

摘要：贸易战暂时搁置，不确定性依然存在

中美贸易战暂时搁置，特朗普政府将暂停对中国商品征收额外关税。中美联合公告没有特别提及媒体报道的 2000 亿美元，这可能会帮助缓解短期内中国面临的再平衡压力。不过至于如何消减中国对美贸易顺差，公告中只是谈及了扩大对美农产品和能源产品的进口，并未提到中国希望的高科技产品。因此这可能会被市场解读为中国让步了。我们认为目前就认为贸易战争结束了可能还为时过早。所谓细节是魔鬼，挂在中国头上的关税之剑可能会在未来几月就进口细节谈判中继续发挥作用。

我们认为就目前的谈判结果投资者可能需要思考三点可能的影响。第一，如果美国继续限制对华的高科技产品出口，这也意味着未来中国进口可能出现替代效应。对中国来说，消减对美顺差最直接的方式就是将从其他国家进口的相似产品转至从美国进口。但是这可能会成为未来中国和其他国家贸易冲突的导火索。第二，中国企业也可以考虑将生产线转移至其他发展中国家，从而从记账角度减少中国对美的出口。这可能会使得地区内的制造业中心譬如越南受益。第三，作为美国国债最大的债主，中国经常账户进一步收缩之后，将如何美债需求？从而影响美债利率？这都是我们过去十年可能没有碰到过的新场景。

经济方面，中国经济显现出外热内冷局面。制造业保持稳健，中美贸易冲突的影响并未体现。不过国内来看，固定资产投资由 13%放缓至 12.4%，主要受到中国紧缩地方政府财政影响。而近期对 PPP 的调控可能影响地方政府融资能力。地产方面，中国住房和城乡建设部重申坚持房地产调控目标，力度不放松。

汇率方面，人民币继续受益于中国金融市场的开放，尽管一季度中国出现入世以来的首个经常账户顺差，但是中国资本账户下资本继续稳健流入。近期贸易冲突对汇率的影响正在减弱，短期内关注美元的走势。法规方面，中国外汇管理局进一步放宽了外汇衍生品交易要求便利刚需原则下的套期保值交易。此外，央行公布 96 号文进一步完善跨境资金管理。通过银行间市场债券回购交易以及取消港澳清算行存款准备金后增加离岸人民币流动性，缓解境外投资者在香港购买人民币参与沪港和深港通后对离岸人民币市场的紧缩效应。

香港方面，上周市场聚焦港元变动。美元兑港元现价不断触碰 7.85 的弱方兑换保证水平，最终迫使香港金管局自 4 月 18 日以来首次出手接盘。不过，由于套利交易较为谨慎，金管局只买入了 130.3 亿港元，规模远小于 4 月份的 513.3 亿港元。在银行业总结余减少的背景下，我们预计 5 月月结效应将抽紧短端流动性。此外，一系列可能导致资金趋紧的因素包括季结、美联储加息、几个大型招股活动及上市企业派息，也可能在 6 月中开始推高短端（不超过一个月期）银行间拆息。因此，未来两个月内，我们预计美元兑港元将回落至 7.84 左右水平，而银行业总结余则可能由当前水平 1154 亿港元温和下降后，稳定于 800 亿至 1000 亿港元之间。另外，较长端港元流动性保持紧张，主要源于几个因素，包括银行业总结余进一步减少、港元贷存比率高企，以及抽高的 10 年期美债收益率。此外，由于第三季大型招股活动（包括小米和中国铁塔）可能抽紧资金，市场参与者持续进行提前部署。展望未来几个月，由于较长端港元利率已大致反映了资金趋紧的预期，其上涨步伐料比短端利率缓慢。在流动性趋紧的情况下，各大银行可能继续通过调高存款利率以争夺港元存款。其他方面，香港住宅土地价格于上周再创历史新高，达 251.6 亿港元。由于住宅土地价格和发展及建筑成本持续上升，再加上楼市本身存在严重供需失衡，未来楼市的下行空间料有限。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中美贸易冲突曙光初现。随着中美双方谈判取得进展，特朗普政府将暂停对中国商品征收额外关税。中美双方周六发布的联合公告表示中国将先 	<ul style="list-style-type: none"> 联合公告没有特别提及媒体报道的 2000 亿美元，这可能会帮助缓解短期内中国面临的再平衡压力。不过至于如何消减中国对美贸易顺差，公告中只是谈及了扩大对美农产品

