

2025 年 8 月 21 日 星期四

【宏观经济评论】**第一上海——美股宏观策略周报**

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

从 7 月底至 8 月下旬，美股在传统上进入 8 月后往往波动较大。这背后存在几方面原因：其一，众多机构经理及投资经理进入休假状态，市场交易更多由散户主导，流动性不够，容易引发较大波动；其二，8 月美联储一般会在杰克逊霍尔召开会议，美联储主席在会上的发言往往会引发市场紧张情绪，进而加剧波动。

此外，今年美股整体涨幅显著，尤其是 AI 科技相关的热门板块涨势迅猛，同时像 Palantir 等 Meme 股也存在获利回吐的需求，这使得过去几天市场波动进一步加大。基于此，不少投资者对下半年市场走势存在疑问。我们在此进行简要分析。

政治事件

值得关注的重大事件是，川普在阿拉斯加与普京会面，就结束俄乌冲突展开讨论，这一事件具有潜在的重大利好。若乌克兰及欧盟方面能够同意，双方达成相关协议，那么对俄罗斯的制裁有望解除；俄罗斯的原油、天然气将得以敞开出口，这会对油价形成制衡，不仅有利于欧洲重工业、化工行业等的复苏，还能对全球通胀起到抑制作用。同时，战后乌克兰的重建也将拉动欧洲相关公司的业绩增长。因此，未来几个星期，欧洲股票值得重点关注。

从地缘政治角度来看，若美国此次能与俄罗斯建立起较为良好的伙伴关系，实际上可能会对俄罗斯的其他传统盟友形成不利的外部环境。客观而言，有望促使这些国家更快地与世界接轨。

普京与川普在部分政治理念上确实体现出一定的相近性，尤其在保守主义价值观层面。尽管二者分别根植于东正教传统与新教文化，但其价值体系的底层逻辑均与旧约圣经中的传统伦理存在深刻关联。二者联手，对欧洲的左派形成更大的压力。

从国际格局视角看，川普推动国内政策议程及对欧盟施加战略压力的举措，客观上与俄罗斯的地缘政治利益存在契合点。这种外部环境的变化为川普政府塑造美国内政走向创造了有利条件：若政策成效显著，可能强化共和党在未来数十年的政治影响力，进而推动以基督教传统价值观为核心的社会议程，重塑美国国内基督教等传统价值观的回归，同时也有利于制衡欧盟“伊斯兰化”现象。

此外，俄罗斯作为持续的外部威胁存在，客观上强化了欧盟对美国安全保护的依赖。这种安全焦虑迫使欧盟成员国在国防预算上被动扩容，并增加对美国军工产品的采购，利好美国军工企业。

如果战争止步，关于乌克兰重建的相关投资标的，可关注乌克兰最大的电信公司 Kyivstar，代码 KYIV；若将投资视野扩展至邻国市场，可关注布局波兰市场相关的主权 ETF，代码 EPOL。

关税风云

过去一个月，美国与欧盟达成贸易协定。这一原本被普遍视为谈判难度极高的议题，最终以欧盟的实质性让步尘埃落定。根据协定条款，欧盟不仅接受了 15% 的基线关税标准，还承诺从美国采购 7500 亿美元的能源产品，并计划在美国追加 6000 亿美元投资。这一系列安排对美国而言无疑是重大利好。

从欧盟视角看，此次妥协并非全然被动。作为能源进口大户，欧盟本就有稳定的能源采购需求，转向美国采购意味着减少对俄罗斯、印度等供应渠道的依赖。

这场贸易协定的深层影响更延伸至俄乌局势。此举将显著提升川普调停俄乌战争的潜在胜算，核心逻辑在于精准打击了俄罗斯维系战争的关键——资金来源。过去三年多来，俄罗斯长期通过印度渠道进行能源转口贸易，经印度企业“改头换面”后将能源间接销往欧盟，以此规避国际制裁并获取战争资金。

针对这一关键链条，美国采取了强硬反制措施：宣布对印度加征 25% 关税，实际执行税率或已达 50%，并明确警告将对所有从俄罗斯购买能源的国家实施二次制裁，届时关税可能提高至 100% 以上。无论是拜登政府还是欧盟领导人，此前均未采取如此坚决的行动，客观上形成了对俄罗斯战争资金链的间接纵容。此类“不计情面”的强硬策略，凸显了川普式的务实风格。这一系列操作通过切断俄罗斯的能源出口资金通道，直击其战争维系的“七寸”。

