

摘要：

中国过去几个月金融市场改革开放加码以及中国的妥协进口更多美国产品似乎未能打动美国停止升级中美贸易冲突。理论上来说，如果双方未能在未来几周达成妥协的话，那中美贸易战从 7 月 6 日正式拉开帷幕。从中国角度来看，中国已经明确展现了即使中国为了中兴的重新开工而愿意做出妥协，但是中国不会放弃发展高科技的底线。目前中国方面的以牙还牙是短期应对的良药，但是从中长期来看，中国将进一步扩大内需的国策将被加速。

经济数据方面，中国经济增长 5 月失去动能。尽管，中国房地产投资增幅保持稳健，但是受结构性去杠杆影响，基建投资大跌。中国针对地方政府和央企的结构性去杠杆将会进一步减缓经济增长势头，因此，我们预计二季度经济增长放缓至 6.5% 左右。社融的大幅下滑显示中国的去杠杆成果显现。表外融资需求正转回表内。

在信用风险上升以及经济放缓的大环境中，中国央行并没有跟随美联储上调货币市场利率。此次央行的按兵不动可能有两层含义。第一，随着近期数据显示中国结构性去杠杆取得成效，央行可能会回归更为中性的态度，来捍卫不出金融风险的底线。这可能有助于支持市场情绪。第二，相比之前，央行维持中美利差的意愿减弱。这是因为随着过去一年资本流动趋于均衡，人民币汇率走稳，资本外流不再是当前的主要矛盾。而央行也将继续允许市场在汇率定价中扮演更重要的角色。而随着中美贸易冲突再次升温，适度的小幅贬值似乎有利于中国环境贸易冲突的压力。

上周少数的利好信息是中国财政收入保持强劲。这也将给中国空间来通过积极的财政政策来支持经济以及对冲中美贸易战可能带来的影响。

汇率方面，周五人民币大幅贬值与剧本相一致。随着中国对中美贸易冲突重新强硬，人民币可能会小幅贬值。此外，人民币指数周五升至 97.85。随着人民币指数接近 98，市场可能会有更多人民币卖盘，因为市场依然认为 98 可能是人民币指数的阻力位置。

香港方面，上周四美联储会议过后，市场预计香港各大银行可能自 2006 年以来首次上调最优贷款利率。然而，各大银行再次按兵不动。由此可见，香港流动性依然充裕，因此港美利率在一段时间内保持较大差距的预期再度升温，并鼓励套利交易把港元推向弱方兑换保证水平。然而，随着半年末效应和大型 IPO（消息指小米将最快在 6 月 25 日开始招股）的到来，流动性将趋紧，并支持港元反弹。只要美元兑港元不碰到 7.85，那么金管局短期内接盘可能性不大。至于港元利率，三个月和一个月港元拆息之差从 70 点子上逐步收窄至当前的 34 点子。我们预计差距将进一步收缩至历史平均水平 25 个点子。换言之，短期内，一个月港元拆息可能从目前的 1.67% 上升至 1.7% 或者更高水平。6 月底左右各大银行由于资金紧张而上调最优贷款利率的可能性依然不能排除。即使各大银行仍然不愿意加息，我们还是相信年内最优贷款利率至少调升一次（25 个点子）。具体而言，在三季度大型 IPO 热潮过后，港元拆息可能有所回落。相反，随着美联储进一步加息，美元拆息可能逐渐上扬。届时港美息差扩大，将鼓励套利交易回归，从而促使银行业总结余跌穿 1000 亿港元的关键水平。另一方面，随着通胀逐渐回升，更多主要央行可能陆续开始收紧货币政策。这或触发资金流出香港。一旦资金外流情况加剧，流动性趋紧将不再是短暂现象，而是可持续的情况。届时银行体系料难有空间按兵不动。

