

全球外汇周报：
本周随笔：人民币要小心了，贸易冲突中的美元突击

随着特朗普总统3月8日正式宣布对钢铁和铝产品征收关税，美国贸易保护进一步升级。今天笔者只想讨论一下贸易冲突阴影下美元何去何从？笔者在上周曾讨论了双逆差下美元的走势，我们回顾历史可以发现，双逆差对美元的影响并不确定，最终还要取决于实际利率的走势。但是如果我们回顾历史上贸易冲突爆发后美元走势的话，结果却是惊人的一致，那就是贸易冲突往往以美元贬值而告终。这里笔者一直用贸易冲突，而避免贸易战这个词，因为如果回顾二战后的世界格局，贸易冲突不断，但是演变成全面贸易战争却很少。对于多数美国总统来说，贸易冲突只是手段和工具，最终都乐见美元贬值。

或许还有很多读者觉得特朗普是个奇葩。笔者和很多朋友交流下来，发现大家都忽略了一点就是特朗普并不是唯一。这几天网上关于李稻葵教授一篇中国经济学界必须要有自己的理论一文在学界引起了不小的讨论。笔者也看到了不同的意见，其他先不论，笔者对李教授关于美国建国二百年多年的时间，绝大部分时间是搞贸易保护的论述还是比较同意的。这里笔者先来考考读者，以下这句话出自谁口？“我对布什政府竟然驳回自己的海关在没有明显理由的情况下每年给日本3亿美元免费礼物的行为感到吃惊，而我们却什么都没有得到，让我强调下，是什么回报都没有。”以上这句话是不是很有特朗普的风格？但是读者如果觉得是特朗普说的，那就大错特错了。这句话出自1993年刚刚上任的美国总统克林顿之口，而当时由于美国对日本贸易逆差扩大不满，克林顿总统曾威胁对日本进口的小货车征收关税。

连在1990年代对自由贸易持开放态度的克林顿总统都有过类似的措辞，可见贸易保护在美国是很有市场的。而日元在克林顿继任后从1993年初的125到1994年大幅升值到100左右。让我们再来看看其他例子，市场最熟悉的贸易保护例子可能是2002年布什政府对进口钢铁征收关税的故事，从2002年3月开始征收关税到2003年12月取消关税，美元指数贬值接近30%。如果将时钟再往前调，回到1970年代初，时任美国总统尼克松以著名的“尼克松冲击”搅乱了当时的国际金融和经济秩序。当时尼克松冲击的组合拳中包括了征收10%的进口附加税。从1971年8月尼克松冲击宣布后两年时间美元指数下滑约25%。时任美国财政部官员的保罗沃克（后来担任美联储主席）曾回忆说美元的贬值缓解了保护主义。尼克松冲击虽然直接导致了布雷顿森林体系的倒塌，但是却是尼克松总统政治生涯上的一大成功。尼克松总统在1972年的美国总统大选中以压倒性优势获得连任。

温故知新，回顾完历史后，笔者认为特朗普的贸易保护并没有特别的意外。今年年初特朗普和财政部部长努钦的双簧还令人印象深刻，当时财长努钦在达沃斯上一句美元走弱对美国有利导致美元出现大跌，虽然后来特朗普救火表示市场误解努钦的讲话，但是市场似乎并不买账。虽然今年以来贸易冲突不断被媒体和市场重视，但是这场贸易冲突或许早在去年就已经开始了。人民币从去年初6.9升值至6.3，这背后或许也有贸易冲突的影子。笔者认为，在未来可能进一步恶化的贸易冲突中，中国应该坚守自己的底线，顶住升值压力或许是我们可以从过去几轮贸易冲突中日本身上学到的教训。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2301	-0.09%	2.6%
英镑/美元	1.3808	0.15%	2.5%
美元/日元	106.74	-0.97%	5.5%
澳元/美元	0.7803	0.81%	0.2%
纽元/美元	0.7274	0.87%	2.8%
美元/加元	1.2879	-0.06%	-2.5%
美元/瑞郎	0.9515	-1.58%	2.2%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.3379	0.12%	2.7%
美元/离岸人民币	6.338	-0.37%	2.6%
美元/港币	7.8389	-0.11%	-0.4%
美元/台币	29.294	-0.10%	1.5%
美元/新元	1.3185	-0.08%	0.8%
美元/马币	3.9120	-0.26%	3.4%
美元/印尼卢比	13796	-0.30%	-1.8%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 今晚美国非农数据
2. 中国两会
3. 欧洲央行德拉吉讲话

