

中國建設銀行(亞洲)首席投資策略官辦公室研究通訊

2025年11月7日

【近期美股高波動的背後——簡析美最高法關稅案聽證會及宏微觀數據惡化】

2025年11月4日-6日，美股經歷顯著波動，尤其是科技股成為市場動盪的核心。納斯達克指數領跌，4日納斯達克已下跌1.43%，5日短暫反彈0.82%後，6日再度大幅回檔，顯示市場情緒極度脆弱。VIX恐慌指數飆升市場波動率指標VIX從18.01跳升至20.02，創三個月新高，表明投資者對未來不確定性的擔憂加劇。

結合近期美國最高法關稅案聽證會、宏微觀數據惡化、美聯儲停止“縮表”等事件，我們對市場受到衝擊的原因作簡單分析，並對後續資產配置和操作節奏給出建議。

一、美國最高法院針對特朗普政府大規模徵收關稅的合法性展開聽證環節

(一) 事件背景

11月5日，美國最高法院針對特朗普政府大規模徵收關稅的合法性，展開了聽證環節。多數大法官對總統根據《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)徵收關稅的權力持懷疑態度。市場隨即將法院維持關稅的概率從40%下調至30%左右。預計法院將在2025年12月或2026年1月作出裁決。

特朗普是首位援引《國際緊急經濟權力法》(International Emergency Economic Powers Act, IEEPA)徵收關稅的總統，該法律允許總統在國家緊急狀態下對商業活動進行監管。特朗普認為美國的貿易逆差已將國家推向經濟和國家安全災難的邊緣。他指出，徵收關稅有助於特朗普談判貿易協定。

美國最高法院的九位大法官質疑川普關稅的合法性。爭議的核心在於，特朗普基於1977年的《國際緊急經濟權力法》對幾乎所有交易夥伴徵收關稅，是否合法？具體爭議如下：

(1) 美國憲法賦予國會（而非總統）徵稅和徵收關稅的權力。首席大法官羅伯茨強調，其直接指出“關稅屬於稅收”，徵稅工具是國會的核心權力。



(2) 《國際緊急經濟權力法》中“授予總統緊急狀態下監管進口權”的條款，並不涵蓋徵收關稅的權力，亦不應對西班牙、法國這樣的盟友普遍徵收對等關稅。此前特朗普政府辯稱，《國際緊急經濟權力法》允許總統通過“監管”進口商品應對緊急狀態，因此徵收關稅的行為合法。

(3) 《國際緊急經濟權力法》的立法目的是限制總統權力，而非擴大其權力。國會是否能夠授權總統徵關稅，這是否會導致權力向行政部門單向集中。

(4) 根據“重大問題原則”，行政分支若要採取具有重大經濟和政治影響的行動，必須獲得美國立法者的明確授權。而目前特朗普政府主張這一權力的依據並不匹配。

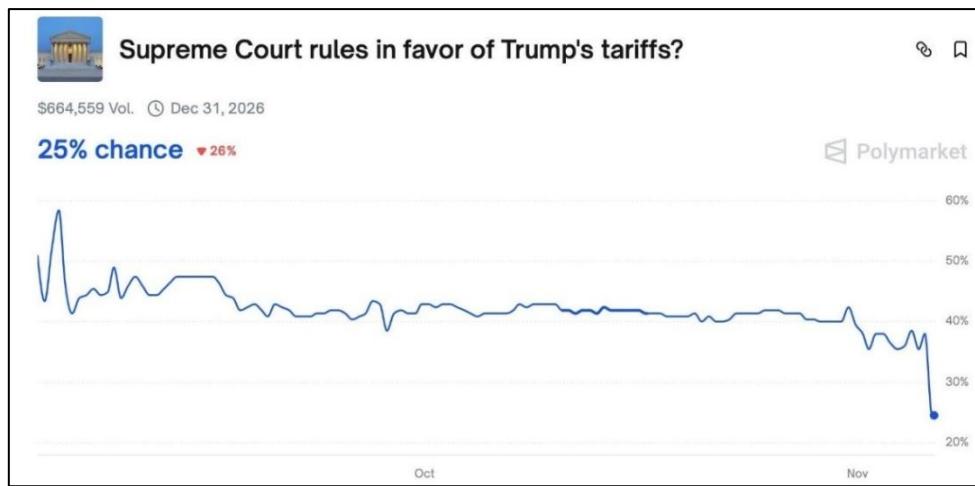
雖然自由派大法官普遍就關稅的合法性問題提出質疑，不過，部分保守派大法官表現出潛在支援。

