

一周综述

美联储如市场预期启动了资产负债表收缩的计划。应该说美联储和市场的沟通已经非常充分了，美联储的缩表路线图早在6月就已经公布，没有意外。从10月开始美联储将每月减少到期的国债和抵押贷款支持证券再投资100亿美元，并每个季度递增100亿美元直到单月缩表达到500亿美元的规模。这也意味着未来一年，美联储将缩表3000亿美元，美联储资产负债表规模将从现在4.45万亿美元的规模下降到4.15万亿美元左右。

3000亿美元算多吗？放在2016年的时候可能不算少，但是今年来看真的不算啥。这主要是今年以来，欧洲央行和日本央行的资产负债表的规模迅速扩张。欧洲央行的资产负债表从2016年的3.85万亿美元扩张到8月底的5.09万亿美元，（即使排除汇率因素，以欧元计价的欧洲央行资产负债表8个月增长16.8%），除了欧洲央行之外，日本央行的资产负债表规模也由2016年的4.07万亿美元扩张至8月底的4.65万亿美元。如果把三大央行的资产负债表放在一起来看的话，今年以来美联储的资产负债规模已经被欧洲央行和日本央行超过，而截至8月，欧洲央行和日本央行资产负债表规模增长超过1.8万亿美元，并且将会继续增长。所以，美联储第一年3000亿美元的缩表相对欧洲央行和日本央行资产负债表的扩张规模根本不算什么。这也意味着即使美联储下个月开始缩表，全球流动性还将继续扩张直到欧洲央行停止扩张资产负债表。从这个角度来看，美联储的缩表今年年内可能无法打破目前的流动性盛宴。但是毫无疑问的是，全球流动性见顶是每个投资者都不能不关注的灰犀牛事件，只是这头灰犀牛什么时候会加速冲过来还是个未知数。

从市场的反应来看，投资者对本周美联储会议的解读偏鹰派，所以美联储会议后美国国债收益率上升带动美元反弹。之所以市场解读偏鹰派主要是因为美联储委员们的点状图预测并没有受到近期通胀率回落的影响，依然预测今年加息一次以及明年加息三次。但是市场却忽略了美联储鸽派的一面那就是美联储官员下调了长期均衡利率，从原先的3%下调至2.75%。当然，随着耶伦任期即将结束，美联储长期的观点将取决于下一届领导层。

本周，人民币延续跌幅，部分受到美元走强的原因影响。但是讽刺的是，打破人民币贬值的是评级机构标准普尔的降级。标准普尔周四宣布将中国长期主权评级由AA-下调到A+，这也是继穆迪之后第二个下调中国评级的评级机构。应该说，标普的降级不算太意外，在5月穆迪下调之后，市场就有预期标普可能会跟进，因为标普和穆迪在2016年3月的时候就先后下调了中国的展望。显然，中国投资者是不买账的。看过5月穆迪降级后人民币表现就知道昨晚人民币的反弹并不意外。当然，这都只是短期现象，最终还是要取决于基本面和资本流动。

下周市场将关注美联储官员一系列讲话包括纽约联储主席Dudley以及主席耶伦的讲话。此外，数据方面美国的二季度GDP数据以及物价指数和中国的制造业采购经理人数据也是市场关注的地方。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1956	0.18%	13.8%
英镑/美元	1.3583	-0.05%	10.4%
美元/日元	111.74	-0.84%	4.5%
澳元/美元	0.7924	-0.89%	10.4%
纽元/美元	0.729	0.07%	5.9%
美元/加元	1.2311	-1.06%	8.9%
美元/瑞郎	0.9671	-0.89%	5.0%

亚洲主要货币

美元/人民币	6.5860	-0.51%	5.5%
美元/离岸人民币	6.5782	-0.54%	5.9%
美元/港币	7.8086	0.11%	-0.7%
美元/台币	30.217	-0.55%	6.7%
美元/新元	1.3488	-0.39%	7.0%
美元/马币	4.1960	-0.19%	6.9%
美元/印尼卢比	13325	-0.65%	1.1%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. 美联储官员一系列讲话
2. 周日的德国大选
3. 美国GDP数据以及中国制造业数据

