

摘要：未知水域

中美贸易层面上周继续以你一脚我一腿的方式进行着，只是规模相对较小。中国商务部宣布对美国的高粱进口征收 178.6% 的保证金比例后，隔天，美国商务部宣布对中国产钢轮发起双反调查。上周四中国商务部在例行的新闻发布会上明确指出中美并没有就 301 调查的清单开始进行协商，也为进展蒙上了阴影。不过随着美国加强对中国高科技企业投资的打压，近期的中美冲突已经不仅局限于贸易。这也意味着中美冲突可能进入了未知水域。

美国商务部在没有预警的情况下激活了对中兴公司的出口限制令。使得中兴公司进入休克状态。中兴事件也让网民意识到中国在芯片领域与世界领先实力的差距。这次中兴有利于中国回到韬光养晦的道路上不忘初心埋头苦干。媒体关于美国财政部正在考虑通过 1977 年《国际紧急经济权力法案》来限制中国在美科技领域的投资的报告以及美国国会美中经济与安全审查委员会关于来自中国供应链产品对美国信息通讯科技的冲击的报告都显示未来中美之间关于科技和投资的冲突还将继续持续下去，尽管美国财长努钦可能访华协商的新闻有助于缓解短期内的紧张情绪。市场也正在等待美国贸易代表处公布 1000 亿美元的新一轮清单。

国内方面，中国经济新年开门红被中兴和置换降准的新闻所掩盖。虽然中国经济取得开门红，但是分类细节显示中国经济未来可能出现放缓。展望未来，结构性去杠杆下对地方政府债务的约束，以及表外融资的下滑叠加融资成本的上升可能会成为导致中国经济下半年放缓的主要因素。

中国债券市场上周受益于置换降准新闻的支持延续了涨幅。近期去杠杆被更精准定义为结构性去杠杆，降准的制约有所下滑。而过去几年央行对流动性强大的管理能力，也使得市场打破了降准既是宽松的观点。汇率方面，上周的意外降准未对人民币带来负面冲击。不过上周人民币中间价持续一周低于市场预期，显示央行可能不希望人民币升幅过快。不过近期的中美贸易冲突的发展又再次让市场觉得美国通过打科技牌可能会最终迫使中国妥协，这又回到了最早妥协升值的假设。如果越来越多投资者相信中国会妥协，那人民币可能依然将面临升值压力。

香港方面，自 4 月 12 日以来，金管局频繁接手港元沽盘，使银行业总结余下降至 1285 亿港元。由于总结余在短短一星期内减少了 30%，且本周将迎来月结效应及平安好医生招股活动，市场对资金趋紧的担忧升温。因此，从上周四开始，看空港元的投资者提前获利离场，最终带动美元兑港元从 7.85 下滑至一个月低位 7.8441。我们预期在月末之前，美元兑港元将稳定在 7.85 以下水平，而金管局也将暂时喘息。月末过后，美元兑港元可能再度上试 7.85，并迫使金管局重新出手。不过，直至 6 月左右，1)总结余进一步减少，2)上市公司集中派息，3) 潜在大型新股上市计划（如小米、蚂蚁金服及圣杯公司，4) 季结效应，以及 5) 美联储大概率 6 月加息，这些因素皆可能为港元拆息增添上行压力，致港美息差收窄，从而使套利交易者更趋谨慎。届时，港元可能再度反弹。我们预计年中之前总结余将逐渐下降，最终站稳在 800 亿至 1000 亿港元的水平。然而，在全球央行同步收紧政策，促使资金快速外流，从而关闭港美拆息缺口之前，我们认为港元反弹至 7.75-7.80 区间的机会不大。**澳门方面**，博彩业中场收入按年增长 20.1%，而该板块对整体博彩业毛收入的贡献亦轻微上升至 38.9%。展望未来，在基础设施持续改善的情况下，加上一系列新酒店陆续开张，料为澳门旅游业及赌场中场业务提供支持。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中美贸易层面上周继续以你一脚我一腿的方式进行着，不过规模相对较小。 ▪ 中国商务部宣布对美国的高粱进口征收 178.6% 的保证金比例，如果最终倾销调查确认，保证金将 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 近期层出不穷的双反调查虽然规模不大，但是不断提示市场中美贸易冲突只是刚开始。上周四中国商务部在例行的新闻发布会上明确指出中美并没有就 301 调查的清单开始进行协商，也为进展蒙上了阴影。

