

摘要

总体强于预期的 5 月经济数据令人鼓舞，但是对债券多头可能并不是好事。中国债券上周总体走强，但是下半周回吐部分强势。5 月经济数据刻画场景堪称完美，延长的增长动能叠加受到控制的金融风险，这可能是监管者最愿意看到的画面。货币供给和表外融资的快速回落显示金融去杠杆开始发生作用。但是，其对实体经济的影响并未完全显现，并被稳健的私人投资以及改善的制造业活动所成功对冲。不过我们对经济一季度触顶的判断并没有改变，货币市场融资成本的上升最终会传导至实体经济。不过经济放缓的速度可能会好于我们之前的预期。国际货币基金组织近期上调了中国 2017 年经济增长预期 0.1% 至 6.7%。

中国的收益曲线继续保持倒挂。不过我们还是重申近期央行和相关监管部门显示的政策灵活性显示政策误判导致风险的可能性不大。上周尽管有 2070 亿 MLF 到期，但是央行并没有再次续做。主要通过 7 天到 28 天的逆回购注入流动性。上周四美联储加息后，中国央行维持逆回购利率不变。近期一系列操作显示央行货币政策更为灵活，这对风险情绪有所帮助。

汇率方面，上周五中间价的强势可能与逆周期因子有关。虽然，我们已经可以量化逆周期因子对中间价的影响，但是周五以及今天早上误差扩大验证了我们之前的担忧，就是未来人民币中间价预测误差可能会扩大，而逆周期因子也给了央行更多定价权。

香港方面，美元/港币突破 7.80 关口，创下 2016 年 1 月以来的新高。上两次港币跌破 7.8 要追溯到 2016 年初以及 2011 年，当时都是伴随着港股下滑以及资本外流风险上升。但是此轮港币的弱势确是发生在港股走高以及流动性充裕的情况下，这是过去 10 年从来没有出现过的。究其原因，美联储加息周期中美元和港币利差的扩大是此轮港币贬值的主要因素。此外，近期离岸人民币利率大涨叠加人民币预期好转导致对离岸人民币需求上升以及沪港通南向资金回流大陆同样对港币不利。总体来看，我们认为此轮由利差驱动的港币贬值可能会比 2016 年初的贬值持续更久的时间。

本周，市场将关注 MSCI 是否会在周二将中国的 A 股纳入其基准指数中。不管 A 股是否被加入，我们对今年 A 股保持乐观。此外，市场也将继续关注中国罕见地在香港发行美元债券。

事件和市场热点	
事件	华侨银行观点
中国财政部计划在香港发行 140 亿元人民币点心债券以及价值 20 亿美元的美元主权债券。	这是中国自 2004 年 10 月以来首次发行美元主权债券。此次发行时间点正值评级机构穆迪下调中国主权评级，因此这个时间点颇令市场意外。不过鉴于发行量较小，相信评级调整对发行的影响非常有限。
- 上周四美联储加息后，中国央行维持逆回购利率不变。 - 上周尽管有 2070 亿 MLF 到期，但是央行并没有再次续做。主要通过 7 天到 28 天的逆回购注入流动性。	中国央行曾在 3 月美联储加息后跟随美联储上调逆回购利率。因此，市场也在关注央行是否会再次跟随美联储调整利率。不过近期一系列操作显示央行货币政策更为灵活，这对风险情绪有所帮助。
- 香港金融管理局跟随美联储加息步伐上调基准利率。 - 美元/港币突破 7.80 关口，创下 2016 年 1 月	上两次港币突破 7.8 要追溯到 2016 年初以及 2011 年，当时都是伴随着港股下滑以及资本外流风险上升。但是此轮港币的弱势确是发生在港股走高以及流动性充裕的情况

