

## 貿易磋商進展背後的美國經濟全景

全球市場緊盯美國經濟走勢，因為美國經濟狀況對於全球經濟前景、美聯儲和其他央行的貨幣政策路徑、以及貿易談判都至關重要。目前，美國經濟總體上仍保持穩健，但增長放緩持續。美國經濟將會逐漸“軟著陸”還是急劇轉差，在很大程度上取決於貿易拖累下的美國製造業衰退是否會蔓延至整個經濟，以及私人消費的相對強勁能否延續。我們預計美國經濟難以對貿易不確定性和全球放緩免疫，下滑將在未來幾個月持續，至明年下半年出現短暫衰退的可能性仍存在，但經濟系統性風險可控，爆發大規模經濟危機的幾率很低。

- **就業和薪資：喜憂參半。**美國勞動力市場仍然強勁，但動力逐漸減弱，工資增長緩慢。領先指標預示未來幾個月就業將維持穩健增長。我們認為儘管強勁勢頭將減弱，美國就業市場在短期內仍難見惡化拐點。
- **通脹：PPI 和 CPI 疲軟支撐降息預期。**核心 PCE 等關鍵通脹指標仍低於美聯儲 2% 的目標。PPI 同比增速跌至近三年來最低，反映製造業疲弱。消費者物價指數疲軟、PPI 數據欠佳令市場憧憬美聯儲於第四季繼續降息。中國進口商品價格（不包括關稅）下降，美國面臨的輸入通脹壓力很小。
- **製造業：衰退的政治意義大於經濟意義。**由於貿易摩擦和全球經濟放緩造成的需求疲弱，美國製造業已經正式陷入衰退。由於對未來一年的商業情緒仍然低迷，我們預計美國製造業衰退將在今年第三季度延續，不排除持續更長時間。美國製造業重鎮恰是特朗普連任競選需要爭取的重要搖擺州，製造業衰退將對特朗普的 2020 年的競選構成明顯不利。
- **零售銷售：韌性待考驗。**鑒於就業市場和消費者信心強勁，預計占美國經濟近七成的私人消費將在第四季繼續穩定增長。然而美國零售商並不能避免貿易不確定性的影響，貿易談判將決定零售的強勁勢頭能持續多久。美國推遲了對中國部分消費品加征關稅正是為了避免在即將到來的聖誕節購物季打擊美國消費。
- **對外貿易：關稅影響顯著。**美國對外貿易增速正在急劇放緩，表明特朗普的貿易保護政策衝擊了美國對外貿易。預計淨出口將從第三季至明年拖累美國 GDP 增長。美國從中國的進口減少，而從其他亞洲貿易夥伴（韓國，越南，馬來西亞等）的進口增加。美國的總貿易赤字擴大，而對中國的商品貿易赤字減小。
- **房地產市場：價緩量增，情緒提振。**在連續六年強勁的房價漲勢過後，美國私人住宅市場正在降溫。較低的抵押貸款利率在近期支撐行業景氣度。
- **財政：聯邦預算赤字激增。**特朗普的減稅和龐大的政府支出計劃進一步擴大了聯邦預算赤字，使得美國採取進一步財政刺激的政策空間所剩無幾。
- **貨幣金融：美聯儲降息擴表，家庭債務風險可控。**我們預計美聯儲大概率將在第四季度再降息 25 個基點，最有可能在 10 月進行。美聯儲很快將再次開始擴大資產負債表規模。美國家庭債務已升至歷史最高水平，但風險總體可控。美元在中短期內仍將保持強勢。
- **預測及風險因素：**中美貿易談判進展有望在短期內提升美國商業信心，但貿易不確定性將持續，經濟增速將在未來幾個月繼續下滑。我們預計美國經濟在 19 年第三季度增長 1.7%，2019 年全年增長 2.2%。

### 美國經濟預測

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
實際 GDP 增速	1.1	3.1	2.0	1.7	1.4	2.9	2.2
通脹（核心 PCE）	1.9	1.6	1.6	1.7	1.7	2.0	1.7

資料來源：CEIC 及招銀國際證券預測

### 成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

### 美國實際 GDP 增速



資料來源：CEIC、招銀國際證券研究

### 相關報告

1. 降息并提及 QE：如何解讀美聯儲的複雜信號（9月20日）
2. 憤怒的特朗普，無力的美聯儲——鮑威爾 Jackson Hole 央行年會講話點評（8月26日）
3. “鷹派”降息對資本市場的影響——2019年7月美聯儲議息會議點評（8月1日）
4. 美國二季度 GDP 增速點評——投資出口疲軟，消費仍是“壓艙石”（7月29日）
5. 市場“綁架”美聯儲——2019年7月鮑威爾國會證詞點評（7月11日）

## 目錄

一、 整體經濟活動：預計進一步放緩.....	3
二、 就業和薪資：喜憂參半.....	4
三、 通脹：PPI 和 CPI 疲軟支撐降息預期 .....	5
四、 製造業：衰退的政治意義大於經濟意義.....	6
五、 服務業：增速降至三年新低.....	7
六、 零售銷售：韌性待考驗 .....	7
專題：延緩關稅，保護消費 .....	8
七、 對外貿易：關稅影響明顯 .....	9
八、 房地產市場：價緩量增，情緒提振.....	10
九、 財政：聯邦預算赤字激增 .....	11
十、 貨幣金融：美聯儲降息擴表，家庭債務風險可控.....	12
十一、 預測及風險因素 .....	13

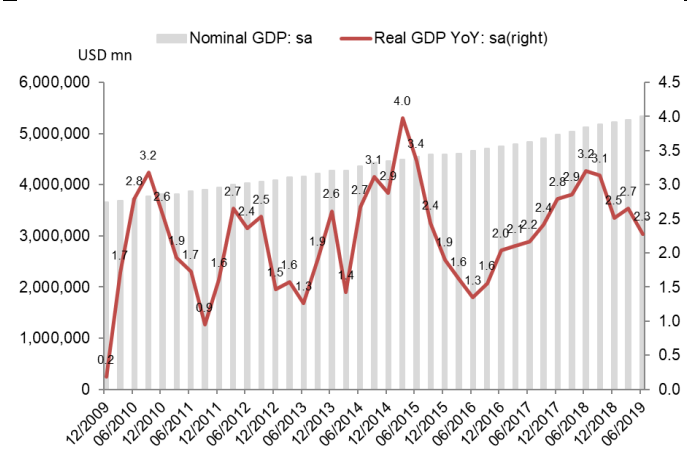
## 一、整體經濟活動：預計進一步放緩

目前美國經濟整體上仍處於良好狀態。主要受到穩健的私人消費表現支撐，2019年第二季度實際GDP年化增速為2.0%，較上一季度下降1.1個百分點。上半年美國經濟增長2.6%，仍高於趨勢增長率。

風險仍偏向下行。隨著減稅政策及大規模財政開支等刺激措施效用減退，美國經濟近月增速有所放緩。新增就業人口未及預期，工資增長亦有所放緩。製造業活動持續萎縮，製造業PMI在9月跌至47.8。貿易摩擦對出口構成明顯壓力。第三季商業樂觀情緒亦跌至三年新低。

