

摘要：

7 月数据显示中美贸易对中国实体经济的初步影响较为有限。第一，7 月贸易活动维持稳健。由于外需强劲，以及 7 月 6 日正式实施新关税前出口商增加出口，促使出口保持双位数增长。而财政刺激和宽松货币政策提振内需，以及 7 月 1 日起中国降低关税，则带动进口显著增长。第二，7 月末外汇储备意外上涨，意味着尽管贸易战促使人民币贬值，但央行在外汇市场上的直接干预较为有限，且跨境资本流动保持大致平衡。第三，贸易战暂时尚未带来太多通胀压力，7 月 CPI 增速加快主要归因于季节性因素及低基数效应。

虽说单月数据不应该被过度解读，但 7 月数据确实反映出当前通胀压力较为温和，意味着央行放宽政策的道路暂时不会受到通胀的阻碍。在此情况下，刺激政策和进一步对外开放政策将有助减轻贸易战对进口的影响。不过，由于中国在与美国的贸易冲突中重启“以牙还牙”的模式，贸易战存在升级的风险，且可能为出口前景蒙上阴影，从而促使贸易顺差进一步收窄。尽管如此，稳健及庞大的外汇储备加上平衡的跨境资本流动，或有助巩固市场对人民币长期双向波动的预期。

中短期内，人民币走势主要还是取决于中国经济基本面、贸易战进展，以及中国政策宽松预期。在此情况下，人民币或仍将面临下行压力，原因主要有以下三个。第一，尽管当局推出一系列刺激政策，但似乎只能减慢经济放缓的步伐，而无法改变下滑的趋势。第二，贸易战升级的风险正在上升。第三，央行在二季度货币政策执行报告中明确指出坚持不搞“大水漫灌”，同时五部委包括国家发改委和央行将携手推进结构性去杠杆的工作，但在美国渐进加息的情况下，中美货币政策分歧或难免逐步扩大。不过，近日央行给出的强烈稳定信号，使看空人民币的市场参与者更加谨慎。因此，上周尽管人民币随着大势对美元贬值，但是对一篮子货币有所反弹，人民币指数更突破 93。央行在二季度货币政策执行报告提出“外汇市场容易出现‘追涨杀跌’的顺周期行为和‘羊群效应’，加剧市场波动。针对市场可能出现的顺周期波动，必要时也须进行逆周期调节”。我们认为美元/人民币年内破 7 的风险有所下降。

香港方面，上周各大银行陆续上调按揭贷款利率 10 个基点。过去几年，约 80% 新批核的按揭贷款以一个月港元拆息计价。然而，由于港元拆息今年以来呈现上涨趋势，H 按利率（一个月港元拆息+1.3%/1.4%）自 4 月以来持续处于利率上限（2.15%）的上方，导致银行只能以上限利率收取利息。另外，港元拆息上升促使各大银行相继上调港元定期存款利率，以争夺更多港元存款。在资金成本上升的情况下，银行净息差持续受压。展望未来，我们预计宽裕流动性将促使港元在短期内触碰弱方兑换保证水平。然而，在没有海外投机压力的背景下，即使金管局出手接盘，规模和步伐也可能是有序及温和的。再加上短期内不再有大型 IPO，我们预计港元拆息重返 6、7 月份高位的难度较大。总括而言，我们认为 12 月上调最优贷款利率的概率较 9 月大。在此情况下，银行或许进一步上调按揭贷款利率 10 个基点，以缓解净息差压力。另一方面，二季度经济增速由一季度下调后的 4.6% 下滑至 3.5%。尽管增速有所下滑，但仍处于稳健水平，主要是因为私人消费（按年增长 6.1%）、政府支出（按年上升 4.4%）、货物出口（按年增加 4.6%），以及服务出口（按年上涨 6.1%）保持强劲增长。不过，迈入今年下半年，我们预计贸易战担忧及全球主要央行逐步收紧货币政策将使经济增速进一步放缓（详见下文）。整体而言，若贸易战没有升级，2018 年经济料同比扩张 3.6%。否则，不排除经济同比增速仅达 3.2% 的可能。

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
上周，美国贸易代表办公室宣布，自 8 月 23 日起，将对价值 160 亿美元中国进口商品加征 25% 关税。	由于市场对中美双方此举早有心理准备，市场情绪以及人民币受到影响十分有限。

