

# 中美关系专题

## 一步入持久战，应对新常态

- **中美关系：由接触转向脱钩。**中美关系正在重构，四十年的趋同进程正在瓦解，取而代之的是贸易、科技、投资、人文交流等领域的“脱钩”（Decoupling）趋势，中国已逐步从美国的“朋友圈”转向“威胁圈”。因此，金融市场应当摒弃关于当前贸易战的一种错觉，即中美争端仅是短期利益协调事件、最终达成协议之后相关风险就会过去。因此，无论贸易谈判最终如何收尾，正在发生实质性逆转的中美关系都将重塑我们这个时代的国际秩序，以及未来若干年的市场策略。特朗普政策亦无助于中美避开“修昔底德陷阱”。
- **真正危险之处：强硬对华在美获得民意支持和两党共识。**曾经促进中国扩大开放的“知华派”和为美国商界在中国市场争取更多机会的游说集团，已悄然改变了立场或失去了话语权。两国关系“缓冲带”的缺失极容易导致双边关系的加速恶化和战略误判。而且中美全面经济对话等二轨外交已暂停或取消，且短期内并无重启迹象。这使得中美双方进行多层次交流和相互理解的机会锐减，也使得贸易谈判比以往任何时候都更为困难。美国民众对中国的担忧同样在增加，尤其担心中国持有巨额美国国债、来自中国的网络攻击以及中国对全球环境的影响。
- **市场必须为新的国际环境做好准备。**中美之间失去战略互信意味着有利于中国经济增长的国际环境已经不复存在。市场必须为中美在几乎所有领域即将出现的长期竞争做好准备，这意味着投资者应该考虑重新审视他们根据过去二三十年的经验总结出的策略，因为全球经济环境大环境可能已出现了根本变化。
- **全面竞争已拉开序幕。**美国过去常常通过向台湾出售武器并向中国大陆施加压力来“打台湾牌”。大约从十年前起，当中国超过美国成为世界上最大的商品制造商和出口商时，包括反倾销和反补贴在内的贸易调查已经开始取代台湾问题，成为美国遏制中国的主要手段。美国仍处于技术领先地位，但中国正在迅速迎头赶上。正因如此，科技密集型产业将是中美竞争的关键领域。中国科技巨头的艰难日子临近，中国在提升自身竞争力的进程中也将面临更多挑战。同时，包括留学在内的许多双边交流与合作将受到负面影响。
- **斯姆特-霍利法案重现？美国应当以史为鉴。**1930年美国同样大幅提高进口关税，结果提高了食品价格，并迫使其他国家以更高的关税进行报复，迫使全球贸易骤降65%。“斯姆特-霍利关税法案”因此被指责为恶化大萧条、并间接导致了二战的错误决策。当前贸易战已将美国对中国商品的平均关税税率从3%左右迅速提升到20%左右的极高水平，具有严重的潜在损害。
- **贸易战与2020年美国大选。**特朗普针对多国的贸易政策和强硬的对华政策，或成为他在明年总统选举中的重要政纲。任何指望特朗普卸任、美国新任总统会改变美国对华强硬政策的期望都是不现实的。认为特朗普在2020年之前需要与中国达成贸易协议也可能是被误导的想法。不论民主党还是共和党的主要候选人都同意打压中国，他们只是指斥特朗普选择了不当的方式或未能有效地执行政策。倘若特朗普在2020年连任，中美纠纷大概率将会扩展和延续。假如特朗普在2020年总统大选中落败，中国或在美国新旧总统交接过渡期间得以稍为喘息，很快便需要重新学习与对华强硬的新任总统打交道。
- **贸易战与美国经济。**假如美国不与其主要贸易伙伴修补关系，或开拓新的市场，对农业部门的补贴只是杯水车薪。消费者将为进口产品支付更高价格。美国10年期国债收益率大幅下跌，抵押贷款利率亦急跌，有助推高房价。尽管如此，美国房地产市场涨幅明显放缓，市场情绪显着降温。

成亚曼,博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

### 近期报告

1. [“香港经济已触底——2019年首季GDP及展望” - 2019年5月6日](#)
2. [“4月海外宏观月报：全球经济步入‘微妙时刻’ - 2019年4月18日](#)
3. [“停加息止缩表，美国货币政策全面转向” - 2019年3月21日](#)

