

全球外汇周报：

本周随笔：为什么美联储下调超额准备金利率只是技术调整？

美联储顶着被市场误解的压力，降息了，不过这次降的只是超额准备金利率（IOER），这也是 2009 年以来超额准备金利率第一次严格意义上出现下滑。虽然媒体在过去几周已经公开讨论了调准超额准备金利率的可能性，但是在美联储正式宣布后，市场的第一反应还是偏鸽派，导致 10 年美债收益率一度跌回 2.45% 附近，不过随着后来美联储主席鲍威尔在新闻发布会上认为美国的低通胀只是暂时性的，美联储短期内不会加息或者降息，市场情绪很快又回归中性，而 10 年没债收益率也重新回到 2.50% 以上。

美联储在 5 月会议上指出，IOER 的调整只是技术性调整，没有任何政策信号。要理解这点。我们有必要简单回顾一下美联储 IOER 的原理。美联储系统里超额准备金是 2008 年全球金融危机后美国量化宽松政策的产物。随着美联储大幅扩表为市场注入流动性，部分没有参与实体经济循环的流动性开始堆积在美联储。准备金的增加也改变了美联储利率传导方式。随着 2008 年底，美国国会修正法案允许美联储为准备金支付利率后，IOER 就登上了历史舞台。

为什么美联储可以通过调整 IOER 来调整货币市场利率？我们知道目前的联邦基准利率是个区间。譬如最新的基准利率是 2.25%-2.50%，而美联储的目标就是引导市场有效利率在这个 25 个基点的区间之内。而美联储引导市场有效利率最大的武器就是 IOER。如果有效利率低于 IOER 的话，那市场可以通过在市场上借入资金并存放在美联储赚取高的利率来套利。反之，银行会将存放在美联储的超额准备金通过货币市场拆出，供给的增加将导致有效利率回落。

自 09 年以来 IOER 一直被设定在美联储基准利率上限。而 2015 年美联储启动加息周期后，每次 25 个基点加息后，都会同步等量调高 IOER，直到 2018 年 6 月的会议，美联储改变了传统，在加息 25 个基点之后，仅上调 IOER 20 个基点，使得 IOER 低于美联储基准利率上限 5 个基点。而这个差距在 2018 年 12 月的加息中再次扩大 5 个基点。而此次 5 月美联储会议中将 IOER 减少 5 个基点，也是 2018 年以来的第三次调整。调整后，IOER 利率在 2.35%，低于美联储基准利率上限 2.5% 15 个基点。

那为什么美联储要调低 IOER 呢？主要原因就是 2018 年以来美联储有效联邦利率开始出现不断上升的局面。历史上有效利率维持在基准利率区间中位数是比较理想的情况。但是过去一年以来有效利率已经偏离中位数慢慢向利率区间上限爬去。譬如近期隔夜有效利率已经到 2.45%，接近 2.50% 的上限。至于为什么近期有效利率不断攀升，这似乎并没有很好的答案，不过市场普遍将其归罪为美国国债发行大幅增加以及美联储缩表对流动性的扰动。总体来看，有效利率的上升让美联储担心自己对利率的控制弱化。此次下调 IOER 最大的目的就是引导有效利率重新回归基准利率区间中位数。

所以，美联储下调超额准备金利率并没有政策方向意图。本周美元保持强势主要还是受美国经济表现相对其他经济体较好的支持。未来，在美联储政策不会大变的情况下，全球经济基本面将是影响美元的主要因素。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1174	0.3%	-2.5%
英镑/美元	1.3039	1.0%	2.3%
美元/日元	111.48	0.0%	-1.7%
澳元/美元	0.6996	-0.4%	-0.6%
纽元/美元	0.6621	-0.4%	-1.3%
美元/加元	1.3468	-0.1%	1.2%
美元/瑞郎	1.0198	-0.1%	-3.9%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.7349	-0.1%	2.1%
美元/离岸人民币	6.7429	-0.3%	1.8%
美元/港币	7.8447	0.0%	-0.2%
美元/台币	30.897	0.0%	-0.7%
美元/新元	1.3628	-0.1%	-0.2%
美元/马币	4.1415	-0.3%	-0.2%
美元/印尼卢比	14275	-0.6%	0.8%

