

關注中美貿易爭端演變的影響

G20 峰會的結果將對全球股票市場造成一定影響。即使峰會只達成一些象徵性結果，也會對港股有一定積極作用。由於近期港幣匯率及利率壓力下降，市場流動性改善，對港股也有利好作用。但在政策方面仍有一定風險，特朗普威脅取消香港特別關稅區。同樣，A 股下月走勢會受到 G20 峰會結果影響。12 月，中國多項保增長政策會逐步落實，對 A 股有一定利好作用。但如果明年 1 月，25% 關稅確定落實，則對 A 股會有較大負面影響。美聯儲 12 月加息概率較大，而市場對美聯儲加息對市場負面影響的憂慮也越來越大。同時近期的美國經濟數據也顯示美國經濟在逐步降溫。如果美國經濟繼續下行，則對美股有較大壓力。因此建議中偏低配美股。歐盟與英國已經達成脫歐協議，但仍需等待英國議會同意。而意大利已初步同意削減財政赤字。如果脫歐協議能最終通過，對歐洲經濟將是一個利好。

儘管近期人行貨幣政策有邊際放鬆，我們依然對高收益地產債較為謹慎，因為房地產價格調控和針對高槓桿地產商的政策仍較嚴厲。不過，我們覺得高收益非地產債具有較大的投資價值，尤其是那些受益於大宗商品、能源等供給側改革，或那些將從經濟增長轉向內需驅動中受益的企業。期限來看，我們較為偏好短端收益債券。對於城投板塊，我們維持較謹慎的觀點，主要因為預期來自地方政府的支持將減弱，我們僅看好區域經濟實力強，所屬地方政府具有穩健的財政預算，具有戰略重要性的城投企業。在高評級債領域，我們最推薦是國有企業，主要因為其穩健的基本面，國企改革和供給側改革的利好。

市場預期美國加息步伐將有所放緩，美元也已經處於階段性高位，後續或將有所回落，這些均有利於金價反彈。同時全球經濟不確定性增加等也將帶動避險資金流入黃金。隨著全球經濟放緩，石油需求增速面臨下調壓力，油價或將繼續受壓，不過近期油價已經出現明顯調整，後續下行幅度或有限，我們建議中配偏低配置石油。



尊敬的客戶，您好！

首先，我們要衷心感謝您對工銀澳門長久以來的信任和支持！歡迎您選擇工銀澳門私人銀行服務！

爲了讓您瞭解最新的市場信息及投資分析，享受私人銀行客戶的專屬服務，我行按月發布《私人銀行觀點》，內容包括焦點評論、環球金融市場回顧、行業評論、重要經濟數據回顧與展望、以及資產配置建議，希望該刊物能讓您更好地瞭解市場，爲您提供前瞻性的建議，幫助您作出投資決策。

在此需要特別提醒您的是，任何投資活動及金融工具都有風險，包括流動性風險、市場和利率風險、政策風險、經濟周期風險、信用風險、再投資風險等。

如果有任何的疑問及建議，也歡迎您隨時致電本行，我們期待著與您共同完善工銀澳門《私人銀行觀點》。

工銀澳門私人銀行

目 錄

環球金融市場回顧	1
行業評論	4
重要經濟數據回顧與展望	5
短期策略	6
國債收益率及銀行間利率	9
資產配置建議	10
免責聲明	11

■ 環球金融市場回顧

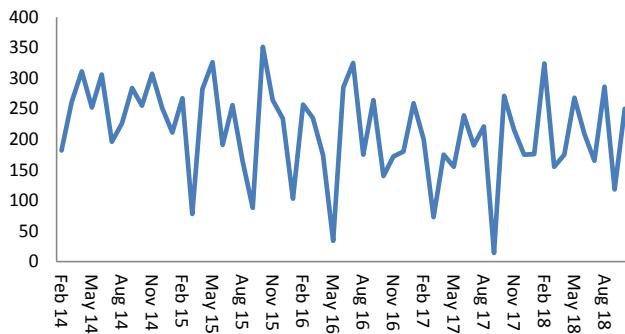
美國

2018年11月（截至2018年11月28日），標普500和道瓊斯指數分別上漲1.2%和1.0%，而代表新興行業的納斯達克指數則小幅下跌0.2%。美國三大股指一度有較大的跌幅，不過受到近日美聯儲主席偏鴿派講話影響，美股大幅反彈，收復了此前的跌幅。

鮑威爾稱目前的利率僅略低於中性利率，暗示升息已經接近尾聲，受到他講話的影響，美元指數也出現較大的跌幅，全月來看，美元指數小幅跌0.4%。10年期美國國債收益率下行8個基點至3.06%，市場對於全球經濟增長放緩的擔憂抑制了長債上行的勢頭。

