

交銀金融

2023 年 11 月號 第 184 期

環球金融市場部研究組

美債市場近期供求變化簡析及展望

摘要

- ✚ 近期美債市場波動既受貨幣政策、對沖基金美債基差交易等短期因素影響，亦受結構性供需失衡等根源問題所困擾。
- ✚ 美元資產安全性問題削弱了境外投資者配置美債的意願，新興國家普遍減持美債。
- ✚ 受去年資本利得稅高基數效應及美聯儲緊縮政策影響，2023 財年個人及企業所得稅收明顯減少；但醫保、債務利息及國防開支大幅增加，令美國財政赤字惡化。
- ✚ 美國財政失衡問題乃根深蒂固，預計明年美債供給將維持較高水平，但財政部放量料將更加審慎。

一、美債市場需求者結構及策略變化簡析

- ✚ 美國國債基於美元的國際儲備及結算貨幣地位及美國政府強大的信用背書，已成為全球資產定價錨和最重要的避險資產。2008 年金融危機後，美聯儲開啟大規模量化寬鬆 (Quantitative Easing, QE) 操作並進入準備金充裕時代，聯邦基金市場作為美元短期拆借主要場所的地位逐步被規模龐大的回購市場所取代，而美債作為其中佔比最高的抵押品，成為美國回購市場流動性派生的基石，美債價格是否穩定不僅影響了美國國際收支是否均衡，同時也深度影響全球美元流動性乃至全球金融體系的穩健性。今年 10 月，美債市場遭遇了 2007 年以來最為嚴重的拋售潮，10 年期美債利率一度升破 5% 關口，創 16 年新高至 5.0187%，令美國國債票面價值與市場價值之差持續擴大。美債利率攀升，除短期貨幣政策及風險因素影響之外，其根源在於美債市場的供需失衡，也與近年來美債投資者的策略出現趨勢性轉變有關。
- ✚ 截止 2023 年 10 月，美國國債存量為 33.7 萬億美元，其中可交易國債佔比 77%，非交易國債存量佔比 23%。公眾是可交易美債的主要投資者，而美國政府機構（如聯邦政府機構僱員退休基金）為非可交易國債的主要投資者。另一方面，截止 9 月末，美聯儲對美債投資頭寸佔存量美債約為 16%，外國投

資者美債持倉額佔比 23%。除此之外，美債的主要持有者還包括存款機構、養老基金、貨幣市場基金、家庭及非盈利部門等主體。

總體來看，美債境內投資者結構中相對穩健、抗風險能力更強的美聯儲、商業銀行的佔比均有所下降，而對利率水平更為敏感、風險偏好較為進取的共同基金與對沖基金的美債配置則有所增加。此外，美債境外投資者佔比總體下滑，一則外國官方部門持續拋售美債，二則除歐洲國家之外的其他主要外國投資者對美債需求均有所趨緩。

圖 1-1：近 1 年美國聯邦基金市場及回購市場日均交易

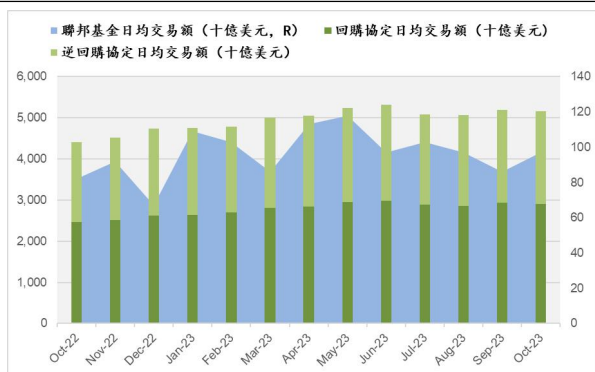
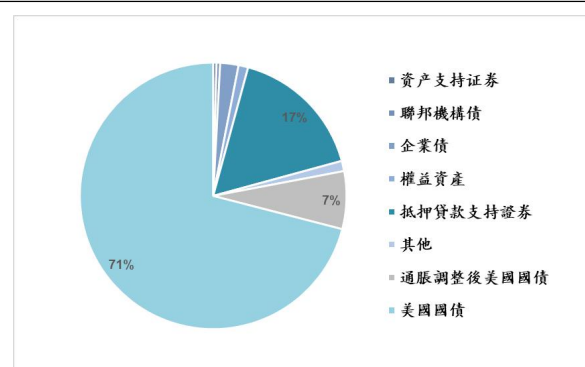


