

元大戰情分析

降息門檻雖不高，但不要過度篤定 Fed 一定會在 9 月降息

顏承暉

fattiger@yuanta.com

邱冠倫

Neil.Chiu@yuanta.com

事件

◆ FOMC 於 7/30~31 的會議全票通過，維持利率不變在 5.25~5.5%。

◆ Fed 認為經濟的下行風險與通膨的上行風險逐漸趨於平衡，並表示最早 9 月會議上進行降息討論。

評論

本次會議 Fed 並沒有預先承諾 9 月是否降息，但從 1) 聯準會不再把通膨當作最重要的風險；2) 內部會議已經開始討論降息可能性；3) 表示現在的利率水準屬於實質性的緊縮；4) 開始提及最早 9 月就可以討論降息...等面向可知，Fed 釋放降息門檻並不高的訊息。

但投資人不該篤定 9 月 Fed 一定會降息，因為目前 Fed 沒有降息的急迫性，主要理由在於經濟的發展幾乎跟 6 月當時的預測相當(而當時 Fed 只認為全年要降息一碼)，這些數據包含：1) 第二季美國最終國內購買年增率達 2.9%，遠超過聯準會認為 1.8% 的潛在經濟成長率；2) 美國金融狀況指數仍然處在象徵寬鬆的零分界點之上，甚至比剛開始升息的時候還高，顯示資金環境並不緊張；3) 儘管 6 月核心通膨率降至 2.63%，但由於去年下半年比較基期較低，如果核心物價月增率是以過去三個月的平均月增率 0.2% 上漲，第四季核心 PCE 年增率將為 2.8%，與 6 月 Fed 預測相當。

現在 Fed 的態度是「經濟若有需要才會降息」，這意味著 9 月會期以前的兩份就業報告必須看到非農就業人數的下滑、失業率的上揚，以及未來三份的物價報告(兩份 CPI 與一份 PCE)必須看到核心通膨月增率在 0.15% 以下，9 月才比較可能降息。此外 Fed 即便稍晚啟動降息，以現在的經濟狀況來說，降息的幅度不會太大，降息的頻率也不會太頻繁。

許多人擔心，近幾次聯準會降息後都伴隨著行情反轉，再加上從 7/11 開始美股震盪加大，因此認為隔夜美股的走強可能只是曇花一現。不過，回顧 1980 年以來歷次的降息紀錄，在降息後，若非經濟陷入嚴重衰退，降息後美股大多還有一段安可行情。展望下半年美股走勢，有鑑於公布的美國第二季 GDP 初值 2.8%，優於市場預期，且民間消費動能表現穩中帶勁，又領先指標尚未出現反轉，經濟基本面正如 Fed 主席所說的穩健 (solid)，再加上從 7/11 起美股開始修正，但金融狀況指數仍然指向資金環境寬鬆，且信用利差也未有擴大的現象，反應經濟基本面並未走弱，最後看到標普指數成分股高於 50 日均線的比重，7 月以來的這波修正，目前仍有 7 成的成分股股價位處 50 日均線之上，顯示當前美股資金有再平衡的跡象，上漲結構廣度有所提升，因此研判 7/11 起的修正應是大型股漲多後的技術性修正，這也呼應 4 月 18 日 [元大戰情](#) 提出的觀點，當領先指標仍上行時，多頭行情期間，短線可能出現數次修正，但看回不看空。不過儘管隔夜美股在半導體股領漲下強彈，但目前還需要觀察一兩天美股的內容，才能判斷技術面是否翻多，美股短線會在 20 日均線一帶有進一步的攻防，加上美國大選的不確定性仍大，下半年美股長線多頭雖還未被破壞，但震盪將加大。

