

## 大中华地区一周回顾

25 January 2021

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

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

### 摘要：12月外汇供需失衡

2020年多数时间形成的境内市场外汇供需微妙平衡的状态在12月以出人意料的速度被打破。反应外汇供求关系的银行代客即远期结售汇（含期权）差额则创下969.95亿美元的历史新高。这是1-11月平均每月94亿美元差额的10倍。

客户结汇意愿由11月的62%大幅上升至12月的71%。而购汇意愿则由11月的65%下滑至12月的60%。

作为国际收支跨境资本流动方向的高频信号指标，银行代客即远期（含期权）结售汇与涉外外币收付差的残差创下新高493亿美元。这显示12月境内外汇供需出现失衡状态，从而形成人民币升值压力。

人民币12月需求大增也不仅仅是用季节性因素可以解释的。12月境内日均即期询价成交量大幅上涨至439亿美元，远超过平时的日均300亿美元左右的量。这可能引起监管对人民币需求的结构性变化的担忧。

从事后诸葛亮的角度来看，12月的结售汇数据解释了为什么央行近期高频率推出政策微调宏观审慎系数从而鼓励流出，限制流入。

尽管人民币自2020年下半年开始快速升值，但是央行口径下的外汇占款却持续下滑。2020年全年，央行外汇占款回落7570亿元。这也显示了央行已经退出了日间干预。鉴于央行货币政策更为独立，不受跨境资本流动性影响，笔者认为近期资本流入对中国基础货币投放并未带来太多影响。

此外，中国在农历新年假期前推出了更多疫情管控政策。政府预期今年春运人口将比2019年少40%，尽管可能比2020年要高出10%。

近期新一轮疫情对经济的影响可能是把双刃剑。虽然，部分地区人员流动管控升级可能会影响假期消费前景，但是由于在中国外贸企业订单强劲的大环境中，农民工滞留城市可能使得部分企业开工早于往年，从而支持中国工业活动的复苏。

今天市场也将关注习近平主席在网上达沃斯世界经济论坛中关于如何重新构建全球互信主题的演讲。

**香港方面**，受惠于持续涌入的北水，上周恒生指数一度创2019年5月以来新高。展望未来，我们预期北水将继续流入香港股市，因境内投资情绪高涨、资金大幅流入境内公募基金、港股估值较吸引，以及投资者对中概股、中国传统

## 大中华地区一周回顾

25 January 2021

大型企业及新经济企业的股票兴趣浓厚。若南向资金净流入持续，港元流动性可能保持充裕，从而使港元利率继续在低位徘徊，同时支持港汇继续在靠近强方兑换保证水平的位置交易。

有别于炽热的股市，实体经济持续出现疲软的信号，其中最新公布的 2020 年第四季失业率上升至 16 年最高的 6.6%。展望未来，由于严格的社交距离措施仍然生效，同时对于感染新冠病毒的担忧持续影响正常经济活动，受疫情冲击最严重的行业前景或保持低迷。这意味着劳动力市场可能继续受压。因此，政府力求在控制疫情、救助经济，以及坚守财政纪律之间找到平衡。总括而言，由于政府可能推出有针对性的措施，及逐渐放宽社会距离措施，以重振经济，我们预计失业率可能在未来数月内于 7% 以上的水平见顶，并可能随着疫苗的推出及经济的复苏而逐渐回落。

