

9月FOMC觀點

縮小 behind the curve 差異

焦點內容

1. 聯準會降息 2 碼，降息幅度略為大於市場預期。經濟預測方面並未出現硬著陸風險，加上會議前 2 天的緊急指引改變金融市場預期，金融市場並未出現恐慌。
2. 聯準會雖將政策目標定位為控制通膨與維護勞動市場，但是偏向維護勞動市場方向傾斜，顯示勞動市場惡化風險提高。聯準會將 2024 年降息幅度增至 4 碼，但是 2025 與 2026 維持有序降息；市場仍高度預期後續加速降息。
3. 以利率期貨的降息幅度觀察，市場仍高度預期軟著陸。偏高政策利率維持過久對經濟衝擊有滯後性，中長期債券利率仍有下探空間，維持加碼中長期債券配置。

聯準會降息 2 碼，降息幅度略為大於市場預期。經濟預測方面並未出現硬著陸風險，加上會議前 2 天的緊急指引改變金融市場預期，金融市場並未出現恐慌。

聯準會 9 月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議調降政策利率 2 碼，超過經濟學家預期的降息 1 碼。不過會議前 2 天透過記者 Timiraos 撰文改變金融市場預期，會前期貨交易 2 碼機率拉高至約 60%；加上 Powell 暗示 9 月降息 2 碼是為了彌補 7 月該降而沒降的那 1 碼，並且表達 2 碼不是未來降息速度，也有效降低市場擔憂大幅降息背後是衰退風險。另外 Powell 也表達 Fed 不願也不會 behind the curve，再度展現迎合市場的鴿派行為，有效降低了市場波動與恐懼，也讓金融市場會後反應分歧。

關於經濟數據預期部分(圖 1)，GDP 改變程度有限，2024 年 GDP 由 2.1%降至 2.0%，2025 與 2026 年 GDP 維持 2.0%，長期成長仍為 1.8%；失業率於 2024 年上修幅度較大，2025 年之後上修幅度縮小，2024 年失業率由 4.0%上修至 4.4%，2025 年維持失業率 4.4%，2026 年降至 4.3%，2027 年回到長期失業率的 4.2%。整體顯示 Fed 預期勞動市場不會惡化，甚至在失業率小幅提高下也不造成經濟下行，這部分存在過度自信與風險。至於核心物價(core PCE)則將 2024 年由 2.8%下修回 2.6%(曾一度在 6 月調高再修回)，2025-2026 年核心物價也分別下修至 2.2%與 2.0%，顯示第一季通膨上揚並非異常態。

聯準會將 2024 年降息幅度增至 4 碼，但是 2025 與 2026 維持有序降息；市場仍高度預期後續加速降息

點陣圖部分(圖 2)，2024 年降息幅度由 1 碼增至 4 碼，不過在各理事的點陣圖配置上卻是降息 3 碼以下有 9 位，降息 4 碼以上有 10 位，因此聯準會理事在降息意願上並未大幅提高。以點陣圖提供各年降息幅度進一步預測，聯準會意願為 2024 年 11、12 月各降息 1 碼，2025 與 2026 年每季降息 1 碼。這部分與金融市場預期不同(圖 3)，金融市場仍高度預期 11、12 月合計有接近 3 碼降息可能，我們也認為如果勞動市場持續放緩，Fed 在 12 月降息 2 碼機率將提高。

聯準會雖將政策目標定位為控制通膨與維護勞動市場，但是偏向維護勞動市場方向傾斜，顯示勞動市場惡化風險提高

聯準會已將勞動市場的擔憂拉至高於通膨復發風險，主要是近期多個勞動市場數據表現不理想。首先，雖然美國 7 月份以來已連續兩個月失業率觸發所謂薩姆法則，意味著美國將步入衰退，但是美國今年失業率上揚有相當部分是來自新進勞工與再就業者失業(圖 4)，這些失業屬於勞動供給增加所致，不會對消費與經濟形成惡性循環。

