

谢栋铭

Xied@ocbc.com

吴端正

terencewu@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

王灏庭

Herberthtwong@ocbcwh.com

本周随笔：温故知新系列 1：人民币一季度表现回顾

本周全球市场的焦点又是中国。无论是弱于预期的经济数据还是强监管下澳门娱乐行业的地震以及恒大信用风险引发的连锁反应都是投资者关心的焦点，不过无论外部环境如何恶化，人民币资产中有一个资产却巍然不动，那就是人民币本身。现阶段的人民币有点东方不败的感觉。笔者也想借这个机会重新梳理一下今年人民币的走势。

笔者觉得要理清今年人民币的走势，先要理解一季度人民币波动背后的原因。而一季度驱动人民币的因素也基本为今年人民币的走势定了基调。不过在复盘一季度人民币的波动之前，先简单回顾一下为什么今年年初市场普遍对人民币走势较为乐观，甚至有投资者拍出了人民币对美元破 6 的预期。笔者认为开年这种乐观情绪更多是基于 2020 年下半年支持人民币升值的三大因素的简单线性外推得出。这三大因素包括，第一，2020 年下半年中国率先从疫情走出，无论从经济增长角度还是货币政策角度都与当时主要经济体拉开了差距。这种政策和经济差成为带动人民币升值的主要因素之一。第二，美元指数持续回调以及第三中美利差扩大。

1 月：疫苗，经济乐观预期以及美国例外主义

不过进入 2021 年，这些因素都出现了动态变化。进入 1 月随着发达国家陆续开始疫苗接种，市场对美国经济复苏以及美国在下半年实现群体免疫的乐观预期带动全球风险资产走高，并同时支持美元的反弹。虽然，中国股市上抱团狂欢延续，但是人民币对美元在美元指数反弹中无法进一步走强。

另外，1 月还有一个因素也支持了美元指数的筑底反弹。。笔者一直认为美国例外主义是美元霸权的一个重要精神基础。所谓的美国例外论最早可以追溯到 19 世纪 30 年代。其核心概念认为美国是以自由、个人主义和自由资本主义等思想建国的国家，是世界上独一无二的。作为移民大熔炉的美国不是通过种族来界定国民的身份，更多依赖自由主义的生活方式。而二战以后例外论也越来越有市场。这种例外论所产生的优越主义也导致了美国在国际政治上干预主义倾向。对于金融市场来说，美国例外论使得美元资产特立独行，这也是美国在各种逆差下，主流思想还是愿意追求强势美元的理论基础。但是特朗普上台后美国政治的分裂以及近期新冠疫情糟糕的结果也使很多人开始质疑美国例外论。不过转折点出现在 1 月初的国会山事件，特朗普支持者冲击国会表面上看起来是美国衰弱的迹象。但是仔细想一下的话，世界上有哪个国家在本国议会被暴力冲击之后，股票还能大涨的？估计除了美国可能找不出第二家了。这也为美国例外论的信徒提供了新的素材。此外，美国财长耶伦在任命听证会上抛弃特朗普的弱势美元倾向也配合美国例外主义帮助美元指数筑底反弹。

2-3 月：疫苗有效，风险情绪，通胀预期和中美利差收窄

2 月作为全球疫苗推广领头羊的以色列传来好消息。以色列对超过 10 万+人群的研究显示辉瑞的疫苗保护率达到了 92%，这基本与第三阶段实验时候公布的 95% 非常接近。而全球范围内大规模接种后副作用比例非常低，甚至低于流感疫苗的注射。这些积极因素提高了全社会接种疫苗的意愿。带动了市场风险情绪进一步走高。

不过，随着市场对经济重新开放的乐观情绪不断升温，伴随而来的是对通胀的担忧，并带动美债名义和实际利率的快速上升。

从美元指数表现来看，由于风险情绪与有避险功能的美元往往呈现负相关，2 月虽然美债收益率快速上升，但是由于市场风险情绪上升，美元指数在 2 月出现了回调。不过，随着市场开始担心美联储退出宽松政策，导致避险情绪重新上升，美元指数在 3 月走高。此外，各国央行对国债收益率快速上升的应对不同，也为美元来了支持。澳洲央行和欧洲央行采取了直接干预的措施。相对来说，美联储则顺其自然。由于美联储更关心金融条件。2 月以来美国国债收益率快速上升并未收紧美国的金融条件。美联储对国债收益上升较高的容忍度支持了美元指数 3 月的反弹。

