

摘要

新年第一个星期，中国监管集中大爆发，果然是一大波新规在路上。其中最引人注目的是一行三会联合发布的关于规范债券市场参与者债券交易业务的 302 号文。新的 302 号文旨在提高债券交易标准化流程。主要针对两个领域。第一，弥补线下代持等可能规避资本占用等监管要求违规行为。其次，新的 302 号文也将为债券回购设定上限。302 号文将为中国守住不发生金融风险底线的政策保驾护航。不过短期内，302 号文也成为上周中国债券价格回落的主要因素之一。

中国银监会上周五也公布了另外三个管理办法涵盖了商业银行委托贷款，商业银行大额风险暴露以及商业银行股权管理。所有的新条例都传递了一个信息就是回归本源、不忘初心、保持透明。做好这些自然也将化解杠杆的问题，从而控制金融风险。尤其是大额风险暴露新规将帮助银行减少对同业业务的依赖，从而间接控制杠杆。此外，通过限制对单一主体的风险暴露，也有助于鼓励银行支持中小企业，优化信贷资源分配，从而支持实体经济。

流动性方面，受流动性宽松的影响，央行连续 10 个交易日暂停公开市场操作。在金融去杠杆的道路上，央行将继续使用金融监管作为控制金融风险的长效机制，而流动性则是短期调节市场情绪和波动的阀门。汇率方面，美元/人民币跌破 6.50。人民币的升值更多是美元故事，目前并未出现自我驱动式的升值。事实上人民币指数上周基本持平。从 17 年底的 94.85 小幅上升至 94.90。尽管，上周境内媒体对人民币近期的升值表示了担忧，甚至出现了在 6.50 干预的声音，但是笔者认为目前这波人民币的升值和去年 9 月的升值并不一样，人民币近期更多时随波逐流，因此对于监管来说，近期的波动处在可以接受的范围之内。如果美元继续走弱的话，美元/人民币将会继续下探 6.45。

香港方面，年结效应减退带动一个月香港拆息回落。由于美元拆息持续领先港元拆息，港元面对新一轮的下行压力。我们预期一个月港元拆息将进一步下滑，但较大可能在 0.8%找到强劲支持后温和反弹，主要因为以下五个因素。第一，截至 2018 年 1 月 4 日香港银行业总结余减少至 1797.7 亿港元，创 2014 年中以来最低。第二，农历新年效应可能推高港元拆息。第三，香港银行业可能囤积资金，为全球流动性收紧下的资金外流作准备。第四，强劲的本地及内地企业贷款需求带动港元贷存比率上升至 2015 年以来新高 81%，这意味着银行业融资需求或将保持强劲。最后，潜在的大型招股活动将冻结资金。总括而言，我们预期一个月港元拆息在短暂回调后将稳步上升，并于 2018 年末达到 1.4%。澳门方面，高基数效应拖累 12 月澳门赌收按年增速减慢至 14.6%。尽管如此，2017 年全年赌收按年仍大涨 19.1%，并创下 2011 年以来最大升幅。展望未来，政策及流动性风险可能打击贵宾厅的业务。这加上高基数效应的影响，料将抵消部分中场业务扩张带来的贡献，并促使 2018 年赌收增长减慢至 10-15%。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 近日中国四大金融监管机构包括人民银行、银监会、证监会以及保监会联合发布了关于规范债券市场参与者债券交易业务的 302 号文。新的 302 号文将涵盖现券买卖，债券回购，债券远期以及债券借贷等债券业务。不过新的通知也给了一年时间为过渡期。 	<ul style="list-style-type: none"> 新的 302 号文旨在提高债券交易标准化流程。主要针对两个领域。第一，弥补线下代持等可能规避资本占用等监管要求违规行为。而代持等线下的活动也成为近年来债券交易杠杆的主要渠道之一。302 号文加强这方面的引导，有利于让杠杆率更为阳光化，从而帮助金融去杠杆。 其次，新的 302 号文也将为债券回购设定上限。除了政策性银行之外，商业银行和信用社的回购余额不能超过上季度末净资产的 80%。而这个比率对证券公司、基金公司和

