

华侨银行市场周报

2016 年 5 月 9 日星期一



热点导航

大中华地区经济

- 人民币的两个锚

第 2 页

- 港币与美元脱钩，将何去何从？

第 3 页

一周外汇综述

- 本周重点关注货币

第 4 页

一周股市，利率和大宗商品价格回顾

第 7 页

一周综述

全球市场似乎未能逃出“5月抛售”的魔咒，上周风险情绪普遍收缩。美元的反击可能是贯穿5月第一个交易周的主要因素。周五弱于预期的美国4月就业数据也未能阻止美元的走高。美元4月非农就业人数仅增长16万，处在市场预期的低点。虽然这组数字称不上灾难性，但足以改变市场对美联储加息的预期。6月加息的预期已经非常低了，市场的焦点移到7月或者9月。虽然表面的数据让人失望，但是并不是所有的数据都差强人意，4月每小时薪水环比增长0.3%，虽然还不足以让美联储开始担心通胀的问题，但是至少显示过去一年多强劲的就业数据正在转换为工资收入的增幅，这也是美元在震荡后最终反弹的主要因素之一。此外，过去美元空头头寸大幅增加，也使得头寸的调整变得更有可能会影响美元的走势。

要不是上周五最后半小时的抛售，中国股市差点就逆势打破“5月抛售”的魔咒。上证指数在周五大跌2.82%后全周收低0.85%，不过表现依然好于多数市场。82号文对流动性冲击的担忧成为抑制市场情绪的主要因素，除此之外，风险情绪也受到了对人民币贬值担忧以及宽松预期下滑等因素的影响。不过，虽然债券违约新闻不断，上周债券趋于稳定。

上周美元在全球范围内的反弹让人民币政策再次面临挑战。中国引导人民币指数持续走弱的做法使得市场对人民币政策的困惑再次上升。担心央行可能倾向于引导人民币对一篮子货币的贬值。尤其是美元在全球市场反弹的时候，这种做法可能将引发人民币对美元加速贬值的风险。不过随着央行在周五公布的一季度货币政策报告中重申“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”中间价定价机制，我们认为这有助于缓解市场对人民币政策的困惑。这也意味着在美元反弹的时候，央行可能会通过稳定人民币指数来缓冲人民币对美元的贬值速度。我们将在本周的专栏“人民币的两个锚”中具体阐述。货币政策方面，央行对三家政策性银行发行抵押补充贷款常态化使得市场对全面降准的预期进一步下滑。周末公布的好于预期的4月外汇储备数据显示资本大幅外逃的局面已经得到控制，但是这并没有完全扭转资本外流的局面，4月中国对香港进口增幅达到创纪录的203.5%显示资本外流的局面依然存在。本周市场将继续关注中国的4月经济数据。

全球市场上，市场也将关注英国央行货币政策会议。总体来看，数据方面相对比较安静。

外汇市场

	收盘价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1404	-0.4%	4.3%
英镑/美元	1.4426	-1.3%	-2.6%
美元/日元	107.12	-0.6%	12.5%
澳元/美元	0.7356	-3.2%	1.0%
纽币/美元	0.6805	-2.3%	-0.5%
美元/加元	1.2908	-2.7%	7.5%
美元/瑞郎	0.9719	-1.3%	1.7%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.496	-0.3%	-0.1%
美元/离岸人民币	6.5108	-0.5%	0.8%
美元/港币	7.7578	0.0%	-0.1%
美元/台币	32.402	-0.4%	1.4%
美元/新元	1.3595	-1.3%	4.0%
美元/马币	4.0015	-2.5%	7.3%
美元/印尼卢比	13235	-0.3%	4.1%

