

谢栋铭

Xied@ocbc.com

吴端正

terencewu@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

王灏庭

Herberttwong@ocbcwh.com

本周随笔：美联储平均通胀目标货币政策框架是否面临新的诠释？

本周全球外汇市场最大的惊喜毫无疑问来自 6 月的美联储货币政策会议。当然有些有前瞻性的朋友确实已经提早预见到美联储可能会在 6 月的会议中做出一些改变。但是笔者相信这些提前遇见变化的朋友可能还是少数，从金融市场的反应来看，此次美联储会议传递出来的鹰派信号是真真实实超预期的。

为什么说这次美联储会议超预期，复盘一下美联储会议之后的市场走势就知道。周三超预期的联储点状图公布之后，美债收益率大幅上升，而美元也出现反弹。这个应该和预期是比较一致的。但是随后我们看到的就是之前市场布局的再通胀交易熄火。美国通胀预期大幅回落，整条通胀预期曲线回落 5-10 个基点。而美债收益率曲线出现了牛平，其中美债 30 年收益率回落最大接近 15 个基点，收益率回到了 2 月以来的低点。股票市场上我们也观察到资金轮动，从周期股重新回到了科技股，这也将纳斯达克指数推上了历史新高。而笔者一向很关心的美国实际利率大幅上升，这也成为美国名义利率先上后下之后，美元依然能进一步走强的主要推手。

可能有些朋友看完这一系列复盘之后，有点晕。**美国实际利率大幅上升，为啥对利率最敏感的科技股反而涨了呢？背后的逻辑是什么？**其实过去两天牵动市场最主要的逻辑线就是美联储偏鹰派的态度缓解了市场之前对通胀失控的担忧，继而部分投资者暂时退出再通胀交易。所以整个资产价格波动并不矛盾，**其背后的始作俑者是市场对通胀预期的转变，而通胀预期转变的主要驱动力是美联储态度的转变。**

那美联储 6 月会议到底有哪些值得关注的呢？想必读者已经在媒体上看到很多解读了。不过笔者还是想要聊一下我自己的看法。其实市场最关注美联储无非就是两点，那就是什么时候 taper（开始减少资产购买规模）？以及什么时候加息呀？因此分析美联储，抓住这两条主线就可以了。

从 Tapering（减少资产购买规模）角度来看，并没有太多新的信息以及时间表。不过鲍威尔也承认美联储已经开始就 tapering 进行了讨论。这之前鲍威尔经典的“连想过 taper 的想法也没有想过”论调相比出现了较大变化。但是总体来看，6 月会议并没有显著改变市场对美联储开始缩减回购规模的预期。市场还是普遍认为美联储可能会在 8-9 月为市场提供退出线索，并从明年初开始正式缩减回购规模。

相较于 taper，此次美联储最大的意外当属点状图里的加息预期。18 位提供预测的官员中有 14 位认为 2023 年美联储会加息，而预测的中位数则由 3 月的时候零次变成了两次。此外，也有 7 位官员预测 2022 年就开始加息，也比 3 月时候的 4 位要多。

全球外汇周报

18 June 2021

不过其中反差最大的就是虽然美联储官员预测 2023 年加息两次，但是相较于 3 月的预测，美联储官员对 2023 年的通胀预期几乎保持不变。**那问题来了，和 3 月相比，为啥美联储多数官员在不改变 2023 年通胀预期的前提下大幅修改了利率预期？**当然，这里可以体现出美联储官员认为近期通胀的大幅上涨是暂时性地观点。

除此之外，笔者认为可以从两个角度来观察这个反差。第一个角度，即引用鲍威尔自己在新闻发布会上讲的“点状图并不是预测未来利率走势很好的参照物，因此市场需要以半信半疑地态度来看待”。用大白话说就是美联储主席自己说了点状图不一定靠谱。第二个角度，就是美联储的货币政策框架可能不如市场之前担心的那样滞后，自从 2020 年美联储将货币政策框架转变为平均通胀目标之后，市场就普遍担忧美联储在通胀上升初期会显著滞后，这也使得美国利率与劳动力等就业数据的相关性显著下滑。不过此次点状图中美联储在不改变中期通胀的情况下调整加息幅度显示美联储的平均通胀目标政策的灵活度或许比之前想象得更高。这也意味着未来美联储加息的通胀门槛可能比之前担忧来的低。

到底读者愿意选择哪个角度来看这个反差，大家可以自己取舍。**但是对于笔者来说，鲍威尔可以调侃自己的官员们预测不靠谱，但是市场可不敢押注官员们不靠谱，至少在短期内是不敢的。**这也是为什么我们看到短期内金融市场最大的变化就是先退出再通胀交易观望一下。

