

摘要:

过去一周的焦点只有中美贸易战的升级。市场正在等待两个后续措施包括中国方面的反制规模以及美方对剩余 3250 亿美元商品的加税细节。不幸的是，目前不变的只有变化本身。未来市场波动性将保持，而市场的交易方向也将取决于中美贸易谈判的方向。

至于中国如何应对贸易战的影响，这里可能有三个方式包括汇率贬值，宽松的货币政策以及积极的财政政策。鉴于中国不会主动追求人民币贬值，我们认为货币政策或者财政政策或许会扮演更重要的角色。

经济数据方面，4 月数据有所放缓，不过并不足以引起市场对经济大幅放缓的担忧。此外，受猪肉价格以及旅游价格上升影响，中国的通胀数据进一步走高。但是，鉴于猪肉价格的上升依然受到控制，我们认为通胀超过目标的可能性并不大。因此，近期的数据不足以改变中国未来政策的导向。

总体来看，近期中国货币政策微调，率先回归中性的态度可能重新面临挑战。未来货币宽松的可能性再次提高。这可能会对流动性以及债券带来支持。

香港方面，尽管 3 月访港旅客人数按年显著增长 17.3%，但同月零售销售额连续第二个月录得跌幅，按年减少 0.2%。具体而言，3 月食品、超级市场货品，以及百货公司货品的零售销售额携手上涨，反映劳动力市场紧俏、股市楼市回升衍生的财富效应以及人民币及中国经济展望趋稳，支持部分零售商重拾增长动能。相反，3 月服装和鞋类、耐用消费品，以及珠宝首饰和钟表的零售销售额持续下跌。这意味着外部不明朗因素，导致本地居民及旅客保持审慎的消费情绪。总括而言，我们预计今年零售销售额将仅按年增长 1%。若中美贸易冲突升级，消费情绪更可能受沉重打击，从而进一步拖累零售业得表现。楼市方面，各项数据延续上行的走势，主因受惠于以下三项因素，包括借贷成本上涨的忧虑减退、股市上涨带来的财富效应，以及房屋负担能力下降的担忧升温。展望未来数月，这些因素料继续推动楼市上升。不过，我们依然相信短期内楼市升幅将受到限制，因为 1) 全球不明朗因素，可能令投资情绪维持审慎，2) 短期楼市供应将有所增加，3) 按揭贷款利率的下行空间有限，以及 4) 监管机构推出新调控措施的风险。总括而言，我们将今年楼价同比增长的预测由-6.5%上修至 8%。**澳门方面**，3 月楼市反弹，而未来几个月亦可能继续受到支撑，主要受惠于股市上涨衍生正面的财富效应、发展商推出的优惠、利率上涨的风险降温，以及政府对本地首置买家的政策支持。然而，楼市的上行空间仍可能受制于外部不明朗因素和楼市调控政策。随着本地首置买家的购买力逐渐被消化，支持政策的作用边际减弱，也可能削弱楼市上升动能。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 没有奇迹，美国贸易代表处对中国 2000 亿美元商品征收的 25% 额外关税周五中午如期而至。 	<ul style="list-style-type: none"> 但这并不意味着中美贸易谈判的终结。根据美国总统特朗普的说法，刘鹤副总理带着习近平主席“美丽”的信去谈判了，而美国方面也并没有排斥贸易协议。只是过去 5 天的突变也再次让市场意识到中美之间的分歧依然很大，求同存异似乎并不是中美贸易谈判的答案。 为什么在过去几个月稳步前行的中美关系在没有征兆的情况下会突然塌陷？毕竟双方谈判团辛苦了半年达成了 150 页的协议草案。根据美方的说法，这个突变可能始于上周五，中方发给美方的协议修订稿中删除了关于修改中国法律的部分。这个举动被美方解读为中方全面推倒之前的协

