

全球外汇周报：
本周随笔：人民币震荡升值趋势或已形成

1月受中美贸易谈判乐观预期支持，人民币突然启动，对美元和一篮子货币加速升值。2月底美元/人民币曾一度下探至6.6546低点。不过进入3月，人民币失去升值动力，美元/人民币进入窄幅盘整。围绕在6.70上下200点拉锯。今年以来支持人民币反弹主要有两个因素，除了美元全球小幅回撤之外，更主要的是对中美达成贸易协议避免贸易战进一步恶化的乐观情绪。人民币指数也回升到95上方，回到了去年7月以来的价格，收复了贸易战爆发后的所有损失。但是在没有进一步线索之前，市场也不敢单边下注。短期内，预计美元/人民币将继续保持在目前的窄幅空间中盘整。

不过从中期来看，两个因素正在发生变化，可能成为未来支持人民币震荡升值的主要动力。首先，近期全球央行纷纷转向，鸽派预期占据主导。3月市场最为关注的欧洲央行和美联储货币政策会议鸽声嘹亮，宽松信号超过市场预期。3月初欧洲央行在政策上作出了两大调整，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。而新一轮的TLTRO将从2019年9月开始，每季度一次，一直做到2021年3月旨在缓解欧元区可能出现信用收紧的风险。3月底的美联储会议也作出了两个显著转变，第一点状图预测今年不再加息。第二，美联储缩表将显著放缓，从5月开始减少缩表规模并在9月暂停。这也意味着美联储资产负债表规模年底将停留在3.7万亿美元以上，远超过市场预期。除了欧洲央行和美联储之外，市场对除了泰国央行之外的主要亚洲央行降息的预期也大幅上升。全球货币政策正在快速出现同质性。回顾2018年，除了美元升值和贸易战之外，中国央行在贸易战爆发后率先加码宽松货币政策导致中美政策预期分化成为人民币2018年下半年贬值的主要驱动力之一。而此次随着全球主要央行分别加入宽松阵营，去年束缚人民币的政策分化因素已经消失。

其次，除了全球货币政策同化之外，资本流动也可能成为支持人民币的另一个因素。短期内，资本流动较为均衡，1月银行即期结售汇在连续6个月逆差之后，首次转为顺差，不过2月该数据再次变成逆差，除了有春节假日出国旅游购汇需求较大之外，也显示市场依然较为谨慎。不过中期来看，笔者认为今年资本流入中国是大概率事件。从国际局势来看，欧洲央行提供新的流动性支持以及美联储提早停止缩表，将为市场提供额外的流动性，这或许将重新鼓励套息交易，并驱动资金回流包括中国在内的收益较高的新兴市场国家。此外，随着中国股票和债券纷纷加入国际重要指数，预计也将吸引更多外资配置盘的流入。譬如此次MSCI增大人民币计价的A股在其主要指数的权重就超出了预期。除了纳入大盘股之外，此次还将纳入中盘股以及创业板。一共有253家大盘股、167家中盘股以及27家创业板股票将被加入指数。笔者预计此次调整或许会吸引超过额外600亿美元配置资金流入中国。而4月开始将有363只中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数，也将在未来几年陆续吸引千亿美元规模的配置资金流入。

总体来看，全球央行政策分化收窄以及流动性放宽后套息交易回流加上中国金融市场进一步开放有望在全球经济放缓的背景下对人民币形成支撑。但是人民币的小幅升值可能是震荡的，震荡的原因主要来自于对基本面看法的差异。未来中国经济是否能在短期内找到阶段性底部或许是市场需要关注的重要地方。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1231	-0.58%	-6.3%
英镑/美元	1.3064	-1.03%	-3.0%
美元/日元	110.79	-0.85%	1.6%
澳元/美元	0.7086	0.11%	-9.0%
纽元/美元	0.6785	-1.25%	-4.1%
美元/加元	1.3427	-0.01%	-6.4%
美元/瑞郎	0.9952	-0.24%	-2.3%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.7315	-0.20%	-3.3%
美元/离岸人民币	6.737	-0.25%	-3.5%
美元/港币	7.8499	-0.04%	-0.5%
美元/台币	30.832	-0.12%	-3.5%
美元/新元	1.3556	-0.27%	-2.0%
美元/马币	4.0800	-0.40%	-0.9%
美元/印尼卢比	14240	-0.56%	-4.7%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 英国脱欧进展
2. 美国非农就业报告
3. 中国经济数据及中美贸易谈判