事件和市场热点

| 事件 | 华侨银行观点 |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周中国央行并没有跟随美联储上调货币市场利率。这也是 2017 年以来央行连续四次上调利率后暂时停滞。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 其实在 3 月央行跟随美联储加息后就已经明确表示未来央行不一定会每次跟着美联储上调货币市场利率。 ▪ 在信用风险上升的大环境中，此次央行的按兵不动可能有两层含义。第一，随着近期数据显示中国结构性去杠杆取得成效，央行可能会回归更为中性的态度，来捍卫不出金 |

| | |
|---|--|
| | <p>融风险的底线。这可能有助于支持市场情绪。第二，相比之前，央行维持中美利差的意愿减弱。这是因为随着过去一年资本流动趋于均衡，人民币汇率走稳，资本外流不再是当前的主要矛盾。而央行也将继续允许市场在汇率定价中扮演更重要的角色。而随着中美贸易冲突再次升温，适度的小幅贬值似乎有利于中国环境贸易冲突的压力。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 总体来看，我们预计中国将继续采取 MLF 以及降准的方式在金融稳定和结构性去杠杆中形成均衡。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 美国贸易代表处周五如预告地公布了对将近 500 亿中国产品征收额外 25%进口关税的清单。此次征收关税将分成两批走。首批 818 种价值 340 亿美元的产品的关税将于 7 月 6 日生效。而剩下的 160 亿产品将继续面临调查和听证后再确定时间。 ▪ 作为回应，中国政府在同一天公布了等价的报复措施。其中价值 340 亿美元的 659 种美国进口商品包括农产品汽车等将从 7 月 6 日起开始面临额外的关税。剩余的 160 亿产品将取决于美国的调查结果。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国过去几个月金融市场改革开放加码以及中国的妥协进口更多美国产品似乎未能打动美国停止升级中美贸易冲突。理论上来说，如果双方未能在未来几周达成妥协的话，那中美贸易战从 7 月 6 日正式拉开帷幕。 ▪ 尽管首批 340 亿美元的规模对双方出口和经济的影响都不大，但是结合近期美国和其盟友之间的贸易冲突意味着全球复苏面临的不确定性加大。近期特朗普政府对中国制造 2025 计划的针对已经清楚显示中美贸易冲突已经不局限于贸易，背后更多是科技层面上的竞争。此外，特朗普的不可预测战术也成功在美国国内唤起动物本能，这也意味着中美贸易战可能是一场持久战。 ▪ 从中国角度来看，中国已经明确展现了即使中国为了中兴的重新开工而愿意做出妥协，但是中国不会放弃发展高科技的底线。目前中国方面的以牙还牙是短期应对的良药，但是从中长期来看，中国将进一步扩大内需的国策将被加速。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国进一步放宽境外机构投资者的限制，包括取消 20%QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20%的限制以及取消本金锁定期等规定。此外，也将允许 QFII 投资者对其境内投资进行外汇套保。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 进一步放开对境外投资者汇款等限制有利于减少境外投资者的行政成本，从而进一步吸引资本的流入，这也与中国政府进一步开放金融市场的目标吻合。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国国土资源部表示不动产登记体系全面运行。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 这是中国迈向透明的全国联网体系的重要一步，这也为中国最终推出房产税奠定了一个基础。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 港交所行政总裁李小加指出，今年 4 月和 5 月债券通的日均成交量分别达到 31 亿元人民币及 30.2 亿元人民币，较第一季的平均数分别升 17%及 13%。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 另外，外资在境内银行间债市的持有量已达 13750 亿元人民币，较 2017 年 7 月债券通通车之前增加 63%。再者，截至 5 月底，来自 21 个司法权区合共 315 名投资者获准参与债券通，比 2017 年底增加 68 名。展望未来，资本账户下的资金流入或有助于抵消部分经常账户下的资金外流，从而保持人民币的双向波动性。如果海外投资者在境内投资的税收政策更加优惠，同时这些投资者能够使用的对冲工具更加有效及多样化，那么资本账下的资金流入或进一步上涨。 |

| | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 金管局紧随美联储的步伐上调基础利率 25 个基点至 2.25%。不过，存款基础庞大的大型银行并不急于上调最优贷款利率。 | <ul style="list-style-type: none"> 事实上，在银行间市场中，大型银行通常是资金拆出方，而中小型银行则为拆入方。因此，港元拆息维持上行走势有利于大型银行。相反，中小型银行的资金压力不断上升，从而导致按揭贷款的利润持续收缩。自 5 月底以来，1 个月港元拆息抽升逾 60 个基点。在此情况下，H 按的浮动利率（1 个月港元拆息加 1.28%）攀升至 2.95%。然而，H 按多数以最优贷款利率为上限。换言之，商业银行只能收取最优贷利率减 3.1%，即 2.15%。 在未来几个月内，短期因素（包括上市公司派息、半年结效应及大型招股活动）可能导致资金持续吃紧。因此，短期内 1 个月港元拆息可能上试 1.7% 甚至更高水平，从而收窄与 3 个月港元拆息的差距至历史平均水平 25 个基点。由于流动性趋紧，各大银行在 6 月底左右上调最优贷利率的可能性依然不能排除。 不过，如果各大银行仍然不愿意加息，那么可能要等到第四季才可能出现最优贷款利率上调 25 个基点的情况。具体而言，在三季度大型 IPO 热潮过后，港元拆息可能有所回落。相反，美元拆息则可能有所上扬，因为美联储有机会在 9 月会议上再次加息。届时港美息差扩大，将鼓励套利交易回归，从而促使银行业总结余跌穿 1000 亿港元的关键水平。另一方面，随着通胀逐渐回升，更多主要央行可能陆续开始收紧货币政策。这或触发资金流出香港。整体而言，一旦资金外流情况加剧，流动性趋紧将不再是短暂现象，而是可持续的情况。届时银行体系料难有空间按兵不动。我们预期年内最优贷利率至少上调一次。 |
| <ul style="list-style-type: none"> 消息指，美团公司（中国大陆地区第一个精品团购形式的电子商务网站）可能最早于本月向港交所提交上市申请，并计划集资 60 亿美元。 | <ul style="list-style-type: none"> 随着香港实施上市新规，中国内地企业来港上市的兴趣日益浓厚。近期香港股市在美元利率上升及全球不确定性充斥的情况下依然表现稳健。这也为计划来港上市的企业增添了信心。消息称小米可能最早于 6 月 25 日开展招股活动。实际上，即使大型 IPO 冻结巨额资金，并推高港元拆息，只要资金尚未流出，流动性则只是短暂抽紧。不过，随着上市企业将筹集的资金汇出香港，这造成的资金外流可能导致港元拆息出现可持续的上涨。当然，也存在新股吸引中国内地投资者回归港股市场的可能性，这衍生的资金流入或有助于抵消上市企业造成的资金外流。但是，最近数据反映中国内地投资者对港股的兴趣有所减弱。在沪港通和深港通下，香港已录得连续三个月的资金净流出，且每月平均净流出额高达 350 亿人民币。 |

