

全球外汇周报：
本周随笔：贸易战 2.0 与人民币的思考

没有奇迹，美国贸易代表处对中国 2000 亿美元商品征收的 25% 额外关税周五中午如期而至。但这并不意味着中美贸易谈判的终结。根据美国总统特朗普的说法，刘鹤副总理带着习近平主席“美丽”的信去谈判了，而美国方面也并没有排斥贸易协议。只是过去 5 天的突变也再次让市场意识到中美之间的分歧依然很大，求同存异似乎并不是中美贸易谈判的答案。

为什么在过去几个月稳步前行的中美关系在没有征兆的情况下会突然塌陷？毕竟双方谈判团辛苦了半年达成了 150 页的协议草案。根据美方的说法，这个突变可能始于上周五，中方发给美方的协议修订稿中删除了关于修改中国法律的部分。这个举动被美方解读为中方全面推倒之前的协议，而美国贸易代表莱特希泽的愤怒也转变为特朗普的愤怒，从而上演了上周日推特治国的一幕。

目前来看，市场之前对于特朗普发推特可能是其谈判手段的判断是低估了局势。这个推特其实反应的是双方谈判进入了深水区以及中方对自己底线的捍卫。根据现有的信息，中美双方的分歧主要集中在三个主要领域。

第一，可能也是直接导火线的就是法律修改问题。美方要求中国的监管承诺通过人大修改法律的方式来实现而不是仅通过国务院或者部委的条例来推动。法律的调整也可能是中国的红线。第二，美方所谓的激进监督执行可能也是双方的分歧之一。美方的态度是在发觉中国没有执行贸易协议的话，美方有权单方面对中方进行关税制裁并且中方不能报复。这种近乎霸王条款的态度，显然也为中美未来谈判蒙上了阴影。第三，就是关税取消的问题。中方希望在达成贸易协议后能立即取消之前已经征收的额外关税。而美方则不愿立即取消。特朗普似乎对美国政府通过关税形式获得额外收入很满意，他也多次在公开场合表达过类似的观点。而特朗普也对美国政府即将多收的几百亿美元关税表现出了一种奇怪的兴奋。可见无论未来谈判如何，此次 25% 关税短期内可能无法立刻反转。

从市场的反应来看，人民币从原先的 6.7 区间回落到 6.8 区间，走势不算意外。未来走势可能要关注三个事件。第一，就是中国方面的反制措施。中方已经明确表示会进行反制。但尚不清楚反制的级别。如果仅是有控制的反制，那对人民币的压力可能不会太大。反之，则可能使得人民币面临新的压力。第二，就是特朗普是否会推进对剩余 3250 亿美元尚未征收关税的中国商品征收额外的关税。笔者认为可能性不大，毕竟这剩下 3250 亿美元的商品关乎民生，一旦征收关税的话，很有可能会冲击到美国低收入家庭。不过，贸易战发展到现在，唯一的不变就是变化，任何可能在现阶段都不能排除。一旦特朗普开始威胁这些商品的话，那可能会对人民币带来额外的压力。第三，就是短期内谈判的走势。关税虽然已起，但是中国代表团的谈判并未结束。人民币近期的走势或将取决于未来是战是和的预期。如果谈判彻底破裂，短期内看不到协议的可能，那人民币的贬值或许尚未结束。笔者认为人民币指数可能会重新下探去年 92 的低点，而这相对应的美元/人民币或许将达到 6.97 附近。反之，如果市场觉得未来两个月还是有可能达成协议的话，那人民币或许会维持在 6.8-6.9 区间内波动。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1234	0.38%	-6.3%
英镑/美元	1.3015	-1.11%	-3.4%
美元/日元	109.96	1.01%	2.4%
澳元/美元	0.7015	0.09%	-9.9%
纽元/美元	0.6609	-0.47%	-6.6%
美元/加元	1.3442	-0.19%	-6.6%
美元/瑞郎	1.0155	0.08%	-4.3%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.7986	-0.94%	-4.3%
美元/离岸人民币	6.8227	-1.34%	-4.7%
美元/港币	7.8481	-0.04%	-0.5%
美元/台币	30.936	-0.12%	-3.8%
美元/新元	1.362	-0.19%	-2.5%
美元/马币	4.1525	-0.23%	-2.6%
美元/印尼卢比	14330	-0.47%	-5.3%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 中国 4 月经济数据
2. 1922 委员会会议：英国首相下台风险
3. 澳洲 4 月就业数据

