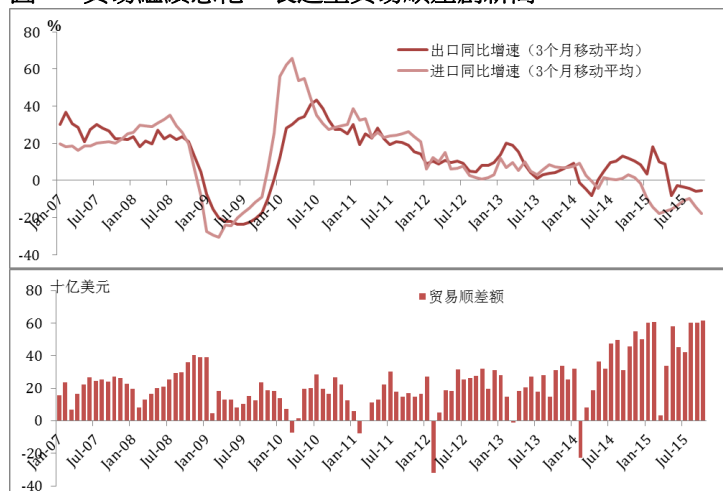


中國：貿易持續惡化；外匯儲備止跌

貿易持續惡化，衰退型貿易順差創新高。中國進出口增速受到內外需疲軟的持續拖累。海關總署 11 月 8 日公佈的數據顯示，10 月份出口（按美元計）同比下降 6.9%，跌幅較 9 月的 3.7% 有所擴大。進口（按美元計）同比下降 18.8%，而 9 月份下降 20.4%。由於進口較出口倒退更為嚴重，貿易順差額創歷史新高，達到 616.4 億美元。總體而言，貿易狀況持續惡化，衰退性貿易順差累積，也正如我們在之前報告中提及的，貿易對於中國 GDP 的貢獻已經越來越微不足道。

丁文捷, PhD
 (852) 3900 0856
 dingwenjie@cmbi.com.hk

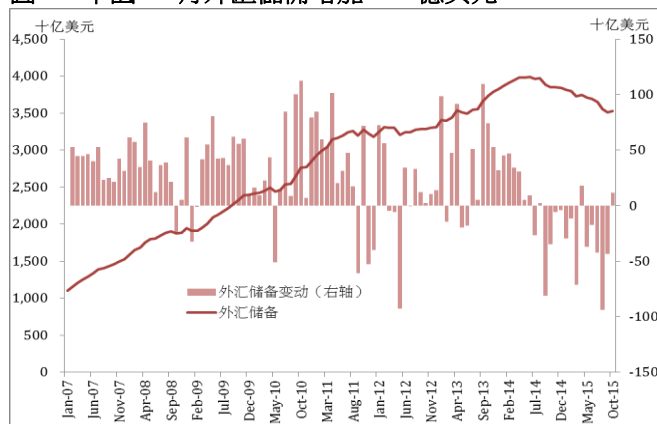
圖 1：貿易繼續惡化，衰退型貿易順差創新高



來源：中國海關。招銀國際整理。

外匯儲備止跌，未來可能小幅起落。在經歷連續 5 個月的下跌後，中國 10 月份外匯儲備增加 114 億美元。在此之前，8 月由於央行大幅干預人民幣匯率，外儲下降 939.3 億美元，9 月降幅縮窄至 432.6 億美元。在短時期內，我們認為外匯儲備已止跌企穩——隨著“811”匯改後人民幣貶值預期逐漸得到釋放和緩解，央行未來利用外儲大幅干預匯市的可能性較小。然而在中長期，我們認為隨著美聯儲局加息、美元走強以及人民幣與美元脫鉤，人民幣兌美元的貶值壓力仍然存在。因此，未來中國的外匯儲備數據可能將起起伏伏，伏多於起，但是外儲大幅減少或增加的可能性較小。

