

华侨银行市场周报

2016年2月1日星期一



热点导航

全球热点

- **人民币周记：从外债和储备角度看人民币政策的风险** 第2页
- **全球央行的救赎** 第5页

大中华地区经济

- **香港：再工业化，香港经济发展新出路？** 第6页

一周外汇综述

- **黑田东彦的小钢炮拯救风险情绪** 第8页
- **本周重点关注货币** 第11页

-
- **一周股市，利率和大宗商品价格回顾** 第12页

一周综述

上周全球风险情绪绝地反击，除中国之外的全球和亚太主要股市纷纷收高，风险情绪的反弹主要受到三个因素支持，包括央行的鸽派言论和宽松政策，好与预期的部分公司盈利报告以及油价的反弹。中国股市一支独秀地下滑，似乎也不算意外，和欧日两大央行宽松态度相比，目前中国央行正面临着货币政策和汇率政策之间取得平衡的两难境地。由于担心宽松政策可能会对人民币贬值带来压力，中国央行在使用传统货币政策工具上极为谨慎，而股市为这种纠结买单也不算很夸张。当然，股权质押等技术问题的存在也使得分析中国股市变得更为复杂。相对于欧洲央行行长德拉吉的火箭炮，周五日本央行行长黑田充其量只是扛着小钢炮，不过这个小钢炮却起到了奇兵的作用，我们将在全球央行的救贖中深入分析上周全球主要央行的行为。至于日本央行的负利率会否掀起新一轮全球汇率战争，笔者不得而知。不过对于人民币贬值压力的影响，笔者认为从逻辑上来说，日本央行的宽松并不一定会导致人民币贬值压力增加，事实上，日本央行的宽松也可能会使得美联储加息更为复杂，如果延缓美国加息的话，对人民币也不算是坏事。

上周人民币走势趋稳，终于使得笔者可以超越情绪面来更仔细观察基本面。本周的周报中笔者将重点从中国的外债和外汇储备充足率角度来观察人民币政策所面临的风险。我们认为从储备充足率角度来看，中国可以用来干预汇率的空间可能并不如表面来的大。根据国际货币基金组织计算储备充足率的模型，中国可能需要至少 2-3 万亿的外汇储备，取决于资本管制的程度。未来几个月中国的人民币政策将面临重大的挑战。如果近期的资本管制措施未能停止外汇储备快速下滑的话，那么人民币政策可能将被迫面临调整，3 万亿美元可能是中国的第一道防线。如果在短期内触及这条防线的话，中国可能会被迫允许人民币的弹性的增加，一个可行的模式就是引导人民币有效汇率即人民币指数由现行的 100 下滑至 98 附近。这也意味着隐含的美元/人民币可能上探至 6.60-6.70 空间。不过中国的外汇管制措施将会防止人民币汇率出现超调的现象。本周的周报我们也将聚焦香港的再工业化。

农历新年前最后一个交易周，市场有大量事件风险，除了央行之外，美国 1 月劳动力市场数据将成为焦点。不过最大的不确定性可能来自欧佩克，继续关注是否会有减少供给的讨论。

外汇市场

	收盘价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.083	0.3%	-0.3%
英镑/美元	1.4243	-0.1%	-3.3%
美元/日元	121.13	-1.9%	-0.8%
澳元/美元	0.7082	1.2%	-2.7%
纽币/美元	0.6464	-0.2%	-5.2%
美元/加元	1.3976	1.0%	-1.0%
美元/瑞郎	1.022	-0.6%	-2.1%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.576	0.0%	-1.3%
美元/离岸人民币	6.5916	0.2%	-0.4%
美元/港币	7.778	0.2%	-0.4%
美元/台币	33.318	0.5%	-1.5%
美元/新元	1.4233	0.4%	-0.5%
美元/马币	4.145	3.5%	3.6%
美元/印尼卢比	13770	0.5%	0.1%

数据来源: Bloomberg

本周全球市场三大主题

1. 澳洲央行和英国央行的货币政策会议
2. 美国 1 月劳动力市场数据
3. 关注石油减产的讨论

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：

人民币政策的风险和挑战

随着中国加码资本管制，过去一周境内外人民币走势趋于稳定。人民币中间价和即期价格暂时的稳定也给了笔者更多时间穿越情绪面回到基本面来思考人民币政策可能面临的风险和挑战。就在几个月前市场对人民币的焦点更多集中在中国政府意愿上，但是几个月后，随着中国外汇储备正在以一种前所未有的速度下降，市场似乎已经将目光由意愿延伸至能力上。笔者认为有必要从外债和储备充足率的角度来重新审视中国政府控制汇率的能力。

让我们先从外债开始，外债数据庞大复杂，数据精确度一直是市场争论的焦点。不过从借款人的需求方和贷款人的供给方数据可以互相佐证。中国外汇管理局从借款人角度每年都会公布外债数据而贷款人角度的跨境债权则可以从国际清算银行和香港金融管理局的数据获得。

