

摘要：预期内的和预期外的

一如预期地，特朗普在最后一分钟签署了台湾旅行法，为中美关系添加了新的不确定因素。一如预期地，特朗普的新任经济委员会主任抨击了中国，预示着中美贸易冲突将继续升级。一如预期地，王岐山当选为新一届中国国家副主席。不过作为未来中美关系主要推手的王副主席开局坎坷，随着美国中期选举的临近，中国牌被使用的频率显著上升。未来中美关系或许将成为牵动市场的主要因素。

不过易纲当选为央行行长则颇令市场感到意外。作为具有改革思维的技术官僚，易行长的当选意味着中国在向世界展示中国开放的决心并没有受到宪法修改的影响。虽然从政治上来看，易行长只是中央候补委员，但是这并不影响央行往超级央行的方向转变。此次监管重组的其中一个主要目的就是分离监管规划与执行的职能。央行将在制定监管法规中扮演更重要的角色，并提供当全面综合的监管模式，杜绝监管套利。笔者认为所谓的超级央行模型将赋予央行三大职能包括货币政策制定，宏观审慎控制系统性风险以及微观审慎保持个体金融机构稳健。鉴于作为最后贷款人的央行掌握金融体系的信息能力显著上升，我们认为短期内中国可能不会出台更多监管新政。

经济方面，中国经济 2018 年开门红，主要增长类经济指标表现超预期。不过制造业的产出和投资增幅却出现下滑趋势。不过今年初强劲的贸易数据可能显示全球共振式复苏依然存在，这可能会为未来制造业带来支持。我们认为，需要继续关注制造业的发展。1-2 月基础设施固定资产投资出现较为明显下滑。这可能与地方财政政策不明朗有关。不过私人部门投资回暖弥补了基础建设投资的回落。此轮固定资产投资反弹是否可以持续，将很大程度取决于私人部门投资反弹是否持续。

香港方面，国际结算银行最新的季度报告指出，香港贷款占 GDP 的比例与长期趋势差距和供款占入息比率与长期趋势差距均亮红灯。同时，报告警告香港银行对地产发展商的贷款急速上升或带来风险。金管局数据显示，截至 2017 年底物业发展及投资相关的贷款占经济总量的 53.9%，远高于 1988 年至 2017 年平均水平 31.6%。此外，截至 2017 年底总家庭债务占经济总量比率亦刷新纪录高位，达到 69%。这导致香港经济更容易受到利率上升及楼市调整的冲击，因为无论是楼市下滑还是利率调高，都将削弱地产发展商和居民的还款能力。不过，在金管局接连推出八轮楼市逆周期措施的情况下，与房地产相关的系统性风险料仍然可控。另外，由于市场担忧美联储在 3 月会议上释放鹰派讯号，这叠加季末效应，或带动一个月港元拆息迈向 0.8%。然而，由于基本面并没有明显变化，资金外流风险依然可控。因此，我们不认为银行体系会在美联储 3 月加息之后跟加最优贷款利率。**澳门方面**，1 月楼市造好。展望未来，我们预计楼市将维持上升的趋势。具体而言，政府最新推出的辣招可能会压抑物业投资需求，并减少二手房屋市场的供应，但新政策也将鼓励本地首次置业买家入市。那么，在公营及私人房屋新供应量缓慢增长的情况下，楼市成交量的上升空间料有限，相反楼价则可能继续受到支撑。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 中国将不再保留印监会和保监会，组建成新的中国银行保险监督管理委员会。 - 不过银行业和保险业重要法律法规草案和审慎监管制度的职责将划入中国央行。	- 此次监管重组的其中一个主要目的就是分离监管规划与执行的职能。央行将在制定监管法规中扮演更重要的角色，并提供当全面综合的监管模式，杜绝监管套利。而新的银保会将会专注于监管执行上，提高监管效率。 - 我们认为此次调整也显示央行正在过渡到超级央行模型。笔者认为所谓的超级央行模型将赋予央行三大职能包括货币政策制定，宏观审慎控制系统性风险以及微观审慎保持个体金融机构稳健。自 2016 年以来，央行的宏观审慎测评

