

## 环球投资市场第一季度展望

私人银行及财富管理部



Brenda Tian  
田白莉

私人银行及财富管理  
管理部主管

欢迎阅读 2019 年第一季的招商永隆银行《环球市场展望》!

回顾 2018 年，注定是宏观形势与资本市场极不平静的一年。中国经济形势同时遭遇前所未有的内外部严峻挑战；全球经济摩擦此起彼伏、美国联储局加息预期变奏、中国资管新规强势出台、信用风险事件频发、稳增长政策持续加码，加之境内各地地产调控政策试探动作频频，全球资本市场共同见证了黑天鹅漫天飞舞、灰犀牛横冲直撞的特殊情境；这一年，全球超过 90% 以上的主要资产类别出现年度负回报，投资者对收益满意度明显下降。

展望 2019 年，全球经济缓而不衰仍是大概率事件。中美经贸摩擦缓解初见曙光，但是谈判之路势必道阻且难。与此同时，中国经济结构转型及建构多层次资本市场都进入关键发展期；经济增长动能进一步减弱，货币政策中性偏宽松基本定调；债券利率有望继续下行，配置机会逐步显现；境内股票市场在政策转向和经贸摩擦缓和背景下有望发生市场情绪修复而转变。境外市场宏观来看全球地缘政治风险及盈利下调预期持续，加息周期放缓，也为资本市场提供支撑。就像毛主席“雄关漫道真如铁，而今迈步从头越”这首长征现代词所展现的气度，2019 年既是充满挑战，也是蕴藏着机遇。越到艰难处，越是修心时。此刻投资者既需要冷静应对日益纷杂的政治与经济，更需要逐步修复悲观情绪及重拾信心。2019 年，我们如何应对难关？如何顺应时势，进行资产配置调整？与各位分享我们最新的观察及建议。

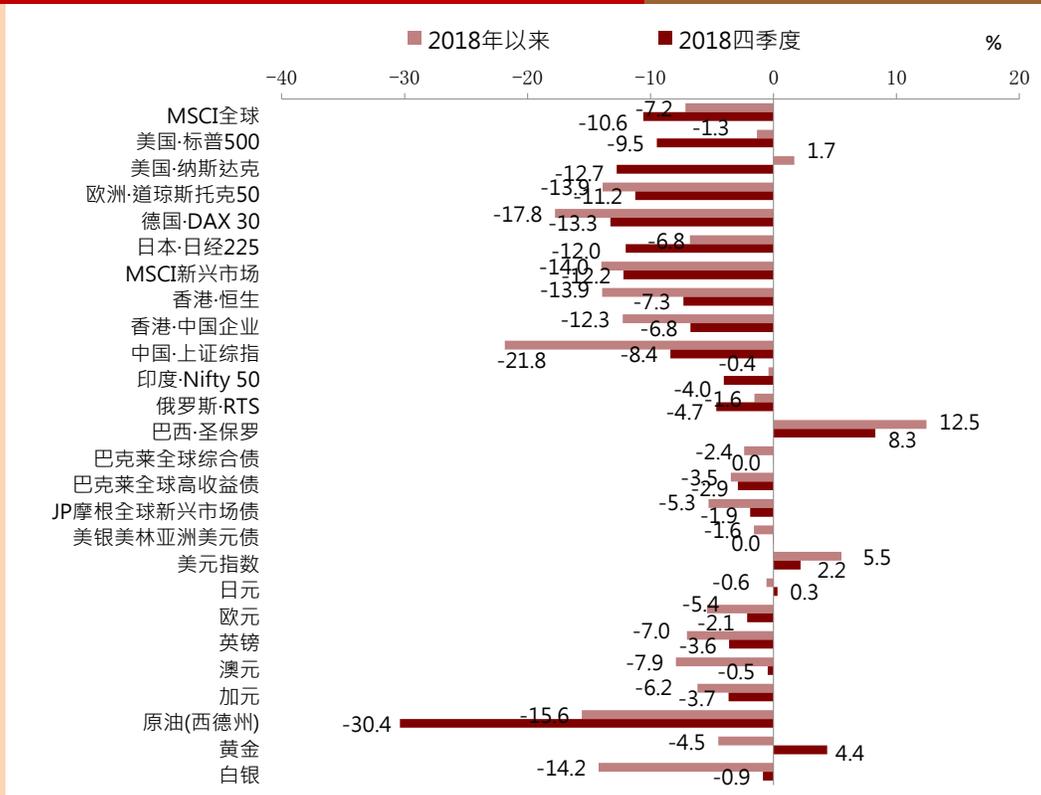
### 目录

环球动向.....	2-8
股票市场.....	9-22
美国股票.....	9-10
欧洲股票.....	11-12
新兴市场股票.....	13-14
香港股票.....	14-20
债市走势.....	23-27
商品走势.....	28-31
外汇走势.....	32-37

# 环球动向

全球股市于去年第四季度就发生大幅震荡，主要因为（1）10月初意大利政府坚持提交欧盟 2019-2021 年违反撙节的预算案、（2）美国与加拿大墨西哥达成美加墨新协议（USMCA），市场担心美国加大对中国的贸易保护压力、（3）美国联储局主席鲍威尔发表鹰派加息言论，加上美国公布良好的经济数据，刺激收益率上行引发股市下跌。11 月底虽然美国联储局态度转鸽，不过美股尤其科技类股跌幅相对较大；而港股受惠中国境内多项政策出台支持民营企业的利好，跌幅较美欧市场相对收敛。在债券收益率部分，市场预期美国联储局 2019 年持续加息，使美国 10 年国债收益率一度上升至 3.25%后重新跌回 3.05%左右；欧元区方面则受地缘政治风险上升情绪影响，收益率反呈现一路走低的行情。欧洲货币下跌，而年初大跌的新兴市场货币反而在第四季度走势平稳；在商品市场部分，避险情绪支撑黄金价格在每盎司美金 1200 元之上徘徊；原油方面，由于沙特在季初油价高位时宣布增产以及特朗普放松对伊朗的原油进口，使原油供应紧张情绪大减，加上美页岩油供应逐渐释出，油价戏剧性呈现雪崩式下跌。

2018 年第四季度主要资产表现 (图 1)



资料来源：彭博，理柏，截至 2018/12/10

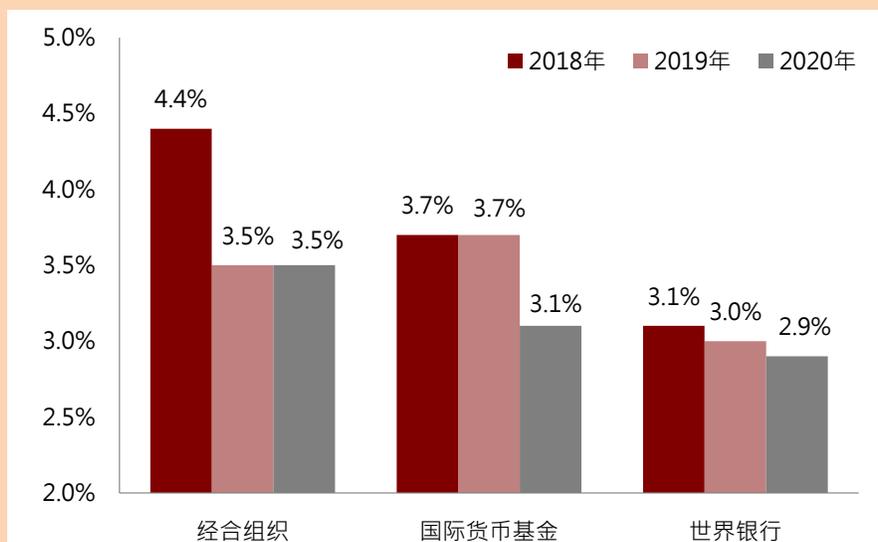
## 市场展望

回顾 2018 年全球资本市场，本行认为中美贸易摩擦升级，美欧货币政策收紧，以及地缘政治风险频发，主导了全年大类资产表现的差异。上述因素的边际变化，叠加宏观环境的趋势方向，将决定 2019 年大类资产的走势。因此检视目前全球宏观所处周期位置，对应货币政策的可能变化，并判断中美贸易摩擦发展、地缘政策风险等因素，可勾勒出可能的资本市场环境。综合各项分析数据，本行判断 2019 年第一季度及上半年全球将面临三大宏观基调：

### (一) 全球宏观景气衰退未到

2018 年底前，许多国际经济机构都发表 2019 年经济下修的预期，如国际货币基金组织（IMF）认为在贸易战升级及美国持续加息使新兴市场资金外流影响，因此下调 2018 及 2019 年经济预期从 3.9% 至 3.7%，2020 年可能再降低 0.8% 至 3.1%。无独有偶的，国际经合组织（OECD）也以同样理由将 2019 年及 2020 年世界经济增长从 3.7% 下调至 3.5%，整体来看未来两年全球宏观经济增速都较 2018 年为低（见图 2）。

多家国际机构预测经济逐渐下行（图 2）



资料来源：公众媒体报道，招商银行私人银行部整理，截至 2018/11（月度数据）

国际机构的预测并非空穴来风，观察发达市场主要国家制造业采购经理人指数（PMI）今年以来的走势变化，可发现除了美国仍处高位外，欧元区、英国及日本制造业景气皆呈现逐步下滑的走势（见图 3）。经理人反馈由于包含美国贸易保护、英国脱欧及意大利预算案等地缘政治的不确定，及对未来增长动能下滑的预期上升，让各区域内贸易及新订单分项增速下滑，而美国数据虽然相对强劲，但采购经理人同样反馈贸易保护产生的关税上升是未来最大的担忧，价格上涨及商业活动的不确定性增加，使美国制造业景气也产生下行压力，而即使

撇除对贸易保护的隐忧，考虑美国 2018 年经济强劲主要受惠于企业减税的利好，至 2019 年的效益也将逐步减退（因减税带来的获利增速及资金汇回属一次性效益），因此 2019 年全球宏观经济增长下行应是大概率事件。

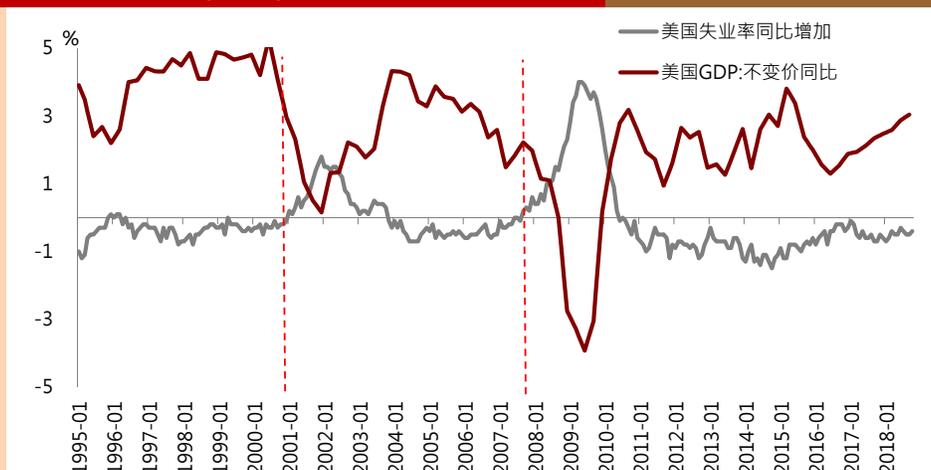
除美国外，欧英日制造业采购经理人指数高位下降（图 3）



资料来源：Wind，截至 2018/11（月度资料）

不过我们认为全球景气在 2019 年尚不致步入衰退。若观察美国宏观状况，最新美国 10 月失业率达 3.7%，是 70 年代以来的最低水平，显示美国经济处于相对强劲的位置，比较一年前数据（即 2017 年 10 月）失业率的 4.1%，仍有 0.4% 的收窄幅度，而失业率同比变化的走势往往领先实际国内生产总值（GDP）同比增长，如 2001 年 1 月及 2007 年 6 月美国失业率同比变化出现上升，之后 1 年左右时间美国经济增长才出现快速下行或进入衰退（见图 4），因此，虽然美国失业率继续改善的空间已相对有限，令 2019 年经济增长的速度可能下降，但距离衰退应仍有一定时间。