借款人角度的外债

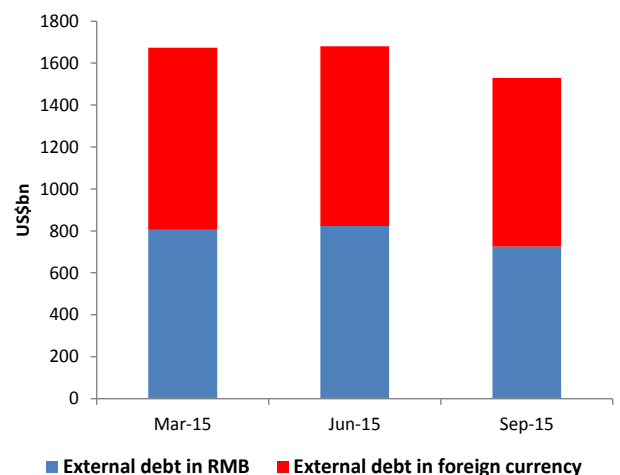
自 2015 年以来，中国采取了国际货币基金组织 SDDS 模板开始公布全口径下的外债数据。因此，2015 年一季度中国外债余额由 2014 年底的 8950 亿美元大幅上升至 1.67 万亿美元。不过主要是因为全口径下外债包含了人民币计价的外债，目前人民币外债占有所有外债比重大约在 48%左右。事实上，如果不考虑人民币外债，2015 年以来，外币外债余额出现下滑。这也是为什么外管局认为统计口径的调整并不会导致偿还外债压力上升。

表 1：国际货币基金组织 SDDS 模式下的中国外债规模

	外币外债	人民币外债
2014	895.5	N.A
2015年3月	868.5	804.7
2015年6月	856.4	823.7
2015年9月	804.2	725.6

由于人民币外债不会直接消耗外汇储备并且也没有汇率错配风险，因此，我们此次的外债分析将剔除人民币外债。截止到 2015 年三季度，中国外币外债余额由 2014 年的 8950 亿美元下滑至 8042 亿美元，显示企业在人民币贬值预期抬头以及中美利差收窄后去杠杆力度加强。考虑到近年来，中国短期外债比率不断上升，已经超过 70%，我们预估 8000 亿外债中 1 年期以下的短期外债金额可能在 6000 亿美元左右。从外管局数据来看，中国外储对短期外债的覆盖超过 5 倍，属于非常高的水平。

图 1：2015 年以来中国本币外债加速下滑



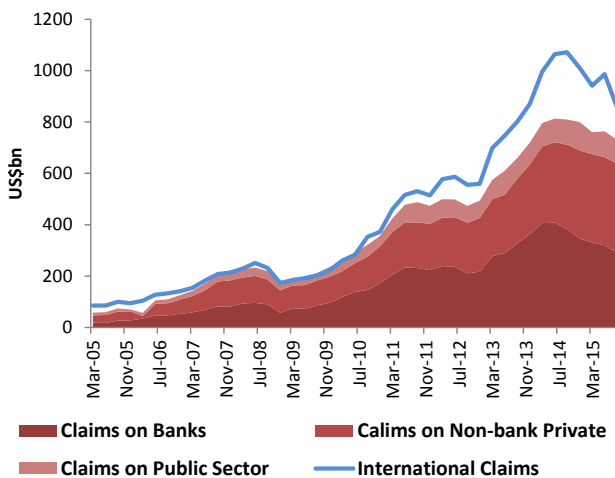
数据来源：SAFE, OCBC

贷款人角度的债权

2015 年以来，随着中国开始采用 SDDS 的数据统计模式，数据透明度大幅提高，但是市场对数据的口径统一性依然有所担忧。因此，我们认为来自资金供给方的数据可能会为中国外债水平提供另一个角度的参考。国际清算银行的国际银行统计数据中涵盖了国际金融机构对中国境内居民的债权，而香港金融管理局的月度银行业数据也同样可以对国际清算行的数据进行补充。

截止 2015 年三季度，外国银行对中国境内居民的债权在 8563 亿美元，较 2014 年三季度的高点 1.07 万亿大幅下滑。而金融管理局的数据也显示了同样的去杠杆趋势，香港金融机构对大陆债权由 6 月的 3.22 万亿港币下滑至 10 月的 2.76 万亿港币。

图 2：国际清算行国际银行业统计数据显示对中国的债权开始下滑



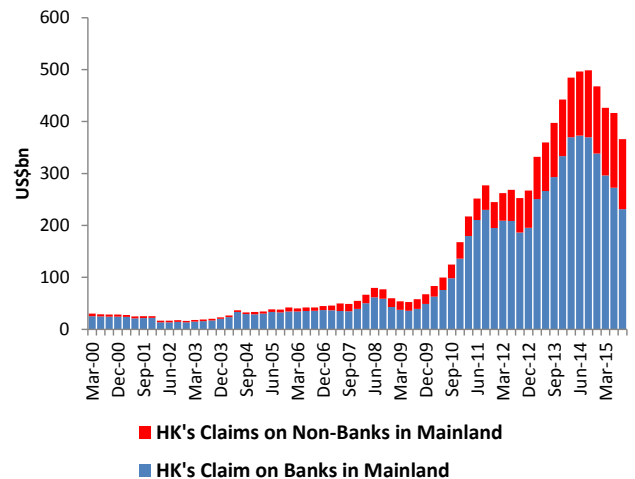
数据来源：BIS, OCBC

如果将国际清算行和香港金融管理局数字加在一起，截止 2015 年 9 月国际银行对中国大陆的债权大约在 1.2 万亿美元，如果除去数据重叠以及人民币贷款的话，对大陆的债权应该在 1 万亿美元以上。这个数字虽然已经超过了外管局公布的外债数据，但是从债权人角度来看，可能还是低估了中国的外债水平，这主要是因为国际清算行和香港金融管理局的跨境债权数据只是反映了金融机构对大陆的债权而没有包括非金融机构对大陆的债权。

