



「幽浮魔點」：資本、中國、晶片、芝加哥與奇利瓦克

我最近看了一部很棒的電影，想分享給大家。

無法摧毀…難以言喻…勢不可擋！

數據中心「幽浮魔點」！

緊繃的
電網！

更高的
夜間
負荷！

諧波失真
損壞
設備和家電！



飆升的
電價！

PJM
容量電價
猛增！

晶片與
互連設備的
快速貶值！

領銜主演 亞馬遜網絡服務 微軟 Azure 谷歌雲 META

製片 EQUINIX DIGITAL REALTY TURNER
CONSTRUCTION DPR CONSTRUCTION

導演 OPENAI ANTHROPIC XAI 出品 黑石集團 DIGITAL BRIDGE
沙特投資基金

基於 2017 年谷歌大腦研究論文《注意力就是你所需要的一切》改編

本文中，我們將探討人工智能和數據中心的興起，以及 OpenAI 與 Oracle 的協定；美國政府對英特爾和 MP Materials 的股權投資；台積電的發展歷程，以及有多少國家通過產業政策支持其國內龍頭企業；中國削減過剩產能的舉措及其對股票市場的影響；芝加哥及伊利諾伊州的犯罪問題與市政償付能力；闡釋自 2011 年以來趨緊的新股供應如何持續支撐美國股市；最後分享加拿大奇利瓦克地區的照片。

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理



「幽浮魔點」：人工智能與數據中心的產業主導地位

這一點想必廣為人知，但我還是想再強調一下：自 2022 年 11 月 ChatGPT 問世以來，人工智能相關股票¹貢獻了標普 500 指數 75% 的漲幅、80% 的企業盈利增長與 90% 的資本支出增長。人工智能的影響力正持續擴散至其他領域：數據中心建設支出已超越辦公樓投資，其對電網的衝擊及電價推升效應正引發日益嚴格的審視。多數數據中心的專項電價不足以覆蓋新建天然氣發電廠的成本（導致其他用戶需負擔部分成本），在 PJM 電網區域，去年電價上漲的 70% 源於數據中心需求；我們將在下一期的能源報告中進行深入探討。當前我認為高度集中的美股市場的中期最大風險是：中國的華為與中芯國際通過自主研发超級節點計算集群和性能相當的深紫外光刻機，突破由英偉達-台積電-ASML 構築的 6.3 萬億美元技術壁壘。

近期人工智能領域要聞：Oracle 在獲得 OpenAI 年均 600 億美元（OpenAI 收入未還未達到該金額）的雲端計算設施合約後，股價單日暴漲 25%。這批尚未啟動建設的設施將消耗 4.5 吉瓦電力（相當於 2.25 個胡佛水壩或四座核電站發電量），同時將推高 Oracle 的負債規模——其當前債務權益比已達 500%（亞馬遜為 50%，微軟 30%，Meta 與谷歌則更低）。換言之，科技產業資本週期或面臨重大轉折。

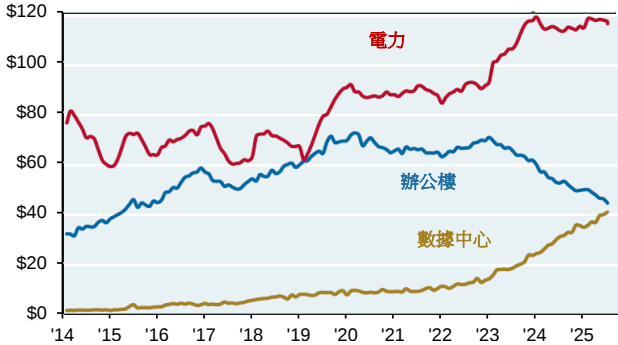
自ChatGPT推出以來，標普500指數中人工智能相關股票的回報、收益、資本支出／研發增長和貢獻

	人工智能：直接	人工智能：公用事業	人工智能：資本設備	標普500指數（人工智能除外）
自2022年11月以來的表現				
價格回報	181%	65%	138%	25%
盈利增長	124%	15%	58%	9%
EBIT增長	98%	11%	71%	16%
資本支出 + 研發增長	63%	21%	-14%	4%
自2022年11月以來對標普500指數的貢獻				
價格回報	75%	0.9%	0.9%	23%
盈利增長	79%	0.5%	0.8%	20%
EBIT增長	62%	0.4%	0.9%	36%
資本支出 + 研發增長	90%	2%	-0.1%	8%

資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年9月22日

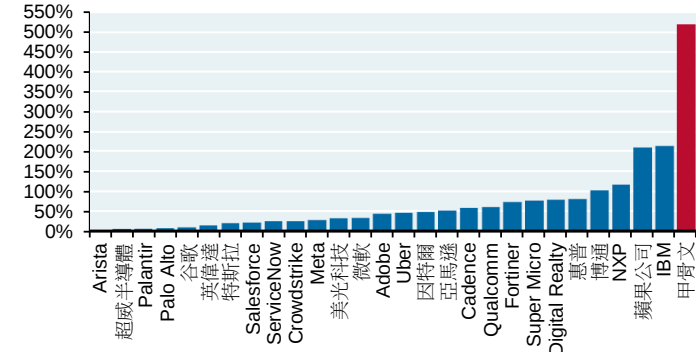
美國建築業支出

十億美元，經季節因素調整之年化數據



資料來源：美國人口調查局、摩根資產管理，2025年7月

直接AI股票的債務股本比



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年9月16日

關於 OpenAI／Oracle 合作與資本週期：

「Oracle 完全無法通過現金流支撐這筆投資，必須通過股權或債權融資來實現其雄心。迄今人工智能基礎設施建設熱潮幾乎完全由少數超大規模廠商的自有資金推動，而 Oracle 打破了這一模式。它正試圖通過槓桿融資搶佔市場份額，穩定的寡頭壟斷格局正在分崩離析……影響深遠。這意味著，亞馬遜、微軟和谷歌不能再將人工智能基礎設施視為自由裁量性投資，必須全力守護市場份額。原本由現金流驅動的有序競賽，可能演變為債務驅動的科技軍備競賽。」 Doug O' Laughlin, 《製造的知識》，2025 年 9 月

