

全球外汇周报：美元的政治溢价和美债的汇率溢价

经过了新年第一个月的亢奋，过去一周市场风险情绪进入盘整阶段。市场也渐渐更为理性，开始重新审视各种相关性。过去一周全球市场有三个重大事件包括特朗普首个国情咨文演讲，美联储1月货币政策会议以及人民币的快速升值。笔者也想借这三个事件重新理一下美元的政治溢价和美债的汇率溢价这两个关系。

先来回顾下本周美联储货币政策会议。措辞方面主要有两个显著的变化。首先，对于加息的措辞由原先的“缓步增加”变成“进一步缓步增加”。这显示美联储已经做好今年加息超过一次的准备。第二，美联储对于通胀预期也更为乐观。由之前低于2%目标变为通胀会上升并稳定在2%的目标附近。总体来看的，美联储的乐观情绪意味着两点。第一，3月加息几乎是板上钉钉了，当然这将由新主席鲍威尔实施。第二，今年美联储加息三次应该是大概率事件。过去几个交易日美债收益率再次大幅上升，截至周四，10年期美债收益率大幅上升至2.79%附近，今年以来已经上涨38个基点。而10年期美国和德国利差也扩大至206个基点。

这里有个问题就是，为什么美欧利差扩大无法支持美元，相反欧元反而继续走高呢？这里一个最主要的原因是欧元投资者对冲成本的上升。欧洲投资者目前用三个月欧元远期汇率对冲美元贬值风险的年化成本已经上升至2.4%附近，超过了10年期206个基点的利差。对于欧洲投资者，如果不对冲汇率风险的话，近期美元快速贬值已经损害到投资者利益。这就引出了本周笔者想讨论的第一个溢价，即美债的汇率溢价。美元贬值加速可能使得美债汇率溢价提高，从而导致美债利率进一步上升。而此轮美国利率的上升可能也无法成为支持美元的因素。

对于特朗普总统本周的国情咨文演讲，笔者觉得是个感情丰富的演讲，但实际内容并不多。从好的方面来看，此次演讲少了贸易保护的元素。纵观过去一周特朗普在达沃斯等一系列演讲来看，其对北美自贸协定乃至TPP等态度明显软化。笔者认为过去市场一直有个美元政治溢价，这个溢价源自于对特朗普政策稳定性的担忧。但是特朗普近期展现其商人本质或许可以帮助减少美元的这个政治溢价。

最后再聊下人民币。人民币指数周四早上突破了96的重要关口。由于市场普遍认为96是个重要位置，未来央行的态度可能值得关注。同样在周四，人民币中间价略低于市场预期，出现了人为调整的迹象，引起了市场关于是否重启逆周期因子减缓人民币升值的猜测。不过今天早上的中间价证实了逆周期因子尚未重启。近期央行对人民币升值的容忍度显著提高。目前市场没有显著的干预迹象。不过这可能会让出口商比较难受。出口商一直在等待央行亮底线，好在美元反弹的时候结汇。无奈美元/人民币一路向下。市场需要关注央行的态度。如果央行在此轮美元弱势中选择坐壁上观，那市场短期内要小心人民币超调的风险，因为结汇盘被逼出可能会加剧人民币的升值。

未来一周，市场将关注今晚的非农数据以及包括澳洲央行、新西兰央行以及英国央行等货币政策会议。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2496	0.62%	4.2%
英镑/美元	1.4261	0.87%	5.8%
美元/日元	109.68	-1.05%	2.7%
澳元/美元	0.8005	-1.20%	2.8%
纽元/美元	0.7369	0.52%	4.2%
美元/加元	1.2283	0.08%	2.3%
美元/瑞郎	0.927	0.30%	4.9%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.2833	0.72%	3.6%
美元/离岸人民币	6.2873	0.52%	3.4%
美元/港币	7.8197	-0.05%	-0.1%
美元/台币	29.215	-0.45%	1.8%
美元/新元	1.3115	-0.38%	1.3%
美元/马币	3.8860	-0.44%	4.1%
美元/印尼卢比	13435	-0.96%	1.0%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 今晚的美国1月非农就业数据
2. 澳洲央行和新西兰央行会议
3. 英国央行会议

