

全球外汇周报：
本周随笔：美联储的加息姿势和贸易战

过去几周，全球金融市场波动率显著上升。美股回吐了今年以来的涨幅。美债收益率全线回落，其中10年美债收益率回落至3.06%附近，信用市场上信用利差持续扩大。相对来说，汇率市场的波动反倒相对平稳。之前对风险情绪异常敏感的亚洲货币出奇的平稳，而人民币也波澜不惊，在窄幅波动，这或许受益于美联储加息预期调整以及贸易战谈判改善的支持。

先看美联储，此轮美股调整从10月初开始，当时一个比较重要的导火索就是美联储主席鲍威尔关于美联储中性利率的判断，当时其在采访中表示利率仍然宽松，目前利率离中性利率还有很长一段路要走，美联储也有可能超过中性利率。鲍威尔10月初的讲话使得市场相信美联储可能进入鹰派加息周期中。部分投资者认为2019年美联储依然会加息四次，使得市场风险资产价值面临重估压力。不过进入这两个星期，在美股经过一轮较大的调整后，美联储的措辞似乎有所松动。虽然美联储多数官员还是表示美国国内经济强劲，但大家也开始关注海外经济放缓可能带来的影响。而新上任的美联储副主席似乎传递了和鲍威尔不一样的信息。他在近期的采访中表示美联储已经接近中性利率，未来加息次数将取决于经济数据的走势。这也导致近期市场重新评估美联储的加息方式，对美联储鸽派加息的预期有所抬头，推低了美元利率，从而为美元的上涨加了顶。

预计未来市场预期将继续在美联储鹰派加息和鸽派加息之间摇摆。鹰加和鸽加最大的区别在于鹰加只关注美国国内经济和就业市场等走势，只要经济稳健，就保持一个季度一次的节奏，并可能超越中性利率。而鸽加则会暗示加一步看一步，取决于未来经济数据走势。这两种加法短期内对美元的影响是不同的，如果鸽加预期形成，或许使得美元走弱预期提早兑现。下周，除了美联储会议纪要之外，美联储头三号人物包括主席、副主席和纽约联储主席都将分别发表讲话，这或许是个很好的观测点。

贸易战方面，中美重新开启谈话，让市场看到了希望。但是市场依然保持谨慎，就是怕过多希望最后带来失望。由于副总理刘鹤下周将出访德国，这也打破了之前刘鹤可能在G20会议前去美国谈判的传闻。不过从好的方面来看，特朗普身边的鹰牌纳瓦罗被排除在G20会议以及美国首席贸易代表莱特希泽将前往G20会议意味着中美双方可能会形成框架式共识，为未来的谈判铺路。对于中国来说，如果美国愿意将关税调整到25%的时间点由1月延后的话，这就是中国的阶段性胜利了。这或许会缓解人民币的压力。

未来一周，市场将继续关注美联储动态以及贸易战协商的进展。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1410	0.03%	-4.8%
英镑/美元	1.2877	0.47%	-4.4%
美元/日元	112.93	-0.11%	-0.3%
澳元/美元	0.7251	-1.01%	-6.9%
纽元/美元	0.6806	-0.95%	-3.8%
美元/加元	1.3198	-0.45%	-4.8%
美元/瑞郎	0.9939	0.48%	-2.2%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.9423	0.21%	-6.3%
美元/离岸人民币	6.9342	0.15%	-6.2%
美元/港币	7.8317	-0.03%	-0.3%
美元/台币	30.855	-0.19%	-3.6%
美元/新元	1.3759	0.09%	-3.4%
美元/马币	4.1905	-0.30%	-3.5%
美元/印尼卢比	14595	0.55%	-7.1%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美联储头三号人物的讲话
2. 中美贸易战谈判
3. 欧盟峰会就英国脱欧方案表态

