

全球外汇周报：
本周随笔：美国收益曲线倒挂或低估美联储 2019 加息可能

美国收益曲线出现了局部倒挂，这可能是过去一周全球金融市场仅次于中美贸易话题最大的新闻了。目前倒挂部分主要集中在 5 年 2 年和 5 年 3 年，这是全球金融危机以来首次倒挂。当然市场关注更多的 10 年 2 年以及 10 年 3 个月的收益率并未倒挂。不过过去两周各大收益曲线出现了很大的扁平化。其中 10 年 3 个月的收益曲线由 11 月底的 65 个基点收窄至 49 个基点。历史经验显示 10 年 3 个月收益曲线倒挂后，平均 15 个月之后美国经济将进入衰退。

过去两周收益曲线的大幅平坦化，主要还是因为市场继续消化美联储官员一系列评论。这场由中性利率引起的话题正重铸市场对美联储 2019 年加息预期，并成为驱动美元和资产价格波动的主要因素。笔者在上周的周报中已经陈述过，市场可能低估了美联储加息的可能性。当然，2019 年美联储加息模式可能将更多取决于经济数据。所以要预测未来美联储加息频率我们可能要关注两个变量，即美国的中性利率到底是多少以及美国经济表现。

目前美联储官员对美国中性利率的预测区间是 2.5%-3.5% 之间，因此美联储主席鲍威尔上周关于略低于中性利率预测区间的评论并不能给市场太多暗示，相反市场似乎有很多的误读。笔者根据纽约联储主席 Williams 提供的实际中性利率模型测算，笔者认为目前的实际利率与中性利率差距可能在三次加息，从名义的角度来看，笔者对美国中性利率的估算与市场中位数 3% 相一致。因此，笔者认为今年 12 月加息完之后，明年上半年美联储将有可能继续加息两次向中性利率靠拢。

至于部分认为当前美联储的利率已经接近中性利率的论点主要来自美国房地产市场，确实近期数据显示美国房地产市场出现放缓的迹象。但是无论从供需比还是承受比来看，美国地产并没有接近历史的拐点。而就业数据和通胀数据也相当稳健，笔者认为，进入 2019 年美国就业数据将保持当前的强劲模式，而通胀也将围绕这 2% 上下波动。因此，尽管近期来自贸易战和金融市场的噪音较多，但是基本面来看，美国经济依然保持稳健。综上所述，笔者认为美联储明年初继续加息的可能性依然较大。不过下半年加息的频率将更多取决于接近中性利率后经济的前景。

至于对汇率的影响，现在市场或许低估了美联储 2019 年加息的可能性，这可能会成为明年汇率市场波动的源泉。我们预计明年上半年美元可能会有最后一阶段的升值，然后在下半年可能随着美联储加息不确定性上升而走弱。

外汇市场

	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1376	0.57%	-5.1%
英镑/美元	1.2771	0.33%	-5.2%
美元/日元	112.76	0.57%	-0.1%
澳元/美元	0.7224	-0.91%	-7.3%
纽元/美元	0.6882	0.42%	-2.7%
美元/加元	1.3391	-0.86%	-6.2%
美元/瑞郎	0.9926	0.23%	-2.0%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.8824	1.13%	-5.5%
美元/离岸人民币	6.8838	0.74%	-5.5%
美元/港币	7.8116	0.11%	0.0%
美元/台币	30.838	0.00%	-3.5%
美元/新元	1.3692	0.10%	-3.0%
美元/马币	4.1620	0.52%	-2.8%
美元/印尼卢比	14510	-1.46%	-6.5%

