

摘要

随着金融反腐以及监管去杠杆升级，中国金融市场过去几周正面临双重打击。保监会主席的落马也使得过去几年快速发展的保险机构重新回到聚光灯下。近期安邦保险对财新媒体的法律行动也吸引了市场的目光，这似乎也显示金融部门的动荡可能只是刚刚开始。市场将继续关注金融反腐的发展，进一步深入的调查所揭露的公司治理问题可能会对金融行业的情绪产生持续的影响。

上周随着月末以及小长假的临近，流动性再次收紧。中信银行成为首家缩表的中资行。中信银行一季度财报显示总资产和总负债环比分别下滑 3.02%和 3.39%。缩表可能主要受宏观审慎加码后同业业务压缩有关。未来随着监管进一步升级，我们认为可能更多中资银行会加入缩表的行列。而金融机构资产负债规模的主动调整可能会最终影响到经济的走势。在香港，3 月在香港境外使用的贷款同比增长 11.6%，为 2015 年 8 月以来最快增速，随着中国监管政策加码，中资企业对境外融资需求可能会进一步上升。

从好的方面来看，中国领导层试图在深化改革去杠杆以及确保金融稳定之间寻找平衡。上周的政治局会议中重申金融安全属于国家安全范畴。但是市场对于政策风险的担忧并没有完全消失，并将继续关注政策的发展。

我们同意随着加杠杆成本超过收益，是时候开始有序去杠杆了。央行研究局局长徐忠在最新一期财经杂志上关于去杠杆的文章显示货币政策将保持稳健，从宏观政策和监管上保持对金融机构去杠杆的压力，防止道德风险，促使金融机构主动去杠杆。政策优先级别的重新调整意味着货币政策和监管政策两架去杠杆马车中，货币政策可能会暂时进入观望期。

最后，朝鲜半岛的局势依然是近期市场面临的不确定因素之一，尤其是上周末朝鲜再次试射导弹。而美国中央情报局局长意外访韩也为朝鲜半岛局势笼罩了更多不确定因素。市场将继续关注朝鲜是否会在 9 号的韩国总统大选期间进行第六次核试验。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
- 上周的政治局会议中重申金融安全属于国家安全范畴，是经济健康稳定发展的基石，这使得市场对监管者误算监管冲击影响导致局势失控的担忧有所好转。 - 此外，政治局会议也同样讨论了促进房地产市场稳定发展的长效机制。	- 中国领导层试图在深化改革去杠杆以及确保金融稳定之间寻找平衡。但是市场对于政策风险的担忧并没有完全消失，并将继续关注政策的发展。 - 从房地产市场角度来看，我们认为房地产税是长效机制中最有效的调节手段。从新加坡的经验来看，房产税可以很好地起到劫富济贫的功能。我们认为中国是时候推广房产税了。
央行研究局局长徐忠在最新一期财经杂志上关于去杠杆的文章颇有意思。其表示“去杠杆要把握节奏，有序去杠杆，防止政策叠加导致债务—通缩”风险的诱发。	- 这篇文章重申了有序去杠杆的必要性。中国加杠杆的成本已经超过收益。根据央行的数据，2011-2015 年中国的边际杠杆率（增量债务/增量 GDP）从 158.7%大幅上升至 406%，尽管存量杠杆率从 180%上升至 234%。加杠杆的边际效用正在大幅下滑。 - 对于中国杠杆率上升的原因，改文也表示“金融宏观调控软弱无力”是杠杆率上升的重要外部环境。徐局长建议货币政策保持稳健，从宏观政策和监管上保持对金融机构去

