

## 全球經濟放緩的擔憂加大

美股對港股的影響比 A 股更為明顯，近期美股快速下跌面對港股影響較大。中美貿易爭端的進展對全球經濟有較大影響，而華為 CFO 案件的發展對中美貿易爭端有重要象徵意義。在貿易爭端未有明確信息的情況，我們建議中低配港股。同樣，A 股下月走勢也會受到中美貿易爭端影響。但目前 A 股成交量極低，顯示多空雙方勢力均有限。在 A 股，由於散戶偏多，而在當前市場情況下，獲利盤較少，下行壓力相對較小，我們建議中配 A 股。之前市場認為存在特朗普看跌期權，即當美股下跌的時候，特朗普會干預美聯儲的加息節奏，而目前結果顯示特朗普對美聯儲的干預作用有限。美股在 12 月並沒有重大利空消息的情況下，仍然有較大下行，顯示市場對美股的看法發生較大變化。如果中美貿易爭端沒有改善的情況下，我們依然建議中低配美股。歐盟與英國達成脫歐協議，但英國議會的投票被推遲，顯示英國脫歐存在較大變數。如果 1 月英國出現硬脫歐則會對歐洲股市會有較大影響，我們建議中偏低配歐股。

前段時間，發改委出台政策支持企業發債，不過我們認為這對房地產商的影響有限，因為滿足條件的地產商較少，而且融資資金不能用於商業地產項目投資。除此之外，我們也注意到有地方政府邊際放鬆地產調控政策，但在中央嚴防地產泡沫下，我們認為價格放鬆的空間不大，但量的放鬆則有可能，對於此前高價買地的地產商毛利影響或較大。我們對於整個行業依然審慎，但建議可以關注一些財務較為穩健的地產商。對於銀行 AT1，我們認為或仍將受到避險情緒的支撐。從基本面向來看，國有銀行資本充足率仍較高，不良貸款率仍可控，撥備覆蓋率也在上升。

我們預期全球風險偏好仍將處於高位，同時在美聯儲加息步伐放緩，以及市場對於美國經濟擔憂加大下，美元指數易下難上，這些均有利於金價繼續反彈。全球經濟增速放緩對於原油需求的拖累或將繼續顯現，加上 OPEC 減產在 1 月份才會有所行動，且減產力度仍有較大的不確定性，我們維持對油價的低配。



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	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

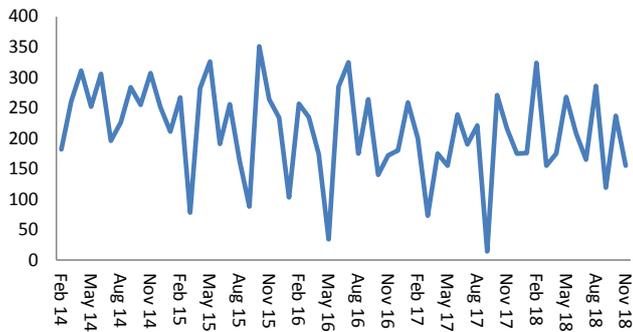
# 美國

2018年12月（截至2018年12月20日，下同），美股繼續大幅下行，一度進入技術性熊市。標普500下跌了10.6%，而代表新興行業的納斯達克指數仍然跌幅最大，下跌了10.9%，代表傳統行業的道瓊斯指數下跌了10.5%。在消息面並沒有出現較大對美股不利的信息背景下，12月美股依然大跌，一定程度顯示投資者對美股看法出現改變。

12月份美聯儲如期加息，不過美聯儲下調了對2019年經濟增速的預期和對2019年加息次數的指引。市場對於美國經濟的擔憂也在加大，美國國債收益率曲線甚至出現倒掛。在這樣的背景下，上周10年期美國國債收益率大幅下行18個基點。美元指數也下跌1.0%，因為市場對於美國經濟擔憂加大，以及美聯儲加息步伐的放緩。

