

全球外汇周报：

本周随笔：双逆差下美元一定走弱吗？

自从 2017 年初特朗普再通胀交易反转后，尽管美联储如市场预期加息三次，但是却改变不了美元持续下滑的趋势。笔者记得当时美元走弱的一个重要原因就是美国收益曲线平坦化。而收益曲线扁平化背后的一个主要因素则是疲弱的通胀预期。

进入 2018 年以来，美国税改引发的通胀预期重新抬头，带动美债收益率大幅上升。美欧美日等利差迅速拉大，收益率走高了，曲线也陡峭了，但是美元却还在跌。美元对各种信息的非对称反应使得市场对美元的偏见也越来越大，使得美元和利率的相关性也被打破。今年以来，市场正崛起一个新的理论来解释近期美元的弱势，那就是双逆差理论。所谓的双逆差理论就是在特朗普税改和财政刺激的影响下，美国财政赤字将进一步扩大，而经济的复苏又导致需求上升从而导致经常账户赤字恶化，进而对美元带来冲击。

那，双逆差理论真的能完美解释美元的弱势吗？这里笔者是有质疑的。回顾过去 40 年，美国双逆差的扩大和美元走弱并没有显著关系。其中较为明显的有 1982 至 1986 年美国税改里根政府税改时期，2001 年至 2004 年布什减税时期。1982 年的税改周期中，美国双逆差占 GDP 比重扩大至 -6% 以上，但是美元却出现了大幅升值。而 2001 年布什减税时期，美国双逆差占 GDP 扩大至 -7% 以上，美元出现了较大的贬值。笔者认为，双逆差对发达国家和发展中国家的影响显然是不一样的。

为什么同样是双逆差扩大，不同时期美元的表现如此不一样？此轮特朗普税改后美国双逆差扩大又会对美元带来什么影响呢？笔者觉得这里最关键的钥匙是美国实际利率的变化，我们看到 1980 年代虽然里根税改后美国双逆差扩大，但由于时任美联储主席沃尔克强硬的态度，美国实际利率快速上升，从而对美元带来了支撑。而在 21 世纪初的双逆差扩大中，美国实际利率下滑，从而使得美元出现较大幅度回落。

对于此轮双逆差中，笔者认为实际利率的变动也同样至关重要。而实际利率变动背后离不开美联储的态度。本周美联储主席鲍威尔首个国会陈词后美元反弹，与市场重新定价美联储今年加息次数有关。笔者看到鲍威尔讲话后，市场对美联储今年加息次数的预期由 3 次上调到了 4 次。不过笔者认为目前下结论还为时过早。本月美联储的货币政策会议将非常值得关注，尤其是美联储官员点状图变化。而与之相对应的是，市场未来需要关注美国实际利率的变化，这个可能是真正能够解开美元未来走势的钥匙。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2286	-0.04%	2.5%
英镑/美元	1.3789	-1.18%	2.3%
美元/日元	106	0.80%	6.2%
澳元/美元	0.7756	-1.02%	-0.4%
纽元/美元	0.7274	-0.15%	2.8%
美元/加元	1.2827	-1.54%	-2.1%
美元/瑞郎	0.94	-0.54%	3.4%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.3540	-0.26%	2.4%
美元/离岸人民币	6.3534	-0.50%	2.4%
美元/港币	7.8292	-0.09%	-0.3%
美元/台币	29.23	0.23%	1.8%
美元/新元	1.3212	-0.27%	0.6%
美元/马币	3.9130	0.10%	3.4%
美元/印尼卢比	13757	-0.67%	-1.4%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 意大利大选
2. 中国两会
3. 澳洲央行和加拿大央行货币政策会议

