

大中华地区一周回顾

1 June 2020

摘要

谢栋铭
Xied@ocbc.com

李若凡
Carierli@ocbcwh.com

没有经济增长目标不代表没有增长。李克强总理上周在新闻发布会上表示如果中国能做好六保的话，今年经济有望实现正增长。

此次李克强总理新闻发布会中最主要的信息之一就是中国的刺激政策将会是针对性与创新性的。流动性固然重要，但是超额流动性可能会导致泡沫，并且产生套利行为。这也再次验证了中国的刺激方式与西方国家大规模刺激是不同的。

在政策创新方面，李克强总理表示“不论是筹钱或者说钱从哪里来，用到哪里去，都要走新路”。从用钱来看，李克强总理表示政府创造了一个新的转移支付直接打钱给基层，绕过省级政府。

受 5 月 26 日中国重启逆回购力度低于预期导致短端利率大幅上升的影响，上周中国收益曲线大幅扁平。不过鉴于央行依然有可能在 6 月下调逆回购利率，我们认为短端利率进一步上升的空间也不是很大。

中国 5 月官方制造业采购经理人指数较 4 月的 50.8 小幅回落至 50.6。5 月数据最大的亮点是需求的复苏。不过，5 月制造业指数中中等企业和小型企业的指数分别下滑。其中，中型企业的制造业指数三个月来首次跌破 50。这也引起了是否更多刺激政策先进入大型企业的疑问。

中美关系恶化成为近期人民币贬值的主要推手。上周人民币中间价设定基本与市场预期相仿，显示中国方面并未通过中间价来干预人民币。不过同样也没迹象显示人民币将成为中国反击美国的武器之一。

鉴于上周五特朗普总统关于香港问题的政策并未超出市场预期，我们认为短期内人民币或许依然将保持在 7.20 下方。

香港方面，作为中美博弈的角斗场，上周全球聚焦香港政治风险。美国总统特朗普及国务卿的言论暗示香港可能失去《美国 - 香港政策法》下的特殊待遇。不过，由于缺乏细节，市场并没有做出太多反应。美元/港元甚至因美元全面走弱而跌向 7.75 的水平。尽管如此，我们依然需要密切关注美方在香港问题上采取的具体措施，因为这可能对本地贸易业和金融业（对 2018 年 GDP 贡献 41% 的增加值）带来打击，从而为疲弱不堪的经济增添下行压力。

从好的方面来看，港元贷存比率及综合利率下降，以及港元活期和储蓄存款在港元总存款中占比上升，反映银行体系面临的资金压力逐渐缓和。短期内，由于港元贷款和存款的增速皆可能较为缓慢，港元贷存比率上升空间料有限。至

大中华地区一周回顾

1 June 2020

于港元利率，受资金外流担忧、季节性因素及大型 IPO 的影响，港元拆息可能持续上升。不过，除非政治因素带来实质影响，否则我们认为港元利率重返去年高位的可能性不大。另外，目前股市的稳健表现以及吸引力较低的定期存款利率，可能使活期和储蓄存款占总存款的比重继续回升。因此，短期内，银行业的融资压力料不会显著上升。

澳门方面，第一季 GDP 创有纪录以来最大同比跌幅 48.7%。由于多个地区包括澳门于 3 月底才开始实施更严厉的限制措施，二季度 GDP 收缩幅度可能更大。展望下半年，政府可能解除封锁措施，从而支持经济复苏。然而，内外需求端冲击或拖慢复苏步伐。再加上首季 GDP 逊于预期，我们将 2020 年澳门经济增速预测由 -20% 进一步下调至 -25% 左右。

