

2010年4月5日

中国经济

人民币盯住美元：会否退出？ 为何退出？何时退出？如何退出？

会否退出：我们认为人民币将在未来几个月内退出自 2008 年 7 月以来一直实施的“硬盯住”美元汇率制度。

为何退出：中国政府将目前的汇率制度作为其危机管理政策的一部分。人民币退出盯住美元并升值有助于抑止近期通胀压力，维护全球自由贸易体系，从而实现经济的长期再平衡。这还有助于中国实现货币政策的独立性。

何时退出：我们维持长期所持的观点：人民币退出盯住美元的“机会窗口”在今年夏季或三季度初。

如何退出：我们预期退出之初，汇率调整的幅度将在 2-3%，其后将会逐步升值，全年累计升值幅度在 4-5%。最初的汇率调整可能是法律层面的，也可能是事实层面的（即在退出盯住美元之后的数周内一次性将人民币对美元的有效即期汇率调升 2-3%）。虽然退出将会使目前的汇率制度发生一些变化（扩大汇率波动幅度），但初期的影响将是象征性的。

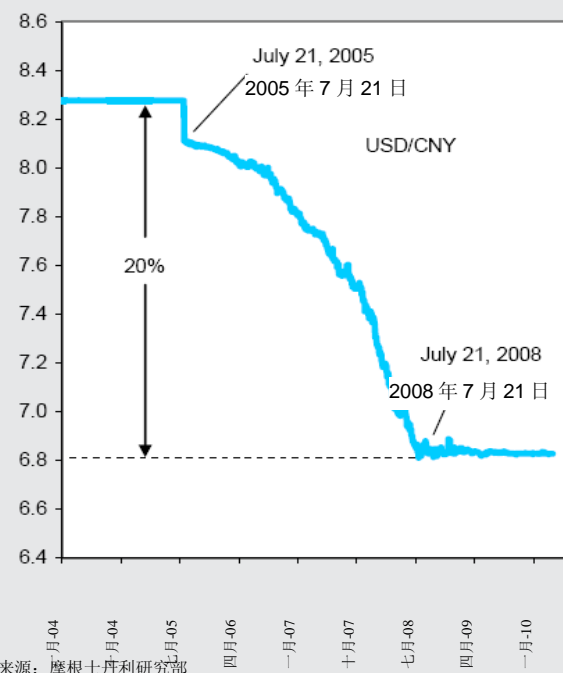
对外汇市场的影响：我们预期美元对人民币汇率将在 2010 年底前升至 6.54，2011 年底前升至 6.17。市场多空双方之间的不对称性表明，目前美元对人民币离岸无本金交割远期定价是“错误”的。

对股市的影响：首先，人民币退出与美元挂钩有利于降低因中美之间爆发贸易战而导致的风险溢价。其次，有助于抑止“输入型”通胀压力，从而降低以严厉的信贷控制及/或连续加息大幅度收紧银根的可能性。再次，如首次汇率调整比较温和，后续的升值以渐进方式进行，则将推高后期进一步的升值预期。

近期报告

题目	日期
关于人民币的对话	2009 年 11 月 11 日
人民币汇率的退出机制?	2009 年 6 月 9 日
人民币新政?	2008 年 11 月 24 日
关于人民币汇率的新辩论	2008 年 8 月 3 日

表 1:
人民币退出盯住美元的时机



重要信息披露，请参见位于本报告结尾的信息披露部分。

人民币盯住美元：会否退出？为何退出？何时退出？如何退出？

会否退出：重温我们自 2008 年以来长期所持的观点

2005 年 7 月 21 日，中国政府宣布进行人民币汇率制度改革，人民币不再盯住美元，转而实施“以一篮子货币为参考的有管理的浮动汇率制度”。事实上，2005 年 7 月-2008 年 7 月间“美元对人民币汇率走势与爬行盯住”汇率制度下的走势颇为相似。自 2005 年 7 月 21 日以来，人民币对美元的汇率已经从汇改前的 8.27 上升了 20% 以上（表 1）。

