

## 定期報告

## 港元為何大幅反彈

2018 年 9 月 24 日

一图一观点 (2018 年第 38 期)

## 主要預測

%	17	18E
GDP	6.9	6.7
CPI	1.6	2.3
PPI	6.3	3.0
社會消費品零售	10.2	10.5
工業增加值	6.6	6.3
出口	7.9	7.0
進口	15.9	6.0
固定資產投資	7.2	7.3
M2	8.2	9.3
人民幣貸款餘額	12.7	11.9
1 年期存款利率	1.50	1.50
1 年期貸款利率	4.35	4.35
人民幣匯率	6.60	6.55

## 最新數據 (8 月)

工業	6.1
城鎮投資	5.3
零售額	9.0
CPI	2.3
PPI	4.1

資料來源: CEIC, 招商證券

## 謝亞軒

86-755-83295524  
xieyx@cmschina.com.cn  
S1090511030010

## 張一平

86-755-82944676  
zhangyiping@cmschina.com.cn  
S1090513080007

## 劉亞欣

86-755-83584672  
liuyaxin@cmschina.com.cn  
S1090516100001

## 高 明

86-10-57601916  
gaoming3@cmschina.com.cn  
S1090518010002

## 林 澍 (研究助理)

86-755-83734406  
linshu@cmschina.com.cn

## 核心觀點:

上周五港元匯率大幅走強, 超出市場預期, 日內最大升值幅度達到 0.61%, 最終收盤升值 0.43%, 報 7.8089 脫離 7.85 弱方承諾, 重回 2017 年底水平。

大家對於本次港元匯率大幅走強的解釋莫衷一是, 適逢周四晚央行宣布與香港金管局簽訂《關於使用債務工具中央結算系統發行中國人民銀行票據的合作備忘錄》, 市場流行的其中一種說法是, 央行對於離岸人民幣流動性的潛在調控可能也將間接影響到港元流動性, 從而支撐港元匯率。對此邏輯, 我們可能需要再仔細推敲推敲。

相比而言, 匯豐銀行本月以來已兩次抬高港元定存利率, 隨後多家香港銀行宣布跟進加息, 未來還可能引起香港銀行業調升最優惠貸款利率, “加息” 因素對於港元的支撐顯得更加靠譜。而從香港市場銀行總結餘的變化來看, 8 月末已下降至 764 億港元, 相較去年末已下降超過 1000 億港元, 流動性逐步在收緊, 而事實上, 隔夜 HIBOR 早在 9 月 13 日已抬升至 1.8-1.9% 一線, 將港美息差壓縮至 20bp 附近並維持至今。

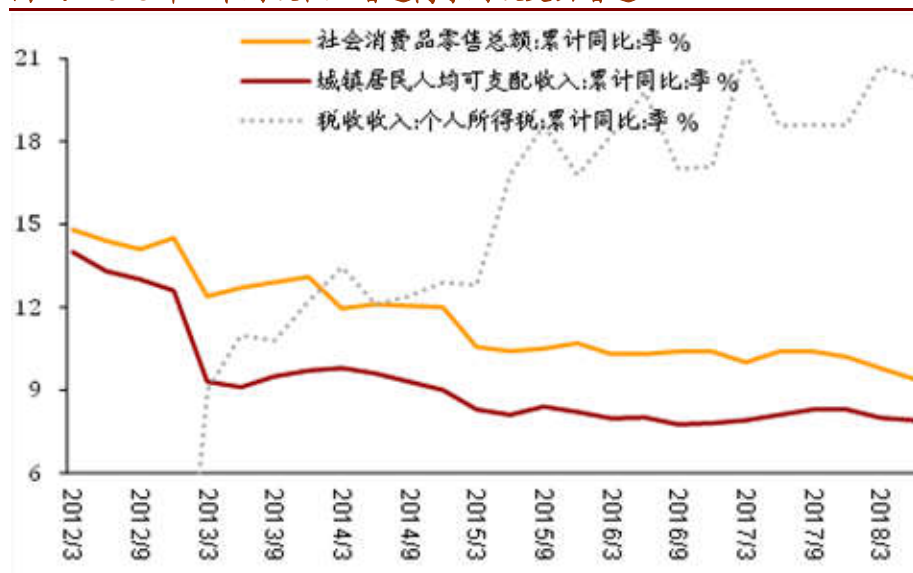
因此, 港元的反彈其實還是港元供給下降的結果。隨著香港市場流動性的收緊, 未來港元資產價格下跌的可能性也將逐步上升, 美聯儲貨幣政策的外溢效應也將在香港市場逐步體現。

