

**全球外汇周报：**
**本周随笔：新一轮宽松以及美联储货币政策框架再思考**

笔者在上周的周报中讨论了目前中国央行通过牺牲人民币每日中间价的灵活性像市场发出了明显的人民币维稳信号。虽然周末央行前行长周小川曾表示淡化人民币的关键点位，但是从市场来看，本周中间价走势与前两周无异，依然被牢牢压在 6.9 下方。尤其是今天早上，美元/人民币中间价开在 6.8945，远低于市场预期的 6.9030。当然，这种以时间换空间的做法，需要些运气，这个方法最大的敌人就是美元的持续走强。

不过本周以来，似乎市场朝着对人民币有利的方向发展。全球央行开启了新一轮的货币宽松。澳洲央行在按兵不动将近三年后，再次重启降息，将基准利率降至历史新低的 1.25%，与市场预期相符合。此外，作为此次中美贸易战受益国的印度也再度选择了降息，全票通过将基准下调 25 个基点至 9 年来的低点 5.75%，并且还将货币政策立场由中性变为宽松旨在支持经济增长。

除了澳大利亚央行和印度央行照着剧本降息之外。过去一周最大的变化是市场对美联储降息预期大幅上升。本周在芝加哥召开的美联储峰会中美联储主席鲍威尔表示美联储并不清楚贸易战将如何以及何时结束，不过美联储会密切留意贸易战的影响，并在需要的时候采取适当行动。本周以来也有多位美联储官员表达了对低通胀率的担忧。其中，今年有投票权的圣路易联储主席 Bullard 更直接表示美联储可能很快会降息，这也使得他成为美联储中首位呼吁降息的官员。过去一周美联储官员态度的变化，坚定了市场对今年美联储降息的预期。对美联储降息的预期大幅上升，成为美元从高点回落的主要原因。

除了美联储官员论调发生的变化，本周美联储峰会上最吸引人的讨论当属对央行货币政策框架的讨论。自从全球金融危机以来，全球央行面临最大的认知挑战就是通胀怎么也到不到目标，但是贫富差距却不断拉大，各种社会问题也越来越严重。作为 80 年代抗通胀产物的全球央行通胀目标在经历了 30 年后是否依然有效值得央行的重新审视。保证就业，价格稳定，控制房价，解决贫富差距甚至全球变暖都有可能变成央行的政策目标。过去中国央行曾因多目标货币政策目标框架被投资者多次质疑，但是现在全球的方向似乎正在往这个方向靠。如果未来全球央行真的取消单一通胀目标的话，那么一个最直接的影响就是全球低利率可能会保持更久。

如果市场开始意识到全球低利率可能成为新常态的话，那么对人民币或许不一定是坏事情。在这个相对游戏中，资本可能会选择继续流入中国。5 月中债的托管数据就是一个很好的例子，尽管 5 月人民币快速贬值，但是外资净流入中国债券市场达到 766 亿元。未来人民币如何走，依然还将取决于美元的走势。

外汇市场			
	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1227	0.9%	-2.1%
英镑/美元	1.2688	0.7%	-0.4%
美元/日元	108.26	1.2%	1.2%
澳元/美元	0.697	0.9%	-1.0%
纽元/美元	0.663	1.9%	-1.2%
美元/加元	1.3413	0.6%	1.6%
美元/瑞郎	0.9944	1.3%	-1.4%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.9128	-0.2%	-0.5%
美元/离岸人民币	6.9285	0.0%	-0.9%
美元/港币	7.8406	0.1%	-0.2%
美元/台币	31.368	0.7%	-2.2%
美元/新元	1.3657	1.0%	-0.4%
美元/马币	4.1730	0.4%	-1.0%
美元/印尼卢比	14270	1.0%	0.8%

下周全球市场三大主题	
1.	今晚的欧洲央行会议
2.	周五的美国就业数据
3.	周末的 G20 财长会议

## 外汇市场：

### 本周回顾：

本周美元指数接连跌破 98 和 97 关口（周四反弹至 97.3）。同时，10 年期美债收益率屡创 2017 年 9 月以来低位，最低达 2.06%，并进一步扩大与三个月期美债收益率倒挂程度。美元和美债收益率携手下滑，主要是因为三项因素推升美联储降息预期（期货市场预计美联储年内将降息两次，直至明年底则将降息四次）。具体而言，第一，美国 5 月制造业指数显着转弱。随着特朗普税改利好逐渐减弱，同时特朗普把矛头由中国出口商及科技行业延伸至墨西哥（周三美墨谈判无果），市场愈发担忧美国经济前景。第二，美联储密切关注的通胀数据——4 月核心 PCE 同比增速持平于 1.6%（低于 2% 目标）。第三，继美联储鸽派官员 Bullard 称可能很快需要降息后，主席鲍威尔也表示如果因贸易局势恶化而有必要降息，将对此持开放态度。尽管如此，我们认为美联储转变政策立场还需更多依据支持，例如通胀持续低于 2%，经济增速不如预期，以及美股大幅下挫。周五公布的 5 月非农就业报告（特别是工资增速数据）或能够为美联储带来一些指引。短期内，市场料密切关注美国经济数据及 6 月 19 日 FOMC 会议，重点关注美联储是否调整利率预期。