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：

全球再度陷入对经济前景的担忧当中。这伴随着债市的狂欢。继美联储释放鸽派讯号后，欧元区公布弱于预期的 PMI 数据，打破了市场对欧元区经济企稳的希望，再加上德国 3 月制造业 PMI 跌至 79 个月新低，以及土耳其重现危机，使市场对全球经济增速放缓的预期快速升温。这导致 10 年期德债收益率自 2016 年以来首次跌破 0%。3 个月及 10 年期美债收益率更是自 2007 年以来首次出现倒挂的现象。避险情绪应声上涨，为美元和日元带来支持。

展望未来，美元或继续受到支撑。首先，全球经济前景转弱，避险情绪升温可能支持美元。其次，美国经济增速虽有所放缓，但还不至于衰退，也不至于降息。以往 3 个月及 10 年期美债收益率倒挂，被视为经济衰退的先兆。然而，有别于过去的情况，美国财政部增发短期美债（以支持财政赤字）推升了短期利率。相反，欧洲央行和日本央行大规模 QE 后，德日 10 年期国债收益率跌至 0% 附近，使 10 年期美债需求大增。这加上保险和养老金对长期美债的需求高涨，人为地压低了 10 年期美债收益率。换言之，目前美债收益率倒挂的指引作用已不可同日而语。如今美联储不但停止加息，而且还提早结束缩表。这加上财政刺激政策，料有助防止美国经济在短期内陷入衰退。本周美联储多位官员亦纷纷发言淡化经济衰退的风险。而目前美国劳动力市场紧俏和通胀温和，也意味着美联储无须急于降息。最后，美元依然存在利率优势，因为全球主要央行可能跟随美联储步伐释放愈发鸽派的讯号，本周纽联储则是很好的例子。总括而言，在全球经济增速下滑，但不至于衰退，同时各大央行纷纷进入鸽派模式，而又不至于降息的大环境下，美元指数可能保持在 95-98 区间内波动，而其他货币特别是欧元、商品货币及依赖出口之国家的货币，年内上升空间皆有限。

本周重点关注货币：

欧元：

- 两个利空因素致欧元显著下挫。第一，在市场纷纷期待欧元区经济企稳之际，该区域公布一系列疲软数据，给市场当头一棒，并为欧元带来下行压力。其中欧元区和德国 3 月制造业 PMI 分别下挫至 69 个月低的 47.6 及 79 个月新低的 44.7。虽然随后公布的德国 3 月 IFO 商业景气指数意外反弹至三个月高的 99.6，但该国 4 月消费者信心指数意外回落，3 月 CPI 环比增速也有所下滑。结合以上数据，可见欧元区经济前景依然不明朗，因此 10 年期德债收益率自 2016 年以来首次跌破 0%。
- 第二，欧洲央行行长德拉吉的鸽派讯号进一步压低欧元。本周德拉吉警告经济下行的风险升温，并表示该央行将在必要时进一步推迟加息。展望未来，因经济前景不明朗，欧洲央行可能在 4 月会议上进一步放鸽，从而令欧元续承压。

图 1：欧元/美元-日线图：欧元兑美元失守 1.13 的重要支持位。由于能量柱偏向空方，欧元继续承压的机会较高。短期内，欧元兑美元料在 1.1190 附近找到较强的支持。



