

摘要

尽管中国 11 月贸易数据好于预期，中国 11 月主要经济指标增幅继续放缓。尤其是工业产出以及民家固定资产投资。这也显示中国四季度 GDP 增长可能会进一步放缓。不过从好的方面来看，中国经济结构进一步改善。高新行业固定资产投资 1-11 月同比增长 15.9%，而高新制造业产出也同样保持两位数增长。

中国央行上周紧随美联储上调了主要的货币市场利率，包括逆回购利率、SLF 和 MLF 的利率。这也是中国央行今年以来第三次调整基准货币市场利率。不过相对于前两次加息，此次加息幅度仅为 5 个基点。此次加息幅度减半，显示央行对汇率问题的担忧程度减少。鉴于央行倾向于保持对美元的利差优势，明年如果美联储继续如预期加息的话，那中国央行进一步上调货币市场利率的可能性不能被排除。但是我们认为中国调整基准存贷款利率的可能性不大，中国的企业债务问题是中国调整基准贷款利率的主要门槛。

从好的方面来看，央行也试图减轻利率调整对市场情绪的影响。央行上周在 MLF 操作中注入了 2880 亿元，超过了到期的 1870 亿元。提价加量似乎是目前央行金融去杠杆的主要策略。此外，央行上周发布了《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》，新的办法将从 2018 年 1 月 29 日开始。新的办法有三点主要变化包括扩大了成员机构融资空间，统一使用 SLF 利率为自动质押利率以及扩大了质押债券范围。扩大融资空间和质押债券范围有利于帮助稳定市场流动性。此外，统一利率也将帮助完善利率走廊的上限的构建。总体来看，新的办法有助于缓解春节等重大节假日的流动性压力。有利于控制短端利率的波动性。本周市场将关注中国的中央经济工作会议。“降债务”可能成为关键词。投资者需要关注今晚美国总统特朗普国家安全策略的演讲。特朗普对中国的施压可能会短期内对人民币带来波动。

香港方面，全城聚焦银行业是否在美联储自 2015 年 12 月以来进行第五次加息后跟加贷款利率。不过，大型银行因流动性充裕而没有迫切性上调最优惠利率，而中小型银行虽然面对资金成本不断上升的压力，但鉴于市场竞争激烈，亦不愿率先加息。因此，上周四所有银行还是选择按兵不动。此举推升了市场对港元拆息摆脱年结因素后将有所回落的预期。然而，我们依然相信港元拆息明年初回归合理水平后（如一个月港元拆息回落至 0.8% 左右），将逐步上升，这背后的原因包括其一美联储加息预期可能促使银行储备资金以防外流风险，其二港元贷存比率高企将继续推高银行资金需求，以及其三潜在大型招股活动可能引起资金面波动。随着港元拆息逐渐向上，明年大部分时间港元存款利率面临的上行压力料大于回落风险。那么，资金成本的上升将导致银行净息差进一步收窄，并增添银行业明年上调最优惠利率的压力。有鉴于此，即使中国内地投资者继续追捧香港豪宅，利率逐步上升的预期、公私营房屋供应的增加，以及楼市调控措施仍可能打击二手楼市需求。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 央行上周发布了《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》，新的办法将从 2018 年 1 月 29 日开始。 - 新的办法有三点主要变化包括扩大了成员机构融资空间，统一使用 SLF 利率为自动质押利率以及扩大了质押债券范围。	- 根据央行的定义，“自动质押融资业务是指存款类金融机构清算账户资金不足时，通过系统自动向央行质押债券融入资金完成清算的支付系统支持机制，有助于减少清算排队现象，保障支付清算安全。” - 扩大融资空间和质押债券范围有利于帮助稳定市场流动性。此外，统一利率也将帮助完善利率走廊的上限的构建。总体来看，新的办法有助于缓解春节等重大节假日的流动性压力。有利于控制短端利率的波动性。