此次美联储会议是否是美联储平均通胀目标货币政策框架的重新诠释，笔者认为现在还不好说，需要观察更多线索。但是，这种风险正在上升，或许会成为短期内支持美元反弹的要素。

全球外汇周报

18 June 2021

外汇市场 本周回顾

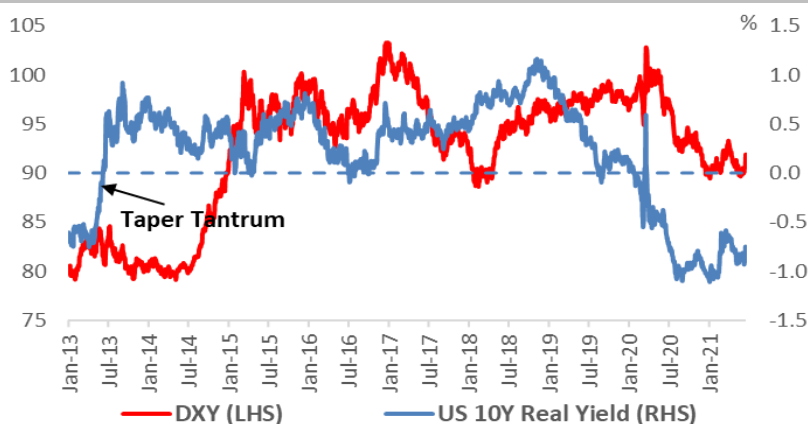
本周市场聚焦美联储会议，在会议召开之前，投资者转趋审慎，并进行仓位调整。美元指数随即上升至 90.5 附近水平。而 10 年期美债收益率则维持在 1.5% 下方，因周初 20 年期美债拍卖反应热烈，且美国 5 月零售销售和 6 月纽约联储制造业指数表现皆不如预期。**不过，6 月 15-16 日 FOMC 会议结果，成为重大转折点。**美联储意外转鹰，带动 10 年期美债收益率和实际收益率突破近期波动区间（分别急升至 1.59% 和 -0.72%），并支持美元指数上升至 4 月以来高位（一度突破 92 的水平）。鹰派讯号主要包括以下几个，第一，最新点阵图（利率预测中位数）显示美联储可能于 2023 年加息两次（3 月会议仍预计 2023 年底前不会加息），同时更多官员预期 2022 年加息（只差两票即将将首次加息的时间提前至 2022 年）。第二，经济数据预测方面，2021 年 PCE 预测值由 2.4% 大幅上调至 3.4%，同时 2022 年和 2023 年 PCE 预测值分别上调 10 个基点。另外，今年 GDP 增长预测由 6.5% 上调至 7%。第三，美联储主席承认官员们讨论了何时开始讨论缩减 QE 的时间。这意味着向缩减 QE 迈进了一步。其他方面，为了缓解短端流动性过剩的问题，美联储分别上调 IOER 和隔夜逆回购利率 5 个基点。

不过，受美联储转鹰的影响，避险情绪降温，导致大宗商品价格全面下跌。另外，美国上周首次申领失业救济金人数自 4 月份以来首次上升，意味着劳动力市场尚未显著改善。因此，**周四 10 年期美债收益率再度回落至 1.55% 下方**。短期内，由于美联储尚未公布任何关于缩减 QE 的细节，美债收益率可能再度进入区间整固的状态。下周，关注 2、5 和 7 年期美债拍卖对债息带来的影响。在美债收益率进一步上涨之前，美元指数亦可能缺乏进一步上升的动能。不过，若未来数月非农就业数据改善（政府额外失业补助逐渐到期，可能驱使失业人士重返职场），以及美联储官员陆续开始提及缩减 QE，市场对美联储转鹰（例如在 8 月 Jackson Hole 央行年会或 9 月 FOMC 会议讨论缩减 QE）的预期可能进一步升温。届时，10 年期美债收益率可能向上，并带动美元指数上试 92，甚至 93.5 左右的年内高位。

其他方面，由于主导汇市表现的因素，除了货币政策分歧之外，还包括经济分歧，我们将继续密切关注全球各国的疫苗接种速度。细看近期疫苗接种情况，令人惊讶的是加拿大疫苗推广显著加速。至少接种一剂疫苗的人口比率已经超过英国和以色列，并迈向 70% 的关口。这可能支持加元保持其今年在 G7 货币当中表现最佳的地位。若欧洲接种进度加快，支持当地经济复苏，从而带动欧洲央行于第四季转鹰，美元的升势或受阻。

