

美国经济

美元指数：波动周期、影响因素与未来前景

美元指数显示美元对主要国际货币尤其欧元的相对强弱变化。美元指数走强往往伴随美国资本流入增加，常因美国经济相对非美经济尤其欧洲经济走强或国际市场避险情绪上升。过去十几年美元进入第三轮长周期的上升期，俄乌战争因重挫欧洲经济和欧元而进一步推升美元指数。2024年美欧经济增速差将会收窄，俄乌战争可能缓和，欧元或温和反弹，推动美元指数有所回落。但这并不一定预示美元本轮长周期上升期将要终结。中期内，美国经济、科技和军事实力仍领先欧洲，全球地缘风险可能依然居高，美元仍将是主导性国际货币，享受避险资产溢价。

- 美元指数周期：**美元指数是美元对其他六种国际货币的加权几何平均汇率，欧元/美元汇率在美元指数中权重近 60%。美元指数有史以来经历三轮长周期，每轮长周期又包含多个短期波动周期。2008年7月以来，美元指数进入第三轮长周期的上升期，经历多个短周期，但中枢水平不断上升，俄乌战争进一步打击欧元而推升美元指数。
- 美元指数影响因素：**国际收支活动直接影响外汇供求和汇率，资本流动影响远大于贸易活动影响，美元指数与美国资本净流入规模显著正相关。美元指数反映美国经济相对强弱和国际市场风险偏好变化，美国经济相对非美经济走强和市场避险情绪上升都将推升美元指数。欧元/美元汇率主导美元指数走势，欧元/美元汇率与利差高度相关，反映欧美经济前景和货币政策预期分化，并受地缘风险和欧元区政治不确定性影响。
- 美元指数未来走势：**2024年美元指数可能有所回落，预计从2023年末的104下降5%至2024年末的98.8。美欧经济增速差和利差将小幅收窄，美国经济增速或明显回落，欧元区经济增速低位持平。俄乌战争可能缓和，对欧元压制减轻。但美元指数中期走势不定，2024年回落不一定指向第三轮长周期上升期结束，因为美国相对欧元区仍具经济领先优势，全球地缘风险依然居高，美元仍会享受主导性国际货币和避险资产溢价。
- 美元主导地位前景：**过去二十年，美元在各国国际储备中份额有所下降，但仍居主导地位，美元在国际市场是主导性交易媒介和标价货币。美元主导地位赋予美国实施金融制裁等非军事胁迫的威力，但过多金融制裁可能损及美元地位。美元主导地位推升美元资产需求，降低美国实体融资成本，激励美国债务扩张，但可能带来过度负债、资产泡沫和通胀风险，进而影响美元地位和国际金融体系稳定。在可预见的未来十年，美元仍将是主导性国际货币，但随着新兴市场经济占比持续上升，美元主导程度或进一步小幅下降。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

美欧经济和汇率预测

	历史数据						彭博一致预期			CMBI预测		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
GDP增速(%)	2.5	3.0	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.3	1.0	1.8	2.3	0.7	2.2
PCE通胀(%)	1.7	2.0	1.4	1.1	4.2	6.5	3.8	2.6	2.1	3.8	2.4	2.0
联邦基金目标利率(%)	1.33	2.40	1.55	0.09	0.07	4.33	5.55	4.45	3.30	5.33	3.83	3.33
10年国债收益(%)	2.40	2.69	1.92	0.93	1.52	3.88	4.53	3.75	3.60	4.50	3.95	3.70
美元指数	92.3	96.1	96.4	90.0	96.0	103.5	105.7	100.2	96.8	104.0	98.8	98.0
GDP增速(%)	2.6	1.8	1.6	-6.1	5.9	3.4	0.5	0.8	1.5	0.6	0.7	1.3
CPI增速(%)	1.5	1.8	1.2	0.3	2.6	8.4	5.6	2.7	2.1	5.7	2.5	1.9
政策利率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	4.50	3.75	3.15	4.50	3.50	3.00
10年AAA国债收益(%)	0.52	0.32	-0.14	-0.57	-0.19	2.56	2.60	2.30	2.25	2.65	2.40	2.30
欧元/美元	1.20	1.15	1.12	1.23	1.13	1.07	1.06	1.12	1.15	1.06	1.11	1.12

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

美元指数周期

美元指数是美元对六种货币的加权几何平均汇率，六种货币包括欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎。美元指数的计算公式为： $50.14348112 \times (\text{欧元/美元汇率})^{-0.576} \times (\text{美元/日元汇率})^{0.136} \times (\text{英镑/美元汇率})^{-0.119} \times (\text{美元/加元汇率})^{0.091} \times (\text{美元/瑞典克朗汇率})^{0.042} \times (\text{美元/瑞士法郎汇率})^{0.036}$ 。

美元指数由美联储在1973年创立，旨在反映布雷顿森林体系解体后汇率自由浮动时代美元对一篮子货币汇率。洲际交易所美国期货分所（ICE Futures US）在1985年设立美元指数期货后，负责维护、计算和发布美元指数。美元指数的篮子货币构成及其权重基本不变，仅在欧元区建立后发生过一次调整，由欧元替代原来的德国马克、法国克朗等。目前美元对六种篮子货币的双边汇率在美元指数中的权重分别为57.6%（欧元）、13.6%（日元）、11.9%（英镑）、9.1%（加元）、4.2%（瑞典克朗）和3.6%（瑞士法郎）。

美元指数有史以来经历三轮长周期。第一轮长周期自1971年1月7日至1985年2月25日共14.2年，美元指数先从1971年1月7日的120.6下跌31.9%至1978年10月末的82.1，后又上涨100.7%至1985年2月25日的164.7。第二轮长周期自1985年2月25日至2002年1月末共16.9年，美元指数先从1985年2月25日的164.7累计下跌52.5%至1992年9月1日的78.3，后又累计上涨53.6%至2002年1月末的120.2。第三轮长周期自2002年1月末至今超过20年，美元指数先从2002年1月末的120.2累计下跌40.1%至2008年7月2日的72，后又累计上涨58.6%至2022年9月27日的114.2。

美元指数每轮长周期又包含许多短期波动周期。2008年7月美元指数进入第三轮长周期的上升期，经历多个短期波动周期，但其中枢水平不断上升，2008年7月至2014年6月在80左右，2015年1月至2022年2月升至95.6，2022年2月俄乌战争发生后进一步升至104.4。

