

### 摘要：

上周全球市场围绕着中美贸易战的消息大幅波动。起初，报道称如果月底 G20 峰会上中美元首面谈无果，美国可能最快在 12 月初对其余来自中国的进口商品加征关税。此消息推升全球避险情绪。随后，关于贸易战的利好消息，迅速改善市场的悲观情绪。全球市场也应声反弹。具体而言，美国总统特朗普与中国国家主席习近平通话，且表示贸易谈话顺利进行中。此外，特朗普还下令内阁草拟可能与中国达成的贸易协议。这些利好消息重燃了市场对月底习特会面的希望。这加上最近针对民企推出的一系列支持政策，以及中央政治局对支持民企作出的承诺，帮助海外投资者重拾了对中国市场的信心。上周五沪港通和深港通的北向资金净流入创记录新高 179 亿元人民币。短期内，市场将密切关注 G20 峰会上的习特会面。在双方达成任何实质性协议之前，中国可能继续积极的推出刺激政策，以减轻内外不确定性为经济增长带来的下行风险。本周市场将聚焦中国首届进博会。今早习近平主席已借此平台公布了一系列刺激进口及对外开放的措施。

经济数据方面，中国 10 月官方制造业 PMI 连续第二个月下滑，并跌至 2016 年 7 月以来最低水平 50.2。其中，新订单指数由 9 月份的 52.0 显著下挫至 50.8。而新出口订单指数则自 2016 年 1 月份以来首次达到 46.9 的低位，为连续第五个月低于荣枯线。制造业 PMI 表现弱于预期，反映出中美贸易战对中国制造业的影响逐渐浮现。未来中美贸易战的发展，以及近期一系列政策提振国内需求的效果，将决定制造业能否重拾增长动能。

人民币方面，美元/人民币在刷新年内高位及突破 6.97 的高位后，大幅回落，并一度跌至 6.8691。上周人民币的反弹，背后原因主要有三个。第一，风险情绪改善，以及脱欧好消息带动英镑反弹，这两个因素导致美元全面回落。第二，中美贸易谈判现曙光，及中国推出的一系列刺激政策，缓和了市场对中国经济前景的担忧。第三，上周四央行把美元/人民币中间价定在明显低于预期的水平。且本周三（11 月 7 日）央行将在香港发行 200 亿元人民币的票据。这两个举措意味着央行依然会在必要时逆周期调节人民币波动性。短期内，人民币走势将取决于美元及中美贸易战的发展。

**香港方面**，经济增长开始出现回落的迹象。金融业方面，9 月总贷款和垫款连续第三个月下跌，环比减少 0.1%。贷款持续下滑的主要原因有三个，即利率上涨的预期、贸易战的担忧，以及中国境内借贷成本的下降。我们预计这三个因素将继续削弱贷款需求。总贷款和垫款的同比增速料从 9 月的 7.2% 回落至 12 月的 3% 左右。零售业方面，9 月零售销售额的按年升幅显著收窄至 2017 年 6 月以来最低水平 2.4%，部分原因是高基数效应及台风山竹，而更主要的原因则是本地及旅客消费意愿减弱。随着股市和楼市携手回调，财富效应消退，打击了本地消费者情绪。此外，无论是港元走强（人民币走弱），还是中美贸易战和中国经济增速下滑冲击亚洲经济前景，皆对香港旅游业带来负面影响。整体而言，我们认为加息上升的前景及中美贸易战将继续对香港零售业及零售商铺市场造成打击。其他方面，一个月港元拆息连跌 9 日至 6 月份以来最低水平 1.1%。尽管港元流动性十分充裕，但港股大幅反弹、美元全面回落，及人民币回涨，依然带动港元走强。展望未来，一旦市场参与者开始为年末流动性紧张的情况作准备（即预留资金），短期限港元拆息可能从低位反弹，从而减少套利诱因，并减轻港元下行压力。整体而言，短期内美元/港元触及 7.85 的机会料不大。

### 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>报道称如果月底 G20 峰会上中美元首面谈无果，美国可能最快在 12 月初对其余来自中国的进口商品加征关税。</li> <li>随后，报道指美国总统特朗普与中国国家主席习近平通话，且表示贸易谈话顺利进行中。此外，</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>特朗普在中美贸易关系上的态度转变，重燃市场对月底 G20 峰会习特会面的希望。因此，人民币大幅度反弹，而上周五沪港通和深港通的北向资金净流入更创记录新高 179 亿元人民币。</li> </ul>

