

**摘要：**

近期中国经济的小绿芽是否真实以及是否可以持续，成为市场关注的焦点。上周公布的 3 月经济数据谱写了不同的前景。中国 3 月信用数据再次超预期。尽管领导人多次重申不会大水漫灌，不过 3 月表内外融资强劲反弹依然超预期，显示政策效果显现。此外，广义和狭义货币供给反弹显示市场对经济更为乐观，而经济活动也出现复苏。受油价和食物价格上涨影响，中国 3 月通胀数据走高。而翘尾因素的存在也意味着二季度中国消费者物价指数也可能进一步走高至 2.5% 附近。

强于预期的信用数据以及通胀的上升再次触发了市场对货币政策回归中立的担忧。对 4 月降准的预期大幅下滑成为近期债券遭到抛售的主要原因。债券市场疲弱的情绪也蔓延到一级发行市场，中国内蒙古地方政府债券发行收益率对同期国债溢价达到 50 个基点，超过过去几个月市场 40 个基点的传统。

贸易方面，一季度中国出口同比增长 1.4%，而进口则同比下滑 4.8%。中国对大宗商品的需求保持稳定。不过，电子元件进口保持疲弱，一季度，中国进口电子原件同比下滑 7.8%。与疲弱的韩国出口数据相吻合。疲弱的电子行业展望可能会影响中国二季度的出口。而本周召开的广交会也传出负面新闻，主办方预计到访采购商可能减少。尽管近期中国经济出现萌芽，但是依然无法摆脱全球经济放缓的影响，尤其是出口前景，而广交会的前景不佳也验证了中国出口未来可能面临的不确定因素。

中国 3 月广义乘用车销售继续下滑。鉴于 2018 年汽车销量占中国零售消费比重达到 26.8%，汽车销量的回落意味着零售销售增幅将面临压力。本周市场将关注周三公布的 3 月增长类数据以及一季度 GDP 数据。

**香港方面**，随着港元拆息上升至去年底以来新高，美元/港元显著下滑，并最低跌至 7.8305。我们认为这背后的原因主要有两个。第一，受惠于全球主要央行立场趋鸽、中国经济呈现企稳迹象，以及中美贸易谈判出现进展，市场风险情绪显著改善。因此，香港股市持续引来资金净流入，继而提振港元需求。第二，由于银行总结余在短短一个月内下跌 29% 至 542 亿港元，市场担忧如果套利交易渐趋进取，港元资金将进一步抽紧。因此，市场参与者开始囤积资金，从而全面推高港元拆息。随着港美息差再度收窄，套利交易逐步平仓退场，并带动港元显著反弹。不过，因市场参与者把囤积的资金释放回市场，上周五港元拆息和港元汇价纷纷回落。展望本周，上周五开始招股的申万宏源逾 90 亿港元 IPO 或冻结一定的流动性，从而为港元汇价和拆息带来短暂支撑。然而，由于银行总结余依然站在 500 亿港元上方，以及短期内港股市场鲜有大型 IPO，且资金流出风险较低，我们认为港元拆息上升空间有限。换言之，港美拆息可能保持一定的差距，从而驱使套利交易回归。未来几个月内，金管局再度出手干预的可能尚未能排除。不过，在套利交易谨慎，同时股市资金净流入提振港元需求的情况下，任何干预都可能是温和的。其他方面，楼市持续复苏。这背后的原因可总结为三个。第一，鸽派美联储使市场对香港借贷成本上升的担忧进一步缓和。第二，股市上涨推升香港居民的财富效应。第三，房地产发展商逐渐抬高新盘售价。这再度激起潜在买家对楼价只涨不跌的担忧。然而，我们仍需看到全球经济复苏及中美贸易谈判获得更多新进展，才能够判断此轮楼市反弹是否可持续。