本周市场焦点

由于美联储意外释放鹰派讯号，美国 10 年期实际收益率显著反弹。鉴于近期实际收益率和美元指数呈正相关关系，若实际收益率进一步走强，美元指数或上试 92，甚至年内高位 93.5 左右水平。



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

18 June 2021

现行策略

总结: 我们维持目前的短线和长线策略。其中, 买美元/沽日元和沽欧元/买美元回报理想, 分别达到 1.21%和 1.63%, 主因是本周美联储立场意外转鹰, 令欧美和美日的货币政策分歧扩大。

No.	建议执行日期	建议策略	建议 买入价	建议 目标价	建议 止损价	汇市分析	回报表现 (%)
短线策略							
1	2021年4月 28日	买澳元/沽日 元	84.354	87.576	82.747	日本疲软的经济及宽松的货币政策, 可能令日元反复受压	-1.32
2	2021年4月 30日	买美元/沽日 元	108.87	110.98	107.78	美联储意外转鹰, 同时日本央行维持宽松政策不变。美日货币政策分歧可能继续推低日元	+1.21
长线策略							
1	2021年6月2 日	沽澳元/买纽 元	1.0695	1.0425	1.0828	纽储行与加央行同样加入鹰派的行列; 澳储行相对鸽派的货币政策立场可能令澳元反覆受压	-0.80
2	2021年6月4 日	沽欧元/买美 元	1.2111	1.1805	1.2190	近期欧洲央行官员持续释放鸽派讯号。相反, 美联储意外转鹰。短期内, 欧美货币政策分歧, 可能利淡欧元	1.63

全球外汇周报

18 June 2021

<p>美元</p>	<p>本周美元反复走强，并突破近期 89.5-91 的交易区间。起初，FOMC 会议之前，市场的谨慎情绪及仓位调整，使美元指数上升至 90.5 左右。6 月 15-16 日 FOMC 会议过后，美元指数进一步上涨至 91.8 左右。具体而言，尽管美联储如期维持利率和买债规模不变，同时美联储主席再次淡化通胀持续上行的风险，并表示加息仍然遥远，且没有给出缩减 QE 的具体时间，但美联储转鹰仍令市场感到意外，因此避险情绪升温，同时美债收益率以及实际收益率显著反弹。鹰派讯号主要包括以下几个，第一，最新点阵图（利率预测中位数）显示美联储可能于 2023 年加息两次（3 月会议仍预计 2023 年底前不会加息），同时更多官员预期 2022 年加息（只差两票即会将首次加息的时间提前至明年）。第二，经济数据预测方面，2021 年 PCE 预测值由 2.4% 大幅上调至 3.4%，同时 2022 年和 2023 年 PCE 预测值分别上调 10 个基点。另外，今年 GDP 增长预测由 6.5% 上调至 7%。第三，美联储主席承认官员们讨论了何时开始讨论缩减 QE 的时间。其他方面，为了缓解短端流动性过剩的问题，美联储分别上调 IOER 和隔夜逆回购利率 5 个基点。在美债收益率进一步上涨之前，美元指数亦可能缺乏进一步上升的动能。不过，若未来数月非农就业数据改善，以及美联储官员陆续开始提及缩减 QE，市场对美联储转鹰（例如在 8 月 Jackson Hole 央行年会或 9 月 FOMC 会议讨论缩减 QE）的预期可能进一步升温。届时，10 年期美债收益率可能向上，并带动美元指数上试 92，甚至 93.5 左右的年内高位。</p>
<p>欧元</p>	<p>欧元/美元失守 1.20 关口，主要是因为欧美货币政策出现分歧。欧洲央行方面，尽管本周公布的德国 5 月 CPI 的同比升幅终值上修至 2.5%，但欧洲央行官员依然继续淡化通胀持续上升的风险。具体而言，欧央行行长拉加德周一表示现在讨论何时结束刺激措施为时过早，并重申通胀压力是暂时性的。副行长 Guindos 表示买债计划与疫情发展密切相关，若经济持续复苏，欧洲央行终将逐渐减码宽松，惟当局目前的基本假设依然是通胀率的上升只是短暂的。欧洲央行首席经济学家 Lane 暗示在 9 月之前未必所有数据均出现足以驱使该央行调整宽松政策的改善。上述的鸽派立场与美联储的鹰派立场形成对比，意味着短期内欧美货币政策分歧，可能令欧元兑美元面临重新定价的风险。若美元继续温和上升，不排除欧元/美元反覆走弱的可能，关键支持位为 1.1830。不过，若欧洲快速的疫苗接种支持经济进一步复苏，欧央行或于第四季减慢 PEPP 买债速度，从而支持欧元止跌回升。</p>
<p>英镑</p>	<p>英镑随着大势对美元下滑，并跌穿 1.40 的关键水平。除了美元因素之外，几项因素亦利淡英镑。第一，鉴于疫情出现反弹的迹象，英国首相约翰逊宣布将原定于 6 月 21 日的全面解封计划推迟四周至 7 月 19 日。这削弱了市场对英国经济前景改善的信心。第二，就北爱尔兰方面的争端，英国威胁称除非欧盟让步，否则将中止脱欧协议。上述利淡因素可能使英镑承压。不过，英国央行偏鹰派的立场（该央行首席经济学家 Haldane 表示目前英国经济已接近疫情前水平），可能限制英镑的跌幅。本周公布的英国 2-4 月失业率下跌至 4.7%，同期就业职位增加 11.3 万个。此外，5 月 CPI 同比上升 2.1%，超乎预期，且自 2019 年 7 月以来首次超过英国央行 2% 的通胀目标。通胀与就业数据造好，可能为英国央行转鹰提供依据。接下来，关注英镑/美元可否守住 1.39 水平。</p>
<p>日元</p>	<p>本周美联储意外转鹰，美元和美债收益率携手上涨，推动美元兑日元延续升势，并一度逼近 110.80 水平。不过，周四 10 年期美债收益率回落至 1.55% 下方，助日元逆市对美元走强。经济数据方面，日本 5 月进口和出口持续大幅上涨。另外，日本 5 月核心 CPI 同比上升 0.1%，稍高于市场预期，且自去年 3 月以来首次上升。随着日本首相宣布将于 6 月 20 日结束东京都的疫情紧急状态，当地经济可能逐渐改善。然而，偏低的疫苗接种率，意味着日本经济前景仍难言乐观。这加上通胀远离央行目标，意味着日本央行可能维持超宽松货币政策。总而言之，美日经济和货币政策分歧，可能令日元持续承压。短期内，关注美元/日元会否上试 111 的高位。</p>
<p>加元</p>	<p>避险情绪升温及美元走强，令加元和油价同时受压。不过，加元持续下跌的空间或不大。首先，尽管加央行行长淡化通胀风险，同时表示将更聚焦就业情况，但鉴于加拿大超前的疫苗接种进度，加拿大央行可能维持对经济前景的乐观展望，并保持鹰派立场。其次，油价可能反复上升。具体而言，G7 国家放弃了 2030 年之前实现</p>

