



2021 年第一季度 全球经济展望

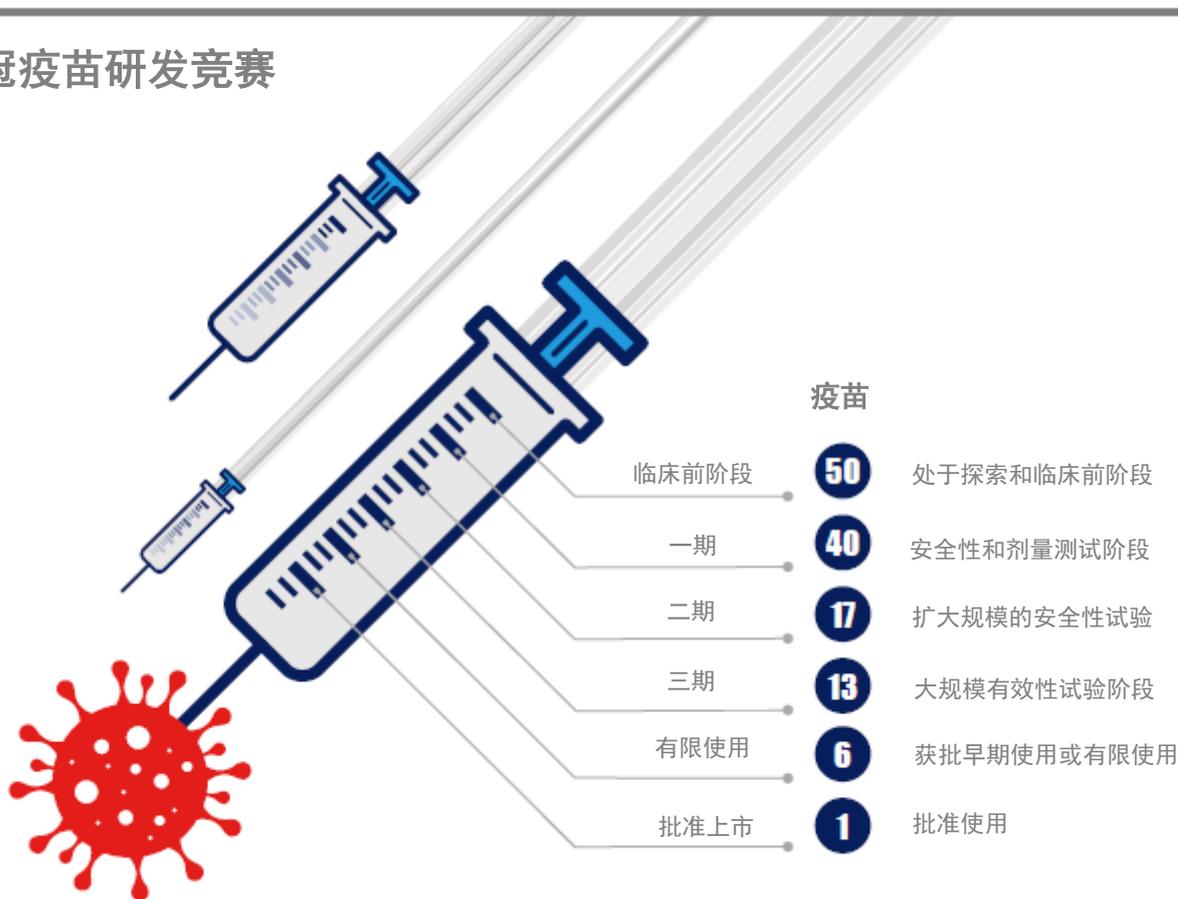
大华银行环球经济与市场研究部

“疫苗引爆的全球再通胀”

在经历极为艰难且相当“难以忘怀”的 2020 年后，在期待着更乐观的 2021 年到来的同时，投资者们终于迎来睽违已久的一线曙光。11 月份爆出的一系列关于新冠疫苗研发进展迅速的消息激起了投资者的希望。在 2021 年，全球健康以及全球经济将会有更多值得期待的地方。具体而言，11 月 9 日关于新冠疫苗研发进展的消息首次传出，开启了一轮疫苗引爆的再通胀交易，风险资产被蜂拥买入，仅仅 11 月份 MSCI 全球指数（All Country World Index）就大涨了 12%。

