

全球外汇周报：

本周随笔：中国金融稳定的两难均衡

自6月以来，在美国和新兴市场一片加息声中，中国成为少数货币政策宽松的国家，但中国的特立独行却未能挽救市场情绪。过去几天甚至出现了一天股票、债券、商品和汇率全部下跌的四杀局面。中美贸易战恶化的外部环境固然是困扰市场情绪的重要因素之一，但不可忽视的是，中国的情绪也正面临国内的两组两难问题的困扰。这包括如何确保政策一致性以及如何平衡利率稳定和汇率稳定之间的关系。

此轮对政策一致性的担忧起源于贸易战的发展，从3月舆论渲染的乐观情绪到6月下旬快速积累的悲观情绪，市场开始质疑中国舆论是否在贸易战中出现了误判。而上周在中国引起热议的社保费征收主体变化的问题也加剧了对政策一致性的担忧。从长远来看为员工依法缴纳全部社会福利是必须的，但短期内执行的结果可能与政府为企业减负降成本的设想出现背离。而每次背离都有可能侵蚀市场对决策的信心。不过从好的方面来看，上周国务院常务会议迅速作出了回应，表示要抓紧研究适当降低社保费率。这种罕见地快速回应显示最高决策层有在聆听市场的担忧并能保持政策的灵活性，这可能有助于缓解市场对政策不一致的紧张情绪。

除了政策一致性的挑战之外，短期内中国面临的两大挑战是如何保持货币宽松和汇率稳定之间的平衡。刚刚结束的国务院金融稳定发展委员会第三次会议指出“保持市场流动性合理充裕，信贷市场、债券市场、股票市场平稳运行，人民币汇率保持合理稳定”。想法不错，但由于各个资产之间的相关性不同，要实现挑战不小。回顾6月中以来的此轮人民币贬值，背后主要有两个驱动力，除了中美贸易战之外，货币宽松导致中美利差收窄，甚至在8月初一度出现倒挂是一个更重要的因素。换句话说，货币宽松和汇率稳定犹如在跷跷板的两端，一不留神，就可能按下葫芦起了瓢。

笔者认为，中国的资本管制或许可以在短期内同时实现稳利率和稳汇率，但是这并不是一个可持续性的方式。在当前稳字当头的政策下，与其很辛苦地做到面面俱到，不如索性将焦点集中到稳汇率上。这里主要有两个原因。首先，今年以来人民币的走势与境内股票走势相关性有所提高，人民币贬值压力加大可能也会对包括股市和房地产在内的资本市场带来压力。其次，8月以来，中国就稳定人民币推出了一系列逆周期因素，频率之高是过去几年少见的。既然已经推出，就要坚决，如果在各种束缚下半推半就导致人民币跌破关键点位，那对政策信心的损害可能不是短期内可以修复的。

如果明确稳汇率优先权的话，与其什么都要，不如有所取舍，维持中美利差。9月底美联储加息或许是中国央行面临的第一个考验。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1694	1.24%	-2.5%
英镑/美元	1.3109	1.53%	-2.7%
美元/日元	111.9	-0.84%	0.6%
澳元/美元	0.7197	1.35%	-7.6%
纽元/美元	0.6582	0.81%	-7.0%
美元/加元	1.2990	1.25%	-3.3%
美元/瑞郎	0.9653	0.33%	0.7%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8562	-0.18%	-5.1%
美元/离岸人民币	6.8536	0.10%	-5.1%
美元/港币	7.8485	0.01%	-0.5%
美元/台币	30.77	-0.01%	-3.3%
美元/新元	1.3699	0.57%	-3.0%
美元/马币	4.1375	0.18%	-2.2%
美元/印尼卢比	14825	-0.07%	-8.5%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 日本央行货币政策会议
2. 18-20日朝鲜半岛首脑会议
3. 澳洲央行货币会议纪要

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：

上周五以来，美国一系列亮丽的就业数据，舒缓了市场对劳动力紧俏但工资增速缓慢的担忧，并为美元带来一定支撑。具体而言，美国8月非农就业人数意外增加20.1万人，平均时薪按年增速达2009年6月以来最快2.9%。另外，7月JOLTS职位空缺创历史新高，自主离职率亦创17年新高。更值得注意的是，8月份，包含徘徊在劳动力市场边缘的人士以及兼职人士的失业率与一般的失业率之间差距，由2011年9月高位7.4个百分点逐渐回落至17年来最低水平3.5个百分点。这意味着劳动力市场进一步改善的空间已日益缩小。接下来我们可能看到薪资增速保持强劲，并支持美联储渐进加息。短期内，美联储与其他主要央行之间的货币政策分歧扩大，或继续利好美元。

