

全球外汇周报：
本周随笔：美债 3.1 和意大利政治风险

美元又涨了，一眨眼美元指数到了 93.50。经过一个月的驰骋，驱动美元升值的因素已经有些乏力。无外乎在增长预期差和通胀预期差这两个因素里切换，并最终通过利差来表现出来。过去一周带动美元升值的正是利差因素。美国 10 年国债终于站稳 3.10%。突破了 3% 的心理关口和 3.05% 的 2014 年高点。令人惊奇的是，美债突破 3.10% 似乎并没有引起太多市场的震动和讨论。4 月底美债第一次突破 3% 的时候，引起了市场的广泛讨论，当时悲观者认为一旦美债突破 3.05% 的话，或许意味着新一轮波动的开始。但是从目前市场的走势来看，似乎对发达国家市场的影响并不大。

至于本周美债为何轻松突破 3.10%，笔者也并没有找到非常令人信服的原因。笔者认为，10 年美债此轮的突破更多是对 2 年和 5 年的追赶，从而重新使得美债收益曲线陡峭化。经过本周的大涨之后，美债 10 年和 2 年的差这个月以来重新扩大 8 个基点，并扭转了 3 月以来收益曲线平坦化的趋势。鉴于美国经济数据依然强劲，譬如一季度美国名义 GDP 同比增长 4.8%，而通胀率也接近美联储的目标。市场或许会继续布局美债收益曲线陡峭化，这也意味着 10 年美债可能还有上升空间，从而为美元带来支持。

不过笔者觉得未来美债收益率上升对市场的影响或许将出现分化。更多影响可能会体现在新兴市场上。此轮美元收益率的上升，对新兴市场汇债的影响已经开始显现。基本面较弱的经济体率先受到冲击，本地区印尼央行和菲律宾央行分别加息来减缓本币贬值的压力，期望通过维护利差来减缓资本外流压力。就连基本面较强的中国也出现了融资成本快速上升，信用利差扩大的局面，当然这更多是受到国内调控的影响。相对来说，美债收益率的走高对其他发达经济体的影响或许有限。未来需要关注新兴市场资本外流压力。

过去一周除了美债因素之外，意大利政治发展是另一个影响美元走势的主要因素。本周欧元的大跌主要受到意大利组阁的影响。经过数轮失败的谈判之后，意大利两个非主流政党民粹派的五星运动和右翼的北方联盟可能将组阁成立执政政府。而让市场意外的是，欧元区退出机制出现在组阁的讨论文件中，这导致了欧元的大跌。但是如果压注欧元因为意大利政治风险而继续走弱似乎为时过早。市场需要思考的是意大利政治风险如何改变欧洲央行的退出政策，而市场对欧洲央行的加息预期已经相对温和。因此，意大利的政治风险未必会导致欧元大幅走弱。

而相对于新兴市场国家来说，意大利的资本外流风险要小很多，因为外资持有意大利的资产已经处在低位。笔者认为如果美债收益率继续上升，或许会对美元起到支持。但是未来新兴市场和发达国家货币分歧或许会加大。而近期美元经过一个月快速上升之后，已经出现疲惫的现象。或许做空美元的机会马上就会出现。未来一周需要关注美联储和欧洲央行官员的态度。尤其是下周的美联储 5 月会议纪要。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1804	-1.11%	-1.5%
英镑/美元	1.3516	-0.16%	0.3%
美元/日元	110.95	-1.44%	1.5%
澳元/美元	0.7513	-0.23%	-3.5%
纽元/美元	0.6885	-1.05%	-2.7%
美元/加元	1.2823	-0.28%	-2.0%
美元/瑞郎	1.0007	-0.22%	-2.8%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.3710	-0.58%	2.1%
美元/离岸人民币	6.3592	-0.49%	2.3%
美元/港币	7.8498	-0.01%	-0.5%
美元/台币	29.9	-0.45%	-0.5%
美元/新元	1.3424	-0.55%	-1.0%
美元/马币	3.9760	-0.67%	1.7%
美元/印尼卢比	14100	-1.03%	-3.8%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 中美贸易谈判
2. 美联储 5 月货币政策会议纪要
3. 包括鲍威尔在内的美联储主席发言

