

华侨银行市场周报

2017年2月20日星期一



热点导航

大中华经济热点

- 非凡的信贷与货币政策

第2页

一周外汇综述

第3页

- 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

美联储主席耶伦较为鹰派的发言以及强劲的美国经济数据都未能助力美元进一步走高。美元先涨后跌，过去一周基本持平。耶伦的国会陈词中继续对经济保持了乐观情绪。尽管她并没有给出任何关于3月加息的暗示，但是耶伦表示在接下来的会议中委员会将检测就业和通胀发展的方向是否符合预期，并支持加息。此外，她也表示等待太久退出宽松政策并不明智。经济数据方面，美国2月费城联储制造业指数大幅跳涨至43.3，创下33年来的高点，显示美国制造业活力重现，而过去几个月美元的强势也并未影响制造业者的情绪。不过强劲的数据也同样未能提振美元。总体来看，市场认为美联储下次加息可能在5月，期货市场上美联储5月加息概率大约在55%左右。

希腊问题再次浮出水面。根据目前的剧本发展的话，如果没有债务豁免的话，似乎希腊很难挺过去。但是希腊问题对市场的影响已经远远不如以前。前几年希腊债务危机之所以一度左右市场情绪，很大原因是市场担心一旦希腊退出欧元区，会产生示范作用，导致其他欧元区内弱国退出欧元区。但是现在市场大环境已经变化，英国已经选择了退出欧盟，而脱欧已经不再是弱国的专利，事实上，现在欧元区内几个强国都面临脱欧的风险。所以，希腊债务危机的溢出效应已经不再。对于这个黑天鹅不断的市场，只是多一出戏而已。

上周中国市场创纪录的信用夸张成为市场焦点。今年开年信贷高速增长发生在央行通过窗口指导以及价格手段调控的大环境下，这显示当前的信贷需求是真实的。这将成为支持未来几个月经济增长的主要因素。我们预计一季度中国GDP增幅将进一步上升至7%左右。而随后央行公布的四季度货币政策执行报告中暗示今年的货币政策将取决于通胀和资产泡沫风险的发展。我们将在正文里就1月信贷数据和货币政策执行报告展开来看。

人民币上周不是市场的焦点，但是人民币更多是悄悄地对美元和一篮子货币升值。随着美国财政部4月半年度报告临近，市场的焦点集中在特朗普是否标签中国为汇率操纵国，这反而使得市场对人民币较为乐观。而今天早上大幅回调的人民币中间价也未能阻止人民币的小幅升值。离岸市场上人民币维持在6.85左右。今天中午路透的新闻报道了中国央行微调人民币中间价定价机制。我们的初步感觉是，新的定价机制会减少一篮子货币变化对中间价的影响，增加供给与需求对中间价的影响，从而加强中间价的连贯性。我们目前还在重新构筑中间价模型。在量化测试后与大家分享具体的检测结果。本周市场的焦点将转移到欧洲包括荷兰大选以及法国大选的局势发展。

外汇市场

	收盘价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.0605	-0.3%	0.9%
英镑/美元	1.24	-0.5%	0.8%
美元/日元	112.7	0.4%	3.6%
澳元/美元	0.7651	-0.1%	6.6%
纽元/美元	0.7176	0.1%	4.2%
美元/加元	1.3088	-0.1%	2.5%
美元/瑞郎	1.0013	0.0%	1.4%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.8665	0.2%	1.1%
美元/离岸人民币	6.8444	0.1%	1.7%
美元/港币	7.7605	0.0%	-0.1%
美元/台币	30.768	0.9%	4.8%
美元/新元	1.4167	-0.1%	1.9%
美元/马币	4.4510	-0.2%	0.8%
美元/印尼卢比	13330	-0.1%	1.1%

数据来源: Bloomberg

本周全球市场三大主题

1. 继续关注特朗普政策
2. 荷兰大选和法国大选进展
3. 英国脱欧进展

作者：

谢栋铭

xied@ocbc.com

(65)6530-7256

李若凡

carierli@ocbcwh.com

大中华经济热点：

非凡的信贷与货币政策

1月中国信贷增长可谓非凡。和去年不同的是，今年开年信贷高速增长发生在央行通过窗口指导以及价格手段调控的大环境下，这显示当前的信贷需求是真实的。这将成为支持未来几个月经济增长的主要因素。我们预计一季度中国GDP增幅将进一步上升至7%左右。

