摘要：

终于，中美双方重启协商。中美双方在沉寂几个月之后，重新展开对话是好现象，这显示双方搁置感性冲动重新回到理性协商轨道。但是目前中美双方分歧依然较大，这主要是因为中方依然坚持部分不可协商的领域，这可能是美方目前不可接受的地方。因此，美国 1 月调高对中国商品关税的风险依然很大。从好的方面来看，加拿大总理特鲁德上周表示新的美加墨自贸协定中关于与非市场经济国签订自贸协定的条款不会阻碍加拿大与中国就自贸协定展看谈判。这有助于缓解市场对中国可能在世界贸易舞台被孤立的担忧。

美国副总统彭斯周末在 APEC 会议中公开指责中国的一带一路计划，暗示中国的计划是单边受益和具有包围性的。彭斯的讲话也意味着美国可能将与中国在地区内就基建项目展开竞争。此外，也不利于缓解中美冷战的担忧。

数据方面，中国 10 月数据好坏参半。中国制造业投资并未受到贸易战的影响，成为支持投资趋稳的主要因素之一。中国 10 月信用数据超预期大幅下滑。10 月信用扩张放缓部分受季节性因素影响。央行上周与部分商业银行召开了信贷会议。结合目前的政治环境，商业银行可能会更为积极地投放信贷支持。这有利于控制未来违约率的上升。预计未来几个季度信用环境将进一步放松。不过这也可能再次引起市场对银行体系资产质量的担忧。

汇率方面，鉴于市场对 G20 会议中美双方是否可以达成实质协议依然抱有怀疑，人民币未能受中美重启交流的积极新闻支持。此外，中国收益率的快速回落导致中美利差收窄，也将继续为人民币带来压力。

香港方面，经济表现持续不及预期，第三季按年增速由第二季的 3.5%下滑至两年低位 2.9%。三季度货物出口和进口的同比增速纷纷加快，背后原因可能进出口商在中美贸易战升级前提前完成订单。然而，我们认为如果中美贸易风险未能消退，进出口的强劲增长将难以持续。实际上，私人消费及服务出口增速下滑，反映出经济已经开始感受到贸易战的冲击。此外，经济还面临货币政策收紧及中国经济增速放缓等下行风险。这些风险可能打击商业及消费者情绪、贷款需求，以及旅游活动。不过，从好的一方面来看，2019 年施政报告提出香港政府将大力增加公营房屋供应，这或暗示未来公共投资增速将加快，从而帮助减轻经济下行压力。整体而言，我们把 2018 年香港经济增速预期由 3.6%下调至 3.4%，而明年增速则可能进一步放缓至 2.7%。**澳门方面，**政府公布 2019 年施政报告，并继续将重点放在社会福利上。在 2018/19 财年内，澳门政府预计所有经济补贴和成果分享，将使政府支出约 187.47 亿澳门元，较上财年大幅增加 45.4%。另外，各项税费减免和退还措施，将使政府税收减少约 42.43 亿澳门元，比上财年多 10.2%。我们预计这些措施，将有助减轻股市回调、贷款利率上升及中美贸易战对本地消费及企业投资带来的下行风险。截至 2018 年 9 月，澳门财政储备同比增加 9.8%至 5,549 亿澳门元。这意味着澳门具备充足“弹药”，能够在必要时抵抗外来冲击。

事件和市场热点	
事件	**华侨银行观点**
▪ 中国商务部确认中国已经就贸易问题与美方展开了高级别的对话。 ▪ 此外，路透报道，中国已经就美方的要求进行了书面回复。但是双方的分歧依然存在。 ▪ 而美国商务部部长 Ross 在采访中表示在月底的 G20 会议上中美两国最多只是就未来协商方式达成框架性协议。而美国在明年 1 月开始上调关税可能性依然很大。 ▪ 美国福总统彭斯在周末的 APEC 会议上警告说如果	▪ 中美双方在沉寂几个月之后，重新展开对话是好现象，这显示双方搁置感性冲动重新回到理性协商轨道。但是目前中美双方分歧依然较大，这主要是因为中方依然坚持部分不可协商的领域，这可能是美方目前不可接受的地方。因此，美国 1 月调高对中国商品关税的风险依然很大。

