

2025 年 5 月 14 日 星期三

【宏观经济评论】

第一上海——美股宏观策略

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

川普 2.0 时代下，内政外交的“非常规”博弈

近期，川普上任后的一系列举措引发全球金融市场剧烈波动，有些投资者担忧市场将陷入长期熊市。尽管近期市场出现反弹行情，但不少投资者仍持观望态度，担心当前仅是“死猫跳”式的短暂回升，后续或面临更漫长的下行周期。部分投资者甚至认为当前市场走势与 2001 年互联网泡沫破裂时期、1937 年大萧条后的二次衰退阶段相似，自陷恐慌。

我们认为，单纯依赖技术指标难以准确预判市场走势，需跳出价格、成交量等传统分析框架，深入剖析政策背后的底层逻辑。为此，我们将围绕川普政策动机、实施可行性、潜在风险及成功概率展开系统性分析，力求为投资者提供更具前瞻性的决策参考。

在信息获取层面，国内投资人需警惕信息茧房效应。第一，美国主流媒体（如 CNN、《华尔街日报》《纽约时报》等）受政治立场影响，对川普政策多持批判态度。这类媒体报道即便基于事实，也常通过选择性呈现、断章取义等方式强化舆论导向，容易误导读者。第二，中文互联网环境管控相对严格，在国内互联网获取的信息以及渠道受限，与现实有一定的出入。投资者在参考相关信息时，需保持独立思考，多方交叉验证，避免被单一立场的观点左右判断。

美国政治生态中，川普的支持率一直是备受争议的话题。虽然部分民调数据显示他的支持率处于低位，甚至被评价为“历史支持率最低点”“最差总统”，但实际情况更为复杂。从政治博弈层面来看，尽管民主党与川普存在诸多政治分歧，却未对其发起弹劾或大规模法律行动。这一现象侧面印证川普在民间依然拥有可观的支持基础。

爱国情感并非单一国家或群体的特质。中国民众展现出深厚的家国情怀与民族自豪感，美国社会同样如此。在美国，低收入群体往往更倾向于表达强烈的爱国情绪，他们将国家认同视为身份与价值的重要依托。与之形成对比的是，以索罗斯等为代表的国际资本精英，秉持资本无国界理念，反而不那么爱国。理解美国民情，就不会被主流媒体带偏，误以为川普身处困境、是“纸老虎”。

关于川普执政对美国信用的影响，市场和部分媒体常宣扬“川普破坏美国信用，灯塔国熄灭”的观点，但这种解读存在片面性。事实上，美国信用体系的核心支柱是法治，只要法治根基未被动摇，就不能轻易判定美国信用已崩塌。当前，尽管川普推行的部分行政举措引发争议，但各级地方法官对其行政令的审查与叫停，恰恰体现了美国司法体系的制衡机制仍在有效运行，这也从侧面证明美国信用体系的法治基础仍稳固。因此，对于“美元霸权终结”“美国国债遭全球抛售”等悲观论调，投资者无需过度担忧。

从制度层面看，美国定期选举与政权更迭机制具备自我纠错能力，这也是对美国长期经济和金融市场保持乐观的重要依据。此前市场盛传川普将谋求第三任期，结合美国宪法规定与政治博弈逻辑分析，这种说法缺乏现实可行性。从近期动态来看，川普已公开否认竞选第三任期的意向，印证了该传言更可能是其在政治博弈中释放的策略性信号，旨在通过舆论造势为自身争取谈判筹码。

关于川普在执政中的行事风格，外界常诟病其决策多变、立场反复。若以普通人或商人的标准衡量，这种出尔反尔无疑是重大缺陷；然而从政治史的视角观察，此类现象在政坛并非个例。正如马基雅维利在《君主论》中所述，政治人物的行为逻辑与道德标准，往往异于常人——被普通社会推崇的美德，在复杂的政治博弈中可能成为阻碍权力运作的掣肘；反之亦然。

作为政治人物，川普的“非常规”策略，或许正是其应对国内外复杂局势的破局手段。面对国际谈判对手的博弈以及国内政治势力的角力，若固守常规，他可能难以突破困局、兑现竞选承诺。尤其在中期选举日益临近、任期有限的背景下，为满足支持者的政治期待，他必须采取激进且富有争议的行动。相较拜登相对稳健、延续性的执政风格，川普选择主动挑战既有秩序，尽管此举易引发争议，却也彰显其力求快速实现政治目标的决心。