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:

上周末美国总统特朗普的两则推特，为本周市场定下了动荡的基调。特朗普以中美谈判进展太缓慢为由，威胁对中国进口商品上调关税。虽然中国团队无故威胁如期赴美磋商，但随后中国商务部表明如果美国落实关税，中方将不得不采取反制措施。这对于满心期待中美达成协议的投资者而言可谓当头一棒。避险需求随之上涨，带动美元指数站稳在 97.5 上方，并驱使美元/日元跌破 110 的支持位。同时，10 年期美债收益率下滑至 3 月底以来最低的 2.42%（甚至与三个月期美债收益率出现短暂倒挂现象），而全球股市亦纷纷下挫。直至周四中美展开新一轮贸易谈判，市场才重新找到了支持。实际上，周四谈判依然无果，甚至驱使美国如期落实加关税的决策，但周五中美谈判仍将继续，且美国总统特朗普称仍有达成协议的可能。这给予了市场最后一丝希望。因此，美国加关税后，股债汇市表现依然淡定，惟后市的表现仍需取决于贸易战的发展。目前，我们猜测未来发展方向可能有两个。第一，谈判彻底破裂，短期内看不到协议的可能，那么风险情绪可能进一步恶化，从而支持美元、美债收益率和日元上升，同时导致商品货币和新兴市场货币进一步承压。第二，周五过后中美继续进行谈判，且未来两个月可能达成协议。届时，投资者料维持谨慎态度，而股债汇也可能维持在当前区间内波动。

实际上，即使贸易风险缓和，目前全球经济前景尚不明朗，也可能使投资者保持谨慎。本周欧盟委员会下调欧元区 and 德国经济增长预期。另外，中国 4 月出口和信贷数据不如预期。可见，二季度全球经济状况尚未显著改善。若贸易战升级，情况可能再度恶化。因此，短期内，经济分歧和避险情绪或仍支持美元。最后，央行方面，本周纽西兰、菲律宾和马来西亚央行纷纷降息。相对而言，美联储降息呼声减弱，意味着美元将继续保持利率优势。整体而言，美元指数或继续在高位盘整，而其他主要货币亦可能维持在低位震荡。

本周重点关注货币:

纽元:

- 受风险情绪恶化及纽联储降息的拖累，纽元重挫。
- 首先，中美贸易冲突再度升温，致风险情绪恶化，拖累商品货币纽元受压。
- 其次，纽联储自 2016 年以来首次下调利率至 1.5%，为首家降息的发达国家央行。这拖累纽元跌至六个月低位。具体而言，该央行指降息有助支持就业及通胀前景，因此是符合目标的行动，并将令利率前景更加平衡，惟在全球经济增长放慢及通胀疲软的情况下，再减息一次的可能性不可排除。另外，纽联储副行长指 GDP 同比增速达约 3% 才能实现就业和通胀目标。
- 若美纽货币政策分歧进一步扩大，以及全球避险情绪高涨，纽元或将面临更大的下行压力。

图 1: 纽元/美元 - 日线图: 纽元/美元下挫并一度失守 0.6550 的支持位。空方力量较强，纽元进一步走低的可能性不可排除。若失守 0.6550 的支持位，纽元/美元或下试 0.65 的水平。