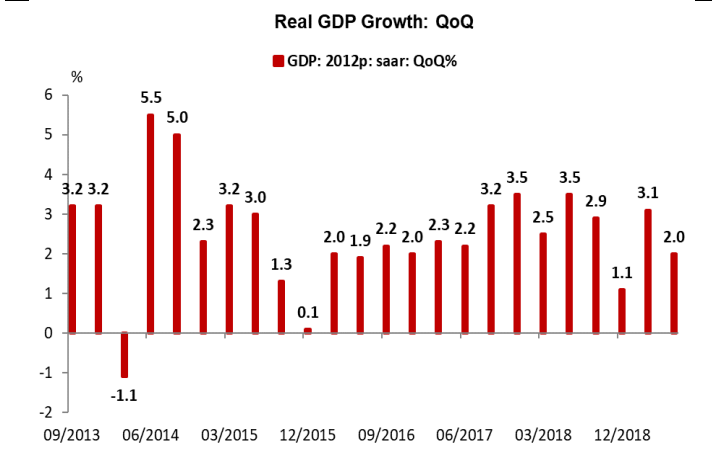
經濟數據喜憂參半，經濟衰退可能仍然存在。美國在未來12個月內陷入衰退的可能性於8月攀升至38%，此前僅曾在2001-2002年和2007-2008年間達此水平。美國一半以上的首席財務官預計美國將在2020年總統大選之前陷入經濟衰退。假若貿易戰持續或升級，短暫的經濟衰退或會較預期提早出現。

圖 1: 美國名義 GDP 及實際 GDP 同比增速



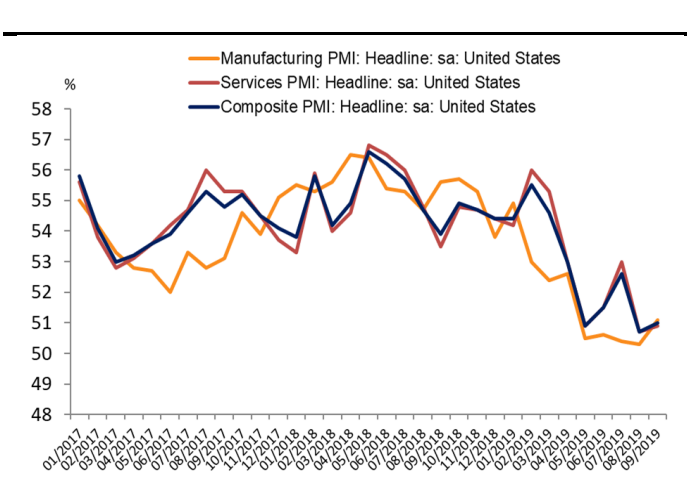
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 2: 美國實際 GDP 環比年化增速



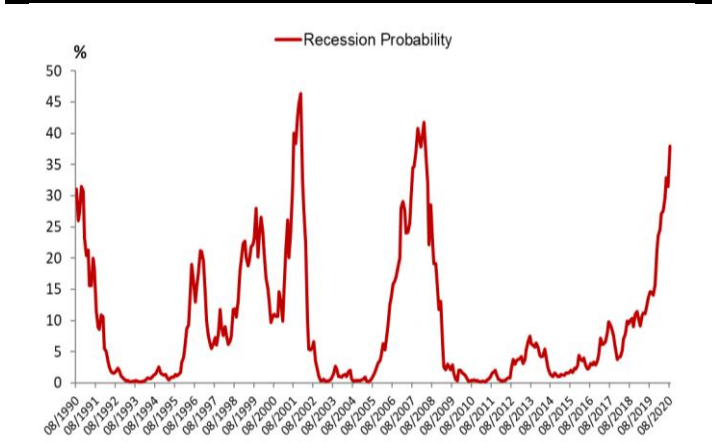
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 3: PMI 指數顯示美國製造業和服務業動力雙雙減弱



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 4: 美國經濟於 12 個月內衰退的機率達到 2001-2002 年和 2007-2008 時的高位



資料來源: CEIC、招銀國際證券

## 二、就業和薪資：喜憂參半

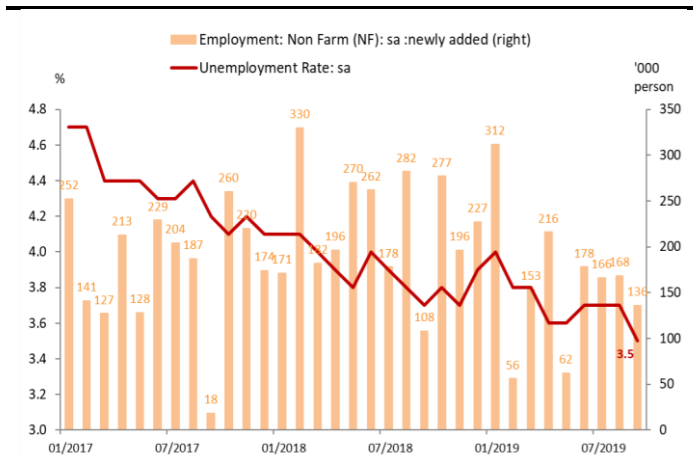
美國勞動力市場仍然強勁，但動力逐漸減弱，工資增長緩慢。

美國失業率在2019年9月再下跌0.2個百分點至3.5%，達半世紀以來最低。非農就業人口在2019年8月增加168,000人，9月份則只新增136,000人，低於市場預期。截至目前，2019年就業人口月均增長161,000人，低於2018年的223,000人。即使考慮到最近通用汽車爆發工潮的影響，我們相信美國裁員數字仍處於低位水平。

工資增速在9月進一步下降。9月平均時薪同比增長下降至2.9%至每小時28.09美元，較上月下滑0.3個百分點。就業市場強勁但工資增長放緩，或可部份歸因於低技能勞動人口增加、人口老齡化及生產率提升放緩等因素。

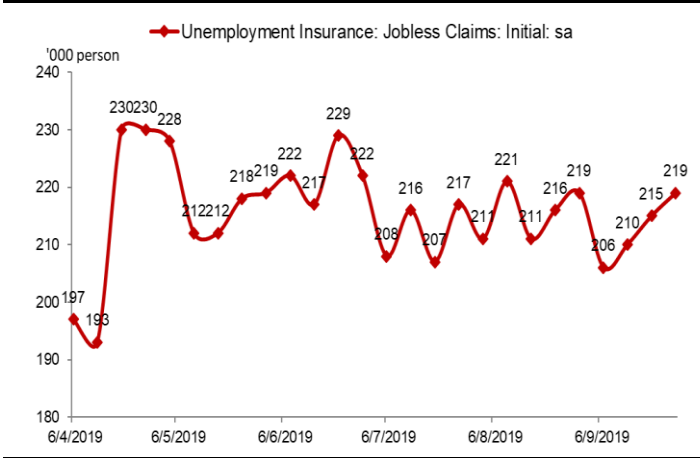
在面臨多重經濟下行風險的情況下，美國勞動力市場能否保持強勁勢頭至為關鍵。一些領先指標，如就業趨勢指數預示，未來幾個月就業將維持穩健增長。我們認為，儘管強勁勢頭將減弱，但美國就業市場短期內仍難見惡化拐點。