如果将国际清算行和香港金融管理局数字加在一起，截止 2015 年 9 月国际银行对中国大陆的债权大约在 1.2 万亿美元，如果除去数据重叠以及人民币贷款的话，对大陆的债权应该在 1 万亿美元以上。这个数字虽然已经超过了外管局公布的外债数据，但是从债权人角度来看，可能还是低估了中国的外债水平，这主要是因为国际清算行和香港金融管理局的跨境债权数

据只是反映了金融机构对大陆的债权而没有包括非金融机构对大陆的债权。

图 3：香港金融业对大陆债权

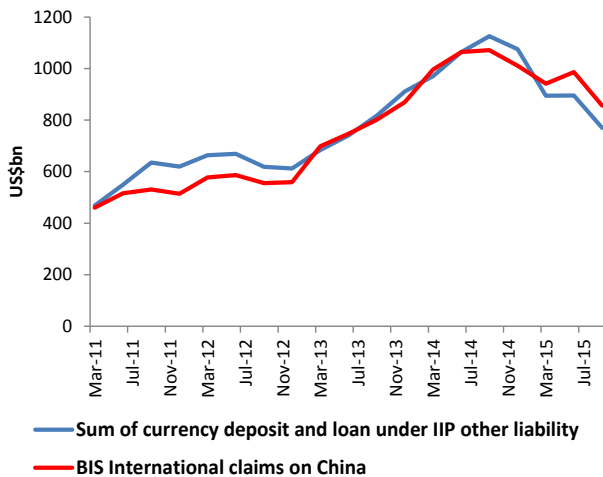


数据来源：HKMA, OCBC

自从金融危机以来，境内企业将境外子公司作为融资平台的情况大幅上升。而国际清算行在 2014 年 12 月的季度报告中也特地讨论了这种情况以及对数据的影响。根据国际清算行总结，境外非金融平台为境内提供跨境融资主要有三种渠道，包括子公司直接给总部的跨境直贷，非关联公司的跨境信贷以及境外回存境内的存款资金。

随着境外非金融平台对境内资金支持越来越多，理论上来说，外汇管理局的国际投资头寸中其他负债项下的存款和贷款之和应该要超过国际清算行下的跨境债权数据，因为国际投资头寸从需求方涵盖了从境外金融和非金融机构获得的跨境贷款，而国际清算行数据只是从供给的角度涵盖了金融机构的跨境贷款。但是如图 4 所示，中国的数据并没有办法显示这种趋势，主要原因可能与数据报告不协调有关。

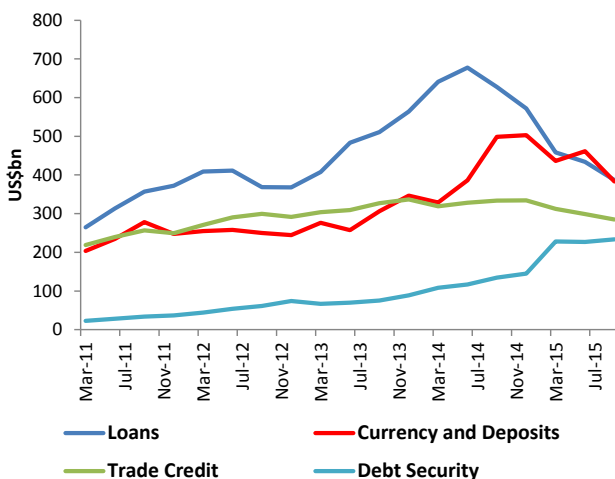
图 4：中国国际投资头寸和国际清算行数据并没能体现境外非金融机构对境内贷款的趋势



数据来源：BIS, SAFE, OCBC

尽管数据之间的解读有差距，不过这并没有改变我们的结论。无论从借款人角度来看的外债数据还是贷款人角度来看的债权数据，我们都可以得出两个相似的结论。首先，不同视角的两组数据都显示企业自2014年开始就进入了去外债杠杆的周期。其次，虽然企业去杠杆会对人民币汇率带来压力，但是鉴于中国外汇储备远大于外债数据（不管是债务人角度还是债权人角度），我们认为中国有足够的缓冲缓解去杠杆对经济和汇率的冲击。

图 5：国际投资头寸下其他债务项目开始显著下滑



数据来源：SAFE, OCBC

预防性的适度外汇管制

根据上述的讨论，我们认为企业去外债杠杆的局面还是可以掌控的。人民币贬值本身并不可怕，可怕的是人民币贬值预期的持续，而最让监管者担忧的可能是外汇和居民信心两大储备大幅消耗后，居民的集中性恐慌购汇行为。因此，近期中国政府不惜以人民币国际化和资本帐户开放倒退为代价，加速推出各项限制资本外流的措施也并不难理解。在金融稳定和开放中，显然在当前的大环境下，前者更重要。

虽然中国去年外汇储备消耗的规模是前所未有的，但是中国依然拥有全球最大的外汇储备，不过这并不意味着中国有充足的弹药可以随心所欲来干预市场。储备充足率可能会为投资者提供一个思考的角度。