¹我們的標普 500 指數人工智能股票組合由 41 只股票組成，分為三類，基於 Dubravko 的摩根大通全球市場策略團隊和實證研究對財報電話會議的分析

直接人工智能領域（29 家）：英偉達、微軟、蘋果、Alphabet、亞馬遜、Meta、博通、特斯拉、Oracle、Palantir、AMD、Salesforce、IBM、Uber、ServiceNow、高通、Arista、Adobe、美光、Palo Alto、英特爾、CrowdStrike、Cadence Design、戴爾、恩智浦、Fortinet、Digital Realty Trust、惠普和超微電腦。人工智能公用事業（8 家）：NGR、Vistra、NextEra、Southern、Constellation、Public Service Enterprise、Entergy、NiSource。人工智能設備資本（4 家）：伊頓、特靈、江森自控、Quanta



晶片：美國政府對英特爾、台積電進行股權投資，以及重商主義產業政策

我們的人工智能股票籃子包含**英特爾**，但自 2022 年以來人工智能股票表現如此出色，英特爾顯然不是其中的功臣。自 GPT 發布以來，英特爾的盈利和市值實際上不升反降。對於美國政府收購英特爾 10% 股權的舉措，外界批評之聲雖眾，我卻並不在其中。在我看來，美國若主要依靠市場力量來支持國內晶片製造，為時已晚。英特爾需要穩定的需求來使其晶片代工業務走上正軌，但如果其代工廠無法存活下去，客戶何須選擇英特爾呢？隨著美國政府錨定投資到位，英偉達隨後與英特爾達成了 50 億美元的合作協議，其他無晶圓廠晶片公司也可能效仿。

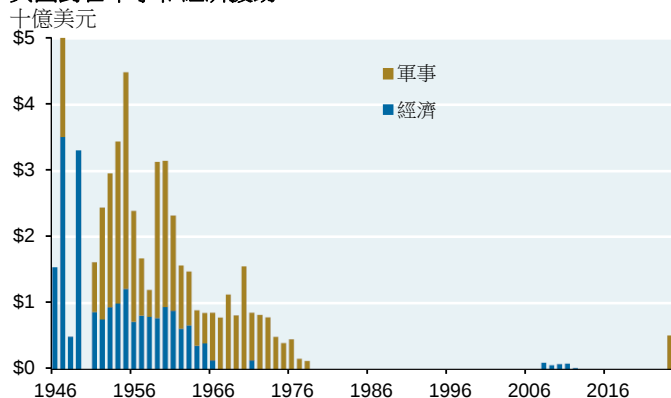
近期美國國防部收購 **MP Materials** 15% 的股份時²，我抱有同感：美國需要關鍵礦產的採礦和加工能力，而 MP Materials 必須與中國的關鍵礦產公司競爭，後者中有 40% 甚至不受監管³。當國家安全利益牽涉其中時，在一個由遵循不同規則的重商主義對手構成的世界裡，生存的窗口期不會永遠持續。

台積電與英特爾市值



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年9月22日

美國對台軍事和經濟援助



資料來源：對外關係委員會，2024年9月

我們還應記住，台灣地區的「守護神山」台積電如何成就今日地位：

- 1970 年代，台灣面臨美國軍事和經濟援助的終止、被聯合國驅逐以及能源危機
- 鑒於台灣在電路設計或知識產權方面能力有限，半導體被選作其經濟命脈，採用純代工模式
- 美國 RCA 公司是當時唯一願意向台灣工業技術研究院授權其半導體設計技術的公司。這促成了美籍華人張忠謀創立台積電，並從台灣地區政府獲得了 1 億美元的種子資金，政府持股 49%
- 雖然台灣地區政府在台積電的持股比例自 1970 年代以來已下降，但台灣發展基金仍是最大股東，持股 6%-7%，並在董事會擁有席位
- 台灣政府繼續通過補貼水電價格、稅收減免以及創建工業園區和研究中心來支持台積電。結果如何：「台積電無需花費一分一毫，就能獲得來自台灣的最頂尖人才」⁴。台積電如今的市值已超過台灣的 GDP

韓國和三星的歷史也類似：韓國政府提供了數十億美元的稅收優惠、為半導體產業集群進行基礎設施開發、提供研發支持並簡化法規。荷蘭政府也曾為 **ASML** 提供支持，具體做法是通過為埃因霍溫 Brainport 科技創新區域投入數十億資金用於基礎設施、住房和教育，目前該公司是歐洲最具價值的科技公司。

²政府支持未必總是代價高昂。購買田納西州一家鎳（對高科技和國防工業至關重要）生產廠的全部產出，每年成本可能低至 1500 萬美元，卻能滿足美國 200% 的鎳消費量（科羅拉多礦業學院佩恩研究所）

³“1975-2018年中國的稀土公共政策”Yuzhou Shen等，《Mineral Economics》，2020年，以及「中國不受監管的離子粘土稀土開採的影響」，Packey和Kingsnorth，《Resources Policy》，2016年

