

华侨银行市场周报

2016 年 1 月 18 日星期一



热点导航

全球热点

- 人民币政策：人民币干预的得与失？ 第 2 页
- 中国：央行收紧张本外币流出严防套利 第 3 页

大中华地区经济

- 香港：港币的过山车之旅 第 3 页

一周外汇综述

- 避险情绪继续主导 第 4 页
- 本周重点关注货币 第 7 页

-
- 一周股市，利率和大宗商品价格回顾 第 8 页

一周综述

- 避险情绪连续第二个星期席卷全球市场，油价和中国依然两大最重要驱动因素。油价终于进入了 2 时代，对供给的担忧依然驱动油价下滑的主要因素，2016 年才过去两个星期，油价已经跌去了 20%。国际社会周六正式解除了对伊朗的经济制裁，根据伊朗石油副部长伊朗计划将每天的石油出口立即增加到每天 50 万桶，并在几个月后增加到每天 100 万桶，伊朗恢复出口石油也使得周末开市的中东股价进一步下滑。人民币的波动继续占据市场头版头条，上周一和周二的惊魂 48 小时着实让人脑洞大开。我们将在本周的周报中讨论人民币干预的得与失。上周公布的包括贸易和金融数据在内的 12 月中国经济数据普遍好于预期，不过投资者似乎并不买单，将注意力集中在套利问题上。最让人感到意外的要属港币了，开年第一周还受益于人民币贬值的港币，上周则沦为投机资金攻击的受害者，金融市场波动的加大使得挂钩美元的货币再次成为猎物，没有了油价支持的沙特和受中国经济放缓影响的香港首当其冲，本周我们也将继续就港币的走势进行延伸讨论。周日中国央行也没让我们闲着，央行对境外人民币同业存款征收准备金也是一石激起千层浪，我们也将在本周的周报中展开讨论。
- 人民别以为目前市场的震荡只是新兴市场的事情，事实上，近期市场的波动也同样影响到投资者对美联储加息的预期。12 月强劲的非农就业数据未能提高 3 月美联储加息的概率，但是上周四圣路易斯联储主席 Bullard 对低通胀的警告使得投资者在经历近期市场波动之后再次调低 3 月加息预期，由之前 45% 的概率调低至 39%。
- 周末的台湾大选，最令人意外的要数国民党在立法委的大败，不到三分之一的席位将使得民进党在行政和立法上掌握主动，不过短期内来看，对两岸关系影响不会很大。本周除了中国四季度经济数据之外，市场并没有很多重量级数据，市场将继续关注离岸人民币市场的走势以及油价的波动。此外，周四的欧洲央行货币政策会议也将成为市场关注的焦点，当然市场对欧洲央行没有太多的预期，只是更多关注

外汇市场

	收盘价	日变化%	年变化%
欧元/美元	1.0915	-0.1%	0.5%
英镑/美元	1.4257	-1.8%	-3.2%
美元/日元	116.98	0.2%	2.8%
澳元/美元	0.6853	-1.4%	-5.8%
纽币/美元	0.6449	-1.4%	-5.4%
美元/加元	1.4540	-2.5%	-4.8%
美元/瑞郎	0.9995	-0.6%	0.1%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.5849	0.2%	-1.4%
美元/离岸人民币	6.6084	1.1%	-0.7%
美元/港币	7.7922	-0.4%	-0.6%
美元/台币	33.54	-0.6%	-2.1%
美元/新元	1.4387	0.2%	-1.6%
美元/马币	4.3940	-0.1%	-2.3%
美元/印尼卢比	13902	0.1%	-0.9%

