

**全球外汇周报：**
**本周随笔：德拉吉的告别大礼包**

过去一周除了关注中国的两会之外，全球市场最大的焦点要数央行动态。不出意外，各大央行再次闻鸽起舞。从澳洲央行到加拿大央行和欧洲央行预期都出现了变化。加拿大央行的加息周期暂时告一个段落，而市场对澳洲央行 2019 年降息的预期也大幅上升。这些变化的背后都是同一个原因，那就是经济的放缓，最近公布的加拿大和澳大利亚四季度 GDP 分别弱于市场预期。如果说澳洲央行和加拿大央行的变化只是预期变化的话，本周最大的意外来自于欧洲央行，欧洲央行也成为发达国家中第一家以实际行动宽松来应对经济放缓的央行。

周四的欧洲央行会议中欧洲央行在大幅下修了主要经济指标预测之后，在政策上作出了两大变化，包括修正了前瞻性指引以及重启了定向长期再融资操作(TLTRO)。其中前瞻性指引方面，欧洲央行表示在 2019 年底之前不会加息，与市场预期趋近，目前市场定价预期欧洲央行在 2020 年中之前是不会加息的。新一轮的 TLTRO 将从 2019 年 9 月开始，每季度一次，一直做到 2021 年 3 月。不过新的 TLTRO 相比上一轮期限要短，只有两年，不过足以缓解欧元区可能出现信用收紧的风险。

欧元在欧洲央行宽松政策之后，大幅回落，带动全球主要货币波动。**欧元的波动主要还是因为欧洲央行宣布 TLTRO 的时间早于市场预期。**原来包括我们在内的市场认为欧洲央行可能会在 4 月或者 5 月的会议中宣布续做 TLTRO。这也算是欧洲央行行长德拉吉在 10 月底任期结束前的告别礼，而这个礼物最大的受益者当属德拉吉的祖国意大利了。

让我们先回顾一下上一轮 TLTRO 的情况。上一轮 TLTRO 是在 2016 年初全球经济下滑风险大幅上升的情况下宣布。当时从 2016 年 6 月开始连续四个季度操作了四笔四年期的 TLTRO。第一笔将在 2020 年 6 月到期。**既然第一笔要到 2020 年到期，为什么德拉吉需要着急现在宣布呢？这里主要有两个原因。**第一就是经济下滑风险显著上升。本周世界经合组织大幅下调 2019 年欧元区经济增长预期，由 2018 年 11 月预测的 1.8% 大幅下调至 1%。而其中德国经济被下修 0.9%，而意大利经济更是被下修 1.1%，进入衰退。可见欧元区经济面临的挑战。第二，在经济下行的背景下，信用环境就变得更为重要了。目前意大利和西班牙银行体系贷款有 10% 是来自 TLTRO 的融资。虽然 TLTRO 要在 2020 年 6 月开始才到期，但是今年 6 月开始，意大利银行拿的部分 TLTRO 由于期限不到一年，其负债属性变为短期负债，这将影响银行计算净稳定资金比率(NSFR)，意味着如果没有新一轮 TLTRO 的话，意大利等银行将被迫以很高的价格来募集长期负债，这势必影响整个信用环境。

可见欧洲央行此轮 TLTRO 的操作，似乎有些被迫。这里可能会涉及道德风险。银行过度依赖央行的补贴资金，一旦失去的话，不但冲击银行盈利更可能导致信用环境收紧。而目前欧洲央行似乎也没有更好的方式来走出这个怪圈，只能继续“以毒攻毒”。如果市场认同欧洲央行的宽松更多是被迫的话，那对欧元的负面情绪可能会持续一段时间。而欧元的回调压力也将可能传导到人民币。

**外汇市场**

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1198	-1.4%	-2.3%
英镑/美元	1.3096	-0.7%	2.8%
美元/日元	111.52	0.3%	-1.8%
澳元/美元	0.702	-0.7%	-0.2%
纽元/美元	0.6767	-0.4%	0.8%
美元/加元	1.3450	-1.2%	1.3%
美元/瑞郎	1.0108	-1.2%	-3.0%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.7208	-0.2%	2.3%
美元/离岸人民币	6.7294	-0.4%	2.0%
美元/港币	7.8498	0.0%	-0.3%
美元/台币	30.888	-0.4%	-0.7%
美元/新元	1.3597	-0.4%	0.1%
美元/马币	4.0890	-0.4%	1.1%
美元/印尼卢比	14220	-0.7%	1.2%

