

2025 年 1 月 14 日

全球宏观

美债利率“三重门”：经济韧性、供给压力与政策预期

美债利率正经历一轮显著上行期，自 2024 年 9 月美联储降息以来，尽管政策利率已下调 100 个基点，但美债 10 年期利率反而累计上涨超过 100 个基点，并一度触及 4.79% 高位。本轮收益率上行幅度已显著超越 1990 年以来历次降息周期先例，反映出其特殊性：当前美国经济仍保持较强韧性，且市场基于特朗普 2.0 的预期重估，进一步加剧了利率上行压力。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

当前美债利率的快速上行是短期与中长期因素共振的结果，面临着经济韧性、供给压力与特朗普政策预期“三重压力”：短期因素包括美国经济持续韧性、降息路径预期调整以及财政担忧重燃；中长期因素主要源于特朗普 2.0 政策带来的财政赤字加剧和再通胀预期。从利率分解来看，近期期限溢价的上升则反映了市场对长期风险的担忧。

- ① **美国经济基本面呈现出现实韧性与预期走强的双重特征。**特朗普胜选之后，市场对美国的经济增长前景有所增强，多项预期指数出现改善。然而从现实的基本面来看，参考美国经济意外指数，其读数显示自 2024 年 11 月以来，经济基本面甚至呈现转弱迹象，与美债收益率走势稍显背离，意味着当前美债收益率可能过度反映了远期增长预期，后续可能会有所收敛。另一方面，美债收益率的过快上涨可能使得金融状况再度收紧，而这种收紧效应可能反过来抑制经济活动，最终促使收益率回落。
- ② **不过在强劲的经济预期主导下，本就韧性十足的美国经济仍可能继续保持动能。**就业市场方面，企业招聘意愿受预期改善提振，短期内较难出现明显放缓。通胀方面，服务业价格压力重现叠加房租通胀下行空间收窄，上行风险正在累积，短期通胀数据难以出现超预期回落。因此，除非经济基本面出现显著转弱，美债收益率的下行空间可能相对有限。
- ③ **供需结构方面，2025 上半年美债供给压力加大。**随着美国债务水平再度触及上限，美国财政部在采取“非常规措施”的同时，可能倾向于增加付息国债发行。需求端呈现结构性分化，海外投资者和货币市场基金仍是主要净买入力量，但机构对长期美债的配置意愿在政策不确定性上升背景下明显减弱，从最新一期 10 年期国债拍卖中投标倍数下降和交易商承接比例上升可见一斑。

美债 10 年期利率的合理中枢？短期内，基于量化模型测算，当前公允价值水平约为 4.4%，预计 2025 年美债 10 年期收益率大概率在 4-4.5% 区间运行，但考虑到政策扰动因素以及美联储年内降息节奏，利率走势可能呈现前高后低的特征。从中期框架看，通胀叙事下（通胀预期+实际利率），长债收益率中枢在 4.5% 附近；财政赤字叙事下（期限溢价+中性利率），考虑到未来几年美国政府财政赤字走高，期限溢价可能被低估，叠加中性利率可能在 3-3.5% 的水平，长债利率中枢区间或在 4.0-5.0%。

目录

美债利率“狂飙”背后：短期与中长期因素共振	3
美国经济：现实韧性，预期更强	7
美债供需：供给因素助涨长债利率走势	11
美债 10 年期利率的合理中枢是多少？	16

美债利率“狂飙”背后：短期与中长期因素共振

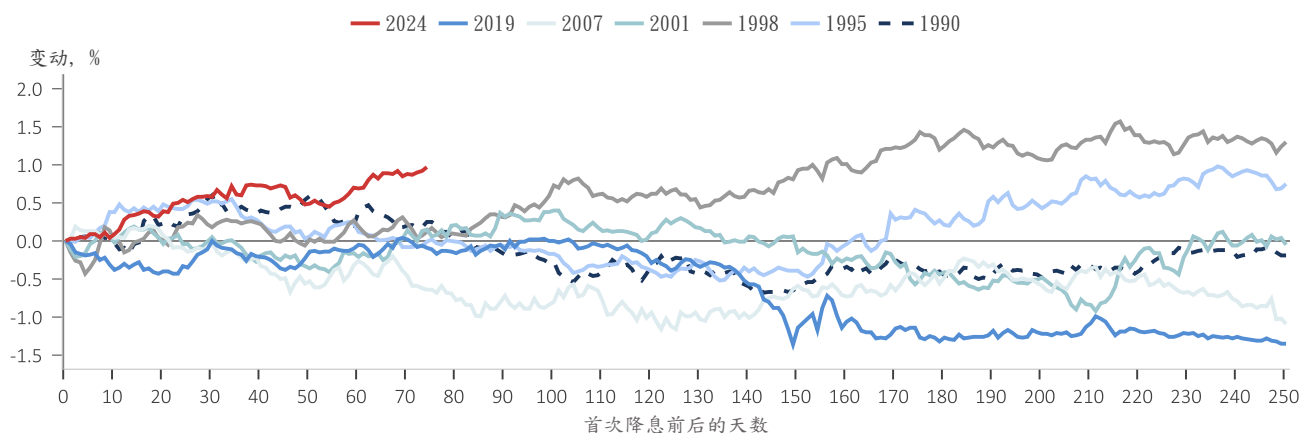
美债利率正经历一轮快速的上行期。自 2024 年 9 月美联储降息以来，尽管政策利率已经下调了 100 个基点，但美债 10 年期利率则累计上涨了超过 100 个基点，期间虽有所回落，但 2025 年开年以来一度站上了 4.79% 的高位，创下自 2023 年 11 月以来的新高，当时美债 10 年期利率触及 5% 的阶段性高位。

纵观 1990 年以来的历次降息周期，美债收益率往往在降息初期出现短暂上行，此现象通常反映市场对经济“软着陆”的预期，1995 年即为典型案例。然而，本轮收益率上行的幅度已显著超越历史先例，反映出本轮上行周期的特殊性：以往降息多发生在经济明显下行阶段，而当前美国经济仍保持较强韧性，且就业市场稳健，通胀虽有回落但仍高于目标水平。