数据来源: Bloomberg

本周全球市场三大主题

- 中国四季度 GDP 数据和人民币走势
- 欧洲央行货币政策会议
- 美国 12 月消费者物价指数以及美国公司的盈利报告

作者：

谢栋铭

xied@ocbc.com

(65)6530-7256

李若凡

carierli@ocbcwh.com

劉雅瑩

kamyyliu@ocbcwh.com

全球热点：**人民币干预的得与失**

- 上周一和周二的离岸人民币市场用惊魂 48 小时来形容不会过。在这场人为的钱荒中，离岸人民币利率大幅飙升，其中周二货币市场上隔夜的离岸人民币同业拆借利率中间价创下 66.8% 的历史新高，而外汇掉期市场上明日掉后日 TN 隐含的利率更是超过 100%，高利贷也只能留口水了。离岸人民币利率的大幅上升导致做空人民币成本大幅提高，从而对离岸市场上人民币空头形成了逼空。离岸市场上，美元 / 人民币价格由 6.7078 的高点迅速回落到 6.60 下方，而境内外人民币价差神奇般地一度关上。
 - 目前市场普遍认为此次离岸市场上的钱荒是由央行干预一手造成的，逼空意图明显。这里有两个信号。第一，周一和周二市场流动性异常紧张的时候，香港金融管理局却相当淡定，并没有大举注入流动性，这也使得市场猜测金管局是否被窗口指导了。第二，央行此次对钱荒的布局似乎是在下一盘很大的棋，而这个布局从去年底就开始了，包括限制投资境内银行间债券市场的三类机构参与境内债券回购交易以及暂停新的 RQDII 的申请等。而境内外人民币汇率套利也使得人民币回流境内（境外买人民币，境内卖人民币），使得境外人民币流动性进一步减少。而央行在离岸市场上突然大举买入人民币使得，人民币供给变少，稀缺性推高境外人民币利率。
 - 虽然目前境内外人民币汇差再次回到 300 点左右，但是经过此次干预，从好的地方来看，央行等于是为离岸市场设立了行为准则，当价格偏离过多的话，央行会毫不犹豫地干预。其实 9 月的时候，央行也有过干预扭转预期的成功先例，记得 9 月 10 日那天，央行通过大规模干预一天内将美元 / 离岸人民币汇率拉下 1000 点。在此之后，市场形成自动驾驶模式，一有风吹草动，不用央行干预，市场自己会抛售美元。
- 这种模式一直持续到 11 月底。人民币加入 SDR 后，市场在不断测试央行底线之后，发现央行容忍度大幅提高，从而使得人民币进入新一轮贬值空间。此次干预，会使得离岸市场重新激活对央行的敬畏。从而淡化离岸人民币加速贬值对境内市场的负反馈。
- 当然有得必有失，离岸市场的钱荒即惩罚了恶意做空者，也让一部分人民币资产持有者陪葬。离岸人民币资产的缺乏一直是离岸人民币市场颇足发展的一个重要原因。而此次人民币资产的价值重估可能使得市场对离岸人民币资产的兴趣进一步下滑。上周匈牙利政府点心债路演也引起了市场强烈关注，匈牙利政府认为目前并不是发行点心债的窗口。
 - 总体来看，建立在套利基础上的人民币国际化并不是央行的目标，相对于虚胖的国际化，金融稳定显然更为重要。只是央行在严打套利的过程中，人民币资产面临重估，这可能会延缓人民币国际化的进程。

央行收紧本外币流出严防套利

- 周日央行 11 号文曝光，表示将从 1 月 26 日对三类境外金融机构在境内的同业存款征收存款准备金，包括境外人民币参加行存放在代理行的人民币存款，港澳人民币清算行存放在中国人民银行深圳和珠海的清算账户人民币存款以及其他人民币业务清算行存放境内母行清算账户人民币存款。这个政策本身并不算意外，2014 年底央行发布的 387 号文重新定义存款之后，境外金融机构存放在境内的同业存款就需要缴交准备金，只是当时央行将准备金率定在 0，而此次只是取消了准备金率的优惠。笔者认为这个政策的直接影响就是会截流人民币，使得回流境外的资金变少。
- 观察最近一系列央行的举动其实我们发现并不是杂乱无章的，目的都是一个，就是控制跨境套利。自去年四季度以来，央行就开始布局控制资本外流参与境内

