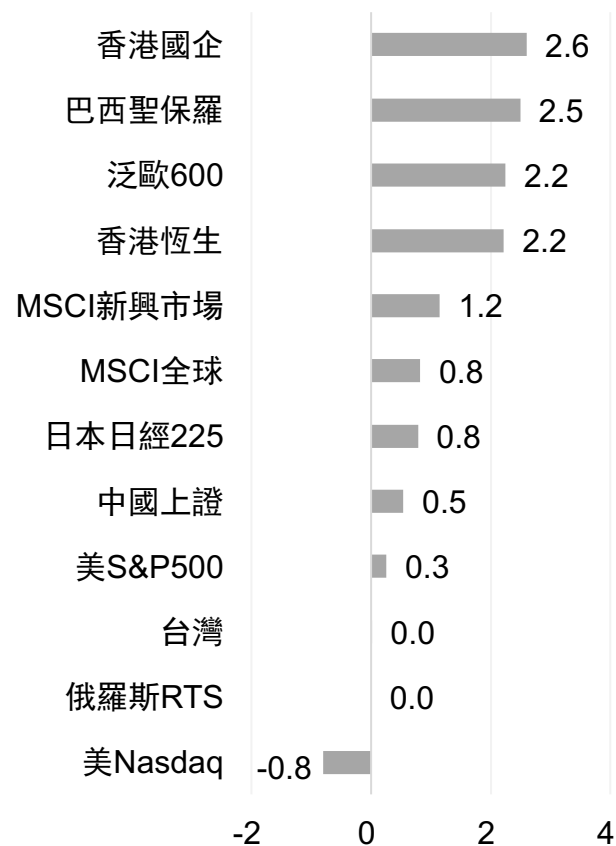


2025年11月14日

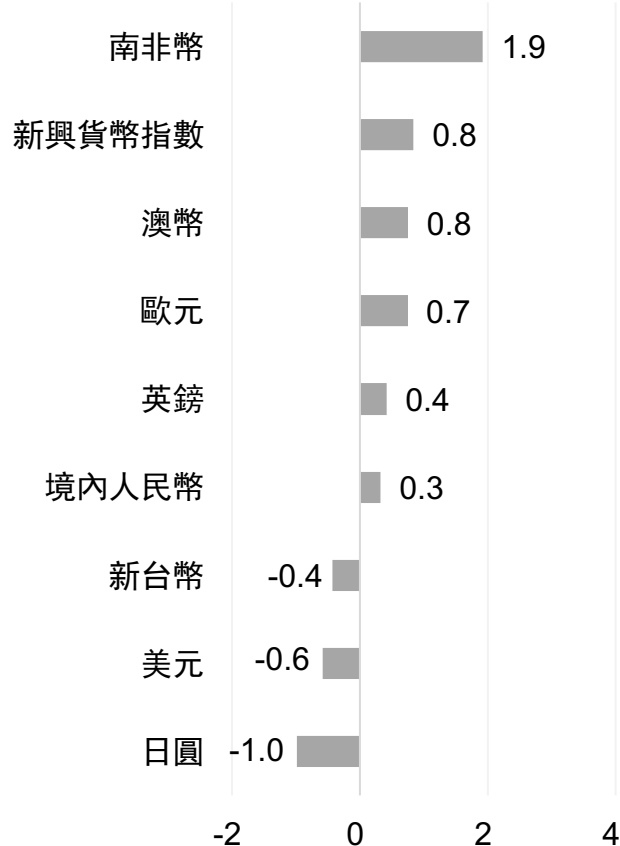
投資研究週報

揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

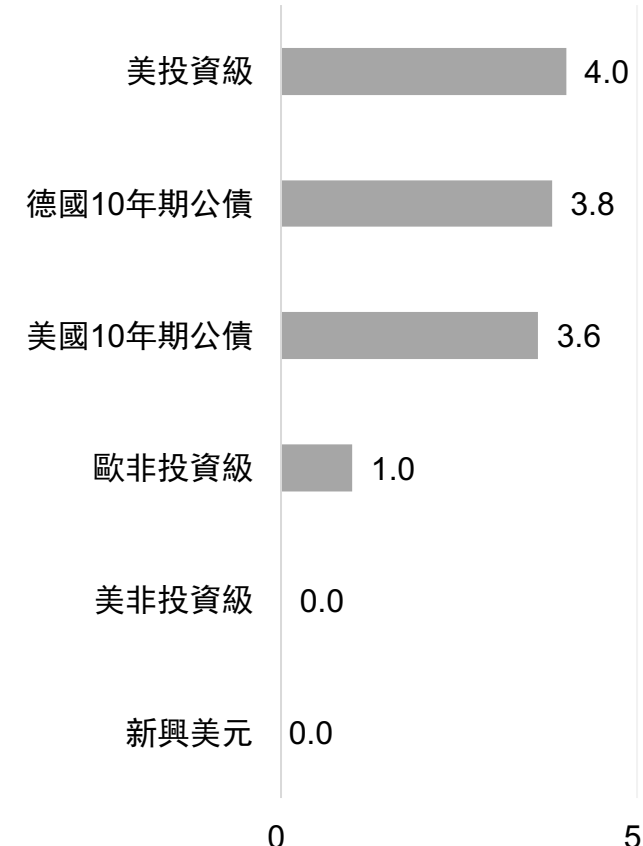
主要股價指數一週報酬率(%)



主要匯率一週報酬率(%)



債券指數一週利率變化(bps)



資料時間：2025/11/6 – 2025/11/13。
資料來源：Bloomberg。

市場焦點

1. **AI融資無需過度擔憂**：高估值伴隨融資活動疑雲，市場受干擾而震盪。惟輝達營收與財測可望創新高，未來訂單仍強勁，以及降息循環與企業體質改善，提供估值下檔保護，將有助美股多頭延續。
2. **政府重啟，緩解不確定性**：TGA水位有望下滑，將使部分流動性回流至金融體系。另觀察關門期間的經濟數據狀況，對12月降息預期的影響。
3. **亞洲供應鏈看俏**：日本飛越五萬點，成長戰略托底未來。台灣電資出口暢旺，資本支出反映前景仍不看淡。中國維持寬鬆基調，騰訊遊戲與廣告獲利穩固。
4. **後續看點**：
事件：輝達財報結果(11/20); 美國數據聯袂登場(未定)

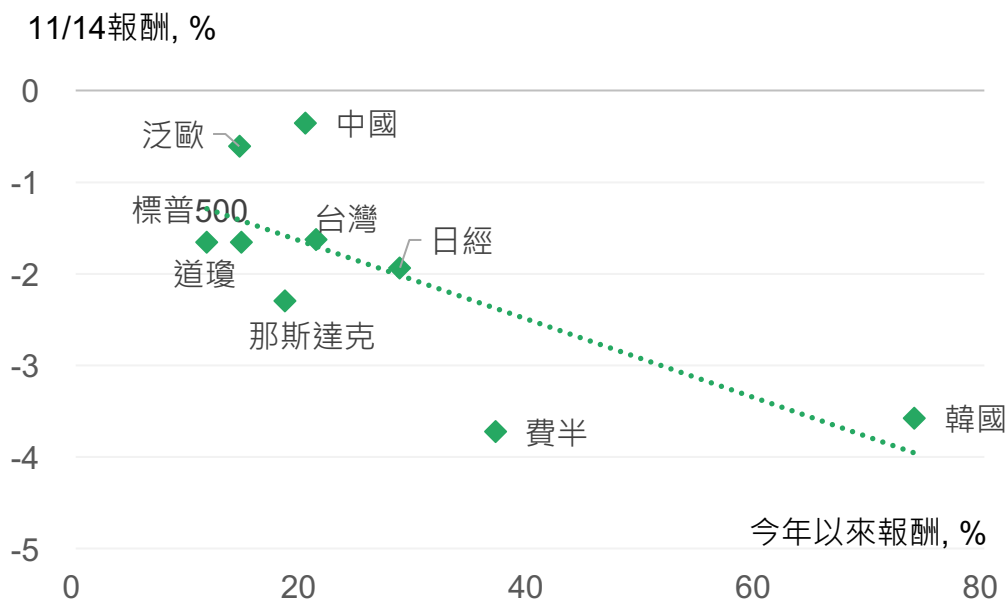
策略思維

1. **股市-留意短線震盪，長線多頭不變**：高評價易因事件擾動引發震盪，惟降息帶動資金環境寬鬆，AI效應擴散帶動企業獲利穩健增長，未來多頭趨勢未扭轉，當前拉回營造買進機會。
2. **債市-利率短線反彈，下行趨勢有望重返**：Fed官員意見分歧促12月降息存疑慮，然為舒緩未來流動性壓力，加上政府數據能提供支持，預期未來政策持續寬鬆，重新帶動殖利率下行。
3. **匯市-美元指數反彈**：伴隨聯準會明年寬鬆意圖不變，其他主要國家觀望，將引導美元指數重回弱勢。

4月的對等關稅雖然讓全球股市一度重挫, 不過, 隨著美國與各國達成貿易協議, 全球主要股市也紛紛走高, 加上AI熱潮延續, 使得科技股帶頭反彈, 費城半導體指數今年以來的漲幅也高達4成。

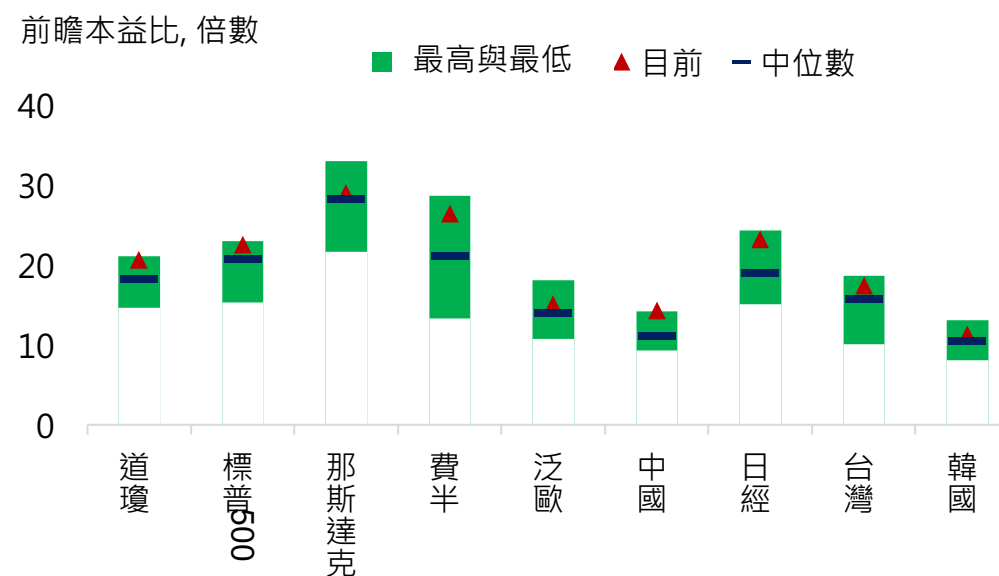
隨著漲幅拉大, 市場也開始意識估值偏高的問題, 以美股標普500為例, 前瞻本益比逼近23倍, 幾乎是近5年來的高位, 費半亦然。另外, 日經225指數的本益比甚至來到24倍, 超過標普500。整體而言, 今年漲幅偏大的市場, 一有風吹草動, 股市都有調整壓力, 尤其是今年漲幅較大的市場。

