

**摘要:**

来自贸易战的不确定因无法阻止中国兑现改革开放的承诺。中国国务院常务会议宣布新的措施支持债券市场开放。未来三年对境外机构投资中国境内债券的利息收入免征企业所得税和增值税。虽然 6 月以来，人民币贬值幅度加大，但是似乎并未影响境外投资者对境内人民币资产的需求。而最新的托管数据也显示境外投资者持有的人民币存单由 6 月的 2038 亿元小幅盘升至 2053 亿元。

此外，中国人大批准了中国第七次修正个人所得税法包括提高起征点以及增加抵扣项目等。根据财政部的估算，新的个税将导致税收收入每年减少 3200 亿元。我们认为此次个税改革将有助于扩大内需，缓解中美贸易战可能带来的负面冲击。

数据方面，中国 8 月制造业采购经理人指数意外反弹，由 7 月的 51.2 反弹至 51.3。8 月制造业指数的反弹显然不是需求驱动的。从好的方面来看，中小企业的制造业数据分别由 49.9 和 49.3 上升至 50.4 和 50。中小企业信心的复苏受益于近期货币和财政的刺激，也显示解决中小企业融资需求的举措产生了一定作用。

逆周期因子公布后的亢奋情绪未能持久，受贸易战等消息面的影响，上周美元/人民币再次回升至 6.85 区间。上周人民币未能乘胜追击，主要受到两个原因影响包括贸易战的担忧重新抬头以及中国利率的回落。笔者认为目前人民币稳定最大的敌人就是宽松货币政策预期驱动下的低利率。中美利差的收窄成为影响近期人民币的主要因素。

**香港方面**，金管局上周再度购入 145.7 亿港元，以捍卫联汇制度，从而导致银行业总结余下滑至 763.5 亿港元。随着接盘规模进一步加大，8 月份总结余跌幅扩大至 30%，再加上月结效应的影响，港元拆息全面上扬。因此，港元有所反弹，而金管局也暂时停止了接盘的动作。9 月初，若美团就其 300 亿港元的 IPO 进行招股，部分沽空港元的投资者或因此维持观望态度，并为金管局带来喘息空间。招股结束后，市场焦点将转回美联储 9 月会议。届时，港美息差扩大的预期料再次鼓励套利交易入场，从而导致美元/港元频繁触碰 7.85，并驱使金管局抽走更多流动性。不过，随着总结余进一步减少，再加上季结效应，港元拆息可能逐步上升，从而使沽空港元的投资者渐趋谨慎。因此，我们仍相信 9 月底银行业总结余能够守住 500 亿港元的水平（远高于 1997-2007 年期间的平均值 45 亿港元）。在此情况下，坐拥庞大存款基础的大型银行 9 月上调最优贷款利率的迫切性未必太高。其他方面，7 月总贷款同比增速下滑至 2017 年 1 月以来最慢水平 9.5%。本地贷款需求可能持续受压于中国经济增速放慢、中美贸易战，以及利率上升预期。另外，受中美货币政策分歧的影响，离岸融资对中国大陆企业的吸引力可能逐渐下降。再加上高基数效应的影响，我们预期年底总贷款的同比增速将下滑至 5%。随着贷款增长放慢，各大银行抢夺资金的迫切性或有所下降。不过，由于港元拆息可能逐步上升，且港元定期存款大幅上涨，银行业净息差仍存在收窄的风险。因此，我们依然相信银行业年内将上调最优贷款利率 25 个基点。

**事件和市场热点**

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国人大批准了中国第七次修正个人所得税法。起征点将由原先的每月 3500 元提高至每月 5000 元。新的起征点将从 10 月 1 日开始，而新的个税法将于明年 1 月正式开始。</li> <li>此外，中国也将扩大所得税抵扣项目，新增了包括子女教育、住房贷款利息、租金以及赡养老人和大病开支等抵扣项目。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>根据财政部的估算，新的个税将导致税收收入每年减少 3200 亿元。而个税起征点提高到 5000 元后，个人所得税纳税人占城镇就业人员的比例将由原先的 44% 下降至 15%。此外，根据央视的例子，月薪 1 万的纳税人的税收负担在新的税法下将大幅减少 70%。</li> <li>财政部的数据显示，今年 1-7 月个人所得税收入同比增长 20.6%，远超过税收收入 14% 的增幅，更是超过名义 GDP</li> </ul>

