

脫歐陰霾未散，股市未容樂觀

摘要

脫歐風險已消化？

英國公投後，環球股市下挫兩天後便顯著反彈，但畢竟有甚多不明朗因素，料將會影響市場一段頗長時間。英國一旦啟動脫歐程序，與歐盟磋商的過程或長達兩年。執政保守黨將於9月初選出新黨魁接任首相，誰人當選將影響脫歐時間及細節。另外，若英國啟動脫歐，料蘇格蘭將要求再次公投表決獨立，令英國陷入分裂危機。

環球央行放水？

為應對英國脫歐，各大中央銀行或陸續「放水」，但經過多年的超低息環境及量化寬鬆，貨幣政策之藥效愈來愈小，有時甚至有反效果，暫不宜對貨幣寬鬆寄予厚望。投資者亦憧憬中國人民銀行放水。不過，近期人民幣貶值壓力明顯，若此刻減息，恐加劇人民幣沽壓及資金外流壓力，我們估計人行今年不會減息，最多只降準一次，並傾向採用較靈活的措施，如中期借貸便利（MLF）及逆回購。

資金流入亞洲？

英國公投後，部份市場人士認為資金將撤出英國及歐洲大陸，流向亞洲。我們並不同意。資金從歐洲撤走絕對合理，但估計資金短期傾向避險，而以地區劃分，避險首選美國。若有部份資金流往亞洲，料印度、泰國、菲律賓等可望獲得較多資金流入。

股票 – 估值偏高，普遍看空

英國脫歐陰霾下，料第三季環球避險情緒持續高企，資金傾向從股票流向債券及貴金屬等避險資產。尤其是環球主要股市目前之預測市盈率偏高。整體而言，預料股市於本季表現較疲弱，美股相對穩健，歐洲則最危險。預期低利率環境持續，利好高息防守股，如公用、電訊、健康護理。

債券 – 避險資金湧進，孳息再創新低

鑑於環球低息持續，而且避險情緒偏高，資金湧向債券，投資評級債券之孳息屢創新低，但料本季續受低息及避險需求支持，孳息不會大幅反彈，較看好美國企業債。若投資歐洲及新興市場債券，則須防匯率及違約風險。

第三季市場展望		減持		中性		增持
股票	美國			■		
	歐洲	■				
	日本		■			
	新興市場（中國除外）		■			
	中國		■			
債券	美國主權				■	
	歐洲主權		■			
	美國企業				■	
	歐洲企業		■			
	新興市場主權		■			

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

過往市場策略報告

[16年6月3日 –](#)
[觀望英美風險，短炒深港通](#)
[16年5月5日 –](#)
[避險情緒升溫，「五窮」料再應驗](#)
[16年4月8日 –](#)
[歐美股市6月風險高，A股憧憬入摩勝一籌](#)
[16年3月3日 –](#)
[3月港股料先高後低，看好績優股](#)
[16年2月2日 –](#)
[恒指目標區間下調至18,000-22,800](#)
[16年1月11日 –](#)
[歐美日股市仍偏強，新興股匯債齊受壓](#)

英國於 6 月 23 日舉行公投，「脫離歐盟」獲 52% 選票得勝，引發全球金融市場劇烈震盪，股市先跌後反彈，債券及貴金屬獲追捧。預料第三季環球市場繼續受英國脫歐的消息影響，釐清以下三大相關問題，將有助判斷各個主要市場前景。

一. 脫歐風險已消化？

英國公投後，環球股市下挫兩天後，便顯著反彈甚至收復失地，是否意味一兩天的市場震盪，已足以消化脫歐風險？雖然英國脫歐並不如 2008 年雷曼兄弟倒閉般嚴重，因脫歐不至於令環球金融系統幾近停頓，但畢竟有甚多不明朗因素，風險絕對不容忽視，並將會影響市場一段頗長時間。

