



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

“債券通”及中國利率展望

農銀國際研究部

2017年6月22日

- 為促進香港與內地債券市場共同發展，人民銀行與香港金融管理局于5月16日聯合宣布開展兩地市場“債券通”。“債券通”初期先開通“北向通”。
- 相比之前的開放措施，“債券通”的開放方式更符合國際慣例，准入門檻較低，將顯著降低境外投資者的交易成本。
- 為控制信用風險，我們預期在“債券通”開放初期境外投資者或偏向投資于中央政府及政策性銀行發行的債券。
- 我們預期人民銀行在2017年將維持基準利率不變，但有見于去杠杆的持續推進以及金融監管的強化，金融市場利率或溫和上升。

“債券通”開通在即

為促進香港與內地債券市場共同發展，人民銀行與香港金融管理局于5月16日聯合宣布開展兩地市場“債券通”。“債券通”初期先開通“北向通”。6月12日中國監管當局向社會公開徵求《全國銀行間同業拆借中心“債券通”交易規則(試行)》的意見，隨後又于6月21日公布《內地與香港債券市場互聯互通合作管理暫行辦法》。儘管“債券通”正式開通日期仍未公布，但我們預期在今年第3季最早在7月或啟動。

根據《全國銀行間同業拆借中心“債券通”交易規則(試行)》的條款，合資格的境外投資者包括央行類機構和中長期海外機構投資者，入場門檻與直接參與國內銀行間債券市場相若。“債券通”交易的品種為現券買賣，可交易的券種為銀行間債券市場交易流通的以人民幣計價的各類債券，包括國債、地方政府債、中央銀行債券、金融債券、公司信用類債券、同業存單、資產支持證券等。此外，“債券通”最低報價請求的請求量及最小變動單位均為100萬元人民幣。

相比之前的開放措施，“債券通”的開放方式更符合國際慣例，准入門檻較低，將顯著降低境外投資者的交易成本。“債券通”的開通料提升中國債券的交易量，亦會增加中國債券的境外需求，因而吸引資本流入，緩解資本外流壓力。

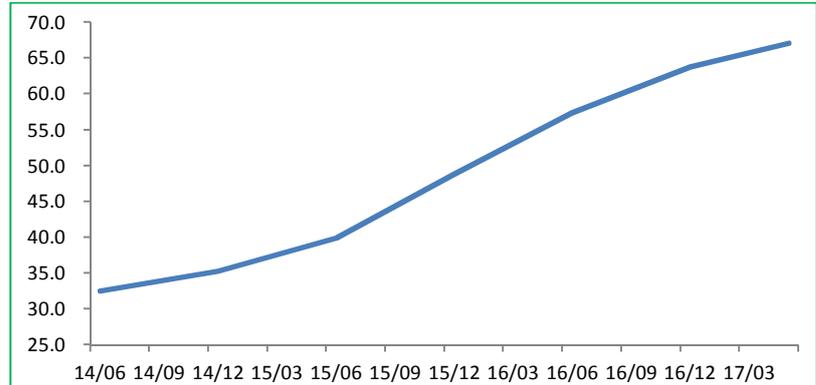
目前中國債券市場已經成為僅次于美國和日本的全球第三大債券市場，在過去五年，中國債券市場以每年21%¹的年均增長率快速發展。截至2017年5月底，中國債券市場餘額達67.1萬億人民幣，其中1.2%的債券為境外投資者持有(圖1)。有見于人民幣在SDR貨幣籃子中的權重達10.92%，因此“債券通”未來的發展潛力不容小覷。