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：

上周才刚聊到美元和美债收益率重拾相关性，这周相关性又轻易瓦解。美联储新主席鲍威尔在发表半年度货币政策证词中表示预计未来将渐进加息，且认为前景保持强劲。这一番讲话一度推高 10 年期美债收益率至 2.92%，同时支撑美元反弹。随后，全球股市携手下滑，刺激避险情绪升温，使美债收益率和美元分道扬镳。在欧元和英镑大幅下挫，及商品货币纷纷承压的情况下，美元指数一路反弹至逾一个月新高 90.9。美元战胜大部分主要货币，唯独跑输日元。本周，日元上升可以归因于美债收益率的下行及避险情绪的升温。然而，由过去一段时间的日元表现来看，美债收益率上升和黑田东彦的“鸽声”似乎也失去了推低日元的能力。这背后原因可能是全球经济同步复苏以及日本本土经济增强，使日本企业的盈利对货币汇率敏感度下降，因此投资者看好日本企业前景，并把资金持续投往日本股市，支持日元继续走强。此外，由于盈利情况不断改善且劳动力市场十分紧俏，日本企业或肩负着日益沉重的加薪压力。有鉴于此，市场难免对日本央行随时转鹰保持谨慎态度。因此，即使美债收益率走高，日元似乎也能够保持相对稳定的走势。

周四特朗普确定对进口钢铁和铝征税，引起市场对全球爆发贸易战的担忧，这使日元进一步走强，而美元指数则有所回落。短期内，我们将继续关注特朗普政府的贸易政策。另外，本周日将迎来意大利大选，作为经济表现常年落后的欧猪五国之一，积累的民怨是否会转化为又一个民粹主义的胜利，值得密切关注。不过，看了法国、德国和西班牙，市场对这场战役似乎还是比较放心。欧元短期承受的压力料不会持续。相比之下，英国的政治不确定性更值得担忧，我们将继续关注英国首相拒绝欧盟的脱欧协议后，脱欧谈判接下来的进展。下周召开货币政策会议的欧洲央行、澳储行、加拿大央行和日本央行预计将按兵不动，但这些央行对经济、通胀及未来政策方向的言论值得关注。

本周重点关注货币：

日元：

- 本周美联储新主席的鹰派讲话及特朗普政府引起的贸易战担忧使市场避险情绪升温，刺激日元大幅走强。
- 日本失业率下降至 1993 年以来低位 2.4%，远优于预期，而就业申请比率也保持在数十年高位 1.59%，东京核心通胀意外升 0.9%。可见，日本企业盈利上升及就业市场紧俏可能逐渐带来通胀压力。因此，市场对日本央行随时转鹰保持警惕。日元进一步受到支撑。
- 其他方面，日本 1 月工业生产按月下跌 6.6%，跌幅创 2011 年地震以来最大。不过，第四季资本支出按年增长 4.3%，这或可以抵消近期工业及销售数据疲软对经济增长造成负面影响。
- 下周重点关注日本央行货币政策会议。该央行料按兵不动，但其对近期经济数据的表现及日元强势的评论值得关注。