不过，中国汇率改革三周年（即 2008 年 7 月）以来美元对人民币汇率一直稳定在 6.83 左右。在实施了三年的“爬行盯住”之后，人民币再度回归事实上的“盯住美元”汇率制度。2008 年 11 月，我们率先指出了这一点。（参见“中国经济：人民币新政？”2008 年 11 月 24 日）。

2009 年下半年起，伴随全球经济复苏以及美元的下行压力，市场观察人士开始怀疑这一新的汇率制度的可持续性，并纷纷猜测人民币存在哪些退出策略。当时，我们认为“目前的人民币汇率制度将在 2009 年全年，且很有可能在未来 12 个月内维持不变。”（参见“中国经济：人民币汇率的退出机制？”2009 年 6 月 9 日）。

尤其是在 2009 年底，当有关人民币汇率政策变化的猜测进一步升温之时，我们曾警告不要过于热衷近期的政策变化，指出：“要衡量潜在的政策转变，就需要从政策制定者的角度出发，而非以基金经理的角度去思考问题。”与此同时，我们重申了我们的观点：“当前的人民币汇率将会在 2010 年中期之前保持不变”（参见“中国经济：关于人民币的对话”，2009 年 11 月 11 日）。

但是，就在国际金融媒体和多位中国观察家对国务院总理温家宝和其他中国高层最近竭力为人民币并未被低估而辩护感到沮丧，并认为人民币将在相当长的一段时间内盯住美元之时，我们开始积极的看待人民币退出盯住美元制度，因为我们对于中国政府所传递的信息有着不同的解读。我们预期“人民币退出盯住美元制度可能会在今年夏天发生。退出之初，汇率会有 2-3% 的一

次性温和调整，其后将会逐步升值，2010 年全年人民币对美元累计升值幅度在 4-5%。”（参见“中国经济：对温总理新闻发布会的解读，2010 年 3 月 14 日）。

为何退出

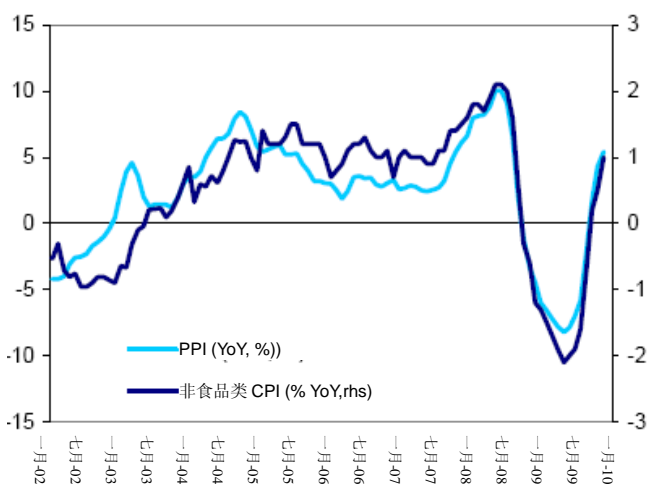
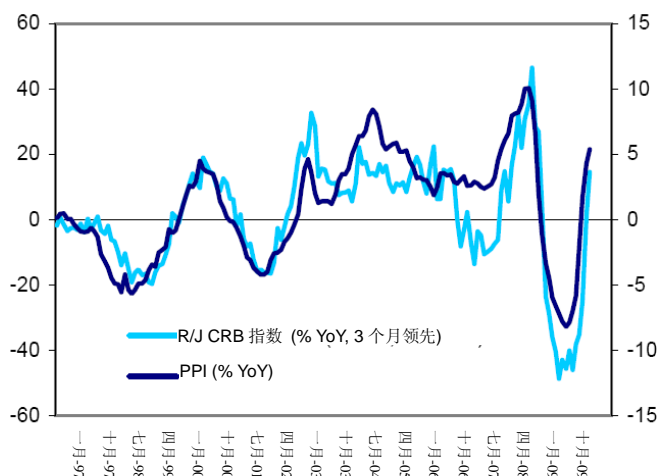
尽管人民币对美元事实上的“硬盯住”汇率制度已经施行了 20 个月之久，但是中国政府从未否认过其关于“有管理的浮动汇率制度”的官方承诺。中国人民银行行长周小川近期指出，目前的汇率制度应看作是危机应对的一揽子政策中一个部分。照我们的解读，这表明这一汇率制度是暂时的。

