

全球外汇周报

1 July 2022

谢栋铭

Xied@ocbc.com

王灏庭

Herberttwong@ocbcwh.com

本周随笔：告别“大稳健时代”

本周市场交易逻辑继续以经济衰退为主题，通胀交易暂时退居二线。美债过去几个交易日的大涨幅度颇令人意外。10年期美债收益率自6月初首次回落至3%下方。不过美债收益率的回落似乎并未对美元带来太多影响，美元指数保持在105左右的高点。

央行方面，笔者认真观看了本周的欧洲央行论坛，包括美联储主席鲍威尔、欧洲央行行长拉加德以及英国央行行长贝里在内的三大央行齐聚舞台以圆桌形式分享了对当前经济和政策问题的看法。笔者最大的体会就是鲍威尔和拉加德等大佬公开表示了对通胀认知的不足，以及公开承认通胀正出现结构性变化。笔者认为这是非常重要的信号，这将改变未来央行的决策框架。

要理解这些信号的变化，我们有必要回顾一个概念就是“大稳健时代” (Great Moderation)。大稳健这个词或许很多读者并不陌生，指的是过去二十年光阴，受全球化、老龄化以及科技发展等影响，全球经济得以在强劲增长的同时，避免了出现过热引发的通胀问题。尤其是2008年的全球金融危机之后，央行过去10年多数时间在与通缩压力做斗争。对于美联储来说，大稳健的存在得以使美联储轻松完成其稳就业和稳物价的双重目标。在2018-2019年加息周期中，美国得以将失业率持续稳定在4%以下。对于欧洲央行来说，时任行长德拉吉更是开创了一个词组，那就是“不惜一切代价(whatever it takes)”。之所以德拉吉可以不惜一切代价地折腾而不引发通胀问题就是要感谢全球化下的大稳健。

毫不夸张地说，2010年代是全球央行的黄金时期，当时试错空间很大，政策失误的压力却很小。但是大稳健这个黄金时期大概率已经结束。从贸易战开始到近期的地缘政治发酵，逆全球化趋势的升温使得通胀成为新常态。而疫情叠加战争的一系列供给侧冲击更是彻底改变了普通老百姓的预期，并将央行的一切预测模型丢进了垃圾堆。随着美国工资增幅超过6%，远远高于美联储2%的通胀目标，美国已经进入了物价和薪资螺旋上涨的局面。这也意味着结构性通胀将是未来全球央行面临的主要挑战。

相对于美联储，欧洲面临的局面就更复杂了，除了供给侧驱动的高通胀之外，乌克兰战争的持续意味着未来俄罗斯对欧洲天然气的输入大概率会下降，今年欧洲或许将面临一个寒冬。相对于其前任，高通胀使得拉加德没有了之前那种“不惜一切代价”支持经济的空间。因此，笔者对欧元区能否逃离衰退有点悲观。本届的央行太不容易了。

大稳健时代可能已经离我们而去了。对普通投资者来说意味着什么呢？笔者觉得一个最大的可能就是由于央行能选择的空间越来越小，在控制通胀和稳定经济这两个选择之间，央行可能只能放弃其中一个。由于目前央行的政策优先权集中在通胀

全球外汇周报

1 July 2022

上，这也意味着央行大幅加息导致经济快速下滑的风险越来越大。而金融市场的波动将显著加大。

从汇率角度来看，笔者继续重申短期内看多美元的观点。理由非常简单，虽然美元已经被高估，但是美元的逆周期属性意味着美元在大波动中将保持强势。而欧元区可能率先衰退的风险或许也将延长美元的强势。不过美元的这波强势已经到了最后一程，未来会有很大的机会做空美元，只是目前时机尚未到。

全球外汇周报

1 July 2022

汇率走势预测

	现价	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023
欧元/美元	1.0445	1.0807	1.0883	1.0959
英镑/美元	1.2151	1.2649	1.2751	1.2853
美元/日元	136.16	130.08	129.82	129.43
美元/加元	1.2914	1.2560	1.2534	1.2509
澳元/美元	0.6886	0.7220	0.7270	0.7321
纽元/美元	0.6231	0.6570	0.6596	0.6630
美元/在岸人民币	6.6941	6.6524	6.6391	6.6066