在政策实践中，优秀的当权者与成功的投资管理者有相似之处，即都需要具备顶住压力的韧性。川普推行的诸多举措始终伴随着广泛争议与批评，但他并未因此退缩。若换作其他领导者，恐怕早已在舆论压力下动摇，而他却坚持推进了一系列看似大胆的政策，且这些政策在实践中展现出了一定成效。

近期关税领域的动态显示，川普计划对进口半导体加征高达 50% 的关税，不过对美国境内有投资的企业予以豁免，这一政策消息公布后，台积电和苹果有所上涨。与此同时，美国已对超过 400 种钢铁和铝的衍生品即时加征 50% 的关税，涵盖风力涡轮机、移动起重机、推土机等重型设备，以及铁路车辆、家具、压缩机、泵类产品等多个品类。

长期以来，在全球化低关税环境的影响下，人们往往默认低关税是一种天然合理的常态。但回顾美国数百年的历史可以发现，高关税在相当长的时期内是其政策常态。一百多年前，美国的平均关税水平曾高达 50%。在当时国家实力尚显薄弱的背景下，这样的高关税政策有效保护了处于起步阶段的本土制造业，为美国制造业的长期稳定发展提供了重要保障。

二战后，美国制造业曾凭借绝对优势独步全球，因此关税水平随之降低。然而世事变迁，历经数十年发展，如今美国国内制造业已相对衰败，产业现状竟与一百多年前本土制造业尚处稚嫩阶段的情形颇为相似。在此背景下，通过提高关税保护本土产业成为现实需求。但这样的决策必然面临广泛争议与舆论压力，这既需要以实事求是的态度正视美国制造业的困境，更需要冒天下之大不韪的勇气以推动关税政策调整。

正如我们在三四月份的报告中所分析的，人们面对负面结果往往会经历一个心理调整过程：从最初的拒绝与否认，到产生愤怒、悲伤情绪，最终走向接受。欧盟此次的妥协便是例证。经过四个月的博弈，其领导层最终平静接受了 15% 的关税安排。这一结果成效显著，美国的贸易逆差因此出现大幅收窄。

值得注意的是，跟两个邻国墨西哥和加拿大还没有谈拢。因为美国跟它们有免关税的协定，许多转口贸易通过这些渠道进入美国。可能是出于攘外先安内的考虑，美国对中国的关税政策采取了暂缓调整的策略，给予 90 天的延长期限，预计于 11 月到期。

经济数据

美国二季度经济增长表现超预期，实际增速达到 3%，高于 2.3% 的预期值。在市场普遍担忧关税政策可能对经济造成冲击的背景下，这样的增长成绩尤为亮眼。从具体数据看，二季度消费者支出增长 1.4%，而出口下降 1.8%，进口则大幅下降 30%。

制造业方面，7 月的新屋开工率回升至五个月以来的高点，但住宅建设领域信心仍显薄弱。值得注意的是，近期美国房地产板块股票呈现触底回升态势，这或许与市场对降息的预期相关。房地产行业对利率变动较为敏感，而股价往往会提前半年左右反映业绩预期。从估值角度看，美国房屋建造行业整体估值处于较低水平，市盈率约为 10 倍出头，后续表现值得持续关注。

通胀数据呈现分化态势：7 月消费者价格指数 CPI 同比上涨 2.7%，低于 2.8% 的预期，表现相对平稳；但生产者价格指数 PPI 表现不及预期，7 月环比上涨 0.9%，同比增长 3.3%，显著高于市场预期。市场对这一数据表现出担忧，因为理论上生产端价格 PPI 的上涨经过一段时间传导后，可能会对消费端价格 CPI 产生影响。从驱动因素看，蔬菜、航空燃油、柴油等商品价格涨幅较大，同时服务业价格也呈上涨趋势，其中批发渠道提价现象尤为显著，可能是推高 PPI 的重要原因之一。

