

**摘要:**

随着中国被迫反击，贸易战争上周五正式拉开帷幕。从好的方面来看，周末特朗普政府没有更多关于中美贸易战的威胁，此外特朗普本周将开始其欧洲之行，焦点可能也将转移到欧美贸易和关系上。此外，市场也期望包括英国和欧洲的官员对特朗普施压来缓解全球贸易冲突。在没有进一步的坏消息之前，这些期望可能有助于缓解市场的紧张情绪。笔者认为，短期内演变成全面贸易战的可能性也不大。对于特朗普来说，目前这种温水煮青蛙的模式可能更有利于其中期选举策略，一方面其强硬态度将继续为选民注入鸡血，另一方面，又可以避免全面冲突对经济可能产生的直接冲击。

中国对金融开放的承诺并没有被近期贸易战和人民币贬值所打破。中国 6 月连续第三个月扩大 QDII 的额度至 1033 亿美元。中国证监会就新的通知向社会公开征求意见。逐步推进对外开放原则。允许包括在境内工作的外国人以及 A 股上市公司中在境外工作并参与股权激励的外籍员工。此外，中国银保监会主席郭树清也表示将会加快改革开放的步伐。

汇率方面，在包括央行行长和副行长在内的多位官员同时表示了对人民币走势关注之后，人民币对美元长达两周半的快速贬值暂时中止。我们认为相比 2015 年，央行干预力度会大幅减少。未来人民币走势很大程度还是取决于美元以及中美贸易战发展进程，如果中美贸易战进一步恶化的话，不排除美元/人民币继续走高的可能性。但是未来如果人民币贬值再次加速并超越周期的话，不排除央行会加大干预力度。至于如何定义周期，笔者认为最好的参照物还是人民币指数，一旦人民币指数出现大幅回落的话，譬如短期内快速回落至 93-94，央行可能会考虑逆周期措施，而这些逆周期措施中最简单的就是人民币中间价的逆周期因子。

**香港方面**，随着小米上市计划所冻结的资金回流市场，短端流动性得以改善。因此，一个月港元拆息由 7 月 4 日的 2.04% 下滑至 7 月 6 日的 1.696%。展望未来，我们预期港元拆息仍存在回落的空间，主要因为在股市情绪低迷的情况下，市场参与者应该不会像过去两个月般过于进取地为未来 IPO 提前囤积大量资金。不过，由于未来几个大型 IPO 招股仍将冻结一定规模的资金，因此我们并不认为港元拆息会显著回落。例如，中国铁塔可能于 7 月上市，并最多集资 100 亿美元。短期内，一个月港元拆息及三个月港元拆息料分别在 1.5% 及 1.8% 左右水平找到支持。此外，港元再次触及弱方兑换保证的可能性不可排除。然而，看空港元的投资者可能因为担忧流动性再度趋紧而保持审慎。因此，即使金管局需要在未来一个月内出手接盘，规模也可能偏小。另一方面，受到贸易战不确定性的影响，恒生指数连跌四个星期，上周更跌逾 2%。7 月初至今，深港通及沪港通下的南向资金录得 44.3 亿人民币的净流出。温和的资本外流可能增添港元的下行压力，并限制港元拆息的回落空间。**澳门方面**，6 月博彩业毛收入按月下跌 11.8% 至 2017 年 9 月以来的最低水平 225 亿澳门元，这主要是因为 6 月-7 月期间世界杯博彩分散了赌客的注意力。此外，政策风险继续增添澳门博彩业前景的不确定性。这加上高基数效应，我们预计博彩业毛收入同比增速将从 2017 年的 19.1% 下滑至 2018 年的 10%-15%。

**事件和市场热点**

| 事件   | 华侨银行观点  |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 随着美国贸易代表处 7 月 6 日开始对价值 340 亿美元的中国商品征收惩罚性额外关税，中国海关也立即自动调整了对价值 340 亿美元的美国商品关税。中国已经多次明确指出中国被迫反击。</li> <li>▪ 美国特朗普总统上周表示对第二批 160 亿美元的关税将在两周后开始实施。此外，他也威胁说如果中国反击的话，总额度可能会上升到 5500 亿美元。</li> <li>▪ 此外，特朗普政府也建议拒绝中国移动进入美国</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 随着中国被迫反击，贸易战争上周五正式拉开帷幕。从好的方面来看，周末特朗普政府没有更多关于中美贸易战的威胁，此外特朗普本周将开始其欧洲之行，焦点可能也将转移到欧美贸易和关系上。此外，市场也期望包括英国和欧洲的官员对特朗普施压来缓解全球贸易冲突。在没有进一步的坏消息之前，这些期望可能有助于缓解市场的紧张情绪。</li> <li>▪ 笔者认为，短期内演变成全面贸易战的可能性也不大。对于特朗普来说，目前这种温水煮青蛙的模式可能更有利于</li> </ul> |

