

大中华地区一周回顾

20 January 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

上周传出多个利好消息，中美正式签署第一阶段贸易协议以及中国经济数据好于预期等都对市场情绪起到了支撑。但是近期亚洲上空正在积聚的两朵乌云可能会在未来左右市场的局势，包括武汉非典型性肺炎的发展情况以及中国对台湾态度的微妙变化。

先回顾一下积极的因素。中美第一阶段贸易协议方面，采购金额的灵活意味着协议的执行风险有所下滑，根据协议中国在 2020 年仅需要实现 2000 亿美元额外采购计划的 38%即可。执行风险的下滑也意味着将会为两国进行新一轮谈判争取更多的时间。

经济方面，四季度中国名义 GDP 反弹至 9.6%的增幅显示中国经济出现趋稳迹象。12 月数据中最大的失望来自基建投资的疲弱，未能对中国的刺激政策做出积极反应。鉴于房地产投资将进一步下滑，基建投资能否反弹将成为 2020 年重要的参考。我们认为中国经济有望在 2020 年保持 6%左右的增幅。

不过，短期内有两个风险值得关注。肺炎方面，周末新增病例大幅增加。而且中国多地包括北京和广东出现确诊病例。而深圳和浙江等出现疑似病例。由于部分感染病人并未去过武汉的海鲜市场。这也意味着，目前人传人的风险已经大幅上升了。而且，还有不到一星期就是中国的农历新年了。中国即将上演全球最大规模的人类迁移。这也加剧了病毒传播的风险。

台湾问题方面，周末中国和缅甸签署的联合声明中缅方重申奉行一个中国政策，但是里面有个提法出现了微妙的变化。那就是台湾是中华人民共和国不可分割的一部分。此次外交措辞由台湾是中国的一部分变成中华人民共和国的一部分显示大陆政府已经对台湾的政治局势发展失去了耐心。随着 92 共识正在失去制约，两岸关系可能会进入一个过去 20 多年不曾有的全新局面，虽然短期内升级成武力冲突的可能性不大，但是不可预见性意味着台湾局势的发展可能会成为今年全球市场的一个重要变量之一。

香港方面，香港行政长官林郑月娥宣布新一轮总值 100 亿港元的纾困措施，主要聚焦在长者及低收入人士的组别。纾困措施或只能为本地经济提供短暂的支持。香港经济短期内能否走出困局及出现反弹，主要取决于贸易风险降温能否推动经济复苏及本地社会不确定性的发展。香港第一间虚拟银行众安银行于去年 12 月正式试业。金管局指其他三至四间虚拟银行将于今年第一季试业。短期内，我们认为虚拟银行对传统银行体系的影响较有限。首先，面对行业剧烈的竞争及全球不确定性或削弱贷款的需求，虚拟银行或需要以较低的贷款利率来吸引顾客。因此，对净利息收入收窄的忧虑或限制了虚拟银行将存款利率

大中华地区一周回顾

20 January 2020

推高至不合理的高水平。其次，在全球货币宽松政策的大环境下，尽管面临虚拟银行的竞争，我们依然相信香港整体利率下行的风险高于上行风险。**澳门方面**，澳门去年 12 月平均房屋价格按月下跌 5.4%(或按年增长 4.2%)至 105,494 澳门元/平方米。尽管澳门楼市在去年 11 月出现短暂反弹，惟整体表现依然受压。这可能受到数项不明朗因素的影响，包括对经济前景不明朗的忧虑升温及香港社会持续不稳定衍生的负面溢出效应。展望未来，由于不确定因素充斥，我们预期澳门楼市可能维持放慢的走势。展望未来，就供应的角度而言，今年首十一个月，新屋动工量及落成量分别按年下跌 78%及 37%，反映房屋长期的供应量有限。另一方面，由于结构性因素未有出现转变，房屋需求料维持稳健。因此，长期而言，楼市调整的幅度可能有限。

