

大中华地区一周回顾

6 September 2021

摘要：开放的态度和承诺不变

谢栋铭

Xied@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

尽管 8 月采购经理人数数据弱于预期，市场风险情绪并未受到很大影响。中国 8 月制造业采购经理人指数由 7 月的 50.4 回落至 50.1，略低于预期。非制造业采购经理人指数则由 53.3 大幅回落至 47.5。2020 年 3 月以来首次跌破枯荣线。

制造业采购经理人指数的回落主要受到需求放缓的影响。需求的回落主要受到三个因素包括洪水，中国碳中和的推广以及外需的走弱影响。

虽然 8 月制造业采购经理人指数略低于预期，企业对市场发展信心依然较为稳健，运营预期指数保持在 57.5 的高位，较 7 月的 57.8 小幅回落。

非制造业采购经理人指数的回落并不算意外。在中国清零政策的影响，7 月和 8 月初部分地区疫情爆发影响了出行，从而影响了服务业的活力。不过随着近期疫情得到控制，我们认为 9 月非制造业采购经理人指数将反弹。

中国领导层利用 2021 年中国国际服务贸易交易会向世界重申中国开放的态度和承诺。习近平主席在开幕式上表示在全国推进实施跨境服务贸易负面清单，同世界共享中国技术发展成果。

执行层面上，中国央行副行长和证监会副主席也分别表示将加大金融系统以及资本市场的开放。

不过上周美国气候特使克里的访华并没有太大的进展。中国方面认为气候合作也将取决于两国整体关系，而中国也将照着自己的路线图推进碳中和。

7 月尽管中国市场波动加剧，人民币债券外资持有量则持续上升。7 月中国国债和政策性银行债券外资持有量分别净流入 500 亿元和 245 亿元。此外，外资对地方政府债券兴趣也有所抬头，净流入 12.1 亿元。中国国债外资持有比重上升至历史新高的 10.63%。

金融稳定方面，中国 2021 年金融稳定报告显示受疫情影响，中国 2020 年宏观杠杆率大幅上升 23.5%至 279.4%。不过 2020 年四季度宏观杠杆率开始下滑，2021 年上半年宏观杠杆率保持稳定。此外，银行业压力测试显示 30 家大中型银行整体抗冲击能力较强。在轻度、中度和重度情况下，2022 年 30 家银行整体资本充足率将分别降至 13.6%，13.35%和 13.01%，整体高于 10.5%的监管要求。

大中华地区一周回顾

6 September 2021

香港方面，尽管 Delta 变种病毒的传播对外需带来冲击，但 8 月私营部门 PMI 上升至 2014 年 2 月以来最高的 53.3。这加强了我们关于本地需求将成为今年下半年经济主要增长动力的观点，因本地疫情持续受控，同时政府推出电子消费券。不过，在边境重开之前，经济复苏或仍然不均衡。7 月零售销售表现不如预期，且较 2019 年同期低 20.8%。这背后的部分原因可能是居民倾向在 8 月 1 日发放电子消费券之前延迟消费。若然如此，8 月零售销售可能有所反弹。而香港失业率跌幅超乎预期，亦可能为本地消费带来一些支持。然而，由于入境旅游业停滞（今年第三季通关的机会不大）及社交距离限制措施持续实施，零售业或继续与疫情爆发前的水平保持一段距离。

报道称南向债券通将在中国国庆节之前推出。由于可供投资的债券选择不多，且境内债券的利率较为吸引，初期经南向债券通净流入香港的资金规模可能较少。不过，如果未来南向债券通的可投资债券范围扩大，在境内投资者分散投资风险的需求较高的情况下，通过南向债券通购买境外债券的兴趣可能逐渐上升。这加上中国央行可能推出货币刺激措施（例如降准），同时深港通沪港通下的南向资金净流出情况有所缓和，意味着香港人民币存款（7 月按月减少 0.05% 至 8208 亿元人民币）可能反弹，并存在较大的上升空间。

澳门方面，8 月博彩业毛收入按月下跌 47.4% 至 44.4 亿澳门元，跌至去年 9 月澳门与中国内地通关以来的新低，主因是澳门出现本地确诊病例，同时中国疫情反扑。鉴于博彩业缓慢的复苏，我们进一步下调今年全年博彩业毛收入的增长预测，由同比增长约 90% 下调至按年增长约 70%。