	<p>的增长。这也为减税提供了基础。此外，未来税收收入计算也将扩大至包括工资在内的所有收入。税基的扩大也可能部分缓解减税对财政的压力。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 总体来看，我们认为此次个税改革将有助于扩大内需，缓解中美贸易战争可能带来的负面冲击。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国国务院常务会议宣布新的措施支持债券市场开放。未来三年对境外机构投资中国境内债券的利息收入免征企业所得税和增值税。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 最新的开放措施再次兑现了中国改革和开放国内金融市场的承诺。而周日习近平主席在中非论坛前夕与联合国秘书长的会晤也再次重申了中国改革和开放的决心。</li> <li>▪ 虽然 6 月以来，人民币贬值幅度加大，但是似乎并未影响境外投资者对境内人民币资产的需求。而最新的托管数据也显示境外投资者持有的人民币存单由 6 月的 2038 亿元小幅盘升至 2053 亿元。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 发改委重申下决心解决房地产市场问题，包括因城施策和促进供需平衡。坚决抑制房价上涨。此外，银保监会则表示进一步完善差别化房地产信贷政策，抑制泡沫。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 虽然中国近期已经将焦点转移到经济下行风险，但是中国不会轻易放松对房地产的控制。而差别化信贷政策也显示了中国的底线思维，一方面通过支持刚需来稳定信贷增幅，同时通过控制投机需求来防范系统性风险。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周，金管局再度购入 145.7 亿港元，以捍卫联汇制度，从而导致银行业总结余下滑至 763.5 亿港元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 有别于 8 月中的贬值，这轮港元跌势背后主因是活跃的套利交易。由于市场情绪复苏，以及香港股市反弹，投资者对资金大幅流出香港的担忧降温。因此，即使金管局持续接盘，市场仍相信未来一段时间内港元资金会保持充裕。这也反映在不升反跌的港元拆息上，其中一个月港元拆息由 8 月 27 日的 1.44% 下滑至 8 月 28 日的 1.43%。然而，随着接盘规模进一步加大，8 月份总结余跌幅扩大至 30%，再加上月结效应的影响，美元/港元远期掉期点及港元拆息全面上扬，其中一个月港元拆息上周回升 9 个点子至 1.54%。因此，港元有所反弹，而金管局也暂时停止了接盘的动作。</li> <li>▪ 踏入 9 月份，消息称美团（中国大陆地区第一个精品团购形式的类 Groupon 电子商务网站）可能于 9 月初就其 300 亿港元的 IPO 进行招股。若消息属实，部分沽空港元的投资者或因此维持观望态度，并为金管局带来喘息空间。招股结束后，市场焦点将转回美联储 9 月会议。届时，港美息差扩大的预期料再次鼓励套利交易入场，从而导致美元/港元频繁触碰 7.85，并驱使金管局抽走更多流动性。不过，随着总结余进一步减少，再加上季结效应，港元拆息可能逐步上升，从而使沽空港元的投资者渐趋谨慎。因此，我们仍相信 9 月底银行业总结余能够守住 500 亿港元的水平（远高于 1997-2007 年期间的平均值 45 亿港元）。在此情况下，坐拥庞大存款基础的大型银行 9 月上调最优贷款利率的迫切性未必太高。</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 8 月制造业采购经理人指数意外反弹，由 7 月的 51.2 反弹至 51.3。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 8 月制造业指数的反弹显然不是需求驱动的，事实上新订单和新出口订单分别由 52.3 和 49.8 回落至 52.2 和 49.4。新出口订单连续三个月保持在 50 下方，显示中美贸易战的影响开始显现。</li> <li>▪ 8 月制造业数据的反弹主要受到价格指数的支持。此外购进价格指数由 54.3 上升至 58.7。这也意味着中国生产者价格指数未来几个月可能会小幅反弹。</li> <li>▪ 从好的方面来看，中小企业的制造业数据分别由 49.9 和 49.3 上升至 50.4 和 50。中小企业信心的复苏受益于近期货币和财政的刺激，也显示解决中小企业融资需求的举措产生了一定作用。</li> <li>▪ 好于预期的制造业数据显示中国经济的放缓将是缓慢和可控的。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 7 月工业利润由 20% 放缓至 16.2%，不过依然保持在两位数增长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 鉴于中国生产者物价指数可能已经触底反弹，我们认为这将对工业利润起到一定支持。而工业利润的两位数增长也将对冲经济的下滑速度。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 7 月总贷款和垫款（9.77 万亿港元）的同比增速下滑至 2017 年 1 月以来最慢水平 9.5%。</li> <li>▪ 香港总存款按年增加 3.5%。港元活期及储蓄存款分别按年减少 1.8% 和 1%，而港元定期存款则按年大幅增加 14.2%。因此，港元活期及储蓄存款（4.15 万亿港元）占港元总存款的比重减少至 2014 年 6 月以来最低水平 61.9%。相反，港元定期存款（2.56 万亿港元）占港元总存款的比重则上升至 2014 年 6 月以来最高水平 38.1%。</li> <li>▪ 港元贷存比率由 6 月底的 85.4% 稍微回落至 7 月底的 85.1%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 占总贷款和垫款比重达 64.3% 的“在香港使用贷款（不包括贸易融资）”按年增速放慢至 2016 年 12 月以来最慢水平 9.2%。本地贷款需求可能持续受到两项因素的打击。第一，市场忧虑中国经济增速放慢及中美贸易战为香港经济前景蒙上阴影。第二，随着金管局逐渐减少银行总结余，同时美联储渐进地加息，市场形成了对借贷成本进一步上升的预期。</li> <li>▪ 另一方面，在香港境外使用的贷款（占总贷款和垫款的 30%）按年增速保持在逾一年低位附近，达 10.4%。近期，中国政府宣布一系列刺激政策，以鼓励信贷投放及为中小企业提供信贷支持。这有助降低境内融资成本。相反，在美联储渐进加息的情况下，离岸的融资成本持续上升。因此，对中国大陆企业而言，离岸融资的吸引力下降。再加上高基数效应的影响，我们预期年底总贷款的同比增速将下滑至 5%。</li> <li>▪ 随着贷款增长放慢，各大银行抢夺资金的迫切性或有所下降。不过，由于港元拆息可能逐步上升，且港元定期存款大幅上涨，银行业净息差仍存在收窄的风险。因此，我们依然相信银行业年内将上调最优贷款利率 25 个基点。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 7 月份人民币存款按月反弹 4%，按年更大涨 13.6% 至 2016 年 11 月以来最高水平 6076 亿人民</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管香港各大银行下调人民币存款利率，且 7 月离岸人民币对港元连跌四个月，按月下滑 2.5%，但人民币存款仍然</li> </ul>

