

環球動向：

股市方面，中美貿易摩擦是主導今年上半年表現的重要因素，市場一度受到雙方溝通協商進程良好提振，加上巴菲特在 5 月份的年會中發表看好股市的言論，激勵股票市場持續上漲；期間雖然義大利政局問題引發歐股震盪，但科技板塊表現相對強勁。除新興股市以外，多數股市在第二季度實現上漲，尤以美國股市表現最佳。

2018 年以來，股票市場表現優於債券市場、發達國家股市優於新興市場股市、週期板塊優於非週期性板塊，似乎顯示市場仍偏好風險性資產，但以摩根士丹利國際資本指數 (MSCI) 全球股票指數漲幅僅不到 2%、新興市場部分股票指數錄得超過 10% 的跌幅，可發現市場並非全面偏好風險資產。

從第二季度實際表現來看，板塊分化確實在擴大：以美國標準普爾 500 指數 (標普 500 指數) 為例，科技及非核心板塊年內錄得超過 10% 的漲幅，但核心消費及電信板塊則接近 10% 的跌幅；歐洲科技及奢侈品板塊分別錄得接近 15% 及 25% 漲幅。

第二季度市場表現分化主要原因應與前面分析的兩條主線高度相關：(1) 經濟週期步入尾聲，但全球央行緊縮持續，股優於債的趨勢尚未改變；(2) 美國貿易保護疑慮持續，當中或有受害程度較大的國家及板塊。兩因素交疊的結果使資金尋求收益確定性最大的標的，進而導致市場分化的現象。

(一) 擴張步入週期性尾端

展望 2018 年下半年暨第三季度，整體經濟擴張週期將逐漸進入尾部。從歷次經濟週期尾聲特徵來驗證，我們目前觀察到幾個符合的現象：目前美國製造業的採購經理人指數 (PMI) 已從高點開始回落，5 月份失業率雖創 2018 年以來低位，即使高頻資料顯示可能進一步走低，但改善空間也將逐步縮小，觀察目前美國信用市場狀況，AA 級債券期權調整利差今年以來從 0.55% 擴大 20 個基點至 0.75%，而 CCC 評級含以下債券期權調整利差則從 8.5% 收窄 200 個基點至 6.5%，高低評級債收益率剪刀差明顯，加上中低評級信用利差處於歷史低位，也隱含目前週期逐步面臨尾聲。

如果擴張面臨週期性尾聲，股票市場有多少潛在漲幅？標普 500 指數在 2000 年及 2007 年見頂前 1 年表現分別約 15% 及 12% 左右，這表示只要經濟擴張未實質邁入衰退，市場仍相對偏好風險性資產而非避險性資產，因此我們認為第三季度股市仍有上漲空間，但若經濟資料逐步走弱，最終將傳導並影響股市的趨勢方向。

(二) 政策面臨持續性博弈

貨幣政策方面，我們在上期報告指出目前主要發達國家央行的貨幣政策方向已被預期，第二季度政策的方向性更加明確。美國聯儲局方面，6 月份議息會議雖然改變原先 3 月會議決策，將年內預期加息次數從 3 次調至 4 次，但基本符合市場預期；歐洲央行方面，市場原預期第三季度開始縮減購債規模，6 月議息會議歐洲央行宣示年底前退出寬鬆的立場，但是態度仍相對謹慎；日本央行方面，市場預期日本通脹持續保持低位，央行不會改變購債規模或利率水平，6 月份日本央行確實未做出任何政策的改變。

整體來看，貨幣政策主要是延續今年以來的趨勢，政策持續性博弈的領域主要集中在財政及行政政策，其中最

主要的是美國的貿易保護政策。

在與中國取得協商共識後，5月底美國突然宣佈仍將計劃對中國進口的美金500億元商品徵收25%的關稅，此舉超市場預期，6月美國按計劃提出中國商品美金500億元關稅清單，並將對科技業投資提出限制方案，同時也對其他國家發佈汽車調查及可能的關稅措施。為應對美國的貿易保護政策，各國/地區已經計劃採取一連串的報復措施，如墨西哥已針對鋼鋁關稅實施報復性的措施，其他國家也將在第三季度採取相應手段，這提高了政策博弈的衝突性及風險。

我們觀察到美國此段時間貿易保護政策向範圍廣、態度強的方向發展，背後可能隱含了幾個邏輯：(1) 美國國內對貿易保護的鷹派勢力抬頭；(2) 特朗普認為在減稅後，提高關稅對美國經濟影響有限；(3) 貿易保護政策對拉抬民調有一定幫助。假設3點邏輯為真，那第三季度甚至年底前，除非各國同意對美貿易大幅讓步，美國的貿易保護政策較難轉向。

如果美國在第三季度實際採取提高關稅動作，對美國經濟及通脹影響為何？從世界銀行發佈的材料來看，美國進口平均關稅約為1.61%，是歷年以來相對低的水平，假設美國第三季度後針對中國美金500億元商品加徵25%關稅，以及未來可能對美金2000億元的商品加徵10%關稅，則將對中國進口的平均關稅水平從目前的2.9%分別上升至5%及7.1%，導致整體美國關稅水平將從1.61%分別上升至2.01%及2.45%。由於關稅提高將抬升進口物價，而進口物價提高將傳導至生產者物價，最終至消費者物價，我們預估最終將對消費者物價指數(CPI)同比分別提高0.15%及0.25%左右的絕對水平。以5月美國CPI同比增速為2.2%測算，對中國商品美金500億元及美金2000億元商品分別加徵25%及10%關稅，CPI同比增速將上升至2.35%及2.45%，若同時對其他國家商品加徵課稅，則恐將進一步提高。

從上面分析我們認為，即使再對中國美金2000億元商品加徵10%關稅，對物價的影響性仍相對偏低，如果中美貿易摩擦僅止於此，則預期市場反應相對可控，如果雙方持續加大籌碼，則物價的影響將會大幅上升。若長期美國通脹上升至3%以上，經濟衝擊將加速擴大，對市場而言，政策博弈風險仍將是第三季度最值得關注點。展望第三季度，我們認為確定性較大的市場形勢如下：

- (1) 以宏觀經濟來看，美國優於歐洲、歐洲優於新興市場。新興市場當中，拉丁美洲相對疲弱，隱含美國股票仍是相對較佳的股票市場。
- (2) 以板塊獲利增長來看，週期性板塊獲利增長仍優於非週期性板塊，其中又以原材料、科技、金融獲利增長速度最快，此外高股息也是資金相對青睞的策略。
- (3) 以貿易保護影響因素來看，工業或消費品恐較易受衝突加劇影響，而科技則反而是影響較少的板塊。