**事件和市场热点**

| 事件                                                                                                      | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国内蒙古地方政府债券发行收益率对同期国债溢价达到 50 个基点，超过过去几个月市场 40 个基点的传统。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>去年 8 月以来，为了加快地方政府债券发行，财政部对地方政府债券给出了相对于同期国债最低 40 个基点的指导发行溢价。这也一度支持了市场对地方政府债券的需求。今年 1 月以来，为了降低地方政府债务成本，指导最低溢价被下调至 25-40 个基点。尽管，该指导溢价只是下限，而</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                    | <p>非上限，不过 40 个基点似乎成本市场的一个常态。此次内蒙古地方债溢价的上升受近期债券价格大幅回落影响，显示债券市场情绪面较弱。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国春季广交会将从本周拉开帷幕。不过根据媒体引用新闻发言人表示本届广交会采购商到会形式比较严峻。</li> </ul>                                                                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>尽管近期中国经济出现萌芽，但是依然无法摆脱全球经济放缓的影响，尤其是出口前景，而广交会的前景不佳也验证了中国出口未来可能面临的不确定因素。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中美贸易谈判方面，本周美国贸易谈判代表预计将与中国副总理刘鹤进行两次电话通话。美国财长努钦表示中美双方谈判进入最后冲刺。</li> </ul>                                                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>上周中美贸易谈判也传出中美可能就执行问题达成协议，甚至有媒体报道可能双方会设立执行办公室来监督贸易协议的执行和推广。作为中美贸易谈判最大的障碍，如果双方能就执行协议达成共识，那意味着中美贸易谈判或许将收尾。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>一个月及三个月港元拆息由 4 月 1 日的低位 1.65% 和 1.75% 分别反弹至 4 月 11 日的 2.11% 和 1.99%。与此同时，美元/港元进一步远离 7.85 水平，并最低跌至 7.8305。</li> <li>然而，4 月 12 日，一个月和三个月港元拆息分别回落至 1.88% 和 1.9%，同时美元/港元最高升至 7.8471。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>我们认为港元拆息和港元汇价的反弹，背后主要有两个原因。第一，自三月初以来金管局多次出手干预以来，银行总结余在短短一个月内由 763 亿港元跌向临近 500 亿港元的水平。这使市场担忧如果套利交易渐趋进取，港元资金将进一步抽紧。因此，市场参与者开始囤积资金，从而推高港元拆息。随着港美息差再度收窄，套利交易逐步平仓退场，并带动港元显著反弹。第二，受惠于全球主要央行立场趋鸽、中国经济呈现企稳迹象，以及中美贸易谈判出现进展，市场风险情绪显著改善。因此，香港股市持续引来资金净流入，继而提振港元需求。继 3 月录得 206.4 亿港元的净流入后，4 月初至今，港股通进一步录得 109 亿港元的净流入。不过，随着市场参与者把囤积的资金释放回市场，上周五港元拆息和港元汇价携手回落。</li> <li>展望本周，上周五开始招股的申万宏源逾 90 亿港元 IPO 或冻结一定的流动性，从而为港元汇价和拆息带来短暂支撑。然而，由于银行总结余依然站在 500 亿港元上方，以及短期内港股市场鲜有大型 IPO，且资金流出风险较低，我们认为港元拆息上升空间有限。换言之，港美拆息可能保持一定的差距，从而驱使套利交易回归。未来几个月内，金管局再度出手干预的可能尚未能排除。不过，在套利交易谨慎，同时股市资金净流入提振港元需求的情况下，任何干预都可能是温和的。</li> <li>如果金管局再度干预市场，总结余的减少可能使市场重现 4 月囤积资金的局面。这加上 5-7 月股票派息高峰期，以及 6 月半年结，皆可能限制港元拆息的下行压力。总括而言，我们预计未来几个月内港元拆息和港元汇价将保持较大的波动性。</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 3 月广义乘用车消费同比下滑 12.1%，不过新能源车销售则同比翻倍。</li> </ul>                                                                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>新能源汽车销量大增可能与即将取消部分补助政策有关。不过就算考虑新能源汽车销量，3 月乘用车销量依然同比下滑。鉴于 2018 年汽车销量占中国零售消费比重达到 26.8%，汽车销量的回落意味着零售销售增幅将面临压力。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 3 月消费者物价指数同比增长 2.3%，与市场预期一致。而生产者物价指数也由 2 月的 0.1% 上升至 0.3%。</li> </ul>                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>环比来看，3 月消费者物价指数下滑 0.4%，与季节性因素相符。春节假期过后，食物价格和非食品价格分别环比回落。其中食物价格下滑 0.9%，而非食品价格则下滑 0.2%。非食物价格回落主要受节后旅游价格的回落，不过油价上升对非食品价格带来支撑。</li> <li>食物价格方面，今年 3 月环比回落幅度相较于历史春节后回落平均幅度要小。这主要受到猪肉价格逆势上升的影响。这也是猪肉价格在连续 25 个月同比回落后首次增长。而猪肉价格也拉动消费者物价指数 0.12%。</li> <li>展望未来，随着农历新年的季节性影响消退，未来受猪肉价格和油价 上升的影响，中国的消费者物价指数可能面临上行压力。此外，翘尾因素也将继续在二季度推高消费者物价指数，翘尾因素将在 6 月达到高点。因此，我们认为 4 月消费者物价指数可能进一步上升至 2.5%，并在二季度保持在 2.5% 附近。</li> </ul>                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 3 月信用数据再超预期。新增人民币贷款增长 1.69 万亿元。</li> <li>社会融资总量大涨 2.86 万亿元，除了强劲的表内贷款之外，表外和公司债券的增长也对社融起到了支撑。</li> <li>广义货币供给 M2 由 8% 加速至 8.6%，而 M1 也由 2% 加速至 4.6%。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>总体来看，贷款需求不如表面数据看起来的强劲。一季度中国新增人民币贷款达到 5.8 万亿元，较去年同期多增长 9465 亿元。不过新增的贷款主要靠短期贷款和票据融资。票据融资和短期贷款多增 1.16 万亿元，而长期贷款多增仅 2040 亿元。一季度短期贷款和票据融资的大幅增长主要受宽松流动性的驱动。</li> <li>此外，表外融资继续增长。其中信托贷款 3 月正增长 528 亿元。表外融资的复苏与监管边际宽松有关。而广义和狭义货币增幅 M2 和 M1 的复苏则显示市场对经济更为乐观，而经济活动也出现复苏。</li> <li>总体来看，虽然 3 月强劲的信用数据受到短期行为的影响，譬如大幅增长的短期贷款和票据。但是中长期贷款的增长显示央行目前并不着急进一步推出宽松政策。4 月降准的可能性已经大幅回落。降准的下一个窗口或许是 6 月，因为 6-7 月一共有四笔 1.3535 万亿的中期借贷便利到期。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 3 月出口同比增幅加速至 14.2%，不过进口则进一步同比下滑 7.6%。</li> <li>受进口疲弱的影响，贸易顺差扩大至 326 亿美元。</li> </ul>                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>3 月出口增幅反弹符合季节性因素。中国主要贸易伙伴国需求有所上升。其中对欧盟和日本的出口分别同比增长 23.7% 和 3.7%，而对美国的出口则同样同比增长 3.7%。</li> <li>进口方面，3 月对大宗商品的需求保持稳定。铁矿石和原</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