圖 1-2：2023 年 10 月美國回購市場抵押品佔比情況



數據來源：Bloomberg，Sifma

圖 2-1：美國可交易國債持有者結構及變化

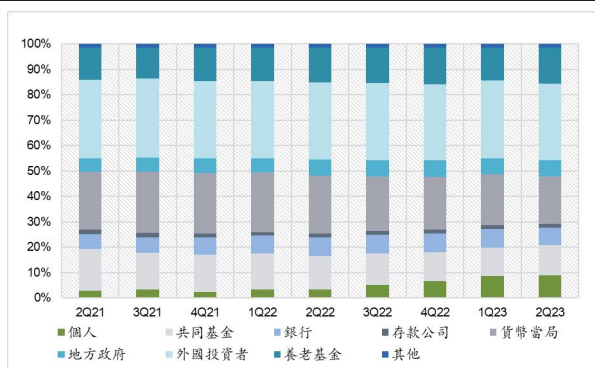
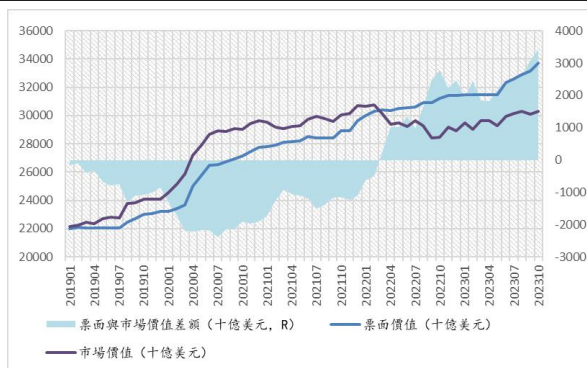


圖 2-2：美國國債票面價值與市場價值走勢變化



數據來源：Bloomberg，Sifma

1、美國國債境內投資者結構及策略變化

美聯儲是美國境內最大的美債投資者，但其份額正伴隨縮表推進而減少：鑒於目前美國經濟仍具韌性、勞動力市場依然強勁、核心通脹仍較為頑固，預計美聯儲將保持高利率水平一段較長時間。與此同時，美聯儲的縮表計劃也會如期推進，主席鮑威爾多次在公開場合表示「美聯儲正處於縮減資產負債表的中間階段」，每年縮表計劃約為 1 萬億美元，疫情期間的量化寬鬆令美聯儲資產負債表翻倍「令人擔憂」。截止 2023 年 10 月末，美聯儲持有美債達到 4.91 萬億美元，較去年同期已減少 7,000 億，佔目前美債存量的比重

同比下滑 3.4 個百分點至 14.58%。現階段，美聯儲的縮表計劃仍然維持每月減持 600 億美元美國國債，預計到今年底美聯儲還將進一步減持超過 1,000 億美元的美國國債。

✚ **商業銀行等存款機構配置美債的能力因相關監管比率要求而受到制約：**金融危機後，根據《巴塞爾協議三》中對銀行補充槓桿比率（Supplementary Leverage Ratio, SLR）的監管要求，現金、美債等中低風險資產也會計入該項比率的分母端，因此銀行體系對美債的增持空間會受到該指標的約束。形成疫情期間為及時緩解美債市場的流動性不足，美聯儲對 SLR 的計算方式進行了臨時修訂，允許剔除現金及國債，令商業銀行得以入市承接恐慌性的美債拋盤，繼而穩定市場。但是該項修訂已在 2021 年 3 月結束。除此之外，2022 年 3 月開啟的美聯儲加息周期已導致商業銀行所持證券的賬面資產累計了大額浮虧（見前述美債票面價值與市場價值之差），加上今年 3 月銀行業危機導致的存款流失，及利率倒掛導致的銀行期限錯配的進一步惡化，均令美國商業銀行對美債投資的意願有所降低。截止 2023 年 10 月末，美國商業銀行體系所持美債及機構證券餘額 4.04 萬億美元，較去年同期減少了 27.34%。

✚ **貨幣市場基金（Money Market Fund, MMF）在銀行存款及隔夜逆回購工具資金的支持下成為美債的主要投資者之一：**美聯儲前期量化寬鬆投入的超額流動性，以及今年銀行業危機時從商業銀行流出的存款，支撐貨幣市場基金總資產持續創歷史新高。截止今年 10 月末，貨幣市場基金資產總額 5.63 萬億美元，比去年同期的 4.584 萬億美元增長了 23%。其中，商業銀行近 1 年來超過 5,300 億美元的存款流入是主要貢獻項，為貨幣市場基金美債增持提供支持。截止 9 月末，MMF 的美債持倉總額同比增長 39%，佔其資產份額相較去年同期上升約 3 個百分點至 30%。另一方面，MMF 配置在美聯儲隔夜逆回購工具上的資金同比下跌 32%至今年 9 月末的 1.36 萬億美元，在 MMF 總資產的佔比也從 45 %下降至 25%，某程度顯示 MMF 抽取了部分配置在美聯儲隔夜逆回購工具上的資金轉為增持美債。按照計劃，今年第四季度美國財政部國債淨發行規模將達到 7,760 億美元，加上美聯儲到年底將減持約 1,200 億美債，預計年底美債資金缺口將超過萬億。而在美聯儲政策轉向前，由於利率持續維持高位且債市波動性加劇，對價格敏感的 MMF 其繼續增持美債的意願或也相對受限。