随着美国收益率大幅上升，中美 10 年期国债利差从 2 月中 212 个基点的高点快速收窄至 3 月底的 144 个基点。波动接近 70 个基点。虽然 144 个基点依然高于 09 年以来平均 117 个基点的均值。但是由于汇率是相对概念，而非绝对概念。中美利差在一个半月快速收窄成为带动人民币对美元贬值的主要因素。

此外，随着美债收益率快速上升，3 月外资持有中国债券也出现 2020 年 3 月以来的首次外流。3 月涵盖中债登和上清所的外资持有中国债券总额由 2 月的 3.567 万亿元回落至 3.558 万亿元。

总体来看，一季度在疫苗，美国经济复苏预期，中美利差收窄等多重因素叠加下，人民币非但没有如市场开年预期地对美元延续升幅，美元/人民币则反弹至 6.55 上方。

未完待续。。。

全球外汇周报

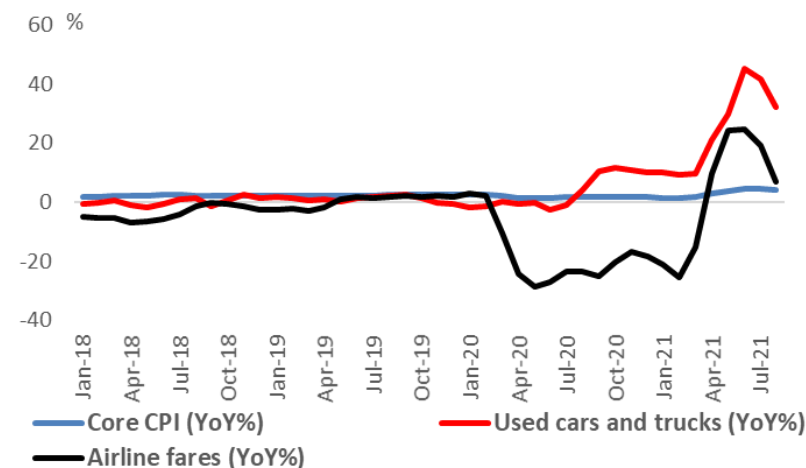
17 September 2021

外汇市场 本周回顾

上周多家央行召开会议之后，市场将焦点转回美联储。在下周 FOMC 会议之前，美联储官员进入噤声期。因此，本周市场聚焦美国经济数据。**美国 8 月 CPI 和核心 CPI 增速进一步放缓，一度令美元和美债收益率承压。**细看通胀数据，其中跌幅最大的包括二手车和卡车价格（按月下跌 1.4%），以及机票价格（按月急跌 12.6%）。换言之，随着基数效应及封锁措施解除后报复性消费逐渐减退，部分价格的强劲升势未能持续。这确实为美联储关于通胀率不会持续上升的观点提供理据。**然而，即使通胀率可能已见顶，短期内亦未必急速回落。**首先，供应链瓶颈及运费飙升的问题，或难在短时间内解决。其次，CPI 当中的三座大山，包括房租、医疗保健和教育价格（占美国核心 CPI 比重约 50%）分别按月上升 0.1%、0.3% 和 0.5%。纽约联储 8 月调查报告显示消费者的三年期通胀预期上升至有纪录以来最高的 4%，同时消费者上调对医疗价格和租金价格预期。第三，美国 8 月零售销售意外转升，反映消费仍然强劲。事实上，部分美联储官员亦多次表示担忧通胀率持续高企的时间可能比预期更长。**由于市场对下周美联储释放鹰派讯号的预期升温，美元指数上升至三周新高的 92.9，同时 10 年期美债收益率上升至 1.34%。**不过，鉴于多项通胀预期指标尚未大幅偏离美联储 2% 的目标水平，且就业市场的改善可能减轻工资通胀压力，我们认为美联储因通胀问题而急速收紧货币政策的机会不大。相比之下，美联储将继续密切关注就业数据。**若 9、10 月非农就业数据表现强劲，美联储较大机会于年底开始缩减 QE（下周 FOMC 或带来一些线索）。在通胀率可能已经见顶，同时美联储可能逐渐减码宽松的情况下，美国 10 年期实际收益率可能由 -1% 下方水平反弹，从而支持美元指数进一步上升。年底之前，我们不排除美元指数突破 93/93.5 阻力位，同时上试 94 的可能。至于其他货币的后市表现，主要取决于当地央行的货币政策方向。**一方面，英国 5-7 月就业数据表现强劲，以及 8 月 CPI 和核心 CPI 升幅远超预期，令市场对该国央行明年加息两次的预期升温。同时，纽西兰第二季 GDP 增长超乎预期，则推升市场对纽联储 10 月会议加息 50 点子的预期。若这两家央行持续倾向鹰派立场，当地货币将受惠。另一方面，本周澳联储行长重申鸽派言论，包括 2024 年之前不会加息。另外，虽然日本考虑逐渐解除封锁措施，但日本低迷的通胀或令日本央行在长时间内保持宽松政策不变。再者，本周再有欧洲央行官员淡化通胀率持续上升的风险，整体立场保持鸽派。最后，尽管加拿大 8 月就业数据表现理想，但加拿大央行的审慎取态意味着短时间内加息机会不大。

