

谢栋铭

[Xied@ocbc.com](mailto:Xied@ocbc.com)

吴端正

[terencewu@ocbc.com](mailto:terencewu@ocbc.com)

王灏庭

[Herberttwong@ocbcwh.com](mailto:Herberttwong@ocbcwh.com)

### 本周随笔：中国 2021 年的不同或许是未来稳定的弹药

本周越来越多的美联储官员暗示最早 3 月加息，其中最重量级的当属刚刚被提名的副主席 Brainard。随着 Powell 和 Brainard 的听证会结束，美联储今年的时间轴也渐渐清晰，美联储最早将在 3 月加息并且可能在下半年开始收缩资产负债表。至于美联储以何种速度缩表目前还是个问号，这或许也会是接下来市场讨论的焦点。

本周的随笔，笔者将主要讨论下中国。近期境外市场看空人民币的声音有所抬头。主要原因主要集中在两点包括中美货币政策预期差以及随着奥密克戎变异株全球扩散，对中国动态清零政策有效性以及成本的质疑不断上升。从汇率角度来看，笔者对人民币倒是没有那么悲观。从宏观政策角度来看，中国去年在某些领域与世界的背道而驰倒是可能为未来几年稳经济政策提供弹药。

首先，就货币政策来说，2021 年在跨周期的政策框架引导下，中国货币政策的谨慎与西方主要经济体的宽松形成了鲜明对比。疫情以来，美欧日等主要央行资产负债表迅速扩张，为未来货币政策正常化增加了难度。新年伊始美股的震荡与美联储退出宽松三部曲即结束量化宽松到加息再到缩表之间的时间间隔可能大幅缩短至半年之内有关。反观中国央行，自从 2015 年以来资产负债表更为稳健，疫情爆发以来的两年，中国央行资产负债表仅增加 2 万亿人民币左右。中国也是少数仍然有传统货币政策空间的经济体之一，这也意味着未来央行通过更灵活的货币政策稳定经济的约束要比很多发达国家小。

其次，从债务角度来看。国际货币基金组织最新估算显示 2020 年全球为了应对新冠病毒，债务占 GDP 比重大幅上涨 28%，创下二战以来的单年新增记录。可以说此次全球应对新冠病毒的方式类似于应对战争而非简单的金融危机。不过这也为未来退出政策带来了挑战。中国 2021 年开始逆势去杠杆。我们预计 2021 年中国杠杆率可能从 2020 年的高点回落 7% 左右。中国 2021 年主动去杠杆虽然使得中国股市波动加大，但是也为未来稳经济积攒了子弹。

2021 年中国公共财政收入增幅远超过公共财政支出增幅。这个差距将在今年为中国提供预算以外的额外资金。结合中国依然保留了传统货币政策空间，2021 年中国在货币和财政上的逆势而行或许会成为今明两年中国经济韧性的助力。此外，最新的中央经济工作会议明确能源领域先立后破的政策也将减少行政一刀切带来的供给侧冲击。

至于去年下半年以来监管风暴，笔者认为过去二十年以来的一系列监管风暴都是对某些领域野蛮生长的应对，旨在理清政府和行业之间的关系。随着这种关系逐渐理清之后，监管风暴的影响会渐渐褪去。此外，2022 年新年第一个星期国务院公布的生产要素市场化配置综合改革试点的总体方案也再次显示中国对市场经济改革的承

## 全球外汇周报

14 January 2022

诺不变。这也有利于缓解去年监管风暴以及共同富裕追求下部分投资者对私营经济未来角色的困惑。

总体来看，2021 年的部分痛点或许会渐渐成为未来几年中国经济韧性的支持因素。中国经济今年表现如何可能很大程度将取决于疫情的防控和发展。在奥密克戎变异株面前，中国的动态清零政策是否能守住？以及成本收益是否匹配都将成为投资者关注的焦点。此外，奥密克戎变异株是否真的能像某些人希望的那样终结大流行还是全球在躺平中培育出新的变异从而再次证明中国的动态清零政策，这都是今年值得关注的地方。

## 全球外汇周报

14 January 2022

### 现行策略

**总结:** 本周初我们一度新增了两个短线策略买美元/沽日元及沽澳元/买美元。主因是前端的德美和美日息差在 2021 年一共扩大 10-20 个基点, 而相信今年将有望进一步延续此趋势, 或有机会再上行 60-70 基点。不过, 随着美国公布了去年 12 月 CPI 之后, 美元迅速走低, 并触及了两个建议策略的止损价, 分别录得 0.89%和 1.10%损失离场。