股票市場評論：

美國股市

前文我們指出美國經濟週期已步入尾聲，即使如此，目前資料顯示美國經濟在短期內還未到衰退關口，而且即使失業率同比數據惡化，股市仍有可能有一段上漲空間，核心原因在於（1）股市逐利的動物本能；（2）被動投資在指數未大幅下跌前仍將持續買入；（3）美國減稅後企業資金大幅增加股票回購推高股價。

由於貿易摩擦影響較低且獲利增長確定性較高，估計科技板塊將是今年美股表現最佳的板塊。代表科技板塊的納斯達克指數在 2017 年已上漲超過 25%，今年指數持續上漲，是否隱含科技板塊或有過熱的情況，尤其是從估值角度，科技板塊的一般市盈率達 36 倍、席勒市盈率達 39.6 倍，分別是所有板塊的最高及次高市場。

對此我們認為科技板塊最終在市場進入衰退、多頭結束時必然將有獲利了結的賣壓，但短期仍將相對強勢，主要原因包括：（1）在收益率上升的時期，獲利相對高增長將使市場偏好科技股；（2）科技板塊佔標普 500 指數的權重從 2017 年的 20% 上升至目前 26%，為 1998 年至 1999 年科技板塊的一半增幅，並未重演 1999 年至 2000 年時互聯網泡沫情況；（3）蘋果計劃在第三季度推出新機，價格將低於 iPhone X，有機會吸引因先前價格過高而卻步的消費者，蘋果的拉貨潮也有利於相關供應鏈的企業表現。

除了科技板塊外，另一個值得觀察的板塊是獲利良好，但是第二季度表現不佳的金融板塊。在收益率高位上行環境，金融板塊表現多優於大盤，但第二季度表現卻相對弱勢，原因可能是：（1）長短收益率曲線走平的利空因素；（2）義大利危機利空歐洲銀行股，連帶拖累美國銀行股；（3）美國三大重要銀行之一的富國銀行在 4 月因車險和房貸業務違反相關法律，被處以美金 10 億元罰款拖累股價。展望未來，除了第三個因素，其他兩項利空仍有持續的可能性，伴隨美國國債收益率走高空間有限，銀行板塊暫難擺脫弱勢格局。

歐洲股票：貨幣政策收緊和歐元走強有一定利空

回顧泛歐斯托克 600 指數在今年的走勢：1 月上行，接著 2、3 月下跌，隨後重拾升勢，4、5 月迎來一波較強的漲幅，一度接近前期高點。第二季度歐股的上行主要是受益於歐元匯率的下行以及歐股第一季度報盈利超預期。從歐元兌美元匯率的角度來展望後市對歐股的影響，我們認為下半年歐元繼續走弱的空間已經不大，再寄望於歐元走弱托升歐股的情景較難出現，原因在於：歐洲央行已經在 6 月的議息會議上宣佈將在 2018 年 12 月末結束量化寬鬆（QE），2018 年 10-12 月的 QE 規模從現在的每月歐元 300 億降為歐元 150 億，估計至少到 2019 年夏天都不會加息。隱含的意義是歐洲央行基本已經顯示了其未來一段時間的底牌，第三季度貨幣政策在當前基點上繼續寬鬆的可能性基本不存在。

第三季度歐元區股市難以避免將遭受歐美貿易糾紛升級的影響：美國已經正式開始對歐盟、加拿大和墨西哥的鋼鋁加徵關稅，歐盟料會對美國進行相應的報復。5 月美國政府表示將對汽車和卡車進口展開 232 調查，美國政府有可能正在考慮對進口汽車加徵關稅。如果最終屬實，出口佔比較高的德國汽車業將受影響較大，根據測算，德國汽車業約有歐元 226 億的收入會遭受關稅影響，因此板塊配置方面建議回避汽車和工業中外貿影響佔比較大的板塊。

中國境內市場

受內外因素擾動，第二季度中國境內宏觀政策形勢出現較明顯的邊際變化。一方面，境內宏觀經濟上行勢頭在“嚴監管+去槓桿+緊信用”的背景下動能減弱，投資、消費、出口數據均承壓下行；另一方面，中美貿易摩擦風險升級，為市場情緒帶來了較大衝擊；另一方面，出於對沖經濟下行壓力的考慮，央行貨幣策略略有放鬆，多次實施定向降準。受相關事件影響，資本市場表現整體呈現股弱債強。

展望 2018 年下半年第三季度，內外需均面臨挑戰，宏觀經濟下行壓力增加；中美貿易摩擦具有長期性和日益嚴峻性影響；結構化去槓桿將持續推進，實體企業經營壓力仍然較大，政策已體現出在穩增長與防風險之間調整和平衡的微調意味，著力於擴大內需、加快創新、減稅降費等；貨幣政策或有放鬆，但較難全面轉向，定向

降準仍有空間；長期看政策仍將保持定力，堅定結構改革方向。

債券市場策略：下半年債券市場將面臨更加舒適的宏觀環境，經濟下行壓力加大，政策環境改善，外部環境對債市影響偏中性；但另一方面，供應壓力對債市的負面影響將逐漸顯現。綜合來看，下半年國內債市較大概率處於震盪行情，十年期國債收益率仍將在 3.4%-4.0% 之間波動。利好因素逐步體現，利率債市場可能出現階段性的交易機會；信用風險發酵，信用債市場相對弱勢，可留意市場過度調整後的錯殺機會。從中長期配置角度來看，此前利率提升也讓目前持有債券的絕對收益提升，債券的配置價值逐步浮現，待利率再次上行後可逐步佈局。

股票市場方面，企業盈利保持穩定增長的同時估值水平接近歷史低位，A 股具有較好的中長期配置價值。短期內，市場仍面臨去槓桿和中美貿易摩擦的風險，預計去槓桿風險在目前政策微調的情況下將有所緩和，後續將因應政策調整幅度而變；中美貿易摩擦仍存在中長期風險，改革成為經濟轉型的關鍵點。由於政策調整需要時間，短期預計市場難有趨勢性行情，在低估值以及政策微調的背景下，下跌空間有限，更可能是一個逐步消化風險的震盪築底過程。A 股企業盈利保持穩定，經歷調整後估值水平接近歷史底部，A 股配置價值進一步提高。配置方向上，低估值以及盈利穩定增長仍是首要條件，在行業前景上，消費及成長符合經濟戰略轉型的大方向。具體來看，目前藍籌股整體估值合理，消費醫藥等行業估值水平有所提高，但仍在機構投資者和國際資金可以接受的合理範圍內，因此藍籌股方面建議主要配置盈利穩定增長的消費、醫療行業。基本面良好、估值調整到位的成長股具有投資價值，政策對於經濟新動能、創新、高端先進製造業的支持進一步加強，主要包括大數據、人工智能、半導體、5G、新材料、高端專用設備等板塊。而其餘基本面較差同時估值過高的股票仍面臨較大的不確定性。