✚ **由於對沖基金利用基差交易成為美債現貨的主要增持方式，令美債市場波動性有所抬升：**美債現貨-期貨基差交易（basis trade）是包括了多頭美債現貨和空頭美債期貨的套利交易。由於兩者價差極小，對沖基金一般利用美債現貨在回購市場進行多輪加槓桿融資以獲得較大盈利。根據美國商品期貨及交易委員會的數據，截止 2023 年 10 月末，槓桿基金（以對沖基金為主）的 2 年、5 年及 10 年期美債期貨淨空頭合約價值達到歷史高位 6,261 億美元，

其中高達 49.7% 的份額配置在 2 年期美債上。與此相對，對沖基金參與淨回購融資餘額增加至今年第一季度的 1.53 萬億美元，同比升幅高達 30.81%。據美聯儲加強金融帳戶數據，在美國證券交易委員會(SEC)登記的美國及外國對沖基金美債持倉餘額截止 2023 年第一季度為 1.2 萬億美元，同比增長 12.13%。美債現貨持倉、期貨市場空頭合約及回購市場融資額均一致顯示目前對沖基金參與美債基差交易的規模正在擴大。

由於對沖基金在期貨交易和回購交易方面都進行了大量槓桿操作，一旦美債市場波動加劇或回購市場流動性惡化，將令對沖基金需要追加期貨保證金，對沖基金或將面臨被迫為期貨空頭平倉，繼而在市場上大量拋售美債現貨，進一步推高美債利率，為全球金融市場增添波動。美國金融分析署(The Office of Financial Research, OFR)在 2021 年 4 月的一份研究顯示，2020 年 3 月美債市場的劇烈波動，主要受對沖基金基差交易造成的流動性踩踏效應所影響(以美債為抵押的回購交易利率迅速攀升，長期限美債買賣價差擴大到歷史高峰)。衡量美國債券市場波動性的 BoFA Move 指數走勢也顯示，從今年 9 月中旬開始美國債券市場波動性經歷了快速抬升的過程，從今年 2 月的階段低位 97 持續攀升至 130-140 區間內震盪，並在 10 月初一度突破 140 關口。

圖 3-1：美聯儲美債持倉及佔存量美債總額比重變化



圖 3-2：美國商業銀行持有美債及機構 MBS 餘額變化



數據來源：Bloomberg

圖 4-1：2020 年至今美國貨幣市場基金資產配置變化

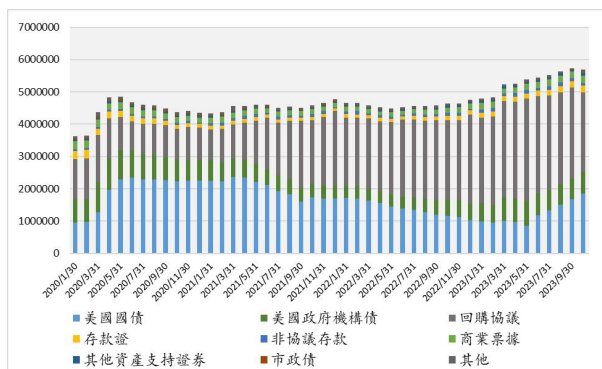
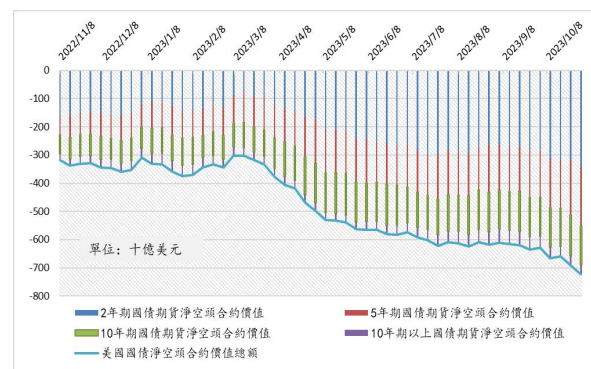


