

大中华地区一周回顾

21 October 2019

摘要

谢栋铭
Xied@ocbc.com

李若凡
Carierli@ocbcwh.com

中国三季度经济进一步下滑至 6%，创下 1992 年以来最弱季度增幅。不过，我们看到经济数据中有不少亮点。第一，房地产市场韧性依然很足。第二，制造业有触底迹象。第三，基建投资开始重新加速。显示积极财政政策开始产生效果。再结合四季度的基数效应，我们预计四季度经济增幅将有望保持在 6%。

通胀压力和通缩压力并存。我们预计明年 1 月受翘尾因素和猪肉价格影响，消费者物价指数将上探 4%。消费者物价指数上涨，也为货币政策创造了复杂的环境。

来自于贸易战停火、基数效应以及制造业可能触底和基建投资重新加速等利好消息可能将给与央行更多理由采取观望措施。

贸易战方面，中国商务部发言人确认中国希望与美国尽早达成协议，不过他也表示希望尽早取消所有的额外关税。虽然中国在第一阶段协议中有所妥协。不过，通往最终协议的条件并没有改变。完全取消所有协议依然是实现最终协议的先决条件。

香港方面，市场重点关注两大话题。**第一，2019 年施政报告**。该报告的重点包括房屋、土地供应、改善民生及经济发展。短期内，政府对首次置业人士放宽按揭保险措施，可能释放一些积压的需求，从而带动售价介乎 500-1000 万港元的房屋成交量和成交价反弹。未来数月内，虽然楼市依然面临多项不明朗因素，但全年楼价或仍能录得最多 5% 的升幅。长远而言，楼市的走势则主要取决于香港经济前景、劳动力市场前景及公营房屋的供应量。另一方面，为了减轻居民和中小企的财政负担，政府继 8 月份推出一次性纾困措施后，于施政报告中宣布更多支持政策。这些措施加上中美贸易谈判进展乐观，以及全球央行放宽政策，或有助减轻未来数季本地经济的下行压力。因此，尽管一些倍受近期社会动荡影响的行业之失业率料在未来数月内进一步上升，整体失业率（三季度维持于 2.9% 不变）作为一个滞后的经济指标，或在未来一年内仅缓慢地上升至 3% 及 3.1% 的水平。**第二，香港金管局将逆周期缓冲资本比率由 2.5% 下调至 2%**，并称此举可以让银行释放约 2000-3000 亿港元的额外放贷额度。不过，在营商环境恶化的情况下，银行对中小企的偿债能力难免感到担忧，因此金管局此举未必能够帮助所有中小企，但可能有助改善港元流动性。再加上目前尚未出现资金大规模外流迹象，且暂时没有季节性因素和大型 IPO，因此一个月和三个月港元拆息纷纷回落。然而，在银行业总结余较少，

大中华地区一周回顾

21 October 2019

且银行体系流动性分布不均的情况下，多项因素包括资金外流担忧（消息指美国参议员可能最快本周对香港相关法案进行投票表决）、虚拟银行即将推出业务、年结效应及潜在 IPO 料继续限制港元拆息的跌幅。

