

**摘要：**

贸易战，科技战或者人民战，中美贸易冲突展现了其多面性。上周中美两国女主播的电视辩论并没有太多火花，但是依然吸引了大量普通群众的关注。随着中国普通百姓对贸易战的参与度越来越高也使得现在的局势更为复杂化。

中国贸易冲突进一步升级，已经从关税问题上升至非关税问题。中国商务部上周宣布将公布不可靠实体清单制度。对于清单企业，中国将采取包括法律和行政等手段来进行反制。以战止战可能是目前中国迫使美国回到谈判桌的主要策略。局势在变好之前可能会进一步恶化。

中国周日发布了关于中美经贸磋商的中方立场白皮书。白皮书表示中国在原则问题上绝不让步。不过笔者在读完白皮书通篇之后，感觉虽然白皮书立场坚定，但是基调却不如近期国内主流媒体和社交媒体转达的那么激进和强硬。中国对谈判依然打开大门。这也意味着未来贸易谈判结果依然是二元的。

国内方面，中国央行周日表示近期接管包商银行是个个体事件，而央行目前也没有计划接管其他银行。中国对暂时没有计划接管其他银行的承诺有助于缓解市场的担忧。为了应对包商银行接管事件后债券市场波动性的加剧，上周中国央行加大了对市场的流动性支持。上周共通过公开市场操作净注入 4300 亿元，春节后最大单周流动性注入。大规模的流动性注入有利于控制市场的波动率。不过这并不意味着央行货币政策的短期调整，但是至少显示央行的灵活性来防止系统性风险。

汇率方面，中国继续通过中间价机制维稳人民币，人民币中间价被牢牢钉在 6.90 下方。不过，强势美元使得人民币依然面临压力，并拉动美元/人民币上探 6.95。而周五周小川前行长试图淡化关键位点的评论也一度推高美元/人民币。短期内市场将关注人民币中间价的走势。过去两周，随着人民币接近 7，人民币中间价定价机制确实牺牲灵活性。

**香港方面**，踏入月末，银行粉饰橱窗的行为抽紧短端流动性。展望未来，市场参与者或继续为半年结和派息潮做准备，同时对潜在的大型 IPO 保持谨慎。除了百威啤酒公司计划年内在香港上市集资约 50 亿美元之外，消息指阿里巴巴最早可能于今年下半年于香港进行第二次上市，并集资 200 亿美元。潜在的大型 IPO 叠加接踵而至的季节性因素，或有助 1 个月和 3 个月港元拆息在短期内站稳在 1.5% 上方，同时为港元带来短暂支撑。在此情况下，港元定期存款利率或在短期内继续高企。再加上近期风险资产价格显著回调，港元活期及储蓄存款占港元总存款的比率可能在 4 月份创 2009 年 2 月以来新低的 57.3% 后进一步下行。尽管如此，我们依然认为今年商业银行的融资压力不会大幅上升，因为三项因素可能限制港元拆息的上升空间。第一，由于贸易战担忧及美联储降息预期推低美债收益率，美元拆息承压。第二，受经济前景转弱及贸易战升级的影响，贷款需求保持低迷。第三，在港美息差进一步扩大的压力有限，以及资金流出风险可控的情况下，银行业总结余短期内可能维持在 500 亿港元左右。经济方面，4 月零售销售及贸易数据皆逊于预期。展望未来，我们担忧贸易和零售销售活动将进一步放缓。随着中美贸易战持续打击全球需求，并于近期演变为科技战，香港贸易业（主要进出口高科技产品）将难免受到更大的冲击。若贸易战全面爆发，继而加剧人民币贬值压力及削弱财富效应，那么香港零售业也将受拖累。

