

大中华地区一周回顾

13 April 2020

摘要

谢栋铭
Xied@ocbc.com

李若凡
Carierli@ocbcwh.com

中国 3 月信用扩张超预期。3 月数据主要受三个因素支持，包括表内贷款的快速增长，信用债发行大增以及票据融资的增长。

货币供给 M1 和 M2 的大幅反弹显示宽松的货币政策以及积极的财政政策正在发挥作用。央行的数据显示，货币乘数增长至 6.55 倍的高点。此外，3 月财政存款大幅下滑 7353 亿元，较去年同期多下滑 425 亿元，显示财政支持加码。

居民部门在 2 月去杠杆之后，3 月重新开始加杠杆。居民部门贷款增长 9892 亿元，其中短期贷款增长 5144 亿元，创下历史纪录。此外，居民部门存款总额上升至 87.8 万亿元，同比增长 13%。居民部门存款的快速增长，有利于对冲失业率上升对就业的压力。

3 月消费者物价指数环比下滑 1.2%，创下自 2003 年 6 月以来的最大单月环比跌幅。主要受食物价格和油价回落的影响。而进入下半年，随着高基数翘尾因素影响，通缩风险将可能成为新的话题。

央行表示货币刺激规模并不是越多越好。货币宽松必须考虑两个因素包括宏观杠杆率以及物价水平。鉴于中国的消费者物价指数将进一步下滑。我们认为物价指数对货币政策的制约将渐渐减少。

基准存款利率方面，近期包括货币市场基金和金融机构结构性存款利率分别出现不同程度下滑，显示市场利率与存款利率增在实现并轨。此外，孙司长也指出银行贷款利率的下滑将减少银行高息揽储的动力，降低银行的负债成本。这暗示了央行短期内可能并不急着降低存款基准利率。

地产信贷方面，由于房地产的周期性较长，因此，央行强调政策连续性非常重要。尤其是稳预期，预期不稳的话反而对经济伤害更大。这显示虽然宏观不确定性有所加大，但是央行在地产信贷政策上可能不会有太大的调整。

人民币的小幅反弹主要受美元指数回落有关。而美元流动性则进一步好转。接下来的焦点不再是流动性而是信用上。央行官员表示人民币自查呈现避险资产特征。即使在 3 月美元流动性紧张的时候，人民币依然相对是个强势货币。总体来看，我们维持看好人民币的看法。

本周市场将关注周五的中国一季度 GDP 数据。

大中华地区一周回顾

13 April 2020

香港和澳门方面，上周两地的政府同步推出第二轮抗疫基金，以保障就业及援助受疫情影响的行业。香港的新措施规模达 1375 亿港元。这加上 2 月份推出的两轮措施，涉及总额高达 2875 亿港元，占 GDP 约 10%。同时，新措施将令 2020-21 财政年度的赤字扩大至 2766 亿港元，占 GDP 约 9.5%。相比之下，澳门的百亿抗疫基金则将令财政赤字扩大至 489.5 亿澳门元，占 GDP 超过 10%。由于香港和澳门的最新失业率均上升至多年新高，新措施料有助防止失业问题快速恶化。这对于香港经济而言尤为重要，因为私人消费占 GDP 比重超过 65%。此外，政府为最受疫情影响的行业和中小企提供支持，料有助纾缓其面临的现金流压力，从而帮助其度过这个难关。尽管如此，一系列刺激措施或仍不足以扭转经济下行的趋势。若疫情无法在短期内受控，情况将更加严峻。换言之，我们认为香港和澳门的经济今年都难免连续第二年陷入衰退。

其他方面，为了增加银行同业市场整体港元流动性，金管局计划在未来一个月内减发外汇基金票据。如四次投标中的计划减发量全部执行，票据总减发量将为 200 亿港元。这料有助于引导港元拆息下行。然而，即使银行业总结余增加至 740 亿港元，仍低于 2019 年 2 月的水平。而去年 2 月份一个月港元拆息企稳在 0.9% 上方。因此，我们依然认为在美元兑港元触碰 7.75 前，港元拆息难跌至远低于 1% 的水平。