数据来源: Bloomberg

**下周全球市场三大主题**

1. 中国两会闭幕和总理记者会
2. 中国主要经济数据
3. 日本央行货币政策会议

## 外汇市场：

### 本周回顾：

一如预期，本周市场伴随着各大央行召开会议把焦点转移回各大央行立场。**首先，澳联储**警告经济下行风险，再加上澳洲公布不及预期的第四季 GDP 和零售销售，使市场对该央行降息的预期显著上涨。因此，澳元下挫至 1 月份以来最低水平。**其次，加拿大央行**警告未来加息不确定性增加。这加上美国 EIA 原油库存意外大增，导致油价回落。加元对美元亦跌至 1 月以来最弱水平。**再者，欧洲央行**宣布于 9 月开始为期两年的 TLTRO，预计 2019 年保持利率不变，且大幅下调 2019 年 GDP 增长预期至六年最低的 1.1%。**最后，美联储**多位官员指出各项经济面临的风险，其中美联储 Williams 指全球经济形势对美国构成风险，从而为暂停加息的观点提供依据。总括而言，各大央行鸽声四起。如果今年这些央行皆选择按兵不动，那么美元利率料保持较强吸引力。至于一些存在降息可能的央行如澳联储、纽联储及中国央行，其鸽派立场可能在中期内为当地货币带来压力。

经济方面，美国部分经济数据造好，支持 10 年期美债收益率反弹至 2.7%，并为美元带来支持。具体而言，美国 2 月 ISM 非制造业指数上升至 59.7，优于预期。其中，新订单的分项指数更上升至 13 年的新高。虽然 2 月 ADP 就业人数增长逊于预期，但 1 月数值大幅上修。美联储褐皮书也指美国劳动力市场仍然紧俏。本周重点关注美国非农就业报告（特别是工资增长数据）。下周，市场料转移焦点至英国脱欧。3 月 12-14 日的三轮关于脱欧的投票，将主导英国前景。目前，我们依然认为延迟脱欧的可能性最大。若无协议脱欧风险消退，英镑或有所反弹。

### 本周重点关注货币：

#### 欧元：

- 欧洲央行超预期的鸽派立场，致欧元跌至 2017 年 6 月以来最低。
- 欧洲央行按兵不动之余，宣布于 9 月开始为期两年的 TLTRO，预计 2019 年保持利率不变，且将 2019 年 GDP 增长预期由 1.7% 大幅下调至六年最低的 1.1%。
- 我们认为短期内经济前景堪忧及欧央行鸽派立场将使欧元继续承压。
- 近期欧元区经济数据出现改善。其中，欧元区 2 月服务业 PMI 终值上升至 52.8，1 月零售销售按年增长 2.2%，而 3 月 Sentix 投资者信心指数则改善至 -2.2，皆优于预期。尽管如此，OECD 大幅下调欧元区成员国德国和意大利经济增长预测的举措，叠加欧洲央行超预期的鸽派立场，加剧市场对该国经济前景的担忧。

图 1：欧元/美元 - 日线图：欧元兑美元上试移动平均线的阻力位不果，随后反覆回落。空方力量较强，欧元料继续承压。短期内，若欧元未能收复 1.12 的重要支持位，其进一步下试 1.0830 的可能性不可排除。