数据来源: Bloomberg

本周全球市场三大主题

1. 中国4月经济数据
2. 英国央行货币政策会议
3. 美国零售销售

作者：

谢栋铭

xied@ocbc.com

(65)6530-7256

李若凡

carierli@ocbcwh.com

劉雅瑩

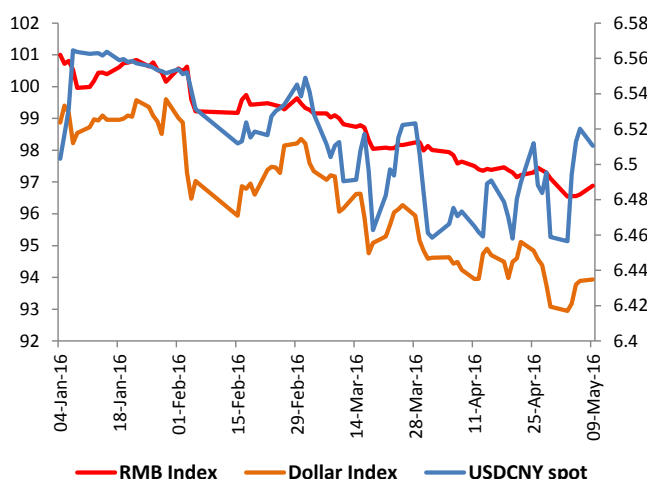
kamyliu@ocbcwh.com

大中华区经济：

人民币的两个锚

上周五发布的一季度货币政策执行报告中央行在“完善人民币兑美元汇率中间价形成机制”的专栏文章中重申了参考一篮子货币进行调节的人民币对美元汇率中间价形成机制的观点。在文章中，央行表示目前已经形成了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。这也意味着做市商在报价每日中间价的时候将主要参考两个参数包括上一交易日 4:30 的收盘价以及一篮子货币汇率的变化。

这篇文章发布的时间点恰到好处，为市场解答了部分关于人民币政策的疑惑。事实上，上周随着人民币指数跌破 97，中国引导人民币指数持续走弱的做法使得市场对人民币政策的困惑再次上升。担心央行可能倾向于引导人民币对一篮子货币的贬值。正如下图所示，今年以来红色线的人民币指数呈现了单边下滑的势头，和央行年初关于维持人民币对一篮子货币基本稳定的论述出现了分歧。



在美元走弱的时候，人民币对一篮子货币的贬值还不会演变为人民币对美元的贬值，而一旦美元在全球市场反弹，市场担心人民币对美元有加速贬值的风险。

不过随着央行明确表示人民币中间价参考收盘汇率以及一篮子货币汇率变化后。我们认为，人民币政策可能已经进入“双锚”制，即根据美元在全球市场的走势变化，采用不同的锚。

场景 1

在美元在全球市场走弱的时候，人民币的锚将主要以美元为主。在美元指数大幅走弱的时候，维持人民币对一篮子货币基本稳定很有可能会导致人民币对美元出现被动大幅升值的局面，这可能不是央行希望看到的局面。因此，保持人民币相对美元基本稳定，并借机下调人民币对一篮子货币价格的做法可能与中国目前的基本面更为吻合，而这样做的好处就是中国可以名正言顺地调整人民币对一篮子货币的价值，并不引起市场的恐慌。

场景 2

如果美元在全球市场出现较大反弹的时候，那人民币对一篮子货币价格将成为人民币的锚，即中国可以保持人民币对一篮子货币的稳定，甚至可以小幅提高人民币指数。这样做的好处就是可以控制人民币对美元的波动率。虽然不会改变对美元贬值的趋势，但是保持人民币指数的稳定，可以使得人民币不会出现今年 1 月时的恐慌性抛售。

受过去几个交易日美元大幅反弹的影响，今天早上人民币指数触底反弹至 96.89，似乎正是场景 2 的一种演变。总体来看，我们认为未来人民币政策可能更是一种动态的管理。当美元走弱的时候，人民币会对美元保持基本稳定，而当美元走强的时候，则人民币指数可能会保持基本稳定。

如果美元指数稳定在目前水平的水平的话，那人民币指数进一步下滑的空间可能有限。由于我们依然认为美元下半年可能在全球会走强，人民币的“双锚”不改变我们对人民币对美元小幅贬值的预期，只是双锚牵引有利于控制人民币对美元的波动率。