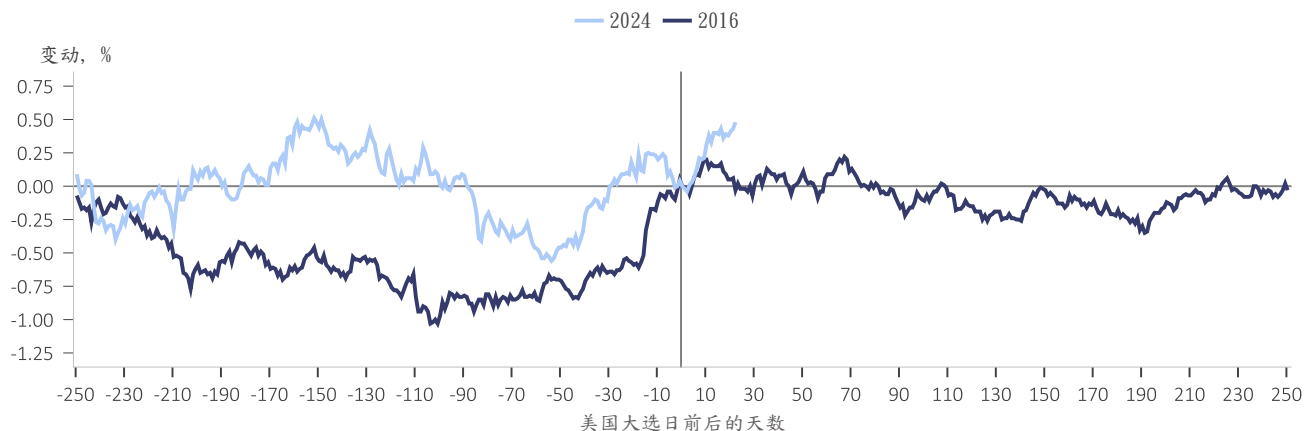
此外，特朗普胜选后，市场对于中期的经济增长、再通胀前景重估进一步加剧了本轮美债利率的上行压力。2016 年特朗普胜选后，美债 10 年期利率也经历过一轮上涨，但本轮美债收益率的上涨幅度更为显著。

长债利率的上涨从美国扩散至全球主要发达经济体，英国、德国和日本等国家的 10 年期国债收益率均同步上行。市场担忧特朗普潜在的政策主张，包括提高北约成员国军费开支、调整关税政策等可能带来的不确定性，以及这些政策对全球通胀的潜在影响，以上因素综合导致投资者减少长久期债券配置，从而加剧了收益率上行压力。

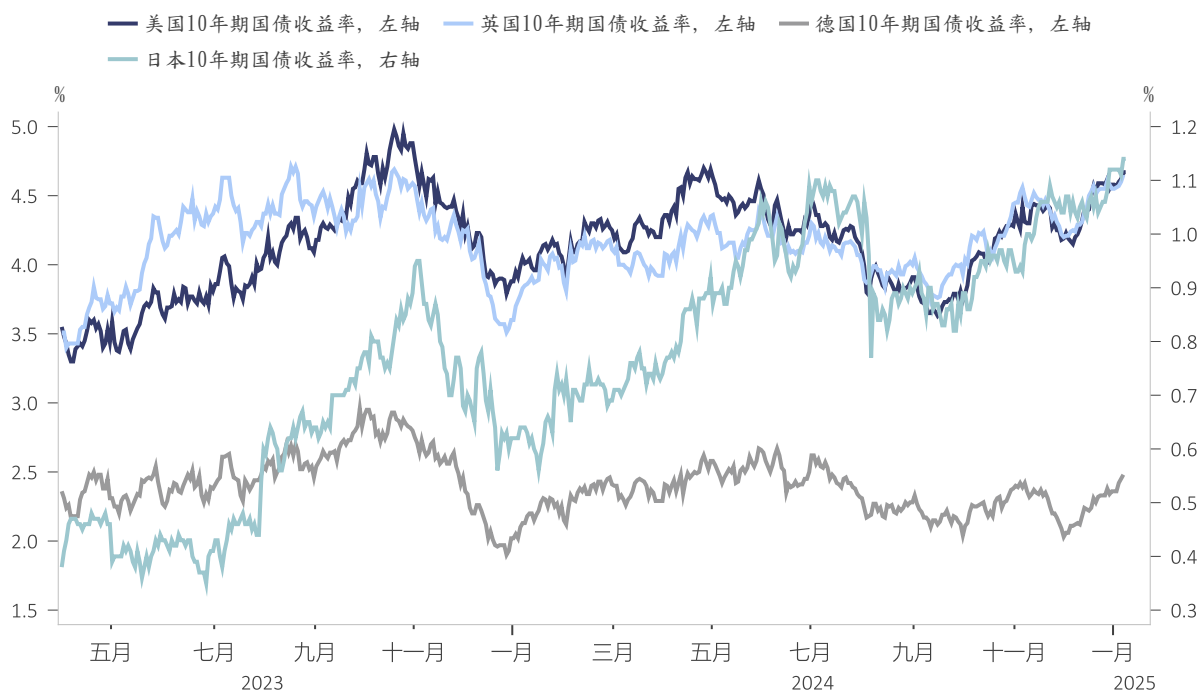
图表 1: 美债 10 年期利率在本轮降息启动后的上涨幅度远超 1990 年以来的历轮降息周期



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美债 10 年期利率在此次大选后的涨幅也大幅超过了 2016 年


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 全球主要发达经济体 10 年期国债收益率均出现明显上行


资料来源: Macrobond, 交银国际

我们认为当前美债利率上冲是短期与中长期因素交织下的共振：

短期因素：

- * 美国经济维持韧性。近期多项经济数据超出预期，非农就业强势反弹，去通胀进程有所停滞；
- * 降息路径预期显著调整。美联储 12 月 FOMC 会议“鹰派”降息，并释放后续降息节奏放缓的信号；
- * 财政担忧升温。美国债务水平再度触及债务上限，财政部可能在 2025 上半年增加国债发行，推动期限溢价走高。