由于本周美联储降息预期升温，美元全面回落，为其他主要货币带来喘息空间。然而，细想美联储降息的动机，无非是经济增速下行，通胀疲软，以及市场情绪恶化。这些因素无一不困扰着其他主要央行。本周澳储行便已率先跟随纽储行脚步下调利率，且不排除进一步降息的可能。今天欧洲央行亦可能继续高鸽（今年以来世界银行第二次下调全球经济增速预期，主要是调低欧元区经济增速）。换言之，美国与其他国家的货币政策分歧未必不断收窄。因此，现在就判断其他主要货币对美元反弹，可能依然言之尚早。如果未来美国数据及美联储表态证实市场错判该央行降息力度（即少于目前预计四次），美债收益率甚至可能反弹。另外，贸易战及全球经济增速下滑所衍生的避险情绪也将支撑美元。

### 本周重点关注货币：

#### 美元指数：

- 美元和美债收益率携手下滑，主要是因为三项因素推升美联储降息预期。
- 第一，美国 5 月制造业指数显着转弱（5 月 Markit 制造业 PMI 创 2009 年 9 月以来最低的 50.5，同月 ISM 制造业指数续创两年半低位）。随着美国贸易战对象由中国延伸至墨西哥，市场愈发担忧美国经济前景。第二，美联储密切关注的通胀数据——4 月核心 PCE 仅持平于 1.6%。第三，继美联储鸽派官员 Bullard 称当局可能很快需要降息后，主席鲍威尔表示如果因贸易局势恶化而有必要降息，将对此持开放态度。
- 尽管如此，我们认为美联储转变政策立场还需更多依据支持，例如通胀持续低于 2%，经济增速不如预期，以及美股大幅下挫。短期内，市场料密切关注美国经济数据及 6 月 19 日 FOMC 会议，且看美联储是否调整利率预期。在此之前便判断美元扭转走势，或言之尚早。

图 1：美元指数-日线图：美元指数走低并失守 100 天移动平均线（黑）。空方力量增强，美元指数可能继续受压。短期内，若美元指数失守 97 的支持位，可能继续反覆下行。