美元	美元指数重返 97 上方。首先，受欧元区经济数据欠佳的影响，全球避险情绪升温，从而为美元带来支持。其次，德国疲软数据及欧洲央行行长放鸽，导致欧元进一步回落。同时，纽联储紧跟美联储步伐释放超鸽派讯号，使商品货币下挫。这变相推升美元指数。展望未来，我们认为美元指数将继续在 95-98 区间内波动。第一，全球经济前景转弱，避险情绪升温可能支持美元。第二，美国经济增速虽有所放缓，但不至于衰退（3 个月和 10 年期美债收益率倒挂的指引作用大减，且美联储停止收紧政策加上财政刺激可能支撑经济），也不至于降息（就业和通胀数据仍稳健）。第三，美元依然存在利率优势，因为全球主要央行可能跟随美联储步伐释放愈发鸽派的讯号，本周欧洲央行和纽联储则是很好的例子。
欧元	两个利淡因素致欧元显著下挫。第一，欧元区公布一系列疲软数据，为欧元带来下行压力。其中，欧元区和德国 3 月制造业 PMI 分别下挫至 69 个月低及 79 个月新低。因此，10 年期德债收益率自 2016 年以来首次跌破 0%。第二，欧洲央行行长德拉吉表示该央行将在必要时进一步推迟加息，鸽派讯号进一步压低欧元。展望未来，因经济前景不明朗，欧洲央行可能在 4 月会议上进一步放鸽，从而导致欧元续承压。
英镑	脱欧进展主导英镑大幅波动。一方面，英国首相一再推迟脱欧方案在英国议会上的投票，甚至向议员承诺请辞，以换取多数议员对其方案的支持。然而，北爱政治盟友 DUP 表示不会支持。最新消息指英国议会就梅脱欧方案的第三次投票将于周五进行。另一方面，周初英国议会通过修正案，暂时夺得脱欧进程的主导权，并于 3 月 27 日对梅脱欧方案之外的可能性进行投票，惟最终 8 个新选项皆被否决。在 4 月 12 日前，若梅的方案无法通过议会，脱欧不确定性将进一步上升，反之则将延迟脱欧至 5 月 22 日。在脱欧情况一片混乱的情况下，任何可能性包括无协议脱欧尚未能排除。因此短期内英镑料继续大幅波动。
日元	本周，日元跟随市场风险情绪的变化而波动。周初，市场对全球经济增长放慢的忧虑显著升温，避险需求致日元走高。此外，美债收益率大幅下挫，亦减轻息差因素对日元的压力。随后，避险需求回落，令日元回吐部分的升幅。展望未来，在利差因素和避险情绪两个因素的制衡下，日元料维持区间波动。
加元	加元继续低位盘整，主要受到三项因素的影响。第一，风险情绪恶化。第二，油价波动。全球经济前景不明朗可能打击原油需求，中东地缘政治风险及 OPEC+ 减产可能削减原油供应，而美国原油库存意外上升则可能减弱 OPEC+ 减产的作用。随着利好和利淡因素交替出现，油价大幅波动，并增添加元波动性。第三，加拿大经济数据疲软。尽管 2 月 CPI 按年增长加快至 1.5%，但依然低于加央行 2% 的通胀目标。展望未来，由于加拿大通胀压力有限，且油市及贸易前景不明朗，加央行料续按兵不动。
澳元	受三项因素的影响，澳元先升后回落。首先，风险情绪恶化利淡商品货币。其次，纽联储的鸽派立场令纽元下挫，并为澳元带来负面溢出效应。再者，中美贸易风险犹存。展望未来，澳元或续受压，因为澳联储可能进一步放鸽（澳联储 7 月会议减息的机会超过 50%），且中美贸易风险尚未消退。
纽元	纽元显著下挫，主要因为纽联储释放鸽派的立场。纽联储一如预期维持利率不变，并指出展望未来整体风险已转向下行，下一次调整货币政策的方向很可能是降息。期货市场估计纽联储 8 月会议减息的概率一度接近 80%。短期内，市场对当地经济前景不明朗及纽联储鸽派立场的忧虑，料续打压纽元。
人民币	在贸易谈判带来更多消息之前，市场不敢单边下注。因此，短期内，预计美元/人民币将继续保持在目前的窄幅空间中盘整。不过，中期而言，全球央行政策分化收窄、流动性放宽后套息交易回流，以及中国金融市场进一步开放，这三项因素叠加有望在全球经济放缓的背景下对人民币形成支撑。但是人民币的小幅升值可能是震荡的，主因是基本面尚未稳固。短期内关注中国经济能否找到阶段性底部。
港元	全球主要央行陆续放鸽，加上短期内没有大型 IPO，且港股通下资金持续净流入，使市场对流动性保持充裕的预期升温。季结因素因此提前消退，致港元拆息全面回落。套利交易随之回归，并带动美元/港元再度触及 7.85，从而驱使金管局再买入 55.74 亿港元，以捍卫联汇制度。短期内，港元拆息料进一步下滑，从而扩大港美息差，并进一步支持套利交易。不过，资金流入港股市场，或抵消部分套利交易对港元的压力。未来一个月内，金管局料继续进行温和干预，令总结余逐渐跌向 500 亿港元的水平。

