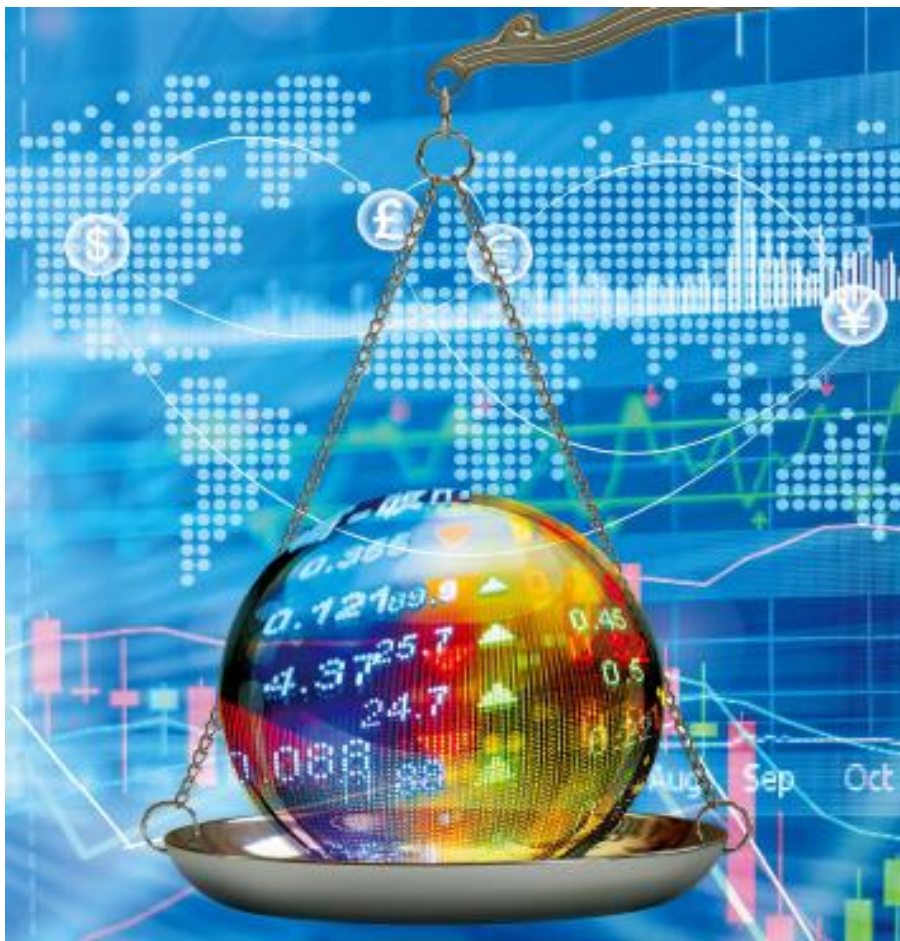


環球投資市場第四季度展望

私人銀行及財富管理部



Brenda Tian
田白莉

私人銀行及財富
管理部主管

歡迎閱覽第四季的招商永隆銀行《環球市場展望》！回顧第三季，中美貿易矛盾繼續加劇，美國終於在本港時間 9 月 24 日起向美金 2,000 億元中國貨品加征 10% 關稅，並引發中國同日反擊。另一方面，美國亦於 9 月份與墨西哥及加拿大達成新的貿易協議及正積極與日本進行貿易談判，繁此種種顯示美國欲在貿易、經濟上孤立中國的意圖。

同一時間，美國聯儲局於第三季亦向市場釋出加大力度收緊貨幣政策之意圖，伴隨美國經濟數據向好，令 10 年期美國國債孳息率曾升至 2011 年以來最高水平，令資產價格於第三季大幅波動。展望第四季，美國將展開中期選舉，結果將為兩年後之總統選舉帶來啟示，亦是特朗普政府執政兩年後第一份成績表，當然，結果亦將影響環球投資市場。

觀乎以上因素，短期內資本市場將無可避免地持續出現震盪，亦注定 2018 年將是風雨飄搖的一年，但隨着資產市場大幅調整，價值低谷亦即將出現並吸引長線資金入場部署。

借用李白的《登金陵鳳凰台》最後兩句，“總為浮雲能蔽日，長安不見使人愁。”來形容現時市況，壞消息充斥市場令投資者看不見大市吸引之處，但浮雲亦不能永遠遮蔽紅日，而行程亦往往於絕望時出現，冬天到了，春天還會遠嗎？

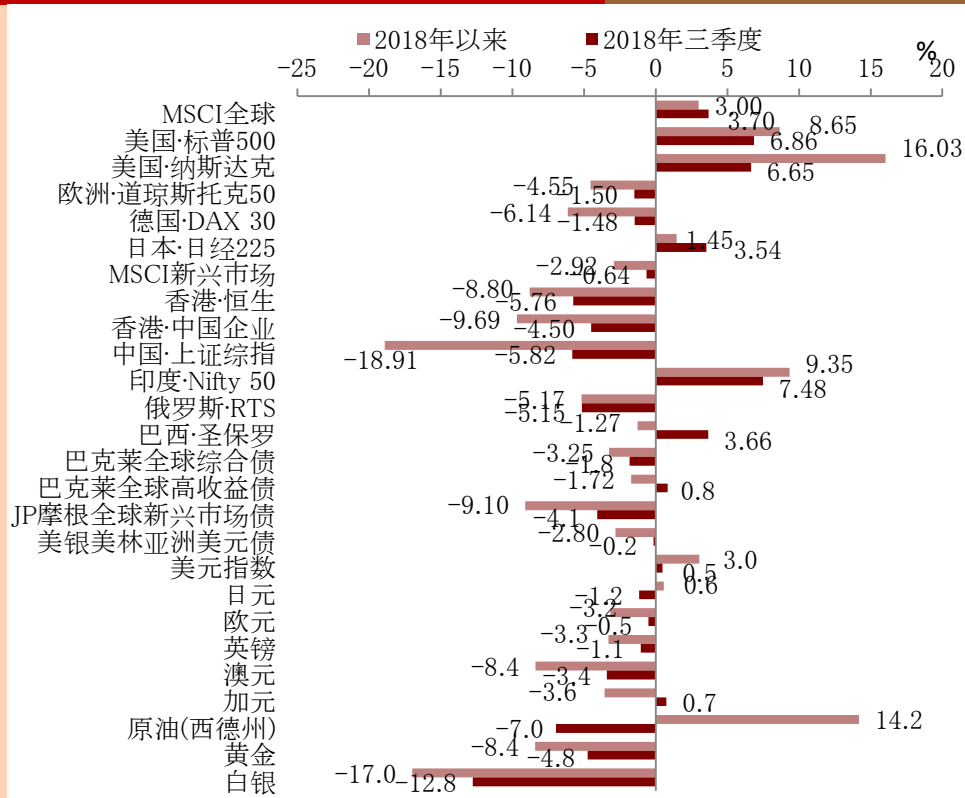
目錄

環球動向.....	2-3
股票市場.....	4-18
全球市場.....	4-10
中國境內市場.....	10-11
香港股票.....	12-16
債市走勢.....	19-21
商品走勢.....	22-26
外匯走勢.....	27-29

环球动向

中美贸易战第三季度持续对峙，美国于本港时间 9 月 24 日中午起，向美金 2,000 亿元中国货品加征 10% 关税；中国亦同时向美金 600 亿元的美国进口产品征收 5% 至 10% 的关税。随后，美国和加拿大在美东时间 9 月 30 日午夜最后期限前，达成新版北美自由贸易协议 (NAFTA)，将与墨西哥一起维持 NAFTA 的三方协议形态，并以美墨加协议 (USMCA) 取代原先的 NAFTA。USMCA 有条款列明，倘有成员国与「非市场经济国家」达成自由贸易协议，其他成员国可在 6 个月后退出现并建立其他双边贸易协议，而美国正与日本进行贸易谈判，当中可能亦会有类似条款，在贸易、经济上孤立中国的意图相当明显。另一方面，美国联储局一如市场预期九月加息 25 个基点，是年内第三次加息，并保持稳步收紧货币政策计划不变，由此引发美国国债息全线抽升，全球所有资产价格迎动荡走势。除此之外，《彭博商业周刊》报道指，中国在 2015 年时利用供应链将间谍芯片混入美国 30 间企业使用的计算机硬件中，连亚马逊 (AMZN) 和苹果 (AAPL) 也受影响，引发港美市场中资科技股股价的走弱。

2018 年第三季度主要资产表现 (图 1)

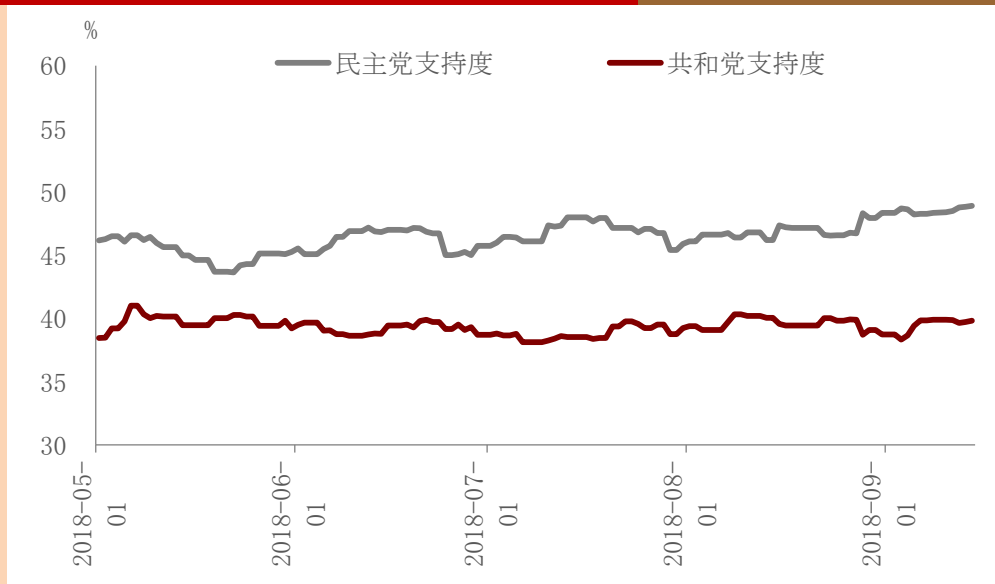


数据来源：彭博·理柏·截至 2018/9/14

市场展望

11 月初美国将举办中期选举，其中众议院全部的 435 席及参议院中三分之一的 34 席将进行改选，从美国知名调查网站 538 数据来看，目前通用选票 (Generic Ballot) 显示民主党的支持度仍超过共和党 (见图 1)，不过这并不表示民主党一定能获得两院的多数，因为 (1) 参议院调查仍显示共和党拥有优势，(2) 众议院调查显示民主党虽有较大概率获得多数，但选区划分的原因，使得政党支持度不一定直接可转换成席次。

