

摘要：

尽管中国货币政策和财政政策更为积极和宽松，但是中国市场投资情绪过去几周确有恶化的迹象，这主要源于市场对政策逻辑一致性的担忧。虽然中国政府已经多次承诺为企业减负，但是部分新政策却可能带来相反的效果，过去一周社保征收主体的变化成为市场的焦点。不过上周国务院常务会议中关于社保费率的阐述再次让中小民营企业放心显示最高决策层有在聆听市场的担忧并能保持政策的灵活性较快地作出回应。这可能有助于缓解市场对政策不一致的紧张情绪。

利率方面，尽管央行上周表示部分媒体对 8 月的定向正回购的报道不实，但是对中国货币边际宽松预期的调整使得货币市场利率普遍走高。而上周五央行的 MLF 续作没有再次出现超额流动性注入显示中国货币政策边际宽松的空间已经不大。这可能对人民币是一件好事情。虽然上周新兴市场汇率波动再起，但人民币表现多数时间保持稳健。中国境内 12 个月人民币掉期率一个半月来重新回到正值，显示市场对中国货币边际宽松的预期减弱。由于中国可能倾向维持中美利差，近期利率的反弹可能对人民币产生支持。不过随着特朗普的加码，近期人民币的焦点将从货币政策重新回归贸易战。

数据方面，中国对美国的贸易顺差扩大至历史新高 310 亿美元。这可能与 8 月底新一轮关税生效前提前出口有关。从进口来看，中国内需依然稳健，并未受到中美贸易战的影响。初级产品包括原油塑料等进口需求依然强劲，显示企业在基建加码下的补库存行为。广东省 PMI2016 年 2 月以来首次跌破 50，显示制造业或许已经开始感受到来自贸易战的压力。这意味着未来几个月贸易数据面临下行压力。

尽管过去几个月全球不确定因素上升，但外资托管的中国国债金额 8 月继续上升，由 7 月的 9803 亿元上升至 1.03 万亿元。外资持有量的上升也显示外资对中国政府稳定金融市场控制金融风险的信心并没有因为近期人民币的波动而改变。

香港方面，9 月 6 日，一个月港元拆息结束连续六日的升势。而美元兑港元则继续在 7.85 下方徘徊。月结过后，由于美团公司于 9 月 7 日开始招股，市场参与者继续囤积资金，因此港元拆息维持上行的走势。不过，在全球贸易风险升温、新兴市场动荡，以及中国经济增速下滑的情况下，香港股市持续下挫。这暗示短期内招股活动可能遇冷。因此，市场参与者开始逐步释放为美团公司招股预留的资金，从而停止了港元拆息的升势。随着短端流动性日益改善，未来数天内港元拆息或继续回落。相反，美元拆息可能因美联储 9 月加息而有所向上，从而导致港美息差进一步拉阔。因此，9 月中左右，美元兑港元可能再次上试 7.85，并驱使金管局再度出手接盘。比起美团或海底捞 IPO，我们认为银行业总结余（764.5 亿港元）进一步减少，以及季结因素，更可能推高港元拆息。9 月底，一个月及三个月港元拆息料分别上试 1.8%及 2.1%。其他方面，8 月房屋成交量及成交额连续两个月下跌，分别按月减少 20.8%及 28.3%。我们预计房屋成交量将保持低迷，而今年下半年楼价则可能下跌 5%，背后利淡因素主要包括贸易战、股市见熊、经济前景转弱、借贷成本上升，以及 6 月底推出的楼市调控政策。媒体称政府可能考虑对非本地居民购房实施更多限制措施，若落实或令楼市加速冷却。**澳门方面**，8 月博彩业毛收入按年增长 17.1%至去年 10 月以来最高水平 266 亿澳门元。然而，在高基数效应、澳元走强、贸易战影响亚洲经济前景，以及反洗黑钱政策风险的影响下，赌收增速可能逐渐下滑。

