

# 华侨银行市场周报

2016年6月20日星期一



---

## 热点导航

---

### 大中华地区经济

- **人民币空头请注意** 第2页
- **中国下半年经济增长动力何在?** 第2页

### 一周外汇综述

- **本周重点关注货币** 第5页
- **一周股市，利率和大宗商品价格回顾** 第6页

**一周综述**

上周三晚上美联储释放的鸽子对市场情绪起到了支持。美联储如市场预期，维持基准利率不变。不过亮点在细节里。首先，这次投票是全票通过的，就连之前两次会议投票支持加息的大鹰派堪萨斯城联储主席 Esther 都投票支持利率不变。其次，虽然美联储官员的今年加息中位数还是在 2 次没有变，但是 17 位参与点状图调研的官员里有 6 位认为今年只会加息一次，从 3 月的 1 位大幅上升。第三，2017 年和 2018 年联储利率中位数分别被下调 25 个基点和 62.5 个基点，长期利率由之前的 3.25% 被下调至 3%。

虽然美联储主席耶伦在稍后的新闻发布会中重申美联储的决定将取决于数据，并且未来任何会议都有可能加息。她用了双重否定表示 7 月在强劲的数据公布后加息不是不可能。但是气场明显弱了很多。市场已经清晰地意识到夏天加息的可能性已经非常低了。目前期货市场上 7 月加息的概率跌至 6%，而 9 月加息的概率也下滑至 19.2%。

不过日本央行的按兵不动险些打下美联储释放的鸽子，日元大涨，美元/日元跌破 105。市场对日本央行在 7 月推出新一轮宽松政策的预期依然非常高。本周市场的焦点毫无疑问将集中在英国脱欧公投上。上周支持英国留在欧盟的英国女议员的遇刺身亡改写了市场预期，最新的民调显示支持留欧的选民再次领先，扭转了过去两周的颓势。本周全球市场可能将面临近几十年来首个计划的黑天鹅事件。市场是否会血雨腥风将取决于公投的结果。

感谢美联储释放的鸽子帮助人民币在中间价上周三触及 6.6001 之后扭转了对美元和一篮子货币双贬的趋势。虽然周五日本央行的货币政策会议差点把美联储释放的鸽子打下来，但是人民币总体趋稳。在美联储释放出善意的鸽子之前，市场认为央行可能已经展开了自救，通过干预来调低美元/人民币 4:30 收盘价。在目前的中间价机制下，要想扭转人民币缓步贬值的趋势只有两个方法，一个是人民币收盘价走强，另一个则是坐等美元全球走弱。似乎央行选择了前者，再加上美元在关键时候走弱，帮助人民币在上周最后两个交易日小幅反弹。

我们建议人民币空头需要留意上周外管发布的 16 号文。在 16 号文下，企业可以自由选择外债资金结汇时机。鉴于企业可以用外债置换境内人民币贷款，这可能会进一步吸引资本流入，从而对人民币起到支撑。而新的规则也可能有利于收窄境内外人民币价差。

总体弱于预期的 5 月经济数据意味着二季度 GDP 可能会进一步走弱。这也再次唤醒了市场对货币宽松的预期。不过，我们认为鉴于央行还是主要依靠流动性工具调控，月底前降息的概率非常小。

**外汇市场**

	收盘价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1276	0.2%	3.1%
英镑/美元	1.4356	0.7%	-3.1%
美元/日元	104.16	2.7%	15.7%
澳元/美元	0.7372	0.0%	1.2%
纽元/美元	0.702	-0.3%	2.7%
美元/加元	1.2893	-0.9%	7.6%
美元/瑞郎	0.9587	0.6%	3.1%

**亚洲主要货币**

美元/人民币	6.587	-0.4%	-1.5%
美元/离岸人民币	6.5908	0.1%	-0.4%
美元/港币	7.759	0.0%	-0.1%
美元/台币	32.36	-0.4%	1.5%
美元/新元	1.3453	1.0%	5.1%
美元/马币	4.099	-0.7%	4.7%
美元/印尼卢比	13337	-0.4%	3.3%

