

全球外汇周报：

本周随笔：美国贸易保护政策来势汹汹

美国总统特朗普正在用行动证明自己是一个信守承诺的人。虽然医改“胎死腹中”，但税改用时之短令人惊讶，并加强了市场对特朗普兑现诺言的信心。特朗普在国情咨文发表会上意外没有公布的基建计划也在本周公诸于世。至于贸易保护政策，继年初宣布对进口洗衣机和太阳能板施加关税后，本周特朗普威胁将对某些贸易伙伴征收“互惠税”，旨在争取贸易双方关税上的平等。而周三美国商务部则初步裁定，对进口中国铸铁污水管配件征税超 100%。目前特朗普政府正在研究以国家安全为由对铝和钢进口实施关税，并最迟在今年 4 月得出结论。另外，特朗普政府还针对知识产权专利评估中国贸易行为，这项调查的最后期限是 8 月份。鉴于 2017 年中国对美国的贸易顺差达到历史新高，美国矛头指向中国属意料之中。然而，若中美出现贸易冲突，其他亚洲国家也难免受到影响。回顾去年，亚洲大部分国家包括新加坡的电子产品出口大幅上升，而中国作为加工国则对电子元件进口显著增加，这反映了整个亚洲产业链环环相扣。这样看来，比起逐渐转型为由内需驱动的中国经济，那些高度依赖出口的亚洲国家似乎更加需要当心。此外，中国近年来的产业转型，使其出口的产品由低附加值升级为高端产品，这也使得中国经济受中美贸易冲突的影响相对有限。

除了贸易风险之外，笔者认为部分亚洲国家还需小心全球收紧政策速度和幅度超预期引发的资金外流风险，这里指的正是那些经历了 2013 年“缩减恐慌”后，还存在双赤字的国家。其中菲律宾则是一个好例子。经历了“黑色一星期”之后，新兴市场货币和股市携手反弹，唯独菲律宾的股票依然遭受持续性抛售，而菲律宾比索也因此大幅下挫至 11 年新低。

无论是亚洲国家面临贸易冲突风险，还是资金外流风险，市场动荡都可能激发日元的避险性质。因此，我们始终认为不应该低估日元升值风险。本周日本领跑 G10 货币，正源于全球避险需求的上升。

而本周美元的走势则进一步证实了美债收益率和美元相关性的瓦解。对于美债收益率和美元相关性下降的讨论可以参考笔者上周的外汇报告。此外，特朗普贸易政策的实施，显然也是利淡美元的。首先，想要推动出口，除了各式各样的贸易保护政策之外，弱美元是关键。美国财长过去的言论也透露出当局对弱货币的偏好。其次，特朗普政府追求的不只是促进出口，还包括刺激经济。税改政策带来的工资增速上涨，将转化为居民消费的上升，从而提振进口需求。这暗示贸易逆差收窄并不容易。再者，特朗普刚刚签署的预算协议，把债务上限暂停至 2019 年 3 月，为财政赤字的扩大铺路。因此，双赤字对美元带来的下行压力不容忽视。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2461	1.76%	3.9%
英镑/美元	1.4008	0.70%	4.0%
美元/日元	106.45	2.14%	5.8%
澳元/美元	0.7929	1.93%	1.8%
纽元/美元	0.7387	2.40%	4.4%
美元/加元	1.2487	0.91%	0.6%
美元/瑞郎	0.9279	0.85%	4.8%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.3415	-0.18%	2.6%
美元/离岸人民币	6.3055	0.88%	3.1%
美元/港币	7.8221	-0.03%	-0.2%
美元/台币	29.33	0.07%	1.4%
美元/新元	1.3132	1.36%	1.2%
美元/马币	3.8910	0.90%	3.9%
美元/印尼卢比	13557	0.32%	0.1%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美联储及澳联储会议纪要
2. 美国贸易政策
3. 英国首相关于脱欧的演讲

