

中美關係專題

一步入持久戰，應對新常態

- **中美關係：由接觸轉向脫鉤。**中美關係正在重構，四十年的趨同進程正在瓦解，取而代之的是貿易、科技、投資、人文交流等領域的“脫鉤”（Decoupling）趨勢，中國已逐步從美國的“朋友圈”轉向“威脅圈”。因此，金融市場應當摒弃關於當前貿易戰的一種錯覺，即中美爭端僅是短期利益協調事件、最終達成協議之後相關風險就會過去。因此，無論貿易談判最終如何收尾，正在發生實質性逆轉的中美關係都將重塑我們這個時代的國際秩序，以及未來若干年的市場策略。特朗普政策亦無助於中美避開“修昔底德陷阱”。
- **真正危險之處：強硬對華在美獲得民意支持和兩黨共識。**曾經促進中國擴大開放的“知華派”和為美國商界在中國市場爭取更多機會的游說集團，已悄然改變了立場或失去了話語權。兩國關係“緩衝帶”的缺失極容易導致雙邊關係的加速惡化和戰略誤判。而且中美全面經濟對話等二軌外交已暫停或取消，且短期內并無重啟迹象。這使得中美雙方進行多層次交流和相互理解的機會銳減，也使得貿易談判比以往任何時候都更為困難。美國民衆對中國的擔憂同樣在增加，尤其擔心中國持有巨額美國國債、來自中國的網絡攻擊以及中國對全球環境的影響。
- **市場必須為新的國際環境做好準備。**中美之間失去戰略互信意味著有利於中國經濟增長的國際環境已經不復存在。市場必須為中美在幾乎所有領域即將出現的長期競爭做好準備，這意味著投資者應該考慮重新審視他們根據過去二三十年的經驗總結出的策略，因為全球經濟環境大環境可能已出現了根本變化。
- **全面競爭已拉開序幕。**美國過去常常通過向臺灣出售武器并向中國大陸施加壓力來“打臺灣牌”。大約從十年前起，當中國超過美國成為世界上最大的商品製造商和出口商時，包括反傾銷和反補貼在內的貿易調查已經開始取代臺灣問題，成為美國遏制中國的主要手段。美國仍處於技術領先地位，但中國正在迅速迎頭趕上。正因如此，科技密集型產業將是中美競爭的關鍵領域。中國科技巨頭的艱難日子臨近，中國在提升自身競爭力的進程中也將面臨更多挑戰。同時，包括留學在內的許多雙邊交流與合作將受到負面影響。
- **斯姆特-霍利法案重現？美國應當以史為鑒。**1930年美國同樣大幅提高進口關稅，結果提高了食品價格，并迫使其他國家以更高的關稅進行報復，迫使全球貿易驟降65%。“斯姆特-霍利關稅法案”因此被指責為惡化大蕭條、并間接導致了二戰的錯誤決策。當前貿易戰已將美國對中國商品的平均關稅稅率從3%左右迅速提升到20%左右的極高水平，具有嚴重的潛在損害。
- **貿易戰與2020年美國總統大選。**特朗普針對多國的貿易政策和強硬的對華政策，或成為他在明年總統選舉中的重要政綱。任何指望特朗普卸任、美國新任總統會改變美國對華強硬政策的期望都是不現實的。認為特朗普在2020年之前需要與中國達成貿易協議也可能是被誤導的想法。不論民主黨還是共和黨的主要候選人都同意打壓中國，他們只是指斥特朗普選擇了不當的方式或未能有效地執行政策。倘若特朗普在2020年連任，中美糾紛大概率將會擴展和延續。假如特朗普在2020年總統大選中落敗，中國或在美國新舊總統交接過渡期間得以稍為喘息，很快便需要重新學習與對華強硬的新任總統打交道。
- **貿易戰與美國經濟。**假如美國不與其主要貿易夥伴修補關係，或開拓新的市場，對農業部門的補貼只是杯水車薪。消費者將為進口產品支付更高價格。美國10年期國債收益率大幅下跌，抵押貸款利率亦急跌，有助推高房價。儘管如此，美國房地產市場漲幅明顯放緩，市場情緒顯著降溫。

成亞曼, 博士

電話: (852) 3900 0868

郵件: angelacheng@cmbi.com.hk

近期報告

1. [“香港經濟已觸底——2019年首季GDP及展望” - 2019年5月6日](#)
2. [“4月海外宏觀月報：全球經濟步入‘微妙時刻’ - 2019年4月18日](#)
3. [“停加息止縮表，美國貨幣政策全面轉向” - 2019年3月21日](#)

- **貿易戰與美聯儲貨幣政策。** 特朗普再次向聯儲局及主席鮑威爾施壓，要求降低短期利率以應對經濟下行風險，但迄今為止未有迹象顯示聯儲局政策受白宮影響。然而，貿易戰的不確定性顯然已成為聯儲局制定政策時的主要考量因素。倘若貿易戰升級并嚴重打擊美國經濟，聯儲局可能會在今年9月或12月降息。
- **貿易戰對全球產業鏈的影響。** 早在貿易戰開打之前，跨國公司已在亞洲尋找新的生產據點，并將部分生產綫轉移到中國以外地方。貿易戰只是加速這一進程。成本導向型產業是第一批向外轉移的行業，許多市場導向型或尋求效率型公司或仍選擇留在中國。
- **貿易戰下一步的走向？** 目前貿易戰目前未見盡頭或解決方案，投資者可關注6月17日301條款委員會的公開聽證會及6月28日在日本舉行的G20峰會，但我們并不樂觀。假如中美雙方未能達成任何協議，而兩位領導人又未有如期在G20會面，第四輪新征關稅最快可能在7月中旬實施。中國仍有一系列措施可避免經濟硬著陸，投資機遇仍然存在，但投資者需要更多考慮以往不需要考慮的因素，包括美國對中國新興和戰略產業的限制，以及中國在全球供應鏈中的角色轉變。

