

全球外汇周报：

本周随笔：加息与不加息之间的挣扎

今年以来许多央行都在加息与不加之间做着挣扎。就算是美联储，也并不是那么干脆的释放鹰派讯号，这可能是因为金发女孩经济状态，增添了政策决定的难度。加息太快，怕对经济造成冲击。加息太慢，又怕要承担经济过热及通胀过高的风险。

就美联储而言，周四会议上如期加息，并删除了货币宽松的措词，以及上调今明两年的经济增长预期。然而，点阵图依然显示明年加息三次的预期不变。美联储主席鲍威尔更指出删除宽松措词，并不意味着利率预期路径改变。此前，鲍威尔亦表示没有看到通胀大幅高于目标的风险。由此可见，尽管美国经济表现强劲，且劳动力市场十分紧俏，但美联储依然倾向于渐进而非快速地加息。

尽管如此，自 2015 年底以来，美联储加息次数仍高达 8 次，远超其他主要央行。这对于一些经济基本面脆弱（存在经常账赤字）的国家而言，可谓雪上加霜。因此，这些国家加息义不容辞。本周，印尼及菲律宾央行纷纷跟随美联储上调利率，在短短五个月内分别加息五次和四次。

相反，对于其他一些经济基本面比较稳健的新兴市场国家/地区而言，加息与否则是一个艰难的抉择。比如香港，自 2008 年以来资金大幅流入，过度充裕的流动性造就了超低息环境，更酿成了炙热的房地产市场。尽管政府不断推出楼市调控政策，却依然无法遏制楼市的狂热。这使全球期待香港加息周期的开启，以扭转当地楼价居高不下的局面。然而，由于香港经济基本面保持稳健，即使美联储持续加息，也没有引发大规模的资金外流。今年 4 月份以来，港元频繁触碰弱方兑换保证水平，驱使金管局出手接盘，并导致银行业总结余大幅减少。这加上 6 月份的小米 IPO 和半年结效应，一度把港元拆息推向 10 年新高。不过，美联储 6 月加息后，香港银行业依然不为所动。这背后的原因不难理解。由于香港经济稳健，资金流出的步伐十分温和。今年 4-8 月份期间，银行业总结余下跌 57.5% 至 764 亿港元，但仍远高于 1997-2007 年期间的平均水平 45 亿港元。更值得注意的是，货币基础中银行总结余占比不足 5%，因此，虽然总结余有所减少，但是货币基础自 4 月 12 日以来仅下跌 6% 左右。在此情况下，到底需不需要加息，实在令人头疼。不过，流动性只是其中一个考虑因素。对于香港而言，独特的按揭贷款计价方式、中小银行与大型银行之间的资金情况不一、银行业竞争激烈、以及港元流动性波动大，这几个因素皆影响银行业的加息决策。因此，即使流动性充裕，本周香港银行业仍作出了加息的决定，并为 2006 年以来新一轮加息周期拉开了帷幕。不过，未来加息与否，还将取决于多方面因素，并非简单的抉择。

再比如中国，处境也较为尴尬。一方面，为了对冲去杠杆政策及中美贸易战的影响，央行逐步放宽货币政策，使利率显著下滑。另一方面，在全球陆续收紧流动性的大环境下，中国走着截然相反的道路，最后的结果可能是人民币的贬值。不过，目前看来，中国对资金流动的管制措施，尚能守护人民币的汇率。这次美联储加息之后，央行续停逆回购。虽然暂未跟加利率，但并没有导致人民币大幅贬值。可见，此前一系列维稳措施，有效地遏抑了沽空人民币的需求。然而，如何长期保持这样的双赢局面，将是一个难题。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1645	-0.82%	-2.9%
英镑/美元	1.3079	0.18%	-2.9%
美元/日元	113.53	-0.87%	-0.8%
澳元/美元	0.7217	-0.89%	-7.3%
纽元/美元	0.6615	-0.91%	-6.5%
美元/加元	1.3028	-0.91%	-3.6%
美元/瑞郎	0.9769	-2.01%	-0.5%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8842	-0.39%	-5.5%
美元/离岸人民币	6.8821	-0.52%	-5.5%
美元/港币	7.8177	-0.19%	-0.1%
美元/台币	30.506	0.64%	-2.5%
美元/新元	1.367	-0.34%	-2.8%
美元/马币	4.1395	-0.23%	-2.3%
美元/印尼卢比	14910	-0.65%	-9.0%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美国非农就业报告
2. 澳联储货币政策会议
3. NAFTA 谈判

