

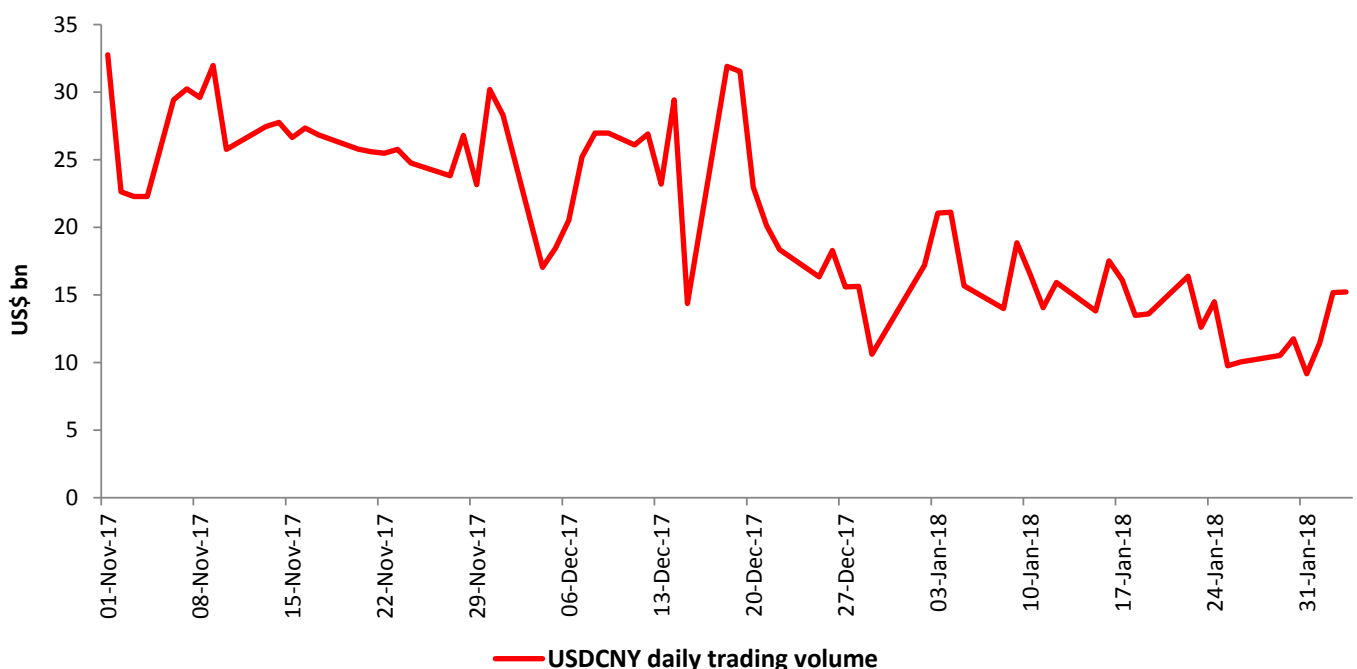
摘要

人民币对一篮子货币升值加速，上周人民币指数单周升值 0.6% 超过对美元升值幅度。尽管近期人民币升值有些停不下来，不过上周没有很多迹象显示近期升值幅度触动了央行的底线。这可能会让出口商感到失望。出口商正在等到美元的反弹抛售美元，无奈美元/人民币一路下行。上周四在人民币指数突破 96 的同一天，人民币中间价一度高于市场预期，使得市场讨论是否逆周期因子被重启。不过周五的价格显示逆周期因子暂时没有复活。今天早上，人民币中间价再次低于预期，这里显然有人为因素。随着人民币指数接近 97，本周市场将继续关注央行对近期人民币快速升值的应对。

鉴于人民币贬值不再是当前主要矛盾。中国正在重启人民币国际化引擎。中国重启了对境外投资者开放国债回购的计划。该计划曾在 2015 年 6 月推出，但受到汇率波动影响，很快夭折。此次重启显示资本外流不再是阻碍。这有利于重建境外人民币资金池，从而可以稳定离岸人民币资金成本。随着离岸人民币资金成本趋稳，或许点心债券又会重新回到投资者的眼中。从境内来看，也有助于吸引更多外资参与到中国债券市场。