美国通用选票显示民主党拥有优势 (图 2)



资料来源: FiveThirtyEight, 截至 2018/09/14

从历史来看美国国会多数党与美国总统不同党派属正常现象，但美国出现分化政府时，有可能对总统施政产生一定制约，如克林顿及小布殊常动用否决权阻止国会通过的法案，奥巴马在 2011 年后的医保法案障碍及频发的政府关门，对特朗普而言，中期大选后，若 (1) 国会两院都是民主党多数，则特朗普有机会因通俄门或违反选举资金法遭到弹劾，不过弹劾总统须在参议院拥有超过三分之二以上席次，因此民主党若非拥有参议院的绝对多数，弹劾案也不易通过，即使如此，弹劾案也容易对市场产生重大冲击；若 (2) 参议院多数是共和党，众议院多数是民主党，则特朗普虽会面临众议院对通俄门或违反选举资金法的调查，但无法在参议院通过弹劾案，因此对市场影响较低，此情况发生概率最大；若 (3) 国会两院都是共和党多数，则特朗普不会面临任何调查及弹劾，此情况发生概率居中。

对于施政差异，分化政府可能让特朗普在减税、围墙建造等方面面临阻碍，政府关门的问题恐在 2019 年 3 月后再次浮现，对于贸易冲突，由于民主党较支持不对传统美国盟友采取贸易保护措施，使得特朗普对 NAFTA 及欧洲的态度恐面临国会一定掣肘，不过对华贸易冲突则较难出现缓解，因此第四季度中美贸易冲突恐仍是市场主要风险因素。

股票市场

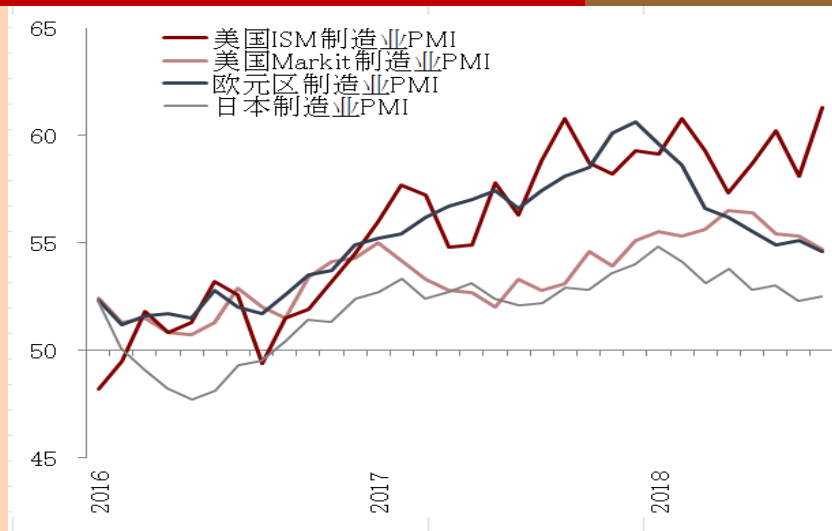
全球市场

在上述宏观背景环境下，我们认为全球市场将走向两大基调方向：

(一) 全球企业信心及获利逐渐下行

自今年美国对全球发起贸易战以来，市场情绪受到明显影响，大家对经济下行的担忧逐渐传导至企业信心面，反映在相关国家景气指数的下行（图 3）：欧元区和日本制造业采购经理指数(PMI)从今年年初的高点一路下行。美国作为今年全球贸易冲突的发起者，美国的 PMI 数值受影响程度普遍小于其他发达国家。但需要注意的是，美国 8 月的 PMI 出现一定分歧，Institute of Supply Management Manufacturing Index (ISM)制造业指数口径达到历史新高，而英国研究公司 Markit 集团却显示数据来到年内新低。两家机构对景气观察的大幅偏移预示美国内部采购经理对未来投资看法的不同，但随着时间逐步向第四季度推移，预计 ISM 制造业指数从高点回落的趋势将会逐步出现。根据历史资料，发达国家的 PMI 数值如果持续下行并低于枯荣线 50，将不利于股市的表现。

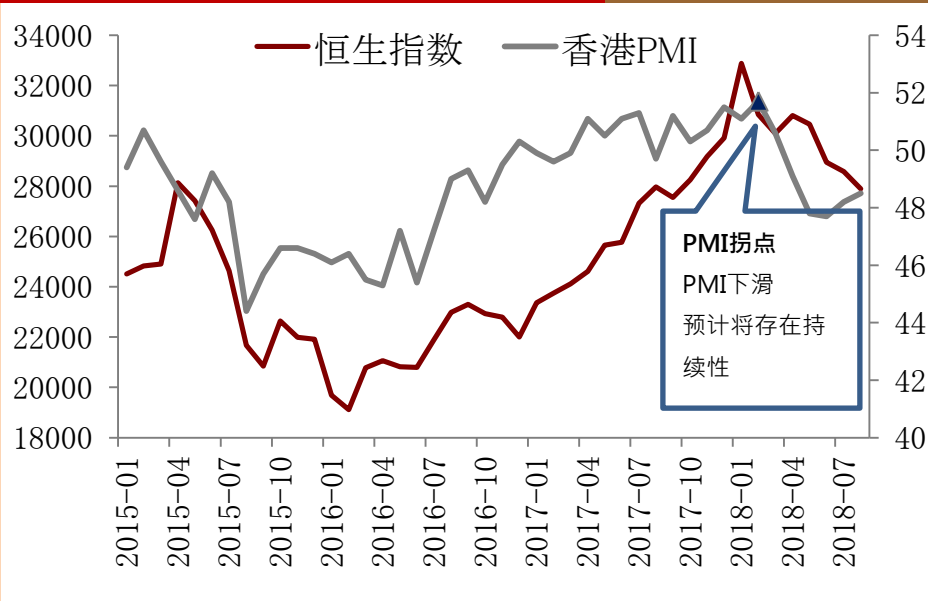
欧日制造业景气虽微幅回落，但美国经济仍在高位（图 3）



资料来源：Wind · 截至 2018/8 (月度资料)

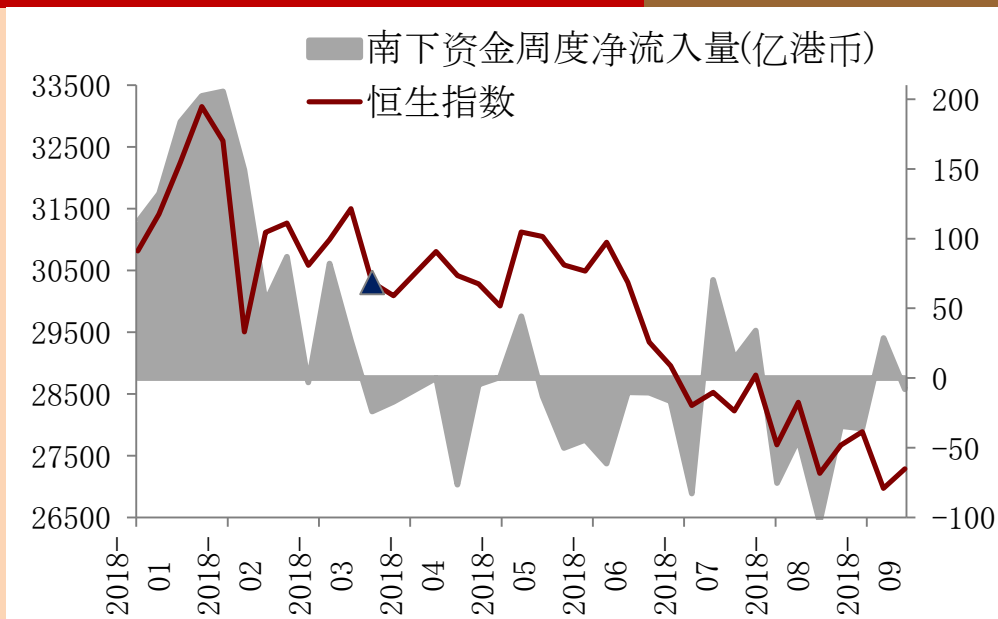
同时受到中美贸易冲突情绪面直接影响的香港 PMI 综合数值 (图 4)，自今年 4 月后连续低于枯荣线 50，根据历史情况，如果 PMI 数值趋势性走弱并低于枯荣线 50，反映企业将对未来投资意愿降低，是经济走弱的先行指标，与相应股市表现联动性较大，例如 2015 年香港 PMI 从 50 以上下行至 44.4，同期股市跌幅超过 35%。港股市场的信心不足也反映在资金面上，南下资金自今年 3 月后处于持续净流出状态 (图 5)，外资也从 6 月后处于净流出状态，市场避险情绪逐步上升。

历史上恒生指数与 PMI 数值有较高联动性 (图 4)



资料来源: Wind · 截至 2018/8 (月度资料)

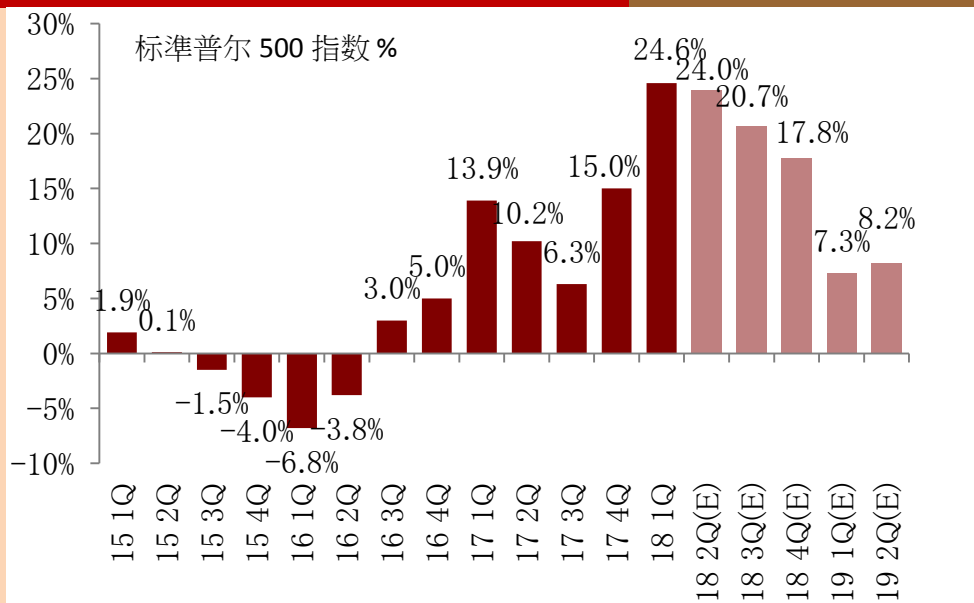
南下资金自 3 月后处于持续净流出状态 (图 5)



