

摘要：

关键价位不再关键，人民币进入新纪元。随着 7 和 92 两大关键位置同一天突破，人民币可能朝着浮动汇率体系更进一步。个人购汇和企业购汇较以往更为稳健，而外汇囤积行为也大幅下降。这显示中国企业和 个人更为理性。这也成为支持中国汇改迈出重要一步的主要原因。

短期内，人民币或许将变得更为波动来吸收外部冲击的影响。不过这并不意味着中国会放任不管。基于所有的逆周期措施依然准备着，我们认为如果人民币大幅偏离基本面的话，中国还是会毫不犹豫通过逆周期措施干预。

7 月信贷数据显示市场需求依然较弱。鉴于中国已经收紧地产融资，我们认为中国的表外融资在未来几个月将保持弱势。此外，将于地方政府专项债也将放缓，未来社会融资总量增幅可能放缓。这也意味着中国可能将继续通过较为宽松的货币政策来支持货币供给保持在 8% 以上的增幅。

二季度货币政策报告显示中国央行在全球不确定因素上升的情况下，继续保持灵活。不过央行在刺激政策上可能保持克制，而央行也明确表示做好了持久战的准备，并将对目前全球降息周期的影响采取观望态度。债券市场已经做出反应，10 年期国债收益率跌破 3%。

不过我们认为目前直接降息可能性并不大。首先，直接降息可能会损害中国对新一轮房地产调控的努力。其次，中国将继续利率市场化操作，打通传导机制，在此过程中没有必要急着降息。

香港方面，上周外汇和货币市场再次大幅震荡。美元/港元一度抽升至 5 月底以来最高的 7.8487，随后又回落至 7.8400 附近水平。8 月 6 日，一个月港元拆息上升约 50 个基点至 2.515% 后，次日又再回落 55.8 个基点至 1.96%。上周初，中美贸易战再次升级、人民币破 7，以及本地政治不确定性升温，加剧市场对资金外流的担忧。在总结余较少的情况下，市场参与者对一些可能导致资金趋紧的因素变得更加敏感。为了避免面临资金过贵的局面，市场参与者通常积极提前做准备，继而导致港元拆息全面上涨。与以往不同的是，此轮资金趋紧并没有支持港元反弹，反而港元跟随人民币转弱。可幸的是，目前我们还没看到明显的迹象反映香港资金大幅外流。因此，随着人民币企稳，香港资金流出的担忧逐渐缓和，并带动港元拆息全面回落。展望未来，在没有大规模派息及大型 IPO 的情况下，我们预计港元拆息可能逐渐下滑。不过，内忧外患可能使市场参与者对潜在的资金外流风险保持警惕。这加上即将到来的季结以及阿里巴巴 IPO，可能限制港元拆息的下行空间，例如一个月港元拆息或在 1.5% 找到支持。与此同时，市场对美联储进一步降息的预期再度升温，料使美元拆息逐步下滑。因此，港美息差料较以往收窄。这叠加港元拆息和汇价的波动性高企，意味着短期内美元/港元未必轻易触及 7.85。反而，我们预计美元/港元将在 7.84 附近徘徊。**其他方面**，楼市出现回调的迹象。展望未来，政治不确定性持续，加上中美贸易战再次升级，可能抵消全球宽松政策带来的支持，继而拖累楼市转弱。因此，我们预计楼价将在未来数月逐步下滑。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 在央行二季度的货币政策报告中，央行表示对小微企业贷款平均利率下降 58 个基点至 6.82%。而五大行对小微企业贷款的利率更是下降 66 个基点至 4.78%。 ▪ 此外，央行也表示在香港发行人民币央票将是新常态。 ▪ 央行也表示将深化中国的金融供给侧改革。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 二季度货币政策报告显示中国央行在全球不确定因素上升的情况下，继续保持灵活。不过央行在刺激政策上可能保持克制，而央行也明确表示做好了持久战的准备，并将对目前全球降息周期的影响采取观望态度。 ▪ 不过鉴于央行尚未完成今年下降小微贷款融资成本 100 个基点的目标。我们认为央行可能将继续保持宽松态度。而央行可能也将继续通过存款准备金率的分层来引导资金支

