

鮑威爾首秀偏鷹 長端利率仍有上行壓力

2 月港股巨幅震蕩，波動率大幅上升，由於波動率的聚集效應，市場將在隨後一段時間內維持較大波動的狀態。而由於 HIBOR 與 LIBOR 利差進一步走闊，使得利率上行壓力增大，使得港股資金面壓力增大。同時由於南下資金的大幅流出，使得我們認為 3 月港股仍將維持較高波動率狀況。隨著政府執行力的增強，去杠杆壓力增加，使得 A 股資金依然偏緊。另外由於中美貿易爭端，也給 A 股帶來一定負面影響。但 A 股目前估值處於近年來的低點，我們建議中配 A 股。美國經濟數據目前整體依然較好。而且市場上升動能比較強勁。但美國政府偏高的財政赤字和鮑威爾偏鷹派的表態對美股可能帶來一定壓力。歐洲經濟表現較好。同時由於歐元匯率的上升，使得歐洲央行可能採取更為溫和的財政政策以應對強勁的歐元對歐洲經濟的壓力，3 月我們仍較看好歐股。

通脹回歸，以及美聯儲加息、縮表的影響下，我們認為近期長期限美國國債收益率的短期回落難以改變長期上行的趨勢，長期限中資美元債仍面臨較大的下行壓力，建議投資者仍應以縮短久期為主。我們仍建議投資者對高收益地產債保持謹慎，在地產嚴調控和對資金違規進入樓市的查處力度加大下，房地產銷售已經有較明顯的回落，新房價格也有所回落。房貸利率上浮後對地產銷售的影響也將逐步顯現。在嚴監管和去杠杆下，我們仍看好銀行資產質量的提高，維持對銀行優先股看好不變。全球風險偏好下降下，我們認為高評級企業債將比高收益債表現更優。

美元指數依然在低位。而美國對朝鮮最新的嚴厲經濟制裁，使得半島地緣政治風險增加，對黃金價格有一定利好。我們依然長期看好黃金。不過 3 月份在美聯儲大概率加息下，我們建議中配黃金。美國葉岩油產量超預期，我們預料全球原油庫存仍將繼續增加，這將給原油價格帶來拖累，未來一段時間原油價格或將繼續下跌。



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	6
短期策略	7
國債收益率及銀行間利率	10
資產配置建議	11
免責聲明	12

■ 環球金融市場回顧

美國

2018 年 2 月（截止至 2 月 26 日，下同），美股大幅波動，代表美國傳統行業的道瓊斯工業指數 2 月下跌 1.7%，代表新興產業的納斯達克雖然小幅上升了 0.1%，但振幅巨大。但實際上，美國整體經濟數據依然維持較好水平，美聯儲的會議記錄顯示加息動力有所上升。一月末到二月初，美股大跌更多的是由于市場對美股前期過快漲幅導致估值的偏高。美股在二月後半段，基本收復了前期的跌幅。

2 月美元指數小幅上漲 0.8%，通脹數據走強提振了市場對於美聯儲加息的預期，給美元指數帶來一定的支撐。同時，歐央行表態仍偏向鴿派，也給歐元帶來一定的拖累，這也給美元指數帶來支撐。

雖然近期長期限美國國債出現較明顯的回調，不過全月來看，仍有較明顯的上行，10 年期美國國債收益率較 1 月末上行了 16 個基點，升至 2.86% 的高位，月中更是一度漲破 2.95%。短期限美國國債收益率漲幅則明顯較緩，2 年期美國國債收益率全月上行了 8 個基點。美國國債的期限利差進一步走闊，這也符合我們之前的判斷。