美元指数:

- 美元指数重返 97 上方。
- 首先，因欧元区经济数据欠佳，全球避险情绪升温，致 10 年期美债收益率跌至 2017 年底以来最低的 2.338%，并带动避险美元走强。其次，纽联储和欧洲央行行长相继放鸽，使欧元和商品货币下挫。这变相推升美元指数。
- 展望未来，我们认为美元指数将继续在 95-98 区间内波动。第一，全球经济前景转弱，避险情绪升温可能支持美元。第二，虽然美国 3 月 CB 消费者信心指数意外下挫，2 月楼市数据不如预期，且 3 个月和 10 年期美债收益率倒挂，暗示美国经济增速将有所放缓，但美联储停止收紧政策及美国的财政刺激或有助防止经济在短期内陷入衰退。本周美联储官员也纷纷淡化经济衰退风险。
- 第三，美元仍具备利率优势，因全球主要央行可能跟随美联储变得愈发鸽派。

图 2：美元指数 - 日线图：美元指数在移动平均线找到支持，并出现反弹。由于能量柱在中线附近徘徊，意味美元指数短期内料维持上下波动的走势。整体而言，美元指数料在移动平均线找到较强的支持。



英镑:

- 脱欧进展主导英镑大幅波动。一方面，英国首相一再推迟脱欧方案在英国议会上的投票，甚至向议员承诺请辞，以换取多数议员对其方案的支持。虽然保守党的硬脱欧派议员 Rees-Mogg 转为支持方案，但北爱政治盟友 DUP 表示不会支持。最新消息指英国议会就梅脱欧方案的第三次投票将于周五进行。
- 另一方面，周初英国议会通过修正案，暂时夺得脱欧进程的主导权，并于 3 月 27 日对梅脱欧方案之外的可能性进行投票，惟最终 8 个新选项皆被否决。
- 在 4 月 12 日前，若梅的方案无法通过议会，脱欧不确定性将进一步上升，反之则将延迟脱欧至 5 月 22 日。在脱欧情况一片混乱的情况下，任何可能性包括无协议脱欧尚未能排除。因此短期内英镑料继续大幅波动。

图 3：英镑/美元 - 日线图：英镑在移动平均线的上方好淡争持。短期内，英镑的走势料维持波动。若英镑能重新企稳移动平均线，或反覆向好。若英镑失守该水平，则可能震荡下试 1.2990。



日元:

- 本周日元跟随风险情绪变化而波动。
- 周初，欧元区经济数据令市场失望，加上美国3个月及10年期国债收益率出现倒挂，令市场对全球经济增长放慢的忧虑显著升温，避险需求致日元走高。此外，美债收益率大幅下挫，亦减轻息差因素对日元的压力。随后，避险需求回落，令日元回吐部分的升幅。
- 展望未来，一方面，由于通胀依然远离央行目标，且外部风险继续打击日本经济基本面（1月全产业活动指数按月续跌0.2%，2月零售销售按年升幅0.4%也不及预期），日本央行料维持超宽松货币政策，甚至可能进一步放鸽。另一方面，全球各项风险因素未完全消退，意味着避险情绪可能间歇地升温。在利差因素和避险情绪两个因素的制衡下，日元料维持区间波动。

图4：美元/日元 - 4小时图：美元兑日元走低。转换线（黑）由下往上穿越基准线（蓝），意味着美元兑日元短期内出现反弹。展望未来，该货币对子料维持区间波动的走势。



加元:

- 加元继续低位盘整，主要受到三项因素的影响。第一，市场对全球经济增长放慢的忧虑升温，风险情绪恶化令加元受压。第二，油价波动。利淡因素方面，全球经济前景不明朗，及美国原油库存意外增加，拖累油价下跌，并利淡加元。利好因素方面，俄国能源部长指俄方本月减产水平将达到承诺水平，美国亦公布对伊朗的新制裁，消息带动油价一度逼近四个月的高位，并支持加元。第三，加拿大经济数据疲软。尽管2月CPI按年增长加快至1.5%，但依然低于加央行2%的通胀目标。另外，1月零售销售意外地按月收缩0.3%。
- 展望未来，由于通胀压力有限，且油市及贸易前景不明朗，加央行料继续按兵不动。息差因素将利淡加元。另外，油市震荡可能继续增添加元的波动性。