资料来源: Wind · 截至 2018/9/14 (周度数据)

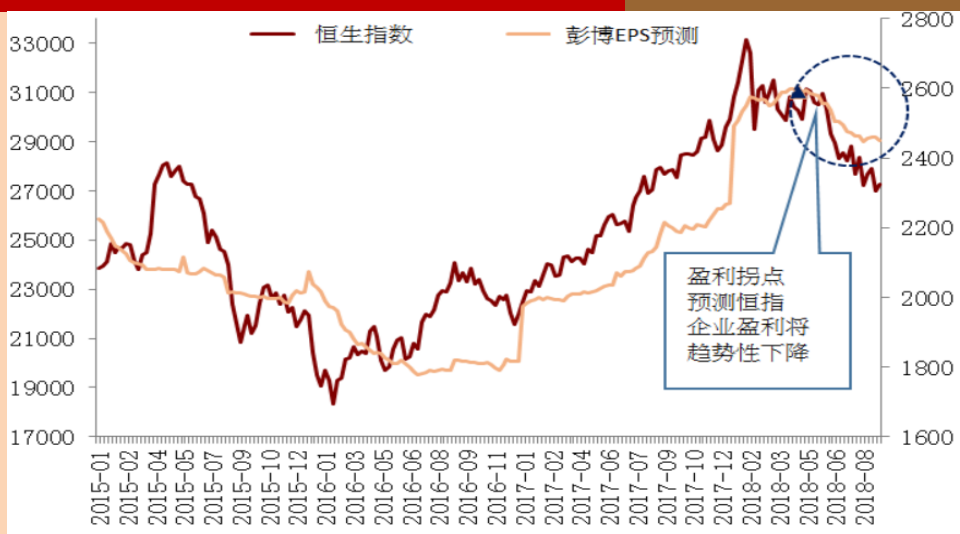
更令人担心的是，随着企业信心逐步下滑，企业投资意愿降低，结合美国税改低基期效应结束的影响，预计从2018年第四季度开始到明年，美国标准普尔 500 指数盈利增长将逐步下降（图 6），特别是 2019 年盈利增长的下降幅度将会非常明显。同样的情况也发生在港股市场，刚结束的港股第二季度财报期，显示新经济板块多家公司业绩不及预期，市场也逐步下调了恒生指数 2018 年的盈利增长预测（图 7），预示着港股盈利增长减缓的拐点即将出现。

标准普尔 500 指数企业获利增长逐步下滑 (图 6)



资料来源：Factset · 截至 2018/8/10

恒生指数企业获利增长逐步下滑 (图 7)



资料来源：Bloomberg · 截至 2018/9/14(周度数据)

PMI 数值是各国经济的风向标，企业盈利情况也是股市的内在推动剂，目前美国的 PMI 资料与企业盈利均优于其他国家。若今年影响全球市场表现的最大风险因素“贸易摩擦”没有出现缓解，随着全球 PMI 在 2018 至 2019 年逐步下调、2018 年第四季度及 2019 年企业盈利逐步不如预期，股市估值预计会明显受损。即使美国股市稍优于其他市场，但随着全球市场的避险情绪上升，也将不利于股市的表现。

(二) 新兴市场风险事件有增无减

迈入 2018 年第四季，地缘政治的纷扰有增无减（见图 8）。首先，如此前所言，美国中期选举将于 11 月 6 日举行，将是第四季观察重点，可视为 2020 年美国大选的风向指标。此外，英国的脱欧谈判仍在进行中，英国首相文翠珊就脱欧协议内容选择在硬脱欧与软脱欧之间游走，欧盟对此并不认同，认为英国不应该只选对自己有利的项目和欧盟往来，担心此后有更多脱欧国家仿效；同时英国内部也出现反对声音，认为英国对欧盟规则不会再有发言权。11 月或有协议初步结果，以赶上明年 3 月 29 日的脱欧期限，若能有乐观发展，将有效减少英国及欧股的市场波动。

全球地缘政治纷扰有增无减 (图 8)



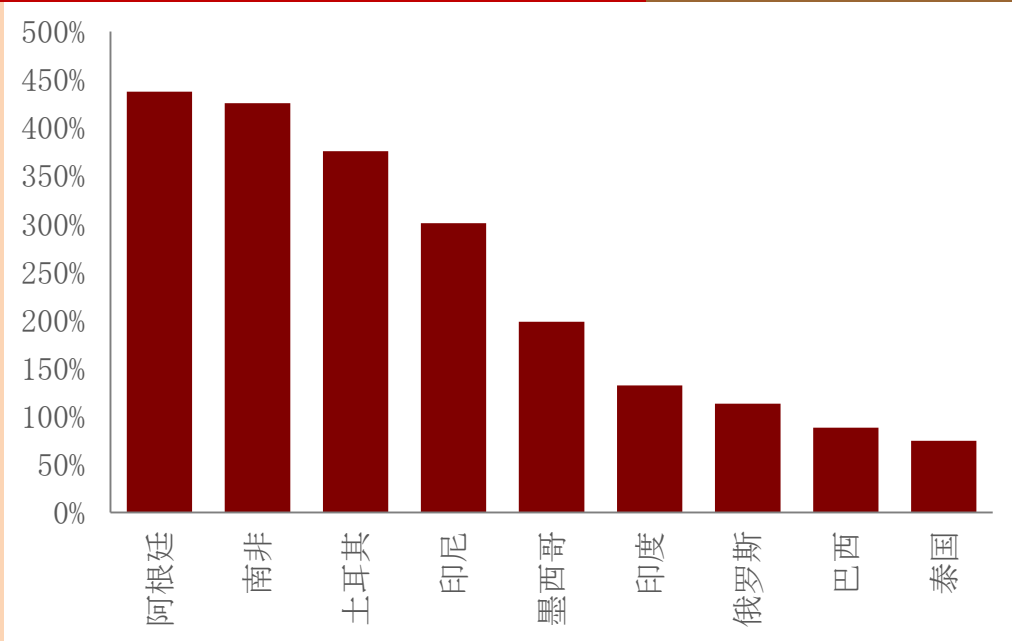
资料来源：招商银行私人银行境外研究整理

但市场对欧元区意大利政府增加财政支出同样担忧，投资者担心第四季将公布的 2019 年预算赤字，意大利政府欲减税、扩大福利支出和建立最贫困人口基本收入的要求，增加的预算恐违反欧盟成员国预算赤字不得超过国内生产总值比例 3% 的规定，因此欧股政治风险仍存在相当不确定性。

此外，新兴市场地缘政治也不平静，我们可将新兴市场分为三类：第一类为基本面不佳、外汇储备过低且负债过高，受资金外逃影响较大的新兴市场（见图 9），例如土耳其、阿根廷、南非的币值贬值波动大，第二季贬

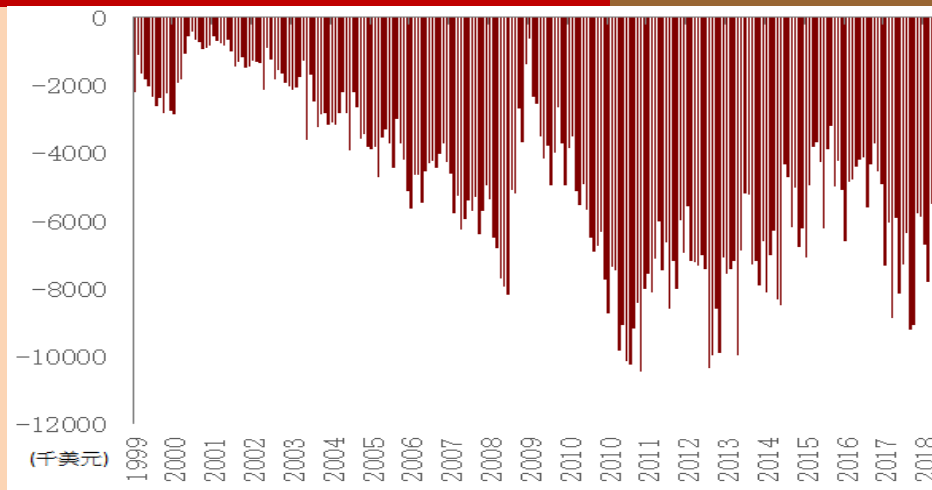
值分别约为 28%、35%、8.2% (截至 9 月 15 日)。土耳其于 8 月突押一名美国牧师布朗森·美国总统特朗普因此对土耳其作出贸易制裁，将土耳其的钢铝关税加倍。土耳其是进口大于出口的国家 (见图 10)，贬值影响带来通胀，且财政、经常帐双赤字加剧，迭加外汇储备实力薄弱，土耳其里拉八月大贬 61%。此也连带影响基本面不佳的新兴市场，一国的负债占 GDP 比值过高，与经常帐占 GDP 比值过低的新兴市场 (见图 11)，表示这些新兴市场负债压力较大，经常帐赤字也将使得这些国家在货币贬值时，国内通胀压力导致进口物价飙涨，而且没有稳定的出口带来的高额外汇储备作为稳定货币后盾，因此币值呈现恶性循环。此外以阿根廷为例，外债占 GDP 比例为 52.6%，经常帐占 GDP 比例-5.17%，也让资金外流，货币贬值。而南非也是同样外债与经常帐不佳的国家，且南非新总统拉马福萨于今年 2 月上任后加速无偿征收白人土地，分配给黑人公民，宣布推动修改宪法，美国总统特朗普因此介入，市场担心会危及农业和经济发展。因此，对于基本面不佳的新兴市场，第四季仍有一定的概率仍将呈现互相影响的恶性循环。

