

全球外汇周报：
本周随笔：人民币：体现在价格中和尚未体现在价格中的因素

人民币突破了，过去一个月，人民币在多次尝试突破 6.7 未果之后，周三受强劲的中国经济数据支持下，成功突破 6.7。不过周四早盘利好的贸易谈判新闻却未能进一步助力人民币走高。而下午随着欧元区采购经理人指数弱于市场预期，欧元回落，美元走强并带动美元/人民币重新回到 6.70 上方。回顾过去 5 个月，此轮人民币反弹始于 12 月初中国贸易谈判的开始，而进入 1 月随着全球央行货币政策纷纷转向，货币政策的同质化推动人民币进一步走高至 6.70。不过随后由于缺乏新的驱动力，人民币在 6.70 附近横盘将近两个月。

由此我们可以看到，**中美贸易最终达成协议以及全球货币政策同质化已经基本体现在目前的人民币价格中了**。这也是为什么今天早上贸易谈判再传利好消息，却无法推动人民币的主要原因。根据媒体报道，双方可能在 5 月底进行领导人峰会签署新的贸易协议。目前信息来看，中美达成贸易协议的可能性很大，不过鉴于人民币价格中已经反映了中美贸易协议，在不出意外情况下，或许对人民币的影响不会很大。

那么哪些因素还没完全体现在目前的人民币价格当中呢？笔者觉得目前主要有三个因素，包括中国经济基本面，欧洲经济变化以及资本流入。周三人民币之所以能打破将近一个月的沉默，突破 6.7 主要是因为中国经济数据超预期。可见，未来如果中国经济的绿芽持续的话，那么人民币或许将继续得到支持。纵观 3 月经济数据，最超预期的数工业产出。如果去除农历新年效应，一季度工业产出同比增长 6.5%，依然较 2018 年 6.2% 的增幅走强。但是产出的复苏和需求无法完全匹配。一季度出口同比增长 1.4%，较 2018 年 9.9% 的增幅回落，而一季度零售销售同比增长 8.3%，也较 2018 年 9% 的增幅有所回落。3 月工业产出的反弹或许受到增值税减税影响，这也意味着，未来工业产出增幅可能会重新回落。总体来看，一季度经济确实有复苏迹象，尤其是房地产投资保持强劲。不过内需依然面临不确定。而基建投资的走势也弱于预期。未来经济将主要取决于内需和基建的走势。随着中国可能进一步推出刺激汽车消费政策以及地方政府提前融资，笔者认为内需和基建可能会进一步复苏。从而支持中国经济今年 6.3% 左右的增幅。

除了中国经济的绿芽之外，近期欧洲经济也同样出现小绿芽。如果全球经济筑底的趋势得到证实的话，这或许会导致美元回落，从而推动人民币走强。从这个角度来看，人民币短期命运也可能和欧元捆绑在一起。当然，这里的风险就是如果中国经济的复苏无法传达到世界其他角落的话，一旦全球筑底被证伪的话，人民币升值空间将被限制。

最后，从资本流动角度来看，虽然近期中国股票和债券加入国际指数新闻不断，但是在市场看到真刀实枪的资本流入之前，人民币将保持谨慎。未来市场也将通过观察中国国际收支数据以及外资持有中国资产数据来判断是否有外资陆续流入。

总体来看，笔者认为中美贸易谈判和全球货币政策同质化已经基本体现在目前的人民币价格中。市场需要寻找的是那些还没完全体现在价格中的因素包括中国经济展望，全球经济是否能筑底以及资本流入等。

