

摘要：

上周最大的意外之一要数中国货币政策态度的转变。周三国务院常务会议中普遍降准的重出江湖显示中国将回归传统货币宽松来支持经济。央行并没有让市场多等，周五同时宣布了普遍降准和定向降准的组合。

2018 年 4 月以来的第五次降准将为市场注入 9000 亿元流动性，其中普遍降准释放 8000 亿元，而定向降准释放 1000 亿元。此次降准，有利于降低银行的融资成本，这将有助于帮助银行降低未来 LPR 的定价，从而支持实体经济。不过随着降准的提前来领，未来两周中国央行是否会续作 MLF 面临较大的不确定性，因为以往普遍降准往往用来置换到期的 MLF。此外，此次降准也降低了央行短期内降低 MLF 利率的可能性。

此外，国务院明确将按规定下达明年专项债部分新增额度。同时给出了两个细节包括确保明年初即可使用见效以及 20% 的专项债可以用作资本金来支持重点基建项目。在目前更为清晰的框架下，在面临中美贸易战不确定因素上升情况下，中国将通过三层支柱包括传统货币宽松，逆周期措施以及支持消费来支持经济。

中国回归传统货币宽松有利于减缓人民币贬值压力，因为市场意识到人民币不再是中国应对贸易战的唯一工具。这对亚洲货币将是利好。

经济数据方面，8 月出口的下滑主要受对美国出口同比大幅下滑 16% 的影响，不过欧盟、日本和东盟等主要贸易伙伴国对中国的需求依然保持稳健。对美出口大幅回落主要受基数效应的影响，毕竟去年下半年中国企业连续数月抢出口行为，导致去年下半年对美出口大幅上升，从而推高了基数。鉴于未来几个月基数依然保持在高点，我们认为中国对美出口将继续保持负增长，从而影响中国出口增幅。

香港方面，特首林郑月娥于 9 月 4 日宣布正式撤回《逃犯条例》修订草案（6 月初以来一系列大型示威活动的导火索）。当日，恒生指数收涨 3.9%。同时，美元/港元现价及美元/港元 12 个月远期点分别由当日高位 7.8452 和 +115 回落至 7.8380 和 0 的水平。然而，由于《逃犯条例》修订草案的撤回似乎未能在短时间内停止示威活动，或改善疲软的本地经济前景，市场可能继续担忧资本外流风险。短期内，市场对资本外流的担忧，叠加季结、年结和潜在大型 IPO 料有助限制港元利率的下行空间。因此，我们预计一个月和三个月港元拆息可能分别在 1.6% 和 2% 上方徘徊。在银行间利率下行空间有限、港元贷存比率高企、港元活期和储蓄存款占港元总存款比重较低，以及季末和年末需要粉饰橱窗的情况下，近期商业银行纷纷上调港元定期存款利率。9 月底之前，银行争夺港元定期存款或成为一个趋势。另一方面，上周政府继 8 月派糖后，再宣布两项措施支持中小企业。这加上《逃犯条例》修订草案的正式撤回，以及中国央行放宽政策的预期升温，或有助香港经济躲过全年衰退的风险。其他方面，目前尚未有迹象显示资金大幅流出香港，意味着此轮社会动荡对金融业的影响小于其他主要行业。因此，虽然惠誉下调香港主权评级至 AA，但对本地政府或企业的融资成本带来的影响料有限。而其余两家评级机构标普和穆迪（已于 2017 年下调香港主权评级）亦未必采取相同行动。**澳门方面**，博彩业不但没有受惠于暑假效应，而且于 8 月份连续第二个月录得跌幅。短期内，中国经济增速放缓、人民币偏弱、香港示威活动带来的溢出效应，以及与反洗黑钱相关的政策风险，这几个因素可能继续为博彩业的前景蒙上阴影。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国央行上周五宣布普遍降准和定向降准。从 9 月 16 日开始全面降低金融机构准备金率 50 个基点。此外，对于省内运行的城市商业银行再额外降准 100 个基点，分两个阶段生效，分别从 10 月 15 日以及 11 月 15 日。	尽管上周三国务院常务会议中重提普遍降准改变了市场预期，不过此次降准依然来得比我们预期的早。这也是 2018 年 4 月以来，央行第五次全面降准，在过去一年半中对大银行的准备金共下调 400 个基点，差不多 6 万亿流动性陆续被释放。不过有意思的是中国银行间超额准备金率并未

