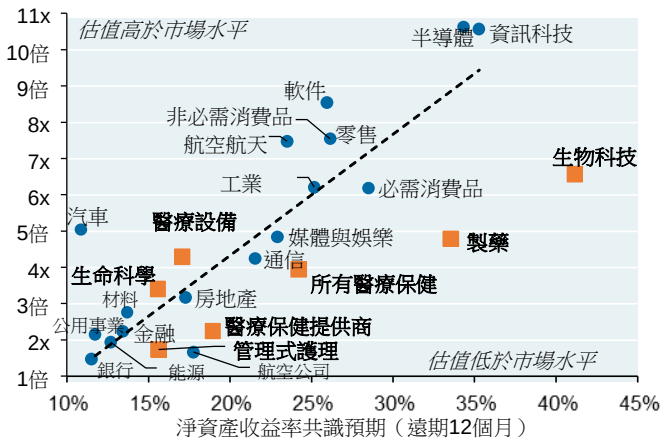
近期市盈率相對於按市值排名前750大股票的對比



資料來源：Empirical Research，2025年6月

標普500指數估值與淨資產收益率

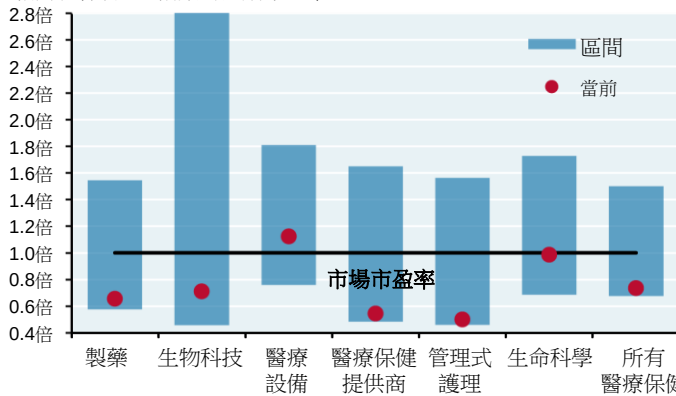
市淨率共識預期（近期12個月）



資料來源：Factset、摩根資產管理，2025年8月7日

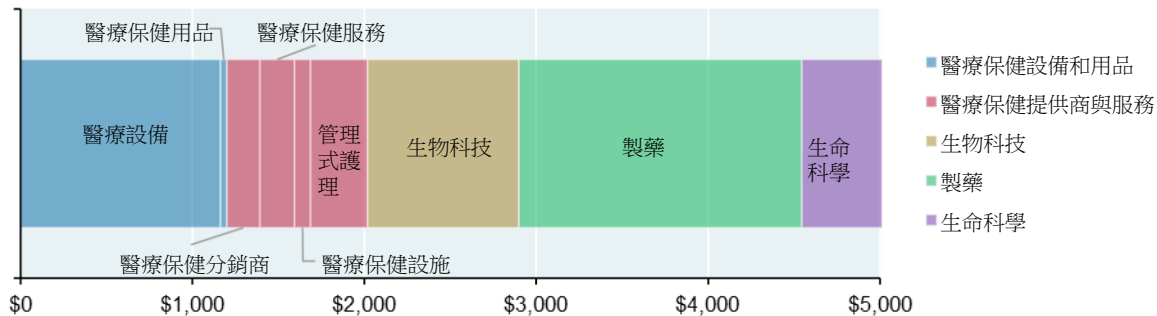
自1992年以來醫療保健板塊相對市場的市盈率水平

相對於標普500指數的近期市盈率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年7月29日。生命科學，自2005年起

標普500指數醫療保健板塊按行業劃分的市值（十億美元）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月5日



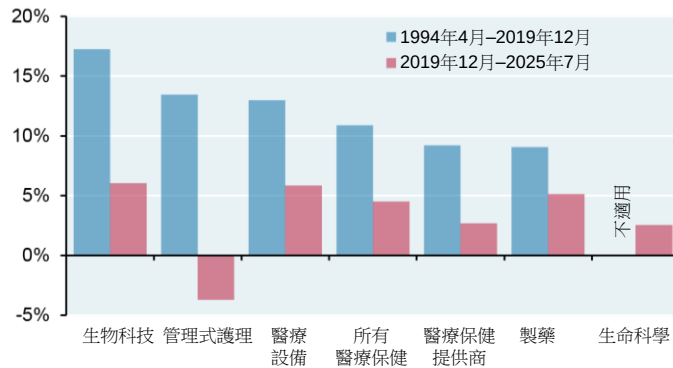
醫療保健市場回報和盈利增長

在第一張圖中，可以看到變化有多大：藍色柱狀代表 1994 年至 2019 年的醫療保健行業年化回報率，紅色柱狀代表 2020 年至 2025 年的年化回報率。觀察中型股（右圖）及小型股領域時，可發現 2020 年前後多數醫療保健行業的回報差距更為顯著。醫療保健服務提供商是一個廣泛類別，包括批發分銷商、實驗室檢測、藥房管理、醫院、養老院以及管理式護理（保險）。值得注意的是，在 2019 年前，生物科技的年化回報幾乎是製藥的兩倍；而自 2020 年以來，這一業績溢價幾乎完全消失。

第四張是 2017 年以來醫療保健與科技板塊的盈利增長對比圖，為理解 2020 年前的模式為何瓦解提供了另一種視角。自 2017 年以來，生物科技的盈利增長一直為負，而大型製藥的盈利增幅僅高於科技板塊中的電信設備。

標普500指數醫療保健回報

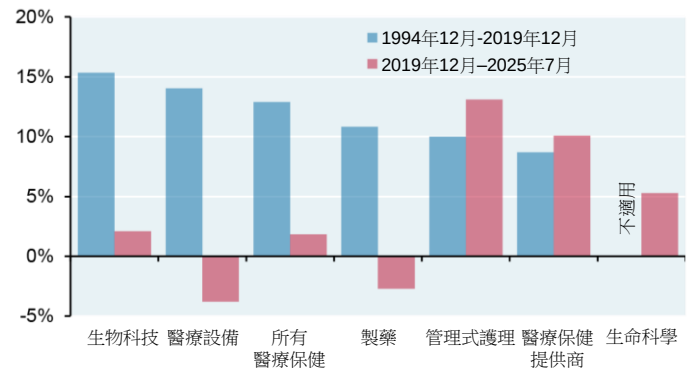
年化回報率（%）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

標普400指數（中型股）醫療保健回報

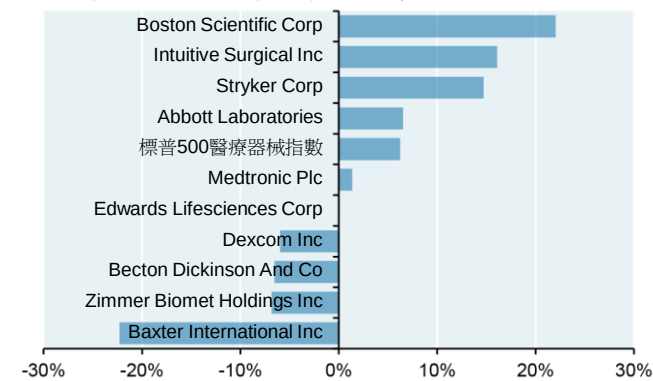
年化回報率（%）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

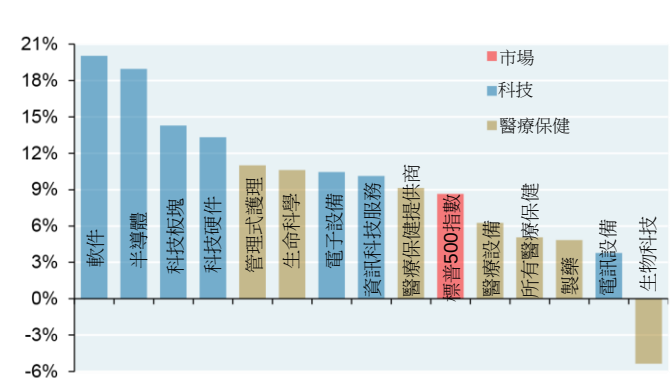
與其他行業類似，醫療板塊個股的表現差異顯著，這使得行業平均數據對選股者的參考價值有所降低。醫療設備領域便是典型的「兩極分化」市場——如下圖所示，贏家與輸家涇渭分明。史賽克(Stryker)、波士頓科學(Boston Scientific)和直覺外科(Intuitive Surgical)等公司能夠跑贏市場的主要原因在於：研發支出佔營收比重保持雙位數，或堅持「小而精」併購策略，而非進行較易拖累投資回報率與股東價值的大規模併購，並且將資本優先用於創新投入而非在債務償還¹。

自2020年7月以來醫療器械的年化回報率



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月3日

科技與醫療保健板塊年化盈利增長率，2017-2025年，百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第二季度

¹ 參見《醫療耗材與設備》，Robbie Marcus，摩根大通北美股票研究部，2024 年 6 月 3 日



降低美國處方藥價格的方案，縮小與其他經合組織國家的巨大差距

- 如第二頁圖表和下表所示，除非品牌仿製藥外，美國藥價普遍比其他經合組織國家（加、法、德、意、日、英）高出 2.5 至 3.0 倍²。即便計入返利折扣後價差收窄至約 1.75 倍，零售品牌藥價格仍顯著偏高。
- 直到 2025 年，大多數藥價提案預計僅會將藥價降低 0%至 3%³。這些提案包括：將更多藥物納入 CMS 醫療保險與醫療補助(Medicare/Medicaid)的談判範圍；將談判確定的藥價應用於所有商業採購方；要求製造商為商業市場銷售支付通脹回扣；允許商業進口美國境外的處方藥；推動仿製藥和生物類似藥更早進入市場；以及要求公開報告品牌藥的淨價格。
- 但目前有討論**最惠國待遇**政策的動向，即參考美國境外藥價設定政府項目（如醫療保險、醫療補助、退伍軍人事務部）涵蓋的藥價。如果採納該政策，藥價可能下降 5%-10%，美國大型製藥企業的盈利到 2031 年可能減少 9%⁴。
- 部分醫療行業分析師對最惠國待遇風險並不太擔憂，他們指出計入返利因素後，美國政府渠道採購藥品的國內外價差實際低於商業渠道。需注意，如果最惠國待遇政策以行政命令（而非立法形式）出台，將如同關稅政策一樣面臨司法挑戰，並且實施範圍或受限於報銷渠道、地域及藥品類別
- 儘管如此，降低藥價的壓力正在增加：目前至少有六項兩黨合作法案旨在推動藥價下降⁵

美國藥品價格相對於部分經合組織國家價格（美國藥價 ÷ 經合組織國家藥價，100% = 價格持平）

	處方藥						零售端分銷的品牌藥（淨價）					
	處方藥	品牌原研藥	無品牌仿製藥	處方藥 （按活性成分 口徑）	處方藥 （扣除折扣與 回扣後的 淨價）		所有藥物	品牌藥物	品牌 零售藥物	生物類似藥	參比生物藥	含有美國生物 類似藥的 活性成分
全部	278%	422%	67%	320%	173%		312%	308%	381%	216%	260%	312%
加拿大	229%	324%	39%	215%	143%		173%	234%	276%	148%	155%	186%
法國	326%	445%	53%	275%	203%		246%	325%	426%	221%	436%	347%
德國	294%	387%	56%	255%	183%		223%	282%	320%	219%	371%	313%
意大利	268%	355%	46%	241%	167%		204%	259%	569%	161%	260%	253%
日本	347%	464%	49%	328%	216%		260%	339%	391%	391%	836%	344%
墨西哥	172%	402%	51%	186%	107%		126%	278%	311%	130%	#N/A	231%
英國	270%	385%	47%	274%	168%		205%	280%	434%	193%	252%	279%

資料來源：「國際處方藥價格比較」，美國衛生與公眾服務部規劃和評價助理部長，2024年2月

註：前三列為「製劑形態層面」分析，其中活性成分、劑型與規格與國際對照藥物保持一致。第四列的「活性成分層面」結果更高，原因在於美國在相同活性成分下使用了更昂貴的具體製劑與產品組合。生物類似藥指與FDA批准的參比藥相似的生物製品，而生物藥是源自生物體的藥物。

² 《國際處方藥價格比較》，美國衛生與公眾服務部，2024 年 2 月

³ 《降低處方藥價格的替代方法》，國會預算辦公室，2024 年 10 月

⁴ 《醫療保健與恐慌》，Empirical Research，2025 年 6 月 17 日

⁵ 以下藥價法案已通過口頭表決並提交參議院審議：

S. 527 《2025 年全民處方藥定價法案》（發起人：Grassley、Welch、Coons、Tillis、Blumenthal、Hirono）

S. 1040 《藥品競爭促進法案》（發起人：Cornyn、Blumenthal、Grassley、Durbin）

S. 1041 《患者可負擔處方藥法案》（發起人：Cornyn、Blumenthal、Grassley、Durbin）

S. 1097 《2025 年跨機構專利協調與改進法案》（發起人：Durbin、Tillis、Grassley、Coons、Welch）

S. 1095 《停止拖延法案》（發起人：Klobuchar、Grassley、Durbin、Blumenthal、Cruz、Welch、Booker）

S. 1096 《保障可負擔仿製藥和生物類似藥可及性法案》（發起人：Klobuchar、Grassley、Durbin、Blumenthal、Welch）



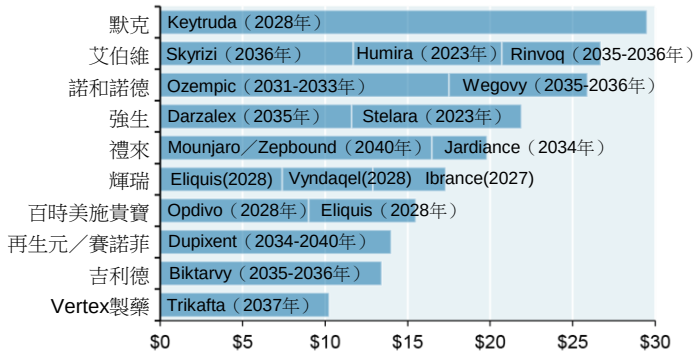
專利懸崖、專利叢林與製藥公司資金儲備

一些製藥公司未來十年將面臨核心藥物專利到期帶來的數十億美元收入缺口。例如，到 2036 年，艾伯維旗下 Skyrizi、Humira 和 Rinvoq 的專利將相繼到期，這些產品在 2024 年的營收約佔艾伯維總營收的 50%。對於默克來說，風險更近在眼前——其重磅藥物 Keytruda 將於 2028 年專利到期；輝瑞的 Eliquis、Vyndaqel 和 Ibrance 也將在 2027-2028 年到期。

