

## 衰退的“rain check”

### 反彈至少到 1Q 末、市場意識到今年幾乎無降息可能時

#### 焦點內容

我們將預估美國經濟衰退發生的時間往後延，因：(1)美國景氣優於預期，且這波下行並非全面性，製造業差但服務業強韌；(2)勞動市場熱絡的狀況 1-2 季內難緩解，而這個事實支撐著消費力道不墜；(3)歐元區、中國等主要經濟體近況轉佳，一定程度上利多美國經濟。惟我們認為衰退雖會延後，但最終仍會發生，而股市反彈將至少持續至 1Q 末、市場意識到今年降息可能性微乎其微時。

我們認為美國經濟衰退發生時間將較先前預期的 2Q 末-3Q 之間往後延 1-2 季，原因是：(1)目前看來製造業衰退明顯、但服務業展現韌性，不易發生全面性的衰退；(2)美國勞動市場熱絡程度超過預期，消費力道仍有一定支撐；(3)歐元區、中國等世界經濟的另兩駕馬車近期的狀況也優於預期。

#### 美國景氣優於預期，且這波下行並非全面性：製造業差但服務業強韌

按照過往經驗，當美國經濟領先指標連續下跌 4 個月以上，經濟就很可能會進入衰退（圖 1）；目前領先指標已連續下跌 10 個月，但美國經濟離衰退卻似乎沒有我們先前預估的那麼近，關鍵在此波景氣下行並非全面性展開。製造業固然已經出現頹勢，但服務業卻展現出不錯的韌性，因此商品型支出走疲、但服務型持續向上，且服務業 PMI 也大幅超越製造業 PMI（圖 2）。這種在一段時間內僅有某些經濟部門出現下行/衰退、整體性的經濟衰退並未出現的情況，正是近期華爾街所熱議的「滾動式衰退（rolling recession）」。

事實上，美國近期的經濟表現確實不錯。3Q22 末起，美國的經濟驚奇指數就開始轉正（表實際公布數據優於預期）；儘管走勢在 12 月中起一度反轉，但 2 月以來又重回正（圖 3），的確顯示出美國經濟高於市場預估的強韌。

#### 勞動市場熱絡的狀況 1-2 季內難緩解，而這個事實支撐著消費力道不墜

造成上述經濟優於預期的背後原因，除了疫情以來累積的儲蓄外，勞動市場緊俏這個「現在完成進行式」更是關鍵，而這也是近期無論我們與 Fed 皆不斷強調需加強關注的面向。過去以失業率變化做為判斷衰退可能性與時機的原則，在這次的情況中似乎不那麼適用（圖 4）；當職位空缺率仍如此高，一個失業者可以找到近 2 個工作，失業率自然也難明顯且持續上升（圖 5）。事實上，若以近期以來美國科技業大幅裁員這個事實來判斷就業市場，恐有以管窺豹的偏頗：這些被解雇的科技業工作者很快就找到工作（圖 6），其就算沒馬上找到工作、也因過去儲蓄的累積而不致影響消費活動；而其他較庶民的工作，整體缺工狀況則仍非常普遍，以讓就業市場冷卻與壓抑需求/通膨的角度而言是利空。觀察勞動市場變化是今年的重中之重，惟其預估難度恐不亞於過去 2 年的通膨（圖 7）；以目前勞動缺口是史上最大來看，合理推估勞動市場要轉鬆恐不是 1、2 季內的事（圖 8）。

#### 歐元區、中國等主要經濟體近況轉佳，一定程度上利多美國經濟

最後一點則是外部環境對美國經濟的利多。1 月以來主要經濟預測機構的最新預測皆上調全球經濟成長率。多數人注意到較明顯的中國與歐元區上調，但其實在主要經濟體中這個上調是全面性的，僅加、澳除外（圖 9）。上調中國成長的原因很清楚，除了寬鬆政策與逆成長（打房等）政策消退外，近月來的解封更是關鍵。至於歐元區則受益於暖冬與能源轉型初具成效，不僅通膨下滑速度令人驚喜，經濟表現亦較我們數月前預期的佳。從測候指標來看，Sentix 現況與預期指數均反轉向上，且預期與現況指數兩者的差領先製造業 PMI 約 6 個月（圖 10），而 PMI 又領先整個經濟，顯示這個經濟好轉的趨勢有望持續。歐元區自俄烏戰爭以來能源受到掣肘、使工業/製造業生產受到拖累的情形已經有所改善。