圖 5: 美國失業率降至半世紀以來最低，但 9 月新增非農就業未及預期



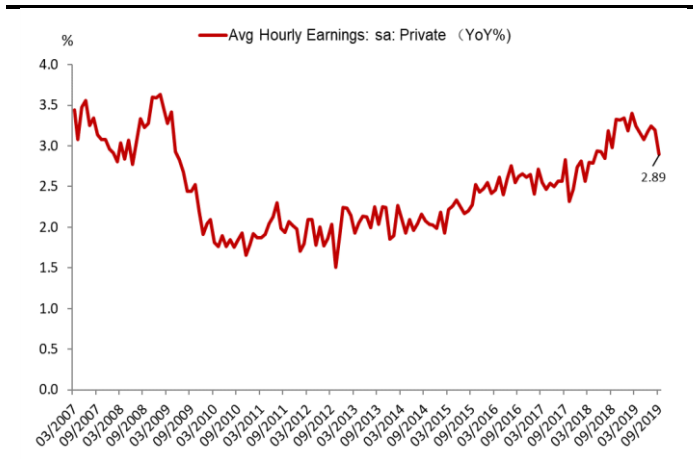
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 6: 美國初領失業金人數顯示失業問題並不顯著



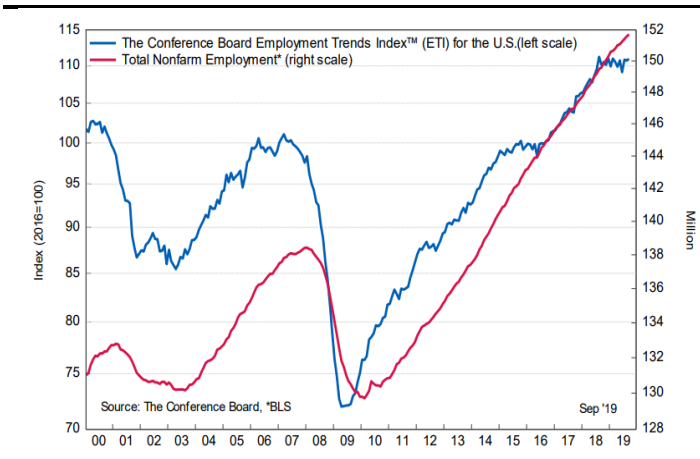
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 7: 美國薪資增速似已見頂



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 8: 領先指數預示未來幾個月美國新增就業仍然穩健



資料來源: CEIC、招銀國際證券

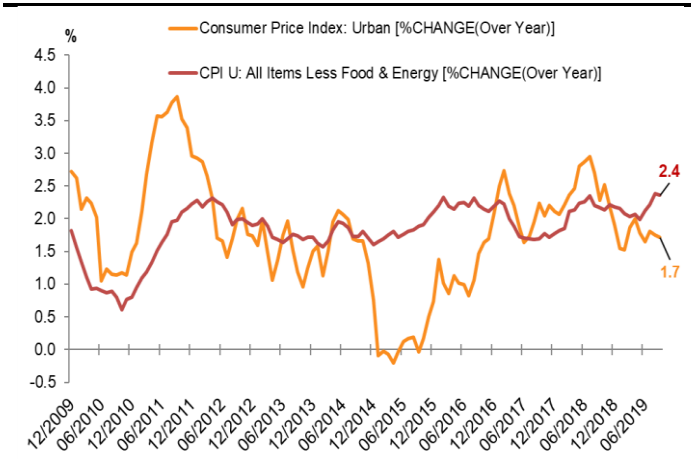
### 三、通脹：PPI 和 CPI 疲軟支撐降息預期

**關鍵通脹指標仍低於美聯儲目標。**核心個人消費支出（PCE）物價指數是美聯儲衡量通脹的重要指標，7月份同比增長1.7%後，於8月同比增長1.8%，仍低於美聯儲2%的目標。以PCE物價指數衡量的整體消費者物價指數在8月僅同比增長1.4%。9月消費者物價指數（CPI）同比增長1.7%，與8月升幅持平，而核心CPI指數則上升2.4%。消費者物價指數仍舊疲軟令市場憧憬美聯儲於第四季繼續降息。

**近期美聯儲對PPI的憂慮大於CPI。**美國生產者物價指數（PPI）同比增速跌至近三年來最低，反映製造業疲弱。9月PPI同比增長1.4%，是自2016年11月以來的最小增幅，較8月的增速1.8%亦有明顯下滑。核心PPI也從今年8月的2.3%降至9月的2%。由於憂慮衰退迹象正由製造業蔓延至更多經濟部門，PPI數據欠佳會使得美聯儲擔心經濟進一步惡化，或再次降息對沖風險。

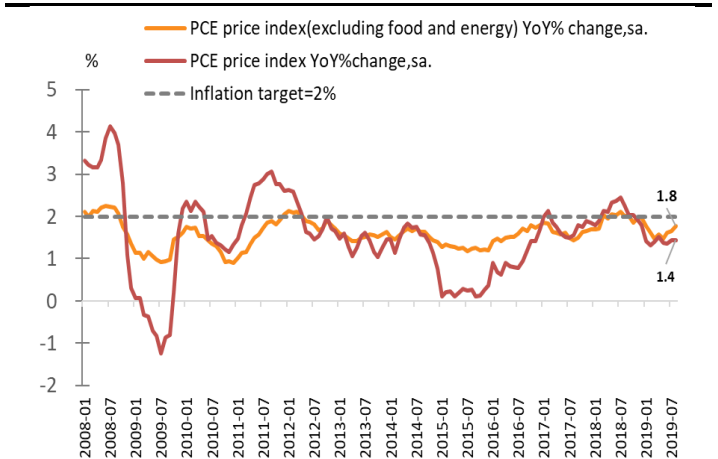
**中國進口商品價格下降，美國面臨的輸入通脹壓力有限。**2019年8月美國進口商品成本比去年同期下降2%，主要是由於石油價格下跌。從中國進口的貨物成本同比下降1.6%（其中不包括關稅成本），這表明中國供應商已經降低價格以保持在美國的市場份額。

圖 9: 美國 9 月 CPI 和核心 CPI 指數基本符合預期



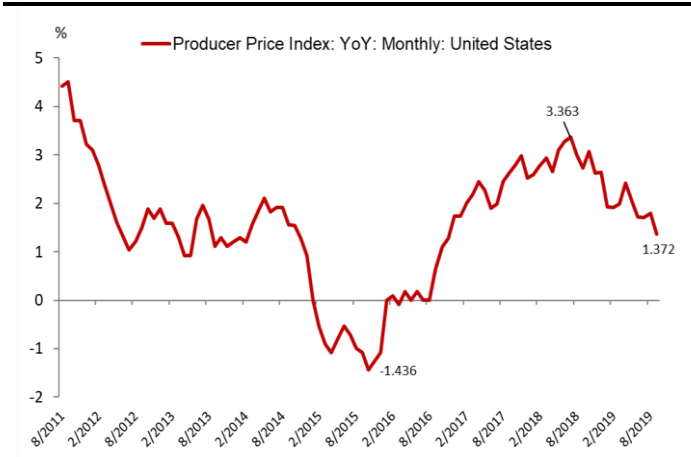
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 10: 美國 PCE 和核心 PCE 指數仍不及美聯儲目標



