

摘要

中国 2017 年经济由 2016 年的 6.7%重新加速至 6.9%。一年前，市场对 2017 年中国经济走势普遍的预期是先高后低，背后的主要逻辑是下半年受强监管影响，经济放缓。事实上，2017 年在强监管影响下，货币市场和实体经济融资成本都有不同程度上升，但是经济却比想象的更为稳健。这里主要受到两个因素支持包括经济结构的转型以及外需的支持。不过展望今年，我们认为融资成本的上升将最终对经济带来下行压力。因此，我们预计 2018 年经济增速下滑至 6.5%。

中国监管机构对于假账和数据造假等现象曝光问题持有更开放的态度。上周五上海浦东发展银行成都分行 775 亿元空壳企业授信丑闻曝光引起市场广泛关注。除此之外，近期继辽宁后，内蒙古包头市和天津滨海新区等分别承认部分数据造假。近期持续爆发的不良贷款数据和经济数据造假可能会引起市场对中国数据质量新一轮的调查。但是从好的方面来看，这也说明了中国对提高数据透明度的重视。而地方政府对经济数据造假可能对中国经济国家层面的经济数据不会有显著影响，因为由于统计方式不同，省级 GDP 的加总往往超过国家 GDP 数万亿元。

近期人民币的强势还是主要是因为美元的走弱。不过笔者近期的观察也发现了，离开了逆周期因子之后，在美元全球大幅走弱的情况下，人民币的升值压力正渐渐由人民币对美元转移到人民币对一篮子货币上。过去几个交易日人民币指数已经突破 95。今天早上虽然人民币中间价弱于预期，但是人民币指数升至 95.33。上周五自律机制秘书处的答记者问来得正是时候，提醒了市场逆周期因子并没有消失。而笔者也在过去一直强调，现在最重要的变量是人民币指数而非美元/人民币。如果人民币指数持续上升的话，那中国可能会重启逆周期因子。

香港方面，市场焦点从银行业资金面情况转移至港股牛市。2018 年 1 月 19 日，恒生指数连续第四个交易日收创历史新高位。一方面，全球充裕的流动性以及温和的经济增长，持续推高投资者风险偏好。在此情况下，资金由债市转移至股市，并持续流入新兴市场包括港股市场。另一方面，由于港股估值吸引，以及中国内地投资者分散投资的需求上升，这支持资金持续南下。短期而言，财富效应可能继续刺激居民消费及支持楼市需求（特别是投资需求）。长期而言，我们仍担忧全球流动性收紧及美国税改这两个因素可能导致资金从港股市场抽走。其他方面，香港第四季失业率下降至近 20 年低位 2.9%。各大主要行业的乐观前景，将继续支持这些行业对劳动力的需求，并有助于延续劳动市场紧俏的情况至 2018 年上半年。澳门方面，去年四季度中场收入的占比则由 37.4%上升至 38.8%。随着多个大型项目开始营运、亚洲经济持续增长，以及港珠澳大桥的落成，澳门的旅游业界受到支持，从而带动赌场中场业绩造好。港股牛市带来的财富效应加上弱港元则可能鼓励赌客增加投注。因此，今年中场收入对博彩业增长的贡献料有所上升。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
央行上周五表示将对商业银行人民币跨境业务增设一个新的逆周期系数，旨在进一步便利跨境贸易和投资。	人民币跨境融资上限由两个系数组成包括商业银行在人民币存款余额和逆周期系数，而目前的逆周期系数定为 3%。此次加入逆周期系数短期影响不会很大，不过这也可能与央行重启人民币国际化鼓励为将来鼓励人民币跨境流出有关。
中国外汇自律机制秘书处上周五就中间价逆周期因子的事情发布了答记者问。	秘书处表示人民币中间价报价行使其报价模型中逆周期因子恢复中性。不过“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的中间价报价模型并未改变。这也意味着如果市场情况发生变化的话，报价行完全可以重新启用逆周期因

