

大中华地区一周回顾

17 August 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

备受关注的中美第一阶段贸易协议回顾没有如期进行。双方也没有给出新的会晤时间。不过，目前并没有迹象显示中美冲突上升影响到贸易协议的执行。而上周特朗普总统的经济顾问库德罗也承认贸易协议进展不错。

不过，贸易战对特朗普的吸引力似乎越来越小，不再成为其对抗中国的主要工具。特朗普政府已经越来越依赖经济制裁。相比依然受多边协议和国际规则制约的贸易战，经济制裁完全是单边的，政治驱动的，并且没有底线。这也等同于打开了中美冲突的潘多拉魔盒。

国内方面，虽然由工业主导的经济 V 型反弹趋势不变，但是内需依然是 7 月经济的薄弱环节。疫情以来内需的疲弱主要受两个因素影响，包括实际收入的下降以及 6 月以来在北京、乌鲁木齐和辽宁出现的三次小规模疫情爆发。

结合 7 月核心消费者物价指数增幅放缓至有记录以来的低点，这显示内需的复苏是个漫长的过程。展望未来，全球疫情发展的不确定性将可能继续限制内需的反弹。我们下调全年 GDP 增长至 2.2%。

中国信用扩张有所放缓，新增人民币贷款和社会融资总量都弱于预期。主要受中国渐渐退出逆周期措施影响。7 月底的政治局会议上中国最高决策者提出了跨周期的概念。在跨周期概念的指导下，未来信用增幅将由疫情期间的供给驱动转变为需求驱动。

央行上周通过公开市场操作为市场净注入 4900 亿元。今天早上 MLF 续作了 7000 亿元，远超过 8 月到期的 5500 亿元。显示在本周大量地方债发行前，货币配合财政，为债券发行护航。此外，也改善长期流动性稀缺的问题，稳定银行的负债成本。

央行 7 月资产负债表可能会缓解市场对央行可能购买债券的猜测。7 月来自其他类机构记账式国债托管量大幅增加 1964.9 亿元一度导致市场对央行购买的猜测上升。不过鉴于中国明确表示不会考虑债务货币化，我们认为央行直接购买债券的可能性并不大。

人民币的走强受到了离岸人民币流动性收紧的支持，人民币掉期率普遍走高。人民币流动性为何突然收紧，并没有一个明确的原因。可能与近期对中国境内人民币资产需求上升有关也有可能受到中国货币政策正常化预期影响。

香港方面，第二季 GDP 同比增速终值持平于初值的 9%。展望下半年，经济可能维持负增长，因为防疫限制措施持续生效，加上对疫情的担忧反覆升温，将

大中华地区一周回顾

17 August 2020

难免继续打击本地消费、企业投资情绪，以及服务出口。不过，由于去年下半年基数较低，且全球经济温和复苏，下半年经济萎缩幅度可能较上半年收窄。总括而言，我们预计今年全年经济将萎缩 6%-7%，惟实际情况仍取决于疫情的发展。至于政府则把经济增长预测由-4%至-7%进一步下调至-6%至-8%。**写字楼市场方面**，6 月甲级写字楼的空置率上升至近 11 年新高的 7.6%，而写字楼整体价格指数（按年下跌 15.6%）和租金指数（按年下跌 7.9%）则分别连跌第十一及第五个月。由此可见，在企业采取更灵活的工作安排，同时更倾向于选择非核心商业区办公室以节省成本的情况下，写字楼市场（尤其是核心商业区）的下行压力或较大。至于**金融市场**，则维持稳健，主因是各大央行实施超宽松货币政策、全球投资情绪高涨，以及美国就香港问题采取的行动短期影响有限。报道称新东方、爱奇艺、唯品会和百世快递皆考虑来港二次上市。随着中美冲突升温，若更多在美上市的中概股回流香港，港汇料受到支持，从而带动银行体系总结余上升，并引导港元拆息进一步向下。

澳门方面，中国分阶段重启赴澳门旅游签证，或有助重振澳门疲软的博彩业和旅游业，因国庆节长假期即将来临，且中国内地居民积压的旅游需求较为强劲。然而，我们怀疑在有效的疫苗得以广泛应用之前，澳门两大支柱行业强劲复苏的可能。