圖 4-2：槓桿基金美債期貨淨空頭合約價值變化



數據來源：Bloomberg, CFTC

圖 5-1：SEC 登記對沖基金美債持倉及回購融資額變化 圖 5-2：美國 BoFA Move 指數及其他金融環境指數走勢



數據來源：Bloomberg，Fed

2、美國國債境外投資者結構及策略變化

近年來，美債海外需求正經歷邊際下滑：外國持有者對美國國債的持有額從去年 10 月市場開始對美聯儲有降息預期而有所反彈，並在今年隨美債供給增加而逐步回升至美聯儲緊縮前的水平。截止今年 9 月，美國政府債務存量餘額中，外國投資持倉為 7.6 萬億美元，同比增長 4.88%；但其佔美債總存量的比重卻從去年初的 25.3% 降至 22.9%。外國投資者持有的美債頭寸的絕對規模雖有所增長，但在存量中的佔比卻在下降，某程度上顯示美債的海外需求正在邊際下滑。總體來看，美債主要外國投資者的絕對規模和佔比都在回落，外國投資者持倉相較以前也更加分散，且不同國家和地區投資策略及配置趨勢亦有所差異。截止 2023 年 9 月，主要外國投資者（美債的前二十大外國持有者）持有美債餘額為 6.24 萬億美元，同比增長 3.1%，在外資總持倉中佔比則較去年同期下降了 1.4 個百分點至 82% 左右。

外國私人投資者持倉規模及比重的增長客觀上增加了美債市場波動性：截止 9 月，外國官方投資美債餘額為 3.69 萬億美元，較去年同期略降 0.6%，在外資總持倉中的佔比從去年 9 月的 51.2% 下滑至 48.8%。這主要是由於美元走強、美債息上揚後本幣貶值、美債賬面浮虧增加，令各國央行減持美債以期調整配置和平穩匯率波動；同時，也有「去美元化」的分散風險意圖。與此相對，外國私人部門美債投資策略則以套利為主，國際短期套利資本利用不同經濟體貨幣政策差異，通過套息交易借入低息貨幣並進入美債市場進行套利交易，令外國私人部門成為美債的主要國際增持者之一。由於以海外對沖基金等為代表的外國私人部門投資者通常嵌套了多層槓桿，對匯率、利率波動非常敏感，這部分投資者增持美債規模的趨勢也暗示美債海外需求基礎的脆弱，增加市場流動性風險。根據美國財政部國際資本流動（Treasury International Capital, TIC）數據顯示，在 2020 年 3、4 月新冠疫情對美債市場衝擊出現嚴重的踩踏式交易時，外國私人投資者表現為快進快出，大量

拋售美債，兩個月累計減持了 4,177 億美元，成為美債市場劇烈波動的主要助推力量。相對的，官方投資者配置策略則較為穩健，危機時僅減持了 1,075 億美債。

✚ **亞洲發達國家（日本、韓國、新加坡）配置美債意願在縮減：**日本是全球最大海外債權國，也是美債第一大外國投資者。截止 2023 年 9 月，其美債投資餘額為 1.09 萬億美元，同比減少 2.57%，在外國總持倉中佔比也較去年同期下滑了約 1.1 個百分點至 14.3%。這主要是持續的政策緊縮令美債市場價值下跌，加上俄烏衝突令食品及能源價格飛漲，日本的國際收支迅速惡化，2021 年底該國存量美債頭寸快速下滑至階段低位，其後隨歐美加息預期降溫而有所回升。今年以來，日本央行已將收益率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)政策利率上限逐步提升至 1%，日本 10 年期國債收益率從年初的 0.413% 升至 10 月末的 0.947% 左右；隨著日本國內核心通脹持續膠著，及地緣政治衝突推升油價，市場對日央行退出負利率政策的預期有所升溫。若日本央行開啟貨幣政策緊縮，美日利差收窄或影響部分日本投資者對美債的配置意願。除此之外，日本央行的超寬鬆貨幣政策已令日圓成為國際套息交易的主要融資貨幣。若日圓利率上升、日圓匯率走強，料也將擾動國際套利資本在美債的配置，加劇美債市場動盪。

✚ **新興國家配置美債的意願也顯著減弱：**中國是美債的第二大海外持有國，截止 2023 年 9 月對美債投資餘額為 7,781 億美元，同比下滑 13.7%，在外國總持倉中佔比較去年同期下降了 2.2 個百分點至 10.23%，為 2009 年以來的新低。整體來看，中國在 2013 年對美債頭寸達到峰值 1.3167 萬億美元後開始持續減持；今年初至 9 月底，已減持了 890 億美元。長期來看，減持美債的根源在於近年來地緣政治緊張局勢下美國將部分金融基礎設施武器化，令以中國、巴西等為代表的新興國家開始衡量美元資產的安全性問題，並開始分散風險，加速購買黃金等作為替代儲備資產。根據世界黃金協會的報告，今年前 9 個月全球央行購買黃金量達到 800 噸，同比增長了 14%，其中中國央行的黃金購買量居世界之首，達到 181 噸，已是連續第 11 個月增持。