数据来源: Bloomberg

**本周全球市场三大主题**

1. 英国脱欧公投
2. 德国法院裁军欧洲央行直接购买债券是否合理
3. 欧洲央行启动新一轮定向长期再融资

**作者：**
**谢栋铭**
[xied@ocbc.com](mailto:xied@ocbc.com)

(65)6530-7256

**李若凡**
[carierli@ocbcwh.com](mailto:carierli@ocbcwh.com)
**劉雅莹**
[kamyliu@ocbcwh.com](mailto:kamyliu@ocbcwh.com)

## 大中华区经济：

### 人民币空头请注意

上周美联储在关键时刻释放的鸽子再次拯救了人民币，美元的走弱帮助人民币中间价在触及 6.6001 之后安全着陆。虽然周五日本央行的货币政策会议差点把美联储释放的鸽子打下来，但是人民币总体趋稳。不过，人民币的空头并没有死心，周五再次将美元/离岸人民币推高至接近 6.60 关口。

总体来看，市场，尤其是境外投资者对人民币还是有很多质疑。上周二一早当 MSCI 宣布推迟将 A 股纳入其新兴市场篮子之后，离岸人民币在早盘一度大跌，美元/离岸人民币也走高至四个多月高点 6.6150。空头推高美元/离岸人民币的逻辑也非常简单，就是人民币的援军被阻断了。

如果，照着这个逻辑来看的话，那人民币空头要小心了。我们建议人民币空头需要留意上周外管局发布的 16 号文了。在 16 号文下，企业可以自由选择外债资金结汇时机。此外，对资本项目收入的使用实施统一的负面清单管理模式，并大幅缩减相关负面清单。对于监管，外管局将加强事中事后管理。

笔者在过去文章中曾指出今年以来中国的资本账户开放是单边的，多数开放都侧重吸引资本流入。而上周的外管局 16 号文也同样起到吸引资本流入的目的。让我们先来简单回顾一下今年以来的开放过程。

2016 年以来主要开放	
2 月	中国对境外主要金融机构开放银行间债券市场
5 月	央行扩大全口径跨境融资宏观审慎管理至全国，新的跨境融资风险加权余额上限取代外债额度
5 月	首批商业银行获批参与境内银行间外汇市场
5 月	中国公布合格境外投资者投资境内银行间债券

市场细节	
6 月	中国给美国 2500 亿元 RQFII 额度
6 月	外管局 16 号文，企业可以自由选择外债资金结汇时机

今年以来的新规都旨在吸引资本流入，尤其是 5 月以来开始实施的全口径跨境融资宏观审慎管理，为企业借外债带来了便利。而此次 16 号文，则使得企业的外债用途更为灵活。

笔者认为此次 16 号文最大的影响就是随着负面清单的大幅缩减，企业可以使用外债来置换人民币贷款。而鉴于境外融资成本总体依然低于境内融资成本，因此，企业用外债置换内债的需求可能会上升。这可能会对人民币带来一定的支撑。

虽然少了股票的援军，但是随着政策单边开放加快，从债市到外债各路援军可能会陆续进来，这可能是需要人民币空头留意的地方。

### 中国下半年经济增长动力何在？

继外汇储备及通胀数据后，中国 5 月经济数据再度表现参差不齐。尽管工业生产及零售销售升幅符合预期，但固定资产投资增速却放慢至 16 年来最低，背后主要的原因是民间投资升幅再创历史新低 3.9%。分产业看，第二第三产业民间投资增长幅度分别收窄至 4.6% 和 2.2%。就各行业而言，采矿业民间投资同比跌 11.1%，同时制造业中多个分支行业录得负增长。

实际上，大宗商品价格的反弹带动中国 PPI 连续 3 个月录得环比升幅，并显示出中国企业去产能压力有所缓解。然而，在中国经济增长步伐放缓的背景下，去产能的长期斗争仍可能继续打击传统行业及其它民间行业的投资意欲。那么，下半年若单靠公共部门的投资来推动经济增长达标或许会有些吃力。所以这也

是为什么5月数据公布后，市场又开始出现关于中国央行有必要全面放宽政策的呼声。

中国第一季经济增长少不了货币政策和财政政策的支持。就下半年而言，是否继续放宽货币和财政政策还待观望。货币政策方面，之前权威人士的文章指出货币政策过度宽松不利企业去杠杆的观点。回顾中国央行此前的报告，同样提及过去数次全面放宽政策的催化剂主要是资本市场的大动荡。且看近期企业债务状况，今年第二季至第四季到期债券总额达历史新高。而面临产能过剩问题的企业偿债能力日益转差，伴随着近期政府兜底的隐性担保这一不良习惯的扭转，问题企业或僵尸企业的违约风险将上升，且这些企业亦会逐渐遭到淘汰，这将有利境内债券市场健康化。近期中国股市较年初更为平稳，尽管A股三度被MSCI拒之门外，但预期其对中国股市的影响将会是短暂的。再者，英国脱欧风险升温，加上美国7月加息可能性仍不能完全排除。在这样的大环境下，中国央行全面放宽政策不但助长企业债务风险，而且可能对人民币造成更大的贬值压力。