全球外汇周报

18 June 2021

	<p>大部分新销售汽车为新能源汽车目标的计划，市场对原油需求长期转弱的担忧降温。此外，IEA 预期全球原油需求将在 2022 年底回到疫情前水平。再者，API 报告显示美国上周原油库存下降 850 万桶，超乎预期。总括而言，随着欧洲、美国和中国原油需求持续增长，在伊朗恢复原油出口无期，以及 OPEC+ 继续缓慢地增产的情况下，需求可能逐渐超过供应，从而支持油价进一步上升。若美元进一步走强，需留意兑加元会否在 1.2400 遇阻。</p>
<p>澳元</p>	<p>本周美联储意外转鹰，令美元显著上升，同时推升避险情绪及推低大宗商品价格，从而导致澳元受压，兑美元跌穿 0.76。另外，周二公布的澳联储会议纪要（官员们认为现在考虑结束 QE 仍为时过早）及周四澳联储 Lowe 的言论（在澳洲经济完全复苏前，仍需要维持宽松货币政策一段时间），反映当局保持鸽派立场。这进一步利淡澳元。不过，Lowe 表示买债速度将取决经济复苏进度，同时会议纪要显示实现充分就业是首要目标。鉴于 5 月就业数据表现良好（失业率下跌至 5.1%，且就业人数大幅增长 11.52 万人，远超预期），澳联储可能于 7 月调整 QE 或收益率曲线控制措施。短期内，关注澳元/美元会否在 0.7550 找到支持。</p>
<p>纽元</p>	<p>纽元/美元跌穿 0.7100 的水平，主因是避险情绪升温、大宗商品市场重挫，以及美元走强。不过，纽西兰经济数据逐步向好（纽西兰首季 GDP 按年扩张 2.4%，远超预期，同时纽西兰 5 月实际楼价创逾 28 年来最大同比升幅 31%），可能为纽联储鹰派立场提供依据。目前市场预期该央行可能在 2022 年底之前加息接近 50 个基点。由于美国和纽西兰货币政策分歧不大，纽元跌幅可能因此受限。关注纽元/美元能否守住 0.70/0.6950 水平。</p>
<p>人民币</p>	<p>随着美元全面上升，人民币对美元跌穿 6.45 的水平。本周，中国央行等额续作 MLF，由于 6 月超额储备有所减少，央行进行的 MLF 操作规模不如预期。由此可见，央行可能继续在支持经济复苏以及防范金融风险之间寻找平衡点。经济方面，5 月零售销售和工业生产，以及 1-5 月固定资产投资表现均不如预期，但参考两年平均增长率可见，零售销售、餐饮收入、基建投资及制造业投资情况皆较 4 月改善，其中制造业投资更创疫情爆发以来两年平均升幅。另外，5 月失业率下降至 5%，优于预期。再者，端午节期间全国出游人次恢复至疫情爆发前水平的 98.7%。总括而言，在中国疫苗接种进度较快的情况下，中国经济可能继续稳步复苏。这加上中美在经济和贸易方面的关系有望改善，意味着人民币表现可能优于一篮子货币。</p>
<p>港币</p>	<p>随着美元全面反弹，美元/港元重返 7.76 上方。另外，港元拆息以及美元/港元远期点子继续窄幅波动。由此可见，港元需求并非十分强劲。IPO 市场方面，继时代天使之后，多个公司陆续在港启动招股活动，惟拟集融资的规模较小。深港通沪港通方面，香港到内地的资金流向不断在净流入和净流出之间切换，且规模偏小。尽管如此，随着时间不断靠近月底（将有较大规模的派息及半年结效应），港元需求可能稍微转强，从而为短端港元利率带来一些上行压力，同时降低港汇的下行风险。展望未来，由于美联储可能等到 2023 年才开始加息，短端港美利率可能继续在低位徘徊，例如一个月港元拆息可能暂时在 0.2% 下方波动。在港美息差扩大之前，港汇可能维持在 7.7550-7.7900 区间内。</p>

