



特朗普追蹤器

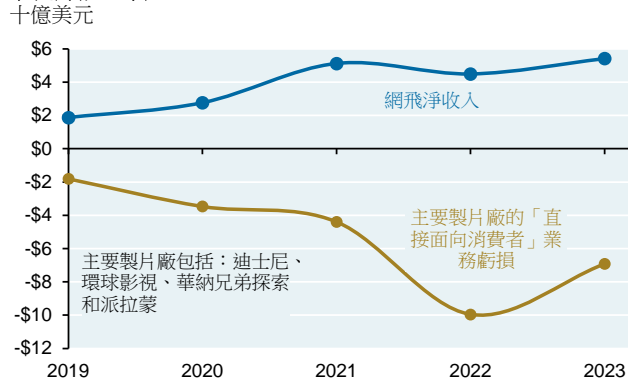
吾等不滿之冬：生成式人工智能撼動娛樂產業內容護城河

過去十年，娛樂行業的變革主要體現在內容分發層面；而未來十年，將由內容創作環節的顛覆將重塑格局，這將為傳統媒體公司帶來機遇與風險並存的局面。

娛樂產業過去曾有兩大護城河：一是內容創作（高風險、高成本），二是內容分發（資本密集的有線網絡、光纖與衛星傳輸）。當節目內容與傳輸基礎設施解綁後，分發護城河便隨之崩塌。媒體分析師 Doug Shapiro 在去年的一次會議上闡述了這一結果：網飛(Netflix)於 2007 年將串流媒體作為免費附加服務推出，如今已成為好萊塢最具影響力的公司，而大型媒體公司（CBS、Discovery、迪士尼、福克斯、NBC 環球、維亞康姆和華納媒體）的影片相關利潤從 2018 年至 2023 年期間暴跌 38%，到 2024 年雖有所回升，但累積跌幅仍達到 27%¹。

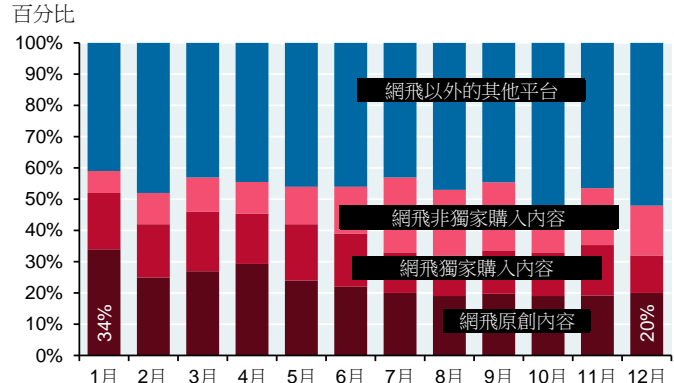
關於時運變遷的一個例子，請參見 2023 年全平台前 100 串流媒體節目觀看時長構成圖（第二張圖表）。儘管網飛原創內容的份額有所下降，但其總份額仍大致保持在 50%-55%，因為傳統製片廠願意將其最優質的內容授權給網飛。2024 年至 2025 年期間，網飛在總觀看時長中的佔比雖有增長，但增速不及 YouTube 等其他串流媒體平台。串流媒體觀看時長佔比首次超越傳統廣播電視與有線電視的總和。局面十分嚴峻：如最後一張圖表所示，市場總量的幾乎未見增長.....傳統平台與串流媒體平台的總影片收入與 2018 年水平相比大致持平。

串流媒體盈利



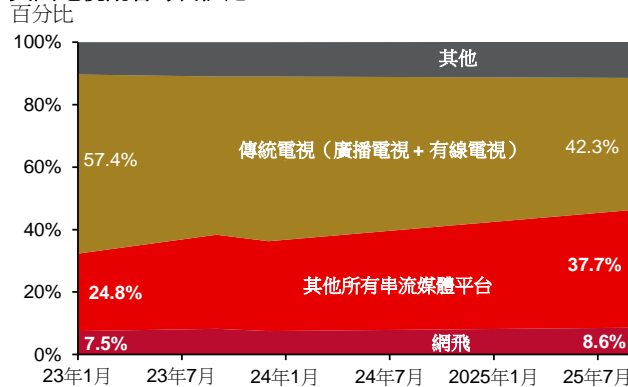
資料來源：The Wrap，2024年

前100部串流媒體節目觀看時長（2023年）



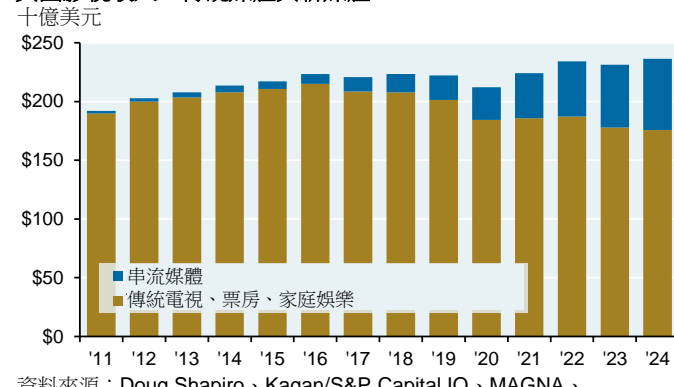
資料來源：The Hollywood Reporter，2024年1月

美國電視觀看時長佔比



資料來源：網飛、尼爾森，2025年第三季度

美國影視收入：傳統媒體與新媒體



資料來源：Doug Shapiro、Kagan/S&P Capital IQ、MAGNA、MoffettNathanson、MPAA、Box Office Mojo、DEG、The Mediator，2025年5月

