

## 摘要

上周中国债券市场的抛售进一步恶化。10 年期国债收益率超过 4%，而 10 年期国开债收益率也触及 5%。市场还在消化资管新政的影响。我们认为随着刚性兑付的打破，新政将进一步区分信用好的标的和信用差的标的之间的区别。而未来信用差的公司融资成本可能会上升。从长远来看，市场对信用较高的标的需求可能上升。但是短期来看，由于市场处在不确定状态，流动性较好的标的譬如国债和国开债等反而成为抛售的对象，从而推高了收益率。

中国继续有序推进改革议程包括金融去杠杆以及提振进口刺激消费。作为国有企业去杠杆的一部分，中国国资委近期正式印发了《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》。新的通知要求央企对 PPP 业务进行总量控制。设定 PPP 业务投资规模上限，同时禁止为了参与 PPP 业务而推高企业杠杆的行为。此外，中国财政部周五表示国务院关税税则委员会将从 12 月 1 日起降低 187 种消费品的进口关税。消费品进口关税的调整与中国经济转型为消费主导的经济体目标相吻合。此外，这也显示中国已经就进一步开放做好了准备。

香港方面，受惠于中国内地资金持续流入，11 月 22 日恒生指数收于 2007 年以来的新高。另外，由于美元大范围走弱，加上月末效应促使港元拆息反弹，美元兑港元跌穿 7.81。在年末效应和美联储 12 月加息预期高企的情况下，我们预计一个月港元拆息将站稳在 0.6% 以上水平。年末之前，美元兑港元料继续在 7.800-7.813 区间内波动。中期而言，我们依然担忧全球流动性拐点的到来，因为这可能促使资金流出新兴市场，并驱使香港银行业上调贷款利率，继而打击过热的房地产市场。澳门方面，2017 年第三季 GDP 按年增长放慢至 6.1%，主要是因为出口以及公共投资的强劲表现未能抵消私人投资大幅下跌的影响。而 8 月底两个台风相继吹袭澳门，亦拖累第三季经济活动转弱。展望未来，亚洲稳健的经济增长料持续支持服务出口。内部因素方面，政府计划增加未来一个财政年的公共投资预算，这料继续为经济带来支撑。另外，由于数个大型娱乐项目拟于明年竣工，私人投资或逐步复苏。而这些新项目创造的就业机会，则可能有助改善居民消费。整体而言，我们预期 2017 年 GDP 按年增长 8%-10%，而在低基数效应消退的情况下，2018 年 GDP 或增长 7% 左右。