- **贸易战与美联储货币政策。**特朗普再次向联储局及主席鲍威尔施压，要求降低短期利率以应对经济下行风险，但迄今为止未有迹象显示联储局政策受白宫影响。然而，贸易战的不确定性显然已成为联储局制定政策时的主要考量因素。倘若贸易战升级并严重打击美国经济，联储局可能会在今年9月或12月降息。
- **贸易战对全球产业链的影响。**早在贸易战开打之前，跨国公司已在亚洲寻找新的生产据点，并将部分生产线转移到中国以外地方。贸易战只是加速这一进程。成本导向型产业是第一批向外转移的行业，许多市场导向型或寻求效率型公司或仍选择留在中国。
- **贸易战下一步的走向？**目前贸易战目前未见尽头或解决方案，投资者可关注6月17日301条款委员会的公开听证会及6月28日在日本举行的G20峰会，但我们并不乐观。假如中美双方未能达成任何协议，而两位领导人又未有如期在G20会面，第四轮新征关税最快可能在7月中旬实施。中国仍有一系列措施可避免经济硬着陆，投资机遇仍然存在，但投资者需要更多考虑以往不需要考虑的因素，包括美国对中国新兴和战略产业的限制，以及中国在全球供应链中的角色转变。

## 目录

<b>中美关系：由接触转向脱钩</b> .....	<b>4</b>
中美关系发生实质逆转.....	4
特朗普政策无助于中美避开“修昔底德陷阱”.....	4
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.....	5
<b>全面竞争已拉开序幕</b> .....	<b>6</b>
<b>斯姆特-霍利法案重现？美国应当以史为鉴</b> .....	<b>7</b>
斯姆特-霍利法案（Smoot-Hawley）是当今美国保护主义的历史参照.....	7
针对中国商品的关税将达到历史极高水平.....	7
<b>贸易战与 2020 年美国总统大选</b> .....	<b>8</b>
特朗普计划以中国及贸易作为竞选连任的主要筹码.....	8
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.....	8
<b>贸易战与美国经济</b> .....	<b>9</b>
贸易战损害美国经济.....	9
补贴并非长久之计，农民渴望中美达成协议.....	9
消费者为进口产品支付更高价格.....	9
压低国债收益率和抵押贷款利率.....	9
<b>贸易战与美联储货币政策</b> .....	<b>10</b>
特朗普在贸易战中向联储局再施压.....	10
贸易战是联储局制定政策的主要考量因素.....	10
我们对联储局货币政策的预测.....	10
<b>贸易战对全球产业链的影响</b> .....	<b>11</b>
关税冲击全球供应链.....	11
产业链转移存续多年，贸易摩擦只是加速推进其进程.....	11
<b>贸易战下一步的走向？</b> .....	<b>12</b>
六月份重点关注事件.....	12
市场应当适应“新常态”.....	12

## 中美关系：由接触转向脱钩

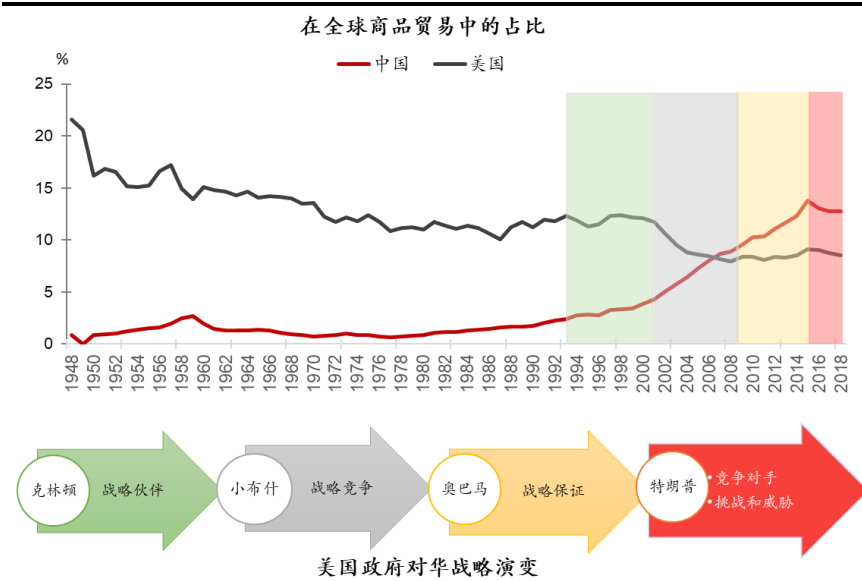
### 中美关系发生实质逆转

四十年前，由于中美苏“大三角”战略格局的变化以及中国国内的改革开放，中美关系得以“破冰”。此后多年两国关系虽多有波折，但美国希望通过“接触”战略（Engagement Strategy）迎接中国进入国际体系、从而推动中国转型的立场没有改变。而未如美国所愿，金融危机和民粹主义的兴起揭示了西方制度的脆弱性，而与此同时中国则在迅速扩大其全球影响力。两国相对实力的变化也伴随着美国政府对华政策的快速调整，这种调整在美国《国家安全战略报告》中体现的十分清晰：从克林顿政府的“战略伙伴”、“全面接触”，转变为小布什政府的“战略竞争”，在奥巴马政府第二任期，对中国的战略疑虑和担忧明显上升，而特朗普直接将中国视为“竞争对手”、“挑战和威胁”。也就是说，中国已逐步从美国的“朋友圈”转向“威胁圈”。