## 1、促进居民收入和消费，将是四季度政府工作重点

8月28日，发改委主任何立峰受国务院委托，向全国人大常委会报告今年以来国民经济和社会发展规划执行情况时表示：“对照2018年国民经济和社会发展规划总表，当前能耗强度、空气质量、水环境质量、棚户区改造等约束性指标完成进展顺利；经济增长、就业、物价、货物进出口等主要预期目标经过努力能够完成；但完成消费、社会融资规模存量、城镇居民人均可支配收入等指标仍需付出更大努力。”这意味着四季度促进居民收入和消费增长，将成为工作的重点。

为什么说消费、城镇居民人均可支配收入等指标的完成需要付出更大努力呢？数据显示（图1），今年3月以来，社会消费品零售总额累计同比增速持续下行，1-8月增速为9.3，比去年同期低1.1个百分点；城镇居民人均可支配收入同比增速也是持续低于GDP增速（无论是名义还是实际），且今年以来也出现了降速势。但与此同时，1-8月个人所得税收入却累计同比增长了21.1%。

图1：2018年以来财政收入增速高于财政支出增速

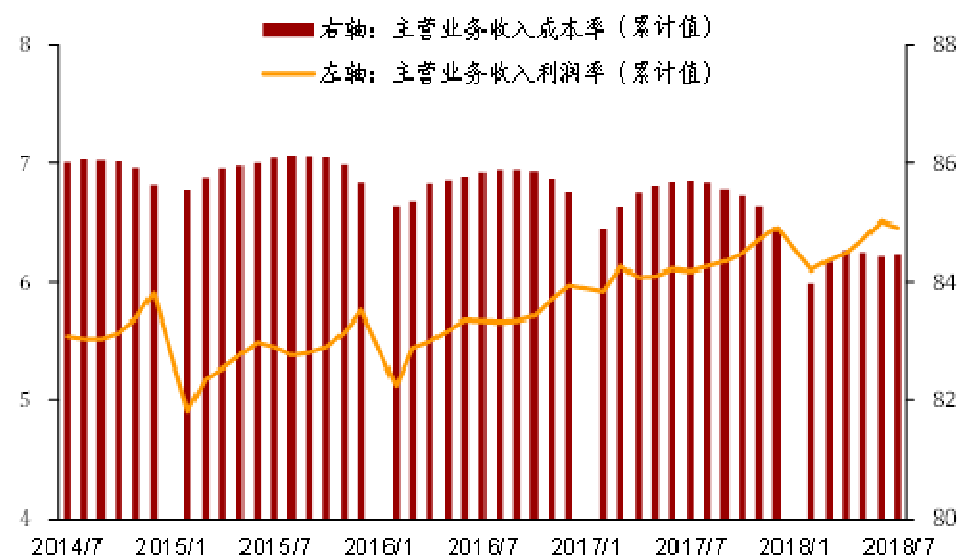


资料来源：Wind，招商证券

不过，10月1日起个人所得税起征点将从3500元上调至5000元，有望对消费形成支撑。市场可能对此有所怀疑，但一个可以参考的事实是，今年5月1日起制造业等行业增值税率调降1个百分点后，全国增值税当月同比增速就从两位数以上显著下降至个位数，8月增速更是进一步降至2.1%。如果10月之后个人所得税同比增速也能够从两位数下降到个位数，那么对于居民收入增长也可以更加乐观。

而且，中国的减税降费措施都具有渐进性、局部性、试点先行等特征，今年还受到政府债务约束强化、税务机构改革之后严格征管等影响，因此企业的主观感受并不明显，甚至有“欺骗性”之感。但仅就规上口径而言，今年企业成本率其实是下降的（图2），使企业盈利增速也在周期下行阶段保持了相对的稳定。

图 2: 同比而言, 今年规模以上企业利润率持续上升, 成本率下降明显 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

