

摘要

新年中国监管第二波袭来，银监会周末发布了进一步深化整治银行业乱象的 4 号文。对于 2018 年，银监会的整治将主要集中在八个领域包括 1) 公司治理不健全，2) 违反宏观调控政策，包括违反信贷政策和违反房地产行业政策。3) 影子银行和交叉金融产品风险，包括违规开展同业业务、理财业务、表外业务、合作业务等四个要点。4) 侵害金融消费者权益。5) 利益输送，6) 违法违规展业，包括未经审批设立机构并展业、违规开展存贷业务、违规开展票据业务、违规掩盖或处置不良资产等四个要点。7) 案件与操作风险以及 8) 行业廉洁风险。

上周全球汇市和利率市场的波动性被两则包括中间价定价机制微调和调整美债策略的中国新闻所唤醒。我们认为上周初人民币的波动主要是因为市场过度解读了逆周期因子新闻。但是对于市场认为取消逆周期因子是央行发出不希望人民币升值的信号的解读，笔者认为市场可能想多了。而上周五人民币大涨至 6.46 附近已经清晰地证伪了这个判断。未来，人民币的走势将主要取决于美元的走势。2017 年中美贸易顺差扩大至历史新高 2779.7 亿美元。如果特朗普总统要实现其竞选承诺的话，那意味着今年中美贸易冲突可能会有所上升。这也可能成为支持人民币升值的主要压力之一。

12 月所有信贷与货币数据与预测出现较大偏离。不过我们认为增幅放缓并与需求变化无关。预测误差的扩大可能是市场低估了强监管的影响。2017 年社会融资总量增幅与 M2 增幅差显著扩大。这显示了两点。第一，金融去杠杆效果显现。第二，M2 作为经济先行指标的功能正在弱化。未来政策的焦点可能将集中在信贷和社会融资等数据上。

香港方面，一个月港元拆息趋稳。早前，我们曾提到今年潜在的大型企业 IPO 可能冻结资金从而推高港元拆息。近日希玛眼科上市则是很好的例子。该企业招股超额认购逾 1500 倍，并冻结约 898 亿港元。香港交易所新修订的新股集资规则将于 2018 年中期生效，新规容许上市公司采用“同股不同权”的机制，我们预期新规将吸引更多中国知名的科技公司来港上市。这加强了我们对于今年新一波招股潮将推高港元拆息的预期。另一方面，根据香港立法会最新通过的印花税修订案，换楼人士若能于购买第二套房当日计起的 12 个月内（此前规定的期限为 6 个月）成功出售第一套单位，将可获全额退还 15% 的印花税。我们预期新修订案可能有两个影响。第一，吸引潜在换楼人士入市。第二，给予换楼人士充裕的时间寻求更好的成交价。整体而言，修订案可能有助推高楼市成交量及楼价。不过，新修订案为楼市带来的利好作用未必可以抵消利息上升及新屋供应增加所带来的下行压力。再加上高基数效应，我们维持 2018 年楼价增速减慢的观点。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
银监会周末发布了进一步深化整治银行业乱象的 4 号文。	- 银监会表示自 2017 年整顿以来，对市场乱象的整治取得阶段性成效。资金多层嵌套、盲目加杠杆等不规范行为有所收敛。 - 对于 2018 年，银监会的整治将主要集中在八个领域包括 1) 公司治理不健全，2) 违反宏观调控政策，包括违反信贷政策和违反房地产行业政策。3) 影子银行和交叉金融产品风险，包括违规开展同业业务、理财业务、表外业务、合作业务等四个要点。4) 侵害金融消费者权益。5) 利益输送，6) 违法违规展业，包括未经审批设立机构并展业、违规开展存贷业务、违规开展票据业务、违规掩盖

