

**摘要：**

2018 年全年经济增幅由 2017 年的 6.8% 放缓至 6.6%，与市场预期相符。从支出法角度来看，消费对经济增长的贡献进一步扩大，达到 76% 左右创下新高。从行业角度来看，第三产业占 GDP 比重达到 59.7%，较 2018 年 58.8% 小幅上升。多数行业增长有所放缓，除了信息传输、软件和信息技术服务业，同比增幅由 20.56% 加快至 22.84%。2018 年房地产行业对经济增长的贡献进一步回落仅占 3.8%，是 2015 年以来的最低点。

利率市场上，中国债券有所回落，10 年期国债收益率小幅走高，回升至 3.144%。利率市场的波动主要受到三个因素影响包括短端流动性收紧，债券供给担忧以及对中国经济复苏预期上升。

央行上周通过收短放长方式，通过暂停公开市场操作在短期回收流动性，取而代之，通过 TMLF 以及定向降准动态测评方式为市场注入长期流动性。债券供给方面，中国地方政府发行地方政府债金额接近 1300 亿。市场对地方政府债的需求强劲，超额认购普遍超过 40 倍。虽然春节前供给量依然较大，不过受益于宽松货币政策支持，强劲的需求显示短期内供给压力可能不是债权市场的主要矛盾。

短期内利率的走势很大程度还将取决于经济增长预期。中国央行推出新的央票互换（CBS）工具，旨在提高银行永续债的流动性，增强市场持有银行永续债的意愿，支持银行发行永续债来补充资本，希望打通宽货币向宽信用传导的机制。新工具的推出结合地方政府债的提早发行，给市场希望中国经济可能会提早启稳。

本周市场的焦点将重新回到中美贸易谈判上，副总理刘鹤率团将于 1 月 30 日与 31 日访问美国。

**香港方面**，港元拆息保持充裕，其中一个月港元拆息和三个月港元拆息进一步下滑。具体而言，虽然去年 4 月份以来银行总结余收缩逾 50% 至 765 亿港元，但仍远多于 2000 年至 2008 年期间的日平均水平约 70 亿港元。另外，截至 2019 年 1 月 24 日，未偿还外汇基金票据及债券的规模高达 1.06 万亿港元，远高于 2008 年底的 0.16 万亿港元。再者，经济前景充满不确定性，加上中国放宽货币政策，导致香港贷款需求日益低迷。因此，港元流动性确实十分充裕。在流动性充裕的情况下，美元和港元息差不断扩大，其中一个月美元和港元拆息之差创 2007 年以来最高水平 139 个基点。这可能持续为市场参与者提供诱因进行套利交易。随着套利交易保持积极，以及贸易战风险及经济前景不明朗导致股市资金温和地流出，美元/港元现价可能缓慢地迈向 7.85，并驱使金管局出手接盘。换言之，长期而言，过度充裕的港元流动性难以持续。然而，受惠于各大央行的鸽派讯号、中国的刺激政策，以及中美贸易风险的降温，香港股市资金外流的风险料相对可控。另外，随着美元/港元现价越来越靠近 7.8500，套利盘也将愈发谨慎，以免促发总结余大幅收缩，从而带动港元大幅反弹。因此，套利交易引发的流动性收缩将可能是温和的。总括而言，我们认为港元流动性今年将缓慢及渐进地收缩。在此情况下，今年港元拆息和港元料继续双向波动。我们预计月底和春节前一个月港元拆息将轻微反弹，随后则将跌向 1%。

