

全球外汇周报：

本周随笔：贸易冲突，谁妥协谁升值？

美元在全球 市场终于止跌反弹了。本周美元反弹主要受益于两个因素包括市场对贸易战的担忧好转以及市场开始质疑全球复苏这个命题。但是美元的反弹并没有阻碍人民币的升值。人民币对美元和一篮子货币同时走高。人民币此轮突然启动，和资本流动的关系不大。近期数据显示中国资本流动基本均衡。而此轮人民币跳涨的背后原因是投资者认为中国可能在贸易冲突中妥协。

笔者在两周前的随笔《王的货币》中曾指出，历史经验告诉我们美国贸易冲突一般都以美元贬值而告终。从这个角度来看，如果投资者相信中国可能在某些方面妥协的话，那人民币升值可能是其中一个结果。此轮的贸易冲突中特朗普政府在四条战线对中国出口进行了调查。除了常规的双反调查之外，还动用了包括 1962 贸易法案的 232 条款，以及 1974 贸易法案的 201 条款和 301 条款。从今年 1 月开始，靴子分别落地，先是 201 条款后针对洗衣机和太阳能面板的关税，再到 232 条款针对钢铁和铝产品的关税。而高潮则是刚刚出炉的 301 条款的结果，尽管目前美国贸易代表处尚未给出具体产品清单，但涉及金额大约在 500 亿美元。

此轮 301 调查主要针对中国的法律政策以及操作等是否对美国知识产权创新和科技发展等带来损害开展的调查。301 调查对中国来说并不陌生，1990 年代以来，美国已经对中国展开了多次 301 调查，最近一次是 2010 年奥巴马政府对中国绿色能源科技的调查。这项调查最后在双方磋商后，中国放弃部分补贴后和平解决。

和 2010 年的 301 调查相比，此次 301 调查牵涉范围更广，矛头更是直指中国的“中国制造 2025”计划。这也使得此轮贸易冲突比以前更为严峻。这轮贸易冲突背后的核心不仅仅只是中国对美国巨大的贸易顺差，而是中国高科技企业全方位对美国企业的追赶，让美国企业感到了威胁。使得原先在贸易冲突中扮演中美政府润滑剂的美国企业纷纷保持了安静。这可能是特朗普政府最大的政治资本。这也意味着这次中国政府所面临的局面比以往更为复杂。

从应对角度来看，中国采取了刚柔并济的方式。中国商务部上周五表示将暂停对来自美国的价值 30 亿美元 128 项进口实施关税减让体现了刚的一面。不过李克强总理在两会总理记者会上给出了柔的一面。中国将继续加强对包括货物贸易，服务贸易，制造业和外资投资四个领域开放。货物贸易方面，李总理表示中国愿意进一步下调关税，包括部分重要药品零关税。服务贸易方面，中国将继续开放服务业，放开养老，教育，医疗和金融等行业准入。制造业方面，李总理承诺全面开放制造业，不会将技术转移作为准入条件，中国将进一步保护知识产权。外资投资方面，中国则将继续收缩负面清单，并将管理外资投资的三个法规合并成一个。虽然李总理的讲话没有立即打动特朗普政府，但将成为未来中美贸易谈判中的参照物。

从目前的局势来看，笔者认为中国妥协的可能性较大。这可能会转化为人民币升值压力。但是笔者认为中国或许应该抵制这种压力。这可能是中国可以从日本的经验中学到的东西。通过给人民币指数设定一个交易区间或者是一个可行的方式。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2313	0.10%	2.7%
英镑/美元	1.4069	-0.18%	4.4%
美元/日元	106.53	-1.18%	5.7%
澳元/美元	0.7675	-0.22%	-1.5%
纽元/美元	0.7199	-0.08%	1.8%
美元/加元	1.2915	0.17%	-2.7%
美元/瑞郎	0.957	-0.83%	1.6%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.2899	0.72%	3.4%
美元/离岸人民币	6.2789	0.95%	3.6%
美元/港币	7.8478	0.00%	-0.5%
美元/台币	29.158	-0.04%	2.0%
美元/新元	1.3119	0.38%	1.3%
美元/马币	3.8680	1.14%	4.6%
美元/印尼卢比	13764	-0.10%	-1.4%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 全球 3 月制造业指数
2. 澳洲央行货币政策会议
3. 美国 3 月非农就业数据

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：

周三上修的美国四季度 GDP，将美元指数送上 90。过去一周市场颇为动荡，中美贸易冲突的发展，金正恩的突然访问中国以及科技股的抛售都成为影响市场情绪的焦点，从而带动了外汇市场的波动。金正恩的突访使得市场重铸了朝鲜半岛核危机可能好转的希望。避险情绪收缩，导致美元/日元大幅反弹，重新回到 106.50 上方。当然，日元的波动可能也受到季末效应的影响。随着日本 2018 财政年度即将开始，日本资金重新出海，可能会为美元/日元短期内带来上行压力。未来一周市场将继续关注中美贸易冲突相关新闻的发展。

