

您身邊的銀行 可信賴的銀行



私人銀行觀點 (2022年9月刊)



網站 www.icbc.com.mo
服務熱線 889 95588

ICBC  工銀澳門

私人银行观点 (2022年9月刊)

鲍威尔鹰派表态加大市场压力

(工银澳门私人银行 数据截止至 2022 年 8 月 31 日)

鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的发言，彻底打消了市场过早产生的对于美联储放缓收紧政策的预期。根据鲍威尔的表态，美联储关注的不仅仅是一两个月的数据，加息将继续推进。因此，即使 9 月初公布的美国 CPI 数据延续了下降趋势，也并不能改变美联储近期的鹰派观点。至少在美国联储下一次召开议息会议之前，全球资本市场流动性预期都将呈现偏紧的情况。美股或延续调整的走势。A 股方面，在经济数据显著回暖和各项支持性政策的支撑下，我们看好 A 股市场的反弹。随着中国宏观经济数据的普遍反弹，稳增长政策的有效性以及持续性得到进一步确认，A 股风险偏好有望进一步提升。港股方面，由于美联储继续保持鹰派立场纠正市场预期，港股市场资金偏紧的情况也将延续。我们建议仍然以防御性策略为主，重点关注公用事业、电信服务及日常消费等防御行业。本轮稳增长政策着力点仍然是以财政和基建为主，相关板块可继续受益。

我们认为 9 月份加息 75 个基点的概率明显上升。从鲍威尔在 Jackson Hole 会议上讲话中可以看到美联储对于通胀的风险还是非常的警惕，他提到美联储也不会因为一两个月的数据而有所动摇，鲍威尔以坚定的态度表达了美联储对抗通胀失控的决心，他称历史的经验强烈警告我们不要过早放松政策，FOMC 与会官员最新预计，到 2023 年底联邦基金利率的中值略低于 4%，这显示 2023 年可能不会降息，使得市场上调了对于美联储后续加息幅度和高利率持续时间的预期，这或将给高评级债券带来一定压力。另外，兰州建投信用事件或将影响城投板块情绪，后续处理情况值得关注。整体来看，在内地经济和地产销售疲弱的背景下，地方政府税收和土地出让金收入都受到影响，一定程度上影响到地方政府的财政能力。城投作为地方政府完成部分政府职能和推行逆周期政策的抓手，面临的开支压力仍然较大，加大了城投平台偿付风险。

欧佩克及其联盟的月度会议决定将 10 月产量配额下调 10 万桶/天至 8 月的水平，这也是欧佩克自 2021 年以来首次减产，意味着欧佩克目前首要目标仍是保持油价相对高位。同时美国创纪录的战略石油库存释放也将于 9 月底结束，我们预计供应隐忧仍将支持油价高位震荡，维持 2022 年布伦特平均油价 108 美元/桶的预测不变。

尊敬的客户，您好！

首先，我们要衷心感谢您对工银澳门长久以来的信任和支持！欢迎您选择工银澳门私人银行服务！

为了让您了解最新的市场信息及投资分析，享受私人银行客户的专属服务，我行按月发布《私人银行观点》，内容包括焦点评论、环球金融市场回顾、行业评论、重要经济数据回顾与展望、以及资产配置建议，希望该刊物能让您更好地了解市场，为您提供前瞻性的建议，帮助您作出投资决策。

在此需要特别提醒您的是，任何投资活动及金融工具都有风险，包括流动性风险、市场和利率风险、政策风险、经济周期风险、信用风险、再投资风险等。

如果有任何的疑问及建议，也欢迎您随时致电本行，我们期待着与您共同完善工银澳门《私人银行观点》。

工银澳门私人银行

目 录

环球金融市场回顾.....	4
行业评论.....	7
重要经济数据回顾与展望.....	8
短期策略.....	9
国债收益率及银行间利率.....	12
资产配置建议.....	13
免责声明.....	14

