

全球外汇周报：全球政策差开始收窄了吗？

过去一周市场节奏明显加快，外汇与利率市场开始躁动起来。沉睡已久的波动性正在被唤醒。而背后的驱动即有中国原因也有市场对欧日等主要央行退出宽松政策预期的因素。周二媒体关于中国央行要求中间价报价行暂停使用逆周期因子的新闻一度导致人民币出现快速贬值，并带动亚洲货币对美元的回调，从而支持了美元的反弹。但是美元的反弹未能持久，周三一则关于中国正在考虑放缓甚至暂停美债购买计划的新闻引爆债券市场，美债收益率一度飙升而美元则出现回调。周四欧洲央行12月货币政策纪要中关于可能调整远期管理的措辞彻底引爆欧元，将美元指数逼回重要关口。

对于中国暂停逆周期因子这件事，市场充满了太多的误解。估计中国央行自己都没想到这个被媒体挖出来的传达竟然可以带动全球汇率市场波动。将这个举动解读为央行担心人民币升值可能是过度了。笔者还记得这个新闻出来的当晚远在印度尼西亚的一位学者还特地问我这个事件和2015年811汇改比哪个更严重。笔者感觉这个事件反映了两点，第一，中国对亚洲乃至世界的影响越来越大了。第二，市场对过去几个月亚洲货币快速升值也产生了不安。而就在逆周期因子这个新闻报出来之前，韩国央行和新加坡央行分别在外汇市场上买入美元，对本币进行了干预。从这个角度来看，也不能怪市场将中国央行对中间价的调整误解为对人民币的干预。简单归纳一下，过去一周主导美元走势大约有四个因素包括1) 亚洲央行干预减缓本币升值压力，2) 美日等利差扩大，3) 美国收益率曲线陡峭化以及4) 对欧洲央行和日本央行渐渐退出宽松政策的预期。其实这四个因素里前三个都是支持美元的，也一度成功推高美元。无奈第四个因素在日本央行和欧洲央行联合打击下威力太大，直接摧毁了美元多头。

日本央行周二公布的购债计划中缩减了10年期以上的购债规模。其中10年至25年区域内的债券购买规模减少100亿日元，而25年期以上的规模也同样减少100亿日元。这也再次引发了市场对日本央行“隐性缩减”的担忧。从去年开始，对于日本央行隐性缩减的声音就有所抬头，而日本央行在去年的购债计划中只购买了58万亿日元低于目标的80万亿日元。但是笔者认为现在就断言日本央行即将退出宽松政策可能为时过早。作为量化宽松的鼻祖，对待日本央行的量化宽松不应该以对美联储和欧洲央行的眼光来看待。日本央行的YCC主要是通过管理利率控制收益率曲线形状来刺激需求。这和欧洲央行和美联储管理量有显著区别的。日本央行是不可能同时控制价格又控制购债数量的。如果说美联储和欧洲央行减少购债规模是主动选择的话，那日本央行的缩减完全是被动的。未来还是要取决于通胀预期的走势。因此此次日元的暴涨是否可以持续笔者保持观望态度。另外，欧洲央行周四的货币政策纪要中关于可能提早改变远期管理的字句也导致欧洲大涨。

无论是日元的大涨还是欧元的大涨背后都是一个逻辑，就是市场对美日和美欧政策差收窄的预期。这个预期可能将成为影响今年市场的主线。但是这个预期背后最重要的变量就是通胀。笔者觉得市场可能低估美国的通胀，如果美欧通胀预期重新拉开的话，那或许美元又会重新走强。这个话题很大，笔者将来有空重新展开一下。但是昨天已经出现了积极的信息，全球最大的零售巨头沃尔玛宣布将提高美国地区每小时起薪，由原先10美元提高至11美元。特朗普税改未来带来的惊喜或许会更多。今晚的美国12月消费者物价指数将是市场关注的焦点。当然美国公司盈利报告也同样将成为市场的焦点。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2055	0.23%	0.6%
英镑/美元	1.355	-0.09%	0.6%
美元/日元	111.2	1.63%	1.3%
澳元/美元	0.7885	0.36%	1.2%
纽元/美元	0.7252	1.40%	2.5%
美元/加元	1.2526	-0.96%	0.3%
美元/瑞郎	0.9757	-0.16%	-0.3%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.4823	0.09%	0.4%
美元/离岸人民币	6.4813	-0.19%	0.3%
美元/港币	7.8235	-0.08%	-0.2%
美元/台币	29.548	-0.22%	0.7%
美元/新元	1.3277	-0.33%	0.1%
美元/马币	3.9690	0.66%	1.9%
美元/印尼卢比	13355	0.43%	1.6%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美国12月消费者物价指数
2. 美国公司盈利报告
3. 中国四季度GDP

