

华侨银行市场周报

2016年4月19日星期二



热点导航

全球热点

- **新加坡的意外宽松和人民币** 第2页

大中华地区经济

- **为什么人民币对近期利好经济数据没有反应** 第2页
- **香港：跨境电商进口须缴税 或推升海淘成本** 第3页

一周外汇综述

- **美元反弹后继乏力** 第4页

-
- **一周股市，利率和大宗商品价格回顾** 第6页

一周综述

美元上周二的反弹未能持续。这也为风险情绪延续买的更多时间。中国经济数据好于预期显然对全球情绪起到了支持。

上周公布的3月经济数据确认中国经济进入了稳定期。此轮全方位的反弹主要受益于三个因素包括全球大环境的改善，人民币重新趋于稳定以及扩张的货币和财政政策。全球市场对好与预期的中国数据作出了积极的反应。而上证指数上周上涨3.15%，重回3000点。虽然通胀数据弱于预期，不过债券未能从减弱的滞胀担忧中获利，好与预期的经济数据使得宽松预期下滑，政策性银行债券价格上周创下11个月来的最大跌幅。而上周流动性也略有趋紧，不过央行通过MLF的注资成功缓解了流动性紧张的局面。我们认为现在就预测中国经济将面临U型反弹可能还为时过早。这场由政府主导的经济复苏未来展望将取决于两个因素包括外部环境以及私人部门参与度。如果美联储重启加息周期，那么包括中国在内的全球经济放缓的风险不能被排除。对于人民币，人民币指数线性式地缓步下滑再次引起市场对于参考一篮子货币政策一致性的担忧，近期中国央行留给市场的希望人民币对一篮子货币贬值的印象可能会使得人民币继续保持对美元的贬值压力，这也是为什么4月以来虽然中国公布了一系列好与预期的经济数据，但是人民币未能对美元走高。

周末的多哈会谈从一开始就注定是失败的，沙特紧咬着一个刚刚被解禁希望通过增产来弥补多年被制裁而产生损失的伊朗显然没有很大意义。伊朗选择不参加谈判也不难理解。其实，就算多哈会谈能达成协议，意义也不是很大，因为多哈讨论的只是冻产，而不是减产。多数国家原油产量都已经达到新高，在高点的冻产也无法改变供大于求的局面。油价周一波动非常大，一度大跌超过6%后，受到科威特罢工影响反弹。

本周市场相对安静，焦点将重新回到欧洲央行，不过超级马里奥再掀惊喜地可能性不大。

外汇市场

	收盘价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1283	-1.0%	3.2%
英镑/美元	1.4202	0.5%	-4.1%
美元/日元	108.76	-0.6%	10.8%
澳元/美元	0.7716	2.2%	5.9%
纽币/美元	0.6905	1.8%	1.0%
美元/加元	1.2822	1.3%	8.2%
美元/瑞郎	0.9671	-1.5%	2.2%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.4755	-0.2%	0.2%
美元/离岸人民币	6.4784	-0.1%	1.3%
美元/港币	7.7518	0.0%	0.0%
美元/台币	32.318	0.3%	1.6%
美元/新元	1.3546	-0.5%	4.4%
美元/马币	3.9	0.0%	10.1%
美元/印尼卢比	13170	-0.2%	4.6%

数据来源: Bloomberg

本周全球市场三大主题

1. 多哈冻产协议失败后的油价走势
2. 欧洲央行4月利率决议及欧盟4月ZEW经济景气指数
3. 美国公司盈利报告

作者：

谢栋铭

xied@ocbc.com

(65)6530-7256

李若凡

carierli@ocbcwh.com

劉雅瑩

kamyliu@ocbcwh.com

全球热点：

新加坡的意外宽松和人民币

上周新加坡金融管理局在半年度的货币政策会议中意外设置新元名义有效汇率政策区间的斜率为零，缓解新元升值压力来放宽货币政策。

可能多数我们的读者并不关心新加坡货币政策走势，但是上周四早上新加坡金融管理局公布放宽货币政策决议之后，离岸人民币一度跟随新元对美元大幅贬值，美元/离岸人民币一度由 6.4870 走高至 6.5000。放眼整个亚洲，离岸人民币可能是唯一除新元以外对新加坡货币政策作出反应的货币。这种局面并不多见，过去多数时间新元往往是跟着人民币的走势变化。此次的逆转，并没有直接的原因，要说新元和人民币的共同点就是对一篮子货币的管理。