《放眼市場另類投資評論》雙年刊將於 12 月 2 日發佈，內容涵蓋併購、風險投資、對沖基金、私募信貸、私募房地產、二級基金和常青基金。

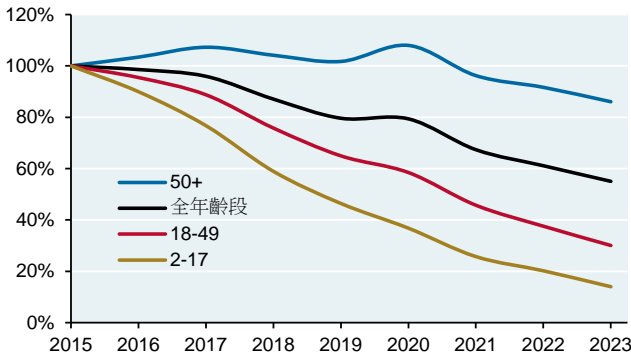
¹Doug Shapiro（美國銀行、時代華納／華納媒體、The Mediator），《生成式人工智能在好萊塢：威脅還是機遇》，2024 年 5 月 23 日



特朗普追蹤器

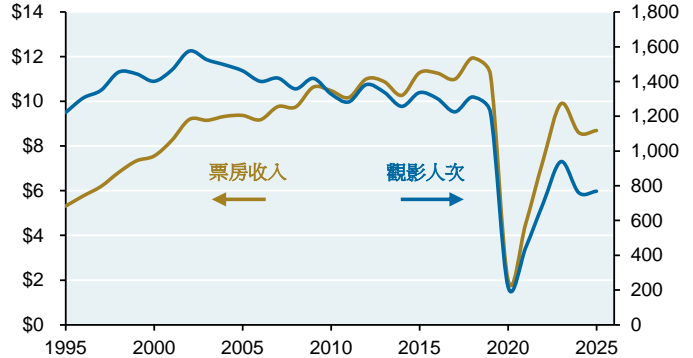
傳統影視行業已出現危機訊號：一方面，除體育節目外，50歲以下觀眾對有線電視節目的收視率急劇下滑；另一方面，電影票房收入在疫情後復甦緩慢，始終未能恢復至疫前水平。請注意電影行業與其他受疫情影響行業相比所處的位置。多重因素疊加之下，2022年以來多數主串流媒體股持續表現低迷。

除體育節目外的傳統電視內容觀看時間（按年齡劃分）與2015年相比的觀看時長變化，百分比



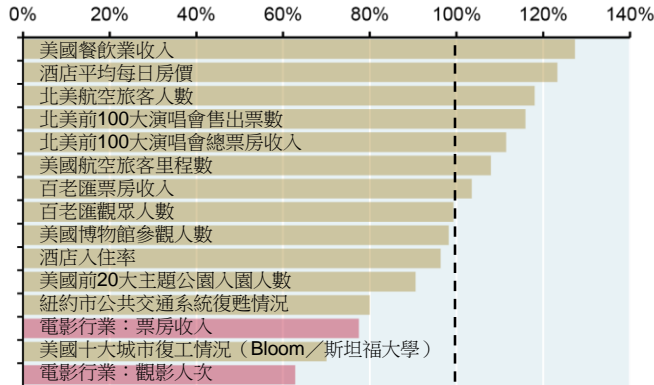
資料來源：Doug Shapiro、尼爾森、MoffettNathanson，2025年5月

美國電影業歷年本土票房收入



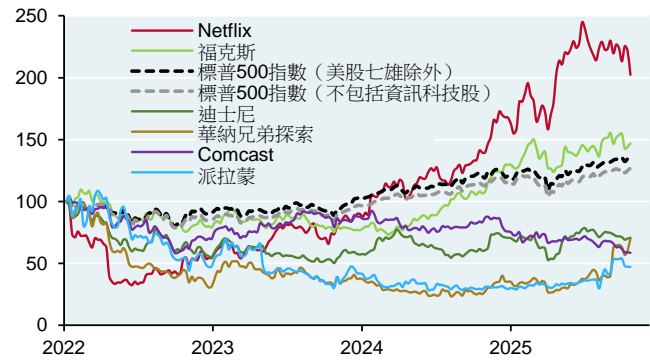
資料來源：Nash Information Services。2025年數據為年化估計。