## 事件和市场热点

| 事件                                                                                                                       | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上海证券交易所发了通报批评某券商分析师对贵州茅台股价乐观预测缺少合理性，此外对风险的揭示也不够充分。</li> </ul>                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>上交所罕见的通报显示了谨慎态度。今年以来虽然从指数来看，中国股市出现了监管乐见的慢牛局势，但是个股二八分的表现，使得部分蓝筹和白马股过度拥挤出现泡沫迹象。近期来自官媒和监管的警告以及债券大跌导致的情绪蔓延使得中国股市面临一轮调整，不过从中期来看，近期的调整可能是必要的，可以防止蓝筹股的过热。</li> </ul>                                                               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国财政部周五表示国务院关税税则委员会将从 12 月 1 日起降低 187 种消费品的进口关税，平均税率将有 17.3% 下调至 7.7%。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>消费品进口关税的调整与中国经济转型为消费主导的经济体目标相吻合。此外，这也显示中国已经就进一步开放做好了准备。而中国扩大消费品的进口也有利于全球经济的复苏，从而进一步支持 2018 年全球经济周期的上升。</li> <li>此外调低关税也可以用来倒逼国内生产商进一步升级，做好与全球生产商的竞争。</li> <li>当然从汇率角度来看，进口的提升将导致中国的经常帐户顺差进一步收窄，这将减少对人民币的支持。不过这也将</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                    | 继续为人民币的双向波动提供基本面支持。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国国资委近期正式印发了《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》</li> </ul>                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>新的通知要求央企对 PPP 业务进行总量控制。设定 PPP 业务投资规模上限，同时禁止为了参与 PPP 业务而推高企业杠杆的行为。同时该通知也给了量化的目标，累计对 PPP 项目的净投资原则上不超过上一年度集团合并资产的 50%。</li> <li>过去几年 PPP 已经成为满足基础建设需求的另一种融资模式。但是由于缺乏规范化的操作，PPP 项目可能出现被滥用的现象，明股实债以及部分 PPP 项目成为央企将银行贷款输入地方政府的通道。</li> <li>此外，央企对 PPP 项目的热衷也可能成为民企参与的障碍。对央企的限制有利于鼓励更多民企的参与。</li> <li>总体来看，对央行参与 PPP 的限制是近期去杠杆策略的一部分。与国企去杠杆的大方向吻合。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周中国债券市场的抛售进一步恶化。10 年期国债收益率超过 4%，而 10 年期国开债收益率也触及 5%。</li> </ul>                                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>债券市场波动的延续与央行资管新政有关。市场还在消化新政的影响。我们认为随着刚性兑付的打破，新政将进一步区分信用好的公司和信用差的公司之间的区别。而未来信用差的公司融资成本可能会上升。从长远来看，市场对信用较高的标的需求可能上升。但是短期来看，由于市场处在不确定状态，流动性较好的标的譬如国债和国开债等反而成为抛售的对象，从而推高了收益率。</li> </ul>                                                                                                                                                                   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>11 月 22 日恒生指数收于 2007 年以来的新高，达三万点以上水平。</li> </ul>                                                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>恒生指数强势的表现主要是由中国资金持续流入所带动。在 11 月前 16 个交易日中，通过深港通及沪港通流入香港的南向资金录得 480.5 亿人民币，接近 2016 年 9 月高位的 563.2 亿人民币的总资金流入。若股市持续走牛，财富效应或继续推高本地消费，以及提振楼市投资需求。中期而言，我们依然担忧全球流动性拐点的到来，因为这可能促使资金流出新兴市场，并导致股市出现回调。</li> </ul>                                                                                                                                               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港与内地签署“一地两检”合作安排。这是推进“一地两检”方案的三个步骤中之第一步。第二步和第三步分别是提交方案至全国人民代表大会常务委员会审批，以及交予本地司法机构进行本地立法。香港特别行政区行政长官林郑月娥预期将于明年 2 月开展第三阶段本地立法的程序。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>此外，林郑月娥亦预期 3 项主体工程将于未来 12 到 18 个月内展开，包括港珠澳大桥、广深港高速铁路以及莲塘 / 香园围口岸管制区的工程。我们预期基础设施的改善将促使香港进一步融入大湾区的发展。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                         |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>低收入在职家庭津贴计划（低津计划）于 2016 年 5 月推出后，计划未能如预期地舒缓贫穷问题。2016 年，贫穷率按年上升 0.2 个</li> </ul>                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>根据政府数据显示，截至 2017 年 9 月，低津计划只为 36,000 个家庭（大约 130,000 人）提供援助。2016 年，低津计划只能降低贫穷率 0.3 个百分点。于本年度，政府打</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                             |

|                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>百分点至 19.9%。</p>                                                                                                                                               | <p>算为低收入在职家庭津贴计划引入改善措施，目标是为了增加计划中受惠的人数。我们将密切关注新改善措施的成效。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 另一方面，尽管长者生活津贴计划于 2013 年推出，但长者（65 岁或以上）的贫穷率较 2015 年上升 1.5 个百分点至 31.6%。随着香港人口老化的问题日益严重（65 岁或以上的人口占香港总人口的百分比由 2012 年中的 13.7% 上升至 2017 年中的 16.5%），现行的社会福利措施不足以舒缓老年人口的财政负担。政府或可以通过调整法定退休年龄，以及提供各种培训项目帮助老年人口适应不断转变的工作环境。事实上，65 岁或以上的劳动人口的占比由 2011 年的 1.5% 显著提升至 2016 年的 2.8%。65 岁或以上劳动力参与率亦由 2011 年的 6.2% 大幅增加至 2016 年的 9.9%。此外，政府可能需要加快公营房屋兴建的速度。在 2017 年 9 月底，长者一人申请者的平均轮候时间为 2.6 年。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门立法会全票通过《2018 年财政年度预算案》。下一个财政年度的财政收入预计按年上升 15.8% 至 1191 亿澳门元。其中，政府预期博彩业的税收将录得 805 亿澳门元，较上一个财政年度增加 105 亿澳门元。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 开支方面，政府预期开支将按年增加 14.5% 至 1096 亿澳门元。这主要是因为行政当局投资与发展开支计划（PIDDA）的预算按年增加 38.6% 至 211 亿澳门元，以及政府对出资公司的注资预算增加 40.7% 至 57 亿澳门元。有鉴于此，我们预计来年公共投资将保持强劲，并继续带动本地经济增长。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门政府研究取消空置物业的税项减免。</li> </ul>                                                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 如果该措施得以落实，叠加 2017 年 5 月实施的楼市调控措施，料将进一步压抑楼市的投资需求。在此情况下，楼市的交投或更加淡静。不过，任何楼市调控措施皆不足以导致楼市崩盘。稳健的就业市场、有限的公共及私人房屋供应，以及强劲的经济增长，这三个因素有助减轻调控措施为楼市带来的压力。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |

### 主要经济数据

| 事件                                                                                                                 | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 根据中原地产研究部资料显示，年初至今，香港一手私人住宅物业的成交额已录得 2117.3 亿港元，创 1996 年以来的新高。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 有别于二手楼市，调控措施及港元拆息波动对一手楼市的影响十分有限，主要是因为发展商向买家提供一系列的购买优惠，包括提供高成数的按揭贷款计划。股票市场畅旺所衍生的财富效应亦提振一手楼市的投资需求。</li> <li>▪ 不过，我们观察到近期新项目的超额认购倍数已从 2017 前 3 季的 25 倍或以上水平下降至 5 倍左右。发展商持续提高新项目的价格，令潜在买家的购房积极性受挫。展望未来，若全球主要央行在 2018 年后期陆续收紧货币政</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                            | <p>策，或驱使香港银行业自 2006 年以来首次上调最优贷款利率。届时，发展商提供的按揭贷款计划（以最优贷款利率计价）吸引力将会下降。另一方面，全球流动性收紧亦可能令港股市场出现回调，并削弱财富效应，继而打击楼市投资需求。因此，我们预计 2018 年后期，除了二手楼市之外，一手楼市增速也可能放慢。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 2017 年第三季 GDP 按年增长放慢至 6.1%。旅游业及博彩业依然是经济增长的主要动力。其中，中国经济增长稳健，带动三季度博彩业毛收入按年大幅增长 21.8%，继而支持博彩服务出口按年上升 18.4%。另外，第三季访澳旅客人数按年增加 2.1%，加上旅客消费按年上升 8.8%，令其他旅游服务出口按年扩张 9.4%。多项正在施工的工程带动公共投资按年显著上升 79%。此外，外需改善利好货物出口按年增长 18.9%。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 不过，出口以及公共投资的强劲表现未能抵消私人投资大幅下跌的影响。私人投资按年下降 32.2%，主要是因为多项大型娱乐项目陆续竣工。此外，工资增长停滞，就业不足率上升以及劳动力参与率下跌，这三个因素导致私人消费同比增速由第二季的 2.7% 下滑至 0.5%。而 8 月底两个台风相继吹袭澳门，亦拖累第三季经济活动转弱。</li> <li>▪ 展望未来，亚洲稳健的经济增长料持续为服务出口提供支持。内部因素方面，风灾过后，政府计划增加基础设施方面的投资。因此，我们预期公共投资将继续支持本土经济增长。另外，由于数个大型娱乐项目拟于明年竣工，私人投资或逐步复苏。而这些新项目创造的就业机会，则可能有助改善居民消费。整体而言，我们预期 2017 年 GDP 按年增长 8%-10%，而在低基数效应消退的情况下，2018 年 GDP 或增长 7% 左右。当然，我们仍将持续关注政策风险以及流动性风险，因为这两个因素或为博彩业带来下行压力。</li> </ul> |

| <b>人民币</b>                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>事件</b>                                                                                     | <b>华侨银行观点</b>                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周人民币对美元走强，美元/人民币一度跌破 6.57，不过收盘在 6.60 附近。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币对美元的升值主要受到美元全线走弱的影响。此外，离岸市场上人民币流动性收紧也成为支持离岸人民币的因素，从而也支持了在岸的人民币汇率。</li> <li>▪ 不过，人民币对一篮子货币走弱。公司对美元的需求限制了美元/人民币回落的幅度。鉴于人民币指数进一步回落的空间不大，我们认为，美元/人民币下行的空间依然存在。不过我们认为在美元不出现剧烈波动的情况下，美元/人民币依然可能在 6.5-6.7 区间内波动。</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