此外，另有四点具体考虑支持人民币退出盯住美元以及随后的升值。首先，这有助于缓解因重要国际商品价格上涨而导致的“输入型”通胀压力。中国的非食品类 CPI 指数受 PPI 指数上涨的影响很大，而后者则与国际商品价格密切相关（参见“中国经济：从供应面的角度看 2010 年的通胀预期”2009 年 11 月 1 日）。（表 2）

事实证明，一个开放、自由的国际贸易体系对于中国的长期经济发展具有战略性的重要意义，远比靠货币价值的低估...增加几个百分点的市场份额更为重要

其次，尽管中国政府竭力维持现状，其主要贸易伙伴却认为人民币价值被低估，且人民币“硬盯住”美元的汇率制度也已成为中国“重商主义倾向”的外贸政策象征。事实证明，一个开放、自由的国际贸易体系对于中国的长期经济发展具有战略性的重要意义，远比靠货币价值的低估来提高竞争力以增加几个百分点的市场份额更为重要。如果中国当前的汇率使这一体系受到威胁，我们则认为中国有必要在这一问题上展现其灵活性和务实性，以维护全球贸易体系。

表2
 “输入型”通胀压力



来源: CEIC, 彭博, 摩根士丹利研究部

再次, 人民币的强势地位有助于人民币的真实升值, 从而使贸易部门和非贸易部门的相对价格更加合理。这有助于经济的再平衡, 使之不再过度依赖外需作为增长动力, 从而实现向内需驱动型和非贸易部门驱动型增长模式的转变。

最后, 从近期来看, 人民币的升值可以提高中国汇率制度的灵活性, 这正是独立货币政策的前提。

何时退出

我们长期所持的观点: 人民币退出盯住美元的“机会窗口”在今年夏季或三季度初, 尽管我们不能完全排除由于重大政治事件(如5月底的中美战略经济对话)而提前退出的可能性。

我们认为, 人民币退出盯住美元有两个必要条件。首先, 出口增长的强劲复苏应当具有可持续性。其次, 通胀压力应继续加大。第一个条件尤为重要, 因为它有助于减轻政府内部对人民币升值的抵制。我们认为这两个必要条件均会在今夏出现。举例而言, 我们预期上半年出口将保持两位数增长, 而CPI将在六、七月间达到4.0-4.5%的峰值。

...盖特纳给了中国三个月的时间...达成一致, 并做出决策...7月份恰好成为最后期限

此外, 4月3日, 美国财政部长盖特纳在推迟发布汇率政策报告的决策声明中指出: “在未来三个月内将举办一系列重要的高层会议, 这将对制定相关政策, 创建一个更为强大、更可持续发展、更加平衡的全球经济极为重要。这些会议包括将于本月底在华盛顿举行的G20国家财政部长及央行行长会议、5月份的美中战略经济对话、以及6月份的G20国家财政部长和领导人会议。我相信, 目前来看, 这些会议是推进美国利益的最佳场合。”

盖特纳财长强调了“未来三个月”, 也即给了中国三个月的时间(4月-6月)就人民币汇率问题达成一致, 并做出决策。由此看来, 7月份恰好成为最终结点。这与我们长期以来预测的政策出台时间是一致的。此外, 中国在今夏退出人民币盯住美元还可以: 1) 在11月份美国国会中期选举上为奥巴马政府“高超的外交”手段加分; 2) 使中国政府得以在11月汉城G20峰会召开之前展示其“全球责任”。