外人民币的汇率和利率套利，包括 11 月暂停境外机构参与境内回购交易以及暂停境内代理行对境外参加行的账户融资，12 月暂停新的 RQDII 额度申请，和 1 月对人民币资金池的窗口指导等等，旨在控制资本外流。笔者认为央行在这种“国难”时期对汇差和利差的套利是非常敏感的。相信未来央行可能会进一步严控本外币跨境流出。

- 不过随着近期境内人民币存款利率大幅下滑，现在通过正常渠道存回国内的存款少了很多，因此缴交准备金的影响有多大不好预估。但是我们认为总体影响有限。总体来看，笔者觉得这个政策目的是对之前控制人民币资金流出套利的一种延伸，这是最直接的目的。间接的结果就是会减少为境外做空者提供弹药。当然媒体过多渲染央行逼空的想法笔者认为是本末倒置了。

大中华区经济：

香港：港币是否延续跌势

- 在上周的周报中，我们曾对港币近期的升幅进行了阐述，并分享了为什么我们认为港币强势不会持续的原因。没想到市场翻脸那么快，港币在短短几天从强方保证的 7.75 上探至 7.80。背后的主要原因还是对中国经济的担忧。
- 实际上，香港与中国经济联系日益紧密已属市场共识。2015 年 1 月至 11 月期间，中国内地分别占香港进口和出口的 49%及 54%。尽管内地旅客逐渐减少，但 2015 年首 11 个月其占访港旅客比率仍高达 78%。这也是香港资产受内地资产波动的影响不断扩大的原因之一。
- 自 1 月 1 号以来内地 A 股和香港 H 股便开始携手下跌。去年 8 月底以来，上证指数于 1 月 13 号再度跌穿 3000 点，开年两周内录得跌幅 15%。中国证监会原本定于 1 月 8 号撤销的禁售令，最后因市场恐慌情绪的压力而无限延迟撤销时间。看淡中国股市的

投资者无奈只能选择抛售香港上市的中资股。恒生指数自 1 月 11 日开始一直僵持在 20000 点的重要心理位置以下，上周二更跌至 2013 年中以来最低位。恒生 H 股指数于 1 月 12 号收于 11 年 10 月以来最低水平。截至 1 月 14 号，恒生指数在短短两周期间已录得 9.56% 跌幅，该指数较去年底更是大跌 12.43%。投资者大量撤资成为港股大跌的主要原因，亦造成了港币的抛售。

- 投资者对人民币汇率及中国经济的悲观情绪和风险厌恶情绪成为主导近期股市和汇市的最主要力量。事实上，不只股市表现持续疲弱，汇市也出现大幅波动。投资者对中国资产的悲观预期开始蔓延到香港资产上。上周，中国政府为抑制人民币贬值预期并缩小在岸与离岸市场人民币的价差，开始对香港离岸人民币市场进行干预，离岸中资行大量购入离岸人民币，导致香港银行间人民币流动性严重短缺，上周一隔夜离岸人民币 HIBOR 比前一个交易日上升逾 9%至 13.4%，隔天进一步抽高至 66.8%，加大了投机者成本。事实证明，在人民币大幅贬值时，港币亦难以幸免。8 月 11 日人民币中间价改革不仅使人民币大贬，亦令港币在该日从 7.7528 贬值 0.12%至 7.7622。
- 如今，投机势力在抛售人民币的路上受阻，便将战场转移至香港市场，开始做空港币，赌一把港币与美元脱钩。而投机者的这些赌注亦并非毫无依据。在香港与内地联系日益紧密的大背景下，美国加息和中国经济萎靡不振对香港形成双面夹击，香港经济增长开始放缓。这亦使港元失去了继续强势的理由，更引发了部分投机者认为港币应与人民币挂钩的猜想。上周美元兑港币急速上升至 2011 年来高位 7.7990。数据也显示出投资者看淡港币的情绪不断上涨，其中 12 个月美元兑港币远期由 10 月底以来一直处于贴水状态，上周却突然转为升水，差价更于 1 月 15 号扩大至 340 点左右高位。另外，行使价为 7.85 的美元兑港元期权价格近日大涨。