▪ 随后，中国商务部也表示将于同一天对 160 亿美元的美国进口商品加征 25%关税。	▪ 不过，值得注意的是中国重启“以牙还牙”对战模式。上周中国威胁将把筹码由此前的 500 亿美元增加至 1100 亿美元。中美贸易战升级的风险不断上升，或打击市场情绪，同时意味着人民币贬值压力依然存在。
▪ 国家发改委、人民银行、财政部、银保监会、国资委等五部委联合印发《2018 年降低企业杠杆率工作要点》，提出三个重点。 ▪ 第一，建立健全企业债务风险防控机制。建立国有企业资产负债约束机制，设置资产负债率预警线和重点监管线。资产负债率高于这两条线的国企将被列入重点监管名单，并需要设立降低资产负债率的目标和时限。第二，深入推进市场化法治化债转股。第三，加快推动“僵尸企业”债务处置。	▪ 这呼应了近期政治局会议中提出的坚持去杠杆的理念。不过，与过去几年的去杠杆有所不同的是，今年重点是结构性去杠杆，即主要针对国有企业的去杠杆。 ▪ 在去杠杆工作继续进行的情况下，货币政策料不会过度宽松。
▪ 中国央行二季度货币政策执行报告指出货币政策要松紧适度，坚持不搞“大水漫灌”的强刺激，根据形势变化预测微调。另外，央行将维护流动性合理充裕，保持适度的社会融资规模。 ▪ 报告还强调适当发挥 MPA 的导向性作用，引导金融机构加大对小微企业等实体经济的支持力度。 ▪ 另外，央行提出将坚定做好结构性去杠杆工作，把握好力度和节奏。 ▪ 最后，央行指在重视防范金融风险的基础上，大幅度放开金融对外开放。	▪ 该报告有助市场加强对货币政策不会过度宽松的预期。因此，我们认为近期政策立场的调整并不会导致楼市再次出现狂热的现象。另外，宽松政策也不会影响结构性去杠杆工作。 ▪ 至于央行对中小微企业融资需求的大力支持，料有助收窄信用利差。 ▪ 然而，受政策立场向宽松转变的影响，三个月 SHIBOR 已下跌至 2016 年 10 月以来新低。中短期内，市场对中美货币政策分歧的预期料成为人民币贬值风险的主要源头之一。
▪ 上周香港各大银行陆续上调按揭贷款利率 10 个基点。 ▪ 一个月港元拆息由 8 月 3 日的 1.47%下滑至 8 月 10 日的 1.33%。	▪ 过去几年，约 80%新批核的按揭贷款以一个月港元拆息计价。 ▪ 然而，由于港元拆息今年以来呈现上涨趋势，H 按利率（一个月港元拆息+1.3%/1.4%）自 4 月以来持续处于利率上限（2.15%）的上方，导致银行只能以上限利率收取利息。另外，港元拆息上升促使各大银行相继上调港元定期存款利率，以争夺更多港元存款。6 月港元定期存款占总港元存款的比例上升至 2015 年以来新高 37.4%。在资金成本上升的情况下，银行净息差持续受压。 ▪ 展望未来，我们预计宽裕流动性将促使港元在短期内触碰弱方兑换保证水平。然而，在没有海外投机压力的背景下，即使金管局出手接盘，规模和步伐也可能是有序及温和的。再加上短期内不再有大型 IPO，我们预期港元拆息

	将在当前水平附近找到支持，但短期内重返 6、7 月份的高位的机会不大。 总括而言，我们认为 12 月上调最优贷款利率的概率较 9 月大。在此情况下，银行或许进一步上调按揭贷款利率 10 个基点，以缓解净息差压力。
--	---

