

全球外汇周报：
本周随笔：为什么美债收益率干掉了股市，却动不了美元？

股灾了，这已经不是黑色星期一，而是黑色一星期了。但是汇率市场却异常淡定（人民币除外）。日元作为避险货币，确实是涨了一点，但是这种级别的波动实在很难与目前股票和债券投资者的痛苦联系在一起。换句话说，至少从汇率角度来看，大家还是认为此轮的股灾不是系统风险的开始。如果一定要为此轮股灾找一个宏观借口的话，对通胀的担忧应该是主要因素。

先简单回顾一下本周的股灾。周一美股的大跌市场将其归结为技术型因素，即利率大幅上涨以及波动率突然暴胀后风险平价(risk parity)等策略再平衡导致的量化抛售。有人归纳为算法股灾。当时市场情绪还算轻松，普遍认为这属于大涨之后调一调更健康的范畴。确实当时支持健康回撤的证据还是很多，譬如说信用利差没有扩大以及新兴市场货币继续升值等。如果是系统性风险的话，为什么信用利差没有扩大而资本也没有逃离新兴市场导致新兴市场货币贬值。但是这种淡定的局面被周四的暴跌打破，也对摩拳擦掌准备抄底的投资者敲响了警钟。周四的这轮暴跌发生在10年美国国债再次升破2.88%高点之后，再次引发了市场的恐慌。如果说周一是技术型原因的话，那周四的暴跌背后则有基本面的原因。而最让人担忧的是，周一抛售后淡定的信用利差和新兴市场货币也不再淡定，都出现了不同程度的调整。随着市场估值越来越高，投资者对技术面和基本面的敏感度也越来越高。

当然这里的基本面并不是经济，事实上没有迹象显示全球共振复苏已经结束。刚发布的中国1月进口数据不仅仅只是受到春节错位因素，从原油和电子产品进口来看，背后也反应了周期的延续。从这个角度来看，笔者愿意相信此轮股灾不是系统性风险的开始。近期主导市场基本面的因素主要是通胀。上周五公布的美国1月工资收入数据显示了通胀回归可能比市场预期的快。而德国方面也有利好信息传来，当然不只是默克尔组阁成功，主要是德国影响力最大的金属工业工会在劳资谈判中取得进展，员工获得3.5%的加薪，这超过了德国央行对薪水2.6%到2.9%的预期。从市场角度来看，如果加薪持续超预期的话，那央行退出宽松政策预期将大幅度上升。

过去一周全球金融市场的走势显示低波动的日子可能已经成为历史，虽然笔者不相信市场就这么反转了，但是要做好高波动的准备。这让近期平淡的汇率市场显得格格不入。既然美债利率大幅上涨暂时压垮了股市，为啥外汇市场上美元就涨不起来呢？笔者觉得目前外汇市场上有两股势力正在博弈。第一股就是美债收益率大涨导致美欧和美日利差扩大，理论上支持美元。第二股则是欧元和日元汇率对冲成本不断上升。就拿欧元来说，虽然美国和德国10年期国债利差扩大至208个基点左右，但是3个月欧元汇率套期保值成本上升至年化2.5%左右。这抵消了利差对美元的支持。此外，近期希腊国债收益率的持续下滑，也显示了资本重新回流到从前的欧猪五国，由于欧元区发达国家之前低配了欧猪国家的债券，这波资本回流可能会对欧元继续起到支撑。这也是为什么近期大涨的美债收益率干掉了股市，却无法大幅支持美元。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.2245	-1.65%	2.1%
英镑/美元	1.3928	-1.26%	3.4%
美元/日元	108.88	1.15%	3.4%
澳元/美元	0.7772	-1.79%	-0.2%
纽元/美元	0.7207	-1.18%	1.9%
美元/加元	1.2604	-1.45%	-0.3%
美元/瑞郎	0.9373	-0.77%	3.7%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.3260	-0.39%	2.9%
美元/离岸人民币	6.349	-0.63%	2.4%
美元/港币	7.8202	-0.02%	-0.1%
美元/台币	29.406	-0.62%	1.2%
美元/新元	1.3327	-1.04%	-0.3%
美元/马币	3.9400	-1.40%	2.7%
美元/印尼卢比	13646	-1.45%	-0.6%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 中国1月信贷数据
2. 美国1月CPI
3. 欧元区四季度GDP

