

全球外汇周报：
本周随笔：人民币维稳的挑战

从8月初重启远期购汇准备金、到8月中在离岸市场上出现的人民币流动性的收紧再到8月24日正式宣布重启中间价逆周期因子，过去一个月人民币逆周期政策出台频率之高超出了预期，人民币的底线已经较为清晰，除了市场普遍接受的人民币指数92之外，美元/人民币6.9-7或许也是中国目前设防的区间。

上周五晚，逆周期因子新闻一出，人民币在离岸市场上大涨超过1%。市场对逆周期因子的作用印象还是比较深刻的，2017年5月底推出后，成为转折点，扭转了人民币的走势，并帮助人民币重铸了双向波动的预期。不过本周人民币却未能进一步走强，美元/人民币在下探6.80未果后重新回到6.85附近。

本周人民币先涨后跌主要受两个因素影响，第一，虽然欧元对美元保持了强势，但是新兴市场再现波澜，阿根廷和土耳其货币再次加速贬值，并有向亚洲新兴市场国家溢出的迹象，虽然目前来看对人民币的溢出影响不大，但是至少抑制了短期内购买人民币的热情。第二，中美贸易战再次回归头版，特朗普总统支持对2000亿美元中国进口商品征收关税的采访也让人民币再次面临贬值压力。

不过从中期来看，笔者认为人民币维稳主要面对两大挑战包括贸易战的进展和宽松预期。相对贸易战来说，宽松预期的影响或许会更大。由于中国已经明确表示不会使用人民币贬值作为武器来打贸易战，贸易战对人民币的边际影响相较6月和7月或许会减少很多。笔者认为，当前人民币面临的矛盾是，货币宽松和人民币稳定之间的矛盾。自7月以来，笔者认为人民币贬值的主要因素是中国货币政策的转向。随着货币宽松预期上升，中国利率大幅下滑，甚至在8月初出现中美利率倒挂的局面。中美利差的迅速收窄甚至倒挂显然是对人民币不利的。短期内，由于中国资本管制，央行或许还能通过逆周期措施来实现宽货币和稳汇率的稳定。但是从中期来看，笔者认为这种关系并不可持续。最后，在低利率和稳汇率之间，央行或许还是要放弃一个。如果我们相信央行的焦点已经回到汇率稳定上的话，那利率进一步下滑的空间已经很小了，甚至会出现反弹。

最后一个问题是，在央行逆周期措施倾巢而出后，如果人民币继续贬值的话，央行下一步该如何？笔者认为9月美联储加息或许是个比较关键的时间点。不排除央行重新跟随美联储上调货币市场利率，这也将是一个非常强的信号，通过维持中美利差来维持汇率稳定。当然从中期来看，最重要的还是中国经济基本面，如果基本面稳定的话，那货币宽松预期就会下滑，这同样会减缓人民币贬值压力。反之，如果经济减速超预期的话，在货币宽松预期推动下，不排除人民币重新进入贬值通道。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1680	0.53%	-2.6%
英镑/美元	1.3016	1.53%	-3.4%
美元/日元	110.73	0.42%	1.7%
澳元/美元	0.725	-0.90%	-6.9%
纽元/美元	0.6588	0.00%	-6.9%
美元/加元	1.3155	0.00%	-4.5%
美元/瑞郎	0.9971	0.00%	-2.5%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8302	-0.29%	-4.7%
美元/离岸人民币	6.845	-0.77%	-5.0%
美元/港币	7.8485	0.01%	-0.5%
美元/台币	30.707	0.22%	-3.1%
美元/新元	1.3677	-0.31%	-2.9%
美元/马币	4.1080	-0.05%	-1.5%
美元/印尼卢比	14665	-0.20%	-7.5%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 全球主要经济 PMI 数据
2. 中美贸易战进展
3. 澳大利亚和加拿大央行货币政策会议

