

摘要：

中国人大会议上周二召开。如市场预期，中国调低了今年经济预期至 6-6.5%。最大的惊喜来自减税降费目标增加至 2 万亿，超过市场预期。中国主要经济主管部门包括发改委、财政部、商务部、国资委以及央行上周纷纷召开了新闻发布会，分享了各部门对今年政府工作报告的解读。

显然，中美贸易谈判的进展是记者们关注的焦点之一。笔者看完所有新闻发布会发现有不少高质量的问题被提给相关部门。不过鉴于贸易谈判正在进行中。我们所得到的答案较为笼统。不过中国否认了有制度性的特殊安排给国有企业额外补助。产业补助依然是目前中美双方谈判的障碍之一。汇率方面，易行长表示双方在许多问题上达成共识，譬如坚持市场决定汇率制度，不搞竞争性贬值，提高数据披露透明度以及双方尊重货币当局的货币政策自主权等。具体细节可能要等到谈判结束或许才能知晓。不过，市场可能需要耐心等待，因为习特会可能将要被延迟至 4 月。

经济数据方面，农历新年的季节性因素使得 2 月数据较难单一解读。从 1 月和 2 月归纳角度来看，出口 5% 左右的回落反应了贸易战的影响。受基数影响，3 月数据或许好转。不过鉴于美国贸易保护主义抬头以及欧盟经济大幅下滑的影响，未来中国贸易依然面临较大的不确定性。信用数据方面，增幅放缓或许已经见底。

财政政策方面，市场之前一个比较大的困惑就是在超预期的减税降费下，如何保持财政赤字不显著提高。不过正如刘部长所说的，今年国有金融机构和央企的利润上缴以及地方财政盘活存量资产将成为中央财政重要的开源。中国国有净资产达到了 109 万亿元人民币，这足以扮演第二财政的功能，并将继续为中国推动积极财政政策而保驾护航。

货币政策方面，此次央行新闻发布会给了市场较好的全局观以及央行货币政策的思路和框架。其中易行关于降准的评论给了我们很好的视角。鉴于中国综合准备金率和主要发达国家比并不高，中国降准的可能性可能要比之前市场预期来的低些。易行对降低实际利率问题的回答也暗示政府这里关注的利率问题主要是实体经济融资利率而非任何一种基准利率。不过为了实现降低实体经济成本的目的，易行此次也证实了市场关注的两个变量包括无风险名义利率和信用利差。总体来看，我们认为易行的话对债券市场或许是个支持，因为国债收益率的回落是有利于帮助中国实现降低实际利率的。

香港方面，上周美元兑港元屡次触及 7.85，最终驱使金管局自去年 8 月以来首次出手干预。因此，银行总结余将减少 15.07 亿至 748 亿港元。不过，由于干预规模十分温和，我们预计港元将继续受压于强美元及港美息差因素，并在本周继续间歇地触碰弱方兑换保证水平。然而，由于套利交易者十分审慎，短期内的干预料仍维持温和的规模。因此，我们维持银行业总结余在未来数月将保持在 500 亿港元以上水平的观点。当季末临近时，银行粉饰橱窗或短暂推动 1 个月和 3 个月港元拆息重返 2% 上方，而港元亦可能反弹，从而暂时减少套利诱因。**零售业方面**，1 月零售销售额按年增速加快至 7.1%，远超预期。惟数据可能被农历新年效应所扭曲。因此，我们仍需更多数据以评估香港零售业的前景，同时亦需继续关注一些可能拖累零售业的负面因素，包括全球经济增速放慢、港元强势及贸易风险等。楼市方面，1 月房价指数按月反弹 0.1%。短期内，三项因素包括中国推出刺激措施、主要央行立场转鸽及贸易战暂停，或为资产价格包括楼价提供温和支持。不过，由于全球经济增速放缓（世界银行、IMF 及经济合作暨发展组织皆下调 2019 年经济增长预测）、贸易风险犹存，以及公营房屋的长期供应将大幅增加（政府预计未来五年的潜在公/居屋供应将高达 100,400 个单位），楼市上行空间料有限。若香港经济增速进一步下滑，亦可能打击工资增长前景，从而削弱潜在买家的入市意欲。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国人大会议上周二召开。如市场预期，中国调低了今年经济预期至 6-6.5%。最大的惊喜来自减 	<ul style="list-style-type: none"> 市场对今年中国经济放缓已经达成共识，不过虽然经济增速目标下调，但是中国的就业目标并没有，这也反映了中

