

摘要：

一切都是关于民营企业融资。无论是国务院常务会议还是央行的货币政策报告，近期的关键词都是如何解决民营企业融资问题。解决民营企业融资难问题可能是改革开放四十周年最重要的献礼之一。未来几个月民营企业融资可能将继续是关键词。

监管部门更进一步，推出了“一二五”目标，从间接措施转化为直接措施，无奈市场不买账，上周银行股出现较大幅度回调。相比之前的间接措施，此次一二五目标更为直接。这也难怪市场会有所担忧，担心银行失去部分决定自己贷款流向的主动权，并最终导致坏账上升。好在周末监管机构的解释来得很及时，这有利于缓解市场焦虑的情绪。

在最新的央行三季度货币政策执行报告中，央行表示通胀和流动性陷阱不太会成为未来央行政策的制约。因此，我们认为央行依然会通过定向降准等政策来维持经济的稳定。

汇率方面，过去一周，人民币走势主要受美元指数走势影响。人民币指数整体保持稳健，显示市场对来自中国的个体风险担忧减少。央行表示在必要时加强宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，这里也包括国内金融机构的自律形式。尽管，过去几个月，市场一直在央行保利率和保汇率之间进行摇摆，不过目前来看，央行似乎也不会轻易放弃汇率。

香港方面，房屋市场持续显现下行的迹象，反映楼市投资情绪显著转弱。这背后的原因包括以下几个。第一，由于中美贸易战升级，以及美联储立场鹰派，香港股市逐渐回调，并削弱财富效应。第二，香港银行业于9月开展最优惠贷款利率的加息周期。这加剧了市场对利率上升的担忧。第三，中国及香港经济增速下滑的迹象，使香港居民对工资增长前景的看法转趋悲观。第四，由于担忧中美贸易战风险，及中国经济转弱，内地投资者对香港楼市的需求下降。第五，自政府公布2018年施政报告以来，市场对公营房屋供应量逐步增加的预期不断升温。这可能已经把部分房屋需求从私楼市转移至公屋市场。整体而言，我们预期楼市成交量将保持低迷。而直至2019年底，楼价指数则可能从历史高位下跌15%左右。美元兑港元继11月2日下跌至逾一个月新低的7.8124以来，上周在7.83左右波动。港元保持稳健，背后原因主要有两个。第一，股市资金流入。第二，消息重燃对月底习特会面的希望。人民币应声上扬，并利好新兴市场货币包括港元。因此，虽然港美息差拉阔，但没有为港元带来显著的下行压力。踏入12月，银行可能为了粉饰橱窗而预留资金。另外，资金趋紧及最优贷款利率上调的预期也可能驱使市场参与者提前作准备。因此，我们认为短期流动性将转趋紧张。换言之，12月份一个月港元拆息可能显著上升，同时一个月及三个月港元拆息息差亦可能从目前的105个基点下降至约20个基点，甚至更低的水平。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 在新发布的三季度货币政策执行报告中，央行数据显示三季度实体经济加权平均利率小幅回落3个基点至5.94%，显示宽松货币政策开始产生效果。 - 此外，央行也再次重申对民营企业融资的支持。 - 展望未来，央行表示将继续利用前瞻政策维持经济的稳定，守住不发生金融危机的底线。	- 在货币政策执行报告中，央行花了一个专栏讨论了当前的物价形势。央行认为近期消费者物价指数的反弹主要受食物价格上升以及租金价格上升影响，不过央行对通胀预期并不担忧，外部的不确定因素上升可能会影响未来需求，并抑制物价上升空间。此外，贸易战导致国内供给增加也同样可能抑制国内物价。 - 此外，央行也间接否定了流动性陷阱的担忧。央行表示中国金融机构超额准备金持续下滑，显示流动性正流入实体经济。