本周市场焦点

美国 8 月 CPI 增速回落，主要是因为二手车和卡车价格，以及机票价格大幅下跌。不过，房租、医疗保健和教育价格（占核心 CPI 比重约 50%）上升，同时供应链瓶颈问题犹存及运费飙升，意味着通胀率短期内大幅下降的机会不大



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

17 September 2021

现行策略

总结：9月15日，我们新增一个“沽澳元/买美元”的短线策略。具体而言，随着全球增长放缓引发市场避险情绪，结合澳联储坚定的鸽派立场，可能令澳元反复承压。由于目前全球经济前景和美联储减码宽松的路径图尚未明朗，汇市可能暂时维持窄幅波动的走势。因此，我们保持现有的两个“长美元”策略。三个策略暂时均录得可观回报。

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8月 12日	沽英镑/买美元	1.3862	1.3574	1.4014	由于英国央行在减码宽松方面并没有明显领先其他主要央行；同时，第三季经济复苏可能开始放缓，英镑将面临压力	+0.53
2	2021年9月 15日	沽澳元/买美元	0.7329	0.7111	0.7440	随着全球增长放缓引发市场避险情绪，结合澳联储坚定的鸽派立场，可能令澳元反复承压	+0.54
长线策略							
1	2021年7月 28日	沽澳元/买美元	0.7366	0.7049	0.7524	澳联储依然是最鸽派的主要央行之一，且澳元较容易受中国相关风险的打击	+1.07

全球外汇周报

17 September 2021

美元	回顾本周，美元指数大幅波动，目前上升至三周新高的 92.9。具体而言，美国 8 月 CPI 和核心 CPI 的同比升幅进一步收窄，印证了美联储关于通胀率上升不可持续的观点，并增添美联储缩减 QE 的灵活性。因此，美元指数和美债收益率一度受压。不过，美国 8 月 CPI 增速回落，主要是因为二手车和卡车价格，以及机票价格大幅下跌。实际上，房租、医疗保健和教育价格（占核心 CPI 比重约 50%）上升，同时供应链瓶颈及运费飙升，意味着通胀率大幅下降的机会不大。另外，美国 8 月零售销售意外回升，反映需求依然强劲。因此，下周 FOMC 会议上美联储释放鹰派讯号的风险升温，支持美元和美债收益率反弹。然而，鉴于多项通胀预期指标尚未大幅偏离美联储 2% 的目标水平，且就业市场的改善可能减轻工资通胀压力，我们认为美联储因通胀问题而急速收紧货币政策的机会不大。相比之下，美联储将继续密切关注就业数据。若 9、10 月非农就业数据表现强劲，美联储较大机会于年底开始缩减 QE（密切关注下周 FOMC）。在通胀率可能已经见顶，同时美联储可能逐渐减码宽松的情况下，美国 10 年期实际收益率可能由 -1% 下方水平反弹，从而支持美元指数进一步上升。年底之前，我们不排除美元指数突破 93/93.5 阻力位，同时上试 94 的可能。至于目前，在美国经济前景和美联储减码宽松时间表尚未清晰的情况下，美元指数或继续于 92-93/93.5 的区间内波动。
欧元	欧元/美元大幅波动，暂时失守 1.18 的水平。美国通胀率从高位回落的迹象，一度推低美元，并支持欧元反弹。不过，避险情绪支持美元重拾涨幅，并推低欧元。另外，美联储仍大机会在年内缩减 QE。相反，多位欧洲央行官员发表偏鸽派的言论。具体而言，官员 Schnabel 表示该央行暂时尚未看到 CPI 急速上升的风险。欧央行首席经济学家 Lane 表示，投资者不应该单纯以资产购买规模来判断货币政策立场，并强调欧洲央行有一个连贯的政策立场。而官员 Rehn 则指出欧元区增长强劲，但仍需要政策支持，并表示暂时看不到加息的必要。由此可见，该央行并不急于收紧货币政策。短期内，央行因素料使欧元反复受压，兑美元下一个支持位为 1.17。
英镑	在美元全面走强的情况下，英镑兑美元失守 1.38 的水平，惟本周表现仍优于欧元，主因是市场对英国央行明年加息两次的预期升温。第一，英国 5-7 月失业率降至 4.6%，符合市场预期，薪资增幅亦保持较高水平。同时，英国财政部长 Rishi Sunak 表示政府就业补贴计划正在奏效，失业率连续 7 个月下降，就业人数同样恢复至疫情前的水准。第二，英国 8 月 CPI 按年上升 3.2%，而核心 CPI 的按年升幅则由 1.8% 扩大至 3.1%，创 24 年新高，且超乎预期。由于本月保留职位计划将完结，英国央行可能继续关注未来数月的就业数据，以决定是否应该进一步收紧货币政策。下周英国央行会议值得留意。若该央行释放偏鹰派立场，英镑/美元或有望收复 1.38 的关口。
日元	美元/日元一度下跌至 109.11（8 月初以来的低位），随后大幅反弹至 109.5 上方。起初，市场对经济前景不明朗及主要央行收紧货币政策的担忧，再加上朝鲜半岛地缘政治风险，支持日元上涨。随后，由于美国 8 月零售数据表现强劲，以及市场预期下周 FOMC 会议可能带来关于缩减 QE 的线索，美元和美债收益率反弹，导致日元显著回落。此外，日本经济数据表现欠佳，亦利淡日元。首先，日本 7 月工业生产按月下跌 1.5%，7 月产能利用率按月下跌 3.4%，意味着在日本经济持续封锁的情况下，工业活动受挫。其次，受海外疫情反扑及供应链问题的拖累，日本 8 月出口增速连续第三个月放缓。第三，日本政府四个月以来首次下调经济预测。总括而言，鉴于美联储和日本央行之间的货币政策分歧，以及日本疲软的经济，日元中期走弱或仍然是大势所趋。
加元	油价近日升势强劲，支持加元表现优于其他 G7 货币。具体而言，两项因素支持美油突破 72 美元/桶的水平，创 7 月底以来新高。一方面，原油供应增长缓慢。继飓风艾达过后，热带风暴尼古拉斯又再干扰美国墨西哥湾原油生产。另一方面，原油需求强劲。OPEC 月度原油市场报告和国际能源署皆上调原油需求预测。而 EIA 和 API 报告亦显示美国上周原油和汽油库存有所下降。不过，经济数据方面，加拿大 8 月失业率由 7.2% 回落至 7.1%。