單就英國而言，因公投沒法律約束力，須由國會通過，才能啟動《里斯本條約》第 50 項條款脫離歐盟，一旦啟動，歐盟與英國的磋商過程或長達兩年。主張留歐的現任首相卡梅倫已表明將於 10 月前離任，執政保守黨將於 9 月初選出新黨魁，接任首相，候選人包括留歐派的大熱門 Theresa May，及脫歐派的 Andrea Leadsom 和 Michael Gove，誰人當選將影響脫歐時間及細節。另外，公投結果顯示蘇格蘭有 62% 選民支持留歐，若英國啟動脫歐，料蘇格蘭將要求再次公投表決獨立，令英國陷入分裂危機。

歐盟其他國家或效法公投

更深遠的影響在歐盟。多個歐盟成員國內均有「疑歐派」，不滿歐盟變得日益官僚、架構臃腫，及近年的收容難民政策。有英國的先例，部份歐盟成員國亦可能效法搞公投，長遠帶來歐盟瓦解危機。

美國特朗普當選呼聲增加

英國脫歐更可能影響美國今年 11 月之總統選情。沒從政經驗、被視為狂人的特朗普爆冷成為共和黨候選人，與民主黨候選人希拉莉競選總統。特朗普隔岸支持英國脫歐，其反對伊斯蘭移民的主張，與英國脫歐派契合。英國公投顯示反移民立場確實有市場，或令投資者對特朗普當選的預期調高。市場一直視言行出位的特朗普為狂人，甚至形容他當選將會是震驚市場的「黑天鵝」，若稍後民意調查顯示特朗普支持度上升，或令股票等風險資產添壓。

二. 環球央行放水？

英國公投後，環球股市下挫兩天後便大幅反彈，主要憧憬各大中央銀行「放水」。英倫銀行一如所料率先行動，於 7 月 5 日宣布將英國銀行之逆周期資本緩衝比率由 0.5% 下調至 0%，銀行資本要求將減少 57 億英鎊，央行指可釋放 1,500 億英鎊信貸。不過，預料此措施的實際效果不大，因央行於今年 3 月才宣佈調高緩衝比率至 0.5%，明年 3 月實施，意味可釋放的 1,500 億英鎊根本未曾被凍結。不過，此招僅屬第一步，料英倫銀行稍後將減息甚至擴大量化寬鬆，最快將於 7 月 14 日議息會上減息。

美國方面，聯儲局於近幾次議息提及英國公投的不明朗因素，現既決定脫歐，大部份市場人士已預期聯儲局今年內不會加息，甚至有可能推出第四輪量化寬鬆（QE4）。我們預期聯儲局最多加息一次，時間在 12 月。

日本方面，央行行長黑田東彥近日表示，必要時會加碼貨幣寬鬆。鑑於日圓匯價升勢凌厲，恐有損日本出口，及帶來通縮風險，日本央行的確頗大機會再出招。

料中國暫不減息

投資者亦憧憬中國人民銀行放水。不過，近期人民幣貶值壓力明顯，若此刻減息，恐加劇人民幣沽壓及資金外流壓力，我們估計人行今年不會減息，最多只降準一次，並傾向採用較靈活的措施，如中期借貸便利（MLF）及逆回購。

雖然環球主要央行政策傾向寬鬆，但經過多年的超低息環境及量化寬鬆，貨幣政策之藥效愈來愈小，有時甚至有反效果，有如日本央行於年初推行負利率，反而令日圓升、日股跌。因此，暫不宜對貨幣寬鬆寄予厚望。

三. 資金流入亞洲？

英國公投後，部份市場人士認為資金將撤出英國及歐洲大陸，流向亞洲。我們不甚同意此觀點，至少於本季而言。如上所述，英國脫歐令歐洲蒙上甚大不明朗因素，資金撤走絕對合理，問題係會流向哪裏？亞洲長遠毋疑甚具潛力，但估計資金短期傾向避險，而以地區劃分，避險首選美國。

避險資金傾向往美國

市場避險意識偏高時，新興市場通常錄得走資，雖然部份資金仍有可能流向亞洲，但估計一來金額不算龐大，二來將十分揀擇。中國是區內最大市場，但西方投資者頗為關注中國的高負債問題，根據國際清算銀行（BIS），中國債務對 GDP 比例為 249%，與歐元區的 270%及美國的 248%相若，其他新興國家則平均為 175%。雖然中國負債高有合理原因，包括高儲蓄率，及股權融資未發達，但外資始終有戒心，料資金暫不會大舉來華。反而區內商品淨消費國如印度、泰國、菲律賓，受惠近兩年商品價格低迷，且指標利率仍遠高於歐、美、日，必要時可減息挺經濟，可望獲得較多資金流入。