<p>被没收。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 隔天，美国商务部宣布对中国产钢轮发起双反调查。而中国商务部也公布了对原产于美国欧盟和新加坡的进口卤化丁基橡胶反倾销调查的初步裁定，并将对进口征收保证金。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 市场正在等待美国贸易代表处公布 1000 亿美元的新一轮清单。由于先前公布的 500 亿清单已经涵盖了多数科技产品。新一轮的清单可能会涉及消费品。 ▪ 鉴于双方协商缺乏进展以及中国商务部再次重申奋战到底的论调显示中美贸易冲突的风险依然较大。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 事实上，近期的中美冲突已经不仅局限于贸易。美国商务部在没有预警的情况下激活了对中兴公司的出口限制令。使得中兴公司进入休克状态。 ▪ 此外，英国等政府也跟进警告本国电信运营商不要使用中兴通讯的设备。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中兴事件从微观上来看，对企业的冲击是致命的，由于无法获得芯片的替代品，将严重影响企业的出货，从而使得企业蒙受巨大的损失。 ▪ 但从宏观上来看，这也将对中国的 5G 行业带来冲击。让市场也担心中美贸易冲突正在蔓延至高科技领域，直接冲击中国制造 2025 计划。中兴事件也让网民意识到中国在芯片领域与世界领先实力的差距。过去几年随着经济快速增长，中国的民族自豪感大幅提高，民众乐观情绪飙升，这是好事情。但是却也滋养了部分过度自信的情绪，使得淡忘了前辈留下的韬光养晦的教导。这次中兴有利于中国回到韬光养晦的道路上不忘初心埋头苦干。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 媒体报道美国财政部正在考虑通过 1977 年《国际紧急经济权力法案》来限制中国在美科技领域的投资。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 如果启动 1977 年的经济权力法案将使得总统可以绕过国会直接接管经贸活动，从而限制“敌国”的交易以及冻结资产。美国曾在 2011 年 911 恐怖袭击之后多次使用该法案冻结涉恐的资金。至于特朗普总统是否会通过该法案来冻结中国持有的美国国债，我觉得可能性非常低，这或许是最糟糕的情况了。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 美国国会美中经济与安全审查委员会上周发布了关于来自中国供应链产品对美国信息通讯科技的冲击的报告。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 该报告指出随着 5G 和物联网的快速发展，对产业链的网络供给更为容易。这也为美国政府对科技产品的不信任进行了背书。此外，该报告也公开质疑了包括华为，中兴和联想等科技巨头与政府的关系，以及开展的黑客行动等。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国外管局新闻发布会上，发言人表示外管局将继续确保外债风险可控。强化了对重点领域和行业的外债管理，除有特殊规定之外，房地产企业和地方政府融资平台不得借用外债。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 鉴于近期中国资本流动更为均衡，扩流入已经不再是近期的重点。而过去一年外债幅度的上升，也再次拉响了警钟。近期境外市场上中国房地产商频频发行美元债券可能与近期的政策调整有关。未来，离岸市场上房地产等企业债券供给可能会下滑。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 央行宣布从 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行的存款准备金率 1%。在降准当日用降准资金偿还 MLF 的资金。 ▪ 根据央行的估算，降准将释放 1.3 万亿流动性，其中 9000 亿用来偿还 MLF，净投放 4000 亿元。净投放多数投放给城商行和非县城农商行。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 简单回顾下历史，自从中国 2001 年底加入世贸组织之后，面临了大量资本流入，而存款准备金也在这时扮演了调节流动性供给的作用。可以说准备金政策多数时间是资本流动的一个衍生品。但是这个模式自 2015 年以来被打破，随着中国开始加强控制金融风险，由于担心降准带来宽松信号，央行开始推出 MLF，PSL 等一系列替代流动性工具来替代存款准备金率。不过随着，近期去杠杆被更精准定义为结构性去杠杆，降准的制约有所下滑。而过去几年央行对

