

美股投資策略

川普關稅未來可能優先揮向東亞、東協與部分歐洲國家；關注 3 月 FOMC 與 4 月初關稅細節，建議更防禦型操作

焦點內容

1. 對等關稅措施就國家的角度來看，最可能被針對者包括印度、泰國、墨西哥、韓國與中國
2. 按綜合指標來考量，包括台灣在內的東亞&東協國家、歐洲的愛爾蘭、德國、瑞士等將可能是關稅大刀往後優先針對的對象
3. 賽局分析川普關稅政策的均衡解是美國將其用作談判手段、對手選擇接受，而貝森特經濟學未來有機會在美國不以鄰為壑的情況下達成 MAGA 的目標

重要訊息

美國總統川普 2 月在關稅議題動作頻頻，除先前對加、墨、中課稅（前兩國延期一個月實施）外，後續又有鋼鋁關稅、對等關稅、關鍵產業（半導體、汽車、醫藥）關稅課徵等舉措。其中，對等關稅會優先掃到誰值得觀察。

評論及分析

對等關稅措施就國家的角度來看，最可能被針對者包括印度、泰國、墨西哥、韓國與中國。 川普在 2/13 正式簽署行政命令，計畫提高美國的進口關稅，以匹配其他國家的關稅水準，稱為對等關稅（reciprocal tariffs）。美國商務部、貿易代表署（USTR）與財政部、國土安全部將合作重新計算各國對美國商品的關稅，並以產品為單位調整美國進口關稅稅率；此外，針對美國產品的非關稅壁壘，也將其成本納入關稅計算中，而貨幣匯率也將納入考量。當然，在 4/1 最快實施前的這段調查時間，真正的細節尚難確定；包括是否真的細到每個類別都完全按照「公平」完全一樣對等的稅率來執行，以及若美國課徵貿易對手國的稅率其實較高，美國會在該產品降稅、或不降稅來彌補其他類別美國目前課徵較低稅率的類別，都存在很大的不確定性。但按照美國與主要貿易對手國目前彼此貿易的平均稅率，還是可以得到哪個國家是在關稅稅率上被認定「佔便宜」，因而在實施對等關稅措施時最容易被針對。依平均有效稅率（實際課徵的關稅/總進口商品）來看，目前與美國彼此關稅差距最大者為奈及利亞、哥倫比亞與印度（圖 1），其他排名靠前而且被針對機率大者還包括泰國、墨西哥、韓國與中國；至於台灣，其實雙方之間關稅稅率差別不大，就這個面向來說並不危險。甚至歐洲、特別是南歐國家，美國還占了便宜。

按綜合指標來考量，包括台灣在內的東亞&東協國家、歐洲的愛爾蘭、德國、瑞士等將可能是關稅大刀往後優先針對的對象。 對等關稅只是川普關稅政策的眾多標準之一，真正要綜合考量最容易成為被針對對象的國家，還有其他許多方面的考量。我們根據其過去談話記錄以及我們的推測，編制了一個川普關稅威脅/脆弱指數（圖 2），包括整體貿易（也將對等關稅這個概念納入）、關鍵產業（汽車、半導體、藥品、金屬）進口、對美國 FDI、國防支出等指標，這些是川普認定美國被「佔便宜」因而要「討回來」的衡量指標；另一方面，還納入貿易對手國總出口與對美國出口占 GDP 比重、製造業占 GDP 比重等指標，以衡量該國受貿易戰的影響程度以及對抗上是否脆弱或有韌性等等面向（若越「脆弱」則面對關稅威脅最無與美國談判籌碼而會被迫接受條件）。按這些指標的綜合排名，目前排名前三的墨西哥、中國、加拿大，剛好是川普上任後第一波針對的國家，似乎也不違和。

至於其他國家部份，未來很可能被優先針對的包括越南、馬來西亞、台灣、南韓、日本、泰國、印度等東亞與東協國家，而歐洲的愛爾蘭、德國、瑞士等，也是該洲相對容易被針對者。當然，上述各國在這麼多指標下弱點並不相同；其中，台灣出口至美國占比高（特別是半導體與大家較少注意的金屬）、製造業比重高，是讓台灣在這份排名中「高居」第六的關鍵。

