交銀金融

2023 年 12 月號　第 185 期　　環球金融市場部研究組

近期美國財政擴張及美債供給簡析

摘要

- 除大額貿易赤字帶來的外債償付壓力外，境內私人產業投資的長期缺位也是導致美國財政失衡的重要因素之一。
- 地緣政治壓力令兩黨在關於產業投資、貿易保護、供應鏈重塑等重大議題方面達成基本共識，進而也持續加大美國財政開支壓力。
- 激進的白宮預算案與美國國會主張大幅削減開支背道而馳，料難通過，加上 2023 年財政責任法案對自由裁量支出的限制，美國政府停擺危機仍存。
- 展望 2024 財年，預計美債供給將繼續維持高位，但在發行結構上或向更具流動性的品種傾斜。
- 近期美債利率下行主要由期限溢價降低推動，未來一個季度 10 年期美債收益率或在 3.5%-4.5%區間內上落。

一、國民收入恆等式與美國財政赤字

- 美國國債（US Treasury Securities），是指美國財政部代表聯邦政府發行的國家公債，可用以彌補政府收支間的缺口。根據國民收入恆等式 **GDP=C+I+G+NX 及 GDP=C+S+T**（C 為私人消費，I 為投資總額，G 為政府消費開支，NX 為淨出口，S 為私人儲蓄，T 為稅收，注：這裡的「私人」包括企业及家庭），推出恆等式 **NX=S-I+（T-G）**。前者(S-I)為私人儲蓄與總投資總額的差，後者(T-G)可理解為一國的財政收支餘額。如果變換該公式左右項，可得出財政收支餘額等於貿易餘額(NX)減私人儲蓄與總投資之差(S-I)。所以，不難看出，美債的發行量從根本上是由美國私人儲蓄與總投資額的相對關係及美國國際貿易收支情況所主導。

1、境內私人產業投資長期缺乏給美國財政帶來一定壓力

- **從國民生產角度來看，美國經濟長期呈現「高消費-低儲蓄」的特徵。**從支出角度來看，2023 年第三季度美國名義 GDP 錄得 27.62 萬億美元，其中，個人消費支出佔比高達 67.82%。自 2010 年以來，消費支出驅動名義 GDP 環比增長的貢獻率平

均達到 71.3%，遠高於其他發達國家與新興國家的均值水平。從儲蓄角度來看，由於疫情期間的財政刺激效應退潮，美國居民儲蓄率（居民季度儲蓄與可支配收入之比）從 2021 年一季度的峰值 24.48%大幅下滑至今年三季度的 3.83%。而自 2010 年以來該指標平均為（剔除 2020、2021 年）5.82%，顯著低於世界主要國家的平均儲蓄率（例如：歐元區在 12%以上，英國在 10%左右）。

- **作為世界主要消費國與商品貿易逆差國，美國本土固定資產投資長期欠缺。**截止 2023 年 1 季度，美國 GDP 中服務相關的第三產業佔比超過 60%，而製造業、建築業等第二產業佔比僅為 18.10%。其中，製造業佔比僅為 10.95%，甚至低於 1995 年的 16.56%。另一方面，今年三季度美國投資總支出在 GDP 中的比重僅為 17.74%，對 GDP 環比增長的貢獻率僅為 21.11%。
- **美國私人部門的超額儲蓄快速消耗。**值得注意的是，隨著勞動力市場降溫、美聯儲緊縮效應逐步傳導至實體經濟以及財政刺激退潮，美國私人部門的超額儲蓄正在快速消耗。當前美國居民儲蓄率已經低於 2010 年以來的平均水準。通常在危機時，居民部門減少消費、增加儲蓄，而企業部門減少固定資產的投資；反之，在危機消退時，居民消費增加、儲蓄率下降，企業部門投資上升。隨著居民超額儲蓄下降，美國聯邦政府在疫情期間經歷的財政收支壓力或將有所緩和。

圖 1-1：美國季度名義 GDP 按支出結構變化

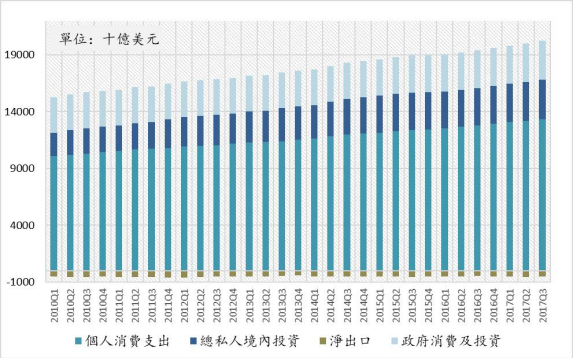
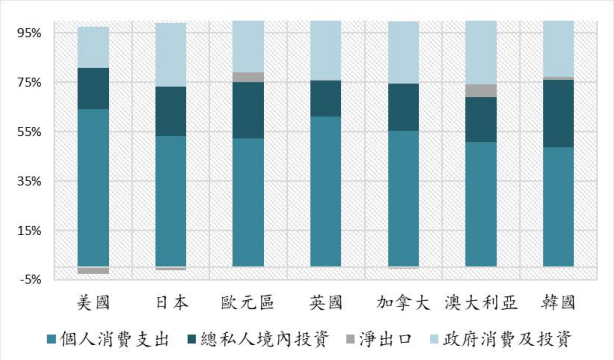


