

貿易爭端緩和提振市場風險偏好

由於特朗普已經發布可能對中國 2000 億甚至 5000 億出口美國產品徵收關稅的消息，因此在消息層面，8 月貿易戰繼續惡化的可能性較小。但港幣匯率仍有較大壓力，可能對港股流動性造成一定負面作用。我們建議中配港股。人行加大資金投放對市場有正面刺激作用。雖然目前中國經濟面臨較大壓力，但 A 股估值目前處於低位。如果 8 月中美貿易爭端沒有繼續惡化，我們建議中偏高配 A 股。二季度美國經濟數據預料將非常強勁，此外，美股醫藥及高科技等行業受貿易戰的影響相對較小。特朗普對美聯儲加息步伐提出公開批評，可能會影響美聯儲加息節奏，利好美股流動性。我們建議中高配美股。歐委會主席容克在華盛頓同美國總統特朗普會談後，使得美國與歐洲貿易戰的可能性大幅下降，而歐洲內部政治局勢趨於穩定，我們建議中配歐洲股票。

從估值面而言，高收益債券到期收益率經過上一輪調整後已回到了 2015 年的水平，估值相對吸引。近期一行兩會發布資管新規配套細則終於落地，總的來看，去槓桿的大方向未變，但一些具體要求上有所放鬆，這進一步顯示政策層希望更好的兼顧去槓桿和穩增長。資管新規配套細則有所放鬆，將有助於緩解非標急劇收縮等的影響，緩解當前信用緊縮對於中小企業的衝擊。在這背景下，離岸高收益地產債在下半年或可觸底反彈。此外，我們較為推薦高評級國有能源企業債。上游企業受益於原油市場的供需日趨平衡，而且國企改革仍將增強市場對這些企業的盈利預期。

宏觀因素方面，美聯儲今年加息四次已經接近形成市場共識，對黃金保值需求的邊際抑制效應預計將有所減弱。在風險因素方面，日歐、美歐之間自貿協定談判取得重要進展，雖然對短期內全球貿易摩擦繼續升級的擔憂有所緩解，但同時也加深了市場對於以 WTO 為主要框架的現有世界貿易體系穩定性的擔憂。此外，中國方面將對上述全球貿易領域進展作出何種反應，也將給市場帶來較大不確定性。整體判斷，8 月國際黃金價格在近期大幅下挫之後存在反彈修正空間，但短期波動預計將較為劇烈。美伊等地緣政治衝突已經基本被市場定價，油價經過前期的調整後將保持在目前的高位震蕩，短期內變動空間不大，建議投資者中配。



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

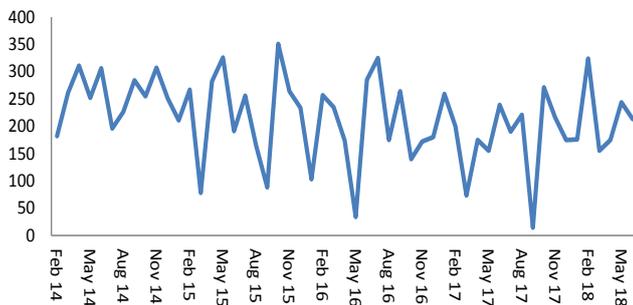
美國

2018年7月（截止至7月26日，下同），相對其他主要市場，美股表現依然最為強勁。代表美國傳統行業的道瓊斯工業指數7月大幅上漲5.2%，代表新興產業的納斯達克指數也上漲了4.6%，標普500上漲4.4%。

7月份，10年期美國國債收益率大幅上行12個基點至2.98%，主要因為美歐貿易爭端有所緩和，以及特朗普批評美聯儲，認為其應該停止加息。美元指數則小幅增長0.3%，保持在較高水平，主要因為美國經濟和就業數據表現強勁，對美元指數形成支撐。

