

### 环球动向：

#### 环球经济

股市方面，中美贸易摩擦是主导今年上半年表现的重要因素，市场一度受到双方沟通协商进程良好提振，加上巴菲特在5月份的年会中发表看好股市的言论，激励股票市场持续上涨；期间虽然意大利政局问题引发欧股震荡，但科技板块表现相对强劲。除新兴股市以外，多数股市在第二季度实现上涨，尤以美国股市表现最佳。

2018年以来，股票市场表现优于债券市场、发达国家股市优于新兴市场股市、周期板块优于非周期性板块，似乎显示市场仍偏好风险性资产，但以摩根士丹利国际资本指数(MSCI)全球股票指数涨幅仅不到2%、新兴市场部分股票指数录得超过10%的跌幅，可发现市场并非全面偏好风险资产。

从第二季度实际表现来看，板块分化确实在扩大：以美国标准普尔500指数(标普500指数)为例，科技及非核心板块年内录得超过10%的涨幅，但核心消费及电信板块则接近10%的跌幅；欧洲科技及奢侈品板块分别录得接近15%及25%涨幅。

第二季度市场表现分化主要原因应与前面分析的两条主线高度相关：(1)经济周期步入尾声，但全球央行紧缩持续，股优于债的趋势尚未改变；(2)美国贸易保护疑虑持续，当中或有受害程度较大的国家及板块。两因素交迭的结果使资金寻求收益确定性最大的目标，进而导致市场分化的现象。

#### (一) 扩张步入周期性尾端

展望2018年下半年暨第三季度，整体经济扩张周期将逐渐进入尾部。从历次经济周期尾声特征来验证，我们目前观察到几个符合的现象：目前美国制造业的采购经理人指数(PMI)已从高点开始回落，5月份失业率虽创2018年以来低位，即使高频资料显示可能进一步走低，但改善空间也将逐步缩小，观察目前美国信用市场状况，AA级债券期权调整利差今年以来从0.55%扩大20个基点至0.75%，而CCC评级含以下债券期权调整利差则从8.5%收窄200个基点至6.5%，高低评级债收益率剪刀差明显，加上中低评级信用利差处于历史低位，也隐含目前周期逐步面临尾声。

如果扩张面临周期性尾声，股票市场有多少潜在涨幅？标普500指数在2000年及2007年见顶前1年表现分别约15%及12%左右，这表示只要经济扩张未实质迈入衰退，市场仍相对偏好风险性资产而非避险性资产，因此我们认为第三季度股市仍有上涨空间，但若经济数据逐步走弱，最终将传导并影响股市的趋势方向。

#### (二) 政策面临持续性博弈

货币政策方面，我们在上期报告指出目前主要发达国家央行的货币政策方向已被预期，第二季度政策的方向性更加明确。美国联储局方面，6月份议息会议虽然改变原先3月会议决策，将年内预期加息次数从3次调至4次，但基本符合市场预期；欧洲央行方面，市场原预期第三季度开始缩减购债规模，6月议息会议欧洲央行宣示年底前退出宽松的立场，但是态度仍相对谨慎；日本央行方面，市场预期日本通胀持续保持低位，央行不会改变购债规模或利率水平，6月份日本央行确实未做出任何政策的改变。

整体来看，货币政策主要是延续今年以来的趋势，政策持续性博弈的领域主要集中在财政及行政政策，其中最主要的是美国的贸易保护政策。

在与中国取得协商共识后，5月底美国突然宣布仍将计划对中国进口的美金 500 亿元商品征收 25%的关税，此举超市场预期，6月美国按计划提出中国商品美金 500 亿元关税清单，并将对科技业投资提出限制方案，同时也对其他国家发布汽车调查及可能的关税措施。为应对美国的贸易保护政策，各国/地区已经计划采取一连串的报复措施，如墨西哥已针对钢铝关税实施报复性的措施，其他国家也将在第三季度采取相应手段，这提高了政策博弈的冲突性及风险。

我们观察到美国此段时间贸易保护政策向范围广、态度强的方向发展，背后可能隐含了几个逻辑：(1) 美国国内对贸易保护的鹰派势力抬头；(2) 特朗普认为在减税后，提高关税对美国经济影响有限；(3) 贸易保护政策对拉抬民调有一定帮助。假设 3 点逻辑为真，那第三季度甚至年底前，除非各国同意对美贸易大幅让步，美国的贸易保护政策较难转向。

如果美国在第三季度实际采取提高关税动作，对美国经济及通胀影响为何？从世界银行发布的材料来看，美国进口平均关税约为 1.61% 是历年以来相对低的水平，假设美国第三季度后针对中国美金 500 亿元商品加征 25% 关税，以及未来可能对美金 2000 亿元的商品加征 10% 关税，则将对中国进口的平均关税水平从目前的 2.9% 分别上升至 5% 及 7.1%，导致整体美国关税水平将从 1.61% 分别上升至 2.01% 及 2.45%。由于关税提高将抬升进口物价，而进口物价提高将传导至生产者物价，最终至消费者物价，我们预估最终将对消费者物价指数 (CPI) 同比分别提高 0.15% 及 0.25% 左右的绝对水平。以 5 月美国 CPI 同比增速为 2.2% 测算，对中国商品美金 500 亿元及美金 2000 亿元商品分别加征 25% 及 10% 关税，CPI 同比增速将上升至 2.35% 及 2.45%，若同时对其他国家商品加征课税，则恐将进一步提高。

上面分析我们认为，即使再对中国美金 2000 亿元商品加征 10% 关税，对物价的影响性仍相对偏低，如果中美贸易摩擦仅止于此，则预期市场反应相对可控，如果双方持续加大筹码，则物价的影响将会大幅上升。若长期美国通胀上升至 3% 以上，经济冲击将加速扩大，对市场而言，政策博弈风险仍将是第三季度最值得关注点。

展望第三季度，我们认为确定性较大的市场形势如下：

(1) 以宏观经济来看，美国优于欧洲、欧洲优于新兴市场。新兴市场当中，拉丁美洲相对疲弱，隐含美国股票仍是相对较佳的股票市场。(2) 以板块获利增长来看，周期性板块获利增长仍优于非周期性板块，其中又以原材料、科技、金融获利增长速度最快，此外高股息也是资金相对青睐的策略。(3) 以贸易保护影响因素来看，工业或消费品恐较易受冲突加剧影响，而科技则反而是影响较少的板块。