大中华地区一周回顾

6 September 2021

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
中国 2021 年金融稳定报告显示中国 2020 年宏观杠杆率大幅上升 23.5%至 279.4%。	2020 年宏观杠杆率大幅上升很大程度受到了疫情下名义 GDP 增幅放缓的影响。不过央行的数据显示随着 2020 年下半年经济开始复苏，2020 年四季度宏观杠杆率开始下滑，2021 年上半年宏观杠杆率保持稳定。分类来看，企业、政府和居民部门宏观杠杆率不同程度上升。企业和政府部门杠杆率的上升主要与疫情期间政策支持有关。不过居民部门杠杆率的上升引起央行的关注。不过随着住房贷款以及个人消费贷款增长放缓，居民部门杠杆率增幅放缓，央行认为风险得到有效控制。 - 此外，银行业压力测试显示 30 家大中型银行整体抗冲击能力较强。在轻度、中度和重度情况下，2022 年 30 家银行整体资本充足率将分别降至 13.6%，13.35%和 13.01%，整体高于 10.5%的监管要求。不过个体抵御能力并不同，在不考虑 2.5%的储备资本要求下，重度情况下，2022 年有 3 家银行没有通过测试。
2021 年中国国际服务贸易交易会开幕，中国领导和监管层再次重申开放。	- 习近平主席在开幕式上表示“在全国推进实施跨境服务贸易负面清单，探索建设国家服务贸易创新发展示范区；我们将扩大合作空间，加大对共建“一带一路”国家服务业发展的支持，同世界共享中国技术发展成果” - 此外，中国央行副行长和证监会副主席也分别表示将加大金融系统以及资本市场的开放。
报道称南向债券通将在中国国庆节之前推出。初期可投资的债券将包括金管局债务工具中央结算系统（CMU）托管的港元及人民币债券。	由于可供投资的债券选择不多，且境内债券的利率较为吸引，初期经南向债券通净流入香港的资金规模可能较少。实际上，尽管去年 QDII 的额度有所扩大，但至今仍未试过被完全使用。当然，如果未来南向债券通的可投资债券范围扩大，在境内投资者分散投资风险的需求较高的情况下，通过南向债券通购买境外债券的兴趣可能逐渐上升。

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
- 中国 8 月制造业采购经理人指数由 7 月的 50.4 回落至 50.1，略低于预期。 - 非制造业采购经理人指数则由 53.3 大幅回落至 47.5。2020 年 3 月以来首次跌破枯荣线。	- 制造业采购经理人指数的回落主要受到需求放缓的影响。其中新订单指数由 50.9 下滑至 49.6，2020 年 3 月以来首次跌破 50。不过供给依然较为稳健，生产指数由 51 回落至 50.9。 - 需求的回落主要受到三个因素。首先，今年夏天洪水导致部分企业生产周期拉长，从而影响部分订单需求。其次，

大中华地区一周回顾

6 September 2021

	随着中国碳中和的推广，高耗能行业的订单需求出现较大回落。第三，外需也进一步回落。新出口订单由 47.7 进一步回落至 46.7。 - 有意思的是，中小企业的制造业采购经理人指数分别由 7 月的 50 和 47.8 反弹至 51.2 和 48.2。8 月制造业数据的放缓主要来自大型企业，大型企业的制造业采购经理人指数回落 1.4 至 50.3。不过鉴于小企业制造业采购经理人指数已经连续四个月在 50 以下，显示小企业面临的压力依然较大。 - 虽然 8 月制造业采购经理人指数略低于预期，企业对市场发展信心依然较为稳健，运营预期指数保持在 57.5 的高位，较 7 月的 57.8 小幅回落。 - 非制造业采购经理人指数的回落并不算意外。在中国清零政策的影响，7 月和 8 月初部分地区疫情爆发影响了出行，从而影响了服务业的活力。不过随着近期疫情得到控制，我们认为 9 月非制造业采购经理人指数将反弹。
7 月尽管中国市场波动加剧，人民币债券外资持有量则持续上升。	7 月中国国债和政策性银行债券外资持有量分别净流入 500 亿元和 245 亿元。此外，外资对地方政府债券也有所抬头，净流入 12.1 亿元。中国国债外资持有量上升至历史新高 10.63%。 - 不过外资对存单需求下降。7 月存单净流出 475 亿元。
香港 7 月零售销售按年增长 2.9%，远逊于预期，并且较 2019 年 7 月水平低 20.8%。	- 具体而言，食品、酒类饮品及烟草（按年上升 11.2%）、衣物、鞋类及有关制品（按年增加 30.6%）、电器及其他未分类耐用消费品（按年下跌 2.5%）、百货公司商品（按年减少 9.6%）、珠宝首饰、钟表及名贵礼物（按年增加 27.1%），以及药物及化妆品（按年增长 0.5%），分别较 2019 年 7 月水平低 79.8%、27%、8.3%、28.7%、41.9% 和 52.6%。这反映入境旅游业停滞及社交距离限制措施持续实施，这两个因素叠加，导致零售业仍远离疫情爆发前的水平。 - 然而，零售销售疲弱的表现，背后的部分原因亦可能是居民倾向在 8 月 1 日发放电子消费券之前延迟消费。若然如此，8 月零售销售可能有所反弹。而香港失业率跌幅超乎预期，亦可能为本地消费带来一些支持。 - 不过，由于第三季重开边境的可能性不大，同时 6、7 月零售销售额表现逊于预期，我们将今年全年零售销售增速的预期由 15% 左右下调至 10% 左右，前提是边境在第四季有有限的开放。假设边境保持关闭，今年零售销售增幅可能

