



《放眼市場》客戶來信問答集錦

每年夏季，我都會撰寫一期《放眼市場》來解答客戶來信諮詢的問題。本期將討論的內容如下：

燃氣輪機為何存在如此長的交付積壓期？其價格上漲是否使「光伏+儲能」在成本合算上可媲美基荷電源？.....2

中國是否正在限制對美國的稀土出口？美國國防部為何投資MP Materials 公司？.....3

您最近如何看待 YUC、超大型公司以及美國股市估值？.....4

若美國放寬銀行資本監管，實際影響如何？.....5

您如何看待蘋果公司(Apple)關於推理模型問題的論文？.....6

關於關稅及其意外後果的最新情況如何？.....7

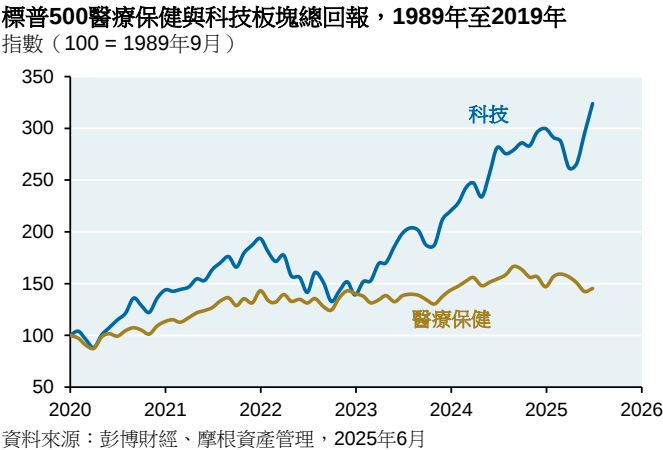
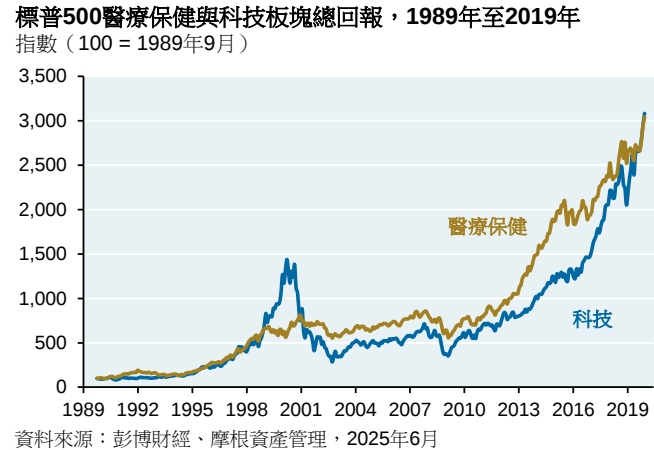
Charles Gave 寫道，美元已不再是世界儲備貨幣。您的看法是什麼？.....8

摩根大通的區塊鏈項目是否意味著現在該建立以太坊倉位？.....9

您如何看待山姆·奧特曼(Sam Altman)關於語音認證遭遇克隆引發欺詐風險的評論？.....9

您下一次的釣魚行程安排在哪裡？.....9

在開始之前，先預告一下 8 月的《放眼市場》關於醫療健康的專題內容。從 1989 年至 2019 年這 30 年間，美國醫療保健行業的回報與科技行業高度趨同，但波動率明顯更低（分別為 15%和 24%）。自此之後，情況發生了極大的變化，如右圖所示。當前大型藥企 15 倍的遠期市盈率看似並未顯著承壓，但需注意的是，禮來公司在標普 500 製藥指數中的權重高達 40%，其遠期市盈率高達 31 倍。醫藥板塊其餘龍頭企業，如默克、輝瑞、百時美施貴寶等的遠期市盈率僅為 8-9 倍；生物科技板塊在整個市場中的權益淨利率折價幅度居前；管理式醫療板塊回報率已大幅縮水；而生命科學和醫療設備企業則因美國國立衛生研究院、疾控中心等科研機構的預算削減受到衝擊。



在 8 月的《放眼市場》中，我們將深入探討行業內在動態：兩黨聯合提出的藥品降價提案，包括「最惠國待遇」定價機制；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帶來的政策衝擊；醫療保健行業相對於科技板塊的盈利增長放緩；特朗普政府削減美國國立衛生研究院及疾控中心約 40%預算的政策衝擊；大型製藥企業專利與收入斷崖；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。

對於此前錯過了相關內容的讀者，我們在七月初發布的《放眼市場》二十周年特輯鏈接仍顯示在頁面頂部，以供查閱。若您認為紙質版更便於閱讀，可向您的客戶服務團隊索要裝訂版本（僅提供英文版）。

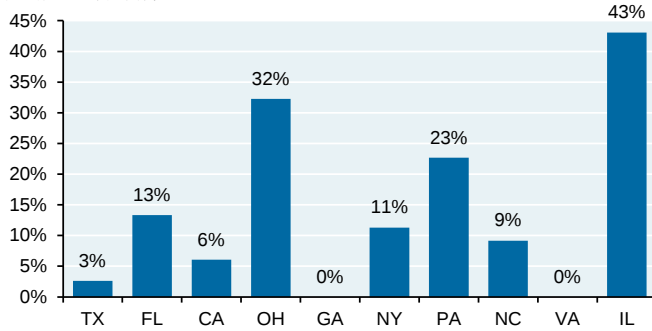
岑博智(Michael Cembalest)
摩根資產管理

**燃氣輪機為何存在如此長的交付積壓期？其價格上漲是否使「光伏+儲能」在成本合算上可媲美基荷電源？**

7月，谷歌、CoreWeave、黑石集團、西屋電氣及 Energy Capital Partners 等企業聯合在賓夕法尼亞能源與創新峰會上宣布，將投資900億美元用於數據中心及電力基礎設施建設——其中大部分設施計劃採用燃氣輪機供電。然而供應端持續吃緊：燃氣聯合循環機組的交付週期已延長至3-7年，其單位成本從2023年的1,200美元／千瓦飆升至2,500美元／千瓦。NextEra 能源公司首席執行官亦指出，燃氣輪機項目還面臨技術工人短缺的制約。

