

## 摘要

权力中心化可能是多数中国观察者对此次 19 大人事变动的感觉。从好的方面来看，更为中心化的领导层有利于改革的推进。随着来自地方利益集团的阻力减少，我们认为未来 5 年改革可能会加码。此外，从经济层面来看，经济增长质量将比速度更为重要。为了确保收入分配的公平以及环保，中国愿意牺牲部分经济增长。从这个角度来看，新的领导层对经济增长放缓的容忍度将比以往更高。不过随着习近平主席为 2020 年以后的 30 年设定了两个新目标以实现将中国建设成富强的社会主义现代化强国，这也意味着中国依然需要一个稳健的经济增长。虽然 2020 年以后，翻番等量化目标不再出现，但是并不代表经济增长不再重要。未来中国在增长，改革和控制风险中依然将保持微妙的均衡。

尽管中国财政部在境外成功发行了 20 亿美元的国债以及央行显现出对流动性的呵护，但是境内债券市场的大跌颇令我们感到意外。对中国美元国债 11 倍的超额认购显示了境外投资者对中国经济的认可。但是对经济的乐观前景也成为债券受压的原因之一。上周三，受调整金融同业负债占比谣言的影响，债券市场一度大跌。央行罕见当天辟谣，呵护之意较为明显，无奈市场已成惊弓之鸟。而周五 63 天逆回购首发也未能扭转市场抛售的心。中国 10 年期国债收益率上周轻松突破 3.80%。19 大后中央去杠杆的决心也成为债券市场的心结。预计短期内债券市场依然将面临震荡。但是我们依然相信此轮震荡可能会提供重新入场的机会。而随着中国金融市场的进一步开放以及中国经济趋稳，中国债券市场对境外投资者的吸引力也会进一步扩大。

香港方面，10 月 24 日香港金管局未如预期宣布第三轮增发外汇基金票据的计划，致美元兑港元抽升。尽管如此，港元拆息依然在多家企业招股和月末效应的影响下持续上涨。不过，我们预期月末效应消退加上招股结束后，港元拆息或从高位回落。在此情况下，金管局在 12 月 FOMC 之前发行票据的可能性依然存在。因此，港元拆息即使回落，也应该不会跌至过去低位。例如一个月港元拆息则可能不会跌回 0.5% 以下水平。在金管局采取行动之前，我们预计美元兑港元将继续在 7.7950-7.8100 的区间内窄幅波动。另一方面，9 月贸易业保持强劲，反映出亚洲电子产品供应链受益于全球经济的复苏。这可能继续支持亚洲的出口前景。有鉴于此，香港下半年经济增速可能超乎我们之前的预期。其他方面，香港、新加坡和深圳同意合作推动金融科技发展。这可能有助于促进粤港澳大湾区的产业升级，以及带动该区域的经济增长。

## 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国共产党 19 大产生了新的政治局委员和常委。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>从经济角度来看，笔者认为新的领导层可能有三点影响。</li> <li>第一，经济增长质量将比速度更为重要。为了确保收入分配的公平以及环保，中国愿意牺牲部分经济增长。从这个角度来看，新的领导层对经济增长放缓的容忍度将比以往更高。</li> <li>第二，随着习近平主席为 2020 年以后的 30 年设定了两个新目标以实现将中国建设成富强的社会主义现代化强国，这也意味着中国依然需要一个稳健的经济增长。虽然 2020 年以后，翻番等量化目标不再出现，但是并不代表经济增长不再重要。未来中国在增长，改革和控制风险中依然将保持微妙的均衡。</li> <li>第三，从政治局委员和常委名单来看，多数中国分析师相信习近平主席已经完成了权利平衡的调整。权力中心化有</li> </ul>