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：

上周五一个数据颠覆了全球市场。美国1月平均薪资增速达到2009年以来最高水平2.9%，一举扭转市场的通胀预期。美国10年期国债收益率快速上升至2014年初以来新高2.88%，同时投资者重新评估美联储今年加息可能性，这加上一些美联储官员的鹰派言论，带动美元从低位反弹。随着美联储加息预期的上升，短期内加息概率偏低的货币明显感受到息差压力，这包括日元、澳元和纽元。不过，全球股市迎来抛售潮，美股一周出现两次大跌1000点的局面，致恐慌指数一度录得历史最大单日升幅。避险情绪高涨支持日元逆市上涨。这几周汇市的表现先是引起市场对美元持续走弱的担忧，再是营造出通胀差可能代替政策差支持美元走强的局面，实在让人困扰。但是仔细想想，如果税改、紧俏就业市场及商品价格上升只是支持美国通胀温和回涨，那么美联储加息次数最多不过是4次，这并不算远超市场预期。其次，2000年至今，美国10年期国债收益率的平均值为3.5%（目前为2.84%），而德国10年期国债收益率的平均值则为2.9%（目前为0.76%），显然德美息差收窄比进一步扩大的可能性更大。再者，美国国债收益率快速上涨，同时美元保持相对疲软，正不断推高对冲成本。例如，美元兑欧元三个月对冲成本上升至2.48%，这已经超过了美国10年期国债和德国10年期国债的息差2.08%。最后，美国政治因素仍将增添美元波动性。尽管周三美国参议院宣布一项为期两年的预算协议，但消息称众议院就此协议存在分歧。此外，别忘了还有“通俄门”及国会中期选举。整体而言，我们认为即使通胀压力抬头可能为美元带来反弹动能，美元中长期的颓势仍难扭转。反而在全球流动性收紧的情况下，资金流出新兴市场促使该区域货币走弱，可能减轻美元中长期贬值压力。

本周重点关注货币：

纽元：

- 纽西兰1月ANZ商品价格指数按月上升0.7%，扭转过去3个月的跌势。其中，奶粉价格上升带动升幅。纽西兰奶制品价格平均上升5.9%。其中，全脂奶粉价格增长7.6%至3226美元/吨。
- 纽西兰第四季失业率下降至2008年12月以来最低的4.5%，其中工资通胀按年增长1.8%。劳动市场紧俏，工资增长有加快的迹象，这或有助未来通胀升温。利好的数据一度带动纽元造好。
- CFTC杠杆基金净沽空纽元的合约数有所减少，市场平纽元空仓也支持纽元。
- 然而，周四纽联储按兵不动，并降低通胀预测，指出直至2020年后期才可以达成2%通胀目标。同时，该行指出可能要延至2019年年中，才有较高的机会上调利率。未来该央行若采取通胀和失业率双目标，也可能推迟加息计划。这导致纽元大幅下挫。未来纽美息差收窄的预期料继续使纽元承压。
- 下周重点关注制造业PMI。