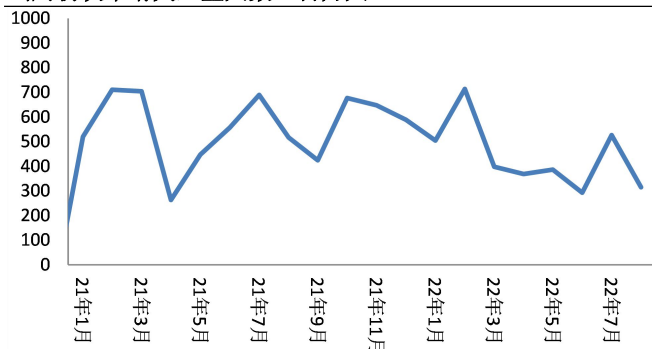
■ 全球金融市场回顾

美国

**美联储偏鹰派，美股
下跌，美国 10 年期国
债收益率大幅上行**

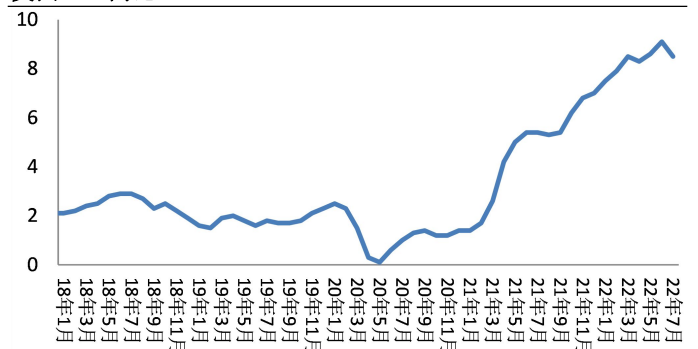
美国方面，虽然 8 月公布的美国 7 月 CPI 略有回落，美联储态度依然鹰派。对于低于预期的 CPI 通胀率，多名美联储官员表示不会动摇美联储今、明两年利率上行的走向。美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 央行行长会议上表示，一个月的通胀改善并不能认为是通胀下降的标志，美联储关注的不仅仅是一两个月的数据，加息将继续推进，直到通胀率下降到接近 2% 的长期目标。这强化了市场对美联储继续大幅加息的预期，我们宏观团队预测 9 月加息 75 个基点的概率较高。美联储略超预期的鹰派表态也体现在了资本市场的表现上，美股在 8 月最后两周出现回调，8 月呈现冲高回落态势，整体出现下跌，标普 500 和纳斯达克分别下行 4.2% 和 4.6%。10 年期美国国债收益率大幅上行 54 个基点。

当周初次申请失业金人数（百万人）



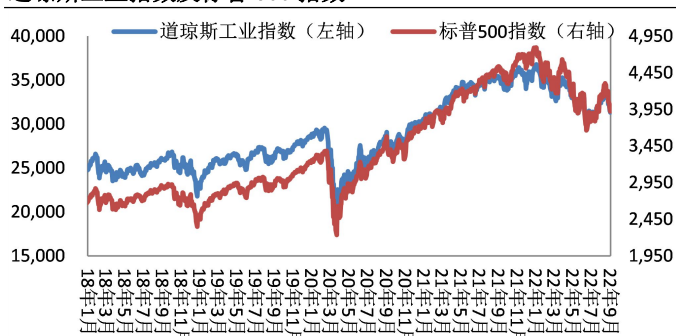
资料来源：彭博

美国 CPI 同比



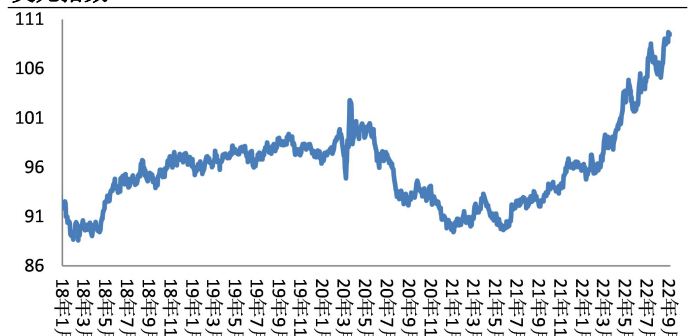
资料来源：彭博

道琼斯工业指数及标普 500 指数



资料来源：彭博

美元指数



资料来源：彭博

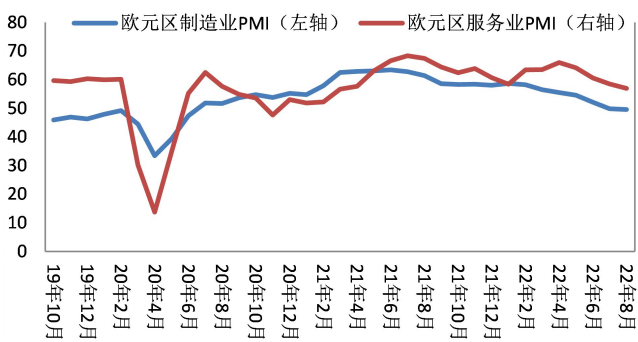
■ 全球金融市场回顾

欧洲

8月欧股继续下跌，泛欧斯托克600上行5.3%。英国富时100、法国CAC及德国Dax分别下跌了1.9%/5.0%/4.8%。10年期欧元区公债收益率大幅上行72个基点，主要受到能源冲击等导致的通胀居高不下，及央行鹰派声明的推动。