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	2022 年 1 月 07 日	买美元/沽日 元	115.87	117.89	114.85	前端美日息差因素以及美联储更为鹰派立场将利好美元	-0.89
2	2022 年 1 月 07 日	沽澳元/买美 元	0.7163	0.7002	0.7243	考虑到美联储鹰派立场和股市出现见顶的情况, 市场风险情绪有回调风险	-1.10

#### 长线策略

## 全球外汇周报

14 January 2022

<p><b>美元</b></p>	<p>本周，美元指数整体呈震荡下行的走势，但在周四美国时段止住跌势。回顾过去两周，自美联储公布了12月会议纪要之后，除了官员间对加息和缩减资产负债表均有进一步深入的讨论之外，本周，拥有FOMC会议投票权的高官Loretta Mester和Bullard均表示年内至少将加息三次，并且开始缩表。不过，市场似乎已经为高通胀的形势和美联储政策正常化的路径已经进行了充分的定价，而本周美联储主席鲍威尔的听证会亦未有谈及更多有关3月加息和如何缩表的细节的情况下，令美元指数本周面临压力，暗示投资者已经逐渐转移其焦点至缩减资产负债表的时机和速度。不过，从基本面的角度来看，相比起其他主要国家，美联储的货币政策预期依然偏紧，有越来越多美联储官员对3月加息持开放态度，鹰派讯号依然鲜明。当地经济情况方面，虽然当地疫情形势严峻持续，但基于Omicron致死率不高，相信并不会较先前般制约美国经济成长和就业市场的复苏。总而言之，考虑到近期美联储官员逐渐加强其对年内加息三至四次的预期，加上最新的褐皮书亦指出经济活动将以温和的速度增长，相信基本面因素仍未至于促使美元转势下行。有见及此，一旦市场重新为美元对近期利率的变动进行定价，美元指数可能于调整过后重返上行的格局。</p>
<p><b>欧元</b></p>	<p>随着美元本周出现调整压力，欧元/美元突破1.1380/00关口，其后反覆于1.1400水平上方整固。几项因素令欧元兑美元的定价产生转变。具体而言，最新欧元区数据显示去年12月份消费者价格指数按年上升5%，通胀创纪录新高，更值得关注的是，德国央行行长周二表示通胀前景仍存在不确定性，并指出通胀上升的风险将会持续更长时间，同时周四欧央行副行长Guindos亦表示通胀或许不会为短暂性，反映出其他央行似乎亦开始跟随美联储对通胀预期的转变，有见及此，市场似乎亦开始为欧央行提前至明年第一季加息的预期进行定价，小幅提振近期欧元表现。数据方面，几项经济以及市场数据似乎亦为上述的观点带来依据。第一，除了欧元区去年12月CPI创纪录上升之外，同月零售销售亦按年增长7.8%，好于前值和市场预期。第二，截至1月4日，CFTC EUR期货净空仓由6634下跌至1554，反映市场看淡欧元的仓位明显回落。不过，在欧央行行长Lagarde鸽派坚挺的情况下，叠加考虑到德美2年期和10年期国债息差升幅仍然显著的因素，未来欧元兑美元可否延续升势仍需注意。技术上，注意1.1520短线的阻力位，及未来市场对欧央行调整政策的预期。</p>
<p><b>英镑</b></p>	<p>市场风险偏好回暖，加上日前英国首相约翰逊表示可能将隔离期由7日缩短至5日，投资者对英镑兑美元乐观的情绪持续。回顾过去一周的经济数据，英国12月建筑采购经理人指数终值上调至54.3，叠加去年12月Halifax房价指数按月上升1.1%，意味着英国房地产市场扩张持续。不过，考虑到美元进一步下行空间或不大，再加上首相约翰逊丑闻（承认参加了2020年5月20日派对丑闻以及有高于六成受访英国国民要求约翰逊辞职）的风险事件，不排除英镑兑美元在未来几周上行速度有所减弱的可能性。简言之，虽然近期市场多方面的消息刺激英镑强劲走高（Omicorn疫情对英国经济的影响维持温和，美元回落以及改变隔离规则的可能性），但仍需注意2月英国央行会议有关加息进度讨论，以及会议后触发英镑回吐升幅的风险。</p>
<p><b>日元</b></p>	<p>年初至今，名义利率和实际利率拉升似乎是市场的共识。不过，利率上涨暂时并未有推动美元兑日元攀升，相反，特别是在本周美国公布去年12月CPI之后，美元/日元迅速回落，一度下测114.40关口。至于美国国债方面，债券投资者对高通胀形势同样相对温和，而数据亦显示联邦基金期货目前3月开始加息仍有88%的可能性，似乎目前唯一的解释是市场已经对美联储其鹰派充分的定价，相信10年期国债收益率短期内波幅区间则继续维持于1.66%-1.82%水平。最新的消息指随着日本央行亦开始讨论如何在前瞻性地指引加入加息环节，亦推升日本国债收益率回升的迹象，有助收窄美日息差分歧，利好日元。短期内，美元/日元短期下行压力可能渐增，关注113.20短线阻力。其他方面，日本央行行长黑田东彦表示，当地消费者物价指数可能会逐渐上升，经济将步入稳步复苏的轨道，下周有望上调有关经济增长和通胀预测。</p>
<p><b>加元</b></p>	<p>加元本周表现升势凌厉。除了美元回落和油价延续升势因素之外，加拿大国内经济数据更值得一提。首先，上周五加拿大公布失业率为5.9%，优于市场预期6.0%，触及22个月低点，而12月新增就业岗位更为市场预</p>