图1: 纽元/美元-日线图: 纽元出现明显转势，大幅走低。50天移动平均线0.7185十分关键，若跌破该支持位，纽元可能会回落至0.7130的水平。



美元	1月美国平均薪资增速尤为可观，这使市场对通胀预期进一步改善，而美国10年期国债收益率也应声上涨至2014年初以来新高2.88%。这带动美元指数从低位反弹。尽管我们认为通胀压力上涨可能刺激美国10年期国债收益率迈向3%，但未必足够扭转美元中长期颓势。首先，美国经济周期和加息周期处于中后阶段，美元将逐渐失去政策差优势。其次，对冲成本上升令美元资产吸引力下降。再者，2017年美国贸易逆差创2008年以来最高水平，若特朗普政府希望提振出口，或乐见美元走弱。最后，美国政府再陷停摆，政治不确定性或增加美元的波动。
欧元	欧洲央行行长重申“汇率波动可能影响通胀达标”，加上欧洲央行高官抨击特朗普政府故意打压美元，此番言论加上美元反弹，使欧元回落至1.23以下水平。不过，欧元区经济基本面强劲。另外，美元兑欧元三个月对冲成本达到多年高位，并超过德国和美国10年期国债息差，这意味着美国债券相对欧元区成员国国债吸引力将逐渐减弱（周四希腊政府发行的债券获得双倍认购），从而为欧元区带来资金流入，支持欧元中长期表现。
英镑	英国1月PMI数据有所回落，暗示经济增速放缓。尽管数据偏软，但英国央行本周按兵不动之际，意外地表示将更早更大幅度加息，这呼应了英国央行行长日前的鹰派言论，使市场对该央行5月加息的预期上升至67.3%，英镑应声上涨。这令下周英国通胀数据显得尤为重要。随着英镑大幅反弹，进口通胀压力或已消退，因此未必为央行提供加息依据。此外，英国和欧盟将展开贸易谈判，难度显然大于第一阶段的谈判。因此，我们认为英镑兑美元上升空间有限。
日元	日本央行持续释放鸽派讯号，再加上美国国债收益率的助攻，终于把美元兑日元汇价从低位推到110以上水平。不过，随着全球股市遭遇惨烈抛售潮，避险情绪升温扭转日元跌势。本周走势可能是全年日元走势的一个缩影，即美联储和日本央行保持政策差，使日元承压，而全球收紧流动性带来的市场动荡，或者是其他地缘政治风险，则可能为日元带来一定支撑。因此美元/日元料维持在107-116区间内。
加元	美元反弹，以及市场对美国增产原油和页岩油的担忧导致油价从高位回落，因此加元显著回落。不过，加拿大经济数据包括CPI造好意味着加拿大央行年内加息机会仍在。另外，全球同步复苏的情况下，油价大幅回落的风险有限。
澳元	澳储行保持利率不变，并指出仍需要时间等到失业率进一步下降及通胀继续上升。市场对该央行加息时间的预期由8月推迟至11月。这意味着澳元将受澳美息差收窄带来的压力。
纽元	CFTC显示杠杆基金净沽空纽元的规模由年初27938份合约减少至如今6339份合约，平短仓的行为一度为纽元带来反弹动能。随后，纽储行按兵不动，并降低通胀预测，指直至2020年的后期才可以达成2%通胀目标。同时，该行指出可能要延至2019年年中，才有较高的机会上调利率。这使纽元重挫。若政府要求采取通胀和失业率双目标，该央行甚至可能进一步推迟加息计划。因此，纽元或保持弱势。
人民币	本周初出口商趁美元反弹急忙结汇，这支持人民币保持相对强势。在此情况下，虽然报价行尚未重启逆周期因子，但中国央行似乎进行了过滤，把人民币中间价调弱，以放慢人民币指数上升步伐。周四公布的贸易顺差数据意外收窄，加上市场传出中国放宽对外投资限制的消息，致人民币多头斩仓，人民币大幅度回落。短期内，人民币料对美元继续呈现双向波动的走势，但由于出口商结汇需求依然强劲，预计此轮回调不会走出2017年9月份大涨之后大跌的局面。
港元	本周港元拆息进一步回落，而美元拆息则大幅上升，但息差扩大却没有显著拖累港元周初的表现。我们认为这背后原因可能有两个。第一，港股大跌吸引北水抄底，这一部分资金流入支撑港元。第二，人民币持续走强的溢出效应，助港元企稳。不过从周中开始，农历新年前北水回流及股市频繁出现抛售潮导致资金外流，再加上人民币转跌，重新为港元带来下行压力。惟居民和企业农历新年前对港元的需求上升可能减轻港元沽压。短期内，美元兑港元料继续在7.8250/7.8300水平遇阻。