全球外汇周报

17 September 2021

	但劳动力参与率有所下降，反映整体就业状况并非十分强劲。这可能令加拿大央行保持审慎。另外，投资者将重点关注加拿大 9 月 20 日大选。短期内，政治不确定性和加央行偏审慎的立场可能限制加元升幅。
澳元	澳元反复受压，并跌穿 0.73 的支持位，因澳洲与美国之间的货币政策分歧可能逐渐扩大。具体而言，澳储行行长 Lowe 表示“难以理解为何市场预期澳储行将会在明年或 2023 年初加息”。8 月就业数据表现欠佳（虽然失业率意外下跌至 4.5%，但就业人口净减少 14.63 万人，远逊于预期，同时劳动力参与率亦跌超预期），亦为澳储行保持鸽派提供依据。此外，消息指中国钢铁产量出现下降，意味着节能减排政策可能持续削弱中国的铁矿石需求。因此，铁矿石和澳元面临下行压力。不过，从积极的一面来看，新南威尔斯州政府预计将在 10 月初至 10 月中期间显著放宽封锁限制措施，并估计届时将有 70% 的成年人完成了疫苗接种。另外，澳洲 9 月 Westpac 消费者信心指数按月转升 2%，暗示经济可能随着封锁措施的人解除而逐渐改善。短期内，我们预期澳元兑美元将于 0.7200 有较有力的支持。
纽元	尽管美元走强且避险情绪升温，惟纽元兑美元仍在 100 天移动平均线 (0.7075) 附近好淡争持，且表现远优于澳元。这背后的原因主要是市场对纽储行 10 月加息 50 点子的预期升温。OIS 隐含的 10 月纽储行加息 50 点子的概率接近 40%。具体而言，纽西兰 9 月 ANZ 商业信心指数有所回升。此外，纽西兰第二季 GDP 按季和按年扩张 2.8% 和 17.4%，优于预期。上述强劲的数据可能支持纽储行如期在年内加息。展望下周，由于纽储行将会在 10 月才召开会议，纽元短线走势可能取决于外部因素。下周 FOMC 会议结果可能影响美元走势及市场情绪，从而影响纽元表现。不过，在纽储行年内加息预期高企的情况下，纽元短线跌幅料有限。
人民币	回顾本周，人民币表现偏强（对美元一度迈向 6.42 的水平，对一篮子货币则突破 98.8 的水平），主因是市场对中国央行在短期内采取宽松货币措施的预期降温，以及临近季末资金需求上升，导致境内外人民币流动性偏紧。不过，几项因素可能限制人民币升幅。第一，鉴于资金面紧张，中小企业受压，信贷增速放缓，以及 8 月零售销售数据远逊于预期，中国央行于周三等量续作到期的 6000 亿元 MLF 后，于周五通过 7 天期和 14 天期逆回购净投放 900 亿人民币。短期内，央行甚至可能进一步降准。换言之，人民币利率可能不会继续大幅上升。第二，美元可能保持坚挺。总括而言，人民币对美元可能暂时在 6.42/6.40 水平遇阻。
港元	本周恒大相关的利淡消息、中国相关的监管风波（澳门续期赌牌的同时可能加强该行业的监管），再加上全球避险情绪高涨，导致港股重挫，从而为港汇造成下行压力。这加上美元全面走强，支持美元/港元突破 7.7800 的水平。不过，在港美息差较小（套息诱因不大）、新股集资活动转趋活跃，以及季结临近的情况下，港汇的下行空间或有限。短期内，我们预期美元/港元将主要在 7.77-7.79 区间内波动。港息方面，尽管金管局已增发 100 亿港元外汇基金票据，但银行体系总结余仍处于较高水平。因此，港元拆息变动不大。这加强了我们早前关于金管局举措可能限制港元拆息跌幅，但对港元拆息带来的上升压力有限的观点。