圖 1-2：美國 2023 年季度名義 GDP 按支出結構與主要國家對比



數據來源：Bloomberg

圖 2-1：美國季度名義 GDP 按行業結構變化

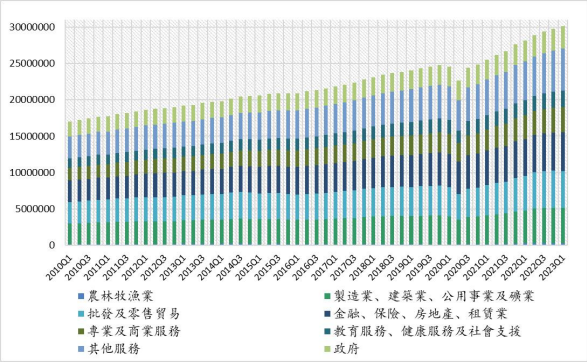
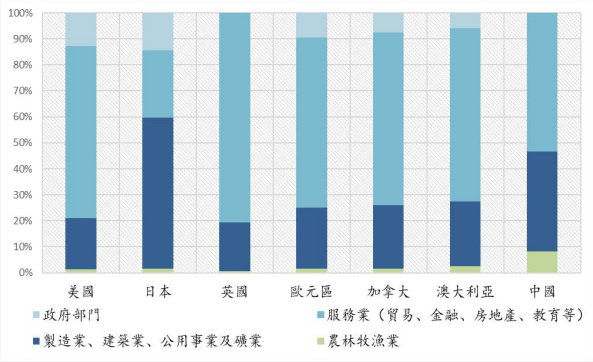


圖 2-2：美國 2023 年季度名義 GDP 按行業結構與主要國家對比



數據來源：Bloomberg

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

圖 3-1：美國私人及公共部門淨儲蓄結構與變化

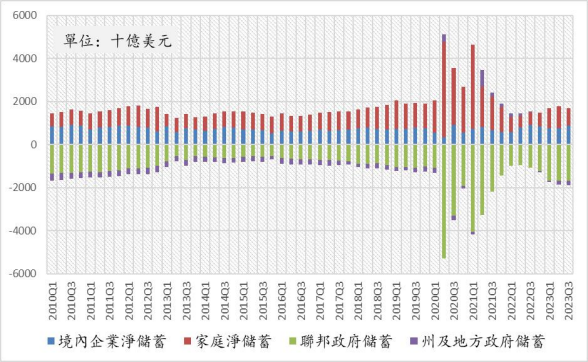
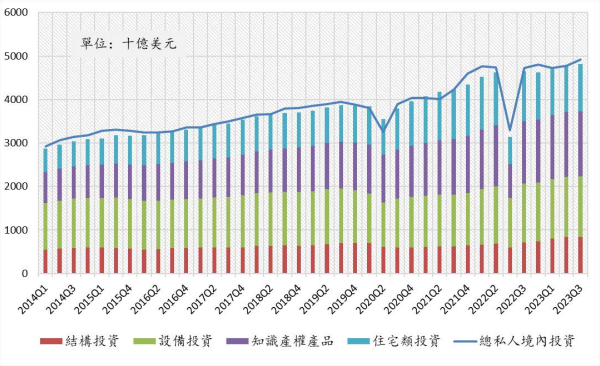


圖 3-2：美國私人固定投資結構與變化



數據來源：Bloomberg

2、貿易逆差及巨額外債帶來財政壓力

- **美國的貿易逆差主要來源於其進口的大量工業品：**從美國的經常項目收支餘額來看，疫情及地緣政治導致美國貿易赤字自 2020 年初開始迅速擴大，月度國際貿易逆差額從 2020 年初的約 440 億美元，持續擴大至 2022 年 3 月歷史高位的約 1,025 億美元。之後，隨著進出口物價指數的見頂回落，貿易逆差額自 2022 年 10 月起開始縮減，截至 2023 年 8 月規模縮減至約 583 億美元，仍然高於 2009 年至 2019 年的平均月度貿易逆差水平。從分項來看，美國 2023 年二季度經常賬戶逆差為 2,121.04 億美元，季度環比基本持平；其中，商品貿易逆差錄得 2,751.73 億美元，較一季度環比擴大 4.52%。商品貿易淨進口中佔比前三的是除食品與汽車之外的消費商品、汽車及零部件以及資本貨物。由此可見，美國的貿易逆差主要來源於進口大量工業製造品。
- **美國對各國商品貿易的集中度有所下降：**今年 1-8 月，中美商品貿易逆差額佔美國商品貿易逆差總額的 25.74%，排在第二、三位的分別是歐盟（19.74%）與墨西哥（14.27%）。前五大對美貿易順差國家/地區（不重複）佔美國商品貿易赤字的 76%，較 2017 年下降了約 12 個百分點，顯示美國對各國商品貿易的集中度有所下降。由美國尋求重塑國際供應鏈、局部貿易摩擦等帶來的旁觀者效應（bystander effect）令越南、印度、加拿大等國近年來對美貿易規模顯著提升。貿易保護和單邊主義客觀上令資源無法以最具效率的方式進行配置，長期或將通過窒礙生產力發展對美國財政收支造成不利影響。
- **美國外部付息債務餘額達到歷史高峰：**今年前 8 個月美國商品貿易逆差達到 7,041.48 億美元，雖然較去年同期的歷史峰值減少了 12.46%，但較 2017 年中美貿易摩擦前八個月累計增長了 1,878 億美元，複合年增速達到 3.5%。事實上，美國持續近四十年的經常項目逆差構成了全球美元流動性的供應，美國自身也累計了大量的海外債務，使之成為全球最大淨債務國：自 2020 年初美聯儲重啟 QE 後，美國淨外債餘額就迅速增長。截至 2021 年底達到 18.78 萬億美元。之後，隨著美聯儲