关于川普第二任期的政治目标，激进的施政风格与强烈的个人抱负引发广泛讨论。自遭遇暗杀未遂事件后，他的执政理念似乎已超越马斯洛需求层次理论中的自我实现范畴，显现出更具野心的政治追求。尽管外界常以“支持者”或“反对者”的标签定义舆论立场，但理性分析应基于事实，对其政策举措进行客观评判：肯定其合理之处，同时也正视其争议性决策。

值得关注的是，川普在 2024 年大选中以显著优势获胜，这一结果赋予其施政行为法理正当性，代表了相当一部分美国选民的政治诉求。这种“民意授权”结合美国强大的综合国力，构成了他推行强硬政策的基础。相比之下，前任总统拜登虽同样拥有执政授权，但其施政风格更为稳健，导致政策推进力度有限，除通胀问题引发广泛关注外，其他领域的改革成效相对不足。

从川普当前的政策布局来看，内政外交战略已逐步展开：内政方面，他着力推进阻止非法移民、精简政府机构、提升行政效率等改革；外交领域，通过外交团队向欧洲部分左翼政党施压，重塑地缘政治格局；经贸层面，更是重启贸易保护主义策略，重塑全球贸易秩序。

在探讨国际贸易议题时，“贸易战”这一表述存在逻辑悖论。从经济学定义来看，贸易本质上是合作性博弈，只有买卖双方均实现帕累托改进，交易才会发生。在完全自由的贸易环境中，一方持续受损而另一方单方面获益的情况难以长期存续。

然而，语言不仅是思维的工具，也可能成为认知的边界。“贸易战”一词暗含对抗性语境，易使人们将国际贸易误解为非合作博弈，即零和甚至负和博弈。这种认知偏差会进一步导致政策制定的非理性行为。现实中，部分国家领导人受此思维影响，采取了加剧贸易摩擦的举措，这也是全球贸易秩序陷入困境的重要诱因。

此外，关于“美国在贸易逆差中是否吃亏”的争议，需澄清关键概念。“美国”作

为单一名词，在经济学分析中需拆解为“美国资本”与“美国劳工”两大群体；二者利益诉求常存在冲突。只有区分这两个概念，才能对美国贸易逆差问题展开更具现实意义的分析。

从政策导向来看，川普的部分举措在一定程度上体现了对美国劳工群体利益的倾斜，损害了资方的短期利益，也是近期资本市场剧烈波动的重要诱因。例如，关税壁垒、供应链本土化等政策直接推高企业运营成本，压缩利润空间。若企业将生产岗位回迁美国，劳动力成本、福利开支及监管合规费用将显著攀升。以苹果公司为例，若在美国本土组装 iPhone，单台组装成本会大幅超过中国的。

然而，从更长远的经济视角分析，美国劳工与资本的利益又是统一的。在全球化进程中，美国劳工实际收入经通胀调整后持续下滑，导致消费端依赖债务驱动。既表现为私人部门加杠杆借贷，也反映在联邦政府通过国债扩张维持经济运转。长此以往，不可为继。

关于美国贸易逆差的长期不可持续性，巴菲特早在 2003 年就曾撰文警示并提出解决方案，但历任总统都未能认真对待。

目前解决美国财政赤字问题存在三种途径：第一，增加国内税收，比如提高个人所得税和公司税率；第二，削减福利开支，例如社保、医保等刚性支出，同时减少军费以及其他不合理的支出；第三，对进口商品增加关税。

川普作为共和党人，出于政治考量显然不愿增加国内税收，因为这会影响他在共和党基本盘选民中的支持率。而削减福利开支也面临诸多限制，许多福利项目受到法律保护，且会得罪民主党选民。因此，关税成为他手中为数不多可以利用的政策工具，这也是基于美国宪法赋予联邦政府的权力。

川普试图通过关税政策达成一系列目标，如芬太尼管控问题、对格林兰岛有所企图、干预加拿大的政治走向等。然而，仅依靠关税这一单一工具去实现众多复杂目标，就如同只用一根弦去演奏交响乐，难度极大，最终能够实现的目标可能非常有限。

