

全球外汇周报：

本周随笔：美元荒的担忧卷土重来

自 10 月初以来，美股不断下挫，其中道指较 10 月 3 日高位累跌 5.4%，美国财长称“股市调整并不令人非常惊讶。”相反，美国总统则显得坐立不安。在美联储 9 月加息之后，特朗普五度表达对加息感到不满，更表示其面临的最大威胁是美联储。然而，无论是美联储前主席耶伦还是当前的美联储委员，皆认为应该继续加息。9 月美联储会议纪要更释放出鹰派讯号，包括“全体委员认为适合继续渐进加息”，以及“多数委员支持利率暂时超过预计的长期中性水平”。这呼应了美联储主席鲍威尔早前关于“我们距离中性利率还很远”的言论。

除此之外，还别忘了美联储正在逐步收缩资产负债表。自去年 10 月以来，美联储每三个月加大一次缩减规模。直至今年 10 月，缩减规模由起初每月 100 亿美元扩大至每月 500 亿美元，累计缩减规模则达到 3500 亿美元。这加上美国减税及美国财政部增发美债引发的资金回流，使得离岸美元流动性逐渐减少，并加剧了市场对美元利率持续上升以及离岸美元荒的担忧。因此，除了 10 年期美债收益率上升至 2011 年以来高位 3.23% 之外，三个月美元拆息（2.469%）亦不断刷新 2008 年底以来高位。

如果美元荒的情况恶化，可能带来两个方面的主要影响。第一，美元流动性收缩将带动美元上涨，从而增添美债偿还压力。实际上，美元指数已经从 2 月份的低位累计上涨了 8.28%。这对于背负沉重美元债务的新兴市场而言，十分头疼，因为无论是企业还是国家加速偿还美债，结果都将是资本外流，以及本币贬值。对于已经一片哀号的新兴市场而言（特别是存在经常帐赤字的国家），美元进一步上升将雪上加霜。第二，美元荒将使美元利率高企，从而加大“借新还旧”的难度。这可能使经营状况欠佳的企业面临违约风险。

就此而言，目前美元利率的上升确实让人感到担忧。不过，最终情况有多糟糕，很大程度上还将取决于利率上升的速度及全球的经济情况。首先，全球经济增速虽有所下滑，但尚属稳健。大部分国家经常帐盈余规模及外汇储备规模可观，将有助抵御资本外流风险。其次，虽说美国劳动力市场十分紧俏，但多位美联储官员包括主席鲍威尔皆尝试淡化劳动力市场数据的重要性，且表示通胀暂时没有加速上升的风险。此外，近期全球通胀压力主要源自能源价格的上涨。由于油价未能持续向上，通胀或难以快速攀升。。整体而言，即使美联储离中性利率还很远，该央行也可能仅以渐进的步伐迈向中性利率。换言之，美元利率即使上升，也应该不会是急速的，因此美元的上升空间也可能是有限的。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1457	-0.85%	-4.4%
英镑/美元	1.302	-0.94%	-3.4%
美元/日元	112.33	-0.15%	0.2%
澳元/美元	0.7099	-0.07%	-8.9%
纽元/美元	0.6547	0.88%	-7.5%
美元/加元	1.3068	-0.38%	-3.9%
美元/瑞郎	0.997	-0.62%	-2.5%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.9380	-0.23%	-6.2%
美元/离岸人民币	6.9407	-0.45%	-6.3%
美元/港币	7.8397	-0.07%	-0.4%
美元/台币	30.996	-0.45%	-4.0%
美元/新元	1.3804	-0.27%	-3.8%
美元/马币	4.1610	-0.18%	-2.8%
美元/印尼卢比	15200	0.00%	-10.8%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 欧洲央行及加拿大央行货币政策会议
2. 意大利预算案
3. 美国及欧元区 PMI

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：

美元经过一番挣扎之后再次反弹至 96 附近，主要还是受惠于以下两大因素。第一，经济分歧。尽管在飓风的影响下，部分美国经济数据如零售销售表现欠佳，但相信这样的趋势并不会延续。8 月 JOLTS 职位空缺连续第二个月创历史新高，且连续第五个月出现空缺职位超过失业人数的情况。而上周首次申领失业救济金人数亦进一步减少。这意味着紧俏的劳动力市场及稳健的经济增长，将继续为美元带来支撑。第二，货币政策分歧。虽然美国总统特朗普自上周以来屡次抨击美联储，但美联储会议纪要依然传达出鹰派讯号。纪要指出全体委员认为适合继续渐进加息，多数官员支持利率暂时超过预计的长期中性水平。这带动 10 年期美债收益率重返 3.2% 及三个月美元拆息创 10 年新高，并利好美元。