大中华地区一周回顾

13 April 2020

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 央行货币政策司司长孙国峰重申存款基准利率是中国的利率体系压舱石。 	<ul style="list-style-type: none"> 近期包括货币市场基金和金融机构结构性存款利率分别出现不同程度下滑，显示市场利率与存款利率增在实现并轨。此外，孙司长也指出银行贷款利率的下滑将减少银行高息揽储的动力，降低银行的负债成本。这暗示了央行短期内可能并不急着降低存款基准利率。
<ul style="list-style-type: none"> 对于中国经济金融刺激力度问题，央行表示货币供应不是越多越好。 	<ul style="list-style-type: none"> 央行表示货币宽松必须考虑两个因素包括宏观杠杆率以及物价水平。鉴于中国的消费者物价指数将进一步下滑。我们认为物价指数对货币政策的制约将渐渐减少。 杠杆方面，宽松货币政策将推高宏观杠杆率。但是鉴于特殊时期，目前对杠杆率的考量将不同于平常时期。因此央行将允许阶段性杠杆率的上升，支持经济有效推进复工复产。
<ul style="list-style-type: none"> 央行预计新一轮针对中小银行 1 万亿再贷款额度将可以覆盖有银行授信的 7-10% 中小微企业。 	<ul style="list-style-type: none"> 中国已经推出了两轮 3000 亿元和 5000 亿元再贷款来支持经济。前两轮将使得 50 万家企业受益。而新一轮受益企业预计将达到 200 万家。
<ul style="list-style-type: none"> 房地产信贷方面，央行将继续坚守“稳低价、稳房价、稳预期”目标。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于房地产的周期性较长，因此，央行强调政策连续性非常重要。尤其是稳预期，预期不稳的话反而对经济伤害更大。这显示虽然宏观不确定性有所加大，但是央行在地产信贷政策上可能不会有太大的调整。
<ul style="list-style-type: none"> 香港政府宣布第二轮总值 1375 亿港元的防疫抗疫基金。 	<ul style="list-style-type: none"> 这加上 2 月份推出的两轮措施，涉及总额高达 2875 亿港元，占 GDP 约 10%。这可被视为大规模的刺激方案，因为占 GDP 比重只低于美国（逾 10%）、新加坡（12%）、日本（20%）及部分欧洲国家。 此轮措施的重点是保障就业。政府推出 800 亿港元史无前例的“保就业”计划，其中包括工资补贴。此外，在首轮防疫抗疫基金下推出 24 项措施的基础上，政府将动用 210 亿港元进一步提供 16 个支援项目，受惠的行业包括航空业、旅游业、食肆等。再者，政府将优化“中小企融资担保计划”。 新措施料有助防止失业问题快速恶化，这对于香港经济而言相当重要，因为私人消费占 GDP 比重超过 65%。此外，政府为最受疫情影响的行业和中小企提供支持，料有助纾缓其面临的现金流压力，从而帮助其度过这个难关。 政府估计去年 8 月以来推出的所有刺激措施，将为 GDP 增长带来 5% 的缓冲。而我们亦相信一系列措施将有助缓和疫情带来的冲击，惟应该无法扭转经济的下行趋势。若疫情

