

谢栋铭

Xied@ocbc.com

吴端正

terencewu@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

王灏庭

Herberhtwong@ocbcwh.com

本周随笔：如何看待拜登基建对美元的影响？

上周的周报笔者主要讨论了目前市场正在就短期美元走强形成共识。本周随着拜登总统公布了2.25万亿美元新一轮基建计划之后，美元得到进一步支持，美元指数成功回到93上方。而广义的美元指数更是回到了2020年初疫情前的水平，仿佛一切没有发生。拜登的基建计划与市场预期相差不大。有不少民生和基础建设方面的投资。具体细节要等到5月才会公布。不过从汇率市场角度来看，投资者主要关注以下三点就够了。

第一，如果拜登基建计划被国会通过的话，那每年将为美国经济带来多少额外增长？ 2.25万亿美元确实不是小数目，但是这里的重点是花钱周期有多久。基本上来说，拜登基建是个十年期长期计划，不过多数支出将在八年内完成。平均下来也就是每年大约2800亿美元左右的支出，占GDP的比重大约在1.25%。当然这1.25%并不意味着美国经济增长每年将加快1.25%。在做经济预测的时候主要要考虑拜登基建将每年带来多少额外财政支出，并最终转化为GDP增长。这肯定是低于1.25%的。换句话说，拜登基建对经济会带来支持，但是由于其跨度八年，每年对经济的额外直接带动是有限的。

第二，对美国财政赤字的影响有多大？ 美国双赤字一直是看空美元的主要因素之一。不过此次拜登基建计划的资金来源主要将通过税收。其中公司所得税将由21%上调至28%，此外美国企业国外收入也将由现在的10.5%提高至21%。为了防止企业合理避税，拜登政府也将打上补丁。将来自每个国家的收入单独结算，而非汇总结算。总体来看，由于拜登基建并非依赖发债，因此对美国国债供给的影响不大。这也是为什么昨晚公布后，美债收益率仅小幅上升。而上升的主要因素更多是对经济乐观情绪而非对供给的担忧。

第三，拜登基建是否可以通过国会并最终立法，以及何时通过？ 目前的基建计划只是拜登政府的提案，最终上线还需要得到国会的批准。由于此次拜登基建计划中一部分税收政策推倒了2017年特朗普政府的减税政策，大概率在国会中得不到共和党的支持。因此，拜登想要在国会里快速推动立法面临的阻力很大。由于民主党在参众两院的领先席位很少，因此拜登只有在得到几乎全体民主党议员支持下才能立法基建法案。民主党内自由派和中间派看法可能又很不一样，因此接下来的协商或许又是漫长的过程。拜登总统希望在夏天正式立法该法案。但是笔者觉得这可能过于乐观了，不排除立法被延后至9月。因此，拜登基建短期内的影响是比较有限的。

总体来看，拜登基建由于主要通过税收调整等长期手段来支持长期投资，因此对美国财政赤字的影响并不大。所以对美元的负面冲击没有之前担忧的大。短期内，拜登基建计划带来的对经济乐观情绪可能会小幅支持美元。但是中期来看，对汇率的影响并不是很大。

