

摘要：不可预测和动物本能

尽管美国商务部长罗斯将周末的中美贸易谈判描述为友好和坦诚的，但谈判未能取得实质性进展。中国未能获得来自美国方面不征收额外关税的承诺。在中国的单边申明中，中国表示如果美方开始征收关税的话，中国将不会履行中美贸易谈判的条款。中方在农业和能源领域的妥协似乎还不足以让美方满足。特朗普政府在贸易问题上的反复显示中美贸易谈判或许是个持久战。

特朗普总统在 2016 年总统竞选的时候曾公开表示美国作为一个国家最大的问题就是太容易被预测。因此特朗普的牌就是不可预测牌。目前来看，这种不可预测牌效果确实不错，短期内让美国在谈判中占据了上风。而且特朗普的不可预测作风成功唤醒了美国人体内的动物本能，让中国鹰派纷纷抬头。这种对华强硬态度正在美国国会形成共识，这将对中美贸易谈判带来更多不确定性。

政策方面，中国推出了新一轮去杠杆措施。新的联合授信将主要针对大中型企业，防止企业多头融资带来的杠杆风险。这与今年去杠杆主要针对敌方政府融资和国有企业的大方向吻合。此外，央行也表示将扩大中期借贷便利 MLF 的担保品范围。抵押品的扩大有助于支持市场情绪。但是在市场对置换式降准预期很高的时候推出，可能也会影响市场降准预期。在这两个不相关的政策背后却有一个共同点，那就是支持中小企业融资，无论是联合贷款下释放大企业贷款资源或者将高质量小微企业贷款和债券加入 MLF 抵押品都有利于帮助缓解中小企业融资难问题。未来的政策设计可能还是会朝着这个方向。

市场方面，中国加入 MSCI 预期推动下，两地通下北上资本大幅上升。但是却未能阻止中国股市的下滑。对信用风险的担忧打压了中国股市以及人民币汇率。上周出现了连续第二周人民币对美元和一篮子货币同时贬值的情况。这意味着近期人民币的走弱不完全只是因为美元的关系。

香港方面，尽管美元大幅上涨，但港元依然表现偏强，主要是因为月末效应导致资金趋紧。月末过后，流动性料再次改善，并促使美元兑港元上试 7.85。消息指小米可能推迟至 7 月上旬上市，这意味着短端流动性可能直至 6 月底才开始抽紧。尽管如此，紧接着 6 月的季末效应，一系列导致流动性紧张的因素将接踵而至。除了小米之外，中国铁塔和美的集团也将在三季度上市，且融资规模可能与小米相当，即高达 100 亿美元。另外，7、8 月份中资企业派息将衍生大量港元需求。因此，我们预计 6 月中之后，一个月港元拆息将逐渐上扬，甚至可能在未来几个月内上试 1.5%。另一方面，由于高基数效应、贷款成本上升，以及市场波动性上升和中美贸易摩擦导致商业情绪趋于谨慎，未来总贷款和垫款（4 月同比增加 17.1%）的增速可能逐步放缓。不过，在经济前景保持乐观的情况下，贷款需求料比存款需求强劲。因此，港元贷存比率在 4 月份触及 2014 年 3 月以来高位 84.1%后，可能继续高企。受港元贷存比率高企，以及银行间港元融资成本上涨预期的影响，银行或进一步上调存款利率，以争夺存款，从而满足强劲的贷款需求。其他方面，在 6 月 1 日 MSCI 纳入 A 股之前，海外资金提前部署使 5 月沪港通和深港通下的北向资金净流入达纪录新高 544 亿人民币。且看 A 股市场强劲的资金流入势头能否持续。**澳门方面**，第一季 GDP 按年增长 9.2%，为连续第 7 个季度录得正增长。强劲的内外需料继续支撑经济增长。不过，我们担忧大型娱乐项目陆续竣工将导致私人投资进一步放慢。如果股票市场出现调整，亦可能打压本地消费情绪。整体而言，我们维持今年 GDP 按年增长 7% 的观点。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 周末中美贸易谈判未能取得实质性进展。上周白宫以外宣布将继续对包括高科技产品在内的中国进口商品征收额外关税，具体名单将在 6 月 15 日 	<ul style="list-style-type: none"> 特朗普政府在贸易问题上的反复显示中美贸易谈判或许是个持久战。 目前阶段，由于缺乏具体细节，我们并不清楚特朗普政府

