

美股投資策略

殖利率處壓力位置與川普政策不確定性皆非立即可去除風險，大盤表現機會不多下可把握類股輪動取得超額報酬

焦點內容

1. 除通膨預期與標債因素外，4Q24 中段以來美國經濟不著陸風險上升推升長債殖利率
2. 市場在 4Q24 以來對股市的自滿程度過高，評價已處於偏高位置，此時殖利率上升就對評價與整體股價造成壓力
3. 類股輪動機會成為今年大盤不強下的少數亮點，金融、原物料、工業與能源類股成 AI 題材外的機會

重要訊息

美國長債殖利率上升加上川普即將上任的政策不確定性，主導近期美股震盪走跌態勢。我們認為這兩個利空並非短期馬上就會扭轉，因此需留心美股在川普勝選前後以來所拉出來的多頭即將出現轉折，大盤見高時間可能提前。

評論及分析

除通膨預期與標債因素外，4Q24 中段以來美國經濟不著陸風險上升推升長債殖利率。美國過去幾個月以及對未來經濟的預期好得出奇，近期市場對 2025 GDP 成長率的預測中位數已經來到超過 1.8-2.0%趨勢成長率的 2.1%，經濟不著陸的風險增加。不著陸風險係因景氣維持在高檔、通膨因而出現僵固性（甚至上升），導致 Fed 的貨幣政策空間受限；當利率處在高限制性太長時間，最終導致經濟承受不住而可能快速進入衰退。觀察經濟驚奇指數，2024 年 7-9 月景氣下行似乎加速，但 9 月中出現轉機、配合彼時 Fed 一口氣降息兩碼，景氣好轉、衰退風險降低，10 年債殖利率快速跳升，由 3.6%的低點快速上升至現在的 4.7%以上，上升了超過 1%（圖 1）。景氣處於高位加上降息動作，10-2Y 殖利率曲線轉正，進一步反饋市場對 2025 年景氣預估上修（圖 2）。然而殖利率快速跳升最終對金融市場造成壓力，無論在長債端或者股市。

市場在 4Q24 以來對股市的自滿程度過高，評價已處於偏高位置，此時殖利率上升就對評價與整體股價造成壓力。在景氣不著陸風險增加等因素推升長端殖利率之時，市場的自滿(complacency)程度卻仍高，就成為股市下修的來源。股市的自滿可由散戶的淨多頭情緒仍為正值且處高檔、對未來一年股價預期是上漲的比率也仍在 50%以上，且已上升很長一段時間沒有明顯回撤（基本上 2022 空頭之後就開始上升了）這兩個指標看出（圖 3）。此外，投資人的信心還表現在意欲在股市上有較高配置者比率也在 7-8 成，無論是散戶或主動基金經理人（圖 4）。市場的自滿表現得最明顯之處就在高評價。從巴菲特指標（市值/GDP）或概念上相近的大盤 P/S 比，與過去長期相比都已偏高（圖 5）。因此，如同前述，近週來美股的下修最大來源就是殖利率飆升，特別是作為 P/E 定價基準的 10 年債。10 年債殖利率一路衝破兩個關卡：4.5%以及去年 4 月的高點 4.7%，最終股市開始承受不住這樣的壓力。事實上，與預估 P/E 一般呈反向變動的 10 年債實質利率（TIPS 殖利率）亦上升，先前雖一度與評價走向脫勾，但隨著其繼續上升、對評價壓力也加大（圖 6），股市不得不下修。

