

是时候看空美元了么？

报告摘要

● 主题评论：是时候看空美元了么？

- 上周美元指数以大跌收尾。特朗普签署临时支出法案结束美国政府史上最长时间的关门，带来避险需求下降；华尔街日报报道称“美联储官员们考虑（比预料的时间）提前结束缩表计划”，令下周美联储议息会议进一步释放鸽派信号的预期增强。
- 我们一直不是美元多头，但站在目前时点，我们认为看空美元仍为时尚早。原因在于：1、美联储大概率先结束加息，放缓缩表至少要到年中。2、美国经济“一枝独秀”的现状尚未根本改变。3、中美贸易谈判进展积极，但持久战、消耗战的性质并未发生变化。
- 简言之，目前美国经济只是放缓而非衰退，而世界其他地区的经济表现至多差强人意，因此看空美元为时尚早。也因此，金价在近期录得不错表现之后理应多些谨慎。全球资本市场波动加大的确赋予黄金更多的配置价值，但其进一步上行的空间仍受到强势美元的压制。

● 海外重点事件追踪：

- 首相梅呈交脱欧“Plan B”。在北爱尔兰后备条款等关键问题上，较此前版本没有实质性区别。但梅承诺愿让议会更多地参与到与欧盟的谈判中。1月29日，英国议会将对对此备选计划进行投票。
- 特朗普签署临时支出法案，美国政府史上最长停摆正式结束。政府将重新开门至2月15日，这让国会和特朗普有三周时间就边境安全问题进行谈判。
- 美国12月成屋销售创三年来新低，1月PMI初值符合预期。房屋销售疲软主因是抵押贷款利率较高，政府关门的不确定性也有可能损害了市场。
- 欧央行如期释放鸽派信号。会议如期维持主要利率不变，德拉吉表示经济前景风险偏向下行，仍需要大规模刺激政策维持通胀。
- 日本央行维持利率不变。受全球贸易不佳的影响，近期公布的日本12月出口数据创下两年多以来新低。最新公布的日本1月制造业PMI大幅不及前值。

● 大类资产走势回顾：

- 汇率：美元对其他主要货币普遍走软，人民币汇率升值幅度相对较小，英镑最为强势，市场对无协议脱欧的担忧下降。
- 商品：原油价格震荡偏弱，铜价上扬。1月25日，媒体关于美联储或将提前缩表的消息传出后，黄金价格大幅走强，单日涨幅达1.75%。
- 股债：美股结束连续四周升势，而法国、德国、意大利和日本股指继续上扬。英国股指显著下挫2.28%，与英镑大幅升值相对应。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn



目录

一、主题评论：美元尚未“失势”	3
二、海外重点事件追踪	4
1、首相梅呈交脱欧“Plan B”，愿意给议会更多话语权	4
2、特朗普签署临时支出法案，结束美国政府史上最长停摆	4
3、美国 12 月成屋销售创三年来新低，1 月 PMI 初值良好	5
4、欧央行如期释放鸽派信号	5
5、日本央行维持利率不变，继续看好日元表现	5
三、大类资产走势回顾	6
1、汇率：美元回调，英镑蹿升	6
2、商品：黄金价格周五跳涨	7
3、股债：英国股指显著下跌	7

图表目录

图表 1：美联储年内不加息的概率保持在 70%左右	3
图表 2：美债收益率曲线依然平坦	3
图表 3：美国经济依然“一枝独秀”	4
图表 4：1 月美国制造业 PMI 再显“一枝独秀”	4
图表 5：欧洲经济依然尽显疲态	6
图表 6：上周美元回调，英镑蹿升	6
图表 7：上周原油价格震荡偏弱	7
图表 8：上周金价大涨、铜价上扬	7
图表 9：上周美股结束连涨，英国股指显著下跌	8
图表 10：上周美债收益率小幅下行，期限利差仍窄	8