目錄

中美关系：由接触转向脱钩	4
中美关系发生实质逆转.....	錯誤! 尚未定義書籤。
特朗普政策无助于中美避开“修昔底德陷阱”.....	錯誤! 尚未定義書籤。
真正危险之处：强硬对华在美获得民意支持和两党共识.....	5
市场必须为新的国际环境做好准备.....	錯誤! 尚未定義書籤。
全面竞争已拉开序幕	錯誤! 尚未定義書籤。
斯姆特-霍利法案重现？美国应当以史为鉴	7
斯姆特-霍利法案（Smoot-Hawley）是当今美国保护主义的历史参照.....	錯誤! 尚未定義書籤。
针对中国商品的关税将达到历史极高水平.....	錯誤! 尚未定義書籤。
贸易战与2020年美国大选	錯誤! 尚未定義書籤。
特朗普计划以中国及贸易作为竞选连任的主要筹码.....	錯誤! 尚未定義書籤。
特朗普对华政策获两党支持，无论其是否连任该趋势都不会改变.....	錯誤! 尚未定義書籤。
贸易战与美国经济	錯誤! 尚未定義書籤。
贸易战损害美国经济.....	錯誤! 尚未定義書籤。
补贴并非长久之计，农民渴望中美达成协议.....	錯誤! 尚未定義書籤。
消费者为进口产品支付更高价格.....	錯誤! 尚未定義書籤。
压低国债收益率和抵押贷款利率.....	錯誤! 尚未定義書籤。
贸易战与美联储货币政策	錯誤! 尚未定義書籤。
特朗普在贸易战中向联储局再施压.....	錯誤! 尚未定義書籤。
贸易战是联储局制定政策的主要考量因素.....	錯誤! 尚未定義書籤。
我们对联储局货币政策的预测.....	錯誤! 尚未定義書籤。
贸易战对全球产业链的影响	錯誤! 尚未定義書籤。
关税冲击全球供应链.....	錯誤! 尚未定義書籤。
产业链转移存续多年，贸易摩擦只是加速推进其进程.....	錯誤! 尚未定義書籤。
贸易战下一步的走向？	錯誤! 尚未定義書籤。
六月份重点关注事件.....	錯誤! 尚未定義書籤。
市场应当适应“新常态”.....	錯誤! 尚未定義書籤。

中美關係：由接觸轉向脫鉤

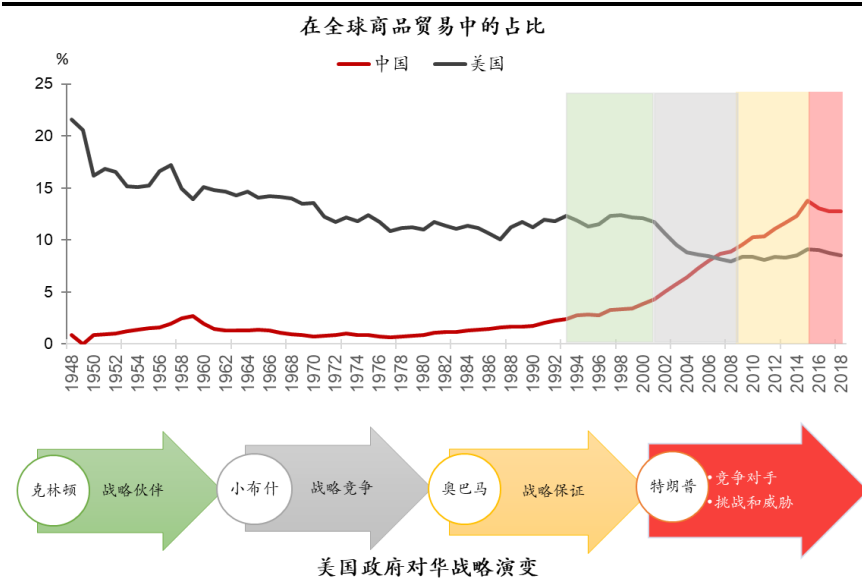
中美關係發生實質逆轉

四十年前，由於中美蘇“大三角”戰略格局的變化以及中國國內的改革開放，中美關係得以“破冰”。此後多年兩國關係雖多有波折，但美國希望通過“接觸”戰略（Engagement Strategy）迎接中國進入國際體系、從而推動中國轉型的立場沒有改變。而未如美國所願，金融危機和民粹主義的興起揭示了西方制度的脆弱性，而與此同時中國則在迅速擴大其全球影響力。兩國相對實力的變化也伴隨著美國政府對華政策的快速調整，這種調整在美國《國家安全戰略報告》中體現的十分清晰：從克林頓政府的“戰略夥伴”、“全面接觸”，轉變為小布什政府的“戰略競爭”，在奧巴馬政府第二任期，對中國的戰略疑慮和擔憂明顯上升，而特朗普直接將中國視為“競爭對手”、“挑戰和威脅”。也就是說，中國已逐步從美國的“朋友圈”轉向“威脅圈”。

