

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：短暂兴奋后隐忧重重》2020.05
- 2 《宏观：疫情未平，摩擦又起》2020.05
- 3 《宏观：欧美经济重启“箭在弦上”》2020.04

# 美制裁香港：损人有限，更不利己

## 海外宏观周报（2020/05/31）

### 香港自由贸易港和独立关税区的形成

首先，香港成为自由贸易港与其自身开放政策相关。港英时期及回归后，香港一直奉行贸易自由、投资自由、金融自由、人员进出自由等自由化政策，成为全球重要的自由贸易港。其次，香港的独立关税区地位来源于1986年GATT制度下中英双方的联合支持，香港由此成为关贸总协定的单独缔约方和WTO的独立成员。香港回归后，《基本法》赋予其在经贸领域充分的自治权，香港得以维持WTO体系下的独立关税区。此外，1992年美国国会通过《美国-香港政策法》，承认香港的独立关税区地位，并给予香港涉及关税、货币兑换、签证和敏感技术等多领域的最惠待遇。

### 香港贸易以转口贸易为主，是美国第一大顺差来源地

香港经济高度外向，2019年中国香港货物进出口总额约为11143亿美元，位列全球第7位，进出口金额/GDP达到310%。香港进口货值中约25%为留用进口，其余转口至中国大陆、美国等地；同时，香港本土制造业空心化，香港制造的产品出口货值占比不到2%，具有典型的转口特征。双边贸易层面，美国在与香港的贸易中常年保持顺差，2019年达到261亿美元，香港是美国的第一大顺差来源地。消费品和资本性商品是美国与香港地区商品贸易顺差的主要部分，也是贸易顺差增长较快的领域，同时香港对美国的知识产权进口也保持快速增长。

### 香港作为国际金融中心对内地“引进来”和“走出去”均发挥重要作用

首先，香港是内地最大的外来直接投资来源地和内地企业最大的境外融资中心。2013年以来，香港在大陆外商直接投资来源的占比一直维持在60%以上，这与国外企业通过香港分支机构对大陆进行外商直接投资密切相关。“沪港通”、“深港通”、“债券通”先后于2014年、2016年、2017年开通，香港成为中国内地吸引外资的重要口岸。其次，香港是内地最大的境外投资目的地和主要的离岸人民币业务中心。内地企业通过在港设立分支机构，从事对其他国家尤其是“一带一路”国家的投资活动；此外，香港目前是全球第二大离岸人民币业务中心，对于人民币国际化发挥重要作用。

### 美国本次制裁取消香港最惠待遇的影响

从合法性上看，美国无法单方面取消香港在WTO制度下的独立关税区地位，但可以取消《美国-香港政策法》下所谓的香港“独立关税区”和提供的最惠待遇，从而影响美国和香港之间的双边经贸往来。我们认为，此次制裁的影响主要表现在：第一，提高香港产品关税，但大陆的转口商品此前已不在免税清单，此次关税仅增加香港本土制造产品，其出口占比不到2%，影响相对有限。第二，加强出口管制，但美国近年来已实质性加强对香港的出口管制尤其在高科技领域，今年4月27日美国进一步出台出口管制修正案，因此，本次制裁对香港敏感技术进口的边际效果同样较为有限。

### 美国制裁香港的可能后续进展

香港是美国最大顺差来源和消费品的重要市场，美国逾1300家公司在港经营，8.5万美国人在港定居和工作。因此，美国和香港完全脱钩的可能性较低，美国制裁的影响更多体现在市场情绪和风险偏好层面。但我们认为，后续若有更多国家加入制裁香港的队伍或者海外投资者鉴于制度担忧而降低对港投资，将对香港国际金融中心地位造成侵害，对我国经济增长也会产生一定的负面影响。后续来看，香港国安法尚需经过立法、设立执行机构等步骤，期间有香港立法会提名（7月中下旬）、立法会选举（9月6日）和特首选举（2022年3月）等事件，各时间点前后均可能引发市场的波动。

风险提示：中美矛盾加剧超预期，香港受到更多国家制裁。

## 正文目录

海外经济数据 .....	3
海外疫情跟踪 .....	5
各国政策措施 .....	6
海外央行跟踪 .....	7
大类资产表现回顾 .....	8
股票 .....	8
债券 .....	9
汇率 .....	11
商品 .....	11
风险提示 .....	12

