

**摘要：**

尽管过去几周中国货币政策和财政政策更为积极，但是市场情绪依然紧张。央行二季度货币政策会议召开，会后的申明对流动性的措辞有所改变。由原先合理稳健微调至合理宽裕。这也再次验证了市场关于货币政策更为灵活的预期。不过市场对货币宽松依然保持谨慎态度，担心成为新一轮推高房价的因素。

经济方面，中国 6 月制造业采购经理人指数由 5 月的 51.9 小幅回落至 51.5，不过继续保持在扩张领域。不过外需出现下滑势头，新出口订单回落至 49.8，跌破枯荣线。这显示中美贸易冲突对中国经济的影响或许开始显现。

货币政策不是万能药。相对货币政策，财政政策未来扮演的作用可能更为重要。并帮组中国在稳定增长和控制风险中保持均衡。中国财政部发布新的通知退还部分行业增值税留抵税额。退还行业包括先进制造业、研发等现代服务业和电网企业以及包括中国制造 2025 企业来缓解企业资金流动压力。

境内外不确定因素的上升并没有改变中国进一步开放市场以及控制金融风险的决心。中国发改委如计划公布了 2018 年版外商投资准入负面清单，进一步扩大市场准入。新的简化负面清单显示中国进一步开放的承诺并没有被中美贸易冲突打断。这也显示中国将中美贸易冲突作为孤立的事件来对待。此外，中国发改委联合财政部印发新的通知规范外债风险和地方债务风险。

汇率方面，过去一周，市场已经多次传闻央行通过中间价或者直接干预的方式来减缓人民币贬值速度。我们认为目前央行的主要职责是控制波动性而非扭转贬值势头。而央行可能也并不急着干预。短期内人民币走势将取决于美元以及中美贸易谈判的进展。如果中美贸易冲突局势好转的话，那人民币贬值压力可能会减少。市场需要紧紧盯住人民币指数的走势。如果短期内人民币指数继续快速下滑，并跌向 94 的话，不排除央行可能重新启动逆周期因子来重铸双向波动预期。

**香港方面**，政府于上周公布三项楼市调控措施的细节。这些措施将可能对楼市带来几个方面的影响。第一，居屋的订价与市价格脱勾，将有助于分割私营和公营房屋市场，从而防止公屋价格随着私楼价格持续快速地上涨。第二，公屋供应量大幅增长，将减少申请人的轮候时间，从而削弱私人房屋租赁需求及纳米楼的需求。第三，空置税的落实可能驱使发展商加快销售空置单位。不过，由于小型房屋的需求较大，空置税对该类单位的影响较小。有鉴于此，未来发展商可能主力兴建小型单位，或把空置税转嫁给买家。因此，我们认为空置税对私人房屋价格的影响较为有限。整体而言，新措施应该有助于改善公营房屋计划，并加快新屋供应，但是想要改善供求失衡的问题，以及促使楼价显著回落，则可能需要较长一段时间。其他方面，融资成本高企，以及中美贸易冲突打击港股市场情绪，导致小米招股的反应不如预期般热烈。因此，银行释放过去几个星期内过度预留的资金。展望未来，中国铁塔、美团等将于 7-8 月陆续在港上市。尽管中美贸易冲突可能导致股市情绪持续低迷，从而打击抽新股的情绪，但是由于 7-8 月上市的企业融资规模较大，即使市场反应冷淡，也可能冻结一定规模的资金。因此，我们认为半年结及小米 IPO 后，港元拆息大幅回调的可能性不大。反而，一个月及三个月港元拆息可能分别在约 1.5% 及 1.8% 的水平找到支持。

| 事件和市场热点                                                                                    |                                                                                                                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                                         | 华侨银行观点                                                                                                                                                                      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国发改委如计划公布了 2018 年版外商投资准入负面清单，进一步扩大市场准入。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>清单长度由原先的 63 条减少至 48 条，并在 22 个领域推出开放措施。新的简化负面清单显示中国进一步开放的承诺并没有被中美贸易冲突打断。这也显示中国将中美贸易冲突作为孤立的事件来对待。而中国也将继续以开放的姿态庆祝改革开放 40 周年。</li> </ul> |