数据来源: Bloomberg

下周全球市场三大主题

1. OPEC 会议和美国就业数据
2. 英国议会就脱欧计划投票
3. 中国经济数据

外汇市场：

本周回顾：

倍受瞩目的 G20 峰会圆满落幕，各国携手发表联合声明，而中美两国则宣布贸易战中场休息（90 天）。全球风险情绪应声上涨，带动商品货币及新兴市场货币包括人民币大幅上扬。环球股市也显著反弹。不过，随着 G20 效应减弱，风险情绪退场，致股市、商品货币和新兴市场货币一齐回吐涨幅。实际上，这样的情况也并不意外，毕竟中美双方并没有给出太多会晤的细节。双方能否在 90 天内解决重大分歧，包括科技转移和知识产权方面的纷争，仍属未知。因此，市场还将继续关注未来贸易谈判的细节。此外，市场情绪的变化还将取决于美国经济前景预期。受上周美联储主席的鸽派言论，以及疲软 PCE 数据的影响，市场开始担忧美国经济或不足以支持美联储持续加息。因此，美债收益率全线回落。其中两年/五年期，以及三年/五年期美债收益率自 2007 年以来首次倒挂。这进一步增添市场对美国经济衰退的担忧，并导致美股回吐美联储鸽派加息预期和 G20 峰会好消息带来的涨幅。避险情绪升温则支持美元指数继续在 97 附近徘徊。尽管如此，我们认为现在断定美联储即将停止加息为时尚早。美联储官员称未来加息路径将取决于经济数据。本周五非农就业报告将成市场关注重点。如果经济数据保持稳固，美联储明年或仍将加息三次。在此情况下，由美联储暂停加息预期带来的资产价格（包括美债及商品货币）反弹将难以持续。另外，由于中美贸易战仍存在升温的风险，新兴市场资产（股市和汇市）及商品货币短期的升幅也可能较为有限。而美元指数则可能继续在 96-98 区间内波动。

最后，值得关注的是，英国议会首次投票认定政府藐视议会，可见当局对梅姨政府的不满。下周二（12 月 11 日），英国议会会有机会不通过脱欧草案。届时，脱欧不确定性将进一步上升，从而增添英镑波动性，并限制英镑涨幅。

本周重点关注货币：

澳元：

- 澳元围绕着市场情绪的变化大幅波动，疲软经济数据则增添澳元的沽压。
- 上周末中美贸易战停战的消息，提振风险情绪，一度带动澳元显著反弹。
- 不过，市场焦点快速从 G20 峰会转移至美国经济前景，风险情绪应声降温，致商品市场及商品货币回落。另外，疲软数据令澳元进一步下挫。澳洲第三季 GDP 按年增速放慢至 2.8%，不及预期，主要是因为家庭消费转弱。
- 本周澳联储维持利率不变，整体声明未出现大变动，重申低利率为澳洲经济提供支持，并预料失业率将逐步下降，通胀将缓慢地返回目标。鉴于疲软的经济数据，市场预期澳联储将在 2019 年内维持中性货币立场。这意味着美澳货币政策分歧将继续限制澳元升幅。
- 除此之外，中美贸易战仍存在升温的风险。这亦可能继续增添澳元的波动性。