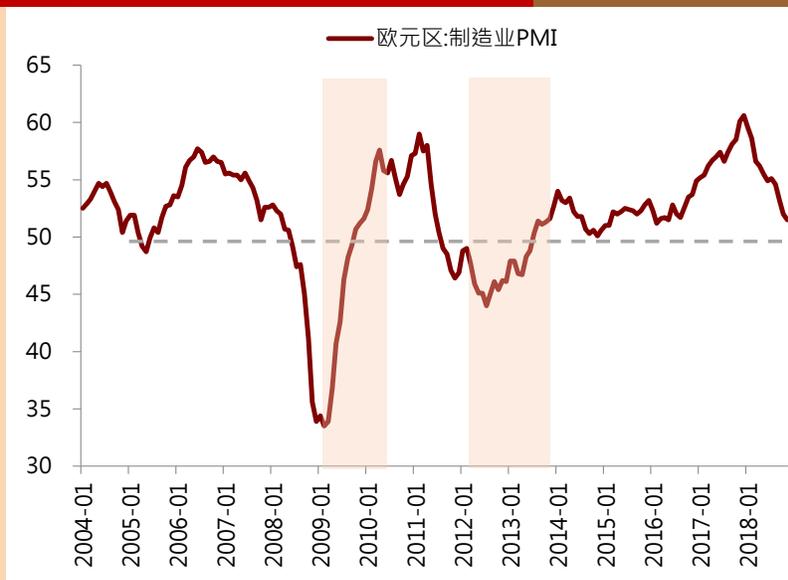
美国失业率同比变化仍处下降区间（图 4）



资料来源：Wind，截至 2018/10（月度资料）

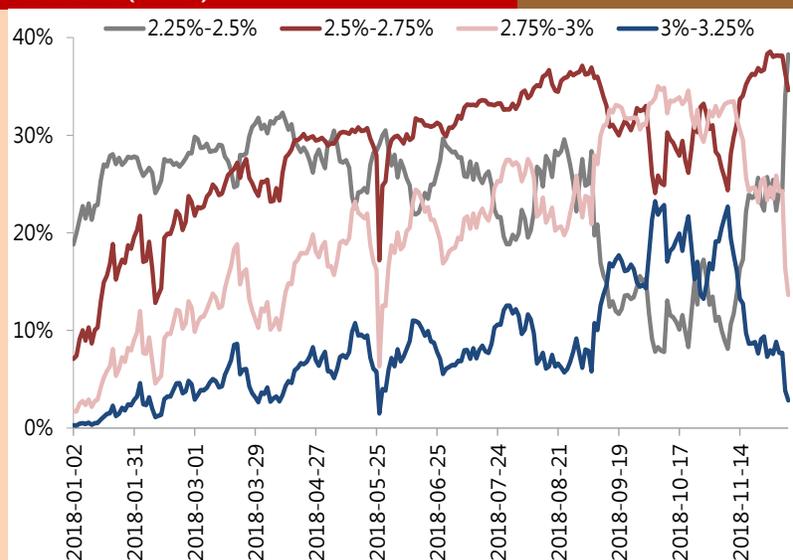
欧元区宏观经济则明显较美国弱，欧元区 PMI 在 2017 年 12 月已经到达 60.6 的顶点，此后一路滑落（见图 5），显示欧元区工业制造活力放缓。欧元区经济的放缓有几大原因：（1）欧元区经济非常依赖出口，2018 年初以来持续的中美贸易战和美欧贸易谈判至今尚未达成协议导致欧洲出口环境恶化，对制造业信心影响尤为明显；（2）从国家来看，欧洲制造业火车头德国的 PMI 下滑幅度最大，德国经济的不景气和汽车行业有较大关系。展望进入 2019 年第一季度后，德国汽车行业生产可能会有微弱的反弹。我们认为 2019 年上半年欧元区经济尚不至于走入衰退。欧元区区内消费强劲，可以起到稳定器的作用，对冲部分出口下滑的负面影响。

欧元区制造业 PMI 滑落（图 5）



资料来源：Wind · 截至 2018/10（月度资料）

市场预期 2019 年加息一次概率居高（图 6）

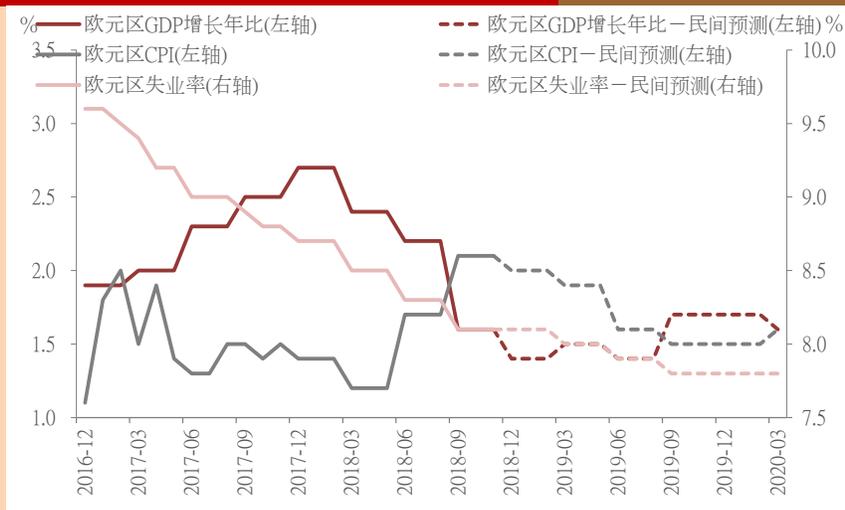


资料来源：CME Fedwatch · 截至 2018/12/10

## (二) 美欧货币政策紧缩不再

2017 年以来，受惠于减税政策及全球经济复苏，美国经济快速扩张，期间经济增长率超过 3%，失业率也从 4.8% 下降至 3.7%，截至 2018 年 12 月 19 日，美国联储局共加息 7 次，共计 1.75%，利率在 2018 年末已达到 2.5%。但根据我们对全球宏观景气衰退未到的判断，美国的经济增速在 2019 年大概率下滑，叠加油价也从 2018 年高位大幅滑落，美国所面临的通胀压力也有所缓解，因此我们预期在 2019 年美国联储局将放缓其加息的步伐，加息概率将大大降低。市场对美国联储局加息次数预期已有调整（见图 6），因此我们认为，美国联储局过去两年持续紧缩的货币政策在进入了 2019 年之后将会逐步放松。

欧元区经济增速高点已过，亦无通胀压力（图 7）



资料来源：Bloomberg · 截至 2018/12/10

市场预期欧央行 2019 年加息概率低于 50%（图 8）

会议时间	加息概率	维持概率	减息概率
13/12/2018	6.40%	93.60%	0%
24/1/2019	5.90%	87.80%	6.30%
7/3/2019	6.80%	87.00%	6.20%
10/4/2019	8.00%	85.90%	6.10%
6/6/2019	14.30%	80.00%	5.70%
25/7/2019	12.70%	72.10%	15.20%
12/9/2019	42.50%	48.30%	9.20%
24/10/2019	46.30%	45.20%	8.50%

资料来源：Bloomberg · 截至 2018/12/10

相较于美国即将进入加息周期的尾声，欧洲可能面临更加复杂的环境。2018 年地缘政治风险持续困扰着欧洲，加上美欧之间的贸易冲突也使得欧洲的经济增长受到影响，虽然欧央行在 2018 年末结束其资产购买计划，但考量目前欧元区对于 2019 年的经济增长及通胀预期分别仅有 1.5% 及 1.7%，经济增速高点已过（见图 7），同时观察其制造业采购经理人指数已从 2018 年内大幅下滑至 50 附近，经济增速显著放缓，市场目前预期欧央行在 2019 年全年加息概率也未超过 50%（见图 8），参考美国联储局的经验，开始加息一段时间后才会考虑缩表，因此我们认为欧央行将采取继续观察后续经济及地缘政治风险等发展的状况再采取进一步的加息行动。

### （三）地缘政治风险暗流涌动

2019 年第一季度，政治风险或将改变原本判断的宏观形势。首先，全球两大经济巨头美国与中国于 2018 年底的 G20 会议由两国领导人会面并达成 90 天停止课征关税的冷静期，双方达成共识并各自做出让步。我们观察和 2018 年比较，其中最大的转变将落在由此前的贸易逆差的“量”，转向为贸易间内容的“质”（见图 9）。虽然双方表面进入冷静期，但此后双方将聚焦在针对技术转让、智财权的保护、网路盗窃、国企补贴、非关税壁垒等议题而提出可解决的方案。双方的歧见可说从过去庞大的贸易逆差，转向两国间商业不公平竞争。对市场而言，此后市场将关注双方近期新一轮的贸易谈判，中国面对美方的种种要求，要在短短三个月拿出具体方案是有难度的，不难预见中美冲突的议题本质上将有不少挑战，双方漫长的拉扯将是较可能的步伐。

中美贸易冲突由“量”转向“质”（图 9）

		日期	美方事件	中方事件
量	发起	28/3/2018	美国总统特朗普签署备忘录，宣布对中国进口 500 亿美元商品将加征关税	
		10/4/2018		中国国家主席习近平在博鳌论坛发表支持开放、知财权保护等措施
		16/4/2018	美国宣布对中兴科技 7 年禁止令	
	谈判	3/5/2018	美国贸易谈判团访中，要求中美贸易赤字缩小 2000 亿	
		29/5/2018	美国突然宣布将对对中国 500 亿商品加征 25% 关税，6 月底公布细节	
		16/6/2018		中国商务部宣布将对美 500 亿美元商品报复
激化	11/7/2018	美国宣布将对中国 2000 亿商品加征 10% 关税		
	1/8/2018	美国宣布将对中国 2000 亿商品关税提高至 25%		
	3/8/2018		中国商务部宣布将对美国进口 600 亿商品加征 5-25% 关税报复	
质	和缓	18/9/2018	美国决定对中国 2000 亿商品加征 10%，9/24 生效，扬言明年提高至 25%	中国对美国进口 600 亿商品加征 5-10% 关税，9/24 实行。
		8/10/2018	美国国务卿与中国国务委员王毅会谈，表示美中在很多问题上有明显分歧，但美国无意围堵中国。	
	休战	14/11/2018	白宫首席经济顾问库德洛曾指出，美国要求中国「三零二停一允许」。「三零」就是「寻求零关税、零非关税壁垒、零补贴」，「2 停」就是「停止盗窃知识产权和技术转移」，「1 允许」就是「允许美国人在中国拥有自己的企业」	
		1/12/2018	美方声明，将在 90 天之内谈判解决美国提出的包括就中国的结构性改革开始谈判，强迫技术转让、智慧财产保护、非关税壁垒、网络入侵和通过网络盗窃以及服务业和农业等具体问题，否则目前对中国产品加征的 10% 关税将上调到 25%。	中方声明，中方愿意根据国内市场和人民的需要扩大进口，逐步缓解贸易不平衡问题。双方同意相互开放市场。双方决定停止升级关税等贸易限制措施对于现在仍然加征的 25% 的关税，中美双方朝着取消的方向，将加紧谈判，达成协议

资料来源：公众媒体报道，招商银行私人银行部整理，截至 2018/12/31

2019 年上半年欧洲政治风险需要高度关注以下几点：（1）英国脱欧当前的情势已经深陷泥潭，未来要通过新方案仍是困难重重。如果在接近 3 月 29 日还没有出现通过议会的脱欧方案，则无协议脱欧的可能性会增加，市场有可能陷入阶段性恐慌，发生概率少于 50%。近期英国再次进行脱欧公投的概率在提升，也不排除延期以防止混乱情况发生，英国工党也有可能对首相文翠珊发动不信任投票，提前大选。如果发生无协议脱欧和提前大选的情况，则可认为政治风险提升，利空欧洲市场。（2）欧洲其他地区政治风险暗流涌动，法国政府当前支持率较低而埋下长期隐忧；欧洲议会，欧央行以及欧盟委员会主席都在 2019 年面临换届，意大利民粹政府仍有可能不定期爆出风险。