今年漲幅越大, 短線拉回幅度也越大



註：美歐股市收盤價為11/13, 亞股收盤價為11/14。
資料來源：Bloomberg。

全球主要指數評價都偏高位

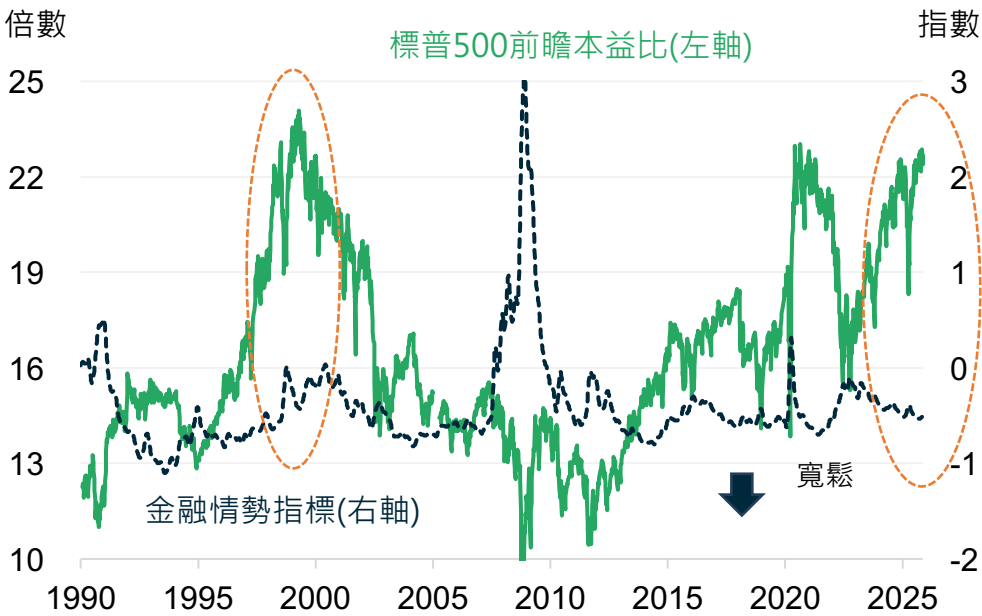


資料期間：2020/1~2025/11
資料來源：Bloomberg。

AI熱潮延續，讓美股屢創新高，也讓標普500的本益比來到22-23倍，處於歷史高位，引發市場對估值過高的擔憂，甚至害怕重演2000年的網路泡沫。因此，一有風吹草動，股市波動往往被放大。

不過，目前的貨幣政策與企業體質，都為股市提供下檔支撐。首先，就貨幣政策而言，目前就業市場出現放緩跡象，支持聯準會維持降息節奏，有別於1999年6月，當時因就業市場過熱，聯準會再度啟動升息循環，將利率從4.75%拉高至6.5%。其次，就企業體質而言，2000年的網際網路雖掀起新一輪科技進步，但企業獲利明顯偏弱，以標普500不含金融類股為例，當時企業的利息及稅務成本佔EBIT比重高達45%，遠高於目前的26%，顯示現階段企業體質明顯改善。

降息循環下，提供估值下檔保護



資料來源：Bloomberg。

情境比較

	2000年網際網路興起	2025年人工智慧熱潮
貨幣政策	1999/6開始升息, 2000/5升息至6.5%, 緊縮過猛	2024年中後開始降息, 2025年維持中性略寬鬆
就業市場	失業率持續下降, 從1995年的5.8%, 降至2000年3.8%	受到2022年快速升息影響, 失業率從3.4%上升至4.3%
通膨狀況	通膨(核心PCE)水平不高, 但從1998年的1%逐步攀升至1.5%	通膨水平稍高, 但趨勢從先前的5%降至3%。
企業體質	利息與稅務支出佔息稅前利潤(EBIT)比重高達45%	利息與稅務支出佔EBIT比重僅約26%
估值狀況	那指前瞻本益比甚至高達80倍	目前那指前瞻本益比約30倍

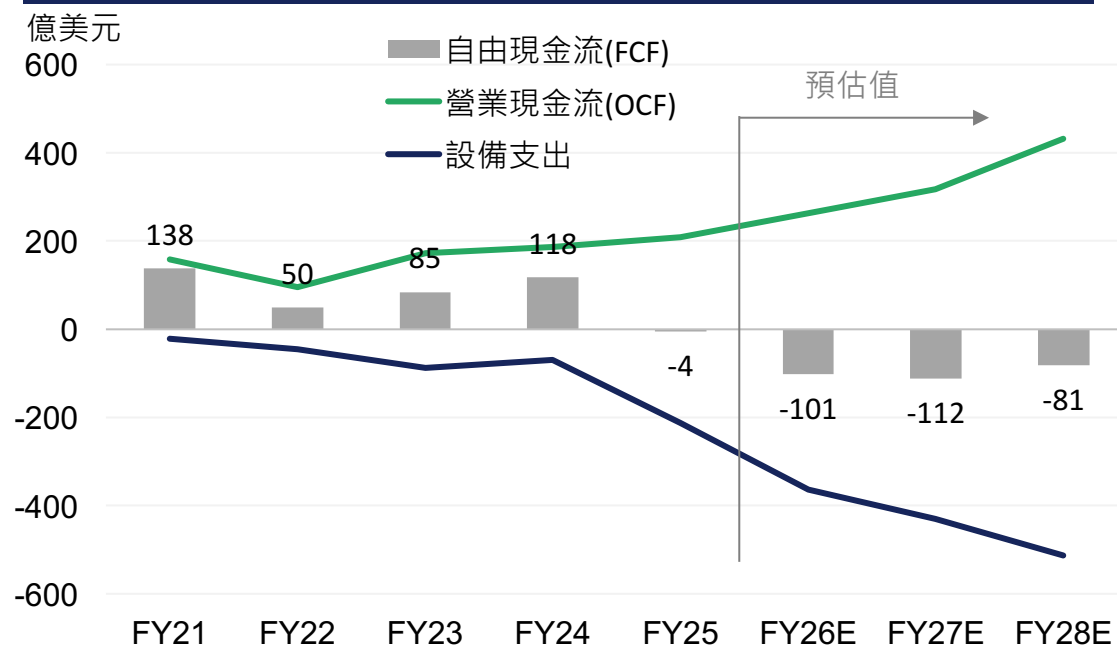
資料來源：FED, 國泰世華銀行整理。

近期, AI基礎設施建設正式從科技巨頭的內部**現金遊戲**, 轉向一場由槓桿驅動的**資本競賽**。以甲骨文為例, 除了剛發行180億美元債券外, 更與資料中心營運商Vantage Data透過擔保債務與結構化融資, 完成380億美元融資, 利率較基準利率高出2.5%, 反映較高的融資壓力。

然華爾街也對將AI資金排除在資產負債表之外的做法感到不安。雖然甲骨文每年營業活動帶來逾200億美元現金流入, 但由於設備支出持續增加, 未來**自由現金流明顯收縮**的經營風險也在提升。

近期**科技巨頭積極發債**, 谷歌(Alphabet)發行約250億美元、臉書(Meta)達300億美元, 推升投資等級債的供給量, 各大科技廠債券利率皆有所攀升。**其因連鎖反應擴大**, 致使市場對Oracle的債信疑慮更甚, CDS同步攀升, 同步反映投資人對經營風險的擔憂。

Oracle現金流



資料來源：MS預估, 國泰世華銀行整理。FCF=OCF-設備支出。

Oracle CDS、債券利率同步攀升



註1：ORCL 5 ½ 08/03/35。

註2：CDS(信用違約交換)為對沖國家/企業的債務違約風險。

資料來源：Bloomberg。

從Q3財報以來，各大CSP業者均上調今年資本支出，根據統計，包括谷歌、亞馬遜、微軟等，今年資本支出規模已達4500億美元規模，年增速高達68%，明年規模進一步突破6000億美元。從獲利面來看，8大CSP的稅前息前淨利CAGR普遍較AI熱潮前改善，驗證AI需求帶來的獲利成長可支撐擴張的資本支出，進而維持科技股多頭趨勢。

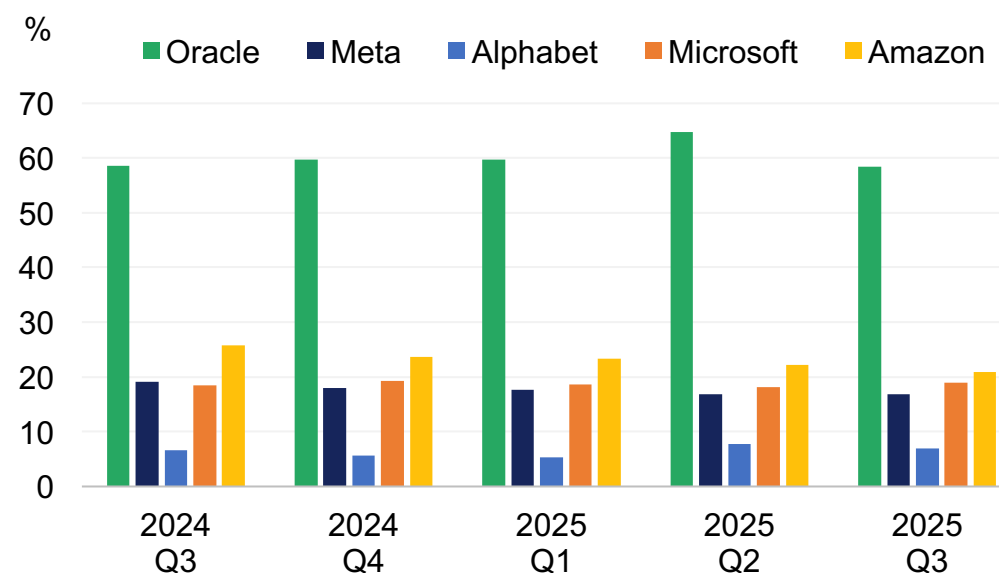
跟其他CSP相比，Oracle的負債比率(總債務/總資產)仍高達近60%，顯著較高，短期雜音難免。但就利息支出來看，儘管甲骨文的未來資本投入激進，但因目前仍在聯準會的降息週期，利息成本可控，加上多數CSP手上現金仍豐，科技股未到舉債過度的情境，企業仍有足夠多面向的籌資能力，以應付AI投資。