大中华地区一周回顾

17 August 2020

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
原本定在 15 日的中美第一阶段贸易协议执行力度回顾被推迟了。	根据国际媒体路透报道，双方并没有给出新的会晤日期。而延后的原因也并不明确。不过，目前并没有迹象显示中美冲突上升影响到贸易协议的执行。而上周特朗普总统的经济顾问库德罗也承认贸易协议进展不错。
央行上周通过公开市场操作为市场净注入 4900 亿元。此外，央行也表示将在 17 日续作 8 月到期的 MLF。	在本周大量地方政府债券发行前，通过公开市场操作注入流动性有利于缓解流动性的制约。市场将重点关注今天早上的 MLF 续作。预计利率将保持不变，这也意味着本周 20 日的 LPR 中间价也不会改变。
美国总统特朗普周末表示将会考虑是否禁止阿里巴巴在美的业务。	近期快速升级的中美冲突显示，贸易战对特朗普的吸引力越来越小不再成为其对抗中国的主要工具。特朗普政府已经越来越依赖经济制裁。相比依然受多变协议和国际规则制约的贸易战，经济制裁完全是单边的政治驱动的，并且没有底线。这也等同于打开了中美冲突的潘多拉魔盒。
- 继美国 8 月 7 日宣布对 11 名中国及香港官员（包括香港行政长官）实行制裁措施后，美方宣布要求 9 月 25 日起，输往美国的香港制货品必须标示来源地是“中国”。	- 这意味着所有输往美国的香港制货品将被征收与中国商品等同的关税。不过，2019 年出口至美国的香港制造产品总值为 36.8 亿港元，占全年输往美国的出口比重仅达 1.2%，而占整体出口的比重更低至 0.1%。由此可见，美国的举措对香港的影响有限。 - 另一方面，自 8 月 7 日起，美方将在不少于 30 天及不多于 60 天的时间内列出拟制裁的金融机构名单。此后，美国总统亦有权选择等待一年时间才采取制裁措施。因此，情况仍存在变数。而港元汇率和利率维持稳定，亦反映出市场现阶段尚未对美国可能采取的制裁以及其可能造成的负面影响感到担忧。相比之下，投资者或更倾向于继续观望中美关系将如何发展。
- 报导指新东方（中国私立教育服务提供商）将在香港申请二次上市，并集资最少 10 亿美元。 - 除此之外，媒体称爱奇艺、唯品会和百世快递也计划来港进行二次上市。	由于中美关系紧张，于美国上市的中资企业或在 2022 年起面临强制退市的风险。在此情况下，我们预期更多在美上市的中资公司将申请到香港二次上市。事实上，企业需要满足以下两项要求的其中之一，才能来港进行二次上市。第一，市值需要超过 400 亿港元（或约 51 亿美元）。第二，市值超过 100 亿港元（约 13 亿美元），且最近财政年度的收益超过 10 亿港元（或约 1.3 亿美元）。根据此规定，未来仍可能有 36 只中概股（不包括阿里巴巴、京东及网易）回流香港。假设这些公司在港集资规模为其当前市值的 3.5%，总额可能高达 180 亿美元（或 1400 亿港元）左右。

