

总结

上周风险情绪受周一人民日报权威人士文章的冲击普遍走弱。虽然我们认为权威人士文章出的正是时候，不过确实也引起了市场的三个担忧。首先，L 型的复苏评论显示中国经济挑战可能超过预期。其次，对高杆杆的评论则引起了市场对政策转向的担忧。第三，进一步深化去产能和僵尸企业也意味着市场波动率可能会进一步上升。不过总体来看，我们认为权威人士的文章适时地提醒了市场中国改革的决心并没有改变，目前的需求侧刺激是为供给侧结构性改革争取更多时间。

周末公布的 4 月经济和金融数据全线弱于市场预期。房地产市场依然是拉动经济增长的主要因素。不过中国经济对房地产的过度依赖也使得市场开始担心经济复苏的持续性。现在市场最关心的可能是央行会否在 4 月差强人意的数据公布后推出更多宽松政策。我们认为基于三个原因，可能性不大。首先，4 月金融数据主要受到包括地方政府债务置换以及财政存款大幅上升的干扰。第二，4 月经济数据虽然不如预期，但是并不算很糟糕。第三，权威人士文章也显示中国重新平衡增长和改革的决心。不过短期内，受宽松预期下滑影响，市场情绪可能依然脆弱。本周市场的焦点可能会回到人民币身上。不过我们认为随着一篮子货币重新成为锚，人民币波动率可能会被控制。

重大事件	
事件	华侨银行观点
人民日报《开局首季问大势—权威人士谈当前中国经济》的评论文章撼动了市场。	- 权威人士在文章中指出几点。首先，经济运行是 L 型的，而这个 L 型是一个阶段，超过两年。2) 一季度稳的基础依然是依靠老办法，即投资拉动。3) 需求端和供给端都很重要，不过需求的刺激是为了为供给侧结构性改革争取时间。4) 杠杆不可能无限制增长，高杠杆带来高风险。5) 下一阶段，处置产能过剩以及僵尸企业会向纵深推进。 - 这已经是去年以来，权威人士第三次在人民日报上发文，三篇观点有连贯性，不过口吻一次比一次重。这也显示执行的难度越来越大。总体来看，我们认为这篇文章有助于解决市场一部分疑虑，重申了改革的决心。不过对于市场来说这也意味着政策可能会出现变化。
欧盟议会以压倒多数票反对给与中国市场经济地位。这也意味着欧盟在对华商品反倾销调查中，可以不用中国国内价格，而使用其它方式来计算中国货品的价值，从而导致更高的关税。	过去几年中国已经多次在国际舞台上表示根据 2001 年加入世贸组织的协议，在任何情况下，中国的非市场经济地位将在 2016 年 12 月 11 日后自动过期。不过市场上就条款有不同的解读，部分欧盟学者认为中国并不会自动获得市场经济地位。美国之前已经明确表示不会承认中国的自由市场地位，而欧盟则一直成为中国争取的对象，此次欧盟以压倒多数否认对中国是一个打击。这也意味着随着 12 月的临近，就中国是否该自动获得市场经济地位的讨论将进一步升温。在全球经济放缓的情况下，贸易争端升温的风险不能被排除。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 4 月新增贷款仅新增 5556 亿元，较 3 月的 1.37 万亿大幅回落，并低于市场预期。此外，社会融资总量也同样由 3 月的 2.34 万亿天量大幅下滑至 7510 亿元。广义货币供给 M2 增幅放缓至 12.8%，不过 M1 增幅继续加快至 22.9%。	4 月金融数据普遍低于市场预期，不过受到地方政府债务置换以及财政存款大幅上升的干扰。因此，对 4 月金融数据解读不宜过度。 - 根据中国评级机构中诚信计算，4 月中国地方政府债务发行创下单月最高达到 1.06 万亿元，其中 44.1%是通过定向承销的方式发行。而财政部在 2015 年也通过鼓励定向承销方式来进行债务置换。地方债务置换的大幅上升导致贷款余额下滑。根据央行的估算，4 月对地方政府融资平台贷款超过 3500 亿元。不过多数新增数据被债务置换冲销。央行也估计排除债务置换的因素，4 月新增人民币贷款原本应该超过 9000 亿元，这依然是个强劲的数据。 4 月社会融资总量数据下滑部分受到企业债发行受阻以及企业继续去外债有关。4 月受信用违约风险上升，出现了公司债发行大面积取消的情况，因此，4 月新增企业债由 3 月的 6986 亿元大幅回落至 2096 亿元。此外，4 月外币贷款下滑 706 亿元，企业利用人民币近期趋稳继续去外债。 - M2 的放缓主要受到财政存款大幅上升影响，4 月财政存款增加 9318 亿元，远超过 4 月正常数据。财政存款的上升主要受到地方债券发行量上升以及 5 月营改增实施前营业税大幅上升影响。根据央行的测算，财政存款的大幅上升导致 4 月 M2 增长下滑 0.64%。 - 总体来看，如果不考虑这些临时因素，4 月金融数据依然较强。结合上周一权威人士的文章，我们不认为央行会推出进一步宽松政策。
- 主要经济指标：中国固定资产投资增幅由一季度的 10.7%下滑至 1-4 月的 10.5%。1-4 月房地产投资继续加速至 7.2%，不过私人投资进一步下滑至 5.2%。 4 月工业产出同比增幅由 6.8%下滑至 6%。 - 零售销售由 3 月的 10.5%下滑至 10.1%。	- 三大主要经济指标分别低于市场预期显示中国经济复苏不是一番风顺，这也印证了权威人士关于 L 型复苏的论调。零售消费下滑部分受到汽车销售放缓影响，东部 11 省采用排放更严格的国五标准可能对汽车销售带来一定冲击。 - 房地产市场依然是今年以来支持经济增长的主要因素。1-4 月房地产销售金额同比大幅上升 55.9%。不过中国经济对房地产的过度依赖也使得市场开始担心经济复苏的持续性。 - 私人投资进一步下滑成为市场担忧的焦点。私人投资的低迷主要受到两个因素影响。第一，投资回报率的继续下滑以及全球经济前景不稳定成为抑制私人投资的主要宏观因素。第二，一季度虽然信用扩张加快，但是银行由于担心坏账上升，金融投放更倾向于地方政府平台和央企。中国