一些公司已積累巨額併購資金，這最終可能成為生物技術板塊的催化因素。儘管投資潛在標的看似誘人，但正如後文所述，近年來成功押注生物科技 IPO 的難度堪比大海撈針。另一重困境在於：當前市場上擁有成熟藥品年銷售額達 30-50 億美元、能對下圖所示大型製藥公司產生實質影響的公司寥寥無幾。

2024年暢銷藥品的銷售額與專利到期年份

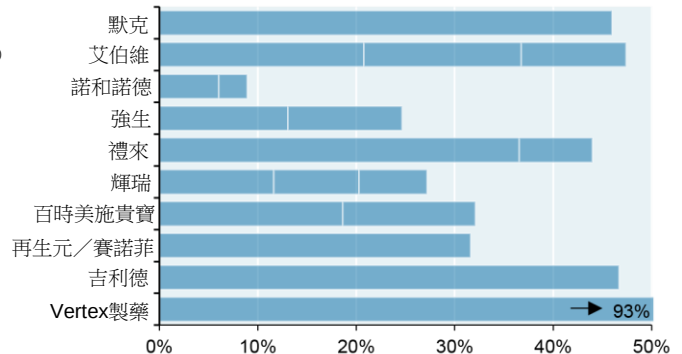
十億美元



資料來源：摩根資產管理股票研究部、Evaluate Pharma，2024年

專利到期佔公司2024年總收入的比例

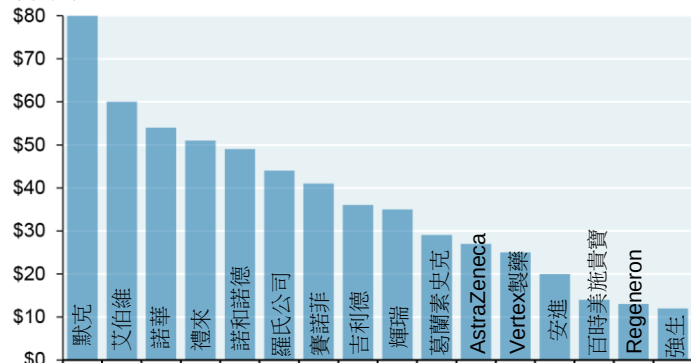
百分比



資料來源：摩根資產管理股票研究部、Evaluate Pharma、彭博財經，2024年

2025年年底製藥公司收購能力

十億美元



資料來源：摩根資產管理270 Life Sciences，2025年5月12日

各公司併購能力評估標準存在差異，主要基於評級機構報告中的關鍵閾值（即在不觸發評級下調的前提下可承擔的額外債務規模），並需調整併購產生的預估新增現金餘額，扣除最低營運現金要求

專利運作機制解析⁶。美國藥品專利體系存在多重層面（活性成分、製劑配方、物質組成、生產工藝、使用方法等），各類專利到期時間各不相同。前文圖表所示專利到期日反映對營收保護期最長的關鍵專利期限，是由摩根資產管理醫療股票研究團隊所確定。

⁶美國商務部長盧特尼克近期提議按照專利價值對生物技術專利徵收 1%-5%的知識產權稅，取代現行專利有效期固定收費模式（約 1 萬美元）。Lutnick 上周致函哈佛大學稱，正調查該校在聯邦資助研究成果專利披露方面的合規性。截至 2024 年 7 月，哈佛持有超 5.8 萬項專利，與產業界保持 900 余項技術授權協議。這些協議常構成生物技術、醫療器械與製藥領域高價值合作的基礎。如果商務部確定哈佛未能履行法定義務，商務部有權沒收特定專利所有權或向第三方授予許可。

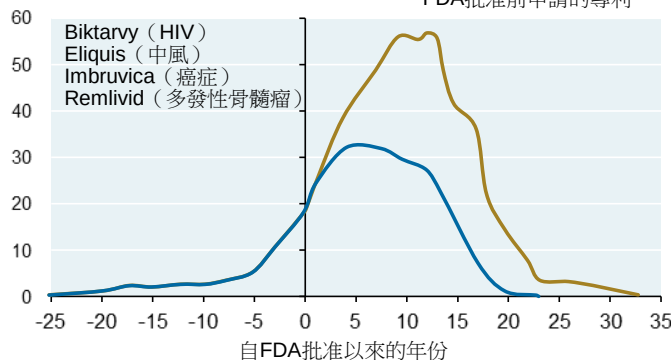


針對單一藥物的多重疊加專利被稱作「專利叢林」，通常須全部到期或與仿製藥企達成協議後，仿製藥及生物類似藥方可上市。無論專利的強度或有效性如何，專利叢林都能通過抬高潛在進入市場的訴訟成本阻礙競爭。《美國醫學會雜誌》2024年刊發的文章分析了全美銷售額前十的品牌藥專利叢林狀況⁷。作者發現，這些藥物在FDA批准後提交的專利（多數與活性成分無關）顯著延長了實際專利保護期，延緩了仿製藥和生物類似藥的影響。在《美國醫學會雜誌》分析的10款小分子與生物藥中，近75%的授權專利與專利申請是在FDA批准後提交的。

暢銷小分子藥與生物藥的專利叢林密度分析

小分子藥物

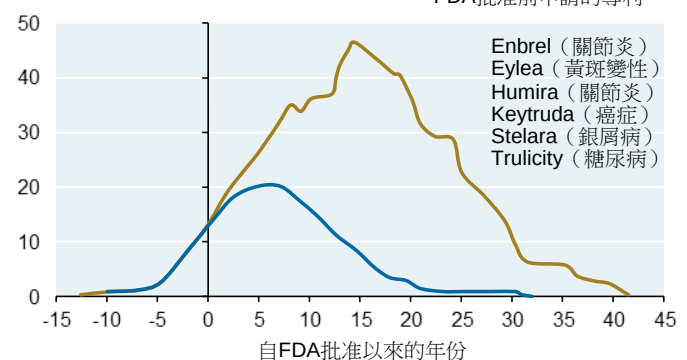
每種藥物平均有效專利數



資料來源：美國醫學會雜誌內科學、摩根資產管理，2024年5月

生物製劑

每種藥物平均有效專利數



資料來源：美國醫學會雜誌內科學、摩根資產管理，2024年5月

政策界正探討通過專利制度改革來壓縮專利叢林的存續時間。例如：拜登政府 2021 年簽署行政令，要求 FDA 與美國專利商標局協作「在激勵創新的同時，確保專利制度不會超出法律合理預期地延緩仿製藥與生物類似藥競爭」。2025 年 7 月，參議員韋爾奇（民主黨-佛蒙特州）、霍利（共和黨-密蘇里州）和克洛布徹（民主黨-明尼蘇達州）聯合提出法案，限制藥企在訴訟中主張的專利數量，並禁止專利權人對同一侵權方發起多重專利訴訟。

專利改革可能深刻影響美國藥價。儘管美國仿製藥使用量佔比達全球最高的 90%，但其支出僅佔藥品總費用的 17.5%⁸。剩餘 10% 的處方藥佔據了 82.5% 的藥品支出。這些數字頗為驚人——換句話說，核心矛盾並非是患者不使用仿製藥，而是品牌藥市場正受到日益具有「創意」的專利叢林影響，這種保護可能已超出知識產權投資的初衷。

⁷《保護 10 種暢銷處方藥的專利組合》，《美國醫學會雜誌·內科學》，Aaron S Kesselheim（布萊根婦女醫院與哈佛醫學院）等，2024 年 5 月

⁸無障礙藥品協會（仿製藥和生物類似藥行業協會），2023 年 9 月 6 日



懸而未決的藥品進口關稅與供應鏈風險

基於國家安全理由的 232 條款藥品關稅仍在審議中。為何製藥業成為關稅／公司稅焦點？

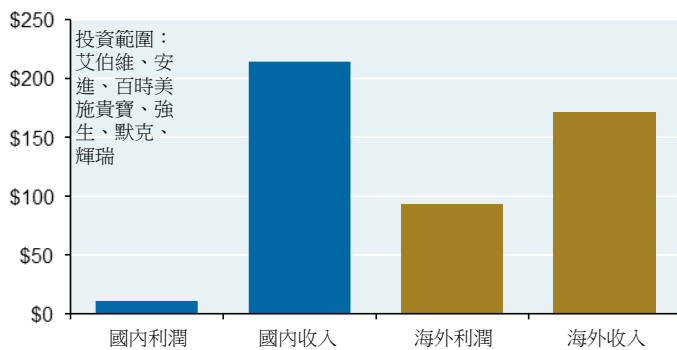
美國外交關係委員會⁹布拉德·塞策基於公開可得資料分析顯示，多數美國大型藥企將利潤申報在愛爾蘭、新加坡等地，同時申報美國業務虧損。因此，儘管美國在實際向客戶銷售方面是最大的市場，但他們在海外支付大部分公司稅（第一和第二張圖表）。

第三張圖表顯示美國製藥貿易逆差似乎是特朗普政府自身政策造成的。2017 年《減稅與就業法案》對全球無形資產收入設定 10.5% 最低稅率後，美國藥企加速產能外遷，使藥品貿易逆差從 2002-2015 平均約 300 億美元激增至 2024 年 12 月的 1,400 億美元¹⁰，考慮關稅前置效應後，今年更達 1,900 億美元。利潤轉移非製藥業獨有：第四張圖表顯示美企海外布局明顯傾向低稅率轄區。

232 條款關稅將迫使大型美國製藥公司像其他行業一樣面臨艱難抉擇：要麼吸收關稅導致營業利潤率下降，要麼將價格上漲轉嫁給消費者。

大型製藥公司利潤與收入按地區劃分（2022年）

十億美元



資料來源：Brad Setser、外交關係委員會，2022年

由司法管轄區支付的美國大額藥品稅

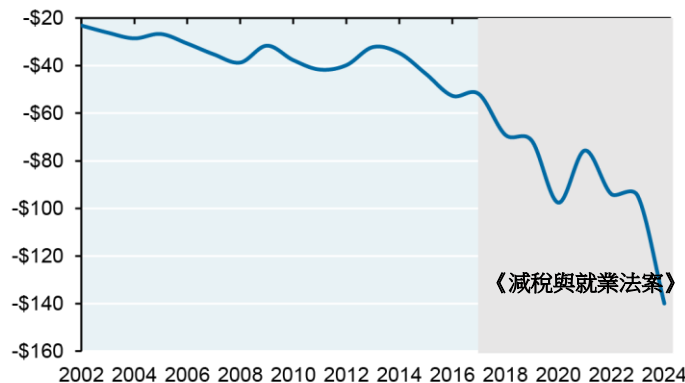
十億美元



資料來源：Brad Setser、外交關係委員會，2025年3月14日

美國製藥貿易赤字

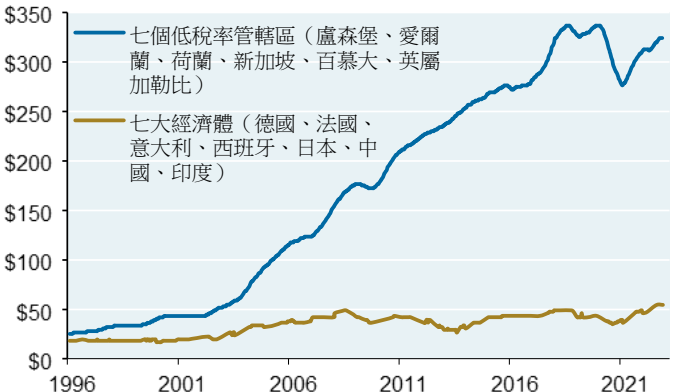
十億美元，連續12個月



資料來源：Brad Setser、外交關係委員會，2025年3月14日

部分司法管轄區的離岸企業利潤

十億美元



資料來源：Brad Setser、外交關係委員會，2024年5月11日

⁹ 參見《美國製藥公司依然未在美國繳稅》，布拉德·塞策，美國對外關係委員會，2025 年 3 月 14 日；塞策 2023 年 5 月在參議院財務委員會聽證會上的證詞「跨境處方：製藥企業和美國國際稅務政策」

