

全球外汇周报：
本周随笔：疯狂的负利率

笔者休假一个半星期回来，发现主要汇率价格基本与笔者休假前差不多，不过看了一下过去一周多的图形也算有起有伏，美元指数一度跌破 96，只是最终又回到 96.8 附近。和一些外汇交易员朋友交流了下，这种表面的平静却掩盖不住大家的困惑。交易员最大的困惑就是目前外汇市场没有一个明显的主题。而本周主要货币走势也出现分歧，欧元和英镑在宽松预期带动下，重新对美元走弱，而周期性货币则对美元反弹，尤其是澳元在澳洲央行第二次降息后逆势反弹。如果说澳元的走强背后有 G20 会议后风险情绪好转支持的话，那作为避险货币的日元居高不下又很难解释。

总体来看，目前外汇市场就是一笔糊涂帐。不过有一点不变的就是全球货币政策同质化进一步深化。现在大家讨论的不再是需不需要宽松的问题，而是怎么宽松以及宽松规模的问题。而这种货币政策同质化或许也将继续在未来可预见的一段时间内继续影响外汇市场。

过去一周金融市场除了股票继续走高之外，最值得关注的应该是全球债券收益率的继续下滑。其中德国 10 年期国债收益率跌至 -0.4%，接近负 0.4% 的欧洲央行存款便利利率，引发了不少的讨论。除了欧元区核心国家之外，就连之前陷入债务危机，近期又被民粹和财政目标困扰的意大利 2 年期国债收益率也时隔一年多重新回到零。根据彭博社的数据，目前全球已经有接近 13.4 万亿美元的债券成为负利率债券，占到整个债券市场 25% 的规模。

此轮欧元区利率的下滑一部分受新任欧洲央行人选的影响。经过了各种交易之后，欧洲的领导人最终任命现任国际货币基金组织总裁法国人拉加德继任将于 10 月底离任的意大利人德拉吉接任欧洲央行行长，超出了市场预期。德国人失去欧洲央行行长的职位对市场不算坏事，市场普遍将拉加德的任命解读为德拉吉宽松政策延续，从而带动欧元区的收益率回落。

当然，德国 10 年期国债收益率跌破欧洲央行存款便利利率也不算什么大事。事实上德国 2 年和 5 年收益率早就跌破这个利率了。未来不排除德国利率进一步下滑。回到汇率的角度，在这场全球收益率加速下滑的比赛中，汇率的表现或将取决于本币利率下滑的幅度和速度。鉴于欧元区利率可能会继续下滑，笔者认为短期内美元未必会因为美联储降息预期而贬值。但是从 6 个月角度来看，在这场利率比赛中，美元或许已经输在起跑线上了，毕竟欧元区和日本的收益率都已经负了，能下滑的空间已经不大，而 10 年美债，虽然大幅回落，但依然在 1.95% 左右，下滑空间显然要超过欧日。这或许会成为中期美元走弱的主要推动因素。

这也解释了为什么 5-6 月人民币贬值并未影响外资继续流入中国债券市场。6 月中债的托管数据显示外资净买入 345 亿元。在资金逐利的游戏中，中国相对稳定的前景以及高收益或许将继续吸引外资配置盘，从而从资本流动角度，起到对人民币的支撑。

外汇市场			
	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1282	-0.7%	-1.6%
英镑/美元	1.2581	-0.7%	-1.2%
美元/日元	107.85	-0.1%	1.6%
澳元/美元	0.7025	0.2%	-0.2%
纽元/美元	0.6685	-0.4%	-0.4%
美元/加元	1.3056	0.2%	4.3%
美元/瑞郎	0.9851	-1.0%	-0.5%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8778	-0.2%	0.0%
美元/离岸人民币	6.8811	-0.3%	-0.2%
美元/港币	7.7885	0.2%	0.5%
美元/台币	31.111	-0.2%	-1.4%
美元/新元	1.3559	-0.4%	0.4%
美元/马币	4.1340	-0.1%	0.0%
美元/印尼卢比	14135	-0.1%	1.8%

