

摘要：

中国境内投资情绪终于反弹，受关于央行窗口指导银行购买信用债传闻以及好于预期的商业银行理财新规影响，中国信用债收益率普遍下滑 10 个点以上，而中国商业银行股票也出现了较大幅度反弹。

随着违约风险大幅上升以及中美贸易战风险扩大，进一步去杠杆的成本或许已经超过收益。尤其是在中国融资结构出现较大变化的情况下（社会融资总量中表外融资余额首次出现同比下滑），放宽去杠杆政策显示央行的灵活性。虽然近期对财政政策的作用的讨论在市场掀起了关注，但是这似乎并不影响央行采取果断的措施来捍卫金融稳定。我们认为短期内货币政策将继续保持宽松。除了货币政策之外，金融监管也同样出现微调。在违约风险凸现以及中美贸易战下宏观不确定因素上升的大环境下，商业银行资管新规的微调显示了监管部门的灵活性。排除了政策过紧导致擦枪走火的风险。

应该说不管中国如何想要去杠杆，在成本收益分析出现变化后，中国政策依然会调整。对于汇率来说，成本收益也一样是个重要的考量。上周美元指数突破 95 是启动人民币新一轮贬值的导火索，但是真正压垮人民币预期的却是，市场并未看到显著的干预。这也显示在 6.7-6.8 区间内央行并没有一个明显的防守点位，尽管大行在市场上提供美元流动性满足企业套期保值需求，但是央行基本还是放任市场自己探寻均衡价格。

不过我们认为进一步追高美元/人民币的风险正在上升。这里主要有两个原因。第一，人民币过去一个月的快速贬值已经成功吸引了特朗普的关注，美国财长和特朗普总统对人民币的评论可能会迫使部分人民币空头获利回吐。第二，人民币对一篮子货币的价格进一步快速下滑，今天早上已经跌至 93.38，离上次启动逆周期因子时的 92 较为接近。市场需要当心政策的调整。而外管局发言人上周也曾明确表示中国会使用逆周期措施来管理短期波动。

香港方面，一个月港元拆息由 7 月 13 日的 1.74% 上升至 7 月 20 日的 1.87%，主要是因为市场忧虑月结因素，中国铁塔招股及中资企业 8 月集中派息可能抽紧港元流动性。直至 7 月底，我们预期一个月港元拆息及三个月港元拆息或分别上试 2% 及 2.1%。此外，短端流动性亦可能趋紧，从而带动美元兑港元回落至 7.840-7.845。受港元拆息维持上行走势的影响，各大银行料再次上调港元定期存款利率。其他方面，上周港交所与沪深交易所达成共识，将合作探讨未来把同股不同权的股票纳入沪港通和深港通的可行性。事实上，自市场开始部署 A 股入摩，以及 H 股估值不如过去吸引以来，每月南向净流入资金由 2017 年 1 月至 2018 年 3 月平均 399 亿人民币下跌至 2018 年 4 月至 6 月的 54.7 亿人民币。展望未来，若“同股不同权”股票纳入沪港通和深港通，或有助带动南向净流入资金温和反弹。最后，评级机构惠誉指出香港银行业的内地业务风险持续上升。截至 3 月底，香港银行业与内地企业相关的业务按年增长了 14% 至 7.8 万亿港元。中国去杠杆行动提高了民营企业的融资难度。因此，截至 2018 年 3 月底，香港银行业对内地民企的贷款同比增速由 2017 年底的 21.8% 加快至 22%。此外，截至 3 月底，对内地民企的贷款占与内地相关贷款的比率达到纪录新高 25%，而与内地相关贷款占香港银行业总贷款及垫款的比率也创纪录新高 46%。整体而言，在中国经济增长放慢的背景下，我们担忧香港商业银行与内地企业相关的业务风险正不断上升。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
境内媒体报道央行近期通过窗口指导鼓励金融机构扩大对实体经济贷款以及投资产业信用债券。而央行也将通过给与额外的 MLF 资金支持银行的操作。对于信用债投资，AA+及以上的评级按 1:1 比例给与 MLF，AA+以下评级按 1:2 给与。	- 央行此次窗口指导也在境外市场掀起了讨论是否中国正在朝着量化宽松或者阴性量化宽松道路走去。确实通过给与金融机构额外 MLF 资金支持将扩张央行的资产负债表，与量化宽松效果类似。但是值得注意的是，央行并没有承担信用债的风险，因此还是此次指导并不算量化宽松。 - 笔者认为这和欧洲央行在金融危机初期使用的长期再融资