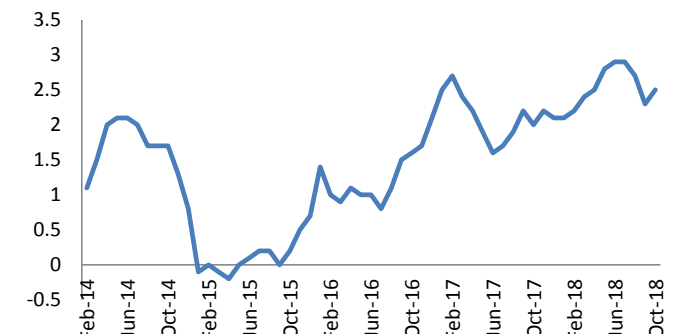
11月美股表現分化，美國國債收益率有較大下行，美元指數有所下跌。

非農就業增加人數（千人）



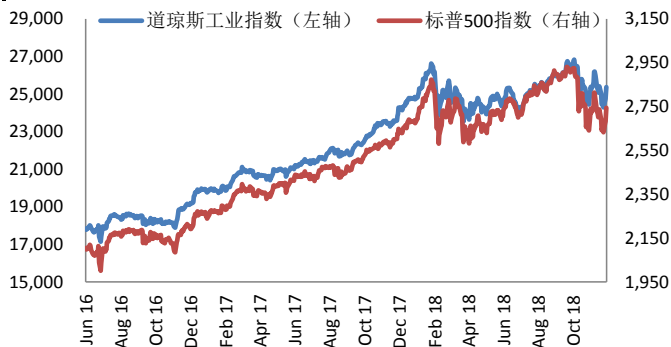
資料來源：彭博

美國CPI 同比



資料來源：彭博

道瓊斯工業指數及標普500指數



資料來源：彭博

美元指數



資料來源：彭博

私人銀行觀點 2018年12月

■ 環球金融市場回顧

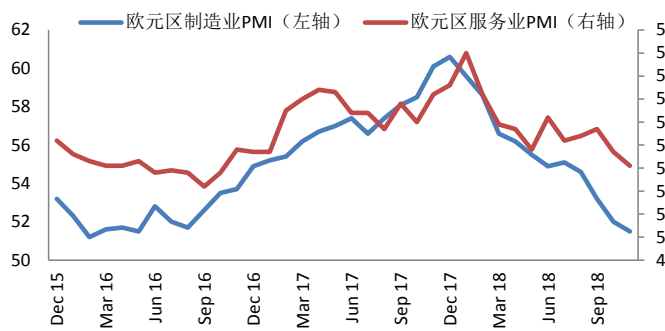
歐洲

受到脫歐談判和意大利預算赤字等問題的影響，歐洲股市在 11 月依然持續下行。英國富時 100 指數下跌了 1.7%，德國 DAX 指數下跌了 1.3%，而法國 CAC 指數依然下跌更多，當月下跌了 2.2%。

10 年期歐元區國債收益率下行 4 個基點，主要是因為意大利預算和英國脫歐問題仍未得到解決，以及數據顯示歐元區經濟仍較疲弱。歐元兌美元匯率全月上漲 0.5%，主要是受到美元走弱的提振。