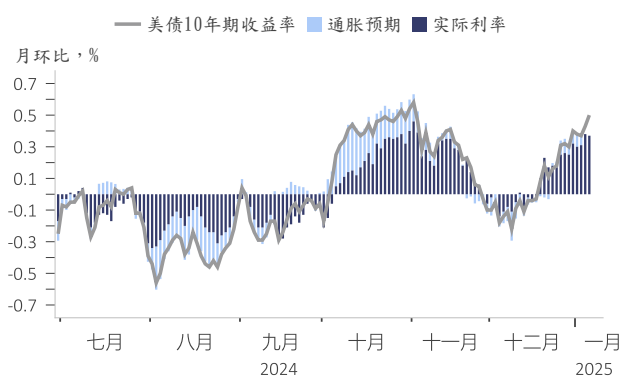
中长期因素：

- * 特朗普 2.0 政策中长期所带来的财政赤字加剧、再通胀等不确定性因素，推高了市场对长期中性利率的估值。

从近期美债利率上涨的贡献拆解来看，近期实际利率上行是美债利率最大推力，当前实际利率的上升更多反映了市场对未来经济增长前景和财政状况的担忧，而非基本面的实质改善。进一步从期限溢价和中性利率框架来看，美债利率上行主要是期限溢价推动，反映了近期债务上限和远期的赤字问题。

收益率曲线结构上，面对政策不确定性上升，投资者倾向于减少长久期债券配置，导致长端利率上行幅度超过短端，曲线呈现熊市陡峭化特征，而这种曲线形态通常暗示市场对长期风险溢价要求的提升。

图表 4: 月度环比来看，实际利率贡献较大



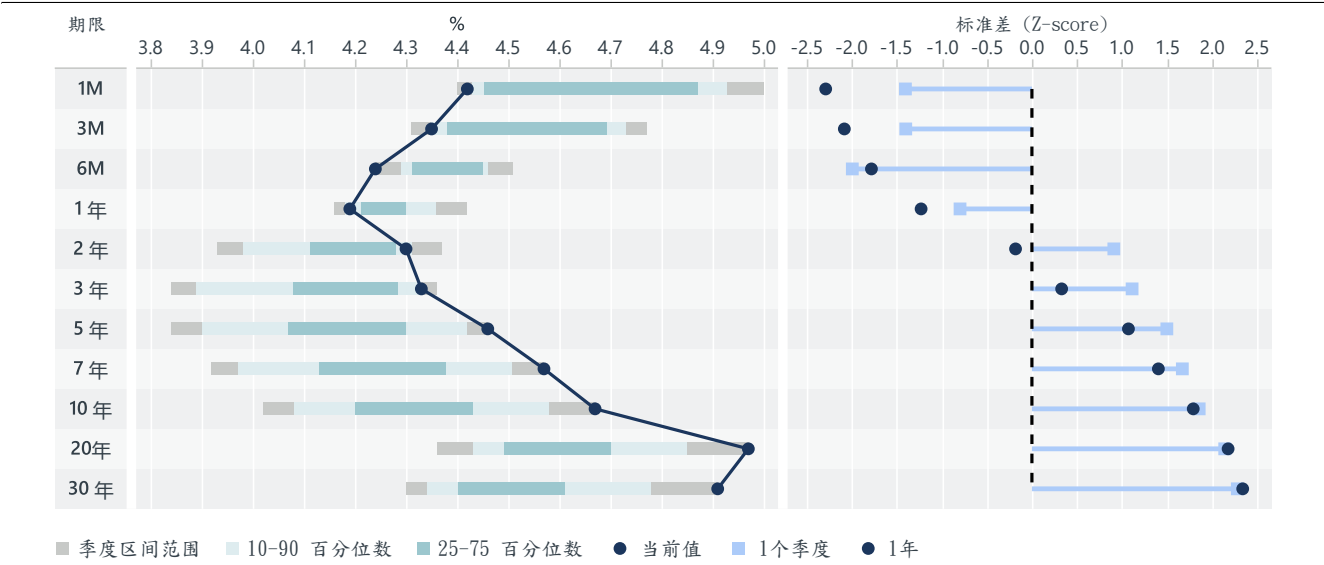
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 以及期限溢价推动长债利率上涨



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 利率曲线有所陡峭化



资料来源: Macrobond, 交银国际

美国经济：现实韧性，预期更强

美国经济已从 2024 年 3 季度的短暂扰动中全面复苏。回顾 3 季度，由于飓风自然灾害及部分行业罢工的影响，劳动力市场迅速走弱，失业率上升并触发“萨姆规则”，使得市场对美国经济衰退担忧快速升温。进入 4 季度，劳动力市场呈现显著改善，特朗普胜选更是强化了经济增长前景，进一步促进了就业市场的反弹。同时，美联储在 12 月“鹰派”降息后，暗示降息进入到了放缓的阶段，叠加近期多个超预期的经济数据，使得市场对于后续降息幅度预期出现显著回落，加剧了美债利率的上行。

图表 7: 近期的上涨反映了对于降息幅度的削减



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 但与近期的基本面有所偏离，或主要反映了一些远期经济增长的因素…



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 美国制造业及服务业 PMI 均在回升

资料来源: Macrobond, 交银国际

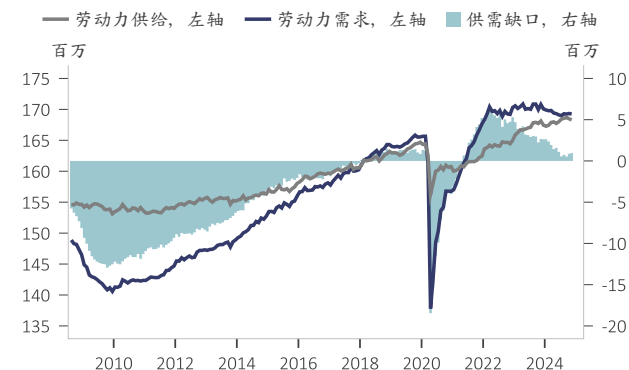
就业市场维持韧性，但过热的概率不高。劳动力市场供需两端均有上行压力。当前职位空缺数转为上行，中小企业招聘热度亦自 9 月份以来实现明显回升，意味着就业市场需求热度再度上升，短期继续放缓的概率有所降低。但当前就业市场已大致实现供需平衡，以及当前美国产出缺口收窄或一定程度限制劳动力市场的紧俏程度。与此同时，特朗普上任在即，其移民驱逐计划也可能加大对就业市场的扰动。2 月将公布非农年度修订和基数调整，有一定概率下调 2024 年的非农就业总数。