下周全球市场三大主题	
1.	美联储主席鲍威尔参议员听证会以及 6 月美联储会议纪要
2.	加拿大央行货币政策会议
3.	中国 6 月贸易数据

外汇市场：

本周回顾：

上周末 G20 峰会上中美元首达成停战共识。市场风险情绪回归，带动风险资产价格、商品货币及新兴市场货币出现不同程度的反弹。然而，美国那头刚跟中国言和，这头便又考虑对最多 40 亿美元的欧盟商品征收关税，总统特朗普还指责欧洲和中国操纵货币。可见，贸易风险依然笼罩着全球市场，并持续拖累各国各地的经济表现，例如本周欧美经济数据表现再度令人失望。在此情况下，市场开始高度期待主要央行放宽政策，以对抗风险及提振经济。欧洲央行官员们的鸽派言论，以及 IMF 总裁拉加德（较其他热门候选人鸽派）被提名为下一任欧洲央行行长的消息，进一步推升市场对该央行短期内放宽政策的预期。因此，欧美国债收益率携手下挫。其中，美国 10 年期国债收益率跌至 2016 年以来的新低 1.94%。10 年期德债收益率首次跌破欧洲央行存款利率水平，10 年期法债收益率也加入零下行列。除了欧美之外，本周英国央行也意外放鸽，行长卡尼指出全球贸易关系紧张增添经济下行风险，短期内或需要调整政策以确保经济扩张，这暗示减息的可能。由于欧英两家央行宽松预期上涨，欧元和英镑对美元纷纷承压，美元指数因而站稳在 96.5 上方。

至于商品货币特别是澳元和加元，则对美元保持相对强势。首先，澳储行本周如期降息后，暗示暂停利率调整。而加拿大央行则在经济稳健的情况下尚未面临降息压力。其次，市场期待欧美央行放宽政策将提振全球经济及大宗商品需求。再加上供应紧张，支持铁矿石和油价逐步上扬。尽管如此，商品货币的涨势已开始面临移动平均线的阻力，上行空间或逐渐收窄，毕竟在贸易风险高企及货币宽松效用边际递减的情况下，全球经济复苏举步维艰。反而对于经济前景及贸易战的担忧，可能使全球央行同步宽松，从而支持美元保持利率相对优势，同时可能使避险需求间歇地回归，从而支持美元、日元等避险货币。因此，美元指数料维持在 95-98 的区间波动。周五重点关注美国 6 月非农就业数据。

本周重点关注货币：

澳元：

- 两项因素支持澳元保持相对强势。
- 第一，澳储行如期减息后，行长 Lowe 指此举是为了支持当地的就业情况，并推动通胀回归政策目标。由于澳储行未有提及进一步宽松的倾向，并表示当地经济前景依然较乐观，减息预期降温支持澳元反弹。
- 第二，欧美央行宽松预期升温，利好大宗商品市场。铁矿石价格不断攀升，且 5 月澳洲铁矿石出口大增，支持贸易顺差创纪录新高的 57.5 亿澳元。
- 尽管如此，短期内，中美贸易风险犹存，且全球经济前景也并非乐观（其中中国制造业指数进一步下滑），再加上澳储行仍可能面临降息压力（期货市场预计该央行 11 月降息概率逾 60%），我们认为澳元上涨空间已显著收窄，或未能进一步上试 200 天移动平均线。

图 1：澳元/美元 - 日线图：澳元先跌后回升，并进一步突破 100 天（黑）移动平均线的阻力。多方力量显著增强，这或继续为澳元增添上行动力。若澳元能企稳该支持位，兑美元可望上试 0.7120 的水平。