可以說，中美關係正在重構。在當今的美國看來，如今的中國已不僅是其最大的製造業貿易夥伴、最大的進口來源國和最大的國債持有方，更是其主要的安全威脅和戰略對手。

因此，金融市場應當摒棄關於當前貿易戰的一種錯覺，即中美爭端僅是短期利益協調事件、最終達成協議之後相關風險就會過去。儘管中美之間已有全方位的合作、民間交流和文化影響，但無法否認的是，中美四十年的趨同進程正在瓦解，取而代之的是貿易、科技、投資、人文交流等領域的“脫鉤”（Decoupling）趨勢。從這個意義上講，無論貿易談判最終如何收尾，正在發生實質性逆轉的中美關係都將重塑我們這個時代的國際秩序，以及未來若干年的市場策略。

圖 1：美國對華政策隨著兩國實力變化而出現重大轉變



資料來源：聯合國、美國政府、招銀國際證券

特朗普政策無助於中美避開“修昔底德陷阱”

目前，特朗普已經非常明確地表達了他對中國的看法：他認為中國希望取代美國成為超級大國，而“這不會發生在我身上”。不惜代價防止既有地位被取代的想法，無助於中美避開“修昔底德陷阱”。

“修昔底德陷阱”是指一個新崛起的大國必然要挑戰現存大國，而現存大國也必然來回應這種威脅，按這種邏輯戰爭變得不可避免。雖然將中美關係和“修昔底德陷阱”聯繫在一起有不少弊端和危害，但特朗普的表態說明他的確傾向於這種觀點，使得他推出了幾十年來最為激進的對華政策。

因此，中美爭端絕不僅僅局限於貿易戰或是科技戰。大國博弈的邏輯將占據主導地位。

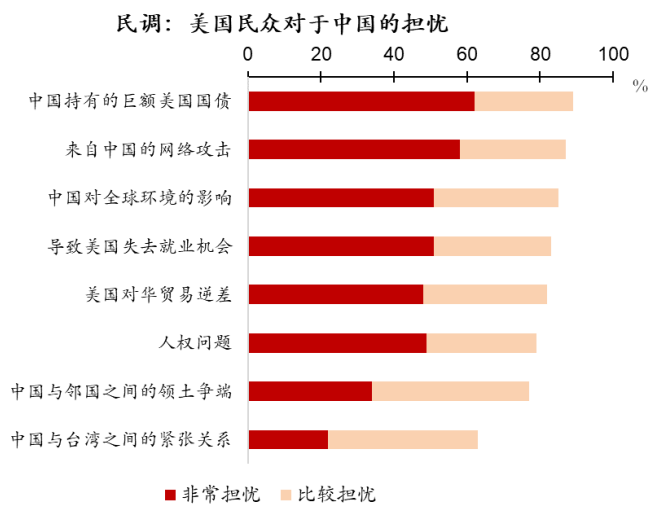
真正危險之處：強硬對華在美獲得民意支持和兩黨共識

民主和共和兩黨在過去通常在對華政策上持有不盡相同的立場，但如今却形成了空前的共識。許多民主黨參議員，包括其領導人查克·舒默在內，均支持特朗普對中國的強硬立場。那些曾經促進中國擴大開放的“知華派”和為美國商界在中國市場爭取更多機會的游說集團，已悄然改變了立場或失去了話語權。兩國關係“緩衝帶”的缺失極容易導致雙邊關係的加速惡化和戰略誤判。

美國民眾對中國的擔憂同樣在增加。根據民調，居於前三位的擔憂事項是中國持有巨額美國國債、來自中國的網絡攻擊以及中國對全球環境的影響。

更糟糕的情況是，中美全面經濟對話等二軌外交已經暫停或取消，且短期內并無重啟迹象。這使得中美雙方進行多層次交流和相互理解的機會銳減，也使得貿易談判比以往任何時候都更為困難。

圖 2：中國持有巨額美國國債是美國民眾的首要擔憂



資料來源：皮尤研究中心（2018年春季民調）、招銀國際證券

市場必須為新的國際環境做好準備

中美之間失去戰略互信意味著有利於中國經濟增長的國際環境已經不復存在。儘管中美在經濟和社會方面已緊密相關，雙方也獲得了實質利益，但現在美國指責中國拿走了就業崗位、進行不公平貿易。許多美國公司過去努力尋求進入中國以獲得無限的機會和大片尚未開發的市場，但近年來，他們正在轉向成本更低的其他國家，并指責中國竊取其技術。

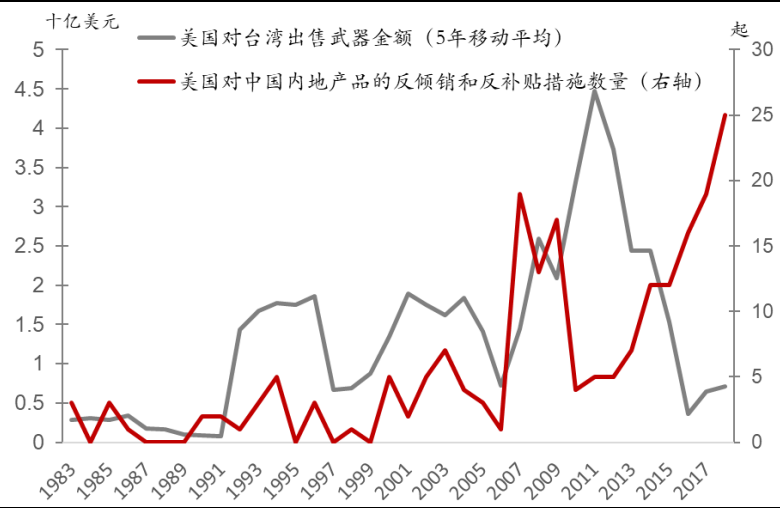
鑒於幾十年的中美趨同正在逆轉，市場必須為中美在幾乎所有領域即將出現的長期競爭做好準備，從貿易到金融，從國際治理到太空探索。對於金融市場而言，這意味著投資者應該考慮重新審視他們根據過去二三十年的經驗總結出的策略，因為全球經濟環境大環境可能已出現了根本的變化。

