

大中华地区一周回顾

2 March 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

中国 2 月初记录的制造业采购经理人指数给了市场初看新冠病毒爆发对中国经济影响的机会。产出大幅下滑至 27.8，远低于 2008 年 35.5 的低点。这显示，受中国春节休克疗法的影响，新冠病毒对产出的冲击超过了金融危机的冲击。

展望未来，和 2008 年由需求因素导致的冲击不同。此次，可以确定的是 2 月将成为中国经济活动的低点。随着供给侧限制渐渐取消，3 月制造业采购经理人指数有望重新回到 40 以上。

不过，复苏的幅度将取决于新冠病毒在中国以及全球发展的趋势。鉴于全球新冠病毒出现恶化状况，未来新出口订单依然将面临挑战。

说实话，2 月采购经理人数据反倒让我更有的放矢。确实，跌幅很厉害，但是至少告诉了市场中国的底在哪里。我们认为中国一季度有望避免同比负增长，尽管环比负增长无法避免。我们预计一季度中国经济增幅有望在 3% 上方。

复工角度来看，目前六大发电集团耗煤量自农历新年以来累计达到了潜在量的 70% 左右。不过中小企业复工量恢复依然比较慢，只回升到 30% 左右的产能。

在 2 月 25 日的国务院常务会议上，李克强总理再次推出一系列措施来支持小微企业支持就业。包括增加再贷款规模 5000 亿元，用于中小银行对小微企业的支持。而政策性银行也将增加 3500 亿元的专项信贷对小微企业发放等。

香港方面，受贸易战及本地社会不稳定的拖累，2019 年经济增长显著下滑。今年伊始，新冠病毒的爆发，进一步增添经济的下行压力。因此，上周市场密切关注香港政府公布的 2020-21 财政预算案。尽管 2019-20 财年录得逾 15 年来首次的财政赤字，惟 1.13 万亿港元的雄厚财政储备依然允许香港政府推出史无前例的扩张性财政刺激政策，以对抗疫情及提振经济。由于财政刺激力度大于预期，我们暂时维持今年香港 GDP 进一步收缩 0.2% 的观点。然而，新型冠状病毒疫情在全球范围内持续扩散所带来的不确定性，意味着今年经济增长预期仍存在下调的可能。我们将视乎疫情的发展，重新审视今年的经济增长预测。展望未来，政府预期在 2020-21 财年录得纪录最大的财政赤字 1391 亿港元（占 GDP 的 4.8%，为 2002-03 年度以来首见）后，将于 2021-22 财年至 2024-25 财年每年录得 74 亿港元至 170 亿港元不等的财政赤字。尽管如此，标普和惠誉仍维持香港的主权评级不变，因为两家评级机构均相信香港雄厚的财政储备将能够应付短期的财政赤字。而我们亦相信扩张性财政政策将有助于缓冲疫情带来的部分影响。因此，现阶段的负面因素料不会对经济造成结构性

大中华地区一周回顾

2 March 2020

的变化。同样地，财政赤字料只是短暂现象，并不会对香港的财政状况造成结构性影响。香港政府亦可能按需调整税收制度，以减轻财政压力。**澳门方面**，2019 年经济自 2016 年以来首次陷入全年衰退的困境，按年收缩 4.7%。展望 2020 年，政府推出的财政刺激措施，或有助缓和疫情对经济的影响。我们预期 2020 年 GDP 的同比跌幅可能稍微收窄至 3.5%。