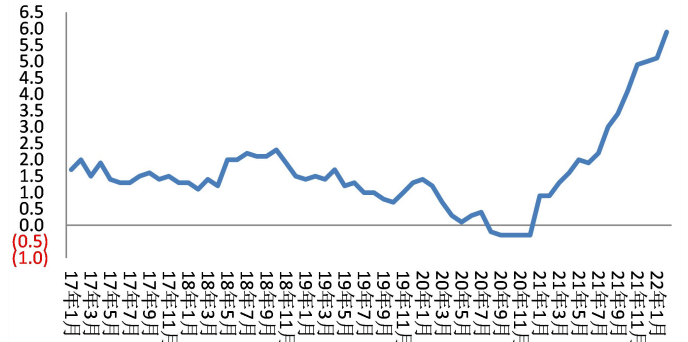
8月欧股下行，欧元区公债收益率大幅攀升

欧元区制造业 PMI 及欧元区服务业 PMI



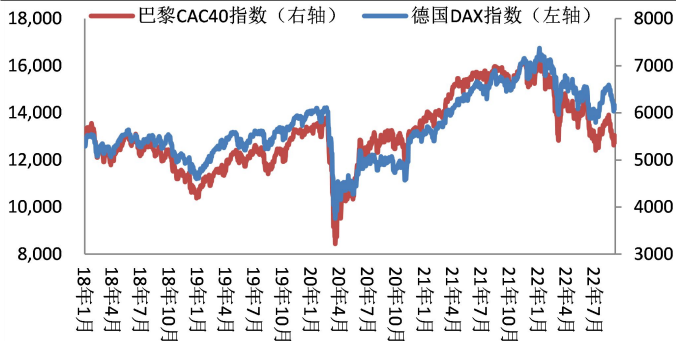
资料来源：彭博

欧元区 CPI 同比



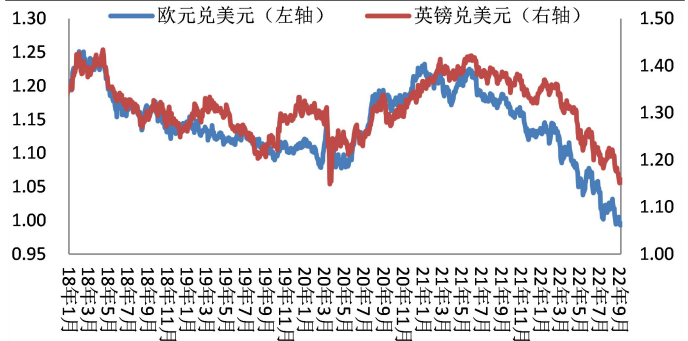
资料来源：彭博

德国 DAX 指数及巴黎 CAC40 指数



资料来源：彭博

欧元兑美元及英镑兑美元



资料来源：彭博

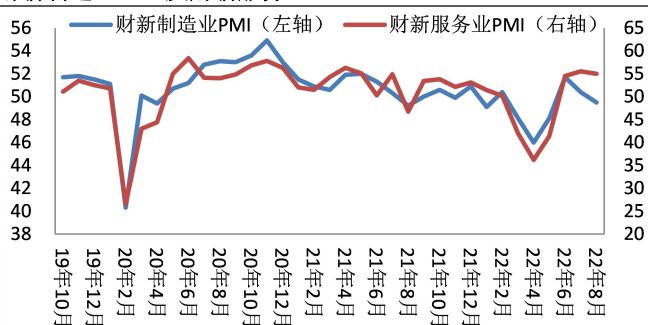
■ 全球金融市场回顾

内地/香港

A 股港股小幅调整

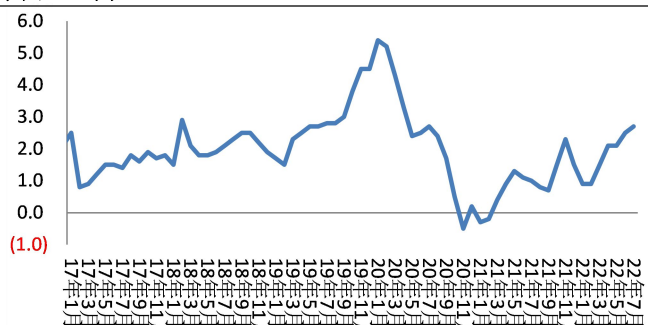
中国方面，由于 7 月宏观经济复苏整体不及预期，叠加对于近期高温缺水增加限电停产的担忧，中国市场在 8 月经历了一定的调整，出现了小幅下跌，A 股和港股市场分别下行 1.6% 和 1.0%。所幸 8.24 国常会的召开对港股形成了一定政策托底的效用。继 523 国常会推出稳增长 33 条之后，824 国常会再推稳增长 19 条，是下半年疫情再次反复、地产风险释放导致经济复苏出现波动之后，又一次有力的稳增长政策组合出台。指数方面，8 月上证指数、深证指数和万得全 A 分别下跌了 1.6%、3.7% 和 2.9%。港股方面，恒生指数、恒生综指和恒生内地 100 指数分别下跌 1.0%、1.1% 和 0.3%。