作者：

谢栋铭

xied@ocbc.com

(65)6530-7256

李若凡

carierli@ocbcwh.com

外汇市场：

本周回顾：

风险偏好回归，VIX 下挫至 10 以下水平，全球股市再创新高，而美债收益率也大幅反弹。实际上，继加拿大央行之后，英国央行也宣称即将加息。但是，市场似乎仍然轻视“全球央行收紧流动性”这头灰犀牛的存在。而我们则认为央行收水只会迟到不会缺席。只要未来数据证实全球经济正继续稳健增长，那么多家央行将开始收水，这里面还将包括明年大概率开始缩减 QE 的欧洲央行。本周美联储表示不畏飓风，并决定 10 月开启缩表，且预计年内将再度加息。鉴于美联储的鹰派立场，我们认为美元存在短期反弹机会。但当全球央行都加入收水队伍时，美元则未必表现最佳。在税改落地及债务上限问题解决之前，美元今年之内在 91-94 区间内波动的可能性较大。若英国首相今天演讲助下周脱欧谈判破冰，或带动英镑进一步上升。另外，由于欧元区政治风险较小、经济复苏较强劲，且央行收水机会较大，欧元中长期表现料较为稳健。下周关注欧洲央行行长德拉吉讲话。商品货币方面，铁矿石或因供过于求而继续下挫，继而利淡澳元。反而纽元可能因为 9 月 23 日大选后果不如预期悲观而出现反弹。

美元	风险偏好的回归加上市场对美联储加息预期的上涨，带动美国 10 年期国债收益率企稳于 2.2% 之上。FOMC 之前市场对美元持谨慎态度，但会议过后 2 年期美债收益率升至 2008 年底以来新高，同时美元指数也大幅上升，主要是因为美联储看轻飓风的影响，并维持稳步加息的路径。另外，由于初期缩表规模较小，美联储 10 月启动缩表的消息对市场带来冲击不大。下周我们将关注共和党领导人和特朗普政府公布的税改框架，及美联储官员的讲话，以判断美元后市表现。
欧元	欧元本周震荡走强。欧洲央行官员表示将维持宽松政策，及媒体称欧元过强令该央行内部存在分歧，这或导致 10 月未必顺利公布缩减 QE 的计划。但消息无阻欧元兑美元升穿 1.2。而美元反弹也未令欧元大幅回落。欧元兑美元短期内料继续在 1.1830-1.2070 区间内波动。重点关注德国大选和欧洲央行官员讲话。
英镑	英国央行行长阐明温和加息立场，英国外交大臣准备辞职的消息，加上美元反弹，使英镑短暂受压。全球关注周五首相梅姨的演讲。媒体称梅姨或在“分手费”上作出妥协。短期内我们仍看好英镑。至于强势能否持续则将取决于英国央行加息的步伐。这使 10 月英国经济数据尤为重要。
日元	市场焦点从朝鲜转移至 FOMC。美联储 12 月加息概率升穿 50%，这与日本央行宽松政策立场形成鲜明对比。息差因素使日元进一步下滑。若日本提前大选，安倍连任的可能性较大，而安倍经济学将利淡日元。美元兑日元料下试 112.9。
加元	加拿大央行副行长关于加息的谨慎言论使该央行年内第三次加息的预期有所回落。美债收益率逐步上涨，使美元和加元息差低位反弹，并为加元带来下行压力。尽管油价因油市长期再平衡的预期而在高位盘整，但对加元带来的支撑不大。
澳元	澳储行会议纪要重申不乐见澳元过强，但仍看好就业和经济前景。澳储行行长再度释放偏鸽派信号，市场对澳储行明年跟随加拿大央行步伐加息的预期有所降温。再加上铁矿石价格大幅回落的影响，澳元或持续受压。
纽元	市场聚焦新西兰大选，民调结果显示领先党派不断在国家党和工党之间切换，造成纽元大幅波动。如果大选结果不似预期般悲观，纽元可能纠正近期偏低的估值。市场应留意澳元对纽元回调的可能。下周关注大选后首次纽储行政会议。
人民币	本周人民币快速下滑，这可能与中国经济数据不佳有关。另外，本周美债收益率上涨，息差收窄利淡人民币。至于标普下调中国主权评级则属意料之中，因此对人民币影响甚小。过去几天人民币中间价与预期较接近，显示 6.5-6.6 是短期内较为理想的区间。
港元	香港金管局短短六周内二度宣布发行外汇基金票据。此举致港元快速反弹，加上众安招股抬高资金需求，港元拆息应声上涨。因股市持续吸引资金净流入，流动性料保持充裕，并促使金管局继续增发票据。届时若美联储逐步加息，或驱使港元拆息上升。息差收窄将有助减轻港元下行压力。

