

摘要

5 月消费者物价指数和生产者物价指数分别环比下滑显示通胀压力不大，我们预计未来 CPI 与 PPI 之间的差会进一步缩小。通胀压力迅速回落有助于缓解市场对央行过紧货币政策的担忧。事实上，近期去杠杆背后两大主要推手央行和银监会分别显示了政策的灵活性。中国央行上周通过 MLF 为市场注入 4980 亿元流动性而据媒体报道，监管机构可能给部分银行留出多达 3 个月来提交自查报告。这显示监管在去杠杆和金融和经济增长稳定之间寻求平衡的态度并没有改变。因此，我们认为政策失误导致危机的可能性并不大。

不过，随着 6 月底的临近，流动性依然趋紧。中国财政部上周发行的 1 年期和 10 年期国债发行利率分别上涨至 3.6695% 和 3.6985%，高于市场预期并创下 2014 年来的新高。二级市场上，1 年期和 10 年期收益率发生倒挂现象，1 年期收益率大约在 3.66% 左右而 10 年期收益率大约在 3.65%。不过笔者认为，近期收益曲线出现倒挂情况与危机预期没有很大关系。除了半年末流动性需求之外，可能与限制委外后，部分短端头寸反转也有关。

鉴于本周还有更多 MLF 到期，央行的流动性操作将成为市场关注的焦点。汇率方面，尽管上周美元指数反弹，但人民币即期和人民币指数基本保持稳定。笔者发现逆周期因子的引入对冲了人民币的波动性。同时也打破了人民币指数和美元指数的相关性。上周人民币指数未能受益于美元指数的反弹可能与逆周期因子引入有关。今天早上美元/人民币中间价开在 6.7948，笔者认为今天逆周期因子可能导致美元/人民币中间价略高。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 中国财政部上周发行的 1 年期和 10 年期国债发行利率分别上涨至 3.6695% 和 3.6985%，高于市场预期并创下 2014 年来的新高。 - 二级市场上，1 年期和 10 年期收益率发生倒挂现象，1 年期收益率大约在 3.66% 左右而 10 年期收益率大约在 3.65%。	一级市场上国债收益率的走高以及二级市场上国债收益率的倒挂与接近半年度考核以及近期金融机构自查等监管收紧有关。笔者认为，近期收益曲线出现倒挂情况与危机预期没有很大关系。除了半年末流动性需求之外，可能与限制委外后，部分短端头寸反转也有关。
据媒体报道，监管机构可能给部分银行留出多达 3 个月来提交自查报告。	从 3 月底以来，监管政策正取代货币政策成为去杠杆中的主要驱动力。但是同时也成为影响市场情绪的主要原因，并导致市场担心潜在的政策风险。不过从 5 月以来，监管似乎开始显现灵活性。而最近的传闻（如果证实的话）也显示监管在去杠杆和金融和经济增长稳定之间寻求平衡的态度并没有改变。因此，我们认为政策失误导致危机的可能性并不大。
中国央行上周通过 MLF 为市场注入 4980 亿元流动性。	流动性注入主要是对冲部分到期的 MLF 的影响。因此，还不足以阻止 1 年期 SHIBOR 等利率的上升。不过流动性的注入还是令人鼓舞，央行政策灵活性有助于支持市场情绪。鉴于本周还有更多 MLF 到期，央行的流动性操作将成为市场关注的焦点。
沪港通和深港通下的南下买卖成交量合计占香港股市总成交量的比重于 5 月 2 日至 6 月 9 日期间平均达 10.9%，远高于 2016 年全年日平均水平 5.5%。同一期间，流向港股市场	内地投资者参与港股的程度上升，叠加欧美牛市的利好影响，带动恒生指数上升至 2015 年中以来最高水平。A/H 股溢价指数自 3 月 21 日达到 2012 年中以来最低水平 113.78 以来，已逐渐反弹，并于 6 月 9 日达 123.49。这意味着 H