全球外汇周报

17 September 2021

图 1：美元指数-日线图：美元指数重现升势。一方面，美国 8 月零售数据表现强劲，推升市场对下周（9 月 22 日）FOMC 会议美联储释放鹰派讯号的预期。另一方面，全球经济增长出现放缓，增添市场不确定性。短期内，美元指数料在 92-93.5 的区间波动。



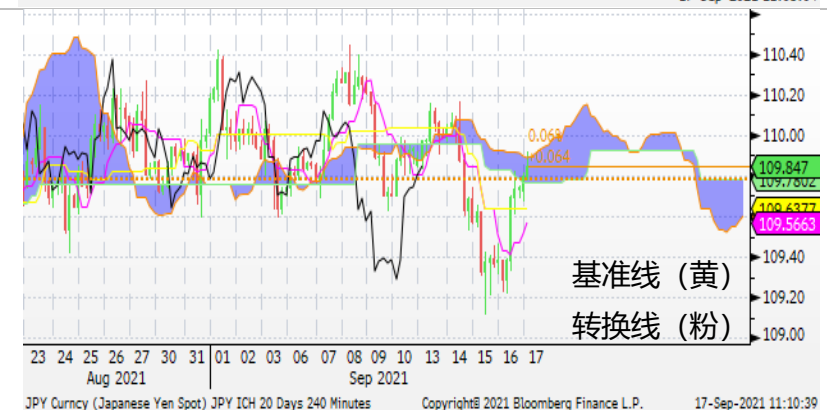
图 2：欧元/美元-日线图：欧洲央行否认关于该央行可能早于预期加息的报道，加上美国零售数据表现强劲，令欧元/美元跌穿 1.18 的支持位，暂时在 1.1750 找到支持。下周 FOMC 会议可能为欧元后市表现带来更多指引。



图 3：英镑/美元指数-日线图：英镑兑美元在 1.38 附近徘徊。不过，过去两周市场对英国央行明年加息的预期逐渐升温。因此，下周英国央行会议值得关注。在英国央行下周会议带来更清晰的加息线索，英镑/美元或继续横行波动。



图 4：美元/日元-日线图：日元先升后跌，目前美元/日元回升至 109.5 上方，主因是长期美债收益率上升。短期内，该货币对子可能在 109.5-110.5 区间内波动。除非避险情绪显著升温，否则日元料难重现显著升幅。



全球外汇周报

17 September 2021

图 5：美元/加元-日线图：近期油价大幅上升，但未能抵消强美元带来的压力。因此，美元兑加元迈向 1.27。鉴于能量柱位于零轴附近，预料加元可能维持好淡争持的走势。短期内，美元兑加元料在 1.26-1.28 区间波动。



