

摘要

本周债券市场风暴和去杠杆仍是市场关注重点。监管部门释放信号称将出台更多监管措施以抑制金融机构和地方政府的高杠杆问题，使投资者信心受到打击。上周，一级市场债券发行情况的低迷也对二级市场产生了影响。直至上周四央行被报出通过中期借贷便利操作向市场注入流动性，才使债券市场的紧张情绪有所缓和，其中十年期国债收益率从两年高点逐渐下降。实际上，笔者认为近期的债券抛售存在超调的可能，原因有以下三点。其一，受去杠杆影响，笔者认为中国经济增速将于第二季度开始放缓。其二，监管机构相继出台大量新规以抑制过高的杠杆率，而央行在此番行动中很可能退居二线，这意味着央行进一步收紧政策的必要性大大减小。其三，大型银行股价表现良好进一步证明了近期的去杠杆对引发系统性风险的几率并不大。总体而言，我们相信在市场对于流动性紧张和集中去杠杆的担忧缓解后，债市很可能进一步反弹。

此外，值得注意的是，股市和债市的风暴并未对人民币产生影响。上周，人民币继续维持相对稳定的走势。央行下调美元/人民币中间价至低于预期水平，则支持人民币指数重返 93 以上水平。由于特朗普税改计划不考虑边境税，以及再通胀风险逐渐减弱，美元或未如此前预期般走强。因此，未来一段时间人民币有可能继续保持相对稳定。周日召开的一带一路峰会中，习近平主席提出向丝路基金新增资金 1000 亿远，并鼓励金融机构开展人民币海外基金业务，规模预计达到约 3000 亿元。本周我们将继续关注一带一路峰会，以及中国 4 月重要经济数据。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 2017 年前四个月，取消或推迟发行的债券规模达 2633.87 亿元。中国进出口银行 5 月 10 日增发的一年期固定利率金融债中标利率从 2017 年 3 月 14 日的 3.04% 增至 3.79%。此外，财政部 5 月 10 日发行的五年期债券中标利率达 3.66%，创下 2014 来新高。 	<ul style="list-style-type: none"> 取消或延迟发行债券的现象和一级市场不断上升的债券中标利率，反映出金融去杠杆下，债券市场需求受到沉重打击。而一级债券市场的低迷情绪也蔓延至二级市场，致二级市场债券收益率降低，其中十年期国债收益率更激增至 3.7% 以上。直至上周四央行被报出通过中期借贷便利操作向市场注入流动性，以及上周五央行如期进行 4590 亿元人民币中期借贷便利（MLF）操作，才使债券市场重获支持。十年期国债现券收益率也应声从两年高位回落。实际上，笔者认为近期的债券抛售存在超调的可能，原因有以下三点。 <ul style="list-style-type: none"> 其一，受去杠杆影响，笔者认为中国经济增速将于第二季度开始放缓。债市持续震荡意味着投资者仍未充分消化经济增速下滑的预期。 其二，监管机构相继出台大量新规以抑制过高的杠杆率，使央行协助去杠杆的重任有所减轻，这意味着央行进一步收紧政策的必要性大大减小。相对缓慢的 CPI 增长和进一步回落的 PPI 增速也支持了我们对于央行不急于执行紧缩政策的观点。因此笔者认为在央行没有进一步释放货币政策紧缩信号的情况下，债市将会获得支持。 其三，大型银行股价表现良好进一步证明了近期的去杠杆主要对小型银行和非银行金融机构带来打击。因此，系统性风险发生的几率并不大，而股市或债市崩盘的可能性也很小。