<p>税降费目标增加至 2 万亿，超过市场预期。</p> <ul style="list-style-type: none"> 此外，李克强总理表示将降低实际利率，并引用准备金和利率鼓励金融机构支持实体经济。 	<p>国的底线思维。此外，今年铁路的固定资产投资目标由去年的 7320 亿元上升至 8000 亿元。而中央政府固定资产投资预算也提高了 400 亿元。从货币供给和社会融资总量来看，虽然和去年一样，没有给 M2 设定量化的目标，但货币供给需要与名义 GDP 增幅相吻合，这也意味着今年理想 M2 的增幅应该要高于去年的 8.1%。总体来看，今年目标虽然放缓，但中国并不希望经济放缓过快。6.2%的增幅也有利于中国实现之前定下的 2020 年 GDP 较 2010 年翻番的目标。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 财政部两会新闻发布会：减税降费方面，2019 年以减税为主，占计划的 70%，而其中以增值税调整为“主菜”。 对于今年的赤字安排，刘部长表示除了适当提高赤字率，“中央财政还增加了特定国有金融机构和央企上缴利润，地方财政也将多渠道盘活各类资金和资产”。 对于地方政府专项债券。刘部长表示截至 2 月末，全国地方政府新增专项债券累计发行 3078 亿元。1 月份各地发行的新增债券平均利率较 2018 年平均发行利率下降约 55 个基点。各地发行新增债券平均期限是 7 年，较 2018 年平均发行期限增加了 1 年，实现债券期限和项目期限相匹配。 	<ul style="list-style-type: none"> 市场之前一个比较大的困惑就是在超预期的减税降费下，如何保持财政赤字不显著提高。而对于很多境外债券投资者来说，他们也非常担心财政赤字对债券供给的影响。不过正如刘部长所说的，今年国有金融机构和央企的利润上缴以及地方财政盘活存量资产将成为中央财政重要的开源。 和很多国家不同，虽然中国面临债务压力，但是中国国有资产规模巨大。据去年底公布的 2017 年国有资产调查显示，中国国有净资产达到了 109 万亿元人民币，这足以扮演第二财政的功能，并将继续为中国推动积极财政政策而保驾护航。
<ul style="list-style-type: none"> 发改委新闻发布会：为了促进国内市场，发改委表示正在组织研究鼓励旧汽车旧家电回收、大力发展循环经济的行动法案。 	<ul style="list-style-type: none"> 发改委的数据显示，中国乘用车数量已经达到 2 亿辆。升级需求可能将成为内需的新一轮引擎。
<ul style="list-style-type: none"> 央行新闻发布会：易行长表示虽然此次货币政策措辞没有提及中性，但是稳健货币政策内涵没有改变。松紧适度概念就是把广义货币和社会融资总量的增速大体上和名义 GDP 的增速保持一致。 关于中美贸易谈判中的汇率问题，易行长表示双方在许多问题上达成共识，譬如坚持市场决定汇率制度，不搞竞争性贬值，提高数据披露透明度以及双方尊重货币当局的货币政策自主权等。 对于降低实际利率问题，易行表示低的名义利率譬如 10 年期国债收益率有利于降低融资成本。此外，央行也将关注风险溢价问题。 对于降准的问题，易行表示中国法定准备金率与超额准备金率与欧美发达国家类似，并远低于日本。他认为降准有一定空间，但是空间比前几年少多了。 	<ul style="list-style-type: none"> 在全球经济放缓以及不确定因素增加的背景下，此次央行新闻发布会给了市场较好的全局观以及央行货币政策的思路和框架。其中易行关于降准的评论给了我们很好的视角。鉴于中国综合准备金率和主要发达国家比并不高，中国降准的可能性可能要比之前市场预期来的低些。 此外，易行对降低实际利率问题的回答也暗示政府这里关注的利率问题主要是实体经济融资利率而非任何一种基准利率。不过为了实现降低实体经济成本的目的，易行此次也证实了市场关注的两个变量包括无风险名义利率和信用利差。总体来看，我们认为易行的话对债券市场或许是个支持，因为国债收益率的回落是有利于帮助中国实现降低实际利率的。 虽然近期利率并轨的话题重新浮出水面，而取消基准存款利率可能成为未来的方向，但是短期内降息的可能性有所增加，不过这还将取决于未来无风险利率以及信用利差

