

大中华地区一周回顾

18 May 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

虽然美国商务部再次延长了对华为出口的 90 天临时牌照。但是美国商务部打击华为与非美国半导体企业合作显示了中美科技战风险显著升级。半导体行业是如此的复杂，要想建造一条完全不依赖美国设备或技术的生产线是很难的，而这也正是特朗普政府利用的切入点对华为的全球绞杀。

不过短期内对华为的影响可能不会很大。这里主要有三个原因。第一，新的出口管制要在 120 天之后才正式执行。第二，华为已经囤积了一定的芯片储量。第三，美国政府也可能只是将出口管制作为与中国谈判的筹码。

不过，此次出口管制的调整可能引起的涟漪效应不能被低估，尤其是中美长期脱钩的大背景下。短期来看，台积电等代工半导体企业被卡在中美博弈当中被迫选变，这也可能使得地区的地缘政治变化变得更为复杂。

经济数据方面，产出继续呈现 V 型反弹，主要受益于复工复产的顺利进行已经中国疫情控制得当。不过需求的复苏则令人失望，虽然显示 4 月有些恢复性消费，但是并未出现报复性消费。报复性消费缺位可能与未来预期不确定以及收入下滑有关。因此，我们依然维持二季度中国经济小幅增长 2.1% 的预期。

中国 4 月信用扩张好于预期。社融新增 3.09 万亿元，较去年同期多增加了 1.42 万亿元。社融存量同比增长 12%，创下 18 年 5 月以来的新高。这也显示中国的货币条件进一步改善。

虽然，中国 4 月消费者物价指数同比增幅继续保持在 3% 以上，但是受需求冲击影响，我们认为中国正在进入通缩趋势。未来几个月消费者物价指数同比增幅将进一步回落至 3% 以下，随着下半年翘尾因素的影响，四季度消费者物价指数可能出现同比下滑的局面。

中国央行 15 日续作了 1000 亿 1 年期 MLF，不过并没有如市场预期再次下调利率。此次续作较 5 月 14 日 2000 亿元 MLF 到期晚了一天。这可能是由于央行为了标准化 MLF 发行至 5 月 15 日。总体来看，央行依然处在平衡状态，受房地产等因素制约，央行大规模刺激的门槛依然较高。

随着本周四两会正式开幕，预计关于财政赤字货币化的讨论将继续主导市场。我们认为中国推出财政赤字货币化的可能性并不大。这里主要有三个原因。第一，中国在传统货币政策上依然是少数几个有空间的主要经济体。第二，中国强劲的 4 月信贷数据显示货币政策传导机制依然较为顺畅。第三，中国目前依然可以通过市场机制来支持财政赤字扩张，并包括财政纪律。

大中华地区一周回顾

18 May 2020

香港方面，经济继续呈现疲软的迹象。第一，政府计划拨款 54 亿港元救助海洋公园，否则其将可能于 6 月倒闭，并导致 2000 名员工失业。然而，由于财政刺激措施并非无穷无尽，且需求端的冲击可能持续打击商业前景，下半年可能有更多中小企(尤其是遭受重创的行业)被迫结业。第二，香港地政总署宣布不接纳启德商业地皮的所有标书（共四份），因为标价没有达到政府专业估价师所评估的底价。由此可见，受疫情影响，发展商对商业地产市场前景的看法渐趋悲观。

从好的方面来看，上周中国央行等部委发表关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见，旨在推动区内金融合作。由于中国相关当局的论调肯定了香港金融市场在大湾区发展及人民币国际化过程中的重要地位，新措施将支持本地金融业维持稳健增长。具体而言，由于人民币利率相对较高，且 A 股和中国债券陆续加入多个环球指数，海外投资者或将继续增持境内人民币资产。另外，中美贸易战和新冠疫情爆发后，去全球化的趋势可能令区域内的贸易活动增长，从而推升跨境贸易结算相关的人民币需求。随着海外投资者对人民币资产的需求上升，以及境内投资者对海外金融产品愈发感兴趣，香港金融市场或将从中受益。

澳门方面，今年首四个月公共财政收入按年收缩 13.6%至 393 亿澳门元，主要是受到博彩税收（占总收入的 52%）按年大幅下挫 48%的拖累。尽管如此，庞大的财政储备（截至 2019 年底，基本储备和超额储备合共 5794 亿澳门元，相当于 GDP 的 133%）仍将允许政府在必要时推出更多刺激政策（今年首四个月公共财政开支已按年增加 42.2%）。