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：

经历了“黑色一星期”后，市场开始消化通胀开始上升的预期，恐慌指数 VIX 回落至 19.3。风险情绪稍微抬头，加上特朗普公布 1.5 万亿美元的基建计划，为股市带来反弹动能。债市方面，美国白宫公布 2019 年财年 4.4 万亿美元的预算，意味着美国财政部将增发美债。而上周末特朗普签署为期两年的预算协议，其中包括了一项暂停债务上限至明年三月的条款，正为美国财政部发债铺路。换言之，美国国债供应量将有所增加。需求方面，美联储去年 10 月以来开始缩表，而其他主要央行也将逐渐收紧政策，央行对美债的需求或有所减少。另外，美元兑欧元和日元的三个月对冲成本显著上升，变相削弱了美债吸引力。就此而言，美债收益率或已逐步迈入上升轨道。从通胀的角度来看，无论是税改还是紧俏的劳动力市场还是商品价格的上升，于我们而言都是通胀压力上涨的驱动力，美国 1 月核心 CPI 环比增速也确实达到 2005 年以来最快。那么，期限溢价抬头，带动十年期美国国债收益率（目前为 2.92%）触及 3%，指日可待。在此情况下，美联储可能需要更快加息。不过，这一波涉及通胀的经济复苏，相信不会只是区域性的。在全球化的年代，通胀压力难免四处传播。因此，各大主要央行收紧政策的迫切性料将不断上升。那么，对于经济复苏了好几年，且加息加了五次的美国而言，经济差和政策差优势都将减弱。这也解释了美债收益率上升，但美元依然在低位徘徊的原因。这不，美元指数又回落到 89 以下水平。另外，值得注意的是，虽然全球市场似乎回归淡定，但美国 CPI 数据公布后，美元兑日元进一步跌穿 107，可见通胀压力抬头及美联储加速加息的担忧并未消除。若全球市场再次出现动荡，我们认为避险情绪为日元带来的上升风险不容忽视。

本周重点关注货币：

美元：

- 特朗普公布 1.5 万亿美元的基建计划，这支持美股有所反弹。另外，白宫预算计划预计十年后预算赤字超过 7 万亿美元，届时政府债务将达到 30 万亿美元，这远高于 2018 年财年预测的 9.26 万亿美元，这增添美国财政部持续增发国债的可能。随着美联储逐渐缩表，且其他主要央行准备收紧政策，美国国债的需求料下降，同时供应增加，暗示美债收益率将进一步上升。
- 另外，通胀也是决定 10 年期美国国债收益率的关键指标。最新公布的美国 1 月 CPI 同比上升 2.1%，环比上升 0.5%，而核心 CPI 环比升幅也达到 2005 年以来最快，这支持 10 年期美债收益率突破 2.9%。惟美债收益率和美元相关性下跌，主要是因为市场预计美元将逐渐失去经济差和政策差优势。且美国双赤字也将利淡美元。下周重点关注美联储会议纪要。