另類投資方面，阿爾法策略的市場環境繼續改善，可精選阿爾法策略或多策略產品進行配置，並以商品交易顧問策略(Commodity Trading Advisors)作為補充。定向增發折價率穩定，需要對上市公司的長期增長前景以及股票價值均有比較強的把握。

房地產投資方面，今年以來調控政策逐級下沉、人才政策促進需求以及長效機制繼續推進，下半年整體市場將延續上半年趨勢，政策脈絡更加清晰；市場需求更加集中，房價高位盤整；整體來看，房地產市場進入分化階段，居民對於房地產資產依然偏好，政策仍將抑制投資需求，投資需求開始由一線城市轉移至二線城市；投資風險提高，投資回報率與投資風險更加匹配，投資期限延長；投資標的更加豐富，租賃地產、長租公寓、物流地產等細分領域具有投資機會；投資品種由非標準債權資產產品逐步轉移至標準化產品(如房企發行的債券、REITS、類 REITS 和資產證券化品種等)或股權投資類產品。未來將進一步考驗投資機構的管理和運營能力，對於管理機構和房企的選擇更加重要。需警惕政策調整、局部地區房價泡沫破裂的風險。

香港股票

大市走勢

在 2017 年港股走出一輪牛市行情後，市場的波動率創下了近 20 年來新低，但是從 2018 年第一季度開始，受週邊市場和全球風險事件影響，港股市場的波動加大。中美貿易戰持續對峙，發動了迄今為止經濟史上規模最大的貿易戰。中國商務部發言人表示中方反對單邊主義行徑，反對貿易投資保護主義，美方單方面違反世貿規則，將打擊全球貿易秩序，引發全球市場動盪，阻礙全球經濟復甦，全球更多無辜的跨國公司、一般企業和普通消費者都會受到殃及，美國自身的企業和公眾也愈來愈意識到己身受其害。

延續上次季報觀點，我們預計港股波動率上升將貫穿整個 2018 年，第二季港股表現較為疲弱，近日恒指低位約 27,800 點，主要由於貿易戰及人民幣弱勢所致。如中美貿易糾紛改善以及人民幣回穩，有望上試 250 天線約 29,400 點，或 50 天線約 30,000 點水平。雖然中美貿易摩擦將導致港股受到較大衝擊，但市場情緒面過度反應的過程中也伴隨優質板塊的建倉機會，預計 2018 年港股市場結構性的機會將多於指數性的機會。

需要注意的是，自 4、5 月份中美貿易摩擦發酵以來，香港採購經理人指數(PMI)持續低於 50，並且 5 月香港 PMI 數據下行幅度較大。根據歷史情況，如果香港 PMI 趨勢下行並持續低於 50，將不利於股市表現。需觀察

中美貿易摩擦是否對市場景氣度有持續影響，若企業對產出前景持續悲觀而影響經濟環境轉弱，將對香港股市有不良影響。

同時南下資金在今年 1 月底市場面臨大跌後，近一個季度淨流出明顯，4-5 月呈持續淨流出現象，6 月南下資金的淨流出現象也並未減緩，這種持續淨流出現象自滬深港通開通以來極為少見。與此同時，隨著美元從弱勢逐步轉強，以及中美貿易摩擦的持續，海外資金逐步流出新興市場，回流美國。根據新興市場投資基金研究公司 (EPFR) 的統計，截至 2018 年 6 月 15 日，流出香港市場 (H、紅籌、香港本地股) 的海外資金規模為美金 4.2 億元，是連續 17 周淨流入以來的首次淨流出。南下與海外資金面的流出現象近期將對港股市場有所壓抑。今年以來港股市場板塊分化明顯，疊加中美貿易摩擦、國內金融去槓桿等風險事件的影響，市場追逐相對確定性的板塊，可以看到今年以來以內需主導和防守性板塊：必須消費品、醫療、博彩板塊表現良好，板塊走勢逐勢上漲並在恒指疲軟期間創新高；然而受貿易摩擦影響最多的汽車板塊表現最為乏力，以及受國內金融去槓桿影響的金融 (內銀、保險) 板塊、地產板塊表現受到壓抑。

今年以來港股市場面臨各種風險事件，並且預計未來波動率的提升將貫穿全年，我們認為中美貿易摩擦或將承壓市場一段時間，期間結構性機會大於指數性機會。建議客戶在可控倉位下配置以必需品消費、醫療、教育、博彩為主的內需、防守性板塊，等待貿易摩擦在市場預期面完整反映，屆時市場將逐步回暖。

新興市場股票

第二季度美元指數大幅上行，新興市場的股、匯、債市面臨較大的波動。根據歷史經驗，美元指數與新興市場股、匯、債市往往呈現負相關性，表示市場資金從新興市場轉移至相對安全的美元資產，從今年市場表現來看，只要美元指數上行提速，新興市場就會有較大的壓力。

而隨著資金抽離新興市場，新興市場的表現也將隨著各市場經濟體的狀況有所不同，第二季度新興經濟體的表現較差，阿根廷、土耳其股市近三個月分別下跌約 8% 及 20%。因此，市場懷疑是否會再次出現類似 1997 年的亞洲金融風暴的情況，以及新興市場政府無足夠的能力對抗資金外逃？我們認為新興市場較大概率不會發生如 1997 年的危機，主要原因有二：首先，新興經濟體的外匯儲備較 2000 年時已有明顯增長，整體新興市場的外匯儲備已增長了 10 倍，外匯儲備的累積使得新興市場經濟體更有能力對抗資金波動，而此次震盪較大的阿根廷與土耳其外匯儲備相較於其他新興經濟體則顯薄弱，僅分別持有美金 500 億元與美金 1347 億元，若和巴西比較，巴西外匯儲備則有美金 3648 億元，因此，阿根廷與土耳其還不至於造成整體的新興市場系統性風險。其次，以摩根士丹利國際資本指數 (MSCI) 新興市場指數來說，阿根廷、土耳其佔指數皆不到 1%，對 MSCI 新興市場指數影響不大。

巴西市場方面，先經歷了卡車司機因油價過高而引起的罷工，嚴重影響民生物資的運輸，再從 6 月開始面臨市場擔憂 10 月總統大選消息擾動，主因是現行總統特梅爾宣佈不再參選，巴西財政改革可能無法延續。因此，巴西股、匯市產生極大波動，按歷史經驗，股市與美元兌雷亞爾為負向關係，也就是巴西股市下跌時伴隨著雷亞爾的貶值，而當雷亞爾貶值至 4 時往往為歷史高位，大概率為長期股、匯市的拐點，也就是說，當美元兌雷亞爾貶至 4 之前，短期市場壓力仍大，長期若貶向 4 後或許能達壓力滿足點。而巴西的外匯儲備較為豐厚，巴西政府也展開救市行動，巴西佔 MSCI 新興市場指數約 8%，因此，巴西可視為是否蔓延於新興市場主要經濟體的防火牆，若無法抵擋，將不利新興市場。