11 月歐股延續下跌趨勢，歐債收益率繼續下行，歐元兌美元匯率小幅上漲。

歐元區製造業 PMI 及歐元區服務業 PMI



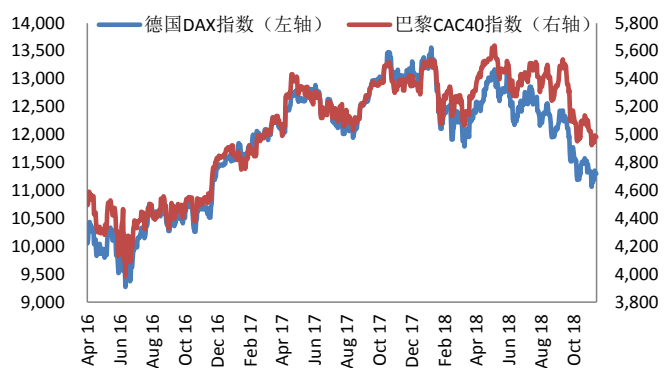
資料來源：彭博

歐元區 CPI 同比



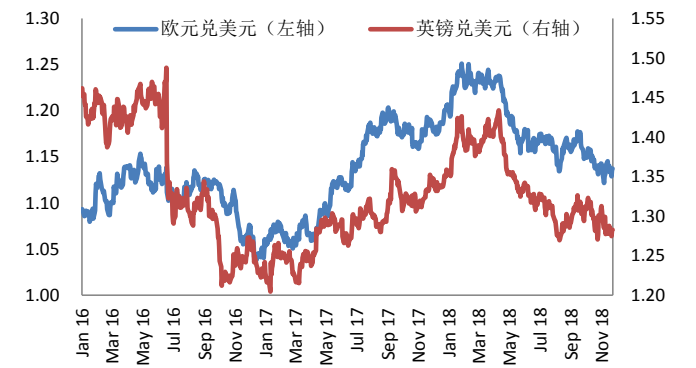
資料來源：彭博

德國 DAX 指數及巴黎 CAC40 指數



資料來源：彭博

歐元兌美元及英鎊兌美元



資料來源：彭博

■ 環球金融市場回顧

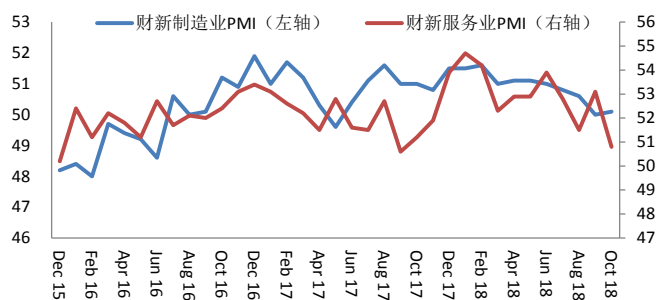
中國/香港

恆生指數和恆指國企指數分別上漲了 6.8% 和 4.9%，顯示港幣流動性的改善起到一定作用，但港股的交易量仍處於歷史地位，並且港股通數據顯示港股對內地資金的吸引力也在下降；上證綜指則基本持平%，顯示出於對經濟下行風險的擔心，市場情緒依然偏謹慎。

11 月份，中國 10 年期國債收益率大幅下行 14 個基點，主要是因為內地經濟仍較疲弱，推升市場對於人行進一步寬鬆的預期，加上市場避險情緒仍較濃，推動 10 年期中國國債收益率下行至一年半來的低位。離岸市場方面，11 月份，中資美元債有所反彈，iBoxx 中資美元債總回報指數小幅上漲 0.5%。

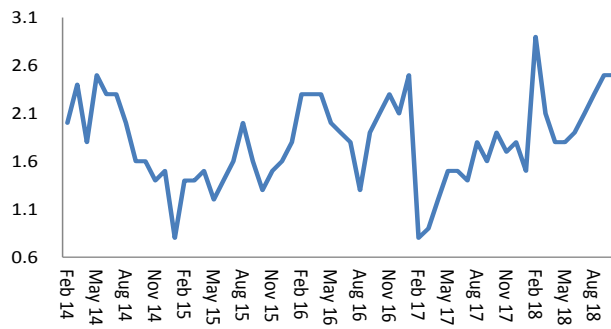
11 月份港股反彈，而上證則基本持平，在岸市場利率債收益率繼續明顯下行，離岸中資美元債小幅反彈。