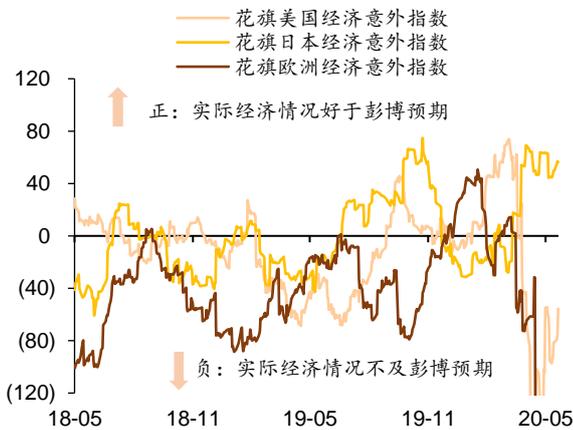
## 海外经济数据

图表1：上周海外重要经济数据表现

全球重要经济数据跟踪	前值	预期值	最新值	高于/低于彭博预期	历史走势(2010年至今)
<b>美国</b>					
4月新建住宅销售月环比(%)	-15.4	-23.4	0.6	▲高于预期	
5月23日当周初次申请失业金人数:季调(万人)	244.6	210.0	212.3	▲高于预期	
实际GDP季调年率季环比(%)	2.1	-4.8	-5.0	▼低于预期	
4月核心PCE物价指数:同比(%)	1.7	1.1	1.0	▼低于预期	
个人消费支出月环比经季调(%)	-7.5	-12.8	-13.6	▼低于预期	

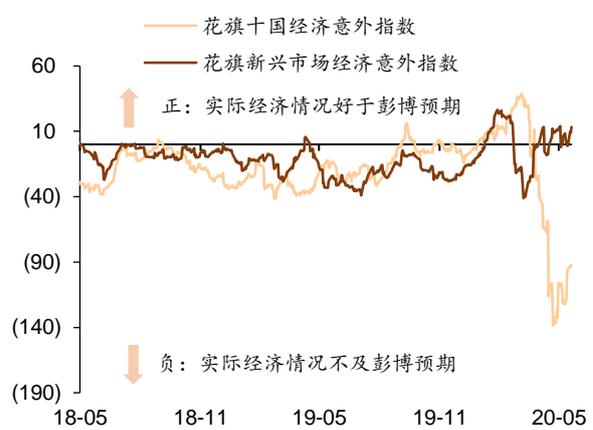
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表2：欧洲经济状况恶化，美国有所缓和，日本持续好于彭博预期



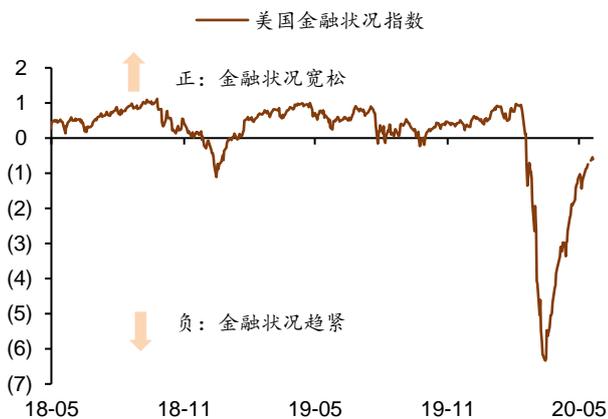
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表3：新兴国家经济状况有所缓和，发达国家持续低于彭博预期



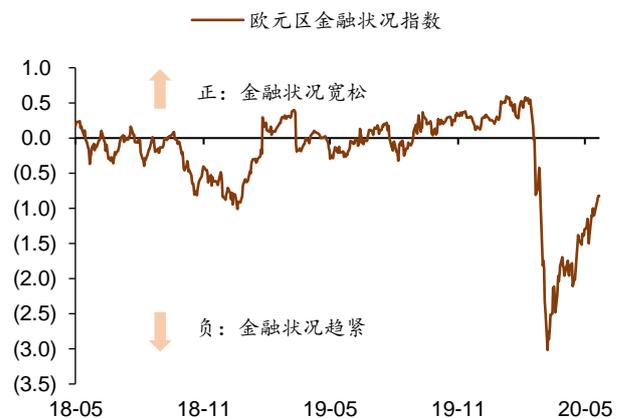
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表4：受美国疫情趋稳影响，美国金融状况紧缩程度有所缓和