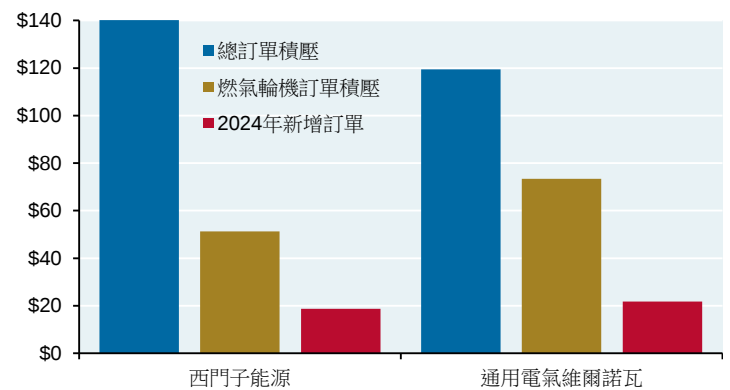
過去十餘年間，多數國家已賦予可再生能源電網優先接入權，這抑制了新型燃氣輪機的部署速度。第一張圖展示了自2019年以來美國十大用電州燃氣輪機新增裝機容量佔天然氣總裝機容量的比例。例如，德州過去6年僅新增了佔現有燃氣3%的生產量，加州為6%。在可再生能源優先並網政策及化石燃料資產擱置風險持續預警的背景下，多數燃氣輪機製造商並未實質性擴大產能。資本市場似乎也認可他們的資本紀律：通用電氣維爾諾瓦(GE Vernova)（年初至今+57%）、西門子能源(Siemens Energy)（年初至今+83%）和三菱電機(Mitsubishi Electric)（年初至今+16%）等燃氣輪機製造商今年均跑贏所在國股市基準指數。

自2019年1月以來新增燃氣電廠佔現有燃氣電廠的比例，按電力消耗（兆瓦時）排序



資料來源：EIA Form 860、摩根資產管理。數據涵蓋2024年由燃氣驅動的聯合循環燃氣輪機／蒸汽輪機

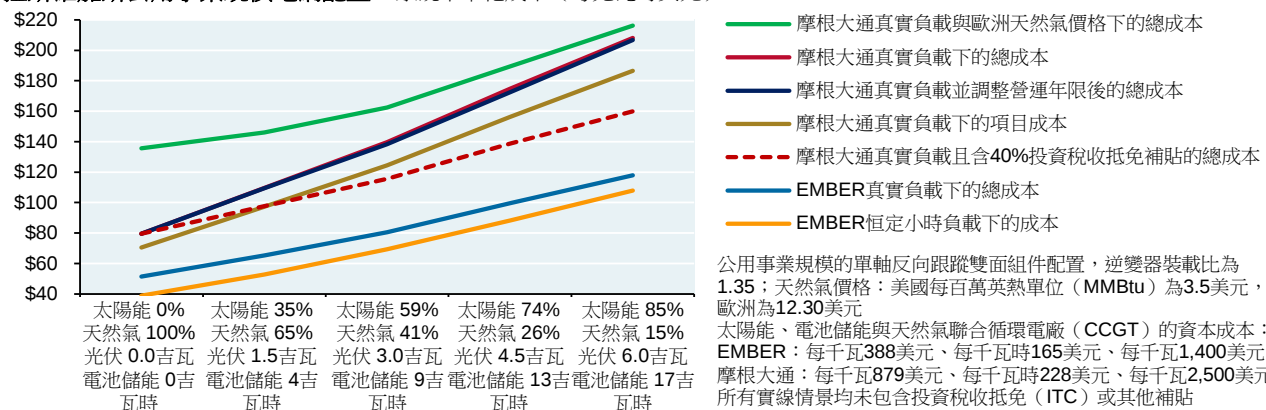
2024年燃氣輪機訂單積壓與新增訂單情況
十億美元



資料來源：GasTurbineHub，2024年

儘管燃氣輪機價格持續走高，但「光伏+儲能」要實現在基荷電力領域與天然氣發電的成本競爭，仍有很長的路要走。一份來自 EMBER 的最新報告指出，在拉斯維加斯等地¹，未經補貼的「太陽能+儲能」平準化成本正在接近天然氣，且理論上可覆蓋97%的負荷。該研究深入挖掘了太陽能／電池衰減、直流轉交流損耗、日照數據等方面的細節，但其假設的恒定小時負荷與現實不符，我們也不同意其對美國太陽能、電池及天然氣資本成本的假設，同時我們採用了更低的電池往返效率。我們使用自有的逐小時電網模型生成了成本曲線，結果顯示深度脫碳的「太陽能+儲能」系統成本遠高於 EMBER 估算。更多細節將會在我們2026年的能源專題中披露。

