

## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

### 摘要

谢栋铭  
[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

李若凡  
[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.com)

“这是一个讲科学和求团结的时刻”，这是联合国秘书长古特雷斯在 4 月 14 日演讲的核心内容。这个演讲令人振奋，但是现实往往更为复杂。

人民币再次面临似曾相识的劳动节冲击。5 月第一个交易日对美元贬值接近 1%。2019 年劳动节假期受特朗普总统贸易战加码影响，节后第一个交易日人民币一度大幅贬值超过 1%并开启了一轮人民币贬值周期。此次同样的时间点，同样的人，不同的导火索但类似的话，使得市场再次担心人民币可能面临的风险。

特朗普政府就准备对新冠病毒爆发惩罚中国的计划导致市场避险情绪重新上升。虽然我们认为取消债务的门槛和后遗症非常高，不过，贸易战升级的风险正在上升，尤其是特朗普威胁要通过征收中国进口商品关税的方式来弥补损失。

除了就新冠病毒起源的无端指责之外，5 月还有两大事件风险可能会进一步损害中美双方关系包括美国国务院即将公布的 2020 香港政策法以及 5 月 15 日即将到期的美国政府对华为采购的临时许可证。

香港中联办发言人 5 月 3 日发言强烈谴责西方反华政客和组织干预香港事务。我们认为 5 月香港问题可能将重新回到聚光灯下，成为中美博弈的角斗场。

新冠病毒方面，中国也开始收回部分危机时期的措施。交通部上周表示将从 5 月 6 日起恢复高速公路收费。此外，中国确认了两会开始时间，人大会议将从 5 月 22 日开始在北京召开。

宏观方面，虽然 4 月新出口订单受到全球经济停摆导致的需求端冲击影响由 46.4 大幅下滑至 33.5，但是 4 月制造业采购经理人指数好于预期。这很大程度受到产出复苏的支持。展望未来，5 月可能将是中国经济面临挑战的重要月份，因为来自需求端的冲击可能会更加明显。而中国就业市场也将在 5 月面临考验。

**香港方面**，政府计划在 5 月 7 日后放宽部分防疫限制措施。本地及海外的防疫限制措施逐渐放松，或有助防止香港经济进一步恶化。不过，由于短期内这些措施难以完全解除，我们认为未来即使经济开始复苏，步伐也将是缓慢和温和的。因此，我们维持今年经济萎缩程度大于去年，并按年收缩 4%的预期。至于今天稍后即将公布的第一季 GDP，我们预期按年收缩 6.7%。**港元方面**，

## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

金管局上周再卖出 130 亿港元，以捍卫联汇制度，从而把银行业总结余推升至 847 亿港元。因此，短端流动性显著改善。未来几个月内，套息交易或保持活跃，直至银行业总结余增长至 1500-1800 亿港元的水平，以及一个月港美拆息差距由当前的 74.5 个基点收窄至 20-30 个基点。换言之，美元/港元可能继续间歇地触及 7.75，从而引发更多干预。随着银行间流动性逐渐增加，近期跌势相对缓慢的较长期港元拆息（3 个月或以上）势将逐步回落，并收窄与短期拆息的差距，以及驱使银行下调港元定期存款利率，从而削弱定存的吸引力。相反，股市反弹及下半年 3 月股市爆跌的情况短期内不太可能重演，而近期新股集资反应热烈可能吸引更多企业在港上市，因此港元活期及储蓄存款未来进一步下行的空间料有限。中期而言，我们预期银行业的融资压力将逐步缓和。

