

大中华地区一周回顾

20 April 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

中国经济一季度同比下滑 6.8%，冷战结束以来的首次衰退。环比来看，一季度经济环比下滑 9.8%。中国一季度负增长主要受供给侧休克疗法影响。从产出来看，工业产出走出 V 型反弹。但是消费反弹力度较弱，并未出现 2003 年非典后 V 型反弹的势头。这里主要有三个原因。第一，此次中国封城方式较非典期间严厉很多，因此需要更多时间恢复。第二，一季度中国实际收入首次出现负增长。第三，疫情的全球恶化也影响国内消费者情绪。

但是随着全球经济突然停摆，中国经济正面临来自更为严重需求端的冲击。虽然一季度是中国经济的底部，但是第二季度的复苏力度可能较弱，我们预计二季度经济增长同比增长 2.1%。全年经济增长将取决于全球疫情发展情况。我们预计全年增长在 1.2%到 3.6%之间。

4 月 17 日，在中国公布一季度经济数据的同一天，中国召开了中央政治局会议。会议表示“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。”周五的政治局会议发出了目前为止最强的刺激信号，显示中国已经就推出更多刺激措施做好了准备。

自从 3 月以来，国际环境急剧恶化。目前影响市场预期的变量依然存在较大不确定性。因此中国政策思维转变为底线思维，政治局首次在“六稳”基础上提出了“六保”，包括保局面就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定以及保基层运转。

为了确保守住底线，中国微调了财政政策，表示要“提高财政赤字”，但是删去了“适当”两字，暗示中国今年的财政赤字可能会超过之前市场预期的 3.5%。

货币政策方面，会议明确表示运用降准、降息再贷款等手段，保持流动性充裕和引导贷款市场利率下行。这意味着中国央行将继续下调存款准备金率和降息。上周央行已经下调了一年期 MLF 利率 20 个基点。

不过虽然中国在刺激措施上将采用更大胆的方式，但是中国可能不会像多数西方国家一样进入“不惜一切代价”式的刺激方式，这主要是受到房地产的制约。中国政治局也在会议中再次重申了房住不炒的论调。

最后，随着中国转变为底线思维，中国是否需要增长目标成为市场讨论的焦点。笔者认为中国可能今年将继续保持其经济增长目标，尽管该目标可能会大

大中华地区一周回顾

20 April 2020

幅下滑，一个量化的目标有利于统一中央政府和地方政府的行为，从而使得自上而下的政策更为有效。

香港方面，3 月经济数据进一步转差，入境旅客人数（按年下跌约 99%）及香港国际机场旅客人数（按年下跌 91%）均创有纪录以来最大跌幅。由此可见，比起今年首两个月中港疫情爆发，如今全球实施防疫措施，对香港旅游业和航空业带来的冲击更大。同样地，酒店、零售、运输、会展及贸易业亦进一步受创。香港零售业管理协会估计今年 2 月到 5 月期间 5200 间零售店铺结业，而最坏的情况下，直至今年年底，可能有另外 1.52 万间零售店结业。从好的方面来看，上周香港金管局公布中小企融资担保计划下“百分百担保特惠贷款”的细节，并宣布推出“预先批核还息不还本”安排予合资格的企业客户，旨在帮助中小企业度过难关。然而，由于短期内全球范围的封城及限制社交措施似乎不会完全解除，香港经济或尚未见底。我们将因应疫情的最新发展，再度调整 2020 年全年经济增长的预测（目前预期按年收缩 2.1%）。

货币方面，上周美元/港元跌至 2016 年 1 月以来最低的 7.7504。由于港美息差较大，沽美元买港元套息的交易活跃，为港元带来支持。短期内，我们预计套息交易将继续推动美元/港元迈向 7.7500 的水平，从而触发温和的干预。这加上金管局减发外汇基金票据，将引导港元拆息下行。一个月港元拆息料跌向 1%的水平。