衡量一国储备水平是否合适，传统上往往可以通过包括进口覆盖、储备对短期外债比重以及储备对广义货币比重等指标来测评。不过过去几年，国际货币基金组织对储备充足率的计算进行了改善。在2015年初的员工讨论稿中，国际货币基金组织提出了修订的方法来计算新兴市场国家的储备充足率，这包括了出口、短期外债、其他债务和广义货币四个变量。国际货币基金组织通过对这四个变量分配合理的权重来计算需要的合理外汇储备水平。根据下表的权重，在类固定汇率体系下，中国需要1.8万亿到2.8万亿美元储备取决于资本管制程度，来防患于未然。

表 3：中国外汇储备充足率估算

	类固定汇率体系下的权重	
	没有资本管制	有资本管制
出口收入	10%	10%
短期外债	30%	30%
其他债务	20%	20%
广义货币	10%	5%
中国外汇储备规模	2.8 万亿美元	1.8 万亿美元

此外，如果考虑中国的一带一路等战略需要使用的资金以及国内坏账率的上升，中国可以使用的外汇储备空间可能并不如表面看起来的那么大。

接下来该怎么办？

笔者认为中国政府干预汇率的意愿可能将取决于外汇储备下滑的趋势。未来三个月人民币政策可能将面临巨大考验。如果近期一系列资本管制政策未能停止外汇储备下滑的速度的话，那中国人民币政策可能面临调整，笔者认为3万亿美元可能是第一道防线。如果外汇储备继续快速下滑的话，那留给中国的选择可能只有两个，即进一步加码资本管制或者增加货币的弹性，放开人民币贬值空间。

我们认为可行的政策是允许人民币有效汇率在更大区间内波动，譬如将人民币指数由目前的100引导至98，在欧元和日元保持目前价格水平不变的话，我们的模型显示美元/人民币将上升至6.60-6.70区间。

总体来看，无论是从债务人还是债权人角度来看，中国企业去外债杠杆已经开始，而2015年以来外债金额已经显著下滑，虽然在债务出清的过程中会继续对人民币汇率带来贬值压力，但是相对于中国外汇储备规模来说，风险还是可控的。只是从储备充足率角度来看，中国可以用来干预汇率的空间可能并不如表面来的大。根据国际货币基金组织计算储备充足率的模型，中国可能需要至少2-3万亿的外汇储备，取决于资本管制的程度。未来几个月中国的人民币政策将面临重大的挑战。如果近期的资本管制措施未能停止外汇储备快速下滑的话，那么人民币政策可能将被迫调整，3万亿美元可能是中国的第一道防线。如果在短期内触及这条防线的话，中国可能会被迫允许人民币的弹性的增加，一个可行的模式就是引导人民币有效汇率即人民币指数由现行的100下滑至98附近。这也意味着隐含的美元/人民币可能上探至6.60-6.70空间。不过中国的外汇管制措施将会防止人民币汇率出现超调的现象。（完）

全球央行的救赎

过去的一周，包括美国、欧元区 and 日本的全球三大央行分别就货币政策传递了鸽派的信息。根据时间序列，我们先从德拉吉来看，德拉吉周一在德国的讲话虽然基本是老生常谈，但是他关于核心通胀的评论还是值得留意的，他表示核心通胀率不是央行的目标，尽管中期来看会影响通胀率的走势。要知道世界上有些央行不宽松的借口就是核心通胀。而此次德拉吉直接绕过核心通胀率，并表示即使油价驱动的低通胀率也有可能动摇市场的通胀预期，言下之意，只要油价继续趴着，央行会进一步加码宽松政策。此外，德拉吉也表示实现央行设定的目标事关名誉。总体来看，德拉吉的宽松意味已经非常浓了。

再看美联储，本次会议申明的语句中对通胀和风险的论述出现了较大的变化。首先，通胀方面，申明中美联储删除了“有合理的信心通胀率将在中期会上升到2%的目标”，取而代之的是对低通胀的论述。其次，风险方面，12月美联储曾经认为对经济和通胀前景的风险是均衡的，但是一个月后，美联储明显认为这个风险已经大幅上升。总体来看，虽然美联储3月加息的大门依然开着，但是概率确是大幅下滑，除非金融市场从现在开始大幅好转，不然我们认为美联储3月加息的概率已经非常小了。

当然，相对于欧洲央行和美联储，日本央行才是上周的明星。相对于欧洲央行循序渐进式地预期管理，日本央行却走了出其不意的路线。周五日本央行宣布将对金融机构存放在央行的超额储备金征收0.1%的利息，即宣告日本进入负利率时代，此外央行也将2%的通胀目标延长。日本央行之所以让市场感到意外，主要有两个原因。第一，日本的核心通胀率在去年4月触底之后开始小幅回升，这显示日本央行似乎和欧洲央行一样开始关心油价的低迷对通胀预期的影响。第二，日本央行在过去经常向市场传递负利率的坏处，但是此次却突然变脸。背后的原因，官方来看无非是

通胀率的问题，而非官方来看，稳定股市以及抑制日元升值的势头则成为比较容易接受的原因。

从好的方面来看，全球央行的宽松态度，对投资情绪起到了短期支持。但是从不好的地方来看，这也提示了市场政策风险。日本央行的“出尔反尔”缩短了央行观点的保鲜期，市场会觉得央行目前的承诺两个月后或许就过期了，这将加大央行与市场的沟通难度。而美联储的“纠结”也同样显示了不确定因素。这种政策不确定将继续成为未来市场震荡的源头。（完）

