

**摘要：**

上周中国央行没有跟随美联储调高货币市场利率，中国债券市场走强。央行三季度货币政策会议再次重申“六稳”预期。央行表示要在利率、汇率和国际收支等之间保持平衡。稳定将成为第四季度的关键词。尽管央行已经多次表态不会回到大水漫灌的老路，但是央行似乎又回到了多重政策目标的老路。而央行的这种多重目标以及既要还要又要的模式可能会继续使得投资者感到困惑，这也意味着未来利率和汇率将继续面临波动性。

不意外的，人民币上周对美元和主要贸易伙伴国货币走弱。央行似乎不愿意以牺牲利率的方式来稳定汇率，而更想要取得低利率和稳汇率两全其美的平衡。这也意味着未来中国可能更多依赖行政手段对汇率进行调控。

从好的方面来看，中国对金融市场的开放开始结出果实。中国证券项下净流入二季度大幅增加至 610 亿美元，创下历史新高。其中净流入股票市场的金额达到创纪录的 214 亿美元，而净流入债券市场的金额也保持在 439 亿美元的高位。国际货币基金组织最新的数据显示全球以人民币计价的外汇储备二季度环比大幅增长 32.6%至 1933.8 亿美元。人民币成为第六大储备货币。国务院降低关税的宣布也显示中国将会继续将改革与开放进行下去。

**香港方面**，继美联储于 9 月 27 日加息后，香港各大银行亦陆续宣布上调最优惠贷款利率 12.5 或 25 个基点，为 12 年来首次。12.5 个基点的调整幅度虽不及预期，但也合乎情理。通常银行上调最优贷款利率的同时，必须以相当的幅度上调储蓄存款利率。因此，对于坐拥大规模 CASA 的大型银行而言，加息 25 个基点反而可能增添其资金成本。此外，自 8 月底以来，银行业总结余一直维持在 764 亿港元的水平，反映流动性保持充裕。在此情况下，大型银行也没有迫切需要加息 25 个基点之多。当然，适当加息还是有必要的，因为整个银行业的融资成本正在上升。8 月份，港元定期存款连续三个月录得双位数字增长，按年上升 16.7%至 2.59 万亿港元。因此，港元定期存款占港元总存款的比例进一步上升至 38.6%，为 2014 年 6 月以来首见。由此可见，除了港元拆息不断走高增添中小型银行融资压力之外，定期存款利率的上升也抬高了整个银行业的融资成本。这也解释了为何在流动性依然充裕的情况下，银行业依然需要加息。展望未来，如果港元拆息进一步抽升，引致各大银行再次争夺定期存款，银行业可能进一步上调存贷款利率。我们维持年内银行业加息 25 个基点的预期。不过，短期而言，随着各大银行陆续宣布加息，市场参与者“买预期、卖事实”的行为将可能使港元资金回归市场。另外，季末和国庆节过后，港元流动性也可能有所改善。整体而言，我们预期港元拆息将回吐部分近期的升幅。例如，一个月港元拆息可能跌向 2%。若港元流动性出现进一步的改善，美元/港元可能重返 7.83 或以上水平。