可以说，中美关系正在重构。在当今的美国看来，如今的中国已不仅是其最大的制造业贸易伙伴、最大的进口来源国和最大的国债持有方，更是其主要的安全威胁和战略对手。

因此，金融市场应当摒弃关于当前贸易战的一种错觉，即中美争端仅是短期利益协调事件，最终达成协议之后相关风险就会过去。尽管中美之间已有全方位的合作、民间交流和文化影响，但无法否认的是，中美四十年的趋同进程正在瓦解，取而代之的是贸易、科技、投资、人文交流等领域的“脱钩”（Decoupling）趋势。从这个意义上讲，无论贸易谈判最终如何收尾，正在发生实质性逆转的中美关系都将重塑我们这个时代的国际秩序，以及未来若干年的市场策略。

图 1: 美国对华政策随着两国实力变化而出现重大转变



资料来源：联合国、美国政府、招银国际证券

### 特朗普政策无助于中美避开“修昔底德陷阱”

目前，特朗普已经非常明确地表达了他对中国的看法：他认为中国希望取代美国成为超级大国，而“这不会发生在我身上”。不惜代价防止既有地位被取代的想法，无助于中美避开“修昔底德陷阱”。

“修昔底德陷阱”是指一个新崛起的大国必然要挑战现存大国，而现存大国也必然来回应这种威胁，按这种逻辑战争变得不可避免。虽然将中美关系和“修昔底德陷阱”联系在一起有不少弊端和危害，但特朗普的表态说明他的确倾向于这种观点，使得他推出了几十年来最为激进的对华政策。

因此，中美争端绝不仅仅局限于贸易战或是科技战。大国博弈的逻辑将占据主导地位。

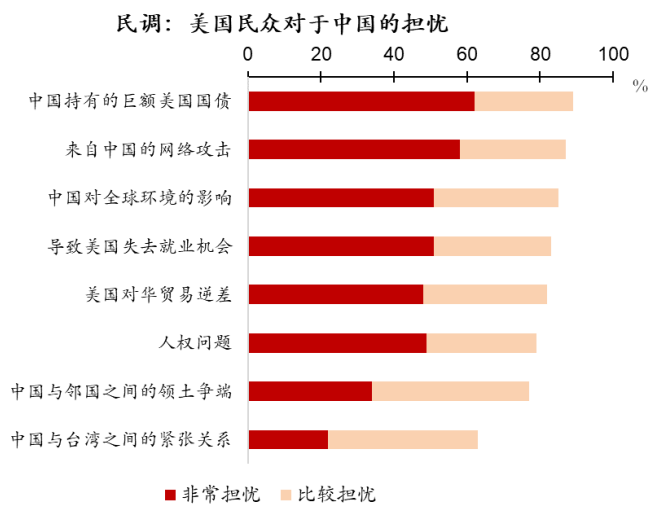
## 真正危險之處：強硬對華在美獲得民意支持和兩黨共識

民主和共和兩黨在過去通常在對華政策上持有不同立場，但如今卻形成了空前的共識。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遊說集團，已悄然改變了立場或失去了話語權。兩國關係“緩沖帶”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，且短期內並無重启跡象。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，並指責中國竊取其技術。

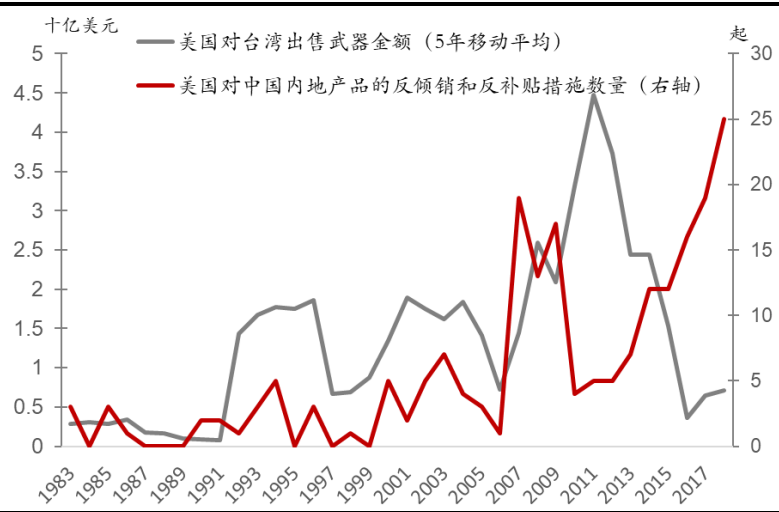
鑒於幾十年的中美趨同正在逆轉，市場必須為中美在幾乎所有領域即將出現的長期競爭做好準備，從貿易到金融，從國際治理到太空探索。對於金融市場而言，這意味著投資者應該考慮重新審視他們根據過去二三十年的經驗總結出的策略，因為全球經濟環境大環境可能已出現了根本的變化。