## 股票市场评论：

### 美国股市

前文我们指出美国经济周期已步入尾声，即使如此，目前资料显示美国经济在短期内还未到衰退关口，而且即使失业率同比数据恶化，股市仍有可能有一段上涨空间，核心原因在于（1）股市逐利的动物本能；（2）被动投资在指数未大幅下跌前仍将持续买入；（3）美国减税后企业资金大幅增加股票回购推高股价。

由于贸易摩擦影响较低且获利增长确定性较高，估计科技板块将是今年美股表现最佳的板块。代表科技板块的纳斯达克指数在 2017 年已上涨超过 25%，今年指数持续上涨，是否隐含科技板块或有过热的情况，尤其是从估值角度，科技板块的一般市盈率达 36 倍、席勒市盈率达 39.6 倍，分别是所有板块的最高及次高市场。

对此我们认为科技板块最终在市场进入衰退、多头结束时必然将有获利了结的卖压，但短期仍将相对强势，主要原因包括：（1）在收益率上升的时期，获利相对高增长将使市场偏好科技股；（2）科技板块占标普 500 指数的权重从 2017 年的 20% 上升至目前 26%，为 1998 年至 1999 年科技板块的一半增幅，并未重演 1999 年至 2000 年时互联网泡沫情况；（3）苹果计划在第三季度推出新机，价格将低于 iPhone X，有机会吸引因先前价格过高而却步的消费者，苹果的拉货潮也有利于相关供应链的企业表现。

除了科技板块外，另一个值得观察的板块是获利良好，但是第二季度表现不佳的金融板块。在收益率高位上行环境，金融板块表现多优于大盘，但第二季度表现却相对弱势，原因可能是：（1）长短收益率曲线走平的利空因素；（2）意大利危机利空欧洲银行股，连带拖累美国银行股；（3）美国三大重要银行之一的富国银行在 4 月因车险和房贷业务违反相关法律，被处以美金 10 亿元罚款拖累股价。展望未来，除了第三个因素，其他两项利空仍有持续的可能性，伴随美国国债收益率走高空间有限，银行板块暂难摆脱弱势格局。

### 欧洲股票：货币政策收紧和欧元走强有一定利空

回顾泛欧斯托克 600 指数在今年的走势：1 月上行，接着 2、3 月下跌，随后重拾升势，4、5 月迎来一波较强的涨幅，一度接近前期高点。第二季度欧股的上行主要是受益于欧元汇率的下行以及欧股第一季度报盈利超预期。从欧元兑美元汇率的角度来展望后市对欧股的影响，我们认为下半年欧元继续走弱的空间已经不大，再寄望于欧元走弱托升欧股的情景较难出现，原因在于：欧洲央行已经在 6 月的议息会议上宣布将在 2018 年 12 月末结束量化宽松（QE），2018 年 10-12 月的 QE 规模从现在的每月欧元 300 亿降为欧元 150 亿，估计至少到 2019 年夏天都不会加息。隐含的意义是欧洲央行基本已经显示了其未来一段时间的底牌，第三季度货币政策在当前基点上继续宽松的可能性基本不存在。

第三季度欧元区股市难以避免将遭受欧美贸易纠纷升级的影响：美国已经正式开始对欧盟、加拿大和墨西哥的钢铝加征关税，欧盟料会对美国进行相应的报复。5 月美国政府表示将对汽车和卡车进口展开 232 调查，美国政府有可能正在考虑对进口汽车加征关税。如果最终属实，出口占比较高的德国汽车业将受影响较大，根据测算，德国汽车业约有欧元 226 亿的收入会遭受关税影响，因此板块配置方面建议回避汽车和工业中外贸影响占比较大的板块。

### 中国境内市场

受内外部因素扰动，第二季度中国境内宏观政策形势出现较明显的边际变化。一方面，境内宏观经济上行势头在“严监管+去杠杆+紧信用”的背景下动能减弱，投资、消费、出口数据均承压下行；另一方面，中美贸易摩擦风险升级，为市场情绪带来了较大冲击；另一方面，出于对冲经济下行压力的考虑，央行货币政策略有放松，多次实施定向降准。受相关事件影响，资本市场表现整体呈现股弱债强。

展望 2018 年下半年第三季度，内外需均面临挑战，宏观经济下行压力增加；中美贸易摩擦具有长期性和日益严峻性影响；结构化去杠杆将持续推进，实体企业经营压力仍然较大，政策已体现出在稳增长与防风险之间调整和平衡的微调意味，着力于扩大内需、加快创新、减税降费等；货币政策或有放松，但较难全面转向，定向降准仍有空间；长期看政策仍将保持定力，坚定结构改革方向。

债券市场策略：下半年债券市场将面临更加舒适的宏观环境，经济下行压力加大，政策环境改善，外部环境对债市影响偏中性；但另一方面，供应压力对债市的负面影响将逐渐显现。综合来看，下半年国内债市较大概率处于震荡行情，十年期国债收益率仍将在 3.4%-4.0% 之间波动。利好因素逐步体现，利率债市场可能出现阶段性的交易机会；信用风险发酵，信用债市场相对弱势，可留意市场过度调整后的错杀机会。从中长期配置角度来看，此前利率提升也让目前持有债券的绝对收益提升，债券的配置价值逐步浮现，待利率再次上行后可逐步布局。

股票市场方面，企业盈利保持稳定增长的同时估值水平接近历史低位，A 股具有较好的中长期配置价值。短期内，市场仍面临去杠杆和中美贸易摩擦的风险，预计去杠杆风险在目前政策微调的情况下将有所缓和，后续将因应政策调整幅度而变；中美贸易摩擦仍存在中长期风险，改革成为经济转型的关键点。由于政策调整需要时间，短期预计市场难有趋势性行情，在低估值以及政策微调的背景下，下跌空间有限，更可能是一个逐步消化风险的震荡筑底过程。A 股企业盈利保持稳定，经历调整后估值水平接近历史底部，A 股配置价值进一步提高。配置方向上，低估值以及盈利稳定增长仍是首要条件，在行业前景上，消费及成长符合经济战略转型的大方向。具体来看，目前蓝筹股整体估值合理，消费医药等行业估值水平有所提高，但仍在机构投资者和国际资金可以接受的合理范围内，因此蓝筹股方面建议主要配置盈利稳定增长的消费、医疗行业。基本面良好、估值调整到位的成长股具有投资价值，政策对于经济新动能、创新、高端先进制造业的支持进一步加强，主要包括大数据、人工智能、半导体、5G、新材料、高端专用设备板块。而其余基本面较差同时估值过高的股票仍面临较大的不确定性。