<p>币。</p>	<p>反弹。这反映出市场对人民币资产的信心并没有受到人民币贬值影响，且市场对人民币的预期远比 2015-2016 年乐观。然而，我们认为短期内香港人民币存款的上升空间有限，因为人民币存款利率吸引力下降，且人民币前景不太明朗。就人民币存款利率而言，中国央行立场由中性偏紧转为中性偏松。境内市场流动性充裕，且人民币利率大幅下滑，驱使境外银行下调人民币存款利率。相反，随着美联储逐渐收紧政策，香港各大银行可能逐步上调港元和美元的存款利率，从而驱使银行客户将其人民币存款转为港元或美元存款。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 7 月出口及进口同比增速分别由 6 月份的 3.3%和 4.4%加快至 10%和 14%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 就出口而言，除了日本及台湾之外，香港对其他主要贸易伙伴的出口皆录得按年增长。这主要是因为外部需求强劲，以及出口商在 7 月 6 日中美贸易战正式开始前增加出口。另一方面，香港来自十个主要贸易伙伴的进口全面大幅上升。这可能是由于中国由 7 月 1 日起对部分进口商品包括汽车和汽车零部件等下调关税，为中国及香港进口带来一定支撑。</li> <li>▪ 7 月贸易数据显示第一轮（总值 500 亿港元）中美贸易战对香港贸易活动的初步影响有限。此外，中国推出多项刺激政策提振内需，同时进一步对外开放。这或有助减轻中美贸易战对中国和香港进口的负面影响。不过，若贸易战升级，或者贸易风险的担忧情绪削弱外需，出口增长或将放慢。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 7 月零售销售额按年增速由 6 月的 12%回落至 7.8%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 零售销售额增长放慢可能受到四项负面因素的影响，包括低基数效应消退、强美元带动港元走强、中国经济增速下滑及贸易战的担忧。按商品分类，食品、酒类饮品及烟草的销售额及超级市场货品的销售额增速皆下滑至今年 1 月以来最慢，分别按年增长 3%及 0.7%。首先，由于市场担忧贸易战，股市应声回调，从而削弱财富效应，并打击消费情绪。其次，中国经济增长放慢及中美贸易战为香港的经济前景及工资增长前景蒙上阴影，亦减少居民消费意欲。另一方面，衣物、鞋类及有关制品的销售额，以及珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额同比升幅分别由 6 月的 6.2%及 27.8%收缩至 7 月份的 3.6%及 16.8%。由于强美元带动港元对其他主要货币（特别是人民币）走强，加上贸易战利淡亚洲经济前景，香港旅游业及旅客消费增速纷纷放缓。整体而言，我们预期以上四项负面因素将在未来数月内持续拖慢零售销售额的增长。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 5 月-7 月失业率维持在 2015 年以来最低水平 1.8%。就业人口进一步上升至 2016 年底以来最高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 这几项数据反映出澳门劳动力市场维持紧俏。不过，各行业的就业情况并不稳定。其中，博彩业及零售业的就业人</li> </ul>

