

摘要：

美剧权力的游戏终于结束了，最后一集虽然吐槽点不少，但是小恶魔提利昂对被囚禁的斯诺讲出了一句很经典的话那就是“我们的新国王必须维持和平，没有人特别满意，所以我想这是个不错的妥协之道。”这句话也同样适用贸易谈判。妥协之道就是没有人特别满意。而如果特朗普总统想要获得所有的满意的话，那意味着贸易谈判将很难进行下去，特别是在中国已经明确划下了三条红线。

上周初，无论是中国的反制措施还是美国对剩余 3250 亿美元商品加征关税的征询意见都留下了余地，为市场带来了希望。不过这种期望会快被特朗普政府对华为打击升级打破。不惜以本国上市半导体企业股价波动为代价来打击中国一家未上市的企业，这似乎成本不低。特朗普总统对华为的攻击是否是一种误算，目前还不得而知。但是过去一周最大的变化就是中国态度的转变，官方媒体的态度强硬以及国内民粹的抬头，都可能使得中美贸易谈判变得更为复杂。

在这种“双输”的僵持中，人民币成为了早期的受害者。5 月以来对美元贬值超过 2.5%。不过周末央行副行长表示中国政策工具箱里有足够多的工具，如有必要将使用逆周期措施来对冲外汇市场的波动性，这有助于放缓了人民币贬值速度。但是，如果贸易协议前景不佳的话，不排除人民币破七的可能性。

中国 4 月经济数据普遍低于市场预期。显示 3 月的反弹并不持续，而 3 月数据也可能被 4 月增值税调整影响。不过央行在一季度的货币政策执行报告中表示中国产能缺口接近于零，传达了对经济的乐观情绪。尽管近期中美贸易战再升级，但是一季度货币政策执行报告的论调却显得非常平静，显示央行依然在结构性去杠杆和确保金融稳定之间保持了耐心。这也暂时缓解了市场对央行可能货币宽松加码对冲贸易战影戏的预期，从而限制了利率大幅下行空间。

香港方面，受股市回落、人民币走弱，以及短端流动性宽松引发套利交易回归的影响，美元/港元上升至 4 月初以来最高的 7.8499。尽管如此，我们认为短期内美元/港元未必轻易触碰 7.85 或是驱使香港金管局出手干预。即使金管局最终需要出手，相信干预的规模也将保持温和，且可能再次引发市场参与者恐慌争夺资金的局面，从而削弱套利诱因。这背后的原因主要有三个。第一，市场因短期内可能导致资金趋紧的事件而保持谨慎，这些事件包括 6-7 月上市企业派息、半年结，以及金管局出手干预的可能。在此情况下，我们认为港元拆息下行空间有限。相比之下，随着美国国债收益率进一步下行，美元拆息稍微回落。由于短期内港美息差显著扩大的可能性较低，套利交易或不会十分进取。第二，自从银行业总结余逐渐减少以来，港元汇价和利率的波动性不断上升。这导致套利交易渐趋谨慎。第三，在全球央行转鸽、中国经济企稳，以及中美可能继续进行贸易谈判的情况下，我们认为目前香港股市资金外流风险依然可控。其他方面，香港一季度 GDP 同比增速由初值 0.5% 稍微上修至 0.6%。展望未来，由于近期中美贸易战再度升级，香港货品出口表现或维持疲弱，而居民消费和企业投资也可能保持谨慎。另外，中国 4 月不如预期的经济数据，意味着当地经济复苏依然缺乏强劲的动能，并可能无法为香港经济带来太多正面溢出效应。不过，中美贸易谈判仍可能继续进行，且中国可能推出更多财政和货币刺激以稳定经济增长。这或有助缓和香港经济面临的部分下行压力。再加上高基数效应将逐渐减弱，我们预计 2019 年经济增速将达到 2.1%-2.2% 的水平。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
5 月 13 日，中国如期宣布了反制措施，将于 6 月 1 日上调 600 亿美国进口商品关税。此外，美国贸易代表处也开始收集对剩余 3250 亿美元中国进口商品加征关税的反馈。 - 美国总统特朗普上周表示计划在 6 月底的 G20 会	上周初，无论是中国的反制措施还是美国对剩余 3250 亿美元商品加征关税的征询意见都留下了余地，中国的反制措施 6 月 1 日开始生效，而美国的新一轮关税在 6 月底之前不会生效。不过这种期望会快被特朗普政府对华为打击升级打破。