結論：衰退會遲到但不會缺席；股市反彈將至少持續至 1Q 末、市場意識到今年降息可能性微乎其微之時

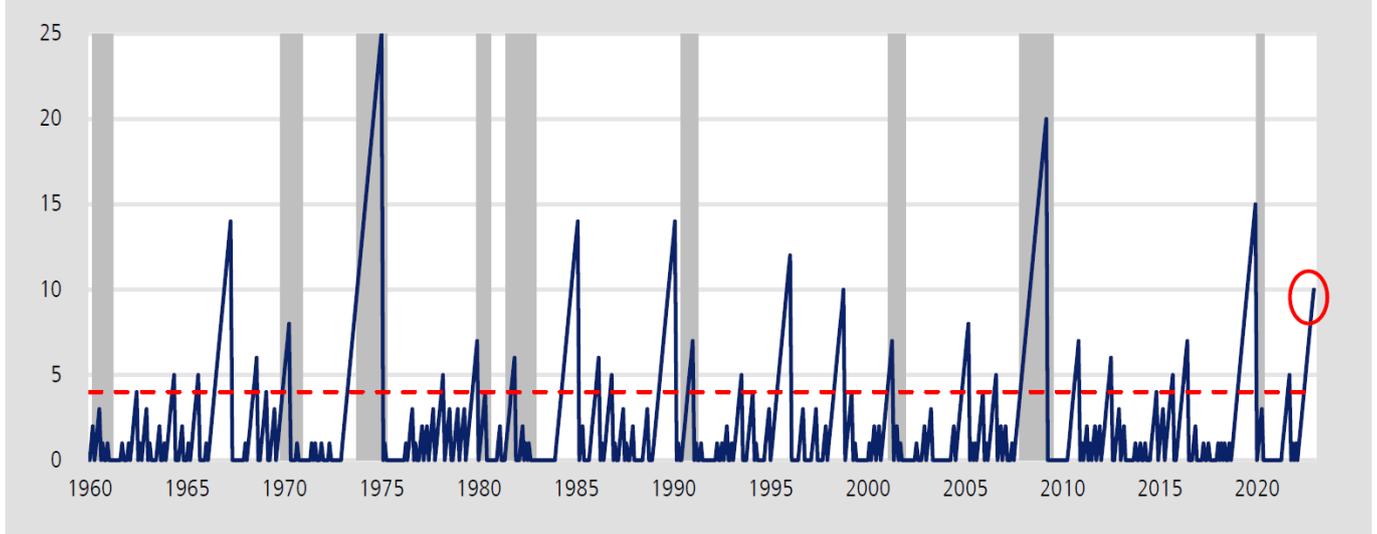
基於上述三個原因，我們將美國發生經濟衰退的時間往後延，但並不認為衰退就不會發生，原因是：(1)目前服務業雖仍強韌，但當其開始轉差時，原先已經不佳的製造業不會突然變好，此時整體性的經濟衰退就免不了；(2)從就業的角度來看，失業率是落後指標，「必須」進入衰退後其才會上升（圖 11）；但若失業率不上升，則工資不會跌、通膨難降，Fed 將被迫再緊縮，衰退最終還是會發生。

至於經濟衰退往後延，對股市的影響方面，我們認為這波反彈結束的時間可能也會略微延後到第二季。這一波由寬鬆政策預期與不錯經濟數據所驅動的反彈目前雖仍會持續，但本質上所面臨的矛盾是清晰可見的：就業好+獲利表現下滑，表示在貨幣政策上需要寬鬆、但卻無法立即寬鬆（圖 12）；就算只是不降息，持續一段時間後都會對後續的基本面造成傷害，經濟衰退延後的利多也會逐漸消散。惟未來當就業轉差時，對股市也並非全然的利空。首先，過去經驗顯示，當失業率大幅提高時，此時多半已進入衰退一段時間，因此股市評價走低（圖 13），此時介入可撿便宜。再者，當失業率提高時，屆時 Fed 可能會被迫加大降息力度，最終讓評價獲得支撐、並驅動股價。因此，就一個股市進場的角度，失業率提高其實是創造買入的空間。

事實上，目前 S&P 500 4Q22 財報已公布 2/3，除獲利已出現負成長外，營收部分也下滑的很明顯（圖 14），年增率由第三季的 11.7% 大幅降至 5%；符合我們去年所說，獲利下滑一開始起於獲利率受壓縮（供給面，因成本上升），後續轉成營收下滑（需求面的下降）造成的獲利進一步走低。未來獲利下行會持續進行，而且速度會開始加快，這一點由對 1Q23 獲利展望負面比率大幅提高也可見一斑（圖 15）。整體而言，我們認為市場最快應在第一季末起，就將意識到必須承認今年降息的可行性已微乎其微，加上基本面下行仍持續，屆時會出現一定失望賣壓；但在此之前，反彈仍可持續。