我們認為，整個新興經濟體大概率不至於發生系統性風險，但是經濟較佳的美國或將支撐美元，對新興市場的壓力仍在。另國際間貿易摩擦仍將持續，且個別新興市場經濟體還有內部問題，雖不至於系統性風險，但仍將面對不少的挑戰。

股票	評級*	債券	評級*
美國	↑#	美元國債	■#
歐元區	■#	美元投資級別	■#
英國	■	美元高收益	■
中國	■#	歐元國債	↓
香港	■#	歐元投資級別	↓
亞太(日本除外)	↓#	歐元高收益	↓
日本	■	亞洲	↓#
新興歐洲	↓#	中國投資級別	■
		中國高收益	↓#
南美	■	新興國家(美元)	↓#
		新興國家(當地貨幣)	↓#

*注：↑ 正面 ↑ 略為正面 ↓ 負面 ↓ 略為負面 ■ 中性 # 評級變動(第三季)

定息市場評論：

全球利率債

美國聯儲局 6 月份會議宣佈加息 25 個基點，將聯邦基金利率目標區間上調至 1.75%~2%，符合此前市場預期，同時將 2018 年的加息次數從 3 次上調至 4 次，並維持了 2019 年 3 次及 2020 年 1 次的加息預期，將使 2018、2019、及 2020 年末的利率目標區間上移至 2.25%~2.5%、3%~3.25%及 3.25%~3.5%，長期利率目標維持在 2.75%~3%。由於美國聯儲局已明確下半年的貨幣政策指引，第三季度繼續加息 25 個基點已是板上釘釘，因此我們預期美國 10 年期國債收益率於第三季度波動區間將落在 2.7%~3.2%之間，長短期限利差也將持續收窄(見圖 15)，10 年與 2 年國債收益率利差預計將收窄至 30 個基點。

歐洲央行 6 月份會議維持利率不變，此舉符合市場預期，但是比市場預期提早一個月公佈了縮減購債計劃，將在 2018 年 10-12 月將購債規模從現在的每月歐元 300 億降至歐元 150 億，並且在 2018 年 12 月末結束此購債計劃，同時提出了在 2019 年夏天以前都不會加息的言論，此舉超出市場預期，也消除了下半年歐元區貨幣政策的不確定性，將使歐元區主權債利率難有趨勢性走勢，我們預計第三季度德債收益率波動將維持今年以來 0.2-0.7%的區間走勢。

我們認為貨幣政策下半年對市場影響大幅減弱，美國聯儲局第三季度加息已是板上釘釘，長短利差將持續收窄，歐洲央行 9 月將縮減購債規模，12 月末結束購債，整體貨幣環境變化清晰可見，同時第四季度美國通脹預計將從年中高點回落，美國聯儲局是否可順利執行第四次加息且維持目前對 2019 年經濟展望仍有疑慮，並且我們判斷 2019 年將面臨全球經濟擴張尾聲，歐洲央行能否在明年 6 月末以後開始本次週期的第一次加息仍有較大不確定性，2018 年末至 2019 年市場可能面臨較大動盪。

全球信用債

根據歷史經驗，在美國信用週期尾聲，通常會見到美高評級債信用利差領先美高收益債信用利差開始走闊。今年以來，美高評級債信用利差已走闊 26 個基點，而美高收益債利差則是收窄 9 個基點，配合我們判斷美國聯儲局在經過下半年的兩次加息後將導致目標利率高於美國的通貨膨脹率，預示著本輪美國的經濟及信用擴張週期即將進入尾聲，雖然目前美國企業盈利仍持續增長，違約率較低，但美高評級債信用利差已難再進一步收窄，而美高收益債信用利差距離歷史低點亦不足 100 個基點，資本利得空間較小，因此我們認為下半年美高評級債信用利差可能會繼續小幅走闊並抵消其票息收入，而美高收益債信用利差可能會維持小幅收窄至持平的走勢使其維持一定的票息收入。

歐洲信用債市場下半年將會面臨歐洲央行購債計劃的結束，由於歐洲央行的購債計劃相較於美國的 QE(量化寬鬆)多納入了公司債購買計劃，因此我們認為在歐洲央行結束購債計劃後將會對歐洲信用債市場造成一定衝擊。根據美國經驗，美國信用債利差在 QE3 (第三代貨幣政策量化寬鬆) 結束前來到週期低點，並且維持了一年半的信用利差走闊趨勢(見圖 17)，因此我們認為歐洲信用債市場也將面臨衝擊，下半年較大概率歐洲高評級債與歐洲高收益債信用利差都將明顯走闊，並且可能維持到 2019 年。

因此，在第三季度的信用債券市場，我們認為整體美國表現會比歐洲好，同時因為高收益債有較高的票息收入，美國高收益債的表現將優於美國高評級債。

中資美元債

中資美元債今年以來一級市場債券新發行量較 2017 年同期有所減少，主要受美債收益率上行提速影響了投資者的債券需求，且中國境內信用狀況收緊，債券違約頻發，各類企業融資成本大幅升高，連帶影響了中資美元債市場投資者的風險偏好。在境內信用收緊情況未見明顯改善前，第三季度一級市場仍將承受一定壓力。但是某些行業龍頭或信用資質較佳企業因受到整體市場氛圍不佳拖累下跌的債券可能遭到錯殺而有一定的配置價值。

新興市場債券

美國十年期國債收益率與美元指數在第二季度同時上行，讓新興市場債券面臨了價格及匯率雙重壓力。延續前文觀點，第三季度美元指數的走勢仍是影響新興市場債券的主要因素。

隨著美國進入加息通道，新興市通過縮減與美國國債收益率利差以避免資金外流並逐步加入加息的行列，以印尼為例，今年已加息 2 次，合計 50 基點至 4.75%；印度市場也於 6 月加息 25 基點至 6.25%，分別為近 3 年與近 4 年首次。巴西原本處於降息週期，亦受到美元指數上行與該市場內部紛擾而暫緩降息，巴西國債收益率更受卡車司機罷工與十月總統候選人擔憂而上行。因此，新興市場債券除了受美元指數上行壓力影響外，新興市場陸續進入加息週期亦導致新興市場債券承壓，儘管目前並不是普遍現象，但對整體新興市場債券的挑戰仍不少。