大中华地区一周回顾

2 March 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 在 2 月 25 日的国务院常务会议上，李克强总理再次推出一系列措施来支持小微企业支持就业。 	<ul style="list-style-type: none"> 金融方面，鼓励金融机构对流动性遇到困难的中小微企业提供贷款支持。此外，增加再贷款规模 5000 亿元，用于中小银行对中小微企业的支持。而政策性银行也将增加 3500 亿元的专项信贷对中小微企业发放。 财政方面，将从 3 月 1 日至 5 月底，免去湖北境内小规模纳税人增值税，其他地区则由 3% 降至 1%。同时也鼓励各地通过减免土地城镇土地使用税等，支持出租方减免个体工商户租金。
<ul style="list-style-type: none"> 两家国际信用评级机构标普和惠誉在香港公布最新财政预算案后（预计 2020-21 财年将创纪录最大赤字），维持香港的主权评级不变，分别为 AA+（稳定展望）和 AA（负面展望）。 	<ul style="list-style-type: none"> 标普和惠誉均认为香港雄厚的财政储备将能够应付短期的财政赤字，同时标普表示相信香港的财政状况将在未来数年有所改善。由于未来几年的超宽松财政政策料有助缓冲近期疫情带来的冲击，我们相信香港经济将逐渐重拾增长动能。因此，财政赤字料只是短暂现象，并不会对香港的财政状况造成结构性影响。另外，消息指政府也不排除未来须调整税收制度以增加收入，从而减轻财政压力。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 2019-2020 财年录得 378 亿港元的财政赤字（占 GDP 约 1.3%），为 2003-2004 财年（当年受沙士疫情爆发影响）以来首次出现财政赤字。 	<ul style="list-style-type: none"> 从好的方面来看，截至 2020 年 3 月，香港坐拥 1.13 万亿港元的雄厚财政储备。因此，政府宣布史无前例的扩张性财政刺激政策，以对抗疫情及提振经济。政府预期 2020-2021 财年将录得纪录最大的财政赤字 1391 亿港元（占 GDP 的 4.8%，为 2002-2003 年度以来首见）。最新财政刺激措施主要包括三个方面。第一，撑企业及保就业，以及利民纾困。具体而言，政府将推出总值 1200 亿港元的逆周期纾困措施，其中包括涉及 710 亿港元的现金派发。第二，提振本地经济及支持经济多元化发展。具体措施包括支持旅游业、贸易业、金融业及科创行业的发展。第三，建造宜居城市，确保生活环境可持续。政府将采取措施保护环境、建设智慧城市、完善医疗系统及解决房屋问题。 由于财政刺激力度大于预期，我们暂时维持今年香港 GDP 进一步收缩 0.2% 的观点。然而，新型冠状病毒疫情在全球范围内持续扩散所带来的不确定性，意味着今年经济增长预期仍存在下调的可能。我们将视乎疫情的发展，重新审视今年的经济增长预测。至于政府则估计今年 GDP 增长将落在 +0.5% 至 -1.5% 的区间内。 展望未来，政府预测 2021-2022 年度至 2024-2025 年度每年将录得 74 亿港元至 170 亿港元不等的财政赤字。尽管如此，截至 2025 年 3 月，财政储备仍预计达到 9371 亿港

大中华地区一周回顾

2 March 2020

	元，占 GDP 的 26.5%，相等于政府 15 个月的开支。这反映政府仍具备充足的财政能力推出扩张性措施，以提振经济。因此，我们认为现阶段的负面因素将不会对经济造成结构性的变化。
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 2 月官方制造业采购经理人指数大幅下滑 14.3 至 35.7，创下中国 2005 年公布该数据以来的历史新低。非制造业采购经理人指数下滑 24.5 至 29.6。 制造业指数中，产出、新订单和新出口订单分别下滑至 27.8，29.3 和 28.7。 	<ul style="list-style-type: none"> 2 月制造业采购经理人指数低于 2008 年雷曼危机之后的最低值。虽然新出口订单和 2008 年低点相仿，但是产出大幅下滑至 27.8，远低于 2008 年 35.5 的低点。这显示，受中国春节休克疗法的影响，新冠病毒对产出的冲击超过了金融危机的冲击。 就业指数的下滑也不令人意外。由于人口流动受到限制，制造业和非制造业的就业指数分别回落至 31.8 和 37.9。 通胀方面，购入价格指数小幅回落至 51.4。1 月中国的生产者物价指数在连续 6 个月负增长之后，重新回到正增长。近期病毒的爆发可能会延缓生产者物价指数的复苏。预计未来几个月生产者物价指数可能会维持在 0%附近。 展望未来，和 2008 年由需求因素导致的冲击不同。此次，可以确定的是 2 月将成为中国经济活动的低点。随着供给侧限制渐渐取消，3 月制造业采购经理人指数有望重新回到 40 以上。不过，复苏的幅度将取决于新冠病毒在中国以及全球发展的趋势。鉴于全球新冠病毒出现恶化状况，未来新出口订单依然将面临挑战。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 1 月贷款与垫款总额按年增长 6.4%，增幅为去年 9 月以来最小。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于 1 月贸易总额按年大跌 19.5%，贸易融资按年收缩 5.1%。在香港境内使用贷款（不包贸易融资）按年上升 7.9%。不过，新批住宅按揭贷款按年下跌 10.9%，跌幅为 2019 年 2 月以来最大，主要因为房价增长的速度放慢。另一方面，在香港境外使用贷款按年增长 5%，为 2019 年 8 月以来最弱。 随着新冠病毒爆发打击商业及投资情绪，我们认为即使港元利率有所回落，本地贷款需求仍将在未来数月逐渐转弱。此外，虽然中美贸易冲突缓和，但疫情持续扩散对全球紧密连接的供应链造成巨大冲击，从而拖累全球贸易。因此，贸易融资可能维持疲软。再者，中国当局推出多项措施以减轻企业境内融资的困难。这可能削弱内地企业的离岸融资需求。总括而言，我们认为贷款与垫款将维持疲

