

大中华地区一周回顾

27 April 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

上周中国宏观层面相对较为安静。中国推出一系列小规模刺激政策，作为 17 日政治局会议的后续政策。中国 1 年期和 5 年期 LPR 利率如市场预期分别下滑 20 个基点和 10 个基点。此外，中国也下调了 1 年 TMLF 利率 20 个基点。不过小部分续作显示市场需求较弱，这也意味着 TMLF 不会是货币政策的主要手段。

此外，中国财政部上周宣布提前下放 1 万亿地方政府专项债额度。发行将会尽量在 5 月底之前完成，从而提早支持经济。

中国国务院上周宣布更多措施支持中小银行对小微企业的融资支持。中小银行普惠金融的考核增加至 10%。此外，中小银行的贷款拨备覆盖率阶段性下调 20%。显示了在经济下滑背景下，提高坏账容忍度的态度。这可能也是不得已为之之举。

尽管一季度中国经济大幅下滑，但是中国房地产市场，尤其是一线城市房地产市场保持强劲。一线城市监管对贷款的流向加大了监管，防止个人消费贷或者企业经营贷流入房地产市场。

习近平主席对陕西的访问以及政协主席汪洋对贵州省的访问显示中国最高领导层对扶贫的重视。在全球经济衰退的大背景，实现扶贫目标显得更为重要，这是中国底线思维的一部分。

央行行长易纲最近发布了新的论文《再论中国金融资产结构及政策含义》。股票资产的持有比重则由 2007 年的 120.1% 大幅回落至 44.6%。相对应，债券持有比重则大幅上升，由 46.8% 上升至 90.9%。因此易行长在政策建议中表示将继续发展直接融资。总体来说，易行长建议继续扩大金融开放，鼓励资金双向流动。不过同时也表示需要稳定宏观杠杆率，从而在稳增长和控风险之间形成平衡。

十三届全国人大常委会第十七次会议 4 月 26 日在北京举行。会议将从 4 月 26 日至 29 日。除了审议多项草案之外，会议也审议了人大常委会关于十三届全国人大三次会议召开时间的决定草案。

香港方面，上周，在套息交易的带动下，港元频繁触碰强方兑换保证水平，并驱使金管局自 2015 年 10 月以来首次承接市场的港元买盘。至今，金管局共卖出 77.1 亿港元，以捍卫联汇制度。这将令银行业总结余上升至 667.95 亿港元，惟该水平仍属历史低位，料难使港美息差显著收窄。因此，未来几个月

大中华地区一周回顾

27 April 2020

内，沽美元买港元的套息交易料持续活跃于市场当中，并推动港元间歇地触碰强方兑换保证水平，从而引发更多温和的干预。同时，金管局将进一步减发 150 亿港元外汇基金票据。因此，银行业总结余料逐步上升至 1000 亿-1800 亿港元之间的水平。这将有助引导港元拆息逐步回落，从而削减套息交易诱因。在此情况下，我们预计一个月港元拆息将跌穿 1%，并维持在 0.5% 上方一段时间，直至疫情过后香港迎来大规模的资金流入，才可能进一步下滑。经济方面，惠誉自去年 9 月以来第二次下调香港主权评级，由 AA 下调至 AA-。然而，对于几乎没有公共债务的香港而言，这并不会影响其稳健的财政状况。不过，我们认同惠誉对香港经济前景的担忧。随着香港政府将防疫措施延长两周至 5 月 7 日，中小企业现金流压力将继续上升。在困难时期，企业裁员或减薪，势将进一步打击本地消费。我们预计失业率将从当前的 4.2% 进一步上升，并突破 5%，同时我们将今年香港经济增长预测由 -2.1% 下调至 -4%。

澳门方面，2020 年财政年度施政报告指政府推出规模超过 500 亿澳门元（相当于 GDP 的 10% 以上）的惠民措施，以应对疫情。惟这可能不足以缓冲外部需求显著转弱对澳门经济带来的沉重打击。