拉斯維加斯公用事業規模電網配置：系統平準化成本（每兆瓦時美元）



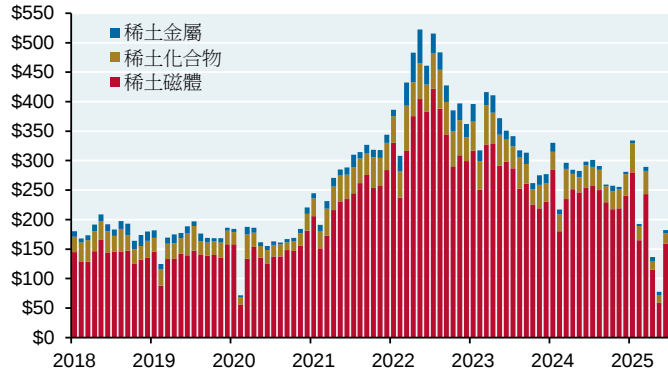
資料來源：NREL、EMBER、摩根資產管理，2025年7月

**中國是否正在限制對美國的稀土出口？美國國防部為何投資MP Materials公司？**

是的。2025年5月，中國稀土出口總量僅為2018-2024年月均水平的29%，而對美出口量更是驟降至同期月均水平的11%。2025年6月，中國同意批准更多受管制稀土產品的出口許可，以換取美國放寬進出口限制，使出口量出現部分回升。但西方世界所面臨的供應鏈風險猶存。美國國防部計劃在2027年前建立完全「去中國化」的磁鐵供應鏈，但鑒於中國在稀土領域的多重優勢——包括政府補貼、寬鬆的環保監管、39所高校開設稀土專業（美國則為零）²，以及佔據全球90%的稀土加工份額——這一目標恐難如期實現。美國部分新增稀土加工產能雖將於2026-2028年間陸續投產，但以本土企業MP Materials為例，其鈹金屬年產量僅1,000公噸，而中國為30萬公噸。

中國對所有國家／地區的稀土出口

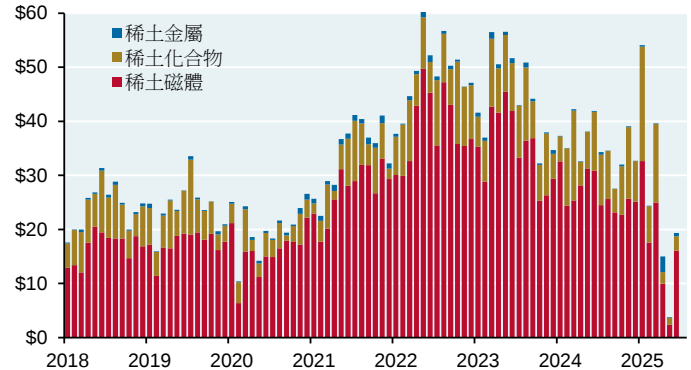
百萬美元



資料來源：中國海關總署、摩根資產管理，2025年6月

中國對美的稀土出口

百萬美元

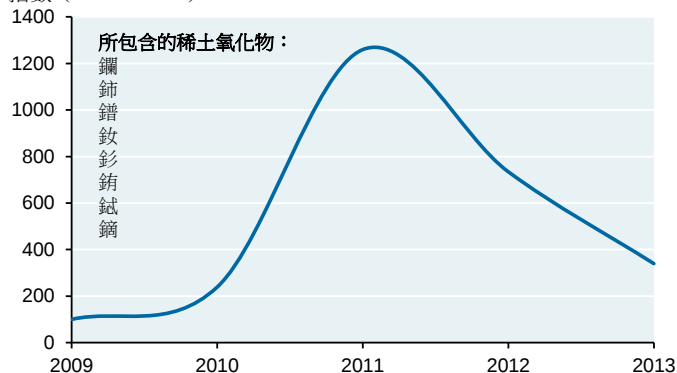


資料來源：中國海關總署、摩根資產管理，2025年6月

美國汽車、軍工及能源供應鏈正面臨重大風險。下一張圖表展示了2011年稀土價格的波動情況，當時中國曾大幅限制全球稀土供應。這可能解釋了為何美國國防部成為MP Materials的最大股東，以4億美元購買其可轉換優先股，並資助其新建稀土加工設施。國防部與MP簽訂了為期10年的協議，為MP的鈹鎢合金設定每公斤110美元的價格底線，並承諾採購該設施100%的磁體產量。摩根大通、高盛及國防部共同提供項目融資。截至2024年底，MP Materials的最大股東和客戶是中國的盛和資源，而這正是國防部試圖替代的對象。美國終於開始認真對待關鍵礦產供應鏈問題，如果能夠以負責任的方式推進，這將是一件非常好的事情（見文本框）。

中國實行出口配額期間的稀土氧化物價格

指數（100 = 2009）



資料來源：摩根資產管理，2025年

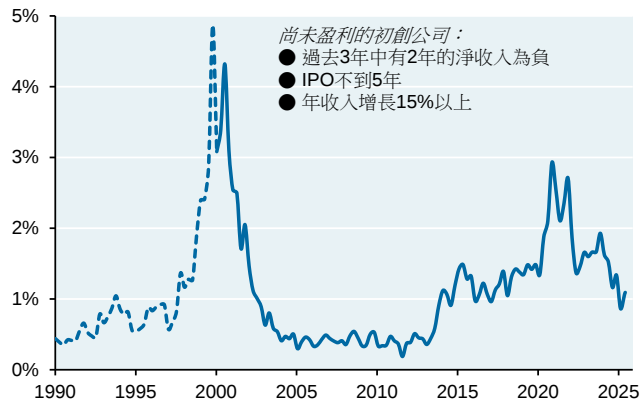
慎求所願。儘管多國正著力構建稀土供應鏈，但中國的經驗已然警示了其中風險。開採一噸稀土礦物可能產生2,000噸有毒廢料。在中國北方，稀土加工產生的有毒廢渣被傾倒入人工湖；而在中南地區，稀土礦開採導致數十條山谷遭受污染，山坡植被剝蝕殆盡，僅剩裸露的赤紅黏土。每逢冬春季節，這些廢渣乾涸後，含鈾、鉛、鎘等重金屬的污染粉塵便會從湖面揚散。在隴南礦區，常有記者報道溪水冒著橙色的氣泡。關於稀土行業污染的討論在中國受到嚴格審查。[來源：BBC、紐約時報]

