

大中华地区一周回顾

16 December 2019

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

美国和中国宣布达成“历史性”的第一阶段贸易协议。根据美国贸易代表处的文件，协议将涵盖包括知识产权，科技转移，农业，金融服务和汇率等多方面。此外，文件也显示中国承诺在未来两年从美国多进口 2000 亿美元商品和服务。

虽然关税取消的力度远低于预期，仅仅下调从 9 月开始生效的 1200 亿美元商品 15% 额外关税至 7.5%，不过取消计划的 12 月关税依然支持了全球的投资情绪。

在著名美剧《权力的游戏》中最后一集，小恶魔对被囚禁的雪诺说了一句非常经典的话，“没有人开心，这意味着这是一个好的妥协”。这句话也同样适用于目前的中美贸易谈判。或许这是一个好的妥协，至少将给市场几个月的宁静时光。不过，笔者认为这个仅仅是停战协议而不是和平协议，因为双方对取消关税的分歧依然存在。根据莱特希则的说法，特朗普总统并没有保证未来会进一步下调关税，而过去几天中方领导人的讲话中则普遍认为关税会渐渐取消。

取消 1200 亿美元商品 7.5% 的关税，仅下调中国有效关税税率 1.7%。这解释了为什么人民币的强势未能持续。基于目前的关税取消计划，美元/人民币 7 左右可能是个合理的价格。鉴于双方将为 1 月初的协议签署进行准备，美元/人民币或许将继续围绕 7 波动。

中国上周召开了中央经济工作会议为 2020 年设定了政策基调。稳定和灵活性是两个关键词。总体来看，我们认为中国政策灵活性上升意味着在经济下滑风险大幅上升的时候，中国将倾向于宽松。不过有一点是确定的就是中国不会进行大规模刺激。我们预计中国明年的增长目标将定在 6% 左右。

香港方面，尽管上周港元流动性未有显著收紧，惟美元兑港元的现价一度下跌至 7.7990，重返强方兑换保证的区间。这可能受到数项因素的影响。首先，由于年结因素临近，银行及企业对港元现金的需求上升。其次，美元走弱，加上资金流入香港股票市场。再者，有传言指由于中美贸易谈判的不确定性犹存，中资企业将美元存款换成港元。展望未来，若是次美元兑港元现价的下行是由一次性因素所引致，我们认为该货币对子在短期内可能出现反弹。当年结因素过后，一个月港元拆息或面临更大的下行压力，而三个月港元拆息的调整压力或相对较轻微。短期内，美元兑港元的现价或维持双向波动的走势。政府已经推出四轮总值超过 250 亿港元的纾困措施，以缓冲由经济前景转弱及社会持续不稳定所引致的经济下行风险。尽管如此，香港的企业活动仍然疲软。由于各项不明朗因素未消退，这可能继续削弱投资及营商情绪。香港第四季

大中华地区一周回顾

16 December 2019

GDP 进一步下行的可能性不可排除。就正面因素而言，我们相信香港政府在有需要的时间将拥有足够的能力进一步推出刺激措施为本港经济提供支持。**澳门方面**，10 月平均房屋价格按年下跌 12.3%(或按月下跌 1.6%)至 101,813 澳门元/平方米。数据反映澳门房屋市场的下行走势持续。这可能受到数项不明朗因素的影响，包括对经济前景不明朗及裁员的忧虑升温及香港社会持续不稳定衍生的负面溢出效应。展望未来，我们预期澳门楼市在未来数月可能维持下行的走势。截至年底，全年房屋价格(年初至 10 月份增长 0.6%)可能按年下跌 1.5%。