数据来源：华侨银行

全球外汇周报

1 July 2022

<p>美元</p>	<p>美联储主席鲍威尔“不保证”经济软着陆的言论，加上本周公布的多个宏观经济数据表现欠佳，导致市场对经济衰退的预期逐步升温，避险买盘流入美元，美元指数节节高升，周三重回 105 上方，美元兑瑞士法郎以外的所有主要货币均见涨幅。鲍威尔指美国经济形势强劲，可以承受加息，但承认不能保证经济软着陆，同时，他称最大的错误将是未能恢复物价的稳定，而非加息导致经济增长放缓。受到该鹰派言论提振，美元指数在周三强势反弹至 105 大关上方。然而，尽管鲍威尔对经济健康状况持乐观，市场对激进加息导致经济衰退的担心未有消散，进一步推高美元。另外，继续有美联储官员加入支持 7 月加息 75 个基点的行列，克利夫兰联储主席 Mester 表态支持下次会议加息 75 个基点，她指目前未有看到通胀缓和。同时，拥有 FOMC 永久投票权的纽约联储主席 Williams 表示衰退不是他的基本预期，又指出美国长期中性利率依然很低，美联储于今年、明年仍有大幅加息理由。数据方面，美国公布的首季 GDP 总值意外萎缩 1.6%，跌幅大过预期及前值，与此同时，美国 6 月消费者信心下跌至 2021 年 2 月以来 98.7 的低位，达拉斯联储商业活动指数同样表现不佳，创下两年新低，凸显美国经济衰退的风险。综合以上，加上上周美国 PMI 数据较市场预期差，市场相信美国难逃硬着陆的可能性，因此美元继续被推高，资金亦流向债券，长端和短端国债收益率均有所下滑，10 年期美债收益率下试近三周低位 3%。在经济衰退预期和加快加息的双重因素影响下，料美元指数继续维持坚挺，104 水平相信是短期的支撑位，有望继续挑战 105.557 的近期高位。</p>
<p>欧元</p>	<p>欧元/美元本周失守 1.0500 关口，主要受到德国通胀数据意外疲软叠加美元呈强的影响。然而，欧元的跌幅或有限。一方面，虽然欧洲央行行长拉加德在该央行年度论坛上没有对欧洲利率路径提出新的见解，但欧洲央行将于 7 月追随全球其他央行开始加息的情景下，我们认为该央行仍存在鹰派惊喜，利好欧元。另一方面，此前央行紧急会议释出了更清晰的信号，表明当局将致力对抗金融碎片化的承诺，限制投资者利用欧元区周边国家的利差扩大作部署，举措料有助控制欧债压力的尾部风险，同时又防止俄乌危机后续演变的变量，利好欧元中长线后市表现。短期内，关注欧元/美元于 1.0350-1.0560 波动区间。经济数据方面，尽管西班牙 6 月通胀意外飙升至 10.2%，创 1985 年 4 月以来的高位，惟德国 6 月 CPI 按年升 7.6%（因政府于 6 月起采取汽油及柴油减税措施），较前值回落 0.3 个百分点。逊于市场原先预期的 8%，增加市场对通胀或可能见顶的预期。</p>
<p>英镑</p>	<p>英国央行行长贝利表示准备在必要时采取更强而有力的行动以应对通胀，不排除一个月后的政策会议加息 50 个基点，又指出加息并非唯一的选项，惟当地央行鹰派立场未能扭转英镑/美元此前弱势。短期内，估计英镑将继续受到两项因素的影响。首先，脱欧的不确定性料持续增添英镑的波动性。本周除了有英国议会成员通过了允许大臣取消北爱尔兰议定书部分内容的法案之外，最新有苏格兰首席大臣宣布预计在明年 10 月 19 日展开第二次独立公投，市场对对英国政治风险的担忧再次升温，英镑汇价表现持续受困；其次，即使当地货币政策委员会表示年内将继续加息，惟考虑到英国当地通胀严重打击实际家庭收入，经济衰退担忧逐渐显现，英国央行将会比其他所有 G10 央行更接近其紧缩周期的结束，利淡英镑表现。技术上，关注英镑/美元分别位于 1.2100 和 1.1934 的支持位，而上方阻力则位于 1.2310 左右水平。</p>
<p>日元</p>	<p>美元走强之际，日元兑美元一路跌破 137 水平，创 1998 年 9 月以来新低，避险需求高涨带动资金流入美元及美日货币政策分歧为背后主要原因。本地经济数据方面，日本 5 月工业生产按月减少 7.2%，创 2020 年 5 月以来最大的跌幅，同时远多市场预期的 0.3%，反映 5 月上海疫情封控对日本工业生产影响甚大，亦增添了本周日元下行动力。展望未来，日元的走向主要取决于美联储的鹰派程度及息差因素。短期而言，在各项风险因素充斥的情况下，不排除避险需求可能重新为日元提供短线的支持，惟避险需求对日元的支持或难以持续。另一方面，日央行重申维持宽松货币政策立场不变，美日货币政策分歧扩大的预期料限制日元的上升动能。图表上，关注美元兑日元 135-140 波动区间。</p>
<p>加元</p>	<p>美元普遍强势叠加油价回落拖累加元终止近期升势。尽管如此，我们对加元后市表现仍然乐观。首先，消息指七大工业国同意为俄罗斯油价设上限，加上市场静待伊美谈判和下月美国总统拜登出行沙地阿拉伯的进展，估</p>