全球外汇周报

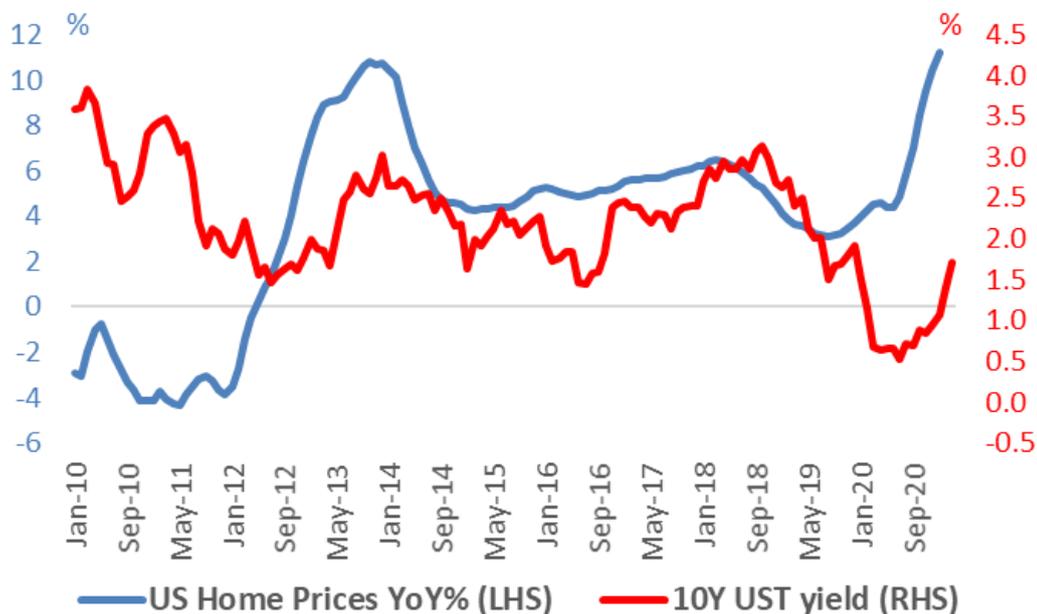
1 April 2021

外汇市场 本周回顾

本周美元和美债收益率携手向上。实际上，风险仍未消退。欧洲多国正受困于第三波疫情，伴随着法国和意大利延长封锁措施。同时，德国继续暂停对 60 岁以下人群接种阿斯利康疫苗。欧洲缓慢的疫苗推广进度，可能令当地经济复苏持续落后。因此，欧洲央行行长重申鸽派立场。上周，欧洲央行继续履行加快 PEPP 购债速度以遏抑国债收益率升势的承诺。由于风险集中于欧元区，避险情绪并没有持续升温。反而，市场将焦点转移至美国经济复苏及再通胀的前景。经济方面，美国总统拜登表示三周内将会有九成美国成年人有资格接种疫苗。这推升市场对美国在短期内逐步放宽防疫措施的预期。IMF 预告 4 月初上调中美经济增长预期，这进一步强化美国经济复苏的乐观预期。周三美国总统拜登宣布的 2.25 万亿美元基建方案，以及 4 月中拟公布的第二部分方案，则将为美国长远经济增长铺路。通胀方面，虽然苏伊士运河阻塞问题得以缓解，但这次事件让市场再次意识到供应链瓶颈问题，以及运费飙涨对物价带来的上升压力。此外，美国 1 月房价创 2006 年 2 月以来最大同比升幅，意味着房租（占美国核心 CPI 比重超过 30%）可能进一步上涨。以上因素叠加低基数和抑制需求的释放（3 月密歇根大学消费者信心指数创 1 年新高），可能推动美国通胀率显著上扬。因此，10 年期美债收益率再度刷新 14 个月新高，一度触及 1.774%。美元指数随即突破 93，并创 4 个月新高。有别于上周由避险需求驱动的涨幅，本周由利率优势带动的美元升势，对不同货币带来的跌幅各异。其中，低息货币欧元和日元最受影响。相反，商品货币在区间内整固。就加元而言，前景料依然较为乐观。尽管本周苏伊士运河交通恢复正常，缓和原油运输受阻的风险，同时 OPEC+ 下调今年原油需求预期，以及 API 报告显示上周美国原油库存上涨，惟油价的跌幅料有限，因本周 OPEC+ 可能宣布 5 月维持当前产量不变。此外，即使加拿大央行没有如预期般提早收紧政策，与美联储的货币政策立场也不会有太大差别。这亦有助减轻利率分歧对加元带来的下行压力。展望未来，经济和利率分歧可能继续主导汇市表现。在数据证实通胀率的上升不可持续，以及其他经济体尤其是欧元区明显恢复之前，经济和利率相对优势将继续支持美元指数，下一个关键位为 93.5/94.0。

本周市场焦点

美国 1 月 20 城房价指数按年涨幅创 2006 年 2 月以来新高，可能支持房租（占美国核心 CPI 比重超过 30%）上升，从而推升通胀预期及 10 年期美债收益率。随着长债收益率上涨，按揭贷款利率会否随之上扬，从而抑制房价和房租的涨幅？



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

1 April 2021

现行策略

总结: 我们于3月12日建议开始执行的“买美元/沽日元”短线策略在3月31日触及目标价110.52, 回报率达1.78%。不过, 由于策略的可行性依然存在, 我们将“买美元/沽日元”短线策略的目标价和止损价分别上调至112.06和109.76。

