

全球外汇周报：
本周随笔：人民币的周期故事

人民币刚刚经历了惊心动魄的一周，在包括央行行长和副行长在内的多位官员同时表示了对人民币走势关注之后，人民币对美元长达两周半的快速贬值暂时中止。但是美元/人民币在两周半内从 6.40 一度突破 6.70，贬值幅度超过 4% 让市场担忧 811 汇改后的资本恐慌外流是否会昨日重现。对此笔者还是比较乐观的。其实，本周美元/人民币快速从 6.72 高点回落 1000 点也显示了现在和 2015 年不一样，多空双方都比较虚，一有风吹草动就能形成剧烈震荡。

从基本面来看，现在和 2015 年也有较大区别。2015 年中国经济面临产能过剩问题，硬着陆担心不断。而去年以来受益于全球经济复苏，中国企业利润修复。虽然 近期中美贸易战风险大幅提高，但是随着中国进一步开放金融市场和推进金融改革，市场对中国经济硬着陆的担忧下滑。此外，从监管角度来看，自 2015 年以来，中国政府建立了一套全面的跨境资本流动监管体系，显著降低了热钱的流动。而中国政府工具箱里的工具也更为完善。

因此笔者认为 3 年前的无序资本外流再现可能性并不大，但是中国央行过去三年学到的宝贵经验就是过度干预，尤其是过度使用外汇储备可能适得其反。因此，我们看到此轮人民币贬值中，央行还是比较淡定的。当然这并不代表央行就不出手了。对于央行来说，其主要职责是控制波动性而非扭转形势。过去两周人民币掉期率大幅下滑，尤其是 1 年期掉期率回落至 200 点左右，背后可能有央行的影子，当然这种干预模式比较隐蔽，不会对外汇储备产生直接冲击。

本周央行行长易纲的评论中笔者印象最深的就是顺周期这三个字。易行长在媒体问答中表示近期人民币的波动主要是受美元走强和外部不确定等因素影响，有顺周期的行为。确实，从周期的角度来看，人民币当前的水平并没有脱离基本面。4 月以来受意大利政治危机以及欧元区经济表现不如预期等因素影响，欧元对美元出现较大回落。人民币此轮更多是补跌。今年至今欧元对美元下滑 2.6% 左右，而经过此轮补跌后，人民币对美元下跌 2.3% 左右，表现与欧元相符。而相对于其他主要亚洲货币，人民币表现与台币和新币等相仿，并远好于区内基本面较弱的印尼盾，菲律宾比索和印度卢比等跌幅超过 6% 的货币。

此外，人民币对主要贸易伙伴的波动则更为平稳。虽然人民币指数从 98 高点大幅回落至 95 区间。但是年初以来，人民币对一篮子货币依然持平，这也与基本面相符合。总体来看，本轮人民币贬值速度虽然超出预期，但目前的价格水平依然处在正常周期中。这也解释了为什么央行并不急于干预。

展望未来，我们认为相比 2015 年，央行干预力度会大幅减少。未来人民币走势很大程度还是取决于美元以及中美贸易战发展进程，如果中美贸易战进一步恶化的话，不排除美元/人民币继续走高的可能性。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，一旦人民币指数出现大幅回落的话，譬如短期内快速回落至 94，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	1.1687	0.10%	-2.5%
英镑/美元	1.3212	0.12%	-1.9%
美元/日元	110.68	-0.02%	1.7%
澳元/美元	0.7379	-0.24%	-5.3%
纽元/美元	0.6789	0.53%	-4.0%
美元/加元	1.3146	-0.16%	-4.5%
美元/瑞郎	0.9937	-0.42%	-2.2%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.6564	-0.53%	-2.2%
美元/离岸人民币	6.669	-0.55%	-2.5%
美元/港币	7.8483	-0.04%	-0.5%
美元/台币	30.521	-0.12%	-2.5%
美元/新元	1.3654	-0.35%	-2.7%
美元/马币	4.0450	-0.19%	0.0%
美元/印尼卢比	14410	-0.59%	-5.9%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 加拿大央行货币政策会议
2. 美国 CPI
3. 中国经济数据等