不过，比起上周，这周市场风险情绪显著改善。在缺乏避险需求支撑的情况下，美元指数上升动能稍显不足。风险情绪方面，欧盟谈判代表表示未来6-8周内可能与英国达成贸易协议，该消息减轻了市场对英国无协议脱欧的担忧，并支持英镑快速反弹。其次，美国与欧盟将进行谈判，并可能与11月达成部分协议。而意大利政府预算案将遵循欧盟规则的消息，也缓和了意大利的政治风险。再加上欧洲央行对通胀前景感到乐观，带动欧元显著反弹。再者，加拿大愿意就NAFTA谈判作出让步，同时墨西哥透露美加很可能达成贸易协议的消息，助加元大幅反弹。最后，消息指美国提议与中国进行新一轮贸易谈判，带动人民币及澳元反弹。然而，无论是英国脱欧，还是美国与主要贸易伙伴的贸易冲突，皆未尘埃落定。特朗普亦不断重申强硬贸易立场。在各项风险因素完全消退之前，主要货币料继续维持区间波动的走势。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 本周，美元指数跌破95。
- 自上周五以来，一系列劳动力市场数据造好，强化美联储渐进加息的预期，并利好美元。美国8月非农就业人数意外增长20.1万人，平均时薪按年增速达2009年6月以来最快2.9%。另外，7月JOLTS职位空缺创历史新高，自主离职率亦创17年新高。这意味着劳动力市场进一步改善的空间已日益缩小。接下来我们可能看到薪资增速保持强劲，并支持美联储渐进加息。
- 不过，美国与主要贸易伙伴（加拿大、欧盟及中国）的关系出现改善的希望，使风险情绪改善，从而削弱了避险货币如美元的上升动能。
- 短期内，经济和货币政策分歧，料继续为美元指数提供支持。不过，8月美国PPI意外按月转跌，同月核心通胀同比增速亦意外回落。通胀压力温和意味着美联储无须加快加息。因此，美元指数料继续在94-96区间内盘整。

