



國證國際
S D I C S I

美股策略

特朗普正式就任 宽幅波动下的投资工具 及常用技术指标的应用

国证国际证券（香港）有限公司 • 研究部

2025年1月

分析师：
黄焯伟 Steve (中央編號：ASG163)
stevewong@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

目录

- 回顾特朗普上一任期
- 2025年整体格局
- ETF工具
- 技术指标



第一部份

➤ 回顾特朗普上一任期

- 2025年整体格局
- ETF工具
- 技术指标





特朗普就职演说重点

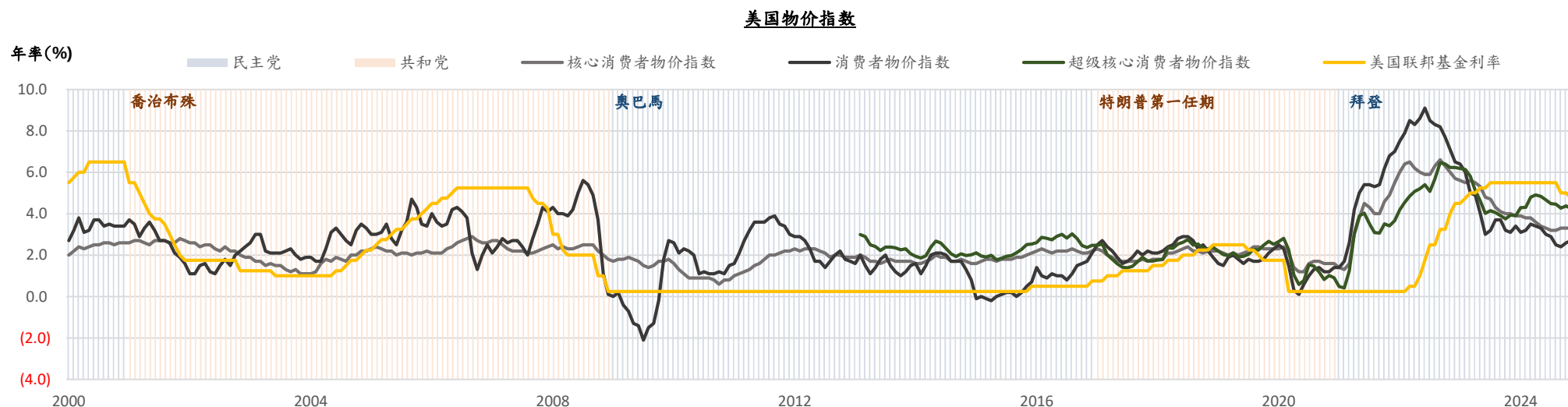
- 宣布南部边境进入国家紧急状态，将派军队到南部边境，阻止一切非法入境。按照签署的命令，把贩毒集团认定为外国恐怖组织。启动把数百万犯罪非法移民遣返回他们来源地的程序。
- 将指示所有内阁成员充分动用手中的权力，击败创纪录的通货膨胀，并迅速降低成本和物价。这场通膨危机是由过度开支和能源价格飙升引发的，因此宣布进入国家能源紧急状态。
- 美国将再次成为一个制造业之国，将利用石油和天然气资源，把能源价格降低，并再次填满战略储备直到顶峰，将美国能源出口到全世界。
- 将终结「绿色新政」，撤销电动车强制令，从而拯救汽车工业，并兑现对美国汽车工人的承诺。
- 全面改革贸易体系，以保护美国工人和家庭。对外国征收关税和税收，让公民致富。成立外部税务局，负责征收所有的关税、税金和收入。
- 恢复联邦政府的能力和效力，建立一个全新的政府效率部。
- 巴拿马对美国的承诺也已被打破，美国的船只被严重超额收费，未受到任何形式的公平待遇，其中包括美国海军，现在要把它收回来。
- 扩展美国领土、建设城市。将追寻天定命运，迈入星辰，将美国太空人送上火星，并在那里插上星条旗。



回顾特朗普：通货膨胀

- 我们回顾特朗普的上一任期，在通胀方面，消费者物价指数（CPI）平均增幅（按月环比）为0.16%，核心CPI为0.156%。
- 奥巴马年代，CPI和核心CPI平均增幅分别为0.15%及0.152%；拜登年代，CPI和核心CPI平均增幅分别为0.4%及0.385%。
- 美国自2000年开始，CPI和核心CPI平均增幅分别为0.21%及0.20%。这反映特朗普的上一任期并没有为美国通胀带来大幅上升。部份原因可能来自美联储的加息周期，但这不能确实特朗普的关税措施就必然会带来通胀。

美国通胀走势及美国联邦基金利率



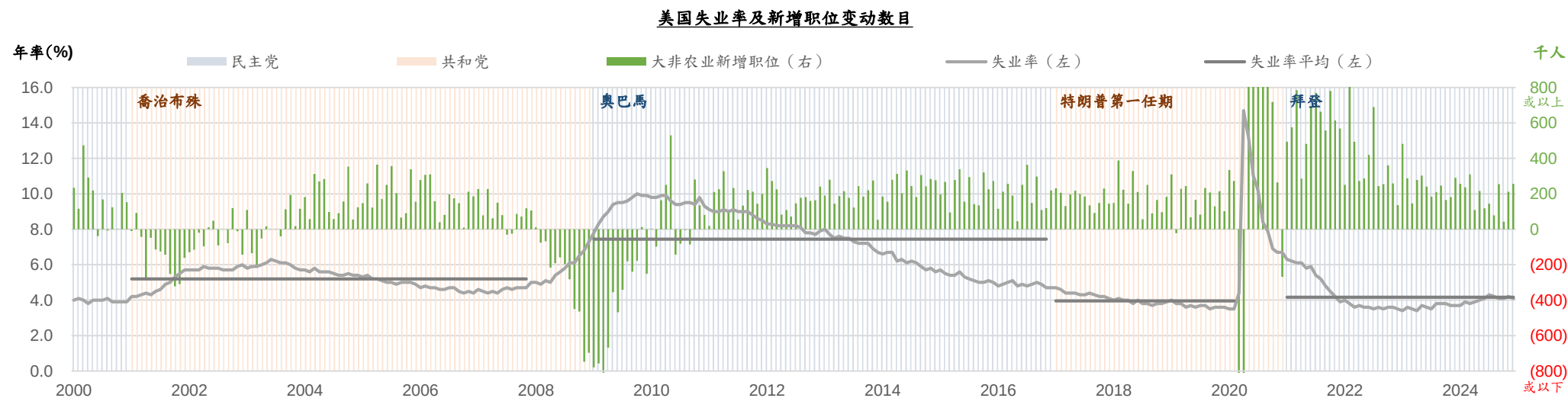
来源：彭博、国证国际整理



回顾特朗普：就业情况

- 在美联储的双目标方针中，失业率的问题与通胀问题同样重要。特朗普的上一任期，平均失业率为5.0%，撇除新冠疫情时期之影响，平均失业率为3.95%。
- 奥巴马年代，平均失业率为7.45%；拜登年代，平均失业率为4.16%。
- 美国自2000年开始，平均失业率为5.7%。特朗普的执政没有带来明显的就业问题，而且从趋势看来，失业率在新冠疫情前都处于下降轨中。