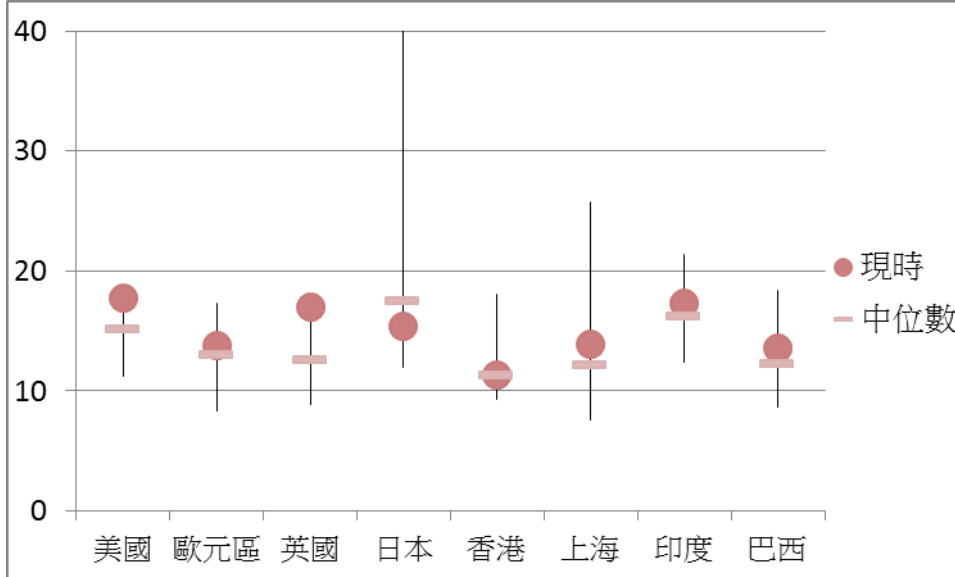
主要市場展望

第三季市場展望		減持		中性		增持
股票	美國			■		
	歐洲	■				
	日本		■			
	新興市場（中國除外）		■			
	中國		■			
債券	美國主權				■	
	歐洲主權		■			
	美國企業				■	
	歐洲企業		■			
	新興市場主權		■			

股票 - 估值偏高，普遍看空

英國脫歐陰霾下，料第三季環球避險情緒持續高企，資金傾向從股票流向債券及貴金屬等避險資產。尤其是環球主要股市目前之預測市盈率偏高，圖 1 顯示的八個主要股市之中，唯有日本之目前估值較近七年（金融海嘯以來）中位數低，其餘七個股市皆高於中位數，其中美國及英國更貼近過去七年估值高位。整體而言，預料股市於本季表現較疲弱，但由於預期低利率環境持續，利好高息防守股，如公用、電訊、健康護理。

圖 1：環球主要股市預測市盈率之現水平及歷史區間（2009-2016）



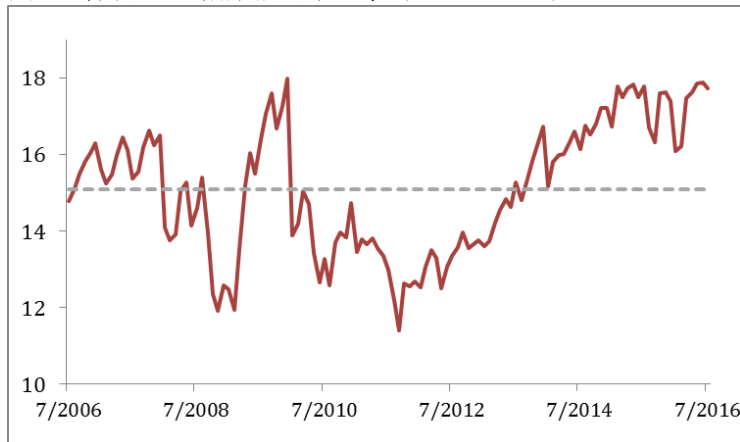
資料來源：彭博，招銀國際證券

美國股票 - 料反覆上落

美國經濟自 2009 年 6 月開始復甦，至今已持續擴張七年，於已發展國家中表現最穩健，經濟現況亦較歐洲及日本強，於市場信心脆弱之際，料美國股市表現相對偏強，或能吸引部份從歐洲股市流走的資金來投。但美股現時估值偏高，標準普爾 500 指數之預測市率達 17.7 倍，不但高於近七年之中位數 15.0 倍，更已貼近十年來高位 18.2 倍，預料美股於本季再升空間不多，只能於現水平反覆上落。

