

全球经济

美元降息周期：前景与影响

美国经济从过热明显降温，未来趋冷但有望避免衰退。美联储将开启降息周期，明年底之前累计降息可能达到 175 个基点。美元降息将增加国际流动性供应，降低全球资金成本，推动收益率曲线陡峭化。美股在初期可能反应负面，因盈利下调风险抵消降息作用，后期将对降息做出正面反应。随着美欧和美日经济增速差收窄，美元降息周期将带动美元指数温和回落，利好新兴市场货币与股市，但利好程度仍要看新兴市场自身经济基本面和投资回报率前景。美元降息周期将提振人民币汇率，减轻汇率对中国利率政策制约，改善港股市场流动性。

- **美国经济趋势。** 美国经济将延续降温进入偏冷状态，因就业放缓、收入增速下降和消费信贷紧缩。但有望避免衰退发生，因家庭资产负债表稳健，各经济部门周期不同步，滚动式收缩或扩张降低同步叠加带来衰退风险。
- **美元降息周期。** 美联储将在 9 月开启降息周期，初期可能采用渐进方式。在经济温和放缓但无衰退的基准情景下，美联储或在今年和明年分别降息 50 和 125 个基点。降息路径取决于通胀率降速和失业率升速。中期内政策利率中枢水平将显著高于之前低利率时代，因实际 GDP 潜在增速上升和储蓄-投资缺口扩大推升中性实际利率，全球化红利减退意味着通胀中枢上升。预计中性名义利率可能为 3%-3.5%，高于美联储最新点阵图暗示的 2.6%。
- **美债市场。** 降息周期将降低美元债基和短期国债的收益率，但因提振远期经济前景而推升远期利率，对长期利率影响幅度相对更小，降息周期将推动国债收益率曲线陡峭化。高收益债对降息周期的反应仍视经济前景趋势，如果降息伴随经济前景大幅恶化，那么信用风险溢价上升将抵消降息作用，高收益债可能不涨反跌，如果经济前景预期相对平稳，那么高收益债将对降息做出正面反应。在此轮降息周期中，高收益债可能先跌后涨。
- **美股市场。** 降息通过降低短期无风险收益率和提升远期盈利增速对股价具有正面影响。但降息通常意味着经济前景恶化，盈利下调风险或风险溢价上升可能完全抵消降息的正面影响，股价可能不涨反跌，这在降息初期尤为普遍。在市场完全消化盈利下调风险和风险溢价上升完成之后，股价开始对降息做出正面反应。在此轮降息周期中，美股可能先跌后涨。
- **美元指数。** 美元降息周期往往意味着美国经济走弱，但美元指数走势取决于美国经济相对欧日经济的强弱趋势。2024-2025 年美欧与美日的经济增速差逐步收窄，美欧和美日利差可能下降，欧元/美元汇率可能小幅升至今年末的 1.11 和明年末的 1.12，美元/日元汇率可能降至今年末的 142 和明年末的 137，美元指数可能温和降至今年末的 100 和明年末的 98。
- **新兴市场大宗商品。** 美元降息周期增加全球流动性供应并降低全球资金成本，利好新兴市场和大宗商品，但新兴市场股票与货币表现仍受自身相对吸引力决定性影响，大宗商品受全球需求前景和供给格局的影响。在美元降息周期中，大宗商品价格可能先跌后涨，先反映需求走弱风险，再受益于流动性改善。
- **中国金融市场。** 美元降息周期有助于缩小美中利差，支撑人民币兑美元可能小幅反弹，预计离岸美元/人民币将从去年末 7.12 降至今年末 7.07 和明年末 7.03。美元降息周期有助于减轻人民币汇率压力对中国利率政策的制约，但中国降息空间还受银行净息差压力的制约，预计明年底前中国存贷款利率有 20-30 个基点的下调空间。美元降息周期利好港股市场流动性，但港股市场短期内仍受到企业盈利前景黯淡和美股市场波动上升的压制。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

目录

美国经济趋势 3

美元降息周期 8

降息周期对大类资产的影响11

 美债11

 美股13

 美元指数16

 新兴市场与大宗商品18

 中国金融市场20

美国经济趋势

美国经济逐步放缓，已从过热状态进入平衡状态。过去两年，美国经济处于过热状态，实际 GDP 环比年化增速平均 3%，超过 2% 的潜在增速估计；PCE 通胀平均超过 4%，远高于通胀目标 2%；失业率平均 3.6%，显著低于自然失业率估计值；非农就业增速平均 3.3%，大超疫情前 2015-2019 年 1.7% 的平均增速。今年上半年，美国经济接近金发姑娘平衡状态（Goldilocks economy），既不热也不冷，实际 GDP 环比增速平均 2.1% 趋近潜在增速，PCE 通胀降至 2.5% 略高于通胀目标，失业率升至 4% 以上趋近自然失业率，非农就业增速降至疫情前 5 年平均水平。

美国经济未来可能延续放缓，从平衡状态进入偏冷状态。预计今年下半年和明年上半年实际 GDP 环比年化增速和同比增速将先后降至 2% 以下，开始低于经济潜在增速，PCE 通胀将逐步降至目标水平，失业率可能升至高于自然失业率，非农就业增速逐步低于疫前平均增速。美国经济放缓的原因包括：

- 1) 就业持续放缓，家庭收入增速下行。7 月职位空缺数相比 2022 年峰值下降超过 30%，离职数和离职率均已略低于 2015-2019 年均值，每周工时和加班时间连续下降，家庭可支配收入实际增速已降至 1% 左右，剔除财政转移后收入实际增速 1.7%，均已低于疫前 5 年均值。
- 2) 中低收入家庭财务压力增加。今年第 2 季度前 100 家银行（大中型银行）消费贷款拖欠率升至 2013 年以来最高，其他银行（小型银行）消费贷款拖欠率接近 2009 年全球金融危机时水平，消费信贷增速降至低位，消费者信心仍低于疫前 5 年平均水平。
- 3) 企业资本支出增速可能放缓。目前企业资本支出增长较快主要由于政府对半导体和新能源等行业投资补贴、AI 技术创新应用和大型企业贡献。吸纳就业较多的中小企业对经济前景和资本支出预期依然较弱，由于需求前景转弱和大选政治不确定性，企业资本支出增速可能放缓。
- 4) 财政政策对经济增长的拉动下降。联邦政府赤字率仍超过 6% 居高不下，但很难进一步大幅上升，政府支出增速因高基数效应而下降，预计对 GDP 增速拉动从 2023 年的 0.7 个百分点降至 2024 年的 0.5 个百分点和 2025 年的 0.3 个百分点。
- 5) 货币政策紧缩效应仍将持续数月。由于长期固定利率债务占比较高、大量移民流入增加总需求和劳工供应以及美元资金回流支撑资产价格，货币政策时滞变得更长，未来两个季度美联储可能采用渐进式降息方式。尽管名义利率下降，但通胀也在回落，实际利率下降相对迟缓，货币政策仍在限制性状态，紧缩效应可能进一步释放。

美国经济进入偏冷状态后的演进存在不确定性，仍有可能避免衰退发生。传统教科书对经济衰退的定义是 GDP 环比负增长连续至少两个季度。美国国家经济研究局商业周期测定委员会（NBER Business Cycle Dating Committee）则将六大指标连续数月显著下降判定为经济衰退。这六大指标包括剔除转移支付的个人不变价收入、非农就业、个人不变价消费、制造与贸易不变价销售、家庭调查就业和工业生产，其中前两个指标是委员会最重视的指标。美国经济可能避免衰退的原因包括：

- 1) 各部门周期不同步，呈现滚动式收缩或扩张，避免同步叠加带来经济大幅收缩。2020 年下半年至 2021 年，疫情困扰、巨额财政补贴和超级货币宽松支撑宅经济繁荣，房

地产和耐用消费大幅增长，商品供应链受阻，囤货进一步增加商品需求，商品和房租通胀攀升，但服务消费大幅收缩，部分商品消费亦受供应链阻断的拖累。2022 年经济重启后，宅经济透支效应和剧烈加息令房地产和耐用消费进入收缩周期，但服务消费和部分供应链受阻的商品消费复苏，支撑经济未陷入衰退。未来四个季度，服务消费增速可能放缓，但降息周期可能对房地产和耐用消费提供支撑。过去两年房贷利率从历史低位急剧上升形成金手铐效应，大量房主被锁定在超低固定利率房贷中不愿卖房置换，导致二手房供应极度短缺，随着降息周期到来，住房需求和供应都会得到提振，住房市场可能逐步回升。

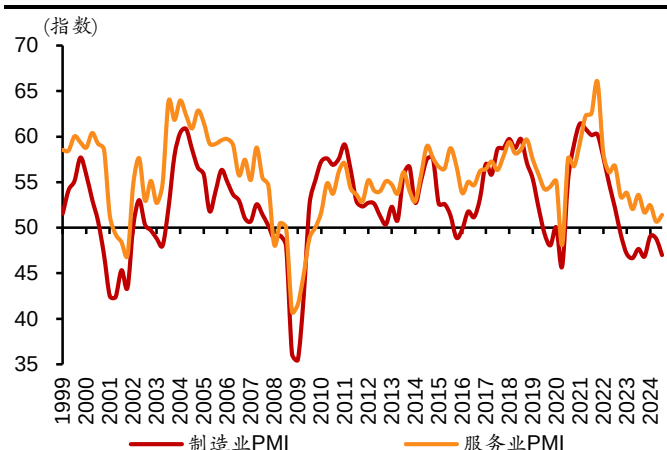
- 2) 家庭资产负债表稳健，债务负担相对较小。2020 年以来股市和房市超级繁荣周期大幅增加家庭财富，今年 3 月末家庭财富相比疫情前 2019 年末增加近 40%。家庭收入仍高于疫情前趋势线，疫情期间大规模财政转移支付，经济重启后劳工需求和工资增长较快。尽管加息周期推升美元利率，但许多家庭在之前零利率时代将长期贷款置换为固定利率合同，有效锁定偿债负担，此轮加息之后家庭偿债负担率从 2021 年的 9.1% 仅小幅升至 2023 年的 9.8%，接近 2013-2019 年均值 10%，显著低于 2003-2007 年均值 12.6%。

图 1: 美国主要经济指标

(%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
实际GDP增速	2.5	3.0	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.5	2.5	1.7	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	3.1	2.2	1.9
工业产出增速	1.3	3.2	-0.7	-7.1	4.4	3.4	0.2	0.0	1.0	0.9	0.0	-0.1	-0.1	-0.5	0.2	0.0	0.3
PCE通胀	1.7	2.0	1.4	1.1	4.2	6.5	3.8	2.5	2.0	5.0	3.9	3.3	2.8	2.6	2.6	2.6	2.3
核心PCE通胀	1.6	1.9	1.6	1.3	3.6	5.2	4.1	2.6	2.1	4.8	4.6	3.8	3.2	2.9	2.7	2.6	2.4
失业率	4.1	3.9	3.6	6.7	3.9	3.5	3.7	4.4	4.6	3.5	3.6	3.8	3.7	3.8	4.1	4.3	4.4
非农就业增速	1.5	1.5	1.3	-6.1	5.1	3.0	2.0	1.4	1.0	2.5	2.4	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
薪酬增速	2.5	2.8	2.9	2.8	3.7	5.0	4.6	4.1	3.4	5.0	4.6	4.6	4.3	4.4	4.2	4.0	3.9
标普500盈利增速	7.8	23.5	2.1	-12.7	38.8	12.8	-1.0	10.0	11.0	-3.1	-5.8	4.3	7.5	6.6	12.2	7.0	14.0
财政盈余/GDP	-3.4	-3.8	-4.6	-14.7	-12.1	-5.4	-6.3	-6.3	-6.4	-10.1	-4.3	-4.4	-7.3	-7.8	-2.9	-7.5	-7.0
政府债务/GDP	75.7	77.1	79.0	98.7	97.2	95.8	97.3	96.9	98.0	92.1	94.1	95.4	97.3	97.3	96.5	96.8	96.9
银行信贷增速	4.1	4.4	5.6	8.8	9.4	6.2	-0.7	3.0	3.7	2.7	0.5	-0.4	-0.7	1.6	2.3	2.7	3.0