负债占外汇储备过高的市场易受资金外逃波动 (图 9)



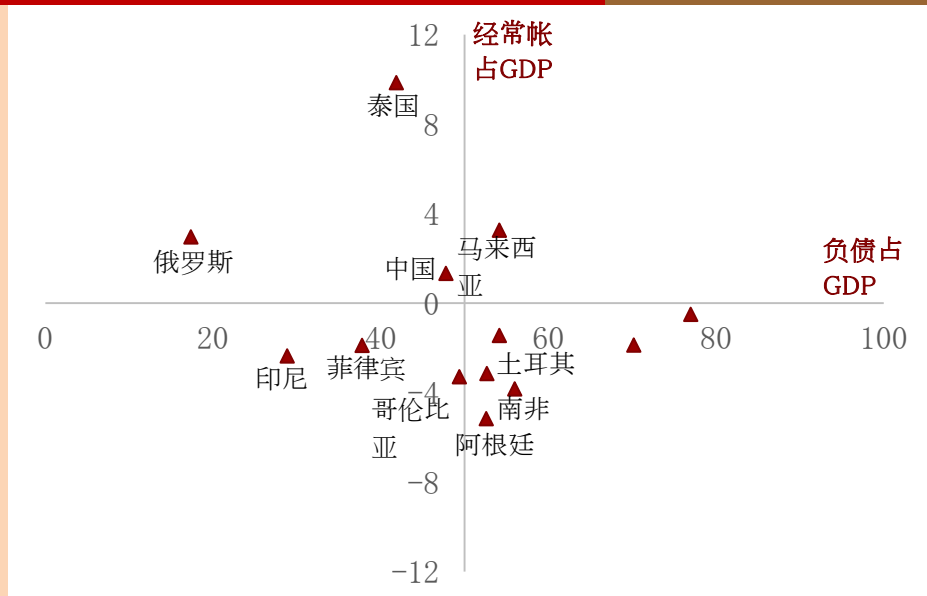
资料来源：招商银行私人银行境外研究整理，截至 2018/08(月度资料)

土耳其为长期以来为贸易赤字国家 (图 10)



资料来源：招商银行私人银行境外研究整理，截至 2018/08(月度资料)

宜回避经常帐赤字、负债高的新兴市场国家 (图 11)



资料来源：招商银行私人银行境外研究整理，截至 2018/08(月度资料)

第二类新兴市场是因地缘政治的个别因素而造成困扰的国家，如俄罗斯、伊朗、巴西等。俄罗斯因前特工在英国中毒事件，英美国矛头指向俄罗斯所为，第一轮制裁于 8 月 27 日生效，包括停止对俄罗斯提供外来援助，禁止向俄罗斯售卖防务和国家安全相关商品和服务，及严禁政府部门对俄罗斯提供信贷担保等，美国说明第四季会有第二轮的制裁。伊朗部份，美国重启制裁伊朗核活动，首轮于 8 月 7 日起，对伊朗实施经济制裁，以金融交易为主，并预计于 11 月 4 日执行第二轮制裁，主要目标为石油及石化产业。巴西总统大选于 10 月 7 日举行，但此次的总统大选剧本似乎是高潮迭起。身陷因贪污与洗钱罪名而被判刑的左派工党参选人前总统鲁拉，

民调高居第一，然而遭高等选举法院判决不具候选资格，而民调排名第二高的候选人极右派波索纳洛却遭人刺杀，曾有生命危险，所幸回复稳定。市场投资者将会观察总统当选人其财政政策是否延续改革，以解巴西负债过高的问题，若然巴西民众对于财政紧缩等改革并不喜欢，市场所期盼的财政改革停滞，巴西股市仍将不稳定。

第三类的新兴市场是受中美贸易纠纷所直接影响、市场对贸易纠纷的担忧让资金抽离的新兴市场，如中国及大中华区。我们看到今年不仅中国股市受到影响，港股也有极大的波动，除非后续中美贸易纠纷有进一步良性发展，对新兴市场才有较大鼓舞。

总括来说，第四季的地缘政治有增无减，发达国家与新兴市场各有彼此的纷扰，让市场更增添不确定性，然而危机即是转机，上述地缘政治在第四季是发展的关键点，若事件发展往解决之道迈进，对于市场来说或有再行布局之机会。

中国境内市场

2018 年第三季度回顾

回顾 2018 年第三季度，尽管政策“稳”字当头的意图明显，但是内外部负面预期持续加压，一方面来自境内宏观经济下行压力仍然显著，社会融资规模、基建投资、消费等经济数据延续弱势；另一方面来自中美经贸摩擦风险愈演愈烈，市场情绪降至谷底。受相关事件影响，资本市场表现整体延续股弱债强走势。

债券市场方面，收益率震荡向下，但季末向上反弹；信用利差跟随收益率走势下行，但季末信用风险担忧再起，信用利差小幅回升。

股票市场方面，上海证券交易所综合股价指数第三季度微跌 0.92%，创业板下跌 12.16%。从风格方面来看，大盘股表现强于小盘股；从行业来看，国防军工、通讯、银行等科技类以及低估值行业表现相对出色。

2018 年第四季度展望

整体来看，政策层面出于稳增长需要实现宽松调整，但由于货币信贷传导机制尚存阻力、防风险去杠杆在较长时期内仍为重要政策考虑、贸易冲突实质性影响将逐渐显现的情况下，预计经济基本面修复节奏将较为缓慢，但稳增长政策对冲经济下行及外部形势调整的力度可能进一步加强。

展望第四季度，基建投资资金具有扩张空间，基建投资或将获得一定提振。然而，考虑到防风险去杠杆在相当长时间内都将是政策的重点方向，原来依托基建托底经济的单纯保增长逻辑变成了促基建和稳杠杆的权衡，因此第四季度基建投资获得超预期强势反弹的可能性较低。重点关注中美贸易冲突未来进展，以及十九届四中全

会和中央经济工作会议的政策部署，如国企国资改革、减税降费、加快服务业开放、打破行政性垄断、要素价格市场化改革、科技创新等。

债券市场方面，中美贸易摩擦影响持续发酵，基本面下行压力仍然存在，通胀难以大幅上升，流动性较大概率维持宽松局面，货币政策和信贷政策转松有利于缓解信用风险，信用债环境改善，债券市场存在阶段性机会。基于以上，第四季度国内债市较大概率处于震荡行情，预期十年期国债收益率将在 3.3%-3.8% 之间波动。供应压力为主要制约，利率债券市场存在阶段性的交易机会；宽货币向宽信用传导需要时间，高评级信用债仍为首选，建议逐步再次关注优质城投债。

股票市场方面，投资者情绪已经极度悲观，A 股市场中长期投资价值凸显，短期市场面临外部负面因素以及内部政策预期不确定性的压制，市场将震荡筑底。市场关键关注点在于美国新一轮关税落地后中美贸易冲突走向以及四中全会前后国内政策的变化。策略上，经历前期深度调整后，A 股估值水平接近历史底部，目前市场情绪或过度悲观，我们相信 A 股长期配置价值明显。短期内，贸易冲突对市场的负面影响将逐步减少，政策有望继续放松，如风险事件有所缓和，A 股震荡筑底，进一步修复可期。科技板块在经济转型发展中的作用进一步凸显，主要配置计算机、电子、通信等；蓝筹股估值合理，主要配置盈利稳定增长的消费、医药行业以及高股息股票。

香港市场

2018 年第三季中美贸易纠纷及人民币汇价成后市发展关键因素

中美贸易战第三季度持续对峙，而美国公布的各项数据表现出美国经济的欣欣向荣。美国供货商管理协会 (ISM) 公布，9 月份非制造业指数升至 61.6，高于预期的 58。这是该指数在 2008 年开始编制以来的最高水平。而此前公布的 9 月中国制造业 PMI 降至 50.8，连续第四个月下降，并降至 16 个月最低位，增速明显放缓，显示中国经济下行压力强大。踏入十月，美国十年期国债孳息率更一度升至 3.26 厘，创七年新高。于 10 月 11 日港股亦一度跌逾 1,000 点，约 20 只蓝筹跌见 52 周低位。在内外多重因素的复合影响下，后市港股走势需注意环球投资气氛、美国国债息、中美贸易战发展、人民币汇价走势、中国经济增速会否放缓等。

美国十年期国债孳息率 (图 12)



资料来源: 彭博 (截至 2018 年 9 月 21 日)

流动通讯 5G 制式将全力推进

内地将全力推进流动通讯 5G 制式发展，5G 得到多个产业政策重视，其中十三五规划中提及 2020 年启动 5G 商用，车联网、物联网等相关产业也将迎来大发展。而近日《扩大和升级信息消费三年行动计划 (2018-2020 年) 》亦再次提及确保 5G 商用。5G 规模测试和应用测试已展开试点，各地方划定 5G 覆盖时间表并加快基础设施建设，5G 建设已进入大提速阶段。各大电讯商推进 5G 规模试验和应用示范，争取在 2018 年进行规模试验，2019 年实现预商用，2020 年实现全面商用。由于 5G 技术研发和产业推动仅有约 2 年时间，各大厂商在 5G 手机的研发上都有不同程度的进展，估计 5G 手机推出初期成本偏高，然而手机厂商在初期或会选择与拥有庞大的客户群的集团合作。

中国移动(00941): 集团上半年业绩优异。截至 6 月底止的中期业绩，股东应占利润高于市场预期，主要由于家庭宽带市场的客户份额和收入份额实现了双提升。收入达到人民币 210 亿元，同比增加 49.1%，成为重要增收来源。期内，EBITDA 按年升 3.7%至人民币 1,458.86 亿元；总营业收入按年升约 0.8%至人民币 3,918.32 亿元。另外，中期息港币 1.826 元（上年同期派港币 1.623 元），按年增加 12.5%。然而，集团拥有庞大的客户群，手机厂商在 5G 推行初期或会选择与集团合作。

在市况偏弱下，集团股价表现优于大市。故建议可待回调至 20 天线约\$76.80 买入，目标价为\$82.00，止蚀价为\$74.20。

中国移动(00941)相对恒指半年表现 (图 13)

