

## 大中华地区一周回顾

13 July 2020

### 摘要

谢栋铭  
[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

李若凡  
[Carierli@ocbcwh.com](mailto:Carierli@ocbcwh.com)

中国上证指数上周收盘涨幅超过 7%，而深圳成指涨幅更是接近 10%。虽然，周五中国股市的涨势暂时被打断，但并不妨碍中国股市成为上周主要市场中表现最好的市场。

从宏观层面来看，近期股市的上涨确实可以由至少五个因素解释。包括中国的宽信用政策、北京在不到一个月内成功控制住新冠疫情、美国对香港国安法的反制措施处于预期之内、部分优质中资企业回归大陆或者香港市场上市以及中国经济复苏依然稳健等因素的支持。

近期交易量大幅提高，而杠杆也同样呈现上升。这也让我们想起了 2015 年的疯牛。那有没有什么因素让这次的牛市不一样呢？这是不是新一轮结构性牛市的开始呢？

我们并没有很好的答案。不过笔者确实观察到一个潜在的“这次可能不一样”因素，就是 4 月公布的中国要素市场化改革。包括劳动力、土地、资本、科技、数据和企业家精神将是定义未来 10 年中国经济走势的重要六个要素。作为六要素之一的资本改革，其最重要的核心之一就是股市改革。

由刘鹤副总理主持的最新金融稳定和发展委员会会议中，再次重申了深化股市退市机制的改革。今年上半年已经有创纪录的 22 家企业被退市。这显示中国对构建一个透明和开放的资本市场做出的努力。而市场化改革也将使得市场在资源分配中扮演更重要的角色。

中国上市机制由审批制向注册制转变对市场情绪起到了支持。未来中国股市牛市可以跑多远可能很大程度取决于中国资本市场改革的力度和速度。

汇率方面，人民币成功突破近期的交易区间，美元/人民币上周一度跌至 7 以下。全球范围，周期股表现不及成长股是近期美元走强的重要因素之一。在中国，近期股市资金向周期股转移对人民币起到了支撑作用。近期人民币的表现或许将取决于近期股市资金轮动的趋势。

6 月信贷继续保持强劲。不过边际增幅已经开始放缓。社会融资总量存量同比增长 12.8%，创下自 2018 年 2 月以来的最快增幅。广义货币供给 M2 同比增长 11.1%，较 5 月增幅保持不变。社融存量增幅与 M2 增幅扩大显示资金进一步流入实体经济。

本周市场将等待二季度中国经济数据。鉴于 6 月经济可能受到北京疫情小规模爆发影响。不能排除二季度经济再次同比下滑的可能性。

## 大中华地区一周回顾

13 July 2020

香港上周成为全球关注焦点之一。**首先**，本地爆发第三波疫情，驱使政府重新收紧社交限制措施。这加上海外第二波疫情爆发，可能令香港经济复苏步伐放慢（6月Markit PMI上升至2018年3月以来最高的49.6）。我们将密切关注全球包括香港的疫情发展，及政府的应对措施，以判断是否需要再度调整今年的经济增长预测。**其次**，报道称美国总统特朗普的高级顾问提议削弱港元的联汇制度。该消息引来全球关注。尽管这个提议遭到美国总统特朗普团队其他成员的反驳，且市场质疑其可行性，惟美国根据《香港自治法》对一些金融机构采取制裁措施的可能依然存在。不过，即使联汇制度受到冲击，我们仍相信香港和中国雄厚的外汇储备将支持金管局继续捍卫这个制度。**第三**，撇除利淡消息，上周香港在全球投资情绪高涨及中国股市气势如虹的带动下录得强劲的股市资金净流入。这支持港汇频繁地触及强方兑换保证水平，并驱使金管局进行了486.6亿港元的大规模干预。银行体系总结余随之上升至2018年以来最高的1803亿港元，而港元拆息则因此进一步回落。展望未来，一旦派息潮及新股上市预期的影响逐渐减退，以及港美息差进一步收窄，金管局或不会重现上周般的干预力度，因为疫情及中美关系的不确定性，可能令投资者保持谨慎，从而导致港股难以持续录得强劲的资金净流入。换言之，短时间内银行体系总结余的上升空间，以及港元拆息的下行空间或较为有限。

