

美股投資策略

景氣是否發生衰退是這波股市下跌時間與空間的關鍵；在 Fed put 門檻頗高情況下，見到反彈應站在賣方而非買方

焦點內容

1. 美國消費信心已受創，未來就業若進一步下滑，對消費動能必然不利
2. 市場對 2025 年 S&P 500 獲利預估已自高點下修 4.1%，財測負向相對於正向的比率也提高到遠高於平均 1.75 水準的 2.5
3. 防禦股仍是我們當前建議的主軸，除了景氣下行考量外，其還兼具海外曝險低等關稅戰下相對利多的因子

重要訊息

3 月下旬至 4/2 對等關稅公布後，投資人極端的恐懼導致全面拋售（圖 1）；雖 4/9 因川普宣布暫緩 90 天實施而讓股市出現反彈，但此反彈短期的極限其實很快就達到。

評論及分析

美國消費信心已受創，未來就業若進一步下滑，對消費動能必然不利。美國對全世界的關稅戰讓不確定上升，企業不敢貿然作投資決策、人民消費信心也下降。以密大消費者信心來看，其固然因調查本身受物價影響的權重較高，因此通膨預期上升自然導致整個消費信心下降（圖 2）；而若我們以經濟諮商局版本信心指數來看，其也漸漸出現顯著下跌，反映後續因關稅戰造成的經濟衰退風險（圖 3），且該信心指數在這個情況下的重要性會超過密大版本。儘管近期減稅政策進入投資人的視野，但無論減稅或關稅上升，分別會從需求面和供給面推升物價，使實質可支配所得下降而對消費不利（圖 4）。

此外，我們更擔心的是後續勞動市場的發展。Fed 紐約分行調查指出，美國民眾預期未來一年失業率提高機率大為上升、且未來 3 個月若失業要重新找到工作也變得困難（圖 5）；而密大的調查也指向這樣的方向（以及個人財務的惡化，圖 6）。在此情況下，消費動能必然往不利的方向發展。事實上，這份對衰退的擔憂也可由金融市場觀察；因 S&P 500 組成較為平衡、與景氣相關性高，當股市出現 S&P 500 跌幅超過 Nasdaq 的情況時，很常意味著是因為市場對景氣的擔憂加劇，而非僅是特定題材的負面反應（圖 7）。

市場對 2025 年 S&P 500 獲利預估已自高點下修 4.1%，財測負向相對於正向的比率也提高到遠高於平均 1.75 水準的 2.5。基本面的下滑不僅出現在經濟數據（如對 GDP 成長率的預估）的下修，觀察近來 S&P 500 的獲利預估，其下修是顯著的；若由 2024/9 的相對高點來看，大約已下修 4.1%（圖 8）。另一方面，財報季已開跑，而我們觀察財測的統計中也發現，負向相對於正向的比率也明顯提高到接近 2.5 的水準，遠比平均約 1.75 的水準高上許多看出（圖 9）。

防禦股仍是我們當前建議的主軸，除了景氣下行考量外，其還兼具海外曝險低等關稅戰下相對利多的因子。據此，當前的投資操作從風格上來說，仍然是防禦優於循環、大型優於小型的趨勢（圖 10）。一般而言，在景氣下行過程中，循環股與小型股都是相對不利者；而目前的情勢還加上關稅/貿易戰的考量，往防禦股去靠攏就更合理了。

原因是，多數防禦股外需導向（海外營收曝險）較低（圖 11），較不受貿易戰下出口受到的影響，若考量其他國家可能報復這一點，那就更明顯了。也就是說，當景氣下行甚至走向衰退階段，往防禦、品質（主要是獲利成長&現金流的穩定性，以及低 beta 與負債比的特性）的風格去布局都是相對好的選擇（圖 12），其中公用事業、必需性消費與醫療尤佳（圖 13），惟醫療的部份後續面臨另外課關稅的疑慮，是需要再留意之處。

