

摘要:

特朗普总统的急躁使得贸易战升级到新的阶段。鉴于此次 3000 亿美元商品中，超过 60%是消费品。此次关税对美国经济的影 响可能会超过上一轮关税的影响。从好的方面来看，贸易战的升级可能会迫使美联储进一步降息，从而对冲贸易战对全球经济的影响。

受中美贸易战再次升级影响，人民币自周五开始开启新一轮贬值。周一早上，随着中间价开在 6.90 上方，美元/人民币在境内外市场瞬间突破 7。破 7 后人民币何去何从。笔者认为短期内有两个可能性。无论哪种都需要关注中间价的走势。第一种，就是如果未来几个交易日央行连续数日将中间价控制在 7 的下方，这可能会缓解市场对人民币急速贬值的担忧。人民币可能会在 7 上下波动。第二种，如果央行减少对中间价的干预，人民币中间价很有可能跌破 7，这将对人民币带来螺旋式贬值的压力。未来均衡汇率可能会在 7.2 附近（即从贸易战升级前的 6.87 贬值 5%）

7 月底的政治局会议确认经济正面临下行压力。不过，此次基调里最明显的变化是对房地产的态度。中国表示不会使用地产来短期刺激经济。而近期部分城市也进一步对地产调控加码。鉴于房地产投资可能在下半年进一步下滑，我们预计中国经济可能会进一步下滑。不过下滑幅度可能受到积极财政政策和宽松货币政策对冲。

近期香港的动荡已经影响到海峡两岸关系。中国宣布从 8 月 1 日开始，取消对台湾自由行签证。过去几年，中国政府多次使用旅游作为工具来对蔡英文政府施压，不过全面禁止自由行还是第一次。自由行的禁止意味着短期内台湾旅游业将损失 10%的游客。此次自由行的禁令可能受香港局势的影响，有官员指责台湾插手香港事务。

随着中国金融供给侧改革加码，违约事件不断暴露。鞍钢公司上周表示 3 亿多票据无法兑现。此次票据违约则实数罕见。不过鉴于央行的澄清，此次事件的蔓延影响可控。

香港方面，受内外需求疲弱的拖累，第二季 GDP 按年增速持平于 0.6%，为 2009 年第三季以来最弱，且按季意外收缩 0.3%。6 月份，出口连跌第八个月，同时零售销售连跌第五个月。展望未来，在本地社会问题持续发酵的情况下，我们担忧旅游相关行业将在三季度受到冲击。另外，中美贸易战即将升级及全球经济增长放慢可能进一步打击商品的出口。再者，本地政治不确定性及外部风险可能导致消费及投资情绪持续转弱。最后，大型基建项目陆续落成可能继续拖累公共投资下滑，而即将推出的空置税也可能遏抑房地产投资的增长。整体而言，即使高基数效应将逐渐消退，我们仍认为下半年经济增速将保持疲软。因此，我们将 2019 年经济增长预测由 2.1%下调至 1%-1.5%。如果香港社会问题在今年余下时间内继续发酵，同时中美贸易战持续升级，今年 GDP 增速或进一步下滑。不过，本地的财政宽松政策可能继续支持政府支出增长，而来自中国和主要央行的刺激政策也可能有助于减轻香港经济的下行压力。**其他方面**，香港金管局跟随美联储自 2008 年以来首次下调基本利率，惟商业银行宣布维持最优惠贷款利率不变。这背后原因可能包括三个，第一，本地银行在最近加息周期期间并没有跟随美联储上调利率；第二，香港银行业承担的融资压力正逐渐上升。具体而言，6 月港元贷存比率触及 2003 年 1 月以来最高的 89.3%，而港元活期和储蓄存款占港元总存款的比重则跌至 2012 年 1 月以来最低的 50.5%。由于总结余仅剩 500 余亿港元，且我们将迎来季结、年结和阿里巴巴上市，短期内港元拆息及银行资金压力的下行空间或有限。总括而言，展望今年余下时间，我们认为无论美联储如何调整利率，香港商业银行都将维持最优惠贷款利率不变。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中美上周结束了 G20 会议后首个面对面的贸易谈判。根据美方的申明，中国承诺继续购买美国的农产品。	特朗普总统的急躁使得贸易战升级到新的阶段。鉴于此次 3000 亿美元商品中，超过 60%是消费品。此次关税对美国经济的影 响可能会超过上一轮关税的影响。对于中国来说