	或处置不良资产等四个要点。7) 案件与操作风险以及 8) 行业廉洁风险。
▪ 尽管中国央行在回答媒体关于中国是否建议中间价报价行暂停使用逆周期因子的问讯中没有给出直接答案。不过上周三的中间价报价已经可以基本确定逆周期因子暂时退出了舞台。	▪ 我们认为上周初人民币的波动主要是因为市场过度解读了逆周期因子新闻。逆周期因子去年 5 月底引入，主要是作为一种数学方式来打破人民币的非对称贬值压力。受益于过去几个月美元大幅贬值，逆周期因子可以说产生了立竿见影的效果。自从 2017 年第四季度以来，逆周期因子的使用频率也显著下滑。因此，是时候让逆周期因子功成身退了。 ▪ 但是对于市场认为取消逆周期因子是央行发出不希望人民币升值的信号的解读，笔者认为市场可能想多了。而上周五的价格走势（美元/人民币中间价开在 6.50 下方，而即期价格更是跌至 6.46 附近）已经清晰地证伪了这个判断。未来，人民币的走势将主要取决于美元的走势。
▪ 中国外管局否认了媒体关于中国计划减少甚至暂停购买美债的传闻。	▪ 外管局表示该新闻可能引用了错误的来源甚至可能是假新闻。虽然外管局可能的措辞引起了市场讨论，不过我们没有理由怀疑外管局的辟谣。而笔者也相信中国外汇储备配置将继续取决于市场形势。
▪ 一个月港元拆息持续温和回落。早前，我们曾提到今年潜在的大型企业 IPO 可能冻结资金从而推高港元拆息。近日希玛眼科上市则是很好的例子。该企业招股超额认购逾 1500 倍，并冻结约 898 亿港元。	▪ 香港交易所新修订的新股集资规则将于 2018 年中期生效，新规容许上市公司采用“同股不同权”的机制，我们预期新规将吸引更多中国知名的科技公司来港上市。这加强了我们对于今年新一波招股潮将推高港元拆息的预期。
▪ 香港立法会于 2018 年 1 月 11 日通过印花税修订案。根据修订案，换楼人士若能于购买第二套房当日计起的 12 个月内（此前规定的期限为 6 个月）成功出售第一套单位，将可获全额退还 15% 的印花税。	▪ 政府于 2016 年 11 月推出楼市调控措施，规定非首次置业买家划一缴付房价 15% 等值的印花税。这加上 2017 年 5 月金管局实施的楼市调控措施，大大削弱用家换楼的意欲。因此，二手房屋市场的供应显著减少，并造成交投淡静且楼价干升的局面。具体而言，2017 年 5 月至 12 月的整体房屋成交量按年下跌 6.1%，同期房屋成交总额按年增长 6.8%。在这个背景下，我们预期新修订案可能有两个影响。第一，吸引潜在换楼人士入市。第二，给予换楼人士充裕的时间寻求更好的成交价。整体而言，修订案可能有助推高楼市成交量及楼价。不过，新修订案为楼市带来的利好作用未必可以抵消利息上升及新屋供应增加所带来的下行压力。再加上高基数效应，我们维持 2018 年楼价增速减慢的观点。
▪ 报导指 2018 年首 2 个星期内，至少 4 间主要地产公司宣布于离岸市场发行总值 26 亿美元的中期票据或债券。	▪ 中国监管当局于 2018 年首星期推出的一系列新规对境内债市带来沉重打击。展望今年，中国当局的政策重心将放在控制金融风险及去金融杠杆上。因此，我们预期流动性将保持相对紧张的状态，而境内债市也可能持续承压。在