¹⁰ 除提高關稅外，更直接的解決方案包括：提高美國無形資產收入最低稅率、限制企業將美國研發成果轉移海外後的稅收抵扣、對企業集團內部知識產權轉移的利潤徵稅

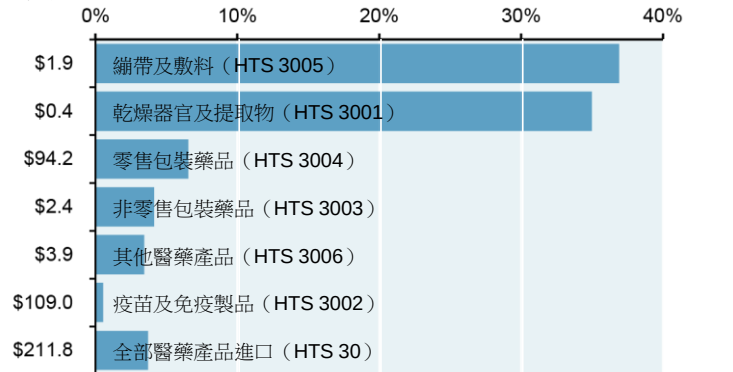


關於中國在美國製藥供應鏈中的角色，討論頗多，尤其是在新冠疫情期間，中國優先保障國內供應的決定導致其他國家出現短缺。美國成立了戰略活性藥物成分儲備庫，但截至2024年11月，根據戰略風險委員會的數據，該儲備僅完成1%的填充。從下列圖表可見，中國在美國藥品及活性藥物成分進口中的佔比差異很大，並且通常在進口金額較低的品類中佔比較高。例如，中國在美國繃帶及提取物進口中的佔比超過30%，但這些品類的進口金額與藥品及疫苗等高價值產品相比要低得多。整體來看，中國僅佔美國藥品進口總額的4%。

活性藥物成分進口同樣如此：中國在布洛芬和對乙醯氨基酚等品類中的份額較高，但在進口金額較大的品類中佔比較低。對於第二張圖表中顯示的所有10位數活性藥物成分類別，中國也僅佔4%。退一步看，在第三個圖表中查看更廣泛的4位數活性藥物成分類別時，可發現情況類似：中國佔美國維生素進口的64%，但在高附加值的激素類僅佔1%，四大活性藥物成分分類整體佔比為7%。在所有數據中，最讓我印象深刻的數字是：中國在美國抗生素進口中的佔比達31%。

印度與中國的貿易關聯如何？2024年，印度進口的大宗及中間體藥品中約有70%來自中國。不過，即便將印度加入下方圖表進行計算，中國與印度合計佔美國成品藥、10位數活性藥物成分及4位數活性藥物成分進口額的份額，按價值計算也僅分別上升至10%、7%和8%；而且這還是在假設印度所有出口均源自中國進口的前提下。

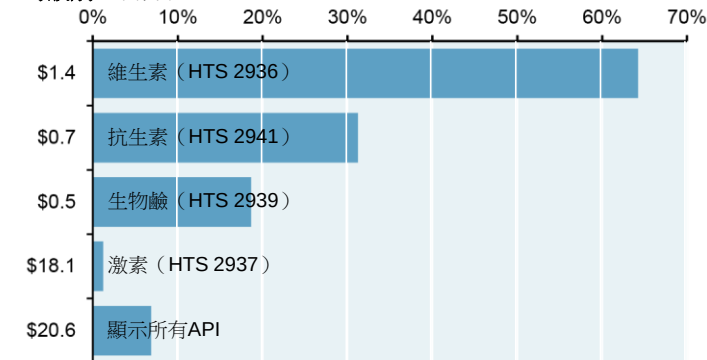
中國在美國醫藥產品進口中的份額
百分比



資料來源：美國國際貿易委員會、
摩根資產管理，2024年

附2024年美國醫藥產品進口總額 (十億美元)

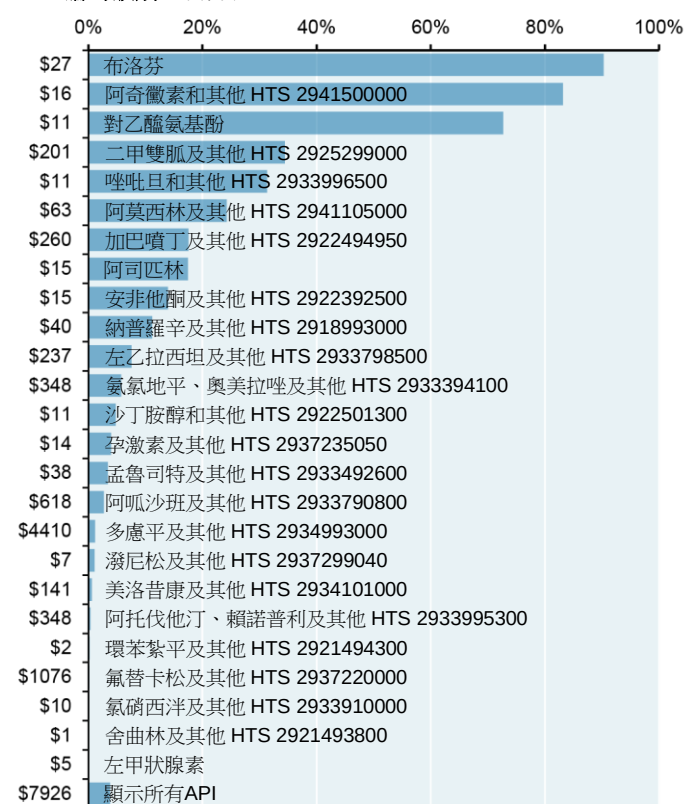
中國在美國活性藥物成分(API)散裝進口中的份額 — 4位HTS編碼級別，百分比



資料來源：美國國際貿易委員會、
摩根資產管理，2024年

附2024年美國醫藥產品進口總額 (十億美元)

中國在美國活性藥物成分(API)散裝進口中的份額 — 10位HTS編碼級別，百分比



資料來源：美國國際貿易委員會、
摩根資產管理，2024年

附2024年美國醫藥產品進口總額 (百萬美元)

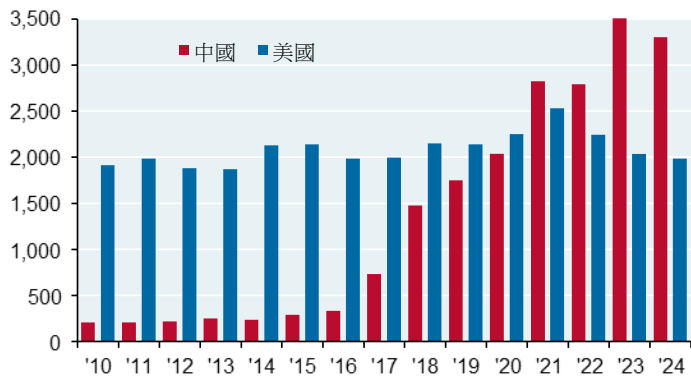
雖然中國的進口佔比僅為個位數，但有人認為美國仍應設法進一步降低這一比例，給出的原因是中國生產的藥品檢測不足。參見「FDA知道中國和印度的藥物質量不佳，但獨立收集和檢測比例僅約0.001%」，Heritage Foundation，2024年11月8日

**來自中國的藥物研發競爭正在加劇，但中國藥物臨床試驗結果的可靠性如何？**

在企業資助的臨床試驗數量及在研藥物數量方面，中國正逐步縮小與美國的差距。話雖如此，收購中國製藥企業並非是總能為美國大型製藥公司帶來顯著增益。醫療保健分析師舉了一個例子：默克在 2023-2024 年與多家中國製藥企業（同潤、禮新、恒瑞、科倫、翰森）合作後，其市盈率仍接近歷史低位的 8-9 倍，但可瑞達失去獨佔權是導致其低市盈率的主要因素。需要說明，中國在全球製藥和生物技術市值中的佔比依然很小，僅約 3.5%。

創新藥的行業贊助臨床試驗

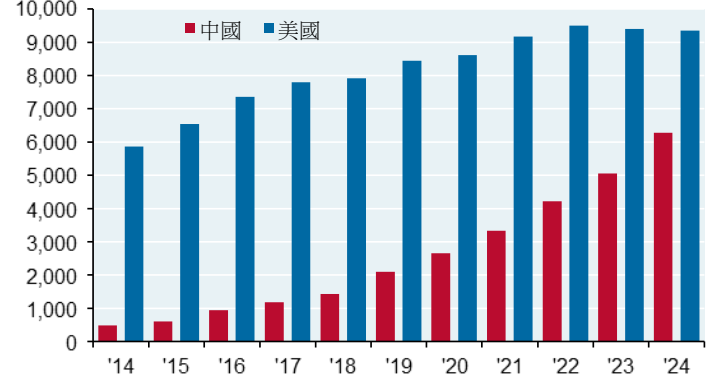
數量



資料來源：GlobalData，2025年

正在開發的藥物，由公司總部地區劃分

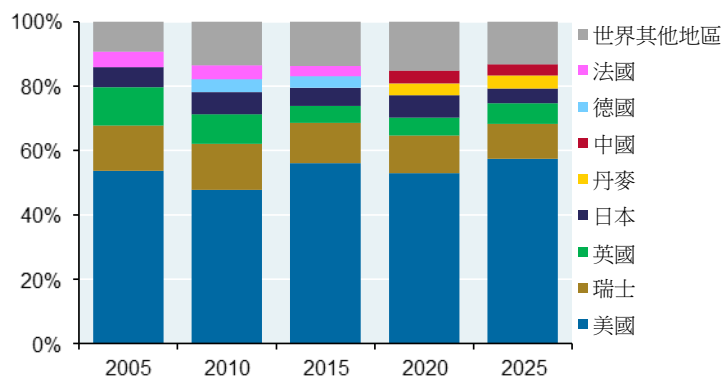
數量



資料來源：Pharmaprojects、Citeline，2025年

各國在全球全市值醫藥與生物科技指數中的份額

市值加權，百分比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月7日

投資者在中國藥物臨床試驗結果可靠性方面的疑慮，與其對中國經濟數據可信度的質疑有類似之處。中國的臨床試驗結果越來越多地發表在西方醫學期刊上，包括《新英格蘭醫學雜誌》、《美國醫學會雜誌》和《柳葉刀》等刊物。這些試驗結果能被信任嗎¹¹？

- 在 2020 年之前，中國曾向一些研究人員支付高達 10 萬美元的費用，鼓勵他們在西方期刊上發表文章。這一做法直到 2020 年才結束。
- 截至 2025 年 8 月，Crossref 的「撤稿觀察」平台收錄的 6 萬多篇撤稿論文中，接近半數來自中國。
- 2023 年國際英文期刊撤稿的約 1.4 萬篇論文中，75% 存在中國合著者。
- 中國科學家群體內部調查顯示，40% 的生物醫學領域論文可能涉及學術不端。

¹¹麻省理工學院技術評論；《中國禁止發表論文的現金獎勵》，《自然》，2020 年 2 月 28 日；Crossref 撤稿觀察數據，2025 年 8 月 12 日；《中國首次進行全國範圍的撤稿審查》，《自然》，2024 年 2 月 22 日；《中國生物醫學研究人員對學術不端行為的看法：2015 年與 2010 年的比較》，《科學與工程倫理》，2017 年 4 月 10 日。

**藥物審批節奏、FDA 動態、小羅伯特·肯尼迪執掌衛生與公眾服務部和關於麻腮風疫苗的個人觀察**

過去幾年，生物科技板塊的研發投入與市值比增速遠超標普 500 指數，因此藥物審批速度對醫藥和生物科技投資者至關重要。然而，特朗普政府上任以來，藥物審批明顯放緩（如右圖所示）。政府聲稱將通過減少動物試驗要求、引入人工智能審批和簡化流程來提速。

生物科技累計研發投入佔市值比重（相對於市場）

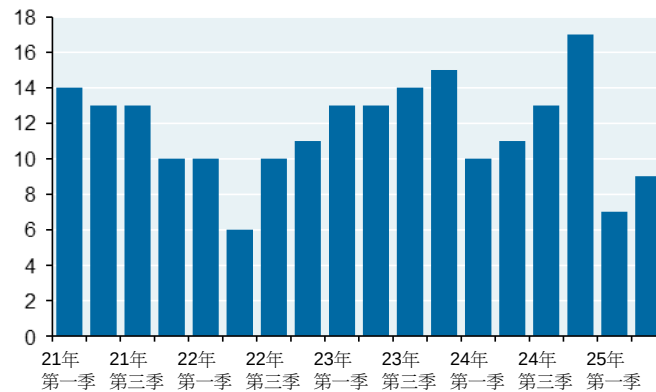
百分比（%），連續8年區間



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年6月

季度FDA新藥批准數量

獲批新藥數量



資料來源：美國食品及藥物管理局、摩根資產管理，2025年6月17日

但實際效果仍有待觀察。相反，製藥和生物科技投資者不得不面對以下情況：

- 新任 FDA 局長及其副手在藥品審批過程中採取了非傳統且原因不詳的干預（例如：KalVista 的 Ekterly、Sarepta 的 Elevidys、Novavax 的 Nuvaxovid）¹²
- 多名擁有數十年經驗的 FDA 高層官員相繼離職，包括藥品評估與研究中心及生物製品評估與研究中心的主任與副主任、新藥辦公室及細胞／基因治療辦公室的主任；同時 FDA 整體人員遭遇 19% 的政府效率部減員。兩周前被迫離職的生物製品評估與研究中心負責人 Vinay Prasad 據稱正被召回原職¹³。據報道，Prasad 因試圖在 Elevidys（治療肌營養不良症）的死亡案例發生後叫停該藥物出貨而被解職。
- 與此同時，小羅伯特·肯尼迪解僱了美國疾病控制與預防中心免疫實踐諮詢委員會的全部 17 名成員，並於上周宣布，美國生物醫學高級研究與開發局將終止與大學研究人員及私營企業的 22 項合同，這些合同原本旨在開發 mRNA 技術的新應用。
- 關於 mRNA 合同的終止，明尼蘇達大學傳染病研究與政策中心負責人 Michael Osterholm 表示：「這是我在 50 年職業生涯中見過的最危險的公共衛生決策。此舉毫無根據，我們將因此付出巨大代價，包括疾病與死亡的激增。我對此極度擔憂。」¹⁴曾在特朗普首個任期擔任生物醫學高級研究與開發局負責人的 Rick Bright 也指出：「剝奪對未來潛力巨大技術的資金支持，將資金轉向過時的傳統技術，這種做法是不負責任的。我們正把國家從 2025 年帶回 1940 年，而眾所周知，這註定是災難性和失敗的做法。」
- 需要明確的是，醫療界對 mRNA 存在不同觀點。部分醫療專家認為，mRNA 技術需謹慎使用，因為其可能存在脫靶整合風險（即 mRNA 編碼的遺傳物質意外插入細胞基因組）或免疫失調，因此僅應用於罕見的單基因疾病；而該創新方法則可通過依賴基於肽類的載體來維持