澳门方面，首季贵宾厅和中场赌收分别录得有记录以来最大按年跌幅 60.2%和 59.9%。由于全球防疫措施尚未解除，短期内澳门旅游业和博彩业料维持停顿状态。疫情过后，博彩业的复苏也可能是缓慢和温和的。一方面，人们对于感染新冠病毒的担忧可能会持续一段时间。这加上全球经济衰退造成的需求冲击，可能削弱旅游和博彩的意欲。另一方面，作为博彩业的主要增长动力，中国经济的增速放缓也将成为利淡因素。

大中华地区一周回顾

20 April 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 4月17日，在中国公布一季度经济数据的同一天，中国召开了中央政治局会议。 ▪ 会议表示“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。” 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 自从1月疫情大规模爆发以来，政治局每个月都会就疫情和经济召开会议。周五的4月政治局会议发出了目前为止最强的刺激信号，显示中国已经就推出更多刺激措施做好了准备。 ▪ 自从3月以来，国际环境急剧恶化。在面临巨大的不确定性条件下，国际货币基金组织上周下调了全球经济增长预期至-3%，同时也下调了中国今年经济增长预期至1.2%。目前影响市场预期的变量依然存在较大不确定性。因此中国政策思维转变为底线思维，政治局首次在“六稳”基础上提出了“六保”，包括保局面就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定以及保基层运转。 ▪ 为了确保守住底线，中国微调了财政语言，表示要“提高财政赤字”，但是删去了“适当”两字，暗示中国今年的财政赤字可能会超过之前市场预期的3.5%。 ▪ 货币政策方面，会议明确表示运用降准、降息再贷款等手段，保持流动性充裕和引导贷款市场利率下行。这意味着中国央行将继续下调存款准备金率和降息。上周央行已经下调了一年期MLF利率20个基点。 ▪ 扩大内需和有效投资将是今年对冲外需冲击的主要驱动力。这次政治局会议也提出了较新的概念包括“老旧小区改造”等。 ▪ 不过虽然中国在刺激措施上将采用更大胆的方式，但是中国可能不会像多数西方国家一样进入“不惜一切代价”式的刺激方式，这主要是受到房地产的制约。中国政治局也在会议中再次重申了房住不炒的论调。 ▪ 最后，随着中国转变为底线思维，中国还是需要增长目标成为市场讨论的焦点。笔者认为中国可能今年将继续保持其经济增长目标，尽管该目标可能会大幅下滑，一个量化的目标有利于统一中央政府和地方政府的行为，从而使得上而下的政策更为有效。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 央行4月15日意外通过一年期MLF为市场注入1000亿流动性。 ▪ 此外，1年期MLF利率被下调20个基点至2.95%，这也是今年第二次下调MLF利率。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 此次MLF的时间点颇有意思。首先，比4月17日到期的2000亿MLF提早了2天操作。其次，也刚好与15日定向降准生效吻合，此次定向降准为中小金融机构注入了2000亿元流动性。MLF时间点的选择央行的宽松是全面的，不仅仅通过定向降准支持中小金融机构，同时也通过MLF受