財新製造業 PMI 及財新服務業 PMI



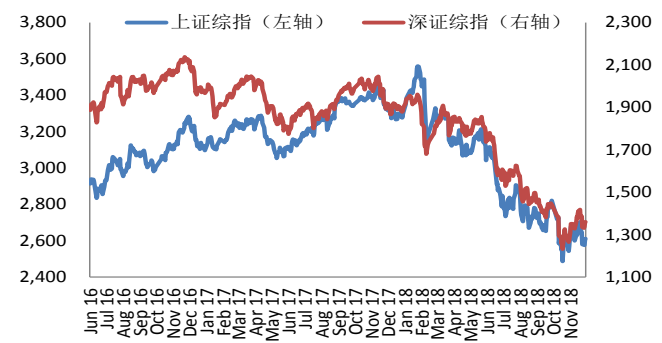
資料來源：彭博

中國 CPI 同比



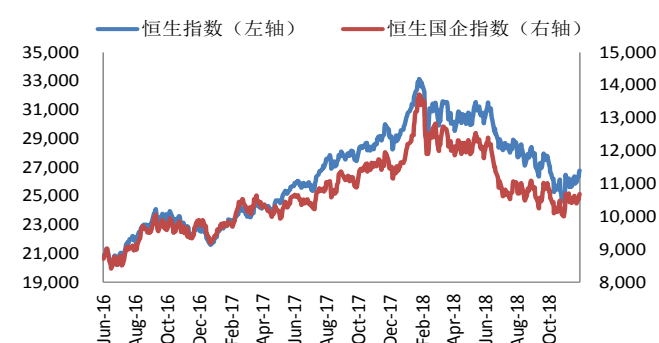
資料來源：彭博

上證綜指及深證綜指



資料來源：彭博

恆生指數和恆生國企指數

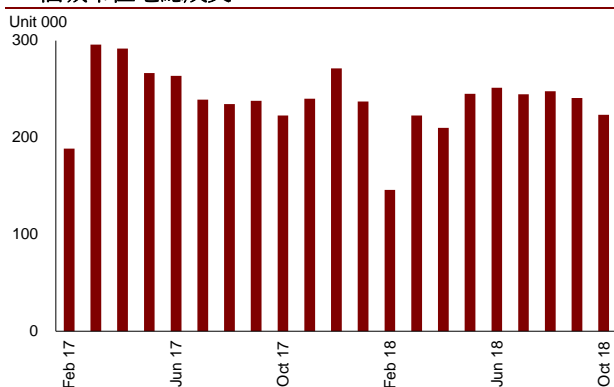


資料來源：彭博

行業評論

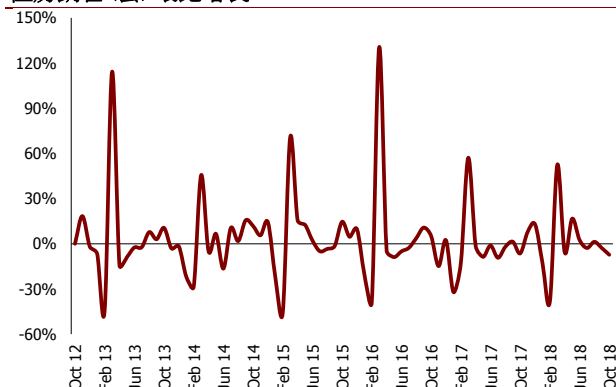
房地產: 10 月，我們觀測的城市一手房和二手房商品住宅銷售雙降，各線城市住宅庫存持續增長。同時，住宅土地成交銷售建築面積連續三個月下降，主要由於二線和低線城市土地成交下降。我們注意到 10 月公布的調控措施明顯減少，預期未來幾個月政策環境將保持平穩，年底前融資環境仍會偏緊。

47 個城市住宅總成交



數據源：Wind、工銀國際

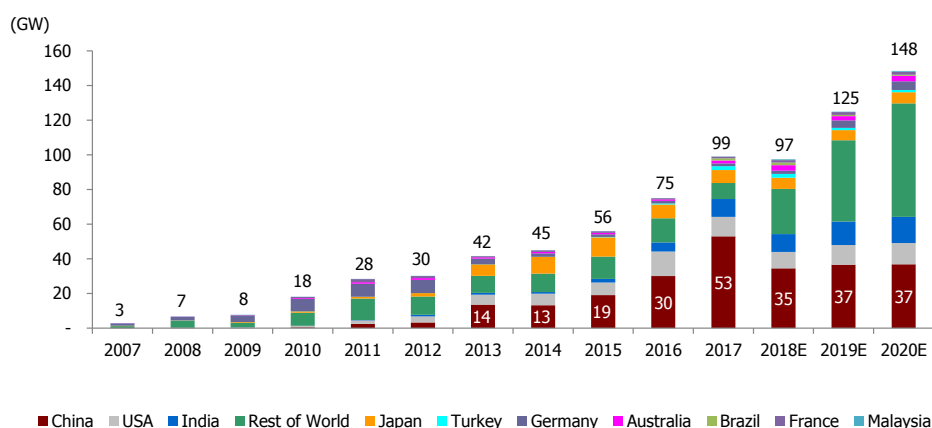
住房銷售(套)環比增長



數據源：Wind、工銀國際

光伏: 11 月 2 日，國家能源局組織召開了一次與多位高層官員和多間光伏企業研討的閉門會議，會議反映中國光伏政策前景正面而且更清晰，未來、兩三年光伏市場可望穩步增長。會議其中一項啟示是 2019/2020 每年應有新增光伏裝機 40-50 吉瓦，超過我們此前預測的 37 吉瓦。整體上，我們認為這有助提振市場氣氛，對上游製造商 (968. HK, 3800. HK, 601012. CH) 更有利，但實際正面影響仍不清晰，因為相關扶持政策還未有具體細節曝光。我們預期未來一、兩個月將有更多關於 2019 年光伏裝機指標的後續文件或解決可再生能源發展基金的巨大資金缺口的具體方案出台。

