

**全球外汇周报：**
**本周随笔：中美贸易冲突：一场持久战**

中美贸易冲突发展至今，已经超过多数市场的认知。原先的商人理性假设已经过期。现在讨论谁低估了谁已经没有意义。目前我们对贸易冲突持较为谨慎悲观的态度。主要有两个原因。

第一，对华强硬在美国内部正在成为新一轮的政治正确。这也拜特朗普总统“不可预期”的政策导向所赐。2016年总统大选期间，特朗普总统曾公开表示美国作为一个国家太容易被预，而他想要带来的改变就是让美国变得不可预期。而特朗普总统上任以来，也正是按照这个剧本运作的，无论是中美贸易谈判还是美朝峰会背后都有这种不可预测政策导向。这种不可预期的方式成功刺激了美国国内的利己动物性，唤醒了中国鹰派，使得对华强硬成为新的政治正确。近期中兴事件的发展验证了这个观点。目前即使特朗普总统愿意在中兴问题上妥协，但是美国国会依然有不同的声音，而参议院将中兴条款捆绑美国国防支出法案，也显示美国议员的对华强硬态度。至于中兴是否最终能够重新复苏还要取决于未来一个多月美国参众两院的协商。从某种角度来看，中美关系的发展甚至超越了特朗普总统可以控制的局面。

第二，中美贸易“战争”的伪装渐渐褪去，背后更多是中美科技“战争”。美国对中国制造 2025 的直接针对已经显示解决中美贸易冲突，不是简单扩大对美进口就能解决。

以上两点也意味着中美贸易冲突将是一场持久战。未来走势如何？目前市场上乐观的角度是特朗普政府对中国的持续施压是为了中期选举造势，而过了中期选举之后，压力可能会有所减少。但是笔者觉得这种观点可能过于乐观。这场科技之争可能不会仅止步于中期选举。

至于中国的应对，境外市场认为中国的强硬反击可能涉及四个领域包括以牙还牙式得关税政策，抛售美国国债和金融资产，人民币贬值以及打击美国企业在中国境内的利益。笔者这些应对措施各有利弊，没有一个是完美的。

相对来说，允许人民币小幅贬值或许可以起到缓解的作用。但是近期人民币贬值加速后，社会舆论的变化可能会限制这个政策的效果。相对于其他政策来看，笔者认为人民币小幅贬值或许还是两害相轻的政策。

近期市场重新开始试探中国央行底线。不过央行总体保持淡定。首先，人民币之年均波动率小于其主要贸易伙伴，人民币指数年初至今依然升值。其次，央行放手市场，让市场决定汇率走势。央行维持人民币均衡稳定旨在降低汇率波动，而非扭转趋势。过去几个交易日虽然看到央行偶尔通过中间价或者公开市场控制人民币波动性，但并不着急控制人民币贬值。目前局势远好于 2015 年，市场不用自己吓自己。未来需关注人民币指数走势，如果人民币指数下滑过快，不排除央行重新启动逆周期因子重铸双向波动预期。

**外汇市场**

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1629	-0.12%	-3.0%
英镑/美元	1.3105	-1.00%	-2.7%
美元/日元	110.71	-0.70%	1.7%
澳元/美元	0.7375	-0.82%	-5.3%
纽元/美元	0.6769	-1.78%	-4.3%
美元/加元	1.3237	0.14%	-5.1%
美元/瑞郎	0.9948	-0.78%	-2.3%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.6247	-1.80%	-1.8%
美元/离岸人民币	6.6374	-2.01%	-2.0%
美元/港币	7.8473	-0.04%	-0.5%
美元/台币	30.514	-0.73%	-2.6%
美元/新元	1.3656	-0.67%	-2.7%
美元/马币	4.0375	-0.90%	0.2%
美元/印尼卢比	14380	-2.08%	-5.7%