	<p>议，而美国贸易代表莱特希泽的愤怒也转变为特朗普的愤怒，从而上演了上周日推特治国的一幕。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 目前来看，市场之前对于特朗普发推特可能是其谈判手段的判断是低估了局势。这个推特其实反应的是双方谈判进入了深水区以及中方对自己底线的捍卫。根据现有的信息，中美双方的分歧主要集中在三个主要领域。 • 可能也是直接导火线的就是法律修改问题。美方要求中国的监管承诺通过人大修改法律的方式来实现而不是仅通过国务院或者部委的条例来推动。法律的调整也可能是中国的红线。第二，美方所谓的激进监督执行可能也是双方的分歧之一。美方的态度是在发觉中国没有执行贸易协议的话，美方有权单边对中方进行关税制裁并且中方不能报复。这种近乎霸王条款的态度，显然也为中美未来谈判蒙上了阴影。第三，就是关税取消的问题。中方希望在达成贸易协议后能立即取消之前已经征收的额外关税。而美方则不愿立即取消。特朗普似乎对美国通过关税形式获得额外收入很满意，他也多次在公开场合表达过类似的观点。而特朗普也对美国政府即将多收的几百亿美元关税表现出了一种奇怪的兴奋。可见无论未来谈判如何，此次25%关税短期内可能无法立刻反转。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周随着中美贸易战升级预期增长，中国流动性重新回到宽松区间。隔夜利率回落到 1.5% 下方。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 4 月货币政策微调，率先回归中性的态度可能重新面临挑战。为了应对关税上调对经济的冲击，中国可以考虑的措施主要有汇率贬值，宽松的货币政策以及积极的财政政策。鉴于，中国不会主动追求人民币贬值，我们认为货币政策 或者财政政策或许会扮演更重要的角色，从而支持流动性和利率。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2019 年第一季度，香港外汇基金录得 1209 亿港元的历史最高季度投资收入。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 由于第一季美元兑部分货币出现贬值，非港元资产外汇估值上调 135 亿港元，扭转上季的跌势。此外，由于中美贸易谈判进展乐观、主要央行立场转鸽及中国推出刺激性措施，全球股市回升，支持外汇基金的香港及其他股票投资收益高达 208 亿港元及 499 亿港元。再者，各大央行立场转鸽，加上全球不确定性因素以及市场对全球经济前景的担忧，令环球债市持续反弹，因此债券投资收益 367 亿港元。 ▪ 展望未来数季，外汇基金的表现料存在较大不确定性。目前，由于市场已经全面消化主要央行的鸽派讯号，但尚未充分考虑潜在贸易战风险及对全球经济增速进一步下行可能带来的影响，环球股市的上行空间或受到限制。相反，若经济增速进一步放缓，同时贸易战升级，债券市场料保

	<p>持强劲。此外，受惠于利率和经济分歧以及避险需求，我们预期美元将在二季度保持相对强势。这或限制甚至扭转外汇估值的增值。总括而言，受全球不确定因素的影响，股市及债市料不能同时保持强劲表现，因此未来数季外汇基金料难录得如一季度般的投资收入。然而，我们依然预期今年外汇基金将录得温和的投资回报。</p>
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 4 月新增人民币贷款和社会融资总量分别低于市场预期。 ▪ 广义货币 M2 增长速度则小幅回落至 8.5%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 表内信贷扩张速度的回落可能受到一季度信贷数据大幅增长的透支影响。此外，4 月货币政策由总量宽松转为结构性宽松也可能会抑制信贷的增长。 ▪ 4 月表外融资回落，主要受未贴现的承兑汇票的影响。不过公司债券发行以及地方政府专项债券发行依然是支持社会融资的主要工具。不过 4 月债券收益率的上升，可能会抑制债券的发行。 ▪ 从好的方面来看，4 月财政存款增长低于季节性。这也显示积极财政作用继续发挥作用，这可能会为中国增长带来支撑。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国通胀数据 4 月进一步走高。其中消费者物价指数上升至 2.5%，而生产者物价指数则上升至 0.9%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 环比来看，4 月消费者物价指数环比上涨 0.1%，主要受猪肉价格上涨影响。此外，核心物价指数环比小幅上升 0.1%，受节前旅游价格上升影响。尽管猪流感对猪价带来上升压力，但是目前来看，猪价控制依然得体，我们认为通胀将继续保持在 3% 目标下方。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 4 月出口同比下滑 2.7%，进口则反弹 4%。受进口反弹的影响，4 月贸易顺差大幅缩减至 138.4 亿美元，远低于市场预期。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 4 月出口增幅的回落与欧洲经济疲软以及广交会订单回落相吻合。随着 5 月中美贸易战再升级以及下半年基数效应影响，中国的出口增速可能将保持疲软。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港楼市延续上行的走势，3 月二手房价连续第三个月录得上升，按月增长 2.9%。4 月房屋成交量及成交额分别按年上升 17.7% 及 13.4% 至 7822 宗（2016 年 9 月以来最高）及 701 亿港元（2007 年 11 月以来最高）。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 借贷成本上涨的忧虑减退、股市上涨带来的财富效应，以及房屋负担能力下降的担忧升温，这三项因素继续释放积压的楼市需求，从而为楼市提供增长动力。展望未来数月，这些因素料继续推动楼市上升。 ▪ 不过，我们依然相信短期内楼市升幅将受到限制，而背后的原因则包括以下几个。第一，全球不明朗因素如中美贸易冲突再度升温，可能令投资情绪维持审慎。第二，2019 年年中公屋市场的供应将新增约 5000 个单位，而即将生效的空置税也可能驱使地产发展商加快推出新项目。因此，短期楼市供应将有所增加。第三，虽然香港年内加息机会较低，惟银行总结余减少可能限制按揭贷款利率的下行空间。3 月中以来，一个月港元拆息企稳在 1.5% 上方。第四，若楼价在未来数月内再创新高，监管机构推出新调控