**事件和市场热点**

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>央行三季度货币政策会议再次重申“六稳”预期。而人民币汇率也在会议申明中被两次提到。央行表示要在利率、汇率和国际收支等之间保持平衡。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>稳定将成为第四季度的关键词。央行重申了 7 月底政治局会议的六稳，坚持稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。不过，央行也没有忘记结构性去杠杆，只是去杠杆节奏将被控制。</li> <li>尽管央行已经多次表态不会回到大水漫灌的老路，但是央行似乎又回到了多重政策目标的老路。在贸易战升级以及新兴市场面临重估的大背景下，要实现利率和汇率的稳定并不容易。</li> <li>而央行的这种多重目标以及既要还要又要的模式可能会继续使得投资者感到困惑，这也意味着未来利率和汇率将继续面临波动性。</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周的国务院会议宣布将于 11 月 1 日开始下调 1585 个商品的进口关税税率，关税水平将由去年的 9.8% 降至 7.5%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 下调关税显示无论中美贸易战如何发展，中国进一步改革和开放的决心并没有改变。这既是对海外投资者的承诺，也是对国内观众的承诺。虽然关税的下调可能无法缓解近期的中美贸易战，但这至少显示了中国的姿态。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国中秋节发布了中美贸易战白皮书。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 白皮书中有一些数据比较有意思表明了在全球产业链紧密连接的情况下，贸易战对跨国企业的影响一样很大。不过市场最关心的是中国的应对口径。总体来看，白皮书中的应对措施都是框架性的，缺乏细节。不过中国重申不会损害海外企业在华利益。这也减少了市场关于中国可能利用美国企业在华利益作为贸易战的武器。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国 A 股加入全球基准指数再传捷报。富时罗素宣布将从明年 6 月开始正式将 A 股加入其基准指数。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 明年 6 月开始，在完成第一阶段调整后，A 股将占到富时新兴市场指数的 5.5%。因此，可以预计未来会有更多被动配置资金流入中国 A 股。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国央行上周在美联储加息后选择了按兵不动。这也是今年第二次中国央行没有跟随美联储调整货币市场利率。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 在上周的美联储会议前，对中国央行加息保持中美利差稳定人民币的呼声有所上升。不过央行按兵不动，与央行三季度货币政策会议传达的关于要在利率汇率和国际收支之间保持稳定的精神相符合。央行似乎不愿意以牺牲利率的方式来稳定汇率，而更想要取得低利率和稳汇率两全其美的平衡。只是这个平衡从中期来看，并不容易实现。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港金管局紧跟美联储脚步于 9 月 27 日上调基本利率 25 个基点至 2.5%。随后，香港各大银行亦陆续宣布上调最优惠贷款利率 12.5 或 25 个基点，为 12 年来首次。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 12.5 个基点的调整幅度虽不及预期，但也合乎情理。通常银行上调最优贷款利率的同时，必须以相当的幅度上调储蓄存款利率。因此，对于坐拥大规模 CASA 的大型银行而言，加息 25 个基点反而可能增添其资金成本。此外，自 8 月底以来，银行业总结余一直维持在 764 亿港元的水平，反映流动性保持充裕。在此情况下，大型银行也没有迫切需要加息 25 个基点之多。当然，适当加息还是有必要的，因为整个银行业的融资成本正在上升。银行业竞争激烈，致各大银行纷纷上调定期存款利率，以争夺资金，最终导致融资成本的上升。除此之外，港元拆息高企，对于主要依赖银行间拆借的小型银行而言，更是雪上加霜。年初至 9 月 27 日，一个月和三个月港元拆息分别上升 108.3 和 96.7 个基点至 2.274% 和 2.273%。因此，部分小型银行选择加息 25 个基点也情有可原。</li> <li>▪ 展望未来，如果港元拆息进一步抽升，引致各大银行再次争夺定期存款，银行业可能进一步上调存贷款利率。我们维持年内银行业加息 25 个基点的预期。</li> <li>▪ 不过，短期而言，随着各大银行陆续宣布加息，市场参与者“买预期、卖事实”的行为将可能使港元资金回归市场。另外，季末和国庆节过后，港元流动性也可能有所改善。整体而言，我们预期港元拆息将回吐部分近期的升幅。例</li> </ul>

