

## 总结

中国经济首两个月的复苏继续保持稳健。好与预期的工业产出和固定资产投资主要受到三个因素支持包括制造业、基础建设以及私人投资预期好转。令人意外的是，房地产似乎并未拖累经济，房地产行业固定资产投资同比增长 8.9%，较 2016 年的 6.9% 上升，这可能与差别化去库存下三四线城市房地产市场有复苏迹象。

上周四，中国央行在美联储加息后几个小时再次平行上调货币市场收益曲线。央行在一个多月来连续两次调整货币市场利率依然是一种随行就市的行为，旨在减少央行利率和市场利率之间的价差，减少套利的空间。不过央行此次在两会刚闭幕后以及美联储加息后调整货币市场利率有两个好处。首先，再次向市场传递了去杠杆是今年政策中心的信号，希望市场明白去杠杆不只是口号而是一种态度。其次，在美国加息后上调货币市场利率间接地对人民币形成一定支撑，稳定市场对人民币的看法。从基准利率角度来看，正如央行自己阐述的，调整货币市场利率不等同于加息，我们依然保持今年不加息的看法。

此外，中国银监会进一步放宽外资银行在华业务。按照国务院简政放权要求，“明确在华外资银行开展国债承销业务、财务顾问业务、大部分托管业务不需获得银监会的行政许可，采取事后报告制。”

汇率方面，上周一个比较大的变化是人民币指数创下有记录以来的历史新低。人民币指数的大幅回落令我们颇感意外。不过市场似乎并没有太多留意人民币指数的大幅回落。从好的方面来看，显示市场目前更为淡定和理性。当然从政策角度来看，由于两会政府工作报告中有关人民币措辞出现变化，加上央行微调了人民币中间价定价机制，我们将继续关注人民币指数近期的变化，以及是否有潜在的政策调整。

