

全球外汇周报：
本周随笔：美联储货币政策正常化的拐点

自2017年以来，美联储已经加息6次，根据最新的美联储11月会议纪要来看，美联储12月加息基本没有悬念，这也意味着美联储在2017和2018年两年总共加息7次。除了2017年三季度之外，美联储基本保持了一个季度加息一次的频率。符合其过去几年货币政策稳步正常化的基调。从效果来看，2017年以来的6次加息并没有对美国的经济带来很多冲击，相反刚刚公布的三季度GDP数据中，美国是少数几个超预期的国家。通胀虽有抬头，但并没有突破2%的目标。结合就业、经济和通胀的表现来看，美联储过去两年货币政策化的效果显著，即没有影响经济同时又抑制了经济过热的风险，为经济长期稳健的发展打下了基础。

可以说过去几个月美联储官员对经济乐观的评论是有坚实基础的。但是本周最让市场意外的莫过于美联储主席鲍威尔的讲话。其对“利率仅略低于中性利率一系列预测区间”的阐述，加剧了市场对美联储明年加息预期的重估，并带动了美元的大幅回落。市场的反应之所以如此剧烈，是因为10月初鲍威尔曾说我们离中性利率还很远。不到两个月之内，是什么让鲍威尔从很远变成了略低？是因为经济出现了显著放缓吗？并不是。相反，相对全球其他主要国家，美国经济依然保持强劲。是因为近期股票的大跌吗？或许。还是因为特朗普总统在推特上对美联储加息的猛烈批评吗？这个我们就不清楚了。但是市场如果因此开始质疑美联储的独立性，这也无可厚非。

如果咬文嚼字的话，鲍威尔的话并没有错，根据美联储自己的预测，目前中性利率预测区间在2.5%到3.5%。而目前的联储利率是2%-2.25%。联储利率的上限2.25%确实只是略低于中性利率预测区间的下限2.5%。只是鲍威尔措辞转向之快，让大家有点不适应。

结合本周美联储官员一系列评论以及美联储货币政策会议纪要来看。未来有两点比较清晰。第一，就是12月加息基本是大概率事件。第二，2019年开始美联储可能会改变未来加息的措辞，淡化稳步加息，强调加息将取决于经济数据的走势。2017年以来，闭着眼睛加息的货币政策正常化的道路或许已经接近拐点。

目前市场对美联储明年加息次数的预期出现了较大幅度回落。但是笔者认为，现在预测美联储明年上半年就暂停加息可能还为时过早。笔者认为目前美国的情况可以支持美联储在明年上半年继续加息两次。使得美国利率接近3%左右的中性利率。而在此之后将更多取决于数据的走势。因此，笔者认为美元贬值提前到来的可能性并不大，明年上半年美元依然有可能走强。只是这种强势在下半年会消失，并最终导致美元回落。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1393	0.55%	-5.0%
英镑/美元	1.2785	-0.06%	-5.1%
美元/日元	113.38	-0.41%	-0.7%
澳元/美元	0.7315	1.27%	-6.1%
纽元/美元	0.6862	1.28%	-3.0%
美元/加元	1.3287	-0.44%	-5.5%
美元/瑞郎	0.9966	-0.07%	-2.4%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.9421	0.09%	-6.3%
美元/离岸人民币	6.9394	-0.09%	-6.3%
美元/港币	7.8205	0.04%	-0.1%
美元/台币	30.77	0.41%	-3.3%
美元/新元	1.3701	0.31%	-3.0%
美元/马币	4.1855	0.08%	-3.4%
美元/印尼卢比	14288	1.73%	-5.1%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. G20 会议
2. OPEC 会议
3. 全球主要经济体 PMI 数据

