

## 大中华地区一周回顾

25 November 2019

### 摘要

谢栋铭

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

李若凡

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

中国市场上周开盘风险情绪大涨，周一和周二连续两个交易日股债双牛，主要受利率回落支持。央行周一意外四年来首次下调 7 天逆回购利率，随后又如预期下调 LPR 定价。

不过风险情绪周三在美国参议院隔夜通过香港人权法案后逆转。鉴于美国不会立即改变香港的特殊地位，该法案对香港和中国的直接影响并不大。不过市场担心中国的报复可能使得贸易谈判前景更为复杂。

受贸易谈判缺乏进展影响，人民币上周小幅走弱。不过鉴于香港人权法案等一系列事件很难定价，市场虽有小幅波动，但并没有出现剧烈震荡。

展望未来，逆周期或许将成为中国政策导向的关键词。财政依然将在逆周期中扮演主要角色，尤其是通过地方政府专项债发行等。货币政策方面，信贷窗口指导或许将成为新的逆周期措施。此外，我们也认为中国也将继续通过降准以及下调银行间利率来降低实体经济融资成本。

央行货币政策委员会委员马骏关于地方政府应该被给以空间来因地制宜制定地产政策引起了市场的关注。结合央行在三季度货币政策报告中没有提到“房住不炒”以及上周下调了 5 年期 LPR 利率，这也给了市场希望中国可能微调房地产市场从而缓解经济尾部风险。

数据方面，中国基本完成第四次全国经济普查结果。最新公布的 2018 年 GDP 名义规模上调 1.897 万亿元，增幅 2.1%，至 91.93 万亿元。虽然普查的主要目的是了解经济结构，摸清家底，但是市场的焦点往往放在过往实际 GDP 的修正上，估计这些调整将在 12 月公布。

中国周日公布了关于强化知识产权保护的意见全文。最新目标显示中国力争到 2025 年，知识产权保护社会满意度达到并保持高水平。此外，中国也将加大对违反知识产权保护的处罚，除了提高罚款赔偿上限以及民事司法保护等，也将加大行事打击力度。

**香港方面**，反建制运动在周日的区议会选举中获得大胜。这或许将给特区政府带来更多压力。从好的方面来看，这或许会使香港从暴力活动中暂时获得喘息机会。数据方面，8 月至 10 月失业率上升至 3.1%，为 2017 年 10 月以来最高。具体而言，零售、住宿及膳食服务业的失业率上升至 5%，为 2017 年初以来最高的水平。持续的社会不稳定为零售、酒店及餐饮行业造成重大冲击，从而令以上行业的招募情绪转弱。展望未来，我们并不排除失业率在未来数月进

## 大中华地区一周回顾

25 November 2019

一步上升的可能性。首先，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。其次，市场对贸易风险的忧虑未消退，贸易业的就业情况或仍然不稳定。美国参议院一致通过香港人权及民主法案。隔日，美国众议院以 417 票支持 1 票反对大比数通过采用参议院版本的香港人权法，并将交予美国总统特朗普签署生效成为正式法律。美国总统将有 10 天时间考虑接纳或行使否决权。短期内，香港人权及民主法案对香港经济的短期影响有限。我们认为中美贸易谈判持续进行，即使法案获得通过，美国国务卿就香港自主度的评估，或不会轻易改变香港特别关税区的地位，以免影响中美关系改善。此外，我们关注这会否形成连锁效应，驱使美国盟友包括欧盟、英国、加拿大及日本等国家，采取类似行动重新审视与香港的关系。澳门方面，澳门 10 月访客人数按年增长 1.76% 至 3,209,751 人，主要是受惠于黄金周假期。简而言之，我们预期未来数月过夜旅客人数将维持强劲的增长。不过，受中国经济增速放慢、澳门元偏强及香港社会事件产生的负面溢出效应影响，澳门入境旅客人数的增长可能维持温和。这或进一步拖累餐饮业、零售业及博彩业的表现。