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：

本周美元进一步回落至 95 下方，主要是因为美联储主席言论不及预期鹰派。美联储主席 Powell 在 Jackson Hole 会议上称“没有看到明显信号暗示通胀加速超过 2%，经济过热的风险似乎并不高，逐步加息可能是合适的”。另外，避险需求转弱，也利淡美元。第一，美国与墨西哥就 NAFTA 再谈判达成协议，而加拿大周二加入大队后，谈判进展保持乐观，支持加元上涨。第二，脱欧谈判重现曙光，助英镑大幅反弹。第三，上周五中国美元/人民币中间价报价行重启逆周期因子，带动人民币及新兴市场货币回升。这些因素叠加提振风险情绪。经济方面，美国二季度 GDP 同比增速上修至近四年新高 4.2%。8 月 CB 消费者信心指数上升至近 18 年新高 133.4。7 月核心 PCE 同比增速创 6 年新高 2%。货币政策方面，稳健的经济增长将支持物价及工资通胀上升，因此市场对美联储 12 月加息的预期进一步上升。强劲的经济和美联储加息预期也为美元指数提供了支撑。

短期内，美元在高位盘整，或限制其他主要货币的上升空间。欧元方面，需关注 9 月意大利政府能否就 2019 年的预算案达成共识。英镑方面，欧盟称准备在英国脱欧后与其建立前所未有的紧密关系。不过，在更多细节公布之前，仍不能过度乐观。周五双方谈判值得留意。加元方面，继续关注 NAFTA 谈判进展。新兴市场方面，阿根廷总统向 IMF 请求加快拨付贷款，但 IMF 仍在考虑中，这导致比索大跌 20%。而土耳其央行高官辞职消息则使里拉重挫 10%。不过，这些国家的风险料不会引发新兴市场货币危机。最后，人民币方面，消息指特朗普政府最快下周对 2000 亿美元来自中国的进口商品加征关税。若贸易战升温，使人民币指数再次跌向 92，中国央行可能会在美联储 9 月加息后，上调货币市场基准利率，以释放当局希望保持中美息差来维持货币稳定的讯号。

本周重点关注货币：

英镑：

- 本周英镑显著反弹。周初，市场对英国“无方案硬脱欧”的担忧持续限制英镑的反弹动能。随后，脱欧谈判突然出现曙光，支持英镑升至近四周高位。
- 具体而言，欧盟首席谈判代表 Barnier 指欧盟准备在英国脱欧后与英国建立前所未有的紧密合作关系，但重申单一市场议题没有谈判余地。英国脱欧事务大臣称有望达成脱欧协议。消息亦指双方同意推迟谈判限期至 11 月。
- 不过，此轮快速反弹可能是因为市场对之前累积的英镑沽盘集中平仓。至于英镑能否真正摆脱颓势仍属未知。在公布更多脱欧协议细节之前，我们认为不应过度乐观。Barnier 也称英国仍可能无协议脱欧。本周五英国和欧盟的正式谈判值得关注。另外，除非经济数据持续造好，并驱使英国央行再度加息，否则英镑涨势将受制于货币政策分歧。