賽局分析川普關稅政策的均衡解是美國將其用作談判手段、對手選擇接受，而貝森特經濟學未來有機會在美國不以鄰為壑的情況下達成 MAGA 目標。市場近期之所以對關稅議題的反應程度上升，很大的原因是覺得這些措施實行的可能性加大外，也對這些措施實施的程度和時間是否難以估量擔心。但對我們來說，關稅政策始終存在轉圜餘地，我們以賽局來解釋美國和貿易對手的最適策略與均衡解（圖 3）。川普的關稅政策執行上可以選擇作為談判手段或認真執行，前者不見得完全都不課稅，但時間上可能不會一直持續下去；至於貿易對手也可以選擇接受或者報復。當川普關稅只是貿易手段時，對手無論選擇接受或者報復（也一樣開出條件），其報償皆是不利的(-2)；若川普關稅認真執行，對手處於更不利的狀況，特別是對手報復(-3)的情況下，因此理性的對手會選擇接受。反過來說，當對手選擇接受時，川普選擇關稅僅作為談判手段時對其較有利(2)，原因是其可以在不付出額外經濟代價（如通膨）的情況下達成目的；而當對手選擇報復時，雙方情況都會更糟，但此時川普選擇作為談判手段(-1)受害較小，因此川普若理性將會選擇談判。綜合上述，此賽局的均衡解其實是川普關稅僅作為談判手段，而對手採取接受手段，而其結果形成對美國有利、對手則變差的情況。

惟上述分析有賴決策雙方都是理性者，但現實狀況往往不是如此。因此，是否有人能讓川普變得理性就非常重要，而財政部長貝森特扮演關鍵角色，用更合適的方式來達成目標同時不要付出太高代價。貝森特的政策組合拳框架是縮減財政赤字（減稅幅度不太大、縮減不必要支出、促進 GDP 成長）配合寬鬆貨幣政策（降息），這可以讓川普在不需要祭出關稅大刀下更接近其目標：降息固然會讓美元偏貶而讓通膨短期內更有向上力量，但縮減赤字一定程度上有助美元，通膨也不至於太明顯。當通膨可控、經濟佳、利率回到較低水準，美國能在不「以鄰為壑」的情況下「再次偉大」。事實上，貝森特經濟學（Bessenomics）不只是美國的救星，甚至也會幫到全球。當美元回貶至一個比較合理的水準，全球流動性上升，對其他地方經濟和股市也屬利多（圖 4）。只是，這樣的好事需要一定的時間來醞釀成局，包括貝森特在適當的時機去說服已看到異象的川普，而這在下半年後段之前恐難實現。

結論

無可否認，川普政策仍是影響當前全球股市一個最主要的因素。在關稅戰的背景之下，美元雖然高點可能已過，但處於偏高價位態勢在上半年仍可能維持（圖 5），主要考量美國經濟相對於 G7 國家的強韌（圖 6）、利差還可能擴大（其他主要國家上半年還會降息但美國未必）、以及政策不確定性對美元的避險需求等。股市投資策略上，未來兩大重點是 3 月中 FOMC 對未來經濟、通膨與貨幣政策的指引與 4 月初關稅政策細節出爐；但在此之前，因確有偏保守的理由，建議更往防禦方向操作，包括必需性消費、公用事業與醫療等類股。

