

摘要

中国债券市场的压力并未减轻。上周央行打破过去几个月的常规，没有续昨整个月到期的 MLF 额度，使得市场感受到了央行对流动性调控的谨慎程度。中国对金融风险的控制依然占据头条。上周中国银监会发布了商业银行流动性风险管理方法征求意见稿。除了大家比较熟悉的巴塞尔 3 的流动性覆盖率之外，此次流动性管理新增了三个指标包括净稳定资金比例、优质流动性资产充足率以及流动性匹配率。新的净稳定资金比例将和流动性覆盖率一起用于监管资产规模在 2000 亿元以上的商业银行，这也符合巴塞尔协议的规定。对于资产规模不到 2000 亿元的商业银行，新的优质流动性资产充足率将弥补对小银行流动性的监管空白。此外，流动性匹配率将适用于所有的银行，旨在控制银行期限错配的问题。对期限的错配控制有利于去金融去杠杆。

中国的监管就资管新政继续寻求市场的反馈。市场期待监管可以给与更长的过渡期。如果过渡期延长的话，将有助于缓解由于资产负债错配可能导致的流动性危机。中国政治局会议表示将“加快住房制度改革和长效机制建设”作为 2018 年着力抓好的重点之一。本周市场将重点关注中国即将召开的中央经济工作会议。

香港方面，一个月和三个月港元拆息继续高位徘徊，且可能因年末因素和美联储加息影响而高企，或甚至进一步小幅向上。不过，由于香港总结余维持在相对充裕的水平 1800 亿港元，且资金外流的迹象甚少，我们预计港元拆息在年末之后可能有所回顺。然而，港元拆息回调幅度料有限，原因包括三个。第一，我们预计美联储明年至少加息三次。第二，10 月港元贷存比率持续上升至逾两年新高 80.2%，反映银行存在资金趋紧的压力。第三，任何大型招股活动均可能短暂冻结资金，并限制拆息回调空间。由于我们预计明年港元拆息将逐渐向上，银行上调最优惠贷款利率的压力可能不断加剧。11 月楼市成交量连续录得第五个月同比跌幅，而 10 月二手楼价指数按年增速亦下滑至今年 1 月以来最慢。未来一年，借贷成本上升的前景除了继续打击二手市场之外，也可能对一手市场带来压力。其他方面，报道指深交所正在讨论将 ETF 纳入互联互通标的证券范围。这可能为香港市场吸引更多内地投资者，因为这些投资者对分散资产组合风险的需求不断上升。此外，这也将加强香港作为最大离岸人民币中心的地位。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 国际货币基金组织结束了对中国金融系统的稳定性测评。并给出了自己的结论和建议。基金组织认为随着中国金融资产规模迅速扩大以及金融产品的复杂性提高，中国的金融风险正在提高。基金组织建议中国金融机构稳步提高资本金，因为其对 33 家银行的压力测试显示在最坏的情况下，金融机构资本金的缺口占到 GDP 的 2.5%。 - 央行在网站上就基金组织的测评进行了回应，表示就报告中的潜在风险，中国当局高度重视并已经采取有力措施。不过央行对压力测试的结果有不同的意见，并表示在极端情景假设下，占参试银行总资产 65% 以上的银行的核心一级资本充足率仍能保持在 7% 以	- 对于中国金融体系风险的争论已经不是新鲜事。事实上随着中国表外融资的快速增长以及在零售客户对保本高收益理财产品需求驱动下表外理财规模快速增长，都将中国的金融风险暴露在聚光灯下。 - 看了基金组织的报告后，确实中国经济对信用的依赖度不断提高确实值得关注。相比以前，同样增幅的 GDP 所需要的信用扩张要超过以前，这也解释了为什么中国经济放缓的过程中，信用增幅并未放缓。这里很大程度受到僵尸企业以及刚性兑付的扭曲。我们认为，这应该是中国未来会继续关注的领域。事实上，近期出炉的资管新政拟定稿就是为了最终打破刚性兑付。 - 不过，我们依然认为中国未来两年出现信用危机的可能性并不大。这很大程度因为中国高企的企业债务中有超过一半是来自国有企业，这将给与政策空间来进行周转防止债