<p>特朗普还下令内阁草拟可能与中国达成的贸易协议。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 短期内，市场将密切关注 G20 峰会上的习特会面。在双方达成任何实质性协议之前，中国可能继续积极的推出刺激政策，以减轻内外不确定性为经济增长带来的下行风险。</li> <li>▪ 本周市场将聚焦中国首届进博会。今早习近平主席已借此平台公布了一系列刺激进口及对外开放的措施。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国监管机构继续推出刺激政策，以提振市场信心，及舒缓经济下行的压力。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国银保监会指将加大信贷倾斜力度，提高新增贷款中对民营企业及小微企业授信的比重。此外，中国银保监会指将缩短民企贷款审批时间。中国银保监会副主席王兆星提到 2018 年首三季对民营企业的贷款余额已上升至 30.4 万亿人民币。</li> <li>▪ 另外，证监会称将鼓励价值投资，引导更多中长期资金进入股票市场。</li> <li>▪ 再者，国家主席习近平指出要抓好六个方面政策举措落实。第一，降低企业税费负担。第二，解决民营企业融资难融资贵问题。第三，营造公平竞争环境。第四，完善政策执行方式。第五，构建亲清新型政商关系。第六，保护企业人身和财产安全。</li> <li>▪ 为了防范贸易战升级及国内情绪低迷带来的经济下行风险，短期内中国监管机构料将推出更多支持性政策。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中央政治局会议指出经济下行压力升温，长期积累的风险隐患有所暴露，部分企业经营困难较多。因此，政府需要更积极及及时采取相应对策。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 短期内，各大监管机构料将推出更多支持性政策，以减轻民营企业及中小企业经营困难的情况。就资本市场改革而言，政府将加强制度建设。此外，政府将鼓励继续积极有效地利用外资。</li> <li>▪ 整体而言，这强化了我们对中国当前首要任务为防范经济下行风险的观点。</li> <li>▪ 最后，值得注意的是，国家主席习近平再次强调人工智能的重要性，指发展人工智能是抓住新一轮科技革命和产业变革机遇的关键。这意味着即使中美贸易关系紧张，中国仍将继续推动高科技产业的发展。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国央行发布的 2018 年金融稳定报告，指展望 2019 年全球经济和金融市场仍存在较大不确定性。报告还提醒明年一些“灰犀牛”性质的金融风险可能仍将释放。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过，报告称总体看来中国经济金融风险可控，不会发生系统性风险，因为此前的措施有效地遏制了宏观杠杆率上升过快的势头。</li> <li>▪ 展望 2019 年，央行将加强宏观经济金融政策的前瞻性及灵活性，同时将深化金融改革。更重要的是，虽然全球充满不确定性的情况下，但央行承诺只会加快不会放慢对外开放的步伐。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周央行净回笼流动性，叠加月结效应及 MLF 到期，带动利率大幅反弹。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 自中国监管机构推出更多支持政策以来，隔夜质押式回购加权平均利率持续回落至两个月新低 1.5%，而 7 天质押式回购加权平均利率亦下跌至 2.53%。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过，受到月结因素以及 MLF 即将到期的影响，加上中国央行通过公开市场操作净回笼 4900 亿元人民币，短端流动性显著收紧。隔夜质押式回购加权平均利率上升 100 个基点至 2.5%。7 天质押式回购加权平均利率亦反弹 18 个基点至 2.71%。</li> <li>▪ 短期内，我们预期中国央行将推出更多刺激性措施，以舒缓民营企业的融资困难。同时，中国央行也将继续通过公开市场操作管理短端流动性，以确保市场的流动性维持在适当的水平。</li> <li>▪ 然而，中期而言，人民币利率整体下行的可能性较大。因此，未来中美利差进一步收窄，或成为拖累人民币受压的主要因素。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国央行宣布于 11 月 7 日在香港发行央行票据，包括 100 亿元人民币三个月期定息票据及 100 亿元人民币一年期定息票据。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央票的发行将有助深化离岸人民币市场的发展。另外，此举还能够管理离岸人民币流动性，降低人民币波动性，从而避免人民币大幅贬值导致资金外流加速及市场动荡加剧。</li> <li>▪ 除此以外，中国央行参事盛松成指由于维持货币的稳定性有助推进人民币国际化，现阶段维持人民币的稳定性比推动汇率改革更重要。他建议在有需要的情况下应动用外汇储备捍卫人民币汇率。</li> <li>▪ 中国经济参考报指虽然存在诸多不利因素，但短期内中国国际收支总体保持基本平衡，且央行有足够的工具捍卫人民币，因此人民币汇率守住“7”将是大概率事件。</li> <li>▪ 整体而言，我们认为除非美元进一步全面上涨，否则年内美元/人民币仍将在 7 下方徘徊。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国外汇交易中心指计划推动全国银行间同业外币拆借，并建立更完善的美元利率曲线。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 此举主要是为了降低境内的外币（特别是美元）借贷成本，以及吸引更多海外机构投资境内市场。长期而言，境内美元利率曲线的完善，也将有助推进人民币国际化。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港：一个月港元拆息连跌九天，并下滑至 6 月份以来最低水平 1.1%，较 9 月份达的年内高位则下跌了 117 个基点。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 在没有大型 IPO 及最优贷款利率上调预期的情况下，10 月底的月结因素对港元流动性的影响轻微。因此，短端流动性充裕，致短期限港元拆息持续下滑。</li> <li>▪ 相反，三个月港元拆息的变动不大，维持在十年高位附近，达 2.1%。因此，三个月及一个月的港元拆息息差扩大至自 2008 年 12 月以来最大的 99 个基点。不过，由于此水平已大幅偏离过去十年的均值 21 个基点，三个月和一个月港元拆息息差进一步扩大的空间料有限。目前，我们依然相信当市场参与者开始为年底流动性趋紧的情况作准备时，一个月港元拆息将反弹。</li> <li>▪ 港元方面，港美息差扩大促使套利交易回归，拖累港元贬值。不过，套利交易未能把美元兑港元推向 7.85 的水平。</li> </ul>