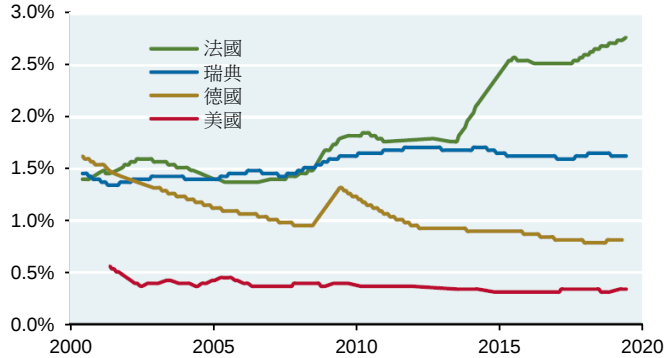
⁴國立清華大學科技管理學院教授洪世章



關鍵論點：這是一個高度重商的世界。儘管在創建新公司方面，美國相比歐洲有著輝煌的紀錄（參見氣泡圖），但世界其他國家為其製造業提供的稅收、貸款、撥款及其他補貼，往往遠多於美國⁵。在中國，世界上最重商的國家，此類補貼可達工業利潤的 15%-35%。在下圖所示的世界裡，為英特爾提供聯邦政府生命線，或許已是最不差的選項。

政府補貼支出

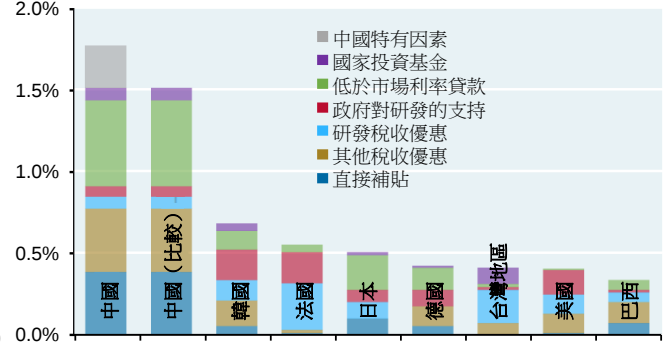
佔國內生產總值(GDP)份額



資料來源：瑞典國家貿易署，2019年

主要經濟體的產業政策性支出

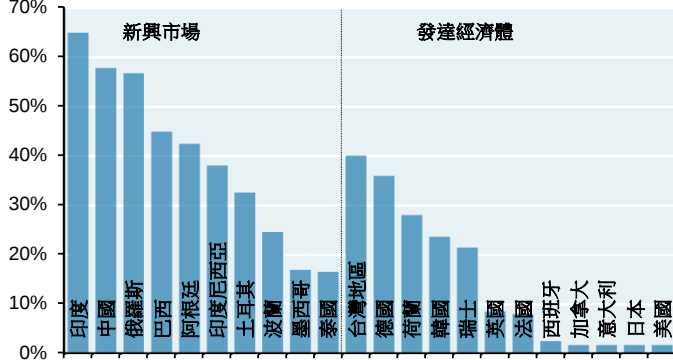
佔GDP的百分比



資料來源：美國戰略與國際問題研究中心，2022年

國有銀行在銀行系統資產中的份額

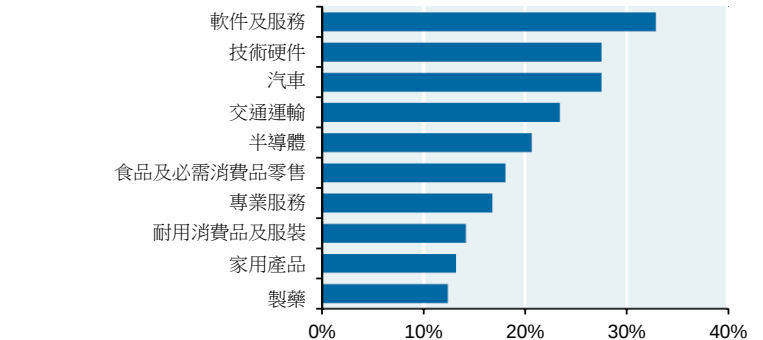
百分比



資料來源：美國戰略與國際問題研究中心，2022年

中國按子行業劃分的上市公司直接補貼

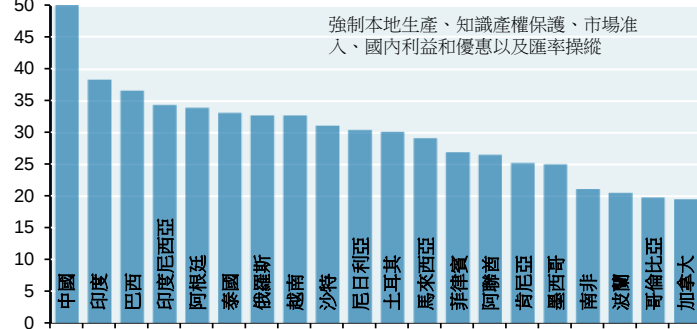
2017-2020年利潤份額



資料來源：美國戰略與國際問題研究中心，2022年

20個最具重商主義特點的國家

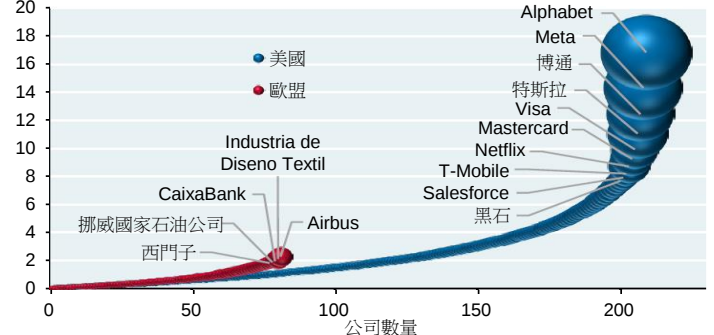
資訊科技與創新基金會全球重商主義指數評分



資料來源：2019資訊科技與創新基金會

21世紀新上市公司的誕生

累計市值，萬億美元



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年8月25日

⁵資料來源包括：《製造業的政府補貼》，瑞典國家貿易委員會，2023 年 6 月；以及《紅墨：比較視角下的中國產業政策支出評估》，華盛頓戰略與國際研究中心，2022 年 5 月