大中华地区一周回顾

6 September 2021

▪ 港元贷存比率由 6 月的 84.2% 下跌至 7 月的 83.7%，因新股集资活动带来的影响消退后，港元贷款（按月跌 5.3%）跌幅大于港元存款（按月跌 4.9%）。 ▪ 受 IPO 效应消退的影响，港元活期及储蓄存款占港元总存款的比率由 6 月的 70.6% 回落至 7 月的 69.3%。	只有 6% 左右。 ▪ 2021 年总贷款（7 月按年增长 0.7%）可能录得单位数升幅。首先，贸易融资（7 月按年上升 17.7%）连升第三个月，并可能因强劲的贸易活动而保持稳健。其次，尽管基数效应有所减退，但在香港境内使用的贷款（撇除贸易融资）按年增长 0.5%。中期而言，本地贷款需求，尤其是住宅按揭贷款（7 月按年上升 26.6%）可能随着经济复苏而改善。虽然在香港境外使用的贷款连续第五个月下跌（7 月按年减少 1.4%），但随着美元流动性逐渐正常化，同时边境重开提振中国企业的海外并购活动，该类贷款可能反弹。 ▪ 7 月总存款继续录得稳健升幅，按年增长 3.1%。这带来的启示主要有两个。第一，本地贷款需求可能随着经济逐渐复苏而反弹。第二，受惠于充裕的全球流动性，尽管香港出现新一波移民潮，但资本流出的风险依然可控。然而，鉴于低基数效应，以及中国监管风波令投资者对香港股市态度转趋审慎，我们预期今年底总存款可能录得低单位数升幅。 ▪ 总括而言，虽说香港金管局增发外汇基金票据可能为港元拆息带来一些上升压力，但直至贷款重拾增长动能，同时美联储收紧货币政策令存款下跌之前，港元贷存比率可能维持在较低水平，从而限制港元利率的上升空间。
▪ 香港 7 月人民币存款按月减少 0.05% 至 8208 亿元人民币。	▪ 当月，12 个月期美元/离岸人民币远期掉期点大幅上升，反映境外人民币流动性相对紧张。这背后的原因主要包括 7 月中国内地企业集中缴税，深港通沪港通下的南向资金净流出创历史新高，以及中国境内债券市场持续录得资金净流入。 ▪ 从好的方面来看，8 月南向资金净流出有所缓和。另外，中国央行降准以减轻中小企的融资压力，同时通过逆回购注入流动性以满足短暂资金需求。这可能帮助改善了境内外人民币流动性。展望未来，我们预期人民币存款将有所增加。若新的互联互通投资机制开通，或推动资金由中国流入香港，同时为境外人民币市场增添流动性。
▪ 香港 8 月房屋成交量连升第 15 个月，按年增长 27%。然而，房屋成交量已连续第二个月录得环比跌幅，并跌至 1 月以来最低的 5546 宗。 ▪ 截至 8 月 22 日当周，另一个追踪二手市场楼价的 CCL 指数连跌第二周，并较 8 月初录得的历史	▪ 楼市回调，可能是因为股市动荡，以及 8 月 Delta 变种病毒在全球包括中国快速传播，令市场对经济前景感到担忧，从而打击投资情绪。 ▪ 从好的方面来看，随着中国疫情受控，市场对全球经济前景的担忧有所缓和。这加上中国政策风险的担忧降温，以

大中华地区一周回顾

6 September 2021

高位下跌 1%。	及美联储主席的审慎立场，支持了本地股市反弹。除此之外，一系列因素包括房屋租金上升、利率低位徘徊、就业市场显著改善，以及房屋供应有限的前景，或有助于带动楼市反弹。然而，在边境重开为本地经济带来新的增长动能，同时引入海外投资者之前，楼市强劲增长的可能性不大。 ▪ 总括而言，我们预期今年底楼价指数（2021 年 7 月较去年底增长 4.32%）将按年增长 5%。
▪ 澳门 8 月博彩业毛收入按年增长 234%，但按月下跌 47.4%至 44.4 亿澳门元，跌至去年 9 月澳门与中国内地通关以来的新低。	▪ 博彩业毛收入大幅下跌，背后的原因主要包括澳门出现本地确诊病例，同时中国疫情反扑。从好的方面来看，本地和中国内地的疫情皆已经受控，且澳门对中国内地旅客的入境限制措施已逐渐放宽。这可能支持博彩业反弹。然而，在疫情不确定性犹存，以及中国打击海外赌博（例如打压境外博彩相关旅游）的情况下，博彩业的复苏之路可能较为崎岖。鉴于博彩业缓慢的复苏，我们进一步下调今年全年博彩业毛收入的增长预测，由同比增长约 90%下调至按年增长约 70%。

大中华地区一周回顾

6 September 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