**您最近如何看待 YUC、超大型公司以及美國股市估值？**

- 我們的 YUC 指標（即尚未盈利的初創公司在總市值中的佔比）目前看起來較為溫和。該指標在 2021/2022 年 SPAC 熱潮期間達到峰值，並成為低質量股票即將暴跌的優秀領先指標。此後該風險指數有所下降，這對市場而言是積極信號。
- 小盤股仍然是盈利「荒漠」（超過 40% 的小盤公司處於虧損狀態！），而大盤公司虧損比例正在下降。
- 10 大超大型市值股票仍在總市值中佔據約 35%，這是自 1990 年以來的歷史高位。但如果從總市場盈利佔比來看，它們基本保持同步，尤其在基於遠期盈利預期進行衡量。
- 科技及 TMT 估值仍處於 2020 年後區間高點，約為 30 倍遠期市盈率。其他市場的估值則不那麼激進，約為 20 倍遠期市盈率，處於自 1990 年以來的中位水平。但這些估值自 2022 年初以來一直在穩步上升。

YUC：尚未盈利的初創公司

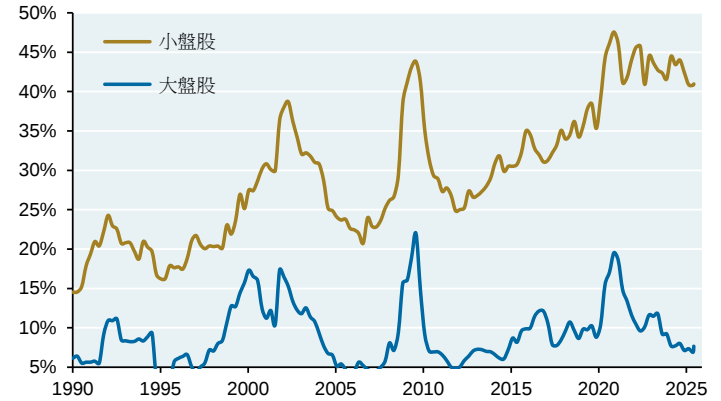
佔股票市值百分比(%)



資料來源：Factset、摩根資產管理，2025年6月30日

負盈利公司（按規模劃分）

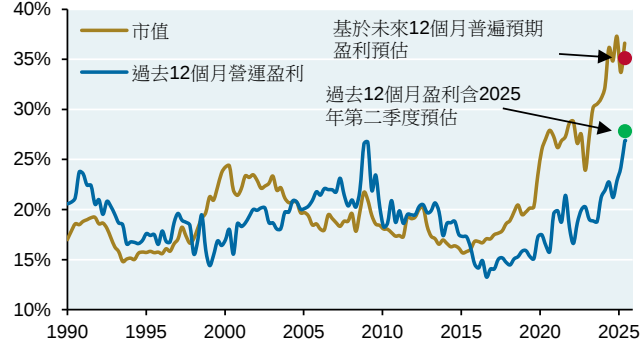
過去12個月盈利為負的公司佔比



資料來源：Factset、摩根資產管理，2025年6月30日

前十大公司在總盈利和市值中的佔比

佔總數的百分比



資料來源：Factset、摩根資產管理，2025年6月30日

科技與互動媒體與其他市場板塊估值：遠期市盈率

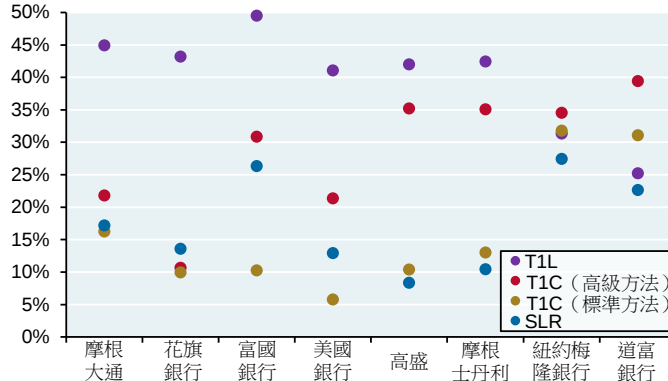
資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年6月

**若美國放寬銀行資本監管，實際影響如何？**

不如預期。美國 8 家系統重要性銀行受 4 項核心資本比率約束：一級槓桿率(T1L)、一級資本 (T1C,高級方法)、一級資本 (標準方法) 及補充槓桿率(SLR)。擬議的 SLR 放寬僅會在以下情況下顯著降低資本要求：(a) 補充槓桿率是四項中最具約束力的比率；且(b) 次高比率存在大量超額資本的情況下，才會顯著降低行業資本要求。不幸的是，事實並非如此：如第一張圖所示，補充槓桿率（藍點）僅對高盛、摩根士丹利、紐約梅隆銀行和道富銀行具有約束力，並且在每個案例中，還有另一個資本比率緊隨其後³。因此，即便當前聯儲局提議將補充槓桿率從 5%降至 3.5%-4.5%獲得通過，8 家銀行的超額資本也只會從 1,240 億美元增加到 1,300 億美元，對股票回購或增加風險資產貸款的潛力影響不大（第二、第三張圖展示了擬議規則修訂的影響）。

