

全球外汇周报

7 May 2021

谢栋铭

Xied@ocbc.com

吴端正

terencewu@ocbc.com

李若凡

Carierli@ocbcwh.com

王灏庭

Herberttwong@ocbcwh.com

本周随笔：美联储无惧通胀

本周外汇市场的走势让笔者有点难受。虽然我行看多加元的策略取得了非常好的效果，但是笔者对美元走强的倾向性却迟迟无法兑现。过去一周美元数次向上突破都未能持久。目前美元指数又被压回到 91 下方。笔者之所以在 5 月对美元有所期望主要有两个原因。第一，就是笔者一般都比较尊重市场的季节性因素。每年 4 月和 5 月美元往往呈现较为明显的季节性因素。美元往往在 4 月走弱，5 月走强。鉴于刚刚过去的 4 月，美元确实照着剧本走弱了，所以包括我们在内的市场对美元在 5 月走强的预期也是非常合理的。第二，笔者也相信近期公布的美国经济数据将会继续走强。笔者也对爆款的美国经济数据对美元的支持抱有些许期望。

导致本周美元上下拉锯的一个主要因素很可能是美国实际利率的继续回落。今年一季度美元反弹的一个主要因素就是美国实际利率的快速上升。但是随着美联储继续保持鸽派，4 月以来美国实际利率重新回落。

过去一周美联储官员继续向市场灌输目前我们看到的通胀都是暂时的思维。美国通胀率在未来几个月上升到 2% 以上基本没有悬念，这里即有基数效应的影响也有供给短缺的冲击。但是本周美联储传达的思想是未来几个月 2% 以上的通胀是不可持续的，因为失业率依然保持在较高水平。美联储副主席 Clarida 表示他不认为美国经济面临过热的问题。而其同事纽约联储主席 Williams 也同样在本周表示一旦由于经济重新开放而导致短期失衡的局面被释放，明年的通胀率会自动回到 2% 左右。

由于历史上美联储对通胀的预测往往错多对少，目前美联储的态度是不随便预测。在通胀证据确凿之前，继续保持淡定。美联储这种淡定，意味着应对通胀会慢一拍，这也意味着美国实际利率负值很有可能会继续扩大。本周美国 10 年期实际利率已经下滑至负的 0.89% 附近。美国实际负利率将成为美元走强路上一个很难逾越的障碍。

美元能否延续 5 月季节性走强的势头，目前还不好说。短期内可能还要关注美国经济数据尤其是劳动力数据。未来几个月美国何时开始收缩量化宽松，光有通胀数据可能还不够，还需要关注美国就业数据。

