

摘要：

中国 12 月官方制造业采购经理人指数自 2016 年 7 月以来首次跌破 50 验证了中国经济下行风险正在加大。鉴于中国决策者已经渐渐认识到下行风险，并表示通过加码逆周期措施支持经济，中国新年以来已经加大了对经济的政策支持。央行与 1 月 2 日扩大普惠金融定向降准的口径（预计释放 3000-4000 亿元流动性），并于 4 日宣布了 2016 年 4 月以来的首次全面降准 100 个基点。这些准备金措施以及 12 月新设立的 TMLF 将在一季度为市场共净注入 8000 亿元流动性。短期来看，这将对冲季节性流动性需求。长期来看，为金融机构提供廉价稳定的长期资金是修复银行借贷情绪的第一步。

此次全面降准信号更为强烈，显示制约央行的条件正在减少，如有必要，央行可以进一步刺激。这或许将对市场情绪起到支撑。此外，此次降准也将为可能提前的地方政府债务发行提供流动性支撑。十三届全国人大常委会第七次会议 2018 年 12 月 29 日表决通过了关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定。随着央行推出了更多宽松政策，市场的焦点也将转移到财政政策。

地产方面，四大行在包括上海和深圳的一线城市下调了首套房的贷款利率。中国房地产调控在“因城施政”的框架指导下，正显示出灵活性。我们认为这将控制中国房地产市场的风险。从货币政策，到财政政策再到地产政策，刺激已经成为新年的关键词。

石油巨头壳牌在浙江的子公司获得了成品油批发的资质。这是第一家外商独资公司进入中国的成品油批发市场。随着中国缩减负面清单，中国将进一步加大对外资的开放。这也有利于本周开始的新一轮中美贸易谈判。本周市场将关注今明两天在北京的贸易谈判。不过东北亚地缘政治风险再起。台湾总统蔡英文对习近平主席在告台湾同胞书四十周年纪念会讲话的强硬回应让市场面临新的不确定性。

香港方面，去年 11 月的经济数据表现喜忧参半。在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）的同比增速反弹至 6.9%。这背后的原因可能是 11 月中美重启贸易谈判及本地借贷成本（HIBOR）回落，稍微提振了企业的投资情绪。不过，尽管中美贸易战暂时停战，未来的发展依然充满不确定性。此外，全球流动性正逐步收紧，且全球经济增速正逐渐放缓。因此，企业投资情绪的复苏料难以持续，而本地消费及旅客消费情绪也可能受到冲击。我们预计短期内在香港境内使用的贷款以及零售销售额（去年 11 月按年升幅创 2017 年 6 月以来的最低水平 1.4%）增速将逐渐回落。至于港元流动性方面，年结效应消退后，一个月和三个月港元拆息分别下跌逾 50 和 30 个基点至 1.83% 和 2.09%。我们预期港元拆息在农历新年前将进一步下滑，其中一个月港元拆息甚至可能跌向 1.5%。短期内，若美元兑港元触及 7.85，并驱使金管局出手接盘，银行总结余将进一步减少。这叠加季节性因素，或有助缓和港元拆息的下行压力，从而防止一个月港元拆息如去年 11 月般跌穿 1% 的水平。尽管银行间借贷成本下降，较小型的银行仍因为对定期存款的依赖程度较高，而面临融资成本上升的压力。具体而言，去年 11 月港元贷存比率上升至 86.2%，同时港元定期存款占港元总存款的比率上扬至 40.2%，两者皆创 2011 年以来最高。因此，尽管银行业没有在去年 12 月上调最优惠贷款利率，且今年美联储可能放慢加息的步伐，我们依然认为香港商业银行将于年内上调最优惠贷款利率约 25 个基点。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 中国央行 1 月 4 号晚宣布 1 月份分两步下调所有银行的存款准备金率累计 100 个基点。这也是 2016 年 4 月以来第一次全面降准。 - 不过，央行也表示不会再续作一季度到期的 MLF。	上周的全面降准将主要起到两个作用。第一，短期内将对冲春节前的季节性资金波动。1 月 15 日的 50 个基点降准对应了缴准时点，而 25 日的 50 个基点降准则对应了缴准和缴税时点。普惠金融定向降准口径调整以及 TMLF 释放的流动性加上 1 月全面降准释放的流动性，预计将在春节

