

摘要

受益于供给减少（包括国开行取消 10 年期债券发行以及长债置换短债）支持，上周债券市场情绪趋稳。10 年期国债收益率回落至 3.9% 下方。而周四好于预期的制造业指数似乎也未对市场带来更多冲击。近期的调整显示 10 年期国债 4% 以及 10 年期国开债 5% 对投资者可能是比较有吸引力的位置。鉴于市场依然在消化打破刚性兑付的资管新政影响，供给端的调整所带来的影响可能并不能持续。未来市场波动的可能性依然较大。

美国政府再次拒绝授予中国市场经济的地位。美国上周四表示已经与 11 月中旬向世界贸易组织递交了决定。此外，美国商务部在没有美国铝业投诉的情况下对中国的铝合金卷片进行了反倾销和反补贴调查。这也是美国自 1991 年对加拿大软木行业发起反补贴调查以来，首次自发的调查。美国对中国市场经济地位的否决以及美国 1991 年以来首次自发式反倾销调查显示中美贸易冲突不会消失。

本周投资者需要关注参议院通过税改法案对美元的影响。随着税改跨过参议院的门槛，美国今年最终通过税改的希望大幅上升。这可能会推高通胀预期以及美联储加息预期。小心美元突涨对人民币带来的新一轮压力。

香港方面，一个月港元拆息上周突破 1%，为 2008 年尾以来首次，主要是受年末效应影响。银行为 12 月美联储加息作准备，也是拆息抽升的原因之一。我们担忧资金紧张的局面可能延续至年底。一个月港元拆息上试 1.1%/1.2% 的可能性暂时不能排除。尽管美元和港元息差收窄，但港元并没有走强。这可能是因为本土和全球资金整体充裕，使市场并不相信息差会持续地收窄。我们也认为充裕流动性可能使港元拆息在年末过后有所回落。10 月份，香港总贷款和垫款同比增加 21.4%，为 2014 年 2 月以来最快增速。内地资金趋紧可能在短期内继续支持在香港境外使用的贷款需求。另外，全球经济表现强劲，也可能带动香港境内使用的贷款（不包括贸易）保持强势。不过，港元拆息上升或打击部分企业及住宅按揭贷款需求。澳门方面，在贵宾客的带动下，11 月博彩业毛收入同比增速再次优于预期。不过，政策风险和流动性风险依然有可能打击博彩中介人和贵宾厅。相反，随着基础设施的完善（包括港珠澳大桥及一系列娱乐项目的落成），澳门旅游业或在未来几年继续受益于亚洲经济增长。因此，中场收入对长期赌收增长的贡献可能逐渐上升。我们预计 2018 年赌收按年增速达 10%-15%。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 美国政府再次拒绝授予中国市场经济的地位。美国上周四表示已经与 11 月中旬向世界贸易组织递交了决定。 ▪ 此外，美国商务部在没有美国铝业投诉的情况下对中国的铝合金卷片进行了反倾销和反补贴调查。这也是美国自 1991 年对加拿大软木行业发起反补贴调查以来，首次自发的调查。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 自去年 12 月中国 加入世界贸易组织 15 年后，中国与其主要贸易伙伴就市场经济地位展开了漫长的争论。非市场经济地位使得中国企业在面临反倾销调查中面临不利的局面，而欧美等国在计算中往往使用第三国的成本而非中国的成本来判断是否构成倾销。 ▪ 至于为何美国在 11 月中递交给世贸组织半个月后才宣布，我们认为这里可能没有必要做过多的解读。鉴于就中国的市场经济地位问题，前任美国政府就已经和欧洲达成了共识，被本届打着美国优先旗号的政府所否定也不算意外。 ▪ 美国对中国市场经济地位的否决以及美国 1991 年以来首次自发式反倾销调查显示中美贸易冲突不会消失。