圖 1：美國若實施對等關稅，適用關稅稅率將被提高的國家排名

	平均有效稅率(%)			最惠國待遇(MFN)加權稅率(%)					
	各國對美國	美國對各國	差距	各國對美國	美國對各國	差距			
1	奈及利亞	9.96	0.01	9.95	1	南韓	16.98	1.75	15.23
2	哥倫比亞	7.02	0.17	6.85	2	奈及利亞	9.96	1.52	8.44
3	印度	9.45	2.99	6.46	3	印度	9.45	2.99	6.46
4	智利	5.98	0	5.98	4	哥倫比亞	7.02	2.46	4.56
5	泰國	6.19	0.85	5.34	5	沙烏地阿拉伯	5.98	1.56	4.42
6	墨西哥	5.17	0.01	5.16	6	智利	5.98	1.66	4.32
7	阿根廷	6.25	1.61	4.64	7	中國	7.13	2.86	4.27
8	南韓	4.45	0.01	4.44	8	泰國	6.19	2	4.19
9	中國	7.13	2.86	4.27	9	阿根廷	6.25	2.49	3.76
10	俄羅斯	4.52	1.01	3.51	10	俄羅斯	4.52	1.01	3.51
11	南非	3.5	0.09	3.41	11	日本	4.8	1.72	3.08
12	巴西	4.7	1.32	3.38	12	阿拉伯聯合大公國	4.2	1.54	2.66
13	以色列	2.93	0.05	2.88	13	巴西	4.7	2.25	2.45
14	沙烏地阿拉伯	4.35	1.56	2.79	14	南非	3.5	1.51	1.99
15	阿拉伯聯合大公國	4.2	1.54	2.66	15	以色列	2.93	1.06	1.87
16	日本	3.9	1.58	2.32	16	墨西哥	5.17	3.39	1.78
17	菲律賓	3.25	1.4	1.85	17	馬來西亞	1.84	0.72	1.12
18	馬來西亞	1.84	0.72	1.12	18	加拿大	3.08	1.99	1.09
19	秘魯	1.18	0.12	1.06	19	菲律賓	3.25	2.19	1.06
20	加拿大	1.08	0.12	0.96	20	丹麥	1.48	0.74	0.74
21	臺灣	1.6	0.7	0.9	21	波蘭	2.36	1.67	0.69
22	丹麥	1.48	0.74	0.74	22	土耳其	3.89	3.3	0.59
23	波蘭	2.36	1.67	0.69	23	奧地利	1.95	1.4	0.55
24	土耳其	3.89	3.3	0.59	24	芬蘭	1.48	1.07	0.41
25	奧地利	1.95	1.4	0.55	25	捷克共和國	1.88	1.56	0.32
26	芬蘭	1.48	1.07	0.41	26	瑞典	1.56	1.34	0.22
27	捷克共和國	1.88	1.56	0.32	27	德國	1.8	1.65	0.15
28	瑞典	1.56	1.34	0.22	28	愛爾蘭	1.97	1.83	0.14
29	德國	1.8	1.65	0.15	29	匈牙利	1.64	1.59	0.05
30	愛爾蘭	1.97	1.83	0.14	30	臺灣	1.6	0.7	0
31	印尼	4.16	4.11	0.05	31	澳洲	2.3	2.31	-0.01
32	匈牙利	1.64	1.59	0.05	32	比利時	1.56	1.58	-0.02
33	新加坡	0.04	0	0.04	33	挪威	0.75	1.09	-0.34
34	比利時	1.56	1.58	-0.02	34	荷蘭	1.23	1.6	-0.37
35	挪威	0.75	1.09	-0.34	35	斯洛伐克	1.76	2.36	-0.6
36	荷蘭	1.23	1.6	-0.37	36	英國	0.69	1.32	-0.63
37	澳洲	0	0.53	-0.53	37	法國	1.25	1.9	-0.65
38	斯洛伐克	1.76	2.36	-0.6	38	印尼	4.16	5.1	-0.94
39	英國	0.69	1.32	-0.63	39	瑞士	0.52	2.21	-1.69
40	法國	1.25	1.9	-0.65	40	越南	2.85	4.63	-1.78
41	瑞士	0.52	2.21	-1.69	41	義大利	1.12	3.05	-1.93
42	越南	2.85	4.63	-1.78	42	西班牙	0.78	2.84	-2.06
43	義大利	1.12	3.05	-1.93	43	葡萄牙	0.88	3.49	-2.61
44	西班牙	0.78	2.84	-2.06	44	紐西蘭	1.99	4.67	-2.68
45	葡萄牙	0.88	3.49	-2.61	45	秘魯	1.18	3.89	-2.71
46	紐西蘭	1.99	4.67	-2.68	46	香港	0	3.3	-3.3
47	香港	0	3.3	-3.3	47	新加坡	0.04	3.9	-3.86
48	孟加拉	3.57	10.7	-7.13	48	孟加拉	3.57	10.7	-7.13

註：最惠國待遇(MFN)多係依據一項雙邊或多邊條約規定，指締約國一方現在和將來給予任何第三國在貿易、關稅、航運、公民法律地位等優惠和豁免，也都給予締約國國家。但需要注意「優惠」是相對於一般關稅稅率，因此最惠國待遇往往非「最優惠稅率」；因在最惠國待遇之外，還有更低的稅率

