

交銀金融

2025 年 11 月號 第 209 期

環球金融市場部研究組

聚焦美國金融市場流動性情況： 財政收支缺口擴大或令美聯儲明年重啟擴表行動

摘要

- 今年三季度以來，美國金融環境總體收緊，機構融資成本上行，主要由於大量資金被抽取至美國財政部存款賬戶及美債資產，貨幣市場額外流動性基本耗淨。
- 2025 財年，美國財政失衡問題沒有因特朗普「大刀闊斧」的財稅改革而顯著緩和，而明年美國國會的中期選舉或令共和黨加大財政刺激力度，以獲得更多選票。
- 由於美聯儲後續降息空間有限，加上財政收支缺口逐年攀升，資金結構性短缺問題或迫使美聯儲最早於明年上半年重啟擴表操作。
- 明年美國財政、貨幣雙寬鬆，預計基本面韌性及通脹壓力還會持續；貝森特成為「影子美聯儲主席」，財政政策對貨幣政策的影響或動搖市場對央行獨立性的信心。

一、近期美國金融市場流動性情況

- 三季度以來，美國金融環境總體收緊，機構融資成本上行。有抵押隔夜融資利率（SOFR）11 月初一度向上突破美聯儲設立的政策利率走廊上沿（準備金利率，IORB），二者利差創下 2019 年以來的新高（達 32 個基點），且三方回購利率與實際聯邦基金拆借利率也在月初突破了美聯儲政策利率目標上限，三方回購融資量也大幅上升至 1.23 萬億美元規模，較二季度末的萬億水平上漲 23%，顯示美國金融市場流動性壓力明顯提升。
- 近期美國市場出現流動性壓力的主要原因是美國財政部大量發債，以補足此前因債務上限限制被消耗的現金賬戶餘額。從 7 月初新的 5 萬億美元債務上限獲得通過以來，美國財政部累計淨借款達到 1.8 萬億美元，當中有約 6,000 億美元進入 TGA 賬戶中，加之 10 月底到期國債借新還舊、美國政府停擺後部分公共開支無法及時支付等原因，財政部在美聯儲的一般存款賬戶餘額飆升至接近萬億美元規模，遠遠高於財政部規定的 8,500 億美元目標水平，吸走了短期市場上的大量現金，令貨幣市場額外流動性顯著回落。
- 11 月中旬，美國政府停擺問題得到解決，市場預期財政部恢復正常支出節奏後將會對市場釋放多達 2,000 億美元的現金，部分緩解了流動性緊張的憂慮情緒，但從總量來看，美國

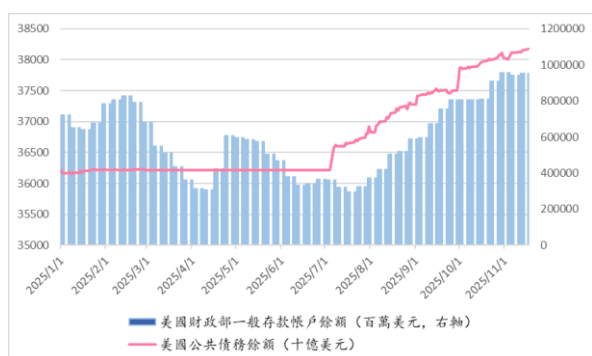
金融市場流動性緊缺狀況沒有實質性改善，特別是由於大量的現金已經被抽取至美國財政部存款帳戶及美債資產，美國金融機構可用的流動性顯著萎縮。