财新制造业 PMI 及财新服务业 PMI



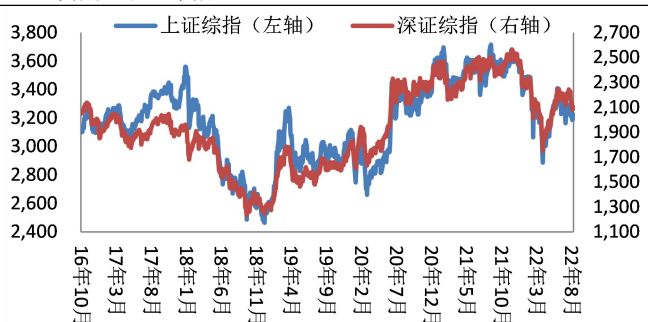
资料来源：彭博

中国 CPI 同比



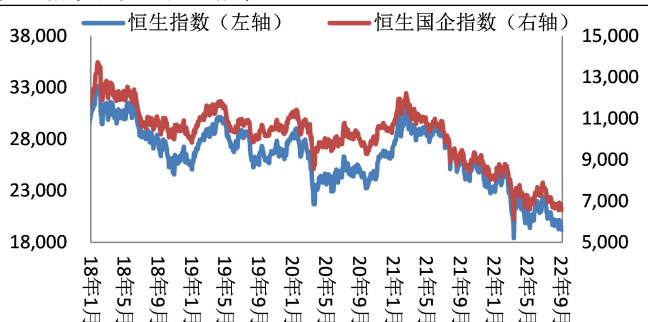
资料来源：彭博

上证综指及深证综指



资料来源：彭博

恒生指数和恒生国企指数



资料来源：彭博

■ 重要经济数据回顾与展望

房地产行业：国家统计局数据显示，全国商品房销售在7月份继续下滑且有更多城市房价环比下降，其中二线城市降幅最大。在我们看来，这也是导致房地产开发和投资停滞不前，土地交易减少，库存减少放缓的主要原因。同时我们注意到行业融资环境依然疲软而境内银行贷款/自筹资金录得年内降幅最大。尽管地方政府在7月份加快推出一系列支持刚需和改善性住房需求的政策，但在当前形势下，开发商的财务状况改善尚需时日。我们预计未来几个月会有更多专注于帮助开发商稳定其运营和住宅项目开发的政策推出。

可再生能源行业：四川的工业企业早前被要求进行停产措施以防止热浪和干旱天气引起的潜在水电电力供应紧张。我们认为全国性限电的可能性很低因为1) 今年政府工作报告中提到能耗强度目标的执行需留有适当弹性；2) 煤电发电企业的经营环境在改善。多晶硅价格可能会保持在高位，因为四川目前多晶硅产量占全球供应量的14%。因此，上游多晶硅生产商，如大全新能源(DQ US)和协鑫科技(3800 HK)将受益于四川方面的情况。另外煤电企业将受益于高峰用电需求的增加和煤炭价格的下跌。此外我们预计限电将有助于加快光伏分布式项目的推进，因为分布式光伏项目不会计入政府能耗强度目标。另一方面，组件生产商将持续受到负面影响，因为他们难以将增加的成本转嫁到下游运营商。

保险业：1-7月寿险保费增速依然疲弱，但7月单月保费增速小幅回升，呈现逐步复苏态势。增长主要由储蓄型产品推动，因此，新增保费增长对新业务价值增长的贡献有限，财险保费增长继续呈现稳健增长态势。受惠于消费政策利好的新车销售回升，车险保费增长平稳，非车险继续领跑总保费增长。值得期待的保费增长前景和资产端的监管支持措施将支撑近期估值。

银行业：因为房地产业和疫情的冲击，中国经济在上半年面临不小的压力，政府也相应推出保增长政策。在此背景下，行业存款增速，特别是大型银行存款增速明显提升，但主要是定期存款和储蓄存款增速较快。这是因为实际经济净气度不高，贷款也受此不小影响。目前贷款增速和中长期贷款占比下降，LPR下调，贷款利率上浮减少，而且按揭贷款利率大幅下降。我们预计各家银行息差均会小幅缩小，净利息收入增速要低于生息资产增速。估计上半年主要银行手续费收入增长温和，费用收入比平稳，预计拨备前利润将会低速增长。目前的经济压力会推高不良贷款形成率，但银行可以通过目前的拨备覆盖缓冲拨备支出压力，信贷成本应不会明显上升。预计主要内地银行的净利润在上半年和全年都会是低速增长，不过不良形成和拨备政策有很大不确定性，本报告的业绩前瞻，主要是为投资者提供分析的视角和思路。目前内银股估值已包含十分悲观的预期，我们预测要远好于此预期，维持跑赢大市评级。