中国不改变的话，美国不会改变目前的强硬态度。	
▪ 美国副总统彭斯周末在 APEC 会议中公开指责中国的一带一路计划，暗示中国的计划是单边受益和具有包围性的。	▪ 虽然没有直接点名，彭斯暗示中国的基建相关贷款导致了地区间的不可持续以及推高了地区的债务水平。彭斯的讲话也意味着美国可能将与中国在地区内就基建项目展开竞争。此外，也不利于缓解中美冷战的担忧。
▪ 加拿大总理特鲁德上周表示新的美加墨自贸协定中关于与非市场经济国签订自贸协定的条款不会阻碍加拿大与中国就自贸协定展看谈判。	▪ 加拿大总理的讲话有助于缓解市场对中国可能在世界贸易舞台被孤立的担忧。
▪ 央行上周与部分商业银行召开了信贷会议。会议的申明显示央行意识到目前融资难的企业主要是因为前期的乱投资以及扩张过快。不过央行结合政治角度要求银行采取主动有效措施合理规划信贷投放。	▪ 近期央行的信贷会议也再次重申了支持民营企业融资的论调。结合目前的政治环境，商业银行可能会更为积极地投放信贷支持。这有利于控制未来违约率的上升。预计未来几个季度信用环境将进一步放松。不过这也可能再次引起市场对银行体系资产质量的担忧。
▪ 美国国会特设的美中经济与安全检讨委员会最新年度报告，指出香港特区的自治权正逐渐减弱，并引发美国的担忧。因此，该报告呼吁美国商务部考虑应否在出口军民两用的科技产品时，继续把中国和香港当作两个独立关税区看待。	▪ 这增添市场对美国将贸易战从中国拓展至香港的担忧。不过，我们认为这样的情况发生概率并不高，因为上周中美高层已重启贸易谈判。受贸易战的影响，中国制造业 PMI 和新出口订单指数持续下滑，美国 ISM 制造业指数亦开始回落。这意味着月底习特会面为中美双方进一步谈判作铺垫的可能性不能排除。其他方面，在中美达成贸易协议之前，中国可能继续推出一系列刺激措施，包括下调进口关税、上调出口退税率、扩大财政刺激，以及放松货币政策。这些措施或有助减轻贸易战对中国经济带来的冲击。鉴于香港和中国日益紧密的关系，中国经济增速放慢步伐温和，也将减轻香港经济的下行风险。
▪ 澳门政府公布 2019 年施政报告，并继续将重点放在社会福利上。	▪ 在 2018/19 财年内，澳门政府预计所有经济补贴和成果分享，将使政府支出约 187.47 亿澳门元，较上财年大幅增加 45.4%。另外，各项税费减免和退还措施，将使政府税收减少约 42.43 亿澳门元，比上财年多 10.2%。我们预计这些措施，将有助减轻股市回调、贷款利率上升及中美贸易战对本地消费及企业投资带来的下行风险。此外，税费减免和退还措施，将支持澳门研发，以及加强澳门在支持中国政府及国企融资方面的作用。 ▪ 博彩业发展方面，澳门政府将持续跟进博彩业中期检讨后续工作，并推动博企开拓更多非博彩业务。展望未来，除了贷款利率上升及中国经济增速放缓之外，政策风险也可能增添赌场贵宾厅业务的下行风险。不过，从好的一方面来看，政府鼓励博企优先采购本地中小企业的产品及服务。未来博彩业的扩张或能够带动本地行业的发展。