	杠杆的压力，防止道德风险，促使金融机构主动去杠杆。这与市场对未来可能会出台更多监管政策的预期相仿。 不过从好的方面来看，政策优先级别的重新调整意味着货币政策和监管政策两架去杠杆马车中，货币政策可能会暂时进入观望期。
中国中信银行成为首家缩表的中资行。	中信银行一季度财报显示总资产和总负债环比分别下滑 3.02%和 3.39%。缩表可能主要受宏观审慎加码后同业业务压缩有关。未来随着监管进一步升级，我们认为可能更多中资银行会加入缩表的行列。而金融机构资产负债规模的主动调整可能会最终影响到经济的走势。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
中国 4 月制造业采购经理人指数报 51.2，较 3 月的 51.8 下滑。不过小企业制造业指数则进一步好转，升至 50。	- 虽然 4 月制造业依然处在扩张区间，不过供给和需求都有所放缓。新订单和新出口订单分别回落 1 和 0.4 至 52.3 和 50.6。而产出则下滑 0.4 至 53.8。 - 购进价格指数进一步快速回落 7.5 至 51.8。这也意味着 4 月生产者物价指数将大幅回落至 6.5%左右。这与市场生产者物价指数 2 月见顶并逐渐回落的观点一致。 - 随着原材料价格快速回落，补库存需求可能会回落。这与我们经济一季度见顶并小幅回落的观点相仿。
香港贸易数据继续造好。3 月总出口按年大幅增长 16.9%，且对主要贸易伙伴的出口均呈现升幅。其中，对亚洲国家包括中国、日本、印度和台湾的出口分别增长 16%、13.9%、77.3%及 37.1%。此外，3 月对美国的出口也强劲增长 8.9%。另一方面，受商品价格上升及低基数效应的带动，进口按年增加 13%。因此，贸易逆差收窄至 423 亿港元。	利好数据佐证了全球经济复苏下外需的反弹。展望未来，美国总统特朗普暂时没有向中国开展贸易战，因此缓解了香港出口的下行压力。美国财政刺激政策也可能支持香港出口品的需求。当然，我们还是会密切关注强港元可能对出口带来的影响。
香港 3 月总贷款和垫款按年增长 11.6%。而近期楼市畅旺带动房贷上升，因此在香港使用的贷款也同比续涨 11.5%。	另外，本土和来自内地的房地产发展商积极买地，因此引发了大量融资需求。房屋供应紧张以及恐慌性买房潮的支持下，我们预计今年楼市将维持稳健，继而支持在香港使用的贷款需求。另一方面，3 月在香港境外使用的贷款同比增长 11.6%，为 2015 年 8 月以来最快增速。中国加强管控，以及内地的政策支持（包括鼓励海外融资和限制境内信贷扩张）将为香港银行业带来更多来自中国内地企业的贷款需求。此外，在中国当局管理资本流动的背景下，内

	地企业为了进行海外并购，或不得不在外融资。因此，我们预计香港与内地相关的贷款业务可能在未来几个月继续扩张。
3 月香港人民币存款连跌第 19 个月，按年减少 33.2%至 2011 年 4 月以来最低水平。	由于央行放松跨境人民币支付的控制以及市场对人民币贬值风险的担忧缓和，我们预计短期内离岸人民币存款量将稳定下来。
3 月澳门入境旅客人数按年转升 5.7%。尽管去年复活节落在 3 月份，而今年的落在 4 月份，但入境旅客按年仍录得强劲增长。其中来自中国大陆、台湾、南韩和日本的旅客人数分别增长 11.5%、7.5%、56.9%和 19.2%。	这可能是由于中国和周边国家的政治纷争使得大陆旅客对南韩和台湾的兴趣急转直下，并逐渐转移至澳门。而过去两年一系列酒店开张也继续吸引来自不同国家地区的旅客访澳。相反，来自香港的旅客人数（占旅客总人数的 20%）同比连跌两个月。去年和今年复活节所在月份不同可能继续扭曲 4 月份数据。然而，季节性因素消退之后，我们担忧低廉住宿选择不足以及澳门元跟随美元走强将导致旅客不愿做回头客。此外，今年只有一间新酒店计划开张。在没有更多新项目增添新鲜感的情况下，澳门仅凭现有项目或无法维持其对于旅客的吸引力。当然，我们仍需要更多数据来判断澳门旅游业的复苏空间是否有限。
3 月澳门就业人口轻微上升至 379,500，而失业率就维持在 2%的水平。劳工参与率则微升至 71%。建筑业、零售业以及酒店业的就业人数分别增长 0.6%、0.2%及 1.5%。另一方面，博彩业和餐饮业的就业人口则分别下跌 1.5%和 7.5%。餐饮业的就业人数更是跌至历史低位。	就业市场的变化可能是由于年初旅游业复苏带动。但鉴于贵宾客户的减少，对博彩及高端餐饮业的需求亦降低，相关行业的招聘情绪受到波及。展望未来，我们认为今年酒店开张的数目下跌会导致劳动力市场需求下降，但旅游业的复苏可能会带动部分需求。预计今年的失业率及就业情况将维持在目前的水平上下。

人民币	
事件	华侨银行观点
人民币对美元继续保持窄幅波动，不过上周人民币指数重新走弱，低于 93。	由于没有触及边境调节税，特朗普总统上周的税改计划并未显著支持美元。不过这对人民币应该是好事情，如果美元继续维持在当前的区间内的话，预计美元/人民币小幅波动的局面不变。

OCBC Greater China research**Tommy Xie**Xied@ocbc.com**Carie Li**Carierli@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