CSP資本支出預估



註：11大CSP為谷歌、微軟、亞馬遜、Meta、騰訊、阿里、百度、蘋果、甲骨文、IBM、Corewave。
資料來源：MS預估。

五大CSP：總債務/總資產情形，Oracle最高

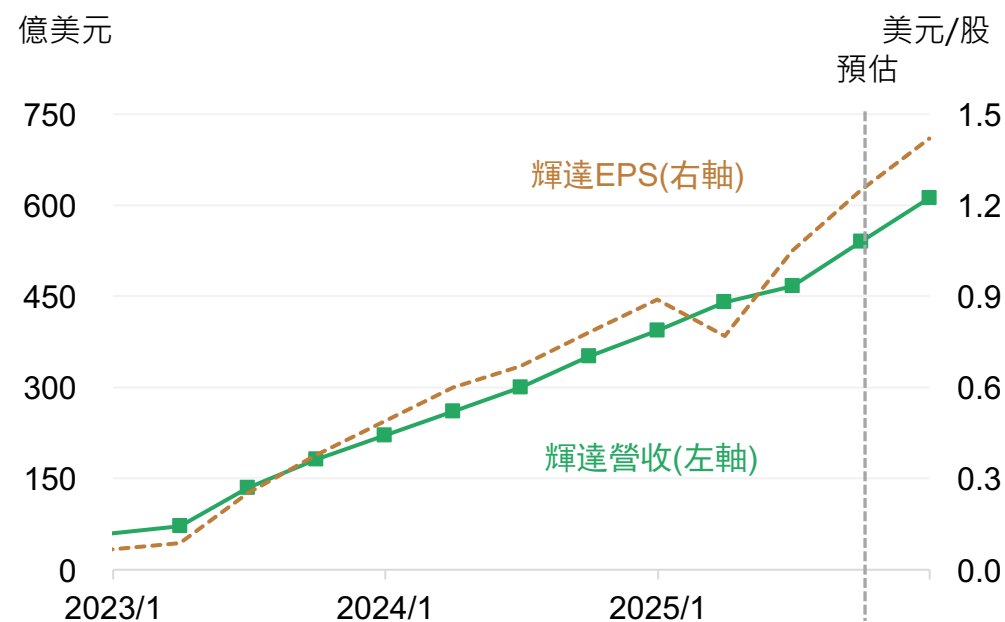


註：負債比率(Debt-to-Asset Ratio)=總債務/總資產。
資料來源：Bloomberg。

輝達預計於11月20日盤後公布最新財報, 研判營收將再創新高, 從前期的467億美元提升至550億美元, EPS也從0.97美元提高至1.25美元, 同時毛利率也將提高至73.6%。此外, 市場同時關注: 1)GTC大會中5000億美元訂單的細節(不包括中國和亞洲), 2)與Open AI的合作細節, 3)下一代GPU Rubin的產能與進度狀況, 4)中國市場的收入狀況。

從Q3財報以來, 各大CSP業者均上調今年資本支出, 根據統計, 包括谷歌、亞馬遜、微軟等11家, 今年資本支出規模已達4500億美元規模, 年增速高達68%, 明年規模進一步突破6000億美元。此外, 黃仁勳在GTC大會中已預告, 已陸續跟各產業展開合作, 包括國防、醫藥等, 充分反映未來訂單無虞, 同時輝達的產品不斷更新, 都讓輝達的營收動能保持高速成長。

輝達營收與獲利再創新高



資料來源: Bloomberg。

輝達產品路線圖

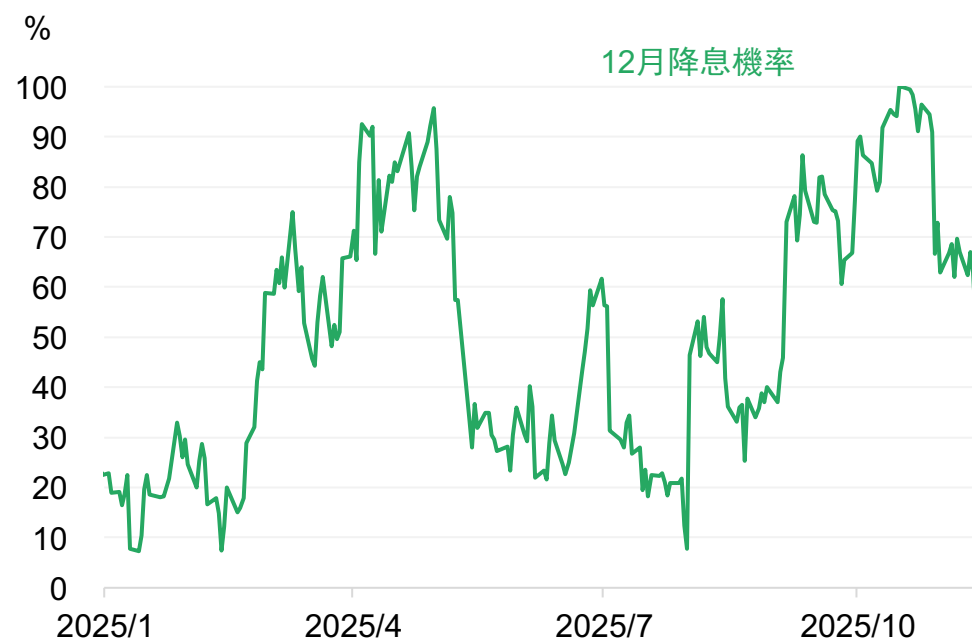
架 構:	Hopper	Blackwell	Rubin	
記憶體	HBM3	HBM3e	HBM4	
效能	--	提高68x	提高900x	
單價/機櫃價	2萬/30-50萬	4萬/300萬	5萬/880萬	
規格	8顆GPU	72顆GPU	144顆GPU	
	2025	2026	2027	2028

註: 效能提升指相對H100晶片。
資料來源: 輝達, 國泰世華銀行整理。

川普簽署了臨時撥款法案, 美國聯邦政府部門恢復運作, 並結束了史上最長的43天關門紀錄, 不過, 政府停擺期間缺乏10月就業與通膨等關鍵數據, 聯準會決策能見度受限, 克里夫蘭Fed總裁Hammack及聖路易Fed總裁Musalem雙雙表示, 對進一步降息應保持謹慎, 降息機率由前一日的62.9%降到50.6%。

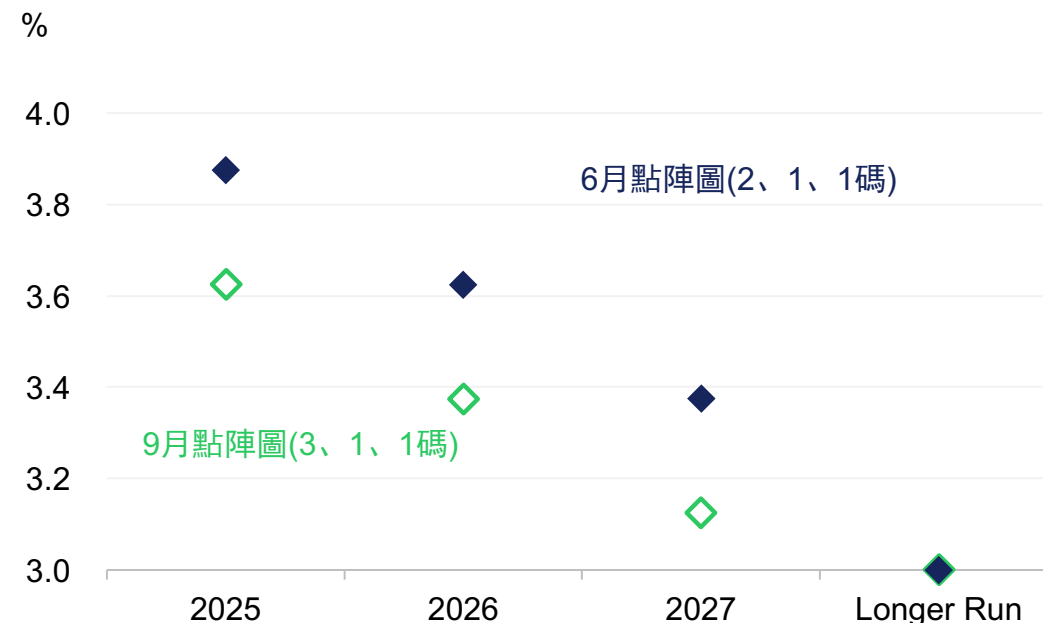
不過, 從近期數據來看, 10月裁員人數明顯攀升, 顯示就業市場逐步放緩, 此外, 油價持續走弱, 西德州原油甚至跌破每桶60美元, 有助通降溫, 都支持聯準會持續降息, 研判今年仍有3碼的降息空間。