FOMC 維持利率不變，但暗示降息門檻並不高

FOMC 於 7/30~31 的會議全票通過，維持利率不變在 5.25~5.5%。

從這次的聲明稿與記者會，有以下幾點重點：

- 一、FOMC 維持美國經濟穩健(solid)成長的評估，下修就業成長看法(就業成長減速(moderated)，失業率上移)，但依然表示失業率偏低。鮑爾記者會額外表示，勞動市場趨於平衡(better balanced)，並表示消費雖然減速，依然穩健(solid)，並強調現在的經濟發展是正常化(normalization)。
- 二、維持通膨在過去一年持續降溫的說法，但與前次會議不同點在於，前次會議表示通膨依然偏高，但這次新增 somewhat 一詞表示，目前通膨只是略高而已。因此，相比於前次聯準會表示通膨略有(modest)朝向 2%目標靠近，這次表示有一些(some)向 2%通膨目標靠近的進展。會後記者會中鮑爾表示第二季的通膨數據增加 Fed 認為通膨會回到 2%的信心。
- 三、認為經濟的下行風險與通膨的上行風險逐漸趨於平衡，鮑爾在會後記者會還表示，隨著勞動市場的降溫，通膨上行風險減輕，鮑爾在會後記者會還額外表示勞動市場的下行風險是真實存在，因此 Fed 移除掉前次會議表示高度關注(highly attentive)通膨風險的字眼，改表示關注就業與通膨的雙重風險。
- 四、維持聯準會需要有更多關於通膨朝向 2%目標靠近的信心才會降息的前瞻指引，並表示未來貨幣政策動向取決於數據。
- 五、鮑爾在會後記者會中表示，內部有討論降息的可能性，但最終絕大多數人仍然表示維持利率不變。
- 六、會後記者會重申過早或過晚降息都不適宜，但表示現在的利率水準雖然不是極端緊縮(extremely restrictive)但也算實質上的緊縮(effectively restrictive)，若勞動市場降溫超乎預期，或者通膨下滑速度超乎預期，聯準會準備好行動。
- 七、不預先承諾 9 月是否降息，但暗示降息的門檻並不高，鮑爾表示在數據的總體情況、前景的演變以及風險平衡與信心上升和保持穩定的勞動力市場一致的情況下。如果這個測試通過，政策利率的降低可能會在最早的 9 月會議上進行討論(as soon as the next meeting)。

本次會議 Fed 並沒有預先承諾 9 月是否降息，但從 1) 聯準會不再把通膨當作最重要的風險；2) 內部會議已經開始討論降息可能性；3) 表示現在的利率水準屬於實質性的緊縮；4) 開始提及最早 9 月就可以討論降息...等面向可知，Fed 釋放降息門檻並不高的訊息。

經濟表現只是符合預期，加上年底通膨年增率有可能反轉向上，不要過度篤定 9 月一定降息

鮑爾在這次的記者會表現相當輕鬆，讓 Fed 不在這次會議向市場暗示即將要降息並不是因為通膨仍然太高，而是到目前為止經濟的表現仍然穩健。鮑爾強調，勞動市場與消費的降溫都只是經濟正常化，而目前從民間國內最終需求來看，經濟仍然很穩健(solid)，也就是說經濟的韌性讓聯準會沒有急迫性一定要在 9 月降息。

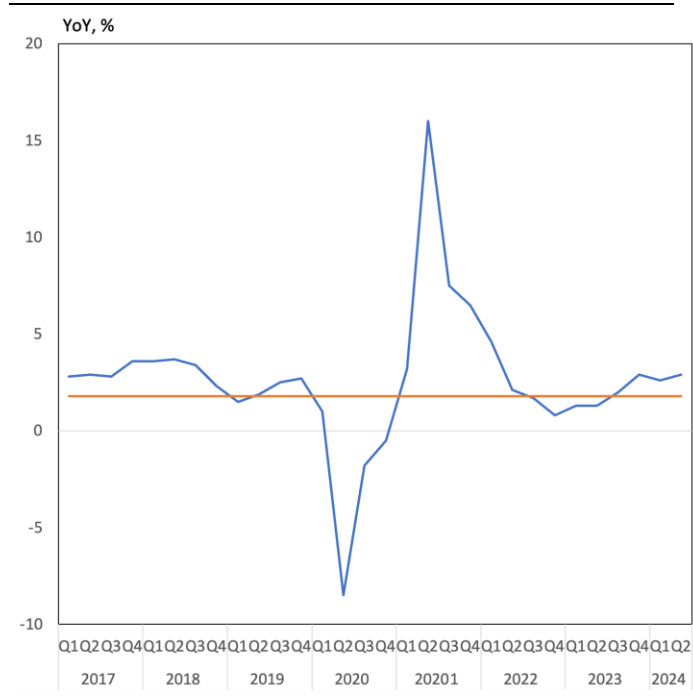
事實上如果我們比對現在的經濟數據，也可以看到目前 Fed 沒有降息的急迫性，這些數據包含：

