

## 摘要

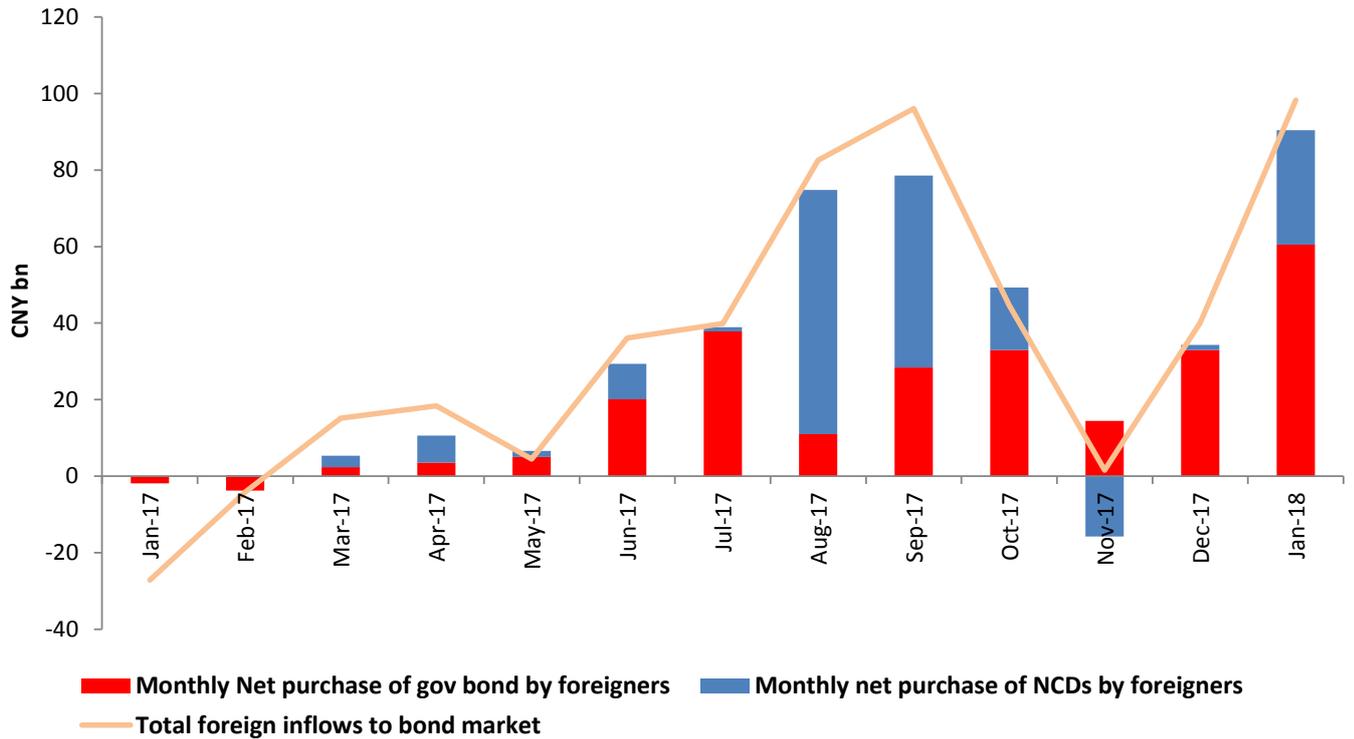
中国股市偷走了原本属于美国股市的头条。没想到这波本应由美股唱主角的调整中，中国股市表现更卖力。上周 CSI300 指数跌幅超过 10%，远远超过道琼斯指数 5.2% 的回调。和美股此轮调整类似，上周中国股市的调整背后也由技术面因素。虽然目前负债端杠杆远低于 2015 年股灾的水平，但是资产端由股权质押引发的杠杆上升成为导火索，而对去杠杆一刀切的担忧加剧了股票市场的波动。不过此轮中美股市的调整，基本面并没有出现明显恶化。事实上，笔者认为 1 月的进口数据显示中国的经济复苏势能可能延续到一季度。从原油和电子元件等进口数据来看，1 月进口不仅只是春节错位的原因，背后也有需求的故事。

汇率方面，上周平淡的收盘却掩盖不了周内的惊心动魄。周三周四随着人民币指数快速突破 97 后，离岸市场上美元/人民币 24 小时内由 6.2557 低点快速上升至 6.3774 令人难忘。随着人民币指数无遮挡地快速突破 97，市场对于央行可能干预的紧张情绪使得原本已经拥挤地多人民币头寸显得脆弱。周四人民币的快速贬值正是这种情绪的宣泄引发的头寸调整。不过虽然上周央行在中间价设定上似乎偶有人工调整痕迹之外，但是央行并没有直接干预的迹象。这与 2018 年央行工作会议中关于加大市场定价的基调相吻合。对央行干预担忧的回落，使得人民币周五收复多数损失。从好的方面来看，周四的大跌也再次提醒市场人民币已经进入双向波动区间。任何单边博弈都是不明智的。