	<p>措施的可能性不能排除。总括而言，我们将今年楼价同比增长的预测由-6.5%上修至 8%。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 长期而言，受潜在供应较少的影响，楼市的回调空间亦可能有限。一方面，政府承诺将公私型单位供应的比例由 6:4 调整至 7:3。这加剧了市场对长期私人单位供应下跌的忧虑。另一方面，空置税或削弱地产发展商积极推出新盘的意欲。2019 年第一季，新屋落成量及动工量分别按年下跌 17%及 58.9%。政府亦预期未来一年内私楼市场新增供应只有 13,700 个单位（按年下跌 5%）。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港：尽管 3 月访港旅客人数按年显著增长 17.3%，但同月零售销售额连续第二个月录得跌幅，按年减少 0.2%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 就正面因素而言，3 月零售业的表现较今年首两个月有所改善（1-2 月按年下跌 1.6%）。具体而言，食品、酒类饮品及烟草的零售销售额扭转首两个月的同比跌幅 1.1%，并于 3 月份按年上升 3.6%。此外，超级市场货品及百货公司货品的零售销售额同比增速分别由 1-2 月的 1.2%和 4.2%加快至 3 月的 3.3%和 5.0%。这反映劳动力市场紧俏、股市楼市回升衍生的财富效应以及人民币及中国经济展望趋稳，支持部分零售商重拾增长动能。然而，另一部分零售商依然受压。3 月服装和鞋类、耐用消费品，以及珠宝首饰、钟表和名贵礼物的零售销售额分别按年续跌 1.3%、9.9%及 2.6%。由此可见，外部不明朗因素包括全球经济前景疲软，导致本地居民及旅客保持审慎的消费情绪。总括而言，我们相信未来数月零售业仍将保持参差的表现。今年，零售销售额料仅按年增长 1%。若中美贸易冲突升级，消费情绪更可能受沉重打击，从而进一步拖累零售业的表现。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门 3 月平均房价按月增长 12%或按年增长 10.9%至 110,424 澳门元/平方米。同期，房屋成交量按月上升 83.3%至 572 宗，而新造住宅按揭贷款亦按月增长 85.8%至 33.8 亿澳门元。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 楼市出现反弹主要是因为消退的季节性因素、股市上升衍生的财富效应、发展商推出的优惠、降温的利率上涨风险，以及政府对本地首置买家的政策支持（3 月份该类买家占总本地买家的比重高达 82.2%）。 ▪ 尽管如此，与去年同期比较，3 月房屋成交量及新造住宅按揭分别续跌 11.2%及 44.5%。由此可见，在全球及本地经济前景不明朗的大环境下，投资情绪维持审慎。此外，楼市调控措施亦继续打压投机需求。3 月持有多个住宅单位的本地买家占总本地买家的比例维持在 4.2%的低位。 ▪ 展望未来，三项因素包括降温的本地加息风险、政府支持本地首置买家的措施，以及有限的潜在供应量（第一季房屋落成量及动工量分别按年减少 86%及 89%），料继续为楼市提供支持。不过，楼市的上行空间依然可能受到限制，原因包括以下几个。首先，外部风险因素包括全球经济增速放缓及中美贸易关系紧张，料打击投资者情绪。其次，

	<p>楼市调控措施可能继续发挥作用。再者，随着本地首置买家的购买力逐渐被消化，支持政策的作用料边际减弱。整体而言，我们预期 2019 年总房屋成交量将按年下跌。而平均房价则可能维持在 100,000-110,000 澳门元/平方米的水平。</p>
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 受贸易战升级影响，人民币对美元和一篮子货币分别贬值。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 我们认为中国不太可能会主动引导人民币贬值来对冲关税的影响，因为资本外流的风险所带来的成本可能会超过贬值对出口支持带来的收益。短期内，人民币走势将取决于三个因素包括中国反制的规模，美国对剩余 3250 亿商品具体关税计划以及市场对中美贸易战升级是否是暂时的判断预期变化。

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.

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