

大中华地区一周回顾

11 May 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

上周，中美地缘政治冲突并未进一步恶化，人民币假日过后成功回到窄幅波动。中国副总理刘鹤上周五与美国贸易代表莱特希则和财长努钦就疫情和贸易问题进行了通话。虽然这通电话比市场预期来的早，但是电话本身并没有具体细节显示中美地缘政治有降温的趋势。不过电话也确认了未来中美第一阶段贸易协议执行力度将成为关注的焦点。

央行在一季度货币政策执行报告中表示货币政策传导效率明显提高，各项货币政策措施向实体经济传导通畅。截至4月中，一般贷款中贷款利率低于贷款基准利率0.9倍贷款占比为28.9%，是2019年7月LPR改革前的3倍。央行认为贷款利率的隐性下限已完全被打破。

展望未来，央行表示货币政策将更为灵活，此外也将加强逆周期措施来支持经济。此外，央行也重申M2和社会融资总量增幅将与名义GDP增幅匹配，不过央行也表示M2和社融增幅可以略高，显示货币政策有进一步宽松的空间。

中国国债收益率曲线过去几周大幅陡峭。其中10年和1年的收益差扩大至超过140个基点。中国长端收益率受债券供给加大担忧影响走高。随着市场等待5月底两会更多财政和债券发行的细节，未来长端收益率可能将继续面临上行压力。不过，基于疫情全球发展不确定性依然较大，笔者认为目前陡峭的收益率曲线或许并不可持续。

房地产政策方面，央行重申房子是用来住的，不是用来炒的定位。但是央行不再提及去年四季度货币政策报告中因城施策的论调，而是更强调地产金融政策的连续性、一致性和稳定性。这显示房地产市场依然是央行货币政策的主要制约。

中国央行和外管局进一步简化境外机构投资者参与中国金融市场的管理要求。虽然过去几年，随着陆港通的流行，外资通过QFII/RQFII投资中国股票的比重不断下滑，但是QFII机制依然有其吸引力，因为这个机制允许投资者参与衍生品市场包括股指期货。此外，QFII/RQFII的投资范围可能也会进一步扩大，与国际接轨。

4月好于预期的出口增幅可能受到积压订单的影响。而进口增幅的大幅下滑主要有两个因素。第一，全球经济大幅停摆可能对产业链带来冲击，从而导致中国在产业链进口上下滑。第二，中国企业预计未来需求下滑所以可能减少需求。展望未来，4月中国的出口反弹可能并不可持续，随着积压订单消耗完，未来需求端的冲击可能在5月开始再次影响中国的贸易。

大中华地区一周回顾

11 May 2020

香港方面，受新冠疫情爆发的拖累，第一季经济创有纪录以来最大跌幅，按年萎缩 8.9%。展望未来，政府推出的一系列刺激措施，以及对部分管制措施的放宽（5月8日起），或有助减轻经济下行压力。然而，香港 PMI 仅由 3 月的 34.9 小幅反弹至 4 月的 36.9，仍接近 2 月的纪录低位 33.1。由于全球管制措施在 3 月下旬才开始实行，且至今尚未完全解除，我们预期第二季经济按年收缩幅度将扩大至 9.2%。至于下半年，受制于疫情的不确定因素，以及内外需求端的冲击，经济即使有所反弹，幅度也将会是温和的。总括而言，由于第一季经济表现远逊于预期，我们将今年经济增长预测进一步由-4%下调至-5%。该预期基于全球经济活动 5 月开始逐渐恢复正常的假设。然而，下行风险依然偏高，尤其是在封锁措施解除后，全球再度爆发疫情的情况下。此外，我们亦将密切关注本地社会运动卷土重来的可能，以及中美关系再度恶化的风险，因为这可能威胁香港独立关税区的地位。

虽然本地经济严重受创，但对金融市场影响有限。随着港元拆息全线回落，沛嘉医疗 IPO 招股获得热烈反应。实际上，今年第一季，香港交易所新上市公司数目排名全球第一，首次公开招股的集资额亦高踞全球第四（总集资额达 144 亿元）。随着京东商城、网易和农夫山泉等陆续来港上市，香港 IPO 市场或能在未来数季内延续强势。不过，由于目前银行业总结余仍处于历史较低的水平，港元利率可能因一些短暂因素如 IPO 效应而走势波动。换言之，港美息差或难在短期内显著及持续地收窄。因此，我们维持美元/港元将在未来数月内继续下试强方兑换保证水平，直至银行业总结余上升至 1500-1800 亿港元，或港元拆息全线回落至 0.5%-1%区间为止的观点。

