

# 华侨银行市场周报

2016年5月30日星期一



---

## 热点导航

### 大中华地区经济

- *人民币：跳跃的中间价，再议以篮子为锚* 第2页
- *对冲工具增加或提高人民币资产需求* 第2页

### 一周外汇综述

- *本周重点关注货币* 第6页
- *一周股市，利率和大宗商品价格回顾* 第7页

**一周综述**

美联储主席耶伦上周五在哈佛大学的讲话中关于如果美国经济继续好转的话，那在未来几个月内加息是合适的论调继续对美元起到支撑。耶伦的讲话并没有改变市场对 6 月加息的预期，目前期货市场暗示的加息概率维持在 30%左右。不过 7 月加息的概率继续上升。其实，对于美元来说，耶伦下周一的讲话讲成为焦点。不过市场美元多头头寸已经非常拥挤，要小心突然的获利回吐导致的头寸踩踏。

周末的 G7 领导人会议上，日本首相安倍未能说服其同行们对于全球经济的悲观预期。不过安倍可能会被迫推迟原定于明年的消费税上调旨在刺激经济。周日安倍的幕僚在接受采访中表示将消费税调整延期两年至 2019 年。安倍政府可能最早在本周宣布延后的决定。如果属实的话，可能会对风险情绪带来一定支持。

中国方面，上周，人民币指数窄幅波动，不过受美元全球范围进一步走强影响，人民币延续对美元的弱势。事实上，市场对人民币中间价预期的准确度提高是人民币中间价定价机制透明化的产物。因此，上周三人民币中间价创下 5 年新低并没有引起新一轮波动。除了人民币之外，上周另一个重要事件是央行和财政部对稳健货币和积极财政政策的重新阐述。我们认为在中国资本市场不出现新一轮大跌之前，货币政策全面放松的可能性大幅下滑，而包括公开市场操作，MLF 和 PSL 的三合一政策将是流动性管理的核心政策。财政方面，鉴于货币政策局限性越来越多，预计政府加杠杆的积极财政政策将成为支持经济的主要手段。

此外，上周公布的境外投资者投资银行间债券市场的细节还是比较直白的，有望吸引中长期投资者参与到中国的债券市场。不过，最新公布的香港 4 月贸易数据中，香港对大陆出口数据与大陆公布的香港进口数据差距越来越大，显示资本外流的压力依然存在。今天早上人民币中间价再创 5 年多新低，虽然这与中间价模型相吻合，但是随着媒体重新渲染人民币贬值压力，中国央行如何管理波动性和预期将成为本周市场关注的焦点。

本周市场将重点关注美国 5 月劳动力市场数据以及中国制造业采购经理人指数。

**外汇市场**

	收盘价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1114	-1.0%	1.7%
英镑/美元	1.4622	0.8%	-1.3%
美元/日元	110.31	-0.2%	9.3%
澳元/美元	0.7174	-0.7%	-1.5%
纽币/美元	0.6676	-1.1%	-2.4%
美元/加元	1.302	0.7%	6.6%
美元/瑞郎	0.9945	-0.4%	-0.6%

**亚洲主要货币**

美元/人民币	6.5655	-0.3%	-1.2%
美元/离岸人民币	6.57	-0.2%	-0.1%
美元/港币	7.7642	0.0%	-0.2%
美元/台币	32.521	0.7%	1.0%
美元/新元	1.3785	0.2%	2.6%
美元/马币	4.078	0.0%	5.2%
美元/印尼卢比	13581	0.2%	1.5%

数据来源: Bloomberg

**本周全球市场三大主题**

1. 人民币走势以及央行对人民币波动率的管理
2. 中国以及全球主要经济体 5 月制造业采购经理人指数
3. 美国 5 月劳动力市场数据

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)

劉雅瑩

[kamyliu@ocbcwh.com](mailto:kamyliu@ocbcwh.com)

## 大中华区经济：

### 人民币：跳跃的中间价，再议以篮子为锚

自5月以来，受避险情绪以及美联储夏季加息预期重新升温的影响，美元大幅反弹，美元指数由5月2日的91.92低点上涨至95.80附近，涨幅超过4%。美元指数的反弹也波及亚洲货币，包括人民币在内的亚洲新兴市场货币对美元不同程度贬值。人民币中间价由5月3日的6.4565大幅下滑至5月30日的6.5784，跌幅超过1000点，并且超过了今年1月7日的6.5646低点。

