



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

“债券通”及中国利率展望

农银国际研究部

2017年6月22日

- 为促进香港与内地债券市场共同发展, 人民银行与香港金融管理局于5月16日联合宣布开展两地市场“债券通”。“债券通”初期先开通“北向通”。
- 相比之前的开放措施, “债券通”的开放方式更符合国际惯例, 准入门槛较低, 将显著降低境外投资者的交易成本。
- 为控制信用风险, 我们预期在“债券通”开放初期境外投资者或偏向投资于中央政府及政策性银行发行的债券。
- 我们预期人民银行在2017年将维持基准利率不变, 但有见于去杠杆的持续推进以及金融监管的强化, 金融市场利率或温和上升。

“债券通”开通在即

为促进香港与内地债券市场共同发展, 人民银行与香港金融管理局于5月16日联合宣布开展两地市场“债券通”。“债券通”初期先开通“北向通”。6月12日中国监管当局向社会公开征求《全国银行间同业拆借中心“债券通”交易规则(试行)》的意见, 随后又于6月21日公布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》。尽管“债券通”正式开通日期仍未公布, 但我们预期在今年第3季最早在7月或启动。

根据《全国银行间同业拆借中心“债券通”交易规则(试行)》的条款, 合格的境外投资者包括央行类机构和中长期海外机构投资者, 入场门槛与直接参与国内银行间债券市场相若。“债券通”交易的品种为现券买卖, 可交易的券种为银行间债券市场交易流通的以人民币计价的各类债券, 包括国债、地方政府债、中央银行债券、金融债券、公司信用类债券、同业存单、资产支持证券等。此外, “债券通”最低报价请求的请求量及最小变动单位均为100万元人民币。

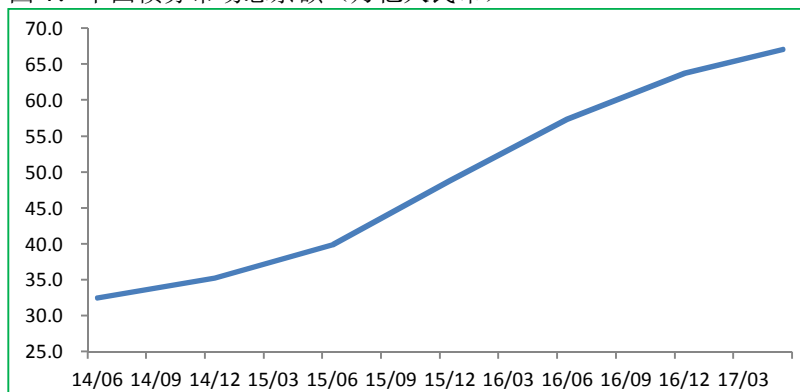
相比之前的开放措施, “债券通”的开放方式更符合国际惯例, 准入门槛较低, 将显著降低境外投资者的交易成本。“债券通”的开通料提升中国债券的交易量, 亦会增加中国债券的境外需求, 因而吸引资本流入, 缓解资本外流压力。

目前中国债券市场已经成为仅次于美国和日本的全球第三大债券市场, 在过去五年, 中国债券市场以每年21%¹的年均增长率快速发展。截至2017年5月底, 中国债券市场余额达67.1万亿人民币, 其中1.2%的债券为境外投资者持有(图1)。有见于人民币在SDR货币篮子中的权重达10.92%, 因此“债券通”未来的发展潜力不容小觑。

