

**摘要：**

中国近期再次对房地产调控加码，重心转移到融资端。除了对信托公司的地产信托增量进行窗口指导之外，发改委要求房地产企业境外发债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。

中美新一轮贸易谈判从 7 月 9 日正式展开。不过，不确定因素依然存在。美方对目前两个焦点问题包括华为采购问题以及取消现有的全部关税依然没有明确答复。近期中国在处理中美关系问题上态度有日趋强硬的风险。中国对美国对台军售企业制裁的威胁也可能使得中美贸易谈判方向变得更为复杂。

经济数据方面，中国 6 月消费着物价指数与预期相仿，不过生产者物价指数进一步放缓。笔者认为随着翘尾因素在 6 月见顶，消费者物价指数可能在 6 月已经见顶。我们预计进入下半年消费者物价指数将缓步下滑。鉴于近期油价小幅反弹，笔者认为 7 月消费者物价指数可能将维持在 2.5% 上方。因此，担忧通缩风险可能还为时过早。6 月贸易顺差的扩大主要受到来自东盟需求的支持。此外，中国主要大宗商品进口需求依然保持稳健，但是电子元件进口需求大幅回落，主要受贸易战影响。

虽然 6 月新增人民币贷款增长强劲，但是中长期贷款比重进一步下滑至 51.9%，创下去年 6 月以来的低点。这可能与 4 月货币政策回归中性之后，银行贷款意愿下降有关。而表外融资依然是拖累社会融资总量的主要因素。

**香港方面**，百威 IPO 于 7 月 5 日开始招股后，反应不如预期般热烈。因此，港元流动性转趋宽松，伴随着港元拆息全面回落。其中，一个月港元拆息由逾十年高位 2.99% 回落至 2.18%。受流动性渐趋宽松的带动，美元兑港元重返 7.80 上方。展望未来，我们预计港元拆息将维持波动性。首先，由于百威取消上市计划，该 IPO 冻结的约 440 亿港元资金将提前回归市场。因此，港元拆息可能继续回落。不过，由于未来数周内仍有中资企业派息，港元拆息回落幅度料有限。其次，中资企业派息潮过后，港元拆息可能进一步下滑。第三，季结效应可能使一个月和三个月港元拆息于 9 月底和 12 月底重新上试 2% 水平。第四，一旦阿里巴巴确认上市时间，且集资规模如预期般高达 100 亿美元，市场可能重现资金争夺的局面，惟在没有大规模派息因素干扰的情况下，港元拆息再创 7 月高位的机会不大。总括而言，我们认为港元拆息已经见顶。未来一年内，撇除短期因素的影响，随着美息下滑，我们预期港元拆息将反覆向下，并回到美息的下方。不过，在贸易风险犹存且全球经济前景不明朗的情况下，香港短期内料难以吸引大量资金流入。换言之，银行总结余可能维持在 500 余亿港元的较低水平。因此，港元拆息大幅下行的空间或有限。例如，一个月港元拆息未必轻易跌破 1% 的水平。相应地，美元/港元可能主要在 7.80-7.85 区间内波动，同时触及 7.85 的可能性较低。

