

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

### 摘要

谢栋铭

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

李若凡

[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.com)

10月官方PMI和财新PMI的分歧使得市场对中国经济状态产生困惑。而两组数据也谱写了完全不一样的需求画面。数据分歧的背后可能有两个原因。第一，中型技术性制造业企业可能是受益减税的最大群体。第二，中小企业相对市场风险情绪变化也更敏感。

上周市场另一个困惑则来自于10月TMLF没有如期而至，这和之前央行关于TMLF将在每个季度第一个月第四周进行的表述有出路。而央行也没有进一步解释没有执行TMLF操作的原因，这也继续加深了市场对货币政策不够宽松的担忧。

中国利率市场近期遭遇完美风暴。债券收益率受风险情绪好转、货币政策偏紧以及供给风险上升等多重因素影响一度大幅上升。

中国国务院上周五党组会议中表示中国政府将突出抓好六稳，保持经济运行在合理区间。这对风险情绪形成支持。不过，对利率的影响并不清晰，因为市场并不清楚中国将以何种方式来支持经济，譬如货币宽松还是其他方式。

贸易谈判方面，通往第一阶段贸易协议的道路并不顺畅。APEC会议的意外取消，意味着原先达成第一阶段贸易协议的日期不再是固定的。不过从宏观角度来看，这并不影响双方继续协商。我们认为双方达成第一阶段的协议可能性依然较大。

**香港方面**，第三季经济一如预期陷入技术性衰退，惟按季和按年收缩幅度皆远超预期，其中同比跌幅创2009年二季度以来最差的-2.9%。具体而言，中美贸易战继续打击投资及消费情绪，并拖累货物出口的表现。在此基础上，持续逾四个月的社会事件进一步打压固定投资及私人消费（两者叠加占GDP的比重约为90%），并对服务出口造成严重冲击。8月份以来，政府推出总值超过200亿港元的一次性纾困措施。这加上去年第四季的低基数，全球风险降温及全球央行放宽政策，可能令香港第四季的经济收缩幅度小于第三季。不过，鉴于首三季经济已按年收缩0.7%，今年全年经济似乎难免负增长。在经济前景疲软的情况下，部分商业银行上周跟随美联储减息的步伐下调最优贷款利率，为2008年以来首次，旨在减轻客户的压力。同时，银行下调港元储蓄存款利率。这或有助减轻其融资压力，因为近期银行间借贷成本偏高，且定期存款竞争激烈，令银行的资金压力有所上升。在银行总结余较少，且银行体系内港元流动性分布不均匀的情况下，港元利率可能继续在偏高水平波动，因为接下来市场将迎来年结、潜在大型IPO（尤其是阿里巴巴的第二次上市）及虚拟银行

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

试业。由于港息下跌空间有限，银行应该不会进一步下调最优贷款利率。从好的方面来看，有别于 2008 年金融危机时投资者恐慌抛售股票和房地产的局面，此轮经济收缩似乎对市场情绪影响有限，比如全球风险情绪改善支持港股反弹，而楼市则继续受惠于政府放宽按揭的措施。

