华侨银行全球资金研究

大中华地区一周回顾

22 June 2020

谢栋铭
Xied@ocbc.com

李若凡
Carierli@ocbcwh.com

摘要

上周中国债券市场波动率大幅上升。10 年期国债收益率收盘上升 13 个基点至 2.88%。利率波动率的上升主要是因为市场正在努力适应上周两个政策创新包括中国政府推进金融系统为实体经济让利 1.5 万亿元以及上周首次以市场化方式发行抗疫特别国债。

1.5 万亿元让利计划成为上周市场关注的焦点，从金额上来看，2019 年商业银行利润总额在 2 万亿左右。

从宏观角度来看，受制于杠杆，政府推出大规模财政刺激的制约越来越大，此次让利计划等同于让金融机构分担了财政刺激的角色。

由于中国政府是银行的大股东之一，银行让利也成为政府通过牺牲部分来自未来银行分红的收益间接支持实体经济的方式。好处是不会增加当前的宏观杠杆率。

6 月初以来，中国央行推出两个新的直达实体货币政策工具包括普惠小微企业信用贷款支持计划以及普惠小微企业贷款延期支持工具。中国银行预计将通过这两个直达实体经济的工具让利超过 4500 亿元。

对于剩余的 1 万亿元让利将主要通过降低利率，下调债券发行收益率以及银行降费等方式实现。要实现这个目标，中国的银行业需要降低加权贷款利率 50-60 个基点以上。鉴于一季度加权贷款利率已经下滑接近 30 个基点。这也意味着未来利率还有 20-30 个基点的空间。

此次特别国债的发行有两个意外，第一就是所有的特别国债将通过市场化模式放行。这增加了市场对供给压力上升的担忧。第二，18 日的首次发行利率显著低于前一天二级市场交易利率。5 年期和 7 年期发行利率分别下降 24 个基点和 22 个基点。一级市场和二级市场收益率差扩大也让市场感到困惑。

总体来看，史无前例的政策创新需要更多的货币政策配合，从而有助于控制货币市场和债券市场的波动。这也是为什么市场对降准的预期相当高。

地缘政治方面，彭培奥和杨洁篪在夏威夷的会议没有太多的火花，双方未能达成显著的共识。虽然特朗普总统在推特上继续表示与中国完全脱钩是美国的一个选择，但是短期内来看，第一阶段贸易协议黄掉的风险正在减少。这有助于缓解市场的紧张情绪。

大中华地区一周回顾

22 June 2020

香港方面，上周美元/港元继续触及强方兑换保证水平，驱使金管局再度入市干预。因此，银行业总结余进一步增加 30 亿港元至 1265.5 亿港元，从而引导港元拆息全面回落。展望未来，我们认为一旦短暂因素（包括半年结、IPO 效应及派息潮）消退，港元利率将进一步回落，其中近期跌势缓慢的较长期利率下跌空间或更大。例如，三个月港元拆息可能跌向 0.7%的水平，从而收窄三个月和一个月港元拆息之间的差距至 25 点子左右。其他方面，报道称百胜中国已递交筹资规模约 20 亿美元的香港二次上市申请。这加强了市场对未来香港将迎来更多新股集资活动（包括中资企业二次上市）的预期。不过，中期而言，在银行业总结余已明显增加的情况下，一系列因素包括频密的新股集资活动、虚拟银行带来的热烈竞争、潜在的政治风险以及季节性因素，对港元利率的影响或逐渐减弱。

经济方面，5 月份，访港旅客人数连续第二个月录得 99.9%的同比跌幅。另外，香港国际机场的旅客人数和货物输送量分别按年减少 99.4%和 6.8%。从好的方面来看，香港政府宣布放宽社交限制措施，同时香港旅发局宣布推动本地旅游及本地消费的计划。这加上政府即将展开的现金派发，料有助释放积压的需求，从而支持本地消费反弹。然而，这或难以抵消疲软的外需及旅游限制措施带来的冲击，因疫情二次爆发的风险上升，可能驱使世界各地维持旅游限制措施。总括而言，我们维持对下半年经济复苏步伐缓慢的预期。