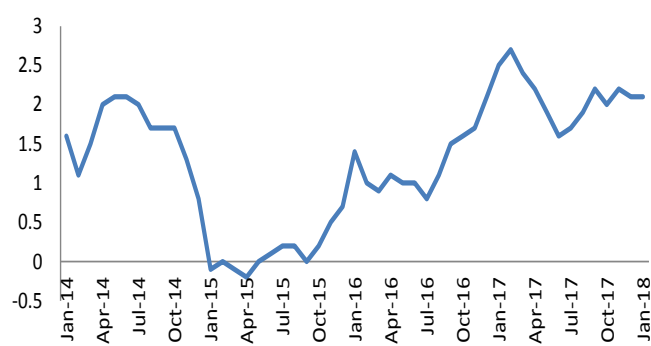
2 月美股大幅波動，國債收益率繼續上行，美元指數小幅走高。

非農就業增加人數（千人）



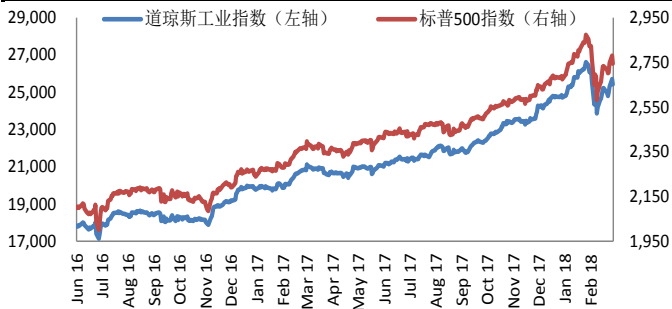
資料來源：彭博

美國 CPI 同比



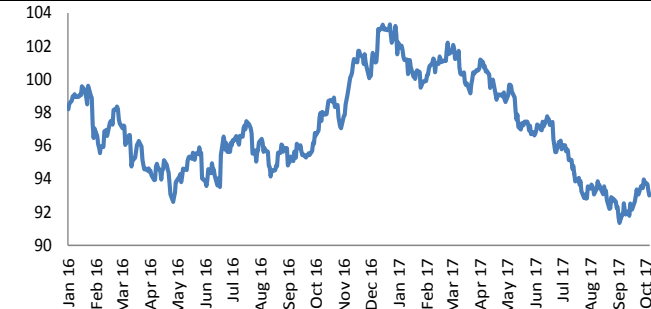
資料來源：彭博

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

■ 環球金融市場回顧

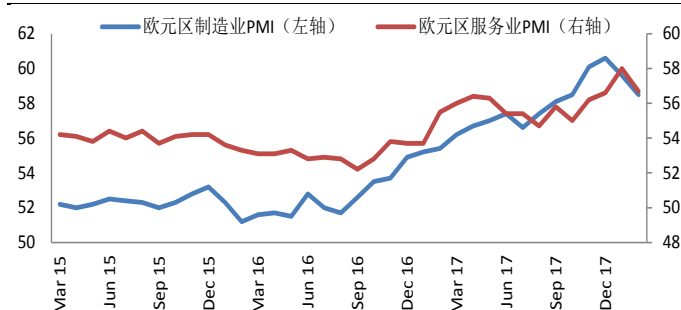
歐元區

歐元區股市在 2 月跟隨美股大幅下跌，但後期反彈乏力，DAX 指數下跌 5.0%，CAC40 指數下跌 2.5%，英國富時 100 指數下跌 3.2%。同樣歐洲經濟數據顯示歐洲經濟其實仍然持續向好，而且 2 月歐洲並沒有明顯上升的地域風險。歐洲股市的大跌更多是由于美股大跌引起的對全球市場的擔心。

2 月份 10 年期歐元區國債收益率小幅下行 4 個基點，主要是受到歐央行鴿派表態的影響，歐央行會議紀要顯示歐央行仍未有向市場傳遞出縮減量寬的計劃，德拉吉稱仍需要保持量寬政策來提振低迷的通脹。歐央行鴿派的立場也給歐元匯率帶來拖累，2 月份歐元兌美元匯率下跌 0.8%。