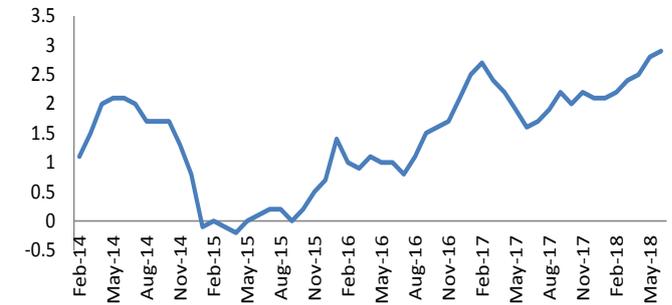
7月美股表現依然強勁，美國國債收益率大幅上行，美元指數小幅上漲。

非農就業增加人數（千人）



資料來源：彭博

美國CPI 同比



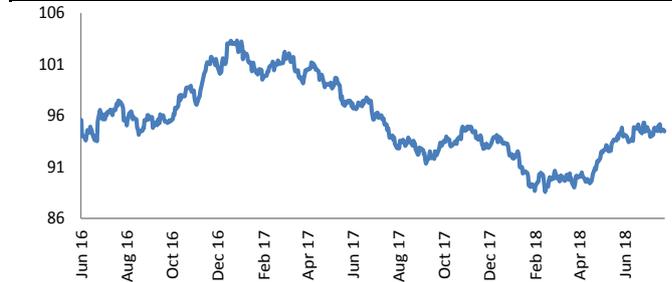
資料來源：彭博

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

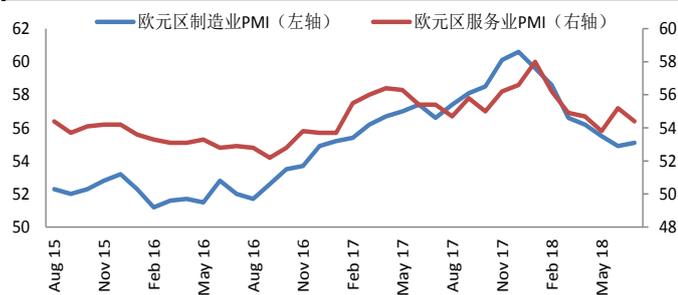
歐洲

歐委會主席容克在華盛頓同美國總統特朗普會談後，歐盟官網發布了美歐聯合申明，使得美國與歐洲貿易戰的可能性大幅下降，歐元區股市在七月小幅反彈，DAX 指數大幅上漲 4.1%，CAC40 指數上漲 2.9%，英國富時 100 指數小幅上漲 1.3%。

7 月份，10 年歐元區期國債收益率也上行 10 個基點，主要是因為歐美貿易爭端風險下降，提高了市場避險情緒。歐元兌美元匯率全月小幅下跌 0.4%，主要是因為歐元區經濟數據較為疲弱，同時歐央行立場依舊偏向鴿派。