外汇市场

| | 现价 | 周变化% | 年变化% |
|----------|--------|-------|-------|
| 欧元/美元 | 1.1292 | 0.4% | -1.5% |
| 英镑/美元 | 1.304 | -0.1% | 2.4% |
| 美元/日元 | 111.96 | -0.3% | -2.2% |
| 澳元/美元 | 0.7179 | 0.8% | 2.0% |
| 纽元/美元 | 0.672 | -0.1% | 0.1% |
| 美元/加元 | 1.3351 | 0.2% | 2.0% |
| 美元/瑞郎 | 1.0103 | -0.8% | -3.0% |
| 亚洲主要货币 | | | |
| 美元/人民币 | 6.6946 | 0.4% | 2.7% |
| 美元/离岸人民币 | 6.693 | 0.5% | 2.6% |
| 美元/港币 | 7.8459 | 0.0% | -0.2% |
| 美元/台币 | 30.84 | 0.1% | -0.5% |
| 美元/新元 | 1.3535 | 0.2% | 0.5% |
| 美元/马币 | 4.1450 | -0.8% | -0.3% |
| 美元/印尼卢比 | 14005 | 0.9% | 2.7% |

下周全球市场三大主题

1. 加拿大央行货币政策会议
2. 日本央行会议
3. 继续关注欧美经济数据

外汇市场：

本周回顾：

全球汇市依然十分平静，伴随着汇率窄幅波动。近期，中国经济数据造好为全球经济企稳带来希望。不过，在更多数据出台之前，市场依然保持谨慎态度。具体而言，周四市场将聚焦欧美4月制造业PMI，以判断最新经济状况。根据上周IMF的预测可见，今年欧元区经济将保持较弱表现，从而拖累全球增长。其次，随着税改政策的利好消退，美国经济增速将有所放缓，但尚属稳健。再者，在超预期减税政策及货币刺激政策的带动下，中国经济表现可能优于年初预期。不过，受制于欧美以及大部分国家经济增速回落，中国料无法独树一帜，即今年GDP增速下滑的局面难以扭转。整体而言，今年全球经济表现将逊于去年。在此情况下，随着市场逐渐消化央行转鸽的消息后，股债汇要突破近期波动范围，或需要更多来自中美欧日超预期数据，以及中美贸易谈判和英国脱欧实质性进展的刺激。

商品货币方面，近期中国经济企稳的迹象带动商品价格反弹，其中澳元尤为受惠。虽然本周澳洲储备银行的会议纪要指官员们讨论了降息情景（通胀停滞及失业率上升），但该央行表示短期内调整利率的条件尚未成熟，可见立场并不及纽联储行鸽派（该央行明确表示下次利率调整更可能是降息）。新西兰一季度CPI增速下滑，亦进一步增添了纽联储行降息的压力。至于加元，虽然伊朗、委内瑞拉和利比亚被动减产，但OPEC+纷纷讨论暂停减产，且美国页岩油产量增加，导致油价缺乏进一步上涨的动能。这加上加拿大疲软的经济数据，使加元承压。总括而言，短期内，若中美贸易谈判达成协议，及中国数据保持强劲，再加上供应短暂趋紧推升铁矿石价格，澳元表现料优于其他两只商品货币。

本周重点关注货币：

澳元：

- 澳元震荡上行，主要受惠于两项因素。
- 第一，中美贸易谈判取得进展。消息指美国为达成协议或不强逼中国消除对业界的补贴，而中方亦可能增购美国猪肉或取消家禽进口禁令。最新消息指中美可能最早于5月底签订贸易协议。
- 第二，中国经济数据表现优于预期。由于中澳经济关系密切，中国经济出现企稳迹象，减轻了市场对中国需求转弱继而打击澳洲经济的担忧。
- 其他方面，本周澳联储公布的4月货币政策会议纪要指出官员们讨论了降息的情景（即失业率上升及通胀停滞），澳元因此一度走弱。不过，该央行称短期内调整利率的条件尚未成熟。最新就业数据也意味着澳联储无需急于加息。虽然3月失业率上升至5.0%，但就业人数增加2.57万，优于预期。
- 短期内，若中美达成贸易协议，且中国经济继续企稳，澳元可能温和升值，并跑赢其他两只商品货币。