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表5：欧洲经济延续恢复态势，欧元区金融状况趋于缓和



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表6: 美国宏观经济热力图

宏观指标		2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
国民对 外贸	GDP	环比折年率%	-	-	-5	-	2.1	-	-	2.1	-	-	2
	GDP价格平减指数	同比%	-	-	1.7	-	1.6	-	-	1.7	-	-	1.8
	出口	同比%	-10.9	-0.4	1.0	1.9	-0.1	-1.7	-1.5	0.4	-0.3	-1.7	-1.7
	进口	同比%	-11.9	-4.7	-2.4	-3.1	-3.9	-4.8	-2.9	-0.1	0.1	1.3	1.3
工业	贸易差额	百万美元	-44415	-39810	-45482	-48613	-43793	-47448	-51323	-53927	-53173	-54251	-54251
	工业总产值	环比季调%	-15.6	-7.2	0.4	-0.6	-0.7	1.9	-0.5	-0.9	0.2	0.2	0.4
	新增耐用品订单	环比%	-17.2	-16.6	-0.1	0.1	2.8	-3.1	0.2	-1.5	0.2	2.1	1.8
	制造业新订单核心	环比%	-5.8	-1.1	-4.2	1.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	-0.8	0.0	0.9
房地 产	成屋销售总数	折年万套	433	527	576	542	553	532	541	541	543	539	532
	营建许可	环比%	-21.4	-5.7	-6.4	5.4	-3.5	0.5	4.6	-2.3	7.7	7.3	-4.9
	新屋开工	环比%	-30.2	-18.6	-3.1	1.9	15.8	2.3	5.2	-7.5	13.6	-1.9	-2.6
	标普/CS房价指数	同比%	-	3.9	3.5	3.1	2.9	2.6	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1
私人 消费	NAHB住宅市场指数	同比%	-43.9	-52.4	16.1	19.4	29.3	35.7	18.3	4.4	1.5	0.0	-4.4
	个人收入	环比%	10.5	-2.2	0.5	0.6	0.2	0.5	0.2	0.2	0.4	0.0	0.4
	实际个人消费支出	环比%	-13.6	-6.9	0.2	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.5	0.3
	零售销售	环比%	-16.5	-8.3	-0.4	0.8	0.1	0.0	0.5	-0.4	0.5	0.6	0.4
公共 财政	财政收支差额	亿美元	7378.5	1189.9	2352.8	326.0	132.9	2088.4	1344.7	-827.7	2003.4	1197.0	84.8
	外债/GDP	%	-	-	-	-	93.9	-	-	94.8	-	-	95.0
	失业率	%	14.7	4.4	3.5	3.6	3.5	3.5	3.6	3.5	3.7	3.7	3.7
	U6失业率	%	22.8	8.7	7.0	6.9	6.7	6.8	6.9	6.9	7.2	7.0	7.2
劳动 力市 场	非农就业人口变动	千人	-22369	-2987	45	-89	267	-8	246	403	549	198	304
	ADP就业人数变动	千人	-20236	-149	147	205	167	161	73	164	166	150	165
	JOLTS职位空缺	千人	-	6191	7004	7012	6552	6793	7309	7046	7166	7236	7185
	劳动力参与率	环比%	60.2	62.7	63.4	63.4	63.2	63.2	63.3	63.2	63.2	63.0	63.0
物价	平均时薪	同比%	4.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.4	0.3	0.0	0.4	0.3	0.3
	GPI	同比%	0.3	1.5	2.3	2.5	2.3	2.1	1.8	1.7	1.7	1.8	1.6
	核心CPI	同比%	1.4	2.1	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.2	2.1
	PCE	同比%	0.5	1.3	1.8	1.8	1.6	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
	核心PCE	同比%	1.0	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6
	PPI	同比%	-1.0	0.7	1.3	2.1	1.4	1.0	1.0	1.4	1.8	1.7	1.6
景气 指 数	核心PPI	同比%	0.1	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3
	Markit制造业PMI	%	39.8	36.1	48.5	50.7	51.9	52.4	52.6	51.3	51.1	50.3	50.4
	ISM制造业指数	%	-	41.5	49.1	50.1	50.9	47.8	48.1	48.3	47.8	49.1	51.2
	密歇根消费者信心	%	73.7	71.8	89.1	101.0	99.8	99.3	96.8	95.5	93.2	89.8	98.4
金融 指 数	M1	环比%	12.9	6.4	0.8	0.0	0.8	0.6	0.5	1.3	-0.1	0.7	1.1
	M2	环比%	6.7	3.8	0.6	0.8	0.4	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.9
	美元指数	同比%	99.9	98.8	98.9	97.4	97.4	98.1	98.2	98.6	98.0	97.3	96.8