美国就业市场状况



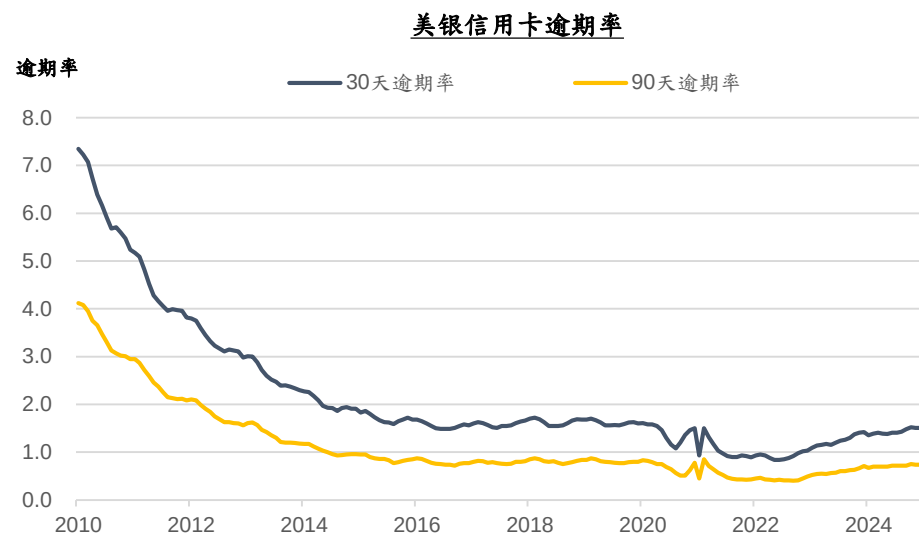
来源：彭博、国证国际整理



回顾特朗普：消费市场状况

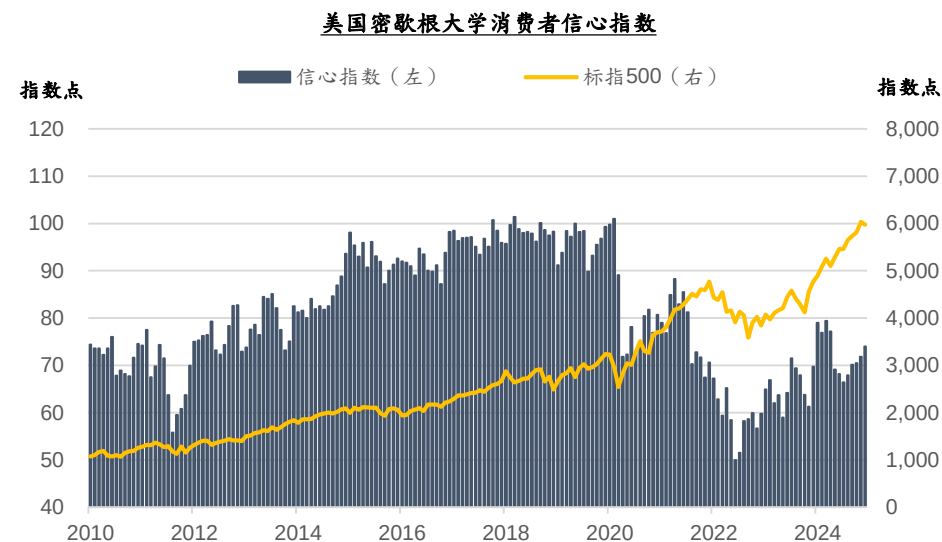
- 在零售销售方面，特朗普的上一任期，零售销售环比增幅平均为0.39%、控制核心零售销售环比增幅平均为0.50%。奥巴马年代，平均零售销售环比增幅为0.36%；拜登年代，平均增幅为0.63%。奥巴马年代，平均控制核心零售销售环比增幅为0.27%；拜登年代，平均增幅为0.54%。由此看来，特朗普年代的消费市场依然保持稳健的水平。
- 在消费者健康方面，特朗普的上一任期，据联准会经济数据，综合所有商业银行的信用卡贷款拖欠率平均为2.47%。奥巴马年代平均为3.37%，拜登年代平均为2.35%。过去34年，平均值为3.72%，整体消费者健康水平良好。在消费者信心方面，特朗普的上一任期，密大信心指数平均为93.17。奥巴马年代平均为78.76、拜登年代平均为68.62。特朗普年代的消费者信心较佳。

信用卡贷款拖欠率



来源：彭博、国证国际整理

密大消费者信心指标



来源：彭博、国证国际整理



回顾特朗普：企业投资情况

- 我们观察耐用品订单情况，特朗普的上一任期，耐用品订单环比变动率平均为0.27%。撇除波动性较大的国防及航空订单后，核心耐用品订单经季调环比变动率平均为0.15%。
- 奥巴马年代，平均耐用品订单环比变动率为0.39%；拜登年代，平均增幅为0.45%。奥巴马年代，平均核心耐用品订单经季调环比变动率为0.12%；拜登年代，平均增幅为0.36%。
- 从2000年至今，平均核心耐用品订单经季调环比变动率为0.09%。我们看到耐用品订单的增长在特朗普年代高于平均水平。

美国企业耐用品订单情况



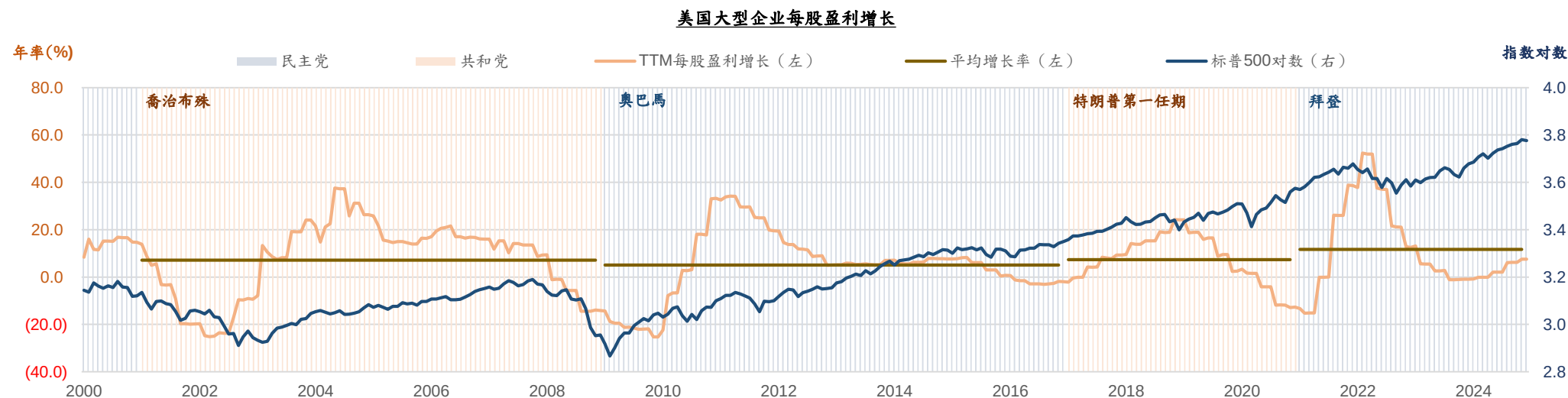
来源：彭博、国证国际整理



回顾特朗普：企业盈利情况

- 整体企业盈利方面，特朗普的上一任期，标普500企业平均增幅为7.33%。奥巴马年代，平均增幅为5.09%；拜登年代，平均增幅为11.71%。
- 共和党执政时期，平均标普500指数之回报为6.5%（平均每年）；民主党执政时期之回报率为10%。民主党执政的回报较佳。然而，乔治布殊任内因经历科网泡沫和金融海啸两个大型衰退，导致任内标普500出现亏损31.6%。若撇除乔治布殊这任期之影响，共和党执政的回报率为8.7%，与民主党相若。**政党执政与股市表现看不出有直接关系**。整体而言，标普500在特朗普的上一任期升幅为67.8%，平均复合年增长率为13.8%。奥巴马年代，平均增幅为12.0%；拜登年代，平均增幅为11.5%。