按當前SLR規則計算的超額一級資本佔比

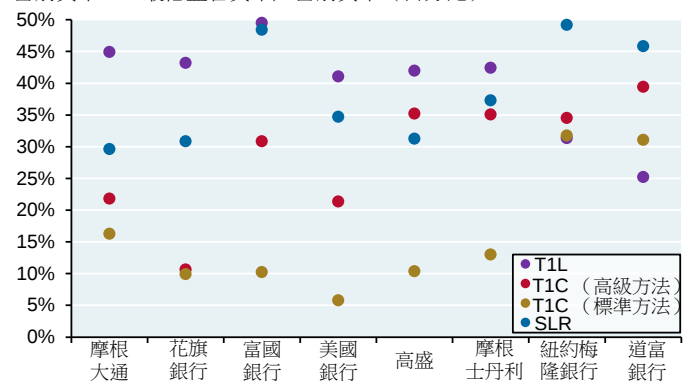
當前資本——最低監管資本／當前資本（百分比）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第一季度

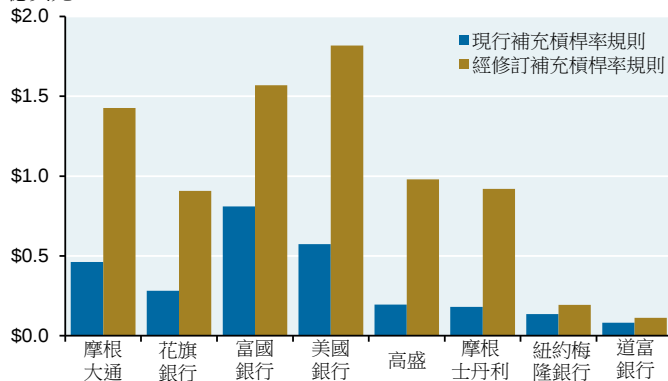
按經修訂規則計算的超額一級資本佔比

當前資本——最低監管資本／當前資本（百分比）

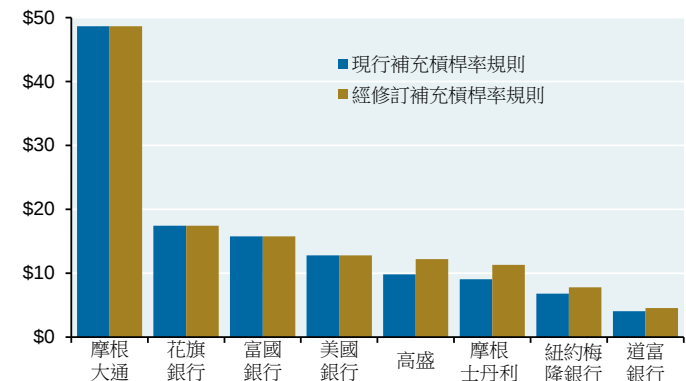


資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第一季度

至少理論上的變化：這 8 家銀行購買國債或其他零風險權重資產的能力。例如：在當前規則下，銀行可以在補充槓桿率、一級槓桿率、長期債務及總損失吸收資本規則生效前購買 2.7 萬億美元的國債。擬議中的補充槓桿率調整將這一額度提高到約 8 萬億美元。至於在境內或境外買家意外減少對美國國債需求的情況下，是否能依靠銀行充當安全閥？並不確定；目前銀行仍有大量額外能力購買更多國債，無論是出於收益還是久期配置的目的，但它們尚未利用這部分空間。

在放寬後的補充槓桿率規則下，美國國債購買能力大幅提升，萬億美元

資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第一季度

在放寬後的新補充槓桿率規則下，超額一級資本僅增加60億美元，十億美元

資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年第一季度

³ 每個點表示某一比率相對於其最低要求水平的盈餘。換而言之，0%意味著銀行持有的資本量恰好等於最低要求。



您如何看待蘋果公司(Apple)關於推理模型問題的論文？

Apple 的《思維錯覺》(Illusion of Thinking)論文概述了其認為推理模型存在的嚴重局限性。我們在 5 月寫過其中的一些問題，並引用了 OpenAI 關於推理模型幻覺率的表格。但據 Maxime Labonne（現就職於 LiquidAI 的前同事）所說，Apple 的分析存在以下缺陷：其結論更多反映了令牌(token)限制而非推理限制；部分謎題可能本身無法解答；某些情況下推理模型理解了方案，但因實際約束而未寫出數千步推演；論文還將解答長度與推理難度混為一談。

從投資者角度看，我並不太在意 Apple 的論文或針對它的反駁⁴。我更關心的是人工智能在現實世界中的應用，以及它是否真正提高生產率，尤其是自 2023 年以來有 50%-60% 的股市回報由人工智能相關股票貢獻。在這方面，整體消息偏正面，儘管 Salesforce 的研究為此帶來了一些現實層面的冷靜思考：

- **2025 年 Gallup/Walton 基金會調查⁵**：60% 的 K-12 教師在本學年使用人工智能進行課程規劃、作業設計和行政工作。每週使用人工智能的教師平均每週節省 6 小時，相當於每學年節省 6 周時間。每週用戶節省的時間是每月用戶的兩倍。超過一半使用人工智能的教師表示它提高了工作質量。
- **2025 年 6 月關於人工智能用於創建系統性醫學研究綜述的論文⁶**：研究人員通過結合多種語言模型創建了 Otto-SR，這是一種用於執行系統綜述的自動化工作流程。系統綜述是指整合某一醫學主題的所有可用研究成果。Otto-SR 僅用兩天就再次製造了一整期 Cochrane 系統綜述，而同樣的工作量由人工完成需要 12 個工作年。儘管 Otto-SR 仍需要一定的人類監督，但與人工相比，Otto-SR 在識別相關研究的準確率上更高（97% 對比 82%），在從研究來源中提取數據的準確率上也更高（93% 對比 80%）。
- **2025 年 5 月史丹福關於人工智能應用於職場中的論文⁷**：從 2024 年 12 月到 2025 年 4 月，美國成年人在工作中使用大語言模型的比例從 30% 上升至 43%（但其中僅有 1/3 的人每天在工作中使用該工具）。在使用大語言模型的任務中，平均完成時間從 90 分鐘降至 30 分鐘。大語言模型的使用在客戶服務、營銷和技術領域最為突出。
- **2025 年 5 月 Salesforce 人工智能研究關於商業應用的論文⁸**：在單輪（簡單問答）場景中，大語言模型代理的任務成功率僅為 58%，在多輪交互中的成功率甚至更低，僅為 35%。這些代理幾乎沒有保密意識，儘管可以通過提示改善，但往往會以犧牲性能為代價。研究還發現，當任務剛開始之際如未提供足夠的細節，大語言模型難以有效請求必要的補充資訊。