议上与习近平主席会晤。 5 月 15 日，特朗普签署总统行政令，宣布国家紧急状况，禁止美国公司使用被商务部定义为国家安全风险的外国电信设备。而同一天，美国商务部将华为和其 68 家关联公司列入出口管制“实体名单”，意味着在没有美国政府的许可情况下，美国企业无法向华为出售产品和技术。 5 月 20 日，美国商务部对华为的禁令做出有限豁免，并给华为 90 天许可证购买美国制造商品，但仅限于维护现有的网络，不能用于生产新产品。	- 特朗普总统或许希望通过打击华为来获得谈判的优势，也或许为美国公司争取更多时间参与 5G 的竞争中去。不过此次华为事件的升级已经触发了全球市场的波动率，尤其是美国的半导体行业。不惜以本国上市半导体企业股价波动为代价来打击中国一家未上市的企业，这似乎成本不低。 - 特朗普总统对华为的攻击是否是一种误算，目前还不得而知。但是过去一周最大的变化就是中国态度的转变，官方媒体的态度强硬以及国内民粹的抬头，都可能使得中美贸易谈判变得更为复杂。而中国已经明确画下了三条红线作为贸易协议的条件，如果特朗普政府不愿意妥协的话，这也意味着贸易谈判将继续搁置下去。
- 中国央行在一季度货币政策执行报告中表示中国产出缺口接近零，这意味着央行认为目前中国的经济增长接近潜在增长。 - 货币政策方面，央行再次重申不搞大水漫灌，而结构性去杠杆依然是政策的焦点。 - 央行同时表示将根据增长和价格的变化微调货币政策。 - 金融市场开放，进一步开放深化和国际市场整合是必然趋势。	- 尽管近期中美贸易战再升级，但是一季度货币政策执行报告的论调却显得非常平静，显示央行依然在结构性去杠杆和确保金融稳定之间保持了耐心。这也暂时缓解了市场对央行可能货币宽松加码对冲贸易战影戏的预期。 - 这也意味着 5 月初隔夜利率大幅回落是不可持续的。因为短期内中国不会推出大量宽松政策，尽管央行在未来货币政策上保持了灵活性。
中国央行副行长潘功胜周末在答记者问的时候重申中国将继续开放国内金融市场。此外，他也表示中国政策工具箱里有足够多的工具，如有必要将使用逆周期措施来对冲外汇市场的波动性。	潘行长的问答虽然不像有些媒体曲解是保 7 信号，但是确实有助于缓解人民币贬值速度和幅度。随着人民币接近 7，市场也会更谨慎。
受股市回落、人民币走弱，以及短端流动性宽松引发套利交易回归的影响，美元/港元上升至 4 月初以来最高的 7.8499。	- 尽管如此，我们认为短期内美元/港元未必轻易触碰 7.85 或是驱使香港金管局出手干预。即使金管局最终需要出手，相信干预的规模也将保持温和，且可能再次引发市场参与者恐慌争夺资金的局面，从而削弱套利诱因。 - 这背后的原因主要有三个。第一，市场因短期内可能导致资金趋紧的事件而保持谨慎，这些事件包括 6-7 月上市企业派息、半年结，以及金管局出手干预的可能。在此情况下，我们认为港元拆息下行空间有限。1 个月和 3 个月港元拆息料分别在 1.5%和 1.8%上方徘徊。相比之下，随着美国国债收益率进一步下行，美元拆息稍微回落。由于短期内港美息差显著扩大的可能性较低，套利交易或不会十分进取。第二，自从银行业总结余逐渐减少以来，港元汇价和利率的波动性不断上升。这导致套利交易渐趋谨慎。第三，在全球央行转鸽、中国经济企稳，以及中美可能继续进行贸易谈判的情况下，我们认为目前香港股市资金外流风险依然可控。

