

中美息差收窄影響有限

劉雅堃 中銀香港分析員

財經述評

過去兩年，中美利差之所以維持在100點子附近，主要是因為當時人民幣匯改導致人民幣貶值預期的升溫。而同期美聯儲開始貨幣正常化進程，並步入緊縮周期。因此，當時穩定並保持一個較高水平的中美利差有重要意義。去年以來，在內地經濟基本面改善和金融風險管理有效性提升的背景下，人民幣單邊貶值預期被打破。

人民幣單邊貶值預期打破

目前內地經常賬戶順差佔GDP比重已從2016年的1.8%降至2017年的1.3%，在內地政府提出「主動擴大進口」和「持續擴大內需」的背景下，預計該佔比會進一步下降。但與此同時，2017年以來內地資本賬戶逆差已明顯縮小，在經常賬戶維持小

額順差和資本賬戶有小額逆差的基礎上，國際收支將維持總體平衡狀態，這將使人民幣雙向波動增加，因而維持中美利差的必要性下降。

中美債息倒掛可能性低

內地目前仍強調將三大攻堅戰置於首位，其中防風險是重要任務之一。在此基調下，監管和貨幣政策難以全面放鬆。

經驗表明，過度寬鬆的貨幣政策和大規模的簡單放水容易造成貨幣貶值、金融空轉、資金外流等負面作用，難以實際提振實體經濟。近期資管新規和《商業銀行大額風險暴露管理辦法》相繼落地，反映出內地引導金融去槓桿和提升金融機構流動性和資產負債管理能力的目標依然明確。

而4月份的置換性降準更多是出於降低企業融資成本和調整銀行信貸結構角度考慮，貨幣政策將繼續維持穩健中性。

自2017年以來，人行通過調整公開市場操作利率跟隨美聯儲加息節奏的做法很可能在年內得以延續。因此，中債債息進一步下行空間有限，中美債息倒掛的可能性不大。

內地經濟結構持續優化

由於美債收益率升高，美元走強，新興市場貨幣承壓。部分新興國家採取加息或買入本幣的方式穩定匯率。經分析後可見，中美息差收窄對內地的影響程度有限，不會造成內地宏觀經濟和金融市場的劇烈波動。

一方面，2017年中國GDP增速為6.9%，

2018年一季度GDP增速雖小幅降至6.8%，但整體上仍然平穩。另一方面，內地經濟結構進一步優化。2017年內地裝備製造業、高技術產業和戰略性新興產業的增加值同比增長均在11%以上，比整體工業快近一倍。先進製造業、高端服務業和消費成為經濟增長的主要推動力。

另外，中國對外債的依存度較低。截至2017年，內地外債佔GDP比率為14%，大幅低於國際公認的預警線。由於內地債信能力較強，因此美債債息攀升和美元走強不會對經濟產生較大的衝擊。

內地金融風險管理提升

一方面，內地政府通過資管新規等一系列監管政策推進金融去槓桿進程，通過拆解金

融鏈條消除金融風險，一定程度上解決債務快速積累和金融體系相對脆弱等問題。

另一方面，內地資本項目管制尚未完全解除，這為資本流動提供了一定的緩衝空間。總的來看，由於近年人民幣對美元彈性顯著增加，內地經濟結構持續優化，以及金融風險管理有效性的提升，當前人民幣貶值和資本外流的風險仍然可控。

目前，市場對美債債息和美元上行的可持續性存在疑慮，但若美債債息和美元持續超預期上漲，或會對人民幣及資金流向產生一定壓力。而未來美債債息和美元走勢將取決於發達經濟體經濟相對形勢的變化，中美貿易摩擦的演進，以及地緣政治因素的發展。

(二之二)

美聯儲略偏鴿 匯債見反應

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

相比歐日等國近期經濟數據疲弱，美國的數據雖然好壞不一，但整體樂觀，讓投資者對加息有更多的期待。不過從最近美聯儲的態度來看，似乎對加息步伐的預期更為鴿派。

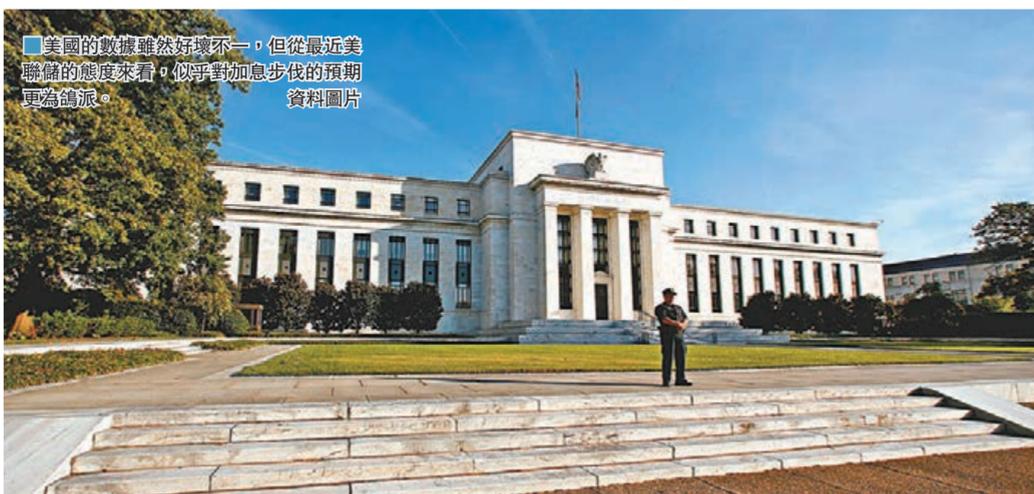
從2015年末開啟加息大門以來，2016年末加息一次，2017年加息三次，到今年3月加了一次，美聯儲貨幣政策正常化的步伐持續進行中。雖然五月沒有選擇加息，但市場對於六月行動的預期相當高，最新的會議記錄也再度加以證實。

