

摘要

中国债券市场上周末能对黄金周前的定向降准做出积极回应，尽管股市受到支撑上升。债券投资者和股票投资者对定向降准的不同解读主要来源于流动性。中国央行在黄金周后首个交易日不续作假期内到期的 1800 亿逆回购显示大棒加胡萝卜的流动性调控方式不变。

境外投资者密切关注的中共 19 大即将于 18 日至 24 日举行。不过对于投资者来说，有一点需要牢记的就是 19 大是政治事件，不是宣布经济政策的平台，但是各部委对改革的表态依然值得关注。央行行长周小川上周在财经杂志的采访中首次谈到了中国经济对外开放的三驾马车，包括经贸对外开放，汇率机制改革以及减少汇率干预。并表示将在合适的窗口进一步推进改革。中国银监会也重申把主动防范化解金融风险放在更加重要的位置。

经济方面，受强劲的进口影响，8 月贸易顺差缩窄至 285 亿美元。9 月电子元件的进口加速至 18.4%，创下半年高点。如果和新加坡和马来西亚电子产品出口一起来看的话，显示亚洲电子产品供应链收益于全球经济的复苏，这可能将继续支持亚洲的出口前景。中国 9 月金融数据好于市场预期。其中最值得关注的是表外融资的反弹，近期房地产紧缩政策使得部分融资需求回归表外。但是无论如何，9 月金融数据显示经济活力依然旺盛。

汇率方面，市场普遍相信，随着 19 大的临近，稳定是关键词。确实对多数人民币资产来说，稳定是游戏的规则。但是对于人民币来说，游戏规则或许正在发生变化。相对于稳定，双向波动可能是政府更希望看到的。近期人民币上下的波动也将继续帮助市场形成对人民币双向波动的预期。外汇存款连续第二个月回落也是人民币双向波动预期渐渐形成的另一个证据。

香港方面，从行政长官林郑月娥发表的首份施政报告可见，新政府将重点发展创新科技业。具体而言，政府提议以增加投资、减税及利用大湾区高科技行业优势的方式，大力支持香港创新科技业的发展。在此情况下，我们期待看到更多香港与大湾区内其他城市在高科技方面的交流和合作。而政府提议的利得税两级制也有助于吸引大湾区的中小型企业来港发展业务。当然，新税制更重要的作用可能是鼓励本土中小型企业及初创企业增加支出，继而支持经济增长。至于房屋问题，施政报告并没有透露太多关于“港人首置上车盘”计划的细节，而当中提到的约 1000 个单位供应估计也要等到两年后才会推出。供应稀缺意味着新计划对私人楼市的影响有限。反倒是明年年底新增 4000 个绿置居单位及白居二恒常化的提议，有可能促使部分居民放弃追高购买中小型私人房屋的计划。因此，我们认为 2017 年剩余的几个月内楼市（特别是二手市场）可能继续降温。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国债券市场上周末能对黄金周前的定向降准做出积极回应，尽管股市受到支撑上升。	债券投资者和股票投资者对定向降准的不同解读主要来源于流动性。中国央行在黄金周后首个交易日不续作假期内到期的 1800 亿逆回购显示大棒加胡萝卜的流动性调控方式不变。对流动性的担忧直到上周五才有所好转，央行上周五宣布将进行 4980 亿元 MLF，超过 10 月到期的 4395 亿 MLF。
央行行长周小川上周在财经杂志的采访中首次谈到了中国经济对外开放的三驾马车，包括经贸对外开放，汇率机制改革以及减少汇率干预。并表示将在合适的窗口进一步推进	他的改革言论也显示 2015 年以来中国资本管制加码只是暂时的措施，随着改革窗口重新打开，未来中国央行还是会进一步推进包括汇率体制以及资本开放等改革。虽然周行长将在明年初退休，不过他的采访也为未来的金融改革