美国大型企业盈利增长情况



来源：彭博、国证国际整理

第二部份

➤ 回顾特朗普上一任期

➤ 2025年整体格局

➤ ETF工具

➤ 技术指标





2025故事线：贸易战的冲击

- 参考特朗普上一任期的贸易战，2018年1月，美国对进口的洗衣机、光伏产品、污水管道配件等，征收30%-110%的关税，主要针对中国的进口。3月22日，特朗普签署总统备忘录，依据针对贸易壁垒进行的调查（301调查）结果，将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。
- 2018年美股的调整基本上都是由贸易战所引起，2018年12月孟晚舟在加拿大被捕，中美贸易战升级，美股在当年12月份亦经历大跌，标普500最高下跌超过12%，从9月特朗普正式加征关税开始计算，最高下跌17.5%。

中美贸易战对美股之影响



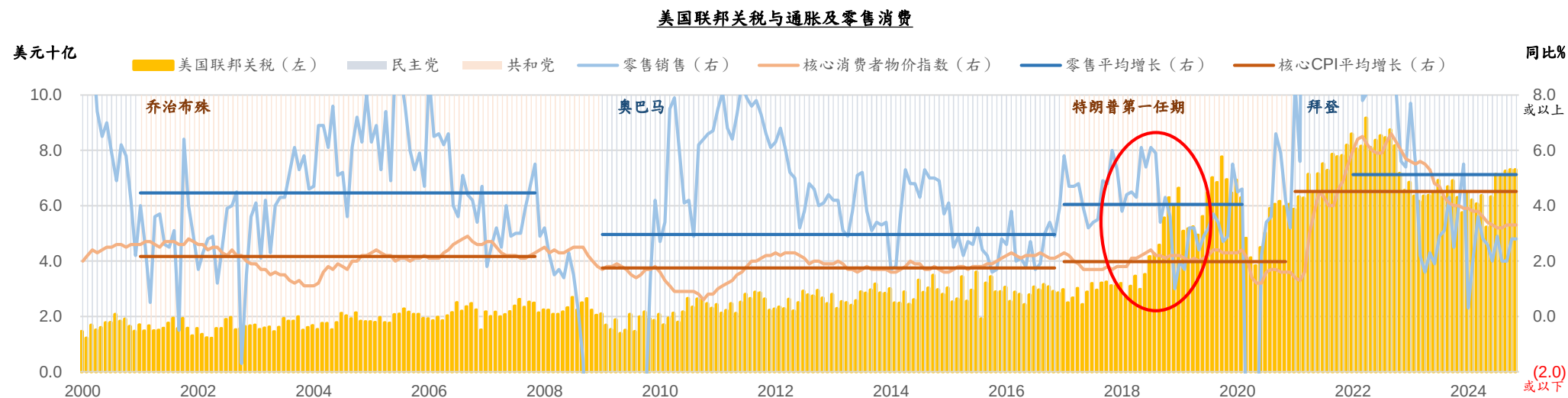
来源：彭博、国证国际整理



2025故事线：注意其他国家对贸易战的反制措施

- 美股2018年在贸易战的影响之下大幅波动，直到2019年美联储转向，股市反弹，但当中仍有关税事情所带来的振荡。美股市场在2019年5-6月最高下跌近7%；在7-8月最高下跌近6%。
- 拜登当选美国总统并继续保持对华关税，但零售增长保持较高水平，关税对消费市场带来的影响比较短暂。
- 市场经历过特朗普上一任期中加征关税的经验，情绪面上会较上一次更容易接受，我们相信对资本市场的冲击亦会较轻。然而，这次贸易战核心扩大至其他的贸易伙伴（如加拿大、墨西哥等），美股调整幅度将最大程度上取决于其他国家的反制措施，投资者须关注有关风险。

美国在不同总统任期内的关税收入、消费市场情况及通胀走势



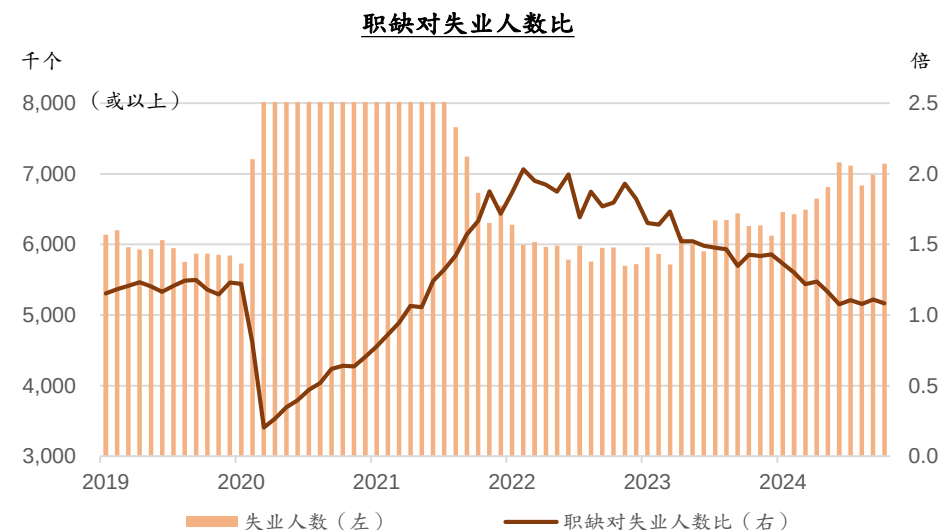
来源：彭博、国证国际整理



2025故事线：实体经济暂时保持良好

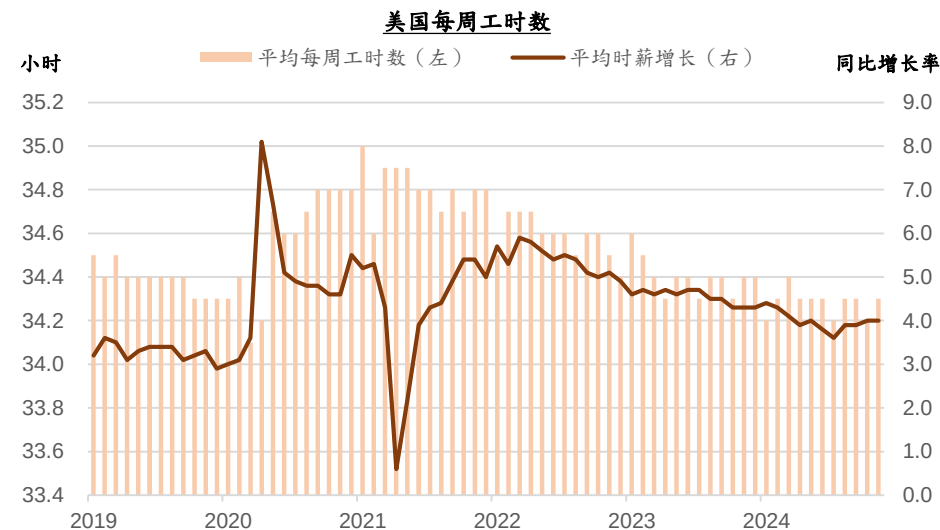
- 在美联储的双目标政策之中，就业市场的稳定性与通胀问题同样重要。就业问题亦会对消费市场造成直接的影响。
- 从最近来自不同机构的就业数据报告所显示，美国就业市场正处于一个较为平衡的状态。不论在新增职位的幅度上、职缺对失业人数、失业率等指标都指向美国就业市场热度下降，但还未到冷却地步；而薪酬仍然维持正增长，反映企业未到大与裁员的处境。
- 我们回顾特朗普的第一任期，平均失业率为3.95%，低于奥巴马年代、略高于拜登年代。就业市场良好亦带动消费者健康，密大信心指数平均为93，高于奥巴马年代、及拜登年代，反映特朗普年代的消费者信心较佳，经济表现较佳。