(3) 政府债务增速趋于下行, 但 8 月数据出现加速 (敬请参考前期报告《警惕资金面边际收紧》)。尤其是地方政府债的发行, 已经连续两年减速, 其中 2017 年全年同比下降 28%, 2018 年 1-7 月同比下降 20%。但 8 月的地方政府债的发行出现了恢复, 使得 1-8 月累计同比快速增速恢复至-3.1%, 接下来的政策方向值得继续观察。

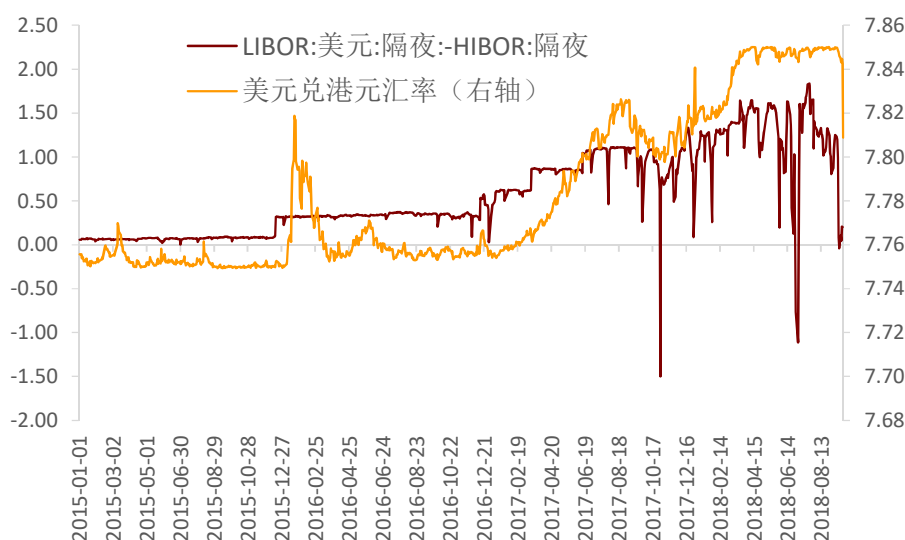
## 2、港元“大逆转”

上周五港元汇率大幅走强, 超出市场预期, 日内最大升值幅度达到 0.61%, 最终收盘升值 0.43%, 报 7.8089 脱离 7.85 弱方承诺, 重回 2017 年底水平。

大家对于本次港元汇率大幅走强的解释莫衷一是, 适逢周四晚央行宣布与香港金管局签订《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》, 市场流行的其中一种说法是, 央行对于离岸人民币流动性的潜在调控可能也将间接影响到港元流动性, 从而支撑港元汇率。对此逻辑, 我们可能需要再仔细推敲推敲。

相比而言, 汇丰银行本月以来已两次抬高港元定存利率, 随后多家香港银行宣布跟进加息, 未来还可能引起香港银行业调升最优惠贷款利率, “加息”因素对于港元的支撑显得更加靠谱。而从香港市场银行总结余的变化来看, 8 月末已下降至 764 亿港元, 相较于去年末已下降超过 1000 亿港元, 流动性逐步在收紧, 而事实上, 隔夜 HIBOR 早在 9 月 13 日已抬升至 1.8-1.9% 一线, 将港美息差压缩至 20bp 附近并维持至今。