在关税谈判方面，川普起初的想法较为天真，企图毕其功于一役，类似于慈禧太后向多国宣战般盲目自大。但市场的强烈反应让他不得不调整策略，这也体现了美国政治制度的灵活性。除了政党竞选捐助这一影响政治决策的途径外，院外游说也在美国政治中扮演着重要角色。例如，企业大佬们频繁与川普接触，沃尔玛等零售巨头就曾向川普阐明关税政策对美国供应链的冲击。后续沃尔玛通知中国供应商继续发货，并表示承担关税。外界高度怀疑沃尔玛私下从川普处得到了某种承诺，但从沃尔玛的后续行为推测，川普可能通过这种方式在推进关税政策的同时，尽量避免对美国企业和消费者造成过大冲击，如同在进行一场艰难的手术，既要推进改革，又要防止经济“病人”因承受不住而崩溃。

川普政府在过去几个星期里，常采用类似“望梅止渴”的策略，通过释放政策预期引导市场情绪。近期，内阁频繁放出风声，暗示即将达成重大贸易协定，试图以这种预期管理手段缓解市场对关税政策的焦虑。这一做法犹如曹操以“前方梅林”激励士兵，虽最终未必能兑现承诺，但通过制造希望，帮助经济与市场熬过关键的艰难时期。值得注意的是，市场对此类信号表现出高度敏感性，近期美股反弹、VIX

恐慌指数回落，显示出政策预期对市场情绪的显著提振效果。

由此可见，我们必须明确三个关键维度的认知：**第一，切勿低估政客的多变；**川普的决策风格与中国领导人稳健、言出必行的执政理念截然不同。**第二，切勿低估企业的灵活性；****第三，切勿低估市场自我修复的韧性。**尽管短期恐慌情绪可能引发对冲基金做空加剧市场波动，但历史经验表明，市场具备“野火烧不尽，春风吹又生”的自愈能力。

关于川普政策目标的达成度，目前尚难精确预估其具体实现比例，均存在可能性。但可以确定的是，从关税政策的实施现状来看，后续的结果至少不会比政策推行前更差。川普政府通过大幅提升关税，对贸易伙伴形成施压态势。除中国外，其他贸易对手尚未采取对等反击措施，这使得美国在后续贸易谈判中占据一定主动。一旦达成贸易协议，其他国家大概率会做出一定程度的让步，美国企业有望从中获取净收益。

以特斯拉为例，印度此前对进口汽车征收高达 100% 的关税，严重限制了特斯拉在当地的拓展。印度迫切希望取代中国成为美国最大贸易伙伴，已释放出降低特斯拉进口关税的意向。关税下调将显著扩大特斯拉的市场空间，带来可观的销售增长。类似如波音等美国企业也可能受益于川普发起的贸易政策调整，通过谈判争取更有利的海外市场准入条件，在全球贸易格局重塑中获取新的发展机遇。

经济走势趋缓，通胀整体可控

在川普推行关税政策后，对于今年剩余时间美国经济走势，存在诸多不确定性。从整体趋势来看，美国经济大概率会出现放缓迹象。美国企业面对关税政策带来的不确定性，倾向于推迟投资决策，等待市场环境更为明朗。同时，消费者方面，近期市场波动导致财富效应消减，叠加财政政策出现一定程度的收紧，消费者会主动减少消费以及资本支出。此外，当前利率未出现明显下降，这对美国的房地产投资等需要借贷的领域形成拖累，进一步抑制经济增长。

不过，尽管经济有放缓趋势，但美国经济不至于陷入衰退。从今年第一季度的数据来看，美国整体 GDP 增速为-0.3%。深入分析这一数据背后的原因，企业囤货行为对 GDP 产生了约 4.8% 的负向影响，政府裁员也造成了约-0.25% 的贡献。然而，扣除这些因素后，美国的投资实际增长了 4% 多，这表明美国经济仍有一定的活力。

在未来的经济发展中，有一些积极因素值得关注。例如，台积电宣称将投资 1500 亿美元在美国设厂，苹果号称要投资 5000 亿美元，尽管苹果此前有未兑现承诺的情况。沙特阿拉伯也有大规模投资意向，川普声称有万亿规模的投资等。这些潜在的大规模投资，虽然不会迅速落地，但在未来几年内，有可能逐步对美国经济产生支撑作用，对冲经济放缓的压力，使得美国 GDP 不至于走向衰退。