美国职缺比率走势



来源：彭博、国证国际整理

美国劳工工作时数情况



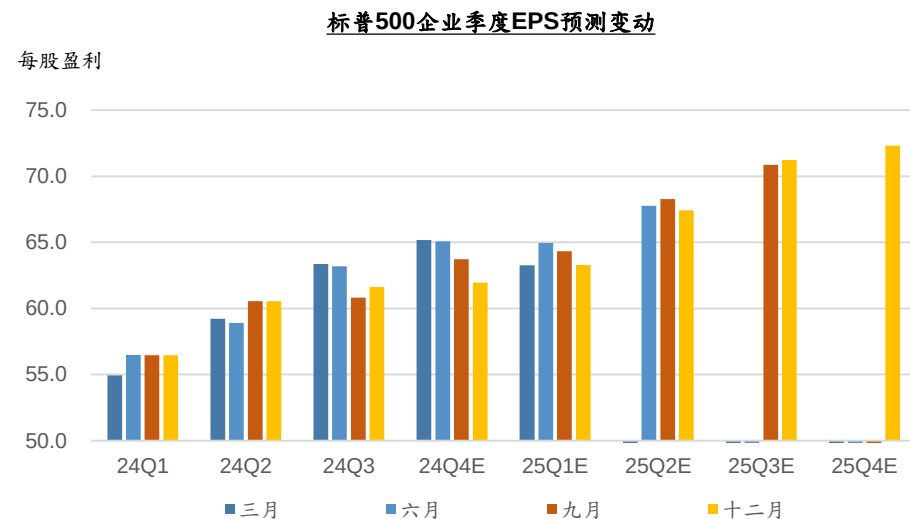
来源：彭博、国证国际整理



2025故事线：企业2025年盈利增长预期良好

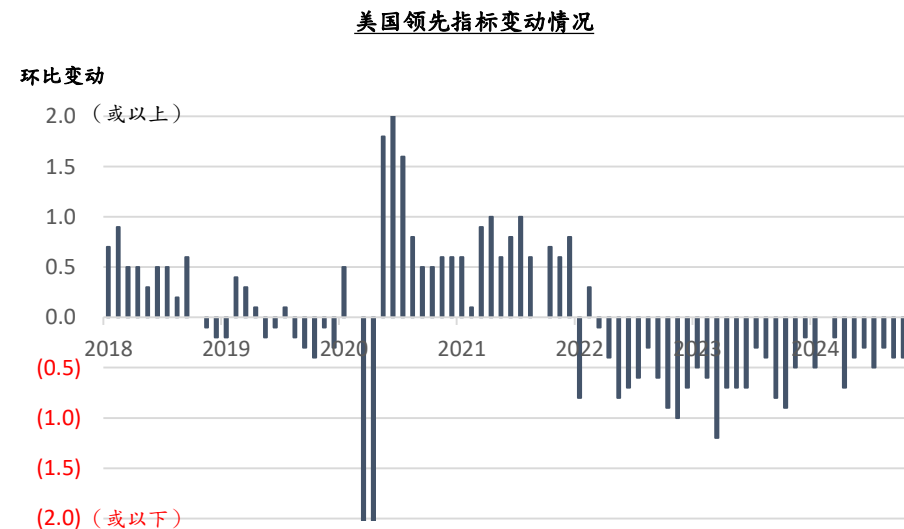
- 市场预测标普500指数成分股公司，2024年第四季度每股盈利同比增长11.9%，是自2021年第四季度以来，最高的盈利增速。市场预测2025年的每股盈利同比增长14.8%，高于过去10年平均增幅的8.0%。
- 其中，市场预计「七巨头（M7）」2025年的每股盈利同比增长21%。七巨头以外的其他公司（标普493）的盈利增速预期为13%，比2024年的4%大幅改善。是板块轮动的动力来源之一。
- 美国咨商会（The Conference Board）领先经济指数（LEI）11月出现自2022年2月以来首次上升，LEI的上升给予美国经济活动一个积极的信号。

标普500每股盈利同比增长率预期



来源：彭博、国证国际整理

美国领先经济指数



来源：彭博、国证国际整理

第三部份

- 回顾特朗普上一任期
- 2025年整体格局
- ETF工具
- 技术指标





观点：2025年美股「宽幅波动」+「板块轮动」

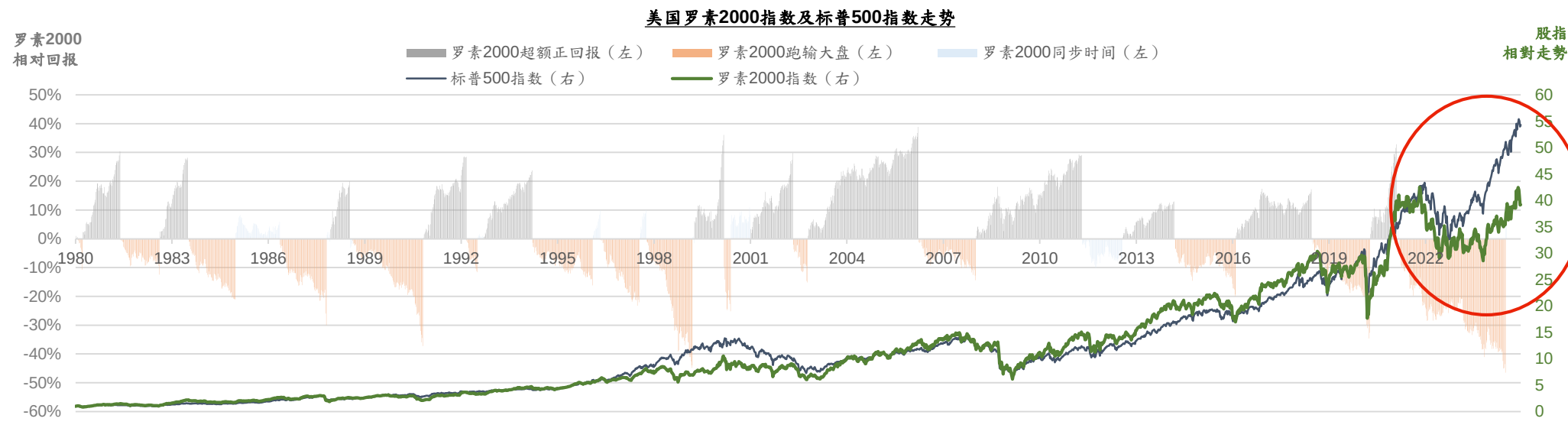
- 美国总体经济没有大问题，我们观察到就业、职缺、PMI这三组数据都指向企业招聘有放缓趋势，但未到大规模裁员的地步。美联储公布了1月的褐皮书上显示，经济活动评估有所回升，从「轻量」至「轻量至中度」，劳动力市场可能正在稳定。随着选举不确定性得到解决，更多企业对今年的前景持乐观态度。
- 12月消费者价格指数（CPI）显示，核心环比通胀率0.2%，低于预期的0.3%。其中，核心商品0.1%、房租0.3%、医疗服务0.2%，正在持续改善。美国目前物价控制情况良好，似乎没有市场预想般悲观，债市投资者逐步靠拢美联储12月点阵图所指引的2次降息，10年期债息从高位逐步回落。
- 在经济没有出现问题的背景下，股市的波动可能来自贸易战的故事线，2025年将是「宽幅波动」格局。考虑到大科技的估值过高，加上传统板块、中小盘板块对特朗普政策的边际利好较高，盈利增长有望改善，引发「板块轮动」。
 - 我们看好传统板块如金融、地产等，受惠降息周期，亦是特朗普保护主意的最大受益人，投资者可关注相关的ETF如KRE、KBE、IYR等。
 - 风格上，考虑到大型科技股的高估值，我们认为2025年在没有重大系统性风险的前提下，中小盘的走势将会较佳，投资者可关注中小盘指数罗素2000的ETF，如IWM。
 - 另外，但我们建议投资者配置一定的比率在美债、黄金、加密货币，甚至现金，以对冲股票市场在忧虑衰退风险时的调整，令投资组合的资产净值更加稳定，毕竟两年的大牛市，股市估值高，在大选年后出现合理的调整亦是会出现的。