自2019年以來的復甦率



資料來源：摩根資產管理，2025年

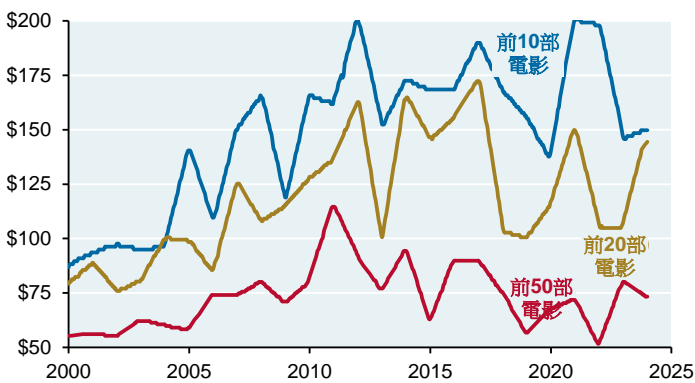
部分媒體類股票價格表現



資料來源：彭博財經、摩根資產管理，2025年10月24日

雖然分發護城河已垮塌，但通過傳統視角來看，內容護城河似乎依然難以逾越：製作高票房大片的成本持續徘徊在1億至1.5億美元之間，而《汪達幻視》、《鷹眼》、《魔戒：力量之戒》和《怪奇物語》等劇集的單集成本通常超過2,500萬美元。換而言之，對於試圖在傳統影視領域競爭的「新入局者」而言，這道內容護城河仍令人望而生畏。然而，如今爭奪觀眾注意力的新興平台已無需如此巨額投入.....

全美票房最高電影的中位數製作預算，百萬美元



資料來源：Stephen Follows Film Industry Research，2025年10月25日



特朗普追蹤器

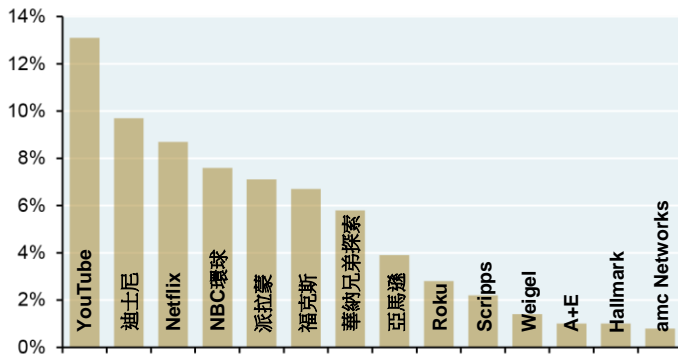
高質量內容創作的普及正加速發展。據尼爾森調查數據顯示，YouTube 已佔據電視端總觀看時長的 10%（尚未計入移動設備），而社交媒體與影片網絡作為新聞資訊來源，其影響力甚至已超越傳統電視媒體。

新變化在於：隨著 Pika、Runway、Stable Diffusion 和 Sora 等 AI 文生影片工具的出現，新從業者能夠更輕鬆地為數碼平台與電視媒體創作高品質內容。2024 年，AI 模型首次在視覺常識推理任務上達到人類水平，而文生影片技術正借此東風實現突破。據 Shapiro 稱，影片內容的顛覆可能迅速出現：2023 年，好萊塢產出約 1.5 萬小時的電視和電影內容，而同期的 YouTube 上傳內容時長高達 3 億小時。即使觀眾認為其中僅有 0.01% 的內容與好萊塢作品同樣有趣，其體量也是好萊塢年度內容產出的兩倍。如第三張圖表所示，用戶生成內容在媒體經濟總收入（廣告加消費者支出）中的份額已經翻倍，這表明觀眾的接受度在提高。音樂行業也呈現同樣趨勢：從 2017 年到 2024 年，獨立／創作者（即未與大型商業唱片公司或 Merlin 簽約的音樂家）在 Spotify 音樂串流媒體中的份額從 13% 上升至 29%。

換言之：在內容製作變得越來越容易和廉價的同時，消費者對內容的質量標準也在降低。正如 MP3 的音頻比特率（衡量音質的指標）雖只有 CD 的 25%，卻依然取代了 CD 一樣，消費者如今也更願意接受用戶生成的影片內容，而不僅僅是觀看那些經過精細製作的高質量作品。質量標準變化的另一個例子：雖然美國影片遊戲玩家在人口佔比和每週遊戲時長方面大致停滯不前²，但美國 Roblox 用戶仍在增長；Roblox 是一個由 4400 萬款大多為低畫質、用戶自創的遊戲所構成的平台。

