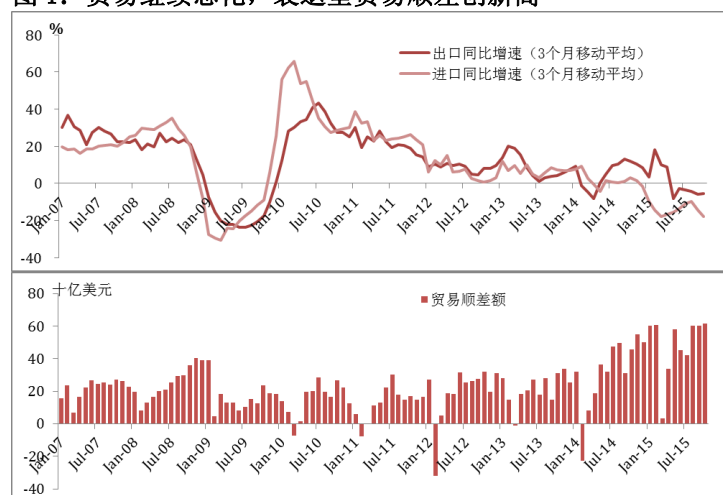


中国：贸易持续恶化；外汇储备止跌

贸易持续恶化，衰退型贸易顺差创新高。中国进出口增速受到内外需疲软的持续拖累。海关总署 11 月 8 日公布的数据显示，10 月份出口（按美元计）同比下降 6.9%，跌幅较 9 月的 3.7% 有所扩大。进口（按美元计）同比下降 18.8%，而 9 月份下降 20.4%。由于进口较出口倒退更为严重，贸易顺差额创历史新高，达到 616.4 亿美元。总体而言，贸易状况持续恶化，衰退型贸易顺差累积，也正如我们在之前报告中提及的，贸易对于中国 GDP 的贡献已经越来越微不足道。

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

图 1：贸易继续恶化，衰退型贸易顺差创新高



来源：中国海关。招银国际整理。

外汇储备止跌，未来可能小幅起落。在经历连续 5 个月的下落后，中国 10 月份外汇储备增加 114 亿美元。在此之前，8 月由于央行大幅干预人民币汇率，外储下降 939.3 亿美元，9 月降幅缩窄至 432.6 亿美元。在短时期内，我们认为外汇储备已止跌企稳——随着“811”汇改后人民币贬值预期逐渐得到释放和缓解，央行未来利用外储大幅干预汇市的可能性较小。然而在中长期，我们认为随着美联储加息、美元走强以及人民币与美元脱钩，人民币兑美元的贬值压力仍然存在。因此，未来中国的外汇储备数据可能将起起伏伏，伏多于起，但是外储大幅减少或增加的可能性较小。

图 2：中国 10 月外汇储备增加 114 亿美元



来源：中国人民银行。万得数据。招银国际整理。

美国 10 月就业数据强劲，年底可能加息

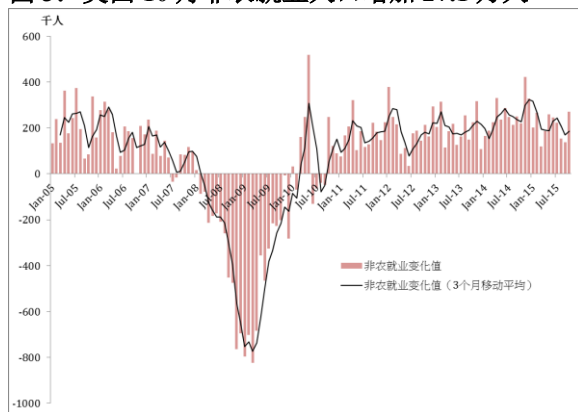
10 月份就业数据抢眼。非农就业人口增加 27.1 万人，大幅超过预期，比前值多出近一倍。采掘业及部分制造业的就业人数仍减少，但降幅较前期收窄；服务业就业较前两个月大幅增加。失业率降至 2008 年以来最低点 5.0%，考虑兼职等因素的广义失业率亦下降至 9.8%。10 月平均小时工资比上月下降 9 美分至 25.20 美元，同比增长 2.48%。劳动参与率维持不变，为 62.4%。

美联储前瞻指引比单纯的经济数据更为重要。抢眼的就业数据提升了年底加息的可能性。而随着 12 月 FOMC 会议的临近，美联储给市场传递什么样的信息比单纯的经济数据来得更为重要。整体经济状况并没有发生显著变化，但是美联储自 10 月份 FOMC 会议之后，措辞有明显改变，不再像以往那样泛泛表示若经济数据表现良好就启动加息，而是在加息的表述中增加了明确的时间点，比如“在十二月”加息。因此，预测首次加息时点及之后加息路径的最好方法是听从美联储的指引，感知其措辞变化。我们认为，在做加息决定之前，美联储将充分告知市场、引导预期，以避免超预期的行为带来市场波动。

美联储官员传递了什么信号？上周，四位美联储具有 FOMC 会议投票权的官员在公开场合表示支持加息。美联储主席耶伦于 11 月 4 日表示，当前美国经济“表现较好”，如果接下来的数据表现良好，十二月加息将是可能的选项。纽约联储主席 Dudley 随后表示同意耶伦主席的说法。亚特兰大联储主席 Lockhart 于 11 月 5 日表示，经济处于“超乎预期的增长阶段”，未来加息是适合的。在 10 月就业数据公布后，旧金山联储主席 Williams 表示未来逐步加息是符合情理的。

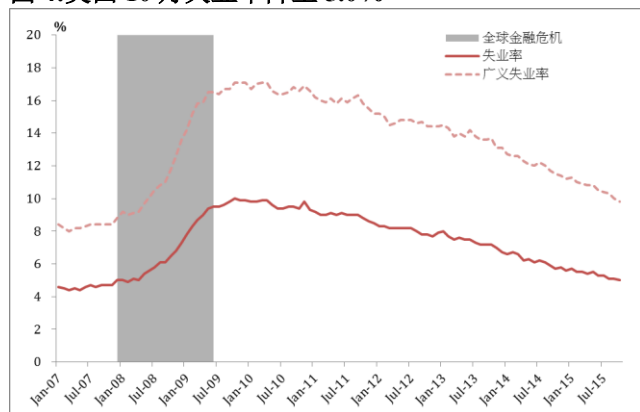
基于以上信息，我们认为美联储非常有可能在今年 12 月启动首次加息，加息幅度为 0.25 个百分点。

图 3：美国 10 月非农就业人口增加 27.1 万人



来源：美国劳工局。招银国际整理。

图 4：美国 10 月失业率降至 5.0%



来源：美国劳工局。招银国际整理。

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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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。招银证券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。招银证券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证券编写，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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银证券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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之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，未经招银证券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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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士。