

摘要:

央行宣布通过完善 LPR 报价机制来深化贷款利率改革。从定价机制角度来看，和以往参考贷款基准利率不同，新的贷款利率将参考 LPR，而 LPR 定价又将参考公开市场操作利率，主要是中期借贷便利(MLF)。此举有利于打通从货币市场政策利率对实体经济的传导。

总体来看，我们认为 LPR 有缓慢下行空间来反映之前市场利率的下降。此外，鉴于央行将银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），我们认为银行有动力减少对实体经济的融资成本。这也将帮助中国央行实现对降低小微企业融资成本 100 个基点的承诺。

从中期来看，我们认为此次改革只是利率市场化走出另外的半步，因为目前的改革并没有包括存款利率，而 MLF 利率可能只是过度而非最佳的锚，因为 MLF 本身有两个缺点包括对银行融资成本较高以及中小银行无法直接获取。

中美贸易谈判方面，美国贸易代表处 8 月 13 日宣布延缓对部分商品征收额外关税至 12 月 15 日。美国对部分中国商品延缓加征关税的决定一度支持了风险情绪。不过市场随后意识到这种单边决定只是因为对假期的担忧，本质上并非因为中美贸易谈判产生进展。市场今天将重点关注华为事件的发展。尤其是美国商务部是否会同意延长华为对美国的进口执照。

经济方面，中国 7 月主要经济指标低于市场预期。投资方面，地产投资依然是支持增长的主要因素，而基建投资令人失望。

香港方面，示威行动持续了十个星期，上周甚至驱使机管局史无前例地取消航班。政治不确定性发酵，再加上人民币走弱及中美贸易战再度升级，拖累旅游业转弱，并导致疲软的零售业雪上加霜。除此之外，航班取消可能对物流业及经济带来冲击。其他方面，九龙启德的一幅商业地皮以 2016 年 11 月以来最低价格出售。这反映悲观情绪已由商铺和住宅物业市场逐渐扩散至商业物业市场。总括而言，我们担忧政治不确定性持续发酵，叠加中美贸易战再度升级，将可能导致香港第三季经济出现技术性衰退（第二季 GDP 按季收缩 0.4%）。上周，政府将 2019 年经济增速预测由 2%-3% 大幅下调至 0%-1%，同时宣布推出一系列纾困措施。措施涉及金额达 191 亿港元，预料对经济提振作用约 0.3 个百分点。对于受到内忧外患困扰的香港经济而言，一系列本地财政刺激和全球央行的宽松货币政策，可能有助稍微减轻经济下行压力，以及防范全年经济收缩风险。整体而言，我们将 2109 年经济增速预测由 1%-1.5% 进一步下调至 0.6%。

货币市场方面，由于担忧社会问题持续发酵将增添资金外流压力，且月末和季末即将来临，市场参与者持续囤积资金，导致长端流动性显著趋紧，继而推升短端利率。不过，稳定的银行业总结余，意味着目前尚未出现大规模资金外流。另外，随着美国宣布推迟对部分中国商品加征关税，港股和人民币携手反弹。这也进一步减轻资金外流风险。在资金没有大规模外流的情况下，我们认为美元/港元未必轻易触及 7.85。反而，短期内美元/港元可能主要在 7.84-7.85 区间内波动。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
央行宣布通过完善 LPR 报价机制来深化贷款利率改革。	- 对于新的贷款利率央行引入了四个新的特征。 - 第一，从定价机制角度来看，和以往参考贷款基准利率不同，新的贷款利率将参考 LPR，而 LPR 定价又将参考公开市场操作利率，主要是中期借贷便利(MLF)。此举有利于打通从货币市场政策利率对实体经济的传导。未来实体经济的融资成本将主要取决于两个变量包括反映银行边际融资成本的 LPR 以及反映风险溢价，市场供求和银行自身资金