其他方面，英镑和欧元回吐涨幅，亦利好美元。脱欧谈判方面，由于英欧双方在北爱尔兰边界问题上一直谈不拢，双方能否在 11 月期限之前顺利达成脱欧协议，仍属未知。即使英国和欧盟顺利达成脱欧协议，回到英国议会也将困难重重。意大利预算案方面，欧盟委员会指责意大利预算“前所未有”地偏离了欧盟规则。短期内，这些不确定性的存在料继续削弱英镑和欧元的上升空间。因此，美元指数料继续在 94-96 区间内波动。不过，长期而言，美元指数转弱的概率较大。本周公布的纽西兰三季度 CPI 增速显著上升，而 6-8 月英国平均周薪按年增速达到 9 年来最高水平 3.1%。这反映主要经济体通胀压力逐渐抬头。在此情况下，除了美联储之外的主要央行或陆续收紧政策，从而收窄与美联储之间的货币政策分歧。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 美元指数收复上周跌幅，主要受到内外因素的支持。
- 内部因素方面，8 月 JOLTS 职位空缺连续两个月创历史新高，且上周首次申领失业救济金人数进一步下降，反映劳动力市场十分紧俏，并将支持美联储渐进加息。
- 而美联储亦不顾特朗普三番五次的抨击，公布鹰派的会议纪要。纪要指全体官员认为适合继续渐进加息，多数官员支持利率暂时超过预计的长期中性水平。这带动 10 年期美债收益率重返 3.2% 及三个月美元拆息创 10 年新高，并利好美元。
- 外部因素方面，英国和欧盟的脱欧谈判进展不如预期。另外，欧盟委员会指责意大利预算“前所未有”地偏离了欧盟规则。因此，英镑和欧元回吐涨幅，变相利好美元。
- 短期内，美元指数料继续在 94-96 区间内波动。

图 1：美元指数 - 日线图：美元指数在移动平均线找到支持并出现反弹。短期内，美元指数或有力突破 96 的阻力位，并反覆上行。



美元	美元指数收复上周跌幅，主要受到内外部因素的支持。内部因素方面，8 月 JOLTS 职位空缺连续两个月创历史新高，且上周首次申领失业救济金人数进一步下降，反映劳动力市场十分紧俏，并将支持美联储渐进加息。而美联储亦不顾特朗普三番五次的抨击，公布鹰派的会议纪要。纪要指全体官员认为适合继续渐进加息，多数官员支持利率暂时超过预计的长期中性水平。这带动 10 年期美债收益率重返 3.2% 及三个月美元拆息创 10 年新高，并利好美元。外部因素方面，英国和欧盟的脱欧谈判进展不如预期。另外，欧盟委员会指责意大利预算“前所未有”地偏离了欧盟规则。因此，英镑和欧元回吐涨幅，变相利好美元。短期内，美元指数料继续在 94-96 区间内波动。
欧元	欧元受压，主因是强美元、英国脱欧谈判不顺利及意大利政治风险。一方面，由于英国和欧盟周末的谈判进展不如预期，欧元回吐脱欧好消息带来的涨幅。另一方面，欧盟委员会指责意大利预算“前所未有”地偏离了欧盟规则，致意大利国债和欧元携手下挫。此外，欧央行官员 Rehn 指核心通胀依然令人失望。这加上近期欧元区经济数据未有明显改善，意味着欧央行明年夏天前加息机会较低。短期内，围绕脱欧谈判和意大利预算案的不确定性，叠加欧美货币政策分歧，料继续利淡欧元。
英镑	英镑由升转跌。英国 6-8 月失业率维持在 43 年低位，且平均周薪创 2009 年 1 月以来最大同比增速。这一度为英镑带来支撑。然而，英国 9 月 CPI 及核心 CPI 按年增速分别下滑至 2.4% 及 1.9%，皆逊于预期。这暗示通胀压力有限。因此，英国央行料难以进一步加息。此外，英国和欧盟在北爱尔兰边界问题及脱欧谈判期限上存在分歧，意味着脱欧谈判依然存在不确定性。整体而言，英镑短期上升空间料有限。
日元	日元由 9 月以来高位反复回落，主要是因为避险情绪减弱，以及美债收益率反弹。由于日央行行长重申维持宽松立场不变，短期内美日货币政策分歧或持续打压日元。而避险需求可能只为日元提供短暂支持。
加元	加元先升后跌，主要是因为美元反弹，以及油价回落。尽管沙特地缘政治风险升温，令市场担忧原油供应紧张，但 EIA 报告指美国原油库存增幅远超预期，拖累油价下跌，从而利淡加元。展望未来，油市走势料继续影响加元表现。不过，由于加拿大经济基本面维持稳健，市场预期加央行 10 月加息概率高达 100%。加息预期高企或为加元提供支持。
澳元	受惠于靓丽的劳动力市场数据，澳元有所反弹。不过，美澳息差因素限制澳元的上行动力。此外，中美贸易战的风险也将增添澳元的波动性。
纽元	纽元继续走强，且跑赢其他 G10 货币。由于纽西兰第三季通胀表现优于预期，市场开始期待 11 月初纽联储可能稍微调整鸽派的政策立场。这带动纽元显著上扬。不过，目前通胀（按年增长 1.9%）只达纽联储 1%-3% 通胀目标的中间值。在此情况下，即使纽联储排除减息的可能，也不意味着该央行将在短期内加息。换言之，美纽货币政策分歧仍将逐步扩大，从而削弱纽元的上升动能。
人民币	虽然美国宣布中国不是汇率操纵国，但本周人民币对美元和一篮子货币依然进一步下挫。除了强美元之外，中国经济下行风险及货币宽松预期亦利淡人民币。撇除地方政府专项债，9 月金融数据反映信贷增速并没有因为央行释放流动性而显著上升。这加上逊于预期的三季度 GDP 增速及疲软的 9 月经济数据，加剧了市场对中国经济下行的担忧，并推升了宽松货币的预期。短期内，中美息差收窄的担忧料使人民币继续承压。不过，周五央行设定的中间价稍强于预期，助人民币指数保住了 92 的水平。短期内，我们还是认为央行暂时不会放弃 7，毕竟过去两个月刚刚推出逆周期因素，如果人民币短期内破 7，可能会影响市场对政策的信心。
港元	随着美元走强，以及港美息差扩大，港元走弱。受美联储鹰派会议纪要的影响，三个月美元拆息刷新 2008 年以来高位。相反，一个月港元拆息由 9 月底的 2.27% 回落至 1.54%。因此，港美息差扩大，为港元带来下行压力。不过，继香港银行业 9 月上调存贷款利率后，港元拆息水平难以回到 9 月之前水平。此外，月结效应也将为港元拆息带来一些支撑。整体而言，一个月和三个月港元拆息料分别在 1.5% 和 2% 水平找到支持。而港元也可能暂时不触碰弱方兑换保证水平。