## 大中华地区一周回顾

25 November 2019

### 事件和市场热点

| 事件                                                                                                                                                                         | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>央行 18 日下调 7 天逆回购利率 5 个基点，是 2015 年 10 月以来的首次下调。</li> </ul>                                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>近期一系列操作包括公开市场利率下调以及流动性注入显示中国加强了逆周期调控。</li> <li>虽然中国多次重申稳健货币政策框架，但是对逆周期措施的依赖上升显示央行在货币政策上依然保持灵活。我们认为未来央行依然可能通过降准等方式来实现降低融资成本的目标。不过，我们并不信服中国已经进入降息周期。</li> </ul>                               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国在 20 日的月度定价中下调了 1 年期和 5 年期 LPR 利率。</li> </ul>                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>1 年期 LPR 定价的下滑与市场预期一致。不过市场的焦点主要集中在 5 年期 LPR 定价的下滑。毕竟这是过去三个月来首次下调 5 年期利率，而 5 年期利率走势很大程度与政府对房地产态度有关。</li> <li>结合央行在三季度货币政策报告中没有提到“房住不炒”，这也给了市场希望中国可能微调房地产市场从而缓解经济尾部风险。</li> </ul>             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>央行行长易纲上周表示将加大逆周期措施来支持经济。而央行货币政策委员会委员马骏则表示地方政府应该被给以空间来因地制宜制定地产政策。</li> <li>此外，央行上周也与各大行召开了信贷会议，通过加强信贷支持降低实体经济融资成本。</li> </ul>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>在全球不确定因素上升以及中国坚持稳健货币政策的大环境下，未来一段时期，逆周期或许将成为中国政策导向的关键词。</li> <li>财政依然将在逆周期中扮演主要角色，尤其是通过地方政府专项债发行等。货币政策方面，信贷窗口指导或许将成为新的逆周期措施。此外，我们也认为中国也将继续通过降准以及下调银行间利率来降低实体经济融资成本。</li> </ul>               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周贸易谈判进展一波三折。周三特朗普总统表示中国的态度还未到他想要看到的程度。</li> <li>不过周四媒体爆出刘鹤副总理对贸易协议保持谨慎乐观。</li> <li>而周五习近平主席也表示中国想要在互相平等和尊重的前提下达成第一阶段协议。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>虽然近期中美贸易谈判前景被香港人权法案复杂化，不过我们依然认为双方依然愿意做出妥协，从而使我们相信达成第一阶段协议的概率依然较高。</li> </ul>                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国周日公布了关于强化知识产权保护的意见全文。</li> </ul>                                                                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>新的意见全文涵盖了 7 个领域包括总体要求，确立知识产权的政策导向，加强社会监督，优化协作，健全国际沟通和协作，加强基础建设支撑以及确保实施力度等。</li> <li>最新目标显示中国力争到 2025 年，知识产权保护社会满意度达到并保持高水平。此外，中国也将加大对违反知识产权保护的处罚，除了提高罚款赔偿上限以及民事司法保护等，也将加大行事打击力度。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周，美元兑港元的现价在 7.83 的下方盘整。在阿里巴巴新股集资的效应过后，港元利率回</li> </ul>                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，我们预期当阿里巴巴新股集资的效应消退后，港元利率可能继续回调。不过，港元利率进一步下行的幅</li> </ul>                                                                                                                               |

## 大中华地区一周回顾

25 November 2019

|                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>调。显著地，于 11 月 15 日至 22 日期间，一个月港元拆息连续第六个交易日下跌至 2.1153%。此外，尽管香港局势持续不稳定，惟这对市场的情绪影响较少，恒生指数于上周仍然增长 0.5% 至 26595 点。</p>                                           | <p>度可能有限，尤其是期限较短的流动性(一星期至一个月)。由于月结因素及 12 月的年结因素临近，当市场参与者为以上因素预留资金做准备时，港元流动性可能再度趋紧。这加上虚拟银行将提供服务(最快可能在年底或明年初)及对香港局势及前景不明朗的忧虑，港元利率或维持震荡上行的走势。简而言之，一个月及三个月港元拆息短期内料分别在 2% 及 2.1% 找到较强的支持。而美元兑港元的现价或继续维持在 7.82-7.84 的区间波动。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>美国参议院一致通过香港人权及民主法案。隔日，美国众议院以 417 票支持 1 票反对大比数通过采用参议院版本的香港人权法，并将交予美国总统特朗普签署生效成为正式法律。美国总统将有 10 天时间考虑接纳或行使否决权。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>未来将会有三种主要可能性，分别是 1) 若美国总统否决相关草案并提供足够理据，法案将返回国会重新审议。若议案最终仍获国会三分二大多数支持，这将推翻总统的否决权。由于两院几乎以全票支持的情况通过法案，国会或可以推翻总统的否决权。2) 如果国会在这 10 天内停止运作或休会，法案在 10 天后被技术上称为遭到“袋口否决”(pocket veto)。3) 若国会正常运作，即使美国总统在 10 天内未有签署法案，在 10 天期限过后法案将自动生效成为法律。或者总统直接签署相关法案，使其正式生效为法律。根据近期报导，尽管中国对此表达强烈的不满，市场普遍认为特朗普将会签署相关法案。</li> <li>在参议院版本的框架下，美国国务卿将需要每年至少提交一份报告证明香港是否仍然拥有足够的自治权，以符合美国给予香港作为独立关税区地位及金融业特殊待遇的要求。此外，法案亦将授权对损害香港人权的个别人士及官员作出制裁包括资产冻结及入境限制。</li> <li>短期内，香港人权及民主法案对香港经济的短期影响有限。我们认为中美贸易谈判持续进行，即使法案获得通过，美国国务卿就香港自主度的评估，或不会轻易改变香港特别关税区的地位，以免影响中美关系改善。此外，我们关注这会否形成连锁效应，驱使美国盟友包括欧盟、英国、加拿大及日本等国家，采取类似行动重新审视与香港的关系。事实上，报导指英国将在脱欧后实施针对违反人权的马格尼茨基法案。</li> </ul> |