大中华地区一周回顾

22 June 2020

事件和市场热点	
事件	**华侨银行观点**
▪ 中国国务院首次设立量化目标，要求金融体系为实体经济让利 1.5 万亿元。 ▪ 央行行长易纲上周在会议中表示金融企业让利实体经济主要通过三个渠道包括降低利率、直达实体货币政策工具让利以及银行减费让利。	▪ 1.5 万亿元让利计划成为上周市场关注的焦点，从金额上来看，2019 年商业银行利润总额在 2 万亿左右。这也是为什么上周股市上银行板块表现弱于大盘。 ▪ 从宏观角度来看，受制于杠杆，政府推出大规模财政刺激的制约越来越大，此次让利计划等同于让金融机构分担了财政刺激的角色。 ▪ 由于中国政府是银行的大股东之一，银行让利也成为政府通过牺牲部分来自未来银行分红的收益间接支持实体经济的方式。好处是不会增加当前的宏观杠杆率。 ▪ 6 月初以来，中国央行推出两个新的直达实体货币政策工具包括普惠小微企业信用贷款支持计划以及普惠小微企业贷款延期支持工具。中国银行预计将通过这两个直达实体经济的工具让利超过 4500 亿元。 ▪ 对于剩余的 1 万亿元让利将主要通过降低利率，下调债券发行收益率以及银行降费等方式实现。要实现这个目标，中国的银行业需要降低加权贷款利率 50-60 个基点以上。鉴于一季度加权贷款利率已经下滑接近 30 个基点。这也意味着未来利率还有 20-30 个基点的空间。 ▪ 总体来看，史无前例的政策创新需要更多的货币政策配合，从而有助于控制货币市场和债券市场的波动。
▪ 中国上周开始发行特别国债来支持抗疫。这 1 万亿元额度将在 7 月底之前发完。	▪ 此次特别国债的发行有两个意外，第一就是所有的特别国债将通过市场化模式放行。这增加了市场对供给压力上升的担忧。第二，18 日的首次发行利率显著低于前一天二级市场交易利率。5 年期和 7 年期发行利率分别下降 24 个基点和 22 个基点。一级市场和二级市场收益率差扩大也让市场感到困惑。 ▪ 中国上周重启了 14 天逆回购操作为市场提供流动性，逆回购利率下滑 20 个基点。主要是补跌。
▪ 美国贸易代表莱特希则上周在国会听证会上表示中美第一阶段贸易协议进展顺利。 ▪ 美国国务卿彭培奥在夏威夷会议后表示中国重新承诺第一阶段贸易协议。	▪ 彭培奥和杨洁篪在夏威夷的会议没有太多的意外，双方未能达成显著的共识。虽然特朗普总统在推特上继续表示与中国完全脱钩是美国的一个选择，但是短期内来看，第一阶段贸易协议黄掉的风险正在减少。这有助于缓解市场的紧张情绪。
▪ 上周美元/港元继续触及强方兑换保证水平，驱使金管局再度入市干预。因此，银行业总结余进一步增加 30 亿港元至 1265.5 亿港元。	▪ 短期内，尽管银行间流动性已有所增加，惟短暂因素包括半年结、IPO 效应及派息潮可能继续限制港元利率的下行空间。然而，我们认为一旦这些因素消退，港元利率将进

大中华地区一周回顾

22 June 2020

▪ 港元拆息全面回落，伴随着一个月港元拆息跌至 2017 年以来最低的 0.44%。	一步回落，而近期跌势缓慢的较长期利率（特别是 3 个月及以上期限）下跌空间或更大。在没有强劲跨境资金流入的情况下，银行总结余似乎难大幅增长，因此短期内一个月港元拆息或在 0.4%左右找到支持。相反，三个月港元拆息可能跌向 0.7%的水平，从而将三个月和一个月港元拆息差距由目前的 37.6 点子收窄至 25 点子左右。
▪ 德勤估计今年全年将有 130 只新股在香港上市，集资额约 1,600 亿至 2,200 亿港元。此外，德勤预期全年将有 5 至 8 只中概股回港作第二上市，包括京东及网易。 ▪ 报道称百胜中国已递交筹资规模约 20 亿美元的香港二次上市申请。	▪ 这加上港交所计划缩短新股定价时间，并将同股不同权股份及第二上市股份加入恒生指数，我们预期今年香港 IPO 市场将维持蓬勃。不过，在银行业总结余已明显增加的情况下，未来频密的新股集资活动对港元流动性的影响可能逐渐减弱。因此，IPO 效应料不会阻止港元利率在中长期内收窄与美元利率的差距。
▪ G7 国家外长发表联合声明敦促中国重新考虑香港国安法决定。 ▪ 周末中国全国人大常委会公布了香港国安法草案的细节。	▪ 由于美国和其他国家就香港问题做出的回应缺乏细节，上周金融市场对相关消息尚未做出太多反应。然而，香港国安法草案的细节是否驱使海外国家包括美国立即采取行动，需密切关注，因为这可能对已经相当疲软的经济雪上加霜。