	- 从以上两点来看，通胀和流动性陷阱不太会成为未来央行政策的制约。因此，我们认为央行依然会通过定向降准等政策来维持经济的稳定。 - 汇率方面，央行表示在必要时加强宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，这里也包括国内金融机构的自律形式。尽管，过去几个月，市场一直在央行保利率和保汇率之间进行摇摆，不过目前来看，央行似乎也不会轻易放弃汇率。 - 最后，对于民营企业融资的支持，这可能是今年央行庆祝改革开放 40 年最重要的任务。央行将通过宏观审慎调控框架的调整，来此激励银行更多将贷款贷给民营企业。这可能是未来几个季度的主线。不过这可能会提高市场目前对金融机构贷款质量的担忧。
- 中国加大了对民营融资支持的力度。中国银保监会宣布了一二五目标。即在新增公司贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行则不低于 2/3。此外，争取在未来三年，银行对民营企业的贷款占新增公司贷款的比例不低于 50%。 - 不过为了缓解市场对坏账等上升的担忧情绪，监管部门周末表示一二五不是一个硬性的考核指标，信贷标准并没有放松。	- 总体来看，一二五的出台对市场是有点意外的。不过这也反应中国对民营企业融资的重视。这可能是接下来庆祝改革开放 40 周年的最重要献礼。 - 一般情况下，中国对民营企业融资的支持主要通过四种间接的方式包括。第一，保持宽松货币政策，为民营企业融资提供流动性。第二，央行扩大抵押品范围，将民营企业贷款或债券纳入抵押品中，从而扩大银行对民营企业贷款的欲望。第三，修改宏观审慎考评框架，为银行支持民营企业融资带来利益。第四，设置各种工具帮助民营企业通过债权或股权融资。 - 相比之前的间接措施，此次一二五目标更为直接。这也难怪市场会有所担忧，担心银行失去部分决定自己贷款流向的主动权，并最终导致坏账上升。 - 因此，周末监管机构的解释来得很及时，这有利于缓解市场焦虑的情绪。
- 首届进口博览会顺利落幕。根据数据，累计意向成交 578 亿美元。 - 上周一的进博会开幕式上，中国主席习近平重申开放的承诺。此外，习主席也表示中国计划在未来 15 年进口 40 万亿美元的商品和服务。	- 中国未来 15 年 40 万亿美元的进口计划意味着平均每年中国需要进口 2.7 万亿美元的商品和服务。这不是小数目。2017 年中国国际收支项目下，中国共进口 2.2 万亿美元。该数字预计今年将进一步上升至 2.6 万亿左右。未来 15 年平均 2.7 万亿美元的进口显示中国开放的决心。 - 不过，这也引发了两个问题。第一，鉴于中国外汇储备只有 3 万亿美元，中国该如何来实现融资 40 万亿采购计划？第二，如果进口增幅超过出口，短期内对中国经常账户有何影响？ - 从长期来看，似乎中国需要一个稳健的世界接受的人民币来为其购买计划融资。不过，短期来看，进口上升导致经

	常账户盈余的压缩可能会对人民币带来一定贬值压力。因此，中国依然需要在长期计划和短期影响之间达成平衡。
美元兑港元继 11 月 2 日下跌至逾一个月新低的 7.8124 以来，上周在 7.83 左右波动。	- 港元保持稳健，背后原因主要有两个。第一，股市资金流入。第二，消息重燃对月底习特会面的希望。人民币应声上扬，并利好新兴市场货币包括港元。因此，即使一个月港元拆息由 9 月的高位下跌 125 个基点至 1.025%，港美息差拉阔也没有为港元带来显著的下行压力。 - 不过，随着市场把焦点由美国中期选举转至美联储加息步伐上，全球股市再度失去上涨动能。这加上美元反弹，或导致港元回吐近期的部分升幅。此外，11 月内，港元流动性料保持宽裕，因此一个月港元拆息可能在当前水平附近盘整。在此情况下，套利交易可能增加，从而利淡港元。不过，由于担忧 12 月份流动性如 9 月般抽紧，沽空港元的情绪可能保持谨慎。因此，短期内美元兑港元应该不会触及 7.85。 - 踏入 12 月，银行可能为了粉饰橱窗而预留资金。另外，资金趋紧及最优贷款利率上调的预期也可能驱使市场参与者提前作准备。因此，我们认为短期流动性将转趋紧张。换言之，12 月份一个月港元拆息可能显著上升，同时一个月及三个月港元拆息息差亦可能从目前的 105 个基点下降至约 20 个基点，甚至更低的水平。
继二季度录得 77 亿港元亏损后，香港外汇基金于第三季录得 16 亿港元的投资收入。	由于美元维持强势，外汇投资进一步录得 162 亿港元的亏损。另外，本地股票投资亦录得 47 亿美元的亏损，主要是因为贸易战升级及中国经济增速放慢，导致股市回调。相反，海外股票及债券投资分别录得 128 亿港元及 97 亿港元的投资收入。尽管如此，我们依然看淡未来几个季度的外汇基金表现。首先，由于美元的强势大机会持续至 2019 年初，外汇投资难以在短期内扭转颓势。其次，债券投资可能录得小幅亏损，因为美联储的鹰派立场，带动 10 年期美债收益率上升至 2011 年以来最高的 3.23%。最后，美联储逐渐收紧货币政策、中美贸易战升级及美国税改 2.0 推出的机会降低，这三个因素叠加可能使环球股市受到冲击。不过，即使外汇基金投资表现欠佳，香港的外汇基金规模依然庞大。截至 2018 年 9 月底，外汇基金规模达 4.03 万亿港元，远高于 1998 年底的 0.9100 万亿港元。这或有助金管局守卫联系汇率制度。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
----	--------