媒體公司電視觀看時間佔比（2025年8月）

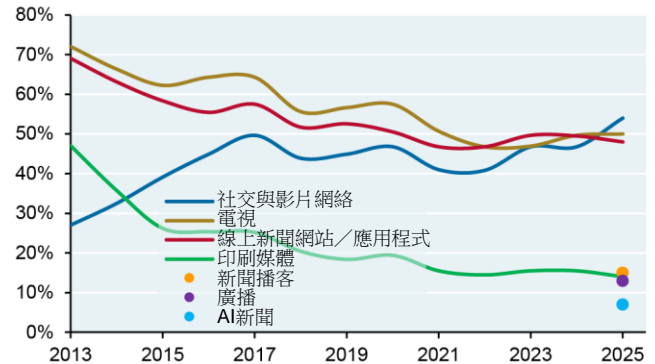
佔電視觀看總時長百分比（包括廣播、有線電視及串流媒體）



資料來源：尼爾森媒體發行指標，2025年8月

美國新聞獲取來源分布

過去一周中使用各新聞來源的受訪者比例（%）

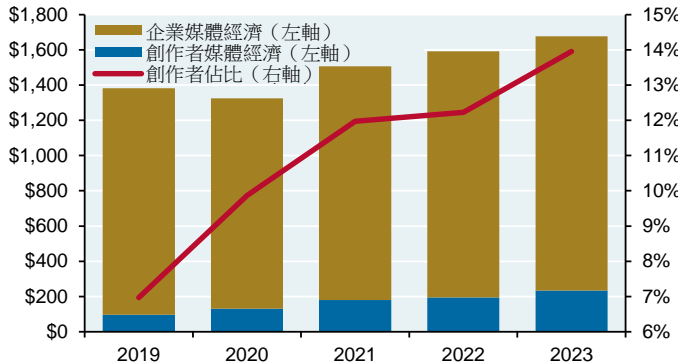


資料來源：NiemanLab、路透新聞研究院，2025年6月

創作者經濟與企業媒體全球營收

十億美元

佔全球媒體經濟總量的百分比

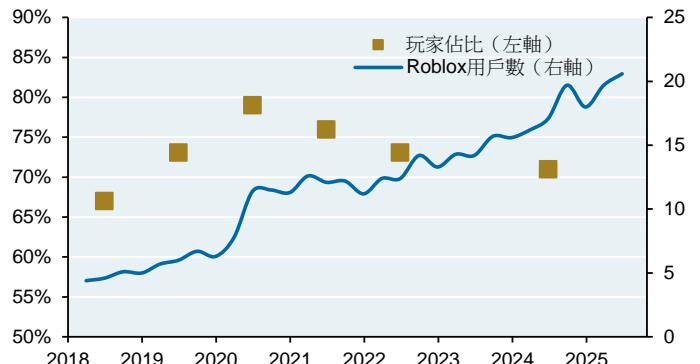


資料來源：Doug Shapiro，2025年5月

電子遊戲玩家與Roblox用戶

佔美國人口的百分比

美國日活躍用戶數（百萬）



資料來源：Roblox、Matthew Ball、TechCrunch，2025年

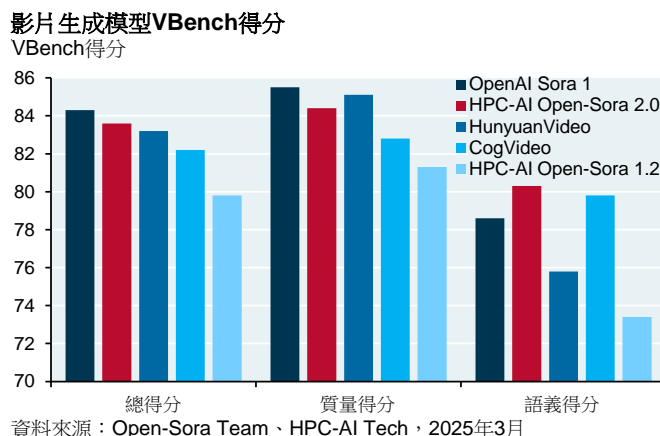
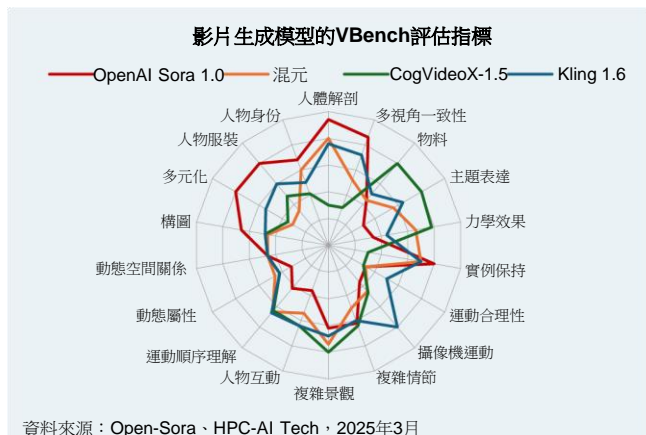
² 《2025 年影片遊戲現狀》，Matthew Ball(Epyllion)，2025 年 7 月 23 日



特朗普追蹤器

評估 AI 影片工具。業界已創建了 VBench 等基準來比較 AI 影片創作程序。左側的雷達圖將 OpenAI 的 Sora 1.0 與三款中國程序的能力進行了比較。同時，也存在開源的文生影片版本：HPC-AI 的開源項目 Open-Sora 2.0 能以 OpenAI 的 Sora 1.0 等模型 10% 的訓練成本生成質量相當的影片³。但 Open-Sora 生成的影片長度僅為 5 秒，因此尚處於早期階段。但發展方向已十分明確：由 AI 公司 Particle6 於今年夏季推出的 AI 生成數字女演員 Tilly Norwood，正在積極尋求經紀代理。

這一領域正快演變：像 OpenAI 的 Sora 2.0、LTX 和 VEO 3.1 這樣的程序，其能力已經超越了僅僅幾個月前還處於領先地位的视频生成模型。該表格顯示了由用戶評定的最新文生影片工具排行榜。



LMarena文生影片排行榜

模型排名	得分
1 Google: veo-3.1-audio	1404*
1 Google veo-3.1-fast-audio	1395*
1 OpenAI: sora-2-pro	1365
2 Google: veo-3-fast-audio	1368
3 Google: veo-3-audio	1354
6 OpenAI: sora-2	1318
7 Google: veo-3-fast	1261
7 Google: veo-3	1247
8 KlingAI: kling-2.5-turbo-1080p	1223
9 MiniMax: hailuo-02-pro	1215
9 MiniMax: hailuo-02-standard	1194
10 字節跳動：seedance-v1-pro	1193
11 KlingAI: kling-v2.1-master	1172
13 Google: veo-2	1163
15 阿里巴巴：wan-v2.2-a14b	1128
15 字節跳動：seedance-v1-pro	1110
17 OpenAI: sora	1070
17 Luma AI: ray2	1062
19 Pika: pika-v2.2	1007
19 Genmo AI: mochi-v1	996

