

全球外汇周报：**本周随笔：人民币的预期和掉期**

本周美元指数又重新夺回了 95 关口，带动美元/人民币早盘突破 6.85 关口，大有上探 6.90 的趋势。上次美元指数在 95 上方是 7 月 20 日，那时候 6.80 还是美元/人民币的一个重要阻力位。美元指数两个星期逛了一圈回到原位，但是美元/人民币已经物是人非，跑向了 6.90。市场等了半天没等到央行的底线，每天的中间价基本符合定价规则，逆周期措施杳无音讯。这是单边贬值吗？没错，从趋势上来看确实如此，但是从过程来看，人民币的双边震荡或许还是让央行可以欣慰，那就是人民币的双向波动预期尚未被摧毁。

笔者认为过去一个半月的快速贬值并未完全摧毁市场的双向波动预期，或许是因为 2015-16 年央行强力干预的记忆犹存。而目前人民币双向波动的开关主要是人民币指数 92 的点位。过去一周的经验显示，每每人民币指数跌至 92 附近，市场就会卖出美元获利了结，这也使得美元/人民币在盘中出现了若干次上下 400-500 点的快速震荡。这种震荡增加了单边做空人民币的难度。短期内，人民币指数 92 依然将是关注人民币的主要点位。一旦人民币指数跌破 92，那或许市场的焦点将重新从人民币指数回到美元/人民币是否破 7 这个话题。

除了双向波动预期之外，笔者也想在随笔中讨论一下人民币掉期的走势及可能的影响。自 7 月底以来，境内人民币一年期掉期率跌破 0，意味着人民币远期由升水转为贴水。上次人民币出现持续贴水还要追溯到 2010 年和 2011 年。近期的贴水与中美利差收窄有关，但更重要的是与央行在掉期市场获得美元，并在即期市场上提供美元流动性有关，此举可以在满足即期美元需求的同时避免对外汇储备带来直接影响。

人民币的贴水对人民币的影响或许是把双刃剑。短期来看，这减少了做空人民币的成本，但是从中期来看，笔者认为这或许可以对人民币带来支持。企业可以通过境外借美元放回境内并通过人民币掉期锁定汇率风险，在掉期率为负的情况下，这种操作或许可以获得比境内人民币贷款更低的融资成本。而对跨境融资的需求或许能为境内带来更多资本流入，从而保持国际收支的均衡，并为人民币汇率带来支持。

总体来看，笔者认为目前双向波动预期尚未消失。人民币指数 92 依然是一个重要关口。人民币近期掉期率的大幅回落或许是一种“干预”新常态。对人民币的影响未必是负面，外债需求的重新上升，或许为中国带来更多资本流入。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1590	-0.52%	-3.3%
英镑/美元	1.3017	-0.51%	-3.4%
美元/日元	111.64	-0.57%	0.9%
澳元/美元	0.7367	-0.32%	-5.4%
纽元/美元	0.6731	-0.65%	-4.9%
美元/加元	1.3011	0.28%	-3.5%
美元/瑞郎	0.9954	-0.20%	-2.3%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8695	-0.82%	-5.3%
美元/离岸人民币	6.8839	-1.15%	-5.5%
美元/港币	7.8493	-0.04%	-0.5%
美元/台币	30.695	-0.37%	-3.1%
美元/新元	1.3687	-0.74%	-2.9%
美元/马币	4.0825	-0.54%	-0.9%
美元/印尼卢比	14500	-0.59%	-6.4%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 今晚的美国非农数据
2. 中美贸易谈判和进展
3. 中国 7 月数据以及澳洲央行会议

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：

本周市场关注重点主要有两个。第一，央行会议。起初，市场对日本央行调整政策的期待，促使欧美日国债收益率显著上升。然而，日本央行并没有如预期般调整 10 年期日债收益率目标，而是透露对日债收益率波动的容忍度上升。这导致日元回吐涨幅。随后，市场迎来 FOMC 和英国央行会议。美联储强调经济强劲成为了此次会议的唯一亮点，并推升市场对美联储 9 月加息的预期。这加上美国财政部三季度增加长期债券发行规模的计划，带动 10 年期美债收益率自 5 月以来再次突破 3%，从而为美元带来强劲支撑。最后，英国央行虽然如期加息，但指出未来加息是“有限及渐进的”，且步伐将取决于脱欧进展。本周三大央行会议过后，市场对美联储与其他主要央行保持货币政策分歧的预期进一步上升，继而驱使美元全面走强（美元指数重返 95 以上水平）。