新加坡拥有全世界独一无二的货币政策，作为一个小而开放的经济体，由于连最基本的食物都是进口，汇率在控制通胀中的作用更大。因此，新加坡的货币政策传导并不通过利率而主要通过汇率。这也是为什么新加坡通过新元名义有效汇率的调节来调整货币政策。

目前中国推行的人民币指数运作模式和新加坡对新元名义有效汇率的管理有相似之处，但是不同的是新加坡对新元的名义有效汇率的管理相对更为透明。金融管理局对新元名义有效汇率的管理主要通过三个变量进行调节，包括名义有效汇率波动区间，有效汇率的中间点位位置以及中间点位的斜率。此次，新加坡金融管理局调整的正是斜率。由于新加坡国际收支通常是顺差，为了控制通胀压力，新加坡一贯采取允许新元兑一篮子货币中期稳步升值的态度，这也是为什么多数时间斜率为正。此次将斜率调整为零也意味着新加坡金融管理局对通胀担忧减弱。

相对新元来说，中国对一篮子货币的管理不确定因素更多。目前为止，中国央行从来没有量化过一篮子货币的区间，唯一的线索就是对维持一篮子货币基本稳定的承诺。这种不透明在随着人民币指数持续贬值的情况下放大了市场对人民币政策的担忧。

大中华区经济：

为什么人民币对近期利好经济数据没有反应

中国一季度经济增速进一步放缓至 6.7%，与市场预期一致。不过自 3 月开始，中国经济和市场出现了许多积极信号。3 月经济数据的复苏几乎是全方位的，从消费到投资再到贸易和产出都好于市场预期。3 月以来经济企稳主要受益于三个因素，包括全球情绪的复苏，人民币汇率稳定以及国内货币和财政政策支持。

从外部环境来看，自 2 月底在上海召开的 20 国会议之后，全球情绪受益于欧洲央行的新一轮宽松以及美联储主席耶伦的鸽派言论支持大幅反弹。全球情绪的复苏也对中国金融市场的情绪起到了支撑。此外，随着央行指导市场关注人民币对一篮子货币价格后，人民币波动率大幅下滑也帮助缓解了市场的紧张情绪。市场对人民币大幅贬值的恐慌已经减弱。而人民币的走稳可以缓解贸易商面临的汇率风险，从而有助于近期贸易数据的反弹。

国内因素来看，尽管中国在一季度维持基准利率保持不变，不过创纪录的社会融资总量显示扩张的货币政策不变。此外受益于财政的加码，一季度基础建设投资重新加快至 19.6%。

展望未来，我们认为货币政策和财政政策将继续保持扩张节奏。但是现在就预测中国经济将面临 U 型反弹可能还为时过早。这场由政府主导的经济复苏能否持续将取决于两个因素包括外部环境以及私人部门参与度。如果美联储重启加息周期，那么包括中国在内

的全球经济放缓的风险不能被排除。此外，尽管一季度固定资产投资反弹，但是民间部门固定资产投资进一步下滑至 5.7% 的有统计以来低点，显示民间部门对经济前景依然较为谨慎。不过，总体来说，我们对中国经济全年增长 6.7% 的预期保持不变。

不过一个有趣的现象是，近期人民币并未能进一步从这些好与预期的经济数据中获得支持。我们在上周的周报中曾指出人民币指数悄悄得渐进式的下滑，在短期内至少会引起两个担忧。第一个也是最大的担忧，就是中国是否回到了盯美元，或者在盯美元和盯篮子里摇摆的状态？如果看过去几周市场的走势我们就会发现，人民币对美元走势相对稳定，而人民币指数则出现单一贬值，这也是市场对人民币重新盯美元担忧的主要原因。第二个担忧，则是央行利用美元走强的窗口，调低人民币指数，是否有希望人民币贬值的倾向。

这两个担忧也正成为约束人民币对美元进一步走高的主要因素。我们看到 4 月以来，中国公布的一系列经济和金融数据都超出市场预期，但是人民币却升值乏力，尤其是离岸市场上，人民币对美元还出现了小幅贬值。最主要的原因就是市场对人民币政策再度出现困惑。

随着人民币指数轻松跌破 97.50，市场目前正在寻找人民币指数新的底，在没有找到这个底之前，市场不会盲目买入人民币。而不知道人民币指数底在哪里的最大风险就是一旦美元出现趋势反转的时候，美元/人民币可能会出现大幅反弹。

总体来看，我们相信央行在人民币政策上参考一篮子货币的态度并没有改变，在当前这个阶段，参考一篮子货币的政策有助于降低人民币出现大幅贬值的可能性。但是央行引导人民币指数走弱的倾向性意味着人民币小幅贬值的压力并没有改变。这个压力不会随着

