

摘要

2014 年以来，中国第六次宣布定向降准。与过往 5 次定向降准不同的是，此次定向降准有三个特点，这也将货币政策作为工具支持结构性改革提高到了新的高度。首先这是央行首次宣布远期降准。新的准备金率仅在 2018 年开始。第二，通过对普惠金融的定义，使得定向降准更为标准化。第三，新的定向降准将会替代过去的定向政策。根据央行的估计，多数金融机构符合定向降准标准。因此，从某种程度说，此次定向降准和全面降准的效果相一致，这可能会注入 6000-7000 亿流动性。但是由于新的定向降准将会替代过往各项定向降准，实际的净注入可能会低于全面降准，预计在 3000-4000 亿元。

从影响来看，我们认为此次定向降准有两点值得思考。第一，这次并不是全面宽松，而是结构性宽松，有助于改善中小金融机构的融资压力。第二，笔者认为此次定向降准并不是货币政策的转向。此次降准的巧妙更像是设计巧妙的胡萝卜来支持改革。未来央行可能还是会继续使用大棒加胡萝卜政策来管理流动性。一手挥舞公开市场的大棒控制流动性，另一手挥舞定向降准的胡萝卜奖励贷款政策与国家改革政策一致的金融机构。

香港方面，资金吃紧导致港元和美元拆息差距收窄，继而带动港元轻微反弹。然而，我们认为黄金周过后，香港资金紧张的情况将有所改善，因此息差将再度扩大，同时港元也将应声回落。不过，港元的贬值风险可能较过去几个月有所缓和，因为近期人民币转弱令投资者减少沽港元买人民币的交易。有鉴于此，我们认为未来几个月境外人民币存款的反弹力度可能有所减弱。另一方面，随着 8 月份楼价指数增速进一步放缓至 17.95%，同月新批核的住宅按揭贷款连跌第二个月。此外，在香港以外使用的贷款升幅有所收窄。境内资金面吃紧的情况改善、资金外流压力缓和，以及境外并购或者购买土地的行为遭限制，导致国内企业的海外贷款需求应声回落。整体而言，我们预计香港总贷款增速在未来几个月稍微放缓。澳门方面，媒体报道指出黄金周期间，即使房价有所上调，酒店依然将近爆满。有鉴于此，我们预计 10 月赌收升幅将显著扩大。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 中国央行周六在国务院周三宣布定向降准后公布了细节。定向降准对中国投资者来说并不陌生。自 2014 年以来，央行已经 5 次宣布定向降准包括 2014 年 2 次和 2015 年 3 次。之前的定向降准主要旨在支持三农和小微企业贷款。而此次定向降准的受众明显扩大至普惠金融，除了三农和小微之外，对双创企业的支持也将被纳入普惠金融中。 - 此次定向降准也分为两档。对过去一年普惠金融存量活着流量占比达到 1.5% 的企业将实行定向降准 50 个基点。而如果该比重超过 10% 的话，则将继续获得额外 1% 的定向降准。	- 与过往 5 次定向降准不同的是，此次定向降准有三个特点，这也将货币政策作为工具支持结构性改革提高到了新的高度。 - 首先这是央行首次宣布远期降准。新的准备金率仅在 2018 年开始。远期降准准备后的出发点可能有两个。首先，这三个月的窗口可能会给与那些暂时还不满足降准条件的金融机构时间来扩大对普惠金融支持，从而推动结构性融资改革。第二，2015 年以来，央行的流动性管理主要通过 MLF 等主动性资产管理为主。而此次再次降准，央行也可能需要时间来平衡流动性政策，从而维持稳健货币政策基调不变。 - 第二，通过对普惠金融的定义，使得定向降准更为标准化。过去三年来的 5 次定向降准后使得市场对目前各家金融机构准备金水平感到困惑。此次重新标准化有利于使得定向降准更为透明更为针对性地支持中国的金融改革。 - 第三，新的定向降准将会替代过去的定向政策。对那些在过去两年已经受益于定向降准的金融机构可能并不一定能