(二) 聽證會可能的結果分析

市場認為美國法院可能會推翻特朗普關稅政策。美國最高法院的 9 名法官由 6 名保守派和 3 名自由派組成。目前有 4 位大法官可能反對政府，3 位支持，2 位更傾向反對但仍可能倒向任何一方。

聽證會結束後，市場預期法院推翻對等關稅。預測平臺 Polymarket 上關於美國最高法院判決將會支持特朗普關稅政策的概率，從本周初的逾 60% 降至 25%。反映出市場認為關稅政策或被推翻。

圖 1：Polymarket 上關於美國最高法院判決將會支持特朗普關稅政策的相關概率



來源：Polymarket.com。

最高法院預計在明年 6 月底前做出裁決，但鑑於目前採取的超快速審理程式，裁決最快可能在今年年底前作出。市場預計美國高院將在 2025 年 12 月或 2026 年 1 月作出裁決。美國財政部長貝森特此前警告，如果最高法院裁定關稅非法並推遲至明年夏天發佈裁決，美國可能需退還至少 7500 億美元。

(三) 關稅格局或不會發生根本性逆轉

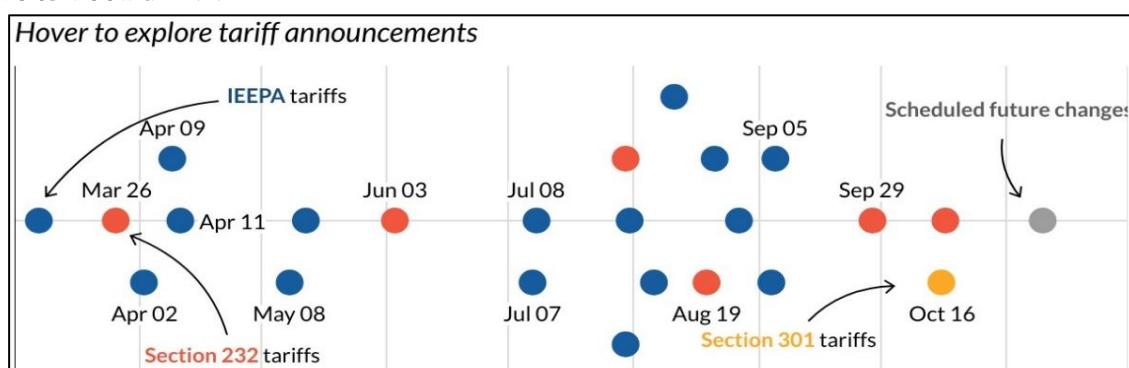
即使法院作出不利裁決，關稅格局也可能不會發生根本性逆轉。美最高法院即可對特朗普實施關稅政策的權力予以限制，但不大可能徹底結束其全面關稅政策。最終結果可能是對少數小型交易夥伴的關稅略有降低，而對主要交易夥伴的影響微乎其微。對於市場而言，關稅的不確定性遠未結束。

1. **如果美最高法院裁定 IEEPA 關稅無效，政府手中握有多種替代工具。特朗普政府可能會利用其他授權來取代大部分關稅。只是這些工具都需要漫長的調查程式，耗時數季度且靈活性更低。**美國財政部長貝森特 (Scott Bessent) 在庭審前表示，即便最高法院裁定特朗普援引《國際緊急經濟權力法》徵收關稅的行為違法，這些關稅預計仍將保留，因為政府會轉而借助其他法律依據或其他更複雜的法律工具來支撐關稅政策。¹