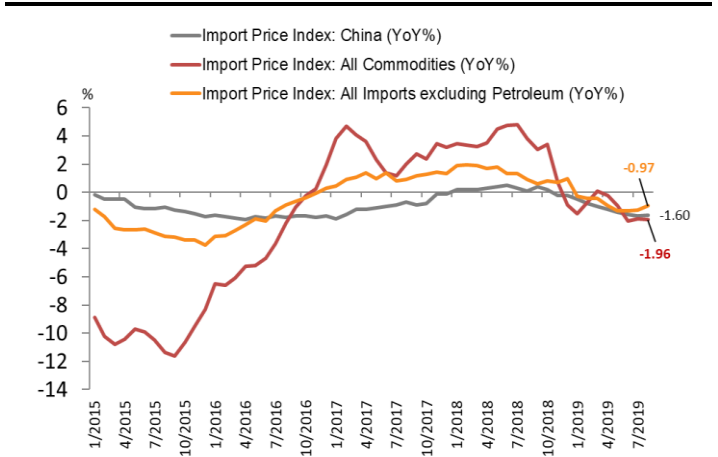
資料來源: FRED、招銀國際證券

圖 11: 美國 PPI 同比下降至三年最低



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 12: 美國輸入通脹壓力很小



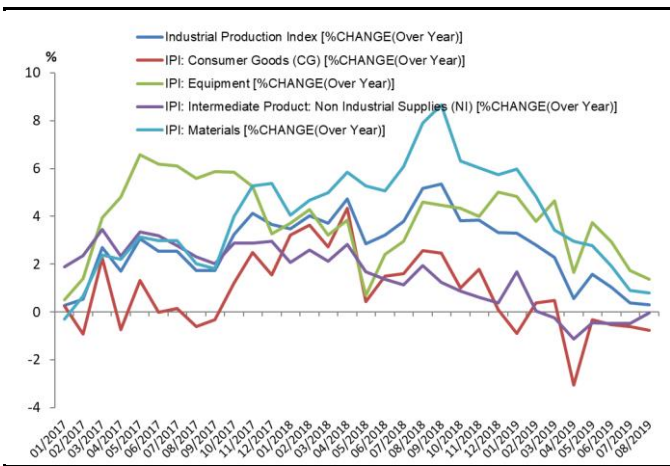
資料來源: CEIC、招銀國際證券

#### 四、製造業：衰退的政治意義大於經濟意義

由於貿易摩擦和全球經濟放緩造成的需求疲弱，美國製造業已正式陷入衰退。製造業產出在過去兩個季度連續下降，出現十年來最差情況。工業生產指數顯示，自今年第二季以來，材料、設備、中間產品和消費品的產量均出現下滑。8月製造業生產的暫時反彈主要是由於石油和天然氣生產的激增，無法改變整體下降趨勢。由於對未來一年的商業情緒仍然低迷，我們預計美國製造業衰退將在今年第三季度延續，甚至持續更長時間。

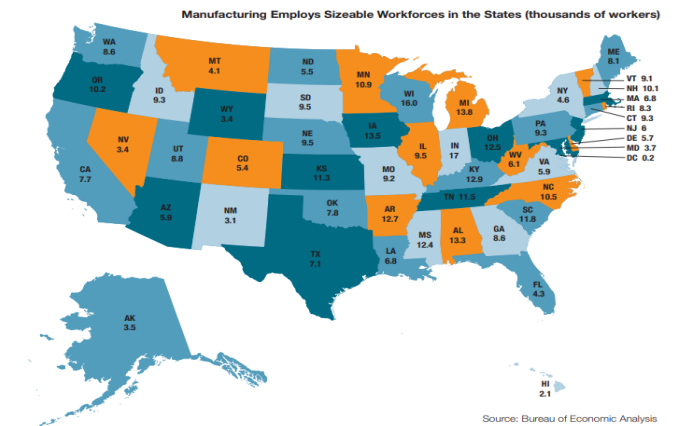
製造業衰退可能會對特朗普的連任競選活動構成較大威脅。製造業的衰退本身并不一定引發美國經濟的衰退，因為製造業僅占美國經濟的 11%和總就業的 8%。然而其政治意義很明顯，特朗普總統自上次總統競選以來一直聲稱要提振製造業并創造數百萬個新的製造業就業機會，因此製造業的增長對特朗普至關重要。美國製造業工作占比最高的幾個州受到行業衰退的衝擊最大，其中的威斯康星州、密歇根州、愛荷華州、賓夕法尼亞州等許多前民主黨陣營州都是使得特朗普在 2016 年獲勝的重要搖擺州。因此，未能提振製造業，必將對特朗普的 2020 年競選活動構成明顯不利。

圖 13: 美國工業生產指數顯示製造業出現全面放緩



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 14: 製造業就業占比較高的州恰是特朗普再度競選需要爭取的重要搖擺州

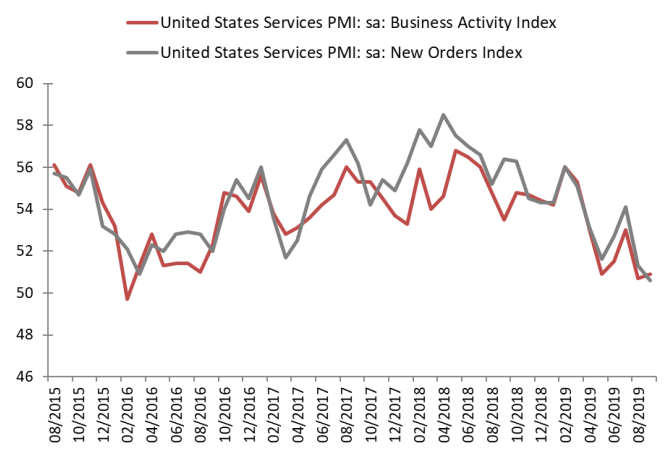


資料來源: CEIC、招銀國際證券

## 五、服務業：增速降至三年新低

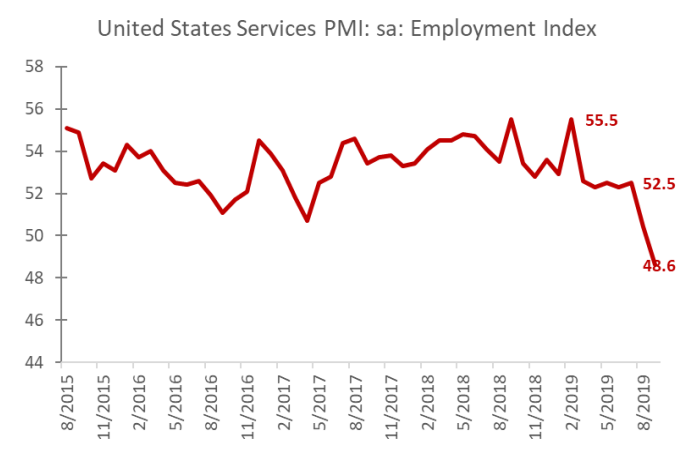
根據 ISM 調查，受貿易和關稅不確定性持續影響，美國服務業採購經理人指數 (PMI) 在 2019 年 9 月跌至 50.9，創下三年來新低。新訂單指數從 2019 年 8 月的 51.3 下降至 2019 年 9 月的 50.6，表明服務業前景黯淡。服務業就業狀況自 2010 年以來首次轉差，是令人擔憂的重要方面。多項調查和數據顯示，貿易戰和政策不確定性正在困擾美國服務業。