一、主题评论：是时候看空美元了么？

上周美元指数以大跌收尾。特朗普签署临时支出法案，结束美国政府史上最长时间的关门，带来避险需求下降；华尔街日报报道称，“美联储官员们考虑（比预料时间）提前结束缩表计划”，令本周美联储议息会议进一步释放鸽派信号的预期增强。消息催化下，上周五美元指数显著下挫0.75%，收于95.82，而美元在96以下震荡是一个季度之前了。

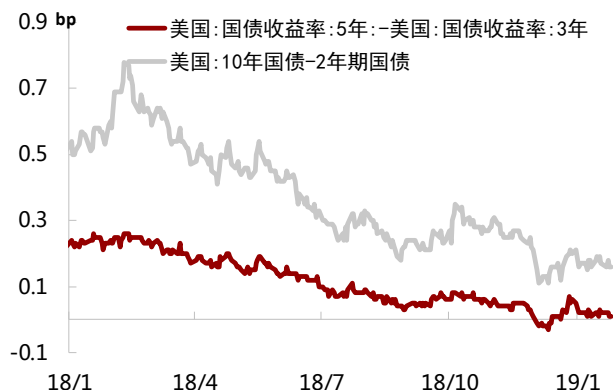
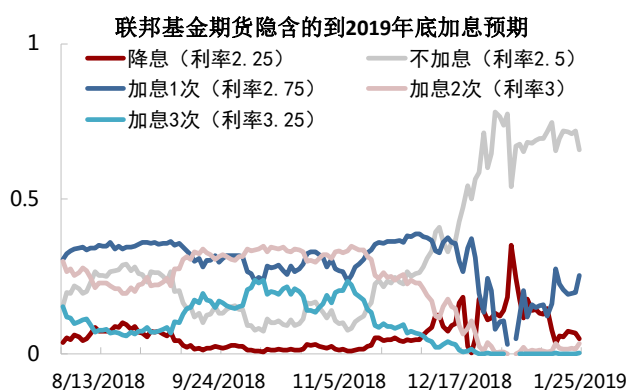
近期美元走弱预期升温，主要源于两方面原因：1) 美联储提前结束加息和缩表的预期增强。去年12月下旬以来，联邦基金期货反映的美联储2019年不加息概率保持在70%左右（图表1）。美国政府关门问题持续争执不下，加剧了市场对美国经济的担忧；美股尽管1月以来经历了超跌修复，但波动率依然保持高位；美联储官员近期“鸽声”阵阵，这些因素均令市场开始计入美国货币政策即将转身的预期。2) 中美贸易谈判进展积极，双方不再加征更多关税的可能性较高。上周初曾有传言称，美国拒绝了中方提出举行预备性贸易会谈的提议，后被白宫国家经济委员会主任库德洛驳斥；美国商务部长罗斯表示，尽管美国和中国距离解决贸易问题还有很长的路要走，但两国达成贸易协议的可能性很大。双方达成贸易协议，将减弱对美元的避险需求，因而对美元有向下的牵引。

我们一直不是美元多头，但站在目前时点，我们认为看空美元仍为时尚早。

原因一、美联储大概率先结束加息，放缓缩表至少要到年中。

我们认可美联储提前结束加息的可能。因加息对美国房地产、企业债等造成压力，也是触发美股剧烈调整的重要因素。今年1月以来美股超跌修复，与美联储态度软化有很大关联。倘若加息预期再度升温，可能再度触发美股大跌，进而通过消费支出和企业投资传导至美国经济。但美联储结束或放缓缩表，更可能在结束加息一段时间之后：1) 需要观察缩表对美国经济的冲击，目前对这一问题美联储尚无定论。鲍威尔最新表态是，联储在仔细倾听市场对风险的担忧，若缩表的确是扰动市场的主因，会毫不犹豫调整缩表；2) 需要调整美债收益率曲线，近期尽管美联储加息预期下调，但美债期限利差依然接近倒挂（图表2），对美国金融业持续造成压力。因而，在加息结束一段时间之后再调整缩表（对长端利率保持一定承托）是更合适的。在美联储放缓缩表之前，全球流动性拐点将继续演绎，这会继续带来全球金融资产价格波动，从避险角度也利好美元表现。