工具应用：中小盘接力牛市中后段行情（IWM）

- 从1980年开始，代表中小盘的罗素2000指数明显跑赢标普500共12次、跑输15次。罗素2000表现较佳的时间，平均跑赢标普500指数27.3%（区间：13%-39%）、罗素2000在期间的绝对回报平均为60.2%（区间：10%-110%）、平均时间为19.4个月（区间：7-42个月）。
- 罗素2000表现较佳时，一般都是牛市中后行情，而且会持续一段时间。投资者可以考虑关注罗素2000 ETF（IWM）。
- 假若美国经济可以实现软着陆，**随着进入降息周期，中小型公司的边际利好效应会较大，较大程度上可以跑赢大盘。**

罗素2000指数及标普500指数走势



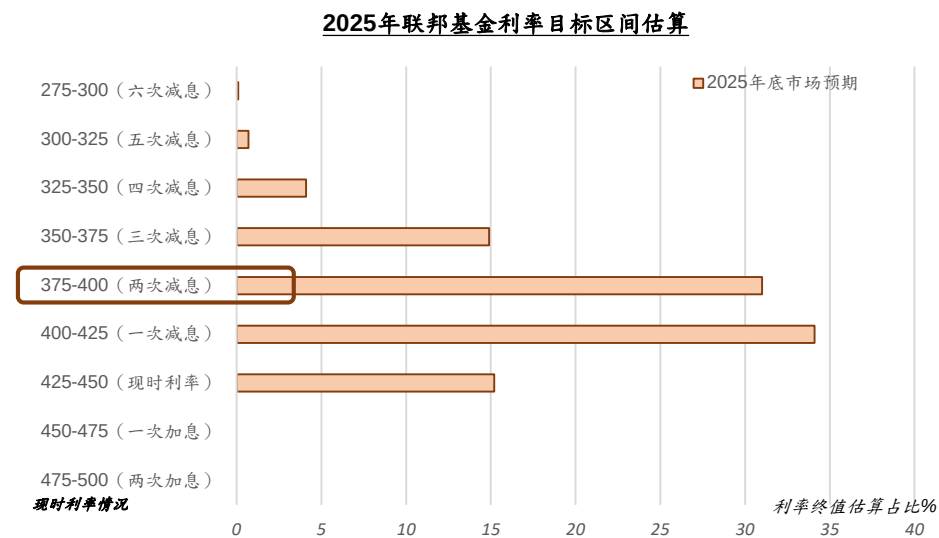
来源：彭博、国证国际整理



工具应用：美债仍然是有效对冲的资产（TLT）

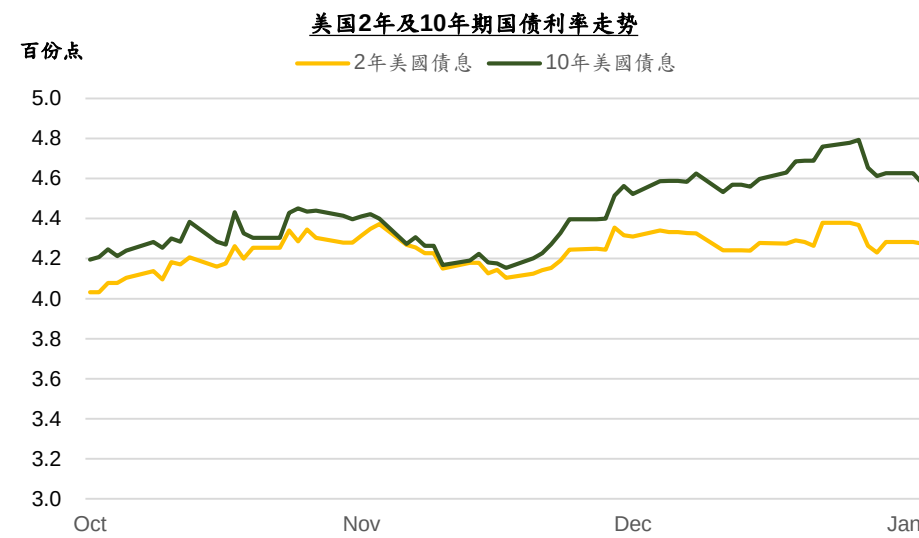
- 在特朗普贸易战的阴霾下（类似2018-19年），借口强数据将推迟美联储降息节奏（甚至炒作再加息的可能），利率期货所显示，市场预期今年降息次数1.6次，虽然已在低位反弹，但仍低于12月点阵图指引的2次。
- 30年期债息一度冲高至5厘水平、10年期债息4.8%，相信已引发美联储及财政部关注。
- 假若宏观数据出现疲软时（如失业率上升），憧憬美联储降息救市所带动的债息下调，将可**对冲股票市场受到的冲击**。

市场对2025年底的利率估算



来源：彭博、FOMC、国证国际整理

美国国债殖利率走势



来源：彭博、国证国际整理



工具应用：加密货币利好（3042）

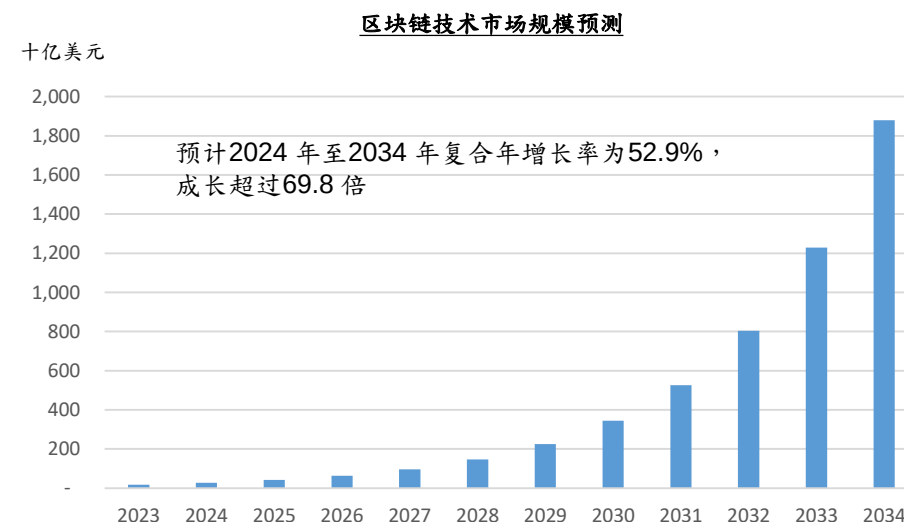
- 特朗普提过要将美国打造成加密货币之都，并承诺维持「国家战略比特币储备」。鲍威尔12月初提到：人们没有将比特币用作支付方式或价值储存手段。它非常不稳定，它不是美元的竞争对手，它真正的竞争对手是黄金。这是首次美联储把比特币与黄金作较，进一步确立比特币，以至其他加密货币的地位。
- 区块链逐步被不同产业所应用，而比特币、以太坊等加密货币是区块链技术的主要应用场景。为了巩固美元地位，加密货币交易的话语权尤其重要。特朗普对比特币的重视，在基本面支持的情况下，**比特币价格创历史新高，上方基本上没有止损沽压，利好价格走势。**