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 欧元区和美国宏观经济热力图

宏观指标		2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
欧元 区	GDP	环比折年率%	-	-	-14.20	-	0.40	-	-	1.20	-	-	0.60
	出口	同比%	-	-	-6.20	1.20	0.20	4.90	-2.60	4.50	5.30	-2.10	6.00
	进口	同比%	-	-	-10.00	-1.80	-0.40	1.20	-4.00	-2.30	2.40	-3.50	3.00
	贸易差额	百万欧元	-	-	28207.30	23698.00	1771.00	23043.00	20309.00	27091.30	18338.20	14221.50	23294.10
	工业产值	环比%	-	-	-12.90	-2.20	-2.20	-3.40	-1.30	-1.60	-1.20	-2.30	-1.40
	房价指数	同比%	-	-	-	-	4.20	-	-	4.10	-	-	4.30
	零售销售	环比%	-	-	-11.20	0.60	0.80	-1.00	0.90	-0.10	-0.20	0.60	-0.40
	失业率	%	-	-	7.40	7.30	7.30	7.30	7.40	7.40	7.50	7.50	7.60
	HICP	同比%	-	0.30	0.70	1.20	1.40	1.30	1.00	0.70	0.80	1.00	1.00
	核心HICP	同比%	-	0.10	1.10	1.00	1.00	1.10	0.90	0.90	1.10	0.90	1.10
	PPI	同比%	-	-	-2.80	-1.40	-0.70	-0.60	-1.40	-1.90	-1.10	-0.80	0.10
	德国经济景气指数	同比%	75.30	72.10	92.00	101.80	101.20	99.10	98.60	98.20	98.40	99.60	99.20
	制造业PMI	同比%	39.50	33.40	44.50	49.20	47.90	46.30	46.90	45.90	45.70	47.00	46.50
	服务业PMI	同比%	28.70	12.00	26.40	52.60	52.50	52.80	51.90	52.20	51.60	53.50	53.20
消费者信心指数	同比%	-18.80	-22.00	-11.60	-6.60	-8.10	-8.10	-7.20	-7.60	-6.60	-7.10	-6.60	
欧元区总资产	万亿欧元	-	5.27	4.85	4.68	4.67	4.70	4.69	4.69	4.66	4.68	4.68	
美国	GDP	环比折年率%	-	-	-7.70	-	0.10	-	-	2.10	-	-	-0.60
	CPI	同比%	-	0.80	1.50	1.70	1.80	1.30	1.50	1.50	1.70	1.70	2.10
	制造业PMI	同比%	40.60	32.60	47.80	51.70	50.00	47.50	48.90	49.60	48.30	47.40	48.00
	GfK消费者信心指数	同比%	-34.00	-34.00	-9.00	-7.00	-9.00	-11.00	-14.00	-14.00	-12.00	-14.00	-11.00

