

全球外汇周报：

本周随笔：避险情绪如何影响外汇市场？

新年第一周，全球市场只有一个主题就是避险。美国三大股指开年两个交易日跌幅都超过 2%，并带动全球股市走低。而美国国债价格以及日元的大幅走高，也是常见的避险交易结果。10 年期国债收益率大幅回落至 2.56% 令市场大跌眼镜，仿佛过去一年美联储四次加息白加了。

当然过去一周最大的变化来自于美元利率期货市场，一夜之间，市场价格从原来隐含美联储加息一次变成美联储降息一次了。市场凌乱了，上个月人家美联储官员自己还预测加息两次呢，怎么到了市场上经历了几轮 copy 不走样之后，变成降息一次了。

如果我们只是观察这几天美股和美债的表现的话，仿佛美国明天就要进入衰退似的。但是说到避险交易，虽然股票市场一片萧条，但是全球的资产表现却出现了分化。譬如开年以来油价是反弹的。而新兴市场表现也不错，尽管东北亚的韩币和台币受科技股大拖累下滑，人民币则保持稳定，东南亚这里配置盘的回归推动了东南亚货币的普遍升值，去年遭受抛售的印尼盾表现优异，成为亚洲表现最好的货币。

所以我们当前看到的这波全球避险情绪并不是无差异化的。至于此轮避险情绪的导火索是什么？有投资者归咎于全球经济的放缓，尤其是中国 12 月工业企业利润三年来首次负增长以及包括中国在内的 12 月全球制造业指数放缓让市场开始担忧全球经济可能失速。确实是有关系的，但是这几天油价以及新兴市场汇率的稳健似乎很难让我们看到市场非常担忧经济增长。笔者认为，此轮避险情绪的核心诱因更多是对美联储加息重估造成的。近期美国经济数据以及美国政治局势的发展正把美国经济从一枝独秀的圣坛上拉了下来。从而影响了市场对美联储的判断。这也使得此轮波动更多集中在美元资产上。

那从汇率角度来看，此轮的避险情绪将如何影响汇率走势呢？我们看到这几天美元指数在 95.8 到 97 之间上蹿下跳，并没有太多头绪。作为具有避险属性的美元并没有从此轮避险情绪中获益。此轮的避险情绪正把主要汇率分成两个阵营。日元显然是避险最大的受益者，笔者认为美元/日元有下探 105 的可能。同样 略有避险属性的欧元，虽然经济乏善可陈，但是在没有消息就是好消息的原则指导下，欧元至少可以对美元启稳，这对人民币的稳定起到了帮助。所以这几天人民币出奇的稳定。反之，带有增长属性的澳元和新西兰元等则相对面临下滑压力。这种局面可能短期内还会持续一段时间。

但是目光放远的话，读者们自己可以思考市场目前对美联储降息的预测是否对。确实，美国经济开始放缓，但是美国就业市场的持续稳健表现很难让笔者相信美国经济马上进入衰退，因此笔者认为期货市场上的价格有点反应过度。撇开噪音的话，市场要小心美元上半年最后一波死猫跳的风险。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1397	-0.37%	-0.6%
英镑/美元	1.2642	-0.33%	-0.8%
美元/日元	108.28	1.77%	1.2%
澳元/美元	0.7026	-0.06%	-0.2%
纽元/美元	0.67	0.07%	-0.1%
美元/加元	1.3485	1.10%	1.0%
美元/瑞郎	0.987	-0.37%	-0.7%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8637	0.22%	0.2%
美元/离岸人民币	6.8722	-0.07%	-0.1%
美元/港币	7.8316	-0.03%	0.0%
美元/台币	30.88	-0.63%	-0.6%
美元/新元	1.362	0.23%	-0.1%
美元/马币	4.1390	0.34%	-0.2%
美元/印尼卢比	14260	2.12%	0.9%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 中美贸易谈判重新启动
美联储主席周五讲话以及美联储 12 月货币政策纪要
2. 加拿大央行货币政策会议和中国经济数据

外汇市场：

本周回顾：

2018 年全球股债汇多数以跌幅收场。回顾 2018 年，受惠于特朗普的税改政策，美国经济表现一枝独秀，而美联储也因此有足够依据加息四次（多于市场年初预计的三次）。在经济和货币政策分歧的支撑下，美元全年收涨 4.4%。在美联储加息和缩表双管齐下的情况下，全球流动性逐渐收紧，致资金大幅流出新兴市场，其中阿根廷和土耳其的市况最为惨淡。而中美开展贸易战，则加剧新兴市场的下行压力。随着全球流动性收紧及贸易战对经济的影响逐渐显现，市场开始担忧全球经济增速见顶回落。而美联储年底话风突转，也推升了市场对美国经济前景的担忧。因此，全球股市年底大幅下挫，同时与全球经济表现息息相关的大宗商品价格包括油价也显著回落。