根据医药研发方面的各类最新消息，目前有许多潜在的新冠疫苗研发进展已远远超出临床前试验阶段，其中约有 70 种进度领先的新冠疫苗已通过三个重要的临床试验阶段，即小规模的一期试验，较大规模的二期试验以及大规模的三期有效性和安全性试验。11 月份的头条新闻集中在少数处于三期临床试验阶段的顶尖疫苗的乐观成果，其中约有 6 种疫苗已取得了监管机构的有限使用授权。

新冠疫苗研发竞赛



资料来源：各类新闻报道、大华银行环球经济与市场研究部

的确，著名的医疗慈善家兼亿万富翁比尔·盖茨对新冠疫苗的有效性表达了乐观看法。然而，盖茨也提到“下一个难题”是，一旦疫苗面世，我们将如何公平地向急需的人群和国家分配疫苗。他具体提到，疫苗的供应“不应该只是富裕国家之间竞相报价的争夺战”。

比尔·盖茨说得对，虽然 2021 年有许多值得乐观的地方，但就新冠疫苗的有效使用、分发和最终成功方面而言还存在很大的不确定性。是否有足够疫苗来满足全世界人口的需求？各国之间如何协调全球疫苗接种工作从而确保全世界在几乎相同的时间实现群体免疫？疫苗在发达市场国家和新兴市场国家之间是否能实现相同的可及性？疫苗面世是否能够足够及时从而帮助今年下半年已经出现的全球复苏更进一步？疫苗接种后要多久全球人员流动才能恢复正常？如此这般的问题还有很多很多，一切都存在变数和不确定性。

关于全球经济，我们预计在疫苗进展以及新冠疫情控制速度方面会出现三个广泛情形，这些情形对世界宏观经济前景和主要的全球经济区（例如美国、欧元区和中国）带来不同的影响，这些影响将转化为外汇、利率和商品方面的不同展望。

我们认为，按照“盖茨式”的乐观情景，在 2021 年初有 25% 的概率多种疫苗将更快面世并伴随着大规模接种。这点跟比尔盖茨对 2021 年 2 月疫苗面世的时间点预测相似，意味着到 2021 年中新冠疫情会得到抑制，从而使得 2021 年全球经济实现较为乐观的 6.5% 同比增速。

这是一种更为积极的结果，将使得追逐风险的交易环境得到进一步加强，从而推动商品货币和亚洲货币进一步对美元走强。随着政策利率正常化预期逐渐升高和提前，收益率曲线将会被市场重新定价并大幅走高。

根据我们的保守基本观点，2021 年上半年疫苗上市审批和有效推广接种的概率有 60%，社交隔离措施在 2021 年下半年逐渐减少，新冠疫情最终在 2021 年第四季度得到控制。

全球经济逐渐重回增长轨道，虽然不同行业之间复苏势头并不均衡。具体而言，在 2021 年，世界经济增速预计会从 2020 的 -4.4% 恢复到 5.2%。因此，美元当前逐渐走弱的趋势并不会发生变化。与此同时，人们对通货再膨胀的预期将有助于收益率曲线逐步走峭。

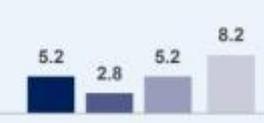
接下来是悲观型的“僵尸”情景，我们认为这种情景有 15% 的概率，即疫苗审批进展延迟，人们担忧疫苗安全性和有效性而不愿接种。不幸的是，在这种情况下，新冠疫情直到 2021 年底为止也不会得到控制，这会导致 2.5% 的低水平全球同比增速，而供应链中断、资产减值和金融市场的压力也将持续。

资金转入优质股将促使美元普遍走强，随着再通胀的火苗熄灭，收益率曲线将再次平坦化。

2021年新冠 疫情形势



“2020年第四季度-2021年第一季度新冠疫情缓和”---除非实施更严格的限制和社交隔离措施，否则新冠感染人数暴增将难以控制。入院人数上升但医疗系尚未被挤兑崩溃。没有全国性封锁措施但是服务相关行业深受疫情影响。由于线上经济活动繁荣，制造业保持运转。