图 1：澳元/美元 - 日线图：澳元回吐周初的升幅。短期内，若澳元未能收复移动平均线，可能进一步下试 0.72 的水平。否则，将在该水平找到支持。

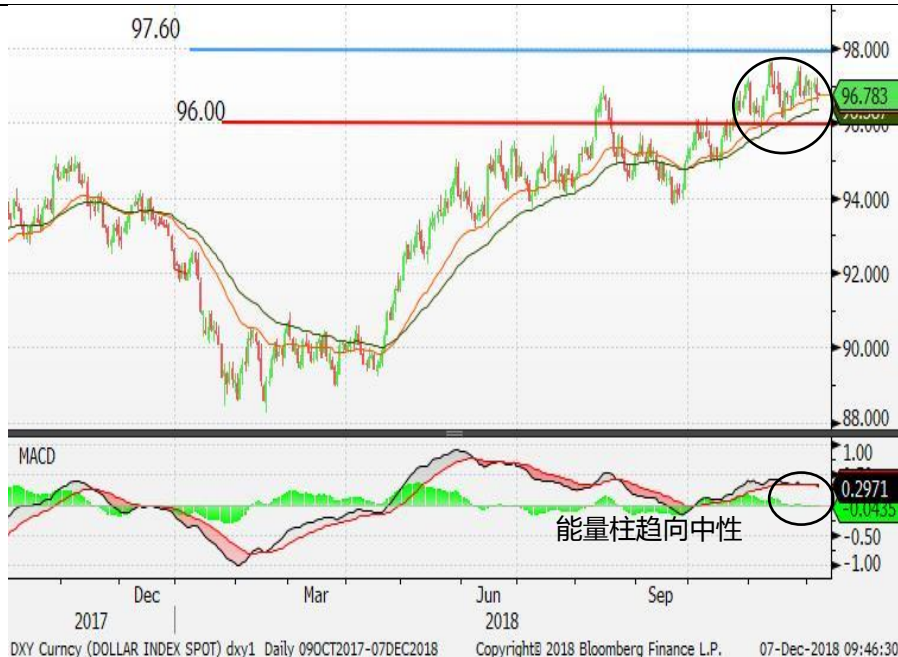


美元	美元指数随着市场情绪的变化而在 97 附近好淡争持。受上周主席鲍威尔的鸽派言论，以及 PCE 数据疲软的影响，市场开始担忧美国经济或不足以支持美联储持续加息。三年/五年期美债收益率自 2007 年以来首次倒挂。这进一步增添市场对美国经济衰退的担忧，并导致美股回吐美联储鸽派加息预期和 G20 峰会好消息带来的涨幅。避险情绪升温则利好美元指数。尽管如此，我们认为现在断定美联储即将停止加息为时尚早。美联储官员称未来加息路径将取决于经济数据。本周五非农就业报告将成市场关注重点。如果经济数据保持稳固，美联储明年或仍将加息三次。因此，美元指数可能继续在 96-98 区间内波动。
欧元	欧元在区间内大幅震荡。利好因素方面，意大利总理计划下调预算案赤字率，及媒体称欧洲央行讨论收紧政策，带动欧元上扬。利淡因素方面，因欧元区 CPI 增速回落，市场质疑欧洲央行加息的可行性。短期内，欧美或保持货币政策分歧，从而限制欧元涨幅。而意法两国的政治不确定性则将增添欧元波动性。
英镑	英镑持续在低位盘整。尽管欧盟法院暗示英国或可以选择单方面撤销脱欧决定，但这未能提振英镑。反而，市场对脱欧草案无法通过英国议会的预期升温，导致英镑重挫。消息指部分保守党员及工党领袖皆表明不支持现时方案。此外，英国议会首次投票认定政府藐视议会，可见当局对梅姨政府的不满。下周二（12月11日），若英国议会否决草案，脱欧不确定性将上升，从而进一步增添英镑的波动性。
日元	日元再次成为市场风险情绪变化的晴雨表。周初，中美贸易战停战及 G20 峰会的利好消息，提振风险需求，从而推低日元。随后，市场对美国经济前景的担忧推升避险情绪，叠加美债收益率下滑，支持日元收复失地。短期内，受美日货币政策分歧及全球风险情绪的变化影响，日元料维持窄幅波动的走势。
加元	加元跌至年内新低，背后原因主要有两个。第一，油价低位爬行，前景不明朗。尽管加拿大宣布减产，且美国 EIA 原油库存降幅超预期，但由于俄罗斯不愿配合，OPEC 推迟就减产作出决定。沙特暗示减产幅度不及市场预期。因此，油价和加元携手下滑。短期内，油市供过于求的风险或继续利淡油价和加元。第二，加拿大央行担忧油价大幅下跌将影响通胀及加息步伐。因此，该央行明年 1 月加息概率的预期由逾 60%显著下降至 8.2%。不过，加拿大央行重申将带动利率回归中性水平，这或有助减轻加元沽压。
澳元	澳元围绕着市场情绪的变化大幅波动，疲软经济数据则增添澳元的沽压。上周末中美贸易战停战的消息，提振风险情绪，一度带动澳元显著反弹。不过，市场焦点快速从 G20 峰会转移至美国经济前景，风险情绪应声降温，致商品市场及商品货币回落。另外，本周澳联储维持利率不变。由于澳洲三季度经济增速意外放缓，市场预期澳联储行将在 2019 年内维持中性货币立场。这意味着美澳货币政策分歧将继续限制澳元升幅。除此之外，中美贸易战仍存在升温的风险。这亦可能继续增添澳元的波动性。
纽元	纽元先涨后跌。由于美联储主席的鸽派言论推低美债收益率，同时 G20 峰会带来的好消息推升风险情绪，纽元大幅上升至 6 月份以来高位。不过，G20 效应的消退，及市场对美国经济前景的担忧，使风险情绪再度退场，从而导致纽元回吐涨幅。短期内，美纽息差及避险情绪或继续限制纽元的上升空间。
人民币	在中美贸易战休战消息的带动下，人民币对美元收复 6.9 关口，惟升幅有限，因为中美双方未有公布上周末会晤的细节，使投资者不敢高追人民币。继华为消息后，市场料密切关注未来贸易谈判细节，以判断双方能否解决在科技转移及知识产权方面的分歧，从而达成实质性的协议。另外，美元后市表现也将影响人民币走势。整体而言，如果中美贸易战再度升温，或者美国稳健的经济表现支持美联储渐进加息，又或者中国经济数据持续走弱并推升宽松预期，人民币仍将面临下行风险。
港元	美元/港元由 7.82 回落至 7.81，主要是受惠于人民币的反弹，以及资金趋紧预期引发的港元沽盘平仓。年末效应料继续推升港元拆息。其中，一个月港元拆息自 11 月的低位反弹逾 100 点子至 2.1%后，料进一步上试 2.3%。在此情况下，我们预计港元将继续在高位盘整。不过，由于过去几个月套利交易盘有限，同时港股未能吸引大量资金流入，且人民币涨幅有限，我们认为美元/港元将在 7.80 找到较强的支持。