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：

市场还是上演着美元短期反弹的故事。起初，油价创逾三年新高，为通胀预期提供了依据。随后，美国零售销售及工业生产数据表现亮丽，亦支撑了通胀升温的预期。再加上部分美联储委员本周发表偏鹰派言论，使市场进一步担忧美联储可能于年内加息四次而非三次。因此，10年期美债收益率一举突破技术阻力位 3.05%，创 2011 年以来最高水平 3.12%。利率分歧支持美元指数重返 93 以上水平。其他货币则纷纷回落。在 G7 货币当中，过去 5 天纽元、欧元和日元跌幅逾 1%。首先，由于澳储行的态度不如纽储行般鸽派，市场认为澳纽未来可能出现货币政策分歧。因此，投资者抛纽元买澳元，使纽元承压。其次，意大利两个民粹政党携手组阁，增添该国乃至整个欧元区的政治不确定性，因此欧元重挫。再者，随着避险情绪降温，美日息差成为日元走势的主导因素，并推动美元兑日元突破关键阻力位 110。相比之下，加元表现较好。在经济基本面稳健的背景下，加拿大央行或是美联储之外，最有可能于年内收紧政策的央行。再加上油价高企带来的支持，加元或继续跑赢其他商品货币。

目前，我们依然认为美元指数短期反弹并不可持续，原因包括美国和其他主要经济体在经济表现和货币政策方面的分歧将逐渐缩小、美国需应对经常帐和财政双赤字的扩大，以及美国将面临政治不确定性（如国会中期选举和通俄门等）。其次，由短期因素（如地缘政治风险和贸易关税）带来的商品价格上升潮，是否能够带动通胀可持续的上升，并支持美联储加快加息步伐，也需打个问号。尽管美元中长期内很可能再度转弱，但个别新兴市场国家前景还是十分不明朗。继阿根廷之后，土耳其也呈现股债汇三杀的局面。由于这两个国家利率高企，当地央行已无法通过上调利率来保卫货币。数据显示土耳其、阿根廷、巴基斯坦、埃及和罗马尼亚的经常帐赤字占 GDP 的比率超过 3% 的警戒线。在美债收益率继续上扬的情况下，这些国家为了应对巨额赤字而不断借外债的行为，将使其货币和经济承受更大的下行风险。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 尽管美国通胀数据不及预期，但紧俏的劳动力市场、关税及商品价格上升（油价持续高企）等因素皆支持通胀预期。
- 此外，经济数据（包括零售销售及工业生产）向好，加上美联储官员 Williams 及 Mester 发表较鹰派的言论，推高市场对美联储加快加息的预期。多项利好因素叠加，带动 10 年美债收益率突破关键阻力位 3.05%，创 7 年新高 3.12%。利率分歧支持美元指数再度突破 93。短期美元或保持强势。
- 然而，近期商品价格上涨主要源于短暂性因素，这带来的通胀预期是否可持续，继而支持美联储加快加息，值得考究。下周关注 FOMC 会议纪要，这或透露更多美联储未来货币政策的走向。目前我们仍相信美元涨势是短暂的。