大中华地区一周回顾

16 December 2019

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 美国和中国宣布达成“历史性”的第一阶段贸易协议。 - 根据美国贸易代表处的文件，协议将涵盖包括知识产权，科技转移，农业，金融服务和汇率等多方面。此外，文件也显示中国承诺在未来两年从美国多进口 2000 亿美元商品和服务。 - 不过，之前 2500 亿美元的额外 25%关税维持不变，仅下调从 9 月开始生效的 1200 亿美元商品 15%额外关税至 7.5%。 - 原计划于 12 月 15 日征收的额外关税取消。作为回报，中国也宣布暂停对部分美国商品征以及汽车和零部件收额外的关税。 - 美国首席贸易谈判代表莱特希则表示双方预计将在 1 月初于华盛顿签署第一阶段协议。不过签署仪式仅局限于部长级，特朗普总统和习近平主席不会参加。	- 上周五的正式官宣说明双方已经就协议的文字达成了共识。这是一个很大的进步。不过至于这是不是好的协议还要看细节。对于部分中国的朋友，这个协议可能并不令人满意，毕竟现行关税的取消远低于预期（甚至没有回到 8 月的水平）。1200 亿美元商品降低 7.5%的关税，意味着中国的有效关税率仅下降 1.7%。同样对于美国，也有人担忧贸易协议可能会减少对中国的压力。参议院卢比奥就警告下调关税的风险。 - 在著名美剧《权力的游戏》中最后一集，小恶魔对被囚禁的雪诺说了一句非常经典的话，“没有人开心，这意味着这是一个好的妥协”。这句话也同样适用于目前的中美贸易谈判。或许这是一个好的妥协，至少将给市场几个月的宁静时光。 - 不过，笔者认为这个仅仅是停战协议而不是和平协议，因为双方对取消关税的分歧依然存在。根据莱特希则的说法，特朗普总统并没有保证未来会进一步下调关税，而过去几天中方领导人的讲话中则普遍认为关税会渐渐取消。
中国上周召开了中央经济工作会议为 2020 年设定了政策基调。	- 稳定和灵活性是两个关键词。六稳的目标是过去一个年的焦点，也将继续是 2020 年的指导原则。 - 虽然中国重申了积极财政政策和稳健货币政策的大框架以及房住不炒的方针，但是一些细节出现了调整。譬如在稳健货币政策中加入灵活性，而房地产的长效预期管理机制中也加入了稳地价和稳房价的说法。我们认为这些变化并不代表政策的转向，但是至少显示在经济下滑中，中国愿意控制尾部风险的决心。 - 对于 2020 年的任务。新发展理念排在首位，这包括了创新、协调、绿色、开放和 共享发展五个领域。这五个领域也是未来确保中国能够长治久安的关键。 - 此外，中国也强调将继续三大战役包括控制金融风险、精准扶贫以及控制污染。 - 总体来看，我们认为中国政策灵活性上升意味着在经济下滑风险大幅上升的时候，中国将倾向于宽松。不过有一点是确定的就是中国不会进行大规模刺激。
上周，尽管港元流动性未有显著收紧，惟美元兑港元的现价一度下跌至 7.7990，重返强方兑换保证的区间。	这可能受到数项因素的影响。首先，由于年结因素临近，银行及企业对港元现金的需求上升。其次，美元走弱，加上资金流入香港股票市场。再者，有传言指由于中美贸易

