

**摘要**

中国二季度经济同比增长 6.9%，超出市场预期。此外，6 月三大经济增长数据也同样好于市场预期。中国经济似乎正进入一种微妙的平衡，一方面金融去杠杆初显成效，另一方面经济增长依然保持稳健。这种稳健背后的推力除了基数效应之外，还受到两个因素支持包括私人部门投资情绪好转以及全球经济复苏。展望未来，笔者认为随着基数效应的提高。下半年经济增速将逐渐放缓。此外，去杠杆和金融稳定之间的微妙平衡可能无法持续。笔者认为上半年融资成本上升的影响可能会逐渐在下半年实体经济中体现出来。因此，笔者认为下半年增幅可能回落至 6.5% 下方，但是全年实现 6.5% 左右的目标不是难事。

中国五年一次的最高规格金融工作会议落幕。本次金融工作会议很好地再次提醒了市场什么是金融的本质。这也让笔者想起重庆前市长黄奇帆曾经就金融的本质精炼的总结。金融的本质主要包括三方面。第一就是做好桥梁工作，会有需要融资的企业提供服务，这也包括 中小企业等。第二，就是在信用，杠杆和风险等方面进行好管理。第三，金融不能脱离实体经济，是为实体经济服务的。此外，中国也将设立新的国务院金融稳定发展委员会来协调管理金融风险，这有利于增强各监管部门之间的协调，并减少政策套利的空间。

从货币政策角度来看，此次金融工作会议重申了稳健的货币政策，由于没有提及中性，这也为市场创造了一定的遐想空间。不过我们认为鉴于国企去杠杆是未来的主要任务，货币政策可能将继续保持目前的灵活紧平衡。不过货币政策进一步收紧的空间也不大。今年以来金融去杠杆的一个间接影响就是直接融资成本上升，这与中国促进直接融资的目标背道而驰。因此，未来央行可能会在这方面继续其平衡游戏。

汇率方面，近期人民币走势更多是受到美元因素的驱动，而不是中国国内的因素影响。我们认为这种局面可能会继续下去。近期人民币指数与美元指数的脱钩主要受益于逆周期因子的影响。人民币指数的稳定将继续为人民币情绪提供支持。不过 7 月以来，沪港通和深港通下的资本外流再次引起笔者的关注。过去 10 个交易日南下净资金达到 200 亿人民币，这对香港的流动性再次起到了支撑，同时也显示大陆资金对港股的兴趣依然较高。

