

总结

原本以外在公布完主要经济数据之后，上周中国市场会安静一些。但是事实上大宗商品期货价格继续飆涨以及债券市场的进一步回调使得上周中国市场相当热闹。自 3 月以来，黑色金属就进入上升通道，而 4 月以来价格加速上涨。这里既有流动性驱动的因素，又显示投资者开始认同中国政府会继续通过基础建设和房地产投资来刺激经济增长。大宗商品期货市场的疯狂最终在上周四导致交易所提高交易费用。螺纹钢上周四单日换手量超过中国一年螺纹钢产量，且单日成交金额也超过同日沪深股指的成交金额显示投机力量的存在。在经历去年股市泡沫之后，市场对商品泡沫破灭的担忧不断上升。

中国债券市场也相当戏剧性。城投债的提前赎回以及受债务问题困扰的渤海钢铁拆分新闻也再次引起了市场对道德风险的担忧。近期中国债券市场面临下滑压力主要受到四个因素影响，包 1) 宽松预期减弱所产生的流动性担忧，2) 违约和道德风险引发的信用风险，3) 营改增后可能对金融交易成本的影响以及 4) 金融机构债券去杠杆。我们认为近期债券市场的压力可能还不足以引发央行更多宽松政策。而上周通过逆回购和 MLF 的天量流动性注入也显示央行在降准上的迟疑。人民币继续对一篮子货币的贬值也再次使得市场感到困惑，短期美元/人民币重新走高的风险再次上升。

重大事件	
事件	华侨银行观点
- 河北河海南两个地方政府融资平台打算提前兑付未到期债券，打击了城投信仰。如果按票面赎回的话，那二级市场投资者将面临损失。 - 天津政府原则性批准拆分负债 1920 亿元的渤海钢铁。将 4 家核心制造业企业调整为天津市国资委直接监管。 - 中国一行三会发文推动建立健全跨部门失信企业通报制度，督促钢铁和煤炭行业债券发行人及时披露信用风险有关信息，遏制企业逃废债。	这看似三条独立的新闻却有着共同点，就是中国债券市场背后的道德风险正在迅速上升。无论是提前赎回新闻还是面临高债务风险的公司资产在“好公司”和“坏公司”之间乾坤大挪移都会影响发行人和投资人之间的互相信任。在信用违约风险大幅上升的大环境中，道德风险上升的风险将会进一步打压信用债市场的情绪。
尽管上周股市迎来五连跌，但是商品期货价格在黑色金属价格大幅上涨的带动下，继续大幅走高。而这种近似疯狂的交易也传递到了包括棉花和鸡蛋等期货价格。这也导致交易所调高交易费用。今年以来螺纹钢期货价格上涨已经超过 50%。	近期大宗商品期货价格的狂奔主要受到两个因素影响，包括流动性以及市场相信中国政府将会继续通过基础建设和房地产市场来刺激经济。不过上周螺纹钢的单日交易量显示投机因素的存在（螺纹钢单日换手量超过中国一年螺纹钢产量，而单日成交金额也超过同日沪深股指的成交金额）在经历去年股市泡沫之后，市场对商品泡沫破灭的担忧不断上升。

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
▪ 结售汇和跨境收支数据：中国银行业 3 月代客净结汇逆差由 1 月和 2 月的 694 亿美元和 350 亿美元下滑至 336 亿美元。 ▪ 而跨境收支逆差也由 1 月和 2 月的 558 亿美元和 305 亿美元下滑至 261 亿美元。 ▪ 3 月公司和个人购汇量占外汇支出金额比率下滑至 74%，显示购汇压力有所减少。 ▪ 不过 3 月结汇意愿依然较低。结汇量占外汇收入的比率保持在 59%的低点。	▪ 最新的结售汇数据显示 3 月资本外流压力进一步减缓。但是和 3 月外汇储备数据显示不同的是，3 月资本外流趋势并没有被逆转。这也支持我们之前的观点，3 月外汇储备反弹很大原因是受到估值效应的影响。 ▪ 从好的方面来看，企业和个人不再急着购汇，但是结汇意愿的低迷显示市场情绪依然比较脆弱。因此，央行将继续保持其在监管跨境资本流动中谨慎的态度。
▪ 香港：商业前景黯淡使香港 3 月份失业率升至 2013 年末以来最高水平在连续 8 个月维持稳定不变后，3 月份香港季调后失业率从 3.3%升至 3.4%。	▪ 其中，建筑业和零售业的失业率上升最为明显。零售业的失业率从 4.6%升至 5.1%，为 2013 年 5 月份以来最高水平。这主要是因为收缩的旅客支出使零售业表现失色。贸易部门的失业率也进一步升至 2.9%，为近 9 个月来最高水平，此外，建筑业的失业率飙升至 10 个月来高位 4.9%。长期看来，由于经济前景的不稳定，公司招聘信心将继续受压。我们预计零售业部门失业率会继续处于高位。这可能继续影响本地消费，从而使得劳动力市场更为脆弱。
▪ 澳门：第一季贵宾厅的收入连续第八个季度录得按年跌幅，同比下跌 19.3%。另外，中场收入同比跌幅则收窄至 5.2%。	▪ 由于内地持续进行反贪行动，此前豪赌客均远离澳门贵宾厅赌桌。因此，贵宾厅的赌博收入逐季减少，并使得赌场营业商开始把重心转移至中场。具体而言，中场收入的占比由 2012-2015 年的平均水平 32.8%上升至 40.8%。此外，去年新酒店项目陆续开张，带动访澳过夜旅客人数连续 8 个月取得增长，3 月更按年大幅上升 14.1%。新赌场的开张也使得全澳赌桌较去年第二季度增加了 273 张。然而，每张中场赌桌的最低投注较低，且政府限制赌桌的增长速度。另外值得注意的是，尽管中国中产阶级不断扩大，中国持续增长的出境旅客倾向于前往日韩而非澳门，进而对澳门旅游业前景带来冲击。在目前中场收入占比仍低于 50%的情况下，再加上赌桌增加受限，以及旅游业持续低迷，澳门博彩业或将持续萧条。受此影响，我们预计该城市的市场情绪和房地产业也将受到打击。

人民币	
事件	华侨银行观点

上周人民币对美元和一篮子货币分别小幅贬值。其中境内市场上，美元/人民币上探 6.5000。	上周人民币贬值主要受到两个因素影响，包括美元全球市场上反弹以及央行通过悄悄引导人民币指数下滑所创造出来的贬值倾向性。我们认为短期内美元/人民币继续有上升风险。
---	---

流动性	
事件	华侨银行观点
央行上周通过逆回购为市场注入 6800 亿元天量资金，仅次于 1 月的 6900 亿历史投放高点。此外，央行上周一再次通过 3 个月和 6 个月的 MLF 投放 1625 亿元。	上周央行通过逆回购和 MLF 投放的资金未能缓解流动性偏紧的压力。7 天回购利率中间价上升 20 个基点至 2.55%。不过这也显示相对于降准，央行短期内还是偏向于采用逆回购和 MLF 等方式来应对流动性紧张的局面。不过我们依然认为央行有降准可能。

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