图表 10: 近期美国职位空缺数转为上行，可能意味着就业市场短期快速放缓的概率较低

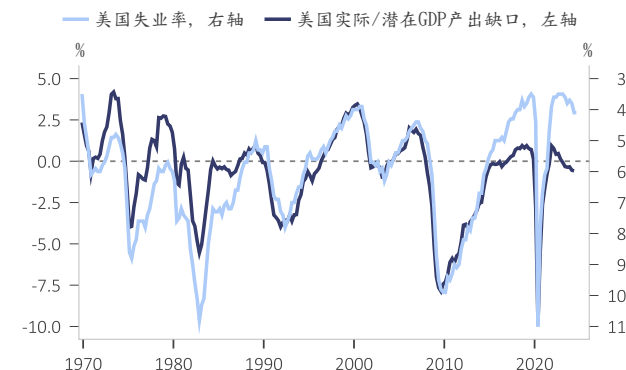
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: 美国中小企业未来 3 个月有招聘计划占比亦开始回升

资料来源: Macrobond, 交银国际

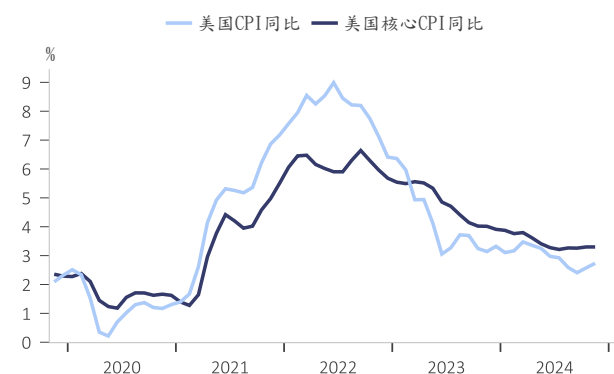
图表 12: 但当前美国劳动力市场供需已经趋于大致平衡


资料来源: Macrobond, 交银国际

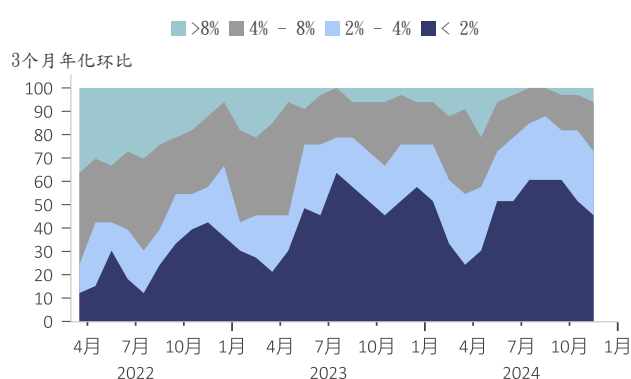
图表 13: 同时，经济产出缺口的回落可能抑制就业市场的快速升温


资料来源: Macrobond, 交银国际

通胀改善进程放缓，服务业价格压力或重现。就现状而言，当前美国去通胀进程已有所停滞，无论是名义和核心CPI读数，从4季度至今均未能进一步改善。通胀宽度上，CPI分项中3个月年化环比涨幅超过2%的占比逐渐增加，亦显示出通胀压力出现扩散性回升。同时，通胀最大权重项房租通胀仍在滞后回落，但考虑到新签租约价格增速已接近长期均值，未来房租通胀的下行空间收窄。而近期ISM服务业PMI物价指数大幅上涨，作为超级核心服务通胀的领先指标之一，这一变化预示服务业定价能力可能重新增强，为未来通胀走势带来不确定性。

图表 14: 去通胀进程有所停滞


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 15: 通胀宽度上，3个月年化环比大于2%的CPI分项在增加


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 16: 作为 CPI 最大权重项，房租滞后回落的空间已不多


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 17: 美国服务业 PMI 物价指数的大幅反弹，领先超级核心通胀


资料来源: Macrobond, 交银国际

特朗普胜选之后增强了美国的经济增长前景，多项预期指数出现改善。然而从现实的基本面来看，参考美国经济意外指数，其读数显示自2024年11月以来，经济基本面甚至呈现转弱迹象，与美债收益率走势背离，意味着当前美债收益率可能过度反映了远期增长预期，后续可能会有所收敛。另一方面，美债收益率的过快上涨可能使得金融状况再度收紧，这种收紧效应可能反过来抑制经济活动，最终促使收益率回落。

不过在强劲的经济预期主导下，本就韧性十足的美国经济仍可能继续保持动能。就业市场方面，企业招聘意愿受预期改善提振，短期内较难出现明显放缓。通胀方面，服务业价格压力重现叠加房租通胀下行空间收窄，上行风险正在累积，短期通胀数据难以出现超预期回落。因此，除非经济基本面出现显著转弱，美债收益率的下行空间可能相对有限。

美债供需：供给因素助涨长债利率走势

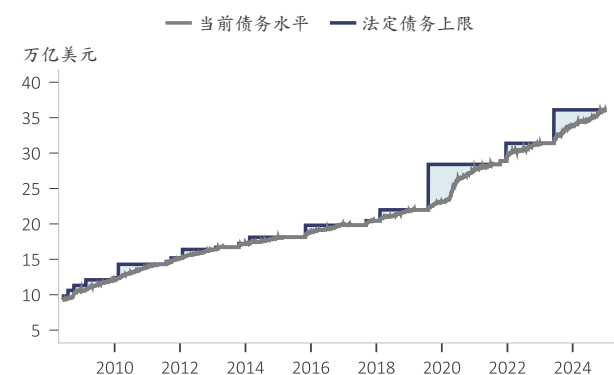
④ 长债供给在上半年预计将有所增加

2025 年新年伊始，美国财政担忧重燃。1 月 1 号，美国债务水平达到 36.1 万亿（美元，下同），接近触发 2023 年 5 月达成的债务上限水平。财政部也宣布将在未来几个月采取一些“非常规措施”来维持政府运作，并支付利息以避免出现债务违约。“非常规措施”主要包括：1）暂停发行新债券，财政部可能会停止发行某些类型的国债。2）利用财政部一般账户（TGA）中的现金余额来支付即将到期的账单，直到这些资金耗尽。3）临时性会计操作。如推迟对某些退休基金的投资，以释放现金用于其他支出。