**澳门方面**，去年 12 月入境旅客人数的按月升幅进一步收窄。由于疫苗接种的进度较缓慢，且许多国家/地区仍维持封锁措施，国际旅游可能难在短时间内恢复正常。因此，我们担忧今年第一季甚至上半年澳门旅游业将依旧疲软。

## 大中华地区一周回顾

25 January 2021

### 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国在农历新年假期前推出了更多疫情管控政策。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对于返回农村地区的返乡人员，需要进行 14 天居家健康监测。以及多次核酸检测。更为严厉的返乡政策将使得更多外出务工人员选择留在城市过年。政府预期今年春运人口将比 2019 年少 40%，尽管可能比 2020 年要高出 10%。</li> <li>鉴于目前中国多地依然有社区病例爆发，不排除中国政府可能推出更严格的措施。至于近期新一轮疫情对经济的影响可能是把双刃剑。虽然，部分地区人员流动管控可能会影响假期消费前景，但是由于在中国外贸企业订单强劲的大环境中，农民工滞留城市可能使得部分企业开工早于往年，从而支持中国工业活动的复苏。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>1 月 21 日，恒生指数创 2019 年 5 月以来新高。另外，1 月 19 日，香港股市成交量创历史新高，其中 32.9% 的成交来自港股通。</li> <li>上周五，港交所宣布合格的上海证券交易所科创板股票，及其相对应的 H 股将于 2021 年 2 月 1 日起纳入沪深港通股票范围。另外，就深圳证券交易所上市的 A 股而言，其相对应的 H 股也将在 2021 年 2 月 1 日起正式纳入港股通股票范围。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>展望未来，我们预期以下数项因素可能推动北水继续流入香港股市。第一，中国经济稳步复苏，加上拜登政府下中美冲突逐步缓和的憧憬，令境内投资气氛持续高涨。第二，资金持续流入境内公募基金，例如最近一只新基金的认购金额更创纪录新高（逾 2,000 亿人民币）。而此类基金投资港股的上限多数为股票资产的 50%。此外，其他境内机构投资者如私募基金、保险和养老金等亦可能跟随公募基金的脚步投资港股。第三，恒生指数的市盈率远低于大部分主要股指。另外，恒生 AH 股溢价指数虽有所回落，但仍远高于五年平均水平。这反映港股估值较为吸引。第四，多只中概股已部署回流港股市场，同时还有不少新经济企业计划在香港上市。这些企业随后还可能被纳入港股通，从而使港股市场成为境内投资者接触 A 股稀缺板块的主要途径之一。因此，港股吸引力进一步上升。</li> <li>不过，我们仍担忧几个不确定因素可能影响资金流动。首先，拜登政府下的中美关系将如何转变仍属未知。其次，随着境内投资者在港股市场的参与度上升，中国潜在的政策风险对港股的影响力或逐渐增强。</li> <li>总括而言，若南向资金净流入能够持续，港元流动性料将保持充裕，从而使港元利率继续在低位徘徊，同时支持港汇继续在靠近强方兑换保证水平的位置交易。</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 月银行结售汇顺差大幅扩大至 666 亿美</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020 年多数时间形成的境内市场外汇供需微妙平衡在 12</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