大中华地区一周回顾

1 June 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国 2020 两会闭幕。李克强总理在新闻发布会上表示如果中国可以实现“六保”目标的话，中国经济今年依然有望正增长。	- 此次李克强总理新闻发布会中最重要的信息之一就是中国的刺激政策将会是针对性与创新性的。流动性固然重要，但是超额流动性可能会导致泡沫，并且产生套利行为。这也再次验证了中国的刺激方式与西方国家大规模刺激是不同的。 - 在政策创新方面，李克强总理表示“不论是筹钱或者说钱从哪里来，用到哪里去，都要走新路”。从用钱来看，李克强总理表示政府创造了一个新的转移支付直接打钱给基层，绕过省级政府。
受 5 月 26 日中国重启逆回购力度低于预期导致短端利率大幅上升的影响，上周中国收益曲线大幅扁平。	- 尽管央行上周重启暂停将近两个月的逆回购操作，但是央行维持利率不变以及境内流动性依然偏紧，显示央行谨慎的态度。而李克强总理上周在新闻发布会上重申不会大水漫灌也再次验证了中国和西方刺激模式的不同。 - 不过鉴于央行依然有可能在 6 月下调逆回购利率，我们认为短端利率进一步上升的空间也不是很大。
- 中国人大通过香港国安法立法决定。 - 美国国务卿表示已向国会宣布香港不再具有独立于中国内地的高度自治权。随后，美国总统特朗普称将采取行动取消香港在关税及旅游地区方面享有的有别于中国内地的特殊待遇，以及制裁直接或间接涉及削弱香港自治的中港官员。	- 不过，由于特朗普提出的行动缺乏细节，市场并没有做出太多反应。美元/港元甚至因美元全面走弱而跌向 7.75 的水平。尽管如此，我们依然需要密切关注美方在香港问题上采取的具体措施。如果香港的特殊待遇被撤销，其贸易业和金融业（对 2018 年 GDP 贡献 41% 的增加值）或难免受到打击。 - 然而，长期而言，我们依然认为香港能够度过这场中美冲突。首先，在区域化加速的情况下，香港可能继续成为中国连接亚洲其他地区的主要转口港。第二，在中港外汇储备雄厚及香港财政储备稳健的支撑下，香港或能够守住联汇制度，从而巩固海外投资者的信心。第三，由于香港稳固的经济、金融和监管体系，以及超群的营商便利对于中国及海外投资者而言依然有可取之处，香港或在中国对外开放金融市场及人民币国际化过程中扮演重要的角色。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 5 月官方制造业采购经理人指数较 4 月的 50.8 小幅回落至 50.6。	5 月数据最大的亮点是需求的复苏。新订单指数从 50.2 回升至 50.9，新出口订单则从 33.5 回升至 35.3。 - 原材料进口指数大幅反弹，由 4 月的 42.5 上涨至 51.6，主

大中华地区一周回顾

1 June 2020

	要受到商品价格反弹的影响。这也意味着，未来 PPI 下滑幅度会有所收窄。 ▪ 不过，5 月制造业指数中中等企业和小型企业的指数分别下滑。其中，中型企业的制造业指数三个月来首次跌破 50，不过大型企业指数则进一步上涨 0.5。这也引起了是否更多刺激政策先进入大型企业的疑问。
▪ 香港 4 月总贷款和垫款按年增长 7.2%或按月增长 0.7%。	▪ 首先，因为去年同期基数较低，贸易融资按年反弹 0.6%。其次，在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）同比增速则放慢至 7.7%（按月收缩 0.2%）。与此同时，新批住宅按揭贷款按年大跌 19.4%，为去年 2 月以来最大跌幅。由此可见，纾困措施及港元拆息下降所带动的本地贷款增长，未能抵消经济及就业前景不明朗对本地整体贷款需求所带来的打击。 ▪ 展望下半年，中美科技战及全球需求侧的冲击可能拖累贸易活动及贸易融资。此外，随着财政刺激的效用逐步减弱，同时需求端的冲击持续，更多中小企可能倒闭。在此情况下，用于维持经营的应急贷款需求可能随之下降。 ▪ 第三，在香港境外使用的贷款同比增速加快至 7.3%，这背后的原因可能是美元和港元利率相对较低。尽管如此，由于中国央行可能推出更多刺激措施，中国内地企业在外贷款的需求未必能够持续增强。总括而言，我们预期今年总贷款和垫款将录得单位数的升幅。
▪ 4 月港元贷存比率下降至去年 5 月以来最低的 88.7%，因为港元存款按月增加 0.5%，而港元贷款则按月减少 1%。	▪ 另一方面，金管局为银行体系提供流动性，逐步引导港元利率下行，伴随着综合利率由 3 月底的 0.95%下降至 4 月底的 0.9%。此外，随着港元拆息全面下滑，银行下调港元定存利率，并导致港元定期存款同比减少 0.4%。于此同时，风险资产反弹，支持港元活期和储蓄存款按月增加 1.3%。因此，港元活期和储蓄存款占港元总存款的比率由 3 月的 54.6%上升至 4 月的 55%。综合以上数据可见，银行业的融资压力有所缓和。 ▪ 展望未来，由于港元贷款和存款的增速皆可能较为缓慢，港元贷存比率短期内上升空间料有限。至于港元利率方面，受资金外流担忧、季节性因素及大型 IPO 的影响，港元拆息可能有所上升。不过，除非政治因素带来实质影响，否则我们认为港元利率重返去年高位的可能性不大。另外，目前股市的稳健表现以及吸引力较低的定期存款利率，可能使活期和储蓄存款占总存款的比重继续回升。因此，短期内，银行业的融资压力料不会显著上升。