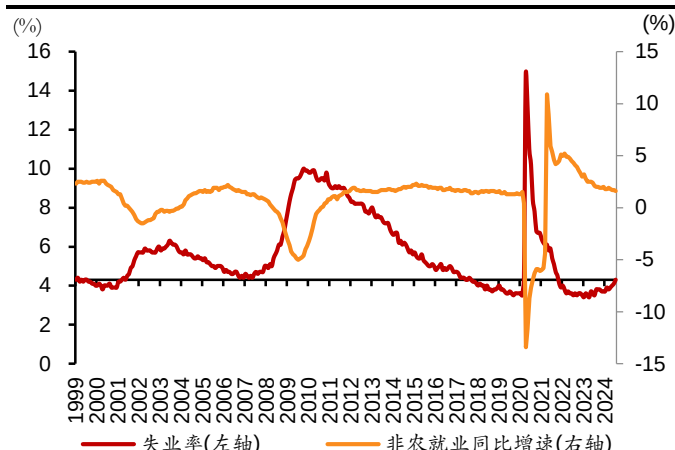
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 2: 美国 PMI



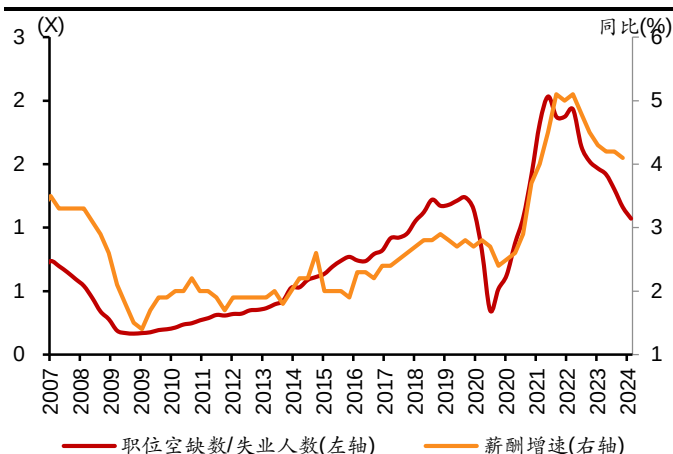
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 3: 美国失业率与非农就业增速



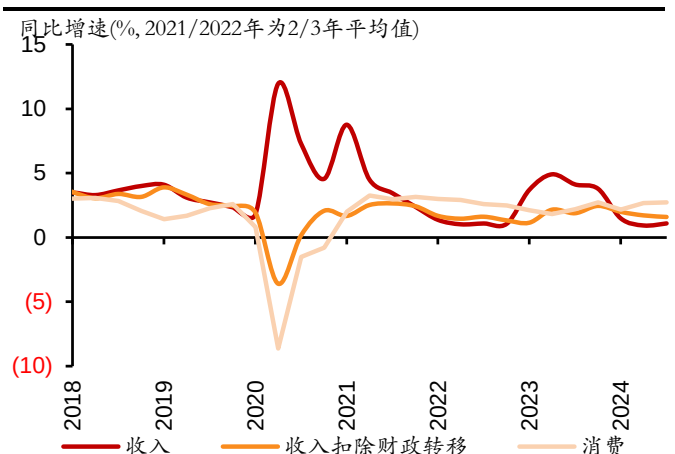
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 4: 职位空缺数/失业人数与薪资增速



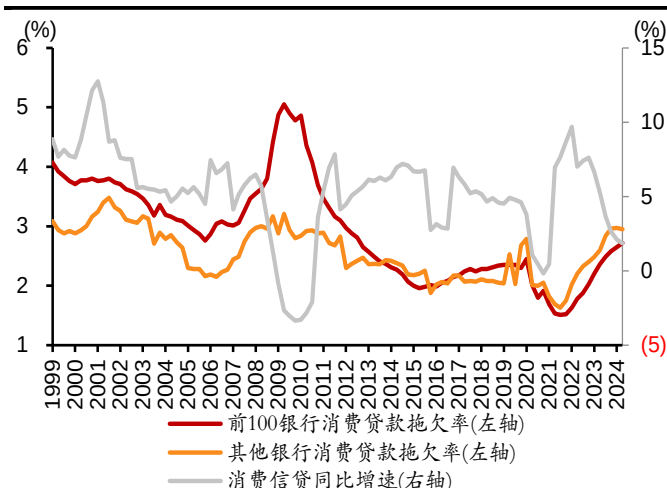
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 5: 美国家庭收入和消费不变价增速



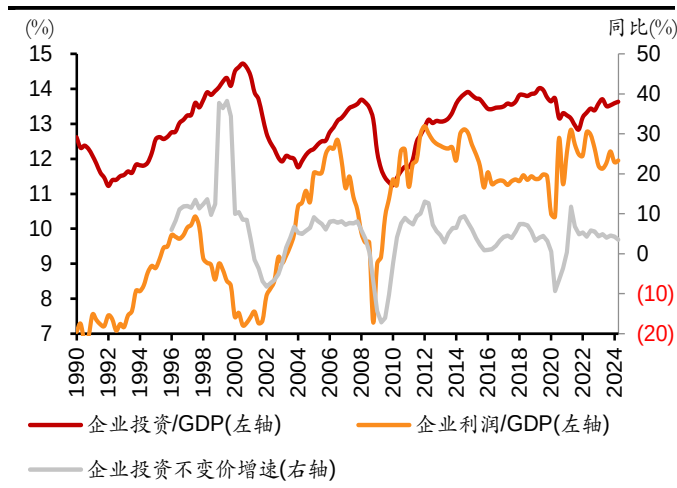
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 6: 美国消费贷款拖欠率与消费贷款增速



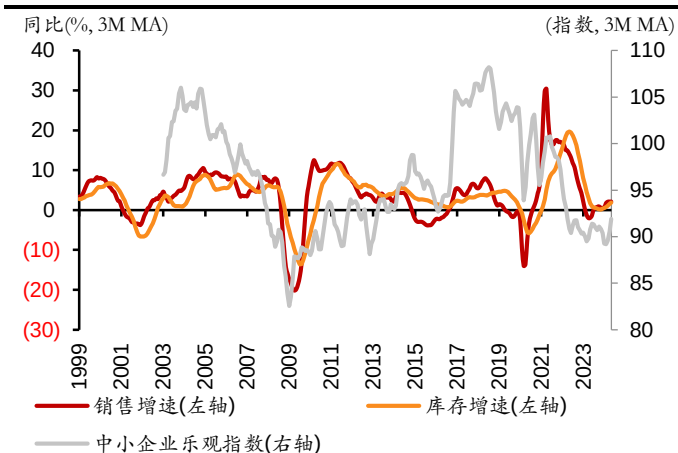
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 7: 美国企业投资与利润



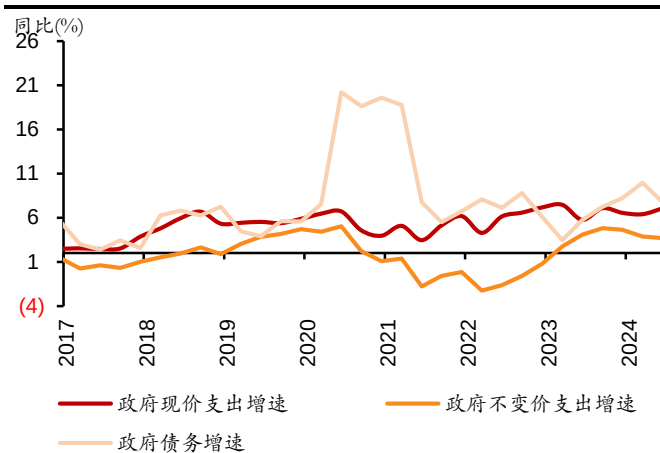
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 8: 美国企业零售销售、库存增速与中小企业预期



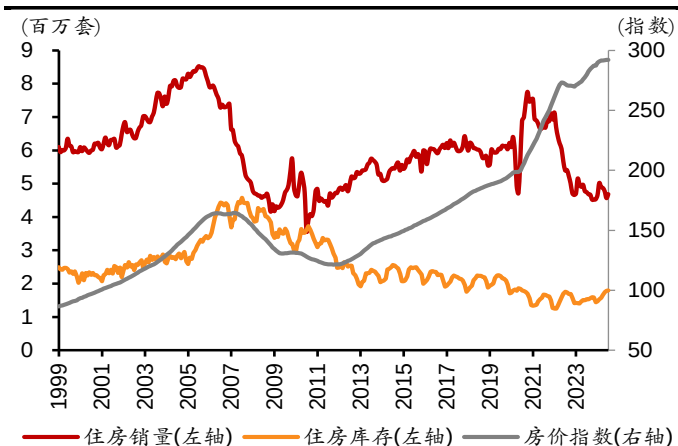
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 9: 美国政府支出与债务增速



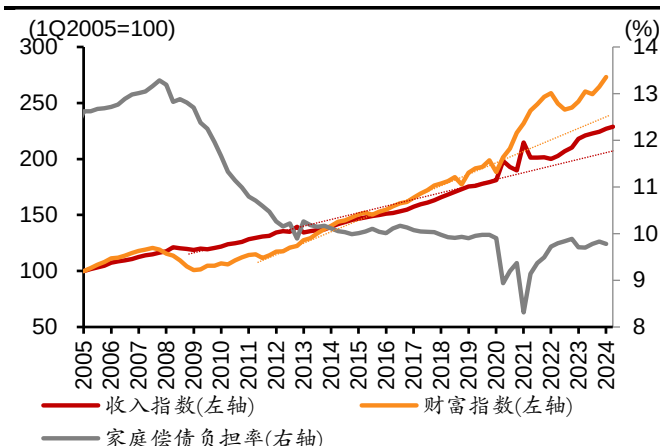
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 10: 美国住房销量、库存与价格



资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 11: 美国家庭收入、财富与偿债负担率

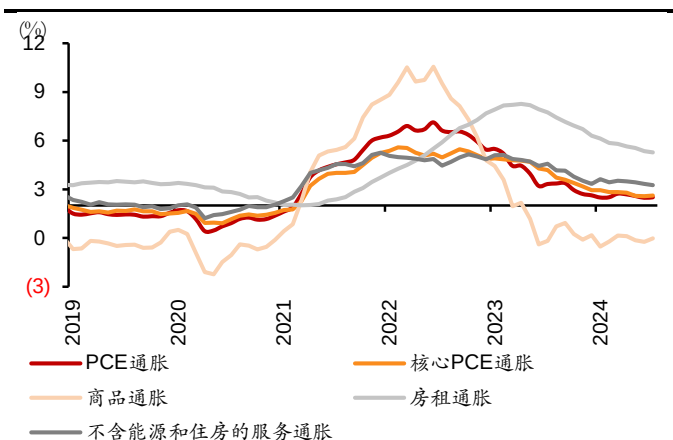


资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

美国通胀延续回落。美国 PCE 与核心 PCE 通胀分别从 2022 年的 6.5% 和 5.2% 降至最近 3 个月的 2.5% 和 2.6%，预计明年上半年均将降至 2% 附近；CPI 与核心 CPI 增速分别从 2022 年的 8% 和 6.2% 降至最近 3 个月的 3.1% 和 3.3%。商品通胀下降是过去一年半美国去通胀的主要力量，因疫情冲击与俄乌冲突导致的供应中断逐步缓解，而宅经济和囤货需求快速退潮，中国和欧洲的需求延续疲弱。美国食品、能源品和耐用品 CPI 增速分别从 2022 年的 9.9%、33.8% 和 9.9% 降至最近 3 个月的 2.2%、-0.8% 和 -4%，相关的能源服务 CPI 增速从 16.1% 降至 4.4%，四项合计贡献 CPI 增速下降的近 90%。美国服务通胀下降相对迟缓，因房租和工资合同价格调整相比商品价格更加滞后，在 CPI 中占比 35% 的房租通胀从 2022 年的 5.9% 仅小幅降至最近 3 个月的 5.2%，剔除房租和能源外服务业 PCE 通胀从 4.9% 降至 3.4%，降幅也小于商品通胀。