	此情况下，一些急需资金以偿还债务或扩展业务的中国内地企业，或继续转向离岸市场进行融资，并在未来几个月进一步推高在香港境外使用的贷款需求。
--	--

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
中国 12 月货币与信用数据增速普遍弱于预期，其中 M2 增幅更是创下有记录以来的新低，跌至 8.2%。	12 月所有信贷与货币数据与预测出现较大偏离。不够我们认为增幅放缓并与需求变化无关。预测误差的扩大可能是市场低估了强监管的影响。 12 月新增人民币贷款增长 5844 亿元，是 2016 年 7 月以来的单月最低值。不过这可能主要与 1-11 月信用扩张较快导致银行信用额度受限有关。分类来看，对居民部门和企业的中长期贷款分别有所放缓至 3112 亿元以及 2059 亿元。 - 社会融资总量 12 月增长 1.14 万亿元。尽管表内贷款受额度制约放缓，但是表外贷款依然强劲，其中信托贷款新增 2290 亿元。表外贷款的稳健 增长也显示融资需求依然旺盛。受 10 月以来债券市场新一轮抛售的影响，债券融资出现明显放缓，12 月仅增长 621 亿元。 2017 年社会融资总量增幅与 M2 增幅差显著扩大。虽然年初 M2 增幅和社融增幅都定在 12%，但 M2 增幅仅增长 8.2%，而社融则增长 12%与目标一致。12 月 M2 超预期回落与非银存款大幅减少有关，这主要受到了强监管的影响。社融与 M2 增幅差扩大显示了两点。第一，金融去杠杆效果显现。第二，M2 作为经济先行指标的功能正在弱化。未来政策的焦点可能将集中在信贷和社会融资等数据上。
中国 12 月贸易顺差意外扩大至 2016 年 1 月以来的最高点 547 亿美元。虽然出口依然保持稳健，但是贸易顺差的扩大主要收到进口增幅意外放缓有关。12 月进口同比增幅大幅跌至 4.5%。	- 从出口角度看，中国继续受益于全球一致的复苏。12 月对美欧日等发达经济体的出口依然保持强劲，同比增长分别达到 12.7%，12.7%和 14.9%。 - 弱于预期的进口则主要收到铁矿石进口下滑以及电子元件进口大幅放缓影响。虽然中国对原油的需求依然强劲，同比增长 21.38%，但是铁矿石进口金额则同比下滑 9.86%。 - 电子原件进口由过去几个月 20%以上的增幅大幅放缓至 3%。这可能会引起市场对全球科技周期的担忧。如果对电子元件需求继续回落的话，这可能会影响今年出口的预期。 - 此外，中美贸易顺差 12 月小幅收窄至 255.5 亿美元。但是 2017 年该顺差扩大至历史新高 2779.7 亿美元。如果特朗普总统要实现其竞选承诺的话，那意味着今年中美贸易冲突可能会有所上升。这也可能成为支持人民币升值的主要

	压力之一。
根据财政司司长陈茂波指出，本年度首 8 个月的财政盈余达到 572 亿港元，大幅高于早前预期的 163 亿港元。	巨额财政盈余主要由股市及楼市的强劲表现所带动。具体而言，2017 年楼市的成交额录得 5563 亿港元，创 2010 年以来的新高。此外，继上个财政年度卖地收入录得 1095 亿港元后，2017 年 4 月至 12 月的土地拍卖成交额亦录得 908.13 亿港元。另外，香港交易所“主版”的每日平均成交额由 2016 年的 664 亿港元升至 2017 年的 876 亿港元。在政府坐拥巨额财政盈的情况下，我们估计 2018 年的公共部门投资及政府开支将持续增加，并支持本地经济增长。
2017 年 11 月澳门的房屋成交量按月上升 5.2%至 936 宗，反映一手楼市投资情绪维持乐观。不过，按年计房屋成交量已连跌 4 个月，按年下跌 27.8%。新批按揭贷款亦录得连续 4 个月跌幅，按年减少 9.8%至 40.6 亿澳门元（按月增长 44.9%）。11 月平均楼价较 2016 年底水平下跌 2.8%。	- 新楼市调控措施及高借贷成本持续冷却二手房屋市场。因此，2017 年下半年楼市整体的表现较 2016 年同期逊色。 - 展望未来，2017 年首 11 个月的新屋落成量按年上升 989%至 4314 个单位，因此我们预期更多新楼盘项目将于未来数月推出。虽然二手楼市交投可能持续冷清，但乐观的经济前景、畅旺的股票市场所带动的财富效应及稳健的劳动市场料为一手房屋市场提供支持。因此，预期平均楼价将企稳当前水平附近。 - 长远而言，随着全球更多主要央行加入收紧的行列，资本流出的风险可能会加剧，从而带动利息上升及股市出现调整。在此情况下，我们预期市场对房屋的需求或受到打击。不过，强劲的经济增长以及有限的房屋供应可能缓和楼市的调整。具体而言，继 2016 年新屋动工量按年减少 6%后，2017 年首 11 个月的动工量进一步按年下降 36%至 3104 个单位。这反映中期内私人住宅新供应量将维持短缺。另一方面，政府计划于短期内兴建大约 9500 个单位，较 2016 年提出计划时少 3100 个单位。

人民币	
事件	华侨银行观点
受逆周期因子新闻影响，人民币上半周一度对美元快速贬值，并带动亚洲货币走弱。不过，下半周随着美元走弱，人民币重新走强。	总体来看，我们认为市场过度解读了逆周期因子的新闻。而今天早上中间价也证伪了央行希望通过改变逆周期因子来传达不希望人民币走强的信号。未来人民币走势还将取决于美元的走势。

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