图 1: 美元/日元 - 日线图: 美元兑日元跌穿 106.50 的支持位，短期内或进一步下试 105.00。



美元	美联储新主席鲍威尔首次讲话，指出将进一步渐进加息，且加息步伐将不为市场波动性所左右。这一番鹰派言论成功把美元指数推高到 90.5 以上水平，然而却引起了市场的恐慌，并导致美股全线下挫。尽管 Powell 在第二次国会讲话中尝试中和自己此前的鹰派立场，但不料特朗普引起市场对全球爆发贸易战的担忧，因此市场避险情绪进一步升温，同时 10 年期美债收益率跌穿 2.8%，而美元指数也转跌。中长期而言，我们认为美元仍可能保持相对弱势，原因包括美元汇率风险对冲成本上升，美元与其他主要货币的政策差和经济差收窄，特朗普政府引发的政治风险，以及美国双赤字恶化的预期。
欧元	欧洲央行德拉吉本周释放偏鸽讯号，但是威力显然不够美联储的鲍威尔大，后者一番讲话使欧元兑美元一路跌至 1.22 以下水平。这周日，欧元区不但要迎来意大利大选，还有德国组阁投票，两个不确定性叠加难免使市场对欧元持谨慎态度。跨过这一难关后，欧元面临的下行压力或减轻。不过，欧元兑美元想突破 1.25 也不简单，特别是在 2 月 CPI 增速放缓至 2016 年 12 月以来新低，且 PMI 意外回落之后，市场似乎开始质疑欧洲央行是否能够于年内退出 QE。消息指出欧洲央行下周会议可能讨论删除“宽松倾向”的措辞，再加上美元大范围走弱，带动欧元收复失地。欧央行如何评论近期疲软数据值得关注。
英镑	继英国央行行长之后，副行长也释放鹰派讯号，成功把英国央行 5 月加息概率送上超过 60% 的水平，并支持英镑突破 1.4。不过到底有没有必要加息？毕竟英国经济基本面表现不算强劲，且 CPI 环比回落暗示通胀压力有限。当然，更值得注意的是脱欧不确定性。周三英国首相拒绝欧盟的脱欧协议之后，英镑显著下挫。短期内，脱欧谈判将会有何进展，过渡协议是否因此泡汤，将左右英镑后市表现。
日元	美联储新主席的一番鹰派言论使市场开启避险模式，并带动日元持续走强。不过，回顾过去一段时间日元的表现，可见无论是日本央行行长的鸽派言论还是美国 10 年期国债收益率的上升，似乎都无法成功推低日元。这可能是因为日本本土经济增强且全球经济同步复苏支持日本企业盈利前景，继而促进资金流入日本股市，并带动日元走强。另外，劳动力市场紧俏及日本企业盈利增长或引申出工资通胀压力，因此使市场对日本央行随时调整货币政策的可能性保持警惕。整体而言，日元今年上涨风险或不容忽视。
加元	本周避险情绪升温，使商品货币下挫。具体而言，美国原油产量增加风险上升，加上全球避险，使油价回落。另外，尽管加拿大 CPI 表现强劲，但市场认为该国央行下次加息的时间可能由 4 月份推迟至 5 月份。因此美加息扩大对加元带来下行压力。下周加拿大央行料按兵不动，关注其对加息计划的评论。
澳元	澳洲四季度私人资本支出意外下跌，暗示该国经济表现欠佳，致杠杆基金增加澳元沽盘。此外，全球开启避险模式，也对澳元造成冲击。目前市场预计澳联储最早要等到今年 12 月才会加息，因此下周该央行料继续维持货币政策不变。此外，若美国征收进口钢铁关税或打击铁矿石需求。澳元短期表现料偏软。
纽元	避险情绪上升是本周导致纽元走弱的因素。短期而言，由于纽联储的加息计划可能远落后于美联储，纽元的后市表现或继续由美纽息差因素主导。
人民币	农历新年长假过后，人民币随大势对美元上涨了一波，不过美联储鲍威尔的发言扭转人民币涨势。可见，在中国央行表示不再干预之后，人民币双向波动的走势更加明显。短期而言，我们认为由于中国央行很可能跟随美联储上调货币市场利率，美联储三月加息对人民币带来的下行压力或有限。反而，市场对中美爆发贸易冲突的担忧可能利淡人民币短期表现。但是中国的产业升级使其对美国主要出口由低附加值产品转为高附加值产品，这意味着贸易政策对中国经济的负面影响或有限。
港元	本周三个月美元和港元拆息之差扩大至 2008 年以来新高 90 点子，鼓励投资者增加套利交易。这加上周二、周三北水回流规模叠加创记录新高，及人民币携手主要货币对美元回落，使美元兑港元冲高至 10 年高位 7.8298 水平。短期内，由于主要央行仍未出手收紧政策，且内地投资者分散投资风险的需求高企，意味着北水南下不会轻易中断，因此宽松流动性料继续鼓励套利交易。全球爆发贸易战的担忧也可能利淡亚洲货币，从而使美元兑港元站稳在 7.82 之上。不过，由于资金外流风险暂时可控，港元料能够守住 7.83 的关键位置。中期而言，如果全球流动性收紧速度超乎预期，反而可能使美元兑港元突破 7.83。