圖 15: 美國服務業 PMI 於 9 月降至 50.9



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 16: 美國服務業就業於十年來首現萎縮

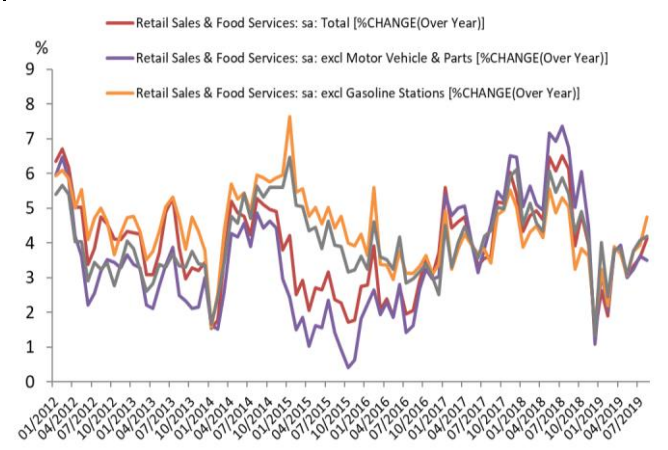


資料來源: CEIC、招銀國際證券

## 六、零售銷售：韌性待考驗

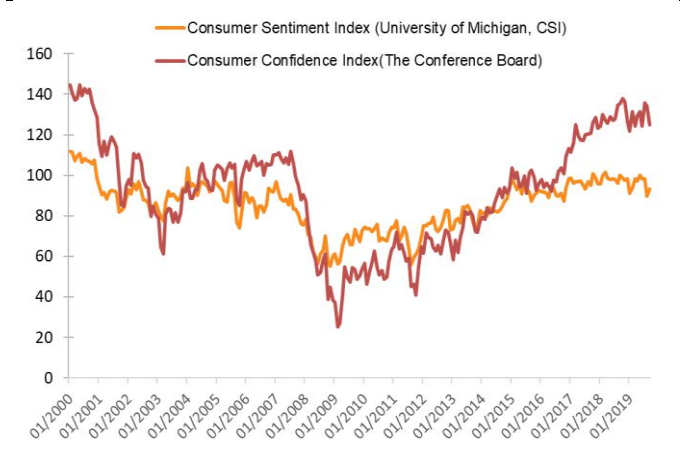
今年年初以來，零售銷售增速呈上升趨勢。8 月零售銷售同比增長 4.4%，環比增長 0.6%，顯示美國零售銷售的持續強勁。但 9 月零售環比下跌 0.3%，增添市場對消費韌性的憂慮，而同比仍有 4.1% 漲幅。消費者情緒和消費者信心總體上仍保持較高水平。展望未來，鑒於就業市場和消費者的信心強勁，預計占美國經濟約七成的私人消費將在第四季繼續穩定增長。但同時，美國零售商並不能避免貿易不確定性的影響，貿易談判和關稅調整將決定強勁的零售銷售能持續多長時間。私人消費增速也是許多美聯儲委員會成員在貨幣政策決定之前監測的最重要數據之一。9 月零售數據出現負面消息，加大了美聯儲再度降息的幾率。

圖 17: 美國零售銷售增速仍然強勁



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 18: 美國消費信心仍處於高位



資料來源: CEIC、招銀國際證券

## 專題：延緩關稅，保護消費

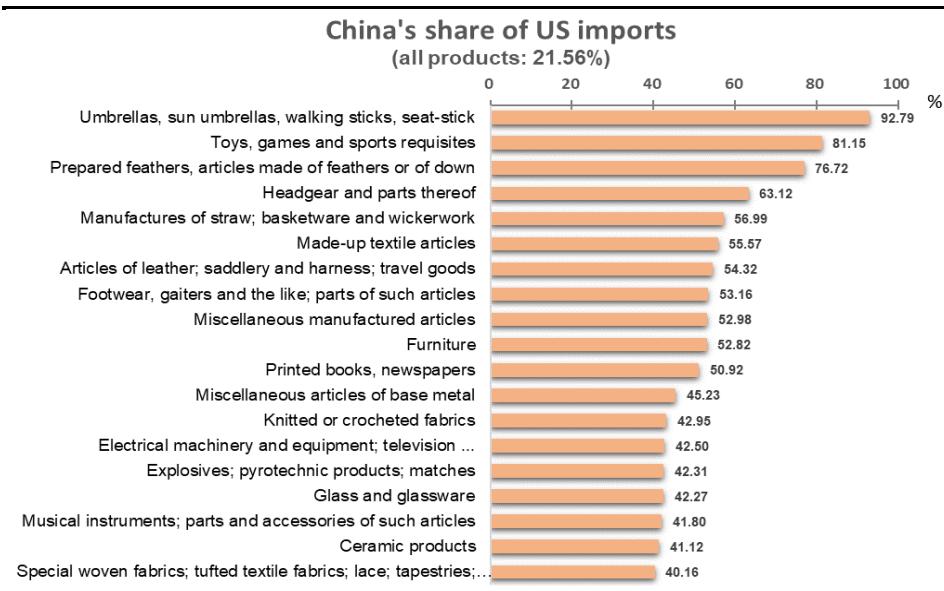
在特朗普總統威脅要對剩餘的 3000 億美元中國進口商品徵收 10% 關稅後約兩周，美國於 8 月 13 日宣布推遲對來自中國的手機、筆記本電腦、電子遊戲機、玩具等部分商品加征關稅。美國政府聲稱，該決定基於“健康、安全、國家安全和其他因素”。然而，特朗普的表述似乎更接近實情，即推遲這部分商品的關稅是為了避免在即將到來的聖誕節假期購物季打擊美國消費。

該決定背後是美國國內對於加征關稅的眾多反對聲音，使得特朗普認識到對消費品加征關稅與前幾輪關稅有重大不同。美國大型零售貿易團體包括國家零售聯合會（亞馬遜和沃爾瑪為會員）、零售業領袖協會（蘋果和耐克為會員）、美國服裝和鞋類協會、美國鞋類分銷商和零售商等，都指責特朗普在貿易戰談判中置美國家庭利益於不顧。

分析推遲關稅的產品清單可以看出，挑選指標是美國對這些中國產品的依賴程度以及這些產品在美國的重要程度。根據 2018 年的數據，中國占美國進口總額的比例仍高達 21.56%，僅比貿易戰開始前的 2017 年下降了 0.3 個百分點。在進口中，多種產品甚至占美國進口總額的 50% 以上。例如，2018 年美國進口的玩具、遊戲和運動用品中有 80% 以上是在中國製造的。這解釋了遊戲巨頭索尼、微軟和任天堂為何向特朗普政府發出聯合信函，敦促其從關稅清單中撤銷遊戲機，幾大公司預計關稅將使遊戲機消費者多支付 8.4 億美元，并損害包括製造商，開發商和零售商在內的整個行業。