大中华地区一周回顾

27 April 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 十三届全国人大常委会第十七次会议 4 月 26 日在北京举行。 	<ul style="list-style-type: none"> 会议将从 4 月 26 日至 29 日。除了审议多项草案之外，会议也审议了人大常委会关于十三届全国人大三次会议召开时间的决定草案。
<ul style="list-style-type: none"> 中国最高领导层上周聚焦扶贫。 	<ul style="list-style-type: none"> 习近平主席对陕西的访问以及政协主席汪洋对贵州省的访问显示中国最高领导层对扶贫的重视。在全球经济衰退的大背景，实现扶贫目标显得更为重要，这是中国底线思维的一部分。
<ul style="list-style-type: none"> 中国国务院上周宣布更多措施支持中小银行对小微企业的融资支持。 	<ul style="list-style-type: none"> 中小银行普惠金融的考核增加至 10%。此外，中小银行的贷款拨备覆盖率阶段性下调 20%。显示了在经济下滑背景下，提高坏账容忍度的态度。这可能也是不得已为之之举。
<ul style="list-style-type: none"> 中国央行续作了 560 亿元上周五到期的 2670 亿元 TMLF，并下调了 1 年 TMLF 利率 20 个基点至 2.95%。 	<ul style="list-style-type: none"> 部分续作显示需求的疲弱。虽然央行下调了利率 20 个基点，但是 2.95% 的成本依然较高。这也显示 TMLF 可能不会是央行工具箱中的主要工具。
<ul style="list-style-type: none"> 中国下调 4 月 1 年期 LPR 中间价 20 个基点，5 年期 LPR 中间价 10 个基点。 	<ul style="list-style-type: none"> 这与市场预期一致。我们预计 LPR 利率将继续缓步下滑。
<ul style="list-style-type: none"> 中国财政部上周宣布提前下放 1 万亿地方政府专项债额度。 	<ul style="list-style-type: none"> 地方政府专项债额度的提前下方是作为对 4 月 17 日政治局会议的回应。发行将会尽量在 5 月底之前完成，从而提早支持经济。
<ul style="list-style-type: none"> 央行行长易纲最近发布了新的论文《再论中国金融资产结构及政策含义》 	<ul style="list-style-type: none"> 这个研究基于 2018 年的存量数据，并在趋势上和 2007 年的数据进行了比较。截至 2018 年底，中国金融资产总量由 2007 年的 159 万亿元大幅上升至 722 万亿元。而金融资产占 GDP 的比重也由 2007 年的 588.9% 上升至 785.5%。 不过股票资产的持有比重则由 2007 年的 120.1% 大幅回落至 44.6%。相对应，债券持有比重则大幅上升，由 46.8% 上升至 90.9%。因此易行长在政策建议中表示将继续发展直接融资。 此外，国内持有国外金融资产比重也由 61.7% 小幅回落至 GDP 的 54.7%。 总体来说，易行长建议继续扩大金融开放，鼓励资金双向流动。不过同时也表示需要稳定宏观杠杆率，从而在稳增长和控风险之间形成平衡。
<ul style="list-style-type: none"> 上周港元多次触及强方兑换保证水平，因港美息差扩大，提供套息诱因。这驱使金管局自 2015 年 10 月以来首次承接市场的港元买盘。 	<ul style="list-style-type: none"> 至今，金管局共卖出 77.1 亿港元，以捍卫联汇制度。这将使银行业总结余上升至 667.95 亿港元，惟该水平仍属历史低位，料难使港美息差显著收窄。上周五一个月港元拆息

大中华地区一周回顾

27 April 2020

	<p>和美元拆息的差距仍高达 104 个基点。由于沽美元买港元的套息交易依然具备吸引力，我们并不认为上周后半段港元小幅回落是近期港元强势告一段落的信号。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 展望未来，活跃的套息交易可能使美元/港元间歇地触及 7.7500，从而引发更多干预。同时，金管局将进一步减发 150 亿港元外汇基金票据。因此，银行业总结余料逐步上升至 1000 亿-1800 亿港元之间的水平。这将有助引导港元拆息逐步回落，从而削减套息交易诱因。在此情况下，我们预计一个月港元拆息将跌穿 1%，并维持在 0.5%上方一段时间，直至疫情过后香港迎来大规模的资金流入，才可能进一步下滑。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港政府宣布延长禁聚令等防疫措施 14 天至 5 月 7 日，尽管新增病例已连续一星期维持单位数，且 4 月 20 日无新增病例。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 由于防疫措施延长，再加上全球其他地区维持封锁等措施，即便政府推出一系列纾困措施，料也无法改变香港经济短期内面临沉重压力的事实。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 惠誉自去年 9 月以来第二次下调香港主权评级，由 AA 下调至 AA-，同时将评级展望由负面转为稳定。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 惠誉指香港经济正面临疫情引起的第二波冲击，因此预计香港今年经济萎缩 5%。另外，惠誉认为香港深层次社会政治分歧仍未解决，将增添营商环境的不确定性，以及公众不满情绪再度爆发的风险，从而进一步破坏香港管治、体制和政治的稳定性。此外，下调评级反映香港与中国在经济、政治、金融及管制方面渐趋融合。 ▪ 事实上，由于香港几乎没有公共债务，评级下调不会削弱政府财政的稳健性。至于香港企业，其融资成本则可能因主权评级下调而上升。不过，事实上，全球经济衰退的风险升温，已导致企业债信用利差显著扩大。另外，值得注意的是，与中国关系密切并不一定利淡香港经济，尤其是疫情过后“去全球化”的风潮可能使香港更需要依赖区域内贸易活动。其他方面，由于惠誉已将评级展望转为稳定，短期内应该不会再次下调香港的主权评级。 ▪ 尽管如此，正如惠誉所指，我们也对香港推出大规模财政刺激对政府长远财政状况的影响感到担忧。由于财政赤字势急速上升，同时财政储备势将显著收缩，我们认为疫情过后，政府可能需要通过扩大税基来增加收入。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门 2020 年财政年度施政报告聚焦三个部分。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 第一，短期内，政府推出规模超过 500 亿澳门元（相当于 GDP 的 10%以上）的惠民措施，旨在应对疫情及保障就业。具体而言，政府将为企业提供支持，包括一系列资助、税务减免、减租降费、强化中小企融资计划、配合商界研究设立中小企风险基金等。每一个中小企最多能够获得 78.73 万澳门元的援助款项。不过，受全球实施封锁措施

