

**摘要：**

市场对中美贸易谈判的新闻依然保持敏感。近期的信息显示中美贸易战未来发展可能分为两个阶段。短期而言，由于中国的妥协以及美国特朗普政府面临的内部束缚上升，双方有望在 3 月之前达成一个大框架，旨在推迟关税的进一步上调。但是从中期来看，未来贸易战升级成科技战的风险依然存在。

12 月贸易数据反映中国产业链已开始受到贸易战的影响。随着中国出口商提前兑现订单以逃避高关税的行为进入尾声，未来几个月出口的增长前景不太明朗。不过，中国监管机构已加大政策支持力度。上周除了降准之外，央行还通过公开市场操作，为市场注入多于预期的流动性。另外，上周发改委、财政部及央行在联合新闻发布会上，表示将通过投资、宽松货币政策及积极的财政政策，为经济提供支持。

人民币方面，我们依然认为目前基本面无法支持人民币可持续地反弹。央行为市场注入的流动性多于预期，也限制了人民币对一篮子货币的上涨空间。短期而言，人民币可能继续受到美元因素的影响。若近期中国经济数据持续逊于预期，人民币或进一步承压。

**香港方面**，在没有短暂因素影响资金面的情况下，短端港元流动性保持充裕。因此，套利交易叠加温和的股市资金外流，以及大范围反弹的美元，带动美元/港元进一步上升至 7.8455，创去年 9 月以来最高水平。展望未来，我们预计港元流动性将在月底及农历新年左右稍微抽紧。然而，月结叠加农历新年对流动性的影响也比不上年结效应。因此，即使港元流动性抽紧，港元拆息和港元汇价也应该不会反弹至去年 12 月的高位。至于农历新年之后，港元流动性则将逐渐回归市场，从而再度推低港元拆息和港元汇价。另一方面，温和的股市资金外流可能持续打压港元。具体而言，年初至今，深港通和沪港通南向资金净流出 35.6 亿港元，北向资金则净流入 341.3 亿人民币。这可能是因为市场对贸易战影响中国高科技企业（多数在香港上市）的担忧升温，同时憧憬中国推出更多刺激政策将利好 A 股。整体而言，我们认为农历新年过后，美元/港元大概率触及 7.8500，从而驱使金管局接盘。届时，总结余可能从目前的 764 亿港元跌向 500 亿港元。**澳门方面**，政府预期今年博彩毛收入大致维持不变。我们预期 2019 年博彩毛收入将按年增长 2%-5%。

**事件和市场热点**

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中美贸易方面，尽管美国官方否认了媒体关于美国财长努钦提议取消部分对华关税的报道，不过上周关于中美贸易谈判消息面普遍正面。</li> <li>特朗普的首席经济顾问 Kudlow 也表示中美谈判进展顺利。此外，也有报告显示中方提出了一个六年计划旨在将对美国的顺差大幅缩减至零。</li> <li>不过来自中国科技巨头华为方面的负面新闻还是不断，媒体报道美国方面对华为展开了刑事调查。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市场对中美贸易谈判的新闻依然保持敏感。近期的信息显示中美贸易战未来发展可能分为两个阶段。短期而言，由于中国的妥协以及美国特朗普政府面临的内部束缚上升，双方有望在 3 月之前达成一个大框架旨在推迟关税的进一步上调。但是从中期来看，不确定因素依然较大，中美贸易战的基本诱因并未被完全解决，中美的互不信任以及美方对中国科技崛起的担忧都意味着未来贸易战升级成科技战的风险依然存在。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国发改委、财政部以及央行上周联合召开了新闻发布会与公众沟通下一阶段的政策导向。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>发改委表示将为 2019 年开一个好头，这也意味着一季度投资、货币政策以及财政政策将进一步加码。</li> <li>投资方面，发改委将加快项目投放。财政方面，1 月以来财政部已经陆陆续续推出了一系列普惠政策来减少小微企业的</li> </ul>

