

大中华地区一周回顾

20 September 2021

摘要：关注溢出风险

谢栋铭
Xied@ocbc.com

李若凡
Carierli@ocbcwh.com

过去一周，市场情绪主要受来自中国方面数个负面新闻影响包括弱于预期的 8 月经济数据，对恒大债务危机溢出风险的担忧以及监管风暴等。

近期恒大股价一路下滑，上周市值跌至 330 亿港币附近。已经不足恒大资产负债表上显示的超过 3000 亿人民币净资产的十分之一。

恒大过去两周在公开场合明确“保交房”以及恒大财富理财产品“保兑付”。不过鉴于市场环境极具变化，目前保交房和保兑付似乎陷入了矛盾的状态。当然对于笔者来说，我们不会随便猜测公司未来的路径。此次的债务危机到底是一场流动性危机还是压垮骆驼的最后一根稻草？还需要时间来验证。

从宏观角度来看，下一阶段，我们最关注两点包括公司的表外债务以及其溢出效应，尤其是相关金融机构。随着市场拿出放大镜聚焦恒大，未来公司的表外债务或许将会陆陆续续呈现在投资者面前。其表外债务会否超过表内净资产的规模将成为市场关注的焦点。

此外，恒大作为东北某城商行最大股东，其是否会对金融机构产生溢出效应也将会成为未来关注的焦点。

虽然 8 月主要经济数据令市场失望，但是从细分来看，8 月数据并未改变目前围绕中国经济的主要四个叙述。包括第一，中国疫情“清零”政策势必将在短期内对经济带来冲击。第二，中国科技自足自立意味着更多高科技相关的投资。第三，近期东南亚疫情的恶化，使得产业链转移放缓甚至倒转，延长了中国出口强劲的表现。第四，基建投资可能成为 2022 年支持中国经济的重要支柱之一。

中国追求科技自足之路以及产业链转移放缓所带来对出口的支持将继续对冲近期局部疫情爆发以及芯片短缺带来的负面影响。

近期房地产市场的放缓令人关注。即使房地产拖累中国经济，笔者认为在共同富裕以及鼓励生育等政策引导下，中国政府可能不会轻易调整近期的地产调控方向。这或许会对中国经济带来下行压力。四季度中国经济以及 2022 年走势将很大程度取决于基建投资是否会加速来对冲地产失速。

香港方面，债券南向通将在 9 月 24 日推出。由于目前境内债券提供的回报，对于投资者而言可能较为吸引，且初期只有 41 间银行类金融机构，以及 QDII 和 RQDII 能够通过债券南向通投资境外债券，我们预期债券南向通吸纳的资金净流入未必十分强劲。即便如此，中国境内投资者仍可能希望持有境外资产以

大中华地区一周回顾

20 September 2021

分散投资风险。因此，我们预期投资者将对债券南向通展现出一些兴趣。展望未来，债券南向通将为境外人民币流动性提供新来源、为香港债券市场带来新一批投资者、提供新渠道以消化境内充裕的美元流动性，以及在长期内推动人民币国际化。

经济方面，6-8 月失业率跌至 4.7%，刷新 2020 年第一季以来新低。就受疫情打击严重的行业而言，失业率与疫情前水平仍存在一段距离，意味着在本地消费复苏的情况下，这些行业的失业率仍有进一步下跌的空间。从好的方面来看，香港行政长官林郑月娥表示正积极与内地讨论，在情况、条件许可下，逐步有序通关。然而，香港政府抗议专家顾问许树昌表示在疫苗接种率达到 80%-90% 之前，政府不会改变目前的“清零”政策。然而，截至 9 月 17 日，至少接种一剂疫苗的人口占比仅达到 58.1%。这意味着边境重开的门槛较高。因此，我们预期失业率的跌势将放缓，且短期内失业率可能维持在 4% 以上。

澳门方面，随着六个赌牌将在明年 6 月到期，澳门政府将于 9 月 15 日起就修改博彩法内容公开征求意见，咨询期达 45 天。接下来博彩法的修改意味着中国将加强对该行业的监管，从而打击洗黑钱活动、非法跨境资金外流，以及博彩中介人组织的海外赌博之旅。这可能导致贵宾厅业务进一步萎缩。由于博彩业对 GDP 和政府税收贡献较大，而经济多元发展仍然需时，若博彩业受压，澳门经济和就业市场短期内或难重返疫情之前水平。