▪ 不过特朗普总统对谈判进展失去了耐心。上周表示将从 9 月 1 日开始对中国对美国出口的剩余 3000 亿美元商品征收额外的 10%关税。	关税对经济的影响显然是负面的。只是对经济的量化影响估算并不容易，这主要取决于关税分配的模式。 ▪ 目前新一轮 10%的关税对双方可能还能够承受。 ▪ 从好的方面来看，贸易战的升级可能会迫使美联储进一步降息，从而对冲贸易战对全球经济的影响。
▪ 中国宣布从 8 月 1 日开始，取消对台湾自由行签证。	▪ 2018 年，大陆来台自由行游客达到了 107 万人次，占大陆访台游客总数的 56%，以及全部游客的 9.7%。过去几年，中国政府多次使用旅游作为工具来对蔡英文政府施压，不过全面禁止自由行还是第一次。自由行的禁止意味着短期内台湾旅游业将损失 10%的游客。此次自由行的禁令可能受香港局势的影响，有官员指责台湾插手香港事务。
▪ 7 月底的政治局会议确认经济正面临下行压力。而中国政府也将继续通过六稳来对冲外部风险。	▪ 不过，此次基调里最明显的变化是对房地产的态度。中国表示不会使用地产来短期刺激经济。而近期部分城市也进一步对地产调控加码。鉴于房地产投资可能在下半年进一步下滑，我们预计中国经济可能会进一步下滑。不过下滑幅度可能受到积极财政政策和宽松货币政策对冲。我们认为降准的可能性依然较大。
▪ 中国上周推出 21 条来进一步降低企业杠杆率。	▪ 股权融资将成为焦点。尤其是通过债转股或者扩大股权投资等方式。此外，用好定向降准的资金和激活储蓄也将为企业降低杠杆提供支持。
▪ 鞍钢公司上周表示 3 亿多票据无法兑现。央行沈阳分行表示无法兑现票据的金融机构为个别财务公司不是商业银行。	▪ 随着中国金融供给侧改革加码，违约事件不断暴露。不过此次票据违约则实数罕见。不过鉴于央行的澄清，此次事件的蔓延影响可控。
▪ 继穆迪之后，另一评级机构惠誉亦发表报告，警告持续的示威活动可能对香港经济造成负面影响，且可能使香港经济增长预测面临下调风险。	▪ 惠誉相信香港雄厚的财政储备将能够在短期内缓冲负面因素。不过，惠誉警告近期社会动荡及公众对政府不信任情绪升温，可能损害商业信心及削弱政府管治效率，从而可能使香港 AA+的主权评级遭受考验。另外，惠誉亦担忧政治不确定性将阻碍大湾区发展及影响国际对香港作为稳定营商中心的观点。 ▪ 尽管如此，我们认为惠誉短期内下调香港主权评级的机会不大，因为政治不确定性暂时主要影响香港的旅游业、零售业及楼市。即使香港的主权评级被下调，也应该不会导致政府或企业融资成本显著上升，因为港元债券的买家主要是本地商业银行及保险公司。香港主权评级的变化，对这些机构的投资决定影响有限。相比评级下调本身，评级下调背后的原因或许更加值得担忧，例如政府管治效率及法治转差，或者美国-香港政策法被修改。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国 7 月制造业指数由 6 月的 49.4 小幅反弹至 49.7，不过依然连续三个月低于 50。 - 受内外需求疲弱的拖累，香港二季度 GDP 同比增速持平于 2009 年第三季以来最低的 0.6%。另外，经季调后的 GDP 意外按季收缩 0.3%。	- 供给和需求都有小幅上升。需求方面，新订单和新出口订单分别由 49.6 和 46.3 上升至 49.8 和 46.9。此外，供给方面，产出也由 51.3 上升至 52.1。 - 外部方面，7 月出口连跌第八个月。除了目前实施的关税以及全球经济增速放缓之外，特朗普刚刚宣布的 9 月加关税决定，将在未来数季内持续打击商品出口（连跌第二个季度，按年跌 5.4%）。另外，二季度服务出口同比升幅收缩至 2016 年第三季以来最低的 0.2%。在香港政治不确定性持续发酵的情况下，我们担忧旅游相关行业将在三季度受到冲击。从好的方面来看，2017 年入境旅游的增加值占 GDP 的比重仅达 3.6%，而今年一季度旅游服务的出口仅占 GDP 的 11%。换言之，即使旅游相关行业表现转弱，对香港经济增长的拖累也可能有限。 - 内部方面，二季度本地消费（占 GDP 逾 60%）的同比增速由一季度的 0.4% 反弹至 1.2%，背后的利好因素可能包括楼市上升带来的财富效应、紧张的劳动力市场，以及消退的高基数效应。然而，增速仍远逊于过去几年的水平，意味着全球不确定因素令本地消费者保持谨慎。此外，投资连跌第三个季度，跌幅更扩大至 12.1%，主要是因为外部风险持续打击商业信心。同时，即将实施的空置税遏抑地产投资（今年首五个月新屋开工按年减少 70.5%），而大型基建项目竣工亦导致公共投资显着转弱。展望未来，公共投资和地产投资可能保持疲软。另外，最近本地政治不确定性上升，叠加外部风险因素，料持续打击消费和投资情绪。 - 整体而言，即使高基数效应将逐渐消退，我们仍认为下半年经济增速将保持疲软。因此，我们将 2019 年经济增长预测由 2.1% 下调至 1%-1.5%。如果香港社会问题在今年余下时间内继续发酵，同时中美贸易战持续升级，今年 GDP 增速或进一步下滑。不过，本地的财政宽松政策可能继续支持政府支出增长，而来自中国和主要央行的刺激政策也可能有助于减轻香港经济的下行压力。
香港 6 月总贷款按月反弹 1.1% 或按年增长 3.3%。	受贸易战的影响，6 月贸易融资连续第十个月录得跌幅，按年减少 8.5%。同月，市场对 6 月中美贸易风险降温及美联储放宽政策的预期，推动在香港使用贷款（不包括贸易融资）按月反弹 1.3% 或按年增长 4.2%。不过，展望未来数月，中美贸易冲突再度升级、全球经济前景不明朗及本地政治风险升温，这几项因素叠加将抵消全球央行放宽政策带来的利好，从而导致在香港使用贷款的增长维持疲软。

