

摘要：重铸市场信心

由于近日中国股市大幅下挫，上周五中国金融监管机构的领导包括副总理刘鹤、银保监会主席郭树清、央行行长易纲和证监会主席刘士余罕见地同时发表言论，以安抚市场情绪。数位官员传达出一致的信息，即近期股市的下挫已大幅偏离了中国的经济基本面。中国副总理刘鹤更宣布五项措施支持股票市场，旨在从源头下手减轻市场波动性。回顾近期股市的波动，主要是因为中美贸易战、国企改革的担忧，以及一些技术性问题如股权质押引发的保证金追加等利淡因素打击了市场情绪。

数据方面，中国三季度经济增速下滑幅度超乎预期。尽管 9 月信贷数据出乎意料地造好，但细看分项数据，可见银行放贷意愿依然低迷，背后原因可能是外部和内在冲击推升了不确定性。

有鉴于此，中国可能开始放松此前的一些紧缩政策。例如，中国将放宽对表外非标的监管。《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》将放松对非标不得超过银行总资产 4% 的要求，并仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的 35%。理财新规的调整可能有助缓和表外融资的跌势，从而提振疲软的信贷扩张。

整体而言，推动经济增长是中国当前的重中之重。因此，如果要在利率和汇率之间作出取舍，那么中国可能更倾向于继续放松货币政策，以刺激经济增长，而不太可能引导利率上升以稳定汇率。随着央行开始逐渐淡化人民币的关键点位，美元/人民币破 7 不再是天方夜谭。虽然我们依然认为美元/人民币可能在 2018 年内徘徊在 7 下方，但展望 2019 年，中国或终将放手美元/人民币破 7，因为对比经济增长急速下滑和人民币破 7，后者的破坏力可能相对较小。

香港方面，强美元及港美息差拉阔，带动美元兑港元突破 7.84 的重要心理关口。由于美联储会议纪要释放鹰派讯号，市场对该央行仍有较大空间进一步加息的预期升温，从而带动美元利率全面上升，其中三个月美元拆息上升至 2008 年底以来最高水平 2.469%。相反，在没有季节因素及大型 IPO 的影响下，港元短期流动性持续改善，其中三个月港元拆息由 10 月 12 日的 2.11% 下跌至 10 月 19 日的 2.099%。因此，三个月美元拆息及三个月港元拆息之差扩大至 8 月底以来最高水平 36.85 个基点。不过，自各大银行上调储蓄存款利率后，我们预期港元拆息的下行空间有限。再加上月末临近，短期内一个月及三个月港元拆息料分别在 1.5% 及 2% 水平找到支持。未来数月内，月结和年结因素、年底潜在的大型 IPO，以及 12 月可能再度升温的港银加息预期，或带动港元拆息回升。另一方面，随着美联储渐进地加息，美元拆息的升势也可能是渐进的。在此情况下，美元拆息及港元拆息的息差料不会显著扩大。因此，目前我们认为港元触及弱方兑换保证的机会不大。其他方面，截至 10 月 12 日的一周内，追踪二手楼价的 CCL 指数环比下跌 0.1%，并连续三周录得跌幅。这个数据可能尚未反映出 9 月中美贸易战升级、2018 年施政报告及近期股市重挫对楼市带来的影响。因此，未来数月内该楼价指数可能进一步下跌。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 由于近日中国股市大幅下挫，上周五中国金融监管机构的领导包括副总理刘鹤、银保监会主席郭树清、央行行长易纲和证监会主席刘士余罕见地同时发表言论，以安抚市场情绪。 - 数位官员传达出一致的信息，即近期股市的下挫已大幅偏离了中国的经济基本面。	- 近期股市波动主要是因为中美贸易战、国企改革的担忧，以及一些技术性问题如股权质押引发的保证金追加等利淡因素打击了市场情绪。 - 中国几位官员传达的信息，指出当局将从源头下手减轻市场波动性。例如银保监会主席郭树清要求银行稳妥处理股权质押融资风险。而央行亦与地方政府合作，以推出更多措施，支持地方企业的流动性需求。同时，副总理重申中