大中华区经济：

香港：再工业化，香港经济发展新出路？

由于港币和美元挂钩，而香港经济受中国内地经济的影响却日益加深，最终结果就是现在香港经济面临美国加息及中国经济增速放慢的双面夹击。香港的主要行业，包括金融服务业、旅游业、贸易业、以及楼市接二连三出现疲势，让市场在担心中国前景的同时，也对香港发展感到忧虑，而悲观情绪近期更由香港股市蔓延到当地汇市，投资者走资导致港股和港币纷纷跌至多年低位。

动荡的市场和低迷的前景不禁让人思考香港经济到底将何去何从。而香港1月13号发布的施政报告正为迷途中的市民及投资者们带来了一些指引。报告显示政府未来几年增加供应推动楼价回到合理水平的决心，同时也看出其希望与中国内地携手推进一带一路计划发展的意图。而另外，报告中还有提出了一个让人深思的发展目标，即再工业化。引用施政报告的原文，“「再工业化」有潜力成为香港新的经济增长点。”在深圳、南韩和新加坡纷纷致力于科研的情况下，香港似乎也希望能够在这个领域争得一席之地。

具体而言，2016年施政报告提及政府将预留20亿港元成立创科创投基金，并预留5亿元，成立创科生活基金，资助应用创科以改善市民日常生活的项目。同时，创科局将获20亿港元作投资，并以投资收入支持由大学教育资助委员会资助的院校进行中游及应用研究。由于香港土地供应紧张，大部分可开发的土地将用作住宅建设之用，以解决楼价居高不下的问题，因此政府还决定改造空置工厦，扩大科学园面积，以及利用工业村内的剩余土地兴建多层大厦，出租予创科产业，并收回已停用的厂房，以推动智能生产、吸引高增值科技产业和高增值生产工。再工业化将主要发展智慧城市、机械人技术及健康老龄化3个领域。60-70年代，香港的玩具制造业、纺织业及成衣业兴旺，而80年代引领香港制造业的则属玩具、电子及手表业。然而，由于香港土地稀缺，工厂租金也就自然而然地因需求的增加而不断上升。此外香港劳动力成本也因人口增长速度放慢而持续上涨。当时正逢中国工业化如火如荼的进行，内地廉价劳动力和低廉工厂租金与香港情况形成鲜明对比，因此吸引香港制造商接二连三转移到珠三角地区设厂。这段时期，港澳地区与珠江三角洲地区的经济合作基本是以“前店后厂”的模式开展。港澳地区利用海外贸易窗口优势，承接海外订单，从事市场推广和对外销售的工作，扮演“店”的角色。珠江三角洲地区则利用土地、自然资源和劳动力优势，进行产品的加工、制造和装配，扮演“厂”的角色。正因如此，香港制造业逐渐衰退，并慢慢地被服务业所取代。2014年制造业就业人数仅占总就业人数的2.8%，香港工业占本地生产总值的比重亦由1981年的20.8%下降至2014年的1.5%。另外，香港2014年出口总额是GDP的1.675倍，但自2001年之后，港产品出口占整体出口的比重降至单位数百分比，而2015年1-11月占比进一步下降至1%的低水平，这段期间转口的比重则由90%逐步上涨至99%。相反，2014年服务业就业人数占总就业人数的88.5%，2013年该行业占香港GDP的比重更由2004年的90.5%上升到92.9%。其中最重要的则属贸易、旅游和金融服务业。

显而易见，香港制造业的空心化的恶果已经逐渐显现，由于缺乏制造业的支持，香港的贸易、物流、金融等行业不仅发展后继无力，亦变得更加依赖外界市场，尤其是中国。转口贸易占比上升表明香港贸易增长只能是依靠其转口港的角色。由于香港 59% 的出口面向中国，一旦内地经济放缓，香港的服务业将不堪一击。事实上，过去十年间拉动香港经济增长的金融、贸易及旅游三大传统引擎正在先后放缓。数据显示，去年香港第三季度经济增速放慢至 2014 年第二季以来最低水平 2.3%。1-11 月进口和出口总额分别按年下降 4.1% 和 1.9%，这段时间零售销售也按年跌 3.1%。反观深圳、新加坡和韩国，即使全球需求疲弱同样打击该等地区的服务业，其崛起的高端制造业却为经济增长奠定了强有力的基石。2014 年深圳 R&D 占 GDP 的比重高达 4.02%（2014 年深圳 GDP 约为 2579 亿美元），媲美全球排名第二的韩国。2014 年深圳高新技术产业增加值占 GDP 比重更高达 32.3%，2013 年每一千人中研发和技术人员则有 16 个之多。另外，2013 年新加坡 R&D 占 GDP 的比重亦达到 2.0%（2014 年新加坡 GDP 达 3079 亿美元），同年每一千人中有 9 个属研发和技术人员。再看香港，科研方面的投入则大相径庭，2014 年研发投入仅达到 167 亿港币，占 GDP 比重则只录得 0.74%（2014 年香港 GDP 约为 2827 亿美元），该比重在 2005-2014 年十年间更一直维持在 0.75% 左右的低水平，并没有十分显著的进展。2014 年香港每一千人中也只有 4 个是研发和技术人员。