	<p>税负负担。此外，财政也将通过增值税改革深化、落实个人所得税抵扣以及研究减少社保贡献为企业和个人减负。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>在问答环节，央行暗示目前不担忧宽松政策对人民币的影响。这显示人民币暂时不是政策的制约。此外对于降息的问题，央行表示目前的措施政策渐渐发生作用，并将后续继续做动态测评。这略微提高了市场对降息的预期，但是我们认为央行现在并不急着考虑降息这个工具，而降准和 TMLF 的组合应该还是目前的最优政策工具。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>央行上周通过公开市场操作为市场注入了 1.27 万亿流动性。除去 MLF 到期和逆回购到期，净投放达到 7700 亿。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在经济下行压力加大的大环境下。央行在节前保持流动性稳定的态度更为明确。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国下调了 2017 年 GDP 总量 6367 亿元至 82 万亿。因此，2017 年 GDP 增幅由原先的 6.9% 被调整至 6.8%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>这个调整属于正常修正范畴，不过间接有助于为 2018 年增长提供支持。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>在没有短暂因素影响资金面的情况下，短端港元流动性保持充裕。因此，套利交易叠加温和的股市资金外流，以及大范围反弹的美元，带动美元/港元进一步上升至 7.8455，创去年 9 月以来最高水平。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，我们预计港元流动性将在月底及农历新年左右稍微抽紧。然而，月结叠加农历新年对流动性的影响也比不上年结效应。因此，即使港元流动性抽紧，港元拆息和港元汇价也应该不会反弹至去年 12 月的高位。至于农历新年之后，港元流动性则将逐渐回归市场，从而再度推低港元拆息和港元汇价。</li> <li>另一方面，温和的股市资金外流可能持续打压港元。具体而言，年初至今，深港通和沪港通南向资金净流出 35.6 亿港元，北向资金则净流入 341.3 亿人民币。这可能是因为市场对贸易战影响中国高科技企业（多数在香港上市）的担忧升温，同时憧憬中国推出更多刺激政策将利好 A 股。</li> <li>整体而言，我们认为农历新年过后，美元/港元大概率触及 7.8500，从而驱使金管局接盘。届时，总结余可能从目前的 764 亿港元跌向 500 亿港元。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>澳门政府预期今年博彩毛收入大致维持不变，并表示如果博彩毛收入能够录得小幅同比增长，已经很不错。此外，政府称将密切关注外部风险对经济的影响，并就赌牌续期进行研究。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们预期 2019 年博彩毛收入将按年增长 2%-5%。基建设施改善或有助支持赌场的中场业务。中美贸易风险降温，加上美联储释放鸽派讯号，也可能减轻市场对亚洲经济前景的忧虑，从而为澳门经济带来支撑。因此，我们依然预期年内博彩毛收入将录得正增长。不过，由于中美贸易风险尚未完全消退、全球流动性仍持续收紧，以及中国经济下行迹象日益突显，澳门贵宾厅业务或失去增长动能，而中场业务的增长亦可能有限。再加上高基数因素的影响，我们预计博彩毛收入增速将不及去年的 14%。</li> <li>展望未来，现有的六个赌牌能否于 2020-2022 年期间顺利获得续期值得关注。这或为博彩业的长期发展增添不确定性。</li> </ul>