大中华地区一周回顾

20 September 2021

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
债券南向通将在周五（9月24日）推出，每年总额度为5000亿元，每日额度为200亿元。41间银行类金融机构，以及QDII和RQDII均能够通过债券南向通投资境外债券。通过QDII和RQDII的跨境资金净流出额将不会被纳入“南向通”相关额度。	- 尽管投资者可以通过债券南向通投资所有币种的债券，惟外资对中国境内债券的浓厚兴趣，意味着目前境内债券提供的回报，对于投资者而言或较为吸引。另外，合资格的投资者并不多。因此，我们预期债券南向通吸纳的资金净流入未必十分强劲。即便如此，中国境内投资者仍可能愿意持有境外资产，因为比起寻求高回报，投资者亦可能希望分散投资风险。因此，我们预期投资者将对债券南向通展现出一些兴趣。若境外债券能够在境内回购市场作抵押物，或将进一步增添债券南向通的吸引力。 - 展望未来，债券南向通将为境外人民币流动性提供新来源，为香港债券市场（包括点心债市场）带来新一批投资者，以及推动中国境内投资者加强管理跨境资金流动及外汇风险的能力。 - 值得注意的是，使用人民币投资外币债券的境内投资者，可通过银行间外汇市场办理外汇资金兑换。这意味着债券南向通可能成为消化境内充裕美元流动性的新渠道，从而有助于减轻人民币的升值压力。总括而言，长期内，债券南向通将无疑有助于推动香港债券市场的发展，以及推动人民币国际化。
香港行政长官林郑月娥表示正积极与内地讨论，在情况、条件许可下，逐步有序通关，因香港本地的疫情控制得较好。然而，香港政府抗议专家顾问许树昌表示在疫苗接种率达到80%-90%之前，政府不会改变目前的“清零”政策。	然而，截至9月17日，至少接种一剂疫苗的人口占比仅达到58.1%。这意味着边境重开的门槛较高。边境限制措施持续实施，加强了我们关于今年下半年香港经济复苏将主要由本地需求和投资带动的观点。在此情况下，复苏的力度或不会十分强劲。因此，我们维持今年香港经济增长6%的预期。
香港贸发局研究总监关家明指出逾40%受访的港商预示圣诞销售额将下跌，因疫情反覆导致运输成本急升。尽管关家明预期下半年出口可能因高基数效应而下跌，但因上半年出口表现强劲，他维持今年全年出口按年增长15%的预测。	一些港商指出货柜价格上升4-10倍。这加上原材料供应短缺，导致厂商不太敢接单。从好的方面来看，鉴于香港出口保持稳健，以及贸易业前景改善的预期，厂商目前或不会裁员。我们亦预期今年进出口今年将录得双位数升幅。
随着六个赌牌将在明年6月到期，澳门政府将于9月15日起就修改博彩法内容公开征求意见，咨询期达45天。咨询议题主要有九个：1) 赌牌的批给数量；2) 批给的期限；3) 增加对承批公司监管的法律要求；4) 雇员保障；	自2014年以来，中国反贪腐行动对澳门博彩业带来沉重打击，伴随着贵宾厅收入占总博彩业收入的比重从2011年第二季录得的纪录高位74%下跌至2019年第三季的43.9%。近期疫情爆发令全球旅游停滞。同时，中国加强对跨境赌博的监管，令博彩中介人备受打击。因此，博彩业毛收入

大中华地区一周回顾

20 September 2021

5) 强化对承批公司、博彩中介人及合作人的审查机制；6) 引入政府代表；7) 推动非博彩元素的项目；8) 社会责任；9) 明确刑事责任及行政处罚制度。	进一步下跌，而贵宾厅收入占总博彩业收入的比重亦于今年第二季进一步下跌至纪录新低的 33.5%。 ▪ 接下来博彩法的修改意味着中国将加强对该行业的监管，从而打击洗黑钱活动、非法跨境资金外流，以及博彩中介人组织的海外赌博之旅。若博彩业受压，可能对经济展望带来四个启示。第一，即使边境全面及安全的重启，在贵宾厅显著萎缩的情况下，博彩业毛收入未必能够回到疫情之前每月 200 亿澳门元以上的水平。第二，由于经济多元发展依然需时，而博彩业对 GDP 带来的贡献超过 50%，澳门 GDP 亦可能需要一些时间才能回到疫情之前的水平。第三，由于博彩业是澳门最大雇主，劳动力市场可能需要一些时间才能全面恢复。最后，由于博彩业对澳门的税收贡献最多 80%，短期内澳门的财政状况或难改善。
▪ 澳门经济财政司司长李伟农表示横琴粤澳深度合作区将以人民币为交易货币，而当地将会是人民币在岸市场。	▪ 换言之，该区域与澳门之间的合作将成为跨境资金流动、融资、投资及投资等方面的先行试点。李伟农亦指出澳门将致力于发展境外债券市场。与此同时，广东政府在澳门发行债券的举措，亦可能有助于在澳门人民币债券市场建立基准收益率曲线。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 中国 8 月航空出行次数同比下滑 51.5%至 2241 万次。该数据仅为 2019 年 8 月的 36.6%。	▪ 8 月航空出行下滑主要受到疫情的影响。虽然近期数据显示中秋和国庆假期出行有回暖迹象。但是福建疫情的重新抬头再次对出行带来不确定因素。
▪ 中国 8 月经济主要指标普遍弱于市场预期。工业产出增幅由 7 月的 6.4%放缓至 5.3%。 ▪ 零售增幅则由 7 月的 8.5%大幅回落至 2.5%。 ▪ 固定资产投资与预期相仿，1-8 月同比增长 8.9%。	▪ 虽然 8 月主要经济数据令市场失望，但是从细分来看，8 月数据并未改变目前围绕中国经济的主要四个叙述。包括第一，中国疫情“清零”政策势必将在短期内对经济带来冲击。第二，中国科技自立自立意味着更多高科技相关的投资。第三，近期东南亚疫情的恶化，使得产业链转移放缓甚至倒转，延长了中国出口强劲的表现。第四，基建投资可能成为 2022 年支持中国经济的重要支柱之一。 ▪ 零售销售是 8 月数据中最弱的一个环节。零售销售两年平均增幅由 3.6%放缓至 1.5%。零售销售大幅回落主要受两个因素影响，包括餐饮销售以及汽车销售的回落。8 月餐饮销售同比回落 4.5%，较 7 月的增长 14.3%大幅回落。不过鉴于疫情带来的人员流动放缓的冲击，餐饮回调并非意外。 ▪ 投资方面，房地产投资和基建投资的放缓部分受到强劲的