图1：澳元/美元-日线图：澳元震荡走高，并企稳在100天（黑）移动平均线的上方。多方力量增强，这料为澳元提供支持。短期内，澳元或上试0.7250的阻力位。



| | |
|------------|---|
| 美元 | 美元继续在 97 附近徘徊。美国经济数据继续喜忧参半。例如 4 月密歇根大学消费者信心指数由前值 98.4 下跌至 96.9，不如预期。相反，4 月纽元制造业指数由前值 3.7 反弹至 10.1，优于预期。在此情况下，市场将聚焦 4 月制造业 PMI，以判断美国经济最新状况。不过，近期数据显示美国通胀压力温和且劳动力市场稳健。美联储褐皮书也指出美国经济活动略微温和地增长，且就业市场依然紧缩。这意味着当地经济还不至于快速下滑，也不至于迫使美联储降息。因此，美元虽然从高位回落，但并没有进一步走弱的压力。本周股市上涨把 10 年期美债收益率从 2.5% 下方推升至 2.59%。这使美元继续受惠于利率方面的相对优势。因此，我们维持对美元指数继续在 95-98 区间内徘徊的观点。 |
| 欧元 | 欧元有所回落。一方面，尽管欧元区及德国 4 月 ZEW 经济景气指数重返正值区间，但尚未扭转市场对该区域经济前景的悲观情绪。市场将关注本周四公布的欧元区 4 月制造业 PMI，以判断该区域经济的表现。另一方面，报道称上周议息会议上部分官员质疑经济下半年反弹的可能。上述两个因素令欧元承压。短期内，受英国脱欧不确定性、欧美贸易风险，以及欧元区经济前景堪忧的影响，欧元料继续低位徘徊。 |
| 英镑 | 英镑震荡走弱，主因是市场忧虑英国内部或未能解决脱欧困局。具体而言，消息指英国首相和工党领袖未能就关税及劳工权益等议题达成共识。数据方面，英国去年 12 月至今年 2 月失业率维持在 45 年低的 3.9%，同时 2 月平均周薪按年上升 3.5%，符合预期。不过，3 月 CPI 同比增速持平于 1.9%，不及预期。脱欧不确定性和数据参差料使英国央行继续按兵不动。而英镑则可能继续呈现较大的波动性。 |
| 日元 | 日元维持区间波动。日本 3 月出口按年续跌 2.4%，反映外部不确定性对出口的影响犹存。展望未来，日元料继续窄幅波动。一方面，日央行行长重申有需要时将进一步转向宽松。息差因素料利淡日元。另一方面，全球各项风险因素未消退。避险需求或为日元提供短线支持。 |
| 加元 | 加元大幅波动。利好因素方面，市场聚焦委内瑞拉、伊朗及利比亚的局势不稳可能令原油供应紧张，带动油价上涨，并利好加元。利淡因素方面，加央行企业展望调查下跌至 2016 年最低，而 2 月制造业销售表现亦逊于预期。这意味着加拿大央行短期内无需调整政策。息差因素和油价因素料使加元窄幅波动。 |
| 澳元 | 澳元震荡上行。第一，中美贸易谈判取得进展。第二，中国经济数据表现优于预期。由于中澳经济关系密切，以上两项因素结合，减轻了投资者对中国需求转弱继而打击澳洲经济的担忧。其他方面，本周澳联储 4 月会议纪要指出官员们讨论了降息的情景，澳元因此一度走弱。不过，该央行称短期内调整利率的条件尚未成熟。3 月就业数据造好也减轻该央行降息压力。短期内，若中美贸易谈判达成协议，及中国数据保持强劲，再加上供应短暂趋紧推升铁矿石价格，澳元可能温和升值，并跑赢其他两只商品货币。 |
| 纽元 | 纽元下跌至超过三个月的低位，主要因为通胀数据令市场失望。第一季 CPI 按年增长放慢至 1.5%，不及预期。这增添了市场对纽联储减息的忧虑（5 月减息概率由 20% 左右急升至 65%）。展望未来，纽元的上行动力料有限，主要因为纽联储年内减息的可能性不可排除及市场风险情绪不稳定。 |
| 人民币 | 美元/人民币跌破 6.7。中国 3 月经济数据及第一季 GDP 皆优于预期，带动人民币反弹。另外，本周中国央行时隔 18 天重启逆回购，且仅续作了部分到期的 MLF。这使市场的宽松预期有所降温，并带动 10 年期中国国债收益率进一步上升。中美息差保持一定差距，为人民币带来支撑。再者，资金流入中国市场，以部署 A 股和中国债券入指，亦支持人民币。最后，中美可能于 5 月底签订贸易协议的消息，同样利好人民币。不过，在中美达成实质协议前，人民币或难大涨。后市涨幅亦可能受制于弱欧元。 |
| 港元 | 上周五开始招股的约 100 亿申万宏源 IPO，叠加即将来临的复活节假日，导致港元拆息全面上行，并再度突破 2%，其中短端拆息上涨幅度更为显著。不过，随着 IPO 和假期效应逐渐减退，资金紧张的情况开始改善。实际上，银行业总结余依然站稳在 500 亿港元上方，且资金外流风险偏低（港股通自 3 月 29 日以来持续录得资金净流入），反映港元流动性并非十分紧张。下周，我们预计一个月和三个月港元拆息将进一步下跌，但受 5-7 月派息高峰期和 6 月半年结效应的影响，二季度一个月和三个月港元拆息料能守住 1.5% 水平。而二季度美元/港元则可能在 7.8300-7.8500 区间内波动。 |