大中华地区一周回顾

20 April 2020

	<p>益大型金融机构。</p> <ul style="list-style-type: none"> 此外，20 基点利率下调也显示央行引导 LPR 利率下滑的态度。
<ul style="list-style-type: none"> 美元兑港元下跌至 2016 年 1 月以来最低的 7.7504。 	<ul style="list-style-type: none"> 虽然近期深港通沪港通下南向资金净流入的规模有所收缩，且美元高位盘整，但在活跃套息交易的带动下，港汇依然有所上升。随着美联储继续向市场注入流动性，美元拆息全面回落。相反，近期港元利率高居不下，背后的原因可能是 IPO 效应，以及偏少的银行业总结余。4 月 17 日，三个月港元拆息仅由近期高位 1.96% 微幅回落至 1.9%。因此，美元兑港元的远期互换点子全线处于溢价水平，反映市场对港美息差维持较阔水平的预期。 短期内，由于沽空港元的成本较高，我们预期沽美元买港元套息的交易将继续推动美元/港元迈向 7.7500 的水平，从而触发金管局干预。这加上金管局减发外汇基金票据，将引导港元拆息下行。一个月港元拆息料跌向 1% 的水平。不过，我们认为套息交易只会带来温和的资金流入。换言之，在全球经济恢复正常前，我们未必能够见到大规模的资本流入香港，或是港元利率显著下行。因此，短期内一个月港元拆息或不会轻易跌穿 0.5% 的水平。
<ul style="list-style-type: none"> 上周五，金管局宣布推出“预先批核还息不还本”安排予年度营业额不高于 8 亿港元及现时没有逾期还款或逾期不多于 30 日的企业客户。 	<ul style="list-style-type: none"> 具体而言，合资格的企业客户于 2020 年 5 月 1 日至 10 月 31 日期间的所有贷款本金还款获自动延期延期 6 个月，至于贸易融资贷款的本金还款则延期 3 个月。另外，值得注意的是，金管局已发信要求所有银行参与计划。另一方面，香港按揭证券有限公司全资拥有的香港按证保险有限公司宣布，中小企融资担保计划下的“百分百担保特惠贷款”将于今年 4 月 20 日起接受申请。特惠贷款适用于各行各业。合资格企业须在 2019 年底前已最少营运 3 个月，并自今年 2 月份起任何一个月的营业额较去年任何一个季度的平均每月营业额下跌 3 成或以上。年利率为 2.75%（最优贷款利率减 2.5%），担保费全免。每宗申请的最高贷款额为有关企业的 6 个月雇员薪金及租金的总和或 200 万港元（如立法会财务委员会通过拨款，将增至 400 万港元），以较低者为准。 这些计划旨在帮助中小企业度过难关，因为疫情对中小企业造成沉重冲击。另外，帮助中小企业存活，也有助于防止失业情况急剧恶化。然而，以过去几次经济衰退作为参考，可见贷款质量和失业情况通常在危机高峰过后才显著恶化。这次经济衰退也应该不例外，因为即使政府提供一系列纾

大中华地区一周回顾

20 April 2020

	<p>困措施，如果疫情持续较久，使经济在疫情过后需要较长时间复苏，那么部分中小企或仍难免结业。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 香港财政司司长称正考虑下调香港 2020 年的经济增长预测，目前预测为-1.5%至 0.5%。 国际货币基金组织预期香港今年经济将萎缩 4.8%。这将会是 1998 年亚洲金融风暴以来最严重的经济衰退。 	<ul style="list-style-type: none"> 虽然全球抗疫措施开始见效，但封城及限制社交的措施短期内料难以完全解除。因此，有别于中国大陆，香港经济或尚未见底。尽管政府推出一系列纾困措施，惟我们不排除第二季或出现比第一季更严重的经济收缩。我们将因应疫情的最新发展，再度调整 2020 年全年经济增长的预测（目前预期按年收缩 2.1%）

