美國總體經濟
7 月 FOMC 觀點

Fed 對於高通膨之耐心正在降低

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，但三位地方聯準銀行總裁投下反對票主張升息，加上近月其他中央官員的發言，顯示 Fed 對於通膨持續高於目標區間的耐心正在下降。
2. 會後主席 Warsh 強調將捍衛物價穩定，並指出儘管近期通膨雖有放緩但仍不足，且若通膨維持高位，升息會是解決手段之一。此外，主席 Warsh 正向看待市場在缺乏前瞻指引(Forward Guidance)下之效率性，認為市場定價是貨幣政策良好參考指標。
3. 考量 FOMC 中原先較中性的幾位中央官員近期發言顯示立場正在轉變，未來再加上幾位立場偏鷹且具投票權之地方行長參與決策下，預期升息將逐步在 FOMC 會議中取得共識；凱基預期 Fed 下半年將升息一碼，升息初期將可能不利股市等風險性資產表現，並帶給短天期美債殖利率上行風險，建議投資人保守操作。
4. 主席 Warsh 會後表示相信五大工作小組未來將提供獨立客觀之研究；其中，凱基建議可以先關注「溝通」和「資產負債表」小組之結果。預期未來 Fed 雖會調整經濟預測方式但仍會和市場保持一定程度之溝通；資產負債表政策上有鑑於銀行監管改革將耗時數年，且實際縮表規模可能僅二至三成，再加上優先縮減 MBS 而非美債，故預期對美債影響溫和，但仍宜留意縮表帶來之流動性緊縮效果。

重要訊息

美國 7 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率於 3.50-3.75%不變，符合市場預期，然而出現三位地方聯準銀行總裁投下反對票主張升息，加上近月其他中央官員的發言，顯示 Fed 對於通膨持續高於目標區間的耐心正在降低。

評論及分析

1. 本月 FOMC 會議符合市場預期維持聯邦基金利率於 3.50-3.75%不變，但是克里夫蘭聯準銀行總裁 Hammack、明尼亞波利斯聯準銀行總裁 Kashkari 和達拉斯聯準銀行總裁 Logan 皆投下反對票，主張應升息一碼；本次會後聲明並無任何更動。

2. Fed 主席 Warsh 會後記者會上再次捍衛維護物價穩定之決心，指出軟性通膨目標(Soft Inflation Target) 並不存在，意即 Fed 不會容忍通膨超出目標 2%；此外，Warsh 認為目前對降低通膨有一些初步成果，但仍不足，未來若通膨維持高位，升息會是解決手段之一。

3. 主席 Warsh 亦提到目前美國經濟成長和就業市場均保持韌性；其中，人工智慧(AI)正透過投資挹注美國經濟，過去四季 AI 相關成長速度超過兩成，而 AI 帶來之影響正在 FOMC 中被廣泛討論，相信未來將逐步取得共識。

4. Fed 主席 Warsh 正向看待停止前瞻指引(Forward Guidance)後，市場的反應和效率性，認為正在從金融市場取得了真實、未有偏見(Unfiltered)的訊號，市場定價是貨幣政策的良好參考指標；危機時期提供前瞻指引或許合適，但在平和時期提供政策制定就易受制約。

5. 根據會後主席 Warsh 之描述，繼上次 FOMC 會議以來成立之五大工作小組(Task Forces)均已投入任務中，並預期未來幾週將產生初步結果，Warsh 相信 15 位背景多元的行業專家將提供獨立客觀的研究結果，最後 Fed 將可能根據五大工作小組之建議做出政策調整。

市場反應與投資建議

由於本次 FOMC 會議前夕市場已反映未來一年 Fed 將升息兩碼之預期(圖 1)，加上本次整體會議論調未如市場原先擔憂之鷹派、也未出現意外升息之情形，故 FOMC 會議當下股市等風險性資產價格反彈，美債殖利率和美元指數下降，貴金屬價格則有所上升；然而，後續隨著美伊情勢惡化，使得股市等風險性資產價格重挫、中長天期美債殖利率上升。

