

**摘要：**

中美贸易谈判有所进展，中国副谈判代表上周前往美国进行 10 月会议的前期协商。全球风险情绪对中美贸易谈判依然较为敏感。周五受中国取消访问美国农场的新闻影响，美国股市收低。

虽然中国周末已经否认这和贸易战有关，特朗普总统对于过渡协议态度的不断转变可能会继续抑制本周市场的风险情绪。特朗普总统周五表示他希望能达成一个全面的协议，这与一周前考虑过渡协议的态度出现了转变。

对中国经济走弱的担忧以及中国不愿意大规模推出刺激货币政策的態度超过了中美贸易谈判发展，成为上周驱动市场情绪的主要因素，上周中国股债汇分别走低。中国央行上周续作了 MLF，但是保持利率不变。尽管降准和 MLF 同时注入流动性显示中国对支持经济的灵活性，但是尚不足满足市场要求进一步宽松的希望。

从好的方面来看，9 月 1 年期 LPR 利率再降 5 个基点，受益于信用溢价的收窄。不过，5 年期利率保持不变显示中国不会使用房地产来短期刺激经济的决心。

**香港方面**，穆迪跟随惠誉下调香港长期信贷评级展望至“负面”，同时维持 Aa2 的长期信贷评级不变。就此看来，标普也有可能跟着下调香港的评级展望。不过，由于 2017 年穆迪及标普已曾下调香港信贷评级，除非香港作为稳定及安全营商中心的地位（拥有独立关税地区及独立法律体系）出现结构性变化，否则这两家评级机构应该不会在短时期内再度调低香港评级。国际清算银行的最新报告显示，2019 年 4 月香港日均外汇成交量较 2016 年同期增长 45%至 6320 亿美元。这使得香港成为继新加坡后亚洲第二大的外汇中心。由此可见，过去几年来香港国际金融中心的地位不断巩固。该地位应该不会轻易受到近期风险因素的冲击。香港外汇储备维持充裕、港元保持相对稳定，以及恒生指数由 8 月低位反弹，也反映出近期本地社会事件对金融业的影响较轻微。因此，即使社会事件及中美贸易战可能令香港第三季经济陷入技术性衰退，我们仍相信这不会冲击香港的长期展望。其他方面，由于近期内外风险对各个行业的影响不尽相同，而即使备受冲击的行业出于成本考虑也更倾向于给员工放无薪假，因此整体失业率（6-8 月失业率持平于 2.9%）可能仅渐进地上升。尽管如此，关于裁员的担忧日益升温，可能进一步削弱本地消费情绪及房屋需求。最后，金管局紧跟美联储步伐下调基础利率 25 个基点，惟融资成本高企及按揭业务息差受压，令商业银行再度选择按兵不动。

**事件和市场热点**

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周中国市场风险情绪恶化，尽管贸易谈判继续有利好传出，但是中国股债汇三杀，同时走弱。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 贸易战新闻暂时退居二线。</li> <li>▪ 上周市场出现的一个新变量是经济数据的走弱。通常来说，经济数据对市场的影响往往比较短期，因为市场对中国政府实现其目标的能力并没有质疑。不过这次市场情绪出现微妙变化，市场担心的背后主要有四个原因。</li> <li>▪ 第一，贸易战对中国经济的影响显然更为明显，尤其是通过制造业产出和投资数据来判断。而更令市场担心的是，中国经济和世界经济再次出现分歧，尤其是最近在全球经济有企稳迹象的时候，中国经济数据却出现加速下滑。</li> <li>▪ 第二，8 月高频数据和月度数据的分歧也令市场困惑。背后是否有技术性因素也值得关注。</li> <li>▪ 第三，经济前景依然疲弱。尤其是今年 9 月为了准备 70</li> </ul>