	<p>信托公司则设定为 120%。保险公司的杠杆约束以总资产为主，回购不得超过总资产的 20%。新规对商业银行和证券公司的影响较其他机构更为明显。总体来看，随着杠杆率进一步定量，中国政府在控制杠杆率的操作上更为细化。</p> <ul style="list-style-type: none"> 此外，证监会也发布了 302 号文补充的 89 号文。89 号文将授予风险管理部门更多监管职权，债券交易员也有义务报告对交易价格偏离超过 1%和回购偏离 50 个 bp 的交易。此外，新规也将对债券交易员的收入进行管理，超过 100 万部分的延迟发放有利于控制道德风险。
<ul style="list-style-type: none"> 中国银监会上周发布了《商业银行委托贷款管理办法》来规范表外的委托贷款业务。 	<ul style="list-style-type: none"> 新的办法按照回归本源，规范发展的思路 将加强对资金来源和用途的审查。此外，也将明确委托贷款业务各方的权利与义务。 作为表外业务三剑客之一的委托贷款在中国的信用扩张中扮演了重要的角色。截至 2017 年 11 月底，委托贷款存量达到了 13.9 万亿元人民币。不过 2017 年以来随着去杠杆加码，委托贷款发展出现较大幅度放缓。委托贷款存量占社会融资存量比重由 2016 年的 8.46%下滑至 8%附近。因此，此次进一步规范委托贷款的举措对中国信用扩张的冲击可能有限。
<ul style="list-style-type: none"> 中国银监会就《商业银行大额风险暴露管理办法》公开征求意见。 新的办法将于 2018 年 7 月 1 日开始实行，商业银行应予今年年底前达到大额风险暴露监管要求。不过对于同业客户风险暴露，银监会也给了三年的过渡期。对于 2018 年底未达到办法规定的，应于 2021 年底前达标。 	<ul style="list-style-type: none"> 新规中大额风险暴露是指“商业银行对单一客户或一组关联客户超过其一级资本净额 2.5%的风险暴露。” 对于非同业客户。“商业银行对非同业单一客户的贷款余额不得超过资本净额的 10%；对非同业单一客户和非同业关联客户的风险暴露分别不得超过一级资本净额的 15%和 20%。” 对于同业客户。“商业银行对同业单一客户或集团客户的风险暴露不得超过一级资本净额的 25%。” 对大额风险暴露的测量包括了所有的银行账户以及交易账户。不过也有交易豁免主体，包括中国中央政府和央行，国际清算银行和国际货币基金组织以及评级超过 AA-的外国中央政府和央行。此外，省级以及计划单列市的地方政府债券以及政策性银行的非次级债权也同样有豁免权。 大额风险暴露新规本质还是希望引导银行回归本源。帮助银行减少对同业业务的依赖，从而间接控制杠杆。此外，通过限制对单一主体的风险暴露，也有助于鼓励银行支持中小企业，优化信贷资源分配，从而支持实体经济。
<ul style="list-style-type: none"> 中国银监会上周五发布《商业银行股权管理暂行办法》。新的法规主要适用于境内依法设立的商业银行。对外资银行变更股东或调整股东持股比例另有规定。 	<ul style="list-style-type: none"> 商业银行主要股东定义为“持有或控制商业银行百分之五以上股份或表决权，或持有资本总额或股份总额不足百分之五但对商业银行经营管理有重大影响的股东。”主要股东在控股五年内不得转让持有的股份。此外，主要股东应