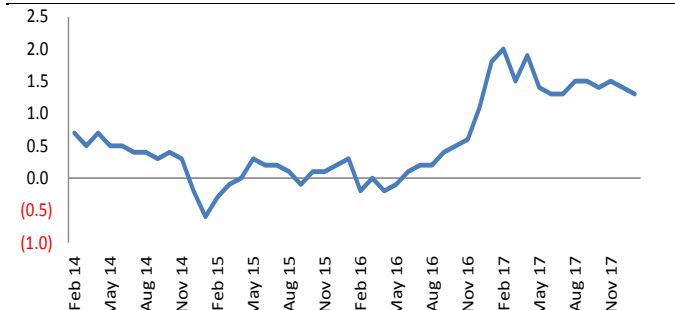
2 月歐股大幅下跌，歐債收益率小幅上行，歐元兌美元匯率小幅下跌。

歐元區製造業 PMI 及歐元區服務業 PMI



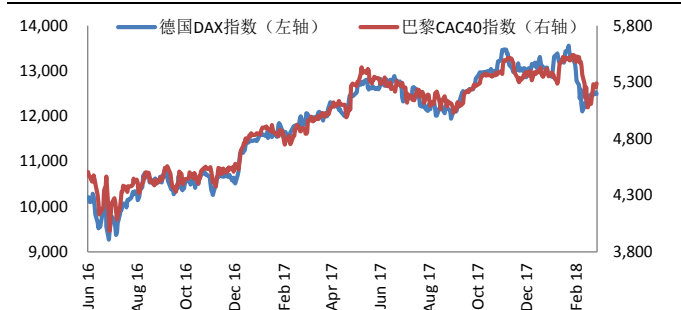
資料來源：彭博

歐元區 CPI 同比



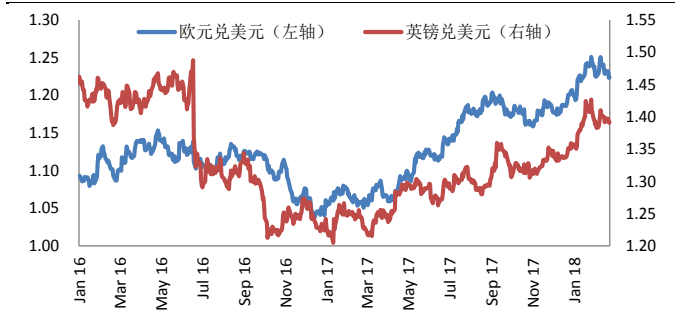
資料來源：彭博

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

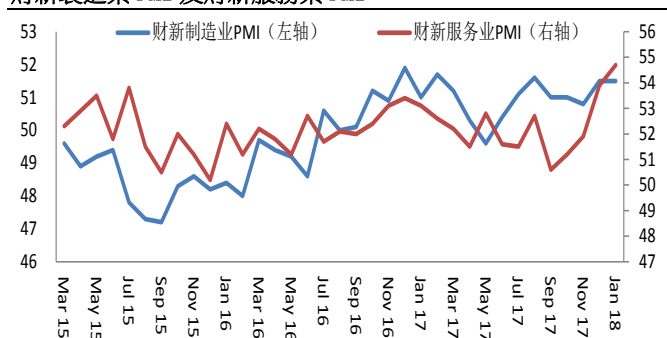
■ 環球金融市場回顧

中國/香港

2018 年 2 月前兩周，恒指下跌 11%，將前 2 個月的上漲吐回，而且所有一級行業都有不少下跌。但在後兩周大幅反彈，收復了之前大部分失地。之前下跌較多的內地股票反彈較多，小盤股也表現更為突出。雖然港股市場反彈，但後兩周交易日較少，日均交易額也低，成交額明顯縮小。在港股通方面，因為春節期間交易額與淨買入也有明顯的下降。而在 2 月前兩周，A 股市場的跌幅要大于港股，而且後半段大盤股的跌幅相對更大。同樣在後兩周 A 股市場也有明顯的回升，但考慮到之前跌幅，反彈力度相對較低的，下跌較多的小盤股，反彈幅度更小。A 股資金面未有好轉。從兩融來最近兩周仍有較大下降，且交易額也大幅的下降。

受到美國國債收益率上行的影響，2 月份中資美元債表現欠佳，iBoxx 中資美元債總回報指數下跌 0.5%。與長期限美債收益率上行幅度更快的趨勢一致，長期限中資美元債跌幅顯著大于短期限中資美元債，2 月 iBoxx10 年期以上的中資美元債指數大幅下跌 3.3%，而短期限中資美元債僅有微弱下跌。這也與我們此前建議投資者鎖短久期的觀點一致。2 月份在岸債市則有所回暖，各期限國債收益率均有較明顯的回落，特鄙視 1 年期國債收益率。這也顯示在經歷過一年半的調整後，中國國債的配置價值初步受到關注。

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

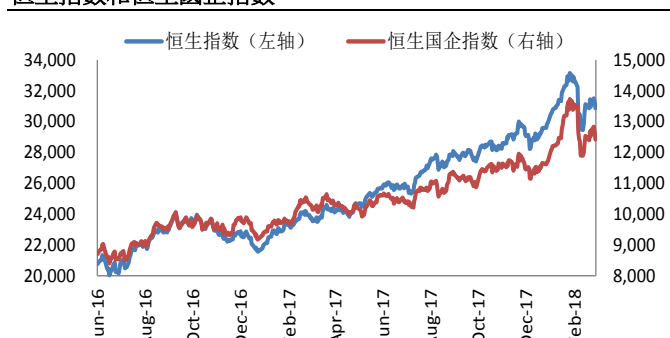
2 月份港股和 A 股均巨幅震蕩，中資美元債有所走弱，在岸市場利率債則表現較佳。