	<p>持小微企业贷款需求。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 不过我们认为目前直接降息可能性并不大。首先，直接降息可能会损害中国对新一轮房地产调控的努力。其次，中国将继续利率市场化操作，打通传导机制，在此过程中没有必要急着降息。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 国际货币基金组织在最新的中国年度咨询报告中表示人民币对一篮子货币保持均衡。而没有明显迹象显示中国干预汇率。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 国际货币基金组织的最新报告对中国是个肯定。这也将成为中国反击美国单边定义中国为汇率操纵国的有利论据。并将支持中国人民币往浮动汇率体制过度。 ▪ 中国外管局局长周末也撰文表示个人购汇和企业购汇较以往更为稳健，而外汇囤积行为也大幅下降。这显示中国企业和个人更为理性。这也成为支持中国汇改迈出重要一步的主要原因。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周香港外汇和货币市场再次大幅震荡。美元/港元一度抽升至 5 月底以来最高的 7.8487，随后又回落至 7.8400 附近水平。8 月 6 日，一个月港元拆息上升约 50 个基点至 2.515%后，次日又再回落 55.8 个基点至 1.96%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周初，中美贸易战再次升级、人民币破 7，以及本地政治不确定性升温，加剧市场对资金外流的担忧。在总结余较少的情况下，市场参与者对一些可能导致资金趋紧的因素变得更加敏感。为了避免面临资金过贵的局面，市场参与者通常积极提前做准备，继而导致港元拆息全面上涨。与以往不同的是，此轮资金趋紧并没有支持港元反弹，反而港元跟随人民币转弱。可幸的是，目前我们还没看到明显的迹象反映香港资金大幅外流。因此，随着人民币企稳，香港资金流出的担忧逐渐缓和，并带动港元拆息全面回落。 ▪ 展望未来，在没有大规模派息及大型 IPO 的情况下，我们预计港元拆息可能逐渐下滑。不过，内忧外患可能使市场参与者对潜在的资金外流风险保持警惕。这加上即将到来的季结以及阿里巴巴 IPO，可能限制港元拆息的下行空间，例如一个月港元拆息或在 1.5%找到支持。与此同时，市场对美联储进一步降息的预期再度升温，料使美元拆息逐步下滑。因此，港美息差料较以往收窄。这叠加港元拆息和汇价的波动性高企，意味着短期内美元/港元未必轻易触及 7.85。反而，我们预计美元/港元将在 7.84 附近徘徊。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港：8 月初至今，深港通和沪港通下的南向资金净流入 156.8 亿港元，为连续第五个月录得净流入。相反，北向资金净流出 135.1 亿人民币，结束了过去两个月净流入的趋势。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 尽管香港政治不确定性持续发酵引起市场对资金外流的担忧，但我们暂时尚未看到明显的资金外流迹象。反而，美元兑人民币突破 7 的关口及中美贸易战再度升级，可能驱使投资者由中国境内市场转到香港市场，以对冲人民币的贬值风险。恒生 AH 股溢价指数上升至 2018 年初以来最高的 130，意味着 H 股相对于 A 股更为吸引。这也可能是南向资金持续净流入的原因之一。 ▪ 除了深港通和沪港通下的南向资金持续净流入之外，全球央行相继放宽政策，加上港元汇率偏强，也可能有助于舒

	<p>缓资金外流风险。更重要的是，香港银行业的平均流动性覆盖率及资本充足率分别达到约 160%及 20%，皆高于国际监管要求。此外，我们相信香港雄厚的外汇储备（2019 年 6 月底达 4456 亿美元，相当于流通货币约七倍，或港元货币供应 M3 约 46%）及财政储备（截至 2019 年 3 月底达 1.16 万亿港元）将能够继续支持香港防范资金外流风险。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 香港：目前为止，22 个国家或地区包括爱尔兰、日本及新加坡对香港发出旅游警示或提醒市民香港当前的风险。 	<ul style="list-style-type: none"> 这强化了我们关于持续的示威活动将打击旅游相关行业及零售业前景的观点。旅游界立法会议员估计 7 月及 8 月的酒店入住率将分别下跌 5-8 个百分点及 10 个百分点。从好的方面来看，正如我们上周在大中华报告中所提到的观点，入境旅游活动对香港 GDP 的贡献相对较小，因此对经济带来的打击也相对有限。然而，若旅客人数大幅减少，再加上港元兑其他货币尤其是人民币走强，零售业（据悉零售商 30%-40%的生意来自旅客消费）可能面临更大的下行压力。我们预计 7 月及 8 月零售销售额的跌幅将有所扩大。这可能拖累香港第三季的经济增长。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中国 7 月社会融资总量增长 1.01 万亿元，同比少增加 2154 亿元。 社融存量增幅由 6 月的 10.9%放缓至 10.7%。此外，广义货币供给 M2 也同样放缓至 8.1%。 新增人民币贷款增长 1.06 万亿，同比减少 3900 亿元。 	<ul style="list-style-type: none"> 弱于预期的社会融资总量主要受表外融资萎缩的影响。其中未承兑贴现票据大幅减少 4563 亿元，此外，委托贷款和信托贷款分别下滑 987 亿元和 676 亿元。票据大幅下降有受到今年 1 月票据大幅扩张影响。鉴于中国已经收紧地产融资，我们认为中国的表外融资在未来几个月将保持弱势。 地方政府专项债发行进一步上升是支持 7 月社融的主要因素。不过鉴于下半年专项债券额度下滑，未来专项债发行可能放缓。叠加表外融资的疲弱，社会融资总量增幅可能保持弱势。 从好的方面来看，7 月贷款结构好转。中长期贷款新增 8095 亿元，占总贷款比重 76%。这可能受益于引导融资更多支持实体经济的窗口指导。 总体来看，我们认为 7 月信贷数据显示市场需求依然较弱。这也意味着中国可能将继续通过较为宽松的货币政策来支持货币供给保持在 8%以上的增幅。
<ul style="list-style-type: none"> 香港 6 月房屋价格指数由上月的历史高位下跌 0.8%。7 月份，房屋成交量连跌第二个月，按年减少 21.1%。而截至 8 月 4 日，追踪二手房价的中原城市领先指数也在过去五周内录得四周的跌幅。 	<ul style="list-style-type: none"> 近期，启德一幅最大的住宅地皮以 2016 年 12 月以来最低价格成交。此外，部分潜在买家转持观望态度，而私楼业主及地产发展商则下调售价以吸引买家。楼市情绪恶化背后的原因可能包括以下几个，即本地借贷成本高企、贸易风险持续发酵、经济前景不明朗、短期房屋供应量上升及