不過進一步觀看解雇型態，失業率增加，也可以看出勞動需求正在降溫，特別是非臨時工的解僱部分所形成的失業率從第二季開始持續惡化(圖 5)，也讓未來景氣下行擔憂提高。目前勞動市場的職位空缺率已來到 4.6%，相當接近我們先前提出的 4.5%警戒，非農新增就業人數也連續 3 個月低於我們提出的警戒數 160K。因此不論未來聯準會快速降息是否能避免美國陷入衰退，我們仍高度預期景氣持續下行，特別是年底的傳統裁員旺季。

以利率期貨的降息幅度觀察，市場仍高度預期軟著陸。偏高政策利率維持過久對經濟衝擊有滯後性，中長期債券利率仍有下探空間，維持加碼中長期債券配置

目前市場預期未來 12 個月降息幅度約在 8-9 碼左右，最深的降息幅度約降息至 2.75%左右，約莫有 2-3 成左右的硬著陸機率，對應的 10 年期債券殖利率約在 3.7-3.8%(圖 6)，因此在 2 碼降息公布後，10 年債殖利率快速下降，再出現獲利了結賣壓，10 年債殖利率大概回復到 2-3 成市場衰退預期的合理位置。短期上，中長期債券殖利率仍將維持盤整狀態，但是隨著時間前行，勞動市場惡化機率提高，特別是前述的裁員旺季，失業率進一步走高時所引發的衰退擔憂將高於目前，中長期債券殖利率也將進一步走低。投資策略上維持加碼中長期債券配置。