上。	务危机的立即爆发。
中国的监管就资管 新政继续寻求市场的反馈。市场期待监管可以给与更长的过渡期。	理财产品与标的资产期限不匹配成为近期资产新政对市场带来冲击的重要因素。这也导致境内市场出现信用债的抛售现象，导致信用利差扩大。由于多数理财产品期限不足一年，而对接的资产期限可能在 3-4 年。一旦过渡期结束，理财产品回归净值化，可能使得理财续作需求大幅减少，这可能会影响对接资产的价值。总体来看，我们认为过渡期延长可能性较大。
上周中国银监会发布了商业银行流动性风险管理方法征求意见稿。	- 除了大家比较熟悉的巴塞尔 3 的流动性覆盖率之外，此次流动性管理新增了三个指标包括净稳定资金比例、优质流动性资产充足率以及流动性匹配率。新的净稳定资金比例将和流动性覆盖率一起用于监管资产规模在 2000 亿元以上的商业银行，这也符合巴塞尔协议的规定。对于资产规模不到 2000 亿元的商业银行，新的优质流动性资产充足率将弥补对小银行流动性的监管空白。此外，流动性匹配率将适用于所有的银行，旨在控制银行期限错配的问题。对期限的错配控制有利于去金融去杠杆。 - 对于新的优质流动性充足率以及流动性匹配率将设置过渡期限分别至 2018 年底和 2019 年底。
中国政治局会议表示将“加快住房制度改革和长效机制建设”作为 2018 年着力抓好的重点之一。	这说明中央政府已经就推出一系列包括房地产税，改革土地制度，完善不动产统一登记等政策做好了准备。此外，政府也将推动更多租赁房建设。
中国央行上周续作了 6 号到期的 1880 亿元 MLF。不过低于市场预期。	过去几个月市场已经习惯了央行一次 MLF 涵盖整个月到期限的做法。不过此次仅做了一部分，虽然暗示可能在 12 月中会第二次续作，但是市场依然感受到了央行对流动性调控的谨慎程度。
一个月和三个月港元拆息继续高位徘徊，且可能因年末因素和美联储加息影响而高企，或甚至进一步微幅向上。	不过，由于香港总结余维持在相对充裕的水平 1800 亿港元，且资金外流的迹象甚少，我们预计港元拆息在年末之后可能有所回顺。然而，港元拆息回调幅度料有限，原因包括三个。第一，我们预计美联储明年至少加息三次，而其他主要央行也可能逐步加入收紧政策的队伍。第二，由于本土及内地企业融资需求强劲，10 月港元贷存比率持续上升至逾两年新高 80.2%，反映银行存在资金趋紧的压力。第三，任何大型招股活动均可能短暂冻结资金，并限制拆息回调空间。由于我们预计明年港元拆息将逐渐向上，银行上调最优惠贷款利率的压力可能不断加剧。