- 商業銀行準備金餘額從 3.49 萬億美元回落至 2.85 萬億美元，其與商業銀行總資產的比重也從 14.4% 左右逐步下降至目前的 11.7%，持續接近美聯儲所謂的 10%-13%「準備金充裕」的下限水平。
- 流動性壓力也迫使部分商業銀行向美聯儲貼現窗口（Primary Credit）及常備回購機制（SRF）進行借款，前者餘額最高達到了 78 億美元，後者三季度開始頻繁使用，10 月底日用量一度攀升至 500 億美元，接近 2019 年 9 月流動性危機中美聯儲通過 SRF 工具向市場注入的資金規模。
- 此外，衡量貨幣市場額外流動性的美聯儲隔夜逆回購工具餘額已經下滑至 40 億美元左右，較二季度末的 4,600 億美元幾乎萎縮殆盡，而回購市場的主要參與者之一貨幣市場基金的資產投資結構中回購類工具的佔比也從 6 月的 39% 降至目前約 33%（與此相對的，美債佔比提升至 15% 左右），部分來源於美聯儲降息週期開始後，為鎖定此前的高利率及分享資產價格上漲帶來的資本利得，市場主體將可用流動性大量騰挪至美債資產進行配置。

圖 1-1：今年三季度以來，美國金融環境總體收緊，機構融資成本上行



圖 1-2：主要因為美國財政部大量發債，以補足此前因債務上限限制被消耗的現金賬戶餘額



數據來源：Bloomberg

圖 1-3: 11 月中旬, 美國政府停擺問題得到解決, 部分緩解了流動性緊張的憂慮情緒, 融資利率下行



圖 1-4: 但從總量來看, 美國金融市場流動性緊缺狀況沒有實質性改善



數據來源: Bloomberg

二、近期美國財政部借款情況及債券發行結構

(一) 今年三季度以來財政部淨借款及一般存款賬戶變化

根據美國財政部的最新季度借款數據, 今年三季度 (7 月至 9 月) 美國財政部可供交易借款金額達到 1.06 萬億美元, 規模創下疫情以來之最, 主要是因為上半年債務上限所約束的借款需求被不斷推後至今年下半年實現。從美國財政部的後續借款需求來看, 今年四季度、明年一季度預計借款額將分別達到 5,690 億美元及 5,780 億美元, 仍然處於同期相對高位水平, 而財政部目標季末存款餘額維持在 8,500 億美元不變。

今年美國財政部在美聯儲的現金存款賬戶 (Treasury General Account, TGA) 餘額經歷了過山車式的先落後升過程, 從 1 月 25 日前總統拜登任內通過的債務上限延長期告終後, 美國國債餘額被限制在 36.2 萬億美元的水平不可改變, 貝森特領導的美國財政部在無法通過常規發債手段融資後, 不得不動用一般存款賬戶中的資金支付日常政府開支, 令原本餘額一度達到 8,280 億美元的現金餘額持續回落至 2,960 億美元, 現金餘額被消耗了超過 60%。

自 7 月 4 日新的債務上限被通過後 (提高 5 萬億美元至 41.2 萬億美元), 美國財政部為了補充現金賬戶, 開啟了大規模的短端融資操作, 從 6 月底起至 11 月中旬, 累計發行 6.28 萬億美元的國債, 當中有約 73.9% 為期限在 1 年內的國庫券 (累計發行了 4.64 萬億美元)。

與此相對的, 財政部現金賬戶資產快速攀升至 9,538 億美元, 較 6 月的低位擴張了接近 6,500 億美元。由於美國財政部一直以來的政策都是維持一般賬戶中的資金以確保能夠至少滿足未來一周的資金需求 (目前被設定為 8,500 億美元, 是美國財政部的資金緩衝), 實際上這部分資金基本不會流入市場, 因此為貨幣市場帶來了巨大的流動性壓力。

(二) 2025 財年美國財政收支狀況及明後財年展望

✚ 2025 財年美國聯邦財政赤字達到 1.8 萬億美元，較上個財年的赤字額同比減少 410 億美元（或下滑 2%）；政府赤字率達到 5.9%，較上個財年的 6.3% 有所回落，顯示出美國財政收支缺口膨脹的勢頭得到初步控制。但另一方面，從絕對額近 2 萬億美元的收支缺口來看，**美國財政失衡的問題沒有因共和黨人上任之後大刀闊斧的財稅改革而顯著緩和。**