	LTRO 更为相像。因为两个操作都不是央行直接为实体经济提供流动性，而都是通过银行这个中介媒介。LTRO 的背景是在信用紧缩的时候，为金融持有流动性性较差的资产提供流动性。目前中国并没有面临流动性问题，只是在信用利差大幅扩大下为信用资产提供流动性支持。 ▪ 不过与 LTRO 不同的是，中国的窗口指导更为慷慨。欧洲央行对抵押品一般都会有剃头，但是中国央行不但需要抵押品打折，甚至对高收益债券还加入了杠杆功能。 ▪ 笔者认为近期中国政策的调整显示中国去杠杆政策的成本收益已经出现了变化。随着违约风险大幅上升以及中美贸易战风险扩大，进一步去杠杆的成本或许已经超过收益。尤其是在中国融资结构出现较大变化的情况下（社会融资总量中表外融资余额首次出现同比下滑），放宽去杠杆政策显示央行的灵活性。 ▪ 虽然近期对财政政策的作用的讨论在市场掀起了关注，但是这似乎并不影响央行采取果断的措施来捍卫金融稳定。我们认为短期内货币政策将继续保持宽松。
▪ 中国银保会公布了商业银行理财业务监督管理办法的草案。新的理财新规也是 4 月公布的资管新规的后续，将为商业银行提供具体指导。最终为打破刚性兑付铺路。	▪ 和 4 月公布的资管新规一样，理财新规的过渡期也将延长至 2020 年底。不过理财新规比预期来的宽松。其中，公募集金的准入门槛由 5 万下调至 1 万。银行理财也可以用来投资非标资产，不过需要符合期限匹配，限额集中度管理以及认定标准等要求。此外，在过度期之内，也允许在过渡期结束之前发行老产品对接未到期资产。 ▪ 在违约风险凸现以及中美贸易战下宏观不确定因素上升的大环境下，资管新规的微调显示了监管部门的灵活性。排除了政策过紧导致擦枪走火的风险。
▪ 中国商务部发言人在上周的新闻发布会上在回答中国如何应对美方对 2000 亿美元产品征收额外关税的回应时表示中国将不得不也必然会做出必要反制。	▪ 虽然中方表示了反制的决心，但是目前并未公布具体的细节。笔者认为以牙还牙的方式已经成为历史。这可能会有助于缓解紧张情绪。
▪ 由于美元全方位走强、人民币急速走弱，且消息指中国铁塔可能将上市时间延迟至 8 月第二个星期，因此港元再次下试弱方兑换保证水平。	▪ 不过，最新消息指中国铁塔将如期于 7 月 25 日开始招股。在市场忧虑月结因素，中国铁塔招股及中资企业 8 月集中派息可能抽紧港元流动性的情况下，一个月及以上年期的港元流动性保持紧张。因此，一个月港元拆息及三个月港元拆息分别由 7 月 13 日的 1.74% 及 2% 上升至 7 月 20 日的 1.87% 和 2.075%。而对未来流动性趋紧的担忧，则驱使看空港元的投资者保持审慎。这解释了美元兑港元在过去几个星期内未曾触及 7.85 的原因。直至 7 月底，我们预期一个月港元拆息及三个月港元拆息或分别上试 2% 及 2.1%。此外，短端流动性亦可能趋紧，从而带动美元兑港