事件和市场热点

| 事件 | 华侨银行观点 |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 李克强总理在国务院常务会议上重申减税的承诺。此外，其也表示要抓紧研究适当降低社保费率，确保总体上不增加企业负担。 | <ul style="list-style-type: none"> 尽管中国货币政策和财政政策更为积极和宽松，但是中国市场投资情绪过去几周确有恶化的迹象，这主要源于市场对政策逻辑一致性的担忧。虽然中国政府已经多次承诺为企业减负，但是部分新政策却可能带来相反的效果，过去一周社保征收主体的变化成为市场的焦点。对劳动密集型 |

| | |
|---|--|
| | <p>企业的用工成本大幅上升的担忧导致市场情绪低迷。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 虽然从长远来看，为员工依法缴纳全部的社会福利是必要的，但是魔鬼往往在细节当中。不过上周国务院常务会议中关于社保费率的阐述来再次让中小民营企业放心显示最高决策层有在聆听市场的担忧并能保持政策的灵活性较快地作出回应。这可能有助于缓解市场对政策不一致的紧张情绪。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国央行上周五续作了 1765 亿到期的 1 年期中期借贷便利 MLF。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 自从 6 月以来，央行在 MLF 须作屡屡超预期，为市场注入额外的流动性，成为了央行货币政策转向的一个重要标志。不过此次 MLF 续作没有再次出现超额流动性注入显示中国货币政策边际宽松的空间已经不大。这可能对人民币是一件好事情。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 央行上周表示部分媒体对 8 月的定向正回购的报道不实。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 央行并没有给市场更多的细节。不过鉴于 8 月以来，宽松流动性导致市场回购利率数次低于公开市场操作利率，笔者认为央行通过正回购回笼部分流动性并不算意外，这也可以帮助央行捍卫利率走廊，确保走廊下限有效。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国财政部税务局表示要对金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税。不过只有利率定价不超过基础利率 150%的贷款才能享受免税的条件。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 新税务政策与近期支持小微企业融资的大方向相符。也有助于打通货币传导机制，从而由宽货币转为宽信用。虽然对银行的成本影响可能非常小，但是也是支持小微企业融资的信号。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 9 月 6 日，一个月港元拆息结束连续六日的升势。而美元兑港元则继续在 7.85 下方徘徊。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 月结过后，由于美团公司于 9 月 7 日开始招股，市场参与者继续囤积资金，因此港元拆息维持上行的走势。不过，在全球贸易风险升温、新兴市场动荡，以及中国经济增速下滑的情况下，香港股市持续下挫。恒生指数上周跌 3.3%。这暗示短期内招股活动可能遇冷。因此，市场参与者开始逐步释放为美团公司招股预留的资金，从而停止了港元拆息的升势。随着短端流动性日益改善，未来数天内港元拆息或继续回落。相反，美元拆息可能因美联储 9 月加息而有所向上，从而导致港美息差进一步拉阔。因此，9 月中左右，美元兑港元可能再次上试 7.85，并驱使金管局再度出手接盘。比起美团或海底捞 IPO，我们认为银行业总结余（764.5 亿港元）进一步减少，以及季结因素，更可能推高港元拆息。9 月底，一个月及三个月港元拆息料分别上试 1.8%及 2.1%，而银行业总结余则可能守住 500 亿港元。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 媒体称香港政府可能考虑对非本地居民购房实施更多限制措施。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港运输及房屋局常任秘书长应耀康表示，今年上半年涉及非本地居民及公司的房屋成交仅占总成交量的 1.2%。不过，根据中原地产代理有限公司数据，今年第一季非本地居民的私楼成交占总成交量超过 10%。虽然过去几年来， |

| | |
|--|--|
| | 香港政府已经推出一系列调控措施，但仍无法遏制外来人士的买房需求，因为部分地产发展商直接帮买家代付印花税。而部分买家则通过信托购房以规避 30%的印花税。展望未来，若非本地买家比例及楼价持续高企，政府或推出更多措施，以限制非本地买家购房。 |
|--|--|

