

谢栋铭

Xied@ocbc.com

吴端正

terencewu@ocbc.com

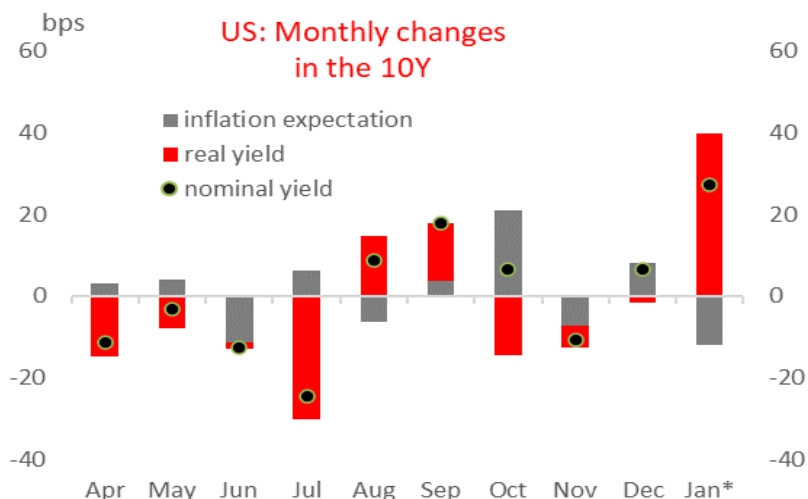
王灏庭

Herberthtwong@ocbcwh.com

本周随笔：美国实际利率的上升

新年伊始，市场的交易主线还是比较明显的，那就是重新定价美联储加息概率。金融市场也罕见的出现了市场预期落后于美联储预期的情况。期货市场也逐渐朝着部分美联储官员预测的四次加息靠拢。就在几周前，市场还在讨论美联储是否会从5月开启加息周期，现在市场已经就3月加息形成了一致的预期。此外，市场对此轮加息周期次数也迅速由之前认为的5次变成7次。

美联储加息预期强化下，美债收益率大幅上涨成为贯穿全球金融市场的主线。美国10年期国债收益率一度触及1.9%，而美债短端收益率更是大幅上涨，2年期突破1%。加息预期上升中，美债收益率进一步扁平化。此轮美债收益率快速上升，并非通胀预期推动，而主要是实际利率上升推动（见下图）。名义利率和实际利率的同时上升带动了各类资产的联动，尤其是一直受资金加持的美国纳斯达克指数今年跌幅接近10%，很大程度是因为实际利率的上升。笔者去年底曾经有个观点就是疫情以来，由于全球杠杆率大幅上涨，从政治角度来看，实际利率或许很难大幅上升。不过1月以来实际利率出现了较大的升幅，未来实际利率走势将成为影响市场的关键因素。



实际利率上升，带动名义利率上升，并带动股票回落。整条逻辑链条还是比较通顺的。不过，市场也出现了一些和预期不符的走势，包括美元1月不如预期来的强，黄金逆势走高以及人民币的进一步走强。

先来看一下美元。1月虽然市场对美联储的预期出现了翻天覆地的变化，但是美元指数却基本没有变化，依然围绕在95.7附近波动。当然细分来看，导致美元指数没有上涨的一个重要因素是日元在避险情绪以及对日本央行鹰派转变预期推动下重新升值的结果。不过就算从欧元/美元的走势来看，美元的表现也差强人意。这里一个可能的解释是，市场意识到通胀是全球问题（中国可能除外），全球央行被迫收紧货

全球外汇周报

21 January 2022

币政策是迟早的事。因此，市场也试图评估支持美元的政策预期差因素可以持续多久。笔者的看法是，美国的政策预期差对美元的支持并未结束，事实上，本周最新公布的欧洲央行 12 月会议纪要也再次显示欧洲央行虽然对通胀越来越担忧，但是依然认为今年不会加息。市场一般在欧洲央行加息前 3-6 个月可能会开始重新定价。鉴于今年欧洲央行加息可能性不大，目前这个交易可能还为时过早，或许是下半年的焦点。

其次，虽然近期美元实际利率大幅上涨，但是原本应当对实际利率敏感的黄金却没有受到影响，相反金价今年以来还小幅走高。这显示市场对地缘政治的担忧可能暂时超过了实际利率的上升。如果未来地缘政治局势缓解，黄金的走势或许会更像一个货币，回到传统逻辑。

