

摘要：改革开放 2.0

上周中美贸易冲突没有进一步恶化。随着叙利亚危机恶化，俄罗斯和美国直接冲突的风险加剧，中美贸易冲突退居次席。习近平主席上周在博鳌论坛上为中国新一轮开放奠定了基调。习主席对汽车行业的特别提及（包括降低汽车进口关税以及提高外资持股比例等）有助于直接缓解特朗普总统的担忧，从而缓解中美贸易冲突。随后中国央行行长易纲公布了具体的金融业开放清单。新的金融开放 11 条将分两个阶段实施。货币政策方面，易纲表示目前中美利差在舒适区间。此外，宏观杠杆率是货币政策的一个考量标准。这显示中国在宏观杠杆率稳定并呈现下降趋势之前不会更多收紧货币政策。

数据方面，目前公布的 3 月经济数据普遍低于预期。中国 3 月贸易差额意外转为逆差。3 月与贸易数据的波动主要还是受季节性因素的影响。更多是对 2 月数据意外走强的纠正。从好的方面来看，3 月电子产品进口依然保持强劲，进口金额同比上升 43.3%。今年第一季度同比增长达到 38.9%，显示中国继续受益于全球复苏。因此，我们认为中国出口增幅在未来几个月将复苏。弱于预期的社会融资总量主要是受到表外融资收缩的影响。表外融资的回落也显示中国金融去杠杆取得成效。不过鉴于社会融资总量数据对经济增长的领先作用，近期社会融资总量增幅的放缓意味着下半年经济可能会放缓。

路透新闻报道中国可能放开商业银行存款利率自律上限。将根据银行的规模分批进行。虽然中国已经在 2015 年取消了存款利率上限，完成了利率市场化的重要一步。但是自律上限的存在使得中国商业银行存款不超过基准利率的 50%。这也使得银行的存款利率远远低于理财产品的收益率。鉴于中国正在积极控制表外业务，进一步开放自律上限有利于将融资由表外转回到表内。

汇率方面，人民币指数的反弹可能受到央行行长易纲不会让人民币贬值对冲关税评论的支持。随着贸易冲突对人民币的影响渐渐消退，我们认为短期内驱动人民币走势的主要因素可能会回到美元。

香港方面，美元和港元拆息差距不断扩大，最终鼓励套利交易活动把港元推向弱方兑换保证水平，为 2005 年金管局采用 7.75-7.85 的交易区间以来首次。4 月 12 日至 13 日期间，金管局买入约 32.58 亿港元，这仅使银行业总结余轻微下降至 1765.2 亿港元。短期内，由于经济基本面未有出现明显转变，资金可能持续流入香港市场。因此，充裕的流动性料继续打压本地利率。相反，美联储持续收紧政策、美国财政部增发国债导致债息上涨，以及美国税改引发的海外美元资金回流，这三个因素可能使美元拆息继续高企。因此，我们预计港美息差将保持较大水平，并继续令港元承压。不过，在资本流出风险较小的情况下，港元空头的规模料较小，因此可能只会触发金管局温和的干预。在此情况下，我们预期港元拆息快速上升，以及港元扭转弱势的可能性不大。反而，港元可能继续在贴近 7.85 的水平徘徊。其他方面，随着内地投资者分散风险的需求持续上升，深港通和沪港通每日南向额度的扩大或为香港股市迎来更多资金流入，从而增添港元拆息的下行压力。然而，今年 6 月左右，香港上市公司派息可能促使港元需求上升，同时我们还可能迎来潜在的大型 IPO、季结因素，以及美联储 6 月加息。这加上金管局干预下银行总结余逐渐减少的影响，料将减轻港元拆息及港元的下行风险。而我们认为直至全球央行同步收紧货币政策，导致资本流出香港，才可能使港元拆息显著上升，并扭转港元的弱势。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
习近平主席上周在博鳌论坛上为中国新一轮开放奠定了基调。随后中国央行行长易纲公布了具体的金融业开放清单。新的金融开放 11 条将分两个	习近平主席的开放论调基本重申了李克强总理在两会闭幕式上的基调。中国主要将聚焦四个领域包括货物贸易降低关税，服务贸易部分行业继续开放，制造业保护知识产

