

大中华地区一周回顾

4 January 2021

摘要

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

纽约证券交易所 12 月 31 日宣布为了遵守特朗普政府禁止美国人投资军方背景的中国企业，中国三大电信运营商将被从纽交所摘牌。

笔者周末重新温故了美国前财长保尔森 2016 年的畅销书《与中国打交道》。该书有整整两章描述了保尔森作为投行高盛负责人时候如何在 1997 年帮助中国移动在香港和纽约上市融资以及 2000 年中石油的上市的细节。非常巧合的是，在三大电信公司之后，西方媒体传闻下一批进入退市清单的企业可能是油企。

中国电信 1997 年在香港和纽约的上市可以说是中国国企改革的一个重要里程碑。此次从纽约退市当然是有些遗憾的。不过除了情感的因素之外，对公司实际业务的影响可能并不大，毕竟美国 ADR 股份占总股本比重非常小，而三大电信公司在上市后也并没有在美国进一步融资。

此外，11 月 12 日以来，三大电信商的股价已经下滑超过 16%，远远弱于大盘。这也显示投资者已经在股价中反应了摘牌可能带来的短期供给上升的冲击。

短期内市场也将关注两个问题。第一，就是谁会成为下一个被摘牌的企业或者行业？第二，这些个体风险会否演变成系统性风险？鉴于拜登政府即将在两周后上任，市场可能将继续观望，相信市场不会急着下结论中美将进入金融脱钩。因此短期内系统性风险的可能性并不大。

经过将近 7 年的谈判，中国和欧盟在原则上达成了投资协定。2020 年 11 月区域全面经济伙伴关系协定达成以及 12 月最后一周英国脱欧后的英国与欧盟贸易协议批准以及此次的中欧投资协议达成显示虽然疫情后有很多地缘政治的噪音，但是多边主义依然是当前世界经济的主导。

中国外汇交易中心 2020 年底再度宣布调整人民币指数权重来反应最新的贸易关系。其中美元权重由原先的 21.59% 下调至 18.79%，而欧元权重则由 17.40% 上调至 18.15%。总体来看，权重年度调整将是未来一种新常态，从而更好反应中国与主要贸易伙伴国的关系。不过在市场对美元 2021 年延续跌幅的共识意味着新权重下，人民币指数可能较老权重下更高。

香港方面，经济方面，11 月贸易数据表现优于预期，主要是受惠于年底假期前订单增加、中国经济复苏势头持续，以及电子产品需求强劲。展望 2021 年，若疫苗面世带动外需复苏，香港贸易业或将保持稳健。我们预期 2021 年

大中华地区一周回顾

4 January 2021

出口和进口将分别反弹 5%左右。金融市场方面，2020 年最后一天，七只新股同时展开招股活动，反映香港 IPO 市场非常活跃。在全球流动性充裕，以及经济前景乐观提振投资情绪的情况下，IPO 市场可能保持活跃。因此，虽然港元贷存比率持续下降、银行体系总结余企稳在历史高位，以及美元利率维持在接近 0%的水平，这三项因素可能使港元利率继续在低位徘徊，但大型/热门 IPO 或金管局外汇基金票据的增发，仍可能限制港元利率的下行空间。总括而言，未来一年港元利率可能继续窄幅波动。例如，一个月港元拆息可能在 0.1%-0.3%区间内波动。同时，港元汇价可能在 7.75-7.80 区间内上落。

澳门方面，11 月入境旅客人数、酒店住客人数及酒店入住率皆持续下跌。12 月博彩业毛收入亦继续录得同比跌幅。这意味着澳门入境旅游业和博彩业的复苏仍然缓慢。展望 2021 年，若疫苗的推出支持国际旅游恢复整张，博彩业和旅游业可能获得更多增长动能。然而，博彩业的反弹未必十分强劲，因为工资增长前景不明朗可能遏抑中场博彩需求，而与反洗黑钱相关的政策风险则可能持续削弱贵宾厅博彩需求。总括而言，尽管我们预期 2021 年博彩业毛收入将为 2020 年水平的逾两倍，但可能与疫情爆发前的水平仍有一段距离。