12月美股大幅下跌，美國10年期國債收益率大幅下行，美元指數明顯下跌。

### 非農就業增加人數（千人）



資料來源：彭博

### 美國CPI 同比



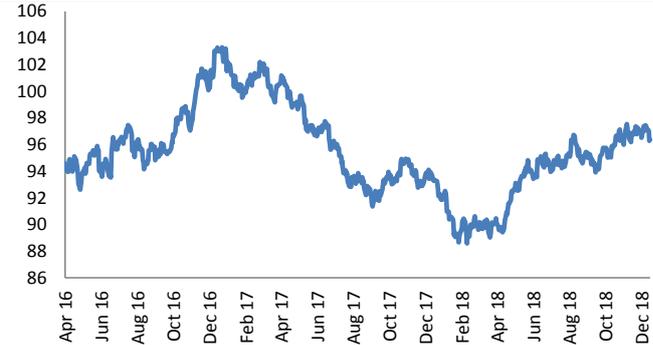
資料來源：彭博

### 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 2019年1月

本文件反映工銀澳門私人銀行部的觀點，請慎閱重要披露，詳見免責聲明

## ■ 環球金融市場回顧

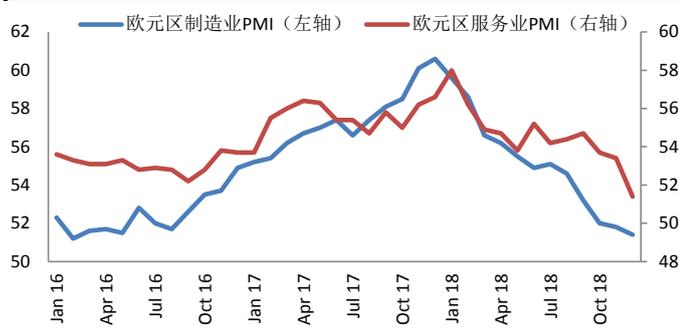
# 歐洲

由於受美股大幅下跌影響，而且法國的黃衫運動和英國可能的硬脫歐都對歐洲股市產生較大負面影響，歐洲股市在 12 月繼續下行。英國富時 100 指數下跌了 3.8%，德國 DAX 指數下跌了 5.7%，而法國 CAC 指數依然下跌更多，當月下跌了 6.2%。

10 年期歐元區國債收益率下行 9 個基點，主要受到美國國債收益率大幅下行的推動，以及英國脫歐問題陷入僵局也增加了市場的避險情緒。歐元兌美元匯率則反彈 1.1%，主要受到歐美貨幣政策分化減少的支持。

12 月歐股延續下跌趨勢，歐債收益率下行，歐元兌美元匯率明顯上漲。

### 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



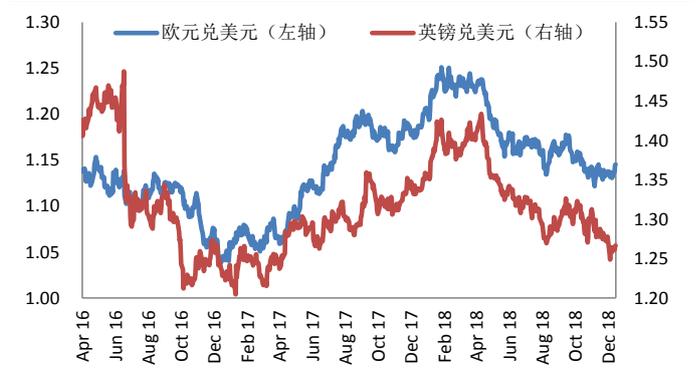
資料來源：彭博

### 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

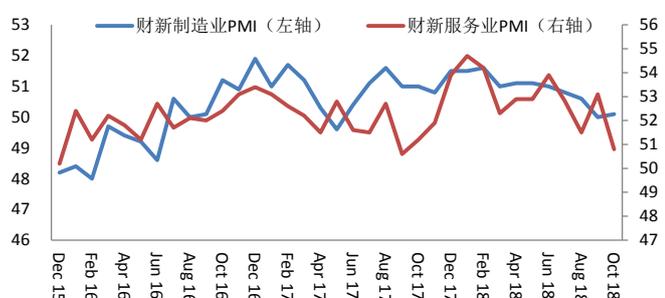
# 中國/香港

恆生指數和恆指國企指數分別下跌了 3.3% 和 5.0%，受全球股市下跌的影響，港股同步下跌，本月華為 CFO 事件同樣有負面影響，而且非周期性行業表現持續好於周期性行業也顯示市場信心依然較弱；A 股小幅下跌，全月上證綜指下行 2.0%，成交量處於歷史地位，顯示多空雙方力量均較弱。

12 月份，中國 10 年期國債收益率小幅下行 4 個基點，中美貿易爭端雖有緩和，但不確定性仍較大，加上 11 月份內地經濟數據疲弱，以市場對於人行保持流動性寬鬆的預期等，均給長端國債帶來支持。離岸市場方面，12 月份，中資美元債有所反彈，主要受到高收益房地產債上漲的帶動。