欧元:

- 欧元受压，主因是强美元、英国脱欧谈判不顺利及意大利政治风险。
- 一方面，由于英国和欧盟周末的谈判进展不如预期，欧元回吐脱欧好消息带来的涨幅。
- 另一方面，欧盟委员会指责意大利预算“前所未有”地偏离了欧盟规则，致意大利国债和欧元携手下挫。意德 10 年期国债息差扩大至 2013 年以来最高。
- 此外，欧央行官员 Rehn 指核心通胀（欧元区 9 月核心 CPI 终值按年增长 0.9%）依然令人失望。这加上近期欧元区经济数据未有明显改善，意味着欧央行明年夏天前加息机会较低。
- 短期内，围绕脱欧谈判和意大利预算案的不确定性，叠加欧美货币政策分歧，料继续利淡欧元。

图 2：欧元/美元 - 日线图：欧元未能突破移动平均线的阻力后回落。空方力量较强，欧元料持续受压。1.1430 为近期重要的支持位。



英镑:

- 英镑由升转跌。
- 英国 6-8 月失业率维持在 43 年低位 4%，且平均周薪创 2009 年 1 月以来最强同比增速 3.1%。这一度为英镑带来支撑。然而，英国 9 月 CPI 按年增速下滑至 2.4%，逊于预期。这暗示通胀压力有限。另外，9 月零售销售亦不如预期。因此英国央行料难以进一步加息。
- 此外，英国和欧盟在北爱尔兰边界问题、“保证”条款，以及脱欧谈判期限上存在分歧。而英国首相延长脱欧过渡期的计划则遭国内脱欧派人士抨击。这意味着脱欧谈判依然存在不确定性。
- 短期内，密切关注英欧双方能否在 11 月期限之前顺利达成脱欧协议。即使英国和欧盟顺利达成脱欧协议，回到英国议会也将困难重重。
- 整体而言，英镑短期上升空间料有限。

图 3：英镑/美元-日线图：英镑回落至 1.31 以下的水平，并失守移动平均线的支持。能量柱维持在中性水平，英镑料不会跌穿 1.3 的水平。



日元:

- 日元由 9 月以来高位反复回落，主因是避险情绪减弱，及美债收益率反弹。
- 尽管周四贸易战、美股下挫及意大利预算不确定性等稍微推高避险情绪，但仍未能为日元带来强劲支撑。
- 日本央行行长黑田东彦在 IMF 年会上指出“通胀未达 2% 目标，将维持宽松立场不变。未来将利用利率调整来释放退出宽松政策的讯号。”
- 周五公布的日本 9 月 CPI 同比增速由 1.3% 下滑至 1.2%，不及预期。由于通胀压力不足，中短期内美日货币政策分歧料逐渐扩大，从而继续利淡日元。而避险需求或只能为日元提供短线支持。
- 其他方面，日本 9 月录得 1396 亿日元的贸易顺差，不过出口按年转跌 1.2%，逊于预期。这背后原因是中美贸易战，抑或是日本天灾令出口受阻，值得继续关注。