- 即便如此，港币是否继续下跌还是不能下定论。上周香港金管局表示无意改变联汇机制，此前金管局紧跟美联储脚步上调基本利率的行为也明确了当局维持美元与港元挂钩的立场。实际上，港币如果与美元脱钩，该与什么货币挂钩将会是一个难题。如今人民币在市场上使用的自由度还有待提高，与人民币挂钩的猜想似乎还是有点不切实际，保持港币与美元挂钩仍是当前维持香港金融体系最佳选择。另外，本周中国公布去年第四季 GDP 数据，届时市场将进一步评估中国经济状况，数据是否能够抚平部分悲观情绪仍属未知。
- 再说，由于去年港币不断触及强方保证而累积的外汇储备于 12 月达到记录高位 3588 亿美元，相当于流通货币的 7.58 倍和基础货币的 1.75 倍，属世界最高水平之一。即使港币迈向弱方保证 7.8500，充足的外汇储备还是能够在一定程度上帮助香港金管局维持港币相对稳定。最后，市场不少人担忧港币资产随着人民币资产一同流走，导致 HIBOR 激涨。但是，最近人民币大幅贬值，中港两地股市疲软，加上港币也突然偏离强方保证，却并没有对 HIBOR 带来多大影响，HIBOR 虽然微涨，仍维持在 0.4% 左右的低水平，与最优惠利率保持 5% 左右的差距。这意味着香港资金池依然比较稳定。香港金管局跟着美联储步伐加息，相信 HIBOR 大涨的机会并不大。我们认为港币较 2015 年走弱，而 7.8000 将是港币短期内较强的阻力位。
- 上周，美国并没有公布重磅的经济数据，但仍有一些数据值得关注。美国 12 月份就业市场现况指数从 2.7 升至 2.9 而职位空缺从 535 万增加至 543 万，反映出美国就业市场正在稳定改善而薪资增长有可能加速。此外，美国 NFIB 中小企业信心指数从 94.8 增加值 95.2，反映出随着美国经济改善企业商业信心比较健康。数据亦可能暗示强势的美元并没有对美国的商业活动造成过多压力。美联储褐皮书指出「在 11 月末至 1 月初，有 9 个联储区报告经济增长，其中有 2 个联储区经济增长较快」。褐皮书亦指出「美国劳动力市场继续改善，但工资上涨压力温和，通胀上行压力仍微弱。此外，强势美元伤害了部分地区的制造业」。美联储洛克哈特表示「进一步改善的就业市场有助于支持薪资增长」。他认为「通胀会向 2% 的目标上升而 2016 年美国经济增长会达 2%-2.5%，甚至更高，而这会促使美联储进一步加息」。美联储莱克亦声称「美联储很可能在 2016 年至少加息 4 次」。但周四夜间美联储布拉德表示「低油价伴随通胀预期的下滑可能抑制实际通胀水平，美联储在评估通胀趋势时或不能再忽略油价」。布拉德发表讲话后，市场对美联储 3 月份加息概率预期从 45% 降至 29.4%。美元本周维持在 98.000-100.000 区间震荡，MACD 和 RSI 显示美元仍较为强势，预计会继续上行试探 100.000。美元指数从上周升值 0.2%。在过去一星期美元指数最低为 98.079，最高为 99.333，收于 98.956。