## 全球外汇周报

14 January 2022

	<p>期的约两倍，新增岗位 54,700 个，超过预期 27,500 个，反映出闲置劳动力已在很大程度上得到消化。此外，失业率轻微下跌至 5.9%，触及 22 个月低点，与美国忧喜参半的非农就业报告形成强烈的对比。其次，加拿大 11 月的贸易顺差扩大至 31.3 亿加元，远超预期，进出口均创下纪录高位，亦提振加元周初表现。至于油市方面，尽管全球 Omicron 感染个案大增，但对原油需求前景未有出现转势的情况，叠加供应方面如利比亚部分供应中断以及多个 OPEC 成员国无法达到增产目标，为国际油价上升带来支持依据。短期内，美元兑加元上方阻力位于 1.2620，而下方支持位则位于 1.2400 水平。</p>
<p><b>澳元</b></p>	<p>受惠于美元回弱因素，澳元兑美元本周触及月内 0.7314 的高位，其后因风险情绪转弱而回落。起初，美元因出现技术性抛售迅速走低。这加上这加上市场风险情绪好转和大宗商品价 1 攀高，导致澳/美元一度上升至 0.7314 水平。其后，随着各国收益率转趋稳定，澳洲国债收益率重新扁平化，其中澳洲 3 年期债券的收益率几乎保持在 1.18% 不变，而 10 年期国债利率则下降 3 个基点至 1.83%，利淡澳元。疫情方面，新变种病毒 Omicron 继续于当地肆虐，不过，从好的方面来看，住院和死亡率维持低位，预计防疫限制措施计维持至 1 月 27 日。短期内，市场关注下周公布澳洲的就业数据，并预期失业率将进一步回落，再加上先前澳储行表示当地楼市泡沫情况严重，两项关键因素或予澳储行尽早加息压力。</p>
<p><b>纽元</b></p>	<p>纽元/美元连续上涨 3 日之后，稳定于 0.6800 水平上方。一方面，美元全面下跌，利好商品货币纽元。另一方面，日当地确诊人数亦有所回落，亦纾缓市场对疫情影响当地经济前景的忧虑。经济数据方面，纽西兰 11 月建筑许可由跌转升，按月上升 0.6%，超过预期，反映当地建筑活动在逐步解封后有所回复。另外，根据纽西兰统计局报告显示，去年 11 月当地填补职位按月上升 0.4%，优于前值的 0.2%，意味着当地就业市场似乎亦随着逐步放宽限制措施下取得改善。总括而言，随着纽西兰疫苗接种率上升，当地疫情受控，料在纽储行 2022 年加息 100 点的前提下，将支持纽元表现。技术上，相信将继续支持纽元/美元续守 50 天移动平均线。</p>
<p><b>人民币</b></p>	<p>美元/人民币继续维持在 6.35-6.40 窄幅波动。美元本周的回落并未能帮助人民币突破，这也使得人民币指数出现回调。周四人民币中间价与市场预期出现偏离，似乎暗示了短期内 6.35 依然是个支撑点。不过中国 12 月创历史新高的货物贸易顺差继续打脸那些看空人民币的逻辑。此外，2021 年中国利用外资投资同比大幅增长 14.9%，同样创下历史新高。短期内，强大的货物贸易顺差以及资本账户下的资本流入或许将继续对人民币带来支持。人民币是否能够突破当前 6.35-6.40 窄幅区间似乎正在等待一个契机。</p>
<p><b>港元</b></p>	<p>受美元走软影响，本周美元港元反复向下，一度触及 7.7859 的近两个月低位。在 2022 年年初，受益于低估、中国放松房地产行业的三条红线以及货币政策进一步宽松的信号，港股相对全球股市有比较亮眼的表现，南向通持续流入，对近期港元或有一定支持。另外，一个月以及三个月拆息在周五有所上涨，或反映对港币资产的需求有所提高，但总体银行体系总结余维持在历史高位，港息上行空间受限。短期内，1 个月和 3 个月港元拆息可能分别在 0.15% 和 0.25% 上下徘徊，而港汇可能暂时在 7.7822-7.8047 区间内波动。</p>