中国央行行长易纲指央行将研究不同的措施以降低企业融资的困难，并鼓励企业信贷扩张。证监会主席刘士余指将鼓励地方政府担保基金助降低由股权质押融资所衍生的风险。银保监会主席郭树清提到近期金融市场出现较大幅度异常波动，与我国经济发展基本面严重脱节，与我国金融体系整体稳健状况不相符合。副总理刘鹤则要求加大力度推动股票市场健康发展，并指出股市估值已处于历史较低水平。	- 国国改革的决心，并否认“国进民退”的言论。这或有助重铸市场信心。 - 随着多位官员发表言论安抚市场情绪，10月19日深港通和沪港通下的北向资金净流入达9月20日以来最高水平453.4亿元人民币。 - 然而，除非基本面能够支持市场可持续的反弹，否则任何口头干预的提振作用都将十分短暂。展望未来，市场可能继续关注中国经济如何抵御贸易战及疲软的本土投资所带来的冲击。
中国副总理刘鹤宣布五项措施支持股票市场。	- 首先，中国银保监会将容许银行理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票。 - 第二，中国将加大对科技创新企业上市的支持力度。 - 第三，中国将加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度，并允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险。 - 第四，中国将推动国有企业在资本市场进行混合所有制改革，以及推出民营企业债券融资支持计划以及股权融资支持计划等 - 第五，中国将继续全方位扩大开放，特别是加快银行、证券、保险等金融领域的开放。 - 以上措施的推出旨在从源头下手减轻市场波动性。
中国放宽对表外非标的监管。	《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》将放松对非标不得超过银行总资产4%的要求，并仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的35%。理财新规的调整可能有助缓和表外融资的跌势，从而提振疲软的信贷扩张。
美国财政部一如预期在最新的半年度汇率报告中拒绝把中国列为汇率操纵国。不过，美联储财长表示美国依然会关注中国货币缺乏透明度及人民币近期的贬值。此外，美国也将继续关注观察名单中的国家，是否以与遏制升值压力相同的方式遏制当地货币的贬值压力。	由于美国继续把中国放在密切观察名单上，中国央行可能不断重申不会通过贬值人民币来对抗贸易战，并强调人民币的走势由市场机制主导。随着中国央行以更弹性的方式处理人民币的波动，若美元持续全面走强，人民币可能进一步下滑。
强美元及港美息差拉阔，带动美元兑港元突破7.84的重要心理关口。由于美联储会议纪要释放鹰派讯号，市场对该央行仍有较大空间进一步加息的预期升温，从而带动美元利率全面上升，其中三个月美元拆息上升至2008年底以来最高水平2.469%。相反，在没有季节因素及大型IPO的影响下，港元短期流动性持续改善，其中三个月港元拆息由10月12日的2.11%下跌至10月19日的	- 不过，自各大银行上调储蓄存款利率后，我们预期港元拆息的下行空间有限。再加上月末临近，短期内一个月及三个月港元拆息料分别在1.5%及2%水平找到支持。 - 未来数月内，月结和年结因素、年底潜在的大型IPO，以及12月可能再度升温的港银加息预期，或带动港元拆息回升。另一方面，随着美联储渐进地加息，美元拆息的升势也可能是渐进的。