中国经济趋稳而打消。因此，我们认为美元/人民币在年底前依然可能重新上探 6.6-6.7 区间。

香港：跨境电商进口须缴税 或推升海淘成本

近日，“海淘新政”断了不少海淘族的买路，导致他们纷纷喊着要当剁手党，而对于不少依赖代购养家糊口的商家而言更是当头一棒。新政指的是财政部、海关总署、国家税务总局 3 月 24 日共同公布了《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》。《通知》宣布，自 4 月 8 日起，我国将实施跨境电子商务零售（企业对消费者，即 B2C）进口税收政策，并同步调整行邮税政策。而 4 月 7 日夜，财政部在其官网公布了《跨境电子商务零售进口商品清单》，今后，只有清单上的商品，能够按照跨境电商零售进口新税制进口，清单外商品仍执行一般贸易税收政策或行邮税政策。新的行邮税税率由原来的四档 10%、20%、30%、50% 调成三档，税率分别为 15%、30%、60%。市场普遍认为这意味着我国在跨境电商进口将正式告别“免税时代”，对跨境电商造成巨大打击。

跨境电商税收新政的内容主要有两点：一是跨境电商零售进口商品不再按行邮税征收，而是在购物限值内按照货物征收关税和进口环节增值税、消费税，税率可以享受七折优惠。单次交易限值为 2000 元，个人年度交易限值为 2 万元。二是进口环节增值税、消费税不再设 50 元的免征额。照新规计算，当前我国对一般进口消费品征收 17% 的增值税，打七折后的最终税率等于 11.9%，略高于之前 10% 的行邮税税率。新政实施后，母婴、食品、保健品等品类税负会有所增加，而化妆品、电器类根据价格区间不同，税负有升有降。尽管非全面涨价，但税负加重却是不争的事实。由于新规出台后，跨境电商不仅无法再享受免税额度，而且也难以再钻低行邮税率的空子，因此跨境电商若想维持原来毛利率不变，价格或许需要上调

10%-50%不等。尽管从目前看，跨境电商是自行消化增加的税负还是将其转移到消费者身上仍有待观察。但新规对很多消费者而言并非福音。除了大部分商品涨价外，有些商品可能再也找不到购买连结。

去年12月亚马逊中国发布《2015年跨境电子商务趋势报告》，指出去年中国在亚马逊全球站点购物花费总额同比增加逾6倍。另外，Paypal和Ipsos共同发布的《2015年第二届全球跨境贸易报告》提到，35%的中国网购者通过海淘方式购物，较去年的26%大幅增长。中国互联网络信息中心数据则显示截至2015年末全国网民达到6.88亿，其中6.2亿使用手机上网，相当于全国网民的90.1%及全国人口的45.1%。随着中国手机上网人数增加，外加中国中产阶级的扩大，相信海外购物平台将能够覆盖更多的内地消费者。然而新规无疑增加了内地居民通过跨境电商境外购物的税务负担。当然对于中国而言，一方面，政府能够通过此项税改，把握网民增加带来的税收利润。另一方面，中国也能够相应保护本土产业。

至于对香港带来何等影响，仍然无法下结论。首先，《2015年第二届全球跨境贸易报告》指出2015年中国海淘族主要涉足美国购物网站，比例由2014年的14%上涨至约22%。另外，日韩除了成为中国旅客的主要目的地之外，日韩网购平台也吸引了不少内地海淘族和代购族。据悉，海淘族主要是淘服装鞋履、化妆品和食品饮料。就数据看来，香港并没有出现在最受欢迎的花淘渠道中，证明香港网络购物平台受到新规的打击应该不大。

相反，新规也许能稍微减轻香港实体店零售市道目前面临的压力。由于新规维持旅客过境个人携带行李物品的5000元人民币的免税额不变，因此在“海淘新政”导致母婴保健品等日用品，以及日韩美最受欢迎的网购商品即将面临加价的背景下，或许香港实体店能吸引原本通过海淘方式进行代购的商家，或是带动一些海淘大额商品的内地客来港购物。这对于目前处

于寒冬中的香港零售业而言或许称得上是一缕曙光。当然，另一种可能性是，习惯了网购模式的内地消费者也许并不会吝于花费多11.9%的税费进行海淘，特别是对一些非水货客而言，税费说不定比前往香港的交通费来得便宜。