商品

黃金：美元有可能繼續偏強，對黃金不利

展望未來一個季度，我們預計在避險和通脹兩個方面對黃金的影響開始分化。避險方面，未來一個季度關注美國和多個國家貿易摩擦程度升級帶來全球貿易環境的惡化：

貿易摩擦如果持續下去，不排除風險資產價格波動性提升，有可能刺激避險情緒衝高，對黃金價格短期利好。從通脹角度看，預計石油輸出國組織(OPEC)6月會議上應會形成共識在2018年下半年進行增產，原油市場當前供不應求的緊張狀態可以得到一定程度緩解，因此下半年原油價格衝高概率不大，因此通脹預期角度並不能對黃金價格構成利好。整體來看，預計黃金2018年第三季度價格中樞在美金1240-1300元/盎司之間。

原油：石油輸出國組織有可能逐步投放增量產量

2018年第一季度原油呈現震盪行情：2018年1月上漲，但之後回落並進入震盪。整體來看，第一季度至今石油輸出國組織減產執行力度維持在很高水平，導致原油庫存持續下降是支撐油價高位運行的主因，而2017年末爆發的伊朗暴動突發性地緣政治事件也激發了油價上揚，布蘭特期油和西德州油價價差在年初一度達到美金6元/桶左右的高位。

石油輸出國組織6月會議會增產基本確定，關鍵是如何投放增加的產量，我們的判斷是石油輸出國組織當前富餘產能維持在300萬桶/日左右，有足夠的能力來進行增產。預計石油輸出國組織和俄羅斯會根據市場的緊張情況逐步投放增量或者動態釋放增量；最高石油輸出國組織增產有可能達到100萬桶/日。

委內瑞拉5月產量環比下行5萬桶/日，年初以來減少了27萬桶/日。委內瑞拉產量下滑主要原因是：委內瑞拉被美國嚴厲制裁，政治局勢動盪，加上此前被下調評級，未來舉債困難的委內瑞拉國家石油公司（世界第五大石油出口企業）面臨財務困境，其現有的生產規模都難以維持。因此預計2018年下半年委內瑞拉產量仍會持續下滑，預計2018年下半年下滑幅度可能不低於30萬桶/日。

伊朗方面，美國總統特朗普已經於5月初宣佈退出伊朗核協議，涉及伊朗石油產業的制裁在180天緩衝期後（即11月4日）生效，表示伊朗石油的國際買家必須在11月4日之前終止合同。近期以法國石油巨頭道達爾為代表的大型石油公司紛紛宣佈將在制裁生效期前停止和伊朗進行原油業務往來。回顧上一輪對伊朗的石油禁運，起因是2008年9月國際原子能機構的報告稱，伊朗增加了離心機的運作數量，繼續進行濃縮鈾活動。2010年7月，美國通過單邊制裁的《伊朗綜合問責、撤資、制裁法》，對伊朗進口及進口渠道進行制裁，迫使伊朗在核問題上妥協。2011年12月，奧巴馬簽署了針對伊朗的金融制裁法案。2012年7月起，歐盟禁止成員國從伊朗進口、轉運原油和成品油，以及為伊朗的石油貿易提供融資和保險服務。這一決議於7月1日正式生效。伊朗原油產量平穩保持在階段性谷底。2016年1月伊朗核協議正式生效，伊朗快速釋放庫存和提高產量雙管齊下，在較短期間，伊朗原油產量向上修復了約100萬桶/日。這次，如果歐洲和印度企業都嚴格執行禁令和伊朗斷絕業務往來，2018年下半年伊朗原油產出有可能減少50-100萬桶/日。

如果最終如我們預期的石油輸出國組織逐步增產，最大增產幅度為100萬桶/日左右，或者採取其他動態的方式來投放產能，增加產量彌補了委內瑞拉和伊朗的缺口，原油市場基本面供應長期過剩的概率不大，則2018年第三季度原油價格下行空間其實有限。

外匯市場評論：

美元

第二季，受惠於美國 3 月份落實加息，美匯指數見底回升，先在 90 附近水平整固，然後分別突破 92.00 及 93.50 阻力，最高見 95.52 水平，現價於 94-95 附近水平徘徊。

6 月份非農就業職位增加 21.3 萬個，雖然較 5 月減少，但則高於預期 19.5 萬個。失業率則由 18 年低位反彈，重上 4% 水平，主要因為就業市場好轉，鼓勵更多人重返市場尋找工作。平均時薪升幅減慢，6 月升幅放緩至 0.2%，同時較預期 0.3% 低，而按年則與 5 月持平，但較預期 2.8% 低。市場認為，雖然近來通脹升溫，但平均時薪升幅減慢，令市場相信通脹將會持續攀升及未來加息的步伐仍然存著變數。

5 月 CPI 月增 0.2% 符合市場預期，與去年同期相比年增 2.8%，高於市場預估的年增 2.7%，創 2012 年 2 月以來最高，也高於 4 月的年增 2.5%。若扣除食物與能源後的核心 CPI，5 月月增 0.2%，年增 2.2%，符合市場預估，並高於美國聯儲局設定通脹率 2% 目標，主要因汽油、醫療健保、和包括租金與房價等居住費用等持續上升所帶動。

美國 6 月份生產物價指數按月及按年分別上升 0.3% 及 3.4%，按年增長幅度不單高於 5 月份的 3.1%，更是自 2011 年 11 月以來最高增長。加上由 7 月 6 日起美國更對美金 340 億元總值的中國進口貨物徵 25% 關稅，日後生產成本可能進一步上漲，整體物價將會繼續向上，促使美國聯儲局今年內再加息兩次，為美元匯價帶來支持。

美國聯儲局料下半年調高利率兩次

6 月份，美國聯儲局一如市場預期宣佈加息 0.25%，聯邦目標利率由 1.5 至 1.75%，調高到 1.75% 至 2%，為今年第二度出手。另外，美國聯儲局預期今年將合共加息 4 次，較早前預測 3 次多，主要因為美國勞動力市場持續走強，經濟活動以穩定速度增長。

美國聯儲局於經濟展望報告中預測指，今年美國實際經濟增長 2.8%，略高過 3 月預測升 2.7%；今年核心通脹率為 2.0%，略高於 3 月預計 1.9%。聯儲局預測今年失業率將降至 3.6%，低過 3 月份預測 3.8%。美國聯儲局將 2019 年利率預期由 2.9% 上調至 3.1%，意味明年將加息三次，2020 年利率預期維持於 3.4%。