但從好的方面來看，美國畢竟不願再創造一個像伊朗和朝鮮那樣的敵人。與貿易戰或其他來自美國的威脅相比，中國發展面臨的更大風險可能在於其自身的改革進程。

全面競爭已拉開序幕

美國過去常常通過向臺灣出售武器并向中國大陸施加壓力來“打臺灣牌”。大約從十年前起，當中國超過美國成為世界上最大的商品製造商和出口商時，包括反傾銷和反補貼在內的貿易調查已經開始取代臺灣問題，成為美國遏制中國的主要手段。

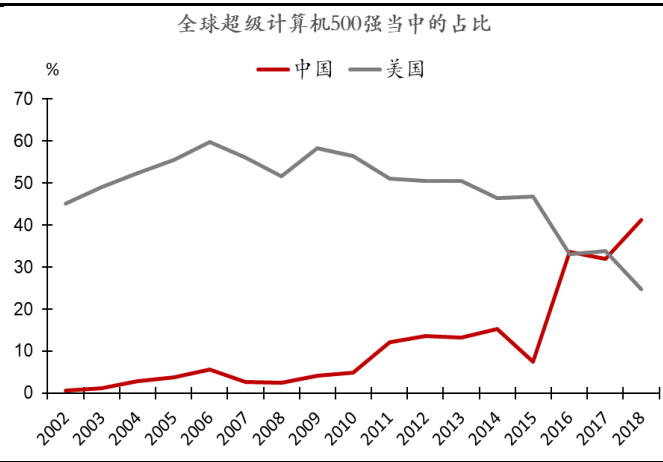
圖 3: 美國遏制中國——臺灣問題減少、貿易調查力度加大



資料來源: 美國政府、香港工業貿易署、招銀國際證券

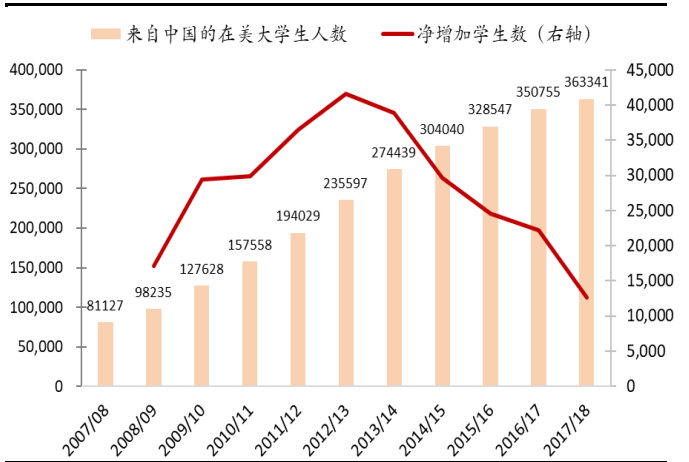
近年來，中國提高了核心技術領先地位，包括 5G，人工智能，超級計算機，機器人，半導體，飛機製造，高速鐵路，新能源汽車，製藥，海事和航空航天控制系統以及高科技材料等。美國仍處於技術領先地位，但中國正在迅速迎頭趕上。美國已經或即將在許多領域失去頭把交椅，包括 5G 和超級計算機。正因如此，技術密集型產業將是中美競爭的關鍵領域。

圖 4: 中國超級計算機 500 強數量超越美國



資料來源: Top 500、招銀國際證券

圖 5: 新增赴美留學生人數回落，或將受到中美關係影響



資料來源: Statista、招銀國際證券

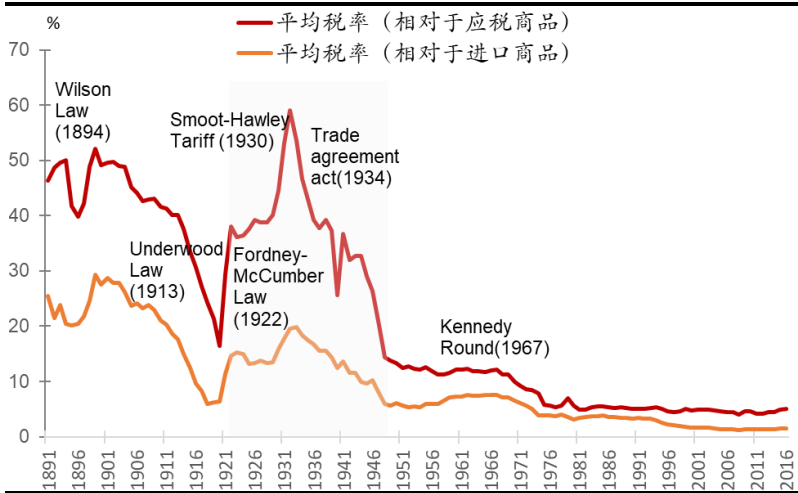
由於全面競爭正在展開，美國和中國將在未來幾十年內就幾乎每個重要領域展開爭奪。在此背景下，中國科技巨頭的艱難日子臨近，中國在提升自身競爭力的進程中也將面臨更多挑戰。同時，許多雙邊交流與合作將受到負面影響。例如，由於擔心可能無法獲得簽證，更多的中國留學生正在選擇英國、加拿大和澳大利亞等非美大學；由於中美關係的不確定性，更多的美國公司正在考慮中國以外的其他市場和貿易夥伴。