最后，中国央行的超前宽松并未如之前担忧那样打击人民币走势。相反，人民币进一步走强。美元/人民币突破 6.35，进入到久违的 6.34 区间。似乎中美利差快速收窄并未影响到人民币的强势。这里是因为春节假期前结汇需求的关系还是其他因素，可能还需要再观察。不过中国强大的经常账户顺差或许将继续成为支持人民币的短期因素。

总体来看，市场目前还处在重新适应美国实际利率走高的情况。这应该会继续成为上半年支持美元的主要因素。

全球外汇周报

21 January 2022

现行策略

总结：本周我们新增了一个短线策略买美元/沽纽元。主因是美国股市和大宗商品价格转弱打击风险货币纽元。这加上当地经济数据保持疲惫，料纽元兑美元继续面临考验，建议策略暂时录得0.84%的正回报。

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 19日	买美元/沽纽 元	0.6784	0.6614	0.6871	风险情绪转弱，纽西兰当地确诊个案维持高企，叠加央行因素分歧均对纽元产生不利因素	+0.84
---	----------------	-------------	--------	--------	--------	---	-------

长线策略

全球外汇周报

21 January 2022

<p>美元</p>	<p>年至今初，市场对美联储紧缩政策的预期产生巨大的变化。从市场去年年底对今年年内加息疑存，到年初加息三次预期，以及最少加息四次和缩表的组合均凸显了近期投资者对美联储收紧其货币政策的转变。过去两周，市场似乎更进一步为美联储三月开始加息进行定价，甚至有市场估计有加息 50 基点的言论，反映通胀压力高企（油价本周一度创 7 年以来的新高），依然是推动美联储加快紧缩节奏的主因。另外，虽然本周是官员的静默期，但市场继续沽空美债，做多美元，反映投资者对预期的落差存在分歧，美元似乎短线仍有上涨空间。至于美债收益率方面，我们认为 10 年期美债收益率中期仍然有上涨空间。回顾上一次 13-17 美联储紧缩周期，收益率曲线整体为先陡峭后趋平的格局。在加息预期转强的基调下，2 年期美债收益率站稳 1% 水平上方短线上望空间似乎有限，相反，10 年期美债收益率距离 19 年 2% 的高位仍有上升空间，相信收益率于目前阶段性调整过后，或有助长息攀升，惟相信美联储宣布缩表正式落地之后，收益率曲线或将明显趋平。换言之，相信基本面因素将会继续支持美元维持坚挺，甚至进一步走强，但随着美联储往后公布更多有关缩表的细节，美元指数中期回落格局保持不变。</p>
<p>欧元</p>	<p>欧元表现仍未见明朗。继上周德国央行行长和欧央行副行长相继发表鹰派立场之后，本周二欧央行行长称不担心物价上涨，相信欧央行会稳定通胀压力，又指当局不太可能像美联储般行事，言论略为谨慎鸽派，反映官员间内部看法仍然存在分歧，对货币政策后续作出反应似乎仍言之过早（欧央行 12 月货币政策会议纪要显示，官员不排除通胀在更长时间内高企的情况，但对过早收紧政策表示担忧），整体言论为欧元带来不确定性。从好的方面来看，随着美联储收紧货币政策步伐有望加快，德国 10 年期债收益率自 2019 年以来一度升至 0% 以上水平，目前市场认为欧央行 10 月开始加息依据合理，限制欧元跌幅。随着欧央行部分成员亦开始对年内加息持开放态度，显然令投资者对欧央行调整政策的预期较此前乐观，但相信上升动力仍然有限。技术上，关注 1.1380/00 的阻力位，而下方则注意 1.1300，然后是 1.1270 的水平。</p>
<p>英镑</p>	<p>英镑/美元面临向下调整压力。起初，随着美元周初大幅反弹，英镑兑美元回吐部分上周涨幅，这加上市场相继为美联储三月和五月开始加息预期进行定价，英镑/美元维持明显偏弱走势。周中，英国经济数据以及解除限制措施的消息，为英镑带来一定支持，但其后因英国消费者信心指数录得疫情以来的低位以及美元续升的因素令英镑兑美元继续带来打击。本周的数据方面，截至去年 11 月底，三个月平均整体失业率由 4.2% 下跌至 4.1%，当地 12 月企业增聘人数上升 18.4 万，较 2020 年 2 月疫情前水平高出 1.4%。其次，英国 12 月通胀延续升势，其中 12 月的通胀率由同比增长 5.1% 进一步增至同比上升 5.4%，创 1997 年以来的高位，而核心 CPI 亦由 11 月同比上升 4.0%，加快至 12 月同比上升 4.2%。有见及此，两项关键数据均为英国央行二月加息的带来充分的理由。除此之外，有消息指，英格兰将于 1 月 26 日解除有关居家办公和疫苗护照等限制措施，而英国首相约翰逊亦指出计划最早可能三月开始取消英国所有的新冠病毒防疫限制，大大提振英国消费者和企业信心。</p>
<p>日元</p>	<p>本周利率市场风云再起，市场重新对前端利率的定价更为显著。在市场逐渐就今年 2022 年美联储加息四次的预期进行定价的背景下，美元和美国收益率将有机会继续攀高，尽管如此，息差因素于本周并未有为日元为施加额外的下行压力，反映出汇率与利率走势预期分化。央行方面，本周日本央行如期宣布按兵不动，其中官员以 8-1 的多数票维持收益率曲线控制，当前资产购买计划以及前瞻指引的方针不变。根据最新央行第四季度的展望报告表示，由于国内外受疫情影响明显减弱，同时消费和日本政府经济刺激方案等催化剂继续推进国内经济出现显著改善。因此，当局决定上调其对经济评估的预测，2022 年增长预测由按年升 2.9% 上调至 3.8%。而通胀预测方面，则由由偏向下行的表述改为处于均衡水平，由 2022 年按年上升 0.9% 上调至 1.1%，意味着随后价格将会有更多的传导效应。短期内，虽然本周日元暂时找到支持，但由于日本首相岸田文雄早前宣布于 1 月 21 日至 2 月 13 日在包括东京的十三个地区实施半紧急状态，在日本央行坚守其宽松政策立场不变的情况下，或继续促使日元于未来几个月维持承压局面。图表上，关注 113-115 区间。</p>