## 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>上周四，中国央行在美联储加息后几个小时再次平行上调货币市场收益曲线，这也是 2017 年以来第二次上调。其中 7 天 14 天和 28 天逆回购利率分别被上调 10 个基点至 2.45%，2.6% 和 2.75%。此外，央行也在同一天通过中期借贷便利 MLF 为市场注入 3030 亿元，不过 6 个月和 1 年的 MLF 利率上调 10 个基点至 3.05% 和 3.20%。此外，隔夜短期借贷便利 SLF 利率也同样被上调 10 个基点。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行在一个多月来连续两次调整货币市场利率依然是一种随行就市的行为，旨在减少央行利率和市场利率之间的价差，减少套利的空间。</li> <li>不过央行此次在两会刚闭幕后以及美联储加息后调整货币市场利率有两个好处。首先，再次向市场传递了去杠杆是今年政策中心的信号，希望市场明白去杠杆不只是口号而是一种态度。其次，在美国加息后上调货币市场利率间接地对人民币形成一定支撑，稳定市场对人民币的看法。</li> <li>当然，央行在上调货币市场利率的同时通过 MLF 注入流动性也显示央行不希望货币市场波动性上升。央行在调高货币市场利率和注入流动性形成的平衡可能是未来的新常态。</li> <li>从基准利率角度来看，正如央行自己阐述的，调整货币市场利率不等同于加息，对于中国来说，目前的基准利率还主要是存贷款利率。基于目前通胀风险不大以及邻近 19 大换届，我们依然保持今年不加息的看法。</li> <li>因此，我们认为此次调整货币市场利率对市场的影响可能有限，事实上在加息当天，我们看到国债期货不跌反涨。</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>中国银监会发布《中国银监会办公厅关于外资银行开展部分业务有关事项的通知》</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>按照国务院简政放权要求，明确在华外资银行开展国债承销业务、财务顾问业务、大部分托管业务不需获得银监会的行政许可，采取事后报告制。</li> <li>此外，在华外资银行可以与母行集团开展内部业务协作，为“走出去”的企业在境外发债、上市、并购、融资等活动提供综合金融服务。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>北京成为 3 月以来第 11 个宣布新一轮房地产调控的城市。统计局数据显示，2 月份多数城市二手房成交价继续攀升，不过 15 个一线以及火热的二线城市中，10 个新房价格环比下滑。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>今年以来北京房价涨幅远超其他一线城市很大程度上与贷款较松有关，此次调整有利于进一步抑制需求。此外，北京政府也表示将进一步加大供给。对于多数一线城市来说，控制新房环比增幅将成为今年的重要目标。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>美元对港元 12 个月掉期率跌至 2011 年 10 月以来最低水平-325，而美元对港元现货价则短暂升穿 7.77。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>港币掉期率的左移主要受美元与港币利差拉大的预期驱动。香港银行体系资金十分充裕。其中香港银行业总结余达 2596 亿港元。这个加上外汇基金票据及债券未偿还总额 9641 亿港元，总共达到约 1576 亿美元，足以覆盖 2008 年以来累计流入香港的约 1300 亿美元热钱。因此，市场认为 HIBOR 与 LIBOR 将继续保持差距。这正解释了美元对港元 12 个月远期贴水的现象。至于目前掉期率的左移是否可以持续还将取决于港币即期价格的走势。我们认为这是不可持续的。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>3 月 16 日恒生 AH 股溢价指数跌至 115.18，为 2014 年 12 月以来最低水平。这意味着 A 股与其相对应的 H 股之间溢价收窄至 17% 以下水平。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经由沪港通和深港通，越来越多的资金南下并买入 H 股，使 AH 股溢价自 2015 年年底以来逐渐收窄。相比 2016 年 13% 的跌幅，恒生中国内地地产指数 2017 年至今大幅上涨了 29%。另外，恒生国企指数于 3 月 16 日创 2015 年 8 月以来收盘新高。（1）近期内地三四线城市楼市畅旺；（2）中国楼市长期发展前景乐观；以及（3）内地发展商 H 股的估值吸引，这三个因素叠加促使许多内地投资者布局港股。然而，随着 AH 股溢价逐步收窄，加上今年下半年内地楼市调控政策可能开始见效，我们预计内地发展商之 H 股的资金流入未必可持续。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港低于 400 万元的楼盘减少至不足 1,000 个单位，意味着符合九成按揭要求的楼盘或将绝迹。根据香港按揭证券有限公司，今年首两个月八成至九成按揭新取用贷款宗数比例为 29%，较去年全年的 36% 显著下降。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在香港，只要楼价不高于 400 万港元，买家则可以申请九成按揭。但随着楼价不断飙升，潜在买家的住房支付能力持续下降。2008 年至 2016 年期间，香港居民债务大幅上涨 79%，而其占 GDP 的比例也从 2008 年的 51% 上升至 67%。未来利率的上升意味着居民加杠杆的空间将不断减小。我们预计香港银行业下半年上调最优贷款利率，届时低端房屋需求可能遭到打击。然而，本地及来自内地的强劲投资需求可能继续推高楼价。</li> </ul>