美國聯儲局主席鮑威爾認為，聯儲局有充分理由繼續加息，但同時指出，美國的貿易政策可能會影響經濟前景。

「貿易戰」進展仍受市場密切關注

美國對加拿大、墨西哥和歐盟徵收 25% 的鋼鐵關稅，以及 10% 的鋁關稅，於 6 月 1 日生效。美國向中國價值美金 500 億元商品加徵 25% 關稅。

清單分兩部分，第一部分有 818 種產品（價值約美金 340 億元）將首先面臨 25% 的關稅。美國政府表示這份名單聚焦的是「有助於或受益於中國產業政策的美國產業領域的商品」，於 7 月 6 日起正式生效。第二部分為新增的 284 個項目，價值美金 160 億元，主要包括半導體、電子、塑膠等產品。美國稱這些產品受益於「中國製造 2025」等產業政策。這一部分清單將接受公眾審核，具體生效日期未定。

美國貿易代表處公佈，由於中國的報復措施，加上未改變在貿易的行為，公佈計劃向美金 2000 億元中國貨加徵一成關稅的清單。除了包括「中國製造 2025」計劃涉及的高新製造業產品，亦包括不少零售產品，例如雪櫃、服裝、木和皮革製品，以及電視機零部件、電動車電池等，但不包括較受外界關注的產品，例如智能手機。

特朗普在關稅上對中國施壓，更向盟友加拿大和歐盟開火，其中一大目的是展現「美國優先」的姿態以爭取選票，確保共和黨在 11 月舉行的中期選舉持續佔優，免得民主黨在美國對中國事務上搶攻。美國中期選舉將於 11 月 6 日舉行，中期選舉結果往往被視為總統任內的成績表，影響特朗普能否連任。

另一目的可能是特朗普忌憚《中國製造 2025》，若中國這項綱領成功，意味著在半導體、5G、新能源、核能、航太、新材料等新興科技領域都毋須依賴西方，反過來可望壟斷全球市場，威脅美國第一強國地位。特朗普宣佈對中國美金 500 億元貨品加徵關稅時，表示主要是針對《中國製造 2025》之下的產品，他直指該項大計將有助中國「稱霸新興的高科技產業」，卻不利於美國及其他國家。

貿易戰會令中、美雙方造成經濟損失，摩根大通估計現時貿易戰將對中美今年經濟增長分別造成 0.1% 負面影

響。估計特朗普短期而言以此作為爭取選票的手段，預期會於 11 月中期選舉前後或會與各國進行貿易磋商，緩和緊張局勢。此前，市場或將繼續處於波動局面。

但若果美國忌憚《中國製造 2025》威脅美國第一強國地位，不排除貿易戰於未來將繼續成為美國打壓中國的工具之一，但就經濟成本而言，預期美國不會長期令貿易處於緊張局面。預計 11 月美國中期選舉前將更明朗化。預測

面對通脹壓力不斷上升，美國聯儲局於年內還會考慮加息 1-2 次。

最終的加息步伐，仍然取決於勞動力市場、通脹、經濟增長這些關鍵指標的走勢。現時，貿易戰、加息、資產價格、消費，似乎一環緊扣一環。但當市場走向悲觀、前瞻性經濟指標回落時，或有導致美國聯儲局放慢加息的可能性。故投資者需繼續密切注視中、美貿易磨擦的進展。

美元兌主要貨幣匯價普遍上升，美匯指數曾升至 95.60 水平，貼近去年七月以來最高。

中、美兩國貿易戰 7 月 6 日正式開打，若兩國貿易磨擦持續升級，資金將繼續流入美元作避險，但目前基本因素暫未見有明顯轉變，料情況有機會短期內持續，美元短線或在高位整固，上方重要阻力為兩次到頂不破的 95.60 水平。

撇除美元的避險需求，美國與其他國家的貿易衝突將推動進口商品成本上升，從而推動通脹，或逼使美國聯儲局加快加息的步伐及幅度，使美元進一步維持強勢。不過，美國今年推出刺激經濟政策，有機會導致財政赤字和經常賬赤字進一步惡化，或限制了美元上行空間。整體預計第三季美元指數仍偏好，並在 93-97 水平上落。預計美元指數 2018 年底目標在 96-98 的水平。

歐元

歐元兌美元第二季度反覆偏軟，由高位 1.2413 下跌至最低 1.1506 水平，期間雖曾作出反彈，但仍受制於 1.1850 阻力，現價在 1.16-1.17 附近水平上落。

歐洲央行最新利率決議及言論：

6 月 14 日歐洲央行公佈維持主要再融資利率在 0% 不變，以及存款工具利率在負 0.4% 不變，與預期相同。歐洲央行把目前每月歐元 300 億的買債規模持續；9、10 月起，買債規模將會縮減一半，至歐元 150 億，今年年底正式結束量寬。並表明超低利率環境，將維持不變最少到 2019 年的夏天之後，意味加息時間將較市場預計來得更遲。

歐洲央行行長德拉吉表示，即使是在資產購買計劃結束後，通脹向目標進發的趨勢仍會保持下去，惟仍需要保持相當程度的寬鬆政策，並做好調整所有政策工具的準備。

歐洲央行行長德拉吉警告，貿易保護主義有升溫跡象，呼籲面對貿易戰風險，歐盟成員國要更團結，積極支持自由貿易抗衡。此外有官員擔心，貿易戰可能變成貨幣戰。

貿易戰

歐盟委員會將從 6 月 22 日起對價值歐元 28 億的美國商品徵收關稅，以報復美國不延長豁免向歐盟鋼材和鋁材加徵關稅。關稅清單包括牛仔褲、電單車、威士忌、粟米、橙汁及花生醬等。

預測

歐元區首季經濟有放緩跡象，但仍平穩向好。雖然歐洲央行決定今年底結束資產購買計劃，但言論繼續保持鴿派，並表明直到明年夏季將維持利率不變，但美國則已進入加息週期，本年加息 4 次的機會率上升至 42%，歐、美息差會持續拉闊，加上貿易戰問題及政治風險因素仍會持續困擾市場，令歐元繼續在高位面臨沽壓，上方阻力分別為 1.1850 及 1.2000，下方重要支持位為 1.1500 及 1.1350。預計第三季歐元兌美元在 1.14-1.19 水平上落。

市場關注未來歐洲央行會否為調整政策作出表示。預期歐元兌美元將於 2018 年底處於 1.13-1.18 水平。

英鎊

第二季度英鎊兌美元大幅下挫，由高位 1.4376 下跌至最低 1.3050 水平，期間也曾作出反彈，但仍受制於 1.3500

阻力，現價在 1.31-1.32 附近水平上落。

市場原本預期英倫銀行會在 5 月份加息，但由於受極端天氣及「脫歐」談判前景未明所影響，拖慢當地首季經濟增長只有 0.1%，而通脹低見 2.5%，遠低於英倫銀行 2 月的預測，因此決定維持利率不變。加息預期再次落空，拖累英鎊急挫。