图 1：英镑/美元 - 日线图：英镑进一步反弹，并上试 50 天（绿）移动平均线的阻力。若英镑可以突破该阻力位并企稳，英镑料扭转近期的下行走势。



美元	<p>本周美元进一步回落至 95 下方，主要是因为美联储主席言论不及预期鹰派。另外，以下三个因素叠加削弱避险需求，也利淡美元。第一，美国与墨西哥就 NAFTA 再谈判达成协议，而加拿大周二加入大队后，谈判进展保持乐观，支持加元上涨。第二，脱欧谈判重现曙光，助英镑大幅反弹。第三，上周五中国美元/人民币中间价报价行重启逆周期因子，带动人民币及新兴市场货币回升。不过，由于美国仍保持与其他主要国家之间的经济 and 货币政策分歧，美元指数短期内或继续在 94-96 区间内盘整。美国二季度 GDP 同比增速上修至近四年新高 4.2%。8 月 CB 消费者信心指数上升至近 18 年新高 133.4。7 月核心 PCE 同比增速创 6 年新高 2%。稳健的经济增长令市场对美联储 12 月加息的预期进一步上升。</p>
欧元	<p>美元指数回落，以及德国 8 月 IFO 商业信心指数显著反弹至年初高位 103.8，支持欧元大幅反弹，惟上升空间有限，主要原因有两个。首先，欧元区经济趋稳，但应该无法支持欧洲央行提前加息计划。这意味着欧美货币政策分歧将扩大。其次，意大利副总理指如果移民问题无法解决，将否决欧盟预算。意大利政治风险也可能利淡欧元。市场需密切关注 9 月意大利政府能否就 2019 年的预算案达成共识。</p>
英镑	<p>英镑大幅反弹，并一度触及近四周高位，主要是因为周四脱欧谈判突现曙光。不过，此轮快速反弹可能是因为市场集中平仓英镑沽盘。至于英镑能否真正摆脱颓势仍属未知。在公布更多脱欧协议细节之前，我们认为不应过度乐观。欧盟首席谈判代表也称英国仍可能无协议脱欧。本周五英国和欧盟的正式谈判值得关注。另外，除非经济数据持续造好，否则英镑涨势将受制于货币政策分歧。</p>
日元	<p>日元围绕市场情绪变化而先跌后涨。起初，NAFTA 谈判和脱欧谈判现曙光，提振风险情绪，从而推低日元。随后，部分新兴市场货币大跌及中美贸易战风险升温，推高避险情绪及日元。短期内，因日本通胀压力不足，美日货币政策分歧逐渐扩大，料限制任何避险需求对日元的支撑。</p>
加元	<p>加元上涨，主要受惠于两个因素。第一，美国 EIA 原油和成品油库存跌幅超预期，带动油价反弹。第二，消息指美加双方有望于周五达成全面 NAFTA 协议。不过，加拿大经济数据欠佳，打击市场对该国央行 10 月加息预期，从而收窄加元涨幅。本周若本周 NAFTA 谈判结果不如预期，加元或回吐更多涨幅。</p>
澳元	<p>澳元先升后跌。澳洲政治风险消退支持澳元反弹。随后，Westpac 银行宣布上调按揭利率，触发市场对澳储行延迟加息的忧虑。澳元应声回落。我们继续看淡澳元的后市表现。首先，澳储行短期内加息概率低，意味着澳美货币政策分歧将扩大，从而利淡澳元。其次，中美贸易战升温风险也不利澳元。</p>
纽元	<p>纽元回吐上周涨幅。在 Jackson Hole 会议上，纽储行行长 Orr 重申将维持低利率一段时间。纽西兰 8 月商业信心指数创 10 年新低，为纽储行保持宽松立场提供依据。由于纽储行货币政策正常化的步伐落后于其他主要央行，货币政策分歧料继续令纽元在低位波动。</p>
人民币	<p>人民币大幅反弹。上周五中国外汇交易中心指美元/人民币中间价报价行已重启“逆周期因子”，再次反映出央行维稳货币的决心。投资者见机行事，平人民币短仓，驱使人民币快速反弹。短期内，人民币走势仍将取决于美元、中美贸易战进展、中国经济基本面，以及中国货币宽松预期。消息指特朗普政府最快下周对 2000 亿美元来自中国的进口商品加征关税。若贸易战升温，使人民币指数再次跌向 92，央行可能会在美联储 9 月加息后，上调货币市场基准利率，以保持中美息差，从而维持货币稳定。</p>
港元	<p>本周金管局再购入 145.7 亿港元，以捍卫联汇制度。银行总结余因此跌至 763.5 亿港元。随着美元回落、人民币反弹、港股回涨，以及全球风险情绪回归，市场对资金大幅流出香港的担忧降温。因此，虽然金管局出手接盘，但无助击退套利交易。不过，随着周二接盘规模进一步上升，8 月份总结余跌幅扩大至 30%，再加上月结效应的影响，港元拆息全面上升，并驱使套利交易暂时退场。消息称 9 月初美团将就其 300 亿港元 IPO 进行招股，部分沽空港元的投资者或因此维持观望态度，并为金管局带来喘息空间。招股过后，市场焦点将转回美联储 9 月加息。届时，港美息差扩大的预期将重新为套利交易提供诱因。不过，随着总结余进一步减少，再加上季结效应，可能推高港元拆息，并使沽空港元的投资者渐趋谨慎。因此，我们仍相信 9 月底总结余能够守住 500 亿港元。</p>