美元指数:

- 美元继续在 97 附近徘徊。
- 美国经济数据喜忧参半。其中，4 月密歇根大学消费者信心指数由前值 98.4 下跌至 96.9，不如预期。相反，4 月纽约制造业指数由前值 3.7 反弹至 10.1，优于预期。本周市场将聚焦 4 月制造业 PMI，以判断美国经济最新状况。
- 不过，近期数据显示美国通胀压力温和且劳动力市场稳健。美联储褐皮书也指出美国经济活动略微温和地增长，且就业市场依然紧缩。这意味着当地经济还不至于快速下滑，也不至于迫使美联储降息。因此，美元虽然从高位回落，但并没有进一步走弱的压力。
- 本周股市上涨把 10 年期美债收益率从 2.5% 下方推升至 2.59%，为 3 月美联储会议以来最高。比起把降息列入考虑范围的纽联储和澳联储，以及维持超低利率的欧央行和日央行，美联储过去一轮加息使美元保持利率优势。因此，美元指数料继续在 95-98 区间内徘徊。

图 2：美元指数-日线图：美元指数在 97 的附近好淡争持。能量柱在中线徘徊，意味美元指数或维持双向波动的走势。短期内，美元指数料在移动平均线找到支持。


欧元:

- 欧元有所回落。
- 一方面，尽管欧元区及德国 4 月 ZEW 经济景气指数重返正值区间，且欧元区 2 月工业生产跌幅小于预期，但尚未扭转市场对该区域经济前景的悲观情绪。市场将关注本周四公布的欧元区 4 月制造业 PMI，以判断该区域经济的表现。
- 另一方面，报道称上周议息会议上部分欧央行官员质疑经济是否能在下半年反弹。上述两个因素令欧元承压。
- 短期内，受英国脱欧不确定性、欧美贸易风险，以及欧元区经济前景堪忧的影响，欧元料继续低位徘徊。另外，欧央行指利率将维持不变直至年底，甚至更长时间。欧美息差因素也将利淡欧元。

图 3：欧元/美元-日线图：欧元在移动平均线附近盘整。短期内，若欧元可以企稳 50 天移动平均线（红）上方，欧元或反覆上试 1.1345 的水平。



英镑:

- 英镑震荡走弱，主要是因为市场忧虑英国内部未能就脱欧协议取得共识。
- 具体而言，虽然欧盟容许英国延迟脱欧至 10 月 31 日，但前提是英国内部需要就脱欧协议取得共识。因此，市场重点关注英首相与工党领袖的会面。最新消息指双方未能就关税及劳工权益等议题达成共识。这令市场忧虑英国内部或未能解决脱欧困局。
- 数据方面，英国去年 12 月至今年 2 月失业率维持在 45 年低的 3.9%，同时 2 月平均周薪按年上升 3.5%，符合预期。不过，3 月 CPI 同比增速持平于 1.9%，不及预期。
- 展望未来，数据参差和脱欧不确定性料使英国央行继续按兵不动，从而限制英镑的升幅。另外，脱欧的不明朗因素料继续增添英镑的波动性。