大中华地区一周回顾

21 October 2019

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国商务部发言人确认中国希望与美国尽早达成协议，不过他也表示希望尽早取消所有的额外关税。此外，李克强总理则重申将公平对待在华投资的外国公司，以及对知识产权的保护。 	<ul style="list-style-type: none"> 虽然中国在第一阶段协议中有所妥协。不过，通往最终协议的条件并没有改变。完全取消所有协议依然是实现最终协议的先决条件。
<ul style="list-style-type: none"> 中国副总理韩正周末表示将通过下调关税和取消非关税壁垒为跨国企业创建一个更好的企业条件。 	<ul style="list-style-type: none"> 这显示中国的开放态度并没有被近期贸易战的升级所打乱。
<ul style="list-style-type: none"> 中国央行行长易纲对国际货币基金组织再次延缓额度改革感到失望。 	<ul style="list-style-type: none"> 美国占 16.5%，依然对重大议题拥有一票否决权。新兴市场国家额度远低于目前的经济规模将会继续成为未来国际货币基金组织改革的焦点。
<ul style="list-style-type: none"> 中国上周为市场注入 2300 亿流动性，包括 2000 亿元 1 年期 MLF。 	<ul style="list-style-type: none"> MLF 利率依然保持不变，显示央行稳健货币政策基调不变。市场将关注周一早上的 LPR 利率中间价。 MLF 操作增加有利于为市场增加长期流动性。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 2019 年施政报告的重点包括房屋、土地供应、改善民生及经济发展。 	<ul style="list-style-type: none"> 具体而言，政府争取增加公共房屋供应及放宽对私楼市场首次置业人士的按揭保险楼价上限。此外，政府将大幅增加过渡性房屋供应，运用《收回土地条例》收回三类私人土地，发展公营房屋及“港人首次置业”先导项目，以及公布“土地共享先导计划”拟议框架，并预期在 2020 年年初起接受申请。 短期内，市场对借贷成本逐步下滑的预期及政府放宽按揭保险措施，可能缓和楼市近期的回调。我们预期售价介乎 500-1000 万港元的房屋成交量（占总成交量 58%）将有所反弹。今年以来，地产商为了赶在空置税实施前推出新盘，而为买家提供折扣优惠。如今，政府放宽按揭保险措施，或使地产商在推出货尾时削减优惠。而二手房屋业主也可能不再下调售价。因此，未来数月内，虽然楼市依然面临多项不明朗因素，但全年楼价（年初至 8 月份上升 8.5%）或仍能录得最多 5% 的升幅。长远而言，楼市的走势则主要取决于香港经济前景、劳动力市场前景及公营房屋的供应量。 从好的方面来看，房地产及基建项目的建设将转化为中期固定资产投资的增长，从而有助舒缓外部风险因素对香港经济带来的冲击。 在经济前景转差的情况下，政府计划加大对中小企，以及航运和物流业的支持。此外，政府继续聚焦创新及科技的

大中华地区一周回顾

21 October 2019

	<p>发展，以推动经济多元化发展。最后，在经济及劳动力市场前景不明朗的情况下，为了减轻家庭尤其是低收入家庭的财政压力，政府继 8 月份推出一次性纾困措施后，于施政报告中宣布更多支持政策。这些措施加上中美贸易谈判进展乐观，以及全球央行放宽政策，或有助减轻未来数季本地经济的下行压力。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 随着政府推出一系列纾困措施，当局可能自 2003-04 财年以来首见财政赤字。不过，这对雄厚的财政储备（2018-19 年达 1.17 万亿港元，占 GDP 超过 40%）影响有限。因此，我们预期政府将继续在 2020-21 财年推出财政刺激政策，以提振经济。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 10 月 14 日，香港金管局将逆周期缓冲资本比率由 2.5% 下调至 2%，即时生效。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 金管局称假设银行贷款组合结构基本不变，此举可以让银行释放约 2000-3000 亿港元的额外放贷额度，旨在减轻经济前景不明朗及银行风险偏好转差为中小企业造成的融资压力。 ▪ 根据金管局，逆周期缓冲资本（CCyB）是《巴塞尔协定三》监管资本架构的一部分。这是为应对信贷增长过度时期系统性风险显著增加而积存额外资本的机制；当信贷周期逆转后，这些缓冲资本可被释放来吸收亏损，使银行体系在随后的下行周期仍可继续提供借款。 ▪ 在过去几年美联储的加息周期期间，港元利率逐步上升，同时经济增长稳健亦促使信贷快速增长。因此，为了提前防范银行可能面临的信贷风险，金管局逐步将逆周期缓冲资本比率由 0.625%（2016 年 1 月 1 日起生效）上调至 2.5%（2019 年 1 月 1 日起生效）。近期，全球主要央行包括美联储开始下调利率，而香港经济环境转差亦开始削弱本地贷款需求。因此，金管局下调逆周期缓冲资本比率，以鼓励银行为本地经济提供支持。 ▪ 事实上，近期银行体系的融资成本持续高企，8 月港元贷存比率上升至 2002 年 4 月以来最高的 90.1%，而 8 月港元活期及储蓄存款占总港元存款的比例亦下降至 2009 年 1 月以来最低的 55.6%。因此，银行在批出新贷款时立场渐趋审慎。金管局此举可能有助改善港元流动性，从而提振银行的风险偏好。然而，银行依然未必轻易增加对中小企业的信贷投放，毕竟在当前营商环境恶化的情况下，银行需要慎重评估中小企的还债能力。换言之，一些面临短期资金周转问题而长期经营前景乐观的企业包括中小企，或才能够受惠于金管局的举措。