<p>显著提高从美国进口来支持美国的增长和就业。</p>	<p>和能源产品的进口，并未提到中国希望的高科技产品。因此这可能会被市场解读为中国让步了。我们认为目前就认为贸易战争结束了可能还为时过早。所谓细节是魔鬼，挂在中国头上的关税之剑可能会在未来几月就进口细节谈判中继续发挥作用。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 我们认为就目前的谈判结果投资者可能需要思考三点可能的影响。第一，如果美国继续限制对华的高科技产品出口，这也意味着未来中国进口可能出现替代效应。对中国来说，消减对美顺差最直接的方式就是将从其他国家进口的相似产品转至从美国进口。但是这可能会成为未来中国和其他国家贸易冲突的导火索。第二，中国企业也可以考虑将生产线转移至其他发展中国家，从而从记账角度减少中国对美的出口。这可能会使得地区内的制造业中心譬如越南受益。第三，作为美国国债最大的债主，中国经常账户进一步收缩之后，将如何美债需求？从而影响美债利率？这都是我们过去十年可能没有碰到过的新场景。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国外汇管理局进一步放宽了外汇衍生品交易要求便利实需原则下的套期保值交易。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 修改的 3 号文中有两大亮点。首先，在实需原则下，银行可以为客户资本项目下的外汇风险敞口提供套期保值，包括境内企业的外汇贷款以及境外机构投资境内人民币债券等金融交易。其次，监管也认可由于与即期业务不一样，远期交易的真实背景存在预估性和不确定性。因此有否交易单证不再是唯一的标尺。这将有利于促进远期交易。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 央行公布 96 号文进一步完善跨境资金管理。增加离岸人民币流动性。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 随着中国金融市场进一步开放，通过沪港通和深港通投资境内人民币资产的境外投资者越来越多。境外投资者可以通过券商等在港的人民币业务清算行或参加行账户在离岸市场购买人民币参与。不过这样做对离岸市场的流动性带来了考验。 ▪ 新的 96 号文重申了境外人民币业务清算行和参加行可展开同业拆借、跨境账户融资以及银行间债券市场债券回购交易等业务。央行已经在去年为境外银行参与债券回购交易重新开了绿灯。但是由于一些具体细节还是不清楚，实际操作进展缓慢，此次再次重申将使得该业务重新加速，从而为离岸市场提供流动性。 ▪ 此外，将港澳清算行的存款准备金下调为零也有利于为离岸市场提供更多流动性。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国发改委上周发布新的通知完善市场约束机制防范外债风险和地方债务风险。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 新的通知将禁止企业以各种名义要求地方政府为其市场化融资进行担保或者承担偿债责任。此外，信息披露方面，不得企业所在地区财政收支、政府债务数据等可能存在政府信用支持的信息。

<ul style="list-style-type: none"> 中国住房和城乡建设部重申坚持房地产调控目标，力度不放松 	<ul style="list-style-type: none"> 要求各地有针对性地增加住房和用地有效供给。并加强资金管控，加强个人住房贷款规模管理等。
<ul style="list-style-type: none"> 5月14日，MSCI宣布最后一批6月1日起将被纳入MSCI新兴市场指数的234只A股。MSCI预计6月1日起，被动基金根据新权重配置A股，将为中国股市带来170亿美元的资金流入。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于主动基金已提前就A股入“摩”进行部署（沪股通和深股通下的资金净流入总额于4月创纪录新高405亿人民币后，5月初至今进一步录得340.8亿人民币），我们不认为被动基金的投资会在6月1日起大幅增加A股市场的资金净流入。反而，随着A股在MSCI新兴市场指数的比重由6月的2.5%上调至9月的5%，资金流入可能循序渐进的增长。资金持续流入中国内地市场，料为人民币带来支撑。
<ul style="list-style-type: none"> 继小米之后，中国铁塔也申请了在港上市，上市时间可能是三季度，而融资规模则可能与小米看齐，高达100亿美元。此外，消息指中国第二大比特币矿机商嘉楠耘智可能于三季度在香港进行IPO，并融资约10亿美元。 	<ul style="list-style-type: none"> 随着新一批大型IPO将于三季度接踵而至，市场继续为未来几个月资金趋紧的预期作准备。这加上以下几个因素，导致较长端港元利率持续高企。第一，金管局的外汇干预导致银行业总结余进一步减少。第二，港元贷存比率高企，迫使银行业争夺较长期的港元资金，以满足强劲的贷款需求。第三，10年期美债收益率突破关键阻力位3.05%，为港元较长端利率带来溢出效应。相比之下，短端流动性保持宽松，其中一个月港元拆息再度跌穿1%。 展望未来几个月，由于较长端港元利率已大致反映了资金趋紧的预期，其上涨步伐料比短端利率缓慢。换言之，三个月和一个月港元拆息差距将由目前的75点子逐渐收窄至30个点左右。在流动性趋紧的情况下，各大银行可能继续通过调高存款利率以争夺港元存款。
<ul style="list-style-type: none"> 上周美元兑港元现价不断触碰7.85的弱方兑换保证水平，最终迫使香港金管局自4月18日以来首次出手接盘。 	<ul style="list-style-type: none"> 不过，由于套利交易较为谨慎，沽空港元的规模相对较小。因此，金管局只买入了130.3亿港元，规模远小于4月份的513.3亿港元。在银行业总结余减少的背景下，我们预计5月月结效应将抽紧短端流动性。此外，一系列可能导致资金趋紧的因素包括季结、美联储加息、几个大型招股活动及上市企业派息，也可能在6月中开始推高短端（不超过一个月期）银行间拆息。因此，未来两个月内，我们预计美元兑港元将回落至7.84左右水平，而银行业总结余则可能由当前水平1154亿港元温和下降后，稳定于800亿至1000亿港元之间。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国4月固定资产投资和消费弱于预期，不过工业产出则好于预期。 固定资产投资增幅1-4月回落至7%，创下有记录以来的新低。零售销售则由3月的10.1%放缓至 	<ul style="list-style-type: none"> 4月经济呈现外冷内热的局面。制造业保持稳健，中美贸易冲突的影响并未体现。其中制造业产出由6.6%加速至7.4%而制造业投资则由3.8%加速至4.8%。这显示外需对中国经济的支持依然重要。