图 6：澳元/美元-日线图：随着能量柱开始转向空方，以及澳元/美元跌穿0.7300关口。澳元或继续承压，不排除该货币对进一步下试 0.7220/30 的可能。



图 7：纽元/美元-日线图：纽元再次回落。空方能量增强，暗示强美元可能暂时为纽元带来下行压力。不过，市场对纽联储 10 月加息 50 点子的预期，仍可能帮助限制纽元的跌幅。关注纽元/美元能否收复 100 天移动平均线 (0.7075) 的关口。



全球外汇周报

17 September 2021

图 1：主要国家国债收益率反弹

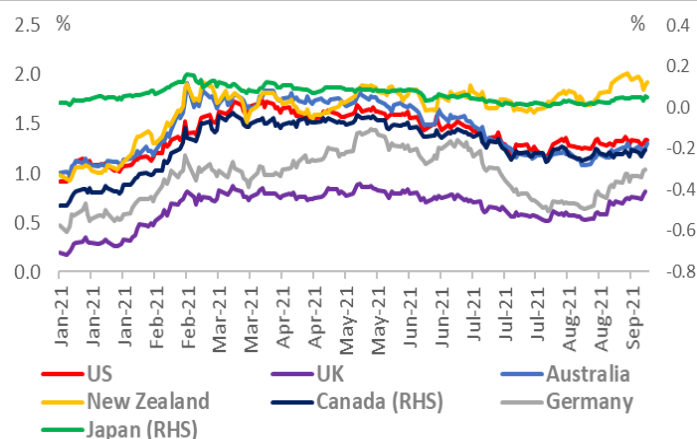


图 2：全球负利率债券存量回落



图 3：三大央行资产负债表继续保持扩张

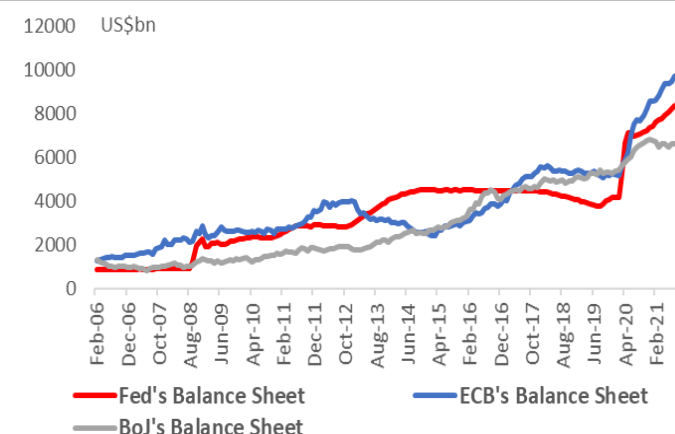


图 4：大多数经济体制造业 PMI 增长放缓

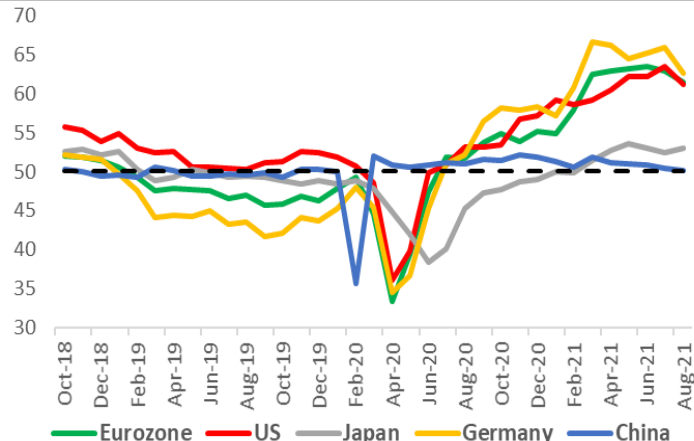
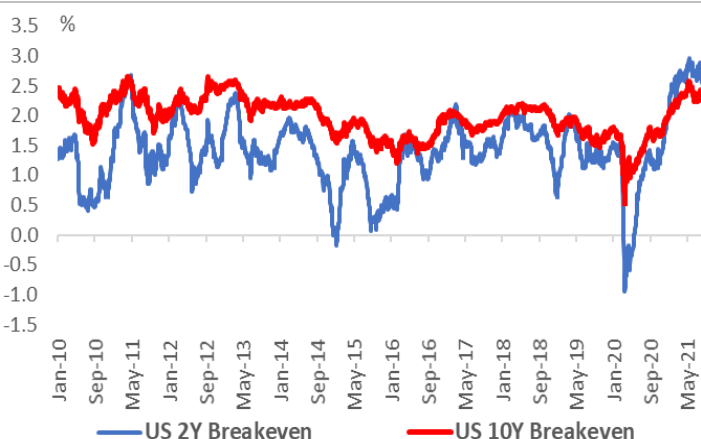


