

**全球外汇周报：**
**本周随笔：梳理美元波动背后的逻辑**

自5月20日以来，人民币中间价已经横盘两个星期。背后的政策意图已经非常明显，至于这是否是中国央行为人民币画下的边界，目前还不好说。但是有一点可以肯定的是，通过加大对中间价的管理有助于减缓人民币的贬值速度。这种做法市场并不陌生。2015年811汇改以来央行已经多次通过中间价这种间接方式干预市场情绪，引导人民币的走势。不过这种做法也有成本，就是会牺牲人民币的灵活性。如果时间过久的话，势必会引起市场对中国汇率改革的质疑。一种比较理想的情况就是，在固定中间价期间，美元全球走弱，从而缓解人民币的贬值压力，继而为放开对中间价创造窗口。过去两周曾出现过这个窗口，5月24日周五美元走弱，并在5月27日周一保持了弱势，周一人民币中间价顺势走高，报在6.8927。无奈随后几天美元快速反弹，导致这几天人民币中间价重新被钉在6.8990附近。

可见通过稳定中间价这种时间换空间的方式能否成功很大程度取决于美元全球的走势。一旦美元走弱，这种方式就取得了成功。反之，如果美元继续走强，那将对这种模式带来巨大的压力，迫使央行在灵活性和稳定中作出抉择。

本周的随笔，笔者想要重新梳理一下近期美元走势背后的逻辑。目前美元背后有三种不同的因素在竞争，从而带动美元上下波动，这包括贸易战的发展，美国经济数据以及美国收益率的走势。目前支持美元的最大因素就是贸易战的恶化，而不利美元的因素则主要是美国国债收益率的快速下滑。而美国经济数据对美元的影响则中性偏负面。读者或许会问那美联储呢？确实对美联储是否降息的预期也是美元非常重要的参照物。但是，美联储的预期很大程度通过美国国债收益率波动以及美国经济波动反映出来了。

先来看贸易战，贸易战前景依然不明朗，甚至有恶化的势头。而特朗普政府在使用关税大棒这个武器上也上了瘾，除了针对中国之外，墨西哥也成为目标。特朗普政府竟然使用关税武器来辅助移民政策，这已经超出了市场的理解能力。在全球贸易战没有降温迹象下，避险情绪的上升可能会继续对美元带来支持。

当然，强势美元最大的一个阻碍就是美国经济的放缓。过去一两个月，除了就业和消费者情绪之外，多数美国经济数据出现显著下滑。贸易战是否对美国带来了负反馈目前可能还不好说，但是有一点比较确定的就是特朗普税改对美国经济的刺激作用正在大幅减弱。而一季度美国经济由3.2%也被下调至3.1%，二季度市场也普遍预测美国经济可能会放缓至1.5%下方。市场对美国经济的放缓正在形成共识，这也导致市场对美联储降息的预期升温，从而也带动了美国国债收益率的快速回落，美国10年期国债收益率已经跌破2.2%，并使得中美利差扩大至110个基点。

美国经济的快速回落，固然对美元带来了一定的压力，但是汇率往往是相对的概念，如果美国经济放缓后，相对其他经济依然较强的话，那美国经济的回落依然无法成为彻底击败美元的因素。过去两周我们面临的就是这种局面。

从目前的情况来看，虽然美国国债收益率大幅回落，但是贸易战的恶化以及美国经济的相对优势意味着美元可能依然是个不死小强，而一旦美元指数上探100的话，那美元/人民币在7的考验将显著加大。笔者认为未来最需要关注的一个变量或许是美国经济的放缓。美国经济的快速下滑将使得特朗普在未来贸易谈判上面临更多制约，而同样也可能会导致美元回落解除人民币的压力。不过，短期内来看这种可能性似乎并不大。