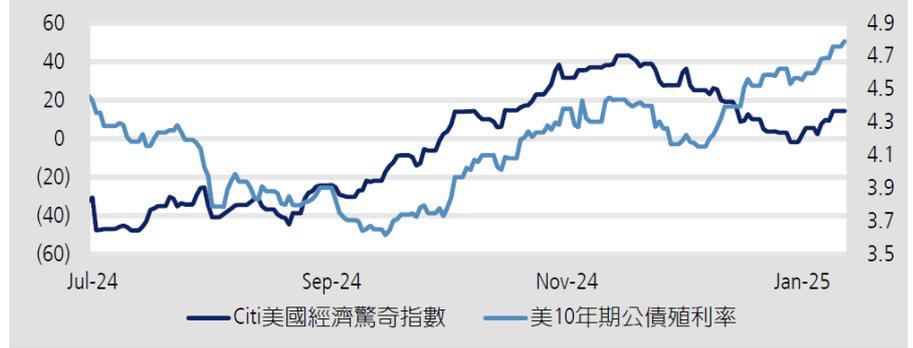
類股輪動機會成為今年大盤不強下的少數亮點，金融、原物料、工業與能源類股成 AI 題材外的機會。過去 2 年 AI 題材風聲水起，但受益者並非雨露均沾，這一點由 2024 年風格上大型成長股獨領風騷、類股則由泛科技股的通訊服務、科技與非必需性消費表現最突出看出（圖 7）；這種現象部分是因為其他類股根本與 AI 沾不上邊，或者雖與 AI 有所關聯但尚未發酵、市場也未買單。在 4Q23 起這一年多漲得最兇的時期，股價淨上漲的比率並沒有想像中高，平均約只落在 30-40% 之間（圖 8），與「體感」印象不太相符。而當前因長端殖利率飆升、且上升速度較短期快，10-2Y 殖利率曲線在 2024 年 9 月初轉為正斜率、在 12 月開始進一步趨陡；過去當殖利率曲線趨陡時，表現較佳的類股包括金融、原物料、工業與能源（圖 9）。無獨有偶，從 2H24 開始到 2025 的獲利預期，轉折向上最明顯的也大致就是上述這幾個類股（圖 10）。未來獲利輪動有機會傳導至股價的輪動，讓過去幾個股價較委屈的類股能夠出頭。

結論

川普即將在下週一 1/20 上任，這是近期市場最關心的一件事，其中加關稅的大刀會砍向何處、怎麼砍更是注目焦點。合理的推測還是美國對其貿易逆差大的國家，如中國、墨西哥、越南比較危險（圖 11）；其中中國不但兼具對美貿易順差大、戰略上又是美國當前最大的敵人，有各種被修理的理由。惟我們對最後課稅的情況不會那麼嚴重仍有期待，因川普的本質是創造衝突，藉此創造談判空間，也才能達成他想要的 MAGA。縮小貿易逆差固然重要，但相比於其他目標的重要性還是有差；藉由對不同國家談判自己想要的東西來各個擊破，關稅是重要的籌碼更是武器。無論如何，在川普即將上台之際，其政策的難以捉摸是股市波動度的來源（圖 12）；近期效率部長馬斯克與其他內閣成員或親川人士在觀點上衝突，其實是一個明證。我們認為這個政策不確定性的利空在川普上台一段時間後會更加明顯，而並非在他上台後就利空出盡。整體而言，殖利率處壓力位置與川普政策不確定性都使股市風險上升；大盤表現機會可能不多，要靠把握類股輪動機會取得超額報酬。

圖 1：隨著美國經濟好轉，10 年債殖利率過去 3 個多月快速跳升

Citi 美國經濟驚奇指數，點(左軸)；美 10 年期公債殖利率，百分比(右軸)