外汇市场：

本周回顾：

所谓解铃还须系铃人，由美联储鲍威尔 10 月初的一句话“距离中性利率还有很长一段路”引发的全球市场动荡，在本周鲍威尔的口风突转中得到了缓和。随着美联储鸽派加息的预期升温，货币政策分歧对美元的支持有所减弱，因此美元回吐涨幅。而对利率持续上升的担忧减退，则带动风险情绪改善，并支持美股收复失地。然而，尽管美联储鹰派加息机会减小，但 11 月会议纪要暗示 12 月加息概率高。因此，短期内货币政策分歧和经济分歧，仍可能支持美元继续在高位盘整。另外，避险情绪间歇地升温，也将利好美元。纵观环球市场，不难发现处处存在隐患。**第一**，上周末欧盟通过了英国脱欧协议草案，但后方依然困难重重。尽管英国首相可能允许英国议会修改草案，但鉴于英国内部分歧，下议院于 12 月 11 日投票否决草案的可能性依然存在。这可能继续增添英镑波动性，并限制英镑的涨幅。**第二**，意大利政府可能下调预算赤字率，但欧盟是否满意仍属未知。**第三**，欧元区和日本 11 月制造业 PMI 分别下滑至 30 个月和 2 年新低，中国同月制造业 PMI 亦进一步下跌至 50.0，反映全球经济增速出现放缓的迹象。且不论一直鸽派的日本央行，现在就连信心十足的欧洲央行也未必能够如期于明年开始加息。若欧洲央行迟迟无法追上美联储的加息步伐，欧元或继续承压。**第四**，油价反复下滑，暂时在 50 美元/桶附近整固。欧元区、日本和中国经济表现欠佳，难免让人担忧原油需求的前景。下周 OPEC 会议上，产油国能否达成减产协议值得关注。若减产协议泡汤，供过于求的担忧或使油价继续在低位徘徊，从而削弱加元的上涨动能。**最后**，中美贸易战消息喜忧参半。美国总统特朗普表示如果本周末与中国谈判无果，将如期于明年 1 月 1 日把 2000 亿美元的中国进口商品的关税上调至 25%，并把筹码翻倍至 5050 亿美元。在此情况下，市场对贸易风险的担忧将推升避险情绪，从而支持美元和日元，同时打压商品货币、人民币及其他新兴市场货币。

本周重点关注货币：

欧元：

- 欧元反弹，但未来升幅料有限。
- 第一，欧元区经济数据疲软，令市场质疑欧洲央行明年加息的可能性。欧元区 11 月制造业 PMI 进一步下跌至三十个月低位，11 月德国 IFO 商业景气指数连跌三个月，且德国第三季 GDP 终值按季收缩，瑞典和瑞士经济亦萎缩。
- 第二，欧美贸易冲突存在升温的风险。媒体称美国总统特朗普最快可能下星期对欧洲汽车加征进口关税。
- 第三，意大利预算案不确定性尚未消退。最新消息指意大利政府或愿意让步，将预算案的赤字率由 2.4% 下调至 2.2%-2.3%。意大利政府计划在 12 月 3 日就预算案展开辩论。尽管如此，欧盟能否接受这样的修改仍属未知。
- 短期内，欧元区经济表现疲软、欧央行加息预期降温、欧美贸易风险，以及意大利政治风险，这几个因素或导致欧元继续承压。