	乐观型 “盖茨式”情景	保守型 基本情景	悲观型 “僵尸”情景
发生概率	 25%	 60%	 15%
疫苗审批和推广使用的有效性	在 2020 年底或 2021 年初有多种疫苗显示出效果并获得批准，疫苗得到迅速和有效的推广使用。疫苗首先在发达经济体推广使用，然后在发展中国家推广使用。人们普遍愿意接种疫苗。大多数社交隔离措施到 2021 年中结束。	在 2021 年下半年内部分疫苗显示出有效并得到批准。2021 年上半年疫苗在发达经济体得到较有效的推广使用，但是在发展中经济体则延迟到 2021 年下半年才获得供应。有相当的人群愿意接种疫苗。大多数社交隔离措施在 2021 年下半年逐渐结束。	出于安全担忧，监管当局延迟批准疫苗使用。有效的且经批准的疫苗只有到 2021 年下半年才面世。人们普遍担忧疫苗安全性，导致疫苗推广使用前期接种意愿较低。间歇性的封锁和社交隔离措施将持续至 2022 年。
新冠疫情控制时间点	2021 年年中	2021 年第四季度	2022 年下半年
2021 年经济增速 (%)	<p>经济增长比之前的预测更为乐观，先前受疫情严重影响的服务业（例如旅游相关行业，餐饮，出行相关行业以及娱乐业）实现大幅回升。</p> 	<p>重回经济增长但是回升力度较弱。不同的经济体之间复苏程度不均衡和存在差异，在经济体内部不同行业之间也存在差异（例如制造业、电子商务和面对面服务行业之间的差异）</p> 	<p>全年经济增速低于预期水平，部分供应链中断和需求遭到破坏，金融环境间歇性存在压力。</p> 
利率前景	较长期限的债券收益率上升，市场出现普遍的乐观情绪。政策利率正常化的预期将上升，但 2021 年加息的可能性仍非常低。收益率曲线可能会大幅上行。	市场对再通胀的希望会缓解收益率的下行趋势。政策利率正常化的预期会在 2-3 年的时间范围内变动。收益率曲线逐渐走峭，但因受全球各国经济复苏不均衡影响，收益率曲线的走峭过程可能会经历曲折。	经济再通胀论调销声匿迹，取而代之的是激进和先发制人的财政和货币政策响应。加大的 QE 力度以及收益率曲线控制将使较长期限债券收益率走低以及收益率曲线平坦化。
外汇前景	由于证券投资资金的流入，亚洲新兴市场国家的货币对美元强劲升值。商品相关的外汇例如澳元将会受益于强劲的风险偏好的商品的上扬。	我们维持美元逐渐走弱的观点，大多数 G-10 国家和亚洲国家货币对美元适度升值。	资金转入优质股促使美元普遍升值，尤其是对那些依赖外资流入的亚洲新兴市场国家的货币升值。

资料来源：国际货币基金组织、大华银行全球经济与市场研究部

具体而言，就我们认为的基本情景内部而言，有以下值得注意的若干主题，这些主题将会贯穿整个 2021 年：

全球经济前景：中国和亚洲在全球再通胀浪潮中领先欧美

首先，就全球经济前景来说，中国和亚洲地区由于经济复苏路线明确且具有一贯性，显然是最稳妥的投资标的。中国在新冠疫情控制方面比欧美表现要好得多。中国经济不仅是世界上唯一在 2020 年录得正增长的主要经济体，且其经济复苏预计会在 2021 年进一步加强，预计在明年实现 8.2% 的超趋势年同比增长。中国的长期规划是在未来 15 年使名义 GDP 翻倍，这意味着中国 GDP 在未来 15 年需要每年达到 4.5% 的年均增速。值得注意的是，在上文所述的全部三种情景中，中国都是经济增长前景表现最好的，中国经济预计好于美国和欧元区。