• 图 1: 美元指数-日线图: 美元受制于 30 天移动平均线（橙）。指标显示多方力量正在减弱，美元或有持续受压的风险。



美元	随着市场风险情绪上升，美元指数回落至 89 以下水平。市场对美国财政部增发美债的担忧，加上美国 1 月通胀数据超预期的表现，支持 10 年期美债收益率突破 2.9%，但却未能对美元带来支撑，主因是市场形成对美元经济差和政策差优势减弱的预期。当然，美元兑欧元和日元对冲成本上升，也是投资者抛售美元资产的原因。此外，我们依然担忧特朗普通俄门，以及国会中期选举的不确定性，可能增添美元波动性。最后，美国贸易和财政双赤字也对美元造成下行压力。因此我们对美元中长期走弱的观点不变。
欧元	继德国组阁谈判达成协议之后，欧元区鲜有关键性消息传出，因此欧元随着美元走势波动。随着美元回落，欧元逐步反弹。而周三公布欧元区经济数据包括 GDP 造好，则支持欧元进一步走强。近期，我们看到欧猪五国之一希腊的国债收益率不断下滑。随着欧元区经济全面复苏，且美元兑欧元对冲成本不断上升，欧元区边缘国家国债吸引力或持续走高，资金回流欧元利好该货币中长期走势。
英镑	上周五公布的数据包括工业生产不如预期，跟此前的 PMI 数据如出一辙。通胀方面，CPI 数据虽优于预期，但也显示出弱英镑带来的输入性通胀压力已减弱。因此，对于反映了大部分 5 月加息预期（概率超过 50%）的英镑而言，任何关于脱欧的坏消息都可能扭转英镑强势。英国和欧盟在过渡性阶段的谈判上出现分歧，这暗示 3 月欧盟峰会上双方达成协议的难度较大。我们认为英镑短期内上升空间有限。
日元	日元本周“独领风骚”。尽管大家都知道日本央行和美联储可能是政策差最大的一两大央行，10 年期美国国债收益率上涨理应对日元造成贬值压力。可是，日元就是跌不下去。这和避险情绪息息相关。“黑色一星期”预告了全球市场波动性上升后，投资者开始购买避险日元资产。下一任央行行长人选的不确定性也为日元带来上升压力。不过，美债收益率持续上涨可能对日元带来的息差压力仍不能忽视。
加元	上周五加拿大公布的就业数据并不理想，包括失业率上升，劳动力参与率下降，以及净减少就业人数达到 2009 年以来最多。不过，工资同比增速加快至 3.3%，为加拿大央行短期内再度加息提供依据（4 月加息概率超 50%）。此外，EIA 原油库存增幅少于预期，且沙特能源部长表示将与 OPEC 在今年余下时间继续减产，这加上美元回落，支持油价和加元反弹。
澳元	自上周澳储行重申中性立场以来，澳元持续承压。直至澳洲公布亮丽经济数据（包括大致符合预期的就业数据及企业信心指数）叠加美元大范围回落，才支持澳元反弹。不过，鉴于市场猜测澳储行最早于 11 月加息，澳元上升空间或受制于澳美息差的收窄。下周重点关注澳储行会议纪要。
纽元	纽储行意外释放鸽派讯号，为纽元带来显著下行压力。不过，周三公布的一季度纽西兰两年通胀预测由前值 2.02% 上升至 2.11%，且房地产数据稳固，令纽元大幅反弹。风险情绪上升也支持商品货币造好。然而，纽元上升空间或有限，主因是纽美息差收窄可能带来一定压力。
人民币	周二中国央行开展 MLF 操作，缓解了资金紧张局面。中国央行四季度货币政策执行报告指将保持货币信贷和社会融资规模合理增长，这加上近期央行积极主动管理流动性的行为，暗示今年境内人民币流动性过度紧张，并波及离岸市场的情况将有所减少。本周人民币指数回落至 96.1 的水平，而人民币则随大势对美元双向波动。周四美元大范围走弱，人民币应声反弹。中期而言，鉴于美元中长期表现偏弱的预期，中国央行干预的减少，以及出口商高企的结汇需求，我们认为人民币对美元下行空间有限。
港元	资金充裕使港元拆息一跌再跌，港美息差扩大、北水暂停，及人民币稍微回落，这些因素叠加为港元带来下行压力。短期内，由于资金仍未显著外流，单凭息差因素料难推动港元跌破 7.83 的阻力位。中长期而言，若通胀上升及全球流动性收紧的速度超乎预期，从而促使投资者抛售港元资产，那么即使息差收窄，料也难避免港元进一步走弱，并短线迈向 7.85 的弱方保证水平。利率方面，值得注意的是，近期各大银行争先推出定息按揭贷款计划，或暗示银行业对年内港元拆息逐渐上升（导致“H 按”利率持续触及上限）形成共识，下一步很可能是上调最优贷款利率。