另类投资方面，阿尔法策略的市场环境继续改善，可精选阿尔法策略或多策略产品进行配置，并以商品交易顾问策略(Commodity Trading Advisors)作为补充。定向增发折价率稳定，需要对上市公司的长期增长前景以及股票价值均有比较强的把握。

房地产投资方面，今年以来调控政策逐级下沉、人才政策促进需求以及长效机制继续推进，下半年整体市场将延续上半年趋势，政策脉络更加清晰；市场需求更加集中，房价高位盘整；整体来看，房地产市场进入分化阶段，居民对于房地产资产依然偏好，政策仍将抑制投资需求，投资需求开始由一线城市转移至二线城市；投资风险提高，投资回报率与投资风险更加匹配，投资期限延长；投资目标更加丰富，租赁地产、长租公寓、物流地产等细分领域具有投资机会，投资品种由非标准债权资产产品逐步转移至标准化产品(如房企发行的债券、REITS、类 REITS 和资产证券化品种等)或股权投资类产品。未来将进一步考验投资机构的管理和运营能力，对于管理机构和房企的选择更加重要。需警惕政策调整、局部地区房价泡沫破裂的风险。

## 香港股票

### 大市走势

在 2017 年港股走出一轮牛市行情后，市场的波动率创下了近 20 年来新低，但是从 2018 年第一季度开始，受外围市场和全球风险事件影响，港股市场的波动加大。中美贸易战持续对恃，发动了迄今为止经济史上规模最大的贸易战。中国商务部发言人表示中方反对单边主义行径，反对贸易投资保护主义，美方单方面违反世贸规则，将打击全球贸易秩序，引发全球市场动荡，阻碍全球经济复苏，全球更多无辜的跨国公司、一般企业和普通消费者都会受到殃及，美国自身的企业和公众也愈来愈意识到已身受其害。



延续上次季报观点，我们预计港股波动率上升将贯穿整个 2018 年，第二季港股表现较为疲弱，近日恒指低位约 27,800 点，主要由于贸易战及人民币弱势所致。如中美贸易纠纷改善以及人民币回稳，有望上试 250 天线约 29,400 点，或 50 天线约 30,000 点水平。虽然中美贸易摩擦将导致港股受到较大冲击，但市场情绪面过度反应的过程中也伴随优质板块的建仓机会，预计 2018 年港股市场结构性的机会将多于指数性的机会。

需要注意的是，自 4、5 月份中美贸易摩擦发酵以来，香港采购经理人指数(PMI)持续低于 50，并且 5 月香港 PMI 数据下行幅度较大。根据历史情况，如果香港 PMI 趋势下行并持续低于 50，将不利于股市表现。需观察中美贸易摩擦是否对市场景气度有持续影响，若企业对产出前景持续悲观而影响经济环境转弱，将对香港股市有不良影响。

同时南下资金在今年 1 月底市场面临大跌后，近一个季度净流出明显，4-5 月呈持续净流出现象，6 月南下资金的净流出现象也并未减缓，这种持续净流出现象自沪深港通开通以来极为少见。与此同时，随着美元从弱势逐步转强，以及中美贸易摩擦的持续，海外资金逐步流出新兴市场，回流美国。根据新兴市场投资基金研究公司 (EPFR) 的统计，截至 2018 年 6 月 15 日，流出香港市场 (H、红筹、香港本地股) 的海外资金规模为美金 4.2 亿元，是连续 17 周净流入以来的首次净流出。南下与海外资金面的流出现象近期将对港股市场有所压抑。

今年以来港股市场板块分化明显，迭加中美贸易摩擦、国内金融去杠杆等风险事件的影响，市场追逐相对确定性的板块，可以看到今年以来以内需主导和防守性板块：必须消费品、医疗、博彩板块表现良好，板块走势逆势上涨并在恒指疲软期间创新高；然而受贸易摩擦影响最多的汽车板块表现最为乏力，以及受国内金融去杠杆影响的金融 (内银、保险) 板块、地产板块表现受到压抑。

今年以来港股市场面临各种风险事件，并且预计未来波动率的提升将贯穿全年，我们认为中美贸易摩擦或将承压市场一段时间，期间结构性机会大于指数性机会。建议客户在可控仓位下配置以必需品消费、医疗、教育、博彩为主的内需、防守性板块，等待贸易摩擦在市场预期面完整反映，届时市场将逐步回暖。

## 新兴市场股票

第二季度美元指数大幅上行，新兴市场的股、汇、债市面临较大的波动。根据历史经验，美元指数与新兴市场股、汇、债市往往呈现负相关性，表示市场资金从新兴市场转移至相对安全的美元资产，从今年市场表现来看，只要美元指数上行提速，新兴市场就会有较大的压力。

而随着资金抽离新兴市场，新兴市场的表现也将随着各市场经济体的状况有所不同，第二季度新兴经济体的表现较差，阿根廷、土耳其股市近三个月分别下跌约 8% 及 20%。因此，市场怀疑是否会再次出现类似 1997 年的亚洲金融风暴的情况，以及新兴市场政府无足够的能力对抗资金外逃？我们认为新兴市场较大概率不会发生如 1997 年的危机，主要原因有二：首先，新兴经济体的外汇储备较 2000 年时已有明显增长，整体新兴市场的外汇储备已增长了 10 倍，外汇储备的累积使得新兴市场经济体更有能力对抗资金波动，而此次震荡较大的阿根廷与土耳其外汇储备相较于其他新兴经济体则显薄弱，仅分别持有美金 500 亿元与美金 1347 亿元，若和巴西比较，巴西外汇储备则有美金 3648 亿元，因此，阿根廷与土耳其还不至于造成整体的新兴市场系统性风险。其次，以 MSCI 新兴市场指数来说，阿根廷、土耳其占指数皆不到 1%，对 MSCI 新兴市场指数影响不大。

巴西市场方面，先经历了卡车司机因油价过高而引起的罢工，严重影响民生物资的运输，再从 6 月开始面临市场担忧 10 月总统大选消息扰动，主因是现行总统特梅尔宣布不再参选，巴西财政改革可能无法延续。因此，巴西股、汇市产生极大波动，按历史经验，股市与美元兑雷亚尔为负向关系，也就是巴西股市下跌时伴随着雷亚尔的贬值，而当雷亚尔贬值至 4 时往往为历史高位，大概率为长期股、汇市的拐点，也就是说，当美元兑雷亚尔贬至 4 之前，短期市场压力仍大，长期若贬向 4 后或许能达压力满足点。而巴西的外汇储备较为丰厚，巴西政府也展开救市行动，巴西占 MSCI 新兴市场指数约 8%，因此，巴西可视为是否蔓延于新兴市场主要经济体的防火墙，若无法抵挡，将不利新兴市场。