<b>美元</b>	美元指数上升至 2017 年 6 月以来新高，主要还是受惠于利率和经济分歧。利率方面，本周澳储行、加拿大央行和欧洲央行一如预期按兵不动。惟市场对澳储行降息预期升温，同时对后两者的加息预期降温。至于美联储，本周多位官员亦指出各项经济面临的风险，从而为暂停加息的观点提供依据。随着各央行鸽声四起，如果今年这些央行皆选择不加息，那么美元利率料保持较强吸引力。经济方面，美国部分经济数据包括 2 月 ISM 非制造业指数造好，一度支持 10 年期美债收益率反弹至 2.7%，并为美元带来支持。本周重点关注美国非农就业报告。短期内，美元指数料继续在 95-98 区间内波动。
<b>欧元</b>	欧洲央行超预期的鸽派立场，致欧元跌至 2017 年 6 月以来最低。欧洲央行按兵不动之余，宣布于 9 月开始为期两年的 TLTRO，预计 2019 年保持利率不变，且大幅下调 2019 年 GDP 增长预期至六年最低的 1.1%。尽管近期欧元区经济数据出现改善（包括服务业 PMI 及零售销售），但 OECD 大幅下调欧元区成员国 GDP 预测的举措，叠加欧洲央行的鸽派立场，加剧市场对该国经济前景的担忧。欧元料续承压。
<b>英镑</b>	英镑走弱，主要受到三方面因素的影响。第一，部分投资者获利离场。第二，经济数据疲弱。制造业及建筑业 PMI 相继走弱，意味着英国经济正受压于全球经济下滑及脱欧风险。第三，脱欧的风险犹存。OECD 警告无协议脱欧可能为英国及其他国家造成负面的影响。英央行官员 Cunliffe 亦指为无协议脱欧而准备的稳定措施并不能完全防止市场出现波动。下周密切关注 3 月 12-14 日的三轮关于脱欧的投票。
<b>日元</b>	在美元全面走强及美债收益率反弹的情况下，美元兑日元一度上升至去年 12 月以来最高的 112.14。另外，中美贸易谈判的好消息，削弱避险需求，亦利淡日元。惟随后市场对全球经济前景的担忧，助避险货币日元收复部分失地。下周日央行料维持超宽松货币政策的论调不变。中短期内，美日货币政策分歧料继续压低日元。而避险情绪间歇升温，则可能短暂减轻日元的下行压力。
<b>加元</b>	受到数项利淡因素的影响，加元下跌至 1 月份以来的低位。第一，经济数据疲软。受到油价及楼市疲弱的影响，加拿大去年 12 月 GDP 收缩。第二，加息预期降温。加央行警告加息时间的不确定性上升，致美加 2 年期国债息差扩大至 2007 以来最高的水平。第三，政治风险上升。今年以来第二位加拿大高级官员 Philpott 请辞，市场担心加拿大政府的不信任危机升温。第四，美国 EIA 原油库存意外大增，推低油价。
<b>澳元</b>	澳元下挫至两个月新低。本周澳储行维持利率不变，并警告经济下行风险已经上升。尽管该央行没有明确提出降息的计划，但澳洲疲软的经济数据（去年第四季 GDP 及 1 月零售销售增长皆不及预期），推升市场对澳储行降息的预期。短期内，息差因素和经济前景不确定性料继续利淡澳元。
<b>纽元</b>	纽元震荡走低。利好因素方面，市场憧憬中美贸易谈判进展乐观的预期，致风险情绪改善，并一度支持纽元走势向好。利淡因素方面，美元和美债收益率反弹，令纽元回吐升幅，并反覆走低。短期内，纽储行料维持偏鸽派的立场，因此纽元的上行空间或有限。
<b>人民币</b>	在贸易谈判带来细节之前，人民币跟随大势对美元走弱，但对一篮子货币保持强势，总体来看，中美利差短期内不再进一步收窄，减轻利差因素对人民币的压力。此外，MSCI 公布上调 A 股权重，幅度超乎预期，再加上市场憧憬财政刺激政策缓和和经济下行压力，这两个因素促使资金进一步流入中国市场，从而利好人民币。短期内，美元/人民币料继续在 6.65-6.8 区间内波动。
<b>港元</b>	在美元全面走强，及美港保持较大利差的情况下，港元持续承压，伴随着美元/港元徘徊在 7.8495 上方。惟港元始终未有触及弱方兑换保证，或驱使金管局出手。尽管深港通和沪港通下的南向资金转为净流入，可能为港元带来一些支持，但同时也将延续港元流动性十分充裕的状态。在 3 月底季结效应扰乱流动性之前，如果金管局始终没有出手，充裕的流动性料使港元利率继续在低位徘徊，而套利交易则可能使美元/港元继续贴近 7.85。由于港元沽盘谨慎，即使美元/港元触及 7.85，银行总结余料仅微幅减少。

**美元指数:**

- 美元指数上升至 2017 年 6 月以来新高，主要还是受惠于利率和经济分歧。
- 利率方面，本周澳储行、加拿大央行和欧洲央行一如预期按兵不动。惟市场对澳储行降息预期升温，同时对后两者的加息预期降温。至于美联储，本周多位官员指出各项经济面临的风险，从而为暂停加息的观点提供依据。随着各大央行鸽声四起，美元利率料保持吸引力。
- 经济方面，美国 2 月 ISM 非制造业指数意外地上升至 59.7，其中新订单指数更上升至 13 年的新高。12 月核心 PCE 按年增长持平于 1.9%，符合预期。另外，虽然 2 月 ADP 数据不如预期，但 1 月数值有所上调。部分数据造好，支持 10 年期美债收益率反弹至 2.7%，并为美元带来支持。本周重点关注美国非农就业报告。短期内，美元指数料继续在 95-98 区间内波动。。