行業方面，銀行股料跑輸大市。聯儲局去年 12 月加息，展開加息周期，本預期今年會繼續加，但至今仍未加，於英國脫歐後，市場幾乎認定今年加息無望，令銀行股之淨利差難以擴闊。

圖 2：標普 500 指數預測市盈率（2006-2016）



資料來源：彭博，招銀國際證券

歐洲股票 - 歐元區風險高

歐洲股市本季主要風險來自英國脫歐，及可能隨之而來的歐盟潰散。不論是英國或歐元區股市，本季前景均疲弱，料有較大下跌風險，而歐元區或較英國更差。公投後，英鎊匯價急跌，兌美元創下逾 30 年新低，今年以來貶值 12%。低殘的匯價，有助英國出口及旅遊業。相反，與英國貿易關係密切的歐元區，其出口恐會受累英鎊下跌。

歐元區的另一大風險，是意大利憲法公投及銀行壞帳。意國將於 10 月份舉行公投，表決是否修改憲法以改革參議院，若公投否決該法案，總理倫齊將辭任，若屆時疑歐的五星運動政黨上台，很可能會就脫歐進行公投，令意大利成為下一個可能脫歐的大國。債務問題方面，意大利公債總值 2.23 萬億歐元，相當於 GDP 的 130%，而銀行壞帳不斷增長，根據《華爾街日報》，意大利銀行業不良貸款比率高達 17%，相當於 3,600 億歐元，即 GDP 之 20%。壞帳如此多，難免令人擔心意國銀行業或需要歐盟救助，過去四年鮮有提及的「歐債危機」或會重燃。

日本股票 - 受累強日圓

日本股市之升跌，向來與日圓匯價有甚高關連度。圖 3 顯示，日圓貶值時（即美元兌日圓上升），日本股市往往上漲，相反，日圓升值時，日股傾向下跌。這是因為日本有眾多出口股，匯價變動對盈利有明顯影響。此所以 2012 年底日本首相安倍晉三推行「安倍經濟學」後，日圓急貶值，同時日股三年間大漲一倍。但今年以來，日圓兌美元大幅升值 19%，展望第三季避險資金仍會戀棧日圓，令圓匯偏強，意味日本股市暫時偏弱的機會較大。

新興市場(中國除外)股票 - 受累強美元

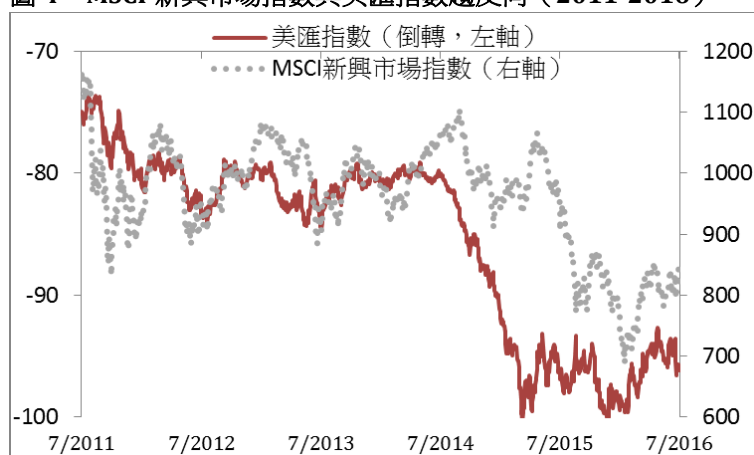
新興市場股市向來頗受美元匯價影響，圖 4 顯示，當美元上升，新興股市傾向下跌。雖然聯儲局今年加息的預期已大大降溫，但英國、歐洲、日本等主要央行加碼寬鬆的機會較高，聯儲局的貨幣政策仍相對偏緊，料令美元偏強。另外，市場避險情緒偏高，資金流向美元，亦支持美匯。因此，本季新興股市料受壓，其中倚賴出口天然資源的國家，如巴西、俄羅斯、馬來西亞，或面臨較大沽壓，因強美元往往不利商品價格。