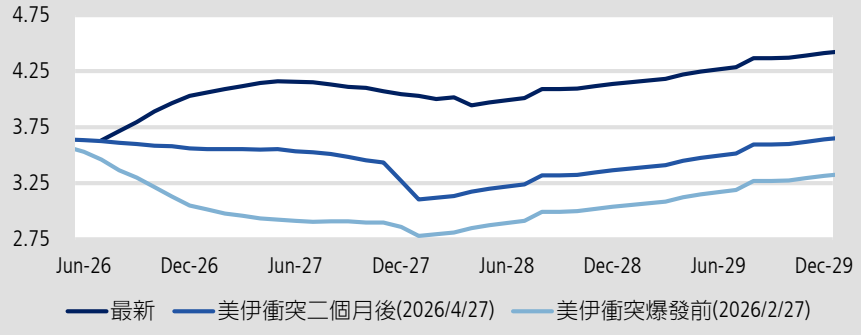
展望後續，凱基預期 Fed 下半年將升息一碼。儘管目前通膨仍侷限於能源和相關商品上，不溫不熱的勞動市場也將限制未來薪資成長加速之風險(圖 2)，尚不至於演變成物價-薪資螺旋(Wage-Price Spiral)，以央行面對供給面衝擊之典型方法而論，應維持利率不變靜待能源衝擊結束；然而，美國核心物價相當僵固、服務價格甚至出現反彈(圖 3)，且通膨已五年未回到政策目標，多年高物價已增添通膨預期走升之風險。此外，近月 Fed 理事 Waller、紐約聯準銀行總裁 Williams 和副主席 Jefferson 等皆發表若通膨未獲控制將可能支持調整貨幣政策之相關言論，顯示原先較中性的中央官員立場正在轉變，Fed 對於高通膨之耐心正降低，未來再加上幾位本就偏鷹且具投票權的地方行長參與決策下，升息將逐步在 FOMC 會議中取得共識。考量 Fed 已不再提供政策前瞻指引(Forward Guidance)，可透過貨幣政策利率模型推估利率決策方向，若以當前核心物價、失業率和實質中性利率來看，Balanced Approach 模型推估 Fed 最適政策應升息數碼以上(圖 4)，和目前利率水平偏離已多，顯示升息決策越來越具合理性；倘若後續 Fed 果真開啓升息循環，預期初期將不利股市等風險性資產表現，並可能帶給短天期美債殖利率上行風險，建議投資人保守操作。

儘管 Fed 主席 Warsh 本次會議對於五大工作小組未公布更多細節，但預期中長期而言工作小組可能會為 Fed 政策帶來改革，其中建議可先關注「溝通」和「資產負債表」兩小組之結果(表 1)。首先，就「溝通」小組而言，儘管主席 Warsh 呼籲 Fed 應避免和市場過多非必要溝通，但考量溝通小組組長前英國央行(BOE)行長 Mervyn King 和前巴西央行行長(BCB)Arminio Fraga 皆支持央行政策透明，預期 Fed 仍會和市場保持一定程度之溝通，且在前 BOE 行長領軍下 Fed 可能參考 BOE 貨幣政策報告改為提供經濟預估情境，以及不同情境下之政策利率區間，而非單情境預測；溝通方式調整過程中或許增添市場波動，然後期市場將逐步適應。

另外，就「資產負債表」小組而論，預期 Fed 未來將啓動縮表，最快於明年開始；考量充足準備金體制(Ample Reserve Regime)具備經濟效率性且亦為 FOMC 內部共識，預期 Fed 將在維持充足準備金體制的前提下透過降低銀行監管進行縮表。根據 Fed 今年發布之《聯準會資產負債表縮減使用指南》，在維持充足準備金體制下若透過銀行監管改革，最多可縮減約 1.8 兆美元資產，約為目前 Fed 總資產四分之一，但有鑑於改革方式中不少可能受其他 FOMC 成員反對或具備爭議性，真實縮表規模可能更低；此外，根據 Fed 於 2022 年發布之《縮減聯準會資產負債表原則》，長期而言 FOMC 打算在公開市場帳戶(SOMA)中主要持有公債，從而盡量減少對經濟各部門信用配置之影響，顯示縮表將從 MBS 和其他機構債開始。綜上所述，考量銀行監管改革將耗時數年，且實際縮表規模可能也僅二至三成，再加上 Fed 將優先縮減 MBS 而非美債，故預期縮表對於美債市場實際影響性溫和，但仍宜留意縮表政策對金融市場所帶來之流動性緊縮效果。

圖 1：金融市場預期 Fed 未來一年升息兩碼

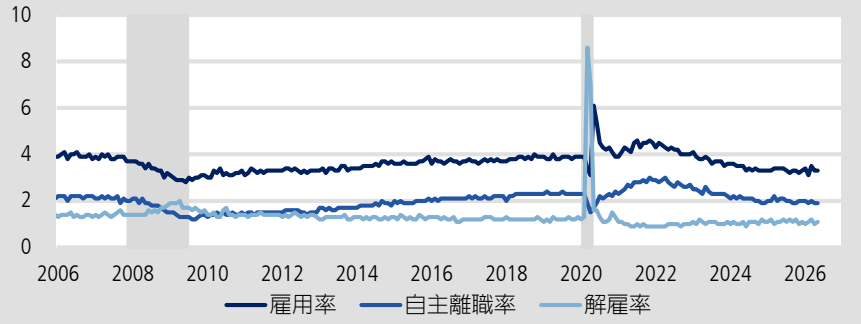
聯邦基金利率期貨隱含利率預期，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：勞動市場大致處在「低招聘、低裁員、低離職」之不溫不熱狀態