✚ **值得注意的是部分主要產油國也在持續減持美債：**截止 2023 年 9 月，位居美債前二十大外國持有者的沙特持倉達 1,171 億美元，同比減少 3.22%，在外國投資者總持倉佔比也略降 0.13 個百分點至 1.54%。自上世紀七十年代第一次石油危機以來，主要原油輸出國依靠能源價格的飛漲實現了巨額美元收入，一躍成為美債的主要持有國。但 2010 年以來的頁岩油革命使美國從原油進口國逐步演變成全球最大的原油出口國，對全球石油供應格局及地緣政治局勢都產生深遠影響。在原油供應方面，美國與以 OPEC+ 組織為首的主要產油國成為競爭對手，令主要產油國在政治上與美國有所隔閡，如俄羅斯、科威特等主要產油國近年來持續減持美債投資。

✚ **歐洲國家近年來則普遍增持美債：**截止 2023 年 9 月，歐洲國家持有美債規

模達到 2.84 萬億美元，同比增 9.7%，在外國總持倉佔比也較去年同期上升 1.63 個百分點至 36.9%；特別是英國、盧森堡、德國等國家的美債頭寸規模及其持倉佔比都在上升。由於歐盟作為美國主要商品貿易逆差國，持有大量美元資產，且歐洲國家基本是美國傳統盟友，因此其增持美債兼具了經濟和政治上的考慮。此外，考慮到歐債危機之後歐洲主權債券中可與美國國債風險等級匹敵的安全資產較少，不難解釋在歐洲央行持續升息、地緣政治愈演愈烈、歐元區政府債務水平持續攀升的過程中，充足資金出於避險需求投向美債。目前歐洲擁有惠譽評級達 AAA+ 的德國主權債存量約 2.51 萬億美元，荷蘭主權債餘額約 4,236 億美元，與可交易美國國債規模相比僅略超後者的十分之一。

✚ **美國在巨額貿易逆差下仍能維持國際收支平衡的根源在於對美貿易順差國對美元的信仰，即其認購美債的意願：**鑒於美國國債是全球資產定價之錨及環球美元流動性的基石，投資者對美債的需求在很大程度上取決於其對美元計價資產的信仰。作為貿易逆差國，美國通過發行外債維持其國際收支的平衡。若全球範圍內對購買美債意願減弱，美國將無可避免面臨融資成本飆升、主權債務違約風險增加、美元匯率貶值等多種可能出現的情景，均會影響美國長期經濟發展與國際地位，並對全球金融體系造成較大的系統性風險。

圖 6-1：官方及私人外國投資者美債持倉變化

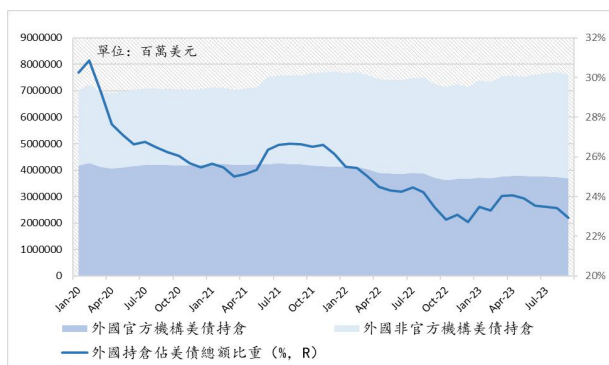
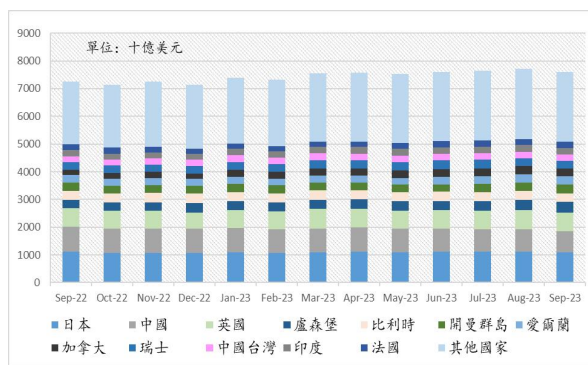