結論

整體而言，我們認為美股的風險並未因對等關稅 90 天的豁免期而消失；這波反彈走勢最多就是回到 3 月中下旬的點位（因彼時市場開始較認真反應對等關稅的市場風險）。我們對大盤仍偏保守的關鍵在於，一般而言，市場面臨可能非短期就結束的利空時，一般評價會先修正（因風險貼水上升）；特別是先前美股因生成式 AI 話題而享有高評價時，其實並非因為評價分母項的無風險利率（10 年債殖利率）降低，而是來自於熱切看好下對風險置之一旁的極低風險貼水。而評價先修正後，獲利基本面也會隨著利空真實反應而下修。最後，因應獲利成長放緩，評價會再下修一波（因長期成長預估會下滑），差不多才會結束（圖 14）。

特別需要留意的是，投資人在 2016 年的長期大多頭行情以來，似乎慢慢習慣股市急跌急漲（4Q18、1Q20 都是很好的例子，甚至 2022 年的空頭回升也不算太久），可能因此誤認這就是常態。然而，若股市的大跌或熊市伴隨著景氣衰退（經濟衰退基本上一定會發生股市空頭，但股市空頭未必伴隨衰退），則熊市需要比較久的時間來消化，後面自然不會「急漲」（圖 15）；也就是說，這次經濟是否出現衰退是影響這波股市後續走勢的關鍵。而當前我們確實因還有太多變數而無法肯定經濟之後「必然」會陷入衰退，但 Fed 官員們上週的各種表態，讓我們有理由相信因短時間來看通膨壓力上升、Fed 難以降息，Fed put 要出現的門檻並不低（圖 16）。在難以期待此利多的情況下，我們傾向股市目前只是反彈行情，操作仍以保守為佳；大盤反彈時站在賣方而非買方，是較合理的操作策略。

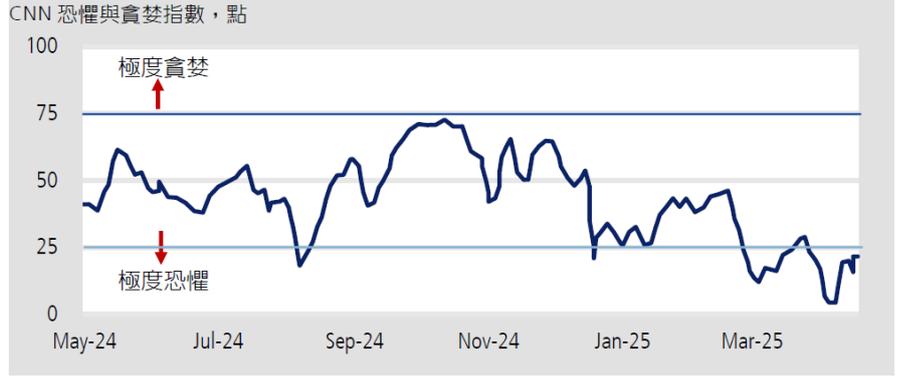
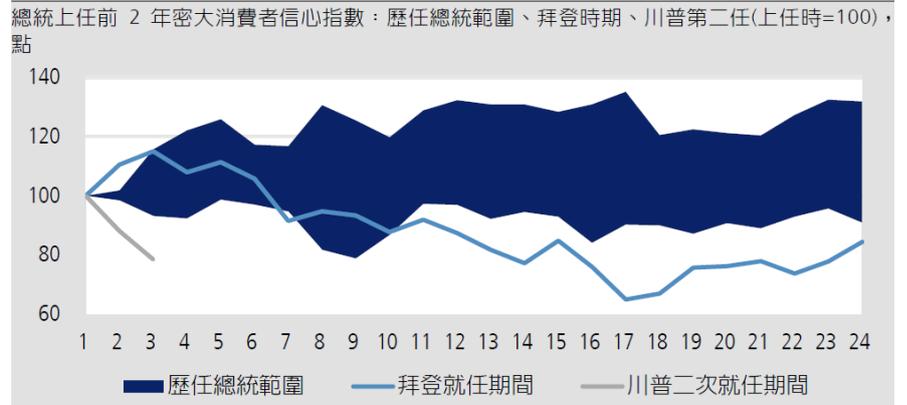
圖 1：極端的恐懼導致全面拋售情況