2. 瑞銀預計，美政府或利用《1974 年貿易法》第 122 條快速恢復部分關稅，該條款允許為解決國際收支問題徵收最高 15% 關稅，最長 150 天。但 150 天顯然只是臨時方案，**之後美政府將不得不依賴更繁瑣，但法律上更可靠工具，如針對國家安全的第 232 條款及針對不公平貿易行為的第 301 條款。**

3. **即使 IEEPA 授權被否，政府也能迅速通過其他法條重新實施類似關稅，特別是針對主要交易夥伴。**由於政府將動用其他法律手段重建關稅壁壘。這個過程可能會在特定地區市場和行業引發短暫波動。那些對美擁有長期、大規模貨物貿易順差的國家，很可能成為第 301 條款調查的初步目標。**不同國家之間的關稅稅率差異將比現在更大，貿易政策將變得更具針對性。**

圖 2：今年以來特朗普關稅工具



来源：taxpolicycenter.org。

¹ 政府可依賴的其他法條包括：《1974 年貿易法》第 122 條和第 301 條、《1962 年貿易擴展法》第 232 條、針對不公平貿易行為的第 301 條款以及《1930 年貿易法》第 338 條。這些法條授權總統在特定情況下（如應對貿易不公或國際收支逆差）徵收關稅，但需要走程式化路徑。特朗普對鋼鐵、鋁和汽車徵收的關稅依據不同法律設立，故不受本案直接影響。



(三) 裁定特朗普關稅違法對資本市場的影響

若最後裁定特朗普的關稅違法，法院需向已繳納關稅的美國進口商退還稅款。根據美國海關和邊境保護局公佈的最新數據，從 2 月 4 日至 9 月 23 日，依據《國際緊急經濟權力法》徵收的關稅已產生約 890 億美元 IEEPA 關稅。到法院裁決時，這一數字預計將上升至 1150-1450 億美元。

1. 對經濟影響有限，但為降息提供空間。從宏觀經濟角度看，1300 億至 1400 億美元的退款，僅相當於 2025 年美國 GDP 預估值的 0.5%，對經濟的直接提振作用微不足道。但如果能形成一個整體稅率更低的貿易環境，且不引發各國的報復性措施，長期效應將遠超這筆退款本身。

對貨幣政策而言，則為降息提供空間。該裁決最終可能降低整體有效關稅率，緩解通脹壓力，並為美聯儲提供更寬鬆的降息空間。長線有利於改善企業利潤和估值，並提振居民消費。

2. 美國財政壓力會加大，美債或受壓。若美國最高法裁定特朗普的關稅政策非法，預計將迫使美國政府向進口商退還約 1400 億美元稅款，相當於 2025 年 1.8 萬億美元預算赤字的 7.9%，將對短期財政狀況造成顯著衝擊。由於美國的財政赤字很可能在短期內會擴大，長端國債收益率會隨之上行，這將會打壓美國長債表現。

3. 短期有利對美股市場情緒。從 11 月 5 日當天美股市場的表現來看，取消關稅、退稅、緩解通脹，這些都是積極的因素，對美股整體是利好的。若用更具針對性的關稅重建貿易壁壘，美國整體有效關稅率將會下降。這會提升家庭購買力，支持經濟增長和企業盈利。**同時，通脹壓力的減弱將為美聯儲提供更多降息空間，這有利美股的估值。**

4. 財政惡化降低美元吸引力，利好新興貨幣。財政惡化+收益率曲線陡峭化的組合，可能會降低美元資產吸引力，使得美元走弱。不過，即使依據 IEEPA 加征的關稅被否，政府也能迅速通過其他法條重新實施類似關稅，特別是針對主要交易夥伴。因此，最終結果可能是對少數小型交易夥伴的關稅略有降低，而對主要交易夥伴的淨影響微乎其微，利好新興市場貨幣。

二、宏微觀數據惡化——流動性危機來了嗎？

11 月 4 日-6 日的美股隔夜市場大幅波動，除了來自於類似“關稅案”聽證會此類宏觀事件的擾動，同時亦有宏微觀數據惡化帶來的衝擊，以及市場對於流動性危機的憂慮。



