



每周经济视点

2015年8月19日

研究部联席主管

林樵基

电话: 852-21478863

电邮: bannylam@abci.com.hk

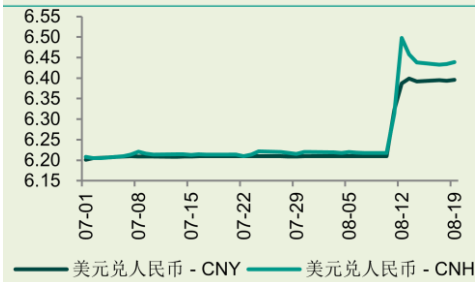
分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

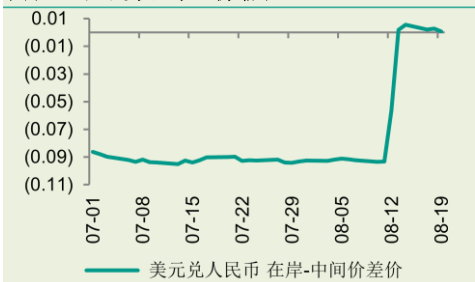
电邮: paulpan@abci.com.hk

图表 1: 人民币于汇率定价调整后有所稳定



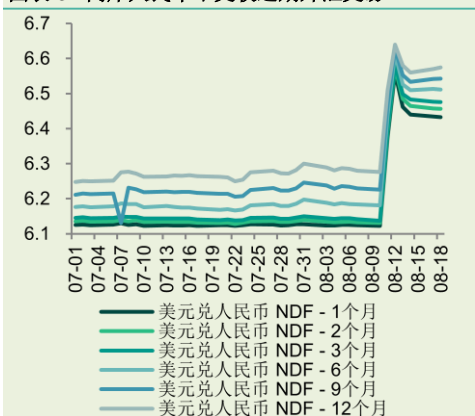
来源: 万得、农银国际证券

图表 2: 人民币汇率差价缩小



来源: 万得、农银国际证券

图表 3: 离岸人民币不交收远期外汇交易



来源: 万得、农银国际证券

人民币的“新常态”

迈向“新常态”是中国 2015 年的重点经济主题，期间经济及汇率机制皆会作结构性的调整及改革。中国最近调整货币报价机制，目的是要把官方汇率中间价报价与市场汇率拉近，令市场在决定人民币的公平值发挥更大的作用，以及推动人民币国际化以成为全球性货币。经一个多星期的调整后，在岸人民币汇率及离岸人民币汇率之间的差价渐减缩，日常固定汇率亦与在岸及离岸人民币汇率较接近。中国需要更灵活的汇率以融入全球金融市场。我们认为，中国将推动更多汇率改革，以提高金融体系的效率。

以市场为基础的汇率定价机制反映人民币的公平值。自 2015 年 8 月 11 日央行调整汇率定价机制，在岸及离岸人民币兑美元汇率已分别贬值 3% 及 3.5%。中国人民银行明确表示，人民币定价机制走向市场化，通过开放资本账户，是外汇自由化重要的一步，中国无意引发人民币贬值或进行竞争性贬值。此次是对人民币中间价报价作出“一次性的调整”。汇率灵活性增加能提升中国应对金融体系及经济冲击的能力。

雄厚的外汇储备减少人民币大幅贬值风险。调整人民币定价机制向市场化发展，令市场猜测人民币或继续贬值。事实上，央行此次调整是为了要改善汇率中间价制度，亦即是每日外汇交易的起点，以更真实地反映市场上人民币及美元之间的汇率。不同汇率之间的差距扩大，会令商务交易和资产评估因缺乏适当汇率作参考而受阻。中国拥有全球最多外汇储备，因此我们认为人民币价格会受到支持。在建立一个更灵活的汇率制度的过程中，人民币会经历短期波动，而非大幅贬值。

未来将有更多货币改革，以纳入特别提款权 (SDR) 货币篮子。调整每日固定汇率机制是增强人民币汇率弹性其中一个的步骤。由于世界货币基金组织强调人民币被纳入 SDR 篮子前需要解决技术因素的问题，中国将需要更多的改革，以加强人民币双向浮动弹性。我们认为，人民币的波动性会因美国加息及主要经济体信贷放宽所带来各种不确定因素而上升。以目前水平而言 (1 美元兑人民币 6.3955 元)，我们预计人民币于 2015 年年底前会有 2% 的波幅，至 1 美元兑人民币 6.2676~6.5234 元。