为减少信用风险, 我们预期在“债券通”开放初期境外投资者或偏向投资于中央政府及政策性银行发行的债券。市场利率的走势将左右“债券通”境外投资者的回报水平。

¹除另有指明外, 本报告列示的变动比率均为按年变化

图 1：中国债券市场总余额（万亿人民币）

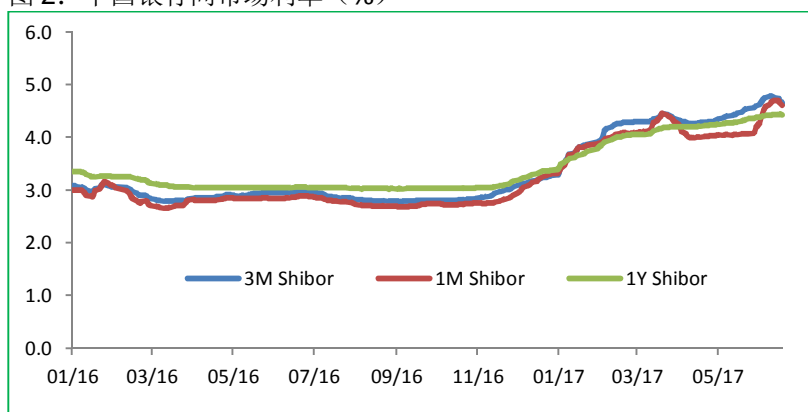


来源：人民银行，农银国际证券

中国利率展望

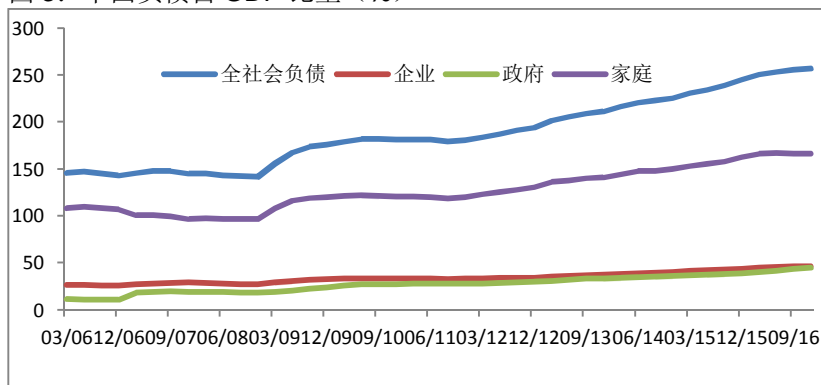
随着去杠杆的持续推进以及金融监管的强化，中国金融市场利率自年初来已现上升趋势（图 2）。根据国际清算银行的数据，2016 年底中国全社会总负债占 GDP 比重高达 257.0%，而 2015 年底为 244.9%（图 3）。特别值得警惕的是，2016 年底企业整体负债占 GDP 比重高达 166.3%，远高于发达国家企业负债水平。然而，有见于经济增长仍面临挑战，人民银行的基准存贷款利率自年初以来维持不变。

图 2：中国银行间市场利率（%）



来源：彭博，农银国际证券

图 3：中国负债占 GDP 比重（%）



来源：国际清算银行，农银国际证券



展望未来数月，虽然金融市场利率或上升，但我们预期大幅攀升的机会不大。国内方面，人民银行料在 2017 年维持稳健中性的货币政策，并力求在去杠杆与维持相对稳定的流动性条件之间取得良好平衡。尽管人民银行将持续推进去杠杆以及强化金融监管，但我们预期实施的力度将较温和，主要因为金融市场过高的利率会拖累实体经济及经济增长。

外部来看，我们预计全球主要央行将采取适度宽松的货币政策来应对经济和金融风险。虽然今年年初以来美联储已加息两次，但由于美国通胀前景走弱及川普政府推出积极财政政策的不确定性，我们预期美联储在今年余下时间维持利率不变。美联储或在明年年初开始缩减其资产负债表。此外，我们预期欧洲央行、日本央行和英伦银行在未来数季维持现有宽松货币政策不变。

整体而言，我们预期人民银行在 2017 年将维持基准利率不变，但金融市场利率或温和上升。为支持实体经济，人民银行料继续采用包括常备借贷便利、中期借贷便利以及抵押补充贷款在内的诸多措施维持银行体系相对稳定的流动性条件。汇率方面，由于美国加息步伐料温和，我们预期 2017 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.90 左右，而 2016 年年底为 6.9450。



