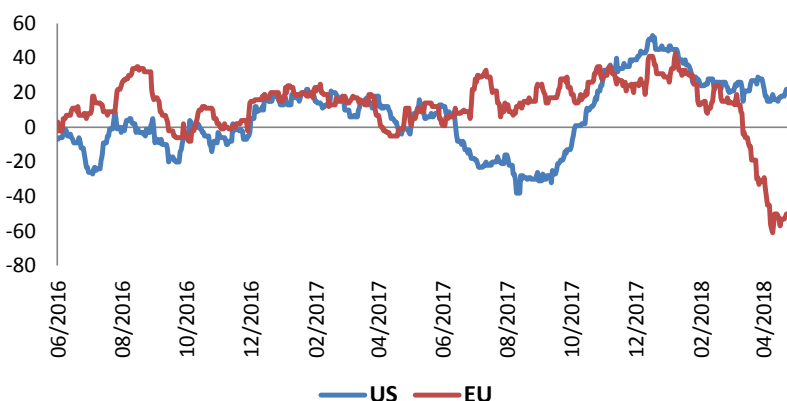


全球外汇周报：
本周随笔：失望与希望

笔者在上周的周报《预期和现实》中指出了4月市场的矛盾。这种矛盾在4月最后一周继续上演着，尤其是经济增长。一方面，国际货币基金组织在其刚刚发布的春季全球经济展望中继续对全球经济前景表示乐观，并上调了今年和明年的全球经济增长预期。另一方面，近期的高频数据显示除了美国以外的主要经济体经济出现了不同程度的放缓。刚刚结束的欧洲央行会议的主要焦点就是对一季度数据放缓的讨论。今年以来欧元区经济复苏势头出现放缓，这也导致了昨晚的欧洲央行会议中直接修改了对经济的措辞。删去了经济面临上行风险的判断，并开始讨论可能的下行风险，包括近期贸易冲突的影响。不过正如欧洲央行行长德拉吉表示的近期的小插曲还不足以改变欧洲央行对未来经济的测评。我们认为欧洲央行在9月结束量化宽松政策的概率依然很大。

过去一周美元的大幅反弹主要受到了美欧数据区别扩大以及美国10年期国债收益率突破3%的影响。我们从下面的图就可以知道近期欧美数据的对比。我行编制的宏观意外指数显示美国经济继续保持正值，而欧元区及亚洲数值则回落到负值。这意味着美国经济超预期的次数依然低于弱于预期次数，而欧元区数据则显著弱于预期。

OCBC 3M Macro Surprise Diffusion Index


美国10年期国债收益率重访3%，引起了全球市场的腥风血雨。说实话3%和2.95%有本质区别吗？笔者不觉得。这种区别更多是心理上的。对于发达国家来说，市场开始质疑随着融资成本不断上升，近期强势的公司盈利以及经济数据是否可以持续。对于发展中来说，这个冲击更为直接，笔者观察到从4月以来新兴市场资本外流明显加快，根据国际组织IIF的估算，从股市和债市的外流超过56亿美元。这也解释了近期印度尼西亚货币在本国评级被上调后反而出现大幅贬值的情况。当然，市场真正需要关注的价位是3.05%，这个是10年美债2014年的阶段高点。

在美国经济数据和美债收益率的支持下，市场似乎正在努力重建美元与利差的正相关关系。这可能在短期内会继续成为支持美元的因素，毕竟美欧利差已经扩大至近几十年来的新高。不过在这场失望和希望的矛盾中，没有一个关系是固定的，我们对中期美元走弱的看法并没有改变。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2109	-1.42%	1.0%
英镑/美元	1.3923	-0.48%	3.3%
美元/日元	109.16	-1.41%	3.2%
澳元/美元	0.7551	-1.51%	-3.1%
纽元/美元	0.7065	-1.87%	-0.1%
美元/加元	1.2873	-0.95%	-2.4%
美元/瑞郎	0.9891	-1.56%	-1.7%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.3355	-0.62%	2.7%
美元/离岸人民币	6.3322	-0.93%	2.7%
美元/港币	7.8472	-0.06%	-0.5%
美元/台币	29.705	-1.01%	0.2%
美元/新元	1.3277	-1.06%	0.1%
美元/马币	3.9190	-0.60%	3.2%
美元/印尼卢比	13892	-0.12%	-2.4%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美国一季度GDP数据
2. 全球制造业指数
3. 美联储5月货币政策会议

