

总结

五一小长假之前一系列监管政策的调整席卷了原本相对平静的中国市场。中国央行扩大全口径跨境融资宏观审慎管理至全国显示从今天开始，外债额度成为历史。当然由于对表外融资以及或有债务风险因子的提高，使得新政对银行跨境融资业务的影响好坏参半。此外，外汇管理局进一步扩大了银行结售汇综合头寸下限，允许银行加大裸空美元头寸。这些政策调整背后都有一个共同点就是吸引外资流入。中国债券市场过去几周一直面临抛压，其中一个原因就是营改增所带来的技术性冲击。市场担心营改增之后债券市场交易成本会提高。不过财政部最后一分钟的补丁有助于纠正市场过度悲观的情绪，稳定债券市场的情绪。人民币方面，人民币指数继续下滑，今天早上受日元暴涨影响，更是跌破 97 至 96.54。日元大涨为人民币创造了对美元升值但对一篮子货币贬值的微妙情况。但是随着人民币指数持续下滑，市场开始质疑中国参考一篮子货币的承诺。

重大事件	
事件	华侨银行观点
央行将全口径跨境融资宏观审慎管理扩大至全国。从今天开始，外债额度成为历史。	- 所有中国企业（不包括地方政府融资平台和地产公司）和金融机构都可以从境外借本外币资金。跨境融资风险加权余额上限将取代外债额度。而新的上限将取决于借款人的核心资本（金融机构）或者净资产（企业）。 - 对于每一笔跨境融资，都需要相对应的计算跨境融资风险加权余额。而风险加权余额的总和不能超过风险加权余额上限。跨境融资风险加权余额的公式为：$\sum \text{本外币跨境融资余额} \times \text{期限风险转换因子} \times \text{类别风险转换因子} + \sum \text{外币跨境融资余额} \times \text{汇率风险折算因子}$。 - 不过与 1 月在自贸区推广时的规定比较，表外融资（或有债务）的风险因子被调高。包括内保外贷和跨境衍生品交易的类别风险因子被提高到 1。 - 总体来看，我们认为跨境融资宏观审慎管理扩大至全国有效扩大了境内企业的融资渠道。而企业或金融机构对外负债的额度将取决于自身的资本金和净资产规模。 - 我们认为新政策可能有以下四点影响。第一，受期限风险转换因子的影响，对于境外中长期（超过 1 年）人民币或者外汇的需求可能会上升。第二，由于境内人民币融资成本低于境外人民币融资成本，理论上来说，短期内对境外人民币需求可能不会很大。但是新政推高境外人民币融资成本的可能性不能被忽略。第三，从中期来看，未来离岸人民币融资成本将于境内融资成本更为密切。第四，对内保外贷和跨境衍生品交易风险因子的提高可能会影响金融机构对这些业务的热情。
外管局进一步扩大银行结售汇综合头寸下限，允许银行加大裸空美元头寸。	此举旨在扩大价格发现功能。经调整后的头寸下限总计约增加 1000 亿美元。
外媒报道中国可能最早在 7 月推出以 SDR 定价的交易平台	SDR 定价的证券从 1975 年开始就出现在私人市场上，而瑞典政府在 1981 年也曾经发行过 SDR 定价的债券。但是 80 年代后，SDR 定价的债券市场未能腾飞，Eichengreen 教授

	认为这主要受到协调问题的影响。 ▪ 研究显示 SDR 计价的债券可以在有效证券组合中扮演重要角色。其也可以帮助分散风险以及部分对冲汇率风险。中国重新推动 SDR 计价债券发行有两个好处，第一，将提高 SDR 的重要性。第二，则可以为境内投资者提供对冲人民币贬值的投资工具，这也有利于帮助缓解资本外流的风险。
▪ 中国营改增自 5 月 1 日开始正式实施，成为自 1994 年来最大的税收新政。政府预计今年将节税 5000 亿元。就在营改增正式开始前，财政部发布新的补丁，将回购交易和政策性银行债券的利息收入加入免增值税的行列。	▪ 过去几个星期中国的债券市场面临抛售压力，我们在上周曾经谈了四个原因。其中一个就是营改增所带来的技术性因素。市场担心营改增之后债券市场交易成本会提高。不过财政部最后一分钟的补丁有助于纠正市场过度悲观的情绪，稳定债券市场的情绪。
▪ 中国银行和工商银行在一季度财务报表里显示其坏账拨备覆盖率分别跌破 150% 的监管红线，其中工行的覆盖率下跌至 141.2%。	▪ 工行在允许拨备覆盖率下滑后，一季度成功录得小福盈利增长。这显示在坏账持续上升的大环境下，银行在盈利和覆盖率之间的选择越来越艰难。当然，这并不意味着中国银行业将面临危机，毕竟中国拨备覆盖率依然处在较高水平。而自 2 月以来监管机构也开始讨论将最低拨备覆盖率下调至 120-130% 来缓解银行的盈利压力。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 制造业采购经理人指数：中国 4 月制造业采购经理人指数由 3 月的 50.2 小幅下滑至 50.1。从需求方面来看，新出口订单和新订单分别由 50.2 和 51.4 下滑至 50.1 和 51。而原材料库存和产成品库存也分别下滑至 47.4 和 45.5。进口价格指数则进一步上升至 57.6。	▪ 4 月制造业采购经理人指数中的分类指数普遍较 3 月小幅下滑，除了进口价格之外。进口价格的复苏有利于缩窄生产者物价指数的跌幅。总体来看，我们认为 4 月数据依然支持中国经济的复苏。不过原材料和产成品库存的下滑，显示企业依然较为谨慎。
▪ 香港 3 月份进出口仍然疲软。香港 3 月份出口连续第 11 个月录得下滑，按年下挫 7.0%，而进口按年下挫 5.8% 至 3324 亿港元，连续第 14 个月下滑。	▪ 香港对中国出口进一步录得 11% 的按年跌幅，为过去 12 个月以来第 11 次收缩。中国公布的来自香港的进口数据与香港公布的往中国出口数据差异仍然较大，这反映出虚假贸易现象仍然存在以帮助内地资金流出中国。但我们预计这种差异会随着市场对人民币贬值担忧的缓和以及两岸息差的缩窄而有所减小。长远看来，我们认为由于全球经济放缓下海外需求疲软，未来数月香港贸易增长仍然疲弱。