新年伊始，市场的担忧情绪有增无减。**首先**，伴随着新兴市场国家包括中国制造业 PMI 跌破枯荣线，以及欧元区各国家制造业 PMI 持续下滑，全球经济前景变得更加堪忧。今年一季度，美国料保持经济和货币政策分歧，从而支持美元指数继续在 96-98 区间内盘整。而避险情绪则可能间歇性升温，从而支持日元和美债，并限制商品货币包括澳元、纽元和加元的上升空间。**其次**，美国分裂国会、欧元区民粹主义，以及英国脱欧，这些因素可能随时演变成区域性的政治不确定性，从而进一步削弱当地经济增长动能。短期内，欧元和英镑也可能因此缺乏强劲的反弹动能。**再者**，虽然中美表露出对达成贸易协议的信心，但目前谈判仍未出现实质性的进展，例如尚未达成技术转移及高科技行业方面的协议。若今年 3 月份之前谈判无果，中美贸易战将再度升温。中国央行为防范外来风险对经济带来冲击，正不断推出宽松政策。这或在短期内为人民币带来下行压力。**不过，从好的方面来看**，美联储可能考虑到经济下行风险而放缓加息步伐，同时其他主要央行也可能因前景不明朗而暂缓收紧政策。这或有助减轻全球经济下行压力，并为金融市场带来喘息的机会。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 由于市场对全球经济前景感到担忧，避险资产美元和美债携手上扬，其中美元指数回落至 96.3 附近的水平，而 10 年期美债收益率则下滑至去年 1 月以来最低水平 2.56%。
- 今年一季度，美国经济和货币政策分歧，料继续支持美元指数在 95-98 区间徘徊。随后，美元走势则将取决于美国经济表现及美联储加息步伐。近期，市场对美国经济前景和政治不确定性的担忧不断升温。经济方面，12 月 ISM 制造业指数下跌至 2016 年 11 月以来最低的 54.1，不及预期。美联储的鸽派言论也强化了市场对美国经济转弱的预期。政治方面，除政府停摆之外，美国分裂国会或增添政治不确定性。
- 如果美国经济走弱且美联储放缓加息步伐，美元指数中长期内或有所回落。