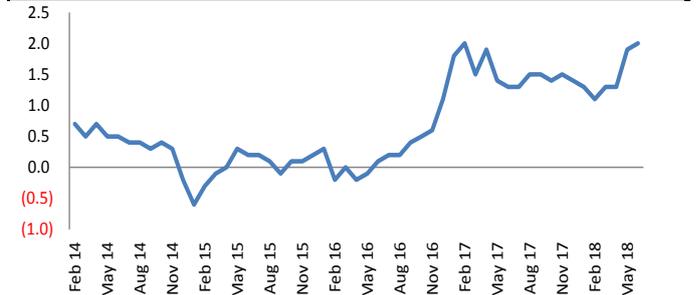
貿易爭端改善，7 月歐股反彈，歐債收益率基明顯上行，歐元兌美元匯率小幅收跌。

歐元區製造業 PMI 及歐元區服務業 PMI



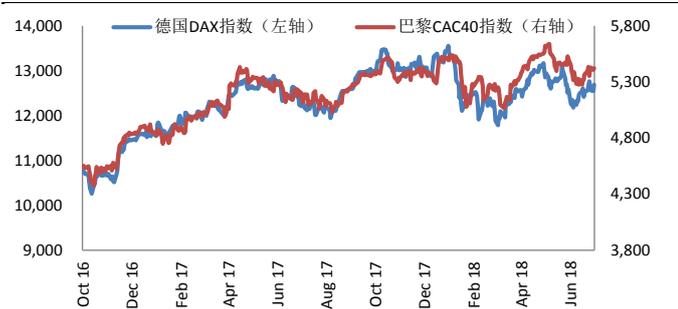
資料來源：彭博

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

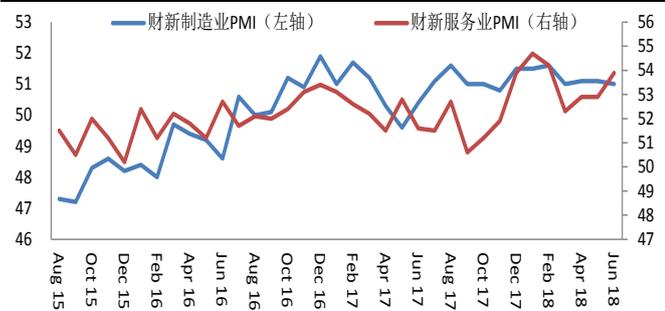
中國/香港

7月，人民幣匯率快速下行，而且6月宏觀經濟數據弱於預期，貿易爭端有進一步升級可能。但A股並沒有明顯下跌，大盤股反而略有上行，上證綜指上漲1.2%，這顯示了A股市場多空雙方力量都在下降，進一步下跌的動力有限，A股市場處於底部的特徵較為明顯。而港股則下跌0.1%，主要是因為2017年上漲較多，目前估值水平只是略低於歷史平均水平，人民幣貶值也使得壓低了中資公司的股價。

7月份，在岸市場10年期中國國債收益率上行7個基點至3.55%，降准正式落地，以及人行投過MLF大幅投放資金並未給利率債帶來進一步提振，主要因為在市場預期下半年轉向寬信用下，利率債的相對價值下降。離岸市場方面，iBoxx高評級中資美元債總回報指數小幅上漲0.1%；高收益債中資美元債總回報指數上漲近0.2%，主要是受到資管新規細則有所放鬆等的提振。

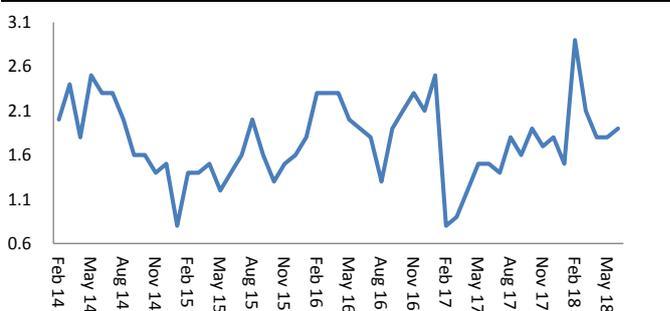
7月份港股下跌而A股小幅反彈，在岸市場利率債收益率有較明顯的上行，離岸中資美元債則有所反彈。

財新製造業 PMI 及財新服務業 PMI



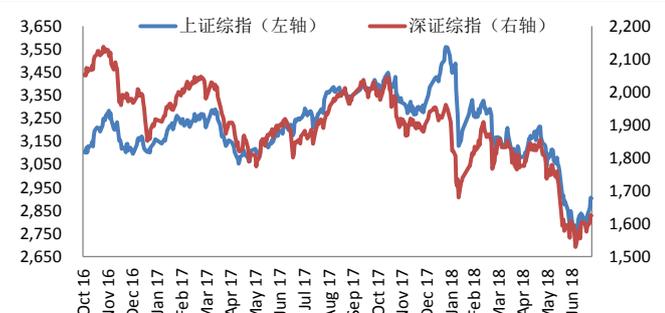
資料來源：彭博

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

互聯網：直播是中國互聯網行業增長最快的領域之一。泛娛樂直播仍是主流，但預期遊戲直播將迎來更大的增長動力。社交平台直播及頭部遊戲直播平台在現階段仍較有吸引力。我們認為持續的產品創新能力、多元的變現模式(尤其對於遊戲直播)以及短/長視頻與直播業務交叉運營將會是未來推動行業增長的主要動力。

2012-2022年(預計)中國移動直播直播月活躍用戶基數



數據源：Frost & Sullivan、工銀國際研究部

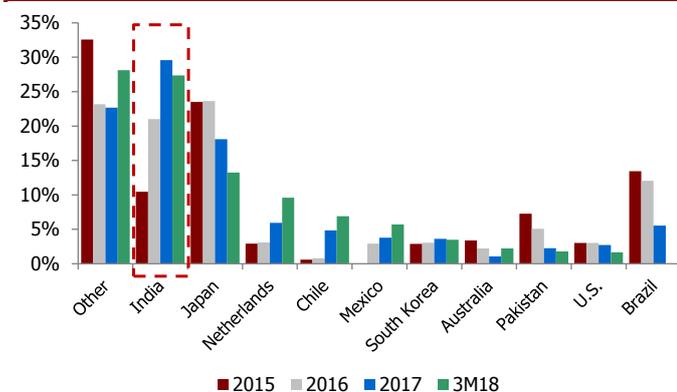
2012-2022年(預計)中國移動直播直播市場規模，按平臺類型劃分(人民幣百萬元)