全球外汇周报

1 July 2022

	<p>计在短线原油增产力度有限，且市场憧憬中国需求反弹，料利好油价和加元；其次，加拿大经济基本面向好，5月通胀率亦飙升至 7.7%，远超出市场预期的 7.4%，并连续第 15 个月高于加拿大央行 2% 的目标，市场对当地央行 7 月再次加息 75 点子预期升温，其加息的预期为加元提供支撑；此外，在油价上涨的额外支持下，正面的大宗商品前景亦添加了加拿大稳固的贸易条件前景，限制加元的跌势。整体而言，经济基本面的表现，油价因素以及美元因素料继续主导加元的走向。</p>
<p>澳元</p>	<p>澳元/美元失守 0.6900 关口，这主要是因为风险情绪偏软，以及市场担忧衰退风险可能将冲击澳洲经济。展望未来，澳元的上行空间料较有限，主要受到三项负面因素的影响。首先，尽管澳联储早前调高政策利率 50 个基点至 0.85%，而行长 Lowe 亦扬言未来将于未来几个月继续加息，惟相对于美联储加息预期仍处于较低的水平的情景下，美澳货币政策分歧将继续拖累澳元保持疲弱；其次，有迹象表明澳洲经济正在放缓，房价和消费者信心持续恶化，暗示通胀和利率上升的前提下，市场相继下调澳洲至 2024 年的经济增长预测，从而利淡澳元；最后，虽然周内铁矿石价格反弹一度为澳元提供了部分支持，但随着市场对全球经济衰退的风险感到担忧，加剧了大宗商品市场波动性，这些因素不断推升避险情绪，并压低商品货币。下周关注澳联储的议息决议。</p>
<p>纽元</p>	<p>随着市场对经济衰退的担忧升温，商品货币受压，纽元相对美元为本周迄今表现最差的货币，加上市场估计后续其他主要央行亦开始追赶上纽联储的加息步伐，料将继续限制纽元后市涨幅。从好的方面来看，由于纽西兰第一季通胀率创下 30 年以来的新高，失业率创近历史以来的低位，市场预计纽联储将于在 7 月、8 月、10 月和 11 月月的会议上加息 50 基点，年底前基准利率可达至 4%，若当地央行 7 月加息基点属实，估计将令纽元在套息交易中具有一定优势，中期对纽元带来一定支撑。图表上，由于过去两周纽元兑美元险守 0.62 关口，若汇价明确失守此区域，不排除纽元短线或面临新一轮跌势，则需进一步下看 0.60000 关口，至于上方阻力则位于 0.6400/10 左右水平。</p>
<p>人民币</p>	<p>本周初，中国缩短入境隔离天数一度对市场风险情绪带来了支撑，并支持人民币的小幅走高。不过从汇率角度来看，中国进一步放宽疫情控制是一把双刃剑。疫情以来，中国强劲的国际收支一直是支持人民币的一个重要基本面因素。这其中一个重要因素就是中国服务贸易逆差由于国人无法出国旅游大幅收窄，一旦国门重开的话，中国居民报复性出游反倒可能对人民币带来一定的贬值压力。</p>
<p>港元</p>	<p>本周美元兑港元在 7.8450-7.8500 区间窄幅波动，美联储在可见的未来将继续大幅加息以对抗通胀，我们预计未来一段时间货币对将继续在 7.8400-7.8500 的区间波动。息口方面，银行同业拆息在刷新两年高位后，本周中尾段开始有回落的迹象，相信在下一次美联储 FOMC 会议前，拆息上行的压力有所减缓，但仍将处于高位。经济数据方面，香港 5 月整体商品出口货值意外下跌，按年微跌 1.4%，主要由于受到外围因素影响，由于加息导致经济前景转差，预期今年余下时间将继续影响出口。另外，随着中国经济数据改善，香港有望放宽入境隔离措施，可能在近期对港元造成一定支持。</p>