圖 1：過去經驗顯示，只要美國領先指標連續下跌超過 4 個月，後續必然面臨衰退

美國經濟領先指標連續下跌月份數，月

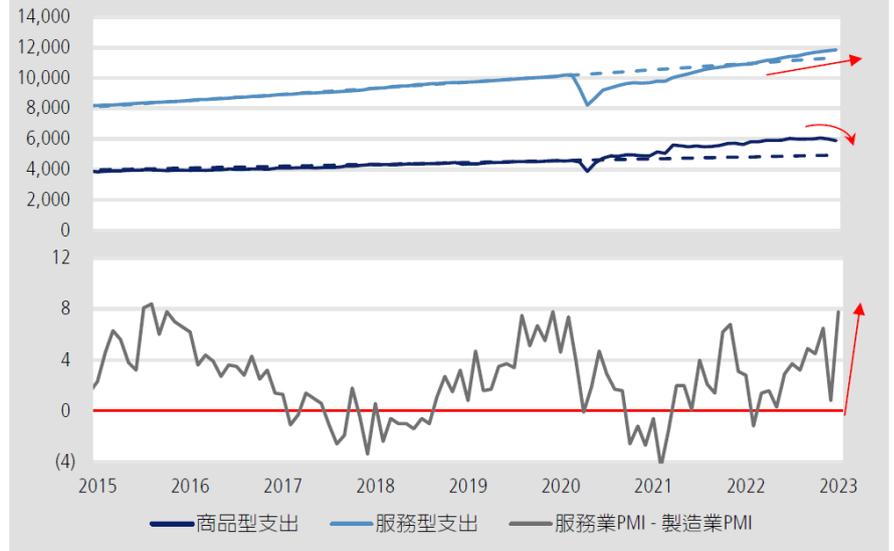


註：陰影區域表 NBER 定義的美國經濟衰退期

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：製造業確實不好，頹勢也在 2H22 逐漸明顯，但服務業卻維持一定的強韌

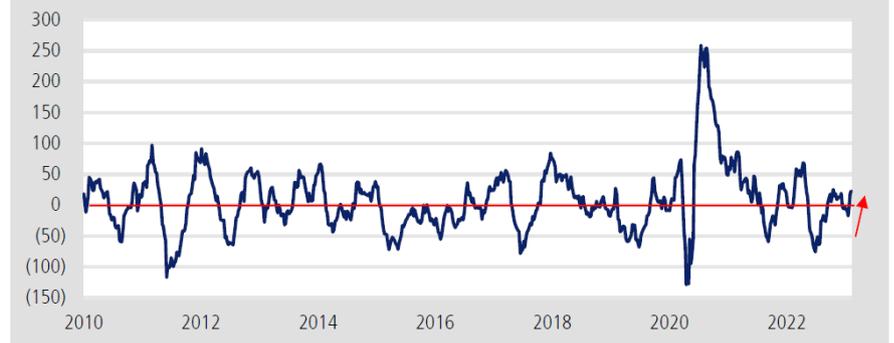
上層：商品型支出、服務型支出，十億美元  
下層：ISM 服務業 PMI - 製造業 PMI，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：Citi 經濟驚奇指數 3Q22 以來多數時間都顯示經濟數據優於預期

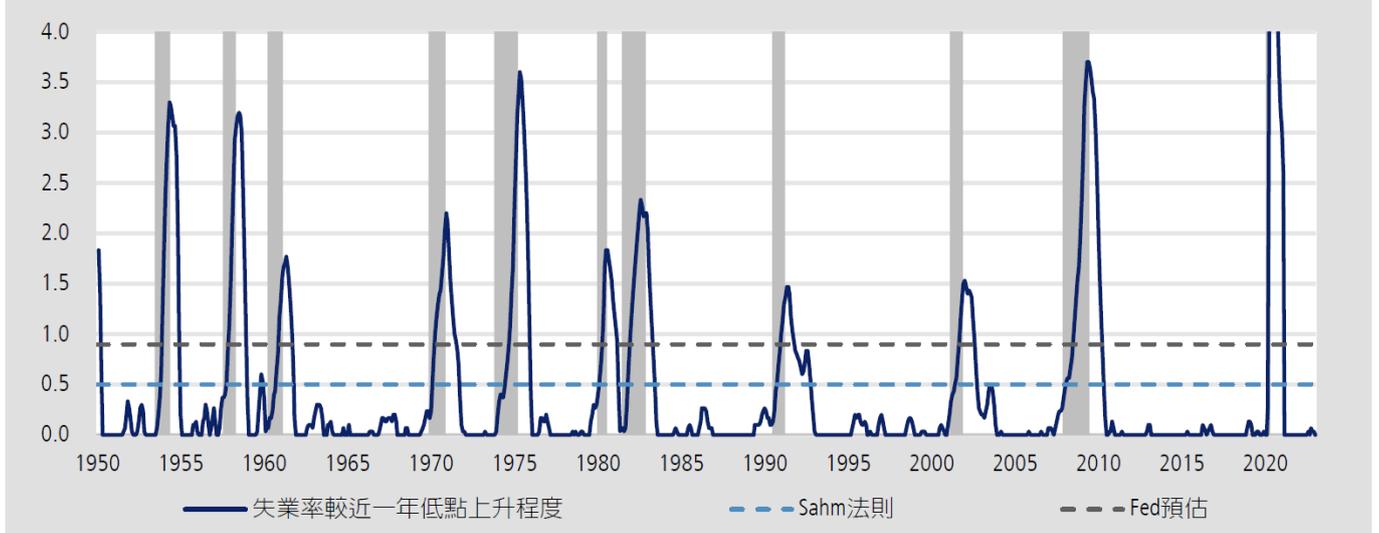
美國花旗經濟驚奇指數，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：過去以失業率來判斷，只要自低點上升超過 0.5%，之後便會衰退(Sahm's rule)，但目前的失業率展現不出衰退的可能性