**事件和市场热点**

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央行上周二，在时隔 12 个交易日后，重新启动逆回购。此外，上周 4595 亿元到期前，央行也开展了新一轮 3600 亿元的一年期 MLF。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 央行逆回购的重启以及一年期的 MLF 操作显示央行在维持金融稳定上依然保持灵活性。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国五年一次的最高规格金融工作会议落幕，重申了金融支持实体的本质。此外，中国也将设立新的国务院金融稳定发展委员会来协调管理金融风险。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 本次金融工作会议很好地再次提醒了市场什么是金融的本质。这也让笔者想起重庆前市长黄奇帆曾经就金融的本质精炼的总结。金融的本质主要包括三方面。第一就是做好桥梁工作，会有需要融资的企业提供服务，这也包括 中小企业等。第二，就是在信用，杠杆和风险等方面进行好管理。第三，金融不能脱离实体经济，是为实体经济服务的。笔者认为，未来就中国金融行业监管和发展的理解应该不离这些初衷。</li> <li>▪ 在国务院下设立有实权的金融稳定发展委员会有利于增强各监管部门之间的协调，并减少政策套利的空间。此外，央行在宏观审慎以及金融风险管理上也将扮演更重要的角色。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 此次金融工作会议在杠杆上也明确了未来国企去杠杆以及控制地方政府债务问题将成为重中之重。市场对中国债务的担忧主要就是来源于对中国企业债务的担忧，根据我们的估算，中国非金融企业债务占 GDP 的比重已经超过 160%。但是其中有超过一半的企业债务来自国有企业。从好的方面来看，国有企业债务高也给了中国腾笼换鸟的空间，使得中国可以免受债务危机的冲击。但是从不利的方面来看，国企占有过多资源已经严重影响了整个社会的效率。这也不难理解为什么国企去杠杆成为未来工作的重中之重。未来企业之间的兼并重组以及加强直接融资等方式将成为国企去杠杆的主要手段。</li> <li>▪ 从货币政策角度来看，此次金融工作会议重申了稳健的货币政策，由于没有提及中性，这也为市场创造了一定的遐想空间。不过我们认为鉴于国企去杠杆是未来的主要任务，货币政策可能将继续保持目前的灵活紧平衡。不过货币政策进一步收紧的空间也不大。今年以来金融去杠杆的一个间接影响就是直接融资成本上升，这与中国促进直接融资的目标背道而驰。因此，未来央行可能会在这方面继续其平衡游戏。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 据悉，粤港澳大湾区发展规划的初稿已正式上报发改委。该规划提到 2030 年粤港澳大湾区的经济总量目标为 4.62 万亿美元，意味着这个湾区的经济总量将超过东京湾和纽约湾区，成为全球经济总量第一大的湾区。此外，基建将是粤港澳大湾区未来发展的重点。总基建投资预计将达到 1 万亿人民币。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 根据 2016 年粤港澳大湾区经济总量 1.35 万亿美元，以及 2030 年经济总量的目标来推算，2016 年至 2030 年期间，该湾区的经济总量料将翻三倍多。粤港澳大湾区基建方面的投资增加将支持该区域短期的经济增长，并促进香港、澳门以及广东九个城市形成更加紧密的互动联系。发改委称其将在年末之前完成粤港澳大湾区的发展规划。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 7 月前两个星期，经由沪港通和深港通净流入香港的资金达约 200 亿元人民币，远超 6 月份达到的 12.6 亿元人民币。这意味着 6 月通过沪港通和深港通南下的资金净流入放缓只是短暂现象。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 随着资金由内地重返香港股市，香港银行体系的流动性将更加充裕。因此，市场对于美元和港元息差收窄的预期有所降温。具体而言，港元一年期利率掉期由月初的高位 1.3% 回落至 1.04%，同时美元对港元 12 个月掉期点子也有所回落，并逐步迈向近期录得的 9 年低位，即 -550 左右水平。如果美元和港元息差持续扩大，港币现货汇价可能面临更大的下行风险。然而，资金持续流入并支持港股走牛，或有助于限制港元的贬值空间。目前，我们仍相信美元对港元将能够在 7.83 左右遇到强劲的阻力。</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 6 月通胀数据较 5 月持平。消费者物价指数同比增长 1.5%，而生产者物价指数则同</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 食物价格的回落继续成为抑制通胀上升的因素。虽然近期部分地区洪灾可能会推高食品价格，但是我们认为其对消</li> </ul>