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：

美元再次呈现小回大跌的走势。从**政治因素**看，美元存在贬值压力。本周特朗普在发表首次国情咨文时没有给出贸易政策细节，这稍微减轻市场对贸易战爆发的担忧，助亚洲货币走强。另外，2月8日过后支出法案及政府债务上限问题料再次成为市场焦点，并将增添美元波动性。至于**基本面对美元**的影响则较为参差。利好方面，美国税改政策、紧俏就业市场，以及全球经济同步复苏下商品价格上升，这三个因素叠加助市场改善通胀预期。本周美联储也表达对通胀前景的乐观态度，预计年内通胀将达到2%目标。利淡方面，与过去几年相比，今年全球经济同步复苏，突显了美国经济处于上升周期中后阶段的局面，同时不断强化市场对美联储与其他主要央行收窄政策差的预期。随着美元高收益率的优势逐渐减弱，且美元对冲成本持续上升（彭博数据显示美元兑欧元三个月对冲成本攀升至2006年以来最高水平），市场形成逢高卖出美元资产的共识。从**技术面**来看，2016年底美元指数开始踏入下行走道，未来回归历史平均水平（2003年以来平均水平为86左右）的风险较大。整体而言，即使存在利好的基本面因素，如通胀预期改善促进美国国债收益率上升及曲线陡峭化，或者美国政治及贸易相关的利淡因素淡化，也可能只是对美元带来短暂反弹动能，并无法扭转全年颓势。至于其他主要货币，我们认为中期表现较强的可能是欧元，因为无论是基本面还是退出QE预期都将支撑欧元走强。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 特朗普发表的首次国情咨文，没有带来关于基建和贸易的新消息，因此市场抛售美元，使美元指数大范围走弱，并再次跌穿89水平。
- 美国12月核心PCE按年增长1.5%，符合预期，1月ISM买入价格指数上升至2011年来最高水平72.7，四季度单位劳动力成本按季转升2%。数据反映通胀压力出现抬头的迹象。
- 因此，美联储按兵不动的同时预计今年通胀将达标，这强化了该央行三月加息的预期（95.9%）。美国10年期国债收益率刷新2014年以来高位达2.79%。
- 不过，即使美债收益率持续上升，未必能够扭转美元全年颓势，主因是美国政治不确定性、特朗普贸易保护主义抬头及政策差缩小的预期，使市场形成逢高抛售美元资产的共识。
- 继ADP就业数据造好后，周五非农就业数据及平均时薪增速值得关注。