图5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元在1.34附近好淡争持。多方力量较强，这或为美元兑加元提供支持。短期内，美元兑加元可能上试甚至突破1.3455的阻力位。



澳元:

- 受三项因素的影响，澳元先升后回落。
- 首先，风险情绪恶化利淡商品货币。
- 其次，纽储行的鸽派立场令纽元下挫，并为澳元带来负面溢出效应。
- 再者，中美贸易风险犹存。一方面，消息指中国拒绝美国关于放宽科技公司限制的要求，这或增添双方达成协议的难度。另一方面，报导指中国或愿意增加对美国猪肉的进口，以释出善意。最新消息指本周美国代表访华，在几个重点议题上取得谈判进展。但特朗普幕僚库洛德表示准备和中国打持久战，谈判可能持续数周甚至数月。贸易谈判的相关消息喜忧参半，为澳元带来波动。
- 展望未来，澳元或续受压，因为澳储行可能进一步放鸽（该央行官员 Ellis 警告工资增长缓慢及其他形式收入减少为当地家庭收入造成冲击。期货市场预计澳储行7月会议减息的机会超过50%），且中美贸易风险尚未消退。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元继续受制于 100 天移动平均线（橙）的阻力。能量柱在中线徘徊，澳元料维持区间波动的走势。短期内，移动平均线为较强的阻力位。



纽元:

- 纽元显著下挫，主要因为纽储行释放鸽派的立场。纽储行一如预期维持利率不变，并指出展望未来整体风险已转向下行，下一次利率调整方向很可能是降息。期货市场估计纽储行8月会议减息的概率一度接近80%。这令纽元重挫。
- 另外，纽西兰经济数据好坏参半对纽元的支持有限。出口上升，支持纽西兰2月贸易顺差达1200万纽元，优于预期。这反映纽西兰的贸易业依然稳健。不过，3月ANZ企业信心恶化至-38，反映风险因素利淡投资情绪。
- 短期内，市场对当地经济前景不明朗及纽储行鸽派立场的忧虑，料续打压纽元。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元显著走低，并失守移动平均线的支持。由于能量柱可能由多方转向空方，纽元料继续受压。短期内，0.67 为重要的支持位。



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	25717.46	0.84%	4.04%
标准普尔	2815.44	0.53%	5.30%
纳斯达克	7669.17	0.35%	11.09%
日经指数	21166.10	-2.13%	-7.02%
富时 100	7234.33	0.37%	-5.90%
上证指数	3000.68	-3.33%	-9.27%
恒生指数	28812.64	-1.03%	-3.70%
台湾加权	10545.04	-0.88%	-0.92%
海峡指数	3212.83	0.02%	-5.59%
吉隆坡	1646.50	-1.21%	-8.37%
雅加达	6480.79	-0.68%	1.97%

主要利率			
	收盘价	周变化	年变化
		bps	bps
3月 Libor	2.60%	-0.9	91
2年美债	2.24%	-8	35
10年美债	2.39%	-4	-1
2年德债	-0.59%	-3	4
10年德债	-0.07%	-5	-50

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	59.48	0.7%	-1.6%
布伦特	68.01	1.5%	1.7%
汽油	189.43	-1.6%	5.3%
天然气	2.72	-1.2%	-7.9%
金属			
铜	6360.00	0.8%	-12.2%
铝	1893.75	0.3%	-16.1%
贵金属			
黄金	1290.20	-1.7%	-1.5%
白银	15.01	-2.2%	-12.5%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	0.940	0.1%	-25.5%
棉花	0.7576	-1.1%	-3.7%
糖	0.1253	-0.3%	-17.3%
可可	2,257	4.5%	19.3%
谷物			
小麦	4.6375	-0.5%	8.6%
大豆	8.905	-1.5%	-6.4%
玉米	3.7350	-1.3%	6.5%
亚洲商品			
棕榈油	2,013.0	-3.7%	-17.6%
橡胶	173.7	-4.9%	-15.4%

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。