值得一提的是, 2005年人民币退出盯住美元以及2008年再次盯住美元均发生在7月21日左右(表1)。这很

可能只是巧合，但在我们看来，在7月份采取行动可使中国政府充分利用今年上半年总体形势发展以及外部收支平衡。有关后者的全面数据通常要到上半年结束之后才会公布。

选择7月份的另一个潜在原因...可能与国际货币基金组织对中国经济年度评估的时机有关

我们认为，选择7月份的另一个潜在原因可能与国际货币基金组织对中国经济年度评估，或第四条磋商时机有关。国际货币基金组织与中国之间的第四条磋商通常在每年7月底8月初举行。国际货币基金组织是唯一有权监督成员国汇率制度并评估其合理性的国际组织，因此它的意见比任何一个其他主权国家（如美国）或多边组织（如G7、G20）的意见更具有合法性和权威性。

如何退出

目前有三种可能的退出方案：1)不进行初期调整，直接重启渐进式升值；2)初期温和升值2-3%，继之以渐进式升值，全年累计升值幅度达到4-5%；3)初期较大幅度的升值（如5%以上），随后进行渐进式升值。

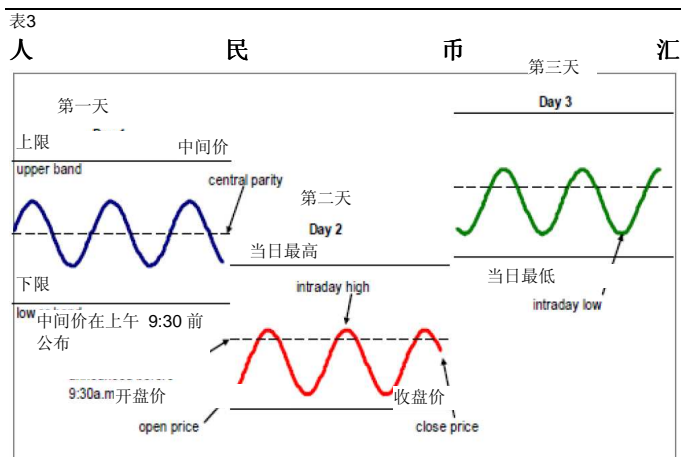
在我们看来，方案2的可能性最大。具体而言，首先，方案1的政治好处可能不足以抚慰中国的主要贸易伙伴并显示中国政府的诚意，尤其考虑到在这一问题上已经投入了如此多的政治资本；其次，如无重大的通胀（同比达到5%以上）或极大的贸易顺差，向以渐进方式著称的中国政府采取这种激进方式的可能性微乎其微。因此，我们将以上三种方案的可能性排列如下：方案2>方案1>方案3

最初的汇率调整可能象2005年7月22日那样，以高调宣布一次性调整中间价2-3%的方式进行。或者，也可能以事实上的一次性重估的方式进行，以使美元对人民币的汇率在退出盯住之后数周内下降2-3%。

虽然退出将会使目前的汇率制度发生一定的细微变化（扩大汇率波动幅度），但初期可能在很大程度上是一

个象征性行为。重要的是需要了解目前的（或危机前、新盯住制度之前）波动幅度的技术原理。在每个交易日开盘前，按做市商报价的加权平均值确定当前交易日美元对人民币的中间价。每个交易日上午开盘前15分钟公布中间价。日间交易波幅控制在人民币/美元中间价的0.5%上下。不过，理论上中间价可视前一交易日的收盘价而出现任意幅度的变化。换言之，日间汇率变化可不受上述波动幅度的限制。图示见表3（参见“中国经济：波动幅度扩大≠人民币加快升值，2007年5月21日”）