大中华地区一周回顾

2 March 2020

<ul style="list-style-type: none"> 一月份，港元贷存比率下降至 89.4%，为 2019 年 7 月以来最低的水平，因为港元存款按月增长 1.1%，而港元贷款大致不变。 	<p>软，并于 2020 年全年录得单位数升幅。</p> <ul style="list-style-type: none"> 港元存款呈现强劲增幅，可能是因为港元利率相对较高、市场风险情绪改善及去年大型 IPO 如阿里巴巴等吸引资金流入。不过，随着新冠病毒在全球范围扩散，风险资产包括港股显著受压。此外，在 IPO 效应及季节性因素消退后，港元利率逐步回落，令港元资产的吸引力下降。因此，未来数月港元存款或未能延续强劲的增长。 另一方面，投资情绪上升及季节性因素减退，支持港元活期及储蓄存款按月反弹 2.8%，同时导致港元定期存款按月下跌 0.9%。因此，港元活期及储蓄存款占港元总存款的比率由去年 12 月的 53.5% 小幅上升至 1 月的 54.5%。由于近期风险情绪转弱，加上虚拟银行即将推出服务料驱使传统银行维持港元定期存款利率于较高水平，短期内港元存款的结构料大致维持不变。另外，虽然近期港元拆息有所回落，但受制于规模较小的港元资金池，拆息进一步下跌的空间料有限。换言之，即使市场对美联储即将减息的预期急速升温，香港银行业短期内或依然面对较激烈的竞争及较高的融资压力。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 1 月人民币存款按月下跌 3.1% 至 6125 亿元人民币。 	<ul style="list-style-type: none"> 金管局发言人称 1 月份人民币存款下跌可能与一些企业在农历新年假期前的财务调拨有关。另外，一月中左右，新冠病毒疫情爆发，令人民币急速贬值。这也可能削弱了境外人民币资产的需求。不过，随着疫情在全球范围内扩散，市场的焦点由中国转向全世界，助人民币兑美元反弹。因此，我们认为香港人民币存款未必会进一步大跌，反而短期内可能在 6000 亿人民币的上方整固。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 1 月的出口（按年下跌 22.7%）及进口（按年下跌 16.4%）皆意外地大幅下跌，主要是受今年与去年农历新年假期时间相异而衍生的基数效应影响。 	<ul style="list-style-type: none"> 往亚洲及美国的出口分别按年下跌 21% 及 33%。另一方面，从中国内地及美国的进口分别按年下跌 25.1% 及 16.6%。按商品分类而言，电动机械、通讯仪器及办公室机器的出口分别按年下跌 15.4%、24.2% 及 24.1%。而通讯仪器及办公室机器的进口亦分别按年大跌 22.1% 及 31%。以上各项数据叠加，反映除了基数因素外，中美贸易战也持续拖累香港贸易活动的表现。此外，由于香港经济受到多项负面因素的冲击，本地需求疲软令进口连续第十四个月录得负增长。展望未来数月，尽管中美贸易风险降温，我们担忧香港的贸易活动仍将进一步走弱，因为新冠病毒扩散令全球紧密连接的产业链受到严重冲击，从而为全球经济前景蒙上阴影，并打击全球需求。