失業率較近一年低點上升程度，百分比



註：陰影區域表 NBER 定義的美國經濟衰退期

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：開缺/失業人口比仍高，表示失業者仍可輕易找到工作，離職率也居高不下



圖 6：整個市場的裁員影響被誇大了，因失業的人很快就又找到工作



圖 7：如同對通膨般，Fed 對現在的就業市場可能變化掌握程度也不是太高

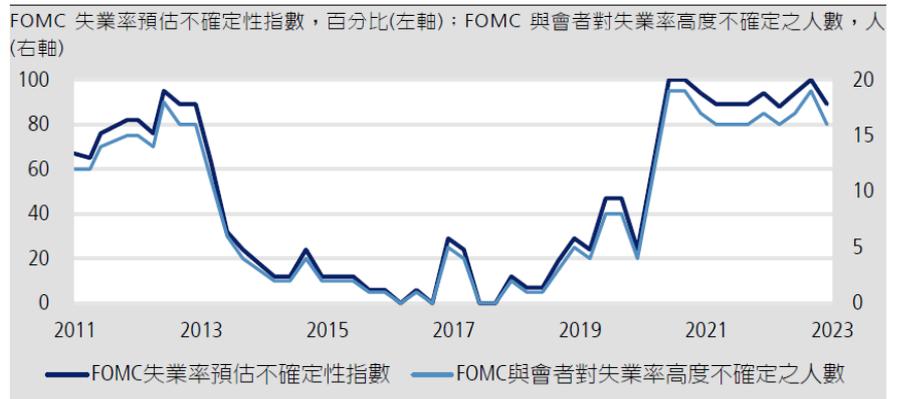
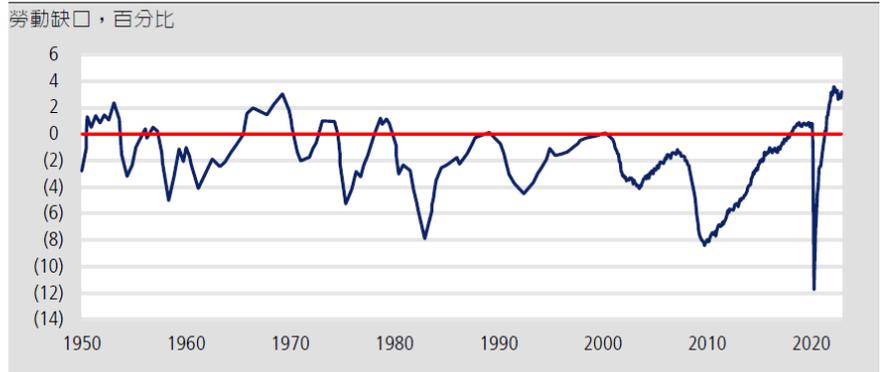


