

摘要：

在 7 月社融增幅进一步下滑，经济数据差强人意以及中美贸易战下外部环境复杂程度上升等背景下，中国继续加码宽信用的政策来服务实体经济，并要求银行对运营碰到困难但依然满足贷款要求的企业不撤贷。此外，央行也通过超额续作 MLF 以及重启逆回购注入流动性的方式来呵护宽货币。

汇率方面，上周人民币的大反弹主要受三个因素影响，包括强于预期的人民币中间价，对中美经贸谈判的乐观预期以及担心中国央行可能再次通过收紧离岸人民币流动性来增加做空成本。上周离岸市场上在关于中国央行通过窗口指导限制部分银行自贸区帐户向境外存和拆放人民币后，人民币空头出现了较大幅度的反转空头头寸。由于 2015-16 年汇率波动时期央行的干预记忆依然深刻，市场自然会联想未来央行可能会推出的组合拳。短期内，这种预期将继续让投资者在推高美元/人民币的时候保持谨慎。

贸易战方面，尽管上周出现积极的发展，但是我们对贸易战的发展保持谨慎态度。8 月以来，中国媒体对中美贸易战的舆论导向发生了变化。多方迹象显示或许领导层对如何应对中美贸易战已经达成了共识，那就是妥协并不会使得美国高抬贵手，从而避免贸易战。笔者认为媒体导向的转折点是 8 月 10 日人民日报一篇关于《美国挑起贸易战的实质是什么？》的文章，自此文后境内媒体论调更为强硬。此次王副部长带团访美让市场就缓和中美贸易战重燃了希望。但是市场也注意到会晤双方并非最高层。笔者认为这更多是冷静后的双方试水。鉴于国内舆论导向已经出现变化，我们认为中国单边妥协的可能性已经非常小了。

香港方面，上周美元/港元屡次触碰 7.85，最终触发金管局自 5 月份以来再次入市接盘。因此，银行业总结余减少 167.9 亿港元至 926 亿港元。由于银行业总结余下跌的速度较快，看空港元的投资者渐趋审慎。临近月末，银行通常会预留资金以粉饰橱窗。这或驱使更多沽空港元投资者暂时退场。在此情况下，我们认为 8 月底银行业总结余将维持在 800 亿港元以上的水平。月结效应过后，港元或再次触及弱方兑换保证水平，因为在美联储渐进加息的情况下，港元依然充裕的流动性，将导致港美息差逐渐扩大。不过，香港坐拥庞大的外汇储备，且长期录得经常帐及资本帐双盈余。因此，我们认为无论是资本流出还是金管局的干预都将会是有序及渐进的。这加上短期内香港不再有大型 IPO 的预期，将使港元拆息仅以温和的步伐上升。9 月底一个月及三个月港元拆息料分别上试 1.8%及 2%，而银行业总结余则可能守住 500 亿港元。近期各大银行已陆续上调按揭贷款利率，以减轻净息差收窄的压力。部分银行更因港元拆息从高位回落，而下调港元定期存款利率。在此背景下，若港元拆息未能反弹至 6 月或 7 月的高位，那么银行 9 月上调最优贷款利率的可能性将低于 12 月。其他方面，上周中国出台《港澳台居民居住证申领发放办法》（《办法》），并将于 9 月 1 日生效。居住证将允许港澳台人士享受基本公共服务，以及就业、社保、住房公积金等权利。在基础设施不断改善的情况下，居住证的推出将吸引更多港澳台人士前往内地工作，从而促进粤港澳大湾区各城市之间的合作发展。不过，我们仍期待即将出台的粤港澳大湾区发展规划可以带来更多优惠政策。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国商务部上周宣布副部长王受文将于 8 月下旬率团访美，与美国财政部副部长率领的美方代表团就中美经贸问题进行磋商。 	<ul style="list-style-type: none"> 7 月以来中国境内媒体对中美贸易战的涵盖显著减少，而境内声音也分成了两派。要求妥协和韬光养晦的论点呈上升之势。不过 8 月以来，中国媒体对中美贸易战的舆论导向发生了变化。多方迹象显示或许领导层对如何应对中美贸易战已经达成了共识，那就是妥协并不会使得美国高抬贵手，从而避免贸易战。笔者认为媒体导向的转折点是 8 月 10 日人民日报一篇关于《美国挑起贸易战的实质是什

