

2023年5月19日

## 全球宏观

### 从周期与结构因素拆解美国劳动力市场的韧性来源

美国通胀目前已然见顶回落，但美国的劳动力市场却依然韧性十足，在美联储的FOMC会议纪要中，也多次提及了就业市场的韧性。伴随着美国通胀的逐步回落，市场的关注重点将逐步切换至劳动力市场。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

秦汐

Jessie.Qin@bocomgroup.com  
(852) 3766 1853

- ⊖ **从总量来看**，目前美国劳动力需求约为1.70亿人，劳动力供给约为1.66亿人，对应劳动力供需缺口约400万人，处于供不应求的状态。虽然**供需缺口仍然显著，但是供需缺口的同比增长已经显著放缓，并于2023年1月份首次到达负值**。从历史上来看，供需缺口的同比增值领先名义工资增长中位数平均11个月，从当前供需缺口的负增长可以看出，未来薪资增长整体将滞后下行。但需注意的是，在结构性因素的扰动下，此轮劳动力市场较历史上更有韧性。
- ⊖ 我们从周期以及结构两个视角对美国劳动力市场进行拆解，通过测算2020至2022年期间，各项因素的变化占当前劳动力供需缺口的比重，来量化美国劳动力市场周期以及结构性因素的占比。具体来看：
  - \* **周期因素在此轮劳动力市场的供需缺口约占3成**：信贷紧缩下整体需求回落，令劳动力市场需求端大幅走弱。PMI就业以及NFIB中小企业调查均显示，需求端的周期性因素将在未来继续回落，为薪资增长降温。
  - \* **结构性因素在此轮劳动力市场的供需缺口约占7成**：其中，出入境政策修复以及制造业回流的放缓将缓解部分供需缺口，但是老年人口（大于55岁）的低劳动参与率趋势令劳动力市场有韧性。

整体来看，周期因素的继续下行，叠加制造业回流的放缓，将继续缩窄劳动力供需缺口；伴随着2023年上半年各项出入境政策的逐渐缓和，我们预计2023年6月以后劳动力供需缺口会加速改善。但由于结构端老年人口（大于55岁）的低劳动参与率的影响，此轮美国劳动力市场相比历史上货币紧缩周期更具韧性。

劳动力市场的韧性下，美联储货币政策“易紧难松”，虽然我们认为5月份的FOMC会议大概率是美联储的最后一次加息，但美联储很可能并不会如市场预期的那样在下半年迅速降息。我们认为当前市场对于美联储推迟降息的定价不足，预计美联储的降息时间不会早于2023年4季度，市场仍将经历更为漫长的高利率阵痛期。在此情况下我们对于全球风险资产整体继续维持谨慎态度，对于权益资产整体偏保守，重结构，关注退可守、进可攻的结构性机会。

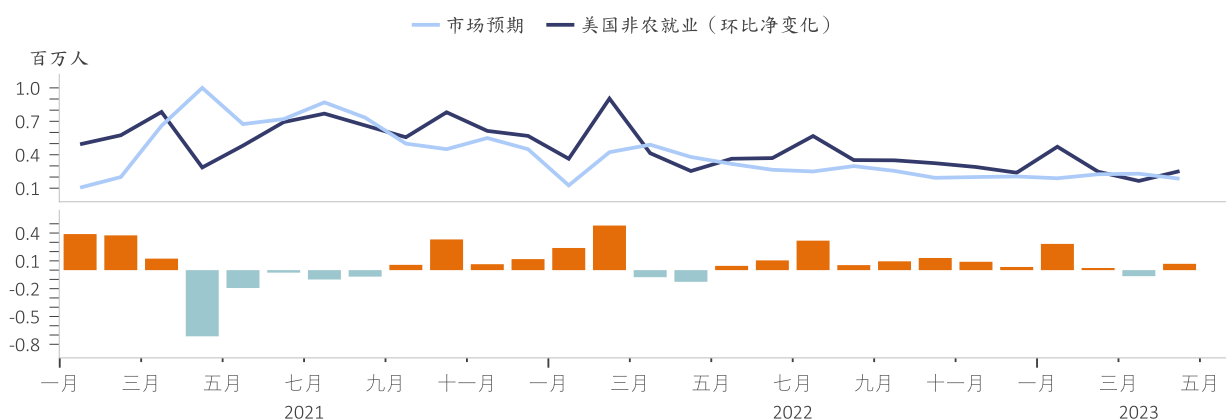
## 目录

伴随着通胀回落，劳动力市场对于美国货币政策的影响边际上提升.....	3
总量来看：劳动力市场仍旧供不应求，但供需缺口的同比已负增长.....	5
周期因素下需求端大幅走弱，推动薪资增速回落.....	7
供给端结构性短缺：结构因素正逐步缓解.....	9
老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率（对应 41%的供需缺口）：供给端的结构性改变.....	9
出入境政策（对应 23%的供需缺口）：已逐步修复，下半年有望加速改善.....	10
制造业回流（对应 9%的供需缺口）：结构性提振需求端.....	12
短期就业市场边际缓和，但结构性因素令美联储的货币政策“易紧难松”.....	14

