

全球外汇周报：
本周随笔：Libor 利率的上升和美元的下滑

过去一周市场事件风险不断，中国两会圆满结束，新任美联储主席鲍威尔完成了首秀，特朗普总统提早打响了贸易战。每个话题都可以写一篇文章。不过今天的随笔里笔者想主要想讨论汇率的另一面，利率。过去两个月美元 Libor 利率一路上升，并带动 Libor 和隔夜指数掉期利率(OIS)的利差大幅扩大。对于很多持有美元外债的客户来说可能开始感受到压力，对套利交易的投资者来说，可能要重新思考目前的套利策略，而对于包括笔者在内的市场观察者来说，也开始思考近期利差的扩大是不是意味着市场拐点的到来。

先来看下具体数据，截至 3 月 23 日早上 3 个月美元 Libor 利率已经升至 2.27%，创下 2008 年 11 月以来的新高。而 3 个月 Libor-OIS 利差扩大至 56 个基点，创下了 2011 年欧债危机的新高。虽然美国利率持续上升，并带动美国对其他主要国家的息差拉大，但是并没有成为支持美元的因素。利率与汇率相关性的打破是这两年汇率市场的一个比较有意思的特征，我们稍后再谈。

其实这几天利率的走势最然笔者意外的是 3 个月 Libor-OIS 利差的扩大。自从 2008 年金融危机后，美联储与包括欧洲央行，日本央行和加拿大央行在内的主要央行签订了货币互换协议，而自 2011 年 12 月以来，货币互换的价格在 OIS 加 50 个基点。这意味着，一旦 Libor 利率价格超过 OIS50 个基点的话，理论上来说，欧洲或者日本的银行可以申请央行的货币互换来获取美元。这也意味着理论上 50 个基点差是利差的一个软性约束。但是这个软性因素本周被轻松突破，并继续扩大。当然这里可能与银行担心一旦申请央行的汇率互换后，可能会引发市场对该机构流动性的担忧有关系。

根据教科书，Libor-OIS 的利差反应了信用风险，利差越大风险也越大。但是这一轮 Libor 利率的快速上升却和风险的关系不大。如果我们仔细观察欧元和日元的基差互换(cross currency basis swap)来看的话，其实用欧元或者日元互换美元的溢价是缩小的，意味着并没有出现美元荒。这也是为什么笔者认为此轮 Libor-OIS 利差扩大与以往有所不同。

那 Libor 利率大幅上升的主要原因是什么呢？笔者归纳一下大约有三个原因。第一，与近期美国短期国债发行大幅上升有关，受特朗普政府税改等影响，美国财政赤字扩张，2 月以来财政部融资大幅上升，引起了一系列连锁反应。由于一部分流动性被国债锁住，导致对商业票据的需求不足，从而带高商业票据利率，并带高 Libor 利率。第二，特朗普税改的影响也开始显现。由于美国企业将海外的美元汇回国内，导致离岸市场上美元流动性减少。第三，对美联储加息以及缩表的担忧也同样推高了 Libor 利率。

至于 Libor 利率还会上升多少？这个不容易回答。虽然周四美联储会议里对今年加息次数中位数保持不变，但是并没有打断 Libor 的上升空间。而接下来美国政府融资需求依然很大以及美国企业资金回流都有可能成为继续推高 Libor 利率的因素。

让我们最后回到汇率话题，美元是否能从这波利差扩大中受益？笔者觉得短期内可能悬。虽然利差应该支持美元，但是对于美元多头来说，目前贸易战和美国国内政治局势的动荡都是市场不喜欢的因素，而这些因素将继续压制美元多头。除非美元利率上升到市场一个痛点，并导致套利交易大规模反转。但是市场痛点在哪里这可能是最难的话题，只是笔者觉得可能这个痛点不会那么快到。

外汇市场

| | 现价 | 周变化% | 年变化% |
|-------|--------|-------|-------|
| 欧元/美元 | 1.2338 | 0.41% | 2.9% |
| 英镑/美元 | 1.412 | 1.38% | 4.8% |
| 美元/日元 | 104.85 | 1.04% | 7.4% |
| 澳元/美元 | 0.7715 | 0.13% | -1.0% |
| 纽元/美元 | 0.7225 | 0.28% | 2.1% |
| 美元/加元 | 1.2914 | 1.38% | -2.7% |
| 美元/瑞郎 | 0.9451 | 0.61% | 2.9% |