中国 2017 年国际收支重新回归双顺差。2017 年非储备资本账户顺差达到 825 亿美元，这也是 2013 年以来中国的非储备资本账户首次回归顺差。鉴于人民币单边贬值预期以及资本外流不再是现阶段的核心矛盾，中国已经基本退出之前的资本管制措施。随着资本流出渠道重新打开，或压制人民币单边升值预期。不过 2015 年的教训意味着此次中国的开放将遵循稳步渐进原则。此外，中国也可能利用新一轮开放来捆绑人民币国际化，从而推广人民币国际化。

**香港方面**，2 月 5 日至 6 日期间每日南向流入的资金平均达到 91 亿人民币，为深港通开通以来最高。不过，资金南下抄底未能扭转港股跌势。有鉴于此，我们预计如果主要央行以较预期快的步伐收紧货币政策，那么资本很可能从新兴市场回流，届时即使有内地资金的支撑，也应该无法避免香港股市调整的局面。至于香港楼市，二手楼价指数再创新高，而房屋成交量亦进一步反弹。然而，2017 年 12 月新批按揭贷款连续 4 个月下跌。房贷和楼市走势截然相反，反映出近期楼价上升可能主要由不需要依赖银行贷款的富裕投资者所带动。此外，普通买家可能借助地产发展商提供的高成数贷款入市。而股市畅旺衍生的财富效应则进一步带动市场恐慌性的购买情绪。不过，我们预期以上提及的两类房屋需求可能会在今年出现收缩（详见下文）。**澳门方面**，政府推出三项楼市调控措施。此轮调控措施可能有两个影响。首先，业主可能被迫出租房屋，这将增加租赁市场的供应。同时新措施将帮助更多潜在首置买家进入市场，因此租房需求可能应声减少，从而帮助推低租金。其次，新措施可能打击投资需求。然而，新措施也可能导致二手市场的供应量减少。再加上未来公营及私营房屋的新供应量将缓慢上升，新措施促成的首置需求上升，将使楼价持续上涨。不过，全球流动性收紧可能会导致股市出现调整，加上利率可能走高，或有助于放缓楼市上升步伐。

每周一图：外资净流入中国债券市场金额 1 月创下历史新高，主要以国债配置为主。



来源：Bloomberg, OCBC

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行 2018 年工作会议上周召开，会议为今年政策基调定调。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>相比于往年工作会议以及近期金融工作基调，笔者认为会议里有两点最值得关注。第一，就流动性管理问题上，央行删除了“调节好流动性闸门”，增加了“促进货币信贷和社会融资规模合理增长”。去年金融去杠杆的一个比较明显结果就是广义货币 M2 增速和社会融资总量增速剪刀差扩大，虽然 M2 增幅大幅回落至 8.2%，但是社会融资总量增幅依然保持在 12%附近。这也是为什么去年去杠杆对实体经济并未带来很大的冲击。不过随着去杠杆深化，市场也担心这种影响最终可能会传导至实体经济。此次增加社会融资合理增长，暂时可以解除市场这个后顾之忧。笔者认为未来中国在去杠杆中不会出现一刀切的现象。</li> <li>第二，汇率方面，增加了“加大市场决定汇率的力度”。这意味着央行将减少对汇率市场的直接干预。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国外汇管理局局长潘功胜近期撰文表示中国前期跨境资本流动管理上的宏观审慎政策已经回归中性。</li> <li>此外，路透上周也报道在搁置两年后，中国重启</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>鉴于人民币单边贬值预期以及资本外流不再是现阶段的核心矛盾，中国已经基本退出之前的资本管制措施。随着资本流出渠道重新打开，或压制人民币单边升值预期。</li> <li>不过 2015 年的教训意味着此次中国的开放将遵循稳步渐进</li> </ul>