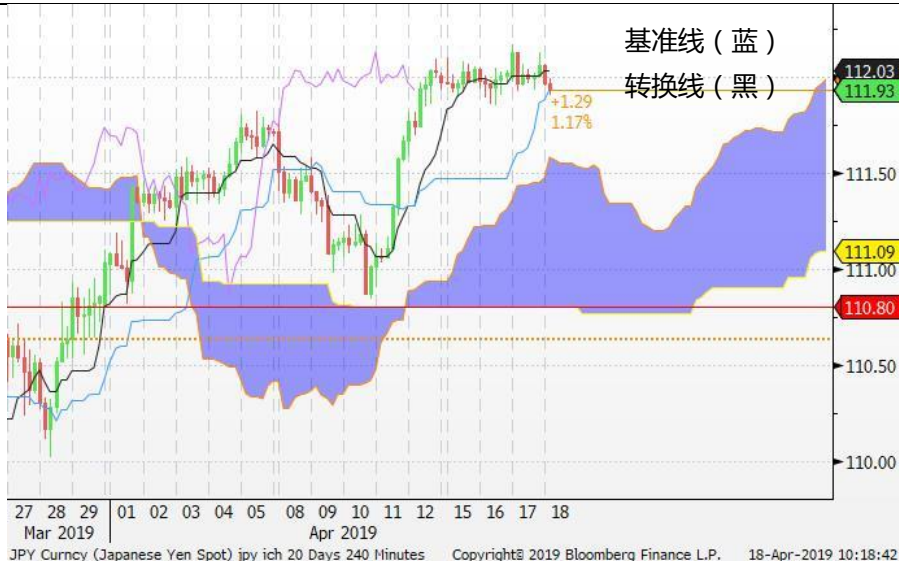
图 4：英镑/美元 - 日线图：英镑震荡走低。空方力量较强，英镑或面临较大的下行压力。短期内，若英镑未能守住 100 天移动平均线（黑），英镑下试 1.2990 的可能性不可排除。



日元:

- 日元维持区间波动。
- 数据方面，日本 3 月出口按年续跌 2.4%。另外，虽然 4 月制造业 PMI 反弹至 49.5，但仍处于收缩区间，且新出口订单跌至 2016 年 7 月的低位。这反映外部不确定性对日本出口和制造业的影响犹存。再者，日本通胀维持低迷。在经济前景不明朗及通胀疲软的情况下，日央行行长指无论长息还是短息皆有进一步下调的空间，有需要时将进一步转向宽松。息差因素料利淡日元。
- 另一方面，全球风险因素尚未消退，包括美欧贸易风险及脱欧风险等。若避险需求间歇地回升，仍可能为日元提供短线支持。
- 关注周五公布的 3 月 CPI，以判断日本通胀的走向。

图 5：美元/日元 - 4 小时图：美元兑日元整体展现上行的走势。不过基准线和转换线出现收窄的迹象，意味美元兑日元进一步上行的动力有限（甚至可能出现回调）。短期内，美元兑日元料在云层的上方找到支持。



加元:

- 美元兑加元在 1.33-1.34 区间内震荡。
- 利好因素方面，虽然报告指美国活跃钻油台的数目增加，且俄罗斯可能在 6 月后调整现时减产计划，不过市场聚焦委内瑞拉、伊朗及利比亚的局势不稳可能令原油供应紧张，加上美国 EIA 原油库存意外下降，带动油价上涨，并利好加元。
- 利淡因素方面，加拿大央行一季度整体企业展望指数由 2.3 下跌至 2016 年最低的-0.6。另外，2 月制造业销售按月下跌 0.2%，逊于预期。数据疲软令加元承压。
- 展望未来，加元料维持双向波动的走势。一方面，尽管 3 月 CPI 同比增速由 1.5% 加快至 1.9%，但仍未达到加拿大央行目标。而其他疲软数据则令市场忧虑加拿大第一季经济下行风险。因此，该国央行短期内无需急于调整政策。息差因素料打压加元。另一方面，若油价维持强势，则可能为加元提供支持。