大中华地区一周回顾

17 August 2020

	这可能推升港元的需求，并为股市引来资金流入。此外，如果香港政府推出新一轮刺激措施，以应对第三波疫情，将可能进一步支持港元走强，因为财政储备多数存放在外汇基金下，且主要用于海外资产投资。因此，我们预期在今年余下时间，金管局将作出更多的干预，以捍卫联汇制度。而此举将引导港元拆息进一步下行，其中一个月及三个月港元拆息或分别下试 0.2% 及 0.4% 的水平。
- 上周，离岸人民币的流动性显著收紧，其中隔夜离岸人民币拆息上升至 2018 年 5 月以来最高的 5.066%。 8 月 13 日，中国央行发行 200 亿人民币的三个月期央票，以及 100 亿人民币的一年期央票，中标利率皆为 2.7%，较 3 月份各自的中标利率 1.77% 和 1.78% 大幅上升。这与境内人民币债券收益率及境外银行间人民币利率的上升趋势相一致。	在香港离岸人民币资金池的规模较小（人民币存款按月跌 7.9% 至 6400 亿人民币）的情况下，境内流动性趋紧加上离岸投资者对境内人民币债券的需求强劲（7 月外资增持境内债券的规模创有记录以来最多），加剧了境外人民币流动性紧张的情况。因此，在 8 月 13 日中国央行于香港发行央票之前，境外投资者可能提前预备或囤积人民币资金，从而导致银行间流动性进一步抽紧。不过，随着央行发行央票的效应减退，人民币拆息从高位回落。然而，由于离岸人民币资金池的规模较小，短期内离岸人民币的利率料维持较高的波动性。
珠海于 8 月 12 日起，恢复办理居民赴澳门旅游签注，包括自由行及团体旅游签注。若随后澳门没有出现疫情复燃的迹象，广东省及中国其他地区亦将分别于 8 月 26 日及 9 月 23 日起恢复此类旅游签注。	由于国庆节假期即将来临，再加上中国内地旅客积压的外游需求，或有助澳门受重创的旅游业及博彩业进一步重拾增长动能。然而，鉴于中国经济显著放慢、疫情不确定性犹存，以及内地旅客到澳门游旅的程序繁琐（包括取得核酸检测阴性结果证明及健康码），我们怀疑这两大支柱产业在未来数月内出现显著复苏的可能。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国 7 月工业产出同比增长 4.8%，与 6 月增幅持平。 - 固定资产投资 1-7 月同比下滑 1.6%，跌幅较上半年的 3.1% 跌幅有所收窄。 - 零售销售弱于市场预期，同比下滑 1.1%。	- 虽然由工业主导的经济 V 型反弹趋势不变，但是内需依然是 7 月经济的薄弱环节。7 月虽然汽车销售大幅反弹，但是不包括汽车的零售销售保持低迷，同比下滑 2.4%。结合 7 月核心消费者物价指数增幅放缓至有记录以来的低点，这显示内需的复苏是个漫长的过程。 - 疫情以来内需的疲弱主要受两个因素影响，包括实际收入的下降以及 6 月以来在北京、乌鲁木齐和辽宁出现的三次小规模疫情爆发。展望未来，全球疫情发展的不确定性将可能继续限制内需的反弹。 - 此外，工业活动边际改善也出现放缓。7 月工业产出增幅低于市场预期。除了极端天气导致的洪水影响之外，工业产出的放缓也可能受到了内需复苏弱于预期的影响。未来