¹²「消息人士稱，FDA 局長馬卡里罕見要求否決 KalVista 藥物」，Endpoints News，2025 年 6 月 24 日；「FDA 局長馬卡里短暫要求對 KalVista 藥物下發完整回復函，加劇對政治干預的擔憂」，Endpoints News，2025 年 6 月 27 日。

¹³「Vinay Prasad 在上月意外被免職後重返 FDA」，Fierce Pharma，2025 年 8 月 9 日

¹⁴「公共衛生專家對小羅伯特·肯尼迪削減 mRNA 疫苗研究資金表示震驚」，NPR，2025 年 8 月 6 日。



關於麻腮風疫苗和美國麻疹爆發的個人觀察：目前已達到 33 年來的最高水平

美國麻疹病例已升至三十年來最高，在不足七個月內，累計病例數已達到自 1992 年以來的年度最高值。超過 90% 的感染者未接種疫苗，或其麻腮風疫苗接種情況不明。

於 1963 年至 1967 年（首款麻腮風減毒活疫苗獲批准）期間獲得免疫能力的美國成年人接種的是減活版麻腮風疫苗。減活版麻腮風疫苗的長期免疫力遠低於活疫苗；一項研究顯示，接種減活版麻腮風疫苗剛滿一年後，只有 25% 的人仍能檢測到抗體。美國疾病控制與預防中心建議該時期接種者補種減毒活疫苗，但存在免疫缺陷等健康狀況者（如本人）無法接種含活病毒的疫苗。我在 1963-1967 年間接種了減活版疫苗並且無法重新接種活疫苗，因此我現在需要避開麻疹高發區以及麻腮風接種率驟降的地區。

關於麻腮風疫苗的一些冷知識：

- 麻腮風疫苗兩劑接種方案對麻疹的預防有效性達 97%。由於該疾病具有高度傳染性，實現群體免疫（即阻斷傳播的防護效果）需要 95% 的人口接種疫苗。各類傳染病的傳播係數(Ro)分別為：新冠與流感為 1-2；脊髓灰質炎與天花為 5-7；麻疹則高達 12-18
- 2013 年至 2023 年，美國麻腮風疫苗接種率的中位數從 95% 降至 92%。接種率低於 90% 的州包括喬治亞州、科羅拉多州、威斯康星州、阿拉斯加州和愛達荷州；2013 年，愛達荷州麻腮風疫苗接種率從 90% 降至 80%
- 幼兒園年齡兒童獲得非醫療豁免的比例中位數從 2011 年的 1% 上升至 2023 年的 3.7%
- 德克薩斯大學兒科副教授 JB Cantey 警告，麻疹就像「煤礦中的金絲雀，若疫苗接種率持續下降，未來數月乃至數年，其他可通過疫苗預防的疾病將紛紛捲土重來」
- 史丹福大學最近的一項研究估計，考慮到疫苗接種率的下降趨勢，麻疹可能會在 20 年內再次流行。麻疹在美國境外更為常見，因此赴美旅客可能成為「星星之火」，將在接種率持續下降的美國引發燎原之勢
- 時代的寫照：Saravir Biopharma 正在研發用於治療麻疹的單克隆抗體，並押注於麻腮風疫苗接種率的持續下降。
- 然而，小羅伯特·肯尼迪並未始終如一地傳遞麻腮風疫苗重要性的訊息。他有時承認其有效性，但同時也指示公共衛生機構探索麻疹的潛在新療法，包括維生素 A 和魚肝油。需要指出的是，維生素 A 僅可用於治療因缺乏該營養素而患麻疹的病人，而據美國國立衛生研究院估算，只有約 1% 的美國人屬於這一人群。

資料來源：科學美國人，Ripley Cleghorn，2025 年 3 月 20 日；《美國疫苗接種率下降背景下疫苗可消除傳染病的再次爆發模型》，Kiang 等（史丹福大學流行病與人口健康系），美國醫學會雜誌，2025 年 4 月 24 日；《華爾街日報》，2025 年 7 月 9 日；《華爾街日報》，2025 年 8 月 8 日

延伸閱讀：

[《小羅伯特·肯尼迪如何歪曲疫苗科學》\[科學美國人\]](#)

[《小羅伯特·肯尼迪如何錯誤地否認他與薩摩亞致命麻疹爆發有關》\[瓊斯母親\]](#)

[《小羅伯特·肯尼迪多年來一直在煽動人們對疫苗的恐懼和不信任。這些人因他的所作所為而受害》\[美聯社\]](#)

[《小羅伯特·肯尼迪的反疫苗宣傳》\[麥吉爾大學\]](#)

[《肯尼迪關於疫苗與自閉症聯繫的錯誤百出的文章》\[民族報\]](#)

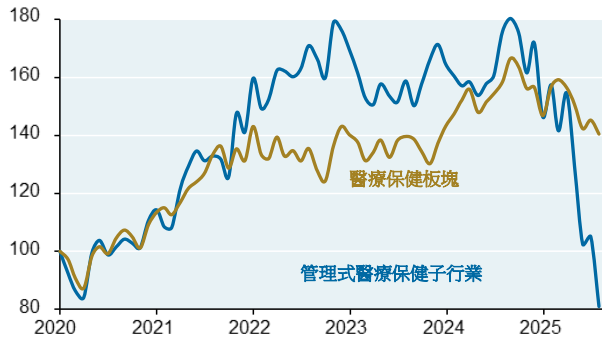


管理式護理的《大而美法案》阻力、人工智能算法以及拒賠率上升的速度

大型管理式護理公司主要是醫療保險提供商，例如 Centene、Elevance、Humana、Molina 和聯合健康集團(United Healthcare)。今年管理式護理業務的回報大幅下滑，但（至少到目前為止）並非是由盈利下降所致。然而，正如第三張圖所示，行業指引被下調，原因包括：(a)《大而美法案》中削減了醫療補助(Medicaid)與《平價醫療法案》(ACA)的資金支持；(b) 美國醫療保險和醫療補助服務中心(CMS)下調了對醫療保險優勢計劃(Medicare Advantage)的報銷率；(c) 就聯合健康集團而言，因其醫療保險優勢計劃賬單／風險編碼做法受到審查，同時高風險患者湧入導致成本上升。法案對管理式護理構成影響的一個例子，就是在 2025 年 7 月，Centene 撤回全年盈利指引，並將其調整後的每股盈利預測從 7.25 美元大幅下調至 1.75 美元，主要由於在其 29 個營運業務的州份中，有 22 個的市場增長放緩，而對平價醫療保險交易所業務的影響尤為顯著。

管理式護理業務回報率的崩潰

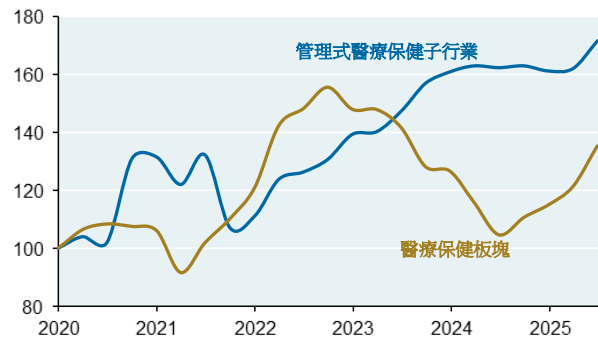
總回報指數（100 = 2019年12月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年7月

管理式護理與醫療保健板塊運營收入

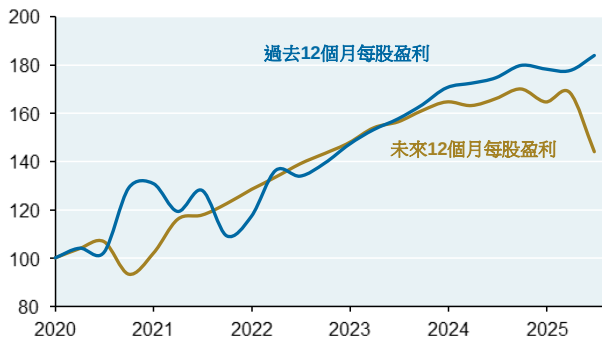
指數（100=2019年12月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第二季度

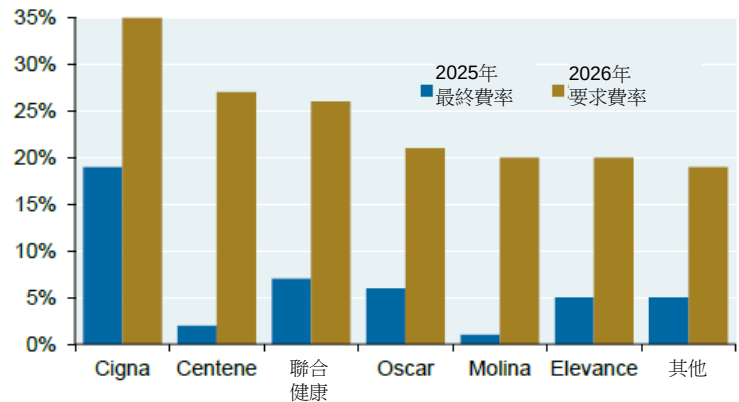
管理式護理每股盈利

指數（100=2019年12月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第二季度

按公司劃分的成員加權平均平價醫療保險費率要求與前一年比較的百分比增幅



資料來源：巴克萊股票研究，2025年8月5日

Centene 行政總裁宣布計劃通過重新定價，以反映成本增加和發病率結構變化來收復 2026 年的盈利能力。正如第四張圖表顯示，整個管理式護理行業也出現同樣的情況。美國醫療保險和醫療補助服務中心最近發布了按計劃和州劃分的 2026 年個人平價醫療保險初步費率要求，提供了 2026 年定價的早期預覽，這是能否收復利潤的重要變量因素¹⁵。平均而言，所示計劃要求提價 20%-30%，某些州的要求更高達 40%-60%。美國醫療保險和醫療補助服務中心的數據可能混合了介乎 6 月初到 7 月底首次及重新提交的費率要求。這些要求需經各州批准，因此最終費率可能有所不同。

¹⁵ 《CI、CNC、UNH 要求大幅提升 2026 年的平價醫療保險費率》，巴克萊股票研究，2025 年 8 月 5 日



為了更深入瞭解導致部分盈利預測下降的監管問題，以下是《大而美法案》的主要特點、醫療補助與《平價醫療法案》的變動。

- **支出削減：**國會預算辦公室預計，未來十年聯邦醫療補助支出將減少 9,110 億美元，相當於削減該期間的醫療補助預期開支 14%
- **覆蓋範圍：**凱撒家族基金會(KFF)預計，《大而美法案》及《平價醫療法案》的調整導致到 2034 年時，將有 1,600 萬人失去保險保障。《大而美法案》要求 19 至 64 歲的健康成年人（無殘疾或撫養人）必須滿足醫療補助規定的工作要求，即每月至少從事 80 小時工作或其他符合條件的活動。此類要求是節省醫療補助開支的最主要方式，預計十年內可削減 3,260 億美元支出。
- **增強版稅收抵免到期：**《大而美法案》並未延長《平價醫療法案》的保費稅收抵免優惠，該補貼將在 2025 年底到期。補貼到期以及新的行政限制可能導致平價醫療保險市場註冊數量下降三分之一。

預計至2034年無保險人口增加

百萬人

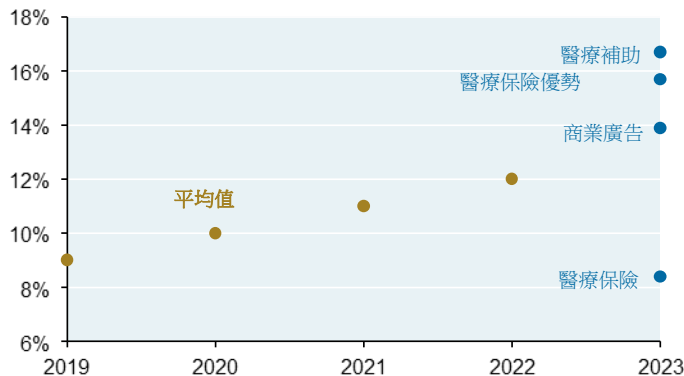


資料來源：KFF、國會預算辦公室，2025年6月

近年來，關於醫療保險行業的另一些論述集中在拒賠率問題上。下一張圖展示了拒賠率的一些觀察結果¹⁶，而文本框裡的内容則引述了美國醫院協會(AHA)提及會員在與商業醫療保險公司聯繫時的經驗。

醫療保健索賠拒付率

百分比



資料來源：Change Healthcare收入週期拒賠指數、Premier（2023年）

來自美國醫院協會 2022 年的資料：

- 78%的醫院表示，與商業保險公司的合作體驗轉差；
- 84%的受訪者表示，遵循保險公司政策的成本在增加
- 95%的醫院和醫療系統表示，其員工在事前的審批程序上需要花費更多時間
- 拒賠情況通常發生在費用高昂的治療中，平均涉及的費用達到 14,000 美元或以上

¹⁶拒賠率的統計數字來自多個來源，且每個來源的統計結果都取決於所研究的範圍。上方圖表顯示 2019-2022 年 Change Healthcare 的拒賠率數據，涵蓋了一組大小不一的機構的主要住院和門診機構索賠。2023 年的數據來自 Premier Healthcare，其針對全國的會員醫院和醫療系統進行了調查。