图1：美元指数 -日线图：受制于95的阻力位，美元指数反覆回落。空方力量依然较强，意味着短期内美元指数可能继续面临下行压力。



美元	美元指数先扬后抑再次跌破 95。自上周五以来，一系列劳动力市场数据造好，强化美联储渐进加息的预期，并利好美元。美国 8 月非农就业人数意外增加 20.1 万人。8 月平均时薪按年增速达 2009 年 6 月以来最快 2.9%。另外，7 月 JOLTS 职位空缺再创历史新高，自主离职率亦创 17 年新高。这意味着劳动力市场进一步改善的空间已日益缩小。接下来我们可能看到薪资增速保持强劲，并支持美联储渐进加息。不过，美国与主要贸易伙伴的关系出现改善的希望，使风险情绪改善，从而削弱了避险货币如美元的上升动能。短期内，经济和货币政策分歧，料继续为美元指数提供支持。然而，8 月美国 PPI 意外按月转跌，同月核心通胀同比增速亦意外回落。美元指数料在 94-96 区间内盘整。
欧元	欧元有所反弹。首先，脱欧谈判的利好消息带动英镑反弹，并为欧元带来正面的溢出效应。其次，欧洲央行按兵不动之余，重申年底退出 QE 的计划，且行长表示核心通胀将明显走高。鹰派言论利好欧元。再者，美欧或在 11 月达成部分贸易协议的消息。这亦带动欧元上升。不过，欧央行重申明年夏天前不会加息。短期内，美欧货币政策分歧仍可能限制欧元的上行动力。
英镑	英镑显著反弹，主要受到脱欧利好消息及经济数据的支持。首先，消息指脱欧谈判可能在未来 6 到 8 周内达成共识，且英国和欧盟可能在北爱尔兰边境问题的谈判上取得进展。利好消息带动英镑走高。其次，英国 5-7 月薪资增速超预期，使市场对英国央行明年上半年加息的预期升温。不过，英国央行本周维持利率不变的同时，重申未来加息将是有限及渐进的，这或暗示英国上涨空间有限。
日元	日元震荡走弱，主因是美日息差扩大及避险情绪降温。展望未来，一方面，短期内日央行收紧政策的机会不大，美日货币政策分歧将利淡日元。另一方面，贸易战风险尚未消散，避险需求回升可能为日元提供短线支持。不过，即使全球风险因素此起彼落，息差因素仍可能限制避险需求为日元提供的支持。
加元	加元大幅反弹，表现仅次于英镑，主要受惠于三项因素。第一，消息指加拿大或就 NAFTA 谈判作出让步，且墨西哥经济部长指美加很可能达成贸易协议。第二，尽管劳动力市场数据令市场失望，但市场仍预计加央行年内再加息一次。第三，天气因素及美国对伊朗制裁影响原油供应，从而油价大幅反弹。短期内，这三项因素的变化料继续左右加元走势。目前，我们预计加元短期表现优于其他两只商品货币。
澳元	澳元先跌后涨。首先，中美贸易战相关消息好坏参半，增添了澳元的波动性。其次，澳洲数据表现参差，料难转变澳储行的中性立场。随着美货币政策分歧逐步扩大，澳元上升动力料有限。
纽元	纽元从逾两年低位反弹，主要是因为美元转弱、风险情绪改善，以及经济数据造好。尽管如此，短期内，由于纽美存在货币政策分歧，任何利好因素或只能为纽元提供有限的上行动力。
人民币	人民币围绕贸易战消息先跌后涨。上周，市场形成了“中国货币政策宽松空间有限”的预期。境内外人民币利率应声上涨，助人民币表现优于其他新兴市场货币。不过，周二央行时隔 15 天重启逆回购，意味着央行将继续保持流动性合理充裕。换言之，短期内人民币利率上升或下降的空间均有限。因此，市场开始把焦点转回贸易战上。周初，特朗普虽未公布对 2000 亿美元中国商品加征关税，但威胁加大筹码至 4670 亿美元。市场对贸易战升级的担忧，致美元/人民币再度迈向 6.9。随后，消息指美国提议与中国进行新一轮谈判，人民币应声反弹。不过，8 月中国对美国贸易顺差再创新高。特朗普亦重申强硬立场，意味着短期内中美达成贸易协议的难度较大。因此，美元/人民币料继续在 6.8-6.9 区间波动。
港元	美元/港元继续在 7.85 以下水平徘徊，而港元拆息则先跌后涨。起初，港股见熊（由 1 月以来高位大跌 20%），驱使市场参与者释放为美团 IPO 预留的资金，一个月港元拆息从上周三的 1.69% 逐步回落至 1.62%。不过，由于美团 IPO 冻结的 25.9 亿港元要等到下周三才回流市场，在这样的情况下，海底捞进行招股，恰逢港股反弹，使市场担忧短端流动性因 IPO 反应热烈而趋紧，因此一个月港元拆息反弹至 1.7%。尽管如此，我们依然认为海底捞 78 亿港元的 IPO 应该不会冻结太多资金。因此，港元拆息料不会如上半年般因 IPO 而大幅上升。反而临近 9 月 FOMC，港美息差扩大的预期将为套利交易提供诱因。若金管局再次接盘，加上季结效应，料驱使 1 个月港元拆息上试 1.8%，届时港元沽压或有所减轻。

欧元:

- 欧元有所反弹。首先，脱欧谈判的利好消息带动英镑反弹，并为欧元带来正面的溢出效应。周初，欧盟谈判代表 Barnier 指脱欧协议可能在未来 6 至 8 周内达成共识。
- 其次，欧洲央行按兵不动之余，重申年底退出 QE 的计划，且行长表示核心通胀将明显走高。鹰派言论利好欧元。
- 再者，美欧或在 11 月达成部分贸易协议的消息。这缓解市场对欧元区贸易前景的担忧。而意大利预算可能遵循欧盟规则的消息，也减轻意大利政治风险。
- 数据方面，欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数由 -11.1 改善至 -7.2。第二季就业人数按年增长加快至 1.5%。这反映欧元区经济增长趋稳，并利好欧元。
- 不过，欧央行重申明年夏天前不会加息。换言之，短期内美欧货币政策分歧扩大，仍可能限制欧元的升幅。