我们认为，整个新兴经济体大概率不至于发生系统性风险，但是经济较佳的美国或将支撑美元，对新兴市场的压力仍在。另国际间贸易摩擦仍将持续，且个别新兴市场经济体还有内部问题，虽不至于系统性风险，但仍将面对不少的挑战。

股票	评级*	债券	评级*
美国	↑#	美元国债	▬#
欧元区	▬#	美元投资级别	▬#
英国	▬	美元高收益	▬
中国	▬#	欧元国债	↓
香港	▬#	欧元投资级别	↓
亚太(日本除外)	↓#	欧元高收益	↓
日本	▬	亚洲	↓#
新兴欧洲	↓#	中国投资级别	▬
		中国高收益	↓#
南美	▬	新兴国家(美元)	↓#
		新兴国家(当地货币)	↓#

\*注：↑ 正面    ↑# 略为正面    ↓ 负面    ↓# 略为负面    ▬ 中性    # 评级变动(第三季)

## 定息市场评论：

### 全球利率债

美国联储局 6 月份会议宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 1.75%~2%，符合此前市场预期，同时将 2018 年的加息次数从 3 次上调至 4 次，并维持了 2019 年 3 次及 2020 年 1 次的加息预期，将使 2018、2019、及 2020 年末的利率目标区间上移至 2.25%~2.5%、3%~3.25% 及 3.25%~3.5%，长期利率目标维持在 2.75%~3%。由于美国联储局已明确下半年的货币政策指引，第三季度继续加息 25 个基点已是板上钉钉，因此我们预期美国 10 年期国债收益率于第三季度波动区间将落在 2.7%~3.2% 之间，长短期利差也将持续收窄(见图 15)，10 年与 2 年国债收益率利差预计将收窄至 30 个基点。

欧洲央行 6 月份会议维持利率不变，此举符合市场预期，但是比市场预期提前一个月公布了缩减购债计划，将在 2018 年 10-12 月将购债规模从现在的每月欧元 300 亿降至欧元 150 亿，并且在 2018 年 12 月末结束此购债计划，同时提出了在 2019 年夏天以前都不会加息的言论，此举超出市场预期，也消除了下半年欧元区货币政策的不确定性，将使欧元区主权债利率难有趋势性走势，我们预计第三季度德债收益率波动将维持今年以来 0.2-0.7% 的区间走势。

我们认为货币政策下半年对市场影响大幅减弱，美国联储局第三季度加息已是板上钉钉，长短利差将持续收窄，欧洲央行 9 月将缩减购债规模，12 月末结束购债，整体货币环境变化清晰可见，同时第四季度美国通胀预计将从年中高点回落，美国联储局是否可顺利执行第四次加息且维持目前对 2019 年经济展望仍有疑虑，并且我们判断 2019 年将面临全球经济扩张尾声，欧洲央行能否在明年 6 月末以后开始本次周期的第一次加息仍有较大不确定性，2018 年末至 2019 年市场可能面临较大动荡。

### 全球信用债

根据历史经验，在美国信用周期尾声，通常会见到美高评级债信用利差领先美高收益债信用利差开始走阔。今年以来，美高评级债信用利差已走阔 26 个基点，而美高收益债利差则是收窄 9 个基点，配合我们判断美国联储局在经过下半年的两次加息后将导致目标利率高于美国的通货膨胀率，预示着本轮美国的经济及信用扩张周期即将进入尾声，虽然目前美国企业盈利仍持续增长，违约率较低，但美高评级债信用利差已难再进一步收窄，而美高收益债信用利差距离历史低点亦不足 100 个基点，资本利得空间较小，因此我们认为下半年美高评级债信用利差可能会继续小幅走阔并抵消其票息收入，而美高收益债信用利差可能会维持小幅收窄至持平的走势使其维持一定的票息收入。欧洲信用债市场下半年将会面临欧洲央行购债计划的结束，由于欧洲央行的购债计划相较于美国的 QE (量化宽松) 多纳入了公司债购买计划，因此我们认为在欧洲央行结束购债计划后将会对欧洲信用债市场造成一定冲击。根据美国经验，美国信用利差在 QE3 (第三代货币政策量化宽松) 结束前来到周期低点，并且维持了一年半的信用利差走阔趋势，因此我们认为欧洲信用债市场也将面临冲击，下半年较大概率欧洲高评级债与欧洲高收益债信用利差都将明显走阔，并且可能维持到 2019 年。因此，在第三季度的信用债券市场，我们认为整体美国表现会比欧洲好，同时因为高收益债有较高的票息收入，美国高收益债的表现将优于美国高评级债。

### 中资美元债

中资美元债今年以来一级市场债券新发行量较 2017 年同期有所减少，主要受美债收益率上行提速影响了投资者的债券需求，且中国境内信用状况收紧，债券违约频发，各类企业融资成本大幅升高，连带影响了中资美元债市场投资者的风险偏好。在境内信用收紧情况未见明显改善前，第三季度一级市场仍将承受一定压力。但是某些行业龙头或信用资质较佳企业因受到整体市场氛围不佳拖累下跌的债券可能遭到错杀而有一定的配置价值。

### 新兴市场债券

美国十年期国债收益率与美元指数在第二季度同时上行，让新兴市场债券面临了价格及汇率双重压力。延续前文观点，第三季度美元指数的走势仍是影响新兴市场债券的主要因素。

随着美国进入加息通道，新兴市场通过缩减与美国国债收益率利差以避免资金外流并逐步加入加息的行列，以印度尼西亚为例，今年已加息 2 次，合计 50 基点至 4.75%；印度市场也于 6 月加息 25 基点至 6.25%，分别为近 3 年与近 4 年首次。巴西原本处于降息周期，亦受到美元指数上行与该市场内部纷扰而暂缓降息，巴西国债收益率更受卡车司机罢工与十月总统候选人担忧而上行。因此，新兴市场债券除了受美元指数上行压力影响外，新兴市场陆续进入加息周期亦导致新兴市场债券承压，尽管目前并不是普遍现象，但对整体新兴市场债券的挑战仍不少。