下周全球市场三大主题

1. 澳洲央行和新西兰央行货币政策会议
2. 日本央行货币政策会议纪要
3. 中国 4 月通胀数据以及中美是否能达成贸易协议

外汇市场：

本周回顾：

汇市相对论，使每个货币都有升跌的可能。上周，美元一枝独秀，创出两年新高，同时避险情绪助日元逆势走强。不过，本周，一系列经济数据的公布，为其他主要货币带来翻身的机会。美国方面，一季度 GDP 增长 3.2%，远超预期，但对于消费主导经济增长的美国而言，由出口和库存带动的一季度经济增长未必可持续。另外，美国 3 月核心 PCE 同比增速意外下滑至逾一年新低的 1.6%，低于美联储 2% 目标。而 4 月 ISM 制造业指数更创 30 个月最低的 52.8。相反，欧元区方面，第一季 GDP 环比增速意外加快至 0.4%，其中西班牙和法国经济表现靓丽，而意大利更是意外走出经济衰退阴霾。结合欧美数据可见，目前两地经济分歧还不至于不断扩大，因此欧元从低位反弹，致美元指数跌破 98。

不过，要想美元扭转相对强势，也并不简单。本周美联储会议暂时打消市场降息预期，意味着美元仍将保持利率优势。具体而言，美联储主席不顾特朗普的抨击，表示没有很大加息或降息的可能，并认为近期通胀低迷只是暂时的。实际上，在劳动力市场稳健（美国 4 月 ADP 就业增加 27.5 万人，远超预期，周五关注非农就业报告特别是工资增速）的情况下，通胀压力确实存在反弹的可能。相反，澳洲和纽西兰疲软的通胀数据正推升这两个国家央行降息的预期。此外，欧洲央行、日本央行和加拿大央行也纷纷释放鸽派讯号。在利率优势的支持下，美元可能继续在高位盘整。另一方面，由于全球经济前景尚未乐观（作为前瞻性数据，欧元区 4 月制造业 PMI 保持疲软，中国 4 月制造业 PMI 亦有所回落），在更多数据证实中国经济企稳为欧元区及新兴市场带来正面溢出效应之前，避险情绪料间歇地升温，从而支持美元。短期内，除了经济数据之外，联储行 5 月会议及澳联储行 6 月会议值得关注。另外，还需关注中美贸易谈判能否达成协议。

本周重点关注货币：

欧元：

- 本周欧元兑美元一度重上 1.1260，主因是欧元区一些重要经济数据造好，帮助舒缓了市场对当地经济前景的忧虑。
- 具体而言，欧元区第一季 GDP 按季增长 0.4%，其中意大利意外摆脱经济衰退，且西班牙和法国经济表现亦十分靓丽。另外，欧元区 3 月失业率亦下降至 7.7%。这叠加美国一些欠佳的数据，暗示欧美经济分歧还不至于持续扩大。因此，欧元收复上周部分失地。
- 不过，随后，美联储不如预期鸽派的言论带动美元反弹。再加上欧元区德国 4 月制造业 PMI 终值显示该行业持续处于收缩区间，致欧元回吐部分涨幅。另外，欧元区 4 月经济景气指数下滑至 104，不及预期。
- 在英国脱欧和欧美贸易冲突等不确定因素的影响下，欧元区经济前景尚未明朗。短期内，欧元或继续承压。

图 1：欧元/美元-日线图：欧元小幅反弹。能量柱依然偏向空方，意味欧元的下行压力或未完全消退。不过，短期内，若欧元/美元可以突破 1.1240 的水平，欧元或能延续向好的走势。