圖 3：日本股市與日圓匯價相關性甚高（2011-2016）



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 4：MSCI 新興市場指數與美匯指數趨反向（2011-2016）



資料來源：彭博，招銀國際證券

中國股票 - 外資關注債務風險

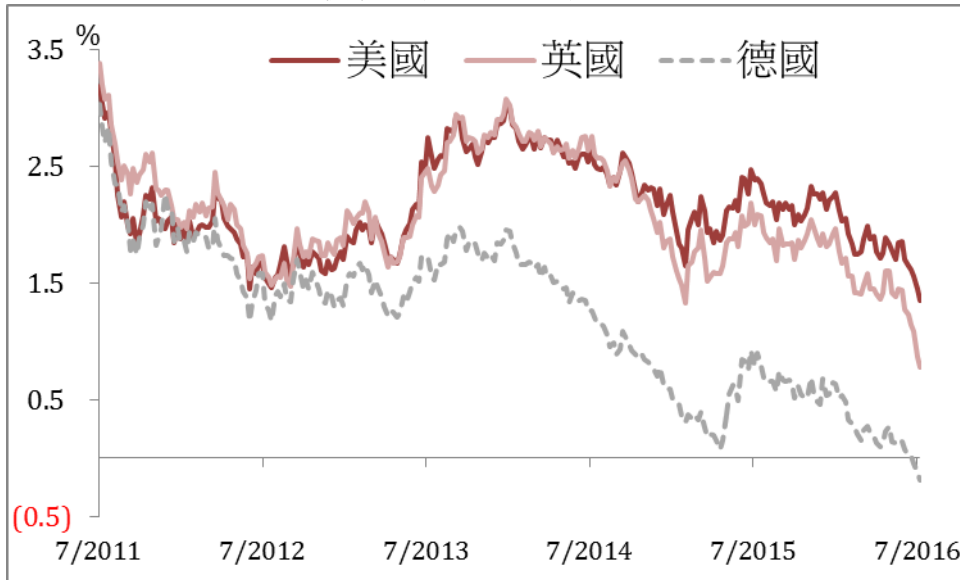
西方投資者頗為憂慮中國的高負債及銀行壞帳風險，雖然香港恒生指數的預測市盈率 11.3 倍較其他主要股市估值低，但與本身過去七年中位數相若，不算偏低，於避險情緒偏高的本季度，料難吸引大量外資。中國 A 股前景稍勝一籌，一方面 A 股較不受歐洲風險影響，另一方面投資者對人民銀行放水的預期升溫。不過，現階段減息恐會加劇人民幣貶值及資金外流壓力，不宜對此抱太大憧憬。對財政刺激亦未容樂觀，因「權威人士」於 5 月份在 <人民日報> 的專訪提出「中國 L 型經濟」，及不應加槓桿硬推經濟增長。

港股以行業分類，看好 1) 業務防守力強、現金流及派息穩健的股份，包括房產信託基金如**領展(823 HK)**、**泓富(808 HK)**、**陽光(435 HK)**、**冠君(2778 HK)**、本港電訊股如**香港電訊(6823 HK)**、**和記電訊香港(215 HK)**、快餐股如**大家樂(341 HK)**、**大快活(52 HK)**；2) 受惠美國經濟持續復甦及強美元的出口股，如**創科(669 HK)**、**敏華(1999 HK)**；3) 受惠避險需求及對沖央行濫發貨幣的黃金，首選追蹤金價的**SPDR 金 ETF(2840 HK)**。相反，看空淨息窄擴闊無望的銀行股、受累環球貿易減少的航運股、人民幣貶值帶來匯兌損失的內地航空股。

