

摘要

开放可能是上周中国市场的核心词。中国股市和债市进一步做好了欢迎外资的准备。中国央行公布了针对北向通《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》。境外投资者可以参与中国银行间债券市场上的所有债券，除此之外，北向通投资者也可以参与内地银行间债券市场发行认购。北向通的设计有利于香港金融市场的建设，因为境外投资者需要通过香港的人民币清算行以及参加行，包括资金兑换业务等。这也有利于香港离岸人民币市场的发展。为了吸引外资投资者参与到中国的债券市场，中国财政部正式启动了债券坐市机制，旨在通过改善部分期限的流动性来纠正近期收益率曲线倒挂的现象。

股市方面，MSCI 宣布从 2018 年 6 月起正式将 A 股纳入其全球新兴市场基准指数。A 股国际化闯关成功与 A 股的可投资性好转有关。从实际流入来看，A 股纳入 MSCI 的影响可能有限。不过，这可能成为资本流入的催化剂。上周沪港通和深港通下，北向资金连续第三个星期创下净流入。过去三周共净流入 68.7 亿人民币。6 月可能是中国启动深港通之后，两地通下首次资金从香港回流大陆股市。尽管 A 股纳入 MSCI 利好 A 股，但是受万达和复星民营大财团股债双杀影响，A 股依然面临波动率。目前也没有太多后文。其实具体什么原因已经不重要了，在笔者看来，安邦事件给市场留了很多想象空间，一有风吹草动，大家很容易往政治风险靠。此次万达股债双杀更像是压力测试，显示虽然中国基本面稳定，但是投资者对政治风险依然比较敏感。

汇率方面，逆周期因子至今一个月，笔者看到两个结果，第一个是设想中的，即人民币对一篮子货币稳定性显著提高。但是，第二个或许是意料之外的，那就是人民币中间价和收盘价的价差再次扩大。这让我们想到了 811 汇改之前人民币面临的问题。如果这种差距持续的话，可能对市场情绪会产生负面作用。

香港方面，金管局总裁陈德霖重申当局将维持联汇制度不变。至于港元是否有可能与美元脱钩而后与人民币挂钩的猜疑，陈德霖指出了金管局考虑人民币作为港元挂钩货币需要符合四个条件。而这四个条件暂时还没有成熟。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国央行公布了《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》，此次办法主要针对北向通，而南向通则另行制定。	境外投资者可以参与中国银行间债券市场上的所有债券，除此之外，北向通投资者也可以参与内地银行间债券市场发行认购。境外投资者可以使用自有的人民币或者外汇进行投资，使用外汇的话，可以通过债券持有人在香港人民币清算行或者参加行办理外汇资金兑换。而投资者也可以在香港结算行办理北向通的外汇风险对冲业务。总体来看，债券通的机制设计有利于增加对离岸人民币的需求，从而帮助深化香港的离岸人民币市场。这也有助于帮助香港奠定金融中心的基础。而中国央行与香港金融管理局也将有更多机会合作深化跨境监管。
MSCI 宣布从 2018 年 6 月起正式将 A 股纳入其全球新兴市场基准指数。首批 222 只大盘 A 股将被纳入，基于 5% 的因子将些 A 股将占到 MSCI 新兴市场指数的 0.73%。	A 股国际化闯关成功与 A 股的可投资性好转有关。随着沪港通和深港通的进一步开放，A 股的可投资性提高。从实际流入来看，A 股纳入 MSCI 的影响可能有限。不过，这可能成为资本流入的催化剂。