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：

本周市场把焦点转移到经济基本面上。商品价格上升、就业市场紧俏，及美国退出伊朗核协议的担忧，使通胀预期升温，再加上美国4月制造业PMI进一步上升至多年新高，反映财政刺激利好经济增长前景，因此带动10年期美债收益率自2014年1月以来首次突破3%。相反，其他主要经济体无论是经济增长还是通胀数据均不及美国。因此各大央行保持谨慎态度。继上周英国央行行长打击加息预期后，欧洲央行行长表示充足的宽松政策依然有必要，随后周四欧洲央行会议亦鸽声四起。而一向鸽派的日本央行连任行长黑田东彦则重申宽松立场。此外，过去两周加拿大、纽西兰和澳洲纷纷公布疲软CPI数据，强化了这些国家央行的宽松态度。因此，本周经济差和利率差成为主导汇市的关键，并带动美元全方位走强，美元指数反弹至今年1月份以来最高水平91.6。至于美元能否进一步走强，还要看美国国债收益率的上行空间有多大。若短暂利好因素如地缘政治不确定性消退后，商品价格掉头下滑，或者中美贸易冲突再度升温，10年期国债收益率或难以进一步上扬，而美元向上的空间也将有限。长期而言，我们依然认为美元将再度转弱，原因包括笔者多次提及的双赤字担忧、美国政治风险，以及政策差收窄。相反，我们看好欧元长期走强。尽管欧元区4月制造业PMI进一步下跌，但受德国和法国服务业扩张速度反弹的带动，欧元区服务业和综合PMI扭转连续两个月跌势，前者反弹至55，后者则持平于55.2。这个数据为市场注入一剂强心针，反映欧元区一季度全球经济增速放缓可能只是受到短期因素影响，如强欧元、寒冷天气等。另外，日本4月制造业PMI也在连续下跌两个月之后反弹至53.3。近日全球经济数据则反映出中美贸易冲突对全球经济的影响暂时有限。因此，市场对今年全球经济前景乐观的预期保持不变，这将为各大主要央行陆续收紧政策铺路，并将印证我们对美元逐渐失去利率差优势，从而对主要货币转弱的观点。

本周重点关注货币：

欧元：

- 由于欧元区一季度经济表现欠佳，且欧洲央行行长释放偏鸽派讯号，使市场预计本周欧洲央行将不会公布退出QE的计划。随着德国和美国10年期国债收益率扩大至近30年来最大水平，欧元兑美元跌穿1.22的关键支持位。
- 周四欧洲央行一如预期按兵不动，会议声明指QE计划将至少维持至9月份，如有必要将延长QE，直至通胀可持续上升，而利率则将在QE结束的很久之后才会调整。鸽派言论使欧元大幅下降。欧元回软实际上有利于经济增长。
- 在德国和法国制造业扩张的带动下，欧元区4月服务业PMI扭转过去两个月的跌势，而综合PMI也站稳在55.2的水平。由此可见，正如央行行长德拉吉所言，欧元区经济增长下滑是短暂现象。我们认为欧洲央行6月会议仍有可能公布退出QE的规划。
- 下周重点关注失业率、CPI及GDP。