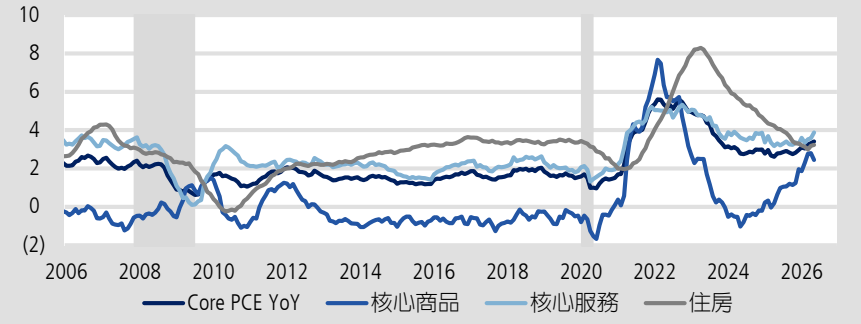
美國雇用、自主離職和解雇率，百分比



註：灰色區塊為經濟衰退時期。
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

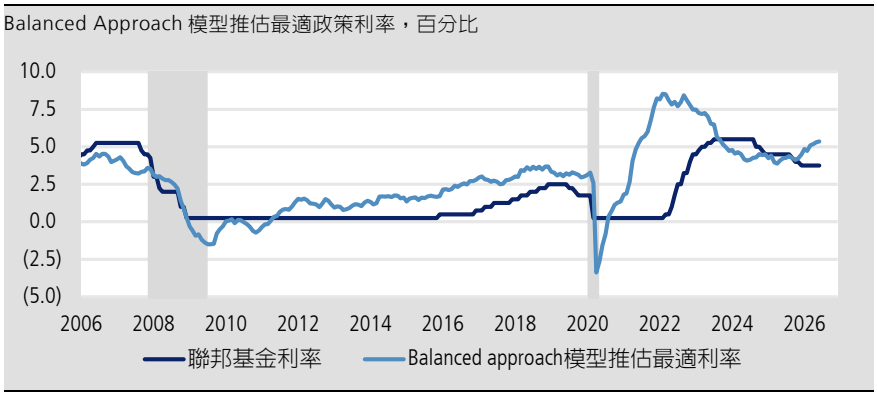
圖 3：美國核心物價表現相當僵固、服務通膨甚至出現反彈跡象

美國核心 PCE、商品、服務和住房等分項價格指數年增率，百分比



註：灰色區塊為經濟衰退時期。
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：沒有前瞻指引後，貨幣政策利率模型可提供參考方向；而目前模型建議升息



註 1：灰色區塊為經濟衰退時期；註 2：貨幣政策利率模型參數主要包含實質中性利率、通膨缺口和就業缺口等。
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：Fed 五大工作小組中，建議優先關注「溝通」和「資產負債表」小組之改革

聯準會五大工作小組成立目標、預估之研究結論、和對市場影響及重要性

工作小組	成立目標	可能結論 & 對市場影響	重要/影響性
溝通 (Communications)	研究如何**改善政策溝通方式**，可能包含經濟預測(SEP)相關調整	修改點陣圖和SEP預測方式 (e.g., 改為分情境討論)，但**仍會和市場保持一定程度之溝通**；變革**過程恐增加市場波動，後期市場逐步適應**	**初期影響較高**
資產負債表 (Balance Sheet Policy)	衡量現有「充足準備金制度」之平衡和風險，可能包含**研究縮表方法**	**實際縮表規模可能僅二至三成**，預期**最快明年起執**行且過程恐**長達數年**，再加上將**優先縮減MBS**，因此預期**對美債市場影響溫和**	**高但影響漸進**
數據來源 (Data Source)	衡量新數據來源、改善資料蒐集方式，以獲取**更精確、及時、具價值之資訊**	Fed參考資料將更多元廣泛，統計方式更科技且新穎；但**預期最終決策仍會仰賴官方經濟數據**，故**影響將有限**	**較有限**
生產力和就業 (Productivity & Jobs)	探討**AI**等新科技**對經濟和貨幣政策之影響**	AI帶動投資需求，但同時讓財富集中儲蓄率較高的高所得者，故**對中性利率影響非單一方向**；生產力提升雖有助通膨走降，但在失業率和自然失業率皆上升下，**對利率決策影響非單方向**	**長期結構影響**
通膨框架 (Inflation Framework)	**檢視通膨基本框架**，並衡量在充滿變化的經濟中實現物價穩定的不同方法	雙重使命(Dual Mandate)中**通膨重要程度上升**；**若推行結尾平均PCE**，由於其**在通膨轉折時容易落後**，恐**難在FOMC中獲得採納**	**長期結構影響**