圖 8：目前缺工人數堪稱史上最嚴重！



註：勞動需求以職位空缺數加上就業人數進行計算，勞動供給則以總勞動力計算  
資料來源：Bloomberg；凱基

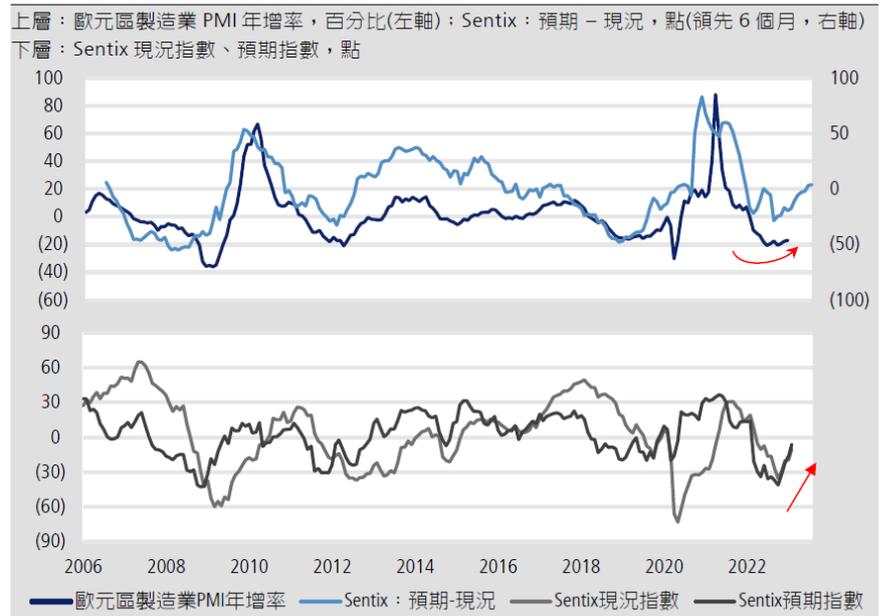
圖 9：除加、澳外，主要經濟體近月來經濟成長率皆獲調升

主要機構對今明兩年主要經濟體 GDP 成長預估，百分比

	2023F			2024F		
	IMF (1月)	世界銀行 (1月)	OECD (11月)	IMF (1月)	世界銀行 (1月)	OECD (11月)
美國	1.4	0.5	0.5	1.0	1.6	1.0
歐元區	0.7	0.0	0.5	1.6	1.6	1.4
日本	1.8	1.0	1.8	0.9	0.7	0.9
英國	(0.6)		(0.4)	0.9		0.2
加拿大	1.5		1.0	1.5		1.3
澳洲	1.6		1.9	1.7		1.6
中國	5.2	4.3	4.6	4.5	5.0	4.1
印度	6.1	4.8	5.7	6.8	4.9	6.9

資料來源：Bloomberg；凱基

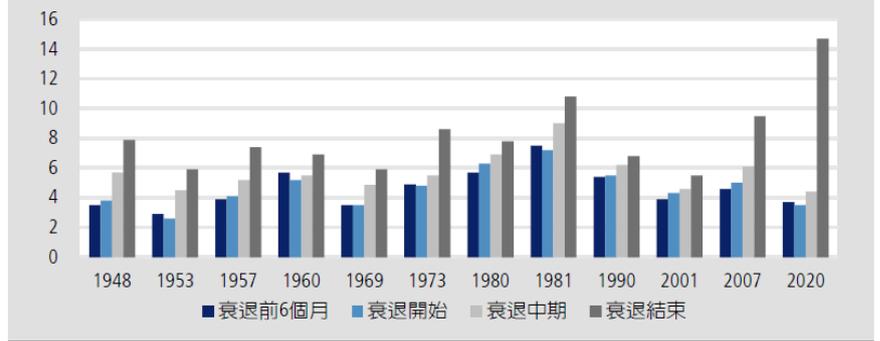
圖 10：歐洲的調查指標和測候指標均有改善



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：惟從就業這個角度來看，衰退恐仍無法避免，只是會延後

歷次衰退前 6 個月、衰退開始、衰退中期以及衰退結束之失業率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 12：現在的總體環境其實並不特別好：就業好+獲利差

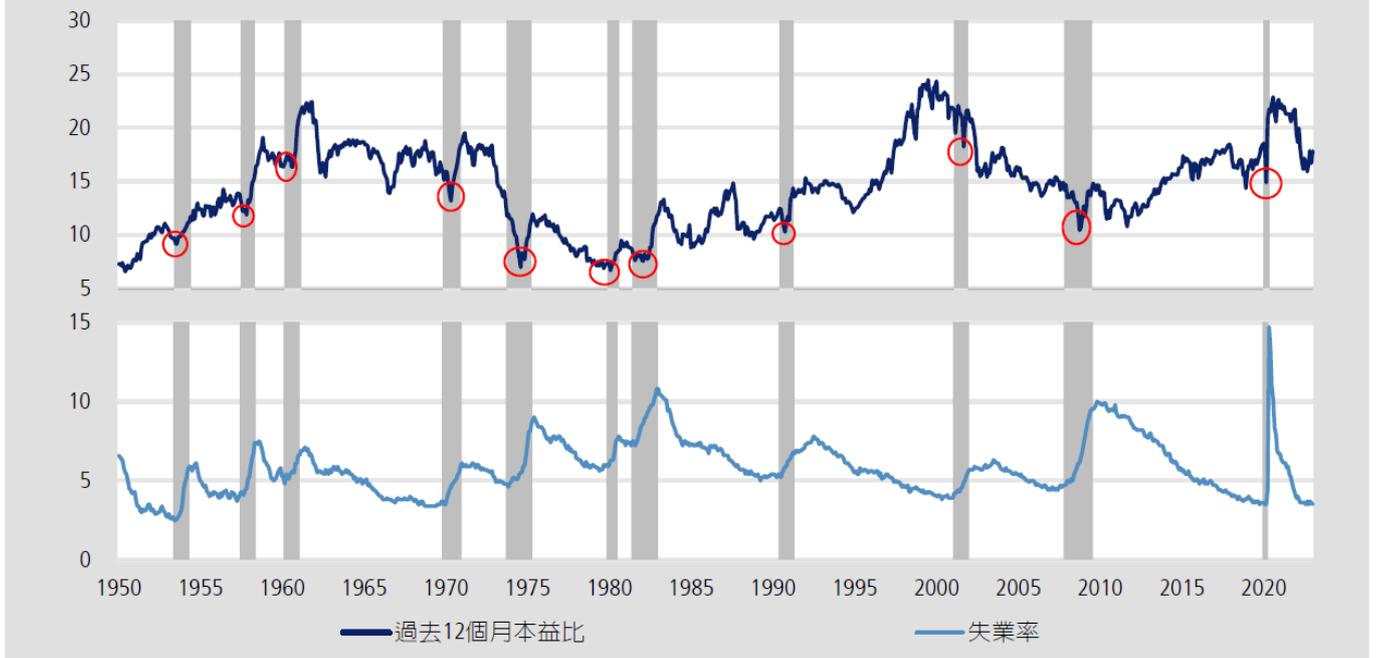
各種就業與股市獲利組合情境下的股市表現



資料來源：凱基

圖 13：失業率提高其實是創造買入空間

過去 12 個月本益比，倍(左軸)；失業率，百分比(右軸)