- 一、第二季美國最終國內購買年增率達 2.9%，遠超過聯準會認為 1.8%的潛在經濟成長率（圖 1）。
- 二、美國金融狀況指數仍然處在象徵寬鬆的零分界點之上，甚至比剛開始升息的時候還高，顯示資金環境並不緊張（圖 2）。
- 三、儘管 6 月核心通膨率降至 2.63%，但由於去年下半年比較基期較低，如果核心物價月增率是以過去三個月的平均月增率 0.2%上漲，第四季核心 PCE 年增率將為 2.8%，與 6 月 Fed 預測相當。而當時 Fed 點陣圖紙認為這樣的物價水準只要降息一碼（圖 3）。

也因為經濟的發展幾乎跟 6 月當時的預測相當(而當時 Fed 只認為全年要降息一碼)，再加上 9 月 FOMC 會前，鮑爾還會參加 8/22~8/24 的 Jackson Hole 會議，若真的數據偏離 Fed 預測太多，到時候再來調整說法即可，是以 Fed 在這次會議才會給出一個比較偏向中性(也就是 data dependent)的前瞻指引。

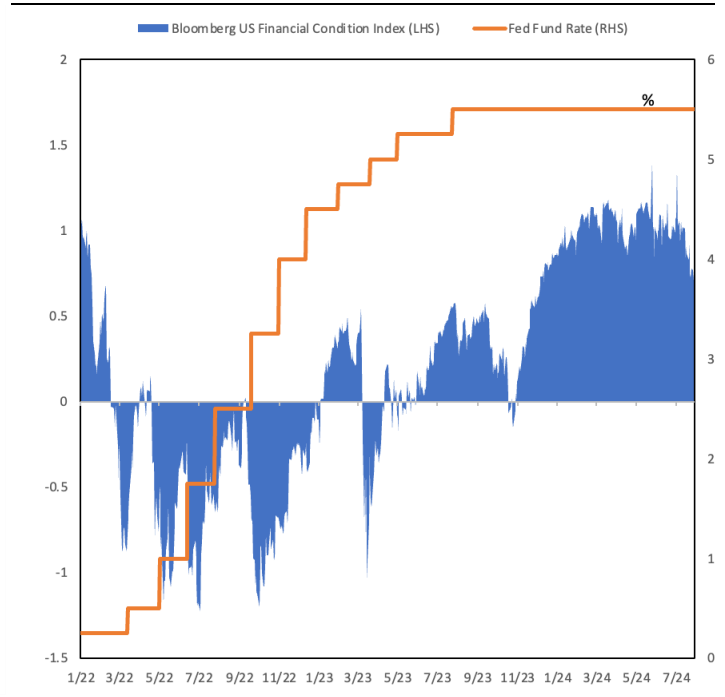
我們不建議投資人過度篤定 9 月一定要降息，因為現在 Fed 的態度是「經濟若有需要才會降息」，而歷史上若比對 OECD 美國領先指標與聯邦資金利率可以發現，1984 年以來 Fed 的降息循環總是在 OECD 領先指標已經下滑後才開始，而目前 OECD 領先指標並未下彎（圖 4），呼應 Fed 沒有降息急迫性的看法，我們認為 9 月會期以前的兩份就業報告必須看到非農就業人數的下滑、失業率的上揚，以及未來三份的物價報告（兩份 CPI 與一份 PCE）必須看到核心通膨月增率在 0.15% 以下，9 月才比較可能降息。