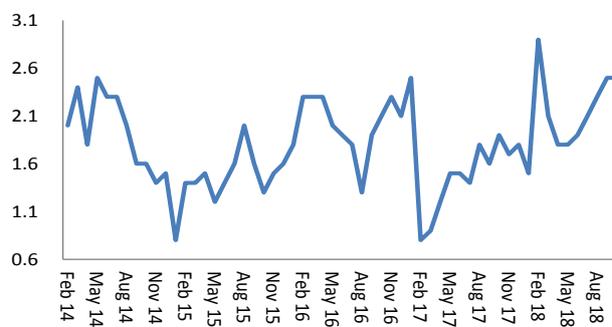
12 月份港股和 A 股均小幅下跌，在岸市場利率債收益率繼續繼續下行，離岸中資美元債有所反彈。

### 財新製造業 PMI 及財新服務業 PMI



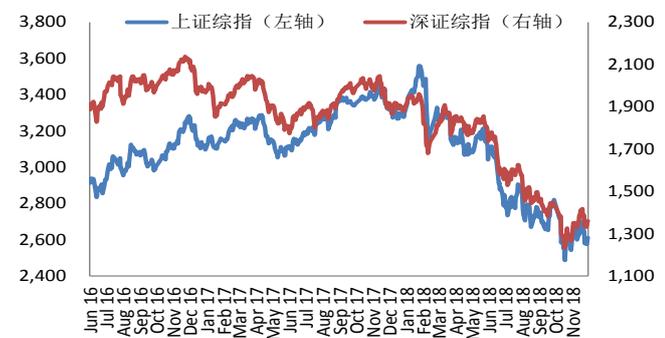
資料來源：彭博

### 中國 CPI 同比



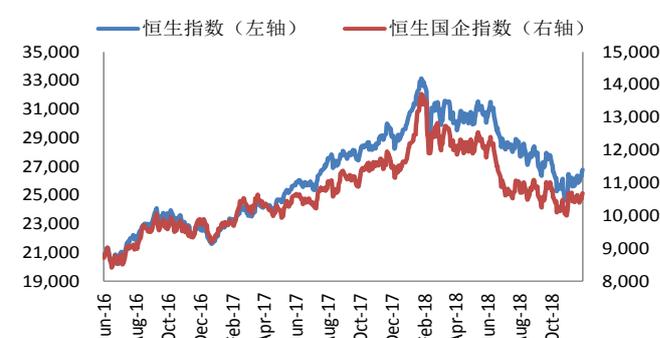
資料來源：彭博

### 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

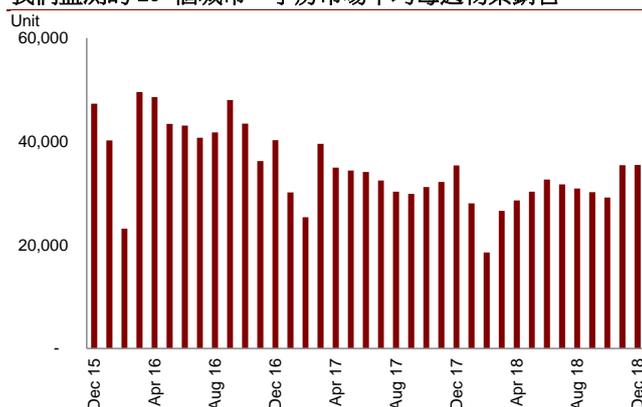


資料來源：彭博

## ■ 行業評論

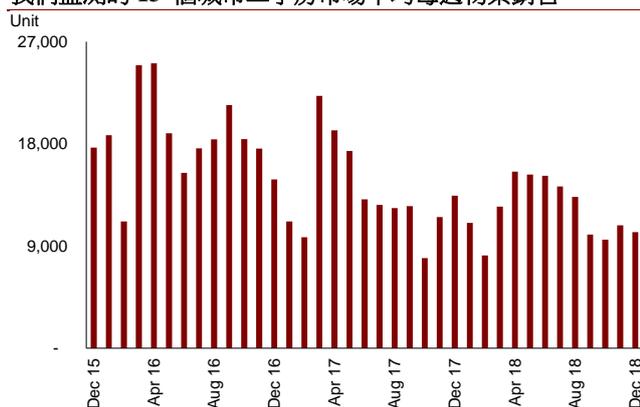
**房地產：**上週，一手房市場的商品住宅銷售回落，而二手房市場的商品住宅銷售反彈。15 家開發商權重價格指數週環比上升 3.17%，跑贏恆生指數和恆生國企指數（分別上升 0.12% 和下降 0.10%），主要由於市場預期政府部門將公布利好房地產市場和國內開發商融資的政策。另外，首套房貸款利率連升 22 個月後觸頂。我們預期 2019 年房貸利率將逐步回落，但短期內不會顯著下降。