**事件和市场热点**

| 事件                                                                                                                                                                                                    | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行推出新的央票互换（CBS）工具，旨在提高银行永续债的流动性，增强市场持有银行永续债的意愿，支持银行发行永续债来补充资本。互换的永续债不可用于现券买卖，买断式回购等交易，但可用于抵押。此外，央票互换原则上不超过 3 年。</li> <li>同时，央行也将主体评级不低于 AA 级的银行永续</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2018 年货币政策面临的一大挑战就是宽货币向宽信用传导不顺畅。而限制传导机制的一个原因就是银行的资本金制约。受金融去杠杆的影响，表外融资回归表内，但是资本金的制约导致表内贷款受到限制，这也限制了银行对实体经济的支持。</li> <li>在这个大背景下，解决银行的资本金问题成为打通货币市场和实体经济的一个重要途径。而永续债的发行则是其中</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>债纳入中国人民银行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央行表示票据互换是“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响是中性的。</li> <li>▪ 此外，银保监会也决定放开限制，允许保险机构投资商业银行发行的无固定期限资本债券。</li> </ul> | <p>的纽带。而央票互换工具通过流动性支持的方式有利于鼓励更多银行投资永续债，完善整个传导链条。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 由于央票互换不会直接扩大央行的资产负债表规模，因此其与量化宽松有本质区别。而参与互换的永续债将继续留在商业银行的资产负债表上。</li> <li>▪ 不过央票互换也有些技术性问题尚待解决。譬如央票来源问题。由于央行自 2013 年以来已经停止发行央票，央票的存量已经归零。在没有存量的情况下，央行如何发行央票来置换商业银行手上的永续债或许成为市场关注的技术问题。</li> </ul>                                                                                                                                                                        |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 截至上周，中国地方政府发行地方政府债金额接近 1300 亿。市场对地方政府债的需求强劲，超额认购普遍超过 40 倍。</li> <li>▪ 不过在春节假期前，地方政府发行计划依然较大，市场依然面对供给压力。</li> </ul>                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 月以来随着人大提前释放部分地方政府债券发行额度，地方政府债券发行提速。不过受益于宽松货币政策支持，市场对地方证券需求强劲，这也显示短期内供给压力可能不是债权市场的主要矛盾。</li> <li>▪ 从经济角度来看，地方政府债券发行的提速将有利于支持地方政府投资，从而支持地方经济。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央行上周暂停了公开市场操作，在短端回收了部分流动性。取而代之的是，央行进行了首次 TMLF 的操作。</li> <li>▪ 此外，央行也表示对银行进行了 2018 年度动态定向降准考核。由于更多金融机构满足条件，央行预计新的考核将释放 2500 亿流动性。</li> </ul>                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央行上周的流动性操作显示了收短放长的政策方向。通过长期流动性的投放有助于支持中小企业和民营企业的融资需求。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中美贸易谈判方面，美国商务部长罗斯上周管理了一下市场的预期，表示双方分歧还是很大。不过他也表示有希望达成协议。</li> </ul>                                                                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 本周市场的焦点将重新回到中美贸易谈判上，副总理刘鹤率团将于 1 月 30 日与 31 日访问美国。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 一个月港元拆息和三个月港元拆息纷纷下滑，分别达到 1.12%（去年 11 月以来新低）及 1.76%（去年 5 月以来新低）。这反映出港元资金十分充裕。</li> </ul>                                                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 就港元拆息而言，虽然去年 4 月份以来银行总结余收缩逾 50%至 765 亿港元，但仍远多于 2000 年至 2008 年期间的日平均水平约 70 亿港元。另外，截至 2019 年 1 月 24 日，未偿还外汇基金票据及债券的规模高达 1.06 万亿港元，远高于 2008 年底的 0.16 万亿港元。再者，经济前景充满不确定性，加上中国放宽货币政策，导致香港贷款需求日益低迷。因此，港元流动性确实十分充裕。</li> <li>▪ 在流动性充裕的情况下，美元和港元息差不断扩大，其中一个月美元和港元拆息之差创 2007 年以来最高水平 139 个基点。这可能持续为市场参与者提供诱因进行套利交易（沽港元买高息美元）。随着套利交易保持积极，以及贸易战风险及经济前景不明朗导致股市资金温和地流出，美元/港元现价可能缓慢地迈向 7.85，并驱使金管局出手接盘。换言之，长期而言，过度充裕的港元流动性难以持续。</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>然而，受惠于各大央行的鸽派讯号、中国的刺激政策，以及中美贸易风险的降温，香港股市资金外流的风险料相对可控。另外，随着美元/港元现价越来越靠近 7.8500，套利盘也将愈发谨慎，以免促发总结余大幅收缩，从而带动港元大幅反弹。因此，套利交易引发的流动性收缩将可能是温和的。总括而言，我们认为港元流动性今年将缓慢及渐进地收缩。在此情况下，今年港元拆息和港元料继续双向波动。我们预计月底和春节前一个月港元拆息将轻微反弹，随后则将跌向 1%。</li> </ul>                                                                                               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>国际公共政策顾问机构 Demographia 公布的 2018 年国际房价负担能力报告显示，香港连续第九年成为楼价负担能力最低的城市，其中评价指标——楼价对家庭收入中位数比率由 2017 年的 19.4 倍上升至 2018 年的 20.9 倍。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>从好的方面来看，香港过热的楼市已开始逐渐降温。上周，香港最大的地产商以 112.6 亿港元夺得一幅住宅地皮，每方尺成交楼面地价约为 17,360 港元。地价符合预期，反映地产商对未来楼市前景充满信心，但并没有过度乐观。另外，是次投标只接获 6 份标书，意味着房地产投资情绪不及过去高涨。由于房屋供应将增加（政府承诺将大力增加公营房屋供应量，并预计未来三、四个月内提供 93,000 个私营房屋单位）、借贷成本持续上升，以及中美贸易战相关的不确定性尚未消散，我们预计今年楼市增长将进一步下滑。</li> <li>不过，过去一两年住宅地皮的价格远高于历史水平。而建筑成本亦逐渐增长，意味着中长期内私楼价格的下行空间可能有限。</li> </ul> |