主要经济数据

| 事件 | 华侨银行观点 |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 5 月社会融资总量意外大跌至 7608 亿元，低于市场预期，尽管新增人民币贷款与市场预期相符，增长 1.15 万亿元。 ▪ 社融存量同比增幅放缓至 10.3%，创下 2005 年来的新低。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 社融的大幅下滑显示中国的去杠杆成果显现。表外融资需求正转回表内。传统的表外融资渠道包括委托贷款，信托贷款以及为贴现承兑汇票 5 月大幅下滑 4215 亿元，创下单月历史最大跌幅。 ▪ 此外，直接融资也受挫，受近期信用债违约上升的影响，5 月新增信用债回落 434 亿元。除了 4 月财务报表的愿意企业提前发债的原因之外，信用债风险成为近期影响直接融资的主要因素。 ▪ 新增人民币贷款方面，贷款结构依然稳健。对企业和居民的中长期贷款增长 7954 亿元，较 4 月小幅回落。随着融资需求渐渐回表，近期也有媒体报道监管可能会提高银行的信贷额度，不过这则新闻最终被媒体否定。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国经济增长 5 月失去动能。除了工业产出增幅保持在较高增幅之外，固定资产投资和零售继续出现回落。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 5 月工业产出同比增长 6.8%，较 4 月小幅回落，但依然保持稳健，这与制造业采购经理人指数显示的趋势一致。这也显示虽然来自贸易冲突的噪音很多，但是中国经济目前为止还是受益于全球复苏的故事。 ▪ 不过固定资产投资和消费则令人失望。其中 5 月零售销售同比增幅回落 0.9%至 8.5%，创下 2003 年的低点。零售销售的回落部分也受到中国 7 月开始降低包括汽车在内的部分产品关税影响，观望心态导致 5 月汽车销售出现负增长。 ▪ 固定资产方面，房地产投资是少有的亮点，1-5 月同比增长 10.2%，较 2017 年 7%的增幅上升。民间投资增幅还算稳健，1-5 月同比增长 8.1%。不过基建投资则进一步快速回落至 10%以下。这显示中国的结构性去杠杆对投资产生的影响已经体现。尤其是对 PPP 的整治等。展望未来，中国针对地方政府和央企的结构性去杠杆将会进一步减缓经济增长势头，因此，我们预计二季度经济增长放缓至 6.5%左右。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 5 月财政收入增幅较 4 月的 10%小幅回落至 9.7%。不过 1-5 月财政收入增幅依然达到 12.2%。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 今年以来财政收入增幅持续超过名义 GDP 增幅部分受到生产者物价指数上升的支持。鉴于近期生产者物价指数再次触底反弹，这可能将继续对财政收入起到一定支持。这也将给中国空间来通过积极的财政政策来支持经济以及对冲中美贸易战可能带来的影响。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国 5 月外汇占款增长 91 亿元。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 尽管 5 月外汇储备回落，但是新增外汇占款的增长显示中国资本流动依然保持均衡。而近期外汇储备的回落很大程度上受到估值效应的影响。 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 4 月新批核的按揭贷款（按年增长 18.5%至 39.8 亿澳门元）连续两个月录得双位数的增长。受优惠 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 不过，由于政府不再豁免空置税，且上调非首置买家印花税，整体房屋需求有所转弱。4 月房屋成交量连续两个月 |

| | |
|---|--|
| <p>政策及工资增长预期的支持，本地首置买家的房屋及房贷需求保持稳健。</p> | <p>下跌，按年减少 10%至 973 宗。其中，首置买家占总成交量的 82.9%。至于供应情况，楼市调控措施间接地减少了二手房屋的供应。此外，过去几个月鲜有新楼盘推出。因此，首置买家的强劲需求推动 4 月平均楼价按年增长 6.9%，或按月增长 3%。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 最新数据显示今年首 4 个月房屋落成量及动工量分别按年下跌 20%和 89%至 415 个单位和 338 个单位。这反映房屋供应量的增长将持续放慢。中短期而言，我们预期楼价将持续高企，而房屋成交情况则可能保持低迷。当然，我们也不排除年内最优贷利率上调，从而限制楼价上行空间的可能性。 |
|---|--|

| 人民币 | |
|---|---|
| 事件 | 华侨银行观点 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 随着欧元走弱，美元/人民币顺势突破 6.40。 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 周五人民币大幅贬值与剧本相一致。随着中国对中美贸易冲突重新强硬，人民币可能会小幅贬值。此外，人民币指数周五升至 97.85。随着人民币指数接近 98，市场可能会有更多人民币卖盘，因为市场依然认为 98 可能是人民币指数的阻力位置。 |

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