港币与美元脱钩，将何去何从？

1 月初人民币大幅贬值，美联储加息预期升温，而香港各银行受楼市走下坡及经济放缓的影响而无法紧跟美国脚步上调存贷款利率，导致大量投资着赌港币与美元脱钩。当时笔者曾写过相关报告指出，香港金管局紧跟美联储上调基本利率，及多次表示并没有必要放弃联汇制度，可见当局维系联汇制度的决心。其次维系联汇制度无疑是如今环球市场动荡的背景下维持香港金融体系稳定的不二之选。最后，香港 2 月外汇储备进一步创新高 3599 亿美元，相当于货币基础的 1.74 倍及流通货币的逾 7 倍之多，达到全球最高水平之一。换言之，即使港币往 7.8500 的弱方面靠拢，充足的外汇储备仍允许香港金管局维系联汇制度不变。因此，目前而言，我们认为脱钩的可能性并不大。

当然，这并不意味着我们完全否认小概率事件发生的可能。因此，对于港币与美元脱钩之后将何去何从的讨论也并非毫无意义。假设美联储以比当前预期更快的速度加息，可能引起新兴市场以及香港资本外流，甚至触发新兴市场危机，从而对港币带来冲击。另外，假如中国信贷危机爆发导致经济硬着陆，人民币有可能再度大幅下滑，从而殃及香港金融市场，并迫使金管局放弃联汇制度。一旦港币与美元脱钩，我们预期港币贬值的可能性较升值的可能性更大，背后的原因则有以下四个。

第一，参考 1997-1998 亚洲金融危机，以及今年年初人民币贬值担忧升温的情况，可见当市场对港币脱钩预期高涨时，港币倾向于往波动区间的弱方靠拢。

第二，受限于香港低迷的经济前景以及正处于调整期的楼市，香港商业银行上调借款与贷款利率的速度可能赶不上美联储。美国和香港的利差扩大可能引起资金外流，继而可能打压港币。

第三，港币的估值过高也意味着港币有贬值空间。根据国际清算银行公布的有效汇率，自 2013 年 12 月美联储开始退市以来，截至今年三月港币的实际有效利率（REER）已累积升值 17%，并录得 61 个主要货币中的第三大升幅。相同时间段内，港币的名义有效利率（NEER）累积上涨 10%，高于在岸人民币的 8%，并录得第五大涨幅。另外，由于港币升值，2011 至 2015 年间香港经常帐盈余/GDP 的平均值由 2005-2010 年的 11.6% 跌至 2.6%。在疲弱的零售和贸易业导致香港经济逐渐放缓，且中国经济放缓持续对香港经济带来负面影响的背景下，假如港币与美元脱钩，相对较高的估值可能为港币带来下行压力。

第四，如果不仅仅是考虑港币短期动态，而是从长远的角度看港币脱钩后的汇率可能因香港美国两地的通胀差异而逐渐调整。根据购买力平价理论，如果本国产品和服务较外国昂贵，本国的进口会增加而出口会减少，这会使得对外币的需求增加，从而令本币贬值。所以当我们谈论到港币的汇率时，我们会尤其关注香港与美国的通胀差异。数据显示自 2010 年至 2015，香港物价水平累计上涨 23.8%，而美国仅上涨了 7.91%。这意味着港币需要进一步贬值才能维持购买力平价。

总结而言，我们认为港币脱钩后会存在贬值压力。而关于贬值的幅度，我们分港币脱钩后自由浮动及脱钩后与人民币挂钩两种情况进行预测。通过参考今年初港币显著贬值时的 12 个月远期汇率，对比近年来新加坡 NEER 和港币 NEER 的升值幅度，以及参照 1997-1998 年金融危机期间一系列脱钩的东南亚系货币当时的贬值幅度，初步得出一旦脱钩美元，港币的短期贬值幅度可达 10%-50%。若以泰铢和瑞士法郎为例，在较长一段时间后，这两只货币都回到较过去固定汇率上下 10%-20% 的水平。另外，再加上购买力平价理论的支持，从长远来看，我们认为当市场消化了港币脱钩的影响后，港币会在较目前汇率水平贬值 10%-20% 左右的水平浮动。