01/01/2018-12/10/2018



资料来源: 彭博

华润水泥(01313): 2018 年上半年，中国水泥需求保持平稳，市场集中度上升，行业竞争环境改善，水泥价格保持稳中有升态势。在房地产调控政策下，全国房地产市场趋于稳定，房地产投资保持平稳较快增长。根据中国国家统计局公布的数据，2018 年上半年，全国商品房销售面积较去年同期增加 3.3%至 7.7 亿平方米，销售额增加 13.2%至人民币 6.7 万亿元。此外，加上国家发展和改革委员会于九月份就「加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资」举行新闻发布会，提出加强基础设施薄弱环节，提高公共服务水平和质量，以提高投资精准性和有效性，房地产市场稳定运行，料将有利水泥行业平稳发展。集团早前发盈喜，预期本年首 9 个月纯利按年会有显著增长，主要因为集团的产品售价上升以致毛利率提升，今年首 8 个月的水泥产品均价为港币 382.6 元，按年升 32.9%。集团主要业务涵盖石灰石开采，以及水泥、熟料及混凝土的生产、销售及分销，主

要位于华南地区；广东、广西及福建 3 个省份已占集团大部份水泥的收入。2018 年 5 月，国务院发布《进一步深化中国（广东）自由贸易试验区改革开放方案》，打造开放型经济新体制先行区。集团将积极把握粤港澳大湾区建设及装配式建筑行业发展的机会，布局华南，寻找商机。集团作为区内水泥主要供货商，应可受惠。在「十三五」期间，集团将继续透过资源掌控、资源转化及资源分销，达至区域内系统成本最低，以及市场领先的地位。建议约\$8.10 买入，目标价为\$9.00，止蚀价为\$7.20。

华润水泥(01313)相对恒生指数半年表现 (图 14)

01/01/2018-12/10/2018



资料来源: 彭博

长江基建集团(01038): 集团主要从事基建之发展、投资及经营，业务遍及香港、内地、英国、澳洲、新西兰及加拿大。业务地区分散，可减低国家政策带来的风险。集团去年收购了 3 个重大项目，包括澳洲配电及输气公司 DUET、加拿大建筑设备公司 Reliance Home Comfort、能源管理综合服务供货商 ista，预计将可于今年为集团带来全面的盈利贡献，带动盈利增长。集团连番收购，扩大集团业务范围与收入基础，推动集团盈利增长。于八月份，集团便与长实集团（01113）及电能实业（00006）组成财团，以现金代价澳币 130 亿元（约港币 770 亿元），向澳洲天然气管道营运商 APA Group 提出收购建议，澳洲竞争及消费者委员会（ACCC）不反对收购建议，若收购成功，料可进一步提高集团盈利。截至 2018 年 6 月 30 日止的上半年度，集团录得未经审核股东应占溢利港币 5,942 百万元，较去年同期增加 5%。若撇除 2017 年上半年度英国及澳洲之若干一次性收益

账项，集团 2018 年的中期基础溢利应较去年同期录得双位比率的增长。另外，集团中期息为每股港币 0.68 元，按年仅增加 1.5%，增幅放慢，较过去数年的中期息维持约 5% 或以上的增长为少，集团的现金及存款总额为港币 96.2 亿元，市场预期集团保留现金，或进行更多潜在收购。主席李泽巨早前亦表示现正探讨多个具潜力的收购方案，当中包括一个位于澳洲的大型项目。建议约 \$60.00 买入，目标价为 \$66.00，止蚀价为 \$58.00。

长江基建集团(01038)相对恒生指数半年表现 (图 15)

01/01/2018-12/10/2018



资料来源: 彭博

中国燃气(00384): 中国国家能源局于今年 3 月发布的《2018 能源工作指导意见》指，天然气消费比重将由去年 6.8%，提升到今年约 7.5%，亦表示要逐步将其培育成主体能源之一。另外，国务院早前印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，意见首次从上游增产增供、中游基础设施配套、下游市场建设、及应急保障体系完善等各方面，进行了全面部署。内地将快速增加储备、提高产量，供需基本平衡。意见提出力争 2020 年底前内地天然气产量达到 2,000 亿立方米以上，加强天然气勘探开发。在环保方面，燃烧煤炭时较天然气释放出更多的温室气体，因此，天然气则被社会认定为较洁净及安全的能源。因此「煤改气」为内地推行能量转型政策之一，其中以京津冀及周边地区的政策力度较强。截至 2018 年 3 月 31 日止年度，集团业绩优异。期内，天然气售气总量增长 52.6% 至 186.59 亿立方米，新接驳居民用户数达到 392.68 万户，按年升 53.1%。管理层在业绩发布会提出 2019 至 2021 财年的经营指引，目标售气量在期内每年增加 25%、新接驳居民用户数量每年提升 15% 至 20%，并于 2022 年前将纯利提升至港币 120 亿元的目标。于今年 8 月份，集团宣布与中海石油气电集团有限责任公司订立了战略合作框架协议。双方在天然气相关领域开展合作有利于发挥各自的优势，共

同推进天然气全产业链发展，实现优势互补，互利共赢，共同发展，将有助达到管理层定立未来数年的目标。建议约\$21.50 买入，目标价为反弹至 50 天线约\$24.80，止蚀价为\$19.40。

中国燃气(00384)相对恒生指数半年表现 (图 16)






01/01/2018-12/10/2018



资料来源: 彭博

各资产类评级 (表 1)

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)	↓

 正面
  略为正面
  负面
  略为负面
  中性
 # 评级变动(第四季)

资料来源: 招商永隆银行

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
讯服务	中国移动(00941)	保守性买入	\$78.00	\$76.80	\$82.00
水泥	华润水泥(01313)	买入	\$8.32	\$8.10	\$9.00
公用事业	长江基建集团(01038)	买入	\$61.00	\$60.00	\$66.00
燃气	中国燃气(00384)	买入	\$21.50	\$21.00	\$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**
	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
JPM US Technology - A/dis/USD JPM美国科技A(分派)-美元/单位	7.76	45.96	5.60	6.68	10.99	27.58	4
Franklin U.S. Opportunities Fund - A/acc/USD 富兰克林美国机会基金A(累积)-美元	7.03	26.94	-2.38	4.82	6.71	38.60	4
BGF World Healthscience Fund - A2/USD 贝莱德世界健康科学基金A2-美元	6.27	21.78	-8.02	4.56	24.40	43.09	4
Invesco Global Leisure Fund - A/Acc/USD 景顺休闲基金A-累积-美元	-1.08	34.28	9.09	1.83	7.63	52.79	4
JPM Global High Yield Bond - A/mth/USD JPM环球高收益债券A(每月派息)-美元/现金	0.99	6.72	14.06	-4.50	1.65	6.35	3
Allianz Income and Growth - AM/dis/USD 安联收益及增长基金AM收益-美元/现金	-0.43	12.40	9.04	-3.39	5.16	17.36	4
AB FCP I - Mortgage Income Portfolio - AA/USD 联博按揭收益基金AA-美元/单位	1.91	7.27	4.67	0.48	--	--	3
AB SICAV I - Low Volatility Equity Portfolio - AD/USD 联博低波幅策略股票AD-美元/现金	0.72	18.83	3.32	5.06	9.43	--	3
JPM Income Fund - A/mth/USD 摩根环球债券收益A(每月派息)-美元/现金	0.22	6.14	7.87	-1.47	--	--	3
PIMCO GIS Income Fund - E/inc PIMCO 收益基金E收益-美元/现金	-1.18	6.43	7.34	2.03	6.29	3.81	2
霸菱 GLOBAL LOAN FUND G分派-美元/现金	2.8*	--	--	--	--	--	4

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（2018 年表现除外）。2018 年表现计算由 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 10 月 25 日；

*霸菱 GLOBAL LOAN FUND G 分派-美元/现金之 2018 年表现计算由 2018 年 1 月 11 日至 2018 年 10 月 25 日；

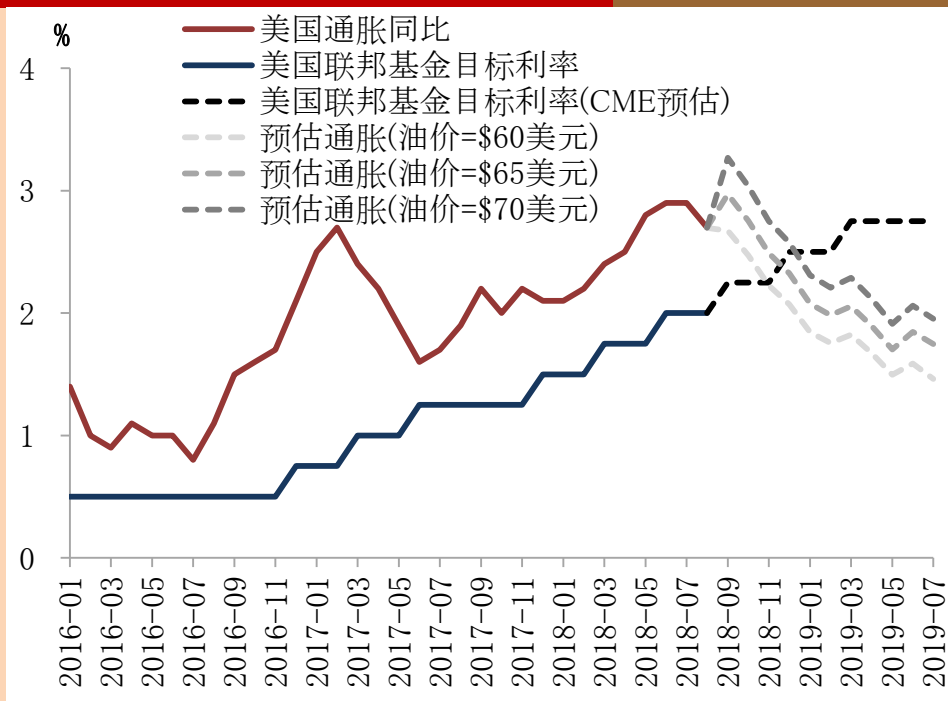
** 产品风险评级分为 5 个级别，“1”代表非常低风险、“2”代表低风险、“3”代表中风险、“4”代表高风险及“5”代表非常高风险。