## 商品

### 黄金：美元有可能继续偏强，对黄金不利

展望未来一个季度，我们预计在避险和通胀两个方面对黄金的影响开始分化。避险方面，未来一个季度关注美国 and 多个国家贸易摩擦程度升级带来全球贸易环境的恶化：

贸易摩擦如果持续下去，不排除风险资产价格波动性提升，有可能刺激避险情绪冲高，对黄金价格短期利好。从通胀角度看，预计石油输出国组织(OPEC)6月会议上应会形成共识在2018年下半年进行增产，原油市场当前供不应求的紧张状态可以得到一定程度缓解，因此下半年原油价格冲高概率不大，因此通胀预期角度并不能对黄金价格构成利好。整体来看，预计黄金2018年第三季度价格中枢在美金1240-1300元/盎司之间。

### 原油：石油输出国组织有可能逐步投放增量产量

2018年第一季度原油呈现震荡行情：2018年1月上涨，但之后回落并进入震荡。整体来看，第一季度至今石油输出国组织减产执行力度维持在很高水平，导致原油库存持续下降是支撑油价高位运行的主因，而2017年末爆发的伊朗暴动突发性地缘政治事件也激发了油价上扬，布兰特期油和西德州油价价差在年初一度达到美金6元/桶左右的高位。

石油输出国组织6月会议增产基本确定，关键是如何投放增加的产量，我们的判断是石油输出国组织当前富余产能维持在300万桶/日左右，有足够的能力来进行增产。预计石油输出国组织和俄罗斯会根据市场的紧张情况逐步投放增量或者动态释放增量；最高石油输出国组织增产有可能达到100万桶/日。

委内瑞拉5月产量环比下行5万桶/日，年初以来减少了27万桶/日。委内瑞拉产量下滑主要原因是：委内瑞拉被美国严厉制裁，政治局动荡，加上此前被下调评级，未来举债困难的委内瑞拉国家石油公司（世界第五大石油出口企业）面临财务困境，其现有的生产规模都难以维持。因此预计2018年下半年委内瑞拉产量仍会持续下滑，预计2018年下半年下滑幅度可能不低于30万桶/日。

伊朗方面，美国总统特朗普已经于5月初宣布退出伊朗核协议，涉及伊朗石油产业的制裁在180天缓冲期后（即11月4日）生效，表示伊朗石油的国际买家必须在11月4日之前终止合同。近期以法国石油巨头道达尔为代表的大型石油公司纷纷宣布将在制裁生效前停止和伊朗进行原油业务往来。回顾上一轮对伊朗的石油禁运，起因是2008年9月国际原子能机构的报告称，伊朗增加了离心机的运作数量，继续进行浓缩铀活动。2010年7月，美国通过单边制裁的《伊朗综合问责、撤资、制裁法》，对伊朗进口及进口渠道进行制裁，迫使伊朗在核问题上妥协。2011年12月，奥巴马签署了针对伊朗的金融制裁法案。2012年7月起，欧盟禁止成员国从伊朗进口、转运原油和成品油，以及为伊朗的石油贸易提供融资和保险服务。这一决议于7月1日正式生效。伊朗原油产量平稳保持在阶段性谷底，2016年1月伊朗核协议正式生效，伊朗快速释放库存和提高产量双管齐下，在较短期间，伊朗原油产量向上修复了约100万桶/日。这次，如果欧洲和印度企业都严格执行禁令和伊朗断绝业务往来，2018年下半年伊朗原油产出有可能减少50-100万桶/日。

如果最终如我们预期的石油输出国组织逐步增产，最大增产幅度为100万桶/日左右，或者采取其他动态的方式来投放产能，增加产量弥补了委内瑞拉和伊朗的缺口，原油市场基本面供应长期过剩的概率不大，则2018年第三季度原油价格下行空间其实有限。

## 外汇市场评论：

### 美元

第二季，受惠于美国 3 月份落实加息，美汇指数见底回升，先在 90 附近水平整固，然后分别突破 92.00 及 93.50 阻力，最高见 95.52 水平，现价于 94-95 附近水平徘徊。

6 月份非农就业职位增加 21.3 万个，虽然较 5 月减少，但则高于预期 19.5 万个。失业率则由 18 年低位反弹，重上 4% 水平，主要因为就业市场好转，鼓励更多人重返市场寻找工作。平均时薪升幅减慢，6 月升幅放缓至 0.2%，同时较预期 0.3% 低，而按年则与 5 月持平，但较预期 2.8% 低。市场认为，虽然近来通胀升温，但平均时薪升幅减慢，令市场相信通胀将会持续攀升及未来加息的步伐仍然存着变量。

5 月 CPI 月增 0.2% 符合市场预期，与去年同期相比年增 2.8%，高于市场预估的年增 2.7%，创 2012 年 2 月以来最高，也高于 4 月的年增 2.5%。若扣除食物与能源后的核心 CPI，5 月月增 0.2%，年增 2.2%，符合市场预估，并高于美国联储局设定通胀率 2% 目标，主要因汽油、医疗保健、和包括租金与房价等居住费用等持续上升所带动。

美国 6 月份生产物价指数按月及按年分别上升 0.3% 及 3.4%，按年增长幅度不单高于 5 月份的 3.1%，更是自 2011 年 11 月以来最高增长。加上由 7 月 6 日起美国更对美金 340 亿元总值的中国进口货物征 25% 关税，日后生产成本可能进一步上涨，整体物价将会继续向上，促使美国联储局今年内再加息两次，为美元汇价带来支持。

### 美国联储局料下半年调高利率两次

6 月份，美国联储局一如市场预期宣布加息 0.25%，联邦目标利率由 1.5 至 1.75%，调高到 1.75% 至 2%，为今年第二度出手。另外，美国联储局预期今年将合共加息 4 次，较早前预测 3 次多，主要因为美国劳动力市场持续走强，经济活动以稳定速度增长。

美国联储局于经济展望报告中预测指，今年美国实际经济增长 2.8%，略高过 3 月预测升 2.7%；今年核心通胀率为 2.0%，略高于 3 月预计 1.9%。联储局预测今年失业率将降至 3.6%，低过 3 月份预测 3.8%。美国联储局将 2019 年利率预期由 2.9% 上调至 3.1%，意味明年将加息三次，2020 年利率预期维持于 3.4%。

美国联储局主席鲍威尔认为，联储局有充分理由继续加息，但同时指出，美国的贸易政策可能会影响经济前景。

### 「贸易战」进展仍受市场密切关注

美国对加拿大、墨西哥和欧盟征收 25% 的钢铁关税，以及 10% 的铝关税，于 6 月 1 日生效。美国向中国价值美金 500 亿元商品加征 25% 关税。

列表分两部分，第一部分有 818 种产品（价值约美金 340 亿元）将首先面临 25% 的关税。美国政府表示这份名单聚焦的是「有助于或受益于中国产业政策的美国产业领域的商品」，于 7 月 6 日起正式生效。第二部分为新增的 284 个项目，价值美金 160 亿元，主要包括半导体、电子、塑料等产品。美国称这些产品受益于「中国制造 2025」等产业政策。这一部分清单将接受公众审核，具体生效日期未定。