图 1：美元指数-日线图：美元指数一度跌穿 96 的支持位后回升。由于空方力量较强，短期内美元指数可能受压。美元指数料维持在 96-98 区间波动。



美元	美元指数收复去年底以来的部分失地。由于市场对全球经济前景感到担忧，避险资产美元和美债携手上扬，其中美元指数从 96 下方反弹至 96.8，而 10 年期美债收益率则下滑至去年 2 月以来最低水平 2.62%。今年一季度，美国的经济和货币政策分歧，料继续支持美元指数在 96-98 区间内徘徊。至于美元后市表现，则将取决于美国经济和美联储加息步伐。因此，今年美国经济数据特别是通胀和工资增速将成为关注重点。密切留意周五美国非农就业报告，以及下周的 FOMC 会议纪要。
欧元	欧元回吐涨幅，反映市场对欧元区经济前景的担忧。尽管意大利议会通过 2019 年预算案（将预算赤字率由 2.4% 下调至 2.04%），但欧元区民粹主义抬头依然是年内值得担忧的风险。另外，欧元区成员国制造业 PMI 携手下滑，暗示经济增速放慢。这可能降低欧洲央行加息的迫切性，并限制欧元上升空间。
英镑	英镑下跌至三周以来的低位。短期内，英镑料难以扭转弱势。首先，脱欧的不确定性料持续增添英镑的波动性。英国下议院将于 1 月中就脱欧方案进行表决，市场预期方案将遭遇较大的阻力。其次，英美货币政策分歧也将利淡英镑。由于英国通胀压力有限，市场预期今年英央行加息概率小于 50%。
日元	日元上升至 8 个月新高，主因是受惠于避险需求及美债收益率下滑。短期而言，在各项风险因素充斥的情况下，避险需求高涨或持续为日元提供短线的支持。不过，我们依然认为日元单向上升的走势难以持续，因为今年上半年美日的货币政策分歧将进一步扩大。
加元	美元兑加元在 1.36 的上方整固。近期，加元的弱势主要受到经济数据疲软、油价下挫及风险情绪恶化的影响。短期内，加元或持续受压。首先，市场对原油需求放慢的忧虑料持续打压油价及加元的表现。其次，油价大幅下挫，致加拿大通胀压力放缓。市场预期加央行短期内加息机会不大，这亦利淡加元。
澳元	澳元下跌至 2016 年 2 月以来最低的水平。风险情绪恶化是背后的主要原因。展望未来，澳元料继续在低位盘整。首先，中美贸易谈判的不确定性，加上中国经济数据疲软，可能继续为澳洲经济（依赖对中国的出口）带来冲击，从而利淡澳元。其次，鉴于澳洲第三季 GDP 及通胀增速放慢，市场预期澳储行 2019 年加息机会不大。美澳货币政策分歧也可能在短期内继续削弱澳元反弹动能。
纽元	受避险情绪的影响，纽元下跌至 2018 年 11 月以来最低的水平。短期内，两项负面因素将利淡纽元。第一，纽西兰经济增长放慢，或令纽储行在一段较长的时间内维持宽松政策立场。该央行与美联储之间的货币政策分歧，料削弱纽元的上升空间。第二，风险情绪恶化，亦可能利淡纽元。不过，比起受制于油价走弱的加元，以及受制于中国经济下行的澳元而言，纽元跌势或较为缓和。
人民币	人民币跟随大势对美元先涨后跌。短期内，人民币表现仍取决于中美贸易战发展及中国宽松预期这两个因素。贸易战方面，虽然中美表露出对达成贸易协议的信心，但目前谈判仍未出现实质性的进展，例如尚未达成技术转移及高科技行业方面的协议。若今年 3 月份之前谈判无果，中美贸易战将再度升温，从而利淡人民币。宽松预期方面，中国央行为防范外来风险对经济带来冲击，正不断推出宽松政策。继 12 月 19 日推出定向中期借贷便利后，央行本周宣布放宽定向降准贷款考核标准。宽松预期随之升温，并可能在短期内为人民币带来下行压力。
港元	年末过后，港元拆息全面下滑。实际上，香港银行总结余自 8 月底以来保持不变，反映港元流动性依然充裕。因此，年结效应消退后，1 个月和 3 个月港元拆息分别回落逾 50 点子和 30 点子至 1.83% 和 2.1%。美元/港元则反弹至 7.835。未来一两月内，若港元拆息及美元/港元远期点子进一步回落，美元/港元或再度迈向 7.85，从而驱使金管局出手接盘。短期内，银行总结余的减少，以及季节性因素包括月结和农历新年，皆可能再次推升港元拆息。因此，1 个月港元拆息如去年 11 月般跌破 1% 的可能性不大。

欧元:

- 欧元回吐涨幅，反映市场对欧元区经济前景的担忧。
- 一方面，虽然意大利议会通过 2019 年预算案（将预算赤字率由 2.4% 下调至 2.04%），有助收窄意大利和欧盟之间的分歧，从而缓和区内政治风险，但欧元区民粹主义抬头依然是年内值得担忧的风险。
- 另一方面，欧元区整体，以及德国和法国的 12 月制造业 PMI 进一步下滑。此外，欧元区第三季 GDP 终值放慢至 1.6%，且 12 月 CPI 按月转跌 0.2%。一系列疲软的数据，暗示经济增速放慢。这可能降低欧洲央行加息的迫切性，并限制欧元上升空间。

图 2：欧元/美元-日线图：欧元/美元的反弹在 1.1450 遇阻后回落。尽管多方力量较强，惟我们认为欧元的上行空间有限。移动平均线为近期的阻力。

英镑:

- 英镑下跌至三周以来的低位。
- 短期内，英镑料难以扭转弱势，主要受到两项因素的影响。
- 第一，脱欧的不确定性料持续增添英镑的波动性。英国下议院将于 1 月中就脱欧方案进行表决，市场预期方案将遭遇较大的阻力。不过，英国外相指若欧盟“澄清”爱尔兰边界的条款只属“暂时措施”，脱欧方案或有望在英国议会中通过。脱欧进展值得密切关注。
- 第二，英美货币政策分歧也将利淡英镑。尽管 12 月制造业 PMI 反弹至六个月高。不过，这可能只是因为企业赶在脱欧之前增加订单，而非反映英国经济前景改善。此外，受脱欧不确定性及油价下滑的影响，英国 11 月 CPI 同比增速回落至 20 个月以来最低。由于英国通胀压力有限且经济前景不明朗，市场预期今年英央行加息概率小于 50%。

图 3：英镑/美元 - 日线图：英镑/美元的反弹在 1.28 遇阻后回落。能量柱趋向中性，英镑或在 1.2550-1.2710 的区间波动。


日元:

- 日元上升至 8 个月新高 (美元/日元失守 108 的支持位), 主因是受惠于避险需求及美债收益率下滑。
- 展望未来, 日元的走向主要取决于避险需求的变化及息差因素。
- 短期内, 在各项风险因素 (包括英国脱欧、中美贸易战、美国政治风险等) 充斥的情况下, 避险需求高涨或持续为日元提供短线的支持。
- 不过, 我们依然认为日元单向上升的走势难以持续, 因为今年上半年美日的货币政策分歧将进一步扩大。具体而言, 美国上半年经济料保持相对优势, 从而支持美联储继续加息。相反, 由于日本的 CPI 依然远离日央行 2% 的通胀目标, 且日央行重申在通胀达标前维持宽松货币政策立场不变, 短期内该央行加息概率微乎其微。

图 4: 美元/日元 - 4 小时图: 美元/日元大幅走低。短期内, 美元/日元出现反弹的机会不可排除, 惟反弹的势头可能在 110 遇阻。

加元:

- 美元兑加元在 1.36 的上方整固, 主因是经济数据疲软、油价下挫及风险情绪恶化。短期内, 在三方面因素的影响下, 加元或持续受压。
- 第一, 市场对原油需求放慢的忧虑料持续打压油价及加元的表现。12 月 OPEC 原油产量创两年最大跌幅, 带动油价反弹 5%, 并减轻加元的沽压。不过, 继美油去年由高位下跌超过 40% 后, 短期内, 全球经济增速放缓影响原油需求, 以及美国页岩油产量上升推升油市供应, 这两个因素可能限制油价及加元的上升空间。第二, 油价大幅下挫, 致加拿大通胀压力放缓。这加上经济数据欠佳 (加拿大 12 月制造业 PMI 下跌至两年低), 打击市场对加央行短期内加息的预期, 这亦利淡加元。第三, 风险情绪恶化也为商品货币带来下行压力。下周加央行料按兵不动。

图 5: 美元/加元 - 日线图: 美元/加元一度逼近 1.37 后回落。多方力量减弱, 美元兑加元上行动力或有限。短期内, 美元兑加元料在 1.34-1.37 区间波动。


澳元:

- 澳元一度下跌至 2016 年 2 月以来最低的水平。风险情绪恶化是背后的主要原因。
- 展望未来，澳元料继续在低位盘整，主要受到三项负面因素的影响。
- 首先，中美贸易谈判的不确定性，加上中国经济数据疲软，可能继续为澳洲经济（依赖对中国的出口）带来冲击，从而利淡澳元。中美双方将于 1 月初重启贸易谈判，谈判的发展料为澳元增添波动性。
- 其次，鉴于澳洲第三季 GDP 及通胀增速放慢，市场预期澳储行 2019 年加息机会不大。美澳货币政策分歧也可能在短期内继续削弱澳元反弹动能。
- 最后，全球经济增速出现放缓的迹象、金融市场的动荡，以及贸易战风险，这些因素正不断推升避险情绪，并压低商品货币包括澳元。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元兑美元显着走弱，并一度失守 0.7 的重要支持位。短期内，若澳元未能企稳该支持位，可能进一步走低。



纽元:

- 受避险情绪的影响，纽元一度下跌至 2018 年 11 月以来最低的水平。短期内，两项负面因素将利淡纽元。
- 第一，纽西兰第三季 GDP 增长不及预期，且通胀压力有限。市场忧虑纽西兰经济增长放慢，或令纽储行在一段较长的时间内维持宽松政策立场。该央行与美联储之间的货币政策分歧，料削弱纽元的上升空间。
- 第二，风险情绪恶化，亦可能利淡纽元。不过，比起受制于油价走弱的加元，以及受制于中国经济下行的澳元而言，纽元跌势或较为缓和。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元兑美元下挫，一度跌穿 0.66 的重要支持位。空方力量增强，这或增添纽元的下行压力。关注纽元/美元能否企稳 0.66 的支持位。



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	22686.22	-1.63%	-2.75%
标准普尔	2447.89	-1.52%	-2.35%
纳斯达克	6463.50	-1.84%	-2.59%
日经指数	19490.00	-2.62%	-2.26%
富时 100	6692.66	-0.61%	-0.53%
上证指数	2509.02	0.61%	0.83%
恒生指数	25414.24	-0.35%	-1.39%
台湾加权	9387.61	-3.49%	-3.55%
海峡指数	3040.99	-0.41%	-0.57%
吉隆坡	1674.47	-1.04%	-1.01%
雅加达	6249.80	0.89%	1.10%

主要利率			
	收盘价	周变化	年变化 bps
bps			
3月 Libor	2.79%	-0.3	-1
2年美债	2.42%	-10	-7
10年美债	2.58%	-14	-11
2年德债	-0.61%	0	1
10年德债	0.15%	-9	-8

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。