<b>事件和市场热点</b>	
<b>事件</b>	<b>华侨银行观点</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国商务部上周宣布将公布不可靠实体清单制度，旨在确保国家安全、公众和中国企业的权力和利益。对于清单企业，中国将采取包括法律和行政等手段来进行反制。不过中国暂时还未公布具体的惩罚措施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国贸易冲突进一步升级，已经从关税问题上升至非关税问题，这也使得问题更为复杂化。</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>此外，中国也表示将对联邦快递将华为部分包括转运到美国的行为进行调查。</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国周日发布了关于中美经贸磋商的中方立场白皮书。白皮书表示中美经贸磋商受挫，责任完全在美国政府。白皮书也列举了美方的三次出尔反尔，指出了美国政府的得寸进尺。</li> <li>此外，白皮书表示中国在原则问题上绝不让步。“谈，大门敞开；打，奉陪到底。”</li> <li>在新闻发布会上，中国商务部副部长对关于中美双方最高领导人是否会在 G20 会议上会晤并没有给出明确答案。不过他也表示不用过渡解读中国的不可靠企业清单。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>白皮书进一步阐述了中美贸易谈判受挫的主要原因。目前双方主要分歧还是对主权问题的理解不同。美方在贸易协议中强插的有些要求可能引起了中国对主权问题的担忧。</li> <li>中国目前的红线已经比较清晰了。主动权已经给回给美国。如果特朗普政府拒绝妥协的话，那么双方贸易协商重启可能还是遥遥无期。</li> <li>之前关于 G20 可能是中美贸易冲突终点的乐观情绪已经被证伪。最好的情况是，G20 会议可能只是重启谈判的起点。</li> <li>不过笔者在读完白皮书通篇之后，感觉虽然白皮书立场坚定，但是基调却不如近期国内主流媒体和社交媒体转达的那么激进和强硬。中国对谈判依然打开大门。这也意味着未来贸易谈判结果依然是二元的。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>美国贸易代表处 5 月 31 日宣布将对 5 月 10 日前从中国运出的商品给与 15 天延期，6 月 15 日到港的将依然保持 10%的额外关税。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>这个有限的延期不会对双方的贸易协商带来太多影响。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行周日表示近期接管包商银行是个个体事件，而央行目前也没有计划接管其他银行。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行对接管包商银行给与更详细的解释。绝对控股大股东从银行非法借贷导致银行面临信用危机。这在 1920 年代新加坡的银行体系不少见。不过，中国对暂时没有计划接管其他银行的承诺有助于缓解市场的担忧。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>为了应对包商银行接管事件后债券市场波动性的加剧，中国央行加大了对市场的流动性支持。上周共通过公开市场操作净注入 4300 亿元，春节后最大单周流动性注入。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大规模的流动性注入有利于控制市场的波动率。不过这并不意味着央行货币政策的短期调整，但是至少显示央行的灵活性来防止系统性风险。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>央行上周宣布成立存款保险基金管理公司。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>旨在标准化存款保险管理，有利于增加透明性。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>央行行长易纲重申小微贷款两个量化目标。包括贷款余额增幅 30%以及下调利率 100 个基点。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行对小微企业贷款支持的重申意味着央行在货币政策上将继续保持灵活性。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>央行前行长周小川在近期的访谈中表示不应该在关键点位前改变人民币的定价机制。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>周五在周小川的访谈公布后，人民币一度走弱。周小川的观点暗示没有必要坚守关键点位。这个可能对市场是个警钟。短期内市场将关注人民币中间价的走势。过去两周，随着人民币接近 7，人民币中间价定价机制确实牺牲灵活性。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>深圳副市长王立新宣布来粤港澳大湾区工作的短缺人才将享受 15%的个人所得税减免优惠。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>税务政策优惠加上金融融合发展（例如跨境支付、跨境开户及跨境汇款），料有助推动未来粤港澳大湾区内人力资源/人才的自由流动。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>消息指阿里巴巴公司可能最早于 2019 年下半年于香港进行二次上市，集资 200 亿美元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>阿里巴巴选择香港进行第二次上市，背后的原因可能是中美科技战增添美国上市中资企业的风险。另外，去年香港交易所修改上市规则，允许高科技企业以同股不同权的形</li> </ul>