虽然1月信贷数据将继续支持经济走稳，但是也同样扩大了市场对资产泡沫的担忧。1月信用数据中有5对数据创下历史新高，包括3.74万亿单月新增社会融资总量，1.24万亿单月表外融资增幅，1599亿元股票融资，创记录的6293亿居民部门中长期贷款以及1.53万亿创记录的对公贷款。部分创纪录数据是积极的，但是部分可能是令人担忧的。

先看积极因素

1月股票融资创新高主要受益于股市的走稳。近期股权市场的改革似乎正在节出果实，股票发行对股价的负面影响的魔咒正在被解除。未来，股权融资在社会融资总量中的角色将进一步上升。

虽然股权融资上升，但是包括股权和债权的直接融资比例却下滑至2007年5月以来最低的2.8%。这主要受到近期债券波动率上升，导致融资结构发生变化的影响。债券融资连续两个月出现负增长。不过正如央行在四季度货币政策报告中指出的，债券市场的发展和开放不会停滞。

对企业中长期贷款的大幅上升可能与基础建设有关，受益于积极的财政政策。

两个担忧

第一，表外融资大幅上涨，其中信托贷款单月增长3175亿元。表外融资大幅反弹可能与两个因素有关，

一方面近期房地产政策的收紧可能使得资金需求再次回到表外融资，另一方面，债券市场的波动也使得企业将融资渠道由债券市场转至表外融资。

此外，居民中长期贷款的大幅上升显示房地产交易尤其是三四线城市房产交易活跃有关。但是这可能也再次增加了房地产的资产泡沫风险。

总体来看，1月信用增长增幅已经超出了政府的底线。这也验证了为什么央行全面提高了货币市场的收益曲线。央行抑制金融风险以及商业银行在盈利驱动下的信用扩张之间的拔河比赛还将继续进行下去。

上周五央行公布了四季度货币政策执行报告。新的报告中有三个亮点。

首先，非银企业的加权平均贷款利率2016年底维持在5.27%，较2015年保持不变。不过，债券收益率普遍上升，其中去年12月发行的10年期政府债券收益率在2.7%，较一年前上升29个基点。这显示贷款市场并未受到过去几个月货币以及债券市场波动的影响。信贷和货币市场收益率收窄也显示银行息差面临收窄的压力。

不过近期的波动不会阻止中国发展债券市场的决心。2016年中国债券市场总量同比大幅上涨30.8%至63.8万亿元。照这个速度发展的话，中国很有可能在未来一两年超过日本成为全球第二大债券市场。不过中国债券市场的外资参与度依然较小，因此央行在最新的货币政策执行报告中也继续表示将稳步开放外资投资中国债券市场。

货币政策方面，央行表示多目标的权衡增加了货币政策操作上的难度，而央行也承认“受经济下行压力较大、金融市场出现较大波动等多种原因影响，部分时段的货币政策在实施上可能是稳健略偏宽松的。”对于今年，央行的货币政策导向将主要基于两个要素包

括通胀预期和资产泡沫。央行在货币政策执行报告中表示通胀预期有所上升，将进一步关注。此外，货币政策在保持流动性合理适度的同时，也要更加注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。总体来看，我们认为虽然今年通胀可能不会大幅上升，但是对于资产泡沫的关注意味着货币政策可能会保持偏紧的态度。