斯姆特-霍利法案重現？美國應當以史為鑒

斯姆特-霍利法案 (Smoot-Hawley) 是當今美國保護主義的歷史參照

特朗普的行動并非美國首次試圖通過關稅控制國際貿易的主動權。1930年的斯姆特-霍利關稅法案平均將進口關稅提高了40%至48%，旨在支持遭受大蕭條侵害的美國農民。在該法案獲批之前，1000多名著名經濟學家簽署了反對請願書，警告高關稅將引發的可怕後果；這與經濟學家們如今的呼籲近乎一致。果然在法案最終生效後，關稅上升提高了食品價格，并迫使其他國家以更高的關稅進行報復，迫使全球貿易驟降65%。“斯姆特-霍利關稅法案”因此被指責為惡化大蕭條、并間接導致了二戰的錯誤決策。

圖 6: 美國平均關稅水平的變化

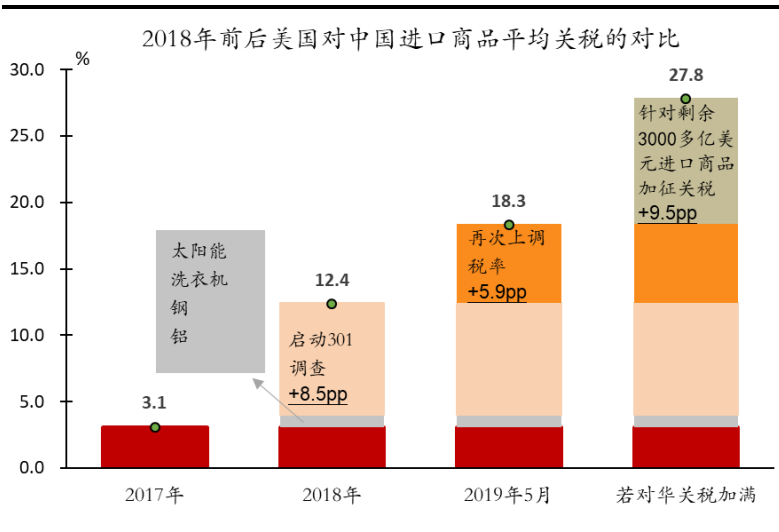


資料來源: 美國國際貿易委員會、招銀國際證券

針對中國商品的關稅將達到歷史極高水平

在特朗普對中國徵收關稅之前，針對中國商品的平均關稅約為3%。繼2018年對500億美元和2000億美元中國商品徵收額外關稅，加上美國針對來自所有國家的太陽能、洗衣機、鋼和鋁提高關稅，對中國的平均關稅提升到12.4%。最近對2000億美元進口的關稅行動進一步將稅率提升至18.3%。如果特朗普決定將其他從中國進口的產品全面納入其關稅上調名單，那麼對中國的平均關稅稅率將高達27.8%左右。這是一個難以想像的高關稅水平，具有嚴重的潛在損害。

圖 7: 美國對華平均關稅的變化



資料來源: 美國政府、Brown (2019)、招銀國際證券預測

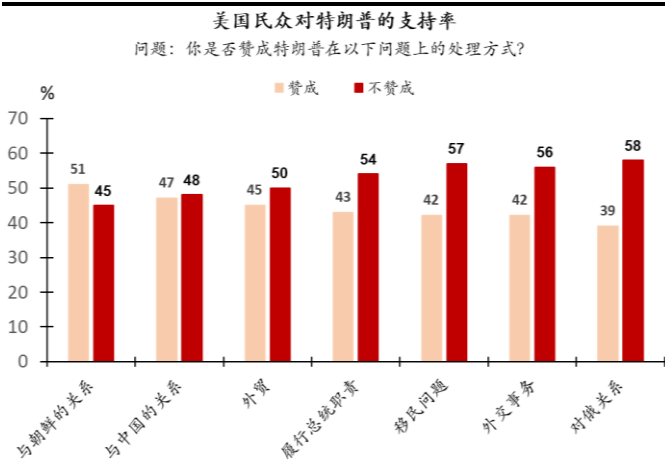
貿易戰與 2020 年美國總統大選

特朗普計劃以中國及貿易作為競選連任的主要籌碼

特朗普針對多國的貿易政策和強硬的對華政策，或成為他在明年總統選舉中的重要政綱。特朗普大概率將於 2020 年對中國強硬到底，以兌現他在 2016 年的競選承諾，打擊他認為的“不公平貿易行為”。特朗普曾公開指斥其他候選人，例如他聲稱前總統拜登一旦當選，將繼續讓其他國家剝削美國。

