

摘要：预防式措施

中国央行携手银保监会、证监会和外管局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，对百万亿的资管行业加强监管。和去年 11 月的初稿相比，此次新规一个较大的变化就是过渡期拉长，由原先 2019 年 6 月底延长至 2020 年底。这将给金融机构过多时间调整。此外，过渡期间，在确保严格控制存量产品的情况下，也可以发行老产品对接存量产品投资的未到期资产，维持流动性，控制断崖风险。这也与近期监管指导方针相关，即不为了控制风险而导致新的系统性风险爆发。总体来看，资产新规有利控制金融风险 and 打破刚性兑付。不过过渡期的延长有利于市场紧张情绪。从长期来看，随着对非标资产的压缩，未来培养和扶植直接融资将是政府未来的方向，这有助于股市和债市的发展。

刚刚结束的 4 月中央政治局会议申明中重提扩大内需引起了市场关注。笔者觉得此次中央政治局会议重提扩大内需背后可能有对近期中美贸易冲突发展的无奈。近期一系列的政策调整，包括重提扩大内需，置换降准以及引导人民币中间价走弱，都有预防性地对冲中美贸易冲突对中国经济的冲击。

中国重启资本项下外流通道。其中上海的合格境内有限合伙 QDLP 和深圳的合格境内投资企业 QDIE 的额度分别增加至 50 亿美元。此外，合格境内机构投资者 QDII 额度也是时隔三年首次新增。外流渠道的重新打开显示资本外流不再是担忧。而政策方向也从去年的扩流入转变为均衡流动。汇率方面，上周三人民币指数升至近期高点 97.43 后，人民币中间价的走弱也有利于缓解人民币对一篮子货币升值的压力。我们认为，人民币指数的走势是未来最值得关注的信号。本周市场将重点关注中美贸易谈判，美国贸易代表团预计将访问中国。

香港方面，由于银行业总结余在短短一星期内减少约 30%，再加上月结效应和平安好医生招股冻结资金，导致上周香港银行体系流动性趋紧。因此，港元拆息上升至 2008 年以来最高水平。在流动性紧张迫使套利交易暂时退场的情况下，美元兑港元持续徘徊在 7.85 以下水平。展望五月，随着月结效应消退，以及招股冻结的资金回归市场，我们预计流动性紧张的状况将有所改善，从而促使美元兑港元再次触碰 7.85。届时，金管局出手接盘将使银行总结余进一步减少。在流动性逐渐收缩的背景下，我们还将迎来 5 月的月结效应、6 月的季结效应、6 月至 8 月上市公司买港元派息，以及更多大型企业来港上市。以上因素皆可能带动港元拆息上升。因此，银行业上调最优贷款利率的压力可能在下半年增加。我们预期今年银行业可能上调最优贷款利率两次，共调升 25 点子。在资金外流风险可控的情况下，利率调整幅度相对较小，速度也较为缓慢，因此料不会对股市及楼市造成重大冲击。另一方面，息差收窄可能令看空港元的投资者更趋审慎，这或有助带动港元再度回升，并于年末回到 7.83 左右水平。最后值得注意的是，4 月沪港通和深港通下，南向资金（从内地流入香港股市）录得 81.1 亿人民币的净流出，扭转了过去连续 29 个月的净流入。尽管如此，短期内，我们预计上市新规将鼓励更多企业来港上市，这将有助吸引内地投资者重返港股市场。中长期而言，内地投资者分散投资组合风险的需求上升也可能带动资金从内地流向香港。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国央行携手银保监会、证监会和外管局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，对百万亿的资管行业加强监管。	- 随着居民财富快速增长，对资管行业的需求大幅上升。但是由于资管行业监管和标准不统一，导致监管套利盛行，为金融风险埋下了隐患。此次新规对资管产品进行制定统一监管标准，有利于规避套利控制风险。 - 和去年 11 月的初稿相比，此次新规一个较大的变化就是过渡期拉长，由原先 2019 年 6 月底延长至 2020 年底。这将给金融机构过多时间调整。此外，过渡期间，在确保严格控制存量产品的情况下，也可以发行老产品对接存量产品