**外汇市场**

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1139	-0.5%	-2.8%
英镑/美元	1.2613	-0.8%	-1.0%
美元/日元	108.82	0.4%	0.7%
澳元/美元	0.6914	-0.1%	-1.7%
纽元/美元	0.6513	-0.5%	-2.9%
美元/加元	1.3544	-0.9%	0.6%
美元/瑞郎	1.0054	-0.4%	-2.5%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.9007	0.0%	-0.3%
美元/离岸人民币	6.9293	-0.3%	-0.9%
美元/港币	7.846	0.0%	-0.2%
美元/台币	31.599	-0.3%	-3.3%
美元/新元	1.3781	-0.3%	-1.3%
美元/马币	4.1900	-0.1%	-1.4%
美元/印尼卢比	14255	0.9%	0.9%

**下周全球市场三大主题**

1. 澳大利亚央行货币政策会议
2. 欧洲央行货币政策会议
3. 美国非农就业数据

**外汇市场：**

**本周回顾：**

一个疲软的制造业 PMI 数据把美元指数从 2017 年以来高位推低至 98 下方，因为这个数据重燃了市场对欧美经济分歧收窄的希望。然而，经济分歧只是主导美元指数的其中一个因素。在利率优势和避险需求的支撑下，美元想要扭转相对强势，似乎并不容易。本周美元指数再度突破 98。说到利率分歧，今年以来美债收益率回吐幅度一点也不小。10 年期美债收益率经历了去年底的一番回调后，年初至今进一步由 2.68% 下挫至 2.18%（2017 年 9 月以来新低）。3 个月和 10 年期美债收益率进一步倒挂，差距拉大至约 -12 个基点，为 2007 年以来最低水平。不过，疲软通胀、央行鸽派讯号，以及高涨的避险情绪，这三项因素不仅推升了长期美债需求，同时也导致其他发达国家的国债收益率屡创新低。其中，10 年期德债收益率跌破 0% 后，一路下滑至 2016 年 7 月以来最低的 -0.18%。澳纽两国央行降息预期高涨，促使 10 年期澳债收益率跌破澳储行政策利率 1.5%，并导致纽西兰 10 年期国债收益率创纪录新低。由此可见，在全球债券收益率普跌的情况下，美联储 2015 年以来 9 次的加息造就了美元稳固的利率优势。

另一方面，避险情绪持续升温，为美元和日元带来强劲支撑。首先，欧洲议会选举初步结果显示中间派保持多数席位，若与绿党和自由党组成联盟将能够维持议会主导权。然而，不可忽视的是意大利、法国、波兰和英国这四个国家皆由疑欧党派获得较高支持率。这或为欧盟长远政治稳定性埋下隐患。其次，由于英国新成立的脱欧党在欧洲议会选举中意外获得高票数支持，市场担忧替代梅上任的保守党党魁将把英国推向硬脱欧甚至无协议脱欧的边缘。第三，随着贸易战上升到科技战的层面，市场担忧中方将以稀土作为反制筹码，从而导致贸易战进一步升级。第四，虽然美国财政部半年度汇率报告未将主要贸易伙伴包括中国列为汇率操纵国，但收紧了两项判定准则，同时把观察名单上的国家从 6 个增至 9 个。此外，周四美国宣布 6 月 10 日起对墨西哥所有商品征收 5% 关税，增添市场对美国贸易战火延至其他地区的担忧。短期内，因全球事件风险层出不穷，避险情绪料萦绕于市场当中，并持续利好避险资产包括主权债、美元及日元。

**本周重点关注货币：**

**美元指数：**

- 虽然上周疲软 PMI 数据暗示美国经济优势减弱，并导致美元指数跌破 98，但在利率优势和避险需求支撑下，美元指数再突破 98，且可能继续高企。
- 一方面，疲软通胀、央行鸽派讯号，以及避险情绪，这三项因素使 10 年期美债收益率下挫至 2017 年 9 月以来新低 2.18%，同时也导致其他发达国家的国债收益率屡创新低。因此，美债收益率仍保持相对优势。另一方面，欧元区政治风险、英国脱欧不确定性，以及贸易战所衍生的避险需求，利好避险资产包括美元。最后，虽然美国经济增速放缓，但贸易战对欧元区和亚洲经济的冲击可能更大。在强劲就业市场的带动下，美国 5 月 CB 消费者信心指数升至去年 11 月以来最高的 134.1。稳健的劳动力市场或有助减轻经济下行压力。