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 7 月贸易增长优于预期。出口按年增长 12.2%，而进口则按年大幅上升 27.3%。由于进口显著增长，贸易顺差由 6 月的 414.7 亿美元收窄至 280.5 亿美元。	- 数据反映出第一轮贸易战（总值 340 亿美元）对中国贸易活动的初期影响有限。 - 由于中国刺激政策带动本地需求复苏，中国对大宗商品的进口有所反弹。此外，中国由 7 月 1 日起对部分进口商品包括汽车和汽车零部件等下调关税，亦对进口带来支撑。随着中国进一步开放市场，以及推出更多刺激政策，本地需求将逐步复苏，从而帮助减轻贸易战对进口的影响。 - 另一方面，出口增长维持稳健，主要是因为外部需求强劲，以及出口商在 7 月 6 日新关税正式生效前增加出口。 - 然而，中国出口的前景依然不明朗。7 月份中国对美国的贸易顺差维持在历史高位附近，达 280.9 亿美元。这意味着美国或不会轻易在贸易战中让步。 - 近日，中国在贸易冲突中重启“以牙还牙”的对战模式。另外，7 月中国制造业 PMI 中的新出口订单分项指数亦连续第二个月低于 50。贸易战升级的风险逐渐上升，可能为出口前景蒙上阴影，从而促使贸易顺差进一步收窄。
- 中国 7 月 CPI 同比增速由前值 1.9% 加快至 2.1%。 7 月 PPI 按年升幅由前值 4.7%（2018 年以来最高）放慢至 4.6%，但仍优于预期。	- CPI 增速加快，主要是因为季节性因素，以及低基数效应促成油价的显著同比升幅。此外，猪肉价格按月进一步反弹。尽管如此，目前通胀压力仍较为温和，料无碍央行继续推行宽松货币政策。当然，我们仍将关注在短期内贸易战升温及人民币走弱是否会转化成进口性通胀。 - 另一方面，PPI 同比升幅于 6 月见顶。由于供给则改革为 PPI 提供的支持逐渐消退，PPI 同比增速或存在进一步回调的空间。不过，由于 PPI 同比增速下滑的步伐较为缓慢，短期内工业利润及财政收入或维持稳健。这将有助舒缓企业债务压力，并为政府推行财政刺激提供更多空间。
中国 7 月外汇储备由 6 月的 3.112 万亿美元上升至 3.118 万亿美元。	虽然 7 月份人民币走弱及资产价格波动，但外汇储备仍意外上涨。这反映过去几个月内中国央行在外汇市场上的直接干预较为有限。此外，外汇储备维持稳健，意味着尽管人民币走弱，跨境资本流动依然维持平衡。这或有助增强市场对人民币双向波动的信心。

2018 年第二季，中国国际经常帐录得 58 亿美元盈余。其中，货品贸易顺差扩大至 1042 亿美元，而服务贸易逆差亦稳定于 737 亿美元。另一方面，由于资本净流入保持强劲，资本帐持续录得盈余，盈余额达 182 亿美元。在中国当局打压企业非理性海外投资的情况下，外商直接投资净流入（586 亿美元）持续超越对外直接投资净流出（287 亿美元）。	- 展望未来，我们将密切关注中美贸易战是否会导致货品贸易顺差收窄。另外，长期而言，中产阶级的扩张或促使旅游服务贸易收支保持较大的逆差。 - 另一方面，虽然近期人民币走弱，但资本流出的风险依然可控。长远而言，中国逐步开放市场或有利于跨境资本流动保持大致平衡，从而有助加强人民币双向波动的预期。
香港二季度经济增速由一季度下调后的 4.6% 下滑至 3.5%，稍微逊于我们的预期（按年增长 3.7%）。	- 尽管增速有所下滑，但仍处于稳健水平，主要是因为私人消费（按年增长 6.1%）、政府支出（按年上升 4.4%）、货物出口（按年增加 4.6%），以及服务出口（按年上涨 6.1%）保持强劲增长。具体而言，亚洲地区经济全面复苏，为香港旅游业及贸易业提供支持。而财政刺激措施则推动政府支出的增长。此外，劳动力市场维持紧俏及工资前景乐观，提振了本地消费情绪。 - 不过，迈入今年下半年，我们预计贸易战担忧及全球主要央行逐步收紧货币政策将使经济增速进一步放缓。 - 具体而言，若贸易战进一步升温，香港作为美国及中国的主要转口港，其贸易业将难免受到直接冲击。 - 另外，贸易战亦可能造成多方面的间接影响。第一，贸易战可能为亚洲经济前景蒙上阴影，并导致亚洲国家货币贬值，从而削弱香港旅游业的增长动力。第二，贸易战可能导致股市低迷，并影响招聘意欲，从而打击消费者信心。 - 其他方面，随着美联储渐进地加息，同时其他主要央行计划逐步收紧政策，资金流出新兴市场（包括香港）的风险料不断上升。这亦可能打压香港股市及推高港元利率，从而削弱企业及本地消费者的信心。 - 整体而言，若贸易战没有升级，2018 年香港经济料同比扩张 3.6%。否则，不排除经济同比增速仅达 3.2% 的可能。
香港 6 月房屋价格按年增速由 5 月的 14.8% 加快至 15.9%。7 月房屋成交量连续第二个月录得增长，按年上升 73% 至 6091 宗。不过，按月计算，7 月成交量下跌 9.3%。	- 展望未来几个月，我们预期房屋成交量将回落至约 5500 宗左右，背后原因主要有以下几个。第一，政府 6 月底推出的一系列楼市措施，可能转移了部分私楼需求至公屋市场。第二，贸易战令股市承压。这可能削弱财富效应，并打击投资者情绪。第三，港美息差扩大及贸易战，可能导致资本流出香港，推高港元拆息。目前，银行业已上调按揭贷款利率，随后更可能上调最优贷款利率。 - 整体而言，我们预期未来数月房价增速可能放缓。不过，数项利好因素或有助限制房价增速的下滑空间。 - 首先，劳动力市场维持稳健及工资前景乐观，或驱使潜在买家持续入市。其次，人民币走弱，或鼓励内地投资者增