美元	美元指数窄幅震荡。第一，风险情绪变化使美元先涨后跌。起初，市场对中美贸易冲突升级的担忧，推升全球避险情绪，并支持美元指数站稳在 97.5 上方。不过，周四中美展开贸易谈判后，特朗普表示仍存在达成协议的可能，风险情绪改善，致美元回落至 97.35。第二，经济分歧为美元带来一定压力。欧元区德国 4 月服务业 PMI 终值上修，且德国 3 月工业生产增速优于预期，带动欧元反弹，从而利淡美元。尽管如此，本周欧盟委员会下调欧元区和德国经济增长预期。另外，中国 4 月出口和信贷数据不如预期。可见，二季度全球经济状况尚未显著改善。若贸易战升级，情况可能再度恶化。因此，短期内经济分歧和避险情绪或仍支持美元。第三，利率分歧继续利好美元。本周纽西兰、菲律宾和马来西亚央行纷纷降息。相反，美联储降息呼声减弱，意味着美元将保持利率优势。美元料继续在高位盘整。
欧元	欧元震荡上行，主因是受惠于欧元区经济数据的改善（包括服务业 PMI、零售销售和德国工业生产表现优于预期）。不过，这未能完全扭转市场对欧元区经济前景不明朗的忧虑，因此欧元升幅有限。欧盟委员会下调 2019 年欧元区及德国经济增长预测，导致美德 10 年期国债收益率差进一步扩阔。展望未来，息差因素料继续利淡欧元。在更多数据显示欧元区经济企稳之前，欧元或继续在低位徘徊。
英镑	英镑受压。脱欧因素的发展继续主导英镑的走势。周初，消息指英首相正在草拟一部新法案，制定一种关税同盟的方式，以便与工党达成协议。这一度为英镑提供支持。不过，目前跨党派的脱欧协商暂时依然缺乏实质进展。此外，关于英首相在 5 月 23 日欧洲议会选举后下台的呼声高涨，英国国内的政治风险亦利淡英镑。展望未来，脱欧风险料继续增添英镑的波动性。
日元	受惠于避险需求，日元升至 2 月份以来新高。中美贸易谈判的不确定性升温，加上欧盟下调区内经济增长预测，加剧了市场对全球经济增速转弱的忧虑。因此，避险需求为日元提供支持。展望未来，日元料维持区间波动的走势。一方面，日央行将维持超宽松货币政策立场最少直至 2020 年春天，同时美联储将保持中性立场，因此美日息差因素料继续打压日元的表现。另一方面，避险需求或为日元提供短线支持。
加元	受到美元因素及油价下跌的影响，加元下挫。油市方面，OPEC 减产计划前景不明朗、美伊关系紧张，以及美国原油库存下滑，这些因素增添供应前景不确定性，而全球经济增速放慢及贸易战风险升温则推升需求前景不确定性。因此，油价和加元或保持较大波动。另外，美加息差因素也可能继续利淡加元。
澳元	澳元震荡走弱。一方面，中美贸易冲突升温，致澳元伴随人民币走弱。另一方面，经济数据向好，加上澳联储未有如期减息，带动澳元一度反弹。不过，由于澳联储年内仍存在降息可能（8 月概率超过 60%），且中美贸易风险可能打击风险情绪并拖累中国乃至澳洲经济增长，澳元或继续在低位徘徊。
纽元	受风险情绪恶化及纽联储降息的拖累，纽元重挫。纽联储自 2016 年以来首次下调利率至 1.5%，拖累纽元下跌至六个月低位。该央行指下调利率有助支持就业及通胀前景，在全球经济增长放慢及通胀疲软的情况下，再减息一次的可能性不可排除。由于纽联储减息，同时美联储按兵不动，美纽货币政策分歧进一步扩大。这加上全球避险情绪高涨，或继续增添纽元的下行压力。
人民币	受贸易战消息的影响，人民币从原先的 6.7 区间回落到 6.8 区间。未来走势可能要关注三个事件。第一，中国方面的反制措施。第二，特朗普是否会推进对剩余 3250 亿美元尚未征收关税的中国商品征收额外的关税。第三，短期内谈判的走势。如果谈判彻底破裂，短期内看不到协议的可能，那人民币的贬值或许尚未结束。笔者认为人民币指数可能会重新下探去年 92 的低点，而这相对应的美元/人民币将达到 6.97 附近。反之，如果未来两个月还是有可能达成协议，那人民币或许会维持在 6.8-6.9 区间内波动。
港元	港元汇价随着拆息回落。月底及劳动节因素消退后，短端流动性如期转趋宽松，伴随着一个月港元拆息跌至 1.75%。相反，由于 5-7 月上市公司派息及半年结效应可能导致资金趋紧，市场为此提前做准备，导致长端流动性相对紧张。而这些因素也可能支持一个月港元拆息徘徊在 1.5% 上方，从而减弱套利诱因。另外，港元利率和汇率波动性上升使套利交易渐趋谨慎。因此，美元/港元触及 7.85 的机会或不大。