另一方面，在美国政府向候任总统拜登艰难过渡的过程中，美国经济仍然被脱缰野马般的新冠疫情所挟持。美国在财政刺激方面迟滞不前也有可能使今年第四季度的经济萎靡延续至 2021 年第一季度。欧元区方面，由于疲软的经济受到为应对新冠疫情推出的财政刺激引起的财政负债大幅上升所拖累而萎靡不振，欧元区主要经济体在通缩中泥足深陷，表现比美国好不了多少。由于德国总理安格拉·默克尔即将退休，2021 年欧元区在政治方面也会有更多不确定性。在整个欧元区面临高度经济压力的时期，失去默克尔稳定和被低估的领导将使得欧元区雪上加霜。

外汇策略：2021 年继续看跌美元，但需关注上行风险

其次，在外汇方面，我们认为美元将继续逐渐走弱。2021 年的“再通胀交易”浪潮对风险资产是利好，也是美元明显的利空，这进一步加强了美元在 2020 年走弱。美联储持续的超宽松货币政策和长期的量化宽松将会使美元资金供给水平高企，并继续使美元承压。事实上，在过去一个月，美元已经再次显著走弱。

大多数 G10 国家和亚洲国家货币将继续对美元走强，美元指数（DXY）将继续走低，试探 90 的心理支撑位。具体而言，我们认为欧元对美元汇率会在 2021 年第三季度再次走高至 1.24，类似地，我们认为人民币到 2021 年第三季度会对美元进一步走强至 6.35。新加坡元汇率将会跟随人民币对美元逐渐走强的步伐，并在 2021 年第三季度略微上升至 1.30。然而，由于美国 2020 年第二季度和第三季度 V 型强势经济复苏轨迹可能无法持续，因此美元走弱的节奏可能会减缓。美联储主席鲍威尔提醒，美国经济前景仍然“极为不确定”。

虽然我们的基本观点仍是美元逐渐走弱，但美国经济的这种不确定性反而可能在未来转化为美元走强的尾部风险。如果疫苗引发的通货再通胀失效，经济再次陷入与 2020 年第二季度相似的急剧经济萎缩和强烈的风险厌恶情绪，则全球资产的抛售可能会导致美元不受欢迎的暴涨。根据我们提出的悲观型“僵尸”情景，这种结果是有可能的。

利率策略：通货再膨胀转化为利率市场的表现

第三，在利率方面，虽然货币市场隐含的远期利率预期受到近期一系列疫苗消息的支撑，但当前没有货币政策收紧的风险。当前远期曲线仅隐含着美联储会在大约三年后首次加息。美联储的平均通胀目标机制防止了通胀前景意外的上升，并确保短期利率在可预见的未来维持在零。因此，我们认为在 2021 年全年，三个月期美元 Libor、3 个月期新加坡元 Sibor 和 3 个月期新加坡元 SOR 将刚好维持在零的上方，即分别为 0.25%、0.35% 和 0.25%。虽然 Libor 完全停止上涨的持续期间现在会从 2021 年 12 月延长到 2023 年 6 月，我们继续认为新的无风险利率 SOFR（有担保隔夜融资利率）和 SORA（新加坡隔夜平均利率）将在 2021 年维持在 0.10% 左右。

在较长期限的国债方面，2021 年整年的全球经济再通胀将支持收益率曲走峭。美国财政前景的困难也支持较长期限美国国债收益率逐渐走高，从而转换为陡峭化的收益率曲线。具体而言，我们认为 10 年期美国国债收益率到 2021 年第一季度会上升至 1.00%，而在 2021 年底上升至 1.20%。

中期而言，与美国国债相比，通货再通胀进一步加快会对新加坡政府债券收益率更有利，从而导致新加坡政府债券与美国国债收益利差逐渐收窄。因此，我们认为 10 年期新加坡政府债券收益率会在 2021 年第一季度上升至 1.10%，到 2021 年底的时候升至 1.20%，追上 10 年期美国国债收益率。

商品策略：疫苗消息频出，黄金涨势瞬间熄火，铜和布伦特原油迎头追赶

并非所有资产大类都对近期新冠疫苗进展消息作出了积极反应，黄金和其他贵金属的反应则相当消极，随着疫苗消息的爆发，黄金和其他贵金属在整个 11 月份遭遇大量抛售。继今年 8 月份短暂跳升至 2,000 美元/盎司上方后，黄金随后即下跌甚至在 11 月末的时候被投资者在 1,800 美元/盎司以下抛售。比特币强劲反弹至接近 20,000 美元的纪录新高，似乎已抢去了黄金的风头，成为了投资者偏好的“反美元”对冲工具。