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

貨幣政策轉向、財政赤字縮減而有所回落。今年以來，受美國國債發行劇增、貿易赤字高企的影響，截止一季度末，外部付息債務總餘額達到 24.95 萬億美元的歷史峰值。大額外債帶來的還本付息壓力顯著惡化了美國財政，2023 年財年美國財政開支中的公共債務利息支出達到 7,110 億美元，佔當年總財政支出的 11.6%，同比增長高達 33.15%。

- **美國投資長期保持順差，部分對沖了商品貿易赤字，但該項收入對政策風險具脆弱性。**2023 年二季度，美國一級收入賬戶（為經常項目下的一個分項，主要包括對外直接投資、組合投資及其他投資收入）錄得 350 億美元。其中，投資淨收入錄得 393.83 億美元。這主要是由於美國海外債務大多以年期較長、利率較低的國債、機構債為主，而對外投資則主要集中在高收益權益類產品的配置。截止 2023 年二季度，美國海外資產錄得 32.74 萬億美元，其中，權益資產相關投資（包括直接投資及組合投資）佔比高達 60%。與此相對，海外負債中權益類負債佔比 49%，債券類工具佔比 30%，特別是美國國債佔比達到 15.3%。由於美聯儲過去一年多來的貨幣緊縮，疊加國債加速發行引致美債市場供需失衡，或給美國長期為正的一級賬戶收入帶來一定壓力：2023 年二季度美國淨利息支出（包括直接投資及組合投資中對債務工具的淨利息支出）達到 671 億美元，長債收益率維持高位或將進一步惡化未來美國國際收支，並反向導致美債供應壓力加重。

圖 4-1：美國工業產值佔世界比重與主要國家比較

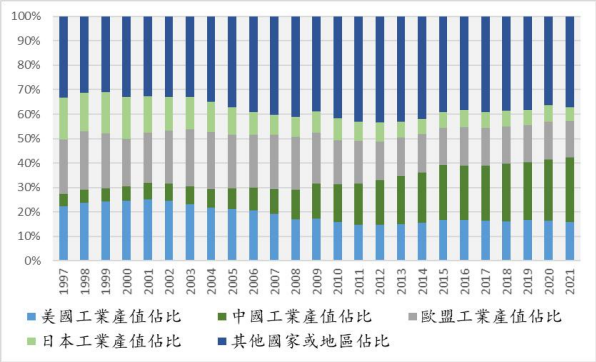
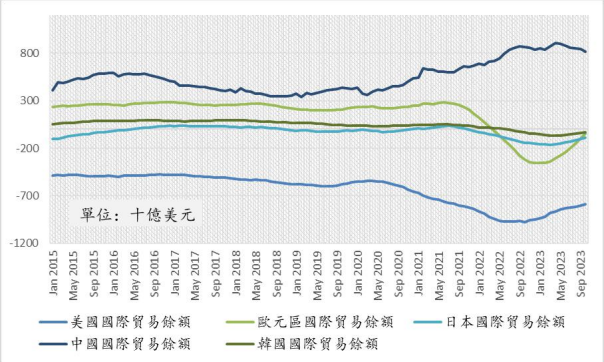