	子。此次答记者问来的正是时候，为市场打了预防针。未来如果人民币指数继续上升的话，不排除重启逆周期因子。
中国监管机构对于假账和数据造假等现象曝光问题持有更开放的态度。	- 上周五上海浦东发展银行成都分行 775 亿元空壳企业授信丑闻曝光引起市场广泛关注。为了掩盖不良贷款所使用的各种手段，包括“编造虚假用途、分拆授信、越权审批等手法，违规办理信贷、同业、理财、信用证和保理等业务”也成为中国金融乱象的典型。 - 除此之外，近期继辽宁后，内蒙古包头市和天津滨海新区等分别承认部分数据造假。 - 近期持续爆发的不良贷款数据和经济数据造假可能会引起市场对中国数据质量新一轮的调查。但是从好的方面来看，这也说明了中国对提高数据透明度的重视。而地方政府对经济数据造假可能对中国经济国家层面的经济数据不会有显著影响，因为由于统计方式不同，省级 GDP 的加总往往超过国家 GDP 数万亿元。
2018 年 1 月 19 日，恒生指数连续第四个交易日收创历史高位。	- 一方面，全球充裕的流动性以及温和的经济增长，持续推高投资者风险偏好。在此情况下，资金由债市转移至股市，并持续流入新兴市场包括港股市场。另一方面，由于港股估值吸引（恒生中国 AH 溢价指数持续徘徊在 125 以上水平），以及中国内地投资者分散投资的需求上升，这支持资金持续南下。具体而言，在 2018 年首 14 个交易日中，深港通和沪港通下南向净流入资金日均录得 35.8 亿元人民币，为深港通开通以来最高水平。而香港股市年初以来每日平均成交额则录得 1466.7 亿港元，较 2017 年平均值 876.4 亿港元高 67.3%。 - 短期而言，财富效应可能继续刺激居民消费及支持楼市需求（特别是投资需求）。此外，港元资产的强劲需求料减低利差因素为港元带来的下行压力。长期而言，我们仍担忧全球流动性收紧及美国税改这两个因素可能导致资金从港股市场抽走。
除了修订同股不同权的上市规则外，香港交易所总裁指出，由于 A 股将于 2018 年 6 月被纳入 MSCI，这或是合适的时机推出 A 股衍生品。此外，他认为尽管与内地交易所和结算所在规则方面尚未达成共识，但今年仍有机会推出 ETF 通。	由于香港交易所准备放宽新股上市的规则，我们预期将会有更多大型企业计划到香港上市，这有助推高市场乐观的情绪。此外，随着更多互联互通计划落实，香港股票市场将吸引更多内地资金，从而持续地推高股市成交额。随着香港股市进一步扩张，可望吸引更多一带一路沿线国家的企业到港上市。
消息指积金局正考虑容许首次置业买家动用部分强积金储蓄作置业用途。此外，市场建议金管局放宽按揭成数的限制，将申请九成	由于楼价持续上升，潜在的首次置业买家置业的难度愈来愈高。2017 年价值不高于 500 万的私人住宅成交量占总成交量的 36%，远低于 2016 年 51%。因此，有理由相信政

按揭的最高楼价限制由 400 万港元上调至 600 万港元。	府或会提出方案以解决问题。不过，调整楼市调控措施未必是有效方法。反之，政府应该开发更多住宅地皮以增加公营及私人住宅的供应。否则，人口持续增长所衍生的巨大房屋需求，或在长期内进一步支撑楼市。
---------------------------------------	---

