

全球外汇周报：
本周随笔：贸易战的初期影响

自7月6日中美贸易战拉开帷幕以来，市场密切关注贸易战对经济的实际影响。不过，本周中国的数据反映出贸易战的初步影响较为有限。

首先，尽管中方在贸易冲突上的强硬态度，为人民币带来显著下行压力，但央行并没有利用外汇储备进行大规模干预，且跨境资金流动保持相对平衡，因此7月末外汇储备不但不像2015年般大幅下挫，而且意外环比增加58亿美元。

其次，中国7月贸易数据表现亦优于预期。外需维持稳健，以及出口商在7月6日新关税实施前增加出口，带动7月出口保持双位数增长。另外，中国政策转趋宽松，提振了内需，再加上7月1日起中国下调汽车、汽车零部件及日用消费品的进口关税，带动7月进口同比增速加快至27.3%。由于贸易战初期影响有限，且中国央行不断释放稳定人民币的信号，人民币应声反弹，并为亚洲其他货币带来喘息的空间。

然而，我们认为还是不能过于乐观。虽然当前中美贸易战的规模（500亿美元）对经济的影响确实较为有限，但如果贸易战进一步升级，影响可能逐渐放大。而贸易战升级的风险也正在不断升温。本周，中美双方分别确定于8月23日起正式对第一轮贸易战（500亿美元）中剩余的160亿美元进口商品加征25%关税。另外，中国重启“以牙还牙”的对战模式，把筹码从500亿美元增加至1100亿美元。中美双方的强硬态度，意味着贸易战短期内难以消停。

中方对此也似乎早有心理准备，因此在过去一个月内调整政策重心，把焦点从“去杠杆”转移至“经济下行风险”。这伴随着一系列宽松财政和货币政策的推出。另外，中国不断实现进一步开放市场的承诺。在内需改善的情况下，进口或能够保持稳健增长。相反，出口前景则较为黯淡。若贸易战升温拖累全球经济增长，加上新兴市场货币贬值，导致外需转弱，出口增速可能放缓。在此情况下，贸易顺差将面临逐渐收缩的风险，从而不利人民币长远表现。

不过，就人民币跌势，中国央行已经亮出底线。上周五，央行重新上调远期购汇准备金率，带动人民币大幅反弹。此举反映央行对人民币快速贬值的容忍度有限，且呼应了之前中国官员关于中方不会利用人民币对抗美国贸易战的言论。回顾过去几年，央行推出了多样化工具，以管理人民币预期。若中国经济基本面偏软、贸易战升级，或中美息差倒挂的预期，促使人民币指数再次跌向92水平，央行下一招很可能是重启逆周期因子。在更多工具随时登场的预期下，美元/人民币年内升穿7的概率不大。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1529	-0.31%	-3.8%
英镑/美元	1.2829	-1.24%	-4.8%
美元/日元	110.94	0.24%	1.5%
澳元/美元	0.7368	-0.35%	-5.4%
纽元/美元	0.6605	-1.97%	-6.6%
美元/加元	1.3048	-0.48%	-3.7%
美元/瑞郎	0.9937	-0.04%	-2.2%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8376	-0.16%	-4.8%
美元/离岸人民币	6.8444	-0.07%	-5.0%
美元/港币	7.8496	-0.02%	-0.5%
美元/台币	30.65	0.15%	-2.9%
美元/新元	1.3671	-0.23%	-2.8%
美元/马币	4.0790	0.04%	-0.8%
美元/印尼卢比	14430	0.42%	-6.0%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 中国经济及金融数据
2. NAFTA 谈判
3. 主要经济体 CPI

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：

本周汇市再次围绕风险情绪而不断震荡。其中，表现最抢眼的非人民币莫属。上周五，美元走强叠加贸易战升温的担忧，促使人民币指数跌向十分接近 92 的低位，驱使中国央行上调远期购汇准备金至 20%，抬高沽空人民币成本。本周消息再传出央行要求人民币外汇市场上的主要银行防范羊群效应。随着央行陆续释放强烈的维稳讯号，市场沽空人民币的情绪日趋谨慎。因此，我们认为短期内美元兑人民币可能在 6.8-6.9 区间内窄幅波动。不过，人民币中期走势仍主要取决于中国经济基本面、贸易战进展，以及政策宽松预期。近期，中国再次摆出强硬姿态。若中美贸易冲突升级，人民币或靠近交易区间的弱方。这或不利新兴市场货币的后市表现。