外汇市场：

美元：

美国 4 月份 ISM 制造业 PMI 从 51.8 下滑至 50.8。其中制造业新订单和产出指数均有下跌，但就业指数则有所改善。美国 ISM 非制造业指数从 54.7 升至 55.7，为 2016 年最高，其中物价分项指数从 51.5 大增至 59。数据反映出美国大部分公司正温和复苏且商业前景正在改善。同时数据也显示出美国服务业发展势头远好于受出口拖累的制造业。美国 4 月份 ADP 就业人数仅增加 15.6 万，远低于预期的 19.6 万且增幅为 3 年来最低。数据反映出由于今年早期金融市场的不稳定使得招聘放缓。美国 3 月份贸易赤字较前月的 469.6 亿美元明显收缩，录得 404.4 亿美元。但数据仍反映了美国出口商的困难处境。美国 4 月份新增就业人数为 16 万，远低于预期的 20.3 万。失业率维持在 5% 不变，而就业参与率录得 7 个月来的首次下降。数据反映出美国的就业市场未必如想像中强劲。较好的消息则是平均时薪上升了 0.3% 至 25.53 美元。随着 4 月份的非农数据大幅不及预期，美联储 6 月份的加息可能性已经减小。联邦基金利率期货暗示的美联储 6 月份加息几率由 13% 下降至 6%。但美联储杜德利则表示无须对此就业报告太过看重，年内加息两次仍是合理预期。上周多位美联储官员发表讲话。美联储洛克哈特预计今年余下三个季度的经济增长将好于第一季度，并认为今年仍有可能加息两次。美联储威廉姆斯认为今年加息两至三次是合理的，其依旧认为 2016 年美国实际 GDP 增长将达 2%。威廉姆斯表示目前看来 6 月份加息是适合的，但他亦暗示 6 月份加息并非必然。美联储卡普兰指出若第二季经济数据改善，将主张加息。美联储布拉德表示美国经济增长疲弱令其打消在 4 月份会议上支持加息的念头。布拉德亦指出 6 月份的会议决定将取决于经济数据。布拉德也表示其支持使用非传统型货币政策，例如资产购买就很有效。此外，其认为脱欧公投并不值得担忧。

欧元：

欧元区 4 月份制造业 PMI 获得上修，录得 51.7。但德国和法国制造业 PMI 均被下调。法国制造业更是持续处于收缩区间。欧元区新订单增长放缓，但出口增速小幅加快，同时新增就业上升。企业继续下调产品售价，意味着仍面临通胀压力。欧元区服务业 PMI 较前月小幅下滑至 53.1，而综合 PMI 维持在 53 不变。德国和法国的服务业 PMI 均有轻微下滑，分别录得 54.5 和 50.6。欧元区主要国家仍通过减价维持新业务增长，因此服务收费已经连续 7 个月下滑。整体数据反映出欧元区经济温和增长，商业信心亦有所改善。受内需提振，服务业或创 5 年来最佳表现。此外，欧元区零售销售不及预期，按月意外下跌 0.5%，按年也仅录得 2.1% 的增幅。欧盟将 2016 年欧元区 GDP 预期从 1.7% 下调至 1.6%，并将欧元区 2016 年通胀预期从 0.5% 下调至 0.2%。欧盟指出低油价，宽松的货币政策和较弱的欧元将继续支撑经济增长，而经济增长风险主要来自于新兴经济体增长放缓、地缘政治紧张局势以及英国脱欧公投的不确定性。欧洲央行指出 3 月份的货币政策使欧元区的整体金融状况有所改善，欧元区的经济也持续复苏。欧元区在经济公布中也指出要确保通胀非常低企的环境不会让薪资和定价深陷第二轮影响。

