

**摘要：中美贸易冲突降温？**

上周中国市场相对安静。由于中美贸易谈判缺乏进一步发展，市场将焦点转移到经济数据上。4月贸易数据超预期，由于担心美国可能与6月开始对中国产品征收关税，不排除部分企业将订单提前处理导致4月和5月贸易数据被扭曲。值得一提的是，中国对美国贸易顺差由3月的154亿美元大幅反弹至221.9亿美元，创下今年新高。不过令人意外的是，中美贸易顺差扩大并未触发特朗普的批评。相反，周日特朗普关于中兴的推特让市场看到了中美贸易冲突降温的希望。

在连续八个月回落之后，中国4月社会融资总量趋稳，同比增长10.5%。信用增长继续由表外转向表内以及直接融资，这个与政府的调控方向相一致。不过一个担忧的趋势就是，4月住户部门存款大跌1.32万亿，创下单月最大跌幅。央行在一季度的货币政策执行报告中表示了利率两轨制对银行负债的影响，导致银行存款搬家，在一定程度推动银行负债短期化，同业化，并导致资金稳定性下降。因此，未来合并利率双轨制将成为央行短期的目标。

除了利率问题，近期的央行货币政策报告也显示了3月非金融企业及其他部门加权平均利率较2017年上升22个基点至5.96%。显示金融去杠杆对实体经济的影响进一步显现。这可能会进一步对下半年经济增长带来下行压力。金融监管方面，央行表示预计于2019年第一季度将资产规模5000亿元以下的金融机构发行的同业存单纳入MPA考核。此外，人民币国际化课题再次回归。央行明确表示未来将不断完善人民币跨境业务政策框架以及优化相关基础设施。

汇率方面，央行重申将允许市场在人民币汇率上扮演更重要的角色，显示央行减少干预的态度。上周人民币对美元小幅反弹。未来人民币的走势还将主要取决于美元的走势。特朗普周日关于中兴的推特后今天早盘人民币小幅走高，显示中美贸易冲突降温后，市场依然倾向于买人民币。

**香港方面**，短期及长期流动性状况出现分歧。3个月与1个月的港元拆息差距甚至扩大至2008年以来最高水平70个基点。不过，在一系列因素包括季结效应、美联储6月加息的预期、上市公司派息及小米招股等抽紧流动性之前，市场开始修正此前的过度反应，上周五3个月港元拆息在连升19日后终于回落0.5个基点。我们预计港元拆息将在未来数周继续温和回调。在流动性充裕的情况下，美元兑港元再次站在7.85水平的可能性仍然不能排除。不过，由于担忧6、7月流动性趋紧，看空港元的投资者远比4月份谨慎。因此，港元空仓的规模可能较小，未必会触发金管局干预汇市，即使需要金管局出手，相信银行业总结余也只会小幅减少。踏入6月份，1个月港元拆息可能逐步赶上3个月港元拆息，并带动港美息差收窄。在此情况下，美元兑港元有机会回落至7.84附近。其他方面，受惠于稳健的外需及本地消费，香港一季度GDP同比增速远超预期，达2011年二季度以来最快水平4.7%。展望未来，强劲的内需料继续推动经济扩张。然而，如果中美贸易冲突升级，香港贸易业必然会在下半年遭到打击。此外，我们预计下半年本地利率将上调，这可能削弱财富效应，从而减缓居民消费的增速。再加上高基数效应，我们预计未来几个季度GDP增速将逐渐下滑。不过，鉴于上半年强劲的经济增长动力，我们将2018年GDP增速预测由于2.9%上调至3.6%。