### 事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国商务部上周证实中美贸易谈判已经由 7 月 9 日开始重启。刘鹤副总理和商务部钟山部长与莱特希泽和美国财长努钦进行了通话。</li> <li>▪ 美国商务部上周在新闻发布会上表示将给美国企业出口华为颁发执照，前提条件是不能危害美国国家安全。</li> <li>▪ 此外，也有新闻表示白宫方面将对 110 种中国商品减免 25% 的额外关税，长达一年。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 尽管上周中美贸易谈判重启，但是不确定因素依然存在。在华为出口问题上，美国并没有明确定义什么是危害国家安全。目前来看，美国对华为的有限开放，只是不和钱过不去，美国可能回继续限制对华为的高科技元件出口。</li> <li>▪ 此外，美国也没有全面解决中国对取消全部关税的要求。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国表示将对出口武器给台湾的美国公司进行制裁，作为美国批准 22 亿美元售台武器的回应。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 近期中国在处理中美关系问题上态度有日趋强硬的风险。这也可能使得中美贸易谈判方向变得更为复杂。</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国的信托公司确认了近期已经受到监管的窗口指导，控制对房地产企业的信托贷款的增量。</li> <li>▪ 此外，发改委要求房地产企业境外发债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国近期再次对房地产调控加码，重心转移到融资端。这也是中国宏观平衡中的一部分，旨在控制金融风险，并控制房价走势。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 7月13日百威英博宣布取消其亚太子公司在香港的上市计划，主要是因为当前的市场环境令其无法对IPO进行定价。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 受此影响，港交所将失去今年以来全球最大的IPO。不过，这对于香港货币市场而言或许是一个好消息。报道称百威亚太IPO超额认购约11倍，冻结金额约为440亿港元。这批冻结的资金本应等到7月18日（即百威亚太上市前一天）才回归市场，但如今上市计划取消意味着资金将提前回流市场。在此情况下，港元流动性料转趋宽裕，伴随着港元拆息和汇价进一步回落。短期内，市场或仍将密切关注百威亚太是否再度来港申请上市，以及阿里巴巴的上市时间，因为在香港银行总结余偏低且银行体系内港元流动性分配不均的背景下，这两个事件可能导致香港货币市场重现震荡局面。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 百威IPO于7月5日开始招股后，因反应不如预期般热烈，港元流动性转趋宽松，伴随着港元拆息全面回落。其中，一个月港元拆息由逾十年高位2.99%回落至2.18%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 受流动性渐趋宽松的带动，美元兑港元重返7.80上方。展望未来，我们预计港元拆息将维持波动性。首先，由于百威取消上市计划，我们预计港元拆息将回落。不过，因为未来数周内仍有中资企业派息，港元拆息回落幅度或有限。其次，中资企业派息潮过后，港元拆息可能进一步下滑。例如三个月港元拆息可能回到2%下方。第三，季结效应可能使一个月和三个月港元拆息于9月底和12月底重新上试2%水平。第四，一旦阿里巴巴确认上市时间，且集资规模如预期般高达100亿美元，市场可能重现资金争夺的局面，惟在没有大规模派息因素干扰的情况下，港元拆息再创7月高位的机会不大。</li> <li>▪ 总括而言，我们认为港元拆息已经见顶。未来一年内，撇除短期因素的影响，随着美息下滑，我们预期港元拆息将反覆向下，并回到美息的下方。不过，在贸易风险犹存且全球经济前景不明朗的情况下，香港短期内料难以吸引大量资金流入。换言之，银行总结余可能维持在500余亿港元的较低水平。因此，港元拆息大幅下行的空间或有限。例如，一个月港元拆息未必轻易跌破1%的水平。</li> <li>▪ 至于港元方面，我们预计美元/港元将主要在7.80-7.85区间内波动。一些令资金抽紧的短暂因素可能令美元/港元偶尔回到7.80附近，而港美息差有限则意味着美元/港元再试7.85的机会不大。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 惠誉预计短期内香港银行对内地风险敞口的增速将放缓，惟中长期内仍将持续增长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 另外，惠誉维持香港银行评级稳定，主要是因为近年香港银行的内地贷款与资本同步增长。银行体系平均核心资本率超过16%，在全球内属较高水平。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>香港金管局数据显示截止今年 3 月银行体系的内地相关贷款同比增速放慢至 2016 年 6 月以来最低的 0.1%。尽管内地相关贷款的特定分类贷款占内地相关贷款总额的比率由去年 12 月的 0.55% 上升至今年 3 月的 0.63%，但仍远低于 2015 年 12 月至 2019 年 3 月期间的平均水平 0.74%。有鉴于此，我们认为金管局的监管及商业银行对高质素资产的偏好，将有助控制内地相关业务为银行体系带来的风险。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>上周香港政府针对 65 岁或以上的市民开售第四批银色债券。年期为三年期，息率以 3% 或与通胀率挂钩的浮息为准，而发行总额则为 30 亿港元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>第四批银色债目前销售反应比去年发行的第三批热烈。对于主要投资低风险资产的长者而言，政府发行银色债相当于提供了定息存款以外的一个合适选择。在当前通胀低迷同时全球央行放宽政策的背景下，银色债提供 3% 的息率可谓相当吸引。环顾全球，多数发达国家乃至中国三年期的国债收益率皆不及 3% 水平。另外，虽说近期港元定期存款利率十分高，但我们认为这样的水平并不可持续，短期内可能随着港元拆息回落而被逐渐下调。</li> <li>整体而言，除了政府每年为长者提供的社会福利之外，近年持续发行的银色债亦显示出政府对不断增长的老龄人口持续提供支持的决心。</li> </ul>

### 主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月消费者物价指数同比增长 2.7%，与市场预期一致。不过生产者物价指数同比增幅放缓至零，低于市场预期。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>鲜果价格和猪肉价格是拉动 6 月消费者物价指数的主要驱动力，分别拉动消费者物价指数 0.71% 和 0.45%。不过鲜果价格和猪肉价格的上升被蔬菜价格的下滑所抵消。食物价格环比下滑 0.3%。</li> <li>非食品价格环比下滑 0.1%，令市场感到意外，与季节性因素偏离。主要受原油价格回落影响。交通工具用燃料价格环比下滑 3.5%。非食品价格的意外下滑，也加大了市场对通胀收缩的担忧。</li> <li>笔者认为随着翘尾因素在 6 月见顶，消费者物价指数可能在 6 月已经见顶。我们预计进入下半年消费者物价指数将缓步下滑。鉴于近期油价小幅反弹，笔者认为 7 月消费者物价指数可能将维持在 2.5% 上方。因此，担忧通缩风险可能还为时过早。</li> <li>生产者物价指数预计最早在 7 月进入负增长区间。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月以美元计价的进出口同比分别下滑 7.3% 和 1.3%。</li> <li>受弱于预期的进口数字影响，中国的贸易顺差扩大至 509.8 亿美元，创下 2018 年 12 月以来的新高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国对美国出口同比回落 7.8%，部分受去年 6 月中国出口商在 7 月关税生效前抢出口导致基数较高的影响。不过鉴于去年下半年各种抢出口导致基数整体较高的影响，我们认为下半年对美国的出口可能保持疲弱。</li> <li>此外，中国对欧盟的出口在连续三个月扩张之后，6 月同</li> </ul>

	<p>比下滑 3%。不过来自东盟和日本的需求保持稳健，尤其是对东盟的出口同比增长 12.9%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月对主要大宗商品的出口保持稳健。其中原油和铁矿石进口分别增长 8.2%和 34.6%。从进口量来看，中国 6 月原油进口量也同比增长 15.2%。不过 6 月电子元件进口同比下滑 3.5%，连续第八个月回落，主要受中美贸易战影响。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月信用扩张超过市场预期，新增人民币贷款 1.66 万亿元。</li> <li>社会融资总量增长 2.26 万亿元，较 5 月的 1.395 万亿元大幅上涨。</li> <li>广义货币供给 M2 增幅则保持不变，同比增长 8.5%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>尽管新增人民币贷款超过预期，不过分类来看，中长期人民币贷款并未有显著提高，占比回落至 51.9%，是去年 6 月以来的最低值。这可能与 4 月货币政策回归中性之后，银行贷款意愿下降有关。</li> <li>社会融资总量存量增幅由 5 月的 10.6%上升至 10.9%，主要受专项债发行的支持。不包括专项债的社会融资总量存量增幅为 9.8%。6 月信用债发行依然疲弱，新增 1291 亿元，这与包商银行事件后信用分层有关。</li> <li>而表外融资依然是拖累社会融资总量的主要因素。6 月虽然信托贷款小幅回升，但是委托贷款和票据则继续下滑。随着近期对支持房地产的信托贷款增量进行窗口指导，我们认为中国的表外融资可能会继续保持弱势。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 5 月房屋成交量自 2018 年 8 月以来首次录得同比升幅，按年增长 3.7%至 2018 年 2 月以来最高的 1077 宗。5 月平均房屋价格连升第三个月，按年增长 0.5%至 113,715 澳门元/平方米。此外，新批按揭贷款按月大增 55.5%至 39.4 亿澳门元，为 2019 年以来次高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>房屋市场数据向好主要受惠于三项因素，包括借贷成本上升的忧虑降温、房屋供应量有限（今年首五个月房屋落成量及新屋动工量分别按年减少 83%及 92%）及本地首置买家（占本地总买家比例的 83.7%）优惠政策的支持。</li> <li>展望六月，我们预期房地产市场的增长将放慢，主要反映中美贸易战升级的影响。不过，6 月过后，美联储加息预期升温及中美宣布休战提振投资情绪，可能助楼市再度反弹。</li> <li>尽管如此，在经济前景不明朗及中美贸易战持续发酵的影响下，我们认为今年余下时间房价及房屋成交量进一步上涨的空间有限。此外，楼市调控措施可能继续打击投机需求（5 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%）。至于本地首置买家的优惠政策，对楼市的支持作用也可能逐渐减弱。</li> </ul>

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> <li>人民币上周小幅盘整，美元人民币窄幅波动。而人民币指数也围绕着 93 上下小幅波动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中美贸易谈判进展缓慢，使得人民币维持在窄幅波动。市场将继续寻求来自贸易谈判的线索。不过近期全球市场汇率战主题抬头可能会对人民币带来一定的支撑。</li> </ul>

**OCBC Greater China research****Tommy Xie**[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)**Carie Li**[Carierli@ocbcwh.com](mailto: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