美元	美元指数在 96.5 的上方盘整。一方面，市场对贸易风险（中美贸易谈判存在不确定性之余，美国还可能对欧盟商品加征关税）的担忧，支持避险需求上涨，并支持美元。另一方面，本周欧洲央行和英国央行宽松预期升温，使美元继续受惠于利率相对优势（虽然 10 年期美债收益率跌至 2016 年新低，但欧债收益率已屡创历史新低）。不过，美国 6 月 ISM 制造业和非制造业指数纷纷下滑，同时 ADP 就业增长不如预期，使美元指数稍微回落。周五市场将重点关注非农就业报告，数据表现或为美债收益率和美元带来短暂波动，但未必影响美联储 7 月利率决策。不过，即使美联储降息，也不代表美元将立马转弱。在全球经济放慢及全球央行同步放鸽的情况下，短期内美元指数料仍将维持在 95-98 区间内徘徊。
欧元	随着市场对欧洲央行放宽政策的预期升温，欧元承压。欧央行多位央行官员暗示放宽政策的可能，再加上 IMF 总裁拉加德（较其他热门候选人鸽派）被提名为下一任欧央行行长，推升市场对该央行宽松的预期。这加上欧美贸易风险升温，推抵欧元。不过，随后消息指欧盟将暂缓对意大利的惩罚，助欧元收复部分失地。短期内，欧洲央行宽松预期、贸易风险及脱欧风险，皆可能使欧元继续在低位徘徊。
英镑	英镑震荡走低。首先，英国 6 月制造业 PMI 和建筑业 PMI 显著下滑，增添市场对当地经济前景的忧虑。其次，英央行行长卡尼指出全球贸易关系紧张增添经济下行风险，短期内或需要调整政策以确保经济扩张，这暗示减息的可能。第三，由于强硬脱欧派候选人 Johnson 的支持度领先，市场对英国无协议脱欧的忧虑继续发酵。短期内，以上利淡因素或使英镑继续承压。
日元	避险情绪此起彼伏令日元先跌后回升。中美达成暂时停止贸易战升级的消息，一度令风险情绪回归。随后，美国或对欧盟商品征收关税的消息，重燃了市场对贸易风险的忧虑。此外，美国 10 年期国债收益率下跌至 2016 年以来的新低，息差压力减轻，亦为日元提供支持。短期内，日元将继续窄幅波动。
加元	加元升至去年 10 月以来新高。一方面，当全球经济放缓时，加拿大经济保持稳健。4 月 GDP 按月增长 0.3%，优于预期，且 5 月贸易顺差录得三年来最强的 7.6 亿加元。这为加央行维持中性偏鹰立场提供依据。另一方面，OPEC+ 延长减产计划及美国原油库存下降，推升油价。短期内，加元或保持相对强势。
澳元	两项因素支持澳元保持相对强势。第一，澳储行如期减息后，行长 Lowe 暗示短期内暂停利率调整。减息预期降温支持澳元反弹。第二，欧美央行宽松预期升温，支持大宗商品市场。澳洲 5 月铁矿石出口大增，而铁矿石价格也节节高升。不过，短期内，中美贸易风险犹存，且全球经济前景也并非乐观，再加上澳储行仍可能面临降息压力，我们认为澳元上涨空间已显著收窄。
纽元	纽元兑美元未能站稳在 0.67 上方。虽然欧美央行宽松预期为商品货币带来一定支撑。但纽元表现稍逊于其他商品货币，因为澳储行降息后，市场开始期待隔壁纽储行跟随脚步于 8 月降息（期货市场预计概率超过 80%）。短期内，内部降息预期以及外部不确定因素，或使纽元/美元主要徘徊在 0.67 下方。
人民币	中美休战并重启贸易谈判的消息，仅为人民币带来短暂支撑。随后，三项因素叠加使人民币稍微回落。第一，欧洲央行放宽政策的预期升温，支持美元指数反弹并站稳在 96.5 上方，人民币因此跟随欧元回吐涨幅。第二，中国 6 月财新和官方制造业 PMI 皆下跌至 49.4，增添市场对经济前景的担忧。第三，总理李克强的鸽派言论及央行此前注入的流动性，使中国 10 年期国债收益率大幅回落，并打击市场对中美息差保持较大差距的预期。短期内，在中美贸易战出现重大进展之前，人民币料主要跟随美元区间波动。
港元	美元/港元跌破 7.80 并创 2017 年以来最低水平。这主要是因为港元需求强劲，同时港元流动性过紧击退看空港元的投资者。在总结余仅剩 543 亿港元的背景下，7 月份市场迎来中资企业大规模派息潮，以及比预期更大型的 IPO（百威确定于 7 月 19 日上市，集资约 100 亿美元）。这使市场重演恐慌筹集资金的局面。一周期港元拆息突破 3.5%，而一个月港元拆息亦创 2008 年以来的新高 2.99%。直至 7 月 18 日百威 IPO 冻结资金回归市场之前，港元拆息料继续在较高水平盘整。而港元也可能继续在 7.8 附近徘徊。随后，1 个月及以上期限的港元拆息仍可能站稳在 2% 上方，直至阿里巴巴上市。