美元指数:

- 美元指数随着市场情绪的变化而在 97 附近好淡争持。受上周主席鲍威尔的鸽派言论, 以及 PCE 数据疲软的影响, 市场开始担忧美国经济或不足以支持美联储持续加息。因此, 美债收益率全线回落。其中两年/五年期, 以及三年/五年期美债收益率自 2007 年以来首次倒挂。这进一步增添市场对美国经济衰退的担忧, 并导致美股回吐美联储鸽派加息预期和 G20 峰会好消息带来的涨幅。避险情绪升温则利好美元指数。
- 尽管如此, 我们认为现在断定美联储即将停止加息为时尚早。美联储官员称未来加息路径将取决于经济数据。美国 11 月 ISM 制造业指数显著反弹至 59.3。本周五非农就业报告将成市场关注重点。如果经济数据保持稳固, 美联储明年或仍将加息三次。因此, 美元指数可能继续在 96-98 区间内波动。

图 2: 美元指数-日线图: 美元指数在 97 附近窄幅波动。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 96-97.6 区间波动。



欧元:

- 欧元在区间内大幅震荡。
- 利好因素方面, 意大利总理计划下调预算案赤字率, 及媒体称欧洲央行讨论收紧政策, 带动欧元上扬。
- 利空因素方面, 第一, 欧元区 11 月 CPI 按年增速回落至 2%。因通胀压力温和, 及经济表现欠佳, 市场质疑欧洲央行加息的可行性。短期内, 欧美或保持货币政策分歧, 从而限制欧元涨幅。
- 第二, 尽管意大利总理暗示就预算案作让步, 但重申不会提出赤字率低于 2% 的方案。意大利官员则指出让步的“底线”是不可损害意大利经济增长, 以及必须确保福利政策得以保留。惟欧盟称仍未计划与意大利讨论预算案。第三, 法国反政府示威也引发政治不确定性。
- 下周欧洲央行料按兵不动, 重点关注该央行未来收紧政策的计划。