大中华地区一周回顾

4 January 2021

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
纽约证券交易所 12 月 31 日宣布为了遵守特朗普政府禁止美国人投资军方背景的中国企业，中国三大电信运营商将被从纽交所摘牌。	- 笔者周末重新温故了美国前财长保尔森 2016 年的畅销书《与中国打交道》。该书有整整两章描述了保尔森作为投行高盛负责人时候如何在 1997 年帮助中国移动在香港和纽约上市融资以及 2000 年中石油的上市等。非常巧合的是，在三大电信公司之后，西方媒体传闻下一批进入退市清单的企业可能是油企。 - 中国电信 1997 年在香港和纽约的上市可以说是中国国企改革的一个重要里程碑。此次从纽约退市当然是有些遗憾的。不过除了情感的因素之外，对公司实际业务的影响可能并不大，毕竟美国 ADR 股份占总股本比重非常小，而三大电信公司在上市后也并没有在美国进一步融资。 - 此外，11 月 12 日以来，三大电信商的股价已经下滑超过 16%，远远弱于大盘。这也显示投资者已经在股价中反应了摘牌可能带来的供给上升的冲击。 - 短期内市场也将关注两个问题。第一，就是谁会成为下一个被摘牌的企业或者行业？第二，这些个体风险会否演变成系统性风险？鉴于拜登政府即将在两周后上任，市场可能将继续观望，相信市场不会急着下结论中美将进入金融脱钩。因此短期内系统性风险的可能性并不大。
经过将近 7 年的谈判，中国和欧盟在原则上达成了投资协定。不过该协议生效至少还需要 1 年时间。	2020 年 11 月区域全面经济伙伴关系协定达成以及 12 月最后一周英国脱欧后的英国与欧盟贸易协议批准以及此次的中欧投资协议达成显示虽然疫情后有很多地缘政治的噪音，但是多边主义依然是当前世界经济的主导。 - 此次的中欧协议也可能打乱拜登政府通过盟友对抗中国的安排。
中国外汇交易中心 2020 年底再度宣布调整人民币指数权重来反应最新的贸易关系。其中美元权重由原先的 21.59% 下调至 18.79%，而欧元权重则由 17.40% 上调至 18.15%。	这是 2017 年以来第三次权重调整。总体来看，权重年度调整将是未来一种新常态，从而更好反应中国与主要贸易伙伴国的关系。不过在市场对美元 2021 年延续跌幅的共识意味着新权重下，人民币指数可能较老权重下更高。
2020 年港元利率显著下跌，其中一个月港元拆息全年跌逾 240 个基点，主因是美联储大幅减息，推动大规模资金流入香港市场。	- 展望未来，由于美联储预期将维持利率不变直至 2023 年，香港流动性可能保持充裕。在此情况下，我们预期港元利率将在未来一段时间内继续低行。因此，随着 IPO 效应及年结效应消退，港元拆息可能由目前水平进一步回落，其中一个月港元拆息料重试近期低位 0.1%。 - 若港元利率出现明显的下行走势，我们将密切关注金管局会否因应市场需求，增发外汇基金票据。任何外汇基金票

大中华地区一周回顾

4 January 2021

	据的增发，叠加活跃新股集资活动及季节性因素可能限制港元利率和汇率的下行空间。 总括而言，未来一年，港元利率可能窄幅波动。例如，一个月港元拆息可能在 0.1%-0.3% 区间内波动。同时，港元汇率可能在 7.75—7.80 区间内波动。
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 12 月制造业采购经理人指数较 11 月小幅回落，由 52.1 下滑至 51.9。	供给和需求分类指数分别小幅回落。其中新订单和新出口订单分别较 11 月的 53.9 和 51.5 回落至 53.6 和 51.3，不过依然远远超过枯荣线 50。尽管小企业采购经理人指数再次回落至 50 以下，但是总体来看，中国制造业复苏之路并未被打断。采购价格指数大幅上涨至 68 显示中国生产者物价指数跌幅可能将继续收窄。
香港 11 月出口和进口按年分别反弹 5.6% 和 5.1%，均优于预期。	- 具体而言，输往中国内地、美国及整个亚洲的出口皆重拾升幅，按年分别增长 8%、1.5% 和 5.7%。这可能是因为年底假期前订单增多，同时中国经济持续复苏带动中国与其他地区贸易活动增强。另一方面，香港与台湾及越南的进出口皆录得双位数同比升幅。同时，「电动机械、仪器和用具及零件」和「办公室机器和自动资料处理仪器」的进出口亦持续增加。这意味着香港作为亚洲主要的电子产品转口港，继续在电子行业产业链转移的过程中受惠。 - 展望未来，我们预期出口和进口升幅将扩大，因基数较低，且发达国家经济可能随着疫苗面世而逐渐复苏。再者，随着中国与其他 14 个国家签署 RCEP，中长期内区域内的贸易活动可能持续增长。至于中国双循环发展策略亦将有助推动中国与其他地区的贸易活动。在此情况下，香港贸易和物流业可能持续扩张。我们预期 2021 年进口和出口将分别反弹 5% 左右。
11 月港元贷存比率进一步下跌至 2018 年 2 月以来最低的 82.7%，因港元贷款（按月跌 14%）的跌幅大于港元存款（按月减少 12.6%）。 - 撇除新股认购活动的影响，11 月份贷款与垫款总额按月下跌 1.0%，而存款总额则按月下跌 1.2%，因一些大型企业客户取回存款以偿还贷款。	12 月份，几只受欢迎的新股冻结了一些港元资金。这可能再度带动港元贷款和存款增长。展望 2021 年，我们预期新股集资活动将保持活跃，其衍生的港元需求可能支持港元贷款和存款继续上升。 - 然而，撇除新股认购活动的影响，本地贷款需求可能保持低迷，因为随着应对疫情的一次性纾困措施陆续完结，商业环境可能仍然严峻，而劳动力市场亦可能逐步转弱。另外，由于中国内地流动性相对充裕，在香港境外使用的贷款（11 月创四年来最慢按年增速 0.9%）亦可能相对疲软。