多间内地企业计划明年来港上市，其中包括由腾讯持股的互联网医疗服务创业公司微医集团，以及中国知名手机生产商小米。	内地知名企业来港上市集资，料获得投资者热烈回应，从而冻结大量资金。因此，我们不排除明年大型招股活动再度短暂收紧市场流动性，并推高港元拆息的可能性。正因如此，即使年末效应消退，我们仍相信港元拆息不会回落至周期低位。例如，明年一个月港元拆息跌穿 0.7% 的机会料不大。
消息指出深圳证券交易所计划把交易所买卖基金纳入深港通的范围。基金互联互通可为中国公司建立一个有效跨境基金服务的平台。	沪港通及深港通开通后，香港股市录得大量资金流入。为了有效分散投资组合的风险，内地投资者积极参与与香港股市交易，甚至带动恒生指数于 11 月底收创 2007 年以来新高。具体而言，11 月份，通过沪港通及深港通南下的资金净流入额达到纪录新高 701.8 亿人民币。由于香港股市表现强势，截至今年 9 月底，通过基金互认计划净流入香港的资金同样高达 122 亿人民币。有鉴于此，我们认为交易所买卖基金纳入深港通范围，可望吸引更多内地投资者涉足离岸市场。这亦有助于加强香港作为最大离岸人民币中心的地位。展望未来，由于中国当局计划进一步开放中国金融市场，我们预期将有更多互联互通的计划陆续推出。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 11 月 外汇储备连续第 10 个月增长，由 10 月的 3.1092 万亿美元上升至 3.11928 万亿美元。	不过以 SDR 计价的外汇储备小幅回落。这显示 11 月的上涨主要受到估值效应的影响，包括美元的小幅贬值以及资产的升值。我们认为，资本流动方面基本还是保持均衡。只要美元保持目前的区间窄幅波动，中国资本流动的均衡有望持续下去。
中国 11 月消费者物价指数和生产者物价指数分别放缓。其中消费者物价指数由同比 1.9% 增幅回落至 1.7%。生产者物价指数则由 6.9% 大幅回落至 5.8%。	- 环比来看，11 月消费者物价指数持平。医疗保健等服务行业的成本的上升与食物价格的回落基本抵消。11 月食物价格环比回落 0.5%。12 月翘尾因素消失，不过鉴于食物季节性需求上升，我们预计消费者物价指数增幅将保持在 11 月价格附近。 - 受环保限产等因素影响，部分原材料价格继续上涨，11 月生产者物价指数环比上升 0.5%。不过受基数效应影响，11 月同比出现较大幅度回落。基数效应将会成为未来带动生产者物价指数的重要因素。我们预计 12 月生产者物价指数将回落至 5% 下方。 - 生产者物价指数向消费者物价指数的传导依然较慢，鉴于此轮生产者物价指数主要受到供给因素影响，这种弱传导可能在 2018 年持续下去。
中国 11 月贸易数据好于市场预期。出口和进	11 月外需继续扩张。对东盟出口同比增长 20.2%，由 10

口分别同比增长 12.3%和 17.7%。 ▪ 受强于预期的出口影响，11 月贸易顺差扩大至 402 亿美元。	月的 10.1%增幅提高。此外，对欧盟和美国的出口分别同比增长 14%和 15.2%，而对日本的出口也同比增长 9.8%。 ▪ 中国对大宗商品的需求保持强劲。11 月原油进口金额和量分别同比增长 36.7%和 14.5%。电子元件进口量增长 25.9%，创下 2013 年 4 月以来的最快增幅。这也显示全球经济周期依然处在上升通道。
▪ 香港 10 月新批核的住宅按揭贷款连跌两个月，按年减少 15.2%（按月续跌 1.6%）。同月，二手楼价指数同比增速下滑至今年 1 月以来最低水平 12.5%。此外，11 月楼市成交量连跌五个月，按年减少 16%至 5694 宗。	▪ 尽管这些数据表现疲软，但 11 月一幅住宅地皮以历史最高价格卖出，并为一手和二手楼市带来溢出效应，其中一些新屋项目的销售价格屡创亚洲最高分层尺价。而二手市场也不断出现售价创该项目历史新高的消息。由此可见，自 10 月份新政府没有在施政报告中公布实施新楼市调控政策以来，楼市投资情绪不断升温。另外，股市走牛带来的财富效应也一直支撑投资需求。 ▪ 然而，我们留意到最近新盘的超额认购倍数已由前三个季度 25 倍或以上的水平下滑至 5 倍左右。可见，地产商不断上调售价，导致新盘价格超出了部分潜在买家的承担能力范围。展望未来，如果全球央行陆续开始收紧货币政策，将促使资金流出新兴市场，并为香港市场带来两方面影响。其一，港元拆息将上涨，并推动香港银行业调整最优贷款利率。其二，香港股市将回调。在此情况下，楼市需求难免受到冲击。因此，我们预计未来一年楼市成交量将保持低迷。而二手楼价指数则可能于今年上升约 10%后，于明年轻增长 0%-3%。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 上周人民币对美元小幅走弱，尾盘收在 6.62 上方。不过人民币对一篮子货币小幅走强。人民币指数回升到 94.50 上方。	▪ 人民币近中间价基本符合市场预期。强劲的 11 月贸易数据可能会对人民币带来一定支持。总体来看，随着中国的改革焦点主要集中在去杠杆和金融风险上，人民币可能将继续远离聚光灯。在美元不出现剧烈波动的前提下，美元/人民币将继续保持在 6.5-6.7 的区间内波动。

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