中国经济数据

	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	
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---	
以美元计出口增长 (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	
以美元计进口增长 (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	
贸易余额 (美元/十亿)	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	
零售额 (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	
工业增加值 (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	
制造业 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	
非制造业 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	
固定资产投资 (累计同比%)	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	
消费物价指数 (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	
生产者物价指数 (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	
广义货币供应量 (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	
新增贷款 (人民币/十亿)	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	1110	
总社会融资 (人民币/十亿)	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	1060	

世界经济/金融数据

股指				大宗商品					债券收益率及主要利率		
收市价	周变化 (%)	市盈率		计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量		息率 (%)	周变化 (基点)	
美国				能源					美国联邦基金目标利率		
道琼斯工业平均指数	21,410.03	0.12	18.83	美元/桶	42.78	(4.38)	383,605	1.25	0.00		
标准普尔 500 指数	2,435.61	0.10	21.61	美元/桶	45.17	(4.64)	304,697	4.25	0.00		
纳斯达克综合指数	6,233.95	1.34	33.17	美元/百万英热单位	2.92	(3.95)	145,284	1.75	0.00		
MSCI 美国指数	2,319.85	0.10	22.03	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	61.80	N/A	N/A	0.8370	0.52		
欧洲				普通金属					美国 5 年期国债		
富时 100 指数	7,419.77	(0.59)	32.22	美元/公吨	1,857.75	0.09	35,760	1.7599	1.66		
德国 DAX30 指数	12,752.89	0.00	20.49	美元/公吨	1,867.00	0.00	45,179	2.1459	(0.55)		
法国 CAC 40 指数	5,249.66	(0.26)	19.43	美元/公吨	5,724.50	1.39	12,306	2.1459	(0.55)		
西班牙 IBEX 35 指数	10,670.10	(0.83)	16.78	美元/公吨	5,742.00	1.40	41,725	0.0580	0.20		
意大利 FTSE MIB 指数	20,907.40	(0.16)	N/A	美元/公吨	929.60	0.30	16,242	3.5750	(0.30)		
Stoxx 600 指数	387.04	(0.40)	24.82	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)		
MSCI 英国指数	2,162.63	(0.29)	33.20	美元/金衡盎司	1,252.30	(0.33)	187,952	0.00	0.00		
MSCI 法国指数	151.17	0.25	19.30	美元/金衡盎司	16.61	(0.69)	23,912	1.2156	0.33		
MSCI 德国指数	157.68	0.18	20.54	美元/金衡盎司	929.60	0.30	16,242	1.2872	1.37		
MSCI 意大利指数	58.68	0.38	N/A	农产品					隔夜上海同业拆借利率		
亚洲				2号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	375.25	(4.27)	98,482	2.8690	1.62	
日经 225 指数	20,110.51	0.84	19.23	小麦期货合约	美元/蒲式耳	474.25	(1.51)	72,030	4.6070	(9.20)	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,705.95	(1.18)	19.43	11号糖期货合约	美元/蒲式耳	13.27	(2.64)	55,957	0.7700	0.46	
恒生指数	25,674.53	0.19	13.83	2号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	928.25	(2.29)	61,666	公司债券 (穆迪)		
恒生中国企业指数	10,402.76	0.17	8.58						Aaa	3.61	(6.00)
沪深 300 指数	3,590.34	2.03	15.76						Baa	4.32	(3.00)
上证综合指数	3,147.45	0.78	16.66								
深证综合指数	1,862.84	(0.17)	27.41								
MSCI 中国指数	73.31	1.88	15.77								
MSCI 香港指数	14,365.33	0.15	14.54								
MSCI 日本指数	958.26	0.91	16.75								

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日日期)
- 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12个月无本金交割远期
汇率	1.1163	1.2665	0.7555	111.18	0.9739	6.8330	7.8004	7.0090
周变化 (%)	(0.31)	(0.92)	(0.87)	(0.27)	(0.06)	(0.33)	0.01	(0.22)



权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2017 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183