与此同时，2025 财年的前两个月，美国财政赤字规模继续扩大，达到了 6242 亿，远超前三个财年。根据美国 CBO 预测，美国 2025 财年赤字率为 6.3%，赤字规模为 1.88 万亿，去掉当前财年前两个月的赤字规模 1.25 万亿，而当前美国财政部账户余额为 7200 亿，相当于剩余赤字规模的 58%，意味着凭借 TGA 的消耗，也可以支撑约 4~5 个月，从而在 TGA 账户消耗完毕前推动国会通过立法解决债务上限问题。

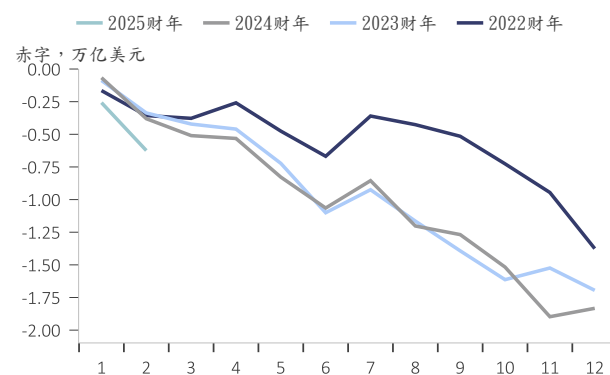
自美联储降息以来，财政部的净融资出现明显增加，2025 年 1 季度的计划发行量也为 2023 年 3 季度以来的新高。在触及债务上限后，由于新发债的限制，财政部可能倾向于增加付息国债的发行，同时减少短期国债的发行，帮助财政部更好地管理现金流，确保在面临支付压力时能够优先满足长期债务的利息支付，意味着长债的供给可能增加。同时，待新的债务上限达成后，财政部补充 TGA 账户期间也可能造成债市波动。

图表 18: 美国债务水平再度触及债务上限



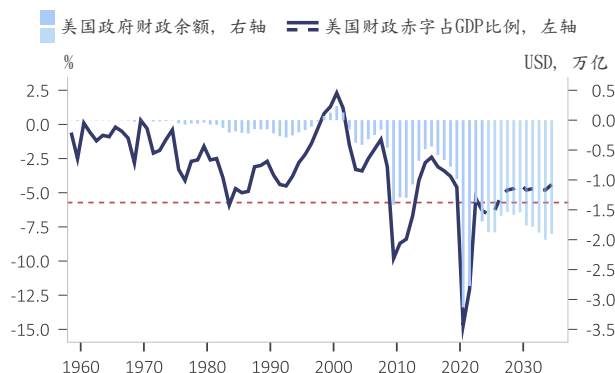
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 19: 2025 财年，前两月财政赤字超过往年



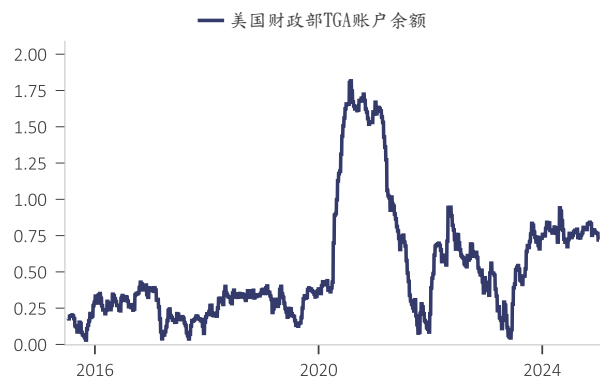
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: 美国 CBO 测算 2025 年财年赤字率为 6.3%，约 1.88 万亿美元



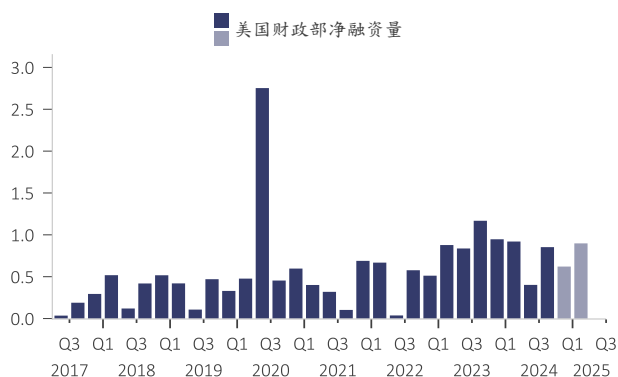
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 21: 当前美国 TGA 账户余额为 7200 亿美元



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 22: 财政部 1Q25 净融资量明显上升



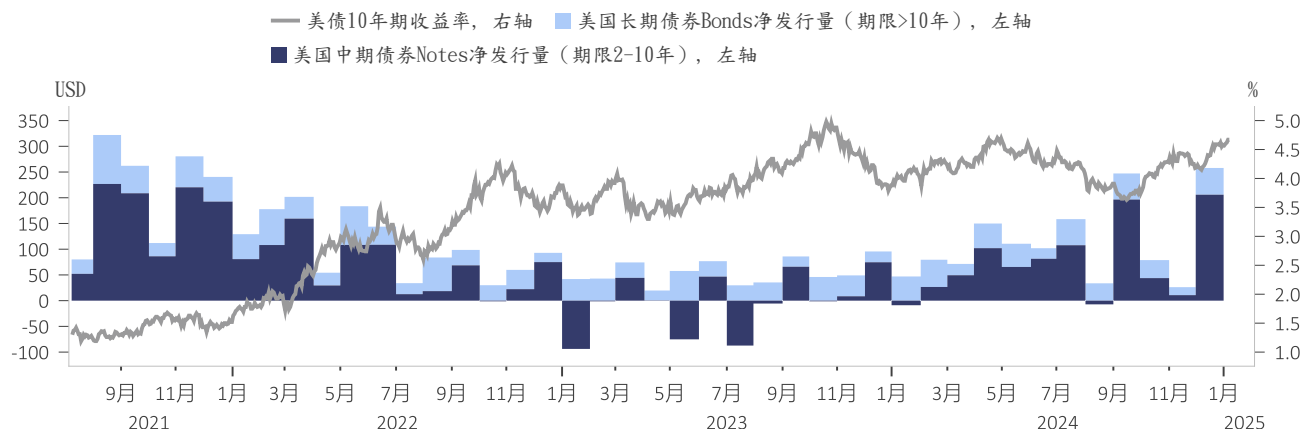
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 23: TGA 账户补充可能导致长端利率上涨