	▪ 楼市方面，政府预计中短期内将新增约 10,000 个公营房屋单位的供应，较上年提出的 9,500 个单位为多。此外，政府已重启经屋申请，短期内将提供约 4,000 个经屋单位。再者，政府考虑实施社屋申请恒常化。长期而言，填海区域的新城 A 区将分四期完成 28,000 个单位的兴建，首阶段 7 幅土地规划兴建约 7,000 个单位。整体而言，我们预计利率上升、股市回落削弱财富效应、中美贸易战，以及房屋供应量增加，这四项因素叠加将导致楼市增速逐渐放缓。 ▪ 对外方面，澳门政府将加快跨境基础设施互联互通，参与建设珠海横琴、广州南沙等自由贸易试验片区，与中山共建“粤澳全面合作示范区”，以及研究与江门进行大湾区建设合作的可能性。这料有助推进粤港澳大湾区的发展。与此同时，澳门也将增强自身作为桥梁的角色，继续推进中国与葡语系国家在贸易、商业及金融方面的合作，从而支持一带一路的发展。再者，政府将在一带一路沿线国家宣传澳门旅游活动。最后，截至 2018 年 9 月，澳门财政储备同比增加 9.8%至 5,549 亿澳门元。这意味着澳门具备充足“弹药”，能够在必要时抵抗外来冲击。

主要经济数据	
事件	**华侨银行观点**
▪ 中国 10 月信用数据超预期大幅下滑。其中新增人民币贷款回落至 6970 亿元。而社会融资总量更是从 9 月的 2.168 万亿下滑至 7288 亿元。 ▪ 而广义货币供给 M2 增幅也同样下滑至 8%。	▪ 10 月信用扩张放缓部分受季节性因素影响，毕竟 10 月黄金周长假导致工作时间减少。不过其回落幅度依然令市场感到意外。10 月中长期企业贷款回落至 1429 亿元。唯一的亮点是居民部门中长期贷款依然稳定，随着近期房贷再次出现松动，居民部门贷款可能还将得到支持。 ▪ 表外融资进一步萎缩是 10 月信用扩张放缓的主要因素。其中委托，信托和未承兑贴现汇票下滑 2675 亿元。此外，外币贷款的大幅回落也同样贡献了社融的回落。外汇贷款回落 800 亿元，创下 2016 年 1 月以来最大跌幅。 ▪ 由于中国在 11 月初开始推出更多支持民营企业贷款的措施，市场需要更多关注 11 月信用数据。
▪ 中国 10 月主要经济指标好坏参半。投资和产出趋稳，但是销售却出现较大幅度回落。 ▪ 其中 10 月工业产出同比增长 5.9%，增速较 9 月的 5.8%小幅增加。而 1-10 月的固定资产投资也由 5.4%上升至 5.7%。 ▪ 不过零售销售由 9.2%回落至 8.6%。	▪ 中国制造业投资并未受到贸易战的影响，成为支持投资趋稳的主要因素之一。制造业产出由 5.7%加快至 10 月的 6.1%，而投资则更是在 1-10 月加快至 9.1%。此外，基础建设投资终于筑底反弹，由历史低点 3.3%反弹至 3.7%。 ▪ 10 月消费的回落可能与 11 月的双 11 促销有关，消费者可能在促销之前延缓消费。