上周沪港通和深港通下，北向资金连续第三个星期创下净流入。过去三周共净流入 68.7 亿人民币。	6 月可能是中国启动深港通之后，两地通下首次资金从香港回流大陆股市。除了 MSCI 的新闻之外，人民币汇率趋稳也可能成为资金回流的原因。 - 从香港角度来看，由于 MSCI 新兴市场指数中的 A 股比重较小，我们认为短期内 A 股纳入 MSCI 指数对港股的影响有限。另外，A 股对 H 股的溢价 24%，依然属于偏高水平，因此 H 股仍有一定吸引力。
尽管 A 股纳入 MSCI 利好 A 股，但是受万达和复星民营大财团股债双杀影响，A 股依然面临波动率。	此次市场的波动起源于万达商业地产的债券，当天笔者至少在市场听到 4 个版本的传闻。当然，目前可能最贴切的还是银监会要求大银行自查对海外并购业务积极的 5 家民营大财团的风险头寸。不过，目前也没有太多后文。其实具体什么原因已经不重要了，在笔者看来，安邦事件给市场留了很多想象空间，一有风吹草动，大家很容易往政治风险靠。此次万达股债双杀更像是压力测试，显示虽然中国基本面稳定，但是投资者对政治风险依然比较敏感。
中国财政部上周正式启动国债做市机制，通过随买随卖等工具提高部分期限的市场流动性，平衡供求关系。6 月 20 日财政部进行了 12 亿元随买方向 1 年期国债招标，中标利率为 3.4901%，低于二级市场利率。	新的做市机制，有利于改善部分期限市场流动性，从而使得收益率曲线更多反映市场基本面。做市机制规模上不足以影响交易方向，但是有利于修正近期收益率曲线倒挂的局面。
中国财政部在香港发行五年期 20 亿元人民币国债，中标利率为 4.1%，达到 2009 年开始发行点心债以来新高。	同时，财政部发行三年期 50 亿元人民币国债，中标利率为 3.99%，刷新记录新高。展望未来，一带一路计划所带来的融资需求将不断增加，而年债券通的通车也可能增加离岸人民币的需求。因此，香港离岸人民币市场的发展可能进一步深化，并有助改善点心债市场的流动性。
中国保监会封锁了 35 个向内地投资者销售香港保险合同的网站及社交媒体账户。内地机构违规直接或者以代理商之名间接向内地投资者销售香港保险合同的情况不断增加。	随着人民币预期不断改善，目前驱使内地投资者买入境外资产的动力主要是他们不断上升的资产多元化需求。不过，由于内地监管当局对于资本项目下的资金流出仍保持谨慎态度，因此内地投资者分散投资的需求或难被满足。再加上中国去杠杆下流动性偏紧的影响，内地向香港的资金流入速度或逐渐放慢。因此，过去一段时间资金流入对港元带来的支撑也将有所减弱。
随着美元对港元升穿 7.8，市场对港元与美元脱钩的担忧再度升温。就此，金管局总裁陈德霖重申当局将维持联汇制度不变。	至于港元是否有可能与美元脱钩而后与人民币挂钩的猜疑，陈德霖指出了金管局考虑人民币作为港元挂钩货币需要符合四个条件，即 1) 可以完全自由兑换、2) 资本帐完全开放、3) 金融市场有足够深度与广度，允许外汇基金持有资产以支持港元货币基础，以及 4) 两个经济体系的经济周期同步。由此可见，目前人民币几乎无法满足任何一个条件，因此中期内港元与人民币挂钩的可能性十分小。另一方面，由于人民币较 2016 年的表现更为稳定，