|                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国发改委联合财政部印发新的通知规范外债风险和地方债务风险。</li> <li>不过发改委否认了关于禁止企业境外发行 364 天期美元债的传闻。</li> </ul>                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>自 2015 年 9 月放款境外发债流程后，更多中资企业从海外募集资金，在扩流入方针的指导下，帮助稳定了人民币汇率走势。不过也产生了一些负面作用，譬如房地产企业海外融资加大可能会弱化境内的调控政策。此外一些级别较低的地方政府融资平台海外融资也可能加剧对地方政府债务的担忧。</li> <li>展望未来，在控制总量和优化结构的方针指导下，对房地产企业和国有企业的海外融资将有所收紧。这可能会导致未来房地产投资出现放缓。</li> </ul>                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>境内媒体报道国开行收紧了棚改的审批权。</li> </ul>                                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>过去几年通过 PSL 等方式对接的棚改计划使得不少居民成为百万富翁。笔者身边也有一些朋友受益于此政策。当然也有担忧棚改货币化抬高了房价。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国财政部发布新的通知退还部分行业增值税留抵税额。退还行业包括先进制造业、研发等现代服务业和电网企业以及包括中国制造 2025 企业。</li> </ul>                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>过去几周，随着中国经济放缓势头显现以及贸易冲突风险上升。中国货币和财政政策都出现了调整。不过市场对货币宽松依然保持谨慎态度，担心成为新一轮推高房价的因素。相对货币政策，财政政策未来扮演的作用可能更为重要。并帮组中国在稳定增长和控制风险中保持均衡。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                     |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>央行二季度货币政策会议召开，会后的申明中对流动性的措辞有所改变。由原先合理稳健微调至合理宽裕。</li> </ul>                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>这也再次验证了市场关于货币政策更为灵活的预期。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国财政部宣布 2018 年将在港发行两批点心债，发行量共达 100 亿人民币。比起 2017 年，财政部点心债的发行量按年下跌近 30%，为 2010 年来最低。此外，财政部宣布 2018 年将在港发行 30 亿美元的主权债。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>事实上，由于离岸市场的融资成本较高，发行点心债并不是十分受欢迎的融资方式。近期，人民币贬值预期上升，亦削弱海外投资者对人民币资产的需求。此外，债券通的开通，为海外投资者提供了投资境内国债的渠道，变相降低了点心债的需求。整体而言，财政部并不需要依赖离岸市场进行融资。然而，财政部仍坚持发行点心债券，可见当局推进人民币国际化的决心依然十分坚定。</li> </ul>                                                                                                                                                                      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港政府于上周公布三项楼市调控措施的细节。</li> </ul>                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>第一，居屋的订价将与市价格脱勾，转为参考申请者月入中位数。在此情况下，居屋的价格将更符合申请家庭的可负担能力。这将有助分割私营和公营房屋市场，从而防止公屋价格随着私楼价格持续快速地上涨。第二，约 9 幅用来兴建私人房屋的地皮将改为兴建公营房屋。这将增加约 10000 个公屋单位，从而减少申请人的轮候时间，并削弱私人房屋租赁需求及纳米楼的需求。第三，政府针对一手楼空置超过 6 个月以上的单位开征空置税，税项为应课差饷租值的 200%。这或驱使发展商加快销售空置单位。不过，由于小型房屋的需求较大，空置税对该类单位的影响较小。有鉴于此，未来发展商可能主力兴建小型单位，或把空置税转嫁给买家。因此，我们认为空置税对私人房屋价格的影响较为有限。整体而言，新措施应该有助于改善</li> </ul> |

