

摘要：焦点转移至经济下行风险

随着中国当局公布更多刺激政策，包括更积极的财政政策，以及下调宏观审慎资本充足率的结构性参数，市场风险情绪进一步改善。近期信用风险加剧，信用增速大幅下滑以及中美贸易战带来的宏观风险上升，促使中国政府开始将更多目光集中在经济下行风险上。而宏观审慎政策的调整亦与近期一系列政策的调整方向一致，即重新扩大信用增幅支持实体经济。不过，规模以上工业企业利润上半年同比增长 17.2%，反映工业企业杠杆率正逐步下降，并为决策者把目光重新转移回下行风险创造了空间。

贸易冲突方面，美国半导体企业高通公司宣布由于在截止日期前没有获得中国政府的批准，因此放弃对荷兰芯片公司恩智浦的收购。这使得市场担心中国的拒绝可能会导致中美贸易战进一步恶化，随着美国财长对此表示失望，市场将密切关注特朗普政府是否进行报复。人民币方面，近期欧美达成贸易协议及高通放弃收购恩智浦公司，加剧了市场对中美贸易冲突升温的担忧。这可能进一步利淡人民币。人民币指数进一步下滑，意味着在贸易战升级的情况下，人民币可能维持疲软表现。不过，随着人民币指数快速回落至 93 下方，接近去年 5 月央行推出逆周期因子时的水平。进一步追高美元/人民币的风险有所上升。

香港方面，上周市场聚焦中国铁塔招股，惟反应欠佳，主要是因为贸易战担忧导致股市投资情绪低迷。因此，市场参与者把过度预留的资金释放回市场，从而导致港元拆息和港元纷纷下滑。尽管如此，中国铁塔招股期将延续至 7 月 31 日，同时我们即将迎来月结和 8 月初的中资企业派息潮，因此资金仍可能逐渐趋紧。未来一两个星期内，一个月和三个月港元拆息料分别上试 2% 和 2.1%。美元兑港元则可能在短期内徘徊在 7.85 下方。不过，在中国铁塔 8 月 8 日上市之后，资金可能渐趋宽松，伴随着港元拆息的回落。届时，8 月份港元再次触及弱方兑换保证的可能性不能排除。其他方面，受高基数效应的影响，香港 6 月出口及进口按年增速分别放慢至 3.3% 及 4.4%。此外，中国自 7 月 1 日起正式下调对部分亚太区国家征收的关税，这可能导致商家于 6 月份暂时搁置贸易活动。然而，6 月份的数字并未反映出 7 月初中美贸易战正式开展所产生的影响。随着 7 月 6 日中美正式开始就来自对方 340 亿美元的进口加征 25% 关税，我们预期香港贸易活动将保持低迷。在未来数月内，香港的进口及出口料维持单位数增长。最近，美国与欧盟达成贸易协议，舒缓了双方紧张的贸易关系。然而，这可能变相为中国及香港的贸易业前景蒙上阴影。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国国务院常务会议上要求财政政策要更加积极，更有效服务实体经济。	随着近期信用风险加剧，信用增速大幅下滑以及中美贸易战带来的宏观风险上升，中国政府开始将更多目光集中在经济下行风险上。不过中国不会走大水灌溉的老路，相较以前的财政刺激，此次的更积极的财政政策将主要集中在减税降费上。此外，财政部也表示将加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，努力推进在建基础设施项目早间成效。这也带动了上周初基建相关类股票的大幅上涨。
境内媒体报道部分金融机构的宏观审慎评估中决定宏观审慎资本充足率的结构性参数被下调。	由于宏观审慎资本充足率将取决于若干个系数包括结构性系数，此次结构性系数的下调意味着降低了宏观审慎资本充足率的束缚，这将给金融机构扩大信贷投放的空间。此

	次宏观审慎政策的调整与近期一系列政策的调整方向一致，即重新扩大信用增幅支持实体经济。
- 美国半导体企业高通公司宣布由于在截止日期前没有获得中国政府的批准，因此放弃对荷兰芯片公司恩智浦的收购，并支付了 20 亿美元的分手费。 - 中国国家市场监督管理总局周五表示对高通放弃交易表示遗憾，希望继续与高通沟通。 - 美国财长对此表示了失望。	虽然中国监管方面明确表示这个收购的评估是基于反垄断，高通的最新方案未能解决竞争关注，但是市场还是很自然地将这个事件与中美贸易战连在一起看。这也使得市场担心中国的拒绝可能会导致中美贸易战进一步恶化，随着美国财长对此表示失望，市场将密切关注特朗普政府是否会有报复后手。
上周市场聚焦中国铁塔招股，惟反应欠佳，主要是因为贸易战担忧导致股市投资情绪低迷。	- 与 6 月底小米招股反应冷淡的情况相似，这次中国铁塔招股遇冷，同样驱使市场参与者把过度预留的资金释放回市场，从而改善紧张的流动性。再加上美元反弹及人民币回落，带动美元兑港元从 7.8447 回升至 7.8486。港元拆息也有所回落。 - 尽管如此，中国铁塔招股期将延续至 7 月 31 日，同时我们即将迎来月结和 8 月初的中资企业派息潮，因此资金仍可能逐渐趋紧。未来一两个星期内，一个月和三个月港元拆息料分别上试 2%和 2.1%。美元兑港元则可能在短期内徘徊在 7.85 下方。 - 不过，在中国铁塔 8 月 8 日上市之后，资金可能渐趋宽松，伴随着港元拆息的回落。届时，8 月份港元再次触及弱方兑换保证的可能性不能排除。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国规模以上工业企业利润上半年同比增长 17.2%，较 1-5 月的增幅提高 0.7%。此外，去杠杆成果显现。工业企业资产负债率下降，其中国有工业企业资产负债率下降 1.2%至 59.6%。	规模以上工业企业利润修复主要得益于工业产品价格的回升，尤其是上游企业受益明显。此外，资产负债率的回落显示去杠杆成果初现。这给决策者将目光重新转移回下行风险创造了空间。
- 受高基数效应的影响，香港 6 月出口及进口按年增速分别放慢至 3.3%及 4.4%。此外，中国自 7 月 1 日起正式下调对部分亚太区国家征收的关税，这可能导致商家于 6 月份暂时搁置贸易活动。 - 因此，香港往中国的出口同比增长由 18.4%显著下滑至 1.2%。而来自中国的进口同比增速则由 19.2%回落至 2.9%。	- 然而，6 月份的数字并未反映出 7 月初中美贸易战正式开展所产生的影响。具体而言，按商品分类，电动机械、仪器和用具及零件的出口及进口（分别按年增长 11.5%及 9.7%），以及办公室机器和自动资料处理仪器的出口及进口（分别按年增长 5.6%及 12.1%）维持稳健的增长。另外，来自美国的进口连续三个月录得双位数增长，按年上升 10.3%。 - 随着 7 月 6 日中美正式开始就来自对方 340 亿美元的进口加征 25%关税，我们预期香港贸易活动将保持低迷。在未来数月内，香港的进口及出口料维持单位数增长。最近，