	<p>利于未来改革的推进。随着来自地方的利益集团的阻力渐小，我们认为中国推进改革可能比以往更为容易。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 市场对中国 13 年来首发的美元债显示了强烈的兴趣。尽管没有评级，此次 20 亿美元的主权债获得了 11 倍超额认购。而 5 年期和 10 年期的国债对美国国债的发行息差分别收窄至 15 和 25 个基点。</li> </ul>	<p>中国此次发行美元债并不在融资，主要是为了构建基准利率。此外，此次不评级发行即是对评级机构穆迪和标准普尔今年下调中国主权评级的反应，同时可能会微调了未来的游戏规则。中国以实际行动显示对于大国和大企业来说，评级可能并不是必须的。未来一些大型央企追随中国不评级发债的可能性不能被排除。总体来看，此次发行的成功除了受到稀缺性因素的影响。非亚洲投资者超过半数也显示了市场对中国经济的信心。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国债券市场进入快速大跌通道。央行对流动性的呵护未能扭转市场紧张的情绪。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周三，受调整金融同业负债占比谣言的影响，债券市场一度大跌。央行罕见当天辟谣，呵护之意较为明显，无奈市场已成惊弓之鸟。而周五 63 天逆回购首发也未能扭转市场抛售的心。中国 10 年期国债收益率上周轻松突破 3.80%。19 大后中央去杠杆的决心也成为债券市场的心结。预计短期内债券市场依然将面临震荡。但是我们依然相信此轮震荡可能会提供重新入场的机会。而随着中国金融市场的进一步开放以及中国经济趋稳，中国债券市场对境外投资者的吸引力也会进一步扩大。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 媒体称，金管局总裁陈德霖表示“香港和新加坡金管局已签署金融科技合作协议，双方将以区域链技术为基础的贸易融资跨境基建，作为首个重点合作项目”。另外，香港金管局和深圳金融办研究一系列新计划协助香港金融科技进军内地市场，并鼓励深圳金融科技落户香港。香港金管局与深圳市金融发展服务办公室将合办金融科技创新奖。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 推动高科技行业的发展和鼓励香港和广东合作的策略与香港新政府施政报告所宣扬的发展重点一致。我们预计跨境高科技公司的进一步合作将有助于促进粤港澳大湾区的产业升级，以及带动该区域的经济增长。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 10 月 24 日香港金管局未如预期宣布第三轮增发外汇基金票据的计划，因此美元兑港元快速从 7.7985 抽升至 7.8061。尽管如此，港元拆息依然在多家企业招股和月末效应的影响下持续上涨。其中一个月港元拆息连续上升两个星期，并达到今年 1 月以来最高水平 0.702%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 展望未来，如果月末效应消退及企业招股结束后，港元拆息可能因为资金充裕而稍微回落，金管局在 12 月美联储货币政策会议之前发行票据的可能性依然存在。另一方面，市场对美联储 12 月加息以及全球央行收紧货币政策的预期不断升温。这加上年末效应，可能带动港元拆息逐渐追上美元拆息。整体而言，我们仍然相信美元和港元之间的息差已触顶。未来息差逐渐收窄可能进一步打击沽港元买美元的套利交易。因此，即使美元大范围走强，美元兑港元重返近期高位 7.83 左右水平的可能性料不大。目前，我们预计美元兑港元将继续在 7.7950-7.8100 的区间内窄幅波动。如果金管局在 12 月 FOMC 之前增发票据，而美联储也在 12 月顺利加息，那么息差可能进一步收窄，</li> </ul>