	<p>式在港上市。这也可能推升了阿里巴巴回归香港的意愿。去年，新上市规则吸引了高科技企业来港上市，包括小米和美团（上市规模分别在香港排名第二和第三）。随着“同股不同权”企业的股票自今年7月起被纳入深港通及沪港通计划中，若阿里巴巴公司也以同样的方式在港上市，或有助吸引更多中国内地资金通过深港通及沪港通流入香港。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>利率方面，虽然近期投资情绪较为低迷，但知名中国企业在港推行大规模的上市计划，或仍将冻结大量的港元流动性。除此之外，全球最大的啤酒商百威也计划于7月到港上市，拟集资50亿美元。潜在的大型IPO，加上接踵而至的季节性因素，可能支持一个月及三个月港元拆息于未来几个月内维持在1.5%以上水平。这加上美元拆息承压，意味着港美息差将难以大幅扩大。因此，美元/港元触碰7.85的风险料可控。</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5月制造业指数由4月的50.1下滑至49.4。</li> <li>其中中小企业制造业指数重新大幅回落至47.8，不过大企业制造业指数依然保持在50上方。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5月制造业指数重新回到枯荣线下方主要受三个因素影响。第一，之前的季节性扰动结束。第二，中美贸易战重新升级对制造业者带来新一轮压力。5月新出口订单大幅回落至46.5。第三，4月中国货币政策重新回归中性可能会对情绪带来一定压力，5月新订单由51.4回落至49.8，显示内需同样放缓。</li> <li>就业方面，就业指数进一步下滑，跌至47，显示就业市场压力在全球经济放缓以及保护主义抬头中正在加大。</li> <li>进口价格指数由53.1回落至51.8。这可能将减缓生产者物价指数反弹的压力。随着翘尾因素抬头，预计生产者物价指数回归通缩的可能性不能被排除。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港4月零售销售额连续第三个月录得下跌，按年下滑4.5%。同月，访港旅客按年增速亦放慢至5.2%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，食品、酒类饮品及烟草以及超级市场货品的零售销售额分别按年续升0.8%及1.1%。这主要受惠于股市及楼市回升衍生的财富效应及紧俏的劳动力市场。相反，衣物、鞋类及有关制品、耐用消费品以及珠宝首饰、钟表及名贵礼物的零售销售额分别按年下跌2.6%、10.5%及11.4%。由此可见，本地居民及旅客的消费情绪依然审慎。展望5月，劳动节假期叠加基础设施建设改善或为香港入境旅游业及低端产品的零售销售带来一定支撑。不过，由于5月初中美贸易战重新开火，股市有所回调，而人民币则再度面临贬值压力。本地消费及旅客消费或因此受到冲击，从而导致未来几个月内零售业出现全面走弱的现象。</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 4 月总贷款的同比增速放慢至自 2016 年 6 月以来最低的 0.5%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>本地方面，贸易融资连跌第八个月，按年下跌 7.8%，主要受到疲软的贸易活动拖累。另外，尽管股市及楼市回升，但在香港使用的贷款（不包括贸易融资）按年下跌 0.1%，为 2010 年 1 月以来首次录得同比跌幅。这背后原因可能有两个。首先，受全球经济前景不明朗及贸易风险充斥的影响，投资者情绪维持审慎。其次，年初至今，银行总结余下跌 29%至 540 亿港元。这加上季节性因素，逐步推高港元拆息（借贷成本）。展望未来，因 5 月初中美贸易战重新开火，我们担忧贸易融资及其他本地贷款需求将进一步承压。</li> <li>外部方面，在香港境外使用的贷款同比增速再次回落，由 3 月的 4.2%回落至 4 月的 3.5%。虽然中国央行立场转为结构性宽松后，境外融资成本相对较低，但是人民币走弱，以及中国限制地产发展商和地方政府融资平台在海外发新债，这两个因素叠加或打压中国内地企业在外融资的需求。整体而言，我们预计总贷款将维持低迷，并于 2019 年录得低单位数增幅。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>4 月份，港元贷存比率由 3 月的近 16 年高位 87.8%回落至 87.3%，主要是因为港元贷款按月增速 1.1%，不及港元存款 1.6%的环比升幅。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>港元活期和储蓄存款按月反弹 0.8%，主因是风险资产价格上升，驱使客户增加活期和储蓄存款以供投资。另外，港元定期存款按月增长 2.7%，可能是因为港元拆息走高带动港元定期存款利率向上。因此，港元活期和储蓄存款占港元总存款的比例下降至 2009 年 2 月以来最低的 57.3%。</li> <li>展望 5 月，由于商业银行为应对季节性因素而提前囤积资金，部分银行进一步上调了定期存款利率。这叠加 5 月初以来贸易战升级引发的股市回调，料支持定期存款于短期内反弹。踏入下半年，潜在大型 IPO 叠加季节性因素或使港元拆息和港元定期存款利率继续高企。然而，我们依然认为今年商业银行的融资压力不会大幅上升，因为三项因素可能限制港元拆息的上升空间。第一，由于贸易战担忧及美联储降息预期推低美债收益率，美元拆息承压。第二，受经济前景转弱及贸易战升级的影响，贷款需求保持低迷。第三，在港美息差进一步扩大的压力有限，以及资金流出风险可控的情况下，银行业总结余短期内可能维持在 500 亿港元左右。整体而言，我们维持今年最优贷款利率上调机会较低的观点。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 4 月人民币存款同比增加 2%，环比上升 1.7%至 6123 亿元人民币。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>这可能是由于中国央行立场转为结构性宽松后，人民币资产收益率相对较为吸引。因此，境外投资者对人民币资产的需求保持稳健。不过，5 月初中美贸易战重新开火，导致中国市场重现资金外流的局面，并使人民币再次面临下行压力。这反映出境外投资者对人民币资产的兴趣有所减</li> </ul>