總體結論：人工智能在職場中的應用越來越多用於高效總結現有資料和自動化日常任務，但它仍然在代理-用戶交互以及在不犧牲性能的情況下保持保密性方面存在挑戰。人工智能生成的結果仍然需要人工覆核，但這一修訂過程比從零開始完成任務所需的時間顯著減少。重要的是，我們不需要使用生成式人工智能就可以發現生產率確實有所提升。

參考文獻：⁴《思考的假像：通過問題複雜性視角理解推理模型的優勢與局限》，Apple，Shojaee 等，2025 年 6 月 7 日。一個反駁示例：《思考假像的假像》，Lawson (Open Philanthropy)，2025 年 6 月 10 日。另一項潛在反駁：OpenAI 的一款推理模型在國際數學奧林匹克競賽全新題目中獲得金牌，這是此前任何人工智能模型都未曾做到的。

參考文獻：⁵《智啟未來：AI 助您每年多出 6 周時間》，Gallup/Walton 家族基金會，2025 年 6 月

參考文獻：⁶《基於大語言模型的系統性文獻綜述自動化研究》，Cao、Arora 和 Cento，2025 年 6 月 13 日

參考文獻：⁷《生成式人工智能對勞動力市場的影響》，Hartley（史丹福）等，2025 年 5 月

參考文獻：⁸《CRM Arena-Pro：大語言模型代理在多元商業場景與交互中的綜合評估》，Salesforce 人工智能研究，Huang 等，2025 年 5 月 24 日



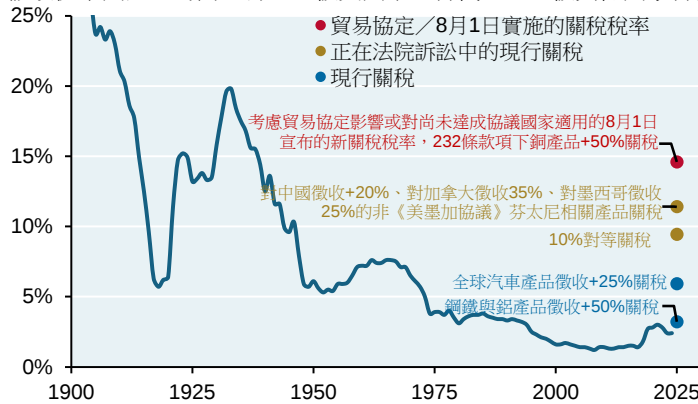
關於關稅及其意外後果的最新情況如何？

以下是我們的最新估算，其中包括美歐貿易協議中一些尚不明確的條款。情況比一個月前看起來更好，但仍是二戰前以來的最高關稅水平。一些重要問題包括：

- 由於有動力完成所有相關文件，美國與墨西哥和加拿大的貿易中有多少將被認為符合《美墨加協定》標準？2024 年的官方統計顯示，加拿大和墨西哥出口商的《美墨加協定》合規率在 30%-50% 之間，但潛在的合規水平可能高達 90%。
- 美國從中國進口被其他國家或美國本土替代的比例會有多高？畢竟，今年美國從中國的進口已經下降了約 40%。對於免於對等關稅的商品，由於所有中國進口品都要繳納芬太尼關稅，仍然存在替代中國商品的激勵。
- 在針對醫藥和半導體的 232 條款調查中，將適用多高的關稅率？
- 如果政府在華盛頓特區巡迴上訴法院（目前華盛頓特區地方法院案件正在上訴）或聯邦巡迴上訴法院（國際貿易法院案件正在上訴）敗訴，會發生什麼？由於上訴法院的裁決在全國範圍內具有約束力，如果政府在任一案件中敗訴，則需要提出新的關稅方案，可能基於 122 條款或 301 條款。

美國所有進口商品的平均關稅率

假設從中國進口的商品有20%被美國本土替代、20%被其他國家替代



資料來源：稅收基金會、美國國際貿易委員會、白宮、摩根資產管理，2025年

截至2025年7月的預估最終目的地關稅稅率

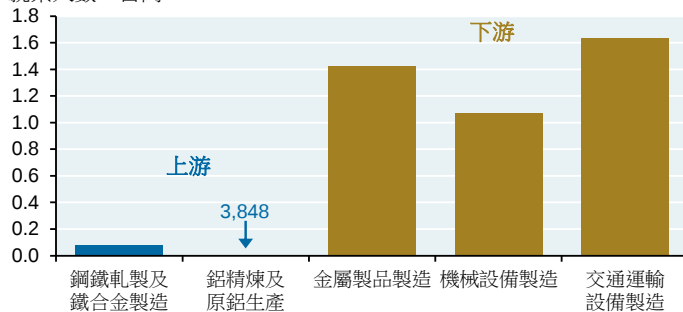
出口國	2024年進口額 (十億美元)	2024年關稅稅率 (實際徵收)	2025年預估 關稅稅率
墨西哥	\$506	0.2%	7.7%
中國	\$439	10.7%	43.2%
加拿大	\$413	0.1%	2.5%
德國	\$160	1.4%	16.0%
日本	\$148	1.5%	15.9%
越南	\$137	3.9%	18.6%
韓國	\$132	0.2%	21.1%
台灣地區	\$116	0.9%	7.5%
愛爾蘭	\$103	0.2%	11.4%
印度	\$87	2.4%	11.6%
意大利	\$76	2.2%	16.3%
英國	\$68	1.0%	10.9%
瑞士	\$63	0.6%	7.2%
泰國	\$63	1.6%	24.4%
法國	\$60	1.2%	15.9%

