

总结

上周中国有大量的经济数据以及众多的新闻发布会供市场消化。数据方面，最引人瞩目的可能是 2 月消费者物价指数。尽管生产者物价指数继续攀升，消费者物价指数却大幅回落至 0.8%，低于整个市场最低的预测。之所以所有的预测都失准主要受到两个因素影响包括低于预期的食物价格以及意外下滑的非食品价格。不过这至少显示一点那就是高的生产者物价指数对消费者物价指数的传导并不通畅。笔者认为今年生产者物价指数对消费者物价指数传导可能有限，这主要是因为此轮生产者物价指数的上升更多受到供给侧因素影响，而不是需求侧因素影响。只要未来几个月消费者物价指数继续保持在 2% 以下，货币政策进一步收紧的空间并不大。信用数据方面，人民币贷款继续快速增长，不过受窗口指导影响，表外融资被压缩。这也解释了为什么社会融资总量低于新增人民币贷款。

此外，贸易赤字以及外汇储备的反弹是一组有趣的组合。尽管估值效应对外汇储备不利，2 月外汇储备的反弹主要受到出口商结汇意愿上升的支持。这也显示市场情绪更为理性。因此，贸易赤字并不一定会导致外汇储备的下滑。而 2 月外币贷款连续第二个月正增长也验证了近期对人民币预期的好转。

上周五央行的新闻发布会，我们有六点体会。读者可以参看下文。总体来看，周小川行长对今年人民币展望更为乐观，这主要受到经济基本面的支持。对于中美利差的问题，周行长认为利差对短期资本流动或有影响，但是从中期角度来看一个国家的经济基本面才是最重要的因素。言下之意就是，即使美国进入加息周期，中国也不会盲目被动跟随美国加息。汇率方面，人民币对美元的走弱更多是随行就市，而人民币指数继续保持稳定。本周市场将关注 1-2 月经济增长数据以及李克强总理新闻发布会。当然境外市场，本周央行大戏上演，除了美联储和日本央行会议之外，市场也将关注周末的 G20 财长和央行行长会议。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国央行召开就金融改革和发展召开了新闻发布会。	- 笔者有以下六点观后感： - 首先，汇率方面，周小川行长表示今年汇率政策不会有很大变化。受经济基本面进一步好转的支持，人民币汇率有望更为稳定。此外，对于中美利差的问题，周行长认为利差对短期资本流动或有影响，但是从中期角度来看一个国家的经济基本面才是最重要的因素。而他也举了日本的例子表示利差不一定不会对汇率有持续的影响。言下之意就是，即使美国进入加息周期，中国也不会盲目被动跟随美国加息。 - 其次，对于债券市场的开放，今年将继续成为焦点，而央行也对近期彭博和花旗宣布将中国债券加入其债券指数表示了欢迎。不过央行副行长潘功胜表示开放债券市场也不是那么着急，需要一步步走，更为稳健。 - 第三，对于货币政策，周行长重申政策工具箱里有很多工具，并表示不用过度解读某个特定操作。重申了稳健中性的货币政策态度。不过他也表示过度宽松的政策不利于迫使企业加快供给侧改革。 - 第四，就去杠杆这个话题。易刚行长表示发展直接融资有

	利于去杠杆。而周行长也认为去产能和去库存有利于去杠杆。对于近期快速增加的居民部门杠杆率，周行长认为居民杠杆有利于消化三四线城市房地产库存，带动整个产业链反弹，尽管可能会造成一二线城市房价进一步上升。对于居民房贷，他认为可能会继续较高速发展。 ▪ 第五，对于外汇储备，似乎央行并不担忧近期外汇储备的下滑。而易行长也表示使用外汇储备稳定汇率利大于弊。 ▪ 最后，对于近期资本流动管理的问题，周小川行长重申外资利润汇出以及外债还息都属于经常账户，而中国自 1996 年以来就已经取消了经常账户下的限制。
▪ 花旗银行表示旗下三个债券指数将加入中国境内债券市场。	▪ 这也是即彭博之后，第二家金融机构表示将中国债券市场纳入债券指数。这有利于增加外国投资者对中国债券市场的认识。并可能吸引更多资本配置中国的债券市场。
▪ 证监会主席刘士余称，在众多的中港两地互联互通方案中，他将最先考虑债券通。	▪ 这与中国当局今年进一步开放境内债券市场的政策方向一致。另外，港交所今年计划推出一系列新的人民币汇率衍生产品。在此背景下，若今年顺利开通债券通，料将为境内债市带来资金流入。
▪ 上周香港 H 股中，美图和周黑鸭这两间在内地家喻户晓的公司股票涨至历史新高。内地资金经深港通南下是推高这两只股票价格的主要原因。	▪ 随着恒生综合大型股指数、中型股指数、小型股指数进行成份股定期调整，3 月 6 日起深港通和沪港通下的港股通股票名单正式纳入了美图和周黑鸭等新股。由此可见，除了分散投资和对冲人民币贬值风险的需求之外，把内地知名企业的 H 股纳入港股通的股票名单也是吸引内地投资者买港股的关键。然而，今年下半年中国经济增长存在放缓风险，因此内地投资者对港股的投资欲望或减弱。我们认为今年恒生指数可能还是会在 24364（去年 9 月的高位）的水平遇到强阻力。
▪ 建筑资产设计及咨询公司凯谛思(Arcadis)最新发布的调查显示，香港建筑成本在亚洲排名第一，全球排名第二。建筑行业劳动力短缺是建筑成本持续上升的原因，建筑项目完工时间也因此不断推迟。劳动生产力和工时不断下降。截至 2017 年 2 月，香港注册建筑工人的数量为 432,712。根据香港建筑行业联盟公布的数据，40%的注册工人年龄超过 50 岁。	▪ 人口老龄化、本地人口入行建筑业的意愿低，以及接受外来劳工的程度较低，这三个因素相结合可能持续推高香港建筑成本，并成为驱使香港楼价不断上升的动力之一。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 中国 2 月外汇储备重新回归 3 万亿美元，上升 69 亿美元至 3.005 万亿美元。	▪ 我们认为 2 月估值效应可能对外汇储备不利。不过外管局表示 2 月资产价格的升值或多或少抵消了美元升值对外储

