

总结

中国国务院上周同时公布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》。和 1990 年代债转股不同的是，此次债转股主要由市场推动和定价，而政府也不再承担最终损失。新的债转股设计主要目的是为了帮助企业降低杠杆率以及融资成本。不过市场对于该计划的疑问依然没有消除。1990 年代末参与债转股的企业基本都能较快从低谷走出，这可能与中国房地产在 2000 年代的腾飞有关系。但是当前中国正处在地产泡沫中。随着宏观环境出现变化，债转股企业复苏时间可能超过预期。

央行副行长在债转股新闻发布会上表示央行将继续保持稳健货币政策，并将适时微调政策来支持企业降低杠杆。在当前房地产调控加码的大环境下，对稳健货币政策的重申很容易被市场解读为不再宽松。而消费者物价指数和生产者物价指数高于预期也同样抑制了市场对进一步宽松的预期。

中国推动解决 1 亿非户籍人口在城市落户的政策可能会成为未来几年最重要的政策之一，不过短期内来看，影响尚不明确。

人民币加入 SDR 后的第一个星期，随着周一美元/人民币中间价突破 6.7 之后，人民币对美元重启小幅贬值。但是人民币对篮子货币止跌反弹。这里反映出了两个信息。第一，央行对人民币双向波动的容忍度提高。第二，人民币大幅贬值的可能性很小，央行会继续管理人民币波动的幅度。展望未来，人民币走势可能更多是事件驱动。央行可能会利用美元的强势，允许人民币对美元走弱。今天早盘美元/人民币中间价高开在 6.7379，虽然中间价延迟公布的原因并不明确，但是改中间价基本与市场预期相仿。我们还是这个观点，央行放开中间价定价之后，可以通过即期市场来进行调节。

重大事件	
事件	华侨银行观点
中国国务院上周同时公布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》	- 债转股在中国并不陌生。早在 1990 年代末当时中国就通过设立特别资产管理公司来剥离中国银行业的坏账，而部分坏账在政府的指导下转为股票。 - 和 1990 年代债转股不同的是，此次债转股有两大新的特征。首先，此次债转股主要由市场推动和定价，而政府也不再承担最终损失。如何转移债务和如何定价股票都将由市场决定。第二，银行没有必要通过债转股来剥离坏账，不仅有问题债务，正常贷款也可以转为股票。新的债转股设计主要目的是为了帮助企业降低杠杆率以及融资成本。 - 此次的意见稿也有三个特点。第一，明确了降低企业杠杆的四个渠道，包括兼并重组，破产，债转股以及债务证券化。第二，银行不能直接将债务转股权。应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。实施机构包括了两大类选择，一是金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等，二是银行现有符合条件的所属机构，或按照规定新设的机构。至于银行通过何种方式选择实施机构可能会影响到最终定价。第三，新的意见稿确定了正面清单和负面清单为参与