	<p>么?》的文章,自此文后境内媒体论调更为强硬。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 此次王副部长带团访美让市场就缓和中美贸易战重燃了希望。但是市场也注意到会晤双方并非最高层。笔者认为这更多是冷静后的双方试水。总体来看,笔者对中美贸易战的发展依然保持谨慎。鉴于国内舆论导向已经出现变化,我们认为中国单边妥协的可能性已经非常小了。市场还是要准备好一场冗长的抗争。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国央行上周续作一年期 MLF,续作金额超过预期。此外,央行也在 19 个交易日后重启逆回购为市场注入流动性。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国货币市场利率上周出现全面反弹。由于进一步货币宽松空间已经不大,货币市场利率或许已经见底。不过央行继续注入长期流动性显示继续呵护市场的态度。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国银保会周末发文要求进一步做好信贷服务实体经济,疏通货币政策传导机制。并要求银行对运营碰到困难但依然满足贷款要求的企业不撤贷。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 在社会融资总量大幅放缓以及经济数据低迷的大环境下,新的信贷文件有助于疏通宽货币向宽信用的传导。这也显示去杠杆政策暂时退居二线。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 最新数据显示中国二季度商业银行不良贷款率小幅上升 0.11%至 1.86%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 无论是不良率的上升还是债务违约的上升都与之前去杠杆的大环境有关。而这两年乱投资导致的现金流紧张也加剧了近期信用风险。我们认为未来违约现象可能会继续上升。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 由于港美息差扩大的预期升温、人民币走弱,以及土耳其危机导致新兴市场资产遭到抛售,上周美元/港元屡次触碰 7.85,最终触发金管局自 5 月份以来再次入市接盘。因此,银行业总结余减少 167.9 亿港元至 926 亿港元。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 由于银行业总结余下跌的速度较快,看空港元的投资者渐趋审慎。临近月末,银行通常会预留资金以粉饰橱窗。这或驱使更多沽空港元投资者暂时退场。在此情况下,我们认为 8 月底银行业总结余将维持在 800 亿港元以上的水平。 ▪ 月结效应过后,港元或再次触及弱方兑换保证水平,因为在美联储渐进加息的情况下,港元依然充裕的流动性,将导致港美息差逐渐扩大。不过,香港坐拥庞大的外汇储备(截至 2018 年 7 月底,外汇储备为 4319 亿美元,排名全球第 7),且长期录得经常帐及资本帐双盈余。因此,我们认为无论是资本流出还是金管局的干预都将会是有序及渐进的。这加上短期内香港不再有大型 IPO 的预期,将使港元拆息仅以温和的步伐上升。9 月底一个月及三个月港元拆息料分别上试 1.8%及 2%,而银行业总结余则可能守住 500 亿港元。尽管金管局承诺在必要的时候将通过调整外汇基金票据发行量(目前达 1.05 万亿)的方式,为银行业注入额外流动性。但我们认为在银行业总结余跌至较低水平如 200 亿港元之前,金管局应该无需提供额外流动性。 ▪ 其他方面,近期各大银行已陆续上调按揭贷款利率,以减轻净息差收窄的压力。部分银行更因港元拆息从高位回落,而下调港元定期存款利率。在此背景下,若港元拆息