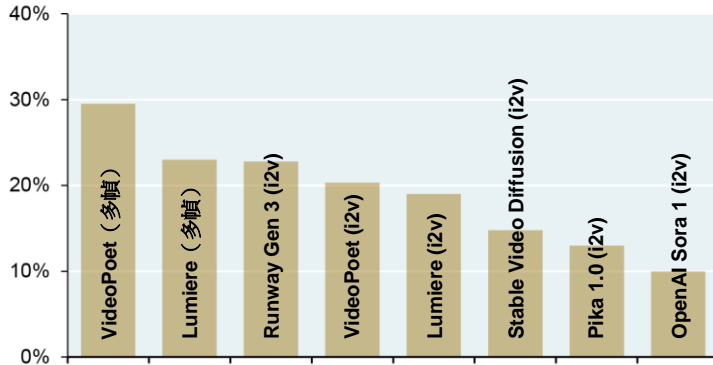
資料來源：LMarena、摩根資產管理，2025年10月。* 初步得分

³ 《Open-Sora 2.0：以 20 萬美元訓練商業級視頻生成模型》，Open-Sora 與 HPC-AI Tech，2025 年 3 月。Open-Sora 與 OpenAI 的 Sora 無關；依我看來，其名稱似有意相近。



AI 影片模型僅僅是進行像素預測，還是在「學習」物理定律？谷歌 Deep Mind 的研究人員開發了名為 Physics-IQ 的綜合數據集，該數據集只有通過深刻理解流體動力學、光學、固體力學、磁學和熱力學等各種物理原理才能解決⁴。其中的實驗任務包括：將不同重量的物品扔到枕頭上、畫筆在塑料片上著色能力逐漸耗盡，以及將點燃的火柴放入一杯水中會發生什麼。如圖表所示，許多模型對物理原理的理解有限，得分較低。即便如此，Deep Mind 該項目網頁上展示的视频所體現的物理準確性仍讓我感到驚訝，而且 Deep Mind 的研究人員對改進潛力持樂觀態度。

影片生成模型對物理原理的理解能力
Physics-IQ得分



資料來源：Google DeepMind，2025年2月。i2v = image-to-video (圖像生成影片)

Deep Mind 的觀點：

「鑒於深度學習規模擴展的成功，我們樂觀認為，僅通過對未來幀的預測就足以帶來更深入的理解.....

儘管我們研究中的模型在生成符合物理規律的後續畫面方面經常失敗，但大多數模型已在某些場景中取得成功。例如，排名最高的模型 VideoPoet 在某些場景中展現了卓越的物理解能力，比如精確模擬油漆在玻璃上的塗抹效果.....

一項基於合成數據集的研究表明，只要數據集足夠大，視頻模型能夠學習特定的物理定律。我們認為，隨著模型在更大、更多樣化的影片語料庫上訓練，它們對現實世界物理的理解將會持續提高。」

來自文生圖像模型 Midjourney 展示的其 2022 年至 2024 年的進展：



⁴ 《生成式影片模型理解物理原理嗎？》，谷歌 Deep Mind，2025 年 2 月



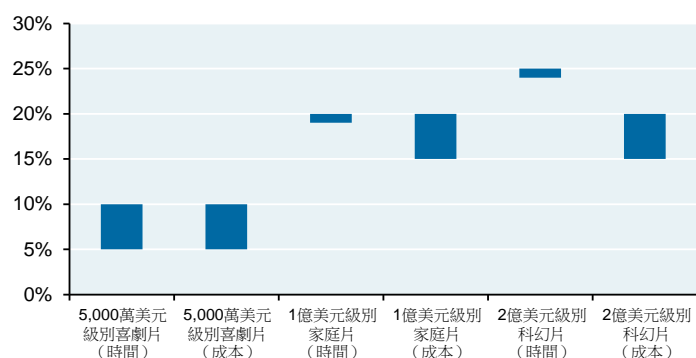
特朗普追蹤器

這對傳統電影製片廠的影響並非全是負面的。根據貝恩公司 2023 年的一項分析，向更多虛擬製作的轉變，可使成本 5,000 萬美元的電影製作時間和成本減少 5%-10%，而對於家庭電影、科幻續集和動畫片來說，降本幅度會更大。潛在的成本節約來源包括：

- 後期調色
- 無標記點動作捕捉
- 自動化重複性任務（如轉描技術和背景移除），生成複雜特效（如火焰和人群）
- LED 巨幕體積（在大型環繞式 LED 牆上顯示數字背景，結合實體佈景元素，並使用遊戲引擎實時渲染）