<ul style="list-style-type: none"> 此外，易行也表示考虑货币政策要以国内为主。汇率在国内考虑里面应当是不占重要地位的。 	<p>等的表现。</p> <ul style="list-style-type: none"> 至于贸易谈判中的汇率问题，笔者认为易行的回到颇为笼统。估计具体细节可能将要最后等到双方贸易协议公布了。
<ul style="list-style-type: none"> 商务部新闻发布会：王受文副部长表示贸易协议的实施机制必须是双向的，公平的和平等的。他个人对中美磋商感到希望，尽管前几天商务部部长钟山曾表示双方的谈判非常艰难。 此外，中国还将继续推动区域贸易协议的签署，尤其是 RCEP。在规则领域里的 15 个章节中，有 7 个章节谈判已经完成。 	<ul style="list-style-type: none"> 尽管全球贸易保护主义有所抬头，中国将继续通过 RCEP 协议签署以及 WTO 改革等措施来推动跨国界的沟通。
<ul style="list-style-type: none"> 国资委新闻发布会：就产业补助的问题，肖主任表示没有制度性的特殊安排给国有企业额外补助。 混合所有制改革问题，表示将推出第四批 100 多家企业参与改革。 	<ul style="list-style-type: none"> 混合所有制改革的频率或影响中国资本市场信心。
<ul style="list-style-type: none"> 美元兑港元屡次触及 7.85，最终驱使金管局自去年 8 月以来首次出手干预。 	<ul style="list-style-type: none"> 因此，银行总结余将减少 15.07 亿至 748 亿港元。不过，由于干预规模十分温和，我们预计港元将继续受压于强美元及港美息差因素，并在本周继续间歇地触碰弱方兑换保证水平。然而，由于套利交易者十分审慎，短期内的干预料仍维持温和的规模。因此，我们维持银行业总结余在未来数月将保持在 500 亿港元以上水平的观点。当季末临近时，银行粉饰橱窗或短暂推动 1 个月和 3 个月港元拆息重返 2% 上方，而港元亦可能反弹，从而暂时减少套利诱因。 其他方面，近期资金再次通过深港通和沪港通净流入香港股市。这或有助延续港元流动性充裕的状况，从而继续鼓励套利交易。因此，虽然股市吸引资金净流入，但应该无助港元在短期内扭转弱勢。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 2 月以美元计价的出口同比大幅下滑 20.7%，超过市场预期。进口同比下滑 5.2%。受出口快速下滑影响，2 月贸易顺差收窄至 41 亿美元。 不过中国海关表示 3 月以来中国贸易数据同比大幅反弹。 	<ul style="list-style-type: none"> 2 月出口超预期的跌幅很大程度受农历新年的季节性影响。如果将 1 月和 2 月数据结合在一起看的话，出口同比回落 5% 左右，反映了贸易战的影响。 尽管 3 月初数据大幅反弹，但是主要还是基数效应。可能结合一季度数据一起观察会更为客观一些。不过鉴于美国贸易保护主义抬头以及欧盟经济大幅下滑的影响，未来中国贸易依然面临较大的不确定性。
<ul style="list-style-type: none"> 中国 2 月消费者物价指数进一步放缓至 1.5%，2018 年 1 月以来的新低。而生产者物价指数则较 	<ul style="list-style-type: none"> 2 月消费者物价指数的回落很大也是受基数效应影响。不过环比来看，2 月环比重新加速至 1%，核心物价指数和食