	<p>未能反弹至 6 月或 7 月的高位，那么银行 9 月上调最优贷款利率的可能性将低于 12 月。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 上周中国出台《港澳台居民居住证申领发放办法》（《办法》），并将于 9 月 1 日生效。办法规定在内地居住半年以上的港澳台人士，符合稳定就业、稳定住所或读书其中一项条件，即可申请居住证。 	<ul style="list-style-type: none"> 居住证将允许港澳台人士享受基本公共服务（如网上购买火车票和使用银行服务），以及就业、社保、住房公积金等权利。此外，拥有居住证的港澳台人士将能够享有义务教育、医疗服务及法律服务，且能够注册汽车、申请驾驶证，以及报名专业证书考试。 据悉，现有 42 万香港居民在内地工作。在基础设施不断改善的情况下，居住证的推出将吸引更多港澳台人士前往内地工作，从而促进粤港澳大湾区各城市之间的合作发展。不过，即使拥有居住证，港澳台人士也可能在买房方面遇阻，因为多数城市正实施严格的楼市调控政策。买房问题或成为港澳台人士在中国内地定居的一大阻碍。另一方面，居住证的相关办法并没有指明在内地工作的港澳台人士应如何缴税。在税收问题解决之前，港澳台人士前往内地工作的意欲或难大幅提高。有鉴于此，即将出台的粤港澳大湾区发展规划可能带来更多优惠政策。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 7 月主要经济指标继续放缓。其中固定资产投资增幅 1-7 月放缓至历史新低 5.5%。 	<ul style="list-style-type: none"> 尽管 6 月以来货币政策出现明显转向，但是传导至实体经济依然不顺畅。这主要原因与地方政府融资受限，基建投资快速放缓有关。不过从好的方面来看，私人部门投资重新加速，此外制造业投资也并未受到中美贸易冲突影响，依然保持稳健增幅。随着信用政策进一步放松再配合更为积极的财政政策，我们认为中国固定资产投资增幅或许触底反弹。
<ul style="list-style-type: none"> 中国表外融资进一步萎缩，带动社会融资总量放缓。 	<ul style="list-style-type: none"> 信贷方面，表内人民币贷款保持强劲，融资需求进一步向表内转向，但是无法弥补表外融资的大跌，这也导致社融增幅回落至推出以来的新低。鉴于社融增幅与名义 GDP 的正相关性，社融的大幅回落可能会对经济增幅带来下行压力。
<ul style="list-style-type: none"> 中国 7 月结售汇数据重新回到逆差，尽管央行口径下的外汇占款连续 7 个月增长。 此外，7 月远期购汇量进一步上升至 356 亿美元，创下 2015 年 8 月以来的新高。 	<ul style="list-style-type: none"> 结售汇数据重回逆差与近期人民币的快速贬值相吻合，不过在这种幅度的贬值下，逆差并不算大。而结售汇数据与央行口径下外汇占款数据出现分歧显示央行 7 月很少在即期市场上直接干预人民币走势。 7 月远期购汇金额进一步的上升验证了中国推出 20% 远期购汇准备金的决定。但是相对 2015 年 8 月，此次远期购汇量还不大当时的一半。此次推出准备金显示央行更有预见

	<p>性地防止人民币超调，此外也显示人民币指数 92 是一个非常重要的关口。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港 5-7 月失业率维持在逾 20 年低位 2.8%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 不过，贸易业的失业率由 2.2% 上升至 2.3%。这反映中美贸易战的忧虑打击贸易业的招聘情绪。此外，旅游相关行业的失业率由 3.9% 上升至 4%，为 2017 年 5 月以来首次上升。人民币转弱，及亚洲经济前景不明朗，使旅客消费增速放缓，从而削弱旅游相关行业的招聘意欲。展望未来，我们预期中国经济增速下滑，以及中美贸易战的忧虑可能继续打击企业投资情绪。而美元利率上升引发的新兴市场资本外流，亦可能令香港金融环境趋紧。整体而言，我们预期 2018 年下半年香港经济增长将放慢。因此，失业率或轻微上升至 3%。

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 人民币上周再现过山车行情。周四和周五人民币在离岸市场上跌破 6.95 后，收复所有损失。美元/人民币重新回落至 6.85 附近。 ▪ 不过人民币指数上周出现小幅回落，由 92.91 回落至 92.78。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周人民币的大反弹主要受三个因素影响，包括强于预期的人民币中间价，对中美经贸谈判的乐观预期以及担心中国央行可能再次通过收紧离岸人民币流动性来增加做空成本。 ▪ 上周离岸市场上在关于中国央行通过窗口指导限制部分银行自贸区帐户向境外存和拆放人民币后，人民币空头出现了较大幅度的反转空头头寸。尽管对离岸流动性的影响并不算大，但是对中国央行可能收紧流动性的预期，推高了离岸市场上的掉期率。市场也将此作为一个央行新政干预的信号。由于 2015-16 年汇率波动时期央行的干预记忆依然深刻，市场自然会联想未来央行可能会推出的组合拳。短期内，这种预期将继续让投资者在推高美元/人民币的时候保持谨慎。

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