圖 1：美國民間最終國內銷售



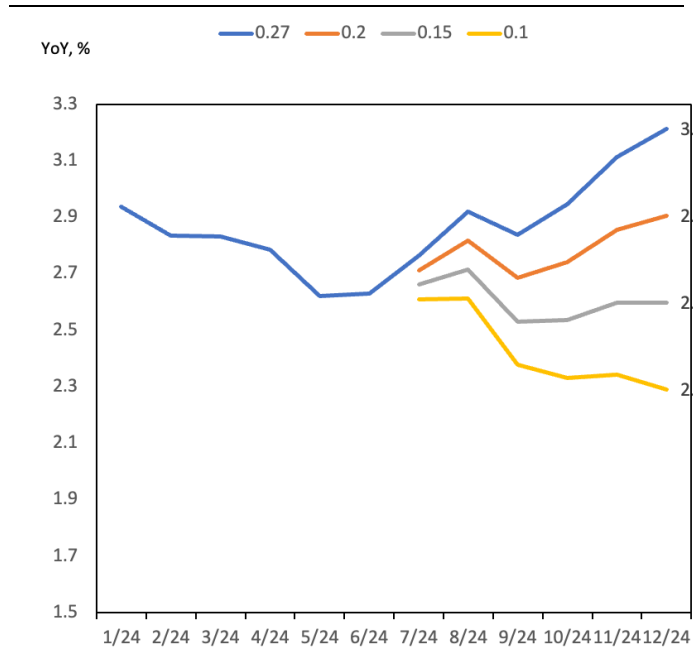
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：美國金融狀況指數與聯邦資金利率



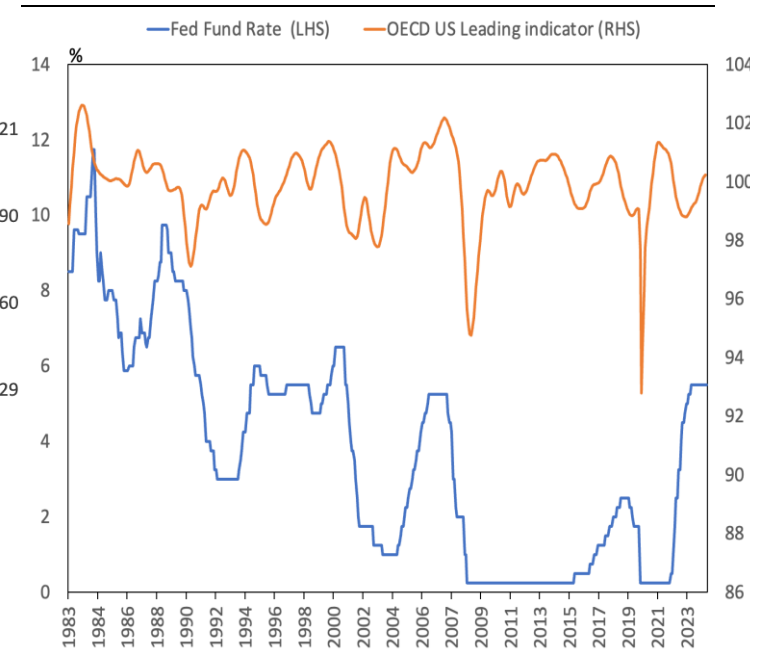
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：不同情境核心 PCE 年增率預測