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：

尽管美国经济数据造好，本周美元指数依然震荡走弱，背后原因主要有两个。第一，加拿大央行、英国央行及欧洲央行偏鹰派的讯号，提醒市场美联储无法长期保持政策差。其中，欧元反弹对美元涨势的制约更为显著。德国政治风险降温，加上媒体指出一些欧洲央行官员认为明年底加息太迟的消息，以及美国提议暂停欧美汽车进口关税的传闻，带动欧元反弹，从而导致美元指数跌穿 94.5。第二，中美贸易冲突的担忧令 10 年期美债收益率由 2.88% 下滑至 2.83% 左右，这也利淡美元指数表现。不过，由于其他主要央行短期内并不会十分进取地收紧政策，且美国经济表现依然强劲，美元指数料继续在高位盘整。经济数据方面，美国 5 月核心 PCE 同比升幅六年来首次达到 2% 目标。另外，美国 6 月 ISM 制造业指数创 2004 年以来次高。而 ISM 非制造业指数亦上升至四个月新高 59.1。而本周公布的美联储会议纪要亦指出美国经济强劲，可能适合渐进加息。今天重点关注美国 6 月非农就业报告。6 月 ADP 就业人数增长不及预期，主要是因为供应不足。劳动力市场紧俏，或加快工资增速，从而为美联储年内再加息两次提供依据。

其他方面，本周人民币表现亦十分引人注目。由于过去数周内人民币兑美元快速下挫，中国央行五位官员于周二陆续发言，以管理市场预期。人民币应声大幅反弹。不过，由于央行官员仍坚持人民币走势由市场供需决定，短期内人民币走向将取决于美元及中美贸易战进展。若美元进一步走强，或贸易战升级人民币将再度面临下行压力。市场需密切关注人民币指数。如果人民币指数由目前的 95.06 快速跌向 94 水平，央行或重启逆周期因子，以重铸人民币双向波动预期。

本周重点关注货币：

欧元：

- 德国政治风险降温、美欧贸易风险减退、欧元区经济数据向好，以及欧洲央行官员偏鹰派的言论，带动欧元收复部分跌幅。
- 首先，德国总理默克尔所属的基民盟（CDU）及基社盟（CSU）就移民问题达成共识，避免了执政联盟的分裂，德国政治风险消退，带动欧元反弹。
- 其次，欧元区 6 月 CPI 同比升幅自 2017 年 2 月以来首次达到 2%。而 6 月欧元区服务业 PMI 和综合 PMI 终值则分别上修至 55.2 和 54.9。通胀压力升温，加上经济回稳，亦支持欧元。
- 再者，媒体指一些欧洲央行官员认为等到 2019 年底再加息太迟了，明年更可能是 9 月或 10 月加息。另外，媒体称美国提议暂停欧美汽车进口关税。这些消息支持欧元进一步反弹。
- 不过，由于欧洲央行短期内仍将保持与美联储之间的货币政策分歧，欧元上升空间料十分有限。