**事件和市场热点**

| 事件   | 华侨银行观点  |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行发布了一季度货币政策执行报告</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>报告涵盖了人民币国际化，利率传导和宏观杠杆等热门话题。</li> <li>首先，一季度融资成本显著上升。3月非金融企业及其他部门加权平均利率较2017年上升22个基点至5.96%。此外，一般贷款中执行利率上浮的贷款占比达到74.53%，较2017年上升9.94%。这显示金融去杠杆对实体经济的影响进一步显现。这可能会进一步对下半年经济增长带来下行</li> </ul> |

|   |   |
|---|---|
|   | <p>压力。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 第二，人民币国际化课题再次回归。随着中国资本外流压力显著减少，人民币在国际市场上的使用频率再度提高。央行报告显示一季度跨境人民币收支分别同比上升 113%和 65.4%。而央行也明确表示未来将不断完善人民币跨境业务政策框架以及优化相关基础设施。</li> <li>▪ 第三，利率方面，央行重申了推动利率两轨逐步合并。央行阐述了利率两轨制对银行负债的影响，导致银行存款搬家，在一定程度推动银行负债短期化，同业化，并导致资金稳定性下降。未来，通过进一步完善 shibor 等基准利率体系，以及加强对理财等产品的监管来完善利率市场化改革。</li> <li>▪ 第四，杠杆率方面，央行表示 2017 年非金融企业杠杆率 2011 年来首次下滑 0.7%至 159%，此外政府杠杆率也同样下滑 0.5%至 36.2%。央行预计未来中国宏观杠杆率有望进一步趋稳，并逐步实现结构性去杠杆。</li> <li>▪ 第五，金融监管方面，央行表示预计于 2019 年第一季度将资产规模 5000 亿元以下的金融机构发行的同业存单纳入 MPA 考核。</li> <li>▪ 最后，汇率方面，央行重申将允许市场在人民币汇率上扮演更重要的角色，显示央行减少干预的态度。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 特朗普总统周日在推特上表示已经指示商务部为中兴提供一条恢复生产的途径。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 特朗普的推特给了市场希望中美贸易冲突可能会降温。不过这也意味着特朗普或许已经从中国那里获得其想要的东西。今天早盘，离岸市场上美元/人民币回落至 6.3300 下方，也显示市场对近期中美贸易冲突松了口气。</li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港短期及长期流动性状况出现分歧。短端流动性十分充裕，其中 1 个月港元拆息由 1.31%回落至 1.05%。相反，6 月-7 月期间多项因素将使资金面趋紧的预期，促使市场参与者提前吸纳资金，从而导致较长期利率持续高企。3 个月与 1 个月的港元拆息差距甚至扩大至 2008 年以来最高水平 70 个基点。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过，在一系列因素包括季结效应、美联储 6 月加息的预期、上市公司派息及小米招股等抽紧流动性之前，市场开始修正此前的过度反应，上周五 3 个月港元拆息在连升 19 日后终于回落 0.5 个基点。我们预计港元拆息将在未来数周继续温和回调。在流动性充裕的情况下，美元兑港元再次站在 7.85 水平的可能性仍然不能排除。不过，由于担忧 6、7 月流动性趋紧，看空港元的投资者远比 4 月份谨慎。因此，港元空仓的规模可能较小，未必会触发金管局干预汇市，即使需要金管局出手，相信银行业总结余也只会小幅减少。踏入 6 月份，1 个月港元拆息可能逐步赶上 3 个月港元拆息，并带动港美息差收窄。在此情况下，美元兑港元有机会回落至 7.84 附近。</li> </ul>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 国际货币基金组织驻香港特区分处代表指出在供求失衡的情况下，即使加息，香港楼市泡沫出现爆破的可能性非常低。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 事实上，我们预期港元拆息在年内逐步上升，而最优贷利率在年内亦有可能上调共 50 个基点。借贷成本上升的前景可能有助放缓楼市增速。不过，我们同样认为楼市泡沫爆</li> </ul>  |