如果拨开贸易问题等噪音，最近市场的一个发展令人担忧。我们看到全球主要国债中长期收益率 3 月以来出现显著回落。虽然美元短期融资成本继续上升，3 个月美元 Libor 利率突破 2.30%，3 月以来 10 年美债收益率回落 8 个基点至 2.8% 下方。收益率的回落不仅仅只是发生在美国，10 年欧债收益率 3 月回落 15 个基点，英国 10 年国债收益率回落 13 个基点。而 10 年澳大利亚国债收益率 3 月更是回落 20 个基点。近期全球主要国家收益率的快速回落显示市场开始担心全球经济复苏这个假设是否正确。事实上近期的一些领先指标譬如美国经济意外指数都已经出现放缓势头，而近期的贸易冲突更加重了市场的担忧。对经济复苏命题的重新审视也解释了为什么澳元过去两周出现较大回落。读者现在应该思考一个问题就是，如果全球经济复苏不及预期的话，对外汇市场会有什么影响？笔者的答案是，短期内美元可能会反弹，近期市场混乱的相关性，使得美元扮演了反周期的角色。笔者建议未来几天市场目光重新回到经济数据上，尤其是 3 月的全球制造业数据。如果不及逾期的话，小心短期内美元反弹的风险。不过我们中期看空美元的观点并没有改变，贸易冲突和政治不确定都是牢牢压在美元多头身上的枷锁。

本周重点关注货币：

澳元：

- 澳洲 2 月私人部门信贷按月增长 0.4%，其中企业信贷录得增长，反映企业对经济前景的预期改善。
- 贸易战的风险暂时降温。随着风险偏好改善，周初澳元显着造好。惟随后美元反弹，抵消澳元升幅。
- 尽管贸易冲突全面爆发的可能性不高，惟市场忧虑贸易前景未明朗可能令钢铁的需求下跌，加上中国钢铁库存维持高企，皆拖累铁矿石价格反覆下挫。铁矿石价格疲软可令澳元承压。
- 下周重点关注澳洲储备银行货币政策会议。纵使期内澳洲劳动市场保持稳健，不过通胀表现未达目标。因此，澳储行料按兵不动，而该行今年内加息的可能性亦偏低。加上澳元失去利差的优势，意味着澳元可能维持偏弱的走势。
- 中短期内，贸易政策相关的风险，及铁矿石因素皆可能主导澳元的表现。