## 全球外汇周报

14 January 2022

图 1：美元指数-日线图：鉴于越来越多美联储官员对 3 月加息持开放态度，美元在下穿先前 95.50 的支撑位之后，下行动力渐增。不过，目前谈及美元转势下行似乎仍然言之过早。展望未来，我们将重点关注美联储在缩减资产负债表的时机和速度。

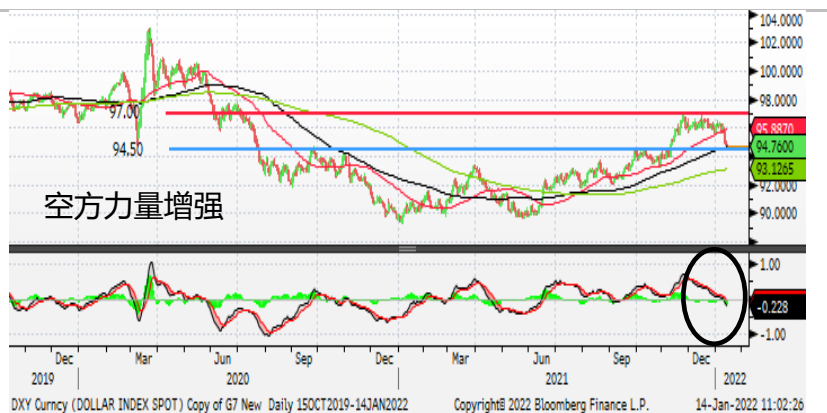


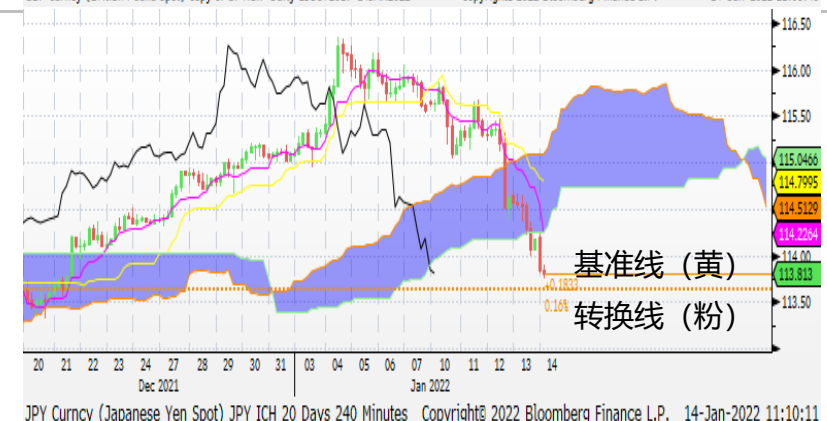
图 2：欧元/美元-日线图：继美国 CPI 刺激美元迅速走低之后，欧元兑美元突破先前 1.1400 关键的阻力。不过，在有新的因素刺激之前，该对子或将于 1.1400-1.1600 区间内徘徊。



