

摘要：

上周中美双方结束了新一轮贸易谈判。美国总统特朗普的推特继续释放乐观讯号，因此强化了市场对双方在 3 月 1 日期限之前达成部分协议，以避免贸易战升级的预期。近期中国批准标普进入中国信用评级市场的举动显示了中国开放的态度，并为中国进行结构性改革迈出了关键的一步。尽管如此，由于三大核心问题当中的两大问题（包括长期的结构性改革以重新深化中美互动，以及中美双方协议的执行力度）尚未解决，贸易战相关的不确定性依然存在。我们认为中国国家规划和产业政策将成为未来谈判的重点。

中国 1 月官方制造业 PMI 维持在收缩区间，其中大型企业的制造业 PMI 由 50.1 大幅反弹至 51.3，不过中小企业的制造业 PMI 则进一步下滑，与 1 月财新制造业 PMI 的大幅下挫相一致。不过，大型企业的制造业 PMI 大幅反弹 1.2，意味着中国宽松政策可能已经开始见效，因为大型企业通常率先受惠于刺激政策。

中国进一步加大政策支持。中国发改委与其他九个部门联合发布六项新措施，以刺激国内消费。另外，中国指导地方政府债券下调投标利率区间下限，由同期限国债收益率前五个交易日均值至少上浮 40 个基点，下调至上浮 25-40 个基点。受此影响，地方政府债券的需求小幅减弱，超额认购的倍数由 40-50 倍下降至不足 20 倍，但依然足够支持地方政府债券的发行。

香港方面，12 月的经济数据表现参差。首先，出口和进口同比进一步下跌 5.8% 和 7%，主要是因为贸易商在贸易战升级之前提前兑现订单的活动告一段落。其次，受贸易战及全球经济增速放缓的影响，零售销售额仅按年增长 0.1%。最后，在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）按年大幅上升 6.5%，可能是因为中美贸易战停战，以及香港地产商于去年第四季加快新盘销售。我们预计去年第四季 GDP 增速将放慢至 2.5%。其他方面，去年 12 月港元贷款增速快于港元存款，致港元贷存比率上升至 2005 年 6 月以来最高的 86.9%。同月，港元定期存款占港元总存款的比重上升至 2009 年 3 月以来最高的 41.8%。两个数据结合反映香港银行业融资压力有所上升。不过，从好的方面来看，随着中国推出更多刺激政策，以及美联储立场渐趋鸽派，香港资金外流的风险有所减轻。因此，港元拆息及港元定期存款利率的上升风险料有所缓和。此外，在全球经济增速放缓、贸易战持续，以及中国内地企业回归境内市场进行融资的情况下，我们预计今年总贷款增速将下滑。换言之，银行业的融资压力料不会大幅上涨。当然，银行业年内是否上调最优贷款利率，还须取决于两个因素，包括美国加息步伐，以及银行业总结余的变化。春节过后，我们预计在没有大型 IPO 及季节性因素干扰的情况下，港元流动性将再次趋于宽松。一个月港元拆息可能跌穿 1%，而美元/港元也可能缓慢的迈向 7.85，从而驱使香港金管局出手接盘。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 上周中美双方结束了新一轮贸易谈判。报道称中国将进一步向美国购入 500 万吨大豆。除此之外，没有太多谈判相关细节。 - 在贸易谈判前，中国批准评级机构标普进入中国信用评级市场，为中国境内发行的债券提供评级服务。 - 美国贸易代表莱特海泽指谈判取得实质性的进展，而美国总统特朗普的推特亦释放乐观讯号。	2 月份及未来几年的中美贸易谈判将主要围绕着三个核心问题进行，包括立竿见影的改革以推迟 3 月 2 日上调关税的计划，长期的结构性改革以重新深化中美互动，以及中美双方协议的执行力度。 - 近期中国批准标普进入中国信用评级市场的举动显示了中国开放的态度，并为中国进行结构性改革迈出了关键的一步。我们预期双方可能在 3 月 1 日期限前达成基本共识，以避免贸易战升级。不过，由于以上三个核心问题尚未完全解决，贸易战相关的不确定性依然存在。