2.099%。因此，三个月美元拆息及三个月港元拆息之差扩大至 8 月底以来最高水平 36.85 个基点。

▪ 在此情况下，美元拆息及港元拆息的息差料不会显著扩大。因此，目前我们认为港元触及弱方兑换保证的机会不大。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 尽管金融数据表现优于预期，但 9 月金融和信贷数据皆反映资金方面的不确定性正在上升。 ▪ 中国 9 月社会融资总量增长 2.2 万亿元，超过市场预期的 1.55 万亿元及前值 1.52 万亿元。 ▪ 新增人民币贷款由 8 月的 1.28 万亿元反弹至 1.38 万亿元，同样优于市场预期。 ▪ 广义货币供给 M2 增幅由 8 月的 8.2% 反弹至 8.3%。	▪ 9 月社会融资规模增量超预期，主要是因为纳入了地方政府专项债券，该类债券的发行量大幅上升 7389 亿元。然而，表外贷款继续回落，其中委托贷款、信托贷款和未承兑贴现票据分别下滑 1436 亿元、909 亿元和 546 亿元。表外融资存量同比进一步下滑 6.3%。另外，企业债券发行的增量亦由 8 月的 3376 亿元收缩至 115 亿元。 ▪ 另外，尽管 9 月新增人民币贷款高达 1.38 万亿元，但企业的中长期贷款仅增加 3800 亿元，远低于 2017 年 9 月的水平。尽管央行放宽货币政策，但却未能如预期般支持企业的融资需求，意味着风险偏好低遏抑了银行的放贷意欲。 ▪ 整体数据反映在央行实施宽松货币政策的背景下，信贷扩张步伐依然缓慢。这背后原因可能是此前去杠杆措施的幅面影响尚未消退。 ▪ 9 月信贷数据当中最让人意外的是人民币贬值无阻外汇存款延续跌势，减少 229 亿美元。中国境内外汇存款已连续六个月录得跌幅。这可能是中国窗口指导的结果。从好的方面来看，中国可能继续使用行政手段来防范人民币美元化的风险。
▪ 中国三季度经济同比增长 6.5%，逊于二季度的 6.7% 及市场预计的 6.6%。 ▪ 另外，9 月主要经济指标表现参差。今年首 9 个月的固定资产投资增幅由前 8 个月的 5.3%（历史新低）稍微反弹至 5.4%。 ▪ 9 月零售销售同比增速同样由 9% 反弹至 9.2%。 ▪ 9 月工业产出同比升幅则由 8 月的 6.1% 回落至 5.8%。	▪ 第二产业的同比增长由二季度的 6% 显著放缓至 5.3%，从而拖累整体经济增长。受到中美贸易战带来的不确定因素影响，9 月制造业产出增速放缓至 5.7%，稍微弱于工业产出的增速。这与 9 月份疲软的制造业 PMI 相吻合。不过，从好的方面来看，今年首 9 个月的制造业固定资产投资增速由 7.5% 反弹至 8.7%，并没有受到太多外部因素的冲击。 ▪ 房地产相关的数据依然较为稳健。地产投资前九个月同比增长 9.9%，比 1-8 月 10.1% 的增幅小幅回落。零售销售方面，装潢材料以及家具等消费同比分别增长 8.4% 和 9.9%。 ▪ 然而，虽然有更多积极财政政策的地方政府专项债券的支持，但是基建投资增速依然由 4.2% 下滑至历史新低的 3.3%。这背后的原因可能是表外融资的持续收缩。有鉴于此，中国当局可能推出更多财政和货币刺激政策，以支持基建投资的增长。