美元指数:

- 美元指数在 96.5 的上方盘整。
- 一方面，市场对贸易风险（中美贸易谈判存在不确定性之余，美国还可能对欧盟商品加征关税）的担忧，支持避险需求上涨，并支持美元。
- 另一方面，本周欧英央行宽松预期升温，使美元受惠于利率相对优势（虽然 10 年期美债收益率跌至 2016 年新低，但欧债收益率亦屡创历史新低）。
- 不过，美国 6 月 ISM 制造业和非制造业指数纷纷下滑，同时 ADP 就业增长不如预期，使美元指数稍微回落。
- 周五市场将重点关注非农就业报告，数据表现或为美债收益率和美元带来短暂波动，但未必影响美联储 7 月利率决策。不过，即使美联储降息，也不代表美元将立马转弱。在全球经济放慢及全球央行同步放鸽的情况下，短期内美元指数料仍将维持在 95-98 区间内徘徊。

图 2：美元指数-日线图：美元指数上试 97 附近的水平，惟反弹的动力受制于 50 天（红）及 100 天（黑）移动平均线的阻力。空方力量收窄，暗示美元指数下行压力或有所缓和。短期内，若美元指数可以突破 97 的水平，或能延续向好的走势。



欧元:

- 随着市场对欧洲央行放宽政策的预期升温，欧元承压。
- 虽然消息指欧央行并不急于在 7 月会议上减息，反之偏向采取观望态度直至 9 月更新经济前景的预测。但欧央行多位央行官员暗示放宽政策的可能，再加上 IMF 总裁拉加德（较其他热门候选人鸽派）被提名为下一任欧央行行长，推升市场对该央行宽松的预期。这加上美国计划对欧盟最多 40 亿美元商品征收关税，推抵欧元。
- 不过，随后消息指意大利将采取措施下调今年预算赤字至低于 GDP 的 2.4%，欧盟将暂缓对意大利的惩罚。这支持欧元收复部分失地。短期内，欧洲央行宽松预期、贸易风险及脱欧风险，皆可能使欧元继续在低位徘徊。

图 3：欧元/美元-日线图：欧元未能突破 200 天移动平均线（绿）的阻力后回落。多方力量减弱，欧元上行的动力或受到限制。若欧元失守 50 天（红）及 100 天（黑）移动平均线的支持，可能继续反覆走低。



英镑:

- 英镑震荡走低，主要因为三项因素。
- 首先，经济数据疲弱。英国 6 月制造业 PMI 下跌至 2013 年以来最弱的 48。6 月建筑业 PMI 亦显著下滑至 43.1。这增添市场对当地经济前景的忧虑。
- 其次，英央行行长释放鸽派的讯号，使英镑显著承压。行长卡尼指出全球贸易关系紧张增添经济下行风险，短期内或需要调整政策以确保经济扩张，这暗示英国央行减息的可能。
- 第三，由于强硬脱欧派候选人 Boris Johnson 的支持度领先，市场对英国无协议脱欧的忧虑继续发酵。
- 短期内，以上利空因素或使英镑继续承压。

图 4：英镑/美元-日线图：英镑继续反覆走低。能量柱趋向中性，意味着英镑将维持双向波动的走势。短期内，英镑兑美元将在 1.2480-1.2800 内区间波动。



日元:

- 日元先跌后回升。
- 周初，中美达成暂停贸易战的消息，一度令风险情绪回归，并导致日元回吐部分升幅。
- 随后，美国或对欧盟商品征收关税的消息，重燃了市场对贸易风险的忧虑，避险需求回归，带动日元走势向好。
- 此外，欧美国债收益率大幅下挫，其中美国 10 年期国债收益率下跌至 2016 年以来的新低。这减轻了日元面临的息差压力减轻，因此为日元提供支持。
- 数据方面，日本第二季大观大型制造业展望下滑至 7，不及预期，反映外部风险继续拖累日本制造业增长前景。
- 短期内，我们预计日元将继续窄幅波动，主要受到市场情绪变化、美元因素及息差因素的影响。