图 2：欧元/美元 - 日线图：欧元继续在两条移动平均线的附近好淡争持。除非出现明显转向，否则欧元维持在 1.1520-1.1750 区间波动的机会较高。



英镑:

- 英镑显著反弹，主要受到脱欧利好消息及经济数据的支持。
- 首先，欧盟脱欧谈判代表 Barnier 指在未来 6 到 8 周内达成脱欧共识是“现实的”。随后，消息指英国和欧盟可能在北爱尔兰边境问题的谈判上取得进展。这减轻无协议脱欧风险，并利好英镑。
- 其次，英国 7 月 GDP 按月增速加快至 0.3%，5-7 月平均周薪按年升幅扩大至 2.6%，因此，市场预期英国央行的加息时间由明年 8 月提前至明年 5 月。
- 不过，英国央行本周维持利率不变的同时，重申未来加息将是有限及渐进的，这或暗示英国上涨空间有限。
- 短期内，继续关注脱欧谈判进展。

图 3：英镑/美元 - 日线图：英镑突破下行通道。多方力量增强，这支持英镑突破 1.3065 的阻力位。若英镑能站稳该水平，下行走势或暂时完结。



日元:

- 日元震荡走弱，主因是美日息差扩大（10年期美债收益率迈向3%）及避险情绪降温（全球贸易风险缓和）。
- 经济数据方面，日本第二季年化GDP终值按季增速达3%，优于预期。此外，7月经常帐盈余扩大至2万亿日元，反映日本经济基本面稳健。
- 尽管如此，日本通胀依然离远日央行的目标，意味着该央行短期内收紧政策的机会不大（下周会议料按兵不动），美日货币政策分歧可能继续利淡日元。
- 另一方面，贸易战风险尚未消散，避险需求回升可能为日元提供短线支持。
- 不过，即使全球风险因素此起彼伏，息差因素仍可能限制避险需求为日元提供的支持。

图4：美元/日元 - 4小时图：随着转换线（黑）由下往上穿越基准线（蓝），美元/日元反覆向上。短期内，美元/日元料维持上行的走势。

加元:

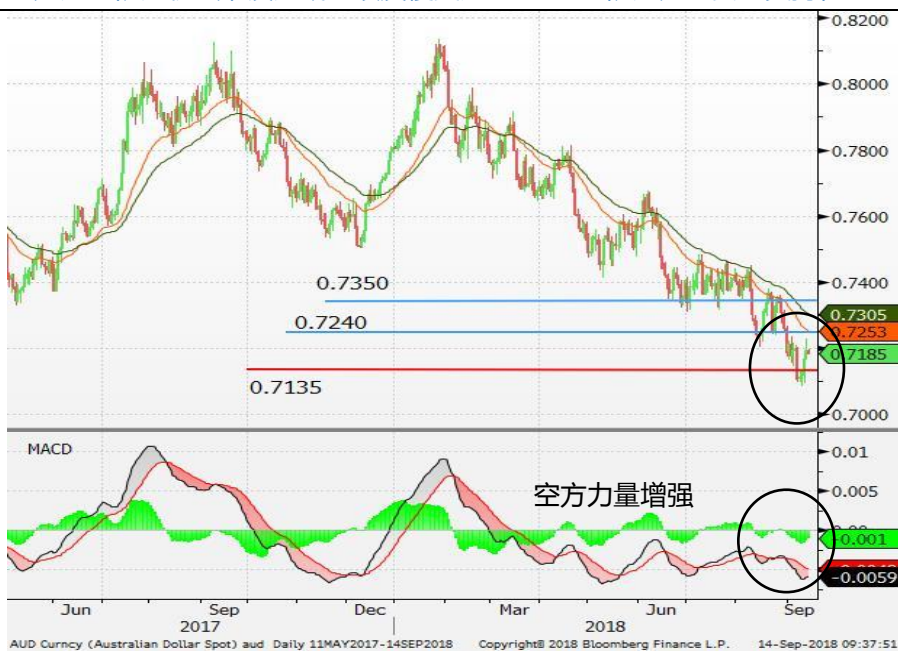
- 加元大幅反弹，表现仅次于英镑，这主要受惠于三项因素。
- 第一，消息指加拿大或就NAFTA谈判作出让步，即容许美国奶制品“有限度”进入加拿大市场。随后，墨西哥经济部长指美加很可能达成贸易协议。贸易谈判进展顺利，利好加元。
- 第二，尽管劳动力市场数据令市场失望（加拿大8月失业率由5.8%回升至6%，就业人数意外净减少5.16万人），但市场仍预计加央行年内再加息一次（10月加息概率超过70%）。
- 第三，市场担忧美国飓风及美国对伊朗制裁影响原油供应，因此油价大幅反弹，并支持加元上升。
- 短期内，NAFTA谈判进展、油价走势及加拿大央行加息预期，这三项因素料继续左右加元走势。目前，我们预计加元短期表现优于其他两只商品货币。