## 伴随着通胀回落，劳动力市场对于美国货币政策的影响边际上提升

美国通胀目前已然见顶回落，但美国的劳动力市场却依然韧性十足，在美联储的FOMC会议纪要中，也多次提及了就业市场的韧性。在过去的12个月中，有高达11个月非农数据超预期，连续而持久的超预期，佐证了美国劳动力市场的韧性。

图表 1：美国非农就业数据持续超预期



资料来源：Macrobond、Bloomberg、交银国际

针对美国货币政策的未来走势，市场仍将大篇幅的关注度聚焦于“通胀”，但实际上美国劳动力市场对于美国货币政策的影响不可低估，甚至要更大。

我们之所以需要密切留意劳动力市场，这在于：

- ⊕ 一方面在于作为影响美联储货币政策的两大因素：通胀+就业，伴随着通胀的持续回落，就业市场对于美联储货币政策的边际影响将逐步增大；
- ⊕ 美国劳动力市场的供需状况将直接影响到薪资增长，进而影响到美国通胀，尤其是服务类项目通胀情况。

基于此，我们从周期以及结构两个视角对美国劳动力市场进行拆解，通过测算2020至2022年期间，各项因素的变化占当前劳动力供需缺口的比重，来量化美国劳动力市场周期以及结构性因素的占比。具体来看：

- \* **周期因素在此轮劳动力市场的供需缺口约占3成**：令劳动力市场需求端大幅走弱。PMI 就业以及 NFIB 中小企业调查均显示，需求端的周期性因素将在未来继续回落，为薪资增长降温。
- \* **结构性因素在此轮劳动力市场的供需缺口约占7成**：其中，出入境政策修复以及制造业回流的放缓将缓解部分供需缺口，但是老年人口（大于55岁）的低劳动参与率趋势令劳动力市场有韧性。

图表 2：影响劳动力市场供需缺口的因素概览

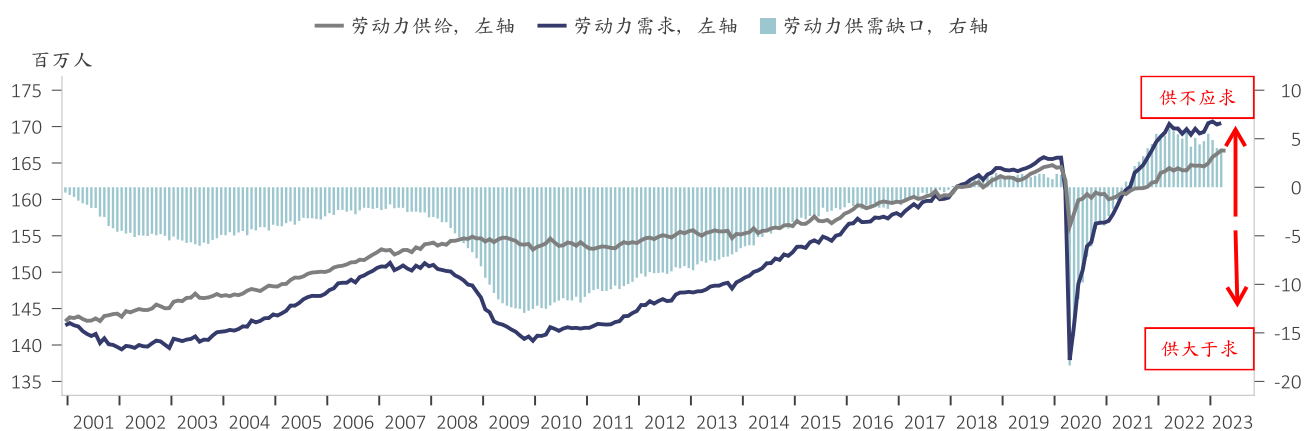
影响劳动力市场供需缺口的因素	占供需缺口的比重	未来方向
<ul style="list-style-type: none"> <li>周期性因素↓</li> </ul>	27%	周期因素回落 劳动力供需缺口↓
<ul style="list-style-type: none"> <li>经济周期回落，劳动力需求端承压↓</li> </ul>	27%	企业信心低迷，招聘需求下行 劳动力供需缺口↓
<ul style="list-style-type: none"> <li>结构性因素↘</li> </ul>	73%	结构因素方向下行，但韧具韧性 劳动力供需缺口↘
<ul style="list-style-type: none"> <li>老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率，令劳动力市场有韧性⇒</li> </ul>	41%	老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率下 劳动力市场有韧性⇒
<ul style="list-style-type: none"> <li>出入境政策限制修复，劳动力供给端压力缓解↓</li> </ul>	23%	出入境政策的修复下 劳动力供需缺口↓
<ul style="list-style-type: none"> <li>制造业回流放缓，制造业岗位新增需求回落↓</li> </ul>	9%	制造业岗位需求已经显著回落 劳动力供需缺口↓