圖 6-2：美債外國投資者結構變化（按國別）

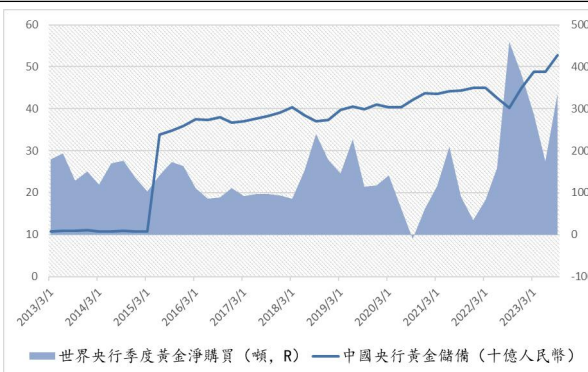


數據來源：Bloomberg，美國財政部

圖 7-1：中國、日本、沙特及歐洲國家美債持倉變化



圖 7-2：世界央行黃金購買規模變化



數據來源：Bloomberg，美國財政部，世界黃金協會

圖 8-1：美國原油產量及在世界原油生產中佔比

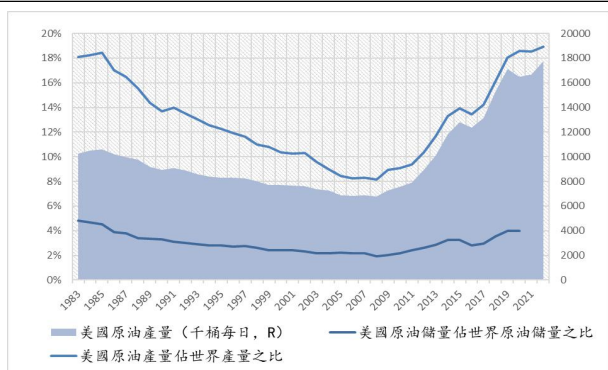
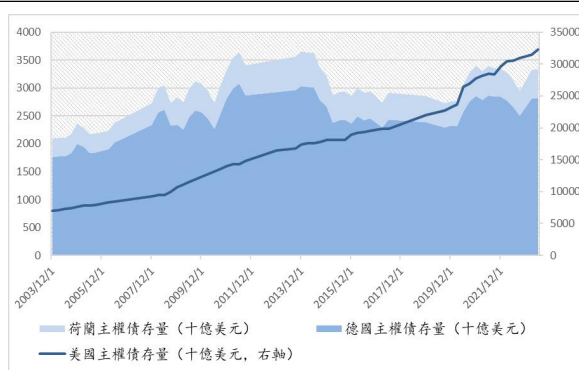


圖 8-2：歐洲國家主權債務評級情況及存量情況



數據來源：Bloomberg

二、美國財政收支及美債供給情況簡析

- 2023 財年美國財政收支情況有所惡化：**從財政收支角度來看，美國政府預算赤字經歷了歷時兩年的脈衝式擴張，從 2019 財年的約 9,840 億美元擴大至 2020 財年及 2021 財年的 2.74 萬億與 2.77 萬億美元。2022 財年美國財政赤字有所好轉，錄得 1.38 萬億美元，但 2023 財年財政赤字又進一步擴大至 1.69 萬億，佔 GDP 6.3%，遠高於過去十年的平均值 5.53% 及國會預算辦公室此前預測的 5.8%，顯示美國財政收支失衡程度加劇。
- 2022 財年資本利得稅的高基數效應及美聯儲緊縮是 2023 財年財政收入萎縮的主要原因：**從收入角度來看，美國 2023 年度財年收入同比下滑中有 73% 由個人及企業所得稅的減少造成，主要是源於去年資本利得稅收入的高基數效應（2022 年資本市場相對前年表現不佳），以及自然災害等原因使企業及個人稅收被獲准延遲交付至 2024 財年；23% 則由聯儲銀行對財政部匯款的萎縮造成，是貨幣政策緊縮下聯儲銀行收不抵支的結果。此外，剩餘 6.4% 則來源於關稅及消費稅的減少，反映了美國國內高通脹、高息及財政刺激消退對進口及內需的抑制。由於聯儲緊縮政策作用的滯後性尚未完全體現，預計未來一段長時間隨著高利率維持，實體經濟或會呈現更強的信用緊縮局面，居民部門收入增長料也會進一步放緩。
- 學生貸款恢復償還部分緩解了 2023 財年醫療及社保開支、公共債務利息、聯邦保險存款公司（FDIC）救濟及國防開支增長導致的財政壓力：**從支出角度來看，2023 財年支出減少主要是由於拜登政府去年宣布的學生貸款減免計劃在 2023 年 6 月被美國最高法院宣布違反憲法而終止，因此減少了今年 8 月政府教育預算開支。加之今年部分新冠疫情救濟方案陸續到期，這在一定程度上緩和了聯邦法定開支的增長。但另一方面，拜登政府自上任以來接連推出多項產業投資政策，重點關注美國製造業外流現象，因此對供應鏈重塑與產業的再投資均加劇了美國政府的財政壓力。例如，2023 財年美國能源部