...人民币升值的步伐最终取决于中国政府对于中间价升值速度的接受程度，而非围绕中间价的日内波动进行



来源：摩根士丹利研究部

尽管原则上人民币对美元的中间价是根据做市商报价的加权平均值确定的，但它在很大程度上仍在人民银行的管制之下，人民银行对于权数有着相当大的决定权。人民币升值的步伐最终取决于中国政府对于中间价升值速度的接受程度，而非围绕中间价的日间波动进行。

如果中国政府宣布自退出之日起放宽波动幅度，则它等于放宽了人民币对美元升值的一个不存在的限制。从本质上讲，放宽人民币对美元汇率波动幅度不一定导致人民币升值的加速，但是它会传递一个信号：中国政府决定重新采用更加灵活的汇率制度。

美元对人民币汇率走势预测

以我们对退出时机的预测为基础，表 4 呈现出我们对美元对人民币即期汇率的预测。退出会在 2010 年三季度初发生，因此美元对人民币汇率将在三季度末达到 6.64，并在四季度末达到 6.54，也即在三、四季度中分别升值 2.83% 和 4.50%。并将在 2011 年进一步升值 6%，达到 6.17。

表4
 美元对人民币汇率走势预测

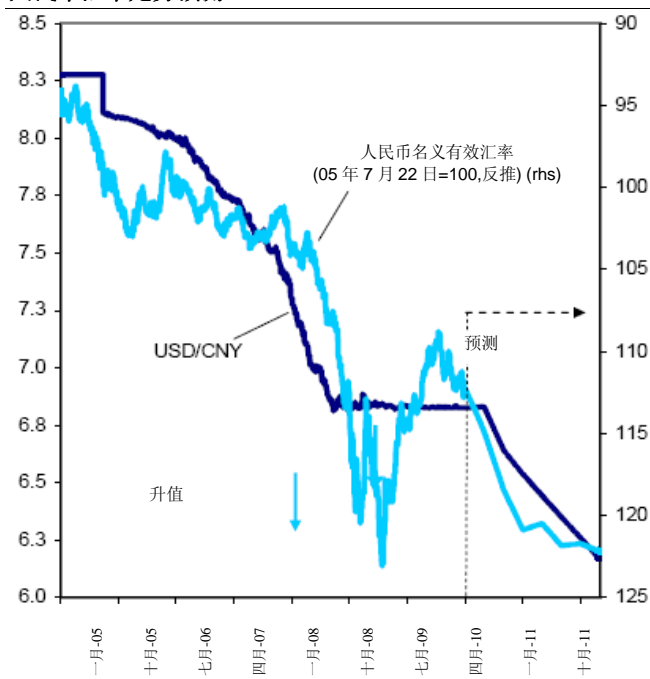
	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
美元对人民币	6.83	6.83	6.64	6.54	6.44	6.35	6.26	6.17
同比%	0	0	2.83	4.50	6.00	7.54	6.13	6.00
环比%	0	0	2.83	1.62	1.44	1.46	1.48	1.50

来源：摩根士丹利研究部预测

...至 2010 年底，人民币的贸易加权名义有效汇率将升值 7-8%，但仍将低于 2009 年一季度的高点

在上述对 2010 年美元对人民币汇率预测的基础上，我们根据摩根士丹利全球汇率策略团队的汇率预测估计，至 2010 年底，人民币的贸易加权名义有效汇率将升值 7-8%，但仍将低于 2009 年一季度的高点，至 2011 年底将进一步升值约 1%（表 5）（参见“外汇脉动：今年的走势如何？2010 年 4 月 1 日。”）在我们看来，2010 年名义有效汇率升值速度将快于 2011 年，以此补足此前的升值要求。

