



每周经济视点

2014年12月23日

研究部联席主管

林樵基

电话: 852-21478863

电邮: bannylam@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

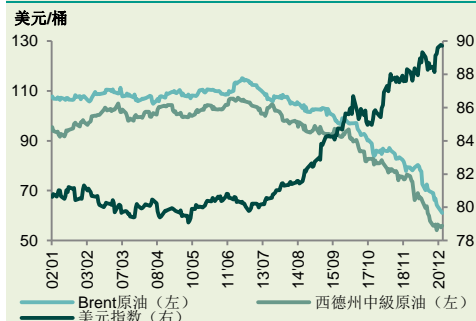
电邮: paulpan@abci.com.hk

图表 1: 在岸人民币和离岸人民币汇率在 12 月转弱



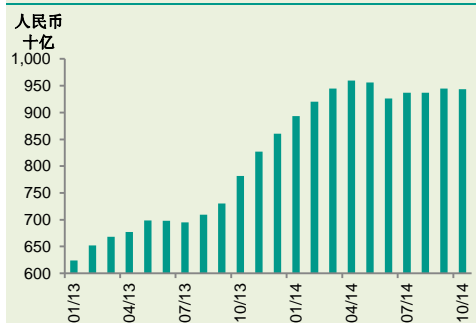
来源: 彭博, 农银国际证券

图表 2: 2014 年美元走强和原油价格下降对人民币汇率造成下行压力



来源: 彭博, 农银国际证券

图表 3: 香港离岸人民币存款激增



来源: 彭博, 农银国际证券

人民币将在 2015 年缓步升值

中央经济工作会议强调, 中国将在 2015 年致力于稳定经济增长和经济政策, 同时适应“新常态”下较慢速度的高质量增长。经济增长目标的适度调整可以为更深层次的结构改革, 尤其是人民币国际化等方面, 提供更广阔的空间。今年第四季度, 中国经济表现低迷, 全球经济前景疲弱, 美元因油价下跌而强势上涨, 即使在岸人民币和离岸人民币汇率的波动性加大, 提高了市场对 2015 年人民币升值幅度的关注。我们认为, 短期的波幅增加不会阻碍人民币国际化的进程。中国的利率和汇率市场化改革将有利于稳定币值。确保 2015 年人民币健康升值的关键包括恢复可持续的经济增长势头、提高在岸和离岸人民币的流通性、调整升值预期、提高监管框架的透明度以及加快资本账户开放。这些措施可以推动边境贸易, 并防止投机资金流动。我们相信人民币的市场规模将继续增长, 并将在 2015 年末之前小幅升值 1%-2%。

全球石油市场的看跌前景将在短期内影响人民币汇率。受石油需求疲弱和 OPEC 拒绝减产举措的拖累, 原油价格从今年初到现在的下跌幅度已经超过 40%。美元汇率和原油价格之间的反向关系加强。美元指数在同期内上涨超过 10%, 增加了对包括中国在内的新兴市场的货币升值压力。虽然中国的经济刺激措施将有利于恢复经济增长势头和人民币币值, 但是美元继续走强仍将影响 2015 年人民币反弹。这种状况将不会扭转, 除非石油价格下跌而引起的市场风险溢价有所减少。总而言之, 我们相信从长远来看, 石油价格下跌对人民币升值的影响是有限的。

人民币成为迅速增长的贸易结算的储备货币之一。中国目前是世界第二大经济体, 2013 年 GDP 占全球 GDP 的 12%; 同时也是全球最大出口国和第二大进口国, 占全球贸易总额的 12%。但人民币的市场规模却落后于美元和欧元。为使人民币与其不断提高的国际地位相匹配, 中国正通过鼓励人民币使用和提高人民币在国际货币体系中的地位, 逐步实现人民币国际化。近年来贸易结算的增长将推动人民币成为全球性货币的进程。根据环球银行间金融通信协会 (SWIFT) 的数据, 全球以人民币结算的交易金额增加两倍; 人民币为全球第 7 位的结算货币, 占全球支付总额的 1.64%。全球范围内人民币和离岸人民币的业务量在 2014 年进一步上升, 我们相信人民币国际化步伐将在 2015 年加快。

2015 年汇率浮动区间扩大。央行将人民币汇率浮动区间扩大至 2%, 表明其有意通过放宽汇率控制, 以实现更自由的资本流动。汇率浮动区间的进一步扩大将推动汇率市场化, 增强人民币的双向波动。央行或将最终退出常规汇率干预, 允许市场发挥更大作用。我们预计人民币汇率浮动区间将在 2015 年进一步扩大至 3%。

设立更多离岸中心, 使人民币发挥更大作用。过去两年, 在离岸中心使用人民币的国际支付总额上升。在过去的 11 个月, 中国在伦敦、首尔、法兰克福、巴黎、卢森堡和加拿大设立结算银行, 并将 RQFII 业务扩展至香港以外地区, 允许离岸人民币购买中国证券。同时, 在 11 月中旬“沪港通”项目启动之前, 香港取消人民币兑换限制, 以推动该项目的有效进行。我们预计 2015 年将会有更多人民币离岸中心成立, 促进人民币与全球市场的整合。

2015 年人民币将小幅升值 1%-2%。贸易结算范围的扩大、人民币 RQFII 配额的增加, 以及更多人民币离岸中心的设立, 将提高人民币在中国及全球范围的资金流动。监管改革的推进、离岸人民币产品的多元化以及中国经济基本面保持平稳, 使我们相信 2015 年人民币将升值 1%-2%。