大中华地区一周回顾

2 March 2020

<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门去年第四季 GDP 连续第 4 个季度录得跌幅，按年大跌 8.1%。因此，2019 年经济自 2016 年以来首次陷入全年衰退的困境，按年收缩 4.7%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 本地方面，由于大型娱乐项目在过去数年相继落成，去年第四季投资连续第 7 个季度下跌，按年收缩 14.5%，其中私人投资连续第 11 个季度下降，按年大跌 25.3%。消费方面，尽管劳动力市场维持稳健，惟去年第四季私人消费（占 2019 年 GDP 的 25.4%）仅按年增长 2.7%，为 2017 年第三季以来最弱，主要是因为经济前景不明朗加上各项不确定因素包括中美贸易风险，打击消费情绪。 ▪ 外部方面，去年第四季服务出口（占 GDP 约 80%）连续第 4 个季度下挫，按年跌 7.5%。其中，博彩服务及其他旅游服务的出口分别按年下跌 9.8% 及 7%。这主要是因为中国经济增长放慢、新大型娱乐项目缺乏，以及香港社会不稳定带来负面溢出效应。 ▪ 展望 2020 年，情况出现改善前可能进一步恶化。首先，由于只有少量大型项目正在动工，加上商业情绪低迷，投资料维持疲弱。其次，新冠病毒爆发令当地企业活动及消费受压。这可能造成裁员的情况，从而进一步削弱本地消费意欲。再者，新冠病毒疫情令访客人数大跌，加上赌场于 2 月暂停营业 15 日，我们预期短期内博彩毛收入（2019 年按年下跌 3.4%）及旅游业将进一步受压。从好的方面来看，政府决定提前推行现金分享计划，以及推出一系列刺激措施。这或对投资及本地消费带来一定支持。总括而言，我们预期 2020 年 GDP 的同比跌幅可能稍微收窄至 3.5%。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门 1 月旅游业未能受惠于农历新年假期，入境旅客人数连续第三个月录得跌幅，按年减少 16.8%，为 2009 年 5 月以来最弱。占入境旅客总人数 53.7% 的不过夜旅客人数连续第三个月录得跌幅，按年减少 14.2%。而留宿旅客人数则连跌第六个月，按年减少 19.6%。值得注意的是，经港珠澳大桥入境的旅客人数按年显著大跌 38.3%。 ▪ 1 月酒店平均入住率显著下跌 13.5 个百分点至 79.4%，为 2016 年 3 月以来最低。1 月酒店住客人数按年下跌 11.4%，幅度为 2015 年 3 月以来最大。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2018 年 10 月底港珠澳大桥通车，带动澳门入境旅客人数大增，并造成高基数，从而导致近月旅游业数据录得显著跌幅。当然，除了高基数效应之外，香港社会不稳定的负面溢出效应及新冠病毒爆发亦导致入境旅客人数大减。来自中国、香港、台湾及南韓的旅客人数分别按年减少 14.9%、10.8%、19% 及 56.6%。另外，疫情令不少长途旅客却步。其中，来自美国、澳洲、加拿大及英国的旅客人数皆录得超过 20% 的同比跌幅。 ▪ 展望未来，新冠病毒于全球扩散，加上赌场于 2 月史无前例地暂停营业 15 天，可能为旅游业造成显著冲击。再加上高基数因素的影响，未来数月入境旅客人数料继续录得双位数跌幅。因此，旅客人均消费支出（2019 年第四季按年下跌 4.3%）在连续第 5 个季度录得同比跌幅后料进一步下跌。另外，疫情爆发令本地居民消费意欲低迷。我们预计零售销售（2019 年第四季按年增长 4.3%）将在第一季受

大中华地区一周回顾

2 March 2020

到冲击。不过，政府决定提前推行现金派发计划。这或有助减轻本地消费及零售业的下行压力。

人民币

事件

- 人民币上周对美元走高，美元/人民币收盘收在 7 下方。

华侨银行观点

- 随着中国疫情好转，人民币走势趋稳。上周人民币的小幅反弹，主要受美元走弱影响。

大中华地区一周回顾

2 March 2020

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