全球外汇周报

21 January 2022

<p>加元</p>	<p>本周美元强势反弹，但随着原油价格再创几年以来的新高，油市乐观情绪带动加元对美元继续于近期高位找到支持。至于加国内部数据方面，其中最为凸出的为加央行周一公布有关第四季度商业前景调查，并由上季度 4.73 上升至 5.99 的历史新高。当中提及有 77%的企业表示当地劳动力短缺的情况加剧，就业市场广泛出现工资上行压力，而亦有 67%的企业预计通胀率将于未来两年内超过 3%，但整体企业对未来销售增长尚算正面，由第三季度的 54 上升到第四季度的 57。另外，加拿大 12 月通胀率按年上升 4.8%，创 30 年以来的高位，为下周 1 月 26 日加央行加息 25 个基点带来最后一块拼图，目前利率市场显示月内加息高达有 77%的可能性。话虽如此，从根本上的角度来看，月内加拿大央行依然有按兵不动的可能性。因此，若美元延续涨势，油价调整，股市出现抛售的情况，相信一系列因素均不利风险货币，加元兑美元或重现弱势，并支持美元/加元反弹至 1.2600 水平上方。总括而言，除非油市方面有更多正面因素带动油价继续走强，否则美元/加元在 200 天移动平均线(1.2500)水平开始盘整似乎仍然有一段距离。</p>
<p>澳元</p>	<p>澳洲疫情的冲击打击市场风险情绪，这加上本周美元走强以及美澳息差扩宽，意味着澳元/美元短线上升势头有所减弱，暂时欠缺明确方向。不过，就基本面因素而言，最新中国央行再次强调当局其鸽派立场，并致力继续以不同的工具提振国内经济增长，相信将有助带动澳洲出口增长维持强势。此外，虽然最新澳洲公布 1 月消费者信心指数环比下跌 2.0%至 102.2 个百分点。不过，相比起之前的疫情爆发的时间，信心指数回调幅度相对温和，总体市场情绪仍处于高水平。而澳储行最关注就业数据方面，数据显示，最新 12 月就业人数增加 6.48 万人，而失业率显著下跌至 4.2%，似乎亦推动市场憧憬澳储行提早加息预期。因此，一旦市场重新转移其焦点至央行因素，相信澳元兑美元或有望摆脱当前盘整阶段的局势。技术上，需关注目前 0.7130-0.7315 区间范围，而更大的波幅区间则会 0.7000-0.7400 水平。</p>
<p>纽元</p>	<p>在众多的货币当中，纽元/美元本周表现最差。一方面，谈及纽国上半年第四季度经济数据，受疫情因素影响，的确较为悲观，这加上周五亚太市场经济数据淡静，投资者因避险需求涌入美元，纽元兑美元难言乐观。另一方面，尽管上年纽储行上年第四季已经加息两次，但随着各国其他央行开始政策正常化，纽储行政策优势对纽元的支持似乎亦出现消退的现象。展望未来，下一个较为关键的数据将会是下周四纽西兰第四季 CPI 数据，目前市场普遍预期通胀率将按年上升 5.3%，若数据高于预期，或有助扭转纽元当前弱势。短期内，关注亥对子可否守住先前 12 月 0.6701 的低位。</p>
<p>人民币</p>	<p>中国央行的超前宽松并未如之前担忧那样打击人民币走势。相反，人民币进一步走强。美元/人民币突破 6.35，进入到久违的 6.34 区间。似乎中美利差快速收窄并未影响到人民币的强势。这里是因为春节假期前结汇需求的关系还是其他因素，可能还需要再观察。不过中国强大的经常账户顺差或许将继续成为支持人民币的短期因素。</p>
<p>港元</p>	<p>周初美元港元触底反弹，跟随美元指数走高，但周四开始回软，跌至 7.7850 的位置后喘定。受惠于人行的宽松政策信号，本周港股在全球国债收益率走高、风险偏好向下的背景下仍有资金追捧，南向资金持续净买入，整体利好港元。但随着美联储下周议息，或会就结束量化宽松提供更多细节，要留意美元波动以及资金流向。另外，拆息在周五全线上涨，或继续指向对港币资产的需求，加上农历年前的现金需求，1 个月和 3 个月港元拆息可能有短期上升的压力，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，而港汇短期内可能在 7.7837-7.8019 区间内波动。</p>