（一）宏觀流動性收緊：停止 QT 施壓與財政貨幣博弈

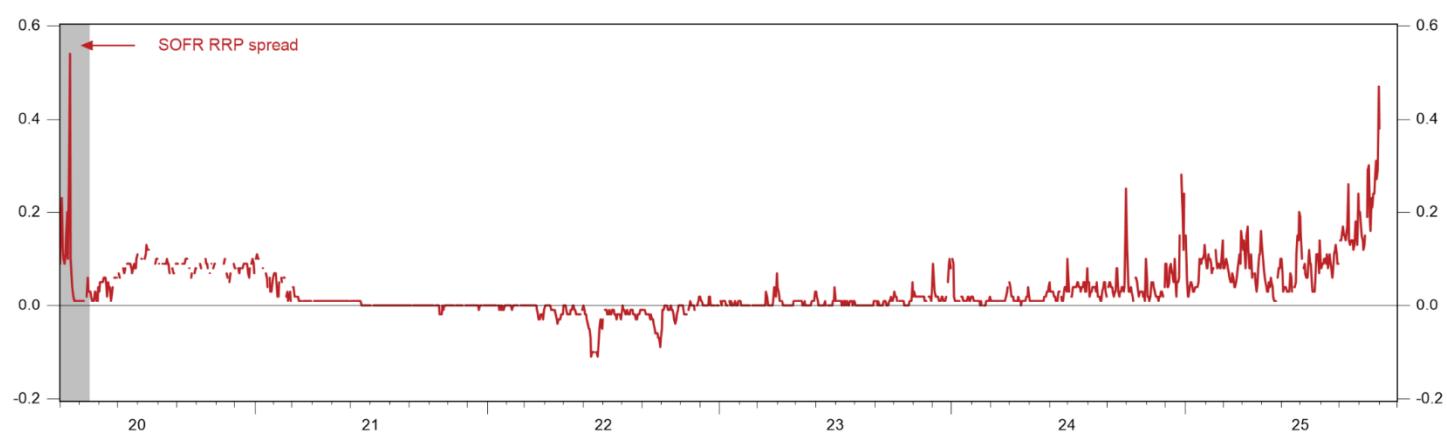
近期美股波動在貨幣政策層面的最重要敘事，莫過於美聯儲量化緊縮（QT）政策調整帶來的流動性壓力，以及財政與貨幣政策之間的複雜博弈，這一系列變化導致美國金融體系流動性持續收緊，成為壓在股市上的“流動性大山”。

自 2022 年 6 月以來，美聯儲已持續縮表約 2.3 萬億美元，占資產規模的 25.9%，其中美債和 MBS 各縮減約 1.6 萬億和 0.6 萬億美元。儘管美聯儲在 2025 年 4 月後已放緩美債削減幅度，5-10 月平均每月僅削減 31.8 億美元，但持續的縮表仍對市場流動性構成壓力。

更值得關注的是，美聯儲在 10 月 29 日的 FOMC 會議上正式宣佈，計畫於 2025 年 12 月 1 日結束量化緊縮進程。這一政策轉向看似是流動性寬鬆的信號，但市場的即時反應卻呈現出明顯波動，核心原因在於當前流動性狀況已處於緊張狀態，而停止 QT 的具體安排仍存不確定性。

當前美國銀行體系的流動性狀況已亮起警報。美聯儲數據顯示，截至 10 月 15 日的一周內，銀行準備金減少約 457 億美元，降至 2.99 萬億美元，跌破 3 萬億美元關口，這一水準已低於 3.1 萬億美元的“充裕流動性”下限（約合 GDP 的 10%）。準備金的持續下降，主要源於 7 月美債上限上調後，美國財政部加大發債力度以重建現金餘額，導致約 5940 億美元資金流入 TGA 帳戶，從金融體系抽走大量流動性。而隨著美聯儲隔夜逆回購工具（RRP）餘額幾近枯竭，商業銀行存放在美聯儲的準備金成為流動性收縮的主要承壓點，外國銀行持有的現金資產降幅甚至超過了美國本土銀行。