圖 2：中國 10 月外匯儲備增加 114 億美元



來源：中國人民銀行。萬得數據。招銀國際整理。

美國 10 月就業數據強勁，年底可能加息

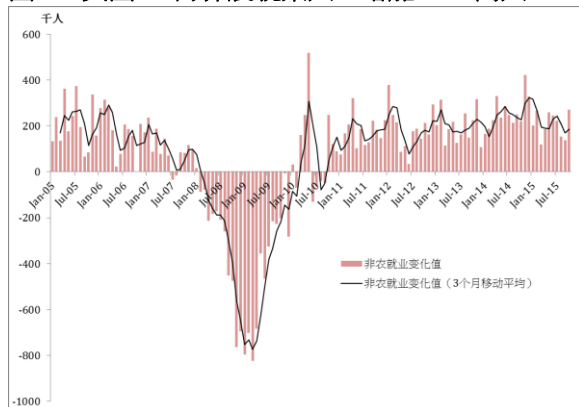
10 月份就業數據搶眼。非農就業人口增加 27.1 萬人，大幅超過預期，比前值多出近一倍。採掘業及部分製造業的就業人數仍減少，但降幅較前期收窄；服務業就業較前兩個月大幅增加。失業率降至 2008 年以來最低點 5.0%，考慮兼職等因素的廣義失業率亦下降至 9.8%。10 月平均小時工資比上月下降 9 美分至 25.20 美元，同比增長 2.48%。勞動參與率維持不變，為 62.4%。

美聯儲局前瞻指引比單純的經濟資料更為重要。搶眼的就業數據提升了年底加息的可能性。而隨著 12 月 FOMC 會議的臨近，美聯儲局給市場傳遞什麼樣的資訊比單純的經濟數據來得更為重要。整體經濟狀況並沒有發生顯著變化，但是美聯儲局自 10 月份 FOMC 會議之後，措辭有明顯改變，不再像以往那樣泛泛表示若經濟數據表現良好就啟動加息，而是在加息的表述中增加了明確的時間點，比如“在十二月”加息。因此，預測首次加息時點及之後加息路徑的最好方法是聽從美聯儲局的指引，感知其措辭變化。我們認為，在做加息決定之前，美聯儲局將充分告知市場、引導預期，以避免超預期的行為帶來市場波動。

美聯儲局官員傳遞了什麼信號？上周，四位美聯儲局具有 FOMC 會議投票權的官員在公開場合表示支持加息。美聯儲局主席耶倫于 11 月 4 日表示，當前美國經濟“表現較好”，如果接下來的數據表現良好，十二月加息將是可能的選項。紐約聯儲局主席 Dudley 隨後表示同意耶倫主席的說法。亞特蘭大聯儲局主席 Lockhart 于 11 月 5 日表示，經濟處於“超乎預期的增長階段”，未來加息是適合的。在 10 月就業數據公佈後，三藩市聯儲局主席 Williams 表示未來逐步加息是符合情理的。

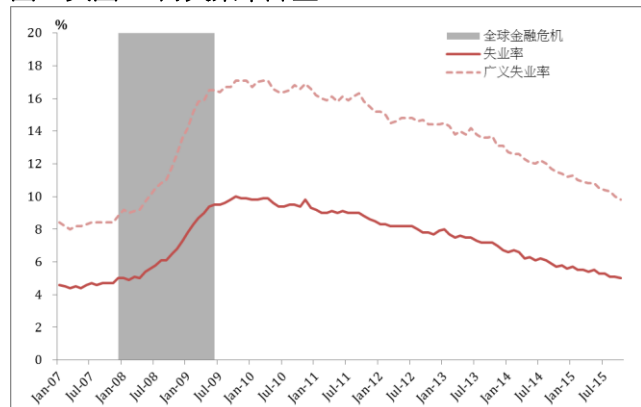
基於以上信息，我們認為美聯儲局非常有可能在今年 12 月啟動首次加息，加息幅度為 0.25 個百分點。

圖 3：美國 10 月非農就業人口增加 27.1 萬人



來源：美國勞工局。招銀國際整理。

圖 4：美國 10 月失業率降至 5.0%



來源：美國勞工局。招銀國際整理。

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。

招銀證券投資評級

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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資訊，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 年證券交易法規則 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。