**澳门方面**，由于两大支柱行业旅游业（3 月入境旅客人数连跌第五个月，按年减少 93.7%）及博彩业（4 月博彩毛收入按年大跌 96.8%至纪录新低）维持停滞的状态，上半年经济或难免显著萎缩。

## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

### 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>上周在特朗普总统表示他看到证据显示新冠病毒来自武汉的病毒研究所之后，中美关系迅速恶化。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中美口水战的升级是否会导致 5 月抛售的季节性因素重新回到市场？</li> <li>特朗普政府就准备对新冠病毒爆发惩罚中国的计划导致市场避险情绪重新上升。虽然我们认为取消债务的门槛和后遗症非常高，不过，贸易战升级的风险正在上升，尤其是特朗普威胁要通过征收中国进口商品关税的方式来弥补损失。</li> <li>除了就新冠病毒起源的无端指责之外，5 月还有两大事件风险可能会进一步损害中美双方关系包括美国国务院即将公布的 2020 香港政策法以及 5 月 15 日即将到期的美国政府对华为采购的临时许可证。</li> <li>香港问题上，5 月美国可能将迎来自 2019 年美国通过新的香港人权法案之后的首个香港政策法，来决定是否将授予香港特殊贸易地位。而香港中联办发言人 5 月 3 日发言强烈谴责西方反华政客和组织干预香港事务。我们认为 5 月香港问题可能将重新回到聚光灯下，成为中美博弈的角斗场。</li> <li>华为问题上，美国政府自去年 5 月为华为采购颁布了 90 天临时许可证，并陆续延了三次。随着美国大选竞选活动开启，中美关系加速恶化，美国是否会在 5 月继续延长临时许可证也将成为市场的焦点之一。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国确认了两会开始时间，人大会议将从 5 月 22 日开始在北京召开。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>两会的重启显示了中国政府在控制病毒上的信心。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国也开始收回部分危机时期的措施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>交通部上周表示将从 5 月 6 日起恢复高速公路收费。中国自 2 月 17 日开始暂停了所有高速公路的收费来支持企业复工，降低成本。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>上周港元再度触及强方兑换保证水平，而背后的原因依然主要是活跃的套息交易。</li> <li>香港金管局上周再卖出 130 亿港元，以捍卫联汇制度，从而把银行业总结余推升至 847 亿港元。因此，短端流动性显著改善，伴随一个月港元拆息由 4 月 24 日的 1.53% 回落至 4 月 29 日的 1.15%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>深港通沪港通下的南向资金净流入规模由 3 月的 1397 亿港元显著收缩至 195 亿港元，而北向资金则由 3 月净流出转为 4 月净流入。这反映最近港元强势并不是受到大规模资金流入的支撑，而是源于套息交易。由于套息交易带来的资金流入规模相对较小，我们预计总结余将循序渐进地上升。未来几个月内，套息交易或保持活跃，直至银行业总结余增长至 1500-1800 亿港元的水平，以及一个月港美拆息差距由当前的 74.5 个基点收窄至 20-30 个基点。换言之，美元/港元可能继续间歇地触及 7.75，从而引发更多干预。其他方面，由于市场参与者为半年结和下半年可能增</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

	<p>加的上市集资活动提前做准备，较长期的港元拆息（3个月或以上）近期跌势相对缓慢。尽管如此，我们认为随着银行间流动性逐渐增加，较长期的港元拆息势将逐步回落，并收窄与短期拆息的差距。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港政府计划在 5 月 7 日后放宽部分防疫限制措施。</li> <li>▪ 政府将 2020 年 GDP 增长预期由 0.5%至-1.5%下调至-4%至-7%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 在过去 9 日当中，香港曾出现 5 日没有新增确诊病例的情况。因此，政府在 4 月 28 日宣布跨境学童及“符合香港经济发展利益”的人士可获豁免强制检疫。此外，5 月 4 日起，大部分公务员将恢复正常工作安排，而公共服务也将恢复正常办公时间。</li> <li>▪ 再者，消息指部分被要求关闭的行业如健身室和戏院将于 5 月 7 日后获准有限度地重新营业。而中学生则可能于 5 月底复课。</li> <li>▪ 不过，政府宣布将中国内地、澳门和台湾非香港居民入境强制检疫的安排延长一个月至 6 月 7 日。而消息也表示限聚令将继续生效。</li> <li>▪ 本地及海外的防疫限制措施逐渐放松，或有助防止香港经济进一步恶化。不过，由于短期内这些措施难以完全解除，我们认为未来即使经济开始复苏，步伐也将是缓慢和温和的。因此，我们维持今年经济萎缩程度大于去年，并按年收缩 4%的预期。至于今天稍后即将公布的第一季 GDP，我们预期按年收缩 6.7%。</li> </ul>