另一方面，WIPO《2014 年全球创新力指数》报告中指出香港的高科技商品出口（扣除转口贸易）占贸易比重仅为 0.2%，远低于韩国（48.9%），中国（27.8%）和新加坡（20.1%）。而香港的高科技及中高科技产出在总制造业产出中占比仅为 23.5%，与新加坡（70%）、日本（52%）、韩国（48.9%）和中国（43.6%）都相距甚远。如今，香港政府希望大力发展高科技高附加值产业，但施政报告中提出的

45 亿港币投入似乎杯水车薪（假设香港政府增加其 R&D 支出占 GDP 比重至 2%，那么以 2014 年 GDP 计算，其 R&D 支出应达约 440 亿港币左右）。同时，发展高科技产业还需面临与之毗邻的强劲竞争对手深圳带来的巨大阻力。深圳无论在土地资源、人力资源、政府支援、工厂及研究所供应方面都远胜于香港。另外，中央在十三五规划里面明确提及，在经济转型的同时，将着力于产业升级，推动创业创新，这也相当于为深圳高科技企业未来五年发展提供了政策支持，预期将进一步吸引大量海外投资者。

如今，香港政府已经意识到应大力发展高科技制造业这一新的经济增长引擎以减少其对服务业的依赖和降低其受外围经济的影响程度。然而，我们认为香港实现再工业化仍面临不少障碍。香港发展工业的最大阻碍之一，正是来自于相对较高的土地价格与劳动力成本。这一阻碍若是无法解决，那么纵使在融资环境、高等教育、生态方面等具有一定优势，亦难以实现基本的起步。过去由于地价及楼价高昂，香港政府土地主要用于发展收益较高的房地产项目，如住宅及写字楼。2013 年用于发展工业用途的楼宇数目占总楼宇发展的比重仅为 3.8%，远远低于住宅和商业占比的 70% 和 11%。而政府花费在工业大厦及仓库上的支出只占总支出的 2.96%。由于目前香港工业用地仍较稀缺，这对政府如何充分和合理利用工业村内的剩余土地和科学园面积发展高科技有着较高要求。

然而，香港的重新回归工业时代还是有不少机会。首先，就环境的可持续发展能力而言，香港在全球 143 个地区中名列第一。反观以“世界工厂”自称的中国，由于前期过度消耗资源发展重工业以追求 GDP 的增长，使得其自然环境严重恶化，中国环境可持续发展指数仅排 80 位。其次，香港融资环境远优于深圳。WIPO《2014 年全球创新力指数》报告中显示香港企业获得融资的便利程度在全球 143 个地区中排名第三，与新加坡并列，而中国仅排名 69。这意味着香港或会成为高科技企业创业的首选地址。此外，

香港法律法规方面相对中国内地更为健全，这为创业者和投资者带来十足信心。而香港政府还可以政策吸引创新企业来港。香港工业总会认为香港可以效仿外国国家或地区普遍实现税务优惠吸引科技产业的方法。工业总会认为政府可以积极考虑税务优惠(例如科研开支可享三倍扣税)，因为这是吸引科技产业落地香港最有效和最直接的方法。

在机遇与挑战并存的大环境下，香港若希望在高新技术产业上脱颖而出，或许还需在发展侧重点有别于深圳和新加坡。新加坡工业发展重心是电子、生物医药和石油石化。2014年深圳主要工业产品则是通讯、计算机、软件和医药产业。香港政府则可以致力于在物联网、大数据、机械人、环保科技等技术上建立科研优势。不可否认，拓展高新技术产业将为香港创造就业机会，推动港产品出口贸易，且有利香港和深圳进一步的合作发展。然而，前景还是不容乐观。香港土地开发力度有限，其次支柱行业即服务业吸收了大部分劳动力供应，再加上人口老龄化问题加剧，因此对于香港高新技术产业而言，未来劳动力及土地供应不足将是两大亟需解决的问题。

外汇市场：

日本央行行长黑田东彦1月底的出奇一击，帮助全球风险资产扳回一城，暂时缩小了跌幅。外汇市场上，商品货币小幅走高，其中澳元和加元分别对美元走高。日元则毫无意外地成为日本央行宽松的最大受害者，上周对美元跌2%左右。本周市场的焦点将渐渐从中国移到美国经济数据以及油价的走势，相对于周五的非农数据，欧佩克关于减产的传闻可能会成为影响市场的最大因素。

美元：

上周美联储的利率决议符合市场预期。联邦公开委员会在1月27日保持基准利率在0.25%-0.5%不变。美联储指出「劳动力市场正在改善，而最近几个月家庭支出和商业投资温和增长」。但美联储同时指出「由于能源价格疲弱，通胀可能持续低于2%的目标」。美联储也提及「经济增长有所放缓，实际的加息路径将取决于经济前景，美联储预计利率只会逐步上升」。此外，美国2015年11月S&P/CS20座大城市房价指数从按年增长5.5%升至按年增长5.8%，为2014年7月份以来最高读数。此外，12月份新屋销售按月上涨10.8%至54.4万户，为近10个月来高位。正如标普指数委员会主席比利策指出，「低按揭利率，紧缺的供应和改善的劳动力市场是强劲的房地产市场的主要推动力」。上周五公布的美国第四季度年化季率初值略低于预期，仅录得0.7%。技术面上，美元指数继续在98.000-100.000进行区间震荡，尽管MACD和RSI显示目前美元上升动能不足，但由于此前欧洲央行和联储行都相继释放出宽松的信号，日本央行更是首次采取了负利率政策，全球主要央行货币政策的宽松氛围有助美元继续保持强势。美元指数从上周升值0.25%。在过去一星期美元指数最低为98.425，最高为99.829，收于99.606。