	继续受益于定向降准。 ▪ 那此次定向降准将会注入多少流动性呢？根据央行的估计，几乎所有大型银行，90%的城商行以及 95%的农商行符合定向降准标准。因此，从某种程度说，此次定向降准和全面降准的效果相一致，这可能会注入 6000-7000 亿流动性。但是由于新的定向降准将会替代过往各项定向降准，实际的净注入可能会低于全面降准，预计在 3000-4000 亿元。 ▪ 从影响来看，我们认为此次定向降准有两点值得思考。第一，这次并不是全面宽松，而是结构性宽松，有助于改善中小金融机构的融资压力。2015 年以来，央行流动性管理偏向主动资产端管理，但是多数中小金融机构由于无法直接从央行获得资金，只能通过同业市场获得资金。从而导致 NCD 等快速发展。第二，笔者认为此次定向降准并不是货币政策的转向。此次降准的巧妙更像是设计巧妙的胡萝卜来支持改革。未来央行可能还是会继续使用大棒加胡萝卜政策来管理流动性。一手挥舞公开市场的大棒控制流动性，另一手挥舞定向降准的胡萝卜奖励贷款政策与国家改革政策一致的金融机构。
▪ 港元一个月拆息屡创 2 月份以来的最高水平，并于 9 月 28 日达到 0.558%。金管局 9 月 26 日发行外汇基金票据、众安招股、季末效应，以及美联储年内加息的预期升温，这几个因素叠加导致流动性趋紧。因此，9 月 28 日，一个月港元拆息和美元拆息的差距由 9 月 15 日的高位 81.87 个基点收窄至 67.62 个基点，为 5 月份以来最低水平。息差收窄使港元应声反弹。	▪ 然而，港元拆息的反弹未必可持续，原因包括以下三个。第一，众安招股的影响及季末效应将在短期内消退。第二，尽管美联储准备 10 月开始缩表，但缩表初期规模十分小，并不至于引起全球市场震荡，因此也不会使港元拆息急速上升。第三，资金持续流入港股市场，9 月深港通和沪港通南下资金净流入累计逾 130 亿元人民币。因此，我们预计十一黄金周过后，美元和港元息差料再次扩大，并使港元回落。 ▪ 不过，港元的贬值压力较过去几个月已有所缓和。一方面，市场担忧金管局可能继续增发外汇基金票据，以引导港元利率逐步上升。同时，美联储未来稳步加息的计划也可能促使港元利率上扬。因此，投资者对于沽空港元的交易变得谨慎。另一方面，人民币转弱令投资者沽港元买人民币的交易有所减少。整体而言，我们预计美元兑港元可能在 7.80-7.82 区间双向波动。
	▪ 不过，第二轮外汇基金票据发行后，银行体系的总结余仍将保持在 1800 亿港元的较高水平。因此，在众安招股结束及季末效应减退后，港元拆息料有所回落。这将再度推高美元和港元保持较大息差的预期，并支持投资者逢高卖出港元。金管局副总裁余伟文也表示“利差可能导致美元最终走弱至 7.85。”有鉴于此，金管局短期内可能继续发

	行外汇基金票据（金管局副总裁余伟文也暗示增发可能），并支持美元兑港元在 7.8250 之前找到强劲阻力。不过，金管局进一步收水或只会导致港元拆息温和上扬。 ▪ 港元拆息能否快速赶上美元拆息仍将取决于美联储的加息步伐。如果美联储今年 12 月加息，我们预计三个月港元拆息将于年末达到约 1%。若美联储如点阵图所示于明年加息三次及扩大缩表规模，资金可能逐渐流出香港。这意味着港元拆息中期内将进一步上扬。而息差收窄则可能减轻港元的下行压力。 ▪ 其他方面，由于市场早已预料到标普会继穆迪之后下调中国及香港主权评级，港元和港股料不会就此消息作出太大反应。
--	---