上周笔者曾提及中国央行最近公布的2016年中国宏观经济预测工作论文，文中上调了通胀预期，这似乎也暗示当局进一步全面宽松的可能性减少。那么，下半年支持中国经济增长可能还需依赖财政政策的进一步宽松。不久前财政部也曾表示全国政府债务占GDP比重低于世界水平，因此依然有举债空间。笔者预期比起全面放松货币政策，进一步放宽财政政策以支持基础设施建设及减轻企业税务负担，从而推动民间企业投资的可能性更大。

当然，由于中国货币政策的不确定性犹存，加上喜忧参半的5月经济数据，投资者或继续对人民币资产持谨慎态度。另外，美国加息时间模糊及脱欧风险推高市场避险情绪，使人民币受压。就上周三中间价定在2011年1月最低6.6001看来，中国央行依旧坚持实现人民币双向波动。当然，央行也仍将继续通过双

锚机制和窗口指导来维持人民币的波动率在可控范围内。

## 外汇市场：

### 美元：

美国5月份核心零售销售符合预期，按月增长0.4%。而5月份零售销售增幅则超预期，录得0.5%。此外，进口及出口物价指数分别按月上升1.4%和1.1%。这反映出尽管近期美国就业增长放缓，但消费者支出仍稳健。美国5月份零售报告公报后，亚特兰大联储的GDP Now模型将美国第二季度GDP增长预测上调至2.8%，高于6月9日的2.5%；并预测二季度美国消费者支出增长3.9%，高于此前预测的3.5%。美国6月纽约联储制造业指数录得6.01，远高于预期和前值。而美国5月份工业产出和制造业产出均按月下跌0.4%，反映出尽管近期美元的走弱和油价的上涨对制造业复苏起一定推动作用，但制造业复苏进程仍较缓慢。由于石油价格和租金水平的上升，其中租金创下9年来最大月涨幅，美国5月份CPI按月增长0.2%，连续三个月上升。但其他类别商品和服务的价格仍然疲弱，如食品价格下跌0.2%，家庭购买杂项成本按月下挫0.5%，按年下挫0.7%，为2009年来最差，使得整体通胀水平依旧低于美联储的目标。上周美联储维持利率不变，有6位委员预期2016年仅加息一次，而只有2位委员预期将加息两次，3月份时该人数为1和7。此外美联储官员小幅下调了2016、2017的GDP增长预期，并预计2016-2018的GDP增速均为2%。会议纪要显示通胀将在短期内维持低位，而商业投资继续疲软，但家庭支出出现反弹，仍预期只会缓慢加息，并下调长期利率预期。美联储主席耶伦随后表示就业市场仍然健康，但近期失去一些动能，很难说就业市场已经放缓。其表示工资增长暗示劳动力市场的缺口下降，而对于较长时间内利率走向存在不确定性。

**欧元：**

欧洲央行魏德曼表示超宽松的货币政策效应将随着时间进一步显现，而基于物价前景疲弱，扩张性的货币政策是合适的。其预计欧元区今年的全年经济增长不大可能像第一季度的增长一样强劲，但欧元区经济会继续温和扩张。欧元区4月工业产出按月增加1.1%，按年增长2.0%，大幅高于预期。这是制造业，矿业及公共行业产出自1月以来的首次增长。大幅的工业产出增长有助于进一步提振欧元区经济。此外，家庭消费支撑推动了4月份产出的增长，在外需疲软的环境下，内需有望继续推动欧元区的复苏。而欧元区4月份未经季调经常帐从313亿欧元回升至340亿欧元，创下1999年来最高水平，反映出欧元区近期出口有所复苏。欧元区第一季度就业人数按季增长0.3%，反映出近期欧元区的经济复苏进程良好。欧元区5月份CPI按月增长0.4%，高于前值和预期，但CPI按年继续下跌0.1%。数据反映出欧元区通胀仍然疲软。而欧元区第一季度薪资按年增长1.8%，高于前值1.5%，这或有望刺激欧元区消费者支出，进而提升通胀水平。由于目前市场面临一系列风险因素，包括全球经济放缓，美国非农数据录得几乎六年最差，英国脱欧可能性上升，令德国国债成为市场对冲不确定性的最好标的之一。上周二德国10年期国债收益率降至-0.001%，历史首次触及负区间。

