

**摘要**

如果中国要故意降低经济增长的速度，那最有效的方式是什么呢？或许是环保政策。当然，这只是近期在中国流传的段子而已。不过，自 8 月以来的第四轮督察成为投机者推高商品价格的重要驱动之一。从经济角度来看，上半年强劲的经济增长给与中国政府做减法去产能的空间。而市场也相信中国可能会利用这个机会进一步推动供给侧改革。对于债券投资者来说，不得不将注意力放在商品市场上的火热，因为债牛已经被商品牛困住了。展望未来，由环保等措施产生的供给侧改革可能并无法持久，最终还将取决于需求的故事。

除了大宗商品的走势之外，笔者对上周联通的混改进展也特别感兴趣。上周三，联通宣布从私人投资者募集将近 120 亿美元方案不到一天就下架，让市场摸不着头脑。不过今天凌晨证监会的绿灯将成为中国新一轮国企混改的重要里程碑。中国政府已经将国企改革作为进一步推动经济发展的重要结构性改革之一，并在 2015 年 9 月发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，但是过去两年国企改革进展依然缓慢。央企的合并重组一直是中国倾向的国企改革方式，因为这个方式可以避免敏感的抛售国有资产的问题。此外，这也符合中国创造在国际上可以竞争的巨型央企支持一带一路计划的战略。但是合并重组并不能改变央企面临的效率和监管等问题。这也是为什么市场对国企改革中的私有化和市场化的进展更为关注。

香港方面，上周经济数据较少，因此市场继续关注港元波动。自 8 月 9 日香港金管局宣布增发外汇基金票据并促使港元抽升以来，港元已经回吐大部分升幅。如果美联储年内再度加息的意愿保持低迷，且对缩表保持谨慎态度，那么香港面临的资金外流风险将相对较小。鉴于依旧充裕的流动性，我们认为美元和港元之间的息差将保持较大水平，并继续推动套利活动及压低港元现货汇价。另一方面，人民币预期的改善及人民币资产收益率偏高的性质可能鼓励更多投资者沽港元买人民币。此外，中港两地的互联互通机制也不时为港元带来下行压力。首先，债券通提振香港市场的人民币需求。其次，8 月以来通过沪港通和深港通南下的资金净流入大幅减少。因此，我们预计港元将延续跌势，这也可能驱使金管局宣布更多增发外汇基金票据的计划。展望未来，投机者们可能因担忧金管局的干预而在 7.83 之前陆续平仓，随后在 7.81 附近水平逢低买入。这意味着美元对港元可能在 7.81-7.83 区间波动。

**事件和市场热点**

| 事件                                                                       | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>近期新一轮环保督察再次驱动大宗商品价格上升。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>自今年 5 月环保部新领导上任以来，坊间对环保部的重视大幅上升，甚至出现环保部是今年仅次于纪委的第二重要部门等段子。不过确实，经过几轮环保督察后，上万人被问责，仅千人被拘留，这也显示此轮中央政府对环保问题的重视。</li> <li>从市场角度来看，尽管需求前景依然不明朗，但自 8 月以来的第四轮督察成为投机者推高商品价格的重要驱动之一。从经济角度来看，上半年强劲的经济增长给与中国政府做减法去产能的空间。而市场也相信中国可能会利用这个机会进一步推动供给侧改革。</li> <li>对于债券投资者来说，不得不将注意力放在商品市场上的火热，因为债牛已经被商品牛困住了。展望未来，由环保等措施产生的供给侧改革可能并无法持久，最终还将取决于需求的故事。</li> </ul> |