新兴市场部份，印度、印度尼西亚与泰国 2019 年将迎来大选年，改革和政党之争仍有较大不确定性。总的来说，2019 年的地缘政治仍暗流涌动，中美贸易冲突虽有短暂冷静期却面临本质性的协商，新亚国家的选举也并非风平浪静，反对党也在暗中较劲，因此，整体金融环境的地缘政治仍扮演影响市场的重要因素。

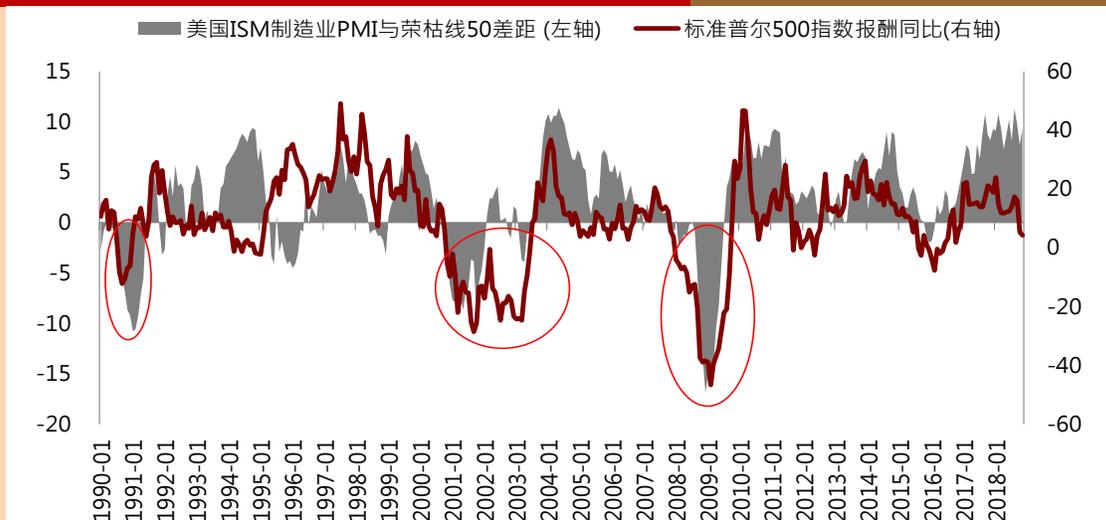
# 股票市场

在上述宏观背景下，我们对全球股票市场有如下策略建议：

## （一）美国股票

历史来看，只要美国经济维持一定增长，美国股票市场大幅下跌的风险相对可控。若对比先行指标的美国供应管理协会 (ISM) 制造业采购经理人指数与标准普尔 500 指数的同比表现，可发现即使美国经济下行而导致制造业采购经理人指数回落，标准普尔 500 指数不一定同步下跌。标普 500 指数以往出现同比下跌超过 20% 的时期，只发生在制造业采购经理人指数低于荣枯线 50 且幅度超过 5 以上的 1990 年、科网泡沫及金融危机三个时期，而若制造业采购经理人指数低于荣枯线 50 但幅度不超过 5，以往标普 500 则表现不一，如 1995 年及 1998 年美股呈现大涨，而 2016 年初美股则出现约 -7% 左右的同比跌幅 (见图 10)。

制造业 PMI 大幅低于荣枯线，美股才有大跌风险 (图 10)

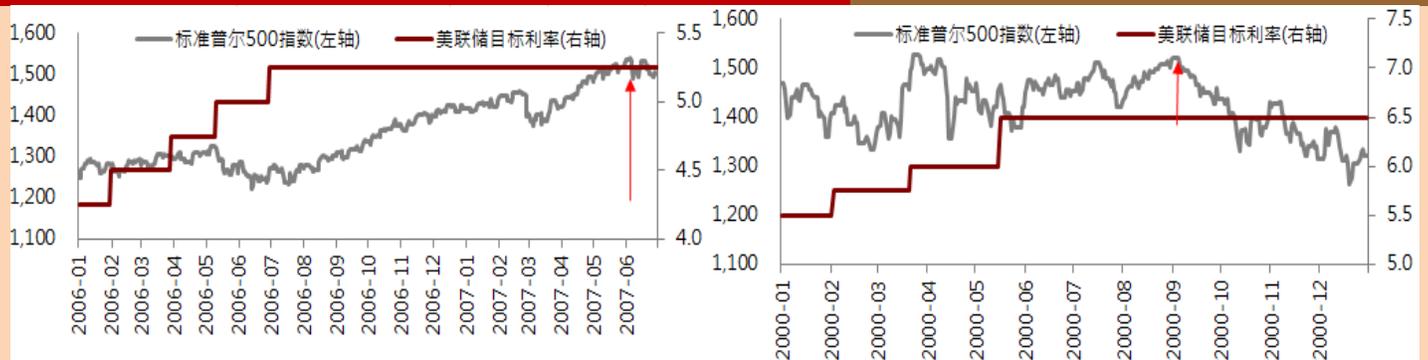


资料来源：Wind，截至 2018/11 (月度资料)

整体从宏观环境的角度来看，美国在经济增速放缓时期，除非外围市场出现超预期的金融危机大事（如新兴市场债务危机、中国经济超预期下行等），而导致美国经济迅速走向衰退，否则美股大致还能提供一定回报。倘若该年美国联储局考虑经济周期步入尾端而结束加息周期，则通常美股仍有半年至一年左右的多头走势（见图

11) · 由于美国联储局已表示 2019 年加息周期可能结束的态度，因此货币政策紧缩结束或是支撑美股的利好因素。

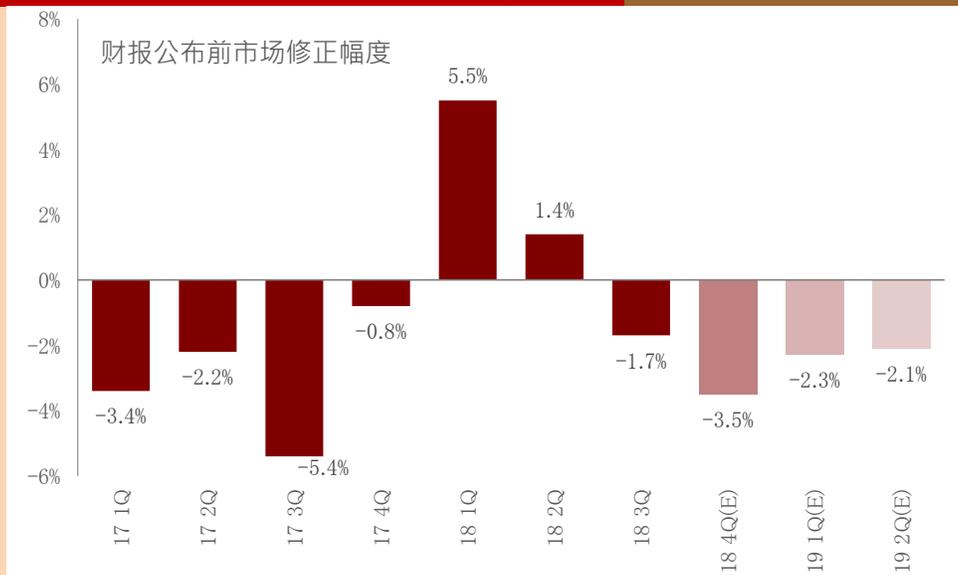
加息周期停止期间美股通常有一波上涨行情 (图 11)



资料来源：Wind · 2006/1 至 2007/06 及 2000/1 至 2000/12 (月度数据)

微观层面来看美国股市，2018 年第四季度美股出现下跌，尤其以科技类股跌幅较大，除了当时收益率上行引发的估值回调压力外，对企业获利增速下修的预期更是主要原因 (见图 12)，我们认为基于 2018 年年底订单提前的负面效应以及贸易摩擦不确定性犹在等因素，市场将在第一季度时间内持续下修并收敛对 2018 年第四季度及 2019 年上半年企业获利预期，加上美国对中国提高关税幅度，因此预期第一季度美股仍将相对承压。目前美国标准普尔 500 指数市盈率已回到 2015 年底位置，但纳斯达克指数市盈率仍在 2017 年年中左右的位置，考虑 2019 年标准普尔 500 指数及科技类股获利增长约从 20% 及 15% 降至 9% 及 8% 左右，在增长趋缓的大环境下，即便整体美股上涨，但科技类股涨幅或较难靠前。

市场下修对 2018 年四季度及 2019 年美股获利增长 (图 12)

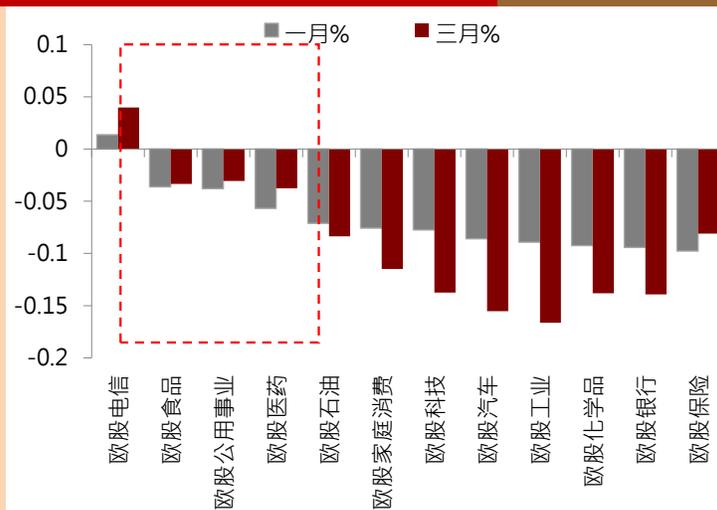


资料来源：Factset · 截至 2018/12/07

## (二) 欧洲股票

观察 2018 年第三季度欧股的走势，不难发现欧股已经进入避险模式：电信，食品，公用事业，医药这些传统的价值板块持续跑赢科技和工业板块为首的周期板块（见图 13）。欧股进入避险模式的主要原因是欧元区制造业 PMI 的持续下行带来欧元区经济增长的未来动能预期减弱，首当其冲受到损失的是周期板块，市场风险偏好下降，更愿意配置在具有避险属性的板块。欧股宏观大环境来看，2019 年第一季度到上半年欧元区经济增速进一步放缓，制造业 PMI 仍有可能萎缩，但制造业 PMI 快速跌至 50 以下的概率并不大。从欧元区制造业 PMI 和欧股指数同比的表现来看（见图 14），我们认为欧股指数表现仍有缓和下行的可能，但是不会出现失速的风险。

泛欧斯托克 600 各大板块表现 (图 13)



资料来源：Bloombera · 截至 2018/12/10(周度数据)

欧元区制造业 PMI 和欧股指数表现 (图 14)



资料来源：Bloomberg · 截至 2018/11 (月度数据)

但是由于欧元区经济和欧元区的出口息息相关（见图 15），欧元区经济的景气度离不开外围的贸易环境。且中国和美国均是欧元区非常重要的贸易伙伴，2018 年来欧元区出口的大幅下滑主要因对美国和中国的出口下滑。展望 2019 年上半年，我们认为中国从欧元区进口的需求减弱以及美欧贸易谈判、中美贸易谈判都可能对欧元区出口这一块造成负面影响。我们观察未来即将公布的三个季度的季报盈利预测，增长率在前列的板块主要是：能源、科技和医疗行业。从盈利的修正趋势来看，有三个板块即：能源、电信和医疗持续处于正向修正中（见图 16），但是我们认为能源行业前景并不乐观，因为原油价格近期经历了快速的下跌，未来向上的动能已经减弱，能源板块的波动性已经大幅放大，未来三个季度的盈利增长预测虽然还维持在高位，但持续性较弱。从 2019 年第一季度从盈利的基本面来看，2019 年第一季度到上半年，欧股中基本面最好的板块仍然是偏防御的板块。

欧元区 GDP 和欧元区出口 (图 15)