12月降息機率快速下降



資料來源：Bloomberg。

預計今年降3碼, 明後年各1碼



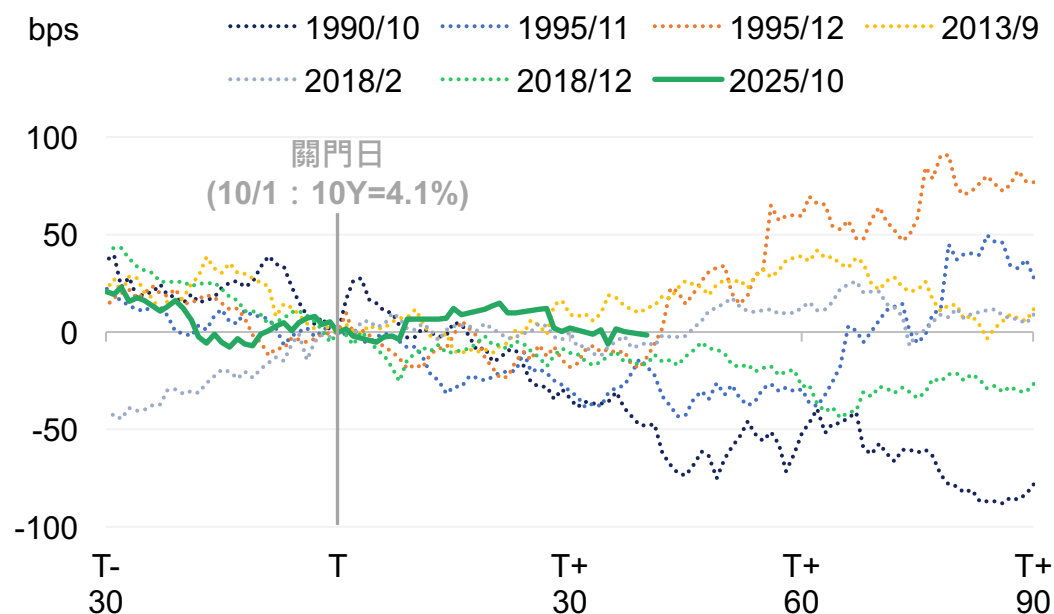
資料來源：Bloomberg。

歷時43天政府關門結束：民主黨於參議院讓步後，眾議院同步通過臨時支出法案，在經過川普總統簽署後，帶動政府迎來重啟，有助緩解不確定性。

自10/1停擺至今，美債利率先跌後升，不過大致維持在4.1%上下震盪，無明顯變化。**短期**而言：觀察關門期間的經濟數據狀況，對於12月降息預期的影響。**中長期**而言：**聯準會**將迎來**人事異動**，**2026年**的**降息空間**有望大於**9月點陣圖中位數所預估**(1碼)，將帶動美債利率緩步走降。

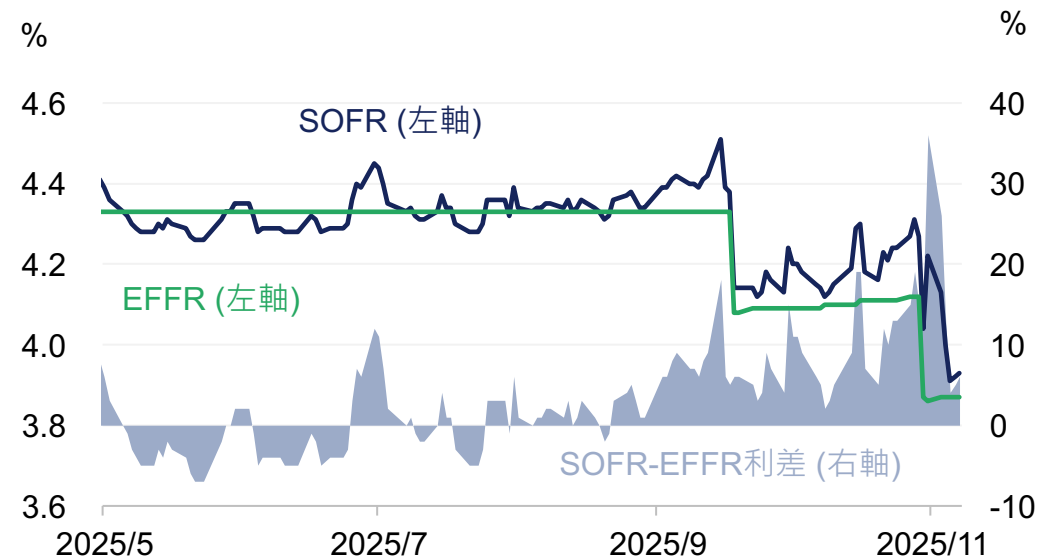
另方面，預期流動性將逐步改善，主因：1)第三季繳稅高峰結束，金融機構現金流壓力減輕；2)隨著政府重啟，公家機關恢復運營，政府支出的恢復將使TGA水位下滑，將使部分流動性回流至金融體系；3)聯準會終止QT，並且紐約Fed總裁Williams更指出，為了維持充足的銀行準備金，未來將有逐漸恢復擴表的可能性。

自10/1關門以來，10年美債利率於4.1%上下擺盪



註：統計前六次美國政府關門前30日~後90日，10年美債利率變化。
資料來源：Bloomberg。

SOFR-EFFR利差收斂，預期流動性逐步改善

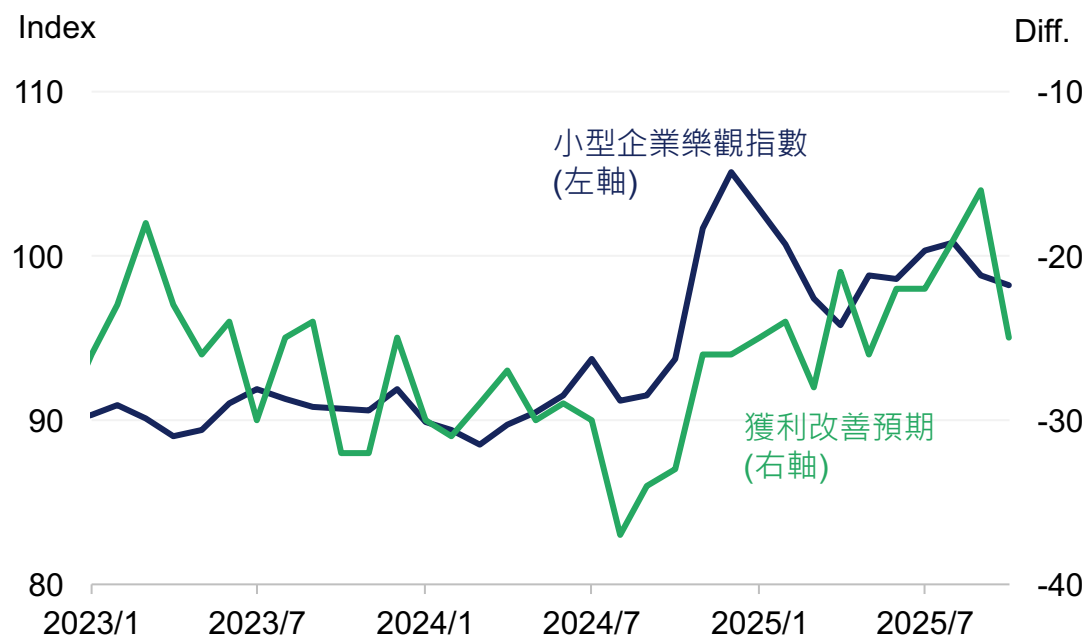


註：EFFR(聯邦有效利率)：銀行間無擔保隔夜拆借利率，反映聯準會政策傳導的核心指標。
SOFR(擔保隔夜融資利率)：以美國公債作為抵押，反映流動性狀況與資金成本。
資料來源：Bloomberg。

觀察羅素3000指數公司的利率保障倍數(ICR), 639家公司出現低於1, 創下自2022年以來的最高(疫情最高峰2021/3: 749家), 此外, NFIB 10月份美國小企業樂觀程度指數回落至六個月低點的98.2。獲利改善回報淨比例下降9個百分點, 為新冠疫情以來最大降幅, 主要是受到銷售走弱和原物料成本上漲的拖累。

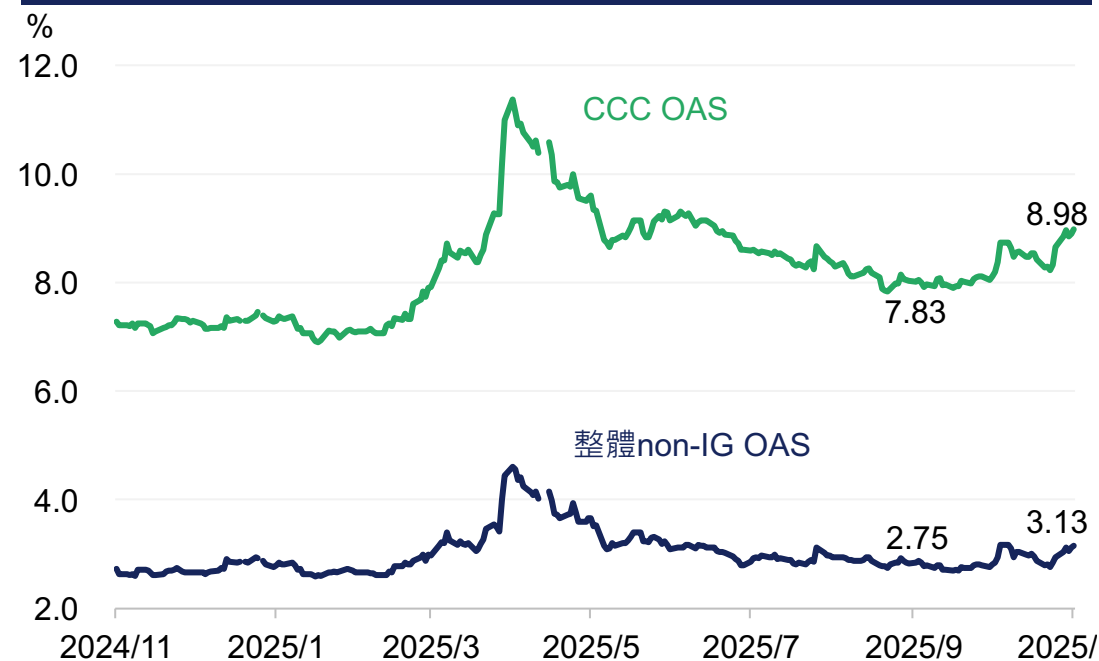
此前, 9月Tricolor 和 First Brands 的崩盤, 警醒企業需要透明的資本結構與強韌風控, 也提醒投資人在風險投資中應更加謹慎。截至 10 月底, distressed loan規模飆升至78 億美元, 創下自 4 月公佈關稅政策以來的最高水準。這一季非投等債市場經歷一次微妙轉向, 一場從「報酬優先」到「資本守護」的切換。雖然**整體非投等債市場狀況尚處穩健**, 但最差等級的信用利差擴大, 反應投資人要求更高補償來承擔風險的明確訊號, 零售業發行人的疲弱, 也讓市場更擔心經濟放緩的分段影響。