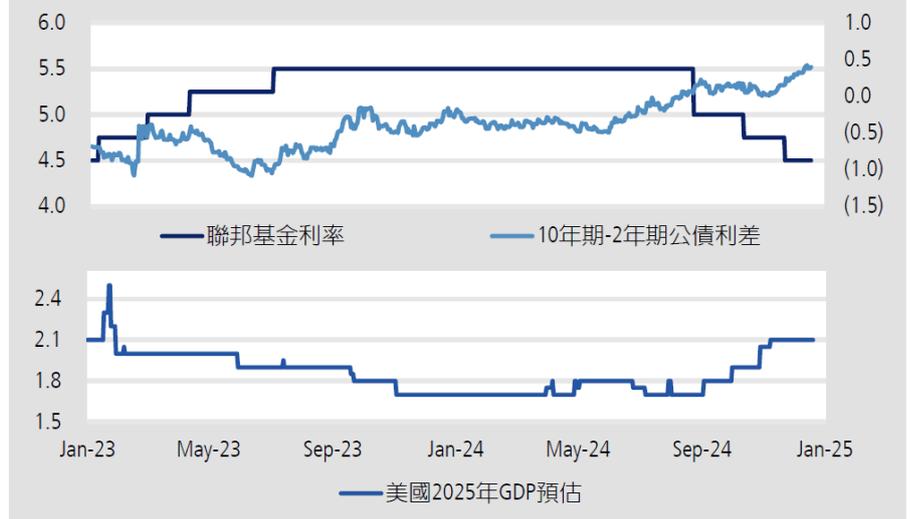


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：隨降息開始，殖利率曲線轉正並在 2024/12 趨陡，市場在經濟上的反饋則是對 2025 GDP 成長預估上修

上層：聯邦基金利率，百分比(左軸)；10-2y 殖利率曲線，百分比(右軸)

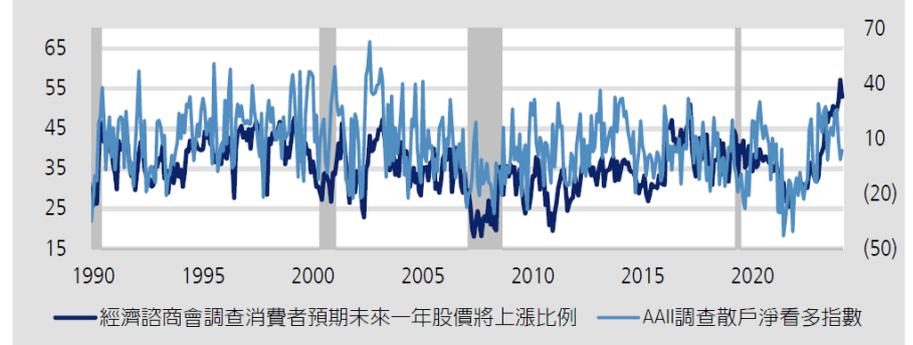
下層：美國 2025 GDP 預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：散戶看多且認為未來一年股價仍會持續上漲的比率仍高

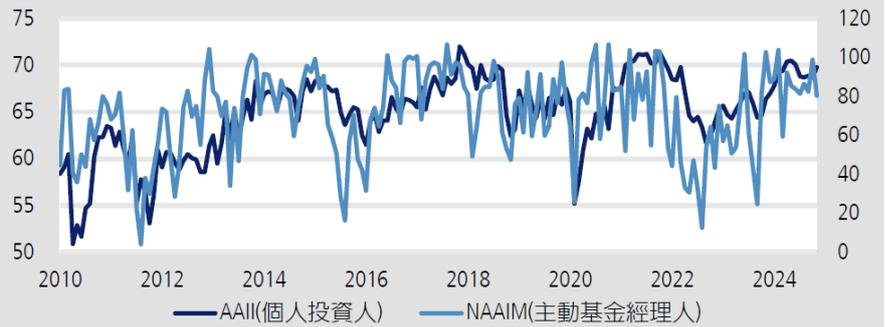
經濟諮商會調查消費者預期未來一年股價將上漲比率，百分比(左軸)；AAII 調查散戶淨看多指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：無論散戶或主動基金經理人，願意在股市上有較高配置的比率也處高位

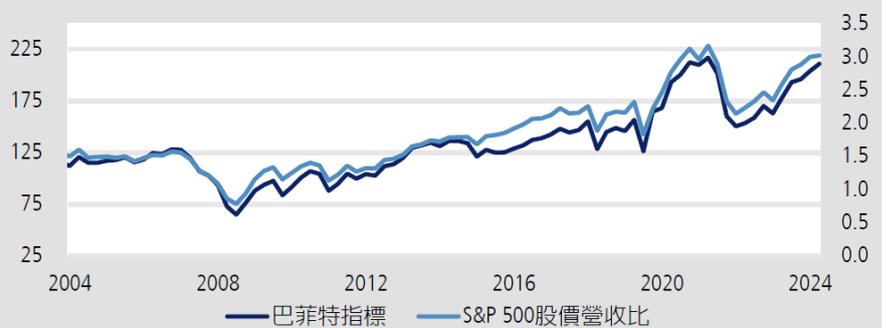
AAI(個人投資人)，百分比(左軸)；NAAIM(主動基金經理人)，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：巴菲特指標與概念相似的評價 P/S，顯示美股評價的確處在偏高的位置

