

总结

随着上周人民币对美元和一篮子货币再次出现双贬值之后，市场焦点再次回到人民币身上。中国央行在上周几次发声试图管理市场预期，但是市场似乎却朝着另一个方向去了。上周五人民币指数跌破 95 至 94.88，而美元/人民币即期价格也突破 6.6500。上周市场的走势是否显示央行的表里不一？我们并不认为这样。事实上，银行口头干预和市场方向不一致正是央行严格执行新的由市场驱动的中间价定价机制的结果。人民币中间价定价机制的弊端似乎已经越来越大，而这可能把人民币困在缓步贬值的陷阱中。我们将在稍后的专题讨论中讨论目前人民币定价机制以及我们对人民币未来的看法。但总体来看，没有任何改变之前，人民币可能还将进一步缓步贬值下去。

最新的 6 月制造业指数显示目前预测中国经济底部可能还为时过早。我们预计二季度 GDP 可能会进一步放缓至 6.5%。尽管英国脱欧后，市场对央行降息预期再次上升，但是央行似乎还是更倾向于使用 MLF 和 PSL 等流动性管理方式来维持货币市场的稳定。我们认为短期内央行降息的可能性不大，除非中国资本市场出现较大的震荡。

离岸市场上，刚过去的半年末，人民币流动性表现比 3 月末好很多。这主要受益于新的存款准备金计算方式。不过掉期市场短端隐含利率和人民币同业拆借利率的差，依然讲述了市场的担忧。人民币掉期隐含的利率再次下滑至负值，不过同业拆借市场上并没有像 3 月末时候跌至负值。同业拆借和掉期两个市场上的差异显示了市场对美元的需求，这主要与美元流动性趋紧有关。

本周市场将关注在上海举行的 G20 贸易部长会议。此外，市场也将关注南海的地缘风险。中国已经宣布在 7 月 12 日国际法庭审判主权纠纷之前在南海地区进行军事演习。

重大事件	
事件	华侨银行观点
央行发布了 188 页的 2016 金融稳定报告。	- 报告中，2015 年央行表示中国银行业资产质量继续恶化，其中不良贷款率上升至 2015 年底的 1.94%。而关注类贷款也由 2014 年的 3.99% 上升至 4.69%。贷款覆盖率下滑 50.86% 至 181.18%。 - 此外，报告也警示了表外资产快速扩张带来的风险。2015 年中国表外资产大幅增长 24.48% 至 82.36 万亿人民币。 - 不过最新的压力测试显示鉴于银行体系资本充足率依然较高，中国银行业应该可以抵御信用风险。在极端情况下，当不良贷款上涨 700%，银行体系平均资本充足率将由 13.32% 下滑至 9.53%，依然处在安全边际。
央行否认媒体报道上海暂停个人投资购汇。	- 央行表示经常账户下个人购汇和汇款政策并没有改变。 - 不过央行暂停了由个人出资的合伙公司对外投资的购汇，合伙公司也已经成为富裕人群将资金移到海外的渠道之一。 - 虽然央行在上周公布的 2016 金融稳定报告中再次重申了资本双向波动，但是鉴于英国脱欧后风险还不确定，央行对资本外流的管理将继续保持谨慎。
中国财政部在港共发行 140 亿元人民币的点心债。	英国脱欧公投结束后，市场避险情绪推低国债息率。这给中国创造了很好的窗口发行点心债。财政部表示下半年将在港发行多 140 亿元人民币点心债，这将为香港点心债市

	场增添流动性。另一方面，下半年在岸债券市场中将出现记录以来最大额到期量，且即将到期的债券发行人集中于产能过剩行业。。因此，短期内可能有更多国企和地方政府融资平台转移至离岸债市进行融资或再融资。
穆迪对港银行体系未来 12 至 18 个月展望负面。	- 由于香港银行业与内地联系日益密切，穆迪预期银行资产质量和盈利受压。根据香港金管局数据显示，截至 3 月，与中国内地相关的贷款占总贷款的 44%，而与中国国企相关的贷款则占与中国内地相关贷款的 42%。目前，大部分中国国企面临去产能和盈利压力，继而推高其违约风险。在这样的情况下，香港银行体系对内地企业敞口之大，使其特定分类贷款率由去年 3 月的 0.46% 上升至今年三月 0.78%。在英国退欧阵营胜出之后，在港英国银行也可能面临撤资风险。 - 另一方面，英国退欧可能促使美联储推迟加息计划，那么香港的疲弱楼市可能更缓慢地进行调整，从而支持银行的按揭贷款质量维持良好。另外，我们预期美联储加息步伐放缓或使香港面临的资金外流速度减慢，从而有利香港银行体系维持充裕流动性。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国修订一季度国际收支数据。经常账户盈余下滑至 393 亿美元，创下 2014 年一季度以来新低，不过金融和资本账户赤字则被下调至 2 亿美元。	- 受出境旅游人数增加，服务贸易逆差扩大至 576 亿美元，而货物贸易顺差受外需疲软的影响缩小至 1039 亿美元。 - 一季度直接投资和证券投资都呈现逆差。一季度外资直接投资流入下滑至 411 亿美元，创下 2009 年 3 季度以来新低，而中国对外直接投资则大幅上升至 574 亿美元，创下历史第二新高。 - 证券投资帐下，境外投资者一季度从债券市场上净撤回创纪录的 230 亿美元投资，显示对中国市场的担忧。不过鉴于中国与 5 月发布了外资投资中国银行间债券市场细则吸引长期投资者。我们认为债券资本流入可能好明显好转。
中国一季度外债下滑由 2015 年 1.4162 万亿美元下滑至 1.3645 万亿美元。	- 短期外债由 8223 亿美元下滑至 7460 亿美元，而长期外债则由 3713 亿美元上升至 3810 亿美元。 - 公司部门外债去杠杆继续。银行部门和其他部门外债分别由 2015 年的 6120 亿美元和 4727 亿美元下滑至 5581 亿美元和 3799 亿美元。

