

大中华地区一周回顾

6 April 2020

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

3 月制造业采购经理人指数的大幅反弹显示来自供给端的冲击已经大幅减少。随着中国已经有秩序的复工，未来供给端的冲击会进一步改善。但是鉴于采购经理人指数是环比的概念，3 月的大幅反弹，并不意味着中国经济已经回到正常化。

基于多数国家在 3 月底或者 4 月初进入紧急状态。全球经济的骤然停摆将使得中国经济面临更多的需求端的冲击。因此，我们认为 4 月的采购经理人指数可能更有代表性。

过去几周政治的噪音并未阻碍中国加大国际合作，为全球多数国家提供口罩呼吸机等多数医疗设备来控制全球新冠病毒的蔓延以及拯救生命。与其说中国的帮助是带有口罩外交，不如说中国的援助更多是从人道主义的角度出发。

中国继续加码对中小企业的支持。中国央行 4 月 3 日再次定向降准，这是中国央行今年以来第三次降准。此次定向降准目标非常清晰，将为中小银行释放 4000 亿元长期资金来支持中小企业的融资需求。此外，中国国务院常务会议进一步强化对中小微企业普惠金融支持。包括增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元以及支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券。

中国央行自 2008 年以来首次下调超额准备金利率也显示中国已经重启了危机时候的政策工具。下调超额准备金利率旨在鼓励银行优化其资本使用更好支持经济，同时也显示央行意识到经济大幅下滑的风险正在加大。

不过，央行在下调存款基准利率上依然保持谨慎，考虑下调存款利率除了经济考量之外，也需要考量包括社会福利等因素。

财政政策方面，李克强总理在上周的国务院常务会议上指出要在前期已下达一部分今年专项债的基础上再提前下达一定规模的地方政府专项债。一季度已经超过 1 万亿地方政府专项债发行。地方政府专项债将成为今年支持基建的主要政策工具。

此外，从 4 月 1 日开始，中国也正是取消了证券和基金管理公司等外资投资比例上限。

香港方面，由于疫情导致旅游业停顿，且影响本地消费，2 月零售销售额创有纪录以来最大跌幅 44%。展望未来，旅游和社交限制措施升级、劳动力市场转弱及股市大跌衍生的负面财富效应，料进一步打击零售业。我们预期 2020 年零售销售额将连续第二年录得双位数跌幅。此外，3 月 Markit PMI 仅由 2 月的

大中华地区一周回顾

6 April 2020

纪录低位 33.1 略为反弹至 34.9。这意味着香港经济正承受由全球疫情爆发所带来的第二波冲击。我们预期 4 月 PMI 将再度下滑。

银行业方面，资金压力依然较大。首先，受制于较少的银行业总结余，季末过后港元拆息依然高企。其次，2 月港元贷存比率上升至 89.9%。在经济前景黯淡的情况下，存款和贷款增速料保持温和。因此，短期内港元贷存比率可能在 85% 上方徘徊。第三，港元活期及储蓄存款占总港元存款的比例维持于 54.5% 的低水平。这背后的原因主要是银行业激烈的竞争导致定存利率高企。再加上避险情绪升温，令定期存款相对吸引。从好的方面来看，上周五香港金管局公布了三项流动性措施，以减轻银行对资金的忧虑。不过，除了资金压力之外，随着家庭负债占 GDP 的比率由去年第二季的 75.8% 上升至去年第四季的历史新高 80.4%，银行也可能开始担忧信贷风险。由于疫情持续的时间及其带来的影响存在较大不确定性，营商状况很可能进一步恶化，继而推升失业率，以及推低个人收入。在此情况下，借贷成本高企及个人收入下降，将难免削弱家庭债务偿还能力。

澳门方面，2 月博彩毛收入按年进一步下挫 79.7%。随着全球特别是中国内地及澳门实施更严格的入境限制措施，澳门旅游业和博彩业将受到更大冲击。即使疫情受控，全球经济复苏步伐也可能十分缓慢，从而增添博彩业重拾增长动力的难度。