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 24: 9 月降息以来，中长期国债发行量供给增加



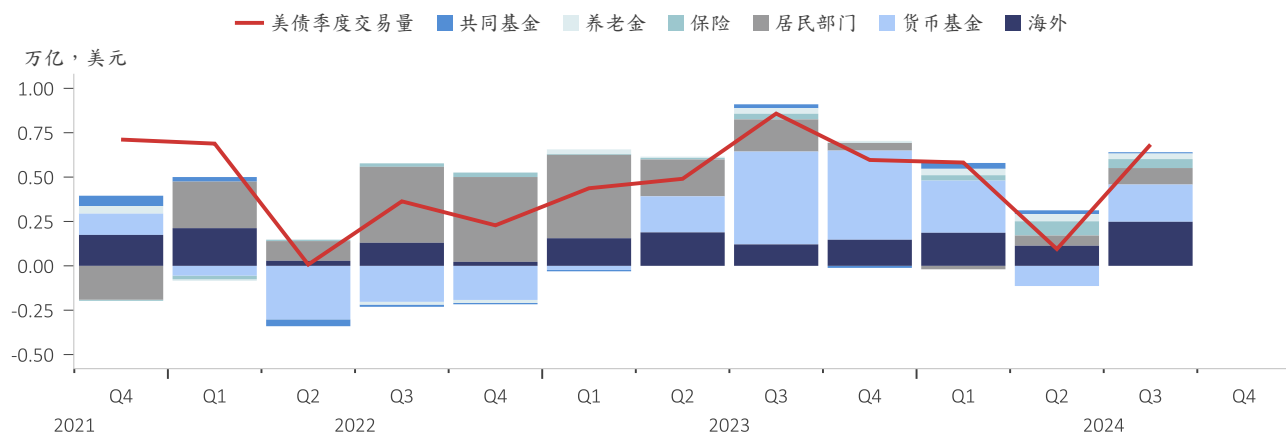
资料来源: Macrobond, 交银国际

🕒 美债需求结构分化，长端面临政策不确定性压力

从美债季度交易数据来看，海外投资者和货币市场基金仍是美债主要净买入力量。自 2024 年 9 月美联储启动降息周期以来，美债各期限需求整体改善，体现在一级市场拍卖中投标倍数普遍上升，交易商承接比例也有所下降。

然而，随着特朗普带来的政策不确定性日益临近，叠加长端利率快速攀升，机构对长期美债的配置意愿减弱。最新一期美国 10 年期国债拍卖中，投标倍数明显下降，交易商承接比例也有所上升，均反映机构配置需求出现了一定转弱。相比之下，2 年期等短端品种需求仍较为稳定，体现出市场对美联储年内降息预期仍在支撑短债需求。

图表 25: 从美债季度交易量来看，海外及货币基金仍是美债主要净购入者



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: 9 月以来，美债交易商承接比例多数降低，反映终端投资者参与度高

美国国债期限	交易商承接比例							
	12/2024	11/2024	10/2024	9/2024	8/2024	7/2024	6/2024	5/2024
2年		8.53%	17.49%	12.40%	10.91%	8.45%	12.86%	15.48%
3年	14.89%	15.83%	18.84%	10.30%	12.84%	12.60%	19.22%	13.14%
5年		10.55%	13.91%	11.19%	12.15%	13.20%	12.88%	18.38%
7年		9.33%	7.33%	8.73%	12.66%	8.39%	11.45%	16.00%
10年	10.42%	11.79%	13.71%	10.13%	14.98%	9.90%	11.20%	13.92%
20年		21.04%	14.17%	18.18%	8.96%	8.00%	5.55%	9.45%
30年	14.26%	8.17%	11.98%	15.49%	16.08%	13.64%	13.25%	13.63%

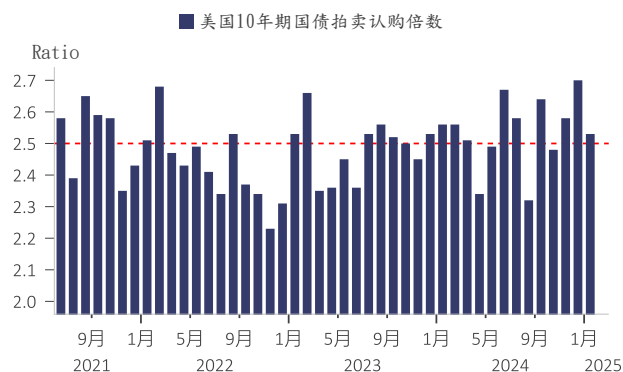
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 27: 9 月以来，美债投标倍数多有增加，但近期长债下滑

美国国债期限	美债投标倍数							
	12/2024	11/2024	10/2024	9/2024	8/2024	7/2024	6/2024	5/2024
2年		2.77	2.50	2.59	2.68	2.81	2.75	2.41
3年	2.58	2.60	2.45	2.66	2.55	2.67	2.43	2.63
5年		2.43	2.39	2.38	2.41	2.40	2.35	2.30
7年		2.71	2.74	2.63	2.50	2.64	2.58	2.43
10年	2.70	2.58	2.48	2.64	2.32	2.58	2.67	2.49
20年		2.34	2.59	2.51	2.54	2.68	2.74	2.51
30年	2.39	2.64	2.50	2.38	2.31	2.30	2.49	2.41