不过，是否撤销当前实施的关税尚未成为现阶段谈判的议题。 中国提议美国总统特朗普与中国主席习近平于二月底会面，以便在 3 月 1 日限期之前达成协议。	据华尔街日报的报道，中国不愿意给出受中央政府及地方政府资助的本地企业名单。有鉴于此，我们认为中国国家规划和产业政策将成为未来谈判的重点。
中国发改委与其他九个部门联合发布六项新措施，以刺激国内消费。这些措施将涉及推动汽车销售；改善旧城区以满足农村地区的老年人口需求、电商需求，以及旅游消费需求；普及环保及智能家电的；推广中国传统消费品牌；以及加速 5G 牌照的发行。	2018 年零售销售额增速放慢，背后的主要原因是汽车销售情况欠佳。汽车销售自 1990 年以来首次录得跌幅 2.8%。由于汽车销售在中国零售销售中占比最高（2018 年占比达 28.6%），且中国的汽车拥有量依然低于 G3 国家，中国当局提供补贴以推动汽车销售，依然是提振零售销售增长的最有效方式。 - 具体而言，中国将放宽对二手车销售的限制，并为农村居民购买 1.6 升及以下排量乘用车提供适当补贴。 - 这或有助稳定汽车的销售，从而支持零售销售额的增速止跌反弹。
中国指导地方政府债券下调投标利率区间下限，由同期限国债收益率前五个交易日均值至少上浮 40 个基点，下调至上浮 25-40 个基点。	- 回顾去年 8 月份，中国非官方指导地方政府债券发行利率与同期限国债收益率维持至少 40 个基点的息差，以提振市场对地方政府债券的投资需求。随着近期地方政府债券的需求转强，中国放宽最低息差的要求，将有助降低地方政府的融资成本。 - 在调整最低息差要求后，地方政府债券的需求小幅减弱，超额认购的倍数由 40-50 倍下降至不足 20 倍。
广东省发改委宣布今年将重点从六个方面推进粤港澳大湾区建设。这六个方面分别是搭建好粤港澳大湾区四梁八柱，积极探索三地规则对接，携手港澳共建国际科技创新中心，加快基础设施互联互通，并在一些民生和文化领域推进三地合作，携手打造“一带一路”支撑平台。	由于大湾区集中发展先进制造业及高科技产业，而这些行业高度依赖本地及外部需求，因此该区域 2018 年的经济倍受贸易战及中国经济增速放缓的冲击。去年 12 月份，香港跟随中国内地出现进出口负增长的状况。另外，去年 1-11 月期间，大湾区当中的 9 个广东省内城市出口增速下滑幅度超过整个中国。另一方面，中美双方在技术转移方面的争议对中国科技之都深圳带来沉重打击。在此背景下，若大湾区可以加强区内的合作，或有助提高湾区的生产力及竞争力。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国工业企业利润 12 月同比下滑 1.9%，连续第二个月负增长。这也是 2015 年 12 月以来最弱的增幅。	工业企业利润的回调很大程度受生产者物价指数回落的影响。尤其是上游企业利润下滑，不过受原材料下滑的影响，部分下游企业利润有所好转。从好的方面来看，私营企业的利润好转，1-12 月私营企业利润累计同比增长 11.9%，较 1-11 月 10% 加快。

- 中国 1 月官方制造业采购经理人指数由 12 月的 49.4 小幅反弹至 49.5。 - 其中大型企业的 PMI 由 50.1 大幅反弹至 51.3，不过中小企业的 PMI 则进一步下滑，跌至 47.2 和 47.3。	- 鉴于生产者物价指数未来将继续保持弱势。我们认为中国的工业利润在未来几个月保持弱势。 1 月供给与需求分别趋稳。供给方面，产出小幅反弹 0.1 至 50.9。需求方面，新出口订单反弹 0.3 至 46.9，不过新订单则进一步走弱，下滑至 49.6。 - 价格方面，购进价格指数由 44.8 反弹至 46.3，这主要受 1 月原材料价格反弹的支持。购进价格指数的反弹暗示着 1 月生产者物价指数环比下滑的幅度可能较 12 月收窄，不过从同比来看，预计 1 月生产者物价指数将进一步回落，同比仅增长 0.2% 左右。 - 值得关注的是，1 月大型企业制造业指数的强势反弹，显示中国宽松政策可能开始产生效果，而春江水暖鸭先知，大企业往往是最早感受到变化的。
香港 2018 年 12 月贸易数据逊于预期，出口及进口分别按年下跌 5.8% 及 7%。这与中国近期贸易活动收缩的情况相符。由于进口显著下滑，贸易逆差由 450 亿港元扩阔至 512 亿港元。	- 具体而言，香港对中国内地及美国的出口分别按年下挫 8.7% 及 0.7%，而来自中国的进口则按年减少 4.2%。这反映美国和中国在贸易战升级之前，提前兑现订单的活动已经告一段落。尽管中美贸易战暂停 90 天，但双方去年中以来加征的关税依然生效。这料持续拖累香港的贸易表现（香港与中国内地及美国之间的出口及进口占香港总出口及进口的 57%）。 - 除此之外，12 月香港对印度、日本及越南的出口分别按年下降 35.9%、3.6% 及 15.7%。从中国内地、台湾、日本及南韓的进口则分别按年减少 4.2%、29.6%、12.7% 及 25.4%。由此可见，全球经济增长转弱及贸易战不确定性，正不断打压本地及外部需求。 - 展望未来，我们预计香港贸易活动将进一步放缓，若中美贸易战演变成科技战，贸易活动甚至可能进一步收缩。
香港去年 12 月零售销售额按年小幅增长 0.1%。2018 年全年则录得 8.8% 的同比升幅。	- 一方面，由于股市及楼市出现调整，本地需求转弱。另外，本地经济增长放慢及外部不确定因素亦为工资增长前景蒙上阴影，从而削弱消费情绪。因此，食品、酒类饮品及烟草的零售销售按年增速由 1.9% 放慢至 1%，而耐用消费品的零售销售则连续两个月下跌，按年减少 9.3%。 - 另一方面，虽然近期基建改善为旅游业带来支持，但在全球经济增长放慢、港元走强及中美贸易风险尚未消散的情况下，旅客的消费意欲保持低迷。因此，珠宝首饰、钟表及名贵礼物的零售销售额连续两个月录得跌幅，按年下滑 4.9%。 - 展望 2019 年初，三项利好因素包括人民币反弹、中美贸易风险降温及中国推出刺激性政策，或有助提振零售业。再加上春节效应，1 月份零售销售额或重拾增长动能。