	已经执行超过两年。而最新的监管调整也将最终赋予央行微观审慎的职能。 ▪ 虽然细节还没公布，但是央行研究局局长最新的文章显示央行将拥有对系统重要金融机构和金融控股公司等高官人事任免权将给与央行推动微观审慎的权力。 ▪ 我们认为近期监管调整短期内可能有两个影响。第一，鉴于作为最后贷款人的央行掌握金融体系的信息能力显著上升，我们认为短期内中国可能不会出台更多监管新政，而未来部门的整合也将持续一段时间。第二，鉴于央行更国际化以及更开放的态度，央行权力的增加对外资投资者或许不是坏事。
▪ 央行上周通过公开市场操作以及中期借贷便利 MLF 为市场净注入 3775 亿元。	▪ 上周五 3270 亿元 MLF 的操作超过了到期的 1895 亿元预期，同时也超过了市场预期。显示央行在季末前维持流动性稳健的态度。不松不紧依然是未来央行指导的方针。
▪ 一个月港元拆息由 3 月 8 日的 0.67% 逐渐上升至 3 月 16 日的 0.76%。	▪ 临近美联储 3 月会议及一季度末，银行可能囤积资金，以防资金外流风险，同时粉饰资产负债表。因此，一个月港元拆息可能在短期内迈向 0.8%。不过，我们并不认为港元拆息将快速上涨。一方面，有别于美联储，其他主要央行包括欧洲央行、日本央行和加拿大央行皆重申对收紧政策保持谨慎态度。同时，外需强劲继续支持新兴市场经济同步复苏。因此，全球投资者仍继续积极参与新兴市场以寻求相对较高的回报。另一方面，尽管大陆投资者在两会期间似乎保持观望态度，并减少在港股市场上的投资，但 3 月 1 日至 3 月 16 日期间深港通和沪港通下的南向资金净流入仍达到 139.4 亿人民币。整体而言，由于基本面并没有明显变化，资金外流风险依然可控。因此，我们不认为银行体系会在美联储 3 月加息之后跟加最优贷款利率。
▪ 国际结算银行最新的季度报告指出，香港贷款占 GDP 的比例与长期趋势差距和供款占入息比率与长期趋势差距均亮红灯。具体而言，在全球主要地区当中，香港 2017 年 9 月贷款占 GDP 的比例与长期趋势差距，以及供款占收入比率与长期趋势差距均排名最高，分别达到 30.8 及 6.9，远高于排名第二的中国的 16.7 和 5.1。	▪ 同时，报告警告香港银行对地产发展商的贷款急速上升或带来风险。近年来，楼市表现强劲鼓励地产发展商更进取地买地及发展住宅项目。 ▪ 金管局数据显示，截至 2017 年底物业发展及投资相关的贷款占经济总量的 53.9%，远高于 1988 年至 2017 年平均水平 31.6%。此外，截至 2017 年底总家庭债务占经济总量比率亦刷新纪录高位，达到 69%。债务负担急速上升推高供款占收入比率，并导致香港经济更容易受到利率上升及楼市调整的冲击，因为无论是楼市下滑还是利率调高，都将削弱地产发展商和居民的还款能力。 ▪ 因此，我们将持续关注全球流动性收紧的风险，因为这可能引发香港利率上升，并导致楼市回调。不过，在金管局接连推出八轮楼市逆周期措施的情况下，与房地产相关的

