

## 大中华地区一周回顾

5 April 2021

### 摘要：中国进一步开放决心不变

谢栋铭

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

李若凡

[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.com)

一季度，在全球国债抛售潮中，中国国债走势显著好于主要发达国家。相较于英国，美国和澳大利亚等国的 10 年期国债收益率 60-90 个基点的上升幅度，中国 10 年期国债收益率仅上升约 5 个基点。中国与海外债券市场较低的相关性以及中美利差的持续将继续吸引外资流入中国债券市场。

全球主要指数提供商之一的富时罗素公司 3 月底宣布将从今年 10 月底开始将中国国债纳入其债券指数，并给与中国债券 5.25% 的权重。整个纳入过程将耗时 36 个月。

不过此次纳入时间明显超过之前讨论的 12 个月。相比较，当时摩根大通的债券指数仅耗时 10 个月就纳入了中国债券，而彭博巴克莱债券指数则耗时 20 个月。这也意味着未来单月流入中国的被动配置金额少于预期。预计每月流入在 36-40 亿美元左右。

汇率方面，近期人民币的波动并没有阻碍外管局进一步放宽限制，鼓励资本流出。中国外汇管理局宣布优化个人经常项目下外汇业务，提供更多便利化。此外，外管局也将中国境内有限合伙人 (QDLP) 对外投资试点推广至整个广东省。这显示了中国对人民币双向波动的容忍度正在提高。

央行官员确认央行与香港金管局合作已经就数字货币跨境使用进行技术测试。不过，我们认为短期内的影响并不大。数字人民币的设计初衷也并非挑战美元的储备货币地位。

经济数据方面，3 月制造业采购经理人指数强劲的反弹，验证了 1-2 月疲软的制造业指数和强劲的工业产出数据的背离主要是受到了疫情反弹的影响。今年工业活动将依然是支撑中国经济的主要驱动力。

**香港方面**，上周美元/港元突破 7.77 的水平至逾一年新高。港汇转弱的主要原因包括美元全面走强、人民币转弱，以及港元资金供过于求。展望未来，股市波动性较高，可能继续遏抑投资者对新股的热情，以及限制南向资金净流入。另外，在疫情未明朗、边境限制措施延续，以及新股相关贷款减弱的情况下，贷款需求可能保持疲软。由于港元需求疲软，港汇现价和港元利率可能继续面临下行风险。若美元进一步全面走强，美元/港元可能进一步上升。然而，美元/港元在短时间内上试 7.80 的机会不大。首先，由于美联储多次强调将维持利率在低位一段时间，港美息差仍未扩大至提供套息诱因的水平。其次，在不少企业排队来港首次或二次上市的情况下，若港股市场趋稳，IPO 仍可能推升港元需求。若香港年底允许 SPAC 上市，IPO 市场的竞争力或进一步增强。第

## 大中华地区一周回顾

5 April 2021

三，由于美联储和中国央行可能维持货币政策不变，香港出现大规模资金流走的可能性不大。第四，6-8月上市企业将集中派息。这可能推升港元需求。

政治方面，中国于3月30日通过了新修订的香港行政长官和立法会产生办法。虽然香港问题依然是中美之间的主要议题之一，但目前政治风险尚未动摇香港稳定的金融体系。因此，香港市场暂时受到的影响或有限。

经济方面，2月零售销售自两年来首次录得升幅。展望未来，受低基数效应及本地疫情缓和的支持，零售销售额可能保持强劲的同比升幅。不过，零售业全面的复苏或仍要靠边境重开及劳动力市场改善。