大中华地区一周回顾

11 May 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 央行发布了一季度货币政策执行报告。 	<ul style="list-style-type: none"> 央行表示货币政策传导效率明显提高，各项货币政策措施向实体经济传导通畅。其中，3月的贷款加权平均利率为5.08%，较去年12月下滑36个基点。此外，截至4月中，一般贷款中贷款利率低于贷款基准利率0.9倍贷款占比为28.9%，是2019年7月LPR改革前的3倍。央行认为贷款利率的隐性下限已完全被打破。 展望未来，央行表示货币政策将更为灵活，此外也将加强逆周期措施来支持经济。此外，央行也重申M2和社会融资总量增幅将与名义GDP增幅匹配，不过央行也表示M2和社融增幅可以略高，显示货币政策有进一步宽松的空间。 房地产政策方面，央行重申房子是用来住的，不是用来炒的定位。但是央行不再提及去年四季度货币政策报告中因城施政的论调，而是更强调地产金融政策的连续性、一致性和稳定性。这显示房地产市场依然是央行货币政策的主要制约。
<ul style="list-style-type: none"> 中国副总理刘鹤上周五与美国贸易代表莱特希策和财长努钦就疫情和贸易问题进行了通话。 	<ul style="list-style-type: none"> 中国商务部的申明表示两国正努力执行第一阶段贸易协议，而美国贸易代表处也表示两国将及时地满足双方的义务。 虽然这通电话比市场预期来的早，但是电话本身并没有具体细节显示中美地缘政治有降温的趋势。不过电话也确认了未来中美第一阶段贸易协议执行力度将成为关注的焦点。
<ul style="list-style-type: none"> 中国央行和外管局进一步简化境外机构投资者参与中国金融市场的管理要求。 	<ul style="list-style-type: none"> 中国已经在去年9月取消了QFII和RQFII的投资额度。此次再次落实取消了投资额度。此外，资金汇出入和登记管理的简化以及外汇风险管理完善也将更方便境外机构投资者投资。 虽然过去几年，随着陆港通的流行，外资通过QFII/RQFII投资中国股票的比重不断下滑，但是QFII机制依然有其吸引力，因为这个机制允许投资者参与衍生品市场包括股指期货。此外，QFII/RQFII的投资范围可能也会进一步扩大，与国际接轨。
<ul style="list-style-type: none"> 中国国债收益率曲线过去几周大幅陡峭。其中10年和1年的收益差扩大至超过140个基点，创下2015年7月以来的最高点。 	<ul style="list-style-type: none"> 中国长端收益率受债券供给加大担忧影响走高，而短端收益率则继续受到宽松货币政策预期支持。随着市场等待5月底两会更多财政和债券发行的细节，未来长端收益率可能将继续面临上行压力。不过，基于疫情全球发展不确定