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国经济 2017 年稳健开年。1-2 月工业产出和固定资产投资增幅分别超预期，其中工业产出同比增长 6.3%，而固定资产投资加速至 8.9%，不过，零售销售却低于预期，增幅放缓至 9.5%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 我们看到新年伊始经济数据加速与制造业复苏有关。这也与近期制造业采购经理人指数持续上升一致。1-2 月制造业工业产出同比增长 6.9%，对冲了矿产产出持续下滑的影响。此外，产业升级也带来积极影响。工业产出中，一般设备产出和特出设备产同比增长同时突破两位数，分别达到 10.6%和 11.5%，创下 2014 年 7 月以来的新高。而投资在制造业的固定资产投资也缓步回升至 4.3%。</li> <li>▪ 除了制造业的复苏，基建发力以及私人部门情绪好转也同样是经济趋稳的主要原因。基础建设固定资产投资同比增长 27.3%。而私人部门固定资产投资则同比增长 6.7%，创下将近一年的新高。令人意外的是，房地产似乎并未拖累经济，房地产行业固定资产投资同比增长 8.9%，较 2016 年的 6.9%上升，今年 1-2 月房地产销售同比增长 25.1%，带动了地产投资，这也显示差别化去库存下三四线城市房地产市场有复苏迹象。</li> <li>▪ 零售销售的放缓主要受到汽车销售放缓的影响，1-2 月汽车销售同比下滑 1%，主要受购置税优惠政策减少影响。鉴于消费基数较高，未来消费下滑的概率可能会提高。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 2 月金融机构结售汇逆差减少至 101 亿美元。央行口径下外汇占款下滑 581 亿元，下滑幅度也同样缩小。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 结售汇逆差以及央行外汇占款的下滑都显示 2 月依然有小规模的资本外流。这与早些公布的 2 月外汇储备数据的反弹形成了对比，这也可能佐证了 2 月外汇储备的反弹有可能受到外储投资资本利得的支持。不过我们认为随着人民币汇率的趋稳，今年资本外流的压力将减少。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港经季调后的失业率在去年 12 月至今年 2 月期间维持在 3.3%水平不变。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 具体而言，金融、保险、地产、专业及商用服务行业的失业率下滑至 2.2%。支持该行业就业市场的主要因素包括股市上升、来自内地的投资需求强劲，以及楼市畅旺。另外，受惠于入境旅客人数的反弹，零售、住宿及膳食服务行业失业率也下降至一年低位 4.8%。以上两个行业的就业情况改善，抵消了贸易业（2.9%）和建筑业（3.8%）失业率上升的影响。短期内，经济复苏叠加劳动力供应紧张可能有助劳动力市场保持稳健。然而，我们对中国经济增速下半年放缓的预期，以及全球不确定性，仍可能对劳动力市场带来冲击。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 月澳门房地产成交量按月跌 43.6%至 709 个单位，而同月新批核房贷总额也环比减少 16%至 35 亿澳门元。1 月平均楼价也按月下挫 14%至每平方米 89,727 澳门元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 然而，这三项指标都显示同比升幅。因此，环比跌幅可能只是源于季节性因素。而楼市实际上仍然在经济复苏的支持下继续走稳。展望未来，楼市的前景好坏参半。一方面，经济复苏缓慢、工资增长停滞、全球不确定性犹存，以及利率上升可能打击房地产投资情绪。随着楼市供应增</li> </ul>

	<p>加，假如美联储快速加息，并促使澳门银行体系上调最优惠贷款利率，我们预计 2017 年平均楼价可能同比跌 5%左右。届时，房贷需求将有所收缩。另一方面，随着数块批予发展商的土地租赁到期，澳门政府将回收这些至今仍未开发的土地。因此，楼市供应的增长可能有所放缓。另外，美联储较预期缓慢的加息步伐也可能限制澳门楼市的下行空间。在这种情况下，我们预计今年澳门楼价将上升 3%至 5%。</p>
--	--

<b>人民币</b>	
<b>事件</b>	<b>华侨银行观点</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 由于美元在美联储加息后未涨反跌，人民币兑美元上周基本持平，收盘在 6.9 上方。不过人民币指数却出现较大幅度回落。周五跌至 93.31，创下央行 2015 年 12 月推出人民币指数以来的新低。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周人民币指数的大幅回落令我们颇感意外。不过市场似乎并没有太多留意人民币指数的大幅回落。从好的方面来看，显示市场目前更为淡定和理性。当然从政策角度来看，由于两会政府工作报告中有关人民币措辞出现变化，加上央行微调了人民币中间价定价机制，我们将继续关注人民币指数近期的变化，以及是否有潜在的政策调整。</li> </ul>

**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