图 3：英镑/美元指数-日线图：基本面因素继续支持英镑/美元延续升势，而目前较为重点的水平将会是 200 天移动平均线 1.3737 的水平，然后是 1.3830/40 附近水平。



图 4：美元/日元-日线图：随着美元面临技术上回调压力，这加上日本国债收益率逆势走高，美元/日元下穿云层意味着下行空间保持沉重基调。下一个支持的目标将指向 113.20/40 水平。



## 全球外汇周报

14 January 2022

图 5：美元/加元-日线图：美元下跌以及油价上升的组合令本周美元/加元呈现下行走势，并重新在 200 天移动平均线 1.2501 获得支持。短期内，等待美元的方向性。



图 6：澳元/美元-日线图：继美联储主席鲍威尔发表证词之后，澳元/美元上升动力逐渐增强，并上破 100 天移动平均线 0.7287 的水平。短期内，关注 0.7340/50，然后是 0.7380/00 直接阻力。



图 7：纽元/美元-日线图：纽元/美元攀升到今年以来的新高，并突破 50 天移动平均线 0.6857 的水平，惟后市仍需关注美元的方向。



## 全球外汇周报

14 January 2022

图 1: 各国 10 年期国债收益率大幅波动

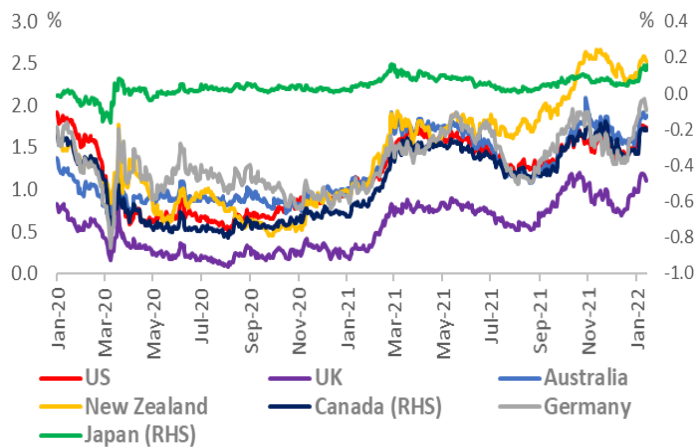


图 2: 全球负利率债券存量延续跌势



图 3: 欧美央行资产负债表保持上行

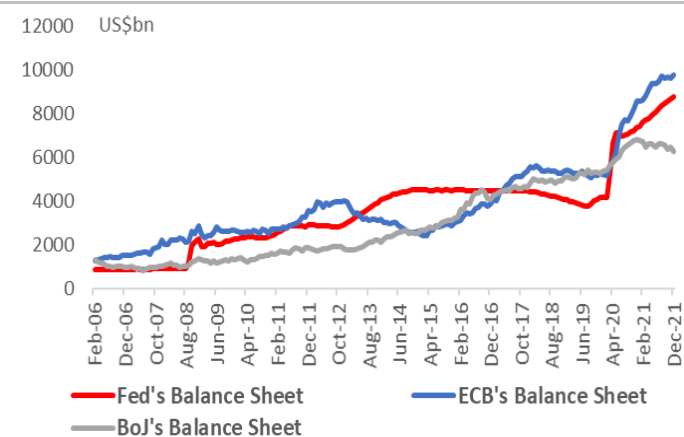


图 4: 主要经济体制造业 PMI 增长放缓

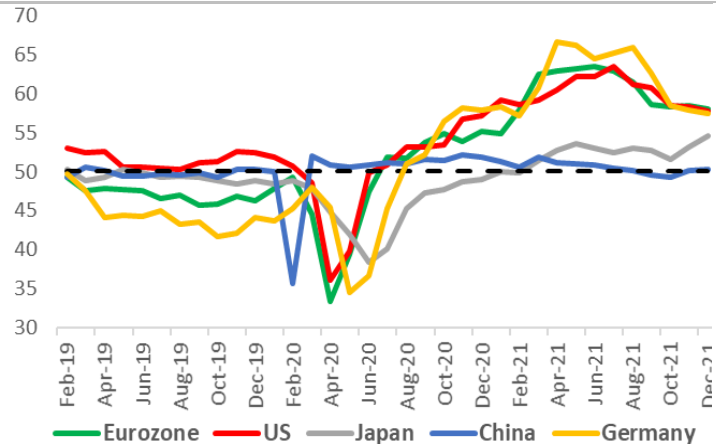
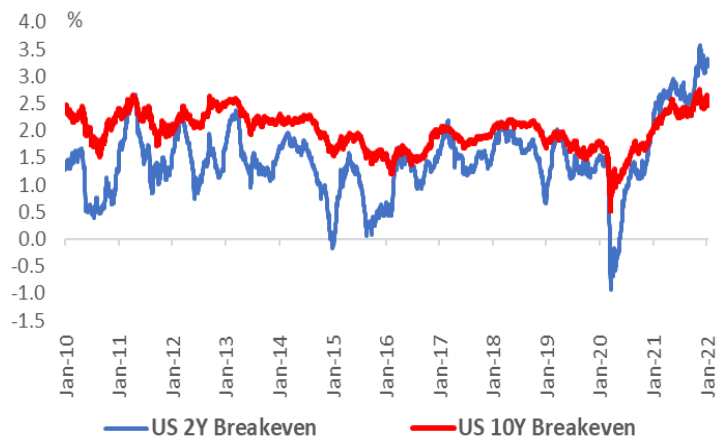