美元指数:

- 美元指数窄幅震荡。第一，风险情绪变化使美元先涨后跌。起初，市场对中美贸易冲突升级的担忧，推升全球避险情绪，并支持美元。不过，中美展开贸易谈判后，特朗普表示仍存在达成协议的可能，风险情绪改善，致美元回落。
- 第二，经济分歧为美元带来一定压力。欧元区德国 4 月服务业 PMI 终值上修，且德国 3 月工业生产增速优于预期，带动欧元反弹，从而利淡美元。尽管如此，本周欧盟委员会下调欧元区和德国经济增长预期。另外，中国 4 月出口和信贷数据不如预期。可见，二季度全球经济状况尚未显著改善。若贸易战升级，情况可能再度恶化。因此，短期内经济分歧和避险情绪或仍支持美元。
- 第三，利率分歧利好美元。本周纽西兰、菲律宾和马来西亚央行纷纷降息。相反，美联储降息呼声减弱。受惠于利率优势，美元料继续在高位盘整。

图 2: 美元指数-日线图: 美元指数在 97.50 附近好淡争持。多方能量减弱, 美元指数的上行动力或受到限制。短期内, 美元指数将继续在 96-98.50 内区间波动。



欧元:

- 欧元震荡上行，主因是受惠于欧元区经济数据的改善。
- 具体而言，德国及欧元区 4 月服务业 PMI 终值分别改善至 55.7 及 52.8。欧元区 3 月零售销售按年增长 1.9%，同月德国工业生产按月转升 0.5%。多项数据皆优于预期，并支持欧元反弹。惟这未能完全扭转市场对欧元区经济前景不明朗的忧虑。因此，欧元升幅有限。
- 欧盟委员会分别将 2019 年欧元区及德国经济增长预测由 1.3% 及 1.1% 下调至 1.2% 及 0.5%。经济前景不明朗，导致美德 10 年期国债收益率之差再度突破 250 点子。展望未来，息差因素料继续利淡欧元。在更多数据显示欧元区经济企稳之前，欧元或继续在低位徘徊。

图 3: 欧元/美元-日线图: 欧元/美元继续在 1.1190 附近好淡争持。能量柱趋向中性, 意味着欧元可能继续维持双向波动的走势。短期内, 若欧元/美元突破并企稳 1.1240 的上方, 该货币对子或能维持上行的走势。



英镑:

- 英镑受压。脱欧因素的发展继续主导英镑的走势。
- 周初，市场对英国跨党派会谈就脱欧达成部分共识的憧憬，为英镑提供支持。具体而言，消息指英首相正在草拟一部新法案，制定一种关税同盟的方式，保证跨越英国与欧盟之间的货物不会被检查，以便与工党达成协议。
- 不过，目前跨党派的脱欧协商暂时依然缺乏实质进展。工党领袖呼吁英国首相更改底线，以促成双方的协商。
- 此外，关于英首相在5月23日欧洲议会选举后下台的呼声高涨，英国国内的政治风险亦利淡英镑。
- 展望未来，脱欧风险料继续增添英镑的波动性。今天关注英国第一季GDP，以判断脱欧对当地经济的影响。