全球外汇周报

7 May 2021

外汇市场 本周回顾

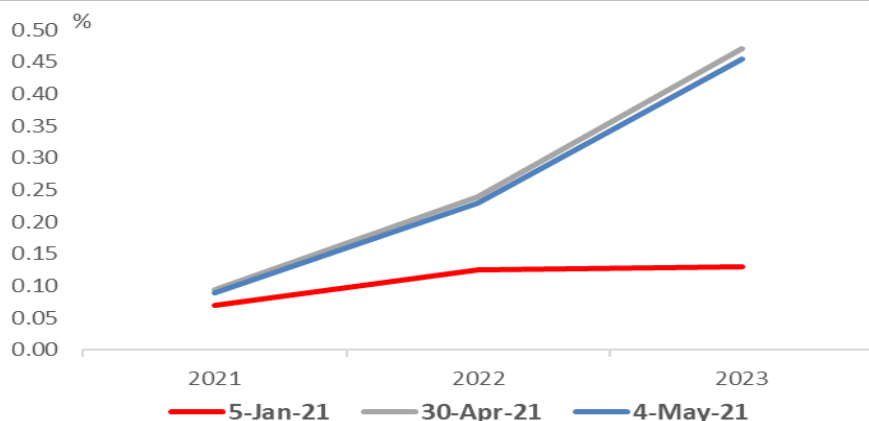
本周多个主要市场休假，其中日本和中国于周四才复市，因此市场较为淡静，主要受风险情绪主导。**起初，市场对美联储提早收紧政策的担忧升温。避险情绪高涨，从而支持美元和日元反弹，同时令美股回落。**实际上，近期美国大部分经济数据表现强劲，包括 3 月个人收入和支出大幅增、4 月芝加哥 PMI 升至 38 年高位、上周首次申领失业救济金人数自疫情爆发以来首次跌穿 50 万的水平，以及 3 月贸易逆差及商品和服务进口均创历史新高。虽然 4 月 ISM 制造业和非制造业指数由高位回落，但背后反映的是供应链问题及通胀压力加剧。而反映通胀预期的 5 年期 TIPS 盈亏平衡通胀率创近 13 年新高。有鉴于此，美联储官员 Kaplan 发表鹰派言论，表示现在开始讨论调整资产购买速度是适宜的。而美国财长则表示可能需要加息以防止经济过热（此番言论一度引发市场动荡）。不过，美联储主席鲍威尔重申经济复苏不平衡。同时，多名美联储官员淡化通胀率持续上涨的风险，并否认短期内加息和缩减 QE 的可能。回过头看，期货市场对美联储加息时间的预期亦没有明显改变。至于美联储和期货市场均保持淡定的原因，可能是美国劳动力市场缺口及全球不明朗的疫情。劳动力市场方面，即使稍后公布的 4 月非农就业数据造好，亦不意味着美国劳动力市场出现显著改善，毕竟目前就业人口仍较疫情爆发前少逾 800 万人。**随着美联储大部分官员的鸽派言论减轻市场的担忧，同时欧美强劲的经济数据推升大宗商品价格及风险偏好，本周四开始美元和美债收益率回吐升幅。**

事实上，目前大部分央行均维持鸽派立场。继日本央行和美联储之后，本周澳储行和英国央行亦大幅上调经济增长预测。然而，澳储行依然坚持 2024 年之前通胀不会达标因此不会加息的展望。受鸽派讯号的拖累，澳元一度下挫。相反，英国央行跟随加拿大央行的步伐，宣布缩减每周买债规模，但幅度不大（由 44 亿英镑减少至 34 亿英镑），并表示除非有迹象表明通胀率可以持续超过 2% 目标，否则不会收紧政策。因此，会议过后英镑未能受到支持。短期内，**若单考虑央行因素，加元可能是主要受惠的 G7 货币，其他货币受到的影响可能有限。不过，加元能否进一步上升，仍取决于多项因素，包括美元和油市表现等。近期加元显著走强（创三年半高位）会否引起加央行关注亦值得留意。**

美元短期走势方面，无论是市场对美联储收紧政策的预期，还是美国高涨的通胀预期及强劲的经济数据，抑或是持续增加的美债供应（本周财政部公布的季度发债计划符合预期），都将限制美国长债收益率的跌幅。在疫情尚未明朗，同时长期美债收益率下行空间有限的情况下，美元可能继续受到支持。不过，随着欧元区等主要经济体逐步追上美国的复苏步伐，经济分歧收窄，可能利淡美元。因此，短期内，美元指数可能继续于 90-92 区间内波动。

本周市场焦点

尽管本周一些美联储官员和美国财长提及收紧政策及加息，但期货市场对美联储加息时间的预期并没有明显改变



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

7 May 2021

现行策略

总结：我们维持目前的外汇投资策略不变，现行的策略暂时皆获得客观回报，主要是因为本周加元大幅上升至三年半高位。鉴于全球主要央行包括美联储维持宽松政策，同时欧美等主要经济体前景渐趋乐观，再通胀交易可能继续支持商品货币。

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 4 月 23 日	沽澳元/买加 元	0.9688	0.9457	0.9805	加拿大央行成为首个减小货币宽松力度（缩减买债规模）的主要央行，立场明显比澳联储鹰派	+2.38
2	2021 年 4 月 28 日	买澳元/沽日 元	84.354	87.576	82.747	美国长端国债收益再次上升，日元将持续受压，同时风险情绪逐渐升温利好澳元	+0.63
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	+2.47