### 主要经济数据

| 事件                                                                                                                       | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 2018 年四季度经济如预期放缓至 6.4%。2018 年全年经济增幅由 2017 年的 6.8% 放缓至 6.6%，与市场预期相符。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>从支出法角度来看，消费对经济增长的贡献进一步扩大，达到 76% 左右创下新高。资本形成保持稳定，拉动 2018 年经济增长 2.1%。不过外需则拖累增长，贡献由 2017 年 0.6% 变成负 0.6%。</li> <li>从行业角度来看，第三产业占 GDP 比重达到 59.7%，较 2018 年 58.8% 小幅上升。多数行业增长有所放缓，除了信息传输、软件和信息技术服务业，同比增幅由 20.56% 加快至 22.84%。不过由于该行业占 GDP 比重较少，仅 3.6%，因此无法阻止经济增速的回落。</li> <li>2018 年房地产行业对经济增长的贡献进一步回落仅占 3.8%，是 2015 年以来的最低点。虽然房地产投资依然稳健，房地产对 GDP 贡献的减弱，显示行业的利润率面临的挑战上升。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>2018 年 12 月，访澳旅客人数连续第 11 个月录得增长，按年上升 16.9% 至纪录新高的 356 万人。</li> </ul>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>这主要受惠于年尾假期因素及基建改善带动过夜旅客人数增长强劲（按年增长 28.9% 至纪录新高）。从陆路到访的旅</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

|  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <p>客人数按年大幅上升 49.8%。其中，来自中国内地及香港的旅客人数分别按年增加 18.4%及 19.1%。这强化了澳门旅游业受惠于港珠澳大桥开通的观点。近期，由于美联储释放较鸽派的讯号，中国推出更多支持性措施及中美贸易关系紧张的情况有所舒缓，令市场减轻对亚洲经济前景较悲观的预期。加上基础设施持续改善，短期内这料为澳门旅游业及博彩业提供支持。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过，受到数项负面因素的影响，我们依然忧虑澳门旅游业及博彩业中期的表现。首先，中美贸易的不确定性持续发酵，亚洲经济前景包括中国料受到较大的挑战，这料利淡澳门的出口服务业。其次，大型娱乐项目相继开幕，在缺乏新酒店及赌场项目的情况下，这料增加赌场吸引留宿旅客及高端赌客的难度。我们注意到近期留宿旅客人数的增长(12 月按年增长 6.5%)较不过夜旅客人数的增长弱。因此，不过夜旅客人数占总旅客人数的比例维持在 51.2%的高位。基建改善或只能小幅提高对不过夜旅客到访澳门的吸引力，这对旅游业及博彩业的支持料有限。</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>▪ 人民币上周重新延续了 1 月以来的升值幅度。对美元和一篮子货币分别走高，其中人民币指数即期价格突破 94。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币上周五的突然启动并没有明显的导火索。来自美国商务部长罗斯对中美贸易谈判泼冷水并未抑制人民币的升幅。市场对美元/人民币的态度依然是逢高抛售，6.8 是美元/人民币短期的顶部。</li> <li>▪ 本周市场将重点关注中美贸易谈判。美国财长努钦上周表示人民币将是双方谈判的议程之一。</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.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, “Relevant Materials”) to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a “Relevant Entity”) in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (“MiFID”) and the EU’s Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) (“MiFIR”) (together referred to as “MiFID II”), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

Co.Reg.no.:193200032W