近期人民币的走势也让部分投资者联想到今年1月人民币的大幅波动。不过和1月最大的不同就是，此轮人民币对美元的贬值并没有引起新一轮恐慌性抛售。从成交量角度来看，境内美元/人民币的交易并没有显著放量。

那是什么让市场在这一轮人民币对美元的贬值中表现更为淡定？笔者认为这可以归功于中间价机制的透明度提高。事实上，笔者自己在预测每日中间价的准确度大幅提高也显示人民币变得更可预测。

5月初以来，随着美元反弹加速，央行在人民币中间价设定中重新回到篮子为锚的策略。人民币指数触底反弹，回到97以上。不同于1月人民币对美元和篮子同时下滑的局面，人民币虽然对美元贬值，但是对一篮子货币走稳甚至小幅升值有效抑制了人民币的波动率，帮助市场形成人民币不会出现大幅贬值的预期。

不过，在美元连续快速升值的情况下，以篮子为锚的弊端似乎也正在显现。形成了即期市场相对稳定，但是人民币中间价上串下跳的局面。回顾过去两个星期人民币的走势，人民币每个交易日的波动都在200点之内。相对于即期的稳定，过去一周人民币已经有两个交易日中间价贬值超过250个基点。

人民币中间价的每日重估成为了近期人民币对美元贬值的主要推手。从机构投资者角度来看，只要结合一篮子货币来看，就不难理解近期中间价波动的原因。但是对于普通投资者来说，一篮子货币还是个抽象的概念，人民币中间价这种跳跃式的贬值更容易让老百姓误以为央行有意主动引导人民币贬值。这可能会对央行的预期管理带来挑战。

总体来看，虽然以篮为锚的弊端正在显现，但是笔者相信在当前汇改下，这种模式依然是利大于弊。只是未来央行可能还需要在管理老百姓预期上保持谨慎。

当然一切改革除了需要信仰之外，还需要运气。目前人民币最需要的运气就是在美元/人民币触及6.60关键点位之前，美元能够中止目前的强势。一旦美元出现回撤的话，人民币很有可能会对美元反弹，从而再次形成双向波动的局面。而双向波动反复几次将有助于缓解市场对人民币单边贬值的担忧。

## 大中华区经济：

### 对冲工具增加或提高人民币资产需求

年初人民币大幅贬值，使得不少投资者恐慌性抛售人民币资产。而香港2012年9月推出的美元兑离岸人民币可交割期货在沉默多年后，也开始受到市场的青睐。实际上，过去几年不可交割的美元兑在岸人民币远期和美元兑离岸人民币可交割期货相继成为与内保外贷产品配套的外汇风险对冲工具。然而，随着中美的货币政策分歧扩大，中港两地的利差日益缩小，导致内保外贷和人民币远期及期货的受欢迎程度大减。

当然，市场的转变也伴随着投资策略的转变，如今内保外贷已被外保内贷所取代。然而，美元兑离岸人民币波动率较大（美元兑离岸人民币3个月期平价期权的隐含波动率由过去2%左右的水平升至年初的10.5%，近期虽有所回落，但仍高达6%左右），加

市场上对冲人民币汇率风险的工具屈指可数，使不少投资者对于人民币资产望而却步。另外，人民币波动率扩大，也使得许多境外贸易商并不愿意以人民币进行结算，导致离岸人民币市场不断收缩，不利人民币国际化的推进。

为解决人民币外汇对冲工具缺乏的问题，港交所本周将推出四类新离岸人民币期货，包括欧元兑离岸人民币期货、日元兑离岸人民币期货、澳元兑离岸人民币期货和离岸人民币兑美元期货。其一，离岸人民币兑美元期货能够为外保内贷的投资者带来更多保障。其二，根据中国海关公布的今年首四个月贸易数据可知，日本占中国进出口总额的 8%，德法意这三大欧元区成员国占 7%，而澳洲则占 3%。与去年底比较，欧元、日元、澳元和美元兑离岸人民币的变动分别为 +3%、+9%、-1%和 0%。就此看来，这些主要中国贸易伙伴的贸易商若有办法通过新的离岸人民币期货进行外汇风险对冲，那么他们用人民币进行贸易结算的意愿也会相应上升。这将能够为离岸人民币市场增添流动性，进而提高人民币资产对境外投资者的吸引力。

