

**摘要：一切只是开始**

中美双方“坦诚”的讨论以及意见交流未能达成市场希望看到的局面。终于，市场意识到原来上周的谈判不是协商的结束而只是新一轮协商的开始。双方主要媒体也比较安静，没有透露过多细节。不过双方的谈判清单已经在网上被流传，虽然未经证实，但包括华尔街日报等在内的西方主流媒体都已经报道了一部分的细节。显然美方的清单是咄咄逼人的，要求中国在两年内消减对美贸易顺差 2000 亿美元基本是不可能也是不合理的要求。当然这也可能是美方的一种谈判策略，先漫天要价为未来讨价还价提供一定的空间。但是现在时间不等人，离美国贸易代表决定是否实施 301 条款的惩罚关税不到一个月的时间。未来双方贸易冲突上升的风险不能被排除。市场还将继续关注未来几天乃至几周贸易问题的发展，短期内关注两点，第一美方是否会对华为动手（事态恶化）。第二，美国是否会延长 301 调查听证的截止日期（善意表现）。

经济数据方面，近期中国两组制造业指数常出现不同的趋势。不过细看分类的话，两组数据有一个方向是相似的就是中小企业的制造业活动似乎有所好转。这可能是受益于近期中国政府支持中小企业的政策包括减税等。此外，2018 年春季广交会的数据显示中美贸易冲突的影响尚未显现。结合 4 月全球制造业指数小幅反弹来看，外需或许对中国的出口数据在 2 季度继续起到支持。

此外，中国继续放宽资本流出渠道，重启了人民币合格机构投资者计划。汇率方面，我们对于近期部分媒体关于人民币重新进入贬值通道的报道持有不同的意见。近期人民币对美元的贬值主要是美元大幅反弹的结果。事实上，人民币对一篮子货币则出现了升值。而我们也认为未来人民币需要参考人民币对一篮子货币的价格而不只是人民币对美元的走势。近期人民币中间价持续弱于预期显示了央行希望稳定人民币篮子的态度。未来市场还将继续关注中美贸易谈判，市场对人民币在贸易谈判中的角色似乎有些分歧。如果美国政府保持强硬态度的话，人民币升值压力将继续存在。

**香港方面**，经济和楼市增长稳健支持企业贷款需求，因此 3 月总贷款和垫款继续保持强劲升势。然而，利率上升的预期料对本地贷款需求带来一定冲击，而中国央行不再收紧政策的预期则可能减少内地企业对海外贷款的需求。再加上高基数效应，我们预计总贷款增速将逐渐下滑。尽管如此，由于存款业务疲软，港元贷存比率可能从 3 月的 83.2%（2014 年 12 月以来最高水平）进一步向上。另外，港元拆息料将面临较大的上升风险。在银行业总结余减少的背景下，资本面波动性显著上升。因此，一系列因素包括 5 月月结效应、6 月季结效应、美联储 6 月加息预期、6-8 月上市企业派息潮，以及小米带领下的潜在招股潮，皆可能推高港元拆息。由于港元拆息持续受到支撑，且港元存款业务保持疲软，银行业料逐渐上调港元存款利率，以缓解资金压力。在资金成本上升的情况下，银行业下一步很可能是上调最优贷款利率。我们预计银行业将在 6 月上调 25 个基点，并在四季度再上调 25 个基点。**澳门方面**，4 月博彩业毛收入优于预期，按年上升 27.6%。休闲客户和贵宾客户携手造就了博彩业的畅旺，这令近期的博彩业增长有别于 2014 年之前的情况（当时主要依赖贵宾厅收入）。展望未来，随着一系列大型娱乐项目陆续开幕、港珠澳大桥落成，以及澳门元走弱，澳门旅游业料将获得更多增长动能，从而逐渐提升中场板块对博彩业的贡献。

**事件和市场热点**

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中美贸易谈判高开低走。美国代表团来的时候轰轰烈烈，走的时候则较为低调。双方主要媒体也比较安静。</li> <li>新华社在报道时候用了交换意见。交换意见的领域包括如何扩大美国对华出口，双边服务贸易，双边投资，知识产权保护以及关税和非关税等措</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>交换意见基本就是各说各的。这意味着双方离最终的协议还差很远。虽然官方没有太多细节，不过双方的谈判清单已经在网上被流传，虽然未经证实，但包括华尔街日报等在内的西方主流媒体都已经报道了一部分的细节。显然美方的清单是咄咄逼人的，要求中国在两年内消减对美贸易顺差 2000 亿美元基本是不可能也是不合理的要求。当然这</li> </ul>