图表 1：市场认为 Fed 年内不加息的概率在约 70% 图表 2：美债收益率曲线依然平坦



来源：Wind，莫尼塔研究

2、美国经济“一枝独秀”的现状尚未根本改变。

美国经济相对“一枝独秀”的程度，是决定美元指数走向的根本。目前，以花旗意外指数衡量的美国与欧洲经济状况，仍然存在较高差异（图表3）。美国1月制造业和综合PMI初值较前值有所回升，

而欧元区和日本制造业PMI初值均大幅不及前值（图表4）。近期中国逆周期调控政策确有积极发力，但并非走老路强刺激，效果也不及预期，中国经济仍然处于寻底过程之中；而受困于火车头德国经济的波折，欧洲经济复苏之路依然蹒跚反复。只有美国经济依然保持相对强势的状态（2018年税改的支持作用仍在延续是个重要原因）。事实上，美联储态度软化以来，美国按揭贷款利率、高收益债信用利差都较前期显著回落，美联储政策收紧对经济的压制也有弱化。

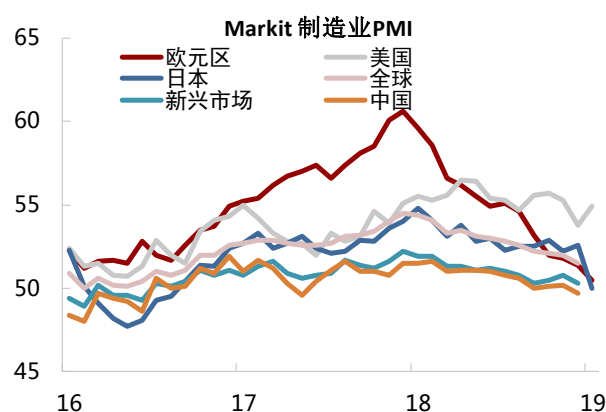
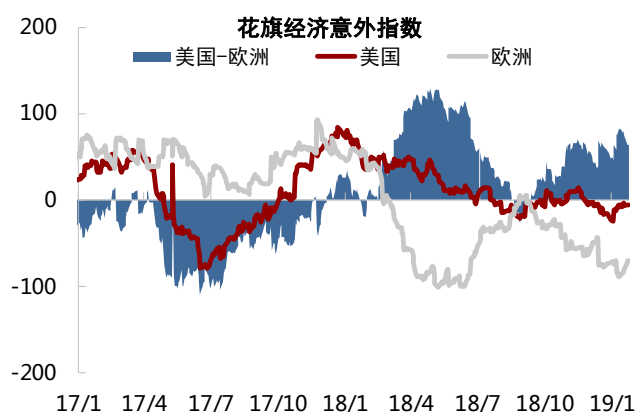
3、中美贸易谈判进展积极，但持久战、消耗战的性质并未发生变化。

近期，特朗普的政策优先偏向国内的两党博弈，地缘政治问题相对靠后，而中国也希望把中美冲突控制在经贸领域，而不是往地缘政治和意识形态领域去偏。因此，双方大概率能够在3月1日之前达成协议。但中美冲突尤其更深层的根源，尤其在知识产权、技术转让、国企改革等核心问题上，难以在短時間內破局。因此，中美问题后续还会搅动市场，乐观中仍需保持谨慎。

简言之，目前美国经济只是放缓而非衰退，而世界其他地区的经济表现至多差强人意，因此看空美元为时尚早。也因此，金价在近期录得不错表现之后理应多些谨慎。全球资本市场波动加大的确赋予黄金更多的配置价值，但其进一步上行的空间仍受到强势美元的压制。

图表 3：美国经济依然“一枝独秀”

