

全球外汇周报：
本周随笔：货币宽松和人民币

本周外汇市场最大的驱动要素非人民币莫属。原本以为中美贸易战不会进一步恶化可能会缓解人民币贬值压力。不料美元再次走强以及中国货币宽松加码彻底摧毁了人民币反弹的希望。美元/人民币周四上拉 6.80 直接带动亚洲货币全线走低。

本周美元指数在美联储主席鲍威尔的国会陈词之后再次突破 95，带动人民币走弱。而真正压垮人民币的最后一根稻草则是对中国宽信用的预期。周三晚关于央行窗口指导通过提供 MLF 资金要求银行加大贷款以及购买信用债的新闻引发了境外市场关于中国版 QE 的讨论。当然笔者认为央行通过 MLF 激励银行购买信用债和 QE 还是有本质区别的，虽然和 QE 一样都会使得央行的资产负债表扩张。但是由于央行本身并不承担这些信用债的风险，因此这并不是严格意义上的量化宽松。当然从政策设计角度来看，在高收益债信用利差不断扩大的情况下，通过鼓励银行购买信用债或许可以有利于控制利差的进一步扩大，从而严守系统性风险爆发。

除此之外，中国在宽信用上也打出了组合拳，除了央行鼓励银行购买信用债之外，银保监会要求大银行在支持中小企业贷款中扮演头雁作用以及国开行否认上收地方棚改批准权力等都显示中国货币政策已经从宽货币紧信用转变成宽货币宽信用。不过令笔者感到失望的是，中国资本市场似乎并不买账。周四股票进一步下滑。这也让市场感到了一丝焦虑，质疑央行货币政策效果。如果银行不愿意购买高收益信用债的话，央行是否会推出更多的宽松政策也成为市场开始讨论的话题。

货币宽松预期的抬头显然对人民币不利。过去 10 年的经验告诉投资者谁搞 QE 谁贬值，美元如此，欧元也是如此。当然，中国目前并不算 QE，但是如果市场开始相信中国即将搞 QE 的话，对人民币的压力或许还将保持。但是笔者认为投资者需要小心过度试探中国央行的底线。周四外管局发言人表示将通过逆周期方式来调控短期汇率波动。这已经是一个比较明确的信号了。结合 7 月初易行长的周期论。最近人民币的快速贬值正在使得人民币偏离其顺周期轨道。周五人民币指数已经跌破 94 至 93.78，意味着今年以来人民币对其主要贸易伙伴国贬值超过 1%。

展望未来，我们认为相比 2015 年，央行干预力度会大幅减少。但是未来如果人民币贬值再次加速并超越周期的话，不排除央行会加大干预力度。至于如何定义周期，笔者认为最好的参照物还是人民币指数，一旦人民币指数快速回落至 93，央行可能会考虑逆周期措施，而这些逆周期措施中最简单的就是人民币中间价的逆周期因子。逆周期因子曾在 2017 年 5 月推出后成功扭转人民币单边贬值预期，而未来也或许可以继续成为人民币双向波动预期的捍卫者。总体来看，笔者认为宽松预期对人民币带来新一轮贬值压力。但是贸易战风险减弱将对人民币产生对冲，而央行的周期论将会呵护人民币不会重新出现单向贬值。市场不用过度担忧近期的贬值。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1646	-0.30%	-2.9%
英镑/美元	1.3013	-1.38%	-3.4%
美元/日元	112.44	-0.11%	0.2%
澳元/美元	0.7348	-0.96%	-5.7%
纽元/美元	0.6743	0.13%	-4.7%
美元/加元	1.3268	-0.90%	-5.3%
美元/瑞郎	0.9995	0.13%	-2.7%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.7941	-1.51%	-4.2%
美元/离岸人民币	6.8087	-1.49%	-4.5%
美元/港币	7.8485	-0.01%	-0.5%
美元/台币	30.732	-0.59%	-3.2%
美元/新元	1.3703	-0.47%	-3.0%
美元/马币	4.0630	-0.32%	-0.5%
美元/印尼卢比	14510	-0.90%	-6.5%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美国二季度 GDP
2. 欧元区和美国 PMI
3. 欧洲央行货币政策会议