印第安納大學法學院 2024 年的一篇論文從宏觀角度討論了拒賠問題。其主要發現包括：

- **臨床護理與保險覆蓋算法。**與用於診斷和治療的**臨床護理**算法不同，醫療保險**覆蓋**算法通常缺乏監管，且 FDA 並不會對其安全性與有效性進行評估。算法創建者（其中許多是醫療保險公司自身，用於決定覆蓋範圍）認為其產品具有專有性，因此不需公開披露加權方案和偏差緩解機制。
- **示例。**一項研究顯示，每 500 名患者中僅有 1 人對被拒賠的索賠提出申訴。類似地，凱撒基金會 2023 年的研究發現，在《平價醫療法案》保險市場平台中，僅不到 0.2% 的拒賠案件提出了申訴。鑒於申訴率極低，作者得出結論：拒付醫療費用已成為保險公司商業模式的重要部分，因為他們在絕大多數拒賠案件中無需辯護或重新審視。
- **醫生的看法。**美國醫學會(AMA)在 2023 年的一項調查顯示：94% 的醫生表示，事前的授權要求延遲了患者獲得必要治療的時間；78% 認為，這一做法可能導致患者放棄推薦的治療方案；以及大約四分之一的醫生報告稱，事前授權曾導致其患者承受了嚴重不利於生活的經歷
- **人工智能程式。**在兩個月的時間裡，一家保險公司的醫生使用其 PDX 人工智能程式駁回了超過 30 萬份理賠申請，每件案例平均僅耗時 1.2 秒——這明顯違反了「需人工覆核」的監管要求，也違背了「以患者醫療需求作為理賠依據」的基本原則。儘管部分醫療分析師認為人工智能可加快保險公司響應速度，但審批效率的提升並不等於理賠率得到改善。
- **人工智能處理申訴的表現不佳。**一些人工智能程式在複審時的表現不如理想。一項針對預先授權系統 nHPredict 的研究顯示，其約 90% 的拒賠決定之後由聯邦行政法官作出申訴裁決時推翻。同樣，美國醫院協會調查發現：有 62% 的事先授權拒賠，以及 50% 的初始索賠拒賠決定經申訴後被撤銷。
- **倖存與公正的悖論。**患者在申訴過程中即便最終獲勝，往往也需經歷多輪耗時耗力的漫長申訴——而有些人，甚至沒能等到公正處理就已撒手人寰。更殘酷的是，保險公司常以「原告未完成長達五年、五個層級的醫療保險申訴流程」為由，要求法院直接駁回訴訟。
- **資料來源：**「規範醫療保險算法」(Regulating Healthcare Coverage Algorithms)，Jennifer D. Oliva，印第安納大學法學院，2024 年 12 月。Oliva 教授是美國陸軍退役軍人，現任喬治城大學法律中心 O' Neill 國家與全球健康法研究所研究員，同時擔任加州大學舊金山分校／加州大學法學院法律、科學與健康聯合研究中心的高級學者。

2025 年 6 月，超過 50 家保險公司承諾將會革新事前授權的流程並制定統一標準，以減輕醫療提供方的負擔，並為患者提供更適切便利的醫療支持。相關舉措據稱將包括：減少需要事前授權的醫療服務數量；在患者治療期間更換保險計劃時，繼續認可既有授權；提高關於授權決定／申訴的透明度；並確保由醫療專業人員審查未獲批准的申請。

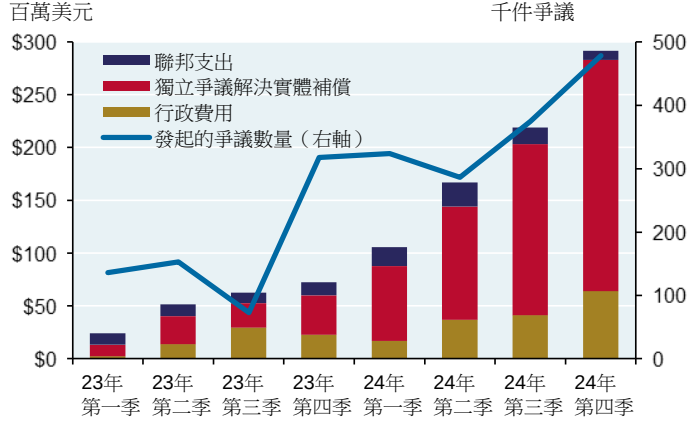
儘管醫療服務提供方認可這一倡議，但許多人對其能否真正落實持懷疑態度，因為保險公司過去也曾作出過類似承諾。Premier 公司政府事務高級副總裁表示：儘管自願承諾可能意義重大，但政府在某些領域的介入仍然十分重要。「這裡缺乏問責機制。很多事情是自我管理的。我們希望美國醫療保險和醫療補助服務中心和國會能繼續設定一些保護措施，確保這些措施真正落地，並且確實符合患者和醫療服務提供者的最佳利益。」¹⁷

¹⁷ 《50 多家保險公司承諾對事先授權進行改革。下一步何去何從？》，顧問委員會每日簡報，2025 年 6 月 6 日



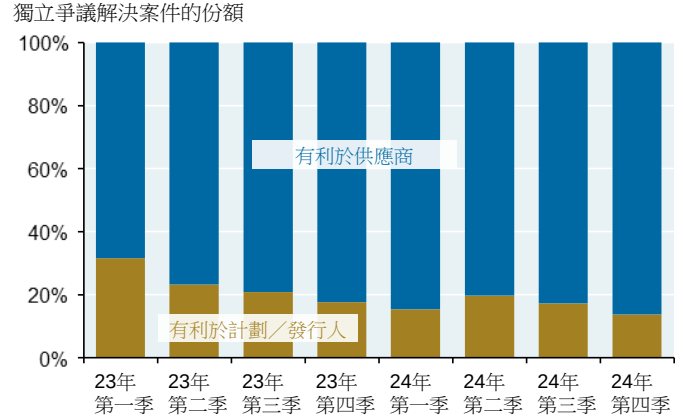
醫療行業的權力格局正在重塑——至少暫時是如此。如下文所示，供應方發起的爭議激增，部分原因在於 2020 年通過的《無意外法案》(No Surprises Act)，該法案在許多案例中要求由第三方仲裁，而不再是患者直接向保險公司申訴爭議理賠。根據 Niskanen Center 的數據¹⁸，資金雄厚的私募資本支持型醫療機構在醫保糾紛仲裁案件中的勝訴率持續攀升（其中，僅前十大機構就發起了全部爭議案件的 71%，而前三大更是包攬了 43% 的訴訟量），保險公司正為此付出沉重代價。根據美國醫療保險和醫療補助服務中心的數據，2024 年醫療服務供應商共提交了 150 萬起賬單爭議，遠超預期年均案件量的 70 倍（!!）。醫療服務供應商似乎還在提高仲裁報價，相較於網絡內成本中位數提出更高要求，以期獲得更高的最終和解金額。保險行業可能需要時間來適應新的現實情況，並通過提高保費的方式轉嫁更高的和解成本。

獨立爭議解決成本與爭議數量



資料來源：Niskanen Center，2025年6月18日

醫療服務供應商在爭議中獲勝比例上升



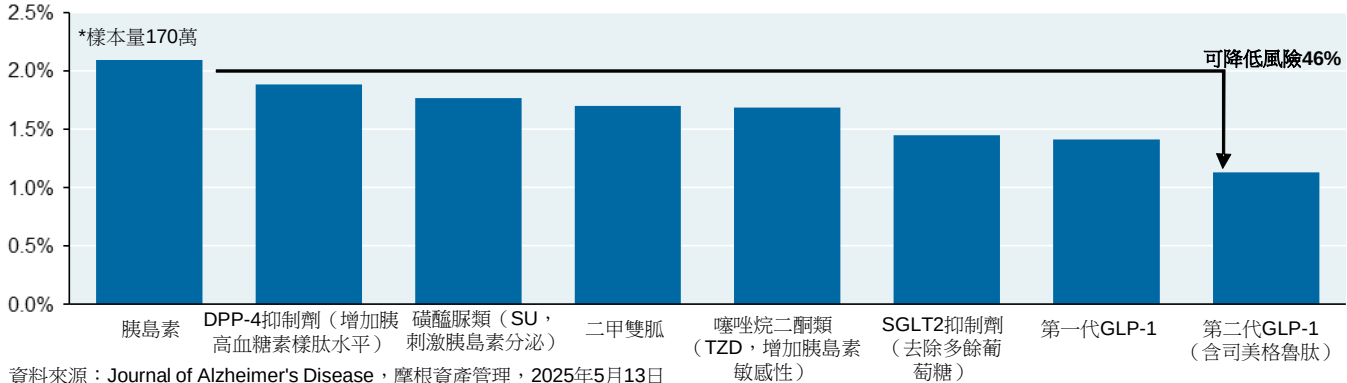
資料來源：Niskanen Center，2025年6月18日

¹⁸《新數據顯示，《無意外法案》仲裁正在增加醫療浪費》，Niskanen Center，2025 年 6 月 18 日

**GLP 類藥物：心血管裨益、治療失智症的潛在益處及更廣泛應用之路**

需要明確的是，這項研究¹⁹並非是一項含有對照組和安慰劑的雙盲試驗，而是對近期確診糖尿病患者的事後分析，這些患者分別接受了胰島素、二甲雙胍、第一代 GLP-1 藥物、第二代 GLP-1 藥物（含司美格魯肽）或其他藥物的治療。不過，該研究的樣本量非常大（170 萬人），因此可以對其後續的失智症風險進行有力評估。

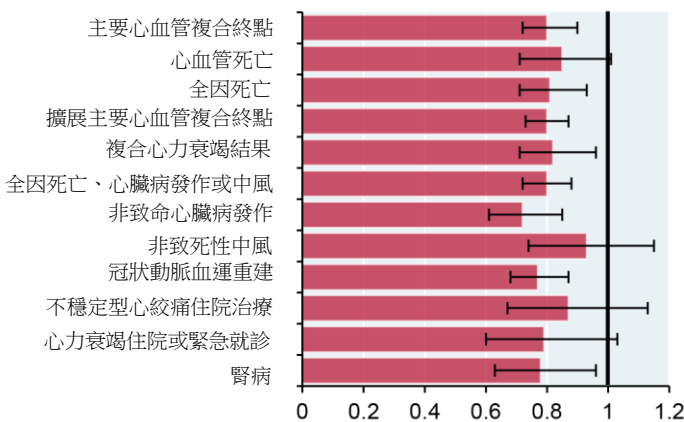
如下圖所示，在糖尿病確診後三年內，接受胰島素治療的患者出現阿爾茨海默相關失智症的風險為 2%，而使用第二代 GLP-1 藥物的患者風險僅為該水平的一半。研究引用的最強效應體現在**血管性失智症**上，這可能與司美格魯肽被證實可降低血管炎症相關，而血管炎症是已知的失智症前驅因素。根據美國疾病控制與預防中心的數據，幾乎一半的美國人患有糖尿病或處於糖尿病前期，因此這些結果意義重大。

2型糖尿病患者使用不同藥物後的阿爾茨海默相關失智症風險，3年內發展為阿爾茨海默相關失智症的患者比例(%)

諾和諾德的 **SELECT** 試驗評估了服用 **Wegovy** 的患者的心血管結果。如下圖所示，試驗顯示，與安慰劑組相比，主要不良心臟事件的發生率降低了約 20%。然而，主要不良心臟事件發生率的絕對降低幅度很低，僅為 1.5%（安慰劑組為 8.0%，Wegovy 為 6.5%），並且要經過三年的 GLP 治療才獲得絕對益處²⁰。究竟是相對風險降低了 20%，還是絕對風險降低了 1.5%對評估較有意義？答案見仁見智。

主要不良心血管事件：司美格魯肽與安慰劑

風險比（1=安慰劑），誤差線顯示95%置信區間



資料來源：Eric Topol、斯克裡普斯研究中心，2023年11月

低劑量 GLP 療法未來可能取代他汀類藥物與降壓藥的組合，用於預防／治療骨質疏鬆

¹⁹ 《西馬魯肽與 2 型糖尿病患者阿爾茨海默病相關失智症的關聯》，《阿爾茨海默病雜誌》，Wang 等人，2025 年 5 月 13 日

²⁰ 《GLP-1 藥物減少主要心血管事件的大試驗》，Eric Topol, Scripps Research, 2023 年 11 月



GLP 生產商面臨的挑戰：

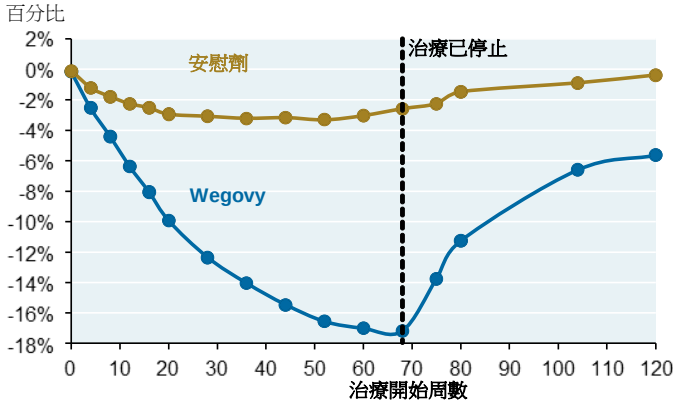
- 2025年1月發表在美國醫學會雜誌上的一篇論文顯示，在非糖尿病患者中，GLP藥物的停藥率非常高，然而其中一部分人群後來因為體重嚴重反彈而重新開始治療，或因藥物短缺被迫中斷治療²¹。正如我們在《2024年展望》報告中所解釋的，患者一旦停止使用Wegovy和Zepbound，通常會在數周內恢復大部分已減掉的體重。同樣，其他心臟代謝方面的改善在停藥後也會回到基線水平（血壓、低密度脂蛋白、血紅蛋白指標）。