图1: 欧元/美元-日线图: 本周欧元持续承压。短期内，欧元下一个支撑位置在1.2050附近。1.2100下方出现买入机会。



美元	美国财政刺激政策对经济带来的支撑逐渐反映在数据上。4月美国 PMI 继续上涨，反映该国经济依然领跑其他主要经济体，再加上商品价格上涨，及劳动力紧俏，使市场对美国通胀预期进一步升温，从而带动 10 年期国债收益率自 2014 年 1 月以来首次突破 3% 的重要关口。经济差和利率差支持美元全方位走强。不过，本轮美元反弹能够持续多久，还将取决于美债收益率的走势。如果短暂利好因素如地缘政治风险消退后，商品价格掉头下滑，或中美贸易冲突再度升温，10 年期美债收益率或难以进一步向上，那么美元上方空间也将受限。另外，随着全球经济增长企稳，各大主要央行陆续收紧政策，从而削弱美元的利率差优势。而国会中期选举及通俄门等政治不确定性，叠加双赤字扩大的担忧也将利淡美元。
欧元	由于欧元区经济数据欠佳，消息指欧洲央行可能等到 7 月再公布退出 QE 的规划。同时，美国通胀预期炒得沸沸扬扬，使 10 年期美债收益率反弹至 2014 年以来最高水平，并扩大和德国国债收益率的差距至近 30 年来最大水平，从而使欧元兑美元跌穿 1.22。周四欧洲央行会议如预期维持 QE 不变。不过鸽派讯号导致欧元进一步下挫。但央行行长德拉吉表示经济增速下滑只是短暂现象。欧元区 4 月服务业和综合 PMI 纷纷扭转过去两个月的跌势，正为德拉吉的言论提供了依据。我们认为欧洲央行依然会在 9 月过后结束 QE。因此，我们对欧元长期走强的预期不变。
英镑	上周英国央行行长的谨慎言论使该央行 5 月加息概率从 90% 左右下挫至 50% 左右。在没有加息预期的支撑下，英镑快速下挫。不过，由于市场依然相信英国央行年内将至少加息一次，且美元长期上升空间有限，英镑兑美元料能够在 1.3780 找到支撑。然而，随着英镑保持强势，通胀压力料逐渐减弱，继而减轻英国央行逐步加息的必要。再加上脱欧谈判不确定性，我们认为年内英镑大幅度上涨的机会不大。
日元	随着朝韩关系改善，避险情绪进一步降温。市场把焦点转移回基本面。日本央行行长黑田东彦表示将继续放松政策。鉴于上周疲软的通胀数据，刚刚连任的黑田东彦确实有比较大的压力继续推进宽松政策。这扭转了市场对该央行随时转鹰的预期，并帮助日元重拾与美日息差的相关性。随着美债收益率节节高升，日元显著承压。不过，如果通胀压力不够强劲，或者中美贸易冲突等风险再度升温，那么美债收益率未必进一步上涨，而避险货币日元也将获得一定支撑。
加元	上周加拿大央行重申对加息的谨慎态度，即使 NAFTA 谈判取得进展，该央行的加息决定仍将取决于数据表现。上周五加拿大公布的 CPI 数据不如预期，暗示该国央行短期内加息概率下降。因此，加元持续走弱。不过，油价高企，且特朗普表示 NAFTA 谈判顺利进行，这些利好因素减轻了加元的下行压力。
澳元	澳洲一季度 CPI 同比增速持平于 1.9%，按季增速回落至 0.4%，两个数据均不及预期，这强化了市场对澳储行年内不加息的预期。澳美息差因素使澳元承压。如果中美贸易冲突再度升温，澳元或进一步走弱。
纽元	纽西兰贸易收支录得 8600 万纽元逆差。上周公布的纽西兰一季度通胀表现疲软，加强了市场对纽储行 2020 年之前维持中性立场不变的预期。随着美债收益率显著走高，纽美息差因素持续利淡纽元。
人民币	过去一周人民币虽对美元走弱，但对一篮子货币继续上升至 97.4 附近。中国央行连续十三天把人民币中间价定在弱于市场预期的水平，显示不希望人民币指数过快升值的态度。中国或许希望打破市场对中国在贸易冲突中妥协导致人民币升值的预期。近期资本外流渠道陆续开放，为人民币奠定双向波动基础。
港元	在银行总结余（银行业流动性的衡量指标）缩减近 30% 至 1285 亿港元的背景下，短期因素包括月结效应和平安好医生 IPO 对资金面的影响被放大。港元利率全面上涨，迫使套利交易暂时退场，从而支持美元兑港元保持在 7.85 以下水平。不过，随着月结效应消退，及招股冻结的资金回归市场后，5 月初港元拆息料稍微回顺，从而导致港美息差再度扩大，并推动美元兑港元迈向 7.85。若金管局再度出手接盘，总结余将进一步减少。另外，市场很快又将迎来月结效应、季结效应、美联储加息、上市企业买港元派息，以及其他大型 IPO，因此港元拆息于 6 月之前料再次逐步上行，而美元兑港元则可能在 7.84-7.85 区间内双向波动。至于银行业总结余，我们相信年中之前将暂时稳定在 800 亿至 1000 亿的区间内。