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：OECD 美國領先指標與聯邦資金利率



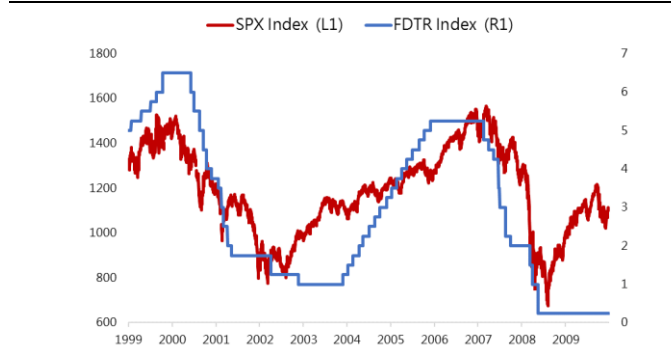
資料來源：Bloomberg、元大投顧

聯準會降息對美股即是利空？回顧 1980 年以來歷史經驗來看並非如此

許多人擔心，近幾次聯準會降息後都伴隨著行情反轉，再加上從 7/11 開始美股震盪加大，因此認為隔夜美股的走強可能只是曇花一現，因為萬一下半年聯準會真的降息往往意味著經濟成長放緩乃至衰退，因此降息將是股市空頭的開端。市場之所以會有這樣的疑慮，主因 2001、2007 乃至 2019 年三次降息後(圖 5)，緊接而來的網路泡沫破裂、美國次貸金融風暴與新冠肺炎，導致經濟陷入嚴重衰退，股市同步大跌。

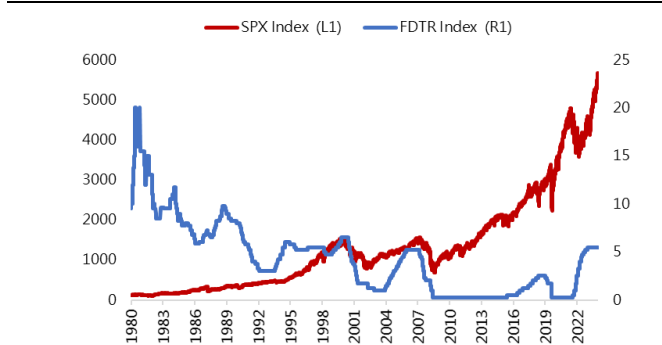
然而若將時間軸拉長來看，回溯 1980 年以來(圖 6)，即使每次的降息都伴隨著領先指標的轉折，亦即經濟成長降溫甚至陷入衰退，但美股在降息後的表現其實漲多跌少，1984、1989 乃至 1995 年三次降息後，標普 500 指數仍持續走高，綜上來看，啟動降息確實可能反映美國總體經濟成長降溫乃至衰退，然而降息並非導致美股空頭的開端，倘若經濟僅是降溫或小幅衰退，聯準會的降息等同於中央銀行賣權，反而有助於避免金融市場波動放大。

圖 5：2001 及 2007 年降息前後美股走勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 6：1980 年以來聯邦基準利率及美股走勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧

經濟指標尚未反轉，聯準會的利率政策動向對股市而言不是利空

回顧先前降息經驗後，對應到當前的美股走勢，下半年走勢究竟該如何判斷。首先，考量當前領先指標仍未出現轉折，且最新公布的美國第二季 GDP 初值 2.8%，明顯高於市場預期，進一步細究消費動能表現及具有韌性，民間消費季增率為 2.3%，由前次季增 1.5% 加速，高於市場預期的季增 2%，顯示當前美國總體經濟仍相當穩健。即便下半年啟動降息，也非如前兩次降息，經濟成長已經出現轉折才開始降息；遑論如同前述，即便領先指標出現反轉，降息仍可引領股市創高，因此若以聯準會真的在 9 月開始降息，經濟成長將放緩乃至出現衰退為由，而看空美股長線後續走勢，我們認為言之過早。