全球外汇周报

7 May 2021

美元	美元指数先涨后跌。起初美元上升主要是因为市场担忧美联储提早收紧政策。具体而言，近期美国一系列经济数据表现强劲，包括 3 月个人收入和支出大幅增、4 月芝加哥 PMI 升至 38 年高位、上周首次申领失业救济金人数自疫情爆发以来首次跌穿 50 万的水平，以及 3 月贸易逆差及商品和服务进口均创历史新高。虽然 4 月 ISM 制造业和非制造业指数由高位回落，但背后反映的是供应链问题及通胀压力加剧。而反映通胀预期的 5 年期 TIPS 盈亏平衡通胀率创近 13 年新高。有鉴于此，美联储官员 Kaplan 发表鹰派言论，表示现在开始讨论调整资产购买速度是适宜的。而美国财长则表示可能需要加息以防止经济过热（此番言论一度引发市场动荡）。不过，美联储主席鲍威尔重申经济复苏不均衡。同时，多名美联储官员淡化通胀率持续上涨的风险，并否认短期内加息和缩减 QE 的可能。回过头看，期货市场对美联储加息时间的预期亦没有明显改变。至于美联储和期货市场均保持淡定的原因，可能是美国劳动力市场缺口及全球不明朗的疫情。劳动力市场方面，即使稍后公布的 4 月非农就业数据造好，亦不意味着美国劳动力市场出现显著改善，毕竟目前就业人口仍较疫情爆发前少逾 800 万人。随着美联储大部分官员的鸽派言论减轻市场的担忧，同时欧美强劲的经济数据推升大宗商品价格及风险偏好，本周四开始美元和美债收益率回吐升幅。展望未来，在疫情尚未明朗，同时长期美债收益率下行空间有限的情况下，美元可能继续受到支持。不过，随着欧元区逐步追上美国的复苏步伐，经济分歧收窄，可能利淡美元。因此，短期内，美元指数可能继续于 90-92 区间内波动。
欧元	欧元/美元一度跌至 1.20 下方，主因是欧元区第一季 GDP 连续第二季录得环比跌幅，按季萎缩 0.6%，并再度陷入技术性衰退。这为累积了不少升幅的欧元带来获利回吐的机会。不过，以下几个因素支持欧元兑美元回到 1.20 上方。首先，欧元区疫苗接种率持续上升，市场预计欧元区第二季经济数据将强劲反弹。本周公布的德国 3 月工厂订单按月大幅增长 3%，亦增强市场对欧元区经济复苏的信心。其次，德国和美国 5 年期实际收益率差距相比二、三月份有所收窄（德国 10 年期国债收益率一度上升至 -0.16% 高位）。然而，市场担忧供应短缺问题（工业生产为德国经济重心），可能拖累经济复苏。再加上美元整固，欧元/美元的上升空间料有限。
英镑	尽管美元由高位回落，同时英国经济数据造好（4 月制造业 PMI 终值由 60.7 上修至 60.9），惟英镑兑美元仍在 1.40 遇较强阻力。回顾本周，一方面，周四英国央行维持利率不变，同时大幅上调经济增长预测，并宣布放慢每周买债速度，但幅度不大（由 44 亿英镑减少至 34 亿英镑），并表示除非有迹象表明通胀率可以持续超过 2% 目标，否则不会收紧政策。因此，会议过后英镑未能受到支持。另一方面，苏格兰议会选举的不确定性亦限制英镑的升幅（选举结果将于周六公布）。短期内，英镑/美元可能继续在 1.38-1.40 的区间内波动。
日元	日元维持区间震荡的走势。起初，美元和美债收益率携手上升，令日元对美元一度跌至 4 月中以来新低。随后，随着美元和美债收益率由高位回落（10 年期美债收益率跌至 1.57% 左右），日元收复失地。其他方面，美国和日本 10 年期实际收益率差距扩大（日本实际收益率较高），亦可能减轻了日元的沽压。不过，短期内，央行立场分歧、经济分歧，以及美日名义收益率差距，可能持续限制日元的升幅。一方面，日本经济继续受困于疫情。报告称日本政府正考虑延长将于 5 月 11 日到期的紧急状态，这令市场质疑奥运会能否如期举办。另一方面，鉴于日本央行的通胀预期，该央行可能比其他央行更倾向于维持鸽派立场。日本央行 3 月会议纪要显示，经济仍面临疫情引发的压力，且委员们同意首要任务是维持收益率曲线稳定于低位。
加元	尽管美元转强，惟无阻加元延续升势，主因受惠于两个因素。第一，经济稳健。上周五公佈的加拿大 2 月 GDP 环比上升 0.4%，连续 10 个月增长。这加上加拿大的疫情缓解，以及疫苗接种率温和上升，令加国经济强劲复苏的故事得以延续，从而利好加元。第二，油市上升。市场憧憬欧美夏季逐渐恢复旅游活动将提振原油需求。另外，美国 API 及 EIA 报告均显示上周原油库存减少，且美国原油出口创历史最大升幅。第三，美元走弱及风险偏好上升。短期内，加拿大稳健的经济及加央行偏鹰派的立场，可能继续支持加元。至于加元进一步上升的空间则取决于美元因素及油价走势。近期加元显著走强（创三年半高位）会否引起加央行关注亦值得留意。