投資風險

通膨再度意外上揚，或是經濟表現良好，導致聯準會降息幅度不如預期。

圖 1：本次 FOMC 會議調降 2024 年經濟成長預測至 2%、調高 2024 年失業率至 4.4%，並降低 2024 年核心物價預測至 2.6%

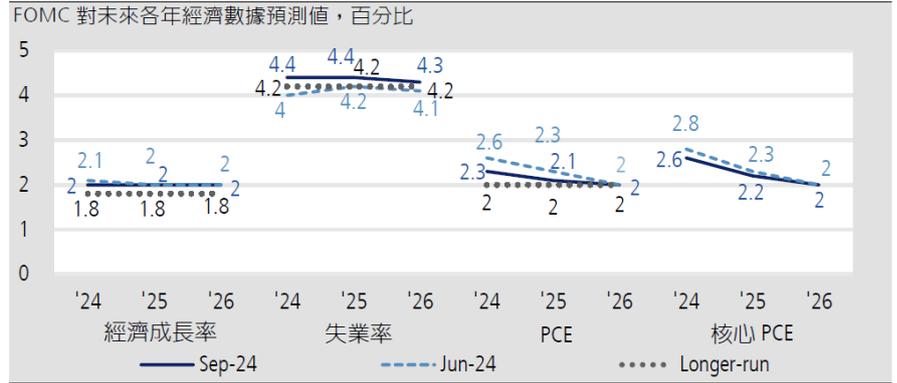


圖 2：9 月 FOMC 會議降息 2 碼，2024 年預期降息幅度由 1 碼增加至 4 碼

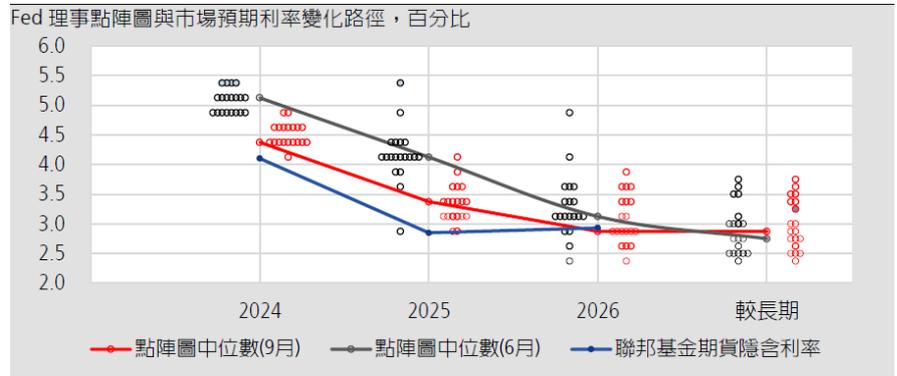


圖 3：聯邦利率期貨顯示金融市場仍高度預期 11、12 月合計有接近 3 碼降息可能

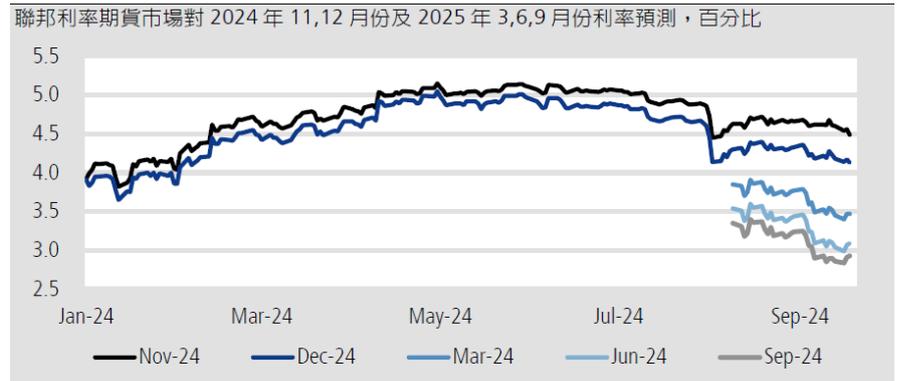