大中华地区一周回顾

11 May 2020

	<p>性依然较大，笔者认为目前陡峭的收益曲线或许并不可持续。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 随着香港金管局干预外汇市场及减发外汇基金票据，银行业总结余增加至 897 亿港元，令港元流动性显著改善。由于短端港元流动性十分充裕，同时中美关系紧张，驱使部分投资者对港元的长仓进行平盘。因此，上周美元兑港元一度升至 7.7558。 	<ul style="list-style-type: none"> 不过，沛嘉医疗的新股招股反应热烈，公开招股获得逾 1100 倍的超额认购，而冻结的资金（逾 2600 亿港元）则将于 5 月 14 日才会回笼。因此，短端港元拆息跌势有所放缓。由于目前银行业总结余仍处于历史较低的水平，港元利率仍可能因一些短暂因素而走势波动，例如季节性因素及 IPO 效应等。展望未来，我们即将迎来半年结、虚拟银行开业，以及大型企业上市（如京东商城、网易及农夫山泉等）。换言之，短期内港美息差难显著及持续地收窄。因此，我们维持美元/港元将在未来数月内继续下试强方兑换保证水平，直至银行业总结余上升至 1500-1800 亿港元，或港元拆息全线回落至 0.5%-1%区间为止的观点。
<ul style="list-style-type: none"> 由于本地疫情大致受控，香港政府宣布于 5 月 8 日起进一步放宽管制措施。 	<ul style="list-style-type: none"> 社交距离措施方面，餐厅同枱人数上限及群体聚集人数上限由 4 人放宽至 8 人。此外，健身中心、戏院、酒吧、游戏机中心、美容院、按摩院及麻雀馆等早前被要求关闭的商业场所将获准在遵守规定的情况下恢复营业。再者，学校将于 5 月 27 日起分阶段复课。其他方面，政府将向市民派发口罩，市民可以网上登记申请可重用口罩，同时政府将于 6 月底前通过邮寄方向每个住户家庭派发 10 个即弃口罩，以支持经济活动的重启。 管制措施进一步放宽，意味着本地经济或已度过最坏的时期。不过，由于措施至今尚未完全解除，再加上需求端的冲击将延续一段时间，短期内经济复苏的步伐料十分缓慢。而限聚令的放宽会否助长社会运动，亦需密切关注。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 4 月以人民币定价的出口同比意外反弹 8.2%，进口则同比下滑 10.2%。因此，中国 4 月贸易顺差大幅扩大。 	<ul style="list-style-type: none"> 好于预期的出口增幅可能受到积压订单的影响。 而进口增幅的大幅下滑主要有两个因素。第一，全球经济大幅停摆可能对产业链带来冲击，从而导致中国在产业链进口上下滑。第二，中国企业预计未来需求下滑所以可能减少需求。 展望未来，4 月中国的出口反弹可能并不可持续，随着积压订单消耗完，未来需求端的冲击可能在 5 月开始再次影响中国的贸易。
<ul style="list-style-type: none"> 香港第一季经济创有纪录以来最大跌幅，按年萎 	<ul style="list-style-type: none"> 展望未来，政府推出的一系列刺激措施，以及对部分管制

大中华地区一周回顾

11 May 2020

<p>缩 8.9%，主因是疫情爆发削弱本地消费（按年下跌 10.2%）、打击商品出口（按年下跌 9.7%）和服务出口（创纪录最大同比跌幅 37.8%），及导致投资进一步转弱（按年下跌 13.9%）。</p> <ul style="list-style-type: none"> 香港 PMI 由 3 月的 34.9 小幅反弹至 4 月的 36.9，但仍接近 2 月的纪录低位 33.1。新订单分项指数由 3 月的 23.3 上升至 4 月的 26.8，而产出分项指数亦由上月的 26.0 上升至 30.5。不过，两项指数均处于深度收缩区间。 	<p>措施的放宽（5 月 8 日起），或有助减轻经济下行压力。不过，我们仍预期第二季经济按年收缩幅度将扩大至 9.2%。首先，由于管制措施至今尚未完全解除，商业情绪可能进一步转弱，而建筑活动也可能维持几乎停滞的状态。这意味着第二季投资将难免继续收缩。其次，受管控措施、裁员及减薪的影响，本地消费可能受到更大打击。第三，受外需疲软及旅游管制的拖累，商品和服务的出口料维持疲软。</p> <ul style="list-style-type: none"> 至于下半年，受制于疫情的不确定因素，以及内外需求端的冲击，经济即使有所反弹，幅度也将会是温和的。 总括而言，由于第一季经济表现远逊于预期，我们将今年经济增长预测进一步由-4%下调至-5%。该预期基于全球经济活动 5 月开始逐渐恢复正常的假设。然而，下行风险依然偏高，尤其是在封锁措施解除后，全球再度爆发疫情的情况下。此外，我们亦将密切关注本地社会运动卷土重来的可能，以及中美关系再度恶化的风险，因为这可能威胁香港独立关税区的地位。
<ul style="list-style-type: none"> 香港: 截至 4 月 26 日，追踪二手楼价的中原城市领先指数按周反弹 0.13%。4 月房屋成交量连续第三个月录得环比增长，按月增加 6%。 3 月房屋价格指数按季下跌 1%。这导致一季末负资产住宅按揭贷款宗数增加至 384 宗，为去年第四季末数值的三倍。而负资产住宅按揭贷款涉及的金額亦按年上升 144%至 18.67 亿港元。 	<ul style="list-style-type: none"> 近期，风险情绪改善，令楼市反弹。尽管如此，我们质疑近期反弹走势的可持续性。首先，失业和减薪的情况增加，可能打击房屋需求。其次，由于经济基本面转差、企业盈利下降及中美关系紧张，投资情绪可能再度转弱。再者，急需现金流的商家或预期租金回报下滑的业主，可能大幅减价出售物业。3 月份，100 平方米以上的大单位价格按年下跌 3.3%或按月下跌 1%，而 4 月售价高于 1000 万港元的住宅成交量按年大跌 61%（跌幅大于整体成交量的 48%）。 整体而言，我们预期房价及房屋成交量将在未来数月回调。若楼价如预期进一步下行，负资产住宅按揭贷款宗数及涉及的金額可能进一步上升。这对于按揭保险计划的贷款以及地产商旗下财务公司提供的贷款更为普遍，因为此类贷款的按揭成数一般较高。在此情况下，银行或地产商旗下的财务公司可能要求借款人提前偿债，或者把房地产以较估值低的价格卖出，进而加剧楼市的跌势。 不过，中期而言，在借贷成本下降、积压需求强劲，以及土地和房屋供应短缺的情况下，我们认为楼市不会维持跌势。供应方面，疫情爆发导致建筑活动停滞，结果一季度房屋动工量按年大跌 60.9%。这意味着政府来年的房屋供应目标或不容易达成。

