

摘要

没有消息就是最好的消息。备受关注的 6 月最后一周流动性大考顺利度过。受财政支出投放力度加大对流动性支持的影响，央行上周暂时停止了逆回购，从系统里净回笼 3300 亿元，这也是央行连续第二周净回笼资金。不过货币市场利率普遍回落显示金融机构安全度过半年度考核。6 月存单发行量回升显示市场对政策紧收的担忧有所好转。但是，鉴于 7 月依然有大量 MLF 和逆回购资金到期，现在就放松可能还为时过早。我们认为金融去杠杆依然是今年政策的首要任务。未来金融机构加杠杆和监管机构去杠杆的游戏还将继续下去。

北上的债券通将从今天正式开始。两家政策性银行农业发展银行以及国开行都已经公布了今明两天对境内外投资者发行金融债的计划来支持债券通。笔者最关心的是境外个人投资者能否投资债券通。

中国经济数据依然令人鼓舞，其中 6 月官方制造业 PMI 由 51.2 反弹至 51.7。值得注意的是，PMI 的反弹主要是由大型企业推动的。相反，中型企业和小型企业的 PMI 分别下降了 0.8 和 0.9，尽管这两个数字都保持在稍微高于 50 的水平。我们预计二季度 GDP 同比增速将接近一季度的数值 6.9%。

汇率方面，上周人民币在干预的作用下对美元大幅反弹。同时，欧元的急涨也为人民币带来支撑。我们怀疑过去几周大部分时间央行在中间价定价过程中都没有加入逆周期因子。因为在美元全范围走弱的背景下，加入逆周期因子理应放缓人民币的升值步伐。由此可见，中国当局在目前的大环境下偏好较为强劲的人民币。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 北上的债券通将从今天正式开始。两家政策性银行农业发展银行以及国开行都已经公布了今明两天对境内外投资者发行金融债的计划来支持债券通。 - 农业发展银行今天将对境内外投资者发行三支 1 年，3 年和 5 年的金融债券，每只债权不超过 50 亿元。此外，1 年期和 3 年期的债券可以对境外投资者追加不超过 5 亿的发行。 - 国开行将于 7 月 4 日境内外投资者发行三支 1 年，3 年和 10 年的金融债券。其中 1 年和 3 年不超过 50 亿，而 10 年则不超过 100 亿元。	- 笔者最近也仔细比较了一下债券通和现行的 CIBM 等额度的区别。相对于 CIBM 较为繁琐的过程，譬如需要预设投资额度和债券种类等，债券通则没有这些行政束缚，而整个债券通开户流程以及托管流程也大为简化。这将有助于吸引中小机构投资者来参与到中国的债券市场。 - 当然相对于债券通，CIBM 额度下的汇率对冲更为灵活，而流程也更为成熟。目前债券通的汇率对冲只能在境外完成，而具体规则尚不明确，这也意味着 CIBM 依然有存在的价值。从监管角度来看，也不希望把债券通做成置换 CIBM 的产品，更多希望通过债券通吸引新的资金。总体来看，我们对债券通下资金流入保持乐观。 - 对于笔者来说，目前最关心的就是境外个人投资者是否可以参与到债券通来。根据央行 2016 年初发布的 3 号文对合格境外投资者进行了定义。“在中华人民共和国境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构，上述金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者。”我们认为这个定义依然对债券通有用。今明两天农业发展银行以及国开行的金融债发行可能可以提供更多

	的线索。
中国外管局否认关于其将从 7 月 1 日起实施新规收紧个人购汇和个人跨境汇款的传言。	- 之前消息称个人购汇和个人跨境汇款的每日额度上限将设为 1 万美元。就此，外管局重申个人年度购汇 5 万美元额度保持不变。 - 鉴于中国资本外流速度放缓，我们认为监管当局进一步收紧资本流动管理的迫切性并不高。然而，当局短期内放宽资本流动管理的可能性也不大。
港交所正在研究推出 A 股衍生产品，目前仍等待香港证监会和中国证监会出台相关监管框架。此外，港交所还在研推一带一路指数，并委任了中华交易服务（香港、深圳和上海三地交易所的合资公司）研发该指数。指数的成分股将包括沪港通和深港通下的合格股份。	A 股加入 MSCI 新兴市场股票指数后，海外投资者对 A 股衍生产品的需求可能不断上升，以对冲买 A 股带来的风险。另外，随着一带一路计划的进一步发展，我们认为一带一路指数的推出将为香港和中国迎来资金流入。整体而言，港交所近期的研发活动将有助于巩固香港作为连接内地和全球市场之国际金融中心的地位。
6 月 28 日，商务部副部长高燕与香港特区政府财政司司长陈茂波签署了内地与香港《CEPA 投资协议》和《CEPA 经济技术合作协议》。其中《CEPA 投资协议》将于 2018 年 1 月 1 日起正式实施。根据《CEPA 投资协议》，内地在市场准入方面再次单独对香港采用“负面清单”开放方式，且内地在非服务业投资领域仅保留了 26 项不符措施，在船舶、飞机制造、资源能源开采、金融市场投资工具等方面采取了更加优惠的开放措施。《CEPA 经济技术合作协议》则主要强调中国支持香港参与“一带一路”建设的相关优惠政策。	我们认为两个协议将鼓励更多跨境资金流动，且将巩固香港和内地的联系。另外，政府鼓励香港投资者投资于内地不同行业当中，实际上是为未来粤港澳大湾区的发展提前做准备。再者，在内地的政策支持下，香港将迎来更多与一带一路计划相关的业务机会。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 1-5 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 22.7%，意味着经济或能够维持增长动能。	1-5 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额同比增长 53.3%。国有企业利润的快速增长或有助减轻关于中国企业高杠杆的担忧，因为国有企业包揽了超过一般的企业债务。因此，尽管中国企业债务占 GDP 比重高企，我们认为市场对中国债务危机的担忧突然加剧的可能性不大。
中国 6 月官方制造业 PMI 由 5 月数值 51.2 反弹至 51.7，优于预期。	从需求角度来看，新订单指数和新出口订单指数分别由 52.3 和 50.7 上升至 53.1 和 52。从供应角度来看，产出指数由 53.4 上升至 54.4。产成品库存指数下跌至 46.3，意味着库存仍然偏低。新订单指数和产成品库存指数的差距扩