作者：
谢栋铭

xied@ocbc.com

(65)6530-7256

李若凡

carierli@ocbcwh.com

余思毅

dicksnyu@ocbcwh.com

外汇市场：

本周回顾：

中国和欧洲央行成为了本周美元反弹的拦路虎，不过事实再次证明美元指数在 91.8 附近水平（形成双底部）找到强劲支撑。回归基本面，本周支持美元反弹的因素包括以下几个。首先，美国近期经济数据表现亮丽，反映该国经济前景依然乐观，这对美元带来一定支持。其次，特朗普相关的政治风险有所缓和。再者，政治不确定性限制欧元上升空间，变相减轻美元贬值压力。最后，全球风险情绪升温，加上日本央行意外减少超长期债券的购买，使美国 10 年期国债收益率上升至去年三月以来高位 2.55% 以上水平，并对美元带来一定支撑。展望未来，美元能否守住 91.8 水平还需取决于通胀数据的表现。沃尔玛上调最低时薪的例子告诉我们不该过度低估税改可能带来的通胀压力。不过，如同我们上周提及的观点，强美元时代已经终结。由于主要央行计划开始收紧货币政策，即时美债收益率上升也难维持美元多年以来享受的息差优势。具体而言，美联储已处于调整货币政策的中后阶段，而欧洲央行和日本央行则处于鸽派政策转向鹰派政策的交叉点，因此只要后者有轻微的风吹草动，市场对息差收窄的预期便会快速升温，并带动当地货币（欧元和日元）大幅反弹。这也是我们依然看好欧元长期走强的原因。不过，短期内德国组阁谈判和意大利大选引起的政治不确定性可能限制欧元涨幅，并使欧元兑美元在 1.2090 水平受阻。另外，鉴于日本央行行长一贯的鸽派言论以及日本疲软的通胀水平，该央行短期内转向的概率不大。但是该央行微调货币政策引发的日元反弹风险不容忽视。商品货币方面，本周表现可圈可点的当属加元。虽然油价屡创三年高位及加拿大加息预期高企一度支撑加元，但加元因为“加拿大预计特朗普将宣布退出 NAFTA”的消息而迅速转跌。下周三加拿大央行即使加息也可能对未来调整政策保持谨慎态度，因此加元短期上升空间或有限。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 美国 12 月非农就业人口增长远低于预期，而失业率则保持在 17 年来最低水平 4.1%。12 月平均时薪按年升幅稍微扩大至 2.5%。
- 据消息指“中国官员认为美国国债吸引力减弱”。这使 10 年期美债收益率短线抽升至 2.59%，同时美元大范围走弱。随后，该消息被辟谣，令美元收窄跌幅。
- 美国 12 月 PPI 按月转跌 0.1%，按年升幅由 3.1% 显著收窄至 2.6%。核心 PPI（不包括食品和能源）也按月减少 0.1%。这令市场担忧美国通胀持续低迷，因此 10 年期美债收益率回落至 2.55%。再加上周四欧洲央行公布鹰派会议纪要，使美元大幅回落。
- 本周重点关注美国 CPI，这或成为美元反弹的主要动能。下周重点关注议美联储官员讲话。