圖 2：近期關稅戰嚴重傷害消費信心

圖 3：觀察經濟諮商局消費者信心指數的重要性會提升，預計趨勢上最後往密大消費者信心靠近


圖 4：實質可支配所得恐因關稅上升而下降(就算減稅成功)，不利於消費

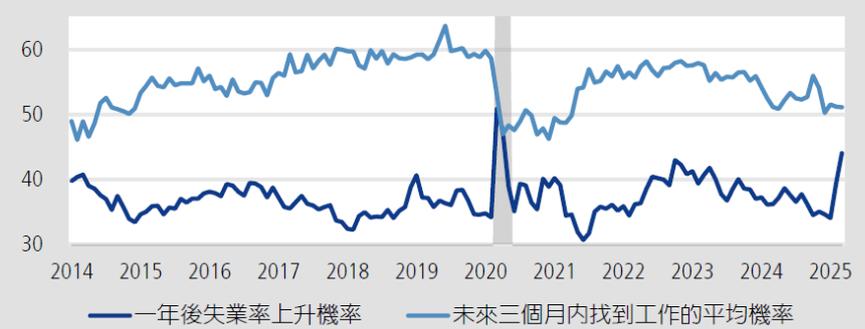
實質可支配所得、實質零售成長率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5：Fed 紐約分行預期失業率提高，且也不容易找到工作

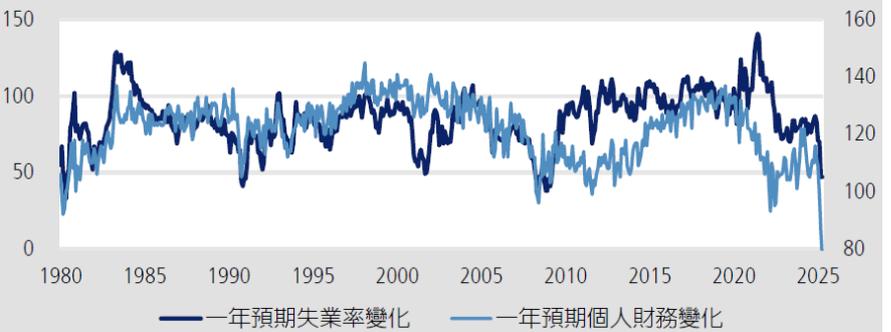
一年後失業率上升的機率、在未來三個月內找到工作的平均機率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6：密大調查也指向類似的結論，而這皆不利於消費

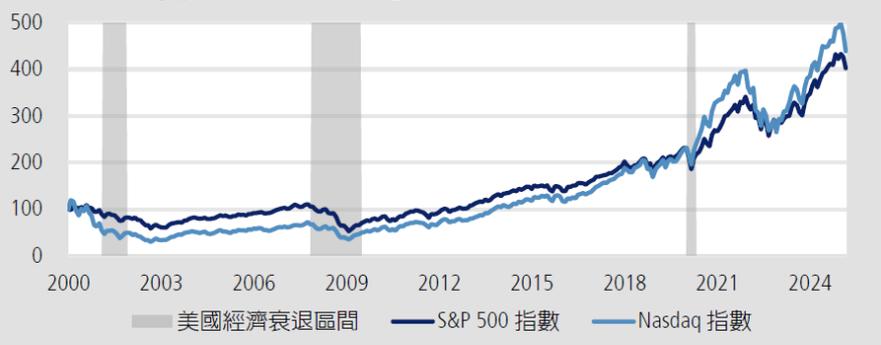
1 年預期失業率變化，點(左軸)；1 年預期個人財務變化，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 7：衰退的擔憂常可由大盤指數出現 S&P 500 跌幅超過 Nasdaq 來驗證

