

总结

上周，人民币指数窄幅波动，不过受美元全球范围进一步走强影响，人民币延续对美元的弱势。事实上，市场对人民币中间价预期的准确度提高是人民币中间价定价机制透明化的产物。因此，上周三人民币中间价创下 5 年新低并没有引起新一轮波动。除了人民币之外，上周另一个重要事件是央行和财政部对稳健货币和积极财政政策的重新阐述。我们认为在中国资本市场不出现新一轮大跌之前，货币政策全面放松的可能性大幅下滑，而包括公开市场操作，MLF 和 PSL 的三合一定向政策将是流动性管理的核心政策。财政方面，鉴于货币政策局限性越来越多，预计政府加杠杆的积极财政政策将成为支持经济的主要手段。

此外，上周公布的境外投资者投资银行间债券市场的细节还是比较直白的，有望吸引中长期投资者参与到中国的债券市场。不过，最新公布的香港 4 月贸易数据中，香港对大陆出口数据与大陆公布的香港进口数据差距越来越大，显示资本外流的压力依然存在。今天早上人民币中间价再创 5 年多新低，虽然这与中间价模型相吻合，但是随着媒体重新渲染人民币贬值压力，中国央行如何管理波动性和预期将成为本周市场关注的焦点。

重大事件	
事件	华侨银行观点
- 央行在最新发布的《2015 年以来稳健货币政策主要特点的回顾》一文中谈到了 2015 年年以来，资本市场出现两次快速下跌，央行在 2015 年 6 月通过降息以及在今年 1 月通过注入流动性避免了系统性风险的爆发，不过央行也表示对这种被动注入流动性的做法表示了无奈，认为当时没有更好的选择。 - 央行表示受干预股市导致 M2 基数扩大等因素影响，未来几个月 M2 可能会显著下滑。不过随着基数效应消失，M2 会回归正常。 - 对于下一步工作，央行表示将继续实施稳健的货币政策。	- 我们认为央行此文基本为下一阶段的货币政策订了基调，即稳健依然是主要方向。央行对未来几个月 M2 增幅的预览也暗示其对 M2 下滑的容忍度提高，不会因为 M2 的下滑而改变其货币政策态度。总体来看，我们认为短期内全面宽松的可能性不大，而结构性宽松依然将成为央行的主要政策工具。流动性管理上，我们认为相对全面降准，目前公开市场操作，中期借贷便利以及抵押补充贷款三合一定向工具将成为央行首选的工具。 - 当然，金融稳定依然是央行政策的重要考量。在资本市场不出现大幅波动的前提下，央行全面宽松的可能性不大。反之，央行可能会被迫进一步通过降息或降准的方式来控制系统性风险。
财政部在最新的答记者问中表示，包括地方政府以及地方政府或有债务在内，全国政府债务占 GDP 比重在 2015 年略超出 40%，低于世界水平。因此，财政部认为政府依然有举债空间，而政府适当加杠杆可以支持企业逐步去杠杆。	此次的答记者问和央行回顾 2015 年货币政策有异曲同工之妙，即为下一阶段财政政策设定了基调。随着货币政策局限性越来越大，我们认为积极的财政政策将扮演更重要的角色来弥补货币政策的不足。
中国央行公布合格境外投资者投资境内银行间债券市场细节。	- 符合条件的境外机构可自主决定投资规模，没有额度限制。不过以 QFII 和 RQFII 进入银行间债券市场的机构投资者则将继续遵守 QFII 和 RQFII 就额度等有关规定。 - 对于汇入资金，境外投资者可以自主决定是美元还是人民币，不过投资者汇出的资金币种结构要与汇入时相仿，上下波动不超过 10%。 - 我们认为中国对境外多数机构投资者放开境内银行市场是近期中国资本账户开放中最重要的的一项，没有之一。随着