	<ul style="list-style-type: none"> 总体而言，我们相信在市场对于流动性紧张和集中去杠杆的担忧缓解后，债市很可能进一步反弹。
<ul style="list-style-type: none"> 据有关媒体报道，债转股拟被纳入由央行牵头起草的资产管理新规。 	<ul style="list-style-type: none"> 此前，建设银行、农业银行、工商银行子公司的名称由“资产管理”变更为“金融资产投资”。新规若如期推出，将被解读为去杠杆行动中的又一个措施，因此可能打击市场情绪。
<ul style="list-style-type: none"> 港交所总裁李小加表示未来几周内将公布更多关于债券通的细节。 	<ul style="list-style-type: none"> 这对于受监管风暴打击的债市而言，或能够吸引来一些资金流入。实际上，自 3 月 2 日以来，沪港通和深港通两者结合为港股市场持续带来资金净流入。而北上资金也在过去一周大部分时间内达到 20 亿人民币以上水平。鉴于中港股票互联互通机制的亮丽表现，我们认为未来将中港将携手开放有更多跨境投资渠道。
<ul style="list-style-type: none"> 美元对港元现价升至 2016 年 2 月以来最高水平。另外，3 个月美元 LIBOR 和 3 个月 HIBOR 之差已扩大至 2009 年初以来最高水平，达 36 个基点。 	<ul style="list-style-type: none"> 然而，香港市场却不见大量资金流出，其中反映流动性的银行体系总结余和未偿还外汇基金票据及债券维持在 1575 亿美元附近水平。就此看来，促使港元贬值的原因主要是美港利差扩大的预期下不断增长的套利交易，而非资金外流。由于市场预期在香港流动性充足的情况下，HIBOR 的升势将继续落后于美元 LIBOR。因此套利需求上升可能使港元现价逐步靠近 7.80 水平，而 1 年期美元对港币远期点差也可能持续徘徊在 8 年低位附近。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门政府宣布，内地人士使用银联卡在澳门 ATM 取款前，需先将身份证插入 ATM，由人脸识别软件验证身份。 	<ul style="list-style-type: none"> 这是澳门政府防洗黑钱的又一个新招。不过，高端赌客是近期带动澳门博彩业反弹的主要因素，而这些赌客依赖中介人提供的贷款多于 ATM 的取款。因此，新规可能会对赌客和市场情绪带来短暂影响，但不会扭转博彩业的上升趋势。当然，我们还是担忧博彩业的复苏或受到其它政策风险的限制。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 2017 年一季度中国经常账户顺差从 2016 年四季度的 118 亿美元扩大至 190 亿美元。一季度经常账户顺差占 GDP 比重为 0.7%。 金融和资本账户自 2016 年二季度以来首次出现逆差，为 190 亿美元。 	<ul style="list-style-type: none"> 经常账户顺差的增长主要源于可观的商品贸易顺差（817 亿美元）。而商品贸易顺差正好填补了巨大的服务贸易逆差（601 亿美元）。由于国内外需求不断改善，进出口商品贸易自 2015 年第二季度以来首次同时出现同比增长。 另一方面，2017 年第一季度对外直接投资同比下跌 64%，且按月下跌 43% 至 209 亿美元，显示出资本流动管理持续发挥作用。同时投资者对人民币风险担忧的缓解也促使对外投资进一步减少。尽管如此，由于外商直接投资的下降（从 696 亿美元下降至 324 亿美元），资本金融账户出现逆差。

	<ul style="list-style-type: none"> 总体而言，2017 年一季度国际收支平衡表中的数据表现较为乐观，料将支持人民币走稳。
<ul style="list-style-type: none"> 2017 年 4 月中国出口（按美元计算）同比增长 8%，进口同比增长 11.9%。贸易顺差从三月的 239.3 亿美元扩大至 380.5 亿美元。 	<ul style="list-style-type: none"> 由于进口增速的下滑步伐快于预期，因此支持贸易顺差持续扩大。中国原油进口年增长率降低至 5.6%，而铁矿石进口则按年减少 2%。近期大宗商品价格显著回调，意味着中国补库存可能已经告一段落。叠加大宗商品价格低基数效应的减退，我们预计未来几个月中国进口增长将进一步下滑。因此，贸易顺差很可能会进一步扩大，继而支持人民币走稳。 具体而言，发达国家对中国出口的需求保持强劲。中国向欧洲、日本和美国的出口分别按年增长 4%、13.3% 和 11.7%。但是，向香港的出口按年减少了 15.3%。鉴于 4 月全球 PMI 稳定在 52.8，我们认为中国出口在未来几个月很可能维持稳定增长。 最后，4 月中国对美国贸易顺差再度扩大。这可能会引起特朗普政府的注意。市场将密切关注美国政府的任何相关举措。5 月 11 日中国同意解禁美国牛肉进口的举措可能缓解中美之间的贸易矛盾。
<ul style="list-style-type: none"> 中国 4 月 CPI 同比增速稍微加快至 1.2%，而 PPI 同比增速则由 7.6% 大幅放缓至 6.4%。 	<ul style="list-style-type: none"> CPI 增速加快主要是受到非食品价格上升的驱动。受清明节和劳动节的影响，再加上部分地区进行医疗保健改革促使医疗保健价格上升，因此非食品价格按月增长 0.2%。相反，食品价格按月跌 0.6%。随着节假日因素和翘尾效应逐渐消退，非食品价格将保持低速增长，加上疲弱的食品价格，CPI 同比增速可能维持在 1.5% 下方。 其他方面，除了同比增幅收窄以外，生产者价格指数还录得去年 7 月以来首次环比跌幅 0.4%。这和供应过剩及需求疲软下商品市场引来熊市息息相关。受中国去杠杆的影响，市场对中国需求走弱的预期或使商品价格进一步下跌。因此，我们预计未来数月 PPI 的按年增速将进一步下滑。 通胀压力不大，意味着中国央行未来几个月将保持货币政策不变。
<ul style="list-style-type: none"> 4 月新增人民币贷款和新增社会融资总量均高于预期，分别增长 1.1 万亿元和 1.39 万亿元。 广义货币 M2 增速进一步放缓，由 3 月的 10.6% 下滑至 10.5%，达到 2016 年 7 月以来最慢水平。 	<ul style="list-style-type: none"> 中长期企业和居民部门贷款分别进一步增长 5480 亿元和 4500 亿元。不过，在财政部 50 号文对 PPP 项目带来打击的情况下，再加上一系列楼市调控政策的影响，我们预期无论是企业还是居民，其贷款需求都有可能在未来几个月有所减少。 而近期的去杠杆措施也确实有效地打压了表外融资的增长，4 月委托贷款减少 48 亿元，同时信托贷款和未承兑汇票增速有所放缓，分别增长 1473 亿元和 345 亿元。此