图 1: 澳元/美元-日线图: 澳元维持下行走势，并反覆走低。短期内，若澳元失守 0.7650 的支持位，可能进一步回落至 0.7500。



美元	几位美国官员先后指出“中美已经重回谈判桌上”，暗示贸易冲突全面爆发的风险较低，惟中美贸易角力未有因此而平息，意味着未来潜在的贸易风险仍然值得关注。随后，利好的经济数据带动美元指数向好。短期内，美元能否进一步走高程度取决于核心 PCE 的表现，通胀数据为美联储考虑加息与否的重要因素。因此，通胀的表现可能指引未来美元的走向。而中长期而言，美元可能维持偏弱的走向。除了贸易及政治不确定性可能增添美元的下行压力外，美方希望收窄贸易逆差，而弱美元正正是解决贸易逆差的有效方法，因此美方可能乐见美元走弱。
欧元	近期经济数据（如企业景气指标、经济信心指数、CPI 及 PMI 等）显示欧元区经济增速放缓，以及通胀低迷，加上欧洲央行内部对未来收紧政策的步伐存在分歧。这或驱使欧洲央行短期内将保持谨慎。整体而言，我们预计欧元短期内上升的动力可能有限。
英镑	脱欧谈判进展乐观及市场对英国央行 5 月加息的预期高涨（高达 70%），支持英镑向好。惟英镑的汇价或已部分反映加息的支持，加上短期内缺乏其他催化剂的支持，因此英镑进一步上行的动力或者有限。相反，若近期英国央行官员的言论未有如预期般鹰派，或脱欧谈判传出负面消息，英镑可能面临较大的下行压力。
日元	贸易风险降温致避险需求有所回落，利淡日元的表现。前财务省官员佐川否认首相安倍晋三指令篡改文件，政治丑闻未有进一步发酵的迹象。不过，国内及全球不确定性未有完全消退，避险需求仍然可能为日元带来支持。
加元	周初，贸易战爆发的风险降低，加上 CPI 数据优于预期，带动加元反弹。尽管通胀达到加拿大央行的目标，不过近期其他经济指标，例如零售销售、制造业销售等数据，皆表现较疲软，加上家庭债务高企。这或促使加拿大央行维持较审慎立场。中短期内，加拿大央行的立场、油价的表现及贸易风险的不确定性（包括未来 NAFTA 的进展）皆可能增添加元的波动性。
澳元	贸易战全面爆发的风险暂时降温。随着风险偏好改善，一度带动澳元反弹。由于经济基本面及通胀未能配合，澳联储行于下周的货币政策会议料按兵不动。中短期内，贸易风险及铁矿石价格疲软可能继续打压澳元的表现。
纽元	周初，全球紧张的贸易关系降温，加上贸易数据造好，支持纽元反弹。尽管如此，市场预期纽联储行在一段长时间内维持中性立场不变，息差因素可能持续利淡纽元的表现。若贸易风险再度升温，这亦可能增添纽元的波动性。
人民币	离岸人民币于周二曾短线升至 6.24 的水平，创 2015 年汇改以来的新高。人民币大幅升值可能受到贸易冲突的发展影响。市场预期中国可能作出让步，以缓和中美紧张的贸易关系。上周总理李克强提出涉及商品贸易、服务贸易、制造业及外国直接投资的计划或指引未来中国开放市场的步伐。整体而言，中国央行料保持中性偏紧政策立场及去杠杆决心不变。虽然政策不变，不过近期人民币走势可能会取决于中美贸易冲突的发展。
港元	本周港元暂时稳住近期的弱势，并小幅度走强。这可能涉及两个因素。首先，周初贸易风险致美元大范围走弱，减轻港元的下行压力。其次，受到季末因素的影响，港元拆息走高，带动港美息差收窄，一个月美元和港元拆息相差收窄至约 88 个基点，同样为港元提供支持。不过，在港资金未有明显的流出迹象，流动性保持充裕加上季末因素将逐渐消退，港元拆息或从高位回落。相反，美国财政部增发国债，加上市场对税改可能令资金回流美国致资金供应趋紧的忧虑，可能引致美元拆息维持上行的走势。在这个情况下，港美息差可能再度扩阔，套利交易可能持续打压港元的表现，惟短期内港元触及 7.85 弱方兑换保证的可能性不高。

美元:

- 虽然多位美国官员先后指出“中美已经重回谈判桌上”，暗示贸易冲突全面爆发的风险较低，但中美贸易角力未有因此而平息，例如有传美国政府考虑限制中国企业对敏感技术的收购。这意味着未来潜在的贸易风险仍然值得关注。
- 周中，贸易风险因素暂时退居二线，市场的焦点重新回归经济基本面。美国第四季 GDP 终值由 2.5% 上修至 2.7%，第四季个人消费终值亦上修至 4%，增速为 3 年来最高。利好的经济数据带动美元指数造好，并重上 90 以上的水准。数据同时反映经济增长可能较早前的预测更乐观。
- 短期内，美元能否进一步走高大程度取决于核心 PCE(周四公布)的表现。通胀数据为美联储考虑加息与否的重要因素。因此，通胀的表现可能指引未来美元的走向。

图 2: 美元指数-日线图: 美元指数的反弹受制于 50 天 (绿) 移动平均线。指标显示能量柱趋向中线，美元料在 88.5-90.4 的区间波动。



欧元:

- 欧洲央行官员 Weidmann 指出“该行将于不久将来开展货币政策正常化”。不过，另一位官员 Liikanen 则提醒市场需要保持耐心。这反映欧洲央行内部就收紧政策的步伐依然存在分歧。
- 欧元区 3 月企业景气指标及经济信心指数分别录得 1.34 及 112.6，皆逊于预期。疲软的经济数据或强化市场对欧元区经济增速放缓，以及通胀低迷的忧虑。
- 经济增长存在放缓的风险，加上欧洲央行内部对未来政策的方针未达共识，意味着该行短期内可能保持谨慎。
- 另外，意大利组阁的不确定性依然值得留意，政治风险亦可能令欧元承压。

图 3: 欧元/美元-日线图: 欧元受挫并失守 30 天 (橙) 移动平均线。若欧元未能在 50 天 (绿) 移动平均线找到支持，则可能回落至 1.2200 的水平。



英镑:

- 英国 3 月 GfK 消费者信心指数由-10 上升至-7，反映消费者信心改善。这可能因为近期通胀回落以及脱欧谈判进展较乐观所致。
- 整体而言，英镑走弱而衍生的输入性通胀回落，不过这未有影响英国央行加息的步伐，市场预期该央行 5 月加息的概率高达 70%。若周四公布的第四季终值 GDP 未有显示经济明显转弱，这将进一步强化加息的预期。
- 惟英镑汇价或已部分反映加息的支持，若近期英国央行官员的言论未有如预期般鹰派，或脱欧谈判传出负面消息，英镑可能面临较大的下行压力。