▪ 央行预计将有 9000 亿元流动性释放，其中普遍降准释放 8000 亿元，而定向降准释放 1000 亿元。 ▪ 不过央行重申稳健货币政策基调不变，并且不会大水漫灌。	显著提高，6 月在 2%。这也是中国总体流动性依然保持稳健。而央行的降准并没有导致大水漫灌。这或许给了央行更多信心选择继续降准，并通过积极的公开市场调控保持货币政策保持稳健。 ▪ 此次降准，有利于降低银行的融资成本，尤其是包商事件后中小银行融资成本，这将有助于帮助银行降低未来 LPR 的定价，从而支持实体经济。 ▪ 不过随着降准的提前来领，未来两周中国央行是否会续作 MLF 面临较大的不确定性，因为以往普遍降准往往用来置换到期的 MLF。 ▪ 此外，此次降准也降低了央行降低 MLF 利率的可能性。
▪ 周三的国常会除了表示适时微调货币政策以及落实降低实际利率水平之外，还明确提到了及时运用普遍降准和定向降准等政策工具。	▪ 普遍降准的重出江湖是超过市场预期的，毕竟一周前央行货政司司长还撰文介绍了“三档两优”准备金率新框架强调了结构性政策的创新。这显示中国将回归传统货币宽松来刺激经济。
▪ 国务院明确将按规定下达明年专项债部分新增额度。同时给出了两个细节包括确保明年初即可使用见效以及 20%的专项债可以用作资本金来支持重点基建项目。基建项目重新加杠杆将有利于支持基建投资增幅回升。	▪ 总体来看，未来中国刺激框架渐渐清晰，除了刺激消费之外，货币政策将可能回归传统宽松包括普遍降准以及下调 MLF 利率，而财政将扮演更多逆周期的角色。这将有助于扭转市场对汇率将作为对冲贸易战主要工具的预期。有利于缓解人民币贬值压力。 ▪ 我们也认为未来基建投资增幅将反弹。
▪ 9 月 4 日，香港特首林郑月娥宣布正式撤回《逃犯条例》修订草案（6 月初以来一系列大型示威活动的导火索）。 ▪ 当日，恒生指数收涨 3.9%。同时，美元/港元现价及美元/港元 12 个月远期点分别由当日高位 7.8452 和 +115 回落至 7.8380 和 0 的水平。	▪ 然而，由于《逃犯条例》修订草案的撤回似乎未能在短时间内停止示威活动，或改善疲软的本地经济前景，市场可能继续担忧资本外流风险。这也解释了市场参与者不愿进一步推低美元/港元远期曲线的行为。短期内，市场对资本外流的担忧，叠加季结、年结和潜在大型 IPO 料有助限制港元利率的下行空间。因此，一个月和三个月港元拆息由 9 月 3 日的 2%和 2.34%分别回落至 9 月 6 日的 1.76%和 2.25%后，短期内进一步大幅下行的可能性未必太大。我们预计一个月和三个月港元拆息可能分别在 1.6%和 2%上方徘徊。在银行间利率下行空间有限、港元贷存比率高企、港元活期和储蓄存款占港元总存款比重较低，以及季末和年末需要粉饰橱窗的情况下，近期商业银行纷纷上调港元定期存款利率。9 月底之前，银行争夺港元定期存款或成为一个趋势。 ▪ 货币方面，随着港元流动性稍转宽松，我们认为美元/港元现价可能维持在 7.835-7.85 区间内波动，同时由于港美息差有限，美元/港元触及 7.85 的可能性不大。
▪ Markit 香港采购经理指数（反映私人企业营商气氛）由 7 月的 43.8 进一步下跌至 8 月的 40.8，并	▪ 第一，按揭证券公司将在中小企业融资担保计划下，新增 90%信贷担保产品，为中小企业提供最多 600 万港元贷

创 2009 年 2 月以来最低水平。另外，该指数已连续 17 个月处于收缩区间。 上周，香港政府继 8 月派糖后，再宣布两项措施支持中小企业。	款，最长还款期为 5 年。同时，合格的中小企业还能够豁免最少一年的经营经验要求。第二，按揭证券公司将优化现行的 80%信贷担保产品，允许中小企业申请在未来 6 个月内只还利息不还本金，措施即时生效。6 个月后若有需要，企业可申请再延长 6 个月。除此之外，商务及经济发展局局长邱腾华宣布目前逾 40 个帮助中小企业的基金，将简化申请手续，以及毋须通过所有手续审批便可获得资助。 - 其他方面，香港特首林郑月娥关于正式撤回《逃犯条例》修订草案的决定亦旨在缓和当前局势，以及减轻疲软经济所面临的下行风险。中国方面，国务院常委会议也呼吁及时运用普遍降准及定向降准等工具，以加大对实体经济的支持力度。整体而言，以上一系列措施强化了我们对于今年全年香港经济将不会陷入衰退的观点。 - 尽管如此，我们依然担忧三季度经济可能陷入技术性衰退，因为《逃犯条例》修订草案的撤回未必能够完全解决社会问题。短期内，政治不确定性、贸易战在升级，以及人民币偏弱，这三项因素叠加可能继续对主要行业包括运输服务业、零售业、旅游相关行业，以及房地产行业带来下行压力。尽管新的措施可能有助减轻中小企业的负担，但多项风险因素仍可能使营商环境维持低迷。
上周五，评级机构惠誉自 1995 年以来首次将香港主权评级由 AA+ 下调至 AA，并将评级展望调整为负面。	- 惠誉指出过去几个月以来持续的示威活动及暴力行为，正考验“一国两制”框架的底线及柔性，而这正是管理香港与中国大陆关系的重要框架。虽然惠誉认为“一国两制”的框架将维持不变，但预料香港在未来将继续融入中国国家体系，意味着香港体制和监管将面临挑战，从而导致中港评级差距收窄。然而，近期社会动荡带来的影响主要集中在旅游相关行业、零售业及房地产业。相比之下，目前尚未有迹象显示资金大幅流出香港，意味着金融业受到的影响较小。换言之，香港作为拥有独立关税区和独立法律系统之安全及稳定商业中心的形象仍未受到严重冲击。而香港坐拥巨额的财政储备及外汇储备亦反映强劲的基本面。 - 因此，其余两家评级机构标普和穆迪（于 2017 年以中港关系日益密切为由下调香港主权评级）未必采取相同行动。 - 理论上，下调评级可能会影响香港政府及香港企业发债融资的成本。不过，港元债券的买家主要是本地商业银行及保险公司。香港主权评级的变化，对这些机构的投资决定影响有限。因此，惠誉下调评级对香港政府及企业借贷成