美元	美元指数从两年高位回落，并跌破 98 水平，主因是经济数据表现欠佳及风险情绪改善。具体而言，美国 3 月核心 PCE 同比增速意外下滑至逾一年新低的 1.6%，低于美联储 2% 目标。而 4 月 ISM 制造业指数更创 30 个月最低的 52.8。相反，欧元区 GDP 数据造好，反映欧美经济分歧还不至于不断扩大，因此欧元反弹伴随着美元回落。不过，要想美元扭转相对强势，也并不简单。本周美联储会议的言论不如预期般鸽派，主席称没有很大加息或降息的可能，且低通胀是暂时的。这带动美元和美债收益率反弹。相反，澳联储银行降息预期高企，而其他主要央行也纷纷释放鸽派讯号。在利率优势的支持下，美元可能继续在高位盘整。另外，由于全球经济前景尚未乐观，避险情绪料间歇地升温，从而支持美元。
欧元	欧元小幅反弹，主因是一些重要经济数据向好，帮助舒缓了市场对欧元区经济前景的忧虑。具体而言，欧元区第一季 GDP 按季增长 0.4%，其中意大利意外摆脱经济衰退，且西班牙和法国经济亦表现靓丽。这叠加美国一些欠佳的数据，暗示欧美经济分歧还不至于持续扩大。因此，欧元收复上周部分失地。不过，随后美元反弹及欧元区和德国 4 月制造业 PMI 终值保持疲软，致欧元回吐部分涨幅。在英国脱欧和欧美贸易冲突等不确定因素的影响下，欧元区经济前景尚未明朗。这或使欧元继续承压。
英镑	英镑震荡走强。利好因素方面，英国首相梅和反对党领袖暗示脱欧协议可期，这缓和了市场对脱欧不确定性的担忧。利淡因素方面，英国 4 月制造业 PMI 下滑至 53.1，暗示经济前景不甚乐观。其他方面，英国央行按兵不动之余，上调了未来三年 GDP 预测，同时下调今明两年通胀预期，行长暗示未来需加息多于一次，以实现通胀目标。然而，我们依然认为短期内英央行加息计划及英镑升幅将受制于脱欧风险。
日元	日元震荡偏强。首先，投资者购入日元，为日元在日本长假期间可能出现的大幅波动做准备。其次，美债收益率下滑，减轻美日息差因素对日元的压力。展望未来，日元料续窄幅波动。日央行指维持超宽松立场最少直至 2020 年春季，意味美日货币政策分歧将利淡日元。惟避险情绪有助减轻日元沽压。
加元	加元微跌。油价波动为影响加元走势的主要因素。油市方面，消息指美国总统告知 OPEC 必需降低油价。另外，美国 EIA 原油库存上升至 19 个月新高。再加上美国考虑加大对伊朗制裁，及伊朗威胁 OPEC 存在解散可能的消息，致油价携手加元下挫。短期内，油市前景不明朗料继续增添加元波动性。另一方面，加拿大 2 月 GDP 按月下滑 0.1%。数据疲软或为加拿大央行转鸽提供依据，从而利淡加元。
澳元	澳元先升后回落。出口商月底对澳元的需求为澳元提供支持。此外，市场憧憬中美达成贸易协议，亦利好澳元。不过，中国制造业数据下滑及澳联储降息预期高企，致澳元受压。短期内，澳元走势料取决于澳洲和中国经济表现，澳美息差因素，以及中美贸易谈判结果。下周关注澳联储会议。
纽元	纽元显著走低，主要是因为纽联储降息预期上升。继第一季 CPI 数据令人失望后，本周公布的劳动力市场也不如预期（第一季失业率下降至 4.2%，惟当季就业人口减少 0.2%，大幅低于预期）。因此，期货市场估计纽联储下周减息概率达 54.6%。相反，美联储主席的言论打击降息预期。息差因素料续利淡纽元。
人民币	本周人民币继续呈现区间波动走势。一方面，中国 4 月官方和财新制造业 PMI 双双回落，使人民币对美元一度下挫 100 点子，因市场担忧经济前景不如预期般乐观。另一方面，欧元区经济数据参差，加上美联储不如预期鸽派的言论，使欧元先升后跌。因此，人民币在中国休市期间随着大势窄幅波动。短期内，人民币走势将取决于美元因素、中国经济数据表现，以及中美贸易谈判结果，若下周中美达成贸易协议，再加上中美息差扩大，或为人民币带来支持。不过，在中国经济企稳带动欧元区乃至新兴市场经济复苏之前，人民币升幅或依然受制于美元的相对强势。
港元	月末和劳动节假期使港元拆息持续高企，并支持港元继续远离弱方兑换保证水平。踏入 5 月份，随着季节性因素的消退，我们预计 1 个月港元拆息将进一步回落。不过，自银行业总结余额跌至 544 亿港元以来，市场参与者似乎提高了警觉，随时为资金趋紧的风险作准备。未来一两个月内，5-7 月的上市企业派息高峰，以及 6 月半年结，皆可能成为市场囤积资金的驱动力。因此，港元拆息下行空间料有限，其中 1 个月拆息料维持在 1.5% 上方，而港元触及弱方兑换保证水平的机会也较小。

美元指数:

- 美元指数跌破 98 水平，主因是经济数据表现欠佳及风险情绪改善。
- 具体而言，美国数据令人失望，拖累美元受压。具体而言，美国 3 月核心 PCE 同比增速意外下滑至逾一年新低的 1.6%，低于 2% 目标。而 4 月 ISM 制造业指数更创 30 个月最低的 52.8。相反，欧元区经济数据造好，减轻市场对全球经济增速放缓的担忧，且反映出欧美经济分歧还不至于不断扩大。
- 尽管如此，美元尚未扭转相对强势。首先，利率优势将支持美元，本周美联储会议的言论不如预期般鸽派，主席称没有很大加息或降息的可能，且低通胀是暂时的。相反，澳洲储备银行降息预期高企，而其他主要央行也纷纷放鸽。其次，由于全球经济前景尚未乐观，避险情绪间歇地升温，也将支持美元。