中国经济数据

	2013				2014										
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
实际国民生产总值增长(同比%)	7.8	--	--	7.7	--	--	7.4	--	--	7.5	--	--	7.3	--	--
出口增长(同比%)	(0.3)	5.6	12.7	4.3	10.6	(18.1)	(6.6)	0.9	7.0	7.2	14.5	9.4	15.3	11.6	4.7
进口增长(同比%)	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	(11.3)	0.8	(1.6)	5.5	(1.6)	(2.4)	7.0	4.6	(6.7)
贸易余额(美元/十亿)	15.2	31.1	33.8	25.6	31.9	(23.0)	7.7	18.5	35.9	31.6	47.3	49.8	30.9	45.4	54.5
零售额(同比%)	13.3	13.3	13.7	13.6	11.8		12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7
工业增加值(同比%)	10.2	10.3	10.0	9.7	8.6		8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2
制造业 PMI 指数(%)	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	51.1	51.1	50.8	50.3
非制造业 PMI 指数(%)	55.4	56.3	56.0	54.6	53.4	55.0	54.5	54.8	55.5	55.0	54.2	54.4	54.0	53.8	53.9
固定资产投资(累计值)(同比%)	20.2	20.1	19.9	19.6	17.9		17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9	15.8
消费物价指数(同比%)	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.2	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6	1.6	1.4
生产者物价指数(同比%)	(1.3)	(1.5)	(1.4)	(1.4)	(1.6)	(1.6)	(2.3)	(2.0)	(1.4)	(1.1)	(0.9)	(1.2)	(1.8)	(2.2)	(2.7)
广义货币供应量(同比%)	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3
新增贷款(人民币/十亿)	787.0	506.1	624.6	482.5	1320	644.5	1050	774.7	870.8	1080	385.2	702.5	857.2	548.3	852.7
总社会融资(人民币/十亿)	1,411.3	864	1,226.9	1,232.2	2,580	938.7	2,081.3	1,550	1,400	1,970	273.7	957.7	1,135.5	662.7	1,150

世界经济/金融数据

股指			大宗商品				债券收益率及主要利率					
收市价	周变化(%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化(%)	5日平均交易量	息率(%)	周变化(基点)				
美国			能源				美国联邦基金目标利率					
道琼斯工业平均指数	17,959.44	0.87	16.05	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	55.67	(1.50)	256,173	0.25	0.00		
标准普尔 500 指数	2,078.54	0.38	18.39	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	60.22	(1.89)	207,299	3.25	0.00		
纳斯达克综合指数	4,781.42	0.34	45.36	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.21	(7.33)	121,016	0.75	0.00		
MSCI 美国指数	1,983.18	0.37	18.80	澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格 ²	美元/公吨	62.75	N/A	N/A	0.0051	0.00		
欧洲			普通金属				美国 1 年期国债					
富时 100 指数	6,610.71	1.00	18.89	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,853.25	(1.46)	31,638	1.6589	1.18		
德国 DAX30 指数	9,875.60	0.91	17.34	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,880.00	(1.39)	42,159	2.1635	0.17		
法国 CAC 40 指数	4,272.01	0.72	25.54	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,392.00	(0.72)	11,713	0.3380	(1.80)		
西班牙 IBEX 35 指数	10,361.50	(0.02)	21.17	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,355.00	(0.70)	45,616	3.7800	1.00		
意大利 FTSE MIB 指数	19,049.99	0.35	N/A	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,181.80	(1.19)	148,768	0.05	0.00		
Stoxx 600 指数	343.08	0.82	21.30	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	15.75	(1.75)	42,202	0.1643	0.33		
MSCI 英国指数	1,935.46	0.48	18.68	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,188.80	(0.80)	8,161	0.2521	0.93		
MSCI 法国指数	119.87	0.34	26.73	农产品				隔夜上海同业拆借利率				
MSCI 德国指数	131.9	0.81	17.50	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	411.00	0.12	125,182	3.6670	6.10		
MSCI 意大利指数	55.12	0.36	N/A	小麦期货合约	美元/蒲式耳	630.25	(0.32)	84,226	6.1300	44.45		
亚洲			贵金属				1 年期上海同业拆借利率					
日经 225 指数	17,635.14	0.08	21.62	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,181.80	(1.19)	148,768	0.3929	0.36		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,380.92	0.79	18.57	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	15.75	(1.75)	42,202	公司债券(穆迪)			
恒生指数	23,333.69	0.94	9.87	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,188.80	(0.80)	8,161	Aaa	3.77	10.00	
恒生中国企业指数	11,677.74	2.43	8.16	农产品				Baa			4.73	5.00
沪深 300 指数	3,324.92	(1.72)	14.72	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	411.00	0.12	125,182				
上证综合指数	3,032.61	(2.44)	14.44	小麦期货合约	美元/蒲式耳	630.25	(0.32)	84,226				
深证综合指数	1,392.62	(4.98)	33.74	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	14.89	(0.60)	43,613				
MSCI 中国指数	65.20	1.75	9.79	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	1,044.50	0.58	77,059				
MSCI 香港指数	12,337.39	0.21	10.21									
MSCI 中国指数	873.18	0.27	16.05									

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)
- 澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格为麦克洛斯基出版的以澳大利亚纽卡斯尔港的发热量为 6700 大卡(高位空干基)(GAD)的动力煤离岸合同价格为基准的报价

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.2233	1.5602	0.8122	120.13	0.9835	6.2257	7.7582	6.3605
周变化(%)	0.03	(0.15)	(0.10)	(0.52)	0.08	(0.07)	(0.06)	0.03



权益披露

分析员, 林樵基以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2014 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183