▪ 香港：2016 第一季度年私人住宅施工量大幅攀升。根据运输与房屋局面数据显示，私人住宅施工量从 2015 年的平均 3,550 单位升至 2016 年第一季度的 13,300 单位。此外，2016 年第一季度的私人住宅落成量为 1,800 单位，为 2015 年同期的一倍。根据差饷物业估价署的预测，2016 年全年的落成量为 18,200 单位，较 2011-2015 年 5 年间的年均落成量 10,960 单位高出 66%。	▪ 考虑已落成但仍未售出、在建筑中的及已批出土地并可随时动工的单位数目，未来三至四年间可提供的私人住宅单位数目为 92,000 单位，高于 2016 年施政报告中预计的 87,000 单位。长远来看，不断增加的私人住宅供应量及未来美联储加息会使 2016 年住宅市场楼价出现明显下滑，我们预计 2016 年楼价按年跌幅约为 15%。
▪ 3 月份香港人民币存款按年收缩 20.2%。尽管 3 月份离岸人民币升值了 1.35%，离岸人民币存款连续第 7 个月录得跌幅，按年下跌 20.2%（按月下跌 5.54%）至 0.759 万亿港币。	▪ 离岸人民币存款或许是因为银行在季末努力减少账面存款以应付新实施的存款准备金规则。此外，美元存款连续 9 个月录得增长，按月上升 1.7%至 3.808 万亿港币。但随着近期市场对人民币贬值担忧有所消退，我们认为短期内离岸人民币存款会逐步稳定。香港境外使用的贷款按月小幅上升 0.6%(按年下跌 1.1%)，反映出与内地相关贷款活动仍然疲弱。尽管中国 3 月份经济数据好转使得宽松预期在短期内减弱，但人行继续通过公开市场操作向市场注入流动性。此外，由于道德风险上升，中国债券市场近期面临压力。因此，收窄的两岸息差和内地企业信用恶化会限制香港对内地的信贷活动。
▪ 澳门：第一季失业率维持在 1.9%。自 2015 年 6-8 月以来，澳门 3 个月失业率持续维持在 1.9%的低位。	▪ 支持澳门就业市场稳固的主要因素则是去年新酒店和赌场落成所带来的劳动力需求。随着 2015 年 5 月底新酒店逐间落成，酒店业竞争愈发激烈，而酒店客房价格也因此得以逐步下调，使得澳门入境旅客出现结构性变化。澳门过夜旅客连续取得 8 个月升幅，与此同时，3 月酒店住客人数也同步上升，并取得连续第四个月双位数涨幅。利好数据也增添了赌场经营商对即将推出的项目的信心。随着大部分新酒店和赌场项目拟于 2016 年下半年至 2017 年期间逐一落成，相信建筑业和酒店业的新增就业人数将有所上升。而新一轮赌场建成也将帮助博彩业消化业内的过剩劳动力。然而，旅客消费持续低迷，亦可能进一步迫使零售业裁员。整体而言，我们预期今年澳门失业率将稳定于 2%以下水平。另外值得注意的是，不明朗的本土经济前景可能促使各行业节省开支，继而造成薪金增速的放缓。在此情况下，我们预期本土消费和房地产市场也将受到打击。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 人民币指数进一步下滑。上周跌至 97.12，而	▪ 中国继续利用美元全球走弱，在维持人民币对美元稳定的

今天早盘人民币指数更是跌破 97，至 96.54。	大环境下调低人民币对一篮子货币的价值。上周日元大涨继续为人民币创造了对美元升值但对一篮子货币贬值的微妙情况。但是正如我们在过去的报告中指出的，人民币指数持续下滑，使得市场开始质疑中国是否又重新回到盯美元的局面。
----------------------------------	--

流动性	
事件	华侨银行观点
上周央行通过公开市场操作回收 2900 亿元流动性。	尽管债券市场面临抛压，但是央行通过公开市场回收流动性显示央行在流动性管理上的谨慎态度。

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