

摘要：

受 3 月制造业指数大幅反弹的支持，市场对中国经济短期内企稳的预期上升，对冲了弱于预期的 1-2 月工业企业利润数据。季节性因素在 3 月和 1-2 月数据的差距中扮演了显著的角色，因为今年春节叫去年早。不过，从 PMI 分类来看，支持 PMI 反弹的不只是季节性因素。中小企业 PMI 的大幅反弹，显示财政和货币宽松政策的效果开始显现。

行业方面，中国经济的两大支柱行业汽车和房地产可能会出现分歧。新能源汽车补贴政策靴子落地。新的政策旨在清理一批技术落后的车型。不过由于退坡是缓步有序的进行，短期内或许会导致提前消费，从而支持汽车销售。房地产行业近期出现反弹，土地购置溢价率显著上升，显示信心的恢复。

货币政策方面，中国央行上周五通过微博否认了降准的传闻。鉴于中国经济 3 月出现企稳反弹现象，中国并不着急立即推出更多新的刺激政策。不过市场将关注 4 月份央行如何置换到期的 MLF 流动性。我们认为 4 月降准的概率依然存在。

中美贸易谈判方面，虽然双方不断在媒体发出积极信号，表示谈判进展显著，不过随着谈判进入包括网络安全等敏感地带（过去曾经是中国的红线），从时间上来看，双发达成协议时间还不确定。汇率方面，上周多数时间，人民币走势主要参照美元。不过周五，尽管美元走平，人民币却突然反弹，从而推动人民币指数走高至 95.25 附近。近期全球货币政策同质化已经资本流入可能将继续对人民币带来支持。不过，在中美贸易谈判具体细节公布前，市场可能将继续保持谨慎。

香港方面，套利交易回归，使美元兑港元再度触及 7.85。为了捍卫联汇制度，金管局买入 105.43 亿港元，令银行业总结余减少至 542 亿港元。展望未来，我们预期一个月及三个月港元拆息将分别跌穿 1.5% 和 1.7%。随着港美息差进一步扩阔，我们预期美元兑港元将间歇地触及 7.85，并触发金管局出手干预。不过，季末过后，美元需求未必如此强劲。此外，与去年金管局干预时港股资金净流出的情况不同，此轮干预伴随着股市资金净流入。再者，由于银行业总结余于三月份收缩了 22.4%，套利交易料保持谨慎，以免金管局进一步接钱导致港元利率和汇价反弹。总括而言，未来金管局的干预料保持温和。另一方面，港元活期和储蓄存款占港元总存款的比例由上月近 10 年低位反弹至 58.9%。由于美联储预期今年不加息，并将提早结束缩表，港元利率包括存款利率可能维持不变或下跌，而非上涨。在此情况下，港元定期存款（按月收缩 1.5%）料逐步减少。与此同时，楼市及股市反弹，加上银行推出优惠吸引活期和储蓄存款，可能带动该类存款（按月增加 1.4%）逐步反弹。总括而言，今年银行业的融资压力可能有所舒缓。再加上美联储暂停加息，我们预计今年香港银行业上调最优惠贷款利率的可能性较低。最后，香港金管局颁发三张虚拟银行牌照，这证实了香港正致力于推动金融科技的发展。短期而言，在流动性充裕的情况下，即使虚拟银行可能提高存款利率吸引客户，此举对整个银行体系存款利率造成的上升压力也可能较为有限。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中美贸易谈判进入深水区。根据华尔街日报报道，谈判焦点转移到包括网络安全和云计算等高科技领域。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 虽然双方不断在媒体发出积极信号，表示谈判进展显著，不过随着谈判进入包括网络安全等敏感地带（过去曾经是中国的红线），从时间上来看，双发达成协议时间还不确定。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 摩根大通和野村证券上周收到监管批文，可以在中国境内成立外资控股的券商。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 随着中国进一步开放国内的金融市场，预计未来越来越多外资金融机构可以进入中国市场设立外资控股的金融机构，包括券商和银行等。