全球外汇周报

1 July 2022

图 1：美元指数-日线图：美联储主席鲍威尔表示，美国经济可以承受加息，甚至失业率上升，但不能保证经济软着陆，带动资金涌入美元避险。短期内，相信美联储加息预期、经济衰退风险担忧，将继续提振避险需求，续为美元指数于 104 水平上方整固带来依据。



图 2：欧元/美元 - 日线图：虽然欧元/美元失守 1.0500 关口，但不排除欧央行未来仍可能大幅加息 50 基点的情况下，欧元/美元可能于近期低位找到支持。



图 3：英镑/美元指数-日线图：英镑/美元亦伴随着大市显著下行，惟即使美元转弱，相关脱欧协议争议以及当地滞胀的担忧，或继续限制英镑涨幅。



图 4：美元/日元 - 日线图：美元走强之际，日元兑美元一路跌破 137 水平，创 1998 年 9 月以来新低。在美日利差和货币政策分歧下，估计日元往后仍偏向下行格局。关注美元兑日元 135-140 波动区间。



全球外汇周报

1 July 2022

图 5: 美元/加元-日线图: 因美国汽油和蒸馏油库存增加, 及市场忧虑全球经济增长放缓, 油价有所下滑, 然而整体能源产能受限, 未来价格下跌空间不大。另外, 随着市场对当地央行 7 月再次加息 75 点子预期升温, 其加息的预期为加元提供支撑。



图 6: 澳元/美元-日线图: 尽管澳洲 5 月零售销售数据造好, 加上中国缩短入境隔离管控时间以及 PMI 数据改善, 但仍难扭转担忧经济衰退带来的压力。下一个关键支撑位在近期低位 0.6856 水平, 如货币对跌穿该水平, 有机会开启更大下行空间。



图 7: 纽元/美元-日线图: 纽西兰 6 月的 ANZ 商业信心指数连续第四个月下跌, 至 62.6, 数据未能为纽元带来支持。货币对下一个关键支撑位在近期低位 0.6216 水平。