图 3: 欧元/美元-日线图: 欧元/美元在 1.1340 好淡争持。能量柱转向多方, 这料为欧元提供支持。惟上涨的动能可能受制于移动平均线的阻力。



英镑:

- 英镑持续在低位盘整。
- 尽管欧盟法院暗示英国可以单方面撤回里斯本第 50 条的启动，即撤销脱欧决定，但这未能提振英镑。另外，英国 11 月制造业 PMI 由 27 个月低位反弹至 53.1，且本地新订单及存货指数上升，但这可能是因为企业提前为脱欧做准备，因此也未能支持英镑。
- 反而，市场对脱欧草案无法通过英国议会的预期升温，导致英镑重挫。具体而言，媒体指超过 100 个保守党议员及工党领袖将反对现时脱欧的方案。此外，英国议会首次投票认定政府藐视议会。再者，关于爱尔兰后备方案可能“无限期延续”的脱欧协议法律意见，引起北爱尔兰官员的不满。12 月 11 日，若英国议会否决草案，脱欧不确定性将上升，从而进一步增添英镑的波动性。

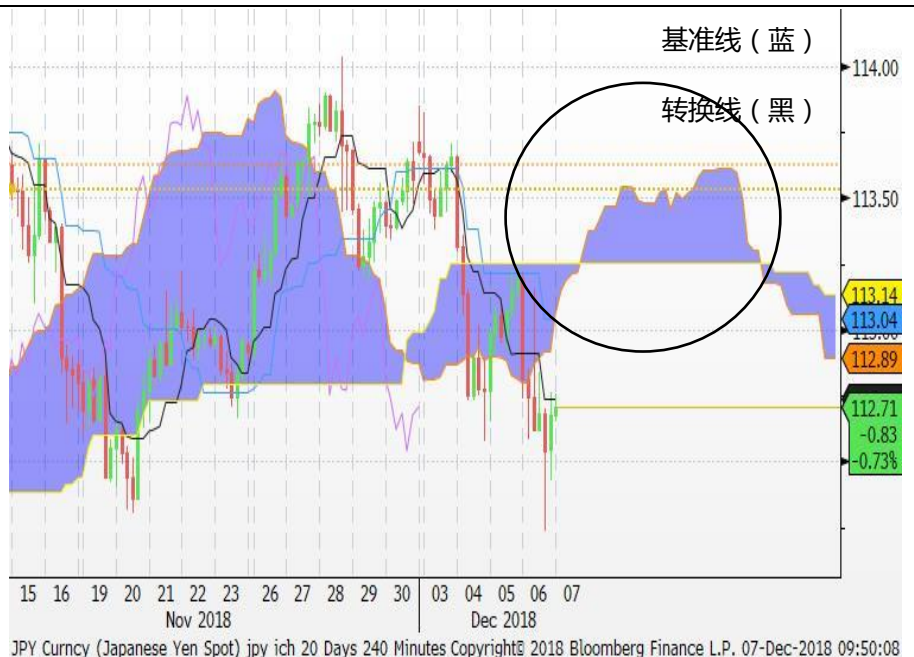
图 4：英镑/美元-日线图：英镑震荡下行。空方力量较强，英镑料持续受压。短期内，1.27 为较强的支持位。若未能企稳该水平，可能反覆下试 1.2685。



日元:

- 日元再次成为市场风险情绪变化的晴雨表，并继续在区间内波动。
- 周初，中美贸易战停战的消息，提振风险需求，从而推低日元。
- 随后，市场对美国经济前景的担忧推升避险情绪，叠加美债收益率下滑，支持日元收复失地。
- 就基本面而言，日本第三季资本开支按年增长 7.6%，大幅高于预期，意味着企业对经济前景仍有信心。此外，尽管日本 11 月服务业 PMI 小幅下跌至 52.3，但仍优于今年早段的数据，暗示第四季的经济增长可能出现反弹。因此，日元受到一定支持。
- 短期内，受美日货币政策分歧及全球风险情绪的变化影响，日元料维持窄幅波动的走势。