會議記錄顯示，多位官員預計很快會再加息，並且表現了對一段時間內通脹率超過聯儲目標水平的容忍。但是不急於更激進的收緊貨幣政策，態度偏鴿派，打擊了市場原本的期待。

其實和五月的會議一樣，最近美聯儲都沒有透露特別的鷹派色彩。五月議息會議後，當時聲明就表示對商業固定投資更有信心，也承認家庭支出增速持續相對偏溫和，重申經濟走勢將保證漸進式加息。表示整體通脹和剔除食品與能源的通脹都在靠近2%，所以至少保證了6月加息的預期。

美元短線或調整

如此一來，會議記錄公佈後，美股短線走低，很快迅速回升，最終收漲。美匯指數從4月中開始作出突破，不但升穿90水平，更愈升愈高，昨日亦曾高見94.188。不過鴿派的會議記錄令美元失去



美國的數據雖然好壞不一，但從最近美聯儲的態度來看，似乎對加息步伐的預期更為鴿派。
資料圖片

了進一步上探的動能。於是先一度走低，隨後圍繞94水平震盪，好在仍能守住升勢，並未破壞，只是短線或有調整壓力，後市還看經濟數據的表現。

歐元因為經濟修復不及預期，自從遇阻1.25水平後就加速下跌，昨日失守1.17水平。英鎊也受到加息預期減弱影響，從高位回吐漲幅，昨日跌破1.34水平。若果美元調整，那麼受壓的非美貨幣或得機會喘口氣，歐元和英鎊或在連跌後靠穩反彈。

美債在近期回升不少。10年期美債收

益率在本月中終於突破3%水平，隨後進一步上探。但最近一周從高位回落，昨日更是加速下行，跌破3%一線，短線仍有下探的空間，不過料大的上行趨勢並沒有改變。

金價續弱勢震盪

隨著美元回吐漲幅，連續在低位徘徊的黃金獲得機會反彈。對於金價來說，有所緩解的地緣政治風險，不斷走高的美元，以及不變的貨幣政策正常化趨勢，令其不得不從高位回落，跌破1,300

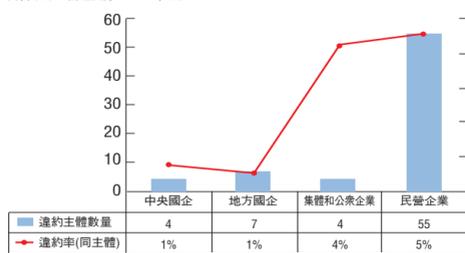
美元後在1,280至1,300美元區間內上落。昨日一度反彈，逼近千三水平，但還是未能真的企穩，最終還是回吐漲幅。即使短線仍有機會上探，但面對大的加息環境，料反彈的空間也是實在有限。畢竟從今年來的表現看，就算有地緣政治風險擔憂，金價也乏力突破1,360美元。白銀在經歷了四月的大起大落後又再度回到16美元至17美元的運行區間，昨日跟隨黃金反彈，收窄了早段的部分失地，整體主要還是圍繞16.5美元進行弱勢整理。

中國債市下半年有望回歸基本面

黃嘉誠 富達國際固定收益基金經理

2014-2018年中國違約事件統計

資料來源：富達國際，2018年5月



近期，內地的違約風險出現了上升的趨勢。去槓桿帶來的金融收緊加劇了規模較小的企業所面臨的流動性問題。我們針對違約問題和下半年債市走向提出了一系列觀點和看法。

圍繞近期違約潮，四月和五月連續高

頻出現的一系列違約事件引起了市場的廣泛擔憂和關注。此輪違約的一大觸發點在於這些公司在公開市場上很難發行新的債項以償還舊債，銀行取消了給他們的備用信貸，尤其是小型銀行不願放貸。除此之外，有的公司也面臨應收賬款

無法回籠的問題，因此出現資金鏈斷裂，導致流動性緊張甚至違約。

政府對違約容忍度不斷提升

自2014年第一起違約事件發生以來，截至目前已經有超過50家民營企業出現

違約。在打破剛性兌付的大環境下，政府對企業的隱性擔保可能會減少，政府對違約的容忍度也在不斷提升，因此預計下半年可能出現更多的企業違約事件，整體數量或將超過2017年。

