

摘要

自特朗普总统公开表示开征关税后，包括美国盟友在内的多数国家都站在道德高地谴责白宫。不过特朗普总统这张贸易牌打得真不错，随着加拿大、墨西哥和澳大利亚成功拿到豁免金牌，美国的盟友们周末忙着争取关税豁免。当然，要求关税豁免从来就不在中国的基因中。中美贸易冲突未来几周还将成为市场关注的焦点。

金融改革方面，周小川行长则表示随着中国进入新纪元，可以更大胆推进改革。对于过去几年控制金融风险导致改革放缓的观点，周行长有不同意见。其认为，控制金融风险和改革不是竞争关系，控制金融风险是改革的一部分。随着风险的下滑，中国也有更多空间推行改革。对于人民币国际化，周行长表示多数推动国际化的政策措施已经被研究过。言下之意，央行能做的基本都做了。人民币国际化未来的发展将取决于使用者的需求。政策方面，央行除了进一步开放境内资本市场之外，可以推的政策有限。

上周公布的中国经济数据继续支持全球共振式复苏的故事。电子元件进口的大幅上升将支持未来中国的出口。中国 2 月信贷数据基本与市场预期相符合。尽管受春节假期因素影响，2 月中长期贷款需求依然强劲。这一部分与去杠杆下融资回表有关，不过强劲的中长期贷款将会继续支持经济走势。这也解释了为什么银监会下调贷款拨备率。2 月消费者物价指数大幅上涨至 2013 年 11 月以来的新高与春节效应有关。不过由于翘尾因素的影响，未来几个月消费者物价指数的回落幅度有限。预计将继续保持在 2.5% 上方。翘尾因素高点在今年 6 月。不过笔者认为近期消费者物价指数的回升还不足与成为市场担心货币政策进一步收紧的导火索。

汇率方面，人民币继续盘整。我们认为人民币将继续在两会期间保持稳定。近期资本管制措施的调整，笔者认为方向是对的。人民币也要小心美元走弱的风险，过往的经验告诉我们，每次贸易冲突都以美元走弱而结束（具体请参看上周五的外汇周报）

香港方面，美元兑港元持续刷新 33 年新高，主要是因为三月 FOMC 之前，市场对港美息差扩大的预期升温。不过，香港目前仍未出现明显资金外流风险，因此港元未必快速触及 7.85 的弱方兑换保证。一方面，随着美元兑港元不断靠近 7.85，市场开始担忧港美息差收窄。在预知汇率上升和息差收窄将带来损失的情况下，套利交易者或倾向于保持谨慎。另一方面，美联储三月会议过后，美元拆息或暂时企稳，相反港元贷存率高企、潜在大型 IPO，以及银行为资金外流风险作准备，皆可能限制港元拆息下行空间。因此，港美息差短期内未必进一步扩大。这也将成为打击套利交易的关键因素之一。整体而言，我们认为单凭套利交易，未必能够驱使美元兑港元在短期内快速触及 7.85。中期而言，如果全球流动性进一步收紧，且步伐超乎预期，那么这叠加美国税改或导致资金流出香港，并促使美元兑港元触及 7.85 水平。当然，我们相信金管局较大规模的外汇储备，将能够帮助其维系联汇制度。然而，就算保住联汇制度，资本外流和金管局干预市场对经济带来的影响仍难以避免，因为这将推动港元拆息急速上升，及促使银行上调最优贷款利率。再加上未来房屋供应量的增加以及潜在的股市回调风险，将很大可能导致楼市增速放缓。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国将 2018 年经济增长目标定在 6.5% 左右，不过删除了“在实际工作中争取更好结果”的评论。此外，财政赤字率目标由 3% 下调至 2.6%。此外，中国政府也淡化了 M2 和社会融资总量增长目标。	总体来说这是一份非常均衡的工作报告。增长目标的微调显示中国政府对经济增长放缓容忍度提高。鉴于 6.5% 左右的经济增长已经足够帮助中国取得充分就业，因此没有必要为获得更高增长而承担额外的风险。同时我们也看到有些措辞较去年 12 月的中央经济工作会议发生了细微的变化，譬如管住货币总闸门变成了管好货币总闸门。这也显

