

## 大中华地区一周回顾

13 January 2020

### 摘要

谢栋铭

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

李若凡

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

受益于弱于预期的通胀数据，中国债券市场上周表现优异，国债收益率回落。12 月消费者物价指数和生产者物价指数分别低于市场预期。消费者物价指数预计 1 月触及 5%左右的高点，然后开始回落。相对于消费者物价指数，我们认为市场今年更应该关注生产者物价指数。受两个因素影响，生产者物价指数今年或许会超过市场预期。第一，中国工业去库存可能已经接近尾声。重新囤积库存可能会对工业品价格带来支撑。第二，近期油价的波动也对生产者物价指数带来压力。因此，我们对未来利率走势保持谨慎。经济基本面的改善可能更有利于中国股票市场。

武汉的肺炎上周出现首个死亡案例。武汉的肺炎是否会成为 2020 年开年全球市场首个黑天鹅事件呢？笔者认为目前的肺炎和 2003 年非典的影响可能还是有所不同。这里主要有三个原因。第一，相较于非典时期，此次中国政府处理问题上更为透明。第二，目前也没有出现人与人之间传播的案例。第三，自 1 月 3 日以来，也没有出现新增传染病例，而目前也没有出现医护人员被感染的案例。不过，鉴于中国即将开启人类历史上最大的人口迁移，市场将继续关注武汉肺炎的发展。

中国银保监会重申监管机构将继续控制信用银行信贷资金流入房地产市场，支持中国的房住不炒的政策。从控制金融风险的角度来看，监管机构表示影子银行资产规模由高点下降了 16 万亿元。

汇率方面，人民币上周在没有明显事件驱动的影响下，对美元和篮子货币走高。受益于经济出现触底迹象，人民币上周优异的表现也反应了风险情绪的复苏。我们预计虽然中美贸易谈判将继续主导标题，中国经济基本面在 2020 年对人民币的影响将会更大。

**香港方面**，12 月 PMI 反弹至 5 个月高的 42.1。尽管如此，第四季 PMI 平均下跌至 40.0，为超过 21 年的低位。由于香港社会不稳定持续，香港的商业活动料继续受到冲击。展望未来，由于本地社会不稳定因素短期内未有平息的迹象，第四季的营商环境料维持疲弱。简而言之，香港去年第四季 GDP 可能进一步下行。香港财政司司长陈茂波指以截至 2020 年 3 月底 GDP 为 2000 亿港元作估算基础，预计财政赤字将不会多于 800 亿港元，即不会超过 GDP 的 3%。由于本地及外部不明朗因素未有完全消退，去年第四季 GDP 进一步下行的可能性不可排除。不过，截止去年 11 月底财政盈余高达 10250 亿港元，我们相信香港政府在有需要的情况下具有足够能力进一步推出刺激措施为本地经

## 大中华地区一周回顾

13 January 2020

济提供支持。上周，港元上升至 2017 年 3 月以来的高位，因为市场对九毛九新股上市的反应热烈录得超过 600 倍的超额认购及套利交易回归。

## 大中华地区一周回顾

13 January 2020

| 事件和市场热点                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                                                                                                                 | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>银保监会上周召开 2020 年工作会议</li> </ul>                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>监管机构重申对经济的支持，并同时在增长和控制金融风险中保持平衡。此外，监管机构将继续控制信用银行信贷资金流入房地产市场，支持中国的房住不炒的政策。</li> <li>从控制金融风险的角度来看，监管机构表示影子银行资产规模由高点下降了 16 万亿元。此外，中国也已经处置了 2 万亿不良资产。</li> </ul>                                                                                                 |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>武汉的肺炎上周出现首个死亡案例。</li> </ul>                                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>武汉的肺炎是否会成为 2020 年开年全球市场首个黑天鹅事件呢？这个是笔者上周在新加坡被问及最多的问题之一。笔者认为目前的肺炎和 2003 年非典的影响可能还是有所不同。这里主要有三个原因。第一，相较于非典时期，此次中国政府处理问题上更为透明。第二，目前也没有出现人与人之间传播的案例。第三，自 1 月 3 日以来，也没有出现新增传染病例，而目前也没有出现医护人员被感染的案例。</li> <li>不过，鉴于中国即将开启人类历史上最大的人口移动，市场将继续关注武汉肺炎的发展。</li> </ul>    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>央行副行长潘功胜周末表示人民币在平衡国际收支和增强宏观经济弹性上更好地扮演了自动稳定机制。</li> </ul>                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国监管对人民币双向波动接受度已经很高了。此外，潘行长也预计更多长期资本将流入中国的资本市场，这也有利于平衡长期的国际收支。</li> </ul>                                                                                                                                                                                    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港财政司司长陈茂波指以截至 2020 年 3 月底 GDP 为 2000 亿港元作估算基础，预计财政赤字将不会多于 800 亿港元，即不会超过 GDP 的 3%。同时，他提到财政赤字占 GDP 比例为国际标准可接受的水平。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>受到中美贸易战风险及持续的本地社会不确定因素影响，本地经济自去年下半年起进一步放慢。尽管政府自去年 8 月起推出四轮刺激措施，惟这不足以逆转本地经济的下行走势。由于本地及外部不明朗因素未有完全消退，去年第四季 GDP 进一步下行的可能性不可排除。不过，截止去年 11 月底财政盈余高达 10250 亿港元，我们相信香港政府在有需要的情况下具有足够能力进一步推出刺激措施为本地经济提供支持。</li> </ul>                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周，港元上升至 2017 年 3 月以来的高位。</li> </ul>                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>在年结因素过后，港元流动性紧张的情况一度改善。其中，一个月及三个月港元拆息于 1 月 9 日分别回落至 2.0825% 及 2.3263%。不过，由于市场对九毛九新股上市的反应热烈，录得超过 600 倍的超额认购，这再度令短端港元流动性趋紧。其中，一个月港元拆息于 1 月 10 日录得超过一个月的最大涨幅，抽升 11 个基点至 2.1885%。另一方面，港元走势整体偏强，这可能因为港元利率高于美元利率，为投资者进行套利交易提供诱因(即借入成本较低的港元投资利率回报较高的美元)。</li> </ul> |