继而减轻港元的贬值压力。

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>今年 9 月香港通胀率下降至今年 3 月以来最低水平 1.4%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于 2016 年 9 月政府上调公屋租金，今年 9 月开始低基数效应消退，并导致住屋通胀回落至 2.8%。同时，教育服务价格指数按年下挫至 3.4%，主要是因为 2017/18 学年新推出的政府资助计划令学费下跌。不过，这两个类别物价增速放缓相信只是暂时性的。尽管耐用品价格指数持续下跌，按年减少 3.3%，但我们预计随着新 iPhone 推出，耐用品价格指数的跌幅可能有所收窄。另外，低基数效应也可能支持通胀加速。尽管如此，外来物价压力低迷，或继续限制香港通胀压力。因此，2017 年 CPI 预计仅按年上升 1.6%（2009 年以来最低增速）。不过，通胀低迷或能够减轻工资增速温和对私人消费带来的负面影响。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港 9 月贸易业保持强劲，出口按年上升 9.4%，同时进口也按年增加 9.7%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，香港对中国内地、日本、印度、台湾和越南按年分别上升 7.5%、18.1%、30.8%、12%和 16.9%。更值得注意的是香港对美国的出口扭转连续两个月的跌势，按年反弹 4.1%。按商品分类，“电动机械、仪器和用具及零件”的出口和进口分别按年答复增长 10.1%和 14.6%。同时，中国对此类商品的进口，以及东南亚地区的相关出口也大幅增加。这意味着亚洲电子产品供应链受益于全球经济的复苏，这可能继续支持亚洲的出口前景。有鉴于此，香港下半年经济增速可能超乎我们之前的预期。不过，长期而言，美国和欧洲保护主义崛起，以及中国建立自由港还是可能对香港贸易业带来下行风险。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>台风过后，澳门 9 月入境旅客人数按年仅上升 2.4%。留宿旅客人数（占总旅客人数的 56%）按年增加 5.4%，主要受惠于酒店推出的多种优惠。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>然而，来自韩国的旅客人数（68%属留宿旅客）同比增速由 8 月的 30.8%回落至 10.7%。另外，来自台湾的旅客人数（52%属留宿旅客）也连跌第四个月，按年减少 5.9%。住宿成本过高可能是导致旅客不愿重游澳门。今年唯一一个计划开张的大型项目把开张时间推迟至 2018 年一季度，这也可能减少旅客重游澳门的意欲。另一方面，不过夜旅客连跌五个月，按年下跌 1.0%。同时，来自香港的旅客（55%为不过夜旅客）同样连续录得 5 个月的跌幅，且同比下降 14.3%，原因可能是交通成本过高。</li> <li>展望未来，由于黄金周期间入境旅客人数按年上升 11.6%，10 月入境旅客人数增速或有所加快。另外，随着中国中产阶级的扩张，以及未来几年一系列新项目的开张，我们认为旅游业仍可能获得进一步增长的动能。同时，港珠澳大桥的落成也可能减轻交通成本。目前，我们</li> </ul>

	<p>对旅游业的前景依然较乐观。因此，我们也相信未来休闲旅客人数的上升可能支持博彩业中场的业务增长。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门三季度失业率维持在 2%水平不变。然而，主要行业的就业人数均环比下降，这可能是由于两个台风打击招聘情绪。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 具体而言，随着大型娱乐项目陆续落成，建筑业的就业人数环比减少 2.3%。同时，博彩业就业人数环比下降 0.2%，而酒店和餐厅行业的就业人数也环比减少 1.3%。一个大型项目的开张日期推迟至 2018 年一季度，可能是这两个行业就业人数下跌的主要原因。另外，三季度台风天气导致旅游活动转弱，则导致零售业就业人数环比下降 0.6%。四季度劳动力需求料保持疲弱，直至未来几年一系列新项目陆续开张，需求才可能逐渐反弹。尽管如此，由于劳动力供应持续紧张，失业率仍可能保持在 2%附近的低水平。</li> </ul>

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周受美元全线走强的影响，人民币对美元走弱。不过人民币表现好于其它主要贸易伙伴货币，人民币指数小幅反弹至 95.02。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 鉴于人民币已经进入双向波动区间，人民币在 美元全线大涨中对美元小幅贬值也符合逻辑。不过鉴于人民币表现好于其它货币，人民币近期的小幅贬值不太可能成为市场的焦点。未来人民币的走势将依然取决于美元的走势。</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