債券 – 避險資金湧進，孳息再創新低

鑑於環球低息持續，而且避險情緒偏高，資金湧向債券，投資評級債券之孳息屢創新低，美國、英國、德國、澳洲、日本等已發展國家之十年期國債孳息皆創歷史新低，部份更已跌至負數（圖 5）。雖然債券整體估值已甚高，但料本季續受低息及避險需求支持，孳息不會大幅反彈，較看好美國企業債。若投資歐洲及新興市場債券，則須防匯率及違約風險。

圖 5：美國、英國、德國國債孳息（2011-2016）



資料來源：彭博，招銀國際證券

美國國債 – 孳息較高，主要國債之首選

美國十年期國債孳息現為 1.39%，相對於德國及日本之負孳息，及英國之 0.78%，已算較吸引（圖 5）。英國公投後，預期部份避險資金將從歐洲流向美國，但由於美股估值已不便宜，料資金較多流向美債，加上美元匯價本季料偏強，於主要國債之中，美國國債屬首選。

歐洲國債 – 各國債息走勢料分歧

整體而言，歐元區及英國國債將承受匯率風險，因英國脫歐的不明朗因素令歐元及英鎊有壓力。此外，歐元區各國的債券表現料較參差，因意大利債務及壞帳問題令人憂慮，對歐債危機的憂慮或重燃，屆時資金將流向穩健的德國，而「歐豬國」意大利、西班牙、葡萄牙、希臘之國債料捱沽。

美國企業債 – 違約風險偏低，孳息較吸引

鑑於主要國債之孳息已甚低，追求高一點回報的投資者，美國企業債是較佳選擇，一來因為美國經濟尚算健康，企業債務違約率暫不虞大升，二來因為息率較高。以美國高息企業債為例，現時與美國十年期國債孳息相差 5.79 個百分點，並較近六年平均 4.45 個百分點闊（圖 6），現價已反映了稍高的違約風險。

歐洲企業債 – 營商環境不明朗，孳息差料擴闊

英國脫歐，對歐洲企業的投資及營商環境帶來不確定因素，估計會令歐洲企業債與國債之息差拉闊，不利債價，再加上匯率風險，投資價值較低。

圖 6：美國高息企業債與國債之孳息差（2010-2016）

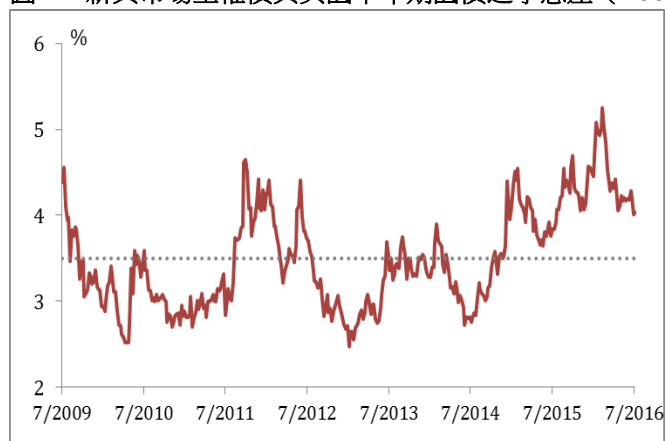


資料來源：彭博，招銀國際證券

新興市場國債 - 或隨股市下跌

新興市場主權債券與美國十年期國債之孳息差現為 4.03 個百分點，較金融海嘯後之平均值 3.50 個百分點高，某程度反映了新興市場可能出現資金外流的風險。鑑於新興市場債的走勢一向與股市關連度較高，並不適合避險，於本季可能隨股市下跌。以本幣發行的新興國債同時面對匯率風險，以美金發行的相對較少風險，