## 大中华地区一周回顾

13 January 2020

|  |                                                                                                                                                   |
|--|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，随着农历新年假期临近，短端港元流动性或再度趋紧。不过，当季节性因素过后，一个月及三个月港元拆息或分别企稳在 2.1% 及 2.3% 的水平。而美元兑港元的现价料维持双向波动的走势。</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 12 月通胀数据弱于市场预期。消费者物价指数同比增长 4.5%，弱于市场预期的 4.7%，而生产者物价指数则同比下滑 0.5%，略弱于预期的下滑 0.4%。</li> </ul>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>弱于预期的消费者物价指数主要受 12 月猪肉价格回落的影响。虽然高频数据显示猪肉批发价格 12 月小幅反弹，不过 CPI 篮子中的猪肉价格环比下滑 5.6%。这帮助对冲了 12 月蔬菜价格 10.6% 环比增幅。总体来看，12 月食物价格环比下滑 0.4%。</li> <li>非食品价格则保持稳定，环比上涨 0.1%。其中不包括食物和能源的核心消费者物价指数同比增长 1.4%，与 11 月持平。</li> <li>展望未来，受基数效应和农历新年较去年提早影响，消费者物价指数预计有望在 1 月触及 5%。不过 1 月可能是 2020 年消费者物价指数的高点。2 月消费者物价指数大概率大幅度回落，不过 3 月将重新回升。消费者物价指数显著回落可能要延后至 2020 年下半年。在没有实质证据显示 CPI 将大幅回落之前，我们认为央行的货币政策将继续保持谨慎。</li> <li>相对于消费者物价指数，我们认为市场今年应该更关注生产者物价指数。我们预计生产者物价指数将在年初回到正增长。受两个因素影响，生产者物价指数今年或许会超过市场预期。第一，中国工业去库存可能已经接近尾声。重新囤积库存可能会对工业品价格带来支撑。第二，近期油价的波动也对生产者物价指数带来压力。</li> <li>总体来看，虽然我们同意消费者物价指数已经接近高点，但是可能目前放松对通胀的警戒还为时过早。因此，短期内中国进一步大幅放宽货币政策的空间或许并不是很大。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 12 月外汇储备上升 123 亿美元至 3.1079 万亿美元。</li> </ul>                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>12 月美元指数出现较大回落，估值效应对外汇储备产生支撑。不过总体来看，2019 年中国国际收支更为均衡。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港 12 月 PMI 反弹至 5 个月高的 42.1。尽管如此，第四季 PMI 平均下跌至 40.0，为超过 21 年的低位。由于香港社会不稳定持续，香港的商业活动料继续受到冲击。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，由于本地社会不稳定因素短期内未有平息的迹象，第四季的营商环境料维持疲弱。尽管香港政府自去年 8 月起已经推出四轮刺激措施，惟这或难以扭转经济下行的走势。虽然中美于去年 12 月达成第一阶段贸易协议，惟</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

## 大中华地区一周回顾

13 January 2020

贸易情绪及亚洲电子产业链料需要部分时间修复。因此，香港的贸易活动在短期内料继续受压。简而言之，香港去年第四季 GDP 可能进一步下行。

### 人民币

#### 事件

- 上周人民币表现超预期，对美元和篮子货币分别走高。其中，美元/人民币回落至 6.91 左右，而人民币指数则突破 92。

#### 华侨银行观点

- 上周人民币的涨幅背后并没有显著的事件驱动。不过市场有传闻或许中美第一阶段贸易协议对中国购买美国商品和服务金额有所放松。本周市场将继续关注第一阶段协议的细节。
- 受益于经济出现触底迹象，人民币上周优异的表现也反应了风险情绪的复苏。我们预计虽然中美贸易谈判将继续主导标题，中国经济基本面在 2020 年对人民币的影响将会更大。

## 大中华地区一周回顾

13 January 2020

# 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士。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