如，一个月港元拆息（9月28日稍微回落4个基点至2.23%）可能跌向2%。若港元流动性出现进一步的改善，美元/港元可能重返7.83或以上水平。

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国9月官方制造业指数回落0.5，至50.8，创下3月以来的低点。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>需求方面来看，新订单和新出口订单分别下滑。其中新订单由52.2下滑至52，新出口订单则进一步回落至48.5，显示收缩进一步恶化。这也显示贸易战对中国制造业的影响开始显现。</li> <li>原材料进口价格则反弹，由58.7反弹至59.8。不过这并不影响生产者物价指数的回落。受基数效应影响，我们预计生产者物价指数将继续回落。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国二季度经常账户重新回到顺差，但是顺差金额收窄至53亿美元。</li> <li>资本账户继续保持顺差，不过顺差额由一季度的989亿美元收窄至二季度的300亿美元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>证券项下净流入二季度大幅增加至610亿美元，创下历史新高。其中净流入股票市场的金额达到创纪录的214亿美元，而净流入债券市场的金额也保持在439亿美元的高位。这显示在中国不断开放国内金融市场的同时，境外投资者对中国资产的兴趣增加。</li> <li>外资直接投资保持稳健，二季度净增长527亿美元，而中国对外直接投资则增加至279亿美元，但是依然远低于历史高点，这主要受益于严格的跨境资本流动监管。</li> <li>经常账户方面，中国服务贸易逆差进一步由一季度的736亿美元上升至737亿美元。服务贸易逆差的趋势短期内很难被扭转，这也将继续抑制中国的经常账户顺差规模。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>国际货币基金组织最新的数据显示全球以人民币计价的外汇储备二季度环比大幅增长32.6%至1933.8亿美元。人民币成为第六大储备货币。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>尽管近几年人民币国际化步伐放缓，但是这并阻碍外资对人民币资产的需求。相对较高的收益率稳定的宏观基本面以及风险分散的需求将会继续推动市场对人民币资产的需求，从而进一步奠定人民币作为储备货币的地位。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>香港8月总贷款及垫款按年增长8.4%至9.7万亿港元，为2016年12月以来最慢增速。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>其中，占总贷款及垫款65%的“在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）”按年增速由7月的9.2%进一步放慢至8月的8.6%。背后主要原因是贸易战风险、中国经济增长放慢及借贷成本上升的前景，打击了商业情绪。此外，在楼市量价齐跌，以及银行业自2006年以来再度展开加息周期的情况下，按揭贷款的需求也可能逐步减弱。</li> <li>另一方面，在香港境外使用的贷款按年增长8.8%，为2017年1月以来最弱增速。在中国央行持宽松立场，同时美联储渐进加息的情况下，离岸融资对中国企业而言，吸引力正逐渐下降。整体而言，我们预期今年年底总贷款及垫款的增长将放慢至3-5%。</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 8月港元总存款按月下跌0.1%至6.7万亿港元。</li> <li>▪ 港元贷存比率维持在85.1%不变，稍低于6月份达到的逾六年高位85.4%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 具体而言，港元储蓄存款连续两个月下跌，按年减少2.8%至2.97万亿港元。相反，港元定期存款连续三个月录得双位数字增长，按年上升16.7%至2.59万亿港元。因此，港元CASA占港元总存款的比例进一步下滑至61.4%，而定期存款的比例则上升至38.6%，皆为2014年6月以来首见。由此可见，随着港元拆息走高及定期存款利率上升，商业银行的融资成本持续向上。这也解释了为何在流动性依然充裕的情况下，银行业依然需要加息。展望未来，我们预期充裕的流动性将使港元拆息回落。这加上最优惠贷款利率的上升，料有助减轻银行业净息差收窄的压力。因此，短期内，银行调整定期存款利率的压力也可能有所缓和。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港的人民币存款连续五个月录得双位数增长，按年上升16%至6180亿人民币，为2016年11月以来最高水平。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管人民币兑港元贬值，但人民币存款保持强劲增长。事实上，海外投资者亦继续增持境内人民币债券。可见，与数年前相比，投资者对人民币资产的信心更加充足，因为中国央行更有效地管理了人民币预期。另外，目前人民币资产的回报率依然吸引。具体而言，尽管中国央行立场宽松，但当局仍会在必要时通过调节离岸人民币的流动性，以稳定人民币的汇率。因此，市场对离岸人民币流动性趋紧的预期持续高企，并导致离岸人民币利率居高不下。总括而言，在未来数月内，我们预计人民币存款将维持强劲的增长。不过，长期而言，我们则担忧中国央行与美联储货币政策分歧的扩大，可能逐渐削弱人民币资产的吸引力。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港8月出口及进口的同比增长分别由7月的10%及14%加快至13.1%及16.4%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 其中，香港往中国内地、美国及印度的出口分别按年增长13.6%、17.9%及18.2%。同时，香港从十大主要贸易伙伴的进口全线录得同比升幅。其中，来自中国内地的进口按年上升16%。进出口录得如此可观的涨幅，可能是因为大部分贸易活动被提早至8月23日中美实施新一轮关税之前。此外，出口表现强劲，还可能是源于稳健的外部需求。当然，中国推出刺激政策，带动当地需求复苏，以及中国降低部分商品的进口关税，也为香港出口带来了一定支撑。结合所有贸易数据，可见中美贸易战对香港贸易业的初期影响有限。不过，中长期而言，贸易战的影响可能逐步显现。比如，当贸易战对亚洲经济前景带来冲击时，外部需求可能相应收缩，从而打击香港的出口。尽管如此，中国的刺激政策以及11月1日生效的进口关税下调，料有助缓和贸易战对香港的贸易业带来的影响。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 8月访澳旅客总人数按年增长18.7%，为连续第7个月录得增长。其中，过夜旅客人数更创去年4月份以来最大同比增幅16.3%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 去年8月天鸽吹袭澳门，为旅游业造成冲击。因此，低基数效应造就了今年8月旅客人数的强劲增长。换言之，基数效应的消退可能使未来数月旅客人数的升幅收缩。实际</li> </ul>