圖 7：新興市場主權債與美國十年期國債之孳息差（2009-2016）



資料來源：彭博，招銀國際證券

環球主要市場表現一覽

股票市場

	現價	%變化				
		1個月	3個月	年初至今	1年	3年
中國及香港						
恆生指數	20,706.92	-2.91%	2.18%	-5.51%	-17.09%	-0.71%
恆生國企指數	8,600.99	-4.48%	-0.54%	-10.97%	-27.28%	-6.61%
上證綜指	3,016.85	2.75%	0.28%	-14.76%	-19.06%	50.30%
深證綜指	2,015.15	4.69%	4.40%	-12.72%	4.26%	118.46%
成熟市場						
美國標普 500	2,097.90	-0.67%	2.74%	2.64%	0.80%	28.56%
美國納斯達克	4,876.81	-1.71%	0.59%	-2.61%	-2.41%	40.16%
歐洲 STOXX 600	322.12	-6.97%	-1.82%	-11.94%	-13.58%	11.73%
英國富時 100	6,533.79	3.97%	6.47%	4.67%	1.58%	2.48%
德國 DAX	9,418.78	-8.45%	-1.17%	-12.33%	-11.78%	20.66%
日本日經 225	15,276.24	-8.39%	-3.01%	-19.74%	-25.03%	6.75%
澳洲標普/ASX 200	5,227.92	-2.66%	5.31%	-1.28%	-6.33%	7.98%
新加坡海峽時報	2,862.17	0.49%	1.73%	-0.71%	-14.33%	-9.70%
新興市場						
印度 SENSEX	27,201.49	0.71%	10.19%	4.15%	-3.44%	39.52%
巴西 BOVESPA	52,014.66	3.02%	7.22%	19.99%	-0.63%	15.05%
俄羅斯 RTSI	923.85	-2.64%	7.52%	22.03%	4.30%	-27.18%
韓國 KOSPI	1,974.08	-1.87%	0.01%	0.65%	-3.25%	7.68%
印尼 JCI	4,971.58	0.76%	2.14%	8.24%	1.34%	8.01%
馬來西亞 KLCI	1,650.71	-0.60%	-4.27%	-2.47%	-3.60%	-6.86%
泰國 SET	1,456.72	0.99%	7.37%	13.10%	-1.82%	1.07%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年7月7日

主權債券

	現時孳息率 (%)		
	2年期	5年期	10年期
美國	0.59	0.96	1.39
英國	0.14	0.35	0.78
德國	-0.68	-0.61	-0.17
法國	-0.61	-0.40	0.13
意大利	-0.08	0.28	1.05
西班牙	-0.12	0.25	1.18
日本	-0.34	-0.36	-0.27
澳洲	1.56	1.58	1.87
中國	2.60	2.68	2.84
印度	6.97	7.24	7.38

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年7月7日

貨幣匯價

	現價	%變化				
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年	3 年
成熟市場						
美元指數	96.33	2.66%	1.95%	-2.33%	-0.55%	14.07%
歐元/美元	1.11	-2.60%	-2.77%	1.85%	0.47%	-13.77%
英鎊/美元	1.29	-11.25%	-8.17%	-12.40%	-16.52%	-13.31%
美元/日圓	100.77	-6.15%	-6.88%	-16.18%	-17.77%	-0.42%
澳元/美元	0.75	0.27%	-0.35%	2.65%	0.38%	-17.51%
紐元/美元	0.72	3.57%	6.65%	5.81%	8.68%	-6.24%
美元/加元	1.30	2.10%	-1.09%	-6.05%	2.34%	22.87%
美元/瑞士法郎	0.98	1.39%	2.40%	-2.34%	3.39%	1.52%
其他						
美元/人民幣	6.68	1.68%	3.40%	2.90%	7.60%	8.96%
美元/印度盧比	67.40	0.93%	1.40%	1.88%	6.20%	11.88%
美元/巴西雷亞爾	3.37	-2.17%	-8.71%	-14.98%	5.69%	49.51%
美元/俄羅斯盧布	64.60	-0.07%	-5.23%	-10.92%	13.91%	93.90%
美元/韓圓	1,154.53	-0.71%	0.28%	-1.75%	2.15%	1.05%
美元/印尼盾	13,146	-0.88%	-0.13%	-4.66%	-1.38%	32.19%
美元/馬來西亞林吉特	4.01	-1.03%	2.50%	-6.53%	5.42%	25.92%
美元/泰銖	35.23	0.00%	0.08%	-2.23%	3.63%	12.58%
美元/新加坡元	1.35	-0.12%	-0.21%	-4.84%	-0.32%	5.32%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年7月7日