经济数据及主要事件：**美元：**

8月份优于预期的通胀数据为美债收益率和美元带来强劲支撑，而美联储12月加息概率也应声上涨至50%以上。尽管特朗普称“北韩领导人金正恩自寻死路”，但并没有使避险情绪升温。风险情绪高涨继续带动标普和道指屡创收盘新高，VIX更再度跌穿10这个关键水平。惟在FOMC前市场谨慎看待美元，因此美元指数有所回调。

FOMC过后，美元指数才呈现快速上涨的走势，主要是因为美联储看轻飓风的影响，并维持稳步加息的路径。具体而言，美联储称飓风将会影响短期经济活动（受到飓风影响，8月工业生产创逾八年最大跌幅），但不会对经济基本面造成实质性冲击（上周首次申领失业救济金人数再度下降至250,000左右水平），且飓风过后物价上涨，可能使通胀受到短暂提振。除了上周亮丽CPI数据之外，本周公布的8月进口价格指数按月增幅显著扩大至0.6%，暗示通胀压力上升。对于通胀，耶伦表示“若通胀持续低于目标，可能调整渐进式加息，但不会调整缩表”。下周PCE将是关注焦点。

根据最新点阵图，美联储年内仍将加息一次，而明年则可能进一步加息3次。美联储鹰派立场使市场重新评估加息概率，今年12月加息可能性已从上周五的46.7%上升至63.8%。同时，2年期美债收益率上升至2008年底以来新高，而长期债息和美元指数亦携手上扬。另一方面，美联储宣布10月开启缩表，且表示缩表进程将会是可预测的。我们认为缩表初期规模相对较小，因此对市场冲击有限，这也反映在周四亚洲股市稳健的表现上。因此，短期内缩表料不会对美元带来显著支撑。

目前看来，加息预期上升并未能支撑美元和美债收益率可持续的上升。下周共和党领导人和特朗普政府将宣布税改框架，而美联储官员也将陆续讲话。这将影响美元后市表现。不过，未来一段时间内，朝鲜半岛局势和美国债务上限问题仍可能限制美债收益率和美元的升幅。我们预计美元指数仍将在91-94区间内波动。上周五至本周四，美元指数升值0.42%，期间美元指数最低为91.526，最高为92.697，收于92.259。

欧元：

本周欧元先升后跌。FOMC之前，市场对美元持观望态度。多数欧洲央行委员继续发表鸽派言论。其中欧洲央行Weidmann预计货币政策将保持“超宽松”。德国财长也表示“欧洲央行退出宽松须非常谨慎。”另外，媒体称欧洲央行预计2018年到期债券再投资规模为每个月150亿欧元。这意味着该央行退出QE的步伐将会是缓慢的。再者，欧媒体报道称“欧洲央行官员可能因为欧元过强而对于是否在10月确定QE具体推出日期存在分歧。”不过，欧元对于这样的言论和报道并没有作出强烈反映。美元因素继续主导欧元的变化。此外，亮丽数据也为欧元带来支持。欧元区9月ZEW经济景气回升至31.7，德国9月ZEW经济景气上升至87.9，且欧元区7月经常帐盈余则扩大至325亿欧元。

FOMC之后，美元反弹使欧元对美元大幅回落。下周税改框架的宣布及美联储成员的言论，将影响美元，以及欧元对美元的表现。此外，我们将关注欧洲央行委员的讲话，任何关于欧元过强的评论皆可能利淡该货币。不过，比起其他主要经济体，欧元区政治风险较小、经济复苏较强劲，且央行收水机会较大，因此欧元中长期表现料较为稳健。我们认为欧元兑美元将在1.1830-1.2070区间内波动。上周五至本周四，

欧元贬值 0.03%，期间欧元兑美元最低为 1.1862，最高为 1.2033，收于 1.1941。

英镑：

上周五英国央行鸽派委员 Vlieghe 意外转鹰，表示未来几个月可能需要加息。央行全体成员齐心协力推高 11 月加息的可能性至 67.7%，并带动英镑升至脱欧以来最高的水平。惟本周央行行长卡尼表示“加息是有限的，并且是循序渐进的”，其言论使英镑有所回落。