圖 4-2：21 世紀以來美國及主要國家貿易收支情況



數據來源：Bloomberg

圖 5-1：美國月度經常項目結構及變化

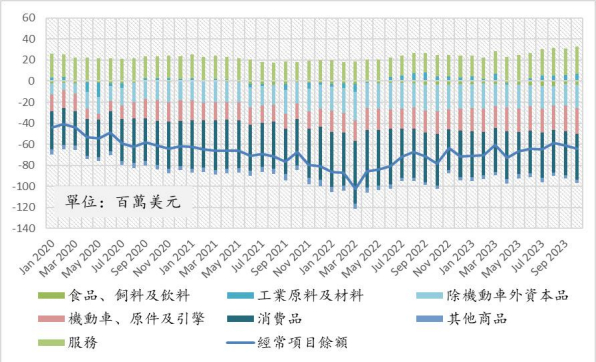
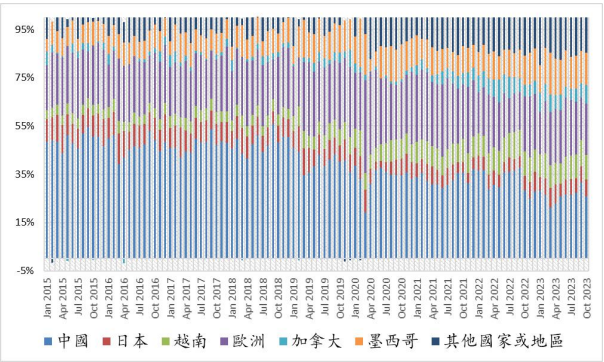


圖 5-2：美國主要貿易對手結構及變化情況



數據來源：Bloomberg

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

圖 6-1：美國淨外債存量及淨國際投資收入走勢

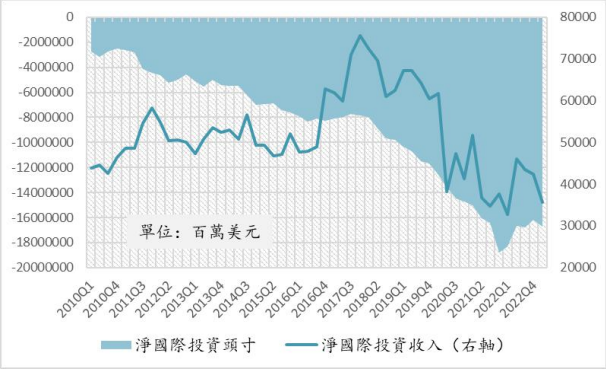
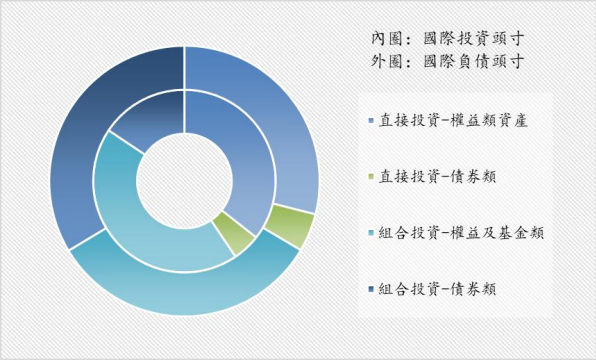


圖 6-2：美國海外資產負債結構



數據來源：Bloomberg

3、地緣政治競爭下美國政府產業政策帶來的財政壓力

- **拜登政府自上台以來，除沿用特朗普時期的關稅及貿易保護政策之外，持續將國內產業投資作為經濟政策的核心，致力於重塑美國製造業、強化供應鏈以及保持美國在國際競爭中的優勢地位。**2021 年 11 月中旬，白宮推出《基建法案》，宣布要對全美寬帶、鐵路道橋、清潔能源和水資源、港口等項目進行全面的改造及建設，承諾將以簽訂合約、政府補貼、稅收減免、貸款等方式對上述項目在接下來的四到五年進行總額接近 8,700 億美元的資金投入。2022 年 8 月，拜登政府簽署《芯片及科學法案》，再次強調要加強美國製造業產業鏈、增強對科技研發的支出，特別是為支持半導體產業發展做出了高達 527 億美元的政府投資安排，以保證美國在科學技術領域的優勢地位，該項法案安排在接下來十年內進行超過 2,800 億美元的政府投資。同月，拜登政府推出《通脹削減法案》，對清潔能源轉型、應對氣候變化加大包括補貼、減稅及貸款等在內的資金扶持力度，除要求財政部按照特定項目（如清潔電力投資計劃、清潔電力生產計劃）進行減稅之外，也提出超過 3,700 億美元的政府資金安排，以降低國內能源成本、加強供應鏈以及創造更多就業。這項法案致力於刺激國內製造業產能的投資，與《基建法案》、《通脹法案》共同構成了拜登產業政策的三大基石。
- **美國兩黨關於產業政策及「大財政」的共識部分來源於愈演愈烈的地緣政治風險。**根據 IMF 數據，2000 年美國工業產值佔世界總額比重約為 24.48%，而這個指標在 2022 年為 15.81%。為解決自身長期存在的貿易失衡與產業外流問題，美國兩黨就重振本土基礎建設與製造業、重塑全球供應鏈格局、發展高新技術產業達成了共識，從特朗普的減稅與關稅政策到拜登的三大產業法案，「高增長與寬財政共存」或成為未來美國發展的主旋律。另一方面，鑒於本土生產要素價格昂貴，美國的產業政策或帶來資源配置效率的下降和長期價格中樞的抬升。如前所述，鑒於美國目前仍大量進口資本商品與消費品，供應鏈轉移及貿易戰很可能帶來全球通脹的抬升，加劇美國本土的財政壓力。

