

大中华地区一周回顾

18 November 2019

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

中国 10 月主要经济数据以及信用数据普遍弱于预期。需求端的画面依然令人失望。而基建投资也未能反弹，这显示融资依然是目前的主要制约。不过从好的方面来看，制造业投资的反弹显示制造业有望企稳。

中国上周宣布了更多逆周期措施，包括下调基建项目最低资本金比例。此外，也允许通过股权产品等方式来为资本金募集资金，有助于缓解资本金压力。总体来看，我们预计未来几个月基建投资增幅可能小幅反弹至 5%。

消费方面，发改委上周在新闻发布会上表示将继续支持传统消费领域。传统消费领域将主要集中在取消汽车限购。此外，也将通过更多措施来鼓励升级需求，提高对电子产品的需求。

央行上周五突然在连续暂停公开市场操作 15 个工作日之后，意外进行了中期借贷便利 MLF 的操作，为市场注入 2000 亿 1 年期流动性。周一早上，央行再次意外下调 7 天逆回购利率 5 个基点。总体来看，这些操作显示央行政策的灵活性。

这也与周末公布的央行货币政策报告基调吻合。货币政策方面，未来的走势将主要取决于三个方面。第一，总量调控，央行将继续从上帝视角控制好流动性总阀门，使得货币供给和信贷增幅与名义 GDP 增幅匹配，因此央行将继续保持灵活来确保流动性合理充裕。第二，精准滴灌。在稳健货币政策框架下，继续通过定向措施来支持中小企业融资。第三，以我为主。虽然全球央行开启了新一轮降息周期，但是中国央行不太可能受到这些外部环境的影响，将继续以自己的节奏在增长和风险管理中寻找平衡。

贸易谈判方面，周末双方再次进行了建设性的交流。10 月中美重启贸易谈判时候，双方的交流也是建设性的。不过 5 个星期后继续建设性，显示双方分歧依然存在。这也增加了双方签署协议时间点的不确定性。

香港方面，第三季 GDP 终值按年收缩 2.9%，为自 2009 年以来首次录得同比下跌。根据政府数据显示，由于香港今年首三季 GDP 已经下跌 0.6%，这加上经济前景仍然不乐观，因此当局将 2019 年全年经济增长预测由原来的 0-1% 下调至 -1.3%。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。总括而言，我们认为今年全年经济将难逃负增长的“命运”。由于港元流动性趋紧，港元利率普遍录得上升。这主要因为阿里巴巴 IPO、季节性因素及对社会不稳定的忧虑。展望未来，即使阿

大中华地区一周回顾

18 November 2019

里巴巴 IPO 及月结因素消退，港元利率的下行空间亦可能较有限。因为其他季节性因素将陆续来临、对潜在资本外流风险及香港前景不明朗的忧虑升温以及虚拟银行将提供服务，以上因素可能导致流动性趋紧。因此，一个月及三个月港元拆息短期内可能企稳在 2% 的上方。**澳门方面**，第三季 GDP 连续第三季录得下跌。澳门经济疲软主要因为博彩业放慢令服务出口下跌。展望未来，我们预期澳门经济的下行走势将持续。总括而言，我们下调 2019 年全年 GDP 的预测至 -3%。尽管 9 月楼价录得环比上升，惟数据反映澳门楼市整体继续放慢。展望未来，我们预期澳门楼市在未来数月可能进一步放慢，楼价(年初至今上升 2.2%)在今年余下的时间可能按年下跌 1.5%。长期而言，楼市调整的幅度可能有限，主要因为供应不足可能持续。