图 1: 美元指数-日线图: 美元跌破 89 重要支持位后持续走低，能否站稳 88.50 值得关注。指标反映空方力量正在减弱，可能减轻美元的下行压力。



美元	特朗普和美国财长尝试纠正弱美元的说法，但效果不佳。特朗普在发表国情咨文时没给出关于基建和贸易政策的细节，使美元进一步承压。虽然全球收紧政策的预期升温、美国通胀数据符合预期，以及美联储预计年内通胀达到 2% 目标的鹰派论调，支持美国 10 年期国债收益率迈向多年高位 2.8%，但对美元带来的支持十分短暂，因为美国加息和经济周期正处于中后阶段的预期，加上美元对冲成本不断上升，使市场形成逢高抛售美元的共识。此外，由于临时支出法案只保证政府正常运营到 2 月 8 日，民主党和共和党在移民问题上的分歧或再次推高政府关门风险，继续为美元带来波动。
欧元	在欧元区经济基本面不断造好（包括 2017 年 GDP 增速触及十年最高水平）的情况下，加上欧洲央行官员的鹰派言论，促使市场对该央行年内收紧政策的预期升温。具体而言，欧洲央行管委 Knot 表示“央行必须尽快结束量化宽松政策”，欧洲央行 Coeure 也表示工资增速或快将达到拐点。因此，欧元料持续受到支撑。短期内，德国组阁谈判和意大利大选这两个政治风险仍值得关注。
英镑	英国 2017 年经济增速达到五年最低，且报道指英国首相领导地位遭挑战，使英镑一度承压。另一方面，欧盟官员表示英国将能够在过渡期继续讨论贸易协议，且英国脱欧大臣准备接受欧盟过渡期条款，助英镑反弹。英国央行行长的鹰派言论刺激加息预期，加上英国财长对英镑目前水平感到满意的言论也助该货币保持强势。随着二月份欧盟和英国展开贸易谈判，英镑波动性或上升。
日元	日本央行行长在达沃斯上表达对通胀上升的信心，促使日元大幅上涨。本周中段全球股债齐跌，引发避险情绪升温，亦带动日元走强。不过，周三日本央行公布增加 3 年期至 5 年期的国债规模，且日本央行表示将在 0.11% 水平无限量买入 10 年期日债，再加上美国十年期国债收益率持续向上，致日元重新面临息差压力。我们对日元今年在 107-116 区间内波动的预期保持不变。
加元	近期加拿大 CPI 增速徘徊在 2% 的目标左右，这强化了市场对加央行年内进一步加息的预期。另外，油价高位盘整，利好加元。再者，特朗普没有在国情咨文中明确否定 NAFTA，减轻市场担忧。因此，加元反覆走强。当然，我们认为仍需关注未来 NAFTA 谈判不确定性，以及油价上升空间有限的风险。
澳元	市场本以为澳储行将抛离隔壁的纽储行，抢先在今年 8 月开启加息周期，不料去年四季度 CPI 数据逊于预期，使该央行 8 月加息概率由周一的 61.6% 快速下滑至 44.6%。这叠加美债收益率上涨，致澳元显著回落。息差因素及铁矿石供过于求的担忧料继续限制澳元的上升空间。
纽元	在全球风险情绪高涨的大环境下，纽元大幅走强。尽管上周纽元因疲软的 CPI 数据而出现一波回落，但本周澳洲同样公布欠佳的通胀数据后，市场集中平“沽纽元买澳元”的交易盘，促使纽元表现意外强劲。不过，脱离基本面的涨势令人担忧。首先，纽储行短期内加息概率并不高，相反美国国债收益率正不断攀升。其次，原材料上涨潮对依赖软商品出口的纽西兰经济利好影响料有限。最后，从技术面看，CFTC 杠杆基金依然净沽空纽元，暗示纽元回落风险。
人民币	中国出口商抛售美元，促使人民币对美元于周三下午快速上升。周四，人民币指数一举突破 96，但逆周期因子仍没有重启的迹象。若央行对此轮人民币涨势保持观望态度，那么市场需要小心企业恐慌性结汇加剧人民币升势的风险，因为近期境内美元/人民币成交量维持在低水平意味着企业结汇意愿还未上升。
港元	短期而言，主导港元走势的因素主要有三个。第一，美元和人民币走势。第二，套利交易。第三，港元实际需求。一月份多数时间内，港股牛市引来的港元需求，以及人民币对美元走强为亚洲货币带来的溢出效应，支撑港元有所反弹。踏入二月，由于月结效应来去匆匆，银行资金快速回归充裕水平。同时美联储释放鹰派讯号，导致港美息差扩大，这带来的套利交易令港元稍微回落。另外，农历新年前北水回流也可能使港元承压。尽管如此，在人民币对美元保持强势的情况下，港元料能够守住 7.8250 的阻力位。而本地居民和企业因农历新年而对港元的实际需求上升，也将舒缓港元贬值压力。