圖 4：今年失業率上揚有相當部分是來自勞動供給增加的新進勞工與再就業者失業

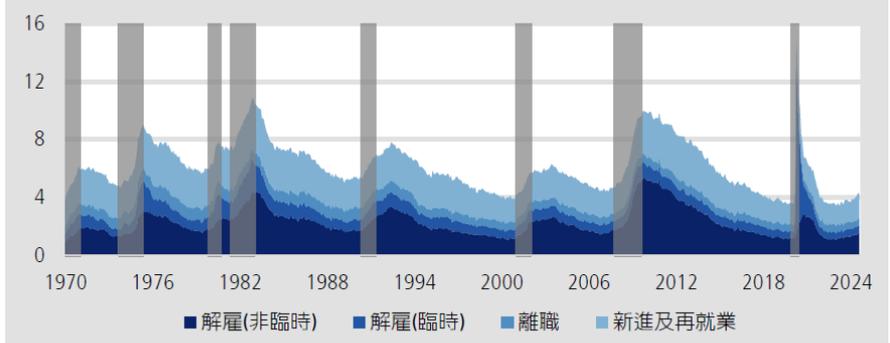
美國每月失業率來自低點起算變化，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：非臨時工的解僱部分所形成的失業率從第二季開始持續惡化，景氣下行擔憂提升

美國失業率來源，百分比

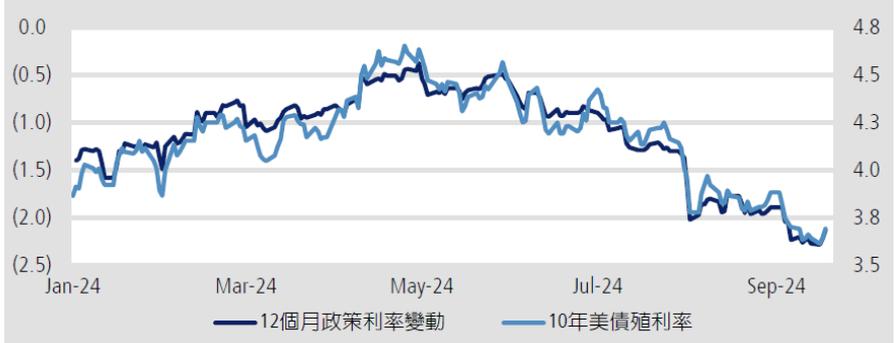


註：陰影區域為 NBER 定義之美國經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：目前市場預期未來 12 個月降息幅度約在 8-9 碼左右