大中华地区一周回顾

18 May 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国商务部在 5 月 17 日的声明中明确反对美国商务部出台出口管制新规打压华为。 美国商务部 15 日进一步扩大出口管制法规，将两种外国产品加入出口控制。包括受益于美国软件和科技的华为和其子公司的半导体设计以及受益于在海外的美国半导体制造设备的华为和其子公司的芯片生产。 	<ul style="list-style-type: none"> 虽然美国商务部再次延长了对华为出口的 90 天临时牌照。但是美国商务部打击华为与非美国半导体企业合作显示了中美科技战风险显著升级。美国商务部的说法是为了堵住漏洞。其实本质就是美国为了维持其在科技领域的地位不择手段而已。半导体行业是如此的复杂，要想建造一条完全不依赖美国设备或技术的生产线是很难的，而这也正是特朗普政府利用的切入点对华为的全球绞杀。 不过短期内对华为的影响可能不会很大。这里主要有三个原因。第一，新的出口管制要在 120 天之后才正式执行。第二，华为已经囤积了一定的芯片储量。第三，美国政府也可能只是将出口管制作为与中国谈判的筹码。 不过，此次出口管制的调整可能引起的涟漪效应不能被低估，尤其是中美长期脱钩的大背景下。从长期来看，半导体去美国化的趋势可能会影响整个行业，到底影响是好是坏并不好说。短期来看，台积电等代工半导体企业被卡在中美博弈当中被迫选变，这也可能使得地区的地缘政治变化变得更为复杂。
<ul style="list-style-type: none"> 央行发言人上周表示一季度中国宏观杠杆率显著提高。 	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年以来，中国一度将去杠杆作为工作的重心，并推出了三年计划。不过随着宏观基本面的变化，政策的重心已经发生了变化。而央行允许杠杆率短期内上涨也为更多货币和财政刺激打开空间。
<ul style="list-style-type: none"> 央行与 15 日续作了 1000 亿 1 年期 MLF，不过并没有如市场预期再次下调利率。 	<ul style="list-style-type: none"> 此次续作较 5 月 14 日 2000 亿元 MLF 到期晚了一天。这可能是由于央行为了标准化 MLF 发行至 5 月 15 日。而缩量发行也可能与降准收效流动性注入有关。总体来看，央行依然处在平衡状态，受房地产等因素制约，央行大规模刺激的门槛依然较高。
<ul style="list-style-type: none"> 上周，香港金融发展局发表题为《发展人民币资产市场 提升香港人民币枢纽地位》的报告。随后，中国央行等部委发表关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见，旨在推动区内金融合作。 2019 年债券通北向交易量按年大幅增长 220.4% 至 2.63 万亿人民币，今年首四个月进一步按年上升 214% 至 1.44 万亿人民币。 深港通和沪港通下的北向资金继 3 月录得有纪录以来最大规模的净流出（678.7 亿人民币） 	<ul style="list-style-type: none"> 金融发展局在报告中提议了几个重要及可行的措施，以推动香港离岸人民币资产市场的发展。其中包括第一，进一步延申和扩容“互联互通”渠道，包括探索债券通“南向通”和 ETF 通等；第二，建设完善多元的人民币债券发行体系，以及进一步丰富包括外汇对冲、资产管理、资产证券化、风险管理在内的多种人民币产品和服务创新；第三，在离岸账户体系、跨境投资等方面实现金融创新；第四，建立香港本地保险相连证券市场，丰富在港离岸人民币资产种类；以及第五，强化香港在“一带一路”的金融支点功能，为一带一路项目提供不同类型的人民币资金和