美元指数:

- 上周五公布的工资增速创 2009 年以来新高，促使市场进一步改善通胀预期，并重新思考美联储年内可能加息的次数。这带动 10 年期美债收益率大幅上涨，且支撑美元反弹。而参议院宣布预算协议，减轻政府关门风险，则进一步推升美债收益率。周中恐慌情绪暴涨为美债收益率带来的下行压力应声消退。
- 下周重点关注 CPI 及 PPI，若通胀数据造好，这或强化市场对美联储加快利率正常化步伐的预期。而我们也相信通胀压力上升将推动美债收益率迈向 3%。
- 惟美元中长期颓势料难以扭转。首先，美国经济周期和加息周期处于中后阶段，美元将逐渐失去政策差优势。其次，对冲成本上升令美元资产吸引力下降。再者，2017 年美国贸易逆差创 9 年新高，若特朗普政府希望提振出口，或乐见美元走弱。

图 2: 美元指数-日线图: 美元在 89 的水平成功筑底后反弹，可见该水平为强劲的支持位。指标显示多方力量正在加强，美元可望继续反弹。

欧元:

- 欧洲央行行长表示“欧元区经济扩张步伐强劲，对通胀迈向目标水平更有信心，但汇率波动可能影响通胀回升”。此番鸽派言论令欧元高位回落。
- 尽管德国组阁谈判达成协议减轻政治不确定性，但市场传出欧洲央行管委及奥地利央行行长抨击特朗普政府故意压低美元的消息，令欧元进一步走弱。
- 不过，我们依然看好欧元中长期表现，主因是欧元区经济基本面十分强劲，这将支持欧洲央行年内收紧政策。有鉴于此，美元相对欧元的政策差优势料逐渐消退，若资金回流欧元区将支撑欧元。再加上美元兑欧元三个月对冲成本在多年高位徘徊，这将削弱美元资产相对欧元资产的吸引力。
- 下周重点关注 GDP 及贸易收支，近期良好的经济基本面能否持续值得留意。

图 3: 欧元/美元-日线图: 欧元从高位回落。跌破 1.2300 的支持位后，欧元持续走低。欧元能否站稳 50 天移动平均线的 1.2130 水平十分关键。


英镑:

- 英国 1 月服务业 PMI 由 54.2 回落至 53.0, 1 月综合 PMI 由 54.9 下滑至 53.5, 这暗示经济增速或有所放缓。
- 英央行一如预期按兵不动, 且九位委员意见一致。不过, 该央行同时不顾近日公布的疲软经济数据, 表示加息时间可能更早, 幅度可能更大。令人意外的鹰派言论支持英镑兑美元突破 1.4。而市场预期英央行 5 月加息概率则高达 67.3%。这令下周英国通胀数据显得格外重要。随着英镑大幅反弹, 进口通胀压力或已消退。在此情况下, 央行是否有足够加息依据值得怀疑。
- 英国和欧盟的贸易谈判即将展开, 其中双方就关税同盟协定以及未来贸易关系的分歧较大, 谈判的不确定性可能为英镑增添波动性。

图 4: 英镑/美元-日线图: 英镑走势转弱, 跌破上周 1.4020 的重要支持位。若英镑未能守稳 1.3790, 则可能进一步滑落, 甚至下试 1.3610 的支持位。

日元:

- 日本 2017 年全年国际经常帐收支录得 21.87 万亿日元顺差, 创 2007 年以来最高纪录。其中海外投资获得巨额的收益带动国际经常帐收支造好。
- 日本 12 月劳工现金收入按年增长 0.7%, 优于预期。这或由劳动市场持续紧俏所带动。相反, 12 月实质工资增长录得 5 个月以来最大跌幅, 按年减少 0.4%。这反映工资增长未能跟上通胀, 因此居民情绪保持低迷。
- 央行消息方面, 日本央行表示在 0.11% 无限量买入 10 年期日债。此外, 央行行长黑田东彦重申央行维持超宽松立场不变, 短期内无意加息。再加上美债收益率持续走高, 息差因素可能令日元受压。不过, 值得注意的是, 周中全球市场动荡引起的避险需求一度支持日元, 暗示日元年内区间波动的机会较大。下周重点关注 GDP。