外汇市场：

上周回顾：

上周美元走势继续呈现较大波幅。支撑美元的因素包括，特朗普政府税改的预期，以及美联储耶伦及其他成员偏鹰派的立场。另一方面，海外央行时隔一年重新增持美债，使美债收益率回落，加之特朗普政策不确定性，则使美元缺乏强劲升值动力。在利好和利淡因素的相互争持下，美元多头获利回吐，美元指数因此回到 100.5 附近水平。短期内，笔者认为除了特朗普税改细节之外，全球政治不确定性是否持续为债市带来资金流入同样值得关注，预计这两个因素将令美元呈现较大波动性。货币政策分歧下，美元走势将继续影响欧元和日元的表现。而日本央行持续买债以防止收益率曲线抖化的行为，也将为日元施压。欧元区第四季 GDP 意外下修，致欧洲央行缩 QE 预期降温，加上希腊债务谈判陷入僵局，以及荷兰和法国大选的不确定性，欧元料震荡走弱。不过，目前看来，美元上升动力不足。因此，随着欧日经济和通胀反弹，欧元对美元及日元对美元可能分别在 1.0510 和 115 找到支撑。英国方面，市场的焦点由退欧议案转移至英国货币政策前景。由于英国 1 月通胀不及预期，该国央行料暂时搁置加息计划，英镑因此承压。相比之下，商品货币表现较为亮丽。加拿大就业市场稳健、总理与特朗普会晤，以及 OPEC 国家减产给力，均成为支持加元的因素。不过，美国原油增产引起的担忧或限制油价涨幅，预计加元对美元继续在 1.3000 的位置面临强阻力。澳洲商业景气涨至十年高位，消费者信心改善，失业率也进一步下降，加之中国经济数据

向好，支持澳元持续走强，0.7700 是澳元对美元的重要阻力位。纽元虽有所上涨，但升幅受限于纽储行的鸽派立场。此外，中国和全球经济稳定迹象、商品价格的持续上涨，以及新兴市场货币政策中性化，带动该区域货币对美元企稳。本周重点关注 FOMC 会议纪要。

经济数据及主要事件：

美元：

特朗普称将针对个人和企业减税，并削减监管。其关于税改和降监管的言论带动美国三大股票指数屡创新高，美元也表现强劲。美国 1 月零售销售环比增长 0.4%，反映劳动市场稳健支持消费。在汽油和其他商品、服务价格上升的带动下，1 月 CPI 按年增长 2.5%，创 2012 年 3 月以来新高。消费者对通胀的预期也节节高升。纽约联储银行公布数据显示，美国家庭对消费者价格通胀的预期上升至 19 个月来最高水平。对一年后通胀预期由 2.8% 上升至 3.0%。另外，能源价格和服务成本上升带动美国 1 月 PPI 按月增长 0.6%，达到 2012 年 9 月以来最大增幅。通胀抬头使不少美联储成员谈及 3 月加息可能。美联储副主席 Fischer 称“在渐进加息方面，应尽早采取行动”。美联储成员 Mester 表示“随着失业率和通胀达标，美联储应逐步加息”。另一位美联储成员 Lacker 则表示“考虑到特朗普的财政新政，美联储加息速度可能比市场预期快，今年可能加息三次以上”。费城联储行长 Harker 重申支持今年加息 3 次。波士顿联储银行行长 Rosengren 也认为“2017 年经济可能要求更快速加息”。美联储主席耶伦则重申“等待太久加息不明智，该央行在即将召开的会议上将考虑进一步加息，并在未来数月讨论关注资产负债表规模，预计资产负债表规模最终将小很多”。该等言论叠加 CPI 的强劲涨幅使美联储加息预期一度上升至 44%。然而，2 月居民消费情绪有所回落，美国 2 月密歇根大学消费信心指数报 95.7，不及预期。消费转弱或限制通胀进一步向上。亚特兰大联储行长

Lockhart 也表示“不认为 3 月份加息有强烈理由，通胀率将在今明两年接近美联储目标”。美联储官员就加息时间存在分歧，加上特朗普政策的不确定性，我们仍认为六月加息可能性较大。尽管美国上周四公布的经济数据包括申请失业救济人数、费城联储制造业指数和营建许可数据均优于预期，但在美国政策特别是税改政策不清晰前，美元多头势力维持谨慎。美债收益率回调也使美元缺乏升值动力。美元指数上周贬值 0.01%。在过去一星期美元指数最低为 100.41，最高为 101.76，收于 100.95。