欧元：

上周欧元区方面数据较少。欧元区1月份经济信心指数有所下滑，从前值106.7跌至105.2，为8月份以来最低水平。其中企业信心和消费者信心指数都出现不同程度下降。企业信心从0.4跌至0.3，而消费者信心指数则由-5.7跌至-6.0。欧洲央行魏德曼表示「低油价提振欧元区经济增长，但欧洲央行对2016年通胀的预测值可能被大幅下修」。欧洲央行此前曾表示会在3月份的议息会议上重新评估货币政策，有可能进一步放松政策。我们认为如果欧元区的经济数据表现继续疲软，会加大欧洲央行3月份进一步宽松的可能性。欧元本周维持旗形震荡整理且目前暂受100日移动平均线压制，短期欧元可能维持区间整理。

欧元较上周贬值 0.17%。在过去一星期欧元兑美元最低为 1.0790，最高为 1.0968，收于 1.0831。

英镑：

上周英国方面值得关注的的数据是全国房价和第四季度 GDP 初值。英国 1 月份全国房价指数增长仍保持稳定，按年增长 4.4%（按月增长 0.3%）。紧俏的劳动力市场；较低的利率水平和强劲的需求继续支撑了英国的房地产市场。此外，英国全国房屋抵押协会的首席经济师亦担忧「滞后的房屋建筑活动和库存短缺会增加房价上行的风险」。另一方面，受服务业支持，英国第四季度 GDP 符合预期，按年增长 1.9%（按月增长 0.5%）。2015 年全年，英国经济增速为 2.2%，较 2014 年的 2.9%有所放缓。尽管全球经济疲软对英国经济有所拖累，但由于英国国内良好的经济环境，英国经济仍维持增长。而英国央行行长卡尼上周二曾表示「目前英国尚不具备加息条件，距离加息仍有一段距离」。卡尼认为「当经济增速高于趋势水平且单位成本上升时才可以加息」。卡尼亦指出「如果有必要，银行利率可以低于 0.5%」。目前，英镑在 1.4100 受支撑暂时回升，我们需要英镑再次回踩确认 1.4100 才能判断这是一个较强的支撑位。短期英镑仍会受 2015 年 4 月份底部 1.4600 压制。重点关注本周英国央行举行的利率决议。英镑较上周贬值 0.04%。在过去一星期英镑兑美元最低为 1.415，最高为 1.4413，收于 1.4244。

日元：

- 上周日本为外汇市场带来了不少波动。1月29日日本央行在其议息会议上出其不意的首次采取负利率政策，以 5：4 投票通过实施-0.1%的利率。日本央行同时表示「若有需要，仍将进一步采取负的利率」。另一方面，日本央行将实现 2%通胀目标的时间推迟半年至 2017 年。决议结果一出，美元兑日元急速拉高，突破 121.00 关口。尽管日本央行维持经济复苏的评估不变，但其实上周日本的经济数据已藏暗涌。日本 12 月份零售销售延续跌势，按年下挫 1.1%。

油价下挫打击了日本零售销售，其中燃料销售按年下挫 16.3%。12 月份日本零售销售的下跌反映了疲弱的家庭支出，亦预示着家庭消费可能在 2016 年继续保持疲软。2015 年 12 月份日本家庭支出按年跌幅从 2.9%扩大至 4.4%。受油价下跌拖累，日本 12 月份通胀水平仍然疲弱，仅仅录得 0.2%。我们认为除受近期疲软油价拖累，停滞的工资增长亦打击了国内消费者情绪和家庭支出，从而对日本通胀造成压力。另一方面，日本 12 月份工业产出再次收缩，按年下跌 1.6%（按月下挫 1.4%）。而日本出口按年下跌 8%，为 2012 年 9 月份以来最大跌幅。油价暴跌导致美国制造商对生产设备需求的下降及来自中国电子制造企业的进口需求有所下滑成为日本出口下跌的主要原因。我们也相信全球经济疲软所导致的外需减少会继续压制日本工业产品出口，而国内消费的放缓和外需的疲软或会同时制约日本经济增长。技术面上，美元兑日元暂时站上 121.00。受日本央行的负利率政策支撑，该对货币可能继续尝试上行试探 122.00。日元较上周贬值 2.4%。在过去一星期美元兑日元最低为 117.66，最高为 121.69，收于 121.14。

加元：

原油库存过剩的情况丝毫没有改变，国际原油价格仍低位徘徊。上周伊拉克石油部长表示「即使油价跌至 10 美元 1 桶的水平，多数欧佩克成员也能接受」。而科威特代理石油部长亦声称「欧佩克不会单方面减产」。科威特欧佩克官员预计 2016 年原油需求将低于 2015 年。而上周三公布的美国 EIA 原油库存大幅增加 838.3 万桶，远远高于预计的 327.7 万和前值 397.9 万。加拿大 11 月 GDP 按年增长 0.2%（按月增长 0.3%），为三个月来首次增长。加拿大财长表示「计划中的基础设施建设将刺激经济增长」。上周美元兑加元继续回吐之前涨幅，但受上行趋势线，预计美元兑加元会继续上行。加元从上周升值 2.2%。在过去一星期美元兑加元最低为 1.3948，最高为 1.4326，收于 1.3976。

