

摘要：违约风险上升，但系统性风险可控

中国方面，国债和企业债/地方政府债的表现出现明显分歧。在美国总统特朗普表达对近期中美谈判结果感到不满意之后，市场避险情绪应声上涨。随后，特朗普宣布计划加征进口汽车关税，进一步增添市场对全球贸易战的担忧。而“特金会”取消的消息则增添了地缘政治风险。因此，资金不断流向避险资产，把 10 年期美债收益率推至 3% 以下水平。这加上市场对中国经济增速放缓的预期，为中国国债带来支撑。上周五中国 10 年期国债期货收于逾一个月高位。展望未来，国债是否有进一步上涨空间，还需取决于经济前景和避险需求的变化。最新消息指特朗普确认如期会见金正恩。另外，美国商务部部长将在 6 月 2-4 日访华与副总理刘鹤讨论贸易问题。且看这两大事件能否减轻市场对贸易战和地缘政治风险的担忧。

比起表现强劲的国债，企业债持续受挫，主要是因为市场担忧去杠杆政策将推高违约风险。中国华信能源的子公司宣布未能偿还 20 亿债券。这增添了市场对企业违约的担忧，并导致东方园林最新发行的 10 亿元债券滞销。同时地方政府债券的风险溢价持续上涨。上周五，河北政府发行三年期一般债中标利率高达 3.6%，同日贵州政府发行的三年期一般债中标利率更达 3.76%。因此，地方政府债的信用利差和企业债的信用利差逐渐扩大。

随着去杠杆措施推高地方政府和企业的融资成本，基建投资和私人投资的增速料持续放缓，从而削弱经济增长动能。经济增速放缓的预期则将提振国债需求。此外，贸易风险和地缘政治风险的担忧也可能支持中国国债。在此情况下，信用利差或进一步扩大。尽管如此，我们认为目前系统性风险依然可控，而去杠杆措施则将为长期经济更健康及更可持续的增长铺路。

人民币方面，比起中美贸易关系的变化，美元大范围走势对人民币的表现有着更显著的影响。因此，人民币随波逐流，对美元贬值。而人民币指数则从逾两年高位逐步回落，并在 5 月 25 日央行调高美元/人民币中间价后，下降至 97.63。短期内，我们预计人民币将继续受美元因素影响。而资本账户下的强劲资金流入则可能对人民币带来一定支撑。

香港方面，由于月底之前港元沽空交易获利离场，支持港元由弱方兑换保证水平反弹。金管局因此暂停接盘。不过，月末过后，套利交易可能回归市场，并把美元兑港元再次推向 7.85。然而，港元沽空交易料更加谨慎。4 月中以来，银行业总结余已减少 39%，这导致港元融资成本更容易受短期因素的影响。季末效应、美联储 6 月加息可能、大型 IPO 和银行业总结余进一步下降，这些因素皆可能在未来一个月内把一个月港元拆息推至近期高位 1.3% 以上水平。因此，我们认为港元将在 6 月上旬短暂下试弱方兑换保证水平后再度反弹。同时，我们也维持关于银行业将在年中左右上调最优贷款利率的预期。然而，由于本土利率上调速度和幅度较为温和，楼市料不会受到太大冲击。近期新推出的楼盘皆呈现超额认购的盛况，主要是因为经济前景和工资前景乐观，对楼市需求带来支撑。而供应方面，一季度房屋落成量和动工量皆录得显著同比跌幅。公营房屋一般申请的平均等待时间由 4.7 年增加至 5.1 年。公屋和私楼的供应短缺将限制楼市的下行空间。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
上周五中国 10 年期国债期货收于逾一个月高位，主要受惠于避险需求的上升，及中国经济增速下滑的预期。	一方面，在美国总统特朗普表达对近期中美谈判结果感到不满意，同时表示中美双方难以达成贸易协议后，市场避险情绪应声上涨。随后，特朗普宣布计划加征进口汽车关税，进一步增添市场对全球贸易战的担忧。而“特金会”