图 1: 美元指数-日线图: 近期美元走势呈现双底 (91.8) · 在短期内或出现技术性反弹 · 除非突破 92.7 的水平 · 否则或未能扭转下行趋势。



美元	美元再次表现顽强，在 91.8 左右水平铸造双底。尽管本周多名美联储官员均表露对加息的谨慎态度，但无阻碍市场保持对美联储年内加息三次的预期。经济数据造好为美联储逐渐加息提供依据。此外，欧元高位回落也减轻美元下行压力。虽然关于中国官员称美国国债吸引力减弱的传闻及欧洲央行鹰派会议纪要使美元急挫，但依然能够守住 91.8 水平。技术层面上看，美元指数若能突破 92.7 或有机会进一步反弹，因此我们将密切关注周五美国通胀数据。短期内特朗普即将公布美联储副主席人选，这也值得留意。
欧元	欧元在 1.2090 附近水平形成双顶。上周五公布的欧元区通胀增速放缓，打击市场对欧洲央行收紧政策的预期。另外，德国组阁谈判和意大利选举（3月4日）所引起的政治不确定性也对欧元带来下行压力。不过，周四欧洲央行公布鹰派会议纪要，使欧元收复失地。然而，政治不确定性仍可能阻碍欧元兑美元突破 1.2090。
英镑	随着美元大范围反弹，英镑有所回落。另外，英国首相第三次重组内阁，但高层官员并不配合，这令市场担忧英国内部政治不稳定或阻碍脱欧谈判的进程。其他方面，弱英镑带来的通胀压力消退意味着英国央行短期再度加息机会不大。因此英镑兑美元汇价料继续在区间内波动。
日元	朝韩谈判和乐融融，减轻市场对地缘政治风险的担忧，但却没有削弱日元的涨势。虽然 10 年期美债收益率上升至去年三月以来高位，但日元无视息差因素大幅反弹，主要是因为日本央行意外减少购买 10 年期以上国债，令市场担忧该央行或突然转变超宽松政策立场。不过，鉴于日本央行行长一贯的鸽派言论以及日本疲软的通胀水平，该央行短期内转向的概率不大。但是该央行微调货币政策引发的日元反弹风险不容忽视。
加元	加拿大亮丽就业数据把该国央行 1 月加息概率一度推升至 85% 以上水平，再加上供需再平衡的迹象支持油价不断刷新三年新高，继而带动加元走强。不过，周三关于加拿大预计特朗普将宣布退出 NAFTA 的报道使加元显著回落。1 月 17 日加拿大央行即使加息也可能对未来调整政策保持谨慎态度，而油价升幅也可能受制于页岩油增产和减产协议的提前结束，因此美元兑加元或在 1.2260-1.2700 区间内波动。
澳元	本周美元震盪走弱，因此澳元保持相对强势。不过，由于澳储行短期内加息概率小，澳美息差继续限制澳元涨幅。中短期内，澳元或继续因为制造业扩张（利好）和息差因素（利澹）而上下波动，并在 0.7650-0.7900 区间内震盪。
纽元	美债收益率上升，使纽元高位回落。由于双目标（通胀和就业）较大机会促使纽储行在中短期内保持宽松政策不变，息差因素或继续限制纽元涨势。另外，全球制造业扩张引发的原材料上升潮，对于乳制品出口国纽西兰而言利好作用较小。整体而言，近日升势过急的纽元或存在回调风险。
人民币	本周出现亚洲央行干预汇市避免汇价升势过急的迹象，这间接导致市场对中国央行举措作出巨大反应。实际上，去年四季度开始逆周期因子的作用逐渐减弱，这是逆周期因子淡出的主要原因。若美元意外走强推高人民币波动性，逆周期因子仍可能重出江湖。在中国当局着重防范金融风险和推进去杠杆的背景下，我们认为今年汇改退居其次的可能性较大。换言之，人民币主要还是跟随美元走势双向波动，人民币指数则可能保持在 94-96 区间内。我们认为将暂用逆周期因子解读为央行不希望人民币走强可能并不准确，周五的中间价也打破了中国收住 6.5 的传闻，如果美元继续走弱的话，美元/人民币将试探 6.45。
港元	本周港元拆息企稳于 0.9% 以上水平，这可能与希玛眼科 IPO 超额认购逾 1500 倍，并冻结资金有关。我们认为短期内农历新年效应将刺激港元拆息再度上升，因此美元兑港元应该能够顶得住息差压力，并在 7.83 水平遇到强劲阻力。

欧元:

- 欧元区 12 月经济信心指数创近 20 年新高 116，且 11 月失业率下降至 2009 年以来新低 8.7%。利好的经济数据带动欧元向好。
- 欧元区 12 月 CPI 同比增速放慢至 1.4%，且核心 CPI 同比增长持平于 0.9%，不及预期。不过，欧洲央行会议纪要指出该央行可能考虑在今年年初逐渐调整前瞻指引，这推高市场对欧洲央行退出 QE 的预期，并带动欧元大幅反弹。
- 德国总理默克尔进行组阁谈判，而意大利则即将迎来大选。这两个政治不确定因素或在短期内继续削弱欧元上升动能。
- 下周重点关注 CPI 终值及经常帐收支。

图 2: 欧元/美元-日线图: 欧元呈现双底走向, 近期再次挑战 1.2090 的阻力位。若未能成功突破, 可能出现短线回调。重要的支持位为 1.1880。

英镑

- 英国 11 月工业生产按年升幅收窄至 2.5%。11 月贸易逆差扩大至 122.3 亿英镑，不及预期。经济数据表现欠佳，加上弱英镑带来的通胀压力消退，意味着英国央行短期内加息的概率较小。
- 英国首相梅姨开启上任以来第三次内阁重组，但高层官员并不配合。英国政治不稳定性或阻碍脱欧谈判的进程，并为英镑增添波动性。
- 下周重点关注 12 月的 CPI 及 PPI 数据，且看通胀是否见顶。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑挑战近期主要的阻力位 1.3600，若未能成功突破，短线或出现回调。重要支持位为 1.3420/1.3220。


日元:

- 韩朝两国同意重启军方热线，会谈在融洽气氛中落幕，地缘风险降温，加上美债收益率走高，一度推低日元。
- 不过，日本央行宣布减少购买 10-25 年期及 25 年期的债券，分别减少 100 亿日元。减少买债带动日本国债收益率曲线轻微陡峭，并促使市场担忧日本央行政策突然转向，因此日元大幅反弹。
- 鉴于通胀仍未达标，且日本央行行长一贯维持谨慎鸽派立场，我们认为短期内日本央行将维持宽松政策不变。但是该央行微调货币政策引发的日元反弹风险不容忽视。整体而言，今年美元兑日元或在 107-116 区间内波动。
- 下周重点关注工业数据。

图 4: 美元/日元-日线图: 日元短线突破 111.20 的阻力位，并打破近期的下行轨道，日元或逐步挑战下一个阻力位 110.0 附近的水平。



加元:

- 12 月失业率下降至超过 40 年以来的新低 5.7%。数据造好增添加央行于 1 月会议加息的可能性（加息概率升至 76.3%）。加息预期支持加元造好。
- 油市方面，供需再平衡预期高涨带动油价持续刷新 3 年高位。这亦支持加元。
- 不过，关于“加拿大政府预计美国将宣布退出 NAFTA”的消息使加元显着回落。随后美国官员否认有关传闻，但无法扭转加元跌势。原定第 6 轮的谈判将在 1 月 23 日举行。
- 下周三加央行即使加息，也可能对未来调整政策保持谨慎态度，而油价升幅也可能受制于页岩油增产和减产协议的提前结束。短期内加元上升空间或有限。

图 5: 美元/加元-日线图: 加元近期表现强势，短线突破 1.2450 的阻力位。惟美元/加元出现技术超卖后，加元出现回调。短线支持位为 1.2700/1.2900。



澳元:

- 澳洲 11 月零售销售按月增长 1.2%，远超预期，创 2013 年 1 月以来最大的按月升幅。其中，家庭用品的销售大幅增长 4.5%。利好的数据带动澳元造好。
- 全球制造业 PMI 数据造好，意味着大宗商品需求将保持稳健，并为澳元提供支持。
- 不过，由于澳储行短期内加息概率偏低，息差因素或限制澳元涨幅。
- 下周重点关注 12 月失业率，若就业市场维持近期收紧的趋势，或推高澳储行加息预期，并支持澳元，反之则反。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元走向偏强，短线挑战 0.7900 的阻力位。而 0.7650 则是近期较强的支持位。



纽元

- 商品市场造好及美元走弱，助纽元一度升至 3 个月高。不过，随后美债收益率反弹，令纽元回吐部份升幅。
- 双指标（就业及通胀）或令纽西兰储备银行在中短期内保持宽松政策。因此，纽元料继续受息差因素的影响。
- 纽西兰 12 月 QV 房价按年增长 6.6%，增速较上月加快，这可能是因投资者为赶及在政府禁止海外买家购买特定房产的禁令生效前入市所致。
- 新政府的政策对经济前景造成的不确定依然值得关注。
- 另外，全球制造业扩张引发的原材料上升潮，对于乳制品出口国纽西兰而言利好作用较小。
- 下周重点关注 12 月制造业 PMI。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元走势凌厉，短线突破去年 9 月下旬的高位 0.7230。纽元出现技术超买，短期或回调。0.7040 为近期较强的支持位。



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	25574.73	1.10%	3.46%
标准普尔	2767.56	0.89%	3.51%
纳斯达克	7211.78	1.05%	4.47%
日经指数	23660.29	-0.23%	3.93%
富时100	7762.94	0.50%	0.98%
上证指数	3427.41	1.05%	3.64%
恒生指数	31241.13	1.38%	4.42%
台湾加权	10876.65	-0.03%	2.20%
海峡指数	3522.55	0.95%	3.52%
吉隆坡	1820.88	0.16%	1.34%
雅加达	6386.44	0.51%	0.48%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	1.71%	0.5	1
2年美债	1.98%	2	10
10年美债	2.54%	7	14
2年德债	-0.57%	3	6
10年德债	0.58%	14	15

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	63.63	3.6%	5.3%
布伦特	69.27	2.4%	3.6%
汽油	183.49	2.7%	2.0%
天然气	3.13	11.9%	6.0%
金属			
铜	7140.50	0.3%	-1.5%
铝	2165.25	-1.1%	-4.1%
贵金属			
黄金	1329.50	0.5%	1.5%
白银	17.12	-1.0%	-0.1%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.228	-4.4%	-2.7%
棉花	0.8373	7.3%	6.5%
糖	0.1418	-6.0%	-6.5%
可可	1,928	1.7%	1.9%
谷物			
小麦	4.3325	0.6%	1.5%
大豆	9.403	-2.2%	-1.2%
玉米	3.4875	-0.7%	-0.6%
亚洲商品			
棕榈油	2,509.0	-2.4%	2.7%
橡胶	204.7	0.9%	-0.3%

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。