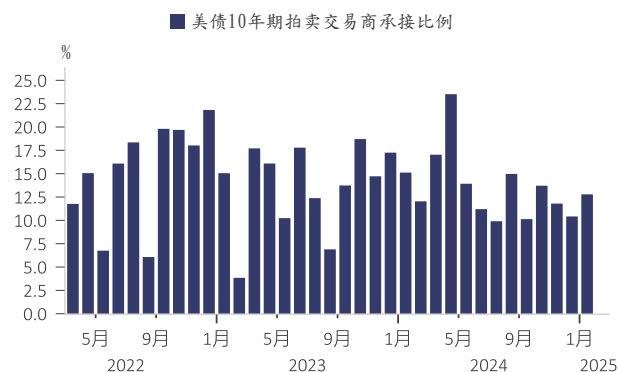
资料来源: Macrobond，交银国际

图表 28: 最新 10 年期国债认购倍数回落



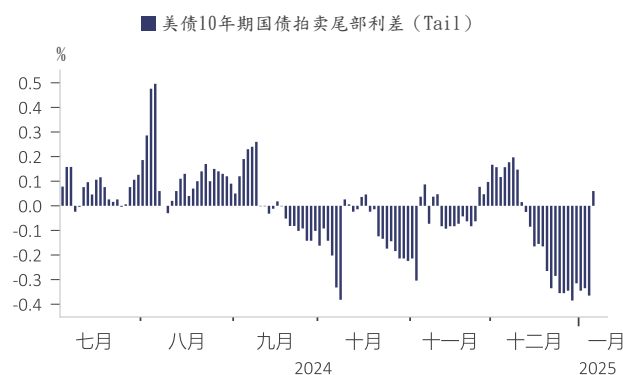
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 29: 交易商承接比例上升



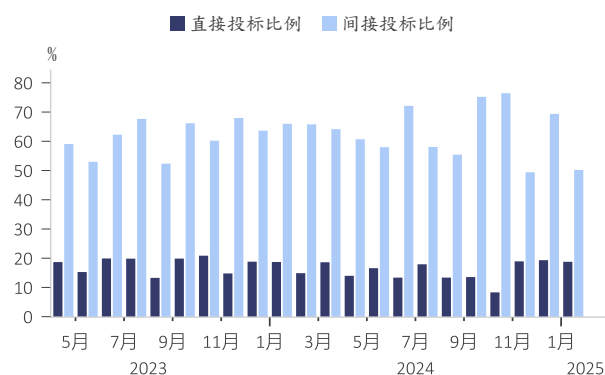
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 30: 尾部利差转正反映需求下降



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 31: 海外投资者需求降低



资料来源: Macrobond, 交银国际

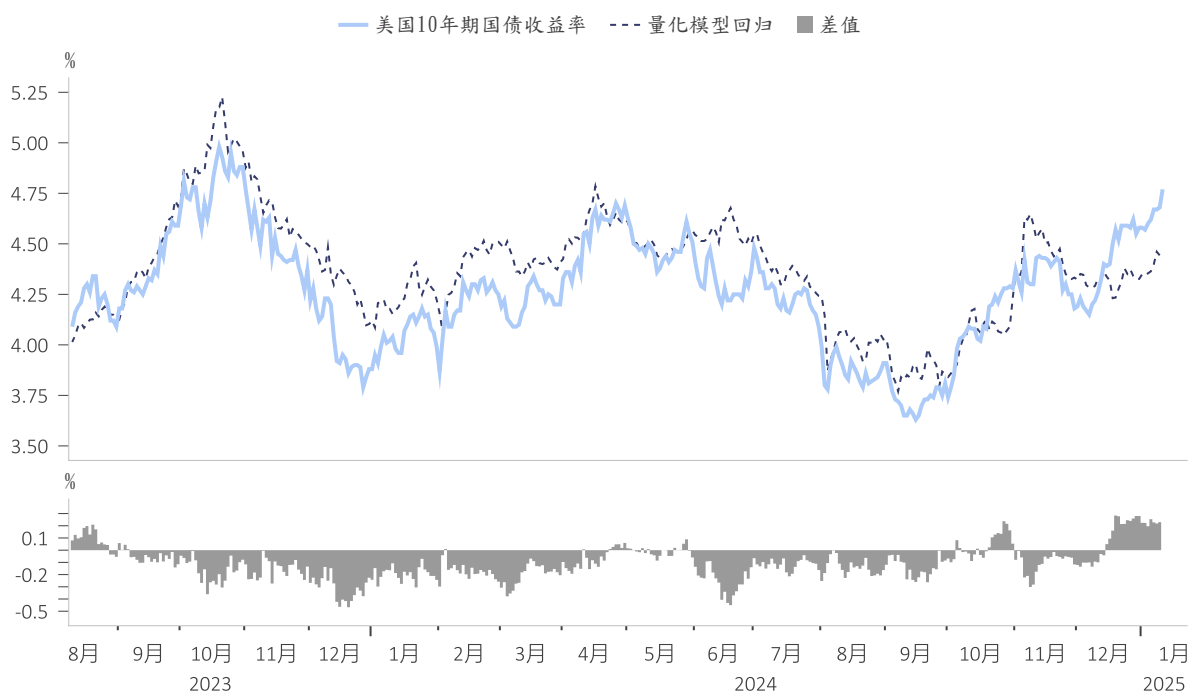
美债 10 年期利率的合理中枢是多少？

美债利率短期或呈区间震荡

当前美债 10 年期收益率的市场定价已较为充分。期货市场隐含的未来 12 个月降息预期不到 50 个基点，已较为保守。同时，当前利率水平已经计入了包括财政赤字扩张、再通胀等中期风险因素，而这些因素的实际影响程度仍待验证。基于量化模型测算，考虑实际经济增速、通胀预期和期限溢价等因素，当前 10 年期美债收益率的公允价值水平约为 4.4%，意味着当前市场利率水平或已相对较高。