香港财政司司长陈茂波表示“香港政府正在考虑对空置房屋征税。”他还指出截至 2017 年底已竣工的私楼当中仍有约 9500 个住宅单位尚未出售。	系统性风险料仍然可控。 根据香港差饷物业估价署数据显示，2016 年逾 43000 个住宅单位处于空置状态，空置率则达到 3.8%。实际上，今年初澳洲的维多利亚州、加拿大的温哥华市，以及澳门皆推出了空置税政策。然而，这个政策能否有效为香港楼市降温值得怀疑，因为 2016 年空置率低于 1985 年至 2016 年期间平均值 4.6%。由此可见需求依然强劲，反而新屋供应短缺更像是导致楼市过热的“罪魁祸首”。因此，比起推出空置税或是其他楼市调控政策，政府或许更应该加快土地供应和新屋供应的增长。
---	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国经济 2018 年开门红，主要增长类经济指标表现超预期。 1-2 月工业产出同比增长 7.2%而固定资产投资也同比增长 7.9%，分别较 2017 年的 6.6%和 7.2%增长。 - 零售销售同比增长 9.7%，也较去年 12 月 9.4%的增幅小幅回升。	- 分类来看，无论是工业产出还是固定资产投资的反弹与制造业关系不大，实施上 1-2 月制造业工业产出由去年 7.2%的增幅放缓至 7%，而对制造业的固定资产投资也由 4.8%回落至 4.3%。这可能与春节因素有关。不过今年初强劲的贸易数据可能显示全球共振式复苏依然存在，这可能会为未来制造业带来支持。我们认为，需要继续关注制造业的发展。 1-2 月工业产出的反弹更多受到采矿和发电等产出反弹有关。这可能与环保政策放松有关，但是鉴于环保是未来政策核心，因此我们对由采矿等产出带动的工业产出复苏是否持续保持疑虑。 - 投资方面，1-2 月基础设施固定资产投资出现较为明显下滑，由去年 19%回落至 16.1%。这可能与地方财政政策不明朗有关。不过私人部门投资回暖弥补了基础建设投资的回落。此轮固定资产投资反弹是否可以持续，将很大程度取决于私人部门投资反弹是否持续。
中国 2 月央行口径下外汇占款增加 40.5 亿元，连续第二个月增长。	2 月外汇占款的增长显示 2 月外汇储备的回落主要是受到估值效应的影响。因此，虽然资本管制措施回归中性化，目前没有必要担心资本外流问题的回归。
中国 1 月小幅缩减美债持有量至 1.168 万亿美元，创下去年 7 月以来的低点。	随着近期贸易冲突加剧，市场对中国持有美债数量的关注再次上升。尤其是中国是否会使用美债作为武器来报复美国。不过我们觉得这个可能性不大。
香港保监局数据显示，2017 年内地客的新造保费达到 508 亿港元，按年下跌 30.1%，占个人业务的总新造保费 32.6%。	这反映中国当局对跨境资金流动的管理有效。人民币前景转趋乐观也减低了内地投资者对海外外币（如美元）资产的需求。展望未来，潜在的贸易冲突可能令美元走弱，并导致人民币面临上行风险。在此情况下，中国进一步开放境内资本市场，将有助鼓励外国投资者增持人民币资产。

	因此，我们预期今年中国跨境资本流动将维持平衡。
▪ 澳门房屋成交量按年显着增长 106.6% (按月增长 85%) 至 1465 宗。而新批按揭贷款亦按年增长 4% (按月增长 14.9%) 至 36.3 亿澳门元。此外，平均楼价按年增长 38.7% (按月增长 28%) 至 124,481 澳门元/平方米。	▪ 股市畅旺衍生的财富效应、稳定的劳动市场及借款成本回落带动 1 月房地产市场造好。另外，地产发展商因担忧政府出辣招而加快推出新项目，并提供多种优惠吸引买家，这也对楼市带来支持。 ▪ 展望未来，我们预计楼市将维持上升的趋势。最近，政府公布新政策支持首置买家，即向 21-44 岁首次置业的本地市民提供高达 90%按揭成数的贷款，这将显著推高房屋的需求。另一方面，政府取消住宅物业空置税的减免，并提高向非首次置业买家征收的印花税。这些政策可能会压抑物业投资需求，并减少二手房屋市场的供应，但新政策也将鼓励本地首次置业买家入市。那么，在公营及私人房屋新供应量缓慢增长的情况下，楼市成交量的上升空间料有限，相反楼价则可能继续受到支撑。不过，中期而言，利率上升及股市出现调整可能有助放缓楼市增长速度。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 人民币继续保持平稳。人民币指数保持在 96 上下小幅波动。	▪ 近期的平稳不知是不是风暴前的平静。从政策上来看，易纲当选新一届央行行长更多显示了政策的延续性。随着两会即将结束，市场的目标将转移到中美贸易和中美关系上，这可能会成为未来撼动人民币的主要驱动力。

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