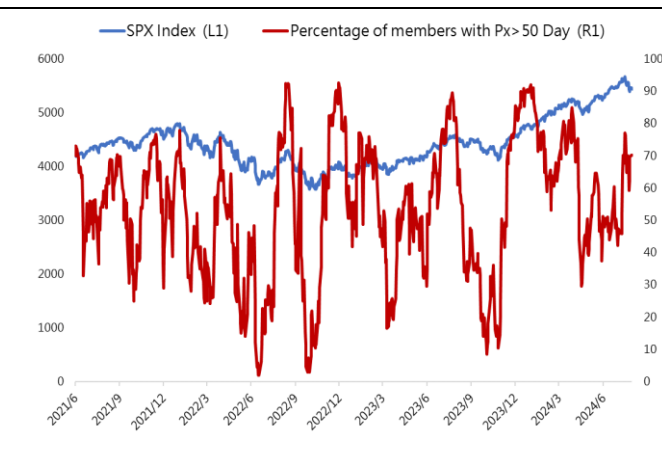
此外，針對近期市場對於下半年經濟前景看法格外保守的原因，研判由於今年美國大選選情撲朔迷離，可以預見下半年來自政治面的不確定性，對於經濟活動乃至股市的影響有增無減，從近幾個月的密大消費者信心指數亦可看出端倪。面對政治的不確定性，但因為中央銀行賣權仍在又不敢離場下，投資人只得減少對於單一主題的過度曝險，進而引發所謂的再平衡交易 (rebalance)，減碼先前漲幅較大的大型科技股，加碼漲幅相對落後的非科技股。這造成美股在 7 月修正過程中，卻出現漲幅廣度擴大的現象，我們看到標普指數成分股高於 50 日均線的比重，去年 10 月以及今年 4 月的美股修正，此一指標均同步下滑至波段低點，然而 7 月以來的這波修正，目前仍有 7 成的成分股股價位處 50 日均線之上，顯示當前美股資金有再平衡的跡象，從先前高度集中在以 Mag7 為首的大型股，轉往其他基期相對較低的板塊，上漲結構廣度有所提升 (圖 7)。

此外，對比先前幾次大幅回檔多伴隨資金面緊縮所致，但若觀察 Bloomberg 金融狀況指數 (圖 2)，當前美國金融市場資金面仍趨於寬鬆，因此可排除 7 月開始的修正屬於資金面因素；此外，美國高收益債利差指數也常被用來衡量當前美股走勢，是否因基本面表現轉弱，然而本波股市動盪加大卻沒有伴隨著信用利差的擴大，甚至指數仍處歷史低位來看，美股因基本面走弱的可能性也不大 (圖 8)。綜上來看，7 月開始的市場動盪研判應是大型股漲多後的技術性修正，並不是長線空頭的開始。

然而在昨天的強漲後，技術面是否翻多，目前還需要觀察一兩天美股的內容，才能判斷，美股短線預計會在 20 日均線一帶有進一步的攻防。

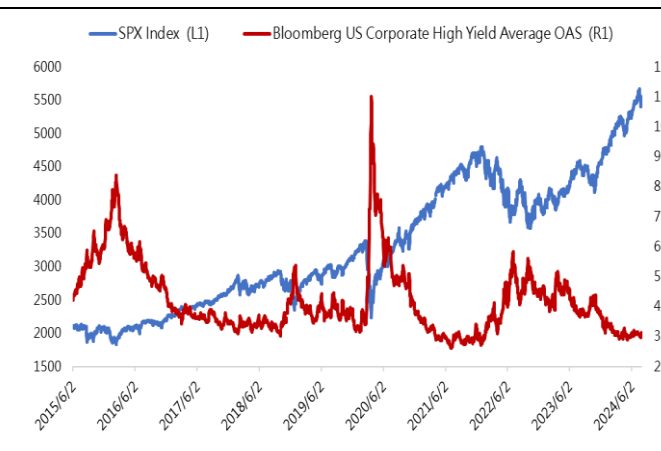
有進一步的攻防。不過無論如何，雖然從基本面與資金面來看，目前美股仍然是看回不看空的格局，但畢竟越來越接近美國大選，且川普槍擊案、拜登退選後，美國大選的不確定性仍大，因此下半年美股長線多頭雖還未被破壞，但震盪將加大。

