

## 大中华地区一周回顾

11 January 2021

### 摘要

谢栋铭  
[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

李若凡  
[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.com)

在石家庄进入封城后，中国重新收紧疫情防控。中国卫健委官员建议春节不要回家。此外，对人口聚集的活动也将采取更多控制，不过目前没有细节中国政府将如何升级防疫措施。因此疫情对经济的影响尚不明确，具体影响将取决于中国疫情防控措施的升级。在目前这个阶段，我们认为对经济发展的影响将非常有限。

新年以来，中国银行间市场流动性非常宽裕。虽然中国央行上周通过公开市场操作净回收 4650 亿元。不过同业市场上存款类机构回购基准利率继续回落。近期人民币流动性的充裕部分可能受到春节前人民币季节性结汇需求的支持。中国 12 月外汇储备再次回到 3.2 万亿美元上方。近期有迹象显示外汇储备的上升可能不仅仅是估值效应的关系，而对人民币的需求显著上升。

如果出口商进一步结汇的话，那么这可能会导致银行间市场被动投放更多人民币，这也意味着中国央行可能被迫需要回收更多流动性。

对于人民币快速升值的担忧也使得央行进一步调整跨境资本流动的宏观审慎系数。从 12 月以来，央行已经连续三次调整跨境宏观审慎系数了。虽然每个调整影响并不大，但是如此高频率显示了一个目的，就是央行希望减缓人民币升值幅度。而背后的逻辑则是通过减少资本流入以及扩大资本流出渠道来重新平衡中国资本流动。

地缘政治方面，特朗普总统上周终于认输了。虽然他下周即将下野，但是其不可预测性的遗产可能会继续左右部分中国企业的命运。而上周纽约交易所就中国三家电信公司退市问题的反复也继续让市场感到困惑。

随着近期多变主义被屡次冲击，外国法律与措施的不当域外适用时有发生。中国商务部上周发布了《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》，旨在捍卫国家利益，避免或减轻对中国企业的不利影响。在拜登政府即将上台之前，中国推出新法，也向即将上任的美国新政府展示了中国的红线。

**香港方面**，11 月零售销售额按年跌 4%，为 2019 年 5 月以来最小跌幅。不过，大部分零售商的销售额继续录得较大跌幅。短期内，由于政府维持严格的防疫限制措施，零售业可能保持低迷。同样地，受到本地及海外疫情复燃得拖累，香港私营部门的 PMI 在 12 月跌至 8 个月低位 43.5 后，可能于短期内保持疲软。这强化了我们关于去年第四季经济继续收缩的预期。

## 大中华地区一周回顾

11 January 2021

从好的方面来看，如果疫苗的推出有效帮助香港控制疫情及重开边境，PMI 可能逐渐回升，并稳定在 45 的水平之上，而零售业亦可能重拾增长动能。不过，零售业的复苏步伐可能只是温和及渐进的，因政府推出的一次性纾困措施可能逐步完结，同时就业市场或需一段时间才能恢复。总括而言，我们预计零售销售额在 2020 年按年收缩约 24% 之后，今年将按年反弹约 15%。

地产市场方面，尽管商业物业及住宅物业均受疫情冲击，惟楼市的前景似乎相对明朗。我们预期 2021 年楼价将按年反弹约 5%。

最后，由于退市风险上升，过去一星期，三家在美上市的中国企业包括 Bilibili、汽车之家及百度相继传出计划在短时间内申请来港二次上市的消息。随着更多中概股来港二次上市，再加上一些大型 IPO 如快手即将进行招股，我们预计香港 IPO 市场将于今年保持活跃。这或限制港元利率和汇率的下行空间。