支出同比增長 36%，環境保護署開支同比也增長 36%。但考慮到明年是美國的大選年，預計拜登政府的重心將轉移至選舉方面，涉及到產業和供應鏈方面的支出力度或將有所弱化。

✚ 從法定支出方面，佔比最大的三項支出（社會保險、醫療保健及醫療補助）合共增長了 11%。這是因為生活成本提升以及受惠人數增長令平均福利支付增加。而為了支持 2023 年 3 月開始的銀行業危機解決方案，聯邦存款保險公司增加了 1,010 億美元的額外支出，而這筆支付預計會在未來幾年以清償銀行資產、向經存款保險公司購買保險的機構徵收更高的會費進行回收。由於國債利率比 2022 財年顯著提高，公共債務利息支出增長了 33%。另外，為在俄烏衝突中支持烏克蘭，2023 財年自由裁量支出中的國防開支也增長了 7%。

✚ **新任議長臨時資金計劃或推遲美國政府停擺時間，但兩黨就開支的根本矛盾仍未解決：**目前美國財政部預測 2024 財年美國財政收入總額為 4.6 萬億美元左右，僅較 2023 財年略升 3.4%。財政開支預測為 6.13 萬億美元左右，較 2023 財年增長約 0.5%。2023 年 11 月 10 日，由於財政赤字擴大及政治兩極化愈演愈烈，穆迪將美國主權信貸評級展望從「穩定」下調至「負面」，這是自今年 8 月惠譽下調美國主權信貸評級後，拜登上任以來的第二個國際主要評級機構對美國財政前景給予負面行動，也反映了市場對美國政府財政收支失衡的廣泛擔憂。2023 年 9 月，因兩黨無法就 2024 財年預算案達成協議，美國政府險些再陷停擺，但共和黨議長麥卡錫仍未能避過被罷免的結局。11 月 12 日，新任眾議院議長約翰遜提出一項折衷的臨時資金計劃，把部分政府機構撥款延長至 1 月，其他機構撥款延長至 2 月，美國政府停擺風險似得以暫時緩解，但兩黨關於預算開支的根本矛盾並未解決。

✚ **未來明年美債供應仍會保持高位，但預計放量會更加審慎：**截止 2023 年 10 月末，美國現存政府債務餘額為 33.17 萬億美元，2023 財年全年公共債務利息支出達到 7,710 億美元，佔當年財政總支出比重達到 11.6%。自 2022 年 3 月以來，利率高企已使當年公共利息支出增加了 1,770 億美元；若高息持續，美國政府還將面臨更大的付息壓力。11 月初美國財政部發行 30 年期國債，中標利率較發行前交易水準高逾 5 個基點，錄得過去十年最差拍賣結果，顯示市場對較長年期國債的需求疲弱。今年 10 月末，財政部公布的新一輪融資計劃預計今年第四季和明年第一季將分別錄得淨借款 7,760 億與 8,160 億美元，幅度低於此前安排與市場預期。根據美國財政借款建議委員會今年 10 月末的報告，預計美國財政部未來兩季度將提升短債發行佔比以緩解長年期國債期限溢價抬升的問題，同時預期至明年第二季度借款規模仍可能會增加，但往後季度發行額應不會進一步增長。我們認為明年美債供應仍會保持偏高水平，但放量或更為謹慎，近期仍需密切關注美債市場供需失衡的問題。

圖 9-1：美國月度財政赤字變化情況

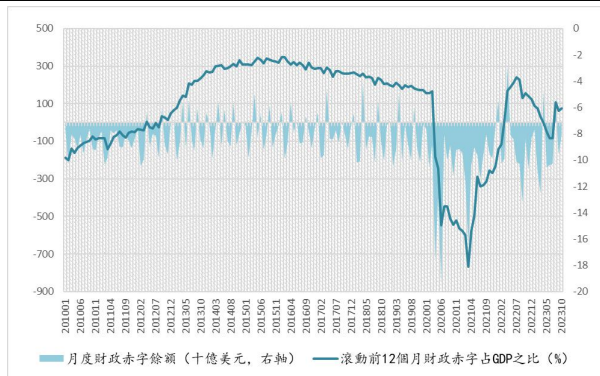
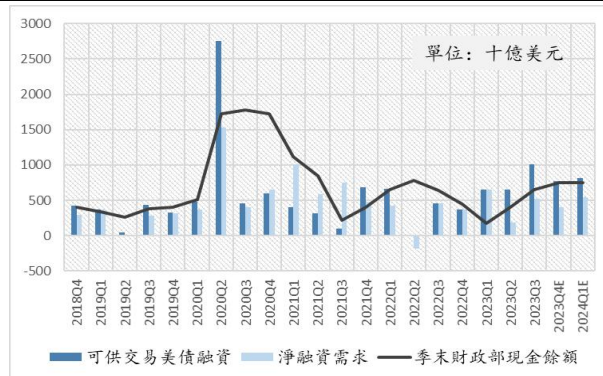