12 個月政策利率變動，百分比(左軸)；10 年美債殖利率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7: 美國重要經濟數據彙總

| 指標 | 單位 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 | Apr-24 | May-24 | Jun-24 | Jul-24 | Aug-24 | |
|-----------------|--------------------|------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| GDP | GDP季增年率 | QoQ%, saar | | | | 4.9 | | | 3.4 | | | 1.4 | | | 3.0 | | | |
| | GDP年增率 | YoY % | (2.2) | 5.8 | 1.9 | 2.5 | 2.9 | | 3.1 | | | 2.9 | | | 3.1 | | | |
| 物價 | 消費者物價指數 | YoY % | 1.2 | 4.7 | 8.0 | 4.1 | 3.7 | 3.2 | 3.1 | 3.4 | 3.1 | 3.2 | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.0 | 2.9 | 2.5 |
| | 核心消費者物價指數 | YoY % | 1.7 | 3.6 | 6.2 | 4.8 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.6 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | 3.2 |
| | PCE物價指數 | YoY % | 1.1 | 4.2 | 6.5 | 3.7 | 3.4 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| | 核心PCE指數 | YoY % | 1.3 | 3.6 | 5.2 | 4.1 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| | 勞動參與率 | % | 61.5 | 62.0 | 62.3 | 62.5 | 62.8 | 62.7 | 62.8 | 62.5 | 62.5 | 62.7 | 62.7 | 62.5 | 62.6 | 62.6 | 62.7 | 62.7 |
| 勞動市場 | 失業率 | % | 8.1 | 5.4 | 3.6 | 3.6 | 3.8 | 3.8 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.3 | 4.2 | |
| | 非農業就業增加數 | 千 | (9,274) | 7,245 | 4,528 | 3,013 | 246 | 165 | 182 | 290 | 256 | 236 | 310 | 108 | 216 | 118 | 89 | 142 |
| | 勞動力就業淨變動 | 千 | (8,856) | 6,135 | 3,176 | 1,883 | 50 | (270) | 586 | (683) | (31) | (184) | 498 | 25 | (408) | 116 | 67 | 168 |
| | Challenger企業宣告裁員人數 | YoY % | 15.8 | (1.2) | (1.7) | 2.1 | 58 | 9 | (41) | (20) | (20) | 9 | 1 | (3) | (20) | 20 | 9 | 1 |
| | 職缺求供比 | 倍 | 1.07 | 1.56 | 1.75 | 1.58 | 1.59 | 1.49 | 1.60 | 1.54 | 1.54 | 1.52 | 1.49 | 1.41 | 1.46 | 1.51 | 1.39 | |
| 經濟活動&企業狀況 | 平均時薪 | YoY % | 5.4 | 5.0 | 4.9 | 4.3 | 4.5 | 4.3 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.1 | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 3.6 | 3.8 | |
| | 工業生產 | YoY % | (7.1) | 4.4 | 3.4 | 0.2 | (0.2) | (0.8) | (0.2) | 0.8 | (1.2) | (0.1) | (0.3) | (0.7) | 0.3 | 1.1 | (0.2) | |
| | 耐久財訂單 | YoY % | (4.6) | 18.4 | 8.2 | 4.4 | 5.9 | 0.7 | 10.0 | 3.4 | (0.9) | 4.5 | (2.2) | 1.2 | (1.4) | (11.3) | 2.9 | |
| | 核心資本財訂單 | YoY % | (8.3) | 12.8 | 6.5 | 1.7 | 0.5 | 0.8 | 1.4 | 0.8 | (0.2) | 3.2 | (0.9) | 2.8 | (0.5) | (2.2) | 2.1 | |
| | 整體存銷比 | 倍 | 1.44 | 1.28 | 1.34 | 1.37 | 1.35 | 1.37 | 1.36 | 1.37 | 1.38 | 1.37 | 1.37 | 1.37 | 1.38 | 1.38 | | |
| | 製造業存銷比 | 倍 | 1.62 | 1.49 | 1.47 | 1.48 | 1.46 | 1.49 | 1.48 | 1.48 | 1.49 | 1.47 | 1.47 | 1.46 | 1.47 | 1.46 | 1.45 | |
| | 零售業存銷比 | 倍 | 1.34 | 1.15 | 1.24 | 1.27 | 1.27 | 1.28 | 1.28 | 1.28 | 1.30 | 1.29 | 1.29 | 1.30 | 1.31 | 1.32 | | |
| | ISM製造業採購經理人指數 | 點 | 52.4 | 60.6 | 53.5 | 47.1 | 48.6 | 46.9 | 46.6 | 47.1 | 49.1 | 47.8 | 50.3 | 49.2 | 48.7 | 48.5 | 46.8 | 47.2 |
| | ISM非製造業採購經理人指數 | 點 | 54.3 | 62.4 | 56.1 | 52.8 | 53.4 | 51.9 | 52.5 | 50.5 | 53.4 | 52.6 | 51.4 | 49.4 | 53.8 | 48.8 | 51.4 | 51.5 |