欧元:

- 尽管欧元区 1 月 CPI 同比升幅放缓至 1.3%，但对欧元带来的压力十分有限，因为经济扩张叠加紧俏就业市场料将带来通胀压力。具体而言，欧元区去年 4 季度按年增长 2.7%，2017 年增速达 10 年最快。欧元区 12 月失业率下降至 8.7%，为 2009 年以来的新低，劳动市场持续改善，或有助带动工资增长。
- 鉴于强劲基本面，欧洲央行管委 Knot 表示“央行必须尽快结束量化宽松政策”。欧洲央行 Coeure 也表示工资增速或快将达到拐点。随着市场对欧央行年内收紧政策的预期不断升温，德国 10 年期国债收益率上升至 2015 年以来新高 0.72%。欧元区国债吸引力料将有所上升，并促进资金回流该区域。

图 2: 欧元/美元-日线图: 欧元再度突破 1.2450 的阻力位，惟近期已累积一定的升幅，短期回调风险不可轻视。中长期或迈向历史平均水平 1.2750。

英镑:

- 英国 2017 年增长率跌至五年最低 1.8%，主因是脱欧削弱内需及企业投资。
- 不过，英国央行行长警告若就业市场保持紧俏，或会带动工资及通胀增长升温。言论令市场对英国央行年内加息的预期上升，六月份加息概率超过 50%。英镑应声反弹。
- 消息指出欧盟同意在 2019 年英国脱欧后，给予过渡期直至 2020 年 12 月 31 日。英国可以保留进入欧盟单一市场的权利，但没有投票权。脱欧不确定性暂时降温，短线利好英镑的表现。
- 下周重点关注英国央行货币政策会议，央行维持利率不变的机会较高，不过官员对就业市场及通胀前景乐观，行长言论会否指引未来加息步伐值得留意。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑出现技术超买后回调，1.4020 为近期较强的支持位。若不跌破该支持位，英镑或能维持上行的走势。


日元:

- 日本 12 月零售销售按月升 0.9%，优于预期。但家计支出总额意外按年转跌 0.1%，反映消费情绪依然受制于缓慢工资增长。
- 12 月失业率微升至 2.8%，而求才求职比率则增加至 1.59。劳动市场紧俏或有助带动工资增长加快，继而支持居民消费及物价通胀回升。
- 日本央行行长在达沃斯上也表达了对通胀上升的信心，因此促使日元大幅上涨。本周中段全球股债齐跌，引发避险情绪升温，亦带动日元走强。
- 随后，关于日本央行稍微增加 3 年期至 5 年期国债购买规模的消息，且日本央行表示将在 0.11% 水平无限量买入 10 年期日债，再加上美债收益率持续走高，令日元回落。日元走势料依然受制于息差因素。

图 4: 美元/日元 -日线图: 美元兑日元在 109 水平找到较强的支持，并突破 109.60 的阻力位。日元料在 108.30 至 111 的区间波动。



加元:

- 加拿大 12 月 CPI 按年上升 1.9%，与预期相符。由于数据接近加拿大央行 2% 的通胀目标。另外，11 月 GDP 按月增长 0.4%，符合预期，扭转上月零增长的局面。其中，制造业显著增长 1.8%，创 2014 年 2 月以来最大的单月增幅。利好的经济数据刺激市场对加拿大央行加息的预期再度升温（4 月加息概率高达 61.1%），这对加元带来支持。
- 第 6 轮 NAFTA 谈判结束，虽然并没有太大实质进展，但加墨代表皆对谈判前景感到乐观。同时，油价持续在高位盘整。这加强了市场看多加元的信心。
- 惟美方依然担忧有关美国优先事宜谈判的进展缓慢。未来 NAFTA 谈判的不确定性料继续为加元增添波动性，下一轮会议将于 2 月 26 日在墨西哥城举行。
- 下周重点关注失业率。