中国 9 月消费者物价指数同比增幅由 7 月的 2.3% 上升至 2.5%，而生产者物价指数的同比增速则由 8 月的 4.1% 放缓至五个月新低 3.6%。	- 消费者物价指数略高于市场预期，主要受食品价格和房租价格上涨的影响。9 月食品价格环比上涨 2.4%，其中坏天气和季节因素分别推动蔬菜价格和水果价格环比上涨 9.8% 和 6.4%。此外，近期房租价格的上升也带动居住价格继续环比上涨 0.4%。 - 不过，随着天气及季节因素逐渐消退，我们预计年底之前通胀率将保持在 3% 以下水平。另一方面，历史经验显示中国通胀率与进口价格的相关性并不大。因此，我们认为贸易战对中国通胀的影响将较为有限。这也意味着通胀将不会成为制约货币宽松的因素。 - 至于生产者物价指数，虽然原材料价格继续反弹，但是受高基数因素的影响，生产者物价指数的同比增速持续下滑。未来几个月预计同比增幅还将进一步回落。
中国 9 月外汇占款按月减少 1194 亿元人民币至 21.4 万亿人民币。	此前公布的 9 月外汇储备亦有所减少。两项数据叠加暗示中国出现温和的资金外流，背后原因可能包括贸易战、经济增速下滑及人民币贬值。由于央行逐渐淡化人民币关键点位，我们认为如果美元持续全面走强，人民币可能进一步贬值。在此情况下，资金存在进一步外流的风险。不过，由于当局持续管理跨境资金流动，资金外流的速度料较为温和。
香港：截至 10 月 12 日的一周内，追踪二手楼价的 CCL 指数环比下跌 0.1%，并连续三周录得跌幅。	- 这个数据可能尚未反映出 9 月中美贸易战升级、2018 年施政报告及近期股市重挫对楼市带来的影响。因此，未来数月内该楼价指数可能进一步下跌。 - 短期内，我们预计房屋需求将逐渐减弱。首先，股市走熊可能削弱财富效应，从而打击投资需求。受美元利率上升、中美贸易战及中国经济增速放缓的影响，恒生指数连续四周收跌，月初至今已下挫 8%。其次，借贷成本上升的预期将持续遏抑房屋需求。最后，政府计划增加公营房屋供应量。因此，房屋需求可能从私人市场转移至公营市场。整体而言，我们预计楼价将于四季度环比下跌 5%。
香港第三季失业率维持在逾二十年低位 2.8%。	- 具体而言，零售业的失业率由 6-8 月的逾 6 年低位 3.9% 上升至 4%。这可能是因为近期股市波动、贸易战升级及经济前景不明朗，导致旅客及本地居民消费情绪转弱。 - 相反，贸易业的失业率由 6-8 月的 2.5% 下跌至 2.4%。由于出口商赶在中美贸易战升级前出货，贸易活动保持稳健，从而支持该行业的就业。不过，我们预期贸易战对香港贸易业及其就业情况的影响将逐渐浮现。 - 展望未来，中美贸易战、中国经济增长放慢及全球逐步收紧货币政策，或为香港经济及劳动力市场带来下行压力。因此，我们预期失业率将在第四季上升至 2.9%。

▪ 澳门第三季博彩毛收入按年增长 10%至 738 亿澳门元，增速创 2017 年第一季以来最慢。	▪ 受到世界杯及台风山竹的拖累，三季度博彩业表现欠佳。具体而言，中场博彩收入按年增速持平于 20.5%，但贵宾厅博彩收入的同比增速则下滑至 2016 年第三季以来最低水平 3.6%。这意味着除了恶劣天气及世界杯的影响之外，中国经济增长放慢亦对贵宾厅业务造成冲击，从而拖慢了整个博彩业的增长。因此，贵宾厅博彩收入占总赌收的比例下降至 2016 年第三季以来最低水平 54.3%。 ▪ 展望未来，我们担忧中美贸易战、人民币走弱及借贷成本上升，这三个因素使贵宾厅博彩收入增速进一步下滑。 ▪ 其他方面，消息指港珠澳大桥将于 10 月 24 日正式通车。这或有助减轻亚洲经济增速放缓及强澳门元对澳门旅游业及赌场中场业务带来的压力。然而，由于休闲赌客的投注额较低，中场或难如贵宾厅般带动博彩业毛收入高速地增长。整体而言，我们预期 2018 年及 2019 年博彩业毛收入将分别按年增长 15%及 2-5%。
---	--

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 上周人民币持续承压，主要是因为市场对央行或终将放手美元/人民币破 7 形成了共识。 ▪ 人民币指数日间短暂跌破 92 的关键水平，不过基于中间价计算的人民币指数暂时守住了 92。	▪ 随着央行逐渐淡化关键点位的重要性，市场对美元/人民币终将破 7 的预期不断升温。这样的预期可能导致人民币不顾美元走势而持续走弱，继而增添人民币指数的下行压力。 ▪ 未来数周内，央行将继续面临是否守住人民币指数不破 92 的挑战。

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