大中华地区一周回顾

18 May 2020

<p>后，于4月重现净流入（532.6亿人民币）。截至5月15日，月初至今净流入规模亦达亿人民币。</p>	<p>资产交易流动性。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 随后，央行发布的意见呼应了香港金融发展局的内容，包括提出了推动离岸人民币市场发展以及为一带一路建设提供人民币资金的措施。此外，意见还提到了将在粤港澳大湾区内地开展本外币合一的跨境资金池业务试点，开展私募股权投资基金跨境投资试点，以及探索建立跨境理财通机制等。 ▪ 由于人民币利率相对较高，且A股和中国债券陆续加入多个环球指数，海外投资者或将继续增持境内人民币资产。此外，中美贸易战和新冠疫情爆发后，去全球化的趋势可能令区域内的贸易活动增长，从而推升跨境贸易结算相关的人民币需求。 ▪ 随着人民币资产的需求上升，香港可以为海外投资者拓宽投资境内市场的途径，增加离岸人民币资产的多样性，以及提供相应的风险对冲工具。与此同时，香港也可以通过互联互通机制满足境内投资者对境外金融产品的强劲需求。 ▪ 总括而言，虽然本地社会运动以及新冠疫情对经济带来沉重打击(首季GDP终值维持按年收缩8.9%)，但香港金融市场或依然能够维持稳健增长，因中国相关当局的论调肯定了香港金融市场在大湾区发展及人民币国际化过程中的重要地位。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港政府计划拨款54亿港元救助海洋公园，否则其将可能于6月倒闭，并导致2000名员工失业。 ▪ 4月访港旅客人数按年大跌99.9%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 受疫情爆发的影响，海洋公园自1月28日起暂停营业。实际上，大多数中小企（尤其是遭受重创的行业）同样承受着沉重的财政压力。然而，由于财政刺激措施并非无穷无尽，且需求端的冲击可能持续打击商业前景，下半年可能有更多中小企（尤其是遭受重创的行业）被迫结业。因此，我们维持失业率将在未来数月突破5%的观点。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港：4月三大辣税（买家印花税、从价印花税及额外印花税）涉及税款按月下跌17%至5.6亿港元。 ▪ 追踪二手楼价的中原城市领先指数按周上升0.54%至11周新高。 ▪ 香港地政总署宣布不接纳启德商业地皮的所有标书（共四份），因为标价没有达到政府专业估价师所评估的底价。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 就住宅印花税而言，涉及买家印花税的住宅成交量连跌第六个月至41宗，为有纪录以来最低。这反映受旅游限制措施的影响，境外人士对香港住宅的需求显著收缩。 ▪ 此外，涉及双倍印花税的住宅成交量按月大跌29.5%至纪录新低的105宗。这反映投资/投机需求疲弱，主要是因为租金回报率下跌及经济前景恶化。由于全球各地尚未完全解封，且疫情造成持久的需求端冲击，短期内经济基本面难见改善。因此，我们质疑近期楼市反弹的可持续性。 ▪ 其他方面，自2018年1月以来商业地皮第四次招标失败，反映发展商对商业地产市场前景的看法渐趋悲观，因

大中华地区一周回顾

18 May 2020

	远程办公的新趋势及不断恶化的营商环境使办公室市场需求下降，而需求端的冲击导致零售商铺的需求更加疲软。
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 4 月主要经济活动继续复苏，工业产出同比增长 3.9%，好于市场预期。不过零售销售的复苏则慢于预期。4 月同比下滑 7.5%。 固定资产 1-4 月累计同比下滑 10.3%，下滑幅度较一季度的 16.1%有所收窄。 	<ul style="list-style-type: none"> 产出继续呈现 V 型反弹，主要受益于复工复产的顺利进行已经中国疫情控制得当。不过需求的复苏则令人失望，虽然显示 4 月有些恢复性消费，但是并未出现报复性消费。譬如汽车市场虽然有所复苏，零售汽车消费较去年同期持平，但并未出现大幅反弹的势头。报复性消费缺位可能与未来预期不确定以及收入下滑有关。因此，我们依然维持二季度中国经济小幅增长 2.1% 的预期。 投资方面，房地产投资依然是支持投资反弹的主要驱动力。1-4 月累计跌幅收窄至 3.3%，远好于固定资产投资跌幅。尽管基建投资 4 月开始加速，但是 1-4 月基建投资跌幅依然保持在两位数，不如预期。这也预示着中国需要进一步加大财政刺激。 4 月数据的一个主要亮点是电脑、通讯和电子设备投资的大幅反弹，1-4 月累计止跌，同比增长 1.1%，是少数出现正增长的行业。对高技术企业的重视和资源分配并未受到新冠病毒爆发的影响。
<ul style="list-style-type: none"> 中国 4 月信用扩张好于预期。社融新增 3.09 万亿元，较去年同期多增加了 1.42 万亿元。 社融存量同比增长 12%，创下 18 年 5 月以来的新高。 新增人民币贷款增加 1.7 万亿元，好于市场预期，而广义货币供给 M2 同比增长 11.1%。 	<ul style="list-style-type: none"> 新增人民币贷款超预期，主要受到票据和企业中长期贷款需求上升支持，这也显示中国的货币条件进一步改善。 居民部门存款下滑 7996 亿元，而居民部门短期贷款也上升至 2280 亿元。这显示居民部门消费正在恢复，只是尚未出现报复性消费的情况。 财政存款增加 529 亿元，增幅低于去年同期。这一部分受到财政收入下滑的影响，此外可能也显示中国加大财政支出支持经济复苏。 企业债是主要的亮点，连续两个月单月超过 9000 亿元。鉴于 5 月中国将发行 1 万亿地方政府专项债。预计 5 月的社融数据将保持强势。
<ul style="list-style-type: none"> 中国 4 月消费者物价指数同比增长 3.3%，低于市场预期。生产者物价指数同比下滑 3.1%。 	<ul style="list-style-type: none"> 环比来看，4 月消费者物价指数下滑 0.9%，主要受到食物价格回落的支持，尤其是猪肉价格连续 2 个月下滑。此外蔬菜价格随着天气的转暖，也连续两个月环比下滑。油价的大幅下滑，推动不包括食物的消费者物价指数环比下滑 0.2%。