|                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>整个一季度，出口同比增长 1.4%，而进口则同比下滑 4.8%。</li> </ul>                                                                                                                               | <p>油的进口量分别同比小幅增长 0.7%和 0.4%。不过，电子元件进口保持疲弱，3 月进口金额同比下滑 6.1%。一季度，中国进口电子原件同比下滑 7.8%。与疲弱的韩国出口数据相吻合。疲弱的电子行业展望可能会影响中国第二季度的出口。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港 3 月房屋成交量七个月以来首次录得同比升幅，按年增长 22.7%至去年 7 月以来最高的 5231 宗。楼价指数则连续两个月录得环比升幅，2 月按月上升 1.3%。</li> </ul>                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>结合两项数据，可见楼市持续复苏。这背后的原因可总结为三个。第一，自从美联储于 3 月会议上预计今年不加息（去年 12 月时预计加息两次），市场对香港借贷成本上升的担忧进一步缓和，因为联汇制度使港元利率跟随美元利率波动。第二，受惠于主要央行的鸽派立场、中美持续进行的贸易谈判，以及中国超预期的刺激政策，全球风险情绪显著改善。股市随之上涨，并推升香港居民的财富效应。第三，为了把握改善的投资情绪，房地产发展商逐渐抬高新盘售价。这再度激起潜在买家对楼价只涨不跌的担忧。</li> <li>展望未来几个月，以上三项因素叠加可能继续为楼市带来支撑。然而，我们仍需看到全球经济复苏及中美贸易谈判获得更多新进展，才能够判断此轮楼市反弹是否可持续。另外，年中将有居屋单位的供应量将增加约 5000 个，而即将实施的空置税也可能驱使房地产发展商提早推出新盘。因此，短期供应增加或有助限制楼市的上涨空间。再者，由于银行业总结余不断下降，香港利率下行空间似乎有限。这也可能使部分潜在买家采取观望的态度。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 2 月房屋市场数据令市场失望。平均房价按月下跌 3%或按年下跌 10.5%至每平方米 98,618 澳门元，为 2017 年 12 月以来最低。房屋成交量连续第六个月下跌，按年下跌 79.4%至三年新低的 312 宗。此外，新批核按揭贷款按月下跌 58.8%或按年减少 30%至七年新低的 18.2 亿澳门元。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 2 月房屋市场数据令市场失望。平均房价按月下跌 3%或按年下跌 10.5%至每平方米 98,618 澳门元，为 2017 年 12 月以来最低。房屋成交量连续第六个月下跌，按年下跌 79.4%至三年新低的 312 宗。此外，新批核按揭贷款按月下跌 58.8%或按年减少 30%至七年新低的 18.2 亿澳门元。</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>美元/人民币继续保持在窄幅盘整。始终无法突破 6.70。人民币指数也同样保持稳健，维持在 95.2 附近交易。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>人民币近期走势伐善可陈。预计短期内人民币将继续围绕着美元走势而波动。</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.

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).

Co.Reg.no.:193200032W