自 2022 年起，我们始终坚信美国通胀必然下行且不会反复。川普执政后，大力削减政府支出，并维持相对紧缩的利率水平，从需求端有效遏制了通胀。尽管目前美国物价相较 2019 年仍高出约 30%，处于高位，但通胀本质是衡量价格的边际变化，只要物价不再持续走高，就不用担心通胀失控。

针对市场普遍担忧的关税政策会否引发美国高通胀，我的观点是否定的。美国通胀的主要成因多来自国内生产，与关税关联不大：第一，能源方面，川普通过与沙特等国合作，将油价压制在低位，而油价正是影响美国通胀的关键因素；第二，美国作为农业大国，食品基本实现自给自足，进口依赖程度低；第三，住房建造领域，除建材外，与进口关联较小，且医疗、教育等服务消费，更与关税无直接联系；第四，美国从中国进口的商品多为衣物、家电、玩具、家具等可选消费品，一旦价格上涨，居民可选择减少消费或改用其他国家商品替代，缓冲空间较大。就像此前引发热议的美国鸡蛋价格上涨事件，实则是国内禽流感疫情所致，与关税政策毫无关系。

从近期公布的就业数据来看，美国劳动力市场展现出强劲韧性，非农就业指标表现亮眼。这一成果在一定程度上印证了川普推动制造业回流、将工作岗位回迁美国的政策举措已初见成效。历史经验显示，上世纪 80 年代，日本汽车企业为规避美国关税壁垒，选择赴美设厂，不仅带动了美国中西部地区的就业增长，也有效缓和了美日之间的贸易紧张局势。预计将有更多国家的企业为降低贸易成本，效仿日本模式，选择在美国本土投资建厂。这种趋势有望在更多行业和领域中蔓延，形成新的就业增长点，进一步巩固美国就业市场的稳定性。因此，我们对于今年剩余时间内美国就业形势，无需过度担忧。

短期利率稳定，长期利率持续下行

美联储主席鲍威尔与川普政府在货币政策上的分歧备受关注。鲍威尔将于 2026 年卸任，对于美联储主席而言，历史评价至关重要，任期内若出现经济衰退，负面影响相对有限；但一旦通胀失控，将遗臭万年。这种不对称的历史评判机制，使得鲍威尔不愿为配合川普政策火中取栗而冒险牺牲自己一生清誉。

过去两个月市场承压期间，鲍威尔并未通过释放鸽派信号或调整利率来缓解市场压力，这种“不配合”引发川普不满。然而，川普对美联储人事权的干预存在明显制约：一旦传出罢免鲍威尔的风声，金融市场因担忧美联储独立性受损而产生剧烈震荡。作为美国信用体系的重要基石，美联储形式上的独立性不容动摇。面对市场的剧烈反应，川普迅速转变态度，公开否认相关意图，凸显政治人物决策的灵活性与务实性。

展望下半年，若美国经济出现降温趋势，美联储存在降息可能性。尽管短期降息可能引发市场波动，但从长远看，美联储尚未动用的宽松政策犹如 Fed Put，始终保持威慑力。这种政策工具的悬而未发状态，对空头投资者形成潜在约束，过度做空将面临美联储突然降息的风险，反而为市场提供了一定的稳定性缓冲。

市场对美联储货币政策的关注不应局限于降息与否。即便美联储维持现有利率水平，其仍持有多种政策工具以应对经济与金融风险。当流动性危机发生时，美联储可通过贴现窗口、紧急贷款机制等手段，为商业银行提供流动性支持。回顾 2023 年 4 月硅谷银行倒闭事件，美国监管机构凭借改进后的风险应对策略，有效避免了类似 2008 年雷曼危机的系统性金融灾难，充分证明监管体系与时俱进。相应地，我们投资人也不应刻舟求剑，用老眼光错误地低估监管层并过分放大感知的风险从而陷入无谓的恐慌。

从美联储的核心职能来看，肩负物价稳定、促进就业、维护金融市场稳定三大使命。

这意味着，无论国债收益率突破 5% 引发市场恐慌，还是经济数据波动导致政策预期变化，美联储均拥有充足工具组合以实现政策目标。以近期就业数据为例，强劲的非农表现降低了 5 月降息的可能性，但这种政策按兵不动反而形成一种隐性保障，未使用的政策空间如同悬而未发的威慑力量，既为市场提供缓冲，也保留了后续灵活调控的余地。