|   |  |
|---|--|
| <p>市场。</p>  | <p>其中期选举策略，一方面其强硬态度将继续为选民注入鸡血，另一方面，又可以避免全面冲突对经济可能产生的直接冲击。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>因此，这场贸易战是持久战。而对华强硬在美国正成为新的政治正确也意味着未来不确定因素依然很大。接下来市场还需要关注美国对中国对美投资的态度。目前的冲突已经不仅局限于贸易。如果美国政府进一步收紧中国企业在美投资的话，这可能会增加擦枪走火的概率，毕竟美国企业在华利益远远超过中国企业在美的利益。</li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月连续第三个月扩大 QDII 的额度至 1033 亿美元。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>这显示中国对金融开放的承诺并没有被近期贸易战和人民币贬值所打破。而短期内中国政府也没有计划收紧资本流动。</li> <li>此外，中国银保监会主席郭树清也表示将会加快改革开放的步伐。</li> </ul>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国证监会就新的通知向社会公开征求意见。逐步推进对外开放原则。允许包括在境内工作的外国人以及 A 股上市公司中在境外工作并参与股权激励的外籍员工。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>对外国投资者的开放显示中国金融开放的态度，此外也有助于吸引更多资金流入。</li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周初港元短端流动性吃紧，导致美元兑港元一度回落至 7.8421。随后，美元兑港元反弹至 7.8485 的水平。</li> </ul>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>随着小米上市计划所冻结的资金回流市场，短端流动性得以改善。因此，一个月港元拆息由 7 月 4 日的 2.04% 下滑至 7 月 6 日的 1.696%。展望未来，我们预期港元拆息仍存在回落的空间，主要因为在股市情绪低迷的情况下，市场参与者应该不会像过去两个月般过于进取地为未来新股上市计划提前囤积大量资金。不过，由于未来几个大型 IPO 招股仍将冻结一定规模的资金，因此我们并不认为港元拆息会显著回落。例如，中国铁塔可能于 7 月上市，并最多集资 100 亿美元。整体而言，短期内，一个月港元拆息及三个月港元拆息料分别在 1.5% 及 1.8% 左右水平找到支持。此外，港元再次触及弱方兑换保证的可能性不可排除。然而，看空港元的投资者可能因为担忧流动性再度趋紧而保持审慎。因此，即使金管局需要在未来一个月内出手接盘，规模也可能偏小。</li> </ul> |

### 主要经济数据

| 事件   | 华侨银行观点   |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>今天早上公布的中国 6 月外汇储备意外反弹，回到 3.12 万亿美元，超出市场预期。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>6 月外汇储备的反弹验证了中国央行在 6 月并没有大量使用储备进行干预。不过 1 年期掉期率的大幅回落，显示干预模式的变化。不过令笔者感到意外的是，由于美元指数进一步走强，非美货币贬值，这一般对外汇储备带来负估值效应。而此次外汇储备的小幅反弹可能主要受益于投资</li> </ul> |

|  |   |
|--|---|
|  | <p>收益。</p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 5 月楼价指数按年升幅扩大至 14.7%，扭转了过去两个月升幅收缩的局面。同月新批按揭贷款按年增长 2.3%（按月增长 14.4%）至 426.5 亿港元。此外，6 月房屋成交量按年增长 10%至 2017 年 4 月以来新高 6713 宗，扭转过去三个月的跌势。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 各项数据叠加反映房地产市场保持畅旺，主要是因为受到以下几个因素的支持。第一，6 月份香港各大银行没有跟随美联储步伐上调最优贷利率。这强化了市场对本地利率短期内不会大幅上升的预期。第二，由于楼市供不应求的情况十分严重，市场对楼价不会急挫的观点日益强化。因此，买家对高昂楼价的接受程度也不断上升。第三，劳动力市场维持紧俏，其中失业率下跌至逾 20 年新低。这加上经济前景乐观，有助加快工资增速。第四，新屋供应量的增长较为温和。具体而言，今年首四个月，房屋落成量及新屋动工量分别按年下跌 55.8%及 49%。有限的公营房屋供应量亦导致一般申请人的平均轮候时间由 4.7 年增加至 5.1 年。因此，香港的房屋需求不断拉升。</li> <li>▪ 近期公布的一系列楼市相关措施或有助提高公营房屋的供应量及可负担性，从而减少租房需求及小型单位的需求。此外，空置税或有助增加私人单位的供应。不过，地产发展商亦可以减慢新项目建造步伐，或把税项转嫁给潜在买家。此外，政府计划把九幅原来预留给私人住宅的地皮改划为兴建公营单位项目，这意味着中期内，私人单位的供应量将有所减少。因此，短期内新措施对楼市的降温作用或十分有限。反而，由全球货币政策逐渐收紧及各种政治及贸易风险造成的股市回调，再加上本地利率上升，更可能放缓楼市的增长。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 香港 5 月零售销售连续四个月录得双位数字的增长，按年上升 12.9%至 405 亿港元。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 一方面，鞋类、有关制品及其他衣物配件的销售连续九个月增长，按年上升至 7.4%。此外，珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售亦录得第十一个月的同比升幅，按年增长 23.8%。这反映亚洲经济持续复苏及港元走弱有助刺激旅客的消费。旅游业方面，5 月访港旅客总人数按年增长 8%，为连续四个月录得同比升幅。其中，来自中国内地的旅客人数（占总入境旅客的 77%）按年增长 10.6%。我们预期下半年旅游业将继续向好，从而持续为零售业提供支持。</li> <li>▪ 另一方面，食品、酒类饮品及烟草的销售按年爬升 5.9%，而未分类消费品的销售亦按年增长 8.8%。这反映紧俏的劳动力市场提振了本地消费情绪。此外，楼市畅旺衍生的财富效应亦支撑个人消费。展望未来，劳动力市场维持紧俏加上工资增长预期乐观，或继续推动本地消费。不过，我们担忧近期股市出现回调，可能打击消费情绪。此外，2018 年下半年本地利率上调可能有助于为过热的楼市降温。这加上高基数效应，料放缓零售销售的增速。因此，我们维持 2018 年零售销售增长 5%-8%的观点。短期内，零</li> </ul>  |