	估值的影响。 而以 SDR 定价的 2 月外汇储备反弹。总体来看，2 月外汇储备数据显示资本外流压力好转。
以美元计价的 2 月出口意外同比下滑 1.3%，而进口则同比大幅反弹 38.1%。受强劲的进口影响，中国出现三年来首个贸易赤字。	2 月波动的进出口数据部分受到季节性因素影响。由于出口商倾向于在春节前提早出口，这也是为什么春节过后出口往往会放缓。而过往 6 年中，中国有一半的 2 月出现了贸易赤字，因此，2 月的贸易盈余可能不是一个很好的解读指标。 - 从商品进口角度来看，原油和铁矿石进口金额同比大幅增加 69.4%和 107.9%，主要受到翘尾因素和近期商品价格上涨的支持。不过不考虑价格因素，原油进口量则同比下滑 0.1%，而铁矿石进口量同比上升仅 13.4%。基于中国铁矿石库存已经很高，未来进口需求可能会有所放缓。我们认为 3 月中国贸易盈余将重新回到顺差。
中国 2 月消费者物价指数同比增幅超预期下滑至 0.8%。而生产者物价指数同比增幅进一步上升至 7.8%，基本与市场预期一致。	2 月消费者物价指数回落本身并不意外，春节过后食品价格的回落以及去年的翘尾效应都是物价增幅大幅回落的主要原因。这也是为什么笔者之前预测 2 月消费者物价指数将回落至 1.2%。 - 但是此次超预期的回落幅度很大程度也受到了非食品价格的影响。非食品价格在 1 月创下环比数据公布以来的新高 0.7%之后，2 月回落 0.1%。这显示高的生产者物价指数对消费者物价指数的传导并不通畅。笔者认为今年生产者物价指数对消费者物价指数传导可能有限，这主要是因为此轮生产者物价指数的上升更多受到供给侧因素影响，而不是需求侧因素影响。因此，我们认为全年消费者物价指数压力可控，可能在 2.5%左右。 - 生产者物价指数进一步上升主要受到大宗商品价格走高以及翘尾因素影响，基本于市场预期的一致。不过笔者认为翘尾因素对生产者物价指数的影响可能在 2 月达到高点，而近期大宗商品价格的回调也可能缓解原材料压力，因此我们认为 2 月生产者指数是阶段性高点，未来生产者指数将小幅回落。
- 中国 2 月新增人民币贷款 1.17 万亿元。不过社会融资总量仅增长 1.15 万亿元，略低于市场预期。 - 广义货币供给增速 M2 放缓至 11.1%，而 M1 增速则重新反弹至 21.4%。	- 尽管相对于 1 月，2 月信用扩张有所放缓，但是考虑季节性因素，2 月新增人民币贷款依然非常强劲。其中，对居民部门和企业部门中长期贷款分别新增 3804 亿元和 6018 亿元。这也可能会继续支持一季度经济增长。 - 受窗口指导影响，金融机构可能通过压缩表外贷款和票据的方式来重新平衡贷款节奏，这也解释了为什么社会融资总量低于新增人民币贷款。 - 直接融资方面，2 月新增债券发行连续第三个月负增长，

	显示近期债券市场的波动对融资的影响。 ▪ 不过从好的方面来看，对外币贷款的需求连续第二个月为正。显示人民币预期好转。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 人民币上周对美元走弱，美元/人民币突破 6.90。不过人民币指数依然保持稳定，维持在 94 左右交易。	▪ 近日人民币对美元走势更多是随行就市，主要受到美元全球走强有关。而周五尾盘，美元指数回落，使得离岸人民币收复部分对美元的损失，也显示投资者对于人民币汇率更为理性。

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