图 1: 欧元/美元-日线图: 欧元的走向受制于 30 天（橙）移动平均线。随着指标显示多方力量增强，欧元兑美元或反覆上试 1.1720 的阻力位。



美元	美国经济数据表现强劲，却未能带动美元指数重上 95，反而跌破 94.5，原因主要有两个。第一，加拿大央行、英国央行及欧洲央行偏鹰派的讯号，提醒市场美联储无法长期保持政策差。其中，欧元反弹对美元涨势的制约更为显著。第二，中美贸易冲突导致 10 年期美债收益率在 2.85%附近胶着，这也削弱了美元的利率优势。不过，美联储会议纪要指美国经济强健，可能适合渐进加息。而美国经济数据亦确实持续造好，其中 5 月核心 PCE 同比升幅六年来首次达到 2%目标，且 6 月 ISM 制造业指数创 2004 年以来次高。短期内，由于其他主要央行收紧政策的态度仍偏谨慎，美元指数或继续在高位盘整。
欧元	欧元走势震荡，政治风险和加息预期是背后的主要原因。德国政治风险及欧美贸易风险降温支持欧元反弹。惟这些风险对欧元的影响相对短暂。欧元中长期走势主要还是取决于基本面和加息预期。欧元区 6 月 CPI 同比增速自 2017 年 2 月以来首次达到 2%，而综合 PMI 和服务业 PMI 也纷纷上调。另外，媒体指一些欧洲央行官员认为明年底加息将会太迟。经济回稳的迹象加上加息预期提前，带动欧元进一步反弹。不过，短期内欧洲央行料保持与美联储的货币政策分歧。因此，欧元上升空间料有限。
英镑	英国央行官员 Saunders 及行长 Carney 就加息发表的鹰派言论，叠加亮丽的 PMI 数据，促使市场对英国央行 8 月加息概率上升至 79.2%，并支持英镑兑美元重上 1.32。尽管如此，由于英国央行成员对加息存在分歧，且英国通胀增速回落，我们预期该央行年内最多加息一次，因此加息预期对英镑的支持有限。另外，消息指德国认为英国政府提出的关税方案不可行。脱欧不确定性亦限制英镑反弹空间。
日元	息差因素及避险因素相互角力，日元维持区间波动走向。一方面，中美贸易战将于 7 月 6 日正式展开，避险情绪上涨带动日元反弹。另一方面，由于日本央行维持超宽松立场不变，随着美日货币政策分歧逐渐扩大，息差因素限制日元上升的空间。短期内，息差因素及市场情绪变化料继续主导日元的表现。
加元	加息预期支持加元从低位显著反弹。具体而言，加拿大 4 月 GDP 增速优于预期，促使加拿大央行行长释出鹰派讯号，从而带动 7 月加息预期上升至 80%以上的水平，并支持加元向好。不过，市场担忧沙特增产，且美国 EIA 原油库存意外上升，令油价稍微回落，从而限制加元升幅。下周重点关注加央行货币政策会议，特别是该央行未来加息计划。另外，油市表现及美加贸易关系的变化也将影响加元后市走向。
澳元	本周澳元随着人民币从低位反弹，而后徘徊在 0.7380 附近水平。澳储行一如预期按兵不动，但不再抨击强澳元，因此减轻澳元下行压力。随后，中国央行官员讲话带动人民币显著反弹，则为澳元带来进一步支撑。不过，由于中美贸易冲突可能打压商品需求，同时澳储行的中性立场意味着美澳货币政策分歧可能进一步扩大，短期内澳元或继续在低位盘整。
纽元	避险情绪升温导致商品货币承压。这抵消了奶制品价格回升预期为纽元带来的支持。整体而言，纽西兰经济存在中期下行风险，纽储行料维持刺激性政策不变。因此，纽美货币政策分歧将使纽元低位盘整。
人民币	周二央行五位官员于纷纷发言，助人民币大幅反弹，可见市场看空人民币的情绪谨慎。比起 2015 年，中国当前经济基本面较稳健。而央行管理人民币预期的工具则更加多样化，且手法更加成熟。由于人民币目前跌势属顺周期下跌，央行并不急于大幅干预。短期内，人民币走势将取决于美元及中美贸易谈判的进展。如果美元再度上升，或中美贸易战升级，人民币可能回落。市场需密切关注人民币指数表现，若人民币指数快速跌向 94，央行或将重启逆周期因子，以帮助市场重新建立对人民币双向波动的预期。
港元	由于小米 IPO 冻结的 240 亿港元尚未回归市场，港元拆息继续高企，并支持港元反弹。而人民币的反弹，也为港元带来一定支撑。周五小米上市后，港元拆息料有所回落。不过，我们认为回落空间有限，因为市场将迎来一系列上市集资活动。具体而言，中国铁塔可能于 7 月上市，且集资规模高达 100 亿美元。此外，美团等企业也将在未来一两个月内陆续上市。尽管中美贸易战导致股市情绪低迷，但由于企业集资规模较大，冻结的资金规模仍可能较为可观。短期内，我们预计 1 个月和 3 个月港元拆息可能分别在 1.5%和 1.8%左右水平找到支撑。另外，我们不排除港元再度跌向弱方兑换保证水平的可能，但相信沽空规模较小，因此金管局的干预也将较为温和。

美元指数:

- 美国经济数据表现强劲，却未能带动美元指数重上 95，反而跌破 94.5，原因主要有两个。第一，加拿大央行、英国央行及欧洲央行偏鹰派的讯号，提醒市场美联储无法长期保持政策差。其中，欧元反弹对美元涨势的制约更为显著。第二，中美贸易冲突导致 10 年期美债收益率在 2.85%附近胶着，这也削弱了美元的利率优势。
- 不过，即使多数主要央行立场稍转鹰派，短期内大幅收紧政策的可能性不大。那么，在美国保持优异的经济表现（6 月 ISM 制造业指数创 2004 年以来次高 60.0），且加息步伐较其他央行更快（5 月核心 PCE 物价指数同比升幅亦达到六年高位的 2%）的情况下，短期内美元或继续在高位盘整。
- 周五重点非农就业报告，特别是工资增速。中美贸易谈判的进展也值得留意。