我們監測的 29 個城市一手房市場平均每週物業銷售



數據源：Wind、工銀國際

我們監測的 13 個城市二手房市場平均每週物業銷售



數據源：Wind、工銀國際

**化藥行業：**近期發生的幾起藥品質量事件，比如長生生物(002680.SZ)，華海藥業(600521.SH)和復星醫藥(600196.SH/2196.HK)，將行業拖入至暗時刻。守住行業發展底線至關重要。《藥品管理法》修正案提出將通過對相關責任人處以更高的罰款和更嚴厲的懲處以加強行業監管（國家醫保局最近宣布，將對長生生物處以 91 億元人民幣的罰款，並吊銷該公司疫苗生產的 GMP。此外，14 名負責疫苗批簽發的管理人員被禁止繼續從事藥品業務）。我們預計藥品質量的提高（人心所向）將會略微壓縮企業毛利水平。

## ■ 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

美股對港股的影響比 A 股更為明顯，近期美股快速下跌面對港股影響較大。中美貿易爭端的進展對全球經濟有較大影響，而華為 CFO 案件的發展對中美貿易爭端有重要象徵意義。在貿易爭端未有明確信息的情況，我們建議中低配港股。

同樣 A 股下月走勢會受到中美貿易爭端影響。但目前 A 股成交量極低，顯示多空雙方勢力均有限。在 A 股，由於散戶偏多，而在當前市場情況下，獲利盤較少，下行壓力相對較小，我們建議中配 A 股。

之前市場認為存在特朗普看跌期權，即當美股下跌的時候，特朗普會干預美聯儲的加息節奏，而目前結果顯示特朗普對美聯儲的干預作用有限。美股在 12 月並沒有重大利空消息的情況下，仍然有較大下行，顯示市場對美股的看法發生較大變化。如果中美貿易爭端沒有改善的情況下，我們依然建議中低配美股。

歐盟與英國達成脫歐協議，但英國議會的投票被推遲，顯示英國脫歐存在較大變數。如果 1 月英國出現硬脫歐則對歐洲股市會有較大影響，我們建議中偏低配歐股。

1 月，建議中低配美股、歐股和港股，中配 A 股。

### 主要指數

	12 月 20 日	1 個月變動	3 個月變動	年初至今變動
上證綜指	2,536.3	-2.0%	-10.1%	-23.3%
恆生指數	25,623.5	-3.3%	-7.8%	-14.4%
國企指數	10,090.8	-5.0%	-8.4%	-13.8%
美國道瓊斯指數	22,859.6	-10.5%	-13.6%	-7.5%
美國納斯達克指數	6,528.4	-10.9%	-18.9%	-5.4%
標普 500 指數	2,467.4	-10.6%	-15.3%	-7.7%
英國富時 100 指數	6,711.9	-3.8%	-10.6%	-12.7%
德國 DAX 指數	10,611.1	-5.7%	-13.4%	-17.9%
法國 CAC 指數	4,692.5	-6.2%	-14.6%	-11.7%
日經指數	20,392.6	-8.8%	-15.5%	-10.4%

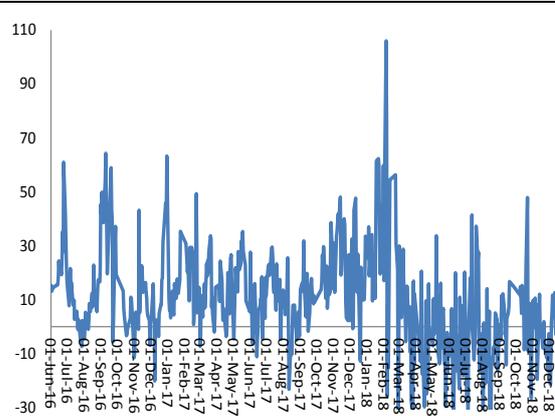
資料來源：彭博

### 恆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

前段時間，發改委出台政策支持企業發債，不過我們認為這對房地產商的影響有限，因為滿足條件的地產商較少，而且融資資金不能用於商業地產項目投資。除此之外，我們也注意到有地方政府邊際放鬆地產調控政策，但在中央嚴防地產泡沫下，我們認為價格放鬆的空間不大，但量的放鬆則有可能，對於此前高價買地的地產商毛利影響或較大。我們對於整個行業依然審慎，但建議可以關注一些財務較為穩健的地產商。

