

总结

黑天鹅还是飞了出来，全球金融市场一地鸡毛。风险情绪大幅收缩。在当前这个阶段，估计每个国家都在思考同一个问题那就是对自己的影响将会有多大。从股票市场来看，中国投资者似乎并不太担心英国脱欧对中国股市的影响，上周五中国股市表现明显好于海外其他市场。不过，人民币感受到了第一波冲击，美元/人民币轻松突破 6.60。今天早上 6.6375 的中间价显然是经过过滤的价格（不然会更糟），但是对于不明真相的群众来说，今天中间价接近 600 点的贬值足以让他们感到恐慌。当前机械化的中间价定价机制弊端越来越明显，可能会起到加速作用。如果今天收盘价再次下滑的话，人民币中间价很有可能在未来两天测试 6.65。在大环境不给力的情况下，央行可能需要适度对收盘价的干预来打破这个负循环。

其实在上周五英国公投之前，中国的一周主题依然是改革。中国对境外投资者开放同业存单以及启动人民币和韩元直接交易显示中国进一步开放的决心。而随着人民币韩元直接交易开始，预计韩元将被加入人民币指数中。不过上周五韩元对美元 2.5% 的贬值，成为表现最差的亚洲货币，这也意味着加入韩元之后的人民币指数未来波动率将变大。上周新加坡金融管理局宣布将会正式从 6 月开始将人民币资产加入官方储备资产，这也是在关键时刻为人民币投的信心票。随着人民币情绪趋稳，中国央行上周开始再次开始提及资本双向波动改革，而央行也在研究允许境内银行参与境外外汇市场的方案，这将有利于收窄境内外人民币价差。不幸的是，受上周五英国公投影响，境内外人民币价差再次被拉大，不过我们认为随着资本账户进一步开放，境内外价差最终会缩小。此外，尘封了一年的 QDII2 的讨论再次浮出水面。不过此次英国公投后市场波动率大幅上升是否会再次搁置资本双向波动的改革还不确定。

本周市场的焦点将继续集中在英国公投后续上。而中国央行行长周小川将于今天出席在葡萄牙的央行会议。全球央行会否一起携手控制波动率也将成为市场关注的焦点。

重大事件	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 上周刚刚公布的中国人民银行 2015 年年报中，央行再次重申有序实现人民币资本项目可兑换。未来一段时间重点任务包括适时推出 QDII2，允许境内投资者投资海外金融市场。并允许符合条件的海外优质企业在中国发行股票，考虑推出可转换股票存托凭证。 	<ul style="list-style-type: none"> 虽然 QDII2 等资本项目开放任务早在 2015 年中公布的央行人民币国际化报告中就被提及，但是受 811 汇改后人民币波动率大幅提高的影响，资本外流的渠道被关上，而鼓励资本流出的改革措施也暂时被搁置。 时隔一年，随着人民币中间价定价机制渐渐被市场接受，市场情绪趋于稳定。央行再次重提资本账户开放的议题，显示央行对管理人民币预期上更有信心，而 QDII2 的试点迟早会展开。
<ul style="list-style-type: none"> 央行上周在微博上表示正在研究境内银行有序参与离岸外汇市场的问题。 	<ul style="list-style-type: none"> 持续存在的境内外人民币汇差为境外投资者提供了大量套利机会，但也为央行管理人民币预期增加了额外的成本。境内外人民币价差一旦拉大，往往会传导回境内导致人民币走弱。因此，关上人民币价差是符合央行利益的。而关上价差最有效的方案应该是允许更多市场参与者同时参与到两个市场。近期，中国已经加快了对境外投资者开放境内银行间外汇市场。为提高外汇市场双向开放，允许境内银行参与到境外外汇市场也是顺其自然的。 虽然上周五受英国公投意外结果影响境内外人民币价差再

	<p>次拉大，但是从长远来看，我们认为人民币价差最终会缩小。这也将减少央行管理人民币预期的成本。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国外汇交易中心修订《银行间市场同业存单发行交易规程》，允许境外金融机构以及央行认可的机构投资同业存单。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 即银行间债券市场之外，此次同业存单的开放将为外资投资人民币资产提供更多选择，有利于人民币国际化的开展。此外，更多投资者的参与也有助于提高银行负债管理的灵活性。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 新加坡金管局宣布从 6 月开始将人民币加入官方储备资产。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 自从 2012 年开始，金管局就通过 QFII 和银行间债券市场额度投资人民币计价的资产，但是由于受到资金回流等限制，当时人民币资产并不属于储备资产。不过随着，中国近几年加快改革力度，资本回流等限制渐渐被取消，为新加坡将人民币纳入储备资产打下了基础。 ▪ 不过，其实在去年国际货币基金组织决定将人民币纳入特别提款权之前，人民币已经是全球储备货币，尽管总体金额不大。 ▪ 此次新加坡金管局选在 10 月人民币正式加入特别提款权之前，也是对人民币投的信心票。而这也正是刚刚经历过人民币信任危机后，中国急需的。虽然直接的影响可能有限，但是在关键时刻的信心票更有象征意义，同时也显示两国经贸关系的密切度。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国就债务问题举办首个多部委联合记者会。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 会议上有几点值得关注的。 ▪ 第一，去杠杆前提还是要保持经济稳定平稳发展。因此，去杠杆不宜过快，要积极采取多种政策措施，避免经济滑出合理运行期间。 ▪ 第二，地方政府或有债务经过一段时间消化，从 2014 年底的 8.6 万亿下滑至 7 万亿。 ▪ 第三，央行官员认为国际清算银行 BIS 估算的中国总体债务率 254.8%可能口径有点偏大，因为有部分数据没有轧差。 ▪ 第四，在去杠杆上，最实际的做法还是杠杆转移。居民部门如何参与到企业部门降杠杆中。可以通过推进混合所有制改革以及金融部门产品设计譬如收益连接票据，将未来可以形成稳定现金流的部分转让给居民部门。 ▪ 第五，中国将会继续研究市场化债转股，与上一次政策性债转股不同的是，此次对象企业完全应该由市场主体自己选择，并且可能会设立一些红线和负面清单，对于僵尸企业和失信记录企业严禁列入到债转股的对象。此外，政府也不会来兜底买单。
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中国央行开始韩元和人民币直接交易 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 这意味着，韩元可能很快被加入外汇交易中心的人民币指数中，鉴于韩元的波动性更大，未来人民币指数波动可能也会更大。