香港方面，2017 年 11 月平均供款入息比率上升至 35%。若银行今年启动加息周期，家庭债务负担或加重。尽管第三季度家庭债务占国内生产总值比率创纪录新高 69.1%，但这比起一些发达国家仍属较低水平，意味着楼市过热对经济带来的风险暂时可控。另一方面，2017 年 12 月香港总贷款和垫款连续第 11 个月录得双位数同比升幅。贸易活动表现强劲、资产市场持续造好以及全球经济前景乐观，料在今年上半年继续支持本地贷款需求。此外，在今年境内流动性保持紧张的预期下，内地企业或不断把融资的需求转移到境外市场。而美元及港元兑人民币走弱也将推升内地企业海外融资的意愿。这加上与一带一路相关的贷款需求，料支持在香港境外使用的贷款于今年进一步扩张。不过，高基数效应可能使总贷款和垫款增速有所放缓。澳门方面，1 月博彩业毛收入录得 2014 年 2 月以来最大同比增幅 36.4%。市场对政府收紧赌场中介人规管的忧虑减退，加上旅游业持续改善，为澳门的博彩业带来支持。目前，我们仍坚持此前的观点，即政策风险及流动性风险可能令今年贵宾厅收入的增速放缓。相反，在基建改善及新一批酒店及赌场陆续开幕的情况下，中场收入料稳步上升，并为长期博彩业毛收入带来更大的贡献。

每周一图：随着撮合交易的推出，人民币做市商成交数据暂不透明，使得原先成交量数据不再是好的参照物。不过上周五成交量的复苏依然显示结汇盘可能有所上升，这将会对人民币带来螺旋式升值压力。



来源：Bloomberg, OCBC

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
中国重启了对境外投资者开放国债回购的计划。	2015 年 6 月，当时中国央行宣布将允许合格的境外清算行和参加行使用境内债券回购业务。当时规定正回购的融资余额不高于所持债券的 100%，且回购资金可调出境外使用。当时对境外投资者开放境内回购主要有三个考量，包括进一步开放资本账户，推动人民币国际化以及吸引外资参与中国境内债券市场。但是在 811 汇改后，人民币单边贬值以及资本外流压力上升后，这个回购计划就暂时被搁置了。 - 近期重启，受益于人民币单边贬值预期消失以及资本流动基本均衡。今年来看，人民币国际化将重新回到市场的焦点。总体来看，我们认为对境外投资者开放境内回购市场有三点潜在影响。 - 第一，有利于重建境外人民币资金池，从而可以稳定离岸人民币资金成本。第二，随着离岸人民币资金成本趋稳，或许点心债券又会重新回到投资者的眼中。第三，过去一年随着中国利率持续上升，外资对中国债券呈现了持续的净流入，而回购计划重启也将进一步吸引更多外资的流入。从而帮助发展中国的资本市场。
中国 1 月 QFII 额度没有变化，不过 RQFII 额度继续小幅上升至 6103.6 亿元。	鉴于中国继续承诺开放金融市场。以及外资对中国金融市场需求继续上升。我们认为 QFII 和 RQFII 额度可能会继续小幅上升。
受益于 CRA 临时准备金安排，目前中国银行间市场流动性总量处于较高水平。上周央行暂停公开市场操作。	这导致上周公开市场净回收流动性 7600 亿元，创下 2016 年 3 月以来的新高。继续显示央行紧平衡的态度。
根据最新施政报告显示，香港行政长官林郑月娥计划今年底之前增加 4800 个绿置居单位。不过，香港房屋委员会否决该计划，主要是为了避免增加市民轮候公屋的时间。	美联物业数据显示，2016 年和 2017 年一手公营房屋的总成交量仅达 2315 宗，低于这段时间内新落成的 3017 个资助出售单位。这反映居住在公营房屋的部分家庭或无法负担资助房屋的购买。因此，房委会提出减慢推行绿置居计划的建议合情合理。根据房委会数据显示，未来 5 年内，每年新公营房屋的供应量平均为 14680 个单位，较过去 5 年每年平均 12530 个公营单位的供应量增加 17%。资助房屋方面，未来 5 年的新供应量每年平均达 4680 个单位，较过去 5 年平均 603 个单位大幅上升。整体而言，我们相信未来公屋和居屋单位供应的增加将减少市民对小型私人单位的需求，并可能为私人房屋市场的租金水平带来一些下行压力。