<ul style="list-style-type: none"> ▪ 受益于供给减少（包括国开行取消 10 年期债券发行以及长债置换短债）支持，上周债券市场情绪趋稳。10 年期国债收益率回落至 3.9% 下方。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 长端债券供给下滑预期暂时缓解了市场的情绪，而周四好于预期的制造业指数似乎也未对市场带来更多冲击。近期的调整显示 10 年期国债 4% 以及 10 年期国开债 5% 对投资者可能是比较有吸引力的位置。 ▪ 不过央行在公开市场操作中继续保持谨慎。上周由于大量逆回购到期，央行共净回笼 400 亿元。鉴于市场依然在消化打破刚性兑付的资管新政影响，供给端的调整所带来的影响可能并不能持续。未来市场波动的可能性依然较大。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 一个月港元拆息上周突破 1%，为 2008 年尾以来首次。拆息抽升主要因为银行于年末储备现金或冲高存款以修饰其资产负债表，以及提前为美联储 12 月加息可能带来的资本流出风险作准备。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 我们担忧资金紧张的局面可能延续至年底。一个月港元拆息上试 1.1%/1.2% 的可能性暂时不能排除。同时，银行业或会调高存款的利率。 ▪ 在环球流动性宽松（大部分主要央行对收紧政策持谨慎态度），以及本地银行总结余充裕（总结余接近 1800 亿港元）的情况下，我们预期香港银行同业拆息于年末过后将有所回落。12 个月美元兑港元远期点子抽高至 -207 后再度回落至 -380，这也反映出市场并不认为港元和美元息差会持续地收窄 ▪ 尽管如此，不可否认的是，香港银行业的总结余由今年 7 月份的 2600 亿港元下跌至 1800 亿港元。因此，即使年末过后，港元拆息回落，也应该不会跌至近期低位。例如，1 个月港元拆息回落至 0.5% 以下水平的可能性不大。反之，在美联储逐渐加息的预期下，港元拆息于明年上半年料继续温和上涨。此外，明年的大型新股集资活动也可能再次短暂收市场紧流动性。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 传中证监拟暂停审批投资港股的共同基金，投资组合中逾 80% 配置于港股的新基金将不会获准在内地发售。只有投资组合中少于一半配置于港股的新基金可获批准发售。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 在过去的三个月中，通过沪港通及深港通南下的资金净流入由 135.6 亿人民币大幅上升至逾 500 亿人民币。大量内地资金流入香港市场令恒生指数一度升至 2007 年以来的新高。因此，若中国内地实施任何限制资本流入香港股市的措施，将可能为港股带来一定下行压力。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 10 月 工业企业利润保持强劲。1-10 月工业企业利润同比增幅由 1-9 月的 22.8% 提高至 23.3%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 稳健的工业企业利润主要受益于宏观基本面的复苏以及成本费用的持续下滑。此外，环保限产等政策也有益于煤炭、钢铁等化工行业的大型企业利润。这些行业也成为近期工业企业利润增加的主要源头。近期稳健的工业企业利润意味着即使受到去杠杆和环保等政策影响中国经济的放缓也将是有序和可控的。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国官方制造业采购经理人指数 11 月小幅， 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 供给和需求不同程度好转。其中产出由 53.4 上升至 54.3，

<p>由 51.6 上升至 51.8。</p>	<p>而新订单和新出口订单分别由 52.9 和 50.1 上升至 53.6 和 50.8。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 购进价格指数由 63.4 继续回落至 59.8。这也意味着中国的生产者物价指数可能在 10 月见顶，我们预计受基数效应等因素影响，11 月的生产者物价指数将由 6.9%大幅回落至 5.7%，而在 12 月进一步回落至 5%下方。 ▪ 尽管 11 月的数据再次验证了中国和其他主要亚洲出口国家都受益于全球经济的复苏，但是这并不改变我们对中国经济受去杠杆等因素影响未来小幅放缓的预期。只是这种放缓是有序和可控的。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 10 月出口及进口的增速减慢，按年分别增长 6.7%及 7.9%。因此，贸易逆差由 9 月的 447 亿港元轻微改善至 440 亿港元。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 输往亚洲的出口整体增长减慢。输往中国及美国的出口按年分别上升 6.4%及 0.2%。同时，来自部分主要亚洲贸易伙伴国的进口也有所回落。这与 10 月份中国贸易活动转弱一致，原因可能是中国环保政策。然而，“电动机械、仪器和用具及零件”的出口及进口按年分别增长 6.8%及 14.5%，这反映全球经济复苏持续带动亚洲区内电子产品制造及贸易的增长。在圣诞节效应的支持下，我们预期强劲外需将继续支持香港的贸易活动。不过，随着低基数效应减退，未来数月内进出口增长均可能放慢。这亦意味着香港第四季 GDP 的增速或会减弱。长远而言，中国 12 月 1 日实施降低 187 种消费品的进口关税，这个政策料刺激输往中国的出口。不过，我们依然担忧中国港口以及保护主义的崛起，因为这可能打击香港贸易业前景。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 10 月零售销售按年增速从 9 月份达到的 2015 年 2 月以来高位回落至 3.9%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售连续 4 个月录得同比升幅，按年上升 8.4%。此外，衣物、鞋类及有关制品的销售增速创 2015 年 2 月以来最快，按年上升 6.3%。旅游业复苏是带动以上两类货品的销售造好的主因。中国经济稳步增长以及黄金周效应，则是促使 10 月大陆居民出国旅游的两大因素。 ▪ 另一方面，食品、酒类饮品及烟草的销售连续两个月上升，按年增长 8.5%，超级市场类别的销售亦连涨五个月，按年增长 0.7%。温和的实质工资增长以及股市畅旺所带来的财富效应持续支持本地居民消费情绪。整体而言，我们预期 2017 年总零售销售可望上升 1.5%-2%。不过，由于更多消费者选择网上购物（特别是海外网购），零售业未来的增长或受到限制。中国财政部下调 187 类消费品的进口关税亦可能为香港的零售业造成负面影响。因此，即使存在低基数效应，2018 年的零售销售也可能只录得单位数增长。