但从好的方面来看，美国毕竟不愿再创造一个像伊朗和朝鲜那样的敌人。与贸易战或其他来自美国的威胁相比，中国发展面临的更大风险可能在于其自身的改革进程。

## 全面竞争已拉开序幕

美国过去常常通过向台湾出售武器并向中国大陆施加压力来“打台湾牌”。大约从十年前起，当中国超过美国成为世界上最大的商品制造商和出口商时，包括反倾销和反补贴在内的贸易调查已经开始取代台湾问题，成为美国遏制中国的主要手段。

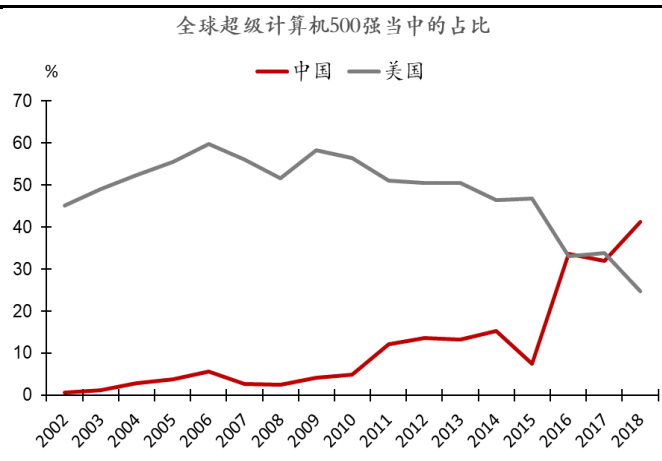
图 3: 美国遏制中国——台湾问题减少、贸易调查力度加大



资料来源: 美国政府、香港工业贸易署、招银国际证券

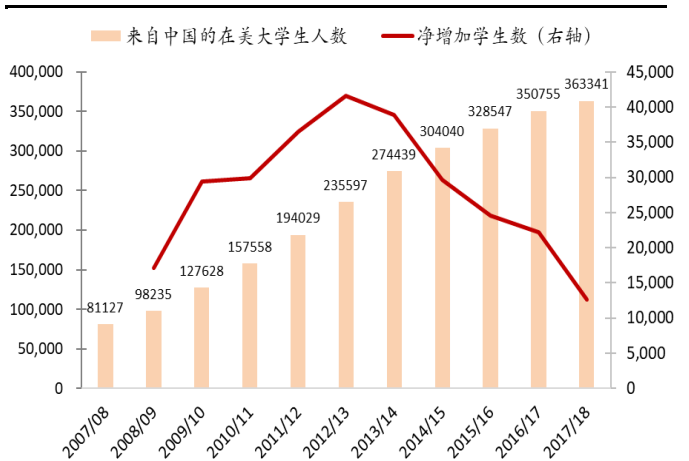
近年来，中国提高了核心技术领先地位，包括 5G，人工智能，超级计算机，机器人，半导体，飞机制造，高速铁路，新能源汽车，制药，海事和航空航天控制系统以及高科技材料等。美国仍处于技术领先地位，但中国正在迅速迎头赶上。美国已经或即将在许多领域失去头把交椅，包括 5G 和超级计算机。正因如此，技术密集型产业将是中美竞争的关键领域。

图 4: 中国超级计算机 500 强数量超越美国



资料来源: Top 500、招银国际证券

图 5: 新增赴美留学生人数回落，或将受到中美关系影响



资料来源: Statista、招银国际证券

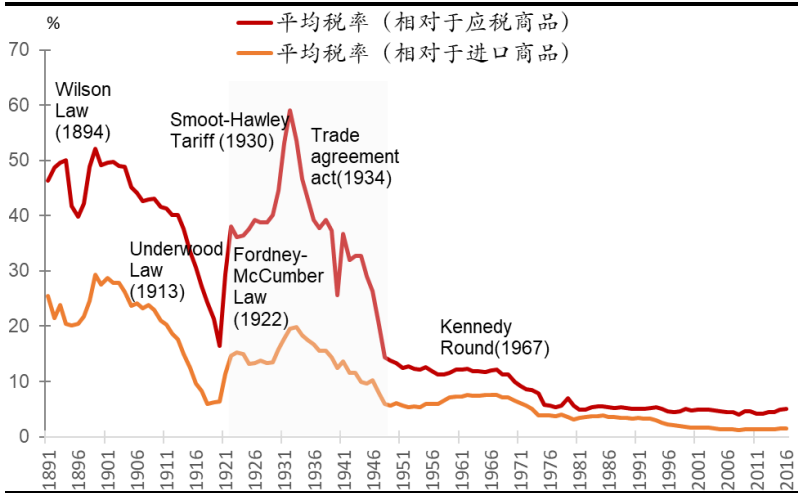
由于全面竞争正在展开，美国和中国将在未来几十年内就几乎每个重要领域展开争夺。在此背景下，中国科技巨头的艰难日子临近，中国在提升自身竞争力的进程中也将面临更多挑战。同时，许多双边交流与合作将受到负面影响。例如，由于担心可能无法获得签证，更多的中国留学生正在选择英国、加拿大和澳大利亚等非美大学；由于中美关系的不确定性，更多的美国公司正在考虑中国以外的其他市场和贸易伙伴。