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

二、2024 財年美國財政收支及美債供給預測

1、 2024 財年美國財政開支總體情況預測

- **從拜登政府 2024 財年預算案來看，美國 2024 財年赤字率還會進一步上升：**開支方面，白宮的重點仍然集中在三大法案對產業投資、高新技術研發以及環境保護的資金撥付，以及廣泛提升社會福利的醫療與社保方面的政府補貼。由於明年是大選年，拜登政府的政策重點仍然圍繞強產業、惠民生展開，強調通過增加收入而非大規模削減支出來達到縮減財政赤字的目的。2024 財年預算支出高達 6.883 萬億美元，同比增長 12.27%；預算案中能源部、交通部、國家科學基礎及涉及公共福利的政府機構開支都有兩位數的增長。此外，儘管多次強調削減赤字，但 2024 財年白宮列支的財政開支將使赤字率升至 6.8%的高峰，高於 2023 財年的 6.3%，預計到 2025 財年赤字率才會逐步回落。
- **收入方面，拜登政府提出針對性的稅制改革，試圖通過對企業和高收入階層徵收更高的稅率以提升財政收入。**首先是尋求將前總統特朗稅改方案中從 35%降低到 21%的企業所得稅率提高到 28%，並且將美國跨國企業的外國所得適用稅率從 10.5%提高到 21%，以應對跨國企業通過低稅司法區域避稅的舉動。同時，拜登主張提高股票回購稅，由 1%上調至 4%，以填補股票回購稅收的漏洞，鼓勵企業投資更多在提升生產力及推動經濟長期增長方面，而非簡單地考慮股東的短期利益。另外，還尋求改革前總統特朗普對最富有階層的稅收減免政策，提出對個人年收入達到 40 萬美元以上的人士徵收 39.6%的最高稅率（當前為 37%），並對收入達到 100 萬美元以上的個人的資本利得稅徵收與工資收入一樣的稅率，以堵塞利息收入方面的稅收漏洞。稅收改革的影響反映在白宮對財政收入的預測中，預計 2024 財年財政收入將達到 5.036 萬億美元，同比增長 13.4%。
- **美國國會預算辦公室（Congressional Budget Office,CBO）也發布了對 2024 財年的收支預測，其赤字預測較白宮預算案更加溫和。**收入方面，對個人所得稅收入預測為 2.475 萬億美元，較上財年增長 13.69%，與白宮預測水平相近，反映了對 2023 年資本市場表現較好、個人資本利得收入抬升的預期。企業所得稅預測為 4,790 億美元，略高於 2023 財年實際錄得的 4,200 億美元，但低於白宮 6,660 億美元的預測，但由於後者是基於拜登政府稅改（如提高企業所得稅率至 28%）獲得國會通過後的預期，因此 CBO 的預測更貼近當前實際情況，考慮了高息環境在近年對企業經營的壓抑作用。總的來看，CBO 對 2024 年財政收入預測為 4.848 萬億美元，與白宮 5.036 萬億美元預測的差別主要來源於對企業所得稅收入的判斷。
- 支出方面，國會預算辦公室預測 2024 財年自由裁量開支為 1.85 萬億美元，其中國防開支 8,520 億美元，非國防開支 9,980 億美元，與白宮預測的差異不大，但這兩份文件均未將今年 6 月政府簽署的《2023 財政責任法案》對自由裁量開支的限制

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

納入考慮。若根據財政支出法案的約束，2024 財年自由裁量開支限額僅為 1.59 萬億美元，遠低於預測值範圍。法定支出方面，CBO 預測為 3.897 萬億，其中對社會保險支出、醫療保險及醫療救助開支（Medicare 及 Mediaid）與白宮相差不多，均較上年有所回落，反映通脹水平趨緩及新冠救濟措施到期減輕了政府在社會福利支出方面的壓力，而二者差別主要來源於白宮對其他法定開支的預測值顯著高於 CBO。淨利息支出方面，考慮到白宮對 2024 財年赤字的預測大於 CBO，國會對 2024 財年 7,450 億美元利息支出的預測小於白宮測算的 7,890 億美元，均高於 2023 財年的 7,110 億美元，反映出對美聯儲將高利率水平維持較長時間的預期。