	<p>反而，港股回涨、美元下跌及人民币反弹带动美元兑港元由 7.8474 回落至 7.8124。展望未来，由于担忧年底资金趋紧，沽空港元的投资者可能保持谨慎。这也将为港元带来一定支撑。整体而言，短期内美元/港元触及 7.85 的机会料不大。</p>
--	--

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 10 月官方制造业 PMI 连续第二个月下滑，并跌至 2016 年 7 月以来最低水平 50.2。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 需求方面来看，新订单指数由 52 显著下滑至 50.8，而新出口订单指数则进一步回落至 2016 年 1 月以来最低的 46.9，连续五个月处于扩张收缩分界线以下的水平。</li> <li>▪ 制造业 PMI 表现弱于预期，反映出中美贸易战对中国制造业的影响逐渐浮现。如美国最终进一步对余下中国的进口商品征税，制造业的增长在未来数月可能进一步放缓。未来中美贸易战的发展，以及近期一系列政策提振国内需求的效果，将决定制造业能否重拾增长动能。</li> <li>▪ 其他方面，原材料进口价格指数由 59.8 下滑至 58.0。这加上高基数因素的影响，我们预期未来数月 PPI 的增速将进一步放缓，并削弱工业利润的增长。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 9 月总贷款和垫款连续第三个月下跌，环比减少 0.1%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 贷款持续下滑的主要原因有三个，即利率上涨的预期、贸易战的担忧，以及中国境内借贷成本的下降。</li> <li>▪ 首先，受到贸易战升级的影响，进出口的按年增长由 8 月的 14.8% 放慢至 9 月的 4.7%，并拖累贸易融资按年减少 0.6%，为 2017 年 2 月以来首次下跌。</li> <li>▪ 第二，占总贷款及垫款 65% 的“在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）”按年增速放慢至 2016 年 10 月以来最低水平 7.7%。这主要是因为利率不断上升的预期、股市的调整及对贸易战的忧虑，打击了楼市相关的贷款以及其他企业的贷款需求。</li> <li>▪ 第三，在香港境外使用的贷款按年增长 7.6%，增速为 2016 年 12 月以来最弱。随着中国央行推出一系列宽松措施，境内贷款成本下降，削弱了国内企业在境外的融资需求。</li> <li>▪ 整体而言，我们预计这三个因素将继续削弱贷款需求。总贷款和垫款的同比增速料从 9 月的 7.2% 回落至 12 月的 3% 左右。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 在定期存款大幅增长的带动下，9 月港元存款连续两个月录得增长，按月上升 0.6%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 具体而言，港元活期存款及港元储蓄存款分别按年下跌 3.1% 及 4.4%。同期，港元定期存款的同比增速创 2014 年 5 月以来最快，达 19.7%。这反映由于定期存款利率上升，存款逐渐由活期及储蓄存款户口转向定期存款户口。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 因此，港元活期及储蓄存款占港元总存款的比例连续第五个月下滑，并跌至 2012 年 1 月以来最低水平 60.5%。相反，港元定期存款的比例则上升至近 7 年高位 39.5%。</li> <li>▪ 这意味着整个银行体系的融资成本将继续高企。随着年结因素的影响逐步显现，我们预期港元拆息将逐步反弹。届时融资成本进一步上升，或驱使银行在年底再度上调最优惠贷款利率 12.5 个基点。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港：9 月人民币存款扭转了过去两个月的涨势，按月减少 2.9% 至 6003 亿元人民币。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 这强化了我们关于外国投资者对人民币资产信心转弱的观点。而信心转弱的原因可能是 9 月中美贸易战升级、中国经济增长放慢、人民币走弱，以及人民币利率下降的预期。