2007-2020 年(預測)各國新增光伏裝機



數據源：彭博、工銀國際預測

■ 重要經濟數據回顧與展望

上月重要經濟數據回顧

公布時間	國家/地區	經濟指標	預測值	實際值	前值
2018-11-01	美國	10月製造業PMI	59	57.7	59.8
2018-11-02	歐盟	10月歐元區:製造業PMI	52.1	52	53.2
2018-11-02	美國	10月失業率:季調(%)	3.7	3.7	3.7
2018-11-09	中國	10月CPI:同比(%)	2.4446	2.5	2.5
2018-11-14	美國	10月CPI:同比(%)	2.4	2.5	2.3
2018-11-16	歐盟	10月歐元區:CPI:同比(%)	2.2	2.2	2.1
2018-11-30	中國	11月官方製造業PMI	---	---	50.2
2018-11-30	歐盟	10月歐盟:失業率(%)	---	---	6.7

來源: 彭博和萬得

本月重要經濟數據

公布時間	國家/地區	經濟指標	預估值	前值
2018-12-03	歐盟	11月歐元區:製造業PMI	52.1	52
2018-12-03	美國	11月製造業PMI	---	57.7
2018-12-04	歐盟	10月歐盟:PPI:同比(%)	---	4.9
2018-12-07	歐盟	第三季度歐元區:實際GDP(終值):同比:季調(%)	2.2	2.2
2018-12-07	美國	11月失業率:季調(%)	---	3.7
2018-12-07	美國	11月新增非農就業人數:季調(千人)	---	250
2018-12-09	中國	11月CPI:同比(%)	2.4667	2.5
2018-12-09	中國	11月PPI:同比(%)	2.8714	3.3
2018-12-11	歐盟	12月歐元區:ZEW經濟景氣指數	---	-22
2018-12-11	美國	11月核心PPI:同比:季調(%)	---	2.4
2018-12-12	美國	11月CPI:同比(%)	---	2.5
2018-12-17	歐盟	11月歐元區:CPI:同比(%)	2.1	2.2
2018-12-31	中國	12月官方製造業PMI	---	50.2

來源: 彭博和萬得

■ 短期策略

股票市場

我們預期 G20 峰會的結果將對全球股票市場造成一定影響。如果峰會即使只達成一些象徵性結果，也對港股有一定積極作用。近期港幣匯率及利率壓力下降，市場流動性改善，對港股也有利好作用。但在政策方面仍有一定風險，特朗普威脅取消香港特別關稅區。因此如 G20 能取得一定成果，我們預期港股可能在 12 月持平。

同樣 A 股下月走勢會受到 G20 峰會結果影響。12 月，中國多項保增長政策會逐步落實，對 A 股有一定利好作用。但如果明年 1 月，25% 關稅確定落實，則對 A 股會有較大負面影響。因此，我們建議中配 A 股。

美聯儲 12 月加息概率較大，而市場對美聯儲加息對市場負面影響的憂慮也越來越大。同時近期的美國經濟數據也顯示美國經濟在逐步降溫。如果美國經濟繼續下行，則對美股有較大壓力。因此建議中偏低配美股。

歐盟與英國已經達成脫歐協議，但仍需等待英國議會同意。而意大利已初步同意削減財政赤字。如果脫歐協議能最終通過，對歐洲經濟將是一個利好。因此建議中配歐洲股票。

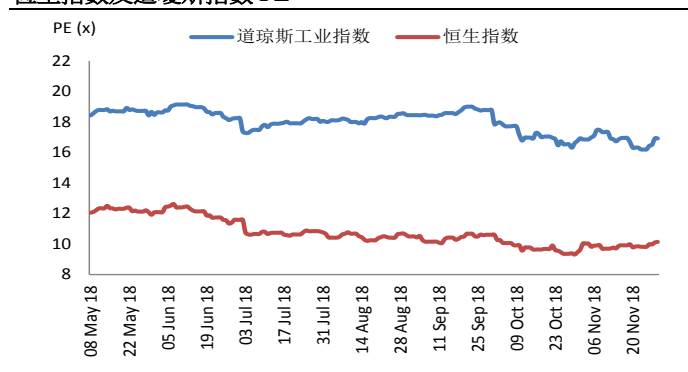
12 月，建議中低配美股，中配港股、A 股和歐股，注意 G20 峰會結果的影響。