## 斯姆特-霍利法案重现？美国应当以史为鉴

斯姆特-霍利法案 (Smoot-Hawley) 是当今美国保护主义的历史参照

特朗普的行动并非美国首次试图通过关税控制国际贸易的主动权。1930年的斯姆特-霍利关税法案平均将进口关税提高了40%至48%，旨在支持遭受大萧条侵害的美国农民。在该法案获批之前，1000多名著名经济学家签署了反对请愿书，警告高关税将引发的可怕后果；这与经济学家们如今的呼吁近乎一致。果然在法案最终生效后，关税上升提高了食品价格，并迫使其他国家以更高的关税进行报复，迫使全球贸易骤降65%。“斯姆特-霍利关税法案”因此被指责为恶化大萧条、并间接导致了二战的错误决策。

图6：美国平均关税水平的变化

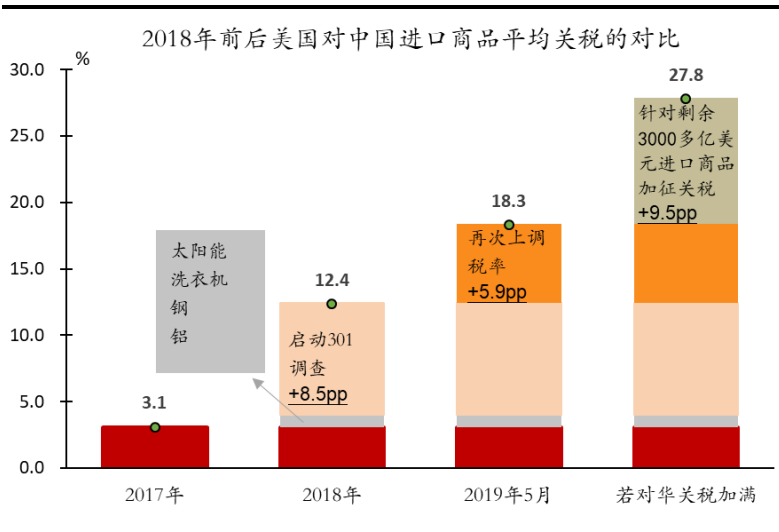


资料来源：美国国际贸易委员会、招银国际证券

### 针对中国商品的关税将达到历史极高水平

在特朗普对中国征收关税之前，针对中国商品的平均关税约为3%。继2018年对500亿美元和2000亿美元中国商品征收额外关税，加上美国针对来自所有国家的太阳能、洗衣机、钢和铝提高关税，对中国的平均关税提升到12.4%。最近对2000亿美元进口的关税行动进一步将税率提升至18.3%。如果特朗普决定将其他从中国进口的产品全面纳入其关税上调名单，那么对中国的平均关税税率将高达27.8%左右。这是一个难以想象的高关税水平，具有严重的潜在损害。

图7：美国对华平均关税的变化



资料来源：美国政府、Brown (2019)、招银国际证券预测

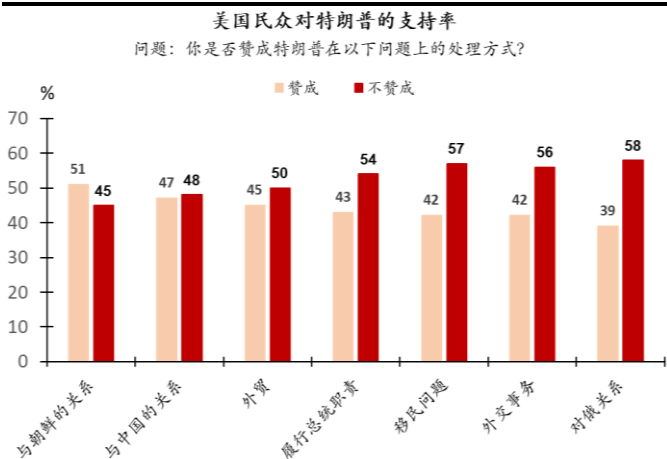
## 贸易战与2020年美国大选

### 特朗普计划以中国及贸易作为竞选连任的主要筹码

特朗普针对多国的贸易政策和强硬的对华政策，或成为他在明年总统选举中的重要政纲。特朗普大概率将于2020年对中国强硬到底，以兑现他在2016年的竞选承诺，打击他认为的“不公平贸易行为”。特朗普曾公开指斥其他候选人，例如他声称前总统拜登一旦当选，将继续让其他国家剥削美国。