图1: 美元指数周期

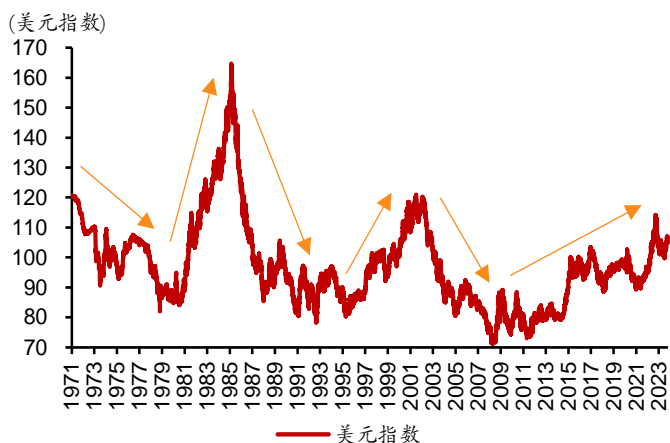
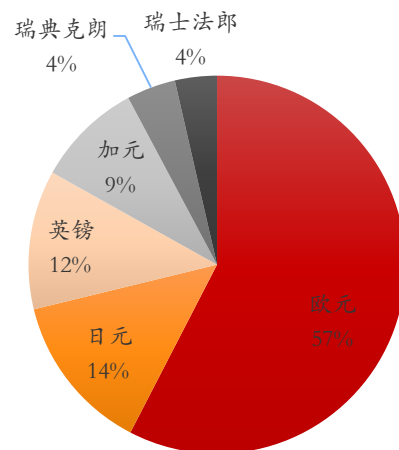


图2: 美元对六种货币汇率在美元指数中权重



影响美元指数的宏观因素

国际收支

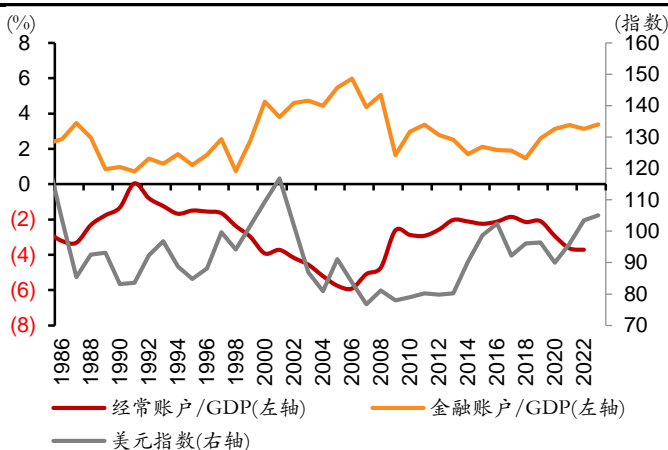
国际收支活动引发外汇市场供求变化进而影响汇率，美元指数作为加权平均汇率受国际收支活动的直接影响。国际收支活动可以简单分为以贸易活动为主的经常账户交易和以资本流动为主的金融账户交易。全球外汇市场 80%以上交易与金融账户活动有关，资本流动对汇率的影响远大于贸易活动对汇率的影响。

从美国国际收支数据来看，美元指数与金融账户顺差（资本净流入）规模显著正相关，美元指数走强伴随资本净流入上升，美元指数走弱伴随资本净流入下降。美国经常账户与金融账户刚好相反，经常账户逆差与金融账户顺差近似相等，令美元指数与经常账户差额呈现显著负相关，即贸易逆差越大，美元指数越强。

这种反直觉关系主要因为国际收支平衡表采用复式记账而存在以下恒等式：经常账户差额+金融账户差额+储备资产变动+误差遗漏=0。在统计完备和汇率自由浮动条件下，误差遗漏和储备资产变动都近似为零，金融账户差额与经常账户差额近似互为相反数。从复式记账角度来看，经常账户逆差对应商品、服务或生产要素净进口，意味着对外净付款，以外币付款导致本国居民持有外国资产减少，以本币付款导致外国居民持有本国资产增加，这两种情况在国际收支平衡表上都被统计为资本流入。经常账户顺差对应商品、服务或生产要素净出口，意味着对外净收款，以外币收款导致本国居民持有外国资产增加，或者以本币收款导致外国居民持有本国资产减少，这两种情况在国际收支平衡表上都被统计为资本流出。

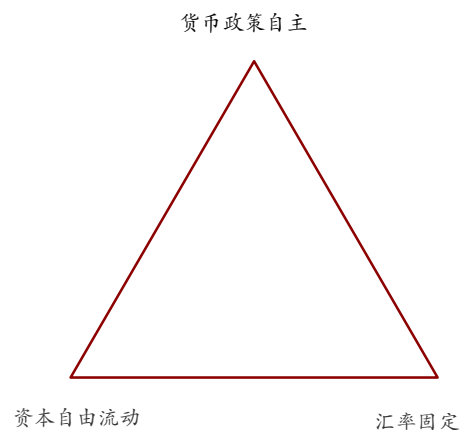
大国开放经济为保持货币政策自主而选择汇率浮动，经常账户差额与金融账户差额将近似互为相反数。经常账户顺差（净出口）对应近似等额的金融账户逆差（资本净流出），经常账户逆差（净进口）则对应近似等额的金融账户顺差（资本净流入）。2020-2022年，俄罗斯、德国、韩国、日本、澳大利亚和中国等大宗商品和制造业大国实现经常账户顺差（净出口）和金融账户逆差（资本净流出），土耳其、美国、英国、巴西、法国、加拿大、菲律宾和印度等经济体则录得经常账户逆差（净进口）和金融账户顺差（资本净流入）。