全球外汇周报

7 May 2021

澳元	尽管大宗商品价格持续上升，惟澳元表现逊于其他两只商品货币。限制澳元升幅的因素主要有两个。第一，澳储行的立场仍较为鸽派。周二澳储行虽大幅上调经济增长预测，但仍坚持 2024 年之前通胀率不会达到 2-3% 目标区间，以及目标达成之前不会加息的展望。第二，中澳冲突升温。中国发改委表示将无限期暂停与澳洲的定期经济对话。市场担忧这将引发更多对抗措施。展望未来，市场将关注澳储行 7 月的政策评估会否调整收益率曲线控制措施所针对的债券（例如增添 2024 年 11 月到期的国债）。除此之外，市场情绪及大宗商品市场表现可能主导澳元走势。若再通胀交易延续，澳元/美元可能反复上试 0.7800 的阻力。
纽元	纽元/美元再度突破 0.72。首先，大宗商品价格持续上升、美联储官员淡化通胀担忧推升风险偏好，再加上美元和美债收益率由高位回落，支持纽元走强。其次，纽西兰第一季失业率下降至 4.7%，优于预期。数据表现强劲亦支持纽元。不过，短期内，纽储行可能维持鸽派立场，因此纽元的升幅可能有限。具体而言，纽西兰失业率虽有所回落，但仍远高于疫情爆发之前 4% 的水平。此外，尽管 4 月房屋价格指数按年飙升 18.4%，反映早前政府推出的楼市调控政策仍未见效，并驱使纽储行警告有必要时将通过收紧房贷，以防楼市过热。由此可见，比起加息，纽储行更倾向于采用宏观审慎政策调控楼市。其他方面，纽西兰暂停与澳洲新南威尔士的旅游气泡。
人民币	尽管中澳和中美的关系紧张，惟人民币受到的影响不大。反而，随着美元回落及大宗商品价格反弹，美元/人民币再度贴近 6.45 的水平。同时，人民币对一篮子货币表现强劲，伴随着人民币指数维持在 97 附近，这可能是因为在目前亚洲多地受困于疫情的情况下，海外需求的复苏可能仍需要靠中国出口来满足。换言之，外需可能继续支持中国经济保持稳健。展望未来，美元因素将继续主导人民币走势，同时外需支持下的中国经济复苏，可能继续利好人民币。因此，短期内，我们预期人民币兑一篮子货币将维持稳健，若美元/人民币守住 6.45 的支持，短线可能继续在 6.45-6.50 区间内波动。
港元	美元/港元在 7.7650-7.7700 的区间内波荡，主要受美元和人民币走势影响。与此同时，港元拆息进一步下跌至 2010 年以来低位。尽管中国复市，但港股通下的资金依然是净流出香港，未能提振港元需求。另外，投资者对本周开始招股的顺丰房托反应冷淡。不过，二季度仍有几个潜在的大型 IPO。另外，在港上市的海外企业可能需要提前准备港元，以便 6-8 月进行派息。再者，半年结之前，港元需求亦可能增强。事实上，近期美元/港元远期点有轻微反弹的迹象。总括而言，我们认为 1 个月和 3 个月港元拆息分别跌穿 0.05% 和 0.15% 的机会不大。美元/港元则可能在 7.76-7.79 区间内波动。