資料來源：WITS，凱基整理

圖 3：川普關稅費局均衡解為：關稅僅作為談判手段、對手選擇接受

		川普關稅	
		談判手段	認真執行
對手國反應	接受	-2, 2	-2, -1
	報復	-2, -1	-3, -2

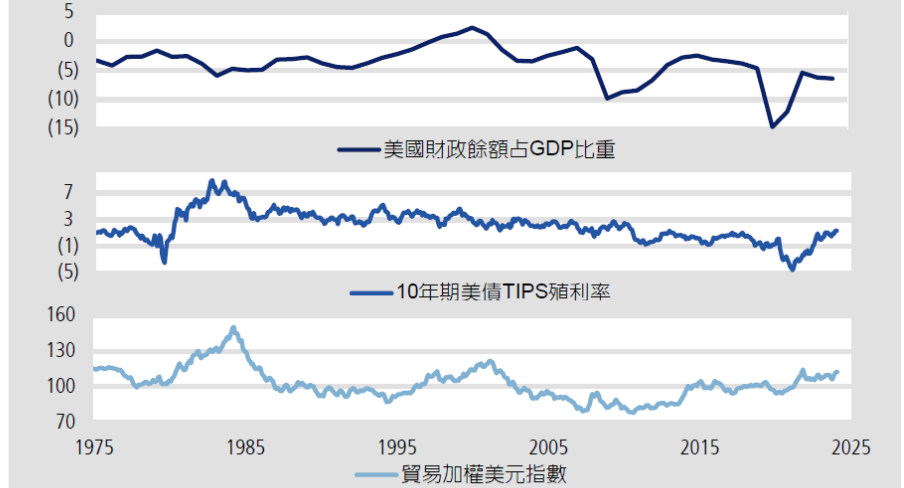
資料來源：凱基整理

圖 4：Bessonomics 有助美國利率降低、美元貶值，而這對其他地區股市也是利多

第一層：美國財政餘額占 GDP 比重，百分比

第二層：10 年期美債 TIPS 殖利率，百分比

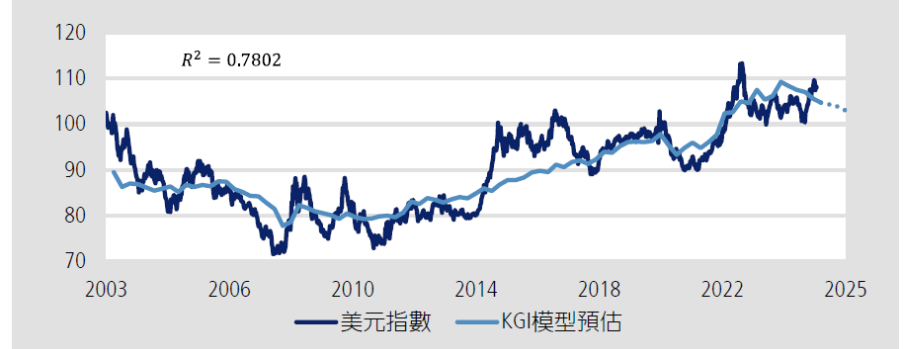
第三層：貿易加權美元指數，點



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5：我們的模型顯示美元高點或許已過，但在上半年仍會偏強

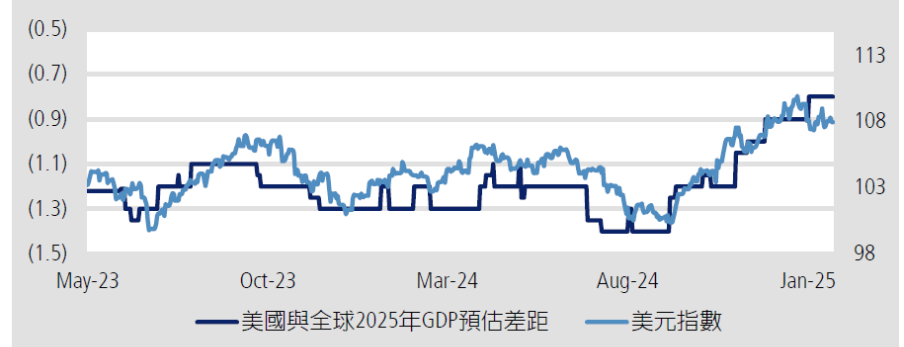
美元指數、KGI 模型預估，點



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6：美國 2025 年預估經濟領先其他主要國家的程度仍大