- **因此，國會預算辦公室預測 2024 財年的財政赤字為 1.644 萬億美元，赤字率為 6%。低於白宮的 1.846 萬億美元與 6.8%，二者絕對差額為 2,020 億美元：**總體來看，白宮的財政收支預測均大於國會，兩方對赤字的預測差異主要存在於企業所得稅收入、醫保、社保外的法定開支以及淨利息開支方面。由於美國財政責任法案對自由裁量開支的限制以及被推遲至明年的國會撥付程序，拜登政府的年度預算案很難在主張大幅度削減開支的國會通過，鑒於其中將涉及的兩黨為達成協議所需要的妥協，預計 CBO 的預測相比白宮財年預算案更具參考意義，基準情況下 2024 財年美國財政開支情況或落在二者區間內，即赤字率在 6%到 6.8%之間，維持了前序財年的較高水平。
- **為與國會眾議院達成債務上限協議，拜登政府於 2023 年 6 月簽署《2023 年財政責任法案》。**法案中對政府自由裁量開支的約束如下：2024 財年自由裁量支出中國防支出限額 8,863.49 億美元，非國防支出 7,036.51 億美元；2025 財年自由裁量支出中國防支出限額 8,952.12 億美元，非國防支出 7,106.88 億美元。目前拜登政府 2024 年預算案中自由裁量支出中的非國防開支超出預算限制約為 2,900 億美元。考慮到目前美國財政紀律問題已經成為兩黨博弈的焦點，白宮較為激進的預算方案在國會獲得通過的概率較低。特別是當新上任的共和黨議長邁克爾約翰遜在溫和派和極右翼中都得到相當支持，並描述自己為眾議院中的「極端保守派」，力圖實現美國財政開支的大規模縮減。從他的立場出發，掌控國會的共和黨與執政的民主黨關於 2024 財年預算達成共識的可能性更低。11 月 12 日，新議長邁克爾約翰遜提出一項臨時資金撥付法案並獲得眾議院通過，這項計劃維持了當前對政府開支的撥款水平，並將一部分 2024 財年自由裁量支出的正式撥付截止日期推遲到明年 1 月 19 日，另一部分推遲至明年 2 月 2 日，但是這不意味著明年政府沒有關門風險。考慮到開支整體規模的龐大，明年兩黨或就預算案將展開更加激烈的博弈。

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

圖 7-1：白宮 2024 財年預算案與 CBO 預測對比

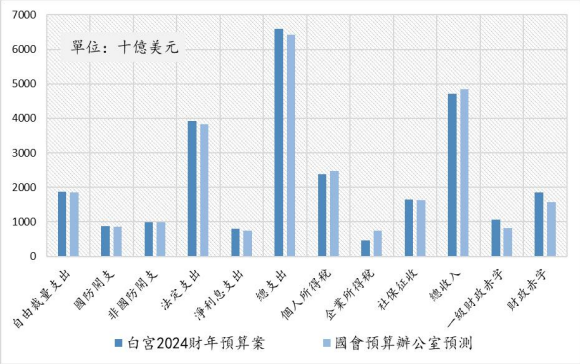
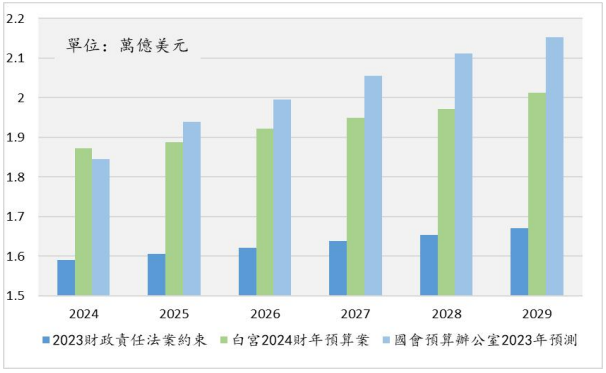


圖 7-2：財政責任法案對自由裁量支出的約束



數據來源：Bloomberg

圖 8-1：拜登三大產業法案下部分政府機構支出變化

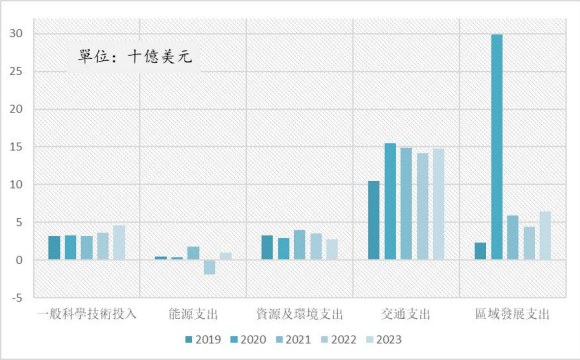


圖 8-2：美國財年赤字率走勢及預期

數據來源：Bloomberg

圖 9-1：美國大選年財政赤字與任期平均赤字率對比

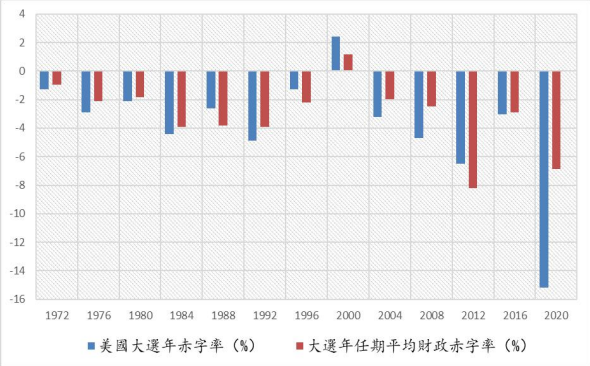


圖 9-2：曆次美國大選年資本市場表現

數據來源：Bloomberg

2、 美國財政部國債發行計劃及未來美債供給預判

- **2024 財年，美國財政部或在維持較高水平借款規模的同時，對美債發行的期限結構進行調整，更加側重具高流動性的品種：**鑒於非比尋常的強增長與高國債發行、美聯儲量化緊縮和公共利息債務抬升帶來的財政壓力，及美債投資者向更加價格敏