**澳门方面**，3月博彩业毛收入按月反弹13.6%至疫情爆发以来最高的83亿澳门元，但仍较2019年月均值低65.9%。若今年下半年边境限制措施进一步放宽，我们预计今年赌收将增长150%左右。

## 大中华地区一周回顾

5 April 2021

### 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>全球主要指数提供商之一的富时罗素公司 3 月底宣布将从今年 10 月底开始将中国国债纳入其债券指数，并给与中国债券 5.25%的权重。整个纳入过程将耗时 36 个月。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国债券的纳入权重符合市场 5-6%的预期。不过纳入时间明显超过之前讨论的 12 个月。相比较，当时摩根大通的债券指数仅耗时 10 个月就纳入了中国债券，而彭博巴克莱债券指数则耗时 20 个月。</li> <li>这也意味着未来单月流入中国的被动配置金额少于预期。市场预期在每月 36-40 亿美元左右。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>央行官员确认央行与香港金管局合作已经就数字货币跨境使用进行技术测试。</li> <li>此外，在国际清算银行的创新中心支持下，央行也与泰国和阿联酋等监管机构也联合发起了多边数字桥的研究项目。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在中美冲突的大背景下，中国数字货币的尝试很容易引起市场关注。不过笔者认为数字人民币或许并没有带着那么大的目标或者野心。它的设计初衷也并非挑战美元的储备货币地位。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国外汇管理局宣布优化个人经常项目下外汇业务，提供更多便利化。</li> <li>此外，外管局也将中国境内有限合伙人 (QDLP) 对外投资试点推广至整个广东省。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>近期人民币的波动并没有阻碍外管局进一步放宽限制，鼓励资本流出。这显示了中国对人民币双向波动的容忍度正在提高。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>美元/港元突破 7.77 的水平至逾一年新高。港汇转弱的主要原因包括美元全面走强、人民币转弱，以及港元资金供过于求。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，股市波动性较高，可能继续遏抑投资者对新股的热情，以及限制南向资金净流入。另外，在疫情未明朗、边境限制措施延续，以及新股相关贷款减弱的情况下，贷款需求可能保持疲软。</li> <li>由于港元需求疲软，港汇现价和港元利率可能继续面临下行风险。若美元进一步全面走强，美元/港元可能进一步上升。</li> <li>然而，美元/港元在短时间内上试 7.80 的机会不大。首先，由于美联储多次强调将维持利率在低位一段时间，港美息差仍未扩大至提供套息诱因的水平。其次，在不少企业排队来港首次或二次上市的情况下，若港股市场趋稳，IPO 仍可能推升港元需求。第三，由于美联储和中国央行可能维持货币政策不变，香港出现大规模资金流走的可能性不大。第四，6-8 月上市企业将集中派息。这可能推升港元需求。以上因素结合，亦可能帮关注限制短端港元利率的下行压力。因此，尽管 1 个月港元拆息可能进一步下滑至 0.12%甚至 0.1%的水平，但可能在 0.1%找到强劲支持。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>消息指香港将于 6 月份就特殊目的收购公司 (SPAC) 上市框架进行咨询，目标是年底允许 SPAC 上市。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般情况下，SPAC 会将上市募集的资金存入信托账户，以供日后并购企业使用。若企业并购无法在上市后的两年之内完成，资金将返还股东。年初至今，美国 SPAC 上市的</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

5 April 2021

	<p>集资总额达到 964 亿美元，超过 2020 年全年的 834 亿美元。由于 SPAC 上市是近年美国 IPO 市场增长的主要驱动力，消息传出美国证券交易委员会开始就这股热潮进行调查。有鉴于此，香港可能会制定比美国更严格的规定，以弥补监管上的漏洞（香港欠缺集体诉讼机制）及保障投资者。这亦有助提升香港 IPO 市场的竞争力，因新加坡和印尼交易所亦计划在短期内批准 SPAC 上市。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国于 3 月 30 日通过了新修订的《香港特别行政区基本法附件一行政长官的产生办法》及《香港特别行政区基本法附件二立法会的产生办法和表决程序》。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>立法会的议席将由 70 席增加至 90 席，同时直选席位由 35 席显著减少至 20 席。另外 30 席将属功能组别，而剩余的 40 席则由选举委员会提名。除此之外，香港将设立一个新委员会以审核所有选举候选人，委员会成员将小于 10 人。另外，成员将由香港特别行政区维护国家安全委员会和中央驻港国安公署任命。</li> <li>中国修改香港选举制度的决策，促使美国国务院根据《香港自治法》制裁 34 名中国和香港官员。不过，美国财政部早前已宣布制裁这些官员。这意味着美国尚未加强对香港问题的回应力度。由于目前政治风险尚未动摇香港稳定的金融体系，香港市场暂时受到的影响或有限。</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 月官方制造业采购经理人指数由 2 月的 50.6 反弹至 51.9。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>需求和供给分类指标分别反弹。产出指数由 51.9 上升至 53.9，新订单则由 51.5 上升至 53.6。新出口订单重新回归扩张，由 48.8 上升至 51.2。</li> <li>3 月制造业采购经理人指数强劲的反弹，验证了 1-2 月疲软的制造业指数和强劲的工业产出数据的背离主要是受到了疫情反弹的影响。</li> <li>原材料进口价格指数进一步上升，由 66.7 上升至 69.4，创下 2016 年 12 月以来的新高。这与近期大宗商品价格大幅上涨有关。这将支持上游工业企业的利润，不过也将对生产者物价指数带来压力。我们预计 3 月生产者物价指数将同比上涨 3% 左右。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 2 月零售销售额按年增长 30%，结束了过去 24 个月的跌势。</li> <li>结合首两个月来看（消除农历新年假期时间差异带来的影响），零售销售额按年增长 2.7%。这背后的部分原因是去年 1 月底开始疫情爆发，造成低基数效应。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，今年首两个月，耐用消费品（按年上升 28.1%）、百货公司货品（按年上升 4.1%）、衣物、鞋类及有关制品（按年上升 7.5%），以及珠宝首饰、钟表及名贵礼物（按年上升 3.2%）的零售销售额皆录得同比升幅。然而，药物及化妆品和酒类饮品及烟草的零售销售额分别按年下跌 23.1% 和 61.7%，反映边境和社交距离限制措施持</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