大中华地区一周回顾

18 May 2020

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 不包括食物和能源的核心物价指数同比增长 1.1%，增幅较 3 月的 1.2%进一步放缓。 ▪ 展望未来，受需求冲击影响，我们认为中国正在进入通缩趋势。未来几个月消费者物价指数同比增幅将进一步回落至 3%以下，随着下半年翘尾因素的影响，四季度消费者物价指数可能出现同比下滑的局面。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门今年首四个月公共财政收入按年收缩 13.6%至 393 亿澳门元，主要是受到博彩税收按年大幅下挫 48%至 205 亿澳门元（占总收入的 52%）的拖累。同期，公共财政开支按年增加 42.2%至 234 亿澳门元。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 这印证了政府对于本财政年度赤字将扩大至 489.5 亿澳门元（占 GDP 超过 10%）的预期。从好的方面来看，截至 2019 年底，澳门基本储备和超额储备合共 5794 亿澳门元，相当于 GDP 的 133%。我们认为庞大的财政储备将允许政府在必要时推出更多刺激政策。而大规模的财政刺激措施，料不会对稳健的财政状况或慷慨的社会福利带来长远的影响。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 随着经济活动恢复正常，澳门 3 月房屋成交量按月反弹 148.4%至 400 宗。不过，与去年同期比较，成交量连跌第三个月，按年减少 30.1%。与此同时，新批住宅按揭贷款亦连跌第五个月，按年下降 8%至 31.1 亿澳门元。此外，平均房价连续第三个月录得跌幅，按年下跌 15.7%或年初至今下跌 11.7%至 93133 澳门元/平方米，为 2017 年 3 月以来最低水平。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 3 月全球股市大跌令投资情绪转弱，可能是楼市表现疲软的原因之一。展望四月，因股市反弹及地产发展商推出优惠，投资情绪可能有所复苏，进而支持楼市重拾增长动力。 ▪ 不过，由于全球经济前景持续恶化，我们怀疑投资情绪改善的可持续性。此外，房屋调控措施和租金回报下滑料继续打压投机需求。3 月持有多于一个单位的本地买家占总本地买家的比例创有纪录以来最低的 1.49%。此外，就业前景不明朗，可能令潜在的首置本地买家（占总本地买家比例高达 87.7%）继续搁置置业计划。再者，一些急需现金周转的业主，或一些预示楼市需求转弱的业主，可能减价出售物业。最后，近期新屋供应显著增加，第一季房屋落成量按年大增 2943%至 1065 个单位。总括而言，我们预期房屋成交将维持疲软，而今年平均房价则可能最多跌 15%。 ▪ 不过，楼市中期的展望维持正面，因为供应短缺（自去年 10 月以来，未有新屋动工）及借贷成本下降。

人民币

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 随着中美关系波动，人民币继续围绕在 7.10 附近波动。不过周五随着美国商务部加大对华为的打击，人民币下滑压力再次上升。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 我们认为，虽然两会因素有利维持人民币的短期稳定。但是中美关系的进一步恶化，依然会对人民币带来贬值压力。短期内人民币走势还是将取决于中美关系的发展，市场也将关注中国政府会否推出反制措施。

大中华地区一周回顾

18 May 2020

大中华地区一周回顾

18 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。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。虽然此报告中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