<b>美元</b>	本周美元指数接连跌破 98 和 97 关口（周四反弹至 97.3）。同时，10 年期美债收益率屡创 2017 年 9 月以来低位，最低达 2.06%，并进一步扩大与三个月期美债收益率倒挂程度。美元和美债收益率携手下滑，主因是经济数据疲软、通胀低于目标（4 月核心 PCE 同比增速持平于 1.6%）及美联储官员鸽派言论推升了美联储降息的预期。尽管如此，我们认为美联储转变政策立场还需更多依据支持，例如通胀持续低于 2%，经济增速不如预期，以及美股大幅下挫。周五公布的 5 月非农就业报告，特别是当中的工资增速数据，或能够为美联储带来一些指引。短期内，市场料密切关注美国经济数据及 6 月 19 日 FOMC 会议，且看美联储是否向市场低头，调整利率预期。在此之前便判断美元进入下行轨道，或言之尚早。如果市场错判该央行降息力度，美债收益率甚至可能携手美元回升。另外，避险情绪也将支撑美元。
<b>欧元</b>	欧元/美元重返 1.1200 上方，主要是因为美元和美债收益率回落。不过，欧元区经济数据保持疲软，其中 5 月 CPI 同比增速更放慢至逾一年新低的 1.2%。这或增添欧洲央行进一步放鸽的压力。今天欧洲央行料维持货币政策不变，市场将重点关注该央行的前瞻指引。由于意大利和欧盟关于财政的争议进一步升温、欧央行可能进一步转鸽，且贸易战风险可能冲击欧元区疲软的经济基本面，欧元升幅料有限。
<b>英镑</b>	英镑随着大势从近期低位反弹。不过，涨幅不如其他 G7 货币，主要是因为脱欧不确定性限制英镑上升空间。虽然美总统承诺在脱欧后将与英国签订贸易协定，但这仍不足以缓和市场对英国前景的担忧。自从新成立的脱欧党在欧洲议会选举上获胜以来，市场十分担忧下一任英首相将由硬脱欧派人士担任。此外，英国经济数据显著转弱亦利淡英镑。短期内，脱欧不确定性料继续增添英镑的波动性。
<b>日元</b>	日元一度上升至 1 月 14 日以来的高位。首先，贸易风险持续发酵，推升避险需求，从而支持日元。其次，美债收益率持续下行，变相减轻了日元面临的息差压力。短期内，避险需求可能继续支持日元。至于日元能否维持向好的走势，还需取决于美债收益率的后市走向。
<b>加元</b>	加元区间大幅震荡。起初，美元回落及油价回稳，支持加元反弹。随后，油价急挫致加元回吐涨幅。展望未来，加元料维持区间波动的走势。一方面，全球风险可能拖累加拿大经济及压低油价，从而利淡加元。另一方面，OPEC 减产及地缘政治风险可能缓和油价跌势，叠加加央行偏鹰派的立场，料利好加元。
<b>澳元</b>	澳元有所反弹，主要受惠于两项因素。第一，人民币企稳，且中国财新制造业 PMI 优于预期。第二，美元和美债收益率因美联储降息预期而大幅下滑。尽管如此，我们认为澳元上升空间较为有限。一方面，澳美利差或难以收窄。本周澳储行如期下调利率至 1.25%，为近三年来首次降息。该央行行长 Lowe 更暗示不排除进一步减息的可能性。另一方面，若贸易战升级拖累人民币下滑，澳元也难免转弱。
<b>纽元</b>	纽元急升至一个月新高。除了美债收益率和美元回落之外，纽储行助理行长的言论助纽元进一步反弹，其表示在可见未来，纽西兰利率将大致保持在当前水平附近，这打击了市场对该央行进一步减息的预期。尽管如此，我们依然认为纽元向上动能有限。首先，若美联储降息计划不如预期，同时贸易战进一步升级，风险情绪或恶化，并打击商品货币。其次，若经济数据保持疲软，纽储行仍需进一步降息。
<b>人民币</b>	美元回落，继续为人民币带来喘息空间。虽然近期中国经济数据呈现回落的迹象，但央行未必立即转变政策立场。短期内，央行料主要采用逆回购、MLF 及 TMLF 这些灵活工具调节市场流动性，因此中美国债收益率料保持一定差距，从而减轻人民币下行压力。再加上中国央行强烈的维稳讯号（中间价持续强于预期），或使美元/人民币在短期内继续在 6.9-6.95 区间内波动。不过，随着中美立场渐趋强硬，中美贸易战进展难言乐观。中期内，人民币走向或仍需取决于美元因素及贸易战进展。
<b>港元</b>	美元/港元一度跌向 7.83，主要是因为套利交易退场。具体而言，季节性因素叠加多个 IPO 计划，使市场参与者更倾向于囤积资金。因此，一个月及以上期限的港元拆息持续高企。相反，美联储降息预期升温，推低美债收益率的同时，亦逐渐压低美元拆息。因此，市场对短期内港美息差收窄的预期升温，这变相削弱套利诱因。6 月份，一个月港元拆息或上试 2.1%，而港元也可能继续远离弱方水平。

**欧元:**

- 欧元兑美元重返 1.1200 上方，主要是因为美元和美债收益率回落。
- 不过，欧元区经济数据保持疲软。尽管欧元区 4 月失业率意外下降至 7.6%，但欧元区和德国 5 月制造业 PMI 终值继续处于收缩区间，同月欧元区和德国 CPI 的同比增速亦分别下滑至 1.2%（逾一年新低）和 1.4%。这或增添欧洲央行进一步放鸽的压力。
- 今天欧洲央行料维持货币政策不变，除了 TLTRO 细节之外，市场将重点关注该央行的前瞻指引。
- 由于意大利与欧盟关于预算案的冲突进一步升温（消息指欧盟已具备理据对意大利启动纪律程序）、欧央行可能进一步转鸽，且贸易战可能冲击欧元区疲软的经济基本面，欧元升幅料有限。

图 2：欧元/美元-日线图：欧元反弹，并突破 100 天移动均线（黑）的阻力。多方力量增强，或为欧元提供支持。若欧元能企稳在 100 天移动平均线的上方，兑美元或可以上试 1.1330 的阻力位。