<p>9.4%。</p> <ul style="list-style-type: none"> 工业产出则由 3 月的 6% 加快至 7%。 	<ul style="list-style-type: none"> 不过国内来看，固定资产投资由 13% 放缓至 12.4%，主要受到中国紧缩地方政府财政影响。而近期对 PPP 的调控可能影响地方政府融资能力。
<ul style="list-style-type: none"> 根据地政总署数据显示，香港住宅土地价格于上周再创历史新高，达 251.6 亿港元。而每方呎楼面地价亦高达 17,776 港元。 	<ul style="list-style-type: none"> 这反映地产发展商对长期房地产市场前景感到乐观。展望未来，即使本地利率上升，或者政府全力解决房屋供应短缺的问题，楼市的下行空间料有限。这背后主要有几个原因。第一，住宅土地价格，以及发展及建筑成本正持续上升。第二，为了避免新楼盘的售价大幅下降，继而侵蚀利润，地产发展商或灵活地调整新楼盘推出的步伐。第三，楼市本身存在严重供需失衡。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门博彩监察协调局指出，由于目前的赌场牌照将于 2020 年至 2022 年期间陆续到期，当局将在短期内公布新牌照的详情。 	<ul style="list-style-type: none"> 我们预期目前所有赌场牌照将能够顺利延期，以保证当前所有赌场能够继续运营。今年首四个月，博彩业毛收入较去年同期增长 22.2%。新一轮大型项目陆续开幕，基础设施建设持续改善，加上澳门元走弱，这些因素料有助维持澳门博彩业的增长动力，并利好澳门整体经济表现。尽管如此，由于澳门政府希望为本地经济增添非赌博元素，因此我们并不认为博彩监察协调局将增发赌场牌照。
<ul style="list-style-type: none"> 香港外汇基金 2018 年第一季投资回报按年下跌 60% 至 261 亿港元，为 2016 年第四季以来最低回报。 	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年第一季，港股投资收益按年下跌 88.1% 至 17 亿港元，而海外股票投资则亏损 74 亿港元。由于市场担忧美联储可能加快加息的步伐，同时中美贸易冲突不断升温，导致环球股市于 2018 年第一季出现较大波动。债券投资方面，再通胀预期持续打压美国债市，债券投资收益按年下跌 14.1% 至 55 亿港元。不过，由于首季美元大范围走弱，外汇估值按年增长 121% 至 263 亿港元。 展望未来，尽管金管局缩短债券投资的久期，但通胀升温的预期仍可能在未来几个季度持续推低债券投资收益。而美元于二季度反弹则可能导致外汇估值出现亏损。不过，我们相信美元近期的强势并不可持续。因此，今年全年外汇估值仍可能衍生温和的收益。至于股票投资方面，全球经济增长稳健的迹象，意味着股市将维持区间波动，而不至于崩盘。因此，我们认为股票投资不会长时间维持亏损的状态。整体而言，我们预期本年度外汇基金的投资将录得温和回报，而非亏损。在此情况下，庞大的外汇基金料可以帮助金管局捍卫联系汇率制度。目前外汇基金规模为 4.15 万亿港元，远大于 1998 年底的 0.91 万亿港元，而套利交易造成的资金外流规模则仅达 643.6 亿港元。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 2 月至 4 月的失业率进一步下降至逾 20 年低位 2.8%。 	<ul style="list-style-type: none"> 尽管如此，各行业的就业情况存在差异。正面而言，由于旅游业持续复苏，旅游相关行业的失业率下跌至 2014 年 12 月以来最低水平 4.1%。负面而言，中美贸易冲突的不确定性，导致贸易业的失业率由 2.4% 上升至 2.6%。此外，全

	<p>球股市及债市的波动性于 2018 年第一季大幅上升，这可能打击了金融行业的招聘意欲，导致相关行业的失业率由 2.1% 上升至 2.3%。展望未来，鉴于香港乐观的经济前景，劳动力市场料保持紧俏。这料有助提振本地的消费意欲及房屋需求。不过，由于中美贸易摩擦的不确定性仍未消退，贸易业的前景及其就业市场或继续受压。而未来利率逐步上升的预期，加上金融市场可能面临的回调风险，则可能影响金融业的就业情况。因此，我们认为当前超低的失业率将无法延续至 2018 年下半年。</p>
--	--

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 美元/人民币追随美元指数走高。不过人民币指数则进一步升值至 97.88。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 人民币继续受益于中国金融市场的开放，尽管一季度中国出现入世以来的首个经常账户顺差，但是中国资本账户下资本继续稳健流入。近期资本账户下的资本流入将继续对人民币形成支持。近期贸易冲突对汇率的影响正在减弱，短期内关注美元的走势。

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