美国贸易代表处公布，由于中国的报复措施，加上未改变在贸易的行为，公布计划向美金 2000 亿元中国货加征一成关税的清单。除了包括「中国制造 2025」计划涉及的高新制造业产品，亦包括不少零售产品，例如雪柜、服装、木和皮革制品，以及电视机零部件、电动车电池等，但不包括较受外界关注的产品，例如智能手机。

特朗普在关税上对中国施压，更向盟友加拿大和欧盟开火，其中一大目的是展现「美国优先」的姿态以争取选票，确保共和党在 11 月举行的中期选举持续占优，免得民主党在美国对中国事务上抢攻。美国中期选举将于 11 月 6 日举行，中期选举结果往往被视为总统任内的成绩单，影响特朗普能否连任。

另一目的可能是特朗普忌惮《中国制造 2025》，若中国这项纲领成功，意味着在半导体、5G、新能源、核能、航天、新材料等新兴科技领域都毋须依赖西方，反过来可望垄断全球市场，威胁美国第一强国地位。特朗普宣布对中国美金 500 亿元货品加征关税时，表示主要是针对《中国制造 2025》之下的产品，他直指该项大计将有助中国「称霸新兴的高科技产业」，却不利于美国及其他国家。

贸易战会令中、美双方造成经济损失，摩根大通估计现时贸易战将对中美今年经济增长分别造成 0.1% 负面影响。估计特朗普短期而言以此作为争取选票的手段，预期会于 11 月中期选举前后或会与各国进行贸易磋商，缓和紧张局势。此前，市场或将继续处于波动局面。

但若果美国忌惮《中国制造 2025》威胁美国第一强国地位，不排除贸易战于未来将继续成为美国打压中国的工具之一，但就经济成本而言，预期美国不会长期令贸易处于紧张局面。预计 11 月美国中期选举前将更明朗化。

预测

面对通胀压力不断上升，美国联储局于年内还会考虑加息 1-2 次。

最终的加息步伐，仍然取决于劳动力市场、通胀、经济增长这些关键指标的走势。现时，贸易战、加息、资产价格、消费，似乎一环紧扣一环。但当市场走向悲观、前瞻性经济指标回落时，或有导致美国联储局放慢加息的可能性。故投资者需继续密切注视中、美贸易磨擦的进展。

美元兑主要货币汇价普遍上升，美汇指数曾升至 95.60 水平，贴近去年七月以来最高。

中、美两国贸易战 7 月 6 日正式开打，若两国贸易磨擦持续升级，资金将继续流入美元作避险，但目前基本因素暂未见有明显转变，料情况有机会短期内持续，美元短线或在高位整固，上方重要阻力为两次到顶不破的 95.60 水平。

撇除美元的避险需求，美国与其他国家的贸易冲突将推动进口商品成本上升，从而推动通胀，或逼使美国联储局加快加息的步伐及幅度，使美元进一步维持强势。不过，美国今年推出刺激经济政策，有机会导致财政赤字和经常账赤字进一步恶化，或限制了美元上行空间。整体预计第三季美元指数仍偏好，并在 93-97 水平上落。

预计美元指数 2018 年底目标在 96-98 的水平。

## 欧元

欧元兑美元第二季度反复偏软，由高位 1.2413 下跌至最低 1.1506 水平，期间虽曾作出反弹，但仍受制于 1.1850 阻力，现价在 1.16-1.17 附近水平上落。

欧洲央行最新利率决议及言论：

6 月 14 日欧洲央行公布维持主要再融资利率在 0% 不变，以及存款工具利率在负 0.4% 不变，与预期相同。欧洲央行把目前每月欧元 300 亿的买债规模持续；9、10 月起，买债规模将会缩减一半，至欧元 150 亿，今年年底正式结束量宽。并表明超低利率环境，将维持不变最少到 2019 年的夏天之后，意味加息时间将较市场预计来得更迟。

欧洲央行行长德拉吉表示，即使是在资产购买计划结束后，通胀向目标进发的趋势仍会保持下去，惟仍需要保持相当程度的宽松政策，并做好调整所有政策工具的准备。

欧洲央行行长德拉吉警告，贸易保护主义有升温迹象，呼吁面对贸易战风险，欧盟成员国要更团结，积极支持自由贸易抗衡。此外有官员担心，贸易战可能变成货币战。

## 贸易战

欧盟委员会将从 6 月 22 日起对价值欧元 28 亿的美国商品征收关税，以报复美国不延长豁免向欧盟钢材和铝材

加征关税。关税清单包括牛仔裤、电单车、威士忌、粟米、橙汁及花生酱等。

## 预测

欧元区首季经济有放缓迹象，但仍平稳向好。虽然欧洲央行决定今年底结束资产购买计划，但言论继续保持鸽派，并表明直到明年夏季将维持利率不变，但美国则已进入加息周期，本年加息 4 次的机会率上升至 42%，欧、美息差会持续拉阔，加上贸易战问题及政治风险因素仍会持续困扰市场，令欧元继续在高位面临沽压，上方阻力分别为 1.1850 及 1.2000，下方重要支持位为 1.1500 及 1.1350。预计第三季欧元兑美元在 1.14-1.19 水平上落。

市场关注未来欧洲央行会否为调整政策作出表示。预期欧元兑美元将于 2018 年底处于 1.13-1.18 水平。

## 英镑

第二季度英镑兑美元大幅下挫，由高位 1.4376 下跌至最低 1.3050 水平，期间也曾作出反弹，但仍受制于 1.3500 阻力，现价在 1.31-1.32 附近水平上落。

市场原本预期英伦银行会在 5 月份加息，但由于受极端天气及「脱欧」谈判前景未明所影响，拖慢当地首季经济增长只有 0.1%，而通胀低见 2.5%，远低于英伦银行 2 月的预测，因此决定维持利率不变。加息预期再次落空，拖累英镑急挫。

近期英国零售销售连续第二个月上升，表现较预期强劲，主要受惠于皇室婚礼及温暖天气。英国国家统计局公布，5 月零售销售按月升 1.3%，市场预期只是升 0.5%，按年则升 3.9%，升幅是去年 4 月以来最大，并且高于市场预期的 2.4%。当中值得留意是 5 月通胀回落至去年 3 月以来最低水平的 2.4%。