中国经济数据

	2014												2015						
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月			
实际国民生产总值 (同比%)	--	--	7.5	--	--	7.3	--	--	7.3	--	--	7.0	--	--	7.0	--			
出口增长 (同比%)	0.9	7.0	7.2	14.5	9.4	15.3	11.6	4.7	9.7	(3.2)	48.3	(15.0)	(6.4)	(2.5)	2.8	(8.3)			
进口增长 (同比%)	0.8	(1.6)	5.5	(1.6)	(2.4)	7.0	4.6	(6.7)	(2.4)	(19.7)	(20.5)	(12.7)	(16.2)	(17.6)	(6.1)	(8.1)			
贸易余额 (美元/十亿)	18.5	35.9	31.6	47.3	49.8	30.9	45.4	54.5	49.6	60.0	60.6	3.1	34.1	59.49	46.6	43.0			
零售额 (同比%)	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7	11.9	10.7		10.2	10.0	10.1	10.6	10.5			
工业增加值 (同比%)	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2	7.9	6.8		5.6	5.9	6.1	6.8	6.0			
制造业 PMI (%)	50.4	50.8	51.0	51.7	51.1	51.1	50.8	50.3	50.1	49.8	49.9	50.1	50.1	50.2	50.2	50.0			
非制造业 PMI (%)	54.8	55.5	55.0	54.2	54.4	54.0	53.8	53.9	54.1	53.7	53.9	53.7	53.4	53.2	53.8	53.9			
固定资产投资 (累计同比%)	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9	15.8	15.7	13.9		13.5	12.0	11.4	11.4	11.2			
消费物价指数 (同比%)	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6	1.6	1.4	1.5	0.8	1.4	1.4	1.5	1.2	1.4	1.6			
生产者物价指数 (同比%)	(2.0)	(1.4)	(1.1)	(0.9)	(1.2)	(1.8)	(2.2)	(2.7)	(3.3)	(4.3)	(4.8)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.8)	(5.4)			
广义货币供应量 (同比%)	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3	12.2	10.8	12.5	11.6	10.1	10.8	11.8	13.3			
新增贷款 (人民币/十亿)	774.7	870.8	1080	385.2	702.5	857.2	548.3	852.7	697.3	1,470.0	1,020	1,180	707.9	900.8	1,280.6	1,480.0			
总社会融资 (人民币/十亿)	1,550	1,400	1,970	273.7	957.7	1,135.5	662.7	1,146.3	1,690	2,050	1,350	1,180	1,050	1,220	1,860.0	718.8			

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	17,511.34	0.19	15.25	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	42.61	0.26	348,818	0.25	0.00		
标准普尔 500 指数	2,096.92	0.26	18.55	ICE 布伦特原油期货合约	美元/桶	48.93	(0.20)	135,646	美国基准借贷利率	3.25 0.00		
纳斯达克综合指数	5,059.35	0.22	28.79	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.71	(3.28)	153,552	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	0.75 0.00		
MSCI 美国指数	2,008.24	0.28	19.22	澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	0.4130 3.58		
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债				
富时 100 指数	6,454.12	(1.47)	22.70	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,527.00	(1.52)	37,196	1.5640	(3.30)		
德国 DAX30 指数	10,751.48	(2.13)	16.94	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,554.00	(1.68)	25,438	2.1767	(2.10)		
法国 CAC 40 指数	4,909.37	(0.95)	21.77	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,037.00	(2.42)	18,324	美国 10 年期国债	0.3760 (0.80)		
西班牙 IBEX 35 指数	10,808.10	(0.65)	20.74	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,035.00	(2.52)	44,189	中国 10 年期国债	3.5500 7.00		
意大利 FTSE MIB 指数	23,135.27	(0.49)	N/A	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.05 0.00		
Stoxx 600 指数	383.76	(0.64)	22.32	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,121.50	0.79	127,533	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.2046 0.50		
MSCI 英国指数	1,907.56	(0.40)	23.37	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	14.99	(1.82)	10,243	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	0.3329 0.84		
MSCI 法国指数	139.8	0.30	22.92	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	996.00	0.20	9,579	隔夜上海同业拆借利率	1.7880 12.10		
MSCI 德国指数	143.28	(0.59)	17.32	农产品					1 月期上海同业拆借利率	2.7070 3.60		
MSCI 意大利指数	67.1	0.58	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	378.75	0.87	231,293	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.3871 (0.25)		
亚洲			外 汇					公司债券 (穆迪)				
日经 225 指数	20,222.63	(1.45)	21.13	小 麦 期 货 合 约	美元/蒲式耳	499.75	(2.34)	63,319	Aaa	3.99 (4.00)		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,380.19	0.44	18.93	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	10.72	0.37	50,650	Baa	5.13 (4.00)		
恒生指数	23,167.85	(3.43)	9.99	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	904.25	(1.34)	141,746	附注:			
恒生中国企业指数	10,642.24	(3.78)	7.76	1. 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日期)								
沪深 300 指数	3,886.14	(4.60)	17.27	2. 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								
上证综合指数	3,794.11	(4.32)	19.32									
深证综合指数	2,222.05	(3.82)	52.96									
MSCI 中国指数	64.06	(2.26)	9.94									
MSCI 香港指数	12,710.68	(2.34)	10.22									
MSCI 中国指数	1,018.75	0.42	17.14									

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	1.1055	1.5684	0.7355	124.22	0.9746	6.3956	7.7530	6.5790
周变化 (%)	(0.49)	0.27	(0.33)	0.07	0.11	(0.07)	0.04	(0.27)



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 2015 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