数据来源: Bloomberg

**下周全球市场三大主题**

1. 全球 6 月制造业指数
2. 美联储 6 月会议纪要，澳洲央行会议
3. 美国非农就业数据

**作者：**
**谢栋铭**
[xied@ocbc.com](mailto:xied@ocbc.com)

(65)6530-7256

**李若凡**
[carierli@ocbcwh.com](mailto:carierli@ocbcwh.com)
**余思毅**
[dicksnyu@ocbcwh.com](mailto:dicksnyu@ocbcwh.com)

## 外汇市场：

### 本周回顾：

今年以来，美国经济数据频频告捷，而其他主要经济体则出现增长放缓的迹象。随着美国拉开与其他国家的经济实力差距，美元自4月以来持续受到支撑。而美联储与其他主要经济体保持货币政策分歧，也利好美元。然而，带动美元走强的两个主要因素（经济和利率优势）似乎出现消退的苗头。一方面，美国制造业 PMI 意外回落，且一季度 GDP 增速意外下修，使市场开始担忧美国经济未必能够逃过贸易战的冲击。相反，欧元区服务业和综合 PMI 反弹，暗示该区域经济或开始企稳。美国与其他主要经济体的经济差距或逐渐缩小。另一方面，上周英国央行偏鹰派的立场提醒市场，美联储不可能长期保持与其他主要央行的货币政策分歧。而 OPEC 和俄罗斯增产规模少于预期，带动油价反弹。这可能为全球带来通胀压力，从而支持其他主要央行陆续收紧政策。换言之，美联储料难长期保持与其他主要央行的货币政策分歧。长期而言，美元涨势未必可持续。

不过，短期内，美元发挥避险性质，同时其他主要货币缺乏进一步反弹的动能，可能支持美元继续在 95 附近的高位盘整。首先，欧洲央行关于 12 月才退出 QE，以及明年夏天之前不会加息的偏鸽派立场，可能限制欧元短期上升空间。其次，英国央行将迎来一位鸽派委员，以替代现有的鹰派成员。这加上快速下滑的通胀，意味着年内英国央行最多加息一次。而“硬脱欧”的担忧情绪亦不断升温。因此，短期内英镑料难摆脱颓势。最后，全球贸易冲突可能影响制造业，从而削弱商品需求。再加上美元高位盘整，导致商品市场和商品货币持续承压。下周，我们将继续关注美国和欧元区经济数据，且看两个地区经济差距是收窄还是进一步扩大。当然，中美贸易冲突的发展也值得密切关注，这将对亚洲货币以及商品货币指引后市走向。

### 本周重点关注货币：

#### 纽元：

- 纽元跑输 G7 其他货币，并下跌至 2018 年的新低，主要源于以下三个因素。第一，美元高企叠加避险需求，利空商品市场及商品货币。
- 第二，纽西兰 6 月 ANZ 企业信心指数由 -27.2 下滑至 7 个月低位 -39，主要反映企业对工党政府执政及全球贸易风险的忧虑。经济数据疲软压低纽元。
- 第三，纽联储一如预期维持利率于 1.75% 不变，并重申将维持刺激性货币政策一段时间，且表示下一步调整利率可能是往上或往下。央行鸽派言论，导致纽元显著下挫。
- 尽管中美贸易冲突对澳元影响较大，但撇除贸易风险因素，单看经济基本面及货币政策方向，纽元则稍逊一筹。短期内，贸易风险、强美元，以及纽美息差，这些因素料继续令纽元承压。