<p>公布。</p>	<p>弃约的具体原因。不过这也反映了白宫内部的不同意见，而上周媒体也曾公开报道了白宫贸易委员纳瓦罗对财长的批评，认为其评论过于温和。不过特朗普的多变或许已即将召开的朝鲜峰会有关，在朝鲜峰会问题上，特朗普也采取了同样多变的姿态，此次峰会在美国公布贸易名单之前的三天，或许特朗普政府希望通过贸易武器来迫使中国对朝鲜施压。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 美国近期政策的善变或许会影响美国在国际舞台的信誉度，但是这或许正是特朗普政府的战术。特朗普在 2016 年总统竞选的时候曾公开表示美国作为一个国家最大的问题就是太容易被预测。因此特朗普的牌就是不可预测牌。目前来看，这种不可预测牌效果确实不错，短期内让美国在交易中占据了上风。 ▪ 而且特朗普的不可预测作风成功唤醒了美国人体内的动物本能，也让中国鹰派纷纷抬头。就拿中兴事件来说，即使特朗普愿意妥协，但是美国国会也不同意，可能会继续对中兴采取各种制裁。这种对华强硬态度正在美国国会形成共识，这将对中美贸易谈判带来更多不确定性。从中期来看，特朗普的不可预测作风可能也会迫使中国采取强硬的态度。未来贸易冲突升级的可能性不能被排除。 ▪ 未来两周市场将继续关注中美两国的谈判，正如中国政府周末的声明中表示的，中美双方的协议将取决于美国是否会开始对华征收额外关税。而美国如果对中国 IT 产品征收关税的话，也有可能违反了世贸组织的协议，世贸组织的信息科技协议中参与国都需要承诺 IT 产品零关税。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 欧盟委员会周末在世贸组织启动了对中国损害欧洲公司知识产权的起诉。使得全球贸易冲突从双边发展成多边。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 本周末的七大工业国财长会议或许出现了难得的六大国边缘美国的场景。这也使得市场有部分观点认为美国的贸易保护主义将其他发达国家逼到中国这边。或许中国可以联合其他国家来对抗美国的贸易制裁。但是目前贸易冲突中似乎并没有朋友，各方的交叉火力，意味着中国还是靠自己。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国银保会上周公布了《银行业金融机构联合授信管理办法试行》。 ▪ 在 3 家以上银行业金融机构有融资余额，且余额超过 50 亿元以上的企业，银行业金融机构应建立联合授信机制。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 新的联合授信将主要针对大中型企业，防止企业多头融资带来的杠杆风险。这与今年去杠杆主要针对敌方政府融资和国有企业的大方向吻合。 ▪ 此外，通过限制多头融资杠杆，释放少数大型企业过渡占用的金融资源，监管也希望此举可以鼓励银行加强对中小企业的融资支持。由于风险喜好的不同，银行是否会真正支持中小企业融资还有待观察。 ▪ 总体来看，此次联合授信是中国去杠杆政策的延续，可能会导致信用收紧。