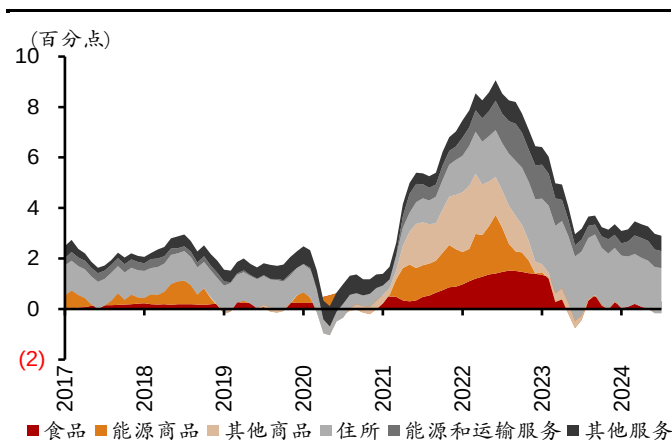
美国通胀可能在明年上半年降至目标水平附近。大宗商品价格可能先降后升。受供应链恢复、需求走弱和制造业产能过剩影响，未来几个月大宗商品价格可能延续弱势；随着主要央行持续降息和住房市场回升，大宗商品价格明年上半年可能见底回升。服务通胀将延续回落，成为未来去通胀主要力量。由于房租和工资合同价格调整滞后，房租通胀和服务通胀具有补降空间。房租 CPI 变化滞后于市场租金变化 6-12 个月，目前市场租金通胀已从 2022 年 10% 以上降至最近 3 个月的 3.5%，房租 CPI 增速仍超过 5%，未来有补降空间。除房租和能源服务外其他服务通胀与劳工成本增速高度相关，随着劳工需求放缓和大量移民流入增加劳工供应，劳工成本涨幅将延续回落，推动其他服务通胀下降。此外，通胀预期延续回落，作为先行指标预示服务通胀将进一步下降。

图 12: 美国 PCE 通胀



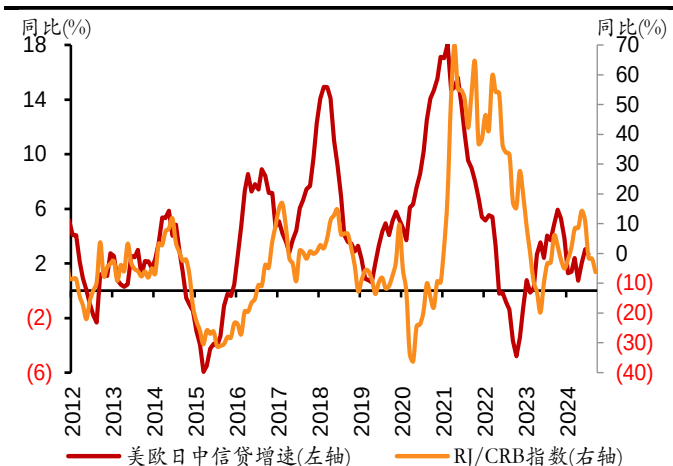
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 13: 主要项目对 CPI 增速贡献



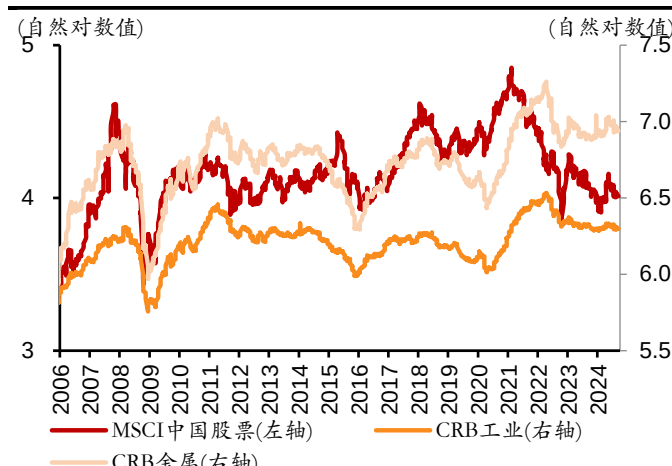
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 14: 全球信贷增速与商品价格涨跌幅



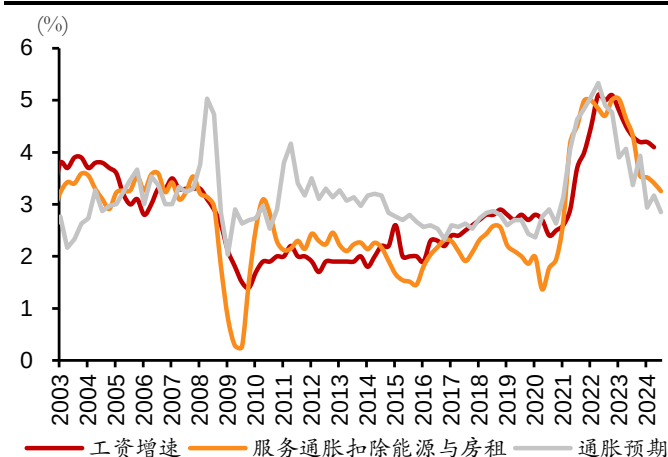
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 15: MSCI 中国股票与 CRB 工业、金属价格指数



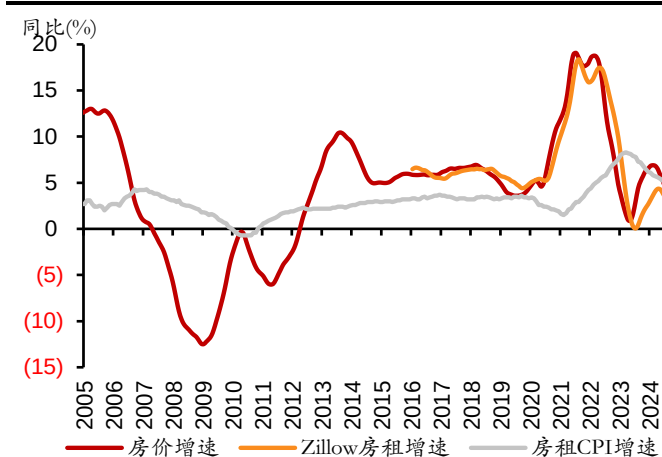
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 16: 工资增速与服务通胀



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 17: 房价、市场房租和房租 CPI 增速



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

美元降息周期

美联储将很快开启降息周期，可能采用小步渐进降息的方式。在经济软着陆的基准情景下，预计美联储今年 9 月和 12 月分别降息 25 个基点，明年进一步降息 125 个基点。一方面，去通胀不断取得进展，PCE 与核心 PCE 通胀均降至 2.5% 左右，预计明年上半年趋近 2%；另一方面，就业市场不断降温，劳工需求逐步放缓，移民流入增加劳工供应，失业率升至自然失业率附近。美联储对实现通胀目标更有信心，对就业市场走弱开始警惕，关注点从抗通胀为主转向对稳定物价和最大化就业双重目标的平衡。考虑到通胀下降、失业率上升、实际利率居高和时滞政策较长等因素，美联储将在 9 月开始降息，首次降息幅度可能为 25 个基点。美联储可能采用常规幅度小步渐进降息，因为通胀仍高于目标，失业率依然较低，失业率上升主要因劳工供应增加而非需求减少，股票和高收益债市场显示金融条件仍较宽松，房价仍在延续上涨。只有通胀超预期下降、失业率加速上升或金融市场由此发生波动，美联储才有可能考虑非常规幅度降息。

美联储降息路径取决于通胀率下降速度和失业率上升速度。简单的泰勒规则：联邦基金利率 = 中性实际利率 + 通胀率 + 0.5 * (通胀率 - 通胀目标) + (自然失业率 - 失业率)。通胀率（核心 PCE 通胀）每降低 0.1 个百分点，联邦基金利率合宜目标下降 0.15 个百分点；失业率每上升 0.1 个百分点，联邦基金利率合宜目标下降 0.1 个百分点。假设中性实际利率为 1.5%，自然失业率为 4.3%，则今年上半年联邦基金利率合宜目标为 5.1%。在基准情境下，核心 PCE 通胀从今年上半年 2.8% 降至下半年 2.6% 和明年 2.2%，失业率从 3.9% 升至 4.2% 和 4.4%，则联邦基金利率合宜目标从 5.1% 降至下半年的 4.5% 和明年的 3.7%，即明年底之前降息 140 个基点比较合适。在乐观情景下，核心 PCE 通胀降幅和失业率升幅更小，联邦基金利率合宜目标降幅也 smaller。在悲观情境下，核心 PCE 通胀降幅和失业率升幅更大，联邦基金利率合宜目标降幅也更大。

未来三年政策利率中枢水平将显著高于之前低利率时代。经济处于平衡状态时的中性名义利率水平可能为 3%-3.5%，显著高于美联储官员估计的联邦基金利率长期均值 2.6%¹。背后有两个重要原因。一是中性实际利率可能已从次贷危机后的低位上升，高于美联储点阵图隐含的 0.6%。我们留意到近年来美国实际 GDP 潜在增速和储蓄-投资缺口均显著上升。CBO 对美国实际 GDP 潜在增速的估计均值从 2008-2017 年的 1.8% 升至 2018-2023 年的 2% 和 2024-2027 年的 2.1%，统计显示美国实际 GDP 增速均值从 2008-2017 年的 1.6% 升至 2018-2023 年的 2.3%。近年来美国储蓄-投资缺口也大幅上升达到次贷危机以来最高，因为联邦政府赤字率高企、家庭储蓄率降至历史低位和企业投资上升，美元利率需要上升以吸引更多国际资本净流入为支出融资。二是通胀中枢水平显著高于疫情之前均值。上世纪 90 年代至疫情前时期，受信息技术革命大幅提升劳动生产率、全球化推动亚洲过剩劳动力融入全球市场和发达国家人口老龄化及金融危机抑制需求等因素影响，美国通胀中枢持续下降，核心 PCE 通胀均值从 1980 年代的 5.3% 降至 1990 年代的 2.4%、2000 年代的 1.9% 和 2010 年代的 1.6%。但随着全球地缘竞争加剧、局部战争持续、贸易壁垒与技术封锁增加和移民政策不确定性上升，全球化红利减退，美国通胀中枢水平可能从疫情之前的 1.6% 升至 2% 左右。由于实际 GDP 潜在增速和通胀中枢上升，中性名义利率水平有所上升，未来三年政策利率的中枢水平不会回到之前低利率时代水平。但中性名义利率的上升可能只是一种中期变化，长期内技术进步、人口老龄化、贫富差距和全球化持续等因素仍可能推动中性名义利率在长期延续下降趋势。