虽然近期 ETF 基金仓位持续平仓可能使黄金承压，但黄金中期前景仍保持不变。具体而言，美联储并没有急于在接下来几年以及在新冠疫情完全得到稳固控制之前进行加息，预计美联储会维持甚至加强量化宽松。因此，我们继续看好黄金在中期的前景，但考虑到黄金价格近期走势所受到的挫折，我们下调了黄金的点位预测。总体而言，我们现在预计黄金到 2021 年底会上升至 2,000 美元/盎司，之前在今年 9 月份季报的时候预计黄金在 2021 年年中时达到 2,200 美元/盎司。

在工业金属板块，铜在整个第四季度进一步走强令人出乎意料。继 11 月初在 7,000 美元/吨上方交易之后，伦敦铜维持强劲的涨势，进一步迈向 7,700 美元/吨。疫苗进展带来的全球经济再通胀预期使铜获益良多。客观而言，近期强劲的价格走势似乎是受到库存大幅下降以及中国方面粗铜进口强劲的支撑。然而，展望 2021 年，新冠疫情造成的生产中断影响可能会减轻，铜开采量预计会在 2021 年大幅上升 4.6%。因此，伦敦铜价格走势可能已超出了疫苗引领的再通胀预期，我们认为伦敦铜在 2021 年上半年会在 7,000 美元/吨水平盘整，而后在下半年重回 7,500 美元/吨。

最后，在能源板块方面，布伦特原油被任性的欧佩克组织所挟持，表现明显落后。由于 2020 年整个第二季度能源价格暴跌导致生产商强制关闭页岩油生产，美国钻井数量跌至十年低位。然而，随着能源价格向 50 美元/桶的整数关口迈进，页岩油生产可能重启也会使原油承压。欧佩克组织内部以及与俄罗斯和主要盟国之间缺乏共识也是布伦特原油的主要利空因素，尤其是目前欧佩克和俄罗斯之间达成了妥协，将 2021 年 1 月份增产幅度控制在 50 万桶/日。总体而言，虽然预计全球经济再通胀，我们认为布伦特原油在未来上涨空间有限。我们将布伦特原油的预测更新为 2021 年第一季度和第二季度为 50 美元/桶，之后在第三季度和第四季度达到 55 美元/桶。

以下简要介绍关键焦点以及关键外汇和利率观点。

聚焦亚洲：RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）推动进一步经济合作

RCEP 的宗旨是降低关税，开放服务贸易，促进外国投资流动，加强电子商务和知识产权等领域的保护，扩大和深化成员国之间的经济贸易联系。

RCEP 签约国需要批准后协议才能够生效，其中包括六个东盟国家和三个非东盟国家。RCEP 协定预计在明年批准。

聚焦马来西亚：2021 年预算案大幅增加支出以促进经济复苏

这是马来西亚在第 12 个五年计划（2021-2025）项下的第一个预算案，包括各种旨在促进该国在新常态下发展的中期措施。

根据马来西亚 2021 年预算案，马来西亚政府将为下一年安排前所未有的 3225 亿马来西亚林吉特的支出（占 GDP 的 20.6%），这项预算加上该国预计达 2369 亿马来西亚林吉特的财政收入（占 GDP 的 15.1%），将导致 2021 年产生金额为 848 亿马来西亚林吉特（占 GDP 的 5.4%）的预算缺口。

聚焦印度尼西亚：《创造就业综合法案》给印度尼西亚带来的机遇和挑战

在审议耗时长达约 8 个月之后，印度尼西亚众议院和印度尼西亚政府于 2020 年 10 月 5 日通过了《创造就业综合法案》。该法案是印度尼西亚所有立法中最为雄心勃勃和复杂的一项。