<p>比增长 5.5%。</p>	<p>费者物价指数的影响可能有限。我们认为下半年多数时间消费者物价指数将继续保持在 2%以下。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>生产者物价指数方面，油价和金属价格的不同趋势对生产者物价指数产生了不同的影响。鉴于金属价格持续保持在高点，生产者物价指数的回落较 预期缓慢，不过我们认为未来几个月生产者物价指数将继续回落。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国金融去杠杆继续产生作用，6 月货币供给 M2 放缓至 9.4%。新增人民币贷款和社会融资总量则高于市场预期，分别增长 1.54 万亿和 1.78 万亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>委托贷款连续三个月负增长以及 M2 等的回落显示金融去杠杆取得成效。不过债券市场依然是去杠杆的陪葬品，债券净融资连续第二个月萎缩。</li> <li>贷款方面，企业中长期贷款增长 6633 亿元，金融去杠杆大环境下，融资结构出现变化，融资需求重新回到表内。居民部门贷款需求依然稳健，中长期贷款增长 4833 亿元，这可能与三四线城市房地产成交活跃有关。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月进出口增幅加快，同比增长 11.3%和 17.2%。贸易顺差在 428 亿美元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国经济继续受益于全球经济复苏。6 月对美国 and 欧盟的出口同比分别增长 19.8%和 15.2%，尽管对新兴市场的出口有所放缓。</li> <li>此外，中国对大宗商品的需求依然强劲，从数量上来看，原油和铁矿石进口量分别同比增长 17.9%和 11.6%。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国二季度经济同比增长 6.9%，超出市场预期。此外，6 月三大经济增长数据也同样好于市场预期。其中，零售销售同比增长 11%，工业产出增长大幅反弹至 7.6%，固定资产投资则持平在 8.6%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国经济似乎正进入一种微妙的平衡，一方面金融去杠杆初显成效，另一方面经济增长依然保持稳健。这种稳健背后的推力除了基数效应之外，还受到两个因素支持包括私人部门投资情绪好转以及全球经济复苏。分类来看，今年上半年私人部门固定资产投资增幅由 2016 年 3.2%加快至 7.2%，显示私人投资情绪的好转。此外，受益于全球经济复苏以及补库存的支持，制造业持续复苏。上半年制造业固定资产投资同比增长 5.5%，较 2016 年 4.2%的增幅略有提高。此外，6 月制造业工业产出加速至 8.0%。</li> <li>周五，统计局公布了采用新的国民经济核算体系 2016 的计划。不过目前尚未正式展开，所以新的统计方式对二季度经济没有影响。</li> <li>展望未来，笔者认为随着基数效应的提高。下半年经济增速将逐渐放缓。此外，去杠杆和金融稳定之间的微妙平衡可能无法持续。笔者认为上半年融资成本上升的影响可能会逐渐在下半年实体经济中体现出来。因此，笔者认为下半年增幅可能回落至 6.5%下方，但是全年实现 6.5%左右的目标不是难事。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 6 月涉及双倍从价印花税(DSD)和买家印花税(BSD)的住宅成交宗数分别按月反弹 14.6%和 98.1%，快速扭转了 5 月份由新辣招所造成的短暂跌幅。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>房地产发展商替买家支付部分印花税，以及为买家提供高成数按揭的行为，有效抵消了多重辣招的影响。因此，近期推出的多个新盘依旧成功吸引了许多投资者和海外买家。然而，人民币走稳、境内流动性趋紧，以及内地楼市</li> </ul>

	<p>降温这三个因素均可能削弱内地投资者对香港楼市的热情。利息上升及新屋供应量增加的预期也可能对投资需求带来短暂打击。因此，我们认为楼市下半年可能出现阶段性回调，而政府就楼市买卖收取的印花税也可能有所减少。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 5 月房屋成交量连续第 15 个月增长至 1567 宗，同比增幅扩大至 46.9%。在楼市需求强劲的情况下，物业按揭贷款需求应声上涨，其中 5 月新批核的物业按揭贷款按年进一步增加 6.3%至 57.4 亿澳门元，达到 2014 年 6 月以来最高水平。同时，房屋价格连续第八个月上升，按年增长 48.3%至每平方米 114,463 澳门元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 我们预计今年年末左右银行将上调最优贷款利率，再加上 5 月初政府降低非首次置业买家的按揭成数，楼市需求（特别是二手市场的需求）将受到较大打击。不过，即使银行上调最优贷款利率 25 个基点，贷款成本仍处于低水平，料无阻买家入市。而新辣招的影响也可能是短暂的，因为澳门经济复苏将持续支撑楼市需求。供应方面，今年前五个月房屋完工量按年上升 302%至 651 个单位。这主要是因为 2015 年和 2016 年期间新屋开工量大幅增长。不过，在博彩业表现稳健，就业市场紧俏，以及贷款成本低行的情况下，强劲的需求消化了新增的房屋供应。因此，即使今年前五个月新屋开工量按年上升 6%至 2978 个单位，未来房屋供应量的增加也可能不会引起楼市的显著回调。整体而言，我们对楼市前景的看法较上半年更为乐观，因此把今年楼价的增速上调至于 0%-5%。</li> </ul>

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 受美元继续回落支持，人民币上周对美元走高。</li> <li>▪ 人民币指数则保持稳健，继续保持在 93.30 上方。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 近期人民币走势更多是受到美元因素的驱动，而不是中国国内的因素影响。我们认为这种局面可能会继续下去。近期人民币指数与美元指数的脱钩主要受益于逆周期因子的影响。人民币指数的稳定将继续为人民币情绪提供支持。</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