	<p>周年国庆大庆，部分企业提前停产可能会继续对经济数据带来压力。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 第四，央行不情愿降低 MLF 利率也同样影响了市场情绪。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央行上周通过续作 1 年期 MLF，对市场注入额外的 2000 亿元流动性。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 此次 2000 亿元流动性注入超过我们的预期。在降准生效后一天通过 MLF 注入额外流动性可能是对经济数据不佳的回应。这也是中国的支持经济增长上依然保持灵活。</li> <li>▪ 中国可能会继续在 MLF 利率上保持定力来维持稳健货币政策框架。不过近期降准和 MLF 的同时使用依然显示中国稳定市场的意图。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 1 年期 LPR 定价下降 5 个基点至 4.2%，而 5 年期 LPR 利率则保持在 4.85% 不变。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 年期利率的回落体现了信用溢价的回落。不过目前中国的货币政策宽松依然处在稳健货币政策框架中。5 年期利率保持不变显示中国不会使用房地产来短期刺激经济的决心。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中美贸易谈判有所进展，中国副谈判代表上周前往美国进行 10 月会议的前期协商。</li> <li>▪ 美国贸易代表处上周五表示协商是有效果的，并期待 10 月的谈判。而中国商务部也表示上周的谈判具有建设性。</li> <li>▪ 此外，美国再次公布了免税清单，将免去 400 多种商品的关税。</li> <li>▪ 不过，关于中国临时取消美国农场的访问引起了市场关注。周末中国农业部发言人否认了行程的变化与贸易谈判有关。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 全球风险情绪对中美贸易谈判依然较为敏感。周五受中国取消访问美国农场的新闻影响，美国股市收低。</li> <li>▪ 虽然中国周末已经否认这和贸易战有关，但是预计市场将继续对贸易战新闻保持敏感，而近期的焦点将转移到双方是否愿意达成过渡协议。</li> <li>▪ 特朗普总统对于过渡协议态度的不断转变可能会继续抑制本周市场的风险情绪。特朗普总统周五表示他希望能达成一个全面的协议，这与一周前考虑过渡协议的态度出现了转变。此外，他也表示其在 2020 年大选前并不需要一定要和中国达成贸易协议，他认为选民理解政府的成绩。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 穆迪将香港长期信贷评级展望由“稳定”调整为“负面”，同时维持 Aa2 的长期信贷评级不变。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 这个转变主要是因为持续的示威活动反映香港政府的管治能力受损，削弱本港实力及信贷评级根基，从而影响香港作为国际贸易和金融中心的吸引力。此外，政府的施政效能较穆迪原先评估时有所下降。不过，港府较低的债务负担，以及庞大的财政储备和充足的外汇储备，有助抵御冲击，及为长期负面趋势提供缓冲，穆迪维持香港 Aa2 的主权信贷评级不变。</li> <li>▪ 继惠誉及穆迪后，标普亦可能将香港长期信贷评级展望调整至“负面”。不过，由于 2017 年穆迪及标普已曾下调香港信贷评级，除非香港作为稳定及安全营商中心的地位（拥有独立关税地区及独立法律体系）出现结构性变化，否则这两家评级机构应该不会在短时间内再度调低香港评级。迄今，社会事件的负面影响仍主要集中在零售业、房地产业及旅游业方面。相比之下，金融业受到的冲击较为有限，而我们也尚未看到资金大规模外流的迹象。另外，香港政府坐拥庞大财政储备及充足的外汇储备，亦反映当</li> </ul>