大中华地区一周回顾

16 December 2019

▪	谈判的不确定性犹存，中资企业将美元存款换成港元。整体而言，是次美元兑港元现价的下行可能是受到一次性因素的影响。 ▪ 展望未来，若是次美元兑港元现价的下行是由一次性因素所引致，我们认为该货币对子在短期内可能出现反弹。在未来数周，受到年结因素的影响，短端港元流动性可能继续趋紧。不过，当年结因素过后，一个月港元拆息或面临更大的下行压力，而三个月港元拆息的调整压力或相对较轻微。短期内，美元兑港元的现价或维持双向波动的走势。 ▪ 金管局总裁余伟文指香港拥有充足的弹药捍卫联系汇率制度。现时，外汇基金拥有 4 万多亿港元，相等于香港基础货币的 2.5 倍(其中超过 80%是高流动性的外汇储备)。因此，香港的银行体系有足够的资本和流动性抵御任何风险的冲击。
▪ 财政司司长陈茂波指尽管政府已经推出多轮纾困措施，但这些措施不能解决所有问题。	▪ 事实上，政府已经推出四轮总值超过 250 亿港元的纾困措施，以缓冲由经济前景转弱及社会持续不稳定所引致的经济下行风险。尽管如此，香港的企业活动仍然疲软。具体而言，香港 11 月 PMI 下跌至 38.5，为 2003 年初 SARS 以来最弱的水平。 ▪ 由于各项不明朗因素未消退，这可能继续削弱投资及营商情绪。我们预期 12 月经济或难以出现显著的复苏。因此，香港第四季 GDP 进一步下行的可能性不可排除。就正面因素而言，截至 10 月底，香港的财政储备高达 10510 亿港元，我们相信香港政府在有需要的时间将拥有足够的能力进一步推出刺激措施为本港经济提供支持。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 中国 11 月金融数据普遍超预期。新增社会融资总量增长 1.754 万亿元，而新增人民币贷款则增长 1.39 万亿元。 ▪ 不过广义货币供给 M2 增幅放缓至 8.2%。	▪ 强于预期的信贷数据部分受票据融资反弹的支持。不过表外融资依然疲弱。委托贷款和信托贷款 11 月分别下滑 959 亿元和 673 亿元。 ▪ 中长期贷款保持稳健。不仅仅是企业，住户部门的中长期贷款也同样保持稳健。显示房地产市场依然稳健。
▪ 中国 11 月消费者物价指数同比增长 4.5%，生产者物价指数则同比下滑 1.4%。	▪ 中国的通胀依然是猪肉故事。尽管猪肉价格 11 月的增幅已经放缓，但是受基数效应影响，对消费者物价指数的同比影响依然很大。

大中华地区一周回顾

16 December 2019

	▪ 不过不包括食物和能源的核心消费者物价指数增幅放缓至 1.4%，是 2016 年 2 月以来的新低。 ▪ 消费者物价指数将继续上升，预计明年初突破 5%，但是从政策角度来看，由于主要是猪肉驱动，对政策的制约可能有限。
▪ 澳门 10 月平均房屋价格按年下跌 12.3%(或按月下跌 1.6%)至 101,813 澳门元/平方米。10 月份新批住宅按揭贷款结束过去数月的下行走势，按年增长 4.4%至 35.2 亿澳门元。尽管如此，同期房屋成交量按年下跌 12.3%至 659 宗。	▪ 数据反映澳门房屋市场的下行走势持续。这可能受到数项不明朗因素的影响，包括对经济前景不明朗及裁员的忧虑升温及香港社会持续不稳定衍生的负面溢出效应。此外，房屋调控措施继续打压投机需求，10 月份，持有多于一个住宅单位的本地买家占总本地买家的比例只占少于 4%。而本地首置买家(占总本地买家比例超过 82%)继续成为澳门楼市的主要动力。展望未来，我们预期澳门楼市在未来数月可能维持下行的走势。截至年底，全年房屋价格(年初至 10 月份增长 0.6%)可能按年下跌 1.5%。 ▪ 长期而言，楼市调整的幅度可能有限。就供应的角度而言，今年首十个月，新屋动工量及落成量分别按年下跌 78%及 33%，反映房屋长期的供应量有限。我们继续关注澳门新政府将如何解决房屋供应短缺的问题。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 美元/人民币上周一度跌破 6.95，不过收盘回到 7 以上。	▪ 受中美贸易谈判新闻影响，人民币出现大幅波动。尤其是华尔街日报曾报道美国可能会取消一般的关税，这导致人民币一度大涨。不过随后正式公告中，关税的取消力度远远低于预期和报道，这也使得美元/人民币重新回到 7 以上。 ▪ 鉴于目前的关税取消计划仅减少中国有效关税 1.7%。美元/人民币 7 左右可能是个合理的价格。鉴于双方将为 1 月初的协议签署进行准备，美元/人民币或许将继续围绕 7 波动。

大中华地区一周回顾

16 December 2019

Treasury Research & Strategy

OCBC Greater China Research

Tommy Xie

Xied@ocbc.com

Carie Li

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。虽然此报告所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，先根据您的个人投资目标，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