<p>了境内有限合伙人机制（QDLP），允许境外基金公司在华集资后用于海外投资。</p>	<p>原则。此外，中国也可能利用新一轮开放来捆绑人民币国际化，从而推广人民币国际化。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 1 月外资净流入债券市场资金再创历史新高，达到 983 亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 相对于去年 9 月，当时资金主要以套利为目的，大幅流入同业存单市场。此次流入更多流入国债市场，显示外资对人民币资产兴趣上升。笔者认为今年外资继续增持人民币资产是大趋势，这也有利于稳定中国利率市场。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 一个月港元拆息下跌速度加快，由 2 月 5 日的 0.91% 下降至 2 月 9 日的 0.78%，跌穿我们此前预计的重要阻力位 0.8%，相信主要还是归因于超宽松流动性。因此，一个月港元拆息及一个月美元拆息的息差显著地扩阔至 80 个基点左右水平，为去年 9 月以来最大。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过，市场似乎已经提早消化息差扩阔带来的影响，自去年 12 月底以来港元跌约 0.2%，因此近日港元表现异常稳健。当然，息差扩阔对港元带来的影响也可能被资本流入以及人民币走强所抵消。在上周首两个交易日，沪港通和深港通下每日平均南向净流入资金（南向减北向）录得 155.9 亿人民币。</li> <li>▪ 然而，从上周三开始，情况有所转变，最后三个交易日每日平均南向净流入资金录得负 3.8 亿人民币，这反映内地投资者在农历新年前斩仓。另一方面，中国贸易收支数据表现远逊预期促使人民币多头平盘，从而扭转人民币近期的升势。尽管如此，农历新年之前，我们预计企业及家庭对港元的需求上升。因此，美元兑港元仍可能在 7.8250/7.8300 的水平遇到阻力。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 恒生指数于 2018 年 2 月 6 日大幅下挫 5.12%，创自 2015 年 8 月以来最大的单日低幅。这主要由美国股市急跌衍生的溢出效应所带动。而技术因素也可能是加剧市场恐慌性抛售的原因之一。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 事实上，2 月 5 日至 6 日期间每日南向流入的资金（不涉及北向资金）平均达到 91 亿人民币，为深港通开通以来最高。不过，资金南下抄底仅减轻恒生指数下行压力，并没有成功扭转其跌势。有鉴于此，我们预计如果通胀风险持续升温，从而驱使美联储等主要央行以较预期快的步伐收紧货币政策，那么资本很可能从新兴市场回流，届时即使有内地资金的支撑，也应该无法避免香港股市调整的局面。不过，短期内，基本面如流动性充裕及经济前景展望乐观尚未转变，因此我们将密切关注近期港股回调是否只是短暂性事件。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门政府推出三项楼市调控措施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 第一，出租房屋因空置而获豁免房屋税的规定将会被取消。第二，在现有印花税的基础上，取得第二个住宅物业或其权利的取得人需要交付额外楼价 5% 的税项，而取得第三个住宅物业则需要交付额外的 10% 税项。第三，持有澳门身份证的澳门居民，亦符合年龄于 21 至 44 岁的首次置业买家可以向银行申请按揭贷款成数至 90%。</li> <li>▪ 此轮调控措施可能有两个影响。首先，业主可能被迫出租房屋，这将增加租赁市场的供应。同时新措施将帮助更多潜在首置买家进入市场，因此租房需求可能应声减少，从而帮助推低租金。其次，新措施可能打击投资需求。根据政府资料，2016 年第一季至 2017 年第 4 季期间，超过</li> </ul>

	<p>40%的住宅物业买家为非首次置业的买家，而其中 90%的非首次置业买家为本地居民。然而，新措施也可能导致二手市场的供应量减少。再加上未来公营及私营房屋的新供应量将缓慢上升，新措施促成的首置需求上升（政府资料显示 2016 年第一季至 2017 年第 4 季期间约 60%为首置买家），将使楼价持续上涨。不过，全球流动性收紧可能会导致股市出现调整，加上利率可能走高，或有助于放缓楼市上升步伐。</p>
--	--