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

### 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 通往第一阶段贸易协议的道路并不顺畅。上周刚开始市场有不少负面新闻，包括可能来不及在 11 月签署协议以及中国对长期协议不乐观等。</li> <li>▪ 智利上周宣布取消于 11 月中主办的 APEC 会议</li> <li>▪ 不过美国商务部长罗斯周末则对贸易协商表达了乐观情绪，此外他也表示即将发给一些美国公司牌照，允许出售给华为零件。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ APEC 会议的意外取消，意味着原先达成第一阶段贸易协议的日期不再是固定的。不过从宏观角度来看，这并不影响双方继续协商。我们认为双方达成第一阶段的协议可能性依然较大。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国国务院上周五党组会议中表示中国政府将突出抓好六稳，保持经济运行在合理区间。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 国务院最新传达的信息有助缓解市场的焦虑情绪，显示中国将继续支持经济发展。不过，对利率的影响并不清晰，因为市场并不清楚中国将以何种方式来支持经济，譬如货币宽松还是其他方式。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 10 月没有进行 TMLF 操作。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 10 月没有进行 TMLF 操作让市场感到较为困惑，因为这和之前央行关于 TMLF 将在每个季度第一个月第四周进行的表述有出路。而央行也没有进一步解释没有执行 TMLF 操作的原因，这也继续加深了市场对货币政策不够宽松的担忧。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 10 年国债收益率上周一度突破 3.35%，不过收盘则回落至 3.30% 下方。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国利率市场近期遭遇完美风暴。债券收益率受风险情绪好转、货币政策偏紧以及供给风险上升等多重因素影响一度大幅上升。</li> <li>▪ 而上周媒体也报道广东政府将很快发行新的地方政府专项债券额度。未来两个月市场预期 6000-8000 亿元专项债发行可能会对整个利率市场带来压力。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港金管局紧随美联储的脚步下调基础利率 25 个基点至 2%。同时，部分商业银行自 2008 年以来首次下调最优贷款利率，调低 12.5 个基点至去年 9 月上调前的水平（5%或 5.25%）。同时，港元储蓄存款利率也有所下调。</li> <li>▪ 报道称阿里巴巴可能于 11 月底或 12 月来港进行第二次上市，并集资 100-150 亿美元。这可能成为香港近年来最大的 IPO。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港商业银行早前上调 H 按的锁息上限，为其带来了下调最优贷款利率的空间。此举旨在缓和客户的压力，同时减轻自身的储蓄存款成本。</li> <li>▪ 然而，这些降息举措对香港货币市场的影响并不大。10 月 31 日，在阿里巴巴上市消息的推动下，美元/港元远期掉期点子和港元拆息纷纷上升，同时美元/港元现价回落至近期低位。在银行总结余较少，且银行体系内港元流动性分布不均匀的情况下，港元利率可能继续在偏高水平波动，因为接下来市场将迎来年结、潜在大型 IPO（尤其是阿里巴巴的第二次上市）及虚拟银行试业。由于港息下跌空间有限，银行应该不会进一步下调最优贷款利率。换言之，在早前 H 按的锁息上限已被上调的情况下，这次最优贷款利率的小幅下调相信对香港楼市的提振作用不大。</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国 10 月官方制造业采购经理人指数由 9 月的 49.8 下滑至 49.3，弱于市场预期。</li> <li>此外，中国的非制造业指数也由 53.7 下滑至 52.8。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>需求和供给数据分别走弱。新订单指数由 50.5 下滑至 49.6，而新出口订单也由 47.1 下滑至 46.7。</li> <li>供给方面，产出指数由 52.3 下滑至 50.8。一部分受到秋季环境保护措施减产影响。</li> <li>购进价格指数由 52.2 下滑至 50.4。这可能将为生产者物价指数带来更多压力。我们预计生产者物价指数可能环比下滑，而同比跌幅将扩大至 1.8%。</li> <li>从好的地方来看，和国内相关较大的制造业依然保持稳健。高技术制造业、装备以及消费品制造业指数依然保持在 50 上方。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国财新 PMI 则反弹至 51.7，远高于 50 以上。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>官方 PMI 和财新 PMI 的分歧可能主要有两个原因。第一，中等规模的高技术制造业企业可能是中国减税政策最大的受益者。第二，中小企业对市场情绪波动的敏感度相对最大。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港第三季经济（经季节性调整按季下跌 3.2%）一如预期陷入技术性衰退，惟按季和按年收缩幅度皆远超预期，其中同比跌幅创 2009 年二季度以来最差的 -2.9%。这背后的原因主要是私人消费和固定资产投资（两者叠加占 GDP 的比重约为 90%）大幅下挫。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，中美贸易战继续打击投资及消费情绪，并拖累货物出口的表现。货物出口连续第二个季度录得跌幅，按年减少 7%。除此之外，持续逾四个月的社会事件进一步打压固定投资（连续第四个季度录得跌幅，按年下挫 16.3%，为 2008 年第四季以来最差表现）及私人消费（2009 年第一季以来首次下跌，按年跌 3.5%），同时对服务出口（按年下跌 13.7%，为 2003 年次季以来最大跌幅）造成严重冲击。因此，尽管政府支出持续上升（按年增 5.3%），香港经济依然出现十年来首次收缩的情况。</li> <li>8 月份以来，政府推出总值超过 200 亿港元的一次性纾困措施帮助受示威活动影响的居民、中小企及多个行业包括零售和旅游等。这加上去年第四季的低基数，全球风险降温及全球央行放宽政策，可能令香港第四季的经济收缩幅度小于第三季。不过，除非贸易战及示威活动告一段落，否则香港经济短期内料难以扭转下行的走势，因为贸易、零售、餐饮、旅游、酒店及运输业的表现可能维持疲软，而消费及投资情绪亦难见起色。鉴于第三季经济表现远逊于预期，且首三季已按年收缩 0.7%，今年全年经济似乎难逃负增长的“命运”。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 9 月零售销售额的同比跌幅由 8 月份上修后</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>尽管跌幅收窄，惟零售销售额已连续第八个月录得跌幅，</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