全球外汇周报

21 January 2022

图 1：美元指数-日线图：继上周美元破位下行之之后，本周美元重新反弹，收复上周大部分的跌幅。短期内，考虑到当前美联储其鹰派立场依然明确，在下周 FOMC 会议之前，跌幅或有限



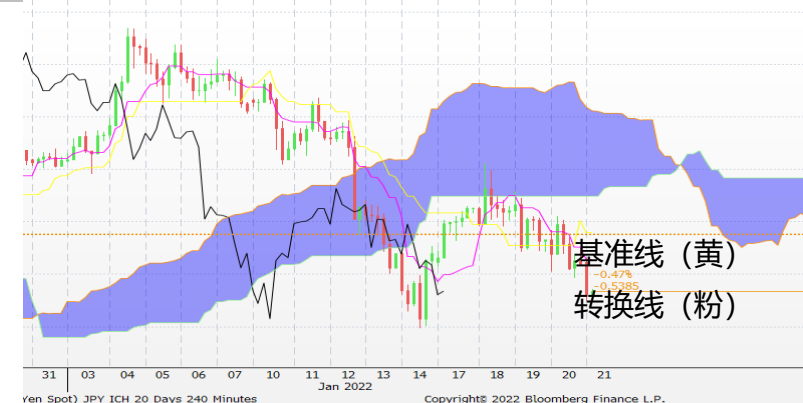
图 2：欧元/美元-日线图：欧元/美元在周三和周四早段时间走高，惟该对子仍欠缺明确方向。短期内，若该对子再失去 1.1300 关键支持，不排除下行压力逐渐增强。



图 3：英镑/美元指数-日线图：市场整体围绕着英国将进一步放宽社交限制和首相约翰逊丑闻的事件交易，导致英镑兑美元成好淡孚持局势。短期内，预计英镑/美元将于 100 天移动平均线水平上方整固。



图 4：美元/日元-日线图：美日前端收益率利率差异似乎未有为美元/日元带来太大的上升动力。相反，美股承压以及避险情绪升温之际，为日元持续带来支持。短期内，料继续于 113.50-115.30 较大的范围内波动。



全球外汇周报

21 January 2022

图 5: 美元/加元-日线图: 原油价格维持较高的水平, 惟暂时似乎并未能进一步带动美元/加元走低。除非油市方面有更多正面因素带动油价继续走强, 或难以突破当前 1.2450-1.2600 波动区间。