**主要经济数据**

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 12 月贸易数据弱于预期。出口同比下滑 4.4%，进口同比下滑 7.6%。</li> <li>▪ 受弱于预期的进口影响，中国 12 月贸易顺差重新反弹至 570.5 亿美元，创下 2016 年 1 月的高点。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 出口增长回落主要受发达国家需求回落影响。中国对美国、欧盟和日本的出口分别同比下滑 3.5%，0.3%和 1%。尤其是对美国出口由 11 月的增长 9.8%大幅回落至下跌 3.5%。这也显示中国提前出口已经进入尾声，这可能会成为未来几个月出口放缓的主要因素。中国对东盟的出口继续维持在正值，12 月同比增长 4.3%，但增幅也由之前两位数下滑。</li> <li>▪ 进口方面，中国对大宗商品的进口依然保持强劲。其中原油和铁矿石的进口依然同比增长 42.7%和 20.2%。不过电子元件的进口同比大幅回落 15.2%，是 2014 年 4 月以来的最大回落，这也显示中国的产业链或许已经受到贸易战的影响。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 12 月信用货币数据超市场预期。其中新增人民币贷款增长 1.0837 万亿。社会融资总量也增长 1.59 万亿。中国广义货币供给 M2 由 11 月的 8%反弹至 8.1%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 监管 12 月信贷数据超预期，但是从分类来看，中长期贷款增长放缓显示需求依然疲弱。12 月数据主要受到表内外票据增长的支持。如果不考虑票据的话，12 月信贷数据并不如表面看起来的好。</li> <li>▪ 至于 M2 增速反弹则主要源于存款的上升。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 12 月银行结售汇逆差达 71 亿美元。银行代客远期结售汇则由逆差转为顺差。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管中国银行代客结售汇持续录得逆差，但跨境资金流动情况有所改善，且未来几个月可能因人民币的升值而进一步改善。银行代客远期结售汇顺差则反映中国行政手段见成效。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2018 年全年，香港的买家印花税、双倍印花税及卖家印花税共录得 367.3 亿港元，按年增幅达到 20%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 去年首 7 个月楼价显著上升，直至 8 月开始回落。截至 2018 年 11 月，楼市仍较 2017 年 12 月上升 3.9%。因此，三项楼市辣税税项在楼市回调的情况下依然录得强劲升幅。然而，由于 2018 年房屋成交量按年减少 7%，涉及该三类税项的房屋交易量则按年下跌 3.9%至 37278 宗。另外，受楼市回落的影响，政府的土地出售收入很可能于 2018/19 财年录得双位数的同比跌幅。</li> <li>▪ 展望未来，我们预期今年整体房价将下跌 10%，而小型单位的房价更可能下挫 15%。在此情况下，政府获得的与地产市场相关的税收可能有所减少。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 根据香港海运港口局数据显示，香港去年港口货柜吞吐量按年下跌 5.4%至两年新低的 1,964 万个标准箱，全球排名由 2017 年的第五位下跌至第七位。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 相比之下，新加坡港口、宁波港口及深圳港口货柜吞吐量分别按年上升 8.9%、3.2%及 2.09%至 3,631 万个标准箱、2,600 万个标准箱及 2,573 万个标准箱。另外，市场也估计去年上海、釜山及广州港口的货柜吞吐量录得正增长。世界最大的六个港口之货柜吞吐量持续增长，意味着中美贸易战并非导致香港港口吞吐量下跌的主要原因。反而，成本过高令香港港口竞争力不断下降。展望 2019 年，除成本高企之外，外部</li> </ul>

	<p>需求转弱及中美贸易风险未消退，或持续阻碍香港港口货柜吞吐量获得增长。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管如此，我们依然相信香港港口对本地经济而言相对重要。虽然贸易及物流业的增加值占本地生产总值的百分比由 2013 年的 23.9% 逐步下跌至 2017 年的 21.5%，但仍高于其他三大支柱产业（包括金融服务、旅游，以及专业服务及其他工商业支援服务）。有鉴于此，政府或有必要改善基础设施及降低成本，从而提高香港港口的竞争力。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 2018 年第四季失业率维持在逾二十年低位 2.8%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 具体而言，贸易业、零售业和金融业（三大主要行业）皆保持不变，分别达 2.2%、3.6% 和 1.9%。数据反映劳动力市场保持稳健。然而，我们预期劳动力市场可能在未来数月内转弱。首先，由于贸易战对贸易业的冲击逐渐显然，该行业的就业状况也可能转差。其次，贸易战和中国经济增速放缓引起的不确定性，或打击香港零售业和金融业，从而削弱招聘需求。整体而言，我们预计短期内失业率将上升至 2.9%。</li> </ul>
<b>人民币</b>	
<b>事件</b>	<b>华侨银行观点</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币上周回吐部分涨幅。由于美元全面走强，今早美元/人民币重返 6.8 上方。不过，人民币指数徘徊于 94 左右，反映人民币转弱背后的主要原因是美元走强。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 我们依然认为目前基本面不支持人民币持续反弹。央行为市场注入的流动性多于预期，也限制了人民币对一篮子货币的上涨空间。短期而言，人民币可能继续受到美元因素的影响。若近期中国经济数据持续逊于预期，人民币或进一步承压。</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.

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