電影業擁有悠久的創新歷史⁵：《金剛》（1933 年，定格動畫）、《2001 太空漫遊》（1968 年，前景投影綠幕）、《電子世界爭霸戰》（1982 年，電腦生成圖像）、《侏羅紀公園》（1993 年，機器人技術和數碼合成）、《魔戒》（2001 年，照片級真實感 CGI）、《阿凡達》（2009 年，虛擬攝像機/同步攝像）、《曼達洛人》（虛擬製片場景）以及《阿凡達：水之道》（2023 年，水下動作捕捉技術）。生成式 AI 將延續這一悠久傳統。下方表格顯示了希望分一杯羹的 AI 動畫初創公司。

採用虛擬製作方法所帶來的時間與成本節約範圍，百分比



資料來源：貝恩公司虛擬製作分析報告，2023年

專注於動畫領域的知名AI工作室

工作室	資本支持	AI輔助內容
Animaj	HarbourView	Pocoyo (每月在YouTube上觀看量達10億次)
AiMation	私募股權	Where the Robots Grow
Animated Co	種子前輪	The Myth
Asteria	Moonvalley	Uncanny Valley: Love Letter to LA; Odd Birds
Invisible Universe	SevenSevenSix, SV Angel, Initialized Capital, Serena Williams, Jennifer Aniston	Qai-Qai
Native Foreign	獨立	Critterz
Promise	North Road, Andreessen Horowitz, Google AI, Crossbeam, Saga, Kivu	開發中
Toonstar	Founders Fund, Snap, Greycroft	StEvEn & Parker (迄今累計瀏覽量達80億次)

資料來源：“Animation + AI”、Luminate Intelligence, 2025年9月

坐在搖搖欲墜的內容護城牆之上的理查三世⁶



⁵ 《片場上的 AI：媒體的下一大顛覆》，Doug Shapiro，2025 年 5 月

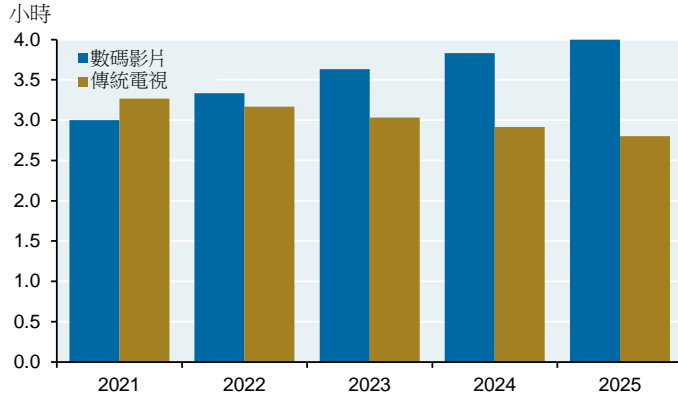
⁶ 「吾等不滿之冬」是莎士比亞 1590 年創作的戲劇《理查三世》第一幕中理查三世的台詞。歷史上，理查三世於 1485 年去世。2012 年，理查三世的遺骸在英格蘭萊斯特一座修道院教堂的停車場下被發現。隨後，理查在萊斯特大教堂得到了妥善安葬。



特朗普追蹤器

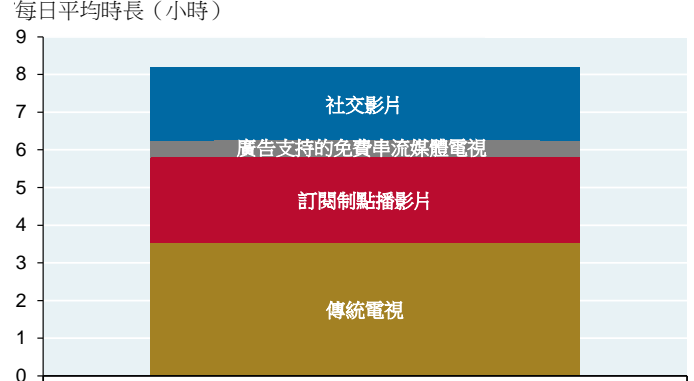
無論如何，核心問題依然存在：製片廠或許能將製作成本削減 10%-15%（動畫長片降幅更大），但觀眾可能會持續轉向其他形式的內容，尤其是在生成式 AI 影片程序質量提高且成本降低的情況下。如下圖所示，數碼影片已經超越了傳統電視在美國成年人日均注意力時長中的佔比，僅社交影片（YouTube、TikTok⁷和 Instagram）現在估計就佔據了美國每日影片屏幕時間的 25%。其他挑戰：(a) 蘋果和亞馬遜等公司似乎將影片視為引流品，其主要價值在於能夠將觀眾拉入公司更廣闊的生態系統（AppleTV+最初的商業計劃預計前五年虧損 150 至 200 億美元）；(b) 如下圖所示，新媒體平台往往具有通縮性。

美國成年人每日平均影片觀看時長



資料來源：Insider Intelligence、eMarketer，2024年

按類型劃分的影片觀看時間（2024年）



資料來源：Doug Shapiro、Maverix Insights MIDG數據、尼爾森，2024年

特徵	TikTok	Instagram Reels	YouTube Shorts
月活躍用戶數	12億	20億	15億
Z世代佔比	42.9%	30.1%	14.5%
千禧一代佔比	31.2%	31.5%	20.2%
互動率	8.9%	2.0%	0.6%
女性用戶比例	57.0%	49.3%	46.1%
男性用戶比例	43.0%	50.7%	53.9%
廣告觸達人數	8.849億	6.753億	26億
廣告觸達佔總人口比例	11.2% (18+)	10.9%	32.4%