<p>的-22.9%收窄至-18.3%，主要是因为去年同期基数较低。</p>	<p>主要是因为本地居民及旅客的消费均十分疲软。本地居民方面，食品、酒类饮品及烟草和超市商品的零售销售额分别按年下跌 13.8%及 2.6%，反映近期社会事件持续令居民减少外出消费，而经济和劳动力市场前景不明朗亦削弱本地居民的消费意欲。旅客方面，珠宝首饰、钟表及名贵礼物（按年跌 40.8%）和衣物、鞋类及有关制品（按年减少 24.9%）的零售销售额皆连续第八个月录得同比跌幅。这背后的原因主要是示威活动持续不息，对旅游业造成严重的冲击（9 月访港旅客人数继续按年下跌 34.2%），再加上港元偏强（特别是兑人民币表现强劲），打击了旅客消费。最后，由于社会事件影响百货公司的正常运作，百货公司商品的零售销售额按年续跌 25.6%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 短期内，由于贸易战和本地社会事件告一段落的可能性不大，我们预计未来数月内零售销售额将继续录得双位数同比跌幅。同时，我们亦维持零售销售额今年下跌 10%的观点。这可能进一步推升零售业的失业率，并冲击商铺市场。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 9 月总贷款和垫款按年增速加快至 6.3%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 由于贸易活动疲弱，贸易融资连跌十三个月，按年减少 2.1%。另外，占总贷款和垫款 65%的在香港使用的贷款（不包括贸易融资）按年增速加快至 7.2%。随着政府放宽首置买家的按揭保险楼价上限，即使本地按揭利率偏高（银行减 P 后普遍为 2.5%），按揭贷款也可能进一步增长。这加上中美贸易谈判进展乐观，或有助减轻社会动荡对本地贷款需求的影响。</li> <li>▪ 其他方面，在香港境外使用的贷款按年增速加快至 5.9%，因为中国央行降准后没有进一步放宽政策。尽管如此，近期中国数据表现疲软，且信贷利差不再收窄，可能驱使中国央行于未来两个月内再度降准，从而降低企业融资成本，以及削弱中国企业境外贷款的意欲。另外，近期中国企业海外并购的热潮明显降温，且中国企业更偏好在境外发债而非通过银行贷款进行融资。因此，在香港境外使用的贷款升幅未必持续扩大。</li> <li>▪ 总括而言，我们预期 2019 年全年总贷款和垫款将录得低单位数的同比升幅。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 9 月份，港元贷存比率上升至 2002 年 3 月以来最高的 90.6%，因为港元存款按月上升 0.6%，而港元贷款则按月增长 1.1%。</li> <li>▪ 香港 9 月综合利率由 8 月的 0.97%上升至 1.02%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 继 8 月环比下跌后，9 月港元存款快速反弹，主要是因为 IPO 活动有所增加，且商业银行上调港元定存利率争夺资金。9 月港元活期和储蓄存款的按月跌幅收窄至 0.5%，而港元定期存款的按月升幅则扩大至 2.1%。10 月份，风险情绪改善，鼓励更多 IPO 回归香港市场，部分 IPO 更获得热</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