數據源：Frost & Sullivan、工銀國際研究部

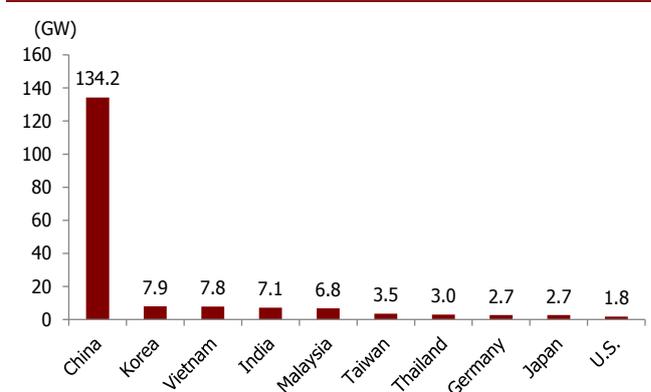
光伏：印度貿易救濟總局在本周較早前建議對超過印度進口電池片及組件總量3-9%的相關進口國(包括中國和馬來西亞)出口的光伏產品按稅率逐步下降方式徵收保障措施稅。總體而言，由於進口稅會增加其光伏系統成本，印度的下游運營商將身受其害，但影響應較溫和，因為現時距離徵稅還有2-3個月，印度運營商可趁這段時間補貨。我們估計項目發展所需支付的組件價格可以接受。另一方面，印度是中國光伏產品的最大出口國，我們認為即使實施徵稅中國仍將保持這地位，因為進口成本將大概率保持在印度國內生產成本之下。我們仍認為印度甚至其他國家即使大幅提高上游產能，短期內仍難滿足印度對電池片及組件的需求。

2015年至2018年前三個月中國對其他國家出口光伏產品



數據源：萬得、工銀國際

當前組件產能十強國家



數據源：萬得、工銀國際

■ 行業評論

房地產：統計局公布 6 月房地產銷售月環比持續加快增長，同時高線城市新房市場住宅銷售平均成交價也加快上升，使全國房地產庫存持續下降。另外，商品房投資額增速連續三個月下降，因為 6 月房地產開發活動減緩。我們注意到許多地方政府開始更關注政策效力的檢驗並且根據地方住宅市場 6 月的表現微調了房地產收緊性政策。我們預期 2018 年房地產政策將保持收緊格局。

商品住宅月度銷售貨值同比變化



數據源：中華人民共和國國家統計局，工銀國際

商品住宅月度銷售建築面積同比變化



數據源：中華人民共和國國家統計局，工銀國際

航空：我們認為中國航空企業將於未來幾年持續得益於國內政策紅利環境。雖然近日宏觀面吹起頂頭風（油價上升及人民幣兌美元下跌），令沒有做燃油套期保值的中國航空企業的盈利能力承壓，同時市場關注中國航空企業大規模擴張海外航綫網絡影響乘客負荷係數，但我們對行業供需再平衡保持樂觀，長遠將提升乘客收益率。中國機場表觀仍處於供應嚴重不足的格局，尤其是一線城市，因為航空出游需求高速增長。機場運力不僅受制於基礎建設（設計運力），同時也遇到航道資源不足的制肘。按峰荷時段航機升降量計算機場利用率，北京首都國際機場、廣州白雲機場和上海虹橋機場已接近飽和，乘客運力看來已經超負荷。只有上海浦東機場和深圳寶安機場仍有空間提升流量。中國航空板塊現時處於估值周期低谷，我們預期未來下行風險有限。我司研究部預測 2018 年布倫特油價平均每桶 70 美元，全年平均人民幣匯價為 1 美元兌 6.4 人民幣，兩者均低於市場預測水平。

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	預估值	實際值	前值
2018-07-03	歐盟	5月歐盟:PPI:同比(%)	---	3.6	2.3
2018-07-06	美國	6月失業率:季調(%)	---	4	3.8
2018-07-06	美國	6月新增非農就業人數:季調(千人)	---	213	244
2018-07-09	中國	6月外匯儲備(億美元)	---	31121.29	31106.23
2018-07-10	中國	6月CPI:同比(%)	1.9	1.9	1.8
2018-07-31	中國	7月官方製造業PMI	---	---	51.5
2018-07-03	歐盟	5月歐盟:PPI:同比(%)	---	3.6	2.3

