

总结

上周中国市场不乏大新闻。总体来说，信用环境的恶化主导了财经新闻版面。东北特钢周一的违约使得中国的信用利差扩大。而国信香港在技术性违反维好协议之后，也差点成为首个在人民币点心债市场违约的国有企业。不过对 3 月制造业指数采购经理人指数乐观的预期（周五的数据证实了这种预期）掩盖了信用风险，中国股市上周小幅走高。3 月 31 日境内外人民币流动性的分离趋势非常有戏剧性，三个月前曾出现 66.8% 历史高点的离岸人民币隔夜拆借利率跌至负利率。不过境内外流动性的差异只是金融机构为了适应新的监管变化而产生的。很显然这个影响是短暂的。央行首次公布了远期干预的头寸，央行持有的远期美元空头低于市场预期，更正了市场过度悲观的情绪。受美元大幅下滑影响，人民币上周对美元小幅走高，尽管人民币指数依然维持在 98 一线。从此，上周关于外管局子公司投资 A 股的新闻也引起了市场的关注，目前为止细节不多，这个话题可能会在未来几个月继续发酵。

重大事件	
事件	华侨银行观点
- 地方国企东北特钢 3 月 28 日未能按约偿还到期的商业票据构成违约，成为近期产能过剩的又一个受害者。 - 违约事件之后，中国信用利差扩大。	虽然东北特钢已经是今年出现违约的第十家公司，但是其违约对市场的心理冲击依然较为显著。首先，这是今年第二家地方国企出现违约。其次，违约债券是由国开行作为主承。此次违约让市场担心地方政府干预的能力以及决心或许受到近期经济放缓影响，而地方政府与银行之间的沟通也显然受到质疑。随着潘多拉魔盒的打开，中国的刚性兑付体系已经开始瓦解。从长远来看是好事，但是短期内可能会加剧投资者对中国经济的担忧。
- 媒体报道国信证券香港发行的点心债券托管行在外部审计报告显示国信香港净值跌破 1 美元后警告债券持有人可能出现违约事件。这也可能成为首列由于打破维好协议而面临违约的事件。 - 不过市场反应相对平静，国信债券价格基本保持稳定。	- 我们认为此次维好协议的打破更多是技术性因素，这些因素可以通过国信母公司对香港子公司注资方式解决。而国信证券也表示就注资事项，已经获得证监会批准。 - 我们认为此次的违约风波，更多是公司个体风险而非系统性风险。维好协议的打破可能与公司总裁去年 10 月自杀后公司内部沟通出现问题有关。 - 只要国信证券可以按时支付于 4 月 24 日到期的利息，此次事件的后续影响可能不会很大。
上海证券报上周称，外管局旗下的梧桐树投资及其两家全资子公司（北京凤山投资和北京坤藤投资）从去年四季度起开始增持 A 股，成为包括工行、中行等至少 10 家 A 股上市公司的前十大股东，其所持 A 股市值已超过 270 亿元	- 市场的猜测是央行配合财政部及证监会对 A 股进行维稳或协助证金公司转换筹码从而偿还从商业银行借来的短期贷款。 - 不过，这也可能只是外管局处于资产配置的需求。由于目前细节不多，来仅以此新闻评估影响，可能还为时尚早。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
3 月中国官方制造业采购经理人指数以及财新制造业采购经理人指数分别好于市场预期。其中官方数据由 49 大幅上升至 50.2，而财新数据则由 48 反弹至 49.7。 - 分类来看，官方数据中，新订单和新出口订单重新回到 50 以上，显示需求的好转。此外，进口价格分类指数也由 50.2 进一步反弹至 55.3，这可能会缓解出厂价格通缩的压力。	- 虽然制造业采购经理人指数理论上来说是通过季节性调整的，但是该指数在 2 月和 3 月的季节性因素依然较为明显。过去 12 年以来，3 月 PMI 总是高于 2 月的数值。 - 此外，制造业指数的反弹也受益于 3 月金融市场反弹以及需求的复苏。3 月中国股市涨幅超过 10%，而大宗商品价格也出现反弹，此外人民币趋稳缓解了制造商紧张的情绪。 - 我们认为制造业指数的反弹是对之前过度悲观情绪的修正。但是由于国内外挑战依然存在，言经济反弹还为时过早。
2 月份香港零售销售总额延续跌势，按年大幅下挫 20.6%，同时为连续第 12 个月录得下滑，录得 1999 年以来最大跌幅。	奢侈品销售继续拖累香港零售业。珠宝钟表销售连续 17 个月录得下滑，按年暴跌 32.5%，连续第六个月录得双位数跌幅。短期内，香港零售业会继续受到疲软的旅游业，中国经济下滑和外部环境不稳定性的拖累。而香港零售业遇冷会对香港商铺市场增加下行压力。预计未来香港商铺租金会继续下滑而核心商业区的商铺空置率会继续上升。
2 月份离岸人民币存款按年下挫 17.4%。尽管 2 月份离岸人民币升值了 0.67%，香港人民币存款延续跌势，连续第六个月录得按年下挫，下滑 17.4%至 0.804 万亿港元。环比看，人民币存款在上月上升 0.1%后录得 5.65%的跌幅。	人民币存款显著收缩主要是因为农历新年期间对现金的需求有所增加。然而，随着人民币近期回稳，我们相信短期内香港人民币存款的收缩速度将有所放缓。另一方面，香港总贷款和垫款按年小幅上升 1.4%至 7.47 万亿港元。而在香港境外使用的贷款环比下跌 0.8%，反映出随着中国企业信贷质量的恶化和中国借贷成本的下降（中国人民银行在 3 月 2 日意外降准 50 个基点以向市场注入流动性），与大陆有关的贷款需求有所下降。
3 月份澳门赌收逊于预期，连续录得第 22 个月跌幅。由于农历新年假期效应不再，同比跌幅再度扩大至 16.3%。	澳门政府指望旅游业能够推动该地区经济复苏，然而数据却显示去年以来新开张的酒店并没能澳门吸引来足够多来自全球各地的留宿旅客，以弥补不过夜内地旅客的流失，而这些即日往返的内地旅客也是以往涉足赌场的旅客。由于中国持续进行反贪运动，再加上一些新酒店和赌场项目完工时间的延迟，我们认为旅游业短期内仍无法稳步复苏，因此对于已经把重心转移至中场的赌博业而言，可谓是雪上加霜。此外，政府规定 2023 年之前每年赌桌增长不得超过 3%。再加上中场赌桌的最低投注额较低，导致中场盈利率远低于贵宾厅，因此中场的收入即使有所增长，仍将难以覆盖贵宾厅的业务流失。整体而言，尽管我们预期今年赌收跌势将放慢，但年末仍可能按年下滑 5%左右。