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：

美元收复上周失地，因为无论是经济还是货币政策方面，美国皆保持领先的优势。一方面，美国制造业 PMI 上升至四个月新高，二季度 GDP 终值维持在近 4 年新高 4.2%，而 CB 消费者信心指数也创 18 年新高，暗示经济保持强劲增长。另一方面，美联储如期加息，并删除了“货币政策立场宽松”的措词。这加强了市场对美联储 12 月加息的预期。除此之外，上周支持欧元和英镑的因素消退，也为美元带来支撑。具体而言，此前关于英国脱欧的利好消息并没有更多细节，且英国内部政治风险再度发酵。其次，意大利政府设定的预算赤字率，远超欧盟的建议水平。再者，美加贸易谈判没有突破。这些不确定性弥漫，使得由好消息带动的货币强势变得十分脆弱。因此，英镑、欧元和加元纷纷回落。

短期而言，经济和货币政策分歧将依然支持美元指数在 94-96 区间内波动。但是，长期而言，美元似乎难以保持强势，理由依然是笔者此前多次提及货币政策分歧收窄及特朗普因素。这周，一些言论进一步加强了笔者的观点。就货币政策分歧而言，虽然美国劳动力市场十分紧俏，但美联储依然有条不紊，保持明年加息三次的预期不变。而且美联储主席也表示删除宽松措辞并不意味着利率预期路径改变。这暗示美联储加快加息步伐的机会甚微。相反，欧洲央行行长表示欧元区的潜在通胀正逐步上升。英央行委员 Vlieghe 则指若工资及生产力持续上升，未来每年需要加息 1-2 次。加拿大央行 10 月加息概率更是超过 80%。整体而言，美联储与其他主要央行之间的货币政策分歧终将收窄。就特朗普因素而言，其多次批评美联储加息，反映出美国政府对弱美元的偏好。另外，税改对经济的支持未必可持续。最后，美国政治风险依然存在。中期选举和预算案的不确定性，以及通俄门发展，值得继续关注。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 美元指数扭转上周颓势。可见，经济和货币政策分歧依然对美元带来支撑。
- 经济方面，美国 9 月制造业 PMI 由 54.7 升至 55.6，创 5 月份以来新高，此外，9 月 CB 消费者信心指数上升至 18 年新高的 138.4，反映经济稳健。
- 货币政策方面，本周美联储如期加息，并删除了会议声明中“货币政策立场宽松”的措辞。这加强了市场对美联储 12 月加息的预期。
- 不过，美元上涨空间可能有限。最新点阵图显示美联储明年加息次数保持 3 次不变，而美联储主席也表示删除宽松措辞并不意味着利率预期路径改变。货币政策分歧收窄，可能使美元转弱。
- 再者，美国总统特朗普称“我是低利率支持者”。尽管美国议会通过预算案，使美国政府躲过了 9 月关门的风险，但美国政府对弱美元的偏好，也可能限制了美元的反弹动能。