	另外，即将实施的空置税亦可能打压房地产投资并削弱相关的贷款需求。 外部方面，在香港境外使用的贷款同比增速由 5 月的 2.6%（2016 年 11 月以来最弱）回升至 6 月的 3.5%。这可能是因为人民币与美元的息差扩阔及人民币汇价趋稳。不过，与去年双位数的升幅相比，未来数月内在香港境外使用的贷款增长料维持疲软，这背后原因主要有三个。第一，中国央行可能放宽政策。第二，中国政府限制地产商在外融资。第三，中国企业在海外融资的主要方式为发债而非银行贷款。总括而言，我们预期今年总贷款将录得单位数升幅。
6 月港元贷存比率进一步上升至 2003 年 1 月以来最高的 89.3%，因为港元贷款（环比增加 1.6%）的增速快于港元存款（环比上升 0.5%）。 - 香港金管局跟随美联储下调基础利率，为 2008 年以来首次。	- 港元活期和储蓄存款连跌第二个月，按月下跌 2.1%，背后原因可能是股市投资情绪低迷，以及港元定期存款吸引力上升。6 月份大型 IPO 和半年结效应显著推升银行间利率，并驱使商业银行上调港元定期存款利率，从而带动港元定期存款按月显著上升 3.9%。因此，港元活期和储蓄存款占港元总存款的比重进一步回落至 2012 年 1 月以来最低的 50.5%。 - 随着商业银行在 7 月份进一步上调港元定存利率，我们预计港元定期存款将维持强劲增速。这意味着商业银行 7 月依然面临较高的融资成本。因此，尽管上周美联储降息 25 个基点，香港商业银行并没有跟随调整最优贷款利率。 - 不过，展望未来，我们认为港元利率包括港元拆息和港元定期利率已见顶，并将跟随美元利率逐步下滑。此外，在香港资金外流风险可控、虚拟银行影响有限，以及贷款需求疲软的情况下，港元利率的上升空间也可能受限。这意味着商业银行的融资压力应该不会再大幅上升。不过，在本地和外部不确定因素上升的情况下，港元活期和储蓄存款，以及港元贷款增速可能保持低迷。因此，短期内，港元贷存比率，以及港元活期和储蓄存款占港元总存款的比重可能在当前水平附近徘徊。
6 月香港的人民币存款按月回落 3.2%至 6042 亿元人民币。	- 其中，人民币定期存款按月减少 4.5%至去年 2 月以来最低水平。这背后原因可能是商业银行通过上调港元定存利率以争夺港元资金，从而增添了港元定期存款的吸引力。由于 7 月港元定期存款利率依然高企，人民币存款或继续受影响。 - 不过，7 月过后，我们预计港元定存利率将被逐渐下调。在此情况下，人民币趋稳，以及中国央行偏中性立场支持人民币维持较高利率，这两项利好因素可能支持人民币存款在未来数月内维持在 6000 亿元人民币上方徘徊。