主要指數

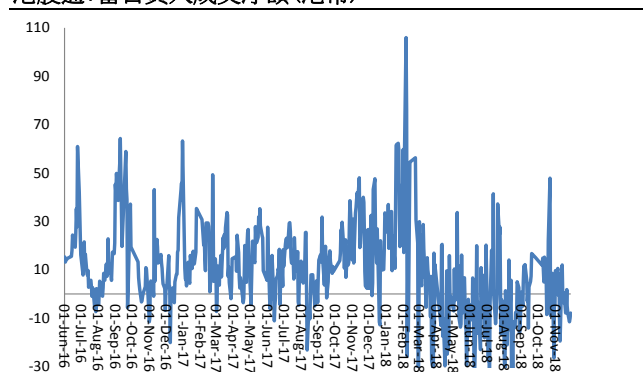
	11 月 28 日	1 個月變動	3 個月變動	年初至今變動
上證綜指	2,601.7	0.0%	-4.5%	-21.3%
恆生指數	26,682.6	6.8%	-4.3%	-10.8%
國企指數	10,634.7	4.9%	-2.2%	-9.2%
美國道瓊斯指數	25,366.4	1.0%	-2.3%	2.6%
美國納斯達克指數	7,291.6	-0.2%	-10.1%	5.6%
標普 500 指數	2,743.8	1.2%	-5.4%	2.6%
英國富時 100 指數	7,004.5	-1.7%	-5.8%	-8.9%
德國 DAX 指數	11,298.9	-1.3%	-8.6%	-12.5%
法國 CAC 指數	4,983.2	-2.2%	-7.8%	-6.2%
日經指數	22,177.0	1.2%	-3.0%	-2.6%

資料來源：彭博

恆生指數及道瓊斯指數 PE



港股通：當日買入成交淨額 (港幣)



■ 短期策略

債券市場

儘管近期人行貨幣政策有邊際放鬆，我們依然對高收益地產債較為謹慎，因為房地產價格調控和針對高槓桿地產商的政策仍較嚴厲。不過，我們覺得高收益非地產債具有較大的投資價值，尤其是那些受益於大宗商品、能源等供給側改革，或那些將從經濟增長轉向內需驅動中受益的企業。期限來看，我們較為偏好短端收益債券。

對於城投板塊，我們維持較謹慎的觀點，主要因為預期來自地方政府的支持將減弱。我們僅看好區域經濟實力強，所屬地方政府具有穩健的財政預算，具有戰略重要性的城投企業。

在高評級債領域，我們最推薦是國有企業，主要因為其穩健的基本面，國企改革和供給側改革的利好。

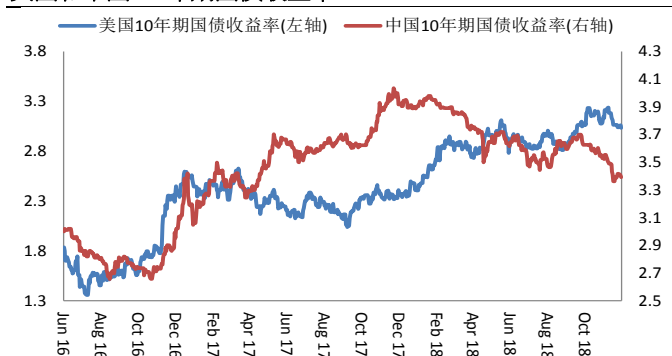
可以關注中資非地產高收益債和高評級的國企債，我們對中資房地產以及城投債仍持謹慎態度。

債券市場

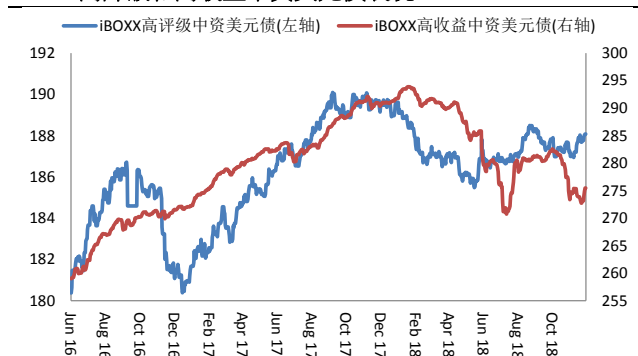
	11月28日	1個月變動	3個月變動	年初至今變動
美國 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	3.06	-8	20	65
歐元區 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	0.35	-4	2	-8
日本 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	0.10	-3	-1	5
中國 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	3.40	-14	-20	-50
巴克萊全球債券指數	467.8	0.0%	-2.0%	-3.5%
摩根大通新興市場債券指數	754.6	-1.1%	-1.6%	-6.6%
iBoxx 中資美元債指數	210.5	0.5%	-0.6%	-2.0%
iBoxx 中資美元債指數 (投資級別)	188.1	0.5%	-0.1%	-0.8%
iBoxx 中資美元債指數 (高收益)	275.5	0.5%	-2.0%	-5.6%

資料來源：彭博

美國和中國 10 年期國債收益率



iBoxx 高評級和高收益中資美元債表現



■ 短期策略

商品市場

近期鮑威爾釋放鴿派言論，他稱美聯儲的政策利率僅略低於中性利率，使得市場預期美國加息步伐將有所放緩，美元也已經處於階段性高位，後續或將有所回落，這些均有利於金價反彈。同時全球經濟不確定性增加等也將帶動避險資金流入黃金。