该法案为 76 部现有的部门法带来了新的条文和修订，旨在改善投资生态环境和大幅改善印度尼西亚的营商环境以吸引更多的外国直接投资，这将创造更多的就业机会。

上述法案于 10 月 16 日提交至印度尼西亚总统维多多，维多多在 11 月 2 日将上述法案签署为 2020 年第 11 号法律。

全球外汇

美元/日元

今年，美元/日元汇率对风险资产和美国国债收益率的敏感性减弱，反而与美元指数（DXY）之间表现出更强的相关性。我们预计美元普遍走弱的趋势在 2021 年将会继续维持，美元/日元汇率将逐步走低。我们重申现有的预测观点，即美元/日元汇率在 2021 年第一季度为 104，第二季度为 103，第三季度和第四季度为 102。

欧元/美元：全球经济再通胀的利好可能会在 2021 年继续提振欧元/美元汇率，但涨幅可能受欧元/美元利差因素影响而有限，欧元/美元利差继大幅收窄后目前接近中性水平。总体而言，更新后的欧元兑美元汇率点位预测比之前提高，分别为 2021 年第一季度为 1.22，第二季度为 1.23，第三季度和第四季度为 1.24。

英镑/美元

由于预期英国在最后一刻达成脱欧协议，我们现在将之前对英镑/美元汇率的谨慎观点上调为略偏看涨的观点。英国脱欧迷雾终将散去，而与此同时，我们也抑制对英镑的热情。受英国新冠疫情形势的影响，英国的经济前景仍存在高度不确定性，而负利率的阴云对英镑而言则是徘徊不去的利空。总体而言，我们将英镑/美元汇率的点位预测更新为 2021 年上半年为 1.35，下半年为 1.36。

澳元/美元

全球风险偏好上升和中国经济稳健复苏促进了对澳大利亚商品出口的需求，澳元涨势仍无可匹敌。澳洲储备银行在 11 月初的新一轮宽松仅对澳元具有短暂的效果。澳元/美元汇率强势上涨超出 0.70，截至 12 月初时在 0.74 附近交投。在 2021 年，全球再通胀对澳元/美元汇率而言是一个关键的利好因素，我们将未来四个季度的预测提高 100 基点（pips），更新后的点位预测分别为 2021 年第一季度为 0.74，第二季度为 0.75，第三季度和第四季度为 0.76。

新西兰元/美元

展望未来，只要全球再通胀趋势保持不变，上升的风险偏好以及美元广泛走弱可能会继续支撑新西兰元。我们对新西兰元/美元汇率更新后的点位预测分别为 2021 年第一季度为 0.71，第二季度为 0.72，第三季度和第四季度为 0.73。

美元/人民币

虽然中国对全球各国的宏观经济优势可能会延续到 2021 年，但中国经济增速差幅收窄可能会导致人民币涨幅有限。此外，中国人民银行 10 月份将外汇风险准备金率从 20% 下调至 0%，以及逆周期因子从人民币中间价的报价模型中逐步退出被视为是中国金融当局对人民币单边升值感到不安的迹象。因此人民币兑美元汇率在今年下半年将近 8% 的跳涨不可能重现。总体而言，我们对美元/人民币汇率的点位预测更新为 2021 年第一季度为 6.50，第二季度为 6.45，第三季度和第四季度为 6.35。从中长期观点来看，美元/人民币汇率目前正在重回 6.0-7.0 交易区间的中点。

美元/新加坡元

在下一年，全球再通胀趋势可能会支撑风险偏好上升，而风险偏好上升会使美元承压。因此，我们重申之前新加坡元对兑美元进一步适度上涨的观点。更新后的美元/新加坡元汇率点位预测分别为 2021 年第一季度为 1.32，第二季度为 1.31，第三季度和第四季度为 1.30。

美元/港元

随着 3 个月期 Hibor-Libor 利差在 11 月份收窄，港元强势的主要驱动因素即港元套息交易已逐渐减弱。虽然美元/港元汇率已经在 11 月份从 7.75 兑 1 美元的“强方兑换保证”范围的下限略微抬升，但美元/港元汇率正常化可能为时尚早。香港股市的资金流入仍然强劲，且可能会进一步支撑对港元的需求。因此，我们重申之前的观点即美元/港元汇率会在 2021 年的四个季度胶着于 7.75。