资料来源：交银国际

## 总量来看：劳动力市场仍旧供不应求，但供需缺口的同比已负增长

从总量来看，当前美国劳动力市场依然十分紧张。我们测算出目前美国劳动力需求（就业人数+非农职位空缺）约为 1.70 亿人，劳动力供给（居民劳动力）约为 1.66 亿人，对应劳动力供需缺口约 400 万人，处于较为罕见的供不应求状态。

图表 3：当前美国劳动力市场的供需缺口较为罕见

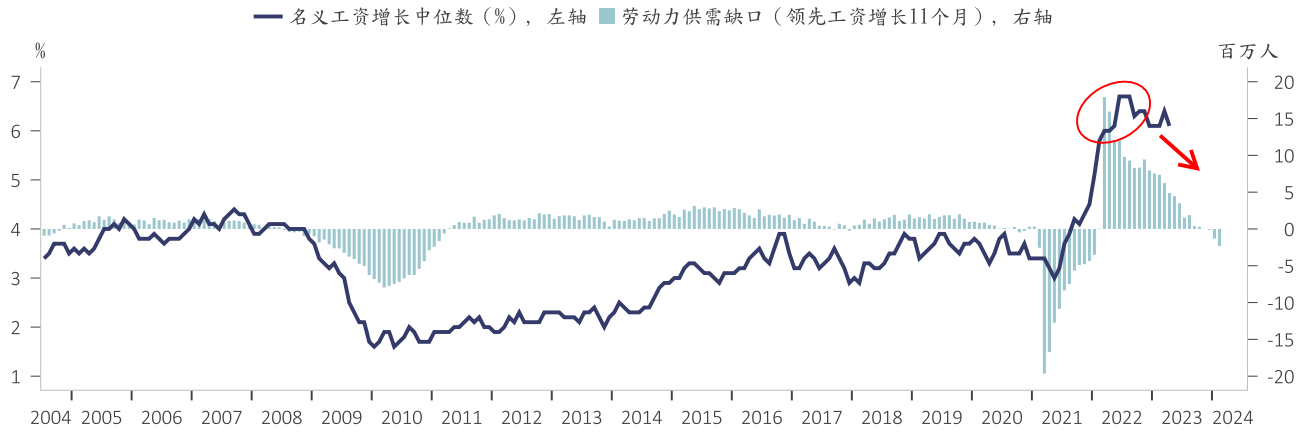


资料来源：Macrobond、交银国际

虽然劳动力市场的供需缺口仍然显著，但是供需缺口的同比增长已显著放缓，并于 2023 年 1 月份首次进入负值区间。从历史上来看，供需缺口的同比增值领先名义工资增长中位数平均 11 个月，从当前供需缺口的负增长可以看出，未来薪资增长整体将滞后下行，具体的驱动因素可拆分为两个部分：