## 大中华地区一周回顾

13 July 2020

| 事件和市场热点                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                                                                                                                                                  | 华侨银行观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>由刘鹤副总理主持的最新金融稳定和发展委员会会议再次警告了对资本市场违法行为零容忍。</li> </ul>                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>会议授权中国证监会成立一个专门的小组来打击违法行为。</li> <li>此外，会议也再次重申了深化股市退市机制的改革。今年上半年已经有创纪录的 22 家企业被退市。这显示中国对构建一个透明和开放的资本市场做出的努力。而市场化改革也将使得市场在资源分配中扮演更重要的角色。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上周，金管局合共沽出 486.6 亿港元以捍卫联汇制度。银行业总结余上升至 2018 年以来最高的 1802.9 亿港元。</li> <li>长端港元拆息跌幅大于短端港元拆息。其中，上周一个月港元拆息仅下滑 2.85 个基点至 0.4%，而三个月港元拆息则大跌 15 个基点至 0.63%。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>此轮港元强势主要受到三项因素的支持。第一，全球投资情绪高涨，为本地股市带来强劲的资金流入。具体而言，在深港通及沪港通下，6 月 30 日至 7 月 10 日的短短数天内，南向资金录得 459 亿港元的净流入，高于 4-6 月期间每个月的总净流入规模。此外，港股的成交量在 2018 年初以来高位附近徘徊。第二，中资企业派息潮及更多企业来港上市的预期，推升港元的实质需求。第三，尽管港元拆息全面下跌，惟仍然高于同期美息。</li> <li>展望未来，一旦派息潮及新股上市预期的影响逐渐减退，以及港美息差进一步收窄，金管局或不会重现上周般的干预力度，因为疫情及中美关系的不确定性，可能令投资者保持谨慎，从而导致港股难以持续录得强劲的资金净流入。换言之，短时间内银行体系总结余的上升空间，以及港元拆息的下行空间或较为有限。其中，一个月和三个月港元拆息可能暂时在 0.35% 和 0.6% 左右找到支持。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港：报导称美国总统特朗普的高级顾问提议削弱港元的联汇制度，例如通过限制香港银行购买美元的能力来实现。不过，该提议遭到美国总统特朗普团队其他成员的反对，因为他们忧虑此举可能损害香港银行及美国的利益，而并非中国。</li> </ul>                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>事实上，在全球金融市场紧密连系的大环境下，该提议在技术上是否可行也是一个问题。</li> <li>此外，值得注意的是，香港自 1983 年 10 月起开始实行联汇制度，未来该制度是否持续，完全取决于香港政府的决定。其他国家对此并没有话语权。鉴于近期香港财政司司长多次强调香港无意改变联汇制度，市场对该制度的信心明显增强。因此，新闻并无阻港汇保持强势。</li> <li>当然，我们还是不能完全排除美国采取一些措施的可能。根据“香港自治法”（正等待美国总统签署），国会提议的针对金融机构的制裁措施包括禁止任何受美国管辖的外汇交易。</li> <li>假如美国总统特朗普签署制裁法案，美国官员需要在 90 天内列出即将受制裁的中国官员名单，并在随后的两个月内确定与这些中国官员有大额业务来往的金融机构名单。在</li> </ul>                                               |

## 大中华地区一周回顾

13 July 2020

|  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <p>这之后，美国总统将在一年时间内对这些金融机构实施不少于五项制裁措施。换言之，根据“香港自治法”采取的制裁措施，依然需要一定时间才会带来实质影响。此外，美国总统也可能避免采取法案当中提议的较为严厉的制裁措施，以避免在美国大选前伤害美国自身利益，以及影响全球金融市场的稳定性。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>在最坏的情况下，若联汇制度受到冲击，我们依然相信香港雄厚的外汇储备（4459 亿美元，相当于香港基础货币的 2 倍多或港元 M2 的 46%），加上中国庞大的外汇储备（3.11 万亿美元）将支持金管局捍卫这个制度。</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 月信用扩张保持强劲。新增人民币贷款增长 1.81 万亿元。</li> <li>社会融资总量新增 3.43 万亿元。远超出市场预期。社会融资总量存量同比增长 12.8%，创下自 2018 年 2 月以来的最快增幅。</li> <li>广义货币供给 M2 同比增长 11.1%，较 5 月增幅保持不变。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>6 月表内贷款结构进一步改善。企业中长期贷款和居民中长期贷款分别增长 7348 亿元以及 6349 亿元，较去年同期增长。居民部门中长期贷款的上升受 6 月房地产活动回暖的支持。</li> <li>表外融资方面，信托贷款和委托贷款进一步下滑。不过未贴现的承兑汇票大幅上涨 2190 亿元。因此，表外融资总量 6 月出现反弹。</li> <li>直接融资继续扮演重要角色。公司债券净融资增长 3311 亿元，而股权融资也同样增长 537 亿元。此外，政府债券净发行 7400 亿元。6 月以来发行的抗疫专项债也被加入统计中。鉴于 7 月依然有超过 7000 亿专项债发行，预计 7 月社融将保持强劲增幅。</li> <li>社融存量增幅与 M2 增幅扩大显示资金进一步流入实体经济。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>中国 6 月消费者物价指数同比增幅较 5 月的 2.4% 小幅反弹至 2.5%。</li> </ul>                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>环比来看，6 月消费者物价指数环比下滑 0.1%，主要受非食品价格下滑影响。食品价格环比上涨 0.2%，与历史同期季节性表现偏离。这主要受暴雨和洪水天气下，蔬菜和猪肉价格上涨有关。蔬菜和猪肉环比分别上涨 2.8% 和 3.6%。</li> <li>近期洪水疫情进一步恶化可能将继续影响蔬菜和肉价。大灾之后是否会出现大疫？是否会出现新一轮猪瘟再次推动猪肉价格？这可能也是目前市场较为关心的。</li> </ul>                                                                                                                                                   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港 6 月 PMI 上升至 2018 年 3 月以来最高的 49.6。</li> <li>香港爆发第三波疫情，且单日确诊本地病例创新高。</li> </ul>                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>就 PMI 而言，值得注意的是，产出及新订单指数皆反弹至 2018 年 4 月以来最高的水平。这主要是因为本地及海外的防疫限制措施逐渐放宽，带动全球产业链恢复正常，同时刺激措施帮助释放积压的需求。不过，受本地第三波疫情</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                        |