重要经济数据回顾与展望

上月重要经济数据回顾

公布时间	国家/地区	经济指标	预估值	实际值
2022-08-05	美国	7月失业率:季调(%)	3.6	3.5
2022-08-05	美国	7月新增非农就业人数:季调(千人)	250.0	526.0
2022-08-10	中国	7月CPI:同比(%)	2.9	2.7
2022-08-10	美国	7月CPI:同比(%)	8.7	8.5
2022-08-10	美国	7月核心CPI:同比(%)	6.1	5.9
2022-08-11	美国	7月核心PPI:季调:同比(%)		8.5
2022-08-12	中国	7月M2:同比(%)	11.6	12.0
2022-08-12	中国	7月社会融资规模:当月值(亿元)		7561.0
2022-08-12	中国	7月新增人民币贷款(亿元)	11175.0	6790.0
2022-08-15	中国	7月工业增加值:当月同比(%)	4.6	3.8
2022-08-15	中国	7月固定资产投资:累计同比(%)	6.2	5.7
2022-08-15	中国	7月社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.3	2.7
2022-08-18	欧盟	7月欧元区:CPI:同比(%)	8.9	8.9
2022-08-25	美国	第二季度GDP(预估):环比折年率(%)		-0.6

数据源: 彭博和万得

本月重要经济数据

公布时间	国家/地区	经济指标	预估值	前值
2022-09-02	美国	8月失业率:季调(%)	3.5	3.5
2022-09-02	美国	8月新增非农就业人数:季调(千人)	300.0	526.0
2022-09-09	中国	8月CPI:同比(%)	2.8	2.7
2022-09-09	中国	8月PPI:同比(%)	3.0	4.2
2022-09-13	中国	8月社会融资规模存量:同比		10.7
2022-09-13	中国	8月新增人民币贷款(亿元)	13618.2	6790.0
2022-09-13	美国	8月CPI:同比(%)	8.7	8.5
2022-09-13	美国	8月核心CPI:季调:环比	0.3	0.3
2022-09-13	美国	8月核心CPI:同比(%)	6.1	5.9
2022-09-16	中国	8月工业增加值:当月同比(%)	4.0	3.8
2022-09-16	中国	8月固定资产投资:累计同比(%)	5.2	5.7
2022-09-16	中国	8月社会消费品零售总额:当月同比(%)	4.2	2.7
2022-09-16	欧盟	8月欧元区:CPI:同比(%)	9.1	8.9
2022-09-21	美国	联邦基金目标利率		2.5
2022-09-29	美国	第二季度GDP(终值):环比折年率(%)		-1.6

数据源: 彭博和万得

■ 短期策略 股票市场

在 Jackson Hole 会议上鲍威尔简短的发言，彻底打消了市场过早产生的对于美联储放缓收紧政策的预期。根据鲍威尔的表态，美联储关注的不仅仅是一两个月的数据，加息将继续推进。因此，即使 9 月初公布的美国 CPI 数据延续了下降趋势，也并不能改变美联储近期的鹰派观点。至少在美国联储下一次召开议息会议之前，全球资本市场流动性预期都将呈现偏紧的情况。美股或延续调整的走势。

A 股方面，在经济数据显著回暖和各项支持性政策的支撑下，我们看好 A 股市场的反弹。随着中国宏观经济数据的普遍反弹，稳增长政策的有效性以及持续性得到进一步确认，A 股风险偏好有望进一步提升。

港股方面，由于美联储继续保持鹰派立场纠正市场预期，港股市场资金偏紧的情况也将延续。我们建议仍然以防御性策略为主，重点关注公用事业、电信服务及日常消费等防御行业。本轮稳增长政策着力点仍然是以财政和基建为主，相关板块可继续受益。