<p>水平 385500 人。劳动力参与率亦上升至 2017 年中以来最高水平 71.1%。</p>	<p>口分别按月减少 1.2%及 3.9%。而酒店、餐饮及相关行业的就业人口则按月微升 0.4%。这背后的主要原因是中美贸易战及强澳门增添了旅游相关行业前景的不确定性，从而导致招聘情绪转趋谨慎。尽管如此，我们仍相信澳门的劳动力市场将维持紧俏，因为一系列大型项目陆续落成将有助改善旅游相关行业的就业情况。另外，由于政府大力推进基建项目，我们预计建筑业的就业人数（按月上升 1.6%）将保持稳健增长。</p>
--	--

<b>人民币</b>	
<b>事件</b>	<b>华侨银行观点</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 逆周期因子公布后的亢奋情绪未能持久，受贸易战等消息面的影响，美元/人民币再次回升至 6.85 区间。不过人民币对一篮子货币则保持强势，人民币指数重新回到 93 上方。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周人民币未能乘胜追击，主要受到两个原因包括贸易战的担忧重新抬头以及中国利率的回落。</li> <li>▪ 上周美国总统特朗普表示支持对 2000 亿美元中国商品征额外关税重新提醒了市场贸易战的风险是实实在在的。这也使得人民币重新面临下行压力。不过在中国重申不会使用汇率作为武器后，我们认为贸易战对人民币影响的边际效用正在下滑。</li> <li>▪ 笔者认为目前人民币稳定最大的敌人就是宽松货币政策预期驱动下的低利率。中美利差的收窄成为影响近期人民币的主要因素。</li> <li>▪ 不过总体来看，我们认为美元/人民币近期可能继续保持在 6.8-6.9 的区间内。</li> </ul>

**OCBC Greater China research****Tommy Xie**[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)**Carie Li**[Carierli@ocbcwh.com](mailto: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.

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).

Co.Reg.no.:193200032W