图 1：美元指数-日线图：美元指数在 98 的水平附近好淡争持。能量柱继续在中线盘整，意味美元指数短期内料维持区间波动的走势。展望未来，美元指数料在 96-98.5 的区间波动。



<b>美元</b>	美元指数再次突破 98 的关口。上周一个疲软的制造业 PMI 数据把美元指数从 2017 年以来高位推低至 98 下方，因为这个数据重燃了市场对欧美经济分歧收窄的希望。然而，经济分歧只是主导美元指数的其中一个因素。在利率优势和避险需求的支撑下，美元想要扭转相对强势，似乎并不容易。一方面，10 年期美债收益率经历了去年底的一番回调后，年初至今进一步由 2.68% 下挫至 2.18%（2017 年 9 月以来新低）。不过，疲软通胀、央行鸽派讯号，以及高涨的避险情绪，这三项因素不仅推升了长期美债需求，还导致其他发达国家的国债收益率屡创新低。在全球债券收益率普跌的情况下，美联储 2015 年以来 9 次的加息造就了美元稳固的利率优势。另一方面，欧元区政治风险、英国脱欧不确定性，以及贸易战所衍生的避险需求，也利好避险资产包括主权债、美元及日元。
<b>欧元</b>	欧元震荡走弱。欧洲议会选举初步结果显示传统亲欧盟阵营依然拥有超过三分二的多数席位。这意味着欧盟前景有惊无险。不过，意大利、英国、波兰和法国都是由疑欧派政党获得多票数支持，这或为长期欧盟稳定性埋下隐患。近期，意大利和欧盟关于政府财政问题的争执，也反映出欧元区成员国与欧盟的冲突。展望未来，政治风险叠加经济基本面疲软，料继续利淡欧元。下周关注欧央行货币政策会议。
<b>英镑</b>	市场对英国政治风险及脱欧不确定性的忧虑持续发酵，拖累英镑显著受压。具体而言，欧洲议会选举结果显示英国新成立的脱欧党派得票率超过保守党。市场预期下一任英国首相可能由硬脱欧派人士出任。这或导致英国面对硬脱欧甚至无协议脱欧的风险。短期内，脱欧不确定性或继续增添英镑的波动性。
<b>日元</b>	日元大致持平。首先，避险需求推升日元。其次，美债收益率下滑至 2017 年 9 月以来的低位，息差压力减弱亦支持日元。其他方面，美国总统访日，但尚未达成贸易协议。展望未来，我们预计市场情绪变化和息差因素或使日元继续窄幅波动。近期避险情绪高企，则可能支持日元在区间下限附近徘徊。
<b>加元</b>	受三项因素的影响，美元兑加元突破 1.35。首先，美元再度全面走强。其次，由于市场担忧贸易战打压油市需求，加上美国原油库存降幅小于预期，美油价格急跌。第三，加拿大央行如期按兵不动，但重申目前的宽松货币政策合适，且对美国贸易政策带来的不确定性感到担忧。尽管如此，由于加拿大央行降息压力较小、美国取消对加拿大的钢铝关税，以及油价进一步下挫空间有限，加元或不至于持续承压。
<b>澳元</b>	澳元微跌。利淡因素方面，市场对中美贸易战风险的忧虑，加上对澳联储降息的预期，令澳 10 年期国债收益率跌穿澳联储政策利率 1.5% 的水平。利好因素方面，人民币趋稳，减轻了澳元的沽压。然而，澳元前景依然不明朗。首先，如果中美贸易战进一步升级，澳洲经济或承压，同时人民币转弱也将拖累澳元表现。其次，市场对澳联储降息预期高涨（下周会议减息预期高达 95.5%），这也将利淡澳元。
<b>纽元</b>	纽元震荡走弱。受避险情绪的拖累，纽西兰 10 年期国债收益率下滑至有纪录以来新低。展望未来，市场预期纽联储年内第二次降息的时间可能提前至 8 月。息差因素和全球或主导纽元走势。
<b>人民币</b>	人民币保持趋稳的走势，主要是因为中国央行的间接干预（中间价持续低于 6.90 以及离岸市场加大央票发行管理流动性），以及官方发言对人民币预期的管理。上周末银保监会主席郭树清警告市场投机做空人民币必然遭受巨大损失。本周央行行长易纲也表示对保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定充满信心。G20 峰会之前，央行强烈的维稳讯号料继续维持美元/人民币在 6.9-6.95 的区间内波动。未来人民币的走势将继续取决于两个变量包括中美贸易谈判进展以及美元的走势。
<b>港元</b>	为月末粉饰橱窗，银行囤积资金，带动一个月期以下的港元拆息大幅上涨，并支持港元远离弱方兑换保证水平。短期内，半年结和 6-7 月上市企业派息这两大季节性因素，料继续为一个月以上的港元拆息带来支撑。一个月港元拆息料上望 2.1% 的水平。另一方面，除了百威啤酒公司可能于 7 月进行大型 IPO 之后，本周消息称阿里巴巴可能最早于今年下半年在香港进行二次上市，融资规模将高达 200 亿美元。即使近期投资情绪疲软，但大型上市计划或仍会冻结大额资金，从而短暂推升港元拆息和港元汇率。