图 1：欧元/美元-日线图：欧元/美元在 1.1290 附近触底反弹，惟反弹受制于 30 天(橙)移动平均线。若欧元突破该阻力位，可望反覆上试 1.1455。



美元	美元围绕着美联储加息预期区间震荡。起初，美联储副主席扭转此前的鸽派立场，表示支持渐进加息。这加上英镑和欧元重挫，带动美元指数突破 97。随后，美联储主席鲍威尔口风突转，表示利率略低于中性区间。这加上 11 月 FOMC 会议纪要及疲软 PCE 数据，推升鸽派加息的预期，并减轻市场对美联储不断扩大与其他央行货币政策分歧的担忧。因此，美元回吐涨幅。尽管美联储鹰派加息机会减小，但 11 月会议纪要暗示 12 月加息概率高。因此，短期内货币政策分歧和经济分歧，仍可能支持美元继续在高位盘整。另外，欧元区和英国的政治不确定性将持续限制欧元和英镑的上升空间，从而减轻美元的下行风险。若中美贸易风险恶化，避险情绪随之升温，也可能利好美元。
欧元	欧元反弹，但未来升幅料有限，主要原因有三个。第一，欧元区经济数据疲软，令市场质疑欧央行明年加息的可能。欧元区 11 月制造业 PMI 进一步下跌至 30 个月低位，而 11 月德国 IFO 商业景气指数则连跌三个月。第二，欧美贸易冲突存在升温的风险。媒体称美国总统特朗普最快可能下星期对欧洲汽车加征进口关税。第三，意大利预算案不确定性尚未消退。最新消息指意大利政府或愿意让步，将预算案的赤字率由 2.4% 下调至 2.2%-2.3%。然而，欧盟能否接受这样的修改仍属未知。短期内，欧元或续承压。
英镑	脱欧的发展继续主导英镑的走向。上周日欧盟通过英国脱欧草案，这一度支持英镑走强。随后，市场担心方案未能在英国议会通过，令英镑回吐涨幅。最新消息指英国首相可能有所妥协，允许英国议会对草案进行修改，这能否增添草案通过议会的机会值得关注。下议院投票将于 12 月 11 日举行。
日元	避险需求回落，致日元受压。短期内，日元料维持弱势。首先，日本制造业 PMI 下跌至两年低位。这令市场担忧中美贸易战间接地拖累了日本的经济增长。其次，美联储官员重申维持渐进加息的步伐，意味着美日货币政策分歧将扩大。这亦利空日元。至于避险情绪则可能仅为日元提供短暂支撑。
加元	加元对美元下滑，主要是因为油价疲软。近期，欧元区、日本和中国纷纷出现经济增速放缓的迹象。再加上贸易战的影响，全球原油需求或有所减弱。另外，俄罗斯不配合的风险、美国特朗普对沙特产油的干预，以及美国原油产量和库存的持续增长，令市场担忧原油供应过剩。因此，油价持续承压，从而利空加元。下周，OPEC+ 会议能否达成减产协议值得关注。尽管受油市波动的拖累，但加拿大央行加息预期高企（明年 1 月加息概率达 65%），或有助减轻加元的下行压力。
澳元	澳元反复向上，背后利好因素主要有三个。首先，美联储鸽派加息预期升温，令美债收益率回落，从而减轻澳元面临的息差压力。其次，市场憧憬周末习特会面有好结果，从而减轻澳洲经济下行压力。最后，投资者近期持续平盘澳元沽仓。然而，中美贸易风险尚未消退，仍须密切关注。
纽元	纽元震荡走强。美债收益率回落、风险情绪改善及纽储行放宽对楼市的调控，为纽元带来支持。不过，由于经济基本面并非十分强劲，纽储行短期内加息概率偏低。纽西兰经济研究所（NZIER）亦指纽储行将维持利率不变至 2020 年 3 月。这料继续限制纽元的升幅。
人民币	人民币区间波动，主要是因为习特会面存在不确定性。短期内，人民币的走势料依然取决于美元和贸易战发展。尽管白宫经济顾问指特朗普对与中国达成贸易协议持开放态度，且中美元首将于周六会面，但特朗普称如果双方未能达成任何协议，将如期于明年 1 月 1 日起把 2000 亿中国进口商品的关税从 10% 调整至 25%。本周末的会面结果将为人民币的后市表现带来更多指引。不过，无论结果如何，我们依然认为人民币年内在 6.8-7.0 区间内波动，因为中美货币政策分歧可能继续限制人民币的上涨空间，而央行的呵护则可能防止人民币在年内破 7。
港元	美元/港元在 7.82-7.83 的区间内波动。月末效应导致短端港元流动性趋紧，套利交易随之退场，为港元带来支持。同时，港元跟随大势对美元在区间内先跌后涨。短期内，港元走势将取决于港元流动性、美元及人民币。踏入年末，短端港元流动性料显著抽紧，从而为港元带来支撑。惟美元可能继续在高位盘整，而人民币则保持偏弱的走势。因此，美元/港元料难跌破 7.80 水平。