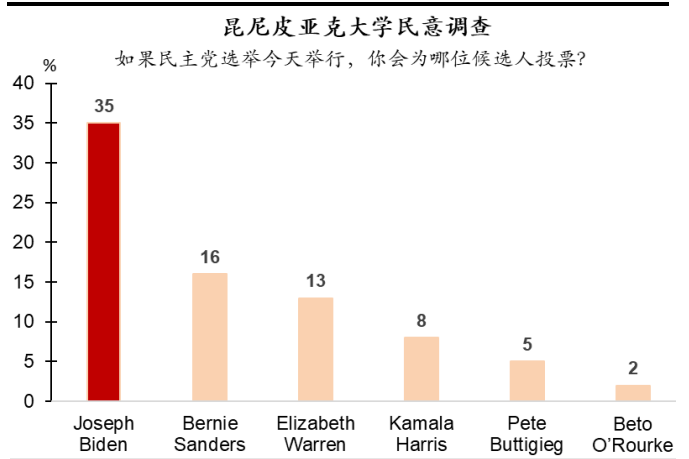
最近昆尼皮亞克大學民意調查顯示，選民對特朗普的貿易政策並不買帳。48% 的美國選民認為特朗普的貿易政策對美國經濟不利；44% 的選民認為這些政策對他們的個人財務狀況不利。蓋洛普民意調查顯示類近結果，50% 選民不贊成特朗普的貿易政策。然而惟有當美國經濟明年大幅放緩，特朗普才會被迫重新思考其貿易戰策略，以避免國內政治風險顯著上升。

圖 8: 選民對特朗普的貿易議程並不買帳



資料來源: 蓋洛普民意調查 (2019 年 2 月)、招銀國際證券

圖 9: 前副總統拜登在民調中領先其他民主黨候選人

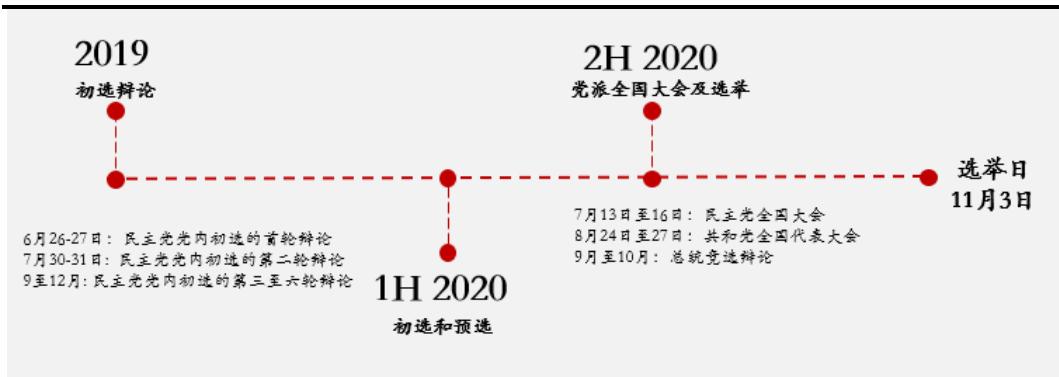


資料來源: 昆尼皮亞克大學民意調查 (2019 年 5 月)、招銀國際證券

特朗普對華政策獲兩黨支持，無論其是否連任該趨勢都不會改變

任何指望特朗普卸任、美國新任總統會改變美國對華強硬政策的期望都是不現實的。認為特朗普在 2020 年之前需要與中國達成貿易協議也可能是被誤導的想法。不論民主黨還是共和黨的主要候選人都同意打壓中國，他們只是指斥特朗普選擇了不當的方式或未能有效地執行政策。倘若特朗普在 2020 年連任，中美糾紛大概率將會擴展和延續。假如特朗普在 2020 年總統大選中落敗，中國或在美國新舊總統交接過渡期間得以稍為喘息，很快便需要重新學習與對華強硬的新任總統打交道。

圖 10: 2020 年美國總統大選時間表



資料來源: 兩黨全國委員會、招銀國際證券

貿易戰與美國經濟

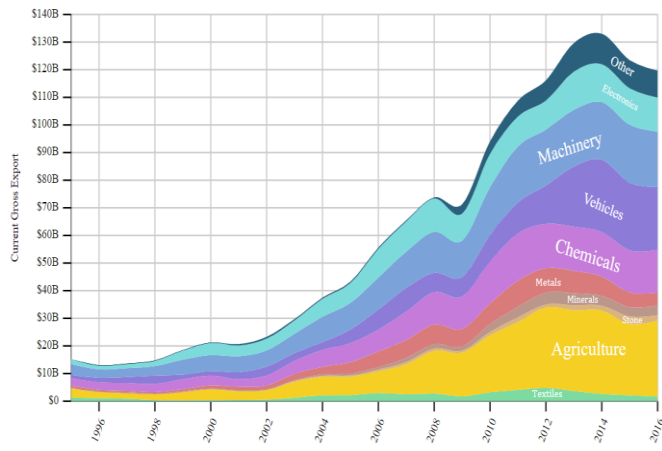
貿易戰損害美國經濟

貿易戰與戰略競爭帶來直接影響包括投資減少、增長放緩繼而造成失業、打擊全球貿易，以及間接影響，包括長期損害全球多邊貿易和市場經濟秩序等。

曠日持久的貿易戰帶來高度政策不確定性，損害企業投資信心，致使美國公司延遲投資及裁員。此外，貿易戰升級將嚴重損害美國跨國公司在華利益。“不可靠實體名單”便可能是中國回擊美國的一個例子。