巴菲特指標，百分比(左軸)；S&P 500 股價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：在實質利率提高後，對 P/E 評價的壓力已經逐漸顯現

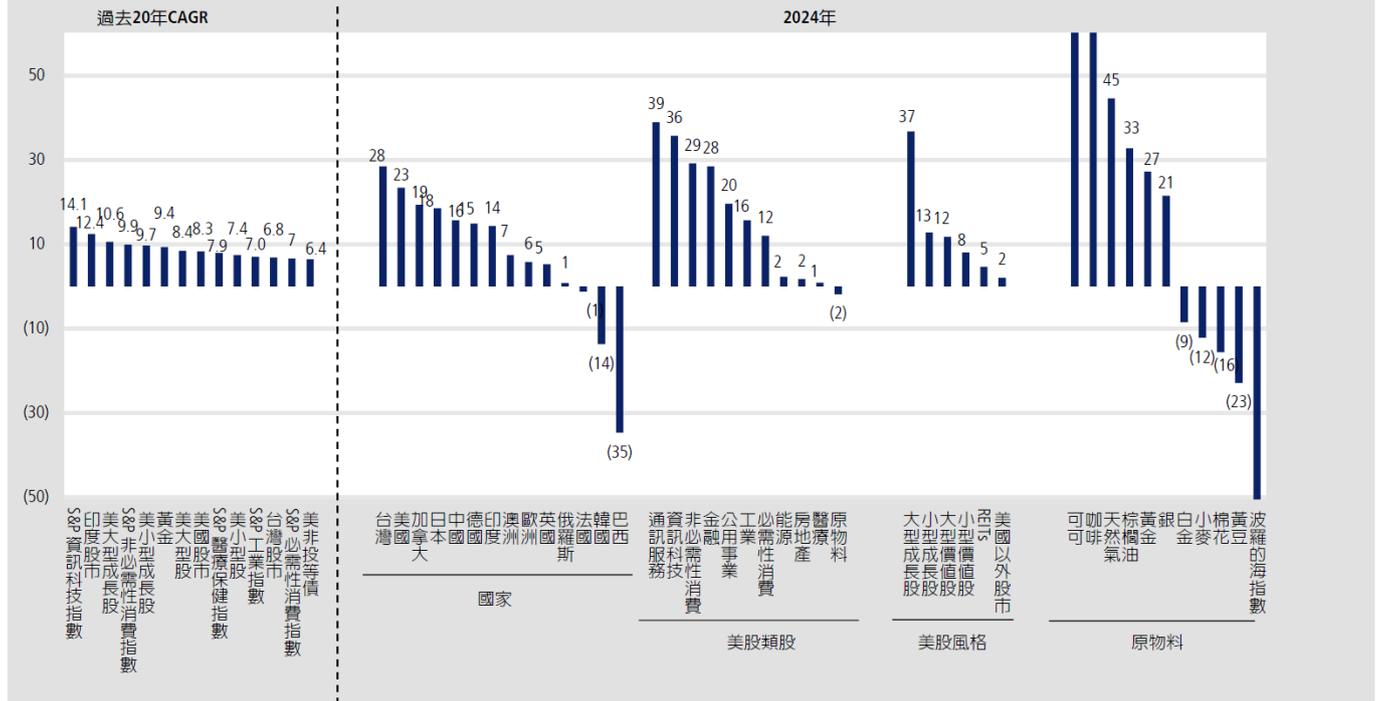
10 年期美債 TIPS 殖利率，百分比(倒置，左軸)；S&P 500 指數預估本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：2024 年美股風格上大型成長股獨領風騷，類股則由泛科技股的通訊服務、科技與非必需性消費表現最突出

全球 2024 年各類資產表現(美元計價)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：4Q23 至 2024 年底，美股漲勢驚人，但公司股價淨上漲的比率在這段時間的平均卻僅有 30-40%，遠比想像中低