大中华地区一周回顾

13 April 2020

	<p>无法在短期内受控，情况将更加严峻。</p> <ul style="list-style-type: none"> 最后，值得关注的是，新措施将令 2020-21 财政年度的赤字扩大至 2766 亿港元，占 GDP 约 9.5%。与此同时，财政储备将下降至 8000-9000 亿港元，相当于政府 14-15 个月的开支。就此而言，比起全球其他地区，香港政府的财政状况依然稳健。这将允许政府在有必要时推出更多刺激措施，应对疫情。不过，政府如今推出大规模刺激方案，可能驱使其在未来扩大税基，以建立充足的财政储备，为下一次经济衰退做准备。
<ul style="list-style-type: none"> 尽管金管局近期推出一系列措施增加银行体系流动性，同时下调银行现有监管储备水平一半，惟港元流动性依然紧张。其中，2 个月及以上期限的港元拆息维持在 1.95% 左右居高不下。这背后的原因可能是银行业总结余较少，以及银行体系内港元流动性的分布不均。 为了增加银行同业市场整体港元流动性，金管局在 4 月 9 日宣布减发外汇基金票据的计划。 	<ul style="list-style-type: none"> 具体而言，金管局计划于 2020 年 4 月 21 日、4 月 28 日、5 月 5 日及 5 月 12 日举行的四次外汇基金票据投标中，每次减少发行 50 亿港元 91 日期票据。如四次投标中的计划减发量全部执行，票据总减发量将为 200 亿港元。届时，银行业总结余也将由 540 亿港元增加至 740 亿港元。对此，市场的即时反应是美元兑港元上升至 7.7576，以及美元兑港元的远期互换点子收窄。不过，美元兑港元随后再度回落至 7.7550 下方，而远期点子亦再次扩阔。 我们认为金管局注入的流动性将有助于引导港元拆息下行，但或不足以令港元及美元的息差消失，因为即使银行业总结余增加至 740 亿港元，仍低于 2019 年 2 月的水平。而去年 2 月份一个月港元拆息企稳在 0.9% 上方。因此，我们依然认为在美元兑港元触碰 7.75 前，港元拆息难跌至远低于 1% 的水平。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门政府宣布第二轮总值 100 亿澳门元的抗疫基金，旨在保障就业及帮助受疫情影响的行业渡过难关。 	<ul style="list-style-type: none"> 新一轮措施将令财政赤字扩大至 489.5 亿澳门元，占 GDP 超过 10%。首先，政府将向所有合资格本地雇员发放一次性 3 个月共 15000 澳门元的援助款项。其次，政府将向本地在职人士和失业人士分别提供 6656 澳门元和 5000 澳门元的培训津贴。第三，从事自由职业者包括的士司机和小贩持牌人将会获得一次性援助款项，及利息补贴。第四，企业亦会获得一次性援助款项。不过，这不适用于博彩业、金融业及公共服务行业。获发援助款项者，如于 6 个月内不解除雇雇员，须按比例退回款项。最后，居民方面，继早前发放 3000 澳门元电子消费卡后，政府将于今年 8 月至 12 月，向全澳居民再次发放 5000 澳门元的消费补贴。我们预期新措施将有助减轻中小企业面临的现金流压力，同时保障就业。澳门最新失业率上升至近 2 年高的 1.9%。此外，疫情爆发影响了消费相关活动，而就业前景不明朗则削弱消费意欲。在此情况下，电子消费券或有助

大中华地区一周回顾

13 April 2020

	提振本地消费。不过，由于澳门经济非常依赖外需，即使推出刺激措施，当地经济也难免连续第二年陷入衰退。
--	---

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 3 月消费者物价指数同比涨幅由 2 月的 5.2% 放缓至 4.3%。 	<ul style="list-style-type: none"> 从环比来看，3 月消费者物价指数环比下滑 1.2%，创下自 2003 年 6 月以来的最大单月环比跌幅。主要受食物价格和油价回落的影响。随着供给侧冲击好转，食物价格开始回落，环比下滑 3.8%。此外，交通和通信成本也环比下滑 2.5%，其中交通工具燃料用成本环比下滑 9.5%，而居住中水电燃煤成本也同样环比下滑 0.8%。 展望未来，虽然中国在 3 月加快复工复产，但是受到全球经济停摆影响，失业率上升将继续制约总需求的复苏。因此，我们认为未来中国消费者核心物价指数可能将继续保持下滑势头。我们预计 4 月消费者物价指数可能回落至 3.5% 附近。 而进入下半年，随着高基数翘尾因素影响，通缩风险将可能成为新的话题。因此，在总需求和油价回落的背景下，我们认为通胀对货币政策的制约将不会成为主要因素。
<ul style="list-style-type: none"> 中国 3 月信用扩张超预期。新增人民币贷款 2.85 万亿。社会融资总量新增 5.1 万亿。 此外，广义货币供给增幅大幅增长，由 2 月的 8.8% 加速至 10.1%。 	<ul style="list-style-type: none"> 信用快速显示逆周期措施开始产生作用。3 月数据主要受三个因素支持，包括表内贷款的快速增长，信用债发行大增以及票据融资的增长。 新增贷款方面，居民部门在 2 月去杠杆之后，3 月重新开始加杠杆。居民部门贷款增长 9892 亿元，其中短期贷款增长 5144 亿元，创下历史纪录。此外，随着企业有序复工，企业部门贷款也同样大幅增长 2.05 万亿。 直接融资方面，3 月信用债净发行达到 9953 亿元，创下历史新高。 尽管信用条件进一步宽松，但是表外融资继续收缩。其中委托贷款和信托贷款分别下滑 588 亿元和 22 亿元。这也显示中国在控制金融风险和支持经济上继续保持平衡。 货币供给 M1 和 M2 的大幅反弹显示宽松的货币政策以及积极的财政政策正在发挥作用。央行的数据显示，货币乘数增长至 6.55 倍的高点。此外，3 月财政存款大幅下滑 7353 亿元，较去年同期多下滑 425 亿元，显示财政支持加码。 此外，居民部门存款总额上升至 87.8 万亿元，同比增长