全球外汇周报

7 May 2021

图 1：美元指数-日线图：美元指数重返 100 天移动平均线（91.074）下方。鉴于 200 天移动平均线逐步向下与 50 天平均线相交，多方力量疲弱，美元短期内可能仍然反复下行压力。



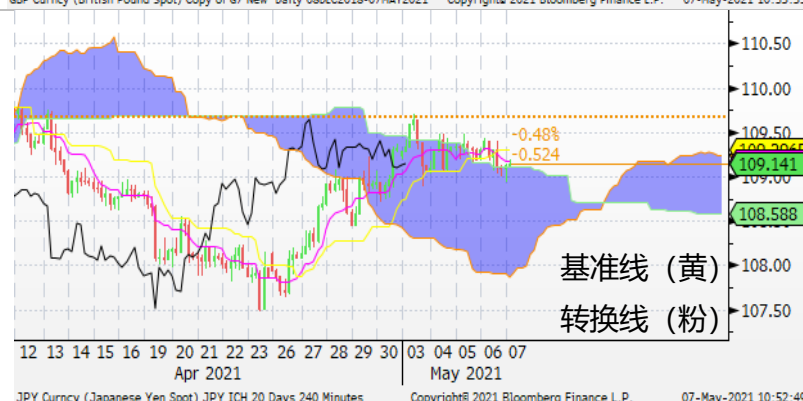
图 2：欧元/美元-日线图：欧元/美元跌穿 100 天移动平均线之后，触底反弹。不过，鉴于 50 天移动平均线跌穿 200 天移动平均线，且能量柱处于空方，欧元兑美元的沽压犹存。



图 3：英镑/美元指数-日线图：英镑/美元暂时于 50 天平均线（1.3857）上方徘徊。多方力量减弱，意味着英镑/美元可能在 1.4000 遇阻。短期内，若 100 天平均线（1.3784）上升穿 50 天平均线，英镑或有机会突破 1.4000 关键阻力。



图 4：美元/日元-日线图：美元/日元再度重返上升轨道，并升至云层上方。不过，由于先行带好淡争持，该对子暂时进一步上升动力不足。



全球外汇周报

7 May 2021

图 5：美元/加元-日线图：加元继续领先其他货币。由于加央行早于其他央行收紧政策，且空方力量再次上升，我们继续看好加元的走势。



图 6：澳元/美元-日线图：中澳地缘政治风险，加上澳联储鸽派立场，令澳元/美元继续在 0.7800 / 20 附近遇阻。短期内，大宗商品价格持续向上，可能继续支撑风险货币澳元。澳元/美元可能在 0.7670 找到支持。



图 7：纽元/美元-日线图：纽元兑美元目前于 0.72 上方整固。在未有新的因素刺激的情况下，短期内，纽元/美元走势可能取决于大宗商品、美元和美债收益率的后市表现。