	<p>政治不确定性升温。展望未来，政治不确定性持续，加上中美贸易战再次升级，可能抵消全球宽松政策带来的支持，继而拖累楼市转弱。因此，我们预计楼价将在未来数月逐步下滑。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 不过，由于楼市面临着长期供不应求的问题，短期内即使楼市出现调整，幅度也可能只是有限的。需求方面，新一轮居屋的抽签结果将于 8 月中公布。其中未有抽中的申请者可能再度回归私楼市场。此外，若地产发展商及私楼业主提供更多优惠，或有助推升潜在买家的入市意欲。供应方面，尽管政府预期在未来三至四年将有约 93000 个私楼单位供应市场，但 2019 年上半年房屋落成量及动工量分别按年减少 6%及 72.6%至 5700 个及 4000 个单位。另外，政府预计未来五年内公营房屋新增供应将达到约 10 万个单位，惟仍低于每年 3.15 万个单位的目标。总括而言，我们预期楼价（今年首六个月上升了 9.5%）全年将增长 8%。若社会动荡持续或贸易战进一步升级，楼价的按年升幅可能放慢至 0%-5%。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门 6 月平均房价按月上升 0.4%至去年 10 月以来最高水平的 114,126 澳门元/平方米。同月，新批住宅按揭贷款按月大增 56.5%至 60.4 亿澳门元，为去年 9 月以来最高。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 这可能是因为 6 月份地产商推出一批新住宅项目，带动楼市上涨。这些项目的主要买家为本地首置买家（占 6 月份总本地买家的 80.6%），而该类买家所申请的按揭贷款成数最高可达 90%。因此，银行的按揭业务受到支持。 ▪ 不过，6 月平均房价自二月份以来首次录得同比跌幅，按年下滑 2.6%。6 月房屋成交量按月减少 20.7%或按年下降 18.2%至 854 宗。6 月新批住宅按揭贷款亦连续第五个月录得同比下跌，按年减少 18.4%。这反映楼市表现逊于去年同期，背后的原因可能包括本地利率上涨、贸易风险持续发酵及经济前景不明朗。 ▪ 展望未来，虽然全球央行放宽政策，但楼市仍可能出现进一步回落，主要是因为全球不确定性令投资意欲转弱、房屋支持性政策的利好作用逐渐消退，以及楼市调控措施继续打击炒房需求（6 月份持有多个住宅单位的本地买家占总本地买家比例维持在低位 2.5%）。不过，由于房屋供应严重短缺，短期内任何楼市调整，幅度都可能是有限的。就供应而言，随着新住宅项目相继落成，2020 年私楼新供应或仅达约 2600 个单位。此外，新屋动工量连跌三年后，于 2019 年上半年按年续跌 87%至 122 个单位，反映房屋的中期供应十分有限。总括而言，我们预期房屋成交量及平均房价将由当前水平逐步回落。

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none">▪ 美元/人民币即期和中间价分别破 7。此外，人民币指数跌破 92。	<ul style="list-style-type: none">▪ 关键价位不再关键，人民币进入新纪元。随着 7 和 92 两大关键位置同一天突破，人民币可能朝着浮动汇率体系更进一步。短期内，人民币或许将变得更为波动来吸收外部冲击的影响。不过这并不意味着中国会放任不管。基于所有的逆周期措施依然准备着，我们认为如果人民币大幅偏离基本面的话，中国还是会毫不犹豫通过逆周期措施干预。而近期的观察也显示，中国依然通过逆周期因子来减缓人民币中间价贬值速度。▪ 短期内来看，市场将在未知水域中继续测试边界。我们预计如果中美贸易谈判没有进展的话，美元/人民币或许将缓慢攀升至 7.2 附近。

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