上周末，沪深交易所宣布“同股不同权”股票暂不纳入港股通，主要因为内地投资者尚未熟悉“同股不同权”股权架构。	元回落至 7.840-7.845。其他方面，受港元拆息维持上行走势的影响，各大银行料再次上调港元定期存款利率。 - 不过，上周港交所与沪深交易所达成共识，将合作探讨未来把同股不同权的股票纳入沪港通和深港通的可行性。此外，三个交易所就三个方面达成共识。第一，互联互通的进一步优化和完善是双方共同认可和努力的大方向，会继续健康稳定地发展。第二，会议认为内地投资者对 WVR 公司还缺乏了解。因此，三所将在沪深港通合资格证券现有纳入制度基础上加入一个稳定交易期机制。第三，三所达成共识成立联合工作组，将尽快研究同股不同权公司纳入港股通合资格证券的新补充机制具体方案和细则。 - 事实上，自市场开始部署 A 股入摩以来，每月南向净流入资金由 2017 年 1 月至 2018 年 3 月平均 399 亿人民币下跌至 2018 年 4 月至 6 月的 54.7 亿人民币。相反，同期每月北向净流入资金由 188 亿人民币上升至 423 亿人民币。另外，由于港股从 2016 年低位反弹逾 50%，H 股估值不如过去吸引。恒生 AH 股溢价指数由 2 月 12 日的 137.8 下滑至 7 月 19 日的 118.3。展望未来，随着更多内地企业计划到香港上市，若“同股不同权”股票纳入沪港通和深港通，或有助带动南向净流入资金温和反弹。不过，我们认为短期内南向净流入资金不太可能抵消北向资金净流入。此外，美元利率持续上升可能加剧新兴市场包括香港市场的资本外流。而资金逐步外流则可能增添港元的下行压力，并有助支持港元拆息上升。
评级机构惠誉指出香港银行业的内地业务风险持续上升。截至 3 月底，香港银行业与内地企业相关的业务按年增长了 14%至 7.8 万亿港元。	- 根据金管局数据，截至 3 月底，与内地相关的贷款按年增速由 2017 年年底的 17.5%放慢至 15.8%。在高基数效应、借贷成本上升及在岸流动性转趋宽松的情况下，我们预期 2018 年与内地相关的贷款增速将逐渐下滑。不过，中国去杠杆行动提高了民营企业的融资难度。因此，民企的借贷需求或逐步转至香港。截至 2018 年 3 月底，香港银行业对内地民企的贷款同比增速由 2017 年底的 21.8%加快至 22%。此外，截至 3 月底，对内地民企的贷款占与内地相关贷款的比率达到纪录新高 25%，而与内地相关贷款占香港银行业总贷款及垫款的比率也创纪录新高 46%。在此情况下，香港银行业面临的内地业务风险确实不断上升。 - 此外，对建筑业、物业发展及投资的贷款，加上家庭债务占香港银行业总贷款及垫款的 49%。就中小型地产商而言，空置税可能削弱其盈利。这加上利率逐步上升，或影响地产商的债务偿还能力。整体而言，在中国经济增长放慢及利率逐步上升的背景下，我们担忧香港商业银行与内

地企业及地产商相关的业务风险正不断上升。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
香港第二季失业率维持在超过 20 年低位的 2.8%。	旅游相关行业的失业率由 4%进一步下跌至 3.9%，主要受惠于持续复苏的旅游业。由于中美贸易战对实体经济的影响依然不确定，贸易业的失业率由 2.3%下跌至 2.2%（自 1998 年来最低）。此外，金融市场趋稳，支持金融业的失业率由 2.3%下跌至 2.2%。旅游业进一步复苏及经济持续增长，料有助支持劳动力市场维持紧俏。不过，在贸易战的影响下，我们担忧贸易及金融活动放慢可能损害相关行业的招聘情绪。因此，我们维持失业率在下半年轻微上升至 3%的观点。

人民币

事件	华侨银行观点
人民币贬值速度上周再次加快。随着美元指数突破 95，美元/人民币在经历一次不成功的尝试之后成功突破了 6.70，并迅速上探 6.80。受人民币对美元加速贬值的影响，人民币指数则进一步回落至 93.77，年初至今，人民币对其主要贸易伙伴国贬值已经超过 1.3%。	- 上周虽然美元/人民币成功突破重要心理点位 6.70，但是人民币中间价依然稳健，与模型预测相仿。这也显示在 6.7-6.8 区间内央行并没有一个明显的防守点位，尽管大行在市场上提供美元流动性满足企业套期保值需求，但是央行基本还是放任市场自己探寻均衡价格。 - 不过我们认为进一步追高美元/人民币的风险正在上升。这里主要有两个原因。第一，人民币过去一个月的快速贬值已经成功吸引了特朗普的关注，美国财长和特朗普总统对人民币的评论可能会迫使部分人民币空头获利回吐。第二，人民币对一篮子货币的价格进一步快速下滑，今天早上已经跌至 93.38，离上次启动逆周期因子时的 92 较为接近。市场需要当心政策的调整。而外管局发言人上周也曾明确表示中国会使用逆周期措施来管理短期波动。

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