	然而，中期而言，我们认为人民币的升势将难以持续，而中美贸易风险也将难以消退。因此，我们预期零售业前景尚未明朗。再加上高基数效应的影响，今年零售销售额料按年下跌约 2%。在此情况下，零售商铺市场也可能承压。
去年 12 月，在香港境内使用的贷款（占贷款和垫款总额的 66%）按年增长 5.4%，带动贷款和垫款总额按年增长 4.4%。	- 具体而言，由于中美贸易战升级，贸易融资连续第四个月录得跌幅，按年收缩 7.6%。相反，其他在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）按年增长 6.5%。据香港金管局，去年四季度在香港使用的贷款按季反弹，主要是由对建筑业及物业发展与投资的贷款、住宅按揭贷款及对金融公司的贷款带动。10-11 月港元利率回落、12 月起中美贸易战暂停，以及地产发展商于第四季加快新屋落成及销售，这几个因素可能是去年第四季金融及房地产相关贷款增长的主要动能。 - 另一方面，12 月在香港境外使用的贷款按年增速进一步放慢至 2016 年 11 月以来最弱的 2.1%。这可能因为人民币走弱及中国推出宽松货币政策。 - 展望 2019 年，由于贸易战风险持续影响贸易业，贸易融资料继续承压。另外，随着中国央行推出一系列宽松货币政策，我们预期今年在香港境外使用的贷款增长将放慢。从好的方面来看，美联储立场转向偏鸽派、中美贸易战暂停及中国推出刺激措施，这几个因素叠加可能在短期内稍微提振商业及投资信心。 - 不过，中期内，在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）能否维持稳健的增长仍需取决于主要央行的政策立场、中国刺激措施的成效及贸易战的发展。目前，我们预期今年贷款和垫款总额将维持增长，而增速则将进一步下滑。
2018 年 12 月，港元的贷存比率上升至 2005 年 6 月以来最高的 86.9%，主要是因为港元贷款按月上升 1.1%，而港元存款则仅按月增加 0.3%。	- 港元活期存款连续第四个月录得跌幅，按年减少 6%至 1.1 万亿港元。而港元储蓄存款亦连续六个月录得跌幅，按年减少 8.5%至 2.8 万亿港元。这背后的原因可能是 2018 年底股市重挫，以及港元定期存款的吸引力上升。 - 港元定期存款（按年增长 24.9%）连续第七个月录得双位数升幅。这带动港元定期存款占总港元存款的比例上升至 2009 年 3 月以来最高的 41.8%。再加上港元贷存比率持续高企，反映银行业融资压力上升。 - 不过，从好的方面来看，随着美联储的立场转向鸽派，同时中国推出更多刺激政策，香港资金外流的风险有所缓和。因此，港元拆息和港元定期存款利率的上行压力也有所下降。此外，我们预期今年香港总贷款的增速将放慢。因此，银行业的融资压力可能不会再大幅上升。