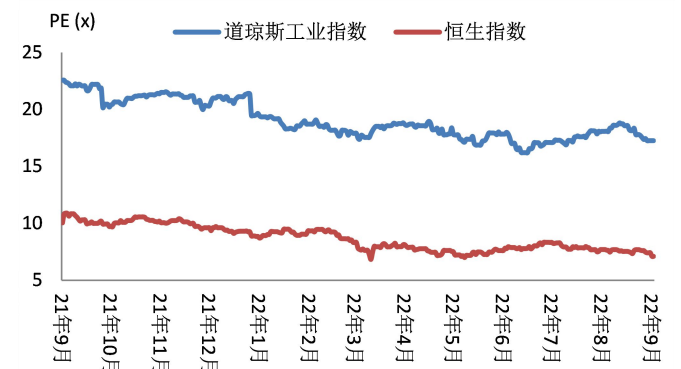
建议中高配
A 股，中配
港股，中低
配美股

主要指数

	8 月 31 日	1 个月变动	3 个月变动	年初至今变动
上证综指	3,202.1	-1.6%	0.5%	-12.0%
恒生指数	19,954.4	-1.0%	-6.8%	-14.7%
国企指数	6,865.1	-0.3%	-7.4%	-16.6%
美国道琼斯指数	31,510.4	-4.1%	-4.5%	-13.3%
美国纳斯达克指数	11,816.2	-4.6%	-2.2%	-24.5%
标普 500 指数	3,955.0	-4.2%	-4.3%	-17.0%
英国富时 100 指数	7,284.2	-1.9%	-4.3%	-1.4%
德国 DAX 指数	12,835.0	-4.8%	-10.8%	-19.2%
法国 CAC 指数	6,125.1	-5.0%	-5.3%	-14.4%
日经指数	28,091.5	1.0%	3.0%	-2.4%

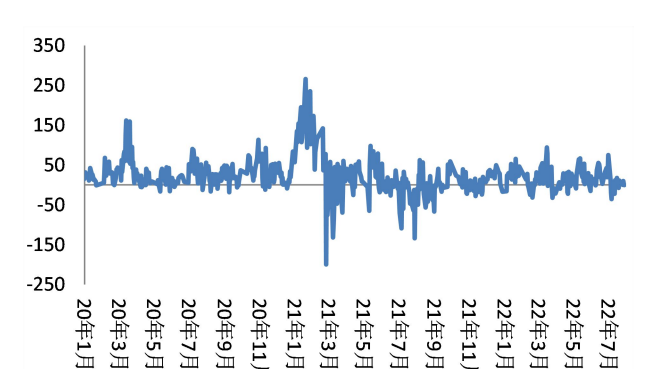
数据来源：彭博

恒生指数及道琼斯指数 PE



资料来源：彭博

港股通:当日买入成交净额(港币)



资料来源：万得

■ 短期策略

债券市场

建议对城投
债保持审慎

我们认为美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上发表鹰派的讲话后，9 月份加息 75 个基点的概率明显上行。在这个年会之前，市场看到 7 月份的通胀数据是有所下行的，另外其他的经济数据其实也是有所转弱，所以市场原先估计美联储可能在 9 月份的会议上可能将加息幅度从 75 个基点下调至 50 个基点。但是从鲍威尔在 Jackson Hole 会议上讲话中可以看到美联储对于通胀的风险还是非常的警惕，他提到美联储也不会因为一两个月的数据而有所动摇，鲍威尔以坚定的态度表达了美联储对抗通胀失控的决心，他称历史的经验强烈警告我们不要过早放松政策，FOMC 与会官员最新预计，到 2023 年底联邦基金利率的中值略低于 4%，这显示 2023 年可能不会降息，使得市场上调了对于美联储后续加息幅度和高利率持续时间的预期，这或将给高评级债券带来一定压力。

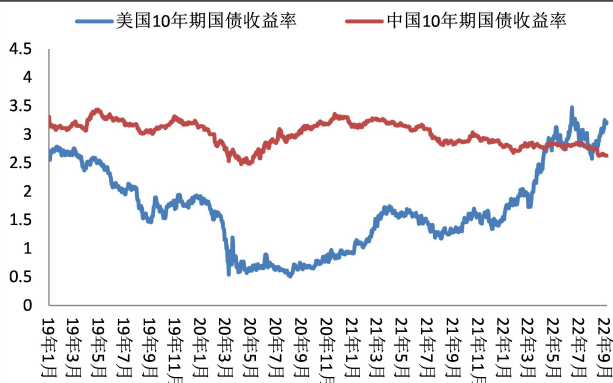
8 月末，兰州建投一笔在岸债券未能及时汇入偿还资金引发技术性违约，虽然其在最后时刻完成兑付，不过市场认为这反应其存在资金压力和周转困难，加上其到期压力大，以及融资进展尚未取得有效进展，市场对其债务风险担忧仍大，并波及到甘肃省其他城投平台美元债。兰州建投信用事件或将影响城投板块情绪，后续处理情况值得关注。整体来看，在内地经济和地产销售疲弱的背景下，地方政府税收和土地出让金收入都受到影响，一定程度上影响到地方政府支持能力。城投作为地方政府完成部分政府职能和推行逆周期政策的抓手，面临的开支压力仍大，加大了城投平台偿付风险。