人民币	
事件	华侨银行观点
上周受美元大幅走弱影响，美元/人民币回到 6.40 区间。不过人民币指数相对稳定，人民币指数由 98.16 小幅回落至 98.01。	央行继续将人民币指数守在 98。而人民币指数在 98 附近盘整超过两个星期，显示央行引导市场关注人民币指数的做法。我们认为短期内人民币指数可能将继续保持在 98 以上。鉴于近期中国基本面以及国际收支局势改善，央行可以暂缓进一步引导人民币指数的下滑。
央行首次公布远期头寸，截至 2 月底，央行远期卖美元头寸达到 289 亿美元。	该数据低于市场预期。央行提高数据透明度，有利于我们观察央行的干预方式。目前来看，3 月以来，央行进一步减少对远期市场的干预。

流动性	
事件	华侨银行观点
3 月 31 日境内外人民币流动性的分离趋势非常有戏剧性，三个月前曾出现 66.8% 历史高点的离岸人民币隔夜拆借利率跌至负利率。而境内流动性则趋紧，其中交易所一天的回购利率一度上升至 12.6% 的高点。	- 境内外流动性的差异只是金融机构为了适应新的监管变化而产生的。 - 境内市场银行为了适应新的宏观审慎测评体系从而导致其减少对非银同业的贷款。 - 离岸市场上，银行正在研究存款准备金的影响。不同于境内，境外存款准备金是按季度结算，根据上一个季度末余额，准备金将被锁定三个月。因此，对于很多金融机构来说，一天的负利率相对于三个月的低息冻结依然有较大的吸引力。为了减少季末的余额总量，金融机构有动力不计成本贷出资金。 - 这些影响都是短暂的。

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