然而，短期内仍需警惕利率波动风险。一方面，美国劳动力市场依然韧性十足，进一步转弱的概率下降，而通胀回落进程可能较为缓慢。另一方面，预计年中债务上限问题将再度成为市场焦点，届时财政部为补充 TGA 账户可能加大债券发行力度，从而对利率形成上行压力。因此，综合来看，2025 年美债 10 年期收益率大概率在 4-4.5% 区间内运行，但考虑到政策扰动，以及美联储年内降息的节奏，利率走势可能呈现前高后低的特征。

图表 32: 当前美债利率的合理中枢可能在 4.4% 附近



资料来源: Macrobond, 交银国际

中期美债利率均衡水平可能在 4.5-5%

当前围绕长期利率中枢的讨论主要围绕着通胀叙事和财政赤字叙事。我们以两个框架来衡量。通胀叙事我们用 $\text{美债 10 年期收益率} = \text{通胀预期} + \text{实际利率}$ 来进行拆解；而财政赤字叙事则可以用 $\text{美债 10 年期收益率} = \text{期限溢价} + \text{中性利率}$ 来拆解。

⊕ 通胀叙事下，长债收益率中枢在 4.5%附近

实际利率通常以美债 10 年期收益率减去名义 CPI 同比作为粗略衡量。从历史区间来看，美债 10 年期收益率在平稳经济运行条件下（即非衰退和复苏时期），与 CPI 通常所在的差值在 2.5% 附近，我们以此作为稳定的实际利率水平，而通胀预期通常稳定在 2.0-2.1% 左右的水平。因此，从这个框架来看，美债收益率长期可能在 4.5% 左右的合理水平。

图表 33: 美债 10 年期收益率与 CPI 同比差值历史均值在 2.5% 附近的水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

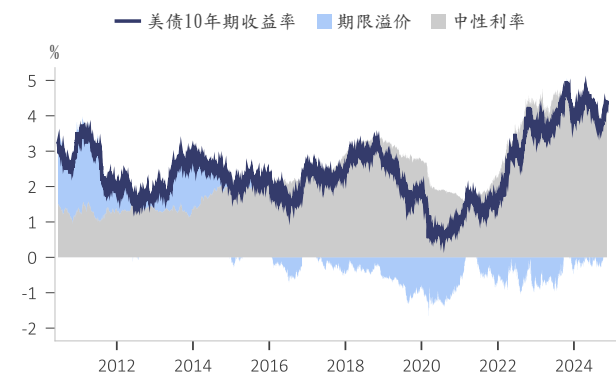
图表 34: 以 10 年美债实际利率分离出来的通胀预期通常在历史均值 2%附近


资料来源: Macrobond, 交银国际

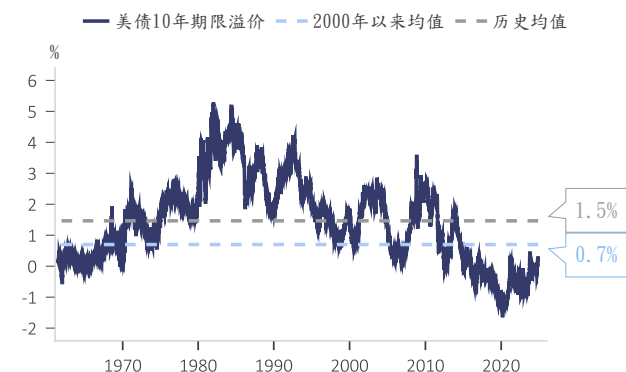
④ 财政赤字叙事下，长债利率中枢可能在 4.0-5.0%

关于财政赤字叙事，我们关注期限溢价和中性利率。从该框架我们可以观察到，在过去 10 年，美债 10 年期收益率上涨主要由中性利率推动，而期限溢价在大多数时候均是负值。从历史区间上来看，期限溢价的均值约为 1.5%，而 2000 年以来也有 0.7%。从这个角度来看，我们认为期限溢价很可能被低估，特别是考虑未来几年美国政府财政赤字会大幅上升。

中性利率通常我们用美联储长期政策利率作为衡量，该值已经从过去 10 年 2% 左右的水平，上升到了 2.9%。而市场预测目前中性利率的水平可能在 3-3.5% 左右。结合到期限溢价 1-1.5% 左右的水平，则美债 10 年期收益率应在 4.0-5.0% 左右的水平。

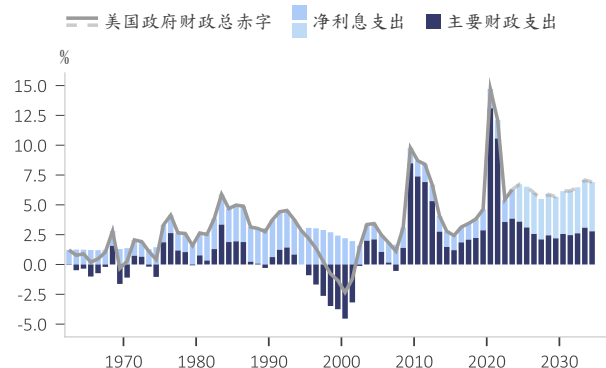
图表 35: 过去 10 年美债收益率主要由中性利率推动


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 36: 与历史区间相比，当前期限溢价相对较低


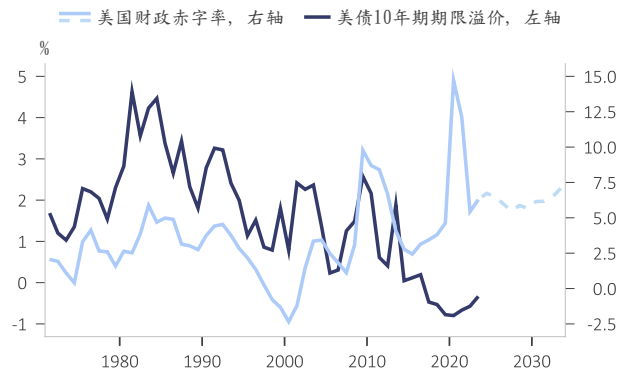
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 37: 美国赤字率持续走高...



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 38: ...可能对应期限溢价的回升



资料来源: Macrobond, 交银国际; 虚线为美国 CBO 预测

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。