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：

美联储主席 Powell 讲话之后，美元显然暂时逃出了年初以来持续下滑的轨道。Powell 的言论叠加其他美联储鸽派成员转鹰的迹象，使市场修正对美联储加息次数的预测。相反，本周召开会议的欧洲央行、澳储行和加拿大央行一律释放偏鸽派讯号。另外，全球经济数据似乎并不乐观，包括日本工业生产回落且欧元区 PMI 下滑。相反，美国制造业 PMI 继续上扬。这意味着美元或能够在短期内保持政策差和经济差优势。不过，就算美元短期反弹，上升的空间似乎也十分有限，这当中少不了特朗普的“功劳”。特朗普的一番言论叠加“镇定剂”科恩的辞职激发市场对全球爆发贸易战的担忧，因此美国 10 年期国债收益率徘徊和美元指数各自徘徊在 2.85% 和 90 左右水平。纵观历史，每次美国引发贸易战，结果都是美元大幅走弱。再回顾特朗普和美国财长此前的弱美元言论，可见美国政府若希望收窄贸易逆差，或乐见美元走弱。因此，中长期而言，美元将难以摆脱重返下滑轨道的命运。而贸易战爆发推高避险情绪，则将支持日元走强。另外，贸易战似乎对欧元区影响甚微。上周末德国成功组阁，同时意大利大选中反欧盟五星运动党并没有夺得大多数席位，因此政治风险有所减退，从而带动欧元大幅反弹。展望未来，日本央行和欧洲央行退出 QE 或加息都将震撼市场，届时日元和欧元走强可能成为拖累美元中长期表现的主要原因之一。

当然，贸易战也有其两面性。一方面，如上文所指，美元指数或走弱。另一方面，美元可能对亚洲货币走强。除此之外，无论是美国税改还是更多主要央行加入收紧政策的行列，都可能促使热钱由新兴市场回流发展国家市场，从而对亚洲新兴市场货币带来下行压力。

本周重点关注货币：

欧元：

- 周日德国组阁成功。另外，意大利大选产生“悬浮议会”，执政党民主党败选，民粹主义党派五星运动党成为得票最高的政党，中右翼政党联盟则获得多数席位。尽管大选结果不算十分理想，但市场并没有作出太大反映，反而把焦点转移至本周欧洲央行会议上。
- 欧洲央行维持政策不变，并删除声明中“如果展望恶化，将增加购债规模或推迟 QE 期限”的措辞，但随后行长德拉吉表示“核心通胀受遏制，仍有必要采取大规模货币刺激措施。”由于德拉吉的言论不如市场预计般鹰派，甚至有偏鸽派的迹象。因此欧元先升后跌。
- 近期欧元区经济数据偏软。例如 2 月综合 PMI 则由 57.5 下跌至 57.1，再加上低迷通胀或令欧央行保持谨慎。但该央行或在年中前透露退出 QE 的计划。我们仍预期欧元中长期走强。

图 1: 欧元/美元-日线图: 欧元站稳 30 天移动平均线 (橙)。短期内，若欧元能够站稳在 1.2200 的支持位上，或能够再度上试 1.2500 的阻力位。