图 1：美元指数 - 日线图：美元指数一度失守 94 的支持位后回稳。惟空方力量较强，美元指数料依然面临较大的下行压力。95 为近期阻力位。



美元	美元收复上周失地，因为无论是经济还是货币政策方面，美国皆保持领先的优势。一方面，美国制造业 PMI 上升至四个月新高，二季度 GDP 终值维持在近 4 年新高 4.2%，而 CB 消费者信心指数也创 18 年新高，暗示经济保持强劲增长。另一方面，美联储如期加息，并删除了“货币政策立场宽松”的措词。美联储主席亦称“美联储逐步加息有助维持经济扩张，且美国经济很强劲”。这加强了市场对美联储 12 月加息的预期。除此之外，上周支持欧元和英镑的因素消退，也为美元带来支撑。短期而言，经济和货币政策分歧将依然支持美元指数在 94-96 区间内波动。但是，长期而言，美元似乎难以保持强势，理由依然是笔者此前多次提及货币政策分歧收窄及特朗普因素。
欧元	欧元大幅回落，主因是政治风险再度发酵。起初，欧洲央行行长德拉吉表示欧元区的潜在通胀正逐步上升。较鹰派的言论一度推升欧元。不过，随后意大利政府将 2019 年预算赤字率设定为 2.4%，远高于欧盟建议的 1.5%-1.7%。市场担忧欧元区债务及政治风险加剧。因此，欧元重挫。此外，欧洲央行多次强调明年夏天前不会加息。短期内，美欧货币政策分歧扩大，将限制欧元上升空间。
英镑	本周，脱欧及政治不确定性成为扭转英镑反弹势头的关键因素。上周欧盟峰会未有进展，英首相特蕾莎梅指无协议脱欧比坏协议好。另外，英国工党指如果梅姨的脱欧协议无法通过议会，将要求提前举行大选。尽管如此，英镑仍跑赢其他 G10 货币，主因是英央行委员 Vlieghe 指若工资及生产力持续上升，未来每年需要加息 1-2 次。这对英镑带来的涨幅抵消了随后的跌幅。短期内关注英国经济数据及脱欧谈判。
日元	日元走弱，主要受美日息差因素的影响。日本央行行长黑田东彦重申通胀达标前“不会收紧货币政策”。安倍连任也加强了市场对宽松货币政策延续的预期。相反，美联储将渐进加息。因此，美日货币政策分歧料进一步扩大，从而持续利淡日元。
加元	加元回落，主要是因为 NAFTA 谈判不顺利。美国贸易代表指或推出不包括加拿大的 NAFTA 方案。另外，美总统拒绝本周与加总理会晤及威胁对汽车征税。临近 10 月 1 日的谈判限期，市场担忧美加未能达成共识。不过，油价高企及加拿大央行加息预期高涨助加元收窄跌幅。短期内，NAFTA 谈判的发展、加息预期及油价因素料继续主导加元的走向。
澳元	澳元围绕贸易战消息双向波动。起初，消息指中国取消本周与美国的贸易谈判。市场忧虑贸易战风险升级。澳元应声下滑。不过，随后中国宣布下调部分产品的进口关税。这或减轻贸易战对中澳经济的冲击。因此澳元收复部分失地。然而，鉴于澳储行的中性立场，美澳息差因素料使澳元继续在低位盘整。
纽元	纽元回吐上周涨幅。经济数据向好一度支持纽元走强。除了强劲的二季度 GDP 外，9 月 ANZ 企业信心指数由 -50.3 显著改善至 -38.3。不过，纽储行似乎不为所动。周四该央行如期维持利率不变，并重申下次调整政策可能是加息或减息。鸽派立场坚固，意味着纽元将继续受压于美纽货币政策分歧扩大的预期。
人民币	人民币随大势对美元回落，同时对一篮子货币保持稳定。尽管中国取消与美国的贸易谈判且重申强硬立场，但同时宣布于 11 月 1 日起降低 1585 个税目的进口关税税率。这缓和了市场对中美贸易战冲击中国经济的担忧。因此，贸易战风险，并没有加剧人民币的跌势。另外，美联储如期加息后，中国央行连续两天停止逆回购。市场对央行跟加货币政策基准利率的预期降温，亦没有令人民币急跌。可见，继央行释放一系列维稳讯号后，市场对于沽空人民币保持谨慎。短期内，美元/人民币或依然在 6.9 水平遇阻。
港元	上周五港元创 2003 年以来最大增幅，主因是市场对港元利率上升的预期，使投资者集中对港元沽盘止损或平仓。一轮踩踏过后，美元/港元在 7.82 附近整固。尽管流动性趋紧可以解释为假期及季节因素，以及香港银行业时隔 12 年加存贷款利率的预期，但是当前紧张的情况似乎有些过度。在银行总结余仍高达 764 亿港元的背景下，随着银行如期上调存贷款利率，市场可能出现“买预期卖事实”的行为。再加上假期因素的消退，可能驱使港元拆息从当前高位回落。例如，一个月港元拆息可能从 10 年高位 2.27% 跌向 2%。由于美联储加息推高了美元拆息，若港美息差再度扩大，港元或回吐近日升幅。

欧元:

- 欧元回落，主因是政治风险再度发酵。
- 起初，欧洲央行行长德拉吉表示欧元区的潜在通胀正逐步上升，主要是因为劳动力市场趋紧，推升薪资涨幅。较鹰派的言论一度推升欧元。
- 不过，随后意大利政府将 2019 年预算赤字率设定为 2.4%，远高于欧盟建议的 1.5%-1.7%。市场担忧欧元区债务及政治风险加剧。因此，欧元重挫。
- 此外，欧洲央行多次强调明年夏天前不会加息。而经济数据欠佳，亦难支持该央行提前加息计划。具体而言，欧元区 9 月制造业 PMI 下滑至两年新低 53.3，其中受到外围不确定性的影响，出口订单持续受压。德国和法国制造业 PMI 亦携手下跌。
- 短期内，美欧货币政策分歧扩大，将限制欧元上升空间。