	取消的消息则增添了地缘政治风险。因此，资金不断流向避险资产，把 10 年期美债收益率推至 3% 以下水平，从而为中国国债带来一定支撑。另一方面，去杠杆措施导致企业和地方政府融资难度和成本不断上升。因此，基建投资和私人部门投资可能持续放缓，从而利淡经济前景。在经济增速逐渐下滑的预期下，国债需求有所上涨。 ▪ 展望未来，国债是否有进一步上涨空间，还需取决于经济前景和避险需求的变化。未来数周内，两个重大事件可能影响市场情绪。第一，美国商务部部长将在 6 月 2-4 日访华与副总理刘鹤讨论贸易问题。且看双方能否达成任何协议，或是带来更多细节。第二，特朗普确认于 6 月 12 日如期会见金正恩。这对中美贸易谈判是否造成影响亦值得留意。
▪ 中国华信能源的子公司宣布未能偿还 20 亿债券。这增添了市场对去杠杆措施导致企业违约风险上升的担忧，并导致东方园林最新发行的 10 亿元债券滞销。 ▪ 同时，地方政府债券的风险溢价持续上涨。上周五，河北政府发行三年期一般债中标利率高达 3.6%，同日贵州政府发行的三年期一般债中标利率更达 3.76%。	▪ 由于去杠杆措施旨在遏制刚性兑付，投资者要求更高的收益率，以补偿信用风险的上升。此外，资管新规导致民营企业难以通过非标进行融资，同时新规也削减了低等级信用债的需求。因此，地方政府债的信用利差和企业债的信用利差逐渐扩大。 ▪ 随着去杠杆措施推高地方政府和企业的融资成本，基建投资和私人投资的增速料持续放缓，从而削弱经济增长动能。经济增速放缓的预期则将提振国债需求。此外，贸易风险和地缘政治风险的担忧也可能支持中国国债。在此情况下，信用利差或进一步扩大。 ▪ 展望未来，一些财政实力偏弱的地方政府（如过度依赖土地出让收入，以及过度依赖 PPP 和地方政府融资平台进行融资的地方政府），其融资成本可能进一步上升，继而导致当地经济增长下滑速度加快。换言之，在结构性去杠杆的作用下，中国各地区的经济表现可能在中短期内出现更明显的分化现象。 ▪ 与此同时，一些盈利能力弱且杠杆率高的民营企业也可能面临更高的违约风险，及更高的融资难度。尽管如此，我们相信目前系统性风险依然可控，而去杠杆措施则将为长期经济更健康及更可持续的增长铺路。
▪ 中国财政部宣布自 7 月 1 日起，进口汽车的关税将由 25% 下调至 15%，而进口汽车零件则由当前的水平 8% 至 25% 下调至 6%。此外，消息指中国正考虑鼓励民营资本投资国有汽车制造商。	▪ 中国遵守承诺下调汽车关税，而特朗普政府则考虑加征进口汽车关税。另外，特朗普指示美国商务部对进口汽车和零件发起 232 调查（国家安全调查）。这意味着美国和中国在贸易问题上仍存在分歧。因此，直至两个国家在贸易关系上达成最终协议，且更多细节出台之前，我们认为宣布贸易战结束还为时过早。