**欧元:**

- 欧元震荡走弱。欧洲议会选举初步结果显示传统亲欧盟阵营仍维持超过三分二的多数席位，意味着欧盟前景暂时有惊无险。不过，意大利、英国、波兰和法国皆由疑欧派政党获胜。民粹主义抬头或为长远欧盟稳定性埋下隐患。
- 实际上，近日意大利和欧盟关于政府财政问题的争执，也反映出欧盟与成员国的冲突。欧盟委员会证实启动纪律处分的第一步（消息指罚款或高达 35 亿欧元），要求意大利政府在其下周作出最终决定之前向其解释为何未能控制债务。意大利副总理则表示将对抗欧盟的罚款规定。这为欧元带来沉重压力。
- 数据方面，欧元区 5 月经济信心指数意外扭转约一年的下行走势。不过，德国 6 月 Gfk 消费者信心指数跌至逾两年新低，且德国 5 月失业人数意外大增。
- 展望未来，政治风险叠加经济基本面疲软，或继续利淡欧元。

**图 2：欧元/美元-日线图：欧元兑美元震荡走低，反覆下试 1.1110 的重要支持位。能量柱趋向中性，意味欧元或维持双向波动的走势。短期内，若欧元兑美元失守 1.1110 的支持位，该货币对子进一步走低的可能性不可排除。**


**英镑:**

- 市场对英国政治风险及脱欧不确定性的忧虑持续发酵，拖累英镑显著受压。
- 上周五英首相宣布将于 6 月 7 日下台，市场憧憬这或为脱欧困境带来转机，因此一度为英镑提供支持。
- 然而，欧洲议会选举结果显示英国新成立的脱欧党派得票率超过保守党。市场预期下一任英国首相可能由硬脱欧派人士出任，从而导致英国面临硬脱欧甚至无协议脱欧风险。热门首相候选人 Johnson 指无论是否达成共识，英国都会在 10 月 31 日离开欧盟。保守党党魁的角逐将由 6 月 13 日开始。
- 数据方面，尽管 4 月零售销售表现优于预期，惟对英镑的支持有限。
- 短期内，脱欧不确定性或继续增添英镑的波动性。