**英镑：**

英国5月份PPI输入指数按月显著增加2.6%，但按年却录得持续下降。但CPI按月仅增长0.2%，按年增长0.3%，虽优于前值，但差于预期。运输成本和燃料增加是上涨的原因之一，数据显示出英国通胀增长有所放缓。英国ILO失业率降至2005年以来的最低水平，截至4月份的三个月就业人数增加5.5万人。此外，包括红利在内的平均工资按年增长2.0%，高于预期，薪资增长加速的原因之一是引进了国家最低薪资标准。良好的就业报告和薪资增速提振英镑。英国5月份零售销售按月增长0.9%，按年增长6.0%，增幅大于预期。我们认为英国近几个月稳定的薪资增

长有助于刺激消费者支出，从而带动零售销售持续上升。上周四英国央行维持利率和购债规模不变，并表示如果英国退出欧盟，可能将严重地影响通胀和经济增长展望。而由于脱欧后贸易条款将恶化、生产率会走低，且失业率和风险溢价会升高，英镑或在脱欧阵营胜出后急跌。上周四英国留欧派女议员遇袭身亡事件使得激烈的公投辩论暂时冷却下来，留欧概率有所增加，而最新的民调也显示留欧比例以微弱优势领先。

**日元：**

日本二季度BSI调查显示日本大型制造业信心进一步弱化，BSI大型制造业信心指数进一步回落至-11.1%，前值为-7.9%，而大型非制造业信心指数同样从前值的-3.2%进一步下滑至-6.3%。评级机构惠誉确认日本A评级，但将前景调整为负面，因为日本政府推迟上调消费税但没有其他相关抵消影响的措施，因此其对日本财政整顿承诺信心下降。另外，由于推迟消费税上调整，惠誉将日本2016年GDP增长预期从0.7%上调至0.8%。惠誉预计到2016年年底，日本债务与GDP之比将达到245%，此后将继续攀升，每年上升1-2%，直到2024年，而非如之前所预计的那样于2020年触及247%的峰值之后回落。上周四日本央行7:2投票维持利率在-0.1%不变，以及维持购债规模在当前的80万亿水平。日本央行这次继续按兵不动或许是因为顾及英国脱欧公投所带来的不确定性。日本央行维持整体经济评估不变，并上调房屋以及公共投资预期，但预计CPI将接近零或略低于零。日本央行继续表示若有必要将随时准备采取进一步宽松。利率决议公布后，美元兑日元跌破104，刷新2014年8月以来的低点。日本央行行长黑田东彦仍预期通胀将在2017财年达到目标，并表示只要有必要就将一直实施QQE和负利率。日本政府在月度经济报告中保持对整体经济评估不变，但下调对企业利润的评估，且指出整体经济中个人消费支出及出口仍停滞不前。日本财长认为日元目前的升值使单边的，急剧的，由投机驱动的，因此其对日元走势表示非常担忧。

**加元：**

欧佩克在月度报告中称，今年全球石油需求将增加 120 万桶/日，至 9418 万桶/日，对欧佩克的石油需求将达到 3150 万桶/日，其中印度的需求增量最大。另外预计今年非欧佩克石油产量将较 2015 年减少 74 万桶/日，至 5640 万桶/日。IEA 指出欧佩克 5 月原油产出下降了 11 万桶每日，非欧佩克原油产出下降超过 65 万桶每日，是自 2013 年以来第一次明显的下降。其将原油过剩预期从上半年 150 万桶/日下调至目前的 80 万桶/日，并料市场于年底或 2017 年实现供需平衡。上周三夜间公布的 EIA 原油库存连续第四周下降，美国原油也自上周短暂增长后恢复下滑。上周四油价进一步扩大跌幅，录得六连跌，近日风险情绪的恶化大幅打压油价。此外，由于利空出尽后的美元反弹也对油价施加了压力。IMF 指出尽管加元曾出现大幅贬值，但仍被温和高估，而宽松的货币政策以及财政政策将给加拿大经济带来帮助。OECD 则指出加拿大住房投资处于不寻常高位，加拿大人口增长无法证明房价上涨的合理性，而加拿大经济的薄弱点与住房及消费债务相关。加拿大央行行长波洛兹表示在实体经济中，企业没有积极促进经济发展。其表示由于经济增长缓慢，可能会比预期更长的时间维持低利率。