	<p>上，8 月份其他旅游相关数据表现也不太乐观。其中，8 月旅客平均逗留的时间缩减至 1.2 日，而过夜旅客的比例亦由 7 月的 53.9% 下降至 8 月的 52.9%。按旅客来源地区分，来自中国内地及香港的旅客人数分别按年增长 25.3% 及 5%。相反，来自日本及南韩的旅客人数分别按年减少 2% 及 12.6%。展望未来，强澳门元、中国经济放慢及中美贸易战可能对澳门旅游业带来一定打击。不过，中秋假期、十一黄金周及港珠澳大桥的落成可能有助减轻旅游业的下行风险。整体而言，我们预计未来数月内，访澳旅客总人数将以温和的速度继续增长。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 澳门 6-8 月的失业率维持在 2015 年以来的低位 1.8% 不变。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管整体失业率维持在低位，但原因可能是过去三个月内寻找工作的劳动人口有所减少。具体而言，劳动人口由 392600 人下降至 392100 人，而劳动力参与率亦由 71.1% 稍微下滑至 71%。此外，各行业的就业情况不尽相同。一方面，随着世界杯赛事于 7 月完结，赌客回归带动博彩业的招聘意欲上升（该就业人口按月增长 1.2%）。另一方面，中美贸易战加上澳门元走强为澳门旅游相关行业的前景蒙上阴影，并导致酒店、餐饮及相关活动的就业人口按月减少 1.6%。此外，零售业的就业人口亦按月减少 0.7%。展望未来，中国经济增长放慢、强澳门元及对贸易战的忧虑可能持续打击澳门的经济前景及各主要行业的就业情况。因此，尽管港珠澳大桥开通可能有助减轻澳门旅游业及博彩业的下行风险，但是我们依然预期失业率将在未来数月内微涨至 1.9%。</li> </ul>

<b>人民币</b>	
<b>事件</b>	<b>华侨银行观点</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 人民币上周对美元和一篮子货币同时走弱。人民币指数重新回落至 92.35。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 上周人民币的小幅贬值主要受利率回落影响，由于中国央行没有跟随美联储加息，境内债券市场走强，收益率普遍回落，货币宽松预期小幅抬高。在这种预期影响下，人民币小幅贬值。不过随着人民币指数再次回落至 92，关注央行是否在节后采取更多干预措施，尤其是是否会通过控制离岸市场的流动性来控制人民币。</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