我们认为长期利率将持续下行，核心驱动因素在于美国联邦政府财政收支状况的显著改善。随着关税政策的推进，联邦政府财政赤字有望大幅收窄，相较于拜登执政的四年，当前财政状况得到明显优化。财政赤字的缩减直接导致美国国债发行量下降，进而减少国债市场的供应规模。

与此同时，全球经济格局的变化使得其他国家获取美元的难度增加，对美国国债的需求也将随之降低。不过，即便国债供需两端同步收缩，长期利率仍将呈现稳步下行趋势。这主要是基于美国企业稳定的盈利能力，为利率下行提供了坚实支撑。

从数据层面来看，企业净资产收益率 ROE 与国内生产总值 GDP 名义增速之间存在明显的剪刀差。美国企业平均 ROE 水平长期维持在 10% 以上，而 GDP 名义增速大概率低于 5%。这一约 5% 的差值，深刻反映了美国国债市场供需之间的不平衡，推动利率平衡点持续下移。

针对市场普遍担忧的美国国债需求不足问题，实则无需过度忧虑。从持有结构来看，美国国债的投资者以国内主体为主，占比超过 75%，而外国政府持有比例约 25%。即便外部需求减少，美国国内的长线资金，如退休金计划、学校捐赠基金、人寿保险等，出于资产负债久期匹配的需求，仍会持续配置长久期美国国债。

放眼全球，兼具长久期与安全性的优质资产极为稀缺。除美国国债外，仅有极少数企业能够发行高信用评级的长期债券，如巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦拥有 AAA 评级，谷歌也可能在此列。然而，这些企业长期债券的发行规模相对较小，远无法满足市场对长久期资产的庞大需求。因此，美国国债的长期需求具备较强的稳定性与韧性，这将进一步巩固长期利率下行的趋势。

策略：优化投资结构，布局长期价值

由于我们长期专注美股研究，观点或天然存在乐观倾向，投资者或需辩证参考。

从企业盈利维度来看，预计下半年美股企业整体利润增速将较去年有所放缓。基于市值加权模型测算，营收增速上限或维持在 3%~5% 之间，主要支撑来自于正向 GDP 增长叠加约 2.5% 的通胀水平。考虑到企业经营杠杆的存在，经营利润增速有望高于营收增速，实现略超 5% 的增长。结构上，大型企业凭借抗风险能力和资源整合优势，表现或将优于中小企业。

估值层面，若美联储下半年实施降息政策，市场流动性改善将驱动估值中枢上移。综合盈利与估值因素，预计到年底前，美股主要指数存在 5%~10% 的上涨空间。

针对国内投资者偏好，建议优化投资结构。国内投资者往往倾向于集中配置英伟达、特斯拉、谷歌等头部科技股。年初以来，这些企业经过三四月份的估值调整，当前价格已趋于合理。尽管前期涨幅较大导致估值偏高，但在市场整体上行趋势下，建议采取择优配置的策略，在分散风险的同时捕捉龙头企业的增长红利。

除热门科技股外，美股市场中很多其他板块同样蕴含投资价值，值得投资者深入挖掘。

金融板块便是其中之一。以巴菲特持仓为参考，摩根大通、美国银行、高盛及美国运通等银行股当前估值处于低位，部分个股市盈率仅为个位数，股息收益率可达 3% 左右。在当前市场环境下，值得投资者关注。

房地产板块同样值得关注。作为长期的人口净流入国，美国持续吸引全球移民，住房需求旺盛，这一趋势与中国过去二十年城市化进程中的住房需求增长颇为相似。当前，美国房地产板块估值较低，市盈率普遍处于十几倍的合理区间。过去几年，受高利率环境影响，过往股价表现承压；但随着美联储未来降息推进，房地产板块有望迎来估值修复机会。

在川普政策引发市场剧烈波动的背景下，AI 领域的发展机遇正被市场忽视。过去两个月，市场焦点几乎全部集中于关税政策与贸易博弈，而 AI 技术迭代、产业应用落地的进程从未停滞。无论是 AI 芯片研发、基础软件创新，还是下游应用场景拓展、互联网企业技术升级，该领域仍蕴藏着巨大的投资潜力。投资者不应受短期的政策扰动，从而错失 AI 赛道的长期红利。