全球外汇周报

18 June 2021

图 1: 美元指数-日线图: 美元指数大幅攀升, 并相继突破 50 天移动平均线 (红) 90.64、100 天移动平均线 (黑) 91.086, 以及 200 天移动平均线 (绿) 91.53。随着美债收益率和实际收益率显著上升, 加上多方力量增强, 美元指数可能呈现反覆向上的格局。



图 2: 欧元/美元-日线图: 欧元/美元跌穿 200 天移动平均线 (绿) 1.1998 关口之后, 持续下行。由于空方力量激增, 欧美货币政策分歧可能令欧元/美元在短期内反覆走弱。



图 3: 英镑/美元指数-日线图: 英镑/美元跌穿 50 天移动平均线 (红) 1.4024 水平, 同时亦失守 100 天移动平均线 (黑) 1.3939 水平。短期内, 美元坚挺以及空方力量增强, 可能利淡英镑。若美元进一步攀升, 该货币对子的下一个支持位将为 1.3800。



图 4: 美元/日元-日线图: 美元指数、美债收益率以及实际收益率上升, 为日元带来下行压力。美元/日元一度逼近 110.80。不过, 随着美债收益率由高位回落, 美元/日元回落至 110.5 下方。短期内, 由于基准线、转换线以及先行带均呈现上升的趋势, 我们不排除美元/日元上试高位 111 的可能。



全球外汇周报

18 June 2021

图 5: 美元/加元-日线图: 美元走高, 令加元由高位回落。鉴于美元/加元相继突破 1.2130/40 关键阻力位和 50 天移动平均线 (红) 1.2237 水平。短期内, 加拿大稳健的经济基本面及乐观的油市前景, 可能帮助限制加元的跌幅。关注美元/加元会否突破下行轨道的上限 1.2353。



图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元/美元在 0.77-0.78 区间内横行了一段时间后, 本周跌穿了 0.77 的关口。不过, 澳洲 5 月亮丽的就业数据可能支持澳储行于 7 月会议调整收益率曲线控制措施。短期内, 澳元/美元可能在 200 天移动平均线 (绿) 0.7555 左右有较大的支持。



图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元兑美元扩大跌幅, 并跌穿 200 天移动平均线 (绿) 0.7043 的强劲支持位。若美元进一步上涨, 纽元兑美元可能下试 0.6900。