芝加哥：犯罪問題與市政償付能力

美國總統已強調芝加哥的犯罪狀況，但據報導，他選擇向孟菲斯派遣國民警衛隊。芝加哥的犯罪情況有多嚴重？根據刑事司法委員會的數據，按人均計算，芝加哥在某些犯罪統計數據中處於高位，在其他一些數據中則處於較低位。需要明確的是，城市級別的人均比較可能受到不同的人口統計方式（如城市邊界定）的影響。與大多數城市一樣，芝加哥的犯罪率因區域而異，最危險的 20 個社區的兇殺案發率是最安全的 20 個社區的 68 倍。

2024-2025年人均犯罪率

	城市報告數量	城市排名										
		芝加哥	紐約	孟菲斯	巴爾的摩	華盛頓	聖路易斯	費城	明尼阿波利斯	三藩市	丹佛	達拉斯
嚴重襲擊	23	6	dnr	dnr	4	21	3	8	dnr	14	dnr	dnr
劫車	9	4	dnr	3	1	2	dnr	dnr	dnr	6	5	dnr
槍殺	11	3	dnr	dnr	4	8	dnr	5	dnr	10	dnr	6
謀殺	30	11	26	2	4	6	1	13	dnr	dnr	23	dnr
盜竊	36	22	25	1	13	10	5	6	16	15	14	23
機動車盜竊	36	17	35	2	8	18	4	dnr	3	21	6	1
非住宅入室盜竊	18	11	dnr	3	dnr	dnr	dnr	15	10	1	7	6
搶劫	36	5	14	2	1	6	9	8	3	7	16	dnr
入室盜竊	18	11	dnr	1	dnr	dnr	dnr	8	2	6	4	13

資料來源：刑事司法委員會，2025年年中更新。DNR = 未報告
刑事司法委員會數據中缺失的主要城市：洛杉磯、休斯頓和聖地亞哥

若依據此數據考慮可能的聯邦干預，孟菲斯、巴爾的摩、費城、聖路易斯似乎與芝加哥一樣危險，甚至更糟。話雖如此，芝加哥的兇殺案發生率是紐約市的 5 倍。如果我們將範圍縮小到人口超過 75 萬的少數幾個特大城市，那麼芝加哥在嚴重襲擊、槍擊、兇殺和搶劫方面均排名第一。

芝加哥市長近期舉例闡述了犯罪打擊的改善情況，以及 52% 的兇殺案「破案率」，稱此為芝加哥自 2019 年以來的最高水平。果真如此嗎⁶.....

- 2023 年「偵破」（即解決）的 319 起謀殺案中，只有 140 起是發生在 2023 年的.....有些陳年舊案甚至可追溯到尼克遜擔任總統時期。更重要的是：「偵破」並不總意味著有人被逮捕或起訴，它僅意味著警方認為案件已「解決」；有時檢察官不會提起訴訟，有時預設的嫌疑人已年老去世。在 2023 年發生並被偵破的 140 起芝加哥謀殺案中，僅 18% 的案件最終被提起訴訟
- 將時間範圍擴大到 2013-2022 年，芝加哥通過逮捕真正「偵破」謀殺案的百分比約為 20%，而紐約市超過 50%，全美平均水平為 45%。芝加哥的認知與現實之間的差距如此之大，以至於伊利諾伊州立法者提出一項法案，要求執法部門披露被逮捕和起訴的人數，而非「偵破」的案件數量
- 自 2018 年以來，在芝加哥 1.9 萬名非致命槍擊案受害者中，僅 6% 的案件有人被逮捕。在芝加哥，每年有 80% 的非致命槍擊案調查被中止，意味著指派警官不再主動調查。近一半的案件在短短 30 天內就被中止
- 關於芝加哥犯罪政策的更多統計數據：超過 70% 的被逮捕和起訴者在審判前被釋放；從 2020 年到 2024 年，近 400 名因謀殺或謀殺未遂被捕的嫌疑人，在被捕時正因先前重罪處於保釋狀態；超過 75% 的人身保護令未得到執行；以及超過一半的高優先級 911 報警電話沒有得到警方的即時回應，而 2019 年這一比例為 19%

《芝加哥，我的家鄉》：一張攝於 2025 年 9 月的照片顯示，普利茲克州長與一名社區暴力干預工作者合影。據官員稱，該名工作人員後來因在「華麗一英里」路易威登商店的砸搶盜竊案中被控謀殺及其他罪行（來源：《華爾街日報》）。芝加哥本可以選擇在公共安全倡議上投入更多資金，但可能會受到我們多年來多次討論的一個話題的制約：市政償付能力限制。接下來我們討論這一問題。

⁶資料來源包括：CWB Chicago、CBS Chicago、Chicago Sun Times、TheTrace.org、Illinois Policy Institute、芝加哥大學犯罪實驗室