## 大中华地区一周回顾

13 July 2020

|                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>政府宣布自 7 月 11 日起，再次收紧针对食肆、酒吧、派对房间、夜总会及卡拉 OK 场所等的社交限制措施。</li> </ul>                                                                                          | <p>爆发的影响，香港政府可能收紧社交限制措施，以及延长旅游禁令。这加上劳动力市场黯淡的前景，可能再度为本地消费带来下行压力。海外的状况也相差无几，因多个国家正爆发第二波疫情。此外，中美冲突升温，也可能成为潜在的下行风险。总括而言，我们担忧香港近期经济的复苏未能持续。短期内，我们将密切关注全球包括香港的疫情发展，及政府的应对措施，以判断是否需要再度调整今年的经济增长预测。</p>                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>香港：5 月房屋价格指数按月反弹 1.9%至去年 11 月以来的新高。6 月房屋成交量按年增加 51%至超过一年高的 6987 宗，主要由楼价介乎 500 万-1000 万港元的房屋成交量按年大增 77%所带动。此外，近期新盘推售的反应热烈，其中一个新盘的超额认购倍数更超过 25 倍。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>楼市继续向好，主要是因为本地疫情受控及全球货币及财政宽松措施，帮助改善投资情绪。另外，本地利率下跌、楼市供求持续失衡，以及高收入人士（受疫情的影响较为轻微）为楼市带来积压需求，这三个因素也为楼市提供支持。</li> <li>尽管如此，我们依然担忧楼市未来面临的潜在下行风险。第一，由于刺激措施终将完结，而疫情却仍充满不确定因素，投资情绪的改善能否持续仍属未知。第二，随着财政刺激措施逐渐到期，正在挣扎的商家或不得不以超低价出售物业，以换取现金流。6 月楼价不低于 1000 万港元的房屋成交量按年上升 22%，表现不及其他价位的房屋。第三，若香港政治风险升温，或驱使市民出售港元资产包括房地产，从而为楼市带来短暂冲击。最后，租金下跌（按年跌幅达 2009 年以来最差的-9%）亦可能削弱房地产投资的吸引力。总括而言，我们预期楼价指数（年初至 5 月上升 1.5%）今年将按年下跌 5%。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>澳门 5 月平均楼价连续第二个月上升，按月增长 8.8%至 106,394 澳门元/平方米，为去年 11 月以来最高的水平。同月，房屋成交量及新批住宅按揭贷款分别按月反弹 18%及 34.7%至 571 宗及 27 亿澳门元。不过，这三项数据皆出现同比跌幅。</li> </ul>               | <ul style="list-style-type: none"> <li>楼市反弹背后的原因主要包括经济活动的恢复、高收入人士的积压需求、地产发展商推出的优惠，以及全球风险情绪的改善。展望未来，以上因素可能继续为楼市提供支持。</li> <li>不过，受几项不明朗因素的影响，楼市返回疫情前水平的可能性不大。首先，由于市场对疫情的担忧重燃，整体投资情绪或难以维持改善。其次，经济前景不明朗或继续打击就业市场的强劲，从而削弱本地首置买家的需求（5 月该类买家占总本地买家比例高达 85.3%）。第三，楼市调控措施可能继续打压投机需求。5 月持有多于一个单位的本地买家占总本地买家的比例跌至 1.94%。总括而言，我们预期平均楼价（年初至 5 月上升 0.9%）今年将最多下跌 10%。</li> </ul>                                                                                          |

## 大中华地区一周回顾

13 July 2020

| 人民币                                                                               |                                                                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 事件                                                                                | 华侨银行观点                                                                                                   |
| <ul style="list-style-type: none"><li>人民币成功突破近期的交易区间，美元/人民币上周一度跌至 7 以下。</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>全球范围，周期股表现不及成长股是近期美元走强的重要因素之一。在中国，近期股市资金转向周期对人民币起到了支撑作用。</li></ul> |



## 大中华地区一周回顾

13 July 2020

# Treasury Research & Strategy

## OCBC Greater China Research

Tommy Xie

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

Carie Li

[Carierli@ocbcwk.com](mailto:Carierli@ocbcwk.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 Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

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).

### 免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人士。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告所包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您的个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。

Co.Reg.no.:193200032W