➤ **財年總收入達到 5.23 萬億美元（+6%）**，當中個人所得稅收入同比增長了 10%（主要是因為勞動者薪酬的持續上漲），關稅收入同比暴漲了 153%（特朗普的貿易政策顯著提升了平均關稅稅率），但企業所得稅收入同比下滑 15%（今年 7 月生效的共和黨《大而美法案》容許企業在某些固定資產投資方面享受更大的稅收折讓，對企業減負作用顯著，效果與特朗普上個任期類似），部分抵消了前二者對財政收入的貢獻。此外，由於美聯儲降息週期開啟的影響，美聯儲對財政部的匯款額增長了 20 億美元，同比提高了 75%。

➤ **財年總支出達到 7 萬億美元（+4%）**，當中社保醫保支出同比上漲 8%（主要源於年度生活成本調整及參保人數提升，與拜登任內類似），而對公共債務的利息支出突破了萬億，達到 1.03 萬億美元，同比增長 8%（主要源於美國國債規模持續擴張，可見美聯儲去年累計降息 100 個基點對減少債務開支的效用有限），此外國防開支也增長了 5%。另一方面，教育部門支出大幅回落 171%，反應出馬斯克領導的 DOGE 年初裁撤政府機構對支出削減的作用。

✚ **總體來看，美國政府收支結構因特朗普的上台有了較大的轉變。**收入端方面，今年年中通過的大規模減稅法案對企業的減負作用較顯著，而這部分稅收下滑又被更高的關稅收入所彌補，對收入來源的整體影響不大。而雖然美國政府的支出質效並沒有顯著改善（社會福利支出低效龐大、債務利息支出惡性循環式上漲問題仍然嚴重），但共和黨對政府機構的改革也部分緩和了支出側的壓力（主要是針對聯邦教育部門的裁撤），美國政府的支出擴張速度有所放緩。

✚ **根據美國國會預算辦公室對《大而美法案》的預判，預計明後兩年美國財政開支將不會顯著放緩：**

➤ 一是今年 DOGE 裁撤教育部所帶來的節支效應已經基本釋放完畢，明後兩年共和黨針對聯邦機構的改革力度料將放緩；二是明年美國兩黨面臨國會兩院的中期選舉，共和黨必然會考慮加大財政刺激力度以獲得更多選票。

➤ 因此從開支需求的角度來看，美國財政部明後兩年的收支缺口易增難降（預計至少高於 1.8 萬億美元，目前美國財政部預期 2026 財年、2027 財年財政赤字分別為 1.9 萬億美元及 2 萬億美元），每年財政部淨借款額料將維持在 2-3 萬億美元區間範圍。

(三) 美國國債發行及存量結構、財政部後續借款策略預判

- 從美國國債的發行結構來看，從 2022 年美聯儲開啟加息週期以來，美國國債利率持續攀升，迫使美國財政部有意識提高了發行中的短債佔比（以減少中長期債務利息支出），2022 年 3 月起至今，期限在 1 年以內的國庫券及財政部現金管理票據在總發行中的佔比約為 83%，較 2020 年至 2021 年的 73.5% 顯著提升。而今年 7 月以來自新的債務上限生效，美國財政部為補足現金賬戶，也發行了大量短期融資工具（如前文所述），但短債佔比已經基本回落至加息前水平，可見美聯儲從 2024 年 9 月以來累計降息 150 個基點的行動降低了財政部新增債券的還本付息壓力，令其得以提升中長期債券的發行比例。
- 從美國國債的存量結構來看，截至今年 10 月國債存量中有 17.3% 為國庫券，較年初的 17.6% 略有回落，但仍高於加息前（2022 年）約 11%-12% 的比重；期限在 2 年到 10 年、及 10 年以上的中期及長期債券佔比分別約為 41% 及 14%，也較加息前為低。國債平均付息成本為 3.35%，維持在 3.3% 以上水平近 18 個月，並未跟隨美聯儲降息而明顯下行，主要是因為中長期債券比重及利率雙雙升高，基本抵消了 2024 年以來國庫券利率的持續下行。
- 總的來說，發行短債的好處在於發行靈活、成本相對更低，且需求較為穩定，缺點則是受資金面影響較大，因此價格波動性高。長債的好處在於機構持有目的主要在於避險及平衡組合配置，價格波動性較低，但缺點是利息支出偏高，且需求前景受到多方原因影響並不樂觀。美國國債是美國回購市場的主要抵押品（佔比超過六成），其價值對全球美元流動性有重大影響，無論是美國財政部還是美聯儲都將美債價格的穩定性視為政策的重中之重，因此不難解釋為何在美聯儲釋放降息、停止縮表訊號之後，美國財政部立即宣佈將減少短債的供應量。
- 11 月初美國財政部的季度借款預測中稱，未來會考慮提升中長期國債及浮息債券的發行比率，以適應國債供需前景的結構性變化；我們預計若財政部在未來降低短債比重，則有概率即便美聯儲降息，聯邦政府的平均付息成本也不會顯著下降。