大中华地区一周回顾

6 April 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 中国央行 4 月 3 日再次定向降准，下调农村信用社、农业商业银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行的存款准备金 100 个基点，将于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两批实施。 - 此外，央行也同时宣布下调超额存款准备金利率，由 0.72% 下调至 0.35%。	- 这是中国央行今年以来第三次降准。此次定向降准目标非常清晰，将为中小银行释放 4000 亿元长期资金来支持中小企业的融资需求，今年以来通过降准释放的资金已经接近 1.8 万亿元。 - 此外，2008 年以来首次下调超额准备金利率也显示中国已经重启了危机时候的政策工具。下调超额准备金利率旨在鼓励银行优化其资本使用更好支持经济，同时也显示央行意识到经济大幅下滑的风险正在加大。
央行副行长刘国强表示就是否降低存款基准利率将会考虑多重因素。	尽管中国的基准贷款利率已经慢慢退出历史的舞台。但是央行存款基准利率则依然是整个利率体系中的基石。考虑下调存款利率除了经济考量之外，也需要考量包括社会福利等因素。因此，短期内中国央行可能暂时还不会下调存款利率。
- 中国财政部表示已经提前下放 1.29 万亿地方政府转向债额度，一季度 84% 的额度已经被用掉。 - 此外，李克强总理在上周的国务院常务会议上指出要在前期已下达一部分今年专项债的基础上再提前下达一定规模的地方政府专项债。	地方政府专项债将成为今年支持基建的主要政策工具。
中国国务院常务会议进一步强化对中小微企业普惠金融支持。包括增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元以及支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券。	目前虽然中国没有宣布大规模的刺激政策，但是中国对中小企业的支撑是非常有针对性的。而目前多数的资源也是向中小企业倾斜。
4 月 3 日，香港金管局因应新冠病毒疫情推出流动性措施。	这些措施涉及三个方面，包括 1) 金管局的流动资金安排框架、2) 美联储的临时回购协议安排，以及 3) 鼓励银行使用流动性覆盖率和流动性匹配率下的资金缓冲。与近期逆周期缓冲资本(CCyB)比率的用意相同，第一和第三个措施旨在减轻银行对资金的担忧，从而鼓励银行支持经济，以及受疫情影响的企业和个人。至于第二项措施则是为了减轻香港市场美元流动性偏紧的局面。在营商环境不断恶化，同时经济增长前景持续转弱的情况下，这些措施或许能够稍微改善银行的风险偏好。
- 香港：两间虚拟银行天星银行及蚂蚁银行于 3 月 31 日开始试业。天星银行为存款额达 50 万至 100 万元的客户提供 1% 的活期存款利率。 - 尽管去年与今年农历新年假期的时间不同衍生	虽然虚拟银行开业，将导致传统银行业竞争更加激烈，但我们相信这引起价格战的可能性不大，因为在全球货币宽松的背景下，中期内港元资金池势将扩大。此外，虚拟银行亦不容易威胁到传统的银行体系。详情请参考我们上周

大中华地区一周回顾

6 April 2020

低基数，惟 2 月份香港零售销售额仍创有纪录以来最大跌幅，按年大跌 44%至 2009 年以来最低。零售销售量亦按年大跌 46.7%。	的大中华地区一周回顾。 - 零售销售额大跌，主要因为疫情爆发，令本地旅游业停顿及打击本地消费情绪。一方面，疫情爆发迫使本地家庭减少外出。新鲜食物（按年增长 20.3%）、蔬菜及蔬果（按年增长 17.5%）的零售销售额延续升势。由于居民囤积食物及生活必需品，超级市场的零售销售额亦连续第二个月录得升幅，按年增长 12.2%。另一方面，本地消费者减少外出，加上旅游业停滞，鞋类、有关制品及其他衣物配件（按年下跌 71.2%）及百货公司商品（按年下跌 58%）的零售销售额显著下跌。此外，2 月中国内地访港旅客创有纪录来最大跌幅，按年减少 97.8%。这导致珠宝首饰、钟表及名贵礼物的零售销售额按年大跌 78.5%。再者，耐用消费品的零售销售额继续按年下跌 28.8%，因为市民对就业及收入前景的担忧升温，导致消费意欲低迷。 - 展望未来，旅游和社交限制措施升级、劳动力市场转弱及股市大跌衍生的负面财富效应，料进一步打击零售业。由于零售业的从业员占总就业人口超过 8%，零售业重挫，将进一步为就业市场增添下行压力。而裁员潮则将对零售业造成第二波冲击。我们预期 2020 年零售销售额将连续第二年录得双位数跌幅。因此，零售商店租金（1 月按年下跌 4.7%）及价格（1 月按年下跌 10.1%）也大机会进一步下行
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 3 月制造业采购经理人指数由 2 月的 35.7 大幅反弹至 52，非制造业采购经理人指数则由 29.6 反弹至 52.3。	3 月制造业采购经理人指数的大幅反弹显示来自供给端的冲击已经大幅减少。随着中国已经有秩序的复工，未来供给端的冲击会进一步改善。 - 但是鉴于采购经理人指数是环比的概念，3 月的大幅反弹，并不意味着中国经济已经回到正常化。最多只是显示最糟糕的时期可能已经过去了。 - 从分类来看，产出是带动采购经理人指数反弹的主要因素，该指数由 27.8 上升至 54.1。新出口订单依然较弱，在 50 以下。显示部分制造业已经开始面临来自需求端的冲击。 - 基于多数国家在 3 月底或者 4 月初进入紧急状态。全球经济的骤然停摆将使得中国经济面临更多的需求端的冲击。因此，我们认为 4 月的采购经理人指数可能更有代表性。