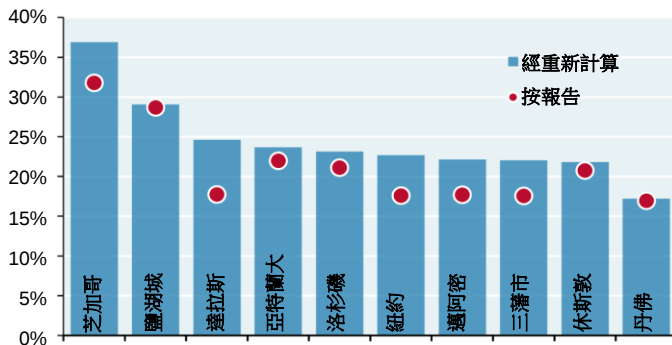


自 2014 年起，我啟動了一個項目，旨在追蹤州和城市的總負債，包括一般義務債務以及資金不足的養老金和退休人員醫療保健計劃。該項目名為“ARC 與契約”，“ARC”指市政精算師確定的年度必要繳款，用於償還未充分資金計劃；「契約」指對員工的承諾。該項目要求我們仔細查閱每個計劃長達 400 多頁的《合併年度財務報告》；州和城市可能擁有 10 個或更多的單一僱主和多僱主計劃；而且資訊披露可能解釋不夠清楚、所提供版本不一致。

在我們之前針對城市（2023 年）和州（2021 年）的更新中，芝加哥和伊利諾伊州在「所需支付額佔各自財政收入的比例」方面最高。我們更新了比率最高的十個城市和州，情況變化不大。讓我們從芝加哥開始：

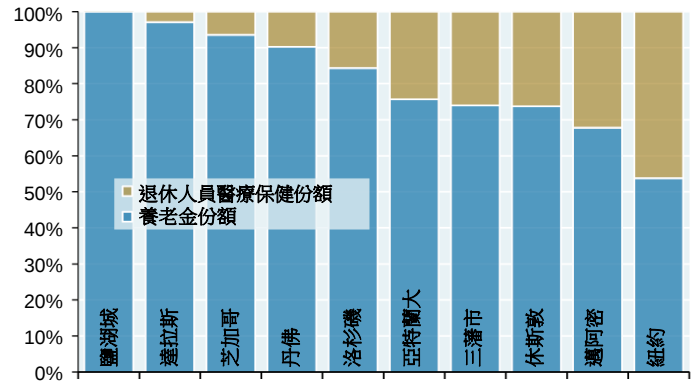
- 芝加哥仍然保持著最高的比率，需要將其全部城市財政收入的 35% 用於在 30 年內全額攤銷其資金不足的計劃。芝加哥面臨的挑戰比其他城市更嚴峻，因為其幾乎所有的資金不足義務都是合同規定的養老金，相比之下，退休人員醫療保健計劃的免賠額、共付額等條款和條件可以修訂
- 芝加哥警察部負責執法政策中的任何變動，但其養老金資金嚴重不足。芝加哥警察年金福利基金的資金充足率僅為 24%，在我們統計的所有養老金計劃中排名倒數第二，僅高於加州法官退休基金
- 我們對芝加哥的估算可能偏低，因為並未反映 2025 年 7 月實施的養老金福利提升，據稱這將使資金充足率降至 20% 以下——這被視為「技術性破產」的水平
- 請留意芝加哥為應對此事以及該市 11.5 億美元的預算短缺而可能採取的增稅措施

城市：養老金和退休人員醫療保健計劃的成本（包括未備資金的攤銷）、政府債務和固定繳款計劃佔城市收入的百分比(%)



資料來源：單個城市CAFR、穆迪、摩根資產管理，2024財年

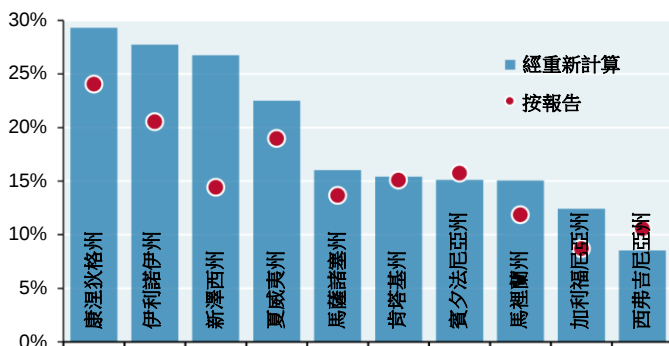
城市劃分：養老金和退休人員醫療保健債務
年度重新計算的年度所需供款百分比



資料來源：單個城市CAFR、穆迪、摩根資產管理，2024財年

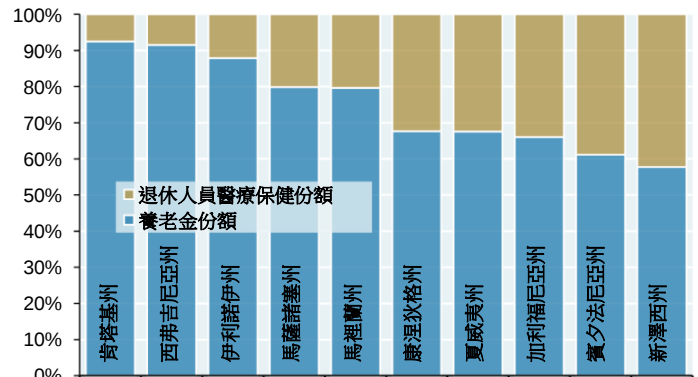
伊利諾伊州的情況類似，這次雖被康涅狄格州略微超過，但（如同芝加哥一樣）其與合同義務性養老金相關的負擔，比靈活性更強的退休人員醫療保健計劃要重。在分析州人口外流率時，伊利諾伊州總是位列第一、第二或第三，這將使解決任何相關問題都變得更加困難。