美国大选对美联储政策的影响比较复杂。大选过程对美联储政策的影响并不清晰，美联储将努力在大选政治中保持中立，避免使决策看起来偏袒某一方而受到另一方严厉批评和追责威胁。民主党作为现任总统所在政党希望大选前经济、就业和股市保持涨势而油价保持低位，如果美联储降息有助于实现这些目标，那么民主党理应非常欢迎。但共和党对此早已提出警告，共和党总统候选人特朗普将低油价和低利率作为重塑美国经济竞争力的关键因素，但他警告鲍威尔不要在 11 月大选前降息，这将被视为帮助民主党。在两党竞争对立空前激烈的窗口期，美联储最佳策略是保持政治中立而依赖经济数据做出决策。大选结果对美联储政策的影响仍有待观察，因为大选结果仍存在较大不确定性。特朗普当选情境下美联储降息空间可能更小，因为特朗普对内大规模减税、放松监管和鼓励原油生产与出口将提升经济增速，而对外大规模加征关税和遣返非法移民将推升商品和服务通胀。

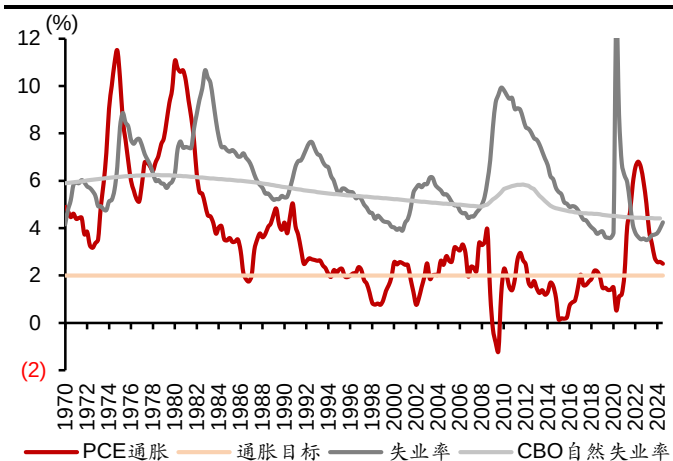
图 18: 泰勒规则估计的政策利率合宜目标

(%)	中性实际利率	自然失业率	基准情景			乐观情景			悲观情景		
			核心PCE 通胀	失业率	政策利率	核心PCE 通胀	失业率	政策利率	核心PCE 通胀	失业率	政策利率
4Q23	1.50	4.30	3.20	3.70	5.90	3.20	3.70	5.90	3.20	3.70	5.90
1H24	1.50	4.30	2.80	3.90	5.10	2.80	3.90	5.10	2.80	3.90	5.10
2H24	1.50	4.30	2.60	4.20	4.50	2.70	4.00	4.85	2.50	4.40	4.15
2025	1.50	4.30	2.20	4.40	3.70	2.40	4.20	4.20	2.00	4.60	3.20

资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

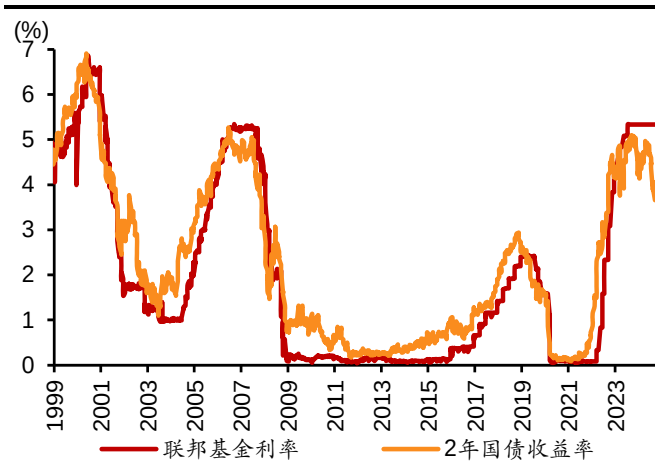
¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcproptabl20240320.htm>

图 19: 美联储双重目标实现情况



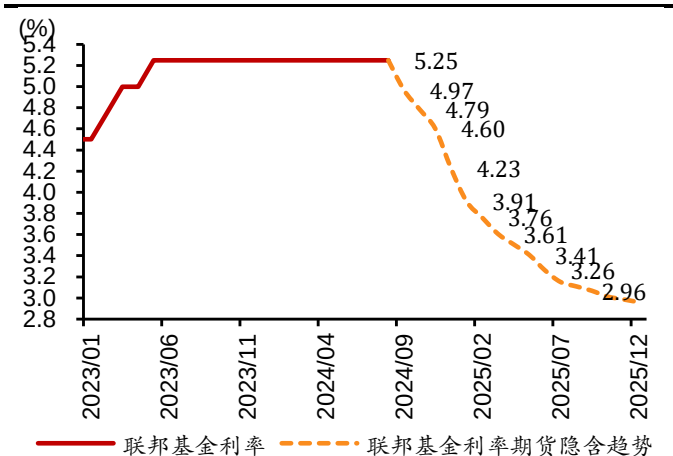
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 20: 美国 2 年国债收益率反映政策利率预期



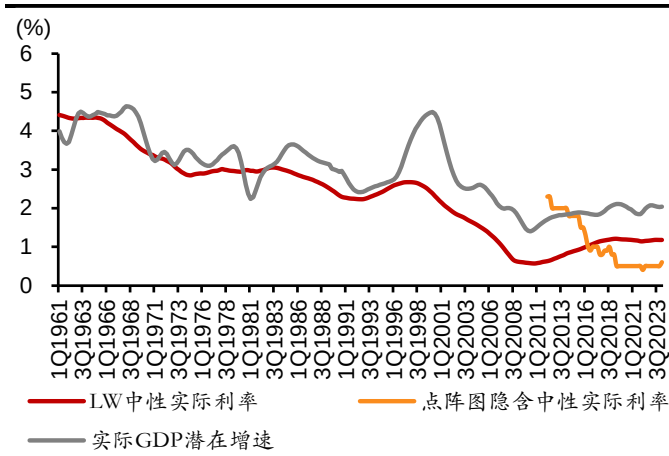
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 货币市场对政策利率趋势预期



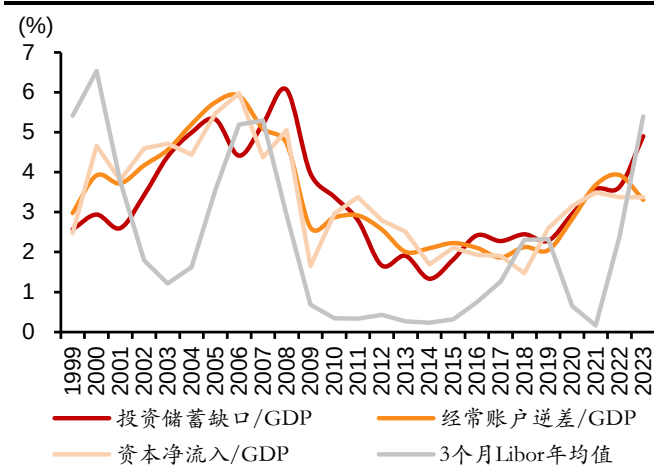
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 中性实际利率与实际 GDP 潜在增速



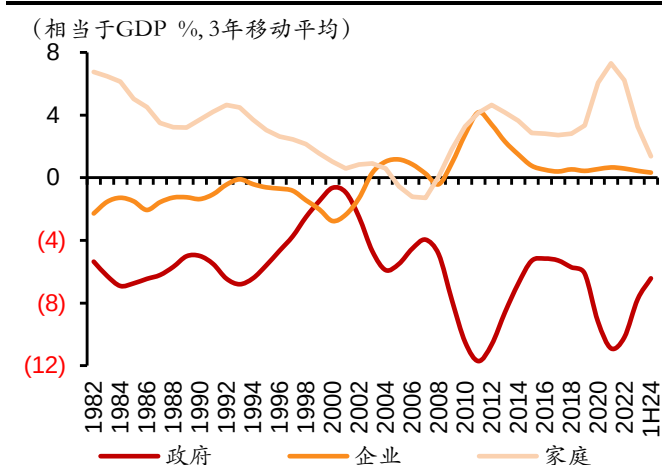
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 23: 美国储蓄-投资缺口、资本净流入与利率水平



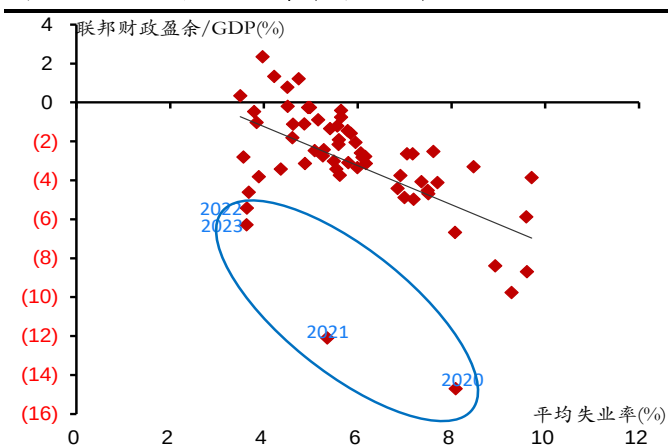
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 24: 美国三大部门储蓄-投资差额



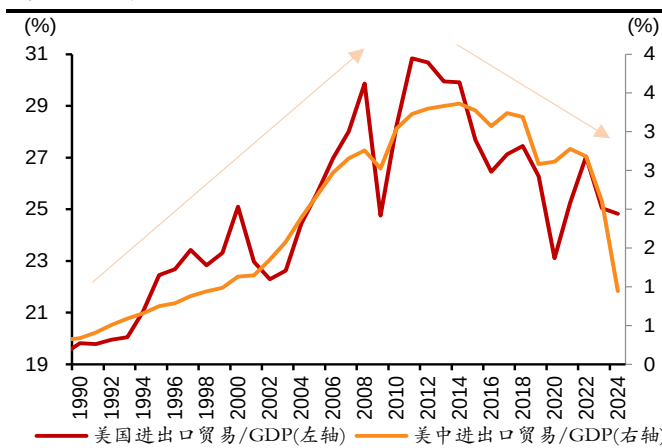
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 25: 美国联邦财政赤字率与失业率



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 全球化退步



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

降息周期对大类资产的影响

美债

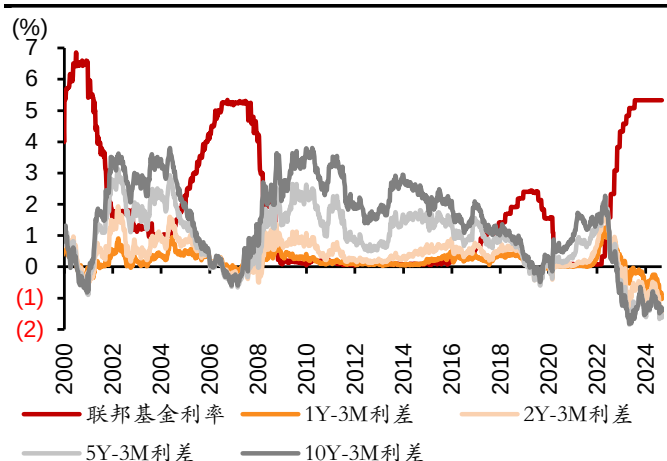
短期利率受政策利率决定性影响，降息周期将直接降低美元债基和短期国债的收益率。长期国债收益率可以拆解为短期利率和期限利差，短期利率跟随政策利率变化，但期限利差反映远期经济前景，与政策利率走势可能相反，因为政策利率下调将提振远期经济前景从而提升远期利率相对即期利率的溢价，政策利率上调则由于削弱远期经济前景而降低远期利率相对即期利率的溢价。在降息周期中，期限越长的国债收益率降幅越小，收益率曲线不断陡峭化。随着降息进入后期，未来降息空间变得有限，远期经济前景改善更加明显，长期国债收益率将率先企稳回升。

