

全球外汇周报：

本周随笔：供应量上升或加剧美债跌势

本周美国财政部发行 2580 亿美元的国债，规模达到历史新高。发行之时，市场已经开始作出反应，其中两年期美债收益率上升至 2008 年以来最高水平 2.255%，而十年期收益率也上涨至 2014 年以来新高 2.94%。细看拍卖的情况，其中三个月和六个月债券拍卖的中标利率分别达到 1.63% 和 1.82%，虽低于招标利率 1.64% 和 1.84%，但也已经达到 2008 年以来新高，而美国五年期国债收益中标利率 2.658% 也属 2009 年 12 月以来最高水平。7 年期美债的销情最为糟糕，认购倍数创约三个月新低，中标利率逾则创 6 年新高。由于此前特朗普签署了为期两年金额约为 3000 亿美元的预算协议，国债增发料接踵而至，并进一步推高美债收益率。

另外，美联储缩表的行为也变相增加美债供应量。自去年 10 月逐季扩大缩表规模以来，美联储今年 10 月开始减少国债再投资的规模将达到最高水平 300 亿美元。换言之，每年国债供应量将增加 3600 亿美元。此外，日本连续五个月减持美债至逾 4 年新低。有鉴于此，10 年期美债收益率突破 3% 指日可待。

相比之前美债收益率上涨促使股市大跌的情况，近期市场表现得似乎比较淡定，反而美元找回与美债收益率的正相关性。随着 10 年期美债收益率上涨至 2.95%，美元指数也反弹至 90 以上水平。美联储鹰派会议纪要使市场担忧该央行加快加息步伐，避险情绪应声上涨，美债收益率和美元携手从高位回落。然而，两者相关性能否保持仍不得而知。目前，我们依然认为今年美债收益率上升属大概率事件，但未必能够扭转美元中长期颓势。

近日欧元的回落并不完全是源于美债收益率上升。德国组阁投票及 3 月 4 日意大利大选引起市场对欧元区政治不确定性的担忧，这促使市场减少欧元多仓。此外，美债收益率的上升促使日元反弹。在美联储公布鹰派会议纪要后，市场对该央行加快加息步伐的忧虑升温，避险情绪为日元带来支撑。一旦美债收益率上升速度超乎预料，市场动荡将支持日元上涨。而短期内欧元区政治风险减退的可能性较大，这也将提振市场对欧元中长期内走强的信心。在此情况下，美债收益率和美元或难保持相关性。此外，美国财政和贸易双赤字恶化的预期也将利淡美元。

人民币方面，近期中国市场放长假，离岸人民币随着大势对美元走弱，并没有出现贬值超调的现象。可见，自央行明确表示加大市场对人民币汇价的决定作用以来，人民币对美元双向波动的预期进一步稳固。2017 年中国贸易顺差保持在历史高水平 4225.4 亿美元。全球需求强劲的情况下出口料继续稳定增长，从而支持贸易收支维持顺差，这可能对人民币带来支撑。另外，根据央行过去的举措预测，3 月美联储加息后中国很可能跟加货币市场基准利率，以保持中美息差，减轻资金外流风险。在此情况下，随着中国进一步对外开放市场，中国境内债市可能继续吸引外资（1 月份外资净流入规模创历史新高）。整体而言，只要人民币指数保持相对稳定，不至于拖累中国出口表现，那么一旦美元转弱，人民币仍有上升空间。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2321	-0.58%	2.8%
英镑/美元	1.3952	-0.31%	3.5%
美元/日元	106.82	-0.68%	5.4%
澳元/美元	0.7834	-0.72%	0.6%
纽元/美元	0.7313	-0.83%	3.4%
美元/加元	1.2711	-1.31%	-1.2%
美元/瑞郎	0.9332	-1.00%	4.2%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.3393	0.03%	2.6%
美元/离岸人民币	6.3308	-0.63%	2.7%
美元/港币	7.8229	-0.07%	-0.2%
美元/台币	29.24	0.31%	1.7%
美元/新元	1.3189	-0.76%	0.7%
美元/马币	3.8965	-0.12%	3.8%
美元/印尼卢比	13665	-0.79%	-0.7%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美国核心 PCE 及欧元区 CPI
2. 美联储主席 Powell 讲话
3. 中国 PMI 数据