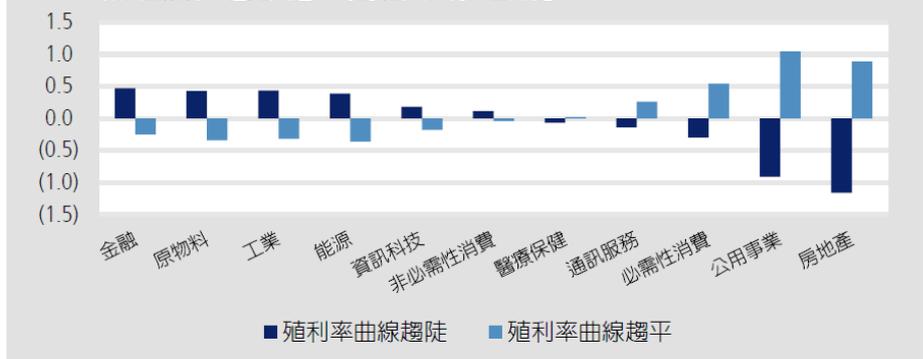
S&P 500 指數，點(左軸)；AD 線，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：殖利率曲線趨陡時，表現較佳的類股包括金融、原物料、工業與能源

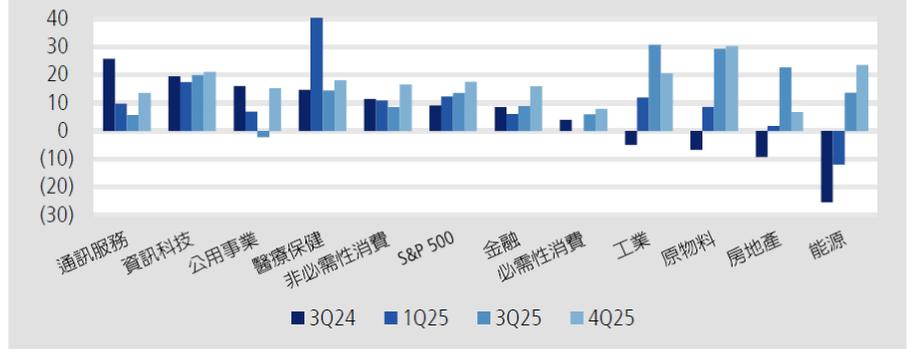
S&P 500 類股在殖利率趨陡與趨平時之相對表現，百分比



資料來源：BCA Research；凱基

圖 10：今年類股獲利預估的輪動也呈現類似的結論

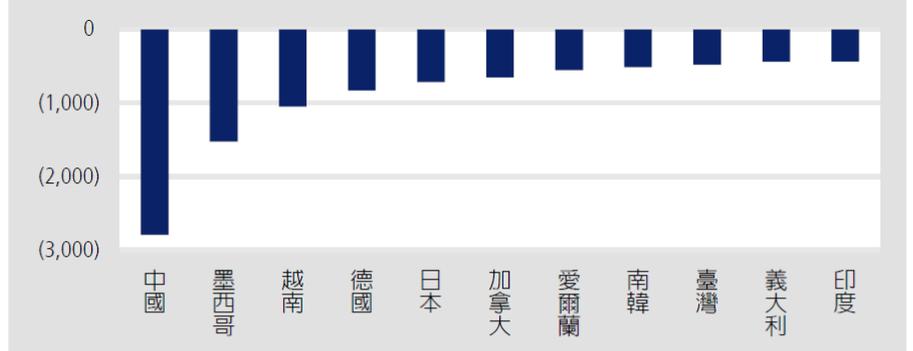
S&P 500 各類股(預估)獲利年增率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基

