

摘要

今天早上公布的 7 月增长类普遍弱于市场预期，显示经济增长动能在上半年可能已经见顶。笔者认为上半年金融去杠杆后融资成本的上升以及近期房地产的再次趋冷和环保政策收紧都可能是下半年经济渐渐趋缓的主要因素。央行上周五发布了二季度货币政策报告。二季度平均融资成本继续上升，显示上半年金融去杠杆对实体经济的传导已经开始显现。对于 M2 增速下滑问题，央行认为鉴于 M2 的可测性、可控性以及与经济的相关性都在下降，对其变化可以不必过度关注。这也暗示着央行不会因为 M2 的继续下滑而放松货币政策。总体来看，我们对中国经济下半年趋缓的预期不变。

东北特钢债务重组计划草案上周获得债权人会议表决通过。金额小于 50 万人民币的小额债权人将继续享受刚性兑付的好处，可以获得 100% 清偿，而超出 50 万的部分，债权人将可以选择债转股或者现金按比例清偿，只是现金清偿比例只有 22%。东北特钢国企身份也使得这个违约案例备受市场关注，这也将是中国最终打破债务刚性兑付问题的重要一步。

汇率方面，人民币近期几周的大逆转可圈可点。上周除了对美元大幅上涨超过 0.9% 之外，人民币更是对一篮子货币大幅走高 1.25%。笔者曾在过去几周表示，逆周期因子目前最大的影响是打破了美元指数和人民币指数的相关性。这也使得人民币类似其他货币跟随美元走势而起伏。但是过去一周，人民币指数创下央行 2015 年底推出人民币指数以来最大单周涨幅，并表现好于人民币对美元的升幅显示影响人民币走势的不再只是美元因素，还有一部分来自对人民币情绪的变化。过去两年时间内积累的大量美元多头如果出现快速反转的话，那人民币短期内升值的动能可能还会持续一段时间。短期内美元/人民币测试 6.6 的可能性不能被排除。

香港方面，市场焦点仍然是港元的剧烈波动。上周三美元对港元现货汇价连续上升第九日至 7.8278。直至金管局宣布增发外汇基金票据，港元才扭转跌势。由于金管局增发外汇基金票据通常被看作是抽资的信号，投机者因此将变得更加谨慎。一年期港元利率互换和 12 个月美元兑港元掉期点子的急速反弹，也反映市场对港元和美元息差预期的转变。经济数据方面，二季度经济增速（按年增长 3.8%）保持稳健，主要是受惠于强劲的货物出口、狂热的楼市，以及强劲的本土需求。然而，由于旅游业表现欠佳，楼市可能回调，且低基数效应逐渐消退，我们预计下半年经济增速将放缓。2017 年 GDP 同比增速可能达到 2.5%。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
东北特钢债务重组计划草案上周获得债权人会议表决通过。	- 金额小于 50 万人民币的小额债权人将继续享受刚性兑付的好处，可以获得 100% 清偿，而超出 50 万的部分，债权人将可以选择债转股或者现金按比例清偿，只是现金清偿比例只有 22%。 - 东北特钢国企身份也使得这个违约案例备受市场关注，这也将是中国最终打破债务刚性兑付问题的重要一步。
央行上周五发布了二季度货币政策报告。	- 对于 M2 增速下滑问题，央行认为鉴于 M2 的可测性、可控性以及与经济的相关性都在下降，对其变化可以不必过度关注。这也暗示着央行不会因为 M2 的继续下滑而放松货币政策。 - 此外，二季度平均融资成本继续上升，显示上半年金融去杠杆对实体经济的传导已经开始显现。其中平均房贷利率