<p>施。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>而白宫的申明稿的论调也非常简单，只是最后表示将寻求特朗普总统意见来决定下一步行动。</li> </ul>	<p>也可能是美方的一种谈判策略，先漫天要价为未来讨价还价提供一定的空间。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上周的协商告诉市场这根本不是结束，而只是新一轮讨价还价的开始。双方要缩小差距可能还需要很久的时间。但是现在时间不等人，离美国贸易代表决定是否实施 301 条款的惩罚关税不到一个月的时间。未来双方贸易冲突上升的风险不能被排除。市场还将继续关注未来几天乃至几周贸易问题的发展，短期内关注两点，第一美方是否会对华为动手（事态恶化）。第二，美国是否会延长 301 调查听证的截止日期（善意表现）。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国继续放宽资本流出渠道，重启了人民币合格机构投资者计划。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人民银行表示流出的人民币不允许在境外购汇，防止投资者滥用该计划。总体来看，近期的一系列开放有利于境内投资者分散投资，加快对境外资产的配置。同时也有利于中国推动人民币国际化。</li> </ul>

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>2018 年春季广交会采购商人数超过 20 万，创下 2013 年春季会议的高点，而以人民币计价的成交价也同比上升 3.1%至 1892 亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>春季广交会的乐观数据显示中美贸易冲突的影响暂时还不小，而全球经济也继续在共振复苏的道路上前景。结合 4 月全球制造业指数小幅反弹来看，外需或许对中国的出口数据在 2 季度继续起到支持。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国 4 月官方制造业采购经理人指数由 51.5 小幅回落至 51.4，新订单和新出口订单分别下滑。</li> <li>不过，财新制造业采购经理人指数则显示了不同方向，由 51 小幅反弹至 51.1。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>近期两组制造业指数常出现不同的趋势。不过细看分类的话，两组数据有一个方向是相似的就是中小企业的制造业活动似乎有所好转。这可能是受益于近期中国政府支持中小企业的政策包括减税等。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 3 月贷款与垫款总额按年增长 15%，连续 14 个月录得双位数同比升幅。根据金管局，贷款的增长主要由对金融公司的贷款及对建造业及物业发展与投资的贷款所带动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>内部而言，在香港境内使用的贷款（不包括贸易）占总贷款的 64.5%，该类贷款按年增长 15.3%，主要由股市及楼市表现畅旺所带动。展望未来，除了高基数效应外，对借贷成本上升的忧虑以及股市波动性上升，均可能导致本地贷款增速减慢。</li> <li>外部而言，在香港境外使用的贷款按年增长 14.8%。增速由去年 11 月达到的最高水平 20.8%逐渐下滑。实际上，由于港元走弱能够有效减少还款及利息支出，港元贷款对离岸贷款者应该具备一定吸引力。但是，在中国当局打击内地企业非理性海外扩张，以及市场预期中国央行不再收紧政策的情况下，内地企业对离岸贷款的需求或有所减少。再加上高基数效应，我们预期今年在香港境外使用的贷款增速将有所放缓。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 3 月总存款按年增长 6.8%，增速为 2016 年 8 月以来最慢。而港元储蓄存款亦按月收缩 1.6%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，我们预期港元拆息将继续面临上升压力。第一，由于月结效应减退及平安好医生招股冻结的资金被释</li> </ul>

<p>因此，尽管贷款增长放慢，香港贷存比率依然上升至 2014 年 12 月以来最高水平 83.2%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>由于港元拆息维持上升走势，各大银行陆续提高港元定期存款利率以舒缓资金压力。部分银行甚至提供 3% 定期存款利率。甚至一些拥有庞大存款基础的银行亦加入此轮加息战。</li> </ul>	<p>放，短端流动性有所改善。因此，港元可能再度触及弱方兑换保证。这或促使金管局再次出手接盘，从而进一步缩小银行体系结余，并推高港元拆息。第二，5 月的月结效应及 6 月的季结效应可能令资金供应出现紧张局面。第三，上市企业将在 6-8 月派息，届时港元的需求将有所上升。最后，随着 IPO 新规于 4 月 30 日落地，2018 年年中开始，大型科技公司可能陆续申请在港上市。例如，小米于上周已经向港交所申请上市。消息传小米将集资 100 亿美元，这料成为 2014 年以来全球最大的 IPO，且可能导致资金抽紧。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>港元拆息上升可能为市场带来两个主要影响。首先，港美息差收窄可能有助防止美元兑港元持续触碰 7.85 的水平。换言之，银行业总结余或不会大幅减少。直至 2018 年年中，银行业总结余料维持在 800-1000 亿港元。其次，港元拆息上扬可能转化为港元定期存款利率的上升压力。鉴于各大银行陆续取消定息按揭贷款计划，以及上调港元定期存款利率的举措，我们认为下一步很可能是提高最优贷利率。我们预期银行界将于 6 月上调最优贷利率 25 个基点，并于第 4 季进一步上调 25 个基点。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 3 月离岸人民币存款按年增长 9.3% 至 5540 亿元，增速为 2015 年 1 月以来最快。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>存款大幅增长可能源于两个主要因素。第一，在岸人民币的流动性紧张，为离岸市场带来溢出效应。因此各大银行争相上调离岸人民币存款利率。第二，3 月人民币兑港元按月升值 1.4%，这增添人民币资产的吸引力。展望未来，由于人民币前景保持稳健，加上离岸人民币存款利率高于港元存款，我们预期未来数月内离岸人民币存款将稳步增长。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>在强劲内外需求的带动下，香港 3 月零售销售额按年增长 11.4%，连续第 2 个月录得双位数增长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>各类零售商品的销售额普遍录得增长。例如，名贵商品的销售额按年上升 23.1%，为连续第 2 个月录得双位数同比涨幅。另外，继上月按年增长 42.2% 后，衣物、鞋类及有关制品的销售额继续按年上涨 11.6%。数据表现亮丽，主要是因为旅游业畅旺及本地消费意欲强劲。一方面，受惠于亚洲经济持续复苏，3 月访港旅客总人数按年增加 8.9%。此外，港元走弱亦有助吸引海外旅客访港，且有助提振旅客消费意欲。4 月份，港元兑美元按年贬值 0.9%，而美元指数则按年贬值 7.28%。另一方面，本地经济增长稳健，加上劳动力市场紧俏，有助推动工资增速上升。在收入前景乐观的情况下，本地居民消费情绪保持高涨。整体而言，我们维持年内零售销售额增长 5%-8% 的观点。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 3 月二手楼价指数连续 17 个月创新高。同月，新批按揭贷款按年续增 6.9%。4 月份，房屋</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于本地经济维持稳健，且利率在历史低位徘徊，房地产市场的投资情绪持续向好。然而，我们注意到楼价的增长</li> </ul>