近期英國零售銷售連續第二個月上升，表現較預期強勁，主要受惠於皇室婚禮及溫暖天氣。英國國家統計局公佈，5 月零售銷售按月升 1.3%，市場預期只是升 0.5%，按年則升 3.9%，升幅是去年 4 月以來最大，並且高於市場預期的 2.4%。當中值得留意是 5 月通脹回落至去年 3 月以來最低水平的 2.4%。

6 月份，英倫銀行議息，央行委員以 6 比 3 的票數，決定維持利率不變，指標利率維持在 0.5% 水平，買債規模亦維持在英鎊 4350 億元。市場原本預期票數會是 7 比 2，當中首席經濟學家霍爾丹意外加入支持加息的陣營，令市場對英倫銀行 8 月加息的預期升溫。英倫銀行同時發表縮減購債的新指引，指一旦利率達到 1.5% 便可能縮減目前英鎊 4350 億元的買債規模，央行以往指利率要達到 2% 才會「收水」。

英倫銀行指，隨著英鎊轉弱及油價攀升，當地短期通脹的升勢可能會較預期快。所有委員都認為，未來加息將會是循序漸進，並會以可預見的步伐進行。

繼英國「脫歐」事務大臣戴德偉呈辭後，外相約翰遜亦宣佈辭職。首相文翠珊委任衛生大臣侯俊偉接任外相，並指出最新的「脫歐」方案符合國家利益。由於戴德偉及約翰遜兩位強硬「脫歐」派要員呈辭，文翠珊內閣與歐盟談判時表現更趨弱勢。市場估計若有 48 位保守黨議員向文翠珊發動逼宮，勢必危及文翠珊的領導地位，政治不確定因素將繼續困擾英鎊走勢。

市場近日對英國 8 月加息的預期升溫，但基於英國的「脫歐」情況未明朗及文翠珊的政治風險因素，英倫銀行決策仍會相當審慎，將會限制日後加息時間及次數，因此對英鎊匯價帶來不利影響，本行建議採取高沽英鎊策略，上方阻力為 1.3450 及 1.3650，而下方支持為 1.3000 及 1.2850。第三季估計英鎊將在 1.30-1.35 水平上落。

日圓

第二季度日圓反覆回落，日圓兌美元在低位 105.60 水平，逐步向上，突破 108.00 阻力後，最高見 111.40 水平，隨後一度回調，但仍守穩 108 以上水平，現價於 110-111 水平上落。

日本經濟上季收縮，結束連續八季擴張。日本內閣府公佈，第一季國內生產總值按季下跌 0.2%，市場則預期無升跌。以年率計，下跌 0.6%，而市場則預期跌 0.2%。上季私人消費按季沒有升跌，符合市場預期。資本開支跌 0.1%，結束過去連續五季上升，市場預期升 0.4%。

日本通貨膨脹降溫，進一步遠離央行的 2% 目標。4 月全國消費物價核心指數，按年升 0.7%，較 3 月升幅低 0.2%，市場則預期升 0.8%。而日本 5 月通貨膨脹則保持平穩。5 月全國消費物價核心指數，按年升 0.7%，與 4 月升幅相同，符合市場預期。

6 月份日本央行一如預期，維持貨幣政策不變，但調低對通脹的評估，日圓在議息結果公佈後偏軟。日本央行議息後，維持指標利率在負 0.1%，繼續承諾維持大約每年約日圓 80 萬億的速度購買國債；又以 8 票對 1 票，通過控制國債孳息率曲線，包括十年期國債息率，在大約零水平的目標。但央行調低對通脹的評估，預計通脹在 0.5% 至 1% 之間，較上次預期在 1% 悲觀。現時日本何時結束貨幣寬鬆政策及市場避險情緒素繼續影響日圓走勢。

美國今年加息 4 次的機會率不斷提高，而日本「收水」似乎仍言之尚早，因此日圓與各國的息差仍會主導日圓走勢。考慮到美國加息，美元走強的影響，預計日圓仍有空間回落。不過，如中、美貿易戰繼續升溫，進一步拖累美股，資金將流入日圓避險，刺激日圓升值，因此美元兌日圓將會反覆波動。

如避險情緒沒有顯著增強下，本部建議維持買日圓兌美元策略，下方重要支持在 108.00，上方阻力為 111.50 及 112.80 水平，建議在 108 附近水平買入美元兌日圓，第二季估計日圓兌美元將在 108-113 之間上落。

本部預計日圓兌美元在 2018 年底將於 116 至 120 區間上落。

澳元

第二季度澳元兌美元走勢持續偏軟，由高位 0.7800 反覆回落至最低 0.7308 水平，現價於 0.73-0.74 水平徘徊。7 月澳洲儲備銀行（澳洲央行）議息後，維持指標利率在 1.5% 不變，符合市場預期，澳洲儲備銀行仍然強調低息環境能夠幫助經濟可持續增長，逐步實現通脹目標，因此將維持一段時間。

澳洲儲備銀行表示失業和通脹的進展是預期的，但通脹可能會在某些時候會保持低位，隨著經濟的發展，通脹將逐漸增長，2018 年 CPI 通脹預計將超過 2%，而工資增長率仍然偏低，並可能會持續一段時間。另外，家庭收入增長緩慢，債務水平高，家庭消費是不確定因素的來源。澳洲儲備銀行預期今、明兩年平均經濟增長可保持於 3% 水平。由於澳洲儲備銀行只是保持過去預測，會後從澳元利率期貨價格變化顯示，市場估計澳洲儲備銀行最快加息日期仍然要待明年 6 月。

目前澳洲經濟受到國內和環球貿易關係不確定因素影響，澳洲儲備銀行表示利率水平應該保持觀望，意味澳洲儲備銀行收緊貨幣政策機會不高。

基於估計美國聯儲局很大機會今年會再加息兩次，息差因素限制了澳元上升的動力。另外，中、美貿易戰越演越烈，澳洲是中國的重要貿易伙伴，如中、美貿易戰再度升溫，澳洲將受到嚴重影響。

目前澳元似乎沽壓沉重，澳元兌美元上方阻力為 0.7480 及 0.7680，下方重要支持在 0.7300 及 0.7150 水平，預期澳元兌美元仍可維持區間上落，第三季估計澳元兌美元將在 0.72-0.77 上落。

紐元

第二季度紐元兌美元下挫，由高位 0.7200，回落至最低 0.6680 水平，現價於 0.67-0.68 水平徘徊。

6 月 28 日紐西蘭儲備銀行（紐西蘭央行），一如預期維持所有貨幣政策不變，息率保持於 1.75% 低水平。紐西蘭儲備銀行在其聲明中，關注到全球各國的貿易紛爭對當地經濟可能帶來的負面影響，加上近期當地公佈的經濟數據未如理想，暗示在可見將來也難於加息。早前市場普遍估計紐西蘭最快也要 2019 年中才可加息。