全球外汇周报

1 July 2022

图 1: 各国 10 年期国债收益率高位回落

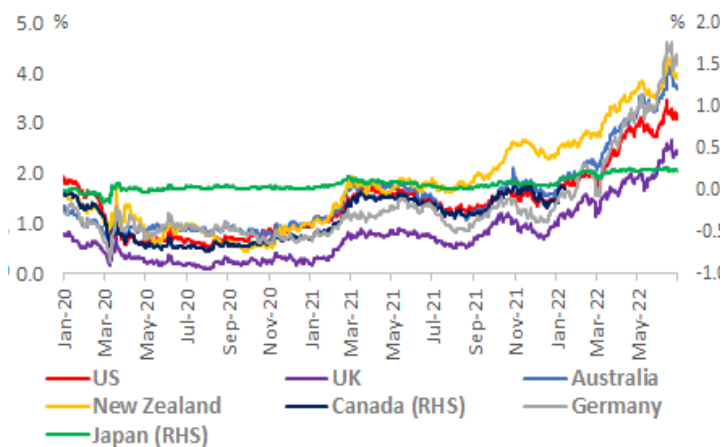


图 2: 全球负利率债券存量延续跌势

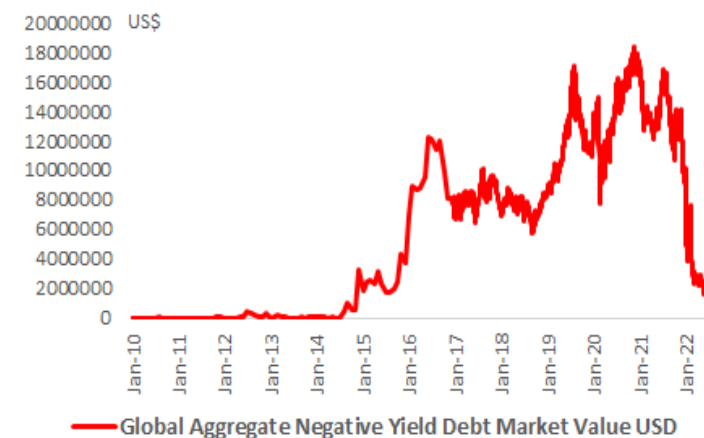


图 3: 日本央行资产负债表(按美元计)持续下行