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

感的傾向轉變，財政部借款建議委員會在其報告中特別提出，考慮到當前市場對短期美債（T-Bill）的旺盛需求以及財政部對流動性的需求，委員會支持 T-Bill 在存量美債中的佔比超過 15%至 20%的推薦範圍一段時間（同時指出未來這個指標會逐步回落到推薦區間內）。除此之外，還宣布了對長期美債（期限大於 1 年）的發行計劃，預計 2024 年一季度的長債發行量將較 2023 年四季度進一步增長，其中流動性更高的品種發行速度將相對更快，而長年期品種的增長則相對較慢（20 年期美債發行量將維持現有水平），到 2024 年第二季度後，長年期品種進一步擴大的需要較小。

- 據美國財政部 10 月初發布的借款預測， 2023 年四季度及 2024 年一季度美國財政部私人持有可供交易淨借款分別預計為 7,760 億美元與 8,160 億美元，季末財政部現金餘額均維持 7,500 億美元水平不變。財政部數據顯示，2023 財年財政部共發行短債 16.63 萬億美元，淨發行短債 1.62 萬億；共發行長債 3.31 萬億美元，淨發行長債 3,826 億美元，合計國債淨發行額約為 2 萬億美元。目前短債在可供交易美債存量中的佔比為 21%，略高於借款建議委員會過往的推薦區間 15%-20%，但考慮到截止 2023 財年三季度美債加權平均期限（WAM）為 72.33 天，高於 2019 年底的 69.67 天，可看出財政部在過去 15 年持續提升美債加權平均期限（WAM）的努力令更具流動性的期限品種有較大發行空間。
- **預計美國財政部 2024 財年淨借款額將在 2.54 萬億美元-2.75 萬億美元區間內，仍然維持 2023 財年高位水平：**目前期貨市場預期美聯儲最早至明年 3 月開始第一次降息，而根據美聯儲 10/11 月議息會議紀要，部分與會者認為美聯儲的「量化緊縮應持續到開始降息之後」。根據紐約聯儲今年 4 月的一份報告，美聯儲可能在 2025 年中才會結束縮表操作。由於財政部淨借款總額約等於財政赤字+其他流動性需求+美聯儲 SOMA 淨贖回，若 2024 財年美聯儲平均季度贖回額保持在 1,700 億美元左右，則根據 CBO 與白宮的 2024 財年赤字預測(分別為 1.64 萬億美元與 1.85 萬億美元)，2024 財年美國財政部預計淨借款額將在 2.54 萬億美元與 2.75 萬億美元範圍內，與 2023 財年淨借款的 2.69 萬億水平相若，但仍然高於 2019 財年以來 2.2 萬億美元的平均水平。經過統計，發現美國歷次大選年的財政赤字率總體會高於該任期四年均值赤字率水平，預計明年美債供給仍將保持高位，而不會較上個財年出現顯著回落跡象。
- **在利率曲線倒掛、財政部淨借款絕對規模擴大的背景下，美債發行期限結構調整或無法解決財政失衡的根源問題：**考慮到期限溢價上升對宏觀金融環境的潛在負面衝擊，美國財政部或將更加側重於具流動性且對價格變化相對不敏感的短債發行，而對長債放量更加審慎，但在長短端利率持續倒掛的大背景下增發短期限債券料抬高公共債務平均付息成本，對未來財政開支造成較大的壓力：截止 2023 年三季度，財政部可供交易付息債務平均利率達到 3.052%（其中 T-bill 平均利率 5.437%，T-notes 為 2.19%，T-bonds 為 3.07%），顯著高於 2021 年初的階段低位 1.56%。另一方面，雖然日前財政部十分重視降低長債相對增長速度，但寬財政大背景下長

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

債的絕對規模仍然遠高於疫情前的平均水平：2024 年 1 月，計劃發行 2 年期至 30 年期美債共計 2,850 億，遠高於 2019 年每月平均的 1,930 億美元，發行結構調整仍難解決美國財政失衡的根源問題。

- **近期期限溢價下行反映近期市場風險情緒顯著轉好，未來一個季度 10 年期美債利率或在 3.5%-4.5%區間波動**:11 月全月,由於市場對美聯儲貨幣政策預期趨於樂觀,加之財政部最新發債規模安排低於 8 月計劃，10 年期美債利率整體下行 60.43 個基點至 4.3264%，其中期限溢價（3M-10YR UST）降約 52.96 個基點，十年期美債實際利率下行約 32 個基點。截止 12 月中旬，期貨市場預計 2024 年底聯邦基金利率會落至 4.0%-4.25%區間內，低於 12 月議息會議聯儲點陣圖的 4.6%，暗含明年全年美聯儲將降息 150 個基點左右。鑒於 2024 年美聯儲降息已被市場充分定價，若未來議息會議美聯儲並沒有給出更加明確的鴿派信號,則政策利率的下行路徑對美債利率的影響就相對有限,短期財政壓力及長期的增長與資金供求前景或會起到更加決定性的作用。展望下一季度，10 年期美債利率或在 3.5%-4.5%的區間內波動。