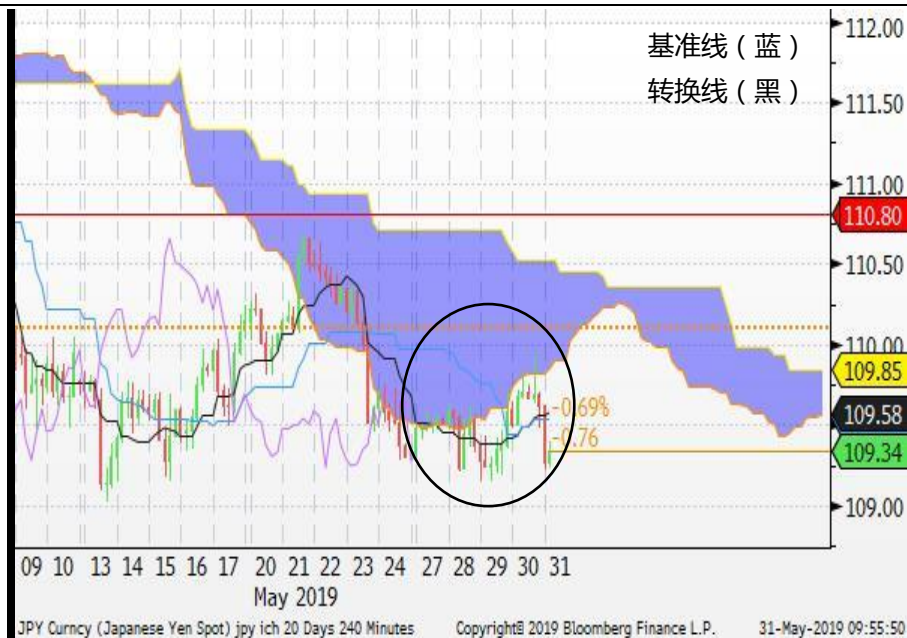
**图 3：英镑/美元-日线图：英镑继续下试去年底的低位。空方力量增强，英镑或反覆受压。短期内，英镑兑美元或下试 1.25 的重要支持位。若未能企稳该支持位，英镑可能进一步走低。**



**日元:**

- 日元大致持平，主要是受惠于两项因素。首先，英国脱欧及中美贸易战等风险因素持续发酵，避险需求回升为日元提供支持。其次，10年期美债收益率下滑至2017年9月以来的低位，美日息差压力减轻亦为日元提供支持。
- 数据方面，4月份，日本失业率下降至2.4%，工业生产按月转升0.6%，但零售销售环比零增长。
- 美日贸易谈判方面，美总统指或等待日本议会7月大选后才敲定协议。其中，美国威胁提高汽车关税，并希望日本进一步开放农业市场。这意味短期内双方就贸易的分歧或难以完全解决。
- 短期内，由于全球各项不明朗因素难以完全消退，避险需求料继续为日元提供支持。惟息差因素或限制日元的涨幅。

图4：美元/日元 - 4小时图：美元兑日元在109.50附近好淡争持。短期内，美元/日元料维持区间波动的走向。该货币对子或反覆试探云层下方的阻力。



**加元:**

- 受三项因素的影响，美元兑加元突破1.35。首先，美元再度全面走强。
- 其次，油价承压。需求方面，市场担忧贸易战打压油市需求。供应方面，虽然美国活跃钻井台数目减少至去年3月以来新低，但上周美国汽油库存连续第二个季度上升，且美国总统特朗普指与伊朗存在达成核协议共识的可能性，有助减轻地缘政治风险对原油供应带来的冲击。因此，美油价格跌急跌近4%。
- 第三，加拿大央行如期按兵不动，虽指出近期经济下行压力逐渐消退，但未提及重启加息的时间表，且重申目前的宽松货币政策合适，并对美国贸易政策带来的不确定性感到担忧。
- 尽管如此，由于加拿大央行降息压力较小、美国取消对加拿大的钢铝关税，以及油价进一步下挫空间有限，加元或不至于持续承压。

图5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元突破1.35的重要阻力位。能量柱显示中性，美元兑加元料维持好淡争持的走势。短期内，该货币对子料在1.3550遇阻。



