

摘要：

中国二季度经济增长如预期降低至 6.2%。6 月经济趋稳主要受两个因素支持包括汽车零售销售的反弹和房地产投资的稳健。展望未来，鉴于零售汽车销售的反弹可能只是昙花一现，而中国也进一步加大对地产的调控，我们认为中国的增长可能会在下半年进一步放缓。

未来财政政策将继续扮演重要角色。政府将继续通过税收等政策重新分配资源来刺激消费。此外，专项债的发行将会支持基建投资为经济增长带来支持。

央行最新发布的 2019 年区域金融运行报告中提到了对居民杠杆率和消费增长的负相关的关注。这可能解释了为什么中国近期加大了对地产的调控。央行的报告暗示了房价的上涨对消费产生了挤出效应。货币政策方面，笔者认为中国央行降准的可能性依然较大，尽管降息的可能性不大，这主要受制于房地产的制约。

中国金融委办公室 7 月 20 日发布《进一步扩大金融业对外开放的有关措施》，提出了 11 条具体措施。总体来看，此次的 11 条开放是目前中国金融行业最详细的开放框架。除了外资已经涉及的银行间债券市场、评级、证券业务和经济业务之外，新的开放也将让外资直接参与例如保险、理财、养老和投行等业务。

本周数据方面相对安静，但是中国有三个事件风险值得关注，将为未来政策导向带来线索。这包括第一，7 月的政治局会议可能将更新下半年经济展望以及相应的政策导向。第二，本周央行可能将再次开展 TMLF，央行是否会下调 TMLF 利率值得关注。第三，本周流动性缺口较大，4600 亿 7 天逆回购到期以及 5020 亿 MLF23 日到期，央行如何续做也是关注焦点。我们认为在全球宽松周期重启的大环境下，本周的信号或许有望倾向于温和。

香港方面，由于 7 月下旬仍有中资企业陆续进行大规模派息，且月底银行需要资金粉饰橱窗，上周港元需求保持稳健，为短端港元利率找到支撑，并驱使美元/港元稍微回落至 7.81 附近水平。7 月底过后，由于派息规模将显著缩小，且暂无大型 IPO，我们预计短端流动性将再度趋于宽松，而美元/港元则可能向上突破近期波动区间 7.80-7.83。不过，由于港元汇率和利率的波动性较大，且港美息差有限，我们认为美元/港元触碰 7.85 的风险较小。至于较长期（3 个月及以上期限）的港元利率，虽与短端利率同步由 7 月高位回落，但下滑幅度相对较小。这可能是因为市场参与者为阿里巴巴 IPO（传闻可能于 9 月底左右推出）及 9 月底季结做准备。因此，短期内港元拆息曲线可能保持陡峭的形态。其他方面，6 月香港港口集装箱吞吐量连跌第六个月，按年减少 11.3%至 149 万个标准箱。自从去年 7 月中美贸易战拉开帷幕以来，部分企业逐渐把生产线由中国大陆转移至其他亚洲国家。另外，中美科技战延续、香港港口运输成本高，以及中国内地多个港口的竞争力日益上升，这些因素皆可能持续为香港港口的前景蒙上阴影。**澳门方面**，尽管旅游业表现强劲带动赌场中场业务连续七个季度录得双位数升幅，惟未能抵消贵宾厅业务疲软为整体博彩业表现带来的拖累。今年二季度，贵宾厅博彩收入连跌两季，按年减少 15.6%。在贸易风险持续发酵、中国经济增长再度放慢、人民币偏软，以及政策风险（与反洗黑钱有关）萦绕的情况下，如果贵宾厅博彩需求维持疲软，那么博彩业毛收入或只能录得温和增长，因为休闲赌客的投注额较低。

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
中国金融委办公室 7 月 20 日发布《进一步扩大金融业对外开放的有关措施》，提出了 11 条具体措施。	- 这 11 条涵盖主要领域包括 1) 允许外资机构在华开展信用评级业务，可对银行间和交易所债券市场所有债券进行评级。这不算新，标准普尔早前已经获准开始在中国提供评级服务。 2) 鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子

	公司。外资在中国零售银行板块占比非常小。而独立设置理财子公司对资本金要求太高，参股或是第一部。 ▪ 3) 允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。让境外资产管理机构直接参与中国的理财业务是一个全新的领域。 ▪ 4) 允许境外金融机构投资设立参股养老金管理公司。有利于发展国内的人寿保险。 ▪ 5) 支持外资全球设立或参股货币经济公司。目前多数中国的货币经济公司都是合资为主。 ▪ 6) 人身险外资股比限制从 51%提高至 100%的过渡期，由 2021 年提前到 2020 年。 ▪ 7) 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75%的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%。 ▪ 8) 放宽外资保险公司准入条件。 ▪ 9) 将原定 2021 年取消证券公司，基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。 ▪ 10) 允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。这利好外资的投行业务。 ▪ 11) 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。目前也有讨论中国可能会考虑取消 QFII 额度。 ▪ 总体来看，此次的 11 条开放是目前中国金融行业最详细的开放框架。除了外资已经涉及的银行间债券市场、评级、证券业务和经济业务之外，新的开放也将让外资直接参与例如保险、理财、养老和投行等业务。
▪ 中美贸易谈判上周继续，副总理刘鹤与商务部部长钟山与美国贸易代表莱特希泽和努钦进行了沟通。 ▪ 此外，也有媒体报道中国公司对部分美国农产品进行了关税赦免的申请。	▪ 中国开始购买美国农产品是一个积极的姿态。不过中国购买多少农产品或许还将取决于美国对华为采购的澄清。
▪ 中国总理李克强上周表示下半年中国经济面临下行压力。中国将继续使用逆周期措施来预调，并继续降低实际利率。	▪ 未来财政政策将继续扮演重要角色。政府将继续通过税收等政策重新分配资源来刺激消费。此外，专项债的发行将会支持基建投资为经济增长带来支持。不过，鉴于资金的限制，我们认为货币政策将继续在下半年扮演重要角色。笔者认为中国央行降准的可能性依然较大，尽管降息的可能性不大。 ▪ 本周数据方面相对安静，但是中国有三个事件风险值得关注，将为未来政策导向带来线索。这包括第一，7 月的政治局会议可能将更新下半年经济展望以及相应的政策导向。第二，本周央行可能将再次开展 TMLF，央行是否会下调 TMLF 利率值得关注。第三，本周流动性缺口较大，

	4600 亿 7 天逆回购到期以及 5020 亿 MLF23 日到期，央行如何续做也是关注焦点。我们认为在全球宽松周期重启的大环境下，本周的信号或许有望倾向于温和。
央行最新发布的 2019 年区域金融运行报告中提到了对居民杠杆率和消费增长的负相关的关注。	这可能解释了为什么中国近期加大了对地产的调控。央行的报告暗示了房价的上涨对消费产生了挤出效应。从这个角度来看的话，这也意味着近期的调控可能不会是临时的。这也支持了我们直接降息可能性较小的观点。
一个月港元拆息连跌 9 个交易日后，反弹至 1.91%。	7 月下旬仍有中资企业陆续进行大规模派息，且月底银行需要资金粉饰橱窗。因此，上周港元需求保持稳健，为短端港元利率找到支撑，并驱使美元/港元稍微回落至 7.81 附近水平。7 月底过后，由于派息规模将显著缩小，且暂无大型 IPO，我们预计短端流动性将再度趋于宽松，而美元/港元则可能向上突破近期波动区间 7.80-7.83。不过，由于港元汇率和利率的波动性较大，且港美息差有限，我们认为美元/港元触碰 7.85 的风险较小。 - 至于较长期（3 个月及以上期限）的港元利率，虽与短端利率同步由 7 月高位回落，但下滑幅度相对较小。这可能是由于市场参与者为阿里巴巴 IPO（传闻可能于 9 月底左右推出）及 9 月底季结做准备。因此，短期内港元拆息曲线可能保持陡峭的形态。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国二季度经济增长如预期降低至 6.2%。 - 不过 6 月主要的增长指标都有反弹。尤其是零售销售同比增幅由 5 月的 8.6%反弹至 9.8%。 - 工业产出由 5%反弹至 6.3%。固定资产投资则由 1-5 月的 5.6%反弹至上半年的 5.8%。	6 月经济趋稳主要受两个因素支持包括汽车零售销售的反弹和房地产投资的稳健。6 月企业零售销售同比大幅增长 17.2%，主要受到 7 月新排放标准执行前经销商促销去库存的支持。 - 不过，对制造业和基建的固定资产投资仅同比增长 3%和 4.1%。依然较为疲弱。 - 展望未来，鉴于零售汽车销售的反弹可能只是昙花一现，而中国也进一步加大对地产的调控，我们认为中国的增长可能会在下半年进一步放缓。 - 不过专项债的发行有利于支持基建的反弹，并最终带领基建增幅回到 5%上方。因此，中国经济下半年依然有望保持在 6%以上的增幅。
6 月香港港口集装箱吞吐量连跌第六个月，按年减少 11.3%至 149 万个标准箱。	自从去年 7 月中美贸易战拉开帷幕以来，部分企业逐渐把生产线由中国大陆转移至其他亚洲国家。这导致香港贸易业受到冲击。另外，科技战的爆发对于主要运输高科技产品的香港贸易业而言，可谓雪上加霜。具体而言，香港 5 月出口及进口分别连续下跌第七个月及第六个月。

	除了贸易战之外，长期而言，中国内地多个港口的竞争力日益上升，以及香港港口运输成本高，这些因素亦可能持续为香港港口的前景蒙上阴影。
香港第二季失业率维持在超过一年低的 2.8% 不变。	- 尽管如此，各行业的就业情况有所不同。金融业的失业率由 2.4% 下跌至 2.2%，这可能与 6 月份贸易战降温预期推动股市反弹有关。相反，贸易业的失业率上升至 2018 年 2-4 月以来最高的 2.6%。5 月份贸易战升级为香港贸易业带来沉重打击，其中进口及出口皆持续出现负增长。因此，该行业的就业状况也有所恶化。此外，零售业的失业率维持在 2018 年第三季以来最高水平 3.9%。这可能是因为审慎的消费情绪持续拖累零售业的表现。 - 事实上，在反映实际经济状况方面，香港整体失业率通常较其他经济数据如零售销售滞后六个月至一年。截至今年 5 月份，香港的出口及零售销售已分别连续下跌七个月及四个月。因此，我们不排除失业率在未来数月内出现小幅上升的可能。整体而言，我们维持对失业率将于 2019 年底上升至 2.9% 的观点。
受贵宾厅博彩需求疲软的拖累，澳门第二季博彩业毛收入连跌两季，按年下跌 0.5%。	- 今年 4-5 月期间，假期效应及基建改善带动访澳旅客人数按年增长 20.5%。这为赌场中场业务提供强劲支持。二季度，中场博彩收入连续第七个季度录得双位数升幅，而其占博彩业毛收入的比重亦上升至纪录新高的 47.7%，超过了贵宾厅业务的占比（47.2%）。 - 不过，中场业务表现强劲未能抵消贵宾厅业务疲软为整体博彩业表现带来的拖累。具体而言，今年二季度贵宾厅博彩收入连跌两季，按年减少 15.6%。这可能受到数项负面因素的拖累，包括贸易风险持续发酵、中国经济增长再度放慢、人民币偏软，以及与反洗钱有关的政策风险。展望未来，以上负面因素料继续利淡贵宾厅业务。 - 展望未来，由于休闲赌客的投注额较低，若贵宾厅业务维持疲弱，博彩业毛收入可能只录得温和增长。总体而言，我们维持 2019 年博彩业毛收入同比零增长的观点。

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币上周对美元和一篮子货币继续保持在小范围内波动。	尽管上周美元受对美联储加息预期变化而波动，不过人民币保持淡定，这显示投资者继续等待来自中美贸易谈判的线索。

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