主要经济数据	
事件	**华侨银行观点**
▪ 香港 3-5 月失业率急速上升至超过 15 年高的 5.9%，远逊于预期。此外，就业不足率亦攀升至近 17 年高的 3.5%。 ▪ 香港特首林郑月娥指截至 6 月 15 日 49 万雇员受惠于保就业计划，总额超过 114 亿港元。此轮保就业计划将于 11 月到期。	▪ 受疫情及限制措施的拖累，各大行业当中，消费及旅游相关行业、制造业及建筑业的失业状况最为严峻，失业率分别由去年低位上升 7.2、4.1 及 6.6 个百分点至 10.6%（沙士爆发后的最高水平）、7%（2009 年以来最高）及 10.8%（2009 年中以来最高）。这三个行业的就业人口占总就业人口的比重达 25%。相反，与去年的低位相比，“金融、保险、地产、专业及商用服务”及“公共行政、社会及个人服务的失业率”（两大行业的就业人口占总就业人口的比重高达 53%）仅分别增加 2.1 及 2.3 个百分点，远低于整体失业率上升的 3.4 个百分点。由此可见，疫情对高收入人士的影响较为有限。因此，随着限制措施逐渐放宽，积压的需求得以释放，从而支持了本地消费及楼市的反弹。 ▪ 展望未来，我们认为整体失业率将进一步向上突破 6%，惟限制措施的放宽及政府纾困措施的推出，可能有助放缓失业率的增速。不过，即使疫情受控，疫情对低端服务行业的影响仍可能延续一段时间，进而妨碍劳动力市场及私人消费的复苏。

大中华地区一周回顾

22 June 2020

▪ 香港破产管理署公布 5 月提交破产呈请书的数目上升至 7 年高的 2079 宗，因此推升今年首 5 个月的破产呈请总宗数至 3611 宗，按年增加 12.6%。	▪ 5 月份的数字急升，部分原因是司法机构由 5 月起才恢复正常服务。不过，今年首五个月的同比升幅，依然反映失业情况及企业营商环境的恶化。展望下半年，由于刺激措施并非无穷无尽，而需求侧冲击却可能持续一段时间，我们认为受疫情冲击较大的中小企可能难免倒闭，从而继续引发失业潮。
▪ 5 月份，访港旅客人数连续第二个月录得 99.9%的同比跌幅。另外，香港国际机场的旅客人数和货物输送量分别按年减少 99.4%和 6.8%。 ▪ 香港政府宣布放宽社交限制措施，在公众地方进行群组聚集的人数限制，由 8 人放宽至 50 人，同时撤销餐厅的同桌人数限制。 ▪ 香港旅发局宣布推动本地旅游及本地消费的计划，包括推出住宿、旅游景点、商店及餐厅相关的优惠。此外，机管局公布延续 3 月公布的支持机场同业的纾缓措施至 7 月及 8 月份，包括宽免或扣减各类费用的举措。	▪ 整体而言，这反映旅游限制措施继续打击旅游业及航空业。尽管旅发局及机管局推出更多刺激措施，惟无论是旅游业还是航空业，都难重拾强劲的增长动力，因为疫情二次爆发的风险上升，可能驱使世界各地维持旅游限制措施。换言之，即使社交限制措施放宽，可能释放挤压的需求，惟这未必能够抵消疲软的服务出口。因此，未来经济复苏步伐或保持缓慢。
▪ 今年首 5 个月，香港港口集装箱吞吐量按年减少 6.5%至 707.5 万个标准箱。	▪ 这主要是因为全球实施封锁措施，以及新订单大跌。尽管主要经济体的封锁措施逐步解除，惟在旅游限制和需求侧冲击持续，以及中美关系再度紧张的大环境下，贸易及运输业或继续受压。
▪ 根据中原地产资料显示，核心商业区甲级写字楼的空置率按月大幅上升，其中中环地区的空置率上升至近 7 年高的 5.05%。	▪ 由于经济前景不朗、疫情不确定及需求侧冲击持续，正在挣扎的企业或为了降低成本而搬离核心商业区。当疫情过后，核心商业区写字楼的租赁市场能否出现反弹仍属未知，因为在家工作的趋势盛行，以及部分企业可能倾向于避开拥挤的核心商业区设立办公室。
▪ 受旅游限制措施的影响，澳门 5 月访客人数连续第四个月录得超过 90%的同比跌幅，按年下跌 99.5%。	▪ 具体而言，不过夜旅客及留宿旅客人数分别按年减少 99.6%及 99.4%。值得留意的是，来自中国内地的旅客（按年减少 99.4%）及香港的旅客（按年减少 99.8%）合共占总旅客人数的比例高达 99%。因此，假设香港、澳门及广东省推出“旅游泡泡”，区域内积压的旅游需求将得到释放，从而支持三地旅游业见底回升。不过，我们担忧北京疫情再度爆发将导致政府搁置该计划。即使旅游泡泡计划在短期内推出，在疫情尚未明朗的情况下，大湾区之间的游客往来仍可能受制于一些条件，例如健康码等。这加上澳门元较强、酒店住宿成本较高及就业市场前景不明朗，可能阻碍澳门旅游业的复苏。

大中华地区一周回顾

22 June 2020

人民币	
事件	**华侨银行观点**
▪ 人民币上周继续保持小幅区间盘整模式。	▪ 中印边界冲突对金融市场的影响非常有限。此外，由于第一阶段中美贸易协议继续推进，对人民币的压力也有所下滑。短期内，由于市场缺乏驱动力，人民币受美元反弹的影响不大。

华侨银行全球资金研究

大中华地区一周回顾

22 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。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