图表 4：1月美国制造业 PMI 再显“一枝独秀”



来源：Wind，莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、首相梅呈交脱欧“Plan B”，愿意给议会更多话语权

由于英国政府在1月15日脱欧协议的议会投票中遭遇230票“净反对”的惨败，议会要求首相梅在三天后提出解决计划。周一，英国首相梅在下议院公布脱欧备选计划“Plan B”。但在北爱尔兰后备条款等关键问题上，较此前版本没有实质性区别。梅表示，政府将继续主导下一阶段的脱欧谈判，目前的计划是接着要求欧盟妥协，进一步修改北爱尔兰地区与爱尔兰之间不出现硬边境的“后备协议”。梅承诺，未来的谈判会“容纳更多声音”，向议会透露更多秘密信息，并在未来谈判英国与欧盟的贸易关系时，让议会更多参与到谈判过程中。关于举行第二次脱欧公投，首相梅再次表示反对。关于将3月29日的法定脱欧日期延后，梅表示并不支持，但对这一问题留下了回应的余地。关于反对党工党一直要求梅政府排除无协议脱欧的可能性，梅再次不置可否。1月29日，英国议会将对此备选计划进行投票。

2、特朗普签署临时支出法案，结束美国政府史上最长停摆

美国时间1月25日，在美国参众两院相继通过临时开支法案后，特朗普正式签署该法案，结束了美国政府为期35天的史上最长时间停摆。美国政府将重新开门至2月15日，这让国会和特朗普有三周时间就边境安全问题进行谈判。政府重新开门后，民主党、共和党将成立会议委员会，以制定国土安全拨款法案。但若国会没有达成特朗普想要的边境安全协议，特朗普威胁要让政府在2月15日再次关闭，或宣布全国紧急情况绕过国会建墙。

3、美国12月成屋销售创三年来新低，1月PMI初值良好

全美房地产经纪人协会（NAR）数据显示，美国12月成屋销售总数年化499万户，创2015年以来新低。美国12月成屋销售总数年化环比-6.4%，低于预期-1.5%，不及前值2.1%。NAR首席经济学家Lawrence Yun表示，“目前楼市对房屋抵押贷款利率非常敏感。12月房屋销售疲软反映出几个月以前，抵押贷款利率较高时，消费者的搜房与签约活动。目前，抵押贷款利率有所下降，预计春季房屋销售将有所复苏。此外，虽然联邦政府部分关门对12月房屋交易没有重大影响，但关门的不确定性有可能损害了市场。”

美国1月Markit制造业PMI初值54.9，小幅高于预期53.5和12月终值53.8。1月Markit服务业PMI初值54.2，略低于12月终值54.4。1月Markit综合PMI初值54.5，略高于12月终值54.4。

4、欧央行如期释放鸽派信号

欧央行24日晚间召开2019年第一次议息会议，这也是欧央行结束QE之后的首次会议。市场的关注点集中在欧央行是否会释放出一些鸽派信号。会议如期维持主要再融资利率、边际贷款利率、存款便利利率不变，分别保持在0%、0.25%、-0.4%，同时预计至少在2019年夏天前将保持利率不变。到期债券再投资将一直持续到首次加息后很长一段时间，且会持续足够长的时间，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充裕程度。

会后德拉吉的讲话也较为鸽派，认为经济前景风险偏向下行，仍需要大规模刺激政策维持通胀。德拉吉表示，“由于不确定性持续存在，围绕欧元区成长前景的风险已转为下行。”围绕英国脱欧前景的不确定性，尤其是其造成的连锁效应，是欧洲央行下调经济风险评估的一个主要因素。关于定向长期再融资操作(TLTRO)，德拉吉表示，数名决策者都已提及，但尚未作出决定。

周四公布的德国1月制造业PMI初值49.9，为四年来首度跌破荣枯线。欧元区1月制造业PMI初值50.5，为2014年11月以来最低。叠加全球贸易和英国脱欧的风险，欧元区经济的下行风险还是比较大的。虽然本次会议欧央行维持了“2019年夏天前将保持利率不变”的指引，但实际上欧央行首次加息的时间点可能要往后推迟更多。