除此之外，港交所拟于 6 月 23 日推出综合一篮子货币的人民币交易指数（RMBX Index），并计划在今年之内推出指数期货产品。据悉，该交易指数以 CFETS 人民币指数为基础，并参考特别提款权（SDR）组成货币篮子、G10（十国集团）汇率，厘定货币权重。由于参考一篮子货币在人民币定价中扮演的角色日趋重要，新推的人民币交易指数将满足投资者对冲人民币兑一篮子货币的需求。

就对冲人民币汇率风险工具的增加对境内外债券市场的影响而言，我们分为两个部分进行讨论。首先，在岸债券市场快速发展，包括中国 2 月份放松 CIBM 制度，及大力推动熊猫债券的发行。而中国连续六次降息使境内融资成本比境外更低，叠加境外货币利率交叉互换市场的成熟发展，为在岸债券市场的进一步

开放奠定了良好的基础。然而，中国央行至今仅对境外 6 间参与行开放境内外汇市场，这使得许多境外投资者参与境内债券市场投资的同时，并无法在境内对冲外汇风险，意味着其交易成本相应提高。在此背景下，我们预期香港推出新的人民币汇率对冲工具将有助提高境外投资者对境内债券的兴趣。

其次，随着中国央行的人民币双锚策略有效控制市场情绪，并减小恐慌性抛售的可能性，人民币汇率有序地双向波动。这使得离岸人民币债券市场有所复苏。今年第一季发行量（120 亿元左右人民币）下跌至 2013 年以来最低水平，而第二季初至今境外人民币债券发行量已达逾 200 亿元人民币。尽管如此，今年首两季离岸人民币债券的发行量仍远低于同期到期量，情况明显比起去年萧条。当然，在香港推出更多对冲人民币汇率风险工具，叠加主要经济体采用近乎于 0%利率的背景下，我们还是认为离岸人民币债券市场凭其高利率的优势，可能进一步反弹。

最后值得一提的是，由于跨境投资交易成本高且境内市场透明度低，因此部分境外投资者若有兴趣投资人民币资产，仍倾向于选择离岸人民币债券。再者，近期境内债券市场违约事件此起彼伏，虽说此类事件的增加有利于境内评级机构更好地评估企业违约风险，从而缩小境内外评级差异，并为境外投资者建立信心。但境内债市达到国际化标准想必还需要较长时间，因此在这个过渡阶段，我们相信在市场对人民币情绪稳定的背景下，境外市场日趋丰富的人民币汇率风险对冲工具将推动境外人民币债市进一步发展。

## 外汇市场：

### 美元：

美国第一季 GDP 第二次估值向上调整至年化按季增长率 0.8%，与预期的 0.9%大致相符，但为一年最慢增幅。美联储关注的通胀指标核心 PCE 则维持 2.1%不变。相反，美国 4 月份成屋销售按月增长

1.7%至 545 万单位。4 月新屋销售按月大幅上升 16.6%至 61.9 万单位，创 2008 年 1 月以来最大增幅。4 月成屋待完成销售指数也连续录得第三个月升幅，按月升幅 5.1%更是 2010 年 10 月以来最高。数据反映出美国房地产市场持续复苏，或带动美国经济在二季度加快扩张步伐。另外，上周首次申领失业救济金人数进一步下降至 26.8 万人，反映美国经济数据大致向好。然而，美国 5 月份制造业 PMI 不及预期，录得 50.5。同时，美国 5 月服务业 PMI 由上期的 52.8 下降至 51.2，而综合 PMI 也由 52.4 下滑至 50.8。4 月耐用品订单连升两个月，环比升幅达 3.4%，远优于预期的 0.5%，但反映企业支出的订单数据仍维持疲弱，证实在美元强势及全球需求低迷的影响下制造业延续弱势。

上周美联储官员接连发表偏鹰派的讲话令市场对 6，7 月的加息预期上升至 30%和 53.8%。美国波士顿联储主席罗格森伦表示是时候准备紧缩货币政策，因为已经大致达到会议纪要提及的大部分加息条件。美联储布拉德表示支持加息的因素较阻碍加息的因素多，美国的劳动力市场，上升的通胀及全球风险趋缓是支持加息的因素。美联储威廉姆斯则表示已接近充分就业，工资出现上升迹象。预计通胀将在 1-2 年内回升至 2%。其认为今年将加息 2-3 次，而 2017 年将加息 3-4 次。上周六讲话中耶伦也表示美联储未来数月缓慢谨慎的加息很可能是合适的。