不過，中國市場的違約率目前只有0.1-0.2%，仍然低於許多地區和市場。比如，以美元計價的亞洲高收益債券違約率大概能達到3%-4%。而違約總額目前達到910億元人民幣，這一金額也只佔中國債務總量的0.12%。

政策調控重點轉向「調結構」

展望2018年下半年，內地政策從「去槓桿」到「調結構」的轉向和中美貿易衝突將為債市走勢奠定基調。央行在第一季度貨幣政策執行報告中已經將「去槓桿」的字眼去掉，而換成了「調結構」。

這一提法的改變釋放了非常重要的政

策信號，意味着政府的調控重點已經從單純地降低槓桿率，轉向策略性地調整不同行業間的資源配置和資金流向。加上近期推出的資管新規，可以預期下半年中國債市有望回歸基本面。

中美貿易戰如果繼續升級，可能對高科技和「中國製造2025」所涉及的關鍵性產業造成衝擊，從而打擊市場的風險偏向。隨着風險偏好的降低，利率債將會獲益。信用債方面，我們會看到受影響行業的信用利差將會拉開。

關於投資策略，我們下半年會重點投資在一些現金流穩健的企業，尤其是國企。行業方面，會考慮一些消費零售業的公司，而對於產能過剩的產業，例如煤炭鋼鐵，則會非常審慎。

地方政府債方面，會主要挑選透明度相對較高而且穩健的地方政府債作為投資對象。

大灣區規劃細節快公佈 尋寶熱升溫

康誥投資研究部

粵港澳大灣區從2017年初首次寫入《政府工作報告》，其中提到深化珠三角合作，打造粵港澳大灣區，建成與美國三藩市媲美的世界級灣區，共建「一帶一路」。去年底，中央經濟工作會議又將粵港澳大灣區列入2018年重點工作，再到今年全國兩會將粵港澳大灣區提升到國家發展戰略層面，可見中央對此的重視和決心。至現在，大灣區的規劃細節快將公佈，因此希望齊齊與投資者「尋寶」。

金融：大灣區將致力於擴大金融業對外開放，並對區域內實體經濟提供創新的融資服務，藉以促進資金自由流動。粵港澳大灣區目前擁有港交所、深交所、廣州南沙商品期貨交易所、珠澳相對較為成熟的債券市場，並啟動「深港通」、「債券通」推進香港與灣區內其他地區的資本聯動，因此金融板塊值得投資者關注。

區內地產龍頭有望受惠

地產：大灣區建設將全方位提升城市開發水平，同時其帶來的人口聚集效應也將明顯提升區域內地產需求。目前粵港澳大灣區人口約6,800萬，預計到2050年，粵港澳大灣區將佔全中國人口的10%，達到1.2億到1.4億人。新增人口必定會帶來大量的住房需求，大灣區域內的地產龍頭有望整體受益。

水泥：此外，大灣區建設計劃總投資約35,000億元人民幣，市場預計將帶動區域水泥及混凝土等建材的中長期需求，每年額外增加逾6%，尤以廣東及廣西省為主。同時，由於水泥行業處理過剩產能進展順利，以致新增產能持續減少，再加上大企業整合提升行業集中度，令競爭環境得以進一步改善，帶動水泥價格近期持續上升，行業前景

仍然看好。

「高鐵+地鐵」值得關注

交通運輸：基礎設施建設是大灣區產業融合的重要前提，為了建立「一小時交通圈」，粵港澳大灣區各項交通建設陸續開建，部分工程已取得了突破性進展，如港珠澳大橋各項工程建設進展順利，連塘口岸即將建成，廣深港高鐵將全程實現「高鐵+地鐵」的軌道交通網絡對接等。建議投資者可重點關注鐵路、高速公路、航運、機場建設等領域。

港口：港口是水陸交通的關鍵集結點，亦是粵港澳大灣區實現經濟突破式發展的重要保障，今後大灣區發展方向包括世界級國際航運中心和物流中心。隨着國家「一帶一路」戰略同時推進，對外開放水平不斷提高，相關貿易港口及供應鏈領域將會持續受益。

粵港澳大灣區內「二區九市」產業佈局

城市	產業佈局
廣州	石化產業、汽車製造、電子產品製造
佛山	機械設備、家電、陶瓷、金屬加工、家具
肇慶	金屬加工、電子信息、汽車零配件、食品飲料、生物製藥、林產化工、農業
深圳	電子信息、生物醫藥、新能源、新材料
東莞	電子信息、電氣機械、紡織服裝、家具玩具、造紙及紙製品、石油化工、食品飲料
惠州	電子信息、石油化工、汽車及現代服務
珠海	電子信息、石油化工、家電電器、精密機械製造、生物醫藥、電力能源
中山	電子電器、五金家電、燈飾光源、裝備製造、健康醫藥、紡織服裝
江門	交通及海洋裝備、石油化工、電子信息、包裝印刷及紙製品、食品飲料、現代農業
香港	貿易及物流、金融服務、專業及工商支援服務、旅遊
澳門	博彩旅遊、出口加工、建築地產、金融服務

資料來源：各地方政府官網，新華網，廣發證券



中國「一箭雙星」成功發射兩顆北斗三號全球組網衛星。資料圖片