5、日本央行维持利率不变，继续看好日元表现

周三，日本央行公布利率决议及政策声明，维持利率不变，下调核心CPI预期。会议主要内容包括：（1）维持政策利率在-0.1%不变，维持10年期日债0%收益率目标不变，保持以灵活的方式购买日本国债的承诺不变，以使得持有量以每年约80万亿日元的速度增长；（2）将2018/19财年GDP预期由1.4%下调至0.9%，将2019/20财年GDP预期由0.8%上调至0.9%，将2020/21财年GDP预期由0.8%上调至1.0%；（3）把2018财年核心CPI预期从0.9%下调至0.8%；2019财年从1.4%下调至0.9%；2020财年从1.5%下调至1.4%。

受全球贸易不佳的影响，近期公布的日本12月出口数据创下两年多以来新低。不过，日本央行认为海外风险还不足以影响整体预期，对于2019、2020年的经济前景仍然看好，预计中长期通胀将逐渐上升。

最新公布的日本1月制造业PMI初值50，大幅不及前值52.6。其中，制造业产出为2016年7月以来首次萎缩，新出口订单萎缩幅度为2016年7月以来最大。日本1月东京CPI同比0.4%，1月东京CPI(除生鲜食品)同比1.1%，为2015年以来新高。

目前日本的经济处于一种二元状态：一方面安倍政府政局稳定，国内投资环境有了很大改善；另一方面全球贸易问题也使得经济不确定性在上升。因此对于日本央行而言，现在货币政策边际宽松或边际收紧的空间都不是很大，预计未来日本央行货币政策正常化的步伐并不会很快。因此，我们看好2019上半年日元表现的基本逻辑没有变化，日本稳定的低通胀低利率状态以及外部债权资金的流入将推升日元汇率，在日本央行收紧货币政策之前，日元的避险属性仍将凸显。

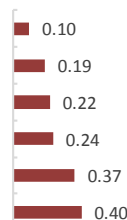
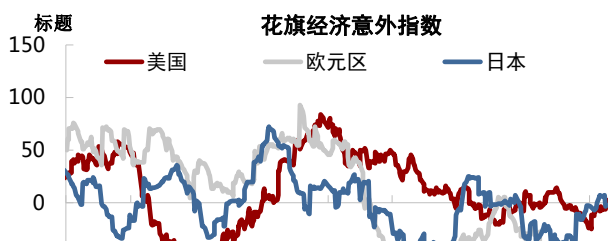
三、大类资产走势分析

1、汇率：美元回调，英镑蹿升

上周美元指数大幅回落0.57%，收于95.82，周五单日跌幅达0.75%。周四，在欧央行议息会议后，德拉吉发言称经济前景风险偏下行，近期数据可能弱于此前预期，仍需大规模刺激维持通胀。市场对欧元区经济的悲观预期增强，欧元大跌，推升美元（图表5）。美国时间周五，据华尔街日报报道，“美联储官员们考虑（比预料的时间）提前结束缩表计划”，结合美联储官员最近的公开表态和采访内容来看，他们目前仍然在琢磨FOMC的策略、以及如何与外界就此沟通。在此消息带动下，美元指数大幅回落。美元对其他主要货币普遍走软，人民币汇率升值幅度相对较小（因周一公布的四季度GDP增速创30年来最慢，以及周初传出美国拒绝中方提出举行预备性贸易会谈的消息，后被白宫国家经济委员会主任驳斥），英镑最为强势（图表6）。英镑兑美元延续五周以来的涨势，主要由于市场对无协议脱欧可以被避免更有信心。

图表 5：欧洲经济依然尽显疲态

图表 6：上周美元回调，英镑蹿升



人民币
澳元
日元
瑞郎
加元
新加坡元

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14422

