

摘要

随着央行及监管部门释放信号安抚市场，投资者的担忧情绪逐渐平复。继 5 月 12 号央行如期进行人民币中期借贷便利（MLF）操作之后，5 月 16 日央行恢复公开市场操作。这进一步证明了在近期的去杠杆行动中央行已退居二线，并把任务重点转为协助其他监管部门防范由金融去杠杆带来的流动性冲击。因此，股票市场和债券市场在经历了一轮非理性抛售后，于低位找到一定支撑。

另一方面，央行正式宣布批准香港与内地债券市场互联互通合作（简称“债券通”）。不过，开通的具体时间尚未明确。基于笔者对于债市反弹的预期（详细请参见 5 月 15 日“大华地区一周回顾”），资金有望在“债券通”通车后流入在岸债券市场。这将有利于促进国际收支平衡，并支持中国债券被纳入全球债券指数。随着投资者对人民币风险的担忧得到缓解，以及资本外流压力减小，央行可能考虑逐步放松对资本流动的管制。

此外，中国高层指出要积极扩大本币在“一带一路”建设投融资中的使用。笔者预计中期内人民币国际化将重新起航。

短期内，人民币可能继续走稳，但进一步升值的空间不大。尽管美元大范围走弱，且人民币中间价自 5 月 12 日以来一直强于预期，但人民币指数仍然不断下滑，并于 5 月 19 日触及纪录新低。笔者发现近期市场对人民币中间价的预期和最终中间价的误差不断扩大。如果美元短期内未能重获反弹动力，那么人民币指数可能因为英镑和欧元表现强劲而持续承压。

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
央行恢复公开市场操作，上周净投放 1600 亿元人民币。值得注意的是，央行大幅增加 7 天期逆回购所占比重，并暂停 28 天期逆回购操作。	近期央行的逆回购操作加之 5 月 12 日进行的中期借贷便利操作大幅缓解了市场对于流动性紧张的担忧。前周末，监管部门承诺将谨慎调控货币紧缩速度，以防范由金融去杠杆带来的流动性冲击。股市和债市因此受到提振，并触底反弹。同时，5 月 16 日沪港通和深港通下的北向资金净流入达到 31.6 亿元人民币，创纪录新高。笔者预计，近期股市和债市将有所回升。
中国人民银行正式宣布批准香港与内地债券市场互联互通合作（简称“债券通”）。不过，开通的具体时间尚未明确。债券通开放初期将先开放“北向通”，且交易无资金额度限制。此外，初期只有境外机构投资者可以进入在岸银行间债券市场。	- 鉴于境外机构投资者在中国在岸债市的持有率较低（少于 4%），笔者预计未来随着债券通的开放，流入中国债市的资金将增加。这将支持中国债券被纳入全球债券指数。 - 此外，央行期待通过债券通巩固和提升香港国际金融中心的地位，同时进一步推动中国金融市场对外开放。央行相信，在开放环境下，债券通将有利于促进国际收支平衡。就此而言，笔者预计央行很可能在中期内逐步放松对资本的管制。
- 中国国家主席习近平表示将向丝绸之路基金注入 1000 亿人民币，以及鼓励金融机构开展人民币海外基金业务，规模预计约为 3000 亿元人民币。 - 商务部部长钟山估计在未来 5 年，中国将从一带一路沿线国家和地区进口 2 万亿美元的	中国人民银行副行长易纲响应行长周小川的提案，表示将积极扩大本币在“一带一路”建设投融资中的使用。根据中国商务部的数据，中国 1-4 月境内投资者对“一带一路”沿线 45 个国家非金融类直接投资额达 39.8 亿美元。从长远来看，尽管人民币国际化进程受到资本控制的影响而有所放缓，但笔者相信一带一路计划将有助推动人民币