<ul style="list-style-type: none"> 周小川行长周五在国际货币基金组织会议上表示中国央行采取多目标制，除了价格稳定，经济增长和就业稳定等传统意义上的央行目标，央行也会考虑国际收支平衡以及改革开放和金融市场发展等目标。 	<ul style="list-style-type: none"> 周小川行长坦诚中国央行追求多个目标可能会影响其独立性，这个矛盾真实存在。 中国央行的多目标也解释了央行在使用货币政策工具时，更倾向于非传统货币政策工具，而不是简单降息等政策工具，尽管中国依然拥有降息空间。
<ul style="list-style-type: none"> 6月22日通过港股通南下的资金达14个月最高30亿元人民币。 	<ul style="list-style-type: none"> 自今年4月26日以来，南下资金持续净流入香港股市。香港股市市盈率较低，且一些H股价格折让于其对应的A股，因此对大陆投资者有一定吸引力。另外，A股市场表现沉闷，也引发更多资金流向港股市场。尽管最近人民币趋稳，但主导大陆股市的个人投资者仍担忧人民币的贬值风险。因此，我们认为近期流向境外股市的资金上涨背后所隐藏的资本外流风险同样值得关注。下周，港交所将测试深港通。假如深港通在沪港通的基础上没有太多的新颖之处，那么其对两岸股市也只会带来短暂的效益。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 香港5月份通胀从2.7%进一步下滑至2.6%。 	<ul style="list-style-type: none"> 这主要是由于租金的下滑和食品价格增幅的放缓。由于天气变暖，食品通胀从3.8%回撤至3.1%。另一方面，萎靡的投资者情绪和公屋及居屋供应的增加继续施压于私楼的租金水平。另外，衣物类别的价格已经连续14个月录得通缩，5月份衣物价格按年下挫2.8%。衣物价格的低迷主要是由于疲软的境内旅游业活动。长远来看，我们认为由于海外物价水平仍疲软，且香港经济前景黯淡，今年香港通胀上行风险有限。
<ul style="list-style-type: none"> 《2016年世界投资报告》显示香港2015年的外来直接投资流入额保持全球第二。 	<ul style="list-style-type: none"> 香港去年吸引了1750亿美元的外来直接投资流入金额，按年升幅高达53.5%，主要是受惠于频繁的跨国兼收并购活动。随着中国企业向海外扩张业务的需求日益上升，选择在香港成立分公司的大陆企业不断增加。不少大陆公司亦通过香港投资于国际市场，及以香港为媒介与海外企业进行兼收并购活动。此外，外国企业也乐于在香港建立子公司，以便涉猎中国内地市场。中期内，由于中国仍未完全对外开放，因此香港将继续扮演其连接中国内地与全世界的角色，继而吸引更多外来直接投资。
<ul style="list-style-type: none"> 尽管复活节假日带来的高基数效应已消退，澳门5月入境旅客仍按年减少2.78%。 	<ul style="list-style-type: none"> 从疲软数据可见，去年新酒店和赌场开张对旅游业带来的边际效应已经递减。在缺乏多元化娱乐设施，以及新酒店和赌场项目推迟完工的情况下，澳门对全球旅客的吸引力难以延续。尽管酒店业持续减价，带动过夜旅客人数连续10个月上升，但按年升幅收窄至3.76%。具体而言，来自主要地区包括中国大陆、香港和南韩的旅客人数均下滑，

	<p>并抵消台湾和日本游客的增长。此外，虽然去年 7 月起澳门政府放宽中国内地自由行旅客的入境政策，但此类旅客人数还是连续第四个月录得按年跌幅。当然，我们仍需关注更多相关数据，才能判断澳门旅游业情况是否再度转差。然而，目前而言，我们依旧相信随着未来 1 至 2 年里新酒店、赌场和主题公园的开张，澳门将吸引更多的过夜旅客及休闲赌客。因此，旅游业和博彩业也可能缓慢地复苏。</p>
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 令人意外的英国脱欧公投彻底“打倒”了人民币，尽管周五人民币中间价略高于预期开在 6.5776，但是美元/人民币盘中轻松突破 6.60。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 应该说人民币失守 6.60，并不是中国的错误。上周五公投日巨大的波动率将包括人民币在内的主要货币推低，相对来说，人民币表现一度好于其它货币。 ▪ 今天早上美元/人民币中间价开在 6.6375，略好于预期，一部分过滤了上周五市场的波动。但是今天中间价较周五中间价接近 600 点的贬值，可能会使得不明真相的群众再次担心人民币贬值压力。因此，央行可能在必要的时候需要干预一下收盘价格，来防止人民币中间价贬值过快，从而形成负反馈。

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