资料来源：Wind · 截至 2018/09 (季度数据)

泛欧斯托克 600 板块盈利增长预测(图 16)

	2018Q4 盈利增速预测		2019Q1 盈利增速预测		2019Q2 盈利增速预测	
	当前	三个月前	当前	三个月前	当前	三个月前
基本金属	0.3%	2.9%	-8.7%	3.7%	-5.0%	8.9%
周期性消费品	-0.2%	7.1%	4.1%	8.2%	8.4%	9.3%
非周期性消费品	9.8%	15.3%	11.8%	0.3%	8.9%	9.1%
能源	45.0%	45.2%	40.2%	35.1%	25.0%	21.5%
金融	14.3%	18.6%	4.8%	6.4%	-2.0%	-1.4%
医疗	13.7%	12.9%	16.2%	11.8%	9.3%	3.7%
工业	0.9%	9.0%	8.3%	6.3%	14.4%	15.2%
科技	2.6%	0.9%	25.1%	24.9%	29.9%	30.1%
电信服务	-16.4%	-19.5%	-22.6%	-26.6%	4.0%	0.5%
公用事业	20.4%	27.8%	-16.5%	-9.2%	19.1%	-61.5%
斯托克600整体	11.0%	14.3%	9.2%	11.0%	8.2%	6.6%

资料来源：Bloomberg · 截至 2018/12 (月度数据)

### (三) 新兴市场股票

2018 年第四季，新兴市场面临较多的地缘政治转折，如巴西总统大选由极右派的波索纳洛胜出，政治纷扰暂歇，市场关注其财政负债过高的情况是否解决。阿根廷获得国际货币基金（IMF）的资金援助，代价是减少政府财政开销与负债。土耳其于 2018 年 10 月份释放关押近两年的美国牧师人质，美国减缓对其制裁。部份地缘政治确实朝正向方向进展，但我们认为新兴市场并非此后就此一帆风顺，只能说最坏的时机或许已过，后续挑战仍不少，最主要的还是面临外围环境的波动，尤其市场近期聚焦于美国经济环境是否步入衰退，与美国联储局于 2018 年底转向鸽派的基调，不仅是对发达国家的影响，对新兴市场的资金流向更息息相关。

美国债收益率倒挂前新兴市场债券价值见高（图 17）



资料来源：Bloomberg，截至 2018/12/7

美国 10 年期国债收益率与 2 年期国债收益率持续收窄，当长期收益率少于短天期收益率时（利率倒挂），象征经济环境步入衰退的方向。由历史观察，1999 年与 2005 年两次发生倒挂后，美股大致还需 1 年才反应下跌；而此时新兴市场指数的走势大致跟着美国股市，但却更为敏感，走势表现更为波动。而新兴市场债券利差走势表现与美国债长短天期利差相似，进入倒挂时刻前将是新兴市场债券利差的低点（价格的最高点），倒挂期间大致持平，而结束倒挂之后新兴市场债券利差才更为走阔（见图 17）。综合以上，若第一季进入倒挂的情况，股债或不至于马上出现跌势，但要上涨则存在不少挑战，不论新兴市场股票或债券将更为波动。

此外，美国联储局于 2018 年底态度转鸽也牵动金融市场的氛围，美国联储局主席鲍威尔提及担忧美国经济下行，并认为目前利率水平距离中性利率已非常接近，市场对 2019 年的加息次数期望递减，我们认为或许将仅加息 1 至 2 次，换句话说，目前正处于加息周期尾声。观察过去三次加息周期尾声时（1995 年 1 月、2000 年 3 月、2006 年 3 月），新兴市场指数多面临较大的压力，主因是美国加息周期尾声往往是美国经济准备下行之际，美国联储局才会准备停止加息，以备下一次的宽松货币政策刺激景气，因此，在美景气转折之时也影响新兴市场的走势，市场多数感受经济不佳而开始撤离新兴市场，1995 年与 2000 年新兴市场指数都在美国加息周期尾声时见高（见图 18）。新兴市场指数在 2018 年下半年已开始下跌，如果 2019 年美国仅仅加息 1 至 2 次，此比较接近 1995 年与 2000 年的情况。

而 2006 年的新兴市场走势则等到确定开始降息才见高，时点较此前晚，主要原因在于美元指数在 2002 年至 2008 年期间处于贬值周期，支撑新兴市场指数，但确定降息后新兴市场也开始下跌。因此，美国加息尾声对新兴市场而言是传递出对市场谨慎的气息，叠加 2019 年等着的是中美贸易冲突的商业不公平协商，除非美元有大幅度的贬值，新兴市场于第一季度挑战仍多。

美升息周期尾声时新兴市场指数见高 (图 18)



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/11(月度资料)

#### (四) 香港股票

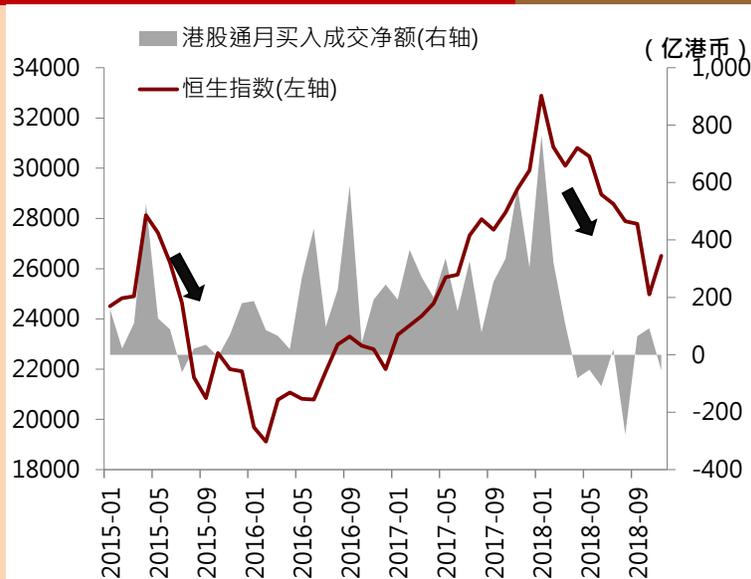
2018 年初恒生指数 (恒指) 于一月份气势如虹，创出历史新高 33,484 点，二月初至六月中为横行市况，于 29,100 -31,400 点上落，但随着中美贸易关系进一步恶化后，恒指跌穿上述区间后持续调整，低位为 11 月份的 24,540 点，科技板块受到大幅抛售 (见图 19)。12 月举行的中国中央经济工作会议上重申了包括“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的“六稳”，以及提出“宏观政策要强化逆周期调节”。面对境内经济增长预期持续放缓，加上对外贸易纠纷有待全面解决，预料中国中央政府将推出更多刺激经济的措施。中央或将 2019 年的经济增长目标订于“保六”或者 6%至 6.5%较阔的区间，政策将以促进消费升级及基建补短板为主题，而陷于信贷扩张力度以及债券杠杆水平，消费将会是拉动增长的主要动力。另外，一月份人民币汇价走强见半年高位，有利港股前景。

恒指 2018 年日线图 (图 19)



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/12/31

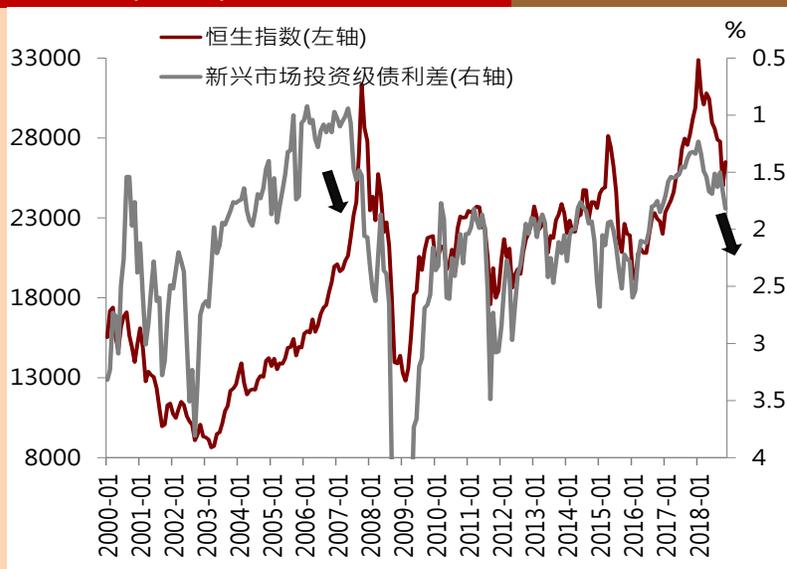
南下资金仍呈净流出态势，对股市较难支撑 (图 20)



资料来源：Wind, Bloomberg, 截至 2018/11(月度资料)

港股自 2018 年 3 月中美贸易摩擦开始及 6 月后正式爆发以来跌幅明显，领跌板块为受贸易摩擦影响较大的汽车、科技板块，同时游戏、教育、医药板块在下半年受国内政策影响较大。展望 2019 年，本行认为港股第一季度仍存在一定下行风险，G20 会议给予中美间 90 天观察期的后续演绎也给第一季度市场表现带来不确定性。同时港股市场在资金面、预期面和基本面方面，也暂未给市场带来转暖的信号。资金面方面，南下资金自 2018 年 2 月以来大幅下滑并从 2018 年 3 月以来呈净流出态势（见图 20），至今仍未有转好现象，这来源于金融去杠杆使得资金面偏紧，同时中美贸易摩擦导致中国股市较弱而使资金风险偏好降低，纷纷寻求避险。与此同时，

EM 债利差扩大，预示港股还未止跌 (图 21)



资料来源：Wind, Bloomberg, 截至 2018/11(月度资料)

新兴市场投资级债券的信用利差一直是港股的先行指标，当利差处于扩大状态下，往往预示着港股后续或会下跌（见图 21），目前为止利差扩大并未有收窄态势，预示着港股第一季度仍有下行风险。

美国对华的庞大贸易逆差相对容易解决，只要中国中央政府降低美国货物进口关税，同时采购更多美国货物就可以解决；相反，美国要求中国开放市场、要求国企改革、要求外资与国企平等竞争与加强知识产权保护等措施，则需要时间推进，不能一步到位，故中美双方难以于 90 日内完成相关谈判。在三月份后需注意中美贸易谈判新进展。预计 2019 年三月份前中美贸易争端消息暂稳定，料港股第一季反弹，或上试高位 250 天线约 28,600 点。

环球股市动荡有利房地产信托基金

美国联储局于 2018 年 12 月宣布加息 0.25%，一如市场预期，联邦基金目标利率区间由 2%至 2.25%，上调至 2.25%至 2.5%，为 2018 年内第 4 次加息。议息会议后声明暗示 2019 年将会加息 2 次，少于 2018 年 9 月预测的加息 3 次，可见美国加息週期进入尾声。其后，美国联储局主席鲍威尔重申，毋须急于加息，重申利率政策上处于一个既可有耐性也可有弹性的位置。此外，4 名美国联储局官员都主张暂缓加息，其中三位于今年议息时均有决策权，增加市场信心。《彭博》分析利率期货显示，今年加息机会普遍低于 20%。基于环球股市动荡不安及加息预期降低，均有利以收息为卖点的房地产信托基金于 2019 年的走势。

游戏版号重新发放提振板块情绪

根据《2018 年度移动游戏报告》显示，去年中国移动游戏市场实际销售收入为人民币 1,339.6 亿元，占中国游戏市场比例约为 62.5%，增速仅达 15.4%。与 2017 年 41.7% 的增长速度相比，这一年增速已大幅放缓。主因

内地于 2018 年 3 月起停发游戏版号，令内地游戏市场一度进入寒冬，幸好 2018 年 12 月重新开放了版号发放。2019 年 1 月，本年首批网路游戏版号名单出炉，距离版号重开仅仅过去 10 日，反映现时国内游戏获批只是时间问题。游戏版号发放减轻不明朗因素及提振板块情绪，但内地对往后对游戏内容的监管会较为严格，游戏总量亦会设有限制。因此投资者才选股方面不妨关注一些贯彻落实「游戏精品化」的理念及高货币化能力的手机游戏开发商及营运商。