對於銀行 AT1，我們認為或仍將受到避險情緒的支撐。從基本面來看，國有銀行資本充足率仍較高，不良貸款率仍可控，撥備覆蓋率也在上升。銀行 AT1 供應風險在上升，主要因為：（1）現存 AT1 的贖回在融資；（2）增強資本應對各項監管。我們偏向第一個贖回期較短的國有銀行 AT1，因為其有較高的票息重設利差，以及不贖回風險較低。

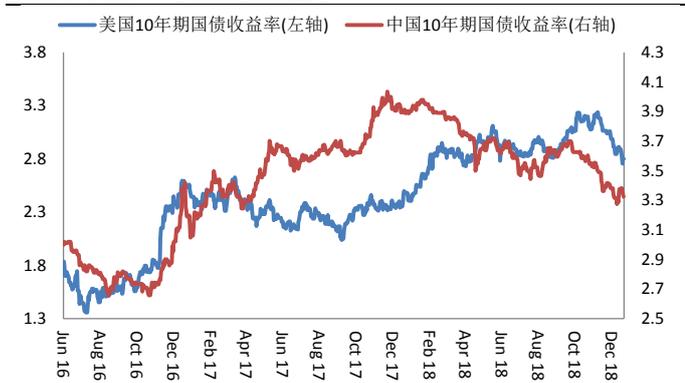
建議可以關注一些財務較為穩健的地產商，我們也偏向第一個贖回期較短的國有銀行 AT1。

### 債券市場

	12月20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)	2.81	-18	-25	40
歐元區 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	0.23	-9	-24	-20
日本 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	0.03	-7	-10	-2
中國 10 年期國債收益率 (變化 BPs)	3.34	-4	-29	-57
巴克萊全球債券指數	476.3	1.5%	0.6%	-1.7%
摩根大通新興市場債券指數	771.5	1.6%	-1.1%	-4.5%
iBoxx 中資美元債指數	212.5	0.9%	0.5%	-1.1%
iBoxx 中資美元債指數 (投資級別)	189.6	0.8%	1.0%	0.0%
iBoxx 中資美元債指數 (高收益)	278.8	1.1%	-1.2%	-4.4%

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

### 商品市場

我們預期全球風險偏好仍將處於高位，同時在美聯儲加息步伐放緩，以及市場對於美國經濟擔憂加大下，美元指數易下難上，這些均有利於金價繼續反彈。

全球經濟增速放緩對於原油需求的拖累或將繼續顯現，加上 OPEC 減產在 1 月份才會有所行動，且減產力度仍有較大不確定性，我們維持對油價的低配。

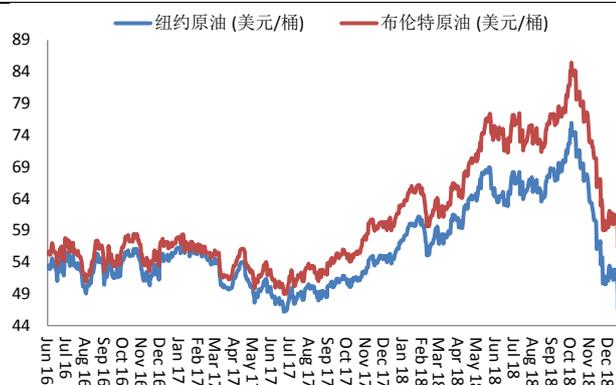
我們建議投資者中高配黃金，低配石油。

#### 大宗商品及外匯

	12 月 20 日	1 個月變動	3 個月變動	年初至今變動
紐約原油 (美元/桶)	45.88	-10.2%	-36.9%	-20.1%
布倫特原油 (美元/桶)	54.35	-8.6%	-33.6%	-13.7%
現貨金 (美元/安士)	1,262.67	3.4%	5.9%	-3.3%
現貨銀 (美元/安士)	14.76	4.0%	0.8%	-12.8%
現貨鉑 (美元/安士)	795.18	-0.4%	-2.5%	-14.3%
銅 (3 個月) (美元/公噸)	6,000.00	-3.2%	-4.1%	-17.2%
鋁 (3 個月) (美元/公噸)	1,912.00	-2.3%	-7.3%	-15.7%
CRB 大宗商品指數	172.66	-5.0%	-11.5%	-10.9%
3 個月 TED 利差 (基點)	39.53	0.4%	95.7%	24.1%
波動率指數	28.38	57.1%	134.2%	157.1%
美元指數	96.27	-1.0%	1.2%	4.5%
美元/人民幣	6.88	-1.1%	0.2%	5.8%
歐元/美元	1.14	1.1%	-1.4%	-4.7%
美元/日元	111.28	-2.0%	-2.1%	-1.3%
CFETS 人民幣指數	93.28	1.2%	1.0%	-1.7%