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 日本宏观经济热力图

宏观指标		2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
日本	GDP	同比%	-	-	-2.0	-	-0.7	-	-	1.7	-	-	0.9
	出口	季调同比%	-22.3	-10.2	-5.6	-3.4	-6.2	-8.0	-10.1	-4.7	-8.3	-3.8	-3.3
	进口	季调同比%	-7.5	-8.6	-13.7	-4.8	-7.6	-11.9	-13.8	-6.9	-7.7	-3.5	-2.9
	贸易差额	亿日元	-9963	-3809	3615	-2457	-1572	-1321	-700	-398	-902	-787	782
	商业销售额	同比%	5.0	17.8	-3.9	-4.3	-5.3	-6.5	-8.7	4.7	-2.7	-1.5	-2.8
	产能指数	同比%	-	-0.4	-0.4	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7
	机械订单	同比%	-	0.9	-7.7	3.8	-8.8	-15.4	-11.6	-4.9	-0.2	-10.3	-0.4
	新屋开工	同比%	-12.9	-7.6	-12.3	-10.1	-7.9	-12.7	-7.4	-4.9	-7.1	-4.1	0.3
	失业率	季调%	2.6	2.5	2.4	2.4	2.2	2.2	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3
	GPI	同比%	0.1	0.4	0.4	0.7	0.8	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
	核心CPI	同比%	-0.2	0.4	0.6	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
	PPI	同比%	-2.3	-0.4	0.8	1.5	0.9	0.2	-0.3	-1.1	-0.9	-0.7	-0.2
	制造业PMI	同比%	41.9	44.8	47.8	48.8	48.8	48.4	48.9	48.4	48.9	49.3	49.4
	消费者信心指数	同比%	24.1	21.3	31.1	38.2	39.2	39.0	38.7	36.3	35.9	37.2	37.9
景气指数: 先行一周回购利率	%	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
M1	M1	同比%	7.0	6.2	6.0	5.9	5.7	5.5	5.1	5.1	5.1	4.9	5.1
	M2	同比%	3.7	3.3	3.0	2.8	2.7	2.7	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3
	M3	同比%	3.0	2.7	2.4	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	名义有效汇率	同比%	8.5	7.3	2.7	0.6	3.5	4.7	5.8	6.8	6.9	4.7	5.5
实际有效汇率	同比%	7.3	5.4	0.3	-1.8	1.5	2.7	3.8	5.0	5.1	3.3	4.1	
央行资产负债总额	万亿日元	61903	60443	58492	57834	57305	57853	57567	56976	57272	56831	56487	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