圖 3：SOFR-ONRRP 息差



數據來源：TradingView。



流動性收緊已在融資市場顯現出明顯壓力。7月以來，美國金融機構通過貼現視窗獲得的借款量呈階梯狀走高，10月地區銀行暴雷事件進一步加劇了流動性壓力，美聯儲常設回購機制（SRF）借款量已有6天超過50億美元，10月29日更突破100億美元。在短端融資市場，擔保隔夜融資利率（SOFR）與官方回購利率（ONRRP）的利差自7月以來持續走高至疫情以來的高位，高點超過30個基點，同時SOFR持續高於準備金利率（IORB），這意味著金融機構獲得融資的難度和成本均在上升。

財政政策的影響進一步加劇了流動性的複雜性。2025年10月以來，美國政府因國會兩黨預算分歧陷入停擺，財政支出受到限制，但淨發債仍在持續，導致TGA帳戶規模增加至9500億美元以上，進一步抽離市場流動性。這種“財政發債抽水”與“貨幣政策停QT放水”的博弈，讓市場難以形成穩定的流動性預期，進而導致投資者對市場流動性的預期分化，引發美股的劇烈波動，尤其是對流動性敏感的科技股和成長股，成為波動的重災區。

(二) 微觀企業層面：AI 估值泡沫破裂與裁員潮的雙重衝擊

如果說宏觀流動性收緊是美股波動的外部壓力，那麼**微觀企業層面的基本面惡化則是內在核心，其中AI 估值質疑與科技公司大幅裁員潮的疊加，成為引發市場恐慌情緒的關鍵因素。**

2023年以來，以AI為核心的科技股估值持續飆升，形成了顯著的估值泡沫，但進入2025年，市場逐漸發現企業的AI投資並未有效轉化為實際盈利，估值泡沫開始面臨破裂壓力。納斯達克指數的市盈率（TTM）已高達42.40倍，遠超近十年均值38.58倍，市場集中度風險顯著，前十大AI相關個股占美股總市值的比例已達23.29%。以英偉達為代表的AI龍頭企業，憑藉“算力革命”的敘事估值大幅上漲，但盈利增長並未跟上估值擴張的步伐。市場對AI股的估值邏輯開始從“敘事驅動”轉向“盈利驗證”，估值泡沫的破裂直接引發了科技股的大幅回檔，進而帶動美股整體波動。

與AI估值質疑相伴的，是席捲全美的企業裁員潮，這一現象從微觀層面反映出企業對未來經濟前景的擔憂，也進一步惡化了市場情緒。美國就業諮詢公司（CGC）發佈的報告顯示，2025年1-9月美國企業宣佈的裁員人數達94.6萬人，同比增55%，創下2020年疫情以來的最高水準。10月裁員數據更是大幅飆升，單月宣佈裁員15.3萬人，環比激增183%，同比增幅達175%，創下2003年以來單月最高紀錄，截至10月累計裁員已達110萬人，同比增加65%。



裁員潮呈現出明顯的行業集中特徵，科技、零售、倉儲和服務業成為重災區，合計占比超過七成，而這些行業也恰好是運用 AI 替代人力最為積極的行業。科技行業 10 月宣佈裁員 3.33 萬人，幾乎是 9 月的六倍，成為受 AI 整合與自動化進程影響最大的領域。微軟於 5 月和 7 月宣佈總計裁員 1.5 萬人，亞馬遜以管理人員和工程師為中心裁員 1.4 萬人。零售和物流領域的裁員同樣嚴重，受關稅政策和消費疲軟影響，UPS 宣佈在美國裁員 4.8 萬人，寶潔在全球範圍內裁員 7000 人。

值得注意的是，本次裁員潮與以往經濟衰退期的裁員存在顯著差異，AI 技術的加速應用成為重要驅動因素。CGC 的統計顯示，雖然直接將 AI 列為裁員原因的企業僅占整體的 4%，但越來越多的企業將 AI 視為提升效率的重要手段，借 AI 應用之機進行人力結構調整。