英镑：

英国 4 月份制造业 PMI 跌至 2013 年 2 月份以来最低水平 49.2。产出和新订单增长接近停滞水平，新出口订单连续 4 个月录得下滑。制造业的不景气自第二季度开始反映在劳动力市场中。制造业已经连续 4 个月出现裁员情况，裁员主要集中在大型企业。价格方面，通缩压力有所缓和。企业将经营环境的恶化归因于疲弱的内需和外海新业务的减少。英国建筑业 PMI 意外从 3 月的 54.2 跌至 4 月的 52.0，为近三年来低位。报告指出 4 月份建筑部门就业和新订单接近停滞，建造商对商业前景失去信心。数据公布后，英镑反映有限。英国 4 月服务业 PMI 为 52.3，低于市场预期的 53.5，亦创近三年来最低水平。数据反映

出英国退欧的不确定性是英国经济受到伤害。数据公布后，英镑短暂下滑。此外，英国 4 月综合 PMI 也下滑至 51.9。

日元：

日本 4 月日经制造业 PMI 报 48.2，优于上月的 48.0，但仍处于萎缩区间。而日经服务业 PMI 和综合 PMI 均有所下滑，分别录得 49.3 和 48.9。数据均反映出日本经济增长乏力。日本央行行长黑田东彦表示日元近期的涨势可能伤及日本经济。黑田指出货币政策唯一的目标是 2% 的通胀目标，若 2% 的通胀目标面临风险，可能扩大刺激措施。日本财务大臣麻生太郎指出外汇市场单边投机走势已进一步强化。其表示外汇走势将对经济产生影响，如有必要将做出回应。

加元：

加拿大 2 月 GDP 录得 5 个月来首次环比跌幅，按月下跌 0.1%。同比看则增长 1.5%。尽管 2 月份加拿大经济增速放缓，但市场仍预期加拿大第一季度 GDP 年化增长率或超 3%，这主要是基于 1 月份经济数据整体表现较为强劲。另外，加拿大 4 月制造业 PMI 较上月上升至 52.2。由于 3 月份加拿大出口跌幅大于进口，加拿大贸易赤字有所扩大，从上月的 24.7 亿加元扩大至 34.1 亿加元，这或许会阻碍加拿大经济的复苏势头。加拿大 4 月全职就业人数减少了 0.21 万人，远低于上月 4.06 万人的增长。而失业率维持在 7.1% 不变。加拿大失业率好于预期使加元上涨。加拿大 3 月份营建许可意外按月下挫 7%，远低于上月 15.3% 的增幅。EIA 原油库存增加 278.4 万桶，大大超出预期，使得总库存刷新纪录高位至 54339.4 万桶。因此令油价上周三自日内高位连续回吐涨幅。加拿大石油重镇发生森林大火，导致超过 8 万人被强制撤离，很多石油工人也在被撤离人员中，据估计受灾地区的石油产量至少会减少 50 万桶每天，因此第二季度 GDP 有遭受重创的可能性。

澳元：

澳洲 4 月份 AIG 制造业指数从 58.1 跌至 53.4，但澳洲 4 月份 AIG 服务业表现指数从 49.5 小幅上升至 49.7。此外，NAB 商业信心指数从 6 下滑至 5，但 ANZ 消费者信心指数从 111.7 上涨至 113.9。3 月份澳洲营建许可意外按月录得大幅上涨，涨幅为 3.7%；而澳洲 3 月份新屋销售也按月意外大增 8.9%，较上月 5.3% 的跌幅明显回升。新屋销售的强劲增幅或意味着澳洲房地产市场的下行风险有所缓和。此外，澳洲房地产协会指出随着澳储行将利息降至 1.75% 后，澳洲四大主要银行中的一家已经将降息的效果传递至抵押贷款者，这有助于支持新屋建造活动。但澳洲整体信贷环境有所收紧以及外国投资需求的受压仍然为澳洲房地产市场增加了下行风险。澳洲 3 月份零售销售按月增长 0.4%，高于预期，但第一季度整体零售销售按季增幅仅为 0.5%，不及预期的 0.7%。受铁矿石价格上涨，澳洲 3 月份出口较上月显著回升 4%，使得澳洲贸易赤字从 30.44 亿澳元缩窄至 21.63 亿澳元。上周二澳储行宣布降息 25 点至 1.75%，并表示降息有助于通胀尽快重返目标水平和推动经济前景改善。澳储行还指出低利率对楼市造成的风险低于一年前。利率决议宣布后，澳元短线下挫超过 150 点。继澳联储以外降息之后，澳洲双管齐下，加大财政刺激。澳洲财长预计未来 12 个月财政赤字加大至 280 亿美元，较 6 个月前的预期进一步放宽。澳洲财长表示将减少企业税，扩大基础设施开支和降低收入税。澳储行上周五公布政策声明，大幅下调通胀预期。澳储行将 2016 年潜在通胀预期从 2-3% 下调至 1-2%，并预期通胀会在长时间内维持在更低水平，但澳储行维持对 GDP 和失业率的预测基本不变。此外，澳储行指出中国经济前景和澳洲债务问题依旧是澳洲面临的关键不确定性，澳储行表示将在必要时调整政策以强化需求增长。澳储行公布通胀前景后澳元兑美元跌至 2 个月新低。