	美国与欧盟达成贸易协议，舒缓了双方紧张的贸易关系。然而，这可能变相为中国及香港的贸易业前景蒙上阴影。
香港上半年私人住宅施工量同比增速由一季度的124%下滑至71.8%，上半年开始施工的私人住宅数量达14600个单位。至于上半年已落成的私人住宅数量则按年减少30%至6200个单位。政府估计未来三四年将大约有93000个新私楼单位供应。	然而，近期政府公布的新房屋政策将令中期内私楼供应减少约10000个单位。另外，为了避免缴纳空置税，地产商也可能放慢新项目的建筑步伐。因此，我们担忧未来数年内私楼新增供应速度将慢于预期。在此情况下，私人住宅市场供不应求的情况或难以改善，这意味着由利率上升或股市回落造成的楼市增速下滑将较为有限。
澳门6月访客人数连续第五个月录得增长，按年上升9.4%。留宿旅客人数（占总旅客人数的55.5%）按年增长7.2%，而非过夜旅客人数（占总旅客人数的44.5%）亦按年上升12.4%。	- 这反映亚洲经济持续复苏带动澳门旅游业稳健增长。近期，一系列新开幕的大型项目有助吸引新旅客及回头客访澳。因此，我们观察到澳门的旅游业全面改善。 - 具体而言，由中国内地、香港、台湾及日本的旅客人数分别按年增长13.5%、2%、7.8%及9.8%。受高基数效应的影响，来自南韩的旅客人数连续三个月下跌，按年减少13.4%。不过，下跌的趋势料不会持续。 - 未来数月内，一系列新项目将陆续开幕，加上港珠澳大桥即将开通，我们预期澳门的旅游业将维持全面的成长。这或为澳门的零售销售及赌场中场业务提供更多支撑。
澳门二季度失业率维持于1.8%。劳动力参与率反弹至71%，而就业人口则上升至2016年底以来最高水平385,400。	由于一系列新娱乐及基建项目的建设正在进行中，6月建筑业就业人数连续5个月录得环比增长，按月增加2.8%。在新大型项目陆续开张的支持下，博彩业的就业人口亦按月增长3%。展望未来，由于政府计划增加在基建方面的投资，建筑业及其就业情况将得到支撑。下半年，随着一系列新项目陆续开张，及港珠澳大桥开始通车，澳门旅游业和博彩业的前景料保持乐观，从而支持两个行业的招聘情绪。在经济前景乐观及劳动力市场紧俏的情况下，我们预计未来数季内，工资增速将继续向上（二季度总体就业人口月工作收入中位数持平于16,000元）。

人民币	
事件	华侨银行观点
- 上周在美元全面走弱的情况下，美元兑人民币由6.84快速回落至6.74。然而，中美贸易冲突升温的担忧情绪，导致人民币再度回落。 - 上周人民币指数收低于93，报92.94。今早人民币指数进一步下滑至92.5。	- 自6月中以来，人民币跌势主要由两个因素包括贸易战及中国宽松政策预期主导。近期欧美达成贸易协议及高通放弃收购恩智浦公司，加剧了市场对中美贸易冲突升温的担忧。这可能进一步利淡人民币。人民币指数进一步下滑，意味着在贸易战升级的情况下，人民币可能维持疲软表现。 - 不过，随着人民币指数快速回落至93下方，接近去年5月央行推出逆周期因子时的水平。进一步追高美元/人民币的

	风险有所上升。未来市场还是要关注中美贸易冲突发展以及中国境内宽松政策这两大变量的影响。短期内最大的不确定因素就是美国方面是否会就高通收购失败这件事报复中国，如果是的话，那再次升级的贸易战担忧可能会助力美元/人民币达到新高。否则，中国逆周期措施的待机将限制人民币进一步贬值的空间。
--	--

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