## 大中华地区一周回顾

11 January 2021

### 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>在石家庄进入封城后，中国重新收紧疫情防控。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国已经在石家庄完成第一轮大规模检测，检测超过 1000 万人，首批发现 354 个阳性案例。中国卫健委官员建议春节不要回家。此外，对人口聚集的活动也将采取更多控制，不过目前没有细节中国政府将如何升级防疫措施。因此疫情对经济的影响尚不明确，具体影响将取决于中国疫情防控措施的升级。在目前这个阶段，我们认为对经济发展的影响非常有限。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行上周通过公开市场操作净回收 4650 亿元。不过同业市场上存款类机构回购基准利率继续回落。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国新年以来，银行间市场流动性非常宽裕。这里即受到年底前流动性注入影响，也同样受到结汇需求上升支持。春节前季节性结汇需求叠加对美元进一步贬值担忧使得近期外汇占款可能会加速增加。</li> <li>如果出口商进一步结汇的话，那么这可能会为银行间市场投放更多人民币，这也意味着中国央行可能被迫需要回收更多流动性。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行在新年的工作会议上为今年设立了 10 大目标。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策除了保持灵活之外，货币政策也将更有针对性以及合理。这意味着中国货币政策未来方向可能是双向的。取决于整个宏观环境的变化。不过如我们在上周的周报中表示上半年中国央行可能并不着急调整政策方向。此外，人民币国际化也重新回归央行任务之一。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行和外管局上周继续就跨境资本流动的宏观审慎系数进行调节。包括将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5。此外，企业跨境融资宏观审慎调节参数则由 1.25 下调至 1。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>从 12 月以来，央行已经连续三次调整跨境宏观审慎系数了。虽然每个调整影响并不大，但是如此高频率对显示了一个目的就是央行希望减缓人民币升值幅度。而背后的逻辑则是通过减少资本流入以及扩大资本流出渠道来重新平衡中国资本。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国商务部发布了《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>随着近期多变主义经常被冲击，外国法律与措施的不当域外适用时有发生。此次商务部新发将帮助捍卫国家利益，避免或减轻对中国企业的不利影响。在拜登政府即将上台之前，中国推出新法，也向即将上任的美国新政府展示了中国的红线。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>过去一星期，三家在美上市的中国企业包括 Bilibili、汽车之家及百度相继传出计划在短时间内申请来港二次上市的消息。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>值得注意的是，纽约交易所上周表示正推进让中国三家电讯商退市的计划。另外，报道称美国官员正考虑禁止美国投资者投资阿里巴巴和腾讯。退市风险上升，或是推动中概股来港进行二次上市的关键原因。</li> <li>除此之外，吸引中概股来港上市的原因可能还包括以下几个。第一，对于企业尤其是科技公司而言，现金流增加有助业务增长。第二，若在港二次上市反应如阿里巴巴及京</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

11 January 2021

	<p>东商城股热烈，或有助减轻股东对于中美冲突影响公司前景的担忧。第三，二次上市或有助该公司的估值被上调。第四，在美上市的中国企业或希望在境外市场保持一定的知名度，以便为未来在海外拓展业务的可能性作准备。第五，对于其他受欢迎的交易所，港交所的优势主要在于改革后的上市规则利好高科技企业和生物科技企业。最后，若在港上市后股票被纳入港股通，这些中国企业或将受惠于境内投资者通过境外资产分散风险的庞大需求。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 总括而言，随着更多中概股来港二次上市，我们预计香港 IPO 市场将于今年保持活跃。这或限制港元利率和汇率的下行空间。</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 12 月外汇储备由 11 月的 3.1784 万亿美元上涨至 3.2165 万亿美元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 12 月外汇储备的增长受包括资本流入以及估值效应的支持。12 月美元在疫苗乐观情绪支持下继续加速贬值对外汇储备带来了估值效应的支持。今年前三个季度来自资产升值以及汇率波动带来的估值效应对外汇储备增长的贡献大约是 322 亿美元。</li> <li>▪ 2020 年多数时间外汇储备缓慢增长显示尽管人民币升值，并未转换成大量资本流入。不过 11 月以来，外汇储备增加有所加快以及国内流动性宽松显示结汇意愿可能有所上升。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2020 年 12 月香港私营部门 PMI 下降至去年 4 月以来最低的 43.5。其中，产量和新订单均录得去年 4 月以来的最大跌幅，同时，就业分项指数，以及来自中国内地的新业务，亦明显下跌。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 私营部门营商环境转差，主要归咎于第四波疫情爆发以及政府推出的防疫措施。此外，其他主要经济体疫情复燃，亦拖累香港的经济。由于香港政府延长现有的限制措施至 1 月 20 日，同时其他主要经济体亦维持封锁状态，香港私营部门的营商环境可能保持疲弱。因此，PMI 可能停留在收缩区间。这强化我们对 2020 年第四季香港 GDP 继续收缩的观点。</li> <li>▪ 从好的方面看，若有效的疫苗推出后，香港本地疫情逐渐受控，同时边境管制逐步取消，营商环境或有望改善。在此情况下，PMI 料不会进一步下跌至去年低点，反而可能逐步回升，并最终稳定在 45 的水平之上。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2020 年 11 月香港零售销售额按年下跌 4%，为 2019 年 5 月以来最小跌幅。</li> <li>▪ 上周，香港政府宣布将社交距离限制措施延长两星期至 1 月 20 日。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 跌幅收窄背后的主要原因包括低基数效应，以及耐用消费品销售额大幅上升（按年升 21.3%）。尽管如此，零售销售总额已连续下跌 22 个月。在本地消费方面，“服装、鞋类以及相关产品”的销售额跌幅进一步扩大，由 10 月份的</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