美元指数:

- 美元围绕着美联储加息预期区间震荡。
- 起初，美联储副主席扭转此前的鸽派立场，表示支持渐进加息。这加上英镑和欧元重挫，带动美元指数突破 97。
- 随后，美联储主席鲍威尔口风突转，表示利率略低于中性区间。这加上 11 月 FOMC 会议纪要要透露的谨慎立场，以及 10 月核心 PCE 物价指数按年增速创 2 月份以来最低的 1.8%，推升鸽派加息的预期，并减轻市场对美联储不断扩大与其他央行货币政策分歧的担忧。因此，美元回吐涨幅。
- 然而，尽管美联储鹰派加息机会减小，但 11 月会议纪要暗示 12 月加息概率高。因此，短期内货币政策分歧和经济分歧，仍可能支持美元在高位盘整。另外，欧元区和英国的政治不确定性将持续限制欧元和英镑的升幅，从而减轻美元的下行风险。若中美贸易风险恶化，避险情绪随之升温，也可能利好美元。

图 2：美元指数-日线图：美元指数回落至 97 以下的水平。能量柱趋向中性，美元或维持窄幅波动的走势。短期内，该指数料在 96-97 区间波动。



英镑:

- 脱欧的发展继续主导英镑的走向。
- 上周日欧盟通过英国脱欧草案，这一度支持英镑走强。
- 随后，市场担心方案未能在英国议会通过，令英镑回吐涨幅，并进一步下挫。
- 未来数月，市场将密切需求 12 月 11 日举行的英国下议院投票，以及明年初举行的欧洲议会投票。
- 就英国下议院投票而言，脱欧草案至少需要 320 票才能获得通过。然而，强硬派保守党议员、工党议员及北爱政治联盟议员，皆可能投反对票。部分英国官员已开始争取加入欧洲自由贸易组织，为英国议院否决方案的可能作准备。
- 最新消息指英国首相可能有所妥协，允

图 3：英镑/美元-日线图：英镑/美元在 1.28 好淡争持。能量柱趋向空方，英镑短期内或面临下行压力。整体而言，英镑/美元料在 1.2710-1.3090 波动。



许英国议会对草案进行修改，这能否增添草案通过议会的机会值得关注。

日元:

- 避险需求回落，致日元对美元一度下挫至两周低位。
- 短期内，日元料维持弱势，主要受到两项因素的影响。首先，日本11月制造业PMI下跌至两年低位，其中新订单指数及企业信心指数皆有所下滑。这令市场担忧中美贸易战间接地拖累了日本的经济增长。
- 其次，美联储官员重申维持渐进加息的步伐。相反，日本央行行长重申在通胀达标前不会退出宽松货币政策。目前，通胀仍远离2%的目标，意味着美日货币政策分歧将进一步扩大，从而利淡日元。
- 其他方面，尽管避险需求可能间歇升温，但或仅为日元提供短线支撑。

图4：美元/日元 - 4小时图：美元/日元在113.80见顶后回落。整体而言，美元兑日元料维持区间波动的走势。云层顶部的先行线为较强的支持。



加元:

- 加元对美元下滑，主因是油价疲软。
- 近期，欧元区、日本和中国纷纷出现经济增速放缓的迹象。再加上贸易战的影响，全球原油需求或有所减弱。另外，俄罗斯不配合的风险（媒体称俄罗斯认为需逐渐减产，但不希望减产太多）、美国特朗普对沙特原油的干预，以及美国原油产量和库存的持续增长，令市场担忧原油供应过剩。因此，油价持续承压，从而利淡加元。下周 OPEC+ 会议能否达成减产协议值得关注。
- 尽管受油市波动的拖累，但加元下行空间料有限。具体而言，加拿大10月CPI按年增长2.4%。这将为加拿大央行加息提供依据（明年1月加息概率达65%），从而为加元带来一定的支撑。此外，墨西哥候任财长指美加墨将在G20峰会上签订修订后的USMCA方案，这或减轻贸易风险。