大中华地区一周回顾

27 April 2020

	<p>的影响，即使政府推出刺激措施，旅游相关行业及博彩业仍可能继续承压。我们将澳门 2020 年经济增长预测由-5% 下调至-20%。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中期而言，为了确保疫情过后经济能够平稳发展，政府将推动综合旅游休闲业复苏。同时，政府将鼓励私人投资及加大招商引资力度，包括引入来自中国内地的投资。具体而言，澳门将建立跨境人民币结算中心，研究设立人民币计价的证券交易所，以及允许澳门和横琴之间资本自由流动。此外，政府加快审批与民生和市政相关的中小型工程项目，以及加快公共工程建设，创造就业机会。这或有助避免私人投资大幅下行。最后，政府向每名市民发放共 8000 澳门元的消费券、提高个人税务固定扣减比例、退还 2018 已缴纳税额，以及雇员援助款项计划等措施，或有助减轻疫情对本地消费的冲击。然而，由于澳门过度依赖外部需求，而全球经济停摆可能令外需在一段时间内维持疲软，澳门未来经济复苏或较为缓慢。 ▪ 长期而言，为未来更持续的发展打下基础，政府将推进行政改革，以提升治理水平，同时将通过丰厚的福利措施包括现金分享计划、医疗券、生育津贴、电费及水费补贴、房产税扣减、不动产转移印花税豁免等，持续改善民生。与此同时，政府承诺加快公共房屋的兴建。面对人口老化问题，政府将继续提供敬老金、同时调升养老金及长者雇员职业税免税额。除此之外，政府还将筹设长者综合服务中心、增设长者日间中心，以及研究设立长者公寓。
--	---

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 深圳住建委上周表示一季度深圳新房价格上涨 1%，二手房上涨 2%。不过否认了市场关于一季度深圳房价上涨 10% 的传闻。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 尽管一季度中国经济大幅下滑，但是中国房地产市场，尤其是一线城市房地产市场保持强劲。 ▪ 一线城市监管对贷款的流向加大了监管，防止个人消费贷或者企业经营贷流入房地产市场。而深圳也要求银行对小微企业贷款使用进行自我检测。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 1-3 月失业率上升至 4.2%，为 2010 年 8-10 月以来首见，且逊于预期。与此同时，就业不足率上升至近 10 年高的 2.1%。此外，总就业人数及劳动人口分别按年下跌 3.6% 及 2.2%，皆创有纪录以来最大跌幅。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 受到疫情的影响，失业情况全面恶化，其中制造业、建筑业及零售、住宿及膳食服务业的失业率升幅最为显著。具体而言，零售、住宿及膳食服务业的失业率由 6.1% 上升至 6.8%，为 2009 年 8-10 月以来最高。建筑业的失业率由 6.8% 上升至 8.5%，为 2010 年中以来最高。而制造业的失

大中华地区一周回顾

27 April 2020

业率则由 4.0% 上升至 5.8%。此外，贸易、运输及金融业的失业率分别由 2.9%、2.7% 及 2.2% 上升至多年高位的 3.6%、3.3% 及 2.8%。

- 展望未来，一系列纾困措施或有助防止失业问题急速恶化。不过，由于疫情仍然不明朗，防疫措施可能维持一段时间，从而继续对各行各业造成重大打击。参考过去经济衰退的情况，失业率通常在危机高峰过后才会见顶。因此，我们认为失业情况将进一步恶化。未来数月内，整体失业率料突破 5%。尽管刺激措施可能有助减轻倒闭及裁员的压力，惟企业仍需削减开支，例如冻结招聘。在此情况下，毕业生就业难度上升，也可能推高失业率。
- 总括而言，无论是失业还是减薪，皆可能打击本地消费及房屋需求。而基于需求转弱的预期，私人投资亦可能进一步下跌。因此，我们将 2020 年 GDP 增长预测由 -2.1% 进一步调整至 -4%。

人民币

事件

- 人民币上周对美元保持在窄幅波动。

华侨银行观点

- 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

27 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