市场依然存在对潜在通胀压力的担忧。尽管过去三个月通胀整体未出现大幅攀升，但滞后效应引发的顾虑仍在。随着一二季度囤积的库存逐渐消耗，进口商是否会通过提价转嫁成本，进而推高整体物价，成为关注焦点。从实际市场表现看，这种影响已开始显现：近一两个月亚马逊平台上的多款商品价格出现上涨，个别品类涨幅达到 7%~8%，这在一定程度上反映了关税政策的传导效应。

但判断关税对通胀的影响是否具有持续性，关键在于能否形成价格到工资的反馈闭环。如果价格上涨仅为一次性现象，且未推动工人工资相应增长，那么关税引发的短期物价波动就不会演变为持续性问题。

从当前就业市场状况来看，进口价格上涨尚未形成长期持续的驱动因素。因此，即便今年通胀水平超出预期并延续至明年，物价可能维持高位、上涨后难以回落，但物价在高位基础上进一步大幅上涨的概率较低。基于这一判断，我们对中长期通胀形势仍持相对乐观态度。

在就业数据方面，7 月美国非农新增就业人数为 7.3 万，远低于市场预期的 11 万；更值得关注的是，5 月和 6 月的新增就业数据合计被向下修正 25.8 万，调整后两个月新增就业仅分别为 1.9 万和 1.4 万，数据修正幅度显著。基于此，川普解雇统

计局局长的行为被认为具有一定合理性。对于数据修正的动机，一种猜测是，这可能是为了影响美联储在五月份的降息决策，通过呈现偏强的数据使美联储难以实施降息，叠加 4 月川普启动贸易战内外压力交织的背景，进而阻挠其整体政策推行。

不过，数据下修可能存在以下几方面原因：

第一，州和地方政府部门岗位减少可能是重要因素。这一现象可视为“DOGE”政策的延续与衍生效应：尽管相关政策最初仅针对联邦公务员，但通过削减预算、减少对地方政府的经费支持，地方政府为平衡预算被迫裁员，进而影响了整体就业数据。

第二，川普近半年来持续推进的非法移民限制政策，客观上结构性收紧了劳动力供给。这使得美国失业率维持在较低水平，当前约为 4.0%，表明劳动力需求并未出现实质性疲软。

因此，不必因短期就业数据的疲软而过度担忧经济衰退。但就业数据的表现仍给美联储带来了更大的降息压力，当前市场普遍预期 9 月美联储降息 25 个基点的概率已达 85%。

周五鲍威尔发表讲话后，市场格局有望进一步明朗。从当前形势判断，鲍威尔大概率会维持其鹰派立场，但美联储内部的意见分化已逐渐凸显：在 7 月的议息会议上，已有两位委员明确表达了不同观点。与此同时，川普正紧锣密鼓地推进美联储主席继任者的物色工作，且持续以建筑预算超标为由对鲍威尔发难，甚至提出要对其发起起诉。

无论短期博弈结果如何，下一任美联储主席预计将对川普的政策导向更为顺从，在货币政策上可能呈现显著的鸽派特征，尤其在降息问题上会与川普的整体经济策略形成紧密配合。这一策略的核心逻辑在于“做大分母”，即通过推动经济发展化解债务问题，而非一味依赖紧缩政策，这一思路具有合理性。

基于此，我们可以预测，在明年中期选举之前，川普政府在财政与货币政策上仍将保持激进、宽松的整体基调。这种政策环境对于风险资产如股票、大宗商品及虚拟货币而言，均构成中长期利好支撑。这也是我们对未来一段时期市场趋势的核心判断与策略依据。

宏观策略

当前美国主要指数的估值水平已处于相对高位，市盈率约为 22 倍，显著高于 20 世纪 90 年代以来 16 倍左右的历史平均值。不过，简单以历史均值作为评判标准难免陷入“刻舟求剑”的误区，当下的市场格局与经济结构较 90 年代已发生深刻变化，尤其是科技行业的寡头垄断格局，为高估值提供了一定的合理性支撑。