大中华地区一周回顾

21 October 2019

<ul style="list-style-type: none"> 一个月和三个月港元拆息由上周一的 1.73%和 2.23%分别回落至上周五的 1.56%和 2.13%。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于市场预期金管局下调逆周期缓冲资本比率的举措将有助港元流动性转趋宽松，因此港元利率有所回落。另外，目前尚未出现资金大规模外流迹象，且暂时没有季节性因素和大型 IPO，因此港元资金的紧张状况亦有所缓和 然而，上周二美国众议院通过了香港相关法案包括“香港人权及民主法案”，且消息指参议院可能最快于本周就这些法案进行投票表决。这似乎再度推升市场对资金外流的担忧，并限制了美元/港元远期点子的下行空间。在银行业总结余较少，且银行体系流动性分布不均的情况下，多项因素包括资金外流担忧、虚拟银行加剧竞争、年结效应及潜在 IPO 料继续限制港元拆息的跌幅。我们维持短期内一个月和三个月港元拆息分别于 1.5%和 2%找到支持的预期。因此，即使流动性宽松可能支持美元/港元站稳在 7.84 上方，也应该不会在短期内触碰 7.85。
<ul style="list-style-type: none"> 香港：除了推出一系列措施支持中小企的融资需求之外，金管局还设立了银行业中小企贷款协调机制 	<ul style="list-style-type: none"> 在上周举行的首次会议上，金管局澄清如果借款人贷款出现短暂逾期，银行主动修订还款条件提供支援，而经修订后的还款条件属于“商业性”，例如不涉及削减本金，而且适用利率不大幅低于同类贷款当前的市场利率，则这类贷款一般不属于“重组贷款”，银行毋须因此而把贷款界定为不良贷款并作出拨备。 对于“重组贷款”定义的澄清，似乎稍微提振了银行对中小企放贷的信心。然而，除非经济前景明显改善，否则我们认为银行短期内依然更倾向于为一些经营前景乐观及基本面强劲的中小企提供贷款。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国三季度 GDP 增幅略低于市场预期，放缓至 6%。 	<ul style="list-style-type: none"> 分类数据有不少亮点。 第一个亮点就是，房地产市场韧性依然很足。1-9 月房地产投资同比增长 10.5%，继续保持两位数增长。并未受购地回落和房地产调控冲击。鉴于购地一般领先房地产投资 6-12 个月，我们依然认为房地产投资最终会走弱。不过西部和中部地区的地产投资弥补了调控最强的东部地区的放缓。此外，贷款数据中居民部门中长期贷款增长加速也显示房地产需求依然稳健。 第二个亮点来自于制造业。9 月制造业产出增幅反弹，同比增长 5.6%。这与月初公布的制造业采购经理人指数趋势