除了人民币之外，英镑是本周另一个关注重点。由于英国疲软的通胀，市场不相信该国央行短期内会再加息，因此自上周英国央行加息以来，“卖事实”的市场行为，致英镑兑美元跌穿 1.3 的关键水平。所谓“祸”不单行，随着脱欧谈判接近尾声（2019 年 3 月），英国无协议脱欧的预期日益升温，把英镑推至去年 8 月以来低位。短期内，脱欧不确定性上升、加息预期降温，再加上经济基本面欠佳，料使英镑继续在低位盘整。

最后，回到美元，本周美元指数继续在 95 上方震荡。经济和货币政策分歧继续为美元带来支撑。另一方面，继中美贸易冲突为市场启动避险模式后，土耳其和俄罗斯与美国关系紧张，进一步推升避险情绪，这亦利好美元。不过，我们依然认为美元向上突破的动能有限，因为美国与其他主要国家的经济和货币政策分歧或将见顶。首先，欧元区和日本经济开始趋稳，其中日本二季度 GDP 增速超预期。其次，日本央行会议纪要再度推升市场对该央行结束 QQE 的预期。

本周重点关注货币：

英镑：

- 英镑下跌至 11 个月新低，背后原因主要是加息预期低迷及无协议脱欧担忧。
- 首先，英国央行于上周会议重申未来维持有限及渐进的加息步伐。这叠加上英国经济基本面较疲软，意味着英国央行短期内再次加息的机会较低。加息预期消退，“卖事实”交易致英镑回调。
- 其次，脱欧前景不明朗，促使英镑进一步下挫。尽管消息指英国首相特雷莎·梅仍对与欧盟达成协议抱有希望，但英国官员称可能有 60% 机会在无协议的情况下脱欧。随着无协议脱欧的担忧情绪日益高涨，英镑兑美元下跌至去年 8 月以来最低水平。
- 短期内，低迷的加息预期以及无协议脱欧担忧料继续利淡英镑。另外，周五重点关注英国第二季 GDP。