最后，由于澳门零售业并不会受益于这个新规。对于前往澳门的旅客而言，购物只是旅游或者是博彩的附属产品。如今，内地旅客旅游目的地的转变，以及反贪运动继续打击内地赌客，在澳门旅游业没有明显复苏的大环境下，澳门零售业短期内难以翻身。

外汇市场：

美元：

亚特兰大联储的GDP Now模型将美国一季度的GDP增速从0.4%下调至0.1%。其中预测库存对GDP的拖累为0.7%。继上月录得小幅上升后，纽约联储3月份的调查显示消费者通胀预期跌回历史低位附近，为2.53%，尽管美联储预期油价将回升。美国3月份PPI按月下跌0.1%，消费者物价指数和核心消费者物价指数均按月上升0.1%，逊于预期。数据反映出美国仍面临通胀下行压力。美国3月份零售销售按月下跌0.3%，核心零售销售亦仅按月上涨0.2%。主要是受汽车销售、服装、互联网等销售拖累。不及预期的零售数据反映出美国消费者信心或不如预想中强劲。通胀预期的下降或令美联储放缓加息的速度。美国经济褐皮书指出美国住宅房地产市场和劳动力市场转强，多数辖区的消费支出温和增长，企业支出也整体扩张。美联储哈克预计通胀会在2016年下半年回升至1.5%。哈克认为通胀持续低于目标水平或影响目标水平的可信度，而油价不太可能继续下跌，最终会支撑通胀。哈克仍认为今年可能加息3次。美联储莱克表示低失业率和核心通胀企稳使得有

理由继续加息。美联储威廉姆斯也认为今年加息两次或三次看起来是合理的。

欧元：

德国 2 月出口按月增长 1.3%，带动德国贸易盈余从 185 亿欧元升至 198 亿欧元。目前德国面临的下行风险主要是新兴市场经济放缓的风险。德国经济部表示德国经济会在 2016 年继续扩张，但增速可能放缓。欧元区 2 月份工业产出按月下降 0.8%，跌幅大于预期且为 18 个月来最大跌幅。而上月增幅亦被下调至 1.9%。欧元区 3 月份通胀读数为 0%，扭转了上月 0.1% 的跌幅，但仍远低于欧洲央行 2% 的通胀目标。3 月份通胀的回升主要是由于餐饮的价格有所上涨，按年增长 1.5%。3 月份欧元区核心消费者指数从上月的按年增长 0.8% 升至按年增长 1%。数据反映受油价影响，目前欧元区通胀仍然疲弱。2 月份 OECD 全球经济领先指数较 1 月下降 0.1 至 99.6，反映出全球经济依然疲弱。欧元区中德国和意大利同样预期经济增长将放缓。但欧元区整体出现企稳态势，其中法国增长动能较为强劲。结合欧元区近期疲弱的制造业 PMI 和经济信心来看，数据反映在全球需求疲弱的环境下，欧元区经济复苏进程仍面临阻力。欧洲央行康斯坦西奥指出负利率政策有明显的边界，且其与汇率没有必然联系。他还指出若有必要，无论什么样的政策欧洲央行都会执行。

英镑：

英国 2 月工业生产和制造业生产分别按月下挫 0.3% 和 1.1%，且皆录得连续第 8 个月同比跌幅。同时，英国 2 月贸易逆差较预期为大，并维持在高位 119.6 亿英镑，反映该国出口疲弱拖累工业。但 6 月 23 日前，受脱欧风险影响，英镑将持续承受下行压力。另外，英国 3 月 CPI 按年增长 0.5%，达到 2014 年 12 月以来最快增速，主因是受到复活节假日因素的带动。英伦银行维持货币政策不变，并表示对全球经济和脱欧公投不确定性的担忧。由于通胀仍未达到 2% 目标，外加脱欧风险，市场预期今年英伦央行并不会加息。

英国 ICM 民意调查显示 45% 支持脱欧，超过 42% 的反对者。

日元：

日本 2 月机器订单录得去年 11 月以来最大环比跌幅 9.2%，主因是日元走强及环球经济放慢打击企业信心，导致企业暂缓投资计划。另外，日本 PPI 按年下跌 3.8%，按月下挫 0.1%，均逊于预期，意味着日本企业盈利受压。近期，日元维持在高位，引起日本官员关注，而日本央行行长黑田东彦也重申将放宽政策，以达到 2% 目标通胀。日本官员也频出口术压低日元汇价，但避险需求及市场对安倍经济学的失望情绪仍令日元维持在相对高位。因此，市场将关注日本政府是否会出手干预外汇市场，以及 4 月 28 日日本央行是否进一步作出宽松动作。