图 5：大宗商品指数高位整固



图 6：美国短期和长期通胀预期区间波动



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

17 September 2021

图 7：美国核心 CPI 按月增速放缓

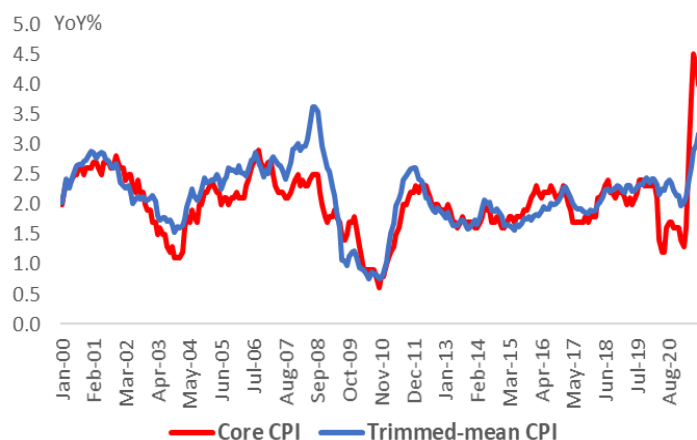


图 8：美国工资增速依然较为温和

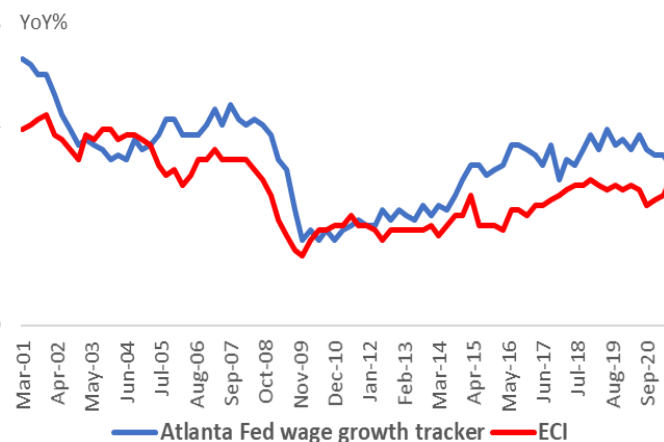


图 9：美国密歇根大学消费者中长期通胀预期回升

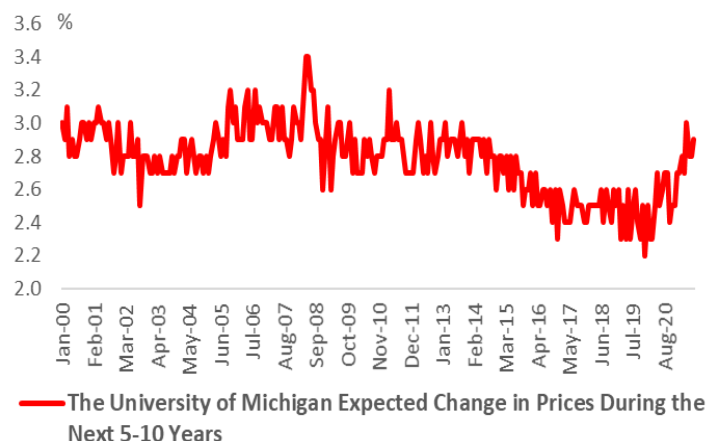


图 10：美联储关注的通胀预期指标有所上升

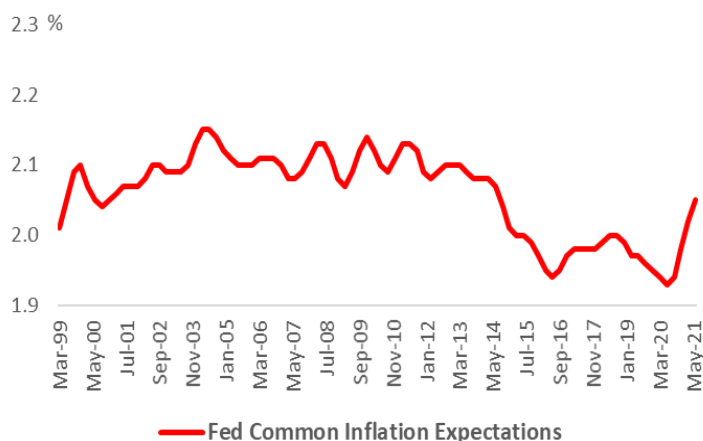


图 11：铜/金比率和美债收益率于当前水平盘整



图 12：美债收益率曲线大致不变



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