根據美國零售業聯合會的數據，隨著額外關稅的延遲，預計 2019 年 11 月和 12 月美國聖誕季零售額將同比增長 3.8% 和 4.2%。

圖 19: 美國對中國產品依賴程度較高（超過 40%）的產品類型



備注：圖中為 2018 年數據

資料來源：ITC、招銀國際證券測算



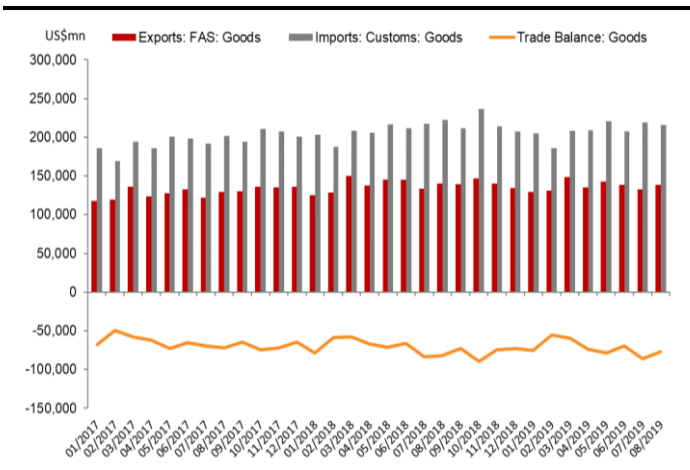
## 七、對外貿易：關稅影響明顯

美國對外貿易增速正在急劇放緩。2019年8月美國商品進出口環比僅分別增長0.1%和0.3%。從同比增速來看，貨物進出口均在萎縮，表明特朗普的貿易保護主義政策衝擊了美國對外貿易。我們預計淨出口將從2019第三季度至明年拖累美國GDP增長。

美國從中國的進口減少，而從其他亞洲貿易夥伴（韓國，越南，馬來西亞等）的進口增加。自2019年初以來，該趨勢一直很明顯，並且可能會持續下去。中國已從美國的最大貿易夥伴跌至第三位，被墨西哥和加拿大超越。

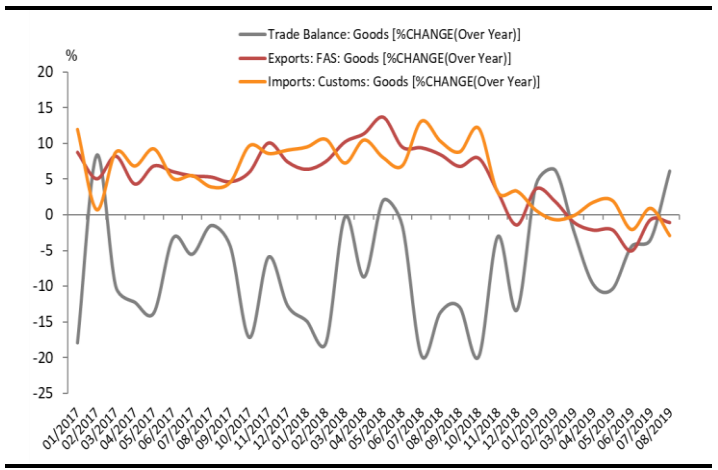
美國的總貿易赤字擴大，而與中國的商品貿易赤字縮小。美國貿易逆差從7月的540億美元擴大至8月的549億美元。然而，自2018年第四季度以來，其與中國的商品貿易赤字已經縮小。

圖 20: 美國進出口和貿易赤字



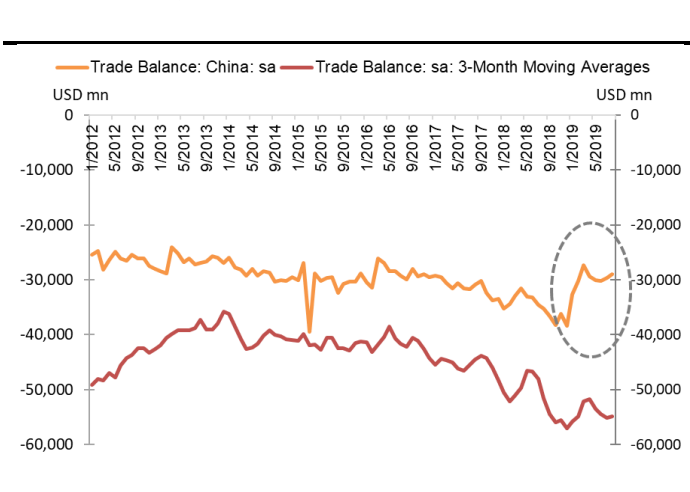
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 21: 美國商品貿易放緩，貿易赤字增加



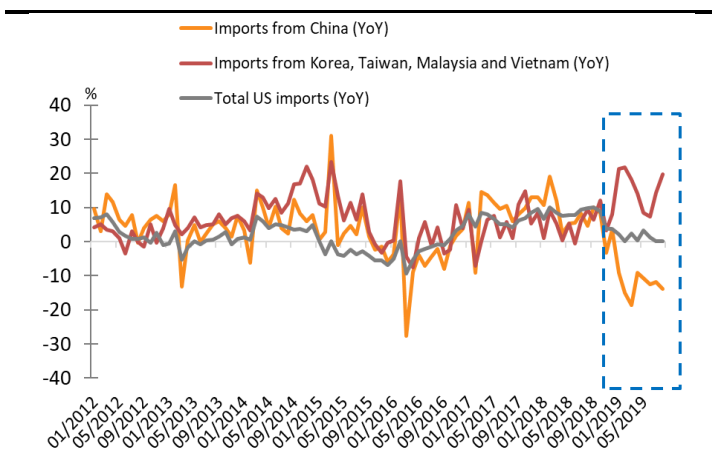
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 22: 美國對中國的貿易赤字收窄



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 23: 美國從中國的進口減少，而從其他亞洲貿易夥伴的進口增加



資料來源: CEIC、招銀國際證券

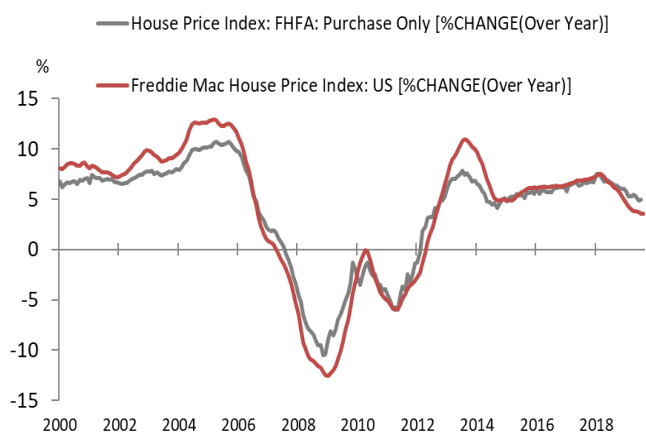
## 八、房地產市場：價緩量增，情緒提振

在連續六年強勁的房價漲勢過後，美國私人住宅市場正在降溫。S&P/ Case-Shiller 經季節因素調整後的全國房屋價格指數在 2019 年第二季度僅上升 1.46%。美國房地美房價指數在 8 月僅同比增長 3.6%，為七年來最慢的速度。