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 4 月官方制造业采购经理人指数由 3 月的 52 小幅回落至 50.8。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 虽然 4 月新出口订单受到全球经济停摆导致的需求端冲击影响由 46.4 大幅下滑至 33.5，但是 4 月制造业采购经理人指数好于预期。这很大程度上受到产出复苏的支持。4 月产出指数虽然由 54.1 小幅回落至 53.7，但是依然保持在高点。</li> <li>▪ 不过令人意外的是，4 月小企业的制造业采购经理人指数由 50.9 小幅上升至 51。尽管小企业更容易受到需求的冲击，但是随着复工的有序开展，产能的复苏可能对小企业起到了一定的支撑。</li> <li>▪ 此外，就业指数虽然由 50.9 下滑至 50.2，但是依然处在枯荣线 50 以上。</li> <li>▪ 展望未来，5 月可能将是中国经济面临挑战的重要月份，因为来自需求端的冲击可能会更加明显。而中国就业市场</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 3 月出口及进口分别按年下跌 5.8% 及 11.1%。</li> </ul>	<p>也将在 5 月面临考验。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>出口表现优于预期，主要是因为 3 月份中国工厂恢复生产，以及出口商集中处理 2、3 月堆积的订单，带动输往中国内地的出口按年增加 8.4%。然而，这个趋势在未来数月料难以持续，因为疫情令内外需求显著转弱。具体而言，全球经济停摆造成的需求端冲击，将难免拖累香港的贸易活动。而全球实施封锁措施亦使供应链及商品的运输受到影响。另一方面，在经济前景黯淡的情况下，本地需求疲软，可能导致进口持续下跌。总括而言，虽然 2019 年基数较低，但我们仍预期香港今年进出口将连续第二年录得负增长。</li> <li>长期而言，疫情过后，中美贸易冲突的不确定性及其“去全球化”的趋势，亦可能利淡香港贸易业。由于贸易及运输业的增加值占 GDP 比重高达 21.2%，我们担忧贸易业出现结构性转变，将为香港经济带来长远的影响。从好的方面来看，大湾区的发展或有助香港经济将中心由全球贸易转移至区域贸易，从而受惠于中国内地需求增长的巨大潜力。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 3 月总贷款和垫款创 2018 年 8 月以来最快增速，按年增长 7.3%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>这主要是因为政府和金管局推出一系列支持中小企融资的措施，以及企业急需现金流，使本地贷款需求上升。在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）创 2018 年 7 月以来最大增幅，按年增加 9.1%。</li> <li>据金管局，截至 4 月 21 日，超过 11,000 宗中小企“还息不还本”、贷款展期与应急贷款等申请获批，涉及金额逾 860 亿港元。此外，银行已向个人客户批出逾 5,200 宗包括住宅按揭“还息不还本”及应急贷款等申请，涉及金额超过 150 亿港元。此外，4 月 20 日“百分百担保特惠贷款”计划推出首日，银行已受到约 300 宗申请。</li> <li>相反，随着中国央行持续放宽货币政策，3 月在香港境外使用贷款保持缓慢的按年增速 4.8%，低于去年下半年同比增速的月均值 6.2%。</li> <li>展望未来，充满不确定因素的疫情可能继续为营商前景蒙上阴影，并导致企业持续面临巨大的现金流压力。因此，在政府推出一系列纾困措施的情况下，短期本地贷款需求料维持强劲。同时，中国内地企业的海外融资需求可能进一步下降。我们预期今年总贷款将录得单位数升幅。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>港元贷存比率由 2 月的 89.9% 上升至 3 月的 90.1%，因为 3 月港元存款跌幅大于港元贷款。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>港元存款方面，活期及储蓄存款连跌第二个月，按月减少 0.6%，因为 3 月股市大幅回调。尽管银行为了应付季结而</li> </ul>



## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

	<p>争夺港元资金，并提高港元定期存款利率，惟港元定期存款仍连跌第三个月，按月减少 0.9%。这背后的原因可能是美元荒令美元需求较港元需求更大。美元存款按月增长 0.9%。因此，港元活期及储蓄存款占港元总存款的比率由 2 月的 54.5% 小幅上升至 3 月的 54.6%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中期而言，港元存款的结构可能逐渐改变，伴随着港元活期及储蓄存款占比慢慢上升。具体而言，我们预期港元拆息将持续下行，并迟早驱使银行下调港元定期存款利率，从而削弱定存的吸引力。与此同时，3 月股市爆跌的情况短期内不太可能重演，而近期新股集资反应热烈可能吸引更多企业在港上市，因此港元活期及储蓄存款未来进一步下行的空间料有限。</li> <li>▪ 另一方面，随着贷款维持稳定的增长，同时存款微幅增长或减少，港元的贷存比率可能持续高企。不过，这应该不会使银行的融资成本高企，因为金管局自去年 10 月以来推出一系列措施释放约一万亿港元的流动性。此外，在金管局减发外汇基金票据及干预外汇市场捍卫联汇制度后，银行业总结余（银行体系流动性的指标）可能在未来一个月内由 540 亿港元升至 1000 亿港元以上。总括而言，我们预期银行业的融资压力将逐步缓和。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 3 月人民币存款按月增加 4% 至 6642 亿人民币，为 2016 年 9 月以来最高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管 3 月港元和美元需求强劲，但人民币存款依然大幅上涨。这背后的原因可能是 3 月份美元荒导致几乎所有资产类别皆出现不同程度的下跌，继而驱使投资者转向既安全又相对高收益的人民币存款。短期内，市场情绪改善或将限制人民币存款的上涨空间。不过，中期而言，由于中国央行的宽松力度较其他国家央行温和，人民币利率料保持一定的吸引力，从而支持香港的人民币存款维持再 6000 亿以上水平。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 3 月访客人数连续第 5 个月录得跌幅，按年减少 93.7%。这主要是因为旅游管制措施，导致内地旅客人数按年大减 96.3%。留宿旅客和不过夜旅客则分别按年下跌 92% 及 95.2%。</li> <li>▪ 4 月博彩毛收入按年大跌 96.8%，或按月急挫 85.7% 至纪录新低的 7.54 亿澳门元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 由于澳门及中国内地于 3 月底实施更严格的旅游管制，4 月访客人数的跌幅或扩大。从好的方面来看，澳门政府表示如果 4 月底之前澳门未有更多新增病例，料可在不久后有序恢复中国内地和澳门之间的往来。这或有助减轻两大支柱行业包括旅游业及博彩业的下行压力。然而，这并不意味着两大行业能够呈现 V 型反弹。由于新冠疫情仍存在较多不确定因素，全球防疫措施料难在短时间内完全解除。因此，澳门的旅游业及博彩活动或维持近乎于停滞的状态一段时间。疫情过后，我们担忧失业率上升、工资前景欠佳、中国经济增速下滑、澳门元偏强，以及对感染病</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

	<p>毒的持续担忧，这几个因素可能打击外游及博彩需求。我们预计博彩毛收入今年将按年下跌超过 50%。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门第一季失业率上升至 2012 年中以来最高的 2.1%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过，这期的失业率未必能够反映真实的劳动力市场状况，因为在 2 月 20 日新入境措施生效前，部分原非居澳的外地雇员搬至澳门居住，令总就业人数有所增加。这也是零售业及建筑业的就业人数分别按月大幅上升 7.7%和 22.3%的部分原因。此外，在政府刺激措施的支持下，以及在本地疫情受控的情况下，建筑活动及本地消费活动逐步恢复正常，也支持了零售业和建筑业就业人口的大幅上升。相反，由于博彩业及旅游业持续停滞，博彩业的就业人口仅按月增长 0.9%，而酒店、餐厅及相关活动的就业人口更连跌第二个月，按月大幅减少 7.5%。</li> <li>▪ 展望未来，由于全球旅游禁令短期内难以完全解除，旅游相关行业及博彩业料继续受压，从而推升失业率。我们预计整体失业率（滞后经济指标）将突破 2.5%，并创 2011 年以来最高水平。即使政府推出的刺激措施有助避免新一波裁员潮，也难阻企业进行减薪，以控制成本。2020 年第一季月薪中位数按季下跌 5.9%或 1000 澳门元。因此，本地消费及房屋需求有可能受压。</li> </ul>

### 人民币

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周五尽管美元走弱，但是美元/人民币大幅上涨接近 1%，突破 7.10 关口。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币再次面临似曾相识的劳动节冲击。2019 年劳动节假期受特朗普总统贸易战加码影响，节后第一个交易日人民币一度大幅贬值超过 1%并开启了一轮人民币贬值。此次同样的时间点，同样的人，不同的导火索但类似的话，使得市场再次担心人民币可能面临的风险。</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

4 May 2020

# Treasury Research & Strategy

## OCBC Greater China Research

Tommy Xie

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

Carie Li

[Carierli@ocbcwk.com](mailto: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