隨著全球經濟放緩，石油需求增速面臨下調壓力，油價或將繼續受壓，不過近期油價已經出現明顯調整，後續下行幅度或有限，我們建議中配偏低配置石油。

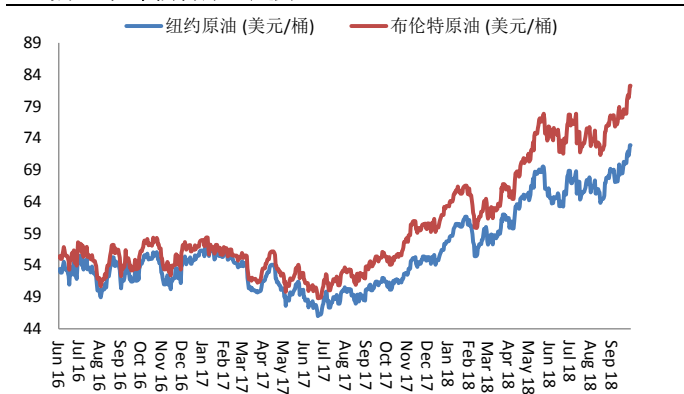
我們建議投資者中高配黃金，中配偏低石油。

大宗商品及外匯

	11月28日	1個月變動	3個月變動	年初至今變動
紐約原油 (美元/桶)	50.29	-23.2%	-26.9%	-12.9%
布倫特原油 (美元/桶)	58.76	-21.7%	-23.8%	-7.2%
現貨金 (美元/安士)	1,221.29	0.7%	1.8%	-6.5%
現貨銀 (美元/安士)	14.32	0.5%	-1.5%	-15.4%
現貨鉑 (美元/安士)	824.90	-1.4%	4.7%	-11.1%
銅 (3個月) (美元/公噸)	6200	3.5%	3.8%	-14.4%
鋁 (3個月) (美元/公噸)	1932	-1.1%	-9.1%	-14.8%
CRB 大宗商品指數	181.22	-5.1%	-6.1%	-6.5%
3個月 TED 利差 (基點)	31.67	31.4%	39.6%	-0.6%
波動率指數	18.49	-12.9%	43.8%	67.5%
美元指數	96.78	-0.4%	1.7%	5.1%
美元/人民幣	6.95	-0.3%	1.8%	6.9%
歐元/美元	1.13	0.5%	-2.0%	-5.3%
美元/日元	113.68	0.7%	2.4%	0.9%
CFETS 人民幣指數	92.33	0.0%	-0.8%	-2.7%

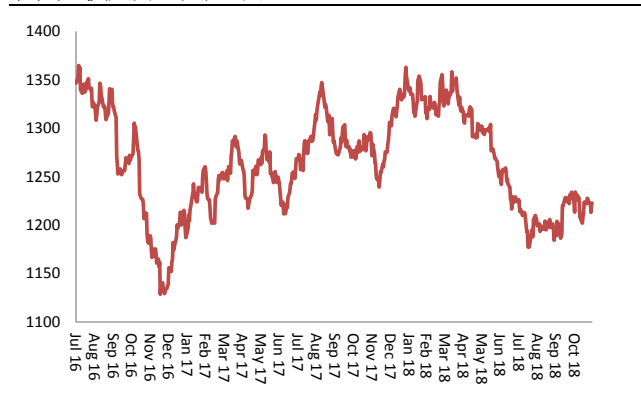
資料來源：彭博

紐約原油和布倫特原油走勢



資料來源：彭博

現貨金價走勢 (美元/安士)



資料來源：彭博

■ 國債收益率及銀行間利率

國債收益率

國家/地區	1 年期	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	30 年期
中國	2.5020	2.9770	3.1530	3.3770	3.3920	3.917
美國	2.6704	2.8194	2.8413	2.9421	3.0334	3.3286
歐元區	-0.5550	-0.5150	-0.2370	-0.0240	0.3490	1.018
日本	-0.1600	-0.1160	-0.0950	-0.0440	0.0970	0.831