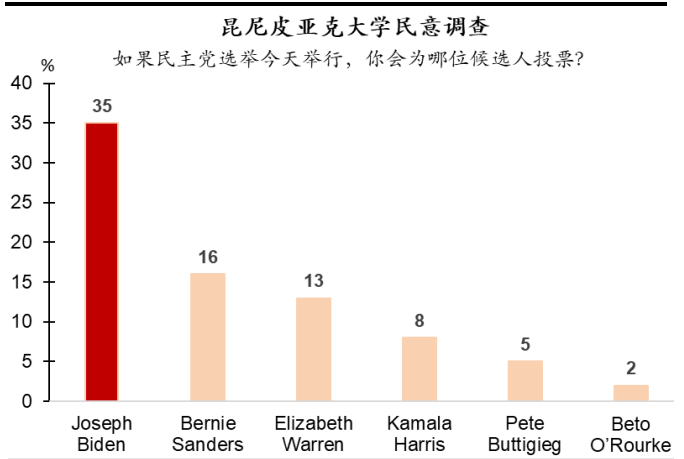
最近昆尼皮亚克大学民意调查显示，选民对特朗普的贸易政策并不买账。48%的美国选民认为特朗普的贸易政策对美国不利；44%的选民认为这些政策对他们的个人财务状况不利。盖洛普民意调查显示类似结果，50%选民不赞成特朗普的贸易政策。然而惟有当美国经济明年大幅放缓，特朗普才会被迫重新思考其贸易战策略，以避免国内政治风险显著上升。

图8: 选民对特朗普的贸易议程并不买账



资料来源: 盖洛普民意调查 (2019年2月)、招银国际证券

图9: 前副总统拜登在民调中领先其他民主党候选人

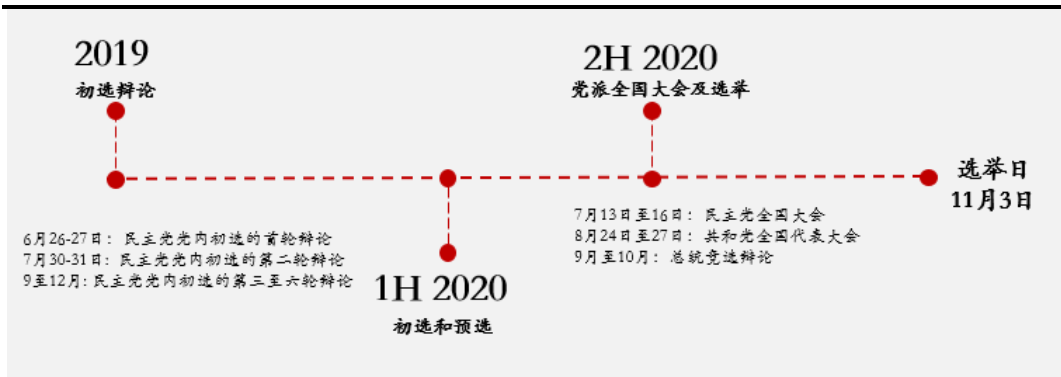


资料来源: 昆尼皮亚克大学民意调查 (2019年5月)、招银国际证券

### 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

任何指望特朗普卸任、美国新任总统会改变美国对华强硬政策的期望都是不现实的。认为特朗普在2020年之前需要与中国达成贸易协议也可能是被误导的想法。不论民主党还是共和党的主要候选人都同意打压中国, 他们只是指斥特朗普选择了不当的方式或未能有效地执行政策。倘若特朗普在2020年连任, 中美纠纷大概率将会扩展和延续。假如特朗普在2020年总统大选中落败, 中国或在美国新旧总统交接过渡期间得以稍为喘息, 很快便需要重新学习与对华强硬的新任总统打交道。

图10: 2020年美国大选时间表



资料来源: 两党全国委员会、招银国际证券



## 贸易战与美国经济

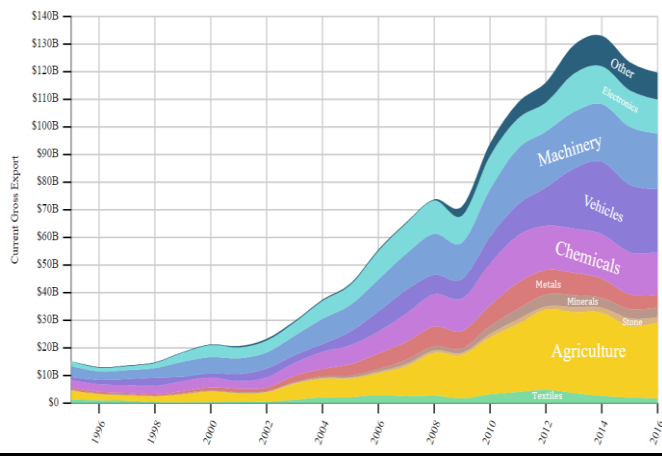
### 贸易战损害美国经济

贸易战与战略竞争带来直接影响包括投资减少、增长放缓继而造成失业、打击全球贸易，以及间接影响，包括长期损害全球多边贸易和市场经济秩序等。

旷日持久的贸易战带来高度政策不确定性，损害企业投资信心，致使美国公司延迟投资及裁员。此外，贸易战升级将严重损害美国跨国公司在华利益。“不可靠实体名单”便可能是中国回击美国的一个例子。