表5
 人民币汇率走势预测



来源：CEIC，摩根士丹利研究部

对外汇市场的影响

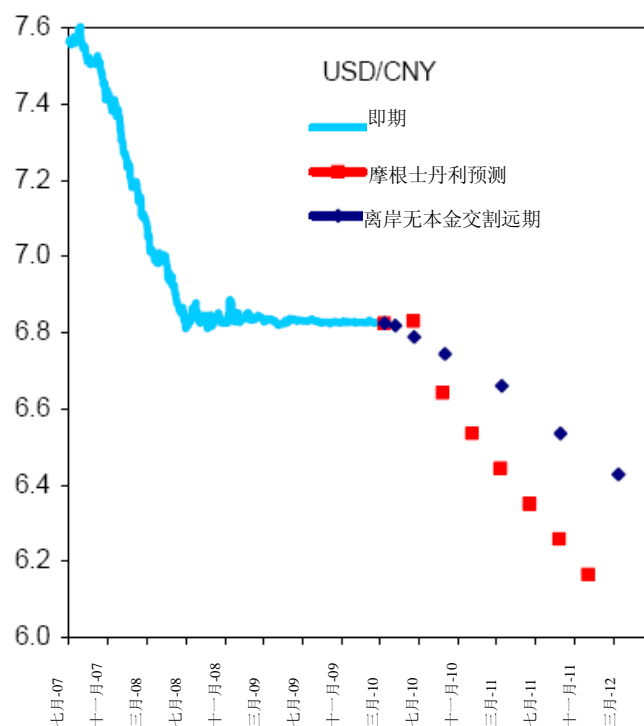
如果事实证明我们的预测是正确的，则目前的离岸无本金交割远期外汇定价就是“错误”的。截止三月底，离岸无本金交割远期外汇人民币对美元的汇率只有小幅升值，其中 6 个月和 12 个月直接无本金交割远期外汇汇率分别为 6.74（或相对于即期汇率升值 1.19%）和 6.66（或相对于即期汇率升值 2.42%）（表 6）。

为什么离岸无本金交割远期外汇定价是“错误”的？目前做空美元对人民币汇率理应是一种更安全的单向操作方法，在此情况下到底是谁在无本金交割远期外汇市场上做多美元？我们的理解是，离岸无本金交割远期市场上的多头主要包括两类市场参与者：1) 希望锁定较低人民币筹资成本的企业账户；2) 境内/离岸远期美元对人民币市场套利者。

对于希望锁定较低人民币筹资成本的境内企业而言，由于境内人民币贷款与美元贷款之间存在着近 300 个基点的息差，许多中国企业更愿意借利率低得多的外汇贷

款，然后将所借得的美元在境内现货市场上出售，与此同时，在无本金交割远期外汇市场上买入美元远期合约以对冲外汇风险。这样，他们就可以锁定很低的融资成本。

表6
离岸美元对人民币无本金交割远期价格“错”在哪里？



来源：彭博, 摩根士丹利研究部

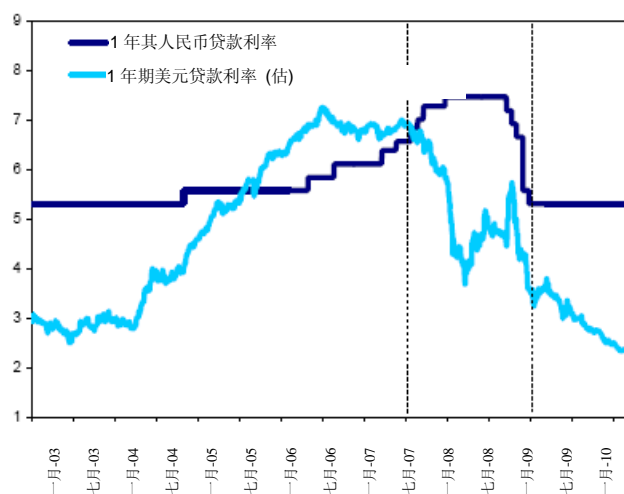
举例说明，假设 3 月底，一年期人民币贷款利率为 5.31%，而一年期美元贷款利率为 2.41%。A 公司从银行借了 1 亿美元，并随即在现货市场以 6.8260 的价格抛售，可以获得 6.826 亿元人民币。为了对冲其美元的敞口，该公司在离岸无本金交割远期市场上（通过中资银行）以 6.6605 的价格买入 12 个月美元远期合约。这一交易使 A 公司得以将人民币筹资成本锁定在 -0.07% $(=(6.6605 \times 1.0241 - 6.826) / 6.826 \times 100)$ 。真是笔不错的交易！这也正是 2009 年三季度以来中国外汇贷款激增的主要原因。