比特币价格走势（兑美元）



来源：彭博、国证国际整理

区块链技术市场规模预测



来源：Precedence Research、国证国际整理



工具应用：常用美股ETF及参考应用场境

ETF名称	彭博代码	简介	参考应用场境（不构成建议）
标普500指数ETF	SPY.US	追踪标普500指数	看多美股大盘，分散风险，行业板块配置较为平均，适合定投之用，可长期持有。
反向标普500指数ETF	SH.US	反向追踪标普500指数（-1x）	对冲美股大市行情，适合在宏观大事件前，控制短期净头寸之用。
三倍做多标普500指数ETF	UPRO.US	每天三倍做多标普500指数（3x）	看多美股大市行情，持股时间预计较短。
三倍反向标普500指数ETF	SPXU.US	每天三倍反向追踪标普500指数（-3x）	看空美股大市行情，持股时间预计较短。
纳斯达克100指数ETF	QQQ.US	追踪纳斯达克100指数	看多美股大盘，尤其增长型板块大盘股，适合定投之用，可长期持有。
反向纳斯达克100指数ETF	PSQ.US	反向追踪纳斯达克100指数（-1x）	对冲美股大市行情，适合在宏观大事件前，而手上较多科技股头寸时，控制短期净头寸之用。
三倍做多纳斯达克100指数ETF	TQQQ.US	每天三倍做多纳斯达克100指数（3x）	看多美股大市行情，尤其增长型板块，持股时间预计较短。
三倍反向纳斯达克100指数ETF	SQQQ.US	每天三倍反向追踪纳斯达克100指数（-3x）	看空美股大市行情，尤其增长型板块，持股时间预计较短。
半导体ETF	SOXX.US	追踪ICE半导体指数	看多美股AI、半导体板块行情。
每日三倍做多半导体ETF	SOXL.US	每天三倍做多ICE半导体指数（3x）	短期特别看多美股AI、半导体板块行情，持股时间预计较短。
每日三倍放空半导体ETF	SOXS.US	每天三倍反向ICE半导体指数（-3x）	看空美股AI、半导体板块行情，持股时间预计较短。
标普500平均加权指数ETF	RSP.US	追踪标普500均权指数	风格转换时。行业板块配置非常平均，适合定投之用，可长期持有。
罗素2000 ETF	IWM.US	追踪罗素2000 指数	风格转换，在牛市行情中后阶段时可以配置。
反向罗素2000 ETF	RWM.US	反向追踪罗素2000指数（-1x）	避险情绪逐步升温时，尤其手上较多中小盘股票需要对冲。
每日三倍做多小型股ETF	TNA.US	每天三倍追踪罗素2000指数（3x）	风格转换初期，持股时间预计较短。
三倍放空罗素2000指数ETF	SRTY.US	每天三倍反向追踪罗素2000指数（-3x）	避险情绪突然升滑，持股时间预计较短。
20年期以上美国公债ETF	TLT.US	追踪 ICE U.S. Treasury 20+ Year Bond 指数	降息周期，经济或系统性风险事件发生，避险情绪升温。
反向20年期以上美国公债ETF	TBF.US	反向追踪 ICE U.S. Treasury 20+ Year Bond 指数（-1x）	经济或系统性风险事件发生后，事情逐步被市场消化。
每日三倍做多20年期以上美国公债	TMF.US	每天三倍追踪 ICE U.S. Treasury 20+ Year Bond 指数（3x）	系统性风险事件发生，避险情绪突然升温。持股时间预计较短。
三倍放空20年以上美国公债ETF	TTT.US	每天三倍反向追踪ICE U.S. Treasury 20+ Year Bond 指数（-3x）	股市情绪突然大长，资金由债市流入股市时；或通胀恐慌升温时。持股时间预计较短。
黄金ETF	GLD.US	追踪黄金价格的市场表现	避险情绪突然升温。可长期持有作分散风险之用。
汇率避险MSCI 日本ETF	HEWJ.US	追踪MSCI 日本指数（对冲汇率）	看多日本经济，同时看空日圆。
MSCI 日本ETF	EWJ.US	追踪MSCI 日本指数	看多日本经济，同时看多日圆。
PutWrite策略ETF	PUTW.US	每月出售两个看跌期权，收益投资于3个月国债	大市缺乏方向，但较低机会会出现风险事件。
纳斯达克股票溢价收益主动型ETF	JEPQ.US	持有纳指100权益证券+出售有关指数的看涨期权	看多纳指100，同时希望提高股息收益。
股票溢价收益主动型ETF	JEPI.US	持有标普500权益证券+出售有关指数的看涨期权	看多标普500，同时希望提高股息收益。
FANG+指数每日三倍做多	FNGU.US	每天三倍追踪FANG+指数（3x）	特别看好科技巨头，特别是M7的短线行情。持股时间预计较短。
FANG+指数每日三倍放空	FNGD.US	每天三倍反向追踪FANG+指数（-3x）	短期看空M7行情。持股时间预计较短。

第四部份

- 回顾特朗普上一任期
- 2025年整体格局
- ETF工具
- 技术指标





TD序列指标：用于判断趋势转换点

- 市场中的TD序列指标中，大部份都是由Tom Demark所研发的DeMARK 13指标所演变出来的。外资大行、CTA、对冲基金、交易商等都会参考TD序列指标。例如12月上旬：美银在报告中写道，「12月4日的Demark 9与12月5日的Demark 13指标显示，标普500指数策略性上涨动能可能耗尽，增加了在12月底至1月圣诞老人行情前出现回调的风险。」
- 大多数TD序列指标旨在预测「价格疲劳」，而不是顺势交易。指标确定可能出现的拐点，并提供了趁低买入、趁高卖出的机会，通过「设置」（Setup）和「倒计时」（Countdown）指标组成的多阶段价格比较，以洞悉市场趋势的强弱及其逆转的可能性。
- 指标背后的理念相信，市场见顶不是因为聪明钱洞烛先机，而是因为最后一轮的买家都买了；反之，市场见底不是因为买家聪明，而是因为最后一轮卖家都卖出了。
- 就算是价值投资也好，识别拐点可以改善成本，降低风险。TD序列指标通过识别市场可能出现顶部和底部的区域，为交易引入精确性和客观性的时机。



TD序列指标：适合在「宽幅波动」的市场环境

TD序列指标及标普500走势



- Setup阶段：比较目前的收盘价与4日前的收盘价。当上升/下降连续时进行计算。「9」为上限。
- Countdown：符合Setup的条件后开始计数。比较目前的收盘价与2日前的收盘价。不需连续，只要上升/下降时就标示数字。「13」为上限。
- 出现「9」（或「13」）时，可能是市场的转换点。
- 目前标普500指数没有出现「9」的讯号。我们观察到TD序列指标通常适合在「宽幅波动」的市场环境中使用；单边市反而出错机率会较高。