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国经济一季度同比下滑 6.8%，冷战结束以来的首次衰退。环比来看，一季度经济环比下滑 9.8%。 中国一季度固定资产投资同比下滑 16.1%，较 1-2 月 24.5%下滑幅度收窄。此外，3 月工业产出同比下滑 1.1%，较 1-2 月 13.5%下滑幅度收窄。 	<ul style="list-style-type: none"> 中国一季度负增长主要受供给侧休克疗法影响。不过随着 3 月以来，中国推动有序复工复产，3 月经济数据下滑幅度大幅收窄。 从产出来看，工业产出走出 V 型反弹。但是消费反弹力度较弱，并未出现 2003 年非典后 V 型反弹的势头。这里主要有三个原因。第一，此次中国封城方式较非典期间严厉很多，因此需要更多时间恢复。第二，一季度中国实际收入首次出现负增长。第三，疫情的全球恶化也影响国内消费者情绪。 不过虽然一季度经济弱于预期，但是我们也看到四个亮点。第一，房地产投资依然是目前中国经济中主要的逆周期手段。3 月房地产投资小幅增长。第二，高科技产出保持强势，3 月同比增长 8.9%。第三，网上实物销售保持增长，3 月同比增长 5.9%，占中国零售销售 23.6%。第四，国内挖掘机销售 3 月达到 46610 台，创下历史新高。显示建筑活动预期开始增长。 虽然来自供给侧的冲击好转，但是随着全球经济突然停摆，中国经济正面临来自更为严重需求端的冲击。虽然一季度是中国经济的底部，但是第二季度的复苏力度可能较弱，我们预计二季度经济增长同比增长 2.1%。全年经济增长将取决于全球疫情发展情况。我们预计全年增长在 1.2% 到 3.6%之间。
<ul style="list-style-type: none"> 香港: 3 月入境旅客人数（按年下跌约 99%）及香港国际机场旅客人数（按年下跌 91%）均创有纪录以来最大跌幅。来自中国内地的旅客人数按年下跌超过 99%。 	<ul style="list-style-type: none"> 再者，香港旅游发展局指政府 3 月底禁止非香港居民入境后，每日入境的旅客人数跌至约 300 人，而 4 月份每日入境旅客量更一度跌至不足 100 人。由此可见，比起今年首两个月中港疫情爆发，如今全球实施防疫措施，对香港旅

大中华地区一周回顾

20 April 2020

<ul style="list-style-type: none"> ▪ 	<p>游业和航空业带来的冲击更大。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 同样地，酒店、零售、运输、会展及贸易业亦进一步受创。香港零售业管理协会根据调查结果估计今年 2 月到 5 月期间 5200 间零售店铺结业，同时 10.4 万名员工失业（2019 年底零售业就业人数达 29.26 万）。而最坏的情况下，直至今年年底，可能有另外 1.52 万间零售店结业，相当于全港零售店铺的 24.3%。不过，以上估算尚未反映第二轮抗疫基金的影响。 ▪ 由于调查指出 54%的零售商认为租金减免是疫情肆虐下最有帮助的措施，香港零售业管理协会呼吁业主减租最少为 75%，为期最少 6 个月。另一方面，香港旅游发展局称他们正在研究支持旅游相关行业的计划，并将与零售业及餐饮业合作，在疫情过后，推出本地宣传计划，以重振本地消费，进而恢复旅客访港的信心。若这些措施得以实施，再加上政府的纾困措施，或有助防止疲软的经济进一步恶化。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门第一季博彩业毛收入创有纪录以来最大跌幅，按年下跌 60%至 305 亿澳门元，为 2009 年第 3 季以来最低水平。 ▪ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 贵宾厅及中场赌收分别按年下跌 60.2%及 59.9%至 148 亿澳门元及 141 亿澳门元。更值得注意的是，尽管过去几年赌场有所增加，惟赌台数量按季减少 17.9%至 5533 张，为 2012 年第四季以来最少。这可能是赌场营运商因应旅游业停滞而采取的措施。由于全球抗疫措施尚未解除，短期内澳门旅游业和博彩业料维持停顿状态。即使日后全球经济恢复正常，博彩业的复苏亦可能是缓慢及温和的。原因包括第一，人们对于感染新冠病毒的担忧可能会持续一段时间。而全球失业情况恶化，也可能令人们勒紧钱包。因此，无论是旅游业还是博彩业，都未必能够呈现 V 型反弹。第二，政策风险及中国经济下行可能遏抑高端博彩需求。总括而言，我们预期博彩业在今年余下时间继续承压，全年赌收或按年大跌 40%。

人民币

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 人民币上周对美元在 7.05-7.10 区间窄幅波动。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周美元指数小幅走高，支撑美元/人民币小幅走高。短期内，人民币将继续取决于美元指数的走势。

大中华地区一周回顾

20 April 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