|                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                               | <p>公营房屋计划，并加快新屋供应，但是想要改善供求失衡的问题，以及促使楼价显著回落，则可能需要较长一段时间。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>小米招股反应不如预期般热烈，主要是因为融资成本高企，以及中美贸易冲突打击港股市场情绪。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>这促使银行释放过去几个星期内过度预留的资金。随着流动性重返市场，短端港元拆息有所回落。一个月港元拆息由 6 月 25 日的 2.13% 回落至 6 月 29 日的 2.01%。在短端流动性维持充裕的情况下，港元再度回落。展望未来，中国铁塔、美团等将于 7-8 月陆续在港上市。尽管中美贸易冲突可能导致股市情绪持续低迷，从而打击抽新股的情绪，但是由于 7-8 月上市的企业融资规模较大，即使市场反应冷淡，也可能冻结一定规模的资金。因此，我们认为半年结及小米 IPO 后，港元拆息大幅回调的可能性不大。反而，短期内一个月及三个月港元拆息可能分别在约 1.5% 及 1.8% 的水平找到支持。就港元而言，短端流动性充裕可能再度推高美元兑港元至 7.85。尽管如此，市场可能依然担忧三季度大型 IPO 将导致流动性趋紧，因此在沽空港元时保持谨慎。而在港上市的中资公司 7-8 月派息衍生的港元需求也可能有助减轻港元的下行压力。因此，我们维持银行业总结余（目前达到 1094 亿港元）在未来两个月内维持在 800 亿港元以上的观点。</li> </ul> |

### 主要经济数据

| 事件                                                                                                    | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月制造业采购经理人指数由 5 月的 51.9 小幅回落至 51.5，不过继续保持在扩张领域。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>内需依然保持稳健，新订单虽然由 53.8 回落至 53.2，但依然保持强劲。不过外需出现下滑势头，新出口订单回落至 49.8，跌破枯荣线。这显示中美贸易冲突对中国经济的影响或许开始显现。</li> <li>价格方面，进口价格指数进一步上升至 57.7。暗示中国生产者物价指数可能会进一步走高。不过从好的方面来看，生产者物价指数的走高，往往意味着财政收入增幅可能会扩大。这可能会为财政支持创造更多的空间。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 1-5 月工业企业利润增幅扩大至 16.5%，上升 1.5 个百分点。</li> </ul>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>尽管官方的增长数据与计算的增长数据有较大的出路，不过统计局工业利润增幅与财政部的增值税增幅以及企业利润增幅相吻合。显示规模以上工业企业盈利能力依然稳健。</li> </ul>                                                                                                                              |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港 5 月总贷款和垫款同比增速由 4 月的 17.1% 下滑至 12%。</li> </ul>               | <ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，在香港境内使用（不包括贸易融资）的贷款占总贷款和垫款 64%，该类贷款按年上升 12.8%，升幅较 4 月的 19.3% 显著回落。除了 4 月大型 IPO 效应消退之外，融资成本上升也可能削弱了本地贷款需求。展望未来，我们预计各大银行年内将至少加息依次。尽管最优贷款利率的</li> </ul>                                                            |