图 4：美元/日元 - 4 小时图：转换线（黑）由下往上突破基准线（蓝），美元兑日元逆转下行走势。短期内，云层的底部为较强的阻力。



加元:

- 加元先升后跌，主要是因为美元反弹，以及油价回落。
- 尽管沙特地缘政治风险升温，令市场担忧原油供应紧张，但 EIA 报告指美国原油库存大增约 650 万桶，超乎预期，这拖累美油跌穿 70 美元/桶的水平，从而利淡加元。展望未来，油市走势料继续影响加元表现。
- 不过，加拿大 9 月 ADP 私人部门就业人数增长 28800 人，优于前值。由于加拿大经济基本面维持稳健，市场预期加央行 10 月加息概率高达 100%。加息预期高企或为加元提供支持。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元/加元突破两条移动平均线的阻力。多方力量较强，美元/加元料反覆向上。整体而言，该货币对子料维持区间波动。



澳元:

- 受惠于靓丽的劳动力市场数据，澳元有所反弹。
- 具体而言，澳洲 9 月失业率下跌至 5%，远低于预期的 5.3%。不过，就业人数净增加 5600 人，较预期低。因此，这或无法扭转澳储行的中性立场。
- 澳储行货币政策会议纪要指弱澳元有助支持澳洲经济，并重申短期内调整货币政策的必要性不大，下次调整利率较有可能是往上。市场亦预期澳储行在 2019 年 10 月后才有较高机会加息。短期内，美澳息差因素限制澳元的上行动力。
- 此外，中美贸易战的风险也将增添澳元的波动性。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元维持反覆下行的走势。短期内，澳元或难以完全扭转弱势。澳元的反弹能否突破 30 天(橙)移动平均线的阻力值得留意。



纽元:

- 纽元兑美元继续走强至 0.65 上方，且跑赢其他 G10 货币。
- 纽西兰第三季 CPI 按年及按季分别增长 1.9%及 0.9%，皆优于预期。通胀升温主要是因为能源价格上涨，及纽元转弱下进口物价上升。由于纽西兰通胀表现优于预期，市场开始期待 11 月初纽储行可能稍微调整鸽派的政策立场。这带动纽元显著上扬。
- 不过，目前通胀只达纽储行 1%-3%通胀目标的中间值。在此情况下，即使纽储行排除减息的可能，也不意味着该央行将在短期内加息。换言之，美纽货币政策分歧仍将逐步扩大，从而削弱纽元的上升动能。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元触及下行通道的顶部后回落。尽管能量柱由负转正，但纽元或未能逆转下行的走势。下行通道的顶部为较强的阻力。



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	25379.45	0.16%	2.67%
标准普尔	2768.78	0.06%	3.56%
纳斯达克	7485.14	-0.16%	8.43%
日经指数	22435.14	-1.14%	-1.45%
富时 100	7026.99	0.44%	-8.60%
上证指数	2475.27	-5.05%	-25.15%
恒生指数	25217.87	-2.26%	-15.71%
台湾加权	9843.33	-2.02%	-7.51%
海峡指数	3056.72	-0.41%	-10.17%
吉隆坡	1729.22	-0.09%	-3.76%
雅加达	5818.44	1.08%	-8.45%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化
		bps	bps
3 月 Libor	2.45%	1.3	76
2 年美债	2.87%	2	99
10 年美债	3.17%	1	77
2 年德债	-0.62%	-6	1
10 年德债	0.42%	-8	-1

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	68.89	-3.4%	14.0%
布伦特	79.60	16.7%	19.0%
汽油	189.78	5.3%	5.5%
天然气	3.24	14.0%	9.7%
金属			
铜	6157.00	-2.3%	-15.0%
铝	2023.25	-0.6%	-10.4%
贵金属			
黄金	1226.50	0.7%	-6.3%
白银	14.62	-14.7%	-14.7%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.221	-2.5%	-3.3%
棉花	0.7778	-0.8%	-1.1%
糖	0.1387	6.1%	-8.5%
可可	2,145	12.1%	13.4%
谷物			
小麦	5.1225	-1.0%	20.0%
大豆	8.613	-0.7%	-9.5%
玉米	3.6975	-1.1%	5.4%
亚洲商品			
棕榈油	2,135.0	1.0%	-12.6%
橡胶	147.0	-4.4%	-28.4%

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。