- ⊕ 一是促使薪资增长回落的周期因素正在继续下行；
- ⊕ 二是推升薪资增长的结构因素正在逐渐降温。

图表4：劳动力市场供需缺口的同比增值已经达到负值，薪资增长将滞后下行

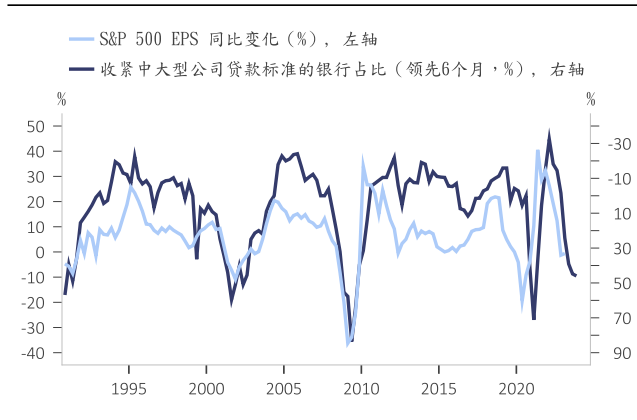


资料来源：Macrobond、交银国际

## 周期因素下需求端大幅走弱，推动薪资增速回落

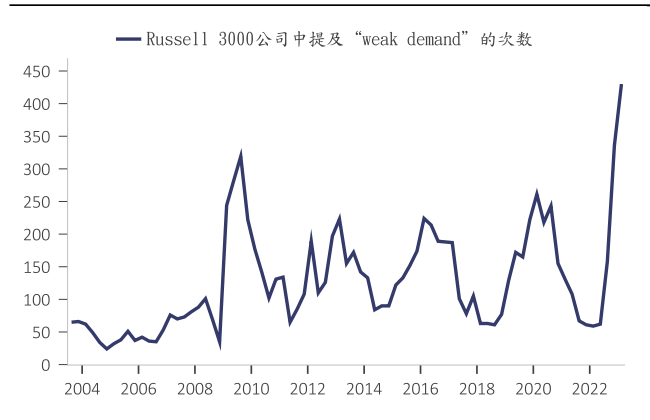
当期高利率环境令市场上的信贷大幅收缩，叠加美国银行业风险，美国经济呈现周期性回落，导致企业信心及盈利承压。我们可以看到伴随着信贷紧缩，美国企业盈利预计将承压。代表美股市值最大的3000只股票的Russell 3000指数成分股，其2023年1季度财报电话会议中提及“需求疲弱”（weak demand）的次数更是大幅飙升至历史新高水平，甚至超过2008年金融危机。

图表5：信贷紧缩加剧周期回落，企业盈利承压



资料来源：Macrobond、Bloomberg、交银国际

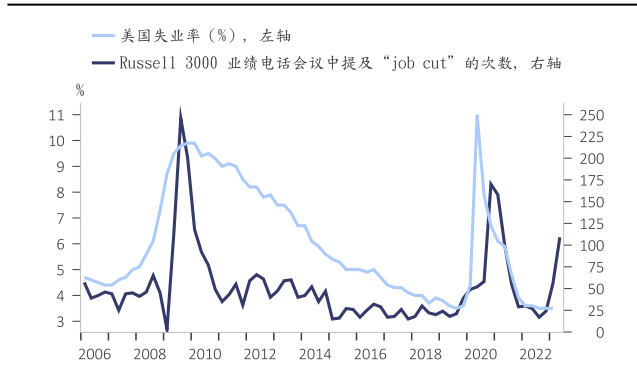
图表6：美国企业信心显著回落



资料来源：Macrobond、Bloomberg、交银国际

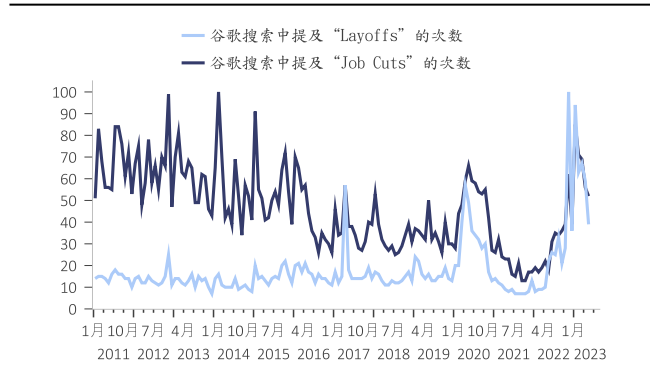
低迷的企业信心及盈利很可能将促使企业收缩战线，降低招聘需求甚至直接裁员。我们计算了Russell 3000指数成分股企业财报电话中提及裁员（Job Cut）的次数，发现其领先失业率3个月，并在2023年1季度迅速上升，预示着裁员人数在未来三个月可能会滞后上行；作为交叉验证，关于裁员的相关搜索也在2023年1季度大幅飙升，虽然有所回落，但是目前仍在高位。