**中国铁塔 (00788)：** 中国中央经济工作会议指出，将加快 5G 商用，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，内地电讯行业未来 2 年将大力发展 5G，预计集团将会受惠。集团为内地通讯铁塔基础设施服务提供商，集团 2018 年首三季营业收入稳定增长，收入为人民币 536.42 亿元，同比增长 6.1%，其中在 4G 网络深度覆盖和广域覆盖需求的推动下，塔类业务收入为人民币 515.35 亿元，同比增长 3.7%，佔营业收入比重 96.1%，为公司主要收入来源。而室分业务收入为人民币 13.25 亿元，同比增长 79.3%。宏站主要向电讯营运商收租，提供铁塔、机房等空间装载天线及其他传输设备，而微站主要依附在路边杆塔及建筑外墙，提高建筑或人流密集地区的网络传输。集团通过深化存量共享和新建共享，满足了快速的建设需求和有效地下降建设成本。

截至 2018 年 6 月底，来自三家通讯运营商（中国移动、中国联通和中国电信）的新增租户共享满足比例达 71%，为集团带来了明显的效益提升。另一方面，集团近日宣布，发展首个海外项目，与老挝政府合作设立东南亚铁塔公司，料对收入增长有正面稳定作用，市场亦憧憬集团未来将与更多一带一路国家合作。另外，集团维持不少于 50%股息率的目标，料于下个财政年度可派发股息。故建议于 20 天线约\$1.45 买入，目标价约为\$1.80，止蚀价为\$1.20（图 22）。



**中国海洋石油 (00883)**：近期国际油价从低位回升，布兰特期油处于 2018 年 12 月低位约美金 50 元反弹至近日约美金 60 元附近，「三桶油」股价亦自 2018 年 9 月回调至 12 月尾后反弹。受惠石油输出国组织成员国等同意 2019 年起减产，令近期油价一度从低位回升，刺激「三桶油」股价做好。其中，集团较另外「两桶油」中国石油股份 (00857) 及中国石油化工 (00386) 更集中上游业务，对油价走势较为敏感，股价于近日市况亦回升。

中国海洋石油 (00883) 相对恒指半年表现: 19/07/2018-17/01/2019 (图 23)



资料来源：Bloomberg

截至 2018 年上半年，集团坚持在中国海域的价值勘探理念，上半年共取得 6 个商业发现和 33 口成功评价井。评价证实了渤海海域最大的气田渤中 19-6，有望形成超亿吨油当量的大气田，在未来将为华北地区提供优质低碳能源。此外，渤中 29-6 油田获成功评价，有望建成亿吨级油田，以及中国海域首个自营深水气田陵水 17-2 进入开发建设阶段，为天然气业务开拓了新局面。根据 IEA 国际能源署发布的《天然气市场 2018》报告，中国将主导不断增长的天然气需求，预计未来 5 年全球天然气需求将平均增长 1.6%，而新兴亚洲市场将成为需求的主要引擎。因此，预计集团可获得不俗的回报。建议于 10 天线约 \$12.60 买入，目标价约为 \$13.80，止蚀价为 \$11.50 (图 23)。

**置富产业信托 (00778)**：集团的物业组合由 16 个分布于香港多个区域的零售商场及物业组成，其中包括约 300 万平方呎的零售楼面及 2,713 个车位，租户较多是银行、餐厅、补习社等民生行业，收入比其他房地产信托基金稳定。集团旗下规模最大的置富嘉湖现正进行一项大型资产增值工程，由社区性商场转型为区域性购物商场，预期将分阶段于 2019 年底前竣工。届时，置富嘉湖西座将以耳目一新的现代化商场呈现，为购物人士提供更丰富的零售和餐饮选择及更称心满意的设施配套，预计届时可提升物业估值及租金回报。集团中期业绩有不俗表现，期内收入约港币 (下同) 978.1 百万元，按年升 2.2%，物业收入净额约 748.6 百万元，按年升

3%，可供分派予基金单位持有人之收益为 505.2 百万元，升 3.7%，每基金单位分派 26.34 仙，增 3.2%。物业组合的出租率为 96%，平均续租租金调升率为 13.6%，平均租金为每平方米 45.9 元。环球股市动荡不安及加息预期降低，均有利以收息为卖点的房地产信托基金于 2019 年的走势，集团现时股息率愈半成具吸引力。技术走势上，股价于 \$9.24 见阻力，突破后有望再上，建议于 10 天线约 \$9.44 买入作中长线持有，不设目标价，止蚀价为 \$8.50 (图 24)。

置富产业信托 (00778) 相对恒指半年表现: 19/07/2018-17/01/2019 (图 24)



资料来源：Bloomberg

**IGG (00799)**：集团于 2018 年 12 月 18 日宣布，旗下 2018 年度实时策略游戏大作《战地王座：氏族争霸》于 Android 及 iOS 双平台同步上架，目前这款游戏率先开放予超过 17 个国家地区下载，其后会陆续开放更多国家地区下载。《战地王座：氏族争霸》是一款全球同服的多人在线及即时策略游戏，与集团旗下王牌游戏《王国纪元》类似的游戏类别属性，但具备更宏大的世界观及 3D 美术设计。因此市场认为《战地王座：氏族争霸》是最有望取代《王国纪元》成为集团下一款王牌游戏。集团截至 2018 年 6 月底止的中期业绩持续增长，期内收入为美金 3.88 亿元，较 2017 年同期的收入美金 2.74 亿元增长 42%，该增幅主要由于王牌游戏《王国纪元》的收入增长带动。期间，该游戏收入同比上升 64%，并且佔总收入 80%。归属股东净利润为美金 9,840 万元，同比上升 29%，保持历史较高水准。集团总收入的 47%、27%及 22%分别来自亚洲、北美洲及欧洲的玩家。此分布与全球手机游戏市场之分布相近。同时，集团将继续寻求能够产生协同效应的合并及收购机会，以加快业务增长及突破。从《王国纪元》上线近 3 年仍维持强势的表现来看，反映集团的游戏受大众欢迎，因此集团新游戏《战地王座：氏族争霸》的市场表现及收入贡献值得期待。技术走势上，股价于 10 月底重拾升势，

已现形成上升通道，走势强劲，建议待股价回落到上升通道中的中轨约\$11.00 才买入，目标价为\$12.32，止蚀价为\$10.30 (图 25)。

IGG ( 00799)相对恒指半年表现: 19/07/2018-17/01/2019 (图 25)



资料来源：Bloomberg

各资产类评级 (表 1)

股票	评级*	债券	评级*
美国	■#	美国国债	↑#
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)	↑#

↑ 正面   
 ↑ 略为正面   
 ↓ 负面   
 ↓ 略为负面   
 ■ 中性   
 # 评级变动(第一季)

本港精选股票列表 (表 2)

行业	股份	评级	12/10 收市价	买入价	目标价
通讯服务	中国移动 (00941)	保守性买入	US\$78.00	US\$76.80	US\$82.00
水泥	华润水泥 (01313)	买入	US\$8.32	US\$8.10	US\$9.00
公用事业	长江基建集团 (01038)	买入	US\$61.00	US\$60.00	US\$66.00
燃气	中国燃气 (00384)	买入	US\$21.50	US\$21.00	US\$24.80

资料来源: 招商永隆银行

招商永隆银行证券部股票评级准则 (表 3)

升跌幅	建议评级	内容
> 10%	买入	预测未来12个月内股票现价潜在升幅高于10%
> 5%至10%	保守性买入	预测未来12个月内股票现价潜在升幅高于5%至10%
> 0%至5%	中性	预测未来12个月内股票现价潜在升幅高于0%至5%
-10%至0%	减持	预测未来12个月内股票现价潜在跌幅在10%以内

环球精选基金列表 (表 4)

基金名称	基金表现(%)*						产品 风险评级**
	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
联博美国增长基金A-Acc 美元	7.56	0.75	30.20	1.52	9.62	12.83	4
贝莱德世界健康科学基金A2-美元	2.99	4.98	21.78	-8.02	4.56	24.40	4
施罗德亚洲高息股债基金A-收息-美元/现金	4.29	-5.13	14.15	6.45	-3.43	10.41	3
富达环球多元收益基金A-每月特色派息(G)-美元/现金	2.91	-2.96	10.19	6.70	-1.33	2.81	3
摩根亚洲总收益债券(每月派息)-美元	1.73	-1.89	4.93	3.88	-0.18	4.95	3
联博美元收益基金AA-美元/现金	1.68	-1.11	4.73	7.73	-2.57	---	2
联博低波幅策略股票AD-美元/现金	4.78	-4.63	18.83	3.32	5.06	9.43	3
摩根环球债券收益A(每月派息)-美元/现金	2.38	0.38	6.14	7.87	-1.47	---	3
PIMCO 收益基金E收息-美元/现金	1.32	-0.71	6.43	7.34	2.03	6.29	2
摩根全方位入息(每月派息)-美元/现金	3.28	-5.03	10.60	7.41	-1.57	4.40	3
招银国际全球精选成长私募股权基金 (非证监会认可, 只供专业投资者)	---	---	---	---	---	---	5

所有回报乃根据有关基金之「资产净值」之资料，以资产净值对资产净值、从有关基金所得的所有股息（如有）再投资之原则计算。表现数据以基金报价货币显示。只有整个年度的表现数字才会被计算及显示（2019年表现除外）。2019年表现计算由2019年1月1日至2019年1月25日；

\*\* 产品风险评级分为5个级别，“1”代表非常低风险、“2”代表低风险、“3”代表中风险、“4”代表高风险及“5”代表非常高风险)

产品风险评级只供本行客户参考。

资料来源：Morningstar Direct、彭博、招商永隆银行。

# 债市走势



## 加息周期及收益率收窄步入尾端

美欧的货币政策紧缩步伐将放缓，因此在美债部分可以预期要再见到因为美国联储局的连续加息推升美债收益率的概率已大幅降低。自 2017 年以来特朗普推行的减税政策跟财政刺激都需要财政部大量发债融资支持，2018 年已使得美国财政赤字与政府债务大幅攀升（见图 26），叠加美国联储局自 2017 年第四季度开始的缩表行动将持续（见图 27），美债市场供需可能出现不平衡的状态。本行认为 2019 年美债收益率将受到 1) 美国联储局将暂缓加息步调；2) 美国联储局缩表行动持续；3) 财政部发债力度持续增加等三项因素影响，上方风险将会受到美国联储局暂缓加息与供应需求不平衡相互作用而略有上行压力，下方风险在市场的收益率曲线目前仅局部倒挂（见图 28），短端收益率仍是制约下行空间的重要阻力。因此我们预期美国长短天期债券收益率将持续收窄至曲线倒挂，而 10 年国债收益率波动区中枢位置将落在 3%，大区间将会是 2.75%至 3.25%。

财政赤字使美国融资需求大幅增加（图 26）

时间	债券市场融资金额(亿美元)
五年平均 Q1	2,356
五年平均 Q2	150
五年平均 Q3	2,204
五年平均 Q4	3,086
2018年Q1	4,880
2018年Q2	720
2018年Q3	3,530
2018年Q4(预估)	4,250
2019年Q1(预估)	3,560