- 靴子落地，美联储如预期加息后，中国央行紧随上调了主要的货币市场利率，包括逆回购利率、SLF 和 MLF 的利率。这也是中国央行今年以来第三次调整基准货币市场利率。 - 不过相对于前两次加息，此次加息幅度仅为 5 个基点。此外，央行在 MLF 操作中注入了 2880 亿元，超过了到期的 1870 亿元。	- 提价加量似乎是目前央行金融去杠杆的主要策略，这个均衡的信号也显示央行希望缓解利率调整对市场的冲击。此外，此次加息幅度减半，显示央行对汇率问题的担忧程度减少。年初连续两次 10 个基点的调整背后其中一个原因是保持人民币的均衡稳定。 - 鉴于央行倾向于保持对美元的利差优势，明年如果美联储继续如预期加息的话，那中国央行进一步上调货币市场利率的可能性不能被排除。但是我们认为中国调整基准存贷款利率的可能性不大，中国的企业债务问题是中国调整基准贷款利率的主要门槛。
美联储于 12 月 14 日加息后，香港金管局跟随上调基础利率 0.25 个百分点，符合市场预期。	- 自 2015 年 12 月，香港已经跟随美联储上调基础利率 5 次，不过香港银行业未有跟加。这次，由于流动性相对充裕，香港银行业在美联储 12 月加息后，依然维持最优惠利率不变。截至 12 月 13 日，香港银行业的总结余达到 1796.79 亿港元，高于历史平均水平。此外，资金持续通过沪港通及深港通流入香港股票市场。因此，大型银行因流动性充裕而没有迫切性上调最优惠利率，而中小型银行虽然面对资金成本不断上升的压力，但鉴于市场竞争激烈，亦不愿率先加息。 - 展望未来一年，我们预计港元拆息将维持上升趋势，这意味着以港元拆息计价的按揭利率将持续触碰其上限。此外，港元拆息高企料支持 2018 年存款利率保持升势。那么，资金成本的上升将导致银行净息差进一步收窄。在此情况下，银行业明年上调最优惠利率的压力料有增无减。若明年通胀预期回升，并促使全球迎来流动性拐点，银行业上调贷款利率的迫切性将会更大。
香港银行业相继提高港元存款利率。1 年期港元存款利率跟随 1 年期港元拆息步伐上升至 1.5%。	多个原因驱使银行业提高存款利率。首先，银行业于年结前积极吸引存款，以修饰其资产负债表。第二，银行提前储备资金以预防美联储明年加息可能引起的资本外流风险。市场预期特朗普税改或促使美联储于 12 月加息 25 个基点后，在 2018 年加息超过 3 次。第三，强劲的贷款需求驱使银行增加存款。一方面，香港经济增长稳健支持本地企业贷款需求。另一方面，由于中国内地流动性趋紧，境内企业的借贷需求转移至境外市场。因此，香港 11 月港元贷存比率上升至 80.2，创 2015 年以来新高。在年结效应结束后，充裕的流动性料令港元拆息回落。不过，在美联储加息预期、高企的港元贷存比率，以及潜在大型招股活动的影响下，2018 年港元拆息料呈现温和上升的整体走势。因此，我们亦相信明年大部分时间港元存款利率面临的上行压力大于回落风险。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 11 月主要经济指标基本与市场预期相符合。其中固定资产投资 1-11 月同比增长 7.2%，较 1-10 月的 7.2%持平。11 月工业产出略有放缓，由 10 月的 6.2%放缓至 6.1%。不过零售销售增长加快至 10.2%。	固定资产增幅趋稳主要受益于基建投资的发力。前 11 个月基建投资同比增长 20.1%。虽然四季度以来经济指标有所放缓。但是从好的方面来看，经济质量有所提高。无论是投资还是工业产出，高技术领域的投资和产出保持高位增长。譬如对高技术制造业的投资同比增长 15.9%，远超过 4.1%增幅的制造业投资。此外，包括电脑通信设备等在内的高技术产出同比增幅也达到了两位数，高于 6.1%的工业产出。
中国 11 月外汇占款增加 23.7 亿元，创下 2015 年 10 月以来的高点。这也是连续第三个月正增长。	尽管月增长额不大。央行口径下连续三个月的正增长显示中国资本流动已经基本趋向均衡。我们认为 2018 年汇改可能不会成为主角，在稳定的人民币预期带动下，这种均衡的资本流动局面可能还将持续下去。
香港 11 月涉及双倍印花税的住宅成交量按月上升 7%至 916 宗，而涉及向非本港买家征收买家印花税的住宅成交量也按月上升 5.4%至 483 宗。另外，值得注意的是，需付买家印花税的住宅成交涉及税额环比抽升近 90%至 1 年高位 10.68 亿港元，主因是部分住宅售价大幅上升。	香港政府于 11 月拍卖的一幅住宅地皮成交价创历史新高，这为楼市带来溢出效应，致一手和二手楼价屡创新高。11 月下旬恒生指数收于 2007 年以来新高，这带来的财富效应也鼓励投资者踏入过热的楼市。此外，购买香港豪宅成为内地投资者分散投资组合的热门途径，这解释了 11 月买家印花税大涨的原因。中国经济稳健以及监管当局放宽海外投资限制，这两个利好因素或于明年继续支持香港豪宅市场。相反，利率逐步上升的预期、公私营房屋供应的增加，以及楼市调控措施，仍可能打击二手楼市需求。
澳门 10 月楼市成交量按月反弹 33.8%至 890 宗。受台风影响而抑制的买楼需求，通过 9 月下旬以来陆续推出的新盘得以释放。由于发展商把新盘售价定得比二手楼价高，10 月平均楼价按月上升 17%（按年上升 31.2%）至 117,360 澳门元/平方米。不过，楼市成交量以及新批按揭贷款皆录得连续 3 个月的跌幅，按年分别下跌 12.9%及 2.2%。这反映楼市调控政策及借款成本上升的预期持续打压二手楼市需求。	- 今年首十个月新屋落成量上升 903%至 3970 伙，因此短期新屋供应量料继续增长。在就业市场紧俏及本地经济稳健的情况下，新屋需求料继续高企。因此，即使贷款利率上升及楼市调控政策继续打击二手楼市需求，未来数月平均楼价仍可能在当前水平附近徘徊。 - 长期而言，即使利率于未来数年有上升的风险，但在新屋供应量不足的情况下，未来楼价的下行压力或有限。其中，继 2016 年新屋动工量按年下降 6%后，2017 年首 10 个月的动工量亦按年减少 15%至 3092 伙。此外，澳门政府计划于中短期内兴建 9500 个公营单位，较 2016 年提出的方案少 3100 伙，这反映公共房屋的供应依然短缺。因此，尽管未来利率上升可能遏抑市民的置业需求，但楼市或仍保持温和增长。另外，我们亦将关注港珠澳大桥落成后，澳门楼市是否会迎来新需求。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周人民币对美元基本持平。人民币跟随美元起伏。	鉴于 2018 年中国将继续专注去杠杆，我们认为汇率政策将退居二线。短期内美元/人民币将继续保持在窄幅波动。不过投资者需要关注今晚美国总统特朗普国家安全策略的演讲。特朗普对中国的施压可能会短期内对人民币带来波动。

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