No.	建议执行日期	建议策略	建议 买入价	建议 目标价	建议 止损价	汇市分析	回报表现 (%)
短线策略							
1	2021年3月 11日	沽欧元/买离岸人民币	7.7510	7.6093	7.8262	尽管美元兑人民币汇率横行整固; 但人民币对一篮子货币仍然稳健	+0.67
2	2021年3月 12日	买美元/沽日元	108.59	112.06	109.76	美联储和日本央行对于长债收益率的取态不同, 令美国国债收益率差距持续扩大	+1.93
3	2021年3月 18日	沽欧元/买美元	1.1967	1.1680	1.2111	由于欧洲央行和美联储对国债收益率上升的取态不同, 利率分歧将令欧元继续受压。另外, 近期欧元/美元反弹动能消退。	+2.14
长线策略							
1	2021年3月 11日	沽欧元/买加元	1.5043	1.4513	1.5306	与欧洲央行相比, 加拿大央行更接近于减小货币刺激力度	+1.94

全球外汇周报

1 April 2021

<p>美元</p>	<p>本周美元指数再创 4 个月新高，并突破 93 水平。不过，本周支持美元上升的因素并非避险情绪，而是利率和经济方面的相对优势。具体而言，10 年期美债收益率再度刷新 14 个月新高，一度触及 1.774%，主要是因为市场对美国经济复苏及再通胀的预期高涨。经济方面，美国总统拜登表示三周内将会有九成美国成年人有资格接种疫苗。这推升市场对美国在短期内逐步放宽防疫措施的预期。事实上，受惠于快速的疫苗推广及 1.9 万亿美元经济刺激方案，美国 3 月 ADP 就业人数创去年 9 月以来最大增幅。市场期待周五公布的 3 月非农就业报告将表现亮丽。至于周三美国总统拜登宣布的 2.25 万亿美元基建方案，以及 4 月中拟公布的第二部分方案，则将为美国长远经济增长铺路。通胀方面，虽然苏伊士运河阻塞问题得以缓解，但这次事件让市场再次意识到供应链瓶颈问题，以及运费飙涨对物价带来的上升压力。除此之外，美国 1 月房价创 2006 年 2 月以来最大同比升幅，意味着房租（占美国核心 CPI 比重超过 30%）可能进一步上涨。以上因素叠加低基数和抑制需求的释放（3 月密歇根大学消费者信心指数创 1 年新高），可能推动美国通胀率显著上扬。受通胀预期高涨的影响，美国 10 年期 TIPS 损益平衡通胀率升至 2013 年 4 月以来高位 2.37%。展望未来，在数据证实通胀率的上升不可持续，以及其他经济体尤其是欧元区明显恢复之前，经济和利率相对优势将继续支持美元指数，下一个关键位为 93.5/94.0。</p>
<p>欧元</p>	<p>欧元持续受压，兑美元维持在 1.18 下方。首先，德法等国爆发新一波疫情，法国和意大利将延长封锁措施，加上疫苗接种进度缓慢，令市场担忧欧洲经济前景。其次，欧洲央行行长及官员重申鸽派立场。而该央行上周亦继续履行加快 PEPP 下买债速度以遏制欧债收益率升势的承诺。因此，随着 10 年期美债收益率反复向上，德美 10 年期国债息差扩大，增添欧元沽压。第三，由于欧元区第一季度股债市场的表现优于美国，三月底仓位调整令投资者净卖出欧元。这亦为欧元带来下行压力。短期内，欧美之间的经济复苏步伐和利率差距，或导致欧元维持疲软走势。</p>
<p>英镑</p>	<p>英镑随着大势对美元回落，不过，多个因素仍然支持英镑/美元企稳于 1.3700 上方。首先，英国央行官员们淡化短期内通胀率持续上升的风险，以及撤出货币刺激政策的可能。这意味着英国央行和美联储的立场相近。其次，英欧在疫苗方面的冲突暂时缓和。同时，英国官员表示疫苗供应足以支持英国所有成年人在 7 月底之前完成接种。随着英国政府按照计划推进疫苗接种及放宽限制措施，英国经济的复苏可能快于大部分主要经济体。总括而言，尽管美元和美债收益率走强可能令英镑受压，但下行压力或受限于英国央行较为淡定的立场以及英国较为乐观的经济前景。不过，脱欧因素对英国经济带来的负面影响仍需关注。这可能成为限制英镑升幅的另一个因素。</p>
<p>日元</p>	<p>美元兑日元攀升至逾一年高位，并一度接近 111 的水平。具体而言，10 年期美债收益率反复向上，加上季结相关资金流支撑美元，强美元因素叠加息差因素，令日元显著受压。经济数据方面，日本 2 月失业率意外持平于 2.9%。不过，日本 2 月工业生产按月跌 2.1%，逊于预期。短期内，日本经济复苏可能落后于其他主要经济体。不过，主导日元走势的仍主要是美元因素和息差因素。尽管日本央行将于 4 月减少买债规模，惟此举对日债收益率带来的上升压力，料无助收窄美日较大的息差。换言之，短期内，日元可能持续受压。</p>
<p>加元</p>	<p>美元/加元在 1.26 左右好淡争持。周初，美元走强及油价回落，利淡加元。具体而言，苏伊士运河交通恢复，缓和原油运输受阻的问题。同时，OPEC+指原油需求的复苏比早前预期慢。这加上美国 API 报告显示原油库存上周增加 391 万桶，导致油价下跌。不过，随着加拿大公布亮丽的经济数据（1 月 GDP 按月增长 0.7%，优于预期），加元收复部分失地。另外，市场期待 OPEC+在今天稍后会议上宣布于 5 月维持目前产油计划不变，以及沙特继续自愿减产。油价应声反弹，亦利好加元。短期内，原油供不应求的情况可能持续。油价或因而反覆向上。因此，加元跌幅料有限。另外，4 月加拿大央行会议值得关注。该央行早于其他央行收紧政策的预期，亦可能支持加元。</p>
<p>澳元</p>	<p>尽管澳洲国债收益率携手美息向上，惟澳元/美元仍未能站稳在 0.76 上方。具体而言，虽然中国 3 月官方 PMI 数据好于预期，但财新制造业 PMI 表现逊预期。另外，澳洲 3 月制造业 PMI 下修至 56.8，且 2 月出口按月转跌 1%，同样逊于预期。以上利淡因素，以及长假期前交易淡静，可能是澳元转弱的原因之一。展望未来，若澳洲国债收益率进一步上升，不排除澳储行再次干预，以压低债息的可能。在此情况下，澳元短期升幅或受限。</p>