圖 2-1：今年三季度美國財政部可供交易借款金額達到 1.06 萬億美元，規模創下疫情以來之最

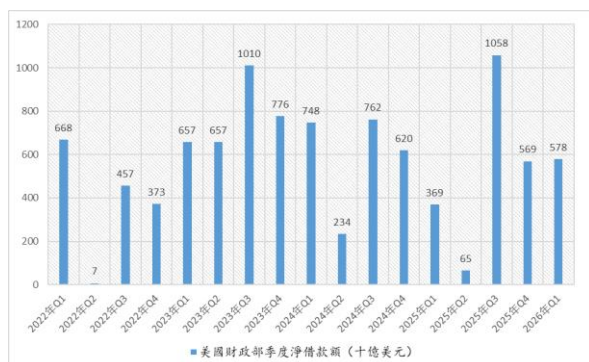
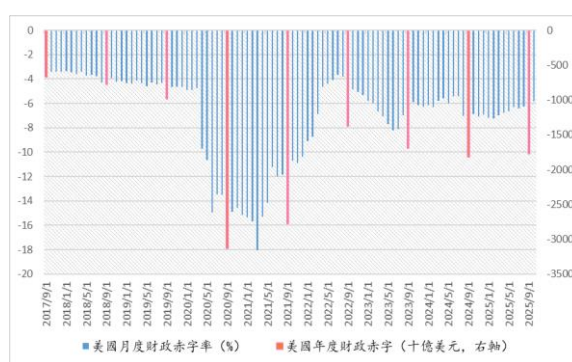


圖 2-2：2025 財年美國赤字率較上年有所回落，但從絕對額近 2 萬億美元的赤字來看，美國財政失衡問題並未顯著緩和



數據來源：Bloomberg

圖 2-3: 雖然短端利率回落, 但由於中長期美債利率持續攀升, 美國財政部公債平均付息成本並未因美聯儲降息而下行

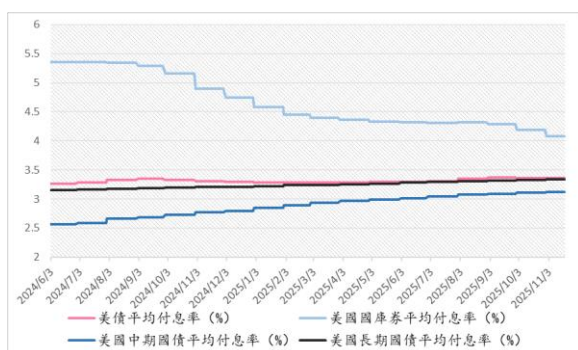


圖 2-4: 美債利率此前的攀升迫使財政部提高了短債發行佔比, 後續隨美聯儲降息財政部或逐步增加對長債的發行比率



數據來源: Bloomberg

三、美聯儲數量型工具運用及公債持有結構

美聯儲自 2022 年 6 月開啟縮表行動, 每月計劃減持上限達 300 億美元的美國國債, 及上限為 175 億美元的機構抵押債券 MBS; 至同年 9 月將規模進一步放大至每月減持最多美債 600 億美元及 MBS 為 350 億美元。2024 年 6 月, 美聯儲首次開始宣佈放緩縮表步伐, 將美債的月度最高減持規模下調至 250 億美元, 並在今年 4 月再度將其放緩至 50 億美元/月。