大中华地区一周回顾

6 April 2020

香港 3 月 Markit PMI 由 2 月的纪录低位 33.1 反弹至 34.9，主要是因为基数较低。	然而，有别于大幅反弹的中国 3 月 PMI，香港 PMI 仅略为回升。这意味着香港经济正承受由全球疫情爆发所带来的第二波冲击。全球新冠病毒扩散，导致香港出现第二轮疫情爆发，同时令越来越多国家/地区封锁。由于新冠肺炎疫情尚未出现全面放缓的迹象，全球供应链料维持断裂的状态，而外需也可能进一步转弱。因此，我们预期 4 月 PMI 将再度下滑。
港元贷存比率由 1 月 89.4% 上升至 2 月的 89.9%，因为港元存款按月下跌 0.5%，而港元贷款大致不变。	- 贷款方面，贷款总额的按年升幅由上月的 6.4% 扩大至 6.7%。贸易融资连跌第三个月，按年减少 3.2%，主要是因为疫情爆发，打击贸易活动。另外，占总贷款 65.8% 的在香港境内使用贷款（不包贸易融资）按年涨幅由 1 月的 7.9% 扩大至 2 月的 8.7%。这可能是因为 2 月贷款利率下降，同时中国疫情出现缓和的迹象，令市场憧憬经济复苏。再者，在香港境外使用的贷款（占总贷款的 29.7%）同比增速下滑至去年 7 月以来最弱的 4.2%。今年以来，中国央行实施宽松货币政策，减低了内地企业在境外融资的透因。展望未来，多项因素包括市场对全球经济衰退的担忧、港元和美元利率的反弹，以及内地市场充裕的流动性，将导致总贷款增速逐渐下滑。 - 存款方面，港元存款（占总存款的 50%）及美元存款（占总存款的 37%）均按月下跌 0.5%。相反，由于人民币利率较港元及美元利率吸引，人民币存款按月增长 4.3% 至 6387 亿人民币，带动其他外币存款按月增长 2.7%。此外，2 月份随着中国疫情逐渐受控，以及人民币回稳，人民币资产的风险情绪改善。展望 3 月份，由于美元荒及季结因素令美元及港元利率反弹，我们预期美元及港元存款将出现反弹。相反，人民币存款可能回落。不过，在投资需求疲弱及股市下滑的情况下，总存款的反弹料较为温和。 - 由于存款及贷款可能维持疲弱，港元贷存比率短期内料继续在 85% 以上的水平盘整。
由于投资情绪低迷，港元活期及储蓄存款按月下跌 0.4%。与此同时，港元定存利率下降，导致港元定期存款按月进一步减少 0.6%。因此，港元活期及储蓄存款占总港元存款的比例维持于 54.5% 不变。	3 月份季结因素令港元流动性抽紧，同时经济陷入衰退的风险升温，打击投资情绪。因此，我们预期 3 月份港元定期存款可能出现反弹，而港元活期及储蓄存款则可能进一步下跌。短期内，由于疫情持续的时间以及其对经济的影响不明朗，风险偏好或持续低迷，并将进一步推低港元活期及储蓄存款。另一方面，季末过后，我们预期港元拆息和港元定存利率将同步回落。然而，在疫情受控前，香港将难吸引大规模资金流入，以推低港元利率至美国联邦基