大中华地区一周回顾

18 November 2019

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国央行周末公布了三季度货币政策执行报告。	- 在最新的报告中，虽然央行表示支持经济稳定的因素很多，但是央行也认可在全球不确定增加的背景下，经济下行风险依然在加强。因此央行将继续对风险保持警惕。 - 通胀方面，央行对结构性通胀以及 PPI 和 CPI 走势扩大形表示了担忧，但是依然认为没有导致通胀或者通缩持续的基础。 - 货币政策方面，未来的走势将主要取决于三个方面。第一，总量调控，央行将继续从上帝视角控制好流动性总阀门，使得货币供给和信贷增幅与名义 GDP 增幅匹配，因此央行将继续保持灵活来确保流动性合理充裕。第二，精准滴灌。在稳健货币政策框架下，继续通过定向措施来支持中小企业融资。第三，以我为主。虽然全球央行开启了新一轮降息周期，但是中国央行不太可能受到这些外部环境影响，将继续以自己的节奏在增长和风险管理中寻找平衡。
中国副总理刘鹤与美方周末再次就贸易谈判通电话。中方形容此次谈话内容是建设性的。	10 月中美刚重启贸易谈判时候，双方的交流也是建设性的。不过 5 个星期后继续建设性，显示双方分歧依然存在。这也增加了双方签署协议时间点的不确定性。
- 央行上周五突然在连续暂停公开市场操作 15 个工作日之后，意外进行了中期借贷便利 MLF 的操作，为市场注入 2000 亿 1 年期流动性。 - 周一早上，央行意外下调 7 天逆回购利率 5 个基点。	上周再次通过 MLF 注入流动性，显示央行政策灵活性，旨在抑制同业市场利率的上升。而今天早上进一步下调逆回购利率也显示央行旨在降低融资成本的决心。预计本月 20 日的 LPR 中间价将进一步下调，从而带动实体经济融资利率回落。
上周的国务院常务会议中，中国宣布下调基建项目最低资本金比例。	- 这是自 2015 年 9 月以来第一次下调资本金比例。近期基建投资增幅放缓显示融资方面的制约。 - 此外，也允许通过股权产品等方式来为资本金募集资金，这也同样有助于缓解资本金压力。总体来看，我们预计未来几个月基建投资增幅可能小幅反弹至 5%。
发改委上周在新闻发布会上表示将继续支持传统消费领域。	鉴于汽车消费占整体消费比重已经达到 30%，传统消费领域将主要集中在取消汽车限购。此外，也将通过更多措施来鼓励升级需求，提高对电子产品的需求。
上周，美元兑港元的现价回落至 7.83 的下方。港元利率普遍录得上升，主要因为港元流动性趋紧。具体而言，于 11 月 14 日，一个月及三个月港元拆息分别上升至 2.7514%(7 月初以来	港元流动性趋紧主要因为季节性因素。首先，报导指阿里巴巴于 11 月 15 至 20 日公开招股，集资超过 130 亿美元。新股将于 11 月 26 日正式上市。投资者为新股冻结资金做准备。其次，市场参与者为临近的季节性因素包括月

大中华地区一周回顾

18 November 2019

的新高)及 2.4269%(8 月初以来的新高)。	结及年结预留资金。此外，上周香港社会不稳定持续，加上警察与示威者发生激烈冲突，这深化市场对潜在资本外流及前景恶化的忧虑。因此，我们观察到远期流动性受到追捧，主要因为部分投资者担心香港局势进一步恶化而做准备。 ▪ 展望未来，即使阿里巴巴 IPO 及月结因素消退，港元利率的下行空间亦可能较有限。因为其他季节性因素将陆续来临(包括年结因素及来年一月的农历新年假期)、对潜在资本外流风险及香港前景不明朗的忧虑升温及虚拟银行最快可能在年底或明年初提供服务，以上因素可能导致流动性趋紧。因此，一个月及三个月港元拆息短期内可能企稳在 2% 的上方。美元兑港元的现价将在 7.82-7.84 的区间波动。
----------------------------------	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 中国 10 月主要经济数据都弱于市场预期。工业产出增幅放缓至 4.7%。固定资产投资也同样放缓至 5.2%。而零售销售则放缓至 7.2%。	▪ 10 月供需两组数据都出现放缓。其中供给方面，工业产出的回落受到采矿和制造业的拖累。 ▪ 需求方面，房地产投资和基建投资同时回落。不过从好的方面来看，制造业投资有筑底迹象。零售销售的放缓可能受双 11 节日之前，消费者延后消费的影响。 ▪ 展望未来，随着中国继续推出各种逆周期措施，我们预计基建投资可能反弹。虽然房地产投资将继续下滑，但制造业投资的走稳显示中国经济有望筑底。我们预计中国经济四季度依然将保持 6% 的增幅。
▪ 中国 10 月信用扩张同样放缓。	▪ 10 月信用扩张的放缓更多受季节性因素影响。不过，中长期贷款比重提高至 87.8%，显示贷款需求依然稳健。 ▪ 表外融资则继续收缩。
▪ 香港第三季 GDP 按年收缩 2.9%，为自 2009 年以来首次录得同比下跌。经季节性调整后按季比较，第三季实质 GDP 下跌 3.2%。根据政府数据显示，由于香港今年首三季 GDP 已经下跌 0.6%，这加上经济前景仍然不乐观，因此当局将 2019 年全年经济增长预测由原来的-0.1%下调至-1.3%。	▪ 外部因素方面，由于外需疲软及中美贸易风险持续发酵，商品出口按年下跌 7.1%。由于社会局势自六月份以来持续不稳定，这对本地的旅游业及零售业带来显著的冲击，因此服务出口的下跌恶化至-13.8%，为 2003 年以来最差的表现。 ▪ 内部因素方面，私人消费按年下跌 3.4%，为超过 10 年以来首次录得按年下跌。此外，固定资产投资按年显著大跌 16.3%。这可能因为市场对经济前景不明朗、贸易战风险及社会持续不稳定令消费及投资情绪受到打击。