| | ISM新訂單指數 | 點 | 53.9 | 64.3 | 51.6 | 46.0 | 48.6 | 46.2 | 47.8 | 47.0 | 52.5 | 49.2 | 51.4 | 49.1 | 45.4 | 49.3 | 47.4 | 44.6 |
| | Fed芝加哥分行全國經濟活動指數 | 點 | (0.46) | 0.40 | (0.02) | (0.13) | 0.00 | (0.63) | 0.21 | (0.13) | (0.87) | 0.35 | (0.18) | (0.32) | 0.23 | (0.09) | (0.34) | |
| | 美國經濟諮詢委員會領先指標 | YoY % | (4.7) | 7.1 | 0.4 | (7.7) | (8.1) | (8.1) | (7.6) | (7.1) | (7.1) | (6.5) | (5.6) | (5.5) | (5.3) | (4.9) | (5.2) | |
| | 銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴 | % | 37.6 | (15.1) | 11.8 | 43.9 | | 33.9 | | | 14.5 | | | 15.6 | | | 7.9 | |
| 銀行貸款調查：大型企業需求增強 | % | (15.5) | (1.2) | 12.4 | (42.3) | | (30.5) | | | (25.0) | | | (26.6) | | | 0.0 | | |
| 房市 | 建築許可 | 千, saar | 1,478 | 1,738 | 1,682 | 1,518 | 1,515 | 1,534 | 1,508 | 1,530 | 1,508 | 1,563 | 1,485 | 1,440 | 1,399 | 1,454 | 1,396 | |
| | 新屋開工 | 千, saar | 1,394 | 1,605 | 1,552 | 1,421 | 1,363 | 1,365 | 1,510 | 1,568 | 1,376 | 1,546 | 1,299 | 1,377 | 1,315 | 1,329 | 1,238 | |
| | 新屋銷售 | 千, saar | 831 | 770 | 637 | 666 | 694 | 673 | 611 | 654 | 664 | 643 | 683 | 736 | 666 | 668 | 739 | |
| | 成屋銷售 | 百萬, saar | 5.6 | 6.1 | 5.1 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 4.0 | 4.4 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 3.9 | 4.0 | |
| | 標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數 | YoY % | 10.4 | 18.6 | 4.9 | 6.4 | 4.1 | 5.1 | 5.6 | 6.4 | 6.8 | 7.5 | 7.5 | 7.2 | 6.8 | 6.4 | | |
| 消費 | 個人支出 | 年比%, sa | (2.5) | 8.4 | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.9 | 3.3 | 1.9 | 2.0 | 2.6 | 2.4 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | |
| | 零售銷售 | YoY % | 0.8 | 18.2 | 9.1 | 3.6 | 4.2 | 2.7 | 4.0 | 5.5 | 0.3 | 2.1 | 3.6 | 2.8 | 2.6 | 2.0 | 2.7 | |
| | 零售銷售扣除汽車 | YoY % | 1.5 | 17.3 | 10.6 | 3.4 | 3.7 | 2.6 | 3.6 | 4.6 | 0.9 | 2.0 | 3.7 | 3.2 | 2.9 | 3.3 | 3.1 | |
| | 國內汽車銷售 | 百萬, sa | 173.0 | 179.2 | 164.8 | 185.2 | 15.7 | 15.5 | 15.3 | 15.8 | 15.0 | 15.8 | 15.5 | 15.7 | 15.9 | 15.3 | 15.8 | 15.1 |
| | 美國經濟諮詢委員會消費者信心指數 | 點 | 101.0 | 112.7 | 104.5 | 105.4 | 104.3 | 99.1 | 101.0 | 108.0 | 110.9 | 104.8 | 103.1 | 97.5 | 101.3 | 97.8 | 101.9 | 103.3 |
| 密西根大學消費者信心指數 | 點 | 81.5 | 77.6 | 59.0 | 65.4 | 67.9 | 63.8 | 61.3 | 69.7 | 79.0 | 76.9 | 79.4 | 77.2 | 69.1 | 68.2 | 66.4 | 67.9 | |
| 財政 | 財政餘額 | 佔GDP% | (15.2) | (10.5) | (5.4) | (6.5) | (6.3) | (5.2) | (6.3) | (6.5) | (6.3) | (6.4) | (5.9) | (5.7) | (6.1) | (5.6) | (5.6) | (7.2) |
| 國際收支 | 經常帳 | 佔GDP% | (2.8) | (3.7) | (3.9) | (3.3) | (3.3) | | | (3.2) | | | (3.2) | | | | | |
| | 長期證券投資淨流入 | 十億美元 | 505 | 907 | 1,321 | 987 | 15.6 | (25.5) | 101.1 | 143.1 | 21.3 | 56.6 | 108.1 | 120.6 | (54.1) | 96.1 | | |
| 貨幣與金融 | 聯邦資金利率 | % | 0.25 | 0.25 | 4.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | |
| | 10年期公債殖利率 | % | 0.91 | 1.51 | 3.87 | 3.88 | 4.57 | 4.93 | 4.33 | 3.88 | 3.91 | 4.25 | 4.20 | 4.68 | 4.50 | 4.40 | 4.03 | 3.90 |
| | 美元指數 | 點 | 89.9 | 95.7 | 103.5 | 101.3 | 106.2 | 106.7 | 103.5 | 101.3 | 103.3 | 104.2 | 104.5 | 106.2 | 104.7 | 105.9 | 104.1 | 101.7 |