图 6：美元/加元 - 日线图：美元兑加元在移动平均线的上方好淡争持。多方力量减弱，暗示该货币对子的上行动力有限。若未能企稳移动平均线的支持，美元兑加元可能下试 1.3255。



纽元:

- 纽元下跌至超过三个月的低位，主要因为通胀数据令市场失望。
- 具体而言，第一季 CPI 按年增长由去年第四季的 1.9% 放慢至 1.5%，不及预期。数据疲软增添了市场对纽联储行减息的忧虑。期货市场反映 5 月减息概率由 20% 左右急升至 65%。
- 展望未来，纽元的上行动力料有限，主要因为两项因素。
- 第一，由于纽联储释放鸽派的讯号，加上通胀疲软，纽联储年内减息的可能性不可排除，息差因素料利淡纽元。
- 第二，全球各项风险因素未完全消退，若市场风险情绪不稳定，这可能利淡商品货币的表现。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元/美元一度失守 0.67 的重要支持位。空方力量较强，纽元或续受压。关注纽元能否企稳 0.67 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 | 26449.54 | 1.17% | 13.38% |
| 标准普尔 | 2900.45 | 0.42% | 15.70% |
| 纳斯达克 | 7996.08 | 0.61% | 20.51% |
| 日经指数 | 22172.73 | 2.12% | 10.78% |
| 富时 100 | 7471.32 | 0.72% | 11.05% |
| 上证指数 | 3261.57 | 2.24% | 30.78% |
| 恒生指数 | 30037.62 | 0.66% | 16.22% |
| 台湾加权 | 11021.47 | 1.97% | 13.30% |
| 海峡指数 | 3350.17 | 0.58% | 9.17% |
| 吉隆坡 | 1613.60 | -0.65% | -4.55% |
| 雅加达 | 6532.60 | 1.91% | 5.46% |

主要利率

| | 收盘价 | 周变化 | 年变化 bps |
|----------|--------|-----|---------|
| | | | bps |
| 3月 Libor | 2.60% | 0.4 | -21 |
| 2年美债 | 2.39% | 4 | -10 |
| 10年美债 | 2.58% | 8 | -11 |
| 2年德债 | -0.57% | 1 | 4 |
| 10年德债 | 0.08% | 9 | -16 |

大宗商品价格(1)

| | 收盘价 | 周%变化 | 年%变化 |
|------------|---------|-------|--------|
| 能源 | | | |
| WTI 油价 | 63.70 | 0.2% | 40.3% |
| 布伦特 | 71.45 | 0.9% | 32.8% |
| 汽油 | 204.09 | 0.5% | 54.2% |
| 天然气 | 2.51 | -5.9% | -14.7% |
| 金属 | | | |
| 铜 | 6556.00 | 2.3% | 9.9% |
| 铝 | 1832.75 | -0.5% | 0.5% |
| 贵金属 | | | |
| 黄金 | 1270.80 | -1.4% | -0.8% |
| 白银 | 14.91 | 0.3% | -4.1% |

大宗商品价格(2)

| | 收盘价 | 周%变化 | 年%变化 |
|-------------|---------|-------|--------|
| 农产品 | | | |
| 咖啡 | 0.871 | -3.5% | -14.5% |
| 棉花 | 0.7817 | 1.5% | 8.3% |
| 糖 | 0.1235 | -2.4% | 2.7% |
| 可可 | 2,420 | 1.3% | 0.2% |
| 谷物 | | | |
| 小麦 | 4.4750 | -2.8% | -11.1% |
| 大豆 | 8.798 | -1.7% | -0.3% |
| 玉米 | 3.5825 | -0.5% | -4.5% |
| 亚洲商品 | | | |
| 棕榈油 | 2,122.0 | 4.0% | 5.9% |
| 橡胶 | 182.7 | -0.7% | 6.2% |

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。