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 1 月外汇储备连续 12 个月上升至 3.161 万亿美元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 总体来看，1 月外汇储备的反弹还是主要受益于 1 月美元延续跌幅导致的估值效应支持。不过近期人民币快速贬值逼出的结汇需求可能会进一步帮助中国外汇储备地积累。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国贸易顺差意外由 12 月的 547 亿美元大幅回落至 203.4 亿美元。贸易顺差超预期回落主要受到进口大幅上升的影响，1 月进口同比大涨 36.9%，而出口则同比增长 11.1%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 月的贸易数据部分受到春节错位效应影响。不过仔细看进口分类项目，我们认为进口的飙升不完全是季节性因素，同时也显示中国经济周期复苏的延续。中国 1 月原油进口量同比大幅增长 19.4%至 4064 万吨，创下单月进口新高。此外叠加油价的同比上升，这也导致原油进口金额同比增幅达到 44.7%。此外，1 月的电子元件进口金额同比大涨 59.9%至 250.9 亿美元。虽然背后有春节因素，但是单从进口金额来看，1 月的数据是历史第三高。笔者认为，1 月进口数据不仅仅讲了春节错位的故事，同时也显示了中国经济复苏动能将至少在 1 季度得以延续。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 2017 年国际收支重新回归双顺差。其中经常账户顺差由第三季度的 405 亿美元扩大至四季度的 622 亿美元。不过全年来看，2017 年经常账户顺差占 GDP 比重由 2016 年的 1.9%回落至 1.4%。</li> <li>▪ 非储备资本账户四季度重新回到逆差。不过全年来看，资本账户顺差达到 825 亿美元，这也是 2013 年以来中国的非储备资本账户顺差重新回归顺差。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国经常账户顺差主要受到货物贸易顺差支持。服务贸易逆差出现回落迹象，四季度旅游逆差报 539 亿美元，同比下滑 11.9%。鉴于今年以来中国继续收紧个人信用卡境外消费上限，笔者认为这可能会进一步控制服务贸易逆差。因此，笔者预计中国 2018 年经常账户顺差将继续较大规模。</li> <li>▪ 对于非储备资本账户四季度如何回归逆差，目前分类数据尚未完全公布，因此笔者也不清楚。就目前的数据来看，四季度外资直接投资净流入达到 410 亿美元。这也意味着其它领域有较大的资本外流，这可能需要等到分类数据出来后才能判断。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 1 月消费者物价指数和生产者物价指数增幅分别放缓，由 12 月的 1.8%和 4.9%回落至 1.5%和 4.3%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 物价指数的回落很大程度受到春节错位的影响。环比来看，1 月消费者物价指数环比增长 0.6%。笔者认为消费者物价指数将告别 1 时代，2 月受春节因素影响，预计消费者物价指数将测试 2.5%，并将在未来几个月保持在 2%的上方。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>生产者物价指数的回落主要受到高基数因素影响，由于去年上半年生产者物价指数大幅上涨，高基数将抑制生产者物价指数的上升空间。我们认为今年多数时候生产者物价指数可能会保持在 5% 下方。</li> <li>近期的通胀数据对货币政策的影响有限。不过笔者认为市场需要在二季度密切关注通胀的走势，如果有任何新的冲击，不排除消费者物价指数上探 3%。从而可能影响市场对货币政策的预期。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 2017 年 12 月二手楼价指数按年上升 14.8%，并连续 14 个月创历史新高。此外，房屋成交量连续 2 个月录得升幅，2018 年 1 月按年增长 60.4%。不过，2017 年 12 月新批按揭贷款连续 4 个月下跌，按年减少 14.4%。1 个月港元拆息于 2017 年末抽升可能是打压房贷需求的原因之一。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>房贷和楼市走势截然相反，反映出近期楼价上升可能主要由不需要依赖银行贷款的富裕投资者所带动。价值高于 1000 万港元的私人住宅成交量连升两个月，并于今年 1 月按年增长 88%。此外，普通买家可能借助地产发展商提供的高成数贷款入市。价值落在 500 万港元至 1000 万港元之间的私人住宅成交量按年上升 86%。而股市畅旺衍生的财富效应则进一步带动市场恐慌性的购买情绪。因此，尽管港元拆息走高，楼市依然重现狂热的局面。</li> <li>不过，我们预期以上提及的两类房屋需求可能会在今年出现收缩。首先，全球流动性收紧可能导致资金从新兴市场回流发达国家市场，从而造成股市回调并削弱财富效应。第二，我们预计最优贷款利率上升的周期可能于今年展开，由发展商提供以最优贷款利率计价的按揭贷款吸引力可能会降低。在需求收缩的背景下，新屋供应量上升或能够为过热的楼市降温。因此，我们坚持房屋成交将维持低迷，同时二手市场楼价增速将放慢的预计。</li> </ul>

<b>人民币</b>	
<b>事件</b>	<b>华侨银行观点</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>尽管上周美元/人民币收盘基本保持不变，但是平淡的收盘却掩盖不了周内的惊心动魄。周三周四随着人民币指数快速突破 97 后，离岸市场上美元/人民币 24 小时内由 6.2557 低点快速上升至 6.3774 令人难忘。周五人民币指数收在 97 下方。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>随着人民币指数无遮挡地快速突破 97，市场对于央行可能干预的紧张情绪使得原本已经拥挤地多人民币头寸显得脆弱。周四人民币的快速贬值正是这种情绪的宣泄引发的头寸调整。不过虽然上周央行在中间价设定上似乎偶有人工调整痕迹之外，但是央行并没有直接干预的迹象。这与 2018 年央行工作会议中关于加大市场定价的基调相吻合。对央行干预担忧的回落，使得人民币周五收付多数损失。从好的方面来看，周四的大跌也再次提醒市场人民币已经进入双向波动区间。任何单边博弈都是不明智的。</li> <li>在农历新年假期前，市场应该继续关注人民币指数在 97-97.5 区间内的表现。</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