图5：美元/加元 - 日线图：美元/加元短线突破1.33后回落。尽管多方力量依然较强，惟美元/加元大幅上行空间有限。美元/加元料维持区间波动。



澳元:

- 澳元反复向上，背后利好因素主要有三个。首先，美联储鸽派加息预期升温，令美债收益率回落，从而减轻澳元面临的息差压力。其次，市场憧憬周末习特会面有好结果，从而减轻澳洲经济下行压力。最后，投资者近期持续平盘澳元沽仓。
- 然而，中美贸易风险尚未消退，仍须密切关注。美国总统特朗普指如果本周与习近平的会议未能达成共识，将按照原定计划上调 2000 亿美元中国商品的进口关税率至 25%。此外，白宫经济顾问库德洛指中国现时未有更改其贸易立场，认为中美领导人的会面难以取得大进展。若中美贸易风险持续升温，将为澳洲经济带来冲击，从而利淡澳元。
- 另一方面，市场预计澳储行在明年 12 月前加息的机会低于 50%。这仍可能增添澳元的下行压力。

图 6：澳元/美元 - 日线图：澳元/美元在 0.7200/0.7340 区间波动。多方力量较强，这料为澳元提供支持。若澳元/美元突破 0.7340 的阻力，则可反覆向上。


纽元:

- 纽元震荡走强。美债收益率回落、风险情绪改善及纽储行放宽对楼市的调控，为纽元带来支持。具体而言，纽储行金融稳定报告指金融体系的风险下降，但风险水平依然较高。鉴于楼市冷却，纽储行将于明年 1 月 1 日，放宽按揭贷款比例。市场认为此举可能提前纽储行加息的时间，因此纽元受到支撑。
- 不过，疲软的经济数据，利淡纽元。具体而言，纽西兰第三季零售销售（扣除通胀）按季零增长，逊于预期。10 月贸易逆差亦扩大至 12.95 亿纽元。由于经济基本面并非十分强劲，纽储行短期内加息概率偏低。纽西兰经济研究所（NZIER）亦指纽储行将维持利率不变至 2020 年 3 月。这料继续限制纽元的升幅。

图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元兑美元的反弹再次在 0.6880 遇阻。短期内，若纽元能突破该阻力水平，则可能反覆上试 0.6970。



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	25338.84	4.34%	2.51%
标准普尔	2737.76	4.00%	2.40%
纳斯达克	7273.08	4.81%	5.36%
日经指数	22351.06	3.25%	-1.82%
富时 100	7038.95	1.24%	-8.44%
上证指数	2575.02	-0.17%	-22.14%
恒生指数	26542.04	2.37%	-11.29%
台湾加权	9888.03	2.28%	-7.09%
海峡指数	3124.86	2.37%	-8.17%
吉隆坡	1694.99	-0.05%	-5.67%
雅加达	6082.84	1.28%	-4.29%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.71%	1.5	101
2年美债	2.80%	0	92
10年美债	3.02%	-2	62
2年德债	-0.60%	-2	3
10年德债	0.32%	-2	-11

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	51.49	2.1%	-14.8%
布伦特	59.67	-12.5%	-10.8%
汽油	145.84	-19.1%	-18.9%
天然气	4.61	62.2%	56.1%
金属			
铜	6212.00	0.1%	-14.3%
铝	1946.75	-0.2%	-13.8%
贵金属			
黄金	1223.70	0.0%	-6.5%
白银	14.25	-16.9%	-16.9%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.085	-13.3%	-14.0%
棉花	0.7664	2.3%	-2.5%
糖	0.1287	3.2%	-15.1%
可可	2,106	10.0%	11.3%
谷物			
小麦	5.0000	0.1%	17.1%
大豆	8.878	0.8%	-6.7%
玉米	3.6175	0.8%	3.1%
亚洲商品			
棕榈油	1,870.0	0.2%	-23.5%
橡胶	139.2	3.0%	-32.2%

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。