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8: 台灣重要經濟數據彙總

| 指標 | 單位 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 | Apr-24 | May-24 | Jun-24 | Jul-24 | Aug-24 | |
|-------|----------------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| GDP | GDP年增率 | YoY % | 3.4 | 6.6 | 2.6 | 1.3 | 2.2 | | 4.8 | | | 6.6 | | | 5.1 | | | |
| 物價 | 消費者物價指數 | YoY % | (0.2) | 2.0 | 3.0 | 2.5 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 1.8 | 3.1 | 2.2 | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 2.5 | 2.4 |
| | 核心消費者物價指數 | YoY % | 0.7 | 1.9 | 2.7 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 1.7 | 2.9 | 2.1 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.8 |
| 勞動市場 | 失業率 | % | 3.8 | 3.7 | 3.6 | 3.4 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | |
| 經濟活動 | 工業生產 | YoY % | 8.8 | 14.7 | (1.7) | (12.5) | (6.7) | (2.2) | (1.8) | (3.8) | 15.6 | (1.3) | 4.2 | 14.5 | 15.7 | 12.8 | 12.3 | |
| | Markit台灣製造業PMI | 點 | | | 47.7 | 46.3 | 46.4 | 47.6 | 48.3 | 47.1 | 48.8 | 48.6 | 49.3 | 50.2 | 50.9 | 53.2 | 52.9 | 51.5 |
| | 景氣對策燈號 | | | | | 黃藍 | 藍 | 黃藍 | 黃藍 | 綠 | 綠 | 綠 | 黃紅 | 黃紅 | 紅 | 黃紅 | | |
| | 景氣綜合判斷分數 | 點 | 24.3 | 39.0 | 24.2 | 14.4 | 17.0 | 16.0 | 20.0 | 22.0 | 27.0 | 29.0 | 31.0 | 35.0 | 36.0 | 38.0 | 35.0 | |
| | 景氣領先指標 | YoY % | (0.4) | 4.7 | (3.1) | (1.5) | (2.7) | (2.6) | (2.6) | (2.7) | (2.9) | (2.8) | (2.1) | (1.0) | 0.5 | 2.0 | 3.6 | |
| | 景氣同時指標 | YoY % | (1.0) | 8.2 | (1.3) | (7.7) | (6.2) | (4.1) | (2.1) | (0.1) | 1.7 | 3.3 | 4.9 | 6.1 | 7.1 | 7.7 | 8.1 | |
| 消費 | 零售銷售 | YoY % | 0.2 | 3.3 | 7.4 | 9.7 | 10.2 | 8.5 | 12.0 | 4.5 | 3.5 | 12.3 | 5.7 | 1.6 | 2.6 | 3.9 | 3.4 | |
| 外貿 | 出口 | 十億美元 | 345.2 | 446.6 | 479.7 | 432.6 | 38.8 | 38.1 | 37.5 | 39.9 | 37.2 | 31.4 | 41.8 | 37.5 | 37.4 | 39.9 | 39.9 | 43.6 |
| | 進口 | 十億美元 | 285.8 | 381.3 | 428.1 | 352.1 | 28.5 | 32.3 | 27.7 | 28.8 | 34.7 | 23.6 | 33.1 | 31.0 | 31.3 | 35.2 | 35.1 | 32.1 |
| | 貿易收支 | 十億美元 | 59.4 | 65.3 | 51.6 | 80.5 | 10.3 | 5.8 | 9.8 | 11.1 | 2.5 | 7.9 | 8.7 | 6.5 | 6.1 | 4.7 | 4.8 | 11.5 |
| | 出口成長率 | YoY % | 4.9 | 29.4 | 7.4 | (9.8) | 3.4 | (4.6) | 3.7 | 11.7 | 17.7 | 1.3 | 18.8 | 4.3 | 3.4 | 23.4 | 3.1 | 16.8 |
| | 進口成長率 | YoY % | 0.1 | 33.4 | 12.3 | (17.8) | (12.2) | (12.4) | (15.0) | (6.8) | 19.0 | (17.9) | 7.1 | 6.6 | 0.6 | 33.8 | 16.2 | 11.8 |
| | 外銷訂單 | 十億美元 | 533.7 | 674.1 | 666.8 | 561.0 | 51.4 | 52.9 | 50.6 | 43.8 | 48.4 | 37.7 | 47.2 | 47.1 | 48.9 | 45.6 | 50.0 | |
| | 外銷訂單成長率 | YoY % | 10.1 | 26.3 | (1.1) | (15.9) | (15.6) | (4.6) | 1.0 | (16.0) | 1.9 | (10.4) | 1.2 | 10.8 | 7.0 | 3.1 | 4.8 | |
| 貨幣與金融 | M1B貨幣供給 | YoY % | 16.2 | 12.8 | 4.1 | 3.1 | 2.8 | 3.3 | 3.0 | 3.1 | 3.6 | 4.5 | 5.4 | 4.9 | 5.0 | 5.2 | 5.2 | |
| | M2貨幣供給 | YoY % | 8.5 | 8.0 | 7.1 | 5.3 | 6.0 | 5.7 | 5.3 | 5.3 | 5.4 | 5.6 | 6.2 | 6.1 | 6.0 | 6.3 | 6.2 | |
| | 外匯存底 | 十億美元 | 529.9 | 548.4 | 554.9 | 570.6 | 564.0 | 561.1 | 567.5 | 570.6 | 569.5 | 569.4 | 568.1 | 567.0 | 572.8 | 573.3 | 571.7 | 579.1 |
| | 重貼現率 | % | 1.1 | 1.1 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| | 新台幣匯率 | USD/TWD | 28.3 | 27.7 | 30.7 | 30.7 | 32.3 | 32.4 | 31.3 | 30.7 | 31.3 | 31.6 | 32.0 | 32.6 | 32.4 | 32.4 | 32.8 | 32.0 |

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。