非糖尿病患者使用GLP類藥物的停藥情況

	自首次用藥起 兩年內的停藥率	停藥後兩年內的 重新用藥率
2型糖尿病患者	64.1%	57.2%
非2型糖尿病患者	84.4%	46.3%

資料來源：美國醫學會雜誌，2025年1月。停藥：連續60天未續藥

治療期間和治療後體重變化



資料來源：DOM藥理學和治療學雜誌，2022年4月

- 覆蓋GLP治療的保險公司數量已出現停滯。為了提高GLP的滲透率，保險公司不得不通過與製藥商的談判降低價格。GLP藥物價格每年下降10%-15%；尚不清楚能否通過不斷增加的用藥量來抵銷降價帶來的影響。
- 需要提醒的是，醫療保險並不覆蓋肥胖症的GLP治療，而醫療補助僅在13個州覆蓋肥胖症GLP治療。據報道，醫療補助服務中心正在探索針對醫療保險和醫療補助的GLP-1試點項目。如果獲批，醫療保險和醫療補助創新中心將於2026年4月開始進行醫療補助試點，並於2027年1月開始實施醫療保險計劃。據國會預算辦公室估算，醫療保險覆蓋GLP藥物將在2026年至2034年間耗費350億美元。醫療補助覆蓋將為聯邦政府帶來額外的110億美元支出。上述以及下表所示的GLP高停藥率表明，需要某種形式的成本分擔機制，以平衡患者的可負擔能力與責任。
- 為了提升採用率並重建GLP投資邏輯（其在2023-2024年是製藥股的重要驅動因素），可能需要更大程度推廣口服GLP藥物。然而：禮來上周公布的口服Orforglipron三期臨床試驗結果顯示，其減重效果低於預期（18個月減重8%-12%），且停藥率高於預期（22%-24%）。消息公布後，禮來股價下跌14%。

口服和注射GLP的比較

	禮來：Orforglipron				諾華：司美格魯肽	
持續時間	72周				68周	
治療	安慰劑	6 mg	12 mg	36 mg	安慰劑	2.4 mg
體重變化	-1%	-8%	-9%	-12%	-2%	-17%
發病率						
噁心	10%	29%	36%	34%	17%	44%
嘔吐	4%	13%	21%	24%	7%	25%
腹瀉	10%	21%	23%	23%	16%	32%
便秘	9%	22%	30%	25%	10%	23%
停藥						
來自不良事件	3%	5%	8%	10%	3%	7%
所有停藥	30%	22%	23%	24%	不適用	不適用

資料來源：富國銀行、摩根資產管理，2025年8月

²¹ 《美國成人超重或肥胖患者停用和重新使用雙標記 GLP-1 受體激動劑》，E. Emanuel 等人，美國醫學會雜誌，2025 年 1 月

**醫療保健服務：藥物價格和對藥房福利管理公司的影響微不足道**

藥價下調的前景可能引發對 CVS 和 Cigna 的負面投資情緒，²²這兩家公司是醫療服務領域中最大的藥房福利管理公司(PBM)²³。理論上，藥價下跌可能不利於 PBM，因為 PBM 的部分收入來自製藥企業向醫保計劃營辦機構支付的回扣分成。然而，目前 CVS 和 Cigna 已將其收到的回扣超過 95%返還給計劃營辦機構，並依賴以服務費為基礎的其他形式帶來的收入²⁴。此外，PBM 在與醫療保險相關的藥品上並不獲得任何回扣，因此即便醫療補助服務中心年度談判帶來較大折扣，PBM 也不會受到影響。

即便如此，自白宮 4 月 15 日發布行政命令削弱 PBM 的中介角色以來，CVS 和 Cigna 的股價表現落後於實驗室診斷公司和藥品分銷商。該行政命令要求提出新建議，以推動製藥價值鏈的競爭和提升透明度，從而降低藥價；並要求勞工部制定新規，加強 PBM 薪酬透明度。

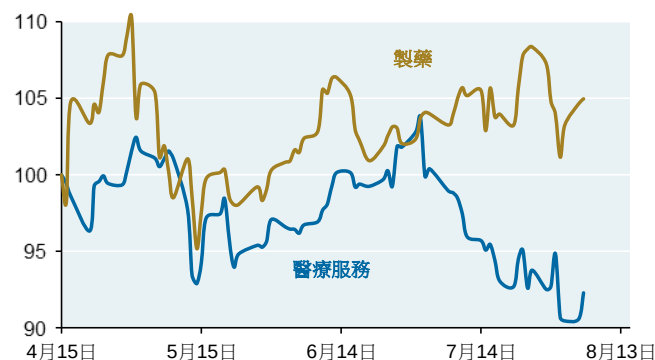
時代的寫照：參議院正在討論的一項法案旨在削弱 PBM 的角色與盈利前景，儘管我們的分析師認為，即使該法案通過，由於其影響範圍有限且預留了充足的實施時間，因此整體的衝擊還算可控。²⁵自 2010 年以來，大多數聯邦及州級 PBM 相關法案均未通過；但無論如何，PBM 問題仍是兩黨共同關注的焦點。至少 232 條款關稅並不構成另一道阻力：多數 PBM 合同條款規定，如果藥品定價發生重大變化，PBM 可以通過將更高成本轉嫁給計劃營辦機構來維持自身經濟利益。

針對 PBM 的立法焦點，是緊隨過去 25 年行業的高度整合浪潮而成——CVS、Cigna 和 UHG 旗下的 Optum RX PBM 已整合了 39 家獨立的 PBM。2024 年，美國聯邦貿易委員會(FTC)起訴這三大 PBM，指控其將糖尿病患者導向更高價的胰島素產品。

總結而言，在 CVS 與 Cigna 的股價回調之後，目前兩者值得關注，原因是市場可能高估了藥價立法提案為 PBM 收入帶來的實際風險。

醫療保健服務回報

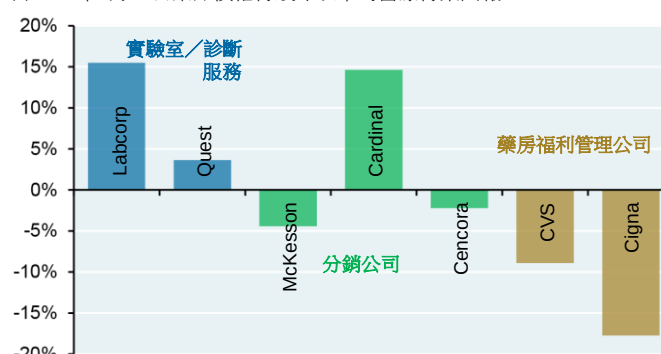
總回報指數（100 = 2025年4月15日）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月5日

醫療保健PBM公司與診斷／分銷公司

自2025年4月15日藥品價格行政令以來的醫療行業回報



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月7日

²²我們估算，PBM 在 CVS 和 Cigna 的總收入中約佔 40%-45%。

²³ 醫療保健服務還包括醫院，但本報告不做深入覆蓋，僅提及該領域目前正面臨濫用 340B 藥品折扣計劃的指控。該計劃旨在幫助為低收入患者提供服務的醫院和診所折扣價購買門診藥物。一些報告指出，部分符合 340B 資格的醫院通過低價購入藥品並以更高價格出售（包括向商業保險患者），從中獲取了可觀收益。

²⁴ 《藥房福利管理公司：我們又來了一——新政府，同樣的誤解》，Lisa Gill，摩根大通北美股票研究部，2025 年 4 月 16 日

²⁵ 《患者優先於中間商法案》（布萊克本（Blackburn）參議員，共和黨-田納西州提案）三大核心目標：1) 將 D 部分中 PBM 的補償方式轉為「真正的服務費」（不再與藥價掛鉤）；2) 修訂 D 部分中的「任何願意的藥房」規則（明確合同條款標準、界定關鍵零售藥房，並增加額外報告要求）；3) 通過更嚴格的報告機制提高透明度



生物科技 IPO：自 2018 年以來，比大海撈針更難

即使在美國衛生與公眾服務部和美國食品藥品監督管理局近期變動的影響之前，生物科技投資者就已經歷了一段艱難時期。除管理式護理之外，生物科技板塊在 2020 年前後年化收益率的差距最大。2020 年前，標普 500 生物科技指數在長達 25 年的輝煌階段實現了年均 17% 的複合回報。之後，年化回報僅為 6%。

自 2018 年以來生物科技 IPO 普遍慘淡的表現，是行業困境的又一例證。以下圖表本身已說明一切（第一張表甚至可以作為高中統計學教材，用來解釋均值相比中位數的重要性）。持有期回報是自 IPO 日起按累計基準計算的。直方圖則展現出全貌：尋找生物科技 IPO 的贏家，其難度像極了「大海撈針」。自 2018 年以來，半數生物科技 IPO 市值蒸發超過 80%，僅 20% 實現了正回報。這種糟糕表現幾乎橫跨所有治療領域：免疫疾病、罕見病、癌症、中樞神經系統疾病及傳染病。

按年份劃分的生物科技公司 IPO 表現

年份	IPO 數量	平均回報率	回報中值	正回報百分比	回報大於100%	回報低於-80%	臨床前+階段1佔比
2025	7	87%	-2%	43%	2	0	14%
2024	24	-53%	-70%	8%	0	6	42%
2023	19	-13%	-70%	21%	3	9	42%
2022	22	11%	-70%	23%	2	10	64%
2021	104	-54%	-88%	11%	5	67	62%
2020	78	-48%	-77%	19%	6	40	67%
2019	47	41%	-88%	26%	10	26	53%
2018	54	-14%	-77%	26%	8	30	43%

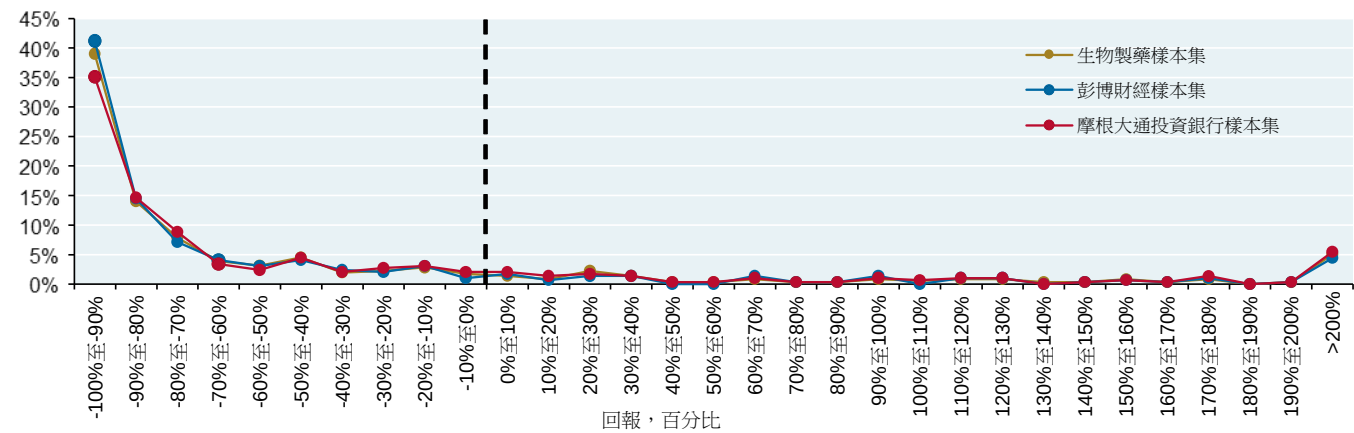
資料來源：BioPharma Dive、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月11日

按臨床階段劃分的生物科技公司 IPO 表現

階段	平均回報率	IPO 數量
臨床前	-46%	88
階段1	-46%	109
階段2	-11%	97
階段3	28%	44
已上市	-34%	14

資料來源：BioPharma Dive、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月11日

大海撈針：自2018年1月以來生物科技IPO持有期回報分佈公司佔比



資料來源：BioPharma Dive、彭博財經、摩根大通醫療保健股票資本市場、摩根資產管理，2025年8月4日

關於生物科技 IPO 樣本集說明。上文表格結果基於 BioPharma Dive 定義的自 2018 年 1 月以來 356 家生物科技 IPO。BioPharma 是一家追蹤 IPO 數據的行業門戶，涵蓋在美國交易所上市、開發處方新藥的公司。該統計排除了仿製藥或非處方藥物生產商、診斷和醫療器械製造商以及所有特殊目的收購公司 (SPAC)。作為對比，直方圖還展示了另外兩組樣本：彭博數據集中 296 家 IPO，以及摩根大通股票資本市場團隊統計的 293 家生物科技 IPO。所有三組數據的 IPO 表現幾乎完全一致。

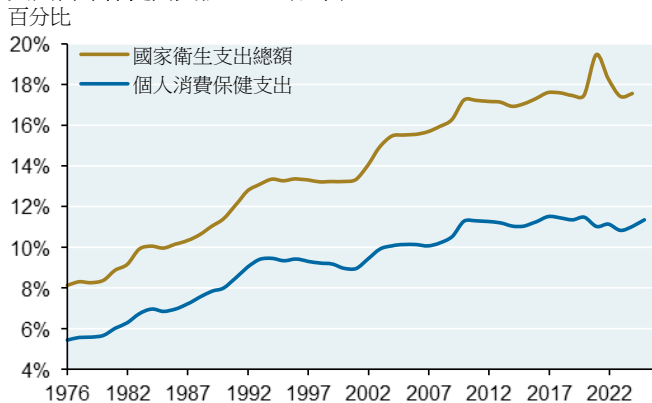


新藥突破、美國醫療支出與投資者結論

未來可能出現重大藥物發現，包括有望革新癌症治療的雙特異性抗體、治療神經精神疾病的新產品、近期獲批的可延緩阿爾茨海默病進展的抗體藥物、可能治癒疾病的非CRISPR/Cas9基因編輯技術，以及延長健康壽命的長壽藥物（見附錄二）。此外，癌症（大多數仍不可治癒）、嚴重的自身免疫疾病、心血管疾病以及數十種高致死率的遺傳病仍需研發新療法。