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
▪ 中国 9 月制造业意外由 8 月的 51.7 扩张至 52.4。不过财新制造业指数则回落 0.6 至 51。	▪ 中采和财新制造业指数的分歧可能与样本不同有关。分类来看，官方制造业指数中需求继续好转，新订单和新出口订单分别由 53.1 和 50.4 上升至 54.8 和 51.3。此外，产出也同样上升至 54.7。不过随着近期环保政策加码，产出指数的上升并不一定会传导至工业产出的上升。 ▪ 价格方面，原材料进口价格指数进一步上升，由 65.3 上升至 68.4。这也暗示着 9 月生产者物价指数可能会继续保持在 6% 的高点。
▪ 在融资成本持续低行，以及全球经济复苏支持企业信心上涨的背景下，香港 8 月总贷款和垫款继续按年大幅增长 15.7%。贸易业表现稳健，带动贸易融资按年续升 4.7%。其他在香港使用的贷款也同比增长 16.2%。然而，由于全球经济前景充满不确定性，而地缘政治风险亦未消散，同时美联储不断收紧政策，我们认为过热的资产市场存在回调风险。若资产市场回落，可能打击与财务及金融有关公司的融资需求。另外，随着楼市降温（8 月楼价指数同比升幅进一步收窄至 17.95%），新批核的住宅按揭贷款连跌两个月，按月减少 10.7%。	▪ 另一方面，在香港以外使用的贷款按年增速放慢至 17.1%。境内国债收益率平均值有所下降，意味着资金面吃紧的情况有所改善，这减小了国内企业海外贷款的动力。另外，由于资金外流的压力有所缓和，中国当局不再积极鼓励国内企业通过海外贷款增加资本流入。再者，近期内地企业在境外并购或者购买土地的行为遭限制，因此与之相关的海外贷款需求也应声回落。整体而言，我们预计香港总贷款增速在未来几个月稍微放缓。
▪ 受惠于人民币前景的改善，香港 8 月人民币存款（5327.5 亿元人民币）的跌幅进一步收窄至 18.4%。	▪ 不过，随着近期美元大范围反弹，加上中国央行释放其不乐见人民币快速升值的讯号，人民币近期有所回落。这可能放缓离岸人民币存款的反弹步伐。不过，我们相信短期内人民币双向波动比单向贬值的可能性大。因此，离岸人

香港 8 月贸易业保持稳健表现。具体而言，出口同比涨幅由 7 月的 7.3% 扩大至 7.4%。对中国内地的出口按年上涨 10.8%，而对其他亚洲国家包括日本、印度、台湾和越南的出口也分别按年上升 11.4%、5.1%、23.6% 和 5.7%。	民币资金池收缩至年初低位的风险较小。 亮丽数据反映出亚洲国家的强劲需求持续为香港出口带来支撑。而在众多出口商品中，电动机械、仪器和用具及零件的需求较为旺盛，出口额按年上升 11%。相反，对美国的出口连跌两个月，同比跌幅达 5.5%。这印证了我们对美国经济增长可持续性 & 中美贸易摩擦的担忧。另一方面，商品价格上涨及港元走弱，支持进口增速加快至 7.7%。因此，贸易逆差扩大至 355 亿港元。展望未来，西方经济增速放缓及中美贸易关系等因素仍可能对香港贸易业带来冲击，但短期内与圣诞节相关的旺盛外需料将带动出口进一步上升。
澳门 6-8 月失业率保持在 2% 水平不变。劳动力供应短缺叠加服务业劳动力需求强劲，成为澳门就业市场持续紧俏的主要原因。	当然，各个主要行业的就业情况依然十分波动。一方面，由于大型娱乐项目逐一落成，建筑业的就业人数按月进一步减少 3.1%。另一方面，未来几个月新项目的落成，将促使博彩业（就业人数按月增加 1.2%）、零售业（就业人数按月减少 3.2%）及酒店和餐厅行业（就业人数按月下降 1.2%）增加就业机会。随着未来几年新一波大型娱乐项目计划开张，劳动力需求料进一步上升，并支持就业市场保持紧俏，同时失业率可能在 2% 的低水平徘徊。稳健的劳动力市场及经济复苏，或鼓励雇主加薪，继而为居民消费带来进一步支撑。

人民币	
事件	华侨银行观点
受美元全球反弹的影响，人民币延续了对美元的跌幅。不过，随着人民币中间价连续 5 个交易日强于预期，人民币指数基本走稳。	上周中国启用逆周期因子调节，试图减缓人民币贬值的速度。人民币中间价连续 5 个交易日高于预期显示中国政府对目前贬值幅度的担忧。我们认为随着 19 大的临近，中国可能希望将人民币维持在 6.40-6.70 区间内双向波动。

OCBC Greater China research**Tommy Xie**Xied@ocbc.com**Carie Li**Carierli@ocbcwh.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 and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.

Co.Reg.no.:193200032W