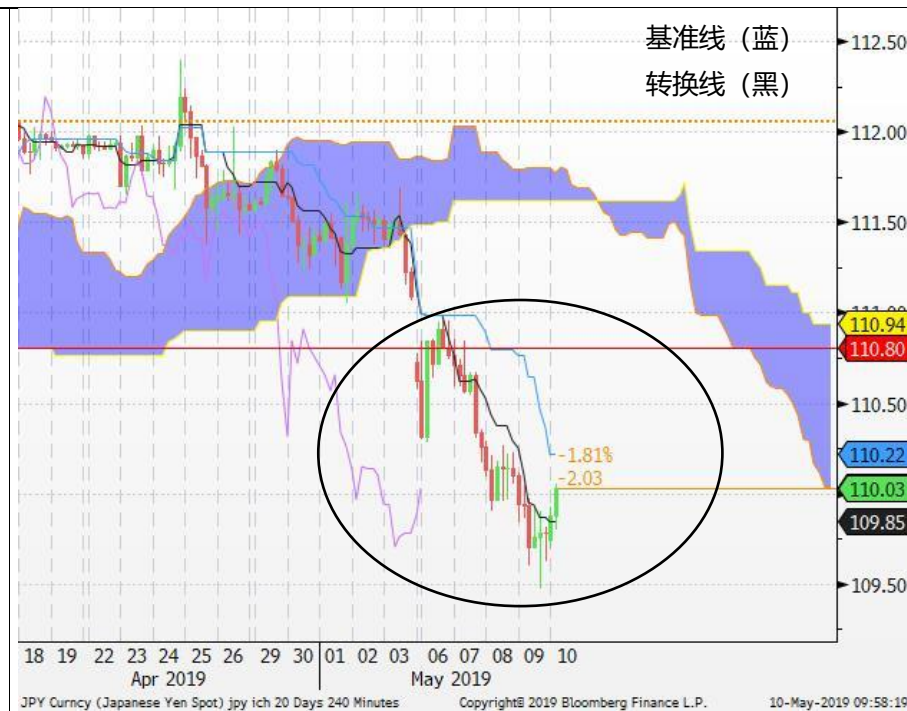
图 4: 英镑/美元-日线图: 英镑/美元一度突破 1.3060 的阻力位, 惟未能企稳, 并反覆回落至 100 天移动平均线 (黄绿) 附近。空方力量进一步收窄, 或有助减轻英镑的下行压力。关注英镑/美元能否突破并企稳 1.3060。



日元:

- 受惠于避险需求，日元升至2月份以来新高。中美贸易谈判的不确定性升温，加上欧盟下调区内经济增长预测，加剧了市场对全球经济增速转弱的忧虑。因此，避险需求为日元提供支持。
- 数据方面，日本4月制造业PMI终值改善至50.2。不过，4月Nikkei服务业PMI回落至51.8。这反映外部不明朗因素依然为日本经济前景增添不确定性。这叠加低迷通胀，料继续为日本央行维持鸽派立场提供依据。
- 展望未来，日元料维持区间波动的走势。一方面，日央行表示直至2020年春季，超宽松货币政策将维持不变。与此同时，美联储将保持中性立场。因此美日息差因素料继续打压日元的表现。
- 另一方面，由于全球充斥各项风险因素，当避险需求间歇升温时，日元将受到短线的支撑。

图 5: 美元/日元 - 4 小时图: 美元/日元进一步走低, 并往下穿越云层区间。展望未来, 基准线及转换线依然展示下行的走势, 意味短期内美元/日元或难以完全逆转下行的走势。