	债转股符合条件的企业设定了界限。总体来说，新的债转股主要帮助那些长期展望良好，但暂时碰到困难的企业。僵尸企业，有恶意逃废债的企业以及所处产能过剩行业的企业将无法参与债转股。正如政府所说，债转股不是免费午餐。 ▪ 不过市场对于该计划的疑问依然没有消除。这里涉及到两个常见的疑问，第一，就是好企业不愿意出让股份，因此投资者可能最终会拿到自己不想要的股份。第二，宏观大环境的变化也使得债转股效果被质疑。1990 年代未参与债转股的企业基本都能较快从低谷走出，这可能与中国房地产在 2000 年代的腾飞有关系。但是当前中国正处在地产泡沫中。随着宏观环境出现变化，债转股企业复苏时间可能超过预期。
▪ 央行副行长在债转股新闻发布会上表示央行将继续保持稳健货币政策，并将适时微调政策来支持企业降低杠杆。	▪ 在当前房地产调控加码的大环境下，对稳健货币政策的重申很容易被市场解读为不再宽松。因此，今年降准降息的可能性已经非常小了。
▪ 中国国务院推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案。到 2020 年将提高全国户籍人口城镇化率至 45%。	▪ 我们将在中文周报中具体讨论我们对这个问题的看法。
▪ 港交所行政总裁李小加表示深港通将在 11 月中旬后的某一个星期一开通。	▪ 此次深港通开通时机正当其时。首先中国央行在人民币加入 SDR 篮子后表现出对人民币波动幅度扩大的容忍度上升。这可能激发境内投资者对人民币贬值的担忧，继而把资金通过沪港通转移至境外市场；其次境内投资者对资产配置多元化的需求推动他们提前布局一些可能受益于深港通的港股；第三由于楼市调控升级加剧内地资产荒的情况，投资者可能把之前为投资楼市准备的资金转而投资到境外市场。
▪ 香港政府全资拥有的香港按揭证券有限公司宣布把逆按揭的覆盖范围扩展至未补地价资助出售房屋。	▪ 具体而言，除了私人房屋之外，逆按揭的抵押品现在还可以是居屋、夹屋或公屋。因此，预计符合抵押品资格的房屋数量将增加 40 万个单位。之前私人房屋的逆按揭申请者年龄要求为 55 岁或以上，而未补地价资助出售房屋的逆按揭申请者则须为 60 岁或以上持有香港身分证的业主。假设扣除补价之后，逆按揭的抵押物业市值为 100 万港元，那么对于 60 岁申请者而言，若选择收取 10 年年金期，每月则能够收取 3700 港元。我们认为新的规定将有助减轻年长居民们的贫困问题（香港 65 岁或以上的长者贫困率约为 45%）。
▪ 离岸人民币隔夜拆借利率于 10 月 13 日再度上升，连涨第四个交易日至 3.8422%。	▪ 离岸人民币流动性已经成为管理人民币预期的重要工具。不过随着人民币加入 SDR 之后，我们认为再出现类似 1 月和 9 月的流动性紧张的可能性不大。香港银行业可能与过

	去几次情况般进行调高人民币定存年息的存款争夺战，以减轻人民币流动性趋紧带来的影响。至今已有银行把离岸人民币 3 个月定存年息调至全城最高 4.1%。
--	--

主要经济数据

事件	华侨银行观点
尽管 9 月制造业采购经理人指数中新出口订单好转，中国 9 月以美元计价出口大跌 10%。进口同比下滑 1.9%，与市场预期一致。	- 出口下滑是全方位的，对欧盟和美国出口分别下滑 9.8%和 8.1%，而对东盟的出口也同比下滑 10.8%。 9 月对大宗商品需求依然强劲，其中原油和铁矿石进口同比分别上升 18.3%和 8%。 - 受弱于预期的出口影响，9 月贸易顺差收窄至 419.9 亿美元。作为目前中国资本流入最主要渠道，如果贸易顺差进一步收窄的话，可能会影响人民币预期。
中国 9 月消费者物价指数和生产者物价指数高于市场预期。9 月消费者物价指数同比增长 1.9%。生产者物价指数则是 55 个月以来首次转正。	9 月消费者物价指数环比增长 0.7%。消费者物价指数上升主要受到黄金周前食物价格上升影响。蔬菜和肉类价格分别同比上涨 7.5%和 4.4%。此外，非食物价格涨幅也超过预期，环比上升 0.4%。其中教育，衣服和住房成为拉动非食品价格上升的主要因素。受基数因素影响，四季度消费者物价指数可能会上升至 2%以上。这可能会进一步打压市场宽松预期。 9 月生产者物价指数环比上涨 0.5%，主要受煤价和钢铁价格上升影响。而近期油价的反弹也可能会对生产者物价指数起到进一步支持。

人民币

事件	华侨银行观点
- 人民币加入 SDR 后的第一个星期，随着周一美元/人民币中间价突破 6.7 之后，人民币对美元重启小幅贬值。 - 不过，人民币指数反弹至 94.64。	- 人民币在加入 SDR 之后，央行对人民币双向波动的容忍度提高。展望未来，人民币走势可能更多是事件驱动。央行可能会利用美元的强势，允许人民币对美元走弱。 - 不过，有一点比较明确的就是，人民币出现大幅贬值的可能性几乎没有。未来较长一段时间人民币将依然取决于美元在全球范围内走势呈现双向波动。

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