欧元：

德国支持希腊留在欧元区，IMF 也称将设法就希腊援助达成共识，使市场对希腊债务担忧有所缓解。然而，法国极右翼总统候选人勒庞最终当选机率创历史新高。政治风险料继续压低欧元。经济方面，欧盟将 2017 年欧元区 GDP 成长预期从 1.5%上调至 1.6%，而 2017 年通胀预期也由 1.4%上调至 1.7%。数据则喜忧参半。利好数据包括，欧元区 12 月贸易顺差扩大至 281 亿欧元。另外，德国批发者物价指数按年升 4%，创逾五年新高。然而，德国 1 月 CPI 仅持平于 1.9%，该国第四季 GDP 年率 1.2%也不及预期。再加上意大利经济增长逊于预期，以及希腊第四季经济意外收缩 0.4%，导致欧元区第四季 GDP 年率下修至 1.7%。此外，欧元区 12 月工业生产按年跌幅扩大至 1.6%。欧元区 2 月 ZEW 经济景气指数则下滑至 17.1。欧元区 12 月经常帐顺差收窄至 310 亿欧元。多项经济数据较预期疲弱，使欧洲央行缩减 QE 的预期降温。欧洲央行会议纪要指通胀上涨不可持续，年底前需继续刺激，暗示年内不会缩减 QE。欧洲央行官员暗示，将放宽部分债券购买规定，从而维持大规模宽松政策。欧元区和美国货币政策分歧扩大，可能使欧元继续承压。欧元对美元的下一个支持位将会是 1.0510。欧元上周升值 0.17%。在过去一星期欧元兑美元最低为 1.0521，最高为 1.0679，收于 1.0616。

英镑：

欧洲委员会认为英国脱欧对英国经济带来的影响可能比预期小，因此支持英镑于本周前半段上涨。经济数据方面，英国 12 月失业率持平于逾十年低位 4.8%，申领失业救济金的人数减少 42,400，就业人数也升至纪录新高，反映劳动力市场接近充分就业。但平均薪金（包括奖金）及平均薪金（不包括奖金）的升幅均收窄至 2.6%，不及预期。另外，英国 1 月 CPI 按年增长 1.8%，按月转跌 0.5%，核心 CPI 按年升幅则报 1.6%。物价上涨使英国 1 月零售销售连续第三个月下挫，按月跌 0.3%。整体而言，就业、通胀及零售数据不及预期，减轻英国央行加息的压力，并导致英镑持续承压。英镑上周贬值 0.91%。在过去一星期英镑兑美元最低为 1.2383，最高为 1.2548，收于 1.2412。

日元：

在出口和企业投资的推动下，日本第四季度经济增长 1%，为三年多来首次录得连续四个季度的扩张。市场对日本经济表现前景保持乐观。全球经济复苏，加上制造业活动有所加速，预计将为日本经济保持增长势头。此外 1 月工业产值按月增长 0.7%，按年增长 3.2%，比 12 月份的数据有所改善。日本央行继续大量买入 10 年期国债，导致收益率下跌至目标区域。此举应当促使美元兑日元汇率走高。但相反的，上周美元兑日元继续走低，可见市场并不重视日央行的举动，反而重视整体美元的走势。一周走势先跌后起，在周三一度试探 115，但在周四和周五迅速跌至 113 以下。据报道，美元兑日元在 114.50 区出现了日本出口商的卖盘。此外，日本国内市场逐渐减少海外债券，间接地使得日元走高。本周走势仍然会被整体美元牵制。主要关注的应该是地区行长 Harker 和 Kashkari 的发言，和周四发布的 2 月 FOMC 会议纪要。虽然美联储各位行长的态度大致倒向鹰派，美元兑日元汇率有望继续走低。主要的波动范围处于 112-115.00 之间。日元上周升值 0.79%。在过去一

星期美元兑日元最低为 112.62，最高为 114.96，收于 112.84。

加元：

加拿大十二月制造业销售额月比增长 2.3%，优于预期的 1.5%。1 月失业率下降至 6.8%，劳动参与率增至 68.9%，反映就业市场稳健，支持加元。特朗普和加拿大总理会晤也为加元带来支撑。继国际能源署指 1 月 OPEC 减产协议执行率达 90%后，OPEC 月报再度显示沙地 1 月减产力度达八年最大，支持油价一度上涨至 55 美元/桶附近。然而，美国 API 原油库存继续大增。美国能源署亦公布该国原油库存连续第六周上涨，库存总量更创历史新高。另外，美国活跃石油钻井平台总数连续第二周创 2015 年 10 月以来新高。市场对美国原油产量大增的担忧，使油价回到每桶 53 美元附近水平。因此，尽管加元维持相对强势，对美元仍在 1.3000 位置遇到强阻力。加元上周贬值 0.19%。在过去一星期美元兑加元最低为 1.301，最高为 1.3126，收于 1.3096。