图 5：美元/日元 - 4 小时图：美元/日元维持在 112-114 波动。短期内，云层的厚度较薄，这对货币对子支持/阻力有限，美元/日元料继续窄幅波动。



加元:

- 加元跌至年内新低，背后原因主要有两个。第一，油价低位爬行，前景不明朗。尽管加拿大宣布减产，且美国 EIA 原油库存降幅超预期，但由于俄罗斯不愿配合，OPEC 推迟就减产作出决定。沙特暗示减产幅度不及市场预期。这令油价和加元携手下滑。短期内，油市供过于求风险或继续利淡油价和加元。
- 第二，加拿大央行担忧油价大幅下跌，可能使 CPI 增速在未来几个月内超预期放缓，从而影响加息步伐。因此，该央行明年 1 月加息概率的预期由逾 60% 显著下降至 8.2%。不过，加拿大央行重申需要逐步上调利率至中性水平以令通胀符合目标，未来利率调整的速度取决于数项因素，包括利率上升对消费及楼市的影响、全球贸易政策的发展、油价、企业投资及整体经济的表现。若加息计划延续，或有助减轻加元沽压。

纽元:

- 纽元先涨后跌。由于美联储主席的鸽派言论推低美债收益率，同时 G20 峰会带来的好消息推升风险情绪，纽元大幅上升至 6 月份以来高位。另外，全球奶制品贸易价格反弹至 2667 美元/吨，逆转连续 14 次拍卖价格下跌的走势。这也利好纽元。
- 不过，G20 效应的消退，及市场对美国经济前景的担忧，使风险情绪再度退场，从而导致纽元回吐涨幅。短期内，纽元上升空间有限。一方面，纽西兰第三季贸易条件指数按季下跌 0.3%。11 月 ANZ 商品价格指数亦按月续跌 0.6%。经济数据欠佳暗示纽联储短期内加息概率偏低。美纽息差将限制纽元的升幅。另一方面，若中美贸易谈判不顺利，避险情绪升温也将利淡纽元。

图 6：美元/加元 - 日线图：美元/加元上试 1.34 的阻力。多方力量增强，这或为美元/加元提供支持。若突破上行通道顶部，美元/加元料进一步走高。



图 7：纽元/美元 - 日线图：纽元从近期高位回落。多方力量较强，若纽元能站稳 0.6830 近期较强的支持位，短期内或会出现小幅的反弹。



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	25380.74	2.80%	2.68%
标准普尔	2740.37	3.07%	2.50%
纳斯达克	7434.06	3.72%	7.69%
日经指数	21977.78	3.74%	-3.46%
富时 100	7114.66	2.52%	-7.45%
上证指数	2645.03	1.78%	-20.02%
恒生指数	26009.94	5.23%	-13.07%
台湾加权	9866.25	3.97%	-7.30%
海峡指数	3095.39	4.15%	-9.04%
吉隆坡	1710.67	1.64%	-4.79%
雅加达	5873.01	1.52%	-7.59%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.56%	3.8	86
2年美债	2.85%	4	97
10年美债	3.14%	6	73
2年德债	-0.62%	1	1
10年德债	0.40%	5	-3

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	63.35	-6.3%	4.8%
布伦特	72.58	6.4%	8.5%
汽油	171.11	-5.1%	-4.9%
天然气	3.24	14.0%	9.7%
金属			
铜	6090.00	-1.1%	-16.0%
铝	1958.25	-1.8%	-13.3%
贵金属			
黄金	1233.60	0.1%	-5.8%
白银	14.70	-14.3%	-14.3%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	1.178	-5.9%	-6.7%
棉花	0.7889	0.5%	0.3%
糖	0.1319	-4.7%	-13.0%
可可	2,264	18.3%	19.7%
谷物			
小麦	5.0675	0.3%	18.7%
大豆	8.670	2.6%	-8.9%
玉米	3.6575	-0.5%	4.3%
亚洲商品			
棕榈油	1,976.0	-3.4%	-19.1%
橡胶	143.9	-2.6%	-29.9%

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。