大中华地区一周回顾

4 January 2021

	相反，在全球流动性充裕，同时疫苗面世及美国推出新刺激方案提振投资情绪的情况下，香港整体存款可能保持稳健的同比升幅。 由于我们预期 2021 年港元贷款的增速较港元存款慢，港元贷存比率可能进一步下降。同时，港元活期和储蓄存款占总港元存款的比率（11 月维持在 2018 年 4 月以来最高水平附近）可能逐渐上升。总括而言，这意味着银行体系的融资成本可能保持较低水平，惟净息差亦可能继续受压。
香港 11 月人民币存款按年增加 15%或按月增加 5.6%至 7180 亿元人民币，创 2016 年 5 月以来最高。	- 近期人民币对美元窄幅波动。人民币稳定的走势及较高的利率，可能是人民币存款增长的主要原因之一。然而，短期内人民币存款的升幅料有限，因季节性因素及海外投资者对境内人民币资产的兴趣较高，可能使人民币资金由香港流向中国内地。 - 中长期而言，随着中港推出更多跨境投资计划，我们预期海外人民币流动性将进一步改善，而这对于人民币国际化而言亦至关重要。
澳门 12 月博彩业毛收入按年跌 65.8%，优于预期，惟 2020 年全年仍连续第二年录得跌幅，按年大跌 79.3%。	- 澳门 12 月起进一步放宽在中国内地外籍人士的入境限制措施。这加上低基数效应，支持 12 月赌收表现优于预期。不过，12 月澳门亦因部分地区包括香港疫情复燃而收紧对这些地区的旅游限制措施。这导致博彩业仅缓慢地复苏。 - 展望 2021 年，若疫苗面世有助控制疫情，同时支持国际旅游恢复正常，澳门博彩业或能够进一步获得增长动能。然而，博彩业的上升空间仍可能受限。一方面，全球工资增长前景转弱，可能拖累博彩业中场业务的复苏。另一方面，尽管政府否认将在澳门推行数码人民币，但与反洗钱相关的政策风险对博彩中介业带来重大打击，并可能继续对贵宾厅业务造成下行压力。总括而言，尽管我们预期 2021 年博彩业毛收入将为 2020 年水平的逾两倍，但可能与疫情爆发前的水平仍有一段距离。
澳门 9-11 月失业率维持在 2.9%的水平不变。然而，总劳动人口及总就业人口均按月减少 0.3%。	- 各个行业的就业情况亦各异。随着中澳放宽跨境旅游限制措施，澳门博彩业和入境旅游活动逐渐复苏，从而带动博彩及博彩中介业、批发及零售业，以及酒店业的就业人数分别按月反弹 1.3%、1.6%和 0.7%。然而，饮食业的就业人数按月下挫 5%，因疲弱的劳动力市场、不明朗的经济前景，以及感染病毒的担忧，令旅客及本地居民消费情绪难明显改善。另外，在没有太多项目兴建的情况下，建筑业的就业人数亦连续第二个月录得环比跌幅，按月减少 3%。 - 展望未来，由于市场普遍预期疫苗推出后，2021 年全球经

大中华地区一周回顾

4 January 2021

	济将有所复苏，同时国际旅游将恢复正常，在此情况下，澳门经济前景改善意味着当地失业率可能已经见顶，并可能于 2021 年逐渐回落。然而，由于受疫情冲击较大的服务业或仍需要一些时间才能完全恢复，整体失业率或不会在短时间内回到疫情爆发前 2%以下的水平。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
美元/人民币 2020 年收盘在 6.50 附近。	12 月以来，人民币表现弱于欧元。这也导致人民币指数一路下滑。新年以来，随着欧元权重在人民币指数中比重上升，人民币指数在新权重下可能会小幅上升。

大中华地区一周回顾

4 January 2021

Treasury Research & Strategy

OCBC Greater China Research

Tommy Xie

Xied@ocbc.com

Carie Li

Carierli@ocbcwk.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 Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, "Relevant Materials") to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a "Relevant Entity") in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) ("MiFID") and the EU's Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) ("MiFIR") (together referred to as "MiFID II"), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告所包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您的个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。

Co.Reg.no.:193200032W