	<p>流动性强大的管理能力，也使得市场打破了降准既是宽松的观点。</p> <ul style="list-style-type: none"> 此次自带债务互换特征的降准显示央行继续维持中性货币政策的决心。我们认为有三个影响。第一，降准有利于缓解银行负债成本，从而改善赢利能力。第二，此次降准使得那些无法直接从央行获得 MLF 的中小银行受益最多，这也有助于帮助缓解中小企业融资难的问题。第三，由于近期信贷扩张速度有所下滑，再加上人民币升值，中国货币条件收紧，降准有利于稳定中国信贷增幅。鉴于此次偿还 9000 亿元后，MLF 余额依然有 4 万亿元，因此，未来中国央行依然有空间进行类似的操作来配合存款回表。
<ul style="list-style-type: none"> 自 4 月 12 日以来，金管局频繁接手港元沽盘，使银行业总结余下降至 1285 亿港元，并推动港元拆息曲线上移。1 年期美元兑港元远期点子由 4 月 12 日的 -630 逐步收窄至 -435 左右。另外，1 年期港元利率掉期由 4 月 12 日的 1.67% 稳步上升至 1.92%。 4 月 19 日，美元兑港元从弱方保证水平 7.85 回落至一个月低位 7.8441。同日 3 个月港元拆息也上升至逾九年新高 1.337%。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于总结余在短短一星期内减少了 30%，且本周将迎来月结效应及平安好医生招股活动，市场对资金趋紧的担忧升温。因此，从上周四开始，看空港元的投资者提前获利离场，带动港元反弹。我们预期在月末之前，美元兑港元将稳定在 7.85 以下水平，而金管局也将暂时喘息。 月末过后，美元兑港元可能再度上试 7.85，并迫使金管局再次出手。不过，直至 6 月左右，1) 总结余进一步减少，2) 上市公司集中派息，3) 潜在大型新股上市计划（如小米、蚂蚁金服及圣杯公司），4) 季结效应，以及 5) 美联储大概率 6 月加息，这些因素皆可能为港元拆息增添上行压力，致港美息差收窄，从而使套利交易者更趋谨慎。届时，港元可能再度反弹。我们预计年中之前总结余将逐渐下降，最终站稳在 800 亿至 1000 亿港元的水平。 下半年，若美国财政部加推国债及美联储加快加息步伐，带动港美息差再度扩大，那么银行业总结余进一步下降的可能性不能排除。我们预计当总结余下降至 500 亿港元左右，以及息差缩小至约 50 个基点，套利交易将大幅下降。整体而言，我们预期年末美元兑港元将回落至 7.83 附近水平。然而，在全球央行同步收紧政策，促使资金快速外流，从而关闭港美拆息缺口之前，我们认为港元反弹至 7.75-7.80 区间的机会不大。
<ul style="list-style-type: none"> 自 4 月 12 日以来，深港通和沪港通下的南向资金流连续 5 个交易日录得净流出。如果再算上北向资金流，我们发现 4 月初至今已有超过 350 亿元人民币通过股市互通机制从香港流向中国内地市场。这是 2014 年 11 月沪港通开通以来，股市互通机制下香港录得的最大规模资金净流出。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于内地 A 股将被纳入 MSCI 新兴市场指数，海外投资者提前部署内地股市。另外，A 股市场近期出现调整，吸引投资者入场抄底，也可能是带动资金流入内地股市的原因。而人民币汇率稳定同样增添了人民币资产对海外投资者的吸引力。此外，中国央行定向降准，及持续为银行体系注入资金的举措，为内地股市带来一定支撑，甚至驱使内地投资者也把资金从港股市场转移回内地市场。因此，股市互通机制下香港录得资金净流出。由 5 月 1 日起，股市互