图 6: 澳元/美元-日线图: 有更多的迹象显示澳联储未来加息指引并不及去年 11/12 的悲观。不过, 在有新的因素刺激之前, 该对子或于 0.7200-0.7300 范围内徘徊。



图 7: 纽元/美元-日线图: 纽元/美元维持疲弱, 并反覆于 50 天移动平均线 0.6831 水平下方徘徊, 这加上相对强弱指标维持向下倾向, 若纽元兑美元进一步跌穿 0.6755 关口, 相信下一个较为关键的水平则位于 2021 年 0.6700 的低位。



全球外汇周报

21 January 2022

图 1: 各国 10 年期国债收益率本周上涨

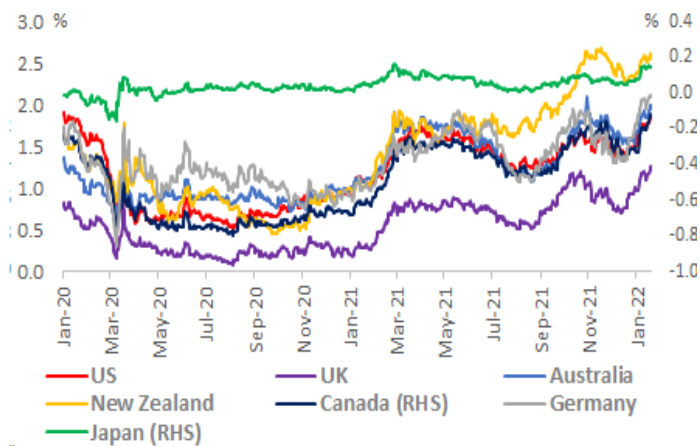


图 3: 欧美央行资产负债表保持上行

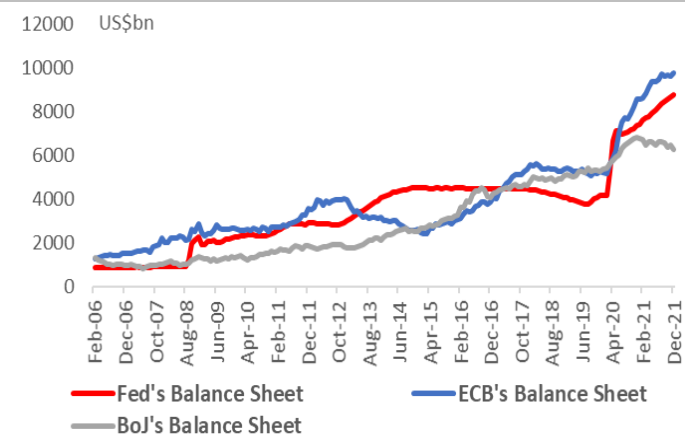


图 5: 大宗商品价格大幅上涨

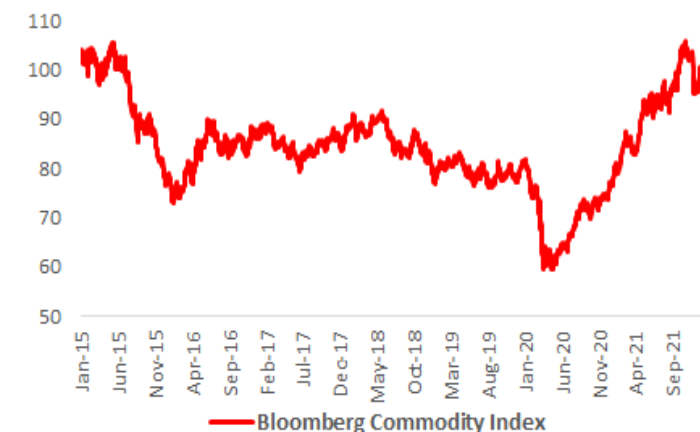


图 2: 全球负利率债券存量延续跌势



图 4: 主要经济体制造业 PMI 增长放缓

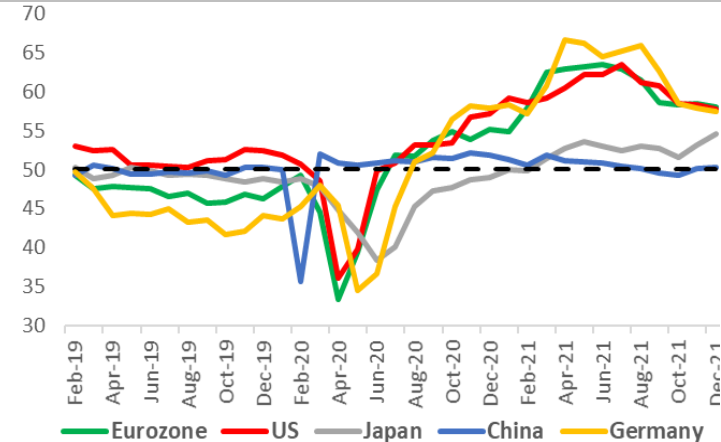
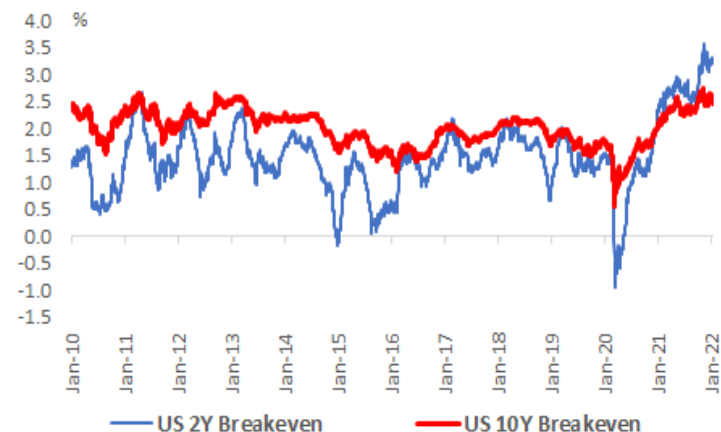