大中华地区一周回顾

1 June 2020

香港 4 月人民币存款按月转跌 1.5%至 6543 亿人民币。	尽管人民币利率高于美元及港元利率，惟投资情绪改善令人民币存款的吸引力下降。短期内，随着经济活动逐渐恢复正常，再加上多国推出大规模财政及货币刺激支持经济复苏，风险资产或维持稳健表现。这加上中美紧张局势升级，以及人民币转弱，可能削弱人民币存款的吸引力。因此，我们预期香港人民币存款的增长空间有限，惟可能维持在 6000 亿人民币的上方。
香港 4 月出口及进口分别按年下跌 3.7%及 6.7%。	- 具体而言，4 月份输往亚洲的整体出口连续第三个月上升，按年增长 2.7%。其中，输往中国内地、台湾及日本的出口分别按年增长 9.4%、21.6%及 10.7%。而来自台湾、新加坡、南韩及越南的进口则分别按年上升 29.5%、11.8%、15.3%及 77%。按商品分类，“办公室机器和自动资料处理仪器”及“电动机械、仪器和用具及零件”的出口分别按年增长 26.2%及 6.2%。而该两类货品的进口亦分别增长 11.1%及 9.6%。 - 贸易数据表现优于预期，主要原因有三个。第一，中国复工复产后，进出口商完成积压订单。第二，中美贸易战驱使厂商转移生产线，这也推升香港与中国以外亚洲国家的进出口。第三，全球居家检疫，可能刺激了高科技产品的需求，从而支持亚洲电子产业链的增长。以上利好因素，抵消了部分欧美封锁措施造成的需求及供应端冲击。 - 不过，由于疫情仍然持续，需求侧的冲击可能加剧，进而打击全球贸易活动。另一方面，中美冲突演变成科技战，并威胁香港特殊的贸易地位。这也可能不利香港的贸易业。因此，尽管去年基数较低，但我们仍预期香港今年进出口将分别录得单位数跌幅。 - 从好的方面来看，中期而言，若去全球化的趋势加快，亚洲区域内的需求增长可能推动区内的贸易活动，从而为香港的贸易业提供支持。
受疫情拖累，澳门第一季 GDP 按年收缩 48.7%，创有纪录以来最大跌幅。	受封锁措施及 2 月赌场史无前例地关闭 15 天的影响，第一季服务出口录得有纪录以来最大同比跌幅 60%。具体而言，博彩服务出口及其他旅游服务出口分别按年大跌 61.5%及 63.9%。内部方面，尽管公共工程投资按年上升 47.8%，惟固定资产投资仍继续录得显著跌幅，按年下跌 37.2%，因为疫情令私人建筑活动受阻，同时打击商业情绪。此外，由于疫情爆发阻碍消费相关活动，加上股市大跌衍生负面财富效应，私人消费亦创有纪录以来最大同比跌幅 15.2%。

大中华地区一周回顾

1 June 2020

	▪ 展望第二季，我们预期经济收缩幅度将扩大。由于多个地区包括澳门于 3 月底才开始实施更严厉的限制措施，4 月访澳旅客人数及博彩毛收入按年跌逾 95%，均创历史最大跌幅。因此，我们预期服务出口将进一步下挫，从而抵消强劲政府支出，以及本地经济活动恢复正常所带动私人消费及投资反弹。 ▪ 至于今年下半年，政府可能放宽限制措施，从而帮助旅游业及博彩业重拾增长动力。不过，对第二波疫情爆发的担忧、偏强的澳门元，以及全球经济衰退引发的需求侧冲击，可能拖慢复苏步伐。内部方面，就业前景不明朗可能继续削弱消费情绪，而结业潮可能削弱固定资产投资增长的动能。总括而言，尽管政府推出大规模的纾困措施，但由于一季度 GDP 逊于预期，我们将 2020 年澳门经济增速预测由-20%进一步下调至-25%左右。
▪ 澳门 2-4 月失业率进一步上升至 2011 年底以来最高的 2.2%。就业不足率亦上升至 2010 年二季度以来的高位 2.1%。	▪ 劳动力市场的状况全面恶化。具体而言，博彩及博彩中介业、批发及零售业，以及酒店和饮食业的就业人数分别按月减少 1%、4.1%和 4.9%，反映疫情对这些行业带来巨大冲击。相反，随着本地疫情受控，三月以来建筑活动逐步恢复正常，支持建筑业就业人数进一步按月增长 4.1%。 ▪ 展望未来，由于旅游限制措施尚未解除，博彩、旅游、酒店、饮食及零售业可能继续承压，甚至可能导致一些中小企倒闭，从而引发裁员潮。即使旅游禁令撤销，疲软的商业前景依然可能驱使企业裁员或停止招聘。因此，我们预期失业率将进一步升穿 2.5%。这可能对本地经济造成需求端的冲击。

人民币

事件	华侨银行观点
▪ 上周美元/人民币上探 7.20，不过未能突破 7.2。	▪ 中美关系恶化成为近期人民币贬值的主要推手。上周人民币中间价设定基本与市场预期相仿，显示中国方面并未通过中间价来干预人民币。不过同样也没迹象显示人民币将成为中国反击美国的武器之一。 ▪ 鉴于上周五特朗普总统关于香港问题的政策并未超出市场预期，我们认为短期内人民币或许依然将保持在 7.20 下方。

大中华地区一周回顾

1 June 2020

Treasury Research & Strategy

OCBC Greater China Research

Tommy Xie

Xied@ocbc.com

Carie Li

Carierli@ocbcwk.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 Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

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).

免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人士。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告所包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您的个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。

Co.Reg.no.:193200032W