图 2：欧元/美元-日线图：欧元在移动平均线找到支持。多方力量较强，若欧元兑美元可以企稳在平均线上，可望再度上试 1.18 的水平。



英镑:

- 本周，脱欧及政治不确定性成为扭转英镑反弹势头的关键因素。
- 具体而言，上周欧盟峰会未有进展，随后英首相特蕾莎梅指包括爱尔兰边界议题依旧存在大分歧，重申无协议脱欧比坏协议好。另外，英国工党指如果梅姨的脱欧协议无法通过议会，将要求提前举行大选。再者，消息指若英国与欧盟未能达成共识，梅姨可能失去内阁对无协议脱欧的支持。
- 尽管如此，英镑仍跑赢其他 G10 货币，主因是英央行委员 Vlieghe 指退出 QE 对经济影响轻微，并重申若工资及生产力持续上升，未来每年需要加息 1-2 次。此番言论为英镑带来的涨幅抵消了随后的跌幅。
- 短期内，继续关注英国经济数据及脱欧谈判。

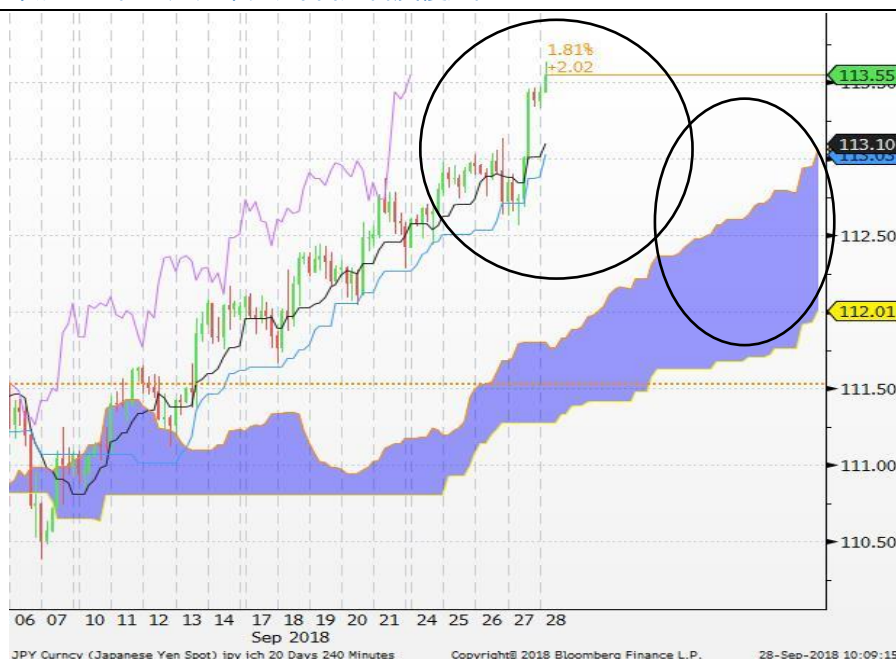
图 3：英镑/美元 - 日线图：英镑周初急跌后回稳，惟走势依然波动。多方力量仍较强，英镑料可维持震荡向上的形态，1.34 为近期的阻力位。



日元:

- 日元走弱，主要受美日息差因素的影响。本周，美国 10 年期美债收益率站稳在 3.05%，而美元也大幅反弹。
- 经济数据方面，日本 8 月失业率意外回落至 2.4%。另外，8 月零售销售按月上升 0.9%，优于预期。尽管劳动力市场紧俏，但通胀依然低迷。因此，日本央行短期内调整政策的机会不大。日本央行行长黑田东彦更指“现阶段通胀只达到目标的一半，若有需要不排除进一步宽松货币政策”。这加上安倍的连任，加强了市场对宽松货币政策延续的预期。
- 相反，美联储将渐进加息。因此，美日货币政策分歧料进一步扩大，从而持续利淡日元。

图 4：美元/日元 - 4 小时图：美元/日元维持上行走势。整体而言，由于先行带展示上行的趋势，美元/日元料反覆走高。



加元:

- 加元回落，主要是因为 NAFTA 谈判不顺利。美国贸易代表指或推出不包括加拿大的 NAFTA 方案。另外，美总统拒绝本周与加总理会晤及威胁对汽车征税。临近 10 月 1 日的谈判限期，市场担忧美加未能达成共识。
- 不过，油价高企及加拿大央行加息预期高涨助加元收窄跌幅。一方面，加拿大 7 月批发贸易销售按年增长 1.5%，优于预期。市场预期加央行 10 月加息概率高达 87%，加息预期高涨为加元提供支持。另一方面，OPEC+ 会议排除了立刻增加油产量的可能。伊朗制裁也增添市场对原油供应减少的担忧。因此，虽然美国 EIA 原油库存意外大增 185 万桶，且消息指沙特将在未来两个月增产，但油价依然在高位盘整。
- 整体而言，NAFTA 谈判的发展、加息预期及油价因素料继续主导加元的走向。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元/加元在 1.29 附近找到支持后反弹。空方力量减弱，这料减轻美元/加元的下行压力，1.3050 为近期阻力位。



澳元:

- 澳元围绕贸易战消息双向波动。
- 起初，消息指中国取消本周与美国的贸易谈判。中方或待美国中期选举后才重启双方实质谈判。市场忧虑贸易战的风险升级，为澳洲经济造成冲击。澳元应声下滑。
- 不过，随后中国宣布下调部分产品的进口关税。这或减轻中美贸易战对中国及澳洲的经济冲击，因此，澳元收复部分失地。
- 然而，鉴于澳储行的中性立场，美澳息差因素料使澳元继续在低位盘整。
- 此外，中美贸易战的发展需要持续关注。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元在 30 天（橙）移动平均线好淡争持。多方力量较强，若澳元突破及企稳 50 天（绿）移动平均线，或望上试 0.7355。



纽元:

- 纽元回吐上周涨幅。经济数据向好一度支持纽元走强。
- 继第二季经济增长优于预期后，9 月 ANZ 企业信心指数亦由 -50.3 显著改善至 -38.3。亮丽数据带动纽元短线反弹。
- 不过，纽储行似乎不为所动。周四该央行如期维持利率不变，并重申在贸易风险充斥的情况下需要维持宽松立场。另外，该央行保持对 2020 年前不加息的预期，并再提及下次调整利率可能是往上或往下。
- 鸽派立场坚固，意味着纽元将继续受压于美纽货币政策分歧扩大的预期。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元暂时终结下行走势，并在 0.6600 好淡争持。多方力量增强，纽元料维持向好走势，可能反覆挑战 0.6730 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	26439.93	-1.14%	6.96%
标准普尔	2914.00	-0.53%	8.99%
纳斯达克	8041.97	0.69%	16.49%
日经指数	24121.34	1.05%	5.96%
富时 100	7545.44	0.74%	-1.85%
上证指数	2799.76	0.08%	-15.34%
恒生指数	27881.48	-0.26%	-6.81%
台湾加权	11056.68	0.77%	3.89%
海峡指数	3258.81	1.28%	-4.23%
吉隆坡	1798.65	-0.66%	0.10%
雅加达	5953.78	-0.07%	-6.32%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化
		bps	bps
3月 Libor	2.39%	1.4	69
2年美债	2.83%	3	94
10年美债	3.05%	-1	65
2年德债	-0.49%	4	13
10年德债	0.53%	7	10

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	72.30	2.1%	19.7%
布伦特	81.93	20.1%	22.5%
汽油	208.59	15.7%	15.9%
天然气	3.06	7.6%	3.5%

金属

铜	6187.00	-2.8%	-14.6%
铝	2020.00	-2.6%	-10.6%

贵金属

黄金	1182.10	-1.2%	-9.7%
白银	14.33	-16.4%	-16.4%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	0.993	-20.7%	-21.3%
棉花	0.7812	-1.5%	-0.6%
糖	0.1005	-7.3%	-33.7%
可可	2,114	10.4%	11.7%

谷物

小麦	5.1425	-1.4%	20.4%
大豆	8.573	1.2%	-9.9%
玉米	3.6525	2.2%	4.1%

亚洲商品

棕榈油	2,117.0	0.0%	-13.4%
橡胶	141.0	-2.8%	-31.4%

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。