資料來源：美國國際貿易委員會、摩根資產管理，2025年。2025年關稅稅率包含既有疊加關稅、50%鋼鐵／鋁關稅、25%汽車關稅、對等關稅、20%中國芬太尼關稅、35%加拿大／30%墨西哥非《美墨加協議》芬太尼關稅、50%銅關稅、其他國家和產品的特殊關稅措施，以及對中國進口商品20%由美國國內替代、20%由其他國家替代的假設情境。

根據耶魯預算實驗室的估計，目前的關稅每年可能帶來高達 2,300 億美元的收入，即便考慮到動態負面收入效應也是如此。但可能會出現意外後果：通過 50%的關稅保護少量美國上游鋼鐵和鋁業工人，可能對使用相同材料的下游行業約 50 倍數量的工人產生負面影響。其次，在美國計劃大規模建設人工智能和能源基礎設施的時點，所需原材料和中間資本品成本上升也可能帶來挑戰（見右側圖表）。Piper Sandler 等機構預計，由於回流生產、美國企業替代進口以及《大而美法案》公司稅條款，美國可能迎來資本支出熱潮；我們也將對此持續跟蹤。

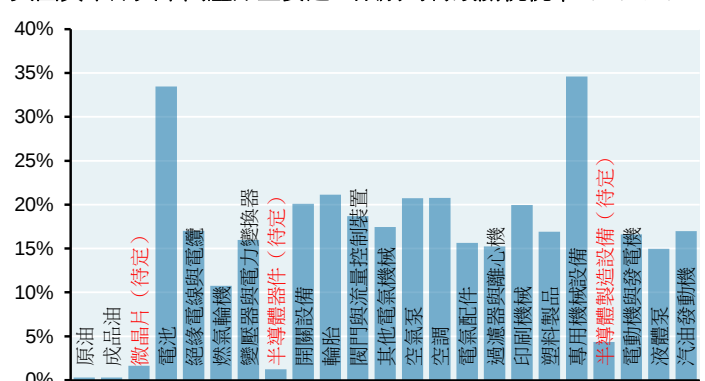
鋼鐵與鋁製造業就業人數，2022年

就業人數，百萬



資料來源：2022年經濟普查、摩根資產管理，2025年

美國資本品與中間產品主要進口類別的有效關稅稅率（百分比）



資料來源：美國國際貿易委員會、白宮、摩根資產管理，2025年

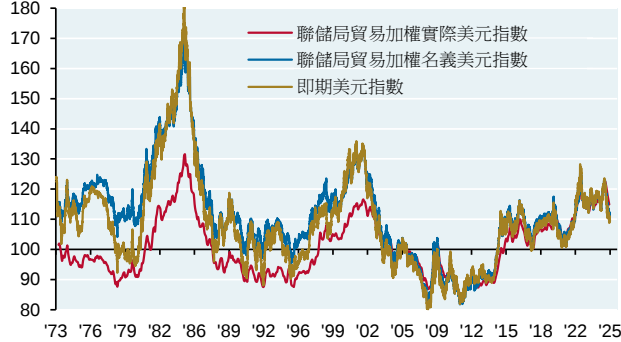


Charles Gave 寫道，美元已不再是世界儲備貨幣⁹。您的看法是什麼？

我非常尊重 Charles 以及他在 Gavekal 的團隊。但在這個問題上，我們的數據來源並未顯示出有太大變化。是的，今年美元確實下跌了 5%-10%，但這是從高位回落。而且，如右圖所示，我們的美元儲備貨幣追蹤指標並沒有顯示出重大惡化；部分美元指標自 2022 年以來還有所改善。特朗普預算法案預計將推高債務和赤字，儘管耶魯預算實驗室根據最新的關稅稅率和協議預測，淨新增關稅收入每年可能高達 2,300 億美元，在此情況下，這些財政措施與最初的國會預算辦公室(CBO)基準相比差距並不大。無論如何，現在就斷言美元不再是世界儲備貨幣，或者認為金磚國家(BRICS)、人民幣或歐元正在大幅侵蝕美元地位，似乎為時尚早。

2025 年：美元從高位回落，預計貶值幅度為 5%-10%

指數（100=2006 年 1 月 31 日）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025 年 7 月 25 日

美元在全球市場的份額

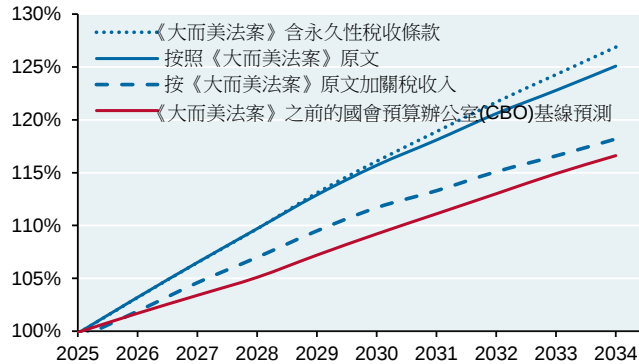
	2022 年	最新數據	數據截至 所示日期
跨境貸款	50%	52%	2024 年 第四季度
國際債務證券	49%	53%	2024 年 第四季度
外匯交易量	88%	88%	2022 年 4 月
官方外匯儲備	60%	58%	2024 年 第四季度
貿易發票	50%	42%	2025 年 6 月
SWIFT 付款	42%	49%	2024 年 10 月