中国 10 月外汇储备由 9 月的 3.087 万亿美元回落至 3.053 万亿美元。	外汇储备的下滑部分受估值效应的影响，因为 10 月美元指数大幅升值。不过，受人民币持续走弱影响，资本外流加速
中国 10 月贸易数据保持强劲，出口增幅和进口增幅分别加快至 15.6% 和 21.4%。	- 尽管美国对中国 2000 亿商品 10% 的关税从 9 月底开始，但是中国对美国的出口依然保稳健，10 月同比增长 13.2%。这也导致 10 月中国对美国的贸易顺差维持在 318 亿美元高位。这可能与部分企业担心 2019 年以后关税提高至 25% 而提前出口的行为有关。 - 从好的方面来看，来自欧盟、日本和东南亚等中国主要贸易伙伴国的需求保持强劲。这有助于对冲贸易战引起的不确定因素。 - 强劲的进口则主要受中国对大宗商品需求的支持。中国对原油和铁矿石的进口金额分别大幅增长 89% 和 11.7%。
中国 10 月通胀数据与预期相符合。其中消费者物价指数维持在 2.5% 的高位，而生产者物价指数则从 3.6% 回落至 3.3%。	- 近期受食物价格和租金价格上涨等因素影响，中国消费者物价指数持续走高。预计未来两个月将突破 2.5%。不过依然将低于 3% 的目标值。此外，随着需求可能出现下滑以及贸易战背景下国内供给可能增加的大环境下，消费者物价指数失控的可能性较小。 - 此外，受基数效应影响，预计生产者物价指数将继续回落。我们预计 12 月将回落至 3% 下方。
香港房屋市场持续显现下行的迹象。楼市总成交量连跌两个月下跌，并于 10 月份按年下滑 19.8% 至 4243 宗。另外，9 月新批核住宅按揭贷款按月显著下降 33.8% 至 316 亿港元。9 月新批核住宅按揭贷款的宗数亦按月大跌 55.6% 至 7977 宗。以上两项数据皆录得 2017 年 12 月以来最低。尽管地产发展商不断提供优惠措施，仍未能扭转一手楼市淡静的局面。再者，二手楼价指数连续两个月下跌，并于 9 月份按月下滑 1.4%，以及由历史高位下挫 1.5%。近期二手楼盘更出现减价 10%-20% 放售的情况。	疲软的楼市数据反映楼市投资情绪显著转弱。这背后的原因包括以下几个。第一，由于中美贸易战升级，以及美联储立场鹰派，香港股市逐渐回调，并削弱财富效应。第二，香港银行业于 9 月开展最优惠贷款利率的加息周期。这加剧了市场对利率上升的担忧。第三，中国及香港经济增速下滑的迹象，使香港居民对工资增长前景的看法转趋悲观。第四，由于担忧中美贸易战风险，及中国经济转弱，内地投资者对香港楼市的需求下降。具体而言，10 月份售价超过 1000 万港元的私楼成交量按年下跌 26% 至 2017 年 1 月以来最低的 709 宗。第五，自政府公布 2018 年施政报告以来，市场对公营房屋供应量逐步增加的预期不断升温。这可能已经把部分房屋需求从私楼市场转移至公屋市场。整体而言，我们预期楼市成交量将保持低迷。而直至 2019 年底，楼价指数则可能从历史高位下跌 15% 左右。

人民币	
事件	华侨银行观点

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">▪ 美国中期选举结果出炉后，人民币一度反弹，不过这种支持只是昙花一现。▪ 随着美元指数走高，美元/人民币重新收高在 6.95 上方。 | <ul style="list-style-type: none">▪ 过去一周，人民币走势主要受美元指数走势影响。人民币指数整体保持稳健，显示市场对来自中国的个体风险担忧减少。短期内，市场将继续关注中美贸易战协商的过程。 |
|---|---|

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