全球外汇周报

7 May 2021

图 1：主要经济体 10 年期国债收益率转趋整固

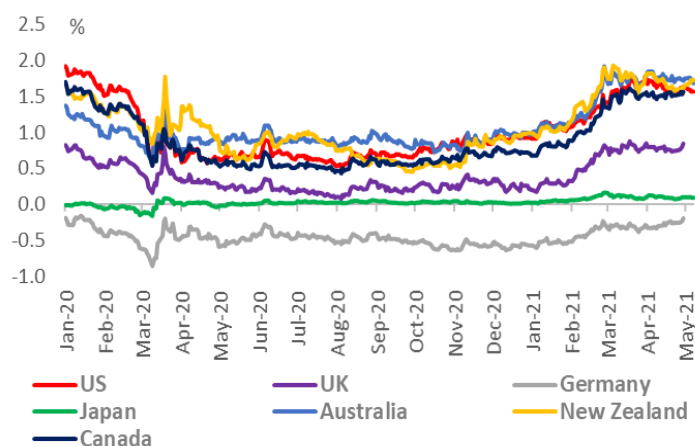


图 2：全球负利率债券存量未能延续下行走势



图 3：三大央行资产负债表继续扩大，日本央行的跌幅主要源于估值效应

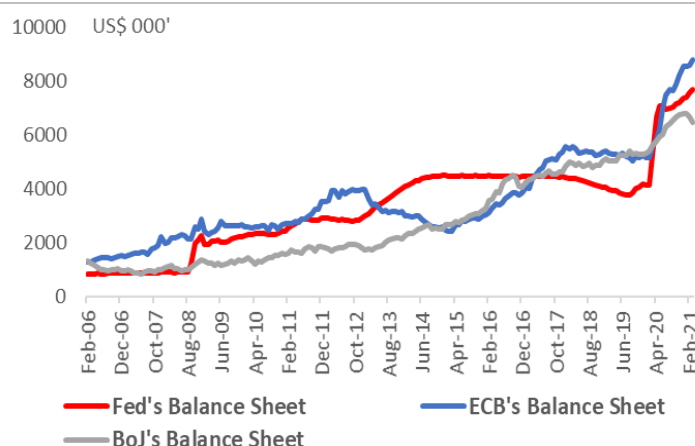


图 4：主要经济体制造业 PMI 继续扩张

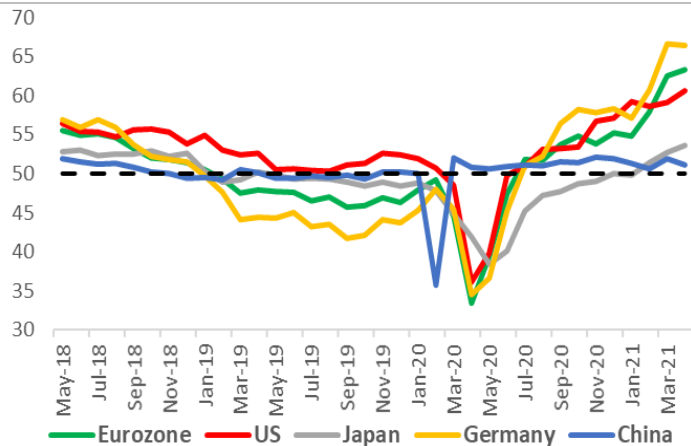
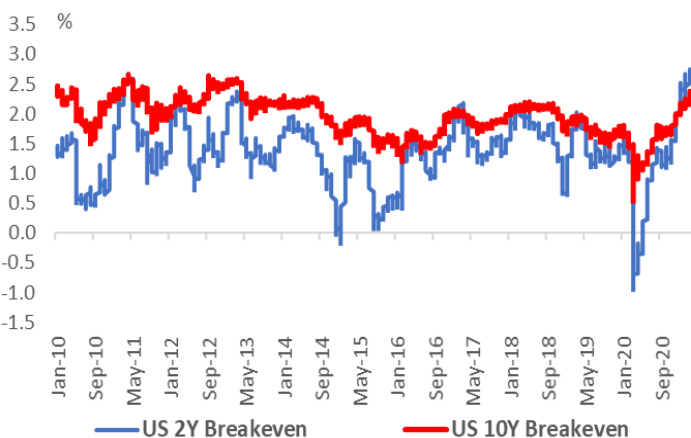