大中华地区一周回顾

11 May 2020

<ul style="list-style-type: none"> 香港 3 月零售销售额连续第 14 个月录得跌幅，按年大跌 42%，同月访港旅客人数按年急跌 98.6%。 	<ul style="list-style-type: none"> 疫情肆虐之下，市民长期逗留家中，令食物和必需品的需求保持强劲，进而带动超级市场商品的零售销售额继续上升，并创 2018 年 2 月以来最大同比增幅 16.1%。另外，新鲜食品（按年增长 14.8%）以及新鲜蔬果（按年增长 8%）的零售销售额亦持续上涨。然而，这类商品销售额上涨只属特殊现象。由于境内外 3 月下旬开始实施更严格的管控措施，其他零售商销售额进一步大幅下挫。这样的趋势料将延续至 4 月份。 具体而言，酒类饮品及烟草（按年下跌 82.5%）、衣物、鞋类及有关制品（按年下跌 66.4%）及耐用消费品（按年下跌 31.5%）的零售销售额进一步大跌。由此可见，就业市场前景不明朗，以及居民外出意欲下降，导致本地消费情绪转弱。此外，珠宝首饰、钟表及名贵礼物（按年下跌 75.2%）、百货公司货品（按年下跌 42.7%）和药物及化妆品（按年下跌 63.8%）的零售销售额亦全面大跌，因入境限制升级令旅游业大受打击。 从好的方面来看，政府由 5 月起逐步放宽限制措施，意味着香港经济及零售业可能已度过最坏的时期。然而，零售业强劲反弹的可能性不大，因为失业率上升、工资削减及全球爆发第二波疫情的担忧，料继续打压旅游业及本地消费。因此，我们维持今年零售销售额将连续第二年录得双位数跌幅的观点。
<ul style="list-style-type: none"> 香港外汇基金投资第一季亏损 861 亿港元，为 2001 年以来最差的单季表现。 	<ul style="list-style-type: none"> 这背后的原因主要是 3 月份全球疫情爆发，加上石油价格战，令环球股市大跌，进而导致外汇基金的其他股票投资亏损 831 亿港元。同样地，本地股票投资亦录得 284 亿港元亏损。此外，由于第一季美元及港元偏强，外汇亏损 290 亿港元。唯一的亮点则是债券投资收入高达 544 亿港元。由于 3 月避险情绪高涨，且各大央行同步放宽货币政策，全球政府债券表现强劲。 展望第二季，疫情缓和的好消息，以及各国政府和央行推出的一系列刺激措施，支持全球股市大幅反弹。与此同时，美元流动性及市场情绪改善，令美元及港元对其他货币稍微转弱。因此，金管局估计外汇基金投资已录得 300 至 400 亿港元的正回报。不过，由于疫情仍然未明朗，加上全球经济基本面欠佳，我们怀疑近期股市反弹的可持续性。此外，由于全球央行进一步宽松的空间有限，政府债券或难延续首季的升势。总括而言，即使最坏的时期可能已经过去，惟第二季外汇基金投资回报未必十分强劲，可

大中华地区一周回顾

11 May 2020

能只是温和的。

人民币

事件

- 随着中国从 5 月黄金周假期回归，人民币成功守住之前的交易区间，美元/人民币回落至 7.10 附近。

华侨银行观点

- 上周中美冲突并未进一步升级，也为人民币带来喘息的机会。此外，人民币的两会行情可能会进一步支持人民币的稳定。

大中华地区一周回顾

11 May 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