### 主要经济数据

| 事件                                                                                                     | 华侨银行观点                                                                                                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国基本完成第四次全国经济普查结果。最新公布的 2018 年 GDP 名义规模上调 1.897 万亿元，</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国的全国经济普查每 5 年在尾数逢 3 和 8 的年份进行。本轮的第四次经济普查由 2018 年开始。根据统计局发布会</li> </ul> |

## 大中华地区一周回顾

25 November 2019

|                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>增幅 2.1%，至 91.93 万亿元。第三产业占 GDP 比重上调 1.1%至 53.3%，而第一产业和第二产业比重分别下滑 0.2%和 1%至 7%和 39.7%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过过去几年实际 GDP 增幅调整尚未公布，估计可能在 12 月公布。</li> </ul>                                                           | <p>共有 160 万人参与了调查，共普查了 1 亿多对象，摸清中国的家底。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 虽然普查的主要目的是了解经济结构，摸清家底，但是市场的焦点往往放在过往 GDP 的修正上。尤其是 2020 年是中国收入翻番目标的最后一年。传统的观点认为，如果 2019 年 GDP 如预期增长 6.1%的话，那意味着为了实现目标 2020 年经济增长需要增长 6.2%左右。在当前全球不确定因素上升的大背景下并不容易实现。不过，如果过去几年增幅被小幅上调的话，那也意味着 2020 年增长压力将减少。</li> <li>▪ 在第三次经济普查的时候，2009 年到 2013 年平均经济增幅小幅增长 0.1%。而市场也将关注此次普查是否会有类似的结果和效果。</li> </ul>                                                           |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 8 月至 10 月失业率上升至 3.1%，为 2017 年 10 月以来首次录得。</li> </ul>                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 具体而言，零售、住宿及膳食服务业的失业率上升至 5%，为 2017 年初以来最高的水平。持续的社会不稳定为零售、酒店及餐饮行业造成重大冲击，从而令以上行业的招募情绪转弱。此外，金融业的失业率上升至 2.2%。由于外部及本地风险因素充斥，对经济前景不明朗的忧虑升温，令金融业的招聘活动转趋审慎。就正面因素而言，贸易业的失业率下降至 2.3%。市场对中美短期内或达成第一阶段贸易协议的乐观憧憬，有助收复部分投资及营商的信心，从而提振对劳动力的需求。</li> <li>▪ 展望未来，我们并不排除失业率在未来数月进一步上升的可能性。首先，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。其次，市场对贸易风险的忧虑未消退，贸易业的就业情况或仍然不稳定。再者，由于市场忧虑香港经济前景或恶化，劳动力市场的整体招聘情绪可能仍然较弱。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 10 月访客人数按年增长 1.76%至 3,209,751 人，主要是受惠于黄金周假期。具体而言，不过夜旅客(按年增长 8.13%)依然是主要的增长来源。不过，同期留宿旅客连续第四个月录得下跌，按年减少 4.84%至 1,474,919 人。因此，不过夜旅客占总旅客人数的比例由上月的 50.2%反弹至 54%，而平均旅客逗留的时间减少 0.1 日至 1.2 日。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 具体而言，按旅客的来源地方分类，来自香港旅客的增长维持稳健，按年增长 11.5%，而来自中国内地旅客人数的增长则放慢至 1.5%。其中，通过陆路访澳的旅客人数按年增长 21.6%，而其中超过 14%的旅客是通过港珠澳大桥到访澳门。</li> <li>▪ 数据反映基建改善继续为澳门的旅游业提供支持，其中不过夜旅客人数持续录得强劲的增长。此外，香港社会持续不稳定，这亦驱使部分旅客转到澳门旅游。不过，由于留宿成本高企及缺乏新大型娱乐项目落成，这继续削弱旅客留宿澳门的诱因。</li> </ul>                                                                                                                                                  |

## 大中华地区一周回顾

25 November 2019

|  |                                                                                                                                                             |
|--|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>简而言之，我们预期未来数月过夜旅客人数将维持强劲的增长。不过，受中国经济增速放慢、澳门元偏强及香港社会事件产生的负面溢出效应影响，澳门入境旅客人数的增长可能维持温和。这或进一步拖累餐饮业、零售业及博彩业的表现。</li> </ul> |
|--|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

| 人民币                                                                   |                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                    | 华侨银行观点                                                                                                                        |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>人民币上周对美元和一篮子货币小幅走弱。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>人民币的走弱主要受对贸易协议没有进展的担忧影响。</li> <li>不过鉴于香港人权法案等一系列事件很难定价，市场虽有小幅波动，但并没有出现剧烈震荡。</li> </ul> |

## 大中华地区一周回顾

25 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