本的实际影响料相对有限。事实上，外汇及货币市场也没有对该消息作出太大反应。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 8 月外汇储备小幅上升至 3.107 万亿美元。	尽管 8 月美元全球走强，但是外汇储备的小幅反弹，显示资本流动依然均衡。外汇储备的小幅反弹可能部分受益于全球债券价格的上涨。
8 月以美元计价的中国出口同比下滑 1%，而进口则同比下滑 5.6%。 8 月贸易顺差扩大至 348 亿美元。	8 月出口的下滑主要受对美国出口同比大幅下滑 16% 的影响，不过欧盟、日本和东盟等主要贸易伙伴国对中国的需求依然保持稳健，分别同比增长 3.2%，1.5% 和 11.2%。对美出口大幅回落主要受基数效应的影响，毕竟去年下半年中国企业连续数月抢出口行为，导致去年下半年对美出口大幅上升，从而推高了基数。鉴于未来几个月基数依然保持在高点，我们认为中国对美出口将继续保持负增长，从而影响中国出口增幅。 - 进口方面，中国电子原件的进口同比上升 2.4%，是 2018 年 10 月以来首次正增长。
香港 7 月房屋价格指数按年下跌 0.1%，为 2016 年 9 月以来首次。在示威活动持续及本地经济前景不明朗的情况下，一些业主已经降低叫价超过 10% 以吸引潜在买家。不过，8 月房屋成交量仍然连续第三个月录得跌幅，按年减少 15% 至 4084 宗，为去年 12 月以来最低水平。	- 这可能受到一系列不明朗因素的影响，包括股市回调削弱财富效应、本地利率高企（部分商业银行上调住宅按揭利率及削减现金回赠）、贸易战风险担忧、本地政治不确定性，及担忧裁员（失业率由逾二十年低位回升）。 - 从好的方面来看，近期，部分新盘出现超额认购。这可能是由于今年年中未能成功申请居屋的人士重返私楼市场。另外，对于利率下降及房屋长期供应短缺的预期，也可能有助限制楼市的下行空间。具体而言，尽管短期因素导致近期港元利率高企，但美联储未来一段时间的降息，料带动港元利率随着美元利率逐步回落。就长期供应而言，今年上半年房屋落成量及新屋动工量分别按年减少 8.1% 及 67.5% 至 5734 宗及 2719 宗。此外，政府计划把长期公私营单位的比例由 6:4 调整至 7:3，这增添了市场对长期私楼供应紧张的忧虑。 - 总而言之，我们预计二手房价（7 月较去年 12 月增长了 9.7%）将在今年余下时间下跌 5%-10%，惟未来楼市进一步回调的空间可能有限。
澳门 8 月博彩业毛收入连续第二个月录得跌幅，按年减少 8.6% 至 243 亿澳门元。跌幅为 2016 年 5 月以来最大。	另外，7 月旅游业并没有受惠于暑假效应，反而访澳人数的增速进一步下滑。结合两个因素，显示三项负面因素导致赌场中场业务失去部分增长动能。第一，8 月初中美贸易战再次升级，同时为中国正在放慢的经济增长雪上加霜。第二，8 月份人民币兑美元贬值超过 3%。这加上中国

	经济增长放慢削弱了中国旅客（占总旅客人数的 72.8%）的休闲博彩意欲。第三，香港航班取消及超过二十个国家/地区对香港发出旅游警示，亦可能为澳门旅游业带来间接拖累。 ▪ 另一方面，高端赌客的需求维持疲软，因为中国经济增长放慢、人民币走弱，以及贸易战风险和反洗钱相关的政策风险持续发酵。总括而言，我们认为一系列外部不明朗因素将继续为博彩业的前景蒙上阴影。因此，我们将 2019 年博彩毛收入的预测由 0%左右下调至-2%左右。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 人民币上周对美元反弹，美元/人民币回调至 7.10 区间。	▪ 人民币的反弹部分受美元回调的支持，美元指数上周一度突破 99 达到两年半高点，不过随后回落至 98.40 附近。此外，中国回归传统货币宽松有利于减缓人民币贬值压力，因为市场意识到人民币不再是中国应对贸易战的唯一工具。

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