图 3:美国国际收支差额与美元指数



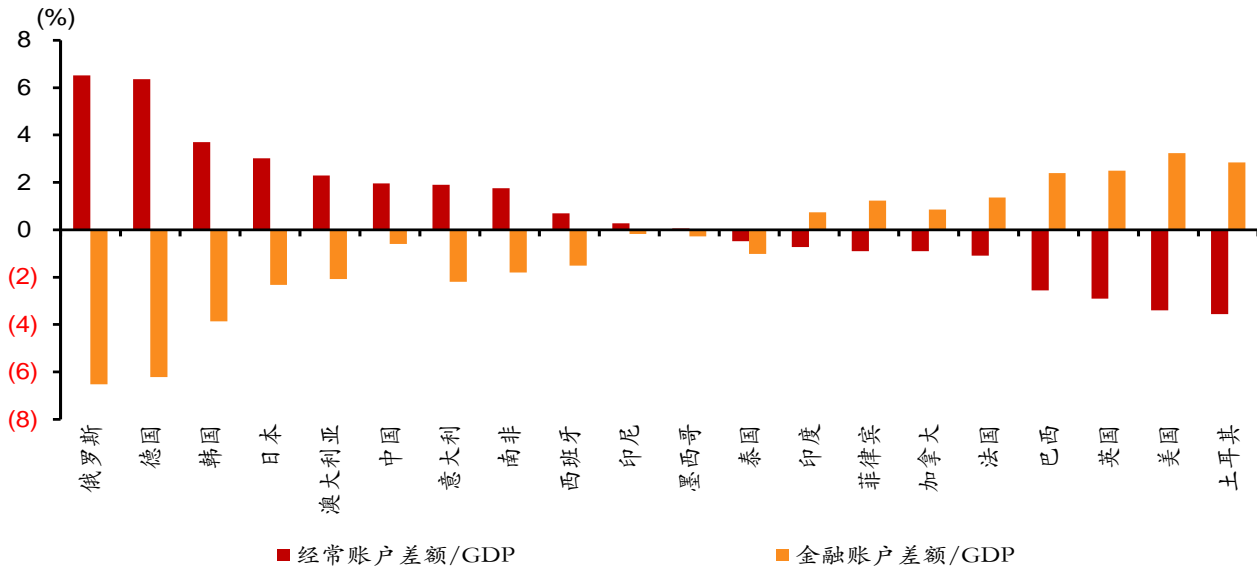
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4:蒙代尔不可能三角



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 5: 主要经济体经常账户差额与金融账户差额近似互为相反数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

经济基本面与市场风险偏好

美元指数走势反映美国经济相对强弱变化。当美国经济相对非美地区经济走强时, 美国货币政策相对非美地区收紧, 美元利率相对其他货币利率上升, 美元指数倾向于上涨; 反之, 美元指数可能下跌。我们发现美国与世界 GDP 增速差与美元指数显著正相关, 以 1980-2022 年样本数据计算的简单相关系数达到 0.6; 当年美元指数与下一年美国在世界名义 GDP 中占比存在非常强的相关性, 以 1971-2022 年样本数据计算的简单相关系数达到 0.82, 美元指数上涨预示未来美国 GDP 在世界 GDP 中份额上升, 其中既包括美国经济相对走强因素, 也包括美元对其他货币升值因素。

美元指数走势受全球市场风险偏好变化的影响。美元是主导性国际货币, 美国资本在国际金融市场占据主导地位, 美国因第一军事强国和强大盟友体系而被视为最安全的投资市场。当全球市场风险偏好下降或避险情绪上升时, 全球资金回流美元资产和美国市场, 推动美元走强; 反之, 美元可能走弱。

欧元/美元汇率的决定性作用

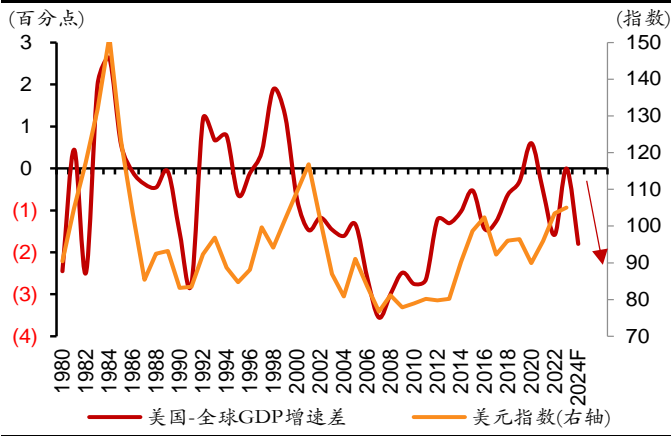
欧元/美元汇率在美元指数中权重近 60%, 对美元指数走势具有决定性作用。以 1999 年至 2023 年前 10 个月周数据为样本, 欧元/美元汇率变化可以解释美元指数 93.5% 的波动。

欧元/美元汇率与利差高度相关, 反映欧美经济前景和货币政策的预期分化。利用 2005 年至 2023 年 8 月的周度数据测算, 美元指数与 3M Libor-Euribor 利差、美国与欧元区 2 年期国债利差、10 年期国债利差的简单相关系数分别达到 0.74、0.79 和 0.7 左右。当美国经济相对欧元区经济预期走强时, 美国货币政策比欧元区货币政策预期更紧, 美欧利差将扩大, 美元指数倾向于上涨; 反之, 美欧利差将下降, 美元指数倾向于下跌。2023 年, 美国经济相对走强, 欧洲经济相对走弱, 美欧利差显著扩大, 美元对欧元升值, 支撑美元指数上涨。

欧元/美元汇率也受地缘风险和欧元区政治不确定性的影响。相比美国, 欧元区经济对跨境贸易投资的依存度更高, 对地缘风险等外部冲击更加敏感, 当全球地缘风险尤其是与欧洲

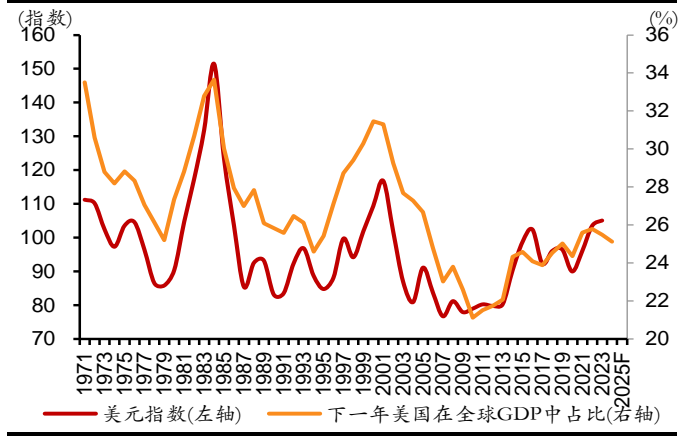
有关的地缘风险上升时，欧元对美元更易走弱，从而提振美元指数。2022年俄乌战争引发欧洲经济前景和安全形势恶化，严重打击欧元，推动美元指数上涨。此外，欧元区作为统一货币区，尽管货币政策已经统一，但财政政策、监管政策和政府主权并不统一，当欧元区政策不协调性或政治不确定性上升时，欧元前景将被看淡，美元指数可能上涨。