大中华地区一周回顾

21 October 2019

	<p>相似。制造业的走稳主要受益于今年以来包括减税降费等财政政策的支持。不过制造业投资依然低迷，1-9月增幅放缓至2.5%，是该数据2004年有记录以来的最低增幅，显示中美贸易战带来的不确定性影响了企业长期投资计划。但是对高科技制造业企业的投资同比增长保持强劲，1-9月增长12.6%。由于高科技制造业企业利润对外部环境敏感度较低，我们认为对高科技企业的投资将保持强势，这将会制造业带来底部支持。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 第三个亮点，基建投资开始重新加速。显示积极财政政策开始产生效果。当然这里关键问题是财政的能力上，尤其是地方层面。从好的方面来看，近期中国的政策还是比较一致的，即扩大地方财政的收入渠道。这有利于地方政府在经济放缓以及不依赖于土地财政大背景下更好支持经济。 ▪ 展望未来，房地产的韧性，制造业的触底以及基建的重新加速将会帮助中国对冲外部不确定因素对经济的影响。此外，四季度相对较低的基数也是一个利好的因素。我们预期四季度经济增幅有望保持在6%。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国9月消费者物价指数同比上涨3%，自2013年11月以来首次破三。 ▪ 生产者物价指数则同比下滑1.2%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 消费者物价指数的上升主要受猪肉价格上涨影响。消费者物价指数中猪肉分享8月和9月分别环比上涨19.7%和23.1%。消费者物价指数中0.9%环比增幅中，0.65%来自于猪肉价格。 ▪ 鉴于10月上半月猪肉价格进一步上涨，因此，猪肉价格对消费者物价指数的压力将持续。不过除去猪肉价格，非猪肉通胀压力则相对温和。不包括食物和能源的通胀率同比仅增长1.5%，这也是2016年4月以来的低点。而服务通胀环比下滑0.1%。再结合生产者物价指数，目前中国通胀压力和通缩压力并存。 ▪ 这使得中国货币政策环境面临复杂局面。通胀率的上涨可能将给与中国央行更多理由保持稳健货币政策。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 尽管经济增长放慢，香港第三季失业率依然维持在2.9%水平不变。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 零售、住宿及膳食服务业的失业率上升至逾两年高位的4.9%，因为社会活动持续，为零售、酒店及餐饮行业造成重大冲击。由于社会动荡尚未有结束的迹象，这些行业的经营状况可能进一步恶化，而失业率亦可能继续上升。相反，尽管中美贸易战在8月再度升级，但贸易业的失业率维持在2.4%不变。10月初，中美达成第一阶段贸易协议。这叠加全球央行放宽政策，能否改善外需，从而减轻香港贸易业的下行压力，值得密切关注。在确认前景进一步恶

大中华地区一周回顾

21 October 2019

	<p>化之前，贸易业的雇主应该不会大幅推升该行业的失业率。至于金融、保险、地产、专业及商用服务业，失业率更下降至 2.1%，这可能是由于社会不稳定对该行业的影响有限。近期，全球风险情绪改善，加上本地政府推出的财政刺激政策，或有助支持金融及地产业。因此，金融业的就业状况可能维持稳健。总括而言，我们预计一些倍受近期社会动荡影响的行业之失业率将在未来数月内进一步上升。同时，在经济前景不明朗的情况下，整体招募情绪可能逐渐转弱。不过，作为一个滞后的经济指标，整体失业率或在未来一年内仅缓慢地上升至 3% 及 3.1% 的水平。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门三季度连跌第三个季度，按年跌 4.1%，为 2016 年二季度以来最大跌幅。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 这主要时因为中场收入（按年续升 18.7%）的稳健增长未能抵消疲软的贵宾厅收入（按年续跌 22.5%）。受惠于基建改善，旅游活动持续增长，伴随着入境旅客在 7-8 月期间按年增加 11.1%。这因此支持博彩业的中场业务。再加上中国经济增速放缓、人民币转弱及反洗钱政策导致贵宾博彩需求显著收缩，贵宾厅博彩收入占博彩业毛收入的比重进一步下跌至有记录以来最低的 43.9%。 ▪ 尽管赌场经营者过去几年推动赌场业务多元化发展的策略开始出现成果，但中场业务似乎无法带动博彩业重见过去的光辉。这背后的原因可能时休闲赌客的投注额较低。展望未来，十一黄金周期间入境旅客总人数及大陆旅客人数分别按年上升 11.5% 和 9.4%。这可能为四季度起了个好头。然而，我们担忧强澳门元、全球经济增速放慢，以及香港社会动荡带来的溢出效应将拖慢旅游业的增长。因此，我们预计中场收入的增长可能在四季度下滑，而贵宾厅的博彩收入亦可能继续下滑。总括而言，我们预计 2019 年博彩业毛收入将下跌 2% 左右。

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 在全球美元走弱的背景下，人民币表现弱于其主要贸易伙伴。人民币指数重新下滑至 91。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 人民币低迷的表现显示市场对贸易谈判的进展依然保持谨慎。短期内人民币将继续依据美元走势来交易。

大中华地区一周回顾

21 October 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