圖 11：美國對中國、墨西哥和越南的逆差最明顯

美國對各國貿易逆差，億美元



註：資料取自 2023 全年

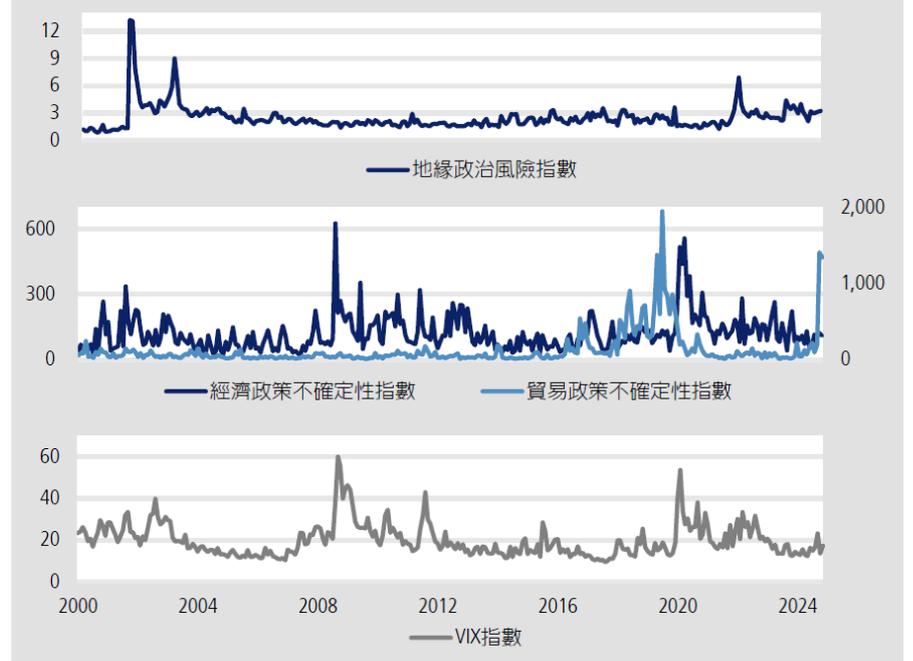
資料來源：彭博；凱基

圖 12：政策不確定性上升會推動股市波動度上升

第一層：美國地緣政治風險指數，點

第二層：美國經濟政策及貿易政策不確定性指數，點

第三層：VIX 指數，點



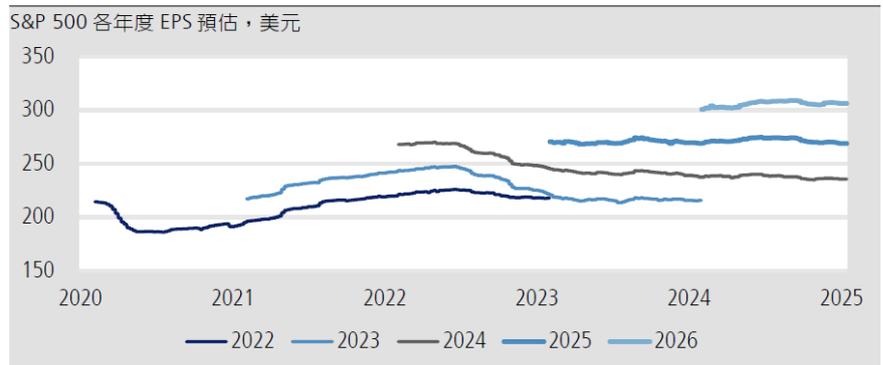
資料來源：Refinitiv；凱基

圖 13：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響	
1月20日	川普就任美國總統	市場慶祝行情可能發生轉折，反映真正政策走向的力道會加強	1/20
1月20日-24日	世界經濟論壇(WEF)	主題為"Collaboration for the Intelligent Age"	1/20-24
1月23日-24日	BOJ會議	預計再升息，繼續往貨幣政策正常化邁進	1/23-24
1月28日-29日	FOMC會議	Fed會開始計入川普上台後的不同局面，雖尚未提供SEP預估，但會慢慢開始表態，預計此次就是降息減緩至一季一碼的轉折點	1/28-29
1月30日	ECB會議	預計維持降息一碼的動作	1/30
2月23日	德國國會選舉	因三黨組成的聯合政府始終有歧見，自由民主黨主席遭免職而讓整個執政聯盟瓦解	2/23
3月6日	ECB會議	預計維持降息一碼的動作	3/6
3月18日-19日	FOMC會議	SEP值預估在納入川普的影響後預計會有較顯著的改變：經濟下修、通膨上修。降息確定趨緩，股市評價再承壓	3/18-19
3月	中國兩會	有望推出較先前12月的中央經濟工作會議更具體的財政刺激，特別是此時川普已經上任的情況下	3月