图 2：美元指数-日线图：美元指数从近期高位回落。多方能量较强，这料为美元指数提供支持。短期内，美元指数将继续在 96-98.50 内区间波动。



英镑:

- 英镑震荡走高，并一度反弹至两星期的新高。
- 利好因素方面，消息指工党官员表示与保守党的协商有实质进展。而首相梅和反对党领袖则暗示脱欧协议可期。因此，市场对脱欧不确定性的担忧稍微缓和，并为英镑提供支持。
- 利淡因素方面，英国 4 月制造业 PMI 下滑至 53.1，暗示经济前景不甚乐观。
- 其他方面，英国央行按兵不动之余，上调了未来三年 GDP 预测，同时下调明年两年通胀预期，行长暗示未来需加息多于一次，以实现通胀目标。尽管该央行释放偏鹰派讯号，但市场质疑脱欧尘埃落定之前加息的可能性。
- 短期内，我们也认为英央行加息计划及英镑升幅将受制于脱欧风险。

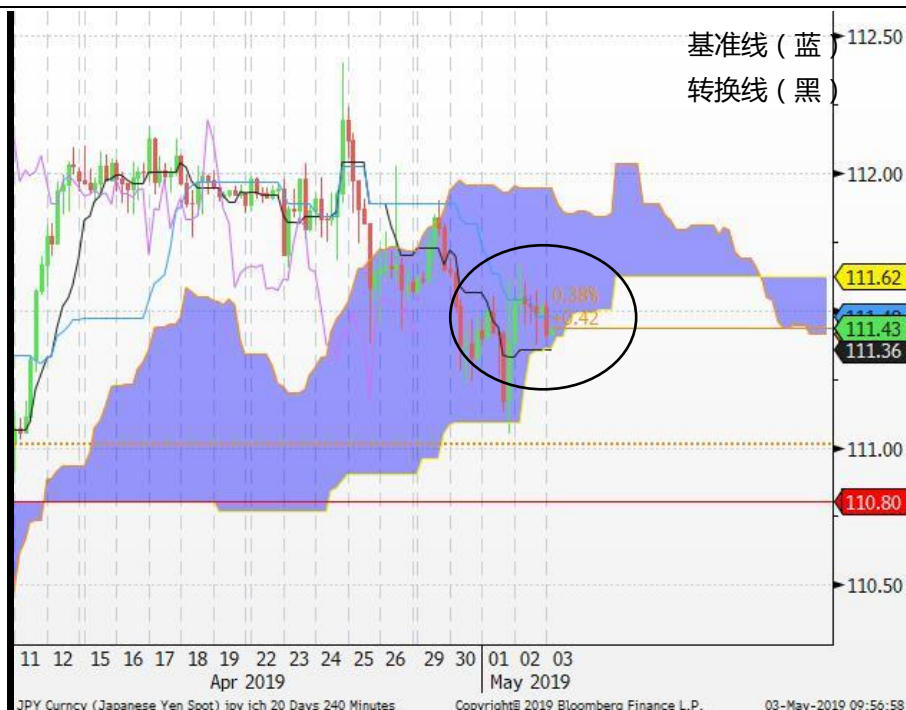
图 3：英镑/美元-日线图：英镑/美元反弹并一度突破 1.3060 的水平。空方能量收窄，或减轻英镑的下行压力。若英镑/美元能企稳 1.3060 的水平，该货币对子或进一步上试 1.3200 的水平。



日元:

- 日元震荡偏强，主要受以下三个因素影响。首先，美元从高位回落。
- 其次，投资者购入日元，为日元在日本长假期间可能出现的大幅波动做准备。
- 再者，美债收益率下滑，减轻美日息差因素对日元的压力。
- 展望未来，日元料继续窄幅波动。一方面，日央行指将至少在 2020 年春季结束前维持超宽松立场，以应对外部风险因素及即将上调消费税的潜在影响。相反，尽管美联储立场转鸽，但该央行主席称没有很大的降息可能。整体而言，息差因素将利淡日元。
- 另一方面，避险情绪有助减轻日元沽压。

图 4：美元/日元 - 4 小时图：美元/日元下行进入云层的区间。云层的底部为美元/日元提供支持，带动其出现小幅反弹。在日本长假期完结前，美元/日元料维持在现水平附近盘整。



加元:

- 加元微跌。油价波动为影响加元走势的主要因素。
- 油市方面，消息指美国总统告知 OPEC 必需降低油价，油价一度下挫 4%。不过，沙特表示已经做好满足原油需求的准备，并且可能将全球减产协议延长至 2019 年底。这加上委内瑞拉政局动荡，增添市场对石油供应的忧虑，并为油价提供支持。随后，EIA 报告指美国上周原油库存上升至 19 个月新高。再加上美国考虑加大对伊朗制裁，及伊朗威胁 OPEC 存在解散可能的消息，拖累油价再次转跌。加元应声回落。
- 短期内，油市前景不明朗料继续增添加元波动性。另一方面，加拿大 2 月 GDP 按月下滑 0.1%。数据疲软或为加拿大央行转鸽提供依据。因此，短期内息差因素也可能利淡加元。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元/加元好淡争持。能量柱偏向多方，意味美元/加元进一步反弹的可能性不可排除。短期内，美元/加元料在 1.3350-1.3500 的区间波动。



澳元:

- 澳元先升后回落。利好因素方面，出口商月底对澳元的需求上升，为澳元提供支持。此外，消息指中美双方就执行机制的讨论接近完成。市场憧憬中美达成贸易协议，亦支持澳元。
- 不过，中国 4 月官方及财新制造业 PMI 双双回落，以及澳储行降息预期高企，致澳元受压。
- 一方面，市场担忧中国对硬商品的需求前景或不甚乐观。另一方面，由于澳洲第一季通胀数据欠佳，加上经济前景未明朗，市场对澳储行减息的忧虑升温（期货市场预计该央行年底前降息两次的概率接近 60%）。相反，美联储维持中性立场。若两国货币政策分歧扩大，料利淡澳元。下周关注澳储行会议。
- 当然，如果中美达成贸易协议，加上澳洲劳动力市场保持稳健，或有助减轻澳元进一步下跌的风险。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元/美元失守 0.7 的重要支持位。空方能量增强，意味澳元或继续承压。若澳元未能收复该支持位，可能进一步走低。



纽元:

- 纽元显著走低，主要是因为纽储行降息预期上升。
- 继第一季 CPI 数据令人失望后，本周公布的劳动力市场也不如预期。尽管纽西兰第一季失业率下降至 4.2%，惟当季就业人口减少 0.2%，大幅低于预期。除此之外，虽然纽西兰 4 月 ANZ 企业信心由-38 小幅改善至-37.5，但这依然反映企业情绪较悲观。
- 一系列疲软数据为纽储行关于下次调整利率为减息的可能性较高提供了依据。因此，期货市场估计纽储行下周减息概率达 54.6%。相反，美联储主席的言论打击降息预期。息差因素料续利淡纽元。另外，在全球经济前景明朗化之前，商品货币也可能继续承压。总括而言，纽元料继续在低位徘徊。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元再次回落。空方能量较强，暗示纽元或依然承压。短期内，若纽元/美元未能企稳 0.6000 的重要支持位，可能反覆下试 0.6550 的水平。



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	26307.79	-0.89%	12.78%
标准普尔	2917.52	-0.76%	16.38%
纳斯达克	8036.77	-1.35%	21.12%
日经指数	22258.73	--	11.21%
富时 100	7351.31	-1.03%	9.26%
上证指数	3078.34	-0.26%	23.43%
恒生指数	29849.36	0.83%	15.49%
台湾加权	11060.78	0.99%	13.71%
海峡指数	3379.75	0.68%	10.13%
吉隆坡	1631.10	-0.44%	-3.52%
雅加达	6289.46	-1.74%	1.53%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3 月 Libor	2.58%	-0.7	-23
2 年美债	2.34%	6	-14
10 年美债	2.54%	4	-14
2 年德债	-0.59%	1	3
10 年德债	0.03%	5	-21

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	61.72	-2.5%	35.9%
布伦特	70.52	-2.3%	31.1%
汽油	201.89	-3.9%	52.5%
天然气	2.60	1.2%	-11.7%
金属			
铜	6167.00	-3.6%	3.4%
铝	1790.50	-1.5%	-1.8%
贵金属			
黄金	1272.20	-1.0%	-0.7%
白银	14.56	-3.0%	-6.3%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	0.903	-2.6%	-11.4%
棉花	0.7465	-2.7%	3.4%
糖	0.1223	-0.2%	1.7%
可可	2,373	1.2%	-1.8%
谷物			
小麦	4.3325	-0.4%	-13.9%
大豆	8.305	-2.7%	-5.9%
玉米	3.6325	3.4%	-3.1%
亚洲商品			
棕榈油	1,919.0	-4.7%	-4.2%
橡胶	188.6	0.8%	9.7%

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。