美元指数:

- 市场把焦点重新转移到经济基本上。4月制造业 PMI 连升五个月至多年高位 56.5, 反映美国经济表现优于其他主要经济体。经济前景乐观, 及商品价格上升和就业市场紧俏带来的通胀预期, 支持 10 年期美债收益率自 2014 年 1 月以来首次突破 3.0% 的重要关口, 而美元指数也站稳在 91 以上。
- 美债供应量的增加, 叠加通胀预期, 料支持美债收益率在高位盘整。这与其他主要经济体稍微疲弱的经济表现和通胀数据形成对比。因此短期内经济差和利率差优势料保持美元的全面涨势。
- 不过, 长期而言, 利率差收窄、双赤字扩大的担忧及美国政治不确定性皆可能使美元转弱。
- 下周重点关注 FOMC 会议及非农就业报告。美联储料按兵不动, 关注其是否修改对通胀及加息步伐的论调。

图 2: 美元指数-日线图: 美元指数进一步反弹。若美元指数能突破并站稳 91 的水平, 美元可能反覆上试 91.80 的阻力位。



英镑:

- 3 月 CPI 按年增速下滑至 1 年来新低 2.5%, 反映输入性通胀减弱。由于英镑汇价较脱欧公投时大幅上升, 市场开始担忧英国通胀压力继续减弱, 从而减少英国央行加息的必要。这加上上周英国央行行长的谨慎言论, 导致英国央行 5 月加息概率仅达 50% 左右水平。我们英国央行年内最多加息一次。因此, 加息预期对英镑带来的上行压力有限。
- 脱欧方面, 尽管英国脱欧事务大臣对达成脱欧协议感到乐观, 惟英国政府提出的脱欧方案被国会进行多次修正。这意味着纵使英国政府跟欧盟达成共识, 该方案也未必得到国会首肯。因此, 脱欧谈判依然充满不确定性。若谈判传出负面的消息, 则可能进一步增添英镑的下行压力。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑失守移动平均线及 1.4000 重要的支持位。这或暗示英镑可能持续走弱。1.3800 为近期较强的支持位。



日元:

- 日本制造业 PMI 扭转了过去两个月的跌势，由 53.1 上升至 53.3，反映整体制造业开始企稳。不过，出口订单录得下跌，为 2016 年 8 月以来首次。我们将继续关注强日元和贸易风险对日本出口商的影响。日本 3 月失业率维持在 2.5%，反映日本劳动市场保持紧俏。
- 随着中美贸易冲突及地缘政治风险降温，及日本央行行长重申鸽派立场，市场重新建立日元和美日息差的相关性。由于美债收益率急升，日元显著承压。
- 本周日本央行一如预期维持超宽松立场不变。在美日货币政策保持分歧的情况下，日元或继续承压。
- 不过，如果通胀预期降温，或全球风险事件升温，使美债收益率无法进一步上涨，或有助缓解日元部分贬值压力。

图 4: 美元/日元-日线图: 美元/日元显著走高。指标显示多方力量增强，美元/日元料维持上行的走势，并有力上试 110 的阻力位。

加元:

- 加拿大央行行长暗示即使 NAFTA 达成协议，该央行也不会释放更多鹰派讯号。整体而言，加息与否取决于经济数据表现。尽管加拿大 3 月 CPI 按年增速加快至 2.3%，升幅为 2014 年 10 月以来最高，惟表现逊于预期。这意味着加央行立场转鹰机会较小。因此，息差因素或令加元受压。
- 油市方面，由于沙特及也门关系紧张、同时市场担忧美国退出伊朗核协议，再加上沙特对油价上升的期望，支持油价在高位盘整，并减轻了加元的部分下行压力。另外，特朗普表示 NAFTA 谈判顺利进行中。这也令加元跌幅收窄。
- 下周重点关注 GDP 的表现，因贸易数据表现更远逊预期，2 月经济增长的表现可能放缓。