加息周期及收益率收窄步入尾端

今年以来美国联储局已加息两次，主要原因是目前美国经济增长势头良好，企业信心仍位于高位，其中就业市场需求非常强劲，7 月份的职位空缺数量创下历史新高，连续四个月超过求职人数，自主离职率上涨至 2.4% 也创下 2001 年以来最高，显示美国的劳动力信心高涨，也使 8 月份的时薪资增长环比来到今年以来最高的 2.9%，而薪资的增长后续可能会给通胀带来较大的上行压力。虽然通胀将因为薪资的增长而有所走高，但根据我们的预估，今年通胀的走高主要仍是来自于油价的走高，但油价的低基期推升通胀的效应将在第三季度末放缓，后续将使通胀数字自今年高点以较快速度滑落，配合目前市场预期美国联储局将在今年 9 月及 12 月各加息一次，我们认为美国联储局的目标利率将在今年年末超过美国的通胀同比（见图 17），可能会使美国联储局的加息步调较其预估（2019 年加息 3 次）有所放缓。

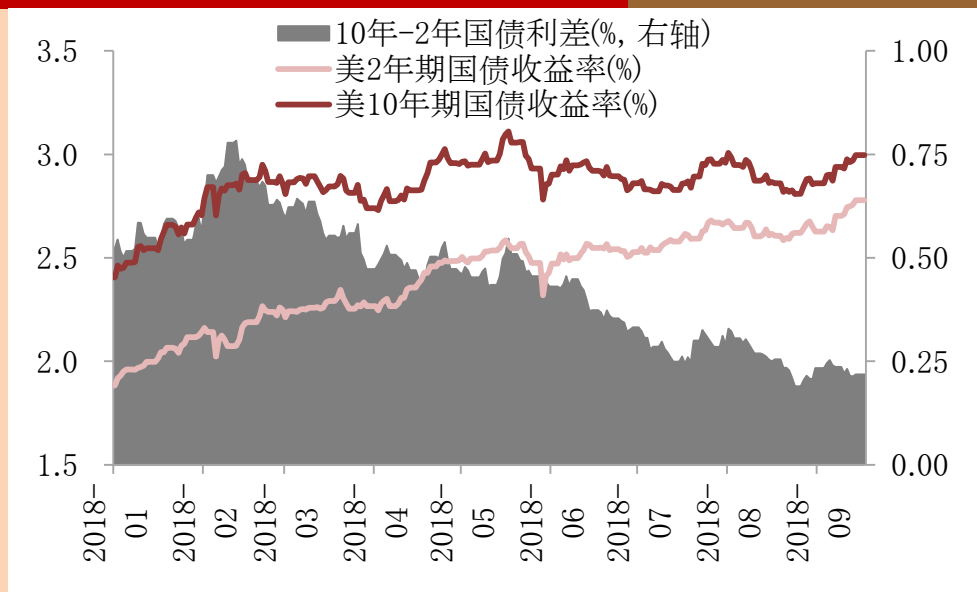
美国通胀逐步降低或使美国联储局加息紧缩放缓 (图 17)



霸菱源：Wind, CME, 招商私人银行内部预估 · 截至 2018 年 8 月

根据历史经验，在加息周期当中，短端收益率受到美国联储局加息的影响会逐步走高，长端收益率则因为通胀预期与经济增长预期提前反应难出现同短端收益率的上行幅度。目前美国 10 年期国债收益率与 2 年期国债收益率利差仅剩下 22 个基点（见图 18），利差以自今年高点下行超过 50 个基点，我们预期短端仍将受到今年尚有 2 次的加息次数再进一步推升短端收益率，但长端则受到通胀预期自今年高点走低且经济增长在进入 2019 年后将较 2018 年及 2017 年有所放缓压抑长端收益率上行空间，将使长短利差持续收窄，最快可能在今年年末就出现长短利差倒挂的现象，反映美国加息周期可能即将步入尾声。

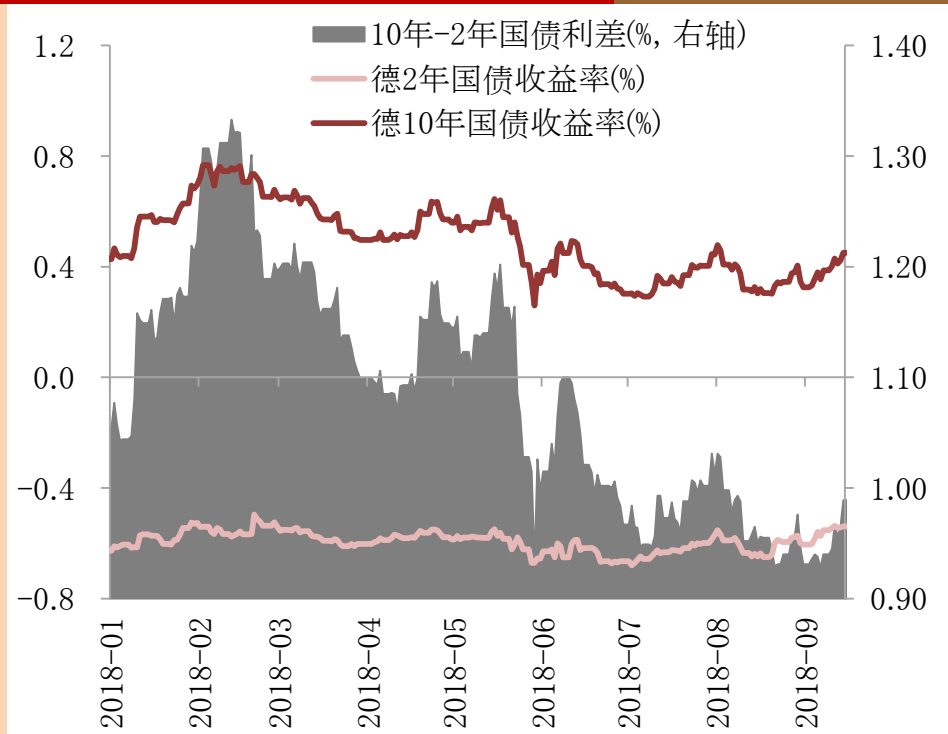
美国长短收益率利差最早可能在年末出现倒挂（图 18）



霸菱源：Bloomberg, 截至 2018 年 9 月 14 日

而欧洲中央银行 9 月份的会议维持所有政策不变，但需关注其再次下调 2018 及 2019 年经济增长的预期，分别为 2.0%(原 2.1%)及 1.8%(原 1.9%)。虽未更改通胀预期(1.7%)，但欧洲中央银行行长德拉吉在会后表示未来核心通胀将走强，显示至今欧元区仍旧处于经济趋缓、通胀可能维持在相对高的两难局面。观察近期各项欧元区经济数据皆自高档回落，8 月经济信心指数 111.6，连续 8 个月下滑，7 月欧元区零售销售成增长 1.10%，数据创下今年来新低。随着年底量化宽松(Quantitative easing)即将结束，利率及再投资计划成为欧央行唯一宽松工具，第一次加息时间已透露是在明年夏天之后，再投资计划能否持续则决定欧央行是宽松抑或朝向紧缩路径。本次会议德拉吉表态在等待意大利政府的预算提案，显示欧洲中央银行目前尚未对再投资计划有明确想法，估计欧洲中央银行要继续观察意大利向欧盟提交的财政预算法案，同时观察经济数据及通胀能否出现好转，惟今年以来由于年初对欧洲经济过于乐观的预估使德国债券收益率于年初大幅上行，但后续发现经济增长不如预期后使德国债券出现同美国债券长短利差收窄的情况（见图 19），但德国债券收窄的原因多是来自于长端收益率，是反映对经济增长及通胀预期偏低的担忧，与美国债券反映的是加息循环持续的理由截然不同。

因欧元区经济增长放缓亦使德国长短利差收窄 (图 19)



霸菱源：Bloomberg, 截至 2018 年 9 月 14 日

虽然目前因为美国联储局加息使企业借贷成本上升，但金融风暴后的整体信用状况持续改善，违约率持续降低。虽然违约率在 2016 年有所走高，但主要因为油价大幅滑落使较多能源相关企业债券违约，油价回升后违约率又重回下降趋势。根据 S&P Global 预估，以美国为首的全球高收益债券违约率仍将持续下降，至 2019 年末可能会低至约 2% 左右，在经济未出现大幅衰退前企业债券的低违约率仍可持续。而美国本身的贷款违约亦持续降低，2018 年第一季企业贷款违约率仅 1.09%，非常接近 2008 年金融风暴以来低点，住宅贷款违约率 3.49% 也是金融风暴以来最低，虽然信用卡违约率有微幅走升至 2.54%，但市场体量偏小，因此我们预期在第四季度企业信用状况仍可维持缓步改善格局。

我们认为，全球企业信用状况尚未出现恶化，但因为通胀预期的下行使全球债券长端收益率已难大幅上行，加上美国联储局本轮的加息周期步调最快的阶段（即 2018 年）即将结束，后续将逐渐步入周期尾端，而欧洲中央银行距离第一次加息尚远，各央行紧缩的货币政策对债市最大冲击阶段或已结束。

商品走势



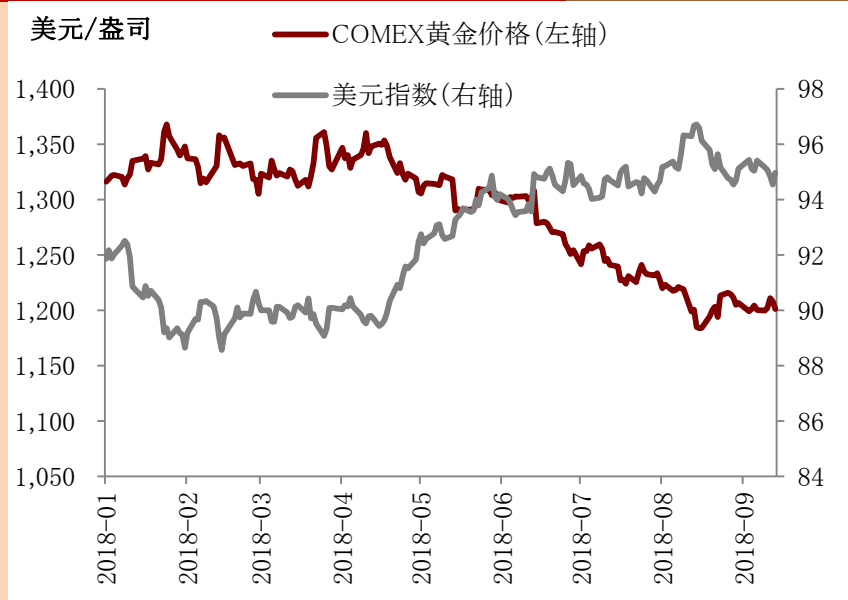
黄金：黄金的配置价值逐渐显现

回顾过去一年黄金的走势，黄金价格受到美元指数，其他大宗商品价格以及美国 10 年期国债实际收益率的综合影响。这三者中，今年以来黄金价格受美元指数的影响比较明显（见图 20）。进入 6 月后，黄金价格和美国 10 年期国债实际收益率关联偏弱：虽然 6 月后美国 10 年期国债实际收益率大部分时间都在 0.7%-0.9% 范围内波动，但黄金价格却中枢下行（见图 21）。究其原因，我们认为最近一个季度受到贸易战形势紧张下商品市场普遍遭受损失，商品市场的弱势也拖累了黄金（见图 22）。