香港金管局数据指出，在一系列楼市冷却措施实施后，2017 年 11 月平均新批按揭成数由 69%降至 49%。11 月平均供款入息比率则上升至 35%。而第三季家庭债务占国内生产总值比率亦录得纪录新高 69.1%。	整体而言，这反映一系列楼市冷却措施有助银行减低按揭贷款相关的风险。不过，楼价增幅大于工资升幅，导致近年家庭债务负担不断上升。未来随着利率逐步向上，家庭债务问题或进一步恶化。值得注意的是，在股市畅旺、本地经济增长稳健及就业市场紧俏的背景下，地产发展商提供高成数的按揭贷款，成功吸引大批潜在买家进入一手市场。然而，该类按揭贷款通常以最优贷款利率计算。而我们预期最优贷款利率的上升周期将于今年开启，这或暗示家庭债务负担将在未来几年持续加重。不过，香港的家庭债务占国内生产总值比率与一些发达国家相比仍然处于较低水平，意味着楼市过热对经济带来的风险暂时可控。
---	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 1 月官方制造业采购经理人指数由 12 月的 51.6 小幅回落至 51.3。官方新推出的综合采购经理人指数则保持不变，维持在 54.6 的高点。	需求方面，新订单和新出口订单分别由 53.4 和 51.9 小幅回落至 52.6 和 49.5。新出口订单是 2016 年 10 月以来首次回到枯荣线下方，这与全球共振式复苏主题有所出入。中国是否会带领此轮周期下滑可能还需要关注。此外，进口价格指数也由 62.2 下滑至 59.7，这意味着 1 月生产者物价指数将会继续回落。
2017 年 12 月香港总贷款和垫款按年增长 16.1%，为连续 11 个月录得双位数同比升幅。这主要由贸易活动表现强劲、资产市场持续造好以及全球经济前景乐观所带动。此外，中国流动性趋紧变相鼓励中国企业到离岸市场融资，从而推高香港贷款需求。	- 从在香港使用的贷款看，我们留意到 12 月贸易融资按年上升 8.7%，这与同月出口和进口总额增长的走势相符。此外，在香港使用的贷款（不包括贸易融资）按年大幅上升 16.1%。楼市表现畅旺，带动地产发展商进取地竞投住宅用地以及扩充其业务，这衍生出对强劲的融资需求，2017 年银行对地产商的贷款金额按年增加 28%。另外，金融市场交投畅旺，金融机构为了把握机遇，对资金需求有所增长。不过，港元拆息在 2017 年最后几个月显著抽升，加上楼市冷却措施持续影响二手市场的交投，致使 12 月新批核按揭贷款连续 4 个月下跌，按年减少 14.4%。展望未来，我们预期在全球经济持续复苏的情况下，贸易融资将保持良好的增长势头。不过，环球潜在的贸易磨擦依然值得关注。另一方面，我们担心全球流动性收紧可能导致股市及楼市出现调整，因此未来在香港使用的贷款（不包括贸易融资）增速可能会减慢。由于按揭贷款的需求不断下降，短期内银行可能会相继推出更吸引的按揭贷款计划，而在目前流动性依然充裕的情况下，相信银行上调贷款利率的意愿并不高。 - 另外，在香港境外使用的贷款录得连续 11 个月双位数增长，按年上升 17.4%。在今年境内流动性保持紧张的预期