外汇市场：

上周外汇市场只是全球风险情绪变化的镜像，避险情绪推高日元和美元。不过随着市场对美联储 3 月加息预期大幅下滑，美元强势也被抑制。商品货币依然领跌，欧元对美元则走稳。随着美国企业开始下调营收预期，市场可能会进一步调整对美联储加息预期。避险货币可能会继续受到市场的青睐。

美元：

欧元：

- 受异常温暖的天气影响，欧元区能源产出按年下挫 2.8%，拖累 11 月份欧元区整体工业产出从前值得按年增长 2.0% 放缓至按年增长 1.1%，为近 7 个月来最慢增幅。由于全球需求疲弱，资本商品和耐用商品产出的按年增幅都有所放慢，分别为 1.2% 和 1.7%。按月看，欧元区工业产出意外下滑 0.7%，为 2014 年 8 月份以来最大跌幅。欧洲央行会议纪要显示「绝大部分委员支持 12 月份的政策调整」。会议纪要同时表示「通胀下行趋势难以扭转，而欧元区的复苏温

和但脆弱」。欧元本周维持窄幅震荡且目前暂受 50 日移动平均线支撑，短期欧元可能维持区间整理。欧元从上周升值 0.53%。在过去一星期欧元兑美元最低为 1.0805，最高为 1.0985，收于 1.0916。

英镑：

- 上周英镑表现仍然弱势。11 月份英国制造业产出按年跌幅从前值 0.2%扩大至 1.2%，为 2013 年来第二糟糕的水平。另一方面，英国工业产出从按年增长 1.7%放缓至按年增长 0.9%，而从环比来看，它在 2015 年前 11 个月第三次录得下跌，跌幅为 0.7%。疲弱的英国制造业和工业数据增加了对英国经济增长的担忧，英国 2015 年第四季度和 2016 年经济增速有可能放缓，从而推迟英国央行加息的时间。英国央行显示「英国货币政策委员会以 1-8-0 投票决定维持基准利率不变」。货币政策委员会表示「在欧佩克供应过剩和美国原油产出不断增加的情况下，油价暴跌或使通胀比之前更为疲弱，而工资增幅放缓亦压制通胀」。此外，会议纪要揭示「英国脱欧公投可能继续拖累英镑」。受更陡峭的下行趋势线压制，英镑本周维持下行趋势。MACD 和 RSI 显示英镑仍将处于弱势。英镑较上周贬值 1.88%。在过去一星期英镑兑美元最低为 1.4252，最高为 1.4604，收于 1.4258。

日元：

- 上周，日元走强的余温仍未退去。受强劲的海外投资增长带动及日元下跌，日本 11 月份经常账盈余连续 17 个月上涨，录得高于预期的 11440 亿日元。日本调查报告显示 12 月经济现况指数较上月小幅上升至 48.7，而消费者信心指数亦由 42.6 改善至 42.7。日本央行行长黑田表示「受到有利的就业环境支持，日本通胀正在稳定改善」。黑田亦表示「目前日本央行不考虑进一步宽松」。但日本 11 月份核心机械订单按年增长率大幅下滑，从 10.3%降至 1.2%，亦远低于预期的 6.3%。这意味着全球经济放缓打击了日本的制造业和出口，甚至可能拖累日本 2015 第四季度

的 GDP 表现。受三条移动平均线压制且跌穿 118.00，美元兑日元有可能下探 115.00。近期美元兑日元压力位可能为 118.50。日元从上周升值 0.57%。在过去一星期美元兑日元最低为 116.51，最高为 118.38，收于 116.98。