S&P 500、Nasdaq 指數(2000/1/1=100)，點

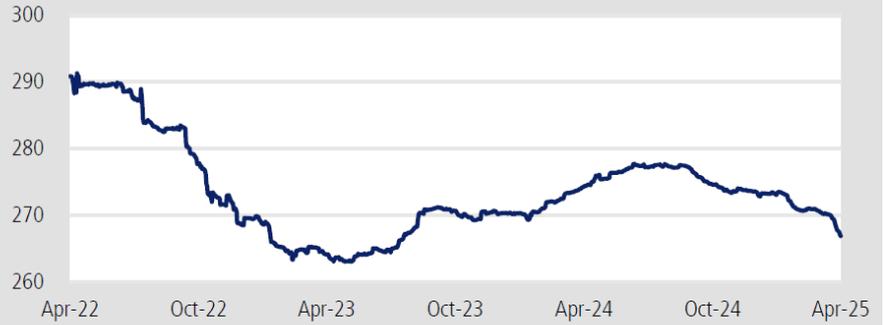


註：陰影區域表 NBER 定義之美國經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 8：S&P 500 2025 EPS 預估自 2024/9 已下修 4.1%

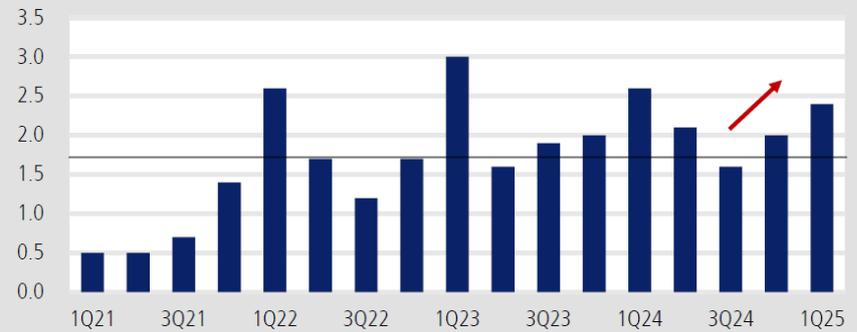
預估 2025 年 S&P 500 EPS，元



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 9：財測展望負向的比率也顯著上升

獲利展望負向/正向比率，倍



資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 10：在當前的情況下防禦股和大型股相對較佳

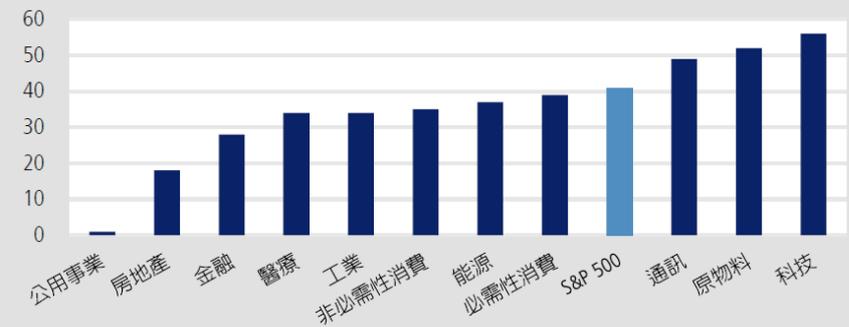
美股循環 vs 防禦，比值(左軸)；小型 vs 大型，比值(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 11：多數防禦股剛好是海外營收曝險低，較不受出口影響者