全球外汇周报

1 April 2021

<p>纽元</p>	<p>纽元兑美元反复受压，暂时在 0.70 下方交易。首先，美元全面上涨。其次，纽西兰 3 月 ANZ 消费者信心指数由 113.1 下降至 110.8，反映纽国在重新开放边界之前经济明显复苏的可能不大。第三，长假期前交易淡静，亦增添纽元的沽压。短期内，由于纽西兰政府实施楼市调控政策，在楼市受压及旅游限制措施未能明显放宽，再加上纽联储维持鸽派立场的情况下，纽元可能在近期低位附近盘整。</p>
<p>人民币</p>	<p>人民币随着大势对美元走弱，并跌穿近期波动区间边界 6.55 水平。不过，美元/人民币暂时在 6.57-6.58 区间整固，而人民币指数亦回到 97 附近水平。这主要是因为本周美元进一步上涨背后的推动力是利率和经济相对优势，而非避险需求。因此，在人民币利率和中国经济同样具备优势的情况下，逢低买入的行为及结汇需求帮助限制了人民币的跌幅。短期内，美元/人民币可能在 6.60 遇阻，并暂时在 6.50-6.60 区间内波动。其他方面，虽然富时罗素确认将于 10 月把中国国债纳入其全球国债指数，但 5.25% 的权重低于预期，且 36 个月的纳入时间长于预期。因此，该因素对中国债市及人民币带来的支持或有限。</p>
<p>港元</p>	<p>港汇跌至逾一年新低，主要是因为美元全面走强、人民币转弱，以及港元资金供过于求。百度和 B 站上市后，暂时未有确定上市时间的大型 IPO。另外，近期股市波动性较高，令投资者对新股的热情消退，同时导致北水显著减少。与此同时，新股相关贷款减少，令整体贷款需求渐趋疲软。展望未来，在港元需求偏弱的情况下，港汇和短端港息可能继续面临下行压力。不过，由于目前的港美息差并不足以诱发套息交易，同时不少企业仍计划于年内来港上市，且 6-8 月将会有企业集中派息潮，短期内美元/港元突破 7.80 的机会不大。港息亦应该不会大幅下跌，例如一个月港元拆息料不会跌穿 0.1%。</p>

