

摘要：

中国终于亮剑了，上周在增长和人民币两个领域上纷纷亮出底牌。最新的政治局会议微调了宏观政策，更侧重经济下行风险。下一阶段的核心任务将是捍卫金融稳定确保不会爆发系统性风险。政策上，货币政策和财政政策将双管齐下扮演更重要角色。货币政策的基调由稳健中性调整为稳健，显示边际宽松的空间。不过对去杠杆和抑制房价决心的重申意味着政策不会回到大水漫灌的老路。中国股市上周的疲软显示了市场认为政策仅是微调，并不是转向。

汇率方面，周五夜盘交易中，在央行重启取消 11 个月的外汇远期购汇准备金后，人民币大幅反弹。从过往的表现来看，准备金政策 2015 年推出的时候，帮助稳定了恐慌性抛售的情绪，但是从趋势上并没有改变人民币贬值。因此准备金政策并不能重现人民币交易规则，不过信号意义非常强劲。市场对 2015-17 年的干预依然记忆犹新。大家知道远期准备金只是工具箱里的第一个工具，工具箱一开后面的政策随时随地可能会蜂拥而出。而下一个可能的政策将是逆周期因子。

贸易战方面，作为对美国威胁上调 2000 亿美元商品关税至 25% 的回应，中国进一步加码，对美国的征税清单将达到 1100 亿美元。虽然从绝对数上来看，这要低于美方的 2500 亿美元清单。但是从比例来看，中国的清单已经涵盖了差不多 80% 的美国进口，这个是远远超过美方 50% 的比例。此次中方的 600 亿美元清单是超过预期的，这显示中国政府不怕贸易战进一步升级。这种强硬的态度或许对市场情绪不利，并限制人民币的反弹空间。

香港方面，美元兑港元现价持续向上，并于 8 月 3 日达到近期最高水平 7.8498。一个月港元拆息则由 7 月 25 日的高位 1.8988% 逐步下滑至 8 月 3 日的 1.47%。随着中国铁塔招股期止于 7 月 31 日，市场参与者释放之前为 IPO 预留的资金，从而导致港元汇价和港元拆息携手下滑。短期内，我们预计港元拆息将进一步下滑。其中一个月和三个月港元拆息可能分别下试 1.3% 和 1.75% 的水平。同时，美元兑港元可能在短期内再度触碰 7.85。在此情况下，金管局或需出手接盘，并可能使银行业总结余由当前的 1094 亿港元推向 1000 亿港元以下水平。值得注意的是，6 月港元贷存比率上升至 2011 年 11 月以来最高水平 85.4%。因此，商业银行可能维持较高的存款利率，以争夺港元存款。若银行业总结余进一步下降，同时港元定期存款利率持续高企，商业银行在 9 月美联储加息后跟随上调最优贷款利率的可能性不能排除。其他方面，香港 6 月总贷款及垫款按年增速下滑至 2017 年 2 月以来最慢 10.5%，主要源于三个因素，包括中美贸易关系恶化、利率上升，以及中资企业的海外融资需求下降。这些因素加上高基数效应，料促使总贷款增速在 2018 年下半年逐步放慢。我们预计年末总贷款增速将下滑至 5% 左右。最后，受股市低迷、亚洲经济前景充满不确定性、港元跟随美元全面走强，以及低基数效应减退的影响，香港零售销售增速（6 月同比上升 12%）可能在下半年逐渐放缓。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 中国商务部上周五表示为捍卫自身合法权益，将对原产于美国的 600 亿美元商品征收 5-25% 不等的关税。作为对美国威胁上调 2000 亿美元商品关税至 25% 的回应。 - 不过新的关税生效时间将取决于美国方面的情况。	- 过去一周关于中美贸易战的新闻好坏参半。双方都表示重回谈判桌的意愿。但是美方威胁提高 2000 亿美元商品关税再次打破了双方的平衡，来自双方的新一轮威胁或许是为了下一轮谈判吸收筹码。 - 加上这 600 亿美元，中国对美国的征税清单将达到 1100 亿美元。虽然从绝对数上来看，这要低于美方的 2500 亿美元清单。但是从比例来看，中国的清单已经涵盖了差不多 80% 的美国进口，这个是远远超过美方 50% 的比例。此次中方的 600 亿美元清单是超过预期的，这显示中国政府不怕贸易战进一步升级。这种强硬的态度或许对市场情绪不