第二，中美贸易冲突。中美官员寻求重启贸易谈判的消息，一度支持人民币快速反弹。惟随后中美贸易战升级的担忧，致市场重启动避险模式，从而支持避险美元全面走强，而日元也收复部分失地。其他货币包括澳元、纽元以及人民币则显著承压。整体而言，汇市表现受资金流动主导，而资金流动则取决于央行货币政策、全球风险以及经济基本面的影响。因此，在美联储保持渐进加息步伐，而其他央行保持谨慎立场的情况下，再加上美国经济数据持续造好，料支持美元指数继续在高位盘整。另外，由于贸易战对美国的影响尚未突显，美元暂时可能继续受到其避险性质的支撑。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 美元逐步反弹，并再次突破 95，背后的支撑因素依然是经济和利率分歧。本周三大央行会议结束后，市场对美联储与其他主要央行保持货币政策分歧的预期进一步上升。具体而言，美联储重申将继续渐进加息，同时指“美国经济活动以强劲速度增长。”
- 另外，美国经济数据包括核心 PCE、个人消费指数和制造业 PMI 不过不失的表现，证实美国经济维持稳健。
- 加息预期高涨及经济稳健，再加上美国财政部宣布三季度长期国债发行规模将扩大至 780 亿美元，促使 10 年期美债收益率延续上周涨势，且自 5 月底以来首次突破 3% 水平。短期内，经济和利率分歧料支持美元继续在高位盘整。本周关注非农就业数据。
- 然而，长期而言，美元转弱概率较大，原因包括三个。第一，经济和利率分歧终将收窄。第二，特朗普政府为了缩小贸易逆差，或乐见美元走弱。第三，双赤字也可能利淡美元长期表现。