美元	本周美元围绕贸易战的相关新闻上下波动。特朗普经济顾问科恩的辞职，激发市场对特朗普政府推出更多贸易保护政策的担忧。不过，最终特朗普签署钢铝关税，并暂时豁免加拿大和墨西哥，同时给予其他国家谈判空间。由于特朗普态度不如预期般强劲，因此美元和 10 年期美债收益率携手反弹。短期而言，美联储的鹰派讯号，美国通胀上升，以及美国制造业 PMI 优于其他主要经济体，这几个因素可能帮助美元暂时逃脱年初以来持续下滑的轨道。但中长期而言，美元难免失去政治差和经济差优势。而希望通过缩小贸易赤字来弥补财政赤字的特朗普政府似乎也乐见美元走弱。
欧元	上周日德国成功组阁，同日意大利大选产生“悬浮议会”，执政党民主党败选，反欧盟五星运动党夺得最多票数，而中右翼政党联盟则获得多数席位。整体而言意大利大选结果不算十分理想，但市场似乎不以为然，把焦点迅速从政治风险转移到欧洲央行会议上。欧洲央行一如预期按兵不动，但在会议声明中删除了“必要时扩大买债规模”的措辞，但随后行长德拉吉表示“仍预计欧洲央行的关键利率将在 QE 结束后较长时间内保持不变”。由于欧洲央行的表态偏鸽，且近日欧元区 CPI 和 PMI 数据欠佳，欧元或短暂回落。但我们认为欧洲央行可能在年中前公布未来退出 QE 的计划，因此欧元中长期仍可能走强。
英镑	英国最新 PMI 数据造好，为英国央行官员释放鹰派讯号提供了依据，市场对该央行 5 月加息的预期高超过 70%。另外，市场传出英国可能接近与欧盟达成脱欧过渡期协议的消息。这两个因素对英镑带来一定支持。不过，比起欧元和日元，英镑表现相对疲弱。我们也认为脱欧风险不容小觑，而且 CPI 出现按月下滑的趋势，也可能减小英国央行加息的压力。因此，英镑上升空间料有限。
日元	从上周 Powell 的鹰派言论到这周的全球贸易风险，皆推高避险情绪，并为日元带来支撑。另一方面，上周五日本央行行长表示可能考虑 2019 财年退出政策，此番言论也支持日元走强。回顾近期经济数据，不难发现日本就业市场十分紧俏，而日本企业盈利状况也不断改善，这暗示工资通胀和物价通胀抬头都将是迟早发生的事。因此，我们始终认为不能过度低估日本央行转鹰的可能。今天关注日央行会议，
加元	由于加拿大出口当中钢铝占较大比重，加元明显受压。因此，加拿大央行按兵不动之余，还警示美国贸易政策风险。市场对该央行 4 月加息预期下滑至 31.2%。不过特朗普签署钢铝关税，暂时对加拿大和墨西哥豁免。因此，加元有所反弹。然而此前消息称，美国是否延长加墨豁免期将取决于 NAFTA 谈判情况。NAFTA 谈判或成为左右加元后市走向的关键。
澳元	澳洲储备银行一如预期按兵不动，关于通胀和加息的言论也如过去一样中性，因此市场保持对该央行最早于今年 12 月加息的预期。由于出口下滑，澳洲四季度 GDP 增速逊于预期，导致澳元走弱。而全球避险情绪升温也使澳元受压。另外，美国征收钢铁关税也可能影响铁矿石需求。澳元后市表现或欠佳。
纽元	季节性因素是乳制品价格上升，情况显然优于其他硬商品。由于纽西兰经济主要依赖软商品出口，美国的贸易政策对纽西兰经济影响或有限。不过，避险情绪上升可能利淡商品货币表现。纽储行年内加息概率低，也可能导致纽元受压于美纽息差。
人民币	中美贸易冲突和两会重叠，人民币表现却意外淡定。由于钢铝占中国出口的比重仅达 0.2%，征税对中国经济以至人民币的影响显然有限。两会暂时没有带来太多意外消息，因此人民币仅随大势对美元双向波动。短期内，我们将关注 3 月 19 日各大领导人选出炉，以及美国对中国进行的 301 调查，因为这反而可能对人民币造成的波动性。
港元	自从美元兑港元突破 7.83 的关键阻力位之后，市场打开了想像空间。随着市场对美联储 3 月加息的预期日益高涨，美元拆息急速上升。相反充裕流动性导致港元拆息大幅下滑，因此两者之差扩大至 2008 年以来最高水平，鼓励投资者加码套利交易。然而，我们认为单凭这个因素未必能够把港元推至 7.85。美联储三月会议过后，美元拆息或暂时企稳，相反港元贷存率高企、潜在大型 IPO，以及银行为资金外流风险作准备，皆可能限制港元拆息下行空间。另外，因主要央行暂未急于收水，海外及内地资金流入港股或有助减轻港元沽压。整体而言，我们认为在资金大幅流出香港之前，美元兑港元未必轻易触及 7.85。