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
2018-08-02	歐盟	6月歐盟:PPI:同比(%)	---	3.6
2018-08-02	美國	7月28日當周初次申請失業金人數:季調(人)	---	217000
2018-08-03	美國	7月失業率:季調(%)	---	4
2018-08-03	美國	7月新增非農就業人數:季調(千人)	---	213
2018-08-09	中國	7月CPI:同比(%)	1.85	1.9
2018-08-09	中國	7月PPI:同比(%)	4.4	4.7
2018-08-16	美國	8月11日當周初次申請失業金人數:季調(人)	---	217,000
2018-08-17	歐盟	7月歐盟:CPI(初值):同比(%)	---	2
2018-08-17	歐盟	7月歐元區:CPI:環比(%)	---	0.1
2018-08-22	美國	8月17日API庫存周報:原油(千桶)	---	42,892.4
2018-08-23	美國	8月18日當周初次申請失業金人數:季調(人)	---	217,000
2018-08-31	中國	8月官方製造業PMI	---	51.5

來源: 彭博和萬得

■ 短期策略

股票市場

由於特朗普已經發布可能對中國 2,000 億甚至 5,000 億出口美國產品徵收關稅的消息，因此在消息層面，8 月貿易戰繼續惡化的可能性較小。但港幣匯率仍有較大壓力，可能對港股流動性造成一定負面作用。因此，我們建議中配港股。

由於央行以中期借貸便利方式向商業銀行投放 5,020 億人民幣，對市場有正面刺激作用。雖然目前中國經濟面臨較大壓力，但 A 股估值目前處於低位。如果 8 月中美貿易爭端沒有繼續惡化，我們建議中偏高配 A 股。

二季度美國經濟數據預料將非常強勁，此外，美股醫藥及高科技等行業受貿易戰的影響相對較小。特朗普對美聯儲加息步驟提出公開批評，可能會影響美聯儲加息節奏，利好美股流動性。我們建議中高配美股。

歐委會主席容克在華盛頓同美國總統特朗普會談後，歐盟官網發布了美歐聯合申明，使得美國與歐洲貿易戰的可能性大幅下降。而歐洲內部政治局勢趨於穩定。我們建議中配歐洲股票。

8 月由於貿易戰降溫可能性和美國強勁經濟數據，我們建議中高配全球股票。

主要指數

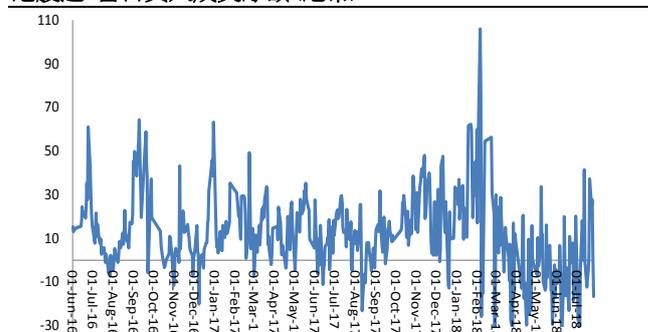
	7 月 26 日	1 個月變動	3 個月變動	年初至今變動
上證綜指	2,882.2	1.2%	-6.5%	-12.8%
恆生指數	28,781.1	-0.6%	-6.6%	-3.8%
國企指數	11,021.4	-0.5%	-10.6%	-5.9%
美國道瓊斯指數	25,527.1	5.2%	5.6%	3.3%
美國納斯達克指數	7,852.2	4.6%	11.1%	13.7%
標普 500 指數	2,837.4	4.4%	7.2%	6.1%
英國富時 100 指數	7,663.2	0.3%	2.0%	-0.3%
德國 DAX 指數	12,809.2	4.1%	1.6%	-0.8%
法國 CAC 指數	5,480.6	2.9%	-0.7%	3.2%
日經指數	22,586.9	1.3%	0.5%	-0.8%

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

中資美元高收益債券信用利差在7月初曾一度大幅走闊 90 個基點，主要是因為近期受到在岸、離岸違約事件頻發，導致市場避險情緒升溫。但隨後有消息稱人行窗口指導商業銀行投資較低評級企業債，以及資管新規配套細則有所放鬆等緩解了市場對短期流動性收縮的憂慮，高收益債券受到提振，信用利差收窄了 70 個基點。從估值面而言，高收益債券到期收益率經過上一輪調整後已回到了 2015 年的水平，估值相對吸引。