美元:

- 美国 1 月耐用品订单意外减少，且去年 4 季度 GDP 增速下修。另外，1 月核心 PCE 同比增速持平于 1.5%。
- 尽管经济数据表现参差，但美联储新主席 Powell 在首次国会讲话中表示认为经济前景强劲，预计进一步逐步加息，且市场波动不会影响其加息计划。随后全球股市携手下挫，避险情绪升温。因此 10 年期美债债息未能站稳在 2.9% 以上水平，但无阻美元指数走强。
- 不过，周四 Powell 在第二轮国会讲话中表示目前薪资数据并没有显示美国经济过热，令美元指数回吐升幅。此外，特朗普确定对进口钢、铝分别征税 25% 和 10%，这引起市场对全球爆发贸易战的担忧，因此避险情绪进一步升温，10 年期美债收益率大幅下滑至 2.815%，终推低美元指数。

图 2: 美元指数-日线图: 美元近期反覆走高并突破下行通道。指标显示多方力量持续增强，意味着美元有机会进一步挑战 91 的阻力水平。



欧元:

- 临近 3 月 4 日意大利大选，再加上德国组阁投票的不确定性，市场对欧元态度谨慎。再加上美元大范围走强，致欧元显著回落。不过，我们认为这些事件最终都将有惊无险，并不会持续打压欧元。反而欧元区通胀偏软值得关注。
- 欧元区 2 月 CPI 同比上升 1.2%，虽与预期相符，但下滑至 2016 年 12 月以来新低，核心 CPI 同比增速则持平于前值 1%，反映该区域通胀压力仍较为温和。这也呼应了欧洲央行行长德拉吉近日关于欧元区通胀尚未出现可持续上升趋势的言论。另外，欧元区 2 月制造业 PMI 回落，增添市场对该区域经济增长放缓的担忧，并进一步打击欧元。
- 下周欧洲央行将召开货币政策会议。消息指出该央行可能讨论删除“宽松倾向”的措辞。对于近期经济数据的疲弱表现，欧洲央行如何评论将值得关注。

图 3: 欧元/美元-日线图: 欧元一度失守 50 天移动平均线（绿）。短期内，若欧元能够站稳在 1.2200 的支持位上，或能够再度上试 1.2500 的阻力位。



英镑:

- 2 月 Markit 制造业 PMI 稍微回落至去年 6 月以来新低 55.2。尽管英国经济数据欠佳，但英国央行短期内加息预期高企（5 月加息概率为 62.8%），主因是继英国央行行长释放鹰派讯号后，副行长也暗示加息时间宜早不宜迟。因此英镑一度呈现较强表现。
- 惟英镑汇率反映大部分加息的利好影响，因此对坏消息变得更为敏感。
- 周三欧盟公布脱欧协议草案。草案指出脱欧后北爱尔兰将留在欧盟关税同盟，爱尔兰与北爱尔兰并不存在硬边界。由于英国脱欧后将离开单一市场，意味着英国与北爱尔兰将出现贸易障碍。因此，英国首相拒绝接受欧盟的脱欧协议草案，结果导致英镑急速下挫。脱欧谈判不确定性料续拖累英镑后市表现。
- 短期内，脱欧谈判相关进展值得关注。

图 4: 英镑/美元 - 日线图: 英镑接连失守 30 天（橙）及 50 天（绿）移动平均线。指标显示空方力量扩大，英镑可能回落至 1.3620。


加元:

- 加拿大 1 月 CPI 按年增长 1.7%，优于预期。核心 CPI 亦连续 3 个月上升，为 2016 年 9 月以来最高。尽管通胀压力抬头，但市场预计加拿大央行加息时间可能由 4 月推迟至 5 月。因此，美国和加拿大 10 年期国债收益率之差扩大至去年 6 月以来最高水平。息差因素加上避险情绪使加元受压。
- 油市方面，美国原油库存增加，加上市场担忧美国原油产量将逐步上升，拖累油价表现。这亦增添加元沽压。
- 周五加拿大将公布 GDP。下周重点关注加拿大央行货币政策会议，近期通胀表现造好，央行会否指引未来加息的步伐值得留意。另外，鉴于特朗普对贸易的强硬态度，NAFTA 谈判的发展值得关注。