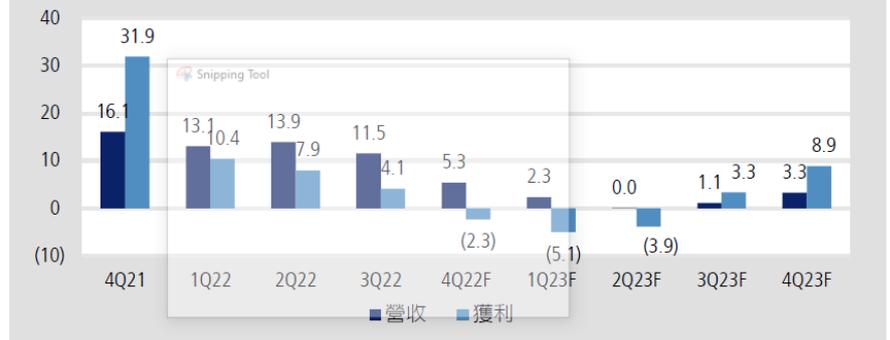


註：陰影區域表 NBER 定義的美國經濟衰退期

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：如我們預期，4Q22 在營收部分也開始出現明顯的疲態

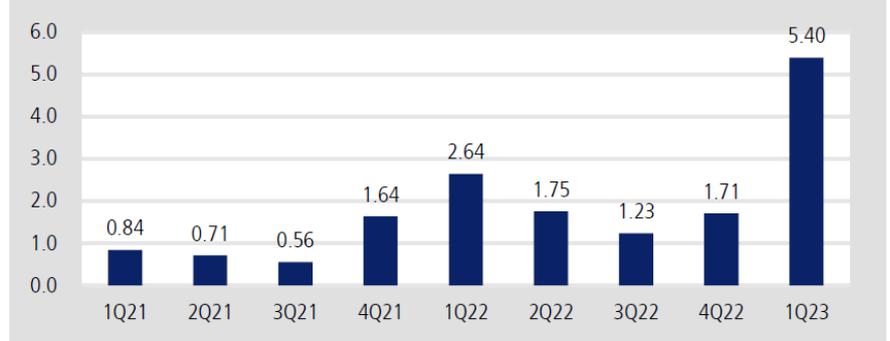
各季營收及獲利年增率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基