	<p>弱。然而，市场对美联储降息的预期以及对贸易战风险的担忧升温，使全球国债收益率大幅下挫。这帮助人民币利率保持较高的吸引力。整体而言，除非贸易战进一步升级且美元大范围走强，加剧人民币贬值压力，否则我们认为香港的人民币存款并不会大幅下挫。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 2 月-4 月失业率维持在超过四年低位的 1.7% 不变。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管如此，就业人口下跌至 2018 年年中以来最低的 385300 人，而劳动力参与率亦下降至超过一年低的 70%。另外，主要行业的就业情况亦不尽相同。具体而言，尽管博彩活动持续转弱，但博彩业就业人口仍连续第二个月录得升幅，按年增长 4.7% 至 2015 年初以来最高水平。此外，酒店及相关活动的就业人口按年增长 5.4% 至 2018 年底以来最高水平，主因是受惠于强劲的旅游活动。相反，由于大型娱乐项目相继落成，建筑业就业人口的同比升幅缩小至 2018 年底以来最弱的 1.6%。此外，零售业及餐饮业的就业人口分别按年减少 6.5% 及 11.3%，主要是因为本地及旅客的消费意欲维持低迷。展望未来，由于失业率是滞后数据，总体失业率或继续在 1.7% 水平整固。尽管如此，由于旅游业、零售业和博彩业皆受中美贸易战等外部不确定因素的冲击，我们忧虑中期内如此低的失业率将无法持续。</li> </ul>

<b>人民币</b>	
<b>事件</b>	<b>华侨银行观点</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周人民币对美元小幅走弱。不过人民币指数基本持平。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国继续通过中间价机制维稳人民币，人民币中间价被牢牢钉在 6.90 下方。不过，强势美元使得人民币依然面临压力，并拉动美元/人民币上探 6.95。而周五周小川前行长试图淡化关键点位的评论也一度推高美元/人民币。</li> </ul>

**OCBC Greater China research****Tommy Xie**[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)**Carie Li**[Carierli@ocbcwh.com](mailto: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.

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).

Co.Reg.no.:193200032W