

摘要

中国资本市场继续重新定价由去杠杆所产生的政策风险。股债延续了双杀的局面，其中 10 年期中国国债收益率上升至 3.56%。这波监管风暴正由银行体系蔓延到包括地方政府债务，保险以及证券等其他金融行业。财政部 50 号文规范地方政府举债融资行为以及深圳监管部门限制证券公司从事资金池业务的传闻成为上周去杠杆故事中的新成员。50 号文公布后大宗商品价格的大幅回落也显示中国的政策紧缩已经不再只是中国的问题，也是全世界的问题。

我们认为 50 号文进一步规范地方政府融资行为有助于理清地方政府债务问题。但是从短期来看，我们认为可能对市场有两个影响。首先，境内地方政府融资平台债券可能有进一步回调的可能性，尽管对境外平台美元债的影响不大。第二，2016 年下半年以来中国固定资产投资反弹离不开 PPP 的发力。此次 50 号文加强对 PPP 项目融资的控制可能会导致 PPP 项目放缓，并最终导致经济增幅放缓。我们对中国经济一季度见顶的观点保持不变。

上周唯一比较稳定的资产可能是人民币了。美元/人民币继续在窄幅波动，尽管在最后时刻美元/人民币突破 6.90。周日马克龙在法国大选中获胜后欧元的反弹可能会限制美元/人民币进一步上升的空间。中国 4 月外汇储备单月上升 204 亿美元至 3.0295 万亿美元，这也是外汇储备连续第三个月的增长。4 月外汇储备的反弹很大程度还是受到估值效应的支持。从资本流动角度来看，外管局在新闻稿里表示“跨境资金流动继续向均衡状态收敛”，这显示 4 月依然可能有小幅资本外流，这也意味着外汇占款依然可能为负，而银行结售汇逆差的可能性依然较大。不过鉴于人民币汇率持续企稳，我们认为目前资本流动基本维持均衡。鉴于特朗普税改没有包括边境调节税，强势美元预期可能会再次收缩，这有利于人民币汇率在未来几个月继续保持稳定，从而对中国的外汇储备起到支持。本周市场将关注中国 4 月经济数据。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
中国财政部发布关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知（50 号文）。	- 相对于银监会近期的条文，50 号文字数并不算多。但是也包括在债务担保，市场发行制度，信息披露以及政府和社会资本合作（PPP）等四个方面对地方政府带来压力。 - 首先，各级部门将尽快组织新一轮的地方政府以及其融资担保行为的摸底排查，对地方政府不规范的融资担保行为，将于 2017 年 7 月底之前清理整改到位。 - 第二，地方政府融资平台公司将转化为市场化运营的国有企业。“地方政府及其所属部门不得干预融资平台公司日常运营和市场化融资。地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源”。此外，平台公司在境内外举债的时候，应当向债权人披露信息，并申明不承担政府融资职能，不属于地方政府债务。 - 第三，关于 PPP，地方政府可以以单独出资或者与社会资本共同出资方式设立各类投资基金。但是地方政府不得以借贷资金设立投资资金，严防 PPP 变成地方政府再次加杠杆的马甲。 - 我们认为 50 号文进一步规范地方政府融资行为有助于理

	清地方政府长期债务问题。但是从短期来看，我们认为可能对市场有两个影响。 ▪ 首先，地方政府融资平台债券可能有进一步回调的可能性。自去年底中国债券市场波动大幅提高之后，平台债的信用利差就开始扩大，譬如境内 5 年期 AA+ 的平台债信用利差从去年的低点 80 个基点扩大至 170 个基点，并在监管风暴下可能进一步扩大。不过对于离岸市场来说，对平台美元债的影响可能不大，这主要是因为离岸美元债供给较少，而且多数债券掌握在中资投资者手上。 ▪ 第二，2016 年下半年以来中国固定资产投资反弹离不开 PPP 的发力。此次 50 号文加强对 PPP 项目融资的控制可能会导致 PPP 项目放缓，并最终导致经济增幅放缓。我们对中国经济一季度见顶的观点保持不变。
▪ 国开行上周否认了市场关于国开行停发金融债的传闻。	▪ 由于近期债券市场波动显著加大，国开行偶尔暂停金融债发行主要是一种市场行为。不过市场将金融债的停发视做流动性紧张见顶，进一步政策收紧空间不大的领先指标之一。不过国开行对停发的否认也意味着温和去杠杆的趋势没有改变。
▪ 政策去杠杆的新闻继续主导版面，传深圳地区证券公司收到监管部门通知资金池业务被叫停。	▪ 无论是银行也好，还是证券公司，未来理财产品的设计的关键词就是“穿透”，控制各种错配行为。

主要经济数据

事件	华侨银行观点
▪ 中国 4 月外汇储备单月上升 204 亿美元至 3.0295 万亿美元，这也是外汇储备连续第三个月的增长。	▪ 4 月外汇储备的反弹很大程度还是受到估值效应的支持。4 月美元的回调有助于非美资产的估值。从资本流动角度来看，外管局在新闻稿里表示“跨境资金流动继续向均衡状态收敛”，这显示 4 月依然可能有小幅资本外流，这也意味着外汇占款依然可能为负，而银行结售汇逆差的可能性依然较大。不过鉴于人民币汇率持续企稳，我们认为目前资本流动基本维持均衡。鉴于特朗普税改没有包括边境调节税，强势美元预期可能会再次收缩，这有利于人民币汇率在未来几个月继续保持稳定，从而对中国的外汇储备起到支持。
▪ 香港 3 月零售销售额同比增长 3.1%，终结了自 2015 年 2 月以来连续 25 个月的负增长。	▪ 3 月零售销售的反弹很大程度受到了大陆游客访港人数上升以及本地消费前景好转的支持。3 月大陆访港游客人数同比增长 10.4%。
▪ 澳门三月博彩业毛收入重拾上升动力，按年大幅增长 16.3%至 201 亿澳门元。	▪ 新开业的酒店成功吸引高端以及普通赌客。加上中国内地的楼市持续畅旺叠加经济企稳的迹象亦有助澳门赌场贵宾厅的高端客户回流。鉴于我们对中国经济上半年保持增长

	动力的预期，未来数月内贵宾厅料将带来更多亮丽数据。另外，随着旅游业温和复苏，赌场中场区域收益也将稳步增长。不过，我们预计中国经济增速于下半年放缓，这或对贵宾博彩需求带来一定压力。而澳门元伴随美元走强也可能打击旅游业及低端博彩需求。再加上下半年低基数效应逐渐消退，赌收同比涨幅有可能因此收窄。但上半年赌收增长或较此前预期更为强劲，因此我们把今年 2017 年赌收的同比增长预期由 5%-7%上调至 10%左右。
--	---

人民币	
事件	华侨银行观点
美元/人民币上周尾盘突破 6.90，不过人民币指数则小幅反弹，重新回到 93。	尽管上周尾盘美元/人民币突然突破 6.90，不过人民币总体来说依然保持窄幅波动。周日马克龙在法国大选中获胜后欧元的反弹可能会限制美元/人民币进一步上升的空间。今天早上美元/人民币中间价如逾期继续开在 6.90 下方。

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