	投资的未到期资产，维持流动性，控制断崖风险。这也与近期监管指导方针相关，即不为了控制风险而导致新的系统性风险爆发。 ▪ 相对初稿，新规也对标准化债权类资产给了更详细的定义，包括“等分化、可交易、信息披露充分、集中登记、独立托管、公允定价、流动性机制完善、在经国务院同意设立的交易市场上交易等。”而标准化债权类资产之外则属于非标资产。随着定义的明确，有助于监管控制非标的规模。 ▪ 对于资管新规来说，打破刚性兑付是主要目的之一。金融机构将不得承诺收益，强化产品净值化，公允价值定价。并对摊余成本法计量进行了规定，防止出现误导投资者的情况。不过相对于初稿，对刚性兑付的惩罚较原先力度有所放松。 ▪ 此外，新规也对多层嵌套限制通道业务，资金池以及杠杆进行了不同程度的限制，旨在控制流动性风险。而资管产品也无法直接投资信贷资产。 ▪ 总体来看，资产新规有利控制金融风险 and 打破刚性兑付。不过过渡期的延长有利于市场紧张情绪。从长期来看，随着对非标资产的压缩，未来培养和扶植直接融资将是政府未来的方向，这有助于股市和债市的发展。
▪ 刚刚结束的 4 月中央政治局会议申明中重提扩大内需引起了市场关注。	▪ “适度扩大内需”是 2017 年中国的指导方针之一，不过四个月前的 2017 年中央经济工作会议中被中央淡化，在简报中并没有直接提及。当时被市场解读为 2018 年以少刺激控风险的信号。而短短四个月的时间，扩大内需再次进入官方视野，不免让市场联想翩翩。再加上近期的置换式降准使得市场宽松预期重新抬头。 ▪ 笔者觉得此次中央政治局会议重提扩大内需背后可能有对近期中美贸易冲突发展的无奈。近期美国政府在贸易和高科技投资领域对中国企业频出重招，显示贸易冲突对今年经济的影响或许超过预期。中国经济在 2017 年同比增长 6.9%，超过预期，其中外需贡献了 0.6%。如果没有外需的话，2017 年增幅将低于政府目标。而现在和 2017 年底相比，宏观环境出现了较大变化。此次重提扩大内需或可预防性地对冲贸易冲突对中国经济的冲击。
▪ 中国国务院上周推出新的减税配套，旨在支持创新和中小企业。减税规模预计在 600 亿元。	▪ 由于中国并不是全盘照搬西方供给学派普遍降税的方式，大规模减税短期内或许可能性不大。而中国将采取产业政策结合结构性减税的方式来扩大内需。
▪ 中国重启资本项下外流通道。其中上海的合格境内有限合伙 QDLP 和深圳的合格境内投资企业	▪ 外流渠道的重新打开显示资本外流不再是担忧。而政策方向也从去年的扩流入转变为均衡流动。

QDIE 的额度分别增加至 50 亿美元。此外，合格境内机构投资者 QDII 额度也是时隔三年首次新增，4 月新增达到 83.4 亿美元。	
4 月 20 日至 4 月 27 日期间，1 个月及 3 个月港元拆息分别由 0.97% 及 1.36% 上升至 1.31% 和 1.58%，为 2008 年以来最高水平。由于银行业总结余（衡量银行间流动性的指标）在短短一星期内减少了 28.5%，再加上月结效应，及平安好医生招股，带动港元拆息显着上扬。据悉，平安好医生招股期间冻结了 3768 亿港元，并录得逾 650 倍超额认购。	- 随着月结和招股效应的消退，资金将再次回归市场。因此，我们预计港元拆息可能回顺，并扩大与美息的差距。在此情况下，美元兑港元可能再度触碰 7.85，并驱使金管局承接港元沽盘（当局自 4 月 19 日以来未有进行任何外汇交易），届时银行业总结余将由当前水平 1285 亿港元下跌。 - 除了银行间流动性进一步减少外，我们还将迎来 5 月的月结效应、6 月的季结效应、6 月至 8 月上市公司买港元派息，以及更多大型企业来港上市（例如小米、蚂蚁金服及圣杯公司）。以上因素皆可能带动港元拆息上升。因此，银行业上调最优贷款利率的压力可能在下半年增加。我们预期今年银行业可能上调最优贷款利率两次，共调升 25 点子。在资金外流风险可控的情况下，利率调整幅度相对较小，速度也较为缓慢，因此料不会对股市及楼市造成重大冲击。另一方面，息差收窄可能令看空港元的投资者更趋审慎，这或有助带动港元再度回升，并于年末回到 7.83 左右水平。
香港交易所宣布推出上市新规则，容许同股不同权结构公司申请上市，最快上市时间可能为 6 月或 7 月。	我们预期这将有助吸引更多中国科技公司到香港交易所申请上市。新一波大型新股上市计划，叠加月结效应、季结效应及小幅度资金流出香港，可能令港元拆息在今年余下的时间维持反覆上行的走势。
4 月沪港通和深港通下，南向资金（从内地流入香港股市）录得 81.1 亿元人民币的净流出，扭转了过去连续 29 个月的净流入。另一方面，4 月初至今，北向资金（从香港流入内地股市）录得约 350 亿元人民币净流入。	由此可见，在沪港通和深港通下，资金正从香港流向内地市场。人民币走势维持稳健，同时市场预期中国央行转为中性偏向宽松的立场，再加上内地 A 股将被纳入 MSCI 新兴市场指数，这三个因素吸引资金流入内地股市。此外，恒生 AH 溢价指数由 2 月 6 日的高位 137.8 下滑至 4 月 27 日 121。这意味着 H 股估值的吸引力比几个月前有所下降。不过，短期内，我们预计上市新规将鼓励更多企业来港上市，这将有助吸引内地投资者重返港股市场。中长期而言，内地投资者分散投资组合风险的需求上升也可能带动资金从内地流向香港。
中国计划打造海南省为国际自由贸易区。海南省将在 10 个方面加强与香港的合作。	首先，香港与海南省合作支持海南发展成为国际旅游及消费中心。其次，政策鼓励海南的公司经香港往海外扩张业务。第三，海南的公司可在发债、取得银行贷款及在香港申请上市时获得支持。此外，两地将加强在健康护理、科技发展及创新，以及会议及展览业务的合作。我们预期这可以为香港特别是金融业创造更多商机，并促进资金在香港