NFIB企業指數



資料來源：Bloomberg。

CCC與整體non-IG利差

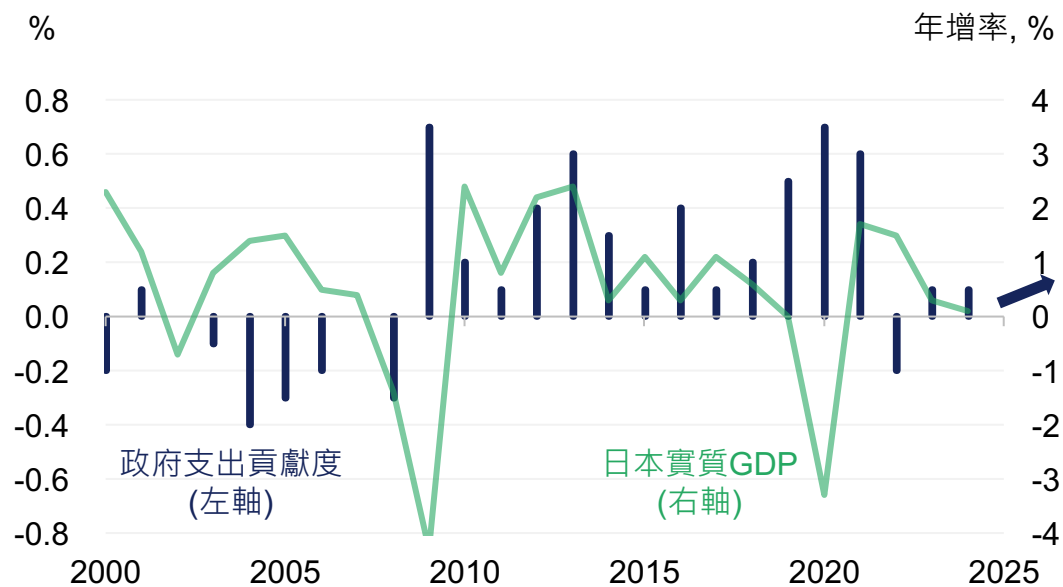


資料來源：ML, 2025/11/12, FRED。

日本經濟復甦力道不均, 內需有回溫現象, 但物價上漲、消費者信心疲弱, 限制景氣復甦速度; 外需方面, AI相關企業表現良好, 但受貿易情勢及全球景氣影響, 出口表現存在變數。日銀上月雖然維持利率不變, 但是通膨居高不下, 難有寬鬆空間, 此時更需要政府擴大財政支出來刺激經濟。

日本政府推出「日本成長戰略」, 將AI及半導體、造船、航太、國防、重要礦物等17個項目定義為戰略領域, 首相高市早苗表示將強化日本供應鏈並實現經濟強大, 未來將採官民投資方式進行。AI相關族群雖然隨美股拉回, 拖累日經指數陷入盤整, 但未來仍是成長要角, 加上**政府積極擴大投資, 國防、工業等製造業領域將受惠, 可望成為推升日股的另一支柱。**

若計畫推進, 政府支出提高將有助拉抬景氣動能



資料來源：Bloomberg。

AI股拉回拖累大盤陷入盤整

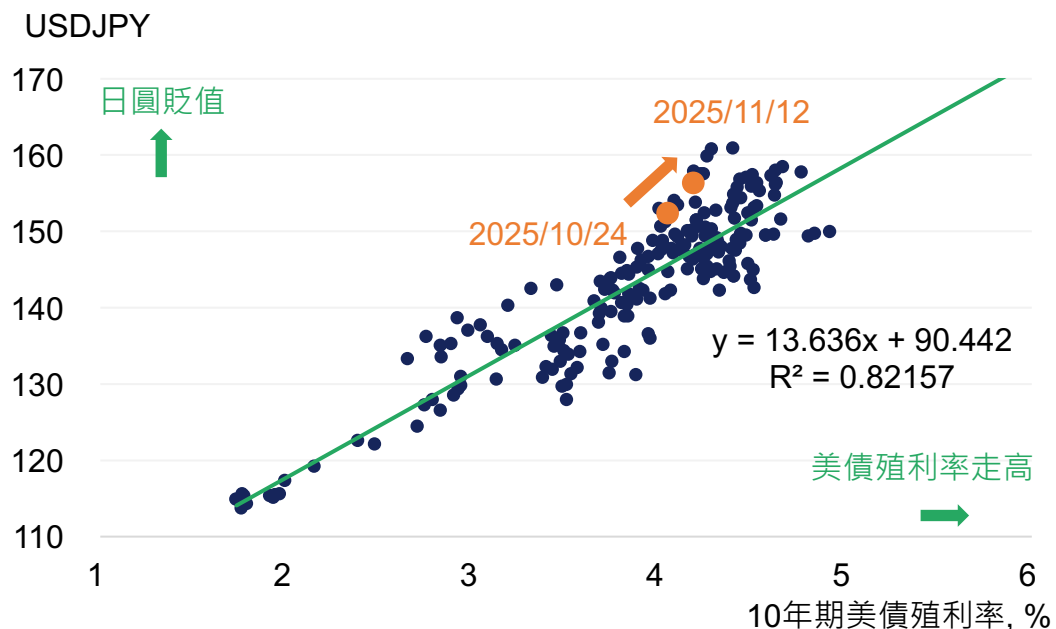


資料來源：Bloomberg。

高市首相稱「日本在完成央行的物價目標方面僅達成一半，儘管CPI維持在接近3%的水平，但尚未實現以薪資增長支撐的可持續通膨」。言下之意，首相不希望央行以「通膨目標(接近/可望)達成」為由而過快、過早升息。與此同時，聯準會語帶保留，導致12月降息預期降溫，帶動美元利率、匯率相對偏升、偏強。兩大因素令日圓再度走弱，創下今年一月底以來新低。

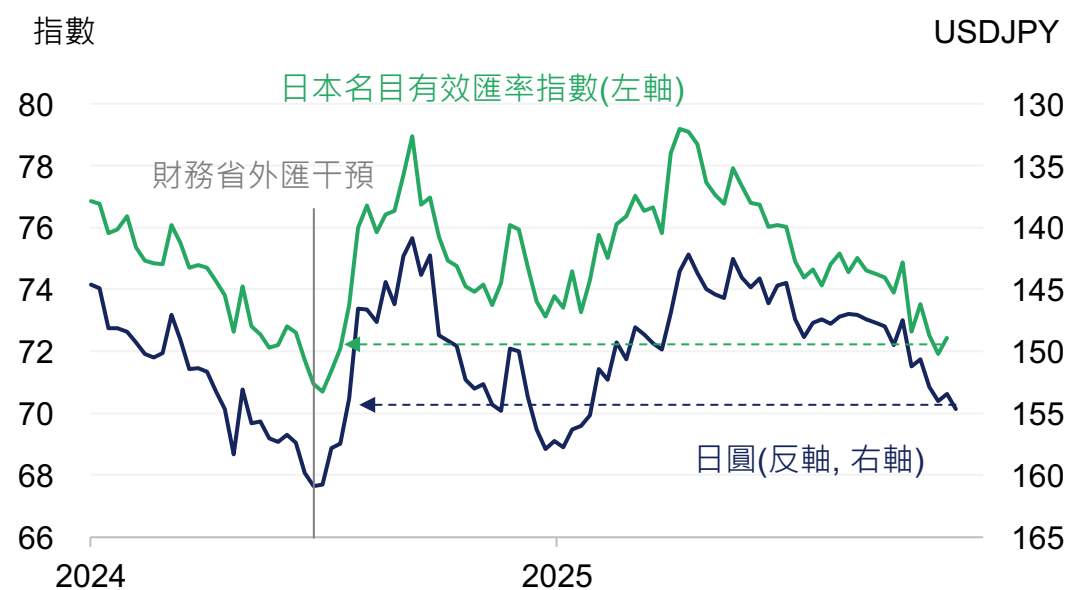
展望後市，在聯準會傳遞超越市場預期的降息立場，抑或BOJ官員釋出鷹派訊號前，日圓恐延續偏弱的走勢。然而，是否上探160，甚至再創波段新低？研判可能性不大，主因：1)解決國內物價壓力已成新政府的優先課題之一，若高市鴿派立場導致日圓大幅走貶，輸入性通膨將導致前述問題加劇，最終恐導致內閣支持度下滑，衝擊高市執政穩定度。2)美元兌日圓、日本名目有效匯率雙雙逼近去年4、7月財務省進場干預的水平，財務大臣片山皋月近期亦已先採取口頭干預，意味著若日圓續貶，政府採取實際行動的可能性提高。綜上所述，預料日圓短期內呈現弱勢區間震盪，但大幅度貶值的空間有限。