▪ 此次全面降准预计将为银行间注入 1.5 万亿多的流动性。除去一季度到期的 1.2 万亿 MLF 的话，一季度将净注入 3000 亿元流动性。 ▪ 不过随着 TMLF 的建立以及央行在 1 月 2 日对符合普惠金融定向降准口径调整所释放额外的流动信，本次操作将一共为市场注入额外的 8000 亿元流动性。 ▪ 此外，此次全面降准预计将直接降低银行业利息成本 200 亿元。	期间为市场注入 2 万亿流动性，其规模与 2018 年安排的临时的 30 天流动性设施 CRA 相仿。 ▪ 第二，从长期来看，相比 MLF 和其他公开市场操作，全面降准将能为银行体系提供廉价和稳定的长期资金。这或许将给银行更多激励为实体经济提供流动性支持。 ▪ 自从 2018 年以来，中国已经四次定向降准，但是由于担心传达过度宽松信号可能损害中国的去杠杆努力，定向降准传递的混乱信号使得定向降准的效果越来越弱。鉴于近期中国经济放缓加速，近期全面降准传达了两个信号。首先，显示中国决策当局已经渐渐确认了经济下行的风险。第二，和过去两年春节不同，央行仅仅使用临时的流动性安排（2017 年的 TLF 和 2018 年的 CRA），此次全面降准信号更为强烈，显示制约央行的条件正在减少，如有必要，央行可以进一步刺激。 ▪ 新年以来，中国已经加大了政策支持。至于降准后，宽货币能否转变成宽信用，还将取决于银行的风险喜好。不过为银行提供廉价、稳定的长期资金是修复银行风险喜好的第一步。 ▪ 展望未来，我们预计央行将会在 2019 年继续降准至少 150 个基点。这主要有两个原因。第一，经过之前的降准，大银行的存款准备金率依然在 13.5% 的高点。第二，截至 2018 年，中国的 MLF 余额达到 4.9 万亿元。一季度到期 1.2 万亿后，未来三个季度依然有 3.7 万亿到期。这也意味着央行还有空间通过降准来替换 MLF 并通过降低利息成本来激励银行的信贷。 ▪ 最后，至于对汇率的影响。随着近期市场对美联储加息预期的调整。中国央行的进一步宽松并没有加大人民币贬值压力。过去一个月中国在 12 月美联储会议前定向降息以及上周五鲍威尔讲话前全面降准两次下注都成功了。不过我们认为短期内人民币贬值的压力并没有完全消失。这里有两个原因，第一，市场可能低估了美联储今年加息的可能性。第二，而中国还将继续退出更多宽松，意味着政策差的主题还将存在。
▪ 央行 1 月 2 日宣布将扩大符合普惠金融定向降准的口径。对小微企业贷款的信用额度由原先 500 万元提高到 1000 万元。	▪ 对普惠金融定向降准口径的扩大，将有利于继续激励银行为中小企业提供贷款。同时释放的部分流动性也将帮助缓解节前的季节性资金波动。
▪ 十三届全国人大常委会第七次会议 2018 年 12 月 29 日表决通过了关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定。在 2019 年 3 月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，	▪ 历史上来看，在 3 月人大会议批准当前的发行额度之前，地方政府发债发行在 1 月和 2 月往往较为缓慢。鉴于近期中国经济下滑加速，提早鼓励地方政府发债，有利于通过对投资的支持提早对冲下行压力。