及内地之间双向流动。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国一季度工业企业利润增幅放缓，同比由 1-2 月的 16.1% 下滑至 1-3 月的 11.6%。而单月来看，3 月工业企业利润同比增长 3.1%。	3 月工业企业利润增幅放缓部分受季节性因素影响。因为元宵节在 3 月初，导致 3 月有效工作时间缩短。不过近期人民币快速升值对企业利润的影响也开始显现，统计局数据显示工业企业由于汇兑损失导致的财务成本同比大涨 15.1%。
在节日效应减退后，香港 3 月贸易活动显著造好。港元走弱，加上海外需求强劲，带动出口按年增长 8%。由于内部需求维持稳健，以及商品价格走高，进口亦按年增长 10.7%。	尽管中美贸易冲突升温，但香港向中国内地及美国的出口依然分别按年反弹 60.3% 及 17.7%。香港从中国内地及美国的进口亦分别按年增长 2.7% 及 11.5%。另外，高科技产品的进口及出口重拾增长动力。然而，我们依然关注中美贸易风险。2016 年，贸易业对香港经济的贡献高达 18%。2017 年，香港往中国内地及美国这两个地区的出口占总出口的 62.2%，而来自这两个地区的进口占比亦高达 51.8%。此外，“电动机械、仪器和用具及零件”、“通讯、录音及音响设备和仪器”及“办公室机器和自动资料处理仪器”的进口及出口占香港总进口及出口的比重高达 65%。有鉴于此，我们认为如果贸易冲突进一步升级，香港的贸易业和经济皆可能受到较大冲击。
澳门 3 月入境旅客人数按年增长 9.3%。由于受到农历新年节日效应的影响，2 月过夜旅客的占比下跌至两年低位 45.5%。随着这个效应的减退，3 月过夜旅客（按年增长 10.2%）的比例反弹至 53.1%。	与去年同期相比，澳门旅游业的表现全面改善。按旅客来源地分类，来自中国内地、香港、台湾、南韩及日本的旅客分别按年增长 9.8%、9.3%、6.9%、7.9% 及 3.1%。值得注意的是，来自香港的旅客连续 2 个月录得增长，3 月增幅更达到 2017 年 4 月以来最大，这可能是因为今年和去年复活节的时间不同，从而衍生低基数效应。有鉴于此，我们预计 4 月来自香港的旅客人数增长可能放慢。尽管如此，在澳门元持续走弱、澳门交通基建改善及一系列新大型项目开幕的情况下，我们维持对澳门旅游业保持增长动力的观点。这将利好零售业及博彩业中场业务的前景。

人民币

事件	华侨银行观点
上周人民币中间价继续连续弱于市场预期。而美元的反弹也没有阻碍央行继续引导人民币中间价对美元走弱。不过人民币对一篮子货币继续保持强势。	我们认为近期对人民币中间价的引导更多是一种预防性措施，来缓解中美贸易冲突对中国经济带来的潜在冲击。而上周三人民币指数升至近期高点 97.43 后，人民币中间价的走弱也有利于缓解人民币对一篮子货币升值的压力。我们认为，人民币指数的走势是未来最值得关注的信号。

OCBC Greater China research**Tommy Xie**Xied@ocbc.com**Carie Li**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