|   |  |
|---|--|
|   | 售店铺租金及价格料继续受到支撑。   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 6 月博彩业毛收入按月下跌 11.8%至 2017 年 9 月以来的最低水平 225 亿澳门元。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>这主要是因为 6 月-7 月期间世界杯博彩分散了赌客的注意力。此外，政策风险继续增添澳门博彩业前景的不确定性。此前消息指两间商业银行被要求移走赌场当铺及珠宝店附近的银联提款机。在政策风险和高基数效应的影响下，即使休闲赌客持续增长，也未必能够弥补贵宾厅收入增速的下滑。因此，我们预计博彩业毛收入同比增速将从 2017 年的 19.1%下滑至 2018 年的 10%-15%。</li> </ul> |

| <b>人民币</b>  |  |
|---|--|
| <b>事件</b>   | <b>华侨银行观点</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>在包括央行行长和副行长在内的多位官员同时表示了对人民币走势关注之后，人民币对美元长达两周半的快速贬值暂时中止。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>本周央行行长易纲的评论中笔者印象最深的就是顺周期这三个字。易行长在媒体问答中表示近期人民币的波动主要是受美元走强和外部不确定等因素影响，有顺周期的行为。确实，从周期的角度来看，人民币当前的水平并没有脱离基本面。4 月以来受意大利政治危机以及欧元区经济表现不如预期等因素影响，欧元对美元出现较大回落。人民币此轮更多是补跌。今年至今欧元对美元下滑 2.6%左右，而经过此轮补跌后，人民币对美元下跌 2.3%左右，表现与欧元相符。而相对于其他主要亚洲货币，人民币表现与台币和新币等相仿，并远好于区内基本面较弱的印尼盾，菲律宾比索和印度卢比等跌幅超过 6%的货币。</li> <li>此外，人民币对主要贸易伙伴的波动则更为平稳。虽然人民币指数从 98 高点大幅回落至 95 区间。但是年初以来，人民币对一篮子货币依然持平，这也与基本面相符合。总体来看，本轮人民币贬值速度虽然超出预期，但目前的价格水平依然处在正常周期中。这也解释了为什么央行并不急于干预。</li> <li>展望未来，我们认为相比 2015 年，央行干预力度会大幅减少。未来人民币走势很大程度还是取决于美元以及中美贸易战发展进程，如果中美贸易战进一步恶化的话，不排除美元/人民币继续走高的可能性。但是未来如果人民币贬值再次加速并超越周期的话，不排除央行会加大干预力度。至于如何定义周期，笔者认为最好的参照物还是人民币指数，一旦人民币指数出现大幅回落的话，譬如短期内快速回落至 93-94，央行可能会考虑逆周期措施，而这些逆周期措施中最简单的就是人民币中间价的逆周期因子。逆周期因子曾在 2017 年 5 月推出后成功扭转人民币单边贬值预期，而未来也或许可以继续成为人民币双向波动预期的捍</li> </ul> |

|  |                            |
|--|----------------------------|
|  | 卫者。总体来看，笔者认为市场不用过度担忧近期的贬值。 |
|--|----------------------------|

**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