全球外汇周报

1 April 2021

图 1：美元指数-日线图：美元指数突破 93 的水平，由于多方力量明显增强，短期内美元可能维持较强表现。我们将关注美元指数会不会在 94 遇阻。



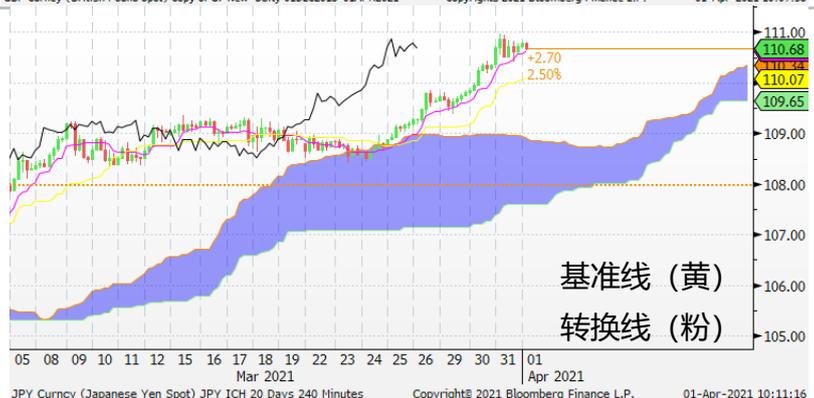
图 2：欧元/美元-日线图：欧元/美元在 1.1704 找到支持，但随后的反弹未能带动该对子突破 1.1750/60 水平。短期内，由于能量柱位于空方，欧元可能持续受压。1.1700 将会是该货币对子的短期支持位，若跌穿该水平，则可能下试 1.1600/10。



图 3：英镑/美元指数-日线图：英镑/美元的反弹后劲不足。能量柱偏向空方，意味着英镑短期内可能偏弱，任何反弹都可能于 1.3800/20 遇阻。短期内，该对子可能在 1.37-1.38 区间内波动，除非跌穿 1.3670，否则应该不会进一步下跌。



图 4：美元/日元-日线图：美元兑日元突破 110 阻力，目前反映出出现超卖现象。不过，由于美元/日元上升动能强劲，该对子可能进一步走高，下一个目标将会是 111.00/111.70 水平。



全球外汇周报

1 April 2021

图 5：美元/加元-日线图：油价大致回稳，美元兑加元在 1.2600 水平附近整固。能量柱偏向多方，美元因素可能继续主导该对子的后市走向。短期内，市场将关注加拿大央行 4 月会议。由于该央行可能释放较其他主要央行鸽派的讯号，加元可能继续受到支持，并表现优于其他 G10 货币。



图 6：澳元/美元-日线图：澳元/美元跌穿 100 天移动平均线 (黑) 0.7633 水平。由于能量柱偏向空方，该对子可能需要突破 0.7560 – 0.7670 范围，才有更清晰的方向。



图 7：纽元/美元-日线图：纽元/美元失守 100 天移动平均线 (黑) 0.7136 水平后持续受压，暂时在稍高于 200 天移动平均线 (绿) 0.6883 上方徘徊。能量柱偏向空方，意味着纽元/美元短期走势仍然偏弱。