	下，内地企业或不断把融资的需求转移到境外市场。而美元及港元兑人民币走弱也将推升内地企业海外融资的意愿。这加上与一带一路相关的贷款需求，料支持在香港境外使用的贷款于今年进一步扩张。不过，高基数效应可能使增速有所放缓。 最后，12 月香港人民币存款录得逾两年来首次同比升幅，按年增长 2.3%至 5591.4 亿人民币。这主要由人民币大幅升值（2017 年人民币兑港元升值近 8%）及人民币存款利率上升所带动。临近农历新年，离岸人民币流动性紧张或进一步推高离岸人民币存款利率。另外，若美元持续受压，人民币可能进一步升值，因此我们预期今年离岸人民币存款可能会逐渐回升。此外，人民币走强或推动跨境贸易人民币结算汇款反弹。继 2017 年 12 月按年上升 49%后，今年人民币结算汇款料保持回升的趋势。
香港零售销售额连续 10 个月增长，2017 年 12 月按年增长 5.8%，为自 2014 年初以来最长的增长期。	- 按零售商主要类别分类，鞋类、有关制品及其他衣物配件的销售额录得连续 4 个月增长，按年上升 6%。珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额（按年上升 6.3%）亦录得连续 6 个月的增长。旅游业改善以及亚洲经济向好提振旅客消费情绪，这两个因素叠加支持香港零售业造好。12 月访港旅客总人数按年增长 4.7%，而来自中国内地的访港旅客人数按年亦大幅增长 7.2%。更值得注意的是，耐用消费品的销售额延续上月增长 14.8%的升势，12 月按年上升 12.3%。增长可能由低基数效应以及本土消费者信心上升所带动。 - 内部方面，温和的工资增长加上股市畅旺带来的财富效应，料持续支持本地消费。外部方面，港元走弱、亚洲经济持续增长以及亚洲地区中产阶级不断扩张，料有助刺激香港旅游业及游客消费。总括而言，今年香港的零售业料维持增长的势头。因此，零售店铺，尤其是核心地区店铺的租金及价格有可能温和上升（2017 年 11 月分别按年增长 1.6%及 7.2%）。尽管我们看好今年香港零售业的表现，但海外网购店铺带来的激烈竞争以及中国放松部分商品进口政策带来的负面影响，依然值得关注。
澳门 1 月博彩业毛收入按年意外地大幅上升 36.4%至 262.6 亿澳门元，增幅为 2014 年 2 月以来最高。市场对政府收紧赌场中介人规管的忧虑减退，加上旅游业持续改善，为澳门的博彩业带来支持。	不过，我们对贵宾厅收入增长的可持续性保持怀疑态度。根据最新施政报告显示，政府提出全面检讨博彩领域的法律法规，以及鼓励增加非博彩元素。这反映政策风险正笼罩着贵宾厅业务。此外，我们预期融资成本将逐渐上升，这或阻碍中介人为高端赌客提供贷款。由于贵宾厅业务下行风险稍微大于上升压力，我们相信 1 月强劲的赌收表现未必能够在今年余下时间得以延续。目前，我们仍坚持此前的观点，即今年贵宾厅收入的增速将有所放缓。反而，

	在基建改善及新一批酒店及赌场陆续开幕的情况下，中场收入料稳步上升，并为长期博彩业毛收入带来更大的贡献。2018 年，澳门的博彩业料维持其增长的势头。不过，高基数效应可能使赌收增速放慢至 10%-15%。
澳门 2017 年 12 月酒店入住率按年增加 2.8 个百分点至 92.5%，创自 1997 年有记录以来的新高，这主要由圣诞节及新年假期所带动。由于澳门旅游业持续改善，2017 年酒店住客人数按年上升 9.6%。	我们留意到于 2017 年全年来自南韩及中国内地的酒店住客人数显著上升，分别按年增长 13.5%及 64.7%。不过，来自香港的酒店住客人数按年下降 9.6%，这可能是因为住宿及交通成本过高。尽管如此，在一系列新娱乐项目将开幕、港珠澳大桥即将落成、澳门元走弱以及亚洲经济持续复苏的情况下，我们预期澳门旅游业及酒店业于 2018 年将保持升势。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周人民币延续对美元和一篮子货币升值。其中人民币指数升值 0.6%，突破 96 心理关口，超过人民币对美元升值。	- 尽管近期人民币升值有些停不下来，不过上周没有很多迹象显示近期升值幅度触动了央行的底线。这可能会让出口商感到失望。出口商正在等到美元的反弹抛售美元，无奈美元/人民币一路往下跌。上周四在人民币指数突破 96 的同一天，人民币中间价一度高于市场预期，使得市场讨论是否逆周期因子将被重启。不过周五的价格显示逆周期因子暂时没有复活。今天早上，人民币中间价再次低于预期，这里显然有人为因素。周五韩元和日元大幅回落使得人民币指数升值压力大增。随着人民币指数接近 97，本周市场将继续关注央行对近期人民币快速升值的应对。 - 从不好的地方来看，出口商止损行为开始上升。如果央行继续对近期人民币升值保持安静的话，逼出结汇盘的话，可能会引发人民币螺旋式升值。

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