**英镑:**

- 英镑随着大势从近期低位反弹。不过，涨幅不如其他 G7 货币，主要是因为脱欧不确定性限制英镑上升空间。
- 虽然美总统承诺在脱欧后将与英国签订贸易协定，这或有助减轻市场对英国脱欧后贸易前景不明朗的忧虑，但仍不足以缓和市场对英国前景的担忧。
- 自从新成立的脱欧党在欧洲议会选举上获胜以来，市场十分担忧下一任英首相将由硬脱欧派人士担任。消息指脱欧立场强硬的前外交大臣 Boris Johnson 是目前最热门的首相候选人。
- 此外，英国经济数据显著转弱亦利淡英镑。5 月制造业 PMI 下滑至收缩区间的 49.4，而建筑业 PMI 亦下跌至 2018 年 3 月以来最低的 48.6。
- 展望未来，脱欧不确定性料继续增添英镑的波动性。

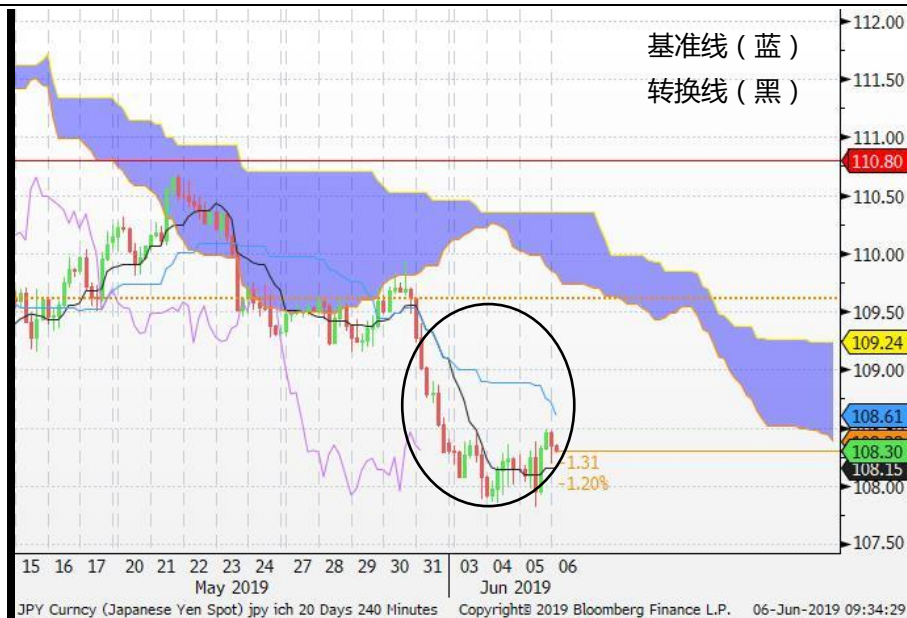
图 3：英镑/美元-日线图：英镑延续向好的走势。不过，空方力量依然较强，意味英镑的下行压力未消退。短期内，英镑或呈现区间波动的走势。



**日元:**

- 日元一度上升至 1 月 14 日以来的高位。首先，贸易风险持续发酵，推升避险需求，从而支持日元。
- 其次，美国制造业数据疲软加上美联储官员的鸽派言论，驱使美债收益率持续下行，变相减轻了日元的息差压力。
- 不过，随着风险情绪逐渐改善（包括市场对美墨就关税达成协议的憧憬），日元回吐部分涨幅。
- 基本面方面，虽然日本第一季资本开支按年增长 6.1%，但 4、5 月份制造业 PMI 数据欠佳，暗示二季度经济状况或转弱。再加上通胀低迷，我们预计日本央行将维持超低利率不变。
- 短期内，避险需求可能继续支持日元。至于日元能否维持向好的走势，还需取决于美债收益率的后市走向。

图 4：美元/日元 - 4 小时图：美元兑日元下滑至 108 的上方附近整固。不过，先行带及指标线呈现下行的走势，意味美元兑日元短期内或难以完全扭转弱势。



**加元:**

- 加元区间大幅震荡。起初，美元回落及油价回稳，支持加元反弹。随后，由于美国上周石油库存创 1990 年有记录以来最大涨幅，美油价格一度跌逾 5%，从而导致加元回吐涨幅。
- 展望未来，加元料维持区间波动的走势。一方面，全球风险可能拖累加拿大的经济增长及压低油价，从而利淡加元。具体而言，加拿大第一季 GDP 按季增速不及预期，5 月制造业 PMI 亦下滑至 2015 年 12 月以来最低的 49.1。另外，受贸易风险及全球经济增速转弱的影响，市场担忧原油需求骤减，因此近日美油价格大跌逾 10%。
- 另一方面，OPEC+ 减产及地缘政治风险可能缓和油价的跌势，叠加加央行偏鹰派的立场（并未有排除加息的可能性），料将利好加元。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元兑加元显著下挫至 50 天移动平均线（红）附近。能量柱由正转负，意味美元兑加元的下行压力犹存。短期内，美元兑加元或在 1.33 找到较强支撑。