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
- 中国 2017 年经济由 2016 年的 6.7%重新加速至 6.9%。 12 月经济数据中，工业产出略好于预期同比增长 6.2%，而 1-12 月固定资产投资同比增长 7.2%。不过 12 月零售销售则低于预期，增幅由之前两位数放缓至 9.4%。	- 一年前，市场对 2017 年中国经济走势普遍的预期是先高后低，背后的主要逻辑是下半年受强监管影响，经济放缓。事实上，2017 年在强监管影响下，货币市场和实体经济融资成本都有不同程度上升，但是经济却比想象的更为稳健。这里主要受到两个因素支持。第一，中国经济的转型。虽然消费占 GDP 的比重由 2016 年的 64.6%下滑至 58.8%，但是消费和服务业在经济中扮演越来越重要的角色，帮助中国抵御来自外部的冲击。第二，强劲的外需是去年经济反弹的另一个重要因素。净出口对 2017 年的经济增幅贡献了 0.63%，创下 2009 年中国公布改组数据以来的新高。如果没有外需的支持，那 2017 年经济增幅将由 6.9%下滑至 6.3%。 - 不过展望今年，我们认为融资成本的上升将最终对经济带来下行压力。因此，我们预计 2018 年经济增速下滑至 6.5%。 - 回归上周公布的 12 月经济数据中，有一组数据颇有意思。12 月制造业固定资产投资 4.8%同比增幅与通过制造业固定资产投资绝对值计算出来的 3.08%同比增幅差距扩大。这可能显示中国正在修订之前的数据来提高数据质量。
香港第四季失业率下降至近 20 年低位 2.9%。	首先，稳健的全球经济增长提振香港贸易业及金融业的表现，因此贸易业及金融业的失业率皆下降至 1998 年以来新低，分别录得 2.3%及 1.9%。其次，与消费和旅客相关的行业的失业率维持在 2014 年第 4 季以来的低位 4.3%，主要由旅游业表现改善及强劲本地需求所带动。最后，建筑业失业率改善至 4.1%，为截至 2017 年 2 月的三个月以来最低。展望未来，我们预期全球经济增长将持续支持香港的贸易业及旅游业。另一方面，紧俏的劳动市场、温和的工资增长以及由股市及楼市表现畅旺带动的财富效应料持续带动本地消费。此外，地产发展商可能赶在加息削弱楼市需求前加快住宅项目的建筑，而财政刺激则将继续支持基建建设。整体而言，香港各大主要行业的乐观前景，将继续支持这些行业对劳动力的需求，并有助于延续劳动市

	场紧俏的情况至 2018 年上半年。
2017 年第 4 季，澳门赌场贵宾厅收入按年增长 21.9%，为连续 5 个月上升。而中场收入按年增长 17%，增速创 2014 年第 2 季以来最快。	贵宾厅收入占总赌收的百分比由 57.7%下降至 56.2%，而中场收入的占比则由 37.4%上升至 38.8%。此外，贵宾厅收入的增长创 2017 年第 1 季以来最低，这可能受到高基数效应的影响。另一方面，政策风险如反洗钱措施及收紧对赌场中介人的规管也可能减退高端赌客的热情。展望未来，潜在资本流出的风险以及高融资成本可能限制赌场中介人为高端赌客提供贷款。因此，我们预期本年贵宾厅收入对整体赌收的贡献或会下降。相反，随着多个大型项目开始营运、亚洲经济持续增长，以及港珠澳大桥的落成，澳门的旅游业界受到支持，从而带动赌场中场业绩造好。港股牛市带来的财富效应加上弱港元则可能鼓励赌客增加投注。因此，今年中场收入对博彩业增长的贡献料有所上升。总括而言，在高基数效应下，我们预期博彩业的增长将稍微放慢至 10%-15%。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周人民币在美元走弱的大环境中延续了对美元的强势。美元/人民币一度跌破 6.40。	我们认为，近期人民币的强势还是主要是因为美元的走弱。不过笔者近期的观察也发现了，离开了逆周期因子之后，在美元全球大幅走弱的情况下，人民币的升值压力正渐渐由人民币对美元转移到人民币对一篮子货币上。过去几个交易日人民币指数已经突破 95。今天早上虽然人民币中间价弱于预期，但是人民币指数升至 95.33。上周五自律机制秘书处的答记者问来得正是时候，提醒了市场逆周期因子并没有消失。而笔者也在过去一直强调，现在最重要的变量是人民币指数而非美元/人民币。如果人民币指数持续上升的话，那中国可能会重启逆周期因子。

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