图 1: 纽元/美元-日线图: 纽元维持下行的走势。指标显示空方力量再度增强，纽元料持续承压。0.6740 为较强的支持位。



<b>美元</b>	美元先跌后涨，站稳在 95 以上水平。周初，美元一度回落至 94.2，主要有两个原因。第一，美国遥遥领先的经济增速开始出现回落迹象。其中费城联储商业展望指数和 Markit 制造业 PMI 指数意外下跌，令市场开始担忧美国经济也可能最终受压于不断升级的全球贸易冲突。第二，市场开始意识到美联储无法长期保持货币政策差优势。继加拿大央行之后，英国央行也于上周释放鹰派讯号。另外，OPEC 和俄罗斯增产规模小于预期，带动油价反弹。这可能支持全球通胀，并驱使更多主要央行收紧政策。这两个原因料将成为长期内扭转美元涨势的关键。不过，短期内，由于主要货币包括欧元、英镑和商品货币缺乏反弹的动能，且美元发挥避险性质，美元或能够继续在 95 附近的高位盘整。下周关注美国经济数据。
<b>欧元</b>	由于欧元区经济数据有所反弹，欧元从低位回升，惟涨势未能持续。具体而言，欧元区包括德国和法国服务业和综合 PMI 携手反弹，减轻了市场对欧元区经济增速放缓的担忧，从而带动欧元反弹。不过，由于欧洲央行明年夏天之前无意加息，该央行偏鸽派的立场，限制了欧元上升空间。短期内，欧元兑美元可能在 1.1430-1.1880 区间内波动。中长期内，由于欧元汇价已反映大部分负面因素，一旦欧元区经济数据改善，或者欧洲央行官员释放鹰派讯号，欧元将迎来进一步反弹。
<b>英镑</b>	英镑显著回落，主要是因为英央行的候任委员释出鸽派讯号，为该央行未来加息计划增添变数。这加上急速下滑的通胀，意味着英国央行年内可能最多加息一次。另外，欧盟委员会主席指责英国政府缺乏共识，并就硬脱欧后果发出警告。脱欧不确定性亦利淡英镑。短期内，英镑或继续承压。
<b>日元</b>	市场情绪及美日息差，这两个因素相互制衡，导致日元持续在区间内波动。一方面，由于中美贸易风险一时半会尚未消散，日元料继续受到避险情绪的支撑。另一方面，日本通胀的表现依然疲软，且日本央行副行长重申刺激政策的必要性。美日货币政策分歧或限制日元上升空间。
<b>加元</b>	加元是本周表现最好的 G10 货币。周初贸易前景不明朗，且通胀不及预期，导致加拿大央行 7 月加息概率回落至 54%。不过，OPEC 增产规模少于预期、美国要求盟友 11 月起停止由伊朗进口石油，加上 EIA 美国原油意外下跌，支持油价显著反弹，并减缓了加元跌势。随后，加央行行长的鹰派言论把 7 月加息概率重新推至 68%，并支持加元反弹。油市表现、美加贸易谈判及加央行加息预期，将主导加元表现。
<b>澳元</b>	本周澳元继续承压，主要有三个原因。第一，中美贸易冲突升级，令市场担忧澳洲贸易前景。第二，澳联储短期内加息机会不大。在澳美货币政策分歧逐渐扩大的预期下，澳元继续受压。第三，美元持续高企，导致商品市场及商品货币重挫。短期内，这三个因素叠加或促使澳元持续在低位盘整。
<b>纽元</b>	纽元跑输 G7 其他货币，主要源于以下三个因素。第一，美元高企叠加避险需求，利淡商品市场。第二，纽西兰 6 月 ANZ 企业信心指数由 -27.2 下滑至 -39。数据疲软利淡纽元。第三，纽联储重申将维持刺激性货币政策一段时间，且下一步调整利率可能是往上或往下。纽美货币政策分歧，也令纽元承压。
<b>人民币</b>	中美贸易战正式爆发临近，推升市场对人民币贬值的预期，改变了企业结售汇行为，延迟结汇和提前购汇加速人民币的贬值。市场开始试探中国央行底线。不过央行总体保持淡定。央行维持人民币均衡稳定旨在降低汇率波动，而非扭转趋势。过去几个交易日虽然看到央行偶尔通过中间价或者公开市场控制人民币波动性，但并不着急控制人民币贬值。目前局势远好于 2015 年，市场不用自己吓自己。未来需关注人民币指数走势，如果人民币指数下滑过快，不排除央行重新启动逆周期因子重铸双向波动预期。
<b>港元</b>	在半年结和小米招股期时间重叠的情况下，港元拆息攀升至 10 年高位。不过，由于贸易战的担忧情绪高涨，港股重挫。再加上融资成本高企，小米招股反应不及预期般热烈。这促使银行释放过去几个星期内过度预留的资金。随着流动性重返市场，短端港元拆息有所回落，而港元亦应声转弱。短期内，中美贸易冲突可能导致股市情绪持续低迷，从而打击抽新股的情绪。然而，由于三季度即将上市的企业融资规模较大，即使市场反应冷淡，也可能冻结一定规模的资金。因此，我们维持半年结及小米 IPO 后港元拆息回落空间有限的预期。一个月港元拆息或能够在 1.5% 左右找到支持。短期内，即使港元再度触及弱方兑换保证水平，相信沽盘规模有限。短期内，银行总结余料能够保持在 800 亿港元以上水平。