全球外汇周报

18 June 2021

图 1: 美债收益率带动其他国家国债收益率全面回升

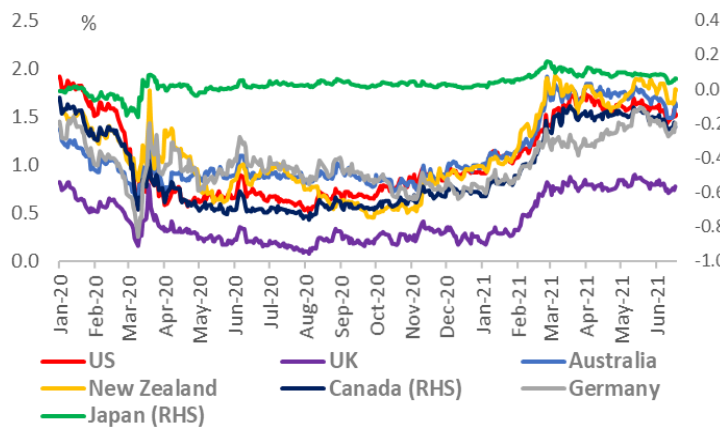


图 2: 全球负利率债券存量反弹



图 3: 三大央行资产负债表继续扩大

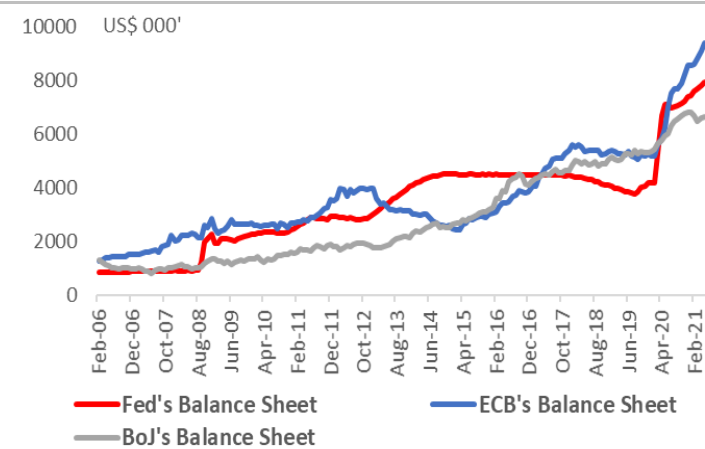


图 4: 主要经济体制造业 PMI 保持扩张

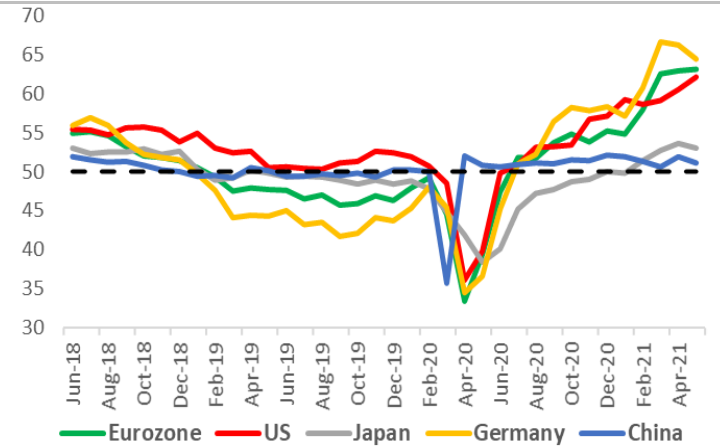


图 5: 大宗商品指数由高位回落

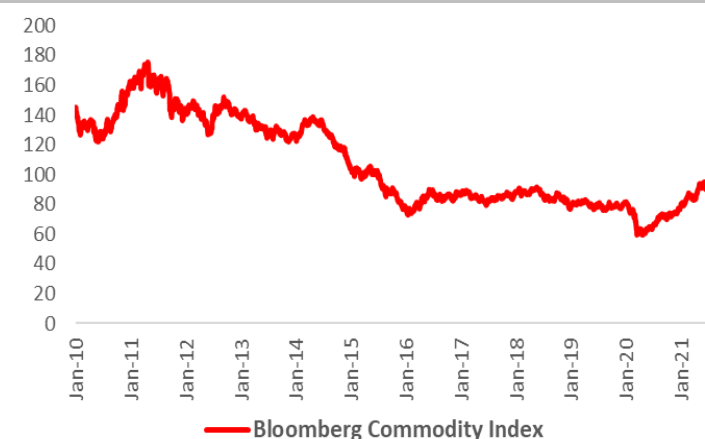
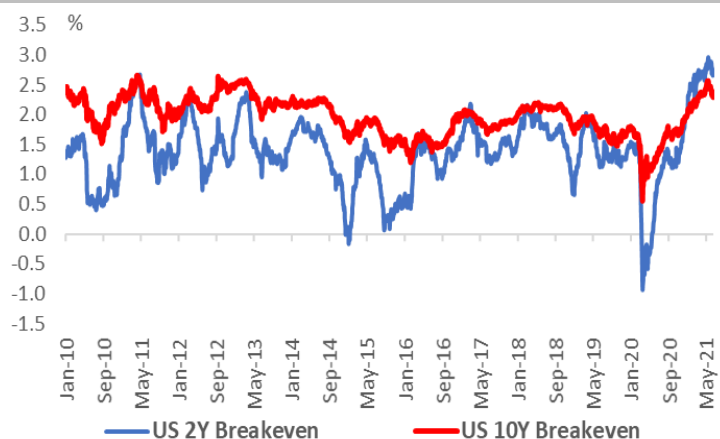