三季度以來, 由於美國金融市場流動性緊張程度持續攀升, 銀行準備金逐步回落至充裕水平的下限, 美聯儲開始向市場放風將停止縮表行動。今年 10 月底的議息會議上, 美聯儲宣佈將自 2025 年 12 月 1 日起完全停止縮表行動 (即不再減持美債資產, 但仍將減持上限為 350 億美元/月的 MBS, 並將每月減持 MBS 的本金買入美國國庫券), 相當於在停止縮表的同時, 每月增加最多 350 億美元國庫券的持倉。美聯儲主席鮑威爾在記者會上更稱美聯儲將在未來根據經濟規模的增長而擴張其資產負債表, 暗示後續還有進一步擴表的可能性。

- 自 2022 年 6 月美聯儲宣佈正式開始縮表以來, 美聯儲總資產規模從最高峰的 9 萬億美元持續下降至今年 11 月的 6.6 萬億美元左右, 其持有的美國國債從 5.77 萬億美元規模回落至 4.19 萬億美元, 累計降幅均為 27% 左右。

分項來看, 美聯儲短債持倉佔比約為 4.7%, 較縮表前的 5.8% 略有回落, 且國庫券持倉的下滑速度相對較快 (累計減持了逾 40%)。而中長期美債佔比約為 85.3%, 近三年來比重基本持平, 總規模回落的速度也相對較慢 (下降了 26%)。

- 從美聯儲的美債持倉結構來看, 其短債持倉比重遠低於存量美債中國庫券的比重 (約為 17%), 因此後續美聯儲對短期限美債還有較大的增持空間, 市場認為停止縮表之後, 美聯儲開始縮小其美債持倉久期是一種基準的情形。

✚ 從後市預判來看，我們預計美聯儲最快在明年上半年就會重啟擴表行動。主要原因主要由以下幾點原因：

- 一是從近期美聯儲官員的發言來看，FOMC 內部關於經濟及利率前景的意見分歧極大，美聯儲的降息空間有限。特別是美國聯邦政府剛剛結束史上最長的停擺期，白宮宣佈 10 月失業率及通脹率數據將永遠缺失，而意味著美聯儲甚至無法在 12 月會議前得到最新的物價及就業指標。我們預計若其降息 25 個基點，則直至明年 5 月鮑威爾卸任主席前，美聯儲都將按兵不動，以觀察降息對經濟的滯後效應。

而由於其他現有的宏觀數據均指向相當樂觀的經濟前景，美國的增長慣性仍然較強，預計未來半年美聯儲至多有 1 次降息 25 個基點的政策空間，也意味著降息對流動性寬鬆的效用相當有限。

在貨幣市場超額流動性蓄水池（美聯儲隔夜逆回購）基本枯竭、美國財政部持續大規模借款的背景下（每季度 5,000 億美元以上），每月最多 350 億美元的國庫券投資僅能覆蓋每年美債 20%-30% 的新增發行人量，顯然難以平衡美債供應的膨脹速度，未來必然對商業銀行準備金造成巨量的虹吸作用，並進一步將緊張傳導至信貸市場。按目前美國財政部的支出計劃，預計美聯儲最早在明年上半年就會開啟擴表進程。

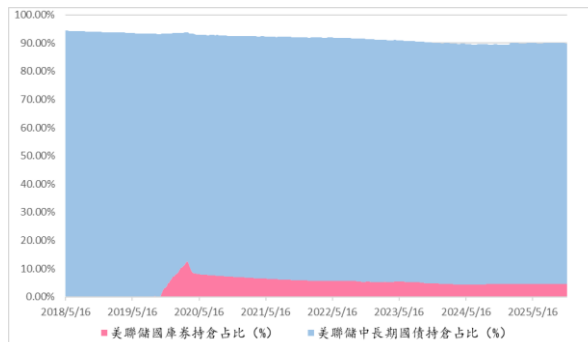
- 二是從歷史經驗來看，美聯儲當前面臨的流動性短缺與此前任何一次流動性危機都有區別，因此難以通過臨時性的定向工具進行緩衝。美國的金融體系建立在以美債為抵押品的回購市場基礎上，回購市場的隔夜融資利率基本會處於美聯儲設定的政策利率上下限範圍內。但如果市場出現短期流動性短缺，隔夜回購利率就會飆升並突破政策目標水平上限，貨幣市場的波動性也將傳導至風險資產並最終蔓延至整個金融體系。這意味著美聯儲將不得不密切關注美債價格的穩定性，以維持市場參與者的信心。

