

总结

上周人民币依然无法走出缓步贬值的陷阱。不过和今年 1 月相比，近期股市的反弹，流动性的稳健以及外汇储备的改善令人鼓舞。这可能也会加强央行对目前外汇政策的信心。总体来看，我们认为央行似乎对这个过度的定价机制较为满意。上周外汇交易中心的一篇评论员文章也颇有意思。该文解释了为什么近期名义有效汇率出现较大回调的原因。这篇文章也再次强化了市场对央行容忍人民币对一篮子货币以及美元小幅贬值的预期。

央行宣布采用联合国等五大国际组织联合颁布了新的国民经济核算国际标准——《国民账户体系 2008》，将研发支出由原先的中间损耗修订为固定资本形成。新的计算方式下，2015 年中国经济规模将被上调 1.3%，由原先的 67.6 万亿元调整为 68.5 万亿元。不过对 GDP 增幅影响不大，调整后，2015 年 GDP 增幅加快 0.04%。虽然市场质疑中国调整统计方式的动机，但是笔者觉得这完全没有必要。事实上，SNA2008 已经被发达国家普遍采用，而美国在 2013 年修订的时候，GDP 也曾经出现大幅上修的情况。此外，此次中国并没有调整服务业的计算方式。这也意味着中国的经济总量还是有被低估的可能。

虽然市场对央行宽松呼声依然很高，但央行其实已经较为宽松，只是宽松途径主要以非传统货币政策为主。未来这个趋势还将延续下去。本周市场将重点关注中国 6 月经济数据以及中国对明天海牙国际法院对南海争议仲裁的反映。

重大事件	
事件	华侨银行观点
央行宣布采用联合国等五大国际组织联合颁布了新的国民经济核算国际标准——《国民账户体系 2008》，将研发支出由原先的中间损耗修订为固定资本形成。	- 在过去 20 多年来，虽然中国有过多次调整 GDP 计算方式的先例，但是多以遗漏为主，但此次却是首次调整计算方式。新的计算方式下，2015 年中国经济规模将被上调 1.3%，由原先的 67.6 万亿元调整为 68.5 万亿元。不过对 GDP 增幅影响不大，调整后，2015 年 GDP 增幅加快 0.04%。 - 虽然市场质疑中国调整统计方式的动机，但是笔者觉得这完全没有必要。事实上，SNA2008 已经被发达国家普遍采用，而美国在 2013 年修订的时候，GDP 也曾经出现大幅上修的情况。 - 本周五公布的二季度 GDP 也将采用新的方式，不过我们认为可能影响不会很大。 - 其实，此次 GDP 的统计口径调整并不完整。在 SNA2008 下，除了研究支出之外，也采用了新的技术来计算服务对经济的贡献。而此次中国并没有调整服务业的计算方式。这也意味着中国的经济总量还是有被低估的可能。
外汇交易中心表示从 8 月 15 日起对进入银行间外汇市场的境外金融机构在境外与其客户开展远期卖汇业务产生的头寸在银行间外汇市场平盘后，征收 20% 外汇风险准备金。	此次对部分境外 CNH 远期征收风险准备金是对过去政策的一种补丁。随着中国开放境内银行间外汇市场，越来越多商业银行获准参与其中，因此，对于部分在银行间平盘的 CNH 远期征收准备金可以避免监管套利。
上周五南京八块地中有七块流标，并不是因为没有需求，而是因为需求过旺。	受人民币贬值以及资本外流和投资渠道受限等影响，帮助房地产疯狂延烧下去。近期房价和地价不断飙升。自 5 月