<ul style="list-style-type: none"> ▪ 李克强总理在博鳌论坛上再次重申了中国开放的观点。经济方面，李总理表示 3 月经济强劲反弹。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 基于李总理的评论，我们有理由相信 3 月工业产出数据将出现较大反弹。不过反弹主要还是受到农历新年季节性因素影响。市场将关注二季度数据来判断中国经济短期内是否已经触底。 ▪ 李总理再次重申中国不会回到大水漫灌的老路。但是也表示如果经济增幅不如预期的话，中国的支持政策会进一步加码。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国央行上周五通过微博否认了降准的传闻。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 鉴于中国经济 3 月出现企稳反弹现象，中国并不着急立即推出更多新的刺激政策。不过市场将关注 4 月份央行如何置换到期的 MLF 流动性。我们认为 4 月降准的概率依然存在。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国宣布降低新能源汽车补助。从 6 月底开始，对新能源汽车中央财政补贴退坡 50%，地方补贴取消。而 2020 年补贴将全部取消。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 新能源汽车补贴政策靴子落地。新的政策旨在清理一批技术落后的车型。不过由于退坡是缓步有序的进行，短期内或许会导致提前消费，从而支持汽车销售。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周四，美元兑港元再度触及 7.85，主要因为套利交易回归及季结因素推升美元需求。为了捍卫联汇制度，金管局买入 105.43 亿港元。截至 4 月 1 日，银行业总结余减少至 542 亿港元。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 在香港股市资金持续净流入、全球主要央行暂停收紧政策，以及近期没有大型 IPO 这三项因素的影响下，市场对港元流动性维持充裕的预期升温。因此，季结因素较预期提前消退，令港元拆息全面回落。 ▪ 展望未来，我们预期一个月（1.65%）及三个月（1.76%）港元拆息将分别跌穿 1.5%和 1.7%。随着港美息差进一步扩阔，我们预期美元兑港元将间歇地触及 7.85，并触发金管局出手干预。不过，季末过后，美元需求未必如此强劲。此外，与去年金管局干预时港股资金净流入的情况不同，此轮干预伴随着股市资金净流入。由于主要央行暂停收紧政策，资金持续从发达市场流向新兴市场。再者，由于银行业总结余于三月份收缩了 22.4%，套利交易料保持谨慎，以免金管局进一步接钱导致港元利率和汇价反弹。 ▪ 总括而言，未来金管局的干预料保持温和，并对规模庞大的货币基础（超过 1.6 万亿港元）带来有限的影响。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 继 2018 年 9 月推出转数快系统后，香港金管局颁发三张虚拟银行牌照，且正在积极处理其余五份申请。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 这证实了香港正致力于推动金融科技的发展，以赶上深圳的步伐。短期而言，这些虚拟银行将只为持有香港身份证的人士提供传统的贷款、存款和汇款服务。在目前流动性充裕的情况下，即使虚拟银行可能提高存款利率吸引客户，此举对整个银行体系存款利率造成的上升压力也可能较为有限。不过，就长期而言，虚拟银行进一步发展或加剧银行业的竞争，从而带动存款利率上涨。 ▪ 另一方面，我们预期大湾区内的金融科技发展合作将逐渐深化。第一，金融科技有助整合及改善跨境金融业的大数据库。第二，香港金管局于 2016 年 9 月推出金融科技监管沙盒，这可能延伸到大湾区各地，以推动整个大湾区的金

	<p>融科技发展。第三，粤港澳大湾区贸易融资区块链平台于去年 9 月推出，在不足两个月的时间内交易确认金额已达 2.09 亿元人民币。而去年 10 月香港也推出了贸易融资区块链平台。深圳人民银行行长指大湾区贸易融资区块链平台正在推动第二期，第二期将包括跨境贸易、税收及未来海关的联通。第四，大湾区可能利用金融科技改善日常生活，例如通过金融科技对健康护理、交通及社区服务进行跨境付款。</p>
--	---