加元：

加拿大 3 月失业率明显改善，由上月的 7.3% 下降至 7.1%，并较市场预期为好。同月就业人数也录得去年 10 月以来最大升幅，增长 4.06 万人。此外，加拿大 3 月新屋开工增长 20.4 万个单位。加拿大央行维持利率不变，并把 2016 年经济增速由 1.4% 至 1.7%，支持加元走强。沙地石油部长排除减产可能性。伊朗石油部长则表示将不会亲自参加 4 月 17 日的多哈会谈。然而，伊朗石油部长表示将不会亲自参加多哈会谈。沙地石油部长亦排除减产可能，令市场开始怀疑多哈会谈可能并不会有助改善原油供过于求问题。这意味着加元上升空间或有限。

澳元：

澳洲 2 月份房屋贷款总额按月上升 4.1%，较前值 1.6% 的跌幅明显回升。澳洲 2 月份房屋贷款许可件数按月上涨 1.5%，略低于预期的 2%。数据显示澳洲房地产市场仍在降温过程中。澳洲 3 月份 NAB 企业信心指数从 3 翻倍至 6，反映出企业对澳洲经济增长仍较为乐观。而包含了就业、销售和利润的现状指数从 8 上升至 12，为 2008 年来最高水平，其中就

业指数从4升至5，为5年来最高水平。这反映出澳洲就业市场仍表现良好。澳洲3月份就业报告意外优于预期。失业率从5.8%下降至5.7%，就业人数增加2.61万，高于预期。尽管目前通胀较低，但良好的就业数据或使澳储行继续观望。但澳洲4月份Westpac消费者信心指数按月下跌4%至95.1。数据反映出消费者信心仍然较为疲弱，市场担忧未来澳洲经济的增长前景。市场普遍预期澳储行今年或继续持观望态度。

纽元：

纽西兰3月份信用卡零售支出按月增长0.1%，低于预期的0.3%。而包含服务，旅游和健康的总支出按月增长0.4%。低于预期的信用卡零售支出数据反映出纽西兰消费者信心仍较为疲弱。纽西兰3月份房屋销售按年增长8.2%。全国房价中位数按年上升4.2%，剔除奥克兰的房价中位数按年增长10%。纽西兰房地产协会认为对奥克兰房地产市场下滑的担忧被过度夸大了，而大部分地区的房屋销售时间有所缩短。纽西兰通胀目前仍低于预期，若这种情况持续下去，或促使纽储行提早采取行动。纽西兰3月份制造业PMI从55.9降至54.7，为近5个月来最低读数。其中就业指数连续第二个月跌破50。纽储行表示需要更多时间观察制造业的下滑是否为经济带来真正的忧虑。重点关注4月18日公布的CPI数据和4月28日公布的利率决议。

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	17897.46	1.82%	1.67%
标准普尔	2080.73	1.62%	0.84%
纳斯达克	4938.22	1.80%	-2.52%
日经指数	16848.03	6.49%	-11.48%
富时 100	6343.75	2.25%	1.11%
上证指数	3078.12	3.12%	-13.85%
恒生指数	21316.47	4.64%	-2.59%
台湾加权	8700.39	1.86%	5.08%
海峡指数	2923.94	4.12%	1.33%
吉隆坡	1727.99	0.56%	2.06%
雅加达	4823.57	-0.48%	5.02%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	0.63%	0	2
2年美债	0.73%	4	-34
10年美债	1.75%	4	-54
2年德债	-0.51%	1	-17
10年德债	0.13%	3	-50
2年中债	2.45%	8	-3
10年中债	2.91%	1	8

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	40.36	1.61%	10.27%
布伦特	43.10	2.77%	18.21%
汽油	146.12	-0.17%	18.80%
天然气	1.902	-4.42%	-14.09%
金属			
铜	4,807.5	3.39%	1.53%
铁矿石	58.3	7.87%	34.22%
铝	1,545.0	2.56%	1.34%
贵金属			
黄金	1,233.1	-0.76%	16.35%
白银	16.313	6.04%	17.85%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.230	2.08%	-0.57%
棉花	0.6003	-0.07%	-6.16%
糖	0.1504	2.38%	-0.73%
可可	2,941	2.40%	-8.92%
谷物			
小麦	4.5975	-0.11%	-2.13%
大豆	9.560	4.28%	9.19%
玉米	3.7850	4.49%	5.43%
亚洲商品			
棕榈油	2,638.0	-0.34%	15.10%
橡胶	183.0	3.21%	24.24%

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。