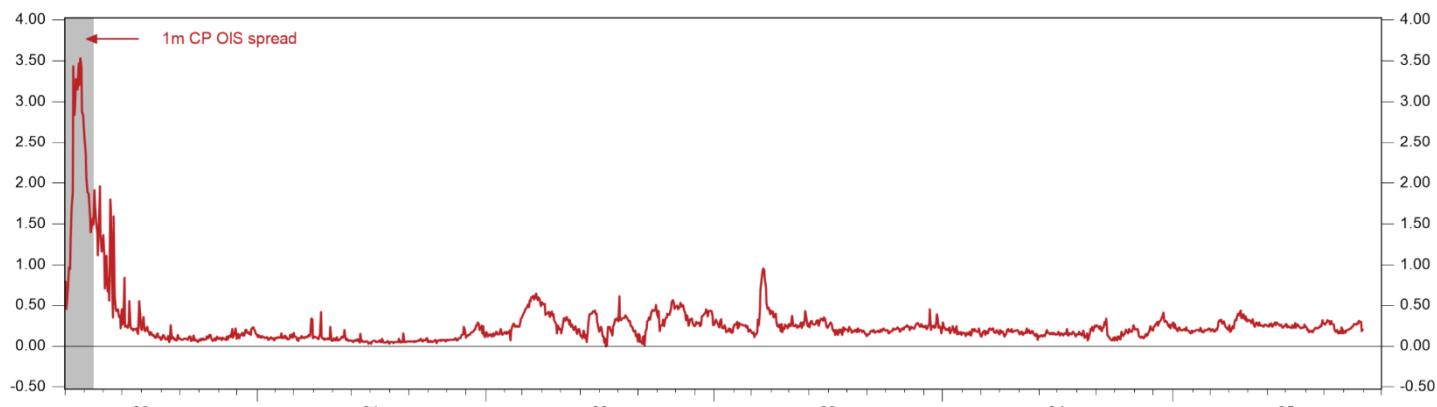
因此，裁員潮的蔓延已開始影響勞動力市場的韌性，企業招聘意願持續減弱，不僅影響消費者信心和消費支出，也讓市場對美國經濟“軟著陸”的預期產生動搖，進一步加劇了美股的波動。

(三) 那流動性危機來了嗎？是否會引爆市場？

流動性危機的定義通常是指，投資者或金融機構不計代價地拋售各類金融資產並兌換回現金。目前回購市場的狀況顯然構不成流動性危機，更不是大類資產波動的原因。

從流動性指標看，無論是商業票據市場，還是貨幣互換基差，都沒有出現像回購市場這樣的壓力。截至 10 月 31 日，CP-OIS 息差下降至 18bps 左右，較前周明顯放鬆（圖 4）。此外，長端美債利率特別是流動性較差的 TIPS 利率同樣沒有出現明顯上升，這一切證據都指向，目前的流動性壓力僅局限於回購市場內部，完全沒有波及其他拆借市場，更無從影響股票、匯率、商品等資產價格。

圖 4：CP-OIS 息差



數據來源：TradingView。



如果不是流動性危機，這兩天股票、黃金的下跌，美元匯率的走強是為什麼呢？

首先，不是所有的波動都需要解釋。 截至 11 月 6 日收盤，納指和標普 500 距離歷史最高點的最大回撤均為 3%，不到 1 倍標準差的跌幅。往往而言，這種短期波動更多來自於交易層面的催動。

此外，技術面破位元引發的程式化交易拋售也可能是推手。 標普 500 指數在過去一周連續測試 6800 和 6700 兩個關鍵支撐位，觸發量化基金的止損機制。數據顯示，11 月 4 日程式化交易成交量占比達 38%，高於月均 25% 的水準，這種 "演算法共振" 效應放大了跌幅。從歷史經驗看，在 VIX 指數升至 20 關口以上的高波動環境中，技術面信號對短期走勢的影響往往超過基本面因素。