长期国债收益率包含市场对未来短期利率变化路径的预期，反映市场对未来经济和通胀前景预期，与名义GDP增速中期走势密切相关。财政政策扩张将提升长期国债收益率，因增加国债供应并提升远期经济与通胀前景。美联储前瞻性指引通过调控市场对远期利率预期

而影响长期国债收益率，QE 则通过购买长期国债直接压低长期国债收益率。国际资金对美国国债需求受美国与非美经济周期差、国际市场风险偏好和美元地位等因素影响，国际资金需求增加将降低美国长期国债收益率。由于未来三年美国实际 GDP 潜在增速和通胀中枢可能均高于疫情前平均水平，而美联储尚未停止 QT，国际资金持有美债占比则持续下降，预计中期内美国长期国债收益率中枢水平将显著高于疫情前 5 年水平，10 年国债收益率在今年末和明年末可能分别为 3.6% 和 3.7%。中长期平均来看，国债收益率将明显低于名义 GDP 增速，以保证政府债务率上升具有可持续性。为实现这一点，美国政府将巩固美元主导性国际货币地位和稳定国际资金对美债需求作为重要的战略目标，例如在金融制裁时最大化扩大制裁同盟体系，既强化制裁效果又避免损及美元地位；同时，美联储可能会在通胀达标时停止 QT，并保留必要时重启 QE 的灵活性。

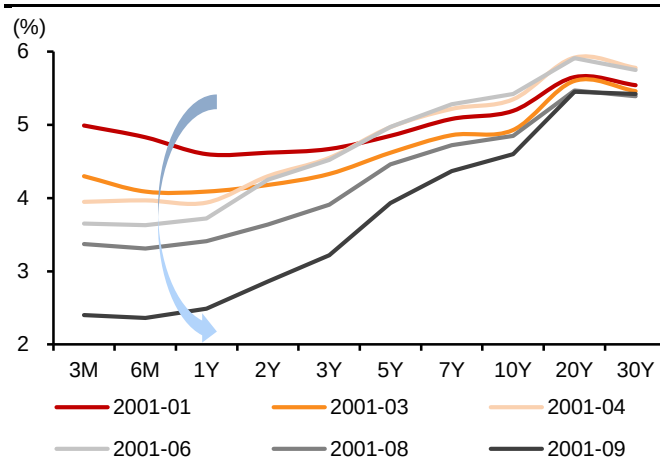
高收益债收益率可以拆解为无风险利率（同期限国债收益率）和信用风险溢价，信用风险溢价是对违约风险的补偿。降息往往是对经济变差的反应，在经济变差过程中不仅有降息，还有企业盈利下滑和违约率上升，信用风险溢价将上升，可能抵消降息周期对无风险利率的降低作用。如果降息是在经济扩张周期中发生（例如 1995 年和 2019 年），那么无风险利率降低作用超过信用风险溢价上升影响，高收益债收益率将跟随政策利率下降。如果降息是在经济衰退初期发生，那么信用风险溢价大幅上升的影响将超过无风险利率下降作用，高收益债收益率将显著上升，直至经济衰退进入后期美联储大幅降息扭转衰退恐慌后，高收益债收益率逐步下行。由于信用风险溢价与影响股价的企业盈利前景高度相关，高收益债具有部分股票属性。从历史经验来看，高收益债一般会在美联储快速降息至利率周期底部后迅速反弹，比股市反弹时间可能早一些，在经济由衰退转向复苏时初期涨幅可能超过股市。在此轮降息周期中，高收益债价格可能先跌后涨。

图 27: 联邦基金利率与国债期限利差



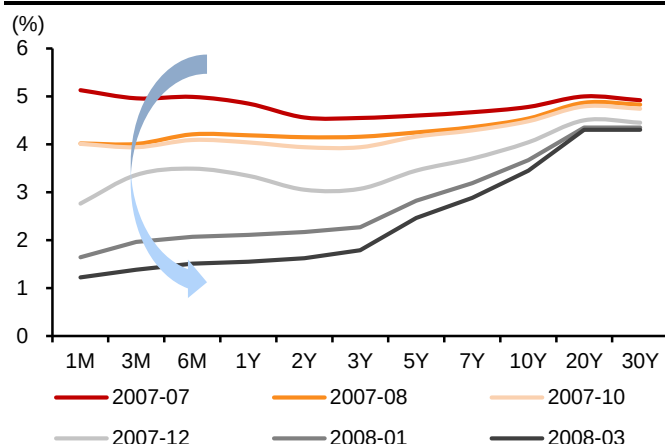
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 28: 2001 年降息周期中收益率曲线陡峭化



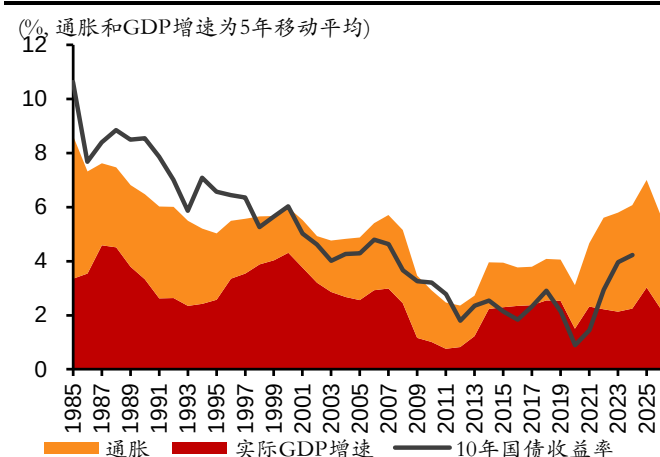
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 29: 2H2007-1H2008 年降息周期中收益率曲线陡峭化



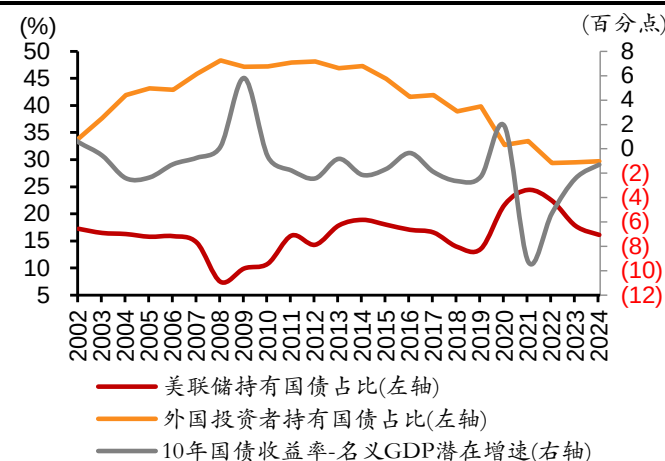
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 30: 10 年国债收益率与名义 GDP 增速中期走势



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 31: 美联储和外国持有国债占比



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 32: 降息周期中高收益债利率和风险溢价变化



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

美股

理论上讲，降息通过降低短期无风险收益率和提升远期盈利增速对股价具有正面影响。从 DCF 定价模型来看，贴现率和盈利增速是决定股价的核心因素，贴现率下降或盈利增速上调均将提升股价。贴现率可以拆解为无风险收益率和风险溢价两个部分。假设其他因素不变，降息可以降低无风险收益率并提升远期盈利前景，因此对股价具有正面提振作用。股票 PE 倍数取决于无风险收益率和盈利增速，因此与政策利率显著负相关。历史数据显示，标普 500 指数静态 PE 与联邦基金利率确实显著负相关，静态 PE 在降息周期中倾向于上升，说明股价比盈利下跌更慢或者上涨更快，这是降息提振股价的有力证据。

但现实情况更加复杂。一方面，股市反映未来根据前瞻性预期定价，股价会提前对降息预期做出反应，在实际降息后只会对降息包含的超预期信息做出反应。另一方面，其他因素都在变化，可能抵消降息的作用，令股价对每次降息的反应存在差别。降息通常意味着近期经济和盈利在恶化，盈利下调风险或风险溢价上升可能完全抵消降息的正面影响，股价

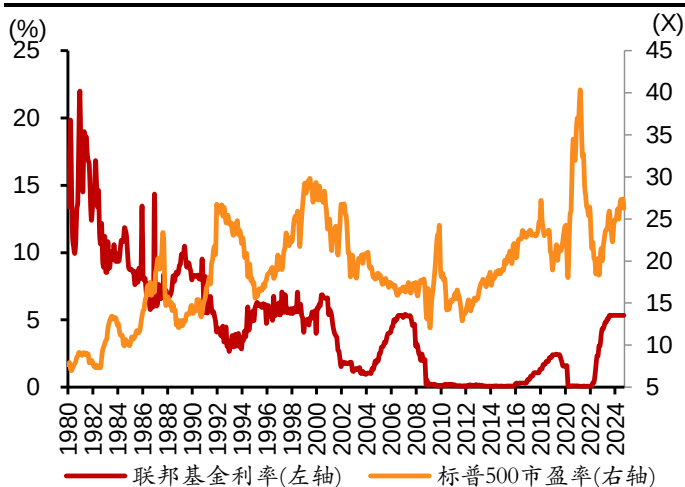
在降息之后可能不涨反跌。这在降息初期尤为普遍，因为此时市场对盈利预期仍在高位，风险溢价则在低位，盈利下调或风险溢价上升的风险较大。在市场完全消化盈利下调风险和风险溢价上升完成之后，股价开始对降息做出正面反应，这在降息中后期更加普遍。

从历史经验来看，美股在降息周期中的表现因当时经济形势不同而有差异。如果降息时经济延续扩张而远离衰退风险，那么盈利下调和风险溢价上升的风险较小，降息作为微调或预防性行动对股市影响非常正面，尤其是对科技股和成长股提振最为明显。例如在 1995 年降息周期中，企业盈利保持稳定增长，降息对近期盈利预期影响较小，但通过改善股市流动性和提升估值水平对股价具有正向作用。如果降息时经济前景急剧恶化而面临衰退威胁，那么盈利大幅下调风险和风险偏好下降将完全抵消降息的正面作用，股市反应通常比较负面。例如在 2007-2008 年降息周期中，金融危机和经济衰退导致盈利大幅下滑，抵消降息的正面作用。

不同企业对经济周期和利率水平的敏感性不同。标普 500 成分股企业的盈利预期下调与降息周期基本同步，盈利预期与政策利率几乎同时见底，但罗素 2000 成分股的盈利预期下降通常先于美联储降息，说明小企业更加脆弱，在经济下行周期中率先走弱。小盘股与成长股对利率更加敏感，随着降息延续，有望最先对降息周期做出正面反应。分行业来看，必选消费、医疗和公用事业等防御性板块因具有抗经济周期性，在降息周期中表现相对较好。银行、保险、资本品、技术硬件与设备、汽车等行业因对经济周期比较敏感，在降息中期中表现相对较差。