**澳元:**

- 澳元兑美元一度重返 0.7 以上的水平，主要受惠于两项因素。
- 第一，人民币企稳，且中国 5 月财新制造业 PMI 优于预期。第二，美元和美债收益率因美联储降息预期而大幅下滑。
- 不过，随后澳元兑美元再度回到 0.7 下方。短期内，澳元料继续在低位盘整。一方面，澳美利差料难以收窄。虽说美联储降息预期升温，但澳储行本周已率先跟随纽储行的脚步下调利率至 1.25%，为近三年来首次降息。该央行行长 Lowe 更暗示不排除进一步减息的可能性。而澳洲经济表现欠佳，也可能增添该国央行的降息压力。具体而言，澳洲首季 GDP 同比增速创 10 年以来最低的 1.8%，不及预期。目前期货市场仍预计澳储行年底可能再减息一次（8 月以后的会议减息概率超过 70%）。
- 另一方面，若贸易战升级拖累人民币下滑，澳元也难免转弱。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元的反弹在 50 天移动平均线（红）遇阻。能量柱由负转正，或有助舒缓澳元的下行压力。展望未来，若澳元能突破移动平均线的阻力，对美元或可以反覆上试 0.71 的水平。



**纽元:**

- 纽元兑美元突破 0.66 的阻力位并上升至一个月新高。
- 除了美债收益率和美元回落之外，纽储行助理行长 Hawkesby 的言论助纽元进一步反弹。Hawkesby 表示在可见未来，纽西兰利率将大致保持在当前水平附近，这打击了市场对该央行进一步减息的预期。
- 尽管如此，我们依然认为纽元向上动能有限。首先，若美联储降息计划不如预期，同时贸易战进一步升级，风险情绪可能再度恶化，从而打击商品货币。
- 其次，若经济数据特别是通胀数据保持疲软，纽储行仍需进一步降息。目前，市场仍预期纽储行年内可能再度减息（8 月减息概率超过 60%）。

图 7：纽元/美元 - 纽元/美元 - 日线图：纽元反弹并突破 50 天移动平均线（红）的阻力位。能量柱由负转正，或为纽元提供支持。展望未来，纽元兑美元或上试 0.67 的水平。



**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	25539.57	1.47%	9.48%
标准普尔	2826.15	1.34%	12.74%
纳斯达克	7575.48	0.10%	14.17%
日经指数	20832.46	-0.53%	4.09%
富时 100	7220.22	0.03%	7.31%
上证指数	2847.53	-2.01%	14.18%
恒生指数	26952.63	-0.60%	4.28%
台湾加权	10407.96	0.24%	7.00%
海峡指数	3142.29	-0.02%	2.40%
吉隆坡	1644.09	0.46%	-2.75%
雅加达	6209.12	1.72%	0.24%

**主要利率**

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.47%	-4.6	-33
2年美债	1.83%	-23	-66
10年美债	2.12%	-9	-57
2年德债	-0.68%	-4	-7
10年德债	-0.23%	-5	-47

**大宗商品价格(1)**

	收盘价	周%变化	年%变化
<b>能源</b>			
WTI 油价	51.85	-8.4%	14.2%
布伦特	60.80	-9.1%	13.0%
汽油	169.89	-9.6%	28.3%
天然气	2.37	-6.8%	-19.3%
<b>金属</b>			
铜	5807.00	-0.8%	-2.6%
铝	1748.75	-0.8%	-4.1%
<b>贵金属</b>			
黄金	1327.50	3.1%	3.6%
白银	14.80	2.1%	-4.8%

**大宗商品价格(2)**

	收盘价	周%变化	年%变化
<b>农产品</b>			
咖啡	0.991	-3.2%	-2.7%
棉花	0.6778	-2.2%	-6.1%
糖	0.1221	3.8%	1.5%
可可	2,401	-1.1%	-0.6%
<b>谷物</b>			
小麦	4.9375	-4.0%	-1.9%
大豆	8.638	-2.8%	-2.1%
玉米	4.1425	-5.0%	10.5%
<b>亚洲商品</b>			
棕榈油	2,030.0	0.5%	1.3%
橡胶	221.3	2.0%	28.7%

---

## 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。

---