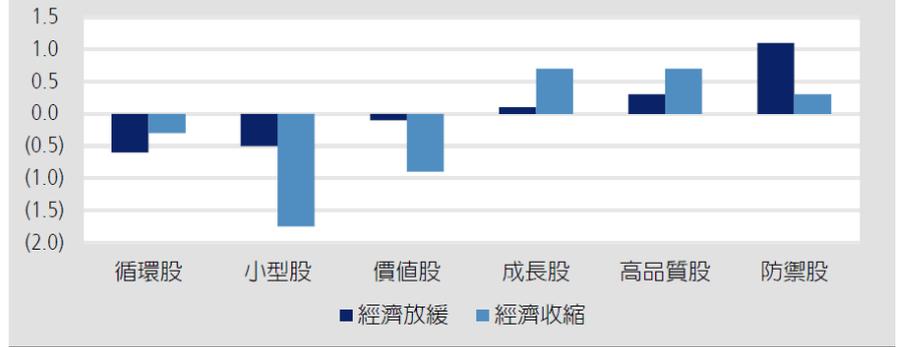
S&P 500 各類股海外營收比重，百分比



資料來源：Factset；凱基整理

圖 12：當前防禦與品質還是操作上建議的取向

景氣下行與衰退階段各種風格投資的 3 個月中位數報酬(相對於大盤)，百分比

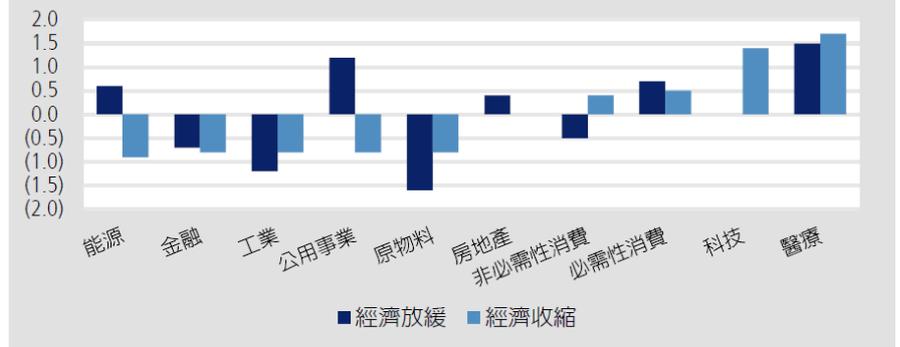


註：樣本點為 1970-2022 期間

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 13：進入景氣下行甚至是衰退階段，公用事業、必需性消費與醫療是較佳類股

景氣下行與衰退階段各類股的 3 個月中位數報酬(相對於大盤)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 14：股市大跌且時間不短的情況，一般會經歷評價下修、獲利下修、最後評價還要再修一波的階段

S&P 500 預估本益比，倍(左軸)；預估每股盈餘，元(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 15：美股 4Q18 以來建立起的急跌急漲走勢這次可能不復見，關鍵在於經濟衰退的出現與否