美國與全球 2025 年 GDP 預估差距，百分比(左軸)；美元指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

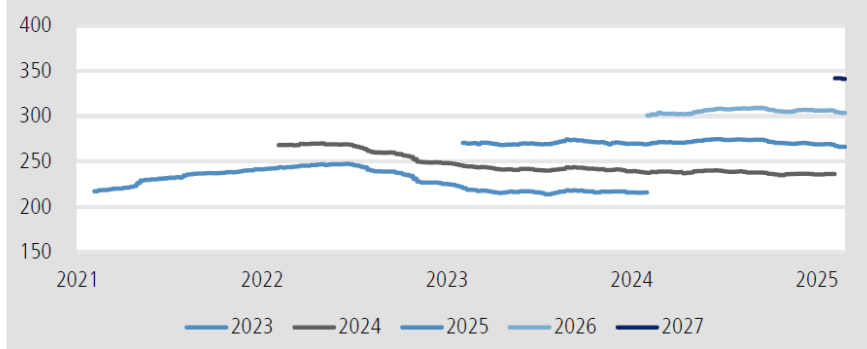
圖 7：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
3/6	ECB會議	預計將再降息一碼，並討論後續放緩降息速度
3/18-19	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

資料來源：凱基整理

圖 8：S&P 500 各年度 EPS 預估

S&P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Refinitiv；凱基

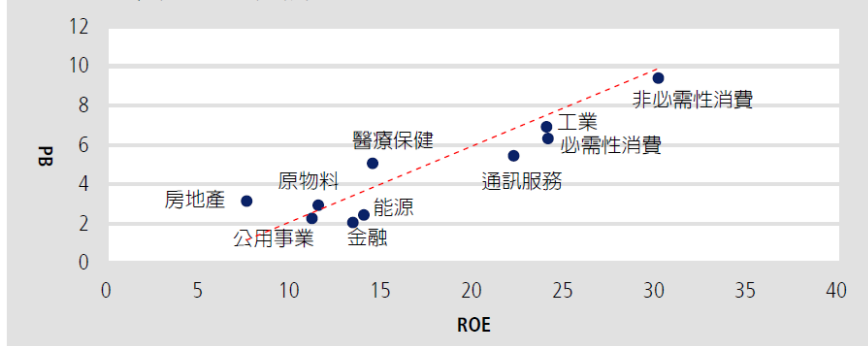
圖 9：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
S&P 500	9.1	15.7	8.3	10.4	12.5	12.2	4.1	11.7	11.1
非必需性消費	11.3	26.2	2.3	4.2	7.7	7.9	49.0	19.2	6.3
必需性消費	4.0	1.1	(5.2)	2.8	3.8	6.5	4.7	4.0	2.1
能源	(25.4)	(29.6)	(14.4)	(7.0)	9.9	21.5	(25.8)	(19.9)	1.6
金融	8.5	30.0	2.0	5.1	11.2	9.4	11.9	17.6	6.6
醫療保健	14.6	14.3	38.0	10.9	13.2	16.7	(18.7)	5.2	18.7
工業	(5.0)	7.9	5.7	9.7	27.7	7.5	23.4	2.4	12.9
原物料	(6.8)	2.5	(4.7)	1.7	22.3	18.7	(22.3)	(6.2)	5.4
房地產	(9.3)	12.8	0.6	4.1	21.6	5.0	1.5	3.4	7.1
資訊科技	19.4	18.0	15.9	18.7	18.2	17.9	9.1	21.0	18.1
通訊服務	25.7	32.8	5.3	31.9	4.5	6.1	26.0	26.6	11.1
公用事業	16.0	12.5	7.9	3.0	(1.1)	11.1	2.6	15.5	6.7

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 10：S&P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