图表7：低迷的企业盈利下，美国企业信心回落，裁员人数未来可能会明显上升



资料来源：Macrobond、Bloomberg、交银国际

图表8：美国关于裁员的相关搜索频次飙升



资料来源：Macrobond、Bloomberg、交银国际

资增速预计将承压。

图表9：周期下行令美国职位空缺数承压



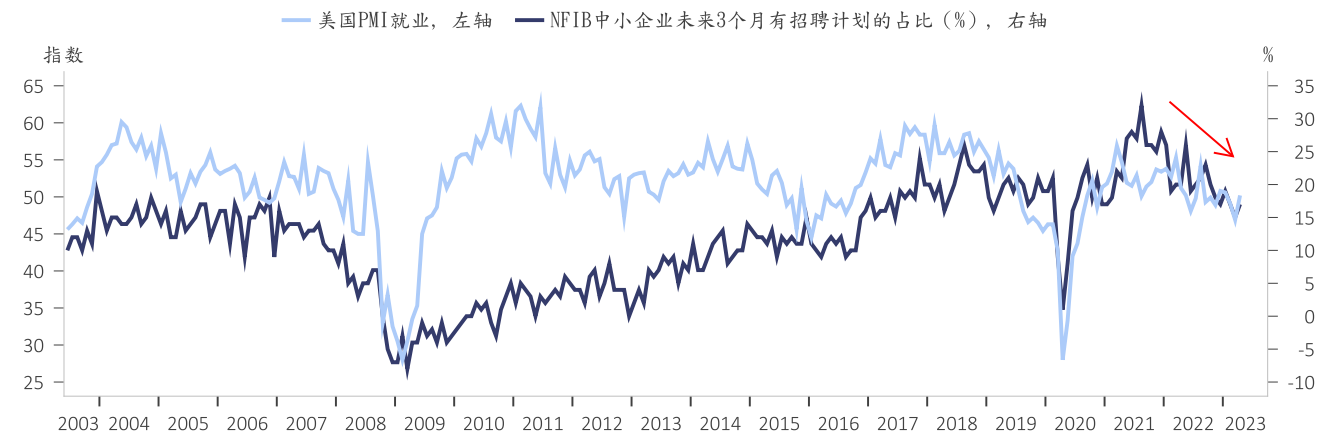
资料来源：Macrobond、交银国际

图表10：PMI就业同样也预示着美国劳动力需求低迷



资料来源：Macrobond、交银国际

图表11：企业的招聘计划已然呈现明显的下行趋势



资料来源：Macrobond、交银国际



## 供给端结构性短缺：结构因素正逐步缓解

美国劳动力市场主要的结构性短缺来源为老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率、出入境政策变化，以及制造业回流提振就业需求等三因素。我们通过测算 2020 至 2022 年期间，各项因素的变化占当前劳动力供需缺口的比重，来量化供给端结构因素对于供需缺口的占比。具体而言，

- ⊖ 老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率趋势下，55 岁以上的劳动参与人口低于疫情前三年均值下计算的劳动参与人口约 165 万人，对应约 41% 的供需缺口；
- ⊖ 2020-2022 期间出入境政策变化使美国净移民人数减少 99 万人，大约占 23% 的供需缺口；
- ⊖ 单纯受制造业回流的影响，制造业职位空缺在 2022 年大约增加了 35 万个，贡献了 9% 的供需缺口。

### 老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率（对应 41% 的供需缺口）：供给端的结构性改变

当前美国劳动力短缺很大部分推动力源自美国老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率。我们可以清晰地看到，疫情爆发前 2010 至 2019 年，55 岁人口的劳动参与率在 40.13% 的平均水平非常稳定。但疫情爆发后，劳动参与率骤降低，一度跌至 38.2% 的水平，而 2023 年 4 月的劳动参与率水平 38.4% 相比疫情期间最低点也仅仅提升了 0.2 个百分点，显著低于疫情前的水平。而正是这不起眼的低劳动参与率，意味着大量美国老年劳动力人口退出了劳动力市场，加剧了劳动力市场的供需失衡。

基于此，我们进行测算如下：

我们假设合理的劳动参与率应该与疫情前三年（2017 年至 2019 年）均值水平（40.01%）相当，而截至 2023 年 4 月的劳动参与率仅为 38.4%，劳动参与率差值所对应的就业人口数量 165 万人，大约占 41% 的供需缺口。该数值可被视为由美国老年人口低劳动参与率所导致的供需缺口。