	<p>烈反应。因此，即使 10 月社会动荡仍未平息，港元存款（按年增长 1.8%）料依然维持稳定。这加上稳定的港元汇价和利率意味着资金并没有大规模外流。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>就港元存款的构成而言，港元活期和储蓄存款占港元总存款的比例（进一步下跌至 2009 年 1 月以来最低的 55%）料在当前水平附近徘徊，因为两项因素可能缓和港元活期和储蓄存款的同比跌幅。第一，全球风险情绪改善，支持香港股市反弹。第二，因政府放宽按揭保险，楼市重拾增长动力。随着港元活期和储蓄存款占比趋稳、商业银行下调储蓄存款利率，以及金管局下调逆周期缓冲资本比率 50 个基点至 2%，银行的资金压力料有所缓和。</li> <li>然而，内外不确定性可能使本地贷款需求保持温和。因此，我们认为港元存款的增长幅度也将维持温和。在此情况下，港元贷存比率料继续在高位盘整。这加上季节性因素、潜在大型 IPO 及虚拟银行试业，意味着商业银行可能依然需要在今年余下时间继续通过较高的定期存款利率来争夺资金。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 9 月人民币存款按月转跌 3.2%至 6234 亿人民币。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>这可能是由于港元存款利率上升，带动港元存款于同月出现反弹。展望未来，由于中美贸易谈判进展乐观，且中国央行维持中性货币立场令人民币利率在高位盘整，人民币有所整固。在此情况下，我们预计香港的人民币存款将在未来数月内维持于 6000 亿人民币以上水平。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 10 月博彩毛收入按年转跌 3.2%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>十一黄金周期间，访澳旅客总人数及内地旅客人数分别按年增长 11.5%及 9.4%。旅游业稳健为赌场的中场业务带来支撑。然而，这未能抵消高端博彩需求疲软带来的冲击。澳门元偏强、中国经济增速下滑及政策风险，这几个因素叠加正持续打击贵宾厅业务。</li> <li>展望未来，随着假日因素消退，我们担忧强澳门元、全球经济增速放慢及香港社会问题造成的负面溢出效应，将导致旅游业仅录得温和增长。因此，我们预期赌场中场收入的增速将于第四季出现下滑，而贵宾厅收入则可能继续下跌。总括而言，2019 年全年博彩毛收入（今年首十个月按年下挫 1.8%）料下跌约 2%。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>澳门第三季失业率维持在 1.8%不变，惟就业人口由 387300 小幅下降至 387100。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，建筑业的就业人口连续第五个统计周期录得跌幅，按年下跌 6%，因为缺乏新项目动工，令该行业的劳工需求下降。此外，零售业以及酒店和餐饮业的就业人口分别按年减少 3%及 0.4%，因为全球经济前景不明朗打压了本地居民及旅客的消费情绪。另外，虽然旅游业表现稳</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

	<p>健，但强澳门元进一步削弱了旅客的购买力。从好的方面来看，由于旅游业维持稳健表现，为赌场中场业务提供支持，博彩业的就业人口按年增长 0.6%，为连续第七个统计周期录得升幅。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 展望未来，作为一个滞后指标，失业率料于短期内维持在 1.8%。不过，外部不确定因素叠加强澳门元为本地经济前景蒙上阴影。因此，劳动力市场可能逐步转弱。换言之，我们维持明年失业率可能逐步上升至 1.9%甚至 2%的观点。在此情况下，工资增长（第三季月收入中位数按年增长 6.25%至 17,000 澳门元）可能放慢，从而进一步削弱本地消费及房屋需求。</li> </ul>
--	--

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币上周受美元指数回落支持，对美元走强。美元/人民币突破 7.05。而人民币指数也同样突破 91。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 由于近期贸易谈判没有显著突破，人民币依然以盘整为主。短期内，人民币走势将取决于美元的走势。从技术上来说，市场可能将尝试 7。不过鉴于目前的关税并没有取消，我们认为人民币上升空间有限。</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 November 2019

# Treasury Research & Strategy

## OCBC Greater China Research

Tommy Xie

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

Carie Li

[Carierli@ocbcwk.com](mailto:Carierli@ocbcwk.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 Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

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).

### 免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告中包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。

Co.Reg.no.:193200032W