图 6: 美国长期通胀预期由高位回落



数据来源: 彭博, 华侨银行

全球外汇周报

18 June 2021

图 7: 美国核心 CPI 飙升, 截尾均值 CPI 升幅温和

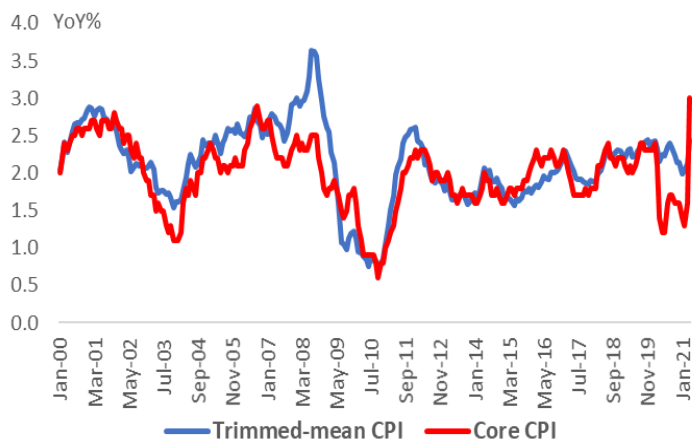


图 8: 美国工资增速依然较为温和



图 9: 美国密歇根大学消费者中长期通胀预期回落

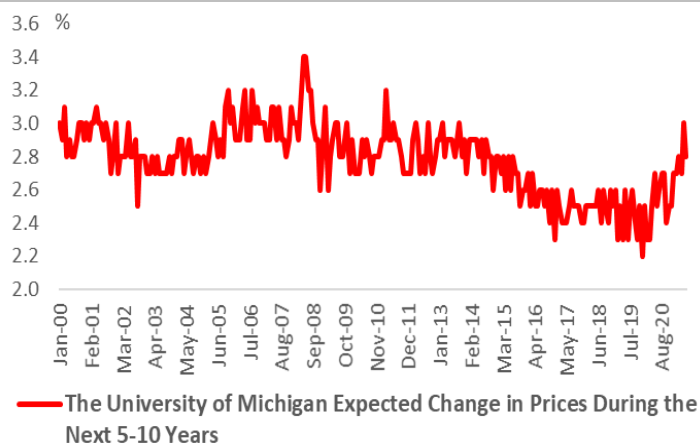


图 10: 美联储关注的通胀预期指标有所上升



图 11: 铜/金比率和美债收益率回落



图 12: 美国长短国债息差窄幅波动



数据来源: 彭博, 华侨银行

全球外汇周报

18 June 2021

图 13: 德美 10 年期实际收益率差距一度扩大

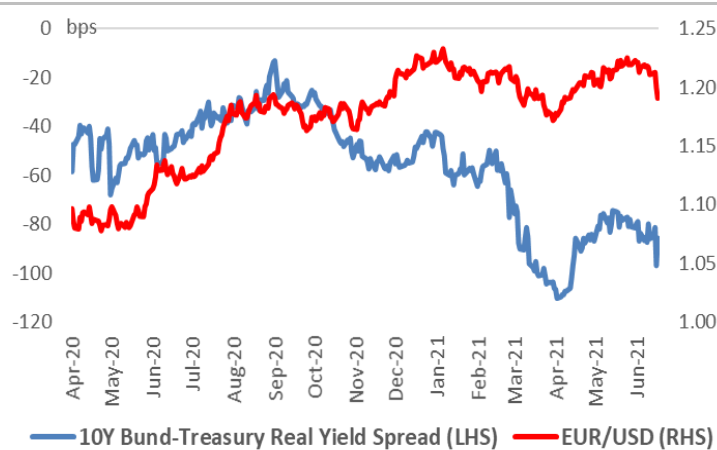


图 14: 美日 10 年期实际收益率差距显著收窄

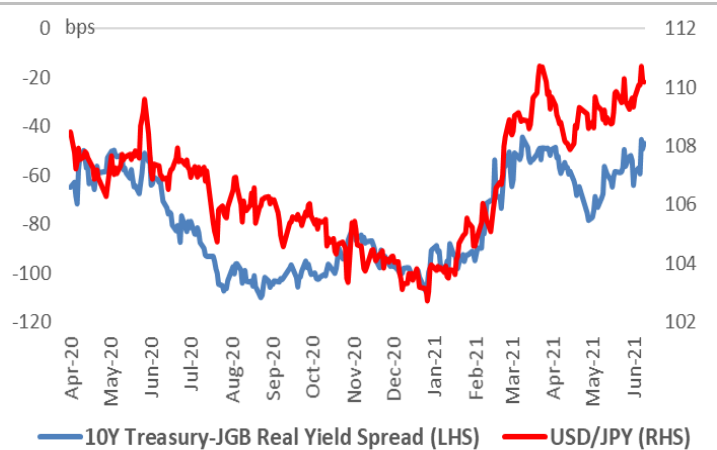


图 15: 美国实际收益率一度上涨

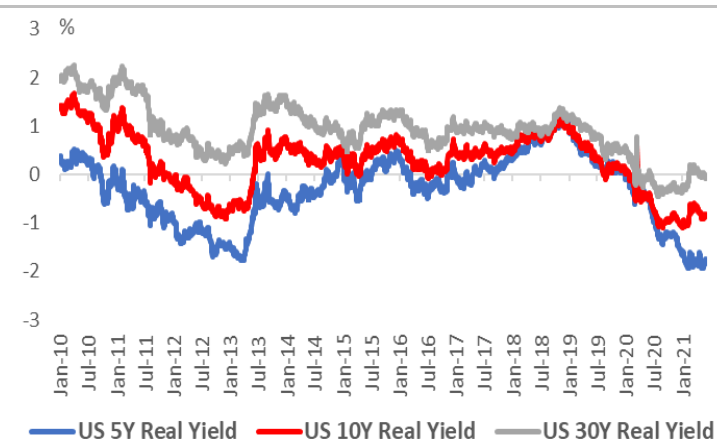
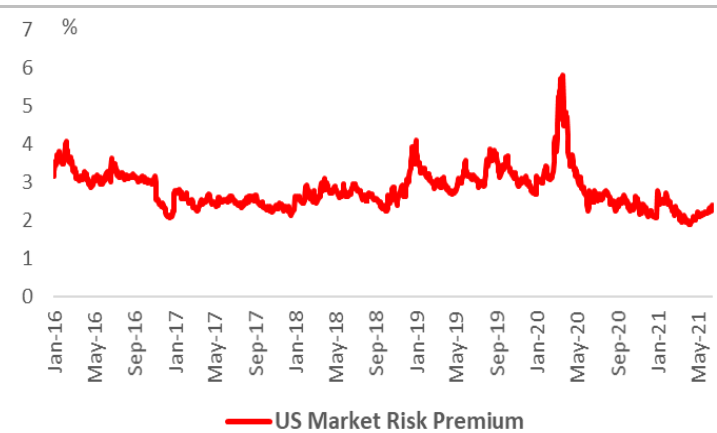


图 16: 美国股市风险溢价小幅上行



数据来源: 彭博, 华侨银行

Treasury Research & Strategy

Macro Research

Selena Ling

Head of Strategy &
Research
LingSSSelena@ocbc.com

Tommy Xie Dongming

Head of Greater China
Research
XieD@ocbc.com

Wellian Wiranto

Malaysia & Indonesia
WellianWiranto@ocbc.com

Howie Lee

Thailand, Korea &
Commodities
HowieLee@ocbc.com

Carie Li

Hong Kong & Macau
carierli@ocbcwh.com

Herbert Wong

Hong Kong & Macau
herberthwong@ocbcwh.com

FX/Rates Strategy

Frances Cheung

Rates Strategist
FrancesCheung@ocbc.com

Terence Wu

FX Strategist
TerenceWu@ocbc.com

Credit Research

Andrew Wong

Credit Research Analyst
WongVKAM@ocbc.com

Ezien Hoo

Credit Research Analyst
EzienHoo@ocbc.com

Wong Hong Wei

Credit Research Analyst
WongHongWei@ocbc.com

Seow Zhi Qi

Credit Research Analyst
ZhiQiSeow@ocbc.com

全球外汇周报

18 June 2021

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, "Relevant Materials") to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a "Relevant Entity") in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) ("MiFID") and the EU's Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) ("MiFIR") (together referred to as "MiFID II"), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告中包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您的个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。

Co.Reg.no.:193200032W