周三公布的经济数据加上 FOMC 前市场对美元谨慎态度，则使英镑再度反弹。英国 8 月零售销售按月增加 1%，创 4 个月最大增幅。强劲的销售数据或为英国央行于 11 月加息提供了更坚实的基础。惟加息预期高涨敌不过美元反弹带来的冲击，FOMC 后，英镑兑美元由高位 1.3657 急跌约 1.5% 至 1.3453。

比起美元因素和央行因素，脱欧对英镑带来的影响显得微不足道。本周脱欧再次出现在新闻头条，媒体称英国外交大臣 Johnson 可能因不满首相的脱欧方案而在周末辞职。但英镑多头华丽丽地无视了这样一则新闻。而过去三轮谈判以无果告终也无阻英镑在加息预期的支撑下大幅上涨。我们认为英镑后市走向仍将取决于英国加息步伐。英国脱欧可能影响经济数据，继而导致英国采取较缓慢的路径。媒体称“梅姨或公布在脱欧的两年过渡期内向欧盟支付 200 亿欧元，前提是英国能进入欧盟单一市场和某种形式的海关联盟。”市场期待梅姨周五发表关于脱欧的演讲或助下周一的脱欧谈判破冰，因此英镑受支撑。当然，10 月经济数据也十分重要，这将决定英国央行是否能够于 11 月加息。我们认为短期内英镑兑美元或再上试 1.3680 水平，并在 1.3400 水平找到支撑。上周五至本周四，英镑贬值 0.1%，期间英镑兑美元最低为 1.3382，最高为 1.3657，收于 1.358。

日元：

本周主导日元表现的主因依然围绕息差因素。朝鲜半岛局势暂时缓和，使日元失去上涨动能。美国 10 年期国债收益率稳步上扬，带动美元兑日元在 111 以上水平盘整。经济数据方面，日本 8 月贸易顺差大幅收窄至 1136 亿日元，惟仍优于预期。出口按年上升 18.1%，主因受惠于全球需求的改善。出口数据造好或为日元带来短暂支持。FOMC 后，美联储的鹰派立场刺激美债收益率进一步上扬至 2.28% 左右。息差扩大促使日元跌穿 112。

日本央行货币政策会议再次肯定了日元短期内仍将美元利息上涨而受压。日本央行一如预期按兵不动，并维持每年 80 亿买债的目标。其中，委员会以 8-1 大比数通过维持利率水平不变，反映央行内部依然为鸽派主导。由于通胀保持疲弱，我们相信该央行将继续保持宽松货币政策。

另外，日元还可能受到大选的影响。日本首相安倍晋三料于下周宣布解散国会，并提前于 10 月大选。目前安倍胜出的可能性较大。根据过去经验，安倍两度当选首相皆为日元带来承重压力。这次相信也不会例外，因为安倍经济学三支箭中的“超宽松货币政策”利淡日元。我们预计美元兑日元将率先上试 112.90，在上探 114.50。虽然美朝双方冲突引发的避险需求仅支持日元小幅反弹，但我们仍将关注地缘政治风险，若风险加剧，日元依然可能受到一定支撑。上周五至本周四，日元贬值 1.49%，期间美元兑日元最低为 109.56，最高为 112.72，收于 112.48。

加元：

加拿大央行副行长 Lane 警告 NAFTA 谈判可能对该国经济带来负面影响。同时，他指出加央行在考虑再次加息的议案时，将密切关注利率上升对加元升值的反应，并将取决于经济数据的表现。加拿大央行对加息的谨慎态度令市场对该央行 12 月加息的预期有所回落，加上美联储鹰派立场带动美国 10 年期债收益率反弹，息差低位反弹令加元逐步回落。周五公布的

CPI 数据和零售数据将引导市场调整对加拿大央行的加息预期，继而影响加元走势。

油市方面，国际能源署发出警告，在石油钻探投资大减的情况下，未来的原油供应或变得紧张，价格有机会回升至 10 年前的高水平。这加上 OPEC 或延长减产协议的消息刺激美油价格升穿每桶 50 美元的水平。市场将观望主要产油国周五会议。不过，油价高位盘整为加元带来的支撑十分有限。

短期而言，息差因素依然是加元波动的主导因素。另外，我们将继续关注 NAFTA 谈判的进展，其不确定性或会造成加元的波动。我们预计美元兑加元可能上试 1.2400。上周五至本周四，加元贬值 1.06%，期间美元兑加元最低为 1.2122，最高为 1.239，收于 1.2327。