|                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>过去一周联通混改计划的沉浮也让市场看到了国企改革挑战。周三，联通宣布从私人投资者募集将近 120 亿美元方案不到一天就下架，让市场摸不着头脑。不过今天凌晨证监会的绿灯将成为中国新一轮国企混改的重要里程碑。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国政府已经将国企改革作为进一步推动经济发展的重要结构性改革之一，并在 2015 年 9 月发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，但是过去两年国企改革进展依然缓慢。</li> <li>今年 6 月，央企合并再下一城，恒天集团并入中国机械工业集团有限公司。央企的合并重组一直是中国倾向的国企改革方式，因为这个方式可以避免敏感的抛售国有资产的问题。此外，这也符合中国创造在国际上可以竞争的巨型央企支持一带一路计划的战略。但是合并重组并不能改变央企面临的效率和监管等问题。</li> <li>这也是为什么市场对国企改革中的私有化和市场化的进展更为关注。尤其是 2016 年中央经济工作会议之后，混改再次被提上议程。此次，联通混改的起起伏伏显示监管部门之间的沟通和认知不同可能依然是国企改革的主要挑战。但是，我们依然相信混改是国企改革的重要一步，也是国企去杠杆的重要手段。</li> </ul>                                                                                                                         |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>自 8 月 9 日香港金管局宣布增发外汇基金票据并促使港元抽升以来，港元已经回吐大部分升幅。不过，我们仍将密切关注金管局本周二正式开始增发外汇基金票据后汇市的变化。</li> </ul>                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>如果美联储年内再度加息的意愿保持低迷，且对缩表保持谨慎态度，那么香港面临的资金外流风险将相对较小。鉴于依旧充裕的流动性，我们认为 HIBOR 快速上升的可能性不大。因此，美元和港元之间的息差料将保持较大水平，并继续推动套利活动及压低港元现货汇价。</li> <li>另一方面，人民币预期的改善及人民币资产收益率偏高的性质可能鼓励更多投资者沽港元买人民币。此外，中港两地的互联互通机制也不时为港元带来下行压力。首先，债券通提振香港市场的人民币需求。其次，8 月以来通过沪港通和深港通南下的资金净流入大幅减少。</li> <li>因此，我们预计港元将延续跌势，这也可能驱使金管局宣布更多增发外汇基金票据的计划。实际上，金管局分别于 2015 年和 2016 年宣布四次增发外汇基金票据的计划，并在这两年内分别增发 750 亿港元和 1320 亿港元。有鉴于此，我们相信金管局在未来一个月内增发 400 亿港元的外汇基金票据后，仍存在进一步增发的空间。展望未来，投机者们可能因担忧金管局的干预而在 7.83 之前陆续平仓，随后在 7.81 附近水平逢低买入。这意味着美元对港元可能在 7.81-7.83 区间波动。</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 7 月资本外流进一步收窄，央行 7 月外汇占款以及外管局 7 月结售汇逆差分别收</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>7 月银行代客结售汇逆差收窄至 63 亿美元，创下 2016 年 8 月以来的新低。外汇市场上，美元远期购汇金额也同样</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 窄。                                                                                                                                                                                             | 回落。鉴于 8 月以来，人民币表现显著好转，不但对美元升值也同时 对一篮子货币升值，8 月结售汇回归顺差的可能性不能被排除。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港 6 月房屋竣工量连续第二个月下滑，按年下跌 11.4%至 2,341 个单位，而上半年总竣工量（8,929 个单位）的同比增幅也收窄至 20.4%。相反，6 月新屋开工量按年反弹 106%至 2,105 个单位，上半年总开工量则同比上升 15.8%至 12,581 个单位。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>由此可见，在辣招导致楼市出现回调迹象的情况下，地产商放慢新屋落成的步伐。然而，由于上半年竣工量增长强劲，今年新屋供应料能够达到 18000 个单位左右。另一方面，基于新屋开工数据，我们认为未来几年内，每年新增房屋供应将达到逾 20000 个单位。市场对楼市供应增加的预期可能对楼市需求带来一定打击。再加上辣招的影响，以及投资者对利率上调的担忧，楼市的调整可能贯穿今年整个下半年。近期中原二手楼价指数下滑，以 7 月涉及双倍印花税和买家印花税的住宅成交宗数分别按月回落 31.7%和 17.7%，这几个数据也证实了我们关于楼市回调的观点。不过，长期而言，我们预计新屋供应的增长未必会造成楼市大幅下挫，因为未来三至四年的新屋供应大部分为中小型房屋，而这类型房屋需求料保持强劲。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港 5-7 月经季调后的失业率持平于逾三年低位 3.1%。紧俏的就业市场料将继续支持本土消费和中期内的房屋需求。</li> </ul>                                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，贸易业的失业率下降至 2017 年 1 月以来最低水平 2.9%。全球复苏下贸易活动的增长，可能支持贸易业失业率进一步降低。另外，与消费及旅游相关行业的失业率下降至两年低位 4.6%，并可能在强劲本地需求及旅游业复苏的支持下进一步下滑。再者，金融业失业率微跌至 2017 年 2 月的水平 2.2%。股市走牛带动金融业招聘情绪上涨，而中港两地市场互联互通机制也将为该行业带来更多就业机会。相比之下，新屋项目建筑活动转弱，可能导致建筑业的劳动力需求减少。因此，未来数月建筑业失业率可能在当前水平 4.9%（2016 年 5 月以来新高）左右徘徊。</li> </ul>                                                            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门二季度旅客总消费（不包括博彩）按年增加 17.5%，旅客人均消费则按年上升 11.7%。这主要是因为中国内地旅客的总消费（占整体旅客消费的 78.9%）同比大幅增长 22.1%。</li> </ul>                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>在中国经济表现稳健的背景下，内地旅客在海外消费的情绪日益高涨。因此，内地旅客的增加带来了旅客总消费的增长，并且有可能提振了二季度的零售销售。然而，今年下半年中国经济增速放慢或遏制内地旅客的消费。此外，台湾、日本和香港的旅客人均消费分别按年减少 6.9%、10.9%和 8.3%。来自这三个地区的旅客可能因住宿和交通开支偏高而保持低迷的消费情绪。因此，我们认为今年下半年零售业面临一定的回调风险。</li> </ul>                                                                                                                                            |

| 人民币                                                                                         |                                                                                                      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                                          | 华侨银行观点                                                                                               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周人民币未能对美元和一篮子延续升幅。人民币指数小幅回落至 94 下方，而美元/人</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>上周，我们对人民币汇率超调的风险的担忧并没有兑现。不过笔者依然认为鉴于之前企业和个人囤积了大量美元，</li> </ul> |

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 民币则维持在 6.67 附近。 | 这种短期反转的风险不能被排除。 |
|-----------------|-----------------|

**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