為減少信用風險，我們預期在“債券通”開放初期境外投資者或偏向投資于中央政府及政策性銀行發行的債券。市場利率的走勢將左右“債券通”境外投資者的回報水平。

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



圖 1：中國債券市場總餘額（萬億人民幣）

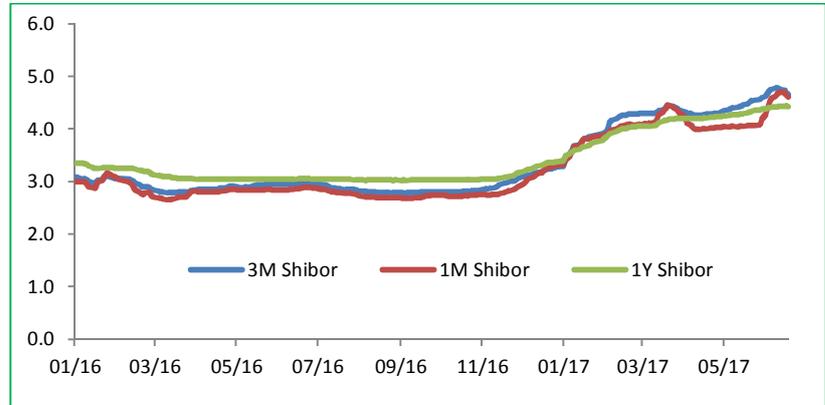


來源：人民銀行，農銀國際證券

中國利率展望

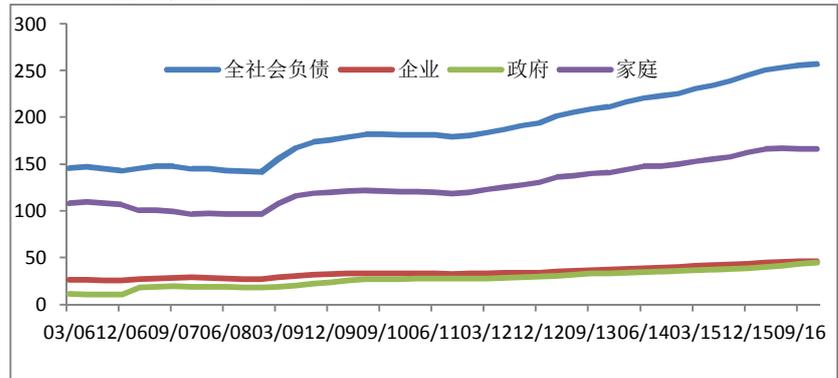
隨著去杠杆的持續推進以及金融監管的強化，中國金融市場利率自年初來已現上升趨勢（圖 2）。根據國際清算銀行的數據，2016 年底中國全社會總負債占 GDP 比重高達 257.0%，而 2015 年底為 244.9%（圖 3）。特別值得警惕的是，2016 年底企業整體負債占 GDP 比重高達 166.3%，遠高于發達國家企業負債水平。然而，有見于經濟增長仍面臨挑戰，人民銀行的基準存貸款利率自年初以來維持不變。

圖 2：中國銀行間市場利率（%）



來源：彭博，農銀國際證券

圖 3：中國負債占 GDP 比重（%）



來源：國際清算銀行，農銀國際證券



展望未來數月，雖然金融市場利率或上升，但我們預期大幅攀升的機會不大。國內方面，人民銀行料在 2017 年維持穩健中性的貨幣政策，並力求在去杠杆與維持相對穩定的流動性條件之間取得良好平衡。儘管人民銀行將持續推進去杠杆以及強化金融監管，但我們預期實施的力度將較溫和，主要因為金融市場過高的利率會拖累實體經濟及經濟增長。

外部來看，我們預計全球主要央行將採取適度寬鬆的貨幣政策來應對經濟和金融風險。雖然今年年初以來美聯儲已加息兩次，但由於美國通脹前景走弱及川普政府推出積極財政政策的不確定性，我們預期美聯儲在今年餘下時間維持利率不變。美聯儲或在明年年初開始縮減其資產負債表。此外，我們預期歐洲央行、日本央行和英倫銀行在未來數季維持現有寬鬆貨幣政策不變。

整體而言，我們預期人民銀行在 2017 年將維持基準利率不變，但金融市場利率或溫和上升。為支持實體經濟，人民銀行料繼續採用包括常備借貸便利、中期借貸便利以及抵押補充貸款在內的諸多措施維持銀行體系相對穩定的流動性條件。匯率方面，由於美國加息步伐料溫和，我們預期 2017 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.90 左右，而 2016 年年底為 6.9450。