資料來源：國際清算銀行季報、歐洲央行、國際貨幣基金組織、Gavekal Research、摩根資產管理

《大而美法案》的預期影響：包括／不包括某些稅收條款的永久性以及關稅收入：

聯邦政府債務佔 GDP 比重

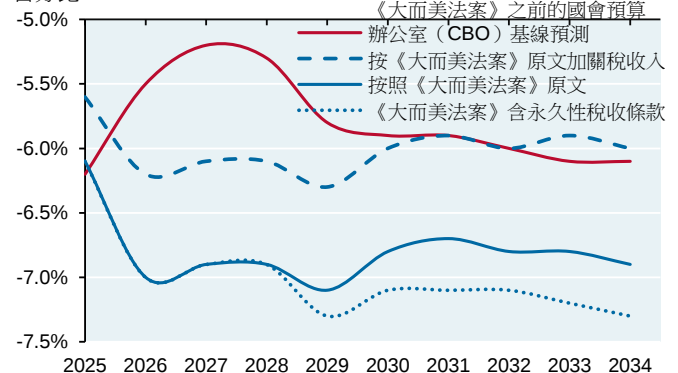
百分比



資料來源：耶魯預算實驗室、摩根資產管理，2025 年 7 月 1 日

總預算赤字佔 GDP 比率

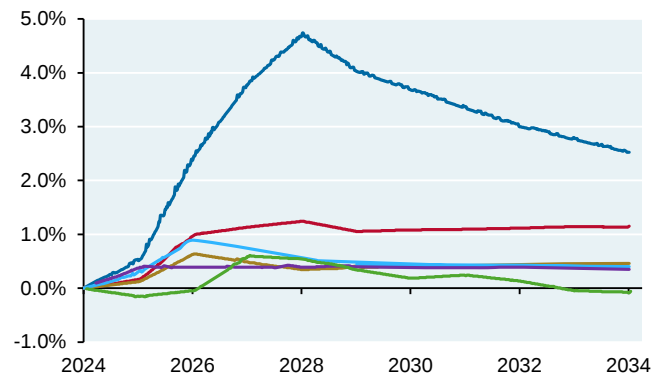
百分比



資料來源：耶魯預算實驗室、摩根資產管理，2025 年 7 月 1 日

《大而美法案》對 GDP 增長的預測影響

百分比



資料來源：聯邦預算實責委員會，2025 年 7 月

有一件事情與其他不同。最後一張圖表解釋了為何白宮對《協調法案》的增長影響有非常不同的看法。他們對數字的看法也不同：據我所知，藥價不可能下降超過 100%，正如總統聲稱的那樣；而且，美國任何地方的汽油價格都沒有達到每加侖 1.99 美元。

⁹ 《Gavekal 每日研究》，2025 年 7 月 8 日



摩根大通的區塊鏈項目是否意味著現在該建立以太坊倉位？

不完全是，至少目前還不是。摩根大通的 Kinexys 產品（基於區塊鏈的全新日內回購結算系統）的基礎設施是建立在以太坊的「分叉」上。因此，它與以太坊主網沒有任何直接聯繫，不會為以太坊網絡帶來通行費收入，也不會為 ETH 持有者帶來任何收益。目前日交易量僅為 20 億美元，而摩根大通每日處理的傳統支付規模達 10 萬億美元；區塊鏈企業對企業支付系統的真實需求還有待驗證。

話雖如此，如果未來摩根大通或其他公司在公共區塊鏈上創建產品，它們可能會建立在以太坊及其 Layer 2 鏈，或其他 Layer 1 區塊鏈（如 Solana）上。摩根大通還開發了一種名為 JPMD 的概念驗證型許可存款代幣（穩定幣替代方案），初期僅面向該行的機構客戶，用於鏈上資金轉移。JPMD 目前發行於 Base 上（由 Coinbase 基於以太坊開發的 Layer 2 產品），長期來看可能會為 ETH 持有者帶來一些附帶收益。

您如何看待山姆·奧特曼(Sam Altman)關於語音認證遭遇克隆引發欺詐風險的評論？

在上周的一場聯儲局座談會上，山姆·奧特曼提到了因人工智能語音克隆技術可能導致的「重大即將到來的欺詐危機」，這種技術能夠欺騙銀行常用的傳統語音認證方法。有些克隆工具僅需三秒的錄音即可生成令人信服的仿聲。

以下是銀行經常用於防範此類語音克隆欺詐的一些工具。部分選項需要客戶主動註冊，而非默認啟用。

- 深度偽造檢測工具：使用人工智能檢測合成／人工智能生成的語音。例如 Reality Defender（本身也是人工智能程式），通過分析音高、節奏、發音及其他異常模式來識別偽造聲音。
- 應用程序內認證：向受信設備推送通知以驗證來電者身份。例如，客服可要求來電者在手機上確認身份（僅驗證身份，不授權支付）。
- 數碼支付驗證：註冊客戶通過移動應用通知數碼化批准支付，該過程要求客戶登錄其網上賬戶。
- 電話轉號／SIM 卡交換／來電轉接檢測：美國的一種第三方服務，可檢測來電是否來自上述高風險線路。
- 支付特徵模式識別：根據歷史交易紀錄（金額、國家、收款人）判斷請求的支付是否異常。在客服接到指令並經客戶授權支付後，最終步驟仍可由防欺詐人員介入，在完成額外驗證之前阻止交易執行。

您下一次的釣魚行程安排在哪裡？

我計劃八月底在不列顛哥倫比亞省駕駛我的 Hobie Mirage Outback 釣魚艇釣鱒魚，十一月則會在特立尼達的龍口海峽釣大海鱸。附上幾張之前釣魚旅行的照片。



**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他領域所表達的觀點、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他領域、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。