

总结

上周三离岸人民币隔夜拆借利率升至 2 月份以来最高水平，反映离岸人民币市场或因中国央行的干预而出现流动性收紧的情况。央行干预推高投机成本，有效缩小两岸人民币价差，并扼杀套利机会。这与 1 月份的情况相似，当时离岸人民币隔夜拆借利率更被推高至记录高位 66.8%。虽然，人民币陷入缓慢贬值的圈套中，但受惠于近期较为平稳的市场情绪，人民币指数止跌回升，而人民币兑美元也再次呈现双向波动的走势。在这样的情况下，中国央行或许能够稳定市场对人民币的预期，以减轻人民币贬值压力。

上周中国重要经济数据逐一公布，数据大多优于预期。在基建和房地产投资的带动下，第二季 GDP 按年增长 6.7%。经济转型下，零售销售增速加快也属乐观。然而，下半年经济仍存隐患。其中，固定资产投资和房地产投资增长步伐明显放慢，而民间投资持续疲弱也反映出实体经济投资回报率低抵消宽松货币政策带来的利好。就此看来，民间部门参与度低将削弱经济增长的可持续性。尽管新增人民币贷款大幅回升，但主要源自中长期居民贷款的增长，在房地产市场回调之际，居民急于加杠杆或为经济带来一定风险。此外，美元计价的出口和进口额双降，反映疲弱内外需低迷或于下半年继续打击中国贸易。笔者对今年整体 GDP 的预期由过去 6.7% 下调至 6.6%。

经济数据参差令市场进一步预期中国央行扩大货币宽松。然而，就近期市场状况看来，即使资金净回笼，流动性依旧充裕。伴随大量 MLF 即将到期，以及本月中下旬企业缴税可能造成流动性紧张局面，中国央行于上周三及时开展 2590 亿元人民币的 MLF 操作，意味着与传统货币政策降准减息相比较，中国央行更倾向于采用非传统货币政策。短期内，我们预期公开市场操作、MLF 和 PSL 仍是中国央行为市场注入流动性的主要工具。

本周市场将重点关注欧洲央行货币政策，预期该央行将按兵不动，反而英国脱欧公投后欧洲央行会出现何种论调值得关注。另外，英国一系列重要经济数据及澳洲储备银行 7 月会议记录也将成为市场焦点。

重大事件

事件	华侨银行观点
香港部分银行进一步降低房屋按揭贷款利率至 1 个月期 HIBOR 加 1.5%。	- 受黯淡经济前景影响，叠加市民对工作前景的担忧上升，令香港上半年房屋成交量按年跌 38% 至 19921 个单位。由于房地产市场进入调整阶段，以及市场忧虑美联储加息，令银行业首五个月新批核按揭贷款宗数按年下滑 34% 至 26276 宗。 - 部分香港银行为了吸引更多按揭贷款业务，把按揭贷款利率由 1 个月 HIBOR 加 1.6% 下调至 1 个月 HIBOR 加 1.5%，主要原因是美联储很可能在英国脱欧之后放慢加息进程，继而为香港银行业带来减息空间。同时美联储放慢加息进程也将缓和香港的资金流出，我们预期 HIBOR 在未来一段时间内稳定在历史低位。 - 在这种情况下，低息环境可能继续支持房屋成交量的反弹（成交量连续 3 个月录得按月增长）。然而，由于香港金管局无意撤除逆周期房屋调控政策，楼市面临的上行风险十分有限。另外，尽管美联储加息步伐放慢，上调息率仍是该央行未来政策方向，加上未来数年香港房屋供应将增加，我们预期香港楼市在目前短期反弹后，可能再度面临下行风险。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
澳门房屋成交量连升三个月，5 月按年增加 73%至 1067 个单位。在成交量上升的带动下，新批核的房屋按揭贷款也止跌回升，按年上涨 45%（按月升 91.1%）至 54 亿澳门币。	澳门楼市投资者情绪高涨的主要原因是就业市场稳定、银行放宽按揭限制，以及最近旅游业和博彩业显示出复苏迹象。展望未来，下半年新酒店开张将继续支撑就业市场。另外，在英国投票选择退出欧盟后，美联储延迟加息的可能性上升。因此，我们预期澳门贷款利率将维持低水平，继而推高楼市需求，并在短期内支持楼市成交量的反弹。而房屋平均成交价格也可能在下半年稳定于当前水平每平方米 77,203 澳门币。然而，我们认为澳门整体薪金增速可能逐步放缓，而未来私人房屋和公共房屋的供应则将有所上升，两个因素叠加可能在长期内使澳门楼市再次面临下行风险。
6 月外商直接投资增长 9.7%至 982 亿人民币。	6 月外商直接投资增长扭转 5 月微跌的情形。2016 年上半年外商直接投资按年增长 5.1%。外商直接投资中的 70%投向服务业，而新科技服务也的投资额也接近翻倍。
6 月出口（以美元计价）按年跌 4.8%，而进口（以美元计价）亦同比挫 8.4%。	转口和出口均录得负增长，意味着外需仍然疲弱。这与 PMI 数据显示的新出口订单减少的情况一致。英国脱欧对贸易的影响可能还未被市场消化。因此，未来数月出口仍将面临下行压力。另外，进口下滑主要是因为商品价格反弹力度减弱。来自香港的进口增速由 5 月的 242%放慢至 70%。中国海关总署表示过去几个月来自香港的进口主要是源于大量黄金需求。然而，除了避险需求之外，境内投资者也倾向于利用黄金进口转移资金至境外市场。因此，我们将继续密切关注未来数月来自香港的进口，以观察其增幅是否因英国脱欧后人民币贬值压力上升而再度扩大。贸易盈余稳定于 481 亿美元左右水平，这将有助于减缓人民币贬值。
中国第二季 GDP 增速优于预期，然而民间投资进一步放慢为下半年经济增长带来隐患。	- 中国第二季度 GDP 同比增长 6.7%，略高于市场预期，反映出在全球不稳定性和国内经济下行压力较大的情况下，经济仍能平稳前进。但值得注意的是，上半年全国居民人均可支配收入同比名义增长 8.7%，剔除价格因素实际增长 6.5%，增幅不如 GDP。同时数据反映出中国 GDP 新核算方法对数据没有重大影响。 6 月份工业产出同比增幅小幅上升至 6.2%，较上月高出 0.2%且高于预期。零售销售则显著反弹至 10.6%，反映出内需未必如想象中疲软。但首 6 个月固定资产投资继续下滑，较前 5 个月的 9.6%下滑至 9%。疲软的固定投资主要是受制造业投资和民间投资放缓影响。首 6 个月制造业投