25 January 2021

<p>元。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>此外，反应外汇供求关系的银行代客即远期结售汇（含期权）差额则创下 969.95 亿美元的历史新高。</li> <li>客户结汇意愿由 11 月的 62% 大幅上升至 12 月的 71%。而购汇意愿则由 11 月的 65% 下滑至 12 月的 60%。</li> </ul>	<p>月以出人意料的速度被打破。从事后诸葛亮的角度来看，12 月的结售汇数据解释了为什么央行近期高频率推出政策微调宏观审慎系数从而鼓励流出，限制流入。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>12 月含期权在内的代客即远期差额创下 969.95 亿美元新高，这是 1-11 月平均每月 94 亿美元差额的 10 倍。</li> <li>如果我们结合跨境收付数据一起看的话，这显示中国资本流动方向出现了非常大的变化。其中作为国际收支跨境资本流动方向的高频信号指标，银行代客即远期（含期权）结售汇与涉外外币收付差的残差创下新高 493 亿美元。这显示 12 月境内外汇供需出现失衡状态，从而形成人民币升值压力。</li> <li>人民币 12 月需求大增也不仅仅只是用季节性因素可以解释的。12 月境内日均即期询价成交量大幅上涨至 439 亿美元，远超过平时的日均 300 亿美元左右的量。这可能引起监管对人民币需求的结构性变化的担忧。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国央行外汇占款 12 月意外大幅下滑 328.7 亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>尽管人民币自 2020 年下半年开始快速升值，但是央行口径下的外汇占款却持续下滑。2020 年全年，央行外汇占款回落 7570 亿元。这也显示了央行已经退出了日间干预。鉴于央行货币政策更为独立，不受跨境资本流动性，笔者认为近期资本流入对中国基础货币投放并未带来太多影响。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港去年第四季失业率反弹至 16 年来最高的 6.6%。虽然总劳动人口与上期数值大致相若，但总就业人数较 9-11 月减少了 0.1%。</li> <li>随着本地疫情再度恶化，香港政府延迟社交距离措施一个星期至 1 月 27 日，并于上周五宣布加强“须检必检”的力度，以及限制九龙佐敦“受限区域”内的人士必须留家强制检测，目标在 48 小时内完成检测。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在各大主要行业当中，消费和旅游相关行业的失业率升幅最大，由 9-11 月的 10.1% 上升至 10.6%。紧接着的是运输业的失业率，环比上升 0.2 个百分点。就业市场转弱，主要是因为保就业计划在 11 月到期，同时本地于 11 月底开始爆发第四波疫情，以及政府加强社交距离措施。</li> <li>展望未来，由于严格的社交距离措施仍然生效，同时对于感染新冠病毒的担忧持续影响正常经济活动，受疫情冲击最严重的行业前景或保持低迷。这意味着劳动力市场可能继续受压。有鉴于此，政府正力求在控制疫情、救助经济，以及坚守财政纪律之间找到平衡。首先，若本地新冠确诊案例持续下降，政府计划逐渐放宽社交距离措施。其次，政府宣布预留 27.9 亿港元以拯救海洋公园，并延长早前批予海洋公园的贷款还款期至 2059 年。第三，就 2021/22 预算案而言，行政长官林郑月娥指香港目前难以实行失业援助金计划，不过可能会考虑降低“在职家庭津贴”的门槛。</li> <li>总括而言，我们预计失业率可能在未来数月内于 7% 以上的水平见顶，并可能随着疫苗的推出及经济的复苏而逐渐回</li> </ul>

## 大中华地区一周回顾

25 January 2021

<ul style="list-style-type: none"> <li>澳门去年 12 月入境旅客人数连跌第 14 个月，按年减少 78.6%，而按月的升幅亦由 11 月的 9.3% 进一步收窄至 12 月的 3.6%。尽管澳门去年 12 月放宽对来自中国内地的外国人之旅游限制措施，惟来自中国内地的旅客人数仅按月增加 3.1%。</li> </ul>	<p>落。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门旅游业复苏十分缓慢的原因可能有两个。第一，对感染新冠病毒的担忧、疲软的劳动力市场，以及对检测的抗拒，可能导致内地旅客不太倾向于跨境旅游。第二，澳门加强了对一些疫情复燃国家/地区包括香港的旅游限制措施。</li> <li>展望未来，由于疫苗接种的进度较缓慢，且许多国家/地区仍维持封锁措施，国际旅游可能难在短时间内恢复正常。因此，我们担忧今年第一季甚至上半年澳门旅游业将依旧疲软。在此情况下，旅游相关行业、零售业及博彩业亦可能保持低迷，从而拖慢澳门就业市场及整体经济的复苏步伐。</li> </ul>
---	--

### 人民币

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>上周人民币表现弱于美元，美元/人民币在 6.45-6.50 区间内窄幅波动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市场继续消化近期宏观审慎系数调整对人民币可能形成的影响。此外，近期疫情的重新抬头也可能限制人民币的升幅。</li> </ul>



## 大中华地区一周回顾

25 January 2021

# Treasury Research & Strategy

## OCBC Greater China Research

Tommy Xie

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

Carie Li

[Carierli@ocbc.com](mailto:Carierli@ocbc.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。虽然此报告中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