資料來源：Gray Agency，2025年

每小時影片、遊戲與音樂的變現率

影片 Linear	Netflix		YouTube		音樂 CD		Spotify			遊戲		
	主機端	個人電腦端	主機端	個人電腦端	個人電腦端	移動端	主機端	個人電腦端	移動端			
\$0.54	\$0.37	\$0.19	\$0.67	\$0.06	\$0.11	\$0.06	\$0.06	\$0.06	\$0.06	\$0.06	\$0.06	

資料來源：Doug Shapiro、S&P Capital IQ、Moffett Nathanson、NewZoo、Spotify、TIAA、IFPI

⁷我的 TikTok 推送裡有這樣的影片：被遺棄的狗在冰天雪地的高速公路邊被救起，隨後是它們康復和擁有自己家的暖心畫面。創作者通常提供連結，讓觀眾可以在亞馬遜上為他們新養的愛犬購買食物和藥品。我已經捐過好幾次錢了，儘管 Rachel 確信這些都是騙局。

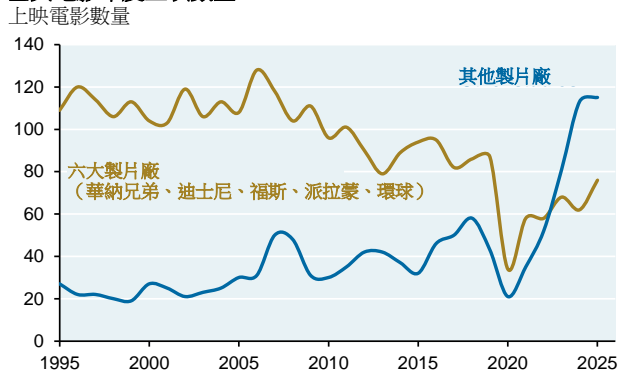


特朗普追蹤器

傳統內容創作者相較於用戶生成內容仍具一項優勢：敘事能力依然至關重要。如下圖所示，小型製片公司正逐漸成為優質故事的講述者——這究竟是源於大型片廠的資本約束，抑或其他因素，至少在我看來尚未有定論。我們可以從亞馬遜收購米高梅的案例中窺見敘事的價值：亞馬遜對米高梅的 4,000 部電影和 17,000 集電視劇庫估值為 34 億美元；迪士尼為收購皮克斯、漫威、盧卡斯影業和福斯共花費 870 億美元；維亞康姆收購米拉麥克斯股份；Lantern(Weinstein)、Vine(Lakeshore)、獅門(Spyglass、eOne)、Raven(Open Road)等公司對片庫的收購等。典型例證：2025 年第一季度，獅門影業雖報告營運虧損，但其電影資料庫收入卻創下歷史新高。據報道，網飛正考慮收購華納兄弟影業及其串流媒體業務，其中包括《哈利·波特》、《DC 漫畫》和《權力的遊戲》等 IP 內容庫，這將鞏固其在右圖所示的串流媒體內容總量的霸主地位。故事長片需求並未陷入不可逆轉的衰退，另一佐證在於：第三張圖表顯示電影在串流媒體營收中的佔比正持續提升。

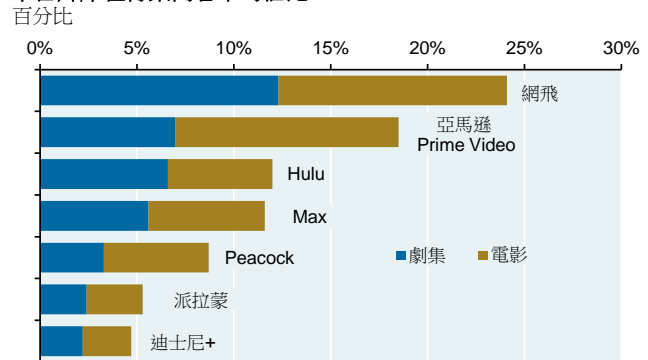
最後一組數據則清晰揭示了電視劇集內容庫的持續價值。人們仍在觀看《荒野大鏢客》！而且《草原上的小木屋》在 2024 年也上榜了。