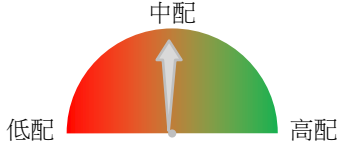
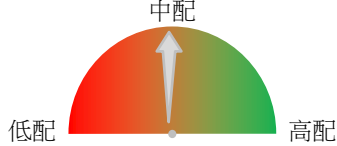
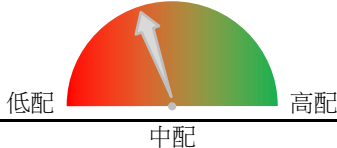
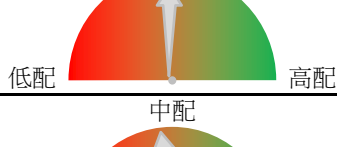
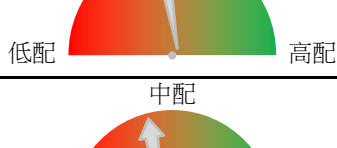
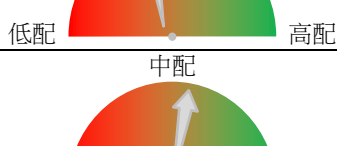
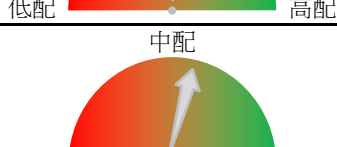
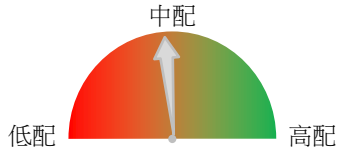
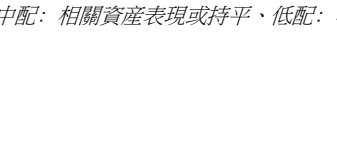
資料來源：彭博（截止至 2018 年 11 月 28 日）

銀行間拆借利率

國家	1 天	1 周	1 個月	3 個月	6 個月	1 年
中國	2.5390	2.6500	2.6990	3.1040	3.2770	3.5280
美國	2.1785	2.2349	2.3493	2.7060	2.8844	3.1308
歐元區	-0.4657	-0.4393	-0.4133	-0.3623	-0.3271	-0.2194
日本	-0.0868	-0.0908	-0.1095	-0.1118	0.0035	0.1130
香港	0.6679	0.9561	1.1096	1.9764	2.3014	2.6564
離岸人民幣	1.7392	3.0332	3.8197	4.1803	4.2140	4.3130

資料來源：彭博（截止至 2018 年 11 月 28 日）

■ 資產配置建議

資產類別	地區	建議	配置說明
股票	香港		如果 G20 峰會即使只達成一些象徵性結果，也對港股有一定積極作用。由於近期港幣匯率及利率壓力下降，市場流動性改善，對港股也有利好作用。但在政策方面仍有一定風險，特朗普威脅取消香港特別關稅區。
	A 股		同樣 A 股下月走勢會受到 G20 峰會結果影響。12 月，中國多項保增長政策會逐步落實，對 A 股有一定利好作用。但如果明年 1 月，25% 關稅確定落實，則對 A 股會有較大負面影響。因此，我們建議中配 A 股。
	美國		美聯儲 12 月加息概率較大，而市場對美聯儲加息對市場負面影響的憂慮也越來越大。同時近期的美國經濟數據也顯示美國經濟在逐步降溫。如果美國經濟繼續下行，則對美股有較大壓力。因此建議中偏低配美股。
	歐洲		歐盟與英國已經達成脫歐協議，但仍需等待英國議會同意。而意大利已初步同意削減財政赤字。如果脫歐協議能最終通過，對歐洲經濟將是一個利好。因此建議中配歐洲股票。
債券	地產債		儘管近期人行貨幣政策有邊際放鬆，我們依然對高收益地產債較為謹慎，因為房地產價格調控和針對高槓桿地產商的政策仍較嚴厲。
	城投債		對於城投板塊，我們維持較謹慎的觀點，主要因為預期來自地方政府的支持將減弱。我們僅看好區域經濟實力強，所屬地方政府具有穩健的財政預算，具有戰略重要性的城投企業。
	中資非地產債		我們覺得高收益非地產債具有較大的投資價值，尤其是那些受益於大宗商品、能源等供給側改革，或那些將從經濟增長轉向內需驅動中受益的企業。
大宗商品	黃金		預期美國加息步伐將有所放緩，美元已經處於階段性高位，有利於金價反彈。同時全球經濟不確定性增加等也將帶動避險資金流入黃金。
	石油		隨著全球經濟放緩，石油需求增速面臨下調壓力，油價或將繼續受壓，不過近期油價已經出現明顯調整，後續下行幅度或有限，我們建議中配偏低配置石油。

注：高配：相關資產相對表現或較佳、中配：相關資產表現或持平、低配：相關資產相對表現或較差

■ 免責聲明

免責聲明：

本報告由中國工商銀行(澳門)股份有限公司 ("銀行") 提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表銀行之見解。報告的內容並非 (亦不可作為) 買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本報告的任何部份非經銀行同意，不得以任何方式複製、分發、轉載使用。

本報告所載之意見及市場分析數據，系依據數據製作當時情況進行分析判斷，銀行已力求信息之正確與完整，惟報告中之數據、推測或意見未經獨立核對。銀行對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴報告所載之任何數據、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對報告所載數據及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等數據、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

本報告所提供之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。報告並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本報告並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。