亚洲主要货币

| | | | |
|----------|--------|--------|-------|
| 美元/人民币 | 6.3320 | 0.04% | 2.8% |
| 美元/离岸人民币 | 6.3312 | -0.18% | 2.7% |
| 美元/港币 | 7.8488 | -0.11% | -0.5% |
| 美元/台币 | 29.168 | -0.04% | 2.0% |
| 美元/新元 | 1.3144 | 0.02% | 1.1% |
| 美元/马币 | 3.9130 | -0.17% | 3.4% |
| 美元/印尼卢比 | 13785 | -0.26% | -1.6% |

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：

本周初，市场把所有注意力都放在 FOMC 上。自从美联储新主席 Powell 发表鹰派言论，以及美联储鸽派成员转鹰后，市场开始对美联储加快加息步伐感到担忧。美元 LIBOR 连涨逾一个月，而两年期美债收益率也上升至 2008 年以来最高水平 2.34%，十年期美债收益率则重新上试 2.9%。随着沽空美元的成本不断上升，投资者在 FOMC 之前陆续调整美元仓位。因此，美元指数大部分时间站在 90 以上。不过，FOMC 之后，美元回吐涨幅。美联储点阵图显示今年加息三次不变，因此市场大失所望，并导致美元和美债收益率携手回落。周四中美贸易冲突升温，则令美元进一步承压。首先，美国对中国 500 亿美元商品征税。其次，媒体称美国将向 WTO 起诉中国。这引来中国的反击，中国称拟对美国部分进口产品提高关税。此外，美国政治不确定性也令人担忧，最新消息指特朗普任命 Bolton 接替 McMaster 担任国家安全顾问。特朗普赶在中期选举前履行参选承诺，却未能如期提升名望。最近选举中民主党相继告捷，增添中期选举的不确定性。短期内，除非美国通胀数据显示物价加速上升的迹象，并再度推高美联储加快加息步伐的预期，否则美元指数短暂反弹的走势可能暂告一段落。

至于英镑和欧元，本周表现则较为亮丽。首先，英国和欧盟达成脱欧过渡期协议，再加上工资增速创 2015 年 9 月以来最大升幅，及英国央行两名委员意外支持立即加息，使市场对英国央行 5 月加息的预期继续高涨，并带动英镑上升。另外，关于欧洲央行年底退出 QE 及明年二季度首次加息的消息，也促使欧元大幅反弹。不过，对于这两只货币，我们认为短期内上涨空间都可能有限。主要是因为英国仍面临脱欧谈判的不确定性，而欧元区近期通胀和 PMI 等数据转弱也可能使欧洲央行在短期内保持谨慎态度。因此，英镑和欧元兑美元或分别在 1.42 和 1.25 水平遇阻。

本周重点关注货币：

美元：

- 美国经济数据相继造好，包括工业生产、JOLTS 职位空缺、密歇根大学消费者信心指数等。这加上美联储转鹰的预期，使投资者调整美元仓位，带动美元上涨。10 年期美债收益率亦重返 2.9% 以上水平。
- 周三美联储如期加息，并预计明年及之后加息速度加快（上调终端利率），同时调高今明两年 GDP 预期及明后两年核心 PCE 通胀预期。不过，美联储维持 2018 年加息三次的点阵图不变，这与市场猜测的四次加息不符。再加上中美贸易风险升温，因此美元大范围回落，而美债收益率也急速下滑。
- 下周重点关注第 4 季核心 PCE，数据的表现或指引未来通胀会否加速升温。短期内，除非通胀加速上升再次推高市场对美联储年内加息四次的预期，否则美元或告别短期反弹的走势。

图 1: 美元指数-日线图: 美元指数失守 30 天 (橙) 及 50 天 (绿) 移动平均线, 意味着未来下行压力或较大。中期而言, 美元料在 88.5-91 波动。