图 5: 美元/加元-日线图: 美元/加元突破移动平均线的阻力后继续向好，惟预期该货币对子在 1.2900 将遭遇较大阻力，因此其进一步上升的空间或有限。


澳元:

- 澳洲第一季 CPI 按年及按季分别增长 1.9%及 0.4%，皆逊于预期。由于 CPI 的表现依然未达到澳储行 2-3%通胀目标，加上就业市场表现较疲软，市场预期该央行直到 2019 年 2 月才有超过 50%机会加息。
- 因此，下周举行的澳储行货币政策会议按兵不动的机会较高。在贸易风险未完全消散的情况下，我们关注该央行是否会重新评估贸易冲突对澳洲经济前景的影响以及透露未来货币政策的走向。
- 整体而言，由于澳储行维持中性立场不变，在澳美息差因素的影响下，澳元料继续承压。另外，因中澳贸易关系密切，我们将继续关注中美贸易冲突的发展。若贸易风险突然升温，澳元进一步回落的风险不可排除。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元重新进入下行通道，并失守去年 11-12 月较强的支持位(0.7600)。指标显示空方力量增强，澳元可能持续受压。



纽元:

- 纽西兰 3 月贸易收支录得 8600 万纽元逆差。出口达 48.5 亿纽元，大幅逊于预期，这可能因为近期纽元走强，令纽西兰出口商品的吸引力下降。另外，ANZ 消费者信心指数由 128 下滑至 120.5。
- 纽西兰第一季 CPI 按年增长显著下滑至接近纽储行目标水平 1%-3%的下限。通胀低迷且经济数据疲软，加强了市场对纽储行 2020 年前不会加息的预期。这与通胀预期升温及加息概率高企的美国形成强烈对比，因此纽美息差因素令纽元持续承压。
- 下周重点关注失业率。整体而言，我们预期纽西兰劳动市场料保持紧俏，不过工资增长的幅度可能维持较温和。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元显著受挫。指标显示空方力量增强，若纽元未能收复 0.7100 的支持位，该货币可能进一步承压。



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	24322.34	-0.57%	-1.61%
标准普尔	2666.94	-0.12%	-0.25%
纳斯达克	7118.68	-0.38%	3.12%
日经指数	22419.25	1.16%	-1.52%
富时100	7421.43	0.72%	-3.46%
上证指数	3081.46	0.32%	-6.82%
恒生指数	30202.19	-0.71%	0.95%
台湾加权	10530.01	-2.31%	-1.06%
海峡指数	3586.12	0.36%	5.38%
吉隆坡	1857.07	-1.63%	3.35%
雅加达	5930.41	-6.43%	-6.69%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	2.37%	0.6	67
2 年美债	2.48%	3	60
10 年美债	2.97%	1	57
2 年德债	-0.56%	0	6
10 年德债	0.59%	0	17

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	67.98	-0.6%	12.5%
布伦特	74.54	9.3%	11.5%
汽油	210.85	17.0%	17.2%
天然气	2.82	-0.8%	-4.6%
金属			
铜	6965.00	-0.4%	-3.9%
铝	2279.50	-8.3%	0.9%
贵金属			
黄金	1318.20	-1.4%	0.7%
白银	16.48	-3.9%	-3.9%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.176	-6.0%	-6.8%
棉花	0.8499	-0.6%	8.1%
糖	0.1097	-5.8%	-27.6%
可可	2,822	47.4%	49.2%
谷物			
小麦	4.8200	4.0%	12.9%
大豆	10.300	0.1%	8.2%
玉米	3.8675	2.7%	10.3%
亚洲商品			
棕榈油	2,386.0	-1.0%	-2.4%
橡胶	178.3	-1.1%	-13.2%

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。