大中华地区一周回顾

20 January 2020

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
周末中国和缅甸签署的联合声明中表示缅方重申奉行一个中国政策，认为台湾是中华人民共和国不可分割的一部分。	- 外交措辞中的语言微调使得市场担忧台湾海峡的地缘政治风险可能会大幅上升。 - 简单回顾下，92 共识一直是冷战结束以来两岸关系的重要指导标准。92 共识中两岸都同意台湾是中国的一部分，只是共识的灵活性给了双方提供了一中各表的解读。不过从中华人民共和国政府角度来看，92 共识只是搁置两岸主权争议的临时措施，此次外交措辞由中国的一部分变成中华人民共和国的一部分显示大陆政府已经对台湾的政治局势发展失去了耐心。 - 随着 92 共识正在失去制约，两岸关系可能会进入一个过去 20 多年不曾有的全新局面，虽然短期内升级成武力冲突的可能性不大，但是不可预见性意味着台湾局势的发展可能会成为今年全球市场的一个重要变量之一。
周末中国确诊新增 136 例武汉肺炎病例。此外，武汉意外，北京和广东也都出现确诊病例。	- 目前为止，已经有两位病人不幸去世。而部分被感染病人并未去过海鲜市场，也引起了市场对人和人之间传播风险上升的担忧。 - 此外，即将来临的农历新年的人口大迁移也加剧了病毒跨省传播的风险。 - 市场将会继续关注病情的发展。
中美 1 月 15 日正式签署了第一阶段贸易协议。协议将涵盖知识产权、技术转移、农业、金融服务，汇率以及扩大双边贸易等。	- 谁是第一阶段的最大赢家，或许只有时间才能告知。不过从表面上来看，中国确实做出了较大的努力。第一阶段协议的中英双语版本已经分别由双方发布了，笔者都看了下，虽然有些语句构成可能因语言构造不同有些变化，但是基本是相仿的。读完整个协议后，笔者最大的感受就是协议中出现了大量“中国应 (China shall)”的表述。譬如在英文版中，“中国应”出现了 97 次，“双方应”出现了 59 次，而“美国应”仅出现了 3 次。这种不对等也显示了中国做出的努力。 - 这几天市场对贸易协议的反应相对冷静，这主要是因为协议的细节与之前美国方面的预告没有太大的出路。中国也正式承诺将在未来两年额外购买 2000 亿美元的美国商品和服务。如果一定要找一些积极的变化。有两个细节可能值得关注。 - 中国将在未来两年在 2017 年的基础上额外购买 320 亿美元的农产品。这也意味着未来两年中国将平均每年购买 400 亿美元农产品。这相对 12 月特朗普总统透露的 500 亿

大中华地区一周回顾

20 January 2020

	美元额度更为实际。第二，未来两年的 2000 亿美元新增购买并非平均分配。对于 2020 年来说，中国仅需要实现 2000 亿美元购买计划的 38% 即可。这两点细微的变化有利于降低第一阶段协议的执行风险，有助于为双方争取更多时间，进入新一轮的协商。 农产品购买，汇率和金融服务开放是相对容易的话题，已经在第一阶段协议中被广泛涵盖。未来双方将继续就知识产权和技术转移进行协商。相对于 18 页的知识产权保护，技术转移在第二阶段协议中仅占据了 3 页。这意味着技术转移将是第二阶段的焦点。总体来看，笔者认为第一阶段协议是一个好的妥协。现在的焦点并不是中国可以从贸易协议中获得什么，而是如果没有协议的话，将会发生什么。第一阶段贸易协议所能排除的不确定性对中国乃至全球都是有利的。
美国财政部在最新的半年度报告中将中国从汇率操纵国中除名。	鉴于当时将中国贴上汇率操纵国的标签对市场的影响不大。此次除去也是象征意义更大于实际意义。不过美国对中国做出努力的认可依然是有利于人民币情绪的。
中国在 1 月 15 日通过 1 年期 MLF 为市场注入 3000 亿元流动性。不过，1 年 MLF 的利率保持在 3.25% 不变。	上周虽然没有 MLF 到期，但是此次的流动性操作不算意外，毕竟年初的降准所注入的额外流动性并不足以弥补农历新年需要的流动性缺口。此次的流动性注入更像是稳定流动性的逆周期措施而非宽松信号。
香港行政长官林郑月娥宣布新一轮总值 100 亿港元的纾困措施，主要聚焦在长者及低收入人士的组别。	具体而言，「两元乘车优惠」由现时的 65 岁放宽至 60 岁或以上长者。政府提倡将逐步增加法定假期，由每年 12 日增至 17 日。政府向正轮候公屋超过三年的家庭及失业人士 (最多 3 个月) 发放现金津贴。纾困措施或只能为本地经济提供短暂的支持。香港经济短期内能否走出困局及出现反弹，主要取决于贸易风险降温能否推动经济复苏及本地社会不确定性的发展。
- 香港第一间虚拟银行众安银行于去年 12 月正式试业。金管局指其他三至四间虚拟银行将于今年第一季试业。	短期内，我们认为虚拟银行对传统银行体系的影响较有限。首先，面对行业剧烈的竞争及全球不确定性或削弱贷款的需求，虚拟银行或需要以较低的贷款利率来吸引顾客。因此，对净利息收入收窄的忧虑或限制了虚拟银行将存款利率推高至不合理的高水平。其次，虚拟银行在营业的初期料只提供有限的服务。这加上虚拟银行聚焦于推广普惠金融，其目标的客户群跟需要传统银行业全面服务的顾客群只是小幅重叠。再者，较年长的客户及较传统的企业对网上服务的接受程度有限，他们可能依然偏好选用传统银行服务。最后，在全球货币宽松政策的大环境下，尽