**美元指数:**

- 美元先跌后涨。消息指美国计划加大对中国在美投资的限制，主要针对科技业。白宫官员就特朗普立场各执一词，不确定性致避险情绪升温。随着贸易矛盾日益上升，市场开始担忧美国经济或受贸易冲突影响，因此美元有所回落。
- 周中美元指数显著反弹。首先，避险性质带动美元走强。其次，财长努钦预计美国第二季 GDP 数字很好。这稍微减轻市场对贸易冲突影响美国经济的担忧。最后，其他主要货币包括欧元和英镑暂时缺乏强劲的上漲动能。
- 短期内，市场将关注美国和其他主要经济体特别是欧元区的经济数据。若数据显示美国与其他主要国家经济差距收窄，或限制美元上升空间。反之则反。
- 长期而言，我们仍相信随着美国逐渐失去经济和利率优势，美元将难免转弱。

图 2: 美元指数-日线图: 美元指数再度突破 95 的重大阻力位。若美元指数能站稳该水平，短期内或维持在 95-96 区间波动的走向。



**欧元:**

- 欧元区经济企稳，但加息预期低迷仍限制欧元上升空间。经济数据方面，无论是法国、德国还是整个欧元区的服务业和综合 PMI 纷纷反弹，暗示经济逐渐趋稳。这一度带动欧元反弹。
- 不过，欧洲央行决定直至 12 月才退出 QE，且明年夏天前不会加息。欧央行管委 Lane 亦表示“通胀有所回升，但远不及目标，因此需要宽松政策支持”。欧美货币政策分歧对欧元继续造成短暂压力。
- 周五欧盟领导人在峰会上就移民问题达成共识，欧元区政治风险减退，助欧元快速反弹。短期内，欧元或继续在区间内波动。长期而言随着经济企稳及加息时间日益清晰，欧元或从低位反弹。继续关注欧元区数据。

图 3: 欧元/美元-日线图: 周初，欧元一度触及 1.1700 后反覆回落。整体而言，除非出现明显转向，否则欧元继续在 1.1430-1.1880 区间内波动。



**英镑:**

- 英镑显著回落，主要是英国央行加息预期较弱，以及脱欧不确定性犹存。具体而言，Haskel 将取代 McCafferty (鹰派) 成为 MPC 委员，其指出“若利率上调的速度过快，可能造成风险。若金融市场出现混乱，英央行可以进行更大规模的 QE”。候任委员的鸽派立场，削弱了上周一度上涨的加息预期。
- 这加上偏软的经济基本面，意味着英国央行年内可能最多加息一次。具体而言，除了通胀快速下滑之外，楼市数据也不乐观。受到经济增长放缓及脱欧不确定性拖累，6月 Nationwide 房价指数按年增长 2%，升幅为 5 年最弱。
- 脱欧方面，消息指由英政府提交的脱欧法案已经获得英女王的批准，取得法律地位。不过，欧盟委员会主席指责英国政府缺乏共识，并就硬脱欧后果发出警告。脱欧不确定性亦利淡英镑。短期内，英镑或继续承压。

图 4: 英镑/美元-日线图: 英镑兑美元在 1.3100 附近找到较强的支持。RSI 显示英镑触及超卖区，英镑或出现短线反弹。



**日元:**

- 市场情绪及美日息差，这两个因素相互制衡，导致日元持续在区间内波动。一方面，周初，特朗普就限制中国投资的态度有所缓和，削弱避险需求，致日元回落。随后，美方透露强硬态度，使避险需求再度回升，并支持日元逆市向好。由于中美贸易风险一时半会尚未消散，日元料继续受到避险情绪的支撑。
- 另一方面，日本通胀的表现依然疲软，且日央行副行长雨宫正佳表示“过早削减刺激政策可能导致经济重新陷入通缩的风险”。美日货币政策分歧或限制日元上升空间。
- 中短期内，息差因素和避险需求料继续相互制衡，从而导致日元在区间内波动。