**澳元：**

澳洲 5 月份商业景气指数小幅上升至 10，但商业信心指数从 5 降至 3。近期，澳洲经济转而在服务业和非矿业产业上寻获增长动能，并依靠较低的利率水平和澳元汇率获得支撑。尽管数据显示澳洲商业环境有所改善，且澳洲政府表示将在 2016-17 年的财政预算中大幅削减企业税收，但由于矿业复苏依旧萎靡，使得商业信心受到打压。此外，下个月即将进行的澳洲联邦大选也对商业信心造成影响。此外，澳洲 5 月份 Westpac 消费者信心指数按月下跌 1% 至 102.2，数据远差于上月 8.5% 的增幅，这反映出澳洲消费者信心近期明显受压。澳洲 5 月份失业率维持在 5.7%，

而新增就业人数远超预期的 1.5 万，录得 1.79 万。然而，4 月新增就业人数被向下修正，且自去年 10 月开始全职就业人数没有变化，这反映出澳洲薪资增长缓慢，故仍然存在降息可能。澳储行副行长肯特表示澳元贬值可以作为风险事件的缓冲，其认为目前无需调整通胀目标，否则可能造成通胀预期下降。

**纽元：**

纽西兰经济研究所上调了 2016-17 年经济增长预期，其预计截至 2017 年 3 月末的年度经济增长为 2.7%，高于 3 月份预测的 2.6%。纽西兰 5 月食品价格按月下跌 0.5%，按年下跌 0.3%，均差于上月。牛奶价格的疲软和乳制品行业持续负现金流的情况对纽西兰经济造成压力。纽西兰第一季度经常帐录得盈余 13.1 亿，高于预期及上季的 26.1 亿赤字，数据反映出纽西兰的出口有所回暖。纽西兰第一季度经济增长超过预期，按季增长 0.7%，按年增长 2.8%。旅游业、外来移民和建筑业是推动纽西兰一季度经济增长的主要因素，但农业表现继续疲弱。纽西兰财长表示纽西兰并没有面临通货紧缩的风险，而若美国经济持续增长，纽元或会下滑，从而可能提振通胀。纽西兰 5 月制造业 PMI 从 56.5 上升至 57.1，商业环境有所改善。纽西兰 6 月份消费者信心指数较前值显著回升至 118.9，环比增幅录得 2.3%。这反映出尽管乳制品板块仍然疲弱及全球面临不稳定性，纽西兰经济表现仍相当良好。

**本周重点关注货币:**

**美元**



**日元**



**英镑**



数据来源: 彭博

**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	17675.16	-1.06%	0.40%
标准普尔	2071.22	-1.19%	0.38%
纳斯达克	4800.34	-1.92%	-5.24%
日经指数	15599.66	-6.03%	-18.04%
富时100	6021.09	-1.55%	-4.03%
上证指数	2885.11	-1.44%	-19.25%
恒生指数	20169.98	-4.15%	-7.82%
台湾加权	8568.08	-1.69%	3.48%
海峡指数	2763.42	-2.11%	-4.23%
吉隆坡	1624.18	-1.04%	-4.07%
雅加达	4835.14	-0.27%	5.27%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	0.64%	-1	3
2年美债	0.69%	-3	-38
10年美债	1.61%	-3	-69
2年德债	-0.61%	-6	-26
10年德债	0.02%	0	-61
2年中债	2.47%	3	-1
10年中债	2.94%	-6	11

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
<b>能源</b>			
WTI 油价	47.98	-2.22%	31.09%
布伦特	49.17	-2.71%	34.86%
汽油	150.53	-3.48%	22.38%
天然气	2.623	2.62%	18.47%
<b>金属</b>			
铜	4,552.0	0.93%	-3.86%
铁矿石	51.1	-2.87%	17.57%
铝	1,608.0	2.50%	5.48%
<b>贵金属</b>			
黄金	1,292.5	1.50%	21.96%
白银	17.411	0.47%	25.78%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
<b>农产品</b>			
咖啡	1.408	2.77%	13.83%
棉花	0.6457	-0.28%	0.94%
糖	0.1976	0.30%	30.43%
可可	3,106	-0.93%	-3.81%
<b>谷物</b>			
小麦	4.8125	-2.78%	2.45%
大豆	11.595	-1.59%	32.44%
玉米	4.3775	3.49%	21.94%
<b>亚洲商品</b>			
棕榈油	2,485.0	-5.37%	8.42%
橡胶	153.5	1.72%	4.21%



---

**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。

---