国务院发布福建、广东和天津自由贸易试验区（自贸区）的改革开放方案。	- 广东自贸区将打造成开放型经济新体制先行区和粤港澳大湾区合作示范区，推进粤港澳服务贸易自由化，以及建设金融业对外开放试验示范窗口。另外，广东自贸区将重点发展金融科技、区块链和大数据技术的研究和运用。至于天津自贸区，发展重心为创新汽车平行进口试点，以及建设人工智能产业研发、制造、检测、应用中心。而福建自贸区，则主要发展先进制造业（包括集成电路）和现代服务业（包括冷链物流和健康养老）。 - 这些改革开放方案显示当局把经济模式由以传统制造业支撑的经济，转化为由高科技、先进制造业和现代服务业带动的经济。这也为中国经济逐渐减少对外需的依赖铺路。长期而言，中国内需的增长，将为经济主要的增长动力。
- 由于接近5月底，套利交易投资者可能忧虑月结效应令流动性紧张，因此提前获利离场。这带动美元兑港元从7.85回落。在5月15日至18日期间共买入190.2亿港元后，金管局暂停对外汇市场进行干预。银行业总结余维持在1094.5亿港元的水平。 - 受到月结效应的影响，短期流动性趋紧，隔夜、1星期及1个月的港元拆息全线上涨。	- 这周，我们预期1个月港元拆息将升穿1%，而美元兑港元亦可能持续远离弱方兑换保证的水平。 - 当月结效应消退后，美元兑港元在6月初可能再度触及7.85的水平。不过，自4月中期以来，银行业总结余已经减少39%，因此看空港元的投资者可能转趋审慎。由6月中期开始，美联储货币政策会议（6月14日）、季结效应、大型新股集资活动及上市公司派息将陆续出现，我们预期以上各项因素料收紧流动性、推高融资成本并对市场造成以下几个方面的影响。 - 首先，港元拆息料在6月初下滑后，将逐渐回升。1个月港元拆息预期在未来一个月内升穿1.3%（近期高位）。其次，我们相信当美元兑港元在6月上旬上试7.85后，将回落至约7.84的水平。在此情况下，银行业总结余料不会进一步大幅下跌，并可能于未来两个月内稳定在800-1000亿港元的水平。第三，各大银行可能提高定期存款的利率，以争夺资金。因此，我们维持银行业可能于2018年中左右上调最优贷款利率的观点。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国首四个月工业企业利润增幅扩大，同比由一季度的11.6%上升至1-4月的15%。而单月来看，4月工业利润同比增速由3月的3.1%显著加快至21.9%。	- 首先，4月工业生产者出厂价格指数同比增速在连续放缓五个月后反弹至3.4%，而工业生产者购进价格同比增速则与3月持平。在出厂价格增速更快的情况下，工业利润应声上涨。 - 其次，受惠于产品价格增速反弹、低基数效应、生产加快及成本下降，钢铁、化工和汽车行业的利润率显著改善。这反映出供给侧改革的成效。

- 香港 2018 年第一季的房屋落成量及动工量分别按年大幅减少 72%至 1259 个及 68%至 2826 个。 - 公营房屋一般申请的平均等待时间由 4.7 年增加至 5.1 年。	- 最后，汇兑损失的因素也有所减弱。然而，5 月人民币对一篮子货币持续走强，或重新对工业利润带来下行压力。 - 这意味着今年新屋供应量可能无法达到政府的目标。房屋动工量下滑反映地产发展商或不希望以太快的速度增加新屋供应，以免导致楼价承压。 - 由于新屋供应量增长放缓，加上公营房屋持续供不应求，未来即使利率逐步上调，楼价的下行空间也可能有限。
澳门 4 月总访客人数按年增长 8%，为连续 3 个月增长。而留宿旅客人数亦按年增长 9.3%，录得连续 28 个月增长。	- 由于今年与去年的复活节假日出现在不同的时间，因此来自香港旅客的人数按年下跌 12%。尽管如此，来自中国内地、台湾及日本的旅客人数则分别按年上升 16.5%、5.6%及 7.6%。此外，超过一半来自中国内地（54%）、日本（63%）及南韩（62%）的旅客选择留宿。这强化了我们在新项目落成有助进一步提振旅游业的观点。 - 除此以外，亚洲经济增长维持稳健以及澳门元兑其他主要货币走弱，有助提高旅客的消费能力，从而利好零售业。另外，在劳动市场紧俏及工资增速反弹的情况下，本土消费需求的改善，亦对零售业带来支持。因此，2018 年第一季零售销售按年大涨 25.7%，为 2013 年第四季以来最快增速。其中，钟表及珠宝的销售（占总零售销售的 21.1%）按年增长 17.87%。此外，百货商品、成人服装及皮具的销售（共占总零售销售的 43%）亦分别按年上升 33.8%、36.5%及 37.1%。同期，零售商店的成交量及销售额分别按年增长 22.4%及 84.4%。我们预期零售业的增长于今年余下时间保持强劲，这可能为当地经济带来支撑。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周人民币随波逐流，对美元收跌。而人民币指数也由逾两年高位 97.88 逐步回落。5 月 25 日中国央行把美元兑人民币中间价定在高于预期的水平，带动人民币指数进一步下滑至 97.63。	从上周人民币走势可见，比起中美贸易关系的变化，美元大范围走势对人民币的表现有着更显著的影响。因此，人民币随波逐流，对美元贬值。短期内，我们预计人民币将继续受美元因素影响，而资本账户下的强劲资金流入则可能对人民币带来一定支撑。

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