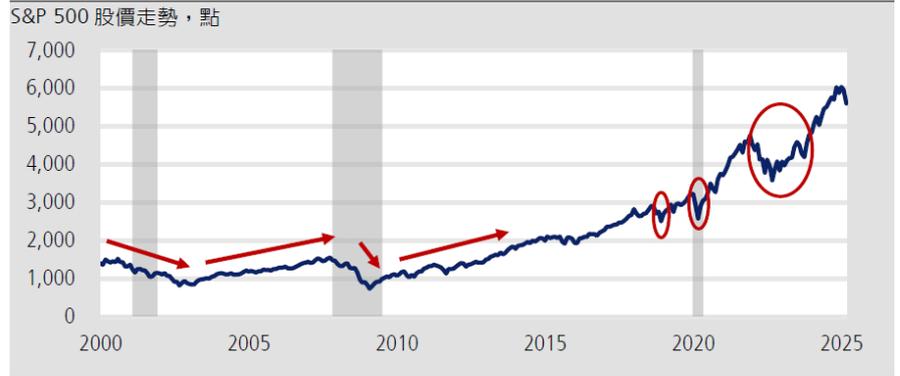


圖 16：Fed put 沒那麼容易出現，降息的關鍵門檻在景氣撐不住、金融體系出問題

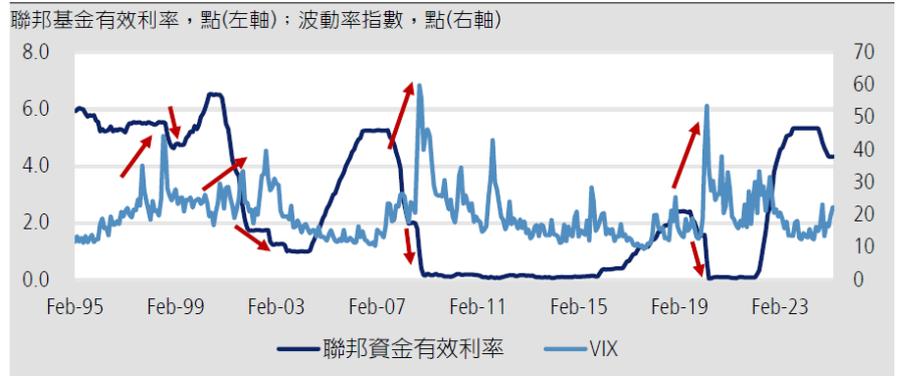


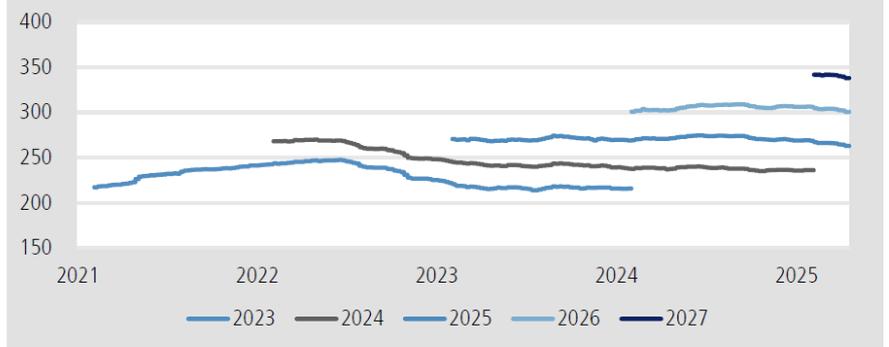
圖 17：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
4/30-5/1	世銀與IMF春季會議	更新經濟預估，將會對關稅戰對經濟的影響更深入納入評估
5/6-7	FOMC會議	聯邦資金利率預計保持不動
6/5	ECB會議	若4月會議未降息，則本次幾乎肯定會降息，與美國利差進一步擴大
6/15-17	51屆G7峰會	主題為“建設經濟、對抗氣候變遷與管理新科技”
6/16-17	BOJ會議	預計降息一碼
6/17-18	FOMC會議	市場預計降息一碼，但關稅戰剛滿一季，屆時影響如何尚有不確定性

資料來源：凱基整理

圖 18：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

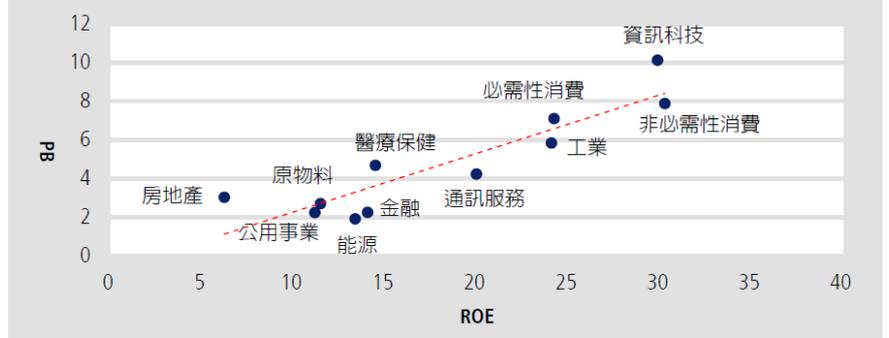
圖 19：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2024	2025	2026
S&P 500	17.1	8.1	8.2	10.5	9.1	15.8	12.1	9.2	14.3
非必需性消費	28.5	2.2	1.2	4.7	3.5	19.1	20.2	3.8	15.9
必需性消費	1.5	(7.5)	1.4	3.2	5.9	9.5	4.0	1.0	8.1
能源	(29.3)	(18.0)	(15.9)	(0.7)	8.2	20.1	(20.1)	(5.9)	21.0
金融	35.1	5.8	2.5	8.7	3.5	12.7	18.9	4.6	13.0
醫療保健	14.3	37.9	10.0	12.9	16.7	13.1	5.2	18.3	10.4
工業	8.0	3.4	5.5	23.3	4.2	19.0	2.4	9.2	16.7
原物料	2.0	(8.2)	2.8	23.9	19.5	32.4	(6.3)	5.3	17.2
房地產	15.3	(3.3)	2.1	19.6	1.0	9.4	3.2	4.9	8.9
資訊科技	19.8	15.4	18.0	17.2	15.5	20.1	21.5	16.7	17.5
通訊服務	31.5	5.8	30.0	3.3	5.8	14.0	26.2	10.5	14.2
公用事業	12.5	7.6	2.8	(1.7)	8.6	6.7	16.5	5.1	8.1