近期一行兩會發布資管新規配套細則終於落地，總的來看，去槓桿的大方向未變，但一些具體要求上有所放鬆，這進一步顯示政策層希望更好的兼顧去槓桿和穩增長。新規明確公募資管產品包括銀行理財，可適當投資非標準化產品，不過要符合期限匹配等要求；銀保監會將公募理財產品的銷售起點也從 5 萬元降至 1 萬元；同時，在過渡期內，允許發行老產品投資新資產。這些將有助於緩解非標急劇收縮等的影響，緩解當前信用緊縮對於中小企業的衝擊。在這背景下，離岸高收益地產債在下半年或可觸底反彈。

此外，我們較為推薦高評級國有能源企業債。上游企業受益於原油市場的供需日趨平衡，而且國企改革仍將增強市場對這些企業的盈利預期。

7 月份推薦中資高收益地產債及高評級國有能源企業債。

債券市場

	7 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)	2.98	12	2	57
歐元區 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	0.40	10	-16	-2
日本 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	0.09	6	4	5
中國 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	3.55	7	-10	-35
巴克萊全球債券指數	476.8	-0.2%	-1.4%	-1.6%
摩根大通新興市場債券指數	783.1	2.3%	0.1%	-3.1%
iBoxx 中資美元債指數	210.3	0.4%	-0.3%	-2.1%
iBoxx 中資美元債指數 (投資級別)	187.0	0.1%	0.4%	-1.4%
iBoxx 中資美元債指數 (高收益)	279.6	1.3%	-2.7%	-4.2%

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

宏觀因素方面，美聯儲今年加息四次已經接近形成市場共識，對黃金保值需求的邊際抑制效應預計將有所減弱。在風險因素方面，日歐、美歐之間自貿協定談判取得重要進展，雖然對短期內全球貿易摩擦繼續升級的擔憂有所緩解，但同時也加深了市場對於以 WTO 為主要框架的現有世界貿易體系穩定性的擔憂。此外，中國方面將對上述全球貿易領域進展作出何種反應，也將給市場帶來較大不確定性。整體判斷，8 月國際黃金價格在近期大幅下挫之後存在反彈修正空間，但短期波動預計將較為劇烈。

美伊等地緣政治衝突已經基本被市場定價，油價經過前期的調整後將保持在目前的高位震蕩，短期內變動空間不大，建議投資者中配。

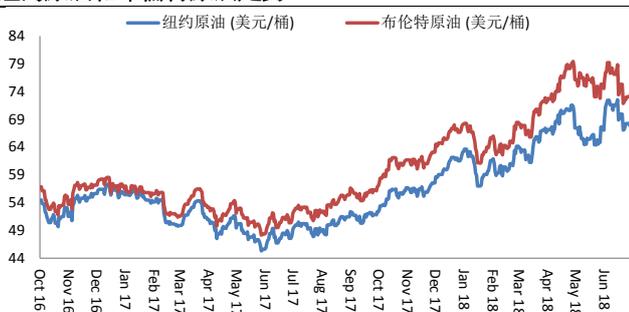
我們建議投資者中配黃金和石油。

大宗商品及外匯

	6 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)	69.61	-3.9%	2.9%	17.8%
布倫特原油 (美元/桶)	74.54	-5.9%	1.3%	15.1%
現貨金 (美元/安士)	1,222.64	-2.4%	-7.0%	-6.2%
現貨銀 (美元/安士)	15.38	-4.6%	-5.8%	-9.2%
現貨鉑 (美元/安士)	824.91	-3.3%	-8.8%	-11.1%
銅 (3 個月) (美元/公噸)	6,291.00	-5.1%	-7.6%	-13.2%
鋁 (3 個月) (美元/公噸)	2,067.00	-3.1%	-8.3%	-8.9%
CRB 大宗商品指數	194.99	-2.7%	-3.5%	0.6%
3 個月 TED 利差 (基點)	36.24	-14.4%	-35.3%	13.7%
波動率指數	12.14	-24.5%	-23.8%	10.0%
美元指數	94.78	0.3%	3.2%	2.9%
美元/人民幣	6.79	2.6%	7.3%	4.4%
歐元/美元	1.16	-0.4%	-3.6%	-3.0%
美元/日元	111.23	0.4%	1.7%	-1.3%
CFETS 人民幣指數	93.78	-2.0%	-3.7%	-1.1%

