

## 摘要

中国 8 月主要三大经济增长数据分别弱于市场预期。总体来看，8 月经济数据的放缓可能是地方政府融资，房地产以及环保等政策引导的结果。虽然制造业依然稳健，但是随着近期原材料上升以及环保政策加码等影响，制造业的强势可能无法持续。展望未来，中国经济可能会进一步放缓。

中国 8 月广义货币供给 M2 进一步下滑至历史低点 8.9%。M2 的回落部分受到金融去杠杆的影响。不过社会融资总量保持稳定，增幅依然保持在 13% 以上。近期社会融资总量以及 M2 增幅之间的剪刀差扩大显示短期内央行没有进一步宽松的必要性。虽然，近期对降准的呼声有些提高。但是鉴于去杠杆主题不变，而降准的信号又过于强，我们认为降准的可能性不大。而短期内，央行可能会继续使用公开市场操作以及各种短期设施来管理流动性。

汇率方面，显然市场已经接受到了央行对近期升值速度过快的信息。人民币回吐了部分收益，进入小幅盘整阶段。不过我们认为鉴于近期支持人民币的要素并没有消失，人民币的贬值空间不大。相信市场情绪更倾向于逢低吸纳。

香港方面，上周香港隔夜离岸人民币拆息跳升，这可能归咎于境内市场资金紧张的溢出效应，以及部分投资者对人民币长仓进行平盘的行为。实际上，融资成本的上升有助于限制离岸人民币回落的幅度。另外，鉴于过去一个月支持人民币升值的因素并没有消退，我们认为人民币重回贬值通道的可能性不大。因此，离岸人民币存款料将继续反弹，并支持境外人民币流动性的改善，继而促使银行下调离岸人民币存款利率。其他方面，在上周一香港召开的一带一路高峰论坛上，行政长官林郑月娥称香港政府正在与大陆中央政府讨论 CEPA 之外的两岸合作协议。香港在一带一路计划中料将继续扮演融资平台角色。除此之外，我们预计在新协议的支持下，中港两地企业将更紧密地合作，以参与一带一路计划。举例而言，在 5 月“一带一路”峰会上港铁公司称其有意与中国铁路总公司合作投标隆新高铁项目。这个项目将于 2017 年四季度开始招标。

## 事件和市场热点

| 事件                                                                                                                                                                    | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国环保措施继续加码。北京市发布停工令，从 11 月 15 日起，六区在四个月采暖季期间要停止各类道路，水利以及房屋拆迁等工程。</li> </ul>                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国环保加码预计将对经济增长带来负面影响。不过鉴于中国已经将目光放在更长久的可持续性发展，短期的经济波动可能不会震撼中国保护环境的决心。而环保措施也是我们预计中国经济增长速度短期放缓的主要因素之一。</li> </ul>                                                                                                              |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行上周在连续三个星期通过公开市场净回笼流动性后，净注入 2600 亿元。</li> </ul>                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>流动性注入有利于缓解季末和黄金周前的流动性压力。我们认为央行在去杠杆和保持流动性基本稳定之间的平衡游戏将继续。</li> </ul>                                                                                                                                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周离岸人民币融资成本不断上升。9 月 13 日香港隔夜离岸人民币拆息由 9 月 8 日的 1.51% 上升至 3.05%，这可能源于境内市场资金紧张的溢出效应。近日，境内银行开始囤积资金，为季末和国内十一黄金周的资金需求作准备。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行取消 20% 远期购汇外汇风险准备金后，市场对人民币态度由乐观转为谨慎，部分投资者可能对人民币长仓进行平盘，因此加剧了离岸人民币流动性紧张的情况。</li> <li>不过，融资成本上升有助限制离岸人民币回落的幅度。鉴于过去一个月支持人民币升值的因素并没有消退，市场对美元/人民币的态度依然是逢高抛售，因此我们认为人民币重回贬值通道的可能性不大。我们预计离岸人民币存款将继续反弹，并支持境外人民币流动性的改善。</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>在上周一香港召开的一带一路高峰论坛上，行政长官林郑月娥称香港政府正在与大陆中央政府讨论 CEPA 之外的两岸合作协议，以善用香港一国两制优势，从而支持“一带一路”发展。林郑月娥表示“协议的合作策略会包括几个重要范畴，例如融资集资、促进基建建设、促进贸易及投资、项目数据分享、沟通和争议解决方案，以及促进民心相通。”</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>一方面，香港在一带一路计划中继续扮演着传统的融资平台角色。市场预计今年以来增加的贷款中约 20%至 30%与一带一路项目相关。另一方面，在新协议的支持下，中港两地企业可能更紧密地合作，共同负责一带一路项目。举例而言，在 5 月“一带一路”峰会上，港铁公司称其有意与中国铁路总公司合作投标一个连接吉隆坡和新加坡的高铁项目。而近日中国铁路总公司也表示计划与港铁公司合作建设一带一路沿线国家的铁路项目，因为他们看中港铁公司在管理方面的经验，在融资方面的高便利度，以及对国际法律法规的熟悉。就此，我们将密切关注隆新高铁项目 2017 年四季度的全球招标。</li> </ul> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