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：

亚洲市场纷纷休息欢庆春节，汇市交投减少推高波动性。美国 CPI，PPI 和工资增速数据造好，加强了市场对通胀抬头的预期，并推高 10 年期国债收益率，而本周美国财政部发行历史最大规模的中短期国债，则使美国国债收益率曲线整体上移，继而为美元带来反弹动能。除此之外，日元和欧元回落也为美元带来回升空间。日元大幅上涨了一波之后似乎后劲不足，主要是因为黑田东彦被提名续任的消息强化了市场对日本央行在加息方面长时间落后于美联储的预期，因此日元倍受美日息差压力的影响。反观欧元的回落，则是源于投资者对欧元区政治不确定性（3 月 4 日意大利将进行大选）的担忧，CFTC 数据亦显示杠杆基金净买入欧元的合约数从高位连降两周，桥水更大举做空欧洲。不过，回顾过去几个欧元区的重大政治事件，包括法国大选、加泰独立公投，以及德国组阁谈判，暂时都没有为欧元区带来可持续的影响。因此，我们相信意大利大选也将有惊无险，这意味着这段时间内欧元的回落应该是短暂性的。日元方面，如果全球央行（包括美联储）加快收紧流动性的步伐，避险情绪将为日元带来支持，FOMC 会议纪要公布后日元大幅反弹正属于类似的情况。此外，消息指去年 12 月日本持有的美国国债规模按月减少约 2% 至 1.06 万亿美元，连续第五个月下挫并达到逾四年最低水平。鉴于美元兑日元和欧元的对冲成本持续走高，美元资产吸引力相对减小，这也暗示欧元和日元下行压力有限。再者，在就业市场日趋紧俏的情况下，美国实行财政刺激，可能使财政和贸易双赤字恶化，继而利淡美元。最后，全球同步复苏的背景下，美元将逐渐失去经济差和政策差优势。因此，中长期内美元料依然走弱。

本周重点关注货币：

欧元：

- 随着美元大范围反弹，且欧元区政治风险上升，投资者对买多欧元开始犹豫。CFTC 数据显示杠杆基金净买入欧元的合约数在达到 2014 年以来新高 62212 份后，连续减少两周至 39000 份。
- 德国组阁投票，以及 3 月 4 日举行的意大利大选，增添了市场对欧元区政治不确定性的担忧。因此欧元明显转弱。
- 欧元区 2 月制造业 PMI 创四个月新低 58.5，不及预期，综合 PMI 也创三个月低位，数据暗示该区域一季度 GDP 增速或有所放缓，并打压欧元。
- 尽管近期欧元表现偏弱，但我们对该货币中长期内走强的预期不变，主要是因为政治风险料逐渐减退。此外，尽管欧洲央行 1 月会议纪要释放鸽派讯号，但欧洲整体基本面强劲的情况并未转变，意味着年内退出 QE 的可能性仍高企，这将促使资金回流欧元区。
- 下周重点关注 CPI 及失业率。通胀的表现将指引欧央行未来收紧政策的步伐。