|   |   |
|---|---|
|   | <p>破的机会不高。原因包括以下几个。首先，数据显示，年初至今只有 51% 的一手房屋成交涉及按揭贷款。由此可见，利率上行并不会打击所有楼市需求。对于财力充裕的潜在买家而言，只要他们相信楼市长期供不应求，便会继续入市。其次，由于公营房屋轮候时间过长，加上私人房屋难以负担，居民的买房需求不断压抑。具体而言，家庭住户数目的增长由 2008-2016 年平均 1.2% 加快至 2017 年的 1.4%。然而，自置居所住户在家庭住户总数目中所占的比例由 2008-2016 年的平均 52% 下滑至 2017 年的 49.2%。这背后隐含的巨大房屋需求料有助限制楼价回调的空间。第三，在预测到房地产市场即将转弱的情况下，地产商可能放慢推出新项目的步伐。整体而言，直至年底，我们认为二手楼价的同比升幅将由 3 月的 15% 逐渐收缩至 0%-3%。</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>由 6 月 1 日起，中国 A 股将被纳入 MSCI 新兴市场指数，其中 A 股比重将为 2.5%。由 9 月 3 日开始，A 股比重将增加至 5%。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>近期，投资者正不断提前部署 A 股。在深港通和沪港通下，4 月北向资金净流入创纪录新高，达 405 亿人民币。5 月 1 日起，深港通及沪港通的每日北向额度分别扩大至 520 亿人民币。这导致北向资金净流入的速度加快。月初至今，北向资金净流入已录得 145.7 亿人民币。相比之下，在额度扩大后，南向资金净流入仅达到 92.5 亿人民币，这反映 A 股的吸引力较高。这可能对市场带来两个方面的影响。一方面，更多资本流入中国可能为人民币带来支持。另一方面，资金流出香港可能导致香港的流动性更加紧张，从而增添港元拆息上升压力。这可能迫使商业银行提高港元存款利率以舒缓资金压力，同时上调最优贷款利率以避免按揭贷款的净息差进一步收窄。</li> </ul>             |

### 主要经济数据

| 事件  | 华侨银行观点  |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 4 月贸易数据超预期。出口和进口同比增幅分别由 3 月的下滑 2.7% 和 14.4% 加快至 12.9% 和 21.5%。贸易顺差则由 3 月的逆差 49.8 亿美元上升至 287.8 亿美元。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>我们认为 4 月贸易数据的反弹主要受到两个因素影响。第一，春节季节性因素消失。第二，中美贸易冲突上升，由于担心美国可能与 6 月开始对中国产品征收关税，不排除部分企业将订单提前处理导致 4 月和 5 月贸易数据被扭曲。</li> <li>值得一提的是，中国对美国贸易顺差由 3 月的 154 亿美元大幅反弹至 221.9 亿美元，创下今年新高。这可能对未来中美贸易谈判造成更多压力。</li> <li>分类来看，4 月全球需求普遍好转。除了对美国出口同比增长 9.7% 以外，对欧盟和日本的出口分别同比增长 10.9% 和 9.6%。此外，对东盟的出口则大涨 17.7%。</li> <li>进口方面，中国对大宗商品需求继续保持旺盛。原油进口</li> </ul> |