图 5: 大宗商品价格升势强劲



图 6: 10 年期美国通胀预期明显受压



数据来源: 彭博, 华侨银行



## 全球外汇周报

14 January 2022

图 7: 美国核心 CPI 进一步攀升

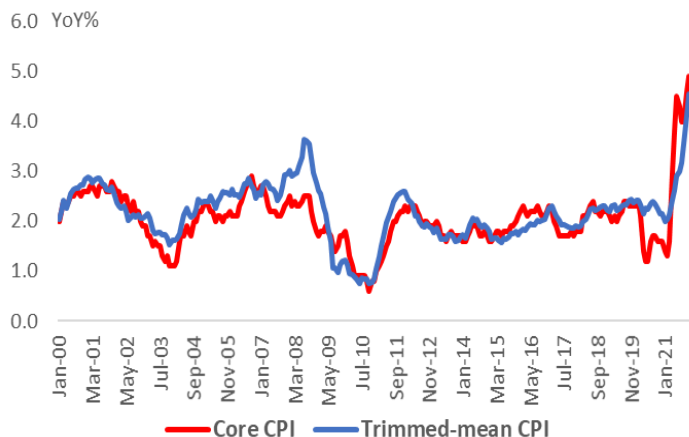


图 8: 全球股市 P/E 明显回落

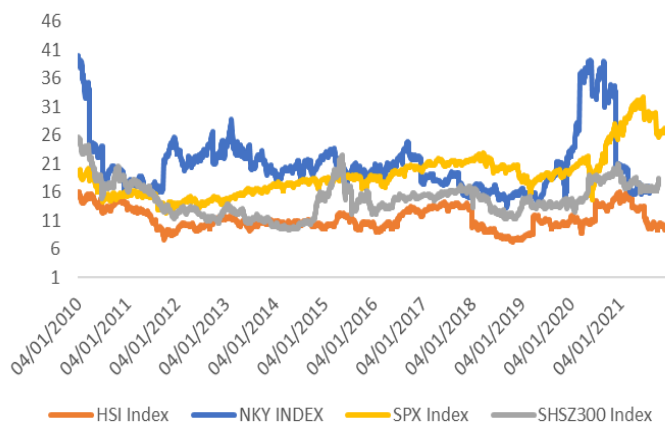


图 9: 美国密歇根大学消费者通胀预期小幅回落

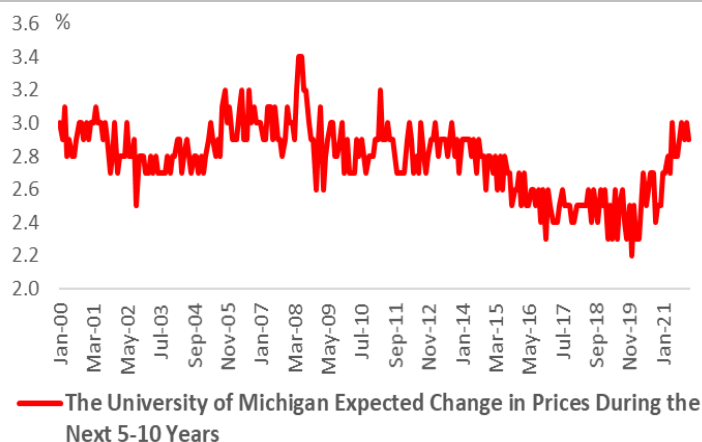


图 10: 美债收益率曲线走势分化

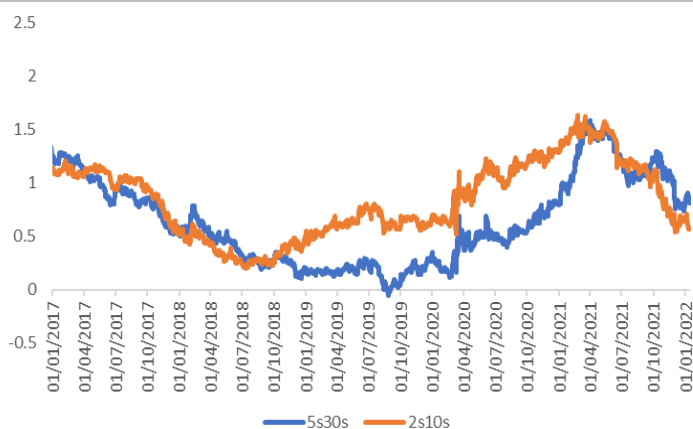


图 11: 美国平均时薪增速放缓

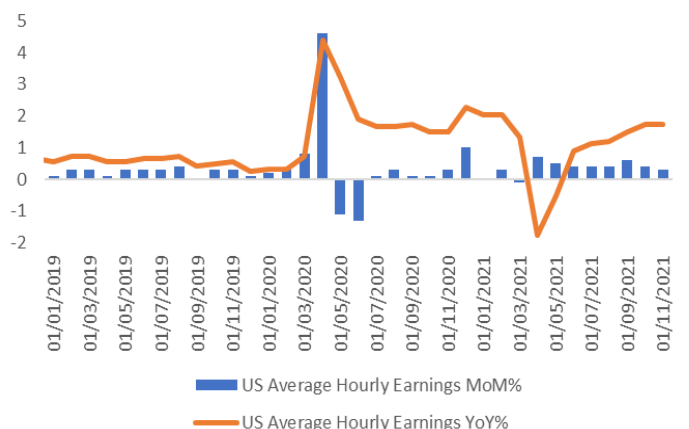


图 12: 美国国内商品支出明显回落



数据来源: 彭博, 华侨银行

## 全球外汇周报

14 January 2022

图 13: 德美 10 年期实际收益率差距小幅收窄

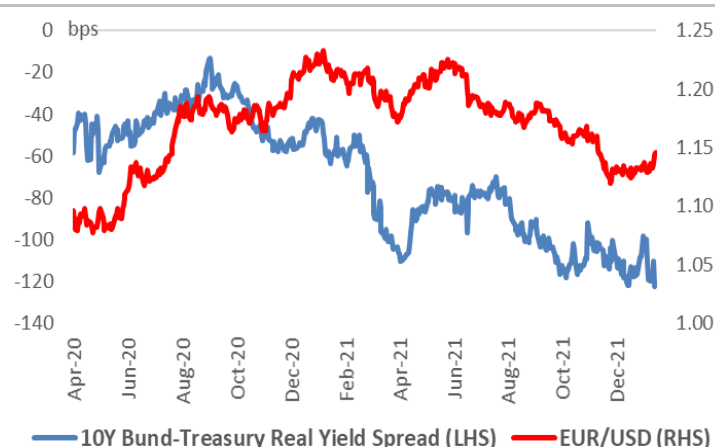


图 14: 美日 10 年期实际收益率大幅收窄

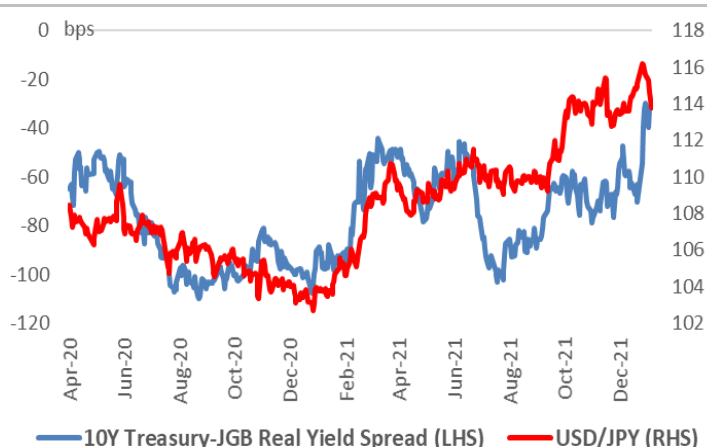


图 15: 美国实际收益率上升幅度显著