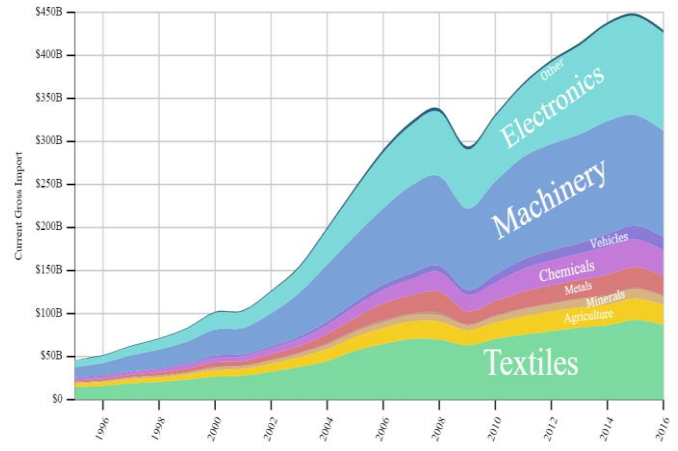
假設美國額外對 3,250 億美元的中國商品加征 25 % 關稅，2019 年美國的 GDP 將下跌 0.5 個百分點以上。相比而言，中國在短期內就會感受到貿易戰的衝擊，而對美國經濟的衝擊將在更長的時間體現出來。

圖 11: 美國向中國出口



資料來源：聯合國、招銀國際證券

圖 12: 美國從中國進口



資料來源：聯合國、招銀國際證券

補貼并非長久之計，農民渴望中美達成協議

特朗普政府分別在 2018 年 11 月撥款 120 億美元，及 2019 年 5 月發放 160 億美元補貼受貿易戰影響的農民，但補貼只是杯水車薪。假如美國不與其主要貿易夥伴修補關係，或開拓新的市場，這些援助都只會是短期措施，無法應付長遠問題。

消費者為進口產品支付更高價格

中國肯定不會支付所有關稅。相反，美國消費者的負擔將加重。多家公司包括 Nike, Adidas, Under Armor, Walmart, Macy's, Gap, P&G, Ford，都已表明關稅增加將迫使他們提高售價。聯儲局預計美國政府再對中國 2,000 億美元商品徵收關稅後，美國普通家庭每年的生活成本將提高約 831 美元。

壓低國債收益率和抵押貸款利率

因貿易摩擦及經濟數據低迷，美國 10 年期國債收益率大幅下跌。隨著國債收益率下滑，抵押貸款利率亦急跌，有助推高房價。儘管如此，美國房地產市場漲幅明顯放緩，市場情緒顯著降溫。

貿易戰與美聯儲貨幣政策

特朗普在貿易戰中向聯儲局再施壓

在中美貿易局勢緊張、市場情緒波動的情況下，特朗普再次向聯儲局及主席鮑威爾施壓，要求降低短期利率以應對經濟下行風險。特朗普批評和干涉聯儲局的舉動在美國非常罕見，尤其美國是重視貨幣政策獨立性的國家。儘管特朗普一再要求聯儲局推出刺激經濟措施，但迄今為止未有迹象顯示聯儲局政策受白宮影響。然而，貿易戰的不確定性顯然已成為聯儲局制定政策時的主要考量因素。

貿易戰是聯儲局制定政策的主要考量因素

3月份FOMC的經濟預測顯示，今年餘下時間利率將維持不變，但一些聯儲政策制定者最近亦暗示，介於通脹率維持在低水平，聯儲局可能需要考慮降息。他們注意到貿易緊張局勢對美國經濟造成的下行風險，或將改變他們對貨幣政策的判斷，儘管他們大部分的基本預測仍是會達成貿易協議。

表 1: 近期美聯儲官員對於貿易戰及其影響的評論

美聯儲官員	日期	對貿易戰的評論	基本預測
Dallas: Robert Kaplan	May 19	Trade tensions might have a chilling effect on the US and global economy. I am watching for the potential effects on inflation. The bigger thing is logistics and supply chain arrangements.	
Boston: Eric Rosengren	May 21	Ongoing conflict between the world's largest economies is a "prominent downside risk," and it seems to be an "important reason for policymaker patience until this source of uncertainty is more resolved.	A trade agreement will occur without seriously disrupting global trade or global economies, it may be some time before that uncertainty is resolved.
St. Louis James Bullard	May 22	Current trade disputes could become entrenched, altering global trading patterns over the medium term.	Agreements will be reached in the near term.
San Francisco: Mary Daly	May 23	If the uncertainties persist...then I think that's a downside to the economy, because the uncertainty has real effects, but it also has effects on confidence, and that confidence feeds back into investment.	