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：

美元指数扭转周初跌势后，再次突破 95 水平，主要受惠于美国强劲的经济数据、美联储主席偏鹰派发言，以及主要货币走弱。首先，美国经济数据包括零售销售和工业生产等显示经济保持稳健增长，支持 10 年期美债收益率突破 2.85%，最高达 2.895%。其次，美联储主席重申当前最佳途径是保持渐进加息。此番发言支持美元大范围上涨。最后，英国政治风险和疲软通胀致英镑急跌，同时欧元区核心通胀有所下修，使欧元受压。英镑和欧元走弱也为美元带来支撑。我们认为短期内美元可能继续在高位盘整，但进一步向上突破的难度较大，原因如下。第一，全球经济增长企稳的迹象，意味着美国将不再一枝独秀。第二，加拿大、英国和欧洲央行纷纷透露加息计划，提醒市场美联储不可能持续拉开与其他主要央行的货币政策分歧。第三，市场已大致消化对美联储 9 月和 12 月加息的预期。加息预期对美元带来的增长动能也可能有限。第四，特朗普政府若想要实现贸易逆差收窄，或乐见美元走弱。周四特朗普对美联储加息可能导致美元过强，从而令美国处于弱勢的言论，则导致美债收益率和美元指数回吐升幅。

其他方面，近期日元的走势令市场感到意外。避险需求似乎不再为日元带来支撑。这背后主要有两个因素。首先，全球主要央行中属日本央行最鸽派，随着美债收益率反弹，美日息差扩大促使日元承压。其次，日本基金包括养老金连续十几周加速增持海外资产，致日元走弱。这两个因素可能持续限制日元反弹空间。至于英镑，尽管英国“软脱欧”的预期高涨，却未能显著支持英镑，主要是因为英国政局动荡，以及英国经济数据疲软削弱加息预期。英镑料继续低位盘整。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 美国经济基本面稳健、美联储主席偏鹰派言论，以及其他主要货币走弱，支持美元继续在高位盘整。
- 首先，经济基本面方面，美国 6 月零售销售连升第五个月，按月升幅 0.5% 符合预期，反映减税继续推动消费。6 月工业生产按月上升 0.6%，优于预期。
- 其次，美联储主席重申当前最佳途径是保持渐进加息。且美联储褐皮书指出尽管贸易风险升温，但经济仍温和扩张。
- 最后，主要货币如英镑及欧元走弱。因此，美元指数再度突破 95。
- 我们认为短期内美元可能继续在高位盘整，但进一步向上突破的难度较大。第一，全球经济增长企稳的迹象，意味着美国将不再一枝独秀。第二，加拿大、英国和欧洲央行纷纷透露加息计划，提醒市场美联储难以保持政策分歧。第三，市场已大致消化对美联储 9 月和 12 月加息的预期。第四，特朗普政府为了收窄贸易逆差，或乐见美元转弱。