6 月份，英伦银行议息，央行委员以 6 比 3 的票数，决定维持利率不变，指标利率维持在 0.5% 水平，买债规模亦维持在英镑 4350 亿元。市场原本预期票数会是 7 比 2，当中首席经济学家霍尔丹意外加入支持加息的阵营，令市场对英伦银行 8 月加息的预期升温。英伦银行同时发表缩减购债的新指引，指一旦利率达到 1.5% 便可能缩减目前英镑 4350 亿元的买债规模，央行以往指利率要达到 2% 才会「收水」。

英伦银行指，随着英镑转弱及油价攀升，当地短期通胀的升势可能会较预期快。所有委员都认为，未来加息将会是循序渐进，并会以可预见的步伐进行。

继英国「脱欧」事务大臣戴德伟呈辞后，外相约翰逊亦宣布辞职。首相文翠珊委任卫生大臣侯俊伟接任外相，并指出最新的「脱欧」方案符合国家利益。由于戴德伟及约翰逊两位强硬「脱欧」派要员呈辞，文翠珊内阁与欧盟谈判时表现更趋弱势。市场估计若有 48 位保守党议员向文翠珊发动逼宫，势必危及文翠珊的领导地位，政治不确定因素将继续困扰英镑走势。

市场近日对英国 8 月加息的预期升温，但基于英国的「脱欧」情况未明朗及文翠珊的政治风险因素，英伦银行决策仍会相当审慎，将会限制日后加息时间及次数，因此对英镑汇价带来不利影响，本行建议采取高沽英镑策略，上方阻力为 1.3450 及 1.3650，而下方支持为 1.3000 及 1.2850。第三季估计英镑将在 1.30-1.35 水平上落。

## 日圆

第二季度日圆反复回落，日圆兑美元在低位 105.60 水平，逐步向上，突破 108.00 阻力后，最高见 111.40 水平，随后一度回调，但仍守稳 108 以上水平，现价于 110-111 水平上落。

日本经济上季收缩，结束连续八季扩张。日本内阁府公布，第一季国内生产总值按季下跌 0.2%，市场则预期无升跌。以年率计，下跌 0.6%，而市场则预期跌 0.2%。上季私人消费按季没有升跌，符合市场预期。资本开支跌 0.1%，结束过去连续五季上升，市场预期升 0.4%。



日本通货膨胀降温，进一步远离央行的 2% 目标。4 月全国消费物价核心指数，按年升 0.7%，较 3 月升幅低 0.2%，市场则预期升 0.8%。而日本 5 月通货膨胀则保持平稳。5 月全国消费物价核心指数，按年升 0.7%，与 4 月升幅相同，符合市场预期。

6 月份日本央行一如预期，维持货币政策不变，但调低对通胀的评估，日元在议息结果公布后偏软。日本央行议息后，维持指标利率在负 0.1%，继续承诺维持大约每年约日圆 80 万亿的速度购买国债；又以 8 票对 1 票，通过控制国债孳息率曲线，包括十年期国债孳息率，在大约零水平的目标。但央行调低对通胀的评估，预计通胀在 0.5% 至 1% 之间，较上次预期在 1% 悲观。现时日本何时结束货币宽松政策及市场避险情绪素继续影响日元走势。

美国今年加息 4 次的机会率不断提高，而日本「收水」似乎仍言之尚早，因此日元与各国的息差仍会主导日元走势。考虑到美国加息，美元走强的影响，预计日元仍有空间回落。不过，如中、美贸易战继续升温，进一步拖累美股，资金将流入日元避险，刺激日元升值，因此美元兑日元将会反复波动。

如避险情绪没有显著增强下，本部建议维持买日元兑美元策略，下方重要支持在 108.00，上方阻力为 111.50 及 112.80 水平，建议在 108 附近水平买入美元兑日元，第二季估计日元兑美元将在 108-113 之间上落。

本部预计日元兑美元在 2018 年底将于 116 至 120 区间上落。

## 澳元

第二季度澳元兑美元走势持续偏软，由高位 0.7800 反复回落至最低 0.7308 水平，现价于 0.73-0.74 水平徘徊。

7 月澳洲储备银行（澳洲央行）议息后，维持指标利率在 1.5% 不变，符合市场预期，澳洲储备银行仍然强调低息环境能够帮助经济可持续增长，逐步实现通胀目标，因此将维持一段时间。

澳洲储备银行表示失业和通胀的进展是预期的，但通胀可能会在某些时候会保持低位，随着经济的发展，通胀将逐渐增长，2018 年 CPI 通胀预计将超过 2%，而工资增长率仍然偏低，并可能会持续一段时间。另外，家庭收入增长缓慢，债务水平高，家庭消费是不确定因素的来源。澳洲储备银行预期今、明两年平均经济增长可保持于

3% 水平。由于澳洲储备银行只是保持过去预测，会后从澳元利率期货价格变化显示，市场估计澳洲储备银行最快加息日期仍然要待明年 6 月。

目前澳洲经济受到国内和环球贸易关系不确定因素影响，澳洲储备银行表示利率水平应该保持观望，意味澳洲储备银行收紧货币政策机会不高。

基于估计美国联储局很大机会今年会再加息两次，息差因素限制了澳元上升的动力。另外，中、美贸易战越演越烈，澳洲是中国的重要贸易伙伴，如中、美贸易战再度升温，澳洲将受到严重影响。

目前澳元似乎沽压沉重，澳元兑美元上方阻力为 0.7480 及 0.7680，下方重要支持在 0.7300 及 0.7150 水平，预期澳元兑美元仍可维持区间上落，第三季估计澳元兑美元将在 0.72-0.77 上落。

## 纽元

第二季度纽元兑美元下挫，由高位 0.7200，回落至最低 0.6680 水平，现价于 0.67-0.68 水平徘徊。

6 月 28 日新西兰储备银行（新西兰央行），一如预期维持所有货币政策不变，息率保持于 1.75% 低水平。新西兰储备银行在其声明中，关注到全球各国的贸易纷争对当地经济可能带来的负面影响，加上近期当地公布的经济数据未如理想，暗示在可见将来也难于加息。早前市场普遍估计新西兰最快也要 2019 年中才可加息。

经济数据方面，新西兰首季国内生产总值（GDP）年增长为 2.7%，较去年第四季的 2.8% 增长略低。而首季通



胀只有 1.1%，是新西兰储备银行 1%至 3%通胀目标范围的下限。

因此市场认为新西兰目前不单止没有加息压力，若果未来经济数据表现持续放缓的话，绝对不排除会减息来支持经济的可能性。如贸易战的负面因素继续发酵，作为商品货币的纽元定会进一步受影响。