循着以上几条主线探讨黄金第四季度可能的走势，我们认为：（1）从美元的角度看，第四季度末是一个值得重视的观察时点，如果美国的通胀水平如我们预期的下行，则美国联储局有望在第四季度的某次会议上对放慢其未来加息的步伐，市场对美国联储局的加息预期有可能在某个时点集中修正，因此美元可能会走弱，对应黄金应走强；（2）从商品市场来看，此前的大幅下跌主要因贸易战带来市场对商品下游需求的忧虑所导致，再往后看我们认为悲观的情绪面有可能弱势修复：市场已经对中美贸易战会长期持续有了足够的预期，边际的负面影响递减；中国一系列稳增长的积极财政政策的效果有可能在第四季度逐渐展现，长远对黄金价格有利；（3）美国 10 年期国债实际收益率较大概率仍将维持 0.7%-0.9% 区间波动，对黄金的实质影响较少。

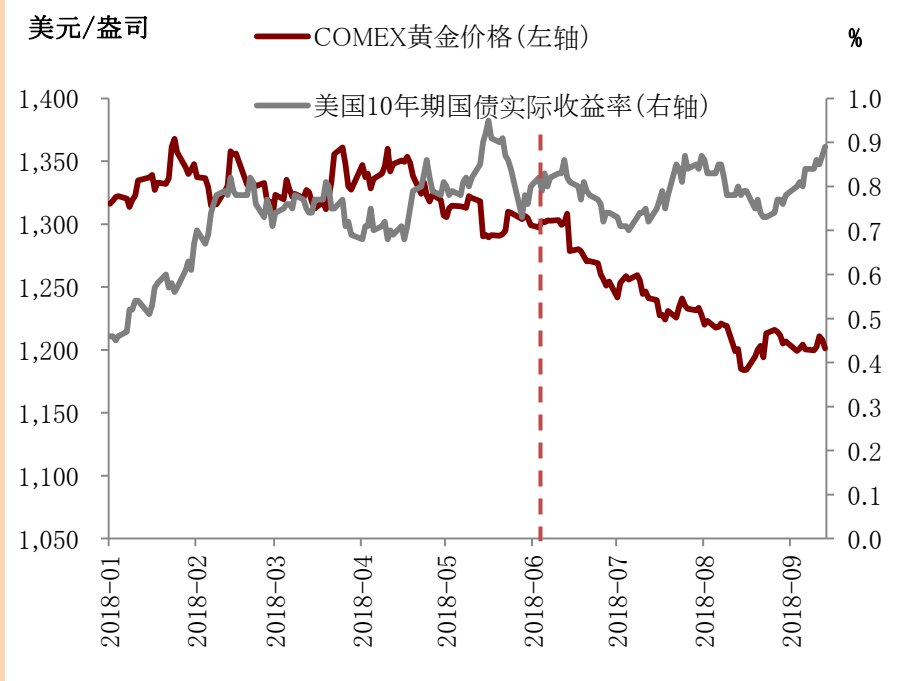
除以上几点外，进入第四季度，我们认为黄金作为避险资产的配置价值将逐渐展现。避险属性在此前对黄金的正面提振非常弱，主要原因是因为美股的不断上涨，资金继续流入美股，避险需求较弱。当前美股已经处于历史偏高的位置，第四季度如果美股振荡，当前非常弱的避险需求有可能集中爆发，提升对黄金的配置需求。近期黄金的弱势也带来了大量的沽空仓，非商业净买入期货合约持仓接近周期低点（见图 23），但是从历史上看，并不代表着后续进入黄金熊市。尤其在现时非商业净买入期货合约持仓接近历史新低的情况下，往后沽空仓再大幅增长的空间其实已经有限，也意味着黄金价格已经接近阶段性的低点。预计第四季度黄金价格波动中枢在 1170-1240 美元/盎司之间。

黄金价格和美元指数关系明显 (图 20)



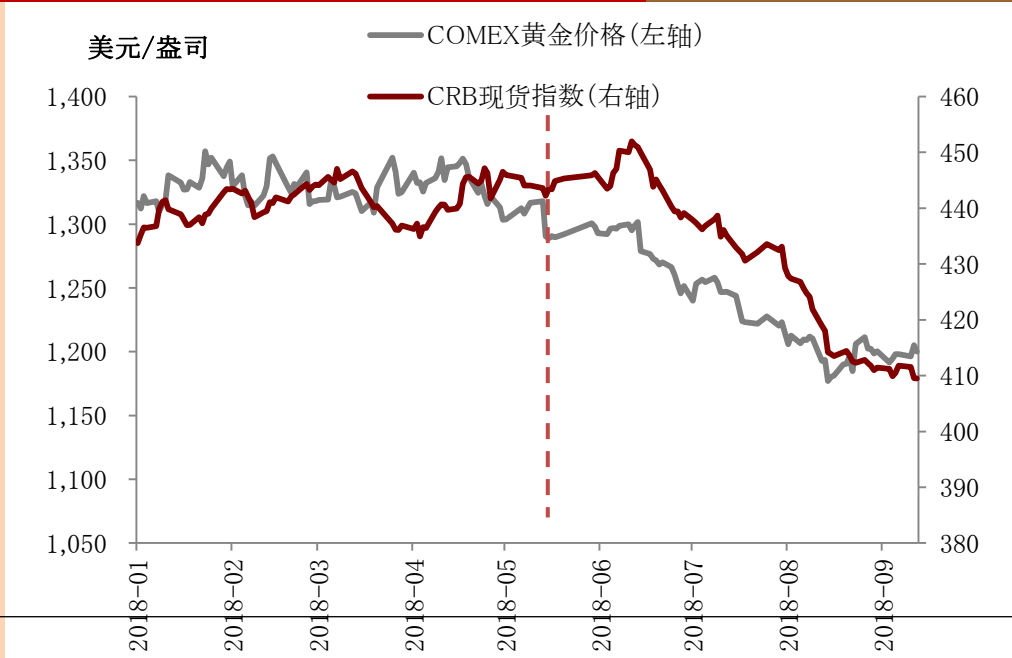
资料来源: Wind · 截至 2018/09/14

美国 10 年期国债实际收益率在 6 月后与金价脱钩 (图 21)



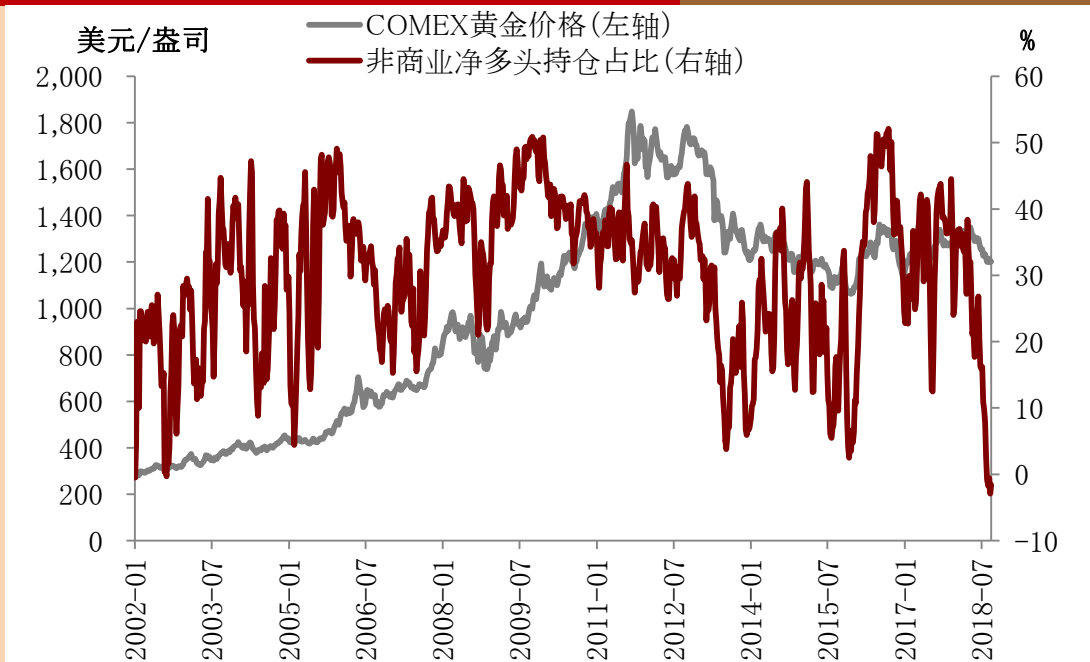
资料来源: Wind · 截至 2018/09/14

黄金价格和商品指数在第二季度同步走弱 (图 22)



资料来源: Wind · 截至 2018/09/14

黄金投机性净多头持仓占比达历史低点 (图 23)