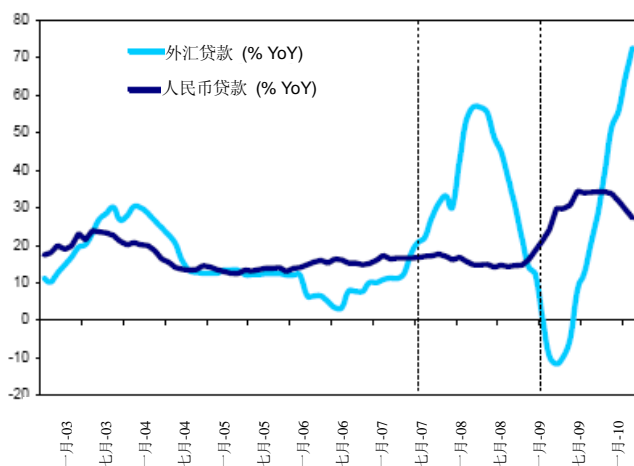
截止 2009 年二月底，外汇贷款余额近 4,000 亿美元。即使其中只有一小部分通过离岸无本金交割远期市场

进行了对冲，离岸市场参与者做多美元的交易需求也足以轻松压倒离岸空头投机者。

对于境内/离岸美元对人民币远期市场套利者，我们观察到当两者的利差达到 1000 点时，一些境内企业对境内/离岸远期套利交易就会表现出浓厚的兴趣，他们会买入离岸无本金交割远期合约，卖出境内美元远期合约。境内美元远期合约的买方主要有两类市场参与者：1) 能够借到离岸美元的银行会买入掉期合约，锁定人民币筹资成本，因此，他们可以在已经锁定较低筹资成本的基础上买入人民币债券或票据。2) 无法进入离岸无本金交割远期市场的企业账户，可买入境内远期合约，以替代离岸无本金交割远期合约。这样，他们的成本会比较高（境内远期合约的点位通常高于无本金交割远期合约 1000 个点），但这还是比直接借人民币贷款划算。

表7
负筹资成本导致外汇贷款激增





来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

了解离岸美元对人民币无本金交割远期市场参与者的动机有助于更好地预测当外部情况发生变化时, 无本金交割市场会发生何种变化。以下是几种简单的预测:

第一, 离岸美元对人民币无本金交割远期价格在很大程度上取决于境内交易者(多头)形成的美元对人民币汇率的预期, 而不是取决于境外交易者(空头)。部分原因在于前者的潜在头寸远远大于后者。

无本金交割远期市场...这一“隐形干预”是由套利活动促成的...

第二, 大多数境外交易者来自于“快钱”投资团体, 而大多数境内交易者则是“慢钱”企业账户。我们认为, 投机者通常追逐热点事件的预期(如人民币汇率重估预期), 而企业交易者则更看重相关事件的实现(如人民币汇率的重估), 尽管这样的划分难免过于简单化。投机者寻求交易本身的绝对回报, 而境内企业账户注重的是锁定相对较低的筹资成本。

第三, 离岸无本金交割远期市场上供需双方的不对称显示出这不是一场零和游戏: 如果美元对人民币的汇率变化有利于投机者, 则投机者会有钱可赚, 而境内企业账户只是节省成本的幅度有所减少, 但还是会省下钱来。