美債利率反彈，日圓隨之承壓



資料來源：Bloomberg。

日圓匯率逼近此前財務省進場干預的水平



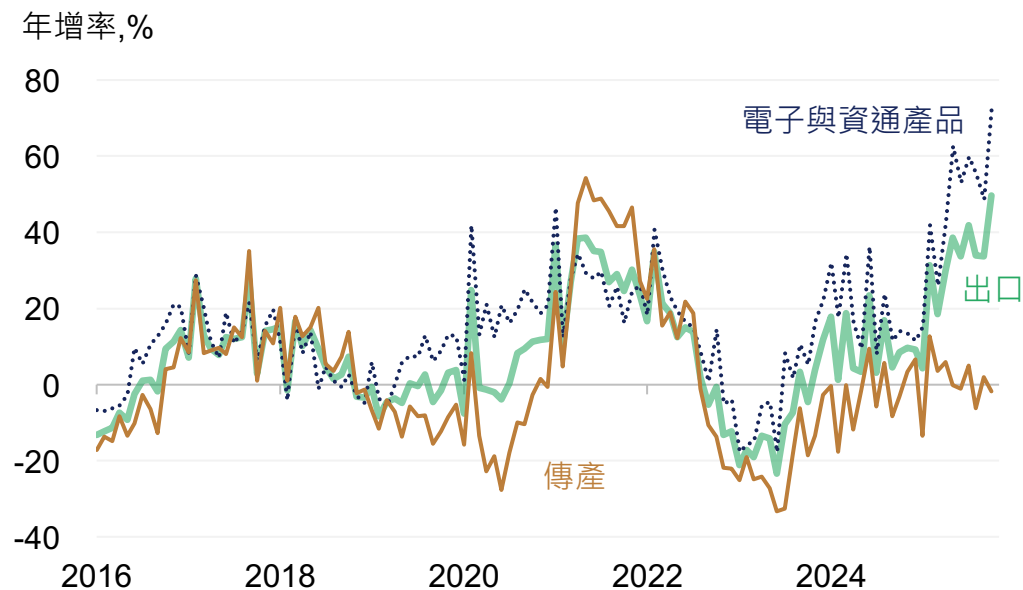
資料來源：Bloomberg。

台灣10月出口618億美元，再創歷史新高，並較去年同期大增49.7%，**出口物價維持今年以來零增長態勢，意味著出口成長皆由出口量大增所帶動，反映外需強勁情勢**。其中，受惠於AI續熱與iPhone拉貨，電子與資通產品大增73%；傳產持續受到美國對等關稅影響，維持零成長窘境。前10月出口累計高達5144.5億(月均514億)，全年可望突破6000億美元大關(11、12月出口月均428億即可達成)。

另外，在出口引申需求帶動下，9月進口成長13.9%，維持高速成長但增速有所放緩。其中，資本設備進口自Q3的50%降至24.4%，金額78.1億美元創下8個月新低，但仍高於去年平均的58.3億。整體而言，**企業資本支出力道仍強，反映AI需求強勁背景下，企業對於前景仍不看淡。惟後續動能是否進一步放緩，將是關注重點**。

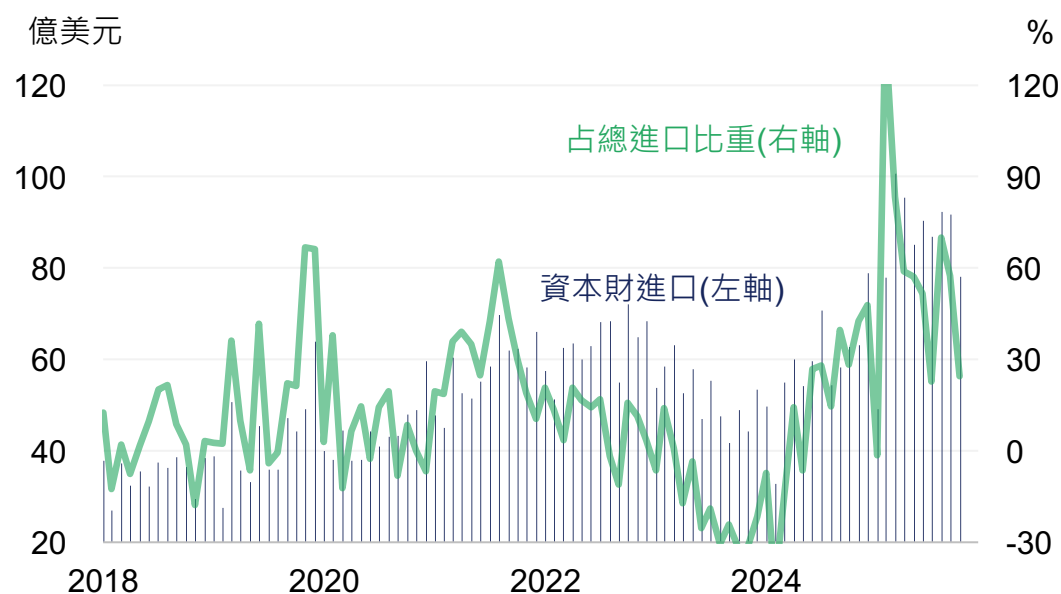
值得注意的是，前10月累計貿易盈餘高達1218億，明顯高於主計總處8月預測值，預估全年經濟成長率將有望突破5%。

台灣出口仍由AI相關產業驅動，傳產表現疲弱



資料來源：Bloomberg。

資本財進口下滑但仍高於長期水平，後續留意是否續降

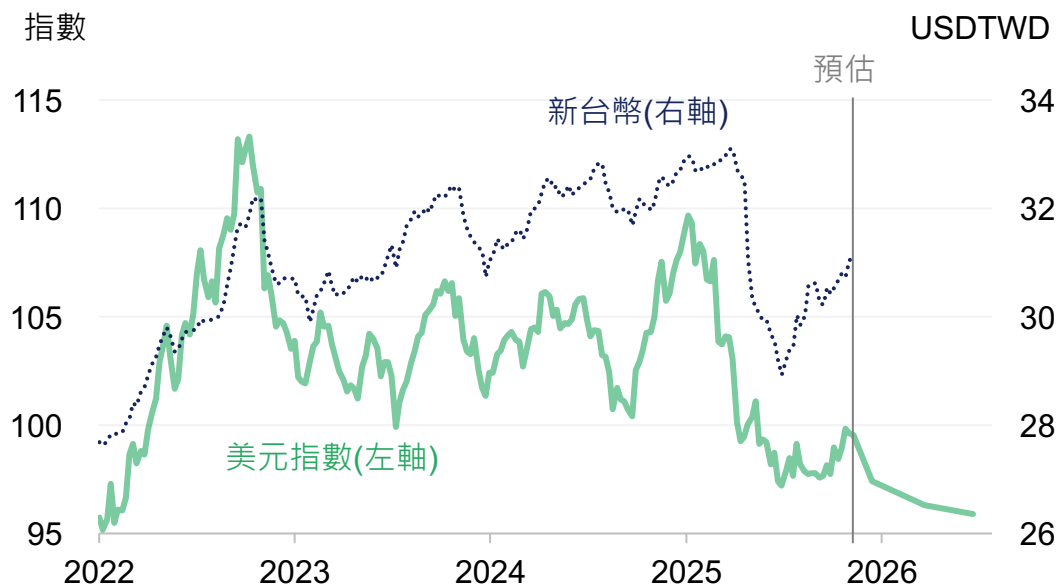


資料來源：Bloomberg。

新台幣失守31塊整數關卡, 創下5月初以來新低, 主因聯準會12月降息預期降溫, 支撐美元指數短期偏強, 以及韓元、日圓等競爭對手表現偏弱。展望後市, **在前述因素消除前, 新台幣偏弱走勢恐將延續**。至於貶值幅度是否放大、重回31.5甚至32以上區間? 研判可能性不大, 主因:

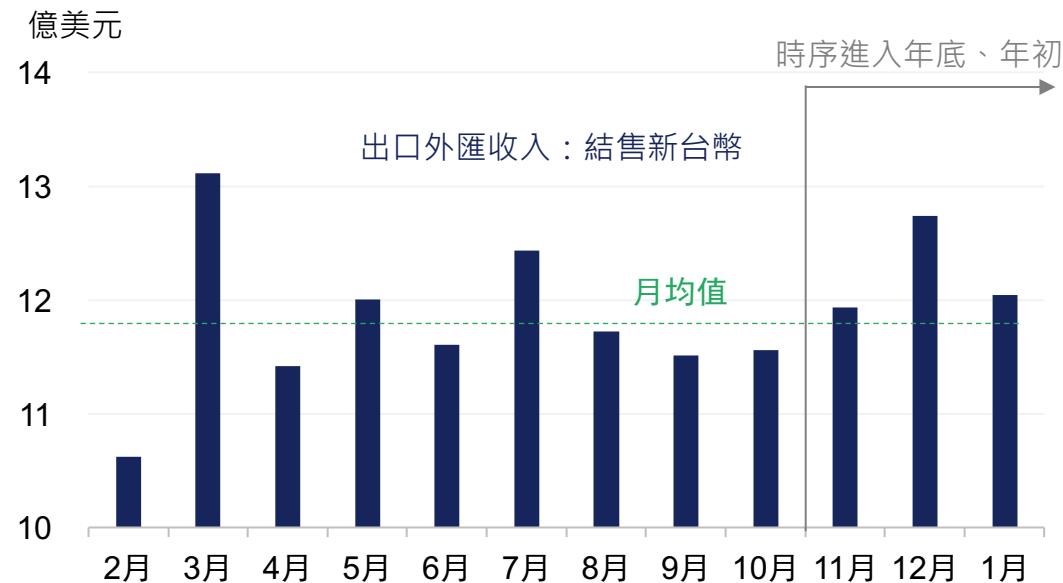
- 1)**聯準會降息方向不變**: 美國勞動市場下行風險猶存, 待經濟數據恢復發布後, 未來數季聯準會料將持續降息, 美元現行偏強格局可能消退。
- 2)**台灣出口動能強勁**: AI需求強勁, 帶動台灣前10月出口成長31.8%(2010年以來同期最高), 貿易盈餘創歷史新高1218億(較去年同期大增83%), 出口商拋匯需求、力道不至於大幅轉弱。
- 3)**季節性因子可望發酵**: 過往而言, 隨時序進入年底、農曆年前, 適逢出口旺季與員工費用需求, 出口商拋匯力道往往轉強, 造成新台幣單月上漲機率相對高於其他月份。

聯準會降息方向不變, 市場預期美元仍有轉弱壓力



資料來源: Bloomberg 預估。

過往而言, 年底、農曆年前例行拋匯轉強, 有利新台幣



註: 資料統計時間為2005-2024年。結售新台幣指出口商將外匯收入賣給銀行換成新台幣。
資料來源: Bloomberg。

中國人行周二 (11/11) 公布「第三季貨幣政策執行報告」，在總體經濟情勢方面，雖然對全球成長動能仍然存在疑慮，但未再提及景氣衰退風險，外部擔憂稍微降溫。國內經濟雖透露回穩跡象，但考量不確定性因素持續增加，未來還需要持續鞏固，預留後續推出振興經濟政策伏筆。通縮疑慮稍見緩和跡象 (10月CPI、PPI月增率回升)，但刪除第二季報告內容中，提及的「依法依規治理企業低價無序競爭」，似淡化先前「反內捲」相關論述。