同時，較低的抵押貸款利率在近期支撐行業景氣度。房屋建築商的情緒提振，新住房開工量繼續穩步增長，截至 2019 年 8 月達到 121,100 套。

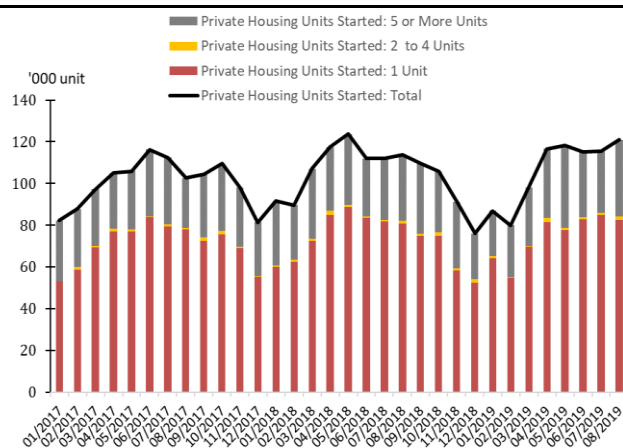
美聯儲最近兩次降息正觸發更多抵押貸款再融資。由於美國房地產市場對抵押貸款利率高度敏感，因此我們預計未來兩至三個季度，美國房地產市場將繼續受歷史最低抵押貸款利率的支撐。

圖 24: 美國房價同比增幅收窄



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 25: 美國新開工私人住宅量穩中有升



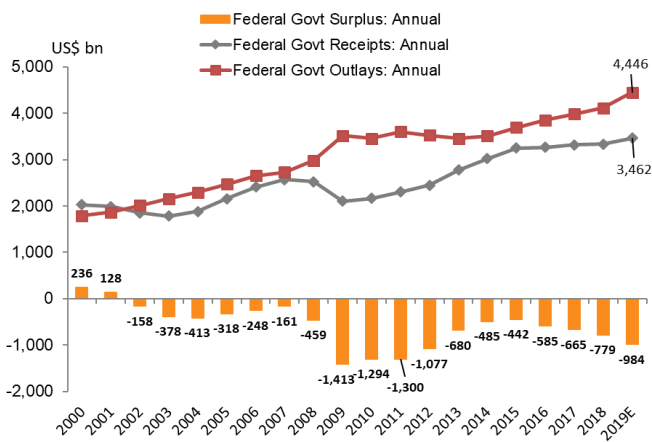
資料來源: CEIC、招銀國際證券

## 九、財政：聯邦預算赤字激增

特朗普的減稅和龐大的政府支出計劃進一步擴大了聯邦預算赤字。根據國會預算辦公室的最新估計，美國聯邦預算赤字在2019財年期間從上一年的7,790億美元進一步增加至9,840億美元，達到2012年以來的最高水平。預算赤字與GDP的比率由從2017年的3.5%和2018年的3.8%擴大至2019年的4.7%。

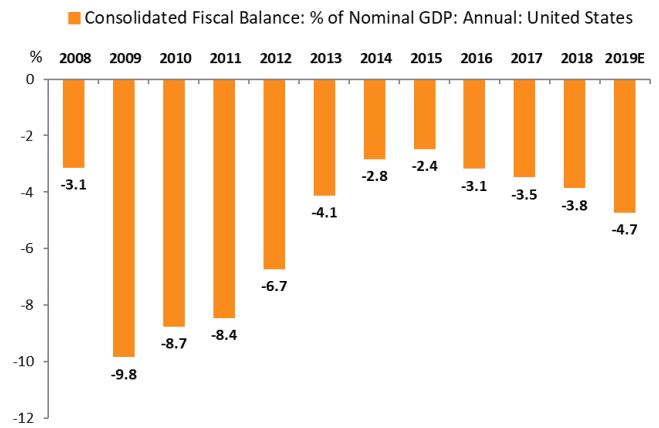
現在，美國政府債務已增至22,712億美元，相當於美國GDP的106%以上，正走上難以持續的道路。極高的政府債務增加了借貸成本和未來償還利息的支出，使得美國採取進一步財政刺激措施來應對經濟下滑的政策空間所剩無幾。

圖 26: 美國聯邦政府財政赤字進一步增加至 9,840 億美元



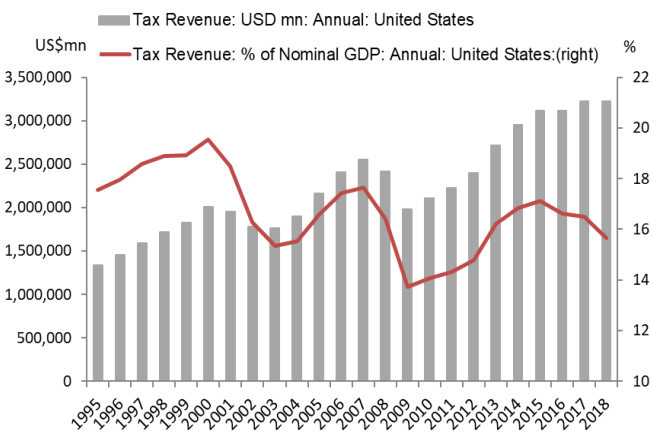
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 27: 美國財政赤字與 GDP 比率達到 2012 財年以來最高



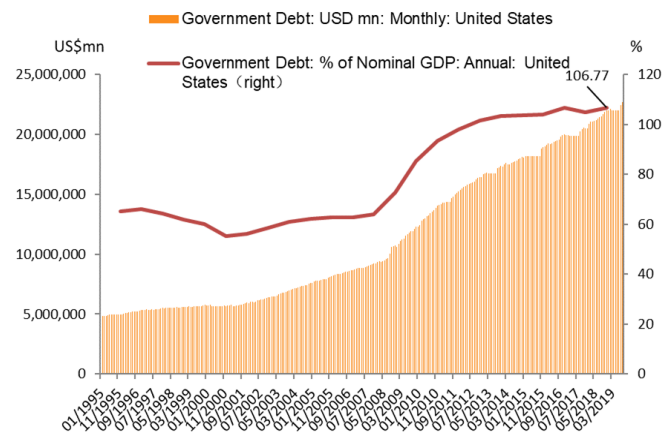
資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 28: 美國稅收增速下降



資料來源: CEIC、招銀國際證券

圖 29: 美國政府負債相當於 GDP 的 107%



資料來源: CEIC、招銀國際證券

## 十、貨幣金融：美聯儲降息擴表，家庭債務風險可控

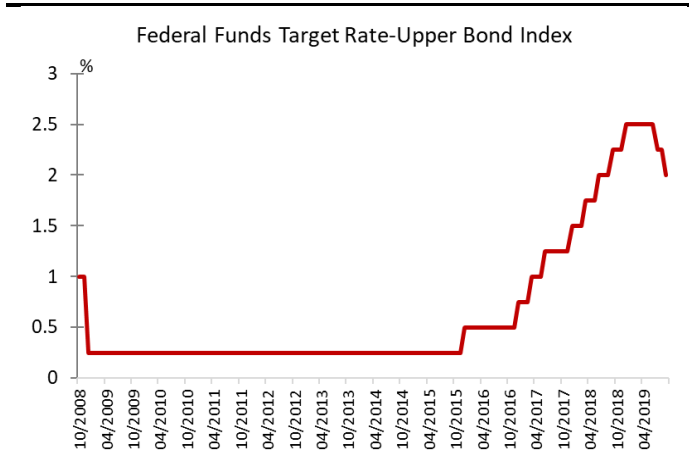
美聯儲可能會進一步降息。在2019年7月和9月兩次降息以維持經濟增長和應對下行風險之後，聯邦基金利率目前位於1.75-2%。美聯儲官員對利率決定分歧加大，委員會成員似乎對下一步行動還未有明確方向。近期不及預期的經濟數據和美聯儲票委的最新觀點顯示，美聯儲大概率在10月降息25個基點，在之後三至四個季度保持利率不變評估降息效果。