以来的新高。	下，这是过去 10 年从来没有出现过的。究其原因，美联储加息周期中美元和港币利差的扩大是此轮港币贬值的主要因素。 - 此外，近期离岸人民币利率大涨叠加人民币预期好转导致对离岸人民币需求上升以及沪港通南向资金回流大陆同样对港币不利。 - 总体来看，我们认为此轮由利差驱动的港币贬值可能会比 2016 年初的贬值持续更久的时间。
大陆房地产发展商于 4 月 1 日至 6 月 15 日期间仅发行了 9 只境外美元债，总发行额达 29 亿美元，远少于一季度 23 只美元债的发行量，以及 101 亿美元的发行额。	近期中国当局收紧房企融资，以驱动内地狂热楼市降温的举措，是境外美元债发行量减少的主要原因。二季度大陆楼市数据疲弱意味着收紧楼市信贷的举措开始见效。另一方面，由于内地发展商融资渠道遭到全面堵塞，其在港买地的积极性料有所减弱，并可能成为导致下半年香港楼市缓和调整的众多因素之一。
香港房屋委员会预计 2017-2018 年度可提供 25400 个公屋单位，较 2016-2017 年度的 33800 个单位减少 25%，且为 10 年以来第三低水平。	这意味着低收入家庭将需要等待更长的时间才能够有一个安乐居。因此，长期申请不到公屋的低收入家庭可能被迫继续租私楼居住，或转为购买小型私人房屋。尽管银行已逐步上调按揭贷款利率与一个月 HIBOR 之间的差距，低收入家庭仍可以选择发展商的高成数按揭贷款。因此，即使近期金管局推出一系列辣招，一手市场的小户型单位的需求依然强劲，并持续出现成交量价齐涨的局面。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
- 中国 5 月增长类数据显示经济复苏继续保持稳健。 - 工业产出同比增长 6.5%，高于市场预期。 - 零售销售同比增长 10.7%，较上个月不变。 - 不过固定资产投资由 1-4 月的 8.9% 进一步放缓至 1-5 月的 8.6%。	- 工业产出的稳健增长部分受到矿产产出反弹的支持，矿产产出同比增长 0.5%，自 2016 年 9 月以来首个增长。制造业产出继续保持稳定在 6.9%。此外，对制造业固定资产投资增幅也加快到 5.1%。 - 固定资产投资增幅放缓受到基建投资以及房地产投资放缓影响。其中房地产投资增幅由 9.3% 放缓至 8.8%，而房地产销售则由 20.1% 放缓至 18.6%。不过私人投资依然保持稳健，1-5 月增长 6.8%。 - 稳健的私人投资情绪以及好转的制造业活动显示近期经济复苏是真实的，而复苏动能也可能比之前预期的长。 - 不过虽然如此，我们对一季度经济触顶的预期并没有改变。我们认为经济放缓的趋势没有改变。这主要基于两个原因。首先，货币市场融资成本的提高还是会最终传导至实体经济。第二，金融去杠杆与金融稳定之间的拔河还会继续下去，并可能导致波动性上升。
中国新增人民币贷款超预期，5 月增长 1.11	5 月新增人民币贷款构成继续以中长期贷款为主。其中对

万亿元。 ▪ 社会融资总量 5 月新增 1.06 万亿，较 4 月下滑。 ▪ 广义货币 M2 增长速度大幅放缓至 9.6%，创下历史新低。	居民部门中长期贷款增长 4326 亿元，房地产政策紧缩对居民部门房贷需求的影响尚未显现。而对企业部门中长期贷款也稳定在 4396 亿元。 ▪ 表内贷款快速增长与近期金融去杠杆有关。对表外贷款的抑制使得融资需求回归表内。这也解释了为什么 5 月新增社会融资总量低于新增人民币贷款。尽管 5 月信托贷款保持在 1812 亿元，不过委托贷款和未贴现商业票据分别下滑。其中委托贷款更是创下单月下滑 278 亿元的历史最高跌幅。这可能与金融去杠杆有关。 ▪ 而债券市场则成为金融去杠杆的受害者。收益率大幅上升导致 5 月债券发行量大幅下滑，5 月净发行公司债券大跌 2462 亿元，创下有记录以来的单月最大跌幅。 ▪ 中国的金融去杠杆开始产生效果。而广义货币 M2 也成为另一个验证者。根据央行的数据显示，来自金融部门的 M2 仅增长 0.7%，而非金融部门的 M2 则增长 10.5%。
▪ 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下跌 44% 和 16.6%，扭转了持续数月的升势。	▪ 在一系列辣招的作用下，楼市热潮开始逐渐降温。我们认为随着按揭贷款利率上升，二手市场的楼市成交量将继续收缩。我们维持楼价增速将于下半年逐步回落的预期。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 受美元在美联储会议后反弹的影响，人民币对美元的强势暂时告一个段落。美元/人民币重新回到 6.80 上方。 ▪ 不过，受上周五人民币中间价高开在强于预期的 6.7995，人民币指数走高至 93.24。	▪ 上周五中间价的强势可能与逆周期因子有关。虽然，我们已经可以量化逆周期因子对中间价的影响，但是周五以及今天早上误差扩大验证了我们之前的担忧，就是未来人民币中间价预测误差可能会扩大，而逆周期因子也给了央行更多定价权。

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