图 2：美元指数-日线图：美元指数走高。能量柱转向多方，或为美元指数提供支持。短期内，美元指数或反覆挑战 98 的阻力位。



**英镑:**

- 英镑走弱，主要受到三方面因素的影响。第一，部分投资者获利离场。
- 第二，经济数据疲弱。英国 2 月制造业 PMI 下滑至 52，且 2 月建筑业 PMI 下降至 49.5，为 11 个月以来首次下滑至收缩区间。由此可见，英国经济正受压于全球经济下滑及脱欧风险。
- 第三，脱欧的风险犹存。本周 OECD 警告无协议脱欧可能为英国造成经济衰退的风险，并可能对其他国家带来负面的溢出效应。此外，英央行官员 Cunliffe 指为无协议脱欧而准备的稳定措施并不能完全防止市场出现波动。
- 下周，市场将密切关注 3 月 12-14 日的三轮关于脱欧的投票。目前，我们依然认为延迟脱欧的可能性最大。若无协议脱欧风险消退，英镑或有所反弹。

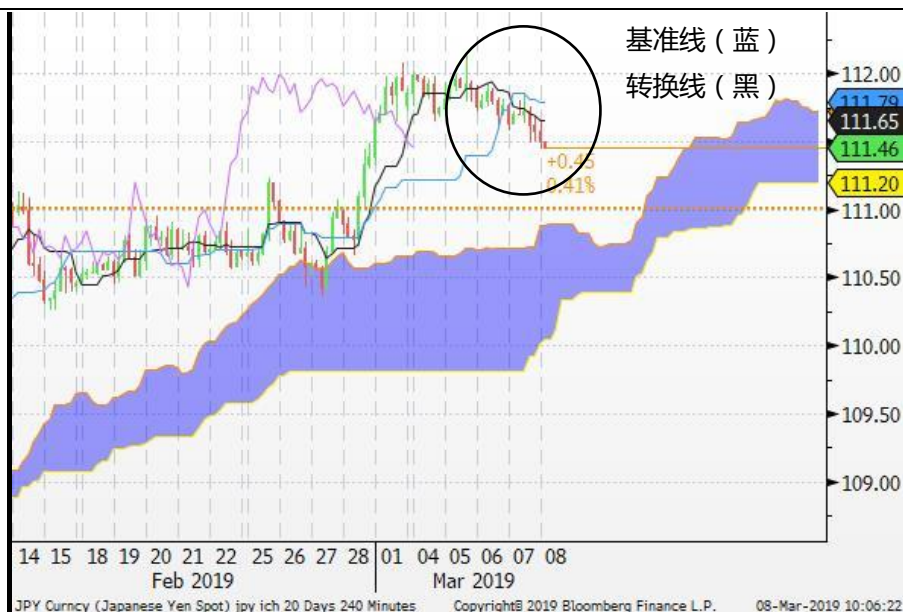
图 3：英镑/美元 - 日线图：英镑由高位回落。多方力量减弱，这对英镑的支持料有限。短期内，英镑或继续受压，1.3050 为近期较强的支持位。



**日元:**

- 在美元全面走强及美债收益率反弹的情况下，美元兑日元一度上升至去年 12 月以来最高的 112.14。
- 另外，中美贸易谈判的好消息，削弱避险需求（美元/日元 1 年期权的隐含波动率下跌至 2014 年以来最低的水平），因此亦利淡日元。
- 惟随后市场对全球经济前景的担忧，助避险货币日元收复部分失地。日本经济数据优于预期，也利好日元。具体而言，日本去年四季度 GDP 终值按季增长 0.5%，1 月经常账盈余扩大至 6004 亿日元，皆优于预期。
- 不过，由于日本通胀依然未达日央行的政策目标，下周日央行料维持超宽松货币政策的论调不变。
- 中短期内，美日货币政策分歧料继续压低日元。而避险情绪间歇升温，则可能短暂减轻日元的下行压力。

图 4：美元/日元 - 4 小时图：基准线（蓝）由下往上穿越转换线（黑），因此美元兑日元出现短线受压。然而，先行带依然展示上行的走势，意味着美元兑日元出现转势的机会较低。