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 3 月制造业采购经理人指数由 2 月的 49.2 大幅反弹至 50.5。自 2018 年 11 月以来首次回到扩张区间。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 3 月供给和需求同时反弹。供给方面，生产指数由 49.5 上升至 52.7。需求方面，新订单和新出口订单分别由 50.6 和 45.2 上升至 51.6 和 47.1。PMI 购进价格指数由 51.9 进一步上升至 53.5，这可能将继续支持生产者物价指数保持在零上方。 ▪ 总体来看，3 月制造业指数反弹很大程度受益于季节性因素，今年春节时间较早，企业 3 月开工影响不大。 ▪ 不过从分类数据来看，3 月 PMI 中，大型企业 PMI 回落，而中小企业 PMI 则大幅反弹，虽然依然处在 50 下方，但是反弹幅度来看显示中国政府的财政和货币宽松影响正在显现。 ▪ 强劲的 PMI 数据有利于缓解对中国经济快速下滑的担忧。中国经济在未来几个月在宽松财政和货币政策支持下，可能将试图筑底。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 1-2 月工业企业利润大幅下滑 14%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 其中制造业工业利润下滑 15.7%，超过矿业，可能受到季节因素已经贸易战的影响。利润数据回落也与 1-2 月工业产出回落等相吻合。部分也受生产者物价指数回落影响。不过该数据被强劲的 3 月 PMI 所掩盖。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 2 月总贷款的同比增速持续放缓，按年增长 3.03%，增幅为自 2016 年 8 月以来最弱。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 尽管市场对全球流动性宽松的预期升温带动风险资产价格反弹，但香港的贷款需求依然低迷。首先，贸易融资连续第六个月录得跌幅，按年减少 7.4%至 4777 亿港元，主要因为外部需求转弱及贸易风险萦绕打击香港贸易活动。其次，在香港使用的贷款（不包括贸易融资）的同比增速有所下滑，按年增长 3.5%至 6.36 万亿港元。尽管市场对利率上升的担忧降温，加上中美贸易战暂时停战，这两个利好因素提振了投资情绪，但在外部不确定性高企的情况下，贷款需求依然保持谨慎。具体而言，虽然楼价反弹，但新批核按揭贷款连续第四个月录得跌幅，按年减少 19.8%至 260.5 亿港元。再者，在香港境外使用贷款的同比增速由

	<p>3.8%反弹至 4%。近期，中国央行推出宽松政策令中国内地企业的融资需求回归在岸市场。不过，随着美联储暂缓加息计划，中美息差可能保持较宽的水平。换言之，除非中国央行进一步放宽货币政策，否则香港境外使用贷款的增长料维持稳定。总括而言，在全球经济增长放慢及贸易风险充斥的情况下，我们维持对香港总贷款温和增长的看法。2019 年总贷款料录得较去年 4.4%低的单位数升幅。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2 月份港元贷存比率上升至 2003 年以来最高的 87.3%，主要因为港元贷款按月增长 0.7%，增速比港元存款（按月增长 0.2%）更快。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 尽管如此，我们预期港元贷存比率上升空间不如下行压力大，主要因为贷款增长可能维持温和，而存款则可能出现反弹。就港元存款而言，港元活期存款及储蓄存款连续两个月录得反弹，分别按月增长 0.6%及 1.8%。此外，港元定期存款按月减少 1.5%。因此，港元活期和储蓄存款占港元总存款的比例由上月近 10 年低位的 58.2%反弹至 58.9%。由于美联储预期今年不加息，并将提早结束缩表，港元利率包括存款利率可能维持不变或下跌，而非上涨。在此情况下，港元定期存款料逐步减少。另一方面，楼市及股市反弹，加上银行推出优惠吸引活期和储蓄存款，该类存款可能逐步反弹。总括而言，今年银行业的融资压力可能有所舒缓。再加上美联储暂停加息，我们预计今年香港银行业上调最优惠贷款利率的可能性较低。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 2 月人民币存款按月反弹 1.5%至 6083 亿元人民币。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 市场对中国央行推出更多刺激性政策的预期暂时降温，同时对美联储暂停加息的预期显著升温。因此，人民币资产的吸引力上升。此外，随着中国进一步对外开放、MSCI 上调其指数中的 A 股权重，以及 A 股及债券纳入全球性指数，资金可能持续流入中国市场，从而使境外的人民币需求上涨。再者，人民币的前景已明显改善。总括而言，我们预期未来数月香港的人民币存款将保持稳健。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 2 月贸易数据逊于预期，主要是因为今年与去年农历新年的时间不同。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 由于出口商通常在农历新年前提前兑付订单，农历新年期间及之后一段时间内，出口活动停滞。因此，2 月出口按年跌幅显著扩大至三年以来最弱的 6.9%。相反，农历新年假期令进口有所延迟，因此 2 月进口按年跌幅由 1 月的 6%收窄至 2 月的 3.8%。 ▪ 不过，即使结合首两个月的数据，以减小季节性因素的干扰，我们依然看到出口及进口分别按年下挫 3.1%及 5%。按国家分类而言，今年首两个月，来自两个最大进口伙伴中国内地及台湾的进口分别按年减少 4.9%及 10%。同期，对几大出口伙伴中国内地（按年下跌 4.5%）、美国（按年下跌 12.4%）、印度（按年下跌 37.4%）、日本（按年下跌 6.9%）、台湾（按年下跌 21.9%）及德国（按年下跌 7.6%）的出口亦纷纷录得显著跌幅。由此可见，尽管中美