中國經濟數據

	2016					2017								
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---
以美元計出口增長 (同比%)	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	8.0	8.7
以美元計進口增長 (同比%)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9	14.8
貿易餘額 (美元/十億)	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	38.0	40.8
零售額 (同比%)	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7	10.7
工業增加值 (同比%)	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	6.5	6.5
製造業 PMI (%)	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2
非製造業 PMI (%)	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5
固定資產投資 (累計同比%)	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6
消費物價指數 (同比%)	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5
生產者物價指數 (同比%)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5
廣義貨幣供應量 (同比%)	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6
新增貸款 (人民幣/十億)	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	1110
總社會融資 (人民幣/十億)	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	1060

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品				債券收益率及主要利率			
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)		
美國			能源				美國聯邦基金目標利率			
道瓊斯工業平均指數	21,410.03	0.12	18.83	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	42.78	(4.38)	383,605	1.25	0.00
標準普爾 500 指數	2,435.61	0.10	21.61	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	45.17	(4.64)	304,697	4.25	0.00
納斯達克綜合指數	6,233.95	1.34	33.17	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.92	(3.95)	145,284	1.75	0.00
MSCI 美國指數	2,319.85	0.10	22.03	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	0.8370	0.52
歐洲			普通金屬				美國 1 年期國債			
富時 100 指數	7,419.77	(0.59)	32.22	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,857.75	0.09	35,760	1.7599	1.66
德國 DAX30 指數	12,752.89	0.00	20.49	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,867.00	0.00	45,179	2.1459	(0.55)
法國 CAC 40 指數	5,249.66	(0.26)	19.43	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,724.50	1.39	12,306	0.0580	0.20
西班牙 IBEX 35 指數	10,670.10	(0.83)	16.78	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,742.00	1.40	41,725	3.5750	(0.30)
意大利 FTSE MIB 指數	20,907.40	(0.16)	N/A	貴金屬				中國 10 年期國債		
Stoxx 600 指數	387.04	(0.40)	24.82	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,252.30	(0.33)	187,952	0.00	0.00
MSCI 英國指數	2,162.63	(0.29)	33.20	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	16.61	(0.69)	23,912	1.2156	0.33
MSCI 法國指數	151.17	0.25	19.30	紐約商品交易所鈀期貨合約	美元/金衡盎司	929.60	0.30	16,242	1.2156	0.33
MSCI 德國指數	157.68	0.18	20.54	農產品				美國 3 年期銀行同業拆借固定利率		
MSCI 意大利指數	58.68	0.38	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	375.25	(4.27)	98,482	1.2872	1.37
亞洲			外匯				隔夜上海同業拆借利率			
日經 225 指數	20,110.51	0.84	19.23	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	474.25	(1.51)	72,030	2.8690	1.62
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,705.95	(1.18)	19.43	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	13.27	(2.64)	55,957	4.6070	(9.20)
恒生指數	25,674.53	0.19	13.83	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	928.25	(2.29)	61,666	0.7700	0.46
恒生中國企業指數	10,402.76	0.17	8.58	外匯				香港 3 年期銀行同業拆借固定利率		
滬深 300 指數	3,590.34	2.03	15.76	匯率	美元/英鎊	1.1163	(0.31)	7.0090	0.7700	0.46
上證綜合指數	3,147.45	0.78	16.66	周變化 (%)	英鎊/美元	1.2665	(0.92)		0.7700	0.46
深證綜合指數	1,862.84	(0.17)	27.41	匯率	澳元/美元	0.7555	(0.87)		0.7700	0.46
MSCI 中國指數	73.31	1.88	15.77	匯率	美元/日元	111.18	(0.27)		0.7700	0.46
MSCI 香港指數	14,365.33	0.15	14.54	匯率	美元/瑞郎	0.9739	(0.06)		0.7700	0.46
MSCI 日本指數	958.26	0.91	16.75	匯率	美元/人民幣	6.8330	(0.33)		0.7700	0.46
				匯率	美元/港幣	7.8004	0.01		0.7700	0.46
				匯率	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期	7.0090	(0.22)		0.7700	0.46

附注:
1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期)
2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格



權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等于最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其他附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2017 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183