|   |   |
|---|---|
|   | <p>金额和数量同比分别上涨 42.9%和 14.7%。中国对电子元件的进口则同比上升 35.5%，没有受到中兴事件的影响。这也意味着未来几个月中国的出口前景依然乐观。</p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 4 月消费者物价指数由 3 月的 2.1%回落至 1.8%。主要受弱于预期的食物价格影响。</li> <li>▪ 生产者物价指数则由 3.1%反弹至 3.4%。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 总体来看，今年通胀压力不大，四月消费者物价指数指数的回落受到食物价格回落的影响。年初以来，生猪出场价格已经回落 30%。食物价格的回落也抵消了油价上升对物价的影响。我们认为今年物价压力可能不大，不过受未来几个月高翘尾因素影响，消费者物价指数可能保持在 1.8%左右。</li> <li>▪ 对于生产者物价指数，我们认为 3 月生产者物价指数可能是近期底部。受翘尾因素的支持，二季度生产者物价指数将维持在 3.5-4%之间。</li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 4 月外汇储备下滑 180 亿美元至 3.125 万亿美元。不过以 SDR 计价的外汇储备则上升 112.6 亿至 2.17 万亿。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 四月外汇储备的下滑主要受估值效应影响。4 月美元指数反弹 2%，导致非美货币分别回落，从而推低非美储备的估值。不过以 SDR 计价的储备回升显示中国近期资本流动依然保持均衡。</li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 在连续八个月回落之后，中国 4 月社会融资总量趋稳。4 月社会融资总量存量增长 10.5%。流量方面，社会融资总量增长 1.56 万亿，而新增人民币贷款则增长 1.18 万亿。广义货币供给 M2 由 3 月的 8.2%，小幅反弹至 8.3%，但是依然维持在低点。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 信用增长继续由表外转向表内以及直接融资，这个与政府的调控方式相一致。4 月委托贷款和信托贷款分别下滑 1481 亿元和 94 亿元。不过表外的未承兑票据则出现反弹。直接融资方面，债券和股票融资新增 4309 亿元，创下 2016 年 11 月来的高点。近期债券市场的牛市使得债券融资功能重新恢复。</li> <li>▪ 人民币贷款方面，中长期贷款保持稳健，和 3 月数据变化不大。4 月新增中长期贷款 8211 元，占新增人民币贷款 70%。</li> <li>▪ 人民币存款方面，人民币存款增长 5352 亿元。不过住户部门存款大跌 1.32 万亿，有季节性因素影响，但是创历史新高的跌幅显示利率双轨制对银行负债的影响正渐渐显现。</li> </ul>            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港一季度 GDP 同比增速远超预期，达 2011 年二季度以来最快水平 4.7%，主要是受惠于稳健的外需及本地消费。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 外部方面，在全球经济持续增长及弱港元的带动下，货物出口按年上升 5.2%，为 2017 年三季度以来最大升幅。旅游服务出口按年大幅增长 11.8%，反映旅游业畅旺（一季度入境旅客总人数按年上升 9.6%）。由于全球金融活动十分活跃，金融服务出口亦同比攀升 10.7%。内部方面，股市稳健及楼市兴旺带来的财富效应，支持私人消费录得 2011 年三季度以来最大同比升幅 8.6%。另外，随着失业率创二十年新低，及实际工资持续温和增长，紧俏的劳动力市场也提振了消费情绪。其他方面，宽松的财政政策支持政府支出和公共部门投资分别按年上升 3.9%和 10.5%。展望未来，强劲的内外需料继续推动经济扩张。然而，如果中美贸易冲突升级，香港作为中国的关键转口港，其贸易</li> </ul> |

|   |   |
|---|---|
|   | <p>业必然会在下半年遭到打击。此外，我们预计下半年本地利率将上调，这可能削弱财富效应，从而减缓居民消费的增速。再加上高基数效应，我们预计未来几个季度 GDP 增速将逐渐下滑。不过，鉴于上半年强劲的经济增长动力，我们将 2018 年 GDP 增速预测由于 2.9% 上调至 3.6%。</p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 3 月楼市成交量按月和按年分别大幅下挫 57.6% 和 39.1% 至 644 宗。相反，继 2 月录得 24.7% 的同比升幅后，3 月平均楼价按年续升 8.4%。新批核的住宅按揭贷款按月和按年分别大幅上涨 133.9% 和 47.1% 至 60.8 亿澳门元。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 数据反映政府近期推出的楼市调控政策开始见效。具体而言，政府征收空置税及提高非首置买家的印花税，打压了楼市需求和二手房屋供应。因此，楼市成交料在未来数月保持低迷。</li> <li>▪ 另一方面，新政策允许本地首置买家最多申请成数高达 90% 的住宅按揭贷款。这释放了压抑已久的楼市需求，并为住宅按揭贷款的增长带来相应的支撑。展望未来，经济前景乐观料有助劳动力市场保持稳健。因此，收入前景乐观将进一步鼓励本地首置买家入市。供应方面，一季度房屋落成量按年减少 52% 至 247 个单位，而新屋动工量也按年下降 88% 至 338 个单位。楼市供应紧缺叠加强劲的首置需求，料保持楼价在高位盘整。当然，我们也认为随着借贷成本上升，加上股市可能调整，楼价上行空间或有限。</li> </ul> |

| <b>人民币</b>  |  |
|---|--|
| <b>事件</b>   | <b>华侨银行观点</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周随着美元升值暂时告一个段落。人民币对美元小幅反弹。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币指数依然保持稳定在 97.59 附近。未来人民币的走势还将主要取决于美元的走势。特朗普周日关于中兴的推特后今天早盘人民币小幅走高，显示中美贸易冲突降温后，市场依然倾向于买人民币。</li> </ul> |

**OCBC Greater China research****Tommy Xie**[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)**Carie Li**[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.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 and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.

Co.Reg.no.:193200032W