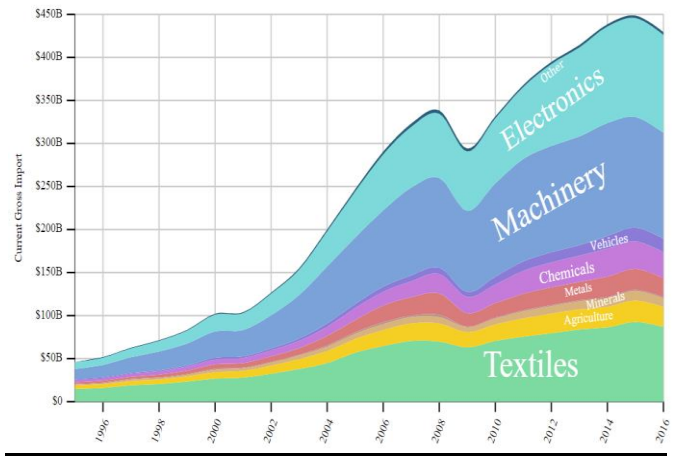
假设美国额外对 3,250 亿美元的中国商品加征 25 % 关税，2019 年美国的 GDP 将下跌 0.5 个百分点以上。相比而言，中国在短期内就会感受到贸易战的冲击，而对美国经济的冲击将在更长的时间体现出来。

图 11: 美国向中国出口



资料来源：联合国、招银国际证券

图 12: 美国从中国进口



资料来源：联合国、招银国际证券

### 补贴并非长久之计，农民渴望中美达成协议

特朗普政府分别在 2018 年 11 月拨款 120 亿美元，及 2019 年 5 月发放 160 亿美元补贴受贸易战影响的农民，但补贴只是杯水车薪。假如美国不与其主要贸易伙伴修补关系，或开拓新的市场，这些援助都只会是短期措施，无法应付长远问题。

### 消费者为进口产品支付更高价格

中国肯定不会支付所有关税。相反，美国消费者的负担将加重。多家公司包括 Nike, Adidas, Under Armor, Walmart, Macy's, Gap, P&G, Ford，都已表明关税增加将迫使他们提高售价。联储局预计美国政府再对中国 2,000 亿美元商品征收关税后，美国普通家庭每年的生活成本将提高约 831 美元。

### 压低国债收益率和抵押贷款利率

因贸易摩擦及经济数据低迷，美国 10 年期国债收益率大幅下跌。随着国债收益率下滑，抵押贷款利率亦急跌，有助推高房价。尽管如此，美国房地产市场涨幅明显放缓，市场情绪显着降温。

## 贸易战与美联储货币政策

### 特朗普在贸易战中向联储局再施压

在中美贸易局势紧张、市场情绪波动的情况下，特朗普再次向联储局及主席鲍威尔施压，要求降低短期利率以应对经济下行风险。特朗普批评和干涉联储局的举动在美国非常罕见，尤其美国是重视货币政策独立性的国家。尽管特朗普一再要求联储局推出刺激经济措施，但迄今为止未有迹象显示联储局政策受白宫影响。然而，贸易战的不确定性显然已成为联储局制定政策时的主要考量因素。

### 贸易战是联储局制定政策的主要考量因素

3月份FOMC的经济预测显示，今年余下时间利率将维持不变，但一些联储政策制定者最近亦暗示，介于通胀率维持在低水平，联储局可能需要考虑降息。他们注意到贸易紧张局势对美国造成的下行风险，或将改变他们对货币政策的判断，尽管他们大部分的基本预测仍是会达成贸易协议。

表 1: 近期美联储官员对于贸易战及其影响的评论

美联储官员	日期	对贸易战的评论	基本预测
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.	

资料来源：美联储、新闻资料、招银国际证券

### 我们对联储局货币政策的预测

由于当前贸易纠纷对美国的影响尚算温和，我们预计9月美联储会议之前，贸易议题还不会成为降息的催化剂。特朗普现同时与中国、欧洲、日本、加拿大和墨西哥等国大打贸易战。倘若贸易战升级并严重打击美国经济，联储局可能会在今年9月或12月降息。将在本月稍后时候更新对联储局的预测。

## 贸易战对全球产业链的影响

### 关税冲击全球供应链

特朗普加征关税推高中国产品的成本，增添了在华投资的不明朗因素。因此，制造商和买家都将生产线或订单转移到中国以外地方，尤其是中国的邻近亚洲国家。越来越多跨国公司已开始或正在考虑寻找新的供应商、搬迁生产基地和研发中心。这些企业渴望中美关系趋向稳定，以便他们作出商业决策。事实与特朗普声称的目标不同，只有少数公司考虑搬回美国。