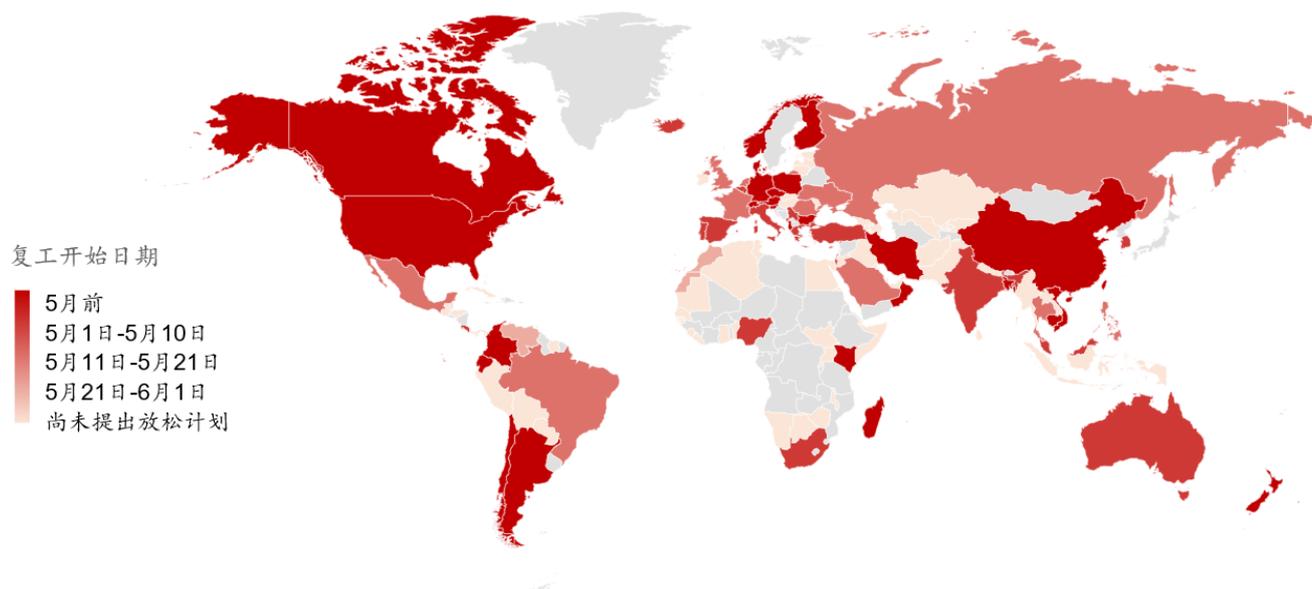
## 海外疫情跟踪

图表1：海外疫情扩散情况：美国疫情持续缓和，欧洲疫情持续好转（单位：例）

	5/17	5/18	5/19	5/20	5/21	5/22	5/23	5/24	5/25	5/26	5/27	5/28	5/29	累计确诊	新增变化
美国	19,891	22,630	20,289	22,456	28,157	23,898	21,476	19,607	19,790	19,049	20,528	22,658	25,069	1,793,530	
西班牙	1,214	469	615	721	593	1,787	466	482	-372	859	510	1,137	658	285,644	
意大利	675	451	813	665	642	652	669	531	300	397	584	593	516	232,248	
法国	63	358	882	767	251	268	250	240	358	-220	191	3,326	559	186,923	
德国	464	576	542	702	571	639	317	341	385	431	629	570	1	183,019	
伊朗	1,806	2,294	2,111	2,346	2,392	2,311	1,869	2,180	2,023	1,787	2,080	2,258	2,819	146,668	
韩国	15	13	32	12	20	23	25	16	19	40	79	58	39	11,441	
日本	26	31	27	39	38	25	26	42	21	30	35	63	74	17,546	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：全球复工地图



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰证券研究所

## 各国政策措施

图表1: 各国政要对疫情防控发言梳理

日期	联盟/国家政要	发言内容
5月25日	日本首相安倍晋三	1、宣布全面解除紧急事态宣言； 2、对北海道和首都圈东京、埼玉、千叶、神奈川总计5个都道县予以解除； 3、各地区将分阶段放宽避免外出及停业要求、推进学校复课。
5月25日	美国总统特朗普	暂停来自巴西的旅行。
5月25日	日本经济再生大臣	1、在5月31日前避免去其他地方旅行； 2、国内任何一个地区都不再需要紧急状态。
5月26日	世界卫生组织瑞安	1、目前还没出现第二波疫情，现在正处于第一波疫情中； 2、根据中南美洲、非洲和南亚等地区的数据，疫情正处于上升期，每个国家的实际感染人数仍相对较低； 3、新冠肺炎疫情有可能在任何时候突然上升，不能假设其持续下降，有可能出现第二个高峰。
5月26日	英国首相约翰逊	1、计划从6月1日起开放汽车展览； 2、室外市场将从6月1日起开放； 3、所有非必要的零售店将从6月15日起重开。
5月27日	美国总统特朗普	美国在治疗新冠肺炎方面“表现不错”；将“很快”上市疫苗和治疗方法。
5月27日	欧盟	正为可能到来的第二波疫情做准备，包括储存医疗设备。
5月27日	世界卫生组织	1、大流行的中心已经从欧洲和美国转移到南美洲； 2、巴西已经迅速成为世界上疫情最严重的国家之一。
5月28日	英国首相约翰逊	1、英国新冠病毒警报系统将“从第四级降至第三级”； 2、政府将于28日启动新冠病毒检测和追踪系统。
5月29日	法国总理菲利普	1、宣布“解封”第二阶段的实施计划； 2、6月2日起中小学将逐步实现全面复课，餐馆、酒吧、咖啡厅等营业场所恢复营业。
5月29日	英国首相约翰逊	1、英国将从6月1日开始实施下一阶段的解封措施； 2、小学一年级、六年级和学前班复课，允许不超过六人的小范围聚会。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