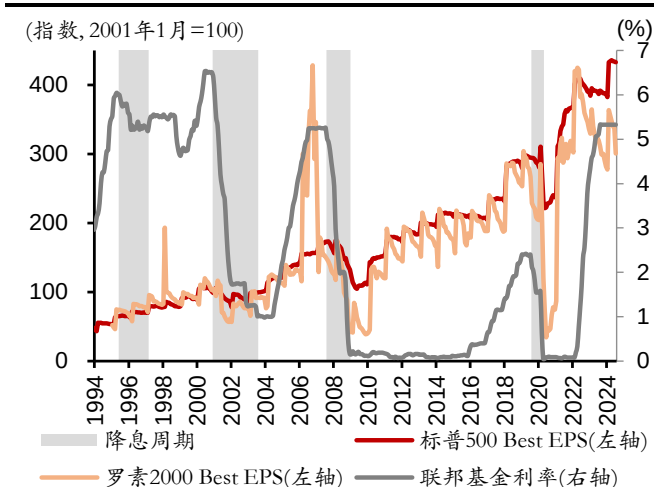
我们预计美股对美联储前两次降息的反应可能偏负面，因为盈利预期下调风险可能对冲降息的正面作用。目前美股盈利预期非常乐观，彭博调查显示今年和明年标普 500 指数 EPS 增速的预测中值分别为 9.5% 和 14.1%，大幅超过过去 10 年 7% 的年均增速和过去 30 年 4.9% 的年均增速。随着经济延续放缓但有望避免衰退，美股盈利预期存在温和下调空间。目前美股估值偏贵，标普 500 指数的彭博 Best PE 为 22.6 倍比 2000 年以来中位值高 1.3 个标准差，Best PS 为 2.8 倍比 2000 年以来中位值高出 2.3 个标准差。随着美国经济从平衡状态趋向偏冷状态，市场关注的风险点已从高通胀转向经济下行。对美股而言，未来一段时期经济软着陆前景比降息预期更加重要，重要经济数据的冷却尽管会提振降息预期但也会削弱经济软着陆信心，可能从之前的利好变成利空。

图 33：联邦基金利率与标普 500 市盈率



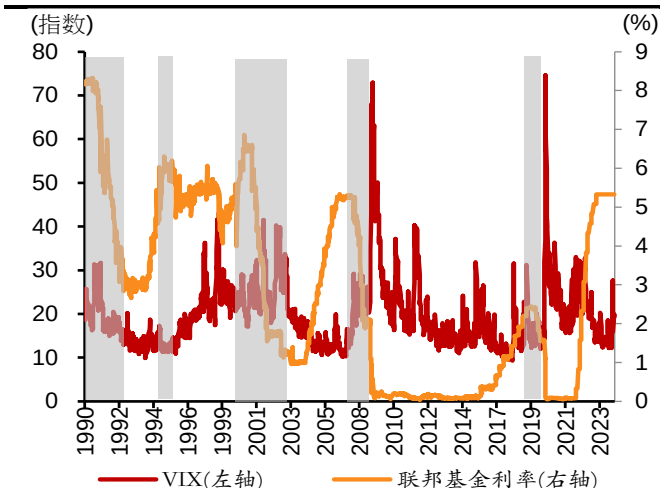
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 34：美元降息周期与美股 Best EPS



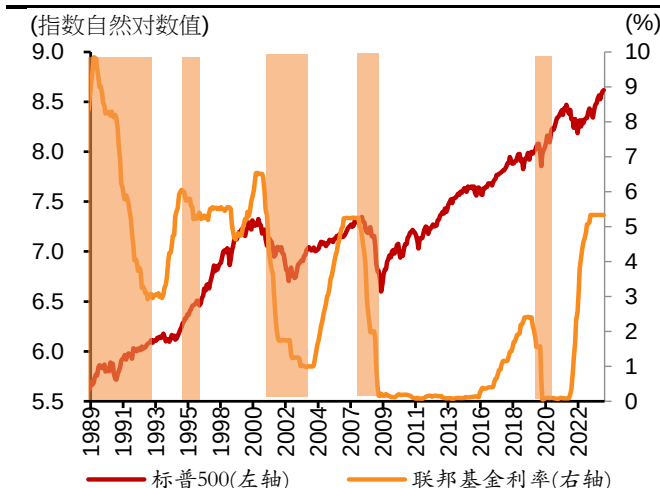
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 35：美元降息周期与美股波动率



资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 36：标普 500 指数在历次降息周期中表现



资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 37：美股不同风格与板块在降息周期中按是否衰退分年化收益率

	降息当月		降息后3个月		降息后6个月		降息后12个月	
	衰退	扩张	衰退	扩张	衰退	扩张	衰退	扩张
标普500	4.0	0.1	-4.5	5.3	-9.7	8.5	-10.4	13.9
标普价值股	3.5	0.2	-5.3	5.9	-11.9	6.0	-22.9	6.4
标普成长股	3.5	1.1	-7.2	5.0	-12.9	8.0	-18.3	25.6
纳斯达克100	7.9	-0.3	-14.4	8.4	-24.9	7.8	-32.0	28.6
罗素2000	5.0	-0.7	-4.1	2.6	-8.0	3.4	-3.3	4.5
银行	0.3	-1.9	-14.6	13.3	-16.4	9.6	-27.1	4.7
软件及服务	14.0	1.1	-1.7	6.9	-12.6	8.8	-17.7	34.3
汽车及配件	10.2	-2.8	-8.5	-2.3	-16.7	-5.7	-35.8	-7.0
零售	3.7	1.2	-9.8	-6.1	-8.7	-5.1	-8.6	28.2
技术硬件与设备	9.8	1.4	-18.0	10.2	-28.3	4.8	-33.5	43.6
能源	2.5	-2.7	4.9	0.2	-3.3	-5.2	-13.4	-11.7
保险	-3.5	-2.4	-3.9	8.1	-10.5	10.6	-25.5	4.3
传媒娱乐	9.9	1.7	-6.8	2.5	-13.7	4.8	-29.5	12.5
耐用消费品及服装	2.6	-0.6	-8.1	7.4	-4.9	7.6	-5.7	18.0
资本品	2.0	0.6	-1.9	5.0	-8.5	7.8	-23.7	10.3
医疗设备与服务	-2.8	3.3	-1.5	8.8	-6.1	11.9	-5.9	13.6
食品饮料烟草	-0.8	0.2	-0.4	5.8	-2.6	8.4	-1.7	15.6
电信服务	9.4	3.6	-8.0	9.4	-15.7	10.3	-33.1	2.0
医药与生物科技	-2.5	1.9	-3.5	11.0	-8.2	17.9	-10.8	26.0
多元金融	2.9	0.5	-12.0	6.8	-19.9	12.4	-29.0	14.1
交通运输	2.5	2.2	-3.0	4.0	-0.6	-1.0	-0.3	9.6
消费者服务	1.4	-0.4	-4.8	-0.6	-4.3	4.6	-8.2	4.2
家庭及个人用品	-0.9	0.1	-3.4	5.3	-1.8	7.3	3.4	21.3
商业专业服务	0.0	2.2	-3.4	-0.8	-3.4	-0.3	-5.4	7.2
食品与必选消费	-2.0	4.2	2.2	5.1	-4.7	3.0	-8.1	14.6
材料	2.5	-0.2	3.3	-0.4	1.1	-1.0	-8.7	6.5
公用事业	-3.3	2.2	7.5	3.4	-6.6	6.7	-23.3	-0.2

资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场。标普 500 数据为 1981 年开始，标普价值股与成长股为 1995 年开始，纳斯达克 100 为 1989 年开始，罗素 2000 为 1981 年开始，各行业指数为 1995 年开始。

美元指数

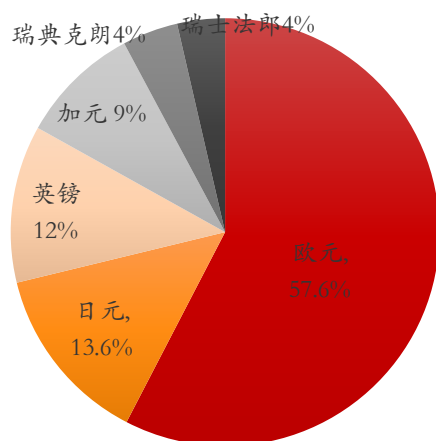
美元指数是美元兑欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎等货币双边汇率的加权平均指数。美元兑其他货币汇率与两种货币的利差高度相关，均受两国经济相对强弱预期和市场风险偏好变化的影响。当美国经济相对其他国家经济走强时，美联储政策相对其他央行政策收紧，美元利率相对其他货币利率上升，美元指数上涨。当国际市场避险情绪上升时，美元指数倾向于上涨，因为美元资金在国际市场占据主导地位，美国被视为最安全投资目的地，国际市场避险情绪上升将推动大量资金回流美国。由于欧元/美元汇率在美元指数中权重近 60%，美欧经济相对强弱变化对美元指数走势具有决定性影响；美元/日元汇率在美元指数中权重 13.6%，对美元指数走势具有显著影响。

美元指数在美元降息周期中的表现并不确定。美元降息周期往往意味着美国经济走弱，但美元指数走势取决于美国经济相对欧日经济的强弱趋势。如果欧日经济保持平稳或强势，那么美国经济相对趋弱，美元指数将下降；如果欧日经济与美国经济同步同程度走弱，那么美国经济相对欧日持平，美元指数可能变化不大；如果欧日经济放缓超过美国，那么美

国经济相对欧日走强，美元指数可能上升。此外，在美元降息周期中，如果伴随金融市场动荡和避险情绪上升，那么美元指数也可能不降反升。

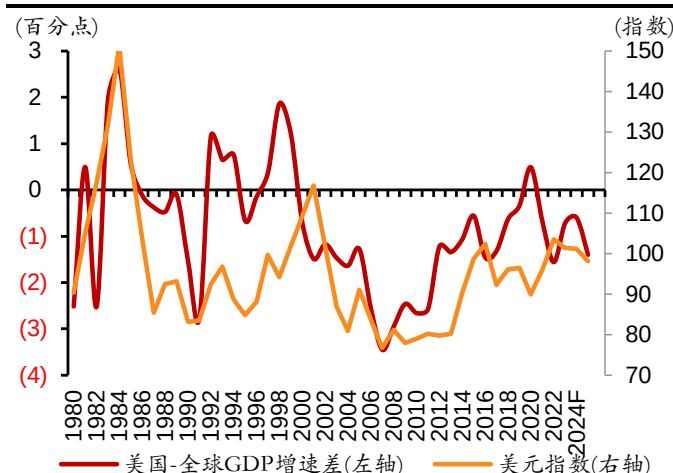
2013 年以来，美国经济相对欧日走强，美元指数进入上升周期。2022 年以来，俄乌冲突严重打击欧洲经济前景与安全形势，推升地缘风险，而美国经济进入过热状态，欧元对美元大幅贬值，美元指数大幅上升。2024-2025 年，美国经济放缓，美元降息周期开启，但欧元区和日本经济可能温和回升，欧央行降息幅度可能小于美国，日本央行则可能延续加息，美欧经济增速差和美日经济增速差均会收窄，美欧利差和美日利差也将下降，欧元/美元汇率可能小幅升至今年末的 1.11 和明年末的 1.12，美元/日元汇率可能降至今年末的 142 和明年末的 137，美元指数可能温和降至今年末的 100 和明年末的 98。由于日元是套息交易（Carry trade）核心融资货币，日元升值可能通过挤压套息交易引发日本股票、美国科技股等热门风险资产价格的短期波动。