圖 7：標普 500 指數 & 標普成分股收盤價高於 50 日均線



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 8：標普 500 指數 & 美國高收益債利差指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

近期相關報告

季報

日期	報告標題
12/11	2024 年全球、台灣經濟與主要國家展望 - 延遲軟著陸與高通膨並存

週報

日期	報告標題
07/01	市場風險監測 - 季底美股陷入盤整；週五美股拉回，但 VIX 指數僅微幅上升，美股暫無翻空疑慮；VIX 期貨籌碼變化顯示空方有讓路給多方的現象，有利股市短線表現
07/01	總體經濟週報 - 美國消費成長減速不代表經濟沒有韌性
07/01	日股週報 - 製造業景氣改善，日股有望延續前周漲勢
07/03	原物料市場週報 - 地緣政治升溫拉升油價；通膨趨緩使金價漲勢受阻
07/05	雙率週報 - 鮑爾釋鴿派訊號，壓抑美元漲勢
07/08	市場風險監測 - 權值科技股強漲帶動美股指數穩步走升；VIX 籌碼全面增加，短線上有可能形成軋空行情；美股攻勢欠缺廣度、曲高和寡，是潛在隱憂
07/08	總體經濟週報 - 我們應該要擔心川普的關稅政策嗎？至少現在還不是需要擔心的時候！
07/08	日股週報 - 多空因素交錯，日股或轉為區間震盪
07/10	原物料市場週報 - 供給擔憂緩解，油價回跌；降息預期增強，金價走升
07/12	雙率週報 - 鮑爾釋降息訊號，美元走軟
07/15	市場風險監測 - 籌碼量大且行情本有隱憂，美股高檔震盪；降息預期增強，部分資金轉進落後類股；大選存在變數，投資人應避免躁進
07/15	總體經濟週報 - 壞消息就是好消息，直到核心 PCE 年增率降至 2.5% 之下

07/15	日股週報 - 投資人觀望財報表現，日股漲勢或趨緩
07/17	原物料市場週報 - 需求回落趨勢未變，油價回跌；降息預期推動金價走升
07/19	雙率週報 - 川普聲勢上揚，美元受壓抑走弱
07/22	市場風險監測 - 美股內部結構原本就有隱憂，在半導體出口禁令傳言及拜登可能退選影響下，美股翻空。然而，市場變數仍多，投資人應稍作觀察再大舉行動
07/22	日股週報 - 財報正式進入密集公佈期，日股呈區間震盪
07/26	原物料市場週報 - 需求旺季不旺，油價下跌；美元走升使金價下跌
07/26	雙率週報 - 日圓急升，風險趨避氛圍籠罩
07/29	市場風險監測 - 美股跌深，空單逢低稍有回補，但籌碼壓力依然巨大，指數反彈遭遇沉重賣壓，局勢不利多方，做多宜慎
07/29	總體經濟週報 - 資金輪進非科技股等於多頭行情休息
07/29	日股週報 - 低接買盤進場回補部位，惟貨幣政策、財報不確定性或限制漲幅
07/31	原物料市場週報 - 市場擔憂需求不振，油價下跌；通膨降溫、避險需求提升，金價收斂跌幅