澳元：

澳洲上周出炉的经济数据良好，商业景气和消费者信心指数都有所上扬。1 月份商业景气指数从 12 月份的 11 点激增至 16 点，创 2007 年以来最高水平。2 月消费者信心指数则按月增长 2.3%，高于 12 月份的 0.1%。另外，澳洲 1 月份就业人数增加 13,500 人，失业率报 5.7%，分别高于预估的 10,000 人和 5.8%，为澳元带来支撑。不过，上周铁矿价格下跌，对澳元带来一定的压力。澳元兑美元本周如果能顺利维持在 0.7700 以上，短期内可能再度试探 0.7835 的中长期高点。澳元上周升值 0.31%。在过去一星期澳元兑美元最低为 0.7618，最高为 0.7732，收于 0.7664。

纽元：

新西兰上周所发布的经济数据大致疲弱。第四季零售销售指数按季上升 0.8%，低于预估的 1.0%。1 月份

REINZ 房屋销售同比下滑 14.7%，主要城市的房屋平均价格纷纷走低。1 月 BusinessNZ 制造业 PMI 由 54.5 下滑至 51.6。第四季 PPI 投入按季升幅收窄至 1.0%，暗示通胀压力不强。不过，纽元经过前周因行长 Wheeler 的鸽派言论而下跌后，上周出现回稳的迹象。一周内波动不大，在 0.7150-0.7250 之间徘徊。此外，新西兰央行再度重申，货币政策会保持宽松，以便支持经济增长，进一步把通胀推向目标区域。央行也认为各种促使纽元走强的国际趋势已逐渐消散。此番言论和前周行长 Wheeler 的发言相符合，明示了央行压低纽元的希望。技术图表显示，纽元兑美元汇率的 50 日，100 日和 200 日移动平均线聚集在 0.7130/11，构成强烈的支撑位。若不能收住这点位，则可能试探 0.7058 和 0.6983。阻力位在 0.7266 左右。纽元上周升值 0.1%。在过去一星期纽元兑美元最低为 0.7135，最高为 0.7243，收于 0.7182。

本周重点关注货币:

美元



欧元



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	20624.05	1.75%	4.36%
标准普尔	2351.16	1.51%	5.02%
纳斯达克	5838.58	1.82%	8.46%
日经指数	19234.62	-0.74%	0.63%
富时100	7299.96	0.57%	2.20%
上证指数	3202.08	0.17%	3.17%
恒生指数	24033.74	1.95%	9.24%
台湾加权	9759.76	0.97%	5.47%
海峡指数	3107.65	0.23%	7.88%
吉隆坡	1707.68	0.51%	4.02%
雅加达	5350.93	-0.39%	1.02%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	1.05%	2	5
2年美债	1.19%	0	0
10年美债	2.41%	1	-3
2年德债	-0.81%	-2	-4
10年德债	0.30%	-2	9
2年中债	2.70%	--	--
10年中债	3.35%	-8	32

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	53.40	-0.85%	-0.60%
布伦特	55.81	-1.57%	-1.78%
汽油	151.66	-4.59%	-8.92%
天然气	2.834	-6.59%	-23.90%
金属			
铜	5,960.0	-2.13%	7.67%
铁矿石	90.4	4.33%	14.58%
铝	1,871.3	0.25%	10.46%
贵金属			
黄金	1,237.6	0.26%	7.46%
白银	18.030	0.54%	12.77%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.478	1.41%	7.84%
棉花	0.7348	-3.09%	4.01%
糖	0.2030	-0.59%	4.05%
可可	2,034	4.90%	-4.33%
谷物			
小麦	4.4100	-1.78%	8.09%
大豆	10.325	-2.50%	3.61%
玉米	3.6825	-1.67%	4.62%
亚洲商品			
棕榈油	3,094.0	-5.32%	-3.85%
橡胶	330.1	-2.28%	25.99%

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。