資料來源：美聯儲、新聞資料、招銀國際證券

我們對聯儲局貨幣政策的預測

由於當前貿易糾紛對美國經濟的影響尚算溫和，我們預計9月美聯儲會議之前，貿易議題還不會成為降息的催化劑。特朗普現同時與中國、歐洲、日本、加拿大和墨西哥等國大打貿易戰。倘若貿易戰升級并嚴重打擊美國經濟，聯儲局可能會在今年9月或12月降息。將在本月稍後時候更新對聯儲局的預測。

貿易戰對全球產業鏈的影響

關稅衝擊全球供應鏈

特朗普加征關稅推高中國產品的成本，增添了在華投資的不明朗因素。因此，製造商和買家都將生產線或訂單轉移到中國以外地方，尤其是中國的鄰近亞洲國家。越來越多跨公司已開始或正在考慮尋找新的供應商、搬遷生產基地和研發中心。這些企業渴望中美關係趨向穩定，以便他們作出商業決策。事實與特朗普聲稱的目標不同，只有少數公司考慮搬回美國。

圖 13: 全球貿易主要網絡

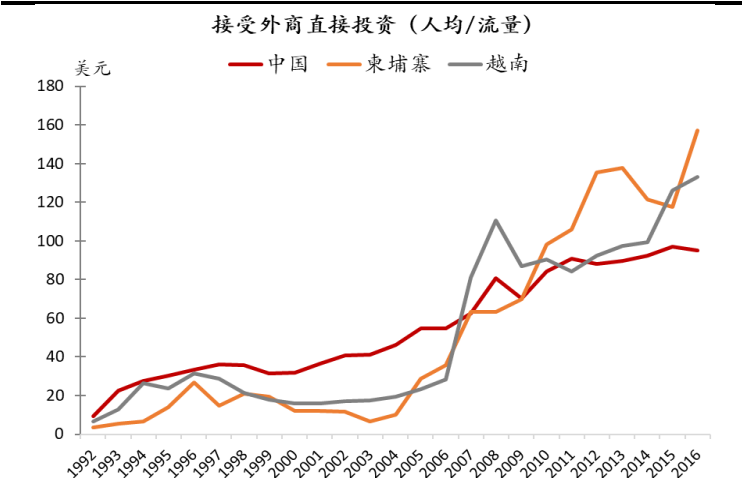


資料來源：聯合國、招銀國際證券（2017年數據，單位為10億美元，只顯示超過1000億美元的雙邊貿易）

產業鏈轉移存續多年，貿易摩擦只是加速推進其進程

早在貿易戰開打之前，跨國公司已在亞洲尋找新的生產據點，並將部分生產線轉移到中國以外地方。我們發現自10年前開始，柬埔寨和越南的人均外來直接投資已較中國高，持久的貿易戰只是加速這一進程。成本導向型產業是第一批向外轉移的行業，許多市場導向型或尋求效率型公司或仍選擇留在中國。

圖 14: 產業鏈轉移已持續數年



資料來源：CEIC、招銀國際證券

貿易戰下一步的走向？

六月份重點關注事件

目前貿易戰似乎未見盡頭或解決方案，投資者可關注6月17日301條款委員會的公開聽證會及6月28日在日本舉行的G20峰會。

與之前制定三份關稅清單一樣，美國貿易代表署將舉行聽證會聽取意見，決定哪些產品應豁免列入第四份名單。價值約3,000億美元的中國產品，包括玩具、服裝、鞋類、製造紡織品、電子產品、家居用品、體育用品和其他消費品。不過，多類產品獲得豁免，包括藥品、醫療用品、稀土和關鍵礦物等。

假如中美雙方未能達成任何協議，而兩位領導人又未有如期在G20會面，第四輪新征關稅最快可能在7月中旬實施，再次引發全球股市大瀉。

市場應當適應“新常態”

介於中美數十年的合作融合正出現逆轉，市場必須準備好迎接“新常態”，中美之間的持久角力幾乎將牽涉到所有關鍵領域。投資者應考慮對過去數十年得心應手的投資策略進行調整，因為全球經濟格局可能已永久改變，我們面對的是全新的國際環境。

中國仍有一系列措施可避免經濟硬著陸，投資機遇仍然存在，但投資者需要更多考慮以往不需要考慮的因素，包括美國對中國新興和戰略產業的限制，以及中國在全球供應鏈中的角色轉變。

附件

美國《國家安全戰略報告》中對於中國的立場變化

年份	總統	關鍵詞	對於中國的核心立場和判斷
2000	Bill Clinton	<ul style="list-style-type: none"> cooperation partner in US interests potential market support jobs 	<ul style="list-style-type: none"> A stable, open, prosperous China that respects international norms is in US interests. US-China have taken steps to strengthen cooperation China is a major partner in science, tech and health research Bringing China into global trading system is in US national interest. China is a major potential market for US goods and services, which will support hundreds of thousands of jobs across US.
2006	George W. Bush	<ul style="list-style-type: none"> market-based flexible exchange rate WTO commitments 	<ul style="list-style-type: none"> US has urged China to move to a market-based, flexible exchange rate regime, a step that would help both China and the global economy. US will also continue to work closely with China to ensure it honors its WTO commitments and protects intellectual property.
2015	Barack Obama	<ul style="list-style-type: none"> cooperation welcome China's rise remain alert 	<ul style="list-style-type: none"> The scope of US cooperation with China is unprecedented, even as US remain alert to China's military modernization and reject any role for intimidation in resolving territorial disputes. US welcomes the rise of a stable, peaceful, and prosperous China.
2017	Donald Trump	<ul style="list-style-type: none"> challenge erode security competitors steal IP displace reorder 	<ul style="list-style-type: none"> China challenges American power, influence, and interests, attempting to erode American security and prosperity. Every year, competitors such as China steal US intellectual property valued at hundreds of billions of dollars. China seeks to displace US in the Indo-Pacific region, expand the reaches of its state-driven economic model and reorder the region in its favor.

資料來源：美國《國家安全戰略報告》，招銀國際證券

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。