州：養老金和退休人員醫療保健計劃的成本（包括未備資金的攤銷）、政府債務和固定繳款計劃佔州收入的百分比(%)



資料來源：單個州的CAFR、穆迪、摩根資產管理，2024財年

州劃分：養老金和退休人員醫療保健債務
年度重新計算的年度所需供款百分比



資料來源：單個州的CAFR、穆迪、摩根資產管理，2024財年

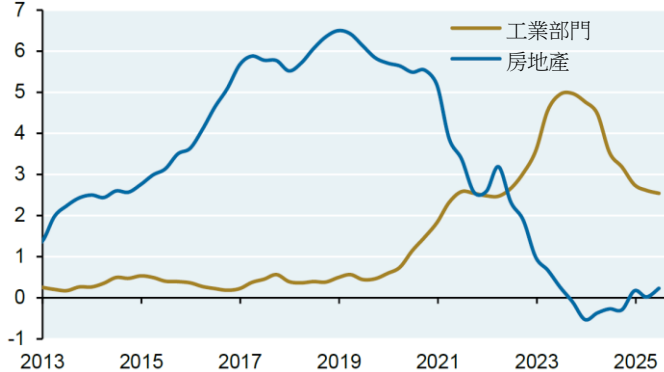


中國的「內捲」與過剩產能的出口

當前中國的流行詞是「內捲」，特指產能過剩與供應過剩，這已導致中國出現自 1998 年以來最長的通縮期及疲弱的工業利潤。中國表示，將不再單純依靠刺激內需來消化過剩產能，而是要求銀行減少對產能過剩行業的信貸投放，以避免僅僅為了實現 GDP 目標而擴張貸款。對於長期向全球輸出過剩產能的中國企業而言（如下圖所示），這將是嚴峻挑戰。

中國商業銀行對工業與房地產部門的貸款

萬億元人民幣，未償還貸款同比變化



資料來源：中國人民銀行、彭博財經、摩根資產管理，2025年第二季度

中國GDP平減指數

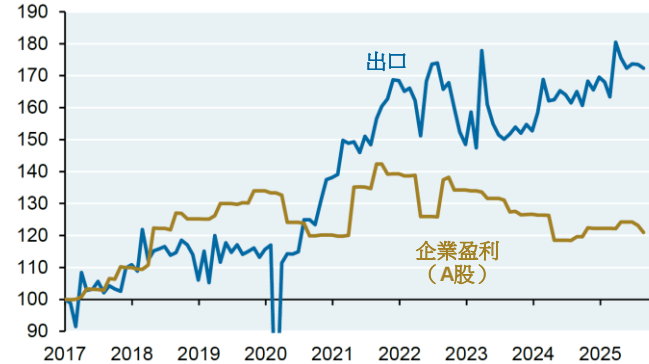
百分比



資料來源：彭博經濟研究、摩根資產管理，2025年第二季度

中國出口與企業盈利

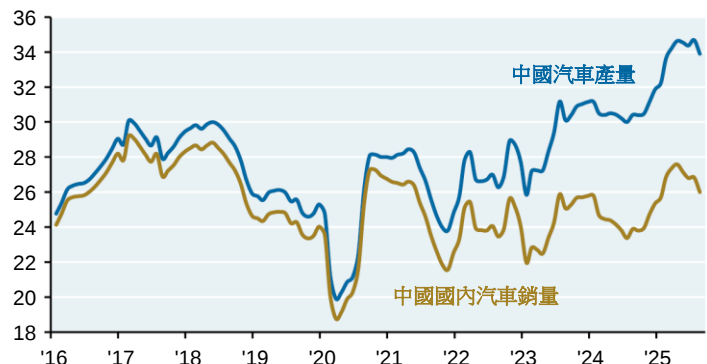
指數（100 = 2017年1月）



資料來源：Haver、中國海關、彭博財經、摩根資產管理，2025年8月

中國汽車產量與國內銷量

百萬輛車，6個月平均值，經季節性調整的年增長率



資料來源：中國汽車工業協會、中國海關總署、摩根資產管理，2025年8月

中國重商主義與供應過剩

美國並非是唯一運用關稅手段應對中國供應過剩的國家。墨西哥、土耳其、印尼、巴西、南非、泰國與越南等國均已對中國工業或消費出口品加徵關稅。

儘管習主席強調區域融合與打破貿易壁壘的必要性，但中國自 21 世紀初加入 WTO 以來，始終是全球最奉行重商主義的國家。其政策工具包括：國企特殊地位、各類補貼、直接撥款與貸款、低於市場利率的融資、國家指導信貸、技術轉移及特殊採購政策。

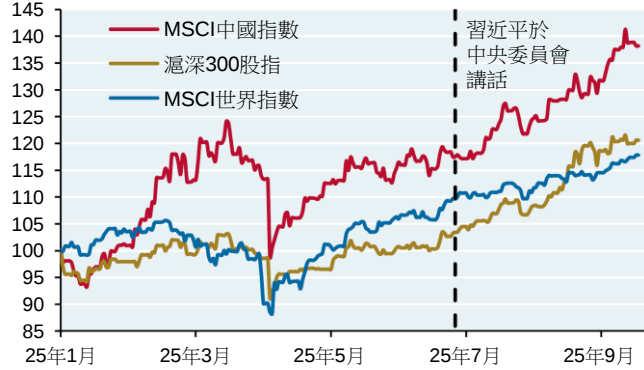
經濟學家喬治·馬格努斯(George Magnus)指出，這並非新現象。所謂的貿易戰或「商戰」在清朝晚期（1644 年-1912 年）及中華民國初期同樣是重要特徵。當時重商主義政治經濟學的主要倡導者之一鄭觀應（1842 年-1922 年）便主張國家應介入，復興國內茶葉與絲綢產業、推動本土鴉片種植、為現代紡織廠提供補貼以及推動進口替代。