通的每日限额将会扩大四倍。我们将密切关注这会否导致资金加快从香港流向中国。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国经济新年开门红，一季度同比增长 6.8%，与市场预期相符。 一季度固定资产投资同比由 1-2 月的 7.9%放缓至 7.5%。3 月工业产出则放缓至 6%。 不过零售销售则由 9.4%反弹至 10.1%。 	<ul style="list-style-type: none"> 虽然中国经济取得开门红，但是分类细节显示中国经济未来可能出现放缓。基础建设投资增幅由 2017 年的 19%放缓至一季度的 13%，显示对地方政府债务的约束开始现象。展望未来，结构性去杠杆下对地方政府债务的约束，以及表外融资的下滑叠加融资成本的上升可能会成为导致中国经济下半年放缓的主要因素。
<ul style="list-style-type: none"> 中国 3 月资本流动继续保持均衡。其央行口径外汇占款增长 78.4 亿元。不过，银行代客结汇继续出现小幅逆差，报 26 亿美元。 	<ul style="list-style-type: none"> 从结售汇远期来看，远期结汇大幅上升至 236.6 亿美元，接近远期购汇的金额。这也显示目前市场对后市人民币的走势出现了分歧。这种分歧有助于帮助人民币形成双向波动。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 2018 年第一季失业率维持在 20 年低位 2.9%。 	<ul style="list-style-type: none"> 受惠于亚洲经济持续复苏以及港元走弱，旅游相关行业的就业情况持续改善，其失业率维持在 3 年低位 4.2%。相反，中美贸易风险升温增添了香港贸易前景的不确定性，并拖累贸易业就业情况，其失业率由 2.3%轻微上升至 2.4%。此外，香港的资产市场在第一季出现波动，削弱了金融业的招聘意愿，因此金融业失业亦由 1.9%上升至 2.1%。展望未来，我们依然忧虑中美贸易关系紧张及全球制造业增长放缓可能为香港贸易业及整体经济带来负面影响，继而拖累劳动力市场的表现。另一方面，由于资产市场的波动性上升，加上加息预期升温可能导致楼市回调，金融业及其就业市场或受打击。整体而言，我们预期失业率可能在未来数月有所上升。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门第一季博彩业毛收入按年增长 21%至 765 亿澳门元。 	<ul style="list-style-type: none"> 分板块而言，贵宾厅收入按年上升 21%，而其对整体博彩业毛收入的贡献维持在 56.1%。由于赌场中介人持续向高端赌客提供信贷，加上赌场在农历新年后积极举办各项活动吸引贵宾厅赌客，这为贵宾厅业务提供一定程度的支持。另一方面，中场收入按年增长 20.1%，而该板块对整体博彩业毛收入的贡献亦轻微上升至 38.9%。亚洲经济持续复苏、澳门元走弱、新赌场逐步开业以及农历新年的节日效应是澳门旅游业及赌场中场业务向好的主要驱动力。展望未来，由于政策风险未有消退，我们依然忧虑贵宾厅业务增长的可持续性。利率上升的预期则可能限制赌场中介人向高端赌客提供借贷便利。相反，在基础设施持续改善的情况下，加上一系列新酒店陆续开张，料为澳门旅游

	<p>业及赌场中场业务提供支持。然而，比起贵宾厅业务，中场业务带动下的博彩业增长或较为温和。这叠加高基数效应，意味着 2018 年博彩业毛收入增长将放慢，我们预计增长率为 10%-15%。</p>
--	--

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周美元指数反弹，重新回到 90 上方。不过人民币依然保持稳健，美元/人民币继续保持在 6.30 下方交易。上周四，受外管局发言人关于美元可能走弱的评论，人民币曾经出现跳涨。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周的意外降准未对人民币带来负面冲击。不过上周人民币中间价持续一周低于市场预期，显示央行可能不希望人民币升幅过快。不过近期的中美贸易冲突的发展又再次让市场觉得美国通过打科技牌可能会最终迫使中国妥协，这又回到了最早妥协升值的假设。如果越来越多投资者相信中国会妥协，那人民币可能依然将面临升值压力。

OCBC Greater China research**Tommy Xie**Xied@ocbc.com**Carie Li**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.

Co.Reg.no.:193200032W