**加元:**

- 受到多项利淡因素的影响，加元下跌至 1 月份以来的低位。
- 第一，经济数据疲软。受到油价及楼市疲弱的影响，加拿大去年 12 月 GDP 按月收缩 0.1%，第四季经济增长亦放慢至 0.4%。
- 第二，加息预期降温。本周加拿大央行维持利率不变，同时指出全球及当地经济下行的程度超出预期，并警告未来加息时间的不确定性上升。这导致美加 2 年期国债息差扩大至 2007 以来最高的水平。
- 第三，政治风险上升。今年以来第二位加拿大高级官员 Philpott 请辞，市场担心加拿大政府的不信任危机升温。
- 第四，美国 EIA 原油库存增长远超预期及利比亚最大油田重开，推低油价。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元显著走高。多方力量增强，美元兑加元料受到支持。短期内，美元兑加元上试 1.3550 阻力位的可能性不可排除。



**澳元:**

- 澳元下挫至两个月新低。
- 周初，消息指中美接近达成共识，或在月底撤除大部分或全部加征的关税。贸易风险降温，一度带动澳元上涨。
- 随后，澳储行维持利率不变，并警告贸易风险为国内经济带来不确定性，经济下行风险已经上升。尽管该央行没有明确提出降息的计划，但澳洲疲软的经济数据（去年第四季 GDP 增长 0.2%，1 月零售销售按月增长 0.1%，皆不及预期），以及中国经济数据疲软（2 月服务业 PMI 跌至四个月低位），推升市场对澳储行降息的预期。
- 短期内，息差因素和经济前景不确定性料继续利淡澳元。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元震荡走低。空方力量增强，这可能增添澳元的下行压力。短期内，若澳元未能企稳 0.7000 的重要支持位，则可能反覆走低。



**纽元:**

- 纽元震荡走低。
- 利好因素方面，市场憧憬中美贸易谈判进展乐观的预期，致风险情绪改善，并一度支持纽元走势向好。
- 利淡因素方面，美元和美债收益率反弹，令纽元回吐升幅，并反覆走低。
- 数据方面，2 月 QV 房价按年增长加快至 3%，反映当地楼市的前景转趋稳定。惟数据向好对纽元的支持有限。
- 展望未来，近期数据反映纽西兰经济基本面依然未稳定，加上纽储行要求当地银行增加资本计划对流动性的影响尚未明确。短期内，纽储行料维持偏鸽派的立场，因此纽元的上行空间或有限。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元兑美元失守移动平均线的支持。空方力量较强，短期内纽元继续受压的机会较高。



**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	25473.23	-2.13%	9.20%
标准普尔	2748.93	-1.95%	9.66%
纳斯达克	7421.46	-2.29%	11.85%
日经指数	21122.76	-2.22%	5.54%
富时 100	7157.55	0.72%	6.38%
上证指数	3058.30	2.15%	22.63%
恒生指数	28437.98	-1.30%	10.03%
台湾加权	10254.08	-1.30%	5.41%
海峡指数	3211.39	-0.28%	4.65%
吉隆坡	1684.37	-0.96%	-0.37%
雅加达	6440.19	-0.92%	3.97%

主要利率			
	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.59%	-0.4	-21
2年美债	2.48%	-8	-1
10年美债	2.64%	-11	-4
2年德债	-0.55%	-4	6
10年德债	0.07%	-12	-18

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
<b>能源</b>			
WTI 油价	56.38	1.0%	24.2%
布伦特	65.90	1.3%	22.5%
汽油	179.03	3.5%	35.2%
天然气	2.87	0.2%	-2.6%
<b>金属</b>			
铜	6423.50	-0.8%	7.7%
铝	1840.00	-3.2%	0.9%
<b>贵金属</b>			
黄金	1287.10	-0.9%	0.5%
白银	14.96	-1.4%	-3.7%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
<b>农产品</b>			
咖啡	0.937	-3.4%	-8.1%
棉花	0.7319	0.6%	1.4%
糖	0.1214	-3.8%	0.9%
可可	2,183	-1.6%	-9.6%
<b>谷物</b>			
小麦	4.3150	-5.0%	-14.3%
大豆	8.908	-0.9%	0.9%
玉米	3.5775	-1.7%	-4.6%
<b>亚洲商品</b>			
棕榈油	1,973.0	-0.7%	-1.5%
橡胶	181.9	-6.7%	5.8%

---

**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。

---