17 September 2021

图 13: 德美 10 年期实际收益率维持较大差距

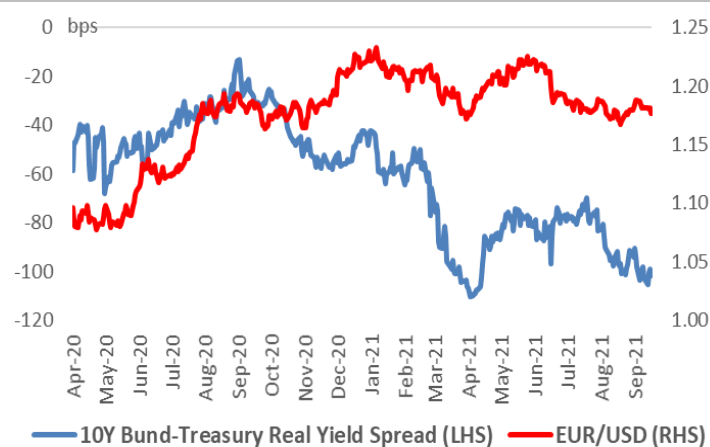


图 14: 美日 10 年期实际收益率差距变动不大

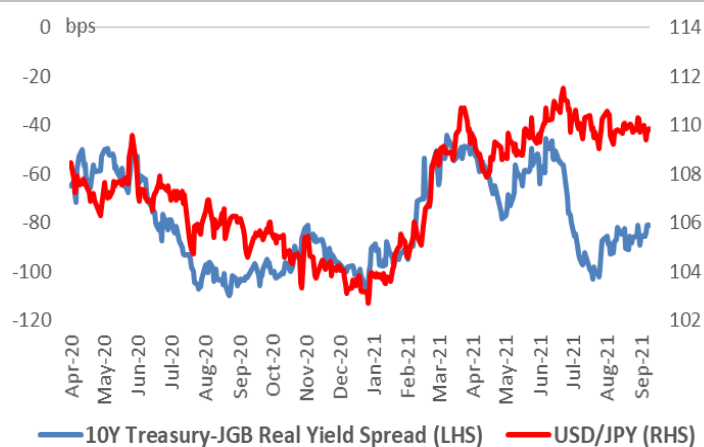


图 15: 5 年和 10 年期美国实际收益率低位盘整

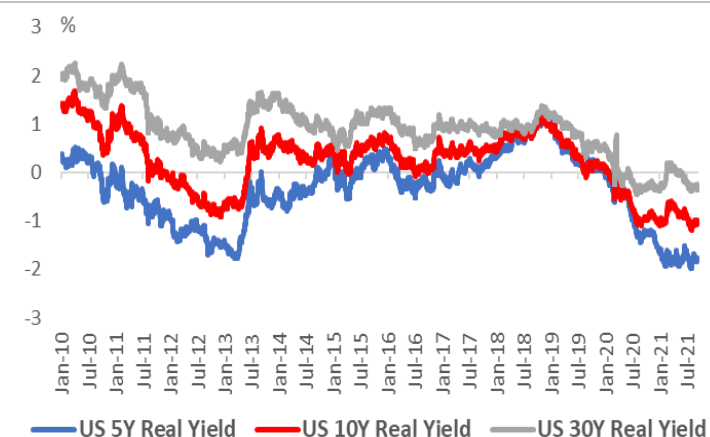
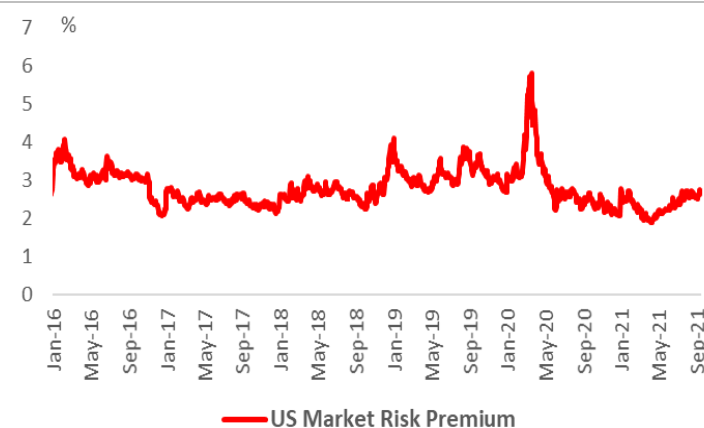


图 16: 美国股市风险溢价开始横行



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

herberthtwong@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

全球外汇周报

17 September 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