图 6: 短期美国通胀预期升势强劲



数据来源: 彭博, 华侨银行

全球外汇周报

21 January 2022

图 7: 美国核心 CPI 延续升势

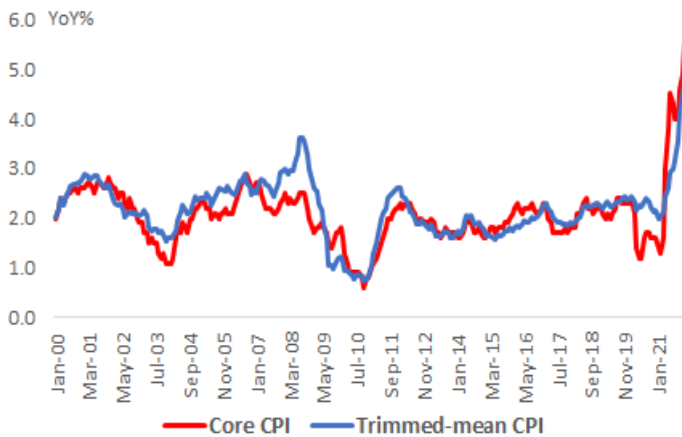


图 8: 美国股市 P/E 回落

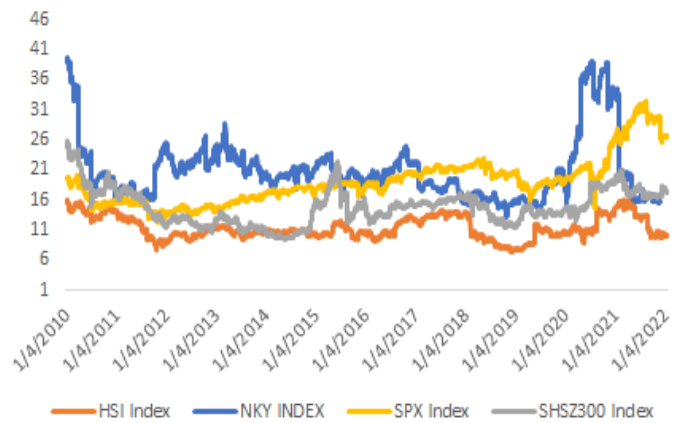


图 9: 美国密歇根大学消费者通胀预期继续攀升