<p>1 月 0.1% 保持不变。</p>	<p>物价格上升。尤其是食物价格环比增长 3.2%。鉴于猪肉价格受非洲猪瘟影响，可能反弹，消费者物价指数或许已经见底。生产者物价指数或许在未来两个月继续小幅保持在零上方，但是随着基数效应的影响，生产者物价指数可能最终会跌破零。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2 月新增人民币贷款 8858 亿元，弱于市场预期。社会融资总量仅增长 7030 亿元。 ▪ 广义货币供给重新放缓，M2 增速回落至 8%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 农历新年的季节性因素使得 2 月数据较难单一解读。从 1 月和 2 月归纳角度来看，信用增幅放缓或许已经见底。今年首两个月新增社融较去年同期超过 1 万亿元。 ▪ 近期社融波动较大主要受到票据的影响。尤其是在李克强总理近期表达了对金融套利以及空转的担忧后，央行对票据监控的加强可能会成为未来几个月社融数据波动的主要因素之一。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 1 月零售销售额按年增速加快至 7.1%，远超预期。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 今年农历新年假期的时间较去年提早，扭曲了零售数据。由于居民和旅客通常选择把消费提前至农历新年之前，食品、酒类饮品及烟草的零售销售额按年大增 13%，而超级市场货品及百货公司货品的零售销售额亦分别按年增长 8.6% 及 15.1%。另一方面，由于近期人民币升值及风险资产价格上涨，旅客的购买力有所改善。因此，随着新基建项目迎来更多旅客（1 月访港旅客总人数按年增长 27.2%），鞋类、有关制品及其他衣物配件以及珠宝首饰、钟表及名贵礼物的零售销售分别按年增长 5.5% 及 4.7%。不过，耐用消费品的零售销售额按年进一步下跌至 4.6%。由此可见，现阶段判定零售业见底反弹，仍为时过早。我们或需更多数据以评估香港零售业的前景，同时亦需继续关注一些可能拖累零售业的负面因素，包括全球经济增速放慢、港元强势及贸易风险等。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 1 月房价指数按月反弹 0.1%，结束过去连续五个月的环比跌势。同月，新批核按揭贷款按月增加 19%，扭转过去连续四个月的按月跌势。这加上 1 月显着反弹的房屋成交量，被视为楼市反弹的迹象。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 楼市于 2019 年初出现反弹，主要是因为受惠于以下几个因素，包括加息预期降温、股市反弹、短期楼市供应有限，以及私楼价格回调。尽管如此，现阶段判断楼市见底，仍为时尚早。2 月份，房屋成交量按月转跌 10% 至 4089 宗，并连续第六个月录得同比跌幅（按年减少 25.4%）。其中，售价不低于 1000 万港元的私人单位成交量扭转 1 月份的升势（按年急升 55%），按年减少 52%。此外，近期楼市相关的消息好坏参半，部分发展商及业主减价出售，另一部分则提高售价。 ▪ 短期内，三项因素包括中国推出刺激措施、主要央行立场转鸽及贸易战暂停，或为资产价格包括楼价提供温和支持。不过，由于全球经济增速放缓（主要央行、世界银行、IMF 及经济合作暨发展组织皆下调 2019 年经济增长预测）、贸易风险犹存，以及公营房屋的长期供应将大幅增

	<p>加（政府预计未来五年的潜在公/居屋供应将高达 100,400 个单位），楼市上行空间料有限。若香港经济增速进一步下滑，亦可能打击工资增长前景，从而削弱潜在买家的入市意欲。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 总括而言，我们预期 2019 年每月平均房屋成交量将低于 4000 宗，少于 2018 年的每月平均值 4771 宗。而 2019 年整体房屋价格指数则可能按年进一步下跌 6.5%。
--	--

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周受美元走强的影响，人民币对美元走弱，美元/人民币重新回到 6.72 上方。但是人民币对主要贸易伙伴的汇率则走强，人民币指数进一步升值至 95.42。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 过去两周人民币突破 6.7 之后，市场动能不足，短期内人民币自发性升值的可能性不大。因此，短期内人民币将继续参照美元的走势。从贸易谈判的视角来看，人民币稳定正通过人民币对一篮子价格体现出来，而非简单的美元/人民币。在全球央行鸽派预期抬头的情况下，人民币可能会得到支撑。

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.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, "Relevant Materials") to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a "Relevant Entity") in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) ("MiFID") and the EU's Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) ("MiFIR") (together referred to as "MiFID II"), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

Co.Reg.no.:193200032W