**澳元:**

- 澳元微跌。
- 利淡因素方面，市场担心中美贸易战风险可能对澳洲经济前景造成较大的冲击，且对澳联储降息的预期高涨。这导致澳洲 10 年期国债收益率跌穿澳联储政策利率 1.5% 的水平，并为澳元带来下行压力。另外，澳洲第一季私人资本开支按季意外转跌 1.7%，反映当地经济表现欠佳。疲弱数据亦利淡澳元。
- 利好因素方面，中国央行的间接干预加上官员们的维稳言论，支持人民币趋稳，从而减轻了澳元的沽压。
- 然而，澳元前景依然不明朗。首先，如果中美贸易战进一步升级，澳洲经济或承压，同时人民币转弱也将拖累澳元表现。其次，市场对澳联储降息预期高涨（下周议息会议减息预期高达 95.5%），这也将利淡澳元。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元兑美元在 0.69 找到支持并逐渐趋稳。空方力量减弱，这或有助减轻澳元的下行压力。若澳元出现反弹，该货币对子可能在 50 天移动平均线（红）遇阻。



**纽元:**

- 纽元震荡走弱。
- 受到避险情绪的拖累，纽西兰 10 年期国债收益率下滑至有纪录以来的新低，利率因素料继续利淡纽元的前景。
- 数据方面，5 月 ANZ 企业信心由 -37.5 改善至 -32，但仍处于较低水平。同月 ANZ 消费者信心指数也转跌 3.2% 至 6 个月新低的 119.3。数据反映企业和消费者对前景预期较悲观。另外，4 月建筑许可按月下跌 7.9%，这反映纽西兰楼市前景充斥着不确定因素。
- 展望未来，由于外围充斥着不明朗因素，加上经济前景不明朗，期货市场预计纽联储年内第二次降息的时间可能由 11 月提前至 8 月，美纽息差因素料继续利淡纽元。其次，市场情绪依然不稳定，这亦可能增添纽元的波动性。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元回稳。能量柱由空方转为中性，纽元的下行压力或有所舒缓。短期内，纽元兑美元的反弹可能在 0.65 附近遇阻。



**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	25169.88	-1.63%	7.90%
标准普尔	2788.86	-1.32%	11.25%
纳斯达克	7567.72	-0.91%	14.05%
日经指数	20601.19	-2.44%	2.93%
富时 100	7154.12	-1.70%	6.33%
上证指数	2898.70	1.60%	16.23%
恒生指数	26918.12	-1.59%	4.15%
台湾加权	10498.49	1.65%	7.93%
海峡指数	3116.59	-1.68%	1.56%
吉隆坡	1645.69	2.96%	-2.66%
雅加达	6187.48	2.15%	-0.11%

**主要利率**

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.52%	-0.3	-29
2年美债	2.01%	-15	-48
10年美债	2.17%	-15	-51
2年德债	-0.66%	-3	-5
10年德债	-0.20%	-8	-44

**大宗商品价格(1)**

	收盘价	周%变化	年%变化
<b>能源</b>			
WTI 油价	55.86	-4.7%	23.0%
布伦特	65.71	-4.3%	22.1%
汽油	186.60	-3.5%	41.0%
天然气	2.56	-1.3%	-12.8%

**金属**

铜	5852.00	-1.7%	-1.9%
铝	1763.50	-0.9%	-3.3%

**贵金属**

黄金	1295.10	0.9%	1.1%
白银	14.51	-0.1%	-6.6%

**大宗商品价格(2)**

	收盘价	周%变化	年%变化
<b>农产品</b>			
咖啡	1.024	9.7%	0.5%
棉花	0.6894	0.8%	-4.5%
糖	0.1176	0.9%	-2.2%
可可	2,428	-1.6%	0.5%

**谷物**

小麦	5.1075	4.3%	1.5%
大豆	8.850	6.7%	0.3%
玉米	4.3300	7.1%	15.5%

**亚洲商品**

棕榈油	2,015.0	2.0%	0.5%
橡胶	217.6	4.1%	26.5%

---

**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。

---