图 38: 六大货币在美元指数中权重



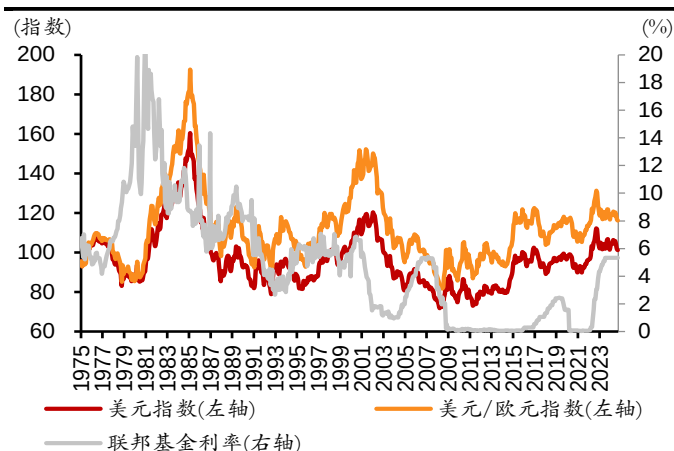
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 39: 美国经济相对强弱与美元指数



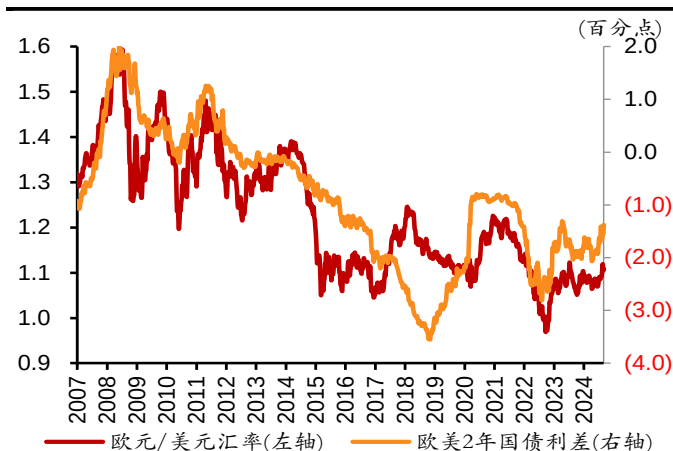
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 40: 美元指数、美元/欧元指数与联邦基金利率



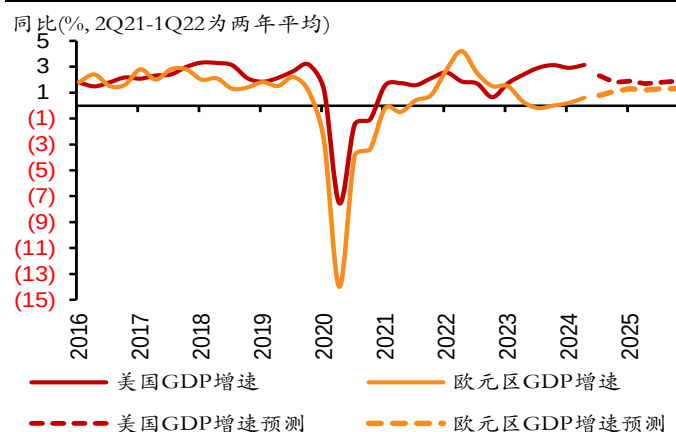
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 41: 欧元/美元汇率与国债利差



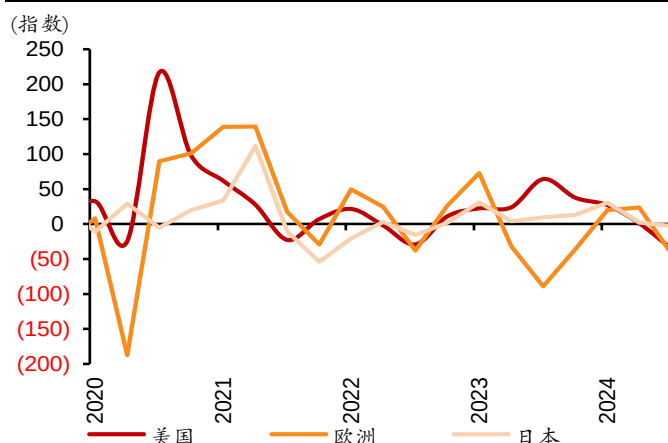
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 42: 美欧经济增速差将有所收窄



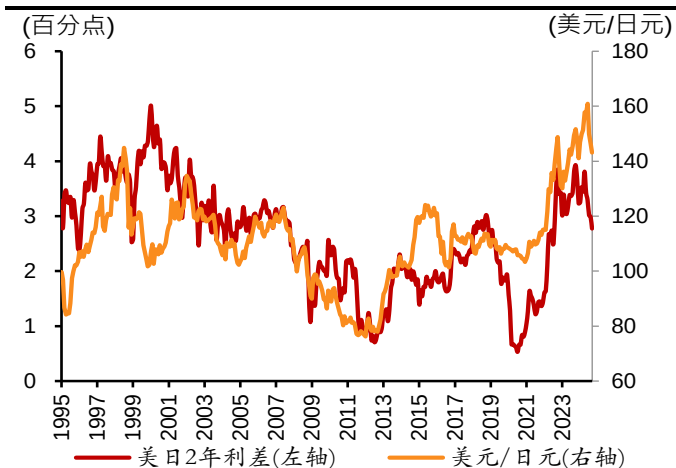
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 43: 美国、欧洲和日本经济意外指数



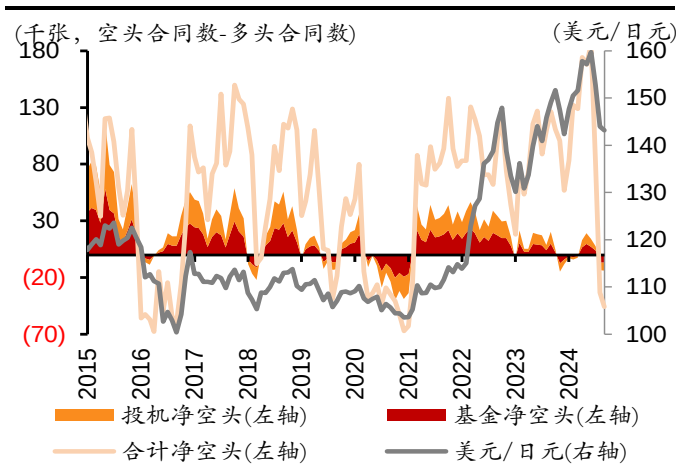
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 44: 美日利差与汇率



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 45 CME 日元非商业净空头与美元/日元走势



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

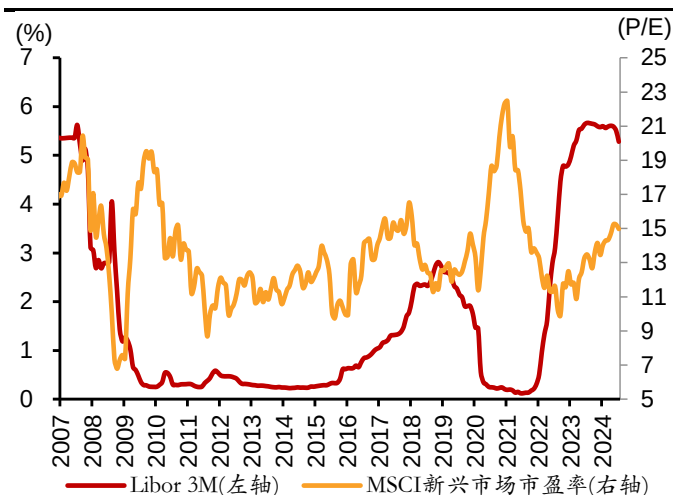
新兴市场与大宗商品

美元降息周期利好新兴市场股票与货币，但新兴市场股票与货币表现受自身相对吸引力决定性影响。美元是主导性国际货币，美元资金在国际市场占主导地位，美元降息周期将增加国际流动性供应和降低国际资金成本，有利于更多资金流入新兴市场。但新兴市场能够吸引多少国际资金流入，既受美元利率等外因影响，也受自身相对吸引力等内因作用，决定自身相对吸引力的是经济基本面和投资回报率的前景。如果新兴市场经济基本面和投资回报率相对美国的吸引力上升，那么美元降息周期将推动大量国际资金流入新兴市场，支撑新兴市场股票和货币走强；反之，美元降息周期对新兴市场的提振可能比较有限。由于美元指数反映美国经济相对强弱，所以新兴市场股票相对美股的表现与美元指数强相关，当美国经济基本面和投资回报率相对更好时，美元指数走强，新兴市场股票跑输美股。当美国经济基本面和投资回报率相对更差时，美元指数回落，新兴市场股票跑赢美股。

美元降息周期利好大宗商品，但大宗商品同时受全球需求前景和供给格局的影响。美元降息可以增加全球流动性供应并降低全球资金成本，利好大宗商品市场。但在美元降息周期

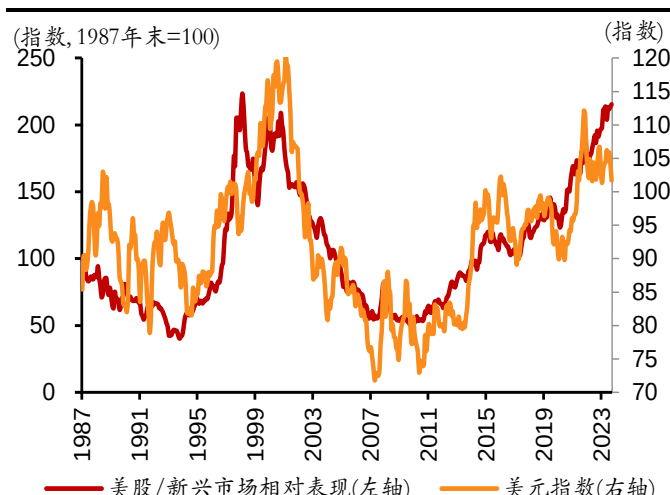
初期，美国经济前景在走弱，全球商品需求前景在恶化，大宗商品价格可能会下跌。只有在 1995 年和 2019 年降息周期中，美国经济仍在扩张，大宗商品价格才对降息做出正面反应。在降息周期后期，随着经济前景企稳改善，大宗商品价格见底回升。降息周期带来的流动性过剩可能在后续经济过热周期中推高大宗商品价格和商品通胀。大宗商品与美元指数存在明显负相关性，当美元指数走弱时，往往伴随美元流动性过剩和风险偏好上升，大宗商品价格倾向于走强。

图 46：美元利率与新兴市场股票市盈率



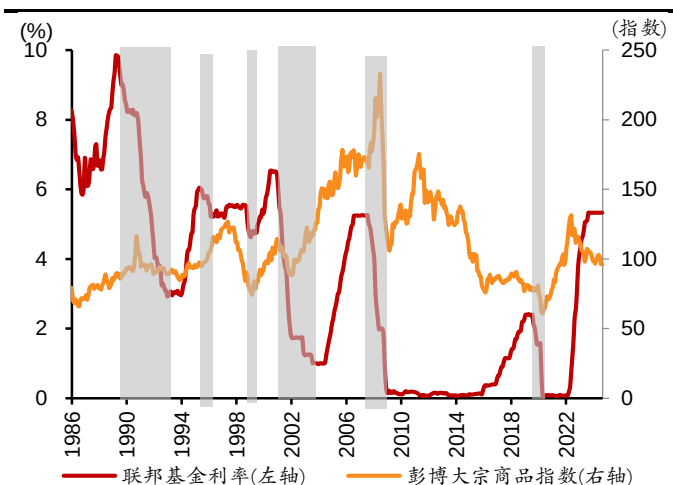
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 47：美元指数与美股/新兴市场相对表现