圖 15：對下一季展望負面/正面的比率大幅上升

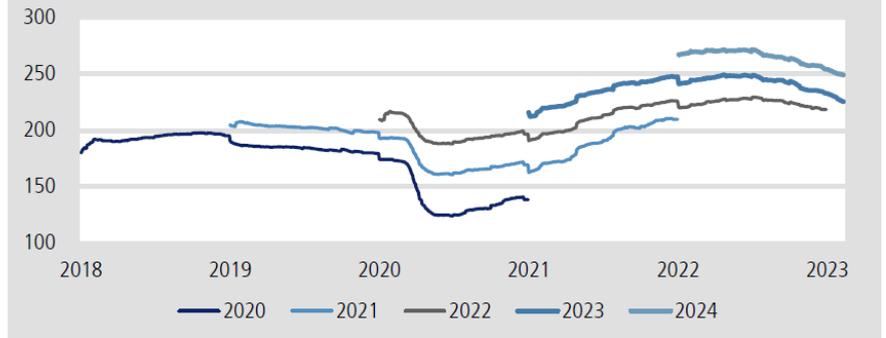
獲利展望負面/正面，比率



資料來源：Refinitiv；凱基

圖 17：S&P 500 各年度 EPS 預估

S&P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Bloomberg；凱基

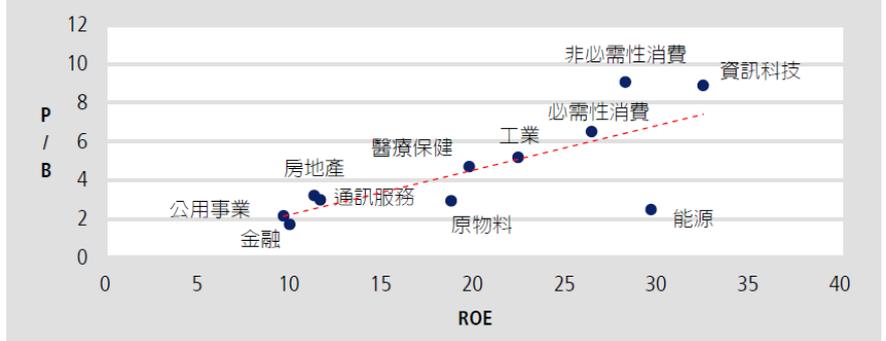
圖 18：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023
S&P 500	4.4	(2.8)	(3.7)	(3.1)	3.4	9.8	109.3	5.2	1.5
非必需性消費	13.3	(17.0)	32.7	30.7	15.1	21.7	161.4	(10.8)	23.9
必需性消費	1.3	(2.2)	(2.6)	6.1	7.9	9.1	18.7	2.6	4.6
能源	140.9	59.6	18.8	(31.9)	(26.1)	(10.9)	N.M.	154.1	(15.5)
金融	(16.4)	(10.8)	5.4	10.1	18.1	14.7	99.7	(15.8)	11.7
房地產	14.8	7.8	(5.8)	(2.0)	(4.4)	6.2	68.7	15.6	(1.8)
醫療保健	1.5	(2.5)	(16.9)	(10.9)	(4.6)	0.8	64.6	6.3	(7.8)
工業	19.6	40.5	18.5	2.8	13.7	8.6	194.9	32.3	10.2
資訊科技	(0.2)	(9.2)	(11.9)	(3.6)	2.2	12.7	41.9	1.1	0.0
原物料	(7.8)	(18.8)	(29.7)	(22.5)	(3.5)	2.5	168.2	9.2	(15.9)
通訊服務	(26.1)	(25.4)	(11.9)	7.1	22.6	29.2	81.3	(19.5)	8.5
公用事業	(7.0)	5.0	(8.6)	4.2	11.6	21.8	18.2	3.0	6.4

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 19：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

圖 20：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				(1.6)			(0.6)			3.2				2.9	
	GDP年增率	YoY %	(2.8)	5.9	2.1		3.7		1.8			1.9				1.0	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	6.4	6.5	6.2	6.0	5.9	5.9	6.3	6.6	6.3	6.0	5.7	5.6
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.0	6.2	6.4	6.8	6.4	6.5	7.0	6.4	6.3	6.3	6.1	5.5	5.0	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.5	5.0	5.4	5.4	5.0	4.9	5.0	4.7	4.9	5.2	5.1	4.7	4.4	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.2	62.4	62.2	62.3	62.2	62.1	62.3	62.3	62.2	62.2	62.3	62.4
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4
	非農業就業增加數	千	(9,289)	7,267	4,814	904	414	254	364	370	568	352	350	324	290	260	517
	勞動力就業淨變動	千	(8,873)	6,120	3,163	468	738	(346)	317	(242)	215	422	156	(257)	(66)	717	894
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	(56)	(30)	6	(16)	59	36	30	68	48	417	129	440
	職缺求供比	倍	1.07	1.55	1.74	1.66	1.78	1.79	1.74	1.71	1.79	1.62	1.75	1.72	1.73	1.79	
平均時薪	YoY %	5.5	5.0	4.8	5.3	5.9	5.8	5.5	5.4	5.4	5.4	5.1	4.9	5.0	4.8	4.4	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.0)	4.9	3.9	6.9	4.8	5.3	4.4	3.8	3.6	3.6	5.0	3.4	2.2	1.7	
	耐久財訂單	YoY %	(4.5)	15.6	10.5	10.3	9.8	10.1	12.2	11.9	9.1	11.3	11.5	10.5	6.3	11.0	
	核心資本財訂單	YoY %	(7.8)	12.4	8.3	11.5	10.6	6.4	11.2	9.4	7.3	9.8	8.0	6.4	5.1	3.2	
	整體存銷比	倍	1.44	1.28		1.27	1.28	1.29	1.30	1.30	1.32	1.33	1.33	1.33	1.35		
	製造業存銷比	倍	1.61	1.51	1.47	1.48	1.47	1.47	1.46	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.47	1.49	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.13		1.15	1.18	1.18	1.20	1.21	1.23	1.24	1.24	1.22	1.24		
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.7	53.5	58.4	57.0	55.9	56.1	53.1	52.7	52.9	51.0	50.0	49.0	48.4	47.4
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	57.2	58.4	57.5	56.4	56.0	56.4	56.1	55.9	54.5	55.5	49.2	55.2
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	61.2	54.3	53.8	54.9	50.0	48.6	50.4	47.3	48.2	46.8	45.1	42.5
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.48)	0.36	0.02	0.50	0.19	0.21	(0.25)	(0.34)	0.24	0.18	0.07	0.00	(0.51)	(0.49)	
美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.6)	6.6	0.9	7.0	6.0	4.4	2.8	1.3	(0.3)	(1.1)	(1.6)	(3.2)	(4.5)	(6.0)		
銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8			(1.5)			24.2			39.1			44.8	
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4			12.3			24.2			(8.8)			(31.3)	
房市	建築許可	千, saar	1,476	1,737	1,649	1,857	1,879	1,823	1,695	1,696	1,685	1,542	1,564	1,512	1,351	1,337	
	新屋開工	千, saar	1,395	1,605	1,555	1,777	1,716	1,805	1,562	1,575	1,377	1,508	1,465	1,426	1,401	1,382	
	新屋銷售	千, saar	831	769	642	790	707	619	636	571	543	646	550	598	602	616	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	5.9	5.8	5.6	5.4	5.1	4.8	4.8	4.7	4.4	4.1	4.0	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.2	18.5		20.3	21.2	21.2	20.5	18.6	16.0	13.1	10.4	8.7	6.8		
消費	個人支出	年比%, sa	(3.0)	8.3	2.8	6.7	2.3	2.4	2.6	2.1	2.2	2.3	2.1	1.8	1.7	2.2	
	零售銷售	YoY %	0.6	19.8	9.2	17.7	7.1	7.8	8.7	8.8	10.0	9.7	8.4	8.0	6.0	6.0	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.3	19.1	10.6	17.7	9.5	10.5	12.0	11.0	12.1	10.3	9.1	8.6	7.2	7.0	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	14.1	13.3	14.3	12.7	13.0	13.4	13.2	13.5	14.9	14.1	13.3	15.7
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	105.7	107.6	108.6	103.2	98.4	95.3	103.6	107.8	102.2	101.4	109.0	107.1
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	62.8	59.4	65.2	58.4	50.0	51.5	58.2	58.6	59.9	56.8	59.7	64.9
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.6)	(10.8)	(5.5)	(9.2)	(7.2)	(4.9)	(4.7)	(4.3)	(3.2)	(3.7)	(5.4)	(4.3)	(5.3)	(5.5)	(6.0)
	經常帳	佔GDP%	(2.9)	(3.6)			(3.8)			(3.9)			(3.7)				
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907		145.0	23.7	87.6	155.3	121.8	21.3	198.3	117.7	67.8	171.5		
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	0.25	0.50	0.50	1.00	1.75	2.50	3.25	3.25	4.00	4.50	4.50	
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	1.83	2.34	2.93	2.84	3.01	2.65	3.19	3.83	4.05	3.61	3.87	3.51
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	96.7	98.3	103.0	101.8	104.7	105.9	108.7	112.1	111.5	106.0	103.5	102.1