11 January 2021

	<p>-10.7%扩大至 11 月的-14.1%。同时，百货公司商品的销售额按年转跌 12.4%，意味着消费相关活动再次受到第四波疫情的影响。另一方面，珠宝和钟表（按年跌 16.1%）以及药品和化妆品（按年跌 34.8%）的销售额持续显著下降，因 11 月入境旅客人数连续第 10 个月录得超过 95%得同比跌幅，按年减少 99.8%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 短期内，由于政府维持严格的防疫限制措施，零售业可能保持低迷。不过，中期而言，若疫苗面世，帮助控制香港本地疫情，并推动国际旅游恢复正常，我们预期香港零售业可能重拾增长动能。不过，复苏的步伐可能只是温和及渐进的，因政府推出的一次性纾困措施可能逐步完结，同时就业市场亦可能需要一段时间才能恢复。总括而言，我们预计零售销售额在 2020 年按年收缩约 24%之后，今年将按年反弹约 15%。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 根据第一太平戴维斯报告，全球房地产服务商，2020 年第四季度商业物业的租金按季下降 5.1%，同时，在 2020 年整体按年下降 16.6%，创 2009 年以来的最急速下降。而甲级写字楼的空置率亦由 2019 年底的 4.7%上升至 2020 年底的 8.4%。</li> <li>▪ 中原工商铺（香港）的数据显示，2020 年工商物业的交易量按年下降约 13%，至约 4226 宗，为 2001 年以来的最少。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 一方面，受企业削减成本，以及在家工作安排的影响，港岛中心商业区的商业物业租金领跌，另一方面，为吸引需求，东九龙商业物业的业主大幅减租。这亦为租金带来下行压力。</li> <li>▪ 展望未来，疫苗相关的利好消息，令经济前景渐趋乐观。这加上低基数效应，可能支持今年商业物业租金出现低单位数升幅。不过，不少企业在工作安排方面出现结构性转变，商业物业的租金可能不会在短期内恢复到疫情爆发前水平。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2020 年 11 月香港的房屋价格指数录得三个月来首次同比跌幅，按年下降 1.3%。截至 12 月 27 日的当周，追踪二手房价的中原城市领先指数，与 2019 年底相比下滑了 1.1%，为 12 年来首次录得同比跌幅。此外，12 月房屋交易量按月大致持平，达 6067 宗。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 以上数据结合，反映房屋市场的回落可能源于疫情的反弹，因疫情爆发影响了投资气氛，并阻碍了经济活动。</li> <li>▪ 踏入 2021 年，我们预计以下几个利好因素，可能带动楼市反弹。首先，若疫苗的面世有助于控制疫情，楼市或会因压抑需求的释放而反弹。其次，由于美联储将维持利率于零附近不变，香港的借贷成本可能会保持在较低水平。第三，由于市场对经济前景的乐观预期带动股市上涨，这衍生的正面财富效应，可能提振投资需求。第四，由于疫情反复令本港的建筑活动受阻，加上政府撤回空置税的法案，未来房屋供应可能仅缓慢上升。换言之，楼市供求不平衡的情况可能持续。</li> <li>▪ 此外，楼市的复苏可能是不平衡的。具体而言，受惠于 2019 年首置按揭上限上调的政策，售价不高于 1,000 万港元的中小型单位，前景可能相对乐观。相反，较大型单位价格的上行空间可能会受到两个因素的限制。首先，因移</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

11 January 2021

民或现金流压力，部分业主可能大幅减价出售豪宅。其次，租金持续下滑（大型单位的租金连续第 14 个月下降）亦可能打击投资需求。

- 总括而言，2021 年我们预计房屋交易量将温和反弹，而整体房屋价格指数则将上涨大约 5%左右。同时，中小型单位价格可能会比大型单位价格增长得快。

### 人民币

#### 事件

- 人民币新的一年首个交易日保持了强劲的势能。美元/人民币跌破 6.50。尝试 6.40 未果，收盘回到 6.46 附近。

#### 华侨银行观点

- 随着中国央行调整跨境宏观审慎系数，旨在延缓人民币升值幅度，人民币回吐部分涨幅。近期系数调整有利于对冲春节前的季节性人民币需求，从而保障人民币不会出现超涨。

## 大中华地区一周回顾

11 January 2021

# Treasury Research & Strategy

## OCBC Greater China Research

Tommy Xie

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

Carie Li

[Carierli@ocbcwk.com](mailto: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士。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