	<p>贸易战暂时停战，但贸易谈判的不确定性及其全球经济增速放缓，这两个因素依然继续削弱外部需求。</p> <ul style="list-style-type: none"> 展望未来，在主要经济体制造业 PMI 持续下行，且各主要央行陆续下调今年经济增长预测的情况下，外部需求料保持疲弱。短期内，我们将密切关注中美贸易谈判的进展。目前，我们依然认为中美双方不会在短期内撤除现有关税。此外，美国甚至可能把贸易战进一步升级为科技战，从而对亚洲的电子产业链造成冲击。由于电动机械、通讯设备及办公室机器的进口及出口占香港总进口及出口的 61.4%，香港贸易业及经济增长或难免遭到同样的冲击。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门去年 12 月至今年 2 月的失业率维持在近四年低位的 1.7% 不变。 	<ul style="list-style-type: none"> 不过，就业人口由 391500 人减少至 388100 人，而劳动力市场参与率亦由 71.5% 下滑至 70.8%。这暗示劳动力市场有所转弱。当中主要行业的就业情况也各有不同。受惠于强劲的旅游活动，酒店、餐饮及相关行业的就业人口按月增长 2.14% 至 57200 人，为 2018 年第二季以来最高。相反，博彩业及零售业的就业人口分别按月减少 3.1% 及 3.4%。在全球经济前景不明朗及贸易风险犹存的影响下，旅客人数的增长未能转化为旅客消费上升或博彩需求的增强。因此，博彩业及零售业的招聘情绪持续受压。最后，随着大部分大型项目相继落成，建筑业的就业人口按月下跌 2.4%。短期内，旅游业料保持稳健，并继续为劳动力市场提供支持。不过，中期而言，鉴于全球及澳门经济增速放缓的局面，我们认为低失业率未必可持续。

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 美元/人民币上周受美元反弹影响，一度上谈 6.75。不过在 6.75 受到强力阻击，周围收盘回至 6.71 附近。人民币指数依然保持在 95 上方。 	<ul style="list-style-type: none"> 上周多数时间，人民币走势主要参照美元。不过周五，尽管美元走平，人民币却突然反弹，从而推动人民币指数走高至 95.25 附近。近期全球货币政策同质化已经资本流入可能将继续对人民币带来支持。不过，在中美贸易谈判具体细节公布前，市场可能将继续保持谨慎。 上周人民币掉期点快速上升。中美利差重新扩大以及资本流入带来的套期保值需求可能将继续支持人民币掉期率保持在高点。

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.

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