另外，美联储贴现利率会议纪要显示，4 个地区联储要求上调贴现利率，上次会议是为 2 个，其余 8 个地区联储支持维持贴现利率不变。该纪要表明美联储逐渐靠近加息决定，但 6 月不太可能行动。达拉斯联储局主席卡普兰也表示脱欧风险可能令加息延迟至 7 月或之后，但认为今年内加息次数应为 2 次。美联储理事鲍威尔肯定美国经济企稳的同时指出脱欧公投的不确定性或阻碍美联储 6 月加息。美元指数从上周升值 0.3%。在过去一星期美元指数最低为 94.938，最

高为 95.779，收于 95.521。本周重点关注美国周五公布的就业报告。

### 欧元：

欧洲央行官员表示将关注下半年的通胀表现，而理论上欧洲央行还可进一步降息。欧央行再次重申实现通胀目标的承诺，并表示经济增长面临的风险已减缓，但仍存下行风险。欧洲央行稳定性报告指出通缩风险消退，但经济增长依然受抑制。该报告亦显示银行盈利能力低下，不良贷款高企。另外，欧元区整体制造业和服务业 PMI 不如预期，仅为 51.5 和 52.9。欧元区整体经济景气指数也从 21.5 跌至 16.8。相反，德国 5 月 IFO 商业景气指数从 106.7 小幅回升至 107.7，而商业预期指数也从 100.5 回升至 101.6。IFO 经济学家指出德国工业动能正在增加，建筑业景气也有所回升。欧元区最大经济体的复苏或支持欧元区经济改善。当然，上周的重头戏还包括希腊债务减免协议谈判取得进展，这减轻了市场对希腊债务风险及其对欧元区影响的担忧，并助欧元回稳。欧元较上周贬值 0.94%。在过去一星期欧元兑美元最低为 1.1111，最高为 1.1243，收于 1.1115。本周重点关注欧洲央行货币政策会议及欧元区 CPI。

### 英镑：

尽管英国 4 月份 CPI 增长放缓，英国截至 3 月份的就业数据及 4 月零售销售均优于预期，支持英镑趋稳。上周公布的英国第一季 GDP 第二次估值显示环比增长维持 0.4%不变，而同比增长则从 2.1%下调至 2.0%，主因是企业投资较初次预期为差，以及出口维持疲势。尽管如此，强劲的居民消费仍支持英国经济连续第十三个季度扩张。近期民意调查结果显示支持留欧的比例较高，缓解市场对脱欧风险的担忧，因此也为英镑带来支撑。上周英国央行行长卡尼向议会发言时表示如果英国脱欧，该央行将不会干预汇率波动。卡尼亦表示在留欧情境下，下次利率决策时可能开始进行关于加息的讨论。英国央行曾提及若脱欧可能打击经济及通胀。英镑从上周升值 0.96%。在

过去一星期英镑兑美元最低为 1.4443，最高为 1.474，收于 1.4623。本周重点关注英国 PMI。

### **日元：**

G7 会议上美国和日本仍未能达成关于汇率波动是否有序的共识，日本仍有意图干预日元。受强日元及疲弱的内外需影响，日本 4 月出口和进口跌幅较预期为大，分别按年下挫 10.1%和 23.3%，令贸易顺差扩大至 8235 亿日元。另外，日本 4 月核心 CPI 按年下挫 0.3%，跌幅小于预期，然而已是连续第二个月负增长。不包括食品及能源价格的核心 CPI 则按年上升 0.7%。整体而言，通胀仍疲弱，为日本央行带来加码宽松政策的压力。而市场亦担忧明年销售税上调将进一步打击消费及通胀。消息指出日本首相安倍晋三正研究推迟两年加消费税，且准备在 7 月份参议院选举后，提出增加 5-10 万亿日元预算规模。若消息属实，可谓是宽松货币和财政政策双管齐下，表明日本推通胀稳经济的决心。日元较上周贬值 0.98%。在过去一星期美元兑日元最低为 109.11，最高为 110.45，收于 110.31。