	示了中国政府松紧适度的态度。 - 至于赤字率的减少并不代表中国积极财政政策的转向。由于中国名义 GDP 总量不断增长，即使赤字率小幅回落，赤字绝对值并没有变化。不过绝对值没有进一步上升，也显示了中国政府去杠杆和控制风险的决心。 - 至于淡化 M2 这个目标，央行已经在多个场合解释过了。由于 M2 和经济指标的相关性弱化，M2 对经济的影响较以前有所回落。这主要是因为传统银行贷款以外的融资方式对 M2 的影响较以前有很大提高。而易纲副行长在周五的新闻发布会上也明确表示未来将着力优化存量融资结构，并盘活存量，相对来说，增量不如以前重要了。
中国银监会近期下调拨备覆盖率最低，由原先最低 150% 下调至 120%。	根据银监会的表示，由于中国银行业拨备率较国际水平高出很多，因此有空间下调。而 2017 年中国不良贷款利率得到控制也同样为调整带来了空间。不过笔者也认为此次调整也反映了政府“开前门，关偏门”的方针。随着去杠杆下贷款回表等因素，对银行业的压力可能较以前更大，因此调整拨备虑也为银行带来了更多灵活便利。
刘鹤在两会中表示中美没有贸易战争的意愿。而中国商务部部长在新闻发布会上也表示贸易战争没有赢家。中国对美国的贸易顺差可能被高估 25%。如果美国放宽对高科技产品的出口，中美贸易顺差可能可以缩减 35%。	中国方面的信息显示中美还会继续就贸易问题进行谈判，尽管下一步谈判细节并未公布。特朗普总统这张贸易牌似乎打得不错，澳大利亚成功拿到豁免金牌，也让美国的盟友周末忙着争取关税豁免。当然，要求关税豁免从来就不在中国的基因中。中美贸易冲突未来几周还将成为市场关注的焦点。
中国央行在两会的新闻发布上传递了未来金融改革和发展的方向。	- 对于去杠杆导致名义利率上升的问题。副行长易纲建议市场关注实际利率。而去年实际利率总体保持平稳。 - 金融改革方面，周小川行长则表示随着中国进入新纪元，可以更大胆推进改革。对于过去几年控制金融风险导致改革放缓的观点，周行长有不同意见。其认为，控制金融风险和改革不是竞争关系，控制金融风险是改革的一部分。随着风险的下滑，中国也有更多空间推行改革。周行长认为 M2 增幅低于名义 GDP 增幅显示中国去杠杆取得成果。而目前杠杆率已经趋稳。 - 对于人民币国际化，周行长表示多数推动国际化的政策措施已经被研究过。言下之意，央行能做的基本都做了。人民币国际化未来的发展将取决于使用者的需求。政策方面，央行除了进一步开放境内资本市场之外，可以推的政策有限。
美元兑港元持续刷新 33 年新高，主要是因为三月 FOMC 之前，市场对港美息差扩大的预期升温。3 月 8 日一个月美元和港元拆息之差扩大至 2008 年	然而，除了美联储之外，其他主要央行对收紧政策仍保持谨慎态度，因此资金料继续流入新兴市场，而内地投资者分散投资风险的需求也可能驱使他们继续涉足港股市场。

以来最高水平 105 个基点。	在此情况下，香港的资金外流风险依然有限。因此，港元未必快速触及 7.85 的弱方兑换保证。一方面，如果越来越多投资者沽空港币，港币将快速触及弱方兑换保证，届时金管局将进行干预，并推高港元汇率和利率。因此，随着美元兑港元不断靠近 7.85，市场开始担忧港美息差收窄（3 月 9 日 12 个月美元兑港元远期点子由 2 月 27 日的 -617 攀升至 -365，同时一年期港元利率互换则达到 2008 年以来最高水平 1.85%）。在预知汇率上升和息差收窄将带来损失的情况下，套利交易者或倾向于保持谨慎。 ▪ 另一方面，美联储三月会议过后，美元拆息或暂时企稳，相反港元贷存率高企、潜在大型 IPO，以及银行为资金外流风险作准备，皆可能限制港元拆息下行空间。因此，港美息差短期内未必进一步扩大。这也将成为打击套利交易的关键因素之一。整体而言，我们认为单凭套利交易，未必能够驱使美元兑港元在短期内快速触及 7.85。 ▪ 中期而言，如果全球流动性进一步收紧，且步伐超乎预期，那么这叠加美国税改或导致资金流出香港，并促使美元兑港元触及 7.85 水平。当然，我们相信金管局较大规模的外汇储备，将能够帮助其维系联汇制度。根据金管局数据显示，香港于 2018 年 2 月底的官方外汇储备资产为 4435 亿美元，远超 2008 年全球金融危机爆发以来预计流入香港的 1300 亿美元。
------------------------	--

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
▪ 中国 2 月外汇储备下滑至 3.134 万亿美元，2017 年 1 月以来的首次单月下滑。	▪ 虽然 2 月春节前，市场曾出现一部分企业结汇需求。但是由美元升值以及全球股市回调引发的估值效应的变化，成为 2 月外汇储备下滑的主要原因。而外管局局长潘功胜在上周五央行新闻发布会上也表达了同样的观点。 ▪ 鉴于中国多数资本管制措施已经回归中性，未来资本流动更为均衡。购汇需求的上升可能会抑制外汇储备的上升。
▪ 中国 2 月贸易数据再超预期。其中美元计价的出口同比大幅增长 44.5%而进口虽受农历新年影响，同比依然增长 6.3%，好于市场预期。	▪ 分国别来看，中国对美国、欧盟和日本三大发达经济体的出口分别增长 46.1%，42.4%和 31.2%。而东盟等发展中经济体对中国产品的需求也同样强劲，同比增长 36.2%。这显示在全球共振复苏下，外需对中国经济将继续带来支持。 ▪ 进口增幅放缓主要受到农历新年因素影响。从进口量角度来看，原油和铁矿石进口增幅放缓至 1.5%和 0.9%。不过受油价走高的影响，原油进口金额同比依然强劲增长 26.4%。