资料来源：美国财政部，截至 2018/11

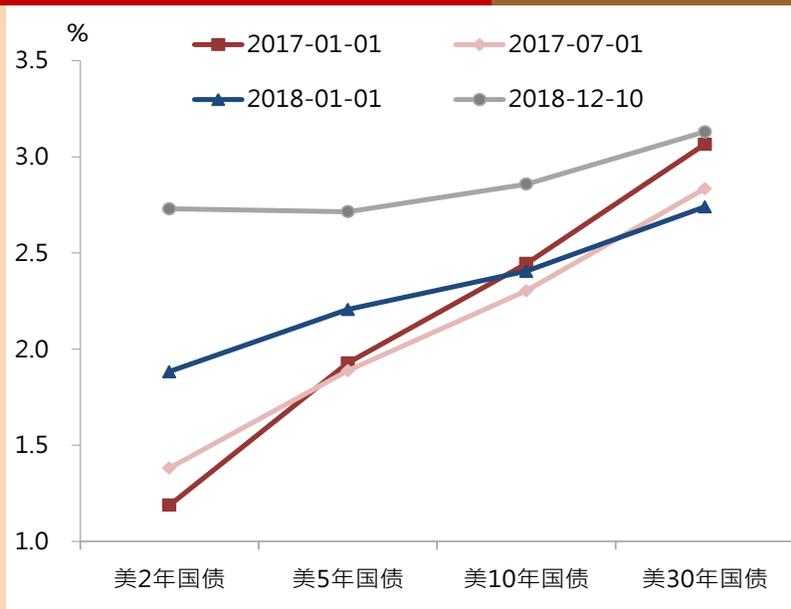
美联储维持缩表进度，2019 年末将减少万亿 (图 27)

时间	美国公债	MBS	当月合计	累计合计
2017年Q4	180	120	300	300
2018年Q1	360	240	600	900
2018年Q2	540	360	900	1,800
2018年Q3	720	480	1,200	3,000
2018年Q4	900	600	1,500	4,500
2019年Q1	900	600	1,500	6,000
2019年Q2	900	600	1,500	7,500
2019年Q3	900	600	1,500	9,000
2019年Q4	900	600	1,500	10,500

资料来源：美国联储局，截至 2018/12/10

相较于美债上下风险皆有的不确定性，欧元区的债券收益率区间较为明确。欧元区的经济状况与全球经济体相似，本轮经济增长的最高增速已过，2019 年将面临经济增速下滑且通胀压力亦难解决的情况，同时欧元区的地

5 年利差已倒挂，10 年以上与 2-5 年仍有收窄空间 (图 28)



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/12/10

缘政治风险短期内亦难有明显的解决方案，因此以德债为主的一线国债收益率将在低位区间震荡 (见图 29)，而二线国家与德债的利差将会维持在目前偏高的位置，因此我们认为，德 10 年国债收益率的区间将落在 0.2% ~ 0.7% 之间。

2017 年以来 10 年德债大区间落在 0.2%-0.7% 区间 (图 29)



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/12/10

美国加息循环即将进入尾声，利率的攀升已经开始影响到经济基本面，但第四季的油价的大幅下跌可适时减缓通胀上升压力，亦可减缓经济硬着陆风险。美国企业信用状况最佳时点已过已是事实，油价的大幅下跌对美国高收益债券市场信用利差已造成冲击，同时美国联储局 2019 年将持续缩减其资产负债表，因此在接近历史低点的信用利差收窄空间有限（见图 30），叠加整体风险市场在 2019 年一季度可能承压，美企业信用利差在 2019 年第一季度大概率将继续走扩，欧央行进入 2019 年不再向市场放水将减少欧元区信用债市场的买盘资金，而欧元区信用债市场利差在 2017 年末来到历史低点后，2018 年因为欧央行缩减其资产购买计划金额而对信用债市场造成冲击，欧元区信用利差在 2018 年大幅走扩（见图 31），虽然欧央行在 2019 年难有加息空间，但 2019 年结束资产购买计划已是板上钉钉，2019 年第一季度的欧元区信用利差大概率亦将继续走扩。

美信用债利差相当接近 2000 年以来低点位置 (图 30)



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/11(月度资料)

欧央行缩减 QE 后欧信用债利差收窄趋势已反转 (图 31)



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/11(月度资料)

中资美元债或跌出投资机会

中资美元债券整体信用市场在 2018 年经历了过去数年以来最艰困的年份，高评级债券市场是自 2013 年以来最大年度跌幅达 0.98%，而高收益债券市场则是 2011 年以来最大年度跌幅，达 5.67%。观察其信用利差走势，我们可以归结出以下三点导致其信用扩大的原因：1) 2018 年上半年受到中国境内所推行的资管新规、去杠杆政策使得中资企业境内外融资成本大幅上升；2) 虽然境内货币与信用在 2018 年下半年开始出现双宽松的姿态，但对于房地产市场相关政策的限制仍较严格；3) 2018 年受到美国联储局持续紧缩货币政策影响，全球资金大幅流出新兴市场，中资美元债市场难独善其身。

中资美元高评级利差为 2011 年以来第 50 百分位 (图 32)



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/12/10

中资美元债于 2018 年跌势较大，但现在这个点位展望 2019 年，本行认为中资美元债券市场的估值已经跌出了一定的价值，观察目前信用利差的水平，高评级债信用利差是自 2010 年以来的第 50 百分位（见图 32），而高收益债信用利差是自 2010 年以来的第 70 百分位（见图 33），虽然中国经济大环境仍可能面临一定的下行压力，但也可预期支持经济的政策会持续出台，宽货币与宽信用政策将会持续，同时对房地产市场的限制可能也会出现部分城市的边际放松，对中资美元债市场尤其是高收益债的部分都会有一定程度的支撑，因此展望 2019 年第一季度，虽然信用利差难大幅收窄，但在有政策支撑的情况下，较高的票息收入是中资美元债市场相对较有吸引力的回报来源。

中资美元高收益利差为 2011 年来第 70 个百分位 ( 图 33 )



资料来源：Bloomberg, 截至 2018/12/10

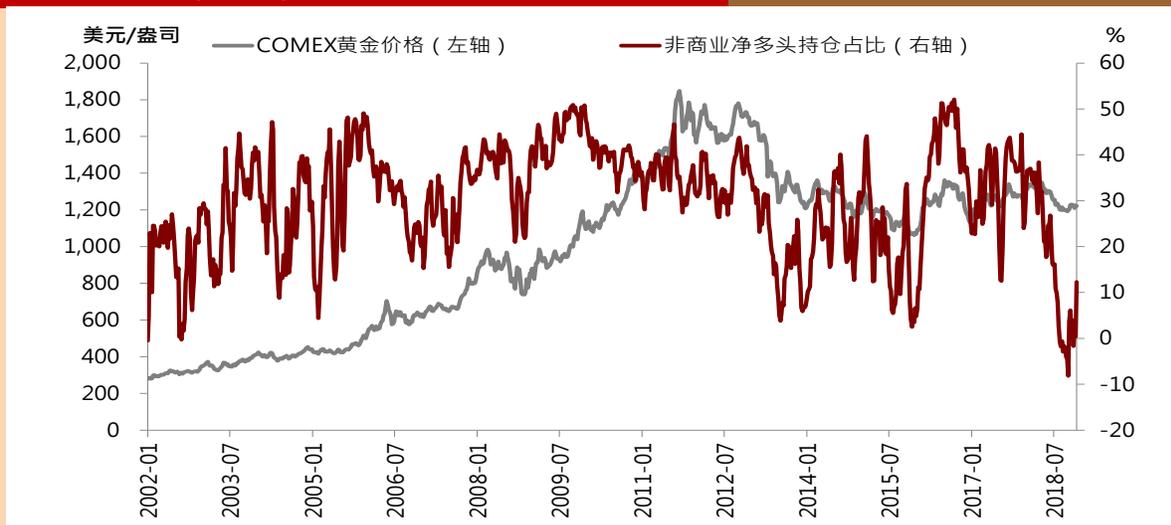
# 商品走势



## (一) 黄金：金价上行概率较大

2018 年第四季季报中，本行认为黄金作为避险资产的配置价值逐渐展现。此前避险属性对黄金的正面提振非常弱，主要原因是因为美股的不断上涨，资金继续流入美股，避险需求较弱。但是现在当美股持续上行的势头被打破，市场情绪已经得到扭转，我们认为 2019 年第一季度和上半年，全球权益市场将面临震荡，投资者风险偏好仍有可能继续下滑，避险资产的配置意义会进一步凸显。结合当前黄金非商业净多头持仓的走势（见图 34），本行认为当前阶段多头持仓从底部已经有所上扬，但仍然处于历史的低位，多头仍有增加的空间，会支撑黄金价格的上行。

黄金非商业净多头持仓（图 34）



资料来源：Wind，截至 2018/12/04（周度数据）

从实物黄金的完全成本来看，近年来矿产金的成本中枢逐渐上升，或会对金价形成一定支撑。根据世界黄金协会数据，当前南非地区（矿产金约占全球的 5%）的完全成本接近美金 1200 元 / 盎司（见图 35），2018 年出现过南非金矿罢工的事件，意味着如果跌破美金 1200 元甚至更低就会看到一些成本较高的金矿商开始进行减产。我们认为黄金的核心影响因素仍是美国的 10 年期国债实际收益率（见图 36），当前美国联储局在这一次加息周期的尾端，短端利率已经在较高的水平，长端利率下降空间有限；我们预期油价主导的通胀有可能在当

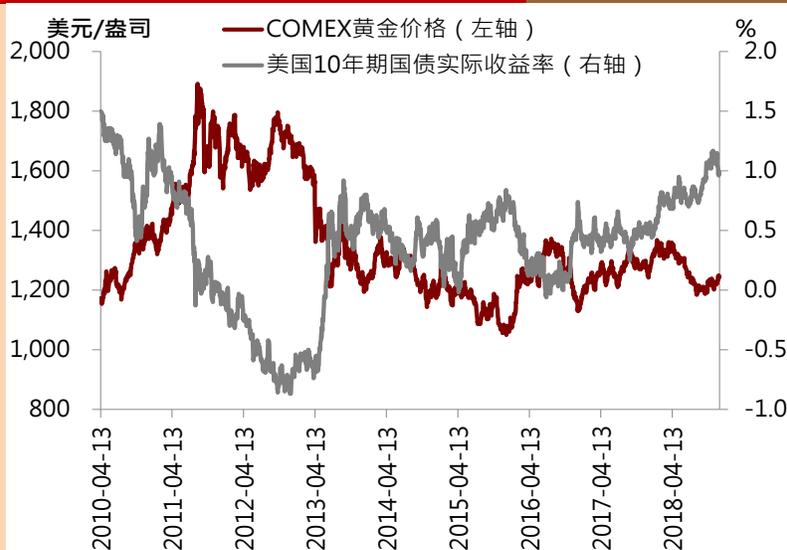
前水平上小幅反弹，综合来看我们预计第一季度及上半年美国 10 年期国债实际收益率有可能下行，黄金价格中枢有望上移，但整体上行空间有限，有望触及到美金 1280-1300 元 / 盎司。

泛欧斯托克 600 各大板块盈利增长预测 (图 35)

地区	成本	2016年	2017年
北美	现金成本 (美元/盎司)	639	651
	完全成本 (美元/盎司)	804	843
南美	现金成本 (美元/盎司)	588	618
	完全成本 (美元/盎司)	777	825
美国	现金成本 (美元/盎司)	598	591
	完全成本 (美元/盎司)	732	751
澳大利亚	现金成本 (美元/盎司)	662	662
	完全成本 (美元/盎司)	840	857
南非	现金成本 (美元/盎司)	857	1,010
	完全成本 (美元/盎司)	1,031	1,187
其他地区	现金成本 (美元/盎司)	613	622
	完全成本 (美元/盎司)	820	846
全球	现金成本 (美元/盎司)	649	672
	完全成本 (美元/盎司)	837	878

资料来源：GFMS，截至 2017 年（年度数据）

黄金和美国 10 年期实际收益率 (图 36)



资料来源：Wind，截至 2018/12/10

## (二) 原油：原油价格在 2019 年第一季度可能弱反弹

从原油市场在 2018 年下半年的大起大跌会发现，原油价格除了和原油市场基本面是偏紧还是偏松相关外，原

油市场投资人的情绪扭转也对原油价格的大幅波动起到了推波助澜的作用。去年 9 月，市场认为伊朗制裁即将生效，出口将归零，且值此关键时刻沙特和俄罗斯表示无法在短期内增产，因此投资者认为原油市场供应将面临严重的短缺，推升原油价格升至四年高位。但随着石油国输出组织（OPEC）以实际行动体现了其在 9 月和 10 月连续增产，且美国对伊朗的石油禁运豁免了八个国家和地区，下游需求疲软，投资者对原油市场的预期从供应偏紧转而供应过剩。从 10 月 3 日油价达到最高点至 11 月底油价到达低点，多空持仓比一路从 11.15 跌至 2.99（见图 37）。