大中华地区一周回顾

20 January 2020

	管面临虚拟银行的竞争，我们依然相信香港整体利率下行的风险高于上行风险。
--	-------------------------------------

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国经济四季度同比增长 6%，与三季度持平。2019 年去年，中国经济增幅由 2018 年的 6.6% 放缓至 6.1%，不过依然在政府 6-6.5% 的增长区间中。 - 此外，包括工业产出、固定资产投资和零售销售等三大主要经济指标 12 月都好于市场预期。	- 虽然，中国四季度实际 GDP 保持不变，但是名义 GDP 增幅则由第三季度的 7.57% 进一步走高至 9.63%。2019 年名义 GDP 的 V 型反转也显示中国经济已经趋稳。 - 此外，制造业也同样显示触底迹象。12 月制造业产出同比增长 7%，是自 2019 年 3 月以来的最高增幅。此外，对制造业的固定资产投资增幅也由 1-11 月的 2.5%，小幅加快至 3.1%。中美贸易协议所排除的不确定性以及中国对高科技制造业的支撑将继续支持制造业。 - 上周数据中最大的失望可能来自基建投资。尽管中国政府已经推出一系列支持基建的措施譬如允许专项债充当准备金等，但是 12 月基建依然由 4.1% 的增幅放缓至 3.8%。这也显示随着信用风险的上升以及刚性兑付的打破，中国地方政府正面临资金的压力。 - 展望未来，中国房地产投资将继续放缓，因此基建投资能否加速将扮演重要的角色。如果基建可以复苏的话，那 2020 年 6% 的增幅可期。
- 中国 12 月信贷增幅超预期。社会融资总量增长 2.1 万亿元，而新增人民币贷款也同样增长 1.14 万亿元。 - 此外，广义货币供给 M2 同比增长 8.7%。	- 社会融资总量的大幅上升主要受统计口径调整的支持，因为中国自 2018 年 9 月将地方政府专项债纳入社融口径后，又将包括国债和地方政府一般责任债同样纳入了社融的统计口径。调整后，社融能更好地反应货币政策和财政政策之间地协调。 - 不过除去口径调整地因素，社融依然保持强劲。随着中国将继续支持基建投资，预计今年社融将继续保持强劲。
澳门去年 12 月平均房屋价格按月下跌 5.4% (或按年增长 4.2%) 至 105,494 澳门元/平方米。去年 11 月份，新批住宅按揭贷款按月下跌 2.9% (或按年下跌 4.91%) 至 34.2 亿澳门元。此外，同期房屋成交量按月减少 2.88% (或按年增加 8.8%) 至 640 宗。	尽管澳门楼市在去年 11 月出现短暂反弹，惟整体表现依然受压。这可能受到数项不明朗因素的影响，包括对经济前景不明朗的忧虑升温及香港社会持续不稳定衍生的负面溢出效应。此外，以 2019 年全年计算，房屋调控措施继续打压投机需求，持有多于一个住宅单位的本地买家占总本地买家的比例只占 3.06%。此外，而同期本地首置买家(占总本地买家比例超过 82%) 继续成为澳门楼市的主要动力。展望未来，由于不确定因素充斥，我们预期澳门楼市可能维持放慢的走势。

大中华地区一周回顾

20 January 2020

	展望未来，就供应的角度而言，今年首十一个月，新屋动工量及落成量分别按年下跌 78%及 37%，反映房屋长期的供应量有限。另一方面，由于结构性因素未有出现转变，房屋需求料维持稳健。因此，长期而言，楼市调整的幅度可能有限。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
尽管中美第一阶段贸易协议没有更多地惊喜，但是上周人民币保持强势。美元/人民币突破 6.87。	上周市场并未出现“买传闻、卖事实”的局面。尽管贸易协议细节公布后，人民币一度小幅回落至 6.90，但是人民币总体保持了强势。未来基本面在人民币定价中将继续扮演重要的角色。

大中华地区一周回顾

20 January 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