	<p>外，企业债券发行情况仍旧低迷，4月发行总量仅达435亿元，显示去杠杆相关的政策风险使债券市场情绪保持谨慎。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 货币供给方面，受居民存款减少及企业存款增量放缓的影响，货币供给增速进一步下滑。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2017年一季度香港经济增速远超预期，同比升幅达到2011年二季度以来最高水平4.3%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 具体而言，在楼市狂热及股市走牛所带来的财富效应，以及稳健就业市场的支持下，私人消费按年增长3.7%。楼市畅旺也推动私人部门提升楼宇及建造的开支（同比增加5.3%）。而财政刺激政策则转化为政府支出和投资的增加，两项数据分别按年上升3.7%和18%。另外，全球复苏下，外需改善促使出口同比增加9.2%。多重因素叠加低基数效应支持香港首季GDP增速优于预期。 ▪ 不过，随着低基数效应减退，以及中国二季度开始经济增长逐步放缓，我们预计香港经济增速可能于一季度触顶后逐渐下滑。因此，我们对2017年GDP增速的预期维持在2.2%不变。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 香港4月房屋交易量按年大幅增长57%至7个月高位7060宗。可见成交情况走俏，并不受辣招的影响。同时，3月整体房屋价格指数按年上升17.8%，并连续五个月刷新历史新高。另外，4月涉及双倍从价印花税(DSD)和买家印花税(BSD)的住宅成交宗数分别按月续升19%和33%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 具体而言，售价为500万港元或以上的房屋成交量按年增长最为显著。由于银行不断下调房贷利率，同时开发商不断发放高成数按揭贷款予买家，因此无论是投资需求还是自住需求均受支持。展望未来，我们认为楼市增速可能于上半年达到阶段高点，并于下半年开始逐渐放缓，因为银行或在美联储加息两次后开始上调港息，而中国经济增速放缓也可能削弱楼市进一步上升的动力。然而，目前房屋供应仍十分紧张（首两个月房屋落成量按年减少66%至329个单位），加上就业市场表现稳健，楼市下半年即使调整也只是温和的。因此，2017年整体房屋价格可能按年增长0%至5%。 ▪ 据运输及房屋局，未来3至4年预计增加96000个单位的私楼供应量，因此长期而言楼价有机会回落。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门：3月房屋成交量按月增加93%至1057宗，结束连续三个月的环比跌势。新批核的物业按揭贷款亦按月反弹59.6%至41亿澳门元。另外，平均房价按月增长4%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 在经济复苏及借贷成本持续低行的支持下，楼市有所增长。然而，今年以来平均楼价已下挫11.6%。另外，房屋成交量和新批核的按揭贷款也低于其2016年底达到的水平。展望未来，我们预期最优贷款利率将于年末有所上调，并打击楼市投资情绪。楼市需求的增长也可能因工资增长停滞而受到限制。另一方面，一季度房屋落成量和开工量分别按年增长304%和26%，这显示楼市供应量正不断增加。因此，我们认为即使澳门经济逐渐复苏，该地区楼市也不会出现香港楼市般的狂热局面。2017年全年楼价可能跌5%左右。

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 美元/人民币总体保持稳定。人民币指数小幅反弹并重回 93 以上水平。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 去杠杆下的股债风暴并未波及外汇市场，因此上周人民币保持相对稳定。与此同时，央行将美元对人民币中间价调至低于预期的水平，人民币指数随之走高，并重返 93 以上水平。由于特朗普税改计划不考虑边境税，以及再通胀风险逐渐减弱，美元或未如此前预期般走强。因此，未来一段时间人民币有可能继续保持相对稳定。

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