图 5: 美元/加元 -日线图: 美元兑加元依然受压，挑战 1.2250 的支持位。指标中的能量绿柱于中线徘徊，继续留意美元兑加元转势的风险。



澳元:

- 澳洲第四季 CPI 按季增长 0.6%，逊于预期，其中汽车燃料价格大升 10.4%，不过升幅被视听及计算设备以及通讯设备服务的价格下跌所抵消。利淡数据拖累澳元下跌。通胀疲弱意味着澳储行或延迟其上调利率的计划，市场对 8 月加息的预期由 60% 以上回落至 46.1%。因此，本周澳元表现相对疲软。
- 其他经济数据方面，澳洲 12 月 NAB 企业信心指数升至 5 个月高的 +11，远高于长期平均值的 +5，反映企业对前景依然乐观。另外，澳洲 1 月 AiG 制造业表现指数由 56.2 上升至 58.7。
- 下周重点关注澳洲储备银行货币政策会议，不过在通胀未达标加上经济基本面未能支持的情况下，澳储行按兵不动的可能性较大。因此，若美债收益率继续上涨，息差因素或利淡澳元后市表现。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元上周出现技术超卖后回落，打破上行通道。指标中多方力量正在减弱，澳元或出现回调，0.7980 为较强的支持位。



纽元:

- 纽西兰 12 月贸易收支录得 6.4 亿纽元顺差。由于进口和出口均创新高，2017 年贸易逆差收缩至 28.37 亿纽元，出口及进口分别大增 11% 及 9.4%。中国连续 4 年成为纽西兰最大的贸易伙伴。尽管数据表现良好，但纽元并没有受到支撑。
- 反而，在澳洲公布疲软 CPI 数据后，市场集中平“沽纽元买澳元”的交易盘，促使纽元表现意外强劲。
- 下周重点关注纽西兰储备银行货币政策会议。鉴于近期通胀表现疲软，纽储行维持利率不变的机会较大，在新货币政策目标下，纽储行政策的走向值得留意。
- 从技术面看，CFTC 杠杆基金依然净沽空纽元，暗示纽元回落风险。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元在 0.7400 的水平受到较大的阻力。指标中两线出现反差，纽元近期的上行走势可能转向，纽元回调的风险值得留意。



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	26186.71	-1.62%	5.94%
标准普尔	2821.98	-1.77%	5.55%
纳斯达克	7385.86	-1.60%	6.99%
日经指数	23181.34	-1.91%	1.83%
富时 100	7490.39	-2.28%	-2.57%
上证指数	3443.23	-3.23%	4.11%
恒生指数	32737.80	-1.26%	9.42%
台湾加权	11124.62	-0.20%	4.53%
海峡指数	3539.77	-0.77%	4.02%
吉隆坡	1868.70	0.80%	4.00%
雅加达	6637.74	-0.34%	4.44%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	1.78%	1.1	8
2年美债	2.17%	6	29
10年美债	2.79%	13	39
2年德债	-0.54%	0	9
10年德债	0.72%	9	29

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	66.13	0.0%	9.5%
布伦特	69.89	2.5%	4.5%
汽油	190.27	5.5%	5.8%
天然气	2.88	1.4%	-2.5%
金属			
铜	7119.00	0.5%	-1.8%
铝	2228.00	-1.4%	-1.3%
贵金属			
黄金	1350.20	-0.1%	3.1%
白银	17.19	0.3%	0.3%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.214	-3.0%	-3.8%
棉花	0.7853	-2.4%	-0.1%
糖	0.1337	0.1%	-11.8%
可可	2,017	5.4%	6.6%
谷物			
小麦	4.5000	2.0%	5.4%
大豆	9.848	-0.1%	3.5%
玉米	3.6175	1.5%	3.1%
亚洲商品			
棕榈油	2,470.0	-0.5%	1.1%
橡胶	192.0	-1.9%	-6.5%

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。