大中华地区一周回顾

20 September 2021

	制造业投资的对冲。其中 1-8 月制造业投资同比增长 15.7%，两年平均增幅由 1-7 月的 3.1%，加快至 1-8 月的 3.3%。其中在科技自足的大背景下，高科技制造业两年平均增幅更是大涨 13.4%。此外，高科技制造业产出 8 月同比增长 18.3%，创下了 2018 年该数据公布以来的新高。中国的科技自足之路将帮助经济筑底。 ▪ 外需依然保持稳健。中国 8 月进出口贸易总额再创历史新高。受替代出口需求支持，来自西方发达国家的外需保持强劲。产出方面，8 月医药产品工业产出同比增长 32.9%，历史第二快增幅。此外，来自海外对电脑、通讯设备以及电子设备等需求也同样支持了这些行业的固定资产投资。 ▪ 8 月以来，尽管地方政府债券加速发行，但是基建投资继续放缓，1-8 月基建投资增幅由 1-7 月的 4.6% 放缓至 2.9%。两年平均来看，基建投资 1-8 月仅增长 0.2%。这显示了时滞效应。此外，对地方政府隐形债务的清理也影响了投资的情绪。不过鉴于未来 4 个月地方政府专项债发行频率翻倍。预计基建投资将会进一步加速。不过主要的支持可能体现在 2022 年上。 ▪ 不过目前中国经济也面临两个新的挑战，包括芯片短缺以及地产调控。 ▪ 近期马来西亚的疫情也显示了其对全球电子产业链的冲击。8 月中国工业产出的回落部分受芯片短缺影响。8 月汽车产出同比回落 12.6%。此外，中国 8 月汽车销售同比下滑 7.4%。 ▪ 8 月房地产投资继续放缓。所有房地产相关产业显示进一步放缓。8 月地产销售同比下滑 15.5%。购地也进一步放缓，同比回落 13.9%。地产商加快回款避免信用风险意味着未来地产投资将进一步放缓。这可能会对中国经济带来新的下行风险。
▪ 香港 6-8 月失业率连续第六个周期跌幅超乎预期，由前值 5% 进一步下跌至 4.7%，刷新 2020 年第一季以来新低。另外，就业不足率亦较前值下跌 0.2 个百分点至 2.4%。	▪ 按行业分析，建筑业和运输业得失业率跌幅最为显著，分别环比下跌 0.7 和 0.5 个百分点，主因是本地疫情持续受控，支持经济活动恢复正常。此外，受惠于电子消费券，零售业和住宿服务业的失业率分别环比下降 0.4 和 0.5 个百分点。然而，餐饮服务活动业的失业率自年初以来持续下跌后环比持平。就受疫情打击严重的行业而言，失业率与疫情前水平仍存在一段距离，意味着在本地消费复苏的情况下，这些行业的失业率仍有进一步下跌的空间。不过，在尚未通关的情况下，劳动力市场的复苏可能受限

大中华地区一周回顾

20 September 2021

	制。因此，我们预期失业率的跌势将放缓，且短期内失业率可能维持在 4%以上。
--	---------------------------------------

大中华地区一周回顾

20 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