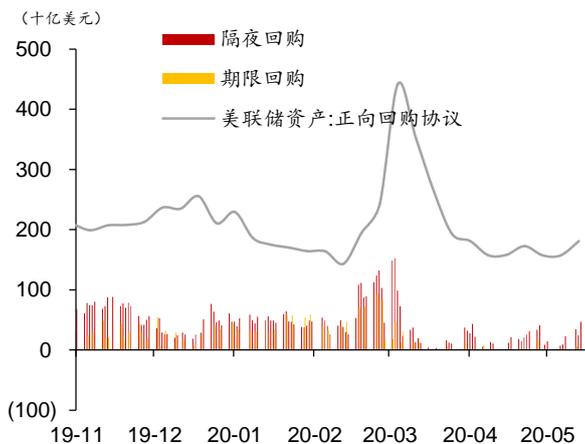
## 海外央行跟踪

图表2: 美欧日央行表态动态跟踪

美联储主要官员表态追踪			
2020/5/27	美国纽约联储主席 威廉姆斯	有投票权	1、美联储关注实现就业、通胀目标； 2、美联储专注于确保国债市场正常运转； 3、收益率曲线控制可以补充美联储前瞻指引； 4、将使用一切可用工具来实现美联储目标。
2020/5/29	美国克利夫兰联储主席 梅斯特	有投票权	1、随着经济重新开放，我们将有更好的复苏，预计第二阶段的货币政策将支持经济复苏； 2、经济活动开始于第三季度重新复苏； 3、经济复苏可能会很缓慢，很难想象经济形势将出现“V型”复苏； 4、没有对收益率曲线控制作出决定；收益率曲线控制是关于未来阶段的讨论； 5、现阶段美联储正在支撑市场运作。
欧央行主要官员表态追踪			
2020/5/27	欧洲央行行长 拉加德		1、在新冠疫情爆发后不会出现新的欧元债务危机，欧洲央行的温和增长设想已经过时，很难预测经济受到多大的影响，增长可能介于中度和严重的情况之间； 2、重要的是通过债务筹集的资金都花在了哪里，不会过分担心高债务水平； 3、在一个低通胀和低利率的世界里，负面冲击对通胀的影响可能会更持久，这似乎是合理的。
2020/5/27	欧洲央行执委 施纳贝尔		1、欧洲央行准备扩大政策工具来完成使命，欧洲央行已经准备好应对即将到来的新数据，目前没有针对特定的欧元区息差； 2、德国可能比较好地渡过危机，德国央行不太可能会停止购买债券； 3、货币政策评估将有所推迟，欧洲央行不会根据德国法院的裁决来调整货币政策。
2020/5/29	意大利央行行长		1、意大利公共债务是可持续的； 2、只有通过实施长期的经济政策，才能消除意大利债券收益率居高不下的不确定性； 3、意大利央行计划每月用100亿欧元购买意大利国债； 4、意大利经济需发生深刻变化才能退出危机； 5、危机导致的通缩压力可能是强有力而且持续的。
日本央行主要官员表态追踪			
2020/5/26	日本央行行长 黑田东彦		1、由于新冠病毒，全球经济正在迅速恶化； 2、在达到通胀目标前，需要放宽货币政策； 3、央行很难直接承担因疫情导致金融机构遭受的贷款和坏账损失； 4、日本央行准备通过扩大贷款规模、降息以及增加ETF购买或推出新措施等方式来放松政策； 5、若疫情延长，信贷成本增加将影响日本金融系统。

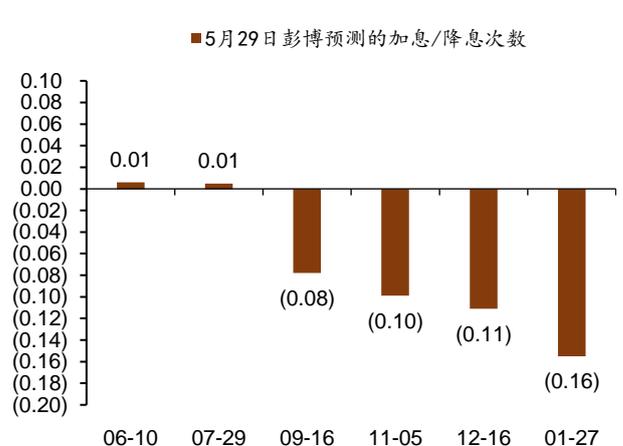
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表3: 美联储回购放量小幅抬升