| | |
|------------|---|
| 美元 | <p>市场聚焦 FOMC，对美元更倾向于保持谨慎态度。两年期美债收益率刷新近十年高位，而十年期美债收益率也重新上试 2.9%。美元拆息进一步抽升，也不断加重沽空美元成本，因此美元指数重返 90 以上水平。随后美联储如期加息，并预计明年及之后加息速度加快，及调高今明两年 GDP 预期及明后两年核心 PCE 通胀预期。不过，美联储意外维持 2018 年加息三次的点阵图不变，再加上中美贸易风险升温，导致美元指数大范围回落，而美国国债收益率也急速下滑。短期内，除非美国通胀数据显示物价加速上升的迹象，否则美联储未必加快加息步伐，而美元指数短暂反弹的走势也可能暂告一段落。中长期而言，贸易冲突升温、美国政治不确定性、美国双赤字，及主要央行收紧政策，皆可能拖累美元表现。</p> |
| 欧元 | <p>继上周媒体透露欧洲央行未来政策方向后，本周媒体又指欧洲央行讨论焦点转向加息路径，甚至鸽派成员也赞成今年底退出 QE，并对 2019 年第二季首次加息的市场预期表示满意。该消息令欧元反弹。不过，2 月 CPI 按年增速终值意外下修至 1.1%，而制造业和服务业 PMI 也大幅回落。短期内经济增速放缓或令欧央行保持谨慎。而意大利组阁的风险也值得关注。短期内，欧元兑美元继续料在 1.25 水平遇阻。</p> |
| 英镑 | <p>英国和欧盟达成脱欧过渡协议，助英镑大幅反弹。另外，尽管英国 2 月 CPI 和核心 CPI 增速纷纷回落，但截至 1 月的过去三个月内平均周薪按年升 2.8%，创 2015 年 9 月以来最大升幅，反映就业市场紧俏带来工资通胀。此外，英国央行按兵不动之余，两名委员意外支持立即加息，这强化市场对英国央行 5 月加息预期（逾 70%）。因此，英镑大幅上升。3 月 22-24 日欧盟峰会将对双方未来贸易谈判作出指引，我们依然担忧下一阶段谈判的不确定性可能增添英镑波动性，因此英镑兑美元仍可能在 1.42 水平遇阻。</p> |
| 日元 | <p>目前看来，安倍的支持率仍保持在安全区间，下台风险似乎有限，意味着安倍经济学（包括超宽松货币政策）较大概率得以延续。日本政府丑闻淡化，及临近 FOMC 美元走强，使日元一度回落。不过，FOMC 后美元回落，加上贸易风险升温，支持日元大幅反弹。短期内全球不确定性仍可能利好日元。</p> |
| 加元 | <p>NAFTA 谈判现曙光，使市场对加拿大央行 5 月加息的预期再度突破 50%。这叠加美元回落及油价上涨，支持加元反弹。不过，在避险模式下，商品货币包括加元再度受压。而未来 NAFTA 谈判的进展也可能增添加元波动性。</p> |
| 澳元 | <p>FOMC 之前市场调整美元仓位，助美元大范围反弹。而特朗普政府引起的贸易风险使市场保持避险模式，也对风险货币（商品货币）带来冲击。铁矿石价格下跌则雪上加霜。尽管澳洲就业数据造好，但鉴于澳储行一贯的中性立场，市场依然不认为该国央行将于年内加息。因此，短期内，息差因素、贸易风险和铁矿石价格疲软或继续使澳元承压。</p> |
| 纽元 | <p>纽西兰储备银行一如预期按兵不动，并预计通胀将逐步上升至 2% 的目标，但市场依然认为该国央行将在较长一段时间内保持利率不变，因此即使美元走弱，息差因素及避险需求仍可能使纽元继续区间波动。</p> |
| 人民币 | <p>本周人民币继续随波逐流，对美元双向波动。尽管中国央行上调货币市场利率 5 个基点，但幅度只小意味着此举主要是为了反映货币市场利率的上升，以及提醒市场在新行长带领下央行紧平衡的政策立场及去杠杆的目标不变。另外，中国对待美国贸易保护的态度悄然转变，从一开始的“妥协”转为主动“反击”。美国公布对 500 亿美元中国进口商品征税，主要针对中国高度重视的“中国制造 2025”相关行业，因此其对中国经济和人民币的影响值得关注。</p> |
| 港元 | <p>本周港元走势再次证明单凭息差因素，无法促使港元在短期内触及 7.85。季末因素、美联储转鹰预期、美国财政部增发美债，以及税改可能导致资金回流美国的担忧，导致美元拆息不断抽高。三个月美元和港元拆息保持在逾 110 点的水平，因此不断为港元带来沽压。不过，随着港元靠近弱方兑换保证，套利交易者愈发谨慎，因此无法一举把美元兑港元送至 7.85 水平。展望未来，由于美联储没有调整年内加息步伐，季末过后，美元拆息上升步伐或有所放慢。另外，在全球基本面没有出现明显转变的情况下，资金料继续流入新兴市场，并促使港元拆息在低位徘徊，从而保持港美息差于 100 点子左右水平。在此情况下，套利交易或继续打压港元，但谨慎的交易员们也可能使港元避免触及 7.85。</p> |