商品

	現價 (美元)	%變化			
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年
原油	45.14	-11.35%	13.10%	21.87%	-19.95%
黃金	1,360.5	9.38%	9.67%	28.21%	17.76%
白銀	19.69	20.10%	29.32%	42.17%	30.61%
銅	4,687.0	2.63%	0.78%	-0.38%	-12.22%
玉米	341.8	-20.62%	-6.88%	-4.74%	-21.12%
小麥	425.5	-18.05%	-10.28%	-9.47%	-29.73%
大豆	1,024.8	-8.24%	11.45%	18.57%	8.24%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年7月7日

招銀國際模擬港股投資組合

招銀國際證券於2014年1月13日成立模擬港股投資組合。每個交易日收市後，上載至招銀國際公司網頁，客戶登入帳戶便可參閱。

模擬組合的選股準則，結合基本分析及技術分析，股份分為「中長線」及「短線」部分：

「中長線」部份為核心持股，佔模擬投資組合較大比重（目標50%至70%），主要投資基本因素良好及/或估值偏低之股票。預期買賣頻率較低。

「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標0%至50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

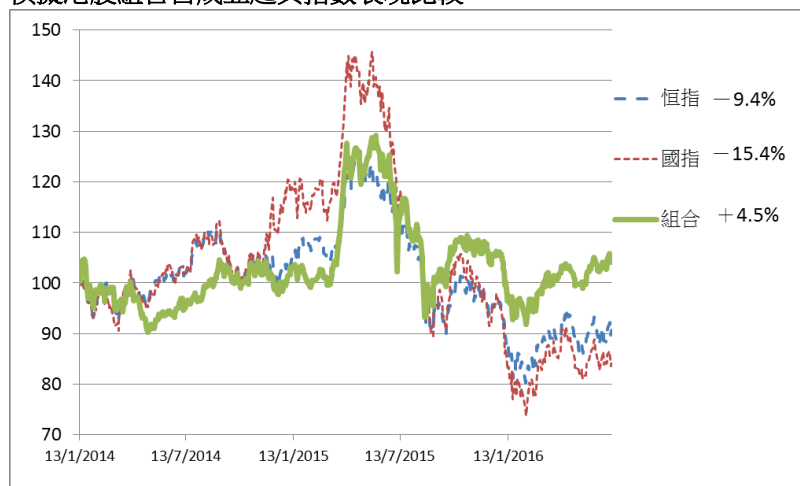
模擬組合進行每宗買賣前，會於前一個交易日收市後預告，讓客戶可預先參考。如有需要，組合亦會列出個別持股之目標價及止蝕價。

模擬港股組合

股份	代號	行業	本年度 預測市盈率	下年度 預測市盈率	股息率 (%)	買入價 (港元)	收市價 (港元)	總回報 (連股息)	佔組合比重
中長線 (41.7%)									
深圳國際	152	物流	10.3	9.6	4.6	8.21	10.86	37.8%	6.8%
騰訊	700	科網	33.8	26.3	0.3	113.9	176.3	55.1%	12.7%
中國海外	688	內房	7.5	6.6	2.4	24.3	25.0	5.3%	8.4%
匹克體育	1968	消費	10.3	9.3	6.9	2.02	2.17	11.3%	6.4%
領展房產基金	823	房產基金	24.4	23.0	3.9	42.60	53.40	25.3%	7.3%
短線 (32.7%)									
香港電訊	6823	電訊	19.1	18.2	4.8	9.67	11.24	18.9%	7.4%
長和	1	綜合	10.4	9.3	3.1	113.5	83.4	-25.9%	4.6%
恆安國際	1044	消費	18.1	17.2	3.2	82.90	65.75	-20.7%	5.0%
新華保險	1336	內險	9.9	8.5	1.2	35.32	27.20	-23.0%	4.8%
星美控股	198	消費	16.3	11.7	1.5	0.79	0.75	-5.0%	4.7%
SPDR金ETF	2840	ETF	不適用	不適用	0.0	892.8	1013.0	13.5%	6.2%
現金 (25.6%)									25.6%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)								4.5%	
組合整體回報 (2016年度)								-1.3%	

數據來源：彭博、招銀國際證券 (截至2016年7月7日)

模擬港股組合自成立起與指數表現比較



資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年7月7日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。