加元：

- 周三公布的美国 EIA 原油库存重拾升势，增加 23.4 万桶，连累油价跌至 30.5 美元每桶附近。上周油价一度跌穿 30 美元每桶的整数关口。受原油价格持续暴跌拖累，美元兑加元一路走高。加拿大央行商业前景调查显示「随着商品价格下跌的影响扩散至能源部门外，企业的商业信心正在恶化」。调查还显示「企业的投资和雇佣意愿降至危机以来最低水平」。加拿大财长表示「全球经济疲弱尤其是中国和欧洲的经济放缓使加拿大面临很大挑战」。加拿大财长亦指出「疲弱的商品价格可能持续，而基建建设将为经济提供支持」。技术面上，受更陡峭的上行趋势线支撑，美元兑加元上升势头十分强劲。长期看来，由于油价低企加元会继续表现弱势。加元较上周贬值 2.48%。在过去一星期美元兑加元最低为 1.4065，最高为 1.4554，收于 1.4541。

澳元：

- 上周，澳洲数据表现差强人意。澳洲 ANZ 消费者信心指数有小幅下滑，从 116.3 降至 114.1。澳洲 12 月份的失业率仍维持在 2014 年 5 月份以来的最低水平 5.8%。澳洲 12 月份广告招聘率按月微跌 0.1%，远逊于 11 月份 1.3%的增长，但从较长时间段看，广告招聘率趋势仍稳固增长。本周澳元兑美元有所下滑，预计会进一步回落至 2014 年 9 月份以来的长期下行趋势线以下。澳元较上周贬值 1.93%。在过去一星期澳元兑美元最低为 0.6827，最高为 0.7049，收于 0.6864。

纽元：

- 纽西兰 11 月份营建许可按月增长率较上月的 5.1% 大幅放缓至 1.8%，且低于预期的 3.8%。此外，主要受下跌的乳制品价格拖累，纽西兰 12 月商品价格指数延续跌势，按月下跌 1.8%（按年下跌 12.9%），但按月跌幅较前值的 5.6%有所收窄。我们认为中国经济放缓会继续压制纽西兰乳制品价格，从而对纽西兰经济造成下行压力。纽元兑美元近期在 0.6400 和 0.6910 组成的区间中震荡，最近跌穿了 100 日移动平均线。目前 MACD 下穿信号线且 RSI 为 34，预计纽元继续表现疲弱。纽元较上周贬值 1.8%。在过去一星期纽元兑美元最低为 0.6381，最高为 0.659，收于 0.6463。

本周重点关注货币:

英镑



日元



加元



一周股市，利率和大宗商品价格回顾

世界主要股指

	收盘价	周%变化	年%变化
道琼斯	15988.08	-2.19%	-9.18%
标准普尔	1880.33	-2.17%	-8.87%
纳斯达克	4488.42	-3.34%	-11.40%
日经指数	17147.11	-3.11%	-9.91%
德国 DAX	9545.27	-3.09%	-11.15%
富实 100	5804.10	-1.83%	-7.49%
上证指数	2900.97	-8.96%	-18.81%
恒生指数	19520.77	-4.56%	-10.79%
台湾加权	7762.01	-1.67%	-6.26%
海峡指数	2630.76	-4.38%	-8.83%
吉隆坡	1628.55	-1.75%	-4.52%
雅加达	4523.98	-0.49%	-2.41%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	0.62%	0	1
2 年美债	0.85%	-8	-22
10 年美债	2.03%	-8	-26
2 年德债	-0.39%	0	-5
10 年德债	0.54%	3	-9
2 年中债	2.49%	-4	1
10 年中债	2.74%	-8	-8

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	29.42	-11.28%	-19.62%
布伦特	28.94	-13.74%	-20.63%
汽油	102.12	-9.44%	-16.98%
天然气	2.1	-15.05%	-5.15%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.149	-3.45%	-7.08%
棉花	0.6141	0.02%	-4.00%
糖	0.1492	3.18%	-1.52%
可可	2,905	-3.71%	-10.03%

金属

	收盘价	周%变化	年%变化
铜	4,331.0	-3.43%	-8.53%
铁矿石	11.1	-2.42%	-5.22%

谷物

	收盘价	周%变化	年%变化
小麦	4.7375	-0.99%	0.85%
玉米	2.722	-2.22%	-2.42%

免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告中包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您的个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。
