

总结

刚刚过去的一周是值得记录的一周。对钱荒的担忧一度再次席卷中国货币市场。在监管和市场的这场债券去杠杆的拔河比赛中，央行正在取得胜利，央行对去杠杆态度的坚决程度超过了市场之前的预期。这似乎是合理的，特别是对美联储加息预期大幅上升之后。在美国加息前一个主动的去杠杆的局面要比明年美国利率上升后被动去杠杆要好。不过央行通过 SLF 注入流动性也显示流动性保障依然存在，出现新一轮钱荒的可能性不大。债券市场持续的疲弱，显示投资者可能正在重新估价央行的政策。债券市场的波动也将是本周市场继续关注的焦点。

从好的方面来看，境内流动性收紧也帮助了人民币汇率走稳，特别是离岸市场上。离岸人民币融资成本上周再次飙升，周五 CNH 各业 Hibor 利率上升至 7.159%。离岸人民币融资成本的上升也帮助缓解了人民币贬值压力。这也帮助境内外价差再次收拢。此外，关于控流出加码也成为人民币走稳的另一个重要因素。市场也传出央行可能收紧黄金进口来控制资本外流。上周虽然美元指数仅是小幅回落，但是人民币能够借势重新夺回 6.9 令人鼓舞。人民币之所以能够打破这种非对称贬值的局面，很大受益于控流出的加强。不过上周境内市场成交量居高不下，显示情绪面依然较为脆弱。是否人民币可以重新回到双向波动的轨道上还有待观察。今天早上随着意大利公投被否决，欧元波动率加大，由于欧元在人民币指数中权重达到 21%，欧元波动率加大可能对人民币带来新的压力。今天早上中间价基本与市场预期相一致在 6.8870。

上周中国市场出现了一个汇率走稳利率波动的组合。这似乎显示在汇率稳定和利率稳定中，汇率稳定占据了上风。这可能是投资者需要关注的。而周末，央行调统司盛司长也表示现在是稳定人民币的最佳时期。经济不是近期的焦点，近期的数据显示无论是供给方还是需求方数据都出现企稳的迹象。未来几周来说，汇率和利率之间的关系是最值得关注的。

重大事件	
事件	华侨银行观点
上周五习近平主席会见美国前国务卿基辛格后对中美关系的乐观情绪不到一个晚上就被美国新当选总统特朗普与台湾总统蔡英文的通话所掩盖。	中国外交部再次重申了一个中国是健康的中美关系的基石。虽然这个不按常理出牌的电话并不代表美国对大中华地区政策的转变。但是从这件事也可以看出，特朗普缺乏政治经验以及过于鲜明的个性可能会为未来中美关系带来更多不确定因素。
- 对钱荒的担忧再次席卷中国货币市场。中国央行持续通过公开市场操作回收流动性使得上半周货币市场利率上升。不过随着央行在周三和周四重新注入流动性加上再次通过 SLF 注入流动性，货币市场利率回落。 - 不过，债券市场的抛售则进一步延续。中国 10 年期国债突破 10%。	- 上周对于中国货币和债券市场来说是个非常动荡的一周。我们有三点体会。 - 第一，在监管和市场的这场债券去杠杆的拔河比赛中，央行正在取得胜利，央行对去杠杆态度的坚决程度超过了市场之前的预期。因此，未来货币和债券市场的波动率性依然不能被排除。 - 第二，不过央行通过 SLF 注入流动性也显示流动性保障依然存在，出现新一轮钱荒的可能性不大。 - 第三，债券市场持续的疲弱，显示投资者可能正在重新估价央行的政策。央行紧平衡的态度也可能会进一步导致债券市场的头寸调整。
外媒报道，中国可能收紧黄金进口。	此次对黄金进口的收紧也被市场认为是央行控制资本流出

	的方式之一。
离岸人民币融资成本上周再次飙升，周五 CNH 各业 Hibor 利率上升至 7.159%。	- 离岸人民币利率受月末效应影响，11 月底开始上升。但是进入 12 月，该利率不但没有回落还上升了。这主要受到了两个因素影响，包括包括境内流动性对境外的溢出效应以及近期新一轮控流出措施。 - 鉴于市场还在消化新一轮的控流出措施，我们认为离岸人民币融资成本的波动率可能会持续一段时间。 - 从好的方面来看，离岸人民币融资成本的上升也帮助缓解了人民币贬值压力。这也帮助境内外价差再次收拢。
中国证监会主席刘士余周末严厉批评了部分资产管理者用来路不正的钱野蛮杠杆收购的方式。	刘主席的谈话被市场解读为针对近期部分保险公司的杠杆收购。这对市场带来了政策性风险，可能会成为影响本周市场情绪的主要因素。
中国财政部拟于本周在香港发行 2 年期人民币国债，规模为 140 亿元，发行时间为 12 月 8 日。	今年以来离岸人民币对美元贬值逾 5%。同时，10 月香港人民币资金池按年收缩 23%至 7360 亿元。这促使银行把一年期人民币存款利率上调至逾 3%。因此，财政部发行的人民币债券息率或需高于 3%，才有足够吸引力。然而，鉴于今年点心债市场萎靡的情况，此次国债发行也是对离岸人民币市场的一个考验。
根据香港保监会，今年第三季向内地访客发出的保单所带来的新造保单保费按年大幅上升 161%至 188 亿港元，刷新记录新高。但内地客带来的新造保单保费占三季度个人业务的总新造保单保费之比由次季的 39.3%回落至 37%。	这也解释了今年 10 月 28 日银联国际发布新规限制用银联卡购买投资型人寿保险的新政。在新规实施之后的未来数季度内，香港保险业来自内地客户的业务增速可能放缓。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 11 月制造业采购经理人指数由 51.2 扩张至 51.7。	- 从需求角度来看，新订单和新出口订单分别由 52.8 和 49.2 上升至 53.2 和 50.3。从供给角度来看，产出进一步上升 0.6 至 53.9。而新订单和产成品的差扩大至 7.3，创下 2011 年 3 月以来的高点，显示了企业加库存的空间扩大。无论从供给还是需求来看，对经济的信心都在好转。 - 购进价格指数进一步扩大至 68.3，创下 2011 年 3 月以来的高点。这也意味着生产者物价指数可能会进一步扩张，我们预测 11 月 PPI 同比增长 2.8%。
香港离岸人民币存款 10 月按年跌 22.4%，连跌 14 个月。	人民币存款按月跌 0.4%至 6650 亿。另外，美元存款按年上升 24.6%至 4.229 万亿港元。美国积极的财政政策会推进美国经济复苏，并使美联储加息步伐加快，继而提振美元。香港 10 月份贷款总额按年增长 4.5%至 7.817 万亿港