全美電影年度上映數量



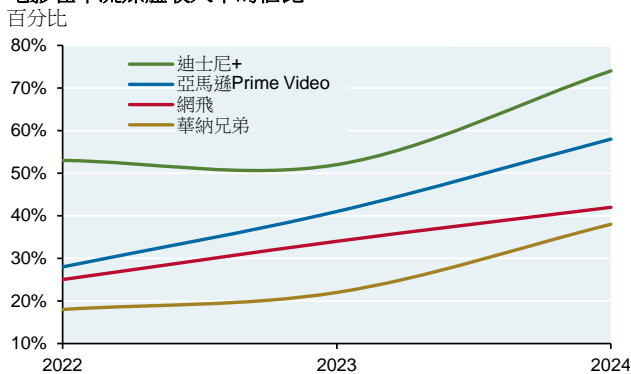
資料來源：Nash Information Services, 2025年

平台片庫在行業內容中的佔比



資料來源：Parrot Analytics, 2024年第一季度

電影在串流媒體收入中的佔比



資料來源：Video Week、Parrot Analytics, 2025年

美國及全球最受歡迎的串流媒體節目

美國, 2025年上半年		全球, 2024年下半年	
排名	觀看分鐘數 (十億)	排名	觀看小時數 (百萬)
1	《布魯伊》	1	《實習醫生格蕾》
2	《實習醫生格蕾》	2	《越獄》
3	《海軍罪案調查處》	3	《迷失》
4	《惡搞之家》	4	《生活大爆炸》
5	《開心漢堡店》	5	《嗜血法醫》
6	《海綿寶寶》	6	《駐院醫生》
7	《生活大爆炸》	7	《吉爾莫女孩》
8	《菜鳥警察》	8	《金裝律師》
9	《魷魚遊戲》	9	《邪惡力量》
10	《法律與秩序：特殊受害者》	10	《老友記》
11	《獵魔人》		
12	《美國老爹》		
13	《犯罪心理》		
14	《夜行特工》		
15	《邪惡力量》		
16	《白蓮花度假村》		
17	《老友記》		
18	《荒野大鏢客》		
19	《小謝爾頓》		
20	《南方公園》		

資料來源：尼爾森串流媒體內容評級、Digital i, 2025年



特朗普追蹤器

我希望內容護城河能維持得再久一點。我很喜歡現有製片廠的很多內容，並希望它們能生存下去。我在我的 Letterboxd 賬戶上為跨越數十年、多種類型的 400 多部電影打了分。該表格顯示了我評分在 4.5 或 5.0 的 21 世紀電影⁸。最後一列顯示了每部電影的全球票房收入相對於其製作預算的倍數的公開估計值。需要明確的是，在串流媒體時代，估算的收益倍數準確性較低。在串流媒體時代之前，幾乎所有院線發行都進入影院，並且有很好的公開渠道可以了解錄像帶/DVD 銷售情況和標準化的電視交易。但在串流媒體時代，額外收入是不透明的，直接流向串流媒體的交易可能很可觀，而且還有像 Patreon 這樣的放映渠道。這些倍數也不應被視為盈利能力的標誌，因為票房的 35%到 50%要支付給發行商。但作為衡量市場反響的粗略指標，我仍認為其具參考價值。

我對21世紀最喜歡電影的排名（不含紀錄片）

電影	年份	岑博智的排名	製片公司	報告的全球票房與報告的製作預算之比
《瓦利斯島的歌謠》	2025	4.5	Baby Cow、Moxie、BBC	4.0
《都是陌生人》	2023	4.5	Film4、Searchlight、Blueprint、TSG	4.4
《墜落的審判》	2023	4.5	France 2 Cinema	7.4
《伊尼舍林的報喪女妖》	2022	5.0	Film4、Searchlight、Blueprint、TSG	2.6
《曬後假日》	2022	4.5	BBC、Tango、Unified Theory、Pastel	3.3
《麥克白》	2021	5.0	A24、IAC	0.0
《曼克》	2020	5.0	網飛	0.0
《酒精計劃》	2020	5.0	Zentropa、Topkapi	4.2
《過境》	2018	4.5	Schramm、Neon、Arte France	不適用
《斯大林之死》	2017	5.0	Gaumont、Quad、Panache	1.6
《三塊廣告牌》	2017	4.5	Searchlight、Film4、Blueprint	13.4
《龍蝦》	2015	5.0	Element、Film 4、Lemming	4.0
《鳥人》	2014	5.0	TSG、Worldview、New Regency	5.7
《荒蠻故事》	2014	5.0	El Deseo、K&S、Telefe	6.7
《洛克》	2013	4.5	IM Global、Shoebox	1.1
《藍色茉莉》	2013	4.5	Gravier、Perdido	5.7
《醉鄉民謠》	2013	5.0	StudiCanal、Anton Capital	3.0
《藝術家》	2011	4.5	France 3、Studio 37	8.0
《科里奧蘭納斯》	2011	5.0	BBC及多家製片公司	0.3
《殺手沒有假期》	2008	5.0	Focus、Twins、Blueprint	2.3
《東方的承諾》	2007	5.0	Focus Features	1.1
《末代獨裁》	2006	4.5	福克斯探照燈影業、Cowboy、DNA	8.2
《暴力史》	2005	5.0	New Line	1.9
《美麗心靈的永恆陽光》	2004	5.0	Focus Features	3.6
《迷失東京》	2003	5.0	American Zoetrope、Elemental	29.3
《改編劇本》	2002	4.5	Columbia、Propaganda、Intermedia	1.8
《愛情無色無味》	2001	4.5	MBP、Chapman	不適用
《穆赫蘭道》	2001	4.5	StudioCanal	1.4
《記憶碎片》	2000	5.0	Newmarket、Summit	7.9

資料來源：岑博智的Letterboxd賬戶、Nash Information Services，2025年

岑博智(Michael Cembalest)

摩根資產管理

⁸Letterboxd 電影最高評分是 5 分。我看過的最佳紀錄片主題涉及：傑夫·巴克利、路德·范德魯斯、老羅伯特·唐尼、路易斯·康、羅伯特·埃文斯、格倫·坎貝爾、亨弗萊·鮑嘉、薩姆·哈克尼斯以及《我的章魚老師》。



特朗普追蹤器

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，我們可對通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,

[特朗普追蹤器](#)

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。

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。

© 2025 年。摩根大通。版權所有。