图表 12：美国55岁以上的劳动参与率明显低于疫情前



资料来源：Macrobond、交银国际

图表 13：美国55岁以上劳动人口 vs 自然增长趋势值



资料来源：Macrobond、交银国际

老年人口的低劳动参与率主要由以下原因所致：

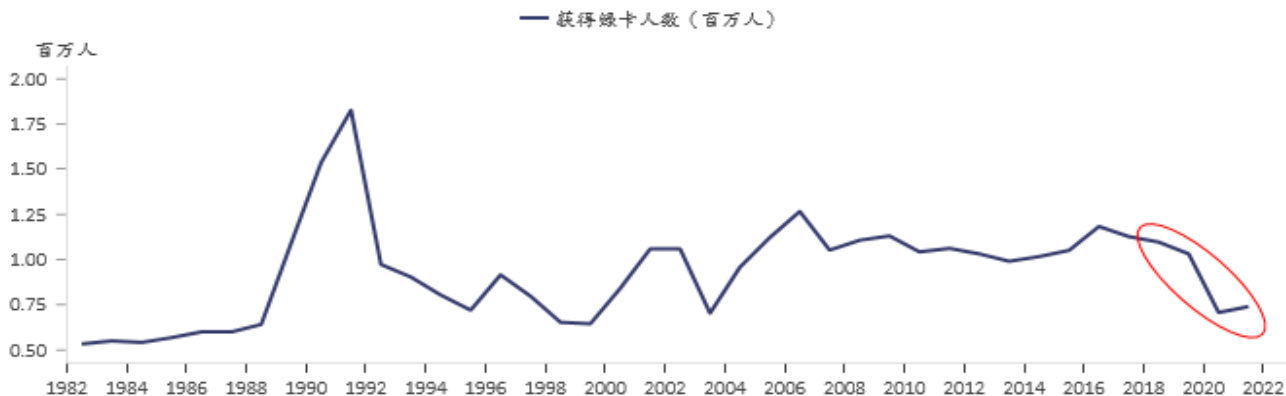
- **健康考虑：**疫情提高了人们对健康问题的重视，特别是对更容易受到 COVID-19 严重影响的老年人群体。这导致许多老年人在考虑到健康风险之后，从而提前退休。
- **远程办公对老年人群体的挑战：**在疫情期间，远程办公渗透率骤然提升，疫情后大量的企业与员工也习惯了方便的远程工作方式，但远程办公的转变对老年人群体来说却是一种挑战，他们可能对技术并不太适应，进而可能是导致一些人决定提前退休。
- **提前退休奖励：**疫情期间，众多企业面临巨大的资金以及业务考虑，为降低成本，一些雇主提供了提前退休计划或买断，这使得一些老年人提前退休推出劳动力市场。

以上原因使得老年人口很难大规模重回劳动力市场，美国 55 岁以上人群的劳动参与率进而很难恢复至疫情前水平，进而使得劳动力市场的供需失衡状况存在韧性。

### 出入境政策（对应 23% 的供需缺口）：已逐步修复，下半年有望加速改善

疫情期间出入境管制、签证签发制度严苛使外籍人士入境美国人数大幅下降；特朗普政府先前制定的限制移民政策也导致美国移民人数较疫情前明显回落。外籍人士和移民一直是美国劳动力市场的重要组成部分，外来人士的流失进一步造成劳动力市场的供应压力。2020-2022 年期间，美国净移民人数较趋势大约减少约 99 万人，占供需缺口的 23%。

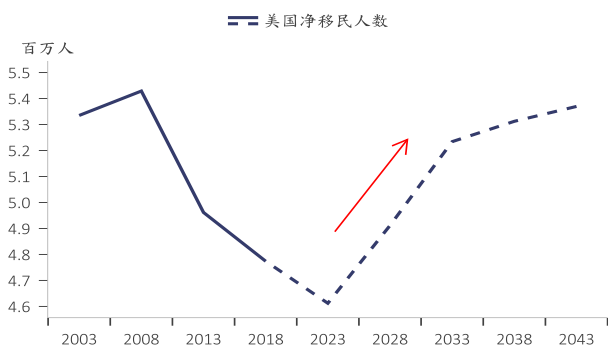
图表 14：疫情后美国获得绿卡的人数大幅下跌



资料来源：Macrobond、交银国际

2023 年 1 月，美国总统拜登宣布了一项新移民对策，计划每月接受 3 万名移民；以防疫为由快速驱逐非法移民的第 42 条边境条款已于 5 月 11 日终止。与此同时，随着留学生签证发放的逐渐恢复常态、42 条边境条款的终止，这将使得净移民人数将在未来修复，我们预计受出入境政策影响的 23% 供需缺口将在下半年得到加速改善。