資料來源：Bloomberg；凱基整理和預估

圖 6：美國重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar							4.4			0.5			2.1			
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8			2.3			2.0			2.7			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.7	2.9	3.0		2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.1	3.1	3.0		2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.4	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.2	62.3	62.5		62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.8	61.5
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.3	4.3	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	64	(70)	76	(140)	41	(17)	160	(156)	214	148	129	57
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	(187)	230	286			232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	(507)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	140	13	(26)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3	(5)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.36	1.34	1.37	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.45	1.47	
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	4.0	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.4	3.5
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	1.9	1.2	1.9	1.8	1.8	1.2	1.0	0.8	0.6	1.3	1.6	1.1
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	3.6	5.1	9.7	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	(4.4)	8.9
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	4.4	2.5	5.3	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	11.1	10.1	14.3
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.37	1.37	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.32	1.30	1.28	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.56	1.56	1.56	1.56	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.49	1.47	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.29	1.28	1.28	1.29	1.28	1.28	1.28	1.27	1.26	1.26	1.25	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.4	48.9	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0	53.3
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	50.5	51.9	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5	54.0
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	47.5	51.1	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.05)	(0.12)	(0.19)	0.02	(0.36)	(0.32)	(0.50)	(0.31)	(0.06)	(0.07)	0.22	(0.17)	0.05	(0.19)	(0.02)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.3	0.7	(7.6)	(4.7)	(3.4)	(3.5)	(3.2)	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(1.6)	(1.5)	(1.4)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5	9.5			6.5			5.3			8.1		
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)	(28.6)			11.5			16.1			4.8		
房市	建築許可	千, saar	1,734	1,685	1,516	1,474	1,400	1,347	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,432	1,291	1,319	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,414	1,199	1,427
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	648	698	714	652	757	723	576	630	659	646	618	628
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	1.8	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	0.9	1.2	1.6	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	2.6	2.8	2.4	2.5	2.2	1.6	2.0	2.4	1.9	1.7	2.1	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.1	5.0	4.1	3.2	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	5.1	7.3	6.7
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	4.0	4.8	3.8	3.7	4.1	3.3	4.0	4.2	5.7	6.6	7.9	6.9
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	16.4	16.1	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1	16.5
	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	98.7	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.4)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)	(5.4)	(5.3)	(5.2)	(5.9)	(5.3)	(5.3)	(5.7)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)			(4.1)			(3.8)			(3.0)			
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	37.3	132.4	176.7	30.6	203.5	100.4	12.8	56.2	80.2	104.8	232.7	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.37	4.23	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44	4.47
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	100.0	97.8	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9	101.2

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：台灣重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3			8.4			13.0			14.6			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.5	1.6	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7	2.2	2.6
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1	2.5
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	20.1	15.2	18.2	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.9	11.9	23.0
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	46.2	47.4	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1	55.2
	景氣對策燈號						綠	綠	黃紅	黃紅	黃紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	29.0	31.0	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	40.0	39.0	41.0
	景氣領先指標	YoY %	4.0	(2.4)	(1.6)	1.7	9.4	10.4	12.7	13.1	14.4	15.4	16.1	15.9	17.4	19.9	22.2	22.3
	景氣同時指標	YoY %	8.8	(1.3)	(9.5)	2.7	16.7	17.0	17.6	18.5	19.4	20.3	21.2	21.9	22.4	23.0	23.9	25.2
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	(3.6)	0.4	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	5.3	8.0
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	56.7	58.4	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5	74.8
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	42.3	41.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.8	37.0	58.9	53.3	60.6	62.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	14.4	16.8	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9	12.2
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	42.0	33.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7	40.3
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	20.4	29.5	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2	54.9	51.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	60.5	60.1	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	89.5	95
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	20.8	19.5	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	47.2	59.4
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	2.9	4.5	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	9.6	9.4
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	3.4	4.8	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	7.8	8.1
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	597.9	597.4	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1	597.2
	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	29.9	30.6	30.5	30.7	31.4	31.4	31.5	31.2	32.0	31.7	31.4	31.8

資料來源：Bloomberg；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股（OP）	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。