图 5: 美元/加元 - 日线图: 美元兑加元持续走强，或上试 1.2880（多次升浪的顶部）。惟指标显示该货币对子接近超买，美元兑加元可能有回落的风险。



澳元:

- 澳洲 2 月 AiG 制造业表现指数亦上月 58.7 下滑至 57.5。另外，四季度私人资本支出下跌 0.2%，私人投资减少意味着第 4 季经济增长有放缓的风险。数据表现促使杠杆基金增加澳元沽盘。这叠加避险需求打击商品货币澳元。
- 中国农历新年过后钢铁需求上升带动铁矿石价格走高，但这样的需求未必可持续，美国施加钢铁进口关税也可能打击铁矿石需求，并利空澳元。
- 临近三月 FOMC，澳美息差因素对澳元带来的压力仍需关注。目前市场预计澳储行至少等到 12 月才有超过 50% 机会加息，10 年期美澳债息差处于 2000 年来低位。下周重点关注澳洲储备银行货币政策会议，由于通胀依然未达标，澳储行按兵不动的机会较高。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元一度失守 0.7745 的支持位，形成反覆走低的形态。空方力量扩大，澳元或下试 0.7610 的水平。



纽元:

- 纽西兰 1 月贸易收支录得 5.66 亿纽元逆差，大幅逊于预期，可能是因为近期纽元走强打击纽西兰出口。利淡数据令纽元受压。
- 纽西兰 2 月 ANZ 企业信心指数回升至 -19。其中零售业的企业信心改善至接近正面的展望 (-4)。不过，纽西兰整体企业的展望依然偏向悲观。
- 全球避险情绪升温，对商品货币带来冲击。另一方面，由于纽储行短期内加息机会不大，相反美联储 3 月加息概率高达 100%，纽储行加息步伐料落后于美联储，因此纽美息差因素或继续打击纽元。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元受制于双顶后回落，并跌穿 2 条移动平均线的支持。随着纽元收复 0.7200（近期较强支持位），该货币下行风险减轻。



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	24608.98	-2.77%	-0.45%
标准普尔	2677.67	-2.53%	0.15%
纳斯达克	7180.56	-2.14%	4.02%
日经指数	21117.80	-3.54%	-7.24%
富时 100	7175.64	-0.95%	-6.66%
上证指数	3263.18	-0.79%	-1.33%
恒生指数	30558.73	-2.27%	2.14%
台湾加权	10695.59	-0.92%	0.50%
海峡指数	3479.52	-1.52%	2.25%
吉隆坡	1858.51	-0.16%	3.43%
雅加达	6566.54	-0.80%	3.32%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	2.02%	6.1	32
2 年美债	2.21%	-3	33
10 年美债	2.80%	-7	40
2 年德债	-0.56%	-2	7
10 年德债	0.64%	-1	22

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	60.98	-4.0%	0.9%
布伦特	63.90	-6.3%	-4.4%
汽油	188.56	4.6%	4.8%
天然气	2.71	-4.6%	-8.2%
金属			
铜	6922.00	-2.4%	-4.5%
铝	2143.25	0.4%	-5.1%
贵金属			
黄金	1317.60	-0.8%	0.6%
白银	16.40	-4.4%	-4.4%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.225	-2.2%	-3.0%
棉花	0.8257	1.4%	5.0%
糖	0.1371	0.2%	-9.6%
可可	2,270	18.6%	20.0%
谷物			
小麦	5.0550	11.8%	18.4%
大豆	10.660	2.9%	12.0%
玉米	3.7950	3.6%	8.2%
亚洲商品			
棕榈油	2,510.0	-1.0%	2.7%
橡胶	182.3	-0.1%	-11.2%

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。