图 5：美元/日元 - 4 小时图：美元兑日元继续在 108 的附近好淡争持。虽然先行带展示下行的走势，惟上方云层厚度较薄，因此美元兑日元突破阻力上行的可能性亦不可排除。短期内，美元兑日元料维持区间波动。



加元:

- 加元升至去年10月以来新高。
- 一方面，当全球经济放缓时，加拿大经济保持稳健，为加央行维持中性偏鹰立场提供依据，并支持该央行在其他央行转鸽的大环境下保持货币政策分歧。具体而言，4月GDP按月增长0.3%，优于预期。5月贸易顺差录得三年来最强的7.6亿加元。6月RBC制造业PMI反弹至49.2。
- 另一方面，油价上涨，利好加元。供应方面，在上周末的会议上，OPEC+达成共识，将延长减产协议直至明年三月。另外，EIA和API报告皆指出上周美国原油库存有所减少。需求方面，市场憧憬欧美央行放宽政策，将提振大宗商品需求。
- 短期内，若油价继续向好，同时加央行维持偏鹰派立场，加元或能够保持相对强势，同时跑赢其他两只商品货币。

图6：美元/加元 - 日线图：美元兑加元进一步走低并失守1.31的支持位。空方力量较强，意味美元兑加元可能依然面临较大的沽压。短期内，美元兑加元料在1.3000找到较强的支持。



纽元:

- 纽元兑美元未能站稳在0.67上方。
- 虽然欧美央行宽松预期为商品货币带来一定支撑。但纽元表现稍逊于其他商品货币。
- 首先，本周澳联储降息后，市场开始期待隔壁纽联储跟随脚步于8月降息（期货市场预计概率超过80%）。相反，澳联储未有透露进一步宽松的意向，因此市场对澳纽短期利率走向的预期，可能使纽元表现持续逊色于澳元。
- 其次，纽西兰经济数据欠佳。纽西兰经济研究所（NZIER）指企业信心下降至10年新低，反映纽西兰经济前景依然不明朗。
- 短期内，内部降息预期以及外部不确定因素，或使纽元/美元主要徘徊在0.67下方。

图7：纽元/美元 - 日线图：纽元在200天（绿）移动平均线的下方好淡争持。多方力量较强，意味着纽元依然受到支持。短期内，纽元料维持区间波动的走向。



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	26966.00	1.38%	15.60%
标准普尔	2995.82	1.84%	19.51%
纳斯达克	8170.23	2.05%	23.13%
日经指数	21691.72	1.95%	8.38%
富时 100	7603.58	2.40%	13.01%
上证指数	3004.00	0.84%	20.45%
恒生指数	28857.95	1.10%	11.65%
台湾加权	10764.40	0.31%	10.66%
海峡指数	3369.47	1.44%	9.80%
吉隆坡	1683.80	0.70%	-0.40%
雅加达	6367.37	0.14%	2.79%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.29%	-3.1	-52
2年美债	1.75%	-1	-74
10年美债	1.94%	-6	-74
2年德债	-0.76%	-1	-15
10年德债	-0.40%	-7	-64

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	56.72	-3.0%	24.9%
布伦特	63.24	-5.0%	17.5%
汽油	189.37	-2.5%	43.1%
天然气	2.29	-0.9%	-22.2%
金属			
铜	5920.00	-1.2%	-0.8%
铝	1787.75	0.3%	-1.9%
贵金属			
黄金	1420.50	0.5%	10.9%
白银	15.25	0.0%	-1.9%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.123	3.7%	10.2%
棉花	0.6375	1.0%	-11.7%
糖	0.1254	1.8%	4.2%
可可	2,458	0.3%	1.7%
谷物			
小麦	5.1800	-1.9%	2.9%
大豆	8.853	-1.6%	0.3%
玉米	4.3300	3.0%	15.5%
亚洲商品			
棕榈油	1,890.0	1.3%	-5.7%
橡胶	229.7	-1.8%	33.5%

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。