阶段实施。 ▪ 不过易纲也表示金融业开放将遵循三条规律，包括准入前国民待遇和负面清单原则；金融业对外开放要以汇率形成机制改革、资本项目可兑换的进程相互配合、共同推进以及开放和防范风险并重。	权，限制科技转移以及对外直接投资简化流程。不过习主席对汽车行业的特别提及（包括降低汽车进口关税以及提高外资持股比例等）有助于直接缓解特朗普总统的担忧，从而缓解中美贸易冲突。 ▪ 金融领域开放方面，未来几个月将落实六点。包括 1）取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，内外资一视同仁。2）将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%，三年后不再设限；3）不再要求合资证券公司境内股东至少有一家证券公司；4）为进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，从 5 月 1 日起把互联互通每日额度扩大四倍。5）允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务。6）放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致。 ▪ 此外，年底前将继续推出另外五条措施包括：1）鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资；2）对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限；3）大幅度扩大外资银行业务范围；4）不再对合资证券公司业务范围单独设限，内外资一致。5）全面取消外资保险公司设立前需开设 2 年代表处要求。 ▪ 货币政策方面，易纲表示目前中美利差在舒适区间。此外，宏观杠杆率是货币政策的一个考量标准。这显示中国在宏观杠杆率稳定并呈现下降趋势之前不会更多收紧货币政策。 ▪ 汇率方面，易行长也表示中国不会通过汇率贬值来对冲关税上升。
▪ 上周中美贸易冲突没有进一步恶化。而上周五美国财政部的半年度国际经济和汇率报告中再次认定中国没有操纵汇率。不过财政部对中国在修正中美贸易顺差缺乏进展表示了担忧。	▪ 近期中国刚柔并济，有望将美国重新带回谈判桌。对于特朗普总统 1000 亿额外关税清单我们表示怀疑，我们认为短期内美国贸易代表处不太可能会出台新的清单。市场依然将关注美国贸易代表处就宣布的 500 亿美元清单的听证。
▪ 为了庆祝中国改革开放 40 周年。中国再次推出自由贸易港这个概念。习近平主席表示要在 2025 年将海南建设成自由贸易港。	▪ 货物，资本和交通运输设备自由进出将是自由贸易港的主要特征之一。境内关外将成为自贸港的关键词。而海南的地理优势意味着未来海南将在中国的一带一路框架中扮演更重要的桥头堡角色。此外，海南也将成为包括新能源汽车以及赛马等试验田。
▪ 路透新闻报道中国可能放开商业银行存款利率自律上限。将根据银行的规模分批进行。	▪ 虽然中国已经在 2015 年取消了存款利率上限，完成了利率市场化的重要一步。但是自律上限的存在使得中国商业银行存款不超过基准利率的 50%。这也使得银行的存款利率远远低于理财产品的收益率。鉴于中国正在积极控制表外