图 6: 美国经济相对强弱与美元指数



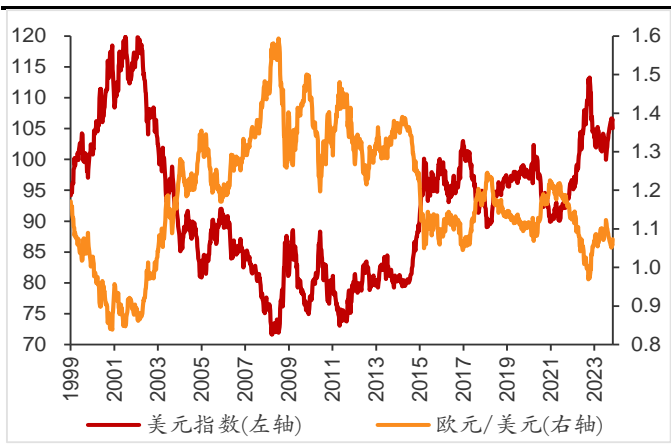
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 7: 美元指数与下一年美国在世界 GDP 中占比



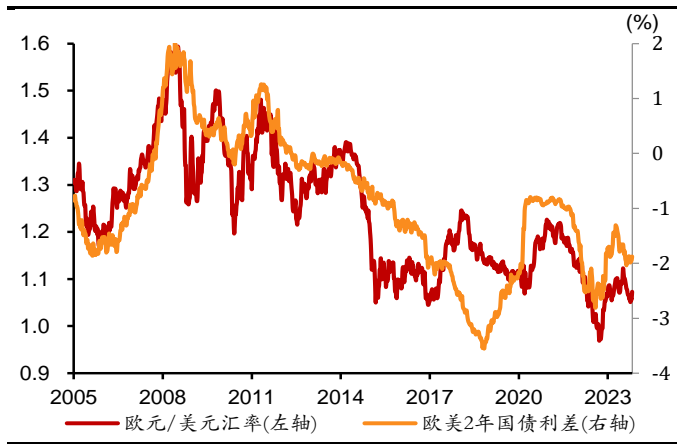
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 8: 美元指数与欧元/美元汇率



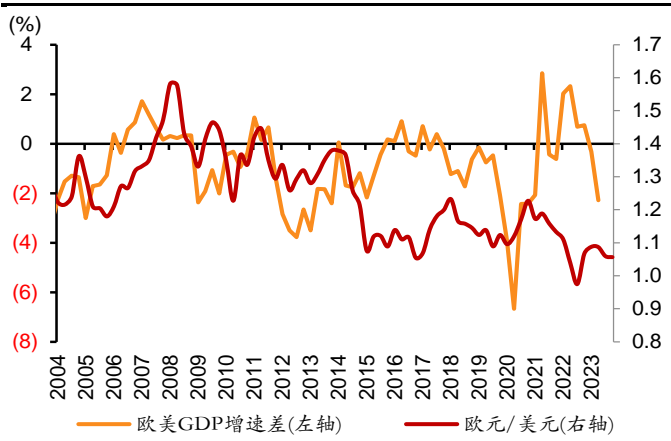
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 9: 欧元/美元汇率与利差



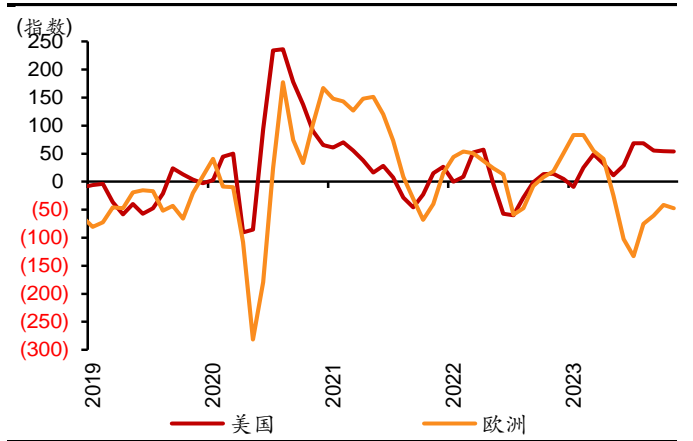
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 10: 欧美 GDP 增速差与欧元/美元汇率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 11: 花旗经济意外指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