澳元：

澳洲第四季度通胀录得 1.7%，高于预期的 1.6%。通胀的上升主要是受国内旅游业和烟草制品价格上升的带动。核心通胀率为 2%，与澳储行目标一致。另一方面，澳洲 2015 年第四季度出口物价指数按季大幅下挫 5.45%，而进口物价仅小幅下滑 0.3%，反映出澳洲的贸易条件正在恶化。澳洲国民银行商业信心指数和前景指数分别录得 3 和 7。澳洲国民银行指出「尽管全球需求疲弱打击了澳洲的矿业部门，而澳元的下降有利于澳洲的服务业，并可能为就业提供支撑」。澳洲 12 月份私营企业贷款按月增长 0.5%，较上月小幅回升，反映出企业信心有回稳迹象。本周澳元有所回升，暂受 2014 年 9 月份以来的长期下行趋势线支撑，但仍受 50 日移动平均线和 100 日移动平均线压制。重点关注本周澳储行举行的利率决议。澳元从上周升值 1.85%。在过去一星期澳元兑美元最低为 0.6919，最高为 0.7141，收于 0.7084。

纽元：

纽储行在 1 月 28 日维持基准利率在 2.5% 不变，但纽储行亦表示「纽元进一步贬值是合适的，而低通胀可能使纽储行在 2016 年降息」。纽储行指出「纽西兰经济面临较多风险，包括楼价增速放慢，乳制品价格疲弱和中国经济下行等」。纽储行重申「将继续保持宽松政策」。纽元在纽储行利率决议后进一步下滑。另一方面，纽西兰 12 月份贸易赤字小幅收窄，从 37 亿纽元收窄至 35.5 亿纽元，且低于预期的 35.9 亿纽元。而纽西兰 12 月份营建许可按月增长率有所扩大，从 1.8% 升至 2.3%。本周纽元继续在 0.6400-0.6910 组成的区间震荡调整，并触底回升。MACD 显示纽元会继续尝试上行。纽元从上周升值 0.46%。在过去一星期纽元兑美元最低为 0.6418，最高为 0.6543，收于 0.6484。

本周重点关注货币:

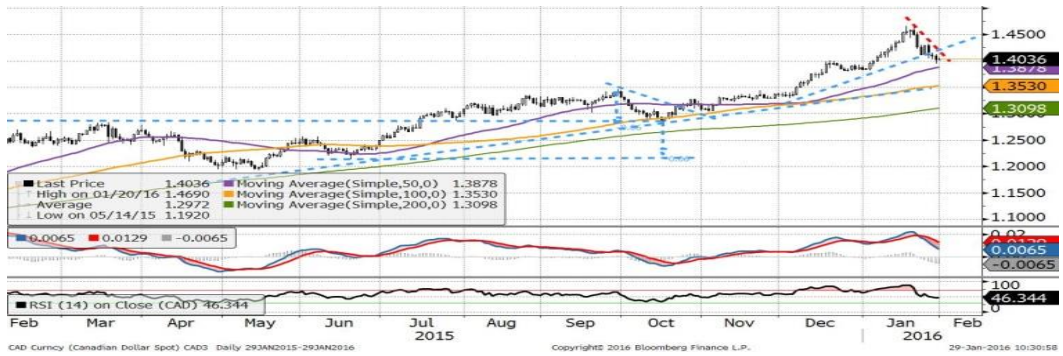
英镑



日元



加元



澳元



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	16466.30	2.32%	-6.46%
标准普尔	1940.24	1.75%	-5.97%
纳斯达克	4613.95	0.50%	-8.92%
富时100	17518.30	3.30%	-7.96%
日经指数	6083.79	3.11%	-3.03%
上证指数	2737.60	-6.14%	-23.38%
恒生指数	19683.11	3.16%	-10.05%
台湾加权	8080.60	4.18%	-2.41%
海峡指数	2629.11	2.02%	-8.89%
吉隆坡	1667.80	2.62%	-1.50%
雅加达	4615.16	3.55%	0.48%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	0.61%	-1	0
2年美债	0.77%	-10	-30
10年美债	1.92%	-13	-37
2年德债	-0.49%	-4	-14
10年德债	0.33%	-16	-30
2年中债	2.55%	3	7
10年中债	2.84%	6	1

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源	33.62	4.44%	-8.14%
WTI 油价	34.74	7.96%	-4.72%
布伦特	110.31	1.78%	-10.32%
汽油	2.298	7.43%	3.79%
天然气			
	4,561.0	2.66%	-3.67%
金属	41.7	-1.14%	-3.92%
铜	1,520.8	2.42%	-0.25%
铁矿石			
铝			
	1,116.4	1.83%	5.34%
贵金属	14.243	1.32%	2.90%
黄金	33.62	4.44%	-8.14%
白银	34.74	7.96%	-4.72%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.164	0.30%	-5.90%
棉花	0.6113	-2.11%	-4.44%
糖	0.1314	-8.88%	-13.27%
可可	2,761	-3.86%	-14.49%
谷物			
小麦	4.7925	0.79%	2.02%
大豆	8.823	0.66%	0.77%
玉米	3.7200	0.47%	3.62%
亚洲商品			
棕榈油	2,349.0	-1.39%	2.49%
橡胶	151.1	0.67%	2.58%

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。