<p>成交量亦按月反弹 55.9%至 1 年新高 6646 宗。</p>	<p>自 2017 年 10 月以来首次放慢，房屋成交量亦连续 2 个月录得同比负增长。再加上高基数效应，我们预期年内楼市的增长将逐渐下滑。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 除此之外，一些其他因素也可能为过热的楼市带来回调压力。首先，港元于 4 月份触及弱方兑换保证后，金管局出手接盘令银行业总结余减少约 30%。这加上季结效应、上市公司派息、美联储 6 月加息预期，以及潜在大型企业来港上市，料将推高港元拆息。随着港元拆息持续走高，各大银行陆续取消定息按揭计划及提高港元定期存款利率。我们预期银行业将在 6 月开启最优贷利率的上升周期。在此情况下，利率上升的预期或打击房屋及按揭贷款的需求。其次，股市转趋波动，令楼市的潜在买家变得更加审慎。第三，政府估计在未来 3-4 年内将会新增 96000 个私营单位的供应。另外，根据最新财政预算案，政府预测的未来公营房屋供应量多于过去几年的估计。房屋供应量上升可能有助冷却过热的楼市。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 4 月博彩业毛收入超乎预期，继 3 月录得 27.6%的同比升幅后，继续按年大幅增长 27.6%至 257 亿澳门元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 与过去不同的是，此轮博彩业的增长由高端赌客及中场赌客共同带动。2005-2013 年期间，贵宾厅收入占博彩业毛收入的 70%，是该行业的重要支柱。因此，自 2014 年起的三年内，中国推行的反贪腐运动对澳门博彩业造成严重打击。这促使澳门政府及赌场经营者转移焦点至非博彩业务。随着多个大型娱乐项目于 2016 年起陆续开幕，加上亚洲经济持续复苏，澳门旅游业显著反弹，从而为中场业务注入增长动力。因此，中场业务对博彩业毛收入的贡献在过去几年内上升 10 个百分点至约 40%。</li> <li>▪ 展望未来，一系列新大型项目逐步开幕、港珠澳大桥落成，以及澳门元走弱，这些因素或进一步支持澳门旅游业，并带来更多休闲赌客。因此，中场业务对博彩业的贡献料逐渐上升。相反，政策风险及借贷成本上升或限制赌场中介人为高端赌客提供贷款，从而导致贵宾厅减少对博彩业的贡献。在此情况下，单靠中场板块带动的增长可能弱于由贵宾厅板块或双板块带来的增长。再加上高基数效应，我们维持 2018 年赌收增速放缓的观点。</li> </ul>

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币上周延续了对美元的跌幅。美元/人民币在境内外市场重新回到 6.3500 上方。不过人民币指数则升至将近两年的高点，上周五收在 97.52。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 我们对于近期部分媒体关于人民币重新进入贬值通道的报道持有不同的意见。近期人民币对美元的贬值主要是美元大幅反弹的结果。事实上，人民币对一篮子货币则出现了升值。而我们也认为未来看人民币需要参考人民币对一篮</li> </ul>

子货币的价格而不只是人民币对美元的走势。近期人民币中间价持续弱于预期显示了央行希望稳定人民币篮子的态度。未来市场还将继续关注中美贸易谈判，市场对人民币在贸易谈判中的角色似乎有些分歧。如果美国政府保持强硬态度的话，人民币升值压力将继续存在。

**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