

摘要：

尽管上周中美贸易谈判传来乐观的消息，例如美方可能把上调关税的限期由 3 月 1 日往后延迟，但是关于谈判的细节不足，意味着未来的贸易谈判对于全球市场而言依然属于事件风险。中国产业补贴政策及双方协议的执行力度，这两大方面将会是未来贸易谈判的重点。

经济方面，中国 1 月经济数据大致造好。不过，单凭 1 月贸易数据来判断中国贸易业前景改善，还为时尚早，因为 1 月贸易数据可能被春节效应所扭曲。至于优于预期的信贷数据，倒是反映出中国刺激政策开始见效。其中，中长期贷款上升主要是受惠于宽松货币政策，而弱于预期的财政存款增量，则反映中国财政政策更加积极。此外，表外融资反弹，意味着中国稍微放宽对影子银行业务的管理。通胀方面，尽管消费者物价指数及生产者物价指数同比增速纷纷下滑，但我们认为现在就判断中国面临通缩风险，还言之过早。

流动性方面，在岸和离岸人民币流动性保持十分充裕，并带动美元/人民币掉期点于上周跌至贴水水平。受正利差的支持，人民币资产对海外投资者的吸引力可能有所上升。在此情况下，我们预计中国境内市场将迎来更多资金流入。这可能在短期内为人民币带来一些支持。

香港方面，上周港元隔夜平均指数（HONIA）将作为港元拆息（HIBOR）之外的新参考利率，这则消息引起市场关注。2021 年后，LIBOR 可能逐渐淡出市场。作为国际金融中心，香港因此亦有必要跟随英美两国的步伐采用一个更透明的新利率指标。不过，从港元拆息顺畅地过渡为港元隔夜平均指数或者需要较长一段时间，主因是三大问题尚待解决。首先，作为隔夜利率，虽然 HONIA 与隔夜 HIBOR 水平及表现大致相同，但远比其他期限的 HIBOR 波动。如何通过 HONIA 构建完整的利率曲线将是亟待解决的问题。其次，如何令 HONIA 在交易市场上普及化，以及如何提高较长期限利率（基于 HONIA）的交易量将成为另一重要问题。最后，如何说服客户改用 HONIA 定价，以及如何处理现时依然生效的以 HIBOR 为基准的衍生工具及贷款合约，也是需要解决的问题。楼市方面，香港 1 月房屋成按月显著反弹 120.5%。此轮反弹主要受惠于以下几个因素，包括 1）市场对利率上涨的担忧降温，2）当前公营房屋供应量有限，3）一手及二手私人房屋价格下调，以及 4）中国推出刺激性政策以及中美贸易风险降温，改善了市场情绪。短期内，这些利好因素料继续提振楼市投资情绪，从而支持楼市成交量保持稳健。然而，我们认为现在就断定楼市见底，还言之过早，因为全球经济增长放慢、贸易风险犹存、工资增长前景转弱，以及公营房屋供应增加的预期，这几个因素叠加依然可能利淡楼市。货币方面，无论是金管局出手接盘还是季节性因素皆可能驱使港元大幅反弹，为了避免这种情况造成的损失，港元沽盘通常在美元/港元愈接近 7.85 时愈谨慎，因此美元/港元料缓慢地上行至 7.85。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
上周，中国央行于香港发行央行票据，总规模与去年 11 月相当，为 200 亿人民币。三个月期央票中标利率为 2.45%，较去年 11 月同期限央票的中标利率下降 134 个基点。另外，一年期央票中标利率为 2.8%，较去年 11 月同期限央票的中标利率低 140 个基点。此次，两种年期的央票均超购逾 6 倍。	- 央票利率显著下滑，主要因为人民币流动性充裕。因此，美元/离岸人民币掉期点子跌至贴水水平，并创 7 年新低。 - 另外，人民币前景改善，也提振了离岸市场投资者对人民币资产的需求。 - 鉴于央票利率下跌，香港商业银行短期内可能下调人民币定期存款的利率。尽管如此，我们认为短期内人民币存款规模将维持稳健。一方面，就定期存款而言，人民币的存款利率依然高于美元及港元。另一方面，比起去年底，人民币前景有所改善。。