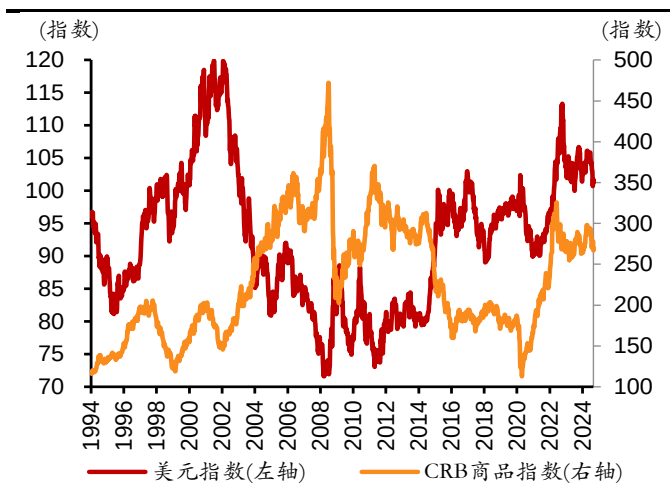
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 48：政策利率与大宗商品指数



资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 49：美元指数与大宗商品价格指数



资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

中国金融市场

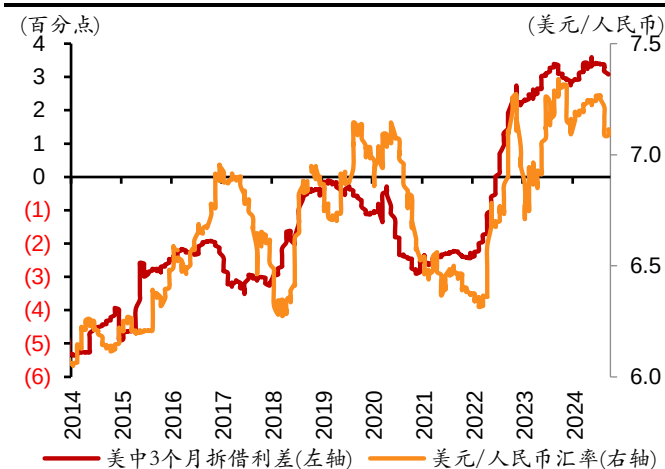
美元降息周期有助于缩小美中利差，支撑人民币兑美元可能小幅反弹。利率作为资产定价基准，反映经济基本面和投资回报率前景，两国利差反映经济基本面相对强弱和投资回报率差异。过去两年，美国经济过热与高通胀，中国经济疲弱与通缩，美国名义 GDP 增速超过中国，美元与人民币利差达到历史高点，美元兑人民币大幅走强。今年下半年至明年，美国经济和通胀将延续放缓，预计美元政策利率累计下调 175 个基点左右，而中国经济可能从低位小幅改善，通缩有所缓解，人民币政策利率（7 天逆回购利率和存贷款基准利率）累计降幅 20-30 个基点，美元与人民币利差将有所收窄，人民币兑美元可能小幅反弹。同时，日元反弹将提振人民币汇率，因为去年以来人民币汇率与日元汇率的相关性大幅上升，人民币因为利率水平低、汇率波动小和资产回报预期弱可能步日元后尘成为泛套息交易重要融资货币。综合以上分析，我们预计离岸美元/人民币汇率将从去年末的 7.12 降至今年末的 7.07 和明年末的 7.03。

美元降息周期有助于减轻人民币汇率压力对中国利率政策的制约。在经历 2015 年下半年股汇双杀、资本外流和外汇储备下降后，中国政策部门对人民币贬值的风险厌恶度非常高，过去两年美中利差扩大和人民币走弱限制了中国利率政策空间。中国名义利率降幅不及物价跌幅，通缩令实际利率攀升至历史高位，推升私人部门实际债务负担，抑制住房需求和耐用消费，损害企业盈利。美元大幅降息可能支撑人民币兑美元小幅反弹，有助于扩大中国利率政策空间。但中国降息空间不仅受人民币汇率因素制约，还受银行净息差不断收窄的影响。由于降息周期中贷款利率降速和降幅大于存款利率，中国银行业净息差已降至监管警戒线以下，央行认为净息差关系银行体系稳定，财政则关心银行的利润分红。综合考虑，我们认为明年年底前中国存贷款利率可能有 20-30 个基点的下调空间。

美元降息周期利好港股市场流动性。香港市场流动性受美联储决定性影响，国际资金、香港本地资金和中国内地资金在港股市场三分天下，美元降息一方面增加国际资金流动性并降低国际资金成本，另一方面通过联系汇率制度增加香港本地资金流动性和降低港币资金成本。但短期内港股市场仍受到两方面因素压制，一是中国内地经济依然较弱，通缩压力较大，港股公司盈利前景黯淡，二是美元降息初期美股盈利下调风险和市场风险偏好下降可能抵消美元降息的正面作用，美股市场波动上升，对港股市场存在负面溢出影响。待中国内地经济和通缩逐步改善以及市场完全消化美股盈利下调风险后，港股市场可能开始对美元降息做出积极反应。

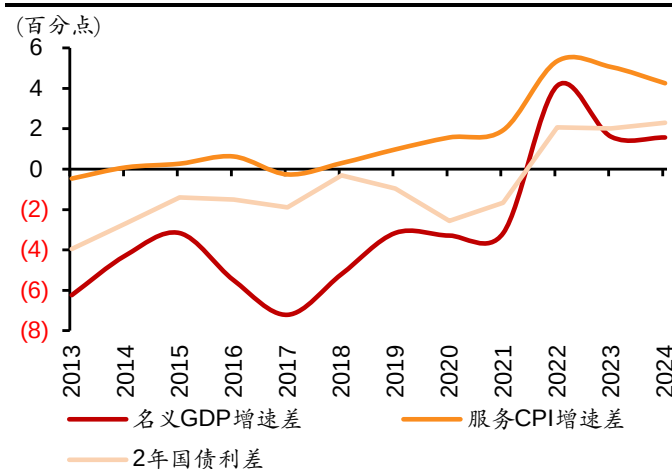
美元降息周期中美股市场风格变化可能对中国股市产生映射作用。我们利用 2018 年至今周频数据估计以下多因子模型：中国 A 股/港股行业指数风险溢价 = $\alpha + \beta_1 * (\text{中国全 A/港指数风险溢价}) + \beta_2 * (\text{美股对应行业指数风险溢价})$ 。其中股指风险溢价 = 股指年化收益率 - 本地 10 年国债收益率。由于港币采用美元联系汇率制度，简单起见，港股市场的无风险收益率采用美国 10 年国债收益率。 β_2 的估计值可以反映美股行业指数波动对中国股市的影响。从估计值来看，美股能源、原材料、公用事业和金融板块波动对港股对应行业影响相对较大，美股能源和原材料板块对 A 股对应行业影响相对较大。在美元降息初期，市场担心经济下行风险，美股能源、原材料和金融板块表现较差，公用事业板块表现较好，可能对港股和 A 股相关板块产生映射作用。

图 50：美元/人民币利差与汇率



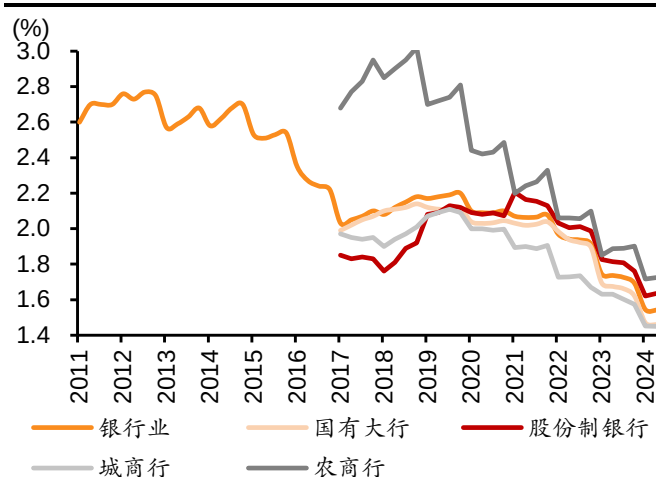
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 51：美中名义 GDP 增速差、服务通胀差与国债利差



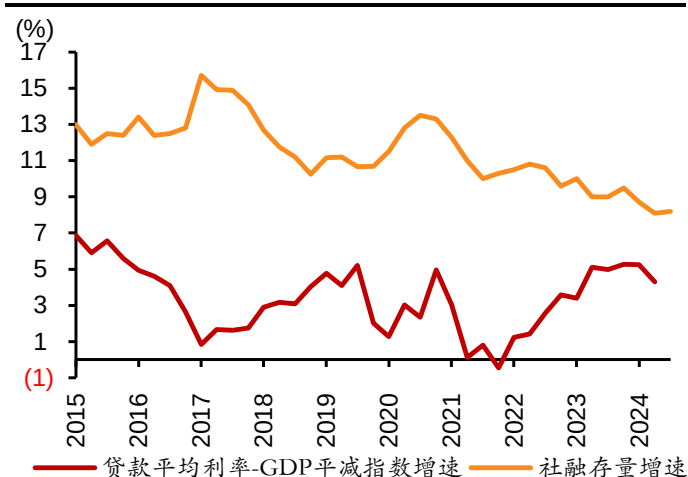
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 52：中国银行业净息差



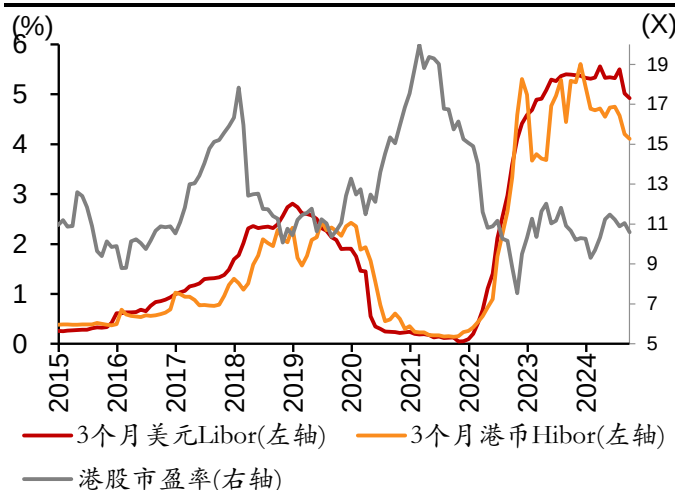
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 53：中国实际利率与信贷增速



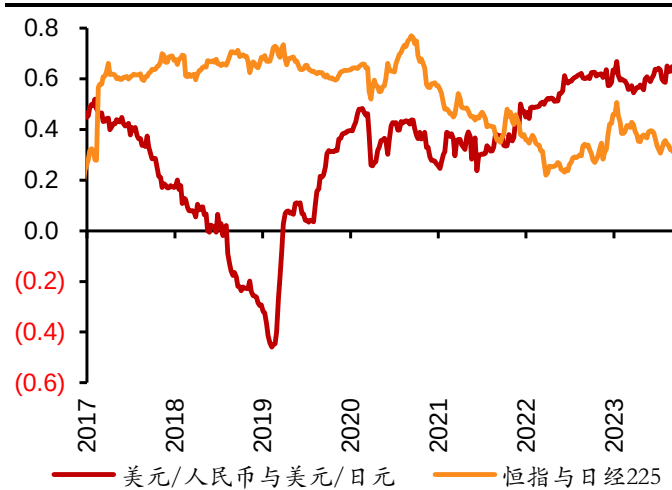
资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 54：美元/人民币利差与汇率



资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 55：人民币与日元、港股与日股收益率相关性



资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

图 56:美股行业因子贝塔系数

对应行业	A股	港股
金融	0.08	0.12
工业	0.00	0.10
信息技术	0.06	-0.07
必选消费	0.03	0.10
可选消费	0.07	0.10
原材料	0.11	0.26
医疗	0.07	0.04
公用事业	0.05	0.17
电信服务	-0.03	0.10
能源	0.17	0.39

资料来源：Wind，彭博，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。