5 April 2021

<ul style="list-style-type: none"> <li>零售业网上销售额（占 2 月总零售销售额的 6.1%）于今年首两个月按年上升 74.5%。</li> <li>公务员事务局长称本周一恢复 BioNTech 疫苗的接种。</li> </ul>	<p>续对零售业带来打击。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，零售业的表现可能较为参差。一方面，针对本地消费者的零售商，前景可能逐渐改善，因为政府可能逐渐放宽社交距离限制措施，并将推出电子消费券。然而，短期的上涨动能仍可能受制于高企的失业率。另一方面，针对旅客的零售商，前景可能保持黯淡，因本地和海外疫苗接种进度缓慢，意味着短期内边境重开的可能性不大。即使边境重开，旅游业和零售业是否能够强劲反弹，仍不确定，因全球劳动力市场较为疲软，且香港 2019 年社会运动削弱中国内地游客的访港兴趣。</li> <li>总括而言，我们预期今年零售销售额将按年增长约 15%，惟仍低于 2019 年的水平。另外，在网上消费盛行的情况下，零售商铺市场的复苏道路可能更加崎岖。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>2 月港元贷存比率由 1 月的 83.9% 下降至 82.8%，因为港元贷款（按月下跌 13%）跌幅大于港元存款（按月收缩 11.8%）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>贷款和存款大幅下降，主要是因为新股集资活动有所减少。若撇除新股认购贷款，2 月总贷款及垫款按月下跌 0.9%，因为企业客户偿还数笔大额贷款，以及经济复苏前景未明朗，令本地贷款需求维持疲软。另一方面，2 月在香港境外使用的贷款按月和按年分别仅增长 0.6% 和 0.8%，主要是因为内地市场美元流动性充裕、疫情导致海外并购活动减少，以及中国监管当局限制海外借贷。展望未来，在疫苗成功推广，从而推动边境重开及经济复苏之前，贷款增长可能保持疲软。总括而言，我们预期今年总贷款和垫款（2 月按年上升 3.2%）可能录得低单位数增长。</li> <li>存款方面，若撇除新股认购贷款所产生的存款，2 月港元存款按月下跌 2.7%，主要是因为农历新年之后股市相关的资金流入显著减少，同时企业客户取款偿还数笔大额贷款。不过，在全球流动性充裕的情况下，香港市场料不会出现大规模的资金外流。另外，目前亦仍有不少企业计划年内港上市。因此港元存款大幅下滑的机会不大。今年，港元活期和储蓄存款（2 月按年增长 38.2%）及港元总存款（2 月按年上升 10.5%）料录得温和升幅，同时港元活期和储蓄存款占港元总存款的比重（2 月稍微下滑至 68.1%）可能维持在 65% 上方。同时，未来几个月港元贷存比率可能维持在 85% 下方。总括而言，鉴于港元的供过于求，港元利率可能维持在多年低位。因此，短期内银行的净息差可能继续承压。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 2 月人民币存款按月转跌 4.6% 至 7610 亿元，结束过去四个月的环比升势。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于农历新年后南向资金净流入明显收缩，香港 2 月的人民币存款有所减少。从好的方面来看，由于人民币汇价相</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

5 April 2021

	<p>对稳定，以及人民币资产的利率较为吸引，我们认为香港人民币存款的下行压力有限。然而，在中国允许跨境资金更自由流动，例如推出南向债券通、理财通及跨境双向人民币资金池等之前，人民币存款进一步上升的可能性也不太大。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 3 月博彩业毛收入连续第二个月录得同比升幅，按年增长 58%至疫情爆发以来最高的 83 亿澳门元。按月计算，赌收亦反弹 13.6%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 赌收的反弹主要是因为澳门放宽对部分中国内地旅客及赌场的限制措施。尽管如此，3 月的赌收仍较 2019 年月均值低 65.9%。一方面，签证审批时间较长、核酸检测的要求，以及对感染疫情的担忧持续，这些因素仍令不少中国内地旅客对访澳却步。另一方面，澳门继续对中国内地以外地区实施较严格的旅游限制措施。总括而言，尽管今年余下时间我们可能看到博彩业毛收入录得强劲同比升幅，但可能主要源于低基数效应。直至边境全面开放（预期可能发生于今年下半年），博彩业或难呈现明显的复苏。我们预计今年赌收将增长 150%左右。</li> <li>▪ 其他方面，由于中国加强对海外赌博的监管以打压洗黑钱的行为，博彩中介业明显受创。在此情况下，即使边境重启，贵宾厅博彩需求的复苏可能受限。另一个值得关注的确定性则是赌牌将于 2022 年 6 月到期。</li> </ul>

### 人民币

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 美元/人民币上周突破 6.55，目前在新的 6.55-6.60 区间内波动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 近期人民币对美元的走弱依然是美元指数走强的产物。虽然，人民币指数上半周一度走弱，不过目前依然维持 97 附近。近期中国对人民币双向波动的弹性显著提高意味着如果美元指数延续近期强势，人民币将进一步对美元走弱。</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

5 April 2021

# Treasury Research & Strategy

## OCBC Greater China Research

Tommy Xie

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

Carie Li

[Carierli@ocbc.com](mailto:Carierli@ocbc.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