改革。	定了基调。我们有理由相信中国央行会协助金融改革重新加速。而 11 月美国总统特朗普访华可能就是一个契机。
中国银监会表示自年初以来，中国不良贷款率下降 0.04%。而监管部门也将继续按照习总书记“把主动防范化解金融风险放在更加重要的位置”的要求，不忽视一个风险。	虽然 19 大只是个政治事件，不是宣布经济政策的平台，但是各部委对改革的表态依然值得关注。因为这将为未来 5 年定下基调。而显然，控制金融风险将是未来的焦点。
根据行政长官林郑月娥带来的首份施政报告，新政府提议采取一些新措施，并结合旧措施支持创新科技业的发展，解决房屋问题，以及巩固香港在一带一路计划及粤港澳大湾区的作用。	- 第一，市场期待已久的“港人首置上车盘”计划令人失望，因为施政报告并没有透露太多关于“港人首置上车盘”计划的细节，而当中提到的约 1000 个单位供应（少于市场预期的 3000 个单位）估计也要等到两年后才会推出。供应稀缺意味着新计划对私人楼市的影响有限。反倒是明年年底新增 4000 个绿置居单位及白居二恒常化的提议，有可能促使部分居民放弃追高购买中小型私人房屋的计划。因此，我们认为 2017 年剩余的几个月内楼市（特别是二手市场）可能继续降温。不过，如果全球央行维持缓慢的政策收紧步伐，我们认为牛市、稳定就业市场及稳健的本土经济将有助抵消温和利率升幅及公屋供应上升带来的影响。在此情况下，明年楼市还是有可能在近期短暂且温和的回调过后有所反弹。 - 第二，中小型企业和初创企业可能受惠于利得税两级制，继而增加支出并推高工资增长。这将有利推动经济增长。另外，新税制也有助于吸引大湾区的中小型企业来港发展业务。政府消息指，落实新利得税制料每年减少 58 亿港元的财政收入，不过这只相当于 2017/18 财年预测的总利得税约 4.2%，以及占预测的总财政收入约 1.5%。 - 第三，政府提议增加对创新科技业的投资，以及为该行业提供税收优惠，这将支持该行业的发展。同时，政府将积极参与推进大湾区建设，为香港拓展创新及科技发展创造有利条件。有鉴于此，我们认为香港超群的研究实力以及众多的人才将有助促进香港与大湾区内其他城市的高科技企业合作。 - 第四，至于一带一路计划方面，香港将继续扮演融资平台的角色。此外，香港也能够向一带一路沿线国家传输金融服务、专业服务、高附加值运输服务、旅游服务、及会展服务的专业知识及经验。再者，一带一路计划可能有助于深化离岸人民币市场，继而驱动香港离岸人民币市场的发展。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 9 月外汇储备连续 8 个月增长至 3.108 万亿美元。	虽然汇率估值效应支持不大，9 月外汇储备的走强可能与资产价格升值有关。不过从另一个角度来看，9 月资本流动依然均衡，而 9 月波动的汇率并没有成为均衡资本流动的障碍。鉴于我们认为市场已经对人民币汇率形成双向波动预期。我们认为未来几个月，中国外汇储备将继续保持均衡。
中国以美元计价的出口 8 月同比增长 8.1%，而以美元计价的进口则同比增长 18.7%。受强劲的进口影响，8 月贸易顺差缩窄至 285 亿美元。	- 分国别来看，对欧盟和美国的出口分别同比增长 10.4% 和 13.75%。虽然对日本的出口增长缓慢，但是对东盟的出口则加速至 10.78%。 - 进口方面，9 月电子元件的进口加速至 18.4%，创下下半年高点。如果和新加坡和马来西亚电子产品出口一起来看的话，显示亚洲电子产品供应链收益于全球经济的复苏，这可能将继续支持亚洲的出口前景。此外，对大宗商品的需求也有所提高，9 月原油和铁矿石进口量同比增长 11.95% 和 10.58%。 - 中国对美国的贸易顺差 9 月扩大至 280.8 亿美元，创下历史新高。随着美国总统特朗普访华在即，中美双边贸易等话题将再次成为市场的焦点。
中国 9 月金融数据好于市场预期。新增人民币贷款增长 1.27 万亿元，而新增社会融资总量则大增 1.82 万亿元。广义货币供给 M2 增幅由 8.9% 的有记录以来历史低点反弹至 9.2%。	- 居民部门继续快速加杠杆。尽管房地产调控加码，居民部门中长期贷款继续新增 4786 亿元，而对居民部门的短期贷款也同样增长 2537 亿元。不过鉴于中国开始加强对消费贷款流向的调查，我们认为对居民部门短期贷款可能会有所回落。此外，对企业的中长期人民币贷款增长 5029 亿元，显示实体经济依然较为活跃。 9 月社会融资总量大幅反弹部分也受到表外融资反弹的支持。委托贷款和信托贷款分别增长 775 亿元和 2410 亿元。近期房地产紧缩政策使得部分融资需求回归表外，从而带动表外融资数据的反弹。 - 存款方面，外币存款下滑 131 亿美元，连续第二个月回落。这也是自 2015 年 11 月以来最大的单月回落，这也是人民币双向波动预期渐渐形成的另一个证据。 - 而 9 月财政存款下滑 3972 亿元，与季节性因素吻合。8 月和 9 月财政存款的回落显示积极的财政政策继续发挥效用。这也解释了为什么央行在过去两个月在公开市场操作上保持谨慎。 - 总体来看，9 月超预期的金融数据虽然受到季节因素影响，但是依然显示中国经济增长动能超过预期。不过随着贷款额度的限制，四季度贷款增幅可能将会放缓。
8 月澳门房屋成交量按年下挫 19.4% 至 652	我们预期第三季度其余时间内楼市成交量及住宅按揭贷款

宗，为 2016 年 2 月以来首次录得同比跌幅。同月，新批核住宅按揭贷款也是 2016 年 12 月以来首次按年下跌，同比跌幅达 13.6%。在楼市调控政策的作用下，加上暑期效应及天气因素的影响，导致楼市交投保持淡静。	将保持疲态，因为台风对楼市投资情绪带来的打击或需要一定时间减退。然而，随着四季度新推出的楼盘增多（今年首八个月房屋竣工量按年大幅增加 1260%），我们认为稳定的就业市场及稳健的本地经济将有助一手市场成交量反弹。因此，尽管楼市调控政策以及对利率上升的预期可能继续打击二级市场买需，但是整体房屋成交量仍可能于四季度环比增长。另外，我们预计 2017 年剩余几个月内平均楼价将在每平方米 95,000 澳门元的水平左右徘徊。 ▪ 长期而言，新屋开工量于 2016 年按年减少 6%之后，于今年首八个月同比下降 15%。这意味着长期房屋供应量将以较为缓慢的速度增长。另外，根据澳门房屋局数据显示，未来数年内公营房屋供应量也将维持温和升幅。鉴于有限的新屋供应，楼市料将保持稳固，因为稳定的就业市场及稳健的本地经济将有助抵消温和的利率增长的影响，并为需求带来支撑。
---	--

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 上周周小川行长对进一步汇改的评论进一步推高人民币，美元/人民币回落至 6.60 下方。而人民币对一篮子货币也同样走强，人民币指数回升至 95 附近。	▪ 市场普遍相信，随着 19 大的临近，稳定是关键词。确实对多数人民币资产来说，稳定是游戏的规则。但是对于人民币来说，游戏规则或许正在发生变化。相对于稳定，双向波动可能是政府更希望看到的。近期人民币上下的波动也将继续帮助市场形成对人民币双向波动的预期。

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