图 5: 美元/日元-日线图: 美元兑日元维持在 109-111 内区间波动的走向。指标显示能量柱趋向空方，该货币对子可能回落。



**加元:**

- 加元是本周表现最好的 G10 货币，主要受惠于油价反弹及加息预期的回升。
- 一方面，美加贸易冲突及 NAFTA 谈判不顺利，可能影响加拿大央行加息计划。此外，5 月 CPI 同比增速仅持平于 2.2%，远不及预期的 2.6%，且 4 月零售销售按月意外下跌 1.2%。经济数据疲软也削弱加息预期。因此，加央行 7 月加息概率由 70% 以上回落至 54%。不过，OPEC 增产规模少于预期、美国要求盟友 11 月起停止由伊朗进口石油，加上 EIA 美国原油意外下跌，支持油价显著反弹，并减缓了加元跌势。
- 随后，加央行行长表示“现时经济状况，依然可以支持较高的利率水平。”此番鹰派言论把 7 月加息概率重新推至 68.4%，并支持加元显著反弹。
- 短期内，油市表现、美加贸易谈判及加央行加息预期，将主导加元表现。

图 6: 美元/加元-日线图: 美元兑加元维持强势。RSI 显示技术超买后，美元兑加元短线回落。2017 年年中高位 1.3500/600 为近期重要阻力。



**澳元:**

- 本周澳元继续承压，主要有三个原因。第一，由于澳洲与中国贸易关系密切，中美贸易冲突升级，令市场担忧澳洲贸易前景。
- 第二，澳联储短期内加息机会不大。在澳美货币政策分歧逐渐扩大的预期下，澳元继续受压。
- 第三，美元持续高企，导致商品市场及商品货币重挫。
- 短期内，这三个因素叠加或促使澳元持续在低位盘整。不过，消息指中国铁矿石港口的库存减少 235 万吨，消息带动铁矿石价格向好，这或有助减轻澳元部分下行压力。
- 展望下周，除中美贸易矛盾之外，仍须关注澳联储货币政策会议。该央行料维持利率及其中性立场不变。

图 7: 澳元/美元-日线图: 澳元在 0.7350 附近整固并出现小幅反弹。不过，指标显示空方力量依然较强，澳元反覆下跌的风险不可排除。



**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	24216.05	-1.48%	-2.04%
标准普尔	2716.31	-1.40%	1.60%
纳斯达克	7503.68	-2.46%	8.70%
日经指数	22194.21	-1.43%	-2.51%
富时 100	7615.63	-0.87%	-0.94%
上证指数	2820.33	-2.40%	-14.72%
恒生指数	28816.56	-1.78%	-3.69%
台湾加权	10787.50	-1.03%	1.36%
海峡指数	3269.09	-0.56%	-3.93%
吉隆坡	1700.48	0.37%	-5.36%
雅加达	5716.64	-1.81%	-10.05%

**主要利率**

	收盘价	周变化	年变化 bps
bps			
3月 Libor	2.33%	-0.5	64
2年美债	2.52%	-3	63
10年美债	2.85%	-4	45
2年德债	-0.67%	--	-4
10年德债	0.32%	-2	-11

**大宗商品价格(1)**

	收盘价	周%变化	年%变化
<b>能源</b>			
WTI 油价	73.18	6.7%	21.1%
布伦特	77.73	14.0%	16.2%
汽油	212.30	17.8%	18.0%
天然气	2.94	3.6%	-0.3%

**金属**

铜	6623.00	-2.4%	-8.6%
铝	2181.25	-0.5%	-3.4%

**贵金属**

黄金	1250.40	-1.3%	-4.5%
白银	16.02	-6.6%	-6.6%

**大宗商品价格(2)**

	收盘价	周%变化	年%变化
<b>农产品</b>			
咖啡	1.122	-10.4%	-11.1%
棉花	0.8493	-0.6%	8.0%
糖	0.1188	-1.4%	-21.6%
可可	2,418	26.3%	27.8%
<b>谷物</b>			
小麦	4.8375	-1.5%	13.3%
大豆	8.630	-3.5%	-9.3%
玉米	3.4550	-3.3%	-1.5%
<b>亚洲商品</b>			
棕榈油	2,325.0	1.8%	-4.9%
橡胶	167.4	4.6%	-18.5%

---

**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。

---