加元:

- 受到美元因素及油价下跌的影响，加元下挫。
- 油市方面，OPEC 减产计划前景不明朗、美伊关系紧张、美国上周 API 原油库存意外增加及同期 EIA 原油库存意外减少，再加上 EIA 关于美国年内原油产量将创纪录的预期，这些因素相继增添供应前景的不确定性。而全球经济增速放慢及贸易战风险升温（美总统威胁上调对中国进口商品的关税），则推升需求前景不确定性。因此，油价和加元或保持较大波动。
- 另外，加央行下调今年加国经济增长预测，并放弃加息倾向，意味美加息差因素将继续利淡加元的表现。

图 6: 美元/加元 - 日线图: 美元/加元反覆上试 1.3500 的阻力位。多方力量较强, 这料为美元/加元提供支持。短期内, 美元/加元或继续上试 1.35 的阻力位。



澳元:

- 澳元震荡走弱。一方面，美总统威胁上调对中国进口商品加征的关税。虽然中方团队如期赴美磋商，但表示如果美国落实加关税，中国将不得不采取反制措施。中美贸易冲突升温，致澳元走弱。不过，周四中美展开贸易谈判后，美国总统特朗普称仍有达成协议的可能。该消息支持澳元收窄跌幅。
- 另一方面，经济数据向好，加上澳储行未有如期减息，一度利好澳元。经济数据方面，澳洲 3 月零售销售按月增长 0.3%，3 月贸易顺差扩大至 49.5 亿澳元。这舒缓了市场对澳洲经济前景的担忧。澳储行方面，该央行以劳动力市场强劲为由，重申维持利率不变是恰当的，但将关注通胀疲软及楼市风险。
- 展望未来，澳元或继续在低位徘徊，因为澳储行年内仍存在降息可能（8 月概率超过 60%），而中美贸易风险则可能打击风险情绪并拖累澳洲经济增长。

图 7: 澳元/美元 - 日线图: 澳元/美元在 0.7 的附近好淡争持。空方力量增强, 澳元或继续承压。若未能企稳 0.7 的支持位, 澳元/美元料进一步反覆走低。



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	25828.36	-2.55%	4.49%
标准普尔	2870.72	-2.54%	7.37%
纳斯达克	7910.59	-3.10%	14.59%
日经指数	21495.58	-3.43%	-5.58%
富时 100	7207.41	-2.35%	-6.25%
上证指数	2889.84	-6.12%	-12.62%
恒生指数	28609.58	-4.89%	-4.38%
台湾加权	10822.59	-2.47%	1.69%
海峡指数	3289.31	-3.04%	-3.34%
吉隆坡	1615.87	-1.31%	-10.07%
雅加达	6198.80	-1.91%	-2.47%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化
		bps	bps
3月 Libor	2.55%	-1.5	85
2年美债	2.28%	-6	39
10年美债	2.46%	-6	6
2年德债	-0.63%	-4	0
10年德债	-0.05%	-7	-47

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	62.30	0.6%	3.1%
布伦特	71.03	0.3%	6.2%
汽油	198.97	-1.8%	10.6%
天然气	2.58	0.7%	-12.5%
金属			
铜	6102.00	-2.1%	-15.8%
铝	1768.75	0.0%	-21.7%
贵金属			
黄金	1285.40	0.3%	-1.8%
白银	14.71	-1.3%	-14.2%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	0.895	0.3%	-29.1%
棉花	0.7108	-4.9%	-9.6%
糖	0.1178	-1.9%	-22.3%
可可	2,326	-2.2%	22.9%
谷物			
小麦	4.2175	-1.5%	-1.2%
大豆	8.040	-3.1%	-15.5%
玉米	3.4450	-5.1%	-1.8%
亚洲商品			
棕榈油	1,910.0	0.5%	-21.8%
橡胶	197.5	5.6%	-3.8%

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。