</li> <li>▪ 展望未来，随着人民币与美元及港元的利差进一步收窄，我们预期人民币存款年内将跌穿 6000 亿元人民币的水平，并于 2019 年初进一步下跌。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港零售销售额的同比升幅由 8 月的 9.4% 显著收窄至 9 月的 2.4%，为 2017 年 6 月以来最弱增长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 零售销售增速放缓的部分原因是高基数效应及台风山竹，而更主要的原因则是本地及旅客消费意欲减弱。</li> <li>▪ 内部因素方面，食物、百货公司货品及其他未分类消费品销售额的同比增速分别下滑至 3.2%、2.0% 及 5.9%。随着股市和楼市携手回调，财富效应消退，打击了本地消费者情绪。</li> <li>▪ 外部因素方面，衣服及鞋履等有关制品的销售额按年下跌 2.8%，为 2017 年 2 月以来最差表现。此外，珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额按年仅增长 2.2%，为 2017 年 6 月以来最低增速。由此可见，无论是港元走强（人民币走弱），还是中美贸易战和中国经济增速下滑冲击亚洲经济前景，皆对香港旅游业带来负面影响。</li> <li>▪ 整体而言，我们认为加息上升的前景及中美贸易战将继续对香港零售业及零售商铺市场造成打击。2018 年全年零售销售额料按年增长 8%，而 2019 年则可能录得单位数的负增长。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门博彩业毛收入（273 亿澳门元）按年增速由 9 月的 2.8% 放慢至 10 月的 2.6%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管今年黄金周期间访澳旅客人数较去年同期增长了 7.2%，但博彩业毛收入的增速依然继续放慢。可见，中国经济增长放慢，开始对澳门博彩业带来冲击。</li> <li>▪ 10 月 24 日，港珠澳大桥正式开通。这可能为澳门的旅游业及博彩业注入新的增长动能，但应该无法完全抵消中国经济增长放缓、强澳门元及中美贸易战带来的负面影响。因此，我们预期未来数月内旅游业及博彩业将保持温和增长。</li> <li>▪ 此外，与反洗钱相关的政策风险及借贷成本上升亦可能削弱高端赌客的博彩意欲。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>整体而言，我们预期 2018 年全年博彩业毛收入将按年增长 10-15%，而 2019 年则可能按年上升 2%-5%。</li> </ul>
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>美元/人民币在刷新年内高位及突破 6.97 的高位后，大幅回落，并一度跌至 6.8691。</li> <li>人民币对一篮子货币则稍微贬值。人民币指数由 10 月 29 日的 92.4 下滑至 11 月 2 日的 92.31。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上周人民币的反弹，背后原因主要有三个。第一，风险情绪改善，以及脱欧好消息带动英镑反弹，这两个因素导致美元全面回落。第二，中美贸易谈判现曙光，及中国推出的一系列刺激政策，缓和了市场对中国经济前景的担忧。第三，上周四央行把美元/人民币中间价定在明显低于预期的水平。且本周三（11 月 7 日）央行将在香港发行 200 亿元人民币的票据。这两个举措意味着央行依然会在必要时逆周期调节人民币波动性。</li> <li>短期内，人民币走势将取决于美元及中美贸易战的发展。</li> </ul>

**OCBC Greater China research**

**Tommy Xie**  
[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

**Carie Li**  
[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.com)

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.

Co.Reg.no.:193200032W