美元指数:

- 美元下滑，主要受到美联储主席言论不及预期鹰派及避险需求减弱的拖累。
- 具体而言，美联储主席在 Jackson Hole 会议上称“没看到明显信号暗示通胀加速超过 2%，逐步加息可能是合适的”。此番言论不如预期鹰派，致美元指数回落。
- 另外，NAFTA 再谈判取得显著进展，及中国重启逆周期因子带动新兴市场货币回升。避险需求回落也利淡美元。
- 不过，由于美国仍保持与其他主要国家之间的经济和货币政策分歧，加上避险情绪的支撑，美元指数短期内或继续在 94-96 区间内盘整。首先，美国二季度 GDP 同比增速上修至近四年新高 4.2%。8 月 CB 消费者信心指数上升至近 18 年新高 133.4。7 月核心 PCE 同比增速创 6 年新高 2%。其次，稳健的经济增长令市场对美联储 12 月加息的预期进一步上升。

图 2：美元指数 - 日线图：美元指数进一步滑落，并失守两条移动平均线的支持。尽管如此，美元指数进一步大幅走低的空间有限。



欧元:

- 美元指数回落，以及德国 8 月 IFO 商业信心指数显著反弹至年初高位 103.8，支持欧元大幅反弹。
- 惟上升空间有限，主要原因有两个。首先，欧元区 8 月经济信心指数进一步回落，暗示欧洲央行无法提前加息计划。这意味着欧美货币政策分歧将扩大。
- 其次，意大利副总理指如果移民问题无法解决，将否决欧盟预算。意大利政治风险也可能利淡欧元。市场需密切关注 9 月意大利政府能否就 2019 年的预算案达成共识。
- 尽管如此，长期而言，我们依然相信欧元将反弹，因为欧洲央行将于明年加息，且欧美经济数据分歧正逐渐收敛。

图 3：欧元/美元 - 日线图：欧元的反弹一举突破两条移动平均线的阻力。多方力量增强，这或为欧元提供上行的动能并反覆上试 1.1850 的阻力。



日元:

- 日元围绕市场情绪变化而先跌后涨。
- 起初，NAFTA 谈判和脱欧谈判现曙光，提振风险情绪，从而推低日元。
- 随后，部分新兴市场货币大跌及中美贸易战风险升温，推高避险情绪及日元。
- 不过，我们认为日元上涨空间有限。因日本通胀压力不足，市场对日央行立场转鹰的预期降温。
- 其他经济数据欠佳，也将为日本央行保持宽松立场提供依据。具体而言，日本7月零售销售按月增速回落至0.1%，且逊于预期。
- 展望未来，虽然避险情绪再次升温，并支持日元上涨，但美日货币政策分歧逐渐扩大，料限制任何避险需求对日元的支撑。

图4：美元/日元 - 4小时图：转换线（黑）由上往下穿越基准线（蓝），美元/日元再次进入云层。短期内，美元/日元料持续受压。



加元:

- 加元上涨，主要受惠于两个因素。第一，美国 EIA 原油和成品油库存跌幅超预期，加上美元回落，带动油价大幅反弹，并利好加元。
- 第二，加拿大外长指已就 NAFTA 汽车协议达成共识。此外，消息指美加双方或有望于周五达成全面协议。而美总统特朗普亦称谈判进展乐观。
- 不过，加拿大经济数据欠佳，打击市场对该国央行 10 月加息预期，从而收窄加元涨幅。具体而言，加拿大二季度年化 GDP 按季增长 2.9%，弱于市场预期。此外，商业投资增速放慢至 2017 年初以来最低。市场对加拿大央行 10 月加息概率预期由 80% 以上水平逐步回落至 61.6%。
- 若本周 NAFTA 谈判结果不如预期，加元或回吐更多涨幅。
- 下周重点关注加央行货币政策会议。