美元:

- 特朗普引发全球贸易战风险。随后，特朗普签署钢铝关税，并暂时豁免加墨两国，及给予其他国家谈判空间。由于特朗普态度不及预期强硬，美债收益率和美元本周呈现先跌后升的走势。
- 美国 2 月 ADP 就业人数增长 23.5 万，远超预期，意味着周五公布的非农就业报告也可能造好。四季度单位劳动力成本按年增速上修至 2.5%。紧俏劳动力市场或带来工资通胀的预期正不断升温，并促使美联储一些鸽派委员包括 Bostic 和 Brainard 转鹰。因此，市场或继续修正对美联储今年加息的预期，助美元暂时摆脱年初持续下行的走势。
- 不过，我们对美元中长期走弱的预期不变。美国 1 月贸易逆差创 2008 年 10 月以来新高，对中国逆差创 2015 年 9 月以来新高。为了控制贸易逆差继续扩张，特朗普政府或乐见弱美元。此外，随着美元逐渐失去政策差和经济差优势，美元也可能对其它主要货币走弱。

图 2: 美元指数-日线图: 美元近期反复走高并突破下行通道。指标显示多方力量反复增强，意味着美元有机会进一步挑战 91 的阻力水平。



英镑:

- 英国 2 月服务业 PMI 由 1 月的 53 上升至四个月高位 54.5，这为释放鹰派讯号的英国央行官员提供依据。目前市场预期英国央行 5 月加息概率达 71.9%，英镑因此有所反弹。
- 另外，英国首相称“脱欧过渡期协议接近达成一致”，且爱尔兰财长称可能 3 月底前达成过渡期协议。这也为英镑带来支撑。
- 不过，在通胀环比回落的情况下，英央行是否有足够依据加息值得关注。未来英国和欧盟关于脱欧方案的分歧则可能增添英镑的波动性。3 月 22-23 日欧盟峰会料成为市场关注重点。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑反复下试 50 天（绿）移动平均线。指标显示空方力量扩大，英镑可能回落至 1.3620。



日元:

- 市场担忧全球爆发贸易战，避险情绪升温支持日元保持强势。上周日本央行行长黑田东彦表示“2019财年考虑退出策略”。此番言论使日元进一步上涨。
- 随后，黑田东彦尝试纠正市场对其上周言论的解读，指若通胀如期达标可能考虑在2019财年退出政策，而非立即退出。这使黑田东彦立场变得模糊。不过可以肯定的是本周日本央行将保持政策不变。该央行如何评论表现亮丽的日本经济数据（企业投资强劲令日本四季度GDP年化季率上修至1.6%）及偏强的日元反而值得关注。
- 展望未来，日本紧俏就业市场及不断改善的企业盈利情况将可能逐渐转化为工资和物价通胀，从而促使日央行转鹰。日元上涨风险依然不容小觑。

图 4: 美元/日元 - 日线图: 美元兑日元再度跌穿下行轨道，但随后重上 106.5 的支持位，指标显示市场对日元情绪好淡参半，日元或在目前水平徘徊。

加元:

- 加拿大 12 月 GDP 按月增速回落至 0.1%，主因是居民债务负担沉重导致支出增速放慢。此外，美国原油产量上升至数十年高位致油价下挫。疲软数据加上油价回落，令加元受压。
- 由于特朗普宣布对全球钢铁进口征收关税，而美国钢铁进口主要来自加拿大，因此加元进一步走弱。
- 本周加拿大央行按兵不动之余，也特别强调美国贸易政策风险，令市场对该央行 4 月加息概率的预期下滑至 38.5%。这叠加加拿大贸易前景的不确定性令美元兑加元一度上升至 1.30。
- 周四特朗普签署钢铝关税，并暂时对加拿大和墨西哥豁免。因此，加元有所反弹。但未来进口钢铝关税或被美方当作 NAFTA 谈判的筹码，令加墨两国处于劣势。因此，加元反弹空间料有限。