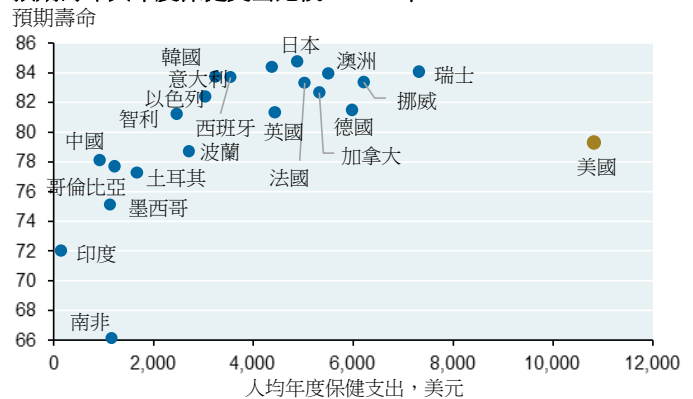
儘管如此，美國公共或私人部門在醫療保健支出上可能已無太大擴張空間。如下文所示，個人醫療消費佔GDP比重從1976年的5%升至2008年的11%，但之後已趨於平穩；國家醫療支出也呈相同趨勢。換言之，在醫療保健板塊回報追蹤科技板塊的時期（20世紀80年代至2019年），美國醫療保健支出佔GDP比重持續上升。但作為全球人均醫療保健支出最高的國家，美國在預期壽命改善有限的情況下，或已無法繼續提高投入的門檻。如上一個圖表所示，相對於非國防自由支出，醫療保險和醫療補助的支出佔比仍在上升。我認為，美國可能正逐漸接近一場非正式的全國公投，以縮小這一差距，而非讓它繼續擴大。

美國醫療保健開支佔GDP的比例



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2024年12月

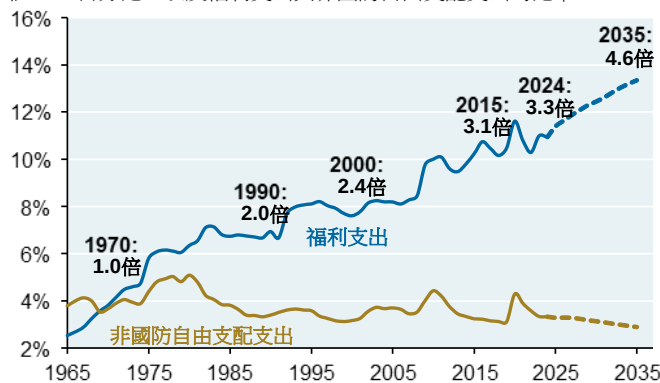
預期壽命與年度保健支出比較，2023年



資料來源：聯合國、經合組織、Our World in Data，2023年

聯邦政府將支出用於哪些方面？

佔GDP百分比；以及福利支出與非國防自由支配支出的比率



資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理，2025年。虛線為國會預算辦公室預測。

基本論點：美國醫療保健板塊已經反映大量負面預期，作為長期價值投資值得關注，畢竟低估值本身就是療愈良藥。生物科技公司作為潛在併購標的也頗具吸引力，而若醫療補助服務中心批准 GLP 類藥物的醫保覆蓋，對部分製藥公司而言可能將成為重大利好。不過，如果兩黨在降低藥價或推進專利改革上取得實質進展，行業可能需要一定時間才能證明估值應當高於當下水平。第 21 頁我們將討論美國公共科研資金之爭，第 24 頁總結近期關於小鼠長壽藥物的同行評議研究。

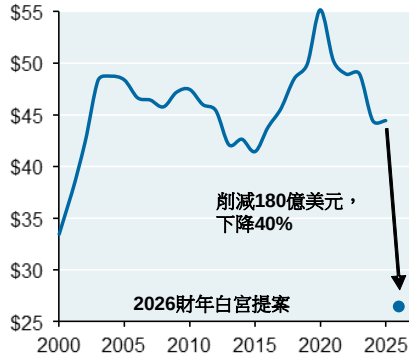


附錄一：美國公共科研資金之政治角力

美國科學促進會(AAAS)指出，特朗普政府提議在 2026 財年削減美國主要科研機構預算 27%-62%。白宮提出的 440 億美元削減中，約 80%將針對早期研究，其中國立衛生研究院(NIH)削減規模最大。NIH 由 27 個獨立研究所和中心組成，聚焦特定疾病和醫學領域。按在研項目數量統計，NIH 旗下規模最大的研究集中在癌症、傳染病、生物學過程、心肺疾病及衰老。

NIH研究預算

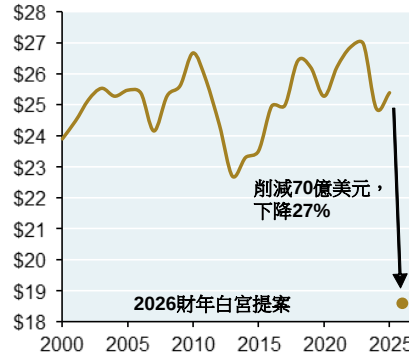
2024年，十億美元



資料來源：美國科學促進會、摩根資產管理，2025年

NASA總預算

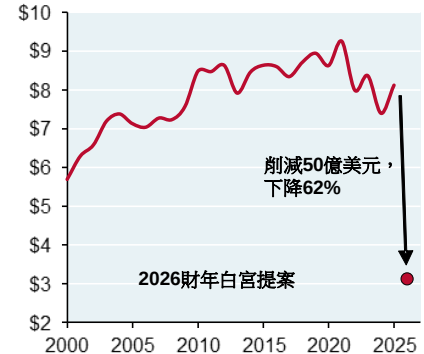
2024年，十億美元



資料來源：美國科學促進會、摩根資產管理，2025年

國家科學基金會研究預算

2024年，十億美元



資料來源：美國科學促進會、摩根資產管理，2025年

然而，美國政治進程複雜，白宮無法單方面決定。以下是管理該流程的一些一般原則：

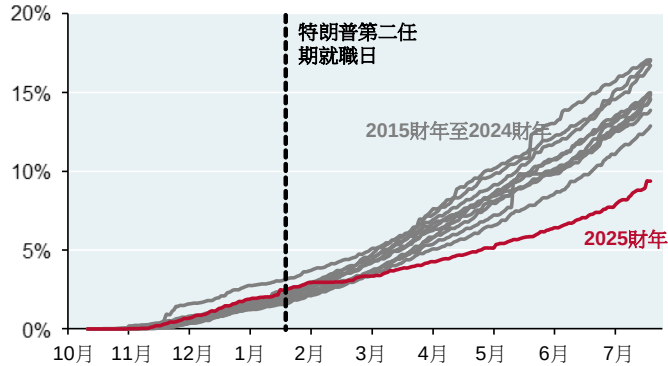
- 原則上，國會決定 NIH 等機構的撥款額度。我們認為即便白宮提交 NIH 削減方案，其在兩院通過的可能性極低。
- 短期內，國會可能通過維持類似前幾年的既有撥款水平持續決議（政府停擺可能先行發生），並不會對 NIH 架構進行重組
- 由於撥款法案不能利用和解方式通過，需要取得參議院 60 票，因此必須兩黨支持。因此，目前通過撥款法案實現大幅削減 NIH 的可能性較低
- 作為參議院在 NIH 撥款立場不同於總統的標誌，共和黨主導的撥款委員會以 26 比 3 的壓倒性票數通過了 2026 財年勞工、衛生與公共服務法案，授權 NIH 資金基本與去年持平
- 白宮雖提出凍結部分已撥 NIH 資金（即讓已撥付給指定 NIH 項目的資金到期失效），但尚未實施。參議院撥款委員會主席柯林斯（共和黨-緬因州）聲明任何此類嘗試將違反 1974 年《扣押控制法》，屬違憲行為。



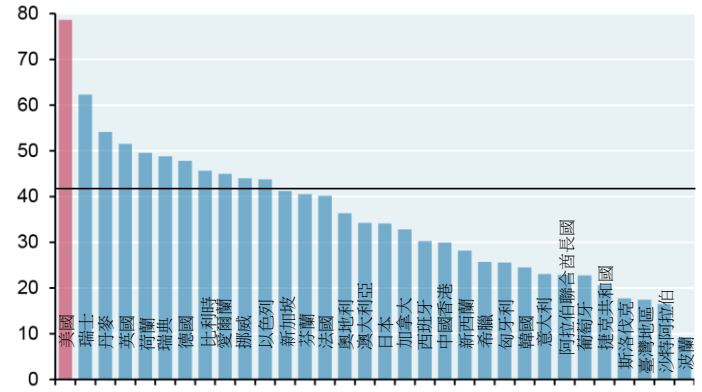
儘管如此，白宮削減公共科研資金的目標已開始產生影響。從下圖可見，截至每年 7 月，新的及具有競爭性的 NIH 續期資助呈下降趨勢。2010 至 2019 年間，NIH 撥款共計 1,870 億美元，幾乎與製藥行業投入持平，推動了大量早期研究，並最終支撐了諸多藥物獲批²⁶。削減 NIH 撥款可能阻礙奠基性的早期藥物研究，動搖 21 世紀醫學突破的基石²⁷，並引發美國在醫療創新領導力方面的疑問。

總的來說，我收到的一些關於 NIH 資助流程的反饋也指出其中存在一定程度的浪費。例子包括，高度依賴招標書的非創新性提案，能夠輕鬆通過續期審核卻缺乏競爭力；過多的資助被用於形成「保護終身教職的管道」，但能夠真正轉化成惠及患者的完整應用很少；以及基於非學術水平的資助，導致高影響力科研被資源擠壓。

NIH 新的及具有競爭性的 NIH 續期資助，2015 財年至 2025 財年
每年資助撥款百分比



醫療創新：科技得分



NIH、NASA 和 NSF 並非是白宮打算削減預算的唯一科研相關政府機構。擬議對聯邦資助科研計劃削減經費的項目還包括以下各項：能源部科學辦公室預算削減 14%（11.5 億美元）、國家標準與技術研究院預算削減 22%（3.25 億美元）、以及來自國防機構（如 DARPA）的基礎（最早期）研究預算削減 25%（減少 1.93 億美元）。除了這些機構的削減，美國疾病控制與預防中心(CDC)的預算也計劃在 2026 財年削減 54%。CDC 預算中最大的一部分是兒童疫苗計劃(Vaccines for Children Program)，該計劃為無保險或保險不足的兒童免費提供疫苗。若計劃的預算遭到削減，美國的潛在代價便可能是失去由該項目直接與間接節約支出帶來的效益。據 CDC 在 2024 年 8 月估算，1994 年至 2023 年間投入該項目的 5,000 億美元，使得終身健康相關支出節省了近 4 萬億美元²⁸。

²⁶ 《2010-2019 年美國國家衛生研究院與製藥行業新藥批准研究支出比較（2010-2019 年）》，Ekaterina Cleary（本特利大學）等，2023 年 4 月

²⁷ NIH 資助的項目包括：類風濕性關節炎、紅斑狼瘡、克羅恩病、銀屑病和多發性硬化症的治療；免疫檢查點抑制劑研究（推動黑色素瘤及其他癌症的存活率上升）；GLP-1 前體蛋白質質前胰高血糖素的研究；mRNA 疫苗；用於應對慢性疼痛的 Piezo 通道；HPV 疫苗；人類基因組測序；以及用於癌症和 HIV 的 AZT 療法。

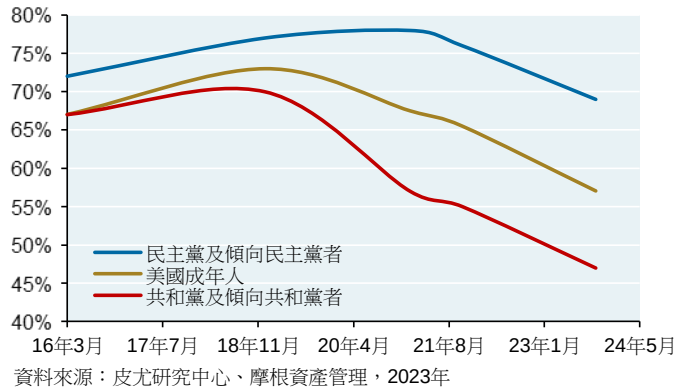
²⁸ 《兒童疫苗計劃時代常規兒童免疫接種的健康與經濟效益》，美國疾病控制與預防中心，2024 年 8 月



「我在做自己的研究」。當下科研資金之爭的前奏，是公眾對科學及醫學體系領導者的信任逐漸下降。我無法確切解釋這一現象的成因，但歷史早有先例——對科學的信仰與信任曾多次式微，並被其他思潮取代。在 1930 年代，蘇聯科學家拒絕了傳統的遺傳學和科學農業，將基因的概念描述為「資產階級發明」。他們轉而採用馬克思主義版本的遺傳學，結果 3,000 名蘇聯科學家被解職、監禁或處決，帶來的負面影響一直持續到 1990 年代，一些科學家才最終獲得平反。