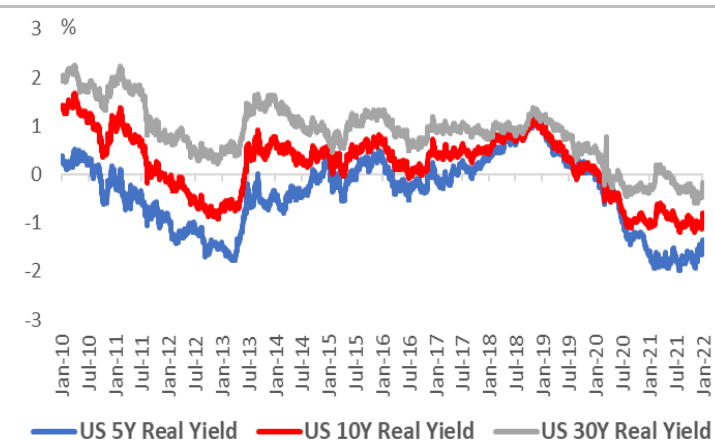
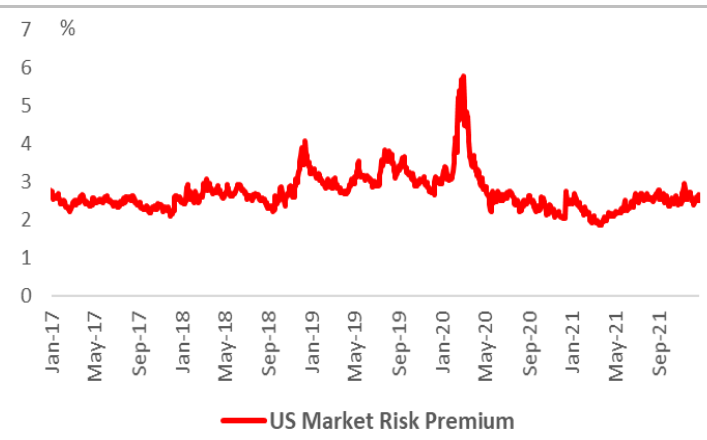


图 16: 美国股市风险溢价小幅上升



数据来源: 彭博, 华侨银行

# Treasury Research & Strategy

---

## Macro Research

### Selena Ling

Head of Strategy &  
Research  
[LingSSSelena@ocbc.com](mailto:LingSSSelena@ocbc.com)

### Tommy Xie Dongming

Head of Greater China  
Research  
[XieD@ocbc.com](mailto:XieD@ocbc.com)

### Wellian Wiranto

Malaysia & Indonesia  
[WellianWiranto@ocbc.com](mailto:WellianWiranto@ocbc.com)

### Howie Lee

Thailand, Korea &  
Commodities  
[HowieLee@ocbc.com](mailto:HowieLee@ocbc.com)

### Herbert Wong

Hong Kong & Macau  
[herberhtwong@ocbcwh.com](mailto:herberhtwong@ocbcwh.com)

## FX/Rates Strategy

### Frances Cheung

Rates Strategist  
[FrancesCheung@ocbc.com](mailto:FrancesCheung@ocbc.com)

### Terence Wu

FX Strategist  
[TerenceWu@ocbc.com](mailto:TerenceWu@ocbc.com)

## Credit Research

### Andrew Wong

Credit Research Analyst  
[WongVKAM@ocbc.com](mailto:WongVKAM@ocbc.com)

### Ezien Hoo

Credit Research Analyst  
[EzienHoo@ocbc.com](mailto:EzienHoo@ocbc.com)

### Wong Hong Wei

Credit Research Analyst  
[WongHongWei@ocbc.com](mailto:WongHongWei@ocbc.com)

## 全球外汇周报

14 January 2022

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