欧元:

- 媒体指欧洲央行讨论焦点转向加息路径，连鸽派成员也赞成年底退出 QE，并对 2019 年第二季首次加息的市场预期表示满意。该消息令欧元反弹。另外，中美贸易冲突闹得沸沸扬扬，美元大范围回落，助欧元保持强势。
- 不过，欧元区经济数据疲软或令欧洲央行在短期内保持谨慎态度，并限制欧元上升空间。具体而言，2 月 CPI 按年增速终值由初值 1.3% 下修至 1.1%，不及预期。其次，欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI 和服务业 PMI 分别下滑至 56.6 和 55.0，前者更达到去年 7 月以来最低水平。
- 此外，意大利组阁风险也值得继续关注，因为这可能增添欧元波动性。

图 2: 欧元/美元-日线图: 欧元突破移动平均线。指标显示能量柱或由负转正，欧元可能逐步走强，甚至挑战 1.2430 的阻力位。

英镑:

- 英国 2 月 CPI 按年增速由 3.0% 下滑至 2.7%，核心 CPI 同比增速也由 2.7% 回落至 2.3%，均不及预期，可见强英镑带来的输入性通胀有所回落。
- 相反，截至 1 月的过去三个月内失业率下滑至 4.3%，就业人数大幅增长 16.8 万，且平均周薪按年升 2.8%，创 2015 年 9 月以来最大升幅，反映就业市场紧俏带来工资通胀，并对英镑带来支撑。
- 另外，英国央行如期按兵不动，但两名成员意外支持立即加息，使市场对英国央行 5 月加息概率的预期升至 70.4%，并支持英镑保持强势。
- 脱欧方面，欧盟和英国就退欧过渡条款达成协议，也助英镑大幅反弹。3 月 22-24 日欧盟峰会或为脱欧谈判的下一步计划作出指引。目前，我们认为双方贸易谈判的难度依然不能低估。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑维持强势，站稳 1.4000 的主要阻力位后逐步走高。指标显示多方力量增强，意味着英镑可能突破 1.4200，甚至更高水平。


日元:

- 2月贸易收支录得340亿日元顺差，远逊于预期。其中进口按年升16.5%，而出口仅增长1.8%，出口表现疲软或因受中国农历新年的影响。
- 3月日经制造业PMI下滑至去年10月以来低位53.2。其中，新订单增速为5个月来最弱，新职位亦减少。制造业表现疲软背后原因是内需转弱、强日元打击出口，还是季节性因素，仍需关注。
- 日本央行副行长雨宫正佳表示“在通胀达2%目标前，不排除加息的可能。”2月CPI按年增速加快至1.5%，而核心CPI同比升幅也扩大至1.0%。通胀压力上升及就业市场紧俏，使市场不敢低估日本央行转鹰的可能，因此日元年内下行空间或有限。
- 另外，中美贸易冲突升级也将继续支持日元。下周重点关注失业率，以及日本政府丑闻的发展。

图 4: 美元/日元 -日线图: 美元/日元短线突破下行通道后，再度走弱。随着美元/日元跌破105的关键支持位，日元进一步上升的风险不容小觑。



加元:

- 倍受贸易风险打击的加元本周扭转颓势。美联储不如预期鹰派，叠加NAFTA谈判现曙光，助加元大幅反弹。具体而言，消息指美国或放弃对汽车零件中50%来自美国的要求。美国立场软化，令市场对加拿大贸易前景的担忧降温。因此，加拿大央行5月加息概率也再度突破50%，利好加元。
- 沙特阿拉伯与伊朗关系紧张，加上委内瑞拉拉产量减少，及美国原油库存意外下降，助油价上升，并支持加元。
- 短期内，加元的表现将取决于贸易谈判的进展，及加拿大央行加息预期。因此，本周五公布的CPI及零售销售是否强化5月加息预期值得关注。此外，下周重点关注1月GDP。

图 5: 美元/加元-日线图: 美元/加元打破近期上行的通道。指标显示，空方力量增强，短期内美元/加元料持续受压。1.2790为较强的支持位。



澳元:

- 澳储行偏鸽派言论曾拖累澳元下挫至 3 个月低位。澳储行会议纪要重申随着全球经济走强，失业率及通胀将逐步温和达致目标。不过，工资增长缓慢及家庭债务高企可能为未来经济及通胀的增长带来不确定性。
- 澳洲 2 月失业率上升至 5.6%，期内就业人数新增 17500。而就业参与率则上升至 2010 年 12 月新高的 65.7%。数据反映劳动市场保持紧俏，但鉴于澳储行鸽派立场，市场仍预计该央行年内不加息。息差因素料打压澳元的表现。
- 全球贸易冲突及美国政治不确定性致避险情绪高涨，也可能继续拖累风险货币澳元的表现。另外，中国钢铁库存高企致铁矿石价格疲软，亦利淡澳元。

图 6: 澳元/美元-日线图: 尽管澳元出现短线反弹, 惟下行的走势未变。随着空方力量减弱, 可能舒缓澳元的弱势。不过, 澳元下行风险依然值得注意。


纽元:

- 纽西兰第一季 Westpac 消费者信心指数增长 3.8 点至 111.2。政治不确定性消退及按揭比率下跌增强市民对经济前景的信心，带动消费情绪提升。因此，纽元受到支撑。
- FOMC 后，美元大范围回落，也助纽元反弹。不过，美国和纽西兰的货币政策分歧可能限制纽元上升空间。具体而言，纽储行维持利率于 1.75%。尽管纽储行预期通胀将逐步上升至 2% 的目标，但鉴于该央行对非加速性失业增长率的预期偏低，该央行可能在一段较长的时间内维持中性立场不变。
- 另外，市场对贸易战爆发的忧虑也可能拖累商品货币纽元的表现。惟乳制品受到贸易保护政策的影响较小，且表现优于铁矿石，因此纽元或跑赢澳元。
- 下周重点关注贸易收支。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元的反弹受制于 50 天 (绿) 移动平均线, 意味着纽元的走向可能维持在 0.7185-0.7350 的区间波动。



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 | 23957.89 | -3.96% | -3.08% |
| 标准普尔 | 2643.69 | -3.94% | -1.12% |
| 纳斯达克 | 7166.68 | -4.21% | 3.81% |
| 日经指数 | 20827.92 | -3.91% | -8.51% |
| 富时 100 | 6952.59 | -2.95% | -9.56% |
| 上证指数 | 3162.04 | -3.30% | -4.39% |
| 恒生指数 | 30165.00 | -4.24% | 0.82% |
| 台湾加权 | 10838.55 | -1.72% | 1.84% |
| 海峡指数 | 3426.03 | -2.45% | 0.68% |
| 吉隆坡 | 1864.18 | 0.96% | 3.75% |
| 雅加达 | 6140.64 | -2.61% | -3.38% |

| 主要利率 | | | |
|----------|--------|---------|---------|
| | 收盘价 | 周变化 bps | 年变化 bps |
| 3月 Libor | 2.27% | 6.9 | 58 |
| 2年美债 | 2.26% | -3 | 38 |
| 10年美债 | 2.80% | -4 | 40 |
| 2年德债 | -0.60% | -1 | 2 |
| 10年德债 | 0.53% | -4 | 10 |

| 大宗商品价格(1) | | | |
|------------|---------|-------|--------|
| | 收盘价 | 周%变化 | 年%变化 |
| 能源 | | | |
| WTI 油价 | 65.00 | 4.3% | 7.6% |
| 布伦特 | 69.51 | 1.9% | 3.9% |
| 汽油 | 202.32 | 12.2% | 12.4% |
| 天然气 | 2.62 | -7.9% | -11.4% |
| 金属 | | | |
| 铜 | 6695.00 | -2.8% | -7.6% |
| 铝 | 2062.00 | -0.1% | -8.7% |
| 贵金属 | | | |
| 黄金 | 1338.40 | 2.0% | 2.2% |
| 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 | 0.8205 | -1.0% | 4.3% |
| 糖 | 0.1277 | 0.9% | -15.8% |
| 可可 | 2,535 | 32.4% | 34.0% |
| 谷物 | | | |
| 小麦 | 4.5825 | -2.0% | 7.3% |
| 大豆 | 10.325 | -1.6% | 8.5% |
| 玉米 | 3.7725 | -1.4% | 7.6% |
| 亚洲商品 | | | |
| 棕榈油 | 2,423.0 | -0.6% | -0.9% |
| 橡胶 | 167.5 | -8.3% | -18.5% |

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。