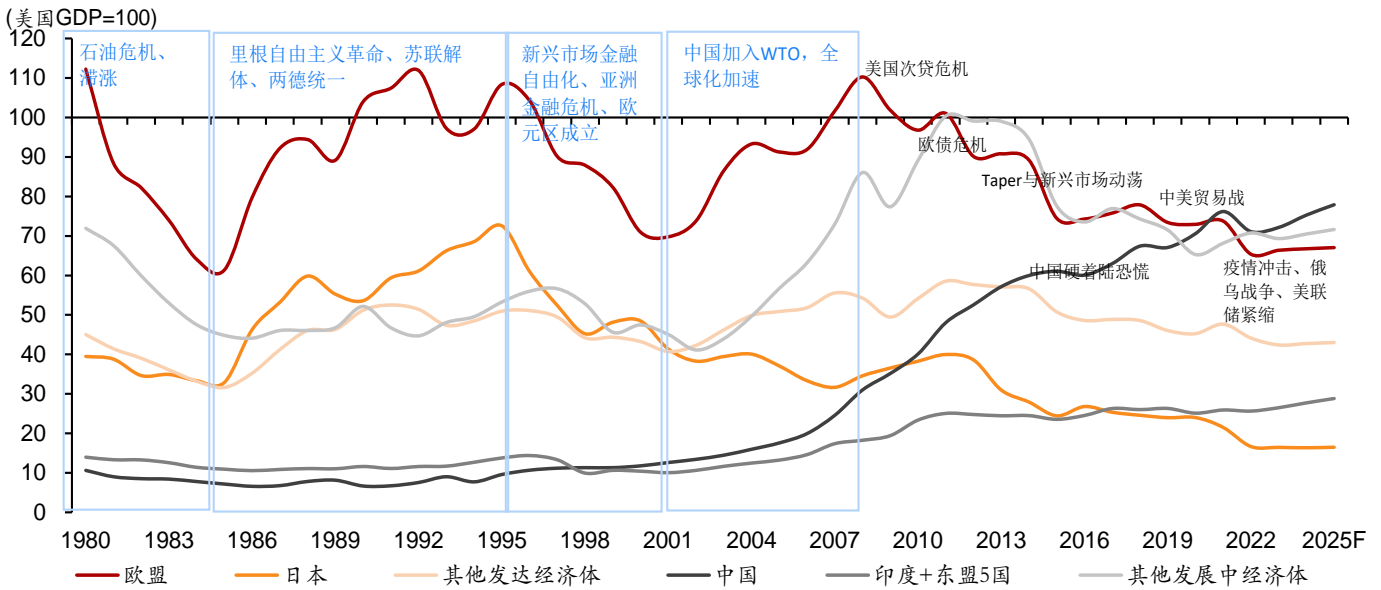
美元指数未来走势

美元指数在 2008 年 7 月以来进入第三轮长周期的上升期，伴随美国在全球 GDP 中份额逐步回升。尽管 2008 年次贷危机源于美国，但演变为全球金融危机及次生欧债危机似乎对欧洲经济打击更大，欧盟 GDP/美国 GDP 比在 2008 年后持续下降，2022 年降至 65.4%，已低于 2001 年低点 69.8%，略高于 1985 年历史最低点 61.4%。过去十年来，伴随 2011-2012 年欧债危机、2013 年伯南克削减谈话、2014 年美联储退出 QE、2015 年美联储首次加息、2018-2019 年中美贸易冲突、2022 年以来俄乌战争和美联储剧烈加息，美国相对其他发达国家的经济领先地位不断巩固，绝大部分发达国家 GDP/美国 GDP 比均有所下降，只有中国、印度、东盟等部分发展中国家 GDP/美国 GDP 仍在上升，但上升速度也明显放缓。

2024 年美元指数可能有所回落，预计从 2023 年末的 104 下降 5%至 2024 年末的 98.8。首先，美欧经济增速差和利差可能小幅收窄。美国经济增速、通胀和利率可能显著回落，预计 GDP 增速将从 2023 年的 2.3%降至 2024 年的 0.7%，PCE 通胀将从 2023 年的 3.8%降至 2024 年的 2.4%，10 年国债收益率从 2023 年末的 4.5%降至 2024 年末的 3.95%。欧元区经济延续疲弱，但 2023 年已率先大幅放缓，预计 GDP 增速可能从 2023 年的 0.6%小幅升至 2024 年的 0.7%，CPI 增速从 2023 年的 5.7%降至 2024 年的 2.5%，10 年 AAA 国债收益率从 2023 年末的 2.65%降至 2024 年末的 2.4%。其次，俄乌战争可能走向缓和，对欧元的压制可能减轻。俄乌战争对双方的消耗持续增加，巴以冲突可能进一步分散美国精力与资源，欧美国内反战力量上升。最后，中美关系可能阶段性改善，利好欧元。中国希望改善中美关系并降低台海地缘风险，以修复市场信心和重振经济。美国政府希望延续当前经济扩张周期，缓解工商界和中小企业压力。在对中国长期发展前景预期改变之后，美国对华战略可能从全面遏制转向“小院高墙”，重点打击高科技，但重启其他领域沟通合作。欧元区对中国供应链和中国市场依赖度比美国更高，中美关系阶段性改善和相关地缘风险下降将利好欧元。

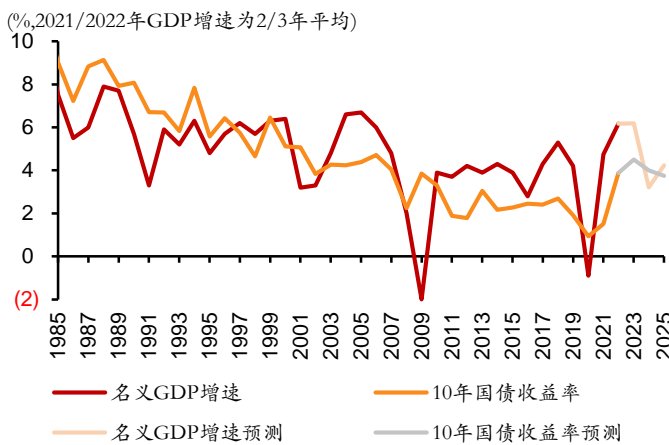
但美元指数中期走势仍有较大不确定性，2024 年可能回落不一定指向第三轮长周期上升期的结束。首先，美国相对其他发达国家尤其是相对欧元区的经济领先地位依然稳固，美国引领 AI 等新一轮科技革命，创新活力和经济韧性仍优于其他发达国家尤其是欧元区，未来五年美国经济潜在增速仍显著超过欧元区。其次，全球地缘风险仍可能居高，中美战略性竞争很难改变，欧洲经济和欧元前景受地缘风险影响更大。最后，因缺乏更好的替代品，美元仍将是主导性国际货币，具有较强避险属性并享受较高的特权溢价。