以市场常说的 M7 科技巨头为例，这些企业已从 90 年代后期开始逐步演变为覆盖全球（除中国市场外）经济核心领域的垄断力量巨无霸。它们如同在各自赛道中占据绝对主导地位的掌舵者：谷歌垄断搜索与数字广告，Meta 掌控社交生态，苹果构建硬件与人机界面，亚马逊主导电商。这些巨头在业务领域的交集不多，各自在细分赛道建立了难以撼动的竞争壁垒，通过稳定的现金流、技术护城河和全球化盈利模式实现持续增长。这种寡头垄断下的确定性盈利，使得市场给予其较高估值具

备一定合理性，不能简单与历史平均水平机械对比。

然而，并非所有高估值标的都具备同等逻辑支撑。对于缺乏实质业绩支撑的 Meme 股，需保持高度警惕。这类股票往往没有稳定的自由现金流作为估值基础，即便从市盈率等名义指标看，其估值也已偏离合理区间。近期 PLTR 等个股的下跌，正是市场对这类缺乏业绩支撑标的的理性修正。投资此类股票时，需清醒认识到人多的地方风险暗藏——参与时必须明确退出机制，避免在市场情绪退潮时陷入踩踏式下跌。

整体来看，过去一段时间美国多数机构在投资策略上整体保持谨慎与保守姿态，对于不少科技龙头股的配置比例相对于指数权重存在明显低配。以具体标的为例，对英伟达的配置较指数权重低近 2.4%，对苹果的低配幅度也达到 1.7%。与此同时，市场保证金债务 Margin Debt 的增幅有限，尚未达到 20 世纪 90 年代末泡沫破灭时期的水平。基于这一背景，我们对今年下半年美股指数的整体判断仍偏向谨慎乐观，建议投资者从基本面出发审视估值，尽量规避缺乏业绩支撑的 Meme 股。

随着二季度财报季基本收官，企业已逐步恢复股票回购计划。关于回购，有几个现象值得关注：在 M7 科技巨头中，相对于其市值规模，苹果在 AI 领域的投资规模相对最小，更多资金用于股票回购；而谷歌、Meta、微软、亚马逊等企业在 AI 领域的资本支出则动辄达到数百亿甚至上千亿美元。这一差异导致一个有趣的对比：若单纯看市盈率，部分高投入 AI 的企业可能显得“便宜”，但从自由现金流角度衡量，其表现未必能与苹果相比。毕竟，投入上千亿美元采购英伟达芯片等 AI 相关资产能否产生理想回报，目前仍存在较大不确定性。

麻省理工学院 MIT 近期发布的一份报告一度引发市场震荡，其核心结论指出，当前 95% 的企业在 AI 领域的投资尚未取得正回报。即便部分企业的大模型在技术竞争中脱颖而出，成为行业头部玩家，市场也尚未看到特别明确且盈利丰厚的商业化路径。例如，即便通过技术授权每月收取 1 万美元的人均费用，其收入规模与这些企业单季度数百亿美元的广告收入相比，也不在同一数量级。在这样的背景下，企业将巨额资金投入 AI 而非用于回购股票、回馈股东，市盈率这一指标的含金量值得投资者深入审视。

常被提及的“人生发财靠康波”这一观点，在当下或可得到新的注解。当前轰轰烈烈的 AI 革命，极有可能是新一轮康波周期的起点。这场技术变革的规模与影响力，不亚于互联网革命，其持续周期或将以十年为单位计量。而当下，我们仍处于这场革命的早期阶段，整个行业尚在摸着石头过河中探索方向。

若说国内的内卷体现在外卖领域的极致竞争，美国科技行业的内卷则聚焦于资本开支的疯狂投入。以 M7 为代表的科技巨头，乃至甲骨文等企业，都在不惜投入巨额资本，甚至举债加码 AI。这种明知山有虎，偏向虎山行的选择，背后藏着深层逻辑：即便投入最终亏损，股东往往会认为非战之罪，认可其尽力而为；但若选择旁观不参与这场竞争，管理层则可能直接失去职位，根本等不到三年后的复盘机会。

对职业经理人而言，优先规避职业风险而非单纯考量投资风险，成为理性选择，他们必须主动卷入这场竞争。即便是无需担忧职业风险的创始人，也难逃这种压力。以扎克伯格为例，他会顾虑自己在人类技术革命史上的定位：是积极拥抱变革，还