投资本质上是反人性的博弈。回顾今年行情，一二月科技股的狂飙让投资者沉浸于乐观情绪，却未料到三四月的深度调整；而当市场在三四月份陷入恐慌时，鲜有人敢于把握 AI 板块的底部机会。这种追涨杀跌的惯性思维，往往导致投资决策滞后于市场变化。需要打破思维定式，践行未雨绸缪的投资策略。

当前，建议投资者将注意力从宏观政策与贸易争端中适度转移，聚焦 AI 领域的技术突破与商业落地。面对优质标的，即便存在短期波动的担忧，也应基于长期价值进行布局。此时，投资者应理性评估风险与收益的不对称性，克服恐惧心理，以战略眼光捕捉行业发展机遇：咬着牙去买。

个股观察

尽管我们对英伟达这类偏 ToB 业务模式的企业一直持保留态度，但从投资组合与指数适配的角度来看，仍需将其纳入配置范围，以避免投资组合大幅跑输市场基准。不过，我们并不建议投资者盲目跟风热门标的，如英伟达、特斯拉这类被广泛关注的股票。投资应避免扎堆，尤其是远离投资者聚集的领域，这一点对国内投资者而言尤为重要。从投资视角看，热门赛道的激烈竞争也可能成为“投资陷阱”。市场过度追捧后暴露出的竞争与发展问题，值得投资者警惕。

在投资选择上，应关注那些被市场忽视的潜力标的。例如深耕 ERP 领域的 SAP，但由于 SAP 的业务专业性强、理解门槛高，并未引起大众投资者的关注，反而具备较大的价值挖掘空间。更早之前推荐的奈飞也是如此，当市场聚焦于 M7 热门科技股时，未被纳入热门序列的奈飞，凭借自身业务创新与市场表现，实现了远超预期的涨幅。

投资领域中，跟随市场热点、与多数投资者抱团取暖虽能降低部分风险，但更重要的是保持敏锐洞察力与应变能力。当行业风险如猛虎般袭来时，唯有行动敏捷者才能率先突围、保全收益。

以当前消费板块为例，部分美股消费股近期因在中国市场表现不佳而遭市场抛售，股价大幅下挫，但这类企业或存在被错杀的可能。这些企业业绩承压，根源未必在于自身经营与品牌力的衰退，而更可能是受到个别市场环境变化的短期冲击。从长期视角来看，只要品牌核心竞争力与产品质量得以维持，凭借全球化市场布局，它们完全有机会在其他国家和地区重拾增长，实现业绩修复。

以斯凯奇为例，尽管在过去几个季度深陷困境，但近期私有化消息公布后，股价单日暴涨 12%，有力证明了优质企业的价值终会得到市场认可。遗憾的是，私有化意味着普通投资者将失去参与后续上涨的机会，此类一锤子买卖式的价值回归路径，反而凸显了捕捉当前市场中“堕落天使”的重要性。

建议投资者关注星巴克、耐克等暂时因中国市场表现低迷而被低估的消费品牌。这些企业在全球消费市场中拥有深厚根基，仅是暂时陷入短期困境，不应被市场过度惩罚。

在 M7 企业中，我们仍长期最看好苹果公司。尽管过去两年苹果增速放缓，但其本质原因与特斯拉类似，硬件产品受换机周期规律影响，当前正处于周期低谷，导致市场出现增长乏力的误判。实际上，苹果的核心成长逻辑并未改变，周期性下行只是阶段性影响。随着行业周期转向上行，未来一两年内，苹果业绩有望迎来高个位数甚至双位数增长。届时，市场可能将给予苹果更高的估值。

除苹果外，特斯拉、奈飞、Meta 近期股价均有所修复。不过，Meta 的广告业务与宏观经济波动高度相关， β 系数较高，相比之下，苹果和特斯拉的业绩稳定性与增长潜力更具吸引力。对于谷歌，尽管其近期财报表现亮眼，但 AI 技术对搜索广告业务的潜在冲击刚开始，前景不明。建议偏好谷歌的投资者审慎适度配置。

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)