	元。在香港境外使用的贷款按月下跌 1.5%（按年上升 0.3%），反映出内地借贷成本的下降和在内地企业的信用风险抑制来自中国内地的贷款需求。此外，供香港有形贸易使用的贷款按月下跌 0.6%。外需持续低迷和贸易保护主义所导致的疲弱的香港贸易活动或继续打压香港有形贸易使用的贷款增长。
香港 10 月零售销售连跌 20 个月，按年下跌 2.9%。	10 月份香港零售销售按年跌幅较上月（-4.1%）明显收窄，我们相信这主要是由于入境旅客跌幅的减少和稳健的劳动力市场和薪资增长下市场情绪的改善。10 月份入境旅客跌幅从 5% 缩窄至 2.4%。在市场情绪的改善下，珠宝钟表按年跌幅从 12.3% 收窄至 0.1%。然而，我们认为还需要密切观察该数据以判断零售销售有真正的改善。此外，耐用品销售按年下跌 14%。短期来看，零售销售仍然面临外部不确定性，其表现将取决于旅游业的表现和本地消费者情绪。
8 月至 10 月的三个月内澳门失业率持平于 1.9%。	不过，每个行业的就业情况参差不齐。尽管博彩业有所复苏，但冗员情况严重意味着该行业或将继续裁员。另外，由于居民和旅客消费需求疲弱，因此批发和零售业的招聘意愿仍然不强，过去三个月该行业就业人数按月跌 5.1%。再者，明年落成的新酒店较今年少，或导致酒店、餐厅和相关行业（就业人数按月增加 0.7%）放缓招聘步伐。整体而言，紧张的劳动力供应还将助失业率维持在 2% 左右的低水平。稳定的就业市场和低迷的通胀理应刺激消费。但缓慢的工资增速是削弱消费意愿的关键。
11 月澳门博彩毛收入录得 2014 年 2 月以来最大同比升幅，按年涨 14.4% 至 187.9 亿澳门元。低基数效应是升幅扩大的原因之一。我们预期今年博彩毛收入将跌 3% 左右，而明年全年则上升 5%-7% 至 2300 亿澳门元以上水平。	近期消息指出博彩中介人重新为贵宾客提供信贷支持，而经过两年后部分贵宾房也再度对高端玩家开放，这可能使一些可持续的贵宾博彩需求回归澳门赌场。那么，中场的扩张叠加贵宾业务的复苏将支持博彩业继续反弹。然而，政府计划加强对博彩中介人、洗黑钱及赌场吸烟的监管，这将削弱贵宾业务的复苏动力。此外，我们仍担忧中期内新酒店和赌场项目对旅客的吸引力边际递减。不过，政府的一些利好政策，如营建主题公园等，或许能够为旅游和博彩业带来一定支撑。整体而言，我们对博彩业的前景保持谨慎乐观态度。

人民币	
事件	华侨银行观点

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">▪ 人民币终结了连续三周的贬值，上周对美元止跌反弹，美元/人民币完成了 6.9 一周游后，上周重新回落至 6.88 左右。▪ 人民币指数进一步走高至 94.91。▪ 央行调统司盛司长周末表示现在是稳定人民币的最佳时期。 | <ul style="list-style-type: none">▪ 自今年 8 月以来，人民币就显示了非对称贬值的势头，美元走强人民币走弱，但是美元走弱，人民币也未能走强。而人民币单边贬值的预期出现了自我强化的情况。上周虽然美元指数仅是小幅回落，但是人民币能够借势重新夺回 6.9 令人鼓舞。人民币之所以能够打破这种非对称贬值的局面，很大受益于控流出的加强。▪ 不过上周境内市场成交量居高不下，显示情绪面依然较为脆弱。是否人民币可以重新回到双向波动的轨道上还有待观察。▪ 今天早上随着意大利公投被否决，欧元波动率加大，由于欧元在人民币指数中权重达到 21%，欧元波动率加大可能对人民币带来新的压力。今天早上中间价基本与市场预期相一致在 6.8870。 |
|---|---|

OCBC Greater China research**Tommy Xie****Carie Li**Carierli@ocbcwh.com**Kam Liu**Kamyliu@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