图表 15：2023 年后美国净移民人数将上涨



资料来源：Macrobond、交银国际

图表 16：美国留学生签证 (F1) 自疫情回落后，已触底修复

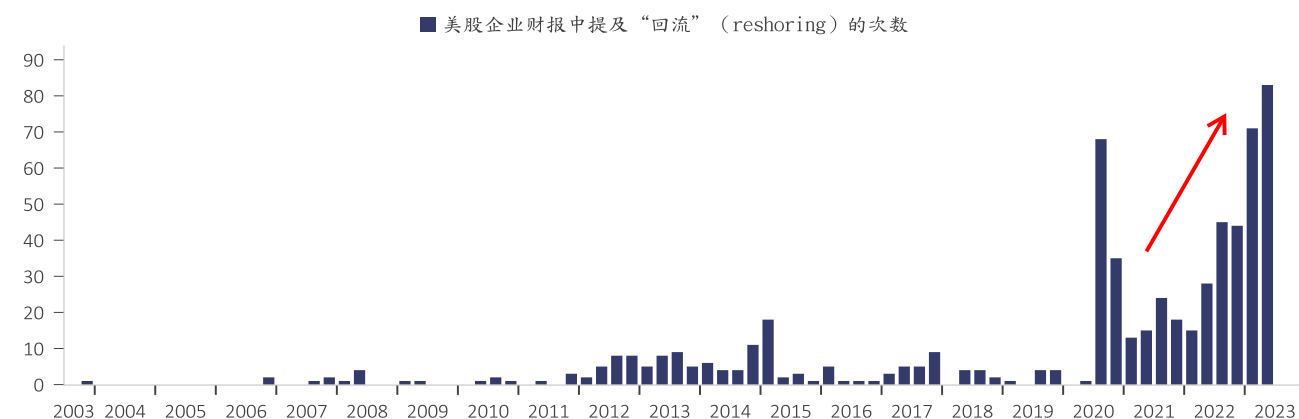


资料来源：Macrobond、交银国际

### 制造业回流（对应 9% 的供需缺口）：结构性提振需求端

拜登政府在疫情期间先后推出的《美国基建法案》、《通胀削减法案 2022》、《2022 年芯片与科学法案》等政策对特定企业提供补贴和税收减免。基于此政策背景，我们测算了美股企业财报中提及“回流”的次数。我们发现，“回流”提及的次数于 2022 年左右开始大幅飙升至今，飙升的时点与拜登政府推出政策的时点大体对应，显示制造业在政策刺激下大幅扩张。制造业的大幅扩张提振了就业市场需求，使劳动力市场的供需失衡状况进一步加剧。

图表 17：美股企业财报中提及“回流”（reshoring）的次数增多，显示企业回流美国意愿增强



资料来源：Macrobond、交银国际

根据 Reshoring Initiative Database 的统计，在制造业回流政策的刺激下，制造业岗位需求在 2022 年，受回流影响的新增制造业岗位约 35 万个，贡献了 9% 的供需缺口。但在政策端的提振效应过后，更多的企业考虑到劳工成本问题，正逐渐把对劳动力的需求转移到推进自动化生产中。根据科尔尼《美国制造业回流指数》的调查，在美国决定回流的企业制造部门高管中，有 63% 表明已经或将要提高自动化程度。在企业逐步走向自动化的过程中叠加周期回落，我们可以看到制造业的职位空缺数量已经在 2022 年 2 季度左右见顶后逐步回落。

图表 18：美国制造业职位空缺在2022年激增后，又趋于回落



资料来源：Macrobond、交银国际

美国制造业景气度的下降，叠加财政刺激的退坡，预计美国制造业回流所带来的劳动力市场供需缺口将进一步收窄。

整体来看，在上述三大因素中，占比最大的老年人口（大于55岁）的低劳动参与率趋势对劳动力供给将造成长期的影响，而出入境政策和制造业回流对劳动力市场造成的影响偏短期，未来预计将逐步缓解。因此从方向上来看，周期因素的下行，叠加两项结构因素的缓解，预计美国劳动力市场的供需缺口将在下半年逐渐缩窄，但由于老年人口（大于55岁）的低劳动参与率带来的长期影响，劳动力市场将比以往货币紧缩周期更具韧性。

## 短期就业市场边际缓和，但结构性因素令美联储的货币政策“易紧难松”

我们依次估算了老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率、出入境政策以及制造业回流为主的三大结构因素对于美国劳动力市场供需缺口的占比，结构性因素对供需缺口的贡献合计约 73%；我们将剩余的占比归为周期因素，即周期因素占比约 27%。在此框架下，我们可以看出当前美国劳动力市场的供需缺口主要包括：