經濟數據方面，紐西蘭首季國內生產總值（GDP）年增長為 2.7%，較去年第四季的 2.8% 增長略低。而首季通脹只有 1.1%，是紐西蘭儲備銀行 1% 至 3% 通脹目標範圍的下限。

因此市場認為紐西蘭目前不單止沒有加息壓力，若果未來經濟數據表現持續放緩的話，絕對不排除會減息來支持經濟的可能性。如貿易戰的負面因素繼續發酵，作為商品貨幣的紐元定會進一步受影響。

考慮紐西蘭與美國息差持續拉闊及貿易戰的不確定因素，紐元走勢與澳元一致，將面臨沽壓，紐元兌美元上方重要阻力為 0.6850 及 0.7050 水平，而下方支持在 0.6680 及 0.6520 水平，第三季估計紐元兌美元將在 0.66-0.71 上落。

離岸人民幣

第二季度美元兌離岸人民幣見底回升，由最低 6.24 水平，反覆走上，更迅速突破 6.40、6.50 及 6.60 阻力，美元兌離岸人民幣最高見 6.7320 水平，不過其後有傳人民銀行「出口術」干預，令美元兌離岸人民幣逐步重回 6.60 水平，現價於 6.60-6.70 反覆波動。

在岸人民幣及離岸人民幣走勢同步，不過大約有 100 點子價差，離岸人民幣稍為低水。1 年期離岸人民幣 SWAP 大幅收窄至 +550 至 +650 水平。

中國數據大致保持平穩，目前市場焦點放在美國加息步伐和貿易戰的發展。自中、美貿易紛爭擴大，市場一直擔心中國或會讓人民幣匯價下跌以協助中國企業出口以抵銷來自美國的壓力，加上人行實施「定向降準」，令近日人民幣跌勢加劇。

人民幣迅速下挫至近 11 個月新低，不過其後內地官員紛紛講話，人民銀行行長易綱更表示，會保持人民幣匯率在合理均衡水平，帶動匯價迅速「V 型反彈」。市場擔心人行或出手干預，人民幣跌勢隨即收窄，惟短期要扭轉弱勢並不容易。

近日人民幣匯率亦出現了顯著波動，下跌的速度頗令人驚訝，令外界揣測當局是否以人民幣作為工具，以應對中、美貿易衝突。但事實上，人民幣若持續走弱，將會引發資本外流，相信這點不是中國政府所樂見的情況，因此人民幣出現大幅貶值的機會不大。而人民銀行早前宣佈調降銀行存款準備金率，可能是加速了人民幣下跌

的一個因素，因為降準將會令美元與人民幣的息差進一步收窄。

我們認為今次可能是炒家趁貿易戰升溫及人行實施「定向降準」兩個消息炒作所引致，而人行「出口術」干預後，美元兌離岸人民幣在 6.70-6.75 水平是一個重要關口，預期將會在此水平爭持。後市取決於美元走勢及中、美貿易談判的進展。如貿易戰持續擴大導致全球投資氣氛轉差，資金將重返美元，並會令人民幣回落。但如貿易戰最後能得以解決，外幣有望轉強，人民幣亦會受惠。

因此預期第三季美元兌離岸人民幣繼續跟隨整體美元上落，將在 6.50 至 6.80 水平反覆波動，如貿易紛爭最終能得到解決，投資者可趁今次人民幣大幅回調，並在 6.70 以上水平開始吸納人民幣。

預期 2018 年末人民幣目標價為 6.5-6.6 水平。

重要免責聲明

本文內容包括環球動向、股票市場（內地市場）、債市走勢由招商銀行私人銀行部提供，其中所引用資訊和資料均來源於公開資料，招商銀行私人銀行部力求引用資訊和資料的客觀與公正，但對這些資訊和資料的準確性及完整性不做任何保證，不保證該資訊和資料未經任何更新，也不保證以這些資訊和資料作出的任何參考觀點或建議不會發生任何變更。在任何情況下，招商銀行不就本文中的任何內容對任何投資做出任何形式的擔保，據此投資，責任自負。

本文版權歸招商銀行所有，未獲得招商銀行事先書面授權，任何機構和個人不得對本文進行任何形式的複製、發表或傳播。如需引用或獲得招商銀行書面許可予以轉載、刊發時，需註明出處為“招商銀行”。任何機構、個人不得對本文進行有悖原意的刪節和修改。

本報告僅代表招商銀行私人銀行部對中國境內資本市場的設想、分析及見解，並不代表招商銀行的整體立場，亦不構成對任何人的投資建議，也沒有考慮到個別投資者特殊的投資目標、財務狀況或需求。投資者應當充分考慮自身特定狀況、充分考慮本文中的任何意見或建議是否符合其特定狀況，並完整理解和使用本文內容，不應視本文為做出投資決策的唯一因素。招商銀行及招商銀行私人銀行部以往任何報告、本文的內容及其準確程度不應作為日後任何報告的樣本或擔保。

招商銀行版權所有並保留一切權利。

免責聲明：本文件由永隆銀行（「本行」）私人銀行及財富管理部（「本部」）編製，旨在向永隆「私人銀行」客戶及根據香港的《證券及期貨條例》第 571 章或據此制定的規則所定義的專業投資者派發。本檔可能載有研究分析的文章或引述研究檔，但它不是一份有監管目的的投資研究或推薦，因為它並不構成實質的研究或分析。本檔的用意只是提供本部在寫作日期時的觀察和看法，並可能隨時間改變。這些觀察和看法可能與本行其他部門或附屬公司或其他市場參與者的專有立場不同或不一致。本檔所載資料（包括意見及估計）乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠之資料來源。然而，本行並無核實所有資料，故不應加以依賴，閣下需作出獨立判斷。本行並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。在任何情況下，本行概不作出任何陳述或保證（明示或暗示），亦不就使用本檔的任何陳述或意見而引致的損失承擔責任。

投資涉及風險，本檔提供的證券 / 投資產品價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本檔提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及 / 或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

本檔並沒有獲監管機構包括證券及期貨事務監察委員會認可。閣下作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關證券 / 投資產品的銷售檔，以瞭解包括風險因素等詳細資料。

未經本行事先許可，任何人士不得翻印、傳送、傳閱或派發本文件給予任何管轄地區或國家的個人或法人。若分發或使用本檔違反任何管轄地區或國家的法律或規例，則本檔不得為任何個人或法人在該管轄地區或國家分發或使用。

自 2008 年始，永隆銀行有限公司為招商銀行集團成員。招商局集團內的公司及 / 或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本檔所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得傭金或其他費用。

© 2018 永隆銀行有限公司 版權所有，不得翻印。