欧元:

- 欧元区 12 月工业生产按年升幅扩大至 5.2%。四季度 GDP 按年增长 2.7%。欧盟委员会称目前 19 个成员国经济表现达到金融危机以来最平衡水平。
- 全方位的经济扩张料增添欧央行年内收紧政策的压力，并有助推高成员国国债收益率。因此，我们认为德美息差收窄比扩大的可能性更大。而美元兑欧元三个月对冲成本已高达 2.46%，超过美德 10 年期国债息差 2.16%，反映美元资产吸引力下降。欧猪五国之一希腊的 10 年期国债收益率也下滑至 2008 年以来新低。资金回流欧元区料支持欧元中长期表现。
- 下周重点关注经常帐收支。

图 2: 欧元/美元-日线图: 欧元在 30 天移动平均线 (橙) 找到支持，触及通道的底部后迅速反弹。若欧元能突破 1.2500，或可进一步上望 1.2540



英镑:

- 英国 1 月 CPI 按年增速持平于 3%，环比下跌 0.5%，均优于预期，这虽然对英镑带来一定支撑，但依然反映出弱英镑带来的输入性通胀压力已见顶。
- 尽管近期多位英国央行官员对通胀前景及加息预期发表较乐观的言论。不过国内经济增长放慢，加上通胀出现见顶的迹象，这意味着经济基本面或未能支持央行多次加息。由于汇价已部分反映 5 月加息的预期，任何关于脱欧谈判的坏消息或打压英镑。
- 脱欧方面，有传英国计划于下月与欧盟签订有关过渡期的协议，不过欧盟则指出双方仍需就协议的细节协商，反映 3 月欧盟峰会之前双方达成过渡期协议的难度高企。另外，梅姨于下周六发表主题为“脱欧之路”的演讲值得关注。
- 下周重点关注 GDP，这将指引市场对英国基本面情况作出判断。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑在 30 天移动平均线 (橙) 找到支持，并扭转跌势。短期内，若英镑可以突破 1.4050 的阻力位，则可能进一步走高。



日元:

- 日本第四季 GDP 按季增速年化达到 0.5%，逊于预期，但为连续第八个季度增长，创数十年来最长连续增长纪录。其中，外部需求稳健，抵消本地需求以及资本开支增长的放缓。靓丽数据支持日元表现。
- 另外，在美国公布通胀数据之前，市场担忧情绪叠加日股下跌，激发了日元的避险性质。随后美国公布的 CPI 数据优于预期，增添了市场对通胀上升风险的担忧，这进一步推高日元。
- 周二首相安倍晋三于国会会议上重申未下届央行行长人选的名单。日本央行行长人选的不确定性，亦对日元带来支撑。惟黑田仍有较大的机会留任行长，以延续货币政策的连贯性。若日央行保持宽松政策，美日息差压力或限制日元上升空间。

图 4:美元/日元-日线图: 美元兑日元持续走低。该货币对子能否站稳 106.50 值得关注。指标显示美元/日元接近超卖，短期内或出现反弹。



加元:

- 加拿大 1 月失业率上升至 5.9%，且新增兼职人数大幅减少导致 1 月净流失职位数目创自 2009 年以来最高，这可能与部分省份提高最低工资有关。惟工资增速加快至 3.3%，在劳动市场保持紧俏的情况下，工资增长加快可能有助于带动整体通胀升温，从而为加拿大央行调整货币政策提供依据。市场对加拿大央行 5 月加息预期超过 50%。
- 由于 OPEC 或于下季调整减产协议，且美国原油产量和钻井机数量上升，美油价格一度跌穿 60 美元/桶水平。不过，由于 EIA 原油库存增幅少于预期，且沙特能源部长表示将与 OPEC 在今年余下时间继续减产，这加上美元回落，支持油价和加元反弹。
- 下周重点关注 CPI，这或指引加拿大央行未来货币政策的走向。