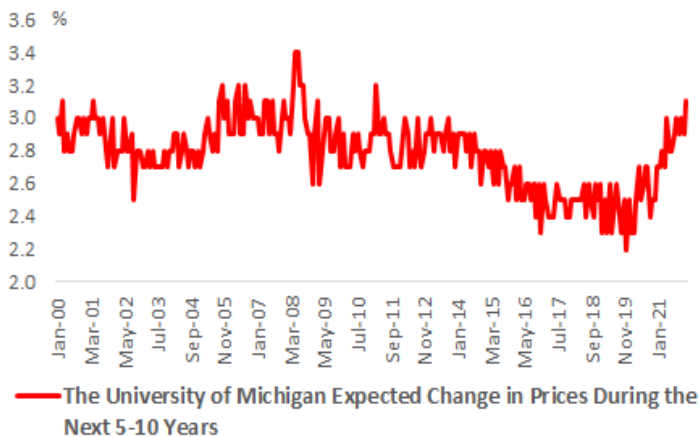


图 10: 美债收益率曲线进一步趋平

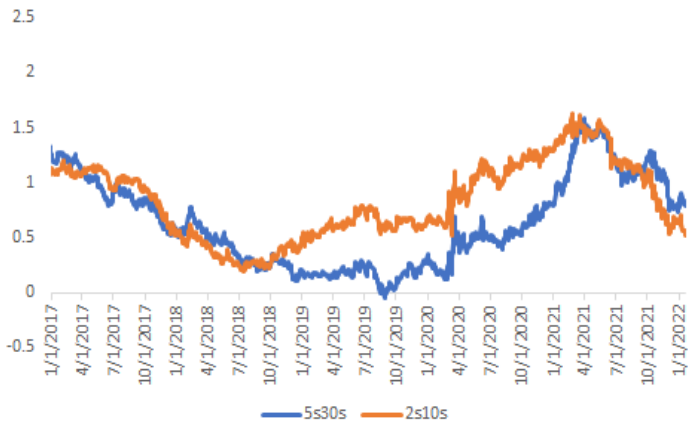


图 11: 美国平均时薪增速放缓

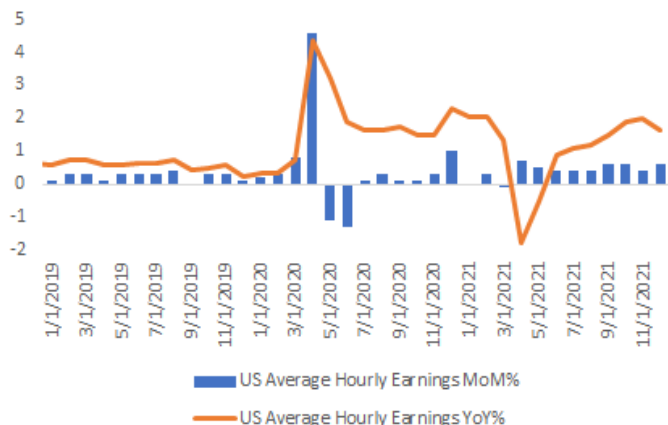
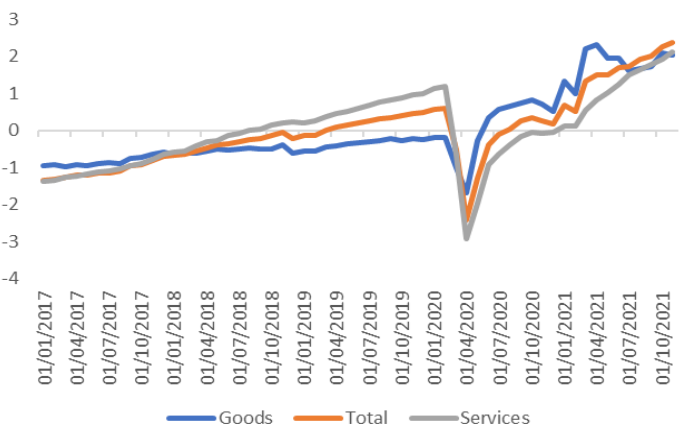