图 1：英镑/美元 - 日线图：英镑失守 1.3 的支持位后反覆走低。指标显示能量柱或趋向空方，英镑可能继续受压。英镑或在 1.28 找到较强的支持。



美元	美元指数在 95 上方震荡，陷入“高不成低不就”的局面。一方面，在经济和货币政策上，美国仍保持与其他主要国家的分歧。这支持美元指数在高位盘整。而贸易战及地缘政治风险引发的避险需求，也为美元带来支撑。另一方面，美国与其他主要国家的经济和货币政策分歧或将见顶，因此美元上升空间受限。具体而言，美国 7 月非制造业 PMI 下滑至 11 个月新低，而 7 月 PPI 增速亦有所放缓。此外，日本央行结束 QQE 的预期再次升温。整体而言，我们对美元指数短期高位盘整，长期转弱的预期不变。
欧元	欧元继续窄幅波动。尽管德国 6 月工厂订单环比跌幅超预期，但数据并没有令欧元大幅走弱，主要是因为 7 月经济数据反映欧元区经济逐渐趋稳。另外，在英镑后市表现不被看好的情况下，买欧元沽英镑的交易也为欧元带来一定支撑。不过，短期内，由于欧美之间存在经济和货币政策分歧，欧元料续区间波动。
英镑	英镑下跌至 11 个月新低，背后原因主要是加息预期低迷及无协议脱欧担忧。首先，英国经济基本面较疲软，意味着英国央行短期内再次加息的机会较低。加息预期消退，“卖事实”交易致英镑回调。其次，英国官员称可能有 60% 机会在无协议的情况下脱欧。短期内，英镑料继续在低位徘徊。
日元	日元震荡走强。上周日本央行会议令人失望，日元一度走弱，本周会议纪要显示央行委员对允许长期利率偏离目标存在分歧，且消息称该央行本来考虑年底加息，惟弱通胀令计划无法如期进行。这些讯息加上日本二季度 GDP 增速上升，再次加强市场对日本央行结束 QQE 的预期。另外，地缘政治风险及贸易战引发的避险情绪，也带动日元反弹。不过，短期内，日本通胀疲软意味着日央行收紧政策机会偏低。美日货币政策分歧料限制日元上升空间。
加元	加元回吐上周涨幅，主要是因为加拿大和沙特关系恶化，以及油价回落。不过，加拿大央行加息预期高企，同时 NAFTA 谈判展露曙光，助加元收复部分失地。展望未来，加息预期，油价因素及贸易谈判的发展料续主导加元的走向。下周重点关注 7 月 CPI，通胀的表现料指引加央行未来货币政策的走向。
澳元	澳元震荡走弱。起初，铁矿石价格大幅上升，带动澳元反弹。随后，美元走强及避险情绪升温，致澳元回吐所有涨幅。澳储行重申中性立场，意味着短期内澳美货币政策分歧将继续利淡澳元。不过，随着中国推出一系列刺激政策，大宗商品的需求上升或减轻澳元下行压力。另外，澳储行会议纪要指在某一个时间点，即使通胀低于预期，也可能需要加息。在澳储行比纽储行鹰派的背景下，澳元或跑赢纽元。
纽元	纽元急速下挫，罪魁祸首非纽储行莫属。纽储行本周维持利率不动之余，释放超强鸽派讯号。该央行预计明年底之前不会加息，这与市场预计的明年至少加息一次相悖。另外，纽储行还预期通胀达标时间将延迟一个季度至 2021 年第一季。由于美纽货币政策分歧将逐渐扩大，纽元可能继续在低位盘整。
人民币	上周五，中国央行终于亮出了底线。随着人民币指数不断靠近 92 这个低位，央行宣布重新调高远期购汇准备金率至 20%，以抬升沽空人民币成本，人民币应声反弹。本周更传出央行要求主要银行防范羊群效应，追高美元/人民币的行为。可见，央行对人民币快速贬值的容忍度有限。虽然，人民币走势仍取决于中国经济基本面、贸易战发展，以及宽松政策预期，但近日强烈的讯号暗示如果人民币指数再次跌向 92，央行下一招很可能是重启逆周期因子。短期内，美元/人民币料在 6.8-6.9 区间内波动。近期，中国再次摆出强硬姿态。若中美贸易冲突升级，人民币或靠近交易区间的弱方。
港元	美元/港元维持在靠近 7.85 的水平，主要是因为港元流动性十分宽松，港美息差扩大的预期，为套利交易提供诱因。在短期内不再有大型 IPO 的预期下，市场参与者不再像过去几个月般为 IPO 预留资金。因此，港元拆息逐步回落。不过，4 月份以来，银行总结余已减少 40%，且可能进一步下跌，因为我们预计港元将在短期内再度触碰弱方保证水平，从而驱使金管局出手接盘。在此情况下，港元拆息下方空间料有限。其中一个月和三个月港元拆息料分别在 1.3% 和 1.75% 左右找到支撑。然而，在香港经济基本面稳健的背景下，我们认为资金外流将会十分温和及有序。因此，港元拆息短期内重返 6、7 月高位的可能性亦不大。目前看来，各大银行 9 月上调最优贷款利率的迫切性似乎不大。

美元指数:

- 美元指数在 95 上方震荡，陷入“高不成低不就”的局面。
- 一方面，在经济和货币政策上，美国仍保持与其他主要国家的分歧，因此支持美元指数在高位盘整。自上上周以来，G7 国家中六大央行召开会议后，美联储再次脱颖而出，成为最鹰派的主要央行。另外，美国 JOLTS 职位空缺意外上涨，反映劳动力市场供不应求，这料加快薪金增速。
- 而贸易战及地缘政治风险引发的避险需求，也为美元带来支撑。
- 另一方面，美国与其他主要国家的经济和货币政策分歧或将见顶，因此美元上升空间受限。美国 7 月非制造业 PMI 下滑至 11 个月新低，而 7 月 PPI 按年增速亦由 3.4% 下滑至 3.3%。此外，日本央行结束 QQE 的预期再次升温。
- 整体而言，我们对美元指数短期高位盘整，长期转弱的预期不变。

图 2：美元指数 - 日线图：美元指数维持在上行通道波动，并突破 95.5 的阻力。能量柱由空方趋向中性，下行压力减轻或有助支持美元维持向好走势。

欧元:

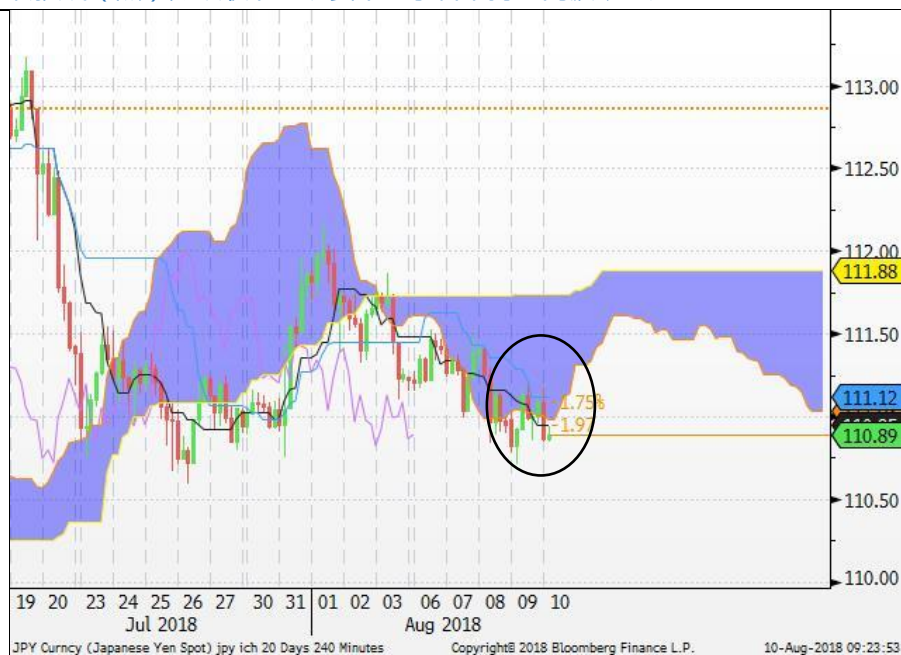
- 欧元继续窄幅波动。
- 尽管德国 6 月工厂订单环比跌幅超预期，但数据并没有令欧元大幅走弱，主要是因为 7 月数据反映欧元区经济逐渐趋稳，为欧元筑底。具体而言，欧元区 8 月 Sentix 投资者信心指数由 12.1 上升至 14.7，优于预期。7 月制造业 PMI 和 CPI 增速亦有所上升。
- 另外，在英镑后市表现不被看好的情况下，市场上买欧元沽英镑的交易十分活跃，这也为欧元带来一定支撑。
- 不过，短期内，由于欧美之间依然存在经济和货币政策分歧，欧元料维持区间波动。

图 3：欧元/美元 - 日线图：欧元维持窄幅波动的形态。能量柱趋向中性，欧元料维持在 1.1530-1.1750 区间波动。


日元:

- 日元震荡走强。上周日本央行会议令人失望，日元一度走弱，
- 本周会议纪要显示央行委员对允许长期利率偏离央行目标存在分歧，有官员认为长期债券在目标值正负0.25%区间波动。另外，消息称该央行本来考虑年底加息，惟弱通胀令计划无法如期进行。再者，日本二季度GDP年化季率转正，且优于预期，达1.9%，反映日本经济趋稳。这些因素再次推升市场对日本央行结束超宽松货币政策的预期。
- 另一方面，地缘政治风险及贸易战引发的避险情绪，亦带动日元反弹。
- 不过，短期内，日本通胀疲软意味着日央行收紧政策机会偏低。在美日货币政策分歧可能逐渐扩大的情况下，日元的涨幅或继续受制于息差压力。

图4：美元/日元 - 4小时图：美元兑日元在云层底部波动。基准线（蓝）与转换线（黑）分歧收窄。该货币对子料维持区间波动的走向。



加元:

- 加元回吐上周涨幅，主要是因为加拿大和沙特关系恶化，以及油价回落。
- 政治方面，媒体称沙特政府指令抛售加拿大股票、债券及其他资产，并冻结沙特与加拿大的贸易及在加拿大的投资。
- 油市方面，周初美国或向伊朗实施更多制裁的消息，一度带动油价反弹。惟上周EIA原油库存跌幅不及预期，且中国7月原油进口总量创年内第三低。油价下跌增添加元的下行压力。
- 不过，加拿大央行10月再次加息预期高企，同时NAFTA中的汽车协议有望于本周达成，贸易前景改善助加元收复部分失地。
- 展望未来，加息预期，油价因素及贸易谈判的发展料续主导加元的走向。下周重点关注7月CPI，通胀的表现料指引加央行未来货币政策的走向。

图5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元在1.3找到支持。空方力量减弱，这或减轻美元兑加元的下行压力，该货币对子出现反弹的可能性不可排除。



澳元:

- 澳元震荡走弱。起初，铁矿石价格大幅上升，带动澳元反弹。另外，7月中国贸易数据造好，也为澳元带来上涨动能。具体而言，来自澳洲的进口大幅上涨，且对铁矿石的进口量由6月的8324万吨反弹至8996万吨。
- 随后，美元走强及避险情绪升温，致澳元回吐所有涨幅。
- 周二，澳储行一如预期维持利率不变。该央行于是次会议未有透露太多新资讯，仅重申失业率逐步下降，以及指出通胀将渐进地返回目标水平。澳储行重申中性立场，意味着短期内澳美货币政策分歧将继续利淡澳元。
- 不过，随着中国推出一系列刺激政策，大宗商品的需求上升或减轻澳元下行压力。另外，澳储行会议纪要指在某一个时间点，即使通胀低于预期，也可能需要加息。在澳储行比纽储行鹰派的背景下，澳元或跑赢纽元。

图6：澳元/美元 - 日线图：澳元上试50天移动平均线（绿）失败后回落。多方力量较强，这或为支持澳元反弹。关注澳元能否重上0.74的支持位。



纽元:

- 纽元急速下挫，罪魁祸首非纽储行莫属。避险情绪升温则增添纽元沽压。
- 纽储行本周维持利率不动之余，释放超强鸽派讯号。尽管该央行官员指纽元现价已趋向合理水平，但预计明年底之前不会加息，甚至还指出若经济增长放慢，不排除降息可能，这与市场预计的明年至少加息一次相悖。另外，纽储行预期通胀达标时间将延迟一个季度至2021年第一季。
- 由于美纽货币政策分歧将逐渐扩大，纽元可能继续在低位盘整。
- 另外，纽储行的立场较澳储行较鸽派，也可能导致纽元在中短期内跑输澳元。

图7：纽元/美元 - 日线图：纽元大幅走弱并跌穿0.67的关口。随着多方力量减弱，纽元的沽压或增大。纽元可能回落至0.66才找到较强的支持。



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	25509.23	0.18%	3.20%
标准普尔	2853.58	0.47%	6.73%
纳斯达克	7891.78	1.02%	14.32%
日经指数	22494.33	-0.14%	-1.19%
富时100	7741.77	1.08%	0.70%
上证指数	2799.24	2.15%	-15.36%
恒生指数	28553.14	3.17%	-4.57%
台湾加权	11013.23	0.01%	3.48%
海峡指数	3285.69	0.61%	-3.44%
吉隆坡	1808.73	1.61%	0.66%
雅加达	6097.42	1.50%	-4.06%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化
		bps	bps
3月 Libor	2.34%	-0.2	65
2年美债	2.65%	1	77
10年美债	2.92%	-2	52
2年德债	-0.61%	-2	1
10年德债	0.38%	-3	-5

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	66.83	-2.4%	10.6%
布伦特	72.14	5.8%	7.9%
汽油	201.11	11.6%	11.8%
天然气	2.94	3.6%	-0.3%

金属

铜	6225.00	0.3%	-14.1%
铝	2062.25	2.7%	-8.7%

贵金属

黄金	1212.10	-0.2%	-7.4%
白银	15.43	-10.0%	-10.0%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.077	-14.0%	-14.7%
棉花	0.8726	-1.6%	11.0%
糖	0.1084	-0.1%	-28.5%
可可	2,081	8.7%	10.0%

谷物

小麦	5.6325	1.3%	31.9%
大豆	8.878	0.2%	-6.7%
玉米	3.6800	-0.5%	4.9%

亚洲商品

棕榈油	2,214.0	2.0%	-9.4%
橡胶	164.4	1.3%	-20.0%

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。