中国官方 6 月制造业采购经理人指数由 5 月的 50.1 下滑至 50，不过财新的制造业采购经理人指数则由 49.2 下滑至 48.6。	- 内外需都有下滑，其中新订单和新出口订单分别由 50.7 和 50 下滑至 50.5 和 49.6。 - 进口价格指数则由 55.3 下滑至 51.3，这意味生产者物价指数缺口收窄会放缓。预计 6 月 PPI 同比下滑会收窄至 2.4%左右。 - 最新的制造业指数显示中国经济依然还在寻找底部。
英国脱欧带来的不确定性或使香港贸易增长继续疲软。5 月份香港出口按年跌幅从 2.3% 收窄至 0.1%，反映出贸易活动持续改善。同时，进口额按年下跌 4.3%至 3177 亿港元，连续 16 个月下滑。香港贸易赤字录得 262 亿港元。	香港往主要地区的出口有所复苏，往亚洲的整体出口按年增长 0.6%，其中往中国的按年增长 0.9%。但同月，香港来自于中国的进口录得 242.6%的显著升幅，较上月 203.5%更为强劲。贸易数据的差异反映出资金持续通过虚假贸易活动离开内地。短期内，由于英国脱欧和人民币指数将纳入韩元，人民币的波动会增大。这或许会加深未来几个月市场对人民币贬值的恐惧，并增加贸易数据的差异。此外，香港对其他主要贸易伙伴的出口有不同程度下滑，往美国出口按年下跌 6.1%，往英国出口下跌 13.4%。这令我们担忧英国脱欧为全球经济复苏带来的不确定性会打压全球需求。因此，我们预计未来几月香港贸易活动依然疲软。
5 月份香港零售销售按年下跌 8.4%，零售销售总值录得 357 亿港元，连续 15 个月录得按年下滑。	数据反映出由于境内旅游活动疲软和旅客支出减少，零售部门的商业环境持续受压。我们认为香港暗淡的经济前景和英国脱欧后股市的波动会继续打压本地消费者情绪。香港各类零售商品销售普遍继续录得按年的负增长。奢侈品销售继续拖累香港零售业。珠宝钟表按年下挫 18.7%，连续 20 个月录得负增长且连续 9 个月录得双位数跌幅。此外，耐用品销售按年下跌 22.2%，而衣物类相关商品销售按年下跌 5.8%。我们认为中国经济放缓和外部环境的不确定性导致的入境旅客减少会继续打压香港的零售业，从而影响零售部门的就业。而零售业部门暗淡的前景和继续为香港的商铺市场带来压力。
澳门 5 月失业率维持在 1.9%不变，反映强劲就业市场。	然而，就业市场并不是全方位稳定。由于澳门政府收紧博彩业的管制，以及去年酒店和赌场开张带来的边际效益递减，因此导致博彩业和酒店、饮食及相关行业的就业人数有所减少。同时，业内竞争愈发激烈，使得酒店经营商面临盈利压力（酒店住客增速减缓，且酒店入住率连续 18 个月录得同比跌幅），也是该行业就业人数减少的原因之一。此外，新项目完工时间的延迟导致建筑业进一步裁员。相反，批发零售行业就业人数在过去 6 个月内第一次录得环比增长。然而，受到英国脱欧后市场避险需求上升的影响，美元走强带动澳门币升值，可能进一步削弱旅客消费能力，继而打击澳门零售销售和该行业的就业状况。

	尽管如此，未来 1-2 年内新酒店和赌场若能够按时完工，相信将会带来更多就业机会。总而言之，我们预期今年失业率降稳定于 2.0% 以下。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
- 央行在上周积极地发声试图管理贬值预期。周二央行在微博上表示虽然人民币对美元贬值但是人民币对一篮子货币维持稳定。周四央行则否认了部分媒体关于央行允许人民币对美元贬值到 6.8 的报道。 - 不过，人民币指数维持在 95.25 后，继续下跌，并在上周五跌破 95 至 94.88。而美元/人民币即期价格也突破 6.6500。	近期人民币对美元和一篮子货币同时贬值显示当前人民币中间价定价机制的弊端已经越来越大，而这可能把人民币困在缓步贬值的陷阱中。我们将在稍后的专题讨论中讨论目前人民币定价机制以及我们对人民币未来的看法。

流动性	
事件	华侨银行观点
- 央行继续通过非传统货币政策来管理流动性，包括 MLF 以及 PSL，6 月央行通过 MLF 净投放 1080 亿元，而通过 PSL 投放 1719 亿元。 - 离岸市场上，刚过去的半年末，人民币流动性表现比 3 月末好很多。这主要受益于新的存款准备金计算方式。不过掉期市场短端隐含利率和人民币同业拆借利率的差，依然讲述了市场的担忧。	- 尽管英国脱欧后，市场对央行降息预期再次上升，但是央行似乎还是更倾向于使用 MLF 和 PSL 等流动性管理方式来维持货币市场的稳定。我们认为短期内央行降息的可能性不大，除非中国资本市场出现较大的震荡。 6 月末，离岸市场上，人民币掉期隐含的利率再次下滑至负值，不过同业拆借市场上并没有像 3 月末时候跌至负值。同业拆借和掉期两个市场上的差异显示了市场对美元的需求，这主要与美元流动性趋紧有关。

OCBC Greater China research**Tommy Xie**Xied@ocbc.com**Carie Li**Carierli@ocbcwh.com**Kam Liu**Kamyyliau@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