以 2019 年 9 月發生的流動性危機為例，當時美聯儲主要以上限不超過 750 億美元的現金貸款向市場定向注入流動性，但當時的危機主要是由公司稅季繳款、國庫券集中發行及對沖基金基差交易踩踏式平倉等原因造成的臨時性資金短缺，與當前美聯儲面臨的資金結構性短缺問題差異較大（當時的美國政府債務餘額年均增長僅在 1 萬億美元左右，且聯邦基金利率目標上限最高不過 2.5%，而目前美國財政部年均借款額要較六年前翻倍，且利率水平長期看也難以降低至 3% 下方），我們預計定向型工具對流動性結構性短缺的緩釋作用並不大，美聯儲重啟擴表的迫切性仍然較為強烈。

圖 3-1: 由於流動性緊張程度持續攀升, 美聯儲自 12 月 1 日起將停止縮表行動



圖 3-2: 美聯儲短債持倉比重相對較低, 後續對短期限美債還有較大的增持空間



數據來源: Bloomberg

圖 3-3: FOMC 內部關於經濟及利率前景的意見分歧極大, 美聯儲的降息空間有限 (負值為鴿派)

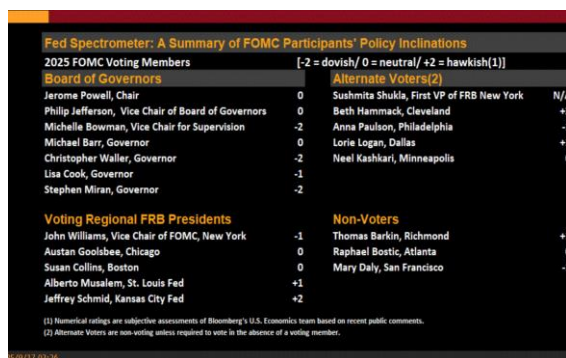
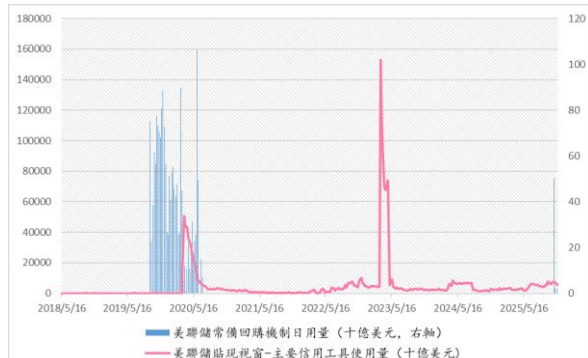


圖 3-4: 美聯儲當前面臨的流動性短缺與此前的流動性危機具有區別, 臨時性的定向工具救市效用有限



數據來源: Bloomberg

四、後市展望

(一) 財政、貨幣雙寬鬆, 預計美國基本面韌性及通脹壓力持續

今年美國經濟的韌性較強, 個人消費在特朗普關稅、聯邦政府裁員及美聯儲相對高息的政策環境下維持了較快增長, 而就業市場雖然有所降溫, 但共和黨反移民及服務業擴張在某種程度上導致勞動力供需雙雙回落的均衡狀態, 失業率仍然處於歷史低位水平附近。固定資產投資方面, 受惠於人工智能熱潮, 與資訊設備及智慧財產權相關的產業投資大量鋪開, 也成為經濟增長的主要拉動力量。

此外, 特朗普的對等關稅政策最終給美國帶來了相對有利的貿易環境 (包括歐洲、亞太等地區基本所有的主要貿易對手均對與美國簽訂了不平衡協定), 且主要發達市場具有韌性的需求也為美國的進出口提供了支撐。