上證綜指及深證綜指



資料來源：彭博

恒生指數和恒生國企指數

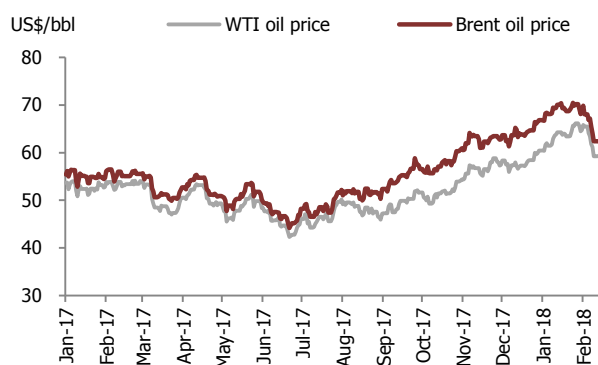


資料來源：彭博

■ 行業評論

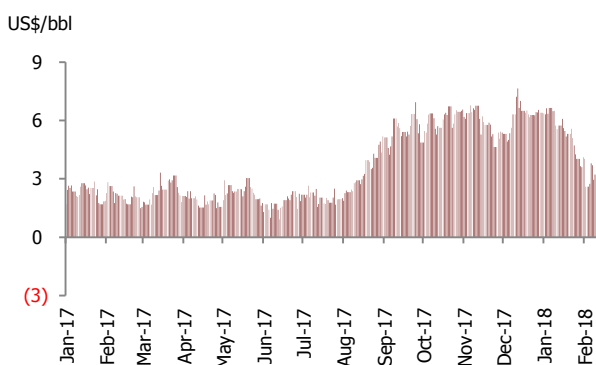
油氣：布倫特原油價格在 2018 年初創下每桶 70 美元的三年高位後回軟，主要由于美國原油產量增加及庫存上升的隱患升溫。美國能源信息署在歷史產量及油價預測上修後分別上調 2018 年和 2019 年美國原油日產量預測 30 萬桶至平均 1,060 萬和 1,120 萬桶，而我們認為這將繼續壓抑油價。我們維持 2018/19 年布倫特油價平均每桶 65/70 美元的預測不變，布倫特相對於 WTI 溢價分別為每桶 5/3 美元。

油價在 2018 年初創三年高位後回軟



數據源：彭博、工銀國際

美國運輸瓶頸緩解後布倫特原油溢價在 2018 年 2 月收窄



數據源：彭博、工銀國際

媒體：春節假期中國電影票房收入達到 57 億人民幣，較 2017 年同期大漲 70%。2 月 17 日的票房打破之前的單日票房世界紀錄。從供給側來看，內容質量改善是票房回升的主要原因。從需求側來看，經過近年影院渠道的大規模擴張後，低綫城市的上座率開始上升。2018 年有望成為電影市場整體內容質量升級的一年，促進市場需求的增長。

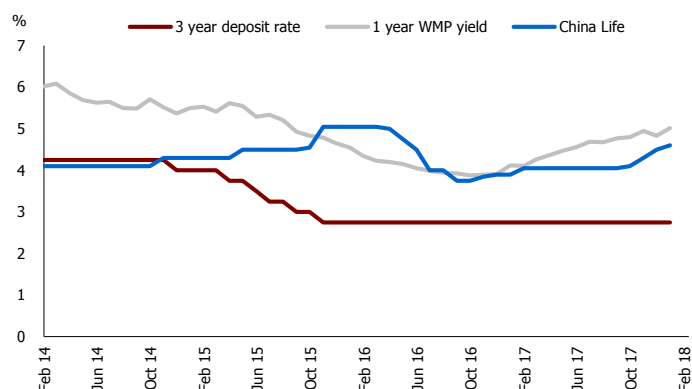
2018/2017 年春節假期票房收入最高的四部本土電影

2018			2017		
總排名	電影名稱	豆瓣評級	總排名	電影名稱	豆瓣評級
1	唐人街探案 2	7.2	1	功夫瑜伽	5.1
2	捉妖記 2	5.2	2	西游伏妖篇	5.5
3	紅海行動	8.5	3	乘風破浪	6.8
4	西游記女兒國	4.7	4	大鬧天竺	3.8
平均		6.4	平均		5.3

資料來源：藝恩網、豆瓣電影、工銀國際
*數據截至 2018 年 2 月 21 日

保險：雖然開門紅首月保險產品銷售增速較 2017 年減緩，但續保保費高速增長抵消了首年保費收縮的負面影響，為開門紅帶來積極作用。我們有信心 2018 財年新業務價值仍有理想增長，受益于大型保險公司調整產品結構，重點提升保障型產品銷售，開門紅後首年保費增速可望回升。在這背景下，新業務價值利潤率有望擴張，抵消首年保費增速減緩的部份影響，新業務價值應可保持雙位數增長。