图 1: 美元指数-日线图: 美元指数短线升穿 93.50 的阻力位。若能企稳该水平，美元或可以上试 94。惟 RSI 显示技术超买，美元回调风险值得留意。



美元	“通胀升温”和“美联储加快加息”的预期为美元带来强劲支撑。除高企的油价之外，美国零售销售及工业生产数据表现亮丽，亦支撑了通胀升温的预期。再加上美联储委员本周发表偏鹰派言论，使市场进一步担忧美联储可能于年内加息四次而非三次。因此，10年期美债收益率一举突破技术阻力位3.05%，创2011年以来最高水平3.12%。利率分歧支持美元指数重返93以上水平。展望未来，我们认为美元指数短期反弹并不可持续，原因包括经济和货币政策分歧的缩小、经常帐和财政双赤字的扩大，以及美国内部政治不确定性（如国会中期选举和通俄门）。其次，由短期因素（如地缘政治风险和贸易关税）带来的商品价格上升潮，是否能够带动通胀可持续的上升，并支持美联储加快加息步伐，还需打个问号。
欧元	经济因素和政治因素继续打压欧元。一方面，德国一季度GDP增速下滑程度超乎预期。而欧元区4月CPI同比升幅终值则下修至1.2%。另一方面，意大利两大民粹政党同意组阁，组阁计划一度引发市场对意大利脱欧危机的担忧。因此，欧元迅速回吐周初欧洲央行理事Villeroy鹰派言论带来的涨幅。然而，我们目前还是相信欧洲央行将在年内退出QE及在明年开始加息。因此，欧元目前跌势料不会持续。
英镑	加息预期下滑拖累英镑。继上周英国央行预计通胀加速下滑后，一季度就业报告显示平均周薪同比增速回落，强化了市场对英国央行年内仅加息一次的预期，这与美联储加快加息的预期形成鲜明对比，从而为英镑带来打击。随后，消息指英国或计划在2021年后依然留在关税同盟，这缓解了英国贸易前景的担忧，助英镑收窄跌幅。短期内，息差因素或削减英镑反弹动能。而脱欧谈判相关消息则值得继续关注。
日元	随着避险情绪降温，美日息差成为日元走势的主导因素，致日元显著承压。日本4月CPI同比升幅由1.1%回落至0.6%，不及预期，且远离央行设定的目标。中期内，日本央行料维持超宽松立场不变，随着美日货币政策分歧扩大，日元料进一步受压。不过，无论是中美贸易冲突，还是中东地缘政治风险，抑或是美朝问题，都尚未尘埃落定。若避险需求回归，或能减轻日元部分下行压力。
加元	虽然美元及美债收益率携手走高，但加元依然较其他货币保持相对强势，这主要受到两项因素的支持。一方面，中东地缘政治风险、美国能源库存减少及原油出口创历史新高，且全球经济复苏支持原油需求上涨，这些因素皆支持油价于高位徘徊，并利好加元。另一方面，加拿大经济数据包括薪资增速表现亮丽，为加拿大央行7月加息提供依据，加息预期亦利好加元的表现。惟NAFTA谈判不确定性仍需关注。
澳元	本周，澳元区间震荡。澳美货币政策分歧对澳元带来打击，而澳储行较纽储行更早加息的预期，则使投资者抛纽元买澳元，助澳元收窄跌幅。不过，由于澳美息差因素的影响更大，澳元料继续在低位盘整。
纽元	尽管近期纽西兰经济基本面向好，但鉴于纽储行对通胀的悲观预期，以及坚定的鸽派立场，市场预期该央行加息时间将推迟至2019年第三季，即远落后于其他主要央行。货币政策分歧料续利淡纽元。
人民币	在美元强势上涨的大背景下，人民币仍不甘示弱。人民币指数续创两年新高，达97.8。随着MSCI公布加入新兴市场指数的A股列表，资金或继续涌入内地股市。此外，今年首四个月流入内地债市的海外资金显著增加。持续的资金流入可能是支撑人民币的关键。不过，中国央行继续调高人民币中间价，以引导人民币指数走稳。短期内，MSCI加入前，资本账户下资本流入或许会继续支撑人民币汇率。关注本周中美贸易谈判。
港元	由于短端资金十分充裕，套利交易推动港元多次触碰7.85水平，最终迫使金管局出手接盘。不过，由于沽空港元的规模不大，金管局的干预仅使银行业总结余减少130.5亿港元至1154亿港元。除银行业总结余下降之外，下周我们将迎来月结效应。自6月起，市场将为趋紧的流动性作准备（继小米之后，中国铁塔也申请在港上市，且融资规模可能与小米看齐，达100亿美元），因此一个月港元拆息料稳步向上。由于三个月港元拆息已大致反映了市场对资金趋紧的担忧，其进一步向上的空间料有限。换言之，一个月和三个月港元拆息的差距可能收窄。同时，一个月港元和美元拆息差距也可能逐渐缩小。整体而言，流动性趋紧将支持港元反弹，同时可能促使银行继续进行定期存款加息战。