在貨幣政策方面，除強調逆週期、跨週期調節的重要性外，同時將「穩增長」置於首位，刪除第二季的「穩企業、穩市場」字眼，顯見未來政策重心將轉向提振經濟動能，繼續維持目前寬鬆基調 (中國人行十月底恢復購債，即為一例)。另外，專檔內容提及逐漸淡化對「量」的關注程度，更多聚於「價」的變化。最後報告中有關人民幣的論述內容，未見明顯變化，隱含人行對目前匯率水準感到滿意，暫無刻意引導的必要性，維穩仍為現階段主要思維。

中國人行第三季貨幣政策執行報告重點摘要

基調 將「穩增長」置於首位，逐漸淡化對數量目標關注。

流動性 綜合運用多種貨幣政策工具，保持市場流動性充裕。

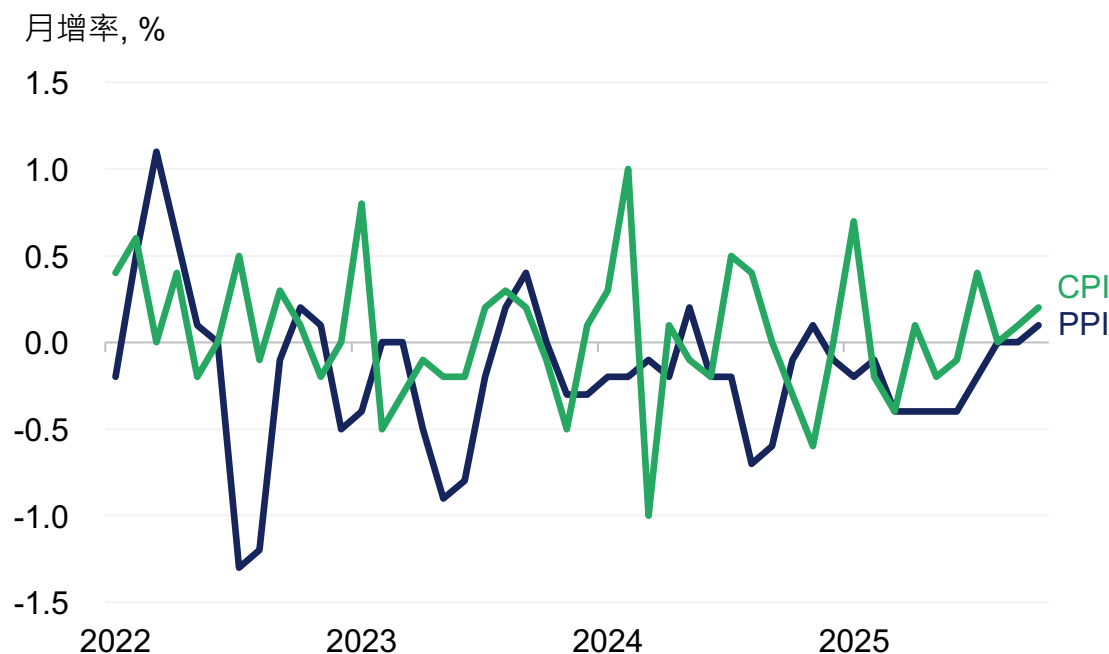
信貸 優化信貸結構，支持重點領域。

利率 落實各項利率自律提議，提升銀行利率定價能力。

匯率 增加外匯市場韌性，維持人民幣匯率穩定。

資料來源：中國人行。

國內通膨出現逐漸改善跡象



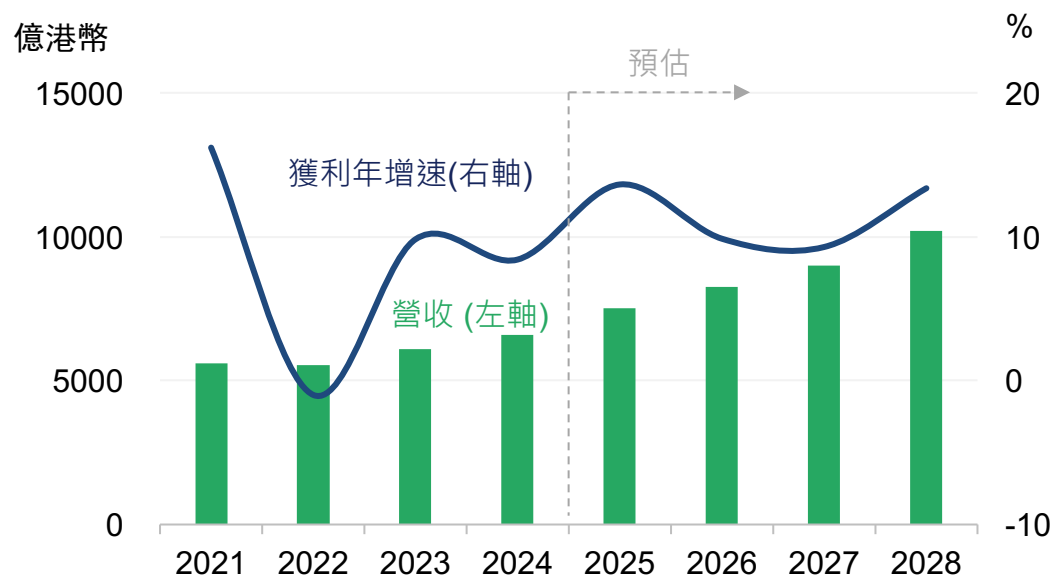
資料來源：Bloomberg。

財報：騰訊公布2025年第三季財報，營收人民幣1928.7億，年增15%，獲利631.3億元，年增19%，大幅超越市場預期。經調整淨利潤更達705.51億元，年增18%，創單季新高。前三季累計淨利潤達1707億，穩坐中國最賺錢的互聯網公司寶座。毛利率持續擴張，顯示「質」方面持續提升。

業務：最亮眼的莫過於**1)國際遊戲**收入飆升43%至208億元，Supercell穩定貢獻、新收購工作室發酵，加上《消逝的光芒：困獸》在Steam拿下極度好評，證明騰訊「出海」成功。**本土遊戲**則靠《三角洲行動》衝進前三名、《王者榮耀》與《和平精英》維持不衰，整體貢獻428億元，年增15%；**2)廣告業務**在AI精準投放加持下年增21%；**3)金融科技與企業服務**也成長10%，雲端AI需求強勁。研發與投資方面，騰訊單季研發支出228.2億元再創歷史新高，年增28%，也符合馬化騰稱「混元大模型在圖像與3D生成已領先業界」的談話。

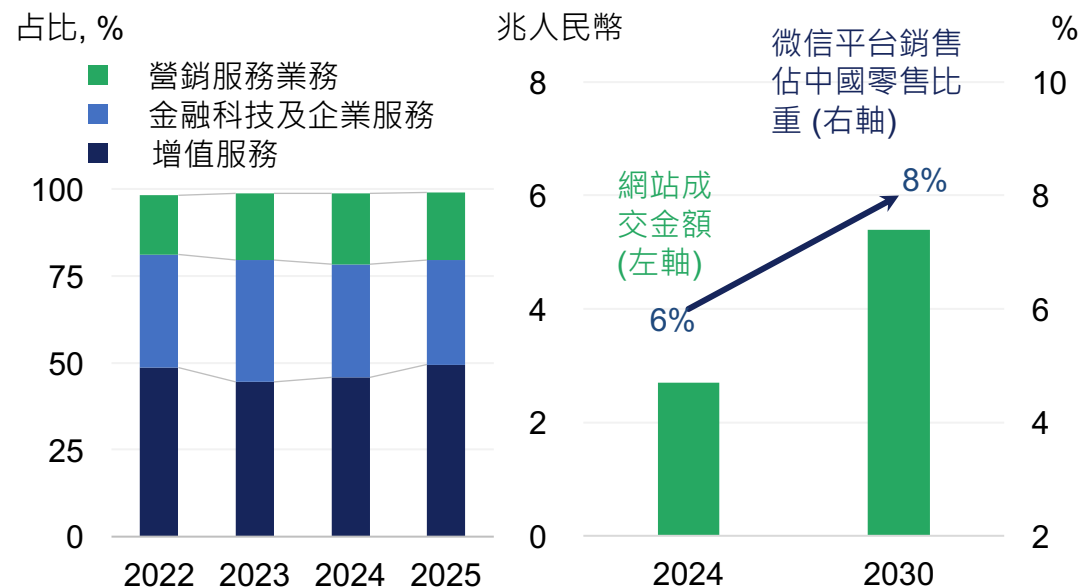
市場面：雖然財報良好，但當晚騰訊ADR跟隨美國科技股收低；長線來看，市場看好**AI導入的價值**，包括1)提升推薦精準度、2)擴充商品組合+優化轉換率、3)成為「第一推薦」的主宰，可望**提高微信在中國零售的佔比**，加上官方支持，有利騰訊長期成長的態勢。

Q3財報良好，2025營收正面，後續也應延續成長態勢



資料來源：Wind。

平台營收增加，而GMV(網站成交金額)有望受惠AI帶動

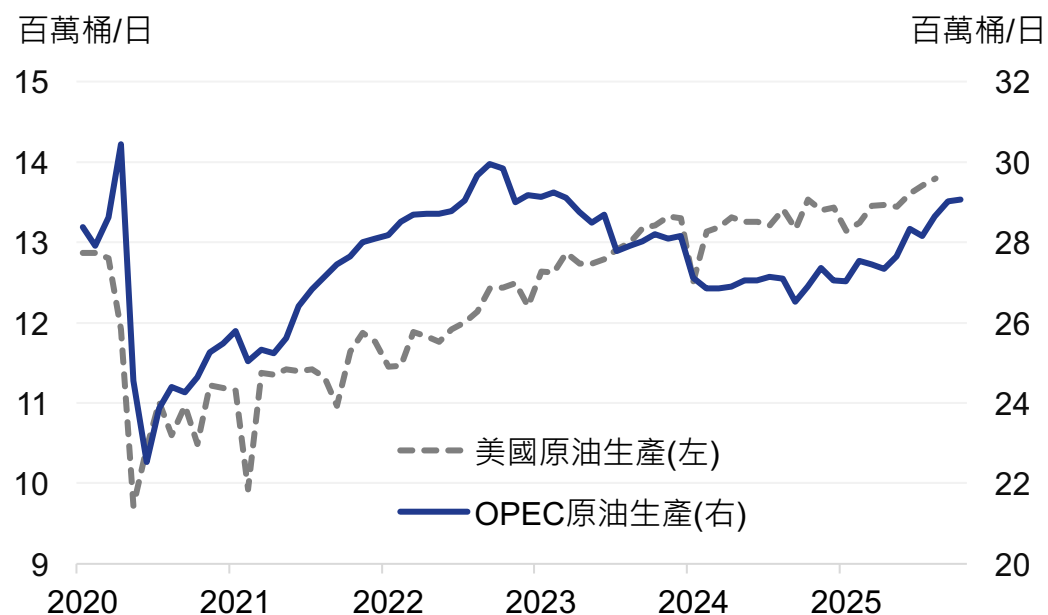


註：增值服務包括遊戲與社交媒體；營銷服務指社交媒體廣告。
資料來源：Wind, 小摩預估。

近期國際油市震盪, 美國政府關門風險解除, 市場情緒短暫回暖, 但基本面壓力仍占主導。OPEC+ 確認12月增產13.7萬桶/日, 並維持明年第一季產量不變; 地緣政治雖提供局部支撐, 如美國新制裁令俄油巨頭Lukoil海外業務受挫, 部分煉廠供應中斷, 推升柴油與汽油利差, 但整體原油仍被寬鬆供應掩蓋。印度煉油業者指出, 中東主要產油國將於12月提高對印供應, 以填補俄油減少缺口, 進一步加劇供給壓力, 顯示全球供應過剩格局未改。