债券市场

	8 月 31 日	1 个月变动	3 个月变动	年初至今变动
美国 10 年期国债收益率	3.19	54	35	168
欧元区 10 年期国债收益率	1.5	72	42	172
日本 10 年期国债收益率	0.2	4	-2	16
中国 10 年期国债收益率	2.64	-12	-15	-14
巴克莱全球债券指数	449.6	-3.9%	-5.1%	-15.6%
摩根大通新兴市场债券指数	761.3	-1.2%	-3.7%	-17.2%
iBoxx 中资美元债指数	210.6	0.2%	-2.8%	-10.4%
iBoxx 中资美元债指数 (投资级别)	204.7	-0.6%	-1.8%	-7.3%
iBoxx 中资美元债指数 (高收益)	203.0	4.8%	-7.5%	-23.0%

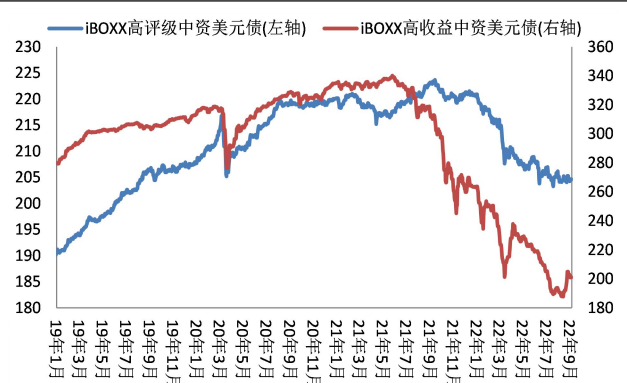
数据来源：彭博

美国和中国 10 年期国债收益率



资料来源：彭博

iBOXX 高评级和高收益中资美元债表现



资料来源：彭博

■ 短期策略

商品市场

我们建议投资者
高配石油

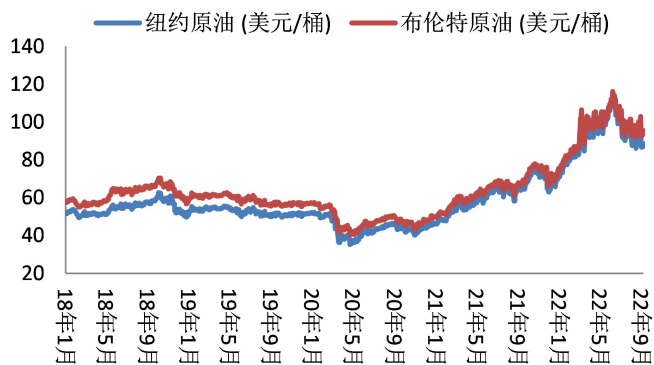
欧佩克及其联盟的月度会议决定将 10 月产量配额下调 10 万桶/天至 8 月的水平，这也是欧佩克自 2021 年以来首次减产，意味着欧佩克目前首要目标仍是保持油价相对高位。同时美国创纪录的战略石油库存释放也将于 9 月底结束，我们预计供应隐忧仍将支持油价高位震荡，维持 2022 年布伦特平均油价 108 美元/桶的预测不变。

大宗商品及外汇

	8 月 31 日	1 个月变动	3 个月变动	年初至今变动
纽约原油 (美元/桶)	89.55	-7.4%	-15.6%	26.2%
布伦特原油 (美元/桶)	95.64	-5.7%	-11.2%	29.5%
现货金 (美元/安士)	1716.22	-2.7%	-7.0%	-6.0%
现货银 (美元/安士)	17.99	-11.6%	-16.5%	-22.8%
现货铂 (美元/安士)	848.94	-5.6%	-12.4%	-12.4%
铜 (3 个月) (美元/公吨)	7801.50	-1.5%	-17.4%	-19.7%
铝 (3 个月) (美元/公吨)	2359.00	-5.2%	-15.4%	-16.0%
CRB 大宗商品指数	290.41	-0.6%	-8.3%	25.0%
波动率指数	25.87	21.3%	-1.2%	50.2%
美元指数	108.70	2.6%	6.8%	13.6%
美元/人民币	6.89	2.2%	3.3%	8.4%
欧元/美元	1.01	-1.6%	-6.3%	-11.6%
美元/日元	138.96	4.3%	8.0%	20.8%
CFETS 人民币指数	101.62	-1.0%	0.8%	-0.8%

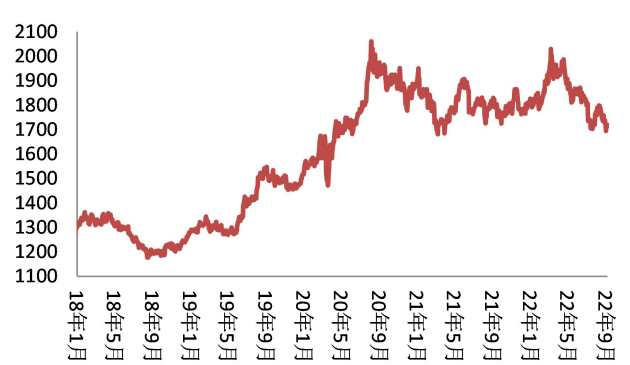
数据来源: 彭博

纽约原油和布伦特原油走势



资料来源: 彭博

现货金价走势 (美元/安士)