欧元:

- 经济因素和政治因素继续打压欧元。一方面，德国一季度 GDP 增速下滑程度超乎预期。而欧元区 4 月 CPI 同比升幅终值则下修至 1.2%。
- 另一方面，意大利极右五星运动党和北方联盟同意组阁，两个民粹政党的组阁计划一度增添该国乃至整个欧元区的政治不确定性，并导致欧元重挫。不过，最新消息指组阁计划两党并未提及减计欧洲央行所持有的意大利国债，且未包含关于意大利退出欧元区的内容，因此欧元暂时在低位企稳。
- 央行方面，欧洲央行理事 Villeroy 指虽然目前欧洲通胀低迷，但欧洲央行仍将依照计划在 9 月或 12 月结束 QE，而 QE 结束后几个季度后则可能加息。目前，我们对欧元长期转强的预期不变。

图 2: 欧元/美元-日线图: 欧元兑美元在 1.1800 找到支持。指标显示，空方力量减弱，这或有助舒缓欧元的下行压力。这个情况下，欧元可能出现反弹。

英镑:

- 英国就业数据表现参差，进一步强化市场对英国央行年内只加息一次的预期。这与美联储加快加息的预期形成鲜明对比，从而为英镑带来打击。具体而言，英国首季失业率持平于 4.2%，就业人数增长 197,000 人，优于预期，但申领失业救济金人数增幅扩大，且平均周薪同比增速由 2.8% 下滑至 2.6%。
- 脱欧方面，媒体称欧盟计划延长英国脱欧过渡期 6 个月，以获得更多灵活性。另外，消息指如果脱欧后英国和欧盟之间的边境因复杂的技术问题而未能顺利运作，英国将继续留在关税同盟，直至 2021 年后。这或有助缓解脱欧后贸易前景的部分不确定性。消息带动英镑从低位反弹。
- 短期内，息差因素或削减英镑反弹动能。而脱欧消息则值得继续关注。下周重点关注 CPI 及 PPI 投入。通胀数据将左右英国央行的加息规划。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑兑美元在 1.3550 附近整固。指标显示，指示线出现相交，英镑可能出现反弹。短期内，英镑料在 1.3470-1.3790 波动。


日元:

- 随着避险情绪降温，美日息差成为日元走势的主导因素，致日元显著承压。
- 日本4月CPI同比升幅由1.1%收窄至0.6%，不及预期，且远离央行设定的目标。中期内，日本央行料维持超宽松立场不变，随着美日货币政策分歧扩大，日元料进一步受压。
- 不过，无论是中美贸易冲突，还是中东地缘政治风险，抑或是美朝问题，都尚未尘埃落定。特朗普称“朝鲜态度反复可能是中国怂恿的”，同时表示怀疑中美能够达成贸易协议。若避险需求回归，或能减轻日元部分下行压力。
- 其他方面，日本第一季GDP按年下跌0.6%，为2014年来首次录得收缩。不过，随着二季度全球经济增长出现企稳迹象，相信日本一季度GDP收缩料只是短暂现象。下周关注贸易数据。

图 4: 美元/日元-日线图: 美元/日元维持上行的走势。指标显示，多方力量增强，因此美元/日元可能继续上升，不过在 111.50 可能遇到较大的阻力。



加元:

- 加元继续跑赢其他货币，主要源于油价及经济基本面两大因素。
- 油市方面，中东地缘政治风险、美国能源库存减少及原油出口创历史新高，且全球经济复苏支持原油需求上涨，从而支持油价创4年高，并利好加元。
- 经济因素方面，加拿大4月失业率持平于四十年低位5.8%，且平均时薪按年上升3.3%，为2012年以来最快。此外，3月制造业销售接月增长1.4%至571亿加元，优于预期。经济基本面向好为加拿大央行7月加息提供依据（概率高于75%），并支持加元。
- 不过，美国贸易代表指“离达成NAFTA协议还很遥远”，致加元稍微回落。NAFTA谈判不确定性仍需密切关注。