	成本等的加点点数。 ▪ 第二，从期限来看，在 1 年 LPR 期限品种基础上，增加 5 年期 LPR，其将成为中长期贷款的基准，尤其是房贷。不过鉴于 MLF 并没有 5 年的期限，如果定价 LPR 并不确定。 ▪ 第三，从报价行来看，在原有的 10 家报价行基础上增加了包括城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行等共计 18 家。 ▪ 第四，从报价频率来看，新的频率将由原先每日变成每月 20 日公布一次。根据央行的说法，减少报价频率有利于提高报价行的重视程度以及报价质量。 ▪ 对实体经济利率的影响：目前 1 年期 LPR 为 4.31%，远高于 1 年期 MLF 利率的 3.3%。我们认为 LPR 有缓慢下行空间来反映之前市场利率的下降。此外，鉴于央行将银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），我们认为银行有动力减少对实体经济的融资成本。这也将帮助中国央行实现对降低小微企业融资成本 100 个基点的承诺。 ▪ 下一步：短期内市场最关心就是央行是否会通过下调 MLF 利率来指导 LPR 利率下滑从而带动融资成本的下滑。我们认为未来下调 MLF 利率的可能性较大，但是短期内似乎中国并没有必要急着来下调 MLF 利率，毕竟中国可以先采取观望的态度来观察市场的消化情况。 ▪ 不过，我们也认为目前全面降准的可能性下降。鉴于全面降准之前主要用于替换 MLF。而随着 MLF 的重要程度重新上升，替换 MLF 的操作可能将暂停。 ▪ 从中期来看，我们认为此次改革只是利率市场化走出另外的半步，这是起点不是终点。首先，MLF 利率可能只是过度而非最佳的锚，因为 MLF 本身有两个缺点。第一就是对银行的融资成本较高。相对于 1.62% 的法定准备金机会成本，MLF 3.3% 的融资成本较高，加重银行的成本。第二，MLF 只有一级交易商才可以使用，而中小银行无非直接使用 MLF。 ▪ 其次，目前的自由化仅仅集中在贷款利率，而没有包括存款利率。这可能为了帮助保护银行息差，来缓解利率自由化对银行的冲击。不过，从长远来看，放开存款利率也将是方向之一。
▪ 中美贸易谈判方面，美国贸易代表处 8 月 13 日宣布延缓对部分商品征收额外关税至 12 月 15 日。 ▪ 此外，也有国际媒体报道，美国商务部可能将延长今天到期的华为采购执照 90 天。	▪ 美国对部分中国商品延缓加征关税的决定一度支持了风险情绪。不过市场随后意识到这种单边决定只是因为对假期的担忧，本质上并非因为中美贸易谈判产生进展。 ▪ 市场今天将重点关注华为事件的发展。尤其是美国商务部

	是否会同意延长华为对美国的进口执照。
香港：全球市场愈发担忧香港连续十星期的示威活动对经济造成的影响。	- 上周，示威活动甚至驱使机管局史无前例地取消航班。此外，香港三个旅游业工会的调查显示受访者平均收入在过去两个月内下跌近 80%，而自六月以来平均接待的旅行团数目也减少逾 70%。香港统计处数据显示，2017 年旅游业增加值占香港 GDP 的比重为 4.5%。政治不确定性持续发酵，再加上人民币走弱及中美贸易战再度升级，可能已经拖累旅游业转弱，并导致疲软的零售业雪上加霜。 - 除此之外，由于香港机场的总货运吞吐量自 2010 年以来持续排名全球第一，且统计处数据显示 2017 年货运、货运代理、仓库服务的增加值占香港 GDP 的比重为 2.9%，航班的取消可能对物流业及经济带来冲击。 - 其他方面，继香港以 2016 年 12 月以来最低价格出售启德一幅住宅地皮后，九龙启德的另一幅商业地皮也以 2016 年 11 月以来最低价格出售，价格更低于市场预期下限超过 11%。这反映悲观情绪由商铺和住宅物业市场逐渐扩散至商业物业市场。 - 总括而言，我们担忧政治不确定性持续发酵，将继续拖累旅游业、零售业及房地产行业转弱。再加上中美贸易战再度升级带来的冲击，我们不排除香港第三季出现技术性经济衰退的风险（第二季 GDP 按季收缩 0.4%）。
- 香港政府将 2019 年经济增速预期由 2%-3%大幅下调至 0%-1%，并指出经济继续面对显著的下行压力。为了缓和压力，政府宣布推出一系列纾困措施，涉及金额达 191 亿港元，预料对经济提振约 0.3 个百分点。 - 财政司司长陈茂波在二月份的财政预算案中预计 2019-20 财年的财政盈余将达到 168 亿港元。此轮纾困措施的推出或导致财政收支自 2003 年以来首次录得赤字。	最新推出的七大纾困措施旨在减轻低收入家庭、学生及中小企业的压力。政府的收入将因此而减少 151 亿。具体而言，这些措施包括 1) 将 2018-19 年度的薪俸税、个人入息课税及利得税的退税宽免百分比由 75%上调至 100%（上限维持 2 万元不变）；2) 一次性 2000 元的电费补贴；3) 向领取综援、高龄津贴、长者生活津贴或伤残津贴的人士发放额外 1 个月津贴；4) 向幼儿园、小学和中学生每人派发 2500 元津贴；5) 为房委会和房协公共租住单位的较低收入租户代缴一个月租金；6) 为物流、零售、饮食、旅游和建造等多个行业豁免 27 类政府收费，为期 12 个月；以及 7) 向部分政府物业提供 50%的租金减免，为期六个月，包括地政总署大部分商业及社区用途的政府土地短期租约，食环署公众街市档位、政府产业署食肆及零售商店等。此外，政府还将新增“中小企业融资担保计划”下的信贷担保产品，并邀请关爱基金考虑为 N 无人士提供一次性生活津贴。再者，房委会、机场管理局、建造业议会、科技园及数码港正制定宽免措施。除此之外，香港行政长官林郑月娥也暗示 10 月施政报告会有一些大胆的措施公布，帮助恢复经济动力。

	由于香港经济正面临内忧外患包括贸易战升级及本地政治不确定性带来的冲击，一系列本地财政刺激措施可能有助稍微减轻经济的下行压力，同时避免全年经济收缩的风险。尽管 2019-20 年可能录得财政赤字，但对雄厚财政储备（1.16 万亿港元）的影响不大。而充裕的财政储备，也将支持政府在未来几年内继续维持宽松的财政政策。
- 由于社会问题持续发酵引发资金外流担忧，港元拆息有所上升。 - 大型商业银行将按揭贷款额 1000 万以下的现金回赠削减至 1%，并把 H 按的封顶位由 2.375%上调至 2.475%。	- 由于担忧社会问题持续发酵将增添资金外流压力，且月末和季末即将来临，市场参与者持续囤积资金，导致长端流动性显著趋紧，继而推升短端利率。不过，稳定的银行业总结余，意味着目前尚未出现大规模资金外流。另外，随着美国宣布推迟对部分中国商品加征关税，港股和人民币携手反弹。这也进一步减轻资金外流风险。在资金没有大规模外流的情况下，我们认为美元/港元未必轻易触及 7.85。反而，短期内美元/港元可能主要在 7.84-7.85 区间内波动。 - 展望未来，尽管消息称阿里巴巴将推迟来港二次上市时间，但鉴于潜在资金外流风险，以及即将来临的月末和季末，市场参与者或将继续逢低吸纳港元流动性。这料将限制港元拆息的下行空间，从而导致使商业银行的按揭业务净息差持续受压。正因如此，大型银行调整新批按揭贷款的相关条款。由于按揭贷款利率高企，同时内忧外患持续打击投资情绪，我们预计未来数月内楼市成交量及成交价将逐渐下滑。

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
中国债券外资持有量继续上升。7 月外资净买入中国国债 71 亿元以及政策性银行 404 亿元。	尽管近期人民币波动率显著提高，但是资本持续流入显示市场对中国资产的兴趣不减。至于中国债券资产能否成为全球避险资产，目前不好说，但是在全球降息潮中，中国和海外资产的利差意味着人民币资产或许依然保持对外资的吸引力，这有利于对冲人民币在贸易战中的贬值压力。
- 中国 7 月主要经济指标低于市场预期。 - 工业产出增幅放缓至新低 4.8%。 - 固定资产投资也从上半年 5.8%的增幅放缓至 5.7%。 - 零售销售则由 9.8%大幅回落至 7.6%。	- 投资方面，地产投资依然是支持增长的主要因素，尽管增幅由 11%放缓至 10.2%。而对制造业的投资则依然保持疲软，同比仅增长 3.3%。最大的失望来自基建投资，增幅由上半年的 4.1%下滑至 3.8%。而地方政府专项债的扩大发行未能刺激基建投资，这也显示地方政府融资环境依然对经济产生制约。 - 零售销售的下滑与预期相符，主要受 6 月汽车销售去库存有关。7 月汽车销售同比下滑 17.2%，带动零售消费回落。

受疲弱内外需的拖累，香港二季度 GDP 同比增速由 0.6% 下调至 0.5%，为 2009 年第三季以来最弱。经季调后的 GDP 环比增速亦由 -0.3% 下调至 -0.4%。	展望未来，贸易战升级可能进一步打击货物出口（按年跌 5.6%）及运输服务出口（按年跌 3.5%）。贸易冲突叠加社会问题持续发酵，则可能继续削弱消费和投资意愿。另外，本地政治不确定性正拖累旅游服务出口（按年增长 2%）下挫。在再者，近期楼市回调，加上大型基建项目的落成，意味着固定资产投资（按年大跌 11.6%）将继续转弱。因此，尽管高基数效应逐渐消退，但我们认为下半年经济增速仍将维持疲软。从好的方面来看，香港的财政刺激（包括政府最新公布的纾困措施）及全球央行放宽货币政策，可能有助香港防范 2019 年全年经济收缩的风险。整体而言，我们将 2019 年经济增速预期由此前的 1%-1.5% 下调至 0.6%。
---	---

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币上周受美国延后对部分商品征收关税的新闻影响对美元和一篮子货币反弹。美元/人民币回落至 7.05 下方，而人民币指数也反弹至 92。	上周二离岸人民币一度大涨 1000 点，显示人民币依然主要受到贸易谈判新闻驱动。未来人民币或许将继续围绕贸易战新闻波动。

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