黃金的下跌（周內-1.5%）有些意外，大約相當於 1 倍歷史標準差的跌幅。但考慮到其隱含波動率還遠遠沒有回到 8 月份的低位水準，因此在目前水準上寬幅高波也屬於正常。

但是，正如我們在之前研究通訊《特朗普對華加征 100% 關稅，4 月深 V 反彈再上演？》中提到過的：“**需要各位投資者關注的是，當前全球市場的整體脆弱性相較於今年 3-4 月有所上升，這是一個值得警惕的風險信號。**” 我們再、再、再一次地將這一要點提出來，提醒各位投資人。

一個可參考案例是 2018 年初的美股暴跌，彼時的案例揭示了一個規律：**在資金充裕、情緒高漲的市場環境中，宏觀因素往往只是點燃引信的火花，而由量化策略、衍生品結構和擁擠交易導致的波動率爆發和流動性踩踏，才是真正的風險所在。** 短期而言，投資者應對此保持敬畏，即便特朗普最終“退縮”（如“TACO”）符合市場預期，上述技術性風險依然存在。

三、對投資的啟示

近期美股的高波動並非偶然，而是**美最高法關稅案聽證會引發的政策不確定性，與宏觀流動性收緊、AI 估值泡沫破裂、企業裁員潮所反映的宏微觀數據惡化共同作用的結果**。美最高法關稅案的審理，本質上是美國三權分立制度下權力邊界的再校準，其結果將直接影響美國貿易政策的穩定性和企業經營環境，而當前的判決不確定性已成為市場波動的重要推手。宏觀層面，美聯儲停止 QT 的政策轉向與財政發債帶來的流動性抽離形成博弈，導致金融體系流動性持續收緊，推高了企業融資成本和市場風險溢價。微觀層面，AI 股估值泡沫面臨盈利驗證壓力，疊加席卷全美的裁員潮，反映出企業基本面的隱性惡化，進一步動搖了市場信心。



中国建设银行
CDB Private Banking

展望未來，美股的波動態勢仍將持續，核心關注三大關鍵點：**一是美最高法關稅案的最終判決結果**，其對貿易政策、企業成本和市場預期的影響將是長期且深遠的；**二是美聯儲的政策路徑**，12月議息會議將成為重要節點，若釋放鴿派信號可能緩解市場壓力，若堅持鷹派立場則可能加劇波動；**三是企業盈利數據的變化**，尤其是科技企業的AI商業化進展和盈利兌現情況，將決定估值調整是否到位。

從投資角度來看，當前市場正處於“政策不確定性 + 基本面調整”的雙重壓力期，投資者應保持謹慎，關注估值合理、盈利穩健的行業和企業，規避對流動性敏感、估值過高的板塊。長期而言，美國經濟的結構性問題仍需關注，財政赤字高企、貿易政策波動、AI技術轉化效率等因素將持續影響美股的長期走勢。只有當政策不確定性消除、宏微觀數據出現明確改善信號時，美股才可能走出當前的高波動區間，回歸平穩增長軌道。



重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司（「中国建行投资研究部」）刊发，档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见，或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制，惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的（一位或多位）分析员于本档刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺，任何情况下，中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及 / 或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此，本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定，并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险，投资者应注意投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前，应细阅及了解有关该等投资的所有发售档，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响，包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换，并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币，人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易，它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险，未必百分百能够保证赚取利润，反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件，客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险，例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户，透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令，例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知，须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出，客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外，客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息，仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标，有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言，虚拟资产价格极为波动，没有内在价值，也没有任何政府、银行或实物担保，而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品，不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力，以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损，便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实，在本档表达的意见准确反映彼（彼等）研究分析员的个人意见，而彼（彼等）的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分，均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下，不得以任何方式或以任何途径（包括电子、机械、复印、录影或其他形式）复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行，及证券及期货条例下的注册机构（中央编号：AAC155），从事第一类（证券交易）及第四类（就证券提供意见）的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约，也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行，并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。