	上升 14 个基点至 4.69%。下半年随着贷款额度限制显现，融资利率可能会进一步小幅上升，这也意味着经济增长可能在上半年已经见顶。 ▪ 汇率方面，央行证实了 5 月底新增的逆周期因子帮助人民币克服了非对称贬值的问题。此外，央行也认为新的机制是透明和基于规则的。
▪ 上周三美元对港元现货汇价连续上升第九日，由 7.8091 一度上升至 7.8278。港元急速贬值主要归咎于美元和港元之间不断扩大的息差。不过，当金管局宣布 8 月底将增发总值 400 亿港元的外汇基金票据时，港元空仓集中平盘促使美元对港元现货汇价急速下滑至 7.8123。	▪ 金管局增发 400 亿港元的外汇基金票据，同时货币基础不变，意味着银行体系总结余将相应减少 400 亿港元。因此，外汇基金票据的发行通常被看作是金管局抽资的信号。 ▪ 事实上，当美元对港元现货汇价逐渐靠近 7.8295（2016 年 1 月触及的高位）时，投资者们陆续斩仓，因为他们认为金管局将随时出动干预市场。这也解释了金管局宣布发行外汇基金票据的消息后市场反应强烈的现象。由于市场担忧金管局在未来一段时间里持续发行外汇基金票据以减少流动性，我们认为投机者们将保持谨慎态度。一年期港元利率互换和 12 个月美元兑港元掉期点子的急速反弹，也反映市场对港元和美元息差预期的转变。因此，我们认为港元近期内再度急跌的可能性不大。 ▪ 当然，港元上升的空间也十分有限。即使金管局增发 400 亿港元的外汇基金票据，银行体系的总结余还是高达约 2200 亿港元。鉴于依旧充足的流动性，我们预计 HIBOR 与美元 LIBOR 的差距将收窄，但收窄的速度将十分缓慢。另外，人民币预期改善提振离岸市场对人民币资产的需求。而 8 月 1 日至 8 月 10 日深港通和沪港通下的资金净流入内地股市约 7 亿人民币。这三个因素仍将对港元带来压力。因此，短期内美元对港元可能在 7.81-7.83 的区间内波动。
▪ 港交所决定今年 12 月合约到期后，暂停国债期货试点计划。原因是“进一步发展香港上市内地标的的离岸衍生品需要更明确的两地监管要求及合作”。	▪ 实际上，市场对港交所的 5 年期国债期货兴趣不大，7 月日平均成交量仅达 46 张合约，相比之下，7 月中金所上交易的 5 年期国债期货日平均成交量高达 11394 张合约。尽管如此，港交所依然计划明年推出新的人民币利率产品，以满足“债券通”北上投资者的人民币利率风险对冲需求。当然，我们也认为随着中港两地互联互通机制不断促进中国内地资本账户的对外开放，港交所将提高离岸人民币汇率和利率产品的多样性。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
----	--------

中国二季度经常账户顺差由一季度的 184 亿美元反弹至 529 亿美元。不过金融账户余额再次回到逆差，二季度逆差达到 212 亿美元。	- 二季度经常账户顺差主要受到货物贸易顺差扩大支持。不过今年上半年的经常账户顺差同比下滑 35%至 713 亿美元，主要受到服务贸易逆差扩大影响。服务贸易逆差自 2016 年下半年上升至 1351 亿美元历史新高后，今年上半年继续保持在 1350 亿美元的高点。而服务贸易逆差主要受到旅游逆差影响，其中旅游逆差达到 1158 亿美元，占今年上半年服务贸易逆差的 85.8%。随着服务贸易逆差的扩大，中国经常账户占 GDP 比重下滑至 1.3%。 - 中国非储备的金融账户今年上半年获得 156 亿美元的顺差，这较去年同期 2260 亿美元的逆差显著好转。不过由于外管局尚未公布出了外资直接投资之外的细节，因此，笔者这里暂时无法展开分析。不过从外资直接投资数据来看，尽管上半年直接投资净流入同比下滑 27.2%至 545 亿美元，但是中国对企业对外投资管制加强使得中国对外净投资大幅同比下跌 67.4%至 404 亿美元。这也使得今年上半年外资直接投资重新回归顺差。 - 旅游贸易逆差已经超越企业对外投资成为中国最大的单一资本外流渠道。但是鉴于中国资本管制措施无法限制日趋上升的旅游或者学习等出行的需求，预计服务贸易逆差可能会在未来进一步上升。这也意味着中国经常账户占 GDP 的比重可能会在未来维持在 2%下方。
中国 7 月外汇储备连续 6 个月上升至 3.08 万亿美元。	笔者还是认为近期中国外汇储备的上升主要还是受到美元连续走弱后的估值效应支持。尽管资本外流局势尚未完全扭转，但是资本供需已经接近均衡。近期人民币的大涨可能会逼出结汇盘，从而进一步改善资本流动局面。
中国 7 月进出口增幅分别由 6 月的 17.2%和 11.3%放缓至 11%和 7.2%。	- 分国别来看，对美国出口增幅由连续四个月的两位数增长回落至个位数增长，不过对欧盟的出口增长则继续保持了两位数。此外，对日本和东盟的出口增长都有小幅好转。中国对美国贸易顺差较 6 月小幅回落，但是依然保持在 252.2 亿美元的高位。 - 进口方面，对电子元件的需求好转，按金额同比上涨 17.86%，显示未来出口可能依然会保持稳健。不过对商品的需求有所减弱，其中对原油需求的增幅回落至 11.8%左右。鉴于未来商品价格的基数效应渐渐减弱，能源进口金额增幅可能会进一步下滑。
中国 7 月消费者物价指数小幅回落至 1.4%，而生产者物价指数则维持在 5.5%不变。	8 月受季节性因素影响，食物价格上升，消费者物价指数可能会小幅走高至 1.8%左右，但是受基数效应影响，9 月 CPI 可能会再次回落。总体来看，三季度物价指数压力不大。而生产者物价指数也可能已经接近顶部，并将在未来缓步下滑。