图 4: 英镑/日元 -日线图: 英镑的上行走势受制于 1.4200 的阻力位。指标显示多方力量减弱，英镑回落的风险值得留意。


日元:

- 日本 2 月零售销售按月增长 0.4%，逊于预期。
- 前财务省官员佐川否认首相安倍晋三指令篡改文件。国内政治风险暂未有进一步发酵的迹象。不过政治丑闻令安倍的支持度下滑至约 3 成，其为此下台的风险未能排除。这或影响安倍经济学的延续性。国内政治丑闻的发展料继续为日元增添波动性。
- 日本新财政年度将于 4 月展开。过往数据显示，日本企业习惯于财政年度结束前把利润遣送回国，并把资金转换成日元。因此，企业资金兑换的需求可能为日元带来支持。
- 整体而言，尽管 CPI 的表现尚未达到日本央行的目标，不过在劳动市场维持紧俏叠加工资温和增长的情况下，通胀将逐步迈向目标。因此，日本央行立场突然转鹰的机会不可轻视。短期而言，各项风险因素未完全消散，避险需求可能继续为日元提供支持。

图 5: 美元/日元-日线图: 美元/日元突破下行通道。指标显示多方力量增强，美元/日元可能反覆走高，并上试 107.00 的水平。



加元:

- 加拿大 2 月 CPI 按年增长至 2.2%，为自 2014 年 10 月以来最高。通胀数据造好一度支持加元走高。
- 尽管通胀达标，不过近期其他经济指标，例如零售销售、制造业销售等数据，皆表现较疲软，加上家庭债务高企以及贸易前景存在不确定性。加拿大央行或忧虑经济基本面能否支持加息。因此，市场估计加央行加息的时间可能由 5 月推迟至 7 月。
- 美国任命多位鹰派官员加入国家安全团队，部分官员曾反对美国与伊朗达成核协议。因此，美国与伊朗未来关系可能转趋紧张，并影响原油供应，导致油价上升，届时这可能为加元带来支持。
- 周四公布的 GDP 及下周公布的失业率料成为加拿大央行评估经济表现的重要指标。

图 6: 美元/加元-日线图: 美元/加元在 30 天 (橙) 移动平均线找到支持。指标显示空方力量较强，若美元/加元失守该平均线，则可能进一步走低。



纽元:

- 纽西兰 2 月贸易收支录得 2.17 亿纽元顺差，大幅优于预期。其中出口增长 11%，而进口则上升 4.6%。周初，利好的数据加上贸易风险降温带动纽元造好。
- 纽西兰储备银行的货币政策目标正式改变为通胀及就业双目标。不过，在新框架下，通胀实现 2% 的目标仍然是决定利率的重要因素。由于纽西兰通胀维持疲软，因此纽储行于中期内料维持利率水平不变，息差因素可能利淡纽元的表现。
- 此外，贸易风险未有完全消散，贸易不确定性对纽元的影响值得留意，惟该因素对纽元的负面影响可能较澳元及加元轻微。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元失守 50 天 (绿) 移动平均线。整体而言，纽元或下试 0.7185 水平。若再度失守，则可能反覆走低。



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	23848.42	-0.46%	-3.52%
标准普尔	2605.00	-1.46%	-2.57%
纳斯达克	6949.23	-3.03%	0.66%
日经指数	21159.08	-2.00%	-7.05%
富时 100	7057.85	1.51%	-8.19%
上证指数	3160.53	-3.15%	-4.43%
恒生指数	30135.09	-3.01%	0.72%
台湾加权	10845.92	-1.45%	1.91%
海峡指数	3423.37	-1.95%	0.60%
吉隆坡	1857.80	-1.02%	3.39%
雅加达	6116.36	-2.20%	-3.77%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3 月 Libor	2.30%	1.6	61
2 年美债	2.27%	0	39
10 年美债	2.77%	-5	36
2 年德债	-0.60%	0	2
10 年德债	0.50%	-3	8

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	64.68	0.6%	7.1%
布伦特	69.80	2.4%	4.4%
汽油	201.65	11.9%	12.1%
天然气	2.74	-3.6%	-7.2%
金属			
铜	6665.00	-0.4%	-8.0%
铝	2011.75	-2.4%	-10.9%
贵金属			
黄金	1322.00	-0.4%	1.0%
白银	16.23	-5.3%	-5.3%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.178	-5.9%	-6.7%
棉花	0.8084	-1.6%	2.8%
糖	0.1221	-4.4%	-19.5%
可可	2,597	35.7%	37.3%
谷物			
小麦	4.4725	-1.9%	4.7%
大豆	10.188	-1.1%	7.0%
玉米	3.7425	-0.5%	6.7%
亚洲商品			
棕榈油	2,380.0	-2.7%	-2.6%
橡胶	174.7	-1.6%	-14.9%

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。