在 2025 年 7 月召開的中央財經委員會會議上，習主席專門設置議題討論「無序低價競爭」與「落後產能有序退出」。此後，中國股票漲幅持續領先全球。中國是否落實了承諾？如右圖所示，7 月份固定資產投資出現明顯下滑。但此趨勢能否持續尚不明確，並且中國工業企業中的贏家與輸家格局亦未清晰呈現，因此部分企業將不得不削減產能。**更穩妥的策略是：轉而關注經合組織工業企業，它們將有望因中國削減過剩產能而受益**，尤其考慮到我們的中國實時增長監測指標仍顯示整體經濟活動（除出口外）疲軟。

中國與全球股市總回報（美元）

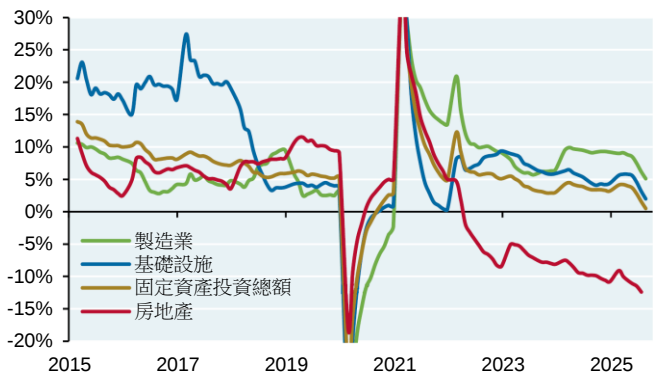
指數（100 = 2024年12月31日）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年9月23日

按行業劃分的中國月度固定資產投資

同比變化%



資料來源：彭博財經、中國國家統計局，2025年8月

發達國家工業板塊總回報率（相比整體股票市場）

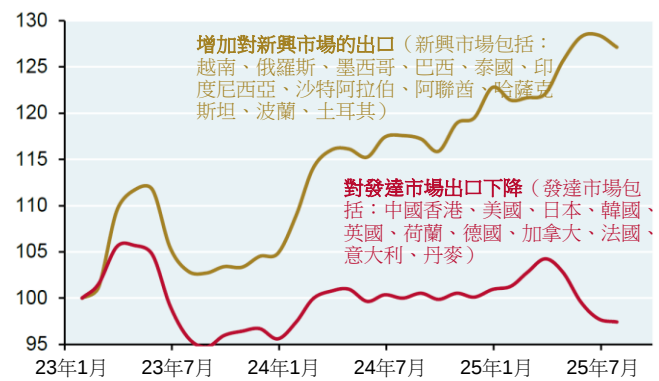
MSCI世界工業指數／MSCI世界指數（100 = 2001年1月）



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年9月12日

2025年中國出口的轉變

指數（100 = 2023年1月），3個月移動平均值，經季節性調整



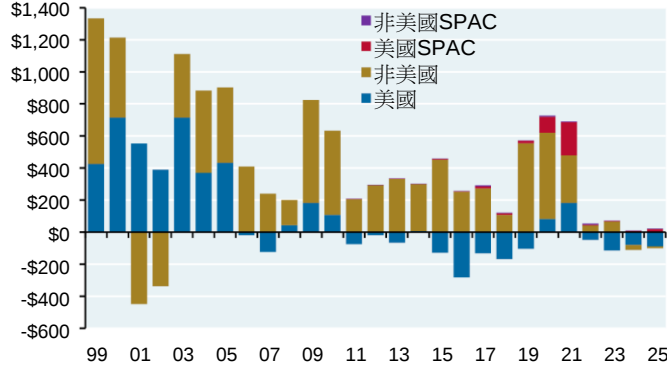
資料來源：中國海關總署、摩根資產管理，2025年7月



這張圖表或許是 2011 年以來美股強勁的最佳解釋：有限供應

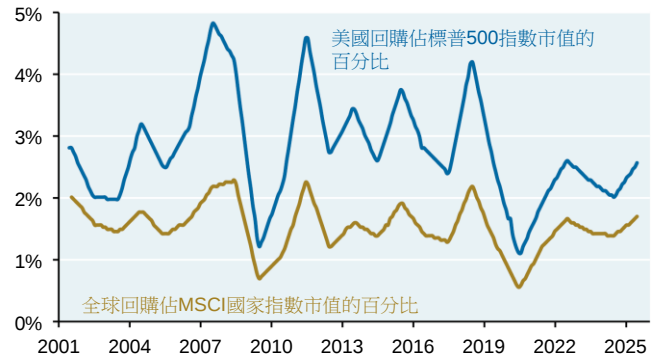
我時常請投行同事更新其對股票淨供應的分析。雖然我並非是市場技術分析師，但我確實認為，2011 年以來股票淨供給持續減少，是美股在面對多重衝擊時展現韌性的重要原因。如果您認同供需關係會影響商品和勞動力價格，那就完全有理由相信這些條件同樣會影響金融資產價格。歸根結底，家庭和僱主每年向合格計劃投入的 1.5 萬億美元固定收益與定額供款，最終必然要找到投資去處。儘管此類資金佔市值比例已從 2009 年峰值回落，但仍保持 3%-4% 的年增速，而美股供應卻持續減少（首張圖表藍色序列）。