图 3: 港元汇率大幅转强



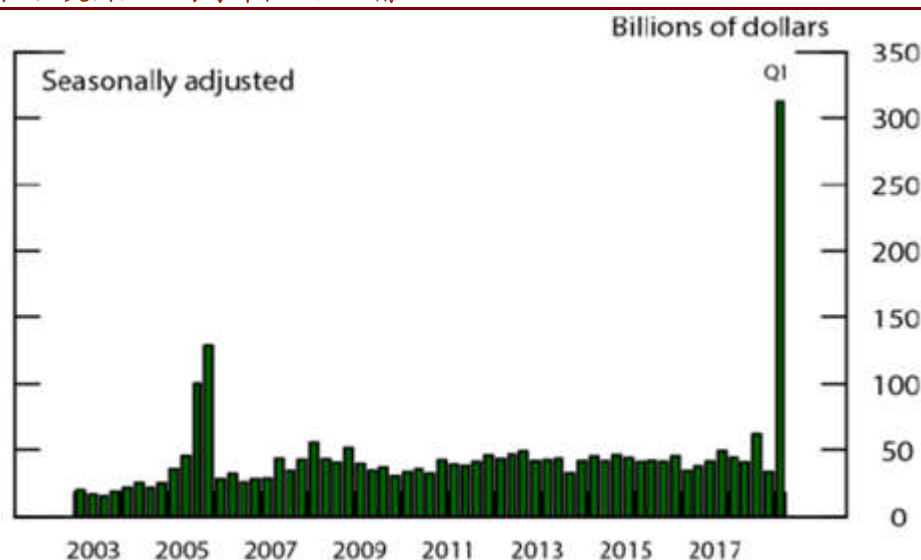
资料来源: Wind, 招商证券

### 3、美国跨国企业的汇回利润用在哪里了？

在 2017 年底通过的特朗普税改政策中存在一项对企业海外利润的税收措施，简言之，政策提出将对企业累积的海外存留利润征收一次性税收，市场普遍认为，此举可能鼓励美国跨国公司将利润一次性汇回美国。

根据美联储的计算，到 2017 年底，美国跨国公司在海外积累了大约 1 万亿美元现金，主要以美国固定收益产品形式持有。而美国的国际收支平衡表显示，美国企业在 2018 年一季度回流资金的规模略高于 3000 亿美元，约占离岸现金持有量的 30%。

图 4: 美国企业的海外收入汇回情况



资料来源: Wind, 招商证券

美国跨国企业的汇回利润用在哪里了？根据美联储的研究，标普 500 中前 15 家公司持有的海外现金占海外现金总规模的 80%，也占其自身持有现金的 80%。2017 年 12 月之后，前 15 名现金持有者的股票回购大幅上升，规模从 2017 年四季度的 230 亿美元增加到 2018 年一季度的 550 亿美元（学术研究表明在 2004 年大部分汇回的资金也被

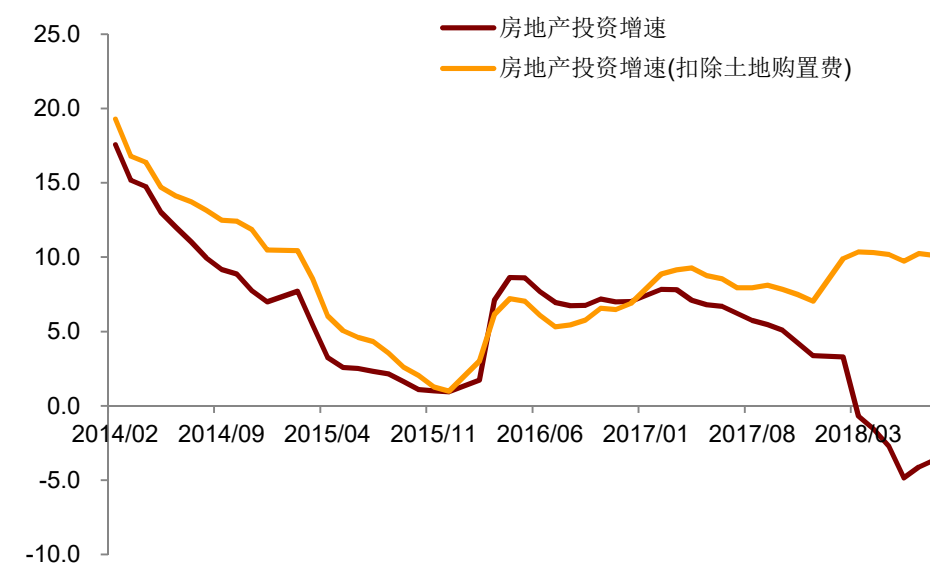
用来了资助股票回购)，而企业的分红变化很小，投资也较上一季度无明显增长，债务总额仅减少了约 150 亿美元，占其未偿债务总额的 2%，表明迄今为止的偿还也有限。综上，美国跨国企业的汇回资金与股票回购的急剧增加有关，而对于投资的影响尚不明朗，可能需要时间才能实现，目前定论还为时过早。