图 5: 美元/日元-日线图: 美元兑日元在 109 找到较强的支持。指标显示能量柱由负转正, 下行压力可望暂时舒缓。日元料在 108.3 至 110.3 区间波动。


加元:

- 加拿大12月贸易逆差进一步扩阔至32亿加元，逊于预期。其中出口增长0.6%，而进口则增长1.5%，主要因为加拿大对能源产品及工业用设备需求上升所带动。利淡数据拖累加元受压。
- 油市方面，美国能源署上调今年油产量的预期，EIA上周原油库存连升两周，且石油产量创单周历史新高，令油价下挫，并为加元增添下行压力。
- NAFTA谈判方面，尽管各代表于上周会议后同意谈判有进展，不过进度依然缓慢。加拿大总理 Trudeau 更表示“若美国开出差劣条件，加拿大宁愿退出 NAFTA。”这反映谈判依然未明朗，不确定性料持续增添加元波动性。
- 周五晚将公布失业率，工资增速情况料影响加央行加息计划。

图 6: 美元/加元-日线图: 美元兑加元突破下行通道。随着多方力量正在加强，美元兑加元或逐步走高，1.2660 为阻力位。

澳元:

- 澳储行一如预期按兵不动，行长 Lowe 指出“低利率支持经济增长，未来增长将逐步回升至 3%左右。”不过依然需要时间进一步减低失业率及令通胀达标。因此，市场对澳储行加息时间的预期由 8 月推迟至 11 月。这令澳元倍受澳美息差收窄带来的压力。随着美债收益率进一步上扬，澳元或继续受压。
- 澳洲 12 月贸易收支录得 13.6 亿澳元逆差，大幅逊于预期。另外，12 月零售销售扭转上月升势，按月减少 0.5%。再者，第四季 NAB 企业信心指数轻微下降至 6。疲软数据利淡澳元。
- 下周重点关注失业率，这将有功印证澳储行对经济前景的预测是否正确。

图 7: 澳元/美元-日线图: 澳元进入下行走道，指标显示空方力量正在加强。跌破 0.7820 的水平后，澳元或进一步寻底。0.7745 为下一个支持位。


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	23860.46	-6.51%	-3.47%
标准普尔	2581.00	-6.56%	-3.46%
纳斯达克	6777.16	-6.41%	-1.83%
日经指数	21181.04	-8.99%	-6.96%
富时 100	7170.69	-3.66%	-6.73%
上证指数	3135.95	-9.42%	-5.18%
恒生指数	29261.23	-10.25%	-2.20%
台湾加权	10260.05	-7.79%	-3.60%
海峡指数	3349.63	-5.10%	-1.57%
吉隆坡	1817.60	-2.83%	1.16%
雅加达	6497.72	-1.98%	2.24%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	1.80%	1.1	11
2年美债	2.11%	-3	23
10年美债	2.83%	-1	43
2年德债	-0.55%	-1	8
10年德债	0.76%	-1	34

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	60.46	-7.6%	0.1%
布伦特	64.29	-5.7%	-3.9%
汽油	176.37	-2.2%	-2.0%
天然气	2.70	-4.9%	-8.5%
金属			
铜	6845.00	-2.8%	-5.5%
铝	2178.50	-1.5%	-3.5%
贵金属			
黄金	1321.70	-0.9%	0.9%
白银	16.35	-4.7%	-4.7%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.229	-1.8%	-2.7%
棉花	0.7681	-0.6%	-2.3%
糖	0.1358	-0.4%	-10.4%
可可	2,034	6.3%	7.5%
谷物			
小麦	4.5525	1.9%	6.6%
大豆	9.868	0.8%	3.7%
玉米	3.6525	1.0%	4.1%
亚洲商品			
棕榈油	2,501.0	1.1%	2.3%
橡胶	178.4	-7.8%	-13.1%

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。