全球淨股權供給
十億美元



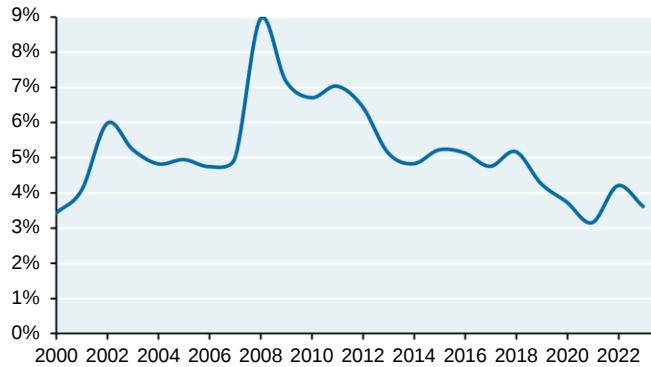
資料來源：摩根大通流通量與流動性，2025年9月

已宣布的回購佔股票市值的比例
百分比



資料來源：摩根大通流通量與流動性，2025年9月

固定收益和定額供款計劃家庭和僱主繳款佔標普500指數市值的份額



資料來源：彭博財經、美聯儲經濟數據庫、摩根資產管理，2023年

加拿大不列顛哥倫比亞省奇利瓦克，2025 年 8 月



鱒魚 Instagram 視頻：<https://www.instagram.com/reel/DOUBigeiefC/?igsh=MWhlb3liOXhxbXd3cw==>



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。

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。

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。任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面）。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

就摩根大通資產管理客戶而言：

摩根資產管理是摩根大通及其環球聯屬公司旗下資產管理業務的品牌。

在適用法律允許的範圍內，我們可對對話進行錄音及監控電子通訊，以履行我們的法律和監管義務以及遵守內部政策。摩根資產管理將根據我們的隱私政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、存儲及處理個人資料。

投資資源

僅用於美國：如果您是殘障人士，在查看資料時需要額外的支持，請撥打 1-800-343-1113 尋求幫助。

本通訊由以下實體發布：在美國為均受美國證券交易委員會監管的 J.P. Morgan Investment Management Inc. 或 J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲為當地摩根大通實體（視情況而定），僅供指定接收者使用；在加拿大為 JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，僅供機構客戶使用，其為所有加拿大省份及地區（育空地區除外）的註冊投資組合經理及豁免市場交易商，並在不列顛哥倫比亞省、安大略省、魁北克省及紐芬蘭與拉布拉多省註冊為投資基金經理。在英國由受金融服務局監管的摩根資產管理（英國）有限公司發布，該公司由英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄區，由摩根資產管理（歐洲）有限公司發布。在亞太地區（「亞太」），由以下發行實體在其主要受監管的各自司法管轄區發布：摩根資產管理（亞太）有限公司或摩根基金（亞洲）有限公司或摩根資產管理實物資產（亞洲）有限公司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（股份有限公司註冊號 197601586K），本廣告或刊物未經新加坡金融管理局審核；摩根資產管理（台灣）有限公司；摩根資產管理（日本）有限公司，是日本投資信託協會、日本投資顧問協會、第二類金融工具公司協會和日本證券交易商協會的成員，受金融廳監管（註冊號「關東地方金融局（金融工具公司）No.330」）；在澳大利亞，由摩根資產管理（澳大利亞）有限公司（ABN 55143832080）（AFSL 376919）僅向 2001 年（聯邦）公司法第 761A 和 761G 條定義的批發客戶提供服務。在亞太地區內其餘市場，本通訊僅提供予所指定接收者。

面向摩根大通私人銀行客戶：

投資資源

摩根大通致力於提供易於獲取的產品和服務，滿足所有客戶的金融服務需求。如有任何訪問問題，請直接聯繫私人銀行客戶服務中心，電話：1-866-265-1727。

法律實體、品牌及監管資訊

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（統稱「JPMCB」）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。摩根大通銀行和摩根大通證券均為受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的關聯公司。

在**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司（J.P. Morgan SE）**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱為「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（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司 Sucursal en España（馬德里分行）**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會（Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」）監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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（CONSOB）監管，並已於意大利央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，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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。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（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）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 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 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比利時分行**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 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管。摩根大通有限責任公司比利時分行同時須受比利時國家銀行 (NBB) 及比利時金融服務和市場管理局 (FSMA) 監管, 並已於 NBB 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 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘央行監管, 並已於希臘央行行政註冊處以**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, 其雅典商會註冊編號為: 158683760001; VAT 編號為: 99676577。在法國, 本文件由**摩根大通巴黎分行**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 (德意志銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管, 監管代碼為 842 422 972。摩根大通巴黎分行同時須受法國銀行業監管機構——審慎監管與決議管理局 (ACPR) 和金融市場管理局 (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 de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作為瑞士一家銀行及證券交易商, 在瑞士受瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 監管。

在**中國香港**, 本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派。摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港, 若您提出要求, 我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在**新加坡**, 本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由 (通知您的) 摩根大通銀行香港分行/新加坡分行向您提供。銀行及託管服務由摩根大通銀行新加坡分行向您提供。本文件的內容未經香港或新加坡或任何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, 請必須尋求獨立的专业人士意見。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。

Issued in **Australia** by JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011 / AFS 牌照編號: 238367) and J.P. Morgan Securities LLC (ARBN 109293610).

「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。