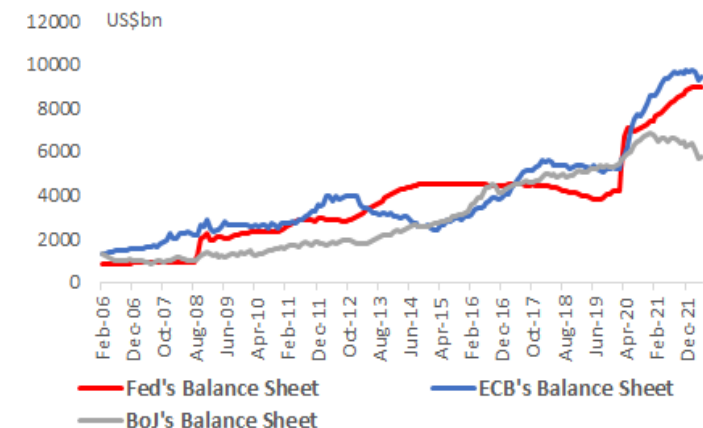


图 4: 中国制造业 PMI 回升至扩张水平

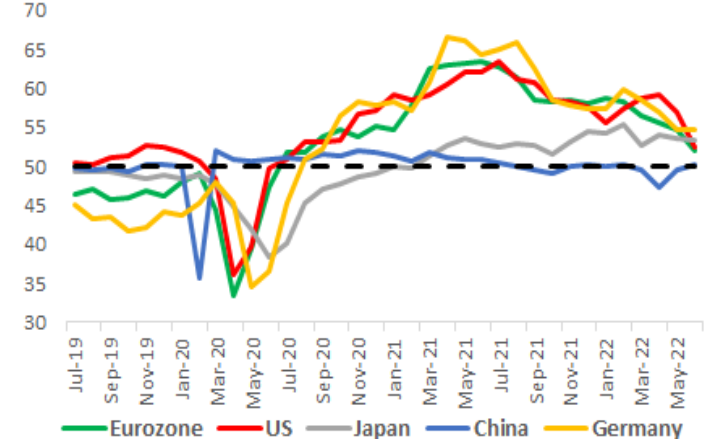


图 5: 大宗商品价格延续跌幅

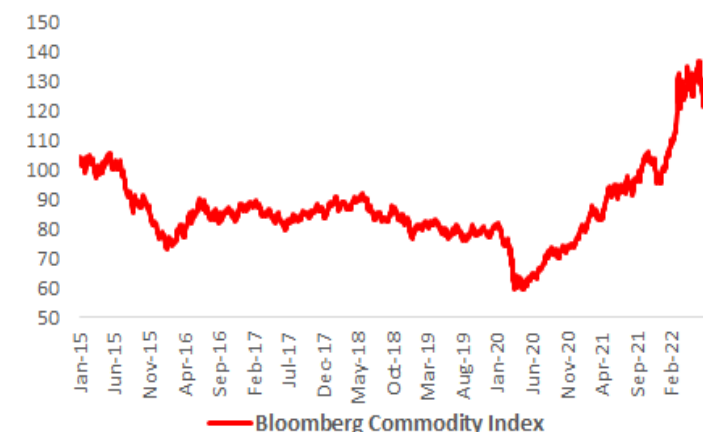
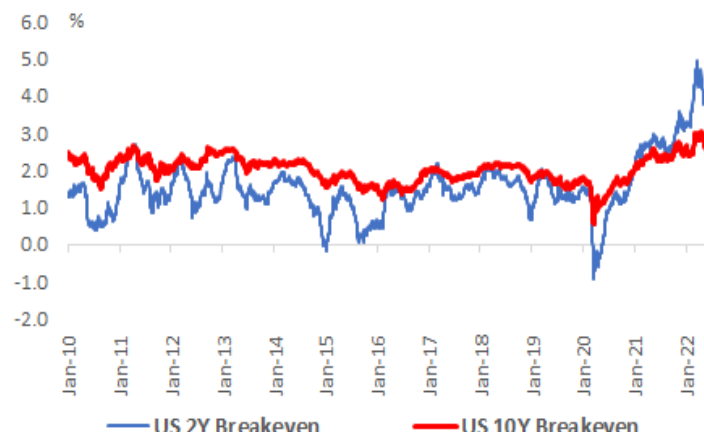