	▪ 值得关注的是，内需对电子元件的需求超预期强劲。2 月同比增长 14.8%，1 月和 2 月叠加同比增幅达到 36.5%。由于中国电子元件进口与出口有显著相关性，并领先一个月左右。我们认为这对未来出口还将起到支持。 ▪ 最后，2 月数据显示中美贸易顺差维持在高点，2 月顺差达到 209.6 亿美元，创下有记录以来 2 月顺差的历史新高。这可能也解释了为什么近期中美贸易冲突升级。
▪ 中国 2 月信贷数据基本与市场预期相符合。2 月新增人民币贷款 8393 亿元。社会融资总量增长 1.17 万亿元。广义货币 M2 增幅小幅回升至 8.8%。	▪ 尽管受春节假期因素影响，2 月中长期贷款需求依然强劲。居民部门和企业部门中长期贷款增长 9805 亿元，超过新增人民币贷款增长总量。这一部分与去杠杆下融资回表有关，不过强劲的中长期贷款将会继续支持经济走势。 ▪ 随着贷款回表，表外融资继续放缓，其中委托贷款连续第二个月回落。目前来看，融资回表将成为趋势，这也解释了为什么银监会下调贷款拨备率。 ▪ 此外，外币存款在 1 月大涨 448 亿美元后，2 月保持不变。显示市场正在重新调节汇率预期。
▪ 中国 2 月消费者物价指数超预期，同比增长 2.9%，生产者物价指数则如预期继续回落至 3.7%。	▪ 2 月消费者物价指数大幅上涨至 2013 年 11 月以来的新高与春节效应有关。不过由于翘尾因素的影响，未来几个月消费者物价指数的回落幅度有限。预计将继续保持在 2.5% 上方。翘尾因素高点在今年 6 月。不过笔者认为近期消费者物价指数的回升还不足与成为市场担心货币政策进一步收紧的导火索。
▪ 香港今年 1 月份二手楼市价格指数连续第 15 个月创历史新高，按年上升 15.4%。另外，2 月房屋成交量连续第三个月上升，按年增加 34%至 5482 宗。	▪ 由于政府放宽换楼客的相关楼市调控政策，因此房屋成交量可能在未来数月温和反弹。另外，流动性宽裕使一个月港元拆息持续受压。银行趁机进一步下调 H 按利率，由一个月港元拆息加 1.3%下调至一个月港元拆息加 1.25%。这加上此前银行业相继推出的定息按揭贷款计划，或鼓励潜在买家入市。因此，在扭转了连续四个月的跌幅之后，新批核按揭贷款可能于短期内继续反弹（1 月按年上升 34.8%，按月增长 37.2%）。然而，近期股市波动性上升，造成财富效应减弱。这可能打击投资者买房的欲望。如果全球央行收紧政策的速度超乎预期，资金由新兴市场回流发达市场，可能对风险资产带来冲击，并促使香港银行业开启最优贷款利率的调整周期。在此情况下，楼市需求或受到抑制。此外，政府正计划以推出较此前预期更多的公营和私营房屋。这或为过热楼市降温。整体而言，我们依然相信今年楼市价格增速将有所放缓。
▪ 2018 年 1 月香港零售销售额按年增长 4.1%，表现不及预期。其中食品、酒类饮品及烟草的销售额按年回落 5.4%，达到 2017 年 2 月以来最大跌幅，	▪ 至于其他主要零售商，其中衣物、鞋类及有关制品的销售额按年微涨 0.9%。耐用消费品和珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额则分别按年上升 20.5%和 10.4%，这强化了我们

主要是因为春节时间错位。另外，超级市场商品的销售额也按年下挫 13.3%。	对旅游业营业情况改善并支持零售业的预期。此外，港元随着美元对其他货币保持弱势，以及亚洲地区可持续的经济增长，也提振了旅客消费信心。另一方面，本地劳动力市场紧俏（失业率下降至两年新低）以及股市和楼市带来的财富效应，支持消费者信心。因此，我们对今年零售业表现优于去年的预期保持不变。这可能对零售商铺租金（2017 年 12 月按年上升 4.1%）及价格（2017 年 12 月按年增长 7.5%）带来上升压力。
--	--

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币上周对美元走稳。不过人民币指数小幅回落，收盘在 95.95。	我们认为人民币将继续在两会期间保持稳定。近期资本管制措施的调整，笔者认为方向是对的。人民币也要小心美元走弱的风险，过往的经验告诉我们，每次贸易冲突都以美元走弱而结束。

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