资料来源: Wind · 截至 2018/09/14

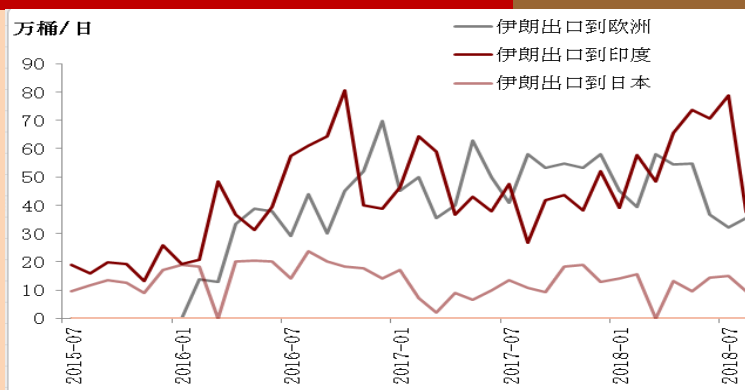
(二) 原油：第四季度基本面有可能阶段性偏紧

第四季度伊朗和委内瑞拉的原油出口有可能继续下行。最新的 8 月份数据显示，伊朗当前对欧洲、印度和日本的出口总计 83 万桶/日（见图 24），我们预计截至今年年底，伊朗有可能在当前出口基础上再减 50 万桶/日。委内瑞拉方面，8 月委内瑞拉产量为 124 万桶/日，较年初减少 41 万桶/日，每月减产约 5 万桶/日。按照同样减产的速度，预计到今年年底，委内瑞拉产量还将减少 20 万桶/日。

美国页岩油的运输瓶颈对页岩油输出的桎梏在今年第四季度仍然存在。当前页岩油产区价格和 West Texas Intermediate (WTI) 标准价折价高达每桶 14 美元/桶（见图 25），远高于历史平均的折价水平。回顾此前，2012-2014 年间也出现过价差很大的情况，当时同样也出现了运输管道紧张的问题。从美国页岩油新增管道的投产计划来看，管道运输情况紧张最快要在 2019 年下半年才能获得根本解决，因此美国页岩油的输出量在 2018 年年底前都难见改善，即第四季度虽然油价大概率还是会在高位运行。

暂时不用考虑美国页岩油的增加供应，石油输出国家组织在供应方面话语权更大。石油输出国家组织的增产投放和对新兴市场需求的忧虑是导致第四季度原油价格无法顺畅上行的阻碍。在伊朗出口减少的这段时间，沙特和科威特获取了大部分伊朗退出的份额，预计这两个国家会成为未来增产的主力。当前这两个国家的富余产能约 128 万桶/日（见图 26），考虑到部分产能很难短时间内释放出来，因此整体来看，第四季度在伊朗和委内瑞拉有望合计减产 70 万桶/日的情况下，市场不排除会阶段性偏紧，原油价格有可能冲高。但根据此前对沙特的观察，在今年前几次原油价格冲高的几次关键时刻，沙特都会释放出增产信号，安抚市场；因此后续我们认为沙特会继续通过对市场库存的动态观察，灵活增加产量和出口量。从总体看，原油市场库存回到大幅过剩的概率很小，原油价格下跌幅度预计有限；在伊朗明显减产的阶段，原油价格有希望冲高，但预计维持时间不会太长。

伊朗原油对各国出口预计未来会继续下跌（图 24）



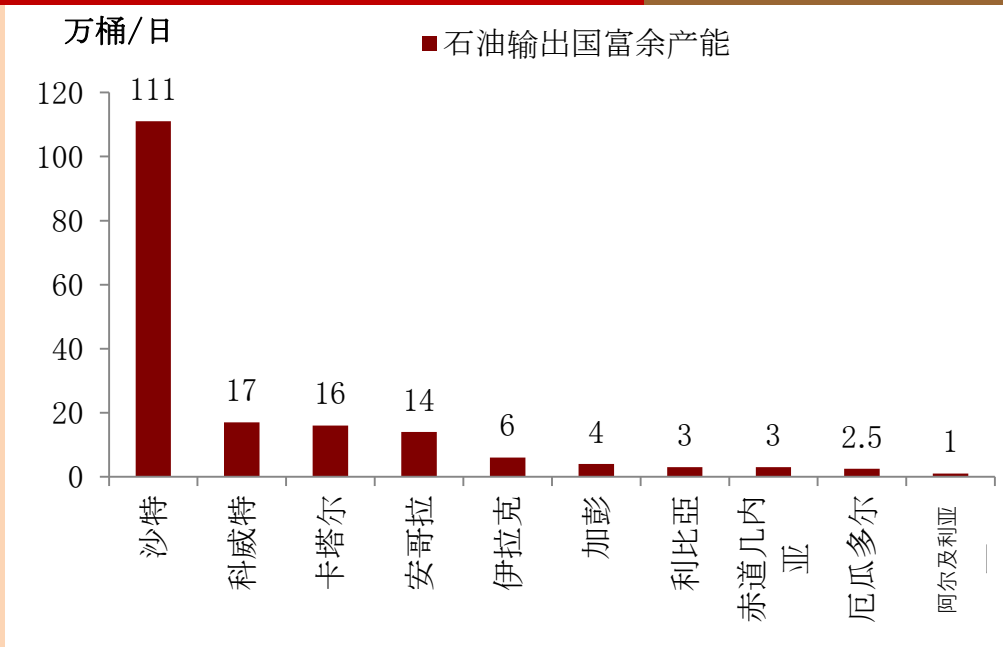
资料来源：Bloomberg · 截至 2018/08 (月度资料)

页岩油 MIDLAND 和 CUSHING 价格差 (图 25)



资料来源：Bloomberg · 截至 2018/09/14

石油输出国家组织富余产能仍相对足够 (图 26)



资料来源：Bloomberg · 截至 2018/08 (月度资料)

外汇走势

美元

美元指数虽于 8 月中见顶回落，但整体经济数据仍然强劲，而美国联邦储备局加息预期不变，加上中美贸易战及新兴市场危机隐患，正如上期所述，特别是中美贸易战对策是美国中期选举的筹码之一，特朗普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。另外，特朗普忌惮《中国制造 2025》，对美国领导地位挑战，因此特朗普仍会向中国施压，中美贸易战可能是持久战，因此美元仍会获得提振，预计美元指数 2018 年底目标将在 96-98 水平。

目前美国整体经济数据理想，劳动力市场数据依然紧张，通胀率符合预期增长，加上美国联邦储备局言论进一步巩固美国加息步伐不变，故本行预期美国联邦储备局仍会继续循序渐进加息，12 月再加息 1 次的机会率相当高，不确定因素则取决于美国总统特朗普的贸易政策及中期选举结果。

近日市场对美国明年会否持续加息存疑，甚至有分析指加息周期已接近尾声，2019 年会否一如美国联邦储备局预期加息三次，则有待日后数据支持。

欧元

欧元区经济大致保持平稳。虽然欧央行决定今年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 12 月再加息的机会亦相当高，欧、美息差会持续拉阔，加上贸易战问题、新兴市场危机及最近意大利政治风险因素将会继续困扰市场，令欧元继续面临沽压，因此建议维持高沽策略，欧元兑美元上方仍受制 1.1850 阻力，下方重要支持位为 1.1300，一旦跌破 1.1300，有机会下试 1.11 水平。不过，本行预计第四季 EUR/USD 仍可维持在 1.13-1.18 水平上落。

英镑

英伦银行 8 月加息后，英镑反复回落，市场将焦点重回「脱欧」谈判上。由于「脱欧」谈判仍然胶着，「无协议脱欧」的机会增加，文翠珊与保守党的政治不确定因素有可能令文翠珊被「逼宫」，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 1.3210 及 1.3300，而下方支持为 1.2800 及 1.2650。第四季估计英镑将在 1.27-1.32 水平上落。不过，要留意最新谈判消息，一旦双方能取得突破及达成协议，英镑有可能迅速反弹。

日圆

日圆与各国的息差仍会主导日圆走势，考虑到美国加息，美元走强的影响，预计日圆仍有空间回落。由于要达到 2% 的央行通胀目标需时，日本有必要维持超宽松货币政策，加上日本首相安倍晋三任期可持续至 2021 年 9 月底，有助延续其「弱日圆」政策。不过，要关注中、美贸易战及新兴市场危机发展所带来避险情绪，如环球股市受拖累，资金将流入日圆避险，刺激日圆升值，令美元兑日圆反复波动。

如避险情绪没有显著增强下，本行建议维持买 USD/JPY 策略，下方重要支持在 112.50 及 111.80，上方阻力为 115.50 及 118.00 水平，建议在 112.50 附近水平买入 USD/JPY，初步目标 116.00，如成功突破将再试 118 水平。

澳元

目前澳洲经济受到中国和环球贸易关系不确定因素影响，澳洲短期仍会保持低利率政策，基于美国联储局 9 月份再加息 0.25%，12 月又可能加息多一次，美元与澳元息差进一步拉阔，令澳元上升乏力。另外，中、美贸易战持续，澳洲是中国的重要贸易伙伴，因此澳洲将继续受到压力。

目前澳元似乎沽压仍然沉重，AUD/USD 上方阻力为 0.7350，下方支持在 0.7000 及 0.6920 水平，本行估计 AUD/USD 有机会先下试 0.69 水平，不过再下跌的幅度可能会减慢，第四季估计 AUD/USD 将在 0.69-0.74 上落。

离岸人民币

中国数据大致持平，不过受中、美贸易战的影响，可能有下行风险。目前市场焦点仍然放在美国加息步伐和中、美贸易战的发展。

中国外汇管理局曾表明，关注中、美贸易纠纷对跨境资金流动的影响，但相信人民币汇率双向波动增强，资金流动整体稳定，汇市供求基本平衡。最近人民银行推出不同的措施，收紧离岸流动性，提高人民币沽空成本，进一步管理人民币贬值预期，预期人民银行不会容许人民币跌势过急。另外，人民银行已重启人民币中间价逆周期因子，适度对冲贬值方向「跟风」、「追沽」的情绪，令人民币中间价一度大升，离岸价曾升穿 6.8 兑一美元水平，因此市场认为不排除中央未来会更主动引导人民币汇价。

对于中、美贸易战，中国商务部指出美方执意加征关税，给双方磋商带来了新的不确定性，不过总理李克强强调中国绝不会走贬值人民币来刺激出口的道路，令市场对人民币可能大幅贬值的看法大为降温。自美国 9 月份加息后，美元维持强势，离岸人民币反复受压，现时美元兑离岸人民币上方阻力为 6.9600，下方支持为 6.7800 及 6.7000 水平。从人民银行近期的举措，以及总理李克强的言论，预期人民银行不会容许人民币跌势过急，料人民币短期仍会守到「7」算，因此投资者可考虑于 6.90 附近水平买入离岸人民币。预期第四季 USD/CNH 将在 6.75 至 6.95 水平反复双向波动。

如贸易纷争最终能在美国中期选举后得到解决或取得突破性进展，2018 年年底离岸人民币有机会重回 6.60 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 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.

© 2018 CMB Wing Lung Bank Limited. All rights reserved.