	经济复苏能否持续很大程度将取决于私人部门参与程度。
▪ 香港：香港第一季度经济增速从上季的 1.9% 显著放缓至 0.8%。	▪ 从分项看，私人消费支出增长放慢至 1.1%，这主要是由于居民担心失业并忧虑香港的经济前景。投资跌幅从 9.4%扩大至 10.1%，这预示着企业在暗淡的国内外经济前景中变得更为谨慎。此外，货品出口继续萎缩，跌幅从 0.5%扩大至 3.6%。服务输出同比下跌 4.9%，其中旅游服务输出大幅下挫 13.3%。我们认为全球不稳定性拖累了香港的商品出口；而香港政治环境的不稳定，内地的反贪运动和强势的港币使得香港旅游服务遇冷。长远看来，我们认为由于疲弱的旅游业，放缓的贸易增长和消极的本地情绪，香港经济会继续面临压力。
▪ 澳门 3 月份住宅成交量按月回升 63.5%至 497 单位，为近 3 个月来最高水平。	▪ 今年第一季度平均住宅成交量为 405 单位，仍远少于上年全年均值 498 单位。由于 3 月份住宅成交量有所回升，同月新批准住宅按揭也按月上涨 31.4%至 29.6 亿港元。但从同比看，仍按年下跌 39.85%。尽管住宅成交量和新批准住宅贷款按揭有所回升，我们或许需要更多数据去判断澳门房地产市场是否真正复苏。长远看来，由于澳门经济转型仍存在不确定性，而博彩业也只是缓慢复苏，预计澳门本地情绪仍然受压。因此，我们相信上半年住宅成交量会徘徊在 500 单位的低水平，而全年房价或按年下跌 10%。

人民币	
事件	华侨银行观点
▪ 人民币指数上周小幅上涨，反弹至 97 附近。不过受强势美元影响，人民币在境内外市场对美元走弱。离岸市场上，美元/人民币升至 6.55 上方。 ▪ 境内外人民币价差重新拉大至 200 点以上。	▪ 上周人民币的走势似乎验证了我们对人民币两个锚的观点。随着美元在全球范围内走强，人民币对一篮子价格重新变成人民币的锚。这有利于控制人民币的波动率，但是在美元走强的大环境中不会改变人民币对美元小幅贬值的趋势。 ▪ 境内外价差的重新拉大，显示离岸市场上对人民币悲观情绪再次上升。不过近期境内企业结汇增加可能会限制境内美元/人民币的上限。而两地价差短期内可能会持续一段时间。

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 1400 亿元流动性。	▪ 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。公开市场操作，MLF 以及 PSL 的组合依然是近期流动性管理的核心。

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