图 5: 美元/加元-日线图: 美元/加元在 1.2790 附近的区间波动。若该货币对子失守 50 天移动均线(绿)，这或意味着美元/加元可能进一步走低。



澳元:

- 本周澳元区间震荡。不过目前仍保持在去年12月以来低位。
- 一方面，澳美货币政策分歧对澳元带来下行压力。澳储行5月会议纪要重申中性立场。澳洲第一季工资价格指数按季增长放缓至0.5%。再加上4月就业数据表现参差，也意味着澳储行短期内难有依据加息。具体而言，澳洲4月失业率上升至5.6%，而就业人数增长则优于预期，达到22,600人，劳动力参与率也上升至65.6%。
- 另一方面，澳储行表示下一步较有可能是上调而非下调利率，这意味着该央行不如纽储行般鸽派（认为利率调整可能是向上或向下）。投资者抛纽元买澳元，则使澳元有所反弹。
- 不过，由于澳美息差因素的影响更大，澳元料继续在低位盘整。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元在 0.7540 附近好淡争持。指标显示，多方力量正在增强，此轮的反弹或能助澳元打破近期的下行通道。



纽元:

- 继上周纽储行释放鸽派讯号后，纽美货币政策分歧不断扩大的预期，加上美债收益率进一步攀升至7年新高，使纽元持续承压。而纽西兰经济数据也为该国央行提供了保持宽松货币政策的依据。
- 具体而言，第一季PPI投入按季增速下滑至0.6%。生产者物价疲软或意味着消费者物价增速保持缓慢。
- 因此，即使其他数据表现良好，也无法扭转纽元的颓势。纽西兰4月制造业PMI录得58.9，新订单指数突破60。
- 短期内，受纽美息差因素影响，纽元或继续保持疲势。澳纽货币政策分歧也可能为纽元带来下行压力。
- 下周重点关注贸易收支，纽元在4月贬值超过3%，纽元走弱或有助带动纽西兰贸易表现向好。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元反弹，并在 0.6900 附近好淡争持。指标显示，空方力量减弱，这或支持纽元继续反弹。



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	24713.98	-0.47%	-0.02%
标准普尔	2720.13	-0.28%	1.74%
纳斯达克	7382.47	-0.28%	6.94%
日经指数	22892.04	0.59%	0.56%
富时 100	7787.97	0.82%	1.30%
上证指数	3156.48	-0.21%	-4.56%
恒生指数	30925.08	-0.63%	3.36%
台湾加权	10840.41	-0.17%	1.86%
海峡指数	3522.51	-1.33%	3.51%
吉隆坡	1861.91	0.83%	3.62%
雅加达	5815.98	-2.36%	-8.49%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	2.33%	-1.7	63
2 年美债	2.57%	3	69
10 年美债	3.12%	15	72
2 年德债	-0.56%	2	6
10 年德债	0.64%	8	21

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	71.63	1.3%	18.6%
布伦特	79.58	16.7%	19.0%
汽油	225.10	24.9%	25.1%
天然气	2.85	0.2%	-3.6%
金属			
铜	6879.00	-0.9%	-5.1%
铝	2315.00	1.6%	2.5%
贵金属			
黄金	1287.80	-2.5%	-1.6%
白银	16.38	-4.5%	-4.5%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.139	-9.0%	-9.8%
棉花	0.8540	0.9%	8.6%
糖	0.1156	3.0%	-23.7%
可可	2,639	37.9%	39.5%
谷物			
小麦	4.9950	2.0%	17.0%
大豆	10.020	0.7%	5.3%
玉米	3.9600	1.6%	12.9%
亚洲商品			
棕榈油	2,420.0	2.6%	-1.0%
橡胶	179.5	0.3%	-12.6%

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。