来源：TradingView、国证国际整理



TD序列指标：中小盘指数出现信号

TD序列指标及罗素2000走势



- 在DeMARK官方合作的平台上（如彭博等）可以付费使用。
- 然而，DeMARK的计算方式在官网上有公开，可以按方程式，在其他平台（如TradingView等）自行复制。
- 目前罗素2000指数出现初步的买入讯号。我们继续观察。

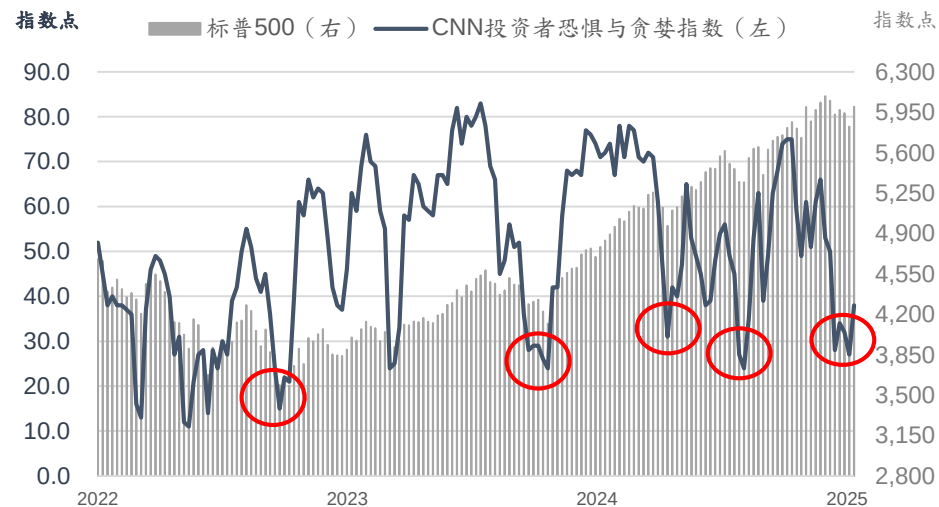
来源：TradingView、国证国际整理



情绪指标：别人恐惧时我贪婪

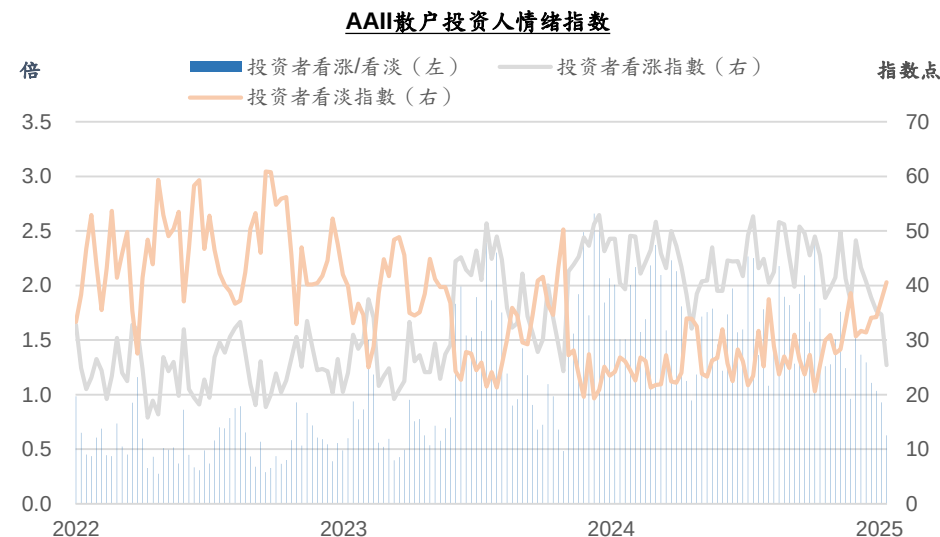
- CNN 恐惧与贪婪指数为采用美股市场情绪相关变数所编制的综合指标，其中变数包括：市场动能、股价强度、股价广度、Put/Call Ratio、市场波动、避险需求、垃圾债券需求。该指数计算这些单独的变数偏离其平均值的程度，并赋予相同权重。其中100 代表市场最贪婪，0 代表市场最恐惧。
- AII 美国散户投资人情绪指数由美国散户协会（The American Association of Individual Investors，简称 AII）所调查制成，于美国时间每周四发布结果。
- 现时情绪点算是来到比较恐惧的时间，CNN指标到了38、AII看涨/看淡到了0.63。