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 20：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	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar						3.0			3.1			2.4				
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8		3.0			2.7			2.5				
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.7	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.9	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	2.8	2.8
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.6	62.6	62.7	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	118	193	87	88	71	240	44	261	323	111	117	228
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	70	(331)	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(3)	(20)	20	9	1	53	51	27	11	(40)	103	205
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.36	1.42	1.46	1.38	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.40	
平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.0	4.1	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	4.0	3.8	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.8)	0.0	0.9	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.5	1.8	1.5	1.3
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.2	4.4	(1.6)	1.2	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.9)	5.4	(6.5)	(3.7)	4.3	0.5	
	核心資本財訂單	YoY %	12.8	6.5	1.7	0.6	2.8	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.5	1.8	(0.4)	2.9	2.2	(1.0)	
	整體存銷比	倍	1.29	1.34	1.37	1.37	1.36	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.35	1.36	1.35	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.47	1.48	1.47	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.46	1.47	1.46	1.46	1.45	
	零售業存銷比	倍	1.15	1.24	1.27	1.31	1.30	1.31	1.33	1.32	1.33	1.33	1.32	1.32	1.30	1.31	1.31	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.8	48.5	48.3	47.0	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	49.6	53.5	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	(0.39)	0.15	(0.17)	(0.30)	(0.05)	(0.21)	(0.47)	(0.06)	0.34	(0.08)	0.18	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(5.4)	(5.0)	(4.5)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.1)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5	15.6				7.9		0.0			6.2		
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)	(26.6)				0.0		(21.3)			9.4			
房市	建築許可	千, saar	1,738	1,682	1,518	1,462	1,440	1,399	1,454	1,406	1,470	1,425	1,419	1,493	1,482	1,473	1,459	1,482
	新屋開工	千, saar	1,605	1,552	1,421	1,368	1,377	1,315	1,329	1,262	1,379	1,355	1,344	1,305	1,526	1,361	1,494	1,324
	新屋銷售	千, saar	770	637	666	684	736	672	672	707	691	726	623	676	713	664	676	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	7.2	6.8	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4	4.6	4.7		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.4	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1	2.8	2.7	
	零售銷售	YoY %	18.2	9.1	3.5	2.6	2.8	2.6	2.0	2.9	2.0	2.0	3.0	4.0	4.4	4.2	3.5	4.6
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.3	10.6	3.4	2.7	3.2	2.9	3.3	3.2	2.3	2.4	2.7	3.2	3.4	3.7	3.8	3.6
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.7	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	112.7	104.5	105.4	104.5	97.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	92.9
密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0	
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(5.6)	(6.0)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.9)	(3.3)	(3.9)			(3.3)			(3.6)			(3.8)			
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	42.8	(4.1)	24.1	104.1	96.1	211.1	121.2	52.8	48.2	(42.2)	112.0	
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	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.68	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.21
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	106.2	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2

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	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.6			4.9		4.2			2.9				
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.7	1.6	2.3	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.6
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	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	15.2	16.0	13.3	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	17.9	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.3)	(1.7)	1.9	1.7	2.8	3.8	4.5	4.8	5.0	5.0	4.9	5.0	5.2	5.5	
	景氣同時指標	YoY %	8.4	(1.5)	(8.8)	6.7	7.6	8.7	9.2	9.4	9.3	9.2	9.2	9.4	9.6	9.8	9.9	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	4.2	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.5	18.6
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	7.1	0.5	33.9	15.8	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.8	28.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	2.0	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	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8	33.2

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。