原油管理基金多空持仓比（图 37）



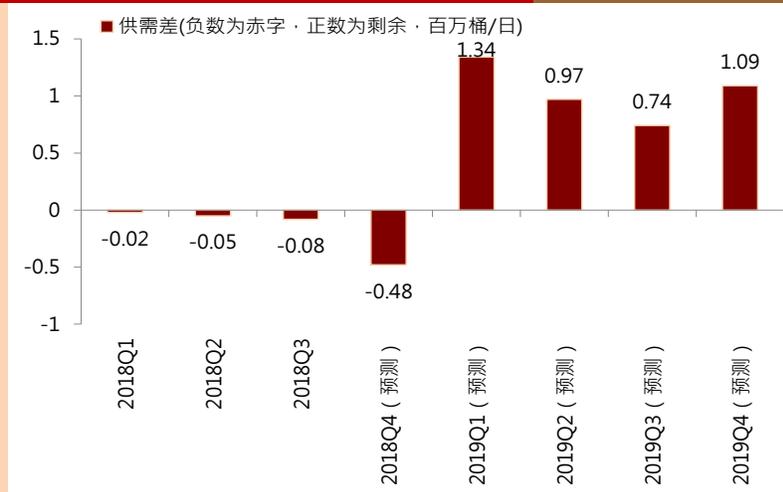
资料来源：Wind，截至 2018/12/04（周度数据）

OPEC 减产已经开启，市场瞩目的 OPEC 12 月会议最终决定：OPEC 国家将在 2018 年 10 月的基础上减产 80 万桶/日，OPEC 将减产 40 万桶/日（俄罗斯将需要减产约 23 万桶/日），这样 OPEC+ 一共减产 120 万桶/日。符合本行此前的预期，比市场预期的减产幅度要多（市场预期合计减产 100 万桶/日）。我们判断这次减产协议应会在 2019 年第一季度得到较严格的执行，从 OPEC 11 月份月报的估计来看，如果 OPEC 不减产，则 2019 年第一、二季度将分别过剩 134 和 97 万桶/日，因此现在 OPEC+ 减产 120 万桶/日，只是把 2019 年上半年的市场从供应过剩打回到供需平衡，并不会进入过紧（见图 38）。

虽然本行预期 2019 年上半年原油市场较难会有很大涨幅，但是我们认为第一季度原油价格在当前水平弱势修复的概率较大，原因是：（1）根据贝克休斯公布的每周页岩油活跃钻井数已经环比出现下滑。通过分析历史数据，可以得出原油价格环比和滞后两个半月的页岩油钻井数环比关联系数最高，意味着原油价格出现拐点后传导到页岩油钻井数大概需要两个半月。近期原油价格的环比拐点已经在 2018 年 11 月下旬出现（见图 39），因此预计 2019 年年初页岩油钻井数亦有可能还在下降趋势中，有可能到 1 月底才会见底。而页岩油钻井数的回落传导到美国原油产量中也有时滞，因此我们判断 2019 年第一季度美国原油产量可能会出现一个阶段性的低点。（2）当前美国页岩油产区的完全成本约美金 50 元/桶左右，再加上几美元的运输成本，已经和美国西德克萨斯轻质原油（WTI）价格不相上下，某些成本高的页岩油产区当前生产已经不赚钱了。因此本行认为原

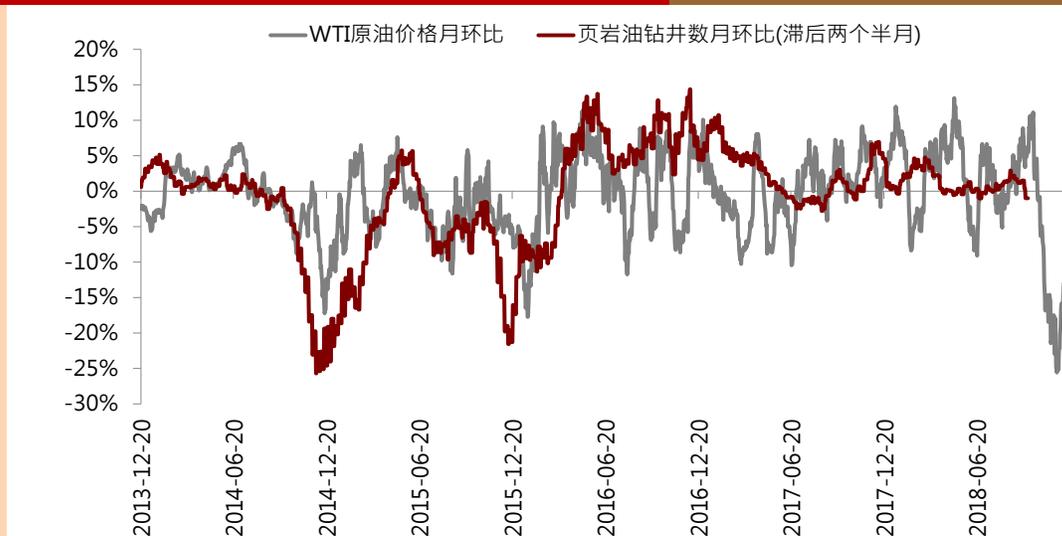
油价格在当前水平已经跌不动了，如果后续 OPEC 减产能够严格的执行以及美国原油产量出现回落，原油价格有可能反弹。但是本行认为原油价格的反弹只能看到弱势的反弹，2019 年全球宏观经济增速预计是下行的，原油下游需求难言乐观；且接近 2019 年年中至下半年，美国最重要的页岩油产区 Permian 地区会有数条运力非常大的输油管道投产，届时页岩油产区的折价现象就会消失，也会激发页岩油产能的释放；以上这些都是 2019 年潜在的制约原油价格的因素。

在减产达成前，OPEC 对原油市场的判断 (图 38)



资料来源：OPEC，截至 2018/11 (月度数据)

原油价格和页岩油钻井数 (图 39)



资料来源：OPEC，截至 2018/12/10

# 外汇走势

## 美元

美国联储局在 2018 年底态度转鸽，市场目前预期 2019 年美国联储局将放缓加息次数，甚至停止本轮的加息周期。从本行预估 2019 年美国通胀数据来看，除非原油价格明年大涨超过每桶美金 70 元，否则美国通胀多数将落在 2% 的目标区间以下（见图 40），因此目前美国联储局目标利率 2.5% 已超过通胀水平，就历次每次的加息周期来看，当美国联储局目标利率超过通胀水平，加息周期基本已接近结束。因此我们认同 2019 年美国联储局加息次数大概率落在 1 至 2 次。每次加息周期结束，市场预期美国联储局即将降息，美元便会见高并在之后的降息期间持续走跌（见图 41），较明显的例子是 2006 年 3 月，美元在当年触及 90 水平高位后便开始一路下跌。当中较值得注意的是 2000 年 12 月开始爆发的互联网泡沫，当时美国联储局为因应危机展开新一轮的降息循环，但美元仍持续走高至 2002 年初，主要原因是当时美国克林顿政府财政盈余持续增加，科技股投资热潮引发全球资金回流美国，使美元涨势在美国联储局降息后仍可持续一段时间。

若油价不再大涨，美国通胀多数期间将在 2% 以下（图 40）



资料来源：Wind 及市场预期整理，截至 2018/11（月度数据）

美国联储局降息期间美元多呈现走跌 (图 41)



资料来源：Wind，截至 2018/11 (月度数据)

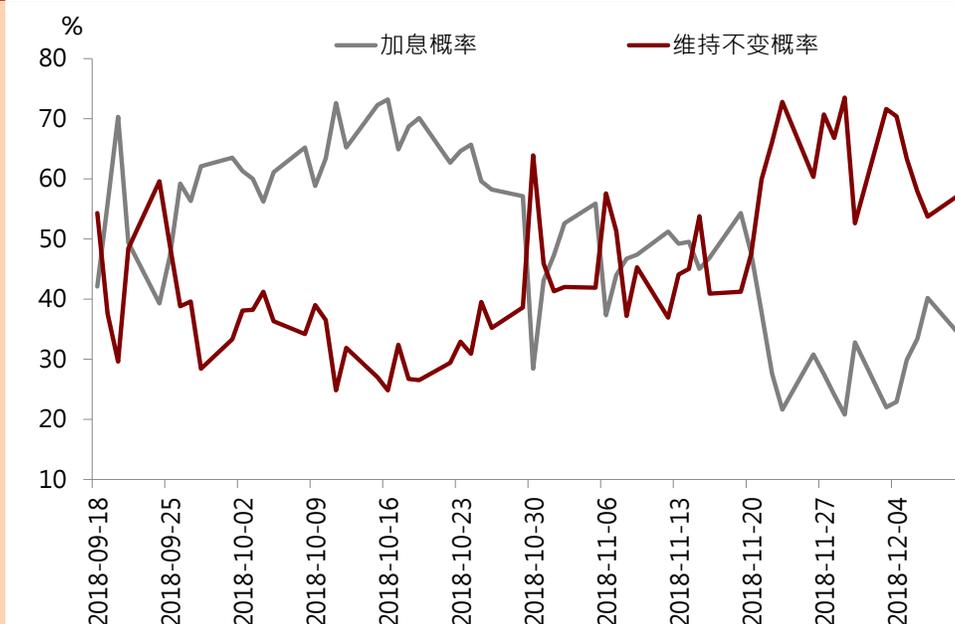
2019 年美国大概率仍不会步入衰退，在目前市场认为美国联储局在 2019 年只加息 1-2 次下，如美元要在 2019 年第一季度迅速走弱，我们认为需取决几个条件：(1) 市场预期美国联储局将加速进入降息周期；(2) 市场对 2019 年欧央行加息预期上升；(3) 因特朗普减税汇回美国的资金，开始转向流出美国。考虑全球宏观在 2019 年步入衰弱仍是较小概率事件，而以欧元区目前地缘政治风险仍高、经济疲弱情况下，欧央行加息的概率也不大，因此资金寻求美国以外更好的投资机会或许是驱动美元下跌的可能理由。但 2019 年第一季度仍相对处于地缘政治风险集中爆发的时期，因此美元或仍可维持相对高位，本行认为当美国联储局逐渐接近中性利率水平后，美元走弱的可能性才会较大。

## 欧元

欧元区经济在 2018 年下半年放缓势头趋于明显，欧央行最核心盯市的经济指标是欧元区核心消费者物价指数 (CPI)。欧元区劳动力市场已经逐渐收紧，此前市场担心的闲置产能过多问题已有所改善，失业率在健康下行中，推动薪资水平稳步上行，利好欧元区核心 CPI，即使名义 CPI 受到能源价格的影响波动放大，核心 CPI 在未来一段时间仍然会保持稳健，且有机会上行。

基于欧元区现在面临的经济问题更多的来自于欧元区内成员国之间发展的结构性不均衡，欧元区外部面临的贸易环境恶化等，并不是欧央行能够通过释放流动性来解决的。因此本行认为，欧元区经济周期走向尾端时，会面临和其他国家一样的选择：即宽松货币政策的边际效应递减，此时更需要财政政策发力而不是货币政策放水。

2019 年 9 月会议欧央行加息概率 (图 42)