理財產品收益率上升，與短期儲蓄型壽險產品存在競爭，但威脅不大



數據源：保監會、工銀國際

教育：中國競爭激烈的中高考制度形成使 K12 課外培訓在近年來成為教育行業其中一個高增長板塊。我們認為該市場還有巨大的增長空間，主要的驅動力來自於逐漸提升的參培率及平均課外輔導開支。未來全國性大型教育機構有望在該領域提升市場份額，主要受益于更多省（市、自治區）選擇統一命題試卷、“雙師課堂”解決教育資源本地化阻礙、以及內容和科技的運用提升課外培訓行業進入門檻。

K12 課外培訓行業市場空間測算模型

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
K12 階段在校生（萬人）（a）	176.4	174.5	169.3	162.4	162.4	163.8	166.1	165.6	165.2	164.2	163.2	163.7
城鎮化率（%）（b）	50%	51%	53%	54%	55%	56%	57%	58%	59%	60%	61%	61%
K12 課外輔導普及率（%）（c）	68%	69%	70%	72%	73%	75%	76%	77%	78%	78%	80%	81%
整體普及率（%）（d）=（b）*（c）	34%	35%	37%	39%	40%	42%	44%	45%	46%	47%	48%	49%
平均課外輔導開支（人民幣）（e）						4,670	5,044	5,447	5,883	6,353	7,116	8,183
K12 課外輔導行業規模（人民幣十億元）（f）=（a）*（d）*（e）						365.1	401.7	444.6	486.6	558.2	662.5	

數據來源：國家統計局、教育部、工銀國際研究部測算

■ 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	月份	預估值	實際值	前值
31/1/2018	中國	財新製造業 PMI	2018/02	-	51.3	51.6
2/2/2018	美國	新增非農就業人數	2018/02	-	200 (千人)	160.0 (千人)
2/2/2018	美國	失業率	2018/02	-	4.10%	4.10%
5/2/2018	歐元區	綜合 PMI	2018/02	-	58.8	58.1
9/2/2018	中國	CPI 同比	2018/02	1.40%	1.50%	1.80%
12/2/2018	中國	社會融資規模(億元)	2018/02	-	30600	11400
14/2/2018	美國	CPI 同比	2018/02	-	2.10%	2.10%
23/2/2018	歐元區	CPI 同比	2018/02	-	1.30%	1.40%

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	月份	預估值	前值
1/3/2018	歐元區	製造業 PMI	2018/03	-	58.5
1/3/2018	中國	財新製造業 PMI	2018/03	-	-
1/3/2018	美國	製造業 PMI	2018/03	-	59.1
5/3/2018	中國	財新服務業 PMI	2018/03	-	54.7
5/3/2018	歐元區	服務業 PMI	2018/03	-	56.7
5/3/2018	歐元區	綜合 PMI	2018/03	-	57.5
5/3/2018	美國	非製造業 PMI	2018/03	-	59.9
9/3/2018	中國	PPI 同比	2018/03	-	4.30%
9/3/2018	中國	CPI 同比	2018/03	-	1.50%
9/3/2018	美國	非農就業新增人數	2018/03	-	200 (千人)
9/3/2018	美國	失業率	2018/03	-	4.10%
12/3/2018	中國	社會融資規模(億元)	2018/03	-	30600
12/3/2018	中國	新增人民幣貸款(億元)	2018/03	-	29000
12/3/2018	中國	貨幣供應 M2 同比	2018/03	-	9%
13/3/2018	美國	核心 CPI 同比	2018/03	-	1.80%
13/3/2018	美國	CPI 同比	2018/03	-	2.10%
14/3/2018	中國	固定資產投資累計同比	2018/03	-	-
14/3/2018	中國	社會消費品零售總額同比	2018/03	-	-
14/3/2018	中國	工業增加值同比	2018/03	-	-
16/3/2018	歐元區	CPI 同比	2018/03	-	1.30%

來源：彭博和萬得

■ 短期策略

股票市場

2月港股巨幅震蕩，波動率大幅上升，由于波動率的聚集效應，市場將在隨後一段時間內維持較大波動的狀態。而由于 HIBOR 與 LIBOR 利差進一步走闊，使得利率上行壓力增大，使得港股資金面壓力增大。同時由于南下資金的大幅流出，使得我們認為 3 月港股仍將維持較高波動率狀況。

隨著政府執行力的增強，去杠杆壓力增加，使得 A 股資金依然偏緊。另外由于中美貿易爭端，也給 A 股帶來一定負面影響。但 A 股目前估值處于近年來的低點。我們建議中配 A 股。