	持海外资产，以对冲人民币的贬值风险。再者，短期内供不应求的情况料难以改善。今年首五个月，房屋落成量及动工量分别按年下跌 21.4%及 29.1%。而最新的楼市措施则将使潜在的私人房屋供应量下跌 10000 个单位。 ▪ 我们预期今年年底房价同比增速将放慢至 5%-10%。
▪ 澳门 6 月房屋成交量按年增长 14.1%至 1044 宗。按月计算，成交量的增长由 5 月的 6.8%放慢至 6 月的 0.5%。 ▪ 新批核的按揭贷款按月下跌 2.4%（按年下跌 0.8%）至 47 亿澳门元。 ▪ 平均房价按年上升 24.3%至每平方米 117,160 澳门元。	▪ 受经济前景乐观及劳动力市场紧俏的支撑，楼市维持稳健。因此，非首置买家占总买家人数的比例回升至 14.8%。这意味着今年推出的楼市调控措施效用逐渐消退。 ▪ 另一方面，最新的楼市调控措施持续鼓励本地首置买家入市，此类买家占总买家人数的 81.4%。 ▪ 由于需求强劲，以及建筑成本上涨推升新项目价格，平均房价上升至 1 月份以来最高。 ▪ 近期，流动性充裕令港元拆息回落，这可能允许银行业继续延迟最优贷款利率的调整。低借贷成本，加上房屋供应量增长放慢（今年上半年房屋落成量及动工量分别按年下跌 63%及 69%），料支持房价维持在当前水平附近。 ▪ 不过，如果股市进一步回调，同时利率逐渐上升，中期内楼市的增长或有所放缓。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 上周人民币随大势对美元收跌。 ▪ 不过，人民币对一篮子货币有所反弹，人民币指数更自 7 月末以来首次突破 93。	▪ 继中国央行调整远期购汇准备金率后，上周报道指央行要求银行防范羊群效应，以及追高美元/人民币的行为。在 2018 年二季度货币政策执行报告中，央行重申不会将人民币汇率作为工具来应对贸易摩擦。 ▪ 近日央行给出的强烈稳定讯号，使看空人民币的市场参与者更加谨慎。 ▪ 展望未来，正如 2018 年二季度货币政策执行报告所指，人民币汇率主要还是由市场供求决定。因此，人民币走势将取决于中国经济基本面、贸易战进展，以及中国政策宽松预期。就此而言，人民币短期仍将面临下行压力。 ▪ 不过，二季度货币政策执行报告提出“外汇市场容易出现‘追涨杀跌’的顺周期行为和‘羊群效应’，加剧市场波动。针对市场可能出现的顺周期波动，必要时也须进行逆周期调节”。我们认为美元/人民币年内破 7 的风险有所下降。 ▪ 长期而言，稳健及庞大的外汇储备加上平衡的资本流动或有助巩固市场对人民币长期双向波动的预期。

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