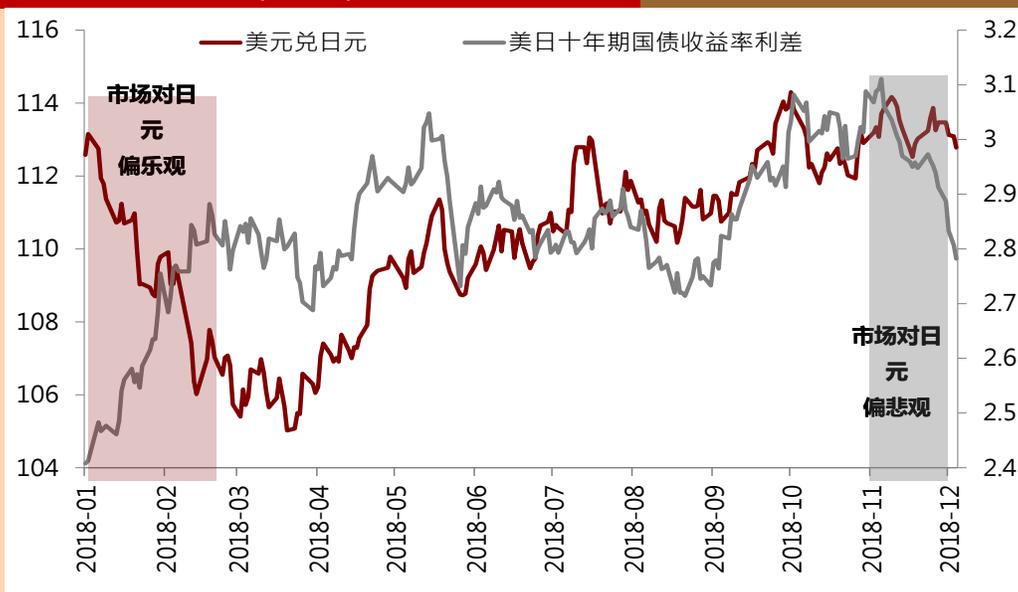
资料来源：Bloomberg · 截至 2018/12/10

本行认为欧央行在 2019 年加息的概率很小，我们不期待欧央行会在 2019 年加息，当前市场对欧央行 2019 年 9 月加息的概率不到 30% (见图 42)，即使步入到 2019 年年中市场开始对欧央行全年都不会加息作出反应时，也不会因为预期的落空对市场产生明显的影响。如果贸易环境持续恶化带来欧元区经济在 2019 年上半年大幅下行，欧央行较有可能利用的宽松货币政策工具代替加息，包括：(1) 新一轮长期再融资操作投放，即针对中小型银行投放流动性，最终流入信贷市场；(2) 欧央行议息会议上对加息预期的管理，从当前的不早于 2019 年夏天推迟到 2020 年。综合以上，2019 年上半年欧元的走势在欧央行调整空间有限的背景下，更大程度会受到美国联储局货币政策的影响，如果美国联储局在 2018 年中期开始修改加息点阵图，市场有可能在此前就提前反应，欧元有机会上行。当前 1.13 位置可能是未来半年欧元兑美元汇率的低点，上行空间我们认为并不大，有可能到 1.15。

## 日元

2018 年日元虽仍是区间震荡行情，但整体来说波动幅度较宽，市场较为乐观地产生了对日央行货币政策紧缩的预期，将日元在 2018 年第一季度推升了年内最大的一波行情 (见图 43)，但当时作为日元定价之锚的美日利差走势却与 2018 年年初日元的表现大幅背离，让我们认为大幅偏离基本面的现象终会在任何一方将被证伪。事实证明，随着 3 月后日本 CPI 和 PMI 的双双回落，使得前期市场高涨的预期逐步消退。而前期市场上日元资金的亏损离场，导致市场下半年大幅改变对日元的乐观态度。

美日利差显示近期市场对日元偏悲观 (图 43)

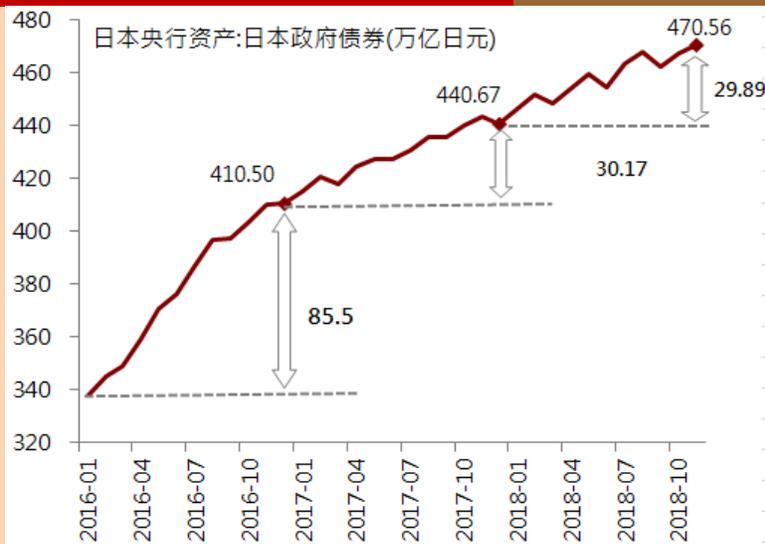


资料来源：Bloomberg · 截至 2018/12/10

截至 2018 年 10 月最新的日本货币政策会议决议声明显示，日本央行仍继续维持利率在-0.1%不变，日本央行 10 年期国债收益率目标维持在 0%不变。可以看出日本央行虽微调其收益率曲线的操作空间，但日央行的货币政策仍未见拐点。日央行将逐步以更低的购债规模将十年期国债收益率控制在 0 附近，日本实际上从 2017 年开始的购债量只有日元 30 余亿（见图 44），远低于政策目标日元 80 万亿，而截至 2018 年 11 月，日央行购债数据更是低于日元 30 万亿。2018 年 8 月以来，日本 CPI 数据重回 1.0%，同时核心 CPI 自 2018 年 9 月来达到 1%。但市场在 2018 年下半年对日元的预期却与 2018 年年初大相径庭，我们认为市场预期的改变源于以下两个情况：1) 对于年初日央行决策预期的误判使得市场对日本货币政策的拐点采取谨慎态度；2) 日本 11 月制造业 PMI 数据到达年内最低点，使得市场对未来日本经济预期较为悲观。

所以本行结论为未来日元汇率大概率仍旧跟随美日利差波动，而近期日元相对美日利差表现偏弱，一方面反映市场对日本货币政策拐点的悲观预期，另外一方面市场近期的避险情绪主要集中在美元而非日元。本行认为 2019 年导致日元汇率产生较大拐点的事件将是美、日两大央行任何一方的货币政策的改变。基于我们对美国货币政策逐步转鸽，美国十年期国债收益率难回前期高点的判断，我们认为美国货币政策的拐点将早于日本央行，2019 年第一季度不宜对日元过于悲观，预期第一季度期间日元表现在 110-114 之间。

日本将以更低购债规模控制收益率曲线 (图 44)



资料来源: Bloomberg · 截至 2018/11 (月度数据)

澳元

澳洲最大类出口商品主要是黑色系金属即铁矿石和焦煤焦炭，从历史上看澳元兑美元汇率和铁矿石价格也有较大的关联性。展望 2019 年第一季度及上半年铁矿石价格，我们判断由于中国的房地产周期向下，基建投资无法弥补房地产投资的缺口，铁矿石在 2019 年下游需求增速大概率会减弱，铁矿石价格在 2019 年面临下行的压

铁矿石价格和澳元汇率 (图 45)

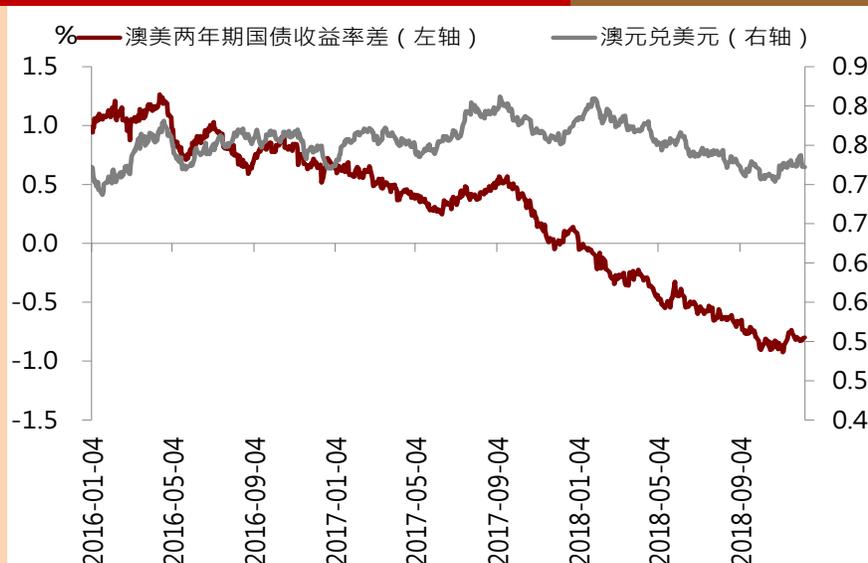


资料来源: Wind · 截至 2018/12/10

力。但就我们观察，自 2018 年 3 月起，澳元兑美元汇率其实已经和铁矿石价格背离，澳元汇率已经较铁矿石价格提前下跌了 (见图 45)，本行认为当前澳元可能已经部分反映了中国经济下行的预期。

从利差角度来说（见图 46），澳美两年期国债收益率已经从 2018 年年初进入倒挂状态，而且当前倒挂的幅度已经达到 0.8%。我们认为澳美两年期国债收益率差已经接近极值，再往后看有可能收窄，也意味着 2018 年拖累澳元的一大负面因素有可能在 2019 年影响趋于中性。综上所述，本行认为在全球发达国家宏观经济增速趋于下行，市场风险偏好趋于避险的大背景下，澳元兑美元在 2019 年仍难言乐观。但是考虑到某些负面影响或已经在澳元汇率上提前兑现，大概率 2019 年澳元汇率会处于磨底的状态。

澳美利差和澳元汇率（图 46）



资料来源：Wind · 截至 2018/12/10

### 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，其中所引用资讯和资料均来源于公开资料，招商银行私人银行部力求引用资讯和资料的客观与公正，但对这些资讯和资料的准确性及完整性不做任何保证，不保证该资讯和资料未经任何更新，也不保证以这些资讯和资料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：**本文件由招商永隆银行（「本行」）私人银行及财富管理部（「本部」）编制，旨在向招商永隆「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。本文件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。本文件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），亦不就使用本文件的任何陈述或意见而引致的损失承担责任。

投资涉及风险，本文件提供的证券 / 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。本文件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。

本文件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，应仔细阅读有关证券 / 投资产品的销售文件，以了解包括风险因素等详细数据。

**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。若分发或使用本文件违反任何管辖地区或国家的法律或规例，则本文件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，招商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。

© 2019 招商永隆银行有限公司 版权所有，不得翻印。

**Disclaimer:** This document has been prepared by the Private Banking and Wealth Management Department (“the Department”) of CMB Wing Lung Bank (“the Bank”) for distribution to the CMB Wing Lung Private Banking Clients and the Professional Investors as defined under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong) or rules made thereunder. Although this document may contain some research analysis or quote research reports, it is not investment research or a research recommendation for regulatory purposes as it does not constitute substantive research or analysis. This document is intended only to provide observations and views of the Department as at the date of writing, and such observations and views are subject to change in the passage of time. Observations and views contained in this document may be different from, or inconsistent with, the observations and views of other departments or the subsidiaries of the Bank or other market participants. The information contained in this document (including information in the form of opinions or estimates) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable as at the date indicated. However, the Bank has not verified all such information and thus, it should not be relied upon in lieu of making independent judgment. The Bank may not, and has no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. The Bank does not make any representation or warranty (expressed or implied), or accepts any responsibility or liability whatsoever for a loss arising from the use of this document.

Investment involves risk, and the value of the securities/investment products may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information contained in this document and its contents may not suit every investor’s needs. Therefore, an investor should make his or her own appraisal of the risks involved in investing in securities/investment products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any investment decision made is suitable with regard to his or her own circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

This document has not been authorized by any regulatory authority including the Securities and Futures Commission of Hong Kong. Please read the relevant terms and conditions together with the risk disclosure statements in the relevant documents of the securities/investment products before making any investment decisions.

**This document may not be reproduced, transmitted, circulated or distributed to any other person or entity in any jurisdiction or country without the prior permission of the Bank. This document is not intended for distribution to, or used by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would contravene the local law or regulation of that jurisdiction or country.**

CMB Wing Lung Bank Limited has become a member of China Merchants Bank Group since 2008. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services.

© 2019 CMB Wing Lung Bank Limited. All rights reserved.