美元/新台币

进入 2021 年，全球再通胀的预期加强了新台币现有的强劲利好因素。因此，风险在于美元/新台币汇率的下行，虽然下行步伐可能减缓。我们更新后的点位预测分别为 2021 年第一季度为 28.50，第二季度为 28.20，第三季度和第四季度为 28.00。这一汇率前景面临的主要风险在于 2021 年全球新冠疫情显著恶化，这可能引发“估值过高的”新台币正常化。

美元/韩元

在 2021 年，全球再通胀交易叠加韩国经济按预期回升可能会支撑韩元兑美元汇率进一步升值。我们更新后的美元/韩元汇率点位预测分别为 2021 年第一季度为 1,080，第二季度为 1,060，第三季度和第四季度为 1,050。这一汇率所面临的主要风险在于比预期严重的第三波（或后续波次）新冠疫情感染情况，这会将经济复苏苗头扼杀于萌芽状态和削弱市场对韩元的信心。

美元/马来西亚林吉特

进入 2021 年，马来西亚林吉特将继续借力于亚洲地区尤其是中国的经济复苏。原油价格走高的预期也可能会加强市场对马来西亚林吉特的乐观情绪。与此同时，发达市场国家新一轮的货币政策宽松以及正利差会进一步支撑外国证券投资基金进入包括马来西亚在内的新兴市场。我们预计美元/马来西亚林吉特汇率到 2021 年第二季度末为 4.00，第四季度末为 3.95。

美元/印尼盾

由于印度尼西亚国内经济前景仍不明朗，且预计该国将进一步降息，印尼盾在 14,000 点后持续上涨似乎不太可能。然而，美元广泛走弱可能意味着美元/印尼盾汇率回升会局限于熟悉的区间内。我们对这一汇率更新后的点位预测为 2021 年第一季度为 14,300，第二季度为 14,350，第三季度和第四季度为 14,400。

美元/泰铢

由于泰国当局明确强调要减缓泰铢近期的上涨，泰铢似乎不可能在 30 泰铢对 1 美元关键心理位之后持续升值。因此，由于泰国经济复苏势头疲弱，我们继续对泰铢维持谨慎观点。我们对这一汇率更新后的点位预测为 2021 年第一季度为 30.00，第二季度为 30.30，第三季度和第四季度为 30.50。

美元/菲律宾比索

展望下一年，由于美元普遍走弱的势头预计持续到 2021 年，我们认为比索将维持短期的韧性。菲律宾拥有净债权国地位，外国持有本币债务比例较低，且菲律宾拥有大量外汇储备，随着菲律宾经济进一步重启，消费需求和进口活动回升，该国坚实的经济基本面也可能会降低市场对该国经常账户转为赤字的预期。因此，我们预计美元/比索汇率到 2021 年中会逐渐走低至 47.50，到 2021 年末时走低至 47.00。

美元/越南盾

越南经济预计在明年录得 7.1% 这一接近疫情前的增速，受该国强韧的经济所支撑，我们认为越南盾有进一步升值空间。此外，考虑到美国财政部日益加强对越南的审查，与之前相比，越南当局通过直接干预市场来缓和越南盾走强势头的可能性降低。总体而言，我们重申美元/越南盾略微走低的轨迹，点位预测分别为 2021 年第一季度在 23,000，第二季度到 22,800，第三季度和第四季度到 22,600。

美元/缅甸元

由于预计美元在 2021 年继续走弱，缅甸元可能会保持强势，但随着其接近 1,300 的关键点位，缅甸元进一步上涨空间有限。美元/缅甸元更新后的点位预测分别为 2021 年第一季度在 1,325，2021 年剩余时间为 1,300。

美元/印度卢比

如之前所述，印度国内经济增长的利空可能仍然是使印度卢比承压的主要负面因素。虽然印度的经济增速预计在 2021/2022 财年回升，但由于新冠疫情仍未受到控制，因此其经济面临下行风险。因此，我们维持之前对美元/印度卢比走高的观点。更新后的点位预测分别为 2021 年第一季度为 74.30，第二季度为 74.50，第三季度为 75.00，第四季度为 75.50。

免责声明

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2021年第1季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。

另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。