考虑新西兰与美国息差持续拉阔及贸易战的不确定因素，纽元走势与澳元一致，将面临沽压，纽元兑美元上方重要阻力为 0.6850 及 0.7050 水平，而下方支持在 0.6680 及 0.6520 水平，第三季估计纽元兑美元将在 0.66-0.71 上落。

### 离岸人民币

第二季度美元兑离岸人民币见底回升，由最低 6.24 水平，反复走上，更迅速突破 6.40、6.50 及 6.60 阻力，美元兑离岸人民币最高见 6.7320 水平，不过其后有传人民银行「出口术」干预，令美元兑离岸人民币逐步重回 6.60 水平，现价于 6.60-6.70 反复波动。

在岸人民币及离岸人民币走势同步，不过大约有 100 点子价差，离岸人民币稍为低水。1 年期离岸人民币 SWAP 大幅收窄至 +550 至 +650 水平。

中国数据大致保持平稳，目前市场焦点放在美国加息步伐和贸易战的发展。自中、美贸易纷争扩大，市场一直担心中国或会让人民币汇价下跌以协助中国企业出口以抵销来自美国的压力，加上人行实施「定向降准」，令近日人民币跌势加剧。

人民币迅速下挫至近 11 个月新低，不过其后内地官员纷纷讲话，人民银行行长易纲更表示，会保持人民币汇率在合理均衡水平，带动汇价迅速「V 型反弹」。市场担心人行或出手干预，人民币跌势随即收窄，惟短期要扭转弱势并不容易。

近日人民币汇率亦出现了显著波动，下跌的速度颇令人惊讶，令外界揣测当局是否以人民币作为工具，以应对中、美贸易冲突。但事实上，人民币若持续走弱，将会引发资本外流，相信这点不是中国政府所乐见的情况，因此人民币出现大幅贬值的机会不大。而人民银行早前宣布调降银行存款准备金率，可能是加速了人民币下跌的一个因素，因为降准将会令美元与人民币的息差进一步收窄。

我们认为今次可能是炒家趁贸易战升温及人行实施「定向降准」两个消息炒作所引致，而人行「出口术」干预后，美元兑离岸人民币在 6.70-6.75 水平是一个重要关口，预期将会在此水平争持。后市取决于美元走势及中、美贸易谈判的进展。如贸易战持续扩大导致全球投资气氛转差，资金将重返美元，并会令人民币回落。但如贸易战最后能得以解决，外币有望转强，人民币亦会受惠。

因此预期第三季美元兑离岸人民币继续跟随整体美元上落，将在 6.50 至 6.80 水平反复波动，如贸易纷争最终能得到解决，投资者可趁今次人民币大幅回调，并在 6.70 以上水平开始吸纳人民币。

预期 2018 年末人民币目标价为 6.5-6.6 水平。

## 重要免责声明

本文内容包括环球动向、股票市场（香港股票除外）、债市走势由招商银行私人银行部提供，其中所引用信息和数据均来源于公开数据，招商银行私人银行部力求引用信息和数据的客观与公正，但对这些信息和数据的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息和数据未经任何更新，也不保证以这些信息和数据作出的任何参考观点或建议不会发生任何变更。在任何情况下，招商银行不就本文中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本文版权归招商银行所有，未获得招商银行事先书面授权，任何机构和个人不得对本文进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得招商银行书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本文进行有悖原意的删节和修改。

本报告仅代表招商银行私人银行部对中国境内资本市场的设想、分析及见解，并不代表招商银行的整体立场，亦不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。投资者应当充分考虑自身特定状况、充分考虑本文中的任何意见或建议是否符合其特定状况，并完整理解和使用本文内容，不应视本文为做出投资决策的唯一因素。招商银行及招商银行私人银行部以往任何报告、本文的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有并保留一切权利。

**免责声明：**本文件由永隆银行（「本行」）私人银行及财富管理部（「本部」）编制，旨在向永隆「私人银行」客户及根据香港的《证券及期货条例》第 571 章或据此制定的规则所定义的专业投资者派发。本档可能载有研究分析的文章或引述研究档，但它不是一份有监管目的的投资研究或推荐，因为它并不构成实质的研究或分析。本档的用意只是提供本部在写作日期时的观察和看法，并可能随时间改变。这些观察和看法可能与本行其他部门或附属公司或其他市场参与者的专有立场不同或不一致。本文件所载数据（包括意见及估计）乃秉诚提供，并取自于所示日期相信为可靠之数据源。然而，本行并无核实所有数据，故不应加以依赖，阁下需作出独立判断。本行并无责任更新数据或改正任何其后显现之错误。在任何情况下，本行概不作出任何陈述或保证（明示或暗示），亦不就使用本档的任何陈述或意见而引致的损失承担责任。

投资涉及风险，本档提供的证券 / 投资产品价格可升亦可跌，甚至会变成毫无价值，过往业绩数据并非未来业绩的指标，投资者有机会损失全部投资。本档提供之任何投资建议并未考虑个别投资者的特定投资目标及 / 或财政资源，因此未必适合所有投资者。投资者应自行运用独立思考能力评估投资此等产品的适合性与涉及之风险，如认为需要，于作出任何认购或购买行动前咨询其法律、财务、税务、会计及其他独立专业顾问，以确保作出适合其本身情况（如公民权、税务限制）、投资目的、财务状况及其他独特需要的投资决定。

本档并没有获监管机构包括证券及期货事务监察委员会认可。阁下作出任何投资决定前，应详细阅读有关证券 / 投资产品的销售文件，以了解包括风险因素等详细资料。

**未经本行事先许可，任何人士不得翻印、传送、传阅或派发本文件给予任何管辖地区或国家的个人或法人。若分发或使用本档违反任何管辖地区或国家的法律或规例，则本档不得为任何个人或法人在该管辖地区或国家分发或使用。**

自 2008 年始，永隆银行有限公司为招商银行集团成员。招商局集团内的公司及 / 或其高级职员、董事、代理人及雇员可能持有不时在本档所述全部或任何证券或投资的仓位，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券或投资项目。招商局集团内的公司可能会就该等证券提供投资服务、承销该等证券或作为该等证券的庄家。招商局集团可能会就因应该等证券或投资项目而提供的服务赚得佣金或其他费用。

© 2018 永隆银行有限公司 版权所有，不得翻印。