#### 4、房地产投资乘数效应追踪

我们在 7 月宏观经济数据点评提示下半年需求侧的超预期因素可能源于房地产投资乘数效应的边际改善。从过去两个的数据看，地产投资中的乘数效应确实出现较为明显的改善迹象。

对于地产投资而言，具备经济意义的主体是建安工程的投资完成额。8 月建安工程投资完成额同比下降 3.7%，较上半年降幅收窄 1.4 个百分点，扣除土地购置费的地产投资同比下降 3.7%，较上半年收窄 1.2 个百分点。5 月以来房屋施工面积增速回升了 2 个百分点。目前，新开工面积增速再度回升，而竣工面积增速降幅持续下降，这意味着施工面积增速具备继续回升的动力，那么建安工程投资完成额增速延续回升趋势的可能性较大，房地产投资乘数效应将持续改善。

图 5：扣除土地购置费的地产投资增速连续两个月回升



资料来源：Wind，招商证券



## 分析師承諾

負責本報告的每一位證券分析師，在此申明，本報告清晰、準確地反映了分析師本人的研究觀點。本人薪酬的任何部分過去不曾與、現在不與、未來也將不會與本報告中的具體推薦或觀點直接或間接相關。

**謝亞軒：**南開大學經濟學學士、碩士和博士學位。現任招商證券研究發展中心分析師（執行董事），負責宏觀經濟研究。2013 年新財富最佳分析師宏觀經濟第六名，賣方分析師水晶球獎宏觀經濟入圍獎。2014 年新財富最佳分析師宏觀經濟入圍獎。2015 年第一財經、水晶球最佳分析師宏觀經濟第五名，新財富最佳分析師宏觀經濟第六名。2016 年新財富最佳分析師宏觀經濟第五名，中證報金牛、第一財經、水晶球最佳分析師宏觀經濟第四名。2017 年新財富最佳分析師宏觀經濟第六名。

**張一平：**南開大學經濟學學士、碩士和博士學位。2011 年加入招商證券，現任招商研究發展中心分析師（副總裁），主要從事宏觀經濟研究。

**劉亞欣：**美國雪城大學金融學碩士，現任招商證券研究發展中心宏觀經濟分析師。

**高明：**中國人民大學國民經濟學博士，招商證券應用經濟學博士後。現任招商證券研究發展中心宏觀經濟高級分析師。

**林澍：**中山大學金融學博士，現任招商證券研究發展中心宏觀經濟助理分析師。

## 投資評級定義

### 公司短期評級

以報告日起 6 個月內，公司股價相對同期市場基準（滬深 300 指數）的表現為標準：

強烈推薦：公司股價漲幅超基準指數 20%以上

審慎推薦：公司股價漲幅超基準指數 5-20%之間

中性：公司股價變動幅度相對基準指數介於±5%之間

回避：公司股價表現弱於基準指數 5%以上

### 公司長期評級

A：公司長期競爭力高於行業平均水平

B：公司長期競爭力與行業平均水平一致

C：公司長期競爭力低於行業平均水平

### 行業投資評級

以報告日起 6 個月內，行業指數相對於同期市場基準（滬深 300 指數）的表現為標準：

推薦：行業基本面向好，行業指數將跑贏基準指數

中性：行業基本面穩定，行業指數跟隨基準指數

回避：行業基本面向淡，行業指數將跑輸基準指數

## 重要聲明

本報告由招商證券股份有限公司（以下簡稱“本公司”）編制。本公司具有中國證監會許可的證券投資諮詢業務資格。本報告基於合法取得的信息，但本公司對這些信息的準確性和完整性不作任何保證。本報告所包含的分析基於各種假設，不同假設可能導致分析結果出現重大不同。報告中的內容和意見僅供參考，並不構成對所述證券買賣的出價，在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見並不構成對任何人的投資建議。除法律或規則規定必須承擔的責任外，本公司及其僱員不對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失負任何責任。本公司或關聯機構可能會持有報告中所提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。客戶應當考慮到本公司可能存在可能影響本報告客觀性的利益衝突。

本報告版權歸本公司所有。本公司保留所有權利。未經本公司事先書面許可，任何機構和個人均不得以任何形式翻版、複製、引用或轉載，否則，本公司將保留隨時追究其法律責任的權利。