图 1：美元指数 - 日线图：美元再次突破 95 重大阻力位，并反覆走高。不过，若美元短期内未能攻克 95.5，则可能形成双顶，届时美元转弱。



美元	美元扭转周初跌势后，再次突破 95 水平，主要受惠于美国强劲的经济数据、美联储主席偏鹰派发言，以及主要货币走弱。首先，美国经济数据包括零售销售和工业生产等显示经济保持稳健增长，支持 10 年期美债收益率突破 2.85%，最高达 2.895%。其次，美联储主席偏鹰派的言论支持美元大范围上涨。最后，英镑和欧元走弱也为美元带来支撑。我们认为短期内美元可能继续在高位盘整，但进一步向上突破的难度较大。第一，全球经济增长企稳的迹象，意味着美国将不再一枝独秀。第二，加拿大、英国和欧洲央行纷纷透露加息计划，也提醒市场美联储在收紧政策上不可能永远领先。第三，市场已大致消化对美联储 9 月和 12 月加息的预期。第四，特朗普周四言论反映该国政府为了收窄贸易逆差，或乐见美元转弱。
欧元	欧元震荡走弱，主要还是因为欧元区经济和利率落后于美国。具体而言，欧元区 6 月 CPI 同比增速持平于初值 2%，但核心 CPI 按年升幅由 1% 下修至 0.9%。这意味着欧洲央行可能如期于 12 月退出 QE，但明年夏天之前加息的概率较小。换言之，短期内欧洲央行和美联储之间的货币政策分歧料将逐渐扩大。除非欧元区数据格外亮丽，以至于改变市场对欧洲央行加息时间的预期，否则欧元上升空间料有限。
英镑	英镑急速下挫，背后主要是经济基本面疲软及政局不稳在作祟。英国 3-5 月工资增速和 6 月 CPI 增速不及预期，且零售销售意外下跌。有鉴于此，我们预计英国央行在 8 月加息后，将难以进一步加息。此外，英国脱欧前景的不确定性及英国政局不稳，亦增添英镑的下行压力。短期内，英镑料继续在低位盘整。
日元	本周美元兑日元在 113 左右徘徊。近期日元弱勢主要源于以下三项因素。首先，日本基金及居民增加购买海外股票，套利交易打压日元。其次，在美日货币政策分歧扩大的预期下，美债收益率上升利淡日元。最后，贸易风险减退，致避险需求回落。在这三个因素的影响下，日元反弹空间或有限。
加元	加元震荡走弱，主要是因为油市因素、息差因素及贸易前景的不确定性，抵消加息预期为加元带来的支持。油市方面，美国财长或放宽由伊朗进口石油限制，这加上美国原油库存增加，拖累油价下跌。此外，贸易前景的不确定性及美债收益率上涨，亦增添加元的下行压力。本周重点关注 CPI，通胀的表现或指引加拿大央行未来货币政策的走向。
澳元	风险情绪改善，以及澳洲就业数据亮丽，一度支持澳元上涨。不过，澳储行会议纪要重申中性立场，而美联储则重申渐进加息。随着美澳货币政策分歧逐渐扩大，澳元难以抵挡美债收益率带来的压力。此外，贸易战的发展亦可能为澳元增添波动。整体而言，我们认为即使美元回落，澳元上升空间也有限。
纽元	纽西兰第二季核心 CPI 增速创 2011 年第二季以来最高，这一度支持纽元显著反弹。不过，通胀数据依然符合纽储行的预期，意味着该央行短期内将保持偏鸽派的立场。纽美息差料持续利淡纽元。
人民币	本周贸易战没有进一步恶化，但多重因素导致人民币进一步走弱。第一，周一中国公布一系列偏软的经济数据，为人民币带来短暂压力。第二，美元指数再度突破 95 水平，致人民币随大势对美元走弱。第三，在民企违约情况日趋严重，且社会融资规模缩水的情况下，央行为银行提供 MLF 资金，以支持贷款投放及信用债投资。在货币政策进一步放宽的预期下，人民币急速下滑。而美元/人民币中间价与预期大致相符，则被解读为央行放任人民币贬值。因此，市场不断试探央行底线。短期内，如果人民币贬值再次加速并超越周期的话，不排除央行会加大干预力度。至于如何定义周期，笔者认为最好的参照物还是人民币指数，一旦人民币指数快速回落至 93，央行可能会考虑逆周期措施，如重启逆周期因子。
港元	周初港元窄幅波动，随后中国铁塔推迟上市时间的消息，叠加强美元及弱人民币，驱使港元再次迈向弱方兑换保证水平。在短端流动性宽裕的情况下，套利交易或持续打压港元。不过，笔者认为短期内美元兑港元触及 7.85 的机会不大，因为市场即将迎来 7 月月结、中国铁塔招股，以及 8 月初中资企业派息潮。资金趋紧的预期正不断推高一个月及以上期限的港元利率，并提醒看空港元的交易员保持谨慎。笔者预计月末之前，一个月和三个月港元拆息将分别上试 2% 和 2.1%。

欧元:

- 欧元震荡走弱，主要还是因为欧元区经济和利率落后于美国。
- 具体而言，欧元区6月CPI同比增速持平于初值2%，但核心CPI按年升幅由1%下修至0.9%。这意味着欧洲央行可能如期于12月退出QE，但明年夏天之前加息的概率较小。换言之，下周欧洲央行很可能保持谨慎论调不变。
- 短期内，随着欧洲央行和美联储之间的货币政策分歧逐渐扩大，息差因素将利淡欧元的表现。除非欧元区经济数据十分抢眼，否则欧元上升空间料有限。
- 长期而言，随着欧元区经济企稳，同时加息计划日益清晰，欧元料反弹。