<ul style="list-style-type: none"> 中国央行表示将扩大中期借贷便利 MLF 的担保品范围。担保品将由原先的国债、央票、政策银行债权，地方政府债券以及 AAA 信用债扩大至 AA 的小微、绿色和三农债券以及信用债。此外，优质的小微企业贷款和绿色贷款也将被加入到抵押品行列，并有优先权。 	<ul style="list-style-type: none"> 此次 MLF 抵押品扩大的目的央行已经在答记者问中清晰指出了。主要有三个意图。首先，由于 MLF 余额超过 4 万亿元，一定程度上可以缓解高等级抵押品不足的尴尬。其次，把小微企业贷款债权和绿色贷款和债券加入抵押品，也希望通过政策设计来解决小微企业融资难的问题。第三，对信用等级的放宽也有助于缓解近期对违约风险的担忧。 总体来看，我们认为抵押品的扩大有助于支持市场情绪。但是在市场对置换式降准预期很高的时候推出，可能也会影响市场降准预期。毕竟，如果央行不断置换 MLF 的话，那扩大抵押品的意义似乎不大。总体来看，我们认为降准的机会依然存在，只是在面临未来两个月大量 MLF 到期的情况下，央行政策可能会更为灵活。
<ul style="list-style-type: none"> 由于大量海外资金为 6 月 1 日 MSCI 正式纳入 A 股而提早作出部署，5 月份，通过深股通和沪股通北向的资金净流入达 544 亿人民币，为 2014 年 11 月沪港通开通以来最高。 	<ul style="list-style-type: none"> 在海外资金进入 A 股市场可能衍生大量离岸人民币需求的预期下，加上月末效应的影响，上周离岸人民币流动性趋紧。隔夜人民币港元拆息由 5 月 28 日的 2.97% 上升至 5 月 31 日的 6.07%。因此，离岸人民币的表现稍强于在岸人民币。随着中国央行推出各项措施，以增加离岸人民币的流动性，未来资金面波动的情况料逐渐减少。
<ul style="list-style-type: none"> 据港交所，MSCI 亚洲除日本指数期货将于 6 月 11 日推出。这将会是香港推出的首只亚洲区股票指数期货。指数包含在美国上市的内地公司股份，以及香港和其他 10 个亚洲市场的股份。 	<ul style="list-style-type: none"> 这为香港投资者涉猎环球股票市场提供更有效的渠道。此外，这为港交所将来推出其他指数期货铺路。随着 A 股于 6 月 1 日被纳入 MSCI 新兴市场指数，港交所也可能推出 MSCI 新兴市场指数期货，以深化香港股票期货市场的发展，并为投资者增添管理及分散风险渠道。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国经济数据依然稳健，5 月官方制造业采购经理人指数由 4 月的 51.4 重新反弹至 51.9。 	<ul style="list-style-type: none"> 需求方面，新增出口订单和新订单分别由 50.7 和 52.9 上升至 51.2 和 53.8。供给方面，产出也由 53.1 反弹至 54.1，这可能部分收益于春季开工。购入价格指数由 53 反弹至 56.7，显示中国生产者物价指数或许已经见底。我们预计 5 月生产者物价指数可能会反弹到 3.7% 左右。近期的制造业数据显示最近的中国贸易冲突尚未对经济带来实际的冲击。市场还将关注 6 月中美国是否会公布征收额外关税的名单。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 4 月的出口及进口维持强劲，按年分别增长 8.1% 及 11.1%。 	<ul style="list-style-type: none"> 就主要贸易伙伴而言，从中国内地、台湾、日本及美国的进口分别按年上升 9.6%、23.8%、10.5% 及 1.2%。而输往中国内地及美国的出口亦分别按年增加 12.9% 及 11.7%。由于香港联系中国和世界各地的主要转口港，香港贸易数据亮丽，反映外需强劲。不过，4 月的贸易数据向好，也可能

	<p>是由于企业预期美国将于 6 月初加征关税，而提前完成订单。近期，特朗普计划提高中国进口商品的关税，中美贸易关系转趋紧张。因此，我们密切关注两国贸易谈判的进展。若双方未能就细节达成共识，贸易冲突可能最终打击香港的贸易活动。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 4 月贷款与垫款总额按年增长 17.1%。不过，数据可能因 4 月底大型新股认购而有所扭曲。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 具体而言，在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）占总贷款的 65%，该类贷款按年增长 19.4%，主要是因为新股认购衍生巨大贷款需求。其次，强劲的外需支持贸易活动，从而带动贸易融资按年增长 11.8%。展望未来，我们预期本地贷款的增长将放慢，主要因为高基数效应，而市场波动性加剧和中美贸易冲突的不确定性则可能令商业情绪趋于审慎。此外，随着港元融资成本逐渐上升，各大银行已经上调按揭贷款利率，并可能于 2018 年年中左右开展加息周期。这或降低按揭贷款的需求（4 月按月减少 5.6%）。 ▪ 另一方面，在香港境外使用的贷款增速连续第 5 个月下滑，由 2017 年 11 月的同比增速 20.8% 下滑至 2018 年 4 月的 13.2%。这可能因为 2018 年 4 月中国央行实施定向降准，令市场预期流动性紧张的情况将有所舒缓。展望未来，随着离岸借贷成本逐步上升，同时离岸流动性趋稳，我们预期内地企业离岸融资的需求可能下降。另外，中国当局打击企业非理性海外扩张，亦可能削弱相关的借贷需求。 ▪ 其他方面，港元贷存比率上升至 2014 年 3 月以来新高 84.1%，主要因为港元贷款的增长（按年上升 25.9%）远超港元存款的增长（按年增加 13.7%）。在经济前景乐观的情况下，我们预期贷款需求将持续超越存款需求，因此港元贷存比率料持续提升。再加上港元拆息在未来数月可能逐渐上扬，各大银行或须继续提高存款利率以争夺存款。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 4 月人民币存款按年增长 13.2% 至 5976 亿人民币，增速为 2014 年 12 月以来最快。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 这主要因为人民币走势较稳定及银行提供较高的离岸人民币存款利率。随着离岸人民币存款逐渐反弹，海外投资者部署 A 股入摩而衍生的人民币需求得到了一定的支持。近期，中国央行亦宣布 3 项新措施以改善离岸人民币的流动性。长期而言，随着中国当局进一步开放资本外流渠道，离岸人民币资金池料继续扩大。因此，我们预计离岸人民币存款利率的上升空间可能有限。然而，由于人民币的表现依然稳健，这可能持续鼓励离岸投资者持有人民币资产。因此，我们预期香港人民币的存款将逐步增长。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 4 月零售销售额连续三个月录得双位数同比升幅，按年上升 12.3%。旅游业持续复苏及本地消 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 分类而言，珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额按年增长 24.6%。“药物及化妆品”以及“鞋类、有关制品及其他衣