美國經濟數據目前整體依然較好。而且市場上升動能比較強勁。但美國政府偏高的財政赤字和鮑威爾偏鷹派的表態對美股可能帶來一定壓力。

歐洲經濟表現較好。同時由于歐元匯率的上升，使得歐洲央行可能採取更為溫和的財政政策以應對強勁的歐元對歐洲經濟的壓力。我們依然謹慎看好歐洲股市。

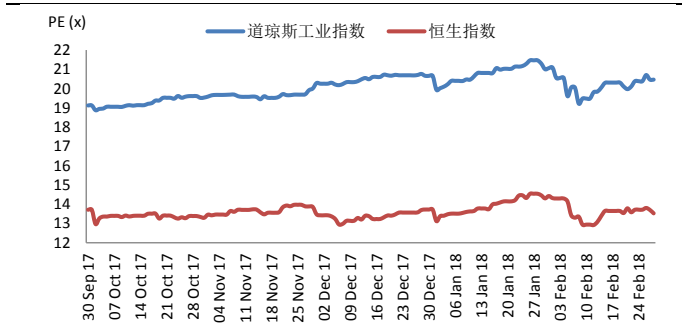
我們謹慎看好歐股和美股，建議中配港股和 A 股。

主要指數

	2月26日	1個月變動	3個月變動	年初至今變動
上證綜指	3,329.6	-4.3%	0.4%	0.7%
恒生指數	31,498.6	-4.2%	8.0%	5.3%
國企指數	12,834.1	-5.4%	11.8%	9.6%
美國道瓊斯指數	25,709.3	-1.7%	5.9%	4.0%
美國納斯達克指數	7,421.5	0.1%	8.0%	7.5%
標普 500 指數	2,779.6	-1.6%	5.0%	4.0%
英國富時 100 指數	7,289.6	-3.2%	-0.5%	-5.2%
德國 DAX 指數	12,527.0	-5.0%	-3.8%	-3.0%
法國 CAC 指數	5,344.3	-2.5%	-0.5%	0.6%
日經指數	22,153.6	-4.1%	-2.5%	-2.7%

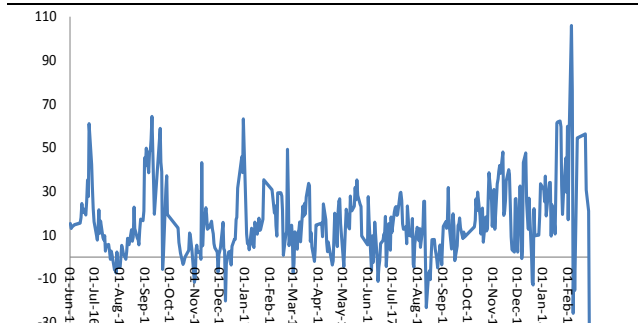
資料來源：彭博

恒生指數及道瓊斯指數 PE



資料來源：彭博

港股通：當日買入成交淨額(港幣)



資料來源：萬得

■ 短期策略

債券市場

通脹回歸，以及美聯儲加息、縮表的影響下，我們認為近期長期限美國國債收益率的短期回落難以改變長期上行的趨勢，建議投資者仍應以縮短久期為主。

我們仍建議投資者對高收益地產債保持謹慎，實際上 2 月份 iBoxx 高收益債券指數下跌超過 0.6%，大於總指數的回調幅度，我們認為未來高收益地產債仍有進一步調整的空間。實際上，在地產嚴調控和對資金違規進入樓市的查處力度加大下，房地產銷售已經有較明顯的回落，新房價格也有所回落。房貸利率上浮後對地產銷售的影響也將逐步顯現。

在嚴監管和去杠杆下，資金回流表內的迹象十分明顯我們仍看好銀行資產質量的提高，同時貸款利率的上行也有益於銀行利潤的提高。維持對銀行優先股看好不變。全球風險偏好下降下，我們認為高評級企業債將比高收益債表現更優，建議投資者關注短久期的高評級企業債。