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表4: 彭博预测美联储未来或有降息操作

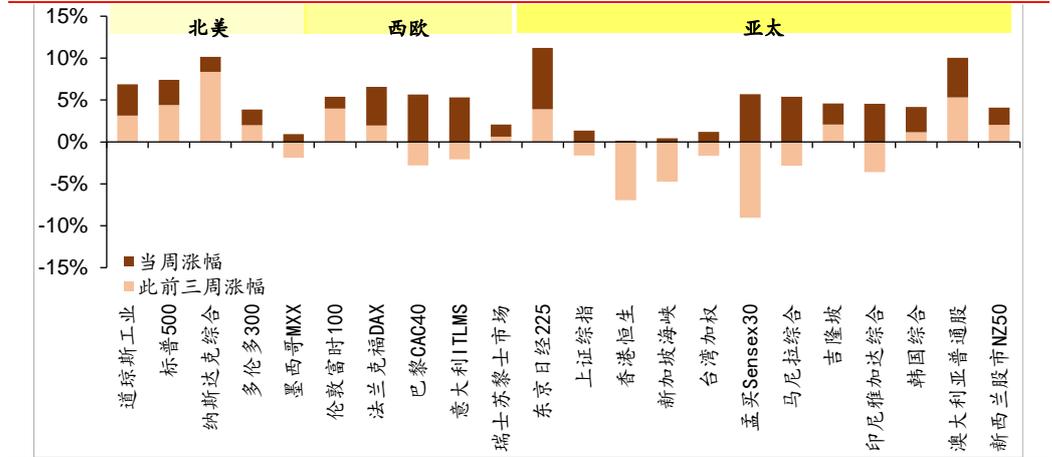


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

## 大类资产表现回顾

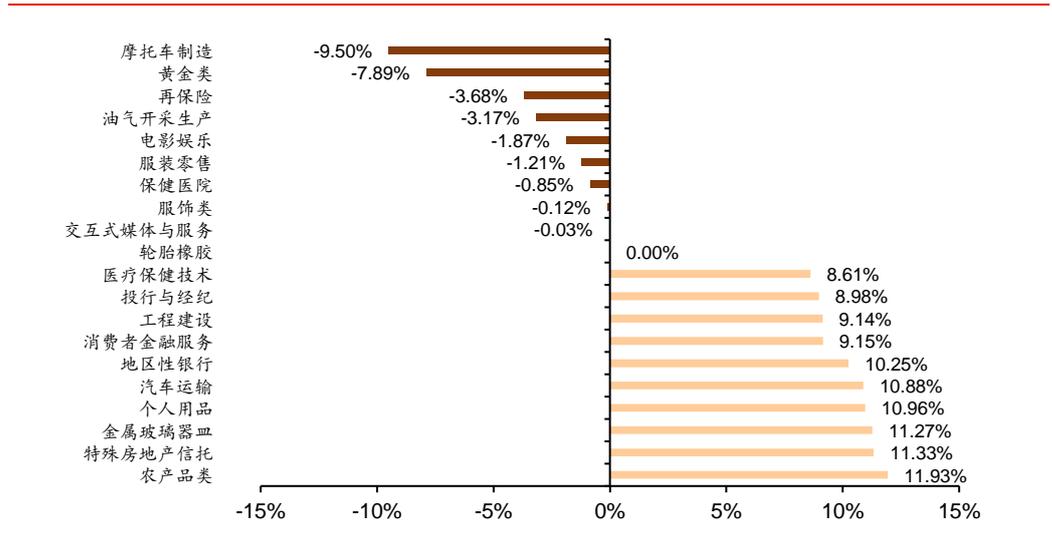
### 股票

图表5: 上周美股小涨, 道指周涨3.75%, 标普500周涨3.01%, 纳指周涨1.77%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 上周农产品类、特殊房地产信托等板块上涨, 摩托车制造、黄金等板块下跌



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表7: 受美国疫情趋稳影响等影响, 市场恐慌情绪有所下降

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_4856](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4856)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn