

摘要：

贸易战最后一刻的缓解并没有出现。不过，过去一周全球市场风险情绪的复苏并不是因为大家认为可以规避 9 月的关税，而是因为中国方面确认中美将继续协商下去，而中国 9 月将派代表团到美国的可能性依然较高。

特朗普总统在推特上关于人民币贬值有利于缓解关税对美国消费者的影响有点奇怪，因为这和其过去一直批评人民币贬值的态度有所偏离。虽然特朗普总统的推特不能算作是对人民币贬值的认可，但是这可能会给市场传达了特朗普总统在汇率问题上态度多变的信号。

上周人民币中间价在逆周期影响下连续四天被保持在 7.08 区间发出维稳信号，人民币即期得以小幅盘整。今天早上人民币中间价并没有如部分投资者预期的，在关税开征后顺水推舟突破 7.10，再次发出人民币稳定信号。在逆周期因子持续引导下，或许 10 月国庆之前，美元/人民币突破 7.2 的可能性不大。

中国制造业在贸易战影响下继续走弱。虽然周末的金融稳定发展委员会并没有推出新一轮刺激计划，不过上周中国公布了稳定消费的 20 条措施，主要通过支持汽车消费和置换绿色家电等方式支持消费信心。此轮中国通过支持消费而不是大规模刺激来支持经济，可能会限制对地区经济的溢出支持。

香港方面，7 月经济数据疲软，反映经济受到内忧外患（中美贸易战及本地政治不确定性）的冲击。**贸易业方面**，7 月出口及进口分别连续第九个月及第八个月录得跌幅。随着中美贸易战于 9 月再次升级，并进一步打击外部需求及亚洲电子产业链，再加上去年 9 月至 10 月的高基数以及偏强的港元，香港出口可能在未来几个月内继续下跌。另一方面，由于贸易战和社会问题正为香港经济前景蒙上阴影，并导致消费情绪转弱，香港的进口也可能维持疲软。总括而言，我们预期出口和进口将于 2019 年全年录得单位数跌幅。**零售业方面**，7 月零售销售额创 2016 年 2 月以来最大跌幅，按年下跌 11.4%，因为政治不确定性持续发酵、港元较强（尤其是对人民币）、贸易战的忧虑及亚洲经济增长放慢，使原本已经低迷的旅客消费进一步承压。与此同时，本地消费显着转弱，因为持续不断的示威活动影响了部分商铺/商场的正常营运，并削弱了居民的外出意欲。此外，股市及楼市回调令财富效应减弱，以及裁员风险上升，也打击了居民消费情绪。展望未来，我们预期零售销售额的跌幅将于 8 月进一步扩大。如果今年剩余时间内示威活动持续不断且贸易战继续升级，那么 2019 年全年零售销售额可能下跌 10%。**金融业方面**，港元存款（7 月环比持平）、银行业总结余及美元/港元汇率维持稳定，显示至今仍未有大规模资金外流。不过，多项因素包括季末、潜在的大型 IPO，以及对资金外流的担忧，可能限制港元利率的下行空间。在此情况下，商业银行或继续面临较大的融资压力，并在短期内继续维持最优贷款利率不变。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 周日中美双方新一轮关税如期而至。 - 特朗普总统在推特上引用了一位美国经济学家的分析表示关税对美国消费者影响不会很大，因为人民币贬值等于给了美国进口商折扣。 - 周末并没有如某些市场预期地看到两国最高领导人的电话协商。不过中美双方都证实了双方贸易代表团层面继续保持着有效的沟通。	- 贸易战最后一刻缓解没有出现。不过，过去一周全球市场风险情绪的复苏并不是因为大家认为可以规避 9 月的关税，而是因为中国方面确认中美将继续协商下去，而中国 9 月将派代表团到美国的可能性依然较高。 - 不过鉴于中国将进入 10 月国庆大庆最后一个月冲刺，我们认为未来 30 天中美双发达成实质性突破的可能性并不大。 - 特朗普总统在推特上关于人民币贬值有利于缓解关税对美国消费者的影响有点奇怪，因为这和其过去一直批评人民币贬值的态度有所偏离。虽然特朗普总统的推特不能算作

	是对人民币贬值的认可，但是这可能会给市场特朗普总统在汇率问题上态度多变的信号。
- 中国国务院上周公布了稳定消费的 20 条措施，主要通过支持汽车消费和置换绿色家电等方式支持消费信心。 - 此外，国务院也要求将指导财政资金支持消费。	- 中国的零售销售今年进一步放缓，部分受汽车消费放缓的影响。鉴于汽车消费是中国零售消费中最大单一品种，2018 年占到 29%，重新打开汽车需求可能是最有效和直接的刺激方式。中国将渐渐取消汽车限购，此外也将鼓励地方政府继续支持新能源汽车。不过鉴于地方政府融资的局限，地方政府层面如何帮助新能源汽车销售还有待关注。 - 除了直接支持汽车销售的措施之外，国务院也宣布将下放成品油销售审批权给地市级政府，并在乡镇以下具备条件的地区建立加油站。这也将间接支持汽车消费。 - 此外，新 20 条也支持消费者置换绿色智能家电。 - 此外，也支持出口商将出口商品内销，来对冲贸易战的影响。
- 中国周末召开了国务院金融稳定发展委员会第七次会议。会议重申了稳健的货币政策，并将把财政政策与货币金融政策更好地结合起来。 - 此外，也将进一步深化资本市场改革。为更多长期资金持续入市创造良好的条件。	此次会议就支持经济方面，并没有太多新的内容。预计中国将继续依靠现有的工具箱来支持经济增长。不过对资本市场改革深化的论调，有利于支持股市的表现。
中国央行发布消息，称 8 月 28 日中国央行行长易纲与香港金管局总裁陈德霖于第 24 届东亚及太平洋中央银行行长会议中交换了关于大湾区金融合作的意见。	- 根据年初公布的粤港澳大湾区发展纲要，大湾区内的银行将推出人民币跨境同业拆借业务、人民币现货和远期合约及其他衍生工具产品，以及财富管理产品。此外，大湾区内的企业将能够跨境发行人民币债券。这些政策证实了香港将帮助推动人民币国际化。 - 此外，中国内地和香港之间的跨境投资渠道和范围将被扩大。同时，中国内地与香港将推广金融产品例如基金和保险等的跨境交易。首先，粤港澳大湾区可能推出财富管理通、ETF 通等，以推动中国资本帐的开放。其次，香港将帮助中国不断扩大的中产阶层及高净值资产人士分散投资及对冲相关的风险。第三，随着外国投资者增持 A 股及境内债券，他们可能需要通过香港平台对冲汇率及利率风险。最后，香港银行推出跨境开户的服务，或为境内外金融业的进一步融合铺路。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国 8 月官方制造业采购经理人指数由 49.7 下滑至 49.5。连续四个月低于 50。 - 大型和中型企业的制造业指数继续下滑，不过小型企业制造业指数则有所反弹。	- 需求方面，新订单小幅回落至 49.7，不过新出口订单则有所反弹，由 46.9 上升至 47.2，尽管 8 月贸易战持续恶化。 - 供给方面，产出依然保持稳健。维持在 51.9。 - 购入价格大幅跌至 48.6，创下 1 月以来的新低。这暗示中

	国的生产者物价的通缩将扩大。 ▪ 就业指数由 47.1 放缓至 46.9。贸易战的升级将继续影响制造业的就业。中国 7 月调查的失业率已经上升至 5.3%，也显示就业压力有所加大。
▪ 7 月香港总贷款和垫款按年继续录得温和的同比升幅 3.6%。	▪ 内部方面，虽然 7 月份贸易战降温，且市场对美联储大幅降息的预期升温，但仍未能提振本地的贷款需求。随着贸易风险持续发酵，香港 7 月总贸易额连续第九个月录得跌幅，从而导致贸易融资连续第十一个月下跌，按年跌 8.5%。此外，在香港使用的贷款（不包括贸易融资）维持温和增速，同比上升 4.7%。这背后的原因可能是本地借贷成本高企、营商情绪低迷及楼市回调，这几个负面因素抵消了 7 月份贸易战停战及美联储大幅降息预期带来的部分利好。外部方面，在香港境外使用的贷款同比增速持平于 3.5%，反映来自中国内地的贷款需求维持温和。 ▪ 展望未来，在贸易战进一步升级、本地政治不确定性持续发酵，加上本地利率高位盘整驱使部分银行提高按揭利率的情况下，我们预计在香港使用的贷款（包括贸易融资）将维持疲弱。此外，在香港境外使用的贷款亦可能保持低迷，因为中国经济增长放慢、中国央行推出措施支持中小微企业的融资需要、内地企业在海外拓展业务的情况不及过往活跃，以及中国限制内地地产商在海外融资。总括而言，我们预期总贷款今年将录得低单位数升幅。
▪ 7 月港元贷存比率由 6 月创下的 2003 年 1 月以来最高水平 89.3% 稍微回落至 88.9%，因为港元贷款按年减少 0.4%，同时港元存款与上月持平。	▪ 就港元存款而言，由于 7 月份中美贸易战停战且市场预期美联储大幅降息，投资情绪稍微改善，带动港元活期和储蓄存款按月反弹 1.2%。相反，随着港元流动性渐趋宽松，各大银行于 7 月份逐步下调港元定期存款利率，从而导致港元定期存款按月回落 1.5%。因此，7 月港元活期和储蓄存款占港元总存款的比率由 6 月录得的 2009 年 1 月以来低位 55.8% 稍微反弹至 56.5%，惟仍远低于 2018 年的月平均水平 62.8%。这加上高企的港元贷存比率，反映商业银行的资金压力依然较大。因此，美联储 7 月减息后，香港银行业保持最优惠贷款利率不变。 ▪ 虽然港元利率因季节性因素、潜在大型 IPO 及潜在资本外流风险的担忧而持续在高位盘整，但港元利率已于 7 月初见顶。因此，商业银行的融资压力料不会进一步上升。反而，我们预期港元利率将跟随美元利率回落，从而继续限制港元定期存款的涨幅。 ▪ 不过，在中美贸易战再度升温及社会不确定性持续发酵的情况下，港元活期和储蓄存款以及港元贷款的增长可能维持疲软。因此，我们预计短期内港元的贷存比率及港元活

	期和储蓄存款占总港元存款的比率将维持在当前的水平左右。总括而言，我们认为无论美联储如何调整利率，短期内香港银行业都将维持最优惠贷款利率不变。
7 月香港人民币存款按月反弹 2%至 6160 亿元人民币。	7 月份人民币趋稳及中美贸易战降温，似乎提振了境外投资者对人民币存款的兴趣。然而，踏入 8 月份，人民币大幅贬值可能削弱离岸投资者对人民币资产的兴趣。尽管如此，我们并不认为香港的人民币存款将在短期内大幅收缩，因为人民币的前景较过去几年显著改善，且中国央行的中性货币立场令人民币的利率显得相对吸引。
在连续五个月录得跌幅后，香港 7 月零售销售的按年跌幅扩大至 2016 年 2 月以来最大的 11.4%。	- 衣物、鞋类及有关制品（按年跌幅创 2016 年 2 月以来最大的 12.6%）、珠宝首饰、钟表及名贵礼物（按年降幅达 2016 年 8 月以来最弱的 24.4%）和药物及化妆品（按年下挫 16.1%，创历史最大跌幅）的销售额均录得双位数跌幅。由于政治不确定性持续发酵，香港的旅游业受到显著冲击，7 月入境旅客总人数及来自中国内地的旅客人数分别按年跌 4.8%和 5.5%，为 2018 年 1 月以来首次录得同比跌幅。这加上港元较强（尤其是对人民币）、贸易战的忧虑及亚洲经济增长放慢，使原本已经低迷的旅客消费进一步承压。另一方面，食品、酒类饮品及烟草（按年跌 2.3%）、耐用消费品（按年减少 13.2%）及百货公司商品（按年下滑 10.4%，为 2016 年 8 月以来最大跌幅）的零售销售额也明显下挫。本地持续不断的示威活动影响了部分商铺/商场的正常营运，并削弱了本地居民的外出意欲。另外，股市及楼市回调令财富效应减弱。再者，经济疲软叠加社会动荡，令居民日益担忧裁员风险（全港失业率已由逾二十年低位 2.8%回升至 2.9%）。以上各项因素叠加导致本地消费显着转弱。 - 展望未来，由于贸易战风险犹存，且本地政治不确定性持续发酵，香港零售业的前景可能进一步恶化。因此，我们预期零售销售额（今年首七个月按年下跌 2.6%）的跌幅将于 8 月进一步扩大。如果今年剩余时间内示威活动持续不断且贸易战继续升级，那么 2019 年全年零售销售额可能下跌 10%。这意味着零售业的失业率可能继续上升。此外，由于零售业的前景堪忧，零售商铺的价格（6 月按年下跌 3%）及租金（6 月按年上升 1%）料将于未来数月逐渐下跌。
香港 7 月出口（按年减少 5.7%）及进口（按年减少 8.7%）分别连续第九个月及第八个月录得跌幅。	回顾 7 月份，当时中美贸易风险降温，同时全球央行放宽政策的预期升温，改善了外部需求，从而帮助收窄了 7 月香港出口的跌幅。具体而言，香港对中国内地、日本及泰国的出口同比跌幅收窄，而对台湾及新加坡的出口更分别

	按年增长 21.1%及 1.8%。相反，由于本地需求疲软，香港来自十个主要贸易伙伴的进口全面下跌。 展望 8 月份，出口商和进口商为了避免 9 月贸易战升级带来的影响，可能提早兑付订单。此举料将扭曲 8 月份的贸易数据。不过，我们认为这只是暂时现象。随着中美贸易战于 9 月再次升级，并进一步打击外部需求及亚洲电子产业链，香港出口（高科技产品的出口占总出口比重超过 50%）可能进一步受压。去年 9 月至 10 月的高基数以及偏强的港元，也可能令香港出口数据在 8 月过后进一步受压。另一方面，由于贸易战和社会问题正为香港经济前景蒙上阴影，并导致消费情绪转弱，香港的进口也可能维持疲软。总括而言，我们预期出口和进口将于未来数月内继续下跌，并于 2019 年全年录得单位数跌幅。在此情况下，贸易业的失业率可能再度上升，而香港港口集装箱吞吐量亦可能进一步下跌。
澳门 5-7 月失业率上升至 1.8%，结束连续八个统计周期失业率处于逾四年低位 1.7%的局面。此外，就业人口由 387200 人下降至 387100 人，而劳动力参与率亦由 70.4%下降至 70.3%。	- 具体而言，酒店相关行业以及博彩业的就业人口分别按年续增 5.1%及 1.5%，主要受惠于旅游业及赌场中场业务的强劲表现。不过，受到本地及旅客消费情绪低迷的拖累，零售业及餐饮相关行业的就业人口分别按年续跌 5.3%及 6.3%。此外，建筑业的就业人口按年进一步下跌 8%，主要因为缺乏基建、娱乐及住宅项目动工。 - 事实上，澳门经济已在第二季陷入技术性衰退，且依然面临多项风险，包括贸易战、强澳门元（尤其是对人民币）、亚洲经济增长放慢，以及香港社会问题带来的负面溢出效应。在此背景下，我们担忧澳门整体招聘情绪可能进一步恶化，从而进一步推升失业率。不过，有鉴于此，新政府可能会在短期内推出一系列的刺激措施，以舒缓劳动力市场的下行压力。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周人民币受中国商务部确认中美谈判继续的支持一度反弹。不过随着美元全球走强，美元指数上探 99，人民币对美元小幅走弱。	- 逢低吸纳美元似乎依然是目前市场的喜好。不过鉴于上周人民币中间价在逆周期影响下连续四天被保持在 7.08 区间发出维稳信号，人民币即期得以小幅盘整。 - 今天早上人民币中间价并没有如部分投资者预期的，在关税开征后顺水推舟突破 7.10，再次发出人民币稳定信号。

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