	资回落 1.2%至 4.2%，而民间投资则较首 5 个月的 3.9%回落至 2.8%。这反映出企业投资依旧谨慎，且在产能过剩的情况下，制造业部门投资受到抑制。融资难及投资回报低也是打压民间投资的重要因素。在这种情况下，尽管首 6 个月的基建投资继续保持高速增长，增幅为 20.9%，但中国经济在下半年仍将继续面临下行压力。由于民间投资持续疲弱，我们把中国 GDP 预期由 6.7%稍微下调至 6.6%。 ▪ 另外，在货币政策边际效益递减的背景下，我们认为下半年央行会继续依赖非传统性的货币政策和积极的财政政策，以刺激经济增长。
▪ 中国 6 月份新增贷款和社会融资规模均好于预期。	▪ 中国 6 月份新增贷款和社会融资规模均大幅回升，全面好于预期。这主要是因为 6 月份央行改变了“严监管，紧信用”的方式，转而采取“宽财政+中性货币”的政策组合。6 月新增人民币贷款达 13800 亿元，较上月显著回升 40%，创 2 月份以来新高。这显示出企业获取信贷的能力有所提升，央行持续增加信贷以稳定经济。此外，银行半年末普遍存在冲业绩的倾向，这一定程度上推动信贷增长。尽管地产销量下滑，6 月居民中长期贷款仍较上月有所增长，住房按揭需求依然强劲。然而，在房地产市场调整阶段，居民快速加杠杆或为经济带来隐患。展望下半年，基建将会继续发力支撑经济，因此新增人民币贷款增长将主要源自基建项目。而由于房地产销售增速很可能在下半年放缓，房地产投资的下降或使下半年新增融资需求回落。 ▪ 社会融资规模为 16300 亿元，为上月的 2.5 倍。表外融资规模继续下滑，意味着在监管加强的背景下，新增社会融资将主要依赖直接融资。M2 增幅与上月持平，维持在 11.8%，主要原因是去年非银行机构存款过大造成高基数效应。另外，财政存款大幅下滑 3296 亿元，反映财政支出发力。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 离岸人民币隔夜拆借利率上升 2.46 个百分点至 4.83%，达到 2 月以来最高水平。	▪ 市场日益担忧人民币贬值风险或持续不息，导致离岸和在岸人民币差价逐渐扩大。英国投票退出欧盟后，两岸人民币差价更加显著。为了缩小两岸人民币价差，中国人民银行可能干预了离岸市场，即通过减少离岸人民币流动性，以推高投机成本。中国央行 1 月份也采取过类似措施，当时离岸人民币隔夜拆借利率被推至记录高位 66.8%。当然，目前的状况与 1 月份不尽相同。随着中国央行承诺加

	强与市场的沟通，投资者对人民币无序贬值的担忧得以缓解。另外，随着特蕾莎梅确定接任英国首相，英国政局明朗化。加上全球各大央行承诺中期内继续为市场带来充分流动性，市场风险偏好情绪抬头。在这样的情况下，中国人民银行将有更多时间稳定市场对人民币的预期，意味着短期内离岸人民币隔夜拆借利率再次上试记录高位的可能性并不大。
人民币指数自上周一触及记录低位后缓慢回升。	中国央行上周干预离岸人民币市场，使得两岸人民币差价收窄。同时，英国政治不确定性得以缓解，抚平市场波动性。另外，市场对日本进一步放宽货币和财政政策的预期升温，使日元大幅回落，支持人民币指数反弹。在此情况下，中国央行也有更多时间能够管理市场对人民币的预期。然而，上周中国参差经济数据令市场担忧中国下半年经济放慢，且推高市场对中国央行进一步放宽货币政策的预期，为人民币带来一定下行压力。

流动性	
事件	华侨银行观点
中国人民银行在本月 5290 亿人民币的 MLF 到期之前，开展 2590 亿人民币 MLF。	比起降准和减息，我们认为非传统工具如 MLF 和 PSL 仍是中国央行更倾向于采用的货币工具。因此，我们预期短期内降准的可能性较小。

OCBC Greater China research**Tommy Xie**Xied@ocbc.com**Carie Li**Carierli@ocbcwh.com**Kam Liu**Kamyliu@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