大中华地区一周回顾

6 April 2020

	金利率（接近 0%）的水平。换言之，港元资金池将不会大幅增加。短期内，银行所面临的竞争和资金压力或较大。与此同时，港元存款的构成料维持稳定。
香港：家庭负债占 GDP 的比率由去年第二季的 75.8% 上升至去年第四季的历史新高 80.4%。这主要是因为去年下半年名义 GDP 收缩。	- 去年下半年，其他私人用途贷款的增速由上半年的 14.5% 下滑至 6.6%，带动家庭负债半年增长率由 6.7% 回落至 5.6%。尽管如此，过去数年间其他私人用途贷款经常录得双位数的半年期升幅。从好的方面来看，金管局指银行已对此类贷款采取审慎的信贷风险管理措施，因此该类贷款的信贷风险属可控水平。 - 另一方面，住宅按揭贷款在过去数年持续录得约 4.5% 的半年期增长。尽管拖欠比率由去年第三季的 0.02% 上升至去年第四季的 0.03%，惟这仍然属于较低水平。此外，去年 10 月政府对首置买家放宽按揭保险计划的楼价上限，令新批住宅按揭贷款的平均按揭成数由去年第三季的 46.2% 上升至第四季的 50.9%，惟这仍低于 2009 年第三季金管局实施首轮楼市调控措施前的 64%。 - 整体而言，据金管局估计，2018 年香港家庭资产净值对负债比率及家庭部门的安全资产对负债比率分别达 12.2 倍及 3.04 倍，高于英国、新加坡、美国及日本的水平。换言之，即使今年经济进一步收缩令家庭负债占 GDP 的比率继续高企，银行体系也不一定会因此而面临更高的信贷风险。 - 不过，由于疫情持续的时间及其带来的影响存在较大不确定性，我们担忧营商状况进一步恶化，继而推升失业率，以及推低个人收入。另一方面，由于投资情绪低迷，我们认为短期内香港难吸引大规模资金流入。因此，港元利率难在短时间内趋向接近 0 的水平。总括而言，借贷成本高企及个人收入下降，将难免削弱家庭债务偿还能力。金管局的一项敏感度测试显示，若个人收入下跌 10% 而其他条件不变，个人债务负担能力指数将由目前的 53.1 上升至 59。因此，银行依然需要密切关注相关风险。
澳门赌场在 2 月份史无前例地关闭后，逐渐恢复营业。因此，澳门 3 月博彩毛收入按月反弹 69.4%，不过，3 月博彩毛收入按年仍大跌 79.7% 至 53 亿澳门元。	这反映澳门博彩业短期内难以重拾增长动力。这主要是因为中国内地及澳门实施更严格的入境限制，导致澳门旅游业持续停顿。澳门政府已将 2020 年博彩毛收入的预测由 2600 亿澳门元下调至 1300 亿澳门元，意味着按年将大跌 56%。由于全球疫情仍未出现缓和的迹象，短期内博彩业料持续受压。即使疫情受控，博彩业的复苏也可能是十分缓慢的，因为全球经济衰退风险升温，可能继续打击博彩

大中华地区一周回顾

6 April 2020

	需求。我们将 2020 年博彩毛收入的同比增长预测由-25%进一步下调至-40%。
澳门去年 12 月至今年 2 月的失业率上升至近两年新高的 1.9%，同期就业人口减少至 390900 人。	劳动力市场全面转弱。具体而言，建筑业的就业人口按月减少 4.3%，主要因为疫情令建筑业停工，加上处于施工阶段的大型工程不多。此外，由于疫情令旅游业停顿，并打击消费相关活动，酒店、餐饮及相关活动的就业人口按月下跌 2.15%，而零售业的就业人口则按月减少 0.3%。展望未来，由于全球封关加上中国经济放慢，澳门博彩业、酒店、餐饮及零售业将大受打击，从而进一步削弱相关行业的招募情绪。整体失业率可能突破 2.5%至 2011 年以来最高水平。随着失业情况逐渐恶化，本地消费及楼市也可能受到负面影响。

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币上周继续窄幅波动。美元/人民币围绕在 7.1 附近盘整。	上周尽管美元指数重新回升到 100 以上，但是人民币成功稳定在 7.1 附近。但是我们认为人民币的窄幅波动可能不一定会持久。市场正在耐性等待导火索。我们倾向于美元/人民币逢高抛售。

大中华地区一周回顾

6 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，先根据您的个人投资目标，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