大中华地区一周回顾

18 November 2019

	展望未来，自 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。总括而言，我们认为今年全年经济将难逃负增长的“命运”。
澳门第三季 GDP 连续第三季录得下跌，按年下滑 4.5%，反映澳门经济继续陷入衰退。	- 澳门经济疲软主要因为博彩业放慢令服务出口下跌(占总 GDP 的 81%)。服务出口连续第三季录得下跌，按年显著减少 4.7%。此外，固定资产投资继续按年下跌 8.5%。具体而言，私人投资按年大跌 21.9%，因为缺乏新大型娱乐项目正在动工。不过，公共投资按年显著反弹 84.3%。这有助舒缓固定资产投资的部分下行压力。此外，外部需求仍然疲弱，商品出口按年仅增长 0.5%。就正面因素而言，私人消费按年增长 2.8%。不过，市场对经济前景不明朗及裁员的忧虑升温，这料继续利淡消费情绪。 - 展望未来，我们预期澳门经济的下行走势将持续。首先，强澳门元、中国及亚洲经济放慢及香港社会持续不稳定衍生的负面溢出效应料继续损害澳门的博彩业及旅游业，从而拖累服务出口的表现。其次，经济前景不明朗及贸易战的忧虑可能打压消费及投资情绪。再者，由于缺乏新大型基建及娱乐项目正在动工，固定资产投资的增长可能有限。总括而言，我们下调 2019 年全年 GDP 的预测至-3%。
澳门 9 月平均房屋价格按年下跌 3.2%(或按月上 1.2%)至 103,436 澳门元/平方米。尽管如此，9 月新批住宅按揭贷款连续第八个月录得下跌，按年减少 61.5%至 37.2 亿澳门元，同期房屋成交量连续第四个月下跌至 550 宗。	- 尽管楼价录得环比上升，惟数据反映澳门楼市整体继续放慢。这可能因为数项不明朗因素，包括对经济前景不明朗及裁员的忧虑升温、香港社会不稳定为澳门楼市带来负面的溢出效应及金融市场波动令财富效应减弱。此外，房屋调控措施继续打压投机的需求。9 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减少至 2.71%。而政府为本地首置买家(占总买家比例的 81%)提供的支持措施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进一步放慢，楼价(年初至今上升 2.2%)在今年余下的时间可能按年下跌 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，今年首三季，新屋动工量继续按年减少 79%至 311 宗，这或意味房屋供求失衡的情况将持续。不过，正面因

大中华地区一周回顾

18 November 2019

	素而言，9 月房屋落成量增加 1850 伙，这可能有助舒缓楼市供应紧张的部分短期压力。我们将关注澳门新政府如何解决房屋供应短缺的问题。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
美元人民币上周在 7 以上小幅盘整。市场等待来自贸易谈判更多信号。	人民币短期内的走势将完全取决于贸易谈判的发展，尤其是是否会取消之前的关税以及取消的规模多大。

大中华地区一周回顾

18 November 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