最终承担损失的将会是人民银行。在某种意义上, 境外投机者是在和人民银行对赌, 而促成这场赌局的则是境内交易者的套利活动。从另外一个角度来看, 人民银行也已经有效地干预了离岸无本金交割远期市场, 以防止离岸美元对人民币远期合约跌得太深。这一“隐形干预”正是由境内交易者的套利活动促成的。

第四, 离岸无本金交割远期市场上供需双方的不对称以及人民银行的间接影响表明, 当前主要人民币离岸无本金交易远期价格并不反映市场参与者对未来美元与人民币汇率的真实预期。这意味着当政策意图发生变化时, 离岸无本金交割远期汇率很容易下跌至远低于当前水平。

第五, 在其他条件不变的情况下, 境内人民币贷款利率的上调将鼓励外汇贷款, 从而刺激离岸无本金交割远期市场上做多美元的需求。反之, 在其他条件保持不变的情况下, 若美联储息导致境内美元贷款利率的上调, 则将抑止外汇贷款及离岸无本金交割远期市场上做多美元的需求。

第六, 美元筹资的一个重要来源是境内金融机构汇入国内的外汇资产。如果中国政府收紧对这一类资本流入(通常被市场观察家错误地归为“热钱流入”)的控制, 则将导致境内美元的不足, 并推高境内美元利率(参见“中国经济: 清点‘热钱’”, 2008年6月29日)。这将抑制离岸无本金交割远期市场上做多美元的需求, 2005-2007年的情形即是如此(表7)。换言之, 收紧对资本流入的控制实际上将堵住人民银行影响离岸无本金交割远期市场的通道, 从而有可能导致该市场上美元对人民币汇率的大幅下跌。如果人民银行不再干预境内现货市场, 美元对人民币的即期汇率很容易出现大幅下跌。

...收紧对资本流入的控制实际上将堵住人民银行影响离岸无本金交割远期市场的通道, 从而有可能导致该市场上美元对人民币汇率的大幅下跌。

对股市的影响

尽管强势人民币不利于那些没有定价权、利润率较低的出口商，但人民币退出盯住美元及其后的渐进式升值方式有利于股市。首先，人民币退出与美元的挂钩可以降低因担心中美之间爆发贸易战而导致的股市风险溢价。其次，将有助于抑制输入型通胀压力，从而降低以严厉的信贷控制及/或连续加息大幅度收紧银根的可能性。再次，如首次汇率调整比较温和，而后续的升值又以渐进的方式进行，则将推高后期进一步的升预期。

具体的股票投资观点，请参见摩根士丹利中国策略师娄刚的研究报告（“中国战略：再探人民币汇率重估的市场影响”，2009年3月17日）。

信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构 (统称“摩根士丹利”)。

全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行, 详情请查看: www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies

重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未涉及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者: 在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放, 或被公众媒体所引用。

致香港读者: 信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为, 属于其在香港受监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问, 请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责; 在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行; 在西班牙由 Morgan Stanley S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管, 该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发行; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行, 并对刊物内容负责。在英国, 由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告, 并完全根据《2000年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。

RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员, 并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是

Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 First Rand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司, First Rand Investment Holdings Limited 则由 First Rand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述, 并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及在若干情况下, 以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播, 受迪拜金融服务管理局监管, 并仅针对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供给批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播, 受卡塔尔金融中央管理局监管, 并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求, 这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此, 单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意: 如中英文版本之间存在差别, 以英文版为准。

美国 1585Broadway NewYork,NY10036-8293 UnitedStates Tel:+1(1)2127614000	欧洲 20BankStreet,CanaryWharf LondonE144AD UnitedKingdom Tel:+44(0)2074258000	日本 4-20-3Ebisu,Shibuya-ku Tokyo150-6008 Japan Tel:+81(0)354245000	亚太地区 ThreeExchangeSquare Central HongKong Tel:+85228485200
---	---	---	--