觀點

日期	報告標題
07/17	歐洲極右翼崛起，歐盟分裂與歐債危機再起？
07/19	發展生產者服務業，有利於增強台灣經濟韌性

戰情分析

日期	報告標題
07/01	PCE 報告後美債殖利率走升應是再平衡交易，季底流動性依然寬裕
07/02	美國大選前瞻： 首次辯論，拜登落後幅度擴大
07/03	日銀短觀： 企業信心及資本支出穩健擴張
07/04	FOMC 會議記錄與鮑爾談話為預防性降息開啟綠燈
07/05	沒有雜音的股市— 多頭已經到頭了嗎？
07/08	美股財報前瞻： 降息預期有利科技股續攻高，銀行股揭開財報季序幕
07/09	美國大選前瞻： 川普聲勢高漲，稅改政策牽動股債多空走向
07/10	台灣通膨居高，牽動央行政策動向
07/11	鮑爾談話表明 Fed 進入背景音樂 (BGM) 模式
07/12	OECD 領先指標續揚，股市多頭行情可望延續
07/15	美股財報前瞻： 大型股輪動墊高指數，財報聚焦半導體產業風向球
07/16	台灣進出口動能強勁，景氣復甦層面擴大
07/17	日本經常帳順差擴大，弱勢匯率持續發酵
07/18	川普交易並未總是照著市場預想的方向發展
07/19	聰明錢報告： 主秀似已結束，只是不排除有安可；歌舞未絕，不敢離場
07/22	美股財報前瞻： 政治因素衝擊短線遭放大，靜待財報引領大型股落底
07/23	美國大選前瞻： 解讀川普提名演說，一旦上台政策大轉向
07/26	紐約聯儲總裁談中性利率，川普是否重返執政是變數
07/29	美股財報前瞻： 資金輪動道瓊一支獨秀，短線聚焦財報能否力挽狂瀾
07/30	台灣資金水位續增，動能創歷年同期新高
07/31	聚焦房市過熱，央行政策態度偏向緊縮

國際金融市場焦點

07/01	07/02	07/03	07/04	07/08	07/09	07/10	07/11	07/12	07/15
07/16	07/17	07/18	07/19	07/22	07/23	07/26	07/29	07/30	07/31

日期	報告標題
07/01	美國 5 月 PCE： 通膨持續降溫，但仍須關注勞動市場趨勢
07/02	美國 6 月 ISM 製造業 PMI： 製造業需求仍顯疲弱，商品通膨壓力持續降溫
07/08	美國 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動放緩，通膨重回降溫趨勢
07/08	美國 6 月 BLS 就業報告： 勞動市場從過熱回到均衡，但經濟沒有衰退疑慮
07/12	美國 6 月 CPI： 通膨降溫趨勢確立，給予 Fed 年內不止一次預防性降息空間
07/19	美國 6 月零售銷售、工業生產： 商品消費回溫、製造業持續復甦
07/29	美國第二季 GDP： 經濟仍具韌性，且價格壓力下降
07/29	美國 6 月 PCE： 通膨持續降溫，經濟軟著陸

日期	報告標題
07/01	日本 5 月工業生產： 汽車造假問題再起，生產活動勢難避免負面衝擊
07/02	日本 Q2 短觀報告： 雙雙透露製造業、非製造業景氣穩健格局
07/09	日本 5 月勞工薪資： 春鬥薪資談判陸續反映，加薪於日本逐步發酵
07/19	日本 6 月進出口： 暫時性負面因素拖累出口增速，然仍延續改善格局
07/22	日本 6 月 CPI： 通膨續高於央行目標，提供日銀政策調整理由

日期	報告標題
07/17	歐元區銀行貸款調查： 貸款條件趨於寬鬆、需求持續回溫
07/31	歐元區經濟信心： 經濟震盪回溫，消費者信心持續改善

日期	報告標題
07/02	台灣 6 月 PMI、NMI： 製造業景氣穩健擴張，非製造業景氣明顯趨熱
07/08	台灣 6 月 CPI： 多雨天候推高水果價格，CPI 上漲率進一步加速
07/10	台灣 6 月出口： AI 商機熱絡，加上傳產回溫及低基期，出口增逾 2 成
07/23	台灣 6 月外銷訂單： 季底效應不如預期，手機、筆電終端需求仍疲，外銷訂單溫和成長
07/26	台灣 6 月工業生產、零售餐飲： 資訊電子需求熱絡，工業生產年率增逾 1 成；節慶商機及優惠促銷，帶動零售及餐飲業成長同步加速
07/30	台灣 6 月景氣指標： 燈號亮出象徵景氣熱絡的紅燈，領先指標續揚

附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