图 6: 美国通胀预期反覆回落



数据来源: 彭博, 华侨银行

全球外汇周报

1 July 2022

图 7：美日 10 年期国债息差再现升势

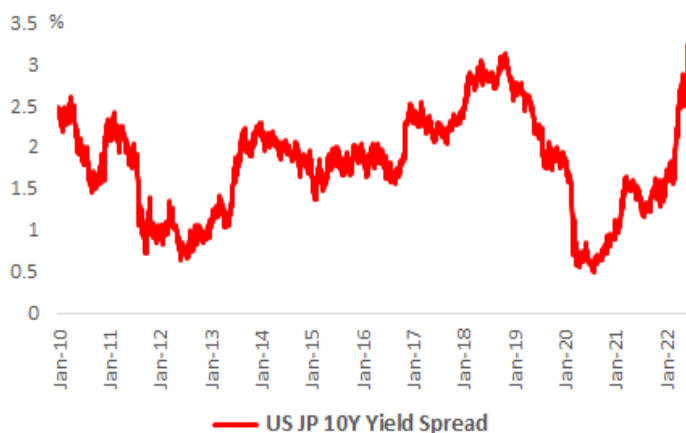


图 8：中美国债收益率收窄持续

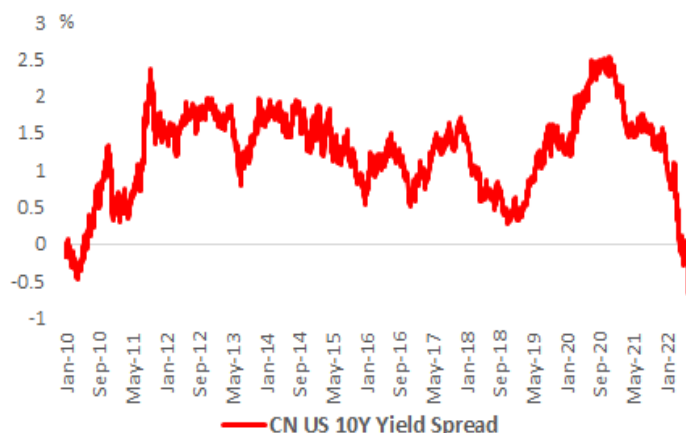


图 9：美国密歇根大学消费者通胀预期上升

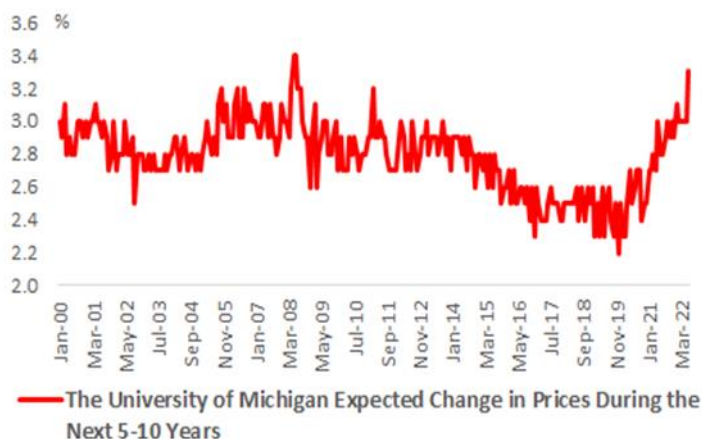


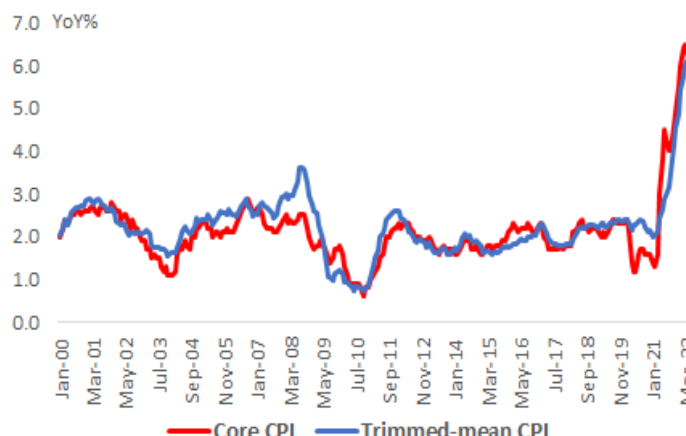
图 10：美债收益率曲线接近零水平



图 11：铜金比率小幅回落



图 12：美国核心通胀仍未见顶



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

1 July 2022

图 13: 德美 10 年期实际收益率呈上行走势

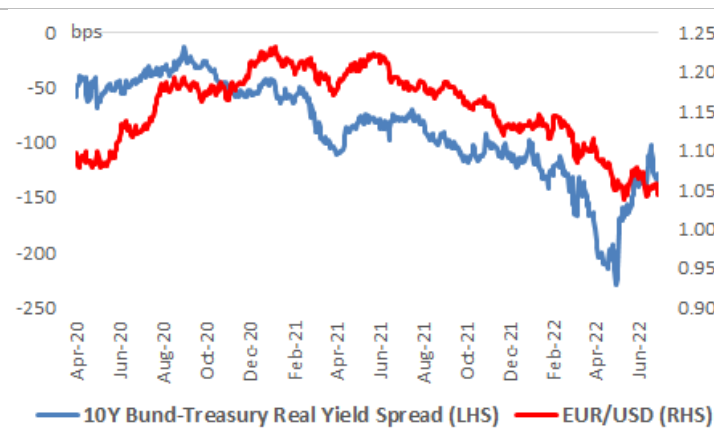


图 14: 美日 10 年期实际收益率维持高水平

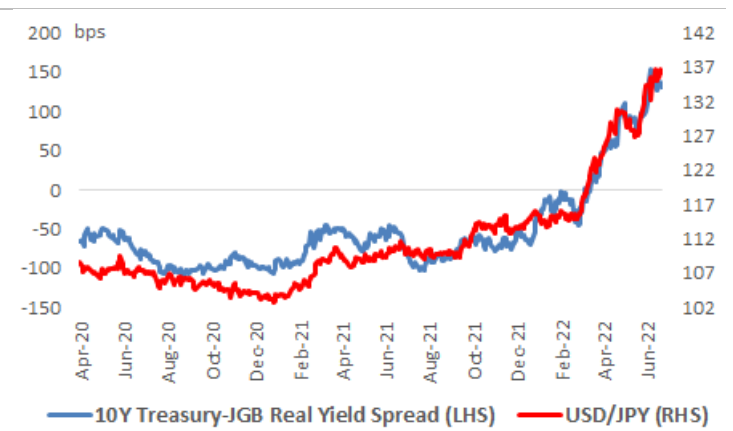


图 15: 美国实际收益率向上整固

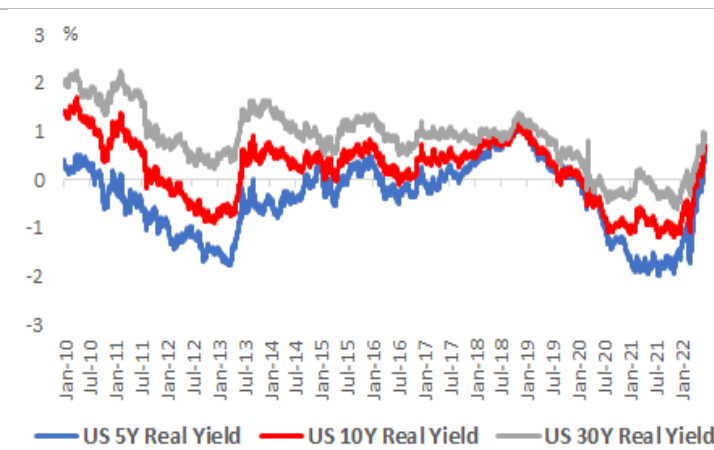
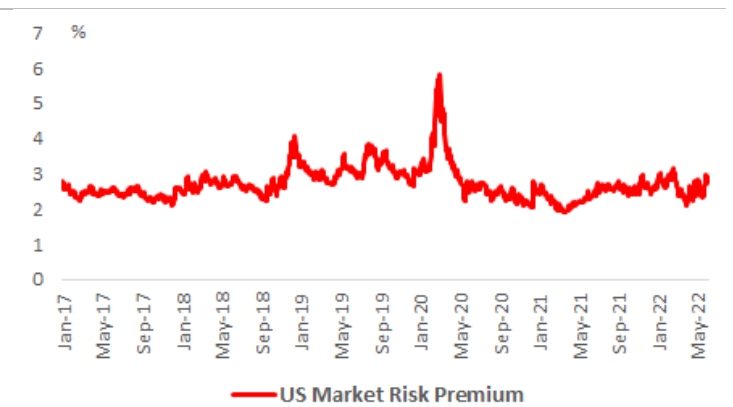


图 16: 美国股市风险溢价小幅回升



数据来源: 彭博, 华侨银行

全球外汇周报

1 July 2022

Treasury Research & Strategy

Macro Research

Selena Ling

Head of Research & Strategy

LingSSSelena@ocbc.com

Tommy Xie Dongming

Head of Greater China Research

XieD@ocbc.com

Wellian Wiranto

Malaysia & Indonesia

WellianWiranto@ocbc.com

Howie Lee

Commodities

HowieLee@ocbc.com

Ong Shu Yi

*Environmental, Social &
Governance (ESG)*

ShuyiOng1@ocbc.com

Herbert Wong

Hong Kong & Macau

herberhtwong@ocbcwh.com

FX/Rates Strategy

Frances Cheung

Rates Strategist

FrancesCheung@ocbc.com

Credit Research

Andrew Wong

Credit Research Analyst

WongVKAM@ocbc.com

Ezien Hoo

Credit Research Analyst

EzienHoo@ocbc.com

Wong Hong Wei

Credit Research Analyst

WongHongWei@ocbc.com

Toh Su N

Credit Research Analyst

TohSN@ocbc.com

全球外汇周报

1 July 2022

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, "Relevant Materials") to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a "Relevant Entity") in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) ("MiFID") and the EU's Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) ("MiFIR") (together referred to as "MiFID II"), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

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。

Co.Reg.no.:193200032W