纽元：

新西兰财政部上周二发表报告指出第一季度新西兰经济温和增长，但第二季度经济增速可能放缓。这主要

是由于主要行业尤其是制造业的商业信心有所减退，且预期二季度商业活动有所增加的企业数目减少。另一方面，尽管消费者信心小幅放缓，零售支出仍然强劲。而近期复苏的房地产市场有望继续提振消费者支出。但新西兰财政部指出通胀数据仍低迷，第一季度仅录得 0.2%，远低于纽储行 1-3% 的目标区间。财政部认为近期走强的纽元会继续施压其出口。纽西兰第一季度劳动力按年增长 2.5%，为 2004 年第四季度以来最大增幅。而第一季度就业人口增长（按季增长 1.2%）超过了劳动人口增长（按季增长 0.8%），一季度失业率由 5.4% 升至 5.7%。纽西兰工资增长仍旧温和，按季增长 0.4%，按年增长 1.6%。纽西兰 4 月 ANZ 商品价格指数延续跌势，继上月按月下挫 1.3% 后，4 月份再度下跌 0.8%。

本周重点关注货币:

美元



日元



英镑



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	17740.63	-0.19%	0.78%
标准普尔	2057.14	-0.40%	-0.30%
纳斯达克	4736.16	-0.82%	-6.51%
日经指数	16106.72	-3.36%	-15.38%
富时 100	6125.70	-1.86%	-2.36%
上证指数	2913.25	-0.85%	-18.46%
恒生指数	20109.87	-4.54%	-8.10%
台湾加权	8146.43	-2.76%	-1.61%
海峡指数	2730.80	-3.79%	-5.36%
吉隆坡	1649.36	-1.40%	-2.59%
雅加达	4822.60	-0.33%	5.00%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	0.63%	-1	2
2 年美债	0.73%	-5	-34
10 年美债	1.78%	-5	-52
2 年德债	-0.52%	-3	-17
10 年德债	0.14%	-13	-49
2 年中债	2.46%	-7	-2
10 年中债	2.90%	1	7

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	44.66	-2.74%	22.02%
布伦特	45.37	-5.73%	24.44%
汽油	149.62	-5.59%	21.64%
天然气	2.101	-3.54%	-5.10%
金属			
铜	4,810.0	-4.75%	1.58%
铁矿石	58.3	-12.00%	34.25%
铝	1,585.8	-5.26%	4.02%
贵金属			
黄金	1,294.0	0.27%	22.10%
白银	17.507	-1.59%	26.48%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.235	2.15%	-0.16%
棉花	0.6163	-3.34%	-3.66%
糖	0.1574	-2.60%	3.89%
可可	3,047	-4.99%	-5.64%
谷物			
小麦	4.5325	-5.18%	-3.51%
大豆	10.263	0.51%	17.22%
玉米	3.7600	-3.65%	4.74%
亚洲商品			
棕榈油	2,640.0	2.64%	15.18%
橡胶	178.9	-4.33%	21.45%

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。