资料来源: 彭博

■ 国债收益率及银行间利率

国债收益率

国家/地区	1 年期	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	30 年期
中国	1.6630	2.1400	2.3850	2.5980	2.6260	3.083
美国	3.4072	3.4768	3.3306	3.2990	3.2139	3.3574
欧元区	0.7980	1.1120	1.3540	1.3710	1.5630	1.71
日本	-0.1650	-0.0870	0.0230	0.1460	0.2410	1.246

数据源：彭博（截止至 2022 年 9 月 6 日）

银行间拆借利率

货币	1 天	1 周	1 个月	3 个月	6 个月	1 年
人民币	1.0330	1.4090	1.5000	1.6000	1.7500	1.9710
美元	2.3147	0.0764	2.6557	3.1581	3.7366	4.2206
欧元	-0.6496	-0.5941	-0.6194	-0.5806	-0.5560	-0.4857
日元	-0.0922	-0.0757	-0.0463	-0.0188	0.0433	0.0487
港币	1.0132	1.3573	1.9104	2.7223	3.3990	3.7907
离岸人民币	1.6357	2.2210	2.4949	2.5818	2.6844	2.9170

数据源：彭博（截止至 2022 年 9 月 6 日）

■ 资产配置建议

资产类别	地区	建议	配置说明
股票	香港	<p>低配 中配 高配</p>	<p>港股方面，由于美联储继续保持鹰派立场纠正市场预期，港股市场资金偏紧的情况也将延续。我们建议仍然以防御性策略为主，重点关注公用事业、电信服务及日常消费等防御行业。本轮稳增长政策着力点仍然是以财政和基建为主，相关板块可继续受益。</p>
	A 股	<p>低配 中配 高配</p>	<p>在经济数据显著回暖和各项支持性政策的支撑下，我们看好 A 股市场的反弹。随着中国宏观经济数据的普遍反弹，稳增长政策的有效性以及持续性得到进一步确认，A 股风险偏好有望进一步提升。</p>
	美国	<p>低配 中配 高配</p>	<p>即使 9 月初公布的美国 CPI 数据延续了下降趋势，也不能改变美联储近期的鹰派观点。至少在美联储下一次召开议息会议之前，全球资本市场流动性预期都将呈现偏紧的情况。美股或延续调整的走势。</p>
	欧洲	<p>低配 中配 高配</p>	<p>8 月欧股继续下跌，泛欧斯托克 600 上行 5.3%。英国富时 100、法国 CAC 及德国 Dax 分别下跌了 1.9%/5.0%/4.8%。鉴于能源冲击持续，我们对欧股继续持谨慎态度。</p>
债券	城投债	<p>低配 中配 高配</p>	<p>兰州建投信用事件或将影响城投板块情绪，后续处理情况值得关注。整体来看，在内地经济和地产销售疲弱的背景下，地方政府税收和土地出让金收入都受到影响，一定程度上影响到地方政府支持能力。城投作为地方政府完成部分政府职能和推行逆周期政策的抓手，面临的开支压力仍大，加大了城投平台偿付风险。</p>
大宗商品	石油	<p>低配 中配 高配</p>	<p>欧佩克及其联盟的月度会议决定将 10 月产量配额下调 10 万桶/天至 8 月的水平，这也是欧佩克自 2021 年以来首次减产，意味着欧佩克目前首要目标仍是保持油价相对高位。同时美国创纪录的战略石油库存释放也将于 9 月底结束，我们预计供应隐忧仍将支持油价高位震荡，维持 2022 年布伦特平均油价 108 美元/桶的预测不变。</p>

注：高配：相关资产相对表现或较佳、中配：相关资产表现或持平、低配：相关资产相对表现或较差

■ 免责声明

- 本报告由中国工商银行(澳门)股份有限公司 (“银行”) 提供, 内含之资料, 乃从相信属可靠之来源搜集, 而当中之意见仅供参考之用, 意见内容不一定代表银行之见解。报告的内容并非 (亦不可作为) 买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本报告的任何部份非经银行同意, 不得以任何方式复制、分发、转载使用。
- 本报告所载之意见及市场分析数据, 系依据数据制作当时情况进行分析判断, 银行已力求信息之正确与完整, 惟报告中之数据、推测或意见未经独立核对。银行对当中所载之任何资料、推测或意见, 或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺, 亦不会就使用或依赖报告所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对报告所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估, 并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。
- 本报告所提供之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定, 并在有需要时咨询独立投资顾问。报告并不拟提供专业意见, 因此不应赖以作为此方面之用途。
- 本报告并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险, 投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌, 而过往之表现亦不一定反映未来之表现。