2019 年 1 月，沪港通及深港通下的北向资金录得 606.9 亿元人民币的净流入，为 2014 年 11 月沪港通开通以来的最大规模。	从香港流入中国内地股市的资金规模扩大，主要是因为全球风险需求复苏、人民币前景改善，以及海外投资者在 MSCI 上调 A 股权重及 A 股被纳入富时全球指数之前提早部署。除此之外，中国央行推出刺激性措施及中美贸易谈判进展乐观，也可能提振了海外投资者对中国内地金融市场的信心。短期内，资金持续流入中国内地股市，或为人民币带来支持。然而，如此强劲的资金流入能否持续，可能还须取决于中国宽松措施的成效及贸易战的进展。
上周，港元隔夜平均指数（HONIA）将作为港元拆息（HIBOR）之外的新参考利率，这则消息引起市场关注。	- 据金管局提交立法会的文件，财资市场公会建议采用 HONIA（一个较为透明的隔夜利率）作为 HIBOR 之外的新参考利率，并计划于今年第一季进行咨询。另外，金管局确认 HIBOR 将不会被取消。2021 年后，LIBOR 的报价将是自愿性的，届时 LIBOR 可能逐渐淡出市场。作为国际金融中心，香港因此亦有必要跟随英美两国的步伐采用新利率指标。 - 不过，从港元拆息顺畅地过渡为港元隔夜平均指数或者需要较长一段时间，主因是三大问题尚待解决。首先，作为隔夜利率，虽然 HONIA 与隔夜 HIBOR 水平及表现大致相同，但远比其他期限的 HIBOR 波动。由于按揭利率通常以一个月 HIBOR 作为基础，企业贷款则以三个月 HIBOR 定价，如何通过 HONIA 构建完整的利率曲线将是亟待解决的问题。其次，如何令 HONIA 在交易市场上普及化，以及如何提高较长期限利率（基于 HONIA）的交易量将成为另一重要问题。最后，如何说服客户改用 HONIA 定价，以及如何处理现时依然生效的以 HIBOR 为基准的衍生工具及贷款合约，也是需要解决的问题。总括而言，在以上问题得以解决前，短期内市场料依然倾向于采用港元拆息。

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
- 中国 1 月贸易数据意外地优于市场预期。以美元计算的出口于去年 12 月按年收缩 4.4% 后，1 月按年反弹 9.1%。而以美元计算的进口按年跌幅亦收窄至 1.5%，优于预期。 - 不过，由于进口数据强于预期，贸易顺差由 570.5 亿美元收窄至 391.5 亿美元。	- 受贸易战拖累，1 月中国对美国的出口按年下跌 2.8%，为连续第二个月录得跌幅。不过，由于欧盟、日本及东盟的需求复苏，中国对这三个地区的出口分别按年上升 14.5%、5.6% 及 11.5%。 - 就进口而言，1 月份中国对商品的需求转弱，其中原油及铁矿石的进口额分别按年下跌 0.5% 及 2.1%。此外，集成电路进口额按年续跌 7.5%，惟跌幅有所收窄。 - 整体而言，我们认为单凭 1 月贸易数据来判断中国贸易业前景改善，还为时尚早，因为近期全球 PMI 持续走弱，且

	南韩贸易数据也表现疲软。另外，由于今年春节的时间较去年提早，1月份贸易数据的反弹亦可能是受到节日错位的影响。因此，我们认为需要结合未来1、2个月的数据，才能更准确地评估贸易战对中国贸易业的影响。
中国1月通胀压力进一步减弱。消费者物价指数（CPI）按年增速由去年12月的1.9%减慢至1月的1.7%，略低于市场预期。而生产者物价指数（PPI）的按年增速则由去年12月的0.9%下降至1月的0.1%。	- 尽管CPI的按年增速有所放缓，但按月增长0.5%，主要是因为春节之前食物价格上升，及非食物价格出现反弹。具体而言，虽然涨幅不如预期，但食物价格依然按月增长1.6%。另外，非食物价格扭转过去两个月的跌幅，并有所反弹。目前，我们认为断定中国通胀放慢依然为时过早。 - 我们预期基数效应将导致2月CPI进一步转弱，并可能达到1%左右。而3月CPI则可能反弹至2%左右。 - 至于PPI，无论是同比或是环比，增速均继续下滑。PPI同比转跌的风险亦不可排除。不过，由于近期进口物价趋稳，我们认为市场对中国陷入通缩的忧虑可能过度了。
- 中国1月信贷和货币数据表现优于预期。1月新增人民币贷款达3.23万亿元。同时，社会融资规模增量创历史新高的4.64万亿元。 - M2同比增速由8.1%反弹至8.4%，而M1同比增速则下滑至历史新低的0.4%。	1月信贷数据的表现十分亮丽，且反映出宽松政策包括货币宽松、财政刺激及行政政策支持开始见效。 - 细看1月信贷数据，当中要点可总结为以下三个。第一，中长期贷款占新增人民币贷款的比重反弹至64.9%，主要是因为受惠于货币政策的宽松。 - 第二，1月财政存款仅增加5337亿元，远低于2018年1月的增量9809亿元。在地方政府专项债券新增逾4000亿元的情况下，财政存款依然低于预期，反映中国不断增加财政支出。这或有助稳定固定资产投资的增长。 - 第三，表外融资开始反弹。其中，信托融资按月增量由负转正，暗示中国可能放宽对影子银行的管理，从而支持一些合理的影子银行业务。
据金管局数据显示，香港家庭负债占GDP的比率由2018年第二季纪录新高的71.2%下降至第三季的70.7%。	- 由于去年第三季市场对本地利率上升的预期升温，导致楼市及股市出现调整。住宅按揭贷款（占总家庭负债67.7%）的需求随之减弱。另外，去年第三季中美贸易战升级，亦削弱了家庭的贷款需求。 - 展望未来，我们预期香港家庭负债占GDP的比率将大致维持在当前水平，主要因为家庭负债及GDP皆可能只以较温和的速度增长。具体而言，尽管本地利率上升的忧虑降温，但在全球经济增速放缓及贸易风险犹存的情况下，楼市及股市的上行空间料有限。因此，我们估计家庭的贷款需求将保持温和，而2019年经济增长则将放慢。 - 其他方面，尽管家庭负债占GDP的比率在历史高位附近徘徊，但我们认为银行体系的相关风险依然可控，主要是因为本地利率短期内上行风险有限，且金管局已推出一系列逆周期措施。根据金管局资料显示，新批出住宅按揭贷款