全球外汇周报

1 April 2021

图 1: 主要经济体 10 年期国债收益率再度反弹

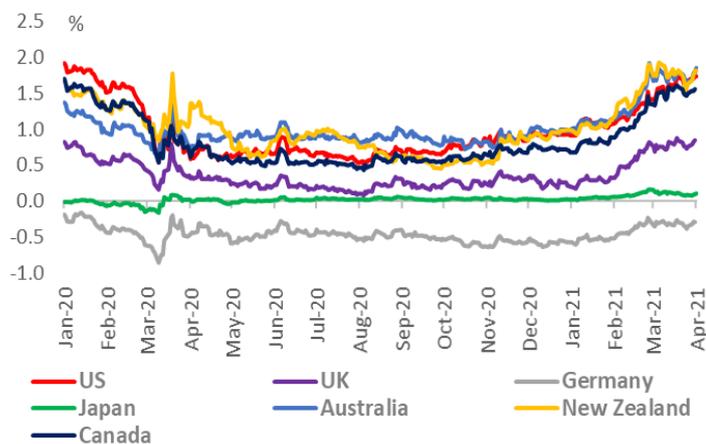


图 2: 全球负利率债券存量小幅回升



图 3: 三大央行资产负债表持续扩张, 流动性充裕

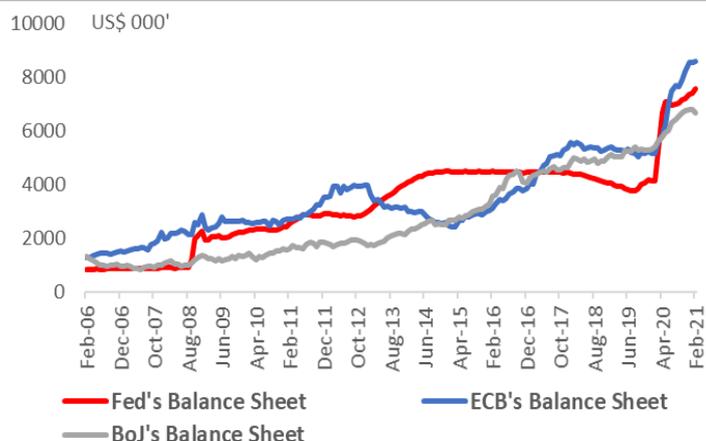


图 4: 主要经济体制造业 PMI 回升

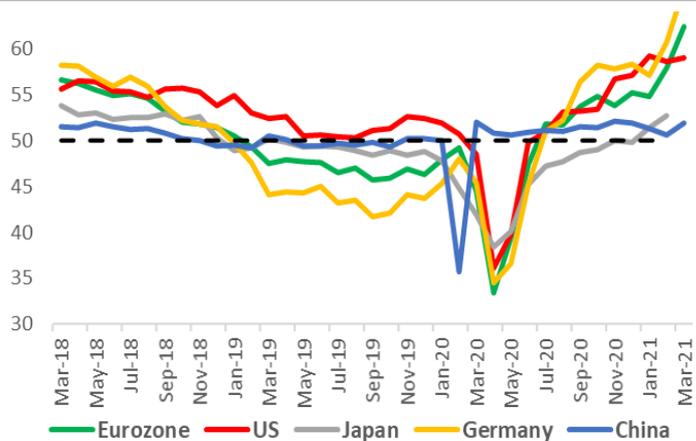


图 5: 商品价格大幅上升后, 升势放缓



图 6: 铜/金比率暗示 10 年期美债收益率或继续上升



数据来源: 彭博, 华侨银行

全球外汇周报

1 April 2021

图 7: 美国收益率曲线陡峭化



图 8: 美国短期和长期通胀预期仍然高涨

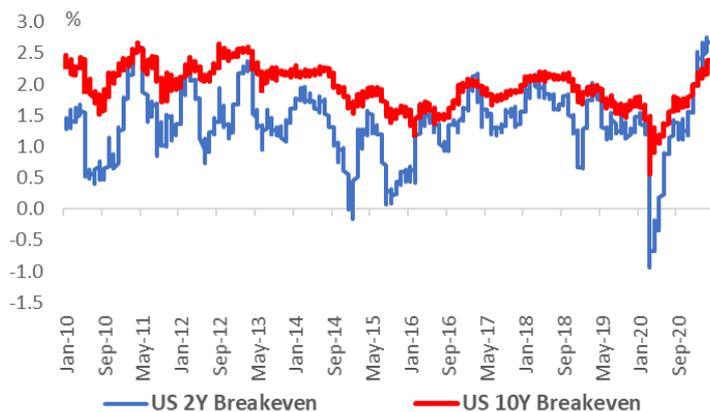


图 9: 中美 10 年期国债收益率保持较大差距

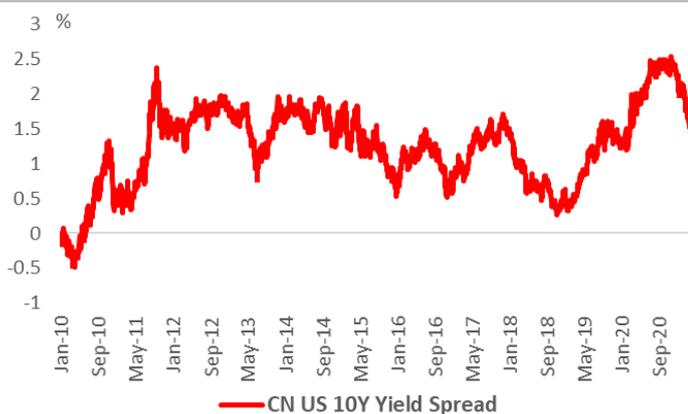


图 10: 美日 10 年期国债收益率差距扩大



图 11: 美国实际收益率仍有上升空间

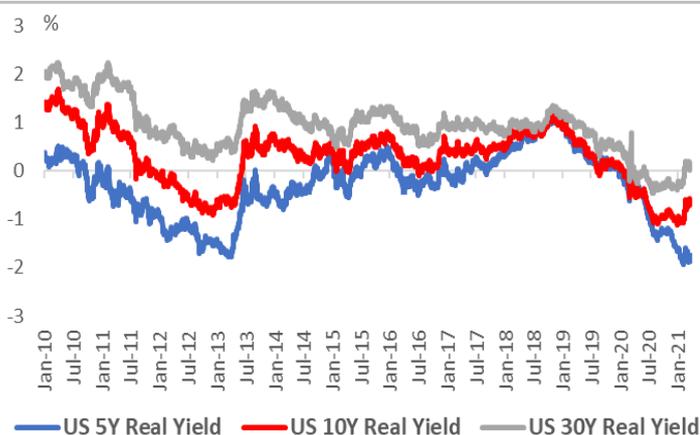
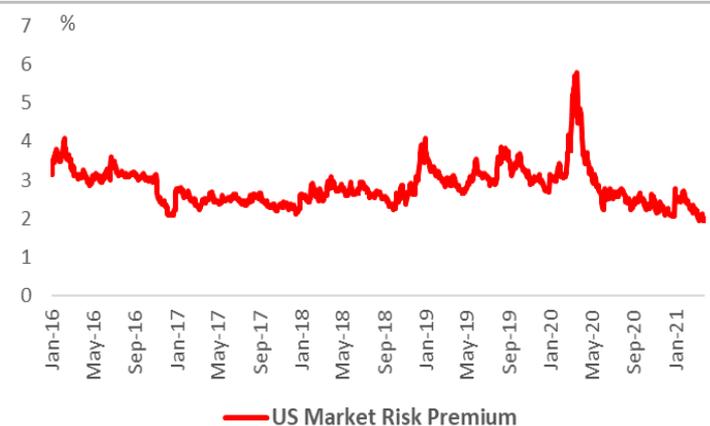


图 12: 美国股市风险溢价回落



数据来源: 彭博, 华侨银行

Treasury Research & Strategy

Macro Research

Selena Ling

Head of Strategy &
Research
LingSSSelena@ocbc.com

Tommy Xie Dongming

Head of Greater China
Research
XieD@ocbc.com

Wellian Wiranto

Malaysia & Indonesia
WellianWiranto@ocbc.com

Howie Lee

Thailand, Korea &
Commodities
HowieLee@ocbc.com

Carie Li

Hong Kong & Macau
carierli@ocbcwh.com

Herbert Wong

Hong Kong & Macau
herberhtwong@ocbcwh.com

FX/Rates Strategy

Frances Cheung

Rates Strategist
FrancesCheung@ocbc.com

Terence Wu

FX Strategist
TerenceWu@ocbc.com

Credit Research

Andrew Wong

Credit Research Analyst
WongVKAM@ocbc.com

Ezien Hoo

Credit Research Analyst
EzienHoo@ocbc.com

Wong Hong Wei

Credit Research Analyst
WongHongWei@ocbc.com

Seow Zhi Qi

Credit Research Analyst
ZhiQiSeow@ocbc.com

全球外汇周报

1 April 2021

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, "Relevant Materials") to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a "Relevant Entity") in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) ("MiFID") and the EU's Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) ("MiFIR") (together referred to as "MiFID II"), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

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士。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。

全球外汇周报

1 April 2021

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。

Co.Reg.no.:193200032W