	大意味着重新增加库存的空间有所上升。 ▪ 价格方面，购进价格指数由 49.5 反弹至 50.4，因此生产者物价指数的回调可能暂告一段落。我们预计 6 月生产者物价指数的同比升幅将持平于 5.5%。 ▪ 值得注意的是，PMI 的反弹主要是由大型企业推动的。相反，中型企业和小型企业的 PMI 分别下降了 0.8 和 0.9，尽管这两个数字都保持在稍微高于 50 的水平。
▪ 香港 5 月出口和进口增速有所回落，按年增幅分别为 4% 和 6.6%。因此，贸易逆差由 356.5 亿港元稍微扩大至 341 亿港元。	▪ 随着商品市场呈现颓势，进口增速可能进一步放慢。出口方面，5 月增长较过去几个月范围更广。展望未来，由于美国贸易保护主义有所降温，在全球复苏带动需求改善的情况下，全球贸易活动包括香港出口业料迎接乐观前景。
▪ 香港 5 月零售销售额保持低速增长，同比仅上升 0.5%。一方面，衣物、鞋类及有关制品的销售额按年转跌 0.8%，并结束了过去两个月的连续升势。另外，珠宝首饰、钟表及名贵礼物的销售额按年续涨 1.4%，但增速仍然缓慢。	▪ 这背后的原因主要是旅游业的复苏缓慢，以及旅客消费疲弱。另一方面，耐用消费品的销售额连续第 19 个月下跌，且按年减少 6%。此外，超级市场商品的销售额同比跌幅扩大至 1.1%。尽管在就业市场稳健、股市走牛，以及楼市畅旺的支持下，消费需求较为强劲。但居民线上消费及旅游消费的倾向使零售商并没有受益于旺盛的本土消费需求。因此，即使存在低基数效应，我们认为今年零售销售额可能也只是录得低单位数增长。
▪ 在香港使用的贷款同比增长 12%，在香港境外使用的贷款则按年上涨 18%，两者携手带动 5 月香港总贷款和垫款连续第四个月录得双位数增长，同比上升 13.8%。	▪ 尽管新批核的按揭贷款按月大幅反弹 30.6%，但我们认为在一系列新辣招的冲击下二手市场成交量减少，意味着银行按揭贷款的需求也将有所收缩。尽管如此，由于出口强劲刺激了供香港有形贸易使用的贷款的增长（5 月按年增加 10.7%），整体在香港使用的贷款将继续扩张。另外，境内流动性偏紧，再加上资本流动管理，促使内地企业转用境外融资渠道。因此我们预计在香港境外使用的贷款也将进一步增加。不过，媒体称内地发改委暂停房企海外发债，意味着内地企业相关贷款仍存在下行风险。
▪ 香港 5 月人民币存款意外按月下跌 0.6% 至 5248 亿元。	▪ 然而，我们预计随着人民币前景的改善、经常账下跨境人民币支付管制的放松，以及香港银行对人民币存款利率的向上调整，人民币存款将有所反弹，并成为打击港币需求和压低港币对美元现货汇价的因素之一。
▪ 截止 4 月的过去 3 个月内，澳门失业率维持在 2% 水平不变，而整体就业人数也由 381,500 稍微增加至 381,800。数据反映就业市场保持稳定。	▪ 具体而言，受惠于博彩业的业务情况持续改善，该行业就业人数按月增加 1.1%。另一方面，由于今年正在施工的大型项目比过去两年少，建筑业就业人数按月减少 4.5%（按年减少 26.5%）。今年唯一一个计划开张的大型项目至今仍未落成，因此酒店和餐饮业的就业人数也按月减少 0.9%（按年下降 2.7%）。至于零售业，因为该行业的情况随着旅游业的复苏也不断改善，该行业的招聘意愿也有所上升，并带动就业人数按月上升 0.1%（按年增加 9.7%）。展

	望未来，我们预计博彩业和零售业的复苏将继续支持这两个行业的招聘意愿。另一方面，由于未来几年计划开张的项目数量有所增加，酒店和餐饮业的劳动力需求料有所上升。再加上政府计划增加房屋供应量，因此建筑业的就业人数可能有所反弹。整体而言，今年失业率将在 2% 水平左右徘徊。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币对美元大幅反弹，上周五美元对在岸人民币及离岸人民币均收于 6.78。	- 上周初段人民币突然反弹可能是干预的结果。此外，欧洲央行行长德拉吉转变对通胀的看法后，欧元快速上升也为人民币带来了支撑。 - 同时，我们怀疑过去几周大部分时间央行在中间价定价过程中都没有加入逆周期因子。因为在美元全范围走弱的背景下，加入逆周期因子理应放缓人民币的升值步伐。由此可见，中国当局在目前的大环境下偏好较为强劲的人民市。 - 我们认为市场对人民币双向波动的接受程度将不断上升。而此阶段我们预计看空人民币的投资者将保持观望态度，因为沽空人民币的风险远大于收益。

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.

Co.Reg.no.:193200032W