图 5：再通胀交易带动大宗商品价格上升



图 6：美国短期通胀预期维持高企



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

7 May 2021

图 7：美国 CPI 截尾均值按年升幅尚未明显扩大

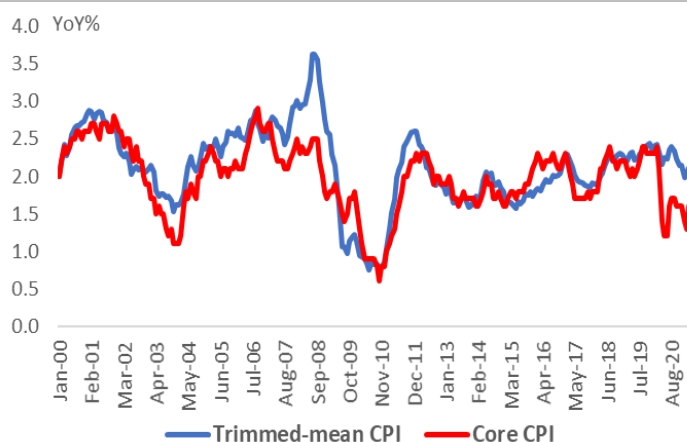


图 8：美国工资增速依然较为温和

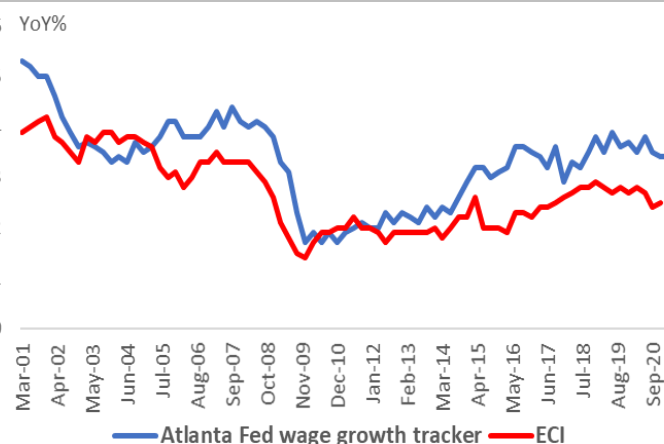


图 9：美国密歇根大学消费者中长期通胀预期温和

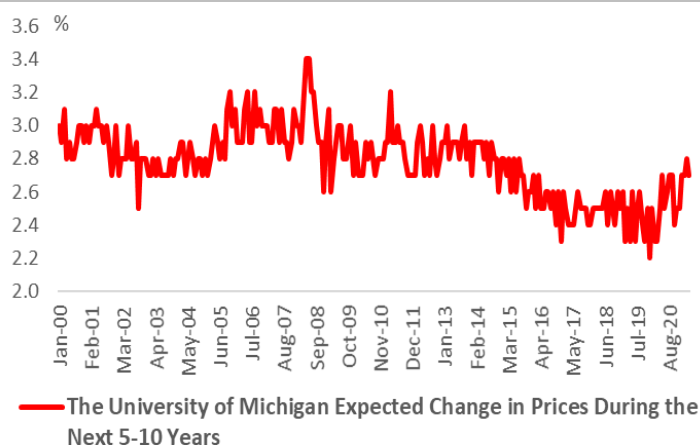


图 10：美国通胀预期仍处于历史较低水平

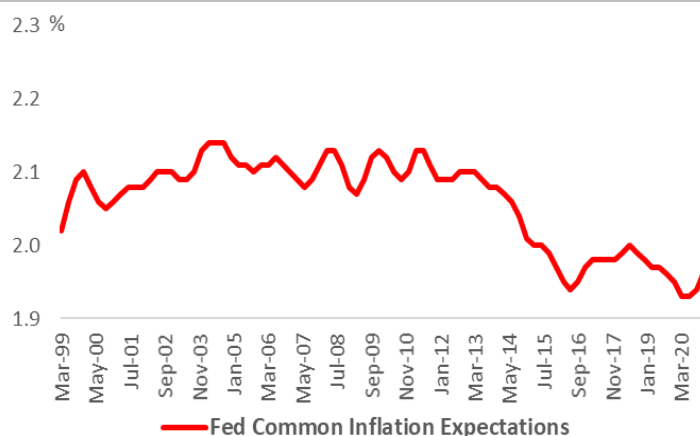


图 11：铜/金比率升势强劲



图 12：美国长短国债息差高位整固



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