	细节的落实，我们预期更多资金将涌入中国的债券市场。鉴于目前境外投资者占中国市场比例非常低（不到 2%），我们近期的人民币波动以及对信用质量的担忧，不会成为境外中长期投资者投资中国债券市场的障碍。只要操作透明，风险回报合理，境外投资者将会考虑中国市场。 ▪ 就拿地区内马来西亚和印尼为例，2015 年以来两国货币波动率大幅上升，但是并没有影响境外投资者对两国债券的需求。两国外资占有量依然维持在高位。
▪ 中国在伦敦发行 3 年期人民币计价国债。这也是在大陆和香港意外首个人民币国债。收益率定在 3.28%，较境内同期收益率高。	▪ 即去年在伦敦发行了央票之外，此次国债的发行有助于在境外完善人民币收益曲线，助推人民币国际化。
▪ 港交所本周将推出基于欧元兑离岸人民币、日元兑离岸人民币、澳元兑离岸人民币及离岸人民币兑美元的可交割期货。	▪ 受近期人民币波动率上升影响，香港的美元兑离岸人民币可交割期货（2012 年 9 月推出）变得十分受欢迎，投资者纷纷利用其进行外汇风险的对冲。随着港交所推出更多多样化的离岸人民币期货，我们预期来自欧元区、日本和澳洲（中国的三大贸易伙伴）的出口商将更愿意以人民币进行结算。另外值得注意的是，大部分境外投资者并无法涉足境内外汇市场。那么，最新的离岸人民币期货则可能让来自欧元区、日本和澳洲的境外投资者更有效的对冲外汇风险，并提高人民币资产对更大范围投资者的吸引力。这也是为进一步推进人民币国际化铺路。
▪ 穆迪下调澳门主权评级一个级别至 Aa3，并把前景展望定为负面。	▪ 穆迪预期澳门 2016 及 2017 年将继续收缩，惟下滑幅度有所减小。该评级机构也认为澳门的经济转型将造成外需主导该地区经济走向的前景。然而，近期数据显示澳门旅游活动受惠于去年五月以来的新酒店开张而有所复苏。另外，来自主要客源地（包括中国内地）的旅客人数均显示增长。在旅客人数上升的支持下，博彩业的中场逐渐扩张，占比更已增长至 40%，往后随着亚洲中产阶级的扩张，预期中场的占比将进一步上升。澳门正在计划建设一个主题公园，并引进国际体育赛事。再加上未来 1-2 年内更多酒店和赌场项目的竣工，相信澳门旅游业将逐步复苏。尽管旅客消费水平低迷，以及政府对赌台增长的限制将阻碍博彩业的复苏进程，但我们仍认为博彩收入今年下滑幅度将大幅收窄，按年跌 5%。此外，经过长时间的经济放慢后，全球经济和外需长期内复苏的机会将较进一步下挫的可能性为大。因此，澳门经济面临的下行风险将较为有限。截至今年首季末，澳门财政储备初步估计为 4360 亿澳门元，相当于 2016/2017 财政年 59 个月的政府支出。如澳门金管局所指，总括而言，我们认为澳门经济 2016 年收缩 1.2%后，明年将重获增长，而长期则趋于稳定及维

	持较温和的扩张。
--	----------

主要经济数据	
事件	华侨银行观点
中国 4 月规模以上企业工业利润增幅较 3 月的 11.1% 大幅放缓至 4.2%。不过今年 1-4 月工业利润依然增长 6.5%，扭转了去年下滑的趋势。	4 月工业利润放缓主要受电子、电力以及汽车等行业利润增长放缓影响。 - 不过好的方面来看，高技术制造业利润增长较快，4 月同比增长 21.6%。 - 另外一个亮点来自产成品库存的下滑，4 月同比下滑 1.2%，显示企业去库存压力减缓。
香港出口货值连续跌十二个月，然而跌幅较过去有所缩小，4 月按年下降 2.3%。同时，4 月进口货值（3,163 亿港元）的同比跌幅收窄至 4.5%，因此贸易逆差也改善至 310 亿港元。	香港出口的长期跌幅主要源于疲若的外需。展望未来，我们随着欧盟和部分亚洲市场的需求反弹，香港的出口和进口跌幅将进一步趋于温和。另外更值得留意得是，香港官方数据显示向中国内地的出口货值按年跌 4.8%，而中国海关公布的来自香港的进口货值则同比大幅上涨 203.5%。两岸数据的巨大偏差意味着在岸市场资金流出的压力仍存在。我们将继续关注两地贸易数据，以评估近期香港金管局和香港海关打击来自中国虚假贸易的行动是否见效。
4 月澳门入境旅客人数按年下降 3.0%。	由于今年复活节假期落在 3 月份而非去年的 4 月份，因此 4 月入境旅客人数减少纯粹是受到假期因素的影响。实际上，在酒店房价越来越吸引的背景下，过夜旅客人数连续第九个月录得升幅，按年增长 5.6%。另外，来自主要地区（包括中国大陆）的旅客人数也显示强劲涨幅。利好数据意味着复活节假期的影响一旦减退，澳门入境旅客将重现上升趋势。

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币指数窄幅波动，人民币随波逐流，对美元贬值，但人民币中间价创下 5 年多新低。	- 和 1 月最大的不同就是，上周人民币对美元的贬值并没有引起新一轮恐慌性抛售。这可能受益于更为透明的人民币中间价机制。 - 今天早上美元/人民币中间价再次刷新 5 年多新高，随着媒体再次聚焦人民币贬值，不排除央行可能会通过偶尔的干预来控制人民币波动率。

流动性	
事件	华侨银行观点
近期境内美元流动性紧张不光影响了境内市	受美联储加息预期重燃影响，5 月中以来，境内美元流动

场，也影响了离岸市场上港币的掉期率。	性收紧。美元流动性紧张也受到远期美元交易 20%准备金以及央行干预回收美元流动性等因素累计影响。受流动性紧张影响，美元/人民币掉期率回落。不过最令人意外的是美元/港币掉期率的回落。由于境外人民币流动性偏紧，中资行通过港币获得美元的做法导致港币掉期率出现波动。
---------------------------	--

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