<p>费情绪乐观是零售业表现亮丽的两大关键推动力。</p>	<p>物配件”的销售额分别按年增长 17.9%及 6.7%。这反映旅游业的表现持续改善。亚洲经济增长维持稳健（特别是中国）为香港的旅游业带来支持。港元走弱亦同时提高旅客的购买力。另一方面，消费品的销售按年上升 15.3%，而百货公司货品的销售亦按年增加 12.6%。这可能由本地消费情绪正面所带动。本地失业率下跌至超过 20 年的低位，经济前景亦维持乐观，这或有助带动工资增长加快及鼓励家庭增加支出。整体而言，我们预期香港零售业在未来数月料维持增长的势头。不过，由于预期 2018 年下半年开始加息，股市及楼市可能出现调整，这或打击消费情绪。我们维持零售销售在 2018 年增长 5%-8%的观点。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 受外部及本地需求强劲的支持，澳门 2018 年第一季度 GDP 按年增长 9.2%，为连续第 7 个季度录得正增长。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 外部因素方面，博彩业服务及其他旅游业服务的出口分别按年增长 16.5%及 19.6%。过去几年，澳门政府致力于推动多元化的经济模式，以减少对博彩业的过度依赖。因此，非博彩元素不断增加，并为旅游业带来了巨大支持。这使得此轮经济复苏较以往更加稳固。当然，亚洲经济稳健增长及澳门元走弱亦为旅游业带来支持。因此，一季度博彩毛收入按年增长 20.5%。此外，一季度入境旅客人数按年增长 8.6%，而旅客的总消费亦按年爬升 22%。 ▪ 内部因素而言，工资增长前景乐观，推动私人消费按年增长 4.8%，增速为 2015 年第一季度以来最快。在博彩业及旅游业表现强劲的带动下，全澳招聘情绪乐观，带动失业率维持在低位 1.9%。第一季就业人口月薪中位数按年增长 6.67%，为连续第二季录得增长。劳动力市场紧俏或继续带来工资通胀。其次，由于一系列基建项目正在动工，政府固定资产投资按年大涨 132.5%。相反，大型娱乐项目相继落成，导致私人建筑投资按年下跌 21.1%。 ▪ 展望未来，我们预期全球经济增长稳健及澳门元走弱可能持续支持澳门的商品及服务出口。此外，新大型娱乐项目陆续开幕及港珠澳大桥开通可能为旅游业及博彩业的增长注入新动力。因此，乐观的经济前景有助带动工资加快增长，并刺激本土消费。而基建投资也可能在财政刺激的支持下持续向好。不过，我们担忧私人投资进一步放慢。若股票市场在 2018 年下半年出现调整，亦可能打压本地消费情绪。整体而言，我们维持今年 GDP 按年增长 7%的观点。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门 2 月-4 月的失业率维持于 1.9%不变。劳动力总人数上升至 388,900 人，自 2017 年第三季以来最高。而就业总人数亦增加至 381,500 人，为 2017 年 6 月-8 月以来最高。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 按行业分类，建筑业的就业人口按月增长 6.3%，主要因为一系列基建项目及大型娱乐项目正在动工。受惠于旅游业持续复苏，酒店业、餐饮业以及相关活动及零售业的就业人口分别按月增长 2.14%及 1.8%。相反，政策风险削弱博

	<p>彩业的招聘需求，拖累相关就业人口按月下跌 2%。展望未来，在经济前景维持乐观的情况下，劳动力市场料保持紧俏。这可能促使雇主加快工资增速，从而提振私人消费及住屋需求。</p>
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周在强势美元支持下，美元/人民币突破 6.40 关口。不过人民币指数却继续走弱，回落至 92.23。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周出现了连续第二周人民币对美元和一篮子货币同时贬值的情况。这意味着近期人民币的走弱不完全只是因为美元的关系。近期的弱势可能与对中国信用风险以及贸易冲突前景不明朗有关。

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