大中华地区一周回顾

13 April 2020

	<p>13%。居民部门存款的快速增长，有利于对冲失业率上升对就业的压力。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 香港房屋市场延续下行的走势。其中，3月房屋成交量连续第三个月录得下跌，按年减少26%至3870宗。截至3月29日，追踪二手楼价的中原城市领先指数按周下跌0.03%。 	<ul style="list-style-type: none"> 展望未来，受到数项因素的影响，我们预期楼市将面临更大的下行压力。第一，由于营商环境恶化，资金周转压力较大的中小企业或需要变卖资产包括物业。为了快速获取现金流，商家或不介意大幅下调售价。第二，由于非本地劳工及海外学生受入境限制，租屋需求下降，从而令潜在投资者维持观望，同时也可能导致业主更愿意下调售价。2月房屋租金连续第五个月录得跌幅，按年下跌3.02%。第三，由于全球经济停顿，本地入境限制措施升级，以及政府实行社交距离措施，中小企业大受打击。在此情况下，失业率料进一步上升，从而削弱潜在买家入市的意欲。第四，近期股市大跌衍生负面的财富效应，亦可能打击房屋需求。最后，本地利率持续高企，因为利率需要一定时间才能够趋向美联储的超低利率。总括而言，我们预期房屋价格指数（年初至2月上升0.1%）今年将按年下跌15%。 不过，长期而言，我们认为楼市的下行空间有限。首先，若经济开始重拾增长动力，积压的楼市需求可能被逐渐释放。其次，本地借贷成本终将趋向接近0%的水平。第三，未来的土地、公共房屋及私人房屋供应情况仍然不明朗。由于疫情爆发令建筑业活动停顿，1月份未有任何新屋动工。在疫情尚未受控的情况下，建筑业停工的情况料将持续。此外，政府过去在增加公营房屋供应方面效率较低，导致平均公屋轮候时间高达5年以上。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门2月楼市成交量按年减少48.4%至161宗，为有纪录以来最低。同月，新批物业按揭贷款跌至2012年1月以来最低的14.4亿澳门元，而平均房价则连跌第二个月，按月下降0.7%或年初至今下降7.2%至每平方米97,897澳门元的水平。 	<ul style="list-style-type: none"> 这可能是由于疫情爆发导致2月经济活动停滞。随着经济活动于3月份逐渐回归正常，楼市成交量可能从历史低位反弹。不过，我们认为短期内楼市将持续疲软。首先，经济前景不明朗，加上楼市调控措施，可能继续打击投资情绪。2月拥有多于一个物业的本地买家占总本地买家的比例跌至2019年4月以来最低的2.4%。其次，就业前景转差及股市重挫，可能打击自住需求。本地首置买家占本地买家的比例高达83.2%。第三，急需现金周转的业主如中小企业商家可能低价变卖物业。第四，另外一些业主也可能因需求转弱的预期而更加愿意下调售价。整体而言，我们预计今年平均楼价将按年下跌15%。

人民币

大中华地区一周回顾

13 April 2020

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none">人民币上周小幅反弹，美元/人民币回落至 7.05 方面。	<ul style="list-style-type: none">人民币的小幅反弹主要受美元指数回落有关。而美元流动性则进一步好转。接下来的焦点不再是流动性而是信用上。央行官员表示人民币自查呈现避险资产特征。即使在 3 月美元流动性紧张的时候，人民币依然相对是个强势货币。总体来看，我们维持看好人民币的看法。

大中华地区一周回顾

13 April 2020

Treasury Research & Strategy

OCBC Greater China Research

Tommy Xie

Xied@ocbc.com

Carie Li

Carierli@ocbcwk.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 Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

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).

免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告中包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。

Co.Reg.no.:193200032W