圖 9-2：美國財政部季度淨借款及融資情況



數據來源：Bloomberg，美國財政部

圖 10-1：2023 財年美國財政收入結構

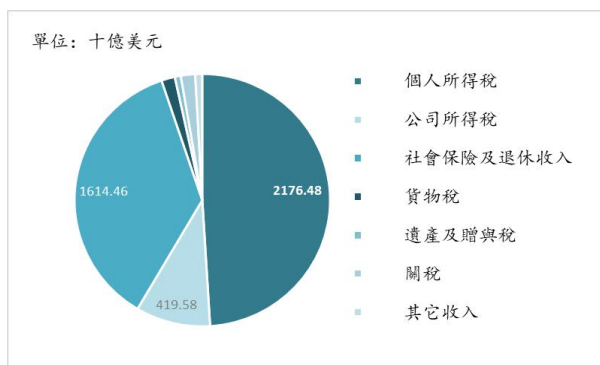


圖 10-2：2023 財年美國月度財政收入同比變化貢獻



數據來源：Bloomberg

圖 11-1：2023 財年美國財政支出結構

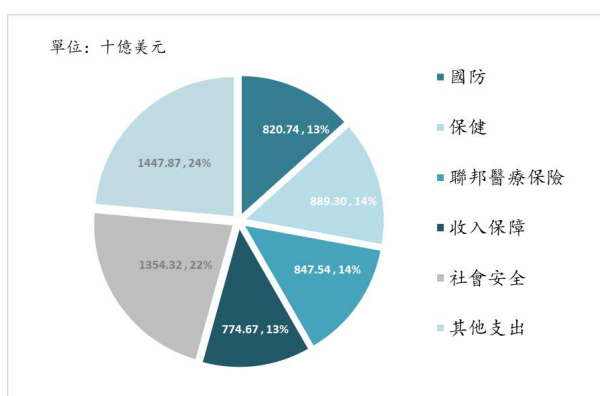
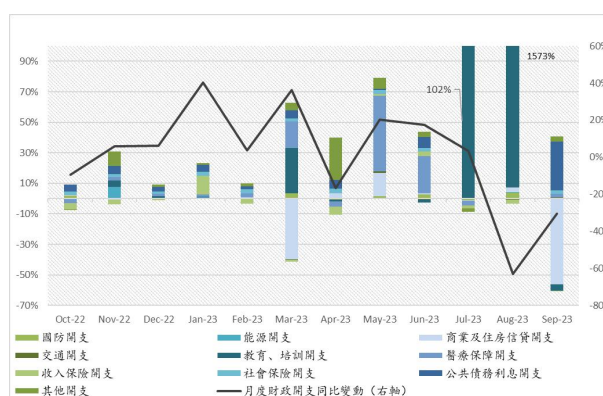


圖 11-2：2023 財年美國月度財政支出同比變化貢獻



數據來源：Bloomberg

圖 12-1 美國人口結構變化及醫保相關支出變化

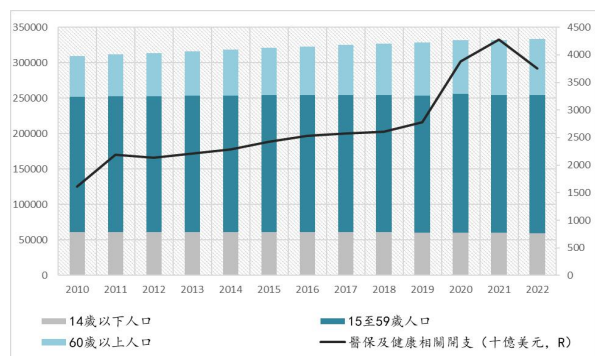
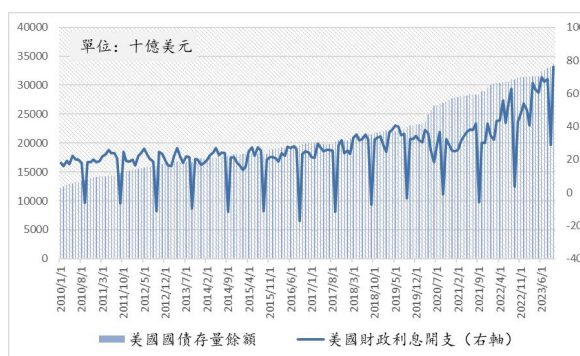


圖 12-2 美國政府債務存量規模及公共利息支出



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本文件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，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件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聲明。投資者不應只根據本文件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。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。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。本文件只供一般參考用途，本文件（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。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。