主要经济数据

| 事件 | 华侨银行观点 |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 8 月贸易活动较 7 月放缓。其中出口增幅由 7 月的同比 12.2%放缓至 9.8%，而 7 月进口增幅则从 27.3%放缓至 20%。8 月贸易顺差小幅回落至 279 亿美元，略低于市场预期。 ▪ 不过中国对美国的贸易顺差扩大至历史新高 310 亿美元。其中中国对美国出口增幅由 11.2%扩大至 13.2%。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中美贸易战争对中国经济的影响尚未完全显现。中国对美贸易顺差的历史新高可能与 8 月底新一轮关税生效前提前出口有关。尽管对美出口进一步提高，但是中国对欧盟和日本的出口则下滑。此外，中国对亚洲以外的新兴市场国家的出口也同样放缓，其中对俄罗斯和巴西的出口出现负增长，这可能与近期这些国家货币大幅贬值有关。而来自新兴市场的需求放缓，成为中国近期出口放缓的主要因素。从好的角度来看，中国对东南亚的贸易依然稳健，8 月中国对东盟的出口同比增长 15.9%。 ▪ 从进口来看，中国内需依然稳健，并未受到中美贸易战的影响。初级产品包括原油塑料等进口需求依然强劲，显示企业在基建加码下的补库存行为。 ▪ 虽然 8 月中国贸易数据总体稳健，但是随着特朗普总统继续加码，甚至威胁对所有中国产品征收关税，我们认为中国的出口和进口将会进一步放缓。此外，广东省 PMI2016 年 2 月以来首次跌破 50，显示制造业或许已经开始感受到来自贸易战的压力。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 8 月外汇储备小幅回落 82 亿美元至 3.11 万亿美元。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 8 月外汇储备的小幅回落主要受美元小幅升值的估值效应影响。总体来看，近期的储备数据显示中国没有出现明显的资本外流。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 最新的债券托管数据显示，外资托管的中国国债金额 8 月继续上升，由 7 月的 9803 亿元上升至 1.03 万亿元。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 尽管 6 月以来，人民币出现了较大的贬值，但是这并没有影响外资对境内人民币资产的增持。而外资持有量的上升也显示外资对中国政府稳定金融市场控制金融风险的信心并没有因为近期人民币的波动而改变。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 8 月房屋成交量及成交额连续两个月下跌，分别按月减少 20.8%及 28.3%。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 近期，地产发展商加速推出新盘。部分发展商甚至降价吸引买家。然而，新项目的超额认购倍数却依然不及数月前的水平。另外，二手房屋卖家尝试减价出货，亦未能有效吸引买家。由此可见，楼市已开始降温。展望未来，中国经济增速放慢，以及中美贸易战，将损害投资者的信心。此外，银行业已上调按揭贷款利率，且可能于年内上调最优贷款利率。最后，香港政府 6 月底宣布的楼市调控措施 |

| | |
|---|--|
| | <p>或已转移部分房屋需求至公屋市场。整体而言，我们预期今年下半年楼价将下跌 5%，而 2019 年则可能进一步下跌 5%-8%。期间，若政府推出新一轮针对非本地买家的措施，楼市可能加速冷却。</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门 8 月博彩业毛收入按年增长 17.1%至去年 10 月以来最高水平 266 亿澳门元，增速为 4 月份以来最快。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 6、7 月份，部分赌客可能因世界杯而推迟访澳的计划。压抑的博彩需求于 8 月份集中释放，带动 8 月赌收大幅上升。然而，我们担忧这样的增长或无法延续至未来数月。 ▪ 目前，除了高基数效应的影响之外，我们认为其他几项负面因素也可能导致博彩业收入的增长逐渐放慢。第一，澳门元跟随美元对其他货币走强，加上贸易战为亚洲经济前景蒙上阴影。这或不利澳门旅游业发展，且可能削弱赌场中场业务的增长动力。第二，中国经济增长放慢，以及与打击洗黑钱活动相关的政策风险，可能打击赌场中场业务及贵宾厅业务。第三，随着利率逐步上升，博彩中介人或无法继续向高端赌客发放低成本贷款。 ▪ 尽管如此，基建进一步改善及一系列大型项目陆续开幕，或有助减轻旅游业及博彩业的下行风险。我们预期 2018 年博彩业毛收入将按年增长 15%左右。 |

| 人民币 | |
|---|---|
| 事件 | 华侨银行观点 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 虽然上周新兴市场汇率波动再起，但是人民币表现多数时间保持稳健。不过美元/人民币上周五尾盘受特朗普总统对所有中国产品征收额外关税威胁的影响，收高在 6.86 上方。 ▪ 人民币对一篮子货币跟随美元小幅走强，人民币指数上升至 93.5。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 影响人民币走势的两大因素依然是中国宽松货币政策以及贸易战的发展。中国境内 12 个月人民币掉期率一个半月来重新回到正值，显示市场对中国货币边际宽松的预期减弱。由于中国可能倾向维持中美利差，近期利率的反弹可能对人民币产生支持。不过随着特朗普的加码，近期人民币的焦点将从货币政策重新回归贸易战。不过鉴于中国不会使用人民币贬值作为贸易战的武器，我们认为贸易战对人民币的影响相对 6 月可能会显著下滑。 |

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.

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