图 5: 美元/加元 - 日线图: 美元兑加元突破长期阻力位 1.2880，惟指标显示该货币对子仍未达到超买水平，美元兑加元或存在上试 1.3100 的风险。


澳元:

- 美国施加钢铁进口关税或打击铁矿石需求，且近期全球制造业 PMI 纷纷回落，避险情绪升温，导致商品货币澳元受压。
- 澳洲四季度经常帐赤字扩大至 140 亿澳元，净出口占 GDP 的比重跌至 -0.5%。出口下滑致澳洲四季度 GDP 按季增速放慢至 0.4%。经济数据疲软也利淡澳元。
- 本周澳储行一如预期保持政策不变。该行行长重申通胀可能在未来一段市场内保持低迷，主因是劳动力成本增速缓慢，且零售业竞争过大。目前，市场预期澳储行要等到 12 月才可能加息。
- 展望未来，由于美元对澳元存在政策差优势，且全球贸易战风险可能推高避险情绪，因此澳元或仍存在下跌的可能。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元在低位徘徊，尽管空方力量缩小，但如果澳元兑美元上升至 0.7825 或再次面临下行风险。



纽元:

- 纽西兰 2 月 ANZ 商品价格指数按月上升 2.8%，较上期的 0.7% 有所改善，主因是季节性因素推高奶制品价格。
- 周四公布的纽西兰四季度制造业活动按季增幅由上季的 0.5% 扩大至 2.8%。经济数据靓丽及贸易战担忧减轻支持纽元反弹。
- 未来潜在的贸易战风险仍可能再次推高避险情绪，并利淡商品货币纽元。不过，比起直接受美国钢铝关税影响的加元和澳元，纽元的表现或相对较好，主因是纽西兰经济主要依赖软商品出口。
- 中短期内，纽储行加息步伐可能落后于美联储，因此除了避险需求之外，息差因素也可能利淡纽元。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元在区间内震荡，并站稳在 50 天（绿）移动平均线。随着纽元收复 0.7200（近期较强支持位），该货币下行风险减轻。



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	24895.21	1.46%	0.71%
标准普尔	2738.97	1.77%	2.44%
纳斯达克	7427.95	2.34%	7.60%
日经指数	21469.20	1.36%	-5.69%
富时 100	7195.30	1.77%	-6.41%
上证指数	3307.17	1.62%	0.00%
恒生指数	30996.21	1.35%	3.60%
台湾加权	10864.82	1.56%	2.09%
海峡指数	3485.86	0.19%	2.44%
吉隆坡	1842.21	-0.75%	2.53%
雅加达	6419.62	-2.47%	1.01%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	2.06%	3.2	36
2年美债	2.27%	2	38
10年美债	2.88%	1	47
2年德债	-0.56%	-1	7
10年德债	0.64%	-1	22

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	60.28	-1.6%	-0.2%
布伦特	63.86	-6.3%	-4.5%
汽油	187.50	4.0%	4.2%
天然气	2.73	-3.8%	-7.5%
金属			
铜	6833.00	-0.9%	-5.7%
铝	2090.75	-2.5%	-7.4%
贵金属			
黄金	1319.20	-0.3%	0.8%
白银	16.33	-4.8%	-4.8%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.190	-4.9%	-5.7%
棉花	0.8485	2.6%	7.9%
糖	0.1295	-3.5%	-14.6%
可可	2,506	30.9%	32.5%
谷物			
小麦	4.9500	0.6%	15.9%
大豆	10.498	-1.0%	10.3%
玉米	3.8500	2.1%	9.8%
亚洲商品			
棕榈油	2,393.0	-4.1%	-2.1%
橡胶	184.2	0.1%	-10.3%

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。