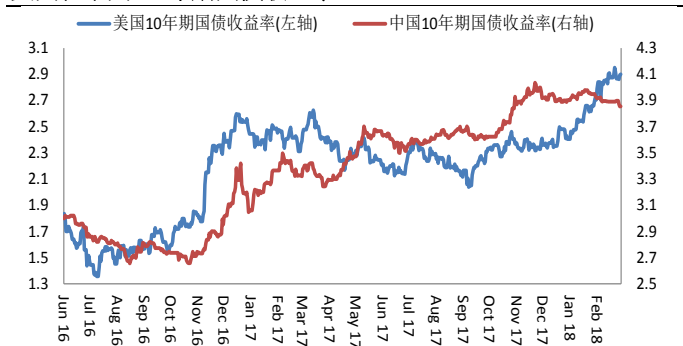
我們建議高配高評級企業債，銀行優先股，低配高收益地產債。

債券市場

	2 月 26 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）	2.86	16	45	46
歐元區 10 年期國債收益率（變化 BPs）	0.65	-4	29	23
日本 10 年期國債收益率（變化 BPs）	0.05	-4	1	0
中國 10 年期國債收益率（變化 BPs）	3.87	-5	-5	-3
巴克萊全球債券指數	487.5	-0.6%	0.9%	0.6%
摩根大通新興市場債券指數	791.4	-1.9%	-1.4%	-2.0%
iBoxx 中資美元債指數	212.6	-0.4%	-0.8%	-1.1%
iBoxx 中資美元債指數（投資級別）	187.1	-0.4%	-1.1%	-1.3%
iBoxx 中資美元債指數（高收益）	291.7	-0.4%	0.5%	0.0%

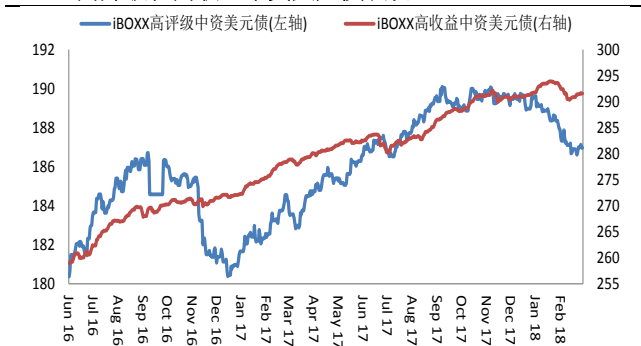
資料來源：彭博

美國和中國 10 年期國債收益率



資料來源：彭博

iBoxx 高評級和高收益中資美元債表現



資料來源：彭博

■ 短期策略

外匯市場

美元指數依然在低位，而朝鮮半島危機仍未得到有效解決，美國對朝鮮最新的嚴厲經濟制裁，使得半島地緣政治風險增加，對黃金價格有一定利好，我們依然長期看好黃金。不過3月份在美聯儲大概率加息下，我們建議中配黃金。

美國葉岩油產量超預期，我們預料全球原油庫存仍將繼續增加，這將給原油價格帶來拖累，未來一段時間原油價格或將繼續下跌。

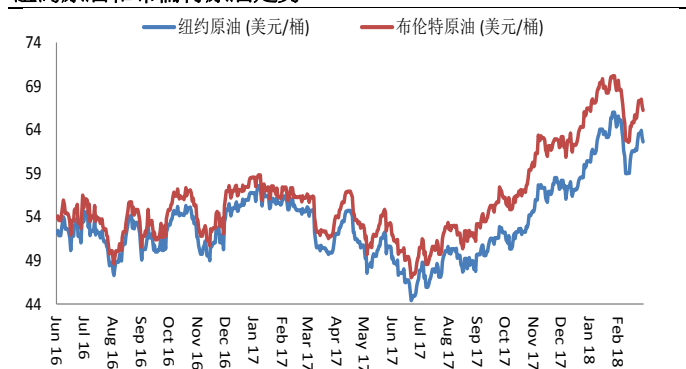
我們建議投資者中配黃金，低配石油。

大宗商品及外匯

	2月26日	1個月變動	3個月變動	年初至今變動
紐約原油（美元/桶）	63.91	-1.0%	11.6%	5.8%
布倫特原油（美元/桶）	67.50	-2.0%	8.7%	1.6%
現貨金（美元/安士）	1333.47	-0.9%	4.6%	2.3%
現貨銀（美元/安士）	16.66	-4.0%	1.3%	-1.6%
現貨鉑（美元/安士）	1000.15	-0.2%	6.1%	7.7%
銅（3個月）（美元/公噸）	7110	-0.1%	5.1%	-1.9%
鋁（3個月）（美元/公噸）	2138	-3.7%	4.4%	-5.7%
CRB 大宗商品指數	196.75	-0.3%	4.0%	1.5%
3個月 TED 利差（基點）	32.71	-1.7%	39.8%	2.7%
波動率指數	15.80	16.7%	40.1%	43.1%
美元指數	89.85	0.8%	-3.4%	-2.5%
美元/人民幣	6.3161	0.4%	-4.4%	-2.9%
歐元/美元	1.2317	-0.8%	3.5%	2.6%
美元/日元	106.93	-2.1%	-5.0%	-5.1%
CFETS 人民幣指數	95.80	0.1%	1.2%	1.0%