	<p>地基本面稳健。事实上，对于惠誉近期下调香港主权信贷评级的行为，市场并没有给出太多反应。相信对于穆迪下调展望的反应也相差无几。换言之，穆迪的举措对香港企业融资成本的影响料较为有限。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港金管局紧跟美联储步伐下调基础利率 25 个基点至 2.25%，惟商业银行未有跟随。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 这主要是因为商业银行的融资成本高企及按揭业务息差受压。具体而言，虽说贷款需求疲弱，但存款增长同样十分缓慢，因此港元贷存比率持续高企（7 月为 88.9%，仅略低于 6 月份录得的 2003 年 1 月以来高位 89.3%）。此外，由于港元活期和储蓄存款比率偏低（7 月为 56.5%，低于过去几年超过 60%的水平）、银行同业拆息高企（因银行业总结余较少及银行体系内港元流动性分布不均），以及虚拟银行即将推出业务，商业银行纷纷上调港元定期存款利率以争夺资金。再者，超过 80%的按揭贷款利率参考一个月港元拆息。然而，近期港元拆息高企，使按揭贷款利率一直受到锁息上限的限制。因此，部分商业银行削减按揭贷款的现金回赠，并上调锁息上限的水平。总括而言，我们认为即使美联储继续减息，香港商业银行也将维持最优惠贷款利率不变。</li> <li>▪ 其他方面，市场对百威亚太 IPO 的反应并不热烈。因此，港元及港元利率均没有进一步上升。然而，由于季结临近，且 IPO 冻结的资金直至 9 月底才会回归市场，我们预计短期内短端流动性将趋紧，而美元兑港元则将维持在 7.84 的下方。我们维持月底前一个月及三个月港元拆息将分别上试 2.1%及 2.3%的观点。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 国际清算银行的最新报告显示，2019 年 4 月香港日均外汇成交量较 2016 年同期增长 45%至 6320 亿美元。这使得香港成为继新加坡后亚洲第二大的外汇中心。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 另外，国际清算银行报告显示，2019 年 4 月，港元的交易额占全球外汇及场外衍生工具市场交易额的 3.5%，较 2016 年同期的 1.7%显著提高，并成为全球第九大交易货币。</li> <li>▪ 港元的交易额大幅增加，背后原因可能是近年港美息差扩阔，助套息交易日益活跃。另一方面，香港外汇中心的地位快速提升，主要是因为中港进一步融合，强化了香港作为中国企业海外融资及风险对冲中心、中港跨境投资主要渠道，以及主要人民币离岸中心的地位。金管局发言人指，今年香港离岸人民币日均外汇及场外利率衍生工具成交额增加 44.4%至 1200 亿美元。</li> <li>▪ 此外，截至 9 月 20 日，恒生指数由 8 月的低位反弹 6.2%。百威亚洲重返香港上市集资约 50 亿美元。而消息亦指阿里巴巴可能推迟上市计划至最早 10 月份。总括而言，我们相信香港国际金融中心地位将不会轻易受到近期社会事件的冲击。</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>香港国际机场 8 月客运量按年大幅下跌 12.4%至 600 万人次，为 2009 年 6 月以来最大单月跌幅。同期，机场货运量亦按年减少 11.5%至 38.2 万吨，为今年 2 月以来最大单月跌幅。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>数据显著下滑反映 8 月初示威活动引致航班取消带来的影响。此外，政治不确定性持续发酵，导致旅游业日益低迷，而贸易战持续不断，则继续拖累香港的贸易战及运输业。2017 年旅游业和航空运输及仓库服务业的增加值分别占 GDP 的 3.6%及 2.9%。若这两个行业进一步下滑，将难免导致香港经济于第三季进一步走弱。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>虽然社会事件持续发酵，但香港 6-8 月失业率仍持平于 2.9%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>其中，金融业的失业率维持在 2.3%，同时贸易业的失业率更进一步下降至 2.4%。这反映近期本地社会不稳定对以上行业的就业状况影响较轻微。不过，中美贸易战于 8 月份再度升级，加上贸易业表现持续转弱，我们预期贸易业的失业率将在未来数月回升。另外，近期楼市的调整也可能为金融业的劳动力市场增添下行压力。再者，受社会事件持续发酵、人民币转弱及贸易风险担忧的影响，零售业及旅游相关行业受到显著的冲击，因此零售、住宿及膳食服务业的失业率进一步上升至 4.6%（2017 年中以来最高水平），并可能在未来数月内进一步上升。</li> <li>总括而言，由于近期内外风险对不同行业的影响不尽相同，而即使备受冲击的企业出于成本考虑也更倾向于给员工放无薪假，因此整体失业率未必大幅上升。换言之，虽然我们预计部分行业特别是零售业的失业率可能继续显著上升，但整体失业率可能仅以渐进的步伐迈向 3%。尽管如此，关于裁员的担忧日益升温，可能进一步削弱本地消费情绪及房屋需求。</li> </ul>

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>人民币上周对美元重新走弱，美元/人民币重新回到 7.10 上方。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上周初，对中国经济的担忧为人民币的反弹踩了刹车。而对周五对贸易谈判的担忧又使得人民币重新走弱。预计本周市场将继续关注中美贸易谈判的发展。</li> </ul>

**OCBC Greater China research**

Tommy Xie

Carie Li

[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.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 and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.

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).

Co.Reg.no.:193200032W