<ul style="list-style-type: none"> 香港 10 月总贷款及垫款的增幅创 2014 年 2 月以来新高, 按年增长 21.4%。其中, 香港使用的贷款(不包括贸易)大幅上升 23.9%, 主要是因为全球经济复苏以及资产市场表现强劲改善企业投资的信心。而 10 月底新股认购贷款亦带动当月香港使用的贷款(不包括贸易)大幅上升。 	<ul style="list-style-type: none"> 另外, 在香港境外使用贷款同比增速回落两个月后, 再次加速至 19.2%。这主要是因为中国内地流动性趋紧(中国内地国债平均收益率由 9 月的 3.5% 上升至 10 月的 3.7%), 以及政策放宽内地企业海外融资。香港境内(不包括贸易)及境外使用的贷款大幅上升抵消了贸易融资增速减慢及新批核按揭贷款持续下跌的影响。具体而言, 10 月进出口总额按年增速减慢至 7.3% (前值为 9.5%), 拖累贸易融资按年增速放缓至 4.7%。由于二手楼市交投淡静, 10 月新批核按揭贷款连续两个月下跌, 按年减少 15.2% (按月减少 1.6)。由于 2017 年底之前中国内地流动性料依然紧张, 我们预期在香港境外使用的贷款持续上升。此外, 本地及海外的经济增长稳健料继续支持香港使用贷款(不包括贸易)增长。不过, 2018 年港元拆息上升或会减低部分企业和住宅按揭贷款的需求。高基数效应亦可能令 2018 年总贷款的增长放缓。 另一方面, 香港 10 月离岸人民币的存款连续两个月上升, 按月增长 0.9% 至 5403 亿人民币。随着市场对人民币大幅贬值的忧虑逐渐消退, 以及离岸人民币存款利率上升, 人民币存款在未来几个月料继续温和反弹。
<ul style="list-style-type: none"> 11 月普遍是博彩业的淡季, 但 11 月澳门的赌收却意外地按年大幅上升 22.6% 至 230 亿澳门元。高端赌客继续提振博彩业表现。 	<ul style="list-style-type: none"> 报道指澳门监管当局计划于 2018 年 1 月收紧博彩中介人牌照的审批。由于博彩中介人提供的信贷是今年以来支持贵宾厅赌客需求上升的主要原因, 我们忧虑明年贵宾厅收入未必能够维持高增长。有关反洗黑钱的政策风险叠加借款成本逐步上升(流动性风险)亦可能拖累贵宾厅收入的表现。因此, 我们预期明年贵宾厅收入对整体赌收的贡献有所回落。另一方面, 随着港珠澳大桥的落成, 以及新大型娱乐项目开张, 澳门旅游业或在未来几年继续受益于亚洲经济增长。因此, 中场收入对长期赌收增长的贡献可能逐渐上升。不过, 由中场带动的赌收增长或较高端赌客所带动的增长慢。再加上高基数效应的影响, 我们预期 2018 年的整体赌收按年增长或减慢至 10%-15%。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门 8 月至 10 月的失业率由第三季的 2% 下降至 1.9%。不过, 劳动力市场情况并不乐观, 总劳动人口以及总受雇人口分别下降至 387,200 人(二月以来最低)及 379,800 人(三月以来最低)。此外, 劳动力参与率亦下降至 2009 年 11 月-2010 年 1 月以来新低的 70.8%。 	<ul style="list-style-type: none"> 按行业分类而言, 只有博彩业的就业人口按月轻微上升 0.4%, 主要因为博彩业的表现造好。其他行业, 包括批发及零售业、建筑业、酒店及餐饮业, 就业人口均录得下跌, 按月分别减少 3.4%、1.8% 和 2.9%。近期多个大型的娱乐项目连续竣工, 因此对建筑工人的需求有所减少。此外, 一个大型项目的开幕时间由 2017 年第 4 季延后至 2018 年第 1 季, 这亦减低市场对零售及酒店和餐饮业的劳动力需求。尽管如此, 我们预期未来劳动市场或再度收

	紧。由于一系列的大型项目将于明年落成，加上本地经济前景乐观，雇主的招聘情绪料再度复苏。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周人民币对美元小幅走弱，尾盘收在 6.60 上方。由于美元上周在全球范围内小幅回落，人民币对一篮子价格回落，人民币指数跌至 94.38。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 在基本面没有太多新闻的前提下，人民币对美元和一篮子货币同时回落可能更多受到资本流动影响。不过我们依然认为人民币指数会在 94-95 区间内窄幅波动。 ▪ 不过本周投资者需要关注参议院通过税改法案对美元的影响。随着税改跨过参议院的门槛，美国今年最终通过税改的希望大幅上升。这可能会推高通胀预期以及美联储加息预期。小心美元突涨对人民币带来的新一轮压力。

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