图5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元显著走低。指标显示，空方力量逐渐增强，美元/加元或反覆下试 1.2870 的支持位。



澳元:

- 澳元先升后跌。
- 起初，因市场预期新总理 Morrison 不会大幅更改现时的经济政策，澳洲政治风险消退支持澳元反弹。
- 随后，Westpac 银行（澳洲第二大贷款提供银行）宣布于 9 月上调按揭利率 14 个基点，以抵消融资成本上升的压力。市场忧虑按揭成本上升或驱使澳联储延迟加息，以避免信贷风险升温。这加上避险情绪升温，致澳元重挫。
- 我们继续看淡澳元的后市表现。首先，澳联储短期内加息概率低，意味着澳美货币政策分歧将扩大，并利淡澳元。其次，中美贸易战升温风险也不利澳元。
- 下周重点关注澳联储货币政策会议，该央行维持中性立场的机会较高。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元受制于 30 天（橙）移动平均线的阻力回落。能量柱好淡争持，澳元料维持在 0.7225-0.7390 的区间波动。



纽元:

- 纽元回吐上周涨幅。起初，风险情绪改善，驱使纽元跟随其他商品货币反弹。
- 在 Jackson Hole 会议上，纽联储行长 Orr 重申将维持低利率一段时间，且不排除经济增长放慢引发减息的可能。
- 而纽西兰经济数据表现欠佳，则为纽联储保持鸽派立场提供依据，并使纽元显著回落。具体而言，纽西兰 7 月建筑许可按月续跌 10.3%。8 月商业信心指数创 10 年新低 -50.3，同月消费信心指数按月续跌 0.7%。
- 由于纽联储货币政策正常化的步伐落后于其他主要央行，货币政策分歧料继续令纽元在低位波动。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元的反弹受制于 0.67 的阻力位后回落。指标显示，多方力量增强，这或为纽元提供动能反覆上试 0.67 的阻力。



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	25986.92	0.76%	5.13%
标准普尔	2901.13	0.92%	8.51%
纳斯达克	8088.36	1.79%	17.17%
日经指数	22865.15	1.17%	0.44%
富时 100	7489.87	-1.16%	-2.57%
上证指数	2725.25	-0.15%	-17.60%
恒生指数	27858.64	0.67%	-6.89%
台湾加权	11063.94	2.36%	3.96%
海峡指数	3214.96	0.06%	-5.52%
吉隆坡	1819.66	0.61%	1.27%
雅加达	5975.08	0.11%	-5.99%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
		bps	
3月 Libor	2.31%	-0.5	62
2年美债	2.64%	2	76
10年美债	2.85%	4	44
2年德债	-0.59%	1	4
10年德债	0.35%	1	-7

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	70.12	2.0%	16.1%
布伦特	77.45	13.6%	15.8%
汽油	213.62	18.5%	18.7%
天然气	2.90	2.0%	-1.9%
金属			
铜	6066.00	-0.6%	-16.3%
铝	2118.25	1.8%	-6.2%
贵金属			
黄金	1208.50	0.2%	-7.7%
白银	14.64	-14.6%	-14.6%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	0.990	-20.9%	-21.6%
棉花	0.8242	0.7%	4.8%
糖	0.1047	2.3%	-30.9%
可可	2,262	18.2%	19.6%
谷物			
小麦	5.1575	0.2%	20.8%
大豆	8.215	-2.4%	-13.7%
玉米	3.4300	-1.6%	-2.2%
亚洲商品			
棕榈油	2,200.0	1.0%	-10.0%
橡胶	160.2	-1.1%	-22.0%

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。