### 主要经济数据

| 事件                                                                                                                                                                                            | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 8 月主要三大经济增长数据分别弱于市场预期。</li> <li>8 月工业产出同比增长 6%，较 7 月的 6.4%回落。</li> <li>固定资产投资 1-8 月同比增幅由 1-7 月的 8.3%放缓至 7.8%。</li> <li>零售销售也同样放缓至 10.1%。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>尽管 8 月工业产出放缓，不过制造业的产出依然稳健，增速较 7 月有所增加。今年 1-8 月制造业产出同比增长 7.2%，高于 2016 年的 6.8%。这似乎也解释了制造业采购经理人指数与主要经济指标的差。近期制造业数据的稳定主要受益于全球经济复苏。</li> <li>不过对制造业的固定资产投资开始出现下滑，1-8 月增幅放缓至 4.5%。鉴于环保督察的影响渐渐显现，近期制造业的强势可能无法持续。</li> <li>除了制造业之外，受地方政府融资，房地产以及环保政策收紧等影响，其它主要指标放缓。</li> <li>其中基础建设投资由 1-7 月的 20.9%快速回落至 19.8%。这里可能受到 50 号以及 87 号文的影响。房地产投资和销售也同样回落。</li> <li>此外，今年以来抢眼的私人部门投资也开始出现放缓，由上半年 7.2%的增幅回落至 6.4%。这可能与近期环保政策加码有关。</li> <li>总体来看，8 月经济数据的放缓可能是地方政府融资，房地产以及环保等政策引导的结果。虽然制造业依然稳健，但是随着近期原材料上升以及环保政策加码等影响，制造业的强势可能无法持续。展望未来，中国经济可能会进一步放缓。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 8 月广义货币 M2 的增幅继续下滑，跌至 8.9%的历史新低。</li> <li>不过社会融资总量保持稳健。8 月增长 1.48 万亿元，高于市场预期。而新增人民币贷款</li> </ul>                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>分类来看，对住户部门的人民币贷款保持强劲。尽管房地产政策收紧，对住户部门中长期贷款增长 4470 亿元。而随着银行开始推广消费贷款，对住户部门的短期贷款开始上升，8 月增长达到 2160 亿元。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

|                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 也同样高于预期，增长 1.09 万亿元。                                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>从存款来看，8 月财政存款大幅下滑 3900 亿元。财政存款的大幅回落显示了财政投放力度加码，这也解释了为什么央行在 8 月下旬的公开市场操作中保持净回笼的态度。财政存款的超季节性回落，对 M2 形成了支持，没有财政投放的增加，M2 的回落幅度可能更低。</li> <li>社融方面，表外融资继续受到限制，其中委托贷款单月下滑 82 亿人民币。直接融资方面，债券净发行量增长 1063 亿元。</li> <li>值得关注的是，8 月外币存款下滑 70 亿美元，这也是 2016 年 7 月以来的首次回落。这也验证了 8 月人民币升值已经改变了部分市场预期。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>8 月人民币快速升值未能扭转外汇占款，8 月外汇占款依然小幅回落 8 亿人民币。</li> </ul>                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>受资本外流影响，央行口径下的外汇占款已经连续 22 个月回落。不过随着人民币贬值预期消失，我们认为外汇转正只是时间问题。市场将会关注今天稍后公布的结售汇数据。不排除 8 月结售汇重回顺差的可能。</li> </ul>                                                                                                                                                                                      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 7 月房屋成交量连续下跌两个月，按月减少 15.7% 至 771 宗。同时，7 月平均楼价环比下跌 0.2%，为 2016 年 9 月以来首次录得环比跌幅。此外，新批核的居民住宅按揭贷款按月收缩 19.4% 至 38.2 亿澳门元。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>政府 5 月实施的新辣招遏抑投资需求，因此楼市有所降温。暑期效应也是导致楼市淡静的原因。此外，两个台风接踵而至，拖累澳门经济的复苏，并可能打击楼市投资情绪。整体而言，我们预计 8 月和 9 月楼市成交量将进一步下挫。不过，四季度经济可能逐步复苏，而同期内一系列新盘将陆续推出（今年首 7 个月房屋竣工量按年大增 1253%），因此四季度楼市料有所反弹。2017 年平均楼价升幅料达 0% 至 5%。</li> </ul>                                                                                |

| 人民币                                                                                         |                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                                          | 华侨银行观点                                                                                                                                            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>随着央行反转之前稳定人民币的两项宏观审慎政策，上周人民币对美元以及一篮子货币贬值。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>显然市场已经接受到了央行对近期升值速度过快的信息。人民币回吐了部分收益，进入小幅盘整阶段。不过我们认为鉴于近期支持人民币的要素并没有消失，人民币的贬值空间不大。相信市场情绪更倾向于逢低吸纳。</li> </ul> |

**OCBC Greater China research****Tommy Xie**[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)**Carie Li**[Carierli@ocbcwh.com](mailto: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