▪ 10 月银行结售汇连续第四个月出现逆差。银行代客购汇 35 亿美元。	▪ 连续四个月的净购汇显示资本外流压力有所加强。不过从好的方面来看，10 月购汇较 9 月大幅回落，显示外流压力依然可控。 ▪ 此外，受准备金政策影响，远期外汇购汇金额出现较大幅度回落，创下 2017 年 4 月以来的低点。
▪ 香港经济表现持续不及预期，第三季按年增速由第二季的 3.5%下滑至两年低位 2.9%。	▪ 具体而言，三季度货物出口和进口的同比增速分别加快至 5.0%和 7.6%。这可能是因为进出口商在中美贸易战升级前提前完成订单。尽管如此，经济已经开始感受到贸易战的冲击，同时还面临货币政策收紧及中国经济增速放缓等下行风险。私人消费（经济增长动能的主要来源之一）同比增速下滑至 2017 年一季度以来最低的 5.2%。另外，服务出口增速全面下滑（包括旅游、运输、金融服务及商用服务），按年升幅更收窄至 2017 年二季度以来最小的 3.1%。此外，楼宇及建造方面的投资开支连续两个月收缩，并于三季度减少 0.3%。 ▪ 贸易战方面，我们将密切关注月底的习特会面。在中美双方达成实质性协议之前，我们预计香港贸易活动将继续受中美贸易战的冲击。此外，对贸易战持久不息的担忧，也将打击商业及消费者信心。如果贸易战及中国经济增速放缓，利淡亚洲经济前景，那么再加上强港元的影响，将导致香港旅游业和旅客消费转弱。 ▪ 货币政策缩紧方面，香港银行体系于 9 月份正式开启加息周期。由于美联储不断重申渐进式加息，我们认为港元利率也将在中短期内持续上升。这亦可能打击企业投资及本土消费情绪。此外，加息周期的到来，通常伴随着股市和楼市的回调。这可能削弱财富效应，从而打击投资情绪，以及贷款需求。 ▪ 中国经济方面，贸易战和过去推行的去杠杆政策正不断拖慢中国经济增速。尽管中国当局推出一系列刺激措施，力求减轻经济下行压力，但是如果中美贸易风险未能消退，中国经济增速下滑依然无法避免。鉴于中港在贸易、旅游活动、商业、金融等方面的紧密联系，中国经济增速放慢将难免削弱香港经济前景。不过，从好的一方面来看，2019 年施政报告提出香港政府将大力增加公营房屋供应，这或暗示未来公共投资增速将加快，从而帮助减轻经济下行压力。整体而言，我们把 2018 年香港经济增速预期由 3.6%下调至 3.4%，而明年增速则可能进一步放缓至 2.7%。
▪ 澳门 9 月房屋成交量按年下跌 12.6%或按月下跌 29.9%至 581 宗，为自 2017 年 2 月以来最低。这	▪ 由于交投疏落，这可能高估整体房屋的成交价。平均房价连续四个月录得增长，按年上升 6.3%至 106,819 澳门元/平

可能受到台风山竹的影响，令部分潜在买家推迟计划。	方米。此外，由于支持性政策容许本地首次置业买家(占 9 月总成交量的 77.5%)承造房价 90%的按揭贷款，因此新批按揭贷款额按年上 244%至数年高的 96.7 亿澳门元。 ▪ 展望未来，天气因素的影响消退，未来数据的表现料更清淅指引房屋市场的表现。短期内，我们依然预期房屋成交量维持较疏落，而房价则保持温和的增长，这主要受到数项负面因素的影响。首先，股市出现调整令财富效应减弱。其次，自今年二月以来，政府推出一系列楼市调控措施打击了投资需求。 9 月份非首次置业买家的比例由 3 月的 67.6%显著下降至 22.5%。再者，商业银行自 9 月起开展最优惠贷款利率的加息周期，对利率持续上升的忧虑料打压对房屋的需求。 ▪ 不过，房屋市场下行的空间可能有限，主要因为两项因素。一方面，房屋支持性措施及劳动力市场维持紧俏料持续支持潜在买家进入市场。另一方面，房屋供应量的增长较缓慢。按今年头九个月计算，房屋落成量及动工量分别按年下跌 49%及 52%。

人民币	
事件	**华侨银行观点**
▪ 人民币上周在美元走弱的大环境中对美元小幅反弹。人民币指数则稳定在 92.5 附近。	▪ 鉴于市场对 G20 会议中美双方是否可以达成实质协议依然抱有怀疑，人民币未能受中美重启交流的积极新闻支持。此外，中国收益率的快速回落导致中美利差收窄，也将继续为人民币带来压力。

OCBC Greater China research

Tommy Xie
Xied@ocbc.com

Carie Li
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.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, “Relevant Materials”) to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a “Relevant Entity”) in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (“MiFID”) and the EU’s Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) (“MiFIR”) (together referred to as “MiFID II”), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

Co.Reg.no.:193200032W