	业务，进一步开放自律上限有利于将融资由表外转回到表内。
美元和港元拆息差距不断扩大，最终鼓励套利交易活动把港元推向弱方兑换保证水平，为 2005 年金管局采用 7.75-7.85 的交易区间以来首次。4 月 12 日至 13 日期间，金管局共买入约 32.58 亿港元，以保卫联汇制度。然而，这仅使银行业总结余轻微下降至 1765.2 亿港元。再看市场反映，12 个月美元兑港元远期点只是从 -630 反弹至 -520，而 1 个月港元拆息也仅由 0.79% 上升至 0.85%。	- 我们预期短期内港元拆息仍将维持在低位。由于经济基本面未有出现明显转变，包括乐观的香港经济前景及充裕的全球流动性，资金可能持续流入香港市场。相反，美元拆息料继续高企，主要是因为以下三个原因。第一，美国财政部增发国债以配合财政刺激政策，结果造成国债收益率上涨，从而推高商业票据利率及美元拆息。第二，税改鼓励海外美元回流，令离岸美元流动性趋紧。第三，美联储持续缩表及加息也对利率带来上行压力。因此，我们预计港美息差将保持较大水平，并继续令港元承压。 - 在资本流出风险较小的情况下，纵使套利交易带动美元兑港元反覆挑战 7.85 的水平，港元空头的规模料较小，因此可能只会触发金管局温和的干预。短期内，我们预期港元拆息快速上升，以及港元扭转弱势的可能性不大。反而，港元可能继续在贴近 7.85 的水平徘徊。 - 展望未来，沪港通和深港通的每日额度将于 5 月 1 日正式扩大，这或为香港股市迎来更多资金流入，从而增添港元拆息的下行压力。然而，今年 6 月左右，香港上市公司派息可能促使港元需求上升，同时我们还可能迎来潜在的大型 IPO、季结因素，以及美联储 6 月加息。这加上金管局干预下银行总结余逐渐减少的影响，料将减轻港元拆息及港元的下行风险。而我们认为直至全球央行同步收紧货币政策，导致资本流出香港，才可能使港元拆息显著上升，并扭转港元的弱势。
中国央行行长易纲宣布将股票市场互联互通计划下的每日南向额度由 105 亿人民币扩大至 420 亿人民币，而每日北向额度则由 130 亿人民币上调至 520 亿人民币，由 5 月 1 日开始生效。	事实上，自深港通和沪港通车以来，每日额度从未被用尽。尽管如此，扩大每日额度还是反映了中国当局进一步开放资本帐及推动人民币国际化的决心。我们留意到自 2017 年 9 月以来沪港通及深港通南向资金持续录得净流入。随着内地投资者分散风险的需求持续上升，额度的扩大或为香港股市迎来更多资金流入，从而延续香港流动性充裕的情况，并为港元拆息增添下行压力。另一方面，在人民币表现稳健，以及内地 A 股指数将被纳入 MSCI 新兴市场指数的背景下，额度的扩大或有助增添内地 A 股市场对外国投资者的吸引力。
澳门财政司司长指出澳门政府与广东省政府就成立总值 20 亿人民币的共同发展基金签订协议，以推动大湾区的发展。消息指出，粤港澳大湾区规划将于短期内公布。	展望未来，我们预期香港、澳门及广东将进一步加强合作关系，这或有助中国企业在海外扩张业务，并聚集三地的资本及专才，以推动该区域高科技产业及先进制造业的发展。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国 3 月新增人民币贷款基本与市场预期一致，不过社会融资总量则低于预期。 - 新增人民币贷款增长 1.12 万亿元，较 2 月的 8933 亿上升。不过社会融资总量仅增长 1.33 万亿元，低于预期的 1.8 万亿美元。 - 广义货币供给 M2 增幅则由 2 月的 8.8% 放缓至 8.2%。	- 弱于预期的社会融资总量主要是受到表外融资收缩的影响。包括委托贷款、信托贷款以及未贴现票据融资的三大表外业务分别下滑。其中委托贷款下滑 1850 亿元，创下历史最高跌幅。而信托贷款也是 2015 年 11 月以来首次出现单月下滑现象。表外融资的回落也显示中国金融去杠杆取得成效。不过鉴于社会融资总量数据对经济增长的领先作用，近期社会融资总量增幅的放缓意味着下半年经济可能会放缓。 - 社融数据中的亮点是债券融资数据。随着流动性改善，3 月债券融资再次活跃，新增 3441 亿元，部分对冲了表外融资的回落。鉴于中国去杠杆已经转向针对地方政府以及国有企业的结构性去杠杆。我们认为流动性的好转可能会进一步加强债券市场的融资功能。
中国 3 月贸易差额意外转为逆差。由 2 月顺差 337.5 亿美元成为 49.8 亿元逆差。以美元计价的出口同比下滑 2.7%，而进口则同比增长 14.4%。	3 与贸易数据的波动主要还是受季节性因素的影响。更多是对 2 月数据意外走强的纠正。如果将 2 月和 3 月数据结合在一起看的话，两个月的出口同比增长 15%，进口增长 10.9%，属于正常区间。因此，我们认为没有必要过度解读 3 月的贸易数据。 - 从好的方面来看，3 月电子产品进口依然保持强劲，进口金额同比上升 43.3%。今年第一季度同比增长达到 38.9%，显示中国继续受益于全球复苏。因此，我们认为中国出口增幅在未来几个月将复苏。 - 中国商品需求依然稳健。原油进口金额达到 182.9 亿美元，同比增长 19.1%。不过铁矿石进口需求则量价齐跌。
中国 3 月物价回落，回落幅度超过预期。其中消费者物价指数回落至 2.1%，而生产者物价指数则回落至 3.1%。	物价回落有季节性因素的关系。主要受到春节假期后物价回落的影响。2 月消费者物价指数可能是今年高点。我们预计未来几个月 CPI 可能继续维持在 2% 左右。总体来看，物价指数对货币政策的影响不大。
澳门 2 月房屋成交量按年增长 177.5%，而按月则增长 3.6% 至 1518 宗。	2 月上旬，市场忧虑一系列新楼市调控措施或大幅推高楼价。因此，市场购买意愿高涨，带动成交量显著上升。不过，新楼市调控措施在 2 月下旬开始生效，打压了房地产投资的需求，及减少了二手房屋市场的供应。因此，2 月新批按揭贷款的同比增速放慢至 0.3%。我们维持房地产成交量在未来数月保持低迷的观点。不过，劳动市场保持稳健、借贷成本低行，加上新楼市措施将鼓励首次置业买家进入市场，从而增加对按揭贷款的需求。再者，一手及二手房屋市场的供应量维持短缺。因此，整体楼价（按年增长 24.7% 至 110,243 澳门元/平方米）的表现料保持上行走。

	势。然而，我们预计未来利率将逐步上升，而股市也存在调整的风险。这些因素或有助放缓楼价的升幅。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币上周对美元和一篮子货币分别走高。	人民币指数的反弹可能受到央行行长易纲不会让人民币贬值对冲关税评论的支持。随着贸易冲突对人民币的影响渐渐消退，我们认为短期内驱动人民币走势的主要因素可能会回到美元。

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