2018 年 12 月，人民币存款按年增长 10%至 6150 亿元人民币。	尽管人民币有所贬值，但人民币存款依然强劲增长，主要受惠于两项因素。第一，去年大规模资金由香港流向中国市场。第二，人民币存款利率相对较高。今年，A 股及中国债券将被纳入全球指数，这或有助吸引更多资金流向中国市场，从而为人民币存款找到支持。不过，美联储与中国央行之间的货币政策分歧，可能逐步削弱海外人民币存款的吸引力。整体而言，我们预期今年人民币存款将在 6000-6100 亿人民币的区间内波动。
受全球股市重挫的拖累，香港外汇基金于去年第四季录得 306 亿港元的投资亏损。尽管债市和长期投资组合的投资表现良好，带动 2018 年全年投资收益达 139 亿港元，但仍较 2017 的收益下挫 94.7%。	2018 年美元表现强劲，导致非港元资产外汇估值下调 90 亿港元。此外，香港股票投资及海外股票投资分别录得 207 亿港元及 383 亿港元的亏损，主要是因为去年下半年中美贸易战升级及全球流动性收紧导致全球股市重挫。另一方面，市场对全球经济前景的忧虑升温，带动全球债市于 2018 年底反弹。再加上金管局主动减持部分非美元资债券，同时增持年期较短的债券，支持外汇基金的债券投资收益 574 亿港元。 - 展望未来，外汇基金中各项投资的表现料不尽相同。首先，美元料难以延续去年的升势，因此非港元资产的外汇估值或转亏为盈。其次，受惠于美联储释放的鸽派讯号、中美贸易风险的降温，以及中国推出的刺激政策，全球股市近期出现反弹。这意味着今年一季度本地及海外股票投资可能录得盈利。不过，就今年全年而言，全球股市表现或依然低迷，因为市场可能低估美联储加息可能，同时全球经济增速持续转弱，而中美贸易战也仍存在不确定性。最后，就债券投资而言，全球主要央行的鸽派立场，以及市场对全球经济增速下滑的担忧情绪，料继续为债市带来支撑。总括而言，今年香港的外汇基金可能保持小幅收益。在此情况下，外汇基金料保持可观规模（截至 2018 年 12 月，外汇基金规模达 4.06 万亿港元，远高于 1998 年底的 0.91 万亿港元），从而为金管局提供捍卫联系汇率制度的基础。
澳门今年 1 月博彩业毛收入按年下跌 5%至 249 亿澳门元，为 2016 年 7 月以来首次录得跌幅。	- 农历新年前博彩需求通常较为低迷，因此 1 月份的跌幅可能部分归咎于季节性因素。 - 从好的方面看，去年四季度，中场博彩收入占博彩业毛收入的比重连续上升五个季度至 2016 年三季度以来最高水平 41.7%。这反映赌场经营商正逐渐帮助博彩业摆脱对贵宾厅业务的过度依赖。因此，中国经济增速放缓以及政策风险对博彩业的冲击可能比以往轻微，而今年博彩业毛收入也可能保持正增长。

	然而，我们依然认为 2019 年的同比升幅将从 2018 年的 14% 回落至 2019 年的 2%-5%。具体而言，尽管近期基建改善为澳门带来更多旅客，但主要迎来的是低端不留宿旅客，因此对博彩业带来的支撑有限。此外，全球经济下行及贸易前景转弱也可能继续打击旅客消费及博彩需求。
- 澳门 2018 年第四季失业率维持在近四年低位的 1.7% 不变。 - 总就业人口上升至 2016 年底以来最高的 388000 人，而劳动力参与率亦反弹至 70.9%。	- 这反映澳门的劳动力市场维持稳健。不过，各行业的就业情况各有不同。基建改善、中国推出刺激性政策及美联储释放鸽派讯号，这三个因素叠加，为澳门的旅游业及博彩业活动带来支撑，从而改善博彩业（就业人口按月增长 0.4%）、零售业（就业人口按月增长 2.1%）及酒店及餐饮业（就业人口按月增长 0.54%）的就业状况。相反，随着大部分大型项目相继落成，建筑工人的需求逐渐减弱，从而拖累建筑业的就业人口按月减少 1.1%。 - 短期内，我们预期外部风险减弱，将继续提振招募情绪。不过，在中美贸易风险未消退及全球流动性继续收紧的情况下，澳门中期经济前景不太明朗。因此，我们预计中期内失业率可能上升至 1.8% 甚至更高的水平。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周五，人民币回吐大部分当周升幅，其中美元兑人民币未能站稳在 6.7 下方，随后更反覆上涨至 6.74-75 的区间。另外，基于人民币现价计算的人民币指数回落至 94 下方。	尽管中美贸易谈判进展乐观，但上周五人民币依然有所回落，主要是因为投资者在农历新年假期前获利离场。我们预期未来两周内美元兑人民币将在 6.7-6.8 的区间内波动。

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.

Co.Reg.no.:193200032W