图 2：欧元/美元 - 日线图：欧元短线突破 30 天移动均线（橙）后回落。多方能量较强，这或依然为欧元提供较大的反弹动能。

英镑:

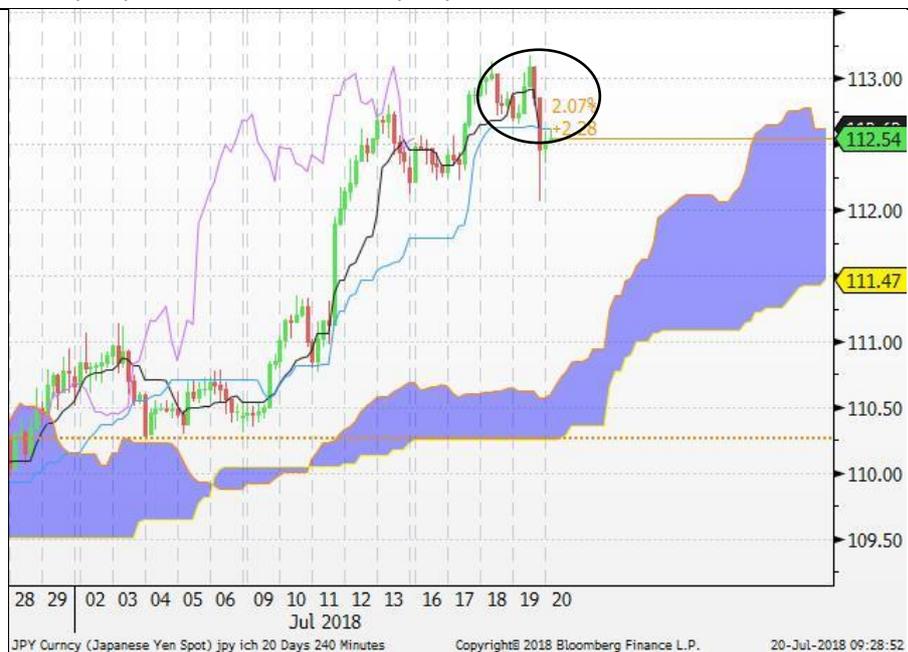
- 英镑急速下挫，背后主要是经济基本面疲软及政局不稳在作祟。
- 首先，英国3-5月周薪按年增长由上修后的2.6%下滑至2.5%。6月核心CPI同比增速下滑至15个月低位1.9%。而6月包括汽油的零售销售按月意外转跌0.5%。有鉴于此，我们预计英国央行在8月加息（概率为84.7%）后，将难以进一步加息。
- 此外，英国脱欧前景的不确定性及英国政局不稳，亦增添英镑的下行压力。具体而言，保守党启动不信任投票，迫使首相下台的风险升温，使英镑急挫。随后，下议院否决了由“亲欧派”议员提出的修正案，该修正案要求英政府若未能在2019年1月21日之前与欧盟达成协议，应该尝试讨论关税同盟安排。这减轻了“硬脱欧派”对特雷莎梅政府带来的政治压力。梅姨下台风险减弱，带动英镑收复部分失地。
- 短期内，经济基本面疲软及政治不确定性可能继续利淡英镑。

图 3：英镑/美元 - 日线图：英镑形成反覆下行的走势。能量柱多方力量减弱，英镑可能继续受压，1.3000 为近期重要的阻力位。


日元:

- 本周美元兑日元在 113 左右徘徊。近期日元弱势主要源于以下三项因素。
- 首先，日本基金及居民持续十几个星期增加购买海外股票。套利交易回归，拖累日元受压。
- 其次，日本 6 月 CPI 按年增长 0.7%，通胀依然远离日央行的 2% 目标，这意味着该央行将在较长时间内维持超宽松立场不变。相反，美联储多次强调将渐进加息。随着美日货币政策分歧逐渐扩大，美日息差因素将继续打压日元。
- 最后，由于中美贸易战未有进一步升级，避险需求减弱，利淡日元。
- 短期内，我们认为以上三个因素叠加将限制日元上升空间。

图 4：美元/日元-4 小时图：汇价位于云层上方，美元兑日元料维持强势。转换线（黑）由上至下趋向基准线（蓝），短期内或受压。113.50 为阻力位。



加元:

- 加元震荡走弱，主要是因为油市因素、息差因素及贸易前景的不确定性，抵消加央行加息预期为加元带来的支持。
- 油市方面，美国财长 Mnuchin 指“可能豁免部分国家禁止进口伊朗原油的要求”，这加上美国原油库存增加，拖累油价下跌，并利淡加元。随后，沙特能源部声明称“不会试图让超出客户需求的油进入市场”，暗示不存在供应过剩的情况。惟油价仅小幅反弹，因此未能支持加元反弹。
- 另一方面，美国总统特朗普指美国或先与墨西哥达成双边贸易协议，随后再与加拿大谈判，这或暗示 NAFTA 谈判在短期内不会出现显著进展，贸易前景不确定性亦拖累加元受压。
- 本周重点关注 CPI。通胀表现，将指引加央行未来的政策走向。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元维持区间波动的走向。空方力量较强，美元兑加元可能出现回调。美元兑加元料在 1.3010-1.33 区间波动。



澳元:

- 澳元震荡下挫。风险情绪改善，以及澳洲就业数据亮丽，一度支持澳元上涨。具体而言，6月失业率持平于5.4%，就业人数增长5.09万，超预期。劳动力参与率由65.5%升至65.7%。
- 不过，澳储行货币政策会议纪要重申经济稳步增长将使失业率下滑，并带动通胀逐渐回升，同时指出保护主义可能损害投资信心。由于澳储行会议纪要重申中性立场，而美联储则重申渐进加息，美澳货币政策分歧可能逐渐扩大。因此，随着美债收益率及美元携手上升，澳元显著回落。
- 此外，贸易战的发展亦可能为澳元增添波动。整体而言，我们认为即使美元回落，澳元上升空间也可能有限。

图6：澳元/美元 - 日线图：澳元反覆上试30天移动平均线（橙）后回落。能量柱依然偏向多方，这能否支持澳元重返0.74的重要支撑位值得留意。



纽元:

- 风险情绪改善，加上通胀数据表现突出，一度带动纽元显著反弹。不过，随后美联储释出鹰派的讯号，美债收益率回升，息差因素拖累纽元回吐升幅。
- 具体而言，纽西兰第二季核心消费者物价指数按季增长1.7%，增速为2011年第二季以来最高。因此，纽元显著反弹。
- 不过，通胀依然符合纽储行预期，这意味着该央行短期内转变偏鸽派立场的概率较低。
- 相反，美联储主席重申渐进加息。随着纽美货币政策分歧逐渐扩大，息差因素持续打压纽元。

图7：纽元/美元 - 日线图：纽元跌穿0.6740的重要支持。随着空方力量减弱，若纽元能在短时间内收复该水平，这或可能避免进一步受压。



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	25064.50	0.18%	1.40%
标准普尔	2804.49	0.11%	4.90%
纳斯达克	7825.30	-0.01%	13.35%
日经指数	22646.32	0.22%	-0.52%
富时100	7683.97	0.29%	-0.05%
上证指数	2768.37	-2.22%	-16.29%
恒生指数	27886.05	-2.24%	-6.80%
台湾加权	10937.52	0.67%	2.77%
海峡指数	3287.35	0.83%	-3.40%
吉隆坡	1753.06	1.81%	-2.43%
雅加达	5858.83	-1.43%	-7.82%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化
		bps	bps
3月 Libor	2.35%	1.2	65
2年美债	2.59%	2	71
10年美债	2.85%	2	44
2年德债	-0.63%	0	0
10年德债	0.33%	-1	-10

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	69.65	-1.9%	15.3%
布伦特	72.55	6.4%	8.5%
汽油	204.91	13.7%	13.9%
天然气	2.77	-2.4%	-6.1%

金属

铜	6065.00	-2.8%	-16.3%
铝	1986.75	-3.9%	-12.0%

贵金属

黄金	1218.20	-1.9%	-7.0%
白银	15.34	-10.5%	-10.5%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.053	-15.9%	-16.6%
棉花	0.8843	-0.5%	12.5%
糖	0.1097	0.1%	-27.6%
可可	2,292	19.7%	21.1%

谷物

小麦	5.0575	5.0%	18.4%
大豆	8.503	4.5%	-10.7%
玉米	3.5200	6.6%	0.4%

亚洲商品

棕榈油	2,180.0	1.9%	-10.8%
橡胶	163.5	0.2%	-20.4%

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。