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	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25				
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar								3.0				3.1				2.3			
	GDP年增率	YoY %				6.1				2.5				2.9				2.8			
物價	消費者物價指數	YoY %				4.7				8.0				4.1				3.0			
	核心消費者物價指數	YoY %				3.6				6.2				4.8				3.4			
	PCE物價指數	YoY %				4.1				6.6				3.8				2.5			
	核心PCE指數	YoY %				3.6				5.4				4.2				2.8			
勞動市場	勞動參與率	%				62.0				62.3				62.5				62.5			
	失業率	%				5.4				3.6				4.0				3.9			
	非農業就業增加數	千				7,233				4,555				2,594				1,996			
	勞動力就業淨變動	千				6,124				3,160				1,865				537			
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %				(1.2)				(1.7)				2.1				(0.9)			
	職缺求供比	倍				1.56				1.75				1.58				1.46			
經濟活動&企業狀況	平均時薪	YoY %				5.0				4.9				4.1				4.1			
	工業生產	YoY %				4.4				3.4				0.2				(0.3)			
	耐久財訂單	YoY %				18.4				8.2				4.4				(1.7)			
	核心資本財訂單	YoY %				12.8				6.5				1.7				0.6			
	整體存銷比	倍				1.28				1.34				1.37				1.37			
	製造業存銷比	倍				1.49				1.47				1.48				1.47			
	零售業存銷比	倍				1.15				1.24				1.27				1.31			
	ISM製造業採購經理人指數	點				60.6				53.5				47.1				48.2			
	ISM非製造業採購經理人指數	點				62.4				56.1				52.7				52.4			
	ISM新訂單指數	點				64.3				51.6				46.0				48.7			
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點				0.38				(0.00)				(0.13)				(0.17)			
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %				7.1				0.4				(7.5)				(4.8)			
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%				(15.1)				11.8				43.9				9.5			
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%				(1.2)				12.4				(42.3)				(18.2)			
房市	建築許可	千, saar				1,738				1,682				1,518				1,462			
	新屋開工	千, saar				1,605				1,552				1,421				1,367			
	新屋銷售	千, saar				770				637				666				682			
	成屋銷售	百萬, saar				6.1				5.1				4.1				4.1			
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %				18.7				4.9				6.4				4.5			
房市	建築許可	千, saar				1,738				1,682				1,518				1,462			
	新屋開工	千, saar				1,605				1,552				1,421				1,367			
	新屋銷售	千, saar				770				637				666				682			
	成屋銷售	百萬, saar				6.1				5.1				4.1				4.1			
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %				18.7				4.9				6.4				4.5			
消費	個人支出	年比%, sa				8.8				3.0				2.5				2.8			
	零售銷售	YoY %				18.2				9.1				3.5				2.6			
	零售銷售扣除汽車	YoY %				17.3				10.6				3.4				2.8			
	國內汽車銷售	百萬, sa				179.2				164.8				185.2				189.3			
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點				112.7				104.5				105.4				104.5			
	密西根大學消費者信心指數	點				77.6				59.0				65.4				72.5			
財政	財政餘額	佔GDP%				(10.4)				(5.3)				(6.3)				(6.9)			
	經常帳	佔GDP%				(3.7)				(3.9)				(3.3)							
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元				907				1,321				877				755			
	聯邦資金利率	%				0.25				4.50				5.50				4.50			
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%				1.51				3.87				3.88				4.57			
	美元指數	點				95.7				103.5				101.3				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	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25		
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.3	6.6			4.9			4.2			1.8			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	3.1	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	2.9	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	
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	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	(1.2)	4.8	15.2	16.0	13.3	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	5.1	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	48.6	49.3	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	
	景氣對策燈號							綠	綠	黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	29.0	31.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0		
	景氣領先指標	YoY %	4.7	(3.2)	(1.5)	2.1	(0.7)	0.1	1.2	2.4	3.4	4.0	4.3	4.2	3.7	2.8	1.7		
	景氣同時指標	YoY %	8.3	(1.5)	(8.5)	7.2	4.0	5.6	7.0	8.0	8.5	8.6	8.6	8.5	8.5	8.8	9.1		
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	12.3	5.7	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.1	2.9	5.3	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	31.4	41.8	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	23.6	33.1	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	7.9	8.7	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	1.3	18.8	4.3	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.2	4.4	
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	(17.8)	7.2	6.5	0.6	33.9	15.8	11.7	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	37.7	47.2	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	(10.4)	1.2	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.5	5.4	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.6	6.2	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	569.4	568.1	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	1.9	2.0	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	31.6	32.0	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	

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倉。