图 12: 美国国内商品支出明显回落



数据来源: 彭博, 华侨银行

全球外汇周报

21 January 2022

图 13: 德美 10 年期实际收益率差距依然较大

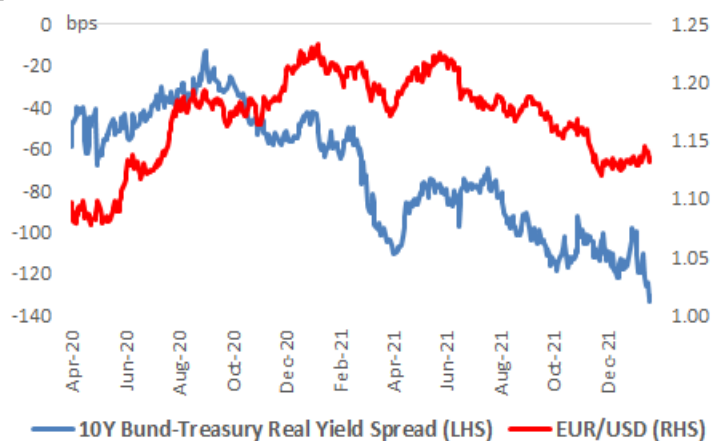


图 14: 美日 10 年期实际收益率大幅收窄

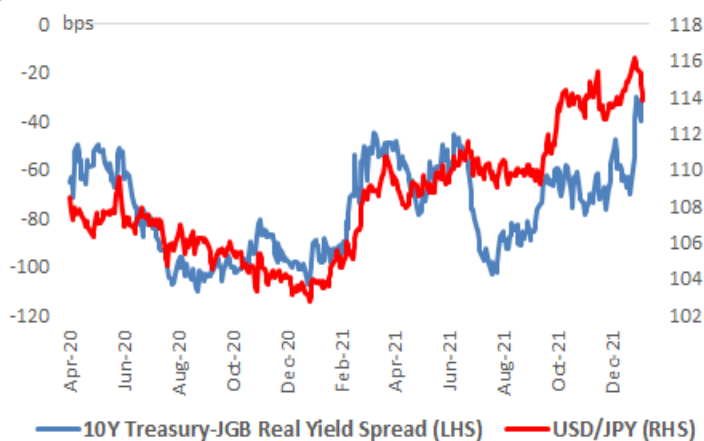


图 15: 美国实际收益率升幅显著

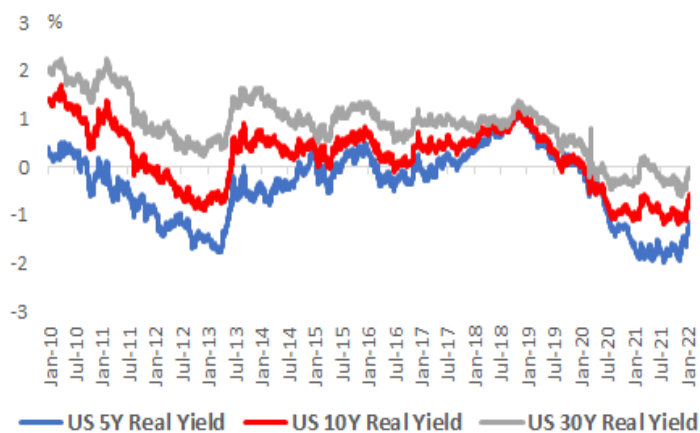
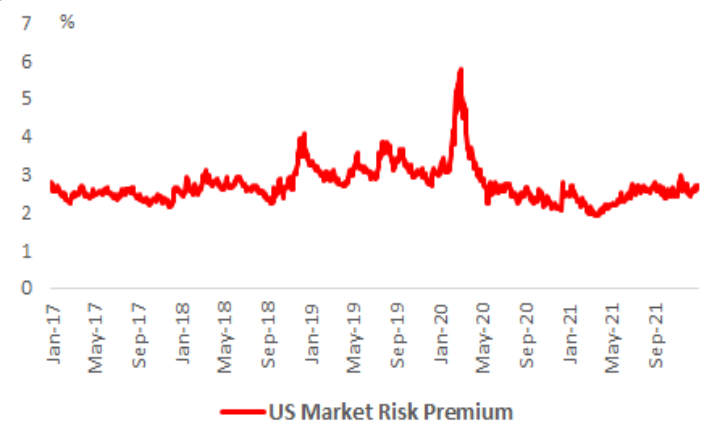


图 16: 美国股市风险溢价小幅上升



数据来源: 彭博, 华侨银行

Treasury Research & Strategy

Macro Research

Selena Ling

Head of Strategy &
Research
LingSSSelena@ocbc.com

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

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

全球外汇周报

21 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