是沦为旁观者？这种考量推动 Meta 同样疯狂投入 AI，甚至斥资上亿美元挖角人才。

创始人的决策权在此展现出独特优势：扎克伯格可凭个人判断拍板重大决策，这一点是谷歌等企业难以比拟的。更关键的是，Meta 具备将 AI 技术快速货币化的现成路径：广告推荐、内容制作等核心业务，可直接承接 AI 带来的效率红利。这种以战养战的模式，使其能够在 AI 领域长期持续投入，如同一场马拉松，Meta 最终抵达终点的可能性颇高。

谷歌在 AI 领域的布局同样值得关注，依托搜索业务的现金牛为明星业务 AI 的研发输血，这一模式在 BCG 四象限模型框架下具有明确的合理性解释。但需注意的是，谷歌的核心搜索业务与 AI 的直接关联度及受益程度，相较 Meta 存在明显差距。更值得担忧的是，AI 技术的精进客观上可能对搜索业务形成冲击，这种左手打右手”的格局颇为棘手，类似传统汽油车企业发展电动车时面临的困境：电动车越成功，反而会挤压传统燃油车的市场空间，长期难以持续。

对于 MIT 那份引发市场关注的报告，需先厘清其核心意图：报告基于对 150 名企业领导的访谈、350 名员工的调查及 300 个公开 AI 部署案例的分析而成，其本意并非否定 AI 的长期前景，而是旨在指出 AI 项目落地过程中需警惕的关键问题，为实践提供参考而非唱衰行业。

事实上，AI 技术从部署到产生实际效益，需要满足多重条件，复杂性可类比企业 ERP 系统的实施过程。一个项目的成功落地需跨越诸多关卡：既要确保办公室、车间等场景的用户愿意接纳系统，通过持续教育与引导消除使用阻力；又要保证系统本身简单易用，适配实际操作需求；更需结合企业生产实际，完成信息系统升级、数据清理、业务流程深度调研，并基于软件功能设计全新工作流程；后续还要开展员工培训、协调跨部门利益关系，同时应对项目迭代、预算超支、资金筹措等一系列挑战。任何环节出现短板，都可能导致项目失败。

报告提及：“仅 5% 的 AI 试点项目实现收入快速增长，绝大多数项目对公司损益表无实质影响”的结论，实则符合行业发展阶段特征。从 2023 年至今仅两年时间，AI 模型仍处于快速迭代期，尚未形成稳定成熟的技术框架。在这种背景下，要求 AI 产生看得见、摸得着、可衡量的实际效益，本身就近乎苛求。

当前阶段，AI 直接产生显著效益的场景仍集中于互联网头部企业，核心体现为通过 AI 辅助代码编写等方式实现的成本优化，例如裁员缩减运营支出。这一路径虽已被验证可行，且构成了阶段性成果，但需明确的是，此类成本节约仅能部分覆盖企业在 AI 领域的巨额资本支出。以实际数据测算：若一家企业年度 AI 相关资本支出达 1000 亿美元，按程序员年均 50 万美元薪资计算，需裁员 20 万人才可能抵消这一支出；而即便是微软等投入力度较大的企业，裁员规模也仅在 1 万余人水平。显然，单纯依赖运营支出缩减远不足以覆盖资本支出投入，企业必须在营收端实现实质性增长，才能形成 AI 投入的可持续闭环。

MIT 的报告也为此敲响警钟：AI 项目的落地与效益转化需跨越多重门槛，而当前下游应用场景如制造业、服务业企业的 AI 部署尚未普遍跑通可持续路径，这是检验 AI 可持续发展的必要条件。

从投资视角看，海外股票市场近期表现值得重点关注。过去数年，美国市场之外的海外股票整体表现平淡，但今年以来其行情回暖，核心驱动因素包括两方面：一是美元阶段性疲软，提升了非美资产的相对吸引力；二是美国贸易政策不确定性，如过往贸易战影响促使部分资金从美国市场流出，转向海外市场。结合美联储降息预期，美元短期难以快速回升，这一格局将持续利好海外股票表现。

具体投资标的方面，除欧洲市场的 SAP、TMUS 等企业外，新兴市场的相关 ETF 值得关注，例如越南 VNM、印度 INDA。此外，墨西哥 EWW 亦存在潜在机会：尽管当前贸易谈判尚未达成，相关资产涨幅受限，但一旦谈判取得进展，有望催生阶段性行情，建议持续跟踪。