香港 6 月零售销售连续第五个月下跌，按年减少 6.7%。	- 除高基数效应之外，审慎的消费情绪亦拖累零售业的表现。食品、酒类饮品及烟草（按年减少 1.3%）、耐用消费品（连跌第八个月，按年减少 11.9%），以及百货公司商品（按年减少 6%）的零售销售额皆出现不同程度的下滑。这反映全球经济前景不明朗及贸易风险持续发酵令本地的消息情绪维持审慎。这两个因素加上港元对人民币维持强势亦削弱旅客的消费意欲。具体而言，衣服及鞋类，以及珠宝首饰、钟表及名贵礼物的零售销售额皆连续第五个月录得跌幅，分别按年减少 7.1%及 17.1%。 - 展望未来，随着 7 月份本地社会问题进一步发酵，我们担忧这将增添零售业的下行压力。一方面，我们预计持续的示威活动将导致未来数月旅客人数（6 月按年增长 8.5%）出现增速放慢甚至负增长的情况。另一方面，示威活动影响部分商店的正常营业，这可能削弱本地消费。展望今年剩余时间，本地及外部不确定性可能继续为零售业的前景蒙上阴影。因此，我们预期 2019 年零售销售额将录得单位数跌幅。
澳门 7 月博彩业毛收入按年减少 3.5%至 244.5 亿澳门元，不及预期。	回顾第二季，受旅游业表现强劲的支持，中场赌收按年大增 21.3%，占博彩业毛收入的比重更首次超过贵宾厅赌收的占比。不过，由于休闲赌客的投注额较低，纵使中场业务增长强劲，仍无法抵消高端赌客需求疲软的影响。展望未来，贵宾厅业务的前景料依然不明朗，主要受到数项负面因素的拖累，包括留宿旅客人数增长放慢（7 月酒店及公寓住客人数连跌第三个月，按年减少 3.4%）、澳门元对人民币表现强势、中国经济增长放慢及与反洗钱相关的政策风险。因此，我们维持今年博彩毛收入零增长的观点。

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币 8 月 5 日自 2008 年以来首次破 7。	- 受中美贸易战再次升级影响，人民币自周五开始开启新一轮贬值。周一早上，随着中间价开在 6.90 上方，美元/人民币在境内外市场瞬间突破 7。今年 5 月受中美贸易战升级影响，人民币也一度急速贬值，不过人民币中间价当时被连续压在 6.90 下方，稳定了人民币的走势，不过这也导致市场将人民币中间价 6.90 作为非常重要的信号。此次人民币的快速贬值虽然不是央行主导的，但是至少市场认为央行已经做好了破 7 的准备。 - 破 7 后人民币何去何从。笔者认为短期内有两个可能性。无论哪种都需要关注中间价的走势。 - 第一种，就是如果未来几个交易日央行连续数日将中间价

	控制在 7 的下方，这可能会缓解市场对人民币急速贬值的担忧。人民币可能会在 7 上下波动。 ▪ 第二种，如果央行减少对中间价的干预，人民币中间价很有可能跌破 7，这将对人民币带来螺旋式贬值的压力。未来均衡汇率可能会在 7.2 附近（即从贸易战升级前的 6.87 贬值 5%）
--	--

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