### **加元：**

加拿大大火或导致该国第二季 GDP 被削减 1.25 个百分点，再加上美元反弹，因此加元于上周前半段受压。然而，上周后半段加元重获支撑。经济数据方面，加拿大 4 月 CPI 按年上涨 1.7%，符合预期。上周备受关注的加拿大央行货币政策会议上，该央行一如预期维持利率不变。另外，伊朗表示 6 月 OPEC 会议上仍不会参与冻产，且可能加产，这一度导致油价回落。然而，加拿大及尼日利亚石油供应收紧，外加前周美国原油库存意外下降 422.6 万桶，均支持油价反弹。上周四布兰特原油更自去年 11 月以来首次升穿每桶 50 美元水平，带动加元回升。加元从上周升值 0.93%。在过去一星期美元兑加元最低为 1.2911，最高为 1.3188，收于 1.3021。本周市场重点关注 6 月 2 日的 OPEC 会议，然而在伊朗立场坚定的情况下，会议上达成产量冻结协议的可能性不大。

### **澳元：**

澳储行爱德华指出下调通胀目标的言论太言之过早，该央行并不急于令通胀达到目标。此外其认为 4 月就业数据符合预期，通胀预期并没有明显改变。而澳储行行长史蒂文斯亦表示货币政策框架仍主要针对通胀目标，目前通胀非常低，且低于目标水平，但现时并不需要新的通胀目标。史蒂文斯认为就业市场表现优于预期，但经济复苏重拾动能需更长的时间。由于澳洲的矿业投资大幅下滑，澳洲已逐渐将重心转移至非矿业部门。然而，澳洲第一季私人资本支出弱于预期，按季减少 5.2%，意味着非矿业部门投资疲弱，或导致澳元进一步下滑。澳元较上周贬值 0.58%。在过去一星期澳元兑美元最低为 0.7145，最高为 0.726，收于 0.7182。

### **纽元：**

纽西兰 5 月 ANZ 消费者信心指数下滑 3.2%至 116.2。预计未来房地产市场的调整可能继续打击消费者情绪。纽西兰 4 月份贸易盈余从 1.17 亿纽元大幅上升至 2.92 亿纽元，其中出口额扩大至 43 亿纽元，而进口则回落至 40.1 亿纽元。数据反映纽西兰经济仍较良好。此外，通胀预期的回升或令纽储行在 6 月份的政策会议上维持利率不变。纽西兰政府上调截至今年 6 月底的财政年度预算盈余及下个财政年的盈余，财长表示移民流入、建筑活动及旅客消费助该国经济稳步增长，并指由于低通胀持续时间或较预期长，因此今年仍可能减息 25 个基点。纽元较上周贬值 0.92%。在过去一星期纽元兑美元最低为 0.6687，最高为 0.6807，收于 0.6701。

**本周重点关注货币:**

**美元**



**欧元**



**加元**



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	17873.22	2.13%	1.53%
标准普尔	2099.06	2.28%	1.73%
纳斯达克	4933.51	3.44%	-2.61%
日经指数	16834.84	0.59%	-11.55%
富时 100	6270.79	1.86%	-0.05%
上证指数	2821.05	-0.16%	-21.04%
恒生指数	20576.77	3.65%	-5.97%
台湾加权	8463.61	4.09%	2.22%
海峡指数	2802.51	1.40%	-2.88%
吉隆坡	1637.19	0.52%	-3.30%
雅加达	4814.73	2.18%	4.83%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	0.67%	1	6
2年美债	0.91%	3	-16
10年美债	1.85%	1	-44
2年德债	-0.52%	-2	-18
10年德债	0.14%	-3	-49
2年中债	2.43%	0	-6
10年中债	2.95%	1	12

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
<b>能源</b>			
WTI 油价	49.33	3.31%	34.78%
布伦特	49.32	1.23%	35.27%
汽油	163.19	-0.23%	32.67%
天然气	2.169	5.19%	-2.03%
<b>金属</b>			
铜	4,695.0	2.56%	-0.84%
铁矿石	51.2	-6.81%	17.80%
铝	1,547.3	0.47%	1.49%
<b>贵金属</b>			
黄金	1,213.8	-3.12%	14.53%
白银	16.269	-1.51%	17.53%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
<b>农产品</b>			
咖啡	1.213	-2.73%	-1.90%
棉花	0.6428	4.23%	0.48%
糖	0.1752	2.64%	15.64%
可可	3,005	3.19%	-6.94%
<b>谷物</b>			
小麦	4.8150	2.94%	2.50%
大豆	10.865	1.14%	24.10%
玉米	4.1275	4.63%	14.97%
<b>亚洲商品</b>			
棕榈油	2,587.0	1.17%	12.87%
橡胶	160.3	2.10%	8.83%



---

**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。

---