图 12: 各经济体 GDP/美国 GDP 比例变化



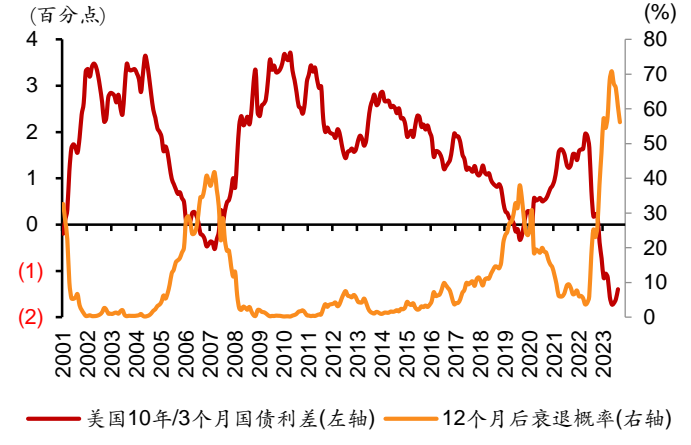
资料来源: IMF, 招银国际环球市场预测

图 13: 美国名义 GDP 增速与 10 年国债收益率



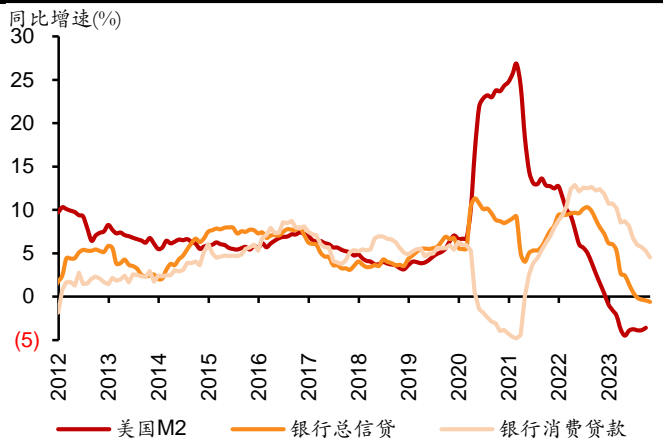
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 14: 美国 10 年/3 个月国债利差与 12 个月后衰退概率



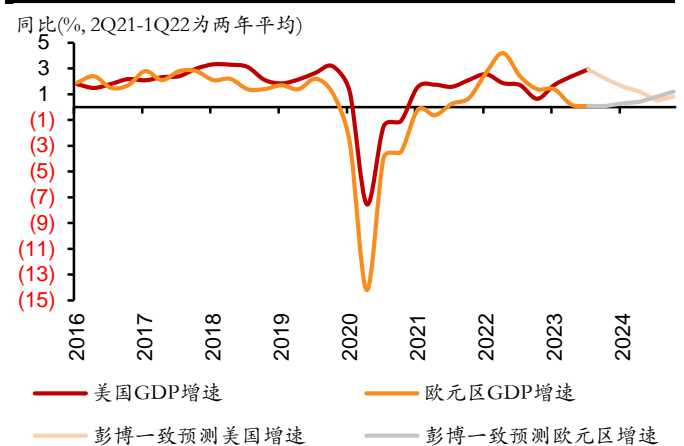
资料来源: 纽联储, 招银国际环球市场预测

图 15: 美国货币供应与信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 16: 美国与欧元区 GDP 增速分化趋势



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

美元主导性国际货币地位的前景

美元在二战后成为主导性国际货币，尽管历经多次经济危机和政治事件冲击，但其主导地位依然稳固。1944年布雷顿森林体系建立正式宣告美元主导性国际货币地位，但1971年布雷顿森林体系解体并未终结美元主导地位，无论在美苏争霸的两极化时代，还是苏联解体后世界更趋多极化的时期，美元主导国际货币的格局都非常稳固。

从国际储备货币份额来看，美元主导地位有所下降但依然稳固。伴随全球经济格局多极化和各国外汇储备多元化，美元在各国官方外汇储备中占比由1975年的80%左右降至2000年的70%左右和2022年的58%，但仍远超欧元21%、日元6%、英镑5%和人民币5%的占比，也远超美国在全球GDP中份额。各国外汇储备中美元资产大部分是美国国债，2022年末外国政府和私人投资者持有美国国债7.4万亿美元，占美国国债存量的31%。

从国际金融交易来看，美元是主导性交易媒介和标价货币。2000年以来，国际银行业资产/负债中美元标价占比稳中略升，达到60%左右，大幅超过第二名欧元20%左右的占比；2005年以来，国际债券发行中美元债券占比显著上升，2010年后稳定在70%左右，远超第二名欧元21%左右的占比；在2001年以来BIS历次调查的场外外汇交易中，买入或卖出美元交易占比稳定在88%左右，而第二大交易货币欧元的占比则从2010年39%降至2022年的31%。据美联储估计，1999-2019年美元在美洲、亚太、欧洲和其他地区的出口标价中分别占据96%、74%、22%和66%，其中欧洲占比较低主要因为欧元区各成员国贸易计入外贸，但欧元结算比例较高。2023年前三季度，美元在SWIFT国际支付中份额达到43.5%，超过第二名欧元30.3%的占比。

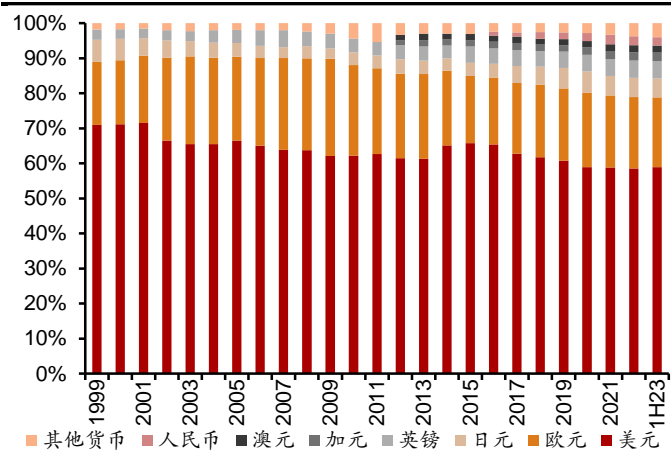
美元主导地位赋予美国实施金融制裁等非军事胁迫的威力，但金融制裁如果过度使用，又可能损及美元地位。被制裁对象规模、制裁同盟规模和未参与制裁的中立者的规模决定金融制裁对美元地位负面影响有多大。俄乌战争以来美国对俄制裁并未显著削弱美元的主导地位，美元在各国储备货币中份额从2021年58.8%仅小幅降至2022年的58.5%，在SWIFT国际支付中份额从2021年39.4%升至2022年41.3%和2023年前9个月的43.5%。首先，被制裁对象在全球经贸投资活动中占比较低，2021年俄罗斯在全球GDP、商品进出口、FDI、外国证券投资余额和国际银行业债权中占比分别仅为1.8%、1.8%、2.6%、0.2%和0.2%，2019年俄罗斯在全球外汇成交额中占比仅为0.7%。其次，制裁同盟包括几乎所有发达国家，尤其是欧元、日元、英镑等主要国际货币发行国均加入对俄制裁，美国金融制裁不会导致其他国际货币对美元的替代。对于外国持有的美元资产，大约四分之三由制裁同盟或安全同盟内的国家持有，对俄制裁不会引发外国投资者对美元资产的大规模抛售。最后，一些新兴市场国家未公开参与对俄制裁，但这些国家本币国际化程度较低，与美欧经贸投资联系紧密，大部分经贸投资活动仍依赖美元结算体系，短期内很难找到替代美元的解决方案，因此这些国家金融机构并未大规模出售美元资产，且出于风险考虑不同程度地收紧与俄相关业务。