加密货币

过去一个月，加密货币市场中以太坊涨幅显著，这一轮上涨可视为补涨，毕竟以太坊在此前的涨幅长期落后于比特币。推动以太坊上涨的核心逻辑之一，是市场参与者开始复制微策略 MSTR 在比特币领域的布局模式，而这一路径已被历史实践证明具有可行性。从走势来看，以太坊价格呈现震荡特征，整体在波动中缓慢上行，对于投资者而言仍可考虑少量参与。

需明确的是，所有虚拟货币本质上缺乏创造经营现金流的能力，其价值循环模式归根结底带有庞氏骗局的特征：早期参与者通过后期进入者的资金实现收益，形成先信者收割、后信者接盘的游戏规则。只是有些庞氏骗局可以持续很久而已。

虚拟货币中，部分币种可能依托较强的市场共识与生态支撑长期存续，而那些缺乏核心竞争力的币种，则可能在竞争中逐渐失去流动性，最终难以持续运营甚至消失。

个股简析

苹果

苹果作为我们长期看好的核心标的，今年以来的相对落后反而孕育了补涨机会。在 AI 浪潮席卷的当下，苹果堪称罕见的“零投入受益者”。这种无需主动布局即可坐享红利的特质，正是理想投资标的的典型特征。

回顾历史，苹果在技术浪潮中的借力策略早已被验证成功：云计算热潮时期，当市场质疑其未自主布局时，苹果选择直接采购亚马逊 AWS 服务转手卖给用户，通过赚取差价实现轻资产盈利；搜索领域，它未下场自研，而是与谷歌达成预装协议，每年坐收数百亿美元收入，无需承担技术研发与运营成本。如今面对 AI 革命，苹果延续了这一路径，将核心技术外包给 OpenAI 等企业，自身未投入巨额研发资金，却已占据生态入口优势。

可以预见，无论未来哪家企业的 AI 技术最终成为市场赢家，都必须依托苹果的硬件生态与用户入口实现落地，这意味着苹果将持续从 AI 产业的发展中分得红利。对苹果而言，只需专注打磨人机交互界面与硬件产品，即可在 AI 时代持续收获确定性收益。

相比之下，那些在 AI 大模型领域激烈竞逐的企业，虽赚足市场关注度，却可能面

临赚吆喝不赚票房的困境。在技术迭代快、投入成本高的 AI 赛道，苹果这种以静制动、借力盈利的模式，值得投资者保持冷静认知与长期关注。

Meta Platforms

近期对 AI 部门的重组举措具有积极意义，尤其值得关注的是新加入的核心成员 Alex Wang，市场对这位重金引入的人才寄予厚望。此次团队组建堪称 NBA 梦之队级别的配置，汇聚了优质资源与专业力量。我们将持续关注这一升级后的团队能否在技术突破、产品落地或商业化路径上取得突破性成果，期待为 AI 业务发展带来新的活力与成效。

Crocs

近期部分消费股出现被市场错杀的现象，其中以洞洞鞋制造商 Crocs 尤为典型。从基本面看，该企业二季度业绩表现稳健，已验证其经营层面的韧性；但市场对其股价的调整，更多源于公司对三季度及下半年的业绩预期与指引偏于保守。这种偏谨慎的业绩展望引发了市场的过度反应，导致股价调整幅度超出合理范围。

联合健康

联合健康二季度业绩表现实则不差，但因新 CEO 对下半年业绩指引偏谨慎，业绩洗大澡，一度遭遇严重调整。不过，巴菲特旗下公司对其进行抄底布局的动作，迅速提振了市场信心，推动股价回升至 300 美元水平。

Lululemon& Ralph Lauren

在上月报告中，我们曾明确表达对拉夫劳伦的看多立场与对 Lululemon 的看空判断，而过去一个月的市场走势已初步验证了这一观点。

核心逻辑在于，运动时尚赛道当前呈现过于拥挤、趋于饱和的特征，市场竞争激烈，同质化产品增多，增长空间逐渐收窄。基于这一判断，我们对该赛道内的所有企业整体持偏保守态度，这一观点同样适用于 Nike 等头部品牌。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)