的南下净流入资金日均达 19.9 亿人民币，高于 2016 年全年日平均水平 11.5 亿人民币。	股相对较低的估值将继续吸引内地投资者。而随着香港经济基本面不断改善，股市也将受到支持。然而，恒生指数似乎在 26000 点遇到强劲阻力。有鉴于此，恒指可能需要站稳在 26000 以上水平，才能真正开拓进一步上涨的空间。
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 5 月外汇储备连续第四个月环比反弹至 3.053 万亿元。不过以 SDR 计价的外汇储备则继续由 2.2058 万亿下滑至 2.2096 万亿。	以美元计价和 SDR 计价的外汇储备的差异显示近期外汇储备的上升依然主要受到估值效应的影响。不过不可否认的是中国资本外流的压力已经显著下滑，我们预计 5 月中国跨境资本流动性基本均衡。
5 月中国进出口分别同比增长 14.8% 和 8.7%，高于市场预期。	- 从国别来看，发达经济体的需求依然稳健，尽管新兴市场需求有所放缓。对欧盟和美国的出口分别同比增长 9.7% 和 11.7%，尽管对东盟出口放缓至 3.8%。对香港出口继续同比下跌，过去 12 个月有 11 个月出现同比下滑，这可能与收紧跨境资本流动有关系。 - 此外，中国 5 月大宗商品需求再次上升。对原油和铁矿石的进口量价齐升。进口金额分别同比上升 50.3% 和 34.1%，而进口量则同比上升 15.4% 和 5.5%。 - 中美贸易在 4 月的习特会之后有上升势头，尽管中国 5 月对美国贸易盈余由 4 月的 213 亿美元扩大至 220 亿美元，不过中国从美元进口同比增幅由 1.5% 扩大至 27.1%。
- 中国 5 月消费者物价指数同比增幅由 4 月的 1.2% 加快至 1.5%。不过环比来看，消费者物价指数下滑 0.1%。 - 生产者物价指数同比增幅则由 6.4% 放缓至 5.5%。	- 消费者物价指数环比下滑主要受季节性食物价格下跌的影响。我们预计 6 月消费者物价指数可能继续保持在 1.5% 附近。对于今年来看，消费者物价指数大概率保持在 1-2% 之间。 - 生产者物价指数的快速回落与近期大宗商品价格的回落有关。此外，鉴于基数效应渐渐回落，我们预计下半年生产者物价指数将继续回落。而消费者物价指数与生产者物价指数的差将进一步收窄。
香港 5 月房屋成交量按月下跌 18.8% 至 5732 宗，为 1 月以来第一次录得环比跌幅。可见，近期推出的辣招有效打击了二手楼市的需求。	不过，一手楼市不断推出小户型的楼盘，再加上发展商提供高成数按揭助一手楼买家逃过辣招，带动 5 月份成交价落在 300-500 万港元区间的小型房屋表现脱颖而出，并同时录得同比和环比升幅。展望未来，笔者认为在房屋供应量增加、借贷成本上升以及中国经济增速放缓的情况下，整体房屋价格指数的增速（4 月达到 2015 年 6 月以来最高水平，同比升 19.8%）将于下半年开始下滑。
澳门 4 月房屋成交量连续第 14 个月上升，但同比增速放缓至 3.3%，总量达 1080 宗。同月	有鉴于此，我们认为澳门楼市状况在经济复苏的支持下不断改善。然而，我们预期未来房屋供应将增加，贷款利率

新批核的按揭贷款总额按年增长 19%至 33.6 亿澳门元，而楼价则按年大幅增长 21.7%至每平方米 95817 澳门元。	也有机会上调，再加上下半年经济增速或放缓，且工资增速持续停滞，房屋价格增速可能在下半年回落。今年年末，房屋价格可能回落至每平方米 85000 澳门元左右水平。
---	--

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 尽管两周波动之后，美元/人民币上周以盘整为主。境内市场，美元/人民币收盘在 6.80 下方。 ▪ 而人民币指数则小幅回落，由 93.16 回落至 93.09。	▪ 笔者发现逆周期因子的引入对冲了人民币的波动性。同时也打破了人民币指数和美元指数的相关性。上周人民币指数未能受益于美元指数的反弹可能与逆周期因子引入有关。今天早上美元/人民币中间价开在 6.7948，笔者认为今天逆周期因子可能导致美元/人民币中间价略高。

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