美元主导地位推高美元资产需求和估值溢价，降低美元利率和融资成本，激励美国政府、企业和家庭债务扩张，但可能带来债务过度膨胀、资产泡沫化或通货膨胀风险。国际市场能否保持对美联储货币政策和美国财政政策的信心是影响美元地位的重要因素。美国政府债务上限是美国国会为控制政府支出而自我设定的限制，实际的债务上限取决于国际市场

持有美元的意愿，美国政府发生非自愿违约的概率较低。美国私人部门存在明显债务上限，偿债负担率过高可能引发信用风险上升和融资活动收缩。过去十几年来，美国家庭债务率和债务负担率显著下降，尽管美联储此轮剧烈加息大幅推升利率，但美国家庭债务负担率仍处于历史低位，存量住房抵押贷款利率因固定利率合约占比较高仍被锁定在低利率时代的水平，降低了银行体系发生系统性债务危机的可能性。

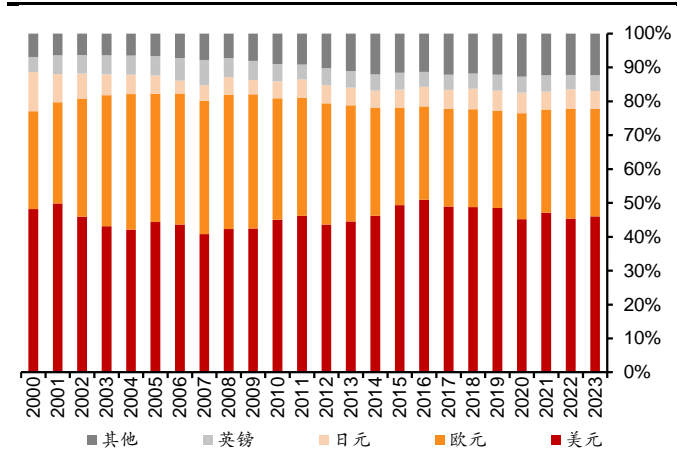
展望未来十年，美元极有可能仍是主导性国际货币，但美元的主导程度或进一步小幅下降。支撑美元主导地位的因素包括：美国的经济规模、科技水平、军事实力和综合国力可能仍居世界第一；美国金融市场的规模、深广度和流动性仍无与伦比；美国保持独立司法和对私有产权、投资者的强力保护；主导性国际货币的网络效应和使用惯性，转换成本较高；目前仍缺乏替代美元且更好的方案，有替代潜力的欧元面临经济规模相对美国萎缩、科技、金融和军事实力落后美国、主权和财政均不统一、国防和外交均不独立自主等缺陷，人民币国际化则面临资本项目管制、金融市场成熟度和开放度不够等内在约束。引发美元主导程度进一步小幅下降的因素：全球经济格局多极化发展，中国、印度、东盟等新兴市场在全球经济中占比进一步提升，新兴经济大国都在谋求改革原有国际金融秩序。