	的平均按揭成数由金管局 2009 年 9 月推出首轮逆周期措施前的 64% 下滑至 46%。另外，平均供款与入息比率（DSR）由 2010 年 8 月金管局首次收紧 DSR 时的 41% 下降至 34%。
香港 1 月房屋成交量连续第五个月下跌，按年减少 13.8% 至 4543 宗。而按月计算，成交量则显著反弹 120.5%。	- 更值得注意的是，成交价不低于 1000 万港元的房屋成交量按年增加 55% 至 1599 宗，为 2018 年 7 月以来最高。此轮反弹主要受惠于以下几个因素，包括 1) 市场对利率上涨的担忧降温，2) 当前公营房屋供应量有限，3) 一手及二手私人房屋价格下调，以及 4) 中国推出刺激性政策以及中美贸易风险降温，改善了市场情绪。短期内，这些利好因素料继续提振楼市投资情绪，从而支持楼市成交量保持稳健。近期，随着一个月港元拆息显著回落，香港主要商业银行将 H 按的利率上限由 2.475% 下调至 2.375%。因此，我们预计新批按揭贷款（去年 12 月按年减少 15.4% 至 235 亿港元）将在年初有所反弹。 - 然而，我们认为现在就断定楼市见底，还言之过早，原因主要有以下几个。第一，全球经济增长放慢及贸易风险犹存，仍可能利淡风险资产，从而削弱财富效应。第二，本地经济增长下滑，及外部不确定因素，可能继续利淡工资增长的前景。第三，由于中国经济增长回落，及跨境资本流动的管理偏紧，内地投资者对本港房地产的投资需求可能逐渐减弱。第四，香港政府承诺增加公营房屋的供应量，这或促使房屋需求从私人房地产市场转移至公营房地产市场。总括而言，我们预期今年房屋成交量月均值将由 2018 年的 4771 宗下跌至不足 4000 宗。而 2019 年整体楼价（去年 12 月较去年 7 月录得的历史高位已经下跌了 9.2%）则可能按年进一步下跌 6.5%。
去年 12 月，澳门房屋成交量连续第四个月录得跌幅，按年减少 47.3% 至 2016 年 2 月以来最低的 417 宗。	- 房屋成交量疏落背后的原因可能是新推的楼盘减少、楼市供应量有限，以及投机需求降低（12 月拥有多于一个住宅物业的买家比例继续在低位徘徊，报 3.75%）。尽管如此，12 月新批按揭贷款按年增长 16.2%（或按月增长 2.2%）至 36.7 亿港元。同月，平均楼价连续第二个月录得升幅，按年上扬 4.3% 至 101,228 澳门元/平方米。这主要是因为房屋供应量有限及首次置业买家（占总买家比例为 79%）的需求强劲。 - 展望 2019 年初，市场对利率上升的忧虑降温，以及中美紧张的贸易关系有所舒缓，这两项利好因素或提振楼市投资情绪，从而带动房屋成交量轻微反弹。再加上首次置业买家的需求维持稳健，以及新盘供应量依然不足（2018 年房屋落成量及动工量分别按年收缩 4% 及 52%），我们预期平均楼价将在 100,000 澳门元/平方米左右徘徊。然而，就中期

	而言，澳门整体房屋需求可能受压于放缓的澳门经济增长以及尚未消退的贸易风险。此外，首置买家对楼市带来的支持边际递减。因此，我们认为房屋成交量及楼价的上升空间有限。
--	--

人民币	
事件	华侨银行观点
上周，人民币表现优于一篮子货币，带动人民币指数上升至 94.37。	短期内，人民币表现料继续取决于美元的走势。我们预计美元/人民币将保持在 6.7-6.9 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