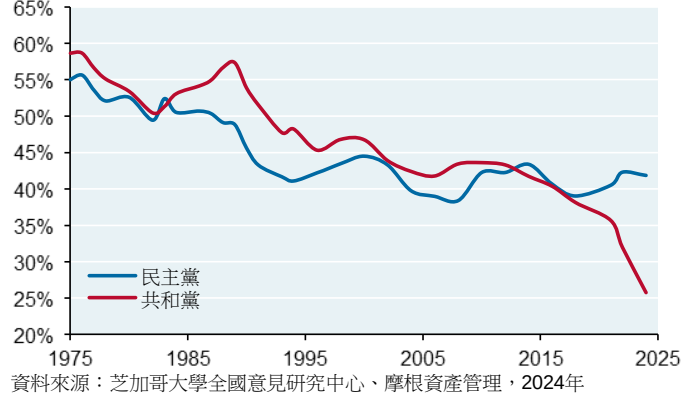
科學對社會總體上是否產生了積極影響？

美國成年人認同說法的百分比



美國公眾對醫療體系管理者的信心

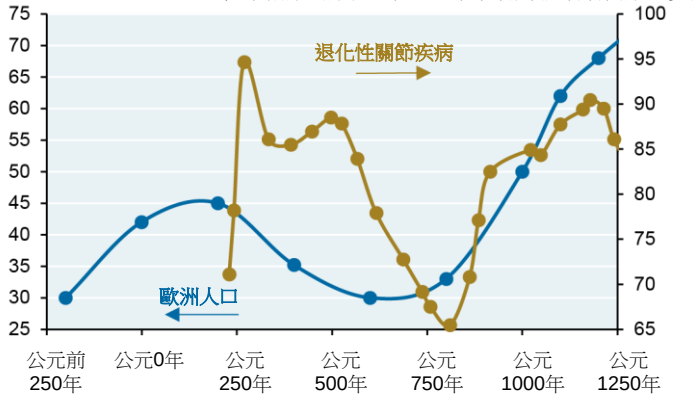
信心百分比，三年滾動平均值



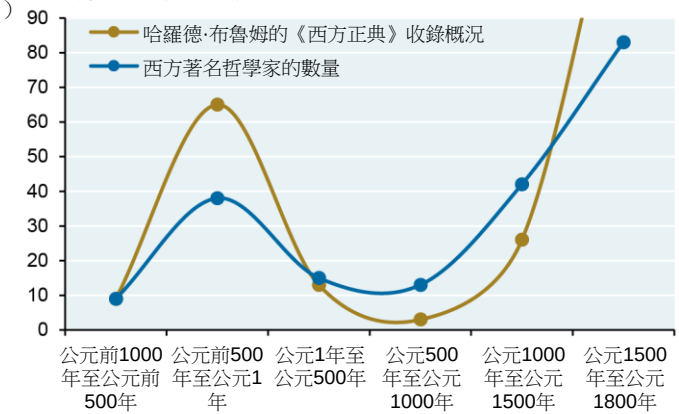
當我快要完成這篇文章時，我的思緒開始飄散，並想像在羅馬帝國時期過渡至向黑暗時代期間，在歐洲的生活會是怎樣的情景。歐洲花了極長的時間才恢復過來。

黑暗時代：人口和退化性關節疾病

人口（百萬人） 健康指數（數值越低 = 退化性關節疾病病例數越多）



黑暗時代：文學和哲學



**附錄二：小鼠長壽藥物的同行評議證據及類器官在臨床試驗中的前景**

當下，長壽藥物正引發廣泛關注。鑒於 GLP 市場規模已從 2018 年的 50 億美元增長至 2024 年的 530 億美元，許多醫療保健領域的投資者正密切關注長壽市場的演變。雖然長壽尚未被廣泛認可為一個正式的疾病領域，但這一狀況可能發生變化。不過，其中也不乏炒作與誇大之詞；美國聯邦貿易委員會正在積極追查那些虛假宣傳抗衰功效的公司。

核心前提：壽命可解作一個人生存的時間，健康壽命則可解作一個人保持獨立和正常功能生活的時長，其定義具有主觀性，而兩者之間是存在差距的。在美國的一些估算中，這一差距約為 12 年。如果能夠在細胞層面調控影響衰老的生物學過程，健康壽命或許能相對於壽命而延長。

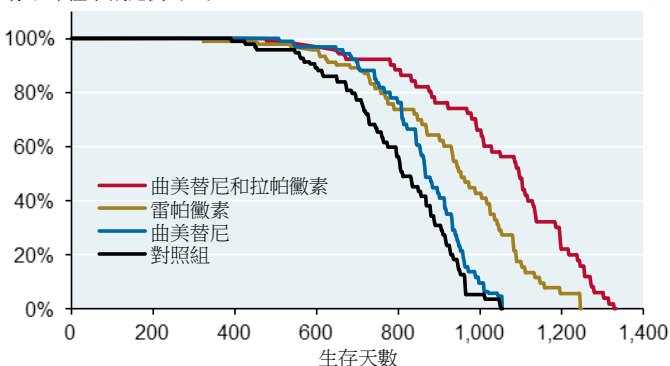
長壽研究的重點方向包括代謝恢復，這旨在糾正隨年齡積累的代謝功能障礙，這些障礙與 2 型糖尿病、心血管疾病和脂肪肝密切相關；衰老細胞療法 (Senotherapy)：專注於清除促進衰老和組織功能失調的衰老細胞；以及免疫調控：通過降低炎症來改善衰老相關的健康狀況。

是否有證據表明藥物干預能延長壽命？原則上，我不理會那些自我炒作的長壽大師，以及在互聯網上兜售長壽產品的人。我更關注的是經同行評議的研究，目前有兩項值得一提。雖然小鼠與人類差異顯著（見下一頁），但至少提供了研究起點。

- 2025 年 4 月，《Nature Aging》²⁹研究發現：已獲 FDA 批准的藥物曲美替尼(Trametinib)聯合 mTOR 抑制劑雷帕黴素(Rapamycin)使用，能延長小鼠壽命，減緩隨年齡出現的心臟功能下降，延遲腫瘤生長與負荷，並減少大腦及外周炎症，表示在老年階段健康狀況有所改善。在雌性和雄性小鼠中，同時使用雷帕黴素和曲美替尼可使壽命延長 29%和 27%。目前，相關臨床試驗正在評估 mTOR 抑制劑作為“抗衰老藥物(geroprotective)”藥物在人類中的潛力，即延緩生物學衰老的化合物。
- 2024 年 7 月，CellPress³⁰研究報道了一類激活劑化合物能夠恢復高齡小鼠的 TERT 水平，從而降低衰老活動。TERT 基因能夠保護染色體端粒粒帽，防止其退化；此外，它或許也是許多衰老相關基因（包括炎症、細胞修復、大腦健康等）的主調控因子。在研究中，接受激活劑的小鼠表現出記憶改善、新神經元生長、力量—平衡—協調性提升、慢性炎症減輕以及分子層面衰老逆轉的跡象。右圖展示了多個器官系統細胞衰老指標下降 60%-70%的結果。

部分長壽藥物對小鼠預期壽命的影響（與對照組比較）

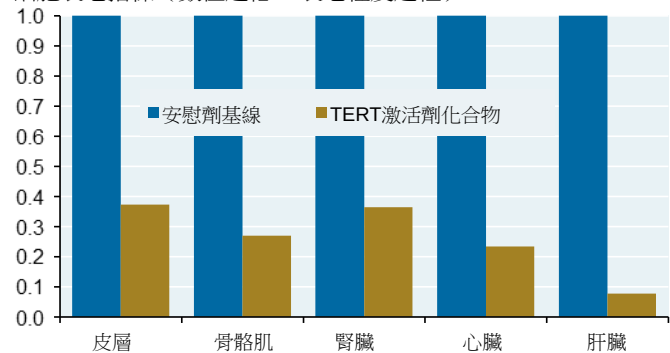
存活雌性小鼠比例（%）



資料來源：Nature Aging，2025年4月

TERT激活劑對小鼠細胞衰老活性的影響

細胞衰老指標（數值越低 = 衰老程度越輕）



資料來源：CellPress、摩根資產管理，2024年7月

²⁹ 《抗衰老藥物曲美替尼和雷帕黴素聯合使用可延長小鼠的健康壽命和壽命》，Nature Aging，Linda Partridge 等，德國科隆馬克斯-普朗克老化生物學研究所老化生物機制學系，2025 年 4 月

³⁰ 《TERT 激活的目標是 DNA 甲基化和多種衰老特徵》，CellPress，Ron DePinho 等人，德克薩斯州大學 MD 安德森癌症中心癌症生物學系，2024 年 7 月



人類與小鼠：為何動物模型失敗率高，以及類器官的未來

上個世紀，人類對疾病分子與生物學基礎的認識，大部分來自模型研究：酵母、秀丽隱桿線蟲、果蠅及小鼠。其中，小鼠因其基因可操作性，對科研影響最大；隨著複雜的基因工程小鼠模型的出現，其應用價值和準確性不斷提高。然而，一些臨床前動物模型未能準確預測人類臨床療效與安全性，導致相關藥物試驗失敗。這一部分並非是要否定動物模型作為藥物測試基礎的重要性，而是提醒投資者注意動物模型存在潛在的局限性：

- 假陰性錯誤：潛在有效的藥物因在動物中缺乏療效或出現副作用而被放棄，而這些情況在人類中可能不會發生
- 假陽性：在動物中「有效」的藥物，可能在人體試驗中失敗
- 在人體志願者與患者中出現動物測試未能發現的不良反應和安全事件
- 小鼠缺乏許多人類疾病表型和病毒易感性，研究往往需要大量基因改造，容易引入偽影，削弱相關性
- 限制動物模型準確性的其他因素：近交系小鼠與人類遺傳多樣性差異；實驗動物多為年輕健康個體，而人類多為年老或患病個體；分子差異改變藥效；實驗條件人為；飼養、飲食和環境與人類差異顯著
- 人工誘導的疾病與自然發生疾病可能不同
- 研究設計：實驗多為小規模、短週期研究，而人類暴露是終身性的；高劑量實驗引發不相關效應；單次測試僅使用有限動物群體，而非大規模多樣化的人群樣本

不完美的動物模型可輔以更可靠的人源性技術，例如微流控「器官晶片」——能再現器官微環境（包括組織界面與機械力）的仿生裝置。未來趨勢在於綜合方法：各取所長，戰略性整合細胞、晶片、電腦、動物與人類研究的成果，以在大型臨床試驗前最大程度減少失敗與意外。

自 2023 年起，FDA 已不再要求必須進行動物實驗才能進入人體首次試驗。類器官（由幹細胞自組織形成的三維細胞培養體系，類似於器官結構與功能）可能是更優選擇。與受人工變量和結構密度限制的器官晶片相比，類器官更快且更能代表人類生物學特徵。它們在毒理與療效預測上具有更高的有效性，同時具備成本優勢與更清晰的倫理特徵。

資料來源：「動物模型在藥物開發中的（誤導性）作用」，《藥物發現的前沿》，Thomas Hartung（約翰霍普金斯布隆伯格公共衛生學院、懷廷工程學院），2024 年 4 月；《從小鼠到醫學：與 Nadia Rosenthal 的六個問題》，傑克遜基因組醫學實驗室，2024 年 8 月；《為什麼動物研究常常不能很好地預測人類對暴露的反應》，皇家醫學會雜誌，Michael Bracken（耶魯大學醫學院公共衛生學院），2009 年 3 月；華盛頓大學醫學院洛克菲勒研究員和臨床副教授 Melanie Walker；安德森癌症中心醫學博士 Ron DePinho



《放眼市場》2025 年檔案

[夏日來信：關於燃氣輪機積壓訂單、中國對美稀土出口、YUC/MEGA 股市估值、美國銀行業資本標準、蘋果公司人工智能論文、關稅動態、美元作為儲備貨幣、以太坊以及語音認證複製](#)

2025 年 7 月 29 日

[「好吧，老古董」：論穩定幣、盈利、關稅與減稅的比較以及總統與幕僚「決裂」](#)

2025 年 6 月 12 日

[「雉雞小鷹」：美國預算協調法案速覽](#)

2025 年 5 月 27 日

[回歸我們的常規議題：關於人工智能能力及超大規模科技巨頭人工智能收入與支出的最新情況](#)

2025 年 5 月 13 日

[政府效率部領導人退出舞台：論政府效率部節約開支的虛高預估](#)

2025 年 5 月 1 日

[修訂版：解放日行政總裁前線的直接談話](#)

2025 年 4 月 2 日

[灰色五十天：2025 年關稅修正案；還有預算協調法案和北約絕唱](#)

2025 年 3 月 12 日

[日心說：物體可能比看起來更遙遠（年度能源報告）](#)

2025 年 3 月 4 日

[「亂世忠魂」：追蹤特朗普的經濟、市場和憲法里程碑](#)

2025 年 2 月 13 日

[DeepSeek 與最誠摯的恭維](#)

2025 年 1 月 28 日

[就職典禮：特朗普 2.0 連珠炮式頒布行政命令](#)

2025 年 1 月 21 日

[放眼市場 2025 年展望：「煉金術士」](#)

2025 年 1 月 1 日

**重要資訊**

本文件僅供參考用途。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它領域所表達的觀點、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。文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。

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。

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它領域、就其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／或其代表或雇員的要約、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雇員不提供稅務、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。

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（詳情可瀏覽：<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援以查閱本文件，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。

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。保險產品是透過 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 (TanusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱為「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，簡稱為「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，簡稱為「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。在比利時，本文件由**摩根大通有限責任公司——布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，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布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行（NBB）及比利時金融服務及市場管理局（FSMA）監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 0715.622.844。在希臘，本文件由**摩根大通有限責任公司——雅典分行**分派，其註冊辦事處位於 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，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雅典分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘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 124。雅典商會註冊號為 158683760001；增值稅註冊號為 99676577。在法國，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，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，註冊編號為 842 422 972，摩根大通有限責任公司巴黎分行亦受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法國金融市場管理局(Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 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。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摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。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。

在澳大利亞，由**摩根大通銀行（ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367）和摩根大通證券(ARBN 109293610)**發行。

「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，請與您的摩根大通團隊聯絡。

J.P.Morgan