澳元：

本周末有太多重要的经济数据公布，澳元的走向主要受到央行的因素影响。澳储行 9 月会议纪要重申澳方偏好弱澳元，并忧虑澳元持续升值会对经济及通胀带来负面影响，维持宽松的货币政策不变，有助于达成经济增长及通胀目标。不过，会议纪要显示澳储行仍看好经济和就业前景。另外，澳储行助理行长 Ellis 也维持对工资增长及通胀回升的乐观看法。因此，市场预期澳储行可能跟随加拿大央行步伐加息于明年上半年开始加息。惟澳储行行长表示“即全球利率向上，但澳储行将维持其货币政策的独立性。”该言论打击了近期市场对澳储行加息的高预期，因此导致澳元受压。

受到中国环保政策及供暖季工业限产的影响，铁矿石价格从高位下挫接近 10%，这或反映本年内铁矿石需求量已见顶。同时澳储行纪要亦警示铁矿石市场存在供过于求的问题，而澳储行行长也指出铁矿石价格下跌的风险。在澳储行中性偏鸽派立场及铁矿石下跌这两个因素的影响下，澳元兑美元或下试 0.7830。

上周五至本周四，澳元贬值 0.91%，期间澳元兑美元最低为 0.7917，最高为 0.8102，收于 0.7929。

纽元：

本周围绕纽元的主题依然是大选因素。国家党及工党旗鼓相当，使纽元呈现较大波动性。根据周三最新民调显示，目前执政的国家党支持率为 46%，而工党的支持率为 37%，继上周被反超之后，国家党再次领先工党。市场对工党胜出大选的忧虑有所降温，纽元兑美元因此大幅反弹。

经济数据方面，新西兰第二季 GDP 按季上升 0.8%，出口增长加快至 5.2%，为近 20 年来最大的按季增幅，主因是奶制品出口增长。另外，新西兰全脂奶制品的价格轻微回升至 3122 美元/吨。GDP 数据造好及奶制品价格反弹为纽元带来支持。

9 月 23 日新西兰大选将影响纽元后市表现。若工党失利，纽元料将修正近期偏低的估值。市场须当心澳元对纽元回落。不过，中期而言纽元能否持续反弹还将取决于息差因素。近期纽储行多次强调中性立场及对弱纽元的偏好，且看下周大选后的第一次纽储行货币政策会议是否会老调重弹。鸽派纽储行对上鹰派美联储，意味着息差因素将导致纽元承压。上周五至本周四，纽元升值 0.11%，期间纽元兑美元最低为 0.7212，最高为 0.7433，收于 0.7307。

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	22359.23	0.41%	13.14%
标准普尔	2500.60	0.01%	11.69%
纳斯达克	6422.69	-0.40%	19.31%
日经指数	20289.36	1.91%	6.15%
富时 100	7263.90	0.67%	1.69%
上证指数	3340.67	-0.39%	7.64%
恒生指数	27920.38	0.41%	26.91%
台湾加权	10473.18	-1.01%	13.18%
海峡指数	3209.36	-0.01%	11.41%
吉隆坡	1771.04	-0.86%	7.88%
雅加达	5893.69	0.36%	11.27%

主要利率			
	收盘价	周变化 bps	年变化 bps
3月 Libor	1.32%	-0.1	33
2年美债	1.43%	5	24
10年美债	2.25%	5	-19
2年德债	-0.68%	2	9
10年德债	0.46%	2	25

大宗商品价格(1)			
	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	50.59	1.4%	-5.8%
布伦特	56.35	1.3%	-0.8%
汽油	164.98	-0.7%	-0.9%
天然气	2.96	-2.1%	-20.5%
金属			
铜	6480.00	-0.4%	17.1%
铁矿石	66.09	-8.4%	-16.2%
铝	2151.75	4.6%	27.0%
贵金属			
黄金	1295.80	-1.9%	12.5%
白银	16.99	-3.6%	6.2%

大宗商品价格(2)			
	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.350	-3.6%	-1.5%
棉花	0.6904	-1.6%	-2.3%
糖	0.1405	-3.4%	-28.0%
可可	2,021	0.6%	-4.9%
谷物			
小麦	4.5300	0.9%	11.0%
大豆	9.755	0.7%	-2.1%
玉米	3.5100	-1.1%	-0.3%
亚洲商品			
棕榈油	2,748.0	-4.7%	-14.6%
橡胶	205.2	-5.2%	-21.7%

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。