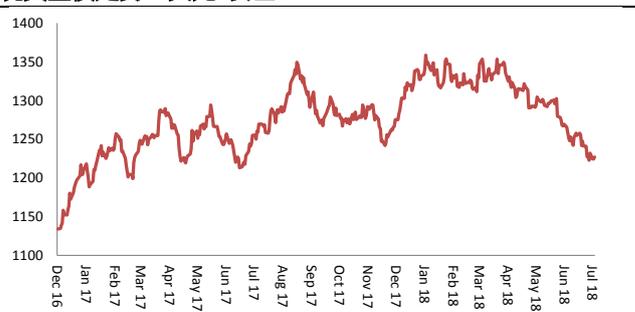
資料來源：彭博

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	2.9370	3.1620	3.2570	3.5340	3.5300	4.027
美國	2.3987	2.7715	2.8580	2.9396	2.9765	3.099
歐元區	-0.5340	-0.4680	-0.1610	0.0370	0.4070	1.066
日本	-0.1310	-0.1010	-0.0880	-0.0220	0.1040	0.821

資料來源：彭博（截止至 2018 年 7 月 26 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	2.2840	2.6540	3.0350	3.3030	3.5140	3.7810
美國	1.9149	1.9434	2.0769	2.3369	2.5225	2.8078
歐元區	-0.4434	-0.4286	-0.4031	-0.3564	-0.3201	-0.2354
日本	-0.0685	-0.0657	-0.0692	-0.0368	0.0187	0.1282
香港	0.2648	1.4036	1.8072	2.0675	2.1839	2.5377
離岸人民幣	1.7580	2.2050	2.8037	3.3513	3.6453	4.0837

資料來源：彭博（截止至 2018 年 7 月 26 日）

■ 資產配置建議

資產類別	地區	建議	配置說明
股票	香港		由於特朗普已經發布可能對中國 2000 億甚至 5000 億出口美國產品徵收關稅的消息，因此在消息層面，八月貿易戰繼續惡化的可能性較小。但港幣匯率仍有較大壓力，可能對港股流動性造成一定負面作用。因此，我們建議中配港股。
	A 股		由於央行以中期借貸便利方式向商業銀行投放 5020 億人民幣，對市場有正面刺激作用。雖然目前中國經濟面臨較大壓力，但 A 股估值目前處於低位。如果八月中美貿易爭端沒有繼續惡化，我們建議中偏高配 A 股。
	美國		二季度美國經濟數據非常強勁，表明美國經濟依然維持高增速。美股醫藥及高科技等行業受貿易戰的影響相對較小。特朗普對美聯儲加息步驟提出公開批評，可能會影響美聯儲加息節奏，利好美股流動性。我們建議中高配美股。
	歐洲		歐委會主席容克在華盛頓同美國總統特朗普會談後，歐盟官網發布了美歐聯合申明，使得美國與歐洲貿易戰的可能性大幅下降。而歐洲內部政治局勢趨於穩定。我們建議中配歐洲股票。
債券	高收益地產債		近期一行兩會發布資管新規配套細則終於落地，總的來看，去槓桿的大方向未變，但一些具體要求上有所放鬆，這進一步顯示政策層希望更好的兼顧去槓桿和穩增長。在這背景下，離岸高收益地產債在下半年或可觸底反彈。從估值面而言，其到期收益率經過上一輪調整後已回到了 2015 年的水平，估值相對吸引。
	高評級國有能源企業債		我們較為推薦中資高評級能源美元債。上游企業受益於原油市場的供需日趨平衡，而且國企改革仍將增強市場對這些企業的盈利預期。
大宗商品	黃金		宏觀因素方面，美聯儲加息四次已經接近形成市場共識，對黃金保值需求的邊際抑制效應預計將有所減弱。在風險因素方面，市場對於以 WTO 為主要框架的現有世界貿易體系穩定性的擔憂有所加深。8 月國際黃金短期波動預計將較為劇烈。
	石油		美伊等地緣政治衝突已經基本被市場定價，油價經過前期的調整後將保持在目前的高位震蕩，短期內變動空間不大，建議投資者中配。

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。