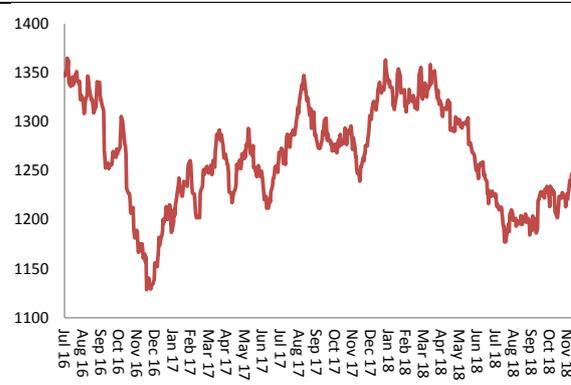
資料來源：彭博

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	2.6780	2.8880	3.0330	3.3250	3.3240	3.843
美國	2.6265	2.6578	2.6710	2.7282	2.8030	3.0377
歐元區	-0.6350	-0.5520	-0.3030	-0.1100	0.2280	0.834
日本	-0.1750	-0.1320	-0.1260	-0.1090	0.0460	0.734

資料來源：彭博（截止至 2018 年 12 月 20 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	2.4860	2.6490	3.1540	3.2090	3.2840	3.5170
美國	2.1818	2.3681	2.4794	2.7896	2.8709	3.0528
歐元區	-0.4580	-0.4299	-0.4156	-0.3499	-0.3174	-0.2149
日本	-0.0900	-0.0975	-0.1913	-0.0925	-0.0005	0.1043
香港	1.3129	1.4529	2.3471	2.3957	2.4907	2.7721
離岸人民幣	1.6257	2.4953	3.0600	3.4283	3.5707	3.8293

資料來源：彭博（截止至 2018 年 12 月 20 日）

## ■ 資產配置建議

資產類別	地區	建議	配置說明
股票	香港		美股對港股的影響比 A 股更為明顯，近期美股快速下跌面對港股影響較大。中美貿易爭端的進展對全球經濟有較大影響，而華為 CFO 案件的發展對中美貿易爭端有重要象徵意義。在貿易爭端未有明確信息的情況，我們建議中低配港股。
	A 股		同樣 A 股下月走勢會受到中美貿易爭端影響。但目前 A 股成交量極低，顯示多空雙方勢力均有限。在 A 股，由於散戶偏多，而在當前市場情況下，獲利盤較少，下行壓力相對較小，我們建議中配 A 股。
	美國		之前市場認為存在特朗普看跌期權，即當美股下跌的時候，特朗普會干預美聯儲的加息節奏，而目前結果顯示特朗普對美聯儲的干預作用有限。而美股在 12 月並沒有重大利空消息的情況下，仍然有較大下行，顯示市場對美股的看法發生較大變化。如果中美貿易爭端沒有改善的情況下，我們依然建議中低配美股。
	歐洲		歐盟與英國達成脫歐協議，但英國議會的投票被推遲，顯示英國脫歐存在較大變數。如果 1 月英國出現硬脫歐則對歐洲股市會有較大影響，我們建議中偏低配歐股。
債券	地產債		在中央嚴防地產泡沫下，我們認為價格放鬆的空間不大，但量的放鬆則有可能，對於此前高價買地的地產商毛利影響或較大。我們對於整個行業依然審慎，但建議可以關注一些財務較為穩健的地產商。
	國有銀行 AT1		我們偏向第一個贖回期較短的國有銀行 AT1，因為其有較高的票息重設利差，以及不贖回風險較低。
大宗商品	黃金		我們預期全球風險偏好仍將處於高位，同時在美聯儲加息步伐放緩，以及市場對於美國經濟擔憂加大下，美元指數易下難上，這些均有利於金價繼續反彈。
	石油		全球經濟增速放緩對於原油需求的拖累或將繼續顯現，加上 OPEC 減產在 1 月份才會有所行動，且減產力度仍有較大的不確定性，我們維持對油價的低配。

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。