	利。 此外，中美贸易战的进一步升级也可能抑制人民币的反弹幅度。
中国政治局会议微调了宏观政策，侧重经济下行风险。	- 稳成为此次会议的关键词。就业、金融市场、国际贸易、外资投资、基建投资以及预期成为六个主要的待稳定领域。下一阶段的核心任务将是捍卫金融稳定确保不会爆发系统性风险。 - 政策上，货币政策和财政政策将双管齐下扮演更重要角色。货币政策的基调由稳健中性调整为稳健，显示边际宽松的空间。而更积极的财政政策将发力起到支持内需的作用。 - 不过对去杠杆和抑制房价决心的重申意味着政策不会回到大水漫灌的老路。而稳基建在六大稳定领域中仅排名第五显示大规模基建拉动的增长模型可能性并不大。
央行周五晚宣布从今天起对远期购汇征收 20% 的准备金。	20% 的远期购汇准备金市场并不陌生，这个政策最早是 2015 年 9 月由央行首次执行，旨在提高做空成本以及抑制跨境套利。不过随着人民币双向波动预期重铸，央行在 2017 年 9 月取消了这个行政管理政策。 - 从过往的表现来看，准备金政策 2015 年推出的时候，帮助稳定了恐慌性抛售的情绪，但是从趋势上并没有改变人民币贬值。因此准备金政策并不能重现人民币交易规则，不过信号意义非常强劲。市场之前不断在试探央行的底线，上周五终于等到了。尽管央行有意让市场自我寻找均衡价位，但目前的贬值幅度和速度已经超出了容忍范围。如果人民币贬值威胁金融稳定，央行不会放任不管。 - 从好的地方来看，此次准备金政策的效果或许会好于 2015 年。那是因为市场对 2015-17 年的干预依然记忆犹新。大家知道远期准备金只是工具箱里的第一个工具，工具箱一开后面的政策随时随地可能会蜂拥而出。而下一个可能的政策将是逆周期因子。 - 短期内来看，央行的干预可能会改变市场的供需情况，但是人民币中期走势还是将取决于经济基本面、中美贸易战发展以及中国宽松预期三个因素上。如果中美贸易战进一步恶化的话，或许将使得人民币重新面临贬值压力。
美元兑港元现价由 7 月 26 日的 7.8449 逐步上升，并于 8 月 3 日达到近期最高水平 7.8498。一个月港元拆息则由 7 月 25 日的高位 1.8988% 逐步下滑至 8 月 3 日的 1.47%。	尽管中国铁塔在港上市将缔造四年来全球最大规模的 IPO，但中美贸易战的担忧导致中国铁塔招股遇冷。因此，市场参与者释放之前为 IPO 预留的资金，从而导致港元汇价和港元拆息携手下滑。尽管在港上市的中资企业将于 8 月份派发较大规模的股息，但在资金充裕的情况下，派息对港元汇价和港元流动性的影响似乎有限。

	▪ 短期内，我们预计港元拆息将进一步下滑。其中一个月和三个月港元拆息可能分别下试 1.3%和 1.75%的水平。同时，美元兑港元可能在短期内再度触碰 7.85。在此情况下，金管局或需出手接盘，并可能使银行业总结余由当前的 1094 亿港元推向 1000 亿港元以下水平。值得注意的是，6 月港元贷存比率上升至 2011 年 11 月以来最高水平 85.4%。因此，商业银行可能维持较高的存款利率，以争夺港元存款。若银行业总结余进一步下降，同时港元定期存款利率持续高企，商业银行在 9 月美联储加息后跟随上调最优贷款利率的可能性不能排除。
▪ 二季度外汇基金录得 2016 年第四季以来首次亏损 77 亿港元，主要是因为美元持续走强，导致非港元资产外汇估值亏损 213 亿元。	▪ 其次，香港股票也录得 51 亿港元亏损。两项因素导致港股表现低迷。第一，美元利率上升加上中美贸易战风险升温，导致资金从新兴市场流出。第二，由于内地 A 股被纳入 MSCI 新兴市场指数，投资者减持香港股票。深港通和沪港通下的南向净流入资金由 2018 年第一季的 1531 亿人民币下跌至第二季的 164 亿人民币。相反，第二季其他股票投资及债券投资的收益分别达到 47 亿港元及 140 亿港元。由于大部分主要央行对收紧货币政策维持审慎的立场，发达国家的股市及债市维持稳健表现。 ▪ 展望第三季，我们预计美元将在高位盘整，从而导致外汇基金继续录得非港元资产外汇估值亏损。另外，由于美联储的立场较上半年鹰派，同时其他主要央行也计划逐步收紧货币政策，外汇基金的债券投资或转盈为亏。整体而言，我们预期 2018 年外汇基金的投资表现将较去年逊色。然而，外汇基金规模庞大（6 月达 4.15 万亿港元，远高于 1998 年末的 0.91 万亿港元），料有助金管局保卫联系汇率制度。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 中国 7 月制造业采购经理人指数下滑至 51.2，略超过市场预期。	▪ 需求和产能出现不同程度放缓。新出口订单连续第二个月低于 50。此外，新订单也由 53.2 回落至 52.3。 ▪ 此外，购进价格指数有所回落，由 6 月的 57.7 回落至 54.3，暗示 7 月生产者物价指数可能会回落至 4.3%左右。短期内来看，通胀风险不大，不会成为货币政策边际宽松的限制。 ▪ 鉴于中国已经微调了其货币以及财政政策，这可能会对内需起到一定支持，并支持制造业采购经理人指数趋稳。
▪ 6 月外资继续增持中国债券。	▪ 外资持有债券金额由 5 月的 1.49 万亿元，上升至 1.6 万亿元。此外对于同业存单的需求也由 1816 亿元上升至 2030