图 13: 全球贸易主要网络

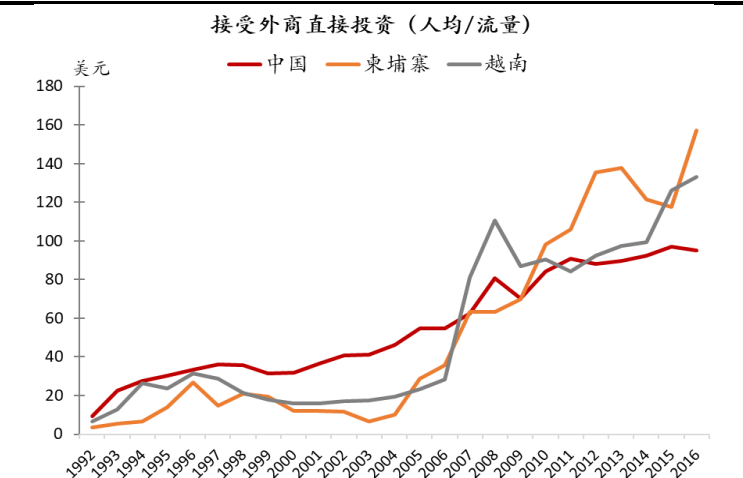


资料来源: 联合国、招银国际证券 (2017 年数据, 单位为 10 亿美元, 只显示超过 1000 亿美元的双边贸易)

### 产业链转移存续多年，贸易摩擦只是加速推进其进程

早在贸易战开打之前，跨国公司已在亚洲寻找新的生产据点，并将部分生产线转移到中国以外地方。我们发现自 10 年前开始，柬埔寨和越南的人均外来直接投资已较中国高，持久的贸易战只是加速这一进程。成本导向型产业是第一批向外转移的行业，许多市场导向型或寻求效率型公司或仍选择留在中国。

图 14: 产业链转移已持续数年



资料来源: CEIC、招银国际证券

## 贸易战下一步的走向?

### 六月份重点关注事件

目前贸易战似乎未见尽头或解决方案，投资者可关注6月17日301条款委员会的公开听证会及6月28日在日本举行的G20峰会。

与之前制定三份关税清单一样，美国贸易代表署将举行听证会听取意见，决定哪些产品应豁免列入第四份名单。价值约3,000亿美元的中国产品，包括玩具、服装、鞋类、制造纺织品、电子产品、家居用品、体育用品和其他消费品。不过，多类产品获得豁免，包括药品、医疗用品、稀土和关键矿物等。

假如中美双方未能达成任何协议，而两位领导人又未有如期在G20会面，第四轮新征关税最快可能在7月中旬实施，再次引发全球股市大泻。

### 市场应当适应“新常态”

介于中美数十年的合作融合正出现逆转，市场必须准备好迎接“新常态”，中美之间的持久角力几乎将牵涉到所有关键领域。投资者应考虑对过去数十年得心应手的投资策略进行调整，因为全球经济格局可能已永久改变，我们面对的是全新的国际环境。

中国仍有一系列措施可避免经济硬着陆，投资机遇仍然存在，但投资者需要更多考虑以往不需要考虑的因素，包括美国对中国新兴和战略产业的限制，以及中国在全球供应链中的角色转变。

## 附件

美国《国家安全战略报告》中对于中国的立场变化

年份	总统	关键词	对于中国的核心立场和判断
2000	Bill Clinton	<ul style="list-style-type: none"> <li>cooperation</li> <li>partner</li> <li>in US interests</li> <li>potential market</li> <li>support jobs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A stable, open, prosperous China that respects international norms is in US interests.</li> <li>US-China have taken steps to strengthen cooperation</li> <li>China is a major partner in science, tech and health research</li> <li>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.</li> </ul>
2006	George W. Bush	<ul style="list-style-type: none"> <li>market-based</li> <li>flexible exchange rate</li> <li>WTO commitments</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>US will also continue to work closely with China to ensure it honors its WTO commitments and protects intellectual property.</li> </ul>
2015	Barack Obama	<ul style="list-style-type: none"> <li>cooperation</li> <li>welcome China's rise</li> <li>remain alert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>US welcomes the rise of a stable, peaceful, and prosperous China.</li> </ul>
2017	Donald Trump	<ul style="list-style-type: none"> <li>challenge</li> <li>erode security</li> <li>competitors</li> <li>steal IP</li> <li>displace</li> <li>reorder</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>China challenges American power, influence, and interests, attempting to erode American security and prosperity.</li> <li>Every year, competitors such as China steal US intellectual property valued at hundreds of billions of dollars.</li> <li>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.</li> </ul>

资料来源：美国《国家安全战略报告》，招银国际证券

## 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关于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。

### 招银国际证券投资评级

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

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融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风险。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，请与我们联系。

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年证券交易法规则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个人。