上周深港通和沪港通下的南向资金净流入达 100.5 亿港元，而北向资金净流出则达到 190 亿人民币。	另外，5 月至今北向资金已连续第二个月录得净流出，相反南向资金则连续第三个月录得净流入。这意味着尽管 MSCI 上调 A 股权重，中美贸易战升级及中国 4 月份欠佳的经济数据，依然使海外投资者对内地股市避而远之。同时，随着贸易风险升温及人民币走弱，境内投资者倾向于投资海外股市，以满足避险需求。其他方面，深港通和沪港通下的资金持续从中国内地流向香港，或有助减轻香港整体的股市资金外流压力。这也强化了我们对于短期内港元利率上升压力有限的预期。
---	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国 4 月主要经济数据都弱于市场预期。 - 工业产出 4 月增幅大幅放缓至 5.4%。 - 零售销售增幅放缓至 7.2%。 - 而固定资产投资 1-4 月增幅放缓至 6.1%。	4 月主要经济指标的放缓显示 3 月的反弹并不持续，而 3 月数据也可能被 4 月增值税调整影响。 - 零售销售的放缓很大受汽车销售放缓影响。不过统计局也表示今年 4 月少了 2 天假期可能也对零售销售带来影响。在经过假期调节后，统计局表示 4 月零售销售较 3 月保持不变在 8.7%，高于公布的 7.2% 增幅。 - 投资方面，基建投资依然未能显著提高。不过随着地方政府专项债融资增大，我们还是认为基建投资数据会有所反弹。
香港一季度 GDP 同比增速由初值 0.5% 稍微上修至 0.6%。	GDP 增速进一步下行，主要源于高基数效应、全球经济增速放缓，以及贸易战风险。展望未来，由于近期中美贸易战再度升级，香港货品出口表现或维持疲弱，而居民消费和企业投资也可能保持谨慎。另外，中国 4 月不如预期的经济数据，意味着当地经济复苏依然缺乏强劲的动能，并可能无法为香港经济带来太多正面溢出效应。因此，未来几个季度的 GDP 同比增速未必能够突破 2009 年二季度至 2019 年一季度这十年间的平均水平 3%。不过，中美贸易谈判仍可能继续进行（6 月底中美元首可能在 G20 峰会上见面），且中国可能推出更多财政和货币刺激以稳定经济增长。这或有助缓和香港经济面临的部分下行压力。而高基数效应减弱，也可能帮助经济增速在未来几个季度内逐渐反弹。总括而言，我们预计 2019 年经济增速将达到 2.1%-2.2% 的水平，而香港政府也维持全年经济增速预期于 2%-3% 的水平不变。
香港：随着楼市强劲翻单，4 月买家印花税、额外印花税及双倍印花税的总税款按月上升 85% 至去年 6 月以来最高的 29.29 亿港元。此外，涉及以上三项税项的房屋成交量连升两个月，按月增长	具体而言，涉及买家印花税及双倍印花税的税款分别按月大幅上升 90.2% 和 87.6%，同时房屋成交量也分别按月增加 36.2% 和 12% 至 168 宗和 2,461 宗。这反映在加息预期降温、中国经济企稳，以及股市反弹衍生财富效应的情况

33.2%至 2,672 宗。	下，本地和内地买家的投资情绪有所改善。然而，中美贸易冲突再度升温、短期供应增加、按揭贷款利率下行空间有限，以及政府推出新辣招的风险，这几项因素皆可能限制楼市的上升动能。因此，我们认为今年楼价将只录得单位数涨幅。换言之，2019/20 财年政府来自印花税的税收也可能仅轻微反弹。
------------------------	---

人民币	
事件	华侨银行观点
受贸易战升级影响，人民币对美元和一篮子货币延续贬值势头。	随着特朗普政府对华为攻击升级，人民币贬值加速。中国国内民粹抬头也将为未来贸易谈判带来更多不确定因素。如果贸易协议前景不佳的话，不排除人民币破七的可能性。

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