資料來源：凱基整理

圖 14：S&P 500 各年度 EPS 預估



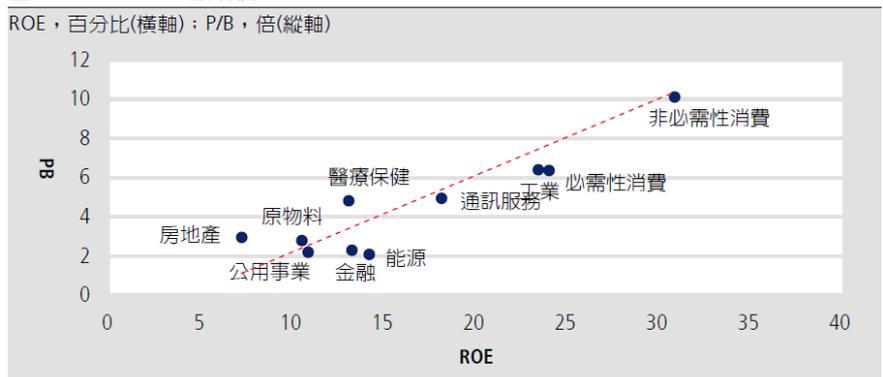
資料來源：Refinitiv；凱基

圖 15：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
S&P 500	9.1	9.5	12.2	12.0	13.5	17.5	4.1	10.1	14.0
非必需性消費	11.3	12.9	10.8	7.3	8.5	16.5	49.0	15.9	10.7
必需性消費	4.0	(1.2)	0.0	5.1	5.9	7.9	4.7	3.5	4.9
能源	(25.4)	(28.4)	(12.0)	(4.4)	13.6	23.5	(25.8)	(19.3)	3.9
金融	8.5	18.0	6.0	3.5	8.9	15.9	11.9	15.0	8.4
醫療保健	14.6	12.1	42.1	13.2	14.4	18.0	(18.7)	4.7	20.4
工業	(5.0)	(3.4)	11.9	13.6	30.7	20.5	23.4	(0.1)	19.1
原物料	(6.8)	(2.1)	8.6	9.1	29.3	30.2	(22.3)	(8.6)	17.2
房地產	(9.3)	10.7	1.8	5.1	22.6	6.7	1.5	3.5	7.5
資訊科技	19.4	15.3	17.4	20.5	19.9	21.0	9.1	20.2	20.3
通訊服務	25.7	22.7	9.7	33.2	5.7	13.5	26.0	23.8	14.7
公用事業	16.0	10.5	6.9	2.3	(2.2)	15.2	2.6	13.6	8.5