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	3.2900	3.5420	3.7470	3.8320	3.8550	4.312
美國	2.0538	2.4284	2.6687	2.8367	2.9007	3.1605
歐元區	-0.5680	-0.3580	0.0480	0.3200	0.6790	1.319
日本	-0.1760	-0.1290	-0.1100	-0.0540	0.0490	0.763

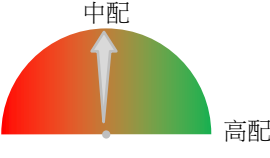
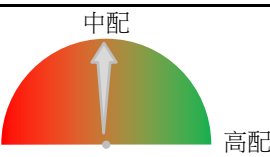
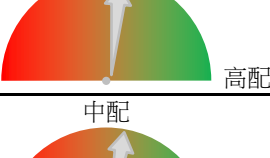
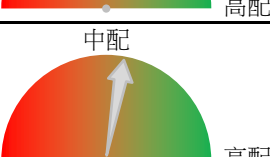
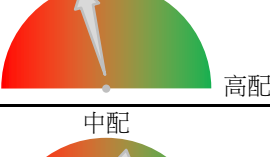
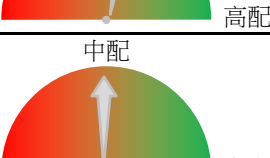
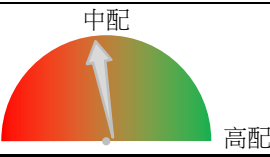
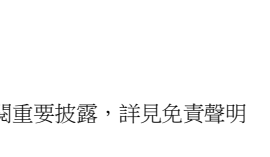
資料來源：彭博（截止至 2018 年 2 月 27 日）

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	2.5610	2.8610	4.0380	4.7103	4.7270	4.7422
美國	1.4475	1.4738	1.6480	1.9842	2.2011	2.4694
歐元區	-0.4414	-0.4220	-0.4026	-0.3800	-0.3254	-0.2557
日本	-0.0460	-0.0398	-0.0415	-0.0585	0.0028	0.0960
香港	0.1450	0.3907	0.7280	1.0814	1.3225	1.5268
離岸人民幣	2.9052	3.4260	4.2060	4.5990	4.8000	4.9490

資料來源：彭博（截止至 2018 年 2 月 27 日）

■ 資產配置建議

資產類別	地區	建議	配置說明
股票	香港		二月港股巨幅震蕩，波動率大幅上升，由於波動率的聚集效應，市場將在隨後一段時間內維持較大波動的狀態。而由於 HIBOR 與 LIBOR 利差進一步走闊，使得利率上行壓力增大，使得港股資金面壓力增大。同時由於南下資金的大幅流出，使得我們認為 3 月港股仍將維持較高波動率狀況。
	A 股		隨著政府執行力的增強，去杠杆壓力增加，使得 A 股資金依然偏緊。另外由於中美貿易爭端，也給 A 股帶來一定負面影響。但 A 股目前估值處於近年來的低點。我們建議中配 A 股。
	美國		美國經濟數據目前整體依然較好。而且市場上升動能比較強勁。但美國政府偏高的財政赤字和鮑威爾偏鷹派的表態對美股可能帶來一定壓力。
	歐洲		歐洲經濟表現較好。同時由於歐元匯率的上升，使得歐洲央行可能採取更為溫和的財政政策以應對強勁的歐元對歐洲經濟的壓力。
債券	銀行優先股		在嚴監管和去杠杆等，資金回流表內的迹象十分明顯，我們繼續看好銀行資產質量的改善，同時貸款利率的上行也有益於銀行利潤的提高。
	地產債		在地產嚴調控和對資金違規進入樓市的查處力度加大下，房地產銷售已經有較明顯的回落，新房價格也有所回落。房貸利率上浮後對地產銷售的影響也將逐步顯現。
	高評級企業債		全球風險偏好下降下，我們認為高評級企業債將比高收益債表現更優。建議投資者關注短久期的高評級企業債。
大宗商品	黃金		美元指數依然在低位。而美國對朝鮮最新的嚴厲經濟制裁，使得半島地緣政治風險增加，對黃金價格有一定利好，我們依然長期看好黃金。不過 3 月份在美聯儲大概率加息下，我們建議中配黃金。
	石油		美國葉岩油產量超預期，我們預料全球原油庫存仍將繼續增加，這將給原油價格帶來拖累，未來一段時間原油價格或將繼續下跌。

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。報告的內容并非 (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、完整性或正確性并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，并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，并在有需要時諮詢獨立投資顧問。報告并不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本報告并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。

私人銀行觀點 2018 年 3 月