圖 10-1：美債期限溢價及實際利率走勢

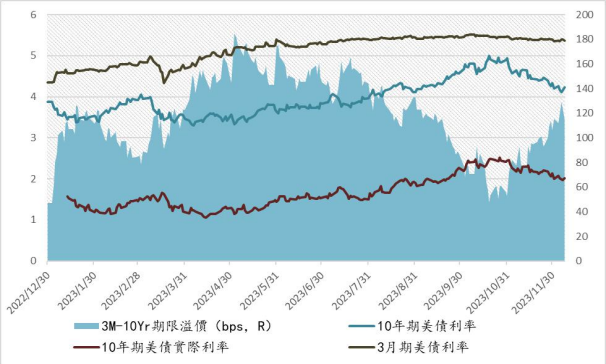
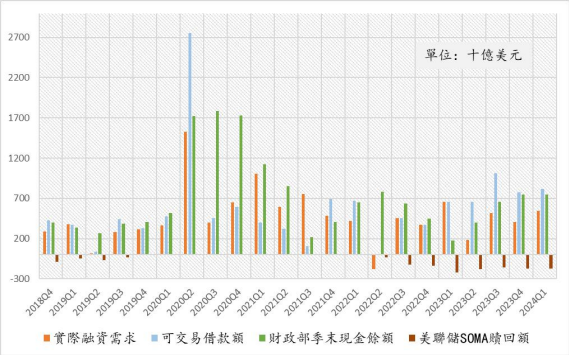


圖 10-2：財政部季度借款安排情況



數據來源：Bloomberg

圖 11-1：存量可供交易美債結構及變化

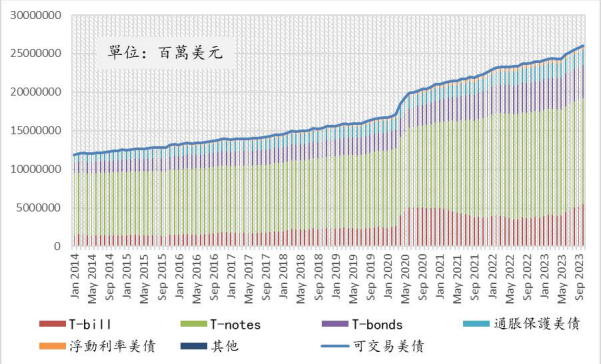
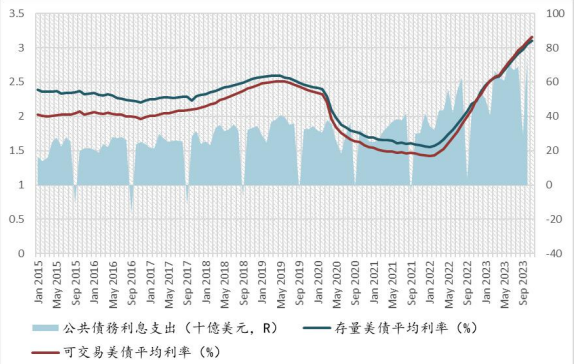


圖 11-2：美債加權平均利息走勢及財政部公共利息支出



數據來源：Bloomberg

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

圖 12-1：財政部月度美債淨發行結構

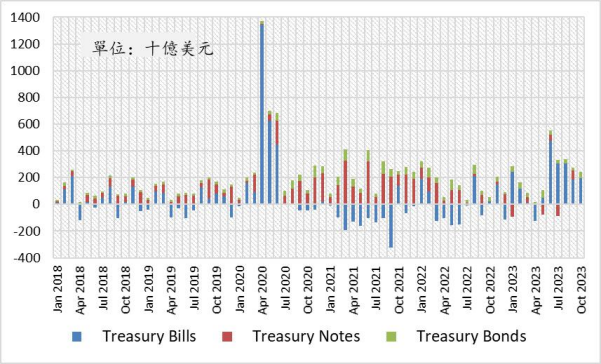
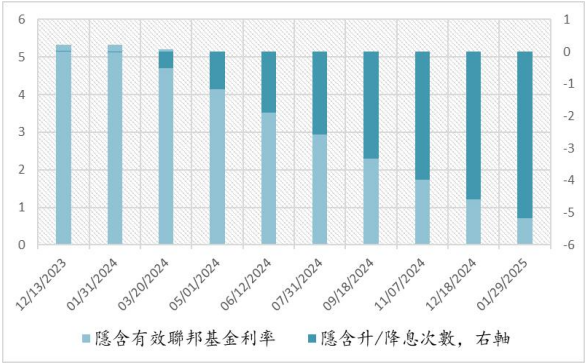


圖 12-2：2023 年 11 月底期貨市場預期利率走向



數據來源：Bloomberg

電郵：treasury@bankcomm.com.hk

【 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。

電郵：treasury@bankcomm.com.hk