授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元。	
中国主席习近平上周在告台湾同胞书四十周年纪念会发表了讲话。不过其讲话遭到了台湾总统蔡英文的强硬回应，其表示台湾始终未接受九二共识，并绝不会接受一国两制。	11 月国民党在九合一地方选举中大胜，暂时缓解了两岸的紧张气氛。但是这也似乎更加激起了民进党对两岸关系强硬的态度。台海关系作为中美贸易谈判的插曲，可能会成为今年市场最关心的地缘政治风险之一。
媒体报道，四大行在包括上海和深圳的一线城市下调了首套房的贷款利率。	随着近期部分城市开始放宽调控政策，中国房地产调控在“因城施政”的框架指导下，正显示出灵活性。我们认为这将控制中国房地产市场的风险。
石油巨头壳牌在浙江的子公司获得了成品油批发的资质。	这是第一家外商独资公司进入中国的成品油批发市场。随着中国缩减负面清单，中国将进一步加大对外资的开放。
随着年结效应消退，港元流动性紧张的情况逐渐改善，其中一个月及三个月港元拆息分别下跌超过 50 及 30 个基点至 1.83% 及 2.09%。	我们预期港元拆息在农历新年前将进一步下滑，其中一个月港元拆息甚至可能跌向 1.5%。短期内，若美元兑港元触及 7.85，并驱使金管局出手接盘，银行总结余将自去年 8 月底以来再次减少。这叠加季节性因素，或有助缓和港元拆息的下行压力，从而防止一个月港元拆息如去年 11 月般跌穿 1% 的水平。至于中短期而言，由于美联储释放偏鸽派的讯号，且其他主要央行维持审慎的立场，我们认为香港市场的资金外流情况将会是有序及温和的。因此，即使 2019 年港元拆息的大方向是向上，过程也可能是波动、渐进及缓慢的。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 12 月制造业指数进一步下滑至 49.4，创下 2016 年 7 月以来首次低于枯荣线 50。	所有的需求和供给分类指数都出现不同程度的放缓。需求方面，新出口订单下滑至 46.6，而新订单指数也自 2016 年 2 月以来首次跌破 50。供给方面，产出也加速下滑，尽管该指数依然保持在 50 上方。库存也同样出现了下滑。这显示中国制造业企业在中美贸易战不确定因素下减少库存。这可能预示着中国经济面临进一步下滑的风险。
香港的贷款和垫款总额同比增速由 10 月的 2% 反弹至 11 月的 5.2%。	具体而言，贸易融资按年下跌 6%，主要是因为中美贸易战，导致进出口总额自 2018 年 2 月以来首次录得跌幅（按年下跌 0.1%）。另外，在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）按年增速反弹至 6.9%。这背后的原因可能是 11 月中美重启贸易谈判及本地借贷成本（HIBOR）回落，稍微提振了企业的投资情绪。然而，短期内，本地贷款的增长仍可能逐步放慢，因为本地利率将逐渐上升，而贸易战的不确定性也尚未消除。其他方面，在香港境外使用的贷款

	按年增速由 10 月的 6.5%放慢至 11 月的 3.8%。美元和港元利率上升，以及人民币走弱，削弱了离岸融资的成本优势，因此减低中国内地企业在境外融资的意欲。近期，中国央行推出一系列宽松政策，也提高了境内融资的吸引力。整体而言，我们预期 2018 年全年贷款和垫款将按年增长约 3%。至于 2019 年，高基数效应则可能令贷款和垫款录得轻微的跌幅。
在港元定期存款强劲增长（按年增长 22.3%）的带动下，11 月港元总存款按年反弹 3.3%。	不过，由于港元活期和储蓄存款分别按年减少 5.6%及 6.9%，港元总存款的增速不及港元总贷款。这推升港元贷存比率至 2011 年以来的最高水平 86.2%。此外，港元定期存款占港元总存款的比例进一步上升至 2011 年 12 月以来最高的 40.2%，且定期存款利率持续高企，意味着一些对定期存款依赖程度较高的商业银行正面临着不断上升的融资压力。因此，尽管银行业没有在去年 12 月上调最优惠贷款利率，且今年美联储可能放慢加息的步伐，我们依然认为香港商业银行将于年内上调最优惠贷款利率约 25 个基点。
香港 11 月人民币存款大致持平于 6175 亿人民币。	受惠于以下两个利好因素，人民币存款依然具有一定的吸引力。第一，中国央行采取逆周期措施，以及市场对中美贸易战暂时停战的预期升温，带动人民币兑港元于 11 月小幅升值。第二，人民币的利率依然较美元及港元利率高。短期而言，美联储或放慢加息步伐，而中国央行亦表示不会推出过度宽松的政策，因此中美利率短期内出现倒挂的机会不大。不过，就中期而言，若中美息差进一步收窄，人民币存款可能回落。
香港 11 月贸易活动显著放慢，进口及出口的按年增长分别由 10 月的 13.1%及 14.6%下滑至 11 月的 0.5%及-0.8%。	这与中国同月贸易活动放慢的情况吻合，反映出中美贸易战对中港贸易业的影响逐渐浮现。具体而言，往中国的出口按年升幅由 10 月的 18%收窄至 11 月的 1%，而来自中国的进口则录得自 2018 年 3 月以来首次跌幅，按年减少 5%。另外，外需亦出现转弱的迹象，往印度、台湾、越南及德国（四个主要贸易伙伴）的出口分别按年减少 29.1%、5.3%、8.7%及 4.9%。另一方面，近期商品价格回落及本地需求转弱，导致来自台湾、日本及南韩的进口分别按年下滑 14%、2.5%及 24.7%。展望未来，我们预期贸易活动将继续放缓。尽管中美暂时停战，但贸易风险尚未消退。这加上全球流动性收紧及经济增长放慢，或导致内外需继续转弱，从而遏抑贸易活动的增长。更值得注意的是，美国展开贸易战主要是针对中国高科技行业。对于主要进出口高科技产品的香港贸易业而言，如果中美贸易战演变为科技战，将难免受到较大的冲击。