	<p>当根据监管规定书面承诺在必要时向商业银行补充资本。</p> <ul style="list-style-type: none"> 此外，对于金融产品持有上市商业银行股份的行为，银监会允许。不过其相关金融产品持有的股份将不得超过该商业银行股份总额的 5%。之前，金融产品成为部分保险公司增持商业银行股份的主要渠道。新规将限制这个渠道。
<ul style="list-style-type: none"> 流动性方面，受流动性宽松的影响，央行连续 10 个交易日暂停公开市场操作。 	<ul style="list-style-type: none"> 央行在农历新年前慷慨的临时流动性设施将继续帮助稳定流动性。展望未来，在金融去杠杆的道路上，央行将继续使用金融监管作为控制金融风险的长效机制，而流动性则是短期调节市场情绪和波动的阀门。
<ul style="list-style-type: none"> 年结效应减退带动一个月香港拆息回落。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于美元拆息持续领先港元拆息，港元面对新一轮的下行压力。我们预期一个月港元拆息将进一步下滑，但较大可能在 0.8%找到强劲支持后温和反弹，主要因为以下五个因素。第一，截至 2018 年 1 月 4 日香港银行业总结余减少至 1797.7 亿港元，创 2014 年中以来最低。第二，农历新年效应可能推高港元拆息。第三，香港银行业可能囤积资金，为全球流动性收紧下的资金外流作准备。第四，强劲的本地及内地企业贷款需求带动港元贷存比率上升至 2015 年以来新高 81%，这意味着银行业融资需求或将保持强劲。最后，潜在的大型招股活动将冻结资金。总括而言，我们预期一个月港元拆息在短暂回调后将稳步上升，并于 2018 年末达到 1.4%。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 12 月外汇储备连续 11 个月增长至 3.14 万亿美元。 	<ul style="list-style-type: none"> 外汇储备的反弹主要受益于估值效应，因为 12 月美元延续了跌幅，使得以美元计价的非美资产估值上升。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 2017 年 11 月二手楼价指数增速自 2017 年 6 月以来首次加快，按年增长 13.1%。不过，11 月新批按揭贷款连续 3 个月下跌，按年减少 7.1%。尽管 12 月房屋总成交量扭转过去五个月的跌势，按年反弹至 50.3%，但 2017 年下半年录得的平均成交量（4913 宗）远低于 2016 年同期的平均值（5795 宗）。 	<ul style="list-style-type: none"> 结合所有数据来看，二手楼价增速加快可能是暂时性。11 月一幅住宅地皮的成交价创新高，加上发展商提高一手楼的售价，这两个因素为二手楼市带来溢出效应。股市及楼市畅旺带来的财富效应也鼓励更多投资者进入过热的楼市。鉴于住宅按揭贷款的疲软需求，我们认为少数不需要依赖银行贷款的富裕投资者可能是近期楼市增长的主要动力。 展望 2018 年，本地及内地富裕投资者可能持续支持香港楼市。不过，如果全球流动性收紧，资金可能流出新兴市场。在此情况下，银行或不得不上调最优贷款利率，继而打击那些需要依赖按揭贷款的潜在买家之入市欲望。另一方面，资金流出或导致股市回调，令财富效应减退，并削弱部分投资者投资楼市的需求。因此，我们预期 2018 年楼市的成交量将保持低迷，而二手楼价指数则预期增长

	0%-3%。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 11 月零售销售按年增长 7.5%，增速创 2015 年 2 月以来最快。 	<ul style="list-style-type: none"> 一方面，中国经济增长强劲，带动中国国民出国旅游。访港的中国游客人数（占总访港旅客的 75%）连续三个月上升，按年增长 8.6%（创 2017 年 3 月以来最大升幅）。这带动珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额上升 7.9%，同时衣物、鞋类及有关制品的销售额亦按年上升 3.8%。另一方面，在实际工资温和增长及财富效应的带动下，强劲的本地需求为零售业带来支持。其中，食品、酒类饮品及烟草以及超市商品的销售额分别按年增长 3.8%以及 1.9%。更值得关注是，新发售的 iPhone X 促使耐用消费品销售额增速创 2015 年 6 月以来最快，按年增长 15%。 2017 年零售销售预期增长约 2%。在低基数效应、稳健的劳动市场以及旅游业进一步复苏的支持下，2018 年零售销售的增长可能加快至 5%-8%。在此情况下，私人住宅单位的租金及售价料温和反弹。不过，海外网购日趋盛行可能限制零售业长期的上升空间。而中国财政部大幅削减 187 种进口消费品的关税，也可能为香港的零售业带来负面的影响。
<ul style="list-style-type: none"> 12 月澳门赌收增速减慢，按年增长 14.6%至 227 亿澳门元。尽管 12 月赌收低于预期，但 2017 年全年的赌收按年增速创 2011 年以来新高 19.1%。 	<ul style="list-style-type: none"> 展望未来，澳门监管当局据报于 2018 年 1 月计划收紧赌场中介人营运牌照的标准。此外，全球流动性收紧可能会增加赌场中介人的融资成本，并增加其对高端赌客放贷的难度。总括而言，由于赌场贵宾厅可能面对较大的政策及流动性风险，我们预期贵宾厅对赌收的贡献可能会减少。 反之，受惠于亚洲经济复苏，中场板块可能为博彩业长期的发展带来更大贡献。不过中场为博彩业带来的增长可能较贵宾厅低，加上受到高基数效应的影响，我们预期 2018 年赌收的增长将减慢至 10-15%。

人民币

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 2018 年首周，人民币把握美元走弱的时机进一步对美元走高。美元/人民币跌破 6.50。 	<ul style="list-style-type: none"> 人民币的升值更多是美元故事，目前并未出现自我驱动式的升值。事实上人民币指数上周基本持平。从 17 年底的 94.85 小幅上升至 94.90。尽管，上周境内媒体对人民币近期的升值表示了担忧，甚至出现了在 6.50 干预的声音，但是笔者认为目前这波人民币的升值和去年 9 月的升值并不一样，人民币近期更多时随波逐流，因此对于监管来说，近期的波动处在可以接受的范围之内。如果美元继续走弱的话，美元/人民币将会继续下探 6.45。

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