商品，对外直接投资将超过 7500 亿美元。	国际化。
银行业理财登记托管中心有限公司下发通知，对于银行理财资金购买各类资产管理计划，和通过与其它金融机构签订委托投资协议的方式进行投资的情况，必须通过理财登记系统对底层基础资产或负债进行登记，同时规定不得等比例拆分等级。	实际上，4 月份银行业理财产品发行量已按月减少 14.7%。此外，4 月金融数据也显示在金融去杠杆监管下，表外融资有所减少。因此，我们认为新规将使影子银行业进一步收缩。
由于资金大幅流入香港股市，并推高港元需求，5 月 15 日港元对美元录得 2016 年 2 月以来最大单日升幅。自 5 月 10 日以来，经由沪港通和深港通南下的资金净流入持续达到 25 亿人民币以上水平。	由于美国和欧洲股市反弹，加上内地资金持续流入港股市场，恒指于 5 月 15 日收于 2015 年 7 月以来最高水平。短期内，美元疲弱或支持港元继续走稳。但中期内市场对美港息差扩大的预期仍可能使港元重返下行轨道。
5 月 12 日，香港金管局宣布 6 月 1 日起将实施新例，届时房地产发展商的地价成本贷款、建筑成本贷款和整体贷款相对物业完成后预期价值比率上限，将分别由 50%、100 % 和 60%下降至 40%、80%及 50%。此外，金管局要求，凡按揭股权值比率超过 5%的地产商，银行须上调其风险权重。 5 月 19 日，金管局再出辣招，要求银行将涉及一个或以上现有按揭贷款的借款人，以及主要收入来自香港以外地区借款人的按揭成数上限下调一成。	- 一系列新辣招出台可能在对市场情绪带来打击，并有助减轻银行面临的信贷风险。此外，我们预计中国经济增长放慢以及今年底港息上调将对楼市带来轻微冲击。 - 房屋供应方面，3 月竣工量按年大幅增长 401.9%，并结束了过去两个月的跌势。而 3 月新屋开工量也按年上升 53.8%。供应增长叠加需求下降可能使楼市于下半年开始回调。 - 然而，基于以下三个因素 1) 股市表现强劲、2) 就业市场稳固及 3) 最优贷款利率在上调 25 个基点后仍然偏低，我们认为楼市的调整将会是温和的。因此，我们对 2017 年楼价增幅达 0%-5%的预期不变。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 4 月零售销售按年增长 10.7%，工业生产按年上升 6.5%，两项数据同比增速均有所回落。另外，今年前四个月累计固定资产投资按年上涨 8.9%，不及预期。	- 尽管房地产投资增速加快，但首四个月房屋新开工面积和竣工面积同比增速均有所回落。同时，商品房销售面积及销售额的同比增速也纷纷放缓。另外，4 月份 15 个一线和热点二线城市新建商品住宅价格同比涨幅全部回落。有鉴于此，我们认为一系列房地产调控政策的滞后影响已开始显现，并有效地促使楼市降温。 - 另一方面，首四个月私人部门投资同比增速由首三个月的 7.7%放慢至 6.9%。 4 月疲弱的经济数据巩固了我们对中国经济增速一季度见顶，并在二季度开始因去杠杆监管升级及楼市辣招见效而放缓的预期。
中国央行 4 月外汇占款下降步伐进一步放	过去三个月银行结售汇持续出现逆差，意味着外汇储备连

缓，环比减少 420 亿元（3 月环比减少 546.9 亿元）。 另外，4 月银行结售汇逆差稍微扩大至 149 亿美元。	续三个月反弹的原因主要是估值效应，而非资本回流。不过，外管局指出，4 月份居民个人购汇规模同比和环比均有所下降，目前处于近一年半的最低水平。这意味着资本流动的管理、人民币走稳的预期以及美元疲弱的表现，这三个因素叠加有效减缓了资本外流压力。 尽管如此，我们预计未来几个月外汇占款还是有可能温和下跌，而银行结售汇也可能继续保持小幅逆差。
截至 4 月的三个月期间，香港经季调后的失业率维持在 2014 年二季度以来的最低水平 3.2%。	- 受旅游业复苏的带动（一季度入境旅客人数按年增长 3.7%），零售、住宿及膳食服务的失业率维持在相对较低水平 4.7%。 - 另一方面，金融业、建筑业和贸易业的失业率分别上升至 2.4%、4.6%和 3.2%。随着新屋开工步伐加快，以及政府不断增加基建方面的投资，我们认为建筑业的失业率有可能缓慢下降。而在全球复苏下贸易情况的改善，也将支持贸易行业招聘情绪上涨。不过，楼市存在回调的可能，意味着金融业失业率有机会继续向上。当然，我们也不排除债券开通之际金融业劳动力需求上升的可能。 - 整体而言，我们预计就业市场将维持稳健。然而，中国下半年经济增速放缓还是有可能对香港就业市场带来下行压力。

人民币	
事件	华侨银行观点
- 美国经济数据喜忧参半，加上特朗普“泄密”事件致美国政治风险升温，美元应声下滑。自 5 月 12 日以来，中国央行连续第六个交易日把人民币中间价定在比预期更强的水平。另外，截至上周四，美元对离岸人民币连跌 6 天，并创 9 个月来最长连跌记录。 - 然而，人民币表现依旧不及其他主要货币。因此，5 月 19 日人民币指数连跌第六个交易日，并刷新纪录低位。	- 笔者发现近期市场对人民币中间价的预期和最终中间价的误差不断扩大。 - 人民币指数持续下滑，意味着人民币再次陷入与 3 月中情况类似的圈套当中，即美元走强，人民币对一篮子货币稳定，而美元走弱时，人民币对美元维持稳定，且对一篮子货币走弱。 - 如果美元短期内未能重获反弹动力，那么人民币指数可能因为英镑和欧元表现强劲而持续承压。

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