	以来，南京政府为地价引入限价措施，而上周 7 块地因竞价超过限额导致流标显示企业对土地需求的旺盛。
--	---

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
中国 6 月外汇储备意外上升 134 亿美元至 3.21 万亿美元。	6 月外汇储备意外上升主要受三个因素影响。第一，这可能部分受益于央行减少在即期市场干预。第二，这也可能受益于日元的升值。日元 6 月大幅升值部分可以抵消英镑贬值对估值带来的影响。第三，近期旨在吸引资本流入的开放措施可能开始产生效果。一季度国际收支数据中证券投资项下海外投资者曾出现大幅抛售中国中国债券的局面，不过随着央行在 5 月明确境外投资者投资境内债券市场的细节，我们认为这可能有助于资本重新流入中国境内债券市场，从而缓解外汇储备下滑的压力。
中国 6 月消费者物价指数同比增长 1.9%，生产者物价指数同比下滑 2.6%。	- 受食品价格回落影响，6 月消费者物价指数环比下滑 0.1%。猪肉价格涨价幅度继续收窄，环比仅增长 1.1%，而蔬菜等价格则延续跌幅，导致食品价格总体下滑。非食品价格环比增长 0.2%，部分受油价上升导致燃料油价格上调影响。鉴于猪肉价格可能见顶，未来通胀压力不大。历史经验显示，中国南方地区洪水对总体物价的影响有限。 - 生产者物价指数环比由升转跌，环比下滑 0.2%。
香港 6 月私人住宅成交量持续反弹。	6 月份住宅成交量连续 3 个月增长至 4,620 单位。按年看，住宅成交量跌幅从 3 月份的 45%显著收窄至 20%。细分数据显示，价值为 300 万至 500 万的单位成交量有显著回升，从 1,694 单位回升至 1,909 单位，按月增长 13%。尽管中国经济放缓和旅游业疲软导致的香港经济前景黯淡打压了香港楼市和投资者信心，但英国脱欧后带来的全球不确定性使得美国加息步伐放缓，也使香港借贷成本在今年内上升的可能性较小，从而令香港楼市的调整幅度有所缓和。
澳门博彩业毛收入（158.8 亿澳门元）连跌 25 个月至 2010 年 9 月以来最低。	博彩业毛收入持续下跌背后的原因离不开政府对博彩中介人的严厉监管、反洗黑钱的管制，以及对赌桌台数增长的限制。去年新酒店和赌场开张带来的边际效益也逐渐下降，导致澳门对休闲赌客的吸引力也逐渐减少。尽管如此，赌场收入跌幅进一步收窄至 8.5%仍属乐观讯号，我们认为即使政府加强对博彩业的监管，赌场收入跌幅再度扩大的可能性也不会太大。展望未来，假如新项目完工时间进一步推迟，博彩业的复苏可能比我们之前预期的更为缓慢。相反，若新酒店、赌场和主题公园能够在未来 1-2 年内如期开张，我们认为澳门将能够吸引更多过夜旅客，而

	这些旅客也将成为赌场中场的主要客源。总体而言，2016年预计博彩业毛收入将跌 5%左右，而明年该行业的复苏进程将取决于新项目的完工时间。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
- 人民币稳步贬值的势头在上周持续。美元/人民币即期上探 6.7 高点，而人民币指数则进一步下滑至 94.2 附近。 - 央行继续让市场决定人民币的走势。市场似乎正在形成共识，那就是央行接受目前这种缓步贬值的走势。	- 我们在上周的专栏中重点指出了目前中间价定价机制的缺陷。上周人民币依然无法走出缓步贬值的陷阱。不过和今年 1 月相比，近期股市的反弹，流动性的稳健以及外汇储备的小幅反弹令人鼓舞。这可能也会加强央行对目前外汇政策的信心。总体来看，我们认为央行似乎对这个过度的定价机制较为满意。 - 上周外汇交易中心的一篇评论员文章也颇有意思。改文解释了为什么近期名义有效汇率出现较大回调，主要受到两个原因影响。第一，就是当时在基期选择上可能较为草率，这也使得名义有效汇率基数过高，存在回调的需求。第二，由于中国通胀率较美国高，该文认为中国实际有效汇率较为稳定，但名义有效汇率有回调需求。这篇文章也再次强化了市场对央行容忍人民币对一篮子货币以及美元小幅贬值的预期。 - 总体来看，由于市场并不知道央行的底线在哪里，或者央行根本没有底线，在目前的机制下，除非美元出现大幅回落，不然人民币缓步贬值依然是大趋势。
人民币	
事件	华侨银行观点
- 央行上周通过逆回购净回收 6450 亿元流动性，但是市场流动性依然稳健。 - 央行表示向金融机构开放 MLF 需求报送窗口不代表货币政策操作信号。	- 尽管近期人民币持续贬值，但是货币市场流动性依然稳健。因此，央行并不急着降准。 - 虽然市场对央行宽松呼声依然很高，但央行其实已经较为宽松，只是宽松途径主要以非传统货币政策为主。未来这个趋势还将延续下去。

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