图 1: 欧元/美元-日线图: 欧元在 1.2500 附近形成短期双顶后回落。若欧元失守 30 天移动均线（橙）则可能回落至 1.2230/1.1945。



美元	趁大部分亚洲市场休息，美元终于迎来反弹的走势，这除了要感谢亮丽的美国通胀数据之外，还应归功于美国财政部。首先，美国工资增速、CPI 和 PPI 通通优于预期，提振美联储对通胀达标的信心。通胀预期改善促使美债收益率上涨。其次，由于本周美国财政部发行的中短期国债规模达到历史新高，因此市场开始消化国债供应上升的预期。这解释了美国 10 年期国债收益率攀升至 2014 年以来高位 2.95% 的现象。美债收益率曲线上移为美元带来支撑。然而，美元中长期内走弱的预期不变，主因是美国双赤字或恶化、全球同步复苏或削弱美元政策差和经济差优势，以及美元对冲成本上升将削弱美元资产吸引力。
欧元	市场在大幅做多欧元后开始出现迟疑。杠杆基金净买入欧元的合约数在达到 2014 年以来新高后连跌两周。欧元兑美元于上周五一度触碰 2014 年以来高位 1.2550 后逐步回落。这背后原因可能包括欠佳的 PMI 数据、升温的政治风险，以及偏鸽派的欧洲央行会议纪要。临近 3 月 4 日意大利大选，政治风险仍可能打击欧元。惟我们认为此轮大选终将有惊无险，从而证实近期欧元的回落只是短暂性的。
英镑	英国零售销售数据不及预期，去年四季度就业报告欠佳，而四季度 GDP 增速也被下修。多项数据不如理想暗示英国央行未必有足够依据在短期内再次加息。然而，在英国央行行长重申更早更大幅度加息后，市场预计英国央行 5 月加息概率超过 60%。对于已反映大部分加息预期的英镑直言，任何坏消息都可能对其带来较大冲击，这包括脱欧谈判不顺利的消息。最近英国和欧盟似乎又开始闹矛盾，暗示 3 月欧盟峰会上取得进展（包括达成过渡期协议）的可能性较小。英镑回落风险依然存在。
日元	上周日本财长称日元的升值无须干预，这增添了日元多头的信心，从而带动美元兑日元一度下试逾一年低位 105.55 水平。然而随着全球风险情绪升温，同时市场对通胀抬头的接受程度上升，日元的避险性质有所失色。市场转为聚焦日美息差。日本政府提名黑田东彦续任央行行长，并提名另一位宽松政策支持者当任副行长，这暗示该国央行在加息方面将长时间落后于美联储。因此，息差压力难免拖累日元表现。惟美联储加快加息步伐或全球快速收紧政策可能再度激发日元避险性质，减轻日元沽压。
加元	OPEC 承诺继续收紧市场，OPEC 与非 OPEC 联合技术委员会指油市有望在今年内实现再平衡，再加上美国原油库存持续减少至 2015 年初以来低位，因此油价从低位反弹，惟仍难扭转加元颓势。近日加拿大经济数据包括零售销售表现欠佳，导致加拿大央行 4 月加息概率跌穿 50%。美加息差因素使加元显著受压。而美联储加快加息步伐的担忧打击风险偏好情绪，也为商品货币带来下行压力。
澳元	澳储行的会议纪要没有透露鹰派讯息，因此尽管澳洲四季度工资价格指数超预期，但市场预计该央行最早将等到 12 月才开始加息。美国 10 年期国债收益率自 2000 年以来首次超过澳洲同期国债收益率。短期内，息差因素或继续打压澳元。
纽元	尽管风险偏好回归一度支持纽元，而杠杆基金净沽空纽元的合约数也由有记录以来最高水平减少至 4113 份。不过这依然抵不过纽美息差收窄带来的压力，特别是在纽储行意外鸽派而美联储即将加息的情况下，美国和纽西兰 10 年期国债收益率之差已逐步收窄至 1994 年以来低位。若美国 10 年期国债收益率继续上扬，纽元仍可能受压。
人民币	中国市场放长假，离岸人民币随波逐流，对美元有所下跌。周四中国重新开市，最近两天人民币中间价定价与预期相符，这再次巩固了市场对人民币双向波动的预期。未来即使美债收益率上升，人民币贬值压力也可能较为有限，原因是中国央行可能跟随美联储上调货币市场基准利率，以确保中美息差保持相当距离。再加上中国开放境内市场，债市或继续吸引外资流入（1 月份外资净流入中国境内债市的规模创历史新高）。此外，在贸易收支保持顺差的情况下，出口商结汇需求高企也可能支撑人民币。
港元	香港流动性十分充裕，这促使一个月港元拆息逐日下跌，并迈向 0.7%，同时一个月港元拆息和美元拆息之差继去年 9 月之后再度刷新 2008 年以来新高。在没有北水及强人民币的支持下，息差因素开始突显其对港元带来的压力。不过，月末将至，且美联储三月加息预期高企，或有助减轻港元拆息进一步下行的风险。农历新年后北水回归也可能支持港元。因此，我们相信短期内港元能够在 7.83 水平找到支撑。