投资者情绪和股指的关联性



来源：彭博、CNN、国证国际整理

AII散户投资人情绪指数



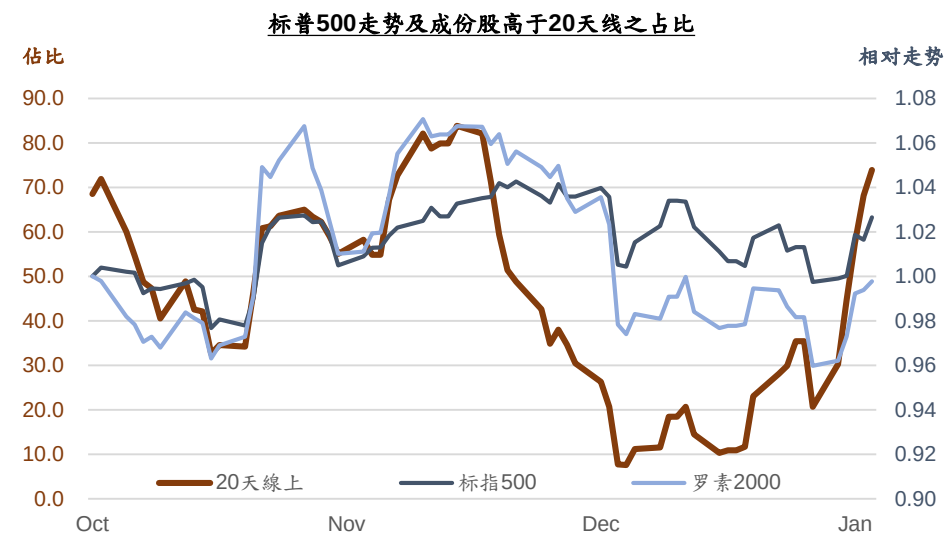
来源：彭博、国证国际整理



市场宽度：从「M7集中」到传统价值板块

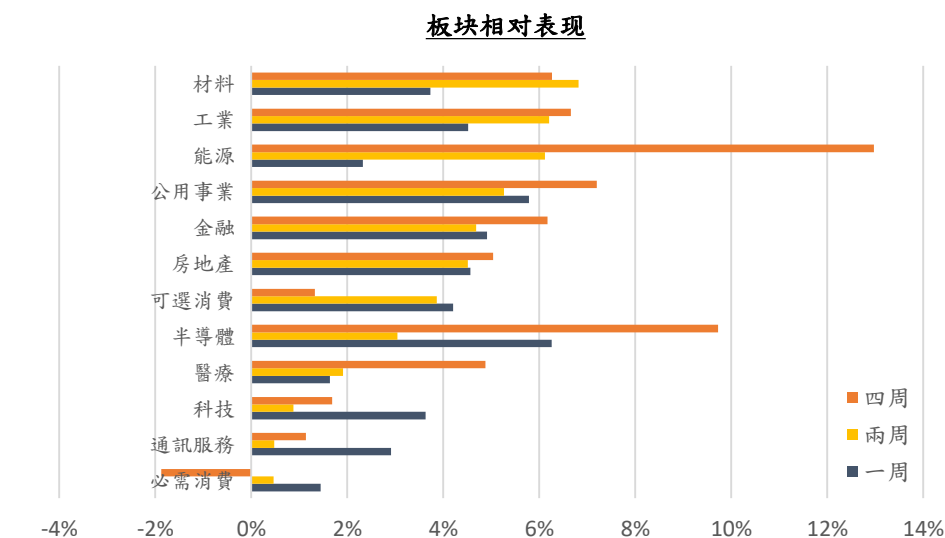
- 市场在一月经历大幅波动，上周市场整体出现回暖，得对比12月底时的行情，标普500的宽度明显上升。股价高于20天线的股票数目占总数（约500家成份股）上升至70%以上。
- 升势行情由集中在几家科技巨头，扩展至其他传统价值板块，如材料、工业、能源、公用、金融等。

美股市场宽度对应股指走势



来源：彭博、国证国际整理

美股各主要板块的相对表现



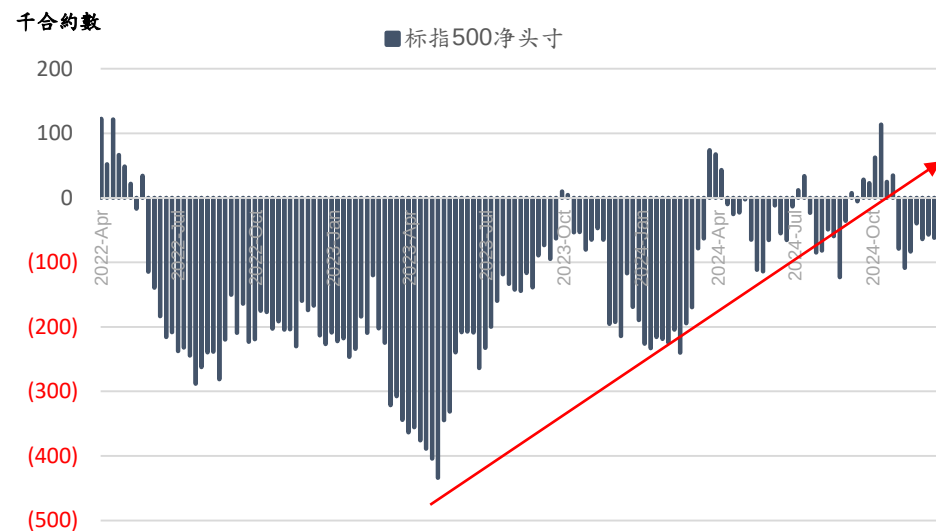
来源：彭博、国证国际整理



仓位情况：债市空头开始回补

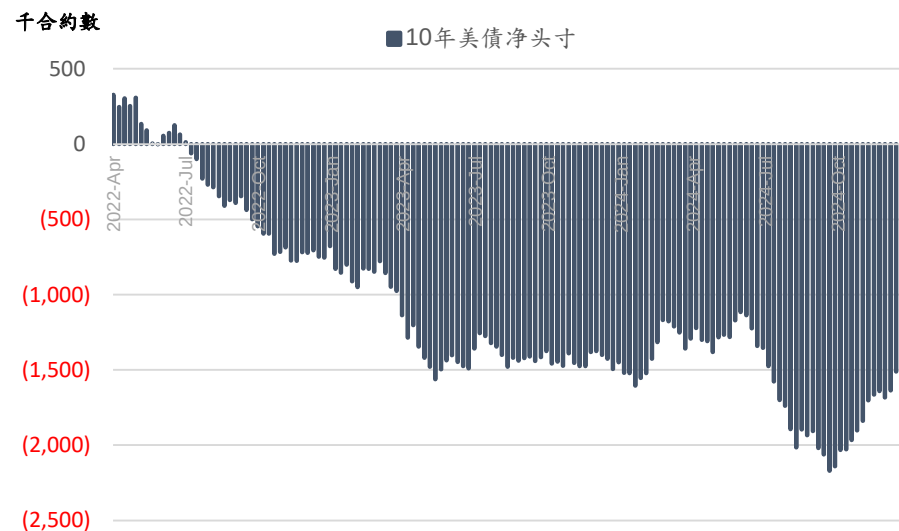
- 商品期货交易委员会（CFTC）每周公布美国期货市场非商业（投机）交易者的净头寸明细。所有数据均对应主要芝加哥和纽约期货市场的参与者持有的头寸。
- 可以透过观察交易者持仓报告来分析市场情绪。
- 股市情况算是平衡，债市空头明显有回补趋势。随着债息回落，股市行情有机会得到支持。

CFTC 标普 500 指数投机净仓位



来源：商品期货交易委员会、国证国际整理

CFTC美国10年期公债投机净仓位



来源：商品期货交易委员会、国证国际整理



领先指标：股市行情能否持续的关键

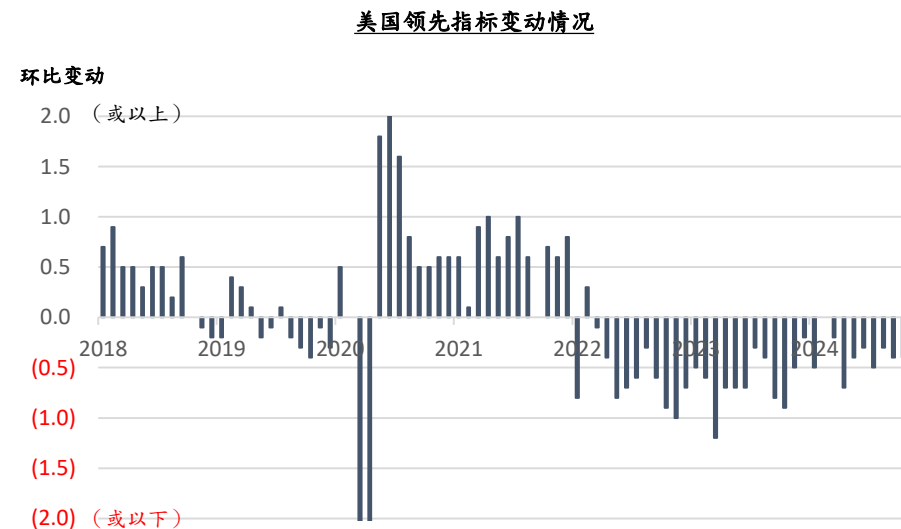
- 每月由美国经济咨商局公布，指标包括：制造业员工平均每周工时、初次申请失业救济金人数、制造业新订单、建筑许可 - 新增私人房屋单位数量、股价指数、领先信贷指数、十年期美债殖利率与联邦基金利率差、消费者对商业状况的平均预期。
- 虽然领先指标不是高频数据而且滞后接近一个月，对高频交易的帮助不大，但这指标有效反映美国经济，对股市能否持续牛市行情有前瞻作用。
- 11月领先指标自2022年以来前次按月转正，反映经济向好，是支持股市向好的关键之一。

美国领先指标及标指500指数



来源：彭博、经济咨商局、国证国际整理

美国领先指标按月环比变动情况



来源：经济咨商局、国证国际整理

多谢！

国证国际 研究部



免责声明

客户服务热线 香港：2213 1888

国内：40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010