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 16：S&P 500 各類股 P/B vs ROE



資料來源：Bloomberg；凱基

美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar							1.6		3.0			3.1				
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9				2.9		3.0			2.7				
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7		
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.9	3.8	3.8	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3		
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.6	2.6	2.8	2.7	2.6	2.4	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.4	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	3.1	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.6	62.7	62.7	62.6	62.6	62.7	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	3.7	3.9	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1
	非農業就業增加數	千	7,245	4,528	3,013	2,232	256	236	310	108	216	118	144	78	255	43	212	256
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	66	(177)	412	70	(331)	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(20)	9	1	(3)	(20)	20	9	1	53	51	27	11
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58		1.54	1.52	1.49	1.41	1.46	1.51	1.42	1.45	1.32	1.45	1.54	
平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.3	3.9	4.4	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.6	3.9	3.9	4.0	4.0	3.9	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(1.2)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	0.0	0.9	(0.5)	(0.0)	(0.8)	(0.5)	(0.9)		
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.2	4.4	(0.9)	4.5	(2.2)	1.2	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.9)	5.4	(6.4)		
	核心資本財訂單	YoY %	12.8	6.5	1.7	(0.2)	3.2	(0.9)	2.8	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.5	1.8	(0.4)		
	整體存銷比	倍	1.28	1.34	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.38	1.38	1.37	1.38	1.37	1.37			
	製造業存銷比	倍	1.49	1.47	1.48	1.49	1.47	1.47	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.46	1.47		
	零售業存銷比	倍	1.15	1.24	1.27	1.30	1.29	1.29	1.30	1.31	1.33	1.32	1.33	1.33	1.33			
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.3	49.1	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5	46.8	47.2	47.2	46.5	48.4	49.3
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.8	52.5	53.4	52.6	51.4	49.4	53.8	48.8	51.4	51.5	54.9	56.0	52.1	54.1
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.8	52.5	49.2	51.4	49.1	45.4	49.3	47.4	44.6	46.1	47.1	50.4	52.5
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.11)		(0.81)	0.39	(0.15)	(0.40)	0.15	(0.12)	(0.31)	(0.03)	(0.30)	(0.50)	(0.12)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.7)		(7.1)	(6.5)	(5.5)	(5.5)	(5.2)	(4.9)	(5.1)	(5.0)	(4.7)	(4.2)	(3.5)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5	14.5				15.6		7.9			0.0		
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)	(25.0)			(26.6)			0.0			(21.3)			
房市	建築許可	千, saar	1,738	1,682	1,518	1,508	1,563	1,485	1,440	1,399	1,454	1,406	1,470	1,425	1,419	1,493		
	新屋開工	千, saar	1,605	1,552	1,421	1,376	1,546	1,299	1,377	1,315	1,329	1,262	1,379	1,355	1,312	1,289		
	新屋銷售	千, saar	770	637	666	664	643	683	736	672	672	707	691	736	627	664		
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.0	4.4	4.2	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.8	4.0	4.2		
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	6.8	7.5	7.5	7.2	6.8	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3			
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	1.9	2.1	2.7	2.4	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.1	2.9		
	零售銷售	YoY %	18.2	9.1	3.6	0.3	2.1	3.6	2.8	2.6	2.0	2.9	2.0	2.0	2.9	3.8		
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.3	10.6	3.4	0.9	2.0	3.7	3.2	2.9	3.3	3.2	2.3	2.4	2.7	3.2		
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.0	15.8	15.5	15.7	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	112.7	104.5	105.4	104.1	110.9	104.8	103.1	97.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	104.7
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	79.0	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.2)	(6.3)	(5.8)	(5.6)	(6.0)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.9)	(3.3)				(3.2)			(3.3)			(3.6)			
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	931	(69.4)	25.6	58.6	62.4	(42.8)	80.3	138.2	108.7	216.1	152.3			
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	3.91	4.25	4.20	4.68	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	103.3	104.2	104.5	106.2	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5

資料來源：Bloomberg；凱基

台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1			6.6			4.9			4.2				
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.8	3.1	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.7	2.9	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4		3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)		15.6	(1.3)	4.2	14.5	15.7	12.8	13.0	12.5	11.2	8.8	10.3	
	Markit台灣製造業PMI	點		47.7	46.3	50.9	48.8	48.6	49.3	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7
	景氣對策燈號						綠	綠	綠	黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4		27.0	29.0	31.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.7	(3.2)	(1.5)		(1.4)	(1.2)	(0.6)	0.5	1.6	2.6	3.2	3.5	3.4	3.1	2.5	
景氣同時指標	YoY %	8.3	(1.5)	(8.4)		2.2	3.9	5.5	6.9	7.8	8.4	8.4	8.3	8.0	7.7	7.5		
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7		3.5	12.3	5.7	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	1.8	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	37.2	31.4	41.8	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	34.7	23.6	33.1	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	2.5	7.9	8.7	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	17.7	1.3	18.8	4.3	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.2
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	18.7	(17.8)	7.2	6.5	0.6	33.9	15.8	11.7	17.3	6.0	19.8	30.4
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0		48.4	37.7	47.2	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)		1.9	(10.4)	1.2	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1		3.6	4.5	5.4	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3		5.4	5.6	6.2	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	569.5	569.4	568.1	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.7	32.8	31.3	31.6	32.0	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	

資料來源：Bloomberg；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。