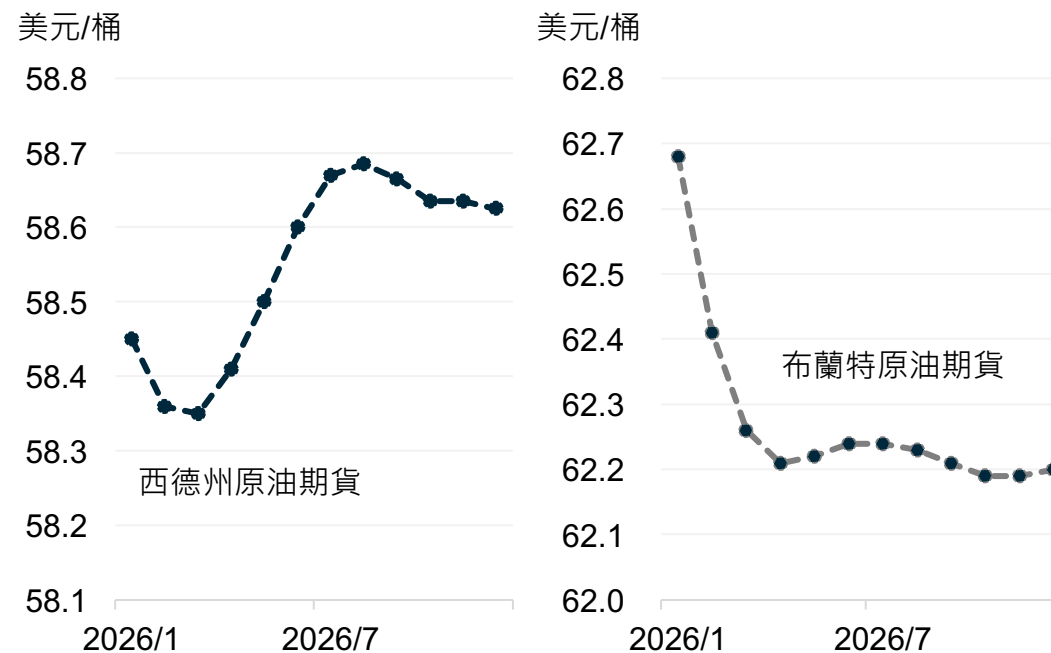
OPEC最新報告亦修正預測, 第三季「供不應求」調整為「供應過剩」, 因美國產量超預期且自身產量加快, 在此背景下, 國際油價重挫, 創今年6月以來最大單日跌幅。整體而言, 雖風險偏好改善帶來短暫支撐, 但供應過剩與需求疲弱仍令油價維持弱勢整理。

原油供給持續推升



資料來源: Bloomberg, 美國截至8月底, OPEC截至10月底。

供過於求壓力不利油價

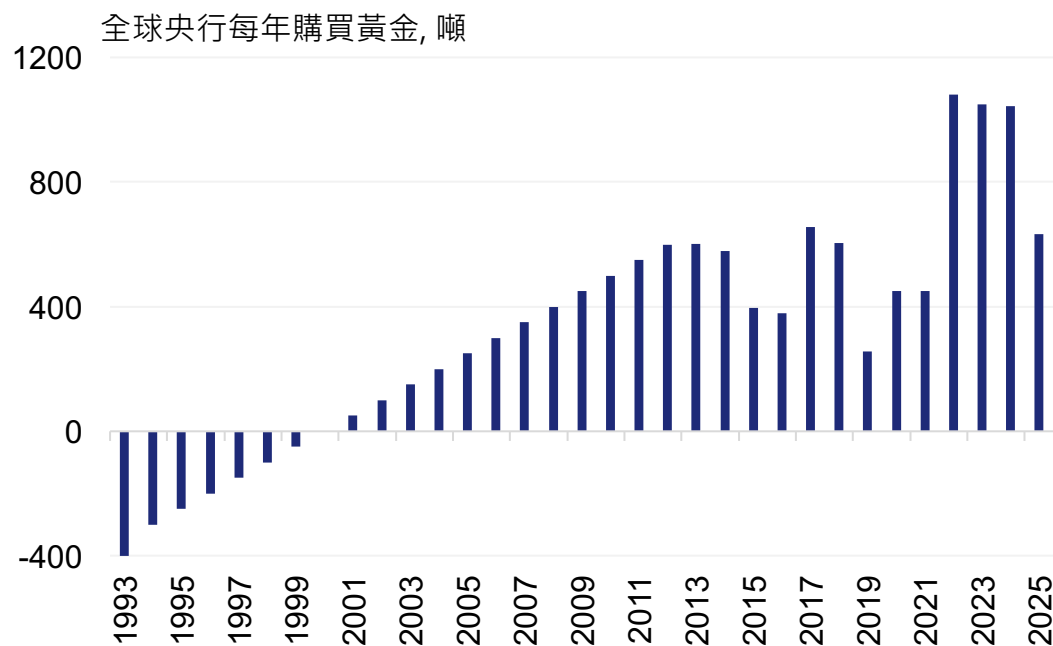


資料來源: Bloomberg。

美國政府重啟引發獲利調節，加上缺乏數據造成聯準會年底降息疑慮，近期金融市場出現拋售黃金壓力。然而，展望貨幣政策仍偏寬鬆，黃金在「央行戰略配置、投資避險」的雙重驅動下，重要性持續提升。截至9月底，全球央行新增黃金634噸，雖低於過去三年同期，但仍高於2022年前平均水準，顯示官方需求強勁。世界黃金協會預估全年購金量達750-900噸，第三季購金量220噸，季增28%。中國仍為主要買家，哈薩克與巴西分別增持18噸與15噸，印度半年內增加600公斤，反映地緣政治壓力與美元信任下降。

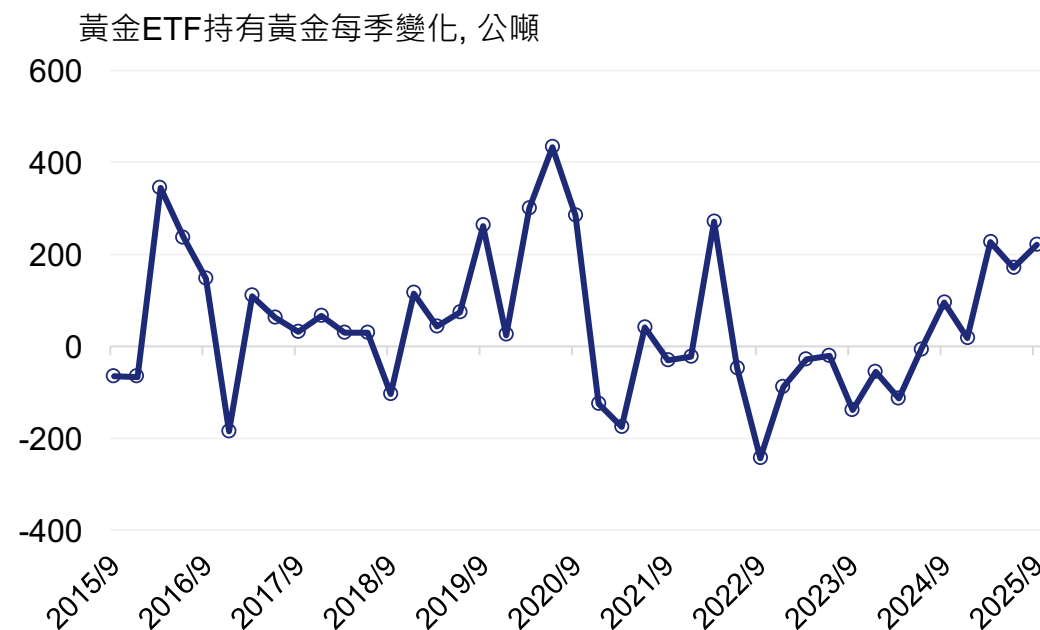
同時，投資需求成為市場另一推力。地緣政治風險常態化，從大國競爭到區域衝突，推升黃金避險吸引力。第三季黃金ETF持倉增加222噸，資金流入約260億美元，年增率達134%，創2020年以來最強季度表現。投資者則因市場波動與美元信任下降加碼配置，黃金在全球資產配置中的戰略地位持續提升，未來有望在寬鬆政策與地緣風險背景下維持強勢。

全球央行購金意願攀升



資料來源：World Gold Council。2025年數據統計至9月底。

投資需求重新被激勵



資料來源：World Gold Council。

17 Monday

日本GDP初值
德國央行月度報告
美國紐約聯儲制造業指數

18 Tuesday

澳洲央行會議紀要
美國工業生產

19 Wednesday

日本出口
英國CPI
歐元HICP
美國新屋開工

20 Thursday

中國人行利率決策
費城製造業指數
FED會議紀要
巴西休市

21 Friday

標普全球PMI
日本CPI
密大消費信心

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及記者媒體之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函 | 台北市松仁路7號B1 TEL : +886 8722-6666