▪ 澳门 6 月房屋成交量按月减少 41.6%至 915 宗。新批核的住宅按揭贷款总额较 5 月触及的 2014 年 6 月以来新高 57.4 亿澳门元下跌 15.5%至 48.5 亿澳门元。6 月平均楼价亦环比下挫 18%至每平方米 94,265 澳门元。	▪ 楼市数据表现疲弱，主要是因为政府 5 月收紧非首置按揭成数的措施有效地打击了买楼需求。另外，美联储多次加息后，市场担忧贷款成本上升，这可能也遏制了部分楼市需求。供应方面，今年上半年房屋竣工量按年急速增长 1809%，同期新屋开工量也按年增加 8%。供应增长的前景对楼市投资情绪带来一定负面影响。整体而言，短期内楼市上升的空间料十分有限。然而，劳动力市场稳健、股市走牛，以及博彩业强劲复苏可能继续支撑楼市需求。这也解释了近期推出的新楼盘反应热烈的景象。此外，由于流动性充裕，利率调升的速度料十分缓慢，因此并不会造成楼市大幅回调。再加上低基数效应，我们认为 2017 年平均楼价按年增长 0%至 5%。
▪ 香港二季度经济按年增长 3.8%，优于市场预期。稳健的经济增长主要源于私人消费、固定资产投资以及货币出口的强劲表现。其中，私人消费在劳动力市场紧俏及财富效应上升的支持下按年增长 5.3%，增速达到 2015 年二季度以来最快水平。企业信心复苏及楼市持续狂热则支持固定资产投资录得 2012 年四季度以来最大同比升幅 8%。另外，外需改善也带动货物出口延续强劲涨势，同比上升 5.6%。	▪ 至于今年下半年，我们预计经济增速可能逐步回落，原因有以下四个。第一，楼市和股市存在调整的可能性，因此财富效应可能随之下降，并削弱私人消费的上涨动能。第二，下半年美联储缩表和再度加息可能增添市场对港息上升的担忧，再加上辣招的作用，楼市需求可能受到影响。而中期内房屋供应量增加的预期也将打击楼市投资情绪。因此，我们认为地产商可能放慢对房地产的投资。第三，下半年中国经济增速的下滑或促使旅游业维持偏弱的表现。第四，低基数效应将逐渐消退。尽管如此，鉴于今年上半年亮丽的经济表现，我们还是把 2017 年经济增长预期由 2.2%上调至 2.5%。此外，我们不排除全球经济复苏强劲、本土就业市场稳健，以及宽松的财政政策，这三个因素为香港经济增长带来上行风险的可能。而政府也把 2017 年经济增长的预测由 2-3% 调整至 3-4%。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 人民币近期几周的大逆转可圈可点。上周除了对美元大幅上涨超过 0.9%之外，人民币更是对一篮子货币大幅走高 1.25%。	▪ 笔者曾在过去几周表示，逆周期因子目前最大的影响是打破了美元指数和人民币指数的相关性。这也使得人民币类似其他货币跟随美元走势而起伏。但是过去一周，人民币指数创下央行 2015 年底推出人民币指数以来最大单周涨幅，并表现好于人民币对美元的升幅显示影响人民币走势的不再只是美元因素，还有一部分来自对人民币情绪的变化。过去两年时间内积累的大量美元多头如果出现快速反转得的话，那人民币短期内升值的动能可能还会持续一段时间。短期内美元/人民币测试 6.6 的可能性不能被排除。

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