图 1：美元指数 - 日线图：美元指数在 30 天（橙）移动平均线盘整后，重上 95 以上的水平。不过，空方力量较强，美元回落的风险不可排除。



美元	美元逐步反弹，并再次突破 95，背后的支撑因素依然是经济和利率分歧。本周三大央行会议结束后，市场对美联储与其他主要央行保持货币政策分歧的预期进一步上升。而美国经济数据包括核心 PCE 和制造业 PMI 不过不失的表现，则证实美国经济维持稳健。这再加上美国财政部宣布三季度长期国债发行规模将扩大至 780 亿美元，促使 10 年期美债收益率延续上周涨势，且自 5 月底以来首次突破 3% 水平。短期内，经济和利率分歧料支持美元继续在高位盘整。本周关注非农就业数据。然而，长期而言，美元转弱概率较大，原因包括三个。第一，经济和利率分歧终将收窄。第二，特朗普政府为了缩小贸易逆差，或乐见美元走弱。第三，双赤字也可能利淡美元长期表现。
欧元	本周欧元的走势再次反映出该货币上涨动力不足。首先，上周欧洲央行重申谨慎立场，意味着该央行还没有明确的加息时间表。其次，欧元区经济数据相对疲软。二季度 GDP 按季扩张 0.3%，为两年来最慢增速。经济和利率落后于美国的结果，导致欧元无法向上突破。不过，欧元区 7 月 CPI 同比增速加快至 2.1%，且 7 月制造业 PMI 有所反弹，意味着经济开始企稳，且终将驱使欧洲央行加息。因此，欧元下行空间不断收缩。短期内，欧元兑美元料继续窄幅波动。
英镑	英镑震荡走弱，主要是因为美元全面走强，且市场对英国央行未来加息的信心不足。英国央行一如预期上调利率，但行长卡尼指未来加息是“有限及渐进的”，市场解读为鸽派加息，因此英镑大幅下挫。短期内，英央行再次加息的机会较低，加上脱欧的不确定性，意味着英镑下行压力或大于上涨风险。
日元	日元窄幅波动。市场对日本央行调整政策的预期高涨，一度支持日元走强。惟该央行重申鸽派立场，拖累日元回落。随后，中美贸易风险上升为市场重启避险模式，助日元收复部分跌幅。不过，短期内，由于日本通胀疲软，日本央行将保持宽松政策。美日货币政策分歧扩大将限制日元的上升空间。
加元	加元继续跑赢其他主要货币，主要受到加拿大央行加息预期升温及贸易前景好转的支持。不过，美国原油库存上升、美元走强及避险情绪上升，导致油价从高位回落。这或稍微削弱加元的上升动力。
澳元	澳元表现偏软。具体而言，中美贸易战升级的担忧打击风险资产，而美债收益率突破 3% 的关口，则扩大澳美息差，从而利淡澳元。7 月澳洲制造业指数疲软也推低澳元。中短期内，随着美澳货币政策分歧逐渐扩大，澳元料继续在低位盘整。另外，我们将继续关注中美贸易战对澳元的影响。
纽元	纽元反覆下挫，主要有几个原因。第一，由于工资增长疲软，纽储行或保持鸽派立场。相反，美联储屡次强调将渐进加息。因此，随着美债收益率突破 3% 的关口，美纽息差扩大利淡纽元。第二，避险情绪升温打击商品货币。第三，经济数据表现欠佳，也拖累纽元下滑。整体而言，经济基本面、货币政策及风险情绪均利淡纽元。因此，纽元短期内料继续在低位盘整。
人民币	人民币震荡走弱，下行压力主要来自中国货币政策宽松、美元全面走强，以及贸易战升级风险。在美元全面走强的大环境下，美国政府把 2000 亿美元来自中国进口商品加征的关税由 10% 上调至 25% 的消息，以及中方强硬的态度，导致人民币快速下挫。短期内，人民币走势将继续取决于美元、贸易战进展以及中国政策变化。然而，我们相信人民币持续单向贬值的概率不大。首先，美元长期可能走弱。其次，中美可能进行谈判。再者，为了防止房地产泡沫膨胀，中国货币政策不会过度宽松。最后，当人民币指数跌向 92 时，市场对中国央行干预的预期上升，驱使沽空人民币的市场参与者获利回吐。
港元	港元震荡下行。一方面，资金充裕提供套利诱因。中国铁塔招股于 7 月 31 日结束后，为 IPO 预留的资金回归市场，月结效应减退也使流动性日趋宽松。因此，一个月港元拆息从上周高位 1.9% 快速下滑至 1.51%。另一方面，人民币走弱及港股下挫，令市场对港元需求减少，这也为港元带来贬值压力。8 月份中资企业派息或带来一定的港元需求。因此，我们依然相信港元暂时不会触碰弱方兑换保证水平。不过，派息效应消退后，一个月港元拆息可能跌向 1.3%。而宽裕流动性则可能鼓励套利交易把美元/港元再次推向 7.85。8 月份金管局出手接盘的可能性不能排除。

欧元:

- 本周欧元的走势再次反映出该货币上涨动力不足。首先，上周欧洲央行重申谨慎立场，意味着该央行还没有明确的加息时间表。
- 其次，欧元区经济数据相对疲软。二季度 GDP 按季扩张 0.3%，为两年来最慢增速。经济和利率落后于美国的结果，则是欧元无法向上突破。
- 不过，欧元区 7 月 CPI 同比增速加快至 2.1%，且 7 月制造业 PMI 有所反弹，意味着经济开始企稳，且终将驱使欧洲央行加息。因此，欧元下行空间不断收缩。
- 短期内，除非欧元区经济数据表现亮丽令市场改变对欧洲央行明年夏天后才加息的预期，否则欧元料继续窄幅波动。

图 2：欧元/美元 - 日线图：欧元挑战移动平均线的阻力失败后回落。除非欧元出现明显转向，否则欧元可能维持在 1.1530-1.1750 区间波动。



英镑:

- 英镑震荡走弱，主要是因为美元全面走强，且市场对英国央行未来加息的信心不足。
- 英国央行一如预期上调利率，但行长卡尼指未来加息是“有限及渐进的”，且加息步伐可能取决于脱欧进展。市场解读为鸽派加息，因此英镑大幅下挫。
- 另外，脱欧及市场其他风险因素未完全消散，导致英国 7 月消费者信心指数进一步滑落至-10。
- 短期内，英央行再次加息的机会较低（市场预计下次加息可能要等到明年下半年），加上脱欧的不确定性，意味着英镑下行压力或大于上涨风险。
- 其他方面，英国国会将进入休会期，脱欧风险及英国政治风险对英镑的影响或会暂时减退。因此，市场或重新聚焦英国的经济基本面，数据的表现料成为主导英镑走向的重要因素。

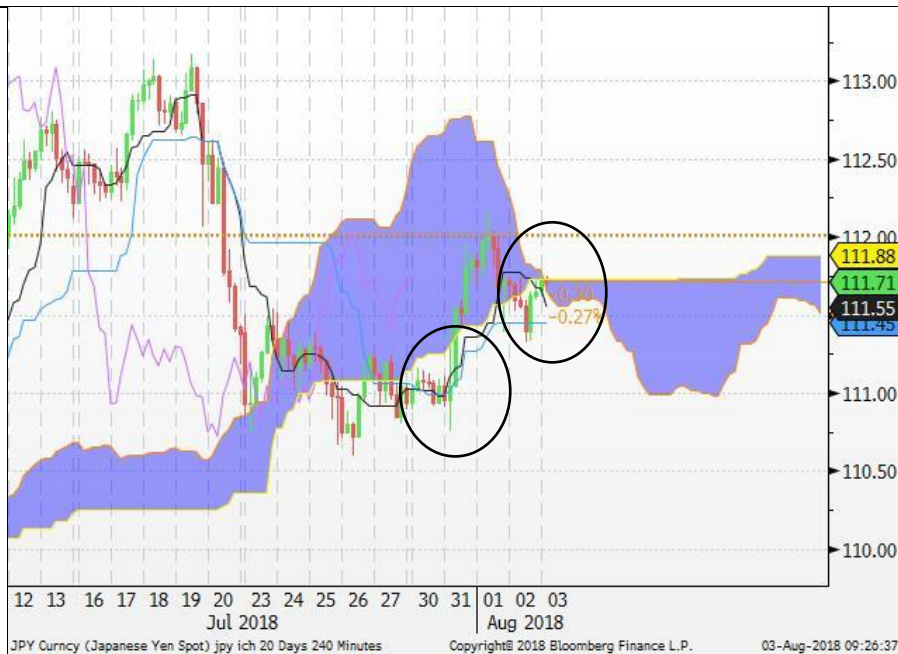
图 3：英镑/美元 - 日线图：英镑在下行通道好淡争持。由于能量柱趋向中性，英镑或继续维持区间波动，1.3000 为近期主要的支持位。



日元:

- 日元窄幅波动。市场对日本央行调整政策的预期高涨，一度支持日元走强。惟该央行维持鸽派的立场令市场失望，拖累日元下跌。具体而言，日本央行并没有如预期般调整收益率曲线的控制目标，而是增加了政策利率前瞻性指引，以及容许 10 年期国债利率在目标（0%左右）的 +/- 20 点子区间波动。
- 随后，中美贸易风险上升为市场重启避险模式，助日元收复部分跌幅。不过，短期内，尽管日本劳动力市场紧俏（如求职由于日本通胀疲软，日本央行将保持宽松政策。美日货币政策分歧扩大将限制日元的上升空间。不过，日央行行长指通胀需要更长时间返回目标，意味着日央行在中长期内将维持超宽松立场。相反，美联储重申维持渐进加息的步伐。在这个情况下，美日货币政策分歧将扩大，息差因素料持续利淡日元。

图 4：美元/日元 - 4 小时图：黄金交叉出现后，美元兑日元走高。转换线（黑）及基准线（蓝）分歧收窄，美元兑日元的上行动力或受到限制。



加元:

- 加元维持较强的走势，主要受到加息预期上升及加拿大贸易前景好转的支持。不过，油价因素令加元升幅收窄。
- 首先，虽然加拿大 7 月制造业 PMI 回落，但加拿大 5 月 GDP 按月增长 0.5%，优于预期的 0.3%。且 CPI 增速有所加快。经济基本面向好，加上通胀压力上升，带动市场对加拿大央行 10 月加息的概率预期上升至 65%，因此支持加元向好。
- 其次，消息指美国及墨西哥就汽车协议接近达成共识，助减轻加拿大贸易前景的不确定性。
- 不过，美国 API 原油库存上升、美元走强及避险情绪升温，拖累油价回落。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元维持下行的走势。随着空方力量增强，该货币对子料续受压。1.3000 为近期主要的支持位。



这或稍微削弱加元的上升动力。

澳元:

- 澳元表现偏软。具体而言，美国宣布或对 2000 亿美元中国进口商品加征更高的关税（25%），并再对中国企业实施制裁。中美贸易战升级的担忧打击风险资产，包括商品货币。
- 另外，美债收益率突破 3% 的关口，扩大澳美息差，从而利淡澳元。
- 再者，7 月澳洲 AiG 制造业表现指数由 6 月的 57.4 显著下滑至 52.0。数据疲软也推低澳元。
- 下周澳储行料按兵不动，并重申中性立场。中短期内，随着美澳货币政策分歧逐渐扩大，澳元料继续在低位盘整。另外，我们将继续关注中美贸易战对澳元的影响。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元未能突破 30 天移动平均线（橙）并回落。由于多方力量减弱，澳元上行的动力受到限制。因此澳元料维持窄幅波动。



纽元:

图 7：纽元/美元 - 日线图：受到 30 天移动平均线（橙）的阻力，纽元再度回落。由于多方力量较强，短期内纽元或反覆挑战移动平均线的阻力。

- 纽元反覆下挫，主要有几个原因。
- 第一，由于工资增长疲软，纽储行或保持鸽派立场。具体而言，纽西兰第二季失业率由 4.4% 上升至 4.5%，平均时薪增长由 1.1% 大幅下滑至 0.2%。相反，美联储不断提出将渐进加息。因此，随着美债收益率突破 3% 的关口，美纽息差扩大利淡纽元。
- 第二，避险情绪升温打击商品货币。
- 第三，经济数据表现欠佳，也拖累纽元下滑。由于各项风险因素及对工党政府执政的忧虑，削弱企业投资信心，纽西兰 7 月 ANZ 企业信心指数由 -39.0 进一步滑落至 -44.9。
- 下周纽西兰储备央行料维持利率不变，并重申鸽派立场。整体而言，经济基本面、货币政策及风险情绪均利淡纽元。因此，纽元短期内料继续在低位盘整。



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	25326.16	-0.49%	2.46%
标准普尔	2827.22	0.30%	5.75%
纳斯达克	7802.69	0.84%	13.03%
日经指数	22545.15	-0.74%	-0.97%
富时 100	7575.93	-1.63%	-1.45%
上证指数	2765.52	-3.76%	-16.38%
恒生指数	27694.03	-3.85%	-7.44%
台湾加权	10994.06	-0.74%	3.30%
海峡指数	3276.98	-1.44%	-3.70%
吉隆坡	1774.66	0.31%	-1.23%
雅加达	6013.82	0.41%	-5.38%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.35%	0.6	65
2年美债	2.67%	0	78
10年美债	2.99%	3	58
2年德债	-0.57%	3	6
10年德债	0.46%	6	3

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	69.12	0.6%	14.4%
布伦特	73.54	7.8%	10.0%
汽油	206.80	14.7%	14.9%
天然气	2.82	-0.9%	-4.6%
金属			
铜	6139.50	-2.5%	-15.3%
铝	2015.25	-2.1%	-10.8%
贵金属			
黄金	1206.60	-1.3%	-7.8%
白银	15.31	-10.7%	-10.7%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.067	-14.7%	-15.5%
棉花	0.8957	0.6%	13.9%
糖	0.1059	-2.7%	-30.1%
可可	2,072	8.3%	9.5%
谷物			
小麦	5.6725	6.9%	32.8%
大豆	8.765	0.7%	-7.9%
玉米	3.6850	1.8%	5.1%
亚洲商品			
棕榈油	2,146.0	1.1%	-12.2%
橡胶	161.8	0.1%	-21.2%

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。