图5：美元/加元 - 日线图：美元/加元显著走低，并下试1.3000的支持位。能量柱或由多方转向空方，这料增添美元/加元的下行压力。


澳元:

- 澳元先跌后涨。
- 一方面，中美贸易战相关消息好坏参半，增添了澳元的波动性。周初，特朗普威胁加大对华贸易战筹码。市场担忧中美贸易战升级冲击澳洲经济。因此，澳元下挫至 2016 年以来最低水平。随后，美国提议与中国进行新一轮贸易谈判的消息，助澳元收复跌幅。但周四特朗普表示没有感到压力要与中国达成贸易协议，使澳元再次回落。
- 另一方面，澳洲数据表现参差，料难转变澳储行的中性立场。美澳货币政策分歧扩大料限制澳元升幅。8 月 NAB 企业信心指数由 7 跌至 4。此外，9 月 Westpac 消费者信心指数按月续跌 3% 至去年底以来低位。数据疲软暗示中美贸易战或打击澳洲消费及商业情绪。相反，澳洲 8 月失业率持平于 5.3%，就业人数净增长 4.4 万人，优于预期。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元短线失守 0.7135 的支持位后反弹。不过，空方力量依然较强，澳元或继续反覆受压。0.7135 依然为重要的支持位。



纽元:

- 纽元从逾两年低位反弹。
- 经济数据向好，加上美元走弱，以及风险情绪改善，助纽元反弹。具体而言，纽西兰 8 月制造业 PMI 由 51.2 反弹至 52。其中，新订单指数亦上升至 53.2，反映需求稳健。
- 不过，近期纽储行重申鸽派立场，且预期 2020 年前不会加息。若经济增长放慢，该央行甚至不排除减息的可能。纽储行与其他主要央行货币政策分歧料令纽元维持在低位盘整。
- 整体而言，短期内风险情绪改善或经济数据向好，或只能为纽元提供有限的上行动力。美纽息差因素料继续限制纽元的涨幅。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元维持反覆下行的走势，惟短线触及 0.6500 的支持位后反弹。短期内，技术指标依然偏向空方，纽元难以扭转弱势。



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	26145.99	0.89%	5.77%
标准普尔	2904.18	1.13%	8.62%
纳斯达克	8013.71	1.41%	16.08%
日经指数	23100.94	3.56%	1.48%
富时 100	7281.57	0.05%	-5.28%
上证指数	2689.73	-0.47%	-18.67%
恒生指数	27279.36	1.13%	-8.82%
台湾加权	10868.14	0.19%	2.12%
海峡指数	3158.25	0.76%	-7.19%
吉隆坡	1803.69	0.25%	0.38%
雅加达	5888.11	0.63%	-7.36%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
bps			
3月 Libor	2.33%	0.0	64
2年美债	2.76%	5	87
10年美债	2.97%	3	56
2年德债	-0.55%	0	8
10年德债	0.42%	4	0

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	68.72	1.4%	13.7%
布伦特	78.19	14.7%	16.9%
汽油	199.32	10.6%	10.8%
天然气	2.81	-1.1%	-4.9%
金属			
铜	6033.00	1.7%	-16.8%
铝	2029.00	-0.4%	-10.2%
贵金属			
黄金	1205.20	0.8%	-8.0%
白银	14.18	-17.3%	-17.3%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	0.964	-23.0%	-23.6%
棉花	0.8162	-0.6%	3.8%
糖	0.1168	6.1%	-23.0%
可可	2,314	20.9%	22.3%
谷物			
小麦	4.7175	-3.0%	10.5%
大豆	8.228	-1.1%	-13.6%
玉米	3.3625	-5.1%	-4.1%
亚洲商品			
棕榈油	2,206.0	-0.3%	-9.7%
橡胶	149.3	-1.6%	-27.3%

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。