美聯儲很快將擴大資產負債表。美聯儲主席鮑威爾於10月9日宣布，美聯儲很快將再次開始擴大資產負債表規模，以確保美國短期融資市場的平穩運行。這是在近期對美國銀行系統儲備不足的擔憂中做出的決定。

美國家庭債務已升至歷史最高水平，但風險總體可控。截至2019年第二季度，美國家庭債務達到13.68萬億美元，超過了2008年的峰值。但是，債務構成自2008年以來發生了變化，使當前的債務結構更加健康和可持續。

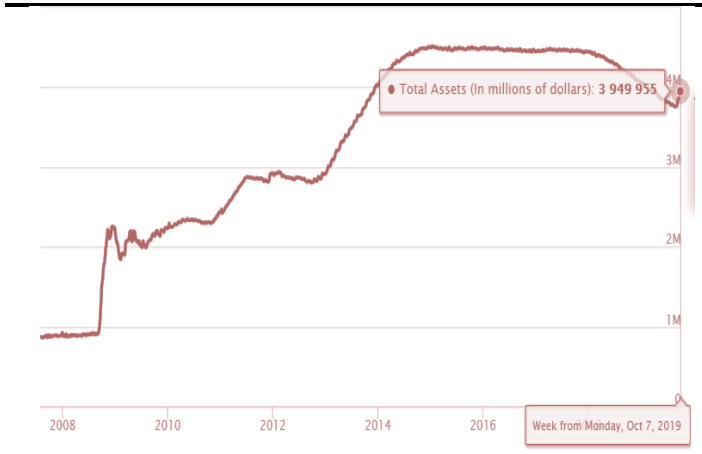
美元在中短期內仍將保持強勢。自2018年初以來，美元指數一直呈上升趨勢，目前處於98左右的多年高位。儘管美聯儲最近采取了寬鬆政策，但由於美國經濟與其他主要世界經濟體之間的增長差異，並且避險情緒可能會持續，美元可能仍將保持堅挺。

圖 30: 美聯儲自 7 月以來降息兩次，共 50bp



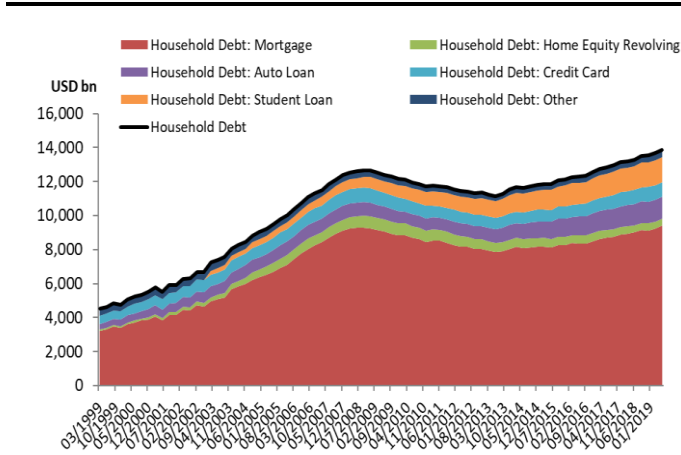
資料來源：CEIC、招銀國際證券

圖 31: 美聯儲很快將開始擴大資產負債表



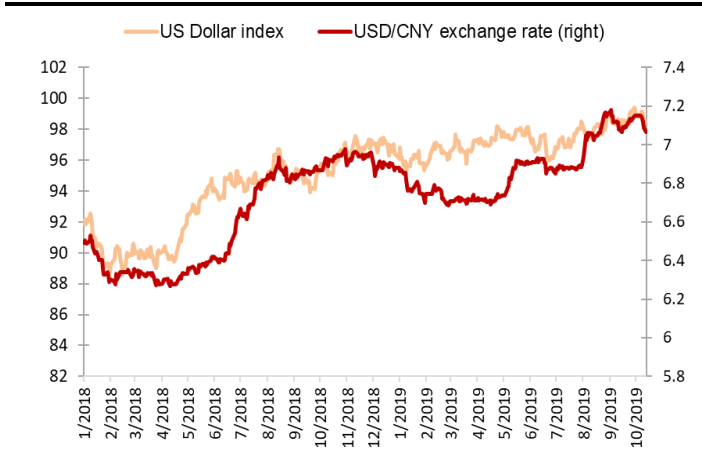
資料來源：CEIC、招銀國際證券

圖 32: 美國家庭債務規模達到歷史新高



資料來源：CEIC、招銀國際證券

圖 33: 美元指數仍保持高位



資料來源：CEIC、招銀國際證券

## 十一、預測及風險因素

美國經濟擴張已進入第 11 年，受到貿易不確定性和全球經濟放緩的威脅，正在進一步放緩。美國經濟正在走向“軟著陸”還是急劇下降？這在很大程度上取決於貿易驅動的製造業疲軟是否會蔓延至整個經濟，以及私人消費的相對強勢能否持續。

我們認為，在較強勁的就業市場和消費者信心的支撐下，美國消費者支出可能在未來一至兩個季度保持穩定。中美貿易談判近期取得的進展為 11 月中旬中美領導人在亞太經合組織會議上會面提供了良好條件，可能在短期內增強美國商業信心，但貿易不確定性將持續存在。總體而言，美國經濟難以對貿易不確定性和全球放緩免疫，增速下滑將在未來幾個月持續。我們預計美國經濟將在 2019 年第三季度增長 1.7%，在 2019 年全年增長 2.2%。

我們的預測存在上行和下行風險。從好的方面來看，中美全面貿易協議、美聯儲迫於政治壓力採取更寬鬆的貨幣政策、政府推出更多財政刺激政策，都可能給我們的預測帶來上行風險。不利的一面是，若中國或歐洲的貿易爭端出乎意料地升級、消費放緩幅度超預期、以及地緣政治風險上升，都可能導致美國的增長表現差於預期。

美國經濟的整體系統風險仍可控制，爆發大規模經濟危機的可能性很低，但至明年下半年出現短暫衰退的可能性仍存在。

近期聚焦的主要數據包括 9 月零售（10 月 16 日發布）和工業生產（10 月 17 日發布）。兩者都會對美聯儲成員的政策決定產生巨大影響。由於 9 月零售數據出現負面消息，美聯儲在 10 月再度降息的幾率大大增加。

## 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("招銀國際證券")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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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，未經招銀國際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個人。