	亿元。这显示外资对中国金融资产的兴趣并没有被近期人民币贬值打断。
香港 6 月总贷款及垫款按年增长 10.5% 至 9.8 万亿港元，增速为 2017 年 2 月以来最慢，主要源于三个因素，包括中美贸易关系恶化、利率上升，以及中资企业的海外融资需求下降。	- 具体而言，占总贷款及垫款 64.4% 的“在香港境内使用的贷款（不包括贸易融资）”按年增长 11.2%，为 2017 年 1 月以来最小升幅，主要是因为利率上升及贸易战风险加剧，对企业信心造成冲击。 - 另一方面，在香港境外使用的贷款（占总贷款及垫款的 30%）按年增速下滑至 2017 年 1 月以来最弱水平 10%。近期，中国政府将政策重心从“去杠杆”转向“防范经济下行风险”，同时推出一系列刺激政策，从而为境内市场提供充裕的流动性，并帮助收窄信用利差。这鼓励中资企业重返境内市场进行融资。此外，美联储逐步加息导致境外借贷成本上升，这亦令中资企业却步。 - 整体而言，本地和来自中国大陆的贷款需求转弱，再加上高基数效应，料促使总贷款增速在 2018 年下半年逐步放慢。我们预计年末总贷款增速将下滑至 5% 左右。
香港 6 月人民币存款按月减少 2.7% 至 5845 亿人民币，同比增速则由 5 月的 14.5% 下滑至 6 月的 11.1%。	这主要是因为人民币转弱的预期持续升温。展望未来数月，我们预期香港人民币存款将缓慢减少，背后原因主要有两个。第一，若中美贸易战升级，将利淡人民币前景，从而削弱人民币需求。第二，在岸及离岸人民币流动性充裕，正促使香港商业银行下调人民币存款利率。
香港 6 月零售销售额维持稳健，按年增长 12% 至 378 亿港元。	- 食品，酒类饮品及烟草销售额的增速创 2018 年 2 月以来最快，按年上升 8.9%。此外，其他未分类耐用消费品的销售额连续 8 个月录得双位数增长，按年上升 15%。由此可见，紧俏的劳动力市场（失业率维持在逾 20 年低位，且工资增长前景乐观）持续提振本地居民的消费情绪。另一方面，受惠于畅旺的旅游业，百货公司商品，以及珠宝等名贵商品的销售额分别按年增长 15% 及 27.8%。6 月访港旅客总人数录得连续 5 个月增长，按年上升 12.8% 至 474 万人。 - 不过，我们预期零售销售的增长可能在 2018 年下半年放慢。首先，中美贸易战的风险及美联储逐步加息的预期可能为股市带来压力，从而打击本地居民消费情绪。其次，中国经济增速逐步回落，同时中美贸易战使亚洲经济面临下行风险。再者，港元随着美元对主要货币走强，可能削弱旅客的消费能力。最后，低基数效将在未来数月逐渐减退。整体而言，我们维持 2018 年零售销售按年增长 5%-8% 的观点不变。
澳门 7 月博彩业毛收入按年增长 10.3% 至 253 亿澳门元，增速放慢至 2018 年 2 月以来最低，背后	尽管世界杯已经完结，我们依然预期高基数效应在未来数月可能放慢博彩业毛收入的增长。此外，若政府加大打击

原因可能是高基数效应及世界杯分散赌客注意力。	清洗黑錢的力度，贵宾厅的业务可能面临下行风险。利率逐步上升亦妨碍博彩中介人为高端赌客提供低成本信贷。 ▪ 另一方面，澳门旅游业持续复苏，料为赌场中场业务注入动力。短期内，基础设施改善，加上大型酒店项目开幕，将进一步为澳门旅游业提供支持，并吸引更多悠闲赌客到访。不过，由于悠闲赌客的赌注相对较低，中场业务收入的升幅或相对有限。此外，我们担忧全球贸易风险升温可能削弱亚洲国家的经济增长动能，从而打击居民出境旅游的热情。因此，我们维持 2018 年博彩业毛收入按年增长 10%-15% 的观点不变。
-------------------------------	---

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 央行终于还是亮剑了。随着上周人民币指数反复测试 92 的低点，央行重启了远期购汇准备金。美元/人民币在 6.90 一日游后重新回落至 6.85 下方。	▪ 人民币指数 92 的魔效依然存在。市场对 92 的敬畏不是没有道理的。短期内来看，92 将继续成为人民币的坚强支持位。而市场也会当心逆周期因子的重新启动。不过，随着中美贸易战进一步升级，未来人民币走势还是存在不确定性。

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