7 May 2021

图 13: 德美 5 年期实际收益率差距进一步收窄

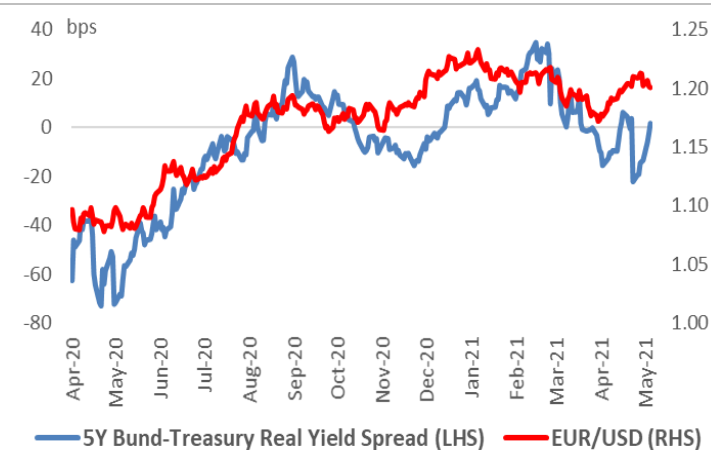


图 14: 美日 10 年期实际收益率差距扩大

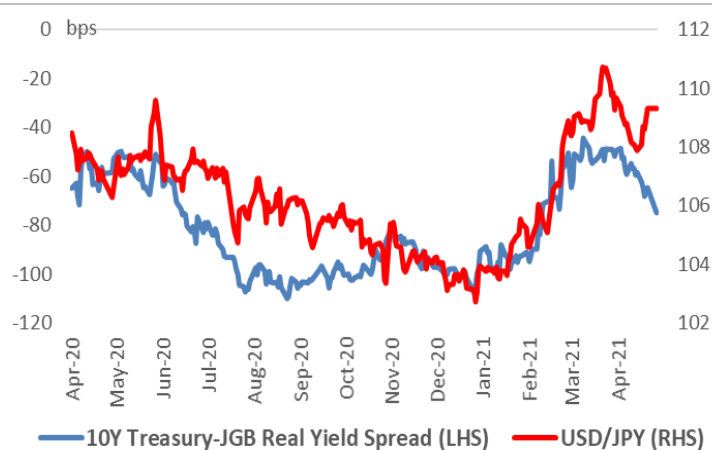


图 15: 美国实际收益率低位徘徊

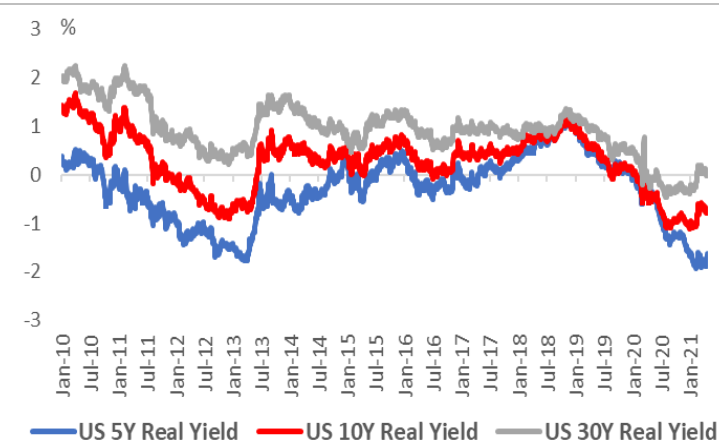
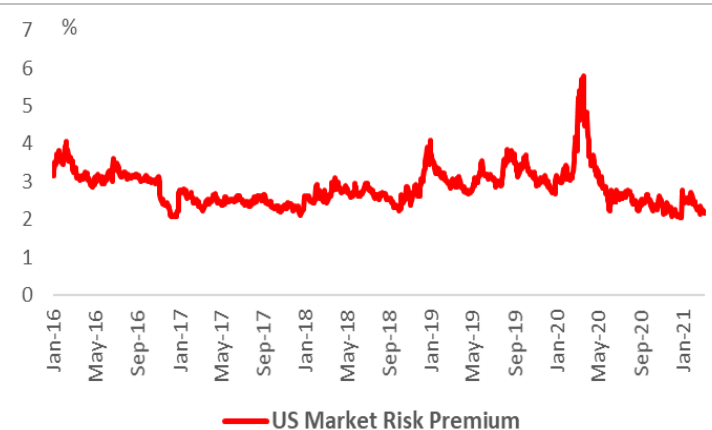


图 16: 美国股市风险溢价再次下行



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

7 May 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。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。

Co.Reg.no.:193200032W