	2016 年初人民币贬值预期对港币带来的溢出效应有所减弱。此外，短端 HIBOR（一个月 HIBOR）与美元 LIBOR 的差距逐步收窄。因此，我们认为美元对港元将能够在 7.8-7.83 区间找到阻力。港元贬值空间有限也意味着短期内港元与美元脱钩风险加剧的可能性不大。
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国 5 月房价趋稳，15 个一线城市和热门二线城市中 9 个城市新开发房地产房价环比持平或者回落。 - 今年首 4 个月，整体房屋完工量按年大涨 139%至 5576 个单位，达到 13 年来同期新高。这意味着政府今年增加 17,100 个私楼单位供应量的目标很有可能顺利达成。今年前四个月，整体新屋开工按年上升 8.9%至 9814 个单位，达到 2001 年以来的同期新高。这意味着长期房屋供应量将显著增加。	- 除了房价回暖之外，5 月房地产投资和销售增幅都出现同比放缓。未来房地产对中国经济的支持可能会进一步减少。这也是我们预测中国经济增幅回落的重要原因之一。 - 随着新屋供应的增加，我们认为下半年开始楼市热潮将有所降温。值得注意的是，未来 4 年的新屋供应中 72%的房屋属中小户型。而我们预期这些户型的房屋需求将保持稳健，原因包括以下三个。其一，由于公屋供应量少，许多收入较低的家庭可能被迫租赁或者购置私楼的小型单位。其二，鉴于小户型单位的租赁需求强劲，富有的居民将持续投资小户型单位以获得租金收入。其三，随着楼价指数屡刷新历史高位，较为大型的房屋变得更加负担不起。因此，中等收入家庭对小户型单位的自住需求也不断上升。整体而言，我们认为私楼供应增加以及借贷成本上升可能有助楼市降温，但不会造成楼市崩盘。
3 月至 5 月期间，香港经季调后的失业率维持在 3.2%水平不变。这支持了我们关于就业市场维持稳定并可能支持私人消费的观点。	具体而言，建筑业失业率上升至 2016 年 5 月以来新高 4.8%。但随着新屋开工不断增加，加上政府计划增加基建项目的投资，建筑业的失业率料逐渐回落。至于贸易和批发行业的失业率则持平于 2013 年 7 月以来高位 3.2%。由于全球经济复苏下贸易业前景有所改善，我们预计该行业的招聘意愿将提升，并促使业内失业率的下降。另一方面，零售、住宿及膳食服务业的失业率由 4.7%稍微上升至 4.8%。鉴于零售业缓慢的复苏步伐，该行业的失业率料在当前水平徘徊。最后，随着房地产新项目陆续推出，房地产行业的劳动力需求将有所增长，而债券通的通车也可能驱使金融类企业增加就业人数。整体而言，我们预计就业市场将维持稳固，并为楼市和经济带来一定支撑。
在劳动节和端午节效应的支持下，澳门入境旅客人数连升第三个月，五月份总人数同比增长 3.8%。	尽管来自内地的旅客人数同比增速放慢至 4.4%，且来自香港的旅客人数按年转跌 1.3%，但来自台湾、日本和南韩的旅客人数分别按年大幅增长 9.5%、20.2%和 50.1%。由于过去两年澳门有一批新酒店项目落成及开张，该城市的旅客来源地日趋多元化。今年前五个月来自内地和香港的旅客占比平均达到 86.5%，较 2015-2016 年期间平均达到 87.2%

	有所降低。这将有助带动赌场中场区域的复苏。然而，6 月至 9 月期间几乎没有公众假期。因此，我们将继续关注未来数月数据，以判断来自内地以外地区的旅客是否能够持续增长，并继续支撑旅游业的复苏。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币上周对美元持续回落。不过人民币对一篮子货币则基本持平。	- 上周受美元走强的支持美元/人民币再现阶梯式上升的走势。这也使得市场供求关系再次失衡，从而使得市场一度传出央行被迫干预的传闻。经过笔者一个月的观察，逆周期因子在美元走强的大环境下减缓人民币贬值的趋势是起到作用的。但是逆周期因子不是解决人民币贬值的万能药，只是一个买时间的方式。 - 逆周期因子至今一个月，笔者看到两个结果，第一个是设想中的，即人民币对一篮子货币稳定性显著提高。但是，第二个或许是意料之外的，那就是人民币中间价和收盘价的价差再次扩大。这让我们想到了 811 汇改之前人民币面临的问题。如果这种差距持续的话，可能对市场情绪会产生负面作用。

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