香港零售销售额的同比增速由 10 月的 6%放慢至 11 月的 1.4%，为 2017 年 6 月以来最差水平。	香港本土消费方面，超级市场货品及耐用消费品的零售销售额分别按年下跌 0.1%及 2.1%。本土消费情绪转弱，主要是受到两项因素的影响。第一，楼市及股市携手回调，削弱了财富效应。第二，香港经济出现下滑的迹象，为本地工资增长前景蒙上阴影。旅客消费方面，衣物、鞋类及有关制品的销售额，以及珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额分别按年下降 2.8%及 3.9%。虽然近期的基建设施改善，成功吸引更多游客到访香港（11 月访港旅客总人数按年增长 20.6%），但对零售业的支持却有限。这背后的原因可能是港元偏强及亚洲经济前景不明朗，打击了旅客的消费意欲。总括而言，我们预期 2018 年全年零售销售额将按年增长约 8%，而 2019 年则可能按年下跌约 2%。
澳门 12 月博彩毛收入按年增长 16.6%，主要受惠于低基数、年底假期因素及基建设施改善。	尽管 12 月的数据表现亮丽，惟我们预期 2019 年博彩毛收入的增长将放慢，主要受到数项因素的影响。首先，在澳门元偏强及亚洲经济前景转弱的大环境下，基建设施改善或只能够吸引低端且不过夜的旅客，因此对赌收的贡献或较有限。其次，金融状况收紧及中国经济增长放慢，料限制贵宾厅业务收入的增长。再者，随着大型娱乐项目相继落成，澳门或难再通过新项目开张，来吸引旅客。总括而言，我们预期博彩毛收入的按年增长将由 2018 年的 14%放慢至 2019 年约 2%-5%。
澳门 11 月总访澳旅客人数按年显著增长 15.3%至 327 万人次，其中通过陆路访澳的旅客人数按年急升 47.9%，反映港珠澳大桥开通带来的支持。留宿旅客及不过夜旅客分别按年增长 5.1%及 26.9%。因此，不过夜旅客占总旅客人数的比例由 50.9%上升至 51.3%，为 2017 年 1 月以来最高。	分地区而言，在不过夜旅客显著增长的带动下，来自中国内地及香港的旅客人数分别按年增长 15.3%及 25.6%。这反映港珠澳大桥开通仅为澳门带来香港及中国内地的偏低端及不过夜的旅客。在这个情况下，基建设施改善对博彩业的支持或较为有限。另一方面，来自台湾及南韩的旅客人数持续下跌，按年减少 2.4%及 6.6%，而日本的旅客人数亦仅按年增长 0.1%。整体而言，强澳门元及亚洲经济前景不明朗，料为澳门的旅游业造成负面影响。短期而言，中美贸易战风险持续发酵，以及市场对资本进一步流出新兴市场的忧虑，可能继续为亚洲经济前景蒙上阴影。因此，尽管基建设施改善，但我们依然预期澳门旅游业将放慢。
澳门 9 月-11 月的失业率进一步下跌至 2015 年以来最低的 1.7%。	澳门总劳动人口维持在 392900 人不变，而就业人口则轻微上升至 386100 人。这反映澳门的劳动力市场保持紧俏。具体而言，受到低基数因素的影响，建筑业的就业人口按月增长 2.3%。不过，由于大型娱乐项目相继竣工，建筑业的就业人口进一步增长的空间或有限。另一方面，酒店、餐饮及相关活动的就业人口按月下跌 2.1%，而博彩业的就业人口则连续三个统计周期录得下跌，按月减少 0.8%。港珠澳大桥的开通或为澳门旅游业及博彩业提供增长动能，从

	而刺激相关行业的招聘意欲。不过，受到强澳门元及亚洲经济前景不明朗的影响，旅游业及博彩业的增长动力或有限。因此，中期而言，我们预期澳门的经济增长将进一步放慢，从而损害各主要行业的招聘意欲。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
受上周美元走弱的影响，人民币对美元小幅反弹。不过人民币表现弱于其主要贸易伙伴，因此，人民币指数小幅回落。	随着近期市场对美联储加息预期 的调整。中国央行的进一步宽松并没有加大人民币贬值压力。过去一个月中国在 12 月美联储会议前定向降息以及上周五鲍威尔讲话前全面降准两次下注都成功了。不过我们认为短期内人民币贬值的压力并没有完全消失。这里有两个原因，第一，市场可能低估了美联储今年加息的可能性。第二，而中国还将继续退出更多宽松，意味着政策差的主题还将存在。

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