外汇市场：

本周回顾：

- 临近冬日，全球气候变暖，金融市场却传来阵阵寒意。本周全球金融市场再次出现大震荡。最近两个月标普 500 指数从历史高位重挫 9.9%，回吐了年内的所有涨幅。美油价格更是在 10 月初创下 2014 年底以来新高后，呈现断崖式的下跌，在不足两个月的时间里急跌约 30%。除此之外，美国高收益债券的信用利差亦不断扩大。
- 回顾此轮金融市场动荡的原因主要有两个。第一，9 月底美联储如期加息后，释放了鹰派讯号。随后，美联储主席鲍威尔不顾市场腥风血雨，继续发表鹰派言论，使投资者对利率持续上行的担忧不断升温。尽管上周以来美联储副主席及其他官员尝试减轻市场对利率上涨的忧虑，但美国强劲的经济和通胀数据，仍将为未来加息提供依据。在全球经济增速放缓、美国税改刺激作用边际递减，以及金融市场承压的大环境下，美联储渐进加息可能使情况进一步恶化。第二，9 月中美贸易战进一步升级。尽管最近中美重启贸易谈判，但美国副总统在 APEC 峰会上抨击中国一带一路项目的行为，暗示 11 月底 G20 峰会上中美元首会面达成实质性协议的概率不大。反而，美国明年起将 2000 亿美元中国进口产品的关税由 10% 上调至 25% 的风险不容忽视。近期欧元区、日本和中国纷纷显现经济增速下滑的迹象。若中美贸易战升级，全球经济前景可能进一步转弱。
- 整体而言，除非美联储转变鹰派立场，或者月底习特会面为中美贸易关系的改善奠定强劲的基础，否则这两大利淡因素，将使全球投资情绪保持低迷。另外，英国脱欧和意大利预算案这两大不确定性则将在短期内继续限制英镑和欧元的涨幅。因此，避险情绪料间歇性地升温，并继续为美元、美债和日元等避险资产带来支持。而风险资产包括股票、大宗商品及商品货币澳元、纽元和加元则可能呈现反弹动力不足的走势。

本周重点关注货币：

美元指数：

- 美元区间波动，大致持平。
- 起初，市场避险情绪上涨，为避险资产美元和美债带来支持。避险需求主要源自以下几个风险因素。第一，美国 11 月住宅建筑商信心指数急跌至 2016 年 8 月以来最低的 60。数据欠佳，增添市场对美国楼市受压于利率上升的担忧，致美股下跌。第二，市场对月底习特会面达成贸易协议的预期降温。第三，油价再度重挫。
- 不过，随后，关于美联储即将暂停加息的传闻及英镑反弹，致美元回落。
- 展望未来，美元表现将取决于美联储加息步伐及全球风险情绪的变化。一方面，虽然上周以来美联储副主席及其他成员尝试释放偏鸽派讯号，但是美国强劲的经济和通胀数据，仍将为未来加息提供依据。另一方面，中美贸易风险及英国和意大利政治不确定性，料推升避险情绪，从而支持美元在高位盘整。