美元:

- 1 月 PPI 按年上升 2.7%，核心 PPI 同比亦上升 2.2%，皆优于预期。这加上此前造好的 CPI 和工资增速数据，强化了市场对美国通胀压力抬头的预期。因此，FOMC 会议纪要也显示美联储官员对通胀达标充满信心，且认为经济走强推高了加息可能性。市场预计美联储今年将加息三次，与我们观点一致。
- 另外，本周美国财政部发行 2580 亿美元（达到历史新高）的中短期国债。美债供应持续增加的预期叠加通胀预期改善，致 10 年期美债收益率上升至四年高位 2.95%，并带动美元指数反弹。
- 下周重点关注美联储主席 Powell 讲话及核心 PCE。

图 2: 美元指数-日线图: 美元突破 30 天移动平均线 (橙)。指标显示多方力量增强，若美元能突破该平均线，则可望维持向好的走势。


英镑:

- 英国央行行长和成员 Haldane 皆释放鹰派讯号，使市场对英国央行 5 月加息预期上升至逾 60%。惟多项经济数据显示英国经济基本面未必能够支持该央行在短期内再次加息。
- 具体而言，英国 1 月零售销售按年上升 1.6%，远逊于预期。四季度失业率微升至 4.4%，就业人数净增长收缩至 88,000，均不及预期。平均工资增速则持平于 2.5%。由于通胀上涨打击消费情绪，四季度 GDP 增速被下修。
- 因英镑汇价已反映大部分加息预期，该货币对坏消息（包括疲弱数据及脱欧消息）的反应可能较大。
- 英国希望脱欧后金融业可以留在欧盟单一市场，不过据报欧盟不接纳提议。另外，英国希望过渡期没有终止日期，但欧盟坚决反对。双方在 3 月 22-23 日欧盟峰会之前就过渡期协议达成共识的机会较小。短期内英镑料受压。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑在 30 天移动平均线 (橙) 找到支持。短期内，英镑料在 1.3790-1.4000 的区间波动。



日元:

- 日本 1 月贸易收支录得 9434 亿日元逆差，为去年 5 月以来首次录得逆差。而 2 月日经制造业 PMI 增速则放缓至 54，为 4 个月内首次回落。原因可能是近期日元的升值。
- 政府提名黑田东彦连任日本央行行长，同时提名若田部昌澄为副行长，其主张放宽货币政策。我们认为在通胀仍远离目标（1 月 CPI 创 2015 年 3 月以来最大升幅，但核心 CPI 持平于前值 0.9%）的情况下，日本央行加息的步伐将远远落后于美联储。因此，美日息差对日元的压力不容忽视。本月初日元回落主要也是受到美债收益率的影响。
- 不过，息差因素不至于对日元带来巨大冲击。无论是美联储加快加息步伐，还是全球流动性同步收紧引起市场动荡，皆可能推高避险情绪，从而减轻日元沽压。本周后段日元反弹正属于此状况。

图 4:美元/日元-日线图: 美元兑日元在 106.50 上方好淡争持，指标显示多方空方力量接近，因此美元兑日元可能在 106.50-108.70 的区间波动。



加元:

- OPEC 承诺继续收紧市场，OPEC 与非 OPEC 联合技术委员会指油市有望在今年内实现再平衡，再加上美国原油库存持续减少至 2015 年初以来低位，因此油价从低位反弹，但未能减轻加元的下行压力。
- 加拿大不列颠哥伦比亚省宣布将上调向外国投资者征收的购房税至 20%。若楼市降温或有助舒缓当地严重的家庭债务问题，并支持加拿大央行进一步加息。然而，近期加拿大经济数据欠，如 12 月制造业销售按月下跌 0.3%，以及 12 月零售销售按月下跌 0.8%，导致加拿大央行 4 月加息预期跌穿 50%。美加息差因素使加元显著转弱。
- 未来一周密切关注 CPI 和 GDP。

图 5: 美元/加元-日线图: 指标显示多方能量再度扩大，反映美元兑加元可能继续走高。美元兑加元或再次挑战 1.2800/1.2880 的阻力位。



澳元:

- 澳洲第四季工资价格指数按季增长 0.6%，优于预期。工资增长加快或有助通胀回升，因此该数据一度带动澳元造好。
- 澳储行货币政策会议纪要指出“随着经济走强，通胀及工资增长将逐步回升。”尽管如此，但澳储行并没有释放鹰派讯号。在通胀仍未达标的情况下，澳储行短期内调整利率的可能性不高。目前市场预计该央行至少等到 12 月才有超过 50% 机会加息（较此前预计的 11 月进一步推迟）。
- 因此，随着美债收益率进一步上升，10 年期美债收益率自 2000 年以来首次反超同期澳债收益率。短期内，澳元料继续受压于息差因素。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元出现回调。若澳元短期内再度失守 0.7800 的支持位，可能进一步下试 0.7745 的水平。


纽元:

- 纽西兰 1 月制造业 PMI 由 12 月的 51.2 大幅增长至 55.6。第四季 PPI 投入按季增长 0.9%，其中生产者物价的增长主要由进口石油及煤产品所带动。
- 尽管数据造好，但美债收益率快速上升及市场担忧美联储加快加息步伐，致风险情绪降温，继而打压商品货币。
- 由于纽储行对经济及通胀前景的论调较为鸽派，相反美联储加息计划蓄势待发，美纽息差已收窄至数十年低位。短期内，若美债收益率进一步向上，纽元或继续回调。
- 下周重点关注贸易收支，近期纽元走强是否会否影响贸易的表现值得关注。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元触及 0.7400 阻力位后回落，30 天移动平均线（橙）为重要的支持位。若失守该平均线，纽元可能回调至 0.7230 水平。



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	24962.48	-1.02%	0.98%
标准普尔	2703.96	-1.03%	1.14%
纳斯达克	7210.09	-0.41%	4.44%
日经指数	21795.25	0.35%	-4.26%
富时 100	7252.39	-0.58%	-5.66%
上证指数	3284.75	2.68%	-0.68%
恒生指数	31347.77	0.75%	4.77%
台湾加权	10765.81	3.31%	1.16%
海峡指数	3517.96	2.16%	3.38%
吉隆坡	1858.00	1.07%	3.41%
雅加达	6635.72	0.67%	4.41%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	1.92%	3.5	23
2 年美债	2.25%	6	37
10 年美债	2.93%	6	53
2 年德债	-0.52%	5	11
10 年德债	0.71%	--	28

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	62.91	2.0%	4.1%
布伦特	66.44	-2.6%	-0.6%
汽油	177.13	-1.7%	-1.6%
天然气	2.62	-7.9%	-11.4%
金属			
铜	7162.00	-1.0%	-1.2%
铝	2181.50	-1.6%	-3.4%
贵金属			
黄金	1330.60	-1.7%	1.6%
白银	16.58	-3.3%	-3.3%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.196	-4.4%	-5.2%
棉花	0.8054	6.4%	2.4%
糖	0.1371	2.5%	-9.6%
可可	2,156	12.6%	14.0%
谷物			
小麦	4.5275	-1.1%	6.0%
大豆	10.338	1.2%	8.6%
玉米	3.6700	-0.1%	4.6%
亚洲商品			
棕榈油	2,509.0	0.2%	2.7%
橡胶	182.8	6.9%	-11.0%

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。