图 17: 主要货币在国际储备货币中份额



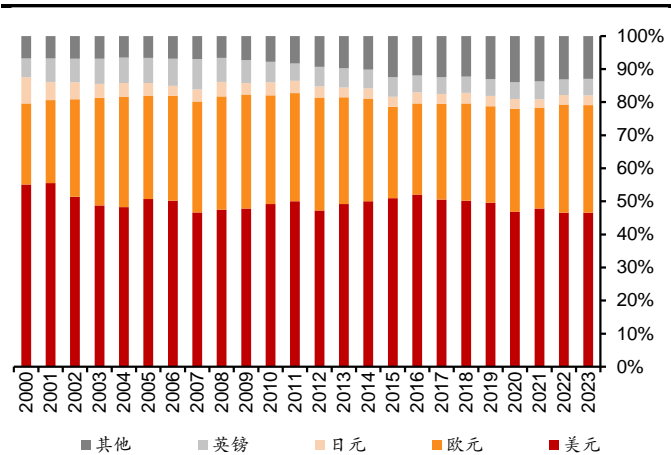
资料来源：IMF，招银国际环球市场预测

图 18: 国际银行业资产的货币结构



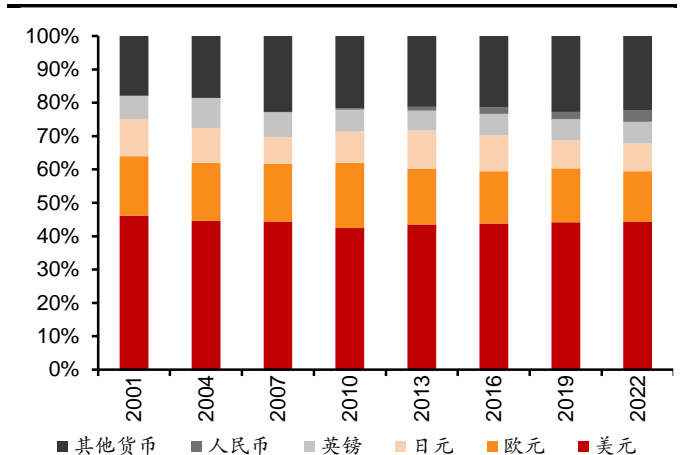
资料来源：BIS，招银国际环球市场预测

图 19: 国际银行业负债的货币结构



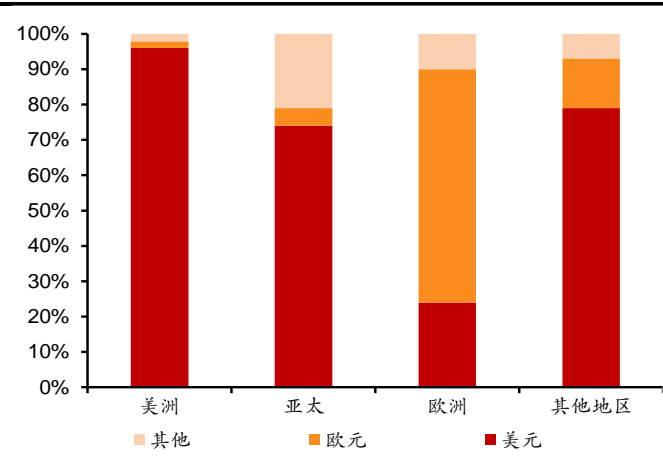
资料来源：BIS，招银国际环球市场预测

图 20: 主要货币在全球场外外汇交易中占比



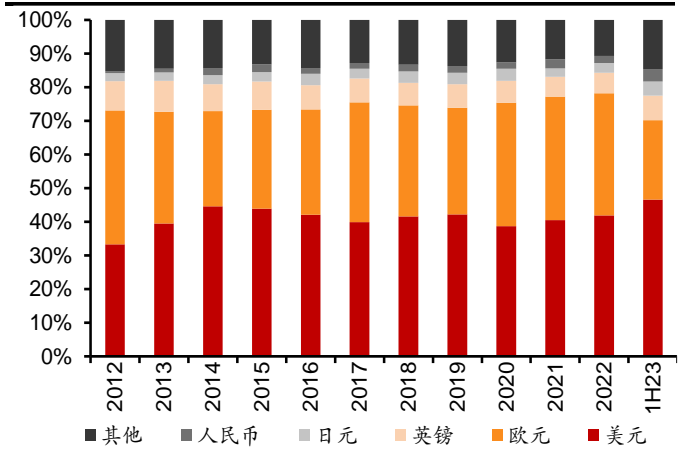
资料来源：BIS，招银国际环球市场

图 21:各区域出口中美元、欧元和其他货币标价占比



资料来源: US Fed, 招银国际环球市场

图 22: 主要货币在 SWIFT 国际支付中份额



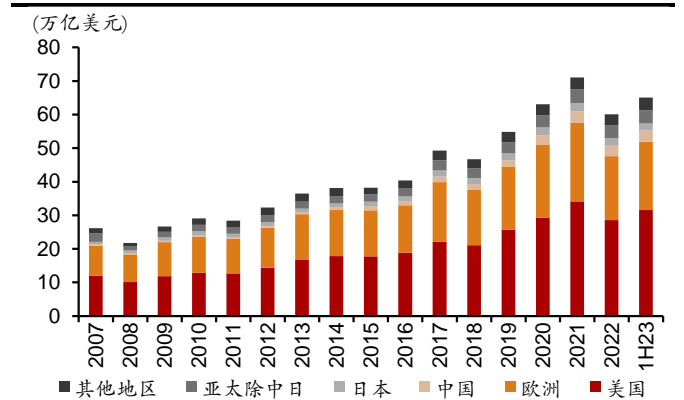
资料来源: BIS, 招银国际环球市场

图 23: 全球 49 家主要交易所股票市值区域分布

(万亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H23
美国	32.1	30.4	33.9	41.6	48.5	40.3	46.2
欧盟16+英国	16.2	13.4	16.1	17.1	19.8	15.8	17.1
中国A股+港股	13.1	10.1	13.4	18.3	19.8	16.0	15.8
日韩台	9.1	7.7	8.9	10.5	10.8	8.5	9.4
东盟5+南亚2	7.3	6.5	6.8	7.1	6.1	5.9	5.9
拉美6+非洲3	4.1	3.4	4.2	3.8	3.8	3.7	3.8
其他	4.2	3.6	4.5	5.8	6.8	6.1	6.7

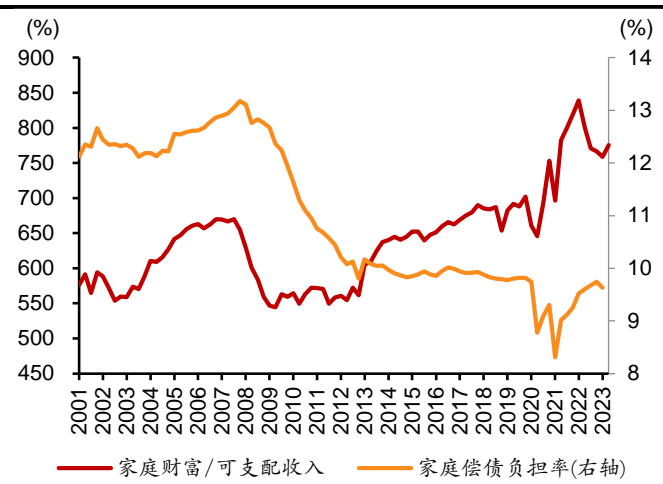
资料来源: WFE, 招银国际环球市场

图 24: 全球各地区共同基金净资产规模



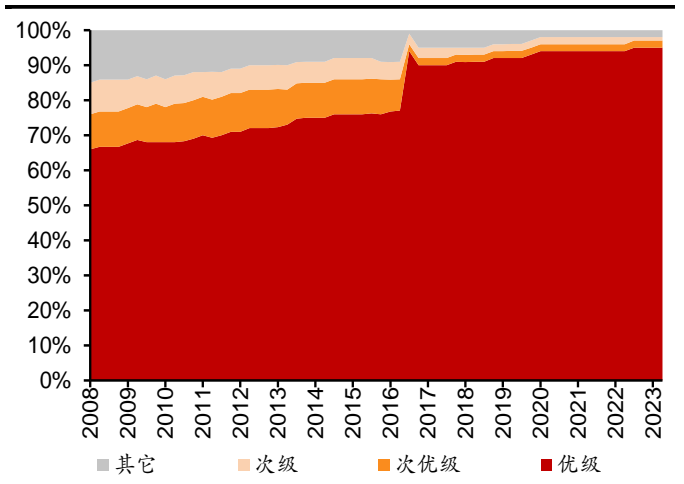
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 25: 美国家庭财富/收入比与偿债负担率



资料来源: WFE, 招银国际环球市场预测

图 26: 美国银行业住房抵押贷款信用质量分布结构



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。