图 1：美元指数-日线图：美元指数大致持平。能量柱趋向中性，意味着美元进一步走高的机会不大。短期内，美元指数料在 97 的水平遇阻。



美元	美元大致持平。起初，市场避险情绪上涨，为避险资产美元和美债带来支持。避险需求主要源自以下几个风险因素。第一，美国11月住宅建筑商信心指数急跌至2016年8月以来最低的60。数据欠佳，增添市场对美国楼市受压于利率上升的担忧，致美股下跌。第二，市场对月底习特会达成贸易协议的预期降温。第三，油价再度重挫。不过，随后，关于美联储即将暂停加息的传闻及英镑反弹，致美元回落。展望未来，美元表现将取决于美联储加息步伐及全球风险情绪的变化。一方面，虽然上周以来美联储副主席及其他成员尝试释放偏鸽派讯号，但是美国强劲的经济和通胀数据，仍将为未来加息提供依据。另一方面，中美贸易及英国和意大利政治不确定性，料推升避险情绪，从而支持美元在高位盘整。
欧元	欧元区间波动，主要是因为意大利预算案依然存在不确定性。意大利副总理态度的摇摆，使市场对意大利妥协的期望大起大落。而且即使意大利政府作出妥协，预算案依然需要通过意大利议会。在此之后，欧盟还需要各个成员国的财政部部长投票同意，才能够开启“超额赤字程序”，并对意大利进行罚款。未来数月内，意大利政治不确定性料无法完全消退。而欧元上升空间也可能因此受限。另一方面，欧元区疲软的经济数据，使市场质疑欧洲央行短期内加息的可行性。美欧货币政策分歧也可能利淡欧元。
英镑	英镑先跌后大涨。最新消息指欧盟委员会批准欧英关系的政治宣言草案，欧盟和英国设想建立结合深层监管和合作的自贸区。这支持英镑大幅反弹。惟脱欧真正难关可能还在后头。尽管英国首相梅姨暂时躲过下台的风险，但工党领袖和北爱 DUP 盟友皆表示对脱欧方案的不满。这意味着脱欧方案通过英国议会的难度较大。因此，英镑上升空间料有限。
日元	日元窄幅波动，主因受惠于避险需求。不过，日央行行长黑田东彦指2020财年期间通胀达标的可能性微乎其微（10月CPI同比增速仅达1.4%），并重申在通胀达标前维持宽松货币立场不变。整体而言，避险情绪或间歇性地升温，从而支持日元。而美日货币政策分歧的扩大则将继续削弱日元的上升动能。
加元	强美元及油价重挫，拖累加元震荡下跌。美国总统特朗普表示沙特已积极回应其压低油价要求，且国际能源署署长警告油市正进入一个充满前所未有的不确定性之阶段。这拖累油价一度急跌7%。短期内，供应过剩及需求减弱的预期或使油价继续在低位徘徊，并继续利淡加元。不过，我们依然认为加元进一步下跌的空间有限，因为加央行短期内存在加息的可能。
澳元	澳元回吐上周涨幅，主因是风险情绪恶化，及中美元首会面达成协议的预期降温。另外，澳储行重申短期内缺乏调整利率的必要，而市场亦预计明年11月前该央行加息概率小于50%。澳美息差或利淡澳元。
纽元	纽元有所回落。背后原因包括风险情绪恶化、美元走强，以及全球乳制品贸易价格指数录得十二连跌。短期内，随着避险情绪间歇性地升温，商品货币的上升空间或继续受限。此外，虽然纽储行可能不会减息，但短期内加息机会也不大。因此，美纽货币政策分歧可能限制纽元升幅。
人民币	人民币对一篮子货币一度跌至92的关键水平。这背后原因主要有两个。第一，市场对月底习特会达成实质性协议的预期降温。由于中方坚持部分不可协商领域，而美国副总统则在APEC峰会上抨击中国一带一路计划，月底双方元首会面为中美改善贸易关系奠定强劲基础的概率不大。第二，中美利差收窄。尽管中国当局推出一系列刺激政策，但10月信贷数据依然疲软。因此，市场对中国央行进一步放松政策的预期升温。相反，美联储将渐进加息。因此，中美利差正逐渐收窄。短期内，这两个因素或继续为人民币带来下行压力。不过，本周初人民币中间价强于预期的水平，意味着央行仍会在必要时维稳货币。
港元	美元/港元在7.83附近徘徊。在没有季节性因素及大型IPO的影响下，加上贷款需求疲软，资金保持充裕。深港通和沪港通下资金温和南下，也有助港元流动性保持充裕。因此，一个月港元拆息进一步下滑至5月份以来最低水平0.989%。不过，鉴于当前的银行总结余较5月底少30%，我们认为近期港元拆息的回落并不可持续。反而，短端流动性可能从11月底开始趋紧。年结效应叠加最优贷款利率上调的预期，可能带动一个月港元拆息重返2%以上水平。而美元/港元则可能再度迈向7.82，甚至以下水平。

欧元:

- 欧元区间波动，主要是因为意大利预算案依然存在不确定性。意大利副总理 Salvini 态度的摇摆，使市场对意大利妥协的期望大起大落。
- 而且即使意大利政府作出妥协，预算案依然需要通过意大利议会。在此之后，欧盟还需要各个成员国的财政部部长投票同意，才能够开启“超额赤字程序”，并对意大利进行罚款。未来数月内，意大利政治不确定性料无法完全消退。而欧元上升空间也可能因此受限。
- 另一方面，欧元区 10 月 CPI 按年上升 2.2%。惟近期油价大跌，或削弱欧元区的通胀压力。此外，欧元区近期经济数据表现欠佳。因此，虽然欧洲央行会议纪要表达对经济增长的信心，但市场质疑欧洲央行短期内加息的可行性。美欧货币政策分歧也可能利淡欧元。

图 2：欧元/美元-日线图：能量柱由负转正，带动欧元兑美元重上 1.14 的水平。展望未来，若欧元兑美元能企稳 1.14 的支持位，欧元或逐步向上。



英镑:

- 英镑先跌后大涨。
- 内部方面，英国首相任命新脱欧事务大臣，并称自己会负责英欧未来关系的政治宣言谈判。另外，“硬脱欧”派的官员选择留任，辞职潮暂时告终。此外，保守党议员当中不支持首相的人数不足以触发对首相领导挑战的投票，这意味着首相梅姨下台的风险稍微缓和。因此，英镑的下行风险有所减轻。
- 外部方面，最新消息指欧盟委员会批准欧英关系的政治宣言草案，欧盟和英国设想建立结合深层监管和合作的自贸区。英镑应声大幅反弹。11月25日英国和欧盟将签署脱欧草案及宣言草案。
- 惟脱欧真正难关可能还在后头。工党领袖和北爱 DUP 盟友皆表示对脱欧方案的不满。这意味着脱欧方案通过英国议会的难度较大。因此，英镑上升空间料有限。

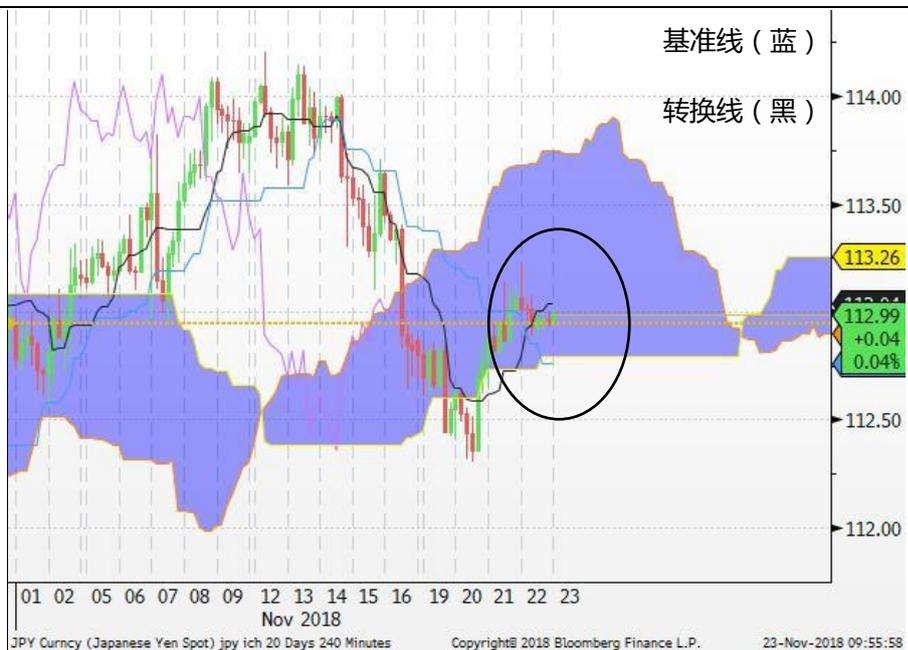
图 3：英镑/美元-日线图：英镑兑美元逼近 1.29。不过，空方力量较强，英镑回调的可能性不可排除。短期内，英镑兑美元料在 1.2710-1.3090 波动。



日元:

- 日元窄幅波动。
- 本周市场对中美达成贸易协议的预期降温，加上英国脱欧谈判及意大利风险未消散，以及美股和油价大跌，各项风险因素充斥，致避险情绪上升，从而为日元提供支持。
- 不过，日本 10 月 CPI 同比增速仅达 1.4%，符合预期，主要由能源价格上升拉动。近期油价大幅回落，或导致通胀压力有所减轻。日央行行长黑田东彦亦指 2020 财年期间通胀达标的可能性微乎其微，并重申在通胀达标前维持宽松货币立场不变。
- 整体而言，避险情绪或间歇性地升温，从而支持日元。而美日货币政策分歧的扩大则将继续削弱日元的上升动能。

图 4：美元/日元 - 4 小时图：转换线向上穿越基准线，意味着美元/日元可能维持上扬的走势。短期内，云层顶部的先行线将是较强的阻力位。



加元:

- 强美元及油价重挫，致加元震荡下跌。
- 尽管消息指 OPEC+ 讨论减产 140 万桶/日，且沙特驻 OPEC 代表指已达成初步石油减产协议（减产数量未订），惟这未能对油价带来支撑。美国总统特朗普表示沙特已积极回应其压低油价要求，且国际能源署署长警告油市正进入一个充满前所未有的不确定性之阶段。这拖累油价一度急跌 7%。再者，沙特原油产量飚升，且美国 EIA 原油库存继续上涨，也利淡油市。不过，随着风险情绪改善，加上 API 报告指原油库存意外地减少 150 万桶，油价携手加元收复部分失地。
- 短期内，供应过剩及需求减弱的预期或使油价继续在低位徘徊，并继续利淡加元。不过，我们依然认为加元进一步下跌的空间有限，因为加央行短期内存在加息的可能。

图 5：美元/加元 - 日线图：美元/加元一度逼近 1.33 后回落。多方力量减弱，这料削弱美元/加元的上涨动能。短期内，该货币对子料维持区间波动走势。



澳元:

- 澳元回吐上周涨幅，受风险情绪恶化，及中美元首会面达成协议的预期降温。
- 另外，尽管澳联储会议纪要传达当局对经济前景的乐观态度，并指下次调整货币政策大概率是加息，但同时表示短期内调整利率的必要性不大。澳联储保持中性立场，因此未能支持澳元。
- 铁矿石价格上涨 1%，但对澳元的支持亦十分有限。
- 展望未来，澳元的上行空间料有限。一方面，目前市场预期明年 11 月前澳联储加息概率小于 50%。澳美货币政策分歧将利淡澳元。另一方面，中美贸易谈判未见显著进展，贸易风险亦可能增添澳元的波动性。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元的反弹受阻后回落。多方力量依然较强，因此澳元下行空间料有限。短期内，澳元/美元料在 0.7200-0.7290 区间波动。



纽元:

- 纽元有所回落。有以下原因。
- 第一，风险情绪恶化。自美国副总统在 APEC 峰会上抨击中国以来，市场对中美达成贸易协议的预期降温。因此，商品货币回吐由中美贸易战暂停的预期所带来的涨幅。
- 第二，避险需求推升美元，而美债收益率则没有进一步下跌。因此，纽元受到强美元和美纽息差的双重打击。
- 第三，乳制品价格下跌。全球乳制品贸易价格指数较上次拍卖价格下跌 3.5%，并录得十二连跌。作为新西兰的主要出口商品，乳制品价格的下跌，难免拖累纽元走弱。
- 短期内，随着避险情绪间歇性地升温，商品货币的上升空间或继续受限。此外，虽然纽联储可能不会减息，但短期内加息机会也不大。因此，美纽货币政策分歧可能限制纽元升幅。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元兑美元在 0.6880 遇阻。多方力量较强，这或为纽元提供上行动力。短期内，关注纽元能否突破该阻力水平。



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	24464.69	-3.73%	-1.03%
标准普尔	2649.93	-3.16%	-0.89%
纳斯达克	6972.25	-3.80%	1.00%
日经指数	21646.55	-0.16%	-4.91%
富时 100	6960.32	-0.76%	-9.46%
上证指数	2615.92	-2.36%	-20.90%
恒生指数	25860.11	-1.24%	-13.57%
台湾加权	9675.76	-1.24%	-9.09%
海峡指数	3038.37	-1.47%	-10.71%
吉隆坡	1690.38	-0.94%	-5.92%
雅加达	6000.49	-0.20%	-5.59%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.68%	3.2	98
2年美债	2.81%	1	93
10年美债	3.06%	0	66
2年德债	-0.58%	1	5
10年德债	0.37%	0	-6

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	53.93	-4.5%	-10.7%
布伦特	62.64	-8.1%	-6.3%
汽油	149.40	-17.1%	-17.0%
天然气	4.24	49.3%	43.7%
金属			
铜	6255.00	0.8%	-13.7%
铝	1950.25	1.5%	-13.6%
贵金属			
黄金	1228.60	0.5%	-6.2%
白银	14.47	-15.6%	-15.6%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.103	-11.9%	-12.6%
棉花	0.7651	0.5%	-2.7%
糖	0.1268	-0.1%	-16.4%
可可	2,084	8.9%	10.1%
谷物			
小麦	4.9875	-1.6%	16.8%
大豆	8.830	-1.0%	-7.2%
玉米	3.6175	-0.8%	3.1%
亚洲商品			
棕榈油	1,878.0	5.8%	-23.2%
橡胶	135.1	--	-34.2%

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。