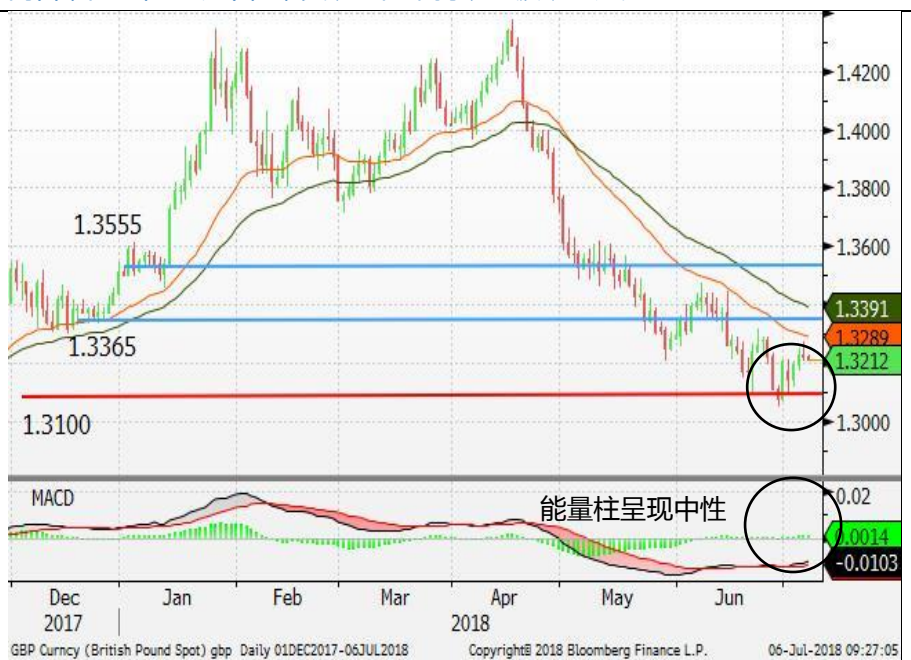
图 2: 美元指数-日线图: 美元上试 95 关口后再度回落，并短线打破上行通道，反映该水平为较强的阻力。整体而言，美元料维持在 94-95.5 的区间波动。



英镑:

- 英国央行官员就加息发表的鹰派言论，叠加亮丽的 PMI 数据，促使市场对英国央行 8 月加息概率上升至 79.2%，并支持英镑兑美元重上 1.32。
- 具体而言，央行官员 Saunders 指出英央行可能需要以较市场预期快的速度加息。行长则表示经济增长势头强劲，因此有必要上调利率。其次，英国 6 月制造业 PMI 由 54.3 上升至 54.4。而服务业 PMI 亦上升至 8 个月高位 55.1。
- 尽管如此，由于英国通胀增速回落，我们预期该央行年内最多加息一次，因此加息预期对英镑的支持有限。另外，消息指德国认为英国政府提出的关税方案并不可行，脱欧不确定性亦限制英镑反弹空间。

图 3: 英镑/美元-日线图: 英镑兑美元触及 1.3100 较强的支持位后反弹。整体而言，能量柱呈现中性，英镑可能维持双向波动的走势。



日元:

- 本周，息差因素及避险因素相互角力，日元维持区间波动的走向。
- 一方面，中美贸易战将于7月6日正式拉开帷幕。避险情绪升温，为日元带来支持。
- 另一方面，由于日本央行维持超宽松立场不变，随着美日货币政策分歧逐渐扩大，息差因素继续限制日元上升的空间。
- 短期内，息差因素及避险需求的变化料继续主导日元的表现。
- 其他方面，日本第二季短观大型制造业景气指数下滑至21，为2012年12月以来首次录得连续两个季度的跌幅，这反映制造业的前景存在放缓的风险。

图 4: 美元/日元-日线图: 美元兑日元触及移动平均线后反弹。指标显示能量柱在中性附近徘徊，美元兑日元料维持在 109-111 内区间波动的走向。



加元:

- 加息预期支持加元从低位显著反弹。
- 具体而言，加拿大4月GDP按月增长0.1%，增速优于预期，促使加拿大央行行长释出鹰派讯号，从而带动7月加息预期上升至80%以上的水平，加息预期支持加元向好。
- 不过，沙特内阁确定在有需要时动用石油闲置产能，而在特朗普的号召下，沙特下调了其8月亚洲和欧洲大部分等级原油的价格，再加上美国EIA原油库存意外增加，导致油价回吐部分涨幅，其中美油跌破73美元/桶以上水平，从而限制了加元的涨幅。
- 下周重点关注加央行货币政策会议。且看该央行是否一如预期加息。当然，加拿大央行对未来加息的计划也将影响加元后市表现。另外，油市表现及美加贸易关系的变化亦值得留意。

图 5: 美元/加元-日线图: 美元兑加元显着回落，30 天（橙）移动平均线为近期较强的支持。能量柱由多转空，意味着美元兑加元可能继续受压。



澳元:

- 本周澳元随着人民币从低位反弹，而后徘徊在 0.7380 附近水平。
- 首先，澳储行一如预期按兵不动，但不再抨击强澳元，因此为澳元减轻下行压力。而澳洲 5 月零售销售按月增长 0.4%，优于预期，这也利好澳元。
- 随后，中国央行官员讲话带动人民币显著反弹，则为澳元带来进一步支撑。
- 不过，由于中美贸易冲突可能打压商品需求，这加上避险需求上升，导致商品货币承压。
- 此外，澳储行指“低利率为澳洲经济带来支持，目前通胀及工资的增长依然较温和，债务水平高企及贸易风险为经济前景增添不确定性”。由此可见，澳储行短期内加息概率低。因此随着美澳货币政策分歧进一步扩大，息差因素料利淡澳元中短期表现。

图 6: 澳元/美元-日线图: 澳元在 0.7380 附近好淡争持。指标显示空方力量有缩减的迹象，这或有助减轻澳元的下行压力。



纽元:

- 避险情绪升温导致商品货币承压。这抵消了奶制品价格回升预期为纽元带来的支持。
- 具体而言，纽西兰全球奶制品贸易 (GDT) 价格指数大跌 5% 至 3232 美元/吨，跌幅为今年以来最大。不过生产商认为奶制品价格将出现较强的反弹，因此纽元从低位反弹。
- 然而，随着中美贸易战即将拉开帷幕，避险情绪升温，导致商品货币纽元回吐涨幅。
- 另外，IMF 指“纽西兰中期经济增长面临下行风险，主要因为楼市因素及过份依赖旅游业所致。”在此情况下，纽储行料在中短期内维持宽松政策不变，以支持经济增长。那么，纽美货币政策分歧扩大可能导致纽元继续在低位盘整。

图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元在 0.6740 重要支持位整固并出现反弹。随着空方力量有减弱的迹象，这或有助纽元从低位反弹。



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	24356.74	0.35%	-1.47%
标准普尔	2736.61	0.67%	2.36%
纳斯达克	7586.43	1.01%	9.89%
日经指数	21691.89	-2.75%	-4.71%
富时 100	7603.22	-0.44%	-1.10%
上证指数	2713.61	-4.70%	-17.95%
恒生指数	28082.13	-3.01%	-6.14%
台湾加权	10574.11	-2.43%	-0.65%
海峡指数	3190.42	-2.39%	-6.24%
吉隆坡	1678.69	-0.76%	-6.57%
雅加达	5727.22	-1.24%	-9.89%

主要利率

	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	2.34%	0.2	64
2年美债	2.54%	2	66
10年美债	2.83%	-3	43
2年德债	-0.65%	2	-2
10年德债	0.30%	0	-13

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	72.79	-1.8%	20.5%
布伦特	77.07	13.0%	15.3%
汽油	212.03	17.6%	17.8%
天然气	2.83	-0.3%	-4.1%

金属

铜	6345.00	-4.2%	-12.4%
铝	2105.00	-2.7%	-6.8%

贵金属

黄金	1255.20	0.1%	-4.1%
白银	15.95	-7.0%	-7.0%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.063	-15.1%	-15.8%
棉花	0.8373	-1.9%	6.5%
糖	0.1148	-3.2%	-24.3%
可可	2,446	27.8%	29.3%

谷物

小麦	5.0400	1.3%	18.0%
大豆	8.355	-2.7%	-12.2%
玉米	3.4350	-1.9%	-2.1%

亚洲商品

棕榈油	2,270.0	-1.2%	-7.1%
橡胶	164.1	-2.6%	-20.1%

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。