展望明年, 預計受到《大而美法案》的擴張效應及美國國會中期選舉等因素影響, 美國公

共部門支出速度會較今年有所提升，再結合美聯儲擴表、降息等舉動，明年開始美國將進入財政、貨幣雙寬鬆階段，美國經濟增長的動能還將持續。基本面的火熱及更高的供應鏈成本意味著美國通脹壓力仍具粘性（雖然包括鮑威爾在內的多位聯儲官員稱若剔除關稅影響，截至今年 9 月的 12 個月平均 PCE 物價指數同比增長已經回落至 2.3%，但美聯儲也預計更高的關稅將對 PCE 指標造成 0.3 到 0.4 個百分點的推升作用，其對物價的傳導效應仍然是未知數，在考慮物價上漲壓力時難以剔除這方面的影響）。

（二）美聯儲獨立性受衝擊，財政部成為美聯儲數量型工具的實際決定方

✚ 美聯儲現任主席鮑威爾任期在明年 5 月將告終，目前美國總統特朗普指示現任財政部長貝森特負責下一任美聯儲主席的提名工作，目前他已經確認候選名單內有五人，依次為美聯儲理事沃勒、鮑曼，前任美聯儲理事沃什、現任白宮經濟委員會主任哈塞特以及貝萊德高管理德爾，並預計在感恩節前後向特朗普提交最終名單，並於今年年底公佈決定。

✚ 今年由於拜登任命的美聯儲理事庫格勒提前退休，白宮任命現任經濟顧問委員會主任斯蒂芬·米蘭接替其為美聯儲理事。這位新任美聯儲理事自上台後就顯現出其極端鴿派的政策取向（大概率是受到特朗普政府的強烈影響），於 9 月、10 月美聯儲議息會議上均作為反對派提出應當大幅降息 50 個基點，並被懷疑在最新的季度點陣圖上主張美聯儲今年累計降息 150 個基點。

特朗普政府今年以來對鮑威爾領導的美聯儲堅持審慎的政策立場十分不滿，多次催促美聯儲大幅降息以為財政債務減壓，並通過任命新理事，對現任票委提起法律訴訟等方式干擾美聯儲的利率決議，美聯儲獨立性問題逐步開始引發市場憂慮情緒。

✚ 而作為央行，除影響廣泛的利率型工具逐步受到白宮的政治影響，美聯儲公開市場操作所代表的數量型工具也在逐步受制於現任政府的借款行動。特別是美國財政部的常規開支及借款計劃規模巨大至嚴重衝擊市場流動性，迫使美聯儲不得不通過量化寬鬆滿足政府融資需要及維繫金融市場穩定，美國「債務貨幣化」的前景近在咫尺，可以預見美國財政部將成為美聯儲數量型工具的決定方，「財政主導、貨幣跟隨」令財長貝森特將成為實際上的美聯儲「影子主席」。

（三）美股受惠于流動性寬鬆獲得上漲動能，但泡沫堆積；美債需求得到部分支撐，但期限溢價會進一步攀升

✚ 預計明年流動性寬鬆背景下美國股市會獲得進一步上漲動能，但人工智能投資熱潮退去後美股估值過高的問題將更加嚴重；聯邦政府停擺結束之後財政部恢復正常開支，財政部一般存款賬戶有望釋放超過千億美元資金，令美債需求得到一定支撐，加之美聯儲停止縮表、轉向擴表帶來的需求預期，10 年期美債息或回落至 4.00% 下方水平，但中長期來看，美國財政、貨幣政策之間的模糊化不利於市場對美元資產的信心，財政收支缺口持續膨脹的前景或令美債期限溢價進一步攀升，美元或重回貶值通道。

圖 4-1: 由於個人消費的增長動能持續, 及 AI 產業投資熱潮, 今年美國經濟的韌性仍然較強



圖 4-2: 聯邦政府停擺結束之後財政部恢復正常開支, 令美債需求得到一定支撐, 10 年期美債息或回落至 4.00% 下方



數據來源: Bloomberg, MacroMicro

【 免責聲明 】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本檔所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本檔所載資料(包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測)之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本檔所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司製作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。