图表 19：影响劳动力市场供需缺口的各分项因素

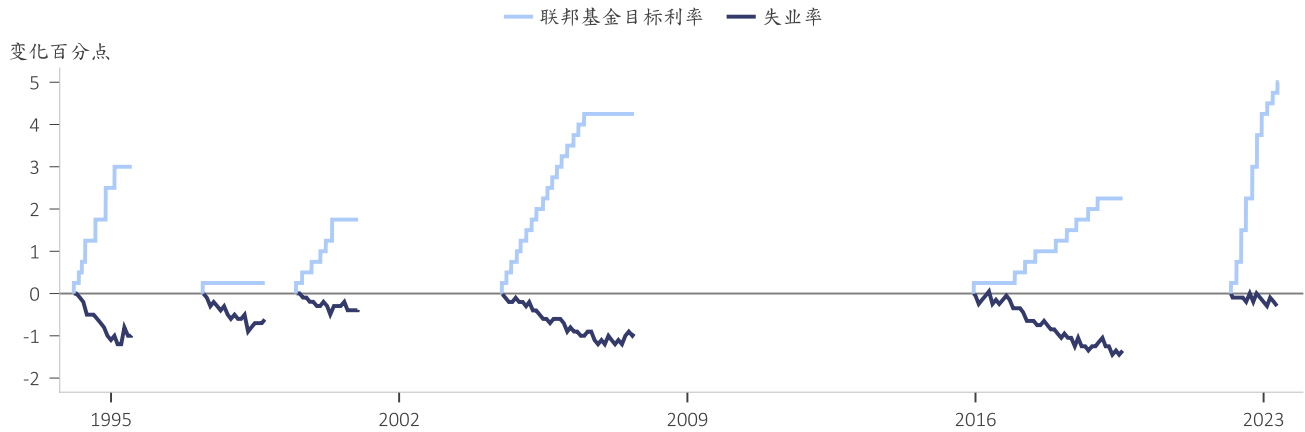
影响劳动力市场供需缺口的因素	占供需缺口的比重	未来方向
<ul style="list-style-type: none"> <li>周期性因素 ↓</li> </ul>	27%	整体继续回落，将缓解约 10% 的供需缺口
<ul style="list-style-type: none"> <li>经济周期回落，劳动力需求端承压 ↓</li> </ul>	27%	未来企业的招聘需求仍旧呈现下行趋势。伴随着美国经济的周期性回落，供需缺口缩窄
<ul style="list-style-type: none"> <li>结构性因素 ↘</li> </ul>	73%	老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率趋势对劳动力供给的影响难以逆转，但另外两项结构因素的降温，将缓解约 35% 的供需缺口
<ul style="list-style-type: none"> <li>老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率，令劳动力市场有韧性</li> </ul>	41%	老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率，将对就业供给造成长久影响，预计此项因素将继续影响劳动力市场的供需缺口
<ul style="list-style-type: none"> <li>出入境政策限制修复，劳动力供给端压力缓解 ↓</li> </ul>	23%	2023 年 1 月美国总统拜登宣布的新移民对策后已显著修复； 以防疫为由快速驱逐非法移民的第 42 条边境条款已于 5 月 11 日终止； 预计出入境政策的修复下，供需缺口缩窄
<ul style="list-style-type: none"> <li>制造业回流放缓，制造业岗位新增需求回落 ↓</li> </ul>	9%	2022 年 4 月后制造业岗位需求已经显著回落，叠加财政刺激的退坡，供需缺口缩窄

资料来源：交银国际

从上述几个方面的因素综合来看，结构性因素在此轮劳动力市场的供需缺口占比高达七成的影响，而结构性因素中，具有韧性的老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率因素占比约 40%。而老年人口的低劳动参与率相比其他因素较少受到经济周期的影响，这导致此轮美国劳动力市场的韧性比美联储、市场认为的更强。

从劳动力供给端的边际变化来说，最大的改变是出入境政策的常态化，我们预计随着 2023 年上半年各项出入境政策的逐渐缓和，2023 年 6 月以后劳动力供需缺口会加速改善，但由于结构端老年人口（大于 55 岁）的低劳动参与率的影响，劳动力市场相比历史上更具韧性。

图表 20：结构性因素的扰动下，此轮美国劳动力市场相比历史更具韧性



资料来源：Macrobond、交银国际

劳动力市场的韧性下，美联储货币政策“易紧难松”，虽然我们认为 5 月份的 FOMC 会议大概率是美联储的最后一次加息，但美联储很可能并不会如市场预期的那样在下半年迅速降息。我们认为当前市场对于美联储推迟降息的定价不足，预计美联储的降息时间不会早于 2023 年 4 季度，市场仍将经历更为漫长的高利率阵痛期。在此情况下我们对于全球风险资产整体继续维持谨慎态度，对于权益资产整体偏保守，重结构，关注退可守、进可攻的结构性机会。

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**



## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司及上海小南国控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**