图 5: 美元/加元-日线图: 随机震荡指标反映美元/加元接近 80 的超买区，因此可能出现回调。短期内，美元兑加元料在 1.2410-1.2660 区间波动。



澳元:

- 澳洲 1 月 NAB 企业信心指数上升 2 点至+12, 创自 2017 年 4 月以来新高。另外, 企业景气状况亦大幅增长至+19。
- 澳洲 1 月失业率由 5.6% 轻微下跌至 5.5%。总就业人数达 1.245 千万人, 为有纪录以来新高。期内就业职位净增长 16000 个, 优于预期。由于就业市场数据大致符合市场预期, 且美元大范围走弱, 澳元应声走高。
- 不过, 澳储行的鸽派立场可能使澳元涨幅受限。具体而言, 该央行官员 Ellis 指出纵使劳动市场达致全民就业, 工资增长亦可能需要较长时间才可以复苏。市场认为澳储行或等到 11 月才会加息。
- 下周重点关注澳储行货币政策会议纪要, 央行对经济增长、通胀预期, 以及加息步伐的论调值得关注。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元出现反弹, 一举突破 30 天(橙)及 50 天(绿)移动均线。若澳元保持强势, 短线可望挑战 0.8000 的水平。



纽元:

- 纽储行下调通胀前景的预期, 同时指出可能要等到 2019 年中期才有较高的可能性加息。央行释放鸽派讯号, 一度拖累纽元下挫。
- 不过, 周三公布的两年通胀预期由前值 2.02% 上升至 2.11%, 这减轻了市场对纽储行长期保持鸽派的担忧。此外, 纽西兰 1 月 REINZ 房屋销售扭转跌势, 按年增长 2.7%, 而纽西兰房价中位数亦上升 7.1%。房地产数据稳固加上全球风险偏好回升, 带动纽元大幅上涨。
- 不过, 新政府未来经济政策的走向依然存有不不确定性, 这可能为纽元的走向增添波动性。
- 周五将公布制造业 PMI。下周重点关注第四季零售销售。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元扭转跌势, 在 30 天移动平均线(橙)找到支撑。指标显示空方力量正在减弱, 这或支持纽元挑战 0.7400 的关口。



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	24893.49	4.33%	0.70%
标准普尔	2698.63	4.56%	0.94%
纳斯达克	7143.62	5.41%	3.48%
日经指数	21434.63	-2.08%	-5.84%
富时 100	7213.97	0.60%	-6.16%
上证指数	3199.16	-1.93%	-3.27%
恒生指数	30999.61	1.80%	3.61%
台湾加权	10421.09	-1.02%	-2.08%
海峡指数	3435.63	0.58%	0.96%
吉隆坡	1839.67	0.01%	2.39%
雅加达	6603.77	0.90%	3.90%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	1.84%	2.8	14
2 年美债	2.18%	8	30
10 年美债	2.92%	9	51
2 年德债	-0.57%	-1	6
10 年德债	0.76%	-1	33

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	61.30	0.2%	1.5%
布伦特	64.89	-4.8%	-3.0%
汽油	172.38	-4.4%	-4.2%
天然气	2.62	-8.0%	-11.4%
金属			
铜	7163.00	4.6%	-1.2%
铝	2175.50	-0.1%	-3.7%
贵金属			
黄金	1353.10	2.7%	3.3%
白银	16.89	-1.5%	-1.5%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.228	-1.9%	-2.7%
棉花	0.7550	-1.5%	-4.0%
糖	0.1340	-1.3%	-11.6%
可可	2,055	7.4%	8.6%
谷物			
小麦	4.5675	0.1%	7.0%
大豆	10.198	3.2%	7.1%
玉米	3.6750	0.5%	4.8%
亚洲商品			
棕榈油	2,506.0	0.2%	2.5%
橡胶	177.8	-2.7%	-13.4%

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。