|                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                    | <p>上调步伐可能较为缓慢，但仍将跟随美联储利率保持上升趋势。因此，融资成本逐渐向上，再加上中美贸易风险打击企业情绪，本地贷款需求或继续转弱。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>至于在香港境外使用的贷款增速则由 4 月的 13.2%放缓至 10.4%。由于中国央行转为中性偏松的政策立场，且致力于缓解中小企业的融资困难，我们预计内地企业的海外融资需求将有所下降。另外，中国当局限制不理性的海外投资，以及境外市场融资成本不断上升，也可能削弱内地企业在外融资的需求。整体而言，我们预计总贷款和垫款将在 2018 年下半年继续增长，惟增速可能有所下滑。</li> </ul>                                                                        |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>5 月份香港的人民币存款同比增速达到 2014 年 12 月以来最快，按年增加 14.5%至 6009 亿元。</li> </ul>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>尽管 5 月人民币稍微贬值，但当时人民币的预期依然乐观。再加上各大银行持续提供较高的人民币存款利率，人民币存款的反弹趋势延续至 5 月份。然而，自 6 月底开始，中美贸易冲突升级，导致人民币贬值预期升温。月初至今，人民币兑美元贬值幅度超过 3%。因此，未来几个月内，如果香港的人民币存款未能稳定在当前水平，则可能稍微下滑。</li> </ul>                                                                                                                                                                           |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港 5 月出口及进口全面上升，按年分别增长 15.9%及 16.5%，反映贸易活动依然稳健，且与中国同月贸易业的强劲表现一致。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>值得注意的是，香港从中国及美国的进口分别按年增长 18.4%及 6.6%。香港往中国及美国的出口亦分别按年增长 19.2%及 12.5%。不过，由于市场忧虑中美贸易冲突可能在下半对经济产生负面影响，企业可能提前完成订单，因此使 5-6 月份的数据有所扭曲。随着中美双方于 7 月 6 日开始实施新关税，从 7 月开始，贸易数据或能够更清晰地反映出贸易冲突对香港贸易活动的影响。由于特朗普政府主要针对中国高科技产业，贸易冲突升温可能对亚洲电子产业链造成冲击，从而利淡香港贸易业，因为香港最主要的进出口商品恰恰是高科技产品。具体而言，电动机械、办公室机器及通讯设备的出口及进口占香港总出口及进口的 64.3%。若香港贸易活动增长逐步放慢，或在中期内拖累整体经济增长。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 5 月入境旅客连续第 4 个月录得同比升幅，按年增长 5.2%。其中，来自中国内地的旅客按年增长 9.3%。</li> </ul>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>不过，来自香港、台湾、韩国及日本的旅客分别按年减少 2.1%、5.6%、10%及 0.5%。尽管如此，过夜旅客仍连续 34 个月录得增长，并按年上升 5.3%。因此，过夜旅客占总旅客的比例上升至 2018 年 1 月以来最高水平 53.6%。随着一系列新大型娱乐项目在年内陆续开始营业，我们预期过夜旅客的人数将持续增加。另外，港珠澳大桥即将落成，这亦有助吸引旅行团到访澳门。在亚洲经济持续复苏的情况下，我们预期澳门的旅游业将维持向好的走势。不过，即使入境旅客人数持续上升，6 月-7 月期间世界杯赛事仍可能导致澳门博彩业表现欠佳。</li> </ul>                                                                   |

|                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 3-5 月的失业率下降至 2018 年初以来低位 1.8%。劳动力参与率反弹至 70.8%，为 2017 年底以来首见。此外，就业人口上升至 383100 人，为连续 5 个调查周期录得增长。整体而言，这反映劳动力需求在过去几个月持续上升。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>具体而言，受到本土消费情绪高涨及旅游业持续复苏的支持，零售业的就业人口按月增长 2.8%。由于新大型娱乐项目陆续开幕，博彩业的就业人口按月上升 1.5%。此外，大型基建项目衍生的劳动力需求，带动建筑业的就业人口按月上扬 2.1%。展望未来，劳动力市场料维持紧俏。由于澳门政府计划加大基建投资，我们预期市场对建筑工人的需求将保持强劲。另外，新一批大型娱乐项目将陆续开幕，这料支持博彩业及旅游相关行业的招聘意欲。在劳动力市场维持紧俏及经济前景乐观的情况下，我们预期工资增速将在未来数季温和上升，从而进一步提振本地消费。</li> </ul> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

| 人民币                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                                                                                                     | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周人民币进一步走弱，美元/人民币突破 6.60 关口。过去两周美元/人民币由 6.40 快速突破 6.60，超过 3.5%的跌幅令所有投资者感到意外。此外，人民币指数也快速回落至 95.65 左右。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>过去一周，市场已经多次传闻央行通过中间价或者直接干预的方式来减缓人民币贬值速度。我们认为目前央行的主要职责是控制波动性而非扭转贬值势头。而央行可能也并不急着干预。一方面，人民币对美元的表现依然好于多数亚洲货币。另一方面，今年以来人民币对主要贸易伙伴国货币的波动并不大，年初以来，人民币指数依然升值 0.7% 左右。</li> <li>短期内人民币走势将取决于美元以及中美贸易谈判的进展。如果中美贸易冲突局势好转的话，那人民币贬值压力可能会减少。市场需要紧紧盯住人民币指数的走势。如果短期内人民币指数继续快速下滑，并跌向 94 的话，不排除央行可能重新启动逆周期因子来重铸双向波动预期。</li> </ul> |

**OCBC Greater China research****Tommy Xie**[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)**Carie Li**[Carierli@ocbcwh.com](mailto: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