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 21：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.5	2.4		3.9		3.0			4.0			(0.9)		
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7	2.8	2.7	2.4	2.7	3.0
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.8	2.7	1.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9	2.7	3.0
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	
經濟活動	工業生產	YoY %	7.1	13.4	0.9	9.5	2.4	6.4	4.1	0.5	1.6	3.3	(4.5)	(4.3)	(5.6)	(7.9)	
	Markit台灣製造業PMI	點		58.5	47.7	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6	44.6	44.3
	景氣對策燈號					黃紅	綠	綠	綠	綠	綠	綠	黃藍	黃藍	藍	藍	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	34.0	31.0	28.0	28.0	27.0	24.0	23.0	17.0	18.0	12.0	12.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.1	(3.7)	5.5	5.2	4.7	4.0	2.9	1.5	0.1	(1.3)	(2.4)	(3.1)	(3.5)	
	景氣同時指標	YoY %	(1.1)	5.1	(2.6)	7.7	7.0	6.5	6.0	5.4	4.4	2.6	0.4	(2.1)	(4.8)	(7.3)	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	0.2	5.5	4.7	3.6	22.5	18.1	12.0	7.8	2.1	1.8	9.4	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	37.5	43.5	41.5	42.1	42.2	43.3	40.3	37.5	39.9	36.1	35.8	31.5
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	31.6	38.9	36.6	39.7	37.6	38.3	37.4	32.5	37.0	32.7	31.0	29.2
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	5.8	4.7	4.9	2.4	4.6	5.0	3.0	5.0	3.0	3.4	4.8	2.3
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	34.8	21.3	18.8	12.4	15.2	13.9	1.9	(5.3)	(0.5)	(13.1)	(12.1)	(21.2)
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	35.2	19.4	26.7	26.6	19.1	19.1	3.4	(2.6)	8.2	(9.2)	(11.4)	(16.6)
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	51.6	62.7	51.9	55.4	58.8	54.3	54.6	60.9	55.4	50.1	52.2	
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	21.1	16.8	(5.5)	6.0	9.5	(1.9)	2.0	(3.1)	(6.3)	(23.5)	(23.2)	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	11.1	10.9	9.8	8.5	8.1	6.7	7.6	6.6	5.2	4.4	4.1	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	7.7	8.1	8.1	7.9	7.7	7.0	6.9	6.8	7.3	7.4	7.1	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	550.0	548.8	545.1	548.9	549.0	547.8	545.5	541.1	542.8	552.2	554.9	557.1
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
	新台幣匯率	USD/TWD	28.1	27.7	30.7	28.0	28.6	29.4	29.0	29.7	29.9	30.4	31.8	32.3	30.8	30.7	30.0

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** 部份凱基亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://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。