大中华地区一周回顾

17 August 2020

	如果内需保持低迷的话，可能会限制工业活动的反弹。 ▪ 投资来看，房地产和基建依然是两个主要驱动力。7 月房地产投资同比增长 11.6%，基建投资同比增长 7.9%。不过鉴于实际收入的下降以及中国对房地产控制的决心，我们认为房地产可能无法收复疫情带来的所有损失。 ▪ 总体来看，受内需复苏弱于预期的影响，我们下调全年 GDP 增长至 2.2%。
▪ 中国央行 7 月资产负债表显示央行对政府债权保持不变。	▪ 央行 7 月资产负债表可能会缓解市场对央行可能购买债券的猜测。7 月来自其他类机构记账式国债托管量大幅增加 1964.9 亿元一度导致市场对央行购买的猜测上升。 ▪ 不过鉴于中国明确表示不会考虑债务货币化，我们认为央行直接购买债券的可能性并不大。
▪ 中国 7 月新增人民币贷款增长 9927 亿元，低于市场预期。 ▪ 社会融资总量增长 1.69 万亿元。 ▪ 广义货币供给增幅由 11.1% 放缓至 10.7%。	▪ 中国信用扩张有所放缓，主要受中国渐渐退出逆周期措施影响。7 月底的政治局会议上中国最高决策者提出了跨周期的概念。在跨周期概念的指导下，未来信用增幅将由疫情期间的供给驱动转变为需求驱动。 ▪ 从好的方面来看，中国的中长期贷款依然保持强劲，这显示贷款需求依然稳健，这可能会继续支持下半年信用扩张。
▪ 香港第二季 GDP 同比增速终值持平于初值的 9%。其中，私人消费和服务出口的按年增速分别由 -14.5% 和 -46.6% 上修至 -14.2% 和 -46.1%，惟仍属有纪录以来最大跌幅。另外，固定资产投资的按年增速由 -20.6% 下修至 -21.4%，为 1999 年第二季以来最弱。	▪ 相反，尽管货品出口的同比跌幅由 2.1% 下修至 2.4%，但比起第一季的 -9.7% 仍有明显改善，主因是受惠于中国经济复苏及全球经济重启。另外，值得注意的是政府消费开支，及公营部门的楼宇及建造开支分别按年增长 9.8% 和 14.2%，反映财政刺激措施对经济带来一定的支持。另外，受惠于全球央行超宽松的货币政策以及风险偏好的上升，金融服务出口连升两季，按年增长 4%。然而，这几个方面的亮丽表现，并不足以扭转疫情造成的经济下行走势。 ▪ 展望下半年，我们预期经济将维持负增长。尽管第三波疫情出现缓和的迹象，但尚未完全受控。因此，防疫限制措施料持续生效。这加上对疫情的担忧反覆升温，将难免继续打击本地消费、企业投资情绪，以及服务出口。不过，由于去年下半年基数较低，且全球经济温和复苏，下半年经济萎缩幅度或较上半年收窄。总括而言，我们预计今年全年经济将萎缩 6%-7%，惟实际情况仍取决于疫情的发展。至于政府则把经济增长预测由 -4% 至 -7% 进一步下调至 -6% 至 -8%。与此同时，政府将今年整体通胀率的预测由 1.4% 下调至 0.8%，而我们的预期则为 1%。在预示经济前景转弱的情况下，政府或将推出更多纾困措施。

大中华地区一周回顾

17 August 2020

- 香港：根据仲量行报告，6 月甲级写字楼的空置率按月上升 0.2 个百分点至近 11 年新高的 7.6%，而于核心商业区的空置率亦由 5 月的 5% 上升至 6 月的 5.6%。 - 香港差饷物业估价署数据显示，6 月写字楼整体价格指数（按年下跌 15.6%）和租金指数（按年下跌 7.9%），分别连跌第十一及第五个月。	此外，仲量行报告亦指 6 月新租赁成交当中 95%位于中环以外的地区。这反映写字楼市场（尤其是核心商业区）的下行压力较大。而背后的原因则包括两个。第一，新冠疫情爆发后，企业采取更灵活的工作安排，例如允许员工在家办公等。第二，由于新冠疫情加剧财务压力，企业为了节省成本，对非核心商业区办公室的偏好上升。
澳门 6 月房屋成交量按年增长 7.3%，为 2019 年 12 月以来首次录得正增长。同月，新批住宅按揭贷款按月增加 70.5%至 46 亿澳门元。另外，值得注意的是 6 月份持有多于一个单位的本地买家占总本地买家的比例由 5 月份的 1.9%上升至 2.9%。	- 楼市反弹可能是因为投资情绪高涨、利率下行、楼市供求长期失衡，以及发展商推出优惠。更重要的是，由于澳门疫情大致受控，本地经济活动包括房屋买卖活动恢复正常。 - 不过，6 月平均楼价按年下跌 10.6%或按月下降 4.1%至 101,986 澳门元/平方米。此外，6 月本地首置买家占总本地买家成交量的比例由 5 月的 85.3%下降至 84.6%。作为楼市增长的主动力，本地首置买家可能因劳动力市场转弱（第二季本地居民失业率达到 2010 年以来最高）及经济前景黯淡，而未能对楼市带来强劲支持。另一方面，房屋调控措施料继续打压楼市的投机需求。总括而言，我们预期房屋成交量的上行空间有限，而平均房价则可能在未来数月继续录得温和